

**Fubon Research**

2021年9月6日

**買進**

股價 <b>NT\$631</b>	目標價 <b>NT\$730</b>
○ 訪談摘要	○ 初次評論
● 公司動態	● 獲利調整
○ 獲利預覽	○ 評等調整
流通在外股數 (百萬)	25,930
市值 (百萬台幣)	16,076,850
市值 (百萬美元)	581,293
外資持股率 (%)	74.81
投信持股率 (%)	0.36
董監持股率 (%)	6.59
52週高價 (元)	667.49
52週低價 (元)	417.49
前一日當沖量(張)	5,899
前一日當沖佔比(%)	10.94

**盈餘預估及評等修正**

	新 買進	舊 買進	%
評等			-
目標價 (元)	730	730	0%
EPS 預估 (元)	27.40	27.64	-1%
目標 PE (x)	27	27	-

**主要財務報表分析**

至 12月 31日

百萬台幣	FY20	FY21F	FY22F
營收淨額	1339,255	1575,918	1833,930
成長率	25%	18%	16%
營業利益	566,784	641,146	796,162
成長率	52%	13%	24%
稅前息前折舊前利潤	909,565	995,867	1,154,704
稅後淨利	518,158	582,440	710,466
每股淨利 (NT\$)	19.97	22.45	27.40
成長率	50%	12%	22%
每股現金股利 (NT\$)	10.00	12.00	13.00
本益比 (x)	316	28.1	23.0
本淨比 (x)	8.8	9.0	8.9
EV/EBITDA (x)	17.0	15.7	13.6
現金股利殖利率 (%)	16	19	21
淨值報酬率 (%)	29.8	31.7	38.8

資料來源：富邦投顧

尚子玉

(886-2) 6606-8060

sherman.shang@fubon.com

董婉君

(886-2) 6600-5965

rita.tung@fubon.co

**台積電 (2330 TT)**
**可能再次提高資本支出**
**維持買進建議和730元目標價不變，16%潛在上漲空間**

- ◆ 追蹤調查顯示台積電確定漲價
- ◆ 台積電可能再次提高資本支出
- ◆ 2022年資金有望回流台積電

**追蹤調查顯示台積電確定漲價**

我們最近追蹤調查台積電的晶片設計廠客戶，證實 8 吋製程價格調漲現在生效，漲幅 20%，因為目前代工價已經低於聯電和世界先進。8 吋製程漲價將在 4Q 21 開始影響損益，而台積電也已就 12 吋傳統製程和先進製程通知所有晶片設計客戶將進行協商，但尚未敲定。據了解，所有製程代工新報價將在 1Q22 生效，但部分舊報價的訂單已入系統，對客戶的影響可能不同。綜上因素，我們認為新報價將在 2Q22 完全反映。與傳統製程相較，先進製程代工價漲幅較小，預估 5 奈米漲價 5% 左右，而 7 奈米漲價 5-10%，12 奈米/16 奈米漲價 10-15%，其他傳統製程漲價約 20%。在這種情況下，估計台積電的混合平均代工價將在 2Q22 上漲約 10%，而 3 奈米製程的營收貢獻在 3Q22 將有上升空間。

**台積電可能再次提高資本支出**

台積電漲價原因眾說紛紜，我們認為漲價不僅反映短期供需失衡，還有更深層的含意。首先，相信台積電以相對於同業更優厚的報價再次證實其在晶圓代工市場的龍頭地位，最重要的是反映全球市佔不斷增加而再次提高資本支出。公司先前宣布未來三年的資本支出為 300 億美元，其中包括投入台灣和亞利桑那廠區，每月晶圓產能在 2 萬片以上，我們推測新增資本支出將包括亞利桑那廠區第二階段計劃，加上日本廠可能還有德國廠。由於這些地區的製造成本遠高於台灣據點，我們認為台積電漲價也試圖平衡不同地區的製造成本。

**2022 年資金有望回流台積電**

在過去的六個月中，二線晶圓代工廠股價表現優於台積電，這在以往晶圓代工週期中接近週期後期階段時發生過。儘管半導體庫存天數在 2Q21 開始增加，但我們仍認為二線晶圓代工廠的平均售價更能反映整體供需情況。因此短期內仍看好聯電和世界先進，但展望未來，預料資金將回流到台積電，因為與其他兩家公司相較，台積電的股價基礎較低，隨著漲價和 3 奈米製程更有優勢地位，台積電營運表現仍出色，從長期來看，應能維持晶圓代工市場的主宰優勢地位。綜上因素，我們維持買進評等及目標價 730 元不變。

**富邦不同之處**

我們維持 FY21/22 EPS 預估值 22.45/27.40 元，相對市場同業普遍估 22.8/26.2 元。

**評價與風險**

反映台積電在晶圓代工產業持續領先，採 27 倍目標 PE 倍數位於歷史區間高點。

圖表 1: 台積電混和平均代工價假設

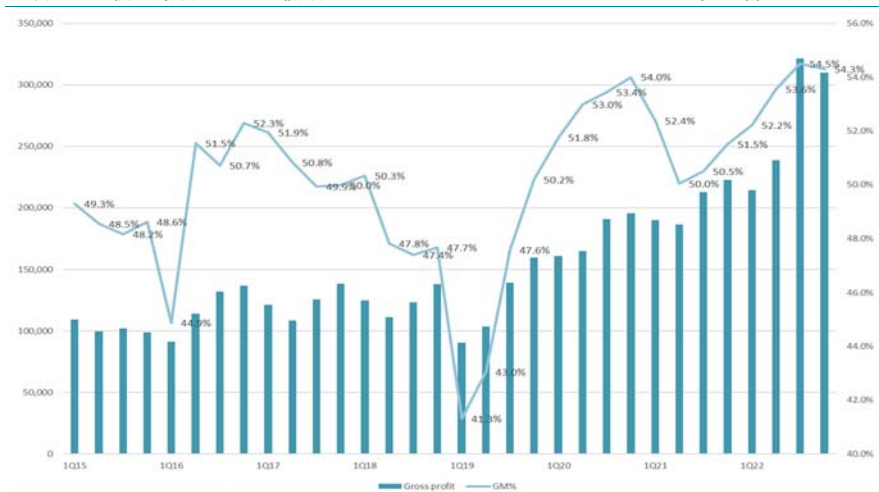
單位：美元

Wafer ASP in USD	1Q22 old	4Q22 old	1Q22 Diff.	4Q22 Diff.	1Q22 new	4Q22 new
3nm	0	18,000	0	0	0	18,000
5nm	13,000	12,000	5%	14%	13,650	13,650
7nm	7,500	7,000	10%	18%	8,250	8,250
10nm	6,500	6,000	10%	19%	7,150	7,150
16nm	5,200	5,200	10%	10%	5,720	5,720
20nm	4,500	4,500	10%	10%	4,950	4,950
28nm	2,800	2,800	20%	20%	3,360	3,360
40nm	2,200	2,200	20%	20%	2,640	2,640
65nm	1,800	1,800	20%	20%	2,160	2,160
90nm	1,500	1,500	20%	20%	1,800	1,800
0.13 Micron	800	800	20%	20%	960	960
0.18 Micron	550	550	20%	20%	660	660
0.25 Micron	450	450	20%	20%	540	540
0.35 Micron	350	350	20%	20%	420	420
0.5 Micron	320	320	20%	20%	384	384
Blended ASP mix	3,806	4,412	10%	13%	4,192	4,975

資料來源：富邦投顧整理

圖表 2: 台積電漲價後毛利率假設

單位：新台幣百萬元



資料來源：富邦投顧整理

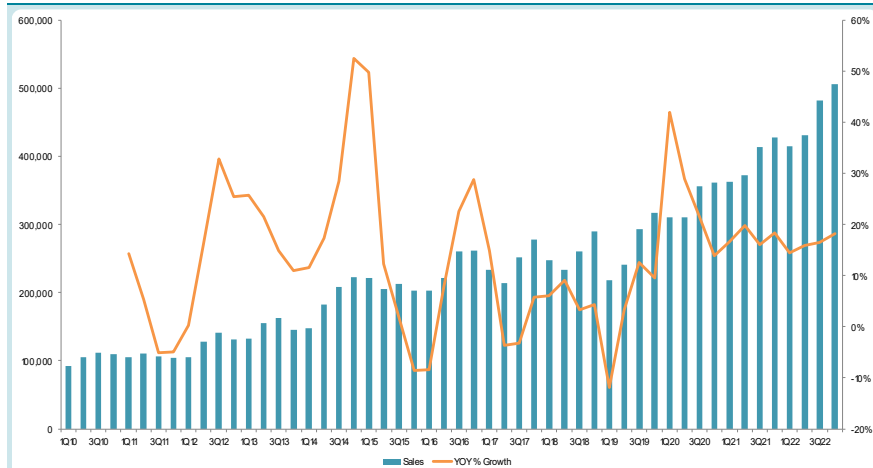
圖表 3: 台積電漲價後損益假設

Unit: NT\$mm	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2020	2021F	2022F
<b>Model assumptions</b>											
wafer shipment (K)	3,359	3,449	3,880	4,000	3,850	4,000	4,250	4,250	12,395	14,688	16,350
Total sales (NTD)	362,410	372,145	413,523	427,840	410,245	447,735	577,782	563,912	1,339,255	1,575,918	1,999,674
Total sales (USD)	12,920	13,286	14,822	15,280	14,652	15,991	20,635	20,140	45,684	56,308	71,417
QoQ in USD	1.9	2.8	11.6	3.1	(4.1)	9.1	29.0	(2.4)			
YoY in USD	25.4	25.8	22.0	20.5	13.4	20.4	39.2	31.8	29.3	23.3	26.8
<b>P&amp;L model</b>											
Sales	362,410	372,145	413,523	427,840	410,245	447,735	577,782	563,912	1,339,255	1,575,918	1,999,674
COGS	172,571	185,948	200,863	205,285	196,045	207,580	254,771	252,747	628,125	764,666	911,143
Gross Profit	189,839	186,197	212,660	222,555	214,200	240,155	323,011	311,165	711,130	811,252	1,088,531
OPEX	39,112	40,583	45,487	44,923	41,845	42,535	54,889	53,572	145,057	170,106	192,841
OP Profit	150,538	145,667	167,173	177,632	172,355	197,620	268,122	257,593	566,784	641,146	895,690
Total Non-OP Profit	4,526	3,724	1,656	1,656	1,656	1,656	1,656	1,656	17,993	11,562	6,625
Pretax Profit	155,064	149,391	168,829	179,288	174,011	199,276	269,778	259,249	584,777	652,709	902,315
Net Profit	139,690	134,359	149,413	158,670	154,000	176,360	238,753	229,436	518,158	582,440	798,549
EPS	5.39	5.18	5.76	6.12	5.94	6.80	9.21	8.85	19.97	22.45	30.80
<b>Profit Margins</b>											
Gross Margin	52.4	50.0	51.4	52.0	52.2	53.6	55.9	55.2	53.1	51.5	54.4
OP Margin	41.5	39.1	40.4	41.5	42.0	44.1	46.4	45.7	42.3	40.7	44.8
Net Margin	38.5	36.1	36.1	37.1	37.5	39.4	41.3	40.7	38.7	37.0	39.9
<b>YoY Growth</b>											
Sales	16.7	19.8	16.0	18.3	13.2	20.3	39.7	31.8	25.2	17.7	26.9
Gross Profit	18.1	13.1	11.6	14.0	12.8	29.0	51.9	39.8	44.3	14.1	34.2
OP Profit	17.1	11.1	11.4	13.1	14.5	35.7	60.4	45.0	52.1	13.1	39.7
Net Profit	19.4	11.2	8.8	11.1	10.2	31.3	59.8	44.6	50.0	12.4	37.1
EPS	19.5	11.2	8.7	11.3	10.2	31.3	59.8	44.6	49.9	12.4	37.2
<b>QoQ Growth</b>											
Sales	0.2	2.7	11.1	3.5	(4.1)	9.1	29.0	(2.4)			
Gross Profit	(2.8)	(1.9)	14.2	4.7	(3.8)	12.1	34.5	(3.7)			
OP Profit	(4.2)	(3.2)	14.8	6.3	(3.0)	14.7	35.7	(3.9)			
Net Profit	(2.2)	(3.8)	11.2	6.2	(2.9)	14.5	35.4	(3.9)			
EPS	(2.0)	(3.9)	11.2	6.2	(2.9)	14.5	35.4	(3.9)			

資料來源：富邦投顧整理

圖表 4: 台積電營收年成長趨勢

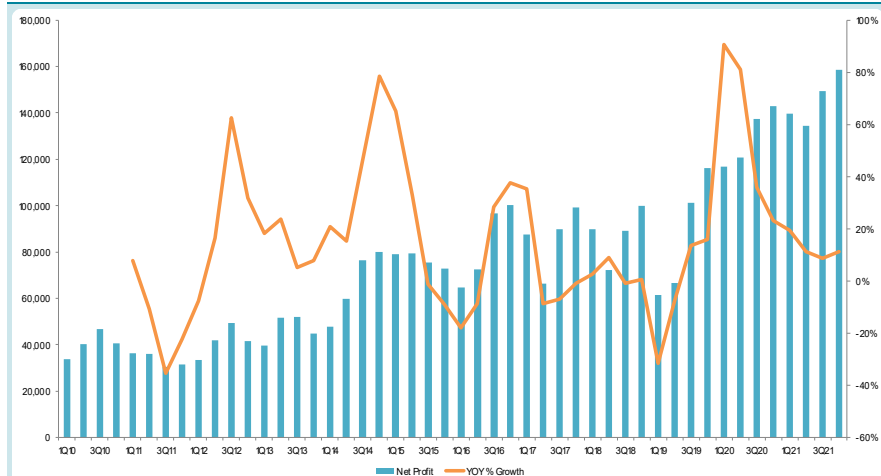
單位：新台幣百萬元



資料來源：公司、富邦投顧整理

圖表 5: 台積電稅後淨利年成長趨勢

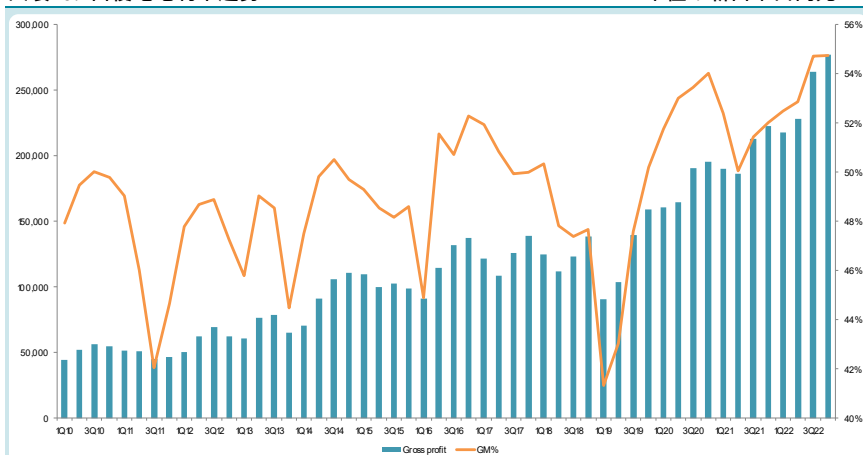
單位：新台幣百萬



資料來源：公司、富邦投顧整理

圖表 6: 台積電毛利率趨勢

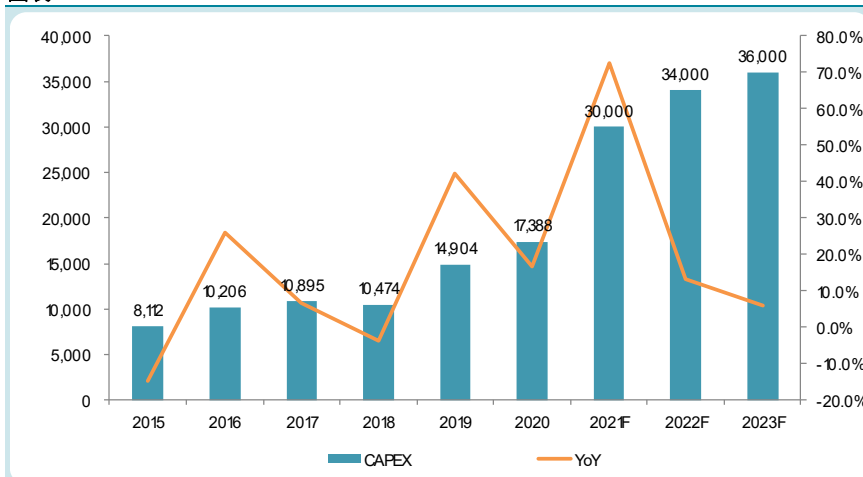
單位: 新台幣百萬元



資料來源: 公司、富邦投顧整理

圖表 7: 台積電資本支出趨勢

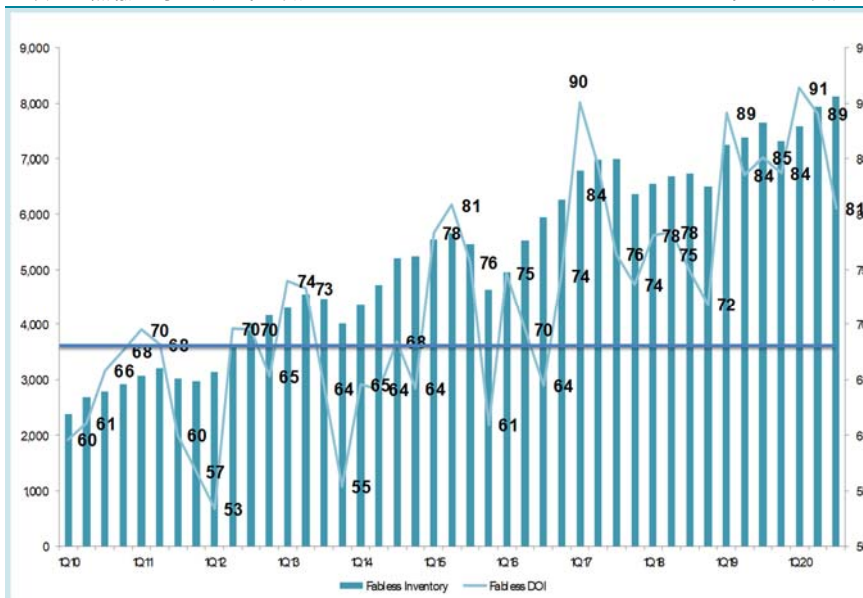
單位: 百萬美元



資料來源: 公司、富邦投顧整理

圖表 8: 無廠半導體公司庫天數

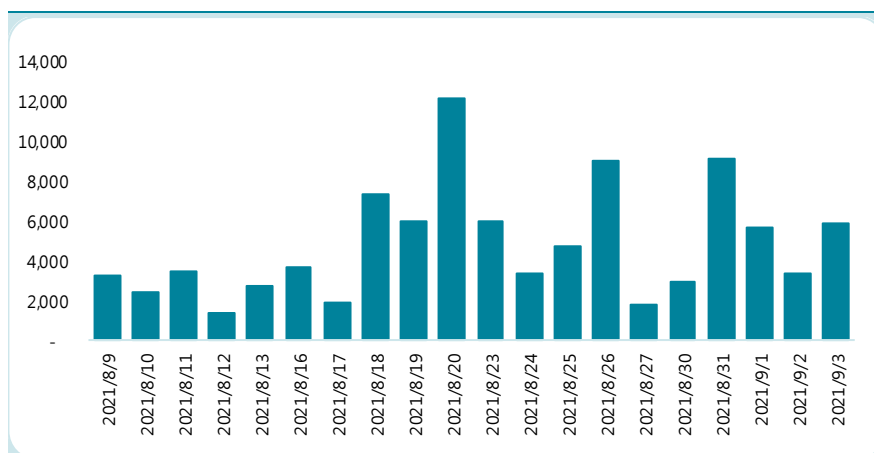
單位: 百萬美元



資料來源: 公司、富邦投顧整理

圖表 9: 近一個月當沖成交量

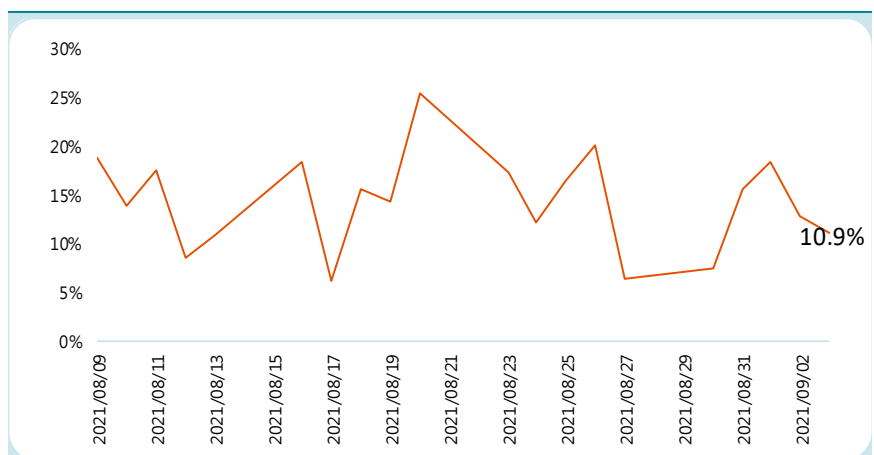
單位: 張



資料來源: 公司、富邦投顧整理

圖表 10: 近一個月當沖成交量佔比

單位: %



資料來源: 公司、富邦投顧整理



圖表 11: 台積電損益與模型預估

單位：新台幣百萬元

模型假設	1Q21	2Q21	3Q21F	4Q21F	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2020	2021F	2022F
晶圓出貨量(千片)	3,359	3,449	3,880	4,000	3,850	4,000	4,250	4,250	12,395	14,688	16,350
總營收(台幣)	362,410	372,145	413,523	427,840	415,030	431,200	481,950	505,750	1,339,255	1,575,918	1,833,930
總營收(美元)	12,920	13,286	14,822	15,280	14,823	15,400	17,213	18,063	45,684	56,308	65,498
季成長率(美元)	1.9	2.8	11.6	3.1	(3.0)	3.9	11.8	4.9			
年成長率(美元)	25.4	25.8	22.0	20.5	14.7	15.9	16.1	18.2	29.3	23.3	16.3
<b>損益模型</b>											
營業收入	362,410	372,145	413,523	427,840	415,030	431,200	481,950	505,750	1,339,255	1,575,918	1,833,930
銷貨成本	172,571	185,948	200,863	205,285	197,289	203,281	218,299	228,876	628,125	764,666	847,744
銷貨毛利	189,839	186,197	212,660	222,555	217,741	227,919	263,651	276,874	711,130	811,252	986,186
營業費用	39,112	40,583	45,487	44,923	42,333	43,982	50,605	53,104	145,057	170,106	190,024
營業利益	150,538	145,667	167,173	177,632	175,408	183,937	213,046	223,771	566,784	641,146	796,162
業外收支淨額	4,526	3,724	1,656	1,656	1,656	1,656	1,656	1,656	17,993	11,562	6,625
稅前淨利	155,064	149,391	168,829	179,288	177,064	185,593	214,702	225,427	584,777	652,709	802,786
稅後淨利	139,690	134,359	149,413	158,670	156,702	164,250	190,012	199,503	518,158	582,440	710,466
EPS (元)	5.39	5.18	5.76	6.12	6.04	6.33	7.33	7.69	19.97	22.45	27.40
<b>獲利能力(%)</b>											
毛利率	52.4	50.0	51.4	52.0	52.5	52.9	54.7	54.7	53.1	51.5	53.8
營益率	41.5	39.1	40.4	41.5	42.3	42.7	44.2	44.2	42.3	40.7	43.4
淨利率	38.5	36.1	36.1	37.1	37.8	38.1	39.4	39.4	38.7	37.0	38.7
<b>年成長率(%)</b>											
營業收入	16.7	19.8	16.0	18.3	14.5	15.9	16.5	18.2	25.2	17.7	16.4
銷貨毛利	18.1	13.1	11.6	14.0	14.7	22.4	24.0	24.4	44.3	14.1	21.6
營業利益	17.1	11.1	11.4	13.1	16.5	26.3	27.4	26.0	52.1	13.1	24.2
稅後淨利	19.4	11.2	8.8	11.1	12.2	22.2	27.2	25.7	50.0	12.4	22.0
EPS (元)	19.5	11.2	8.7	11.3	12.1	22.2	27.2	25.7	49.9	12.4	22.0
<b>季成長率(%)</b>											
營業收入	0.2	2.7	11.1	3.5	(3.0)	3.9	11.8	4.9			
銷貨毛利	(2.8)	(1.9)	14.2	4.7	(2.2)	4.7	15.7	5.0			
營業利益	(4.2)	(3.2)	14.8	6.3	(1.3)	4.9	15.8	5.0			
稅後淨利	(2.2)	(3.8)	11.2	6.2	(1.2)	4.8	15.7	5.0			
EPS (元)	(2.0)	(3.9)	11.2	6.2	(1.2)	4.8	15.7	5.0			

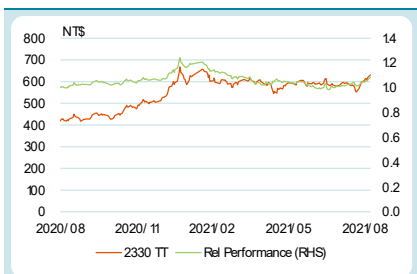
資料來源：富邦投顧



損益表						資產負債表					
百萬台幣						百萬台幣					
	FY18	FY19	FY20	FY21F	FY22F		FY18	FY19	FY20	FY21F	FY22F
營收淨額	1031,474	1,069,985	1,339,255	1,575,918	1,833,930	現金及約當現金	577,815	455,399	660,171	525,665	441,517
銷貨成本	533,599	577,284	628,125	764,666	847,744	應收款項	129,198	139,771	146,038	171,845	199,980
銷貨毛利	497,874	492,702	711,130	811,252	986,186	存貨	103,231	82,981	137,353	161,625	188,087
營業費用	12,149	19,505	145,057	170,106	190,024	其他流動資產	14,436	144,463	148,623	150,110	151,612
營業利益	383,624	372,701	566,784	641,146	796,162	流動資產	951,680	822,614	1,092,185	1,009,246	981,196
EBITDA	678,413	663,791	909,565	995,867	1,154,704	長期投資	29,305	30,172	27,728	28,005	28,286
利息淨收支	-11,643	-12,939	-6,937	-18,771	-24,110	固定資產	1,072,050	1,352,377	1,555,589	1,633,369	1,715,037
投資淨損益	-989	417	661	6,440	8,583	其他長期資產	37,093	59,642	85,209	88,438	91,819
匯兌淨損益	2,438	-2	4	5,474	0	總資產	2,090,128	2,264,805	2,760,711	2,759,058	2,816,338
其他收支	24,081	29,667	24,266	18,420	22,152	短期借款	88,755	118,522	88,559	84,131	79,925
業外收支淨額	13,887	17,144	17,993	11,562	6,625	商業本票	0	0	0	1	2
稅前淨利	397,510	389,845	584,777	652,709	802,786	應付款項	34,357	40,206	41,095	48,357	56,274
所得稅	46,266	44,502	66,619	70,269	92,320	其他流動負債	217,431	432,007	487,497	511,612	536,945
非尋常事項&少數股權	0	0	0	0	0	流動負債	340,543	590,736	617,151	644,101	673,146
稅後淨利	351,184	345,344	518,158	582,440	710,466	長期借款	0	0	1,968	1	2
基本EPS (NT\$)	13.54	13.32	19.97	22.45	27.40	其他長期負債	72,089	51,974	290,971	296,244	301,634
完全稀釋EPS (NT\$)	13.54	13.32	19.97	22.45	27.40	總負債	412,632	642,710	910,089	940,346	974,783
股票股利 (%)	-	-	-	-	-	普通股股本	259,304	259,304	259,304	259,305	259,306
現金股利 (NT\$)	8.00	9.50	10.00	12.00	13.00	公積	56,316	56,340	56,347	59,165	62,123
						保留盈餘	1,376,648	1,333,335	1,588,686	1,826,989	2,101,037
						其他	-14,771	-26,883	-53,715	-326,747	-580,911
年成長率(%)						股東權益	1,677,496	1,622,095	1,850,622	1,818,712	1,841,555
營收淨額	5.5	3.7	25.2	17.7	16.4	負債加股東權益	2,090,128	2,264,805	2,760,711	2,759,058	2,816,338
銷貨毛利	0.6	(10)	44.3	14.1	21.6						
營業利益	(0.5)	(2.8)	52.1	13.1	24.2	現金流量表					
稅後淨利	2.3	(17)	50.0	12.4	22.0						
基本EPS	2.3	(16)	49.9	12.4	22.0						
獲利能力(%)											
毛利率	48.3	46.0	53.1	51.5	53.8	稅後淨利	397,510	389,845	584,777	652,709	802,786
營業率	37.2	34.8	42.3	40.7	43.4	折舊與攤提	292,546	286,884	331,725	361,929	376,028
稅後淨利率	34.0	32.3	38.7	37.0	38.7	投資收入	(3,058)	(2,844)	(3,593)	(3,629)	(3,665)
EBITDA率	65.8	62.0	67.9	63.2	63.0	營運資金增減	(3,1942)	15,525	(59,751)	(42,817)	(46,679)
						其他	(81,102)	(74,272)	(30,492)	(28,967)	(27,519)
財務比率						來自營運之現金流量	573,954	615,139	822,666	939,225	1,100,951
流動比率 (%)	279	139	177	157	146	資本支出	(315,400)	(460,135)	(506,632)	(780,000)	(840,000)
速動比率 (%)	249	125	155	132	118	長投增減	0	0	0	277	280
淨負債股權比率 (%)	(29)	(21)	(31)	(24)	(20)	其他	132	1,333	850	425	213
稅後淨利率	34.0	32.3	38.7	37.0	38.7	來自投資之現金流量	(314,269)	(458,802)	(505,782)	(779,298)	(839,507)
資產周轉率 (x)	0.5	0.5	0.5	0.6	0.7	自由現金流量	259,685	156,337	316,884	159,928	261,444
財務槓桿 (x)	12	14	15	15	15	借款增(減)	23,923	31,804	2,000	0	0
已動用資本/淨值 (x)	0.8	0.9	1.0	1.1	1.1	現金股利支出	(207,443)	(259,304)	(259,304)	(259,305)	(311,167)
總資產報酬率 (%)	16.8	15.2	18.8	21.1	25.2	發行公司債	0	0	236,335	0	0
淨值報酬率 (%)	22.9	20.9	29.8	31.7	38.8	償還公司債	(58,025)	(34,900)	(31,800)	0	0
資本報酬率 (%)	25.2	22.8	33.3	34.5	42.5	現金增資	0	0	0	1	2
						其他	(3,580)	(7,239)	(35,846)	(35,129)	(34,427)
						來自融資之現金流量	(245,125)	(269,638)	(88,165)	(294,433)	(345,592)
						匯率調整	9,862	(9,114)	(23,498)	0	0
						本期產生之現金流量	24,423	(122,415)	204,771	(134,506)	(84,148)
股息保障倍數 (x)	12	0.6	12	0.6	0.8	比率分析					
所得稅保障倍數 (x)	5.6	3.5	4.7	2.3	2.8						
資本支出保障倍數 (x)	0.8	0.3	0.6	0.2	0.3	本益比 (x)	46.6	47.4	31.6	28.1	23.0
應收帳款週轉率 (x)	8.0	7.7	9.2	9.2	9.2	本營比 (x)	15.9	15.3	12.2	10.4	8.9
存貨週轉率 (x)	5.2	7.0	4.6	4.7	4.5	本淨比 (x)	9.8	10.1	8.8	9.0	8.9
應付帳款週轉率 (x)	15.5	14.4	15.3	15.8	15.1	P/CFPS (x)	28.5	26.6	19.9	17.4	14.9
應收帳款週轉天數	46	48	40	40	40	PE/ growth (x)	19.9	(29.2)	0.6	2.3	10
存貨週轉天數	71	52	80	77	81	P/FCFPS (x)	63.3	105.6	51.8	102.8	62.7
應付帳款週轉天數	24	25	24	23	24	EV/EBITDA (x)	23.0	23.7	17.0	15.7	13.6
現金循環週期(天)	93	75	96	94	97	現金股利殖利率 (%)	13	15	16	19	2.1

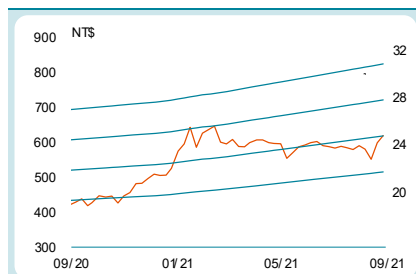
資料來源：富邦投顧

股價及相對大盤績效圖



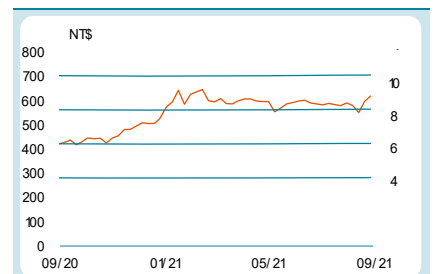
資料來源：富邦投顧

未來 12 個月本益比區間圖



資料來源：富邦投顧

未來 12 個月本淨比區間圖



資料來源：富邦投顧

## 免責宣言

### 分析師認證

負責分析師（或者負責參與的分析師）確認：

1. 本研究報告的內容係反映分析師對於相關證券的個人看法。
2. 分析師的報酬與本研究報告內容表述的個別建議或觀點無關。

### 免責聲明

本研究報告所載資料僅供參考，並不構成要約、招攬、邀請、宣傳、誘使，或任何不論種類或形式之表示、建議或推薦買賣本研究報告所述的任何證券。所載資料乃秉持誠信原則所提供，並取自相信為可靠及準確之資料來源。然而，有關內容及看法並未考慮個別投資人之投資目標、財務狀況及特別需求。本研究報告所載述的意見可隨時予以更改或撤回，恕不另行通知。本公司及任何關係企業等，皆有可能持有報告中提及的證券。本公司或任何關係企業會提供或嘗試提供投資銀行或其他形式的服務給報告中提及的公司。富邦投顧保留報告內容之一切著作權，禁止以任何形式之抄襲及轉寄他人。

本研究報告原文為英文，如對中譯版之內容正確性有任何疑問，請參考原始英文版。

## 富邦的股票評等標準

評等	定義
買進	預估未來6個月內的絕對報酬超過15%
中立	預估未來6個月內有絕對報酬介於15%與負15%之間
賣出	預估未來6個月內的絕對報酬高於負15%
未評等	由於富邦目前與該公司有特定交易或沒有足夠的基本資料判斷該公司評等
評估中	目前正在研議個股的投資評等，將於3到6個月內提供投資評等

產業評等	定義
優於大盤	預估該產業在未來6個月內會比大盤指數表現突出
持平	預估該產業在未來6個月內與大盤指數表現相較持平
劣於大盤	預估該產業在未來6個月內會比大盤指數表現較差