

財務報表分析



華碩電腦股份有限公司

組別	學號	名字
十二組	992511	林沛均
	992527	賴佳玟
	992550	林俞伶
	982558	李偲妘
	962542	莊昕庭

目錄

一. 公司介紹

- ✚ 公司簡介
- ✚ 產業分析(五力分析)
- ✚ 競爭策略分析

二. 會計分析

- ✚ 會計政策與會計彈性分析
- ✚ 管理者選擇會計政策的考量
- ✚ 揭露
- ✚ 可能有的警訊

三. 財務比率分析

- ✚ 獲利能力分析
- ✚ 營運管理分析
- ✚ 資產管理分析
- ✚ 短期償債能力分析
- ✚ 長期償債能力分析
- ✚ 可維持成長率
- ✚ 現金流量表分析
- ✚ 現金流量的結構分析

四. 前景分析

- ✚ 預測分析
- ✚ 評價模型分析

五. 結論

- ✚ 結論與建議

一、公司介紹

(一)公司簡介：

華碩電腦股份有限公司於 1990 年創立，是台灣的國際品牌，創辦人為童子賢、謝偉琦、徐世昌和廖敏雄，帶領團隊的主要人物是董事長施崇棠。華碩擁有世界頂尖研發團隊，以科技為導向的公司，主要是供應電腦主機板、3D 繪圖卡、網路卡 SCSI、週邊卡、筆記型電腦、光碟機、伺服器，更是全球最大的主機板製造商，市佔率高達 40%，即是以提供高品質科技及創新的產品而聞名，並為全球前三大消費性筆記型電腦品牌。

在 2008 年時，華碩將公司切割為「品牌」和「代工」兩個集團，和碩聯合科技與永碩聯合國際，前後分別生產電腦產品相關代工事業及機殼、寬頻等非電腦產品相關代工事業體。

(二)產業分析：



華碩產品比重

2012 年第二季營收比重：筆記型電腦 61%、EPad8%、EPC7%、板卡 14%。

2012 年第三季營收比重：筆記型電腦 59%、EPad16%、EPC4%、板卡 13%。

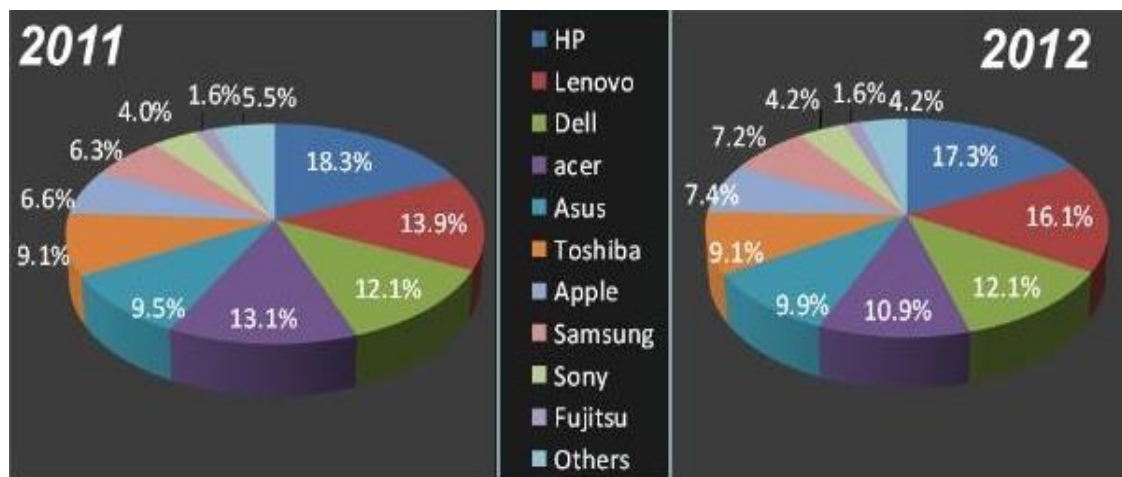
根據統計，華碩今年傳統筆電出貨量約 1900 萬台，比去年成長 29%；平板出貨量 630 萬台，更較去年爆炸性成長 2.5 倍。

因為營收主要來自筆電、平板電腦、主機板三個部分，因此以下分析分為主要營收三個部分分別討論

1. 現有競爭者

筆記型電腦：HP、DELL、Toshiba、宏碁、聯想集團、Samsung、Apple 等等

為個人電腦形式的一種，相對於桌上型電腦，其具有移動特性，且機構設計上多呈現書本開合形態的個人電腦。



2011 及 2012 全球筆記型電腦市佔率

- (1) **產業成長率：**2012 年全球筆記型電腦受到整體經濟環境的影響，再加上受到平板電腦等替代產品之衝擊，表現不如預期，全年出貨下滑 0.8%，整體而言，筆記型電腦成長率呈現趨緩甚至下滑的現象
- (2) **競爭者集中度：**觀察筆記型電腦的市場競爭型態，國際品牌大廠 HP、Lenovo、DELL、與 ACER 前四大廠商之市場佔有率皆超過一成，產業集中度高，前八大品牌市占率高達九成
- (3) **差異化與轉換成本：**以 2012 年 11 月上市的 TAICHI21 為例，為做到差異化，這款筆記型電腦擁有雙面螢幕，因此蓋起來是平板電腦，打開的時候是有雙面觸控螢幕的筆電，對於上班族、學生、家庭不管論 Present、作報告、看影片都是一種全新的感受
- (4) **規模經濟：**筆記型電腦不像桌上型電腦可以自由拆裝，因此市占率大的廠商規模會越來越大，壓縮中小型廠商的生存空間
- (5) **退出障礙：**筆記型電腦產業投入大量資金、設備及沉沒成本，退出障礙高

平板電腦：Acer、Apple、Samsung 等等

一種小型的、方便攜帶的個人電腦，以觸控式螢幕作為基本的輸入裝置。它擁有的觸控式螢幕（也稱為數位板技術）允許使用者通過觸控筆或數字筆來進行作業而不是傳統的鍵盤和滑鼠。多數的平板電腦更支援手指操作，使用手指觸控、書寫、縮放畫面與圖案。



- (1) **產業成長率**：2012 年全球平板電腦市場成長幅度高達 67%，約達到 1.23 億台，雖未來成長率將逐漸減緩，但預期平板電腦仍將成為行動運算裝置市場的主要成長動能。MIC 預估 2013 年仍有 39% 的成長幅度。
- (2) **競爭者集中度**：競爭廠商眾多，產業集中度高，例如:Apple、宏碁、三星、SONY、JSMAX 等等。Apple 平板電腦市占率高達 60% 以上，因此其他廠商(包括 ASUS)將強烈爭奪剩下的市占率，競爭強烈
- (3) **差異化及轉換成本**：以 padphone2 為例，為做到差異化，研發將智慧型手機插入基座變成平板電腦使用的創新方法
- (4) **規模經濟**：市占率大的廠商規模會越來越大，壓縮中小型廠商的生存空間
- (5) **退出障礙**：平板電腦產業投入大量資金、設備以及沉沒成本，退出障礙高

主機板：技嘉、微星、精英等等

是個人電腦的核心組件之一，由主要零組件包含系統晶片組、各種類 IC、印刷電路板、被動元件等所組成的，用來控制個人電腦內部運算、輸出、輸入、擴充等功能。



華碩連續多年蟬聯全球最大主機板製造商，市佔率高達 40%

- (1) **產業成長率**：產業成長率在 2008-2009 年呈現負成長，2010 開始又回復正成長，2012 年又呈現負成長(-0.5%)，主要是受整體環境以及產業議題的影響
- (2) **競爭者集中度**：主機板市場近年來已達飽和，競爭者眾多，市場集中度高
- (3) **差異化及轉換成本**：不同的廠商製造的主機板的只有電容或是插槽這種內部的差別，功能上幾乎沒有差異，因此很難做到差異化
- (4) **規模經濟**：華碩連續多年為全球最大主機板製造商，市占率 40%，因此利用規模經濟，華碩得以增產量、降低單位成本
- (5) **退出障礙**：投入大量資金、高價設備以及業已投入的技術研發及專利累積，不易轉做他用，退出障礙高

2. 新進入者的威脅

筆記型電腦

主要的八大電腦品牌就已經占有約 90%的整體市占率，且這些現有的大廠都相對有比較好的成本和品質上的優勢，對於潛在競爭者而言則是個相對的劣勢。這些優勢可能來自於專利的技術、較好的優勢去取得原物料，以及品牌辨別度等等。

除了這些之外，新進入者必須取得產品和服務的銷售通路，而通路的經營往往需要靠關係的培養。因此，現有競爭者和零售、批發管道擁有較好的關係也成為新進入者要克服的難題。

平板電腦

自從 Apple 發行 iPad 以來，幾乎每一家電子大廠都試著跨入這個市場，似乎這個產業的進入門檻不高，但即使如此，在這個市場生存有三個很重要的因素，強大的研究發展能力和品牌形象以及軟體的搭配，因此即使其餘廠商進入，但想要在這個產業生存，將會是個非常困難的挑戰。

主機板

1990 年，華碩與 IBM 同步推出了 486 主板，當時足足領先了臺灣同業半年以上時間，並打開了市場的影響力，確立了華碩在全球主機板領域的領導地位。2003 年第三季，IDC 發佈的統計數據表明，全球每 4.2 臺電腦中，就有一臺電腦使用華碩生產的主機板。

2012 年，華碩在全球的市佔率已經高達 40%

消費者對於品牌概念的認知以及技術的限制使得進入障礙高。

3. 來自替代品的威脅

替代的產品和服務會限制整個產業的潛在獲利。假如公司沒有透過產品和行銷等方式使自己與可能的替代品做出區隔，則公司的整體獲利和成長將會受到限制。

筆記型電腦

由於有部分使用筆記型電腦的人主要的功能是用來上網、收發 MAIL、以及簡易的軟體使用等等，因此筆記型電腦在這部分的使用者很容易被平板電腦所取代，因此在這個部分華碩所生產的筆記型電腦產品必須做出一個與平板電腦較有區隔的功能及特色，否則不僅容易被平板電腦所替代，也很容易與旗下產品互相侵蝕獲利，而華碩在近日也宣布 2013 年即將放棄旗下 Eee PC 小筆電的生產來與平板電腦做一個更明顯的區隔。

平板電腦

近日華碩所推出的 Padfone2 造成熱賣的主要原因就是來自於他將手機與平板電腦做了結合，只要將手機放入平板基座，就可以成為平板電腦，將平板電腦的使用概念做了一個新的創新，因此，要防止替代品的威脅就必須不斷的創新及研究來獲得消費者的青睞。

4. 消費者議價能力

由於市場選擇眾多、價格透明度高，顧客可以選擇最大效益的商品，因此產業競爭者必須提供更好的服務或更便宜的價格來吸引消費者。

筆記型電腦

近年來的規格已經沒有太大的差異化，而目前市面上所販售的電腦規格幾乎都可以支援一般所必需使用到的軟體，另外由於遭到平板電腦市場的侵蝕，因此規格上的差異並不會是影響消費者購買的主要因素，反而是價格、品牌的辨識度以及認同度更為關鍵，因此消費者議價能力中等。

平板電腦

平板電腦進入市場約兩、三年的時間，軟硬體方面都尚未完全成熟，加上各家作業系統(Ios、Android、win8…等等)的不同，使得各種差異化的產品也陸續的進入了這個市場，即使目前 Apple 的 iPad 市佔率將近 70%，對於消費者來說仍然有其他的選擇，因此消費者擁有較好的議價能力。

主機板

由於主機板三大廠商(華碩、技嘉、微星)為了爭奪主機板市場不惜削價競爭，在低毛利以及供應市場集中的情況下，消費者的議價能力高。

5. 供應商議價能力

重要原物料及相關供應商

晶片組	AMD、Intel、nVIDIA、矽統、威盛
邏輯 IC	華邦、聯陽、瑞昱
印刷電路板	瀚宇博德、金像電、百碩、智恩
連接器	鴻海、嘉澤、泰科
DRAM	Elpida、Hynix、Samsung、南亞
LCD	LGD、友達、奇美、彩晶

由於華碩有著相當好的垂直整合能力，加上其餘的電腦設備有著相當多的廠商可供選擇，因此供應商的議價能力對於華碩來說其實並不高，因此以下就較有影響力的供應商來做說明

1. 作業系統：

目前的個人電腦的作業系統幾乎可說由微軟獨佔，全球的市佔率高達 90%以上，因此在筆記型電腦上華碩的供應商議價能力高，至於平板電腦則完全不同，除了微軟之外，尚有 Android、iOS……等大廠可供選擇，華碩的供應商議價能力較低。

2. CPU：

Intel 跟 AMD 在**筆記型電腦**的 CPU 上已經接近獨佔，因此華碩的供應商議價能力高，也使得他們有著很強的力量去侵蝕電腦廠商的獲利來換取本身高的獲利，加上電腦規格標準化，各家電腦大廠彼此差異化不大，因此若一家廠商試圖把高成本轉嫁於消費者，消費者將可以輕易的轉換他們的購買目標於其他電腦大廠，所以電腦大廠幾乎不可能藉由提高售價來吸收高的 CPU 成本，至於**平板電腦**則完全不同，他在 CPU 上有著更多生產廠商的選擇，因此 CPU 供應商的力量將不會像在個人電腦下這麼的強。

(三)競爭策略分析：

1.差異化策略

◆ 品質

使用高品質的定位來與市場品牌做區隔，嚴格的追究產品的小細節，讓客戶能在品質與價格同時享受，並且搭配創新的技術，提升產品品質，是讓品牌脫穎而出的主力，「華碩品質，堅若磐石」即是華碩樹立起的口碑。

◆ 功能

結合資訊技術、通訊及消費電子功能的 3C 整合產品做為發展方向。

◆ 時效

採取「多樣、少量、質精」的運作方式，產品廣告採取「首推」的方式，領先同業 3 至 6 個月推出產品，就能及早把產品推出市場，進而追求前期的獲利，避開末期跌價的市場競爭。

◆ 集中

定位於組裝市場，集中資源，並且透過核心活動來落實差異化集中策略。

研發

根據市場和技術趨勢設計出幾款規格，並自行開發，客戶再從中選購下單，並掌握最新規格以及市場潮流，才能使產品規格多，切合市場潮流，以達到任君挑選的程度。

生產

為了快速交貨，設計出一套運作方式『部分計畫生產、部分接單生產』

1. 計畫生產：憑著對客戶的了解，自發性規劃生產數量、安排備料及投入生產日期，此有事前準備時間較充裕的優點。
2. 接單生產：等客戶確實下單後在備料生產，有庫存風險小的風險，但須具備高彈性的備料及生產體系才能達成。

業務

透過主機板貿易商賣主機板給各國的區域小型電腦公司

華碩藉由這些關鍵要素，讓產品在市場上與其他商品有明顯的差異化，他們的堅持，因此達成目標打出自有品牌，而非只打價格戰。

2.成本領導策略

隨著經濟的不斷發展和競爭，產品的差異化程度不斷降低，在這種情況下，企業要想使利潤最大化，就必須考慮降低成本，但華碩秉持著高品質、高效能的原則，為了維持良率高的品牌形象，不會特意為了降低成本，而犧牲了產品品質，所以華碩管理者著重在產品本身外的成本控制。

◆ 規模經濟

以華碩的生產能力與產量，挾帶著龐大的規模經濟，大量的採購原料，可以促使生產成本的降低。

◆ 供應鏈電子化

華碩建置功能完整的採購平台，有效縮短雙方人為溝通的成本，並加速整個

供應鏈的反應速度，藉由上下游資訊的整合，使得華碩電腦能符合顧客快速交貨的要求，節省傳統訂單作業的成本。

◆ 企業節流

金融風暴重創全球經濟，電子資訊產業尤其受到重大衝擊，接單率普遍不佳，產能利用率偏低，企業開源不易，在低價潮流下，唯有透過節流、控管營運費用措施才能因應此波不景氣。

二、會計分析

(一) 會計政策與會計彈性分析 (step 1 & step 2)

1. 資產折舊

從華碩提供的財務報表上，得知華碩有機器設備、儀器設備、試驗設備、房屋及廠房以及其他設備的資訊，因為這些設備都是生產或試驗產品過程的相關設備，因此我們認為華碩在會計政策上主要有採取折舊的會計政策。

設備的折舊估計及使用年限是由公司管理者來評估，因此管理者在這方面有彈性能決定設備的折舊高低(直線折舊法、加速折舊法)，以及使用年限的長短。預估折舊及使用年限不一定會完全正確，可能會依設備的使用狀況而定。

以下 A、B 兩項分別為有形資產及無形資產的相關認列及攤銷會計政策：

A. 固定資產、出租資產及閒置資產方面

華碩在固定資產方面以取得的成本作為評價基礎。重大增添、改良及重置支出予以資本化；維護及修理費用列為當期費用。而以營業租賃方式出租予他人之固定資產則轉列為出租資產，於估計使用年限內按平均法提列折舊，列為租賃收入之減項。固定資產非供營業使用者，以原科目之成本、累計折舊及累計減損一併轉列閒置資產。各項資產按估計經濟耐用年限，按平均法提折舊。

在使用年限方面，房屋及建築耐用年限為3至50年、機器設備為3至8年，其餘固定資產約為1至15年。

B. 無形資產及遞延費用

無形資產係電腦軟體，按3年平均攤銷。

遞延費用係裝修工程及裝潢費用，分別按2至5年平均攤銷。

2. 資產負債區

◆ 資產：分為流動及非流動

資產符合下列條件之一者，即列為流動資產：

- I. 因營業所產生之資產，預期將於正常營業週期中變現、消耗或意圖出售者。
- II. 主要為交易目的而持有者。
- III. 預期於資產負債表日後十二個月內將變現者。
- IV. 現金或約當現金，但於資產負債表日後逾十二個月用以交換、清償負債或受有其他限制者除外。

若未符合以上四點，資產即列為為非流動資產。

◆ 負債：分為流動及非流動

負債符合下列條件之一者，即列為流動負債

- I. 因營業而發生之債務，預期將於正常營業週期中清償者。
- II. 主要為交易目的而發生者。
- III. 須於資產負債表日後十二個月內清償者。
- IV. 不能無條件延期至資產負債表日後逾十二個月清償之負債。

若未符合以上四點，負債即列為為非流動負債。

3. 應收票據及帳款、其他應收款項

華碩公司每次出貨即認列收入，表示他的承諾(產品、服務)已經付諸實行，但不是每個買家都會馬上付出現金，因此賒銷的部分即認列為應收款項。華碩每年的應收款項金額都相當龐大，因此應收款項為華碩重要之會計政策之一。

以下A、B、C三點為華碩公司在應收款項的會計政策：

- A. 應收票據及帳款是因出售商品或勞務而發生之債權，其他應收款不屬於應收票據及帳款之其他應收款項。
- B. 應收票據及帳款、其他應收款原始認列時以公平價值衡量，續後以有效利率法之攤銷後成本減除累計減損後之金額衡量。
- C. 該資產若有減損之客觀證據，則認列減損損失(備抵呆帳項目)。
減損金額為金融資產之帳面價值與其估計未來現金流量採原始有效利率折現之現值間之差額。若後續期間減損金額減少，而該減少明顯與認列減損後發生之事件有關，則迴轉先前認列之金融資產減損金額，該迴轉不應使金融資產帳面金額大於未認列累計減損情況下之攤銷後成本，迴轉之金額認列為當期損益。
管理者有彈性認列備抵呆帳項目，若管理者沒有正確地認列備抵呆帳，就會導致高估應收款項，財務報表因此容易有扭曲的行為發生。

4. 存貨

華碩有龐大的存貨，又分為原料、在製品、製成品、商品存貨、以及在途存貨。

以下是華碩公司的存貨相關會計政策：

存貨成本是指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，其成本計算方法則採用加權平均法。

存貨是以成本與淨變現價值孰低評價，比較成本與淨變現價值時採逐項比較法。淨變現價值係指在正常情況下之估計售價減除至完工尚需投入之成本及銷售費用後之餘額。

然而存貨可能會減損，因此必須認列存貨減損(備抵評價損失)，才不會導致高估資產而扭曲財務報表。

5. 退休金

華碩公司擁有龐大的員工人數，因此必須提撥退休金的額度。但是退休金的未來價值可能會因為折現率的變動具有相當大的不確定性，因此退休金的認列可能會導致報表產生扭曲行為。

以下A、B兩點為退休金認列會計政策：

- A. 退休金辦法屬確定給付退休辦法者，係依據精算結果認列淨退休金成本，淨退休金成本包括當期服務成本、利息成本、基金資產之預期報酬及未認列過渡性淨給付義務與退休金損益之攤銷數。未認列過渡性淨給付義務按平均剩餘攤提年限攤提。
- B. 退休金辦法採確定提撥退休辦法者，則依權責發生基礎將應提撥之退休基金數額認列為當期之退休金成本。

6. 收入、成本及費用

收入於獲利過程大部份已完成，且已實現或可實現時認列。相關成本配合收入於發生時承認。費用則依權責發生制於發生時認列為當期費用。意即當產品、服務、債務發生時，立即認列。

7. 會計估計

華碩公司於編製財務報表時已依照一般公認會計原則之規定，對財務報表所列金額及或有事項，作必要之衡量、評估與揭露，其中包括若干假設及估計之採用，惟該等假設及估計與實際結果可能存有差異。

因估計與實際結果存有差異，若沒有定期重估及衡量，容易導致報表產生扭曲。

(二)管理者選擇會計政策的考量 (step 3)

1. 比照同業

由於目前國內超過八成上市櫃公司都由四大事務所簽證，同產業客戶重疊也很常見，會計師在給予意見時，也會比照其他同業的會計策略。

2. 操縱盈餘管理

- ◆ 華碩於99年度發放股票股利，每股2.2元，但在100年度停止發放股票股利，且在同年購回庫藏股一千萬股，EPS由7.72成長至21.99；在財務報表裡，華碩兩年度的稅後淨值並未有太大的成長差異，因此E

P S 的增加可以推估是並非管理者努力使其成長，而是在外流通股數減少所致。因此，管理者能夠利用購回庫藏股來操縱 E P S 的高低。

3. 來自股東會的壓力

民國 98 年，平板電腦正式引進台灣，此舉造成台灣 NB 產業大受衝擊，華碩在那年度營利能力表現不佳，但華碩依舊不願減發股利，以免透漏不好的訊息並且鞏固投資人對華碩的信心。

(三) 揭露 (step 4)

1. 華碩有提供售後服務，例如保固維修的相關或有負債應揭露在財務報表下方的附註揭露。
2. 全球環保意識抬頭，綠色概念產品成為趨勢，也帶動國內企業積極投入推動「綠色品牌」，「2011綠色品牌大調查」，華碩電腦被專家評審團評選為年度十大綠色品牌之一，華碩長期將綠色設計思維導入產品開發流程並打造「再生電腦」專案回收淘汰3C產品，整修後捐給弱勢團體。對於這點，一般企業對環境的使用和損害並不記入企業的經營成本，這不僅使企業的成本虛減，利潤虛增，所以企業的會計報表應具體揭露企業應記入本期損益的環境支出和與環境相關的資本性支出與企業執行的環境政策、實施情況以及企業治理環境和保護環境的長期目標等。



(四) 可能有的警訊 (step 5)

華碩沒有完整揭露售後服務之可能產生的或有負債，此舉可能會使報表使用者低估負債，經營者也可能藉此高估資產，產生報表扭曲的行為。

三、財務比率分析

1. 獲利能力分析

<i>Traditional Approach</i>			
	98 年	99 年	100 年
Net profit margin 稅後淨利率	2.66%	4.20%	4.39 %
Asset turnover 資產週轉率(次)	1.68	1.52	1.86
ROA 資產報酬率	4.47%	6.38%	8.17%
Financial leverage 財務槓桿	1.89	1.86	1.856
ROE 權益報酬率	8.43%	11.87%	15.14%
<i>Alternative Approach</i>			
Net operating profit margin 稅後淨營業利潤比率	2.58%	4.42%	4.74%
Net operating asset turnover 淨資產週轉率	1.76	1.46	1.73
Operating ROA 營運資產報酬率	4.53%	6.45 %	8.21%
Spread 利差	4.52%	6.50%	8.45%
Net financial leverage 淨財務槓桿	0.79	0.60	0.73
Financial leverage gain 財務槓桿利得	3.57%	3.90%	6.17%
ROE 權益報酬率	8.10%	10.35%	14.38%

<i>Traditional & Alternative</i> 差異				
	99 年 Traditional	99 年 Alternative	100 年 Traditional	100 年 Alternative
Asset turnover 資產週轉率	1.52	1.46	1.86	1.73
ROA 資產報酬率	6.38%	6.45%	7.87%	8.21%
Financial Leverage 財務槓桿	1.86	0.60	1.86	0.73

《分析》

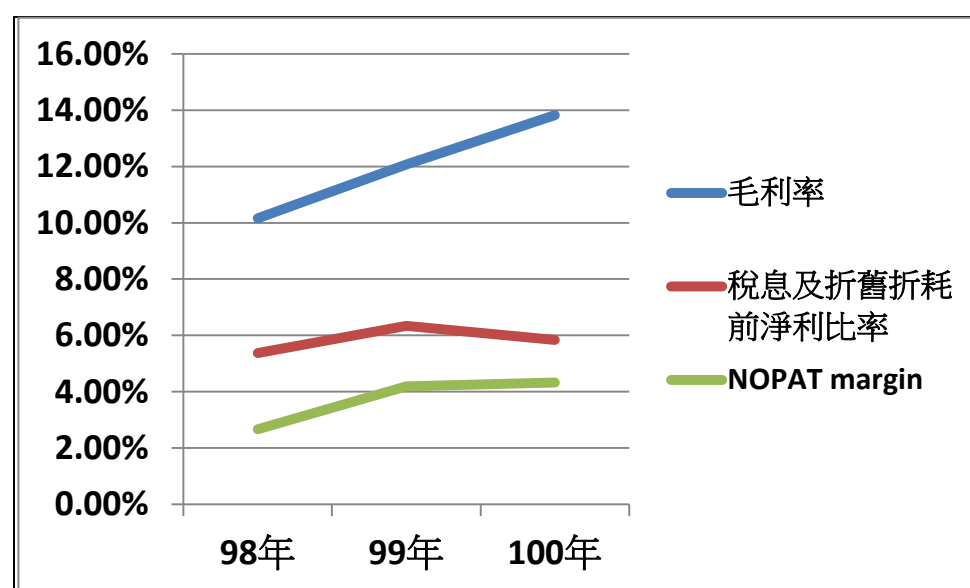
傳統方法用杜邦方程式來看 ROE 的話，華碩的純益率逐年上升，尤其在 98 年到 99 年時有明顯大幅成長，主要是在營業收入有大幅下降，而在稅後淨利則沒有太大的變動，所以純益率才會逐年上升，可見華碩還是有獲取利潤，獲利能力還是不錯的。

99 年～100 年資產週轉率有提高，企業的經營能力有在提高，資產和資金沒有浪費，而財務槓桿的部分並沒有太大的改變，皆維持在 1.8 倍附近，因此財務槓桿操作沒有做太多的變動，資產報酬率也皆明顯上升，整體看來華碩的獲利能力是很不錯的，數據資料清楚顯示，98 年～100 年股東權益報酬率皆高於資產報酬率，且逐年上升，使股東享受更高的報酬，然而上述有提到財務槓桿的部分沒有太大的變動，所以此處的股東權益報酬率受資產報酬率影響較大。(一般而言，權益乘數越大，表示財務槓桿越高，可提高股東權益報酬率)。

替代方法中，在財務槓桿利得的部分明顯看出有較大的變動幅度，在 98～100 年內就成長了兩倍左右，主要是因為 ROA 減去稅後有效利率後所得到的利差有兩倍的成長，因此在財務槓桿沒有太大的波動下，得到的財務槓桿利得也就隨著成長兩倍，若是一旦增加的舉債的話，會抵消利差使利差減少，導致財務槓桿利得減少。

2. 營運管理分析

	98 年	99 年	100 年
Gross profit margin 毛利率	10.16%	12.07%	13.82%
EBITDA margin 稅息及折舊折耗前 淨利比率	5.37%	6.34%	5.84%
NOPAT margin 稅後淨營業利潤比率	2.67%	4.19%	4.33%



《分析》

在營運管理方面，毛利率從98年到100年有微幅的上升，代表華碩公司每1元的銷貨所能賺取的毛利額上升了，若是過低的毛利將造成企業無法支應經營管理的費用，而這幾年華碩的毛利率上升即表示公司能夠支應經營管理的費用能力變好了。毛利率的上升也表示銷貨的成本有下降的趨勢，代表著華碩公司的獲利能力變好，產品及服務的競爭力(差異化策略)也變強了。

從稅息及折舊折耗前淨利比率來看，從98到99年有微幅上升，而從99到100年又微幅下降，但是比率並未大幅變動，稅息、折舊折耗每一年都不同，而折舊折耗實際上並未付出現金，因此我們若從未扣除稅息以及折舊折耗的利潤來看，能看出三年來的比率並未相差太大，代表公司的營運表現這三年來的差距不大，公司的營運維持能力保持良好。

最後我們從稅後淨營業利潤比率可看出華碩公司在營運利潤扣除掉所有營運上的花費之後的淨利潤，相較於毛利率只扣除成本，稅後淨營業利潤比率更能判斷出華碩在整體營運上的獲利能力，而我們能從98到100年看出，比率是持續上升的，因此代表華碩公司在整體營運上的獲利能力是相當不錯且有持續進步的能力空間。

從三個比率來分析華碩公司，能觀察出華碩在整體營運績效上，是維持相當不錯的成績，並且有持續上升的趨勢。

3. 資產管理分析

	98 年	99 年	100 年
Operating working capital turnover 營運資金週轉率	5.19	6.3	5.17
Fixed Assets Turnover 固定資產週轉率(次)	9	11.61	38.82
PP&E turnover 不動產、廠房及設備週轉率	10	46.48	37.74
Accounts receivable turnover 應收帳款週轉率(次)	6.69	8.01	8.8
Day's in receivables 應收款項收現天數	55.98	45.57	41.48
Inventory turnover 存貨週轉率(次)	5.92	5.66	6.38
Day's in inventory 平均銷貨天數	60.81	63.6	56.43
Accounts payable turnover 應付帳款週轉率(次)	5.57	7.48	6.23
Day's in payables 應付帳款周轉天數	64.63	48.13	57.78

《分析》

營運資金週轉率係指公司一年內使用資金的週轉次數，這可以用來衡量公司的經濟效益狀況，從 98 年起至 100 年，華碩的營運資金週轉率只有小幅的變動，持有一定的水平。

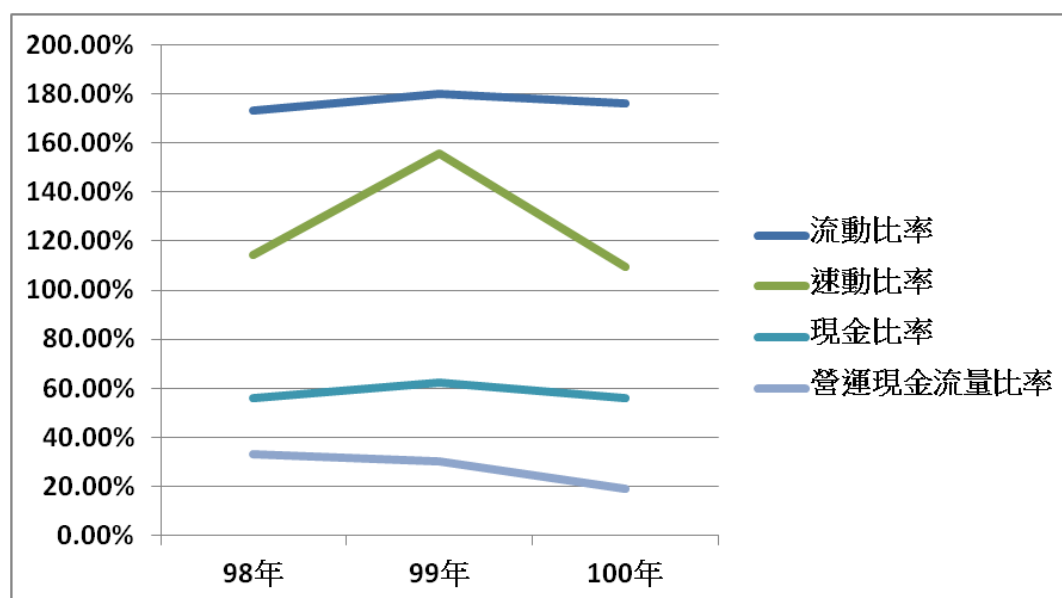
華碩在 99 年有變賣或淘汰大量的固定資產，使得 99 年起，固定資產週轉率以及不動產、廠房及設備週轉率有明顯大量增加的趨勢，固定資產週轉率越高，代表此公司對固定資產的使用越得當，利用效率高；但華碩是因為固定資產平均值減少而使週轉率提高，這點是需值得留意的，淺在的風險是並非華碩表現亮眼而使固定資產的效能提高。

自 98 年起至 100 年，華碩的應收帳款週轉率及平均收現率皆有相對的成長，公司的收現能力變佳，代表公司手中有更多足夠的現金可以作為運用，企業營運效率會大為增加。在存貨週轉率及平均銷貨日數方面來說，過多的存貨不僅會產生原本不要的成本，商品至於倉庫內也會面臨老舊淘汰的風險，尤其是對於華碩這種電子產業，產品生命週期原本就短，若有太多的存貨必定是企業的一大負擔，華碩在 98 年至 100 年期間，存貨週轉率有逐步增加，可以用來判斷企業營運能力變佳，民國 100 年初，華碩發表了一台令人驚艷平板電腦－變形金剛，銷售量一鳴驚人，甚至打敗 Apple 所發表的 Ipad，因此 100 年存貨週轉率有更大幅度的成長。

在應付帳款週轉率也有進步，代表企業還款能力變好，應付帳款的天數相對的來說也減少許多，雖然在 100 年有小幅的退步，但相對 98 年來說是有小幅進步的；再者，應付帳款對於一家企業的信用也有相當程度的關係，當還款能力提升，信用額度也可望同步邁進，因此華碩應更留意應付帳款週轉率的控制

4. 短期償債能力分析

	98 年	99 年	100 年
Current ratio 流動比率	173.12%	179.97%	175.99%
Quick ratio 速動比率	114.29%	155.82%	109.66%
Cash ratio 現金比率	56.06%	62.05%	55.72%
Operating cash flow ratio 營運現金流量比率	33.30%	29.96%	18.89%



《分析》

在短期流動分析方面，我們運用流動比率、速動比率、現金比率以及營運現金流量比率來衡量華碩公司短期償債能力的好壞以及公司的流動性是否良好。

首先我們從流動比率看出98年到99年上升了，由於99年當時景氣回溫，新興市場的需求旺盛，以致銷貨所產生之應收帳款增加，且流動負債減少了，代表公司已償還部份的流動負債，因此流動比率上升了大約6%。然而雖然景氣回溫使公司應收款上升，但是在100年因相關進貨備料以及費用之應付帳款的上升以致於99到100年的流動比率些微的下降了。一般認為流動比率200%

剛剛好，但不宜過高，因為過高的流動性比率代表公司未能有效運用資金。這三年華碩的流動比率皆維持在 175% 上下的範圍，代表華碩公司在短期內是能夠因應短期負債的支付，不會產生周轉不靈的危機。

一般認為速動比率更能切確衡量公司的短期償債能力，因為在速動比率中的資產變現能力較高，他扣除掉了存貨，一般認為存貨的變現能力較低，也扣除掉了預付費用，因為預付費用並不能變現，只是為了某樣服務，像是保險而先支付的費用，在財務報表上認列為資產。從 98 年到 99 年我們能看見華碩的速動比率大幅上升了 41% 左右，雖然因為預付款項有上升，但是因為流動負債的下降程度比預付款項的上升幅度大很多，以致於整體的速動比率上升。然而 99 到 100 年的速動比率因為相關進貨備料以及費用之應付帳款的上升而導致速動比率下降了 46% 左右，一般認為速動比率 100% 剛剛好，而華碩在三年的速動比率雖有上升下降，但是都在 100% 以上。

而在現金比率中的資產又較前兩者比率中的資產更能快速變現，衡量的方式更為保守，我們能從華碩現金比率中，看出 98 到 99 年有上升趨勢，而 99 到 100 年為下降趨勢，一般認為現金比率在 20% 以上剛剛好，華碩大致上都維持在 55% 以上，因此我們認為華碩公司整體上在短期內是能夠因應立即的資金需求。

而從營運現金流量比率能看出這三年皆呈下滑趨勢。99 年景氣回溫，新興市場的需求旺盛，以致銷貨所產生之應收帳款增加，導致本期營業本期之淨現金流入下滑，而 100 年因為銷貨產生之應收帳款及存貨增加，導致本期營業本期之淨現金流入下滑，故現金流量比率下降了，代表公司在營業活動上的現金流入變少了，可能在未來會面臨較高呆帳的風險。

5. 長期償債能力分析

	98 年	99 年	100 年
Liabilities-to-equity 總負債對股東權益比率	87.2%	83.44%	87.54%
Net debt-to-equity 淨負債對權益比率	13.38%	7.54%	3.99%

Net debt-to-net capital 淨負債對淨資本比率	11.80%	7.01%	3.84%
Interest coverage (earnings-based) 利息保障倍數 (盈餘基礎)	58.76	104.2	157.13
Interest coverage (cash flow-based) 利息保障倍數 (現金流量基礎)	170.32	140.33	169.76

《分析》

從長期償債能力分析可用來檢視公司的資本結構。對債權人而言，負債對股東權益比率越低，代表公司自有資本愈多，表示企業的長期償債能力越強；比率越高表示債權人受保障程度越低。

我們能從總負債對股東權益比率看出，公司在三年來皆維持在 85% 上下，並未大於 100%，表示公司的自有資金較多，長期償債能力是維持在差不多的水準。

從淨負債對股東權益比率，是在負債扣除公司現金及公司短期投資的證券後，代表目前公司能用現有資金償還負債後所剩下的負債，對於股東權益而言的長期償債能力，是更為保守的長期償債比率，我們能看出從 98 到 99 年有下降的趨勢，代表華碩公司的長期償債能力變好，債權人的保障提高了，99 年到 100 年比率又上升了，但比率並未低於 98 年度，代表華碩公司目前的償債能力能維持在一定的水準。

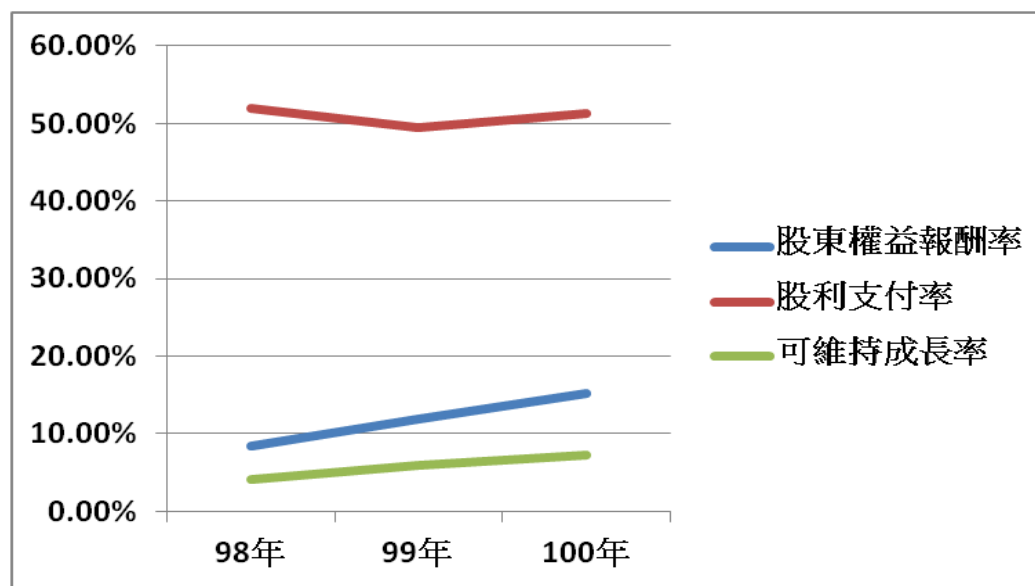
利息保障倍數評估了公司支付債權人利息的保障程度，就盈餘基礎而言，三年來利息保障倍數呈上升趨勢，表示企業按時繳息的能力變強，償債能力愈高，對債權人的保障變大了。

以現金基礎而言，以實質的營業現金流量更能貼切評估公司的長期償債能力，99 年景氣回溫，新興市場需求旺盛，以致銷貨產生之應收帳款增加，導致本期

營業本期之淨現金流入下滑，而100年也因產生之應收帳款及存貨增加，導致本期營業本期之淨現金流入也下滑，但因100年的利息支出較99年少，以致於100年的利息保障倍數上升。而我們發現以現金基礎而言，利息保障倍數大致上皆大於以盈餘基礎來衡量的利息保障倍數，代表公司實際上的長期償還能力較高，債權人也較為保障。

6. 可維持成長率

	98 年	99 年	100 年
ROE 股東權益報酬率	8.43%	11.87%	15.14%
Dividend payout ratio 股利支付率	51.92%	49.44%	51.27%
Sustainable growth rate 可維持成長率	4.1%	6.0%	7.3%



《分析》

可維持成長率表示，在資產獲利能力與財務政策不變的情況下，公司所能成長的速率。權益報酬率與股利支付政策決定了可資成長的資金規模。我們可以從股利支付率看出華碩公司98年到100年的股利支付比率維持在差不多的水準50%上下1%左右，代表公司的成長已趨於發展成熟的階段，因此公司的股利發放也較為穩定。

而股東權益報酬率代表管理者運用股東資金獲取盈餘的能力，是檢視公司績效的一個綜合性指標。股東權益報酬率三年來上升了大約兩倍，以致於可維持成長率也上升將近兩倍，代表華碩公司目前的營運政策能使公司的利益成長，達到良好的營運績效。

7. 現金流量表分析

期別	98 年	99 年	100 年
稅後盈餘	16,256	18,040	16,847
營運活動現金流入	64,599	47,949	39,463
營運活動現金流出	11,069	22,407	20,986
營運活動現金流量	53,530	25,542	18,477
投資活動現金流入	3,559	2,633	1,137
投資活動現金流出	15,743	1,982	7,868
投資活動現金流量	-12,184	651	-6,731
融資活動現金流入	1,864	3,145	1,808
融資活動現金流出	25,771	13,715	15,053
融資活動現金流量	-23,907	-10,570	-13,245
本期現金流量	16,343	14,570	-857
自由現金流量	41,346	26,193	11,746
累計期間	近 3 年	近 2 年	近 1 年
累計自由現金流量	79,285	37,939	11,746
營運現金與會計盈餘差額	37,274	7,502	1,630
盈餘品質	3.29	1.42	1.10

單位:百萬元

自由現金流量邏輯分析	98 年	99 年	100 年
營運活動現金流量	正	正	正
投資活動現金流量	負	正	負
自由現金流量	正	正	正

現金流量邏輯分析	98 年	99 年	100 年
營運活動現金流量	正	正	正
投資活動現金流量	負	正	負
融資活動現金流量	負	負	負

《分析》

1. 華碩的營業活動現金流量歷年來都保持正數，顯示公司創造現金的能力良好，而營業活動現金流入又占現金總流入中最大的比重，表示公司創造現金的來源，是來自本業的獲利。公司經營狀況較好，財務風險較低，現金流入結構也比較合理，換句話說，本業的經營足以讓它獲利、養活自己。
2. 華碩的投資活動現金流量在 99 年呈現正數，代表其發展趨緩且投資機會減少，而到了 100 年之後又開始較為積極的投資並且斥資 50 億元收購 IPC 廠研揚 100%流通之股權，顯示其仍有旺盛的企圖心。
3. 華碩的融資活動現金流量在這三年來皆呈現負數，華碩的自由現金流量皆為正數，而其融資活動現金流量支出主要是在於支付現金股利以及員工的現金紅利，因此可以看出並無因為自由現金流量不足而舉債或增資的情事。

8. 現金流量的結構分析

98 年	現金流入	現金流出	現金流量	流入結構	流出結構	流入流出比
營業活動	64,599	11,069	53,530	92%	21%	5.84
投資活動	3,559	15,743	-12,184	5%	30%	0.23
融資活動	1,864	25,771	-23,907	3%	49%	0.07
現金等價物增加	70,022	52,583	17,439	100%	100%	
99 年	現金流入	現金流出	現金流量	流入結構	流出結構	流入流出比
營業活動	47,949	22,407	25,542	89%	59%	2.14
投資活動	2,633	1,982	651	5%	5%	1.33
融資活動	3,145	13,715	-10,570	6%	36%	0.23
現金等價物增加	53,727	38,104	15,623	100%	100%	

100 年	現金流入	現金流出	現金流量	流入結構	流出結構	流入流出比
營業活動	39,463	20,986	18,477	93%	48%	1.88
投資活動	1,137	7,868	-6,731	3%	18%	0.14
融資活動	1,808	15,053	-13,245	4%	34%	0.12
現金等價物增加	42,408	43,907	-1,499	100%	100%	

單位:百萬元

現金流入結構分析

華碩在 100 年現金流出量約為 424 億元，其中營業活動現金流出量、投資活動現金流出量以及融資活動現金流出量分別為 93%、3%和 4%，可知在現金流出量中營業活動現金流出量 93%所佔的比重最大。99 以及 98 年的結構也相同。

現金流出結構分析

華碩在 100 年現金流出量約為 439 億元，其中營業活動現金流出量、投資活動現金流出量以及融資活動現金流出量分別為 48%、18%和 34%，可知在現金流出量中營業活動現金流出量 48%所佔的比重最大，而融資活動 34%次之。

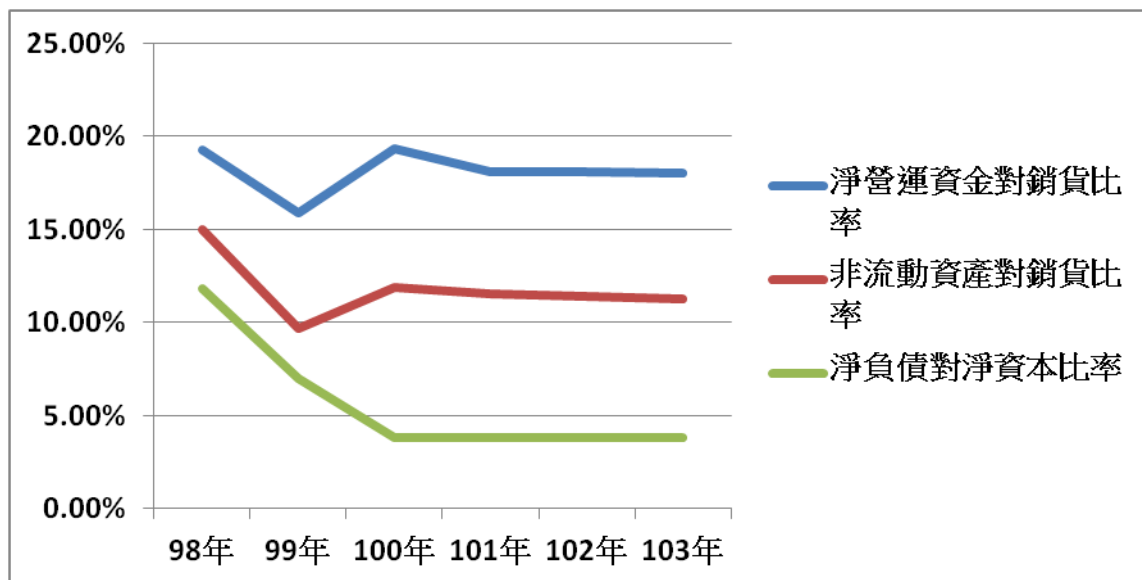
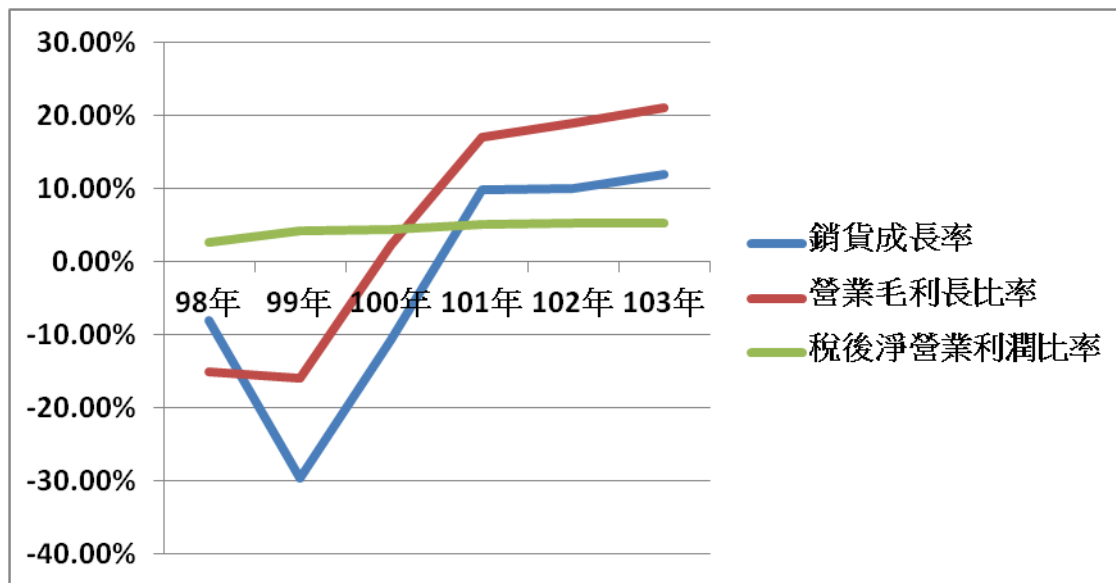
1. 在營業活動現金流出量中主要的流出來自於存貨的變動，佔了營業活動現金流出量的 56%(11800/20986)，在全部現金流出量佔了 27%(11800/43907)。在 98 年存貨減少的調整對營運現金流量的影響為+9960 百萬，99 年為+148 百萬，但是到 100 年卻變成存貨的增加的調整為-11800 百萬，代表銷貨收入-銷貨成本(應計基礎)大於銷貨成本-進貨(現金基礎)；存貨對淨營運現金流量的影響從加項變為減項，造成淨營運現金流量逐年減少。另外，從存貨揭露中可以看到，存貨增加來自商品存貨的增加，加上電腦產業的產品生命週期短，故推品存貨的囤積對應運現金流量影響很大，而營運活動流入流出比為 1.88，代表企業每流出 1 元可換回 1.88 元的現金，代表華碩營運正常，但需要注意的是，從 98 年起營業活動的流入流出比呈現衰退狀態，公司的流動資本管理能力是否會越來越差。
2. 在投資活動現金流出量中，100 年較為不同的是華碩併購了子公司，因此在取得子公司部分佔了投資活動現金流出量的 64%，而在全部現金流出量中佔了 11%，其投資活動流入流出比為 0.14，代表華碩有持續的擴張版圖及進行投資活動。
3. 而融資活動的現金流出量主要用於發放現金股利，其在融資活動現金流出量

中佔了 57%，而在全部現金流出量中佔了 20%，其融資活動流入流出比為 0.12，跟前兩年相比並無太大差異。

四、前景分析

1. 預測分析

	98 年	99 年	100 年	101 年	102 年	103 年
sales growth rate 銷貨成長率	-8.14%	-29.6%	-10.61%	9.85%	10.00%	12.00%
Gross profit growth rate 營業毛利 成長比率	-15%	-16%	2.3%	17.00%	19.00%	21.00%
ROE 股東權益報酬率	8.43%	11.87%	15.14%	18.43%	19.24%	21.43%
NOPAT margin 稅後淨營業利潤 比率	2.67%	4.19%	4.33%	5.14%	5.22%	5.34%
Net working capital to sales 淨營運資金對 銷貨比率	19.26%	15.87%	19.35%	18.11%	18.09%	18.04%
Non-current assets to sales 非流動資產對 銷貨比率	15.03%	9.69%	11.11%	10.78%	10.52%	10.24%
Net debt to net capital 淨負債對 淨資本比率	11.80%	7.01%	3.84%	3.84%	3.84%	3.84%



《分析》

華碩在銷貨成長率方面式呈現負值的狀態，雖然是這樣但不代表它是退步的，從損益表上面看來，雖然他的銷貨收入遞減，相對來說華碩的銷貨成本也是跟著減少的，所以我們認為，可以使用營業毛利來衡量他進步與否，營業毛利成長率係指今年營業毛利與去年同期毛利比較，若成長率為正，表示營業毛利逐期增加；從表上看來，98年與99年皆是負值，不過在100年已有大幅度的成長，營業毛利成長率從負值到正值，我們可從此判斷出華碩在經營上是有進步的。

在100年中，華碩首度發表「變型金剛 Eee Pad」，是台灣第一部搭載 Andriod3.0

系統的平板電腦，快速的竄起，因為平版本身外型不錯，功能也很符合消費者的期待，以及壓低平板電腦價格，因此得到不少優異的評價；華碩從筆電這片低迷的市場中，努力的尋找其他的出入，於是從 100 年起發表的新產品已經不受限在於筆記型電腦以及電腦周邊硬體設備，而是延伸出更多觸角，開始跨足平板、手機；也因此營業毛利成長擺脫前幾年慘淡的情況，盈餘逐步增加，前景看好。

民國 101 年七月，華碩與 Google 合作共同推出 Nexus7，全球銷量反應相當優異，根據新聞報導指出，101 年第三季總共出貨了約 230 萬台平板電腦，且出貨量增加 1.87 倍，比較前年推出的「變形金剛」平板出貨 140 萬台還多出許多，我們預估第四季此產品將會突破 260 萬台；而在今年十月，華碩趁勝追擊推出萬眾矚目的「padFone2」，此產品是平板電腦結合手機，使用者可以依自己的喜好攜帶，因此此產品一出就引起熱烈的討論，因此我們保守預估，101 年第四季銷售量將會有 30% 的成長。

華碩多元化經營，在這萎靡的景氣中，殺出一條血路，根據財金新聞報導，雖然不看好明年的平板電腦銷售量，但對華碩的表現皆有相當高的預期；從股價面來看，99 年當時股價相對低點每股五十元，因一系列的相當成功的平板推出，100 年站上歷史新高三百點，即使直到 101 年年中股價皆有起起伏伏，但皆是正向成長，截至今日，股價已站上 326 點，外界法人相當看好華碩未來的表現。

我們保守估計華碩表現至 103 年，電子業的精神是勇於不斷創新，與市場的接受度，且電子產品生命週期越縮越短，因此創新的腳步必須不斷的加快，但市場的接受度是隨機漫步的，難以預期；我們以目前的資料判斷，保守預估華碩在 102 年、103 年也會維持相當的成長力道，銷貨成長率、營業毛利成長比率、股東權益報酬率、稅後淨營業利潤比率，皆會緩步成長；從大環境來看，經過 2008 年金榮海嘯後，景氣在前幾年沒有什麼起色，但歐美今年起開始有復甦的情勢，當景氣開始復甦，我們可以大膽的預估，華碩在未來的兩年會有不錯的表現。

3. 評價模型

評價前所需預估值：

權益資金成本(re)

1. 無風險利率(rf)：台銀三年期定存利率 1.425%
2. 風險係數(β)：1.27
3. 大盤報酬率(rm)：98-100 年月平均報酬率 0.4%

CAPM： $re = rf + \beta (rm - rf) = 1.425\% + 1.27(0.4\% - 1.425\%) = 0.123\%$

Assumptions				
	100	101E	102E	103E
sales growth rate	-10.61%	9.85%	10.00%	12.00%
NOPAT margin	4.33%	5.14%	5.22%	5.34%
Net Working capital/sales	20.34%	18.11%	18.09%	18.04%
Net non-current assets/sales	11.11%	10.78%	10.52%	10.24%
Net debt to net capital	3.84%	3.84%	3.84%	3.84%

	Forecast Income statement (million)				
	100	101E	102E	103E	104E
sales	384,113	420677	462745	477954	
NOPAT	16,632	21,623	24,155	25,953	
(-) Net interest expense after tax	-215	-215	-215	-215	
Net profit	16,847	21,838	24,370	26,168	0

《分析》

根據對 101-103 年 NOPAT margin 的預估比率，扣掉稅後淨利息費用(由於 99 及 100 年利息收入皆大於利息費用，101-103 年皆預估為-215 百萬)，得到 101-103 年淨利預估值。假設 104 年為終止期，因此淨利為零。

Forecast balance sheet(million)					
ending	100	101E	102E	103E	104E
net working capital	78129	76185	83711	86223	
net non-current assets	42675	45349	48681	48942	
net debt	4630	4667	5084	5190	0
SE	116174	116867	127308	129975	0
net assets	120804	121534	132391	135165	0

《分析》

根據 Net Working capital/sales、Net non-current assets/sales 以及 Net debt to net capital(由於華碩的資金龐大、對外借款少，101-103 年皆預估為 3.84%)的預估比率，經過計算得到 101-103 年淨資產、淨負債以及股東權益的預估值。假設 104 年為終止期，公司的淨資產、淨負債以及股東權益皆為零。

1.股利折現模型

year	Net profit	ratio	Dividend	PV factor(re)	PV of Div.(million)
101E	21838	51%	11137	0.9988	11123.69
102E	24370	51%	12429	0.9975	12398.16
103E	26168	51%	13346	0.9963	13296.53
103E	129975			0.9963	129496.32
Equity value					166314.69
Outstanding shares					753
Forecast 100end stock price					220.87
actual 100end stock price					215.5

《分析》

98 年到 100 年的股利發放率大約為 51%，就用 Net profit 乘上股利發放率算出股利，然後假設 104 年是終止年，所以把 103 年年底的股東權益價值一起折現回來，利用股利折現模型可以預估出 100 年年底預測股價為每股 220.87 元，而 100 年年底實際股價是每股 215.5 元，所以我們認為華碩的實際股價低於其內含價值，有點被低估了。

2.現金流量折現模型

評價方式:設定 104 年公司終止期，分別將 101、102、103、104 年對股東的自由現金流量折現到 100 年年底，加總之後為 100 年年底公司的權益價值。將權益價值除以 100 年的流通在外股數即為 100 年年底股價的預測值，在將其與 100 年年底實際股價作比較。

Discounted cash flow model						
year	Net profit	(-) Δ BVA	(+) Δ BVDN	FCF	PV factor(re)	PV of CF (million)
101E	21838	730	37	21145	0.9988	21119.31
102E	24370	10858	417	13929	0.9975	13894.96
103E	26168	2774	107	23500	0.9963	23413.92
104E	0	-135165	-5190	129975	0.9951	129337.13
Equity value						187765.32
100end outstanding shares						753
Forecast 100end						249.36

stock price						
actual 100end stock price						215.5

《分析》

藉由現金流量折現模型計算，在 100 年年底華碩的權益價值為 187765 百萬元，將其除以 100 年度流通在外股數 753 百萬股，得出預估 100 年年底的預測股價為每股 249.36 元。100 年年底實際股價為每股 215.5 元，因此我們認為華碩的實際股價低於其內含價值也就是被低估，未來應該還有上漲的空間(101 年年底股價為 326.5 元)。

3.異常盈餘折現模型

評價方式:設定 104 年為公司終止期，將基期 100 年年底的股東權益帳面價值加上未來 101、102、103、104 年異常盈餘的折現值，計算出來的則是 100 年年底的權益價值。將權益價值除以 100 年的流通在外股數即為 100 年年底股價的預測值，再將其與 100 年年底實際股價作比較。

Discounted abnormal model						
year	beg.BVE	Net profit	re*beg.BVE	AE	PV factor	PV of AE(million)
101E	116174	21,838	143.18446	21,695	0.9988	21667.95
102E	116867	24,370	144.0382	24,226	0.9975	24166.73
103E	127308	26,168	156.90651	26,011	0.9963	25915.19
104E	129975	0	160.19424	-160.19424	0.9951	-159.41
cumulated PV of AE						71590.46
(+)-100 end. BVE						106358.00
Equity value						187765.32
100end outstanding shares						753
Forecast 100end stock price						249.36
actual 100end stock price						215.5

《分析》

藉由異常盈餘折現模型，100 年初權益帳面價值(106358 百萬)加上 101-104 年異常盈餘折現值加總(71590.46 百萬)，得到公司權益價值為 177948 百萬，再將其除以 100 年度流通在外股數 753 百萬股，得出預估 100 年年底的預測股價為每股 236.32 元。在現金流量折現模型的預估中，100 年年底我們預測實際股價被低估了 33.86 元(249.36-215.5)；在異常盈餘折現模型中股價被低估了 33.86 元(249.36-215.5)。因為現金流量折現模型是將每期自由現金流量折現，而自由現金流量是淨利扣掉資產帳面價值的變動加上負債帳面價值的變動，也就是只考慮現金的部分但並未考慮應計的部分；異常盈餘折現模型是將異常盈餘折現，而異常盈餘折現模型是淨利減期初股東權益乘上權益資金成本。總觀以上預測值，我們推測華碩股價在 100 年底大約被低估 33.86 元。

4.價格乘數－本益比與股票淨值比

● 華碩：

日期	本益比 P/E Ratio	股票淨值比 P/R Ratio
102/1/4 (最新)	11.23	2.02
101/12 (交易日平均)	11.35	2.05
101/11 (交易日平均)	11.07	2.00

● 技嘉：

日期	本益比 P/E Ratio	股票淨值比 P/R Ratio
102/1/4 (最新)	11.26	0.81
101/12 (交易日平均)	10.73	0.77
101/11 (交易日平均)	10.09	0.73

《分析》

由上表格所示，華碩在近三個月內本益比並無太大的變動；本益比表示投資人對該公司的信心有多高，願意出多少價位去換取公司\$1 的盈餘，單看華碩一家公司的資料是難以評估的，所以我們又加入「技嘉」，為華碩同產業的競爭者來做為比較；技嘉與華碩的本益比相當，表示投資者對此兩家公司的期望營運表現，但本益比背後隱藏的意涵，很有可能是人氣高低的指標，原因在於投資客願意花多少錢去購買那些家公司，看好哪家公司，一旦投資者對某家公司有高度信心時，那家公司的本益比就會高於其他同業，因此本益比對於公司的實質的營運狀況沒有太多的預測能力，且本益比過高可能是投機客炒作的結果，容易造成泡沫；因此從另一方面來看，技嘉的最新的股價收盤在 26.35 元，而華碩則收在 319.5 元，有相當大的落差，由此可知，華碩表現較佳。

由上圖所知，我們可以看到華碩的 P/R 值是略高於技嘉的，股價淨值比是用來衡量該公司股票價格與公司的帳面價值的差異，自從 99 年中起華碩的股票開始飆漲，突破三百點，股票價格越高，相對來說股票淨值比也會增加，一旦比值

太高，就有高估的風險，但另一面來說，相對較高表示投資者對該公司預期營運將會更好，我們必須謹記，投資者現在願意付出代價購買的股票，不只是現在眼前看到的成效，更是著眼於公司未來發展的潛力；總觀上述來說，本益比與股價淨值比都會因為投資者對大環境及該產業的信心高低，而有所變動的，所以若用來衡量公司未來營運的好壞，是會有所偏頗的。

五、結論

從上述的產業分析、會計政策分析、財務比率分析以及前景分析，華碩皆有相當不錯的營運表現，在筆記型電腦這飽和的市場，華碩為自己開創另一條道路，多邊形的型態經營，延伸至平板電腦、手機、還有把前兩者結合的前瞻創新，這些都是同業中先鋒，且更在 101 年年底，獲得台灣最佳聲望標竿企業家電與資訊服務產業龍頭及跨產業前十大殊榮，這表示華碩的經營績效、品牌經營都備受肯定的，投資人對其的前景更是一片看好。

自從 99 年中開始，華碩的突破創新以及經營成效開始反映在股價上，年中原本每股為 50 元，攀升極為快速，兩個月的時間內到達了 241 元，雖然之後有些起伏，但華碩皆維持在高檔，於 101 年年底，已達到每股 326 元的高峰，投資人相當看好華碩未來的表現，我們也認為，如果華碩持續堅持創新改革，推出別出心裁的產品且維持高標準的品質，必定能繼續吸引消費者的目光，不僅能漸漸鞏固品牌在消費者心中的地位，獲利也能穩定成長。

然而投資者期許的與消費者實際購買產品來體驗的，是會有略些不同；即使投資客願意投資，但若產品使用後消費者不盡滿意，那一段時間下來，必定會反映在銷售量，如此投資者可能會惶恐，股價就將下跌。華碩有一句很響亮的標語口號：「華碩品質，堅若磐石」，華碩對自家商品的肯定及信心由此可知；不過我們從幾位消費者的體驗心得中發現，華碩的品質是有一些不穩定的，有些消費者反應產品買回家，才開箱不久螢幕及出現問題，換了新貨回家再度打開畫面還是有問題，這代表華碩的良率很有可能沒有像是號稱來的高；再者如果要鞏固在消費者心中品牌地位，「客服」這一方面可是要做足功課，畢竟面對消費者第一線的即是客服人員，消費者的親身接觸的感受遠比廣告上說得在好的行銷詞句來得多，但我們也發現，也有些消費者對華碩的客服並不是很滿意，原因在於客服人員的心思不夠貼近消費者，讓消費者覺得他們的回覆是訓練出來的官話，會讓人有不悅的觀感；再來華碩另一個為人詬病的就是他的「維修時間」，消費者普遍認為華碩的維修時間過長，一等可能需要一至兩個星期，甚至還有一個月的維修期，這對華碩本身以及消費者皆是傷害，華碩不但可能賠掉使用者對產品或是品牌的信心，這些需送修的商品也會增加原本不必要的成本花費。

總觀上述而言，我們認為華碩在提高銷量的前提下，還是必須對自家產品品質、客服品質、維修品質再多多加強；畢竟華碩的產品是以消費者為導向的，產品要有人買，一定得面面俱到，品牌的建立也並非一朝一夕，華碩轉型之後才剛起步不久，往後的挑戰只會增加不會減少；華碩是一個體系健全的公司，財報上的數字成長也是有目共睹，而反映在股價上更是令人驚艷，華碩指日可待。