

美擬限制中企使用美系雲服務事件評析

相關個股	代號	評等	目標價
Amazon	AMZN	未評等	-
Microsoft	MSFT	增加持股	341
Alphabet	GOOG	增加持股	122
Nvidia	NVDA	買進	450
AMD	AMD	增加持股	130
Intel	INTC	增加持股	33.56
Broadcom	AVGO	增加持股	920
Marvell	MRVL	增加持股	70
台積電	2330	增加持股	638
劍意	3443	增加持股	1,750
世芯	3661	買進	1,800
緯穎	6669	買進	1,750
信驛	5274	增加持股	3,320

(美股貨幣單位為美元，餘為新台幣)

魏均兆
Kyle.wei@ctbcsis.com

陳曉琪
Angela.chen@ctbcsis.com

李政穎
Jacky.lee@ctbcsis.com

張晨
Jerry.chang@ctbcsis.com

時值葉倫訪中前夕 叫陣意味應大於實質制裁

- 美系 CSP：中企基於地緣政治考量未積極採用美系 CSP 服務，研判對業者現有及未來潛在市場影響有限
- 美系資料中心半導體鏈：初估 A800 晶片出口禁令對 Nvidia 營收影響僅低個位數；倘美方加碼制裁，將影響 2H23 相關公司復甦形勢
- 台系資料中心半導體鏈：中國資料中心運算中長期需求仍在，倘遭制裁將持續依賴台系業者加速推進晶片自主化
- 台系伺服器供應鏈：緯穎受影響有限，近期獲中東大單，2024~2025 年營運轉強，評價有提升空間

美擬限制中企使用美系雲服務業者服務：華爾街日報 7/4(二)援引消息人士報導，白宮擬限制中國企業使用亞馬遜(AMZN US)、微軟(MSFT US)等美系雲服務商所提供的 AI 雲端運算服務，考慮要求業者需獲政府許可，方可提供服務予中國企業，以補強作為此前高階 AI 晶片禁銷中國下，中企繞道使用亞馬遜等雲端服務供應商平台服務的漏洞。華爾街日報稱，商務部預料將在未來幾周公布更多細節。7/4 美股因休市，對美股相關個股影響尚未明朗，台指期夜盤僅小幅收跌約 0.1%。投顧彙整電子研究團隊觀點如下：

時值葉倫訪中前夕，雙方叫陣意味應大於實質制裁：地緣政治角度觀之，美國財長葉倫本週即將訪中修補美中關係之際，美歐、中國兩大陣營從半導體設備(詳 2023/6/28 「荷蘭半導體設備輸中管制事件評析」)、半導體材料(鎵、鍺)至當前雲服務管制措施，用意應以嚇阻、增加美方談判籌碼大過實質制裁。且 Nvidia 等半導體巨頭已多次公開呼籲中國市場無可取代，實施禁令對美企將造成巨大損失，因此我們認為現階段美中科技戰情勢再大幅升溫可能性尚低。

中企基於地緣政治因素已降低美系 CSP 使用比重，研判對美系 CSP 業者現有及未來潛在市場影響有限：此次美方欲補上晶片禁令漏洞，防止中國透過雲端服務利用美國 CSP 業者的 AI 伺服器來訓練 AI 模型或進行其他 HPC 應用。然中國網路巨頭急欲發展自有 AI 模型的重要因素，就包含在地緣政治等風險下，中國產業界和政府無法大規模採用歐美所發展出的 AI 模型。因此即便理論上可行，中國企業真的選擇在美國 CSP 業者運營的雲端環境中訓練和佈署 AI 模型的可能性其實本就不高。因此投顧研判，相關新規應對美國 CSP 業者現有業務和未來潛在市場的影響皆有限，故維持對微軟、Alphabet (GOOGL/GOOG US)等 CSP 業者樂觀營運展望。

美擬對中國高階 AI 晶片出口限制擴及 Nvidia A800，初估對 Nvidia 營收影響僅低個位數：此前 2022 年 10 月美國已實施一輪 AI 晶片出口中國實施管制，並給予一年寬限期。2023 年 3 月，Nvidia 推出符合出口新規的 A800 晶片供貨中國 CSP 業者，惟 6 月底華爾街日報報導拜登政府可能考慮加碼對中管制，範圍或擴及 A800 晶片。當前中國市場約占 Nvidia 資料中心營收 20~25%，多數為不受管制產品。該情境下，投顧預估對 Nvidia 營運影響約低個位數百分比(2022 年 10 月公司估 A100 禁止輸中對單季營收影響約 4 億美元，投顧預估 Nvidia FY2Q24 營收達 109 億美元)，研判營收影響將小於 2022 年首波出口管制。

2023/07/05

然而倘美方加碼限制中企使用美系 CSP 服務，將對資料中心運算將對業者短期資本支出意向將造成進一步負面影響，令本波受惠生成式 AI 應用的美系半導體業者 Intel (INTC US)、超微(AMD US)、Broadcom (AVGO US)、Marvell (MRVL US)等下半年成長動能放緩，此部分尚待觀察。

中國資料中心運算中長期需求仍在，若遭制裁將持續依賴台系半導體鏈加速晶片自主：中國騰訊、百度、阿里等網路巨頭近年已積極建立生態系，若在最壞情況下遭美方禁用雲端服務，預期中國業者在不觸碰美方 AI 運算晶片硬體規格限制下，加快資料中心自研晶片進程，中長期仍將仰賴台積電(2330 TT)、創意(3443 TT)、世芯(3661 TT)等業者在先進製程設計服務及製造上的支援，同時加大對資料中心領域的資本投資，伺服器遠端管理晶片(BMC)龍頭廣信驛(5274 TT)亦將持續受惠伺服器平台升級趨勢。鑑於中國資料中心運算需求並不會因美方制裁措施而急遽消失，投顧維持對相關個股正向看法，建議利用股價震盪帶來的機會進行波段偏多佈局。

台系伺服器供應鏈-緯穎(6669 TT)受影響有限，2024~2025 年營運轉強，評價有提升空間：投顧認為，倘美方限制中企使用美系 CSP 服務，對業者資本支出意向或有短期影響。據 Digitimes 預估，2023 年伺服器出貨量因 CSP、企業資本支出轉保守將出現雙位數以上衰退，惟 2024 年起將恢復每年 5%增長，其中 AI 伺服器出貨量 CAGR 高達 44.6%(2022~2026)，顯示生成式 AI 應用興起對資料中心衍生的中長期運算需求仍殷切。投顧相對推薦 2024~2025 年營運明顯轉強且評價仍有提升空間的緯穎。緯穎以美系 CSP 客戶 Meta、Microsoft 為主，該兩客戶服務對象以美企為主，中企佔比低，研判本事件對緯穎出貨影響程度不大。另市場傳緯穎近期接獲中東地區資料中心大單，預期 2H24 及 2025 年放量出貨，貢獻中長期營收動能。考量中東地區新訂單挹注，投顧預估緯穎 2024 年 EPS 為 110 元，給予目標價 1,750 元(2024 年 EPSx16 倍)，為歷年本益比區間 8~18 倍上緣水準。投顧認為股價波段仍有高點可期，惟短線急漲，追高仍需留意風險。

風險因子：美中摩擦升溫。

投資評等說明

個股評等	Rating	定義
買進	Buy (B)	相較於市場指數之回報潛力極具吸引力
增加持股	Overweight (OW)	相較於市場指數之回報潛力略有吸引力
中立	Neutral (N)	相較於市場指數之回報潛力相似
降低持股	Underweight (UW)	相較於市場指數之回報潛力稍低
賣出	Sell (S)	相較於市場指數之回報潛力較低
未評等	Not Rated (NR)	

免責聲明

本報告係本公司於特定日期就現有資訊所提出，雖已力求正確與完整，但因時間及市場客觀因素改變所造成產業、市場或個股之相關條件改變，本公司將不做預告或更新；而且本報告並非依特定投資目的或特定對象之財務狀況所完成，因此，本報告之目的並非針對客戶於買賣證券、選擇權、期貨或其他證券相關商品提供詢價或推介服務，亦非進行交易之要約。本公司出具之短、中、長期策略性報告所做出之投資分析與建議，亦可能會隨市場波動隨時調整，而與個股研究報告之意見未必一致。投資人應自行考量本身之需求、投資風險及承受度，並就投資結果自行負責，本公司不做任何獲利保證，亦不就投資盈虧負擔任何法律責任。非經本公司同意，任何人不得將本報告加以引用或轉載。

中國信託金融控股(股)公司旗下子公司暨關係企業(以下稱“中信金集團”)從事廣泛金融業務，包括但不限於銀行、信託、證券經紀、證券承銷、保險、證券投資信託、自有資金投資等。中信金集團對於本報告所涵蓋之標的公司可能有投資或其他的業務往來關係。中信金集團及其所屬員工，可能會投資本報告所涵蓋之標的公司，或以該等公司為標的的衍生性金融商品，而其交易的方向與本報告中所提及的交易方向可能不一致。中信金集團於法令許可的範圍內，亦有可能以本報告所涵蓋之標的公司作為發行衍生性金融商品之標的。中信金集團轄下的銷售人員、交易員及其他業務人員可能會為他們客戶或自營部門提供口頭或書面的市場看法或交易策略，然該等看法與策略可能與本報告的意見不盡一致。中信金集團之自營、資產管理及其他投資業務所做之投資決策也可能與本報告所做的建議或看法不一致。