

新聞稿：

中美矽晶製品股份有限公司獲「twAA-/twA-1+」 評等；展望「穩定」

August 22, 2024

評等行動摘要

- 中美矽晶製品股份有限公司（中美晶）的主要業務為矽晶圓製造（約占營收的86%）與太陽能硬體製造（約8%）。該公司2023年的營收為新台幣819億元，EBITDA為新台幣274億元。
- 子公司環球晶圓股份有限公司（環球晶）在全球半導體晶圓市場的良好地位，以及半導體晶圓銷售的強勁獲利能力支撐中美晶令人滿意的競爭地位。不過，與規模較大全球同業的技術差距以及較低的客戶與產品分散性，則在一定程度上抵銷了前述優勢。
- 中華信評認為，儘管中美晶的資本支出龐大且可能持續進行收購與投資，但在環球晶於2024年4月發行的全球存託憑證支持下，2024年至2025年中美晶應可維持較低的借款槓桿比與強勁的現金流。此外，由於中美晶較保守的財務風險偏好，若該公司的資本支出或收購規模超出中華信評的基本情境假設，該公司將會採取適當措施管理借款風險。
- 中華信評授予中美晶的長期發行體信用評等為「twAA-」，短期發行體信用評等為「twA-1+」。
- 「穩定」的評等展望係反映：中華信評認為，儘管中美晶的資本支出需求將顯著增加，但隨著全球半導體市場復甦，該公司可望在2024年至2025年維持強勁的獲利能力，並將借款對EBITDA比維持在1.1倍至1.2倍。

主辦分析師

洪維成，CFA
台北
+886-2-2175-6839
james.hung
@spglobal.com
james.hung
@taiwanratings.com.tw

第二聯絡人

郭彥煒，CFA
台北
+886-2-2175-6828
anne.kuo
@spglobal.com
anne.kuo
@taiwanratings.com.tw

評等行動理由

在全球半導體晶圓市場中的良好地位以及半導體晶圓銷售業務強勁的獲利能力為評等提供支撐。中美晶持股46.64%的子公司環球晶為全球第三大半導體晶圓製造商，而成長快速的半導體晶圓製造業以高進入障礙與產業集中度著稱。該公司在服務客戶方面的彈性與專業能力以及良好的成本效率，使其得以創造高於產業平均水準的利潤率與強勁的自由營運現金流。

此外，中華信評認為，在環球晶為增加高階產品的營收並擴大市占率而投入新台幣1,000億元的擴張計劃完成後，未來兩年該公司的競爭地位可望略為提升。儘管競爭隨著產能大幅增加而日益激烈（特別是在中國），但前述計劃應可幫助該公司提高平均銷售價格（average selling price；ASP）並維持強勁的獲利能力。

中華信評預測，環球晶良好的客戶關係及透過高額資本支出擴大的先進晶圓產能，將使半導體晶圓製造業務在未來幾年持續貢獻中美晶大部分的營收與 EBITDA。中華信評估計，2023 年環球晶占中美晶營收與 EBITDA 的比例分別約 86%與逾 90%。前述看法並不會因為中美晶可能在未來二至三年進行中小型的收購而受到影響。這些收購行動將有助於擴大中美晶在再生能源與上游半導體供應鏈的業務組合。中華信評預估，2023 年太陽能電池與模組約占集團營收的 8%，其餘貢獻則來自再生能源、車用電子與砷化鎵晶圓代工服務。

半導體產業的良好展望可支持營收成長。中華信評認為，先進晶圓的銷售量持續成長以及先進晶圓產能大幅擴張，是中美晶營收持續成長的主要原因。人工智慧、雲端與自動化應用所需的先進晶片需求激增，將會刺激用於製造先進製程技術晶片的先進矽晶圓需求成長。此外，中美晶亦透過與主要客戶簽訂長期供應合約，為其大部分計劃新增的產能取得穩定訂單，2023 年至 2026 年中美晶的積極資本支出計畫相關的需求風險將因此降低。基於此，中華信評預測，隨著新增產能逐步進入量產階段，2025 年中美晶的營收將成長 11%至 12%，高於 2024 年 4%至 5%的成長率。

先進晶圓持續成長的營收與逐步恢復的利用率應可增強獲利能力。中華信評認為，中美晶擴大先進晶圓產能將有助於支撐其晶圓價格與利潤率，因為中華信評認為，相對於採用成熟製程技術的晶圓，先進晶圓將使中美晶競爭減少並享有更佳的定價能力。12 吋磊晶矽晶圓等高階產品的營收貢獻度可望在 2025 年至 2026 年間大幅提升，特別是在美國新廠投產後。

此外，中華信評預測，隨著產能利用率持續回升，2025 年與 2026 年中美晶的毛利率將從 2024 年的約 41%，分別增至 44%至 45%與約 46%。工業與汽車終端市場的需求疲軟可能會使 2024 年半導體供應鏈庫存去化時間延長，中美晶的產能利用率將因此維持在較低水準（特別是 8 吋晶圓的產能），該公司 2024 年的獲利能力可能因此進一步略為減弱，而後在 2025 年反彈。

太陽能電池與模組業務帶來明顯的營收與利潤成長可能性不高。中華信評預期，未來二至三年中美晶不會積極擴大太陽能電池與模組的業務，這是因為該公司前述業務的規模經濟與成本結構較中國同業弱，且缺乏技術差異性。中國太陽能板與上游材料產量目前約占全球的 80%以上。中華信評預期，中美晶的太陽能電池與模組業務將持續集中於台灣、美國與歐洲，因為這些地區的高關稅或其他進入障礙將限制對中國太陽能設備的採購。惟這種地理區域集中的情況可能會嚴重限制中美晶擴展此項業務的能力，且容易受到全球地緣政治潛在變化的影響。

此外，由於中美晶仰賴政府補貼與保護，其成本劣勢進一步限制了該公司太陽能設備業務的獲利能力。因此中華信評認為，中美晶將專注擴張再生能源下游業務，包括綠電的發電與售電，不過未來二至三年前述業務將不會產帶來顯著的營收與利潤貢獻。

中美晶在尋求擴大半導體供應鏈的同時，將維持審慎的收購與投資策略。中華信評預期，中美晶將持續尋找潛在收購標的，特別是在半導體供應鏈領域，以支持其擴張計畫。中美晶擁有豐富的投資與收購史，包括在 2021 年時以約 30%的累計股權併表半導體特氣供應商台灣特品化學股份有限公司；在 2022 年以約 27.6%的累計股權併表砷化鎵晶圓代工廠宏捷科技股份有限公司，並於 2023 年以約 24.6%的累計股權併表汽車零組件供應商朋程科技股份有限公司。中美晶亦曾在 2022 年嘗試透過環球晶收購世創電子材料股份有限公司（Siltronic）未果。中華信評認為，未來幾年中美晶將持續採取類似行動來擴大業務組合。

此外，中美晶亦可能逐步增持其認為具有良好潛力的投資標的。不過，由於多國政府對於高科技併購的監管審查日益嚴格，中華信評預期，中美晶不會進行大規模收購，而將在不曾對其現金流量造成重大負面影響的情況下，以循序漸進的方式進行中小規模的投資。

儘管資本支出增加導致借款水準升高，但中美晶仍能維持較低的借款槓桿比。未來兩年中美晶的借款將因資本支出需求高而增加，在此之後產能大幅擴充將對整體現金流量（特別是來自先進半導體晶圓的現金流）產生明顯貢獻。環球晶在收購世創電子未果後，已計畫大幅擴充產能。中華信評預測，2024 年中美晶的資本支出將增至新台幣 550 億元至 600 億元，並於 2025 年降至新台幣 200 億元至 250 億元。前述資本支出主要係用於擴充環球晶的晶圓產能。不過，環球晶已採取措施以限縮高資本支出造成的財務影響，包括發行全球存託憑證，以及透過與客戶簽訂新產能的長期合約收取預付款。因此中華信評預期，2024 年至 2025 年中美晶的借款對 EBITDA 比僅將略為升至 1.1 倍至 1.2 倍，並在之後逐漸降低。前述比率高於 2023 年時的 0.2 倍至 0.3 倍。

中美晶對半導體晶圓業務的高集中度以及較高的客戶集中度，將使其面臨因半導體產業的景氣循環與競爭所產生的劇烈現金流波動。此外，中華信評認為，由於中美晶對其主要併表子公司（包括環球晶、朋程科技、宏捷科技與台灣特品化學）的持股比例較低，使其在母公司層級的財務風險高於中美晶的合併基礎信用指標。

評等展望

「穩定」的評等展望係反映：中華信評認為，儘管未來一至二年中美晶的資本支出需求較高，但在強勁的營運現金流量與近期發行的股權支持下，該公司應可在同一期間維持良好的獲利能力並限制借款的增幅。「穩定」的評等展望亦已將中華信評的假設納入考量，即中美晶應會在不致明顯削弱其借款槓桿的情況下，進行中小規模的收購或增加對子公司的投資。前述因素均為中美晶的借款槓桿比將在 2024 年至 2025 年期間溫和增至 1.1 倍至 1.2 倍的原因。

評等下調情境

若發生下列情境之一，則中華信評可能會調降中美晶的長期發行體信用評等：

- 該公司的技術地位明顯轉弱，並因此引發激烈的競爭以及來自客戶端嚴峻的定價壓力，或因此導致關鍵客戶流失。而該公司的獲利能力或市占率明顯且持續惡化則可作為該公司技術地位轉弱的觀察指標；或
- 該公司的借款對 EBITDA 比維持在 1.5 倍以上且無改善跡象。可能的原因為中美晶的獲利能力遠低於中華信評的預測，或是該公司進行超出其財務能力範圍的收購或投資，或是採取超出中華信評基本情境假設範圍的股東友好行動。

評等上調情境

若發生下列情境之一，則中華信評可能會調升中美晶的評等：

- 該公司增強在高端矽晶圓產品的市場地位、自主要客戶增加了顯著的占有率，並明顯拉近與市場領導者在技術與信譽上的差距。高階產品有所提升的平均銷售價格與市占率可作為前述進展的觀察指標；且
- 與此同時，在利潤率獲改善和營收規模明顯提升的支持下，該公司的借款對 EBITDA 比維持在遠低於 1.5 倍的水準，並維持穩定的自由營運現金流量。

中華信評基本情境假設

- － 標普全球評級預測，2024 年全球的實質 GDP 成長率為 3.3%，2025 年為 3.2%，2026 年為 3.3%。全球經濟穩定的成長表現可在未來兩年支撐中美晶的營運。
- － 2024 年中美晶的總營收應可成長 4%至 5%，原因是該公司汽車零件子公司朋程科技對營收的貢獻度增加，且中美晶再生能源業務持續成長的動能抵銷了半導體晶圓營收表現疲軟的影響。2025 年中美晶的總營收應可成長 11%至 12%，主要係因先進終端應用對矽晶圓的需求增加。

新聞稿：中美矽晶製品股份有限公司獲「twAA-/twA-1+」評等；展望「穩定」

- 2024 年半導體部門的營收可能溫和下滑 3%至 5%，主要係因汽車與工業應用的庫存修正持續時間較長，導致下游矽晶圓需求疲軟。由於半導體產業在 2025 年復甦且中美晶部分新的矽晶圓產能進入量產，該部門的營收可望大幅成長 11%至 12%。
- 在臺灣市場狀況持續改善的支持下，2024 年再生能源業務的營收將成長 8%至 9%。2025 年則在國內需求成長的支持下可望進一步增長約 5%。
- 2024 年汽車零件營收將強勁成長 300%至 400%，主要係因中美晶受惠來自 2023 年 10 月收購的朋程科技全年度財報合併效果。2025 年汽車零件營收將進一步成長約 10%。
- 2024 年折舊及攤銷前毛利率將下滑 2%至 3%，主要係因市場需求平淡，導致 8 吋晶圓產能利用率降低。隨著利用率恢復且先進晶圓營收有所成長，毛利率可望成長 3%至 4%。
- 2024 年至 2026 年的費用率將從 2023 年時的約 10%略為改善至 8%至 9%。
- 2024 年的資本支出總額將達到新台幣 550 億元至 600 億元，主要用於擴充矽晶圓產能。2025 年資本支出將大幅降至新台幣 200 億元至 250 億元。
- 2024 年至 2025 年用於併購、投資與增持子公司股權的年度現金流出量為新台幣 30 億元。
- 2024 年 4 月發行的全球存託憑證約為新台幣 218 億元。
- 現金股利配發率每年仍為穩定的新台幣 80 億元至 90 億元。
- 中華信評將中美晶 99%的現金與流動性投資部位自其借款中扣除。

重要指標

中美矽晶製品股份有限公司一預測概要

產業別：半導體

(新台幣百萬元)	2022a	2023a	2024e	2025f	2026f
營收	81,871.5	81,966.0	85,456.3	95,124.4	103,829.6
EBITDA (帳列數)	32,690.0	27,305.5	27,309.0	34,209.3	39,452.2
加/(減): 其他	144.8	137.6	137.6	137.6	137.6
EBITDA	32,834.7	27,443.1	27,446.5	34,346.9	39,589.8
減：已支付利息	(184.6)	(772.7)	(1,452.9)	(1,451.1)	(1,393.8)
減：已支付所得稅	(2,848.5)	(6,138.1)	(4,057.3)	(5,332.0)	(6,291.6)
來自本業之現金流量 (FFO)	29,801.6	20,532.3	21,936.3	27,563.8	31,904.4
來自營運的現金流量 (CFO)	38,800.9	20,074.7	24,877.9	27,620.8	30,945.5
資本支出	13,615.5	37,837.8	59,000.0	24,000.0	15,000.0
自由營運現金流量 (FOCF)	25,185.4	(17,763.1)	(34,122.1)	3,620.8	15,945.5
股利	8,551.7	8,742.1	8,547.8	8,547.8	8,547.8
可支配現金流量 (DCF)	16,633.7	(26,505.2)	(42,669.9)	(4,927.1)	7,397.7
借款 (帳列數)	57,018.7	66,409.8	65,879.7	65,879.7	52,096.0
加：租賃負債	825.0	1,383.7	2,320.5	3,891.7	6,526.8
減：可自由支配之現金與短投	(62,708.9)	(60,094.7)	(36,599.6)	(28,751.8)	(19,459.7)
加/(減): 其他	--	--	--	--	--
借款	--	7,698.7	31,600.6	41,019.6	39,163.1
現金與短期投資 (帳列數)	83,611.9	61,321.1	36,969.3	29,042.2	19,656.3
調整後財務比率					

新聞稿：中美矽晶製品股份有限公司獲「twAA-/twA-1+」評等；展望「穩定」

借款/EBITDA (x)	--	0.3	1.2	1.2	1.0
FFO/借款 (%)	N.M.	266.7	69.4	67.2	81.5
DCF/借款 (%)	N.M.	(344.3)	(135.0)	(12.0)	18.9
年度營收成長 (%)	18.9	0.1	4.3	11.3	9.2
EBITDA 利潤率 (%)	40.1	33.5	32.1	36.1	38.1

除非報告中另有說明，所有數據均經過中華信評調整。a—實際值。e—估計值。f—預測值。N.M.—無意義。

流動性

中美晶的短期評等為「twA-1+」。中華信評評估認為，中美晶允當的流動性部位應足以支應其在 2025 年 6 月 30 日之前的 12 個月期間的資金調度所需；因為中華信評認為，在僅考量維護性資本支出的情況下，該公司在前述期間的流動性來源對流動性用途比將介於 1.6 倍至 1.7 倍。中華信評預期，該公司的流動性來源應能持續支應其流動性用途所需而有餘，即使在該公司的 EBITDA 下滑 15%時亦然。此外，中華信評認為，以中美晶帳上水位較高現金餘額以及審慎的財務管理政策來看，該公司應能在有限的再融資下，自行吸收發生機率小但後果嚴重之事件的衝擊。

中華信評認為，中美晶與銀行間的往來關係穩健，並在台灣信用市場中擁有令人滿意的地位，這點可由該公司相對較低的融資成本以及多元的資金來源管道獲得印證。中華信評亦認為，中美晶穩健的現金流產生能力與帳上龐大的現金將持續支撐其流動性。中美晶現有的借款並未附帶任何財務限制條款。

主要流動性來源：

- 現金與短期投資：截至 2024 年 6 月 30 日約為新台幣 749 億元。
- 來自本業之現金流量：2025 年 6 月 30 日之前的 12 個月期間每年為新台幣 250 億元至 260 億元。
- 未動用的承諾信用額度：2025 年 6 月 30 日後的到期金額為新台幣 140 億元至 150 億元。

主要流動性用途：

- 一年內到期的長期借款加上短期借款：2025 年 6 月 30 日之前的 12 個月期間約為新台幣 368 億元。
- 維護性資本支出：2025 年 6 月 30 日之前的 12 個月期間為新台幣 90 億元至 100 億元。
- 現金股利：2025 年 6 月 30 日之前的 12 個月期間為新台幣 80 億元至 90 億元。

發行體信用評等

發行體信用評等：twAA-/穩定/twA-1+

註：以下評等評分摘要係以全球評等等級為比較基礎。

營運地位：令人滿意

- 國家風險：低風險
- 產業風險：略高風險
- 競爭地位：令人滿意

財務體質：強健

- 現金流量/槓桿比：強健

評等基準：twaa

調整因子

- 分散性／組合效果：中性（無影響）
- 資本結構：中性（無影響）

新聞稿：中美矽晶製品股份有限公司獲「twAA-/twA-1+」評等；展望「穩定」

- 財務政策：中性（無影響）
- 流動性：允當（無影響）
- 管理與治理：中性（無影響）
- 比較評等分析：負向（-1 級距）

個別基礎信用結構（SACP）：twaa-

相關準則與研究

相關準則

- Criteria | Corporates | General: Methodology And Assumptions: Liquidity Descriptors For Global Corporate Issuers - December 16, 2014
- Criteria | Corporates | General: Corporate Methodology - January 07, 2024
- Criteria | Corporates | General: Sector-Specific Corporate Methodology - April 04, 2024
- Criteria | Corporates | General: Corporate Methodology: Ratios And Adjustments - April 01, 2019
- General Criteria: National And Regional Scale Credit Ratings Methodology - June 08, 2023
- General Criteria: Country Risk Assessment Methodology And Assumptions - November 19, 2013
- Criteria | Corporates | General: Methodology: Management And Governance Credit Factors For Corporate Entities - January 07, 2024
- General Criteria: Methodology: Industry Risk - November 19, 2013
- General Criteria: Group Rating Methodology - July 01, 2019
- General Criteria: Principles Of Credit Ratings - February 16, 2011
- General Criteria: Environmental, Social, And Governance Principles In Credit Ratings - October 10, 2021

相關研究

- 中華信評評等定義 - Nov. 11, 2021
- 評等報告：環球晶圓股份有限公司, Apr. 11, 2024

(除非另有說明，相關準則與研究均公佈於 www.taiwanratings.com 網站。)

評等表

新評等

中美矽晶製品股份有限公司	
發行體信用評等	twAA-/穩定/twA-1+

本篇報告中的某些用詞，特別是一些用來表達我們對於評等相關因素之看法的形容詞，在我們的評等準則中有其專屬意義，因此應連同該套準則一併閱讀。進一步訊息請參考位於 www.taiwanratings.com 之「評等準則」頁面。信用評等資料庫（Rating Research Service）之訂戶可至 rrs.taiwanratings.com.tw 取得完整評等訊息。所有受此評等行動影響之評等均公布於中華信評官方網站 www.taiwanratings.com。

(中文版本係根據英文版本翻譯，若與原英文版本有任何分歧，概以英文版本為準。)

著作權 © 2024 中華信評等公司（中華信評）。保留所有權利。

嚴禁以任何手段、任何形式修改、逆向工程探究、複製或散佈內容（包括評等、信用相關分析與數據、價值評估、模型、軟體或其它應用或由其產生之結果）或相關之任何部分（本內容），或將其儲存於資料庫或存取系統中，除非事先取得中華信評的書面同意。本內容不得用於任何非法或未經授權之目的。中華信評與任何第三方提供者，以及其董事、主管、股東、員工或代理人（統稱中華信評方），不保證本內容之正確性、完整性、時效性或是可利用性。對於任何錯誤、遺漏（疏忽或其他原因，不論原因為何）、或是任何使用本內容而導致之結果，或是對使用者輸入之任何數據的安全性或維護，中華信評方概不負責。本內容是以「現況」基礎提供。中華信評否認任何及所有明示或默示的保證，包括，但不限於，不保證適售性或適用於特定目的或使用、不保證沒有錯誤、軟體錯誤或缺失，以使本內容之功能不被中斷或本內容可在任何軟體或硬體架構上運作。對於任何使用本內容導致之任何直接、間接、附帶、示範、補償、懲罰、特殊或衍生之損害、費用、開支、法律費用或損失（包括但不限於收入損失或獲利損失與機會成本，或因疏失造成的損失），即使是在已告知這類損失的可能性情況下，中華信評概不負責。

本內容中之信用相關與其它分析與陳述，係為截至發表日為止之意見陳述而非事實陳述。中華信評的意見、分析與評等承認決定（說明如下）並非購買、持有或出售任何證券，或是進行任何投資決定之建議，且非任何證券是否適合投資之表示。本內容在以任何格式或形式發佈後，中華信評並不承擔更新之義務。本內容不應為使用者、其經理部門、員工、顧問與／或客戶在進行投資與其它業務決策時的依賴根據，且非其本身技術、判斷與經驗的替代品。中華信評並不擔任受託人或投資顧問的角色，除非已經登記註冊。雖然中華信評係自其認為可靠之來源取得資訊，但中華信評並不會對所收到之任何資訊進行稽核，且不負有對其執行實地查核或獨立驗證的責任。評等相關出版品可能因各種原因而出版，未必一定為評等委員會採取之評等行動，包括但不限於對一評等結果之定期更新與相關分析。

在一司法管轄區內之主管機關基於某些管理目的，允許評等機構承認在另一司法管轄區內發佈之評等的情況下，中華信評保留可隨時自行授予、撤銷或中止這類評等承認的權利。中華信評對任何因評等承認之授予、撤銷或中止產生的情況並不承擔任何責任，且不負有任何聲稱之損失賠償責任。

中華信評將其業務單位之某些業務活動運作予以隔開，以保護這些業務活動進行的獨立性與客觀性。基於此，中華信評某些業務單位可能擁有中華信評其它業務單位無法取得之資訊。中華信評已制訂政策與程序，維護各分析過程中所取得之某些非公開資訊的機密性。

中華信評就其承辦的委託評等與相關分析收取報酬，且通常是來自發行體、創始機構、安排機構、或證券承銷商或是來自債務人。中華信評保留散播其意見與分析的權利。中華信評發佈之評等與分析可於其網站上取得，包括 www.taiwanratings.com（免費）與 rs.taiwanratings.com.tw（訂閱），並可透過其它方式，包括中華信評出版品與擔任第三方之轉送服務提供商傳送發佈。其他可能影響評等之利益衝突情形，僅依主管機關要求揭露於此。