

蔡政杰

(886-2)2563-6262

dexter.tsai@firstsec.com.tw

# 聯電(2303)

區間操作, TP 23 (潛在報酬 2.68%)

## 區間操作

Price(07/29):22.4

Target Price : 23

展望 20Q3，公司表示由於第二次疫情捲土重來，客戶為避免斷料風險，持續建立安全庫存，加上受惠於疫情影響，公司獲得客戶轉單，成功增加市占率，整體評估起來，市場需求仍強勁，以產品需求強弱度來看，Q3 消費性相關表現最好，接下來是 **computer** 和 **communication** 相關產品，惟其他產品應用需求疲軟，因此在抵銷之下，公司給予 20Q3 晶圓出貨量和 ASP 雙雙持平之展望，8 吋產能利用率 20H2 可望持續滿載，12 吋產能利用率仍可達 90%，其中亮點在於公司受惠於 4G 和 5G 智慧手機等無線 **wireless** 應用，將使新的 28nm 產品轉入量產，會有更多 28nm 及 22nm 產品 **tape-out**，研究部認為 28nm 占比提升，有助於改善公司 ASP 表現，惟受累於台幣強勁升值和夏季電費影響，公司給予 20% 毛利率展望，較上季下滑。綜上所述，研究部預估 20Q3 營收 448.01 億元，稅後 EPS0.39 元。研究部認為雖然公司並未上修全年營收展望，但其方向上來看，客戶因疫情考量，持續在各市場建立安全庫存和趁機爭奪市占率，因此 Q4 營運應淡季不淡，全年營收展望應可達高雙位數，營收表現亮麗，且長線上受惠折舊持續降低，28 奈米進展順利，毛利率將持續改善。綜上所述，研究部預估 2020 年營收 1748.71 億元，稅後 EPS 1.46 元，2021 年預估營收 1755.22 億元，稅後 EPS 1.7 元。在投資建議上，雖然半導體晶圓代工產業在中美對抗格局中受到重視，整體評價上調，但股價已大幅反映其利多，加上考量庫存風險偏高，且目前評價並未偏低，研究部根據 21Q4 淨值 20.87 元和淨值比 1.1 倍，將目標價從 18 元上修至 23 元，投資建議由買進轉為區間操作。

### ● 近期投資評等

07/26 中立 --

### ● 公司基本資料

股本(億)	1,177
收盤價	22.4
成交量	308,114
市值(億)	2,637
P/E(x)	15.53

### ● 法人持股及融資券

	比率	週增減
外資	51.46	-0.18
投信	1.28	0.19
自營商	1.39	-0.11
融資率	3.8	-1.06

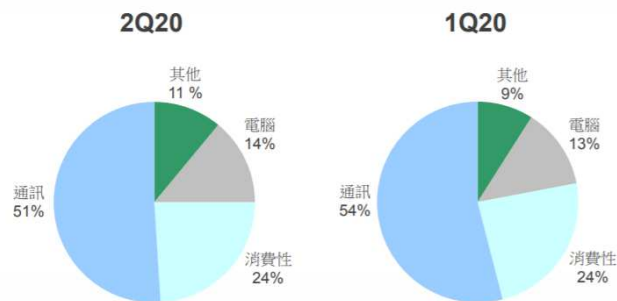
### ● 個股介紹：

聯電成立於 1980 年五月二十二日，為國內第一家上市的半導體公司，為全球僅次於台積電之晶圓專業代工公司。公司發展策略不同於台積電，以晶圓製造服務為後盾，轉投資諸多半導體晶片設計公司，以自有產能及技術扶植半導體晶片設計公司，而當半導體晶片設計公司之產品在市場中具競爭優勢取得需求量時，亦回饋公司，得以維持晶圓代工產能利用率，兩者相輔相成。集團內成員有聯陽、聯詠、聯傑、智原、原相、盛群與矽統等半導體晶片設計公司。

券餘(張) 14,459 9,673

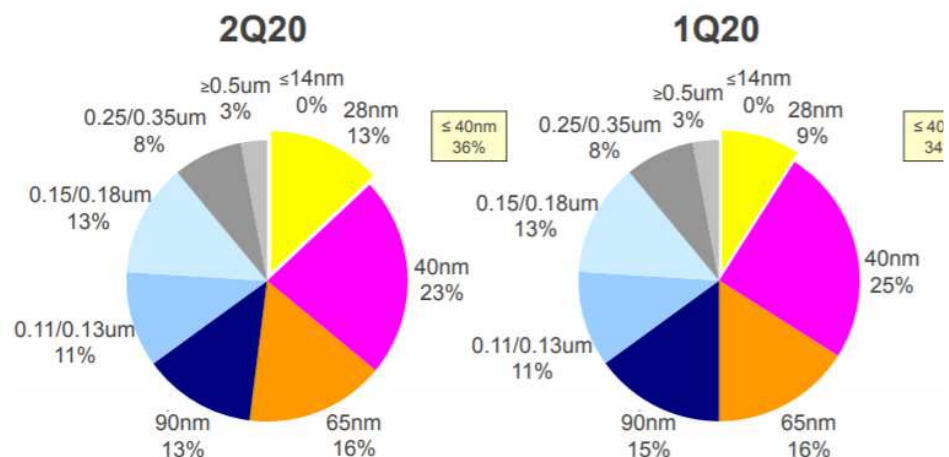
(圖一) 聯電 20Q2 終端應用營收占比

● 除權息狀況		
現金股利	0.8	
現金股利(總和)	0.8	
現金股利(去年)	0.59	
股票股利	0	
除息日	2020/07/15	
除權日	--	
殖利率(%)	4.79	
● 近期報酬率(%)		
日	週	月
0.67	28	51.29



資料來源：聯電法說會,第一金投顧整理

(圖二) 聯電 20Q2 製程營收占比



資料來源：聯電法說會,第一金投顧整理

● **20Q2 稅後 EPS 0.55 元，符合市場預期的 0.54 元，20Q3 營收財測略優於市場預期**

公司 20Q2 營收 443.86 億，QoQ+5%，YoY+23.19%，從產品應用結構來看，疫情帶動 Work from home 需求持續增加，客戶整體的晶圓需求有增無減，因此市場對於電腦周邊市場領域和消費性電子對晶片的需求續強，特別是 Connectivity、display driver 和 flash controller 應用方面。從製程別來看，

28 奈米占比成為本次亮點，營收較上季大幅季增 50%，主要來自於通訊和消費產品的需求。除此之外，公司 8 吋產能利用率接近滿載，12 吋產能利用率達 90%，在高稼動率和產品組合和成本優化三因素下，公司 20Q2 毛利率達 23.03%，表現亮眼，整體而言，公司 20Q2 稅後 EPS 0.55 元。

展望 20Q3，公司表示由於第二次疫情捲土重來，客戶為避免斷料風險，持續建立安全庫存，加上受惠於疫情影響，公司獲得客戶轉單，成功增加市占率，整體評估起來，市場需求仍強勁，以產品需求強弱度來看，Q3 消費性相關表現最好，接下來是 computer 和 communication 相關產品，惟其他產品應用需求疲軟，因此在抵銷之下，公司給予 20Q3 晶圓出貨量和 ASP 雙雙持平之展望，8 吋產能利用率 20H2 可望持續滿載，12 吋產能利用率仍可達 90%，其中亮點在於公司受惠於 4G 和 5G 智慧手機等無線 wireless 應用，將使新的 28nm 產品轉入量產，會有更多 28nm 及 22nm 產品 tape-out，研究部認為 28nm 占比提升，有助於改善公司 ASP 表現，惟受累於台幣強勁升值和夏季電費影響，公司給予 20% 毛利率展望，較上季下滑。綜上所述，研究部預估 20Q3 營收 448.01 億元，稅後 EPS 0.39 元。

● **公司 20/21 預估稅後 EPS 1.46/1.7 元，上修目標價 23 元，投資建議由買進轉為區間**

聯電本次法說仍維持 2020 年資本支出預估 10 億美元，85% 將用於 12 吋晶圓相關投資，15% 用於 8 吋晶圓之投資。公司本次法說並無更改上次給予全年營收低雙位數之展望。

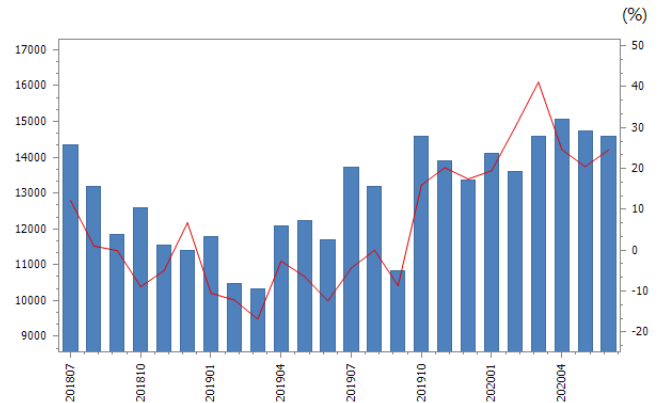
研究部認為雖然公司並未上修全年營收展望，但其方向上來看，客戶因疫情考量，持續在各市場建立安全庫存和趁機爭奪市占率，因此 Q4 營運應淡季不淡，全年營收展望應可達高雙位數，營收表現亮麗，且長線上受惠折舊持續降低，28 奈米進展順利，毛利率將持續改善。綜上所述，研究部預估 2020 年營收 1748.71 億元，稅後 EPS 1.46 元，2021 年預估營收 1755.22 億元，稅後 EPS 1.7 元。

在投資建議上，雖然半導體晶圓代工產業在中美對抗格局中受到重視，整體評價上調，但股價已大幅反映其利多，加上考量庫存風險偏高，且目前評價並未偏低，研究部根據 21Q4 淨值 20.87 元和淨值比 1.1 倍，將目標價從 18 元上修至 23 元，投資建議由買進轉為區間操作。

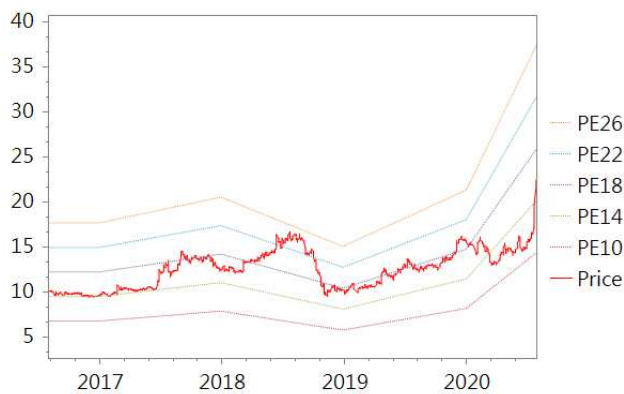
股價相對指數走勢圖



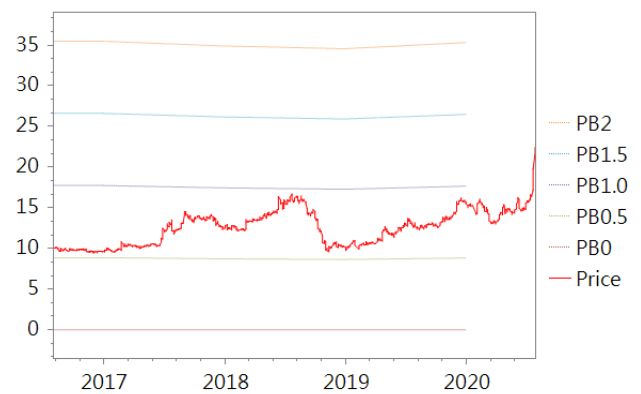
月營收&年增率



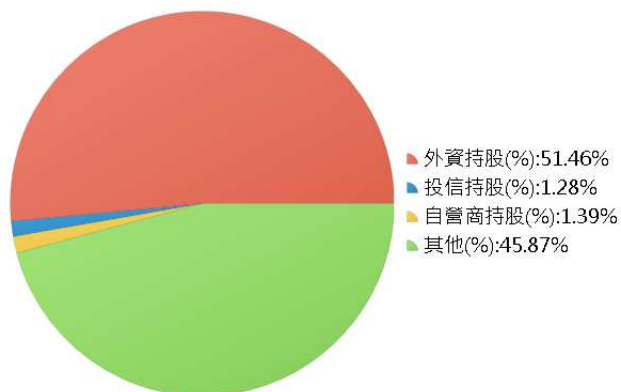
Forward PE bands



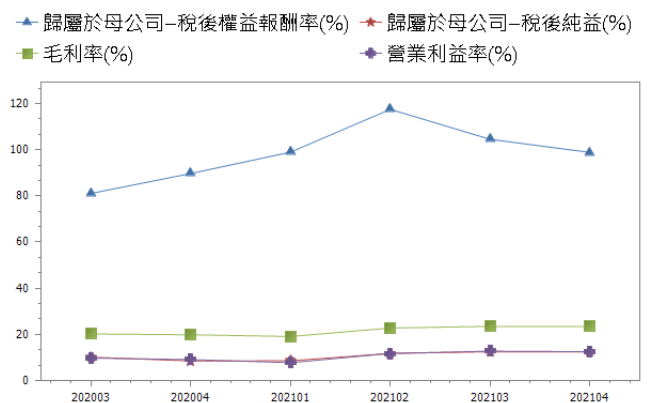
Forward PB bands



持股統計



財務比率



<b>2303 聯電綜合損益表</b>										
單位:Mn,%,元	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2020F	2021F
營業收入淨額	42,268	44,386	44,801	43,416	42,095	43,860	45,245	44,322	174,871	175,522
毛利率	19.22	23.11	20.22	19.87	19.13	22.8	23.51	23.43	20.62	22.26
營業利益率	8.08	13.17	9.76	9.14	7.77	11.81	12.79	12.54	10.06	11.28
營業外收入及支出	-2,592	818.3	-222.3	-715.1	-126.3	-278.2	-374.8	-275.2	-2,711	-1,055
稅前純益	821.9	6,664	4,151	3,254	3,144	4,903	5,414	5,281	14,891	18,742
稅後純益	2,207	6,681	4,556	3,705	3,630	5,169	5,661	5,534	17,149	19,995
普通股股本	117,740	122,224	117,740	117,740	117,740	117,740	117,740	117,740	117,740	117,740
未稀釋 EPS	0.19	0.55	0.39	0.31	0.31	0.44	0.48	0.47	1.46	1.7
稀釋後 EPS	0.17	0.54	0.39	0.31	0.31	0.44	0.48	0.47	1.46	1.7
<b>QoQ(%)</b>										
營收	1	5.01	0.93	-3.1	-3.05	4.19	3.15	-2.05		
營業利益	69.21	71.23	-25.2	-9.25	-17.58	58.36	11.71	-3.96		
稅後純益	-42.48	202.72	-31.81	-18.67	-2.04	42.4	9.51	-2.25		
<b>YoY(%)</b>										
營收	29.72	23.19	18.72	3.74	-0.41	-1.19	0.99	2.09	18	0.37
營業利益	--	231.96	74.29	96.68	-4.2	-11.39	32.34	40.06	275.29	12.47
稅後純益	83.69	283.85	55.55	-3.43	64.48	-22.62	24.27	49.36	76.65	16.6



### 2303 聯電資產負債表

單位:Mn	2016	2017	2018	2019
流動資產	110,470	139,160	141,193	153,757
現金及約當現金	57,579	81,675	83,662	95,492
短期投資合計	714.2	716.9	528.5	722.8
應收帳款與票據合計	23,046	20,974	23,875	25,729
存貨	16,998	18,258	18,203	21,715
非流動資產	276,186	254,939	223,411	216,430
投資性不動產	--	--	--	--
無形資產	4,088	3,788	2,992	5,198
資產總計	386,655	394,099	364,605	370,187
流動負債	71,978	88,061	49,899	72,714
一年內到期長期負債	10,501	27,364	5,121	24,796
非流動負債	95,935	92,001	108,169	90,259
應付公司債	34,482	23,676	38,879	18,688
長期借款	26,247	29,643	28,204	29,200
負債總計	167,914	180,062	158,068	162,973
資本公積	40,997	40,858	40,399	39,550
保留盈餘	47,655	48,066	61,589	60,820
權益總計	218,742	214,038	206,536	207,214

### 2303 聯電現金流量表

營業活動現金流量	46,450	52,474	50,935	54,904
投資活動現金流量	-80,086	-35,416	-15,500	-31,682
籌資活動現金流量	38,795	9,162	-33,485	-9,867
本期現金增減數	4,289	24,096	1,987	11,831

### 2303 聯電綜合損益表

單位: Mn,%,元	2018	2019	2020F	2021F
營業收入淨額	151,253	148,202	174,871	175,522
毛利率	15.1	14.38	20.62	22.26
營業利益率	3.83	3.16	10.06	11.28
營業外收入及支出	-3,613	1,046	-2,711	-1,055
稅前純益	2,184	5,736	14,891	18,742
稅後純益	7,073	9,708	17,149	19,995
普通股股本	124,243	117,243	117,740	117,740
未稀釋 EPS	0.58	0.82	1.44	1.7
稀釋後 EPS	0.55	0.77	1.41	1.7
YoY(%)				
營收	1.32	-2.02	18	0.37
營業利益	-11.74	-19.1	275.29	12.47
稅後純益	-26.54	37.25	76.65	16.6

### 2303 聯電財報分析

年度	2016	2017	2018	2019
稅後權益報酬率(%)	3.75	4.48	3.37	4.7
稅後資產報酬率(%)	2.3	2.47	1.86	2.64
流動比率(%)	153.48	158.03	282.96	211.45
速動比率(%)	114.78	122.29	223.98	172.94
負債比率(%)	43.43	45.69	43.35	44.02
利息保障倍數(倍)	4.43	4.13	1.77	2.91
應付款項週轉天數(天)	103.3	86.1	66.49	71.51
應收款項週轉天數(天)	53.48	55.6	55.61	61.9
存貨週轉天數(天)	53.07	51.92	51.11	56.63