

1H24 半導體產業

1H24 晶圓代工與封測有望率先迎來主升段行情

國票觀點

半導體產業景氣有望於 2023 年落底，2024 年重回成長軌道，過票對照過往下行週期，建議目前優先布局晶圓代工與封測族群，靜待後續主升段行情。

最新消息

國票看好半導體產業景氣落底，建議優先布局大型股如台積電(2330)、聯電(2303)、日月光投控(3711)，以及半導體供應鏈中砂(1560)與穎崴(6515)。

投資建議及結論

蔡志昇 / C00235@ibfs.com.tw

➤ 2024 年半導體產業有望回溫，產值挑戰新高水準

在半導體多數產品庫存去化時程已長達一年或更長，以及 2023 年多數終端需求基期低，2024 年幾乎所有半導體產品都有望回復年增，推升整體產值回復正成長，再度開啟上行週期。WSTS 預估 2024 年全球半導體產值 5,884 億美元，YoY+13.1%，Gartner 則預估 2024 年全球半導體產值 6,240 億美元，YoY+16.8%。

➤ 2024 年半導體產業資本支出與設備將同步回復正成長

受庫存調整與終端需求疲弱，2023 年半導體產業資本支出轉為年減，主要來自記憶體與成熟製程，先進製程與功率元件則相對穩健，2024 年有望回復年增。WSTS 預估 2024 年全球半導體資本支出 1,547 億美元，YoY+6%。在半導體庫存調整結束後，廠商資本支出回升，SEMI 預估 2024 年晶圓廠設備支出將達 970 億美元，YoY+15.5%，主要來自晶圓代工，特別是中國成熟製程設備需求持續維持高檔，其中晶圓代工產業占比為 53.1%。

➤ 優先布局晶圓代工與封測族群，1H24 半導體設備，2H24 廠務工程

由於 2015~2016 年與 2018~2019 年下行週期中，晶圓代工族群股價於半導體產業景氣落底前 3~6 個月已領先落底，待景氣落底時已緩步向上，因此推估本次下行循環中，晶圓代工相關廠商股價已於 4Q22 領先落底，並逐步於 4Q23 庫存調整末期開始墊高股價，有望於 1H24 營收 YoY 轉正後展開主升段漲勢，封測族群走勢與晶圓代工相近，因此同為優先布局標的。半導體設備與供應鏈族群於景氣確定向上後約 3~6 個月，多數個股才會步入主升段，較晶圓代工與封測族群落後，因此可於 1H24 晶圓代工與封測族群步入主升段後，開始逐步布局半導體設備。本次廠務工程在手訂單於 2023 年才開始趨緩，因此營運落底時間將是半導體次族群中最慢，故建議於 2H24 布局。

➤ 看好個股：台積電、聯電、日月光投控、中砂、穎崴

半導體景氣落底，產業龍頭如台積電、聯電、日月光投控營運體質佳，亦可優先受惠，為相關族群布局首選。此外，看好受惠先進製程供貨地位持續提升的中砂，及受惠 HPC&AI 趨勢的穎崴。

本波庫存調整無損半導體產業 ASP 提升趨勢

4Q21 為本波半導體季產值高點，1Q23 已落底，2Q23 已見回溫，值得注意的為本波庫存調整下，半導體 ASP 仍維持疫情相對高點，推估為 HPC 與 AI 等高階產品推升所致，此外，廠商皆認同降價無益於產能提升，堅守不亂殺價原則。

圖 1：全球半導體季產值

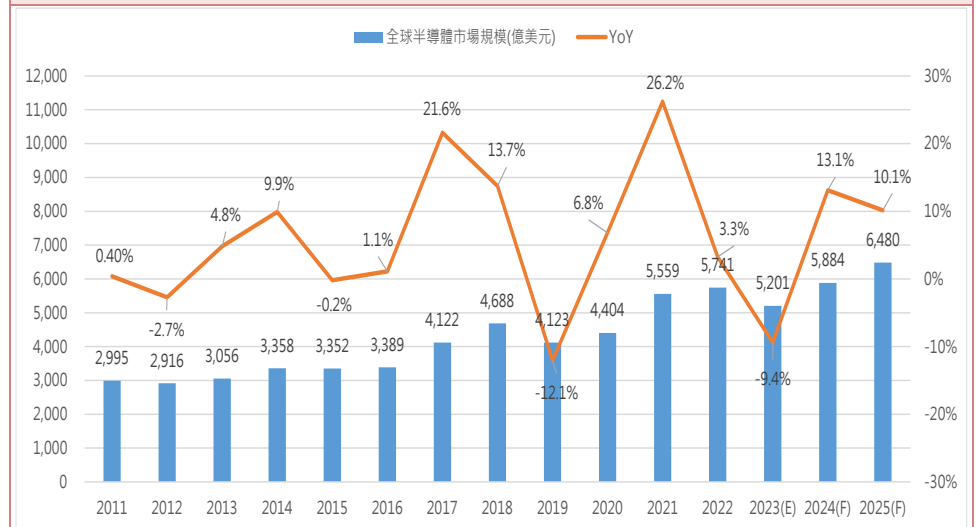


資料來源：WSTS、國票投顧整理

2024 年半導體產業有望回溫，產值挑戰新高水準

在半導體多數產品庫存去化時程已長達一年或更長，以及 2023 年多數終端需求基期低，2024 年幾乎所有半導體產品都有望回復年增，推升整體產值回復正成長，再度開啟上行週期，WSTS 預估 2024 年全球半導體產值 5,884 億美元，YoY+13.1%，Gartner 則預估 2024 年全球半導體產值 6,240 億美元，YoY+16.8%。

圖 2：全球半導體市場規模



資料來源：WSTS、國票投顧

2024 年半導體產業資本支出將同步回復正成長，惟不及 2022 年高點

受庫存調整與終端需求疲弱，2023 年半導體產業資本支出轉為年減，主要來自記憶體與成熟製程，先進製程與功率元件則相對穩健，2024 年有望回復年增，WSTS 預估 2024 年全球半導體資本支出 1,547 億美元，YoY+6%。

圖 3：全球半導體季產值

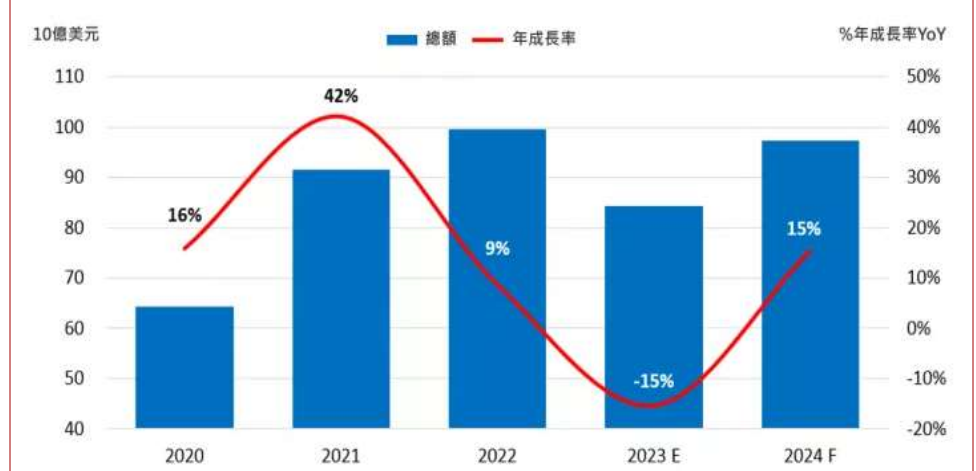


資料來源：WSTS、國票投顧整理

2024 年半導體設備亦將回溫，但未創新高

在半導體庫存調整結束後，廠商資本支出回升，SEMI 預估 2024 年晶圓廠設備支出將達 970 億美元，YoY+15.5%，主要來自晶圓代工，特別是中國成熟製程設備需求持續維持高檔，其中晶圓代工產業占比為 53.1%。

圖 4：全球 WFE 產值

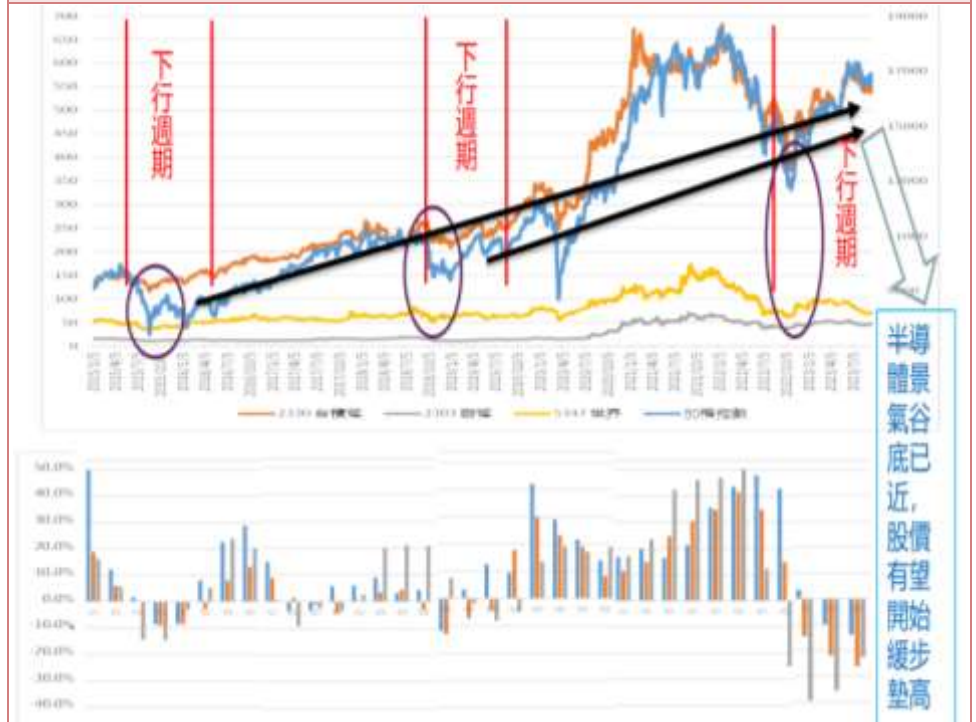


資料來源：SEMI、國票投顧整理

晶圓代工族群股價領先半導體產業景氣落底，且領先上漲

國票定義晶圓代工產業下行循環為主要台廠營收 YoY 轉為負值，對照 2015~2016 年與 2018~2019 年兩次半導體景氣下行循環與股價關連性，推估本次晶圓代工股價後勢，由於前兩次下行週期中，晶圓代工族群股價於半導體產業景氣落底前 3~6 個月已領先落底，待景氣落底時已緩步向上，因此推估本次下行循環中，晶圓代工相關廠商股價已於 4Q22 領先落底，並逐步於 4Q23 庫存調整末期開始墊高股價，有望於 1H24 營收 YoY 轉正後展開主升段漲勢。

圖 5：晶圓代工產業股價走勢與週期循環關連性高

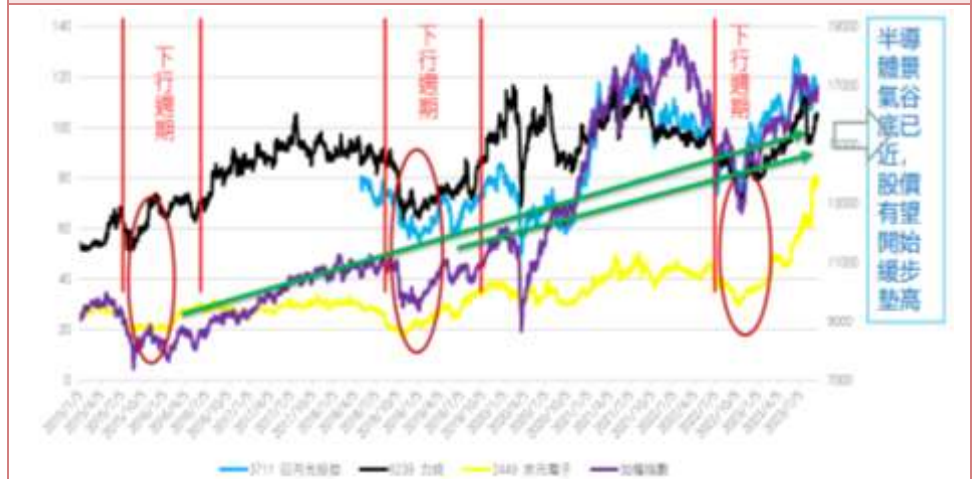


資料來源：國票投顧整理

封測個股股價走勢與晶圓代工族群相近

封測族群包含股價落底時間或是景氣落底時股價已逐步墊高，與晶圓代工族群走勢相近，因此推估相關廠商股價已於 4Q22 提早落底，並逐步於 4Q23 庫存調整末期開始墊高股價，於 1H24 展開主升段漲勢。

圖 6：封測產業股價走勢與週期循環關連性高

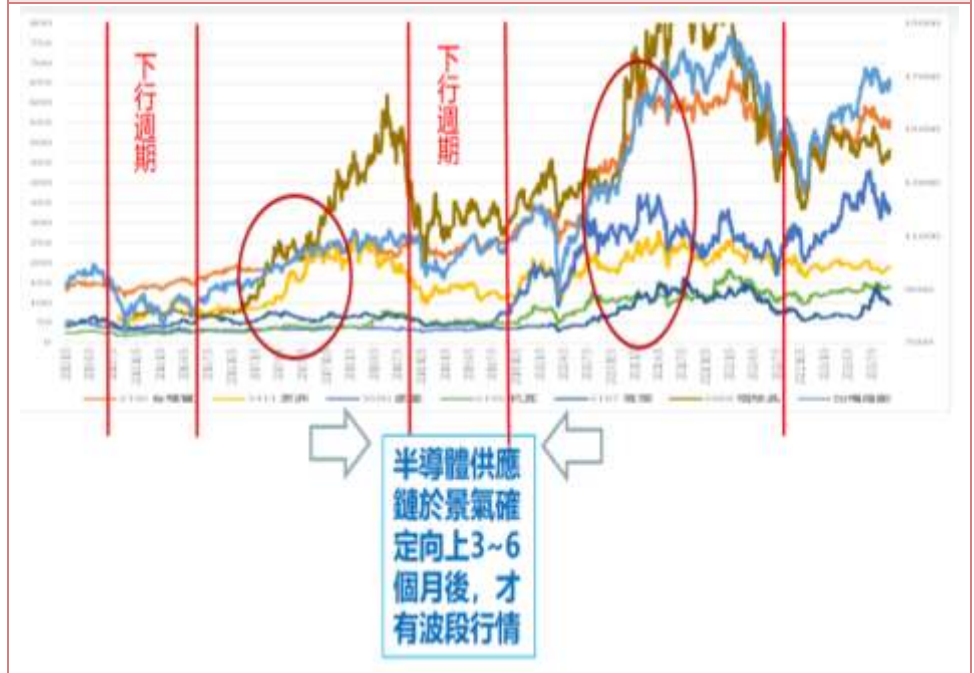


資料來源：國票投顧整理

產業布局順序：優先晶圓代工、封測、1H24 半導體設備，2H24 廠務工程

國票對照 2015~2016 年與 2018~2019 年兩次半導體景氣下行循環與股價關連性，半導體設備與供應鏈族群於景氣確定向上後約 3~6 個月，多數個股才會步入主升段，較晶圓代工與封測族群落後，因此可於 1H24 晶圓代工與封測族群步入主升段後，開始逐步布局半導體設備。考量本次廠務工程在手訂單於 2023 年才開始趨緩，因此營運落底時間將是半導體相關族群中最慢，故建議於 2H24 布局。

圖 7：封測產業股價走勢與週期循環關連性高



資料來源：國票投顧整理

看好個股台積電、聯電、日月光投控、中砂、穎崴

台積電 2023 年受惠 3nm 貢獻以及先進製程持續擴充市占，使得營收表現優於同業，展望 2024 年，3nm 客戶除 Apple (AAPL US)外，將新增 Qualcomm (QCOM US)與聯發科(2454)，貢獻進一步提升，還有產能利用率回升與 Intel (INTC US)擴大外包，營運將回復正常成長軌道，國票預估 2023 年及 2024 年 EPS 分別為 31.30 元與 35.59 元，YoY 分別為-20.2%與 13.7%，維持買進投資評等，目標價 680 元 (2024F PE 19X)。

聯電 12 吋產品價格穩定，其中 22/28nm 受惠 OLED DDI、特殊製程如 eHV 與 NVM、RFSOI、ISP、Wi-Fi 等產品，產能利用率維持相對高水準，營收占比持續提升至 3Q23 的 32%(自 1Q22 的 20%持續提升)。展望 2024 年，因客戶庫存去化已達 6 季，2023 年底庫存將達健康水位，需求將逐步復甦，將推升聯電營運開始回升，而去中化的轉單效應持續中，考量產品設計驗證時程需一年以上(自 2022 年底開始)，貢獻有望開始發酵，國票預估 2023 年與 2024 年 EPS 分別為 4.72 元與 4.79 元，YoY 分別為-32.4%與 1.2%，維持買進投資評等，目標價 57 元(2023 年 PE 12X)。

國票看好日月光投控封測龍頭優勢，與矽品合併後的綜效穩定提升，營運體質持續好轉帶動毛利率結構性改善，景氣回溫後將穩定向上，1Q24 營收 YoY 也將轉正，2024 年獲利動能佳，預估日月光投控 2023 年 EPS 7.19 元，YoY-50.2%，2024 年 EPS 10.35 元，YoY+43.8%，近年 PE 區間約為 5X~20X，目前 2024 年 PE 約 11X，近期因產業景氣落底而逐步墊高股價，惟評價仍有提升空間，維持買進評等，目標價 145 元。

中砂 2024 年三大產品線皆有望回復成長，營運正向且動能佳，預估獲利有望創新高，國票預估 2023 年與 2024 年 EPS 分別為 6.61 元與 9.17 元，YoY 分別為-32.4%與 1.2%，於台系晶圓代工客戶先進製程供貨比重持續提升，未來更有望切入美系 IDM 廠，有利長線營運趨勢及吸引市場投資目光，維持買進評等，目標價 220 元 (2024F PE24X)。

展望 2024 年，穎崴持續深耕 HPC&AI 相關產品，兩大美系客戶將推出多款新品，公司為其主力供應商，Coaxial Socket 出貨也將明顯提升，此外，公司主力 N 客戶受惠台積電(2330) COWOS (Chip on Wafer on Substrate) 產能加倍擴產，供不應求的情況有望明顯舒緩，穎崴也將同步受惠，而 HPC&AI 將採用更多 System Level Test，測試時間較 Final test 的 3~5 分提升至 15~30 分，因此 Socket 用量也將較增加 10 倍以上，加計更多的 AI 開案量逐步發酵，國票預估 2023 年與 2024 年 EPS 分別為 13.87 元與 27.05 元，YoY 分別為 -56.3%與 +95.8%。考量 AI 貢獻逐步發酵，未來營運具成長潛力，有利評價提升，維持買進評等，目標價 900 元 (2024F PE 33X)。

表 1：國票看好之半導體個股

代號	公司	2024/01/04 收盤價(元)	目標價(元)	投資評等	EPS(元)		P/E(X)		P/B(X)	
					2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
1560	中砂	184	220	買進	6.61	9.17	27.8	20.1	4.4	4.0
2303	聯電	50.8	57	買進	4.72	4.79	10.8	10.6	1.9	1.9
2330	台積電	580	680	買進	31.30	35.59	18.5	16.3	4.1	3.4
3711	日月光投控	127	145	買進	7.19	10.35	17.7	12.3	1.7	1.6
6515	穎崴	785	900	買進	13.87	27.05	56.6	29.0	6.8	5.6

資料來源：國票投顧預估

國票買進個股數

投資評等	個股數
強力買進/買進	62

評等說明

評等	定義
強力買進	預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 20%，且短期股價動能強勁
買進	<ul style="list-style-type: none"> • 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 20% • 中大型股及金融股：預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 12%以上
區間操作	<ul style="list-style-type: none"> • 預估未來 3 個月內絕對報酬小於 20% • 中大型股及金融股：預估未來 3 個月內的絕對報酬小於 12% • 股價若偏區間價位下緣，可偏多操作；股價若偏區間價位上緣，宜保守操作
觀望	預估未來 3 個月內的絕對報酬低於 0%
未評等	<ul style="list-style-type: none"> • 該公司未於國票核心持股名單 • 國票可能與該公司進行業務而處於減默期

備註：「續推買進」報告 - 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 10%；中大型股及金融股，預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 6%以上

研究員聲明

本研究報告之內容，係研究人員就其專業能力之善意分析，負責之研究人員（或者負責參與的研究人員）確認：本研究報告的內容係反映研究人員對於相關證券的個人看法；研究人員的報酬與本研究報告內容表述的個別建議或觀點無關。

公司總聲明

1. 國票證券投資顧問股份有限公司為國票金融控股公司之集團成員，國票金融控股公司所屬子公司暨關係企業（以下簡稱 國票金控集團）從事廣泛金融業務，包括但不限於票券、保險、證券經紀、自有資金投資與交易、資產管理及證券投資信託等。國票金控集團對於本報告所涵蓋之標的公司可能有投資或其他業務往來關係。
2. 國票金控集團及其所屬員工，可能會投資本報告所涵蓋之標的公司，且其交易方向與本報告中所提及交易方向可能不一致。除此之外，國票金控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。國票金控集團轄下的銷售人員、交易員及其他業務人員可能會為其客戶或自營部門提供口頭或書面市場看法或交易策略，然而該等看法與策略可能與本報告意見不盡一致。國票金控集團之資產管理、自營及其他投資業務所有之投資決策也可能與本報告所提供之建議或看法不一致。
3. 本報告純屬研究性質，僅供集團內部同仁及特定客戶參考，不保證其完整性及精確性，且不提供或嘗試遊說客戶做為買賣股票之投資依據。報告中所有的意見與預估，係取自本公司相信為可靠之資料來源，且為特定日期所為之判斷，有其時效性，爾後若有變更，本公司將不做預告或主動更新。投資人於決策時應審慎衡量本身風險，並就投資結果自行負責。以上報告內容之著作權屬國票投顧所有，非經本公司同意，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。