

股市精華導覽

價值選股評論

八之二期

2011/11/2

(價值選股評論僅供授權同意下列條款的付費訂戶閱讀)

《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，有可能犯蠻，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》，並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。

~~~~~

價值投資者不介意股票是正在上漲還是正在下跌，也不介意它已經漲了多少，而只關心其目前股價是否遠低於其內含價值，以及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好的公司，且其股價仍然相對便宜。

## 台達電(2308)：目前估算的每股內含價值約為 96 元

(建議投資人先翻閱該公司 [2010 年報](#)，瞭解其行業性質。)

台達電主要生產用於資訊、電子、家電等的電源管理產品及其相關零組件，近年逐漸跨入能源管理、綠色節能與再生能源相關產業。台達電在電源管理產業居於領先地位，為全球最大的交換式電源供應器廠。目前積極進入電動車、電子紙、LED 照明等環保節能領域。2010 年台達電開始注重品牌管理，逐漸提高自有品牌業務的比例，以補強因 OEM 和代工市場激烈競爭下逐年下降的毛利率。

**股市精華導覽**的長期歷史資料顯示，長久以來台達電的自由現金流量一直很穩定、也很接近稅後盈餘的數字，每年可以靠營運所產生的自由現金流量發放高現金股利。(對比之下，鴻海的自由現金流量遠低於其稅後盈餘，所以鴻海近兩年帳上的每股盈餘雖然近 8 元，但其現金股利卻只有少少的 1~2 元。)從 2000 年起台達電除了在 2005 年前後有以可轉換公司債轉換成股份增資約 1.4 億股(約占當時股份數 6.7%)外，從未向股東要過現金增資。即便該期間台達電的每股營收、每股盈餘同步成長了三倍多，它卻完全可以從營運所產生的自由現金流量來支付成長所需的資金，同時還能每年發放占每股盈餘高比例的現金股利。

2008-2010 三年間，台達電流動比率分別為 2.2、2.1、2.0，速動比率為 1.9、1.8、1.7，長期負債比率不到 6%，顯示其財務狀況非常健全。同期間平均應收款收現日數分別為 70、78、66，平均售貨日數為 32、38、35，管銷費用率一直維持在 6% 上下，這些數字突顯出台達電的日常營運管理相當成熟且有效率。

最近因毛利率由去年同期的 22% 降到今年前三季的 19%，董事長鄭崇華也坦誠表示第四季獲利會不如預期，這些資訊引起外資投資圈的疑慮，紛紛調降目標價並減少持股，加上世界經濟利空消息不斷，轉投資的太陽能廠旺能 (3599) 近年因需求不振而產生虧損，諸多負面消息導致台達電股價由今年初的 145 元一路下滑腰斬到 2011/11/2 收盤價 71.6 元。我們認為這是投資人過度反應，也給有耐心的價值投資人創造了長期投資的機會。

相對其他電子股，市場給台達電的本益比一向高出不少，主要在於台達電長期產生穩定的自由現金流量的能力與財務安全性，而且公司的經營管理品質非常優良。今年毛利率下滑的主要因素之一為大陸廠的人工成本上升，但這工資上升是必然趨勢且大家都受影響。我們認為以台達電的經營管理品質與競爭力，提高生產力以為因應的能力必然優於其他競爭同業。以 2009 年金融風暴為例，台達電該年營收雖然下滑，但透過調整產品組合、提高自動化等手段，當年獲利仍出現成長。

台達電過去十年間(2001-2010)營收成長近四倍，過去五年成長近 1.7 倍。以目前營收 1700 多億的水平加上 PC 市場長期趨緩等因素，想要繼續以相同速度成長會越來越困難。但透過產品組合調整、加強自有品牌等策略，可以在營收小幅成長或甚至零成長的情況下維持獲利的穩定成長。我們認為台達電有足夠的經營力做到這點。

市場過去給台達電股票的評價約為每股淨值的 3.3 倍(BVS 乘數 = 3.3x)。我們保守預估五年後(2016 年底)的每股淨值為 40 元，如用保守的 2.5 倍乘數，到時股價約為 100 元，加上保守預期五年間可收到的現金股息共 22.5 元，合計每股合

理價值約為 122.5 元。以今日收盤價 71.6 元(2011/11/2)計算，五年後的預期年複利報酬率約為 11.3%。如果用 3.2 倍乘數，五年現金股息 25 元，則估算五年後的每股合理價值約為 153 元，預期年複利報酬率為 16.4%。所以我們估算五年後(2016 年底)的預期年複利報酬率有很大的機率落在 11~16%之間。當然啦，如果買進價位再低的話，報酬率可以再提高，但短期股價趨勢無法預測，該不該耐心再等等就存乎投資人一念之間了。

台達電有獨特的不裁員企業文化，其理念始於創辦人鄭崇華。創立四十年以來從未裁員，如遇經濟不景氣則全體上下節流因應、共體時艱。這在台灣資訊電子業界屬於異數。台達電的員工忠誠度高，生產力好，公司治理在台灣也屬頂尖，其年年被選為台灣的標竿企業也就不意外了。

台達電的長期投資價值在於確定性高，估算的每股價值不會太離譜，以目前價位買進的長期風險極低，是價值投資組合中很好的成份股。因其產品多樣化、跨多種產業的經營方式使得其獲利得以免於單一產業景氣榮枯的大幅影響。雖然轉投資的太陽能廠旺能 (3599)近年因需求不振而產生虧損，LED 照明(目前占營收 <1%)也沒預期那麼快普及，但我們認為替代能源與環保節能產品是未來的趨勢。

2009 年金融海嘯時台達電股價曾來到 50 元附近的最低點，這一波可能的二度景氣衰退有機會再跌到那個讓投資人掉下巴的價位嗎？我們認為機會雖不是零但機率很小。如果真的出現了，那麼就趕緊把全部家當投下去大膽[往下加碼](#)吧。最後，如果投資人想避免買進股票後卻下跌或想等拉回再買卻一路上漲的後悔心裡，建議可採取分批買進的策略，詳細情形可[參看這裡](#)。§