



個股分析

台積電 (2330 TT)

海外佈局亦反應台積價值

永豐觀點

總體-上游供應鏈雖有望快速去化庫存，然我們審慎看待整體供應鏈去化速度。台積-海外佈局亦反映台積電價值，無須擔憂成本對長期獲利造成壓抑。

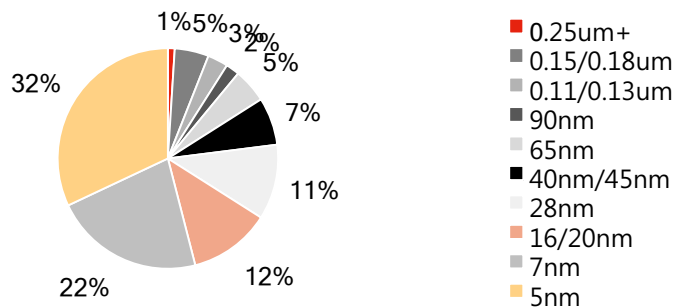
投資評價與建議

維持目標價 555 元：(1) 短期-進入庫存調整期，先進製程產能利用率也將落底，(2) 中期-訂價得以反應海外佈局，2H23 有望 U 型反轉。評價面，考量業績將在 2Q23 落底，且表現可優於產業平均，維持買進建議和目標價 555 元(4.1x 2023 BVPS(F))。

營運現況與分析

台積電為全球最大積體電路製造服務公司，截至 2021 年底，台積電整體年產能超過 1,300 萬片(約當 12 吋晶圓)，目前在台灣有 4 座 12 吋晶圓廠、4 座 8 吋晶圓廠與 1 座 6 吋晶圓廠，並持有一家 100% 控股子公司台積電(南京)有限公司的 12 吋晶圓廠，以及 2 家 100% 持有的 WaferTech 美國子公司與台積電(中國)有限公司 8 吋晶圓廠產能支援，另 2021 年底設立之 JASM 預期在 2024 年底前開始量產。4Q22 前段晶圓製造營收比重以製程別區分如圖一所示，以技術平台區分：智慧型手機 38%、高效能運算(HPC) 42%、物聯網(IoT) 8%、車用電子 6%、消費性電子(DCE) 2%、其他 4%，單季晶圓出貨量 3,702k (12" eqv)，台積電主要客戶包含：Apple、AMD、Intel、Qualcomm、Nvidia；主要競爭對手則包含：Intel、三星。

圖一：4Q22 台積電前段製程營收比重



資料來源：台積電；永豐投顧研究處整理，Jan. 2023

4Q22 獲利符合預期：台積電 4Q22 美元營收 199.3 億(-1.5%QoQ，+26.7%YoY)，位於先前展望 199-207 億美元區間下緣，新台幣營收 6,255 億(+2.0%QoQ，+42.8%YoY)係得益於 5nm 產品出貨，毛利率 62.2%優於預期，主要受到新台幣貶值、成本改善等因素所帶動，部分被較低的產能利用率所抵消，稅後淨利 2,959 億(+5.4%QoQ，+78.0%YoY)，EPS 11.41 元。

表一：台積電 4Q22/2022 年財務數字

百萬元	4Q22(A)	4Q22(F)	差異(%)	2022(A)	2022(F)	差異(%)
營業收入	625,532	631,911	-1.0	2,263,891	2,270,270	-0.3
營業毛利	389,185	387,653	0.4	1,348,355	1,346,824	0.1
營業利益	325,041	321,671	1.0	1,121,279	1,117,908	0.3
稅前淨利	334,670	323,671	3.4	1,144,191	1,133,191	1.0
稅後淨利	295,904	287,965	2.8	1,016,530	1,008,591	0.8
每股盈餘(元)	11.41	11.11		39.20	38.90	
Margin (%)						
營業毛利率	62.2	61.3	--	59.6	59.3	--
營業利益率	52.0	50.9	--	49.5	49.2	--
稅前淨利率	53.5	51.2	--	50.5	49.9	--
稅後淨利率	45.6	42.4		44.4	42.9	

資料來源：台積電；永豐投顧研究處預估及整理，Jan. 2023

1H23 正式進入庫存調整，營收下滑符合預期：管理層預期 1Q23 美元營收 167-175 億美元(-14.2%QoQ, -2.7%YoY)，在美元兌新台幣匯率 30.7 的假設下，給予毛利率 53.5~55.5%、營業利益率 41.5~43.5%的展望，符合研究處法說前預期。基於目前客戶需求，預期 1H23 美元營收將年減中高個位數，隱含 2Q23 美元營收將季增 0.6%~-9.9%，上半年營運表現皆符合法說前研究處預期。考量(1) 手機產品進入淡季，美系手機品牌客戶投片自 4Q22 即開始下修，(2) HPC 相關新品仍未放量，(3) 車用需求維持穩定，預估 1Q23 營收 5,236 億(-16.3%QoQ, +6.6%YoY)，毛利率 54.8% 下滑主要受產能利用率拖累，尤其 5~7nm 產能利用率將在 1H23 將維持在低檔，稅後淨利 1,953 億(-34.0%QoQ, -3.7%YoY)，EPS 7.53 元。

製程轉進、全球佈局之下仍可維持獲利：為因應客戶未來需求及全球化佈局，台積電預期 2023 年資本支出 320-360 億美元，符合市場預期，其中 70% 將投入先進製程、20% 將投入特殊製程、10% 將用於先進封裝、光罩等，隨著 3nm 已於 4Q22 導入量產，並將在 3Q23 開始貢獻營收，全年將有中個位數百分比的貢獻(研究處估約 6.6%)，我們認為初期折舊將不免使獲利率的上升短暫停滯，但仍看好手機、HPC 客戶後續陸續轉進該製程、產能利用率提升並發揮規模效益後可恢復過往成長態勢，預估 2023 年折舊約 5,590 億新台幣(+27.9%YoY)；研發費用則會因 2nm、1.4nm 製程複雜度提升、添購新設備等因素而增加，預期 2023 年研發費用將年增約 20%(研究處估 22%YoY)。

在全球佈局部分，如同管理層於先前論壇所提，海外產能增加將基於客戶需求、政府補助，同時也會考量人才取得、水電等基礎設施，包含(1) AZ 廠 fab1 將在 2024 年投產、fab2 將在 2026 年投產，提供 4nm 及以下先進製程技術，預期合計年產能超過 60 萬片晶圓，(2) 日本合資廠持續基於手機客戶對特殊製程的需求而投入 16~28nm 產能建設，預期在 2024 年量產，並持續評估第二座廠的可能性，(3) 歐洲地區仍在評估特殊製程的建立，以因應車用客戶需求，(4) 中國將在遵守法規之下提升 28nm 產能來支援當地客戶，(5) 台灣作為全球研發中心而立足，繼 3nm 在南科量產後，2nm 預期也將在 2025 年於新竹及台中兩地投產。整體而言，儘管海外 28nm 及以下製程產能比重將達到整體的 20%、且廠房建築成本較台灣高昂，我們認為仍不須過於擔憂海外佈局對獲利的影響性，是因台積電除先進製程技術優勢外，「生產地區的彈性」也是其價值的一環，而定價將得以反映其價值所在，故毛

利率 53%及以上仍為長期可達成之目標。

2023 年 U 型反轉，符合預期：管理層表示 1Q23 消費性電子需求持續疲弱，資料中心市場也見到轉弱，然而預期 1H23 客戶及供應鏈將持續、快速去化庫存，使其在 2023 年中時有望回到健康水準，研究處認為電子上游有望快速調整庫存，然整體供應鏈去化狀況仍待觀察，審慎看待下半年回溫趨勢，台積電給予 2H23 美元營收重返年增趨勢，而我們仍審慎看待 3Q23 的營收成長性。整體而言，研究處預期台積電 2023 年憑藉技術優勢、半導體含量增加、價格調整、產品組合更多元化、區域性彈性生產因應客戶需求等因素，可減緩電子產品終端需求量的衰退，美元營收可與 2022 年相當，預估新台幣營收 2.33 兆(+3.0%YoY)，毛利率 53.9%，稅後淨利 8,506 億(-16.3%YoY)，EPS 32.8 元，BVPS 135.9 元。長期而言，只要產業對於功耗降低的追求存在，待先進製程折舊攤提完畢後，便以其性價比吸引客戶轉進。

表二：台積電對半導體產業等環境想法

時間	Semi-ex memory YoY	Foundry YoY	TSMC Revenue YoY (USD)	TSMC Capex(USD B)
2022	10%	26%	33.5%	36.29
2023	-4%	-3%	微幅成長	32-36

資料來源：永豐投顧研究處預估及整理，Jan. 2023

王彥鈞

台積電 (2330 TT · B · 555 ; upside : 14.1%)

2022/2023 年每股淨值 114.17、135.98 元