

增加持股・重啓評等

收盤價 April 26 (NT\$)	48.40
12 個月目標價 (NT\$)	56.00
前次目標價 (NT\$)	N.A.
調升 (%)	N.A.
上漲空間 (%)	15.7

焦點內容

歐美廠商在「中國+1」政策下陸續將晶圓代工產能分配轉移出中國。鑒於聯電生產基地多元化，我們認為聯電將是晶圓代工產業中之關鍵受害者。展望未來，我們認為特殊技術之營收比重提升將增強聯電獲利韌性，支撐其毛利率於 35% 之上，並為評價走升之催化劑。

交易資料表

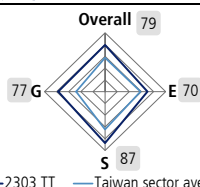
市值：(NT\$bn/US\$m)	605 / 19,725
流通在外股數 (百萬股)：	12,505
外資持有股數 (百萬股)：	4,504
3M 平均成交量 (百萬股)：	42.63
52 週股價 (低/高) (NT\$)：	35.35 - 53.50

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	5.3	27	5.8
相對表現 (%)	2.3	6.2	13.4

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	1.61A	1.74A	2.19A	1.55A
2023	1.31A	1.05F	1.10F	1.17F
2024	1.07F	1.13F	1.36F	1.47F

ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv

凱基投顧

劉明龍, CFA
886.2.2181.8741
michaelliu@kgi.com

劉宇程
886.2.2181.8727
lucas.liu@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

聯電

(2303.TW/2303 TT)



中國+1 趨勢受害者

重要訊息

凱基更換聯電研究員。我們認為聯電將資源重新導向特殊製程技術 (如 HV、RF SOI 和 eNVM) 將有利於毛利率與 ASP 長期走勢。此外，我們預期聯電將成為中國+1 政策之主要受害者之一，係因公司於日本和新加坡皆有設廠，生產基地多元化。

評論及分析

中國+1 趨勢受害者。歐美廠商在「中國+1」政策下陸續將晶圓代工產能分配轉移出中國。鑒於聯電生產基地多元化，我們認為聯電將是晶圓代工產業中之關鍵受害者。因之，凱基預期此趨勢將為聯電帶來長期成長動能。

ASP 和毛利率之韌性可望激勵公司評價走升。長期而言，聯電致力於繼續發展 22/28nm 特殊製程節點 (尤其在 HV 特殊技術方面)，強化其領先地位。聯電 2023-24 年資本支出主要將用於 22/28nm 製程的 eHV 和 RF SOI 新產能，以及台南和新加坡廠區的 eNVM 產能。我們預估聯電 22/28nm 製程之營收貢獻將從 2022 年的 23.8% 提升至 2023 年的 25-29%、2024 年的將近 30% 或以上。因此，我們認為聯電在當前週期性修正中將表現強韌，且未來亦將如此，係因其 22/28nm 製程之產能利用率與 ASP 相對其他製程更穩定。展望未來，我們認為特殊技術之營收比重提升將增強聯電獲利韌性，支撐其毛利率於 35% 之上，並為評價走升之催化劑。

管理層 2Q23 展望大抵符合凱基預期。1Q23 毛利率 35.5%，大致符合市場共識。管理層預期 2Q23 營收季持平 (晶圓出貨量和 ASP 季持平)，並預期毛利率位於 30-40% 之中緣，亦大致符合市場共識。凱基預估 2023-24 年營收分別達 2,233 億元 (年減 20%)、2,432 億元 (年增 9%)，毛利率則為 35.7%、36.4% (對比市場共識之 36.1%、36.1%)，每股盈餘為 4.63 元及 5.02 元 (對比市場共識 4.52 元、5.11 元)。

投資建議

股價現交易於 2023 年 10 倍本益比與 1.7 倍股價淨值比。我們認為聯電 ASP 和毛利率之結構性改善將為評價走升之催化劑。目標價 56 元，係根據 2023 年預估每股淨值之 2 倍，對比 5 年平均之 1.4 倍。重啓聯電評等，建議「增加持股」。

投資風險

產能利用率偏低；供應鏈庫存修正延長；地緣政治不確定性升溫。

主要財務數據及估值

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營業收入 (NT\$百萬)	176,821	213,011	278,705	223,269	243,242
營業毛利 (NT\$百萬)	38,997	72,050	125,764	79,796	88,461
營業利益 (NT\$百萬)	22,007	51,686	93,613	60,243	68,231
稅後淨利 (NT\$百萬)	29,189	55,780	87,198	57,143	62,014
每股盈餘 (NT\$)	2.42	4.57	7.09	4.63	5.02
每股現金股利 (NT\$)	1.60	3.00	3.60	2.35	2.94
每股盈餘成長率 (%)	193.5	88.8	55.2	(34.7)	8.5
本益比 (x)	20.0	10.6	6.8	10.5	9.6
股價淨值比 (x)	2.6	2.2	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA (x)	5.8	3.9	2.6	4.0	3.8
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	3.3	6.2	7.4	4.9	6.1
股東權益報酬率 (%)	13.2	21.6	28.3	16.7	17.1

資料來源：公司資料，凱基預估

聯電將長期受惠「中國+1」策略。由於美國已聯合荷蘭及日本加強對中國科技出口之管制，導致中芯國際(中)更難取得深紫外光微影設備(DUV)及相關原物料，(用於 28nm 以下製程，涉及 OLED DDI、WiFi SoC 及 TV SoC 等應用)。此外，歐美業者將因「中國+1」策略而需要遵守美國政府訂定之規範，且部分客戶要求將生產供應鏈遷離中國。部分客戶亦要求「台灣+1」策略，以降低地緣政治風險。因此，儘管中國晶圓代工業者正透過下調定價以爭取訂單，我們認為國際業者間「中國+1」趨勢將為所有國家(除中國以外)提供長期成長動能。我們亦預期聯電將為「中國+1」趨勢下的關鍵受患者之一，係因其提供多元的製造據點如日本及新加坡，能夠降低地緣政治風險。

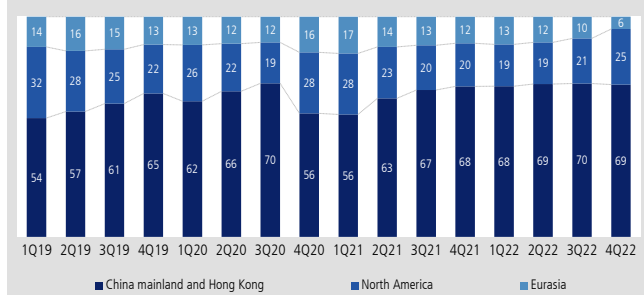
自中美貿易戰以來，我們已見到中芯國際及華虹半導體(中)於各地區之營收比重大幅改變。中芯國際於中國之營收比重由 1Q19 之 54% 提升至 4Q22 之 69%，來自美國之營收比重則由 1Q19 之 32% 下滑至 4Q22 之 25%；華虹半導體於中國之營收比重由 1Q19 之 53% 提升至 4Q22 之 73%，來自美國之營收比重則由 1Q19 之 19% 下滑至 4Q22 之 14%。基於「中國+1」策略及未來出口禁令恐將升級的疑慮，我們預期中芯國際及華虹半導體之非中國營收比重將進一步下滑。

28nm HV 製程產能依舊吃緊。我們預期未來幾年 28nm HV 製程產能之擴充有限，且多數新增產能將來自聯電。儘管台積電(2330 TT, NT\$491.5, 增加持股)及中芯國際皆欲擴充其 28nm HV 製程產能，但前者僅將於 2024 年擴充每月 2,000 片，而後者仍在爭取客戶投片及改善良率。此外，我們預期 Samsung(韓)仍較注重其與台積電於先進製程之競爭，將不再擴充其 28nm HV 製程之產能，且其現有的 28nm HV 製程產能僅將供自家產品使用。因此，我們預期 2023-24 年 28nm HV 製程產能仍將吃緊，且我們亦預估 28nm HV 製程 ASP 將因各家晶圓代工廠各有其發展策略而維持穩定。

2Q23 後將見復甦。展望 2Q23，我們預期 OLED DDI、TV LDDI/ SoC 及 Wi-Fi SoC 之庫存回補需求將因庫存恢復至相對健康水準而提升。目前僅 Samsung 及聯電能夠提供穩定的 28nm HV 製程技術。由於我們認為 Samsung 將更注重先進製程及記憶體事業之發展，短期內其仍會將 OLED DDI 訂單委外至聯電。

圖 1：中芯國際地區別營收組成

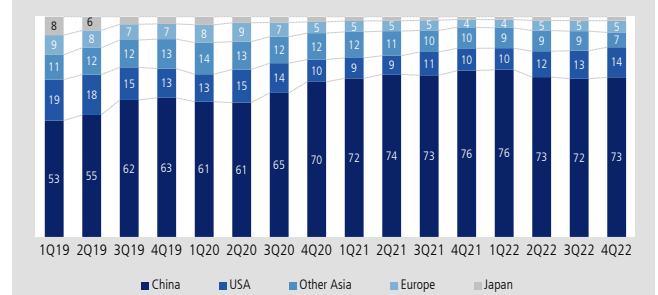
各地區別營收，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 2：華虹半導體地區別營收組成

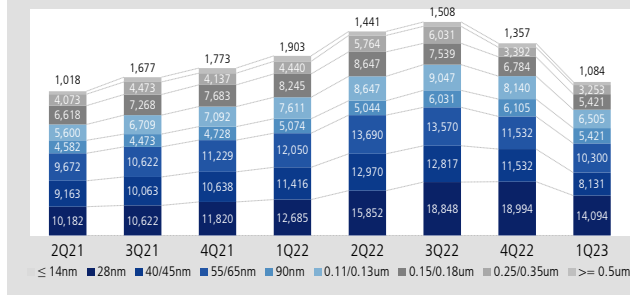
各地區別營收，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 3：聯電技術別營收組成

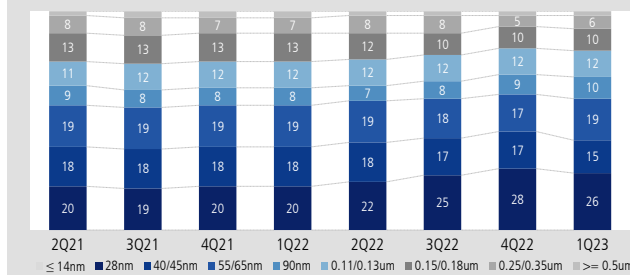
各技術節點產能營收，百萬元



資料來源：公司資料，凱基

圖 5：聯電技術別營收組成

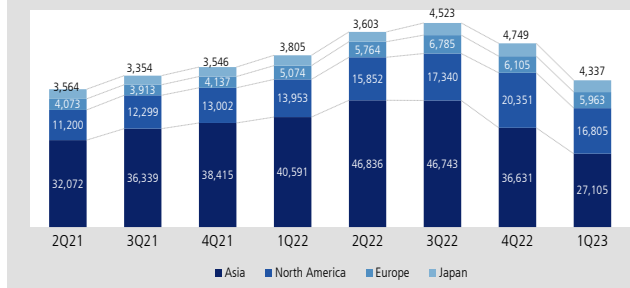
各技術節點產能營收，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 7：聯電地區別營收組成

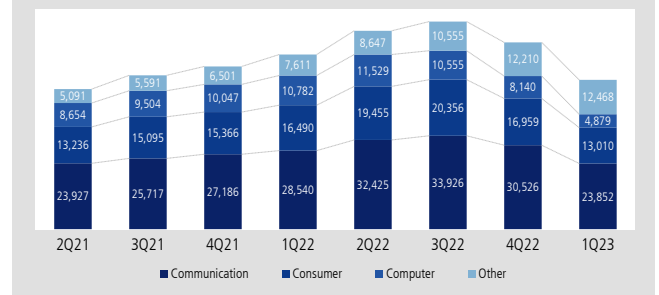
各地區別營收，百萬元



資料來源：公司資料，凱基

圖 4：聯電應用別營收組成

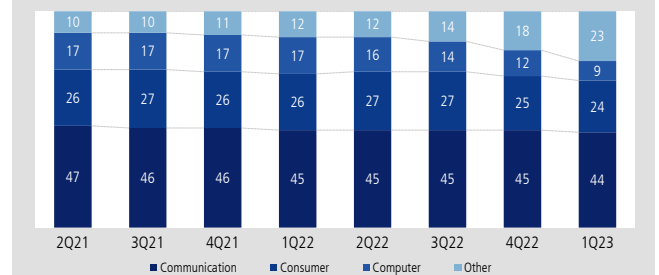
各產品應用別營收，百萬元



資料來源：公司資料，凱基

圖 6：聯電應用別營收組成

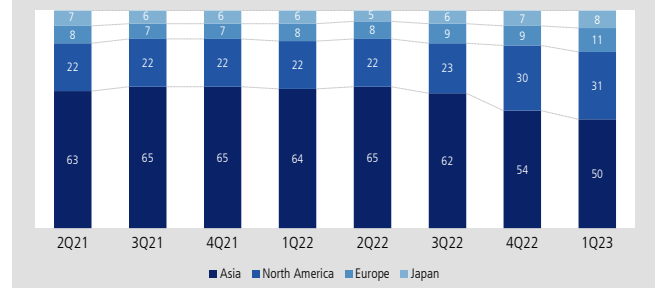
各產品應用別營收，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 8：聯電地區別營收組成

各地區別營收，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 9：1Q23 財報與 2Q23 財測暨市場共識比較

	1Q23							2Q23F				
百萬元	實際值	4Q22	QoQ (%)	1Q22	YoY (%)	市場共識	差異(%)	凱基預估	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	54,209	67,836	(20.1)	63,423	(14.5)	55,023	(1.5)	54,155	(0.1)	(24.8)	54,495	(0.6)
毛利	19,224	29,124	(34.0)	27,504	(30.1)	19,439	(1.1)	19,169	(0.3)	(42.7)	18,904	1.4
營業利益	14,481	21,015	(41.0)	22,334	(44.4)	14,178	(12.5)	14,322	15.4	(49.1)	14,017	2.2
稅後淨利	16,183	19,068	(15.1)	19,808	(18.3)	12,505	29.4	12,919	(20.2)	(39.4)	12,195	5.9
每股盈餘(元)	1.31	1.55	(15.5)	1.61	(18.8)	1.00	31.4	1.05	(20.1)	(39.7)	0.98	6.3
毛利率(%)	35.5	42.9	(7.5)ppts	43.4	(7.9)ppts	35.3	0.1 ppts	35.4	(0.1)ppts	(11.1)ppts	34.7	0.7 ppts
營利率(%)	22.9	31.0	(8.1)ppts	35.2	(12.3)ppts	25.8	(2.9)ppts	26.4	3.6 ppts	(12.6)ppts	25.7	0.7 ppts
淨利率(%)	29.9	28.1	1.7 ppts	31.2	(1.4)ppts	22.7	7.1 ppts	23.9	(6.0)ppts	(5.7)ppts	22.4	1.5 ppts

資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基預估

圖 10：2023-24 年財測暨市場共識比較

百萬元	2023F				2024F			
	凱基預估	YoY (%)	市場共識	差異(%)	凱基預估	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	223,269	(19.9)	237,650	(6.1)	243,242	8.9	265,819	(8.5)
毛利	79,796	(36.6)	85,716	(6.9)	88,461	10.9	95,886	(7.7)
營業利益	60,243	(35.6)	63,659	(5.4)	68,231	13.3	71,109	(4.0)
稅後淨利	57,143	(34.5)	56,375	1.4	62,014	8.5	63,704	(2.7)
每股盈餘(元)	4.63	(34.7)	4.52	2.3	5.02	8.5	5.11	(1.6)
毛利率(%)	35.7	(9.4)ppts	36.1	(0.3)ppts	36.4	0.6 ppts	36.1	0.3 ppts
營利率(%)	27.0	(6.6)ppts	26.8	0.2 ppts	28.1	1.1 ppts	26.8	1.3 ppts
淨利率(%)	25.6	(5.7)ppts	23.7	1.9 ppts	25.5	(0.1)ppts	24.0	1.5 ppts

資料來源：Bloomberg，凱基預估

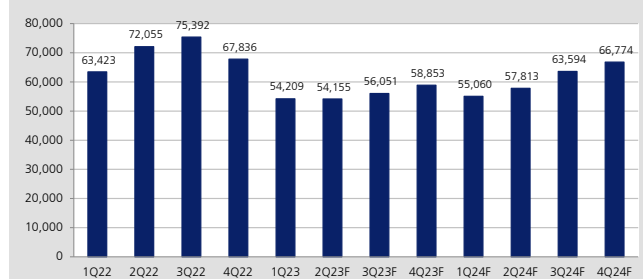
圖 11：公司概況

聯電為全球第三大晶圓代工業者，專營積體電路(IC)的製造與銷售。公司提供下列服務：晶圓製造、晶圓針測、封裝與測試、光罩生產以及設計服務。聯電目前擁有 1 座 6 吋晶圓廠、7 座 8 吋晶圓廠以及 4 座 12 吋晶圓廠，截至 2020 年底總產能約當 8 吋晶圓 920 萬片以上。

資料來源：公司資料，凱基

圖 13：季營業收入

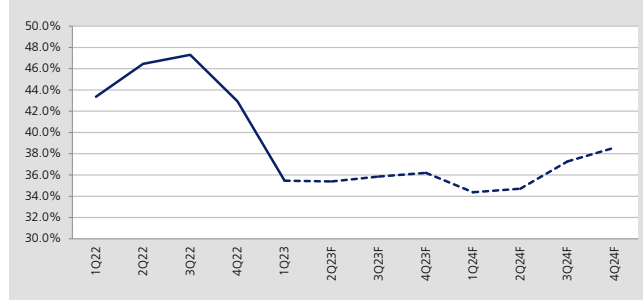
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 15：毛利率

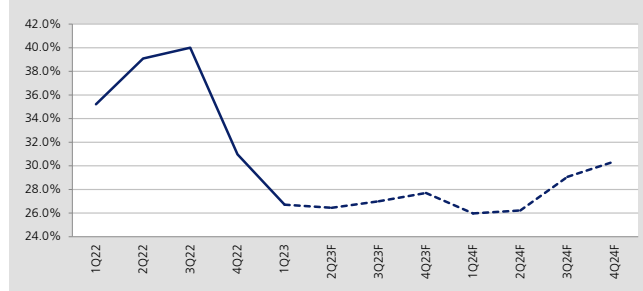
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 17：營業利潤率

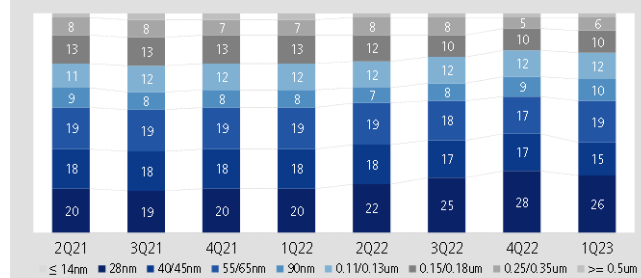
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 12：聯電技術別營收組成

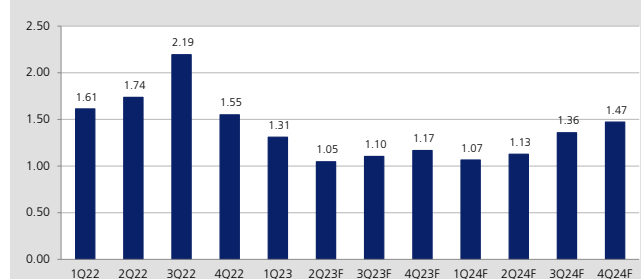
技術節點別營收組成，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 14：每股盈利

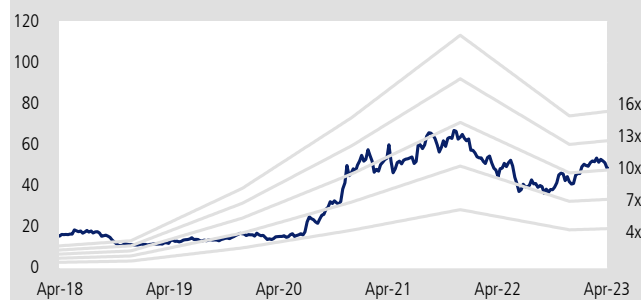
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 16：未來 12 個月預估本益比

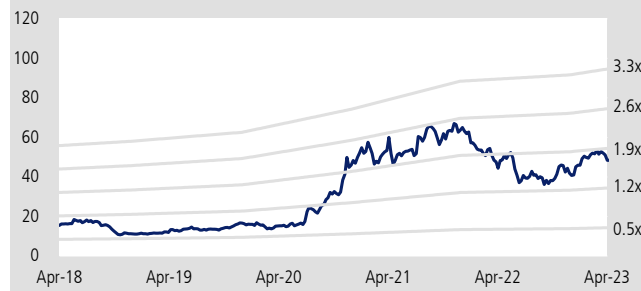
股價，元(左軸)；本益比，倍(右軸)



資料來源：TEJ，凱基預估

圖 18：未來 12 個月預估股價淨值比

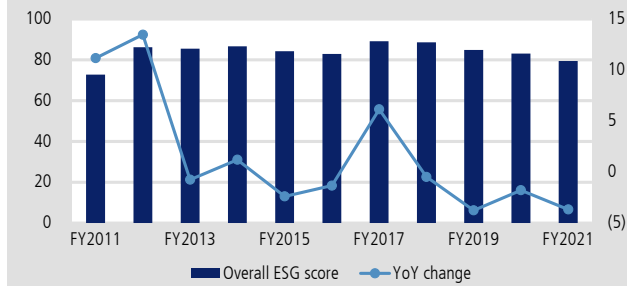
股價，元(左軸)；股價淨值比，倍(右軸)



資料來源：TEJ，凱基預估

圖 19：ESG 整體分數

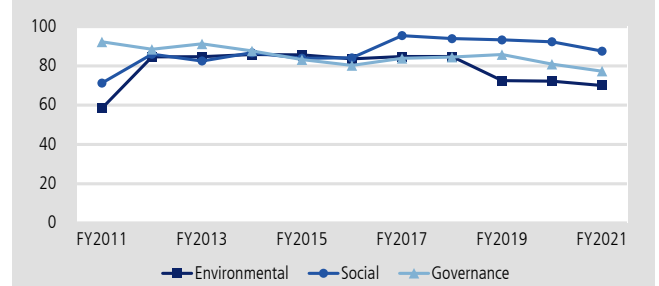
ESG 整體分數(左軸)：年變化，百分點(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 20：ESG 各項分數

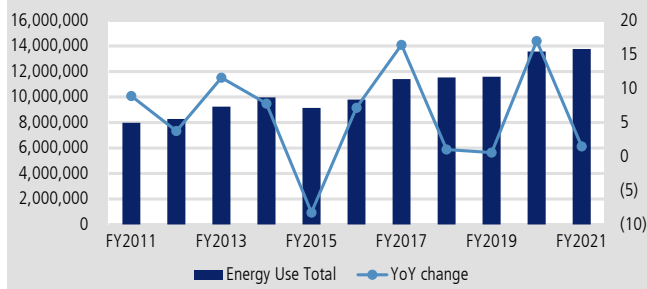
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 21：能源消耗

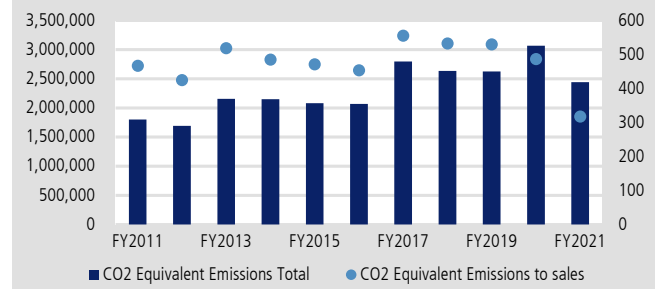
能源消耗，十億焦耳(左軸)：年增率，百分比(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 22：碳排放量

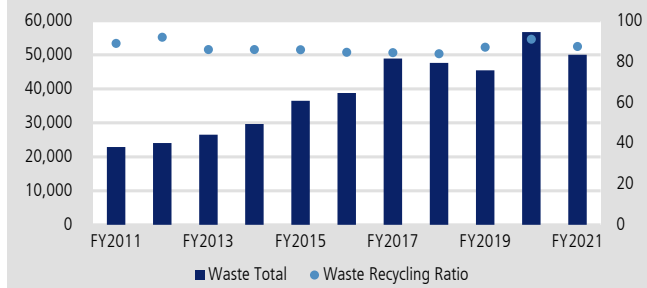
約當二氧化碳排放量，噸(左軸)：單位營收排碳量，噸/百萬美元(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 23：廢棄物總量

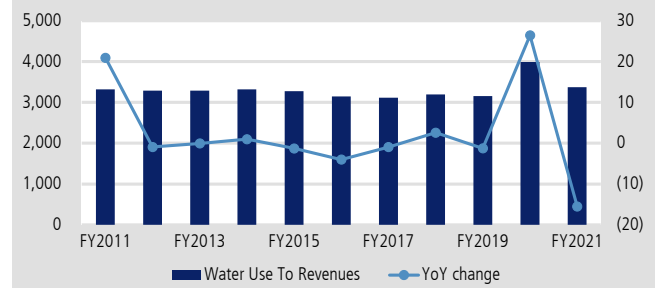
廢棄物總量，噸(左軸)：廢棄物回收比例，百分比(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 24：耗水量

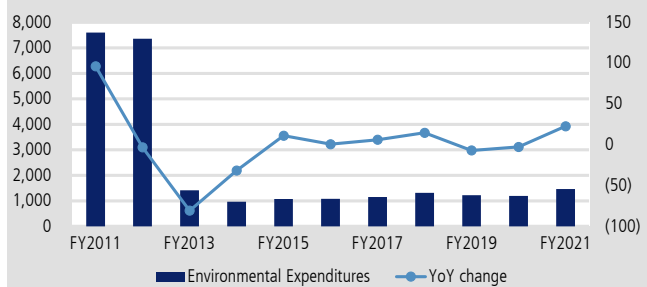
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元(左軸)：年增率，百分比(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 25：環境支出

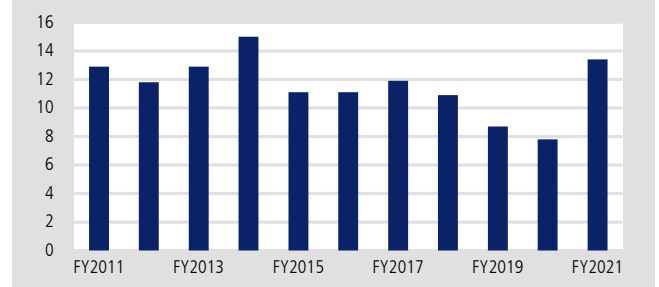
環境支出，百萬元(左軸)：年增率，百分比(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 26：員工流動率

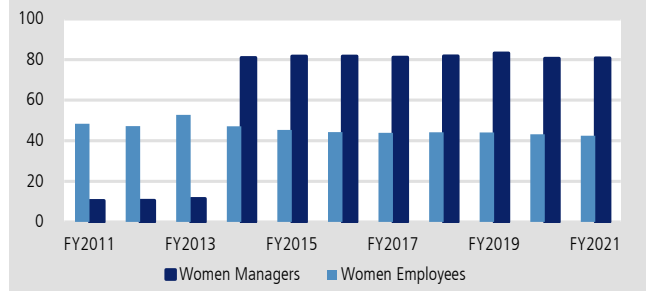
員工流動率，百分比



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 27：性別多樣性

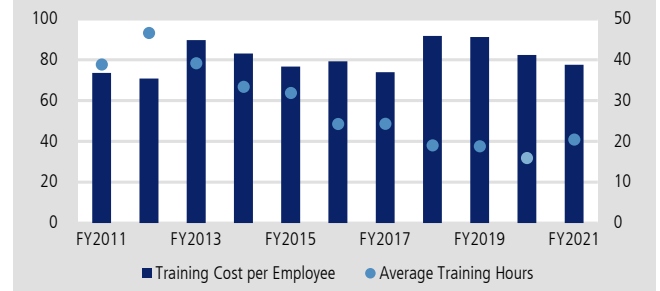
女性主管與員工比例，百分比



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 28：員工訓練

員工人均訓練成本，美元(左軸)；人均年訓練時數，小時(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

ESG 圖表定義

項目	定義	說明
能源使用	直接與間接能源消耗總量(十億焦耳) - 公司運營範圍內消耗之能源總量 - 能源使用總量 = 直接能源消耗總量 + 間接能源消耗量 - 總能源使用量包括購買的能源、生產的能源 - 就公用事業而言，輸電/電網損耗為其業務活動之一部分，被視為總能源消耗，數據不包括為滿足能源使用而生產的電力(公用事業為出售而生產) - 就公用事業而言，用於能源生產的煤、天然氣或核能等原料不屬於「總能源使用」項下	
購買之再生能源	Primary 再生能源購買總量(十億焦耳) - 公司各種來源之能源消耗量與購買的能源中屬於自然界可再生者(太陽能、風能、水能、生物質能、地熱能)之量 - 如無證據顯示再生能源由公司生產，則所報告的能源數據視為購買的再生能源	
再生能源使用率	再生能源占總能源消耗量之比例	
CO2 約當排放量	直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸) - 公司擁有或控制的來源的直接排放量(範圍 1 排放量) - 相關氣體：二氧化碳(CO2)、甲烷(CH4)、一氧化二氮(N2O)、氫氟碳化物(HFCs)、全氟化合物(PFCs)、六氟化硫(SF6)、三氟化氮(NF3)	
CO2 約當排放量營收比	直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸)銷售(百萬元)比 - 公司擁有或控制的來源的直接排放量(範圍 1 排放量) - 相關氣體：二氧化碳(CO2)、甲烷(CH4)、一氧化二氮(N2O)、氫氟碳化物(HFCs)、全氟化合物(PFCs)、六氟化硫(SF6)、三氟化氮(NF3)	
廢棄物總量	廢棄物總量(公噸) - 總廢棄物 = 無害廢棄物 + 有害廢棄物 - 僅考慮固體廢棄物，但如液體廢棄物以公噸為單位呈報，則會將其加入求得包含液體廢棄物之總量 - 對於採礦、石油與天然氣等行業，tailings、廢石、煤、飛灰等廢棄物亦考慮在內	
廢棄物回收率	公司呈報的廢棄物回收率 - 廢棄物回收率 = 廢棄物回收量/總廢棄物*100 - 廢棄物轉化為能源或經由廢棄物焚燒產生能源視為廢棄物回收 - 經由堆肥回收的廢棄物視為回收之廢棄物	
總取水量	總取水量(立方公尺) - 由呈報組織直接或經水公司等中介機構從任何水源抽取的總水量 - 水井、城鎮/公用事業/市政用水、河水、地表水等不同之水源均予以考慮	
環保支出	環保支出總金額 - 所有用於環境保護，或防止、減少、控制環境因素、影響、危害的投資與支出，亦包括處置、處理、衛生、清理支出	
員工流動率	員工流動率 - 包括任何原因(自願或非自願)離開公司的員工，如辭職、退休、自然離職/死亡、醫療失能、冗員、裁員、重組、解僱、裁減或定期合約到期 - 員工流動率 = (離開之員工/平均員工人數)*100 - 平均員工人數 = (本年末員工人數 + 去年末員工人數)/2 - 本財年末員工人數 = 上個財年末員工人數 + 新員工數 - 離開之員工數	
女性經理	女性經理百分比 - 女性經理占公司經理的百分比 - 如有不同階層之百分比，如最高階、高階、中階、初階，則會考慮中階女性經理之百分比 - 女性經理百分比 = 女性經理人數/經理總數*100	
女性員工	女性員工百分比 - 女性員工占公司員工總數的百分比 - 女性員工百分比 = 女性人數/員工總數*100	
教育訓練總時數	所有員工教育訓練總時數 - 僅考慮員工教育訓練時數 - 包括一般員工所有類型的教育訓練(如健康與安全、環境、急難事件救援、技能與職業發展) - 如果數據以天為單位，則乘以 8，係假設 1 天 = 8 小時工作	
每位員工教育訓練時數	平均每年每位員工總教育訓練時數	

資料來源：Refinitiv，凱基

損益表

	季度								年度		
	Mar-23A	Jun-23F	Sep-23F	Dec-23F	Mar-24F	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	54,209	54,155	56,051	58,853	55,060	57,813	63,594	66,774	278,705	223,269	243,242
營業成本	(34,985)	(34,987)	(35,956)	(37,546)	(36,133)	(37,741)	(39,891)	(41,016)	(152,941)	(143,473)	(154,781)
營業毛利	19,224	19,169	20,095	21,307	18,927	20,072	23,704	25,758	125,764	79,796	88,461
營業費用	(4,744)	(4,847)	(4,960)	(5,003)	(4,625)	(4,914)	(5,215)	(5,475)	(32,151)	(19,553)	(20,229)
營業利益	14,481	14,322	15,135	16,305	14,302	15,158	18,489	20,283	93,613	60,243	68,231
折舊	(9,222)	(9,708)	(9,465)	(8,996)	(10,026)	(10,174)	(10,298)	(8,607)	(41,328)	(37,391)	(39,105)
攤提	(680)	-	-	680	-	-	-	-	(2,841)	-	-
EBITDA	24,383	24,029	24,599	24,621	24,328	25,332	28,787	28,889	137,783	97,634	107,336
利息收入	-	996	1,009	776	799	835	856	709	2,022	2,780	3,199
投資利益淨額	3,248	-	-	-	500	500	500	500	2,163	3,248	2,000
其他營業外收入	1,244	-	-	-	0	-	(0)	-	-	1,244	-
總營業外收入	4,492	996	1,009	776	1,299	1,335	1,356	1,209	4,185	7,272	5,199
利息費用	(347)	(59)	(59)	(59)	(59)	(59)	(59)	(59)	(1,866)	(525)	(237)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	(1,852)	-	-
其他營業外費用	503	-	-	-	-	-	-	-	1,338	503	-
總營業外費用	156	(59)	(59)	(59)	(59)	(59)	(59)	(59)	(2,380)	(22)	(237)
稅前純益	19,128	15,258	16,084	17,022	15,541	16,434	19,786	21,432	95,418	67,493	73,193
所得稅費用[利益]	(2,744)	(2,289)	(2,413)	(2,553)	(2,331)	(2,465)	(2,968)	(3,215)	(18,079)	(9,998)	(10,979)
少數股東損益	(202)	(50)	(50)	(50)	(50)	(50)	(50)	(50)	(820)	(352)	(200)
非常項目前稅後純益	16,183	12,919	13,621	14,418	13,160	13,919	16,768	18,167	76,519	57,143	62,014
非常項目	(0)	-	-	-	-	-	-	-	10,679	-	-
稅後淨利	16,183	12,919	13,621	14,418	13,160	13,919	16,768	18,167	87,198	57,143	62,014
每股盈餘 (NT\$)	1.31	1.05	1.10	1.17	1.07	1.13	1.36	1.47	7.09	4.63	5.02
獲利率 (%)											
營業毛利率	35.5	35.4	35.9	36.2	34.4	34.7	37.3	38.6	45.1	35.7	36.4
營業利益率	26.7	26.4	27.0	27.7	26.0	26.2	29.1	30.4	33.6	27.0	28.1
EBITDA Margin	45.0	44.4	43.9	41.8	44.2	43.8	45.3	43.3	49.4	43.7	44.1
稅前純益率	35.3	28.2	28.7	28.9	28.2	28.4	31.1	32.1	34.2	30.2	30.1
稅後純益率	29.9	23.9	24.3	24.5	23.9	24.1	26.4	27.2	31.3	25.6	25.5
季成長率 (%)											
營業收入	(20.1)	(0.1)	3.5	5.0	(6.4)	5.0	10.0	5.0			
營業毛利	(34.0)	(0.3)	4.8	6.0	(11.2)	6.0	18.1	8.7			
營業收益增長	(31.1)	(1.1)	5.7	7.7	(12.3)	6.0	22.0	9.7			
EBITDA	(22.6)	(1.5)	2.4	0.1	(1.2)	4.1	13.6	0.4			
稅前純益	(12.7)	(20.2)	5.4	5.8	(8.7)	5.7	20.4	8.3			
稅後純益	(15.1)	(20.2)	5.4	5.9	(8.7)	5.8	20.5	8.3			
年成長率 (%)											
營業收入	(14.5)	(24.8)	(25.7)	(13.2)	1.6	6.8	13.5	13.5	30.8	(19.9)	8.9
營業毛利	(30.1)	(42.7)	(43.7)	(26.8)	(1.5)	4.7	18.0	20.9	74.6	(36.6)	10.9
營業收益	(35.2)	(49.1)	(49.8)	(22.4)	(1.2)	5.8	22.2	24.4	81.1	(35.6)	13.3
EBITDA	(27.7)	(38.8)	(40.5)	(21.8)	(0.2)	5.4	17.0	17.3	39.5	(29.1)	9.9
稅前純益	(19.1)	(40.3)	(50.3)	(22.3)	(18.8)	7.7	23.0	25.9	54.4	(29.3)	8.4
稅後純益	(18.3)	(39.4)	(49.5)	(24.4)	(18.7)	7.7	23.1	26.0	56.3	(34.5)	8.5

資料來源：公司資料，凱基預估

資產負債表

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
資產總額	377,516	464,427	533,052	544,913	578,369
流動資產	164,306	233,273	252,371	213,408	212,913
現金及短期投資	95,265	142,069	178,600	147,490	139,045
存貨	22,552	23,011	31,070	27,069	31,332
應收帳款及票據	27,273	35,190	36,975	33,496	37,183
其他流動資產	19,215	33,002	5,726	5,353	5,353
非流動資產	213,210	231,153	280,681	331,505	365,456
長期投資	56,578	72,547	64,855	64,855	64,855
固定資產	132,775	129,942	170,982	221,806	255,757
什項資產	23,858	28,665	44,844	44,844	44,844
負債總額	141,743	183,224	197,601	197,337	198,139
流動負債	78,244	105,454	108,565	108,301	109,103
應付帳款及票據	7,862	8,364	8,982	8,718	9,520
短期借款	38,042	39,256	7,587	7,587	7,587
什項負債	32,339	57,833	91,996	91,996	91,996
長期負債	63,500	77,770	89,036	89,036	89,036
長期借款	24,771	39,830	39,877	39,877	39,877
其他負債及準備	33,702	33,430	43,959	49,159	49,159
股東權益總額	235,773	281,203	335,451	347,577	380,229
普通股本	124,224	124,832	125,047	125,047	125,047
保留盈餘	56,618	91,477	175,766	192,806	225,459
少數股東權益	113	223	344	344	344
優先股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
年成長率					
營業收入	19.3%	20.5%	30.8%	(19.9%)	8.9%
營業收益增長	369.3%	134.9%	81.1%	(35.6%)	13.3%
EBITDA	31.1%	39.3%	39.5%	(29.1%)	9.9%
稅後純益	200.7%	91.1%	56.3%	(34.5%)	8.5%
每股盈餘成長率	193.5%	88.8%	55.2%	(34.7%)	8.5%
獲利能力分析					
營業毛利率	22.1%	33.8%	45.1%	35.7%	36.4%
營業利率率	12.4%	24.3%	33.6%	27.0%	28.1%
EBITDA Margin	40.1%	46.4%	49.4%	43.7%	44.1%
稅後純益率	16.5%	26.2%	31.3%	25.6%	25.5%
平均資產報酬率	7.8%	13.3%	17.5%	10.6%	11.0%
股東權益報酬率	13.2%	21.6%	28.3%	16.7%	17.1%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	26.6%	28.1%	14.1%	13.7%	12.5%
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	14.5	32.5	52.1	129.5	309.5
利息及短期債保障倍數 (x)	0.4	0.6	0.9	0.9	0.9
Cash Flow Int. Coverage (x)	31.7	46.0	78.2	194.4	396.1
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	1.6	2.2	15.4	12.6	12.0
流動比率 (x)	2.1	2.2	2.3	2.0	2.0
速動比率 (x)	1.8	2.0	2.0	1.7	1.7
淨負債 (NT\$百萬)	(31,234)	(53,536)	(126,355)	(95,245)	(86,800)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	2.42	4.57	7.09	4.63	5.02
每股現金盈餘 (NT\$)	5.45	7.39	11.85	8.27	7.61
每股淨值 (NT\$)	18.97	22.51	26.80	27.77	30.38
調整後每股淨值 (NT\$)	19.52	23.00	27.23	28.12	30.76
每股營收 (NT\$)	14.65	17.43	22.65	18.08	19.70
EBITDA/Share (NT\$)	5.87	8.08	11.20	7.91	8.69
每股現金股利 (NT\$)	1.60	3.00	3.60	2.35	2.94
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.47	0.51	0.56	0.41	0.43
應收帳款周轉天數	56.5	60.3	48.4	54.8	55.9
存貨周轉天數	59.9	59.6	74.1	68.9	74.1
應付帳款周轉天數	20.9	21.7	21.4	22.2	22.5
現金轉換周轉天數	95.5	98.2	101.1	101.4	107.5

資料來源：公司資料，凱基預估

損益表

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營業收入	176,821	213,011	278,705	223,269	243,242
營業成本	(137,824)	(140,961)	(152,941)	(143,473)	(154,781)
營業毛利	38,997	72,050	125,764	79,796	88,461
營業費用	(16,990)	(20,363)	(32,151)	(19,553)	(20,229)
營業利益	22,007	51,686	93,613	60,243	68,231
總營業外收入	8,104	10,724	4,185	7,272	5,199
利息收入	738	576	2,022	2,780	3,199
投資利益淨額	7,366	10,148	2,163	3,248	2,000
其他營業外收入	-	-	(0)	1,244	-
總營業外費用	(2,185)	(607)	(2,380)	(22)	(237)
利息費用	(2,073)	(1,963)	(1,866)	(525)	(237)
投資損失	-	-	(1,852)	-	-
其他營業外費用	(112)	1,356	1,338	503	-
稅前純益	27,926	61,803	95,418	67,493	73,193
所得稅費用[利益]	(746)	(6,691)	(18,079)	(9,998)	(10,979)
少數股東損益	2,009	668	(820)	(352)	(200)
非常項目	-	(0)	10,679	-	-
稅後淨利	29,189	55,780	87,198	57,143	62,014
EBITDA	70,915	98,761	137,783	97,634	107,336
每股盈餘 (NT\$)	2.42	4.57	7.09	4.63	5.02

現金流量

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營運活動之現金流量	65,745	90,352	145,861	102,123	93,972
本期純益	29,189	55,780	87,198	57,143	62,014
折舊及攤提	48,908	47,075	44,170	37,391	39,105
本期運用資金變動	(3,460)	(8,774)	(8,262)	7,589	(7,147)
其他營業資產及負債變動	(8,892)	(3,729)	22,755	(1)	(0)
投資活動之現金流量	(40,112)	(62,163)	(54,427)	(88,215)	(73,056)
投資用短期投資出售[新購]	(792)	(503)	28,229	-	-
本期長期投資變動	(2)	751	-	-	-
資本支出淨額	(26,345)	(48,035)	(80,128)	(88,215)	(73,056)
其他資產變動	(12,972)	(14,377)	(2,528)	-	-
自由現金流	37,778	33,462	28,815	8,084	16,899
融資活動之現金流量	(25,601)	12,490	(57,255)	(45,017)	(29,361)
短期借款變動	(933)	(8,974)	(1,966)	-	-
長期借款變動	(13,566)	27,792	(32,121)	-	-
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(9,766)	(19,871)	(37,445)	(45,017)	(29,361)
其他融資現金流	(1,336)	13,543	14,278	-	-
匯率影響數	(1,477)	(2,105)	7,018	-	-
本期產生現金流量	(1,444)	38,574	41,197	(31,109)	(8,445)

投資回報率

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	9.6%	9.6%	11.5%	8.8%	8.3%
= 營業利率率	12.4%	24.3%	33.6%	27.0%	28.1%
1 / (營業運用資金/營業收入	0.2	0.1	(0.1)	(0.2)	(0.1)
+ 淨固定資產/營業收入	0.8	0.6	0.6	1.0	1.1
+ 什項資產/營業收入)	0.0	0.1	0.1	0.2	0.2
= 資本周轉率	1.1	1.3	1.6	1.0	0.9
營業利率率	12.4%	24.3%	33.6%	27.0%	28.1%
x 資本周轉率	1.1	1.3	1.6	1.0	0.9
x (1 - 有效現金稅率)	97.3%	89.2%	81.1%	85.2%	85.0%
= 稅後 ROIC	12.9%	27.5%	44.2%	22.6%	21.6%

資料來源：公司資料，凱基預估

聯電 - 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2022-11-14	增加持股	51.50	44.90
2022-10-26	降低持股	34.00	38.10
2022-09-27	降低持股	32.00	37.30
2022-09-06	降低持股	33.00	39.95
2022-07-27	降低持股	33.00	39.45
2022-07-05	降低持股	30.00	38.90
2022-04-27	增加持股	60.00	44.40
2022-04-01	增加持股	63.00	52.90
2022-01-25	增加持股	82.00	61.50
2021-10-27	增加持股	74.00	61.90

資料來源：TEJ，凱基

凱基證券集團據點

中國	上海	上海市靜安區南京西路 1601 號越洋國際廣場 1507 室 郵政編號：200040
台灣	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888 · 傳真 886.2.8501.1691
香港		香港灣仔港灣道十八號中環廣場四十一樓 電話 852.2878.6888 · 傳真 852.2878.6800
泰國	曼谷	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand 電話 66.2658.8888 · 傳真 66.2658.8014
新加坡		珊頓大道 4 號#13-01 新交所第二大廈 郵政編號：068807 電話 65.6202.1188 · 傳真 65.6534.4826
印尼		Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 Jakarta Selatan 12920 Indonesia 電話 62 21 250 6337

股價說明

等級	定義
增加持股 (OP)	對個股持正面看法，預期個股未來十二個月的表現超越凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
持有 (N)	對個股持中性看法，預期個股未來十二個月的表現符合凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
降低持股 (U)	對個股持負面看法，預期個股未來十二個月的表現低於凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
未評等 (NR)	凱基證券未對該個股加以評等。
受法規限制	受凱基證券集團內部政策和/或相關法令限制使凱基證券集團無法進行某些形式的資訊交流，其中包括提供評等給投資人參考。
未評等 (R)	
*總報酬 = (十二個月目標價-現價)/現價	

免責聲明

凱基證券投資顧問股份有限公司（以下簡稱本公司）為開發金控集團之成員。本報告之內容皆來自本公司認可之資料來源，但不保證其完整性及精確性。報告內容所提及之各項業務、財務等相關檔案資料及所有的意見及預估皆基於本公司於特定日期所做之判斷，故有其時效性限制，週後若有變更時，本公司將不做預告或更新。本報告內容僅供參考，並不提供或遊說客戶為買賣股票之投資依據。投資人應審慎考量本身之投資風險，並就投資結果自行負責。本公司及所屬集團成員，暨其主管或員工皆有可能持有報告中所提及的證券。本公司及所屬集團成員並可能經常提供投資銀行或其他服務給報告中提及之公司或向其爭取相關業務。本報告之著作權為本公司所有，非經本公司同意，本報告全文或部份內容，不得以任何形式或方式引用、轉載或轉寄。