

王華

翹騰投資管理執行董事，特許財務分析師，
曾擔任多間台灣、香港半導體上市公司策略師，
及法國巴黎銀行科技股份分析員，
現專注於科技有關行業研究及投資。

科技有價

如果納斯達克指數是美國大市方向的火車頭的話，費城半導體指數(SOX Index)就更具領先指標作用，甚至走在採購經理人指數(PMI)或生產者物價指數(PPI)等指數之前。半導體指數從去年10月初至今升了超過26%，很多在美上市的科技股同期亦升了30%至40%(如蘋果就上揚42%)。某程度上反映市場憧憬着2012年經濟復甦。

相比下，香港科技股則大落後，現階段可考慮一些和美國半導體公司有密切生意往還的亞洲供應及代理商。提到晶片供應，不得不提晶片代理商，全球約有三分之一的晶片是透過晶片代理商交給如富士康(02038)、比亞迪(01211)等中下游科技公司，且例每年都在遞增中。

亞洲區內台灣系統代理商更經常以併購方式成長，當中有幾間已在港及新加坡上市，其中一間是剛踏入30周年的時捷集團(01184)，該公司由代理聯華電子(UMC)及精電國際(00710)產品起家，至今已成為韓國海力士(Hynix)、美國飛兆(Fairchild)、中國展訊(Spreadtrum)等的主要經銷商，集團亦從事在港及中國LED節能燈的全套方案。

時捷派息穩定

時捷其實在香港上市已達18年之久，一直專注本業，其股東背景十分雄厚，除大股東持有的29.7%股份外，主要客戶如台灣鴻海集團(富士康的母公司)擁有17.6%，建銀國際資產管理持有6.5%。

半導體分銷行業有別於一般貿易，代理商的技術支援能增加其客戶的忠誠度，使毛利率及經營溢利率不會因晶片常規性跌價影響而下滑。經過30年，時捷的現金流及派息均穩定，未來增長亮點且看LED業務及美滿電子(Marvell)的新產品。2011年上半年，公司錄得4,000萬元純利，同比增長達三成。一般半導體旺季在下半年，假

設2011年下半年盈利只和上半年相若，時捷現時2011年的市盈率也不過5倍，歷史股息率卻高於8厘。時捷市盈率長期偏低，可能由於市場對這類半導體分銷公司不熟悉，導致成交量疏落，產生所謂流通性折讓(Liquidity Discount)。另外，一般人對變化萬千的科技公司資產存貨質素有所保留，其實代理商要貨如輪轉，且很多時都有大型供應商的輪轉政策保護(Stock Rotation)。筆者相信該公司存貨穩靠，同行如神州數碼(00861)也非常類似，但其市盈率卻高達16倍。

每股價值逾2.2元

該公司的壞帳率一直偏低，應收帳很多時已購買保險，所以營運資本質素非常健康，加上固定資產為寫字樓，其淨資產數字可信，即使不計重估物業價值，以5億元的淨資產折算，每股起碼超過2.2元。最後想說的是，代理商行業易入卻難做大，因為成本優勢及技術支援都需要強大的團隊與資產負債表支持。國際上，5億美元的年度銷售規模是一個非常重要的台階，所以時捷已拋離其他對手，因很多大規模的供應商都只會選擇與具同等分量的公司作長遠合作夥伴。■

權益披露：翹騰投資旗下基金持有時捷股票

時捷與SOX指數表現比較



註：兩者表現以0為起點

時捷其實在香港上市已達18年之久，一直專注本業，其股東背景十分雄厚。