2018 年 4 月 20 日

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
2330 TT 台積電	中立 目標價 256	台積電2Q18展望低於市場預期，但長期競爭優勢仍強，台積電的投資評等為中立： (1) 2Q18受匯率與行動裝置需求疲軟影響，營運展望QoQ-6.6%~-7.8%； (2) 營運沒有驚喜，先進製程進度符合預期，領先優勢持續。

研究員 陳宏毅
hychenzc@jsun.com

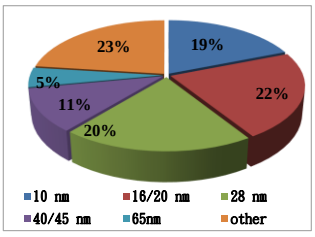
近期投資評等

04/20/2018	持有/中立
10/20/2017	持有/中立
07/14/2017	持有/中立

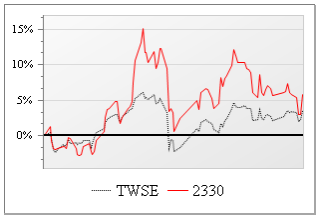
公司基本資料

收盤價(元)(04/19/2018)	244.50
股本(百萬元)	259,304
總市值(億元)	63,399.8
每股淨值(元)	73.31
外資持股比(%)	78.72
投信持股比(%)	0.22
近 20 日均量(張)	29,531
融資餘額(04/19/2018)	14,221

產品組合



近90日股價相對台股指數報酬



資料來源：CMoney

重點摘要

◆ **2Q18受匯率與行動裝置需求疲軟的影響，營運展望 QoQ -6.6%~-7.8%：**以美元對台幣29.2元的匯率計算，台積電預估2Q18美元營收約78億至79億美元(1Q18 84.6億美元)，QoQ -6.6%~-7.8%，毛利率跌破5成大關，滑落到47%~49%，上季為50.3%，營業利益率約35%~37%，上季為39%。台積電除對2018年營運展望更趨保守，認為2018年不含記憶體的半導體市場將成長5%，為原預期的成長5%至7%的低標，晶圓代工業將成長約8%，低於原預期的成長9%至10%。2018年仍將再創新高，突破新台幣兆元營收大關。

◆ **先進製程進度符合預期，資本支出持續提升，領先優勢持續：**資本支出方面，台積公司上次法說會估計2018年資本支出約105億~110億美元間，上調到115億~120億美元，其中主要是擴充產能以及預付EUV設備款。

先進製程方面， 10nm製程在1Q18可佔營收比重已達19%，4Q18預期佔營收比重滑落至個位數百分比。N7部分預期4Q18營收占比可望超過20%， N7+使用EUV機台，整體進度狀況都符合預期，預期2019年量產。N5則預計風險試產於2Q19，2020年量產。

另外台積電在次世代製程12/22nm表現亮眼，次世代製程好處在於提供客戶更加好的效能表現、更小的晶圓尺寸，加上製程IP完全支援，如12nm為16nm製程次世代，22nm為28nm製程次世代，22ULP等低功耗製程則可滿足相關物聯網客戶需求。

◆ **營運沒有驚喜，技術優勢維持領先，評等為持有：**受智慧手機市場需求疲弱，與挖礦需求不確定性影響，晶圓代工廠台積電調降2018年營運目標，預估美元營收將成長約10%，低於原預期的成長10%至15%。日盛預期台積電2018年營收10,734.79億元，YoY+9.8%，毛利率49.24%，營業利益4,162.56億元，YoY 7.96%，稅後淨利3,782.43億元，YoY 10.24%，EPS 14.59元，預估2018年期末淨值73元，公司合理PBR區間為2.5倍~3.5倍，以18年PBR 3.5倍評價，目標價256元，投資評等維持中立。

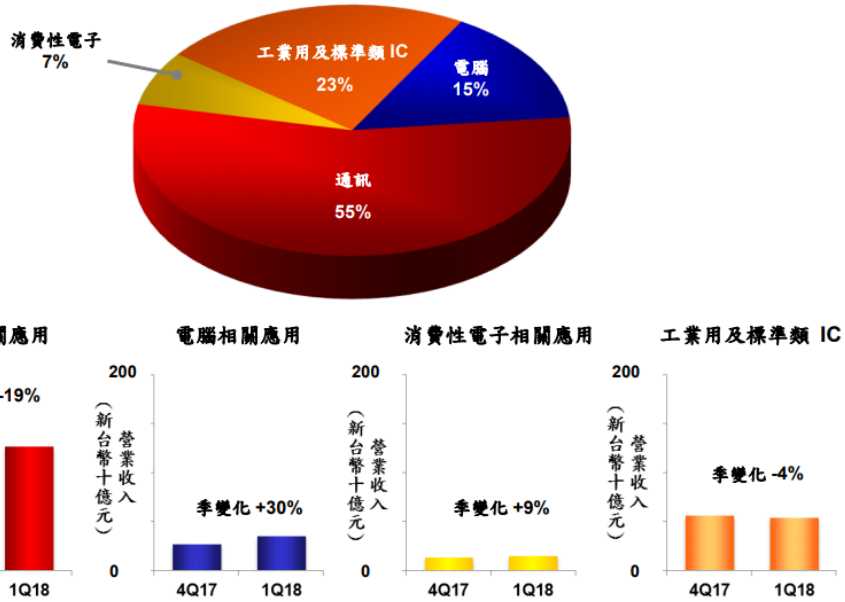
單位:百萬元	2017	2018F	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F
營業收入淨額	977,447	1,073,479	252,107	277,570	248,079	227,100	285,200	313,100
營業毛利	494,831	528,598	125,877	138,715	124,858	109,008	139,748	154,985
營業利益	385,559	416,256	98,056	108,895	96,827	83,742	111,121	124,566
稅後純益	343,111	378,243	89,925	99,286	89,788	74,767	100,947	112,741
稅後 EPS(元)	13.23	14.59	3.47	3.83	3.46	2.88	3.89	4.35
毛利率(%)	50.62	49.24	49.93	49.97	50.33	48	49	49.5
營業利益率(%)	39.45	38.78	38.89	39.23	39.03	36.87	38.96	39.78
稅後純益率(%)	35.1	35.24	35.67	35.77	36.19	32.92	35.4	36.01
營業收入 YoY/QoQ(%)	3.11	9.82	17.89	10.1	-10.62	-8.46	25.58	9.78
營業利益 YoY/QoQ(%)	2.01	7.96	17.78	11.05	-11.08	-13.51	32.7	12.1
稅後純益 YoY/QoQ(%)	2.65	10.24	35.69	10.41	-9.57	-16.73	35.02	11.68

資料來源:CMoney，JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

◆ **1Q18在電腦、消費性電子銷售成長帶動下，表現符合原預期的84~85億美元區間：**

台積電1Q18在電腦、消費性電子及工業產品，單季合併營收以台幣計價QoQ -10.62%達2,481億元，平均毛利率50.3%，符合財測預估區間(49.5%~51.5%)，營業利益率39%則符合先前展望預估(38%~40%)，歸屬母公司稅後淨利季減9.58%達897.9億元，與去年同期相較成長2.47%，單季每股淨利3.46元。

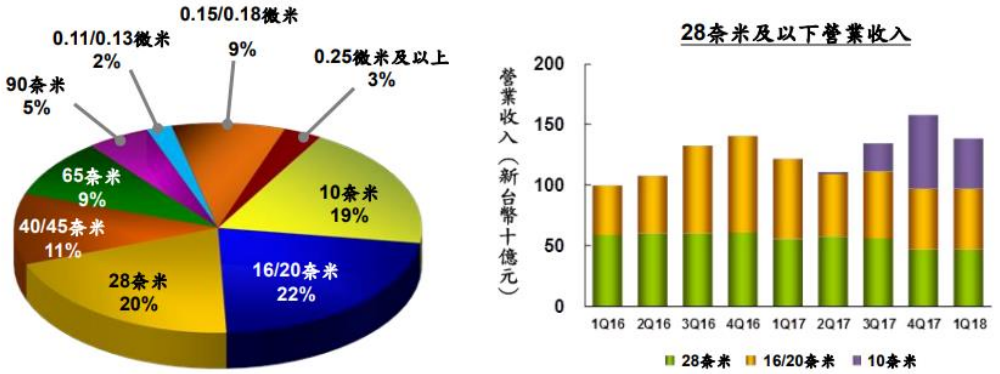
圖一、營收結構(應用別)



資料來源：台積電、日盛繪製

就製程技術分布而言，10nm出貨占比由4Q17占比25%降至19%，預期4Q18隨新款手機晶片出貨增加，7nm將明顯成長佔營收比重超過20%，10nm佔營收比重降至個位數百分比，主要原因在於轉換7nm製程影響，而16/20nm則受智慧手機相關需求疲弱及轉製程影響由1Q17的31%下滑至1Q18的222%，考量總體營運成長，先進製程仍是相對表現穩定。

圖二、營收結構(製程技術)



資料來源：台積電、日盛繪製

◆ **2Q18受匯率與行動裝置需求疲軟的影響，營運展望 QoQ -6.6%~-7.8%：**

以美元對台幣29.2元的匯率計算，台積電預估2Q18美元營收約78億至79億美元(1Q18 84.6億美元)，QoQ -6.6%~-7.8%，毛利率跌破5成大關，滑落到47%~49%，上季為50.3%，營業利益率約35%~37%，上季為39%。

現在對下半年市況來看，台積電除對2018年營運展望更趨保守，認為2018年不含記憶體的半導體市場將成長5%，為原預期的成長5%至7%的低標，晶圓代工業將成長約8%，低於原預期的成長9%至10%。全年營收目標也由年增10~15%，下降至接近10%，雖表現不如先前看法，2018年仍將再創新高，突破新台幣兆元營收大關。

◆ **先進製程進度符合預期，資本支出持續提升，領先優勢持續：**

進製程方面，10nm製程在1Q18可佔營收比重已達19%，4Q18預期佔營收比重滑落至個位數百分比。N7部分預期4Q18營收占比可望超過20%，N7+使用EUV機台，整體進度狀況都符合預期，預期2019年量產。N5則預計風險試產於2Q19，2020年量產。

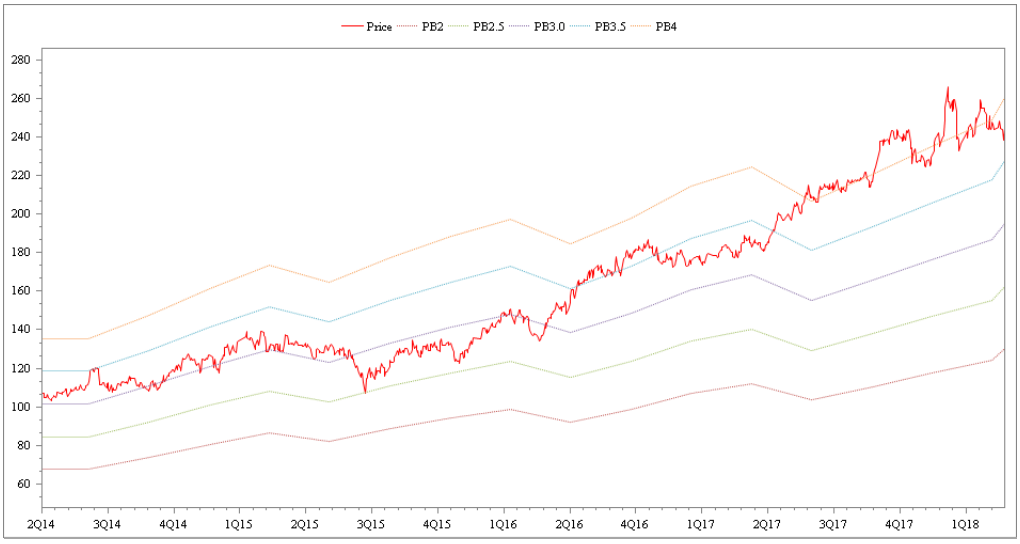
另外台積電在次世代製程12/22nm表現亮眼，次世代製程好處在於提供客戶更加好的效能表現、更小的晶圓尺寸，加上製程IP完全支援，如12nm為16nm製程次世代，22nm為28nm製程次世代，22ULP等低功耗製程則可滿足相關物聯網客戶需求。

資本支出方面，台積公司上次法說會估計2018年資本支出約105~110億美元間，上調到115億~120億美元，其中主要是擴充產能以及預付EUV設備款。台積電預計7+nm將首度導入極紫外光（EUV），7+nm將於2019年正式量產。就長期趨勢而言，AI、語音辨識需求會增加對於運算能力跟IC需求High Performance Computing將成為主流，預計超過半數的5nm使用者將使用HPC製程，主要應用如：GPU、FPGA需求，HPC會成為2020年主要成長動能，觀察7nm /5nm進度規劃推估2020年會AI主要成長的時間點。

◆ **營運沒有驚喜，技術優勢維持領先，評等為中立：**

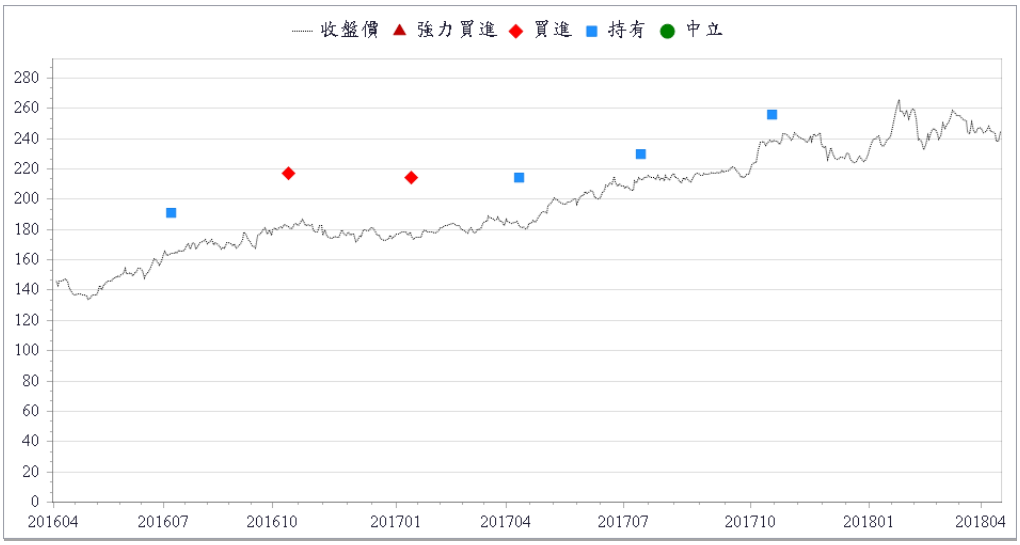
日盛預期台積電2018年營收10,734.79億元，YoY+9.8%，毛利率49.24%，營業利益4,162.56億元，YoY+7.96%，稅後淨利3,782.43億元，YoY+10.24%，EPS 14.59元，預估2018年期末淨值73元，公司合理PBR區間為2.5倍~3.5倍，以18年PBR 3.5倍評價，目標價256元，投資評等維持中立。

PB Band



資料來源：CMoney，JS 預估彙整

投資評等與股價走勢圖



近期投資評等

推薦日期	投資評等	目標價
20180420	持有/中立	256.0
20171020	持有/中立	256.0
20170714	持有/中立	230.0

資料來源：CMoney，JS 預估彙整

損益表

單位：百萬元	2016	2017	2018F	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F
營業收入淨額	947,938	977,447	1,073,479	262,227	233,914	213,855	252,107	277,570	248,079	227,100	285,200	313,100
營業毛利	474,861	494,831	528,598	137,110	121,486	108,753	125,877	138,715	124,858	109,008	139,748	154,985
營業費用	96,904	107,902	112,343	27,177	26,156	25,367	27,537	28,842	28,031	25,266	28,627	30,419
營業利益	377,958	385,559	416,256	109,907	95,352	83,255	98,056	108,895	96,827	83,742	111,121	124,566
營業外收支	8,002	10,574	10,750	2,140	2,470	2,862	2,462	2,780	3,117	2,488	2,538	2,607
稅前純益	385,959	396,133	427,006	112,047	97,822	86,117	100,518	111,675	99,944	86,230	113,659	127,173
稅後純益	334,247	343,111	378,243	100,200	87,629	66,271	89,925	99,286	89,788	74,767	100,947	112,741
最新股本	259,304	259,304	259,304	259,304	259,304	259,304	259,304	259,304	259,304	259,304	259,304	259,304
稅後 EPS(元)	12.89	13.23	14.59	3.86	3.38	2.56	3.47	3.83	3.46	2.88	3.89	4.35
經營效率(%)												
毛利率	50.09	50.62	49.24	52.29	51.94	50.85	49.93	49.97	50.33	48	49	49.5
營業利益率	39.87	39.45	38.78	41.91	40.76	38.93	38.89	39.23	39.03	36.87	38.96	39.78
稅前純益率	40.72	40.53	39.78	42.73	41.82	40.27	39.87	40.23	40.29	37.97	39.85	40.62
稅後純益率	35.26	35.1	35.24	38.21	37.46	30.99	35.67	35.77	36.19	32.92	35.4	36.01
YoY(%)												
營收	12.38	3.11	9.82	28.85	14.95	-3.59	-3.19	5.85	6.06	6.19	13.13	12.8
營業利益	18.09	2.01	7.96	40.97	35.31	-8.83	-7.72	-0.92	1.55	0.58	13.32	14.39
稅前純益	10.14	2.64	7.79	38.94	35.38	-7.8	-7.14	-0.33	2.17	0.13	13.07	13.88
稅後純益	9.03	2.65	10.24	37.57	35.27	-8.6	-7.06	-0.91	2.46	12.82	12.26	13.55
QoQ(%)												
營收				0.7	-10.8	-8.58	17.89	10.1	-10.62	-8.46	25.58	9.78
營業利益				3.43	-13.24	-12.69	17.78	11.05	-11.08	-13.51	32.7	12.1
稅前純益				3.51	-12.7	-11.97	16.72	11.1	-10.5	-13.72	31.81	11.89
稅後純益				3.56	-12.55	-24.37	35.69	10.41	-9.57	-16.73	35.02	11.68

資料來源：CMoney · JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

資產負債表

單位：百萬元	2016	2017	4Q17
流動資產	817,729	857,203	857,203
現金及約當現金	541,254	553,392	553,392
公允價值衡量金融資產	6,451	570	570
備供出售金融資產	67,789	93,374	93,374
以成本衡量之金融資產	--	--	--
存貨	48,682	73,881	73,881
非流動資產	1,068,726	1,134,659	1,134,659
公允價值衡量金融資產	--	--	--
不動產、廠房及設備	997,778	1,062,542	1,062,542
無形資產	14,615	14,175	14,175
資產總計	1,886,455	1,991,862	1,991,862
流動負債	318,239	358,707	358,707
短期借款	57,958	63,767	63,767
非流動負債	178,165	110,395	110,395
負債總計	496,404	469,102	469,102
股本	259,304	259,304	259,304
普通股股本	259,304	259,304	259,304
資本公積	56,272	56,310	56,310
保留盈餘	1,072,008	1,233,362	1,233,362
庫藏股票	--	--	--
股東權益	1,390,051	1,522,760	1,522,760
每股淨值(元)	53.58	58.7	58.7
流動比率(%)	256.95	238.97	238.97
速動比率(%)	241.66	218.37	218.37
應收帳款週轉率(%)	8.81	7.76	2.3
負債比率(%)	26.31	23.55	23.55
稅後股東權益報酬率(%)	25.6	23.57	6.72

資料來源：CMoney · JS 預估

現金流量表

單位：百萬元	2016	2017	4Q17
繼續營業單位稅前損益	385,959	396,133	396,133
折舊及攤提費用	223,828	260,143	260,143
利息費用	3,306	3,330	3,330
股利收入	-137	-146	-146
權益法認列關聯企業損益	-3,496	-2,986	-2,986
處分不動產、廠房及設備	-47	1,098	1,098
處分權益法之投資損益	260	0	0
未實現外幣兌換損益	-2,656	-9,119	-9,119
應收帳款增減	-49,343	1,062	1,062
存貨增減	18,370	-25,229	-25,229
應付帳款增減	7,295	2,572	2,572
營業活動現金流量	539,835	585,318	585,318
公允價值衡量金融資產增減	0	0	--
攤銷成本衡量金融資產增減	0	0	--
權益法長期股權投資增減	0	0	--
取得不動產、廠房及設備	-328,045	-330,588	-330,588
處分不動產、廠房及設備	98	326	326
投資活動現金流量	-395,440	-336,165	-336,165
短期借款增減	18,969	10,394	10,394
長期借款增減	-9	-31	-31
公司債發行	--	--	--
公司債償還	-23,472	-38,100	-38,100
現金增資	--	--	--
發放現金股利	-155,582	-181,513	-181,513
庫藏股票增減	0	0	--
籌資活動現金流量	-157,800	-215,698	-215,698
淨現金流量	-21,435	12,138	12,138

資料來源：CMoney · JS 預估

免責聲明	本研究報告僅供本公司特定客戶參考。 客戶進行投資決策時，應審慎考量本身之需求、投資風險及風險承受度，並就投資結果自行負責，本公司不作任何獲利保證，亦不就投資損害負任何法律責任。 本研究報告內容取材自本公司認可之來源，但不保證其完整性及精確性；該報告所載財務資料、預估及意見，係本公司於特定日期就現有資訊所做之專業判斷，嗣後變更時，本公司將不做預告或更新；本研究報告內容僅供參考，有未盡完善之處，本公司恕不負責。 非經本公司同意，不得將本研究報告內容複製、轉載或以其他方式提供予其他第三人。

投資評等說明

評等	定義
強力買進	六個月內潛在報酬率 40%以上
買進	六個月內潛在報酬率 15%以上~未達 40%
持有	六個月內潛在報酬率 7%以上~未達 15%
中立	六個月內潛在報酬率未達 7% 近期股價將呈持平走勢 無法由基本面給予合理評等
買進轉中立	建議降低持股