

東海大學高階經營管理碩士在職專班(研究所)
碩士學位論文(初稿)

鋼鐵裁剪加工事業評價分析個案研究－以 CS 個案
公司為例

A Case Study On Valuation Analysis Of Iron & Steel Shearing
Processing Industry- The Case Of CS Company

指導教授：詹家昌 博士
研 究 生：劉秀娟 撰

中華民國 107 年 6 月

謝 誌

在 EMBA 學業畢業之時，回想起二年前下定決心要改變的自己，當時想著該是開拓自己的視野、擴充自己的思維的時候，很感激東海大學 EMBA 提供這個能實現自我成長蛻變的機會。在這二年內很開心不僅藉由各位老師的教授課程學習到不同領域的專業知識之餘，更高興能與來自不同行業、擔任不同職務的各位同學們一起學習，一同留下美好且充實的回憶。

在完成論文的這段過程中，由衷地感謝詹副校長的耐心指導。也要感謝一直支持陪伴的家人們、以及一同戰鬥的論文小組各位成員們，還有懷著熱忱的各位學長姐們給予的支援與幫助。此外，非常感謝擔任論文口試委員的林丙輝教授與胡次熙教授細心地審閱並提出建議，讓本論文更具有研究價值。

學習是人生的饗宴，有幸能在東海大學 EMBA 與相遇的各位學習夥伴們盡情盡興地享受這場極致的饗宴，歡喜之情無以言表。也正因為有來自家人、師長、同學各方的支援協助才能完成本論文。謹以本論文獻予各位。

劉秀娟 謹誌於

東海大學管理學院

中華民國一〇七年六月

論文名稱：鋼鐵裁剪加工事業評價分析個案研究 - 以CS個案公司為例

校所名稱：東海大學高階經營管理碩士在職專班(研究所)

畢業時間：107年6月

研究生：劉秀娟

指導教授：詹家昌 博士

論文摘要：

本研究以個案研究方式，各別選取一家國內未上市中小型鋼鐵裁剪加工事業與上市鋼鐵裁剪加工事業為研究案例，參考現金流量折現法以及經濟利潤法的理論進行企業評價分析，另外加以參考經濟附加價值拆解模型來尋求研究個案公司之關鍵價值驅動因子，冀經由評價過程，能得出對台灣未上市中小型鋼鐵裁剪加工事業的未來發展與價值創造的建議。

關鍵字： 鋼鐵裁剪加工事業、經濟附加價值、企業評價、敏感度分析、現金流量折現法、經濟利潤法、

Title of Thesis : A Case Study On Valuation Analysis Of Iron & Steel Shearing Processing
Industry- The Case Of CS Company

Name of Institute : Tunghai University

Executive Master Of Business Administration Program

Graduation Time : 06/2018

Student Name : LIU,HSIU-CHUAN

Advisor Name : CHAN,CHIA-CHUNG

Abstract :

The research focus on the value drivers analysis from the case companies between one of private firm and one of public firm by adopting DCF approach method as well as EP approach method in order to find the key value drive factor and company value.

The research will then provide the recommendations of value drive strategies based on the analysis results to the private companies for reference to get long term success.

Key words : Iron & Steel Shearing Processing Industry 、 Economic Value Added(EVA) 、
Business Valuation 、 Sensitivity Analysis 、 Discounted Cash Flow
Model(DCF) 、 Economic Profit Model(EP)

目 錄

中文摘要	I
Abstract.....	II
第一章 緒論	10
第一節 研究背景與動機.....	10
第二節 研究目的.....	12
第三節 研究流程.....	12
第二章 文獻探討	14
第一節 鋼鐵產業文獻探討.....	14
第二節 企業價值定義與企業評價模式.....	16
第三節 企業價值實證研究.....	18
第四節 企業評價步驟.....	20
第三章 產業概況分析與研究個案公司簡述.....	22
第一節 全球鋼鐵產業分析.....	22
第二節 台灣鋼鐵產業概況.....	28
第三節 研究個案公司介紹.....	33
第四節 研究個案公司之策略分析.....	39
第四章 企業評價與價值創造策略.....	40
第一節 歷史財務報表分析.....	40
第二節 經營績效預測與企業價值評估.....	76
第三節 價值創造策略.....	99
第五章 結論與建議.....	100
第一節 結論.....	100
第二節 研究限制與建議.....	101
參考文獻	
中文文獻.....	
網路文獻.....	

表目錄

表 2-1 基本金屬製造業產值與製造業佔比表.....	15
表 3-1 全球鋼材基準價格指數漲跌幅表.....	23
表 3-2 2018 年 5 月亞洲板材市場價格表.....	24
表 3-3 2018 年 5 月歐美板材市場價格表.....	25
表 4-1 2007 至 2016 年 C.S.公司營運投入資本(Invested Capital)表.....	41
表 4-2 2007 至 2016 年 C.S.公司淨營運利潤減調整後稅賦(NOPLAT)表.....	44
表 4-3 2008 至 2016 年 C.S.公司投入資本報酬率(ROIC)表.....	45
表 4-4 2007 至 2016 年 C.S.公司加權平均資金成本(WACC)表.....	47
表 4-5 2008 至 2016 年 C.S.公司自由現金流量(FREE CASH FLOW)表.....	51
表 4-6 2008 至 2016 年春源公司自由現金流量(FREE CASH FLOW)表.....	52
表 4-7 2008 至 2016 年 C.S.公司投入資本報酬率 ROIC 關鍵因子拆解表.....	54
表 4-8 2008 至 2016 年春源公司投入資本報酬率 ROIC 關鍵因子拆解表.....	56
表 4-9 2008 至 2016 年 C.S.公司超額報酬率(SPREAD)表.....	62
表 4-10 2008 至 2016 年春源公司超額報酬率(SPREAD)表.....	63
表 4-11 2009 至 2016 年 C.S.公司盈餘指標分析表.....	64
表 4-12 2009 至 2016 年 C.S.公司盈餘指標分析表.....	65
表 4-13 2009 至 2016 年 C.S.公司盈餘指標分析表.....	66
表 4-14 2009 至 2016 年 C.S.公司盈餘指標分析表.....	66
表 4-15 2009 至 2016 年 C.S.公司盈餘指標分析表.....	67
表 4-16 2009 至 2016 年 C.S.公司盈餘指標分析表.....	68
表 4-17 2009 至 2016 年 C.S.公司盈餘指標分析表.....	68
表 4-18 2009 至 2016 年春源公司盈餘指標分析表.....	69
表 4-19 2009 至 2016 年春源公司盈餘指標分析表.....	70
表 4-20 2008 至 2016 年 C.S.公司之 GAP 分析表.....	71
表 4-21 2008 至 2016 年春源公司 GAP 分析表.....	72
表 4-22 2007 至 2016 年 C.S.公司現金轉換天數分析表.....	73
表 4-23 2007 至 2016 年春源公司現金轉換天數分析表.....	74
表 4-24 CS 公司情境分析彙整表-正常成長情境.....	76
表 4-25 正常成長情境-CS 公司未來 15 年投資人總資金推估表.....	77
表 4-26 正常成長情境-CS 公司未來 15 年淨營運利潤推估表.....	78

表 4-27 正常成長情境-CS 公司未來 15 年自由現金流量推估表.....	79
表 4-28 正常成長情境-CS 公司未來每股價值預測表	80
表 4-29 CS 公司情境分析彙整表-樂觀成長情境	81
表 4-30 樂觀成長情境-CS 公司未來 15 年投資人總資金推估表.....	82
表 4-31 樂觀成長情境-CS 公司未來 15 年淨營運利潤推估表.....	83
表 4-32 樂觀成長情境-CS 公司未來 15 年自由現金流量推估表.....	84
表 4-33 樂觀成長情境-CS 公司未來每股價值預測表	85
表 4-34 CS 公司情境分析彙整表-悲觀成長情境	86
表 4-35 悲觀成長情境-CS 公司未來 15 年投資人總資金推估表.....	87
表 4-36 悲觀成長情境-CS 公司未來 15 年淨營運利潤推估表.....	88
表 4-37 悲觀成長情境-CS 公司未來 15 年自由現金流量推估表.....	89
表 4-38 悲觀成長情境-CS 公司未來每股價值預測表	91
表 4-39 CS 公司關鍵價值驅動因子對 EVA 之敏感性分析表.....	92

圖目錄

圖 1-1 研究流程圖.....	13
圖 2-1 台灣鋼鐵產業結構圖.....	14
圖 2-2 企業評價流程圖.....	21
圖 3-1 C.S.公司發展沿革圖.....	34
圖 3-2 CS 公司之產業定位圖.....	35
圖 3-3 CS 公司組織圖.....	36
圖 3-4 C.S.公司主要營業項目之鋼鐵材料製程圖.....	37
圖 3-5 C.S.公司生產流程圖.....	37
圖 3-6 C.S.公司核心競爭力圖.....	38
圖 4-1 2007 至 2016 年 C.S.公司與同業公司-春源之營運投入資本比較圖.....	42
圖 4-2 2007 至 2016 年 C.S.公司與春源公司之淨營運利潤減調整後稅賦比較圖.....	43
圖 4-3 2008 至 2016 年 C.S.公司與春源公司之投入資本報酬率(ROIC)比較圖.....	46
圖 4-4 2007 至 2016 年 C.S.公司與春源公司之加權平均資金成本(WACC)比較圖.....	48
圖 4-5 2008 至 2016 年 C.S.公司與春源公司之自由現金流量 (FCF)比較圖.....	49
圖 4-6 2008 至 2016 年 C.S.公司稅前投入資本報酬率 ROIC 關鍵因子消長圖.....	55
圖 4-7 2008 至 2016 年春源公司稅前投入資本報酬率 ROIC 關鍵因子消長圖.....	56
圖 4-8 2008 至 2016 年 C.S.公司與春源公司投入資本報酬率(ROIC)魚骨圖.....	61
圖 4-9 2008 至 2016 年 C.S.公司之 ROIC、WACC、SPREAD 趨勢比較圖.....	62
圖 4-10 2008 至 2016 年春源公司 ROIC、WACC、SPREAD 趨勢比較圖.....	63
圖 4-11 2009 至 2016 年 C.S.公司盈餘指標分析圖.....	69
圖 4-12 2009 至 2016 年春源公司盈餘指標分析圖.....	70
圖 4-13 2008 至 2016 年 C.S.公司 GAP 差異分析圖 (新台幣仟元).....	71
圖 4-14 2009 至 2016 年春源公司 GAP 差異分析圖 (新台幣仟元).....	72
圖 4-15 2007 至 2016 年 C.S.公司現金轉換天數分析圖.....	73
圖 4-16 2009 至 2016 年春源公司現金轉換天數分析圖.....	74
圖 4-17 CS 公司關鍵價值驅動因子對 EVA 之敏感性分析彙整圖.....	93
圖 4-18 CS 公司 EVA 拆解與營業成本率變動 1%之敏感性分析圖.....	95
圖 4-19 CS 公司 EVA 拆解與營業費用率變動 1%之敏感性分析圖.....	96
圖 4-20 CS 公司 EVA 拆解與投入資本報酬率(ROIC)變動 1%之敏感性分析圖.....	97

圖 4-21 CS 公司 EVA 拆解與加權平均資金成本(WACC)變動 1%之敏感性分析圖.....98

第一章 緒論

本章分為三節論述，第一節說明研究背景與動機；第二節說明研究目的；第三節則為研究流程。

第一節 研究背景與動機

被稱為國家工業之母的鋼鐵工業之產業關聯性居各業之冠，包括高爐及電爐煉鋼業，中游包括各單軋抽線業，下游則涵蓋電機電子業、螺絲螺帽業、建築業、機械業及汽車業等等。台灣鋼鐵業缺乏龐大汽車、造船、軍事等產業支撐，加之近年全國性公共建設減少，國內需求難有爆發性成長，況且台灣用鋼產業成長期已過，目前受全球景氣波動影響較大。因 2008 年美國金融海嘯，2009 年歐債危機造成全球經濟嚴重受創，歐、美、日等先進已開發國家經濟不振，也衝擊台灣出口貿易，間接造成 2009 年台灣鋼鐵需求驟減了三成。2012 年歐債危機持續擴大、日本經濟低迷、大陸經濟增長放慢等多種因素影響，全球景氣復甦不確定性增加，再度影響台灣 2012 年鋼鐵需求衰退。近年隨著美國貨幣寬鬆政策，歐洲調整銀行結構及日本實施一系列刺激經濟政策，成長動能仍偏弱，全球經濟緩慢復甦不如預期，亦拖累台灣鋼鐵需求的成長腳步。同時，全球最大鋼鐵生產國-中國大陸仍持續擴充產能，產能過剩持續惡化致使鋼鐵業整體經營狀況更加嚴峻。台灣 2013 年粗鋼總產量 2,228 萬噸攀至新高，粗鋼表面消費量 2,219 萬噸，自給率達 100.41%，供需尚處平衡狀態。台灣用鋼產業目前已達飽和階段，無重大產業帶動需求成長下，近幾年呈現穩定低度成長。

台灣鋼鐵產業歷經超過半世紀的發展，早期所需鋼鐵原材料大都仰賴進口，如今已成為全球鋼鐵生產與出口貿易大國。根據世界鋼鐵協會(WSA)¹2015 年之年報資料顯示，台灣 2015 年粗鋼產量 2,140 萬噸，為全球第 12 大生產國。鋼材出口量

¹ 世界鋼鐵協會(World Steel Association；worldsteel；WSA)成立於 1967 年 10 月，為非營利組織，總部設在比利時布魯塞爾。WSA 會員囊括全球約 180 家鋼鐵業者。其中包括全球 20 大鋼鐵公司中的 18 名、各國與各地區鋼鐵工業協會與研究機構。總計 WSA 成員目前共生產全球約 85% 鋼鐵。WSA 每年皆公布全球鋼鐵業者排名，每月則定期公布全球鋼鐵產量數據，並且每年 4 月與 10 月公布全球鋼鐵供需預測。

1,120 萬噸，為第 13 大出口國；含鋼胚半成品鋼材進口量 750 萬噸，為第 19 大進口國；淨出口量(出口量進口量)370 萬噸，為全球第 8 大淨出口國。

上、中、下游體系完整產業群聚，乃台灣鋼鐵產業主要特色與優勢。下游用鋼產業群聚的主要分：北部-汽車，中部-自行車、車輛零組件、機械，南部-螺絲螺帽、造船。鋼鐵上下游緊密結合，造就螺絲螺帽、腳踏車、機車、汽車零組件、電腦機殼、馬達、手工具..等產業，造就 90 年代的台灣成為世界工廠，台灣製品揚威國際市場。

然台灣上游煉鋼能力仍有不足，2015 年進口約 300 萬鋼胚半成品補充；2004 年鋼胚進口量曾高達 878 萬噸。中游軋鋼產業發達，但產能過剩嚴重；2015 年碳鋼軋鋼業整體自給率達 126%，不鏽鋼自給率 110%。下游個別用鋼產業規模小，缺乏大規模內需型產業支撐基本用鋼需求，以致大量鋼材必須依賴外銷去化，每年外銷數量高達千萬噸，成為鋼材出口大國。

台灣鋼鐵屬淺碟型市場，內需市場規模小，下游用鋼產業大多為外銷導向中小企業。鋼材進口零關稅，低價進口貨對國內市場競爭威脅壓力大。外銷是內需市場的延伸，台灣鋼材出口量大，國際化程度高，對外在環境以及國際市場行情變化敏感度高，因此國內市場價格經常波動起伏大。

近 10 年來國內鋼鐵需求不但陷入成長停滯，甚至出現衰退現象。台灣在全球區域經濟整合競賽中被邊緣化，出口面臨差異關稅的不公平競爭。近幾年國際金融市場經常動盪不安，影響經濟的不確定風險與變數多，導致全球經濟前景展望不明。各國為保護國內產業，紛紛築起貿易壁壘；國際貿易保護主義猖獗下，台灣經常成為惡意反傾銷、反補貼控訴對象，遭課傾銷稅與平衡稅。台灣鋼鐵產業內外交迫，來自國際的競爭壓力越來越沉重，有賴政府採取積極有效的對策協助解決。

綜上所述，研究個案公司雖處在此產業發展瓶頸，本研究希望透過實證分析找出研究個案公司之企業價值逐年遞減之關鍵影響因子，並提供加強研究個案公司競爭力之改善方案與策略。

第二節 研究目的

基於第一節所提及目前台灣鋼鐵產業所面臨之現況背景，本研究以個案研究方式，各別選取一家國內未上市中小型鋼鐵裁剪加工事業與上市鋼鐵裁剪加工事業為研究案例，參考現金流量折現法以及經濟利潤法的理論進行企業評價分析，另外加以參考經濟附加價值拆解模型來尋求研究個案公司之關鍵價值驅動因子，驥經由評價過程，能得出對台灣未上市中小型鋼鐵裁剪加工事業的未來發展與價值創造的建議。

而所選取同業比較之上市鋼鐵裁剪加工事業為春源鋼鐵乃於民國 54 年成立，為具有歷史之鋼鐵公司。自創業至今經多次增資後資本額已逾新台幣 64 億元。營業項目也由原主要專營軋延鋼板增加至七個事業部。因其軋延事業部佔總體事業占比大，故選取其做為比較之參考對象。

第三節 研究流程

本個案研究共計有五章，下列將簡述各章節內容：

第一章 緒論

首先說明研究背景、動機，其次簡述本研究之目的，末節為本研究之流程及文章架構。

第二章 文獻探討

分三節依序對於鋼鐵產業、企業價值定義與企業評價模式、企業價值實證研究進行相關文獻回顧與探討。末節概述企業評價之步驟。

第三章 產業概況分析與研究個案公司簡述

第一節為全球鋼鐵產業現況，第二節為台灣鋼鐵產業發展歷程以及目前概況，第三節是研究個案公司簡單介紹，末節則簡述研究個案公司之策略分析。

第四章 企業評價與價值創造策略

首先以歷史財務報表分析得出投入資本報酬率 ROIC、加權平均資金成本 WACC、盈餘品質分析等數據資料以進行企業評價，接著從三個面向營收成長、企業獲利、投資風險來評估各自對於企業價值影響的差異。最終採用三個不同情境以評估價值與敏感度測試分析尋求企業真正之關鍵價值驅動因子。綜上提出未來價值創造策略建議。

第五章 結論、建議與研究限制

歸納本研究之評價模式實證分析結論，提供相關經營策略之建議，最終列舉本研究過程中發現之限制。

本研究將針對六大構面來探討，研究流程如圖 1-1 所示。

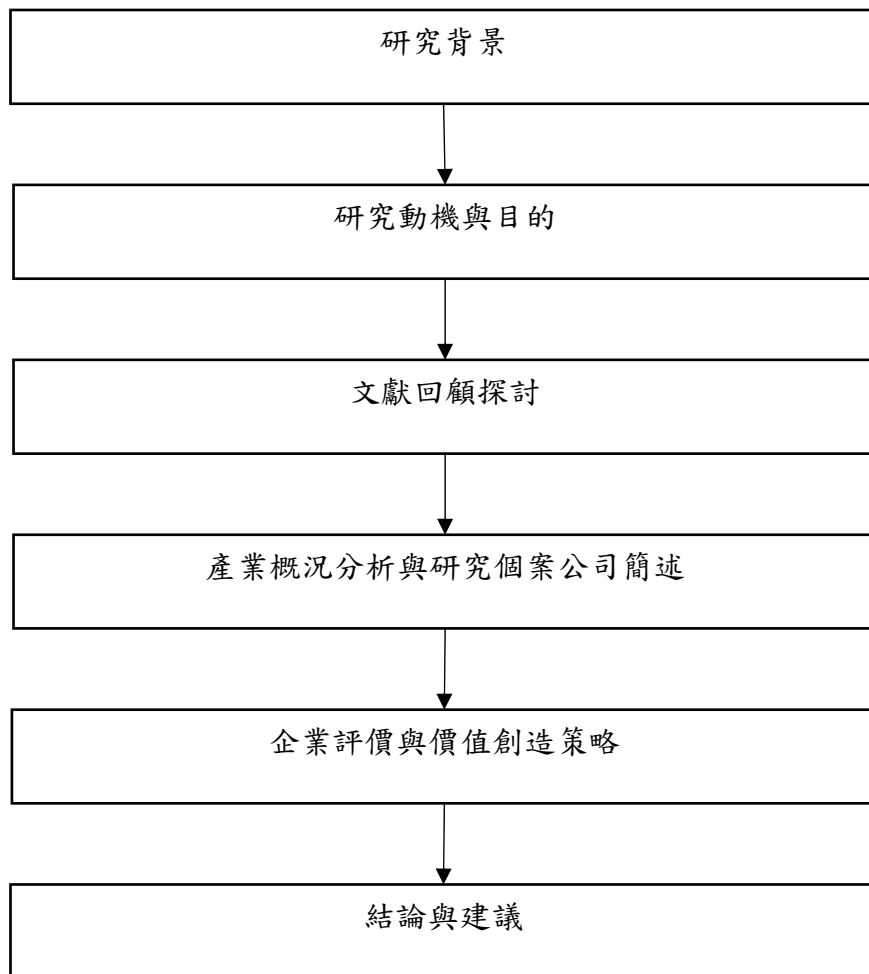


圖 1-1 研究流程圖

第二章 文獻探討

2.

本章將針對與研究議題相關之文獻進行回顧探討，內容如下說明：第一節為鋼鐵產業相關文獻；第二節為企業價值定義與企業評價模式相關文獻；第三節為企業價值實證研究與產業研究相關文獻；第四節為企業評價步驟相關文獻。

第一節 鋼鐵產業文獻探討

鋼鐵產業乃推動國家建設重要基石，也是經濟建設發展以及活絡市場經濟必須重視與研究發展的關鍵產業，極具深廣的產業關聯性，下游涵蓋了金屬製造業、機械業、運輸工具業、汽車業、造船業、電工器材業、電腦業、土木工程及建築業…等；不僅具有帶動下游相關工業發展，且具有改善工業結構機制及加速促進整體經濟持續成長之動力與功能。就工業生產價值而言，依據經濟部統計處資料顯示，政府將鋼鐵工業定位歸類為「金屬基本工業」²，其產值與製造業佔比參照表 2-1 基本金屬製造業產值與製造業佔比。

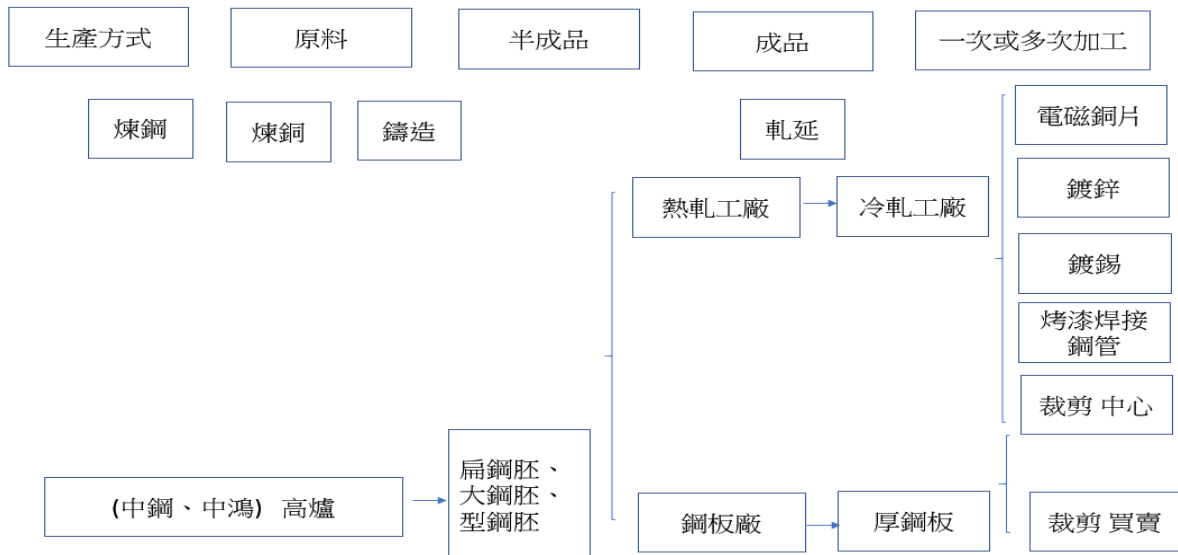


圖 2-1 台灣鋼鐵產業結構圖

² 金屬基本工業為我國第三大耗能產業，共有約 1,500 多家廠商，包含鋼鐵基本工業和非鐵金屬基本工業(如銅、鋁、錫等製造之行業)。鋼鐵基本工業是各級產業發展所必要的基礎材料工業，素有「工業之母」之稱，包括鋼鐵軋延及擠型業、鋼鐵冶煉業、鋼鐵伸線業等，主要產品為粗鋼、熱軋鋼捲、鋼筋等，粗鋼是各項產品中產量最多的產品。而非鐵金屬工業中則以銅與鋁製造業占最大比例。

台灣鋼鐵產業結構以生產方式區分為原料(煉鐵、煉鋼、鑄造)、半成品、成品(軋延)、一次或多次加工。再依製程分為鋼胚、鋼捲、鋼板。詳細結構分佈如圖 2-1 台灣鋼鐵產業結構圖。

表 2-1 基本金屬製造業產值與製造業佔比表

項目別	生產價值 (千元)		基本金屬製造業 ÷ 製造業 %	生產價值年增率 (%)	
	製造業	基本金屬製造業		製造業	基本金屬製造業
85年	6,659,889,980	500,155,063	7.51%	1.95	0.76
86年	7,090,696,674	600,172,331	8.46%	6.47	20.00
87年	7,284,771,932	618,268,390	8.49%	2.74	3.02
88年	7,456,376,487	604,987,311	8.11%	2.36	(2.15)
89年	8,390,597,592	679,362,968	8.10%	12.53	12.29
90年	7,321,511,736	551,484,505	7.53%	(12.74)	(18.82)
91年	8,011,052,370	674,182,125	8.42%	9.42	22.25
92年	8,887,950,485	827,150,901	9.31%	10.95	22.69
93年	10,527,364,683	1,152,927,901	10.95%	18.45	39.39
94年	10,934,016,334	1,188,680,097	10.87%	3.86	3.10
95年	11,962,850,909	1,401,846,100	11.72%	9.41	17.93
96年	13,325,282,127	1,642,050,116	12.32%	11.39	17.13
97年	13,254,771,944	1,761,381,640	13.29%	(0.53)	7.27
98年	10,675,425,213	1,138,132,550	10.66%	(19.46)	(35.38)
99年	13,980,039,026	1,681,389,746	12.03%	30.96	47.73
100年	14,606,968,993	1,801,700,484	12.33%	4.48	7.16
101年	14,110,230,886	1,568,640,759	11.12%	(3.40)	(12.94)
102年	14,016,588,053	1,465,001,804	10.45%	(0.66)	(6.61)
103年	14,513,431,704	1,534,399,230	10.57%	3.54	4.74
104年	13,010,070,104	1,216,362,865	9.35%	(10.36)	(20.73)
105年	12,411,640,409	1,125,896,111	9.07%	(4.60)	(7.44)
106年	13,184,032,030	1,347,042,918	10.22%	6.22	19.64

資料來源：經濟部統計處

第二節 企業價值定義與企業評價模式

一、企業價值的定義

何謂企業價值，下列依據不同角度來論述之。

1. 帳面價值(Book Values)

乃指依據一般公認會計原則 (GAAP) 穩健原則編制的財務報表上資產、負債、股東權益金額;既非原始成本，亦非目前價值。2005 年起實施的新會計三十五號公報強調資產帳面價值應能充分反映其內涵價值或公平價值。

2. 清算價值(Liquidation Values)

乃指將資產重新定價轉移他人且扣除相關負債金額。

3. 市場價值(Market Values)

乃指一般在公開瞬間市場上多數投資人皆公認的價值。

4. 公平市價(Fair Market Value)

乃是市場之供需雙方皆願意接受的客觀價格。

5. 真實價值(True Value)

乃屬概念性的理想價值。

6. 投資價值(Investment Value)

指目前價格不論買方或賣方皆能賺取利潤的價格。

二、企業評價模式理論探討

王淑芬(2015)提到評價方法區分為三類。

折現法 DISCOUNT METHOD 是依據貨幣時間價值的理論，價值決定於未來能創造多少的現金流量而定。在此評價中包含了自由現金流量、現金股利、經濟附加價值三種概念。折現法公式如下列示：

$$V_0 = \sum_{T=1}^N \frac{CF_T}{(1+r)^T}$$

V_0 : t=0 時的理論價值

CF_t : 在 t 期的現金流量

r : 要求的報酬率

價格乘數法 PRICE MULTIPLES 是以財務報表的參數之倍數來進行評估，包含本益比法、股價對淨值比法、股價對營收比法。

實質選擇權法 OPTIONS 是因未來不確定性而有參考選擇權的評價模式。

$$E = \text{Max}[0, V - D]$$

V : 公司價值

D : 債權價值

E : 股權價值

吳啟銘(2002)指出評價方法可依據獲利數據或期數不同來作分類。

依繼續經營價值或者資產處分價值來區分，有本益比法(P/E RATIO)、股價銷售比法(P/S RATIO)、股價相對於淨值比法(P/B RATIO)。

依盈餘、股利、自由現金流量來區分，有股價股息比率法(P/D RATIO)、本益比法(P/E RATIO)、股價/自由現金流量比法(P/FCF RATIO)。

依單期、多期獲利來區分，有股價股息比率法(P/D RATIO)、本益比法(P/E RATIO)、股價/自由現金流量比法(P/FCF RATIO)、股價相對於淨值比法(P/B RATIO)、股價銷售比法(P/S RATIO)。

進行企業評價時，應著重於相對價值的衡量，即分四種方式比較：①與過去比較、②與市場比較、③與所處產業比較、④找類似公司作比較；同時必須掌握企業價值中的三大關鍵因子：①成長、②獲利、③風險。此乃 APPLE-TO-APPLE 基礎的原理，然而實務上可能面臨找不到類似公司或者找到多家類似公司卻不知如何給予權重等問題。相對價值強調的不只是自行經營改善的價值，亦指購併者所意欲的潛在的最高價值。

第三節 企業價值實證研究與產業研究

陳慧燕(2017)以歷史財務資料為基，並以現金流量折現法(DCF)及經濟利潤折現法(EP)評估個案公司之企業價值後再與同業之平均值做比較，依據情境分析進行價值評估，透過敏感性分析找出個案公司的價值驅動因子並藉由關鍵因子提出建議做未來決策指標，創造更高的企業價值。

張慧玲(2017)以聚隆纖維公司為例，藉由 DCF 現金流量折現法、EVA 經濟利潤法等評價模式進行企業評價。藉由敏感性分析及情境分析，以瞭解企業的價值驅動因子，並據以形成創造公司價值之策略。研究結果個案公司主要價值關鍵因子:銷售額、加權平均資金成本、利潤率三項。透過關鍵因子結合財務面與策略面，提出如:適度舉債降低加權平均資金成本，產品差異化避開削價競爭，與供應商策略聯盟提升原料議價能力等公司未來經營策略的建議。

尤秀雯(2003)探討企業多角化能否為公司創造超額價值，及分析部門擴增縮減之後超額價值的改變，從資本結構的角度分析完全權益公司是否產生多角化折價現象。結果多角化平均使公司超額價值降低 5.35%，在公司部門增加之後的價值呈現下降，部門減少之後價值反而增加，部門多角化、國際多角化後亦呈現超額價值降低。電子業則不論部門多角化、國際多角化都使超額價值增長。完全權益公司多角化後，未產生多角化折價現象。除電子業外，多角化不利於公司價值，建議企業朝專業化方面發展為佳。

劉傑順(2017)以台灣工具機產業 G 公司過去歷史財務資料為基礎，採取企業評價方法：現金流量折現法與經濟附加價值法，假設情境作敏感性分析。透過 EVA 的分析，藉由調整影響 EVA 的四大關鍵因子：營收利潤率、資金成本、資本週轉率、營收成長率觀察與分析，找出關鍵價值驅動因子的影響。提出經營策略建議以供參考。

林朱亮(2016)以公用天然氣事業 C 公司為例，藉由現金流量折現法及經濟附加價值法之評價方法進行企業評價。透過敏感性分析及情境分析，歸納企業的關鍵價值驅動因子，並提出創造公司價值之策略。研究結果顯示個案公司的

關鍵價值驅動因子主要為營業成本及費用、銷售額、加權平均資金成本及投入資本。透過關鍵因子將策略面與財務面結合，對個案公司提出建議，俾能提升其經營績效與競爭優勢，並創造公司價值。

洪俊杰(2016)以經濟附加價值(EVA)作為分析指標，將策略面及財務面結合，藉由現金流量折現法計算企業存續價值評估個案公司之企業價值。由敏感性分析得知原物料成本及加權平均資金成本(WEIGHTED AVERAGE COST OF CAPITAL; WACC)是影響最顯著的因子。找出個案公司的優勢、劣勢，再評估個案公司經營績效，並提出改善建議。

李伯鴻(2007)根據本論文對於全球鋼鐵產業十大趨勢中，檢視最近中鋼的主要具體策略，大都加以回應本論文所做趨勢，但屬較保守的策略。中鋼公司以後的策略上需採取較積極手法，以免在未來逐漸流失全球鋼鐵廠的競爭力。

張鎮南(2008)近年鋼鐵業面臨國際化衝擊，原料價格上漲與鋼鐵產品價格下跌及營業費用增加等諸多外在環境因素的衝擊，影響其經營績效。本研究主要以固定資產進行 25 家台灣上市的鋼鐵公司分 4 群，以 ANOVA 探討 1999 年第 1 季至 2008 年第 3 季分析各公司間財務營運績效之差異。ANOVA 分析四群之變異數有明顯差異，則以固定資產分群為合宜的。以多重比較法之 SCHEFF 檢定，就償債能力及財務結構推論，第 1 群與第 2 群可視為同一群。就經營能力推論，第 2 群與第 3 群可視為同一群，為市場價格之跟隨者，周轉率類似，固定資產對「經營能力」之影響不顯著。就獲利能力推論，第 1 群、第 2 群與第 3 群可視為同一群，可能因第 4 群為中鋼獨佔國內龍頭，可主導鋼鐵產品價格趨勢，獲利能力優於其他公司，而第 1 群~第 3 群之「獲利能力」差異不顯著。

沈虹君(2007)本研究以台灣鋼鐵產業重要資材採購人員的角度切入，探討採購策略與組織績效之間的相關性。本研究採量化實証法，運用線性回歸分析以驗證研究的假設。研究結果發現全球型與攻擊型的採購策略與採購績效有正向相關；因此尋找適合組織的採購策略將是維持低成本，提升「採購價值」，降低風險的重要根本。

第四節 企業評價步驟

一、前提

進行企業評價前，首先要針對財務報表資訊做超額報酬率分析、盈餘品質分析、財務決策品質分析三項分析。

1. 超額報酬率分析

有助判斷採用衡量繼續經營價值評價比率的適當與否。企業只有在超額報酬率為正數時，繼續經營價值才能大於資產處分價值。

2. 盈餘品質分析

乃依據目前盈餘值為基礎，對未來盈餘品質做預測，若預估值高估則代表目前盈餘值的品質不佳。影響盈餘品質有四項關鍵要素，分別為管理者短視、管理者操控、會計處理方法不同、經營風險。

3. 財務決策品質分析

為投資決策、融資決策、股利決策三項。投資決策影響了未來盈餘成長或自由現金流量。融資決策影響了企業的加權平均資金成本以及企業風險。股利決策反映出管理者對未來的預期。

二、評價

完成上述三項分析後，方可依據相對評價法、現金流量法兩種方法進行企業評價。

1. 相對評價法

分為：藉由企業未來三個階段預估得出的成長、獲利、風險數據估算值來評價；或者藉由找類似公司比價來估算得出目標公司之合理本益比值、股價銷售比值、股價相對於淨值比值。

2. 現金流量法

認為企業價值乃為企業未來現金流量現值總合計。依據企業所處產業壽命階段分為：若產業壽命處於穩定低成長企業(如中鋼)，須在假設WACC 大於 g 之前提下即適用一階段折現模式；若產業壽命處於盈餘中度成長且具全球品牌和全球市場的大型國際企業，適用二階段折現模式；若產業壽命處於盈餘高成長企業，適用三階段折現模式。而各階段年限一般則分為：保守預期第一階段 3 年、第二階段 7 年、第三階段 10 年後；或者樂觀預期第一階段 5 年、第二階段 5 年、第三階段 10 年後。

三、綜合評價

最後以區間估算的結果分別依最樂觀、最可能、最悲觀三種情境分析方式做綜合評價分析，或是針對影響關鍵因子諸如銷售成長率、邊際利潤率、稅率、投資率、ROIC、WACC、N、再投資率等變動造成不同的影響作敏感度分析，探討不同評價方法所得出的評價結果之間的差異性。

以圖形來表示企業評價流程如圖 2-2 企業評價流程圖所示。

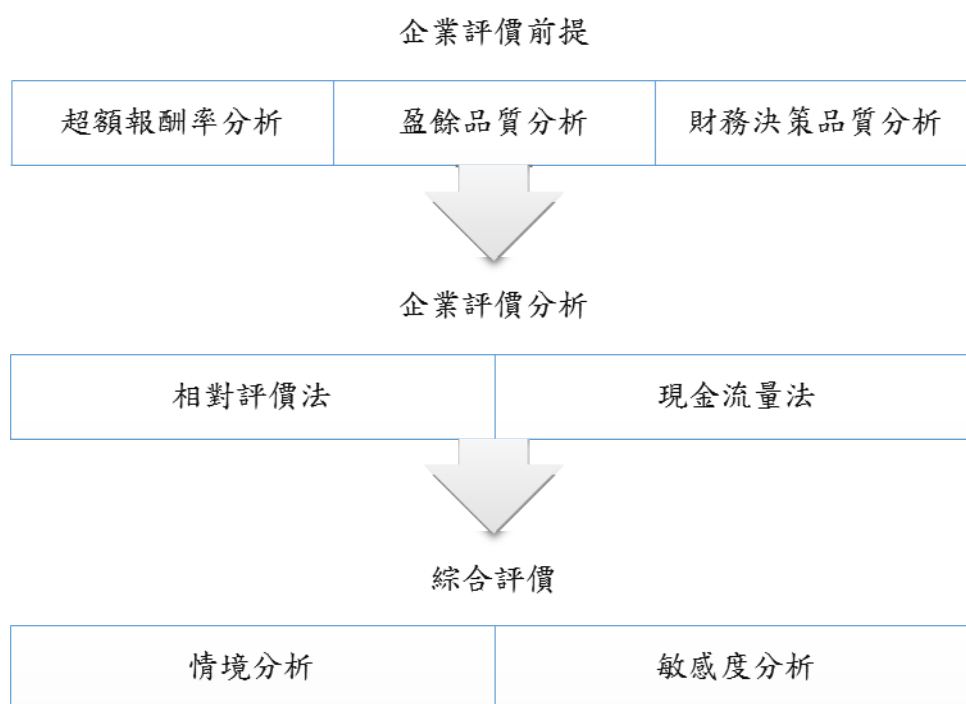


圖 2-2 企業評價流程圖

第三章 產業概況分析與研究個案公司簡述

此章區分為四節。第一節先針對研究個案公司所處的產業概述全球市場現況；其次在第二節說明台灣國內市場概況；第三節則簡述研究個案公司；第四節為研究個案公司之發展策略分析。

第一節 全球鋼鐵產業分析

世界鋼鐵聯合會資料顯示，至 2014 年為止全球粗鋼產量中國生產佔約 50% 之產量，中國鋼鐵產能過剩導致中國低價出口鋼鐵，對全球鋼鐵業造成巨大衝擊。隨後中國政府推動所謂"去產能化"政策以消耗過剩的產能。

自 2009 年金融風暴以來之全球鋼鐵業生產表現乃屬 2015 年最不佳，粗鋼產量衰退 2.8%，所有地區的產量幾乎均呈下滑。全球鋼材表面消費量成長率僅 2.0%。衰退主因新興經濟體及已開發國家對鋼鐵需求低迷，中國的鋼材需求 2015 年衰退幅度達 3.5%。而主要新興市場經濟體因承受經濟成長減速的壓力，主要產鋼國面臨工業生產疲弱、固定資產投資下滑亦使鋼市氛圍不佳。鋼材和煉鋼原料價格急劇下滑，鋼廠獲利能力惡化。

2016 年~2017 年兩年間中國持續徹底執行改革有效控制鋼鐵產能使中國鋼價走勢趨穩，有助減少中國鋼品大量低價出口。全球鋼鐵需求雖已階段性飽和，然因全球經濟成長強勁趨動有利於鋼鐵需求成長，仍維持適度成長走勢。

美國房市持續 2008 年後的復甦走勢。世界鋼鐵協會預估美國 2018~2025 年間鋼鐵需求之年複合成長率約達 1.2%。歐盟經濟復甦範圍也日漸擴大，帶動歐盟之鋼鐵進口需求。

依據國際鋼協資料顯示：2018 年 1 至 4 月，全球粗鋼產量 5.75 億噸，年增長 4.26%。至 2018 年 4 月，全球已有 64 個納入世界鋼鐵協會統計國家的粗鋼產量為 1.483 億噸，年增長 4.1%；同月，粗鋼產能參考率 76.9%，年增長 2.4%，環比增長 2.4%。

2018 年 5 月份的國際鋼市因美國政府在中美貿易上的出爾反爾，使全球鋼材市場均出現了先揚後抑、波動弱行的走勢。預測 6 月份的國際鋼市仍繼續震盪調整走勢。表 3-1 全球鋼材基準價格指數漲跌幅表中可明顯得知因全球景氣回溫，至今年 5 月底全球鋼材之年漲跌幅為上漲 22.2%。

表 3-1 全球鋼材基準價格指數漲跌幅表

2018年5月底	基準價格指數	週 漲 跌 幅	月 漲 跌 幅	年 漲 跌 幅
全球鋼材	124.2點	↓ 0.90% (跌幅收斂)	↑ 0.30% (漲幅收斂)	↑ 22.20%
板材指數	117.9點	↓ 0.40% (跌幅收斂)	↑ 0.10% (由跌轉升)	
長材指數	131.1點	↓ 1.50% (跌幅擴大)	↑ 0.60% (漲幅收斂)	
美洲指數	139.0點	↓ 0.50% (漲幅收斂)	↑ 1.70% (漲幅收斂)	↑ 23.60%
歐洲指數	106.6點	↓ 1.10% (跌幅收斂)	↓ 4.50% (跌幅擴大)	↑ 25.20%
亞洲鋼材	128.9點	↓ 0.90% (跌幅擴大)	↑ 1.80% (漲幅收斂)	↑ 23.40%
中國指數	132.4點	↓ 1.00% (跌幅擴大)	↑ 2.50% (漲幅收斂)	

資料來源：本研究彙整。

亞洲鋼材市場震盪偏弱。板材方面，市場價格小幅下滑。台灣熱軋方面，低價甚至觸及 18700 元新台幣/噸，盤商力守不虧損防線；5 月下旬中鋼盤後，預計行情有望跟進盤價提漲。冷軋 5 月上中旬，受制於下游需求疲弱，市場行情趨跌。5 月下旬，中鋼盤後冷軋微漲，大致持穩。

中國鋼鐵業者表示，中美貿易摩擦不斷，市場原本預期，中國製造業景氣將受影響；5 月底大陸市場鋼價雖有反彈，但 6、7 月高溫多雨，鋼價上行動力可能受到考驗，市場出現觀望心理，交易因而萎縮。然國家統計局公布數據顯示，5 月官方製造業採購經理指數(PMI) 升至 51.9，較上月升 0.5 個百分點，優於市場預期；顯示中國大陸製造業市場需求增速加快，製造業活動持續擴張，大陸鋼市可能淡季不淡，表現優於預期，形成亞洲鋼鐵市場的有力支撐。台灣廠商也將受益。另外有利鋼市表現的是，統計局公布的原材料庫存指數 49.6，雖高於 4 月 0.1 個百分點，但仍在臨界點以下，表明製造業主要原材料庫存量略有收窄，有利商品市場價格表現。

2018 年 5 月份亞洲板材市場價格如表 3-2 所示。

表 3-2 2018 年 5 月亞洲板材市場價格表

台灣 (新台幣/噸)	5 月中上旬		5 月下旬
熱軋	跌至18800~18900元		漲回18900~19000元
冷軋	緩跌至20600~20800元		漲至21000~21200元
日本東京市場 (美元 / 噸)			漲跌幅/噸
熱捲	US\$	699.00	↓ USD5.00
冷捲	US\$	780.00	↓ USD8.00
中厚板	US\$	753.00	↓ USD6.00
日本出口均價 - 美元/噸(FOB)			
熱捲	US\$	630.00	
冷捲	US\$	730.00	
鍍鋅板	US\$	810.00	
中厚板	US\$	660.00	
中國出口均價 - 美元 / 噸 (FOB)			漲跌幅/噸
SS400 3-12mm熱軋板捲	US\$	659.00	↓ USD8.00
SPCC 1.0mm冷軋板捲	US\$	709.00	↓ USD9.00
DX51D+Z 1.0mm鍍鋅捲	US\$	791.00	與前持平

資料來源：本研究彙整。

歐洲鋼材市場繼續下調。板材市場價格歸因於目前鋼鐵行業面臨的政治不穩定局面，繼續趨跌而且跌幅有所擴大。獨聯體鋼廠已暫停 6 月冷熱軋捲出口訂單。由於市場情緒低迷，預估 6 月初獨聯體鋼廠將會提供 7 月產品報價，但報價會降低。

土耳其由於需求疲弱，鋼廠開始低價銷售下個軋製週期生產的材料。由於當地鋼廠已經完成 6 月產品銷售，5 月下旬起開始接受 7 月軋製訂單，然非所有鋼廠 6 月訂單都已接滿，且夏季通常都會降價，故預計整體價格將續跌。又因 6 月提前大

選，及土耳其里拉兌美元續貶，市場人士謹慎觀望認為看不清市場走勢，而傾向於推遲訂購。貿易商認為8月土耳其捲材價格將繼續下滑，9月底前可能會反彈。

表 3-3 2018 年 5 月歐美板材市場價格表

西北歐 (美元/噸)						
熱捲	未滿	US\$	707.00	約	€	600.00
歐盟地區-出廠價格 (美元/噸)						漲跌幅/噸
熱軋板捲		US\$	649.00	約	€	550.78 ↓ USD31.00
冷軋板捲		US\$	738.00	約	€	626.31 ↓ USD33.00
歐盟地區-進口價格 (CFR)(美元/噸)						漲跌幅/噸
熱軋板捲		US\$	630.00	約	€	534.65 ↓ USD5.00
冷軋板捲		US\$	725.00	約	€	615.28 ↓ USD5.00 - 8.00
俄羅斯和烏克蘭-出口均價 FOB 黑海- 6月 (美元/噸)						
熱軋板捲		US\$	540.00	-	US\$	555.00
冷軋板捲		US\$	610.00	-	US\$	620.00
土耳其出廠價 (美元/噸)						
熱軋板捲		US\$	590.00	-	US\$	600.00
冷軋板捲		US\$	675.00	-	US\$	690.00
0.5mm熱鍍鋅		US\$	760.00	-	US\$	770.00
美國出廠價 (美元/噸)						漲跌幅/噸
熱軋板捲		US\$	972.00			↑ USD2.00
冷軋板捲		US\$	1,116.00			↓ USD4.00
標準厚板		US\$	1,037.00			↓ USD13.00
美國進口價格 (美元/噸)						漲跌幅/噸
熱軋板捲		US\$	705.00			↓ USD5.00
冷軋板捲		US\$	805.00			↓ USD2.00
標準厚板		US\$	800.00			與前持平

資料來源：本研究彙整。

美國板材市場價格跌多漲少。由於貿易戰的雙刃劍效應及政策多變之故，致使近期美國鋼市波動無常。據運行態勢結合基本面情況預計，近期美洲鋼市繼續震盪調整走勢。

歐洲鋼鐵協會 Eurofer 指出，2018 年因多數鋼鐵消費行業將持續表現強勁有助於歐洲鋼鐵需求成長。又因為製造業和建築業需求穩健，歐盟今年鋼鐵消費量料增長 1.9%，與 2017 年增幅持平；預計 2019 年鋼鐵消費量增幅將調降至 1.4%。Eurofer 採取貿易保護措施致使去年中國對歐盟鋼鐵出口量下降 41%，俄羅斯、烏克蘭對歐盟出口量也分別下降 32%和 31%。然自印度進口鋼鐵增加近 100%，自印尼進口增幅大於 100%，自土耳其進口增加 64%左右。

美國預計於 8 月中對伊朗恢復經濟施壓，恐對亞洲扁鋼胚市場造成影響。伊朗 2017 年出口扁鋼胚總量 200 萬噸中，有 120 萬噸出口到亞洲。其中，約 30 萬噸出口到台灣，100 萬噸出口到泰國。一旦美國恢復對伊朗的經濟施壓，交易將全部終止。

若無其他國家來替補伊朗，扁鋼胚價格勢必會暴漲。俄羅斯近期因美國 232 法案被課徵 25%關稅，雖然已提出申請豁免，但俄羅斯已停止出口扁鋼胚。雖然印度扁鋼胚為另一替代來源，但價格偏高因而無法吸引買家。

據消息指出，越南台塑河靜鋼鐵可能成為替補伊朗的選擇。鋼廠於 5 月已再次啟用第二高爐(年產量可達 350 萬噸)，並且順利營運。結合第一高爐，台塑河靜鋼鐵共有 700 萬噸的產能，加上可供應下游加工的軋鋼(年產量 500 萬噸)，及盤條軋機(年產量約 12 萬噸)。綜合上述產能，鋼廠勢必也能供應扁鋼胚的製造。

然而，光是越南台塑河靜鋼鐵並無法供應整個亞洲扁鋼胚市場。日本已預見 8 月扁鋼胚出口價上漲，並將導致國內扁鋼胚供應量短缺。

新興經濟體以及發展中經濟體（除中國以外）區域對鋼鐵需求預估在 2018 年與 2019 年分別將成長約 4.9% 和 4.5%。印度經濟正從貨幣改革及商品服務稅實施影響中趨穩，其因公共投資推動有望拉升對鋼鐵之需求。2017 年東盟國家對鋼鐵需求主要受建築活動變緩及去庫存化之影響而呈現下降，然在基礎設施投資之強力

支撐下，2018~ 2019 年間其對鋼鐵需求預估仍呈增長動態。受惠於石油及大宗商品價格回升，改善了中東與北非國家其鋼鐵需求之前景。若地緣政治趨向穩定，則有助改善該區鋼鐵需求前景。

第二節 台灣鋼鐵產業概況

一、台灣鋼鐵產業發展歷程

台灣鋼鐵產業發展歷程大致可以區分為萌芽期(1974 年以前)、起飛蛻變期(1975~1984)、快速成長期(1985~1994)、擴張期(1995~2004 年)、成熟期(2005 年~今)五個時期。

1. 萌芽期(1974 年以前): 為粗鋼表面消費量淨進口時期。

1974 年粗鋼表面消費量首次突破 250 萬噸，但產量不到 60 萬噸，各類鋼材主要依賴進口；鋼材進口量(含半成品)達 165 萬噸，出口量僅 19 萬噸，淨進口量最高達 146 萬噸，為淨進口時期(進口量大於出口量)。人均 GDP 僅 934 美元，此時期經濟發展依賴輕工業與農業加工，鋼鐵產業對經濟的貢獻度小。

2. 起飛蛻變期(1975~1984)：人均 GDP 成長速度遠高於粗鋼消費量成長。

1984 年粗鋼表面消費量突破 600 萬噸，粗鋼產量大增至 493 萬噸，鋼材進口量減為 151 萬噸，出口量大增為 195 萬噸，1982~1984 年轉為小量淨出口。此時期政府從事十大建設，經濟結構轉型為工業化。經濟快速成長，10 年平均成長 9.3%，1984 年人均 GDP 較 1974 年大增 2.45 倍達 3,259 美元；人均 GDP 成長幅度遠高於粗鋼消費量的增幅(139%)。

3. 快速成長期(1985~1994):粗鋼表面消費量與經濟都大幅成長。

1993 年粗鋼消費量突破 2,510 萬噸，粗鋼產量增加為 1,197 萬噸，鋼材進口量暴增到 1,475 萬噸，出口量增加為 269 萬噸。1993 與 1994 年鋼材淨進口量都超過 1,200 萬噸。此時期經濟維持高度成長，10 年平均成長 8.2%，人均 GDP 突破一萬美元，1994 年達 12,160 美元；1994 年 1984 年比較，人均 GDP 與粗鋼表面消費量都成長 277%。

4. 擴張期(1995~2004 年)：粗鋼表面消費量與經濟成長都大幅降速。

粗鋼表面消費量出現兩個無法超越的歷史高峰：1997 年的 2,651 萬噸與 2004 年的 2,646 萬噸，此時期鋼材進口平穩，平均年進口量 1,179 萬噸，出口量逐年增加，最高為 2003 年的 973 萬噸。經濟成長降速，年平均成長率降為 5.1%，2004 年人均 GDP 成長為 15,388 美元，較 1994 年增加 27%，鋼鐵進出口貿易發達，但國內粗鋼表面消費量成長降速，僅成長 15%。

5. 成熟期(2005 年~今)：經濟成長再降速、粗鋼表面消費量趨勢轉為衰退。

2015 年粗鋼表面消費量 2,106 萬噸，僅歷史兩次高峰量的 80%。此時期粗鋼年平均表面消費量 2,131 萬噸，較上一時期年平均衰退 13%。經濟成長再降速，年平均成率僅剩 3.6%。2015 年人均 GDP 22,294 美元，較 2004 年增加 45%；國民所得與經濟成長對粗鋼消費量的依賴度明顯降低(此為工業先進國家的特色)。鋼材進口依賴度降低、出口依存度提高；2015 年鋼材進口量 724 萬噸，較 2004 年的 1,375 萬噸大減 47%，出口量 1,074 萬噸較 2004 年的 942 萬噸增加 14%，2015 年淨出口量 350 萬噸(WSA 統計為 370 萬噸)。此時期鋼材年平均進口量較上時期減少 27%(1,179 萬噸→857 萬噸)，出口量則大增 66%(698 萬噸→1,160 萬噸)；由淨進口國轉變為淨出口大國。

二、現況概述

台灣鋼鐵產業於民國 93 年擠身兆元產業，97 年產值 1.5 兆元創下歷史新高紀錄，爾後隨著全球景氣放緩、鋼鐵產能供過於求，101 年以來多呈下滑走勢，105 年產值萎縮至 9,136 億元。106 年由於鋼價觸底反彈以及全球景氣回溫，產值重返兆元，年增 22.2%；終結持續二年的負成長。其中鋼鐵軋延及擠型(如熱、冷軋鋼捲板及鋼筋)占比為 59.7%，鋼鐵冶鍊(如鋼胚)占比為 34.8%。鋼鐵產業主要供應國內需求，近些年以來國內鋼鐵業者積極致力強化製程技術與提高生產力，直接外銷比率為 26.8%，呈現逐年上升走勢。

依據台灣關務署統計資料顯示，106 年台灣鋼鐵及其製品出口值約 173.4 億美元(占總出口額之 5.5%)；其中對美國出口鋼鐵及其製品高達 37.3 億美元居首，又占鋼鐵出口之比重 21.5%；相較 99 年之比重 15.7%，上升 5.8 個百分點，此顯示了美國市場重要性之日趨顯著。

又根據美國海關統計數據顯示，106 年美國自台灣進口鋼鐵及其製品為 36.2 億美元，台灣在美國進口市占率 5.6%排名第五，而排名前四名依序為中國大陸(18.8%)、加拿大(14.1%)、墨西哥(9.6%)、南韓(5.9%)。

針對 107 年美國擬加徵鋼鐵關稅之貨品統計資料，106 年美國自台灣進口約 6.1 億美元，台灣在美國進口市占率 3.9%(排名第 10)，排名前四名依序為加拿大(14.7%)、南韓(12.2%)、墨西哥(8.9%)、日本(6.9%)、德國(5.9%)、中國大陸(5.4%)。

美國公布對加、墨等國給予豁免關稅優惠，歐盟、澳洲、南韓暫時豁免。因豁免國家市占率已偏高，未來更加具有競爭優勢，隨之將排擠掉台灣之市占率。在共計 168 項鋼鐵稅號 HS 六位碼產品範圍中，美國占臺灣鋼鐵總出口的比重是 13.13%，即美國是台灣上述產品稅號之重要出口市場，若我國未能獲得豁免課徵關稅資格，則對台灣鋼鐵出口產生明顯負面影響。反之而論，就美國來看，臺灣占美國鋼鐵總進口的比重僅 4.35%，明顯而言臺灣非美國鋼鐵主要進口來源國，亦非促成美國鋼鐵及鋁材產業產值下跌、就業減少之元兇。因此，台灣政府應協助產業積極向美國爭取豁免資格，以利公平競爭，減輕對台灣鋼鐵業者之衝擊。

三、台灣鋼鐵產業當前所遭遇的困境

諸如內需不足導致國內表面消費量陷入衰退、低價進口貨長期擾亂國內市場、出口遭遇不公平對待、政府新環保政策加重產業負擔。

1. 內需不足導致國內表面消費量陷入衰退

國內投資環境惡化，對鋼材需求貢獻最大的固定資產投資長期低迷不振。民間投資集中電子業，政府公共投資連續 5 年衰退，營建業容積率獎勵搶建風潮已過，產業進入空頭，加上產業外移等因素，造成鋼材內需衰退的趨勢無法挽回。

2. 低價進口貨長期擾亂國內市場

近年來國際鋼市不景氣，低價進口貨擾亂國內市場的現象不曾停歇，尤其中國鋼材挾出口退稅優勢大量低價侵台是壓垮國內鋼價的殺手。

3. 出口遭遇不公平對待

台灣鋼材出口比重高達 44%，鋼品行銷全球。但區域經濟整合被排除在外，缺乏 FTA(自由貿易協定)保障，鋼品出口須支付較競爭對手國較高的關稅。加之，貿易保護主義猖獗，部份國家築起貿易壁壘高牆，常對我國鋼材出口惡意提反傾銷、反補貼告訴，形成貿易障礙；使得台灣鋼鐵產品出口逐漸喪失國際競爭力。尤其，東協³為台灣鋼材最大出口市場，卻是高關稅與貿易障礙最多的地區。

4. 政府新環保政策加重產業負擔

地方政府制定比中央更嚴苛的環保標準，造成企業負擔加重。去年底巴黎聯合國氣候變化綱要公約第 21 次會議(COP 21)共識⁴：以工業革命之前(1750 年)為基準，在本世紀結束前，全球平均溫度上升控制不超過攝氏 2 度，全球減碳目標尚有 150 億噸缺口。我國提交的“自定預期貢獻”減碳目標採高標準：2020 年溫室氣體排放量 BAU(＃)至少減量 30%，2030 年減量 50%，2050 年降到 2005 年排放量的 50%以下。嚴格的減碳標準，國內產業成本大增，將影響產品國際競爭力。雖然台灣對中國部份鋼材設有進口管制，但低價中國鋼材仍時時衝擊國內市場秩序。

³ 東協自由貿易區 (ASEAN Free Trade Area, AFTA) 於 1992 年提出，包括 6 個創始成員國 (印尼、馬來西亞、菲律賓、新加坡、泰國、汶萊) 和 4 個新成員國 (越南、寮國、緬甸、柬埔寨)，共 10 個國家

⁴ 巴黎協議 (Paris Agreement) 由聯合國 195 個成員國 (包括觀察員巴勒斯坦國及聖座) 於 2015 年 12 月 12 日在 2015 年聯合國氣候峰會中通過的氣候協議；取代京都議定書，冀望能共同遏阻全球暖化趨勢。

四、台灣鋼鐵產業亟需政府協助解決事項

台灣鋼鐵產業內外交迫，目前遭遇的困境，都屬政策大方向，必須政府出面協助才可能解套。因此有賴於政府積極協助鬆綁法規開放市場，吸引國內外資金投資維護國內市場秩序，以及積極協助業者對抗低價進口貨的不公平貿易行為，並且更需要積極地爭取加入區域經濟協定排除關稅貿易障礙。

鬆綁法規開放市場，吸引國內外資金投資。同時政府應擴大公共支出，增加固定資產投資金額，進而帶動民間投資，推升國內鋼鐵需求，解決內需不足的根本問題。

維護國內市場秩序，積極協助業者對抗低價進口貨的不公平貿易行為。採取有效的反制措施，例如反傾銷提告。對業者爭取的鋼品國家 CNS 品質認證，阻斷劣質鋼材進口擾亂市場。應排除萬難，不可因少數進口業者反對而躊躇不前。

積極加入區域經濟協定，儘速與主要貿易夥伴國簽署自由貿易協定(FTA)，排除關稅貿易障礙。積極協助業者掃除反傾銷、反補貼等不公平關稅與非關稅貿易障礙。台灣鋼鐵產業不怕競爭，但無法承受不公平競爭。長期以來，臺灣鋼鐵產品即是美國反傾銷調查中的常客，依據美國商務部調查報告顯示，目前美方對自臺灣進口鋼鐵仍有 12 件反傾銷稅案件實施中，對我鋼鐵在美國之出口競爭力已造成嚴重影響。在目前仍被課徵反傾銷稅的項目中，臺灣有 12 項已無對美出口實績，另有 26 項對美出口金額低於百萬美元，合計占鋼鐵清單項目達 22.6%，顯示課徵反傾銷稅對我鋼鐵產品出口至美國市場已造成顯著限制。

未來臺灣應一方面向美方表達臺美間具有區域安全的同盟夥伴關係，相關出口產品多屬商用途而非國防用途，再加上價格保證，證明我國出口產品不會構成美國國家及產業安全威脅，以及向美確保中國大陸製鋼鐵及鋁材，不會透過臺灣傾銷至美國。另一方面，政府也可徵詢產業公協會及代表性企業之意見，向美國證明臺灣出口之鋼鐵產品主要是供汽車及其零件、營造等產業使

用，乃用於補充美國國內生產之不足，而非與美國生產之產品競爭，以提高向美方爭取將臺灣納入豁免清單中的機會。

此外，未來各國亦可能透過 WTO 機制解決美國片面提高關稅之問題，我國也應隨時關注其他國家之因應方式，尋求與其他國家結盟的機會，加大因應美國措施的力道。

碳稅、能源稅的課征。應考量國內產業承受能力，及不影響國際競爭力。台灣鋼鐵產業面臨不公平競爭環境已十分嚴峻，未來相關的環保稅率，應參考主要競爭對手國。

中國鋼材低價出口對國內鋼鐵產業衝擊過大。中國鋼材低價出口經常是國際行情殺手，在中國取消出口退稅，進口關稅全面降為零之前，未來的兩岸經貿談判，不可全面開放自由進口，應採取循序漸進的方式，以免對國內鋼鐵產業產生巨大衝擊。

第三節 研究個案公司介紹

一、公司沿革

CS 公司成立於民國 88 年 11 月，主要經營金屬建材與五金之批發及零售買賣等業務，經多次增資後，截至民國 106 年 12 月 31 日止，實收資本額為新台幣 179,000,000 元。

1999年11月 創立C公司

2002年11月 創立CF公司

2003年11月 ISO9001 2000年版通過認證

2005年9月 增資變更登記 - 合伊為CCF公司

2005年12月 新建辦公大樓、機房設備

2006年9月 增資、2007年7月增資變更登記 - 更名為CS公司

圖 3-1 C.S.公司發展沿革圖

二、在產業中的定位

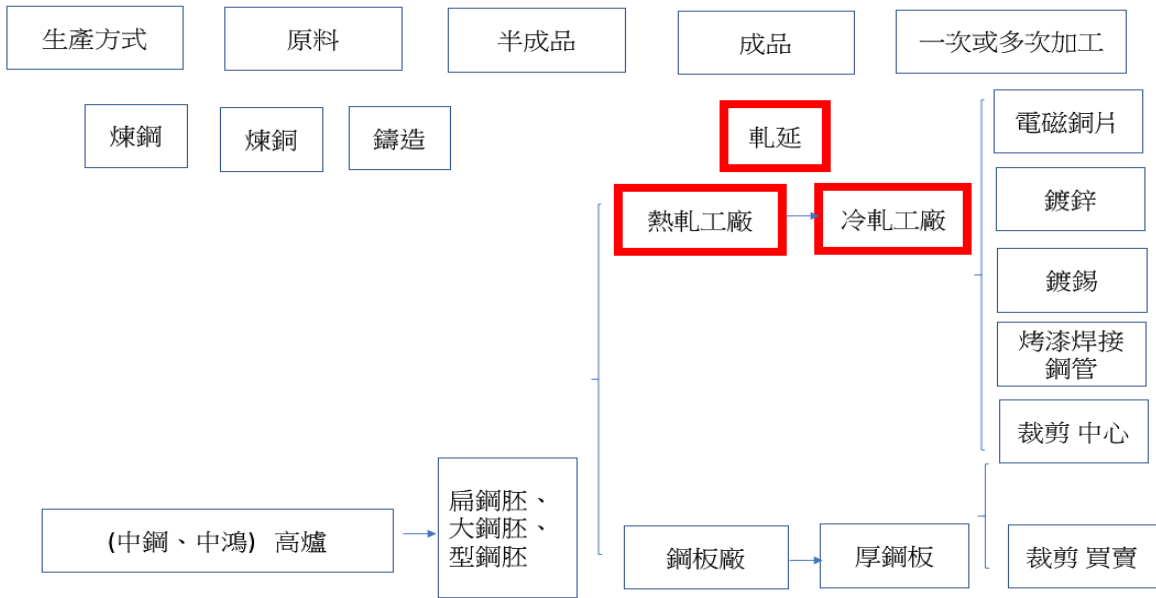


圖 3-2 CS 公司之產業定位圖

研究個案公司主要製程為軋延生產，在鋼鐵產業鏈中的定位歸屬製造業原料如圖 3-2 產業定位圖示。所生產之產品乃為製造業各項生產之原料。

三、公司組織圖

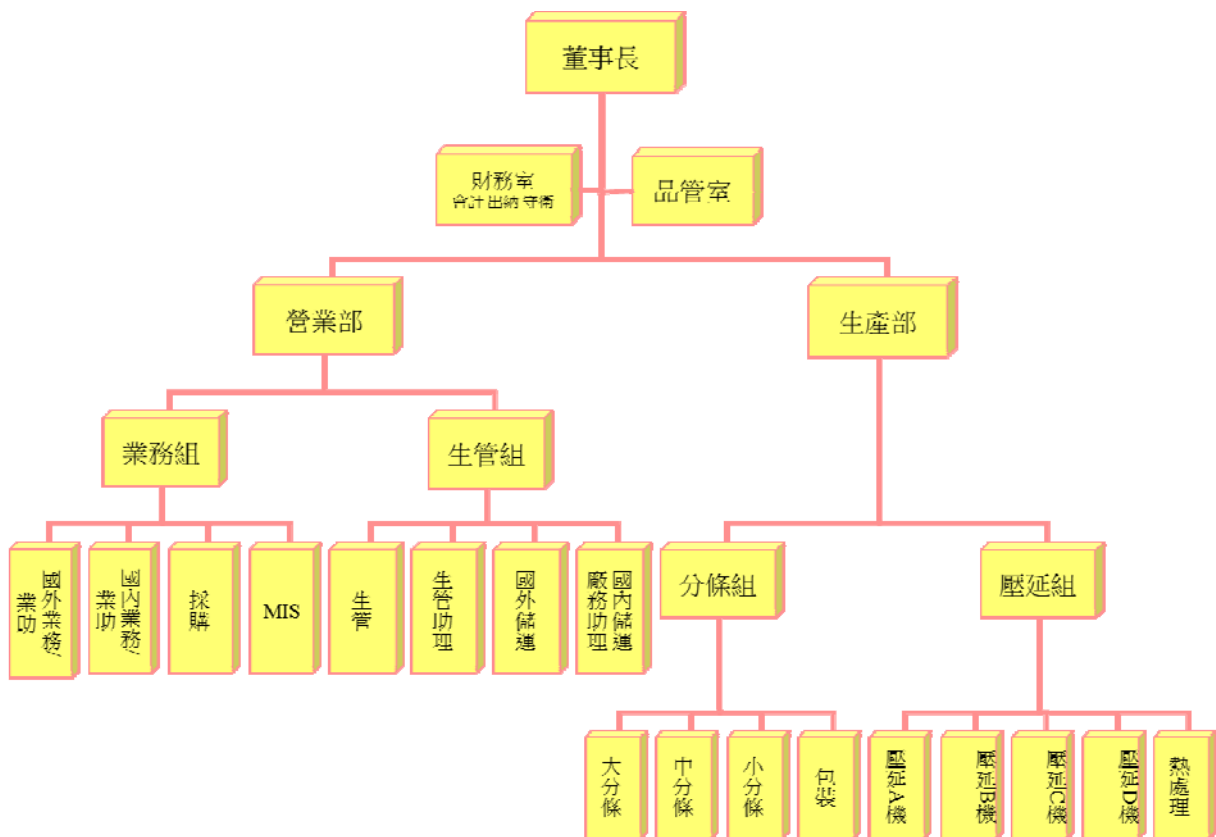


圖 3-3 CS 公司組織圖

研究個案公司組織主要區分四個部分：財務部、品管室、營業部、生產部。生產部依產業別又細分為二：分條組、壓延組。為增加作業流暢，則將生管組納入營業部。因為了達成品質控管的目標及財務獨立之特性，將品管室與財務部獨立於最高管理者權限項下。

四、主要營業項目

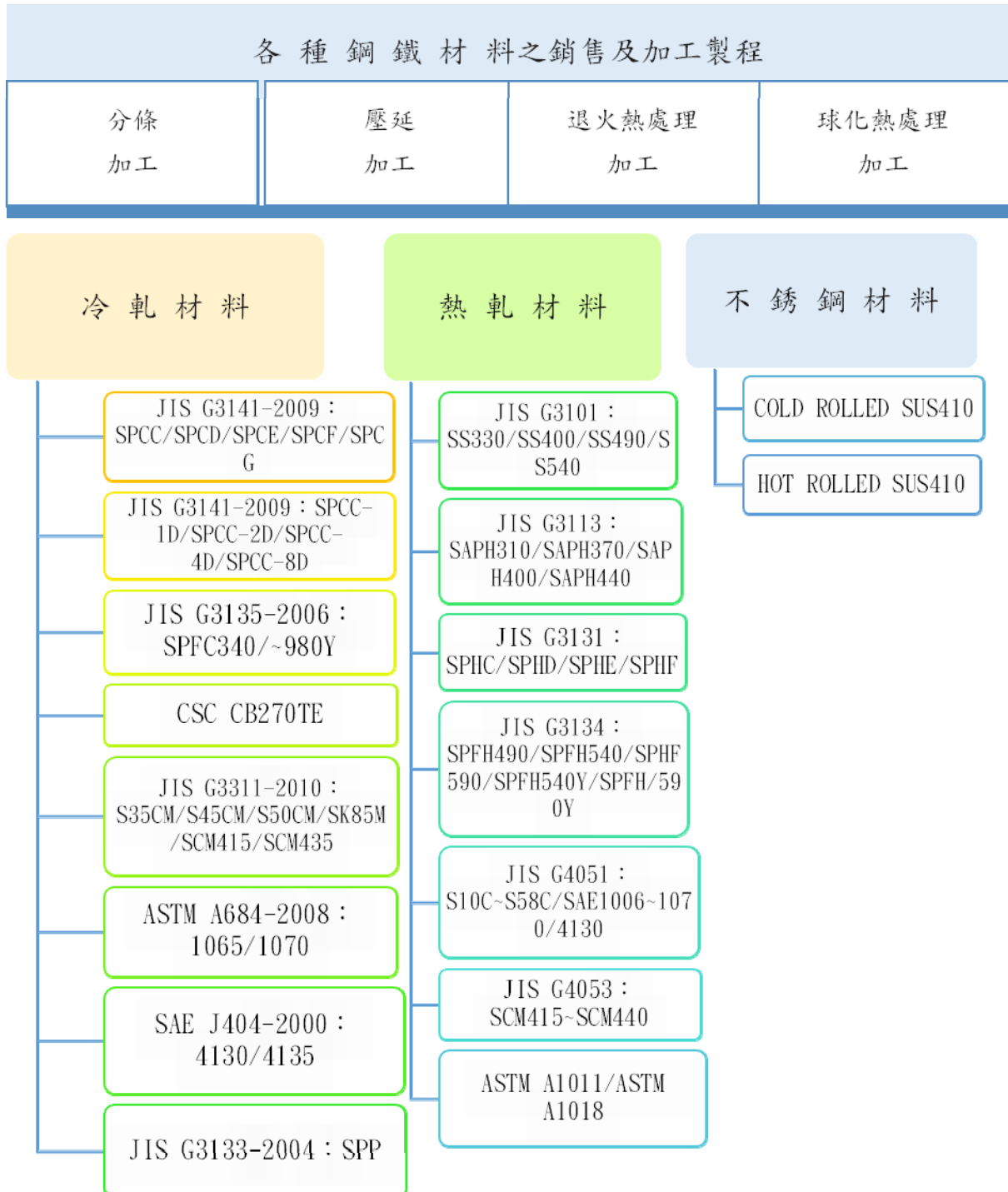


圖 3-4 C.S.公司主要營業項目之鋼鐵材料製程圖

首先依產線區分，其次再依材質細分，詳如圖 3-4 C.S.公司主要營業項目之鋼鐵材料製程圖列示。

研究個案公司主要製程依產線別細分為分條、壓延、熱處理三大區塊。

產品屬性則主要為：冷軋、熱軋、不鏽鋼三種，其他材質占比並不大。

五、生產流程

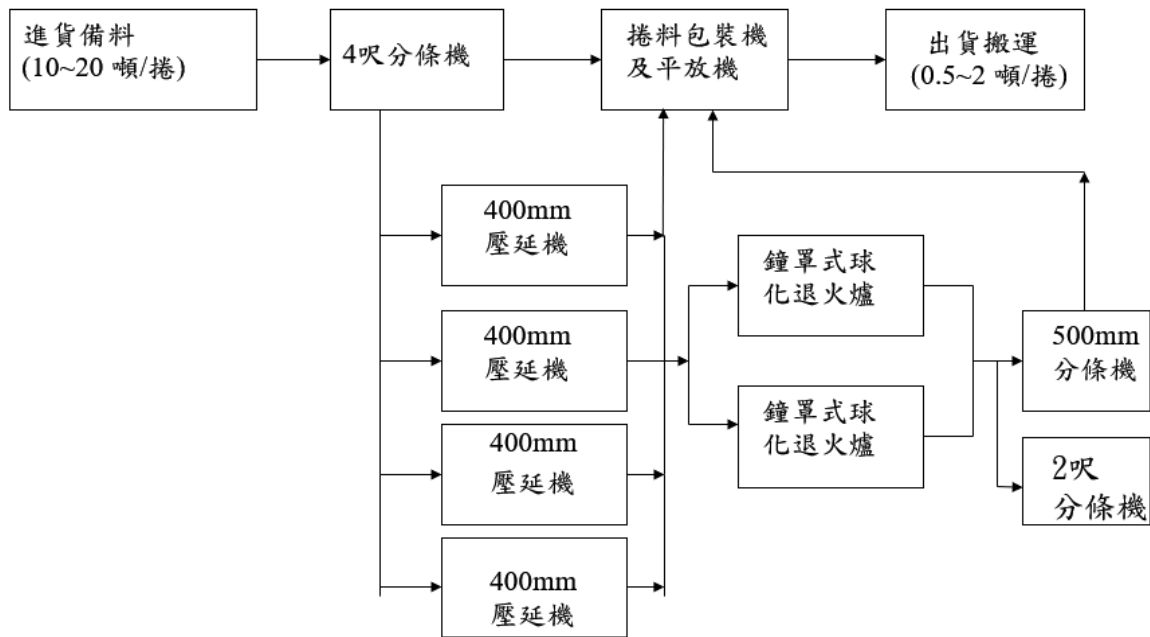


圖 3-5 C.S.公司生產流程圖

一般生產流程依序先做壓延作業後經熱處理退火作業最後再做分條作業，生產製程完成後則進行包裝作業最終儲運安排出貨流程。

六、核心競爭力

Precision Re-rolling 精密壓延



將中鋼原材料經過精密壓延機的壓延加工，使材料板厚公差大幅縮小，板厚公差可達0.03mm。

Annealing 球化熱處理



將中鋼原材料經上述的壓延製程後，再經熱處理球化加工後，可使原中鋼原材料的球化率再從并至85%-95%。

圖 3-6 C.S. 公司核心競爭力圖

第四節 研究個案公司之策略分析

研究個案公司目前所採行之策略區分生產管理與銷售二部份來分析：

1. 生產管理策略

為提升生產量與降低不良率，及配合客戶所要求之裁剪公差容許範圍越來越精密，近一、二年內已新增品質精密檢驗儀器及另外增建獨立之品管檢測室，並且新購置 SPC 品管系統，減少人工作業失誤率。自前端生產階段至終端出貨階段全程改由全系統監控作業進度，取代以往由人工超寫紙本再填入 ERP 管理系統的耗時作業。

2. 銷售策略

歷年財報之營業收入成長率明顯呈現陡坡驟降現象，除了景氣不佳影響之外，也與過度仰賴主要客戶極度相關。當主要客戶所處之自行車零組件產業與硬碟零組件產業以及汽車零組件產業因受景氣波動而縮減訂單，營業成長率也連動嚴重衰退。目前因不流失訂單為要，急單量激增，雖同時也增加加班費，然因比率不高，尚可容許。

此外，除穩定舊客群之急單的同時，營業部門也積極開發新客源。目前外銷主要市場在新加坡，馬來西亞，菲律賓，印尼。目前正積極開拓印度、泰國等市場。

第四章 企業評價與價值創造策略

4.

此章先依據 C.S.公司的歷史財務報表，以及同業公司的歷史財務報表進行比較；下一步運用績效衡量關鍵因子拆解分析工具諸如：(ROIC)投入資本報酬率、(NOPLAT)淨營運利潤檢調整後稅賦、(ENTERPRISE DCF MODEL)企業現金流量折現模式、(ECONOMIC PROFIT MODEL)經濟利潤模式 等等，整合並解析 C.S.公司整體經營價值；藉此提出對 C.S.公司的經營發展策略之見解。

第一節 歷史財務報表分析

C.S.公司重要會計政策之彙總說明：財務報表係依據商業會計法中與財務報表編製有關之規定、商業會計處理準則與企業會計準則公報及其解釋編製。編製基礎：除按公允價值衡量之金融工具外，財務報表係按歷史成本編製。而由於依傳統會計觀點編製成的財務報表隱含著缺少風險估算的缺點，故藉由以下重組會計報表的過程來估算 ROIC、可支配現金流量、經濟利潤以進行分析公司價值的評價，提供公司未來績效發展的基本觀點。

一、投入資本(Invested Capital , IC)

藉由重組資產負債表以分析債權人與股東兩方投入公司的資金各分屬多少，又區分投入營業活動與非營業活動分別多少資金。營運投入資金即公司本業營運所投入資本總額，因需與淨營運利潤減調整後稅賦 NOPLAT 建立在相對應的基礎，故任何不必付息流動負債均應從淨營運資金扣除。

營運投入資金=營運資金+淨資產、廠房及設備+其他淨資產及其他負債(淨非流動不計息負債)

研究個案 C.S.公司由於自 2005 年以合併後之存續公司之形式經營發展。重大之投入資本為 2005 年之新建廠房與廠房所需之土地、新購置機械設備購置款。2007 年至 2016 年間之投入資本大約在新台幣 5 億~7 億左右。

表 4-1 2007 至 2016 年 C.S.公司營運投入資本(Invested Capital)表

單位: 新台幣仟元

投入資本 / 年度	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
營業營運資金	361,783	460,259	297,140	370,818	395,815	368,394	385,720	437,891	316,254	301,558
淨資產、廠房及設備	205,021	192,129	179,980	191,258	191,273	195,509	192,584	182,120	183,325	243,123
其他淨資產及其他負債	6,111	5,524	3,635	2,748	2,995	4,287	4,978	4,832	4,104	6,010
營業租賃的價值	0	0	0	0	0	0	0	60	60	60
營運投入資本(不含商譽)	572,915	657,912	480,755	564,823	590,083	568,191	583,282	624,904	503,743	550,751
商譽及無形資產	0	8,958	7,844	7,615	9,159	1,272	9,886	4,464	4,235	28
營運投入資本(含商譽)	572,915	658,870	488,599	572,438	600,242	569,463	593,168	629,368	507,978	550,779
超額有價證券	2,172	1,390	10,375	4,997	20,242	7,034	3,924	2,560	7,539	5,560
投資	0	0	3,891	0	0	0	9,330	9,330	59,330	59,330
合計投資人資金	575,087	660,197	495,899	570,296	610,484	576,497	597,524	637,438	571,253	619,169
普通股及優先股股權合計	194,292	198,264	248,878	226,999	250,205	254,353	261,583	224,961	226,756	256,996
調整後權益	194,292	198,264	248,878	226,999	250,205	254,353	261,583	224,961	226,756	256,996
利息相關負債	380,795	461,933	247,021	343,297	360,279	322,144	335,941	412,417	344,437	362,113
經營租賃價值	0	0	0	0	0	0	0	60	60	60
總計投資人資金	575,087	660,197	495,899	570,296	610,484	576,497	597,524	637,438	571,253	619,169

營運投入資本(新台幣仟元)

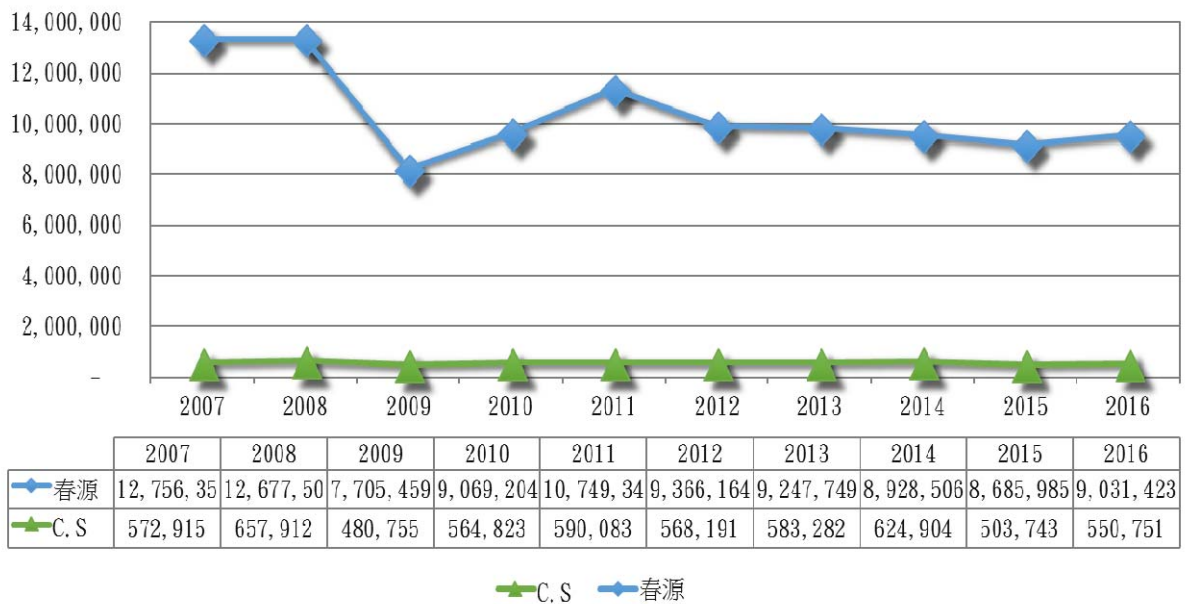


圖 4-1 2007 至 2016 年 C.S.公司與同業公司-春源之營運投入資本比較圖

資料來源：C.S.公司與春源公司財務報表，本研究彙整

二、淨營運利潤減調整後稅賦(Net Operating Profit Less Adjusted Taxes , NOPLAT)

NOPLAT 基於公司評價與績效分析目的乃將營運利潤調整成現金基礎的課稅基礎之稅後營運利潤，故不同於損益表上表達的稅賦。

淨營運利潤減調整後稅賦=息前、稅前與攤銷前盈餘 EBITA - EBITA 稅額 +遞延稅負變動數

息前、稅前與攤銷前盈餘(EBITA)乃指本業所獲得之未減利息前稅前營業利益，通常未含固定資產的折舊、非常損益、非營運投資收益。EBITA 稅額乃指本業營業利益之總稅額。遞延稅負變動數乃指應計基礎下公司遞延所得稅前後期變動數。

研究個案公司之 NOPLAT 以及與同業公司之比較，參照圖 4-2 2007 至 2016 年 C.S. 公司與春源公司之淨營運利潤減調整後稅賦比較圖及表 4-2 2007 至 2016 年 C.S. 公司淨營運利潤減調整後稅賦(NOPLAT)表。

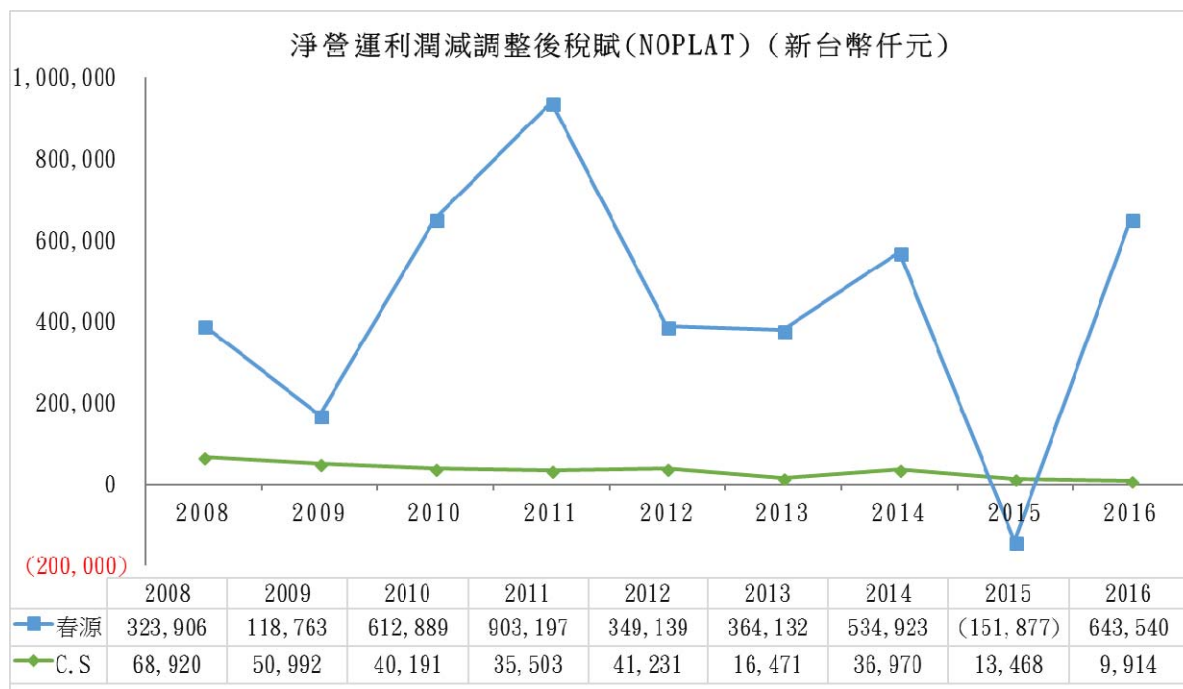


圖 4-2 2007 至 2016 年 C.S. 公司與春源公司之淨營運利潤減調整後稅賦比較圖

表 4-2 2007 至 2016 年 C.S.公司淨營運利潤減調整後稅賦(NOPLAT)表

單位: 新台幣仟元

NOPLAT / 年度	2 0 0 7	2 0 0 8	2 0 0 9	2 0 1 0	2 0 1 1	2 0 1 2	2 0 1 3	2 0 1 4	2 0 1 5	2 0 1 6
營業收入	995,077	1,243,915	892,501	980,511	983,524	881,695	851,117	1,094,391	671,920	519,360
銷貨成本	(862,898)	(1,115,509)	(785,772)	(890,160)	(896,184)	(794,938)	(786,857)	(1,008,474)	(620,558)	(470,402)
銷售、一般及管理費用	(57,257)	(55,374)	(48,511)	(46,555)	(43,621)	(36,822)	(35,723)	(38,179)	(29,758)	(27,286)
折舊費用	(10,382)	(10,973)	(10,741)	(11,733)	(12,491)	(14,565)	(16,191)	(16,750)	(16,338)	(15,289)
E B I T A	64,540	62,059	47,477	32,064	31,229	35,370	12,345	30,989	5,265	6,383
調整營運租賃		0	0	0	0	0	0	1	1	1
調整後 E B I T A		62,059	47,477	32,064	31,229	35,370	12,345	30,990	5,266	6,384
稅 額		95	12,724	4,851	6,309	5,200	4,849	6,804	8,105	2,740
營運遞延所得稅變動數		6,767	(9,209)	3,277	(2,035)	660	(723)	(824)	97	791
N O P L A T		68,920	50,992	40,191	35,503	41,231	16,471	36,970	13,468	9,914
所得稅費用		(7,321)	(10,742)	(6,146)	(5,570)	(5,121)	(4,046)	(5,178)	(6,576)	(2,002)
非營運項目所得稅		7,227	(1,982)	1,295	(740)	(79)	(802)	(1,626)	(1,529)	(738)
E B I T A 稅額		(95)	(12,724)	(4,851)	(6,309)	(5,200)	(4,849)	(6,804)	(8,105)	(2,740)
本期淨利		25,643	61,688	27,412	34,346	35,275	15,323	39,192	14,947	9,243
加：遞延所得稅變動		6,767	(9,209)	3,277	(2,035)	660	(723)	(824)	97	791
加：非營運項目所得稅		(7,227)	1,982	(1,295)	740	79	802	1,626	1,529	738
調整後本期淨利		25,183	54,461	29,394	33,051	36,015	15,403	39,994	16,573	10,772
加：利息費用		15,421	4,683	5,828	6,943	5,853	5,956	6,729	6,198	5,578
加：營業租賃產生的利息費用		0	0	0	0	0	0	1	1	1
減：利息收入		(591)	(225)	(212)	(139)	(170)	(168)	(188)	(311)	(2,097)
減：營業外收入		28,908	(7,927)	5,181	(4,352)	(467)	(4,719)	(9,566)	(8,993)	(4,339)
N O P L A T		68,920	50,992	40,191	35,503	41,231	16,471	36,970	13,468	9,914

CS 公司於 2007 年至 2008 年因擴大營業規模業務量增加致使營業收入大幅成長，排名前六大主力客戶營業收入就佔年營業收入 50%。2008 年因逢遭遇卡玫基颱風災害，當年度依財會準則第十號公報認列存貨報廢於營業成本項下。2009 年至 2016 年因受景氣不佳影響致使客戶下單量減少，加之原料進貨價格偏高致使營業成本比率也偏高，導致 NOPLAT 也隨之逐年下降。2015 及 2016 年明顯驟減，2016 年 NOPLAT 剩新台幣 990 萬元。

三、投入資本報酬率 (RETURN ON INVESTED CAPITAL, ROIC)

投入資本報酬率 ROIC 乃進行公司評估時主要衡量指標之一。投入資本報酬率 ROIC 有助決策者了解到價值創造的槓桿效用需視公司目前營運狀況而定。當公司 ROIC 高於資金成本 WACC，ROIC 值愈高則公司應著眼於如何提升營業收入成長來創造公司價值。因 ROIC 著重於公司實際營運績效，運用 ROIC 來預測企業未來盈餘比起傳統財務比率 ROA 或 ROE 更具意義。

表 4-3 2008 至 2016 年 C.S.公司投入資本報酬率(ROIC)表

單位: 新台幣仟元，百分比

項目 / 年度	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
NOPLAT	68,920	50,992	40,191	35,503	41,231	16,471	36,970	13,468	9,914
營運投入資本 (不含商譽)	657,912	480,755	564,823	590,083	568,191	583,282	624,904	503,743	550,751
ROIC (不含商譽)	12.03%	7.75%	8.36%	6.29%	6.99%	2.90%	6.34%	2.16%	1.97%
NOPLAT	68,920	50,992	40,191	35,503	41,231	16,471	36,970	13,468	9,914
營運投入資本 (含商譽)	658,807	481,633	565,299	590,242	569,463	584,270	625,548	504,385	554,279
ROIC (含商譽)	12.03%	7.74%	8.34%	6.28%	6.99%	2.89%	6.33%	2.15%	1.97%
調整後 EBITA	62,059	47,477	32,064	31,229	35,370	12,345	30,990	5,266	6,384
營運投入資本 (不含商譽)	657,912	480,755	564,823	590,083	568,191	583,282	624,904	503,743	550,751
E B I T A (不含商譽)	10.83%	7.22%	6.67%	5.53%	5.99%	2.17%	5.31%	0.84%	1.27%
調整後 EBITA	62,059	47,477	32,064	31,229	35,370	12,345	30,990	5,266	6,384
營運投入資本 (含商譽)	658,807	481,633	565,299	590,242	569,463	584,270	625,548	504,385	554,279
E B I T A (含商譽)	10.83%	7.21%	6.66%	5.52%	5.99%	2.17%	5.30%	0.84%	1.27%

CS 公司由於營業收入逐年遞減使得 NOPLAT 逐年下降，然而投入資本卻平均維持在新台幣 5 億~7 億左右，結果也影響了 ROIC 比率自 2007 年高達 12.03% 逐年下滑，而至 2016 年僅剩 1.97%。投入資本報酬率(ROIC)下降反映了個案公司營運績效逐年變差。

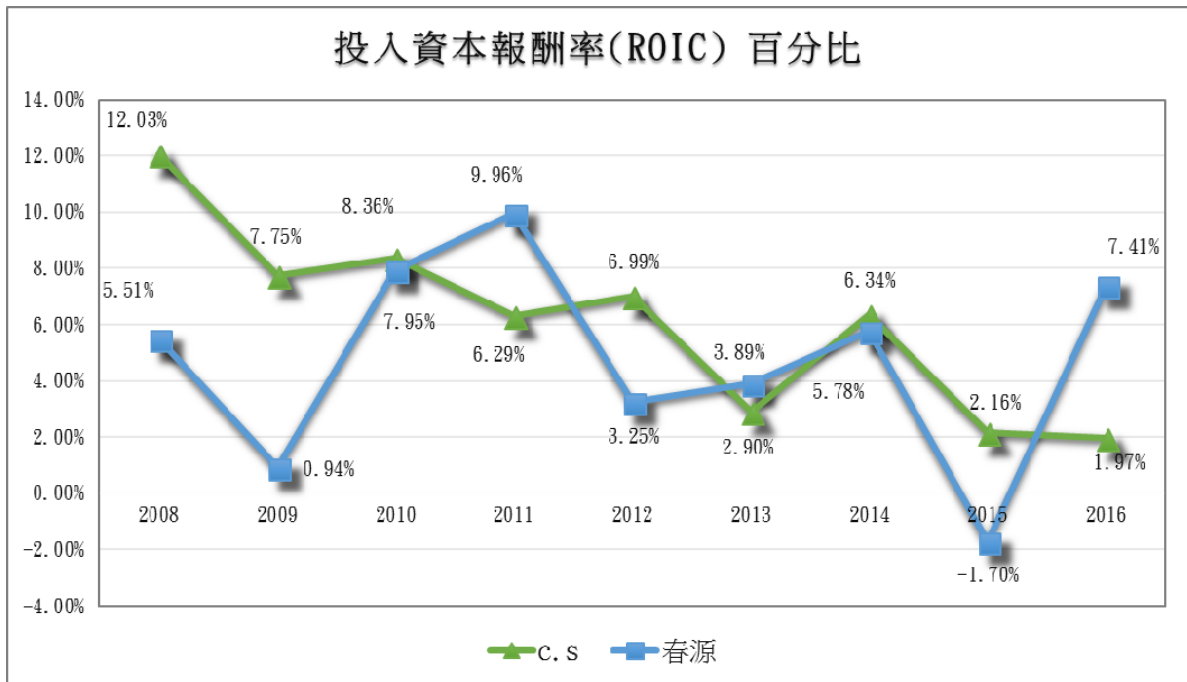


圖 4-3 2008 至 2016 年 C.S.公司與春源公司之投入資本報酬率(ROIC)比較圖
資料來源：C.S.公司與春源公司財務報表，本研究彙整

四、加權平均資本成本(Weighted Average Cost of Capital ，WACC)

一般會計評價提到的資金成本非指市場相關風險下的資金成本，乃指舉債資金成本。加權平均資本成本即為公司資本之相對機會成本，包含了舉債資金成本與股東權益資金成本。舉債成本又區分未上市公司所涉及的無風險負債，包含長短期借款之實付資金成本；以及上市公司包含公司債、可轉換公司債、附認股權公司債這些經市場風險調整後稱為風險負債的資金成本。

其公式為 $WACC = w_d k_d (1-T) + w_e k_e$

負債資金成本

負債所佔權重

股東權益資金成本

股東權益所佔權重

T 所得稅平均稅率

參考資本資產定價模式(CAPM)來計算股東權益資金成本，此理論有三個必要因子:無風險利率 R_F 、市場風險溢酬 R_M-R_F 、系統風險 β ，是以市場相關系統風險運算求得必要投資報酬率。

其公式為

表 4-4 2007 至 2016 年 C.S.公司加權平均資金成本(WACC)表

單位：百分比

資本資產定價模式(CAPM)計算	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	平均
負債權重 (W_d)	68.84%	70.71%	54.94%	61.67%	62.58%	59.98%	60.96%	65.66%	61.56%	61.83%	62.87%
權益權重 (W_e)	31.16%	29.29%	45.06%	38.33%	37.42%	40.02%	39.04%	34.34%	38.44%	38.17%	37.13%
無風險利率 (R_f)	2.33%	2.29%	1.51%	1.38%	1.39%	1.21%	1.46%	1.61%	1.38%	0.82%	1.54%
權益的系統風險 β	2.3592	3.2146	1.8372	2.3006	1.8412	1.5929	1.5247	1.5197	1.6313	1.7803	1.9602
市場報酬率 (R_m)	9.06%	9.06%	9.06%	9.06%	9.06%	9.06%	9.06%	9.06%	9.06%	9.06%	9.06%
風險溢酬 (R_m-R_f)	6.73%	6.77%	7.55%	7.68%	7.67%	7.85%	7.60%	7.45%	7.67%	8.24%	7.52%
權益資金成本 (K_e)	18.20%	24.04%	15.38%	19.05%	15.51%	13.71%	13.04%	12.93%	13.90%	15.48%	16.12%

加權平均資金成本(WACC)計算	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	平均
目標負債權重(D/V)	62.87%	62.87%	62.87%	62.87%	62.87%	62.87%	62.87%	62.87%	62.87%	62.87%	62.87%
負債資金成本(K_d)	4.35%	2.56%	1.38%	1.69%	1.64%	1.61%	1.49%	1.56%	1.62%	1.81%	1.97%
所得稅率	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	17.00%	17.00%	17.00%	17.00%	17.00%	21.00%
目標權益權重(S/V)	37.13%	37.13%	37.13%	37.13%	37.13%	37.13%	37.13%	37.13%	37.13%	37.13%	37.13%
權益資金成本(K_S)	18.20%	24.04%	15.38%	19.05%	15.51%	13.71%	13.04%	12.93%	13.90%	15.48%	16.12%
加權平均資金成本(WACC)	8.81%	10.13%	6.36%	7.87%	6.53%	5.93%	5.62%	5.62%	6.01%	6.69%	6.96%

無風險利率 R_F 為十年期政府公債殖利率。市場風險溢酬 R_M-R_F 為 2003 年-2017 年台灣平均加權指數。系統風險\BETA 反映出投資對象相較於大盤的表

現優劣情況。而研究個案公司因非上市公司，乃以比較的同業公司-春源其自 2007 至 2016 年間 BETA 係數為基推估之推算值。

CS 公司因非屬公開發行上市櫃公司，無公開市場價格，故本研究乃採用同業公司-春源公司之 B 係數平均值來推算 CS 公司之 B 係數估算值。

由於 CS 公司之負債權重大約在 50%~70%間，負債權重相較於同業公司-春源公司偏高，CS 公司之 WACC 也偏高，在 6%~10%左右，平均比率高於同業公司 1.91%。故 CS 公司在融資策略應更加積極向往來銀行爭取利率優惠以降低資金成本。

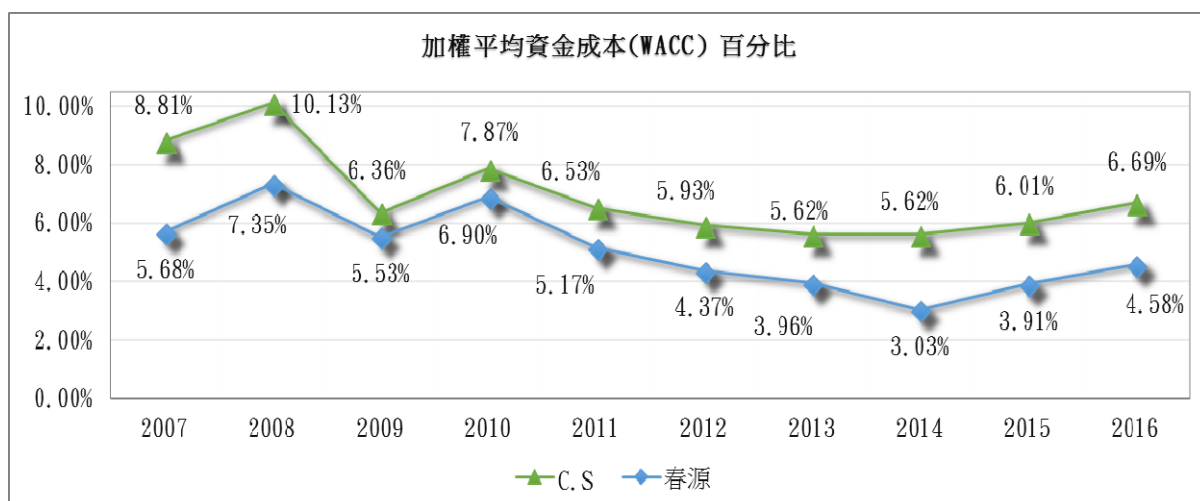


圖 4-4 2007 至 2016 年 C.S.公司與春源公司之加權平均資金成本(WACC)比較圖
資料來源：C.S.公司與春源公司財務報表，本研究彙整

五、自由現金流量 (FREE CASH FLOW, FCF)

自由現金流量分別以二個角度來看，一是自公司角度而言，乃來自營業活動產生的現金流量減除固定資產淨投資所需的現金後之剩餘現金部位；二是以資金提供者角度而言分別屬於債權人權益、少數股權權益、股東權益。而折現率的基礎又區分若依公司觀點欲求得公司價值時則採用 WACC 為折現率；若欲直接求得股東價值時則採用權益資金成本為折現率。

其公式為

自由現金流量為正數顯示企業面臨危機時擁有足夠減少損失的因應資金。若偶而出現幾期負數後期皆能轉回正數，則代表企業為維持競爭力所付出的資本支出。

研究個案 CS 公司於 2008 年因逢遭遇卡玫基颱風災害，導致須報廢且新增多項重要機械設備如退火爐及氮氣機 IP1035 等，因此現金流量呈負數。日後又因為配合客戶所要求之裁剪公差容許範圍越來越精密，故在 2010 年至 2011 年增設品管室新建工程以及增設測厚儀試驗機，以準確掌控並提高生產品質，故現金流量呈負數。然因裁剪加工業日益競爭，為維持競爭力與不留失客戶訂單，在 2016 年新增設 SPC 品管系統與管理系統軟體以及新增購辦公室，故現金流量呈負數。

由圖 4-5 2008 至 2016 年 C.S. 公司與同業公司-春源之自由現金流量 (FCF) 比較圖中可窺見自 2012 年後裁剪加工業者皆受景氣不佳影響致使現金流量 FCF 呈下滑趨勢。

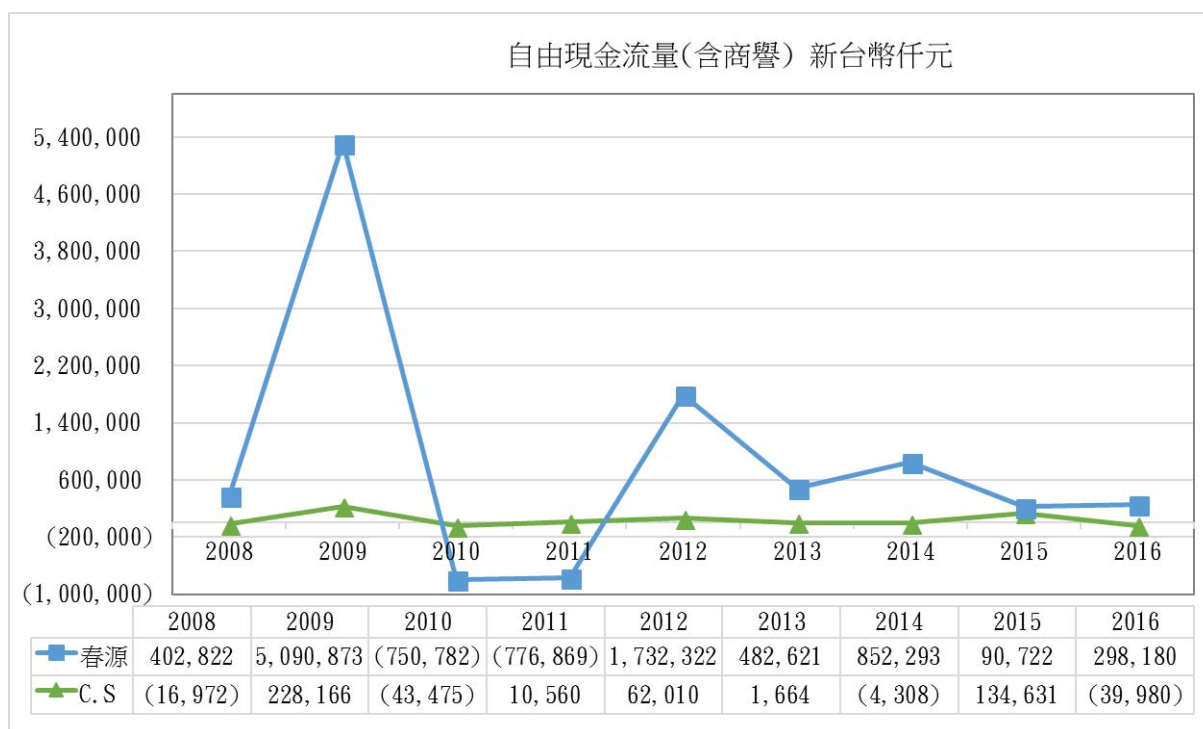


圖 4-5 2008 至 2016 年 C.S. 公司與春源公司之自由現金流量 (FCF) 比較圖

資料來源：C.S. 公司與春源公司財務報表，本研究彙整

表 4-5 2008 至 2016 年 C.S.公司自由現金流量(FREE CASH FLOW)表

(單位：新台幣仟元)

項 目 / 年 度	2 0 0 8	2 0 0 9	2 0 1 0	2 0 1 1	2 0 1 2	2 0 1 3	2 0 1 4	2 0 1 5	2 0 1 6
N O P L A T	68,920	50,992	40,191	35,503	41,231	16,471	36,970	13,468	9,914
折 舊	10,973	10,741	11,733	12,491	14,565	16,191	16,750	16,338	15,289
毛 現 金 流 量	79,893	61,734	51,924	47,994	55,796	32,662	53,720	29,806	25,204
營 運 資 本 (增 加) / 減 少	(98,475)	163,119	(73,678)	(24,997)	27,420	(17,325)	(52,171)	121,637	14,696
資 本 支 出	12,892	12,149	(11,277)	(15)	(4,236)	2,925	10,463	(1,204)	(59,798)
其他營運資產/負債(增加)/減少	(10,387)	(8,853)	(10,845)	(12,738)	(15,858)	(16,882)	(16,604)	(15,610)	(17,195)
營 業 租 賃 投 資	0	0	0	0	0	0	(60)	0	0
總 投 資 額	(95,970)	166,415	(95,801)	(37,750)	7,326	(31,282)	(58,372)	104,822	(62,297)
自 由 現 金 流 量 (不 含 商 譽)	(16,077)	228,149	(43,877)	10,244	63,122	1,380	(4,652)	134,629	(37,094)
商 譽 及 無 形 資 產 的 投 資	(895)	18	402	317	(1,113)	284	344	3	(2,886)
自 由 現 金 流 量 (含 商 譽)	(16,972)	228,166	(43,475)	10,560	62,010	1,664	(4,308)	134,631	(39,980)
利 息 收 入	591	225	212	139	170	168	188	311	2,097
超額有價證券(增加)/減少	782	(8,985)	5,378	(15,245)	13,208	3,110	1,364	(4,978)	1,979
非 營 運 現 金 流 量	(28,908)	4,036	(1,289)	4,352	467	(4,611)	9,566	(41,007)	4,339
非 營 運 項 目 的 所 得 稅	460	7,227	(1,982)	1,295	(740)	(79)	(802)	(1,626)	(1,529)
提 供 給 投 資 人 的 現 金 流 量	(44,046)	230,669	(41,156)	1,101	75,115	252	6,008	87,331	(33,093)

表 4-6 2008 至 2016 年春源公司自由現金流量(FREE CASH FLOW)表

(單位：新台幣仟元)

項 目 / 年 度	2 0 0 8	2 0 0 9	2 0 1 0	2 0 1 1	2 0 1 2	2 0 1 3	2 0 1 4	2 0 1 5	2 0 1 6
N O P L A T	323,973	118,826	612,963	903,274	349,139	364,206	535,000	(151,799)	643,618
折 舊	343,588	341,168	321,223	297,067	296,044	293,436	328,028	314,667	294,438
毛 現 金 流 量	667,561	459,994	934,186	1,200,341	645,183	657,642	863,028	162,868	938,056
營 運 資 本 (增 加) / 減 少	211,424	2,024,514	(1,374,670)	(1,022,420)	1,253,495	382,850	362,589	1,237,111	(420,962)
資 本 支 出	116,140	120,695	(2,649)	(317,026)	74,370	(169,251)	(24,103)	(169,925)	62,714
其他營運資產/負債(增加)/減少	(592,440)	2,483,163	(301,702)	173,698	(285,981)	(345,712)	(345,002)	(1,138,995)	(281,205)
進行中的營業準備增加	0	0	0	(808,969)	0	0	0	0	0
營 業 租 賃 投 資	137	2,507	(5,947)	(2,493)	45,255	(42,908)	(2,269)	(337)	(423)
總 投 資 額	(264,739)	4,630,879	(1,684,968)	(1,977,210)	1,087,139	(175,021)	(8,785)	(72,146)	(639,876)
自由現金流量(不含商譽)	402,822	5,090,873	(750,782)	(776,869)	1,732,322	482,621	854,243	90,722	298,180
商譽及無形資產的投資	0	0	0	0	0	0	(1,950)	0	0
自由現金流量(含商譽)	402,822	5,090,873	(750,782)	(776,869)	1,732,322	482,621	852,293	90,722	298,180
利 息 收 入	13,992	8,833	4,247	7,388	22,178	26,030	19,413	31,882	24,982
超額有價證券(增加)/減少	323,578	(305,286)	(30,324)	9,862	13,670	(19,624)	(5,698)	822,808	(108,889)
外 幣 換 算 影 響 數	570,572	390,308	124,209	0	(80,292)	69,591	169,742	121,455	(98,526)
非 營 運 現 金 流 量	380,132	(2,447,133)	508,056	245,946	(71,620)	(63,298)	204,316	586,385	260,093
非營運項目的所得稅	(47,777)	(81,964)	(125,358)	(119,514)	(105,291)	(31,836)	(27,644)	(31,652)	(121,049)
提供給投資人的現金流量	1,643,319	2,655,631	(269,952)	(633,186)	1,510,967	463,484	1,212,422	1,621,600	254,792

資料來源：春源公司財務報表，本研究彙整

六、投入資本報酬率(ROIC)關鍵因子拆解與拆解法魚骨圖

價值驅動因子直接連結股東價值創造並將公司內不同層級結合至單一目標。其應依據財務性營運性關鍵財務指標才能了解營運問題之所在。此外價值驅動因子需涵蓋長期成長與營運績效。

拆解法乃是對於 ROIC 透過下列拆解步驟做進一步解析以明確獲知企業獲利之來源。

首先針對下列四項目銷貨成本、折舊費用、銷管費用、淨營運資金、淨其他資產求算各自佔銷貨收入之比重如下：

再依前三項目求算淨營運利潤 EBITA 佔銷貨收入之比重如下：

其次依淨營運資金、固定資產、淨其他資產各自佔銷貨收入比重以求得銷貨收入佔投入資本之比重如下：

由以上求得結果即可求算公司稅前投入資本報酬率與現金稅率如下：

最終求得公司投入資本報酬率如下：

研究個案 CS 公司之 ROIC 拆解後所得結果，詳如表 4-7 2008 至 2016 年 C.S. 公司投入資本報酬率 ROIC 關鍵因子拆解表，以及圖 4-6 2008 至 2016 年 C.S. 公司稅前投入資本報酬率 ROIC 關鍵因子消長圖。

表 4-7 2008 至 2016 年 C.S. 公司投入資本報酬率 ROIC 關鍵因子拆解表

單位：新台幣仟元，百分比

項 目 / 年 度	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
調整後 E B I T A	62,059	47,477	32,064	31,229	35,370	12,345	30,990	5,266	6,384
營運投入資本 (IC)	657,912	480,755	564,823	590,083	568,191	583,282	624,904	503,743	550,751
營 業 收 入	1,243,915	892,501	980,511	983,524	881,695	851,117	1,094,391	671,920	519,360
稅 前 R O I C	10.83%	7.22%	6.67%	5.53%	5.99%	2.17%	5.31%	0.84%	1.27%
銷 售 利 潤 率	4.99%	5.32%	3.27%	3.18%	4.01%	1.45%	2.83%	0.78%	1.23%
銷 貨 成 本 率	89.68%	88.04%	90.79%	91.12%	90.16%	92.45%	92.15%	92.36%	90.57%
營 業 費 用 率	4.45%	5.44%	4.75%	4.44%	4.18%	4.20%	3.49%	4.43%	5.25%
折舊佔銷貨淨額比率	0.88%	1.20%	1.20%	1.27%	1.65%	1.90%	1.53%	2.43%	2.94%
投入資本周轉率 (次)	2.17	1.36	2.04	1.74	1.49	1.50	1.88	1.08	1.03
營運資金佔銷貨淨額比率	29.08%	51.57%	30.30%	37.70%	44.89%	43.28%	35.25%	65.17%	60.89%
固定資產淨額佔銷貨淨額比率	16.48%	21.53%	18.36%	19.45%	21.69%	22.97%	17.60%	27.10%	35.30%
其他營運資產佔銷貨淨額比率	0.49%	0.62%	0.37%	0.28%	0.34%	0.50%	0.45%	0.73%	0.80%

2008 年之營業收入高達新台幣 12 億元，來自排名前六大客戶之營收就超過新台幣 6 億元。2009 年起雖營業收入未達新台幣 10 億元以上，但受惠於主力客戶所處產業如腳踏車零組件產業、日系汽車零組件產業、以及硬碟零組件產業仍處於生產高峰期，故 2008 年至 2012 年間銷貨利潤率約維持在 3%~5% 左右。2014 年營業收入雖衝破新台幣 10 億元，但因是高價原料存貨成本使銷貨利潤率僅 2.83%。2015~2016 年則受限於景氣惡化與客戶訂單減少，導致銷貨利潤率約在 1% 上下。另外，投入資本周轉率也僅有 2008 年與 2010 年兩個年度曾達 2 次以上，其餘年度僅約 1 次。

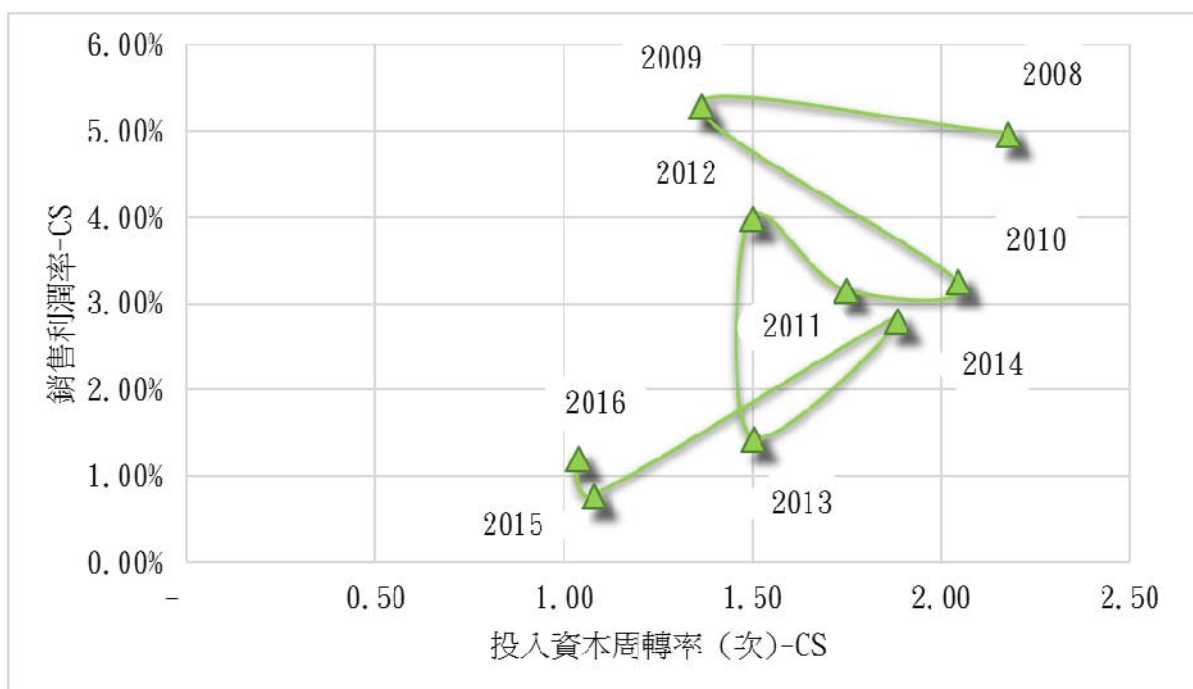


圖 4-6 2008 至 2016 年 C.S. 公司稅前投入資本報酬率 ROIC 關鍵因子消長圖

從圖 4-8 2008 至 2016 年 C.S. 公司與同業公司-春源投入資本報酬率 ROIC 魚骨圖中可看出研究個案 CS 公司在營業費用率平均值約 4%~5% 明顯高於比較公司春源公司 2%~3%。

而因鋼鐵裁剪加工產業之主要成本即為原料進貨成本，雙方皆在 90% 上下。研究個案 CS 公司之營運資金占銷貨淨額比率在 2015~2016 連續二年高達 60%，顯示此二年 CS 公司營運利潤深受銷貨收入變動影響。

表 4-8 2008 至 2016 年春源公司投入資本報酬率 ROIC 關鍵因子拆解表

單位: 新台幣仟元, 百分比

項目 / 年度	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
調整後 EBITA	429,001	91,240	693,643	175,989	309,960	397,611	396,565	163,314	708,407
營運投入資本(IC)	12,677,506	7,705,459	9,069,204	10,749,347	9,366,164	9,247,749	8,928,506	8,685,985	9,031,423
營業收入	27,111,277	19,557,236	22,833,285	26,201,454	23,341,293	19,782,375	20,431,330	16,477,374	16,492,865
稅前 ROIC	3.36%	0.72%	9.00%	1.94%	2.88%	4.25%	4.29%	1.83%	8.16%
銷售利潤率	1.58%	0.47%	3.04%	0.67%	1.33%	2.01%	1.94%	0.99%	4.29%
銷貨成本率	95.15%	95.85%	93.17%	95.97%	95.03%	93.64%	93.67%	93.46%	90.35%
營業費用率	2.00%	1.94%	2.39%	2.22%	2.38%	2.87%	2.79%	3.64%	3.57%
折舊佔銷貨淨額比率	1.27%	1.74%	1.41%	1.13%	1.27%	1.48%	1.61%	1.91%	1.79%
投入資本周轉率(次)	2.13	1.54	2.96	2.89	2.17	2.11	2.21	1.85	1.90
營運資金佔銷貨淨額比率	27.95%	37.67%	23.40%	25.63%	33.16%	32.78%	29.87%	34.84%	27.30%
固定資產淨額佔銷貨淨額比率	13.72%	18.42%	15.25%	13.30%	16.29%	18.84%	19.07%	23.79%	24.80%
其他營運資產佔銷貨淨額比率	5.38%	8.74%	-4.90%	-4.32%	-3.39%	-4.28%	-3.68%	-4.44%	0.56%

資料來源: 春源公司財務報表, 本研究彙整

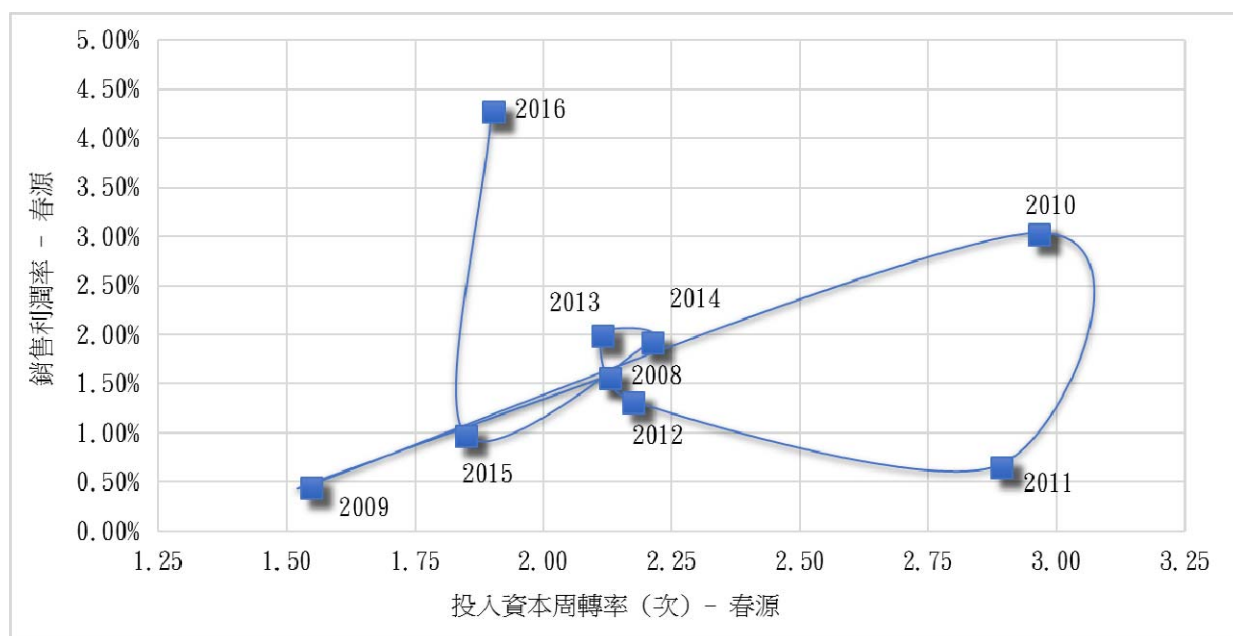


圖 4-7 2008 至 2016 年春源公司稅前投入資本報酬率 ROIC 關鍵因子消長圖

資料來源: 春源公司財務報表, 本研究彙整

CS 公司之銷售利潤率呈逐年下降，2016 年僅 1.23%，春源公司則於當年度有 4.29%。CS 公司之稅前 ROIC 亦逐年下滑，2015 年僅 0.84%，2016 年小升至 1.27%然當年度春源則為 8.16%。CS 公司之 ROIC 由 2008 年 12.03%逐年下滑至 2016 年僅為 1.97%，春源公司則於當年度則有 7.41%。

綜觀之，研究個案 CS 公司需擬出能提高營業收入與降低營業費用之相關策略以提高收益並阻止利潤嚴重下滑。

接下來再從 ROIC 拆解魚骨圖的角度來解析研究個案公司與比較公司的各項價值關鍵因子的差異。

依據圖 4-8 2008 至 2016 年 C.S. 公司與春源公司投入資本報酬率(ROIC) 魚骨圖可看出，與同業公司比較之下研究個案公司 ROIC 比率略高 1.64%，但明顯是逐年下降。CS 公司之 ROIC 由 2008 年 12.03%逐年下滑至 2016 年僅為 1.97%，春源公司則於當年度則有 7.41%。因銷售利潤率略高 1.19%，但投入資本周轉率雖雙方次數皆僅 2~1 次，仍相對於同業公司偏低，經營績效較不佳。銷售利潤率略高因 C.S. 公司銷貨成本率較低 3.22%，然營業費用率平均約高出 1.87%，顯示 CS 公司內部管理效率較同業公司差。CS 公司之營運資金占銷貨淨額比率高出 13.95%，顯示個案公司營運資金管理效率較佳。CS 公司之銷售利潤率呈逐年下降，2016 年僅 1.23%，春源公司則於當年度有 4.29%。CS 公司之稅前 ROIC 亦逐年下滑，2015 年僅 0.84%，2016 年小升至 1.27%然當年度春源則為 8.16%。綜觀之，研究個案 CS 公司需擬出能提高營業收入與降低營業費用之相關策略以提高收益並阻止利潤嚴重下滑。

因 C.S. 公司銷貨成本率較低 3.22%，然營業費用率平均約高出 1.87%，顯示 CS 公司內部管理效率較同業公司差。而因鋼鐵裁剪加工產業之主要成本即為原料進貨成本，雙方皆在 90%上下。個案 CS 公司在營業費用率平均值約 4%~5% 明顯高於比較公司春源公司 2%~3%。CS 公司之營運資金占銷貨淨額比率高出 13.95%，顯示個案公司營運資金管理效率較佳。研究個案 CS 公司之營運資金占銷貨淨額比率在 2015~2016 連續二年高達 60%，顯示此二年 CS 公司營運利潤

深 受 銷 貨 收 入 變 動 影 響 。

R O I C	年度	C.S.	春源
	2008	12.03%	2.54%
	2009	7.75%	0.94%
	2010	8.36%	7.95%
	2011	6.29%	9.96%
	2012	6.99%	3.25%
	2013	2.90%	3.89%
	2014	6.34%	5.79%
	2015	2.16%	-1.70%
	2016	1.97%	7.41%

稅 前 R O I C	年度	C.S.	春源
	2008	10.83%	3.36%
	2009	7.22%	0.72%
	2010	6.67%	9.00%
	2011	5.53%	1.94%
	2012	5.99%	2.88%
	2013	2.17%	4.25%
	2014	5.31%	4.29%
	2015	0.84%	1.83%
	2016	1.27%	8.16%

銷 售 利 潤 率	年度	C.S.	春源
	2008	4.99%	1.58%
	2009	5.32%	0.47%
	2010	3.27%	3.04%
	2011	3.18%	0.67%
	2012	4.01%	1.33%
	2013	1.45%	2.01%
	2014	2.83%	1.94%
	2015	0.78%	0.99%
	2016	1.23%	4.29%

銷 貨 成 本 率	年度	C.S.	春源
	2008	89.68%	95.15%
	2009	88.04%	95.85%
	2010	90.79%	93.17%
	2011	91.12%	95.97%
	2012	90.16%	95.03%
	2013	92.45%	93.64%
	2014	92.15%	93.67%
	2015	92.36%	93.46%
	2016	90.57%	90.35%

營 業 費 用 率	年度	C.S.	春源
	2008	4.45%	2.00%
	2009	5.44%	1.94%
	2010	4.75%	2.39%
	2011	4.44%	2.22%
	2012	4.18%	2.38%
	2013	4.20%	2.87%
	2014	3.49%	2.79%
	2015	4.43%	3.64%
	2016	5.25%	3.57%

折 舊 占 銷 貨 淨 額 比 率	年度	C.S.	春源
	2008	0.88%	1.27%
	2009	1.20%	1.74%
	2010	1.20%	1.41%
	2011	1.27%	1.13%
	2012	1.65%	1.27%
	2013	1.90%	1.48%
	2014	1.53%	1.61%
	2015	2.43%	1.91%
	2016	2.94%	1.79%

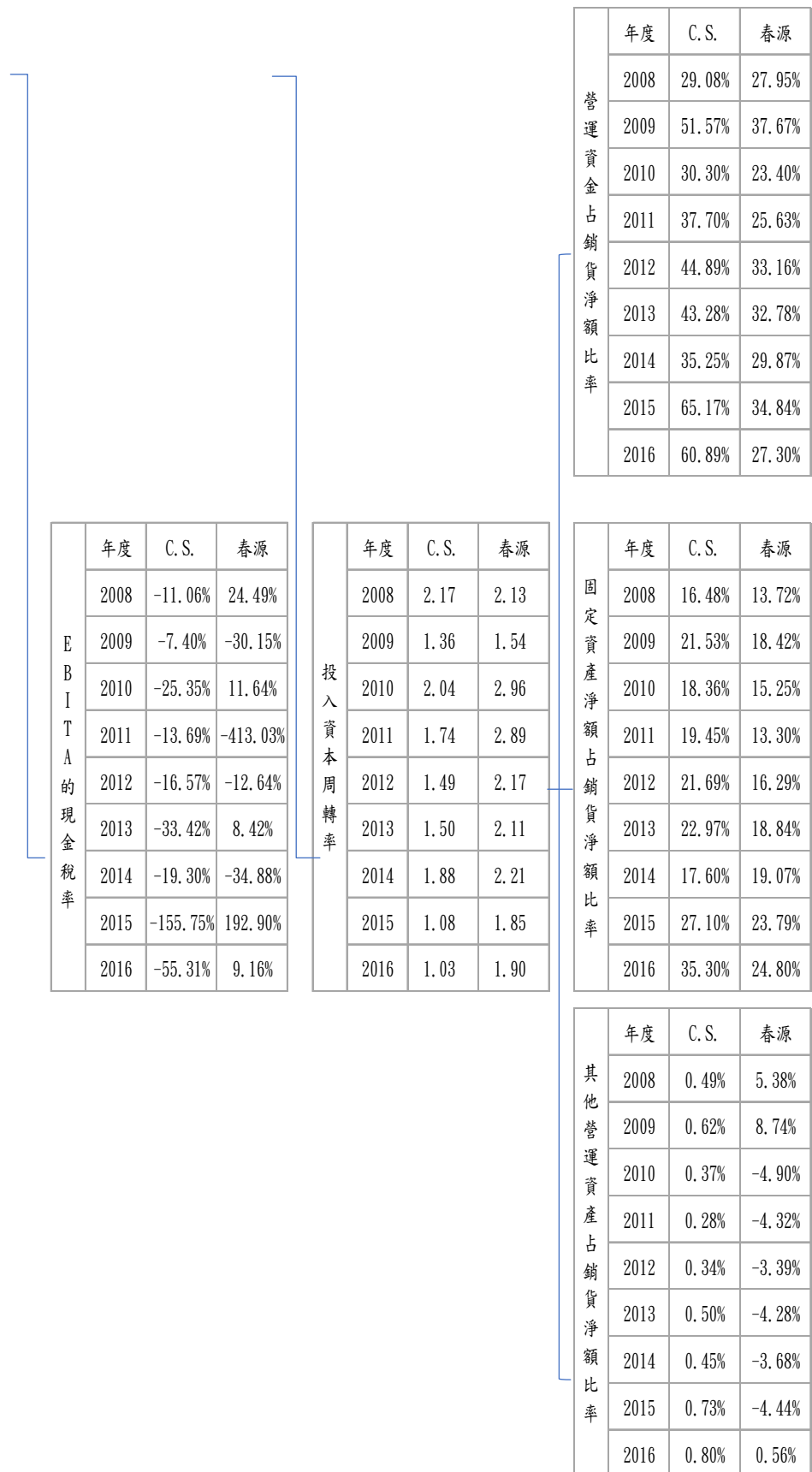


圖 4-8 2008 至 2016 年 C.S.公司與春源公司投入資本報酬率(ROIC)魚骨圖

資料來源：C.S.公司與春源公司財務報表，本研究彙整

七、超額報酬率

超額報酬即為投入資本報酬率(ROIC)扣除加權平均資本成本(WACC)，意謂著企業每投資一塊錢所額外賺取的利潤。企業若要能創造價值需處於 ROIC 大於 WACC 的條件下，亦表示需有正數的超額報酬率。求算超額報酬率時需注意的兩項前提是 ROIC 乃為稅後息前以及 ROIC 僅考慮本業部份。

表 4-9 2008 至 2016 年 C.S.公司超額報酬率(SPREAD)表

單位: 百分比

項目 / 年度	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
ROIC (不含商譽)	12.03%	7.75%	8.36%	6.29%	6.99%	2.90%	6.34%	2.16%	1.97%
W A C C	10.13%	6.36%	7.87%	6.53%	5.93%	5.62%	5.62%	6.01%	6.69%
超額報酬率(SPREAD)	1.90%	1.39%	0.49%	-0.24%	1.06%	-2.72%	0.72%	-3.85%	-4.72%

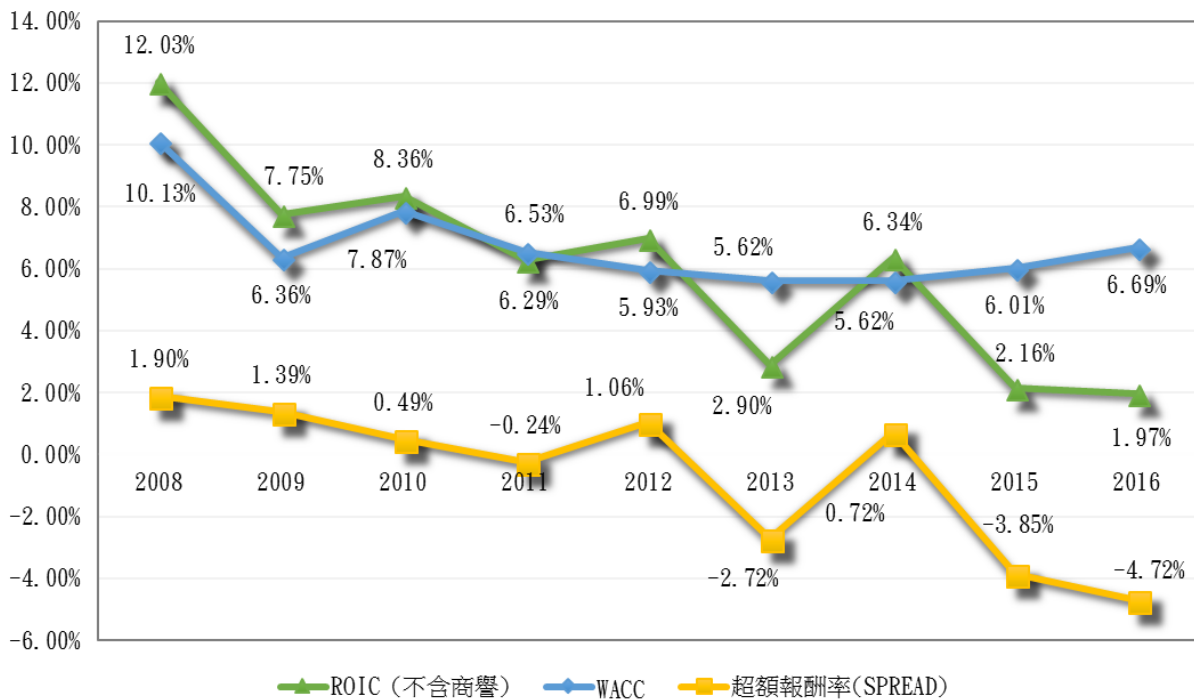


圖 4-9 2008 至 2016 年 C.S.公司之 ROIC、WACC、SPREAD 趨勢比較圖

由表 4-9 2008 至 2016 年 C.S. 公司超額報酬率(SPREAD)表明顯看出研究個案 CS 公司雖僅 2008 年之 WACC 才高居 10.13%，其餘年度均在 5%~7%，但因 ROIC 逐年下滑趨近 2%上下，僅三年度出現正數超額報酬率，2015~2016 年更

趨近負值 5%上下，明顯反映出 CS 公司營運之困境，管理者應積極擬出增加營收之策略以防止負營運成長持續惡化。

表 4-10 2008 至 2016 年春源公司超額報酬率(SPREAD)表

單位: 百分比

項目 / 年度	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
ROIC (不含商譽)	5.51%	0.94%	7.95%	9.96%	3.25%	3.89%	5.78%	-1.70%	7.41%
WACC	7.35%	5.53%	6.90%	5.17%	4.37%	3.96%	3.03%	3.91%	4.58%
超額報酬率(SPREAD)	-1.84%	-4.59%	1.05%	4.79%	-1.12%	-0.07%	2.75%	-5.61%	2.83%

資料來源：春源公司財務報表，本研究彙整

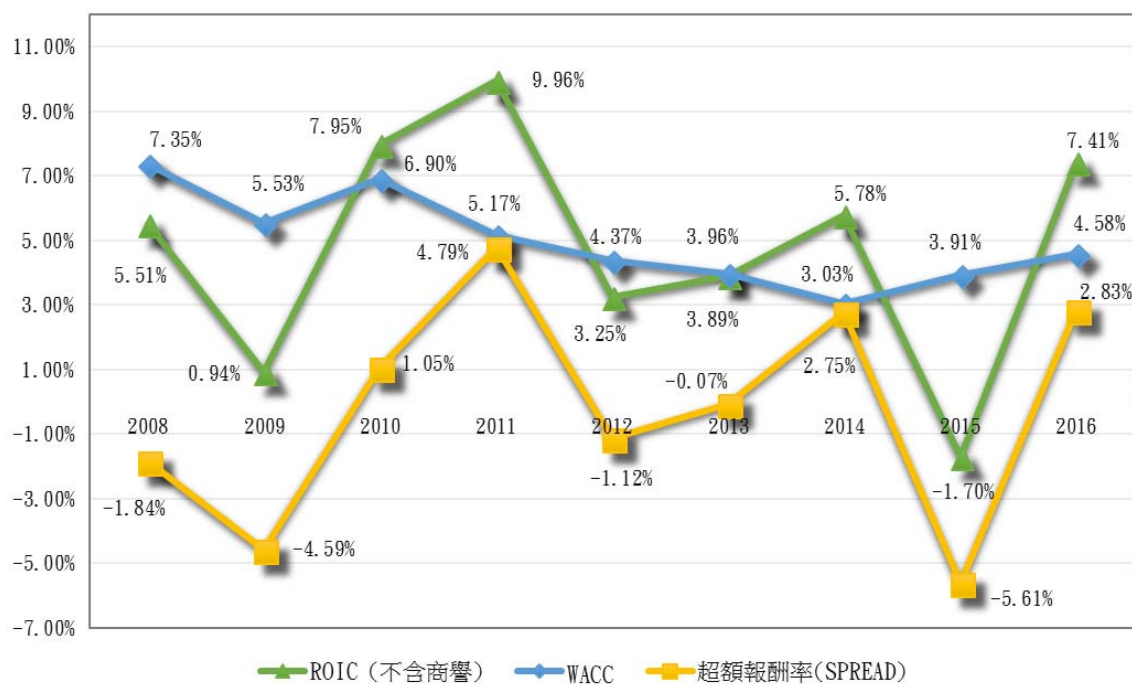


圖 4-10 2008 至 2016 年春源公司 ROIC、WACC、SPREAD 趨勢比較圖

資料來源：春源公司財務報表，本研究彙整

2015 年全球鋼材與煉鋼原料價格顯著驟降，全球熱軋鋼板捲出口均價下跌巨幅達 42.7%。近年來煉鋼成本雖不斷下降，然因鋼價也大幅度下跌，2015 年鋼鐵業的獲利能力因此面臨著巨大壓力，全球大部分鋼鐵企業之現金流量皆出現負數，反映債務增加其中尤其屬短期債務的增加遽增。

八、盈餘指標分析

若要確實地反應公司是否具競爭力，端看財報盈餘數據是否能變成穩定之現金收益，並為股東創造投資之長期價值。因此藉由盈餘指標分析財務報表之數據及反映出相關趨勢，全面且深度透視公司盈餘品質優或劣。

(一) 存貨指標

若存貨指標小於零，顯示盈餘品質良好；而若存貨指標大於零，既顯示盈餘品質呈負向反應。

當存貨指標連續幾期都大於零，並且持續擴大，則往往是因產業景氣變差；亦或企業競爭力下滑之徵兆。當此時若還伴隨著來自營運活動現金流量也產生負數，而且與會計盈餘產生顯著落差的現象，就更應該針對其它的盈餘指標項目進行密集追蹤，提前了解企業之未來營運上可能面臨的變化，以利及早謀略因應對策。

C.S.公司存貨評價基礎區分如下：民國九十七年度以前之存貨以成本與市價孰低法為評價基礎，成本計算採加權平均法，市價係以淨變現價值或重置成本為基礎。爾後自民國九十八年一月一日起，首次適用財務會計準則公報第十號「存貨之會計處理準則」第一次修定條文。存貨之原始成本為使存貨達到可供銷售或可供生產之狀態及地點所發生之必要支出。續後，成本係採加權平均法計算，以成本與淨變現價值孰低衡量，比較成本與淨變現價值時，除同類別存貨外，係以個別項目為基礎。淨變現價值則以資產負債表日正常營業下之估計售價減除至完工尚需投入之成本及銷售費用為計算基礎。

表 4-11 2009 至 2016 年 C.S.公司盈餘指標分析表

單位：百分比

指標 / 年度	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
* 存貨指標 *								
A、存貨增加率	(0.4551)	(0.0079)	0.3333	(0.0070)	0.0194	0.2309	(0.1230)	(0.0035)
B、營業收入增加率	(0.2028)	(0.0821)	0.0502	(0.1022)	(0.0874)	0.2631	(0.3093)	(0.4119)

A - B = 存貨指標	(0.2523)	0.0742	0.2831	0.0952	0.1068	(0.0322)	0.1863	0.4084
--------------	----------	--------	--------	--------	--------	----------	--------	--------

存貨高低非只影響公司經營資金成本，亦影響現金週轉效率，故適當的存貨水準乃衡量企業盈餘品質與營運效率的重要關鍵指標。

(二) 應收帳款指標指標

若應收帳款指標小於零，顯示盈餘品質良好；而若應收帳款指標大於零，既顯示盈餘品質呈負向反應。

當應收帳款指標連續多期皆大於零並且呈現持續擴大趨勢，多半起因於下游產業景氣變差，或是顯示企業競爭力正下滑的徵兆，最終將會直接衝擊公司盈餘品質且影響產生自由現金流量之能力。

應收帳款及存貨此兩者之增加皆來自營運活動現金流量之減項，若此兩指標同時呈現連續多期大於零之走勢，則可解讀為企業盈餘品質不佳，產業景氣轉差，企業競爭力不足。

應收帳款增加率過高，亦反映出公司之營運現金週轉天數拉長的訊息，就是說企業資金之運用效率變差。當無法適當地控管，則將陷入財務結構惡化與企業盈餘下滑的惡性循環。

表 4-12 2009 至 2016 年 C.S.公司盈餘指標分析表

單位：百分比

指 標 / 年 度	2 0 0 9	2 0 1 0	2 0 1 1	2 0 1 2	2 0 1 3	2014	2 0 1 5	2 0 1 6
* 應收帳款指標 *								
A、應收帳款增加率	0.0725	(0.1776)	(0.3492)	(0.1809)	0.1802	0.5836	(0.4708)	(0.2509)
B、營業收入增加率	(0.2028)	(0.0821)	0.0502	(0.1022)	(0.0874)	0.2631	(0.3093)	(0.4119)
A - B = 應收帳款指標	0.2753	(0.0955)	(0.3994)	(0.0787)	0.2676	0.3205	(0.1615)	0.1610

(三) 營業毛利指標

當營業毛利指標連續小於零，顯示在本業獲利好轉；而若營業毛利指標連續大於零，既顯示在本業利潤率以及競爭力正呈現下滑。

當營業毛利指標連續幾期都大於零並且持續呈現擴大趨勢，通常反映了本業之景氣轉差；或者在原物料成本上之控制失控；亦或者直接反應了企業之競爭力下降等等諸現象。

若營業毛利指標僅僅出現短期下降，而且公司之 ROE 與總資產週轉率亦同時呈現上升趨勢的話，或許僅為企業運用低單價策略來掠奪市場之結果，這樣就不應該將此視為負向反應。故須觀察指標趨勢及相關財務數字雙方之變化後，才可完整且正確判斷解讀該項指標的涵義。

表 4-13 2009 至 2016 年 C.S.公司盈餘指標分析表

單位：百分比

指標 / 年度	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
* 營業毛利指標 *								
A、營業毛利增加率	(0.1808)	(0.2315)	(0.1137)	(0.0235)	(0.2618)	0.1378	(0.3160)	(0.2867)
B、營業收入增加率	(0.2028)	(0.0821)	0.0502	(0.1022)	(0.0874)	0.2631	(0.3093)	(0.4119)
B - A = 營業毛利指標	(0.0220)	0.1494	0.1639	(0.0787)	0.1744	0.1253	0.0067	(0.1252)

(四) 銷管費用指標

當銷管費用指標連續小於零，顯示內部管理效率優良；而若銷管費用指標連續大於零，則表示內部管理效率正下降中。

當銷管費用指標連續多期皆大於零並且持續擴大，顯示公司在本業之營業利益率正逐漸惡化中、同時公司內部管理競爭力亦正逐步下滑；也就是直接反應出企業競爭力的惡化。

表 4-14 2009 至 2016 年 C.S.公司盈餘指標分析表

單位：百分比

指標 / 年度	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
* 銷管費用指標 *								
A、銷管費用增加率	(0.1155)	(0.0718)	(0.0452)	(0.1016)	(0.0341)	0.0635	(0.1371)	(0.1571)
B、營業收入增加率	(0.2028)	(0.0821)	0.0502	(0.1022)	(0.0874)	0.2631	(0.3093)	(0.4119)
A - B = 銷管費用指標	0.0873	0.0103	(0.0954)	0.0006	0.0533	(0.1996)	0.1722	0.2548

(五) 備抵壞帳指標

備抵壞帳指標是將備抵壞帳增加率與應收帳款增加率二者做比較，當應收帳款增加率大於備抵壞帳增加率，顯示企業壞帳金額提列不足且有疑窗飾會計盈餘之虞，呈負向反應；而若備抵壞帳增加率大於應收帳款增加率，乃正向反應。此外，備抵壞帳指標若小於零，此為正向反應；又若備抵壞帳指標大於零，則屬負向反應。

表 4-15 2009 至 2016 年 C.S.公司盈餘指標分析表

單位：百分比

指 標 / 年 度	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
* 備抵壞帳指標 *								
A、備抵壞帳增加率	0.0725	0.0742	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	(0.1196)	(0.0636)
B、應收帳款增加率	0.0725	(0.1776)	(0.3492)	(0.1809)	0.1802	0.5836	(0.4708)	(0.2509)
B - A = 備抵壞帳指標	0.0000	(0.2518)	(0.3492)	(0.1809)	0.1802	0.5836	(0.3512)	(0.1873)

(六) 應付帳款指標

應付帳款指標是將應付帳款增加率以及營業收入增加率兩者做比較，當應付帳款增加率大於營業收入增加率，即產生兩種可能狀況：一、針對營運正常公司來說，顯示公司提高了進貨的議價能力。二、針對營運惡化、財務結構也變差的公司來說，此狀況若持續不斷，顯示公司財務將陷入危機前的警示訊號。

另外，針對營運正常公司來說，當應付帳款指標小於零時，顯示其公司議價能力提升；又若應付帳款指標大於零時，則顯示公司與上游廠商之議價能力陷入惡化中（上述狀況不包含公司既定付款政策在內）。

針對公司財務結構急速惡化的公司，其來自營運活動現金流量持續不斷呈現負值時，加上應付帳款指標亦轉為迅速擴大負值之態，極可能產生即將爆發財務危機之疑慮。

表 4-16 2009 至 2016 年 C.S.公司盈餘指標分析表

單位：百分比

指標 / 年度	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
* 應付帳款指標 *								
A、應付帳款增加率	0.5775	(0.7803)	(0.6615)	0.8506	0.3052	2.4428	(0.5826)	(0.4451)
B、營業收入增加率	(0.2028)	(0.0821)	0.0502	(0.1022)	(0.0874)	0.2631	(0.3093)	(0.4119)
B - A = 應付帳款指標	(0.7803)	0.6982	0.7117	(0.9528)	(0.3926)	(2.1797)	0.2733	0.0332

(七) 員工生產力指標

員工生產力指標乃以『每位員工前後期平均營業收入高低值變化』此項目來做為員工生產力的高低變化判斷依據。若員工生產力衰退，此說明公司人力素質正出現下滑趨勢，公司應該著眼於公司員工職業訓練的加強。而當員工生產力指標小於零時，為正向反應。又當員工生產力指標大於零時，為負向反應。

表 4-17 2009 至 2016 年 C.S.公司盈餘指標分析表

單位：百分比

指標 / 年度	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
* 員工生產力指標 *								
員工人數	47	49	47	57	56	63	59	58
員工生產力指標	0.3130	(0.0538)	(0.0458)	0.2608	0.0174	(0.1430)	0.3444	0.2137

由圖 4-11 2009 至 2016 年 C.S.公司盈餘指標分析圖看出研究個案公司存貨指標持續上升，反映出存貨控管不佳；再加上營業費用指標也呈現上升趨勢，因此營業毛利指標亦反向下滑。存貨指標，銷管費用指標後二年趨高。應付帳款指變動大，公司議價能力不穩定。營業毛利指標近一半期間大於 0，企業之競爭力下降。

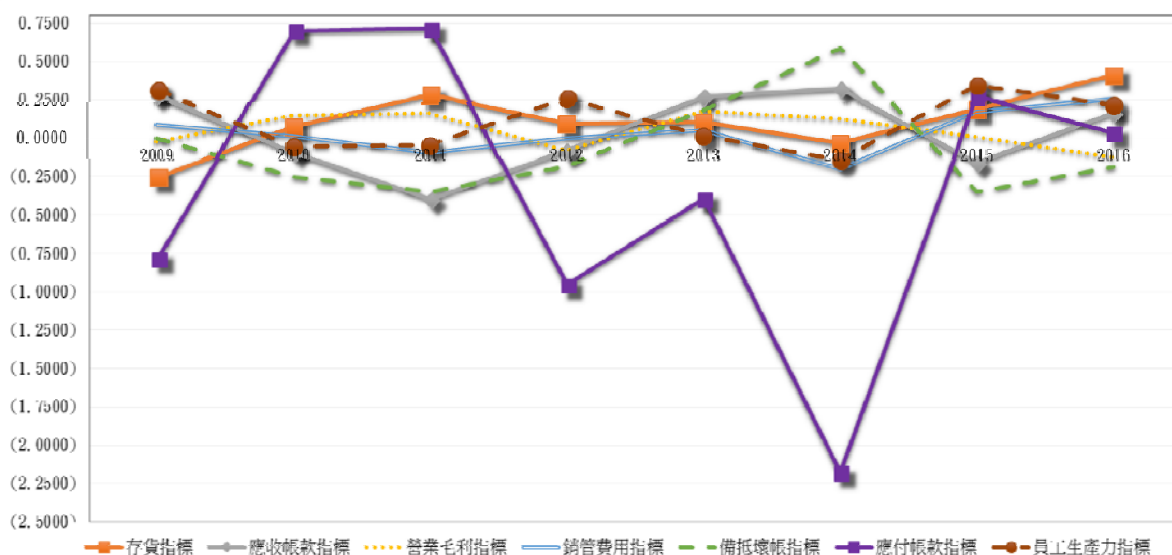


圖 4-11 2009 至 2016 年 C.S.公司 盈餘指標分析圖

表 4-18 2009 至 2016 年春源公司盈餘指標分析表

單位：百分比

指標 / 年度	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
* 存貨指標 *								
A、存貨增加率	(0.3252)	0.0119	0.2381	(0.3416)	3.1756	(0.7154)	(0.7743)	(0.1385)
B、營業收入增加率	(0.1235)	(0.0215)	0.2362	(0.0480)	(0.2014)	(0.0524)	(0.1805)	(0.1063)
A - B = 存貨指標	(0.2017)	0.0334	0.0019	(0.2936)	3.3770	(0.6630)	(0.5938)	(0.0322)
* 應收帳款指標 *								
A、應收帳款增加率	(0.0215)	(0.0245)	(0.2197)	(0.2820)	(0.1579)	0.9484	(0.0050)	(0.1510)
B、營業收入增加率	(0.1235)	(0.0215)	0.2362	(0.0480)	(0.2014)	(0.0524)	(0.1805)	(0.1063)
A - B = 應收帳款指標	0.1020	(0.0030)	(0.4559)	(0.2340)	0.0435	1.0008	0.1755	(0.0447)
* 營業毛利指標 *								
A、營業毛利增加率	(0.3181)	0.4685	(0.1097)	(0.1127)	0.1359	0.0692	(0.1559)	0.3429
B、營業收入增加率	(0.1235)	(0.0215)	0.2362	(0.0480)	(0.2014)	(0.0524)	(0.1805)	(0.1063)
B - A = 營業毛利指標	0.1946	(0.4900)	0.3459	0.0647	(0.3373)	(0.1216)	(0.0246)	(0.4492)
* 銷管費用指標 *								
A、銷管費用增加率	(0.0198)	0.0802	0.1088	(0.0261)	(0.0045)	0.0479	0.0397	(0.0243)
B、營業收入增加率	(0.1235)	(0.0215)	0.2362	(0.0480)	(0.2014)	(0.0524)	(0.1805)	(0.1063)
A - B = 銷管費用指標	0.1037	0.1017	(0.1274)	0.0219	0.1969	0.1003	0.2202	0.0820

表 4-19 2009 至 2016 年春源公司盈餘指標分析表

單位：百分比

指 標 / 年 度	2 0 0 9	2 0 1 0	2 0 1 1	2 0 1 2	2 0 1 3	2 0 1 4	2 0 1 5	2 0 1 6
* 備抵壞帳指標 *								
A、備抵壞帳增加率	0.0725	0.0742	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	(0.1196)	(0.0636)
B、應收帳款增加率	(0.0215)	(0.0245)	(0.2197)	(0.2820)	(0.1579)	0.9484	(0.0050)	(0.1510)
B - A = 備抵壞帳指標	(0.0940)	(0.0987)	(0.2197)	(0.2820)	(0.1579)	0.9484	0.1146	(0.0874)
* 應付帳款指標 *								
A、應付帳款增加率	(0.3776)	(0.1682)	0.1946	(0.4939)	(0.2562)	0.5516	0.2512	(0.2291)
B、營業收入增加率	(0.1235)	(0.0215)	0.2362	(0.0480)	(0.2014)	(0.0524)	(0.1805)	(0.1063)
B - A = 應付帳款指標	0.2541	0.1467	0.0416	0.4459	0.0548	(0.6040)	(0.4317)	0.1228
* 員工生產力指標 *								
員 工 人 數	1,337	1,382	1,485	1,483	1,238	1,235	1 2 3 1	1 1 9 8
員工生產力指標	0.3892	(0.1295)	(0.0679)	0.1080	(0.0152)	(0.0354)	0.1909	(0.0285)

資料來源：春源公司財務報表，本研究彙整

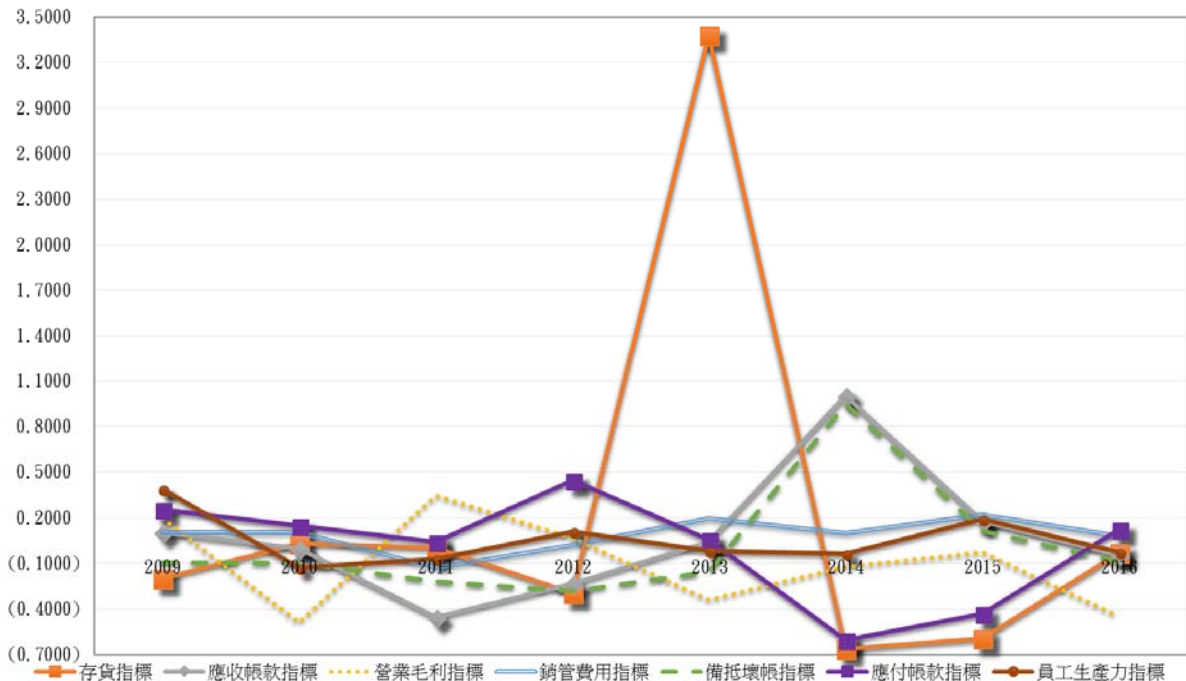


圖 4-12 2009 至 2016 年春源公司 盈餘指標分析圖

資料來源：春源公司財務報表，本研究彙整

九、GAP 分析

此乃指 OCF 扣除 NOPLAT 之差異數。當 GAP 大於零則顯示盈餘品質佳。

研究個案 CS 公司 2008 年乃因遭逢卡玫基颱風水災造成嚴重機台損毀報廢需重新購置機械設備所致營運現金流量為負數。2010 及 2011 連續兩年也為提升競爭力新增品管室工程與新購測厚儀，同時又因景氣不佳致營業收入下滑以及高原料進貨成本等因素導致 GAP 為負數。

表 4-20 2008 至 2016 年 C.S.公司之 GAP 分析表

單位：新台幣仟元

項目 / 年度	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
NOPLAT	68,920	50,992	40,191	35,503	41,231	16,471	36,970	13,468	9,914
加：折舊	10,973	10,741	11,733	12,491	14,565	16,191	16,750	16,338	15,289
減：淨營運資金變動數	98,475	(163,119)	73,678	24,997	(27,420)	17,325	52,171	(121,637)	(14,696)
來自營運的現金流量 (OCF)	(18,582)	224,852	(21,754)	22,997	83,216	15,337	1,549	151,443	39,899
GAP 差距分析 =(OCF)-(NOPLAT)	(87,502)	173,860	(61,945)	(12,506)	41,985	(1,134)	(35,421)	137,975	29,985

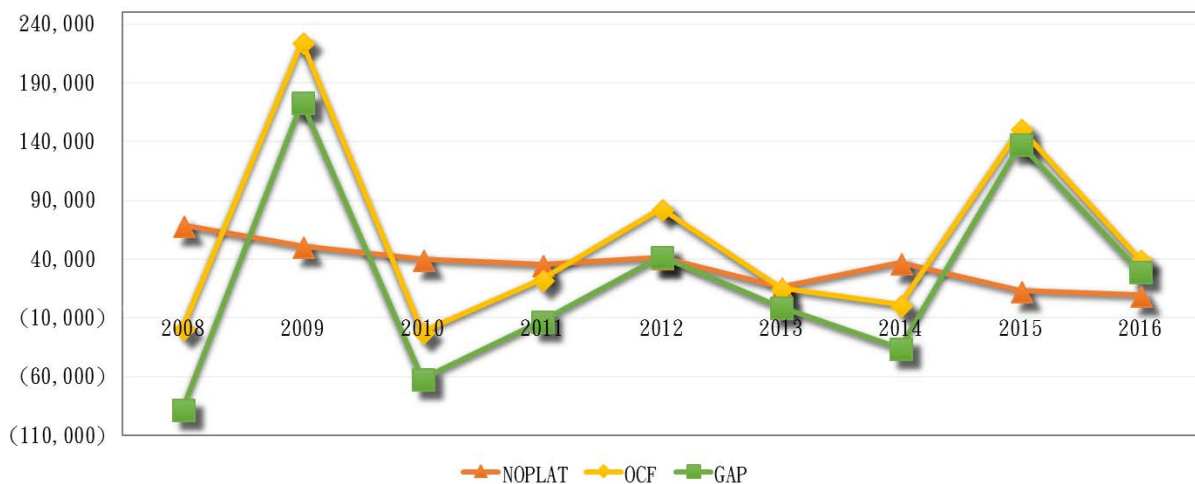


圖 4-13 2008 至 2016 年 C.S.公司 GAP 差異分析圖 (新台幣仟元)

表 4-21 2008 至 2016 年春源公司 GAP 分析表

單位：新台幣仟元

項目 / 年度	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
N O P L A T	323,973	118,826	612,963	903,274	349,139	364,206	535,000	(151,799)	643,618
加：折舊	343,588	341,168	321,223	297,067	296,044	293,436	328,028	314,667	294,438
減：淨營運資金變動數	(211,424)	(2,024,514)	1,374,670	1,022,420	(1,253,495)	(382,850)	(577,693)	(1,022,007)	420,962
來自營運的現金流量 (OCF)	878,985	2,484,508	(440,484)	177,921	1,898,678	1,040,492	1,440,721	1,184,875	517,094
GAP 差距分析 = (NOPLAT) - (OCF)	555,012	2,365,682	(1,053,447)	(725,353)	1,549,539	676,286	905,721	1,336,674	(126,524)

資料來源：春源公司財務報表，本研究彙整



圖 4-14 2009 至 2016 年春源公司 GAP 差異分析圖 (新台幣仟元)

資料來源：春源公司財務報表，本研究彙整

十、現金轉換天數分析

乃指企業實際支出至收回現金所費平均天期，一般而論天數愈短為佳。

計算公式如下列示：

$$\text{現金轉換天數} = \text{存貨週轉天數} + \text{應收款項週轉天數} - \text{應付款項週轉天數}$$

研究個案 CS 公司因公司收款條件平均收款天期 60~90 天，國外應收款項一般較長，另外原料進貨付款天期又多受制於現貨料等須以現金支付故付款天期短；故現金週轉天數平均約在 150 天上下。然 2015~2016 年異常偏高超過 200 天，反映 CS 公司盈餘品質控管方面須更加審慎。

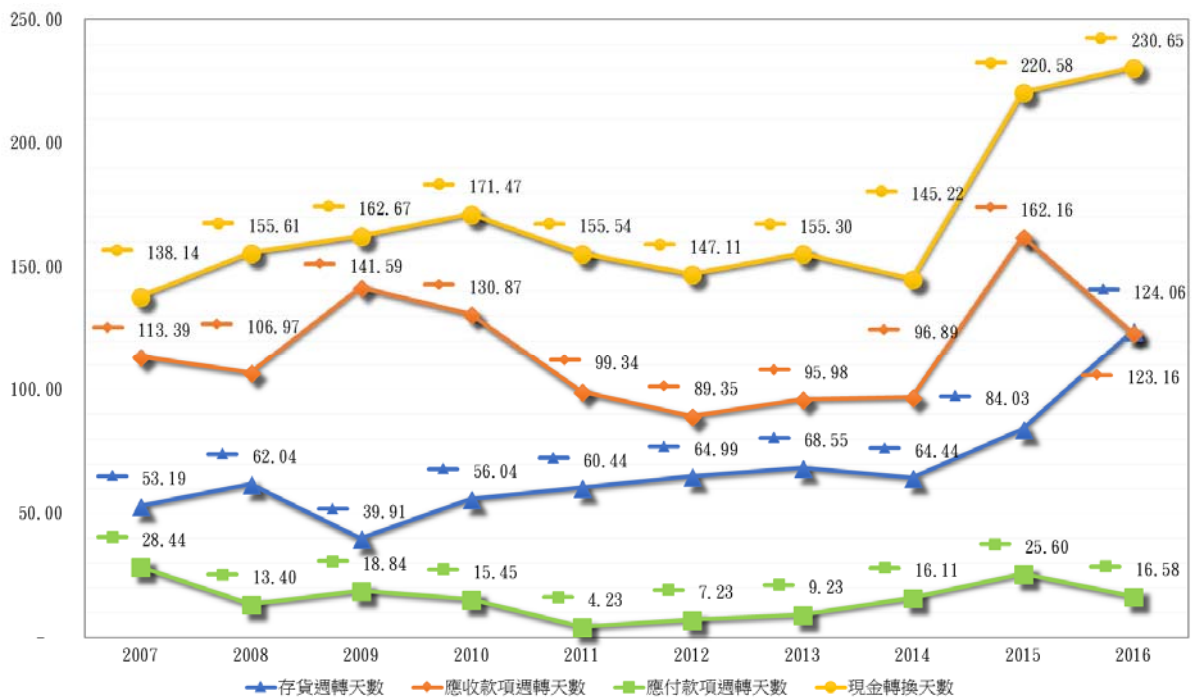


圖 4-15 2007 至 2016 年 C.S.公司現金轉換天數分析圖

表 4-22 2007 至 2016 年 C.S.公司現金轉換天數分析表

單位：天數

項目 / 年度	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
存貨週轉天數	53.19	62.04	39.91	56.04	60.44	64.99	68.55	64.44	84.03	124.06
應收款項週轉天數	113.39	106.97	141.59	130.87	99.34	89.35	95.98	96.89	162.16	123.16
應付款項週轉天數	28.44	13.40	18.84	15.45	4.23	7.23	9.23	16.11	25.60	16.58
現金轉換天數	138.14	155.61	162.67	171.47	155.54	147.11	155.30	145.22	220.58	230.65

研究個案 CS 公司因公司收款條件平均收款天期 60~90 天，國外應收款項一般較長，另外原料進貨付款天期又多受制於現貨料等同須以現金支付故付款天期短;故現金週轉天期平均約在 150 天上下。然 2015~2016 年異常偏高超過 200 天，反映 CS 公司盈餘品質控管方面須更加審慎。

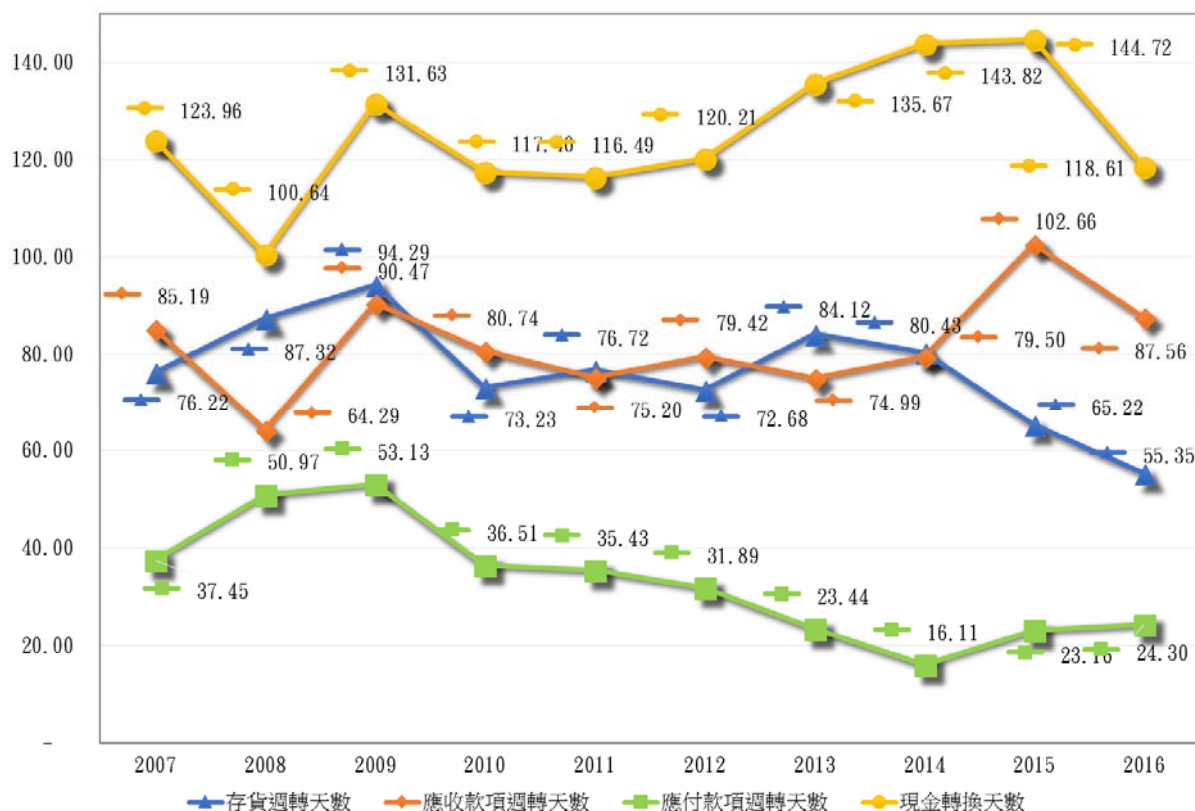


圖 4-16 2009 至 2016 年春源公司現金轉換天數分析圖

資料來源：春源公司財務報表，本研究彙整

表 4-23 2007 至 2016 年春源公司現金轉換天數分析表

單位：天數

項目 / 年度	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
存貨週轉天數	76.22	87.32	94.29	73.23	76.72	72.68	84.12	80.43	65.22	55.35
應收款項週轉天數	85.19	64.29	90.47	80.74	75.20	79.42	74.99	79.50	102.66	87.56
應付款項週轉天數	37.45	50.97	53.13	36.51	35.43	31.89	23.44	16.11	23.16	24.30
現金轉換天數	123.96	100.64	131.63	117.46	116.49	120.21	135.67	143.82	144.72	118.61

資料來源：春源公司財務報表，本研究彙整

第二節 經營績效預測與企業價值評估

承接第四章第一節歷史財務報表各項分析結果，此節再進一步以第一節運算所得到數據為基分別做情境分析與敏感度分析。

一、情境分析

根據第一節分析結果已得知現金流量折現法可否準確推估企業價值，端賴於在接下來未來的三階段所估算之數據正確與否。而未來三階段之假設一般而言，將第一階段數據視為過去十年資料之延伸，第二階段因不確定性偏高故分三種情境(正常情境、樂觀情境、悲觀情境)來假設以算得各情境下之每股價值估算值和實際每股價值之差異範圍，由此判斷估算數據準確或偏誤。

在表 4-24 & 4-29 & 4-34 CS 公司情境分析彙整表中，乃分別對於影響評價之關鍵因子(營收成長率、WACC、ROIC、G)做三種不同情境分析之假設前提，推估各情境下的存續價值、營運價值、經濟利潤現值、營運價值(調整後)、企業價值、權益價值、每股價值的變化差異。

(一) 正常成長情境

表 4-24 CS 公司情境分析彙整表-正常成長情境

情境 / 階段		未來營收成長率假設	存續價值關鍵因子假設	單位:新台幣 仟元;百分比	權益價值	
正常成長情境	第一階段 5 年	2.00%	NOPLAT _{t+1}	49,437	企業價值	849,608
	第二階段 5 年	2.00%	WACC	6.96%	權益價值	487,435
	第三階段 5 年	1.80%	ROIC	10.57%	股數(千)	17,900
	預估發生率	70.00%	g	2.50%	每股價值	27.23
情境 / 階段		項目 / 單位:新台幣 仟元	營運價值 DCF 法	營運價值 EP 法		
正常成長 情境	第一階段 5 年	存續價值	839,381	375,768		
	第二階段 5 年	營運價值	839,306			

第三階段 5 年	經濟利潤現值	285,027
	營運價值(調整後)	784,718

正常成長情境是依據過去十年財務報表分析資料做延續，由於在過去十年間經歷金融風暴、卡玫基颱風災害、景氣不佳各種因素致使營業收入成長率起伏波動大，所推估未來營收成長率保守預估約 2%~1.8%，g 為年初台經院預測 2018 年國內實質 GDP 成長率為 2.45%，求算出每股價值@27.23。

營運價值(調整後)預估值約新台幣 784,718 仟元。權益價值預估值約新台幣 487,435 仟元。

表 4-25 正常成長情境-CS 公司未來 15 年投資人總資金推估表

單位：新台幣仟元

項目 / 年度	2017(估)	2018(估)	2019(估)	2020(估)	2021(估)
營業營運資金	228,537	236,793	241,566	246,459	251,455
不動產、廠房及設備淨額	122,216	124,661	127,154	129,697	132,291
其他淨資產及其他負債	5,999	5,988	5,976	5,965	5,954
營業租賃的價值	60	60	60	60	60
營運投入資本(不含商譽)	356,812	367,502	374,756	382,181	389,760
商譽及無形資產	3,920	4,312	4,704	5,096	5,488
營運投入資本(含商譽)	360,732	371,813	379,460	387,277	395,247
超額有價證券	196,298	199,946	208,069	217,199	227,399
投資	65,922	72,514	79,107	85,699	92,291
合計投資人資金	622,952	644,274	666,635	690,174	714,937

項目 / 年度	2022(估)	2023(估)	2024(估)	2025(估)	2026(估)	2027(估)	2028(估)	2029(估)	2030(估)	2031(估)
營運投入資本(不含商譽)	396,923	404,861	412,959	421,218	429,642	393,638	400,724	407,937	415,280	422,755
營運投入資本(含商譽)	402,411	410,349	418,446	426,705	435,130	399,126	406,211	413,424	420,767	428,242

表 4-26 正常成長情境-CS 公司未來 15 年淨營運利潤推估表

單位：新台幣仟元

項目 / 年度	2017 (估)	2018 (估)	2019 (估)	2020 (估)	2021 (估)	2022 (估)
營業收入	529,748	540,342	551,149	562,172	573,416	584,884
銷貨成本	(460,230)	(469,435)	(478,823)	(488,400)	(498,168)	
銷管費用	(24,564)	(25,055)	(25,556)	(26,067)	(26,589)	
折舊費用	(17,801)	(8,949)	(9,128)	(9,310)	(9,496)	
EBITA	27,152	36,904	37,642	38,395	39,163	
調整營運租賃	1	1	1	1	1	
調整後 EBITA	27,153	36,905	37,643	38,396	39,164	37,954
EBITA 稅額	5,641	9,440	9,665	9,920	10,185	
NOPLAT	32,794	46,345	47,308	48,316	49,349	47,356

項目 / 年度	2023 (估)	2024 (估)	2025 (估)	2026 (估)	2027 (估)	2028 (估)	2029 (估)	2030 (估)	2031 (估)
營業收入	596,582	608,513	620,684	633,097	644,493	656,094	667,904	679,926	692,165
調整後 EBITA	38,713	39,487	40,277	41,082	37,640	38,317	39,007	39,709	40,424
NOPLAT	48,304	49,270	50,255	51,260	46,032	46,861	47,704	48,563	49,437

表 4-27 正常成長情境-CS 公司未來 15 年自由現金流量推估表

單位：新台幣仟元

項目 / 年度	2017 (估)	2018 (估)	2019 (估)	2020 (估)	2021 (估)
NOPLAT	32,794	46,345	47,308	48,316	49,349
折舊	17,801	8,949	9,128	9,310	9,496
毛現金流量	50,596	55,294	56,436	57,626	58,845
營運資本(增加)/減少	73,021	(8,257)	(4,772)	(4,893)	(4,996)
資本支出	103,105	(11,393)	(11,621)	(11,853)	(12,090)
其他營運資產/負債 (增加)/減少	11	11	11	11	11
總投資額	176,137	(19,638)	(16,382)	(16,735)	(17,075)
自由現金流量(不含商譽)	226,733	35,655	40,054	40,891	41,770
商譽及無形資產的投資	(392)	(392)	(392)	(392)	(392)
自由現金流量(含商譽)	226,341	35,263	39,662	40,499	41,378
利息收入	116	4,105	4,181	4,351	4,542
超額有價證券 (增加)/減少	(190,738)	(3,648)	(8,123)	(9,130)	(10,200)
非營運現金流量	(6,149)	(6,149)	(6,149)	(6,149)	(6,149)
提供給投資人的現金流量	29,571	29,571	29,571	29,571	29,571

項目 / 年度	2022 (估)	2023 (估)	2024 (估)	2025 (估)	2026 (估)	2027 (估)	2028 (估)	2029 (估)	2030 (估)	2031 (估)
NOPLAT	47,356	48,304	49,270	50,255	51,260	46,032	46,861	47,704	48,563	49,437
自由現金 流量 (含商 譽)	40,193	40,365	41,172	41,996	42,836	82,036	39,775	40,491	41,220	41,962

表 4-28 正常成長情境-CS 公司未來每股價值預測表

(單位：新台幣仟元)

營 運 價 值 D C F 法				營 運 價 值 E P 法				權 益 價 值
Free Cash Discount P V				Economic Discount P V				
Year Flow Factor of FCF				Year Profit Factor of EP				營 運 價 值 784,718
2017	226,341	0.935	211,620	2017	(5,764)	0.935	(5,389)	超額有價證券 5,560
2018	35,263	0.874	30,825	2018	21,251	0.874	18,576	財務投資 59,330
2019	39,662	0.817	32,415	2019	21,443	0.817	17,525	超額退休金資產
2020	40,499	0.764	30,947	2020	21,919	0.764	16,749	
2021	41,378	0.714	29,562	2021	22,408	0.714	16,009	企業價值 849,608
2022	40,193	0.668	26,848	2022	19,861	0.668	13,267	負債 (362,113)
2023	40,365	0.625	25,209	2023	20,310	0.625	12,684	資本營運租賃 (60)
2024	41,172	0.584	24,041	2024	20,724	0.584	12,101	退休相關負債
2025	41,996	0.546	22,927	2025	21,146	0.546	11,544	優先股
2026	42,836	0.510	21,864	2026	21,577	0.510	11,013	少數股東權益
2027	82,036	0.477	39,150	2027	15,762	0.477	7,522	長期營運準備
2028	39,775	0.446	17,747	2028	19,096	0.446	8,520	重組準備
2029	40,491	0.417	16,892	2029	19,446	0.417	8,112	未來股票選擇權
2030	41,220	0.390	16,077	2030	19,803	0.390	7,724	股票選擇權
2031	41,962	0.365	15,302	2031	20,166	0.365	7,354	權益價值 487,435
2032	38,365	0.341	13,081	2032	15,424	0.341	5,259	
2033	38,987	0.319	12,428	2033	15,680	0.319	4,998	股數(仟) 17,900
2034	39,618	0.298	11,808	2034	15,940	0.298	4,751	每股價值 27.23
2035	40,260	0.279	11,219	2035	16,204	0.279	4,515	
2036	40,913	0.261	10,659	2036	16,473	0.261	4,292	
存續價值	839,381	0.261	218,685	存續價值	375,768	0.261	97,899	
營 運 價 值	839,306			經 濟 利 潤 現 值	285,027			
				投 資 資 本(包 含 商 譽)	554,279			
永續價值佔營運價值%	26.1%			營 運 價 值	839,306			
期 中 調 整 因 子	0.935			期 中 調 整 因 子	0.935			

營運價值(調整後) 784,718	營運價值(調整後) 784,718
-------------------	-------------------

(二) 樂觀情境

表 4-29 CS 公司情境分析彙整表-樂觀成長情境

情境 / 階段	未來營收成長率假設	存續價值關鍵因子假設	單位:新台幣千元;百分比	權益價值
樂觀成長情境	第一階段 5 年	5.00%	NOPLAT _{t+1}	企業價值 921,280
	第二階段 5 年	2.50%	WACC	權益價值 559,106
	第三階段 5 年	1.25%	ROIC	股數(千) 17,900
	預估發生率	50.00%	g	每股價值 31.23
情境 / 階段	項目 / 單位:新台幣千元	營運價值 DCF 法	營運價值 EP 法	
樂觀成長情境	第一階段 5 年	存續價值	1,039,962	532,217
	第二階段 5 年	營運價值	915,964	
	第三階段 5 年	經濟利潤現值		361,685
		營運價值(調整後)	856,389	856,389

樂觀情境則以正常情境下營收成長率為基數乘以倍數成長的假設，約 5%~1.25% 區間。研究個案公司已於 2015~2016 年間陸續為未來競爭力之提升以提高營收成長率作準備，如新增 SPC 品管系統以加強品質管控降低生產不良率；另外為簡化作業流程減少人工作業帶來作業上耗時與失誤，全面改換新商用軟體以利加強各作業系統間即時資料傳輸，有利加速生產出貨的準確度及即時性。

而由於經濟部統計處 IHS 環球透視機構 (IHS Markit) 4 月修正對 2018 年全球經濟成長率預測將有可能達 3.4%，故樂觀展望未來 g 值可望達 3.5%。推估每股價值可提高至 @31.23。

營運價值(調整後)預估值約新台幣 856,389 仟元。權益價值預估值約新台幣 559,106 仟元。

表 4-30 樂觀成長情境-CS 公司未來 15 年投資人總資金推估表

單位：新台幣仟元

項目 / 年度	2017 (估)	2018 (估)	2019 (估)	2020 (估)	2021 (估)	2022 (估)
營業營運資金	235,458	250,997	263,561	276,784	290,677	
不動產、廠房及設備淨額	125,811	132,102	138,707	145,642	152,924	
其他淨資產及其他負債	5,999	5,988	5,976	5,965	5,954	
營業租賃的價值	60	60	60	60	60	
營運投入資本(不含商譽)	367,328	389,146	408,304	428,451	449,615	460,557
商譽及無形資產	3,920	4,312	4,704	5,096	5,488	
營運投入資本(含商譽)	371,248	393,458	413,008	433,547	455,103	466,044
超額有價證券	187,470	182,911	183,404	185,560	189,528	
投資	65,922	72,514	79,107	85,699	92,291	
合計投資人資金	624,640	648,883	675,519	704,806	736,922	

項目 / 年度	2023 (估)	2024 (估)	2025 (估)	2026 (估)	2027 (估)	2028 (估)	2029 (估)	2030 (估)	2031 (估)
營運投入 資本 (不含商譽)	472,071	483,872	495,969	508,369	463,251	469,041	474,904	480,841	486,851
營運投入 資本 (含商譽)	477,558	489,360	501,457	513,856	468,738	474,529	480,392	486,328	492,339

表 4-31 樂觀成長情境-CS 公司未來 15 年淨營運利潤推估表

單位：新台幣仟元

項目 / 年度	2017 (估)	2018 (估)	2019 (估)	2020 (估)	2021 (估)	2022 (估)
營業收入	545,328	572,595	601,225	631,286	662,850	679,421
銷貨成本	(473,766)	(497,454)	(522,327)	(548,443)	(575,866)	
銷管費用	(25,286)	(26,551)	(27,878)	(29,272)	(30,736)	
折舊費用	(17,801)	(9,212)	(9,672)	(10,156)	(10,664)	
E B I T A	28,475	39,378	41,347	43,414	45,585	
調整營運租賃	1	1	1	1	1	
調整後 EBITA	28,476	39,379	41,348	43,415	45,586	44,476
E B I T A 稅額	6,007	10,073	10,590	11,165	11,777	
N O P L A T	34,482	49,451	51,938	54,580	57,363	55,492

項目 / 年度	2023 (估)	2024 (估)	2025 (估)	2026 (估)	2027 (估)	2028 (估)	2029 (估)	2030 (估)	2031 (估)
營業收入	696,407	713,817	731,662	749,954	759,328	768,820	778,430	788,161	798,013
調整後 EBITA	45,588	46,728	47,896	49,093	44,736	45,295	45,862	46,435	47,015
NOPLAT	56,879	58,301	59,758	61,252	54,708	55,392	56,084	56,785	57,495

表 4-32 樂觀成長情境-CS 公司未來 15 年自由現金流量推估表

單位：新台幣仟元

項目 / 年度	2017(估)	2018(估)	2019(估)	2020(估)	2021(估)
NOPLAT	34,482	49,451	51,938	54,580	57,363
折舊	17,801	9,212	9,672	10,156	10,664
毛現金流量	52,284	58,663	61,611	64,736	68,027
營運資本(增加)/減少	66,100	(15,538)	(12,564)	(13,223)	(13,894)
資本支出	99,510	(15,502)	(16,278)	(17,091)	(17,946)
其他營運資產/負債 (增加)/減少	11	11	11	11	11
總投資額	165,621	(31,030)	(28,831)	(30,303)	(31,828)
自由現金流量 (不含商譽)	217,905	27,634	32,780	34,433	36,199
商譽及無形資產的投資	(392)	(392)	(392)	(392)	(392)
自由現金流量(含商譽)	217,513	27,242	32,388	34,041	35,807
利息收入	116	3,920	3,825	3,835	3,880
超額有價證券 (增加)/減少	(181,909)	4,558	(493)	(2,156)	(3,967)
非營運現金流量	(6,149)	(6,149)	(6,149)	(6,149)	(6,149)
提供給投資人的 現金流量	29,571	29,571	29,571	29,571	29,571

項目 / 年度	2022 (估)	2023 (估)	2024 (估)	2025 (估)	2026 (估)	2027 (估)	2028 (估)	2029 (估)	2030 (估)	2031 (估)
NOPLAT	55,492	56,879	58,301	59,758	61,252	54,708	55,392	56,084	56,785	57,495
自由現金流 量(含商譽)	44,550	45,365	46,499	47,662	48,853	99,826	49,601	50,221	50,849	51,485

表 4-33 樂觀成長情境-CS 公司未來每股價值預測表

(單位：新台幣仟元)

營運價值 D C F 法				營運價值 E P 法				權益價值
Free Cash Discount P V				Economic Discount P V				營運價值 856,389
Year F l o w Factor of FCF				Year Profit Factor of EP				超額有價證券 5,560
2017	217,513	0.935	203,366	2017	(4,076)	0.935	(3,811)	財務投資 59,330
2018	27,242	0.874	23,813	2018	23,626	0.874	20,652	超額退休金資產
2019	32,388	0.817	26,471	2019	24,568	0.817	20,079	
2020	34,041	0.764	26,012	2020	25,849	0.764	19,752	企業價值 921,280
2021	35,807	0.714	25,582	2021	27,204	0.714	19,435	負債 (362,113)
2022	44,550	0.668	29,758	2022	23,833	0.668	15,919	資本營運租賃 (60)
2023	45,365	0.625	28,332	2023	24,459	0.625	15,275	退休相關負債
2024	46,499	0.584	27,151	2024	25,080	0.584	14,644	優先股
2025	47,662	0.546	26,020	2025	25,716	0.546	14,039	少數股東權益
2026	48,853	0.510	24,936	2026	26,369	0.510	13,459	長期營運準備
2027	99,826	0.477	47,639	2027	18,962	0.477	9,049	重組準備
2028	49,601	0.446	22,131	2028	22,784	0.446	10,166	未來股票選擇權
2029	50,221	0.417	20,951	2029	23,074	0.417	9,626	股票選擇權
2030	50,849	0.390	19,833	2030	23,367	0.390	9,114	權益價值 559,106
2031	51,485	0.365	18,775	2031	23,664	0.365	8,629	
2032	49,026	0.341	16,715	2032	17,820	0.341	6,076	股數(千) 17,900
2033	49,333	0.319	15,726	2033	17,934	0.319	5,717	每股價值 31.23
2034	49,641	0.298	14,795	2034	18,048	0.298	5,379	
2035	49,951	0.279	13,919	2035	18,163	0.279	5,061	
2036	50,264	0.261	13,095	2036	18,279	0.261	4,762	
存續價值	1,039,962	0.261	270,943	存續價值	532,217	0.261	138,659	
營運價值			915,964	經濟利潤現值			361,685	
				投資資本(包含商譽)			554,279	
永續價值佔營運價值%		29.6%		營運價值			915,964	
期中調整因子		0.935		期中調整因子			0.935	
營運價值(調整後)		856,389		營運價值(調整後)			856,389	

(三) 悲觀成長情境

表 4-34 CS 公司情境分析彙整表-悲觀成長情境

情境 / 階段		未來營收成長率假設	存續價值關鍵因子假設	單位:新台幣仟元;百分比	權益價值
悲觀成長情境	第一階段 5 年	1.00%	NOPLAT _{t+1}	40,352	企業價值 794,285
	第二階段 5 年	0.50%	WACC	6.96%	權益價值 432,112
	第三階段 5 年	0.25%	ROIC	10.34%	股數(千) 17,900
	預估發生率	40.00%	g	2.00%	每股價值 24.14
情境 / 階段		項目 / 單位:新台幣仟元	營運價值 DCF 法	營運價值 EP 法	
悲觀成長情境	第一階段 5 年	存續價值	595,416	241,510	
	第二階段 5 年	營運價值	780,135		
	第三階段 5 年	經濟利潤現值		225,857	
		營運價值(調整後)	729,395	729,395	

悲觀成長情境亦根據正常成長情境為基礎，再將中國鋼產過剩、東協經濟體關稅互惠等產業因素對研究個案公司的影響作悲觀預測，由於 CS 公司主要客群近幾年偏重於銷往大陸及東南亞國家，上述兩點也是造成 CS 公司近兩年營收成長率驟減要因，面臨此大環境不可避免之風險也極可能造成 CS 公司營收成長率惡化，未來營收成長率假設約 1%~0.25%區間。

而 g 值則保守預估或許景氣將未如台經院預測 2018 年國內實質 GDP 成長率為 2.45%，假設僅為 2%。求算出每股價值@24.14。

營運價值(調整後)預估值約新台幣 729,395 仟元。權益價值預估值約新台幣 432,112 仟元。

表 4-35 悲觀成長情境-CS 公司未來 15 年投資人總資金推估表

(單位：新台幣仟元)

項目 / 年度	2017 (估)	2018 (估)	2019 (估)	2020 (估)	2021 (估)	2022 (估)
營業營運資金	226,230	232,151	234,516	236,929	239,369	
不動產、廠房及設備淨額	121,018	122,228	123,451	124,685	125,932	
其他淨資產及其他負債	5,999	5,988	5,976	5,965	5,954	
營業租賃的價值	60	60	60	60	60	
營運投入資本 (不含商譽)	353,307	360,427	364,004	367,639	371,315	372,443
商譽及無形資產	3,920	4,312	4,704	5,096	5,488	
營運投入資本 (含商譽)	357,227	364,739	368,707	372,735	376,803	377,931
超額有價證券	199,241	205,506	215,944	227,066	238,915	
投資	65,922	72,514	79,107	85,699	92,291	
合計投資人資金	622,389	642,760	663,758	685,500	708,009	

項目 / 年度	2023 (估)	2024 (估)	2025 (估)	2026 (估)	2027 (估)	2028 (估)	2029 (估)	2030 (估)	2031 (估)
營運投入 資本 (不含商譽)	374,306	376,177	378,058	379,948	342,808	343,665	344,525	345,386	346,249

營運投入 資本 (含商譽)	379,793	381,665	383,546	385,436	348,296	349,153	350,012	350,873	351,737
---------------------	---------	---------	---------	---------	---------	---------	---------	---------	---------

表 4-36 悲觀成長情境-CS 公司未來 15 年淨營運利潤推估表

(單位：新台幣仟元)

項目 / 年度	2017 (估)	2018 (估)	2019 (估)	2020 (估)	2021 (估)	2022 (估)
營業收入	524,554	529,799	535,097	540,448	545,853	548,582
銷貨成本	(455,718)	(460,275)	(464,878)	(469,527)	(474,222)	
銷管費用	(24,323)	(24,566)	(24,812)	(25,060)	(25,311)	
折舊費用	(17,801)	(8,861)	(8,950)	(9,039)	(9,129)	
EBITA	26,712	36,097	36,458	36,823	37,191	
調整 營運租賃	1	1	1	1	1	
調整後 EBITA	26,713	36,098	36,459	36,824	37,192	35,490
EBITA 稅額	5,519	9,234	9,370	9,531	9,697	
NOPLAT	32,232	45,332	45,829	46,355	46,889	44,284

項目 / 年度	2023 (估)	2024 (估)	2025 (估)	2026 (估)	2027 (估)	2028 (估)	2029 (估)	2030 (估)	2031 (估)
營業 收入	551,325	554,082	556,852	559,636	561,036	562,438	563,844	565,254	566,667
調整後 EBITA	35,667	35,845	36,025	36,205	32,666	32,747	32,829	32,911	32,994

NOPLAT	44,505	44,728	44,951	45,176	39,951	40,050	40,151	40,251	40,352
--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------

表 4-37 悲觀成長情境-CS 公司未來 15 年自由現金流量推估表

(單位：新台幣仟元)

項目 / 年度	2017 (估)	2018 (估)	2019 (估)	2020 (估)	2021 (估)
NOPLAT	32,232	45,332	45,829	46,355	46,889
折舊	17,801	8,861	8,950	9,039	9,129
毛現金流量	50,033	54,193	54,778	55,394	56,018
營運資本(增加)/減少	75,328	(5,921)	(2,365)	(2,413)	(2,440)
資本支出	104,303	(10,071)	(10,172)	(10,274)	(10,376)
其他營運資產/負債 (增加)/減少	11	11	11	11	11
總投資額	179,643	(15,981)	(12,526)	(12,675)	(12,805)
自由現金流量(不含商譽)	229,676	38,211	42,253	42,719	43,213
商譽及無形資產的投資	(392)	(392)	(392)	(392)	(392)
自由現金流量(含商譽)	229,284	37,819	41,861	42,327	42,821
利息收入	116	4,166	4,297	4,515	4,748
超額有價證券 (增加)/減少	(193,680)	(6,266)	(10,438)	(11,122)	(11,849)
非營運現金流量	(6,149)	(6,149)	(6,149)	(6,149)	(6,149)
提供給投資人的現金流量	29,571	29,571	29,571	29,571	29,571

項目 / 年度	2022 (估)	2023 (估)	2024 (估)	2025 (估)	2026 (估)	2027 (估)	2028 (估)	2029 (估)	2030 (估)	2031 (估)
NOPLAT	44,284	44,505	44,728	44,951	45,176	39,951	40,050	40,151	40,251	40,352

自由現金流量 (含商譽)	43,155	42,643	42,856	43,070	43,286	77,091	39,193	39,291	39,390	39,488
-----------------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------

表 4-38 悲觀成長情境-CS 公司未來每股價值預測表

(單位：新台幣仟元)

營運價值 D C F 法				營運價值 E P 法				權益價值	
Free Cash Discount P V				Economic Discount P V				營運價值 729,395	
Year F l o w Factor of FCF				Year Profit Factor of E P				超額有價證券 5,560	
2017	229,284	0.935	214,371	2017	(6,326)	0.935	(5,915)	財務投資 59,330	
2018	37,819	0.874	33,060	2018	20,482	0.874	17,904	超額退休金資產	
2019	41,861	0.817	34,212	2019	20,456	0.817	16,719		
2020	42,327	0.764	32,343	2020	20,706	0.764	15,822	企業價值 794,285	
2021	42,821	0.714	30,593	2021	20,960	0.714	14,974	負債 (362,113)	
2022	43,155	0.668	28,827	2022	18,071	0.668	12,071	資本營運租賃 (60)	
2023	42,643	0.625	26,632	2023	18,214	0.625	11,375	退休相關負債	
2024	42,856	0.584	25,024	2024	18,307	0.584	10,690	優先股	
2025	43,070	0.546	23,513	2025	18,401	0.546	10,046	少數股東權益	
2026	43,286	0.510	22,094	2026	18,495	0.510	9,440	長期營運準備	
2027	77,091	0.477	36,790	2027	13,138	0.477	6,270	重組準備	
2028	39,193	0.446	17,488	2028	15,821	0.446	7,059	未來股票選擇權	
2029	39,291	0.417	16,391	2029	15,862	0.417	6,617	股票選擇權	
2030	39,390	0.390	15,363	2030	15,903	0.390	6,203	權益價值 432,112	
2031	39,488	0.365	14,400	2031	15,943	0.365	5,814		
2032	35,929	0.341	12,250	2032	11,893	0.341	4,055	股數(千) 17,900	
2033	35,974	0.319	11,468	2033	11,909	0.319	3,796	每股價值 24.14	
2034	36,019	0.298	10,735	2034	11,924	0.298	3,554		
2035	36,064	0.279	10,049	2035	11,939	0.279	3,327		
2036	36,109	0.261	9,408	2036	11,955	0.261	3,115		
存續價值	595,416	0.261	155,125	存續價值	241,510	0.261	62,921		
營運價值			780,135	經濟利潤現值			225,857		
				投資資本(包含商譽)			554,279		
永續價值佔營運價值%		19.9%		營運價值			780,135		
期中調整因子		0.935		期中調整因子		0.935			

營運價值(調整後)	729,395	營運價值(調整後)	729,395
-----------	---------	-----------	---------

二、關鍵價值驅動因子及敏感度分析

經濟附加價值能反映營運效率、資源運用效果、透過資金成本反映企業風險，提供企業價值重建之重要基礎。

本研究針對個案公司之營業成本率、營業費用率、投入資本報酬率(ROIC)、加權平均資金成本(WACC)、營運資金、投入資本、固定資產率、其他營運資產、NOPLAT 此九項關鍵價值驅動因子進行敏感度分析，藉由利用對每單一因子各別加減 1%的變動數，估算每一項因子對 EVA 之變動金額與變動比率，依照重要性程度大致小依序排列，找出哪一項因子造成的變動影響程度最大。

表 4-39 CS 公司關鍵價值驅動因子對 EVA 之敏感性分析表

(單位：新台幣 元)

重要性程度	價值驅動因子	變動比率 %	EVA 增(減)金額	變動比率 %	原 EVA 值	變動後 EVA 值
1	營業成本率	-1%	11,720,912	173.91%	6,739,524	18,460,436
2	營業費用率	-1%	644,650	9.57%	6,739,524	7,384,174
3	投入資本報酬率(ROIC)	+1%	410,232	6.09%	6,739,524	7,149,756
4	加權平均資金成本(WACC)	-1%	351,628	5.22%	6,739,524	7,091,152
5	營運資金	-1%	234,418	3.48%	6,739,524	6,973,942
6	投入資本	+1%	67,395	1.00%	6,739,524	6,806,919
7	固定資產率	-1%	0	0.00%	6,739,524	6,739,524
8	其他營運資產	+1%	0	0.00%	6,739,524	6,739,524
9	NOPLAT	+1%	(25)	0.00%	6,739,524	6,739,499

註：表 4-39 CS 公司關鍵價值驅動因子的重要性程度排序 1 為最重要依次類推。

由表 4-39 CS 公司關鍵價值驅動因子對 EVA 之敏感性分析表及圖 4-17 CS 公司關鍵價值驅動因子對 EVA 之敏感性分析彙整圖很清楚得知研究個案公司最重要之關鍵因子乃為營業成本率。鋼鐵裁剪產業實務上營業成本率大約落在 85%~90% 上下區間內，此結論與鋼鐵裁剪產業實務相符一致。接下來次要關鍵因子為營業費用率，此結果也與研究個案公司過去十年財報資料相符合。對於研究個案公司最不具敏感性之關鍵因子為固定資產率、其他營運資產、NOPLAT 此三項。

單位：新台幣仟元 / 百分比

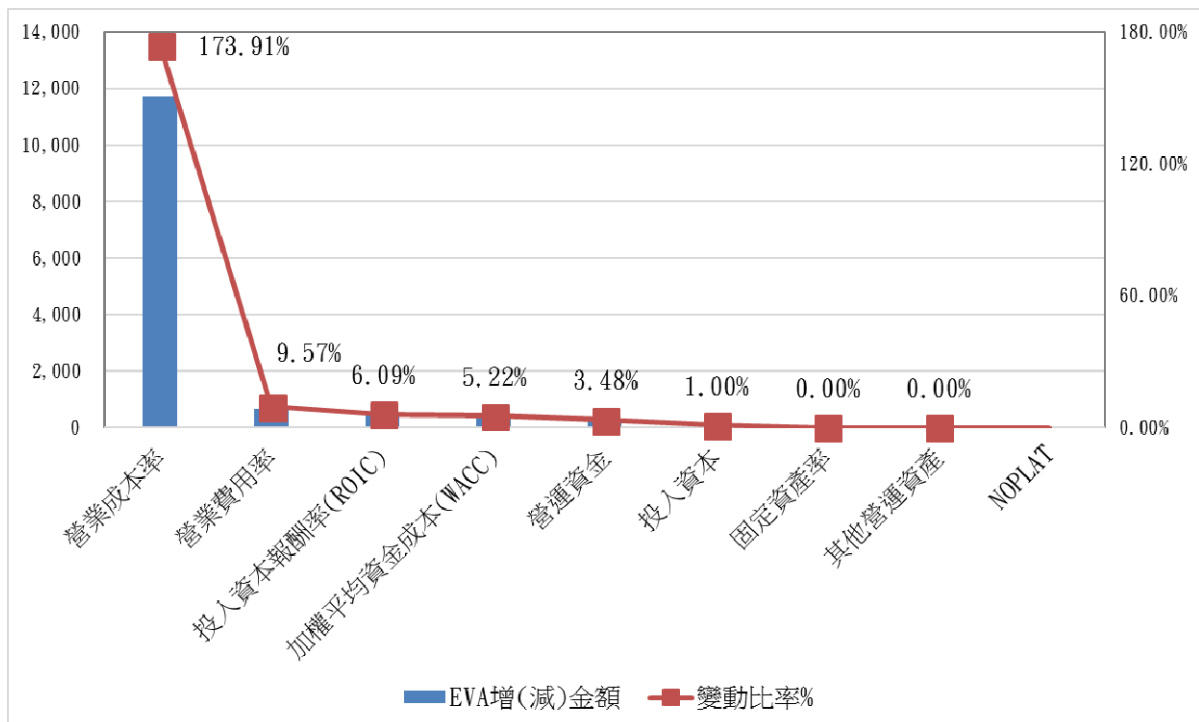


圖 4-17 CS 公司關鍵價值驅動因子對 EVA 之敏感性分析彙整圖

下列進一步對於重要性程度前四項關鍵因子變動所造成附加經濟價值之連動影響詳加論述。

1. 營業成本率

鋼鐵裁剪產業最主要關鍵價值因子乃為營業成本率。研究個案公司過去歷年財報所顯示營業成本率最低值為 87%、最高值為 92.4%。敏感性分析假設對營業成本率減少 1%，此變動將使銷售利潤率增加 0.90%、ROIC 增加 2.00%、超額報酬率亦增加 2.00%、最終使經濟利潤金額增加新台幣 11,720,912 元，變動比率 173.91%。

詳見圖 4-18 CS 公司 EVA 拆解與營業成本率變動 1%之敏感性分析圖。

2. 營業費用率

個案公司之營業費用率歷年最低值為 5.02%、最高值為 8.20%。由圖 4-19 CS 公司 EVA 拆解與營業費用率變動 1%之敏感性分析圖得知，僅對營業費用率減少 1%最後結果將可增加經濟利潤金額新台幣 644,650 元，變動比率 9.57%。營業費用裡占比最大為薪資費用，目前公司人數精簡大約維持在 50~60 人，故降低薪資費用空間不大，然可從生產排單規劃與業務部門向客戶爭取交貨期間以期盡量減少急單來降低加班費用此點考慮相關對策。

3. 投入資本報酬率(ROIC)

由圖 4-20 CS 公司 EVA 拆解與投入資本報酬率(ROIC)變動 1%之敏感性分析圖得知，若投入資本報酬率(ROIC)能提高 1%，將可增加經濟利潤金額新台幣 410,232 元，變動比率 6.09%。

4. 加權平均資金成本(WACC)

由圖 4-21 CS 公司 EVA 拆解與加權平均資金成本(WACC)變動 1%之敏感性分析圖得知，假設加權平均資金成本(WACC)能降低 1%，將可增加經濟利潤金額新台幣 351,628 元，變動比率 5.22%。

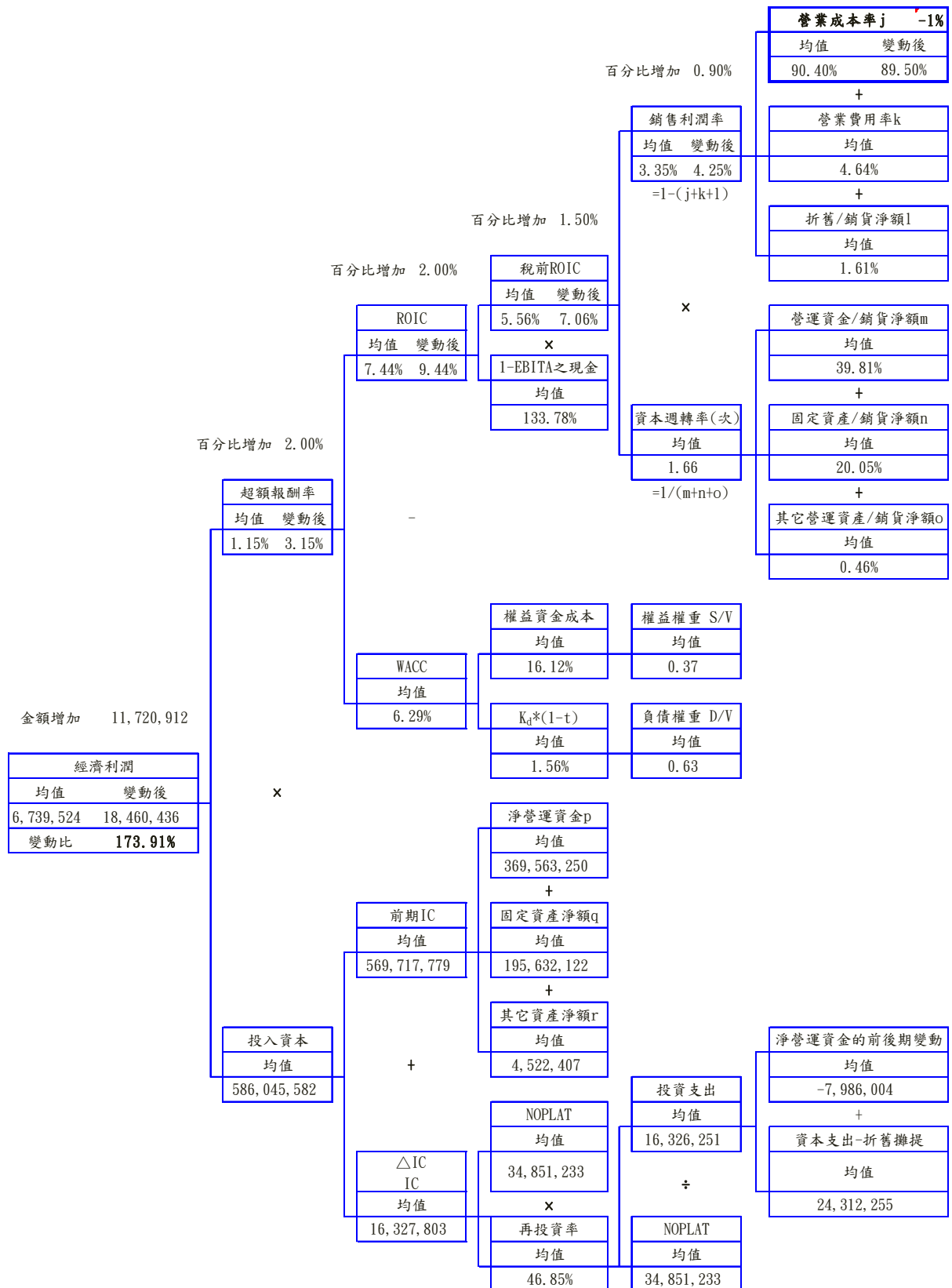


圖 4-18 CS 公司 EVA 拆解與營業成本率變動 1% 之敏感性分析圖

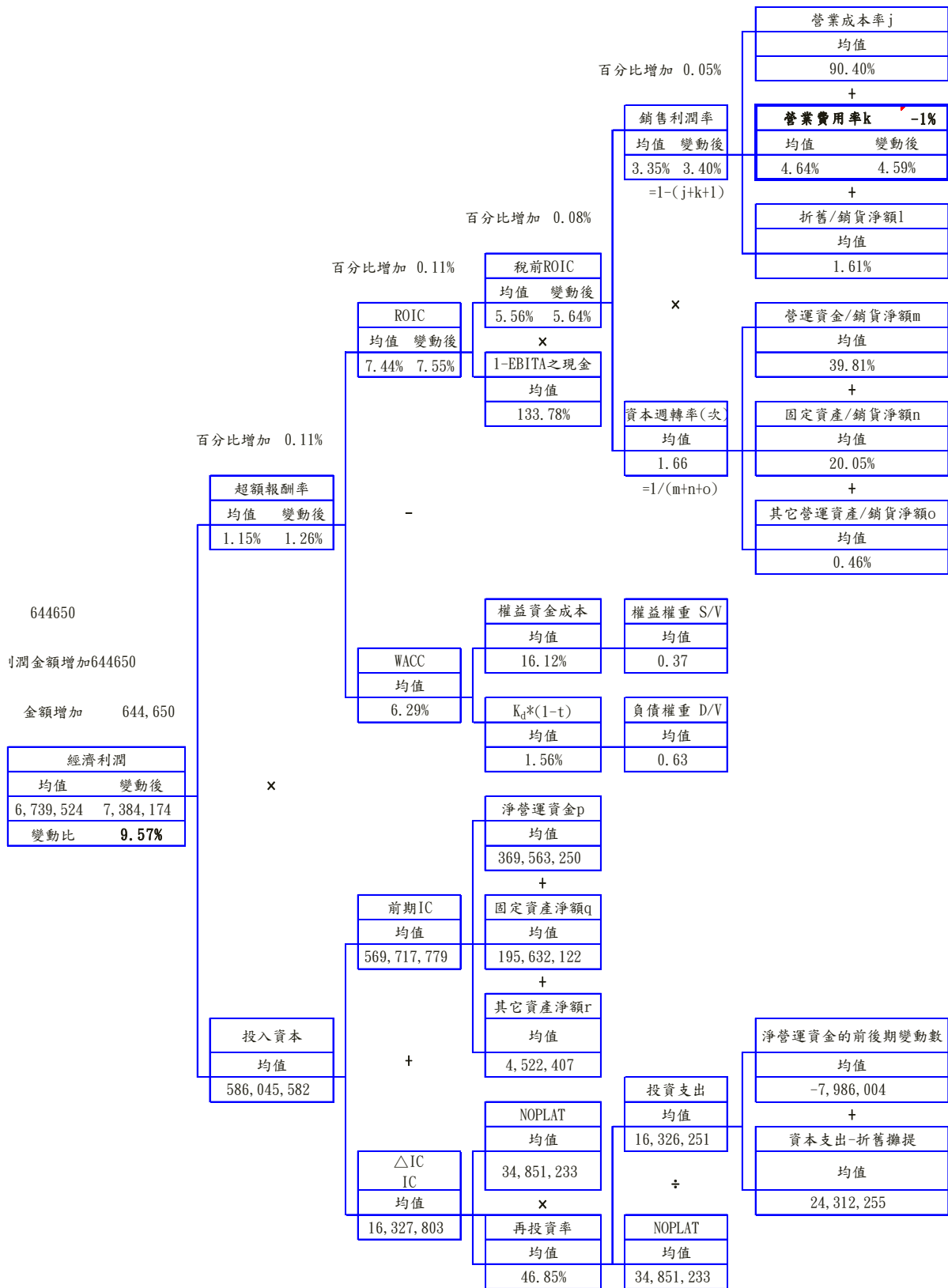
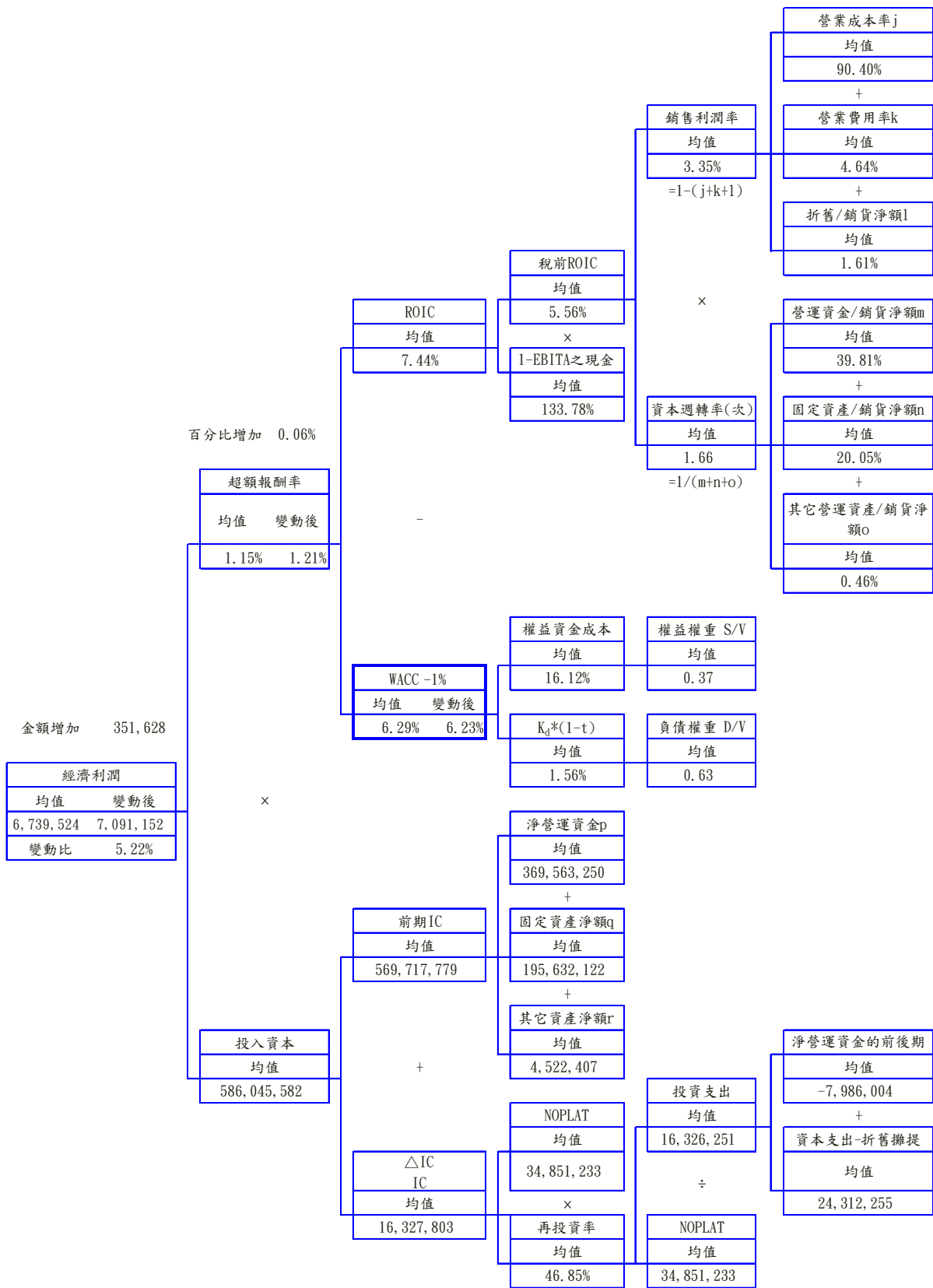


圖 4-19 CS 公司 EVA 拆解與營業費用率變動 1%之敏感性分析圖



第三節 價值創造策略

縱觀第一節歷史財務報表分析與第二節經營績效預測與企業價值評估所得到之結論，並配合第三章所提及鋼鐵產業全球與國內現況，下列歸納幾點研究個案公司對於未來發展之價值創造策略之參考提議。

一、提高資金運用靈活度

由於與同行業公司相較之下，研究個案公司之存貨週轉天數、應收款項週轉天數、現金轉換天數皆呈現往上爬升的趨勢，顯示研究個案公司資金運用靈活度逐漸受到限制，若內部資金不足將提高仰賴外部資金之加權平均資金成本(WACC)亦隨之增高所帶來的財務風險。然目前現況研究個案公司之加權平均資金成本(WACC)平均值已高於同行業公司近乎 2%，意謂著研究個案公司在資金成本方面明顯缺乏競爭優勢。而在努力思考如何避免惡化之虞更應積極地尋求轉逆為勝之策略，才能進而提高競爭力。

二、提高採購議價能力

由於原料採購主要來自中鋼、中鴻體系，而採購價格又受限於來自於中鋼中鴻所限定之額度可回饋之價格折扣，在此制式採購流程之約制下，採購價格已然受限。研究個案公司應加強原料採購管道之開拓。此外，由於原料貨款支付多以信用狀支付形式居多，此又牽涉至第一點提及加權平均資金成本(WACC)，也需極力與銀行爭取利率優惠以降低利息成本之負擔。

三、銷貨成本之控管

雖然前述曾提及由於鋼鐵產業特性使然，有高銷貨成本率為普遍常態。然如何維持在不過度偏高的銷貨成本率也是管理者應致力加強管控的思考點。從如何提高營收成長率以及加速存貨轉轉天數以降低存貨率此方向來著眼，避免高存貨率產生也可避免資金積壓的風險。

1.

第五章 結論與建議

5.

此章節綜合了前面一至四章節所提到的產業現況與發展限制、研究個案公司歷年財務報表分析、經營績效分析、企業評價分析得到的企業價值創造關鍵影響因子、對於未來發展之價值創造策略之參考提議，最終本研究在末章之第一節歸納幾點結論，第二節則提出本研究面臨之研究限制。

第一節 結論

首先分別從歷史財報資料分析與企業評價實證分析二方面歸納對研究個案之分析結論。此外，也綜合歸納在目前鋼鐵產業現況下，研究個案公司的營運策略。

一、從歷史財報資料分析

依據與同業公司相比較明顯看出研究個案公司 ROIC 比率略高 1.64%，銷售利潤率也略高 1.19%，但投入資本周轉率雖雙方次數皆僅 2~1 次，仍較同業公司低，經營績效較不佳。銷售利潤率略高是因銷貨成本率較低-3.22%，然營業費用率平均約高出 1.87%，顯示 CS 公司內部管理效率較同業公司差。

近 10 年以來國內鋼鐵需求陷入成長停滯，且邁入衰退階段。加之台灣在全球區域經濟整合競賽中被邊緣化，失去競爭優勢。研究個案公司近十年歷年營收成長率也反映出了此一產業發產的衰退趨勢。

現金轉換天數分析顯示 CS 個案公司平均天期高於同業公司約 40 天左右，且呈現上升趨勢，反映 CS 公司盈餘品質控管方面須更加嚴謹。

CS 個案公司負債比率約在 60%左右，權重偏高。加權平均資金成本(WACC)也較高 1.91%，因此利息負擔相對較高。

二、從企業評價實證分析結果

利用現金流量折現法以及經濟附加價值法實證分析做經營績效預測與關鍵價值驅動因子敏感性分析與情境分析。實證推估 CS 個案公司每股價值約在

@24~@29 區間。最主要關鍵價值驅動因子為銷貨成本率與營業費用率。然第一關鍵價值因子之銷貨成本率偏高乃為鋼鐵產業特性。

台灣鋼鐵產業已邁入技術純熟的階段，也轉變為鋼品出口大國。在經歷金融風暴、全球鋼產過剩、全球景氣急凍後又緩慢回溫等等試驗，國內鋼廠不論是在國內或國際上都經歷一場優勝劣敗的淘汰競賽。加之台灣未加入四大區域貿易協定，相較亞洲各國(中，日，韓…) 在關稅優惠的競爭力亦居劣勢。

惟近幾年中國政府由於霧霾空污嚴重而實施限產鋼鐵，並強制鋼廠更新設備來配合去空污政策，如此大陸鋼廠則須提高投資成本；加上近年大陸薪資也不斷呈倍數上漲。一則政府已不再執行保鋼策略，大陸國內鋼廠不再享有政府補助，二則成本倍增，雖然大陸鋼製品的品質越來越接近國際標準公差，但大陸多數鋼廠也不再鉅額虧損生產低價傾銷。如此台灣鋼廠將有機會能突破目前所面臨的重圍。

第二節 研究限制與建議

本研究因採個案公司進行相關實證探討，因針對個案公司現況做主觀分析而產生以下列述諸限制：

一、本研究之個案公司非上市櫃公司，無公開市場價值

只能依據歷年財報資料為基並輔以取得自 CMONEY 法人投資決策支援系統之同業比較公司相關公開資訊，依據主觀判斷提出參數設定，以進行三種情境分析推估不同情境假設下的每股價值。其次再進行敏感性分析找出關鍵價值因子並分析主要四項影響因子。然因產業環境之不確定性，研究評價分析之結果未必相符於真實價值。

二、企業評價基礎僅參考現金流量折現法以及經濟附加價值法

使本研究所得結果也侷限於依據此兩種方法提前下的推估值，所考慮範圍也許不盡周詳。此研究雖蒐集研究個案公司之相關財報佐以分析，然未來預測的準確度尚有受限，建議今後之研究可進一步蒐羅更完整各部門營運規劃與部門營運策略，期有助實證分析之準確度提升。

參考文獻

一、 中文文獻

1. 王淑芬(2015)。企業評價。二版。華泰文化事業公司。
2. 尤秀雯(2003)。多角化活動對企業價值之影響。東海大學企業管理學系碩士班碩士論文
3. 台灣區鋼鐵工業同業公會(2017.2016.2015.2014)。鋼鐵資訊年報。
4. 吳啟銘(2002)。企業評價個案實證分析。初版。智勝文化事業公司。
5. 李伯鴻(2007)。台灣鋼鐵業之競爭策略--以中鋼為例。國立中山大學企業管理學系研究所碩士論文。
6. 林朱亮(2016)。台灣公用天然氣事業評價分析個案研究。東海大學高階經營管理碩士在職專班碩士論文。
7. 沈虹君(2007)。採購策略與組織績效相關性之研究-以台灣鋼鐵業為例。國立中正大學企業管理所碩士論文。
8. 洪俊杰(2016)。企業評價分析—以 A 人造纖維公司為例。東海大學高階經營管理碩士在職專班碩士論文。
9. 張慧玲(2017)。企業價值評估-以紡織產業的聚隆纖維(股)公司為例。東海大學財務金融學系碩士在職專班碩士論文。
10. 張鎮南(2008)。以資產規模觀點分析國內鋼鐵業之財務營運績效。國立高雄第一科技大學企業管理研究所碩士論文。
11. 劉傑順(2017)。企業評價與價值創造策略之研究-以台灣工具機產業 G 公司為例。東海大學財務金融學系碩士在職專班碩士論文。
12. 陳慧燕(2017)。企業價值分析與價值創造策略之研究-以 B 公司為例。東海大學財務金融學系碩士在職專班碩士論文。
13. 陳隆麒等譯(2002)。事業評價-價值管理的基礎。原著 McKinsey & company Inc. Copeland.Koller.Murrin. Valuation : Measuring and Managing the Value of Companies 3e。華泰文化事業公司。

二、 網路文獻

1. 台灣證券交易所

<http://www.twse.com.tw/zh/page/trading/exchange/FMNPTK.html>

2. 經濟部統計處數據分析服務系統

<https://dmz21.moea.gov.tw/GA/>

3. Steelnet 華文專業鋼鐵網

<http://www.steelnet.com.tw/>

4. ITIS 智網 產業技術知識服務計畫

[https:// www.itis.org.tw](https://www.itis.org.tw)

5. 經濟部全球資訊網

<http://www.twse.com.tw/zh/page/trading/exchange/FMNPTK.html>

6. CMoney 法人投資決策支援系統