

投資家觀點



孫慶龍 Daniel

現職：投資家日報總監

學歷：英國 EXETER 大學財務管理碩士

國立成功大學中國文學學士

證照：證券投資分析師(CSIA)

教育部大專院校合格講師證書

MIC 高科技產業分析師

經歷：鑫圓滿證券投資總監

致理科大財金系講師

理財周刊 執行長

商周編輯顧問 BWE

著作：《源源不絕賺好股》

《發掘未來 10 年產業趨勢：半導體設備》

《發掘未來 10 年產業趨勢：電動車》

《12 招獨門秘技：找出飆股基因》

從財報的領先指標「合約負債」，來挖掘被市場忽略的潛力好股，不僅是慶龍從 2016 年就一直宣揚的選股邏輯，更長期為《投資家日報》訂戶創造豐沛的收穫，以 11/27 日報列舉的亞翔(6139)為例，僅 3 個多禮拜時間，股價就從 25.85 元上漲至今天盤中最高價 34.05 元，短線飆漲 31% 的背後，又再一次印證《投資家日報》作對投資與做出績效的專業價值。

亞翔(6139)2019 年 7 月到 12 月股價走勢圖



資料來源：投資家日報

《找出飆股基因》第 8 招：預收款項藏好股

第8招

春節加班找飆股 預收款項藏好股

除了現金流量表中的投資活動，可以找到領先指標的飆股基因之外，我還有 2 個獨門的財務領先指標，可與大家分享，分別為「春節加班找飆股」與「預收款項藏好股」。

每年農曆春節，台灣與中國大陸都會有所謂的長假效應，但春節放假的時間，有時會落在 1 月，有時會落在 2 月，因此我認為聰明的投資人，可利用每年 1、2 月營收年增率 (YOY) 的起伏，窺知一家公司今年營運的成長面貌。

春節加班趕工 隱藏大漲 462% 飆股

舉例來說，2018 年春節是在 2 月 16 日，2017 年春節是落在 1 月 28 日，因此從工作天數來看，在不考慮台灣獨特的 228 假期影響下，2018 年 2 月就會比 2017 年 2 月，整整縮減 26% 的工作天。換言之，在縮減 26% 的工作天之下，一家公司 2018 年 2 月份營收較 2017 年同期衰退，不僅是正常，26% 更是觀察的指標，月營收年減 26%，或 26% 上下 3%。都屬合理範圍。

年份	大年初一	年份	大年初一
2001	1 月 24 日	2010	2 月 14 日
2002	2 月 1 日	2011	1 月 23 日
2003	1 月 21 日	2012	1 月 23 日
2004	1 月 29 日	2013	2 月 10 日
2005	2 月 5 日	2014	1 月 31 日
2006	1 月 28 日	2015	2 月 8 日
2007	2 月 13 日	2016	2 月 8 日
2008	2 月 7 日	2017	1 月 28 日
2009	1 月 20 日	2018	2 月 16 日

然而，換另一個角度想，如果一家公司的營收，非但沒有衰退，還逆勢成長，甚至繳出比沒有春節的月份還要好的營收成績，合理推論，就是公司的訂單已經多到必須「春節加班」才能消化完的地步。此外，員工在春節加班，通常必須付出較高的加班費，因此除非訂單真的太多，否則一般公司都不會選擇

說明：預收款項 2018 年已更名為合約負債

展望未來，慶龍相信「好，還會更好」，因為將成功的經驗數據化，就能創造不斷複製的可能。



Point

這 3 年之所以能夠在股票分析上越來越犀利，其實可歸功先前慶龍在組織內所推動「複製成

功經驗」的專案。

股票投資對慶龍而言，是當作一輩子的事業在認真經營，因此從 2009 年開始主筆《投資家日報》以來，長達 11 年的時間累積了許多投資經驗，其中有賺錢的股票，當然也有賠錢的標的，不過由於堅持每一筆投資決策的背後，都必須要經過詳實的紀錄，因此長期所累積的分析內容，不僅提供慶龍追求「精益求精」的重要依據，更促成了 2016 年以來，《投資家日報》對股票分析越來越「犀利」的關鍵。

平心而論，這 3 年之所以能夠在股票分析上越來越犀利，其實可歸功先前慶龍在組織內所推動「**複製成功經驗**」的專案，因為從那時開始，便不斷地試圖從過去以來，諸多成功的投資經驗中，找出一些共同特色，並且將這些共同特色，量化成實際的

數據，作為選股的條件。

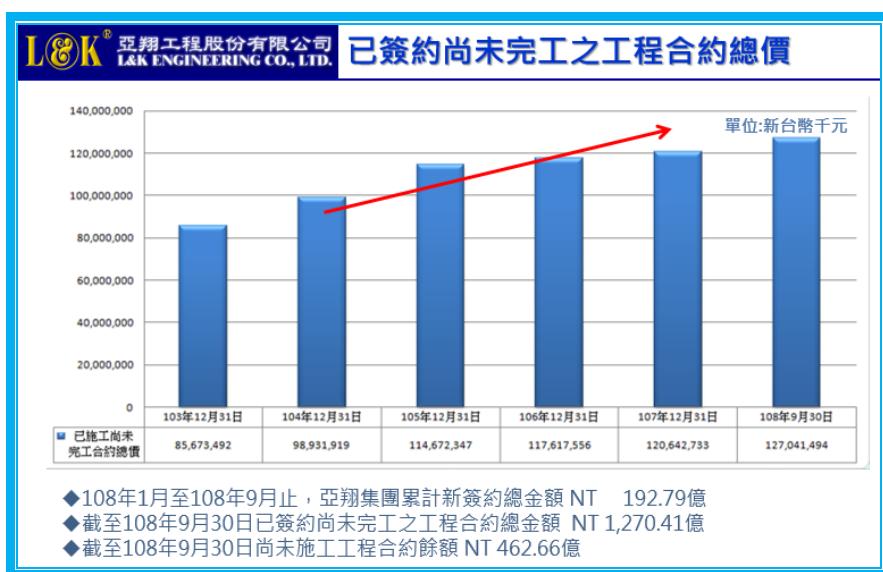
找出過去成功股票投資的共同條件，只是計畫的第一個步驟，而第二個步驟，就是將這些共同條件所設定的決策，進行歷史大數據回測，測試如果將這樣子的策略，運用在其他股票上，是否能夠經得起市場的考驗？勝率能有多少？平均報酬率又可以達到多少？

整體而言，原本個人主觀的分析論點，在開始大量加入大數據 Big Data 的客觀分析之後，通過去蕪存菁、精益求精的優化過程，進而形成目前《投資家日報》總能領先市場的專業價值，並具體反應在訂戶投資獲利的大幅增揚上。▲

企業動態

亞翔(6139) 之 4

亞翔(6139)12/18 舉辦法說會，其中關乎未來業績展望的「已簽約尚未完工之工程合約總價」，截至今年 9/30 為止，總金額已達 1,270 億元，不僅較去年年底時的 1,206 億元增長 63 億元，更維持自 2014 年以來持續增長的趨勢，分別從 856 億元，成長到 989 億元，上升到 1,146 億元，走揚到 1,176 億元，再上揚到 1,206 億元與 1,270 億元。



然而，有意思的是，亞翔(6139)「已簽約尚未完工之工程合約總價」的持續走升，並未直接反應在今年營收的增長上，甚至營收還出現大幅下滑的變化，今年 1 月到 11 月累積營收為 145.8 億元，較去年同期衰退幅度高達 30.38%，因此似乎有「訂單遞延」的現象，不過由於「已簽約尚未完工之工程合約總價」與「營收」的差距過大(編按：兩者差距 7 倍以上)，因此在不確定亞翔是如何計算下？此數據內容參考就好，還是回歸到慶龍長期主張的財報領先指標「合約負債」，從這數據的增減變化，來推探未來營運的可能方向。

Point

由於「已簽約尚未完工之工程合約總價」與「營收」的差距過大(編按：兩者差距 7 倍以上)，因此在不確定亞翔是如何計算下？此數據內容參考就好。

年/月	營收	月增率	去年同期	年增率	累計營收		年增率
					單位：仟元		
108/11	1,588,487	-1.13%	1,468,056	8.20%	14,585,538	-30.38%	
108/10	1,606,633	27.18%	1,721,966	-6.70%	12,997,051	-33.29%	
108/09	1,263,254	34.33%	1,988,935	-36.49%	11,390,419	-35.87%	
108/08	940,440	8.64%	1,609,179	-41.56%	10,127,165	-35.79%	
108/07	865,651	-31.57%	1,387,445	-37.61%	9,186,725	-35.13%	
108/06	1,265,080	27.78%	2,098,404	-39.71%	8,321,074	-34.86%	
108/05	990,036	-28.46%	2,583,050	-61.67%	7,055,995	-33.91%	
108/04	1,383,882	27.49%	2,088,750	-33.75%	6,065,959	-25.05%	
108/03	1,085,511	24.05%	2,263,885	-52.05%	4,682,077	-22.03%	
108/02	875,077	-67.85%	1,494,743	-41.46%	3,596,565	-3.85%	
108/01	2,721,488	100.46%	2,245,983	21.17%	2,721,488	21.17%	
107/12	1,357,612	-7.52%	2,137,077	-36.47%	22,308,010	4.27%	

亞翔(6319)近 7 季資產負債表

負債	2019Q3		2019Q2		2019Q1		2018Q4		2018Q3		2018Q2		2018Q1	
	金額	%												
短期借款	16.5	5.93	18.38	6.75	18.37	6.82	15.96	5.91	21.95	8.17	19.54	7	20.06	7.39
應付短期票券	12.48	4.48	12.48	4.58	9.48	3.52	9.49	3.51	9.48	3.53	9.49	3.4	10.49	3.87
短期借款合計	28.98	10.4	30.86	11.3	27.85	10.3	25.45	9.43	31.44	11.7	29.03	10.4	30.55	11.3
應付票據	0.29	0.1	0.052	0.02	0.027	0.01	0.066	0.02	0.024	0.01	0.066	0.02	0.024	0.01
應付帳款	57.07	20.5	58.96	21.7	57.76	21.5	60.05	22.2	67.88	25.3	71.35	25.6	54.84	20.2
應付帳款-關係人	0.003	0	0.003	0	0.003	0	0.003	0	0.006	0	0.002	0		
合約負債	35.79	12.9	29.65	10.9	29.02	10.8	29.89	11.1	18.68	6.95	23.4	8.38	31.15	11.5
其他應付款項	3.78	1.36	6	2.2	2.52	0.94	4.18	1.55	3.19	1.19	6.28	2.25	2.6	0.96
其他應付款項-關係人	2.29	0.82	2.39	0.88	2.16	0.8	2.01	0.74	1.87	0.7	2.05	0.73	1.98	0.73

整體而言，追蹤近 7 季亞翔(6319)的合約負債，2018 年 Q3 以後，確實看到明顯的成長趨勢，一路從 18.68 億元，成長

到2018年Q4的29.89億元,2019年Q2的29.65億元,2019年Q3更創下新高的水準,來到35.79億元。

此外,進一步拆解亞翔(6139)的營運結構,來自台灣的比重達51.27%,來自中國大陸的比重為47.52%,產業別部分,來自半導體的比重最高,占比達到44%,其次是公共工程的32%與光電面板的11%。

半導體比重占亞翔業績達44%,是過去從未有過的現象,不過也正因此,成功搭上了這一波半導體蓬勃發展的成長商機,而目前在建工程的客戶包括:蘋果、台積電、聯電、南亞科、旺宏與華邦電等。

Point

半導體比重占亞翔

(6139)業績達44%,是

過去從未有過的現象,

不過也正因此,成功搭

上了這一波半導體蓬勃

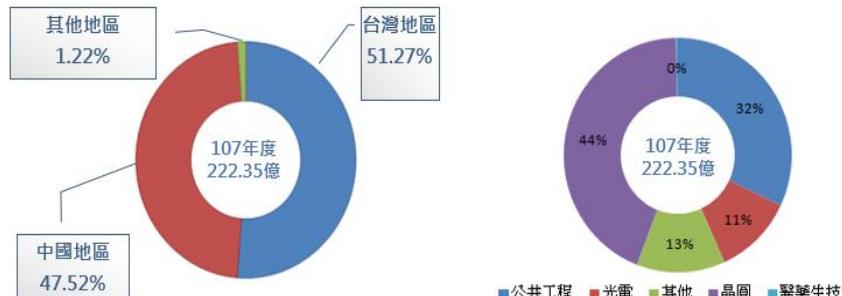
發展的成長商機,目前

在建工程客戶包括:蘋

果、台積電、聯電、南

亞科、旺宏與華邦電等。

亞翔(6139)營收的地區與產業來源



L&K 亞翔工程股份有限公司 主要在建工程 – 台灣

委戶名稱	工程名稱
五、公共工程-其他	
經濟部水利署南區水資源局	南化水庫防淤隧道統包工程
台灣電力股份有限公司	大林電廠更新改建計畫筒式煤倉系統統包工程
台灣中油股份有限公司	台中廠二期計劃化天然氣儲槽興建統包工程
六、半導體行業	
美商蘋果電子(股)公司台灣分公司	LY3廠房新建工程
台灣積體電路製造股份有限公司	F15 P7 MEP Package
台灣積體電路製造股份有限公司	F18 P1/P2/P3 underground piping system&土方開挖回填
聯華電子股份有限公司	8CD WAT無塵室擴建工程
南亞科技股份有限公司	FAB-3AN 9-1期無塵室擴建工程
旺宏電子(股)公司	FAB 5廠務系統擴建MEP工程
旺宏電子(股)公司	FAB5 BAY29/30無塵室建置工程
華邦電子股份有限公司	高雄廠一般機電工程MEP一期興建工程

企業評價

亞翔(6139)近900日股價與淨值比的相關走勢圖



@可至延伸閱讀：

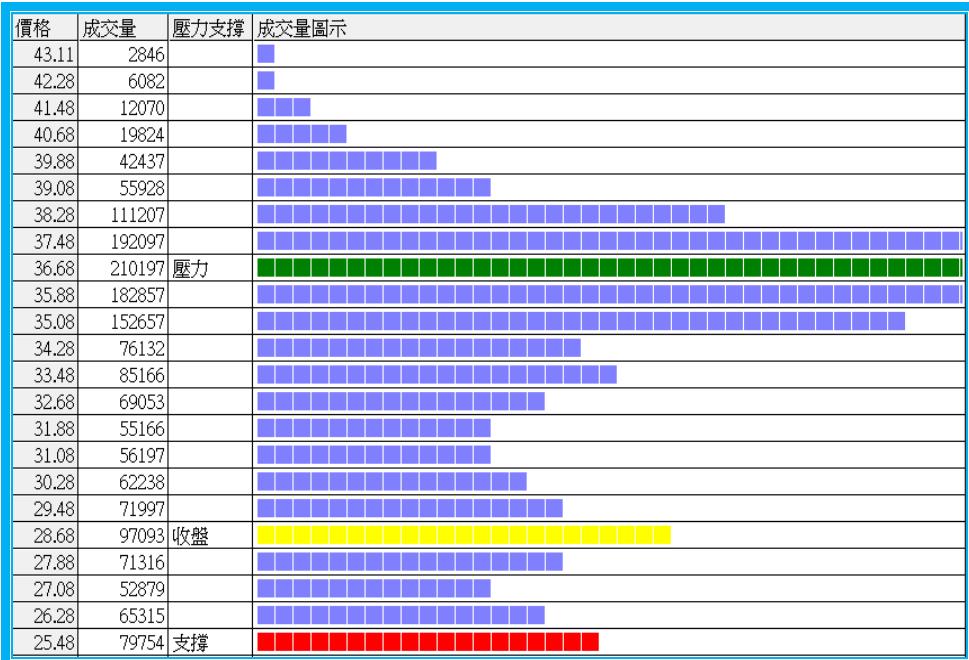
【用本益比河流圖判斷

買點與賣點】



說明：根據法人預估，短線目標價33(12/19已達陣)；資料來源：12/18《投資家日報》

亞翔(6139)16年1/1到19年12/16期間價格與成交量

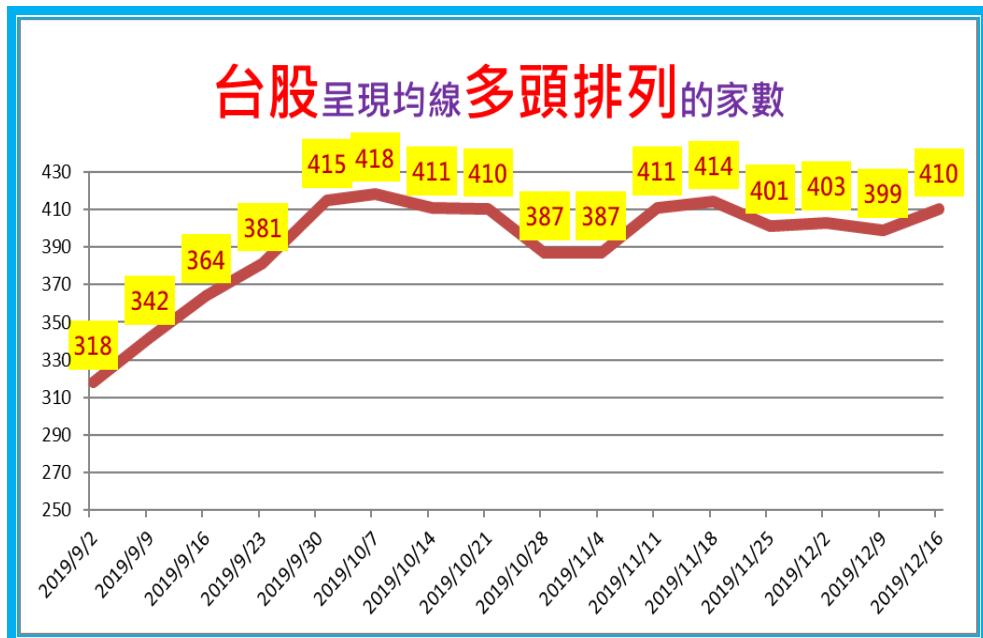


資料來源：Cmoney

投資家 SI 驚奇指數



@延伸閱讀 :【從多頭排列的家數，領先掌握台股上漲的虛與實！】

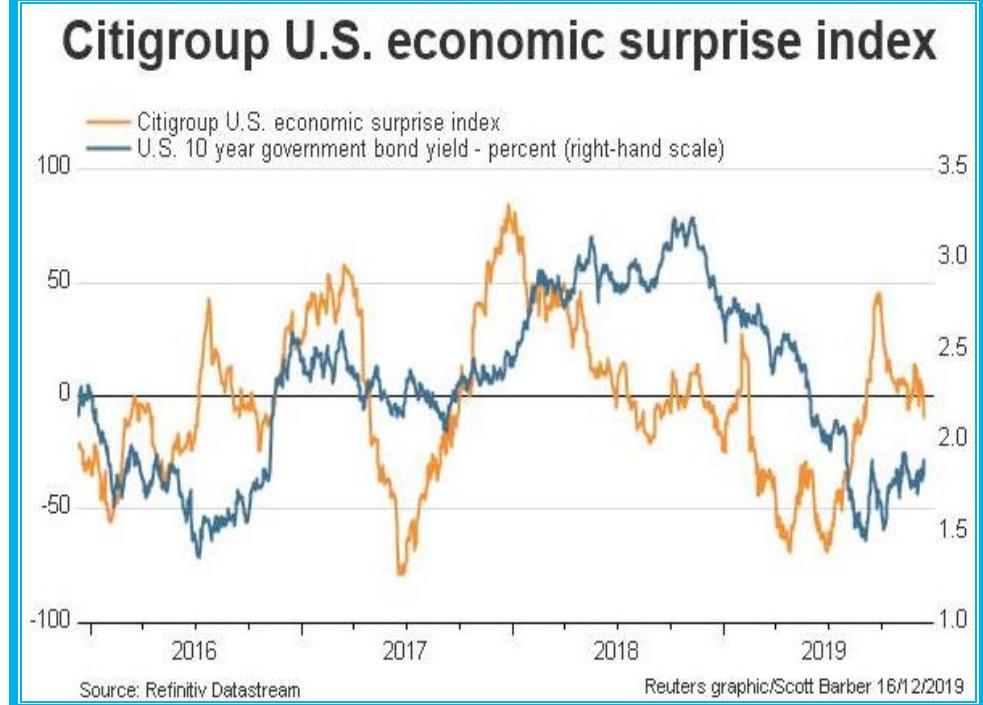


說明：12/16 開始上升；資料日：12/16(每週更新)；資料來源：投資家日報

花旗驚奇指數 2015 年到 2019 年走勢圖



@延伸閱讀 :【獨家揭密：花旗驚奇指數與台股的關係】



口袋名單 大數據決策

《找出飆股基因》第9招：鹹魚大翻身



@我要訂購：【孫慶龍

新書】12招獨門秘

技：找出飆股基因。

鹹魚大翻身 狂賺10倍不是夢



鹹魚大翻身
狂賺10倍不是夢

一般而言，市場在評估一家公司的合理股價時，會習慣參考「每股淨值」作為判斷標準，但我在《源源不絕賺好錢》一書中卻提出不一樣的檢視標準，並且命名為：每股清算價值。

考量到財務報表中，最容易被CEO上下其手、操控損益的科目就屬「應收帳款」、「存貨」及「長期投資」，因此我主張在計算一家公司「最底線」的價值時，應該採用「近乎苛求」的財務標準，也就是假設一家公司的資產，除了要償還所有負債之外，帳上所有的應收帳款、存貨及長期投資，也都必須假設全部收不回來，全部認列損失，如此所剩下的資產，才能算

清算價值 = 總資產 - (扣除①) - (扣除②)

扣除①	扣除②
● 短期負債（必須償還）	● 存貨（全部損失）
● 長期負債（必須償還）	● 應收帳款（全部變呆帳）
● 長期投資（全部收不回來）	

找出被低估的股票 後勢漲幅驚豔

當時我特別以DRAM的華亞科（3474）、華邦電（2344）與力晶（5374）為例，分別計算出每股市清算價值之後，直接點名股價已跌到4.18元的華亞科與3.98元的華邦電，由於市價遠低於每股清算價值，長線投資價值已浮現。

獨門密技第9招：鹹魚大翻身

股票	12/13 收盤價	每股 清算價值	市價/清算 價值	股票	12/13 收盤價	每股 清算價值	市價/清算 價值
益通	1.17	4.26	0.27	聯邦銀	10.95	17.83	0.61
中纖	7.88	28.24	0.28	誠研	4.45	7.19	0.62
金麗-KY	11.1	35.73	0.31	益航	11	17.69	0.62
台開	8.69	23.38	0.37	東華	5.54	8.57	0.65
勝悅-KY	15.6	38.07	0.41	安可	15.55	24.00	0.65
四維航	8.23	17.63	0.47	東和	7.07	10.88	0.65
海灣	16.4	35.08	0.47	圓剛	10.35	15.88	0.65
燦星網	10.6	22.67	0.47	誠美材	6.14	9.31	0.66
達能	3.88	8.11	0.48	大洋-KY	28.5	42.86	0.67
志信	6.82	14.05	0.49	全友	6.52	9.75	0.67
開發金	9.91	19.40	0.51	佳總	4.7	6.98	0.67
三商	21.45	40.77	0.53	慧洋-KY	29.45	43.73	0.67
中石化	9.66	18.01	0.54	福華	4.38	6.48	0.68
群創	8.2	15.16	0.54	廣運	14.75	21.72	0.68
台端	13	23.08	0.56	新光金	10.45	15.16	0.69
新興	16.4	28.25	0.58	高雄銀	9.8	14.15	0.69
太欣	5.49	9.37	0.59	燁興	4.15	5.97	0.70
悅城	14.95	24.46	0.61	高野	13.85	19.91	0.70

資料來源：投資家日報

獨門密技第9招：鹹魚大翻身

 Point

@我要訂購：【孫慶龍
新書】12招獨門秘
技：找出飆股基因。

股票	12/13 收盤價	每股 清算價值	市價/清 算價值	股票	12/13 收盤價	每股 清算價值	市價/清 算價值
福邦證	9.22	13.20	0.70	國票金	11	13.86	0.79
盛達	7.87	11.05	0.71	藍天	36.75	46.19	0.80
正德	7.17	10.02	0.72	日盛金	9.73	12.19	0.80
第一保	14.25	19.82	0.72	彩晶	7.97	9.91	0.80
寶碩	7.06	9.80	0.72	宣進	14	17.38	0.81
安國	13.65	18.86	0.72	群益證	10.55	13.04	0.81
艾笛森	12.45	16.78	0.74	新纖	11.7	14.28	0.82
中航	29.6	39.89	0.74	中環	9.62	11.72	0.82
洋華	19.45	26.14	0.74	新復興	18.75	22.82	0.82
台航	17.75	23.58	0.75	國泰金	42.9	51.95	0.83
牧東	9.23	12.23	0.75	台通	15.8	19.13	0.83
偉全	14.55	19.05	0.76	大飲	6	7.25	0.83
官田鋼	6.68	8.71	0.77	圓展	16.6	19.76	0.84
友達	9.58	12.45	0.77	安泰銀	15.35	18.25	0.84
台聯電	58.5	75.92	0.77	福大	5.72	6.76	0.85
京晨科	6.35	8.11	0.78	華票	14.9	17.55	0.85
榮運	14.1	17.99	0.78	農林	16.2	18.92	0.86
方土昶	7	8.85	0.79	陸泰	20.35	23.69	0.86

資料來源：投資家日報

獨門密技第9招：鹹魚大翻身

股票	12/13 收盤價	每股 清算價值	市價/清 算價值	股票	12/13 收盤價	每股 清算價值	市價/清 算價值
遠東銀	12.05	13.93	0.87	友輝	25.75	27.75	0.93
大展證	13	15.00	0.87	亞帝歐	12.3	13.21	0.93
菱生	8.95	10.22	0.88	首利	2.06	2.21	0.93
華東	11.4	13.01	0.88	華晶科	23.4	25.06	0.93
台中銀	11.9	13.56	0.88	台新金	14.4	15.38	0.94
新天地	11.65	13.19	0.88	臺企銀	12.45	13.22	0.94
闊暉	26.2	29.50	0.89	宏達電	35.55	37.67	0.94
中紬	11.9	13.37	0.89	元大金	20.25	21.14	0.96
艾華	24.05	26.89	0.89	麗正	7.78	8.11	0.96
歐買尬	39.05	43.60	0.90	昇華	10.45	10.81	0.97
鎧勝-KY	45.65	50.58	0.90	天揚	5.88	6.07	0.97
台產	20.9	23.05	0.91	華興	6.97	7.16	0.97
恆大	15.5	17.07	0.91	冠軍	6.61	6.76	0.98
富邦金	47.15	51.62	0.91	新麗	17.35	17.71	0.98
昆盈	7.98	8.73	0.91	鼎創達	2.69	2.75	0.98
杭特	12.05	13.09	0.92	聚亨	5.18	5.27	0.98
華鎧鑫	7.33	7.96	0.92	長科*	34.1	34.51	0.99
遠雄港	26.1	28.30	0.92	台星科	28.4	28.69	0.99

資料來源：投資家日報

《找出飄股基因》第10招：仿效彼得林區



@我要訂購：【孫慶龍

新書】12招獨門秘

技：找出飄股基因。

仿效彼得林區 棒棒全壘打



仿效彼得林區
棒棒全壘打

這一家營運正在成長、股價又便宜的公司，是我認為能夠長期戰勝市場的重要關鍵。然而，上述的觀點，卻會牽涉到2個問題，一是如何定義「營運正在成長」？二是如何定義「股價便宜」？

「本益比」是目前市場中最常見、用來定義一樣股票股價高低的財務準則，但本益比最大的缺點，就是本身並不會透露價格的合理性。換句話說，20倍本益比是「高」還是「低」？很難有一個明確的界定，因為用在3D感測概念股、電動車概念股或許是低，但如果用在食品股可能就高不可攀了。

當然，上述評價的過程中，還要考慮到整體市場的本益比、

主要競爭者的本益比，或者公司歷史的本益比等資訊，才能理出具有參考價值的頭緒。

營運成長公司 有方法找出便宜價買進

「股價盈餘成長率」提供了一個解決的方案，美國投資大師彼得林區（Peter Lynch）在其著作《邀股戰略》表示，如果一家公司的股價盈餘成長率僅有0.5（成長率是本益比的2倍），他會毫不考慮地連場逢低買股票，反之，如果一家公司的本益比是成長率的2倍，那麼他情願帶著家人去賭城拉斯維加斯度假，開心地花掉這筆錢，也不會傻到買進這家公司的股票。

用「股價盈餘成長率」判斷股價高低

$$\frac{\text{股價盈餘成長率}}{\text{預估本益比}} = \frac{\text{預估未來5年每股盈餘成長率}}{\text{合理本益比}}$$

合理本益比 30倍	超跌本益比 15倍	超漲本益比 60倍
---------------------	---------------------	---------------------

若未來5年股價盈餘成長率為30%，則：

獨門密技 第10招：彼得林區選股

代號	股票	9月營收 YOY	10月營收 YOY	11月營收 YOY	12/10 收盤價	近4季 EPS	本益比
9946	三發地產	356	702	198	27.3	5.19	5.3
3684	榮昌	65	90	45	40.7	4.34	9.4
2524	京城	80	279	220	30.8	3.18	9.7
2348	海悅	157	61	312	54.5	5.21	10.5
3038	全台	54	44	66	18.15	1.65	11.0
6210	慶生	47	64	77	47.35	3.66	12.9
3611	鼎翰	75	48	54	251	19.05	13.2
1229	聯華	92	68	44	36.15	2.68	13.5
2597	潤弘	64	64	75	59.4	4.34	13.7
8928	鉅明	133	73	111	38.9	2.84	13.7
3709	鑫聯大投控	70	44	123	22.75	1.65	13.8
2107	厚生	78	59	42	18.8	1.35	13.9
6514	芮特-KY	35	36	46	78.1	5.4	14.5
5878	台名	65	30	55	44.75	2.97	15.1
3293	鈦象	115	95	91	373.5	23.17	16.1
6224	聚鼎	39	32	45	67.3	3.93	17.1

資料來源：投資家日報