

電子 - 半導體

台積電 (2330.TT)

毛利率偏低，但長期毛利率目標及成長展望不變，且產業看法正向

台積電 3Q21 營收財測中值+10.6%QoQ，大致符合市場預期的+11.0%QoQ。儘管動能不強，但台積電上修晶圓代工產業成長率 4pt 至 +20%YoY，推估台積電 4Q21 營收持續成長 3~5%QoQ。在毛利率方面，2Q21 和 3Q21 毛利率低於預期，主要係今年匯率及 N5 稀釋效果對毛利率影響 4~5%，但 2Q~3Q21 仍守住了 50%，顯示台積電在價格上有所改善。長期而言，儘管成本將持續增加(成熟製程投資、先進製程龐大支出、全球布局和原物料上漲)，但公司將鞏固晶圓代工價格，故長線毛利率 50%仍可以達成。考量毛利率低於預估值，研究員將 2021、2022、2023 年稅後 EPS 略做下修至 22.21 元、25.33 元、29.03 元(原估 23.32 元、26.35 元及 29.38 元)。此外，法說會大致符合預期，雖然缺乏驚喜(資本支出不變、N4/N3/3D IC 量產時間不變)，但也沒有驚嚇(年底前沒看到庫存調整跡象、晶圓產能緊到 2022 年、車用 MCU 投片 2H 續強、長期毛利率目標維持 50%)。在投資建議上，考量台積電獲利成長趨勢不變、先進製程領先地位不變，且受惠 HPC 及車電成長趨勢，故仍維持買進，目標價維持 650 元不變。

- 1. 長線毛利率 50%目標不變:** 3Q 營收財測中值+10.6%QoQ，符合市場預期的+11.0%。但毛利率財測中值 50.5%，低於市場預期，主要係匯率及 5nm 稀釋影響。儘管未來成本上升持續對毛利率形成壓力，但公司將鞏固晶圓代工價格，認為長線毛利率 50%仍可以達成。
- 2. 庫存健康，產能吃緊到 2022 年:** 公司認為 2Q21 產業庫存健康，且供應鏈 2H21 將持續保有較高安全庫存。儘管庫存調整可能在未來會發生，但認為今年產能都將吃緊，且持續到 2022 年。
- 3. 車用晶片 3Q 舒緩，但下半年維持高稼動:** 車用晶片短缺可望在 3Q 解決，公司不擔心下半年投片減少，因車用 MCU 採用 55/40nm 製程，未來 28nm 會更多，車用產能還會緊到 2022 年

獲利及評價資訊

(百萬元/元)	稅後淨利	每股盈餘	每股淨值	現金股利	P/E(x)	P/B(x)	ROE(%)	殖利率(%)
2018	351,130	13.54	64.67	8.0	16.7	3.49	22.0	3.5
2019	345,263	13.32	62.53	9.5	24.8	5.29	20.9	2.9
2020	517,885	19.97	71.33	10.0	26.5	7.43	29.8	1.9
2021F	575,953	22.21	88.50	11.0	27.6	6.94	25.1	1.8

買進(維持評等)

出刊緣由：法說會

	上次	本次
日期	2021/06/24	2021/07/16
收盤價	590.00	614.00
目標價	650	650
EPS	23.32	22.21
評等	買進	買進
大盤指數	17407.96	18034.19

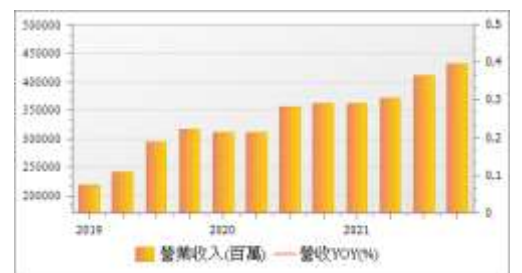
市值(億)	159212.7
股本(億)	2593.04
三個月平均成交金額(億)	196.07
淨負債/股東權益	50.39
董監持股比例	6.59
外資持股比例	74.85
投信持股比例	0.33

個股與大盤走勢



	近一個月	近三個月	近半年	近一年
加權指數報酬率	3.8	5.6	15.5	47.8
個股股價報酬率	1.2	-0.4	3.0	72.3

營收走勢圖



1. 2Q21 營收符合預期，但毛利率及 EPS 低於預期：

台積電 2Q21 營收+2.7%QoQ，符合財測區間+1.1~+3.4%QoQ，晶圓出貨量較前季+2.7%，應用端以 HPC 和車用需求較強勁。以美元計價，營收較前季成長+2.9%。在毛利率方面，較前季下滑 2.3pt 至 50.0%，符合財測區間 49.5~51.5%，但只達低標，原因包括：(1) 匯率 (28.4→28.01) 影響 0.5%、(2) 5nm 稀釋影響、(3) 庫存重估等。營益率為 39.1%，符合財測區間的 38.5~40.5%。單季稅後 EPS 5.18 元，低於市場預期的 5.23 元。

表一、2Q21 營收達標，但毛利率僅達低標：

2Q21財報	財測			實際值
	低標	高標	中值	
營收(億)	3663.6	3748.8	3706.2	3721.5
QoQ	1.1%	3.4%	2.3%	2.7%
毛利率	49.5%	51.5%	50.5%	50.0%
營益率	38.5%	40.5%	39.5%	39.1%

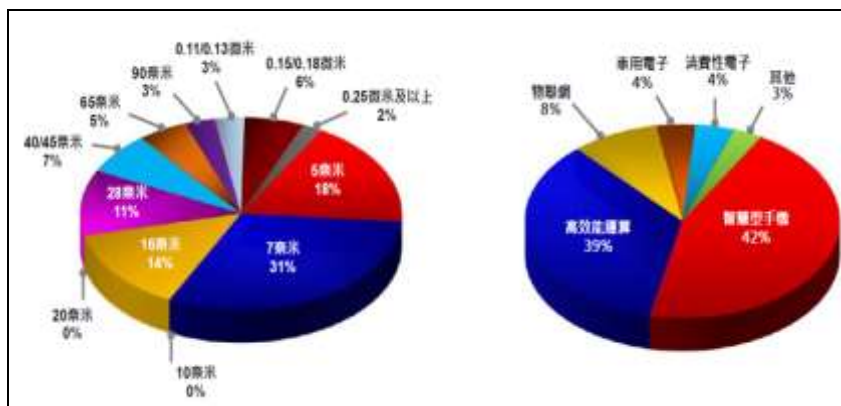
資料來源：統一投顧整理

2. 2Q21 以 HPC 及車用電子表現較強勁：

2Q21 在各產品線及製程表現方面：(1) HPC 及車用電子表現較強勁，其中 HPC 營收+12%QoQ，比重+4pt 至 39%。車用電子營收+12%QoQ，比重維持 4%不變。相較之下，智慧型手機反映季節性因素，營收小幅下滑 3%QoQ，比重較前季下降 3pt 至 42%。(2) 5nm 比重較前季提升 4pt 至 18%，主要係 iPhone 新機的 A15 採用 5nm+，於 6 月大量出貨。7nm 比重則較前季減少 4pt 至 31%。此外，其他如 16nm 以上製程比重均維持不變，包括：16nm (14%)、28nm (11%)、40/45nm (7%)、65nm (5%)、90nm (3%)、0.11/0.13um (3%)、0.15/0.18um (6%) 及 0.25um 以上 (2%)。

2Q21 營收符合預期，但毛利率及 EPS 低於預期。2Q21 以 HPC 及車用電子表現較強勁，另 5nm 受惠蘋果新機拉貨比重增加 4pt 至 18%。

圖一、2Q21 以 HPC 及車用電子表現較強勁：



資料來源：台積電、統一投顧整理

3. 3Q21 營收財測符合市場預期，但毛利率低於市場預期：

在 3Q21 財測方面，預估營收(美元)介於 146~149 億，營收中值+11%QoQ。以美元兌新台幣匯率 27.9 換算，預估 3Q21 營收(新台幣)+9.5~11.7%QoQ，中值+10.6%QoQ，大致符合市場預期的+11.0%QoQ。預估本季智慧型手機、HPC、車用及 IOT 同步成長。在毛利率方面，財測區間為 49.5~51.5%，中值 50.5%，較前季略為回升，主要係後段封測毛利率改善，但低於市場預估的 52~52.5%，顯示 5nm 稀釋、折舊及匯率升值仍壓抑毛利率表現。另營益率的財測區間為 38.5~40.5%，中值 39.5% 亦較前季略為回升。

3Q21 營收財測中值+10.6%QoQ，符合市場預期，但毛利率中值 50.5%，低於市場預期。

表二、3Q21 營收財測符合市場預期，但毛利率仍低於預期：

3Q21財測	低標	高標	中值
營收(億)	4073.4	4157.1	4115.3
QoQ	9.5%	11.7%	10.6%
毛利率	49.5%	51.5%	50.5%
營益率	38.5%	40.5%	39.5%

資料來源：統一投顧整理

4. 台積電上調 2021 年半導體及晶圓代工產業的成長展望：

台積電將 2021 年半導體產業成長率(不含 memory) 由+12%YoY 調高至 +17%YoY，將晶圓代工成長率由+16%YoY 調高至+20%YoY，並預期台積電本身成長率會高於晶圓代工成長率(美元營收>20%YoY)。在長線展望方面，維持不變，預估 2022~2025 年營收 CAGR +10~+15%，主要係 5G 和 HPC 為大趨勢，且疫情加速數位轉型。長期毛利率仍以 50%為目標，營益率為 39%，ROE 為 20%。

台積電上調 2021 年半導體產業成長展望至 17%YoY，上調晶圓代工產業成長展望至 20%YoY。而台積電將優於晶圓代工產業。

表三、台積電上調 2021 年半導體及晶圓代工產業的成長展望：

2021產業預估	1月14日	4月15日	7月15日
半導體	8%	12%	17.0%
Foundry	10%	16%	20.0%
TSMC	15%	20%	>20%

資料來源：統一投顧整理

5. 台積電維持 2021 年資本支出計畫不變：

台積電本次法說會未對資本支出做出調整。根據 4/15 法說會，2021 年資本支出為 300 億美元，配置比例為：80%用於 3/5/7nm、10%用於先進封裝、10%用於特殊製程。此外，台積電接下來三年(2021~2023 年)資本支出為 1000 億美元。在折舊方面，2021 年折舊增幅為+30%YoY。

表四、台積電資本支出計畫不變：

2021資本支出	1月14日	4月15日	7月15日
金額(億美元)	250~280	300	300
方向		上調	持平
折舊YoY	+25%~2	+30%	+30%

資料來源：統一投顧整理

6. 台積電進行全球佈局，將在美國、南京及日本建置晶圓產能：

在全球佈局規劃方面：(1)美國亞利桑那州 5nm 新廠進度如預期，預計 2H22 設備移入機台，1Q24 開始量產，初期產能規劃為 20K/wpm。在美國設廠有政策支持，預計未來三年美國投資金額為 80 億美元。(2)南京廠：目前 16nm 產能為 25K/wpm，未來將擴充 28nm 產能，預計 2H22 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。在日本設立晶圓廠仍在評估中，主要增加特殊製程產能。

7. 先進製程及先進封裝進度均如預期：

(1)N5 進入第二年量產，主要應用為智慧型手機及 HPC，預估 N5 貢獻 2021 全年營收>20%。此外，N4 為 N5 的 Family，預計 3Q21 風險量產，2022 年量產。在 N3 方面，進度如預期，預計 2021 年風險量產，2H22 量產。(2)N3 應用仍以智慧型手機和 HPC 為主，且 HPC 會是未來五年重要動能。至於 N3 為什麼無法像 7nm/5nm 在年中生產，而是 2022 年下半年生產，主要係製程比較複雜，須配合客戶產品設計。(3)封裝：後段有季節性，毛利率仍在改善中。後段封裝佔營收 8%，未來五年，後段成長率會略高於公司平均成長率。3D IC 預計 2022 小量生產。

8. 庫存健康，短期未看到庫存調整，預估產能吃緊持續到 2022 年：

在庫存方面，公司認為 2Q21 產業庫存健康，且因疫情存在不確定性，供應鏈 2H21 將持續保有較高安全庫存。儘管庫存調整可能在未來會發生，但認為今年產能都將吃緊，且持續到 2022 年。雖然庫存調整很動態，但 5G 及 HPC 大趨勢持續往上。

台積電認為產業庫存健康，短期未看到庫存調整，預估產能吃緊持續到 2022 年。

9. 未來成本上升壓抑毛利率，但長線毛利率仍以 50%為目標：

台積電今年毛利率受到壓抑，主要原因為：(1)去年匯率均值 29.3，今年約 28.0，匯率升值 4.4%，影響今年毛利率約 2%。(2) N5 今年貢獻比去年大(7.6%→20%)，由於 N5 毛利率要達到平均水準需要 7~8 季，造成今年對毛利率稀釋 2~3%。因此，匯率及 N5 稀釋對毛利率影響 4~5%，但 2Q~3Q21 仍守住了 50%，顯示台積電在價格上有所改善。長期而言，儘管成本將持續增加(成熟製程投資、先進製程龐大支出、全球佈局和原物料上漲)，公司將會跟客戶討論以鞏固晶圓代工價格，因此認為長線毛利率 50%仍可以達成。

10. 台積電大幅增加 MCU 產能，且認為車用產能會緊到 2022 年：

在車用晶片方面，車用產品從晶片製作完成到 OEM 廠需耗時 6 個月。台積電已成功提高 MCU 產能，產能相較 1H20 增加 30%YoY，遇季 2021 年 MCU 產能會較 2020 年增加 60%。此外，台積電預估車用晶片短缺問題會在 3Q21 解決。此外，公司不擔心 IDM 下半年產能開出會造成投片減少，因車用晶片在台積電投片的主要是 MCU，目前採用 55/40nm 製程，未來 28nm 會更多，認為車用會持續成長，產能還會緊到 2022 年。

11. 結論與投資建議：維持買進評等，目標價維持 650 元：

台積電 3Q21 營收財測中值+10.6%QoQ，大致符合市場預期的+11.0%QoQ，儘管動能不強，但台積電上修晶圓代工產業成長率 4pt 至+20%YoY，推估台積電 4Q21 營收持續成長 3~5%QoQ。在毛利率方面，2Q21 和 3Q21 毛利率低於預期，主要係今年匯率及 N5 稀釋效果對毛利率影響 4~5%，但 2Q~3Q21 仍守住了 50%，顯示台積電在價格上有所改善。長期而言，儘管成本將持續增加(成熟製程投資、先進製程龐大支出、全球布局和原物料上漲)，但公司將鞏固晶圓代工價格，故長線毛利率 50%仍可以達成。考量毛利率低於預估值，研究員將 2021、2022、2023 年稅後 EPS 略做下修至 22.21 元、25.33 元、29.03 元(原估 23.32 元、26.35 元及 29.38 元)。此外，法說會大致符合預期，雖然缺乏驚喜(資本支出不變、N4/N3/3D IC 量產時間不變)，但也沒有驚嚇(年底前沒看到庫存調整跡象、晶圓產能緊到 2022 年、車用 MCU 投片 2H 續強、長期毛利率目標維持 50%)。在投資建議上，考量台積電獲利成長趨勢不變、先進製程領先地位不變，且受惠 HPC 及車電成長趨勢，故仍維持買進，目標價維持 650 元不變。

考量台積電獲利成長趨勢不變、先進製程領先地位不變，且受惠 HPC 及車電成長趨勢，故仍維持買進，目標價維持 650 元不變。

12 month Forward PE bands



12 month Forward PB bands


簡明損益表

百萬元	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020	2021F
營業收入	310,597	310,698	356,426	361,533	362,410	372,145	411,220	430,959	1,069,985	1,339,254	1,576,734
營業毛利	160,784	164,693	190,481	195,189	189,775	186,197	207,324	216,980	492,698	711,146	800,276
營業費用	32,323	33,521	40,891	38,321	39,112	40,530	44,783	46,909	119,504	145,056	171,334
營業利益	128,522	131,095	150,047	157,120	150,538	145,667	162,541	170,071	372,701	566,783	628,817
業外收支	3,626	5,304	5,077	3,987	4,526	6,864	6,803	7,419	17,144	17,994	16,250
稅前純益	132,147	136,399	155,124	161,107	155,064	149,391	166,541	174,071	389,845	584,777	645,067
稅後純益	116,987	120,822	137,310	142,766	139,690	134,481	147,555	154,227	345,263	517,885	575,953
EPS	4.51	4.66	5.30	5.51	5.39	5.19	5.69	5.95	13.32	19.97	22.21
重要比率											
毛利率	51.8	53.0	53.4	54.0	52.4	50.0	50.4	50.3	46.1	53.1	50.8
費用率	10.4	10.8	11.5	10.6	10.8	10.9	10.9	10.9	11.2	10.8	10.9
營益率	41.4	42.2	42.1	43.5	41.5	39.1	39.5	39.5	34.8	42.3	39.9
淨利率	37.7	38.9	38.5	39.5	38.5	36.1	35.9	35.8	32.3	38.7	36.5
QoQ											
營業收入	-2.1	0.0	14.7	1.4	0.2	2.7	10.5	4.8			
營業毛利	1.0	2.4	15.7	2.5	-2.8	-1.9	11.3	4.7			
營業利益	3.4	2.0	14.5	4.7	-4.2	-3.2	11.6	4.6			
稅前純益	2.6	3.2	13.7	3.9	-3.8	-3.7	11.5	4.5			
稅後淨利	0.8	3.3	13.7	4.0	-2.2	-3.7	9.7	4.5			
YoY											
營業收入	42.0	28.9	21.6	14.0	16.7	19.8	15.4	19.2	3.7	25.2	17.7
營業毛利	78.0	58.9	36.6	22.6	18.0	13.1	8.8	11.2	-1.1	44.3	12.5
營業利益	100.0	71.8	39.1	26.5	17.1	11.1	8.3	8.2	-2.9	52.1	10.9
稅前純益	93.8	69.3	38.1	25.1	17.3	9.5	7.4	8.0	-1.9	50.0	10.3
稅後淨利	90.6	81.0	35.9	23.0	19.4	11.3	7.5	8.0	-1.7	50.0	11.2

資料來源：公司資料及統一投顧預估

台積電 (2330. TT) : 財務報表

損益表				
(百萬元)	2018	2019	2020	2021F
營業收入	1,031,473	1,069,985	1,339,254	1,576,734
銷貨成本	533,487	577,286	628,108	776,459
營業毛利	497,986	492,698	711,146	800,276
營業費用	112,149	119,504	145,056	171,334
銷售費用	5,987	6,348	7,112	7,514
管理費用	20,265	21,737	28,457	28,044
研發費用	85,895	91,418	109,486	119,203
營業利益	383,623	372,701	566,783	628,817
EBITDA	676,169	659,585	898,508	1,058,365
利息收入	14,694	16,189	9,018	9,265
利息支出	3,051	3,250	2,081	2,408
投資收入(損失)	3,216	3,261	3,592	3,850
其他營業外收支	-972	944	7,463	5,241
稅前純益	397,510	389,845	584,777	645,067
所得稅費用	46,325	44,501	66,619	69,066
非控制權益	53	80	272	48
稅後純益	351,130	345,263	517,885	575,953
每股盈餘	13.54	13.32	19.97	22.21
每股淨值	64.67	62.53	71.33	88.50

現金流量表				
(百萬元)	2018	2019	2020	2021F
本期純益	351,130	345,263	517,885	575,953
折舊及攤提	292,546	286,884	331,724	429,548
本期營運資金變動	-38,247	237,802	-5,483	314
其他營業資產及負債變動	-31,475	-254,811	-21,460	-64,727
營運活動之現金流量	573,954	615,138	822,666	854,025
資本支出淨額	-315,581	-460,422	-507,238	-687,758
本期長期投資變動	0	0	0	0
其他資產變動	1,312	1,620	1,457	-146,245
投資活動之現金流量	-314,268	-458,801	-505,781	-834,003
股本變動	0	0	0	0
本期負債變動	-56,470	230,077	267,379	282,242
其他調整數	7,739	-99,051	-66,636	-167,744
籌資活動之現金流量	-245,124	-269,638	-88,615	-165,484
本期產生現金流量	24,422	-122,415	204,771	-148,552
自由現金流量	258,372	154,716	315,427	14,547
期初現金	553,391	577,814	455,399	660,171
期末現金	577,814	455,399	660,170	511,618

比率分析				
年成長率 (%)	2018	2019	2020	2021F
營業收入	5.5	3.7	25.2	17.7
營業利益	-0.5	-2.9	52.1	10.9
EBITDA	4.7	-2.5	36.2	17.8
稅前純益	0.4	-1.9	50.0	10.3
稅後純益	2.3	-1.7	50.0	11.2
獲利能力 (%)				
營業毛利率	48.3	46.1	53.1	50.8
營業利益率	37.2	34.8	42.3	39.9
EBITDA	65.6	61.6	67.1	67.1
稅後純益率	34.0	32.3	38.7	36.5
資產報酬率	17.2	15.9	20.6	17.3
股東權益報酬率	22.0	20.9	29.8	25.1
穩定/償債能力分析				
負債權益比 (%)	24.6	39.6	49.2	45.2
利息保障倍數(倍)	131.3	120.9	282.0	268.9
現金流量對利息保障倍數(倍)	204.3	203.9	428.2	384.3
流動比率 (%)	279.5	139.3	177.0	187.2
速動比率 (%)	249.2	125.2	154.7	167.4
淨負債 (百萬元)	-124,736	11,064	218,615	323,541

資產負債表				
(百萬元)	2018	2019	2020	2021F
流動資產	951,679	822,613	1,092,185	1,288,000
現金及短期投資	695,158	583,422	791,476	639,036
存貨	103,230	82,981	137,353	143,134
應收帳款及票據	129,197	139,770	146,038	157,018
其他流動資產	24,092	16,439	17,316	20,812
其他資產	1,138,448	1,442,191	1,668,526	2,041,767
長期投資	29,304	30,172	27,728	27,729
不動產、廠房及設備	1,072,050	1,352,377	1,555,589	1,583,770
什項資產	37,093	59,641	85,208	430,268
資產總額	2,090,128	2,264,805	2,760,711	3,329,767
流動負債	340,542	590,735	617,151	688,200
應付帳款及票據	154,930	383,055	438,213	37,995
短期借款	88,754	118,522	88,559	123,253
什項負債	96,857	89,157	90,378	526,952
長期負債	56,900	25,100	256,072	348,000
其他負債及準備	15,189	26,873	36,865	35,021
負債總額	412,631	642,709	910,089	1,036,200
股本	259,303	259,303	259,303	259,304
資本公積	56,315	56,339	56,347	64,754
保留盈餘	1,376,647	1,333,334	1,588,686	2,028,104
股東權益總額	1,677,496	1,622,095	1,850,621	2,293,567

附錄一：評等之標準

評等	定義
強力買進	預估未來 6 個月內的絕對報酬超過 25%以上
買進	預估未來 6 個月內的絕對報酬 10%以上
中立	預估未來 6 個月內的絕對報酬介於 10~-10%
降低持股	預估未來 6 個月內的絕對報酬介於 (-10%) 以下
未評等	沒有足夠的基本資料判斷該公司評等

附錄二：免責宣言

© 2010 統一投資顧問股份有限公司版權所有。本公司提供之報告內容係根據本公司認可之資料來源，並基於特定日期所做之判斷，但不保證其完整性或正確性，報告中所有的意見及預估，如有變更恕不另行通知。

本研究報告所載之投資資訊，僅提供客戶做為一般投資參考，並非針對特定對象提供專屬之投資建議。文中所載資訊或任何意見，不構成任何買賣有價證券或其他投資標的之要約、宣傳或引誘等事項。對於本投資報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身財務狀況與投資條件，進一步諮詢財務顧問的意見。本投資報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本投資報告載述意見進行更改與撤回並不另行通知。本投資報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為於該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。本投資報告內容屬統一投顧之著作權，嚴禁抄襲與仿造。

服務據點

台北

統一綜合證券股份有限公司

電話：886-2-2747-8266

地址：台北市松山東興路 8 號 1 樓

台北

統一證券投資顧問股份有限公司

電話：886-2-2748-8399

地址：台北市松山東興路 8 號 3 樓

香港

統一證券(香港)有限公司

電話：852-2956-3330

地址：香港中環德輔道中 199 號無限極廣場 26 樓 2603-6 室

廈門

統一證券(廈門代表處)

電話：86-592-3299700

地址：廈門市思明區湖濱南路 90 號 立信廣場 2403 室