

股市精華導覽

# 價值選股評論

2009/8/21

(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。

~~~~~

今年上半年股市由谷底開始反彈，許多股票已經漲了一大段。投資人未免會懷疑還有便宜的好股票可以買嗎？如果您有**股市精華導覽**，只要耐心地一支一支股票依序尋找，還是可以找到一些相對便宜的好股票---儘管從最低點算起半年來也已經漲了不少。但價值投資的精神不在於股票是正在上漲還是正在下跌，也無關乎它已經漲了多少，而在於其目前股價是否遠低於其內含價值，而且你是否還有更好的投資機會(即機會成本)。這裡我們替投資人找到一家非常好的公司，且其股價仍然相對便宜。

**XX(xxxx)：目前的內含價值約為 75 元**

(建議投資人先翻閱該公司[2008 年年報](#)，瞭解其行業性質。)

XX 的主要產品是 XXXXXXXXXX，近年也開始切入視訊週邊相關產品。 XXXXXXXXXX

。主要好處在於節省不必要的設備重複投資、節省空間，工程師可在同一地點工作，不必在機房間疲於奔命，提高工作效率。(詳細說明請看該公司 2008 年報)

XXXXXXXXXX 屬於利基市場。XX 有自有品牌業務，也有 ODM 代工。自有品牌主要的客戶為企業或政府機關的電腦資訊中心，部份賣給個人資訊相關的專業工作者。XX 是全球 XXXXX 市場的領導廠商，在日本市場也有很高的銷售量。XX 的競爭優勢在於研發能力，研發人員占總人數比例很高，約有 14%。研發費用占營收約 6%，每年可開發近五十項新產品，其他競爭者想要模仿也很困難。

由**股市精華導覽**的資料顯示，過去八年 XX 的股東權益報酬率---除 2008 年外---都在 22% 以上，平均約為 26%。難能可貴的是如此高的股東權益報酬率並不是透過高財務槓桿達成的，因為 XX 幾乎沒有長期負債，即使總負債比率也只有 25% 上下，財務非常穩健。在日常營運管理方面，過去幾年的應收帳款日數都在 80 天以內，這是很好的指標，因為從應收帳款的管理就可看出一家企業的日常管理效率。(類似看一家餐廳的廁所即可概略瞭解其管理水平。)

XX 因為具有強大的競爭優勢，所以產品毛利率高達 50% 以上，加上營業費用控制得宜，使得歷年的營業利益率(Operating Margin)高達 15~23%。更難得的是，XX 每年的資本支出(Capital Expenditure)很低，遠低於它所產生的營業現金流量(Operating Cash Flow)，所以 XX 幾乎每年都產生龐大的自由現金流量。但由於該市場並非高成長的市場，對資本支出的需求很低，因此近幾年來 XX 都把這些自由現金流量中的大部分以高現金股利的形式還給股東。我們預估未來也會如此。

另外，XX 於 2008 年由公開市場買回自家股票二百萬股，約占流通在外股數的 1.8%，平均買回價格約在 39.4 元(經除權追溯調整)。我們認為這是嘉惠股東的最好方式。可惜買的數量不夠多，因為該買回價格遠低於公司的內含價值。(XX 買回自家股票也可能是為了平衡過去三年偏高的員工分紅比例，不過總比沒買回好。)

由前述對多餘資金的處理方式可以看出公司經營階層的確有把股東的利益擺在心上，這和 XX 的股權相對集中於創辦人陳氏家族手中有關，所以經營階層的利益與股東是一致的。

不過值得注意的是，XX 於 2007、2008 兩年度的管銷費用急速增加，使得營業利益大幅下滑。翻閱這兩年的公司年報，關於 2007 年營業費用的增加只有簡單

的如下說明：「主因擴大研發團隊並設立研發中心所致」，並未對管銷費用大增原因予以解釋。我們判斷是成立銷售型子公司以擴充海外高階產品的行銷網路與銷售團隊所致。2008 年的董監酬勞與員工分紅(含入股)費用化，加上增加研發人力與設備的投資，使得 2008 年的營業費用再次升高。預估 2009 年因營收會受經濟不景氣影響而大幅下滑，但營業費用基本上很難隨之比例降低，因此預估每股盈餘會大受衝擊。但我們認為以 XX 的長期發展而言這些增加營業費用的投資都是正確的決策。如果景氣恢復後，我們相信 XX 的股東權益報酬率可以回復到 20% 以上的水平。

市場過去對 XX 的評價約為每股淨值的 3.2 倍(BVSx 乘數為 3.2)，我們保守預估五年後(2014 年底)XX 的每股淨值約為 30 元，如以保守的 2.5 倍計算，則預估股價為 75 元，加上保守預估的五年現金股利共 15 元，總共價值約為 90 元。以昨日(2009/8/20)的收盤價 4x.4 元計算，五年後期望的年複利報酬率約為 16%。如果以每股淨值 3 倍、現金股利 17.5 元計算，則報酬率就約為 20%。投資人如果以昨日收盤價買進 XX，持有五年後的年複利投資報酬率很可能落在 16~20% 範圍內。當然，如果景氣提早復甦則報酬率會更高，我們認為這種可能性不小。

XX 也是屬於小而美的股票，大型投資機構比較沒有興趣，適合一般個別投資人。短期而言股價會漲還是會跌無法預測，但如以長期持有的觀點來看，以目前股價買進 XX 的風險非常低。但有一點要注意，XX 的股權相當集中於陳氏家族，大部分的交易日成交量不高，所以不適合大手筆資金進出。

由於半年來股市漲幅兇又急，因此我們認為大盤未來半年內可能會回跌，但對個股而言是否如此則無從判斷。我們認為投資人不應理會大盤未來會漲還是會跌，應以價格與價值的差異來做投資決策的基礎。(可是人總是貪心不足啊!)。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](#)。§