

股市精華導覽

價值選股評論

2009/7/09

(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。

著作權聲明

《價值選股評論》著作權屬於精華投資人資訊所有，僅供電子郵件收件人本人閱覽，請勿以任何方式複製、傳播、轉寄或作為商業用途。

~~~~~

這波經濟不景氣中 xx 業與 xx 業受創頗深，資本支出也就跟著縮減，因此相關的產業大受影響。xxx(xxxx)做為供應鏈中的一環，自然也無法倖免。價值投資人卻因此得到一個機會來好好檢視其投資價值。

xxx(xxxx)：目前的內含價值約為 29 元

(建議投資人先翻閱該公司2008 年年報，瞭解其行業性質。)

xxx 的主要業務為生產與銷售 xxxx 自動化相關的 xxxx 保護設備、xx 終端機及週邊設備，屬於 xxx 自動化產業中的週邊設備專業製造商。成長策略採取自有品牌與 ODM 並重的模式。其主要客戶為替 xx 業者、xx 業者、大眾運輸業者(如捷運、地鐵)提供 xxx 自動化規劃整合的系統整合公司，如 xxx、xxxx、xxx、xxxx 等。

系統整合公司提供電腦系統及相關的應用軟體，周邊設備則以 ODM 方式向類似 xxx 的專業週邊設備製造廠商購買。xxx 自動化的最終用戶為 [REDACTED] 等。

由於各系統整合公司有自己的系統標準，相關的週邊設備必須與之配合，因此週邊設備就屬於少量多樣的產品，與一般資訊產品的大量生產很不相同，屬於利基行業，帶點寡占性質。xxx 的競爭者主要為美、日的公司，其中較大者為 [REDACTED]。

在 xxx 自動化產業中，不管是軟體還是硬體，產品可靠性是最關鍵的因素。xxx 的技術研發能力不錯，在研發費用上投資不少，這可由**股市精華導覽**上的<研發費用占營收>百分比看出來。由於產業特性，xxx 的客戶相當集中，碰到不景氣時影響相對也較大，所以獲利起伏比起其他行業大許多，股價也跟著獲利起伏而起舞。

**股市精華導覽**的資料顯示，xxx2008 年的營收開始明顯下滑，可是營業費用卻大幅增加，同時資產負債表裏的存貨與應收帳款也大增，這些看來都很不尋常。營業費用大增應該和 2008 年開始把員工分紅入股及董監酬勞列為費用有關。營收下滑但存貨與應收帳款大增，表示管理效率有待加強。雖然到 2009 年第一季時應收款情況已有改善，但存貨仍持續增加---即使營收繼續下滑，顯示此次金融風暴突然來襲，讓 xxx 有點措手不及。

雖然有前述幾項短期不利因素，但我們認為這些都不會對 xxx 的長期競爭力構成威脅。因為它的財務底子健全，負債很低，應可熬過這波不景氣。加上技術能力強，只要熬過不景氣，又是活龍一條。xxx 自動化是大趨勢，正方興未艾，即使因不景氣而有暫時頓挫，但長期仍是看好。**如果投資人把眼光拉長到五年以後，現在只要股價夠低，xxx 就會是一個好的投資標的。**

未來景氣恢復後，我們預估 xxx 的每股盈餘應該接近**股市精華導覽**上面過去幾年的<每股盈餘(調整)>數字(經過員工分紅入股費用化調整後)，即約在 x.5 元上下。如以昨日(2009/7/8)收盤價 1x.x 元計算，其「經常性」本益比只有 5.7，以過去十年長期股東權益報酬率高於 20%的 xxx 來說，的確是不可思議地低。我們認為這是因為市場以短期的眼光(因經濟不景氣而獲利下滑)來評價 xxx 的關係。只要景氣恢復，xxx 的股東權益報酬率應該可以回復到 20%以上的水準。

長期以來 xxx 的營業現金流量一直不錯，但所需的資本支出卻很小，主要的投資是在研發人力，因此過去十年間產生充足的自由現金流量。但 xxx 並沒有因資金太多而做一些好大喜功的投資或併購，而是每年以高現金股利的方式回饋給股東。更棒的是，xxx 陸續於 2006、2008 年間以「維護公司信用及股東權益」名義分四次買回公司股份，約占流通在外股數的 11%。前兩次共買回約 5,586,000 股，

價格約在 27~28 元附近，還算合理；第三次買回 5,000,000 股，價格約在 17.5 元；第四次買回 900,000 股，價格約在 11 元。雖說價格越低時應該買回越多股份而非越少，顯然管理層有不同的看法，或是已無多餘的閒置資金。但買回公司股票本身已經表明管理階層多少有把股東權益放在心上，而非只是嘴巴說說而已。

由歷年損益表的分析看出，不管營收如何變化，經營費用(即固定費用(包含營業費用與銷貨成本裏的固定費用))大致固定，因此營收一旦下滑，營業利益便受到很大衝擊，這在 2009 年第一季的財報中特別明顯。我們預估這情況在整個 2009 年度也會如此，因此 xxx 在 2009 年的獲利可能會比 2008 年還差。我們預估未來一兩年 xxx 的營收也不會很好，且由於經營費用大抵固定，難以隨營收下滑而比例減少，所以獲利自然也不會很好。這對股價有何影響呢？我們認為這種可能性或多或少已經反應在目前的股價上了。

**股市精華導覽**資料顯示，截至目前為止的過去十年市場給予 xxx 的平均評價約為每股淨值的兩倍(BVS 乘數=2)，是歷年最低；最高時為 2.5 倍。假使保守估計五年後的每股淨值為 14 元，以兩倍計算，則每股價值約為 28 元；若以保守的 1.8 倍計算，則每股價值為 25.2 元；若以 2.2 倍計算則為 30.8 元。以昨天(2009/7/8)收盤價 1x.x 元來估算，縱使不計入未來五年間的任何現金股利，五年後的年複利報酬率也有 12.1%(1.8 倍)~16.7%(2.2 倍)。更何況我們認為未來五年完全沒有配發現金股利的機率應該很低，除非景氣真的這麼差。如果未來五年總共配發 5 元現金股利，則報酬率為 16.2%~20.2%。

xxx 有點像是浮游在池塘上的小野鴨。它本身雖然體質不錯，但因客戶過度集中，很容易受該行業的景氣影響，如同小野鴨受制於池塘水位的漲落。我們認為 xxx 的財務體質相當健全，應該很容易撐過此次不景氣。但由於營收持續下滑，經營費用卻居高不下，加上存貨問題未能化解，未來可能要提列存貨跌價損失，所以壞消息尚未出盡，即使最近股價漲了不少，但我們認為可能還會回跌。投資人該等嗎？就看每位投資人自己的獨立判斷了。

xxx 屬於小而美的股票，但因為營收小、股票成交量少，大型投資機構沒有興趣，較適合一般個別投資人。但有一點要注意，xxx 的每日成交量偏低，很多交易日成交量低於 100 張，所以投資人要考慮是否願意承擔這種流動性風險。

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