



玉山投顧
E.SUN Investment Consulting

研究報告

產業：半導體

台積電(2330.TT)

買進(維持)

TP：725

21Q3 財測一好一壞，然無損長期正向趨勢

核心觀點

公司先進製程領先優勢持續提升，且 5G 與 HPC 帶動長期營運趨勢向上，雖需付出資本支出大增代價，但可適度反應成本，無損長期獲利水準。

交易資料

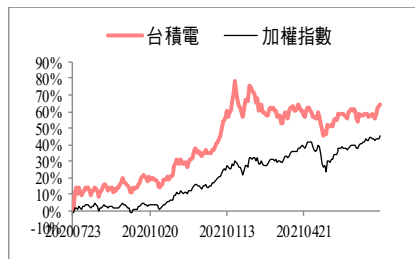
收盤價	614.00
市值(億元)	159,212.70
流通在外股數(百萬股)	25,916.60
本益比(2022F)	24.40
股價淨值比	8.61
240 日股價(低/均/高)	379/532.51/679
60 日均成交額(百萬元)	19,606.57

天下 CSR 企業公民獎

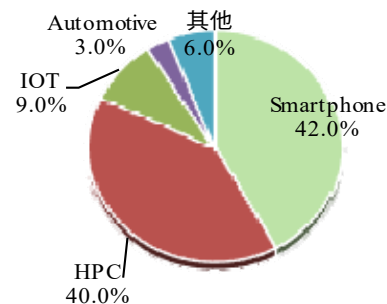
企業類別	2020 排名	2019 排名	平均總分	公司治理	企業承諾	社會參與	環境永續
大型企業	1	1	9.365	9.50	9.50	9.14	9.32

資料來源：天下雜誌 705 期

相對報酬率



2022年產品應用比重預估



專業副理：蔡志昇
daniel1009-71660@esunsec.com.tw

重要訊息

台積電召開法人說明會，21Q2獲利符合預期，21Q3營收財測略優於市場預期，毛利率則因維持上季水準，低於市場預期。

玉山觀點

21Q2營收達3,721.45億元，QoQ+2.7%，毛利率50%，落於財測50.5-52.5%下緣，主因為匯率升值至28.01，超乎原先預期的28.4(若排出匯率因素為50.5%)，及5nm成本改善效益有限，稅後EPS 5.18元，符合預期。

21Q3公司財測營收146~149億美元(匯率假設為27.9)，以中位數計算約QoQ+11%，與近期市場預估的QoQ+10%相近，毛利率49.5-51.5%、營業利益率38.5-40.5%，皆與上季相同，低於市場普遍預期的毛利率52%，預估21Q3營收4,145.6億元，QoQ+11.4%，毛利率50.6%，稅後EPS 5.70元。

展望未來，(1)公司仍看好晶圓代工產業21H2持續滿載，且將維持到2022年，雖不排除有重複下單情形，但目前庫存水準仍健康，並看好5G及HPC帶動公司高階製程營收貢獻持續提升，維持2021年美元營收年增20%及2020~2025年營收CAGR 10~15%看法不變，2021年資本支出亦維持300億美元及未來3年1,000億美元水準；(2)先進製程4nm維持2022年、3nm維持22H2量產，且3nm初期tape out可較5nm更多，雖5nm成本改善進度不如預期，但有望如同7nm一樣，在未來逐步提升至公司平均水準；(3)美國設廠與中國擴廠皆按進度進行，雖市場擔憂持續提升的成本將侵蝕公司獲利，但公司強調擴產與海外設廠皆根據市場長期趨勢與配合客戶需求，因此會取得當地政府支持與客戶溝通成本，公司仍以賺取適度獲利為目標，並有信心達成長期毛利率50%水準。

投資建議

公司先進製程領先優勢持續提升，受惠5G與HPC帶動長期營運趨勢向上，雖需付出資本支出大增代價，但客戶依存度有增無減，因此可適度反應成本，搭配公司優異成本改善能力，無損長期獲利水準，故維持「買進」之投資評等並上修目標價至725元(29X 2022EPS(F))。

圖表1、簡易損益表

(單位：百萬元)

	21Q1	21Q2	21Q3(F)	21Q4(F)	2021(F)	2022(F)
營收	362,410	372,145	414,559	446,803	1,595,917	1,787,392
YoY	16.68%	19.78%	16.31%	23.59%	19.16%	12.00%
毛利率	52.36%	50.00%	50.60%	51.28%	51.05%	51.38%
營益率	41.54%	39.10%	40.12%	41.40%	40.56%	41.08%
稅後淨利	139,690	134,364	147,650	164,586	586,290	652,209
EPS(元)	5.39	5.18	5.70	6.35	22.62	25.17

圖表 2、季度財測修正

百萬元	更新預估		前次預估		差異(%)	
	21Q3	21Q4	21Q3	21Q4	21Q3	21Q4
營收	414,559	446,803	414,559	446,803	0.00	0.00
毛利	209,767	229,121	209,767	229,121	0.00	0.00
營業利益	166,321	184,977	166,321	184,977	0.00	0.00
稅前淨利	164,421	183,077	164,421	183,077	0.00	0.00
稅後淨利	147,650	164,586	147,650	164,586	0.00	0.00
每股盈餘(元)	5.70	6.35	5.70	6.35	0.00	0.00
財務比率(%)						
毛利率	50.60	51.28	50.60	51.28	0.00	0.00
營益率	40.12	41.40	40.12	41.40	0.00	0.00
淨利率	39.66	40.97	39.66	40.97	0.00	0.00

資料來源：玉山投顧(2021/07)

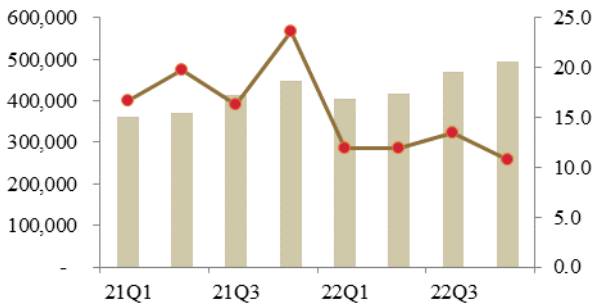
圖表 3、季度財務資訊

百萬元	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	2021	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	2022
營業收入	362,410	372,145	414,559	446,803	1,595,917	405,742	416,494	470,097	495,059	1,787,392
營業毛利	189,775	186,073	209,767	229,121	814,735	206,888	213,078	241,536	256,787	918,289
營業費用	39,112	40,582	43,446	44,144	167,284	43,252	43,815	48,467	48,516	184,050
營業利益	150,538	145,490	166,321	184,977	647,326	163,636	169,263	193,069	208,271	734,239
淨業外收支	4,526	3,720	(1,900)	(1,900)	4,446	(1,900)	(1,900)	(1,900)	(1,900)	(7,600)
稅前淨利	155,064	149,210	164,421	183,077	651,772	161,736	167,363	191,169	206,371	726,639
稅後淨利	139,690	134,364	147,650	164,586	586,290	145,724	149,288	171,670	185,528	652,209
EPS(元)	5.39	5.18	5.70	6.35	22.62	5.62	5.76	6.62	7.16	25.17
財務比率										
毛利率	52.36	50.00	50.60	51.28	51.05	50.99	51.16	51.38	51.87	51.38
營業利益率	41.54	39.10	40.12	41.40	40.56	40.33	40.64	41.07	42.07	41.08
稅前淨利率	42.79	40.09	39.66	40.97	40.84	39.86	40.18	40.67	41.69	40.65
YoY(%)										
營業收入	16.68	19.78	16.31	23.59	19.16	11.96	11.92	13.40	10.80	12.00
營業毛利	18.03	12.98	10.12	17.38	14.57	9.02	14.51	15.15	12.08	12.71
營業利益	17.13	10.98	10.85	17.73	14.21	8.70	16.34	16.08	12.59	13.43
稅前淨利	17.34	9.39	5.99	13.64	11.46	4.30	12.17	16.27	12.72	11.49
稅後淨利	19.4	11.21	7.53	15.28	13.21	4.32	11.11	16.27	12.72	11.24
QoQ(%)										
營業收入	0.24	2.69	11.40	7.78		(9.19)	2.65	12.87	5.31	
營業毛利	(2.77)	(1.95)	12.73	9.23		(9.70)	2.99	13.36	6.31	
營業利益	(4.19)	(3.35)	14.32	11.22		(11.54)	3.44	14.06	7.87	
稅前淨利	(3.75)	(3.78)	10.19	11.35		(11.66)	3.48	14.22	7.95	
稅後淨利	(2.15)	(3.81)	9.89	11.47		(11.46)	2.45	14.99	8.07	

資料來源：玉山投顧(2021/07)

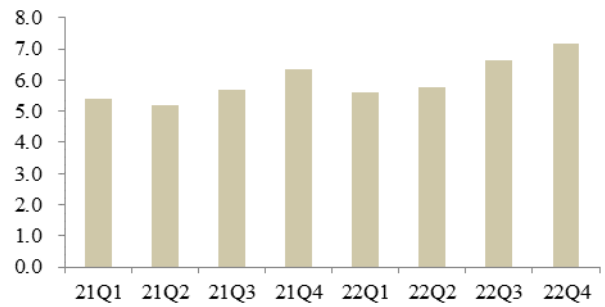
圖表 4、季營收 YoY

(單位：百萬元，%)



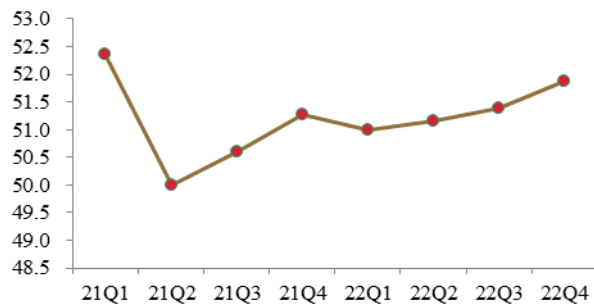
圖表 5、季每股盈餘

(單位：元)



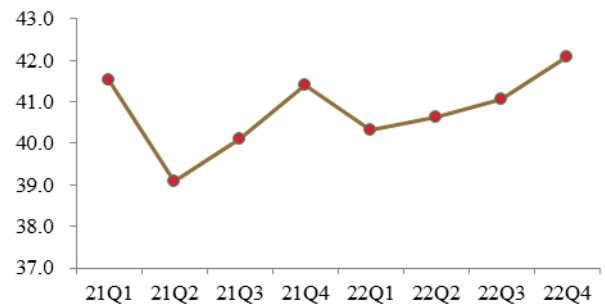
圖表 6、季毛利率

(單位：%)



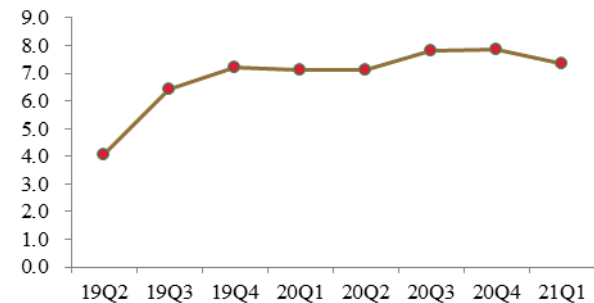
圖表 7、季營業利益率

(單位：%)



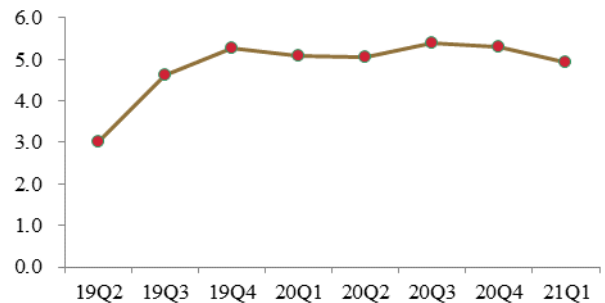
圖表 8、稅後股東權益報酬率

(季未年化)



圖表 9、稅後資產報酬率

(季未年化)



圖表 10、本益比區間



圖表 11、股價淨值比區間



資料來源：CMoney，玉山投顧(2021/07)

年損益表	單位:百萬元			
	2019	2020	2021(F)	2022(F)
營業收入	1,069,985	1,339,255	1,595,917	1,787,392
營業成本	577,287	628,108	781,182	869,103
營業毛利	492,699	711,147	814,735	918,289
營業費用	119,505	145,057	167,284	184,050
營業利益	372,701	566,784	647,326	734,239
營業外收支淨額	17,144	17,993	4,446	-7,600
稅前淨利	389,845	584,777	651,772	726,639
稅後淨利	345,264	517,885	586,290	652,209
普通股股本	259,304	259,304	259,166	259,166
EPS(元)	13.32	19.97	22.62	25.17
年成長率				
營收	3.7%	25.2%	19.2%	12.0%
營業利益	-2.8%	52.1%	14.2%	13.4%
稅前淨利	-1.9%	50.0%	11.5%	11.5%
母公司稅後淨利	-1.7%	50.0%	13.2%	11.2%
獲利能力比率				
毛利率	46.0%	53.1%	51.1%	51.4%
營業利益率	34.8%	42.3%	40.6%	41.1%
稅前淨利率	36.4%	43.7%	40.8%	40.7%
稅後淨利率	32.3%	38.7%	36.7%	36.5%

資產負債表	單位:百萬元			
	2019	2020	2021(F)	2022(F)
流動資產	822,614	1,092,185	1,274,506	1,382,791
現金及約當現金	455,399	660,171	791,480	870,628
存貨	82,981	137,353	167,550	174,155
應收帳款及票據	139,771	146,038	166,040	187,572
其他流動資產	144,463	148,623	149,436	150,436
長期投資	17,866	18,699	27,730	27,730
固定資產	1,352,377	1,555,589	1,964,347	2,332,170
其他長期資產	71,957	94,247	100,707	105,535
資產總額	2,264,805	2,760,711	3,367,281	3,848,217
流動負債	590,736	617,151	641,900	652,476
應付帳款及票據	38,771	38,987	39,493	39,841
短期借款	118,522	88,559	105,238	107,229
什項負債	433,442	489,605	497,169	505,406
非流動負債	51,974	292,938	876,750	1,118,266
負債總額	642,710	910,089	1,518,650	1,770,742
普通股股本	259,304	259,304	259,166	259,166
資本公積	56,340	56,347	56,340	56,347
保留盈餘	1,333,335	1,588,686	1,915,810	2,282,937
股東權益總額	1,622,095	1,850,622	1,848,631	2,077,475

現金流量表	單位:百萬元			
	2019	2020	2021(F)	2022(F)
稅前淨利	389,845	584,777	651,772	726,639
折舊及攤提費用	286,884	331,725	431,242	582,177
本期營運資金變動	7,784	-61,066	49,692	27,789
其他項目	-69,375	-32,770	-39,050	-43,735
營運活動之現金流量	615,139	822,666	1,093,657	1,292,870
資本支出	-460,422	-507,239	-840,000	-950,000
本期長期投資變動	0	0	0	0
其他項目	1,621	1,457	-463,672	-222,147
投資活動之現金流量	-458,802	-505,782	-1,303,672	-1,172,147
短期借款及票券變動	31,804	-31,586	16,679	1,991
舉措/償還長期借款	0	2,000	583,811	241,517
發行/償還公司債	-34,900	204,535	0	0
現金增資	0	0	0	0
發行現金股利	-259,304	-259,304	-259,166	-285,083
其他項目	4	7	0	0
融資活動之現金流量	-269,638	-88,615	341,324	-41,575
匯率影響數	-9,114	-23,498	0	0
本期現金流量	-122,415	204,771	131,309	79,148
期末現金及約當現金	455,399	660,171	791,480	870,628

重要財務比率	單位:百萬元			
	2019	2020	2021(F)	2022(F)
資產品質比率				
負債比率	28.4%	33.0%	45.1%	46.0%
槓桿比率	39.6%	49.2%	82.1%	85.2%
流動比率	139.3%	177.0%	198.6%	211.9%
速動比率	125.2%	154.7%	172.4%	185.2%
存貨週轉率(次)	6.20	5.70	6.24	5.58
存貨週轉天數	58.06	63.14	57.73	64.52
應收帳款週轉率(次)	7.67	7.49	10.44	10.72
應收帳款週轉天數	46.94	48.08	34.49	33.60
總資產週轉率(次)	0.46	0.39	0.47	0.46
淨值週轉率(次)	0.64	0.58	0.86	0.86
股東權益報酬率	21.3%	19.9%	33.8%	33.2%
總資產報酬率	16.1%	13.7%	20.8%	19.7%
OCF/流動負債	104.1%	91.5%	120.0%	137.0%
每股比率				
每股淨值(元)	62.53	71.33	71.33	80.16
每股營收(元)	41.26	51.65	61.58	68.97
每股盈餘(元)	13.32	19.97	22.62	25.17
每股現金股利(元)	9.50	10.00	11.00	12.00
現金股利配發率	71.3%	50.1%	48.6%	47.7%

玉山證券投資顧問股份有限公司（以下簡稱「玉山投顧」）為玉山金融事業群之成員。

研究報告可自本公司網站(www.esunconsulting.com.tw)取閱。

研究人員聲明

研究人員聲明無任何其個人報酬來自於本研究報告的建議或觀點。

免責聲明

玉山投顧已針對報告內容力求正確，並為研究人員就其專業能力提供之善意分析，財務預估及投資評等係就報告發行當時，所收集之資訊進行合理之判斷，日後若有資訊更新，玉山投顧將不針對此報告出具更新通知。本報告僅供投資人參考，玉山投顧不負任何投資盈虧之法律責任，如引用本文，須經本公司同意。

智慧財產權聲明

本資料各項內容之各項權利及智慧財產權（包括但不限於著作權、專利權、商標權等）均屬玉山投顧所有。除非獲得玉山投顧事前書面同意外，均不得擅自以任何形式複製、重製、修改、發行、上傳、張貼、傳送、散佈、公開傳播、販售或其他非法使用本資料。除非有明確表示，本資料之提供並無明示或暗示授權 貴方任何著作權、專利權、商標權、商業機密或任何其他智慧財產權。

天下 CSR 企業公民獎

響應聯合國「永續性證券交易所」(Sustainable Stock Exchanges, SSE)倡議的永續發展目標(Sustainable Development Goals, SDGs)，金管會為鼓勵公司於從事企業經營之同時，積極實踐企業社會責任，並建立誠信經營之企業文化及健全發展，以符合平衡環境、社會及公司治理發展之國際趨勢，亦督促臺灣證券交易所股份有限公司及財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心訂立「上市上櫃公司企業社會責任實務守則」、「上市上櫃公司誠信經營守則」、「上市(櫃)公司編製與申報企業社會責任報告書作業辦法」暨相關參考範例等。

玉山投顧遵循玉山金控長期以來致力推動企業社會責任的腳步，亦開始將研究報告內納入企業社會責任之指標，採用天下雜誌之「天下CSR企業公民獎」調查，並有以下說明：

《天下雜誌》2020年「企業公民獎」調查，參考國際指標與評量方法，綜合4大構面——「公司治理」、「企業承諾」、「社會參與」、「環境永續」，評選台灣最佳企業公民。評鑑流程分為4個階段。

第一階段，根據《天下雜誌》兩千大調查結果與專家學者推薦之本地企業、在台外商，篩選出連續3年獲利的公司，進行受評邀請。第二階段，根據各企業回覆資料，進行初評。第三階段決選，由各界專家組成的評審委員，依公司4大構面表現，分組進行評比。第四階段總評，評審長林信義召集評審委員，綜合4大構面成績總決選出「天下企業公民100強」。

2020年調查對象分組標準，以年營收為區分。年營收超過100億元為「大型企業」；100億元以下，且在CSR領域已有相當經驗者，建議參加「中堅企業」；50億元以下為「小巨人」；加上「外商企業」，共4組評選。