

# 2010台灣生技股分析--以太醫、永信、懷特為例



撰文:

卓至禾 張紫凌 黃士賓 蔡宜廷 蔡承璋 蘇倩儀

指導老師:

蕭世斌

## 壹、前言—關於生技產業

### 一、台灣生物技術產業發展現況

我國生物技術產業(製造業及其相關技術服務業)範疇，包括製藥產業、醫療器材產業及新興生技產業。2008年我國生技產業總營業額為新台幣2,010億元，較2007年成長5%，其中醫療器材產業占我國生技產業營業額最高，營業額為新台幣790億元，製藥產業營業額亦有新台幣690億元，至於新興生技產業營業額則為新台幣530億元，如下表所示。

2007~2008年我國生技產業現況表(金額單位：新台幣億元)

產業別	新興生技產業	製藥產業		醫療器材產業		合計	
		2007	2008	2007	2008	2007	2008
營業額	483	530	690	749	790	1,912	2,010
廠商家數(家)	294	320	320	501	544	1,116	1,184
從業人員(人)	9,320	9,600	11,250	20,200	21,923	40,794	42,773
出口值	193	212	135	317	330	665	677
進口值	205	225	740	462	470	1,374	1,435
內銷：外銷	60:40	60:40	80:20	58:42	65:35	65:35	65:36
國內市場需求	495	543	1,295	894	930	2,621	2,768

資料來源：財團法人醫藥工業技術發展中心，經濟部生物技術與醫藥工業發展推動小組，2009。

就各領域的成長幅度，2008年新興生技產業營業額以10%的速度增長，醫療器材產業成長速度已趨緩，2008年成長了5%，製藥產業約僅有1%的成長。2008年我國生技產業總家數達到1184家，出口值為新台幣677億元，進口值亦達新台幣1435億元，國內市場需求則高達新台幣2768億元。我國生技投資金額在2007年受到生技新藥產業發展條例的鼓舞，創下新台幣270億元的歷史新高，2008年全球金融風暴的發生，銀行放款與廠商投資趨向保守，生技投資金額仍維持在新台幣250億元的水準，其中製藥/生技製藥及醫療器材等為資金投入最多的項目。

行政院國家發展基金截至2009年2月，已核准投資國內外36件生技投資案，累計核准投資金額已達新台幣130.61億元。此外，2008年底，我國計有39家上市櫃生技公司，包括11家上市公司、28家上櫃公司，生技公司總營業額達到新台幣440.98億元，比2007年的新台幣400.03億元成長10%。至於2008年登錄於興櫃市場進行交易者，亦有19家生技公司，營業額為新台幣85.09億元。生技新藥產業發展條例自2007年7月4日總統令公布施行，該條例提供生技新藥公司在技術、人才、資金的優惠措施，以鼓勵國內生技公司從事生技新藥的開發，帶動生技產業的發展。

迄 2009 年 6 月底，我國已有 25 家通過審議為生技新藥公司，其中又以從事人用新藥開發的廠商居多，其餘則從事醫療器材及動植物新藥之開發。隨著行政院規劃「生技起飛鑽石行動方案」，未來 5 年將由行政院國家發展基金投資新台幣 240 億元，民間籌募新台幣 360 億元，共同成立規模新台幣 600 億元的生技創投基金，挹注國內生技新創公司，將可為我國生技產業再注入活力。期能藉由政府與民間投資生技產業的宣示效果，帶動國內廠商增加生技投資，加快生技產業的發展。

## 二、產業範疇

生技醫藥產業涵蓋的技術領域及產品範圍極廣(如下圖)，在技術領域方面，生物技術可應用到遺傳工程、細胞融合、細胞培養、組織培養、胚胎及細胞核移植等技術；在產品方面，目前主要應用以藥品、醫療保健、農業、食品、環境、能源等工業經濟領域。



資料來源：行政院第二十二次科技 顧問會議

## 三、發展願景

依據行政院「加強生物技術產業推動方案」之發展願景及目標：

1. 建立台灣成為國際生物技術社群研發與商業化之重要環節，及亞太地區生物技術產業研發、製造與營運中心。
2. 未來五年生物技術產業營業額每年平均成長二五%，帶動一千五百億元的投資；十年內成立五百家以上之生物技術公司。並於 2010 年前促成十八件生技成功投資案例。

#### 四、我國生物技術產業之 SWOT 分析

<ul style="list-style-type: none"> <li>● 政府積極推動生技產業並逐步完成各項基磐設施之建置。</li> <li>● 學研界之基礎研究能力已臻一定水準，相關技術平台均已建立。</li> <li>● 生技與醫藥研發及生產服務鏈已到位。</li> <li>● 生技及醫藥人才濟濟。</li> <li>● 創投業具國際水準，生技創業種子基金即將到位。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 研發與創新缺乏國際競爭力。</li> <li>● 相關法規制度尚未健全。</li> <li>● 產品量產經驗不足，製程工程人才缺乏。</li> <li>● 內需市場規模小，且缺乏國際行銷之經驗及管道。</li> <li>● 具經營經驗的生技管理級人才短缺。</li> <li>● 生技公司風險承擔能力及研發投入不足。</li> <li>● 技術評估及鑑價之能力尚未建立。</li> </ul>
<b>優勢</b>	<b>劣勢</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>● 亞太地區之新興市場具廣大潛力，可為我國生技產業拓展市場之目標。</li> <li>● 國際產業聯盟蔚為風潮，有利於合作開發產品上市。</li> <li>● 先進國家生技與醫藥廠商之研發中心有移向亞太之趨勢，我國基磐建設完善，有利於吸引大廠來台設立研發中心。</li> <li>● 傳統產業面臨產業轉型之壓力，新興之生物技術適合傳產切入。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 先進國家法規嚴格，市場切入不易。</li> <li>● 中國大陸、韓國、新加坡、印度及紐澳等亞太國家積極推展生技，搶攻市場。</li> <li>● 專利地雷與智慧財產權之限制。</li> <li>● 投資者缺乏長期投資之眼光及耐性。</li> </ul>
<b>機會</b>	<b>威脅</b>

#### 五、近年生技產業的代表性企業與分析架構

以下精選三家近年來在生技醫療產業具發展性或代表性的企業，分別為太醫(醫療器材)、永信(製藥)、懷特(生技研發)。下一章將以五大分析指標(成長分析、安全分析、獲利分析、經營分析、股價分析)分析此三家企業歷年財報，並推估其股票的內在價值。

分析架構	成長分析 (經營績效)	安全分析 (償債能力)	獲利分析 (獲利能力)	經營分析 (經營能力)	股價分析(股價)
分析指標	營收成長率	負債比	毛利率	資產周轉率	本益比
	稅後淨利成長率	流動比	資產報酬率	存貨周轉率	配息折現模式
	現金流量成長率	速動比	股東權益報酬率	應收帳款周轉率	最高/最低收盤價

## 貳、太醫、永信、懷特的簡介與財務分析

### 一、太醫(4126)

#### (一) 公司簡介

太醫的公司全名為太平洋醫材股份有限公司，1977/08/06 成立，並於 2004 年上市，股票代碼為 4126。現任董事長為李元勇，總經理為鍾仁，目前(2010/5)實收資本額(元)：609,242,680 元，普通股發行股數為 60,924,268 股。公司的主要經營業務是各種醫療器材的生產、製造及買賣，其他經營業務有設備安裝、施工及維修保養。

#### (二) 財務分析

**1.成長分析(經營績效):**計算營收成長率、稅後淨利成長率以及現金流量成長率，看看這家公司的成長變化是否穩定，以及成長的幅度是否領先其他競爭同業。

##### (1)營收成長率

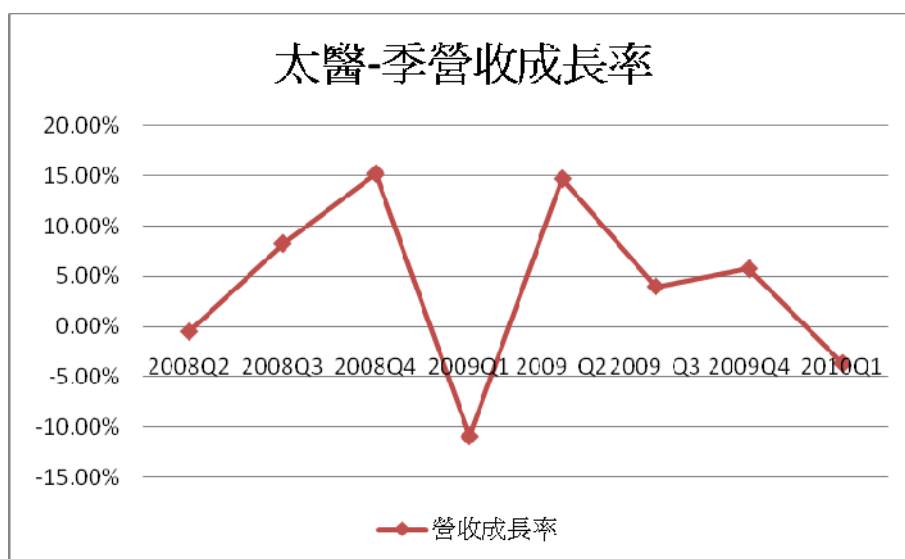
對一個企業而言，保持高度或是至少穩定的營收成長是必要的。高營收成長的公司我們通常可以預期它的股價也會持續走高。2007 年金融海嘯，太醫的年營收仍然維持 2 位數的成長率，2007 年~2009 年的年營收成長率也逐年慢慢攀升。由季營收成長率來看，得知太醫的營收與季節有顯著關係，Q1 及 Q3 會衰退，Q2 和 Q4 則會好轉，這也表示我們看季營收成長率時，必須和去年同期做比較會比較準確。Q1 一向是太醫季營收成長率的最低點，雖然 2010Q1 的季營收成長率為-3.63%，但比去年同期 2009Q1 的-10.87%進步很多。若與醫療器材的同業相比，太醫的年營收成長率十分傑出。

#### 太醫-季近幾季成長分析(千元)

季別	營收	營收成長率	淨利	淨利成長率	現金流量	現金流量成長率
2008Q1	222,680	NA	30,833	NA	23,425	NA
2008Q2	221,649	-0.46%	29,875	-3.11%	78,340	234.43%
2008Q3	240,015	8.29%	34,773	16.39%	48,871	-37.62%
2008Q4	276,562	15.23%	35,654	2.53%	102,197	109.12%
2009Q1	246,505	-10.87%	-3,711	-110.41%	40,766	-60.11%
2009Q2	282,752	14.70%	-17,243	-364.65%	109,002	167.38%
2009Q3	294,085	4.01%	-56,783	-229.31%	65,308	-40.09%
2009Q4	311,086	5.78%	65,030	214.52%	128,660	97.00%
2010Q1	299,794	-3.63%	100,741	54.91%	75,308	-41.47%

太醫-年成長分析(千元)

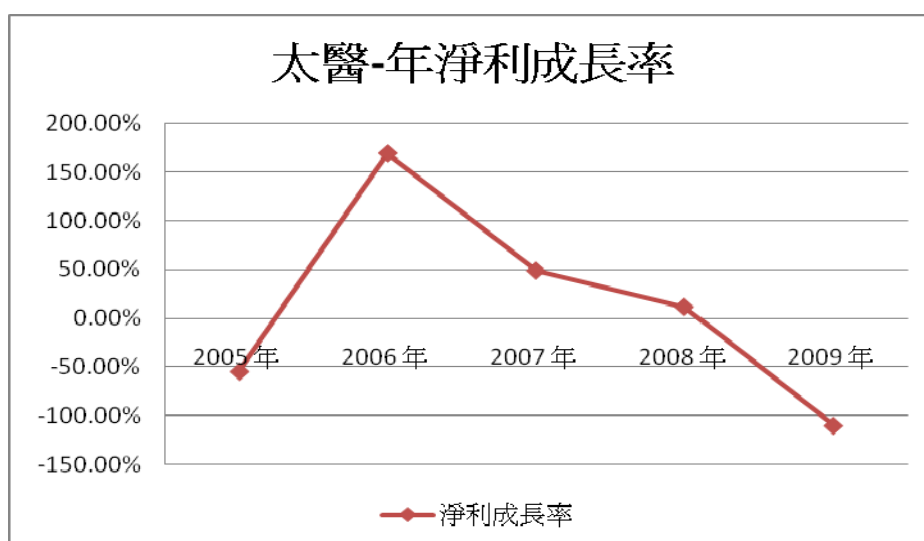
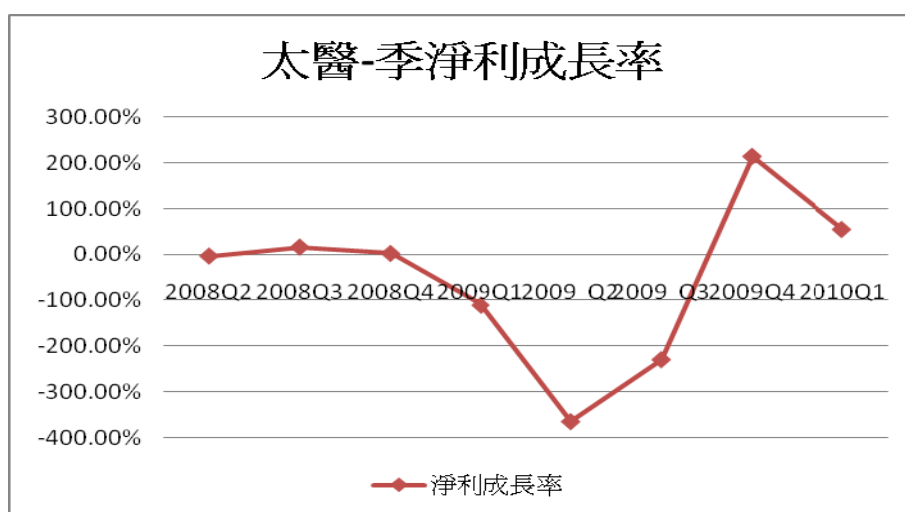
年度	營收	營收成長率	淨利	淨利成長率	現金流量	現金流量成長率
2004年	606,356	NA	64,199	NA	82,551	NA
2005年	530,836	-12.45%	29,270	-54.41%	7,740	-90.62%
2006年	738,926	39.20%	78,717	168.93%	126,764	1537.78%
2007年	832,847	12.71%	117,244	48.94%	105,901	-16.46%
2008年	960,906	15.38%	131,135	11.85%	252,833	138.74%
2009年	1,134,428	18.06%	-12,707	-109.69%	343,736	35.95%



## (2) 稅後淨利成長率

獲得利潤是公司經營的最終目的。淨利提供公司成長所需的資金、銀行借款的來源或擔保，以及付給股東現金股利。淨利的成長是公司價值上升的主要動力。

太醫的營收成長率雖然不錯，然而營業費用太高，所以最近一年平均淨利成長率為-109.69%、近三年平均為-16.3%，與同業相比並不好。但所幸最近二季已轉虧為正，有大幅成長，之後還要持續觀察每季的淨利成長情況。



### (3)現金流量成長率

現金是維持公司運作的原動力。現金流量為正代表公司每年獲得的現金總數比它花出去的現金要多，使公司有能力擴充規模或配現金股利。因此現金流量保持成長正是推動公司成長的重要條件，也是公司真實價值的來源。

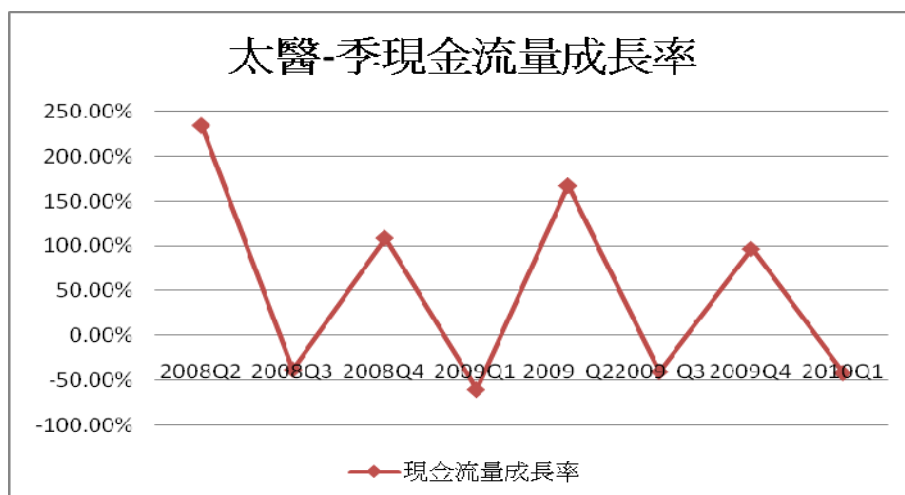
太醫的現金流量成長率不論是年現金流量成長率或是季現金流量成長率，高低都落差很大，並不穩定。以年現金流量成長率來看，最近一年平均為 35.95%，最近三年平均為 52.74%，與其他醫療器材產業相比相差不大。而從季現金流量成長率來看，Q1 和 Q3 都是太醫的現金流量大幅退期，但仍然都有維持正數，而且 2010Q1 季現金流量成長率優於去年同期。

太醫-近一季成長與同業比較

單位：%	營收成長率	淨利成長率	現金流量成長率
太醫	-3.63	54.91	-41.47
醫療器材	N/A	N/A	N/A
生技醫療	-2.07	-1.32	-84.99
大盤	30.2	109.63	-49.15
表現	普通	良好	不佳

太醫-近一年成長與同業比較

單位：%	營收成長率	淨利成長率	現金流量成長率
太醫	18.06	-109.69	35.95
醫療器材	7.99	22.95	47.23
生技醫療	11.54	86.14	101.49
大盤	99.21	62.76	-21.01
表現	十分傑出	不佳	普通



**2.安全分析(償債能力):** 觀察公司的負債比例及速動比、流動比，公司的財務狀況是否安全可藉由這幾項指標來判斷。

**(1)負債比例**

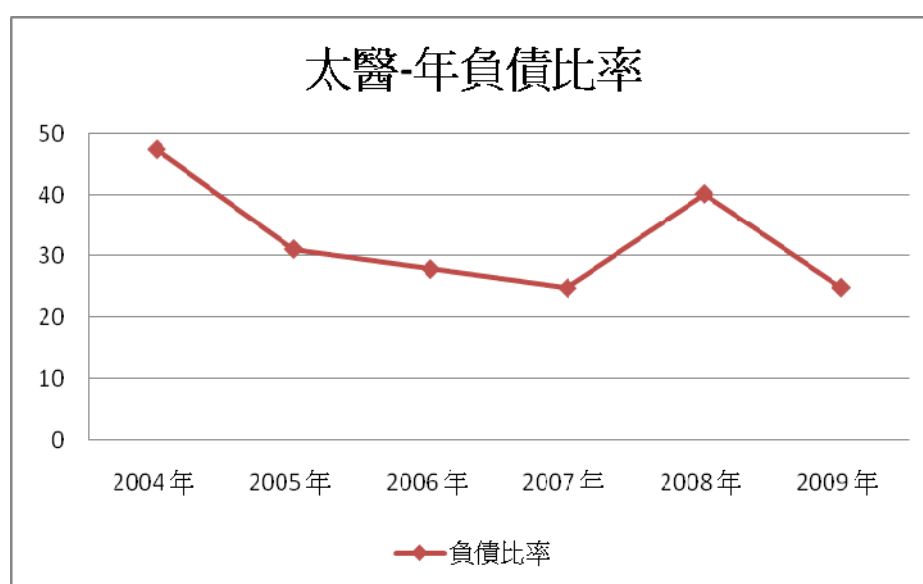
負債比率是評量一間公司財務風險的重要指標之一，負債比以小於 50%為佳。過低的負債比率可能使企業缺乏利息支出可以抵稅的財務槓桿效果，但過高的負債比率會侵蝕公司的獲利或甚至使公司因週轉不靈而倒閉，因此一間管理良好的公司其負債比率不應過高。太醫不論是近幾季或近幾年的負債比都已達到小於 50%的條件，與同產業相比也十分優秀。

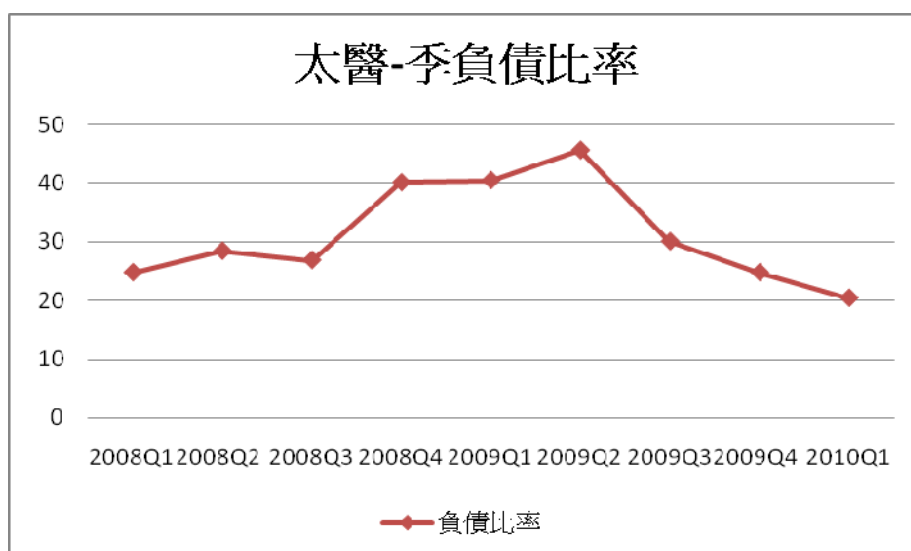
太醫-近幾年安全性分析

年度	負債比率
2004	47.39
2005	31.04
2006	27.78
2007	24.69
2008	40.17
2009	24.78

太醫-近幾季安全性分析

季別	2008 Q1	2008 Q2	2008 Q3	2008 Q4	2009 Q1	2009 Q2	2009 Q3	2009 Q4	2010 Q1
負債比	24.78	28.44	26.88	40.17	40.54	45.65	30.06	24.78	20.39





#### 太醫-近一年負債比與同業比較

單位：%	負債比率
太醫	24.78
醫療器材	27.13
生技醫療	28.59
大盤	34.98
表現	優秀

#### 太醫-近一季負債比與同業比較

單位：%	負債比率
太醫	20.39
醫療器材	26.09
生技醫療	27.1
大盤	34.52
表現	優秀

#### (2)流動比與速動比

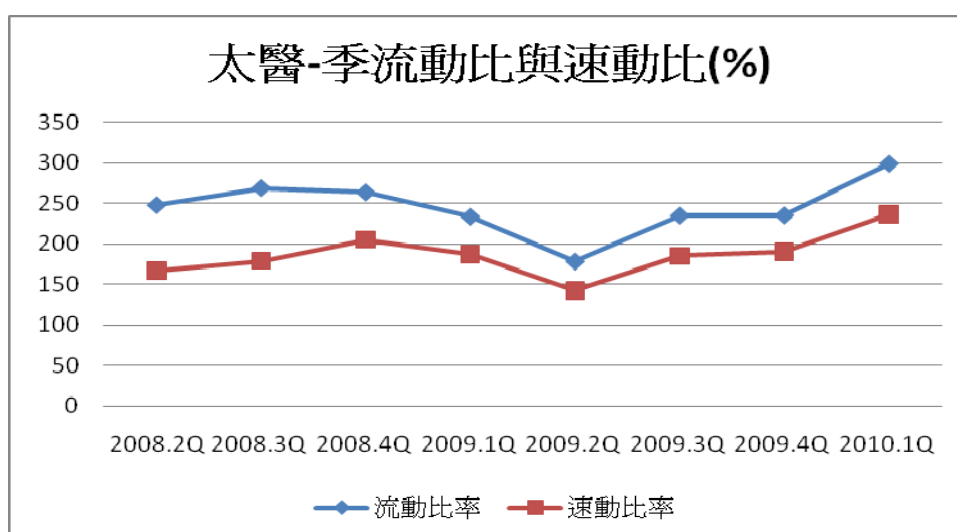
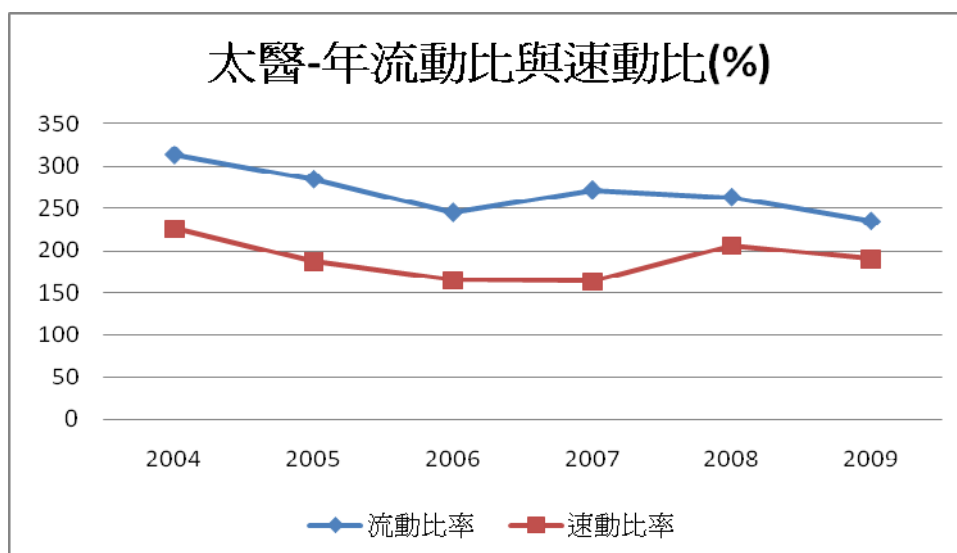
流動比和速動比可以衡量公司償還短期負債的能力。流動比率太低的公司較有可能遇到週轉不靈的情形，發生財務危機機率愈高。而速動比率是更進一步的衡量企業在「不必出售存貨情況下」是否仍具有償債能力，故流動比和速動比比率愈大，表示企業的短期變現能力愈快、短期償債能力愈強。一般而言，企業的流動比 200%以上為佳、而速動比最好有 150%以上。太醫的流動比和速動比經常保持在標準之上，而且近幾季除了 2009.2Q 之外，也都高於標準，表示太醫的短期支付的能力一直維持相當安全且良好的範圍。

太醫-年流動比與速動比(%)

期別	2004	2005	2006	2007	2008	2009
流動比率	313.54	285.12	245.89	272.15	263.6	235.45
速動比率	225.62	187.35	164.44	163.62	205.39	189.99
負債比率	47.39	31.04	27.78	24.69	40.17	24.78
利息保障倍數	51.13	23.25	62.38	91.64	91.6	100.59

太醫-季流動比與速動比(%)

期別	2008.2Q	2008.3Q	2008.4Q	2009.1Q	2009.2Q	2009.3Q	2009.4Q	2010.1Q
流動比率	247.99	269	263.6	233.82	178.85	235.25	235.45	298.88
速動比率	166.91	178.9	205.39	186.77	141.76	185.01	189.99	236.92
負債比率	28.44	26.88	40.17	40.54	45.65	30.06	24.78	20.39
利息保障倍數	211.24	322.48	37.1	1.55	0.7	104.86	-35.39	483.35



**3.獲利分析(獲利能力):** 毛利率、資產報酬率及股東權益報酬率是衡量一間公司收益能力的重要指標。報酬率越高，顯示公司在產業中就越有獲利的能力，在產業中競爭能力亦越佳。

#### (1)毛利率

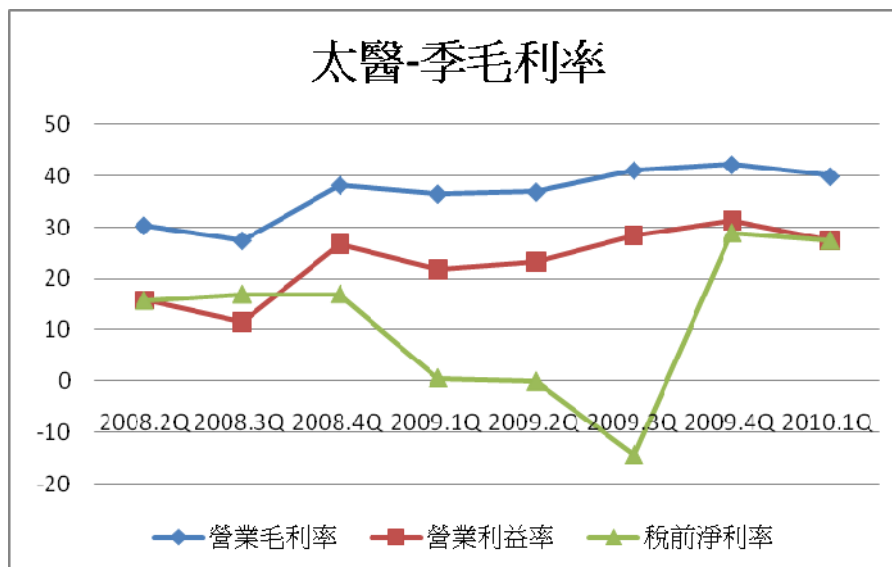
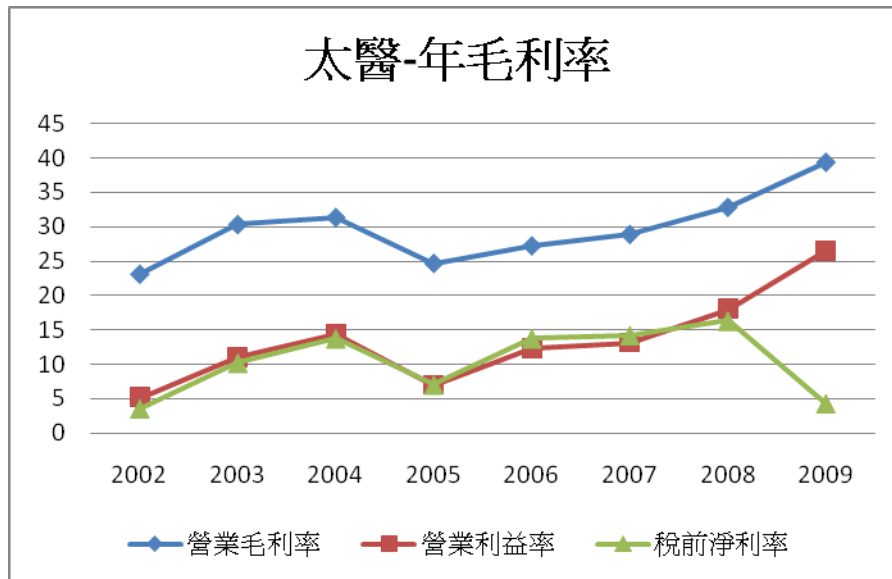
毛利率代表一間公司降低成本的能力，通常也是一間公司競爭力的表現。毛利率當然是越高越好，太醫的近四季的毛利率和去年同期相比都有增加，2005年之後毛利率圖也出現逐年漸漸上升的趨勢。

太醫-年毛利率(單位:元;%)

期別	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
營業毛利率	23.14	30.33	31.37	24.71	27.26	28.92	32.84	39.37
營業利益率	5.12	11.01	14.44	6.93	12.3	13.16	18.05	26.54
稅前淨利率	3.53	10.21	13.77	7.02	13.78	14.22	16.36	4.28
稅後淨利率	3.12	7.88	10.59	5.51	10.65	14.08	13.65	-1.12
每股淨值	11.52	12.47	13.15	12.57	14.22	15.22	15.09	18.02
每股營業額	18.05	20.25	20.08	13.48	17.83	19.92	20.02	18.66
每股營業利益	0.92	2.23	2.9	0.93	2.19	2.62	3.61	4.95
每股稅前淨利	0.71	2.07	2.93	0.99	2.63	2.85	3.27	0.88
股東權益報酬率	5.42	13.67	18.32	6.56	14.52	19.13	19.27	-1.4
資產報酬率	3.65	8.85	10.68	4.15	10.43	14.24	12.88	-0.93
每股稅後淨利	0.63	1.6	2.25	0.77	2.03	2.82	2.73	-0.23

太醫-季毛利率(單位:元;%)

期別	2008.2Q	2008.3Q	2008.4Q	2009.1Q	2009.2Q	2009.3Q	2009.4Q	2010.1Q
營業毛利率	30.39	27.46	38.21	36.51	36.88	41.13	42.23	39.93
營業利益率	15.79	11.47	26.7	21.78	23.35	28.44	31.42	27.45
稅前淨利率	15.65	16.88	16.92	0.56	-0.09	-14.37	28.81	27.35
稅後淨利率	13.48	14.49	12.89	-1.51	-6.1	-19.31	20.9	33.6
每股淨值	13.75	14.47	15.09	15.28	13.21	15.55	18.02	19.78
每股營業額	4.62	5	5.76	4.05	4.65	4.84	5.12	4.92
每股營業利益	0.73	0.57	1.54	0.88	1.09	1.38	1.61	1.35
每股稅前淨利	0.83	0.95	0.97	0.03	-0.01	-0.79	1.62	1.35
股東權益報酬率	4.5	5.13	5.03	-0.5	-2.35	-6.95	6.46	8.76
資產報酬率	3.32	3.72	3.39	-0.15	-1.29	-4.34	4.57	6.79
每股稅後淨利	0.71	0.81	0.74	-0.08	-0.35	-1.06	1.17	1.66



## (2) 股東權益報酬率

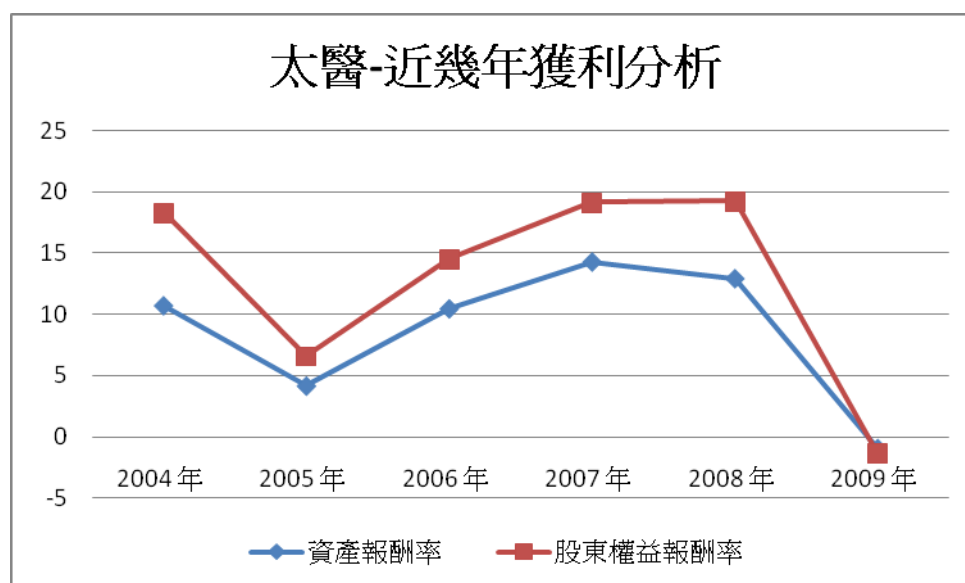
股東權益報酬率代表管理當局為股東創造收益的能力。高股東報酬率通常代表經營良好的公司。一般而言，一家公司的股東權益報酬率大於 15% 會比較理想，但實際上每個產業的情形都會有所不同，還是要跟同產業相比較，才能知道個別公司的表現。如醫療器材產業的年平均股東權益報酬率為 8.99%，季平均股東權益報酬率 3.49%，而太醫的股東權益報酬率最近一年平均為 -1.4%，略遜於同產業，但最近一季的股東權益報酬率為 8.76%，表現頗佳。事實上近兩季的股東報酬率就漸漸提升，而 (2010Q1) 更是到達最近幾季的新高點，和同業相比也十分傑出。

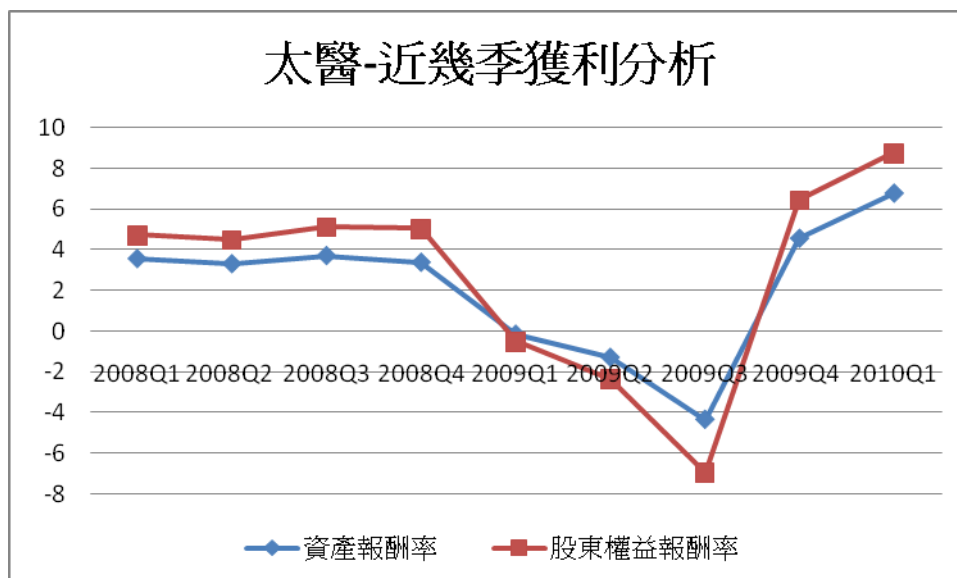
### 太醫-近幾年獲利分析

年 度	資產報酬率	股東權益報酬率
2004 年	10.68	18.32
2005 年	4.15	6.56
2006 年	10.43	14.52
2007 年	14.24	19.13
2008 年	12.88	19.27
2009 年	-0.93	-1.4

### 太醫-近幾季獲利分析

季 別	資產報酬率	股東權益報酬率
2008Q1	3.57	4.73
2008Q2	3.32	4.5
2008Q3	3.72	5.13
2008Q4	3.39	5.03
2009Q1	-0.15	-0.5
2009Q2	-1.29	-2.35
2009Q3	-4.34	-6.95
2009Q4	4.57	6.46
2010Q1	6.79	8.76





太醫-近一季與同業獲利分析比較

單位：%	資產報酬率	股東權益報酬率
太醫	6.79	8.76
醫療器材	2.45	3.49
生技醫療	2.54	3.24
大盤	1.56	1.79
表現	十分傑出	十分傑出

太醫-近一年與同業獲利分析比較

單位：%	資產報酬率	股東權益報酬率
太醫	-0.93	-1.4
醫療器材	6.68	8.99
生技醫療	8.57	10.86
大盤	4.42	5.11
表現	不佳	不佳

### (3) 資產報酬率:

太醫的資產報酬率除 2009 年之外，一直都十分良好。所幸從 2009Q3 之後逐漸上升，2010Q1 達到近幾季之最高峰，與同業相比表現也十分傑出。

**4.經營分析(經營能力):** 資產周轉率、存貨周轉率、應收帳款周轉率可顯示一間公司經營績效是否正常。比率越高，顯示公司控制資產、存貨或應收帳款的能力越佳，經營績效與公司體質亦較為健全。

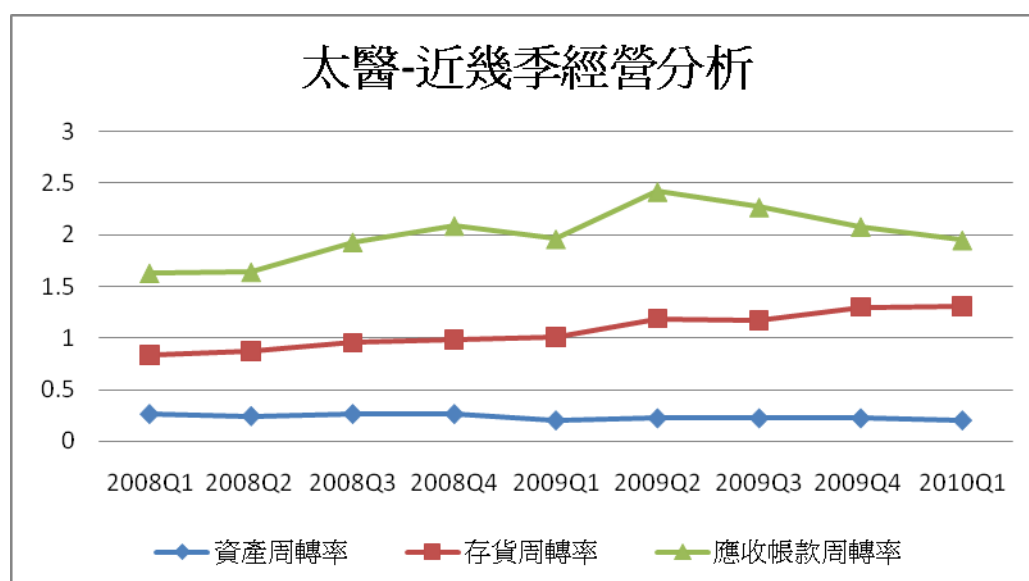
太醫的資產周轉率優於同業，存貨周轉率也和醫療器材產業平均差不多，只有應收帳款周轉率比同業平均差，顯示其應注意應收帳款的管理。還好從 2005 年開始，應收帳款周轉率有漸漸上升的趨勢。

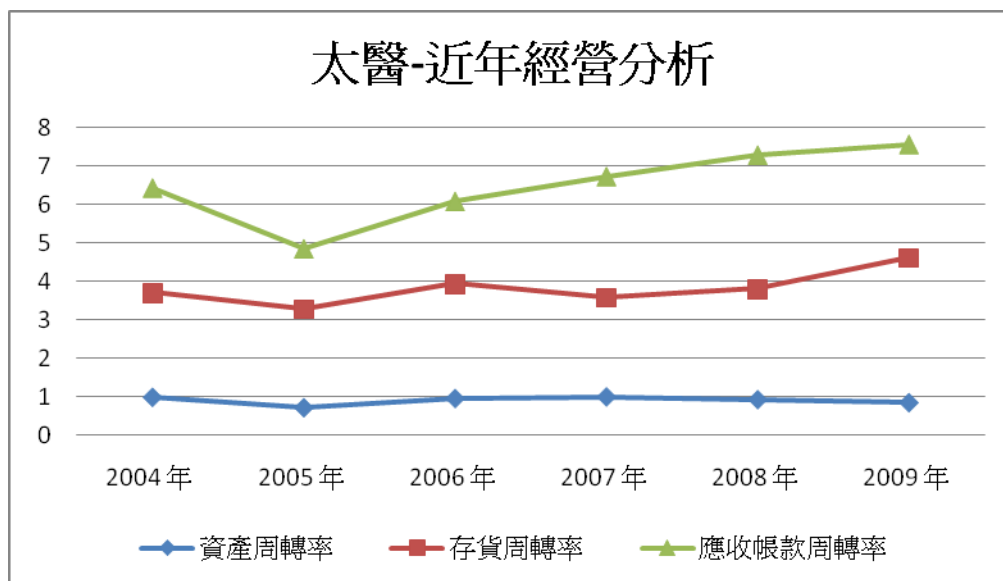
#### 太醫-近年經營分析

年度	資產周轉率	存貨周轉率	應收帳款周轉率
2004 年	0.99	3.7	6.43
2005 年	0.72	3.28	4.84
2006 年	0.96	3.93	6.08
2007 年	1	3.58	6.73
2008 年	0.93	3.8	7.29
2009 年	0.85	4.61	7.57

#### 太醫-近幾季經營分析

季別	資產周轉率	存貨周轉率	應收帳款周轉率
2008Q1	0.26	0.83	1.63
2008Q2	0.24	0.87	1.64
2008Q3	0.26	0.95	1.93
2008Q4	0.26	0.98	2.09
2009Q1	0.2	1.01	1.96
2009Q2	0.22	1.19	2.42
2009Q3	0.22	1.17	2.27
2009Q4	0.22	1.3	2.08
2010Q1	0.2	1.31	1.95





#### 太醫-近一年與同產業經營分析比較

單位：%	資產周轉率	存貨周轉率	應收帳款周轉率
太醫	0.85	4.61	7.57
醫療器材	0.78	6.93	38.18
生技醫療	0.56	4.07	5.05
大盤	0.76	128.78	39.29
表現	良好	普通	普通

#### 太醫-近一季與同產業經營分析比較

單位：%	資產周轉率	存貨周轉率	應收帳款周轉率
太醫	0.2	1.31	1.95
醫療器材	0.18	1.87	155.44
生技醫療	0.13	1.78	1.08
大盤	0.2	63.24	5.91
表現	良好	普通	普通

**5.股價分析(股價):** 以本益比來觀察股價，並以配息折現模式推估股票的內在價值。

#### (1)本益比

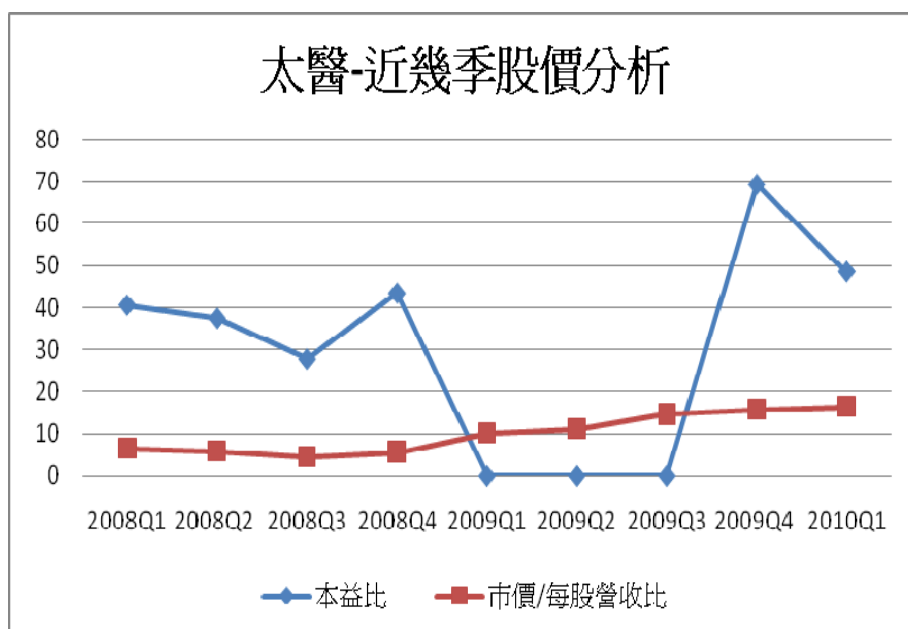
就價值投資的觀點而言，本益比越低代表公司的股價越有可能低於真實價值。一般而言，本益比 (P/E) 小於 20 為佳，太醫目前的本益比為 **47.35**，高於醫療器材產業及生技醫療產業的平均。

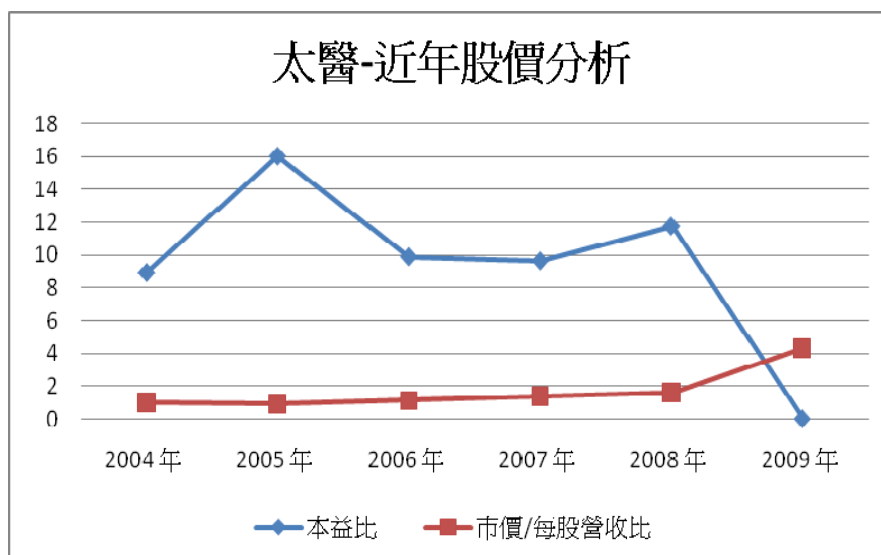
### 太醫-近年股價分析

年 度	本益比
2004 年	8.93
2005 年	16.04
2006 年	9.9
2007 年	9.65
2008 年	11.76
2009 年	0

### 太醫-近幾季股價分析

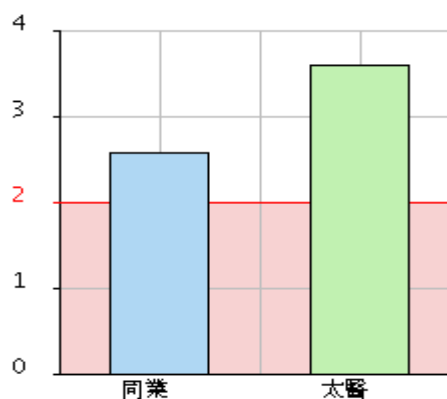
季 別	本益比
2008Q1	40.54
2008Q2	37.39
2008Q3	27.72
2008Q4	43.38
2009Q1	0
2009Q2	0
2009Q3	0
2009Q4	69.23
2010Q1	48.49





#### 近一年股價與同產業比較

單位：%	本益比
太醫	47.35
醫療器材	19.26
生技醫療	18.23
大盤	18.6
表現	不佳



#### 理想股價

##### (2)配息折現模式(EXCEL 詳見附錄一配息折現模式-太醫)

太醫 2001~2009 的配息模擬成長率約為-11%，以配息的角度來看很不穩定，除非將來的題材真是很有競爭力，並強力看好未來的成長性，否則以目前 (2010/5/26) 的收盤價 70.5 元而言，股價應屬太高。由於從前幾年由配息模擬而來的成長率是負的，所以我們只能暫時假設未來的成長率為 0%，如果投資者期望

報酬率為 6%，由此推估太醫股票內價價值為每股 19.94 元，與目前每股淨值 19.78 元差不多。因太醫屬於成長性的股票，而其既然為成長性的股票，股價的高低和股票的內在價值就和其未來成長的有極大的關係，若營收成長能夠維持，有利穩定或推升股價，反之若營收成長不如預期或減緩，則會股價會大幅修正。

年度	2005	2006	2007	2008	2009	2010Q1
EPS	0.07	2.03	2.82	2.73	-0.23	1.66
股票股利(元)	0.00	0.00	1.22	0.68	1.00	--
現金股利(元)	0.42	1.50	0.80	1.45	0.00	--
股利合計	0.42	1.50	2.02	2.13	1.00	--

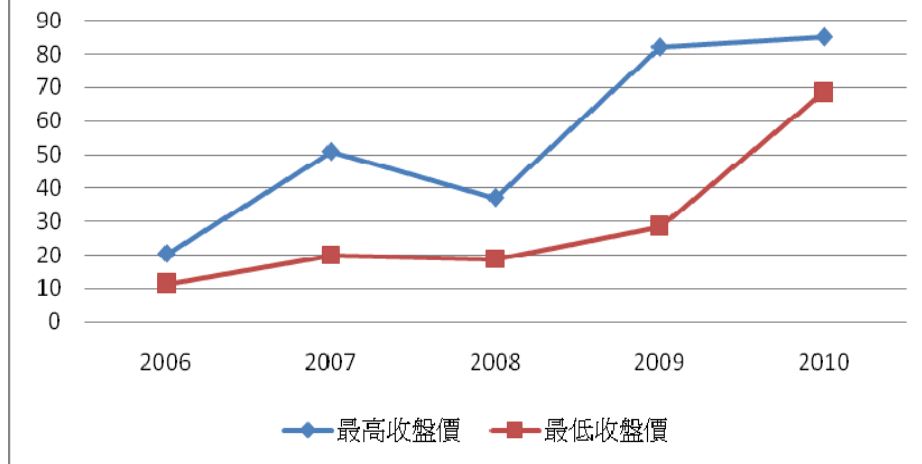
### (3)太醫-年度最高/最低收盤價

參考太醫歷年來的年度最高/最低收盤價，其實高低落差頗大，股價區間在 11~85 元之間波動。2010 年的收盤價統計到 2010/5/31 為止，所以 2010 的年度最高價與最低價只是暫時的參考值。歷年年度最高收盤價的平均是 55.14 元，而 2006~2009 最低收盤價約在 11~29 元之間(因 2010 年尚未結束，故先剔除)。相對來說，投資人若買到股價越接近 30 元以下是比較划算的。

#### 太醫-年度最高/最低收盤價

年度	2006	2007	2008	2009	2010	平均值
最高收盤價	20.3	50.9	37.1	82.2	85.2	55.14
最高本益比	24	23	18	N/A	51	29
最低收盤價	11.35	19.8	18.7	28.6	68.6	29.41
最低本益比	9	10	6	10	N/A	8.75
股票股利	0	1.22	0.68	1	N/A	0.725
現金股利	1.5	0.8	1.45	0	N/A	0.9375

## 太醫-年度最高/最低收盤價



這是目前太醫股價在長期以來的相對位置，股價很接近到 2010 的年度最低收盤價 68.6 元(結算至 2010 五月)。目前是否相對抗跌，判斷則見仁見智。



## 二、永信(1716)

### (一)公司簡介

永信的公司全名為永信藥品工業股份有限公司，1965/08/26 成立，並於1993/5/3 上市，股票代碼為 1716。永信現任董事長為李芳全，目前(2010/5)實收資本額約為 25.37 億元。公司的主要經營業務是學名藥的生產、製造及買賣。學名藥（Generic）是指專利過期的藥物，其藥性成分與專利藥相同，但品質會隨著藥廠的技術而有出入，因生產的廠商眾多，價格競爭激烈，利潤容易降低。下表是永信的主要經營項目，其中內銷的人用藥品占 70%以上。

產品名稱	單月銷售值 (千元)	單月構成(%)	累計銷售值 (千元)	累計構成(%)
內銷收入—人用藥品	177,588	69.59	728,690	71.56
內、外銷收入-食品	23,118	9.06	95,228	9.35
外銷收入-加工收入	19,409	7.61	63,124	6.20
內銷收入—動物藥品	19,303	7.56	77,595	7.62
內、外銷收入-代理產品	15,520	6.08	51,996	5.11
內銷收入—醫療檢驗器材	145	0.06	706	0.07
內、外銷收入-化妝品	93	0.04	651	0.06
內、外銷收入-其他營業收入	18	0.01	185	0.02
內銷收入--其他	-3	0.00	-3	0.00
內銷收入—原料藥品	0	0.00	80	0.01

### (二) 財務分析

**1.成長分析(經營績效):**計算營收成長率、稅後淨利成長率以及現金流量成長率，看看這家公司的成長變化是否穩定，以及成長的幅度是否領先其他競爭同業。

#### (1)營收成長率:

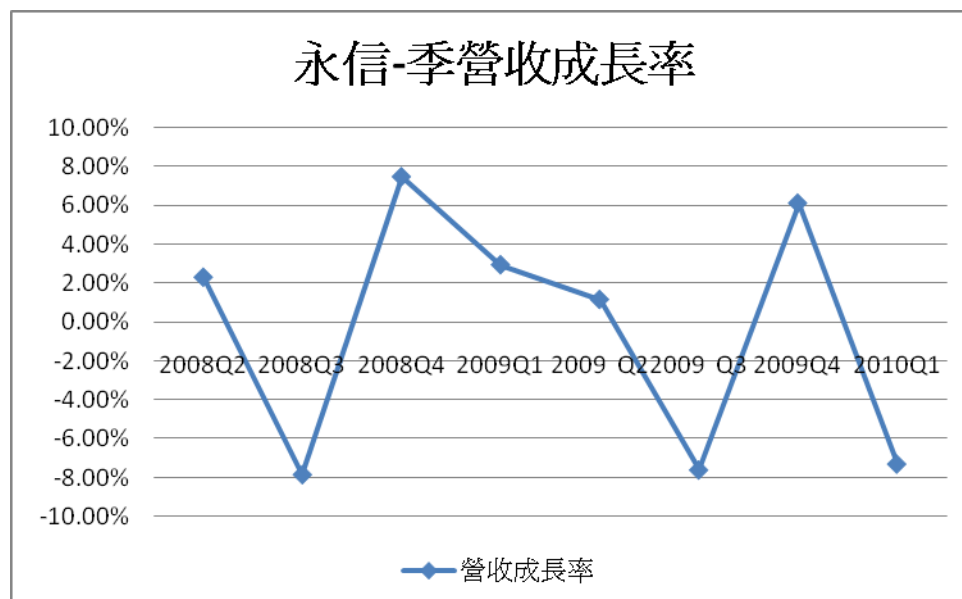
對一個企業而言，保持高度或是至少穩定的營收成長是必要的。高營收成長的公司我們通常可以預期它的股價也會持續走高。永信的最近一年營收成長率與同產業相比雖然略低一些，但是相差不遠，只是最近一季和同業相比狀況不佳，值得多加注意。

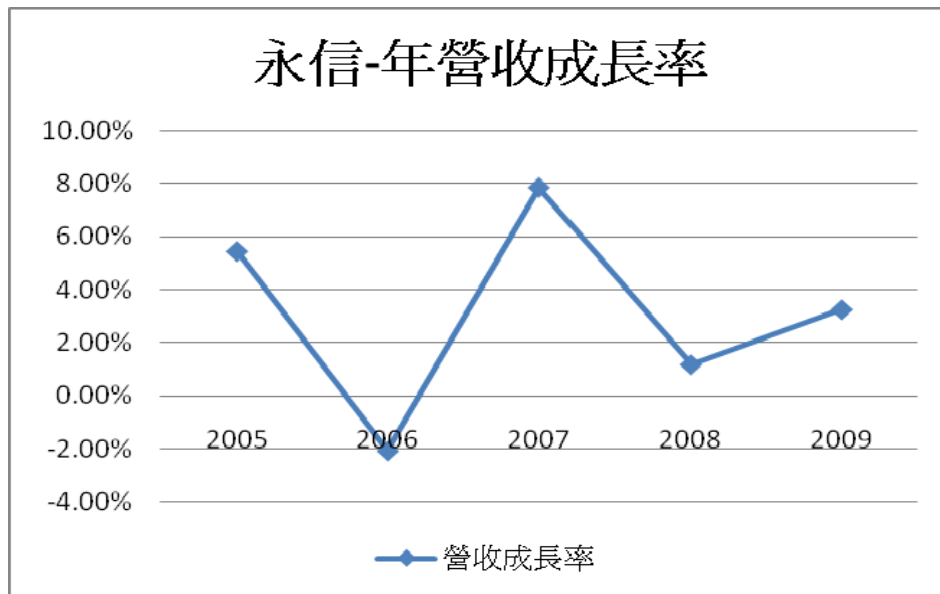
永信-近幾季成長分析 (單位:千元)

季 別	營收	營收成長率	淨利	淨利成長率	現金流量	現金流量成長率
2008Q1	795318	NA	119604	NA	152606	NA
2008Q2	813664	2.31%	123089	2.91%	246819	61.74%
2008Q3	749988	-7.83%	94644	-23.11%	126022	-48.94%
2008Q4	805926	7.46%	165390	74.75%	287063	127.79%
2009Q1	829657	2.94%	100144	-39.45%	194424	-32.27%
2009Q2	839310	1.16%	117217	17.05%	260452	33.96%
2009Q3	775639	-7.59%	134811	15.01%	6050	-97.68%
2009Q4	822987	6.10%	172047	27.62%	261034	4214.61%
2010Q1	763061	-7.28%	125897	-26.82%	9912	-96.20%

永信-近幾年成長分析 (單位:千元)

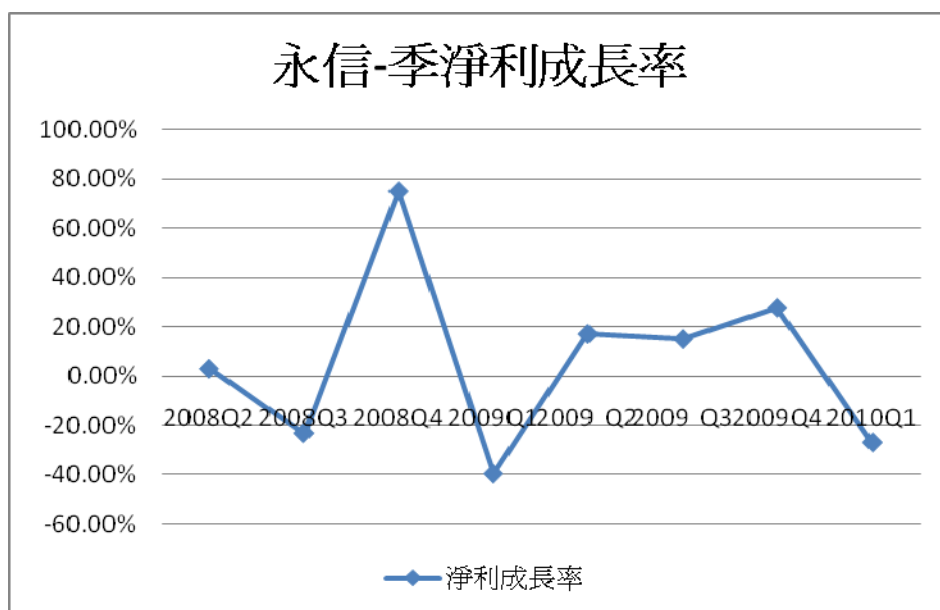
年 度	營收	營收成長率	淨利	淨利成長率	現金流量	現金流量成長率
2004	2809298	NA	722221	NA	963533	NA
2005	2962109	5.44%	470666	-34.83%	590064	-38.76%
2006	2900525	-2.08%	590414	25.44%	424231	-28.10%
2007	3128157	7.85%	558264	-5.45%	763608	80.00%
2008	3164896	1.17%	502727	-9.95%	812510	6.40%
2009	3267593	3.24%	524219	4.28%	721960	-11.14%

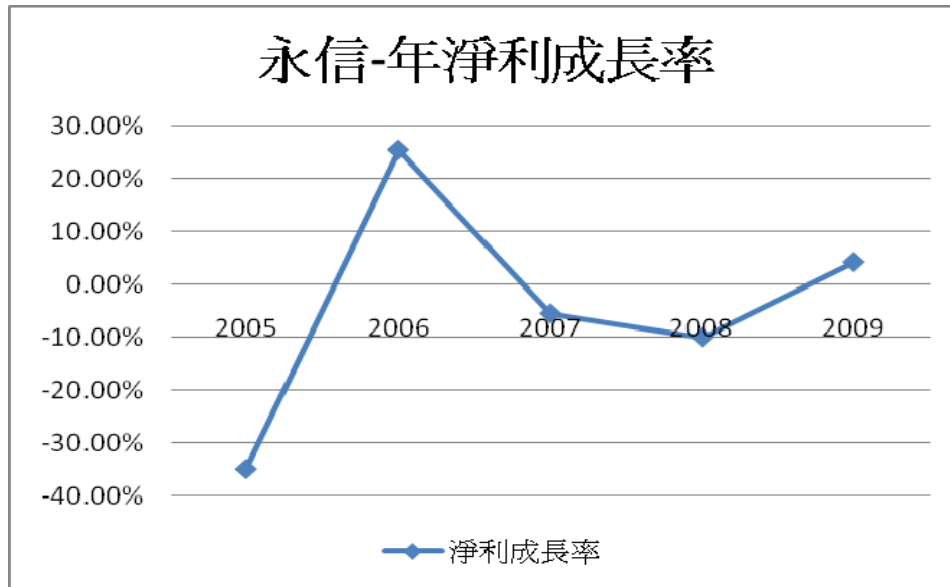




#### (2) 稅後淨利成長率:

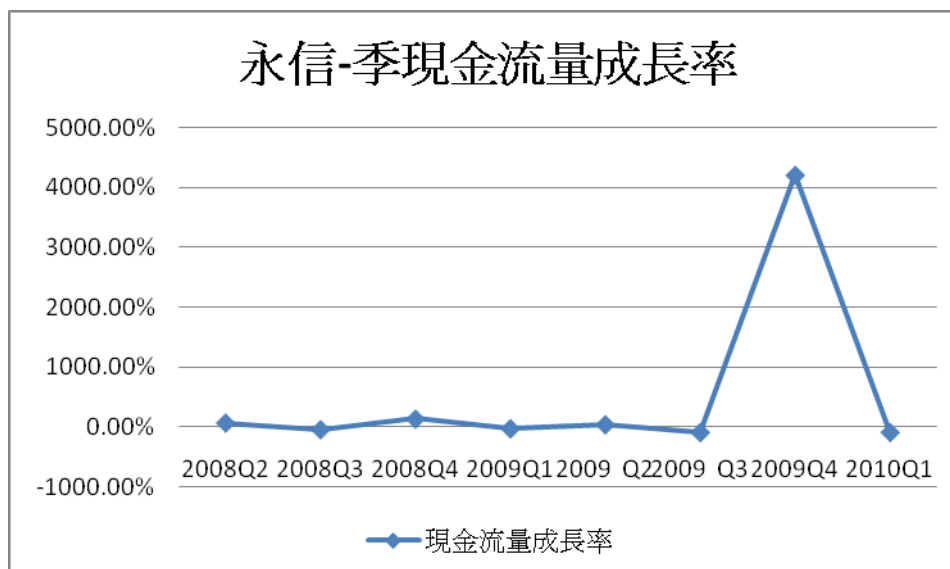
高淨利代表公司當局能夠盡可能的削減成本，並阻擋競爭者。獲得利潤是公司經營的最終目的，淨利提供公司成長所需的資金、銀行借款的來源或擔保，以及付給股東現金股利，所以淨利的成長是公司價值上升的主要動力，當然一家公司的稅後淨利成長率也是越高越好。永信的淨利平均成長率最近一年為 4.28%，三年平均為-3.71%，五年平均為-4.1%，和同業相比表現並不好。近一季淨利平均成長率也不佳，因為製藥產業有淡旺季，所以必須要持續觀察 2010Q2~Q4，來判定永信的稅後淨利成長率是否步入衰退。其實看永信營收成長率就可以看出來，營收成長率不佳的公司，通常淨利成長率也會不好。

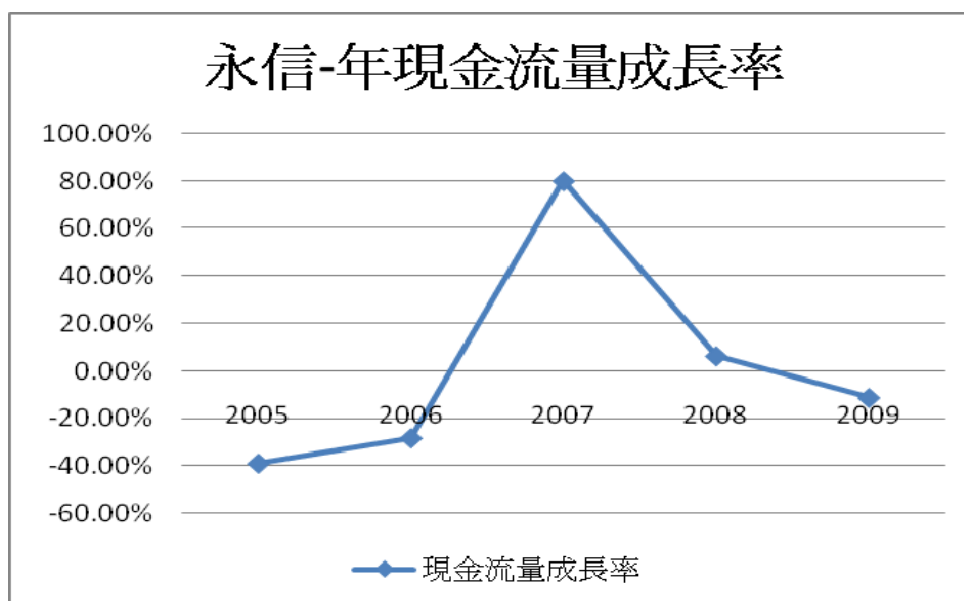




### (3)現金流量成長率:

現金是維持公司運作的原動力。現金流量為正代表公司每年獲得的現金總數比它花出去的現金要多，使公司有能力擴充規模或配現金股利。因此現金流量保持成長正是推動公司成長的重要條件，也是公司真實價值的來源。永信的現金流量成長率最近一年平均為-11.14%，最近三年平均為 25.09%，由下圖可以看出 2005~2007 年永信的現金流量成長率呈現正成長，但從 2007 起至 2009 年有大幅度的衰退。





下表是永信與同產業的營收成長率、淨利成長率和現金流量成長率比較表，由表中可以清楚看出這三樣指標，不論是近一季或近一年，永信都表現不佳，獲利沒有呈現高成長的趨勢。

#### 永信-近一季成長分析與同業比較

單位：%	營收成長率	淨利成長率	現金流量成長率
永信	-7.28	-26.82	-96.2
製藥	N/A	N/A	N/A
生技醫療	-2.07	1.32	-84.99
大盤	30.2	109.63	-49.15
表現	不佳	不佳	不佳

#### 永信-近一年成長分析與同業比較

單位：%	營收成長率	淨利成長率	現金流量成長率
永信	3.24	4.28	-11.14
製藥	5.14	38.69	7.21
生技醫療	11.54	86.14	101.49
大盤	99.21	62.76	-21.01
表現	普通	不佳	不佳

**3.安全分析(償債能力):**公司的財務狀況是否安全可藉由觀察公司的負債比率、流動比與速動比等指標來判斷。

### 永信-償債能力-年表

期別	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
流動比率	446.6	490.39	369.78	394.29	475.73	360.53	330.18	386.85
速動比率	292.03	336.24	262.92	261.78	301.27	206.42	199.25	240.62
負債比率	11.95	11.02	14	13.19	11.99	15.45	15.09	14.50

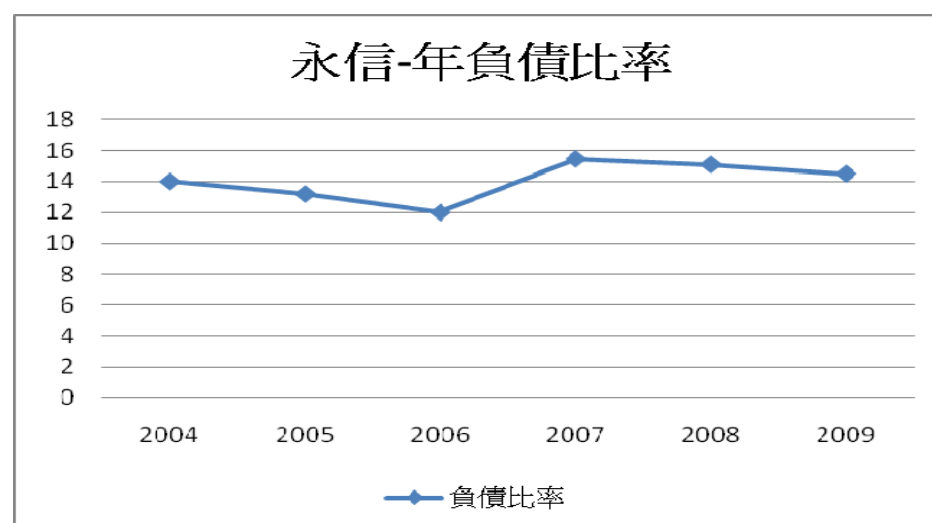
### 永信-償債能力-季表

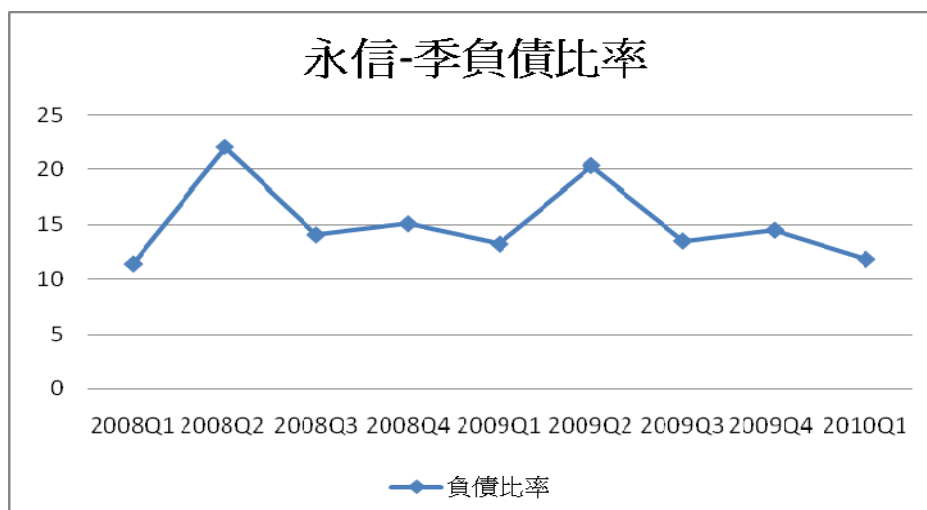
期別	2008.2Q	2008.3Q	2008.4Q	2009.1Q	2009.2Q	2009.3Q	2009.4Q	2010.1Q
流動比率	218.46	345.67	330.18	396.79	226.39	378.23	386.85	489.5
速動比率	140.91	194.43	199.25	248.7	150.73	221.23	240.62	299.92
負債比率	22.04	14.07	15.09	13.22	20.33	13.51	14.5	11.83

#### (1) 負債比:

負債比率是評量一間公司財務風險的重要指標之一，**一般而言一間公司的負債比以小於 50% 為佳**。高負債比率卻可能侵蝕公司的獲利或甚至使公司因週轉不靈而倒閉。永信目前的負債比已達到負債比率小於 50% 的條件，並且遠低於同業，公司體質較為穩定。

永信-近一季與同業負債比比較		永信-近一年與同業負債比比較	
單位：%	負債比率	單位：%	負債比率
永信	11.83	永信	14.5
製藥	25.88	製藥	26.93
生技醫療	19.16	生技醫療	18.72
大盤	34.52	大盤	34.98
表現	十分傑出	表現	十分傑出

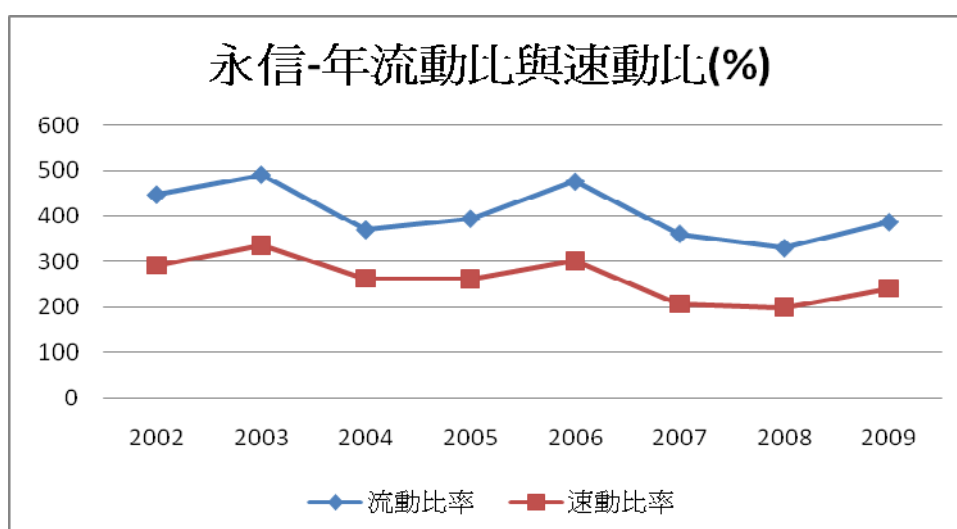




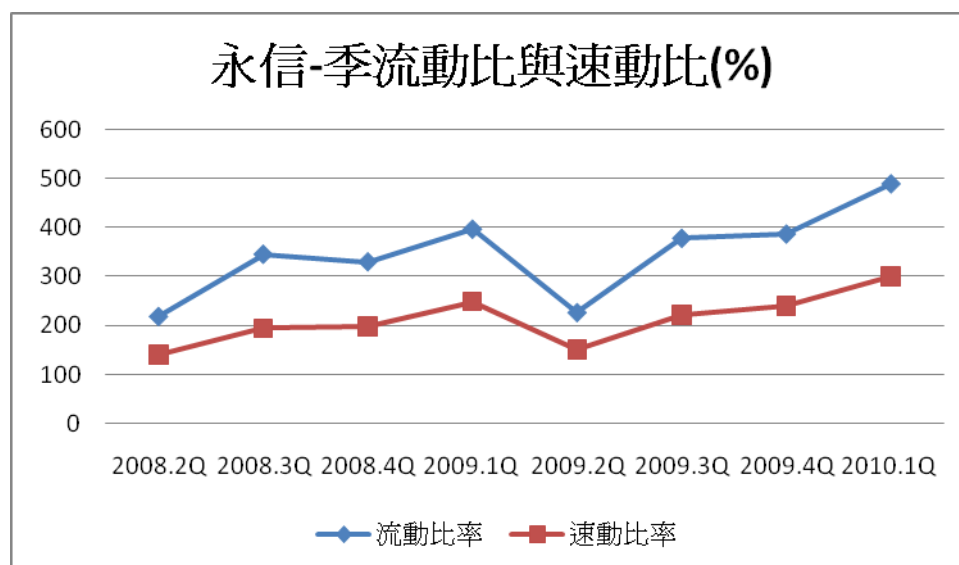
## (2) 流動比與速動比

流動比率可以評估企業的短期償債能力，表示每一元的流動負債需要多少元的流動資產來保障，比率愈大代表短期償債能力愈強，比率太小容易造成資金週轉不靈的危險，對於債權人及投資人而言風險則愈大，流動比率應多大才算適中，則視產業別而定，**一般是以 200% 以上才符合標準**，流動比率如果小於 2，表示該企業的流動資產不足以抵償流動負債會面臨償債的困難。**永信的流動比一直遠超過標準以上，不至於資金週轉不靈。**速動比率:用以衡量企業在不必出售存貨情況下是否仍具有償債能力，因為流動比率大極有可能因為存貨囤積過多，反而無法看出真實效果，故將變現能力最差的存貨扣除觀察企業短期償債能力，比率愈大表示短期變現能力愈快則短期償債能力愈強，比率愈低代表公司償債能力愈差，發生財務危機機率愈高。**速動比一般以 150% 以上為佳**，永信無論是季速動比或年速動比的表現都十分傑出傑出。

## 永信-年流動比與速動比



## 永信-季流動比與速動比



**3.獲利分析(獲利能力):** 營業毛利率、資產報酬率及股東權益報酬率是衡量一間公司收益能力的重要指標。報酬率越高，顯示公司在產業中就越有獲利的能力，在產業中競爭能力亦越佳。

### (1) 毛利率

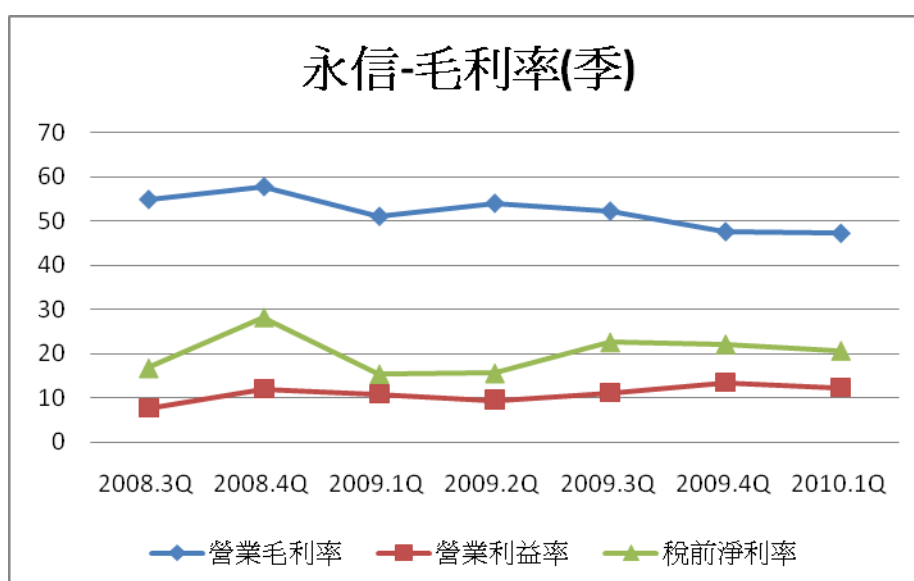
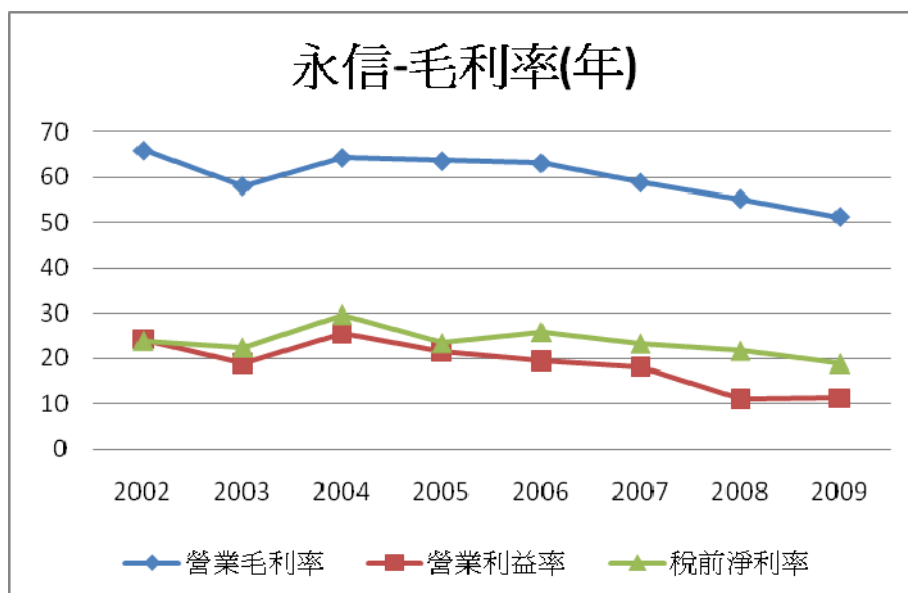
永信的毛利率十分不錯，平均維持在 47%~66%之間，看來製藥的毛利頗佳。但值得注意的是雖然近幾季和近幾年永信仍然保持很高的的毛利率水準，但以折線圖來看，卻出現緩慢下降的趨勢，可以推測此公司雖仍能保持良好的營收與毛利，但以成長性來說卻可能已逐漸衰退。

### 永信-獲利能力-年表(單位:%)

期別	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
營業毛利率	66	58.04	64.38	63.63	63.14	58.8	55.18	51.19
營業利益率	24.21	18.99	25.52	21.39	19.5	18.16	11.11	11.3
稅前淨利率	23.93	22.42	29.64	23.41	25.84	23.3	21.69	18.91
稅後淨利率	19.12	20.47	25.71	15.89	20.36	17.85	15.88	16.04
每股淨值(元)	19.26	19.79	20.72	19.93	20.23	20.35	20.23	20.59
每股營業額(元)	9.79	10.1	11.63	11.68	11.43	12.33	12.48	12.88
每股營業利益(元)	2.37	1.92	2.97	2.5	2.23	2.24	1.39	1.46
每股稅前淨利(元)	2.34	2.26	3.45	2.73	2.95	2.87	2.71	2.44
股東權益報酬率	9.78	10.59	14.76	9.35	11.59	10.84	9.77	10.13
資產報酬率	8.64	9.42	12.92	8.13	10.14	9.36	8.29	8.63
每股稅後淨利(元)	1.87	2.07	2.99	1.86	2.33	2.2	1.98	2.07

永信-獲利能力-季表(單位:%)

期別	2008.3Q	2008.4Q	2009.1Q	2009.2Q	2009.3Q	2009.4Q	2010.1Q
營業毛利率	54.84	57.76	51.03	53.98	52.21	47.56	47.18
營業利益率	7.68	12.05	10.94	9.54	11.24	13.51	12.29
稅前淨利率	16.8	28.28	15.44	15.65	22.65	22.21	20.74



(2)股東權益報酬率:

股東權益報酬率代表管理當局為股東創造收益的能力，高股東報酬率通常代表經營良好的公司，一般而言**股東權益報酬率至少要大於 10% 的公司會比較好，而達到 15% 擇較優秀**，惟每個產業實際狀況不同，應與同業做比較為準。永信的**股東權益報酬率**最近一年為 10.13%，最近三年平均為 10.25%，最近五年平均為

10.34%，都有達到大於 10% 的標準。再來把近幾季永信的股東權益報酬率與去年同期相比，會發現都有成長。與同業相比也表現得不錯。

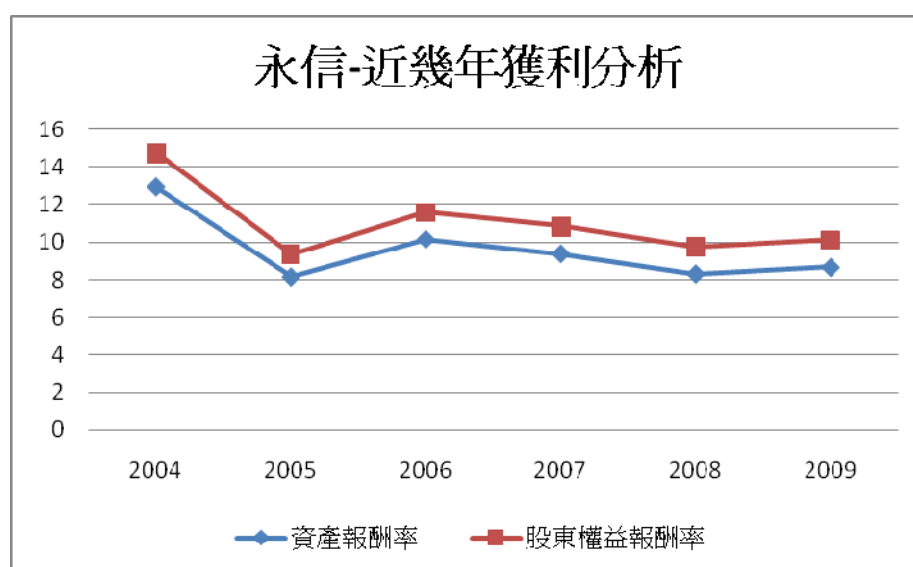
永信-股東權益報酬率(年表)

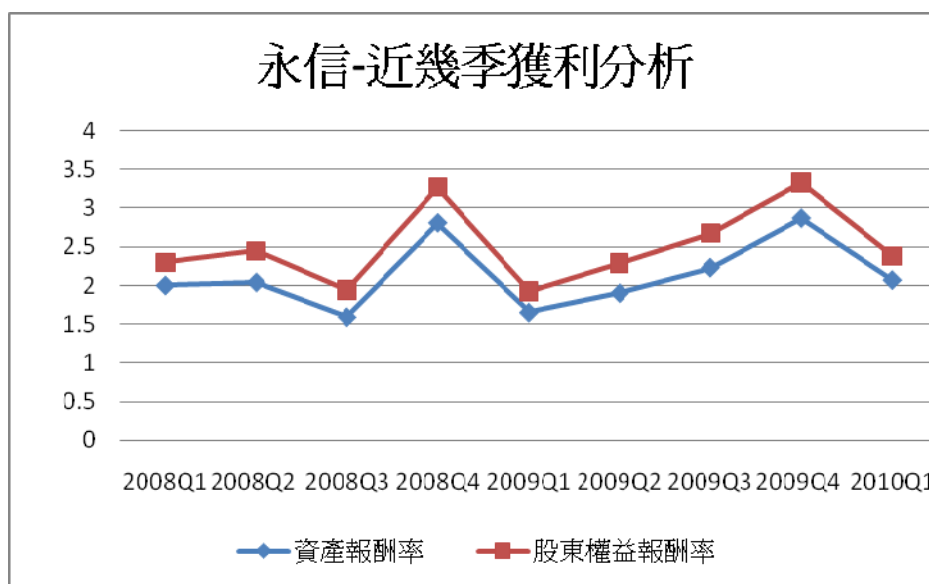
年度	資產報酬率	股東權益報酬率
2004	12.92	14.76
2005	8.13	9.35
2006	10.14	11.59
2007	9.36	10.84
2008	8.29	9.77
2009	8.63	10.13

永信-股東權益報酬率(季表)

季別	資產報酬率	股東權益報酬率
2008Q1	2	2.3
2008Q2	2.04	2.45
2008Q3	1.59	1.94
2008Q4	2.81	3.28
2009Q1	1.65	1.92
2009Q2	1.9	2.29
2009Q3	2.23	2.68
2009Q4	2.87	3.34
2010Q1	2.07	2.38

永信-近幾年獲利分析





(3)資產報酬率:永信的年資產報酬率雖然從折線圖上看來有些微下降的趨勢，但仍保持在良好的標準內，與同業相比，也算表現得不錯。

#### 永信-近一季獲利分析與同業比較

單位：%	資產報酬率	股東權益報酬率
永信	2.07	2.38
製藥	1.58	1.96
生技醫療	2.54	3.24
大盤	1.56	1.79
表現	良好	良好

#### 永信-近一年獲利分析與同業比較

單位：%	資產報酬率	股東權益報酬率
永信	8.63	10.13
製藥	7.75	10
生技醫療	8.57	10.86
大盤	4.42	5.11
表現	良好	良好

**4.經營分析(經營能力):** 資產周轉率、存貨周轉率、應收帳款周轉率可顯示一間公司經營績效是否正常。比率越高，顯示公司控制資產、存貨或應收帳款的能力越佳，經營績效與公司體質亦較為健全。

### (1)資產周轉率

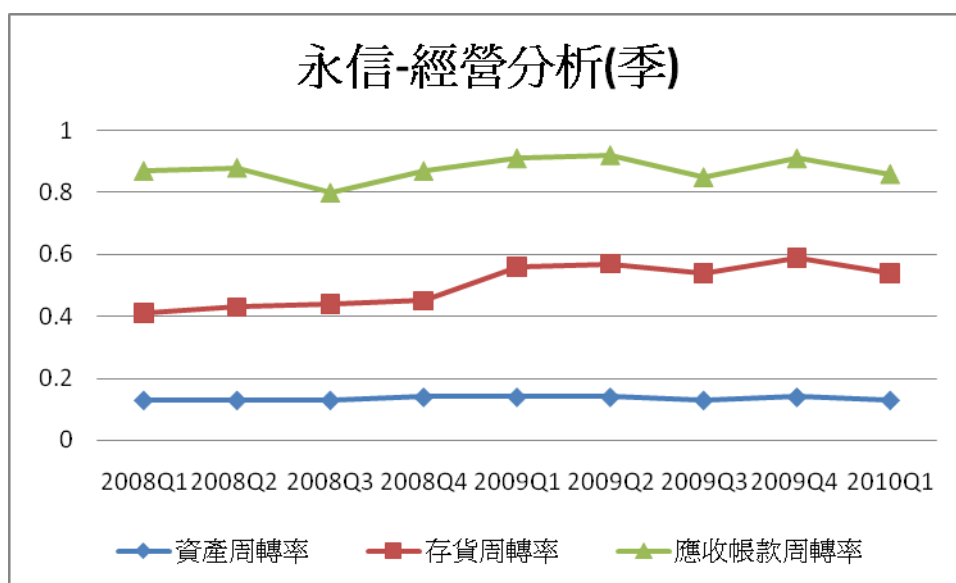
永信近幾季的**資產周轉率**都在 0.13%~0.14%，維持的相對平穩與良好，同製藥產業的季資產周轉率平均也大約是 0.14%左右，差不多一致。至於近幾年資產周轉率表現和季的資產周轉率相同，維持在 0.5~0.54 左右，與同業的標準相同。

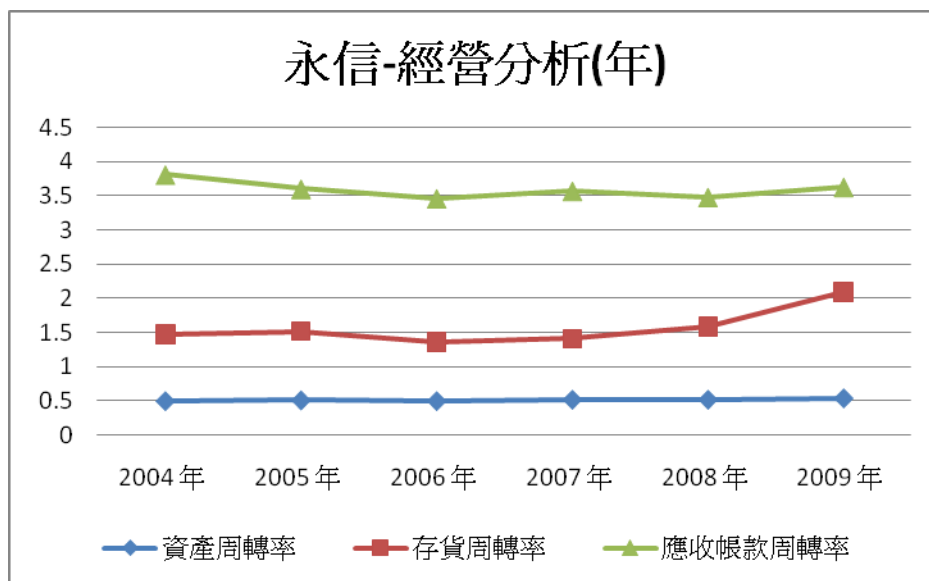
永信-經營能力-季表

季 別	資產周轉率	存貨周轉率	應收帳款周轉率
2008Q1	0.13	0.41	0.87
2008Q2	0.13	0.43	0.88
2008Q3	0.13	0.44	0.8
2008Q4	0.14	0.45	0.87
2009Q1	0.14	0.56	0.91
2009Q2	0.14	0.57	0.92
2009Q3	0.13	0.54	0.85
2009Q4	0.14	0.59	0.91
2010Q1	0.13	0.54	0.86

永信-經營能力-年表

年度	資產周轉率	存貨周轉率	應收帳款周轉率
2004	0.5	1.48	3.81
2005	0.51	1.52	3.6
2006	0.5	1.36	3.46
2007	0.52	1.41	3.57
2008	0.52	1.59	3.48
2009	0.54	2.1	3.63





由上圖看起來，永信的存貨周轉率近幾季有逐漸上升的趨勢，這一點是好現象。只是與同業相比，存貨周轉率和應收帳款周轉率仍然略差，顯示永信必須持續加強對存貨和應收帳款的管理。

#### 永信-近一季與同產業經營分析比較

單位：%	資產周轉率	存貨周轉率	應收帳款周轉率
永信	0.13	0.54	0.86
製藥	0.14	0.85	0.96
生技醫療	0.13	1.78	1.08
大盤	0.2	63.24	5.91
表現	普通	略差	普通

#### 永信-近一年與同產業經營分析比較

單位：%	資產周轉率	存貨周轉率	應收帳款周轉率
永信	0.54	2.1	3.63
製藥	0.6	3.39	3.92
生技醫療	0.56	4.07	5.05
大盤	0.76	128.78	39.29
表現	普通	略差	普通

**5.股價分析(股價):**以本益比來觀察股價，並以配息折現模式推估股票的內在價值。

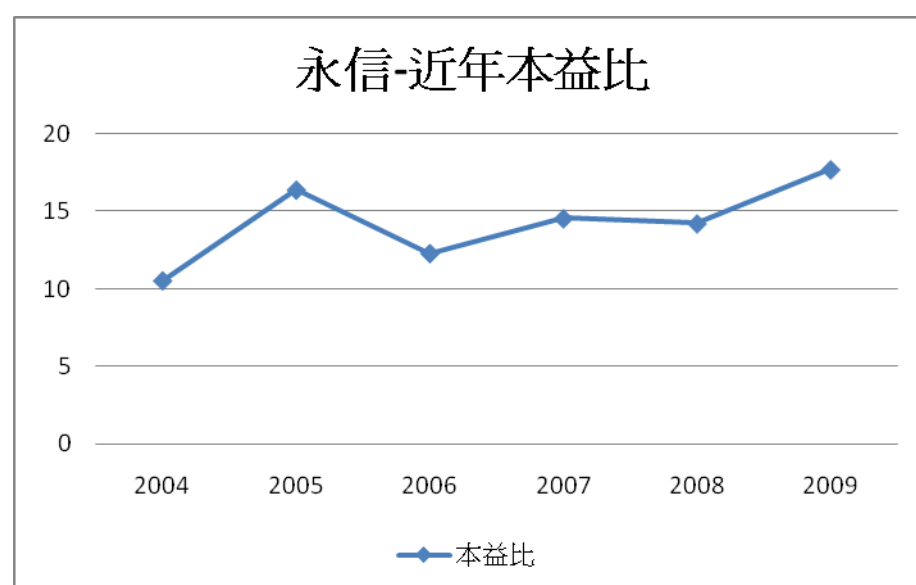
### (1)本益比

一家公司股票的本益比越高，代表投資人對這個企業未來的營收與發展看好，以志願意付出較高的價格去購買這一張股票，而本益比太低的公司，可能營收獲利表現不佳、成長性不足，但就價值投資的觀點而言，本益比越低代表公司的股價越有可能低於真實價值。所以一般來說雖然**本益比小於 20** 是比較理想的情況，但每個產業的本益比不盡相同，仍要與同業表現做比較為準。永信近一年的本益比為 17.71，與同產業相比略低一點點，但在標準值之內，也達到了本益比小於 20 的條件(備註: 2010 年五月，目前本益比約 15.39)。

年度	2004	2005	2006	2007	2008	2009
本益比	10.54	16.4	12.3	14.55	14.22	17.71

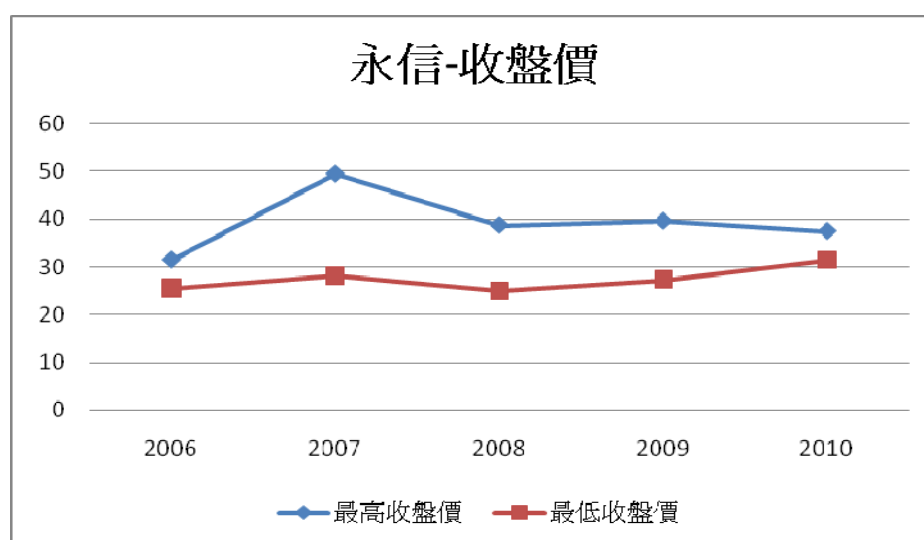
### 近一年股價與同產業比較

單位：%	本益比
永信	17.71
製藥	28.15
生技醫療	18.23
大盤	18.96
表現	普通



## 理想買進價位

年度	2006	2007	2008	2009	2010	平均值
最高收盤價	31.45	49.55	38.75	39.6	37.5	39.37
最高本益比	15.93	21.36	17.86	20.84	18.38	18.87
最低收盤價	25.6	28.1	25	27.3	31.4	27.48
最低本益比	11.6	12.46	12.25	14.07	15.05	13.09
EPS	2.33	2.2	1.98	2.07	--	2.15
股票股利(元)	--	--	--	--	--	--
現金股利(元)	2	2	2	1.5	--	1.875



### (2)配息折現模式

永信近十年來每年都有穩定配息，大多都配現金股息 1.5 元或 2 元。用股息模擬永信近九年(2001~2009)的成長率約為 3%，從上面的毛利率、營收成長率等資料發現永信已過了快速成長期，雖然營收仍然保持良好，但業績和每年的股東配息等不會再大幅度的成長。所以我們假設未來 15 年的成長率的依然維持 3% 的情況下，如果投資者期望報酬率為 7%，則永信股票的理想內在價值約為 28.88 元(詳見附錄二)。

### (3)年度最高/最低收盤價

永信近五年的收盤價在 25~50 元之間波動。觀察近幾年永信的最低收盤價都約在 30 元以下(2006~2010 的最低收盤價數區間在 25.6 元~31.4 元，其中 2010 年的最低收盤價 31.4 元為僅統計至五月為止的數據)，平均值為 27.48 元，所以 30 元以下的價格是較理想的買進價位，若買進後需要周轉資金，每年都可以找到適

當的價格賣出並賺取價差，若不考慮賣出，如果未來配息如往年一般，每年都發 1.5~2 元的現金股利，則可領 5%~6.6%利息！

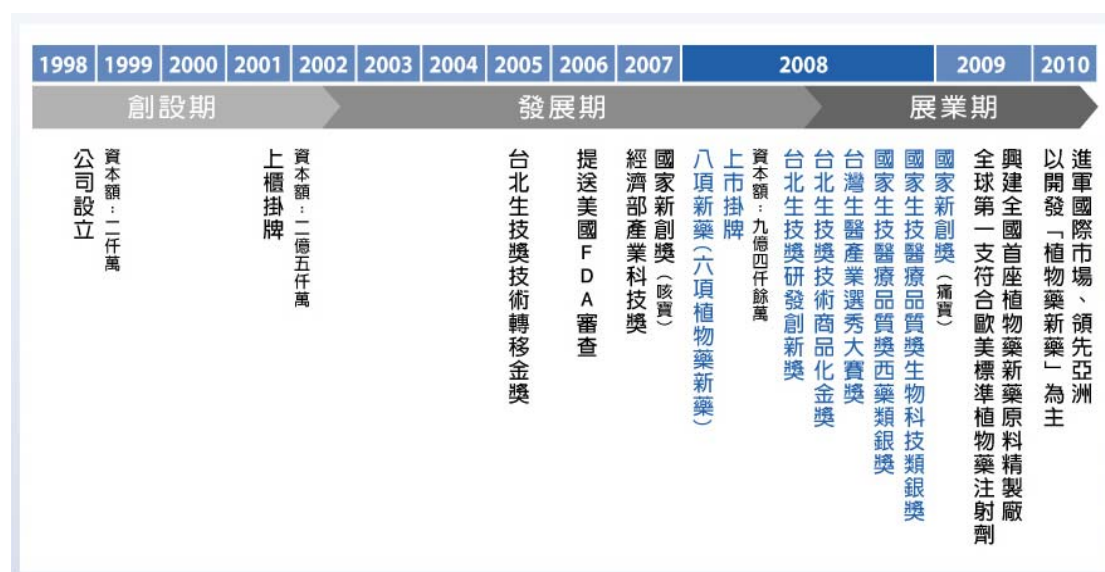
最後再來看一張圖，這是永信目前(2010/5)股價的相對位置，約在 33~34 元，提供參考。



### 三、懷特(4108)

#### (一)公司簡介

懷特的公司全名為懷特生技新藥股份有限公司，屬美吾華懷特生技集團。懷特生技於 1998/11/24 成立，在 2008/7/16 成為全國第一家「生技新藥」上市公司，股票代碼為 4108，現任董事長李成家同時也是美吾髮集團的負責人。懷特生技公司的主要經營業務是新藥研發、與保健食品製造銷售。



懷特生技經過十年漫長的研發階段，目前擁有九項研發中新藥，其中六項已進入臨床階段。主力產品之一的「懷特血寶 PG2」，於 2010/4 已獲衛生署通過藥品查驗登記，成為全國第一項獲衛生署審核通過的植物藥新藥，懷特生技亦宣布將計斥資新台幣 4 億元建置植物藥新藥精製廠，預估 2011 年第二季開始投產，每年可量產 20 至 40 萬劑藥劑。懷特生技另有三項新藥「懷特咳寶」、「懷特骨寶」與「懷特糖寶」皆獲美國 FDA 核准進行二期人體臨床試驗，為我國第一家獲此殊榮的生技新藥公司。

#### (二) 財務分析

**1.成長分析(經營績效):**計算營收成長率、稅後淨利成長率以及現金流量成長率，看看這家公司的成長變化是否穩定，以及成長的幅度是否領先其他競爭同業。

##### (1)營收成長率

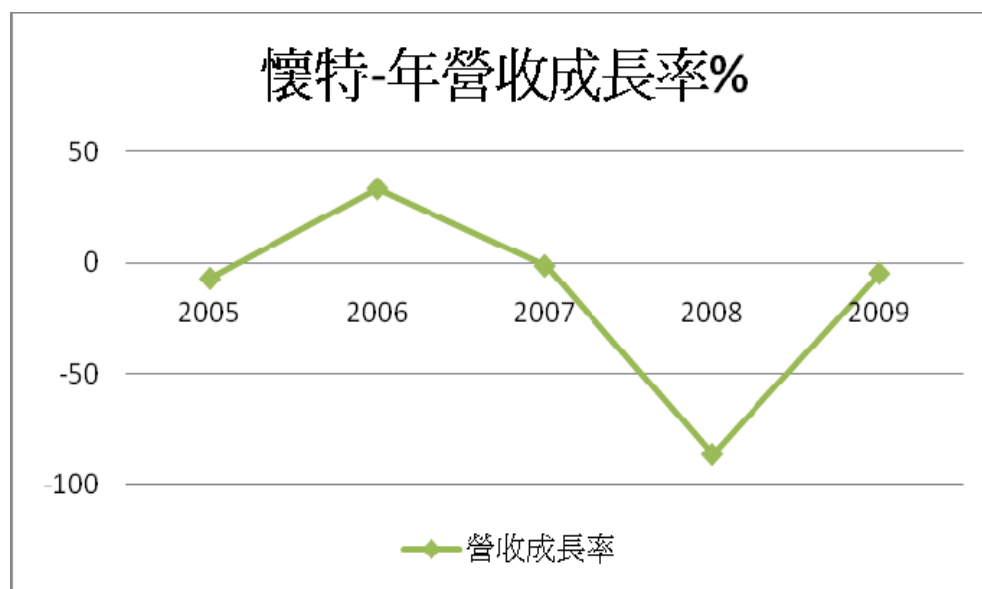
懷特不論是季營收成長率或年營收成長率，皆低於產業之平均，且由懷特的年營收成長率圖可看出，懷特的營收成長率變動頗大，最近一季(2010Q1)的季營收成長率也是負值，雖然和去年同期相比有進步，但總括來說營收表現不佳。

懷特-近年成長分析(單位:仟元)

年 度	營收	營收成長率	淨利	淨利成長率	現金流量	現金流量成長率
2005	113,879	-7.68%	2,183	103.16%	59,852	504.57%
2006	152,090	33.55%	11,540	428.63%	86,567	44.64%
2007	150,175	-1.26%	26,728	131.61%	27,405	-68.34%
2008	20,411	-86.41%	-123,388	-561.64%	-30,382	-210.86%
2009	19,500	-4.46%	-267,053	-116.43%	-87,793	-188.96%

懷特-近幾季成長分析(單位:仟元)

季 別	營收	營收成長率	淨利	淨利成長率	現金流量	現金流量成長率
2008Q2	4,882	-1.81%	-33,582	-1.61%	-22,584	-8.43%
2008Q3	4,996	2.34%	-26,614	20.75%	20,577	191.11%
2008Q4	5,561	11.31%	-30,141	-13.25%	-7,547	-136.68%
2009Q1	4,836	-13.04%	-35,740	-18.58%	-40,490	-436.50%
2009Q2	4,377	-9.49%	-53,586	-49.93%	-35,402	12.57%
2009Q3	4,521	3.29%	-97,138	-81.27%	-30,408	14.11%
2009Q4	5,766	27.54%	-80,589	17.04%	18,507	160.86%
2010Q1	5,354	-7.15%	-36,059	55.26%	-81,165	-538.56%





比較懷特與同產業的營收成長率，因為其他的生技研發產業資料不足，所以我們改以生技醫療產業來做比較，發現不論是近一季或近一年都略遜於同業。

#### 懷特-近一季成長與同業比較

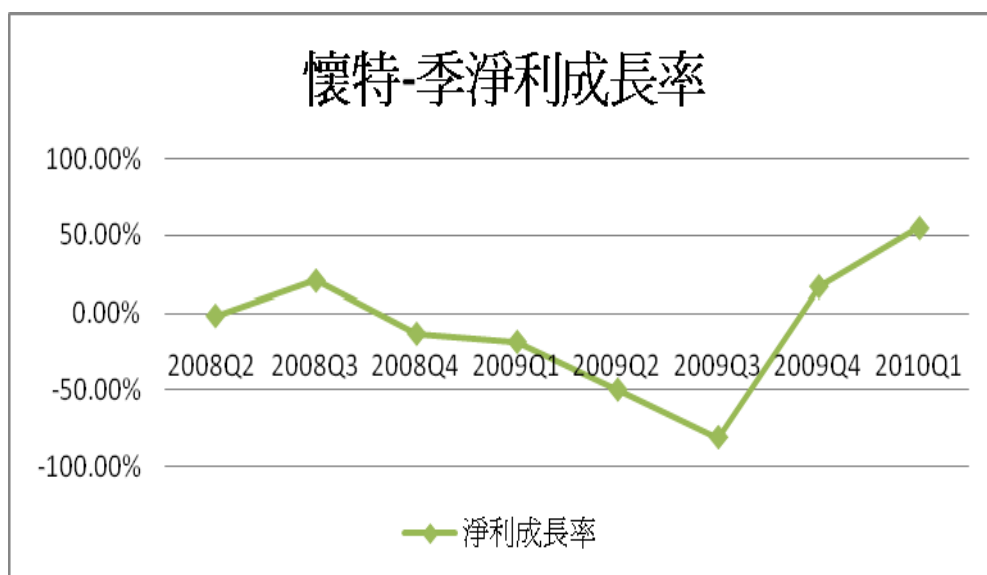
單位：%	營收成長率	淨利成長率	現金流量成長率
懷特	-7.15	55.26	-538.56
生技研發	N/A	N/A	N/A
生技醫療	-2.07	1.32	-84.99
大盤	30.2	109.63	-49.15
表現	略差	十分傑出	不佳

#### 懷特-近一年成長與同業比較

單位：%	營收成長率	淨利成長率	現金流量成長率
懷特	-4.46	-116.43	-188.96
生技研發	23.63	-226.84	-1.28
生技醫療	11.54	86.14	101.49
大盤	99.21	62.76	-21.01
表現	不佳	不佳	不佳

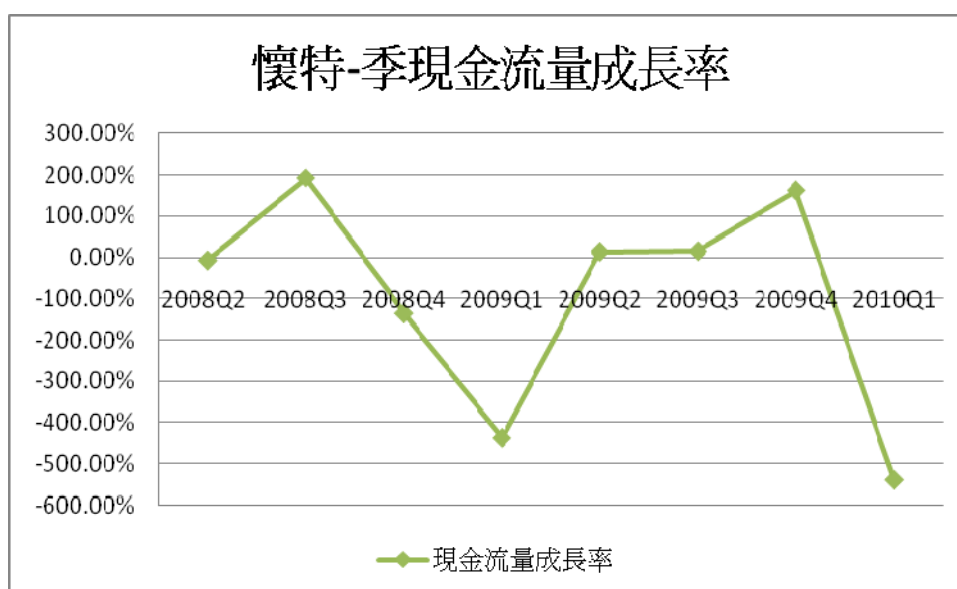
#### (2)稅後淨利成長率

懷特在 2008 年的淨利是負數，幸好的近期有慢慢提升的趨勢，淨利成長率也慢慢成長，2009Q4 轉為正數，而最近一季(2010Q1)更是達到近八季的新高。把懷特的最近一季、最近一年的淨利成長率與同產業做比較，一樣高於同產業。



### (3)現金流量成長率

懷特的年現金流量成長率從下圖中可以看到很明顯的下跌曲線，與同生技醫療產業的平均標準相比亦不佳。而觀察最近八季的現金流量，2008年Q3懷特為建懷特血寶藥劑的生產工廠，支出大筆資產，反映在季現金流量成長率也是一路向下。2010年以正式通過政府核可生產懷特血寶，懷特生技大量購買精密製造儀器來台組裝，所以近一季的現金流量成長率創了近八季來的新低。



**2.安全分析(償債能力):** 觀察公司的負債比例及流動比與速動比，公司的財務狀況是否安全可藉由這幾項指標來判斷。

懷特-近幾年安全性分析

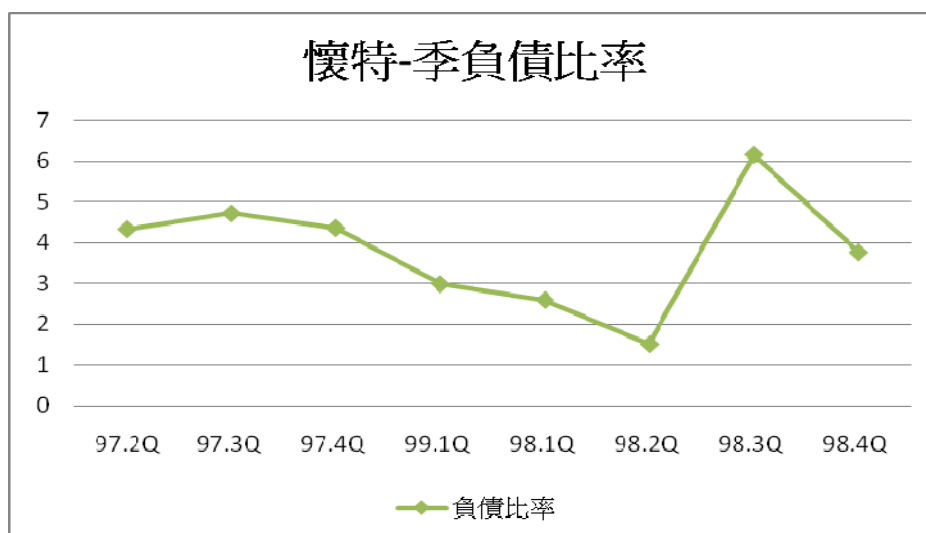
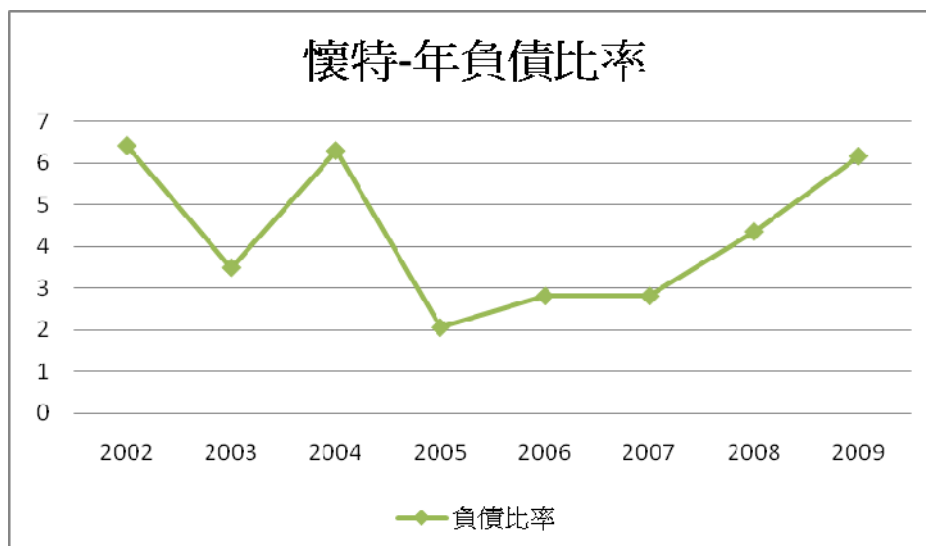
期別	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
流動比率	1,148.37	2,369.07	763.57	3,728.76	2,304.64	2,106.37	542.46	780.72
速動比率	1,002.26	2,230.95	642.98	3,470.64	2,151.44	1,760.61	501.87	727.99
負債比率	6.41	3.5	6.29	2.07	2.82	2.82	4.36	6.16

## 懷特-近幾季安全性分析

期別	97.2Q	97.3Q	97.4Q	99.1Q	98.1Q	98.2Q	98.3Q	98.4Q
流動比率	825.61	633.85	542.46	1505.18	651.52	606.39	3931.66	780.72
速動比率	675.16	595.63	501.87	1411.02	589.81	538.52	3869.48	727.99
負債比率	4.33	4.72	4.36	2.98	2.59	1.5	6.16	3.76

### (1)負債比

負債比例越高，相對的公司就需要有積極的收入來源及穩定的流動現金。一般而言公司的負債比以小於 50%為佳，太高的負債比容易造成財務風險，但過低的負債比，則顯示公司未善用槓桿獲更高的獲利效益。懷特的負債比一直都在小於 50%的標準以內，與同業的負債比相比也是非常的低。惟近幾年有逐漸升高之趨勢，但仍然在安全的範圍之內。

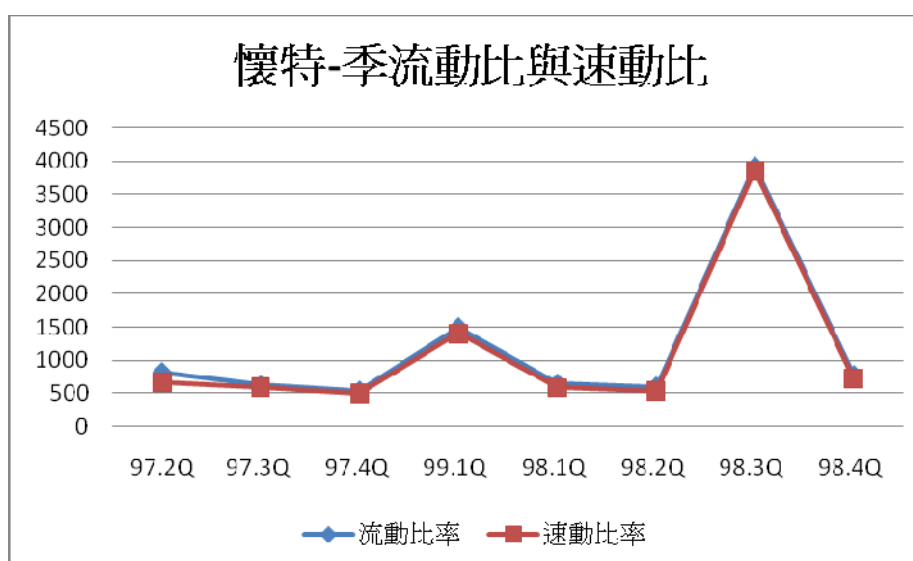
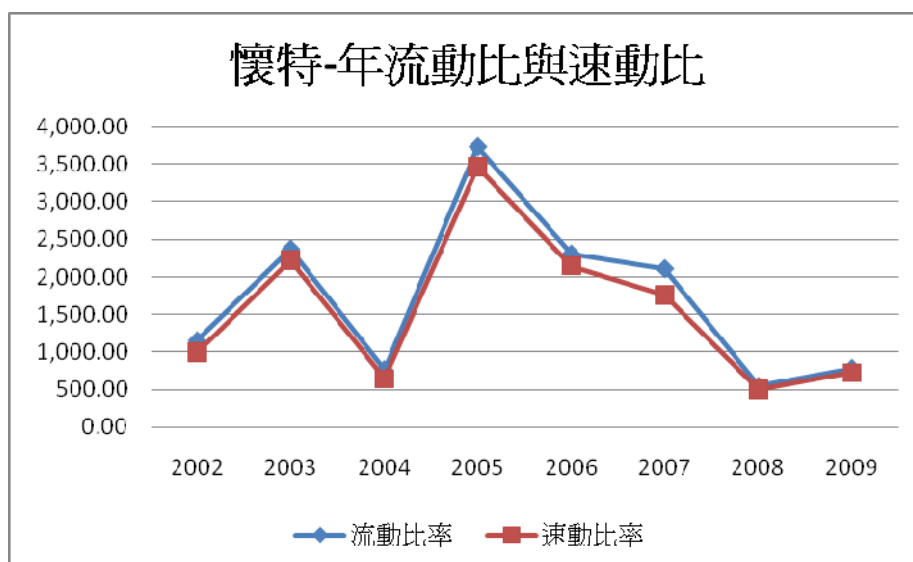


### 懷特-近一年和近一季與同業負債比比較

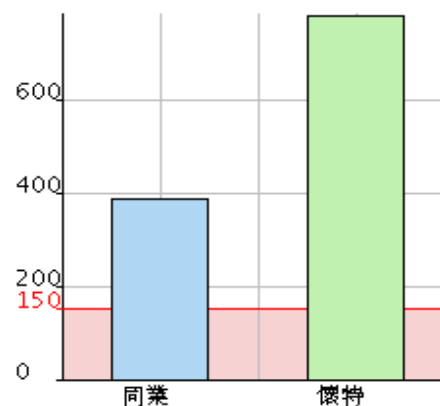
	近一年	近一季
懷特	6.16	3.76
生技研發	20.62	20
生技醫療	18.72	19.16
大盤	34.98	34.52
表現	十分傑出	十分傑出

### (2)流動比與速動比

流動比率衡量公司償還短期負債的能力。流動比率太低的公司較有可能遇到週轉不靈的情形。懷特近一季的流動比率為 780.72%，速動比為 727.99%，不論是各季流動比、速動比或是各年度都已遠遠超過標準，與同業相比亦十分傑出，顯示在財務上風險性較小。



### 懷特流動比與同業平均比較



**3.獲利分析(獲利能力):** 營業毛利率、資產報酬率及股東權益報酬率是衡量一間公司收益能力的重要指標。報酬率越高，顯示公司在產業中就越有獲利的能力，在產業中競爭能力亦越佳。

#### 懷特-年獲利

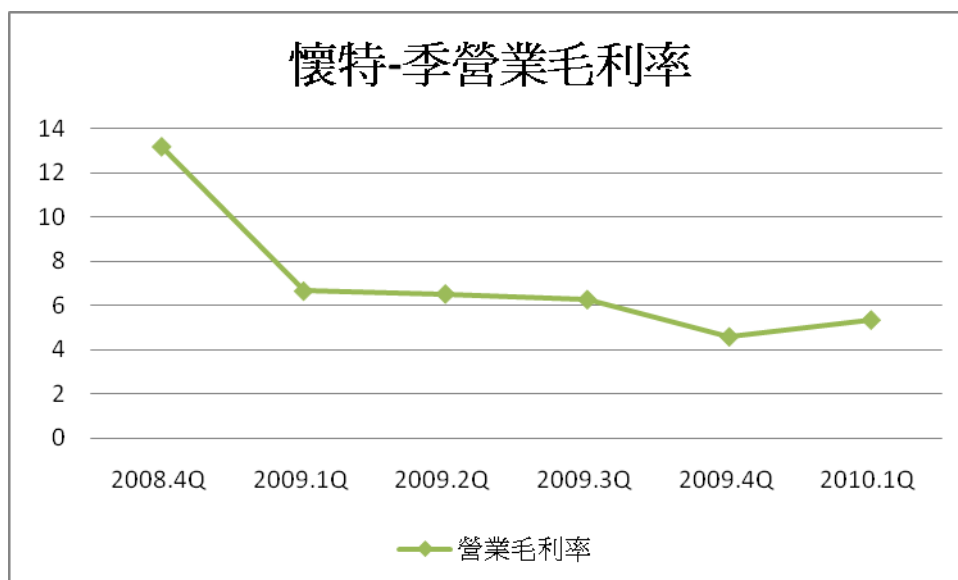
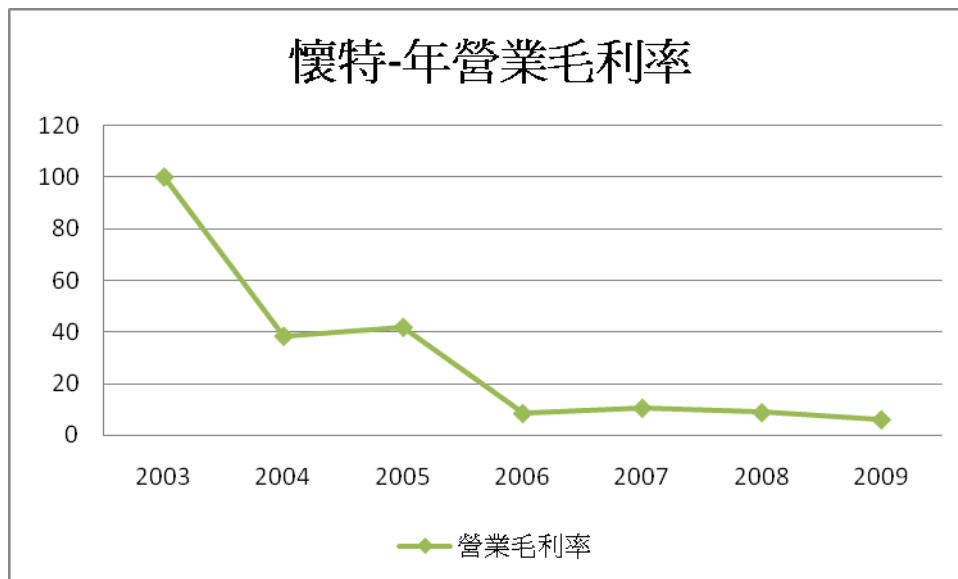
期別	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
營業毛利率	100	38.3	41.76	8.33	10.41	8.69	5.93
營業利益率	-445.37	-101.81	-540.24	-469.58	-504.37	-700.24	-1,151.55
稅前淨利率	-359.73	-100.73	-487.07	-564.68	-477.02	-702.58	-1,369.50
資產報酬率	-15.49	-21.08	-11.08	-10.95	-9.51	-12.86	-17.98
股東權益報酬率	-16.22	-22.25	-11.49	-11.23	-9.78	-13.34	-19.05
每股淨值(元)	9.49	8.54	11.94	11.32	10.68	8.94	14.88

#### 懷特-季獲利

期別	2008.4Q	2009.1Q	2009.2Q	2009.3Q	2009.4Q	2010.1Q
營業毛利率	13.16	6.66	6.53	6.28	4.6	5.36
營業利益率	-765.64	-765.9	-1209.02	-2141.89	-654.86	-630.35
稅前淨利率	-901.6	-739.04	-1224.26	-2148.6	-1397.66	-673.53
資產報酬率	-3.41	-4.09	-6.36	-6.64	-3.84	-1.76
股東權益報酬率	-3.58	-4.24	-6.55	-6.76	-4	-1.85

#### (1)營業毛利率

毛利率代表一間公司降低成本的能力，通常也是一間公司競爭力的表現。懷特的年毛利酬率從 2003 年起逐漸下降，最近三年平均為 8.34%，最近一年平均為 5.93%，表現並不佳。季毛利率一樣呈現下降趨勢，值得密切觀察。



## (2) 資產報酬率

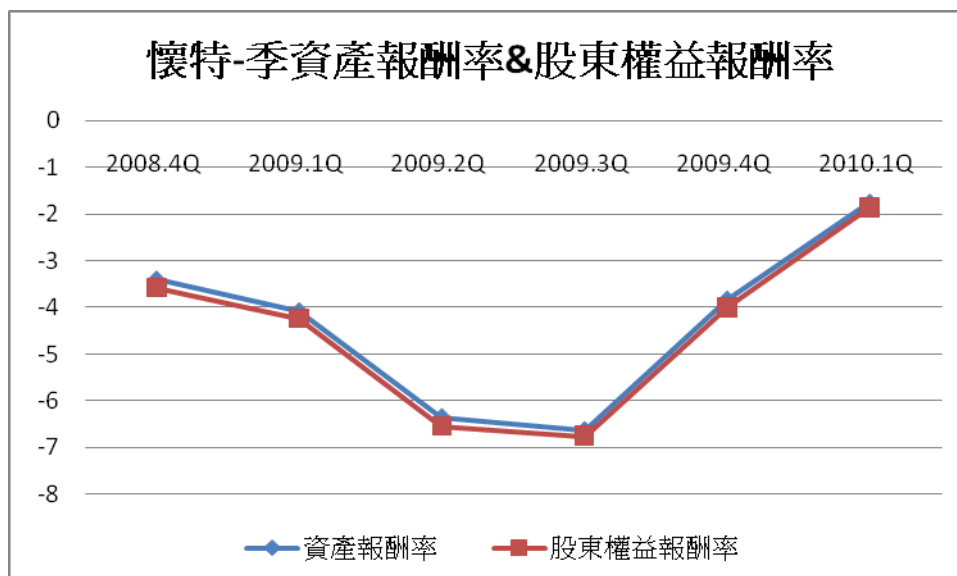
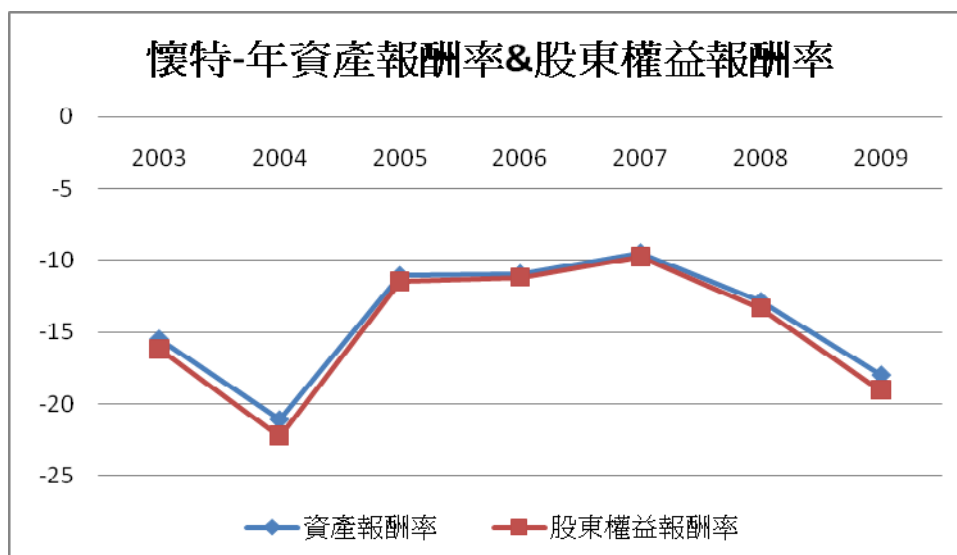
懷特的資產報酬率無論是以每季或是每年來看一直都是負值，與同業相比亦算表現不佳。但 2009Q3 以來有往上的趨勢，2010Q1 達到近幾季的最佳值。

### 懷特-近一年與同業獲利分析比較

單位：%	資產報酬率	股東權益報酬率
懷特	-17.98	-19.05
生技研發	-1.69	-0.95
生技醫療	8.57	10.86
大盤	4.42	5.11
表現	不佳	不佳

### 懷特-近一季與同業獲利分析比較

單位：%	資產報酬率	股東權益報酬率
懷特	-1.76	-1.85
生技研發	-0.27	-0.68
生技醫療	2.54	3.24
大盤	1.56	1.79
表現	不佳	不佳



### (3)股東權益報酬率

股東權益報酬率代表管理當局為股東創造收益的能力。高股東報酬率通常代表經營良好的公司。懷特的股東權益報酬率走勢和資產報酬率曲線很相似，所以一樣表現不佳，與同業相比表現也較差。

**4.經營分析(經營能力):** 資產周轉率、存貨周轉率、應收帳款周轉率可顯示一間公司經營績效是否正常。比率越高，顯示公司控制資產、存貨或應收帳款的能力越佳，經營績效與公司體質亦較為健全。

懷特-近幾季經營分析

季別	資產周轉率	存貨周轉率	應收帳款周轉率
2008Q1	0	0	2.29
2008Q2	0.01	0	2.89
2008Q3	0.01	0	2.96
2008Q4	0.01	0	2.83
2009Q1	0.01	0	2.26
2009Q2	0.01	0	2.11
2009Q3	0	0	2.37
2009Q4	0	0	1.45
2010Q1	0	9.32	0.21

懷特-近年經營分析

年度	資產周轉率	存貨周轉率	應收帳款周轉率
2004	0.2	4.84	7.97
2005	0.02	0.92	1.49
2006	0.02	362.67	11.15
2007	0.02	0	8.93
2008	0.02	0	8.22
2009	0.01	0	4.55

(1)資產周轉率

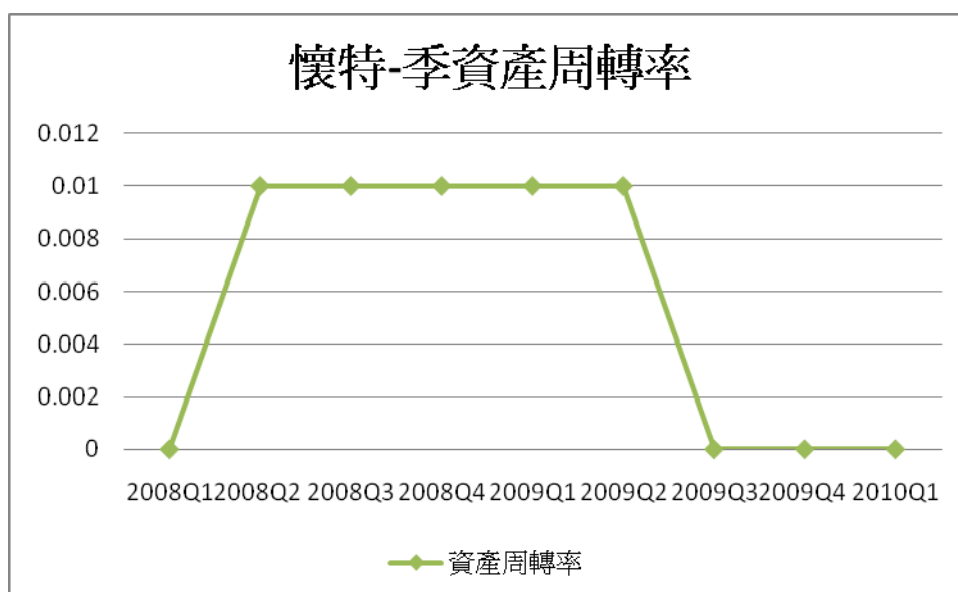
資產報酬率(ROA)為衡量公司是否充分利用資產以創造獲利的指標，懷特的年資產週轉率連年下降，和同業相比表現也低於同業。

近一年與同產業經營比較

單位：%	資產周轉率	存貨周轉率	應收帳款周轉率
懷特	0.01	0	4.55
生技研發	0.49	3.32	5.63
生技醫療	0.56	4.07	5.05
大盤	0.76	128.78	39.29
表現	不佳	不佳	普通

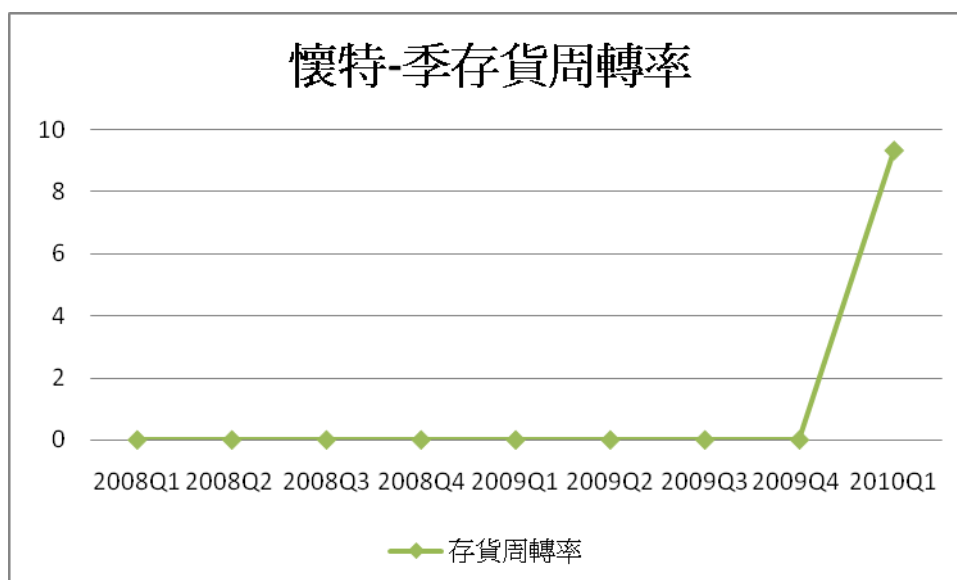
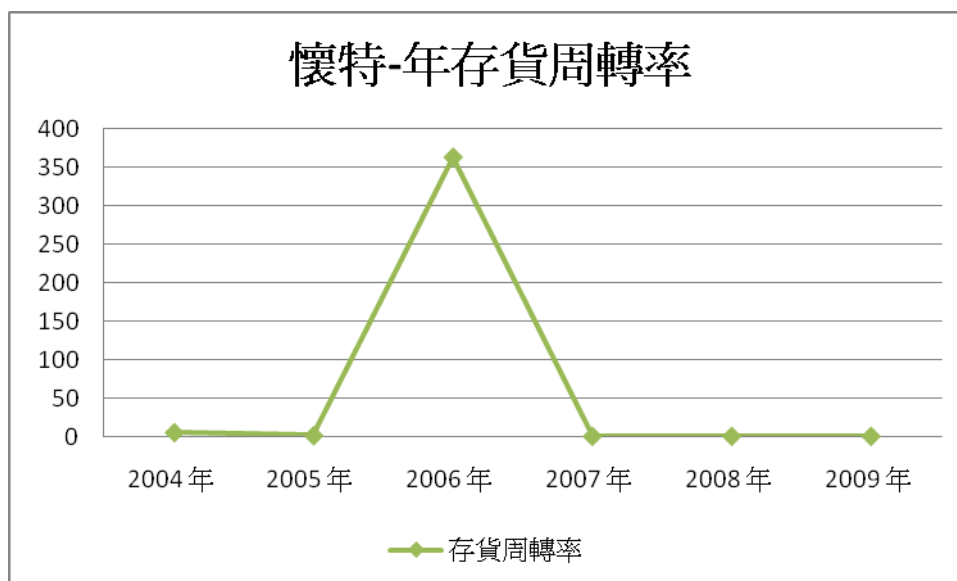
近一季與同產業經營比較

單位：%	資產周轉率	存貨周轉率	應收帳款周轉率
懷特	0	9.32	0.21
生技研發	0.12	2.56	1.03
生技醫療	0.13	1.78	1.08
大盤	0.2	63.24	5.91
表現	不佳	十分傑出	不佳



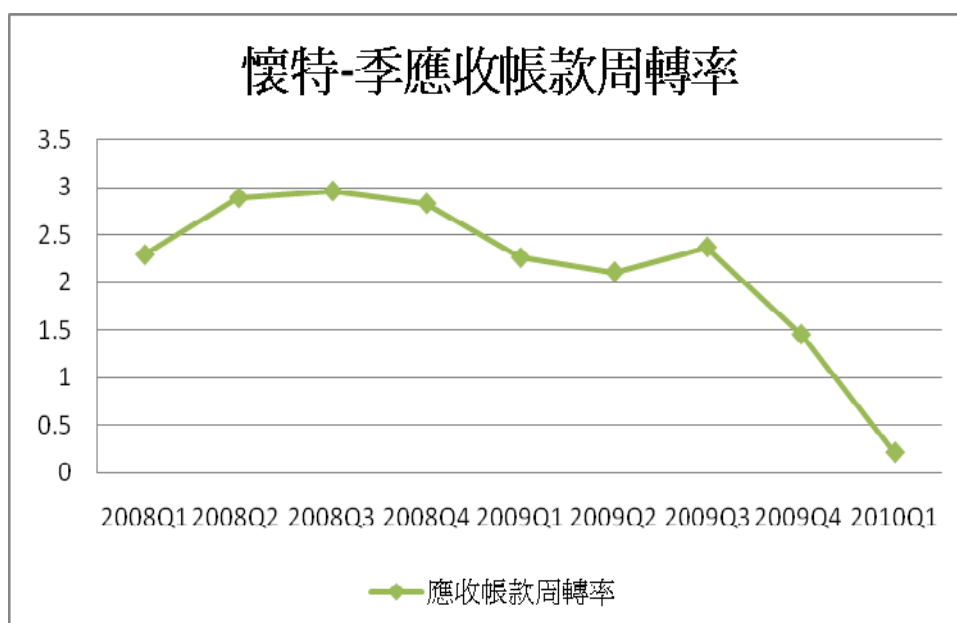
## (2)存貨周轉率

存貨管不好，績效也不會好，存貨的管理是否得當。存貨周轉率則越高，表示商品銷售速度快，生產週期順暢，產品的市場接受度高，現金週轉靈活，換句話說，表示企業的資產經營效率較高。存貨周轉率越低，表示企業生產的產品滯銷、存貨過多，亦顯示公司的經營能力不佳。懷特的年存貨週轉率除 2006 年之外都很低，與同業相比也不佳，但近一季升高到 9.32，有突然變好的趨勢。



### (3) 應收帳款周轉率

用以衡量企業在特定期間內，收回賒銷帳款的能力，數值越高，表示公司信用即收款政策越佳，或企業過分收縮信用；若數值偏低，則表示企業收款條件或收帳政策不當，或客戶發生財務困難，或企業過分擴充。懷特的年應收帳款周轉率從 2006 以來逐漸下降，季應收帳款周轉率亦為下降的曲線，顯示其收回賒銷帳款較不好，應多注意。



**5. 股價分析(股價):** 以本益比來觀察股價，並以配息折現模式推估股票的內在價值。

### 懷特-近年本益比分析

年度	2004	2005	2006	2007	2008	2009
本益比	N/A	N/A	N/A	N/A	0	0

### 懷特-近幾季本益比分析

季別	2008Q3	2008Q4	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1
本益比	0	0	0	0	0	0	0

## 本益比

懷特的本益比為 0 或 N/A，是因為公司虧損，沒有盈餘，無法計算出本益比數值。

## 理想買進價位

### (1)淨值

懷特生技目前**每股淨值為 14.77 元**，由於懷特目前還在虧損狀態，所以淨值也可以成為股價的一個最低參考點。

### (2)股東配息折現模式

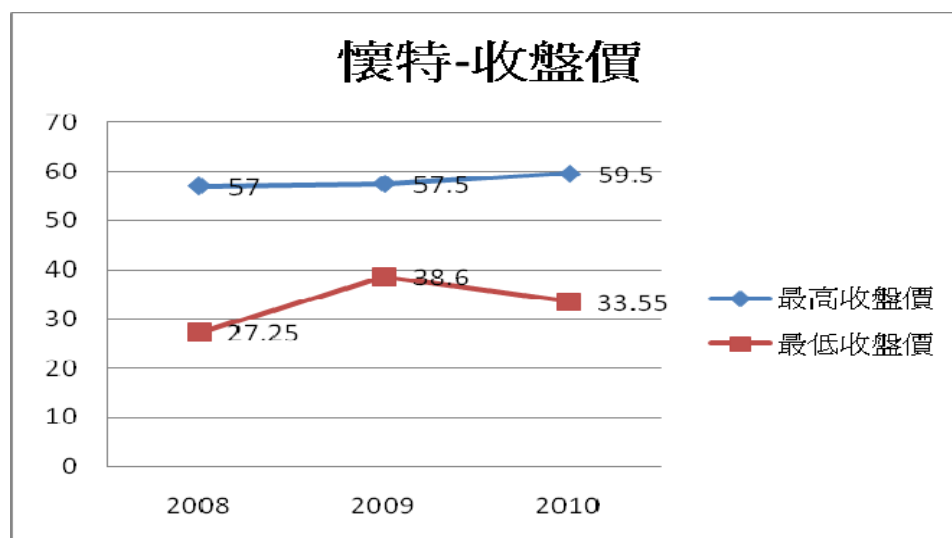
由於懷特歷年來尚未配發過任何股(利)息，故無法套用配息折現模式。懷特屬於中小型的成長股。一家緩慢成長股(如永信)可以配發豐厚的股息,是因為企業已經不需要資金來追求擴張,產業已經相對成熟穩定，股價的波動也相對較小，股息的殖利率較容易如同投資人想像般的有合理的股利可圖。但中小型成長股有時很難用殖利率來看待是否值得投資,若它能夠持續成長，股價的成長利益將遠超過殖利率的重要性。

年度(年)	現金股利	盈餘配股(元)	股票股利	股票股利	股利
2004	0	0	0	0	0
2005	0	0	0	0	0
2006	0	0	0	0	0
2007	0	0	0	0	0
2008	0	0	0	0	0
2009	0	0	0	0	0

### (3)年度最高/最低收盤價

我們試著從懷特上市後歷年來的最高價與最低價，估計合理股價。懷特 2008/7/16 正式上市，股價在 27 元~60 元之間擺動，平均股價約 40~45 元。懷特各年度的最低收盤價平均值為 33.13 元，最高收盤價的平均值為 58 元。所以當股價在 40 元以下，越接近 33 元的時候，將是合適的買進機會。

年度	2008	2009	2010	平均值
最高收盤價	57	57.5	59.5	58.00
最低收盤價	27.25	38.6	33.55	33.13
EPS	-1.31	-2.47	--	-1.89



#### (4)其他參考價位

有時候一家公司的股票值多少錢，他的經營者與大股東是比較了解的。如果我們想要知道一家公司的股票到底值多少，那麼觀察這家公司的老闆與大股東認定的價位，是一個值得參考的目標。2009 年 7 月的時候，懷特的大股東美吾華(美吾華的董事長與懷特董事長為同一人)，以「私募」的方式用**每股 31.2 元**買進 11,084,286 股(約相當 11084 張股票)的懷特生技股票(詳細公告見附錄三)。「私募」原來的作用是讓上市公司以折價發售股票的方式，快速的向特定人募款增資，但此法後來卻為有心人利用以低價買進股票，並用「賣舊股換新股」等方式套利。雖然有時私募手法會引發爭議，但從另一方面來說，私募股票的價格也提供我們一個「從公司派或大股東的觀點來看，股票值多少錢」的空間，以懷特的例子來看，**這個公司派心中的「合理價」是 31.2 元**，而今年(2010 年)2 月時，懷特股價最低來到 32.6 元，對於如果想要持有此股票的人，是一個適合的買進點。

最後可以看一下懷特現在的股價在長期中的相對位置，股價約 49 元。(統計至 2010/5)



## 參、總結:近期三家企業與產業的綜合評比

### 一、太醫、永信、懷特三家企業近期與同業的綜合評比

一家企業，或這家企業的股票，投資人最關心的事情有三項：一是企業賺不賺錢(當然賺錢也要關心分給股東的比例)、二是企業穩不穩(就算賺錢的企業，若體質不佳，遇到資金周轉不靈或金融海嘯就容易倒)、三是股價划不划算(若以太高的價格，買進獲利佳、體質健全的好公司股票，相對下來股息的報酬率就較低，經歷景氣循環時也容易被套牢)。以下是針對三家企業近一季和近一年與同產業的綜合評比，投資人關心的三大資訊，也可以從綜合評比的項目中看出來。

#### 1. 成長分析(經營績效):

計算營收成長率、稅後淨利成長率以及現金流量成長率，觀察這家公司的成長變化是否穩定，以及成長的幅度是否領先其他競爭同業。從下表可以看出太醫的近期成長性優於永信和懷特。

		營收成長率	表現	淨利成長率	表現	現金流量成長率	表現
太醫	近一年	18.06	十分傑出	-109.69	不佳	47.23	普通
	近一季	-3.63	普通	54.91	良好	-41.47	不佳
醫療器材	近一年	7.99		22.95		47.23	
	近一季	N/A		N/A		N/A	
永信	近一年	3.24	普通	4.28	不佳	-11.14	不佳
	近一季	-7.28	不佳	-26.82	不佳	-96.2	不佳
製藥	近一年	5.14		38.69		7.21	
	近一季	N/A		N/A		N/A	
懷特	近一年	-4.46	不佳	-116.43	不佳	-188.96	不佳
	近一季	-7.15	略差	55.26	十分傑出	-538.56	不佳
生技研發	近一年	23.63		-226.84		-1.28	
	近一季	N/A		N/A		N/A	
生技醫療	近一年	11.54		86.14		101.49	
	近一季	-2.07		-1.32		-84.99	

#### 2. 安全分析(償債能力):

觀察公司的負債比例及速動比、流動比，公司的財務狀況是否安全可藉由這幾項指標來判斷。比較這三家公司，雖然償債能力略有高低(懷特優於永信優於太醫)，但無論是長期還是短期償債能力，此三家公司都合乎標準，不易有資金周轉上的困難，而且在與其他生技的同業比較，償債能力皆在前 1/3 左右。

		負債比率	表現	流動比	表現	速動比	表現
太醫	近一年	24.78	優秀	235.45	優秀	189.99	優秀
	近一季	20.39	優秀	298.88	優秀	236.92	優秀
醫療器材	近一年	27.13		N/A		N/A	
	近一季	26.09		N/A		N/A	
永信	近一年	14.5	十分傑出	386.85	十分傑出	240.62	十分傑出
	近一季	11.83	十分傑出	489.5	十分傑出	299.92	十分傑出
製藥	近一年	26.93		N/A		N/A	
	近一季	25.88		N/A		N/A	
懷特	近一年	6.16	十分傑出	780.72	十分傑出	727.99	十分傑出
	近一季	3.76	十分傑出	780.72	十分傑出	727.99	十分傑出
生技研發	近一年	18.72		N/A		N/A	
	近一季	19.16		N/A		N/A	
生技醫療	近一年	18.72		N/A		N/A	
	近一季	19.16		N/A		N/A	

### 3. 獲利分析(獲利能力):

毛利率、資產報酬率及股東權益報酬率是衡量一間公司收益能力的重要指標。報酬率越高，顯示公司在產業中就越有獲利的能力，在產業中競爭能力亦越佳。以營業毛利來說，永信>太醫>懷特，但是永信的管銷成本較重，所以股東權益報酬率反而不如太醫，在同業比較中太醫和永信為同業之前 1/2，但懷特目前不論是營業毛利、資產報酬率、股東權益報酬率和每股盈餘，皆大幅若後於同業。

		毛利率	表現	資產報酬率	表現	股東權益報酬率	表現
太醫	近一年	39.37	良好	-0.93	不佳	-1.4	不佳
	近一季	39.93	良好	6.79	十分傑出	8.76	十分傑出
醫療器材	近一年	N/A		6.68		8.99	
	近一季	N/A		2.45		3.49	
永信	近一年	51.19	十分傑出	8.63	良好	10.13	良好
	近一季	47.18	十分傑出	2.07	良好	2.38	良好
製藥	近一年	N/A		7.75		10	
	近一季	N/A		1.58		1.96	
懷特	近一年	5.93	普通	-17.98	不佳	-19.05	不佳
	近一季	5.36	普通	-1.76	不佳	-1.85	不佳
生技研發	近一年	N/A		-1.69		-0.95	
	近一季	N/A		-0.27		-0.68	
生技醫療	近一年	N/A		8.57		10.86	
	近一季	N/A		2.54		3.24	

#### 4.經營分析(經營能力):

資產周轉率、存貨周轉率、應收帳款周轉率可顯示一間公司經營績效是否正常，比率越高，顯示公司控制資產、存貨或應收帳款的能力越佳，經營績效與公司體質亦較為健全。由下表可看出在經營能力這個項目中，太醫優於永信優於懷特。

		資產周轉率	表現	存貨周轉率	表現	應收帳款周轉率	表現
太醫	近一年	0.85	良好	4.61	普通	7.57	普通
	近一季	0.2	良好	1.31	普通	1.95	普通
醫療器材	近一年	0.78		6.93		38.18	
	近一季	0.18		1.87		155.44	
永信	近一年	0.54	普通	2.1	略差	3.63	普通
	近一季	0.13	普通	0.54	略差	0.86	普通
製藥	近一年	0.6		3.39		3.92	
	近一季	0.14		0.85		0.96	
懷特	近一年	0.01	不佳	0	不佳	4.55	普通
	近一季	0	不佳	9.32	不佳	0.21	普通
生技研發	近一年	0.49		3.32		5.63	
	近一季	0.12		2.56		1.03	
生技醫療	近一年	0.56		4.07		5.05	
	近一季	0.13		1.78		1.08	

#### 5.股價分析(股價):

##### (1)本益比

一家已經相對發展成熟，預估較無大幅成長性的企業(例如傳產企業)本益比會較低，而本益比較高的股票代表投資人對企業未來成長具信心，願意以較高的價格買進股票。一張股票合理的本益比約在 10~20 之間，但每個產業的本益比都不相同，合理的本益比最好能和同業比較。由下表中可以看出，太醫近一年的本益比遠高於 20 的標準，與同業相比亦偏高，雖然成長型的股票本益比會比較高，但要注意若成長減緩或不如預期時，股價會面臨修正。永信近一年的本益比為 15.37，算是相對合理的本益比，但近年來企業營收成長已趨緩，此種現象也反映在股息上，永信近 10 年每年穩定發放 1.5 元或 2 元的利息，在生技醫療產業中股價也相對穩定，波動幅度不會太大。懷特無進一年本益比資料，故無法分析。

##### (2)理想股價(配息折現模式、年度最高/最低收盤價)

配息折現模式是預估一張股票未來將發放的利息折現總和就是此股票真正的內在價值。而這個方式必須去預估未來此企業的成长率，對企業的成长率預估值每個人都不會一樣，也不一定代表企業未來真實的成长率。所以對一家企業預估的成长率會大幅影響對股票內在價值的估計，用過去的表现預測未來的成长率，對成长型股票來說，若將來企業的成长大於預期，則股價會上升，反之若成长不如預期，則股價會下修。適當的推測企業的成长率，是配息折現模式最困難的關鍵。

而用年度收盤價模式來預估股價，是觀察過去每年股價的上下區間的高低點，來推算股價在某一個價格以下算是相對合適的買進點，而9折、8折是指以此價格去打9折和8折的相對便宜買點，但這樣相對便宜的買點不一定會年年出現，而當此價格出現時，若考慮買進股票，需再確認是否產業或企業的基本面不變，只是受到總體經濟或景氣循環影響而出現的低點。

太醫以配息折現模式推估而來的股價為 19.94 元，與目前淨值 19.78 元差不多，而歷年來年度最低收盤價平均為 29.41 元。永信以配息折現模式推估而來的股價為 28.88 元(預測 1~15 年成长率 3%)，而用歷年來年度最低收盤價平均得到的價格是 30 元。懷特目前淨值是 14.77 元，因為沒有配過股息，故無法用配息折現模式推估股價。而以年度收盤價來看，40 元以下是較適合買點，若買到接近此價格的9折或8折價(近3年來年年都會出現)，或是參考2009年的私募價格(31.2元)，都是相對合理的價格。

	本益比	合適股價			
	近一年	配息折現模式	年度收盤價模式	9折	8折
太醫	47.35	19.94	30 以下	27	24
醫療器材	19.26				
永信	15.37	28.88	30 以下	27	24
製藥	28.15				
懷特	N/A	N/A	40 以下	36	32
生技研發	29.2				
生技醫療	18.23				

## 二、生技產業的未來

台灣第一波經濟發展的是加工出口區，第二波經濟發展的半導體科技產業至今為台灣帶來不錯的經濟發展成果。但要如何一直保持國家經濟的成长？仍需思考及發展未來全球產業發展的大趨勢。如台灣南部有不錯的艷陽天，在綠色產業上面有先天上的優勢，另外像是生物科技產業，也是台灣可以期待形成的新產業群聚，俾以帶動國家與地方整體經濟發展。

台灣的生技醫療產業於 10 年前開始萌芽，至今仍未發展成熟、仍算是新興產業，而且至目前為止尚無跨國性的生技公司。其實台灣是可以發展生技產業的，只是要比照 20 年前的晶圓產業成功先例(聯電/台積電):

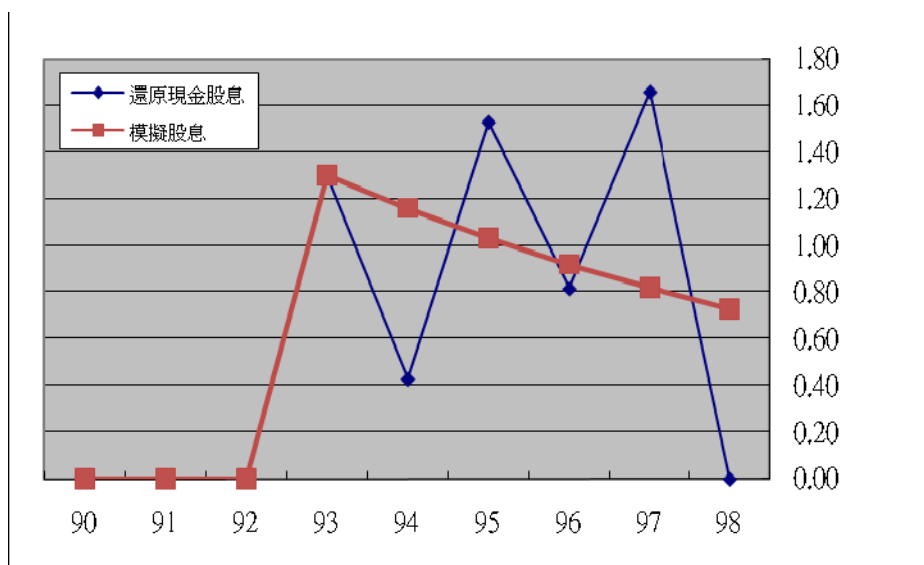
- 1.需要政府大力支持(租稅減免)
- 2.必須建構在現有的基礎之上(電子/科技)
- 3.建教合作(醫院/醫學院/學者)

如此台灣的生技醫療產業將可望在未來形成台灣第三波的經濟發展動能。

另外要思考的是，雖然生技醫療產業將可望是台灣未來產業與經濟發展的主流，但目前仍是渾沌未成型時代，時程仍未知，有可能是近 10 年就發展蓬勃，也有可能是近 20 年、甚至是近 30 年…。在這樣的時候，投資人有可能以相對低的股價，換未來 20 年高速成長的獲利，但未來的產業龍頭，也不一定是現在檯面上看好的公司。人人都想要買到剛創辦的鴻海、宏達電、聯發科，只是這都要未來才能應證了。

肆、附錄

附錄一:太醫配息折現模式 Excel



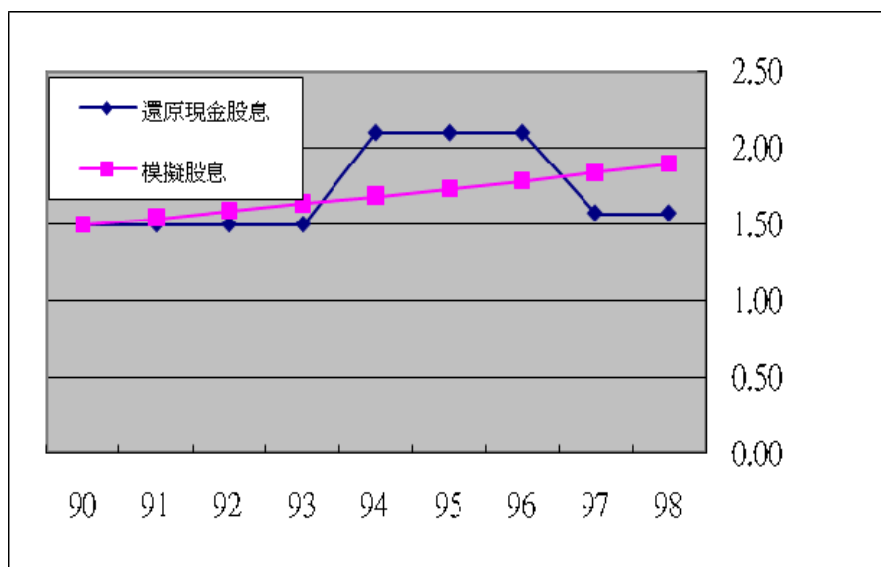
									模擬 成長 率(g)	總誤差
									-11%	2.03
年度	現金 股利	盈餘 配股	公積 配股	股票 股利	合計	股票累 積	還原現 金股息	成長 率	模擬 股息	誤差 (R^2)
98	0	0	1	1	1	1.222	0.00	-100%	0.73	0.53
97	1.45	0.68	0	0.68	2.13	1.144	1.66	103%	0.82	0.71
96	0.8	1.22	0	1.22	2.02	1.020	0.82	-47%	0.92	0.01
95	1.5	0	0	0	1.5	1.020	1.53	257%	1.03	0.25
94	0.42	0	0	0	0.42	1.020	0.43	-67%	1.16	0.53
93	1.3	0	0.2	0.2	1.5	1.000	1.30	NA	1.30	0.00
92	0	1.3	0	1.3	1.3	1.050	0.00	NA	0.00	0.00
91	0	0.5	0	0.5	0.5	1.000	0.00	NA	0.00	0.00
90	0	0	0	0	0	1.000	0.00	NA	0.00	0.00

投資者 期望報 酬率	6%			
股票價 值	19.94			
年	成長率	配發股 息	現值	累計現 值
0		1.20		
1	0%	1.20	1.13	1.13
2	0%	1.20	1.07	2.20
3	0%	1.20	1.01	3.21
4	0%	1.20	0.95	4.16
5	0%	1.20	0.90	5.05
6	0%	1.20	0.85	5.90
7	0%	1.20	0.80	6.70
8	0%	1.20	0.75	7.45
9	0%	1.20	0.71	8.16
10	0%	1.20	0.67	8.83
11	0%	1.20	0.63	9.46
12	0%	1.20	0.60	10.06
13	0%	1.20	0.56	10.62
14	0%	1.20	0.53	11.15
15	0%	1.20	0.50	11.65
16	0%	1.20	0.47	12.13
17	0%	1.20	0.45	12.57
18	0%	1.20	0.42	12.99
19	0%	1.20	0.40	13.39
20	0%	1.20	0.37	13.76
21	0%	1.20	0.35	14.12
22	0%	1.20	0.33	14.45
23	0%	1.20	0.31	14.76
24	0%	1.20	0.30	15.06
25	0%	1.20	0.28	15.34
26	0%	1.20	0.26	15.60
27	0%	1.20	0.25	15.85
28	0%	1.20	0.23	16.09

29	0%	1.20	0.22	16.31
30	0%	1.20	0.21	16.52
31	0%	1.20	0.20	16.71
32	0%	1.20	0.19	16.90
33	0%	1.20	0.18	17.08
34	0%	1.20	0.17	17.24
35	0%	1.20	0.16	17.40
36	0%	1.20	0.15	17.55
37	0%	1.20	0.14	17.68
38	0%	1.20	0.13	17.82
39	0%	1.20	0.12	17.94
40	0%	1.20	0.12	18.06
41	0%	1.20	0.11	18.17
42	0%	1.20	0.10	18.27
43	0%	1.20	0.10	18.37
44	0%	1.20	0.09	18.46
45	0%	1.20	0.09	18.55
46	0%	1.20	0.08	18.63
47	0%	1.20	0.08	18.71
48	0%	1.20	0.07	18.78
49	0%	1.20	0.07	18.85
50	0%	1.20	0.07	18.91
51	0%	1.20	0.06	18.98
52	0%	1.20	0.06	19.03
53	0%	1.20	0.05	19.09
54	0%	1.20	0.05	19.14
55	0%	1.20	0.05	19.19
56	0%	1.20	0.05	19.23
57	0%	1.20	0.04	19.28
58	0%	1.20	0.04	19.32
59	0%	1.20	0.04	19.36
60	0%	1.20	0.04	19.39
61	0%	1.20	0.03	19.43
62	0%	1.20	0.03	19.46
63	0%	1.20	0.03	19.49
64	0%	1.20	0.03	19.52
65	0%	1.20	0.03	19.55

66	0%	1.20	0.03	19.57
67	0%	1.20	0.02	19.60
68	0%	1.20	0.02	19.62
69	0%	1.20	0.02	19.64
70	0%	1.20	0.02	19.66
71	0%	1.20	0.02	19.68
72	0%	1.20	0.02	19.70
73	0%	1.20	0.02	19.72
74	0%	1.20	0.02	19.73
75	0%	1.20	0.02	19.75
76	0%	1.20	0.01	19.76
77	0%	1.20	0.01	19.77
78	0%	1.20	0.01	19.79
79	0%	1.20	0.01	19.80
80	0%	1.20	0.01	19.81
81	0%	1.20	0.01	19.82
82	0%	1.20	0.01	19.83
83	0%	1.20	0.01	19.84
84	0%	1.20	0.01	19.85
85	0%	1.20	0.01	19.86
86	0%	1.20	0.01	19.87
87	0%	1.20	0.01	19.87
88	0%	1.20	0.01	19.88
89	0%	1.20	0.01	19.89
90	0%	1.20	0.01	19.89
91	0%	1.20	0.01	19.90
92	0%	1.20	0.01	19.91
93	0%	1.20	0.01	19.91
94	0%	1.20	0.01	19.92
95	0%	1.20	0.00	19.92
96	0%	1.20	0.00	19.93
97	0%	1.20	0.00	19.93
98	0%	1.20	0.00	19.93
99	0%	1.20	0.00	19.94
100	0%	1.20	0.00	19.94

附錄二:永信配息折現模式 Excel



									模擬成 長率(g)	總誤差
									3%	0.60
年 度	現 金 股 利	盈 餘 配 股	公 積 配 股	股 票 股 利	合 計	股 票 累 積	還 原 現 金 股 息	成 長 率	模 擬 股 息	誤 差 (R <sup>2</sup> )
98	1.5	0	0	0	1.5	1.050	1.58	0%	1.90	0.10
97	1.5	0	0	0	1.5	1.050	1.58	-25%	1.84	0.07
96	2	0	0	0	2	1.050	2.10	0%	1.79	0.10
95	2	0	0	0	2	1.050	2.10	0%	1.74	0.13
94	2	0	0	0	2	1.050	2.10	40%	1.69	0.17
93	1.5	0	0.5	0.5	2	1.000	1.50	0%	1.64	0.02
92	1.5	0	0	0	1.5	1.000	1.50	0%	1.59	0.01
91	1.5	0	0	0	1.5	1.000	1.50	0%	1.54	0.00
90	1.5	0	0	0	1.5	1.000	1.50	NA	1.50	0.00

投資者 期望報 酬率	7%			
股票價 值	28.88			
年	成長率	配發股 息	現值	累計現 值
0		1.50		
1	3%	1.55	1.44	1.44
2	3%	1.59	1.39	2.83
3	3%	1.64	1.34	4.17
4	3%	1.69	1.29	5.46
5	3%	1.74	1.24	6.70
6	3%	1.79	1.19	7.89
7	3%	1.84	1.15	9.04
8	3%	1.90	1.11	10.15
9	3%	1.96	1.06	11.21
10	3%	2.02	1.02	12.24
11	3%	2.08	0.99	13.22
12	3%	2.14	0.95	14.17
13	3%	2.20	0.91	15.09
14	3%	2.27	0.88	15.97
15	3%	2.34	0.85	16.81
16	0%	2.34	0.79	17.61
17	0%	2.34	0.74	18.35
18	0%	2.34	0.69	19.04
19	0%	2.34	0.65	19.68
20	0%	2.34	0.60	20.29
21	0%	2.34	0.56	20.85
22	0%	2.34	0.53	21.38
23	0%	2.34	0.49	21.87
24	0%	2.34	0.46	22.33
25	0%	2.34	0.43	22.76
26	0%	2.34	0.40	23.17
27	0%	2.34	0.38	23.54
28	0%	2.34	0.35	23.89
29	0%	2.34	0.33	24.22

30	0%	2.34	0.31	24.53
31	0%	2.34	0.29	24.82
32	0%	2.34	0.27	25.08
33	0%	2.34	0.25	25.33
34	0%	2.34	0.23	25.57
35	0%	2.34	0.22	25.79
36	0%	2.34	0.20	25.99
37	0%	2.34	0.19	26.18
38	0%	2.34	0.18	26.36
39	0%	2.34	0.17	26.53
40	0%	2.34	0.16	26.69
41	0%	2.34	0.15	26.83
42	0%	2.34	0.14	26.97
43	0%	2.34	0.13	27.09
44	0%	2.34	0.12	27.21
45	0%	2.34	0.11	27.32
46	0%	2.34	0.10	27.43
47	0%	2.34	0.10	27.53
48	0%	2.34	0.09	27.62
49	0%	2.34	0.08	27.70
50	0%	2.34	0.08	27.78
51	0%	2.34	0.07	27.86
52	0%	2.34	0.07	27.92
53	0%	2.34	0.06	27.99
54	0%	2.34	0.06	28.05
55	0%	2.34	0.06	28.11
56	0%	2.34	0.05	28.16
57	0%	2.34	0.05	28.21
58	0%	2.34	0.05	28.25
59	0%	2.34	0.04	28.30
60	0%	2.34	0.04	28.34
61	0%	2.34	0.04	28.38
62	0%	2.34	0.04	28.41
63	0%	2.34	0.03	28.44
64	0%	2.34	0.03	28.48
65	0%	2.34	0.03	28.50
66	0%	2.34	0.03	28.53

67	0%	2.34	0.03	28.56
68	0%	2.34	0.02	28.58
69	0%	2.34	0.02	28.60
70	0%	2.34	0.02	28.62
71	0%	2.34	0.02	28.64
72	0%	2.34	0.02	28.66
73	0%	2.34	0.02	28.68
74	0%	2.34	0.02	28.69
75	0%	2.34	0.01	28.71
76	0%	2.34	0.01	28.72
77	0%	2.34	0.01	28.73
78	0%	2.34	0.01	28.74
79	0%	2.34	0.01	28.76
80	0%	2.34	0.01	28.77
81	0%	2.34	0.01	28.78
82	0%	2.34	0.01	28.78
83	0%	2.34	0.01	28.79
84	0%	2.34	0.01	28.80
85	0%	2.34	0.01	28.81
86	0%	2.34	0.01	28.82
87	0%	2.34	0.01	28.82
88	0%	2.34	0.01	28.83
89	0%	2.34	0.01	28.83
90	0%	2.34	0.01	28.84
91	0%	2.34	0.00	28.84
92	0%	2.34	0.00	28.85
93	0%	2.34	0.00	28.85
94	0%	2.34	0.00	28.86
95	0%	2.34	0.00	28.86
96	0%	2.34	0.00	28.86
97	0%	2.34	0.00	28.87
98	0%	2.34	0.00	28.87
99	0%	2.34	0.00	28.87
100	0%	2.34	0.00	28.88

附錄三:

**【公告】美吾華公司取得懷特生技新藥私 募普通股**

日 期：2009年07月22日

上市公司：美吾華(1731)

主 旨：公告本公司取得懷特生技新藥股份有限公司私募普通股

說 明：

1.標的物之名稱及性質（屬特別股者，並應標明特別股約定發行條件，如股息率等）：

懷特生技新藥股份有限公司私募普通股

2.事實發生日：98/07/22

3.交易數量、每單位價格及交易總金額：

交易數量：11,084,286股。

每單位價格：新台幣31.2元。

交易總金額：新台幣345,829,724元。

4.交易相對人及其與公司之關係（交易相對人如屬自然人，且非公司之實質關係人者，得免揭露其姓名）：懷特生技新藥(股)公司；採權益法評價之被投資公司

5.交易相對人為實質關係人者，並應公告選定關係人為交易對象之原因及前次移轉之所有人（含與公司及相對人間相互之關係）、移轉價格及取得日期：不適用

6.交易標的最近五年內所有權人曾為公司之實質關係人者，尚應公告關係人之取得及處分日期、價格及交易當時與公司之關係：不適用

7.本次係處分債權之相關事項（含處分之債權附隨擔保品種類、處分債權如有屬對關係人債權者尚需公告關係人名稱及本次處分該關係人之債權帳面金額：不適用

8.處分利益（或損失）（取得有價證券者不適用）（原遞延者應列表說明認列情形）：不適用

9.交付或付款條件（含付款期間及金額）、契約限制條款及其他重要約定事項（註一）：

交付或付款條件：新台幣345,829,724元，於98年7月22日一次現金交付。

契約限制條款及其他重要約定事項：依該私募普通股發行條件規定。

10.本次交易之決定方式、價格決定之參考依據及決策單位：

本次交易之決定方式：董事會決議條件式授權董事長處理價格決定之參考依據：

私募價格係依據懷特生技新藥公司7月20日董事會決議私募普通股定價每股31.20元認購。

決策單位：本公司董事會

11.迄目前為止，累積持有本交易證券（含本次交易）之數量、金額、持股比例及權利受限情形（如質押情形）：

數量：24,378,179股

金額：新台幣 550,273 仟元

持股比例：18.31%

權利受限情形：依據證券交易法第四十三之八條規定，本次私募發行之普通股於交付日起三年內，除符合主管機關規定外不得自由轉讓。

12. 迄目前為止，私募有價證券投資（含本次交易）占公司最近期財務報表中總資產及股東權益之比例暨最近期財務報表中營運資金數額（註二）：13.72%；23.72%；新台幣 955,472 仟元

13. 取得或處分之具體目的或用途：增加對懷特生技新藥公司之長期投資及持股比例

14. 有價證券標的公司私募參考價格與每股交易金額差距達 20%以上：是

15. 有價證券標的公司的每股淨值：8.90

16. 本次交易董事有異議：否

註一、其他重要約定事項應註明有無訂定附買(賣)回、解除契約或其他不確定、特殊約定條款

註二、取得有價證券且營運資金為負數者，尚應公告取得該有價證券之資金來源及在資金不足情形下，仍取得有價證券之具體原因