

# 價值選股評論

2009/7/1

(價值選股評論僅供授權同意下列條款的股市精華導覽訂戶閱讀)

## 《價值選股評論》使用者同意條款

本人已詳細閱讀下列《價值選股評論》免責聲明，同意經由此電子郵件住址收到由 valueguide@gmail.com 寄送的「價值選股評論」文章內容，並完全瞭解其內容僅供參考。本人完全做獨立之投資決策，並自負投資盈虧之責任，與該文章內容之觀點或建議無關。

## 《價值選股評論》免責聲明

《價值選股評論》是一份「不定期」的投資評論短文，內容為台灣股市值得投資的價值股票與當時估算的股票內含價值(注意：不是價格)，並有簡短的長期投資價值評論。其內容純為作者個人觀點，有可能犯蠢，也可能帶有偏好，投資人對其中任何觀點或建議都應加以懷疑，並以自己的獨立判斷來做投資決策。《價值選股評論》所引用的資料來源為《股市精華導覽》，必要時輔以公司年報或財報，雖力求正確，但不保證毫無錯誤。

~~~~~

每當經濟不景氣，總是有些行業受創較其他行業來得重，短期間內壞消息不斷，一般投資人對此行業中的公司股票---不管公司本身是好是壞---也就避之唯恐不及，股價自然一癩不振。但也正因如此，市場提供價值投資人一個絕佳機會，可以仔細尋找此行業中一些體質優良的公司做為長期投資的好標的。xxxx(xxxx)就是其中一例。

**xxxx(xxxx)：目前的內含價值約為 42 元**

(建議投資人先翻閱該公司 2008 年年報，瞭解其行業性質。)

xxxx(xxxx)以 xx 代工為主要業務，長久以來公司經營績效一向優良，但遇上這波不景氣加上台幣升值所造成的帳面匯兌損失，使得 2008 年的獲利大不如前。2009 年又計畫關閉大陸的 xx 廠與上海的 xxxx，同時計畫結束台灣的 xxxx 業務，總共預估損失約為一億元。這些都將列為年度的經營費用，因此預估 2009 年的獲利也不會很好。股價由 2007 年初的最高點 5x.3 元一路跌到 2008 年底的 1x.9 元，跌

了近四分之三。但今年年初時也有一波大反彈，最高曾到 2x.2 元，漲幅達 65%，相當驚人。

當經濟不景氣時消費者節衣縮食，xxx 通常會被列入第一個想要暫時減少支出的項目。xxxx 的主要客戶為美國的 xxx 業者如 xxx、xxxx、xxx、xxxx 等。xxxx 業者是最先受到衝擊的行業，xxxx 做為這些領導 xx 品牌的供應商，自然難逃營收盈餘雙雙大幅下滑的命運，它的股價也就被投資人棄如敝屣了。

但不景氣遲早會結束，尤其是這波不景氣主要是由消費者信心不足所引起。重建消費信心的確需要一段時間，可能三年，可能五年，也可能需要十年。但只要消費信心恢復之後，人們對 xxx 的需求又會燃起。何況 xx 再怎麼省著 xx 也會 xx，隔段時間後必定要更添。即使在整體消費信心未恢復之前，不管再怎麼節儉，  
！這是人的最低需求了。但這種最低需求只能使 xx 的銷售量維持在較低的水平。

在較低的銷售量之下很多廠家可能會撐不過這波不景氣，這就要看各公司的財務底子與經營管理效率了。xxxx 的財務底子相當健全，幾乎沒有長期負債，總負債也很低。流動比率(=流動資產/流動負債)與速動比率(=(流動資產-存貨)/流動負債)分別約為 3 與 2，遠高於一般標準的 2 與 1，表示公司有非常好的流動性，不會發生資金週轉不靈的情況。這讓 xxxx 有厚實的基礎來熬過這波不景氣。

這些堅實的財務底子後面有著充沛的自由現金流量在支持。**股市精華導覽**的資料顯示，xxxx 的營業現金流量(Operating cash flow)十分充足，所需的維持性資本支出卻不高，因此長期下來年復一年產生龐大的自由現金流量。由於 xx 產業是一個成熟產業，沒有高度成長所需的不斷擴充，因而對資金的需求不大。這些充沛的自由現金流量除了必要的產能擴張外，基本上 xxxx 多以配發高現金股利的方式把經營利潤還給股東。我們認為 xxxx 除了買回自家股票外，這是對股東最好的方式。

由**股市精華導覽**的資料可以看出，xxxx 的股東權益報酬率長期平均約在 17%，是相當不錯的數字。營業利益率雖然長期有稍微下降的趨勢，但還維持在一定的水平。其他各種營運效率指標---如管銷費用率、毛利率等---也算穩定。雖然 2008 年的管銷費用率突然由 2007 年以前的 14% 上下升高到 2008 年的 17.1%，公司年報裡卻沒有交待升高的原因，對此我們有點疑惑。因為管銷費用是經營階層可以掌控的支出，通常在營收下降的情況下經營階層會跟著降低非必要的管銷費用支出，但 xxxx2008 年反而提高了二億七千萬元。我們只能猜測其中有一些可能是一次性的費用在裡面，例如與結束 xxxx 業務有關，否則同樣的管理經營團隊不會突然腦袋變得不靈光。

可能有投資人擔心萬一景氣很久才復甦怎麼辦？xxxx 的股票會再下跌嗎？對希望以長期持有的價值投資人來說，這都不是問題。價值投資人關心的重點在於 xxxx 的未來是否具有可預測性以及現在股價是否遠低於內含價值？過去十幾年間 xxxx 的經營績效相當穩定，我們認為未來也是如此，中間當然會受到經濟不景氣的影響，但也只有這個時候才會出現價格遠低於價值的機會。

到 2009 年五月為止過去的十年間市場給 xxxx 的評價約為每股淨值的 1.4 倍，為歷年來最低；以前曾高到 1.6 倍，最高到過 1.8 倍。假使 xxxx 的每股淨值以 2% 成長，五年後(2014 年中)的每股淨值約為 31 元。如以每股淨值的 1.4 倍估算，2014 年的每股價值約為 43.4 元；若以 1.8 倍估算則為 55.8 元。以昨日(2009/6/30)收盤價 2x.x 元估算，則五年後預期的年複利報酬率約在 13.6%~19.5%；如果三年後景氣復甦，那麼年複利報酬率會高許多。當然，如果拖到 2016 年才回復景氣，那報酬率就會低些了。

前面的估算並未包含未來幾年可能的現金股利。如果保守估計 xxxx 往後五年(2009~2013)實際配發的現金股利分別為 1 元、1 元、1 元、2 元、3 元，則到 2014 年中每股的價值分別為 51.4 元(=43.4+8)與 63.8 元(=55.8+8)，換算成年複利投資報酬率分別為 17.6%與 22.7%。

不論在何種情況，對大部分投資人而言預期的長期年複利報酬率都不差。最重要的是，雖然短期價格仍然會有波動，甚至跌到比買進價格低許多(果真如此就往下加碼吧)，但以「長期」的眼光來看，以此價格買進 xxxx 的投資風險非常低(注意：不是零)。但如果你只想跑短線或期望兩三年就大撈一筆，可能會讓你失望。

只有一點投資人要注意，因 xxxx 的股票籌碼相對集中，每日成交量有時會低於 100 張(100,000 股)，所以有興趣的投資人要考慮可能的流動性風險。當然，如果你的錢是閒錢就沒這個問題了(筆者註：如果不是閒錢，千萬別投資股市)。因為未來如果股價回升到內含價值附近，通常會有一段足夠的盤整時間讓投資人賣出持股。

最後，為了避免買進股票後卻下跌的後悔心裡，建議投資人採取分批買進的策略，詳細情形可[參看這裡](#)。§