

蔡政杰
(886-2)2563-6262
dexter.tsai@firstsec.com.tw

台積電(2330)

買進, TP 750 (潛在報酬 22.15%)

買進

Price(07/15):614

Target Price : 750

雖然台積電上修 2021 年全球晶圓代工產業(不含記憶體)美元營收成長率從 16%調升至 20%，且預期公司本身美元營收成長將優於同業的 20%，然台積電 21Q2 財報和 21Q3 財報因毛利率低於市場預期而導致本次法說會黯然失色。整體而言，本次法說會長期展望方向不變，僅是短期財報和財測低於預期。從目前市場最關心的缺貨議題何時結束來看，研究部認為半導體缺貨現象主要由於受到疫情趨動的數位轉型、提高安全庫存的心態和物流問題所影響，目前變種病毒 Delta 的疫情仍持續衝擊全球，因此半導體需求仍受上述因素影響而未見反轉跡象。回到公司基本面，雖然公司短線財報和財測不如市場預期，但在先進製程的領先進度、海外布局、競爭力和受惠 5G、HPC 大趨勢仍未變之下，我們仍然看好台積電未來長期展望。綜上所述研究部預估 2021 年營收 15,855.02 億元，YoY+18.39%，稅後 EPS22.39 元，2022 年稅後 EPS 24.93 元，我們根據 2022 年稅後 EPS24.93 元和本益比 30 倍，維持目標價 750 元，投資建議為買進。

● 近期投資評等

01/15	買進	710
12/16	買進	600
10/12	買進	560

● 公司基本資料

股本(億)	2,593
收盤價	614
成交量	23,057
市值(億)	159,213
P/E(x)	27.41

● 法人持股及融資券

	比率	週增減
外資	74.85	0.16
投信	0.33	0
自營商	0.68	0.02
融資率	0.46	0
券餘(張)	306	223

● 除權息狀況

現金股利	2.75
現金股利(總和)	10
現金股利(去年)	9.5

● 公司基本資料

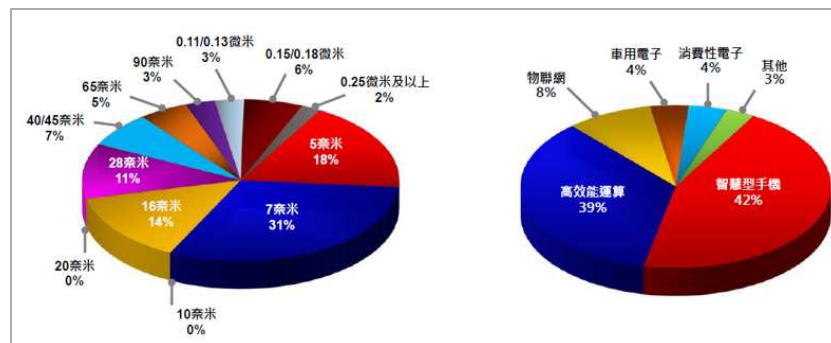
台積電為全球晶圓代工龍頭，成立於臺灣新竹，目前擁有三座十二吋晶圓廠、四座八吋晶圓廠以及一座六吋晶圓廠。公司總部、晶圓二廠、三廠、五廠、八廠和晶圓十二廠等各廠皆位於新竹科學園區，晶圓六廠以及十四廠位於台南科學園區，而十五廠則位於中部科學工業園區。此外台積電亦有來自其轉投資子公司美國 WaferTech 公司、台積電中國有限公司以及新加坡合資 SSMC 公司充沛的產能支援。其中，台積電的十二吋超大晶圓廠是其製造策略的重要關鍵。台積公司目前擁有三座十二吋超大晶圓廠：晶圓十二廠、晶圓十四廠及晶圓十五廠。目前提供 0.13 微米、90 奈米、65 奈米、40 奈米、28 奈米、20 奈米及 16 奈米等全世代以及其半世代設計的生產，並保留部分產能作為研發用途，以支援 10 奈米、7 奈米及更先進製程的技術發展。

股票股利	0
除息日	2021/09/16
除權日	--
殖利率(%)	0.45

● 近期報酬率(%)

日	週	月
0.16	4.42	1.24

(圖一) 台積電 21Q2 製程及應用占比



資料來源：台積電,第一金投顧整理

● **21Q2EPS 5.18 元，毛利率低於市場預期**

公司 21Q2 營收 3,721 億元，季增 2.7%，年增+19.78%，換算成美元營收為 132.9 億美元，符合財測區間 129~132 億美元之上緣，晶圓出貨量較前季+2.7%，主要成長動能來自於 HPC(+12%)和車用需求強勁(+12%)，智慧型手機雖受到 iPhone 新機淡季影響，但非 A 手機晶片需求強勁，因此僅季減 3%，。在毛利率方面，公司毛利率僅有 50%，雖符合財測區間 49.5~51.5%，但低於市場預期和研究部預期的 51%，主要係因受到匯率因素(影響 0.5%)和 5nm 稀釋影響。總結 21Q2，公司 21Q2 稅後 EPS 5.18 元，低於市場預期的 5.23 元。

● **21Q3 營收財測符合市場預期，但毛利率低於市場預期**

公司給予 21Q3 財測: 預估營收(美元)介於 146~149 億，營收中值約當季增 11%。若以美元兌新台幣匯率 27.9 換算，則預估營收(新台幣)約當季增 9.5~11.7%，其中值為季增 10.6%，符合市場預期。公司表示其成長動能來自於為智慧型手機出貨旺季，HPC、車用及 IOT 亦同步成長。在毛利率方面，公司給予財測區間為 49.5~51.5%，中值 50.5%，雖然較前季略為回升，但仍受到 5nm 稀釋、折舊及匯率升值等因素，低於市場預期的 52.2%。在營益率方面，其財測區間為 38.5~40.5%，其中值為 39.5%亦低於市場預期的 41.6%。21Q3 毛利率雖低於市場預期，但符合研究部預期，主要係因前次預估已考量折舊壓力和 5nm 稀釋影響性。綜上所述，研究部預估 21Q3 營收 4,130.81 億元，稅後 EPS 5.76 元。

- **短線財報和財測雖不如預期，但仍未見到半導體需求反轉跡象，長線展望仍看好，維持目標價 750 元，投資建議為買進**
本次法說公司更新 2021 年全球半導體不含記憶體將成長 17%(前次預估 12%)，晶圓代工成長將成長 20%(前次預估 16%)，台積電美元營收成長性將大於整體晶圓代工產業(前次預估為 20%)，並重申 2020-2025 營收展望 10-15%不變。公司強調半導體產業受惠疫情加速數位轉型，5G 和 HPC 仍為大趨勢，為反應合理利潤，將因應成本調整代工價，賺取合理利潤，長期毛利率仍以 50%為目標，營益率為 39%，ROE 為 20%。在資本支出計畫方面，維持未來三年 1000 億美元不變。台積電董事長特別針對全球佈局規劃做說明，並指出：(1)目前美國亞利桑那州 5nm 新廠進度如預期，預計 2H22 設備移入機台，24Q1 開始量產，初期產能規劃為 20K/wpm，不排除後續擴建產能，美國亞利桑那州廠投資計畫金額為 120 億美元，目前不會設置 3D IC 封裝產能。(2)南京廠：目前 16nm 產能為 25K/wpm，未來將擴充 28nm 產能，預計 22H2 量產，產能在 2023 年中將達到 40K/wpm。(3)日本：在日本的 3D IC 研發中心已和超過 20 家廠商合作，除了先進封裝外，也合作開發先進材料和載板。不排除在日本設立晶圓廠的可能性。

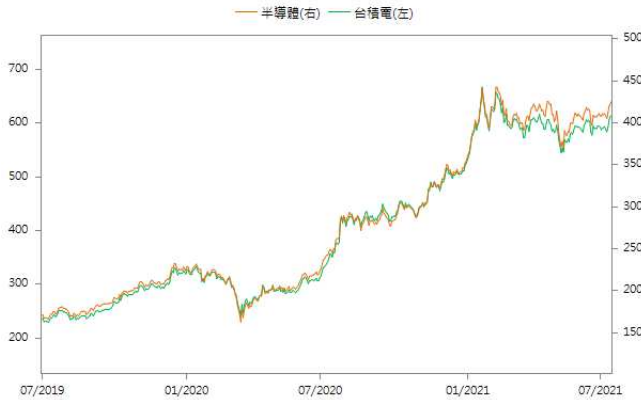
在車用晶片方面，公司目前正積極解決車用產品缺貨狀況，整個車用產品從晶片到製作完成到 OEM 需要 6 個月，但現在已經成功增加 MCU 的產能，產能相較於 1H20 增加 30%。2021 年整年 MCU 產能預期會相較 2020 年增加 60%，相較於 2018 年增加 30。公司預估車用晶片產能短缺問題在 21Q3 會獲得解決。

在製程進度方面，5nm 良率符合預期，預估 2021 年營收占比將來到 20%，另 4nm 在 21Q3 風險性試產，2022 年量產。至於 3nm 進度符合預期，第一年產品 tape out 將會比當初 N5 更多，2021 年風險性試產，22H2 量產進度不變。

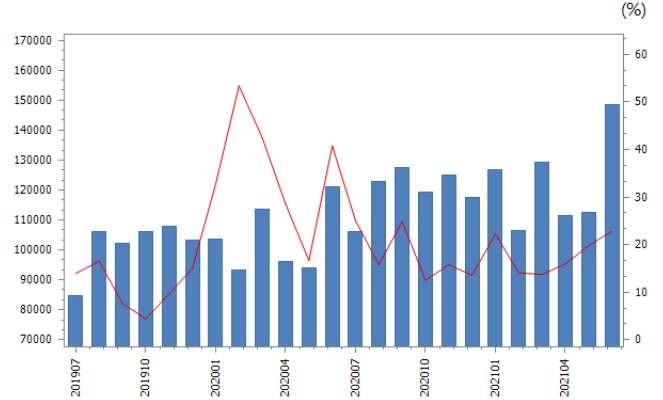
在庫存方面，公司認為 21Q2 Fabless 客戶庫存健康，雖然庫存已到季節性水準的歷史高點，但考量疫情不確定性，預估半導體供應鏈 21H2 仍將持續保有較高的庫存水準。公司表示目前產能仍吃緊，且預估持續到 2022 年。雖然庫存調整很動態，不排除庫存調整的可能性，但 5G 及 HPC 大趨勢持續往上，庫存修正不會太大。

研究部認為半導體缺貨現象主要由於受到疫情趨動的數位轉型、提高安全庫存的心態和物流問題所影響，目前變種病毒 Delta 的疫情仍持續衝擊全球，因此半導體需求仍受上述因素影響而未見反轉跡象。回到公司基本面，雖然公司短線財報和財測不如市場預期，但在先進製程的領先進度、海外布局、競爭力和受惠 5G、HPC 大趨勢仍未變之下，我們仍然看好台積電未來長期展望。綜上所述研究部預估 2021 年營收 15,855.02 億元，YoY+18.39%，稅後 EPS22.39 元，2022 年稅後 EPS 24.93 元，我們根據 2022 年稅後 EPS24.93 元和本益比 30 倍，維持目標價 750 元，投資建議為買進。

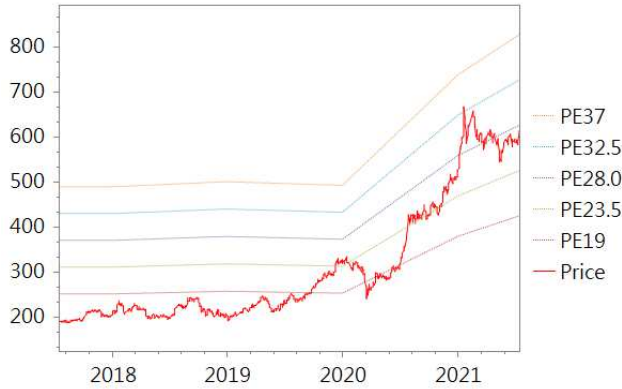
股價相對指數走勢圖



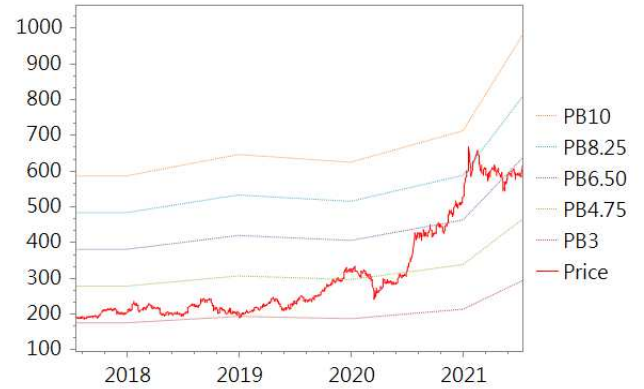
月營收&年增率



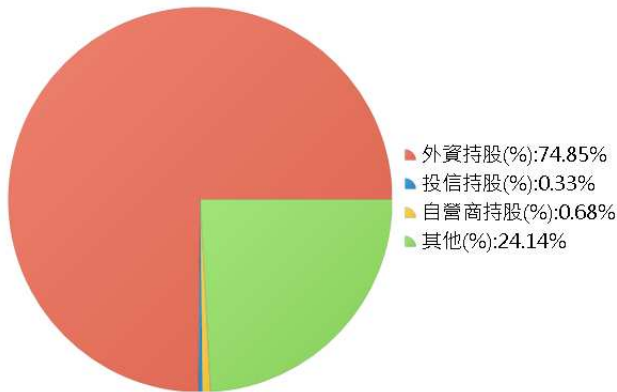
Forward PE bands



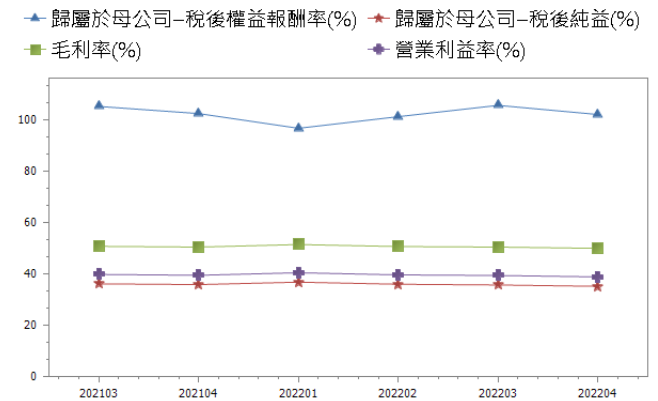
Forward PB bands



持股統計



財務比率



2330 台積電綜合損益表										
單位:Mn,%,元	1Q21	2Q21F	3Q21F	4Q21F	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2021F	2022F
營業收入淨額	362,410	372,145	413,081	437,866	400,647	420,680	475,368	503,890	1,585,502	1,800,585
毛利率	52.36	50.03	50.8	50.5	51.5	50.7	50.5	50	50.89	50.63
營業利益率	41.54	39.14	39.86	39.51	40.51	39.67	39.43	38.89	39.98	39.58
營業外收入及支出	4,526	3,724	3,323	3,698	3,516	3,426	3,555	3,553	15,272	14,050
稅前純益	155,064	149,391	167,980	176,721	165,822	170,299	190,971	199,494	649,157	726,585
稅後純益	139,690	134,359	149,426	157,206	147,501	151,477	169,883	177,468	580,681	646,329
普通股股本	259,304	259,304	259,304	259,304	259,304	259,304	259,304	259,304	259,304	259,304
未稀釋 EPS	5.39	5.18	5.76	6.06	5.69	5.84	6.55	6.84	22.39	24.93
稀釋後 EPS	5.39	5.18	5.76	6.06	5.69	5.84	6.55	6.84	22.39	24.93
QoQ(%)										
營收	0.24	2.68	11	6	-8.51	5	13	5.99		
營業利益	-4.19	-3.25	13.04	5.06	-6.19	2.82	12.31	4.54		
稅後純益	-2.15	-3.82	11.21	5.2	-6.18	2.69	12.15	4.46		
YoY(%)										
營收	16.68	19.78	15.9	21.11	10.55	13.04	15.08	15.08	18.39	13.57
營業利益	17.13	11.11	9.73	10.11	7.81	14.57	13.84	13.27	11.83	12.42
稅後純益	19.41	11.2	8.82	10.11	5.59	12.74	13.69	12.89	12.13	11.31

2330 台積電資產負債表

單位:Mn	2017	2018	2019	2020
流動資產	857,203	951,680	822,614	1,092,185
現金及約當現金	553,392	577,815	455,399	660,171
短期投資合計	95,932	117,344	128,023	131,306
應收帳款與票據合計	122,317	129,198	139,771	146,038
存貨	73,881	103,231	82,981	137,353
非流動資產	1,134,659	1,138,448	1,442,191	1,668,526
投資性不動產	--	--	0	0
無形資產	14,175	17,002	20,653	25,768
資產總計	1,991,862	2,090,128	2,264,805	2,760,711
流動負債	358,707	340,543	590,736	617,151
一年內到期長期負債	58,401	34,900	31,800	2,600
非流動負債	110,395	72,089	51,974	292,938
應付公司債	91,800	56,900	25,100	254,105
長期借款	--	--	0	1,968
負債總計	469,102	412,632	642,710	910,089
資本公積	56,310	56,316	56,340	56,347
保留盈餘	1,233,362	1,376,648	1,333,335	1,588,686
權益總計	1,522,760	1,677,496	1,622,095	1,850,622

2330 台積電現金流量表

營業活動現金流量	585,318	573,954	615,139	822,666
投資活動現金流量	-336,165	-314,269	-458,802	-505,782
籌資活動現金流量	-215,698	-245,125	-269,638	-88,615
本期現金增減數	12,138	24,423	-122,415	204,771

2330 台積電綜合損益表

單位: Mn, %, 元	2019	2020	2021F	2022F
營業收入淨額	1,069,985	1,339,255	1,585,502	1,800,585
毛利率	46.05	53.1	50.89	50.63
營業利益率	34.83	42.32	39.98	39.58
營業外收入及支出	17,144	17,993	15,272	14,050
稅前純益	389,845	584,777	649,157	726,585
稅後純益	345,264	517,885	580,681	646,329
普通股股本	259,304	259,304	259,304	259,304
未稀釋 EPS	13.32	19.97	22.39	24.93
稀釋後 EPS	13.32	19.97	22.39	24.93
YoY(%)				
營收	3.73	25.17	18.39	13.57
營業利益	-2.85	52.07	11.83	12.42
稅後純益	-1.67	50	12.13	11.31

2330 台積電財報分析

年度	2017	2018	2019	2020
稅後權益報酬率(%)	23.57	21.95	20.94	29.84
稅後資產報酬率(%)	17.69	17.2	15.86	20.61
流動比率(%)	238.97	279.46	139.25	176.97
速動比率(%)	218.37	249.15	125.21	154.72
負債比率(%)	23.55	19.74	28.38	32.97
利息保障倍數(倍)	119.95	131.28	120.92	281.95
應付款項週轉天數(天)	93.44	80.78	145.47	210.6
應收款項週轉天數(天)	46.4	43.93	45.27	38.43
存貨週轉天數(天)	45.71	59.76	58.06	63.14