



台股市場投資策略

多頭還有戲，留意被低估標的

焦點內容

1. 今年首季台股將有更高點位可期，年底上看 2 萬點，投資人只需留意萬九附近後恐會出現較大的震盪。
2. 降息效應、AI 狂潮、外資回補等三大利多將支撐台股震盪向上。
3. 選股方向：(1)便宜 AI 股。(2)基本面觸底且評價低於過去 5 年平均水準。

多頭還有戲，切勿太早離場

台股自農曆開年以來展開強勁上攻行情並持續創高，儘管短期面臨獲利了結賣壓，惟我們認為今年首季台股將有更高點位可以期待，且年底將上看 2 萬點，投資人只需留意來到 19,000 點附近後恐會出現較大的震盪或修正。

聯準會未來半年內即將降息，資金行情將支撐市場風險偏好

過往聯準會進入首次降息循環的前半年，資金行情的預期心理總能推升股債雙漲。儘管今年聯準會正式鳴槍降息的時點容易受到通膨牽動，惟未來半年開始降息應無懸念。我們預期本次聯準會將於 6 月前進行首次降息，此將帶動美元轉弱並強化外資回補台股的意願。回顧 1980 年代以來共 6 次降息周期的前半年股債表現，降息的前 1 個月、前 3 個月、前 6 個月，股市累計報酬率為正的機率分別達 100%、67%、67%；若扣除 1998 年與 2001 年這兩次系統性風險(前者為長期資本管理公司倒塌，後者為網路泡沫破滅)，股市累計報酬率為正的機率則為 100%。另外，首次降息的前 1 個月、前 3 個月、前 6 個月，10 年期美債累計報酬率為正的機率則為 100%。

Nvidia 股價愈漲本益比愈低，意味 AI 股正處獲利爆發階段

儘管 Nvidia 股價自去年 5 月公布優於預期的財測後已大幅飆漲，惟其預估本益比卻愈漲愈低，因為 Nvidia 的獲利能力就像一台印鈔機，已從過往一年 EPS 可賺 5 美元躍升至 20 美元以上，這意味生成式 AI 需求大爆發帶動全球科技巨擘正處「AI 先買先贏」的軍備競賽階段下，以 Nvidia 為首的 AI 相關硬體供應鏈目前正處獲利爆發階段。Nvidia 預估本益比於去年 5 月起漲時為 63 倍，如今僅剩 32 倍，這樣的評價水準距離往年股市泡沫破滅前還有相當距離，因為美股史上大多頭下，主流指標股的預估本益比都會交易到逼近百倍，諸如 1970 年漂亮 50 年代的寶麗來(Polaroid)與 2000 年網路時代的思科(Cisco)，這兩者當時的本益比分別來到 95 倍與 100 倍。我們近期見到生成式 AI 迎來更多殺手級的模型與應用，諸如：OpenAI 的 Sora 將能夠提供最多 1 分鐘之文字轉影像功能；三星 S24 手機能提供即時通話翻譯，這意味生成式 AI 的應用正擴大至生活周遭並開始變現。

台灣坐擁全球最便宜的 AI 股，將會吸引國際資金持續回補台股

台灣在 AI 先進晶片坐擁全球獨占地位且在 AI 伺服器享有 9 成以上市占，只要 Nvidia 與美國尖牙股等全球指標 AI 股維持多頭不墜，台股相關供應鏈都將雨露均霑，尤其就評價面而言，台廠的評價普遍落在 20 倍或 20 倍以下，相對 Nvidia 的 32 倍或美超微的 36 倍，相對便宜的評價將容易吸引國際資金近進場回補。

投資建議

我們認為今年首季台股將有更高點位可以期待，年底上看 2 萬點，投資人只需留意來到 19,000 點附近後恐會出現較大的震盪。我們建議可往兩方向選股：(1)便宜的 AI 股。(2)基本面觸底且評價低於過去 5 年平均水準者。推薦個股：台積電(2330)、廣達(2382)、緯創(3231)、華通(2313)、雙鴻(3324)、金像電(2368)、台光電(2383)、華邦電(2344)、華星光(4979)、穩懋(3105)、聚陽(1477)、上銀(2049)、華孚(6235)、美利達(9914)。

圖 1: 過往聯準會進入首次降息循環的前半年總是股價雙漲

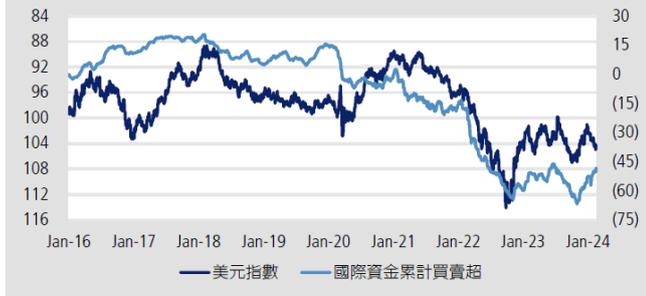
歷次聯準會首次降息前的股價市變化

首次降息日	S&P 500指數累計報酬率(%)			10年期美債殖利率變化(%)			當時背景
	前1個月	前3個月	前6個月	前1個月	前3個月	前6個月	
1989/6/5	4.7%	9.6%	15.8%	-0.64	-0.89	-0.62	
1995/7/6	3.4%	9.4%	20.3%	-0.05	-1.07	-1.83	
1998/9/29	2.1%	-8.7%	-6.3%	-0.50	-0.87	-0.98	長期資本管理公司倒塌
2001/1/3	1.7%	-6.2%	-8.9%	-0.39	-0.69	-0.84	網路泡沫破滅
2007/9/18	5.1%	0.5%	5.9%	-0.21	-0.66	-0.11	
2019/7/31	0.5%	2.2%	10.1%	-0.01	-0.53	-0.67	
上漲機率	100%	67%	67%	100%	100%	100%	

資料來源: Bloomberg ; 凱基整理

圖 2: 美元指數轉弱將容易強化外資回補台股的意思

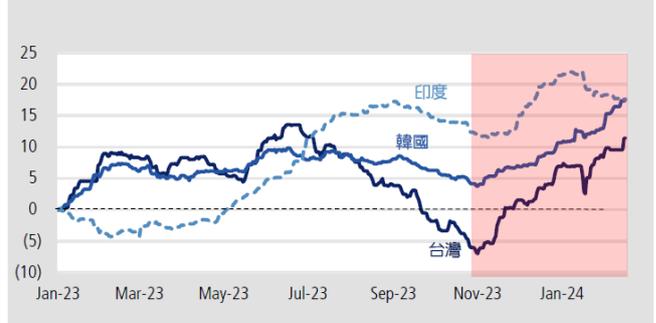
美元指數(倒置), 點(左軸); 國際資金對台股累計買賣超金額, 10 億美元(右軸)



資料來源: Bloomberg ; 凱基整理

圖 3: 國際資金自去年第 4 季開始積極回補台股與韓股

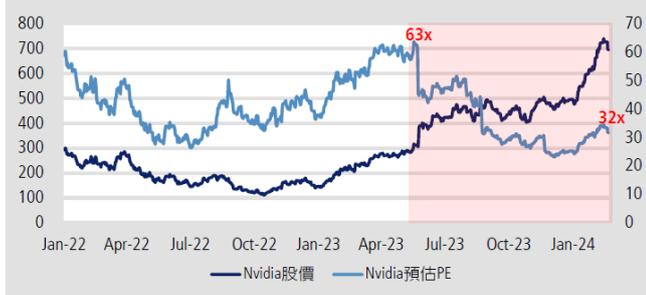
國際資金累計買賣超 (2023 年以來), 10 億美元



資料來源: Bloomberg ; 凱基整理

圖 4: Nvidia 股價愈漲本益比愈低, 意味獲利正處爆發階段

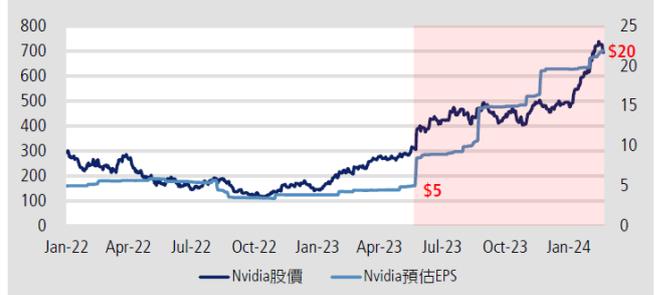
Nvidia 股價, 美元(左軸); Nvidia 預估 PE, 倍(右軸)



資料來源: Bloomberg ; 凱基整理

圖 5: Nvidia 預估 EPS(未來 1 年)從 5 美元上修至 20 美元

Nvidia 股價, 美元(左軸); Nvidia 預估 EPS, 美元(右軸)



資料來源: Bloomberg ; 凱基整理

圖 6: 歷年來美國股市主流股的 PE 均會達到非常昂貴的地步，而目前 FAAMG+AI 的 PE 其實相較過往股市狂熱時尚有一段距離

美股歷年股市最高峰時之市場與主流股評價表現，倍

Nifty Fifty	1972 P/E	Tech's Four Horsemen	Mar-20 P/E	Real Estate	Oct-07 P/E	FAAMG+AI	Now P/E
Coca-Cola	46	Intel	41	公平住屋公司(EQR)	375	Nvidia	32
MacDonalds	71	Cisco	100	賽門物業(SPG)	57	Amazon	34
Texas Instrument	40	Dell	57	亞歷山卓不動產(ARE)	52	AMD	38
IBM	36	Microsoft	51	世邦魏理仕集團(CBRE)	26	Microsoft	35
Xerox	46					Apple	27
Polaroid	95					Alphabet	20
						Facebook	23
S&P500 Index	19		28		17		24
10y美債殖利率	6.5%		6.2%		4.6%		4.3%

資料來源: Bloomberg ; 凱基整理

圖 7: 台灣 AI 伺服器廠的評價相對美超微來得便宜許多

全球 AI 伺服器廠預估 PE，倍



資料來源: Bloomberg ; 凱基整理

圖 8: 除 IC 設計服務外，台廠 AI 相關族群的評價並不算高

全球 AI 相關族群預估 PE，倍



資料來源: Bloomberg ; 凱基整理

圖 9: 台股年底將上看 2 萬點，投資人只需留意來到萬九附近後恐會出現較大的震盪或修正

台股 2024 年指數方向預測與多空因素

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
指數方向				
利多因素	(1)PC與手機需求回溫 (2)製造業延續4Q23以來的庫存 (3)元月效應與總統大選前政策 (4)蘋果發布新品 (5)上市櫃公司宣布配息政策	(1)Nvidia發布新版伺服器晶片 (2)中國安卓手機新品上市 (3)歐美央行依序啟動降息	(1)AI PC開始小量生產 (2)蘋果iPhone 16支撐新品備貨 (3)大量現金股息釋出 (4)Intel發布新款伺服器平台Birch	(1)AI PC開始放量 (2)市場對隔年PC換機潮的期待 (3)集團作帳季節性效應
利空因素	(1)台灣總統大選結果牽動兩岸 (2)企業2023年年報檢驗 (3)日本央行可能結束負利率	(1)終端需求進入淡季效應 (2)疫後報復性消費潮降溫 (3)穆迪重新檢視美債信評 (4)企業1Q24財報檢驗(5/15)	(1)企業2Q24財報檢驗(8/14) (2)現金股息蒸發指數	(1)美國總統大選前的不確定性 (2)企業3Q24財報檢驗(11/14)

資料來源: 凱基整理與預估

圖 10：台股與次族群獲利年增率預估，百分比

台股次族群	2022	凱基預估		市場共識		預估PE(倍)	
		2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
科技股	239.5	53.6	82.4	58.7	75.7	21.5	16.7
網通	56.1	(17.6)	75.5	(18.5)	73.5	22.4	19.0
網通PCB	94.8	5.9	46.6	7.2	44.7	72.8	49.2
IC設計服務	(9.3)	9.1	42.7	9.6	42.6	33.1	21.5
伺服器EMS	102.5	(69.2)	41.1	(69.5)	52.8	343.0	19.7
ABF	(7.7)	10.8	36.7	9.0	50.0	30.0	21.9
CCL	(0.8)	(24.7)	30.2	(22.5)	27.8	13.6	10.5
被動元件	28.4	(35.5)	27.6	(34.9)	23.8	15.6	12.0
手機零組件	50.6	19.7	27.6	19.1	23.8	26.2	20.5
散熱	16.3	18.5	19.0	17.8	18.2	33.8	26.4
雲端數位	70.4	(17.5)	18.0	(19.0)	20.0	21.2	18.0
一線晶圓代工	(2.9)	(32.6)	17.1	(35.5)	23.9	21.3	17.8
IC設計(手機與消費性)	(2.1)	(7.2)	12.1	(5.0)	14.4	12.5	11.1
手機EMS	15.1	4.2	6.8	5.1	15.7	19.6	18.2
電源供應器	2.6	8.5	1.9	6.9	10.3	28.2	27.4
電信	29.5	25.1	(7.9)	25.2	(9.6)	12.7	13.8
矽晶圓	51.6	(33.3)	(11.6)	(36.1)	(13.0)	13.4	16.1
二線晶圓代工	(75.4)	(62.9)	381.8	(91.0)	667.3	78.7	14.2
非科技股	56.9	69.7	76.0	91.7	54.0	29.3	13.4
鋼鐵	(63.1)	(50.6)	52.6	(39.5)	41.3	51.4	28.2
綠能	100.0	(44.2)	48.6	(42.4)	37.4	32.2	21.6
塑化	52.8	(20.6)	46.6	(19.4)	42.8	20.8	13.6
製鞋	(1.9)	41.3	43.3	42.7	39.5	34.2	23.0
汽車零組件	5.2	(13.2)	28.6	(12.3)	23.8	36.8	26.2
重電	(46.5)	175.9	25.0	165.2	15.4	19.3	14.8
工業自動化	(2.9)	102.3	19.9	106.1	(2.9)	17.5	14.5
觀光	(12.7)	(35.3)	17.4	(36.1)	18.0	23.4	19.3
餐飲	135.4	36.7	16.9	29.0	14.9	2.0	20.9
自行車	32.1	(8.8)	11.6	(10.4)	17.0	25.2	22.7
航太	(13.6)	23.4	10.1	23.9	5.1	20.3	18.5
成衣加工	(50.7)	31.4	(9.3)	20.0	10.9	17.3	18.6
食品	(37.8)	227.7	(22.3)	209.8	(32.8)	10.1	15.2
水泥	19.7	(92.9)	(92.4)	(93.3)	(46.8)	N.A.	N.A.
航空	17.8	(20.9)	23.0	(19.6)	24.0		
貨櫃航運	(12.0)	(67.2)	12.5	(67.4)	13.2		
台股	(3.7)	(28.4)	19.4	(34.4)	22.3		

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 11：台股評價比較

	Forward PB(倍)									Forward PE(倍)								
	未來1年	2023年	2024年	2025年	過去5年平均	過去10年平均	過去20年平均	2007年高峰	2008年底	未來1年	2023年	2024年	2025年	過去5年平均	過去10年平均	過去20年平均	2007年高峰	2008年底
台股	1.87	2.08	1.87	1.73	1.71	1.60	1.61	2.28	0.95	17.95	21.45	17.95	14.82	14.96	14.87	17.11	21.73	8.80
台股(扣除台積電)	1.48	1.66	1.48	1.37	1.39	1.38	1.46	2.22	0.89	17.96	21.66	18.02	14.61	14.65	14.86	16.01	22.71	8.06

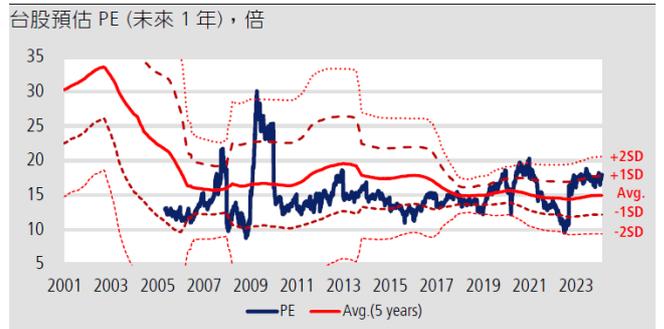
資料來源：凱基整理與預估

圖 12：台股預估 PB 為 1.87 倍 vs. 過去 5 年平均 1.71 倍



資料來源：TEJ；凱基整理與預估

圖 13：台股預估 PE 為 18.0 倍 vs. 過去 5 年平均 15.0 倍



資料來源：TEJ；凱基整理與預估

圖 14: 推薦個股

族群	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\$mn)	(元)	(%)	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
便宜的AI	台積電	2330 TT	增加持股	688.0	561,518	681.00	1.0	32.34	38.15	21.1	17.9	5.0	4.2	26.0	25.6	1.7	2.0
	廣達	2382 TT	增加持股	310.0	28,985	236.00	31.4	10.13	13.43	23.3	17.6	5.2	4.9	22.6	28.4	3.4	4.5
	緯創	3231 TT	增加持股	140.0	10,926	118.50	18.1	4.08	6.03	29.0	19.6	3.2	2.9	11.3	14.9	2.2	3.2
	華通	2313 TT	增加持股	100.0	2,763	72.90	37.2	3.84	6.40	19.0	11.4	2.1	1.9	11.4	17.4	2.1	3.6
	雙鴻	3324 TT	增加持股	445.0	1,266	445.00	0.0	15.86	21.09	28.1	21.1	6.2	5.4	23.0	26.6	1.5	2.0
	金像電	2368 TT	增加持股	275.0	4,058	259.50	6.0	7.65	13.42	33.9	19.3	8.3	6.8	25.3	38.7	1.2	2.1
	台光電	2383 TT	增加持股	550.0	5,374	492.50	11.7	16.88	23.07	29.2	21.3	6.7	5.9	24.1	29.3	1.9	2.6
	華邦電	2344 TT	增加持股	33.0	3,682	27.70	19.1	(0.29)	1.25	N.M.	22.2	1.2	1.2	(1.2)	5.5	0.0	3.6
華星光	4979 TT	增加持股	210.0	737	164.50	27.7	3.51	10.47	46.8	15.7	12.5	7.0	30.9	57.0	0.3	0.3	
產業觸底 且評價便宜	穩懋	3105 TT	增加持股	190.0	2,170	161.00	18.0	(0.19)	6.45	N.M.	25.0	2.1	2.0	(0.2)	8.1	0.0	2.4
	聚陽	1477 TT	增加持股	424.0	2,880	374.50	13.2	16.37	17.68	22.9	21.2	5.8	5.6	25.5	26.9	4.0	4.3
	上銀	2049 TT	增加持股	278.0	2,902	258.00	7.8	6.06	9.94	42.6	26.0	2.5	2.4	6.1	9.5	1.0	1.7
	華孚	6235 TT	增加持股	205.0	660	107.50	90.7	4.51	7.88	23.8	13.6	5.4	4.3	24.2	35.3	1.7	2.9
	美利達	9914 TT	增加持股	200.0	1,849	194.50	2.8	7.50	11.12	25.9	17.5	2.7	2.6	10.7	15.1	2.4	3.5

資料來源: 凱基整理與預估

上述凱基分析員為證監會持牌人，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關聯人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之關聯人。凱基集團成員公司、其關聯人及其董事、高級人員及僱員可不時就本報告所涉及的任何證券持有。