

台股市場投資策略

殖利率觸頂與獲利展望正面可望支撐台股迎來多頭反攻

焦點內容

儘管以哈戰爭牽動短期市場情緒，惟美債殖利率觸頂回落與企業獲利展望正面可望支撐台股於年底前重新迎來多頭反攻。短期選股方向可往企業財報容易釋出正面驚喜者為主。

歷經 8~9 月連兩個月下跌後，台股已於 10 月上旬迎來多頭反攻跡象

台股在 8 月和 9 月經歷了連續兩個月的下跌，累計下跌幅度為 4.6%。這主要是由美國國債收益率上升、能源價格上漲以及美元匯率走強等三大不利因素所致。自 10 月以來，台股展現出多頭反攻的跡象，主要是因為美國國債收益率在創下 16 年新高後開始下跌，美元匯率也開始走弱，帶動國際資金開始回流台股。

殖利率觸頂回落後的 1~3 個月內台股回報率通常為正，支撐台股多頭柴火

突如其來的以色列和哈馬斯之間的戰爭導致許多人湧向更安全的美國國債避險，從而使美國國債收益率下降。此外，最近美聯儲官員頻繁表示，日前的殖利率上升已相當程度反映了升息 1 碼的貨幣緊縮效果，導致市場對於美聯儲 11 月和 12 月升息預期概率下降。根據芝加哥商業交易所 (CME) 的 FedWatch 工具，投資者預測美聯儲在 11 月和 12 月的例會升息概率分別僅 8% 和 28%。既然美國國債收益率短期觸頂回落跡象明顯，我們相信這對台股的年終作帳行情與隔年初作夢行情應是多頭的柴火，因為回顧 1990 年以來美國國債收益率觸頂回落後，台股的 1 個月、2 個月、3 個月平均累計報酬率分別為 3.9%、1.2%、3.8%；同期間台灣科技股的平均累計報酬率分別為 3.8%、4.2%、11.3%，意味利率敏感性愈高的族群在殖利率回落時更容易獲得市場青睞。

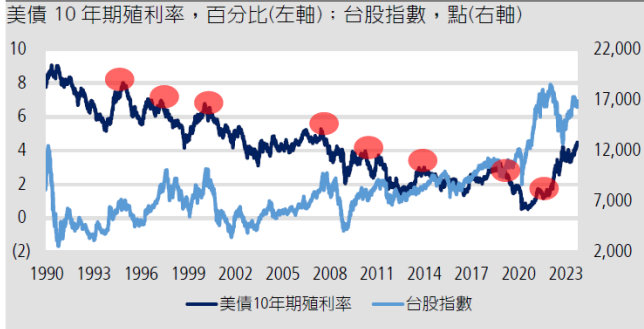
企業獲利有望迎來新一波上修周期，支撐台股中長期回歸多頭軌道

我們預期本次財報季在匯兌收益挹注下可望迎來正面驚喜，而企業展望則在庫存去化順利且 2024~2025 年將迎來 AI 伺服器與 AI PC 換機潮，配合總體經濟並未往惡化方向發展下，我們認為本波自去年下半年開始的獲利下修潮可望接近尾聲並迎來新一波的獲利上修循環，支撐台股中長期回歸多頭。台幣對美元於 3Q23 貶值 3.5%，對於科技股、汽車零組件、工業自動化和成衣加工等出口型行業將帶來顯著匯兌收益。我們根據過去每個季度台幣對美元的升貶幅度以及上市公司的匯兌利益占當季營業利益比重進行回歸分析，預計 3Q23 的匯兌利益將額外貢獻整體上市公司 7% 的營業利潤。根據我們對各族群庫存調查，PC/NB 已從去年最高峰之 82 天降至 65 天；伺服器已從 77 天降至 62 天；砷化鎵已從 191 天降至 150 天。伴隨 AI 帶動換機潮，我們預期全球伺服器出貨量將由 2023 年之年減 17% 轉為 2024 年之年增 15%；PC 出貨量將由 2023 年之年減 11% 轉為 2024 年之年增 3~5%，由此支撐市場共識預估台股 2024~2025 年獲利將連兩年維持 2 成以上高速增長。台股 2023/24 年預估 PE 分別為 20 倍/16 倍，相較 5 年平均為 15 倍。

投資建議

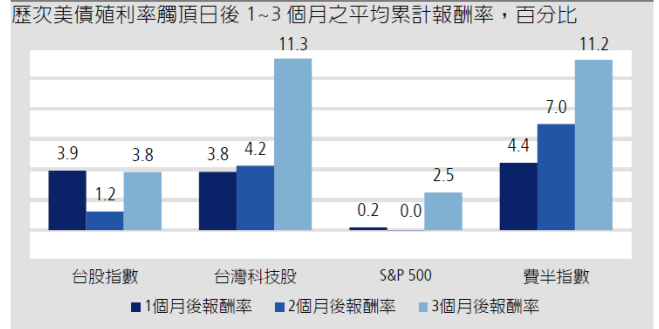
儘管以哈戰爭牽動短期市場情緒，惟美債殖利率觸頂回落與企業獲利展望正面可望支撐台股於年底前重新迎來多頭反攻。短期選股方向可往企業財報容易釋出正面驚喜者為主，推薦個股包含技嘉(2376)、雙鴻(3324)、台光電(2383)、聯電(2303)、華星光(4979)、聯發科(2454)、聯詠(3034)、南亞科(2408)、胡連(6279)、亞德客-KY(1590)。

圖 1: 美債殖利率觸頂回落後有利台股短期表現



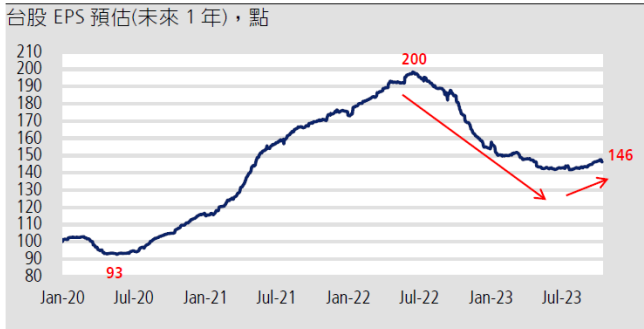
資料來源: Bloomberg ; 凱基整理

圖 2: 殖利率觸頂回落後的 1~3 個月內台股回報率通常為正



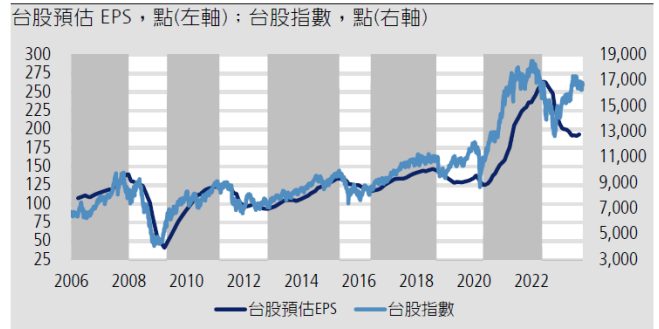
資料來源: Bloomberg ; 凱基整理

圖 3: 台股企業獲利迎有望迎來新一波上修周期



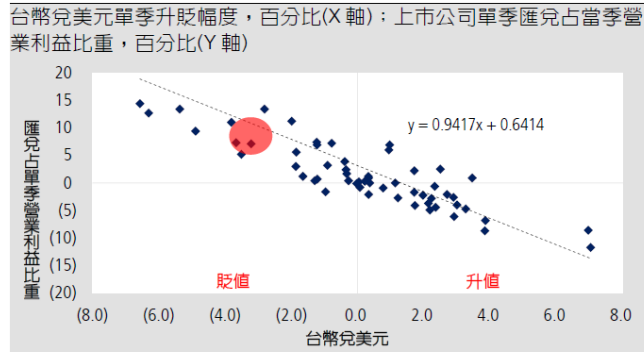
附註: 台股 EPS 預估以 1/12/2020 為基期 100
資料來源: Bloomberg ; 凱基整理

圖 4: 企業獲利上修期間通常伴隨台股維持多頭格局



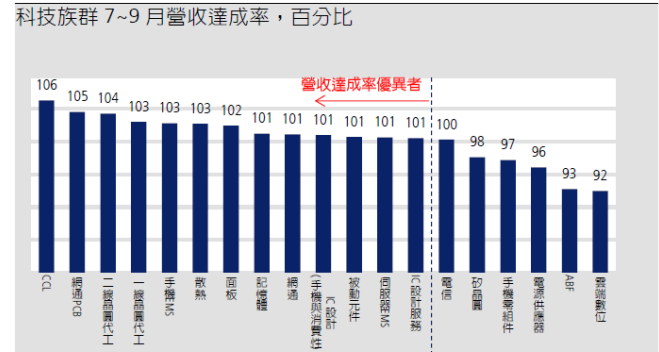
附註: 台股 EPS 預估以 2006 年 1 月為基期 100
附註: 陰影區域為企業獲利上修週期

圖 5: 3Q23 匯兌利益將額外貢獻整體上市公司 7% 的營業利潤



資料來源: TEJ ; 凱基整理

圖 6: 營收達成率偏高族群可望釋出 3Q23 正面財報



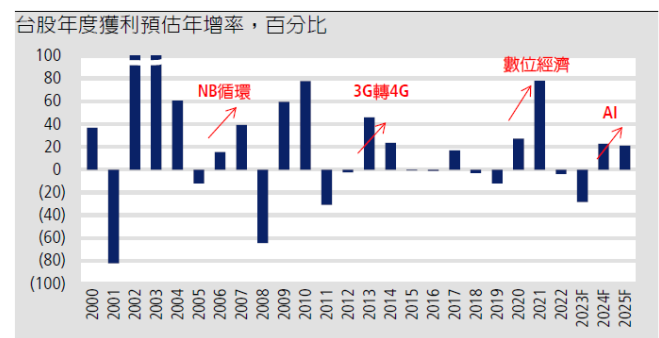
附註: 7-9 月營收達成率係指 7-9 月累計營收相對 3Q23 預估營收的比例
資料來源: TEJ ; 凱基整理與預估

圖 7: 科技次族群目前庫存水準已較去年高峰顯著滑落

族群	庫存天數(日)或月數(月)			
	去年以來最高	正常水準	2Q23	3Q23F
PC/NB	82天	50天	70天	65天
伺服器	77天	48天	63天	62天
大尺寸面板	66天	47天	61天	55天
砷化鎵	191天	135天	167天	150天
記憶體	112天	42天	119天	91天
工業自動化	3-4個月	2個月	2-3個月	2-3個月
塑化	53天	44天	50天	52天
自行車	5-6個月	2-3個月	5-6個月	5個月
成衣/製鞋	6-8個月	3-4個月	5-6個月	5個月

資料來源: 凱基整理與估計

圖 8: 過往科技出現典範移轉時總能推升台股獲利連續兩年維持高速增长



資料來源: TEJ ; 凱基整理與預估

圖 9: 台股與次族群獲利預估年增率，百分比

	2022	2023F		2024F		2022	2023F		2024F		
		凱基預估	市場共識	凱基預估	市場共識		凱基預估	市場共識	凱基預估	市場共識	
光通訊	虧轉盈	91.3	91.3	197.9	197.9	塑化	(63.1)	(63.6)	(47.3)	173.5	83.7
ABF	102.5	(59.9)	(64.5)	73.9	73.8	鋼鐵	(75.4)	(33.6)	(69.5)	168.8	140.8
網通PCB	56.1	(23.2)	(21.3)	70.4	70.3	製鞋	100.0	(50.0)	(41.4)	65.9	51.2
IC設計服務	94.8	8.3	5.5	51.8	47.5	汽車零組件	52.8	(14.1)	(14.3)	53.4	43.3
網通	239.5	25.3	38.5	51.4	66.2	重電	(1.9)	30.3	45.8	33.3	32.7
CCL	(7.7)	(0.7)	(2.1)	47.0	49.5	工業自動化	5.2	(12.6)	(11.6)	27.8	25.6
伺服器EMS	(9.3)	(1.5)	2.3	44.3	46.7	觀光	(46.5)	170.5	174.5	26.6	24.5
被動元件	(0.8)	(27.2)	(25.8)	34.6	31.4	自行車	(12.7)	(25.0)	(29.5)	21.9	26.7
散熱	50.6	10.0	15.4	32.6	20.1	餐飲	(2.9)	116.9	121.6	20.6	15.4
手機EMS	(2.1)	(15.7)	(11.7)	27.0	23.3	航太	135.4	39.0	29.9	17.7	18.1
雲端數位	16.3	15.4	(14.2)	25.9	21.6	成衣加工	32.1	(12.0)	(15.2)	12.0	18.4
一線晶圓代工	70.4	(25.5)	(23.2)	25.2	22.1	水泥	(50.7)	47.0	39.2	7.5	8.6
電源供應器	15.1	6.9	7.7	23.8	21.4	金融	(49.9)	55.8	48.7	6.4	8.8
iPhone零組件	28.4	(35.8)	(35.8)	23.8	22.9	食品	(13.6)	28.2	39.6	5.9	(4.3)
IC設計(手機與消費性)	(2.9)	(36.9)	(38.6)	18.9	22.1	航空	(37.8)	253.9	230.5	(51.2)	(49.5)
二線晶圓代工	51.6	(38.6)	(38.2)	5.3	5.9	貨櫃航運	19.7	(95.4)	(95.5)	盈轉虧	(74.1)
電信	2.6	6.1	8.3	4.2	4.0						
矽晶圓	29.5	20.5	14.9	2.6	3.0						
記憶體	(36.0)	盈轉虧	盈轉虧	虧轉盈	虧轉盈						
面板	盈轉虧	持續虧損	持續虧損	持續虧損	持續虧損						
科技股	17.8	(26.5)	(23.1)	31.9	28.0						
非科技股	(12.0)	(69.2)	(68.0)	22.8	15.9						
台股	(2.4)	(28.2)	(30.0)	22.8	21.9						

附註：依據凱基預估 2024 年獲利年增率進行排序

資料來源：Bloomberg；凱基整理與預估

圖 10: 台股評價比較

	Forward PB(倍)								Forward PE(倍)							
	未來1年	2023年	2024年	過去5年平均	過去10年平均	過去20年平均	2007年高峰	2008年谷底	未來1年	2023年	2024年	過去5年平均	過去10年平均	過去20年平均	2007年高峰	2008年谷底
台股	1.70	1.85	1.65	1.70	1.60	1.61	2.28	0.95	16.78	19.75	16.09	14.85	14.81	17.12	21.73	8.80
台股 (扣除台積電)	1.40	1.52	1.36	1.39	1.38	1.46	2.22	0.89	17.03	20.19	16.59	14.39	14.73	15.96	22.71	8.06

資料來源：凱基整理與預估

圖 11: 推薦個股

公司名稱	代碼	投資評等	目標價	市值	股價	漲跌幅	每股盈餘 (元)		本益比 (倍)		股價淨值比 (倍)		淨值報酬率 (%)		現金殖利率 (%)	
			(元)	(US\$m)	(元)	(%)	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
技嘉	2376 TT	增加持股	360.0	5,155	261.5	37.7	9.42	14.25	27.8	18.4	4.3	4.0	16.1	22.6	2.2	3.3
雙鴻	3324 TT	增加持股	400.0	851	310.5	28.8	13.61	18.42	22.8	16.9	4.4	3.9	19.9	23.8	1.9	2.6
啓碁	6285 TT	受法規限制未評等	N.A.	1,743	130.0	N.A.	8.01	9.33	16.2	13.9	2.5	2.3	16.1	19.0	4.2	4.6
台光電	2383 TT	增加持股	545.0	4,428	418.0	30.4	15.13	22.24	27.6	18.8	5.7	5.0	21.7	28.5	2.0	3.1
聯電	2303 TT	增加持股	56.0	18,687	48.2	16.2	4.59	4.82	10.5	10.0	1.7	1.5	16.5	16.1	3.5	4.1
華星光	4979 TT	增加持股	210.0	626	152.5	37.7	3.51	10.47	43.4	14.6	11.6	6.5	30.9	57.0	0.3	0.3
聯發科	2454 TT	增加持股	956.0	40,922	825.0	15.9	45.15	56.26	18.3	14.7	3.3	3.2	17.0	22.0	6.4	7.4
聯詠	3034 TT	增加持股	510.0	8,113	430.0	18.6	37.45	39.26	11.5	11.0	3.9	3.6	34.5	34.5	7.0	7.4
南亞科	2408 TT	增加持股	85.0	6,811	70.9	19.9	(2.10)	2.83	(33.7)	25.1	1.3	1.2	(3.7)	5.1	0.4	1.8
胡連	6279 TT	增加持股	175.0	476	154.0	13.6	8.42	11.34	18.3	13.6	2.6	2.4	14.7	18.5	3.2	4.5
亞德客-KY	1590 TT	增加持股	1230.0	6,512	1050.0	17.1	34.46	41.01	30.5	25.6	4.9	4.4	16.9	18.2	1.5	1.8

資料來源: 凱基整理與預估

上述為證監會持牌人，隸屬凱基證券亞洲有限公司從事相關受規管活動，其及／或其有聯繫者並無擁有上述有關建議股份，發行人及／或新上市申請人之財務權益。

免責聲明 於本報告內所載的所有資料，並不擬提供予置身或居住於任何法律上限制凱基證券亞洲有限公司（「凱基」）或其關聯成員派發此等資料之司法管轄區的人士或實體使用。此等資料不構成向任何司法管轄區的任何人士或實體作出的任何投資意見、或發售的要約、或認購或投資任何證券或其他投資產品或服務的邀請、招攬或建議，亦不構成於任何司法管轄區用作任何上述的目的之資料派發。請特別留意，本報告所載的資料，不得在美國、或向美國人士（即美國居民或按照美國或其任何州、屬土或領土之法律成立的合夥企業或公司）或為美國人士之利益，而用作派發資料、發售或邀請認購任何證券。於本報告內的所有資料只作一般資料及參考用途，而沒有考慮到任何投資者的特定目的、財務狀況或需要。該等資料不擬提供作法律、財務、稅務或其他專業意見，因此不應將該等資料賴以作為投資專業意見。

部份凱基股票研究報告及盈利預測可透過 www.kgi.com.hk 取閱。詳情請聯絡凱基客戶服務代表。本報告的資料及意見乃源於凱基的內部研究活動。本報告內的資料及意見，凱基不會就其公正性、準確性、完整性及正確性作出任何申述或保證。本報告所載的資料及意見如有任何更改，凱基並不另行通知。凱基概不就因任何使用本報告或其內容而產生的任何損失承擔任何責任。本報告亦不存有招攬或邀約購買或出售證券及／或參與任何投資活動的意圖。本報告只供備閱，並不能在未經凱基書面同意下，擅自以任何方式轉發、複印或發佈全部或部份內容。凱基集團成員公司或其聯屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級人員及僱員可不時就本報告所涉的任何證券持倉。