

# 宏達國際電子股 份有限公司

指導老師：洪振虔老師

組長：98402037 王文駿

組員：98402013 黃俊豪

98402033 陳明鴻

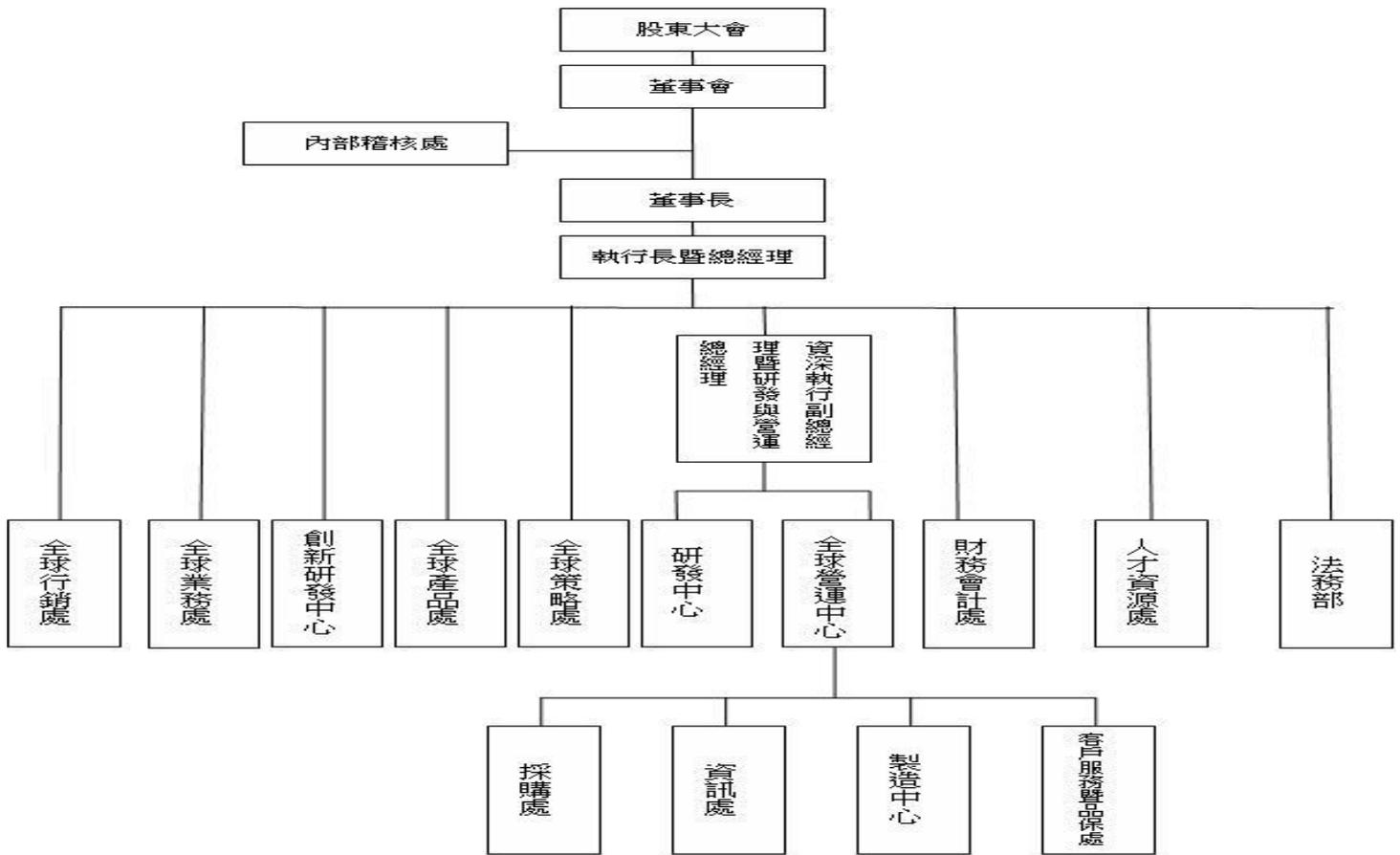
# 目錄

壹.	基本資料.....	3
(一)	組織結構與經營團隊分析.....	3
(二)	股權結構：.....	3
(三)	獨立董監事設置.....	4
(四)	公司事件分析.....	5
貳.	國內（外）政治、法規與事件分析.....	6
(一)	競爭分析.....	6
參.	國內（外）總體經濟分析.....	7
(一)	科技面.....	7
(二)	政策面：.....	8
(三)	外銷訂單成長.....	8
(四)	物價溫和上漲.....	8
(五)	新台幣匯率升值，股市盤整.....	8
(六)	國際原物料價格.....	9
(七)	工業生產.....	9
(八)	所得.....	9
肆.	產業分析.....	10
(一)	波特五力分析.....	10
(二)	產業結構分析.....	12
(三)	產業事件分析.....	13
(四)	綜合評論.....	14
伍.	財務分析.....	16
(一)	獲利能力.....	16
(二)	成長力分析.....	16
(三)	資產（經營）管理能力.....	16
(四)	財務結構.....	17
(五)	償債能力.....	17
(六)	現金流量.....	17
(七)	財務分析綜合評論：.....	17
(八)	股利政策.....	18

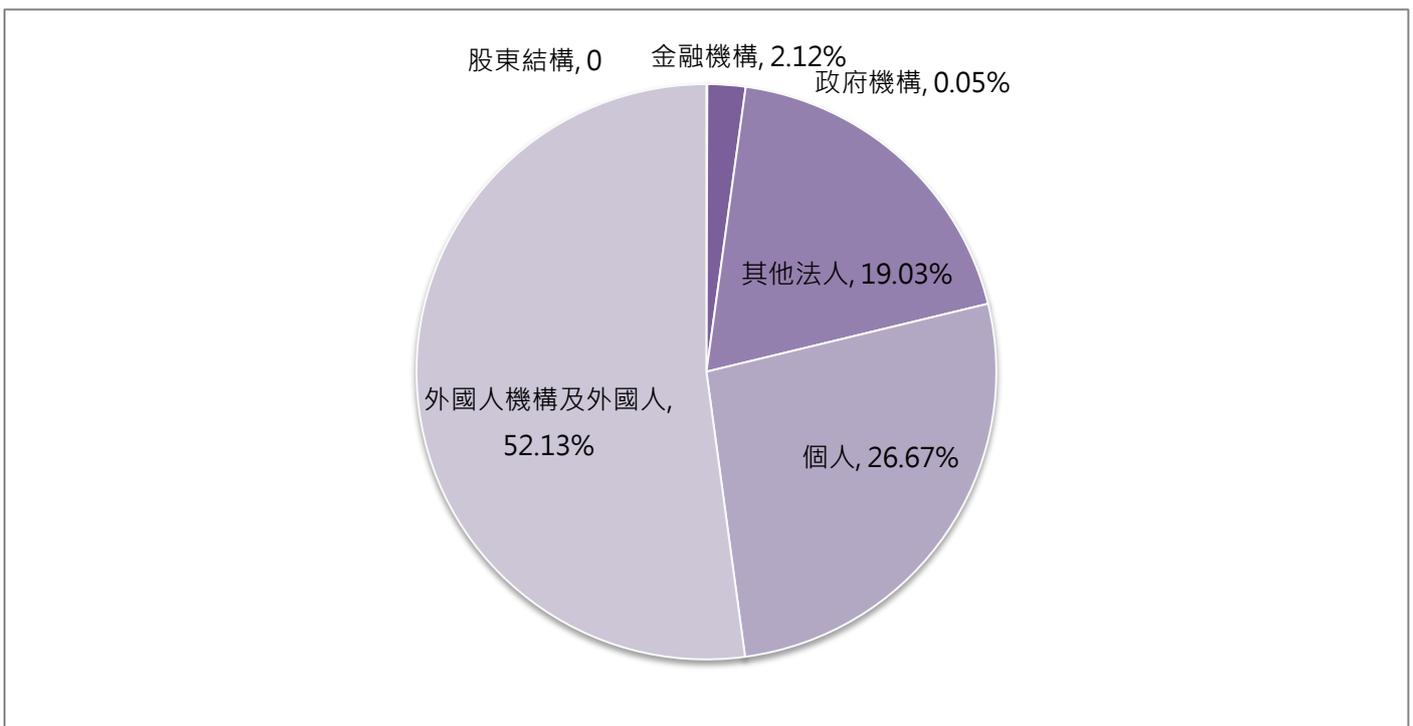
(九)	土地持有情形.....	19
陸.	評價分析.....	19
(一)	自由現金流量評價法.....	19
(二)	相對評價法.....	25
柒.	結論.....	26

# 壹. 基本資料

## (一) 組織結構與經營團隊分析



## (二) 股權結構：



### (三) 獨立董監事設置

姓名	林振國	Josef Felder
學歷	美國哈佛大學經濟學系進修研究 美國奧克拉荷馬州立大學經濟學系進修研究 台灣大學經濟學系畢業	Graduate of Advanced Management Program (AMP), Harvard Business School , Boston
經歷	台灣金聯資產管理公司董事長 中華民國對外貿易發展協會董事長 行政院政務委員 財政部部長 台灣大學經濟系教授	1980 - 1983 Commercial clerk 1984 - 1988 Accountant with various companies 1989 - 1993 Accounting manager at Crossair 1993 - 1998 Marketing manager at Crossair Product management at Crossair Deputy Director at Crossair 1998 - 2000 Director of FIG (Flughafen Immobilien Gesellschaft) 2000 - 2008 Chief Executive Officer of Unique (Flughafen Zurich AG)
現職	東海大學董事長 台灣高速鐵路股份有限公司獨立董事 宏達國際電子股份有限公司獨立董事	Careal Holding AG AMAG Zingg-Lamprecht AG Edelweiss Air AG Schulthess Group AG Wolfhausen Gutsbetrieb Oetlishausen AG, Hohentannen Pro Juventute Luzerner Kantonalbank AG, Lucerne Victoria Jungfrau Collection, Interlaken HTC Corporation
持有股數	0	0

## 選任過程與選任結果

本公司經民國九十九年股東常會採候選人提名制度完成二席獨立董事之選任，任期三年，即自民國九十九年六月十八日至一百零二年六月十七日止，當選之獨立董事名單如下：

當選別	姓名	當選權數
獨立董事	林振國	428,667,011
獨立董事	Josef Felder	355,019,904

## (四) 公司事件分析

### 1. HTC 展新機 可望帶動宏達電第 2 季營運

〔本報訊〕智慧型手機大廠宏達電（2498）今天下午在台北發表旗艦機種 HTC One X，並由國內 3 大電信龍頭站台，將開放 3 大電信營運商限定版預購，預購日到本月 28 日，外界預估，搭載 NVIDIA Tegra3 的 4 核心處理器的 HTC One X 可望帶動宏達電第 2 季營運起飛。

宏達電今天下午在台北舉行 HTC One 體驗日記者會，包含 3 款新機 HTC One X、HTC One S 以及 HTC One V，一口氣秀出日前在西班牙全球行動通訊大會（MWC）發表的 HTC One 系列手機。

國內 3 大電信龍頭也一同站台，開放 HTC One X 豪華限定版預購，並預計 4 月初在全球陸續上市，目前已獲得全球超過 100 家電信廠商青睞，台灣將搶得北亞區先機，成為最早推出的市場之一。

宏達電也對未來銷售成績充滿信心，還大膽預估 HTC One X 能成為宏達電史上最熱賣的機種，對宏達電第 2 季營運打入 1 劑強心針。

此外，目前貴為股王的宏達電今天早盤最高曾到 638 元，終場以 633 元收盤，漲幅 0.64%。

### 2. 大立光跌跌不休 宏達電奪回股王

台股昨日大漲重回 7000 點之上，但大立光（3008）股價沒有同步反彈，依然跌跌不休，重挫逾 5%，收在 630 元，還因此跌掉股王寶座。同時宏達電（2498）則小漲收在 646 元，從 7 月中股價屈居次位之後，重登台股稱王。

大立光與玉晶光（3406），同為蘋果鏡頭供應商，受到市場傳出第四季可能遭砍單的消息衝擊，昨日一起落難。大立光昨日開盤走高，一度達 690 元，但午盤風雲變色，由紅翻黑，收盤跌幅達 5.12%，收盤價為 630 元，拱手把股王稱號讓出。玉晶光昨日遭外資與投信賣超，也有明顯賣壓湧出，午盤遭打落跌停，鎖死躺平在 221.5 元。

至於宏達電，從 9 月 13 日至昨日，已被外資當作提款機，連續 11 個交易日賣超，累計賣超張數逾 2.2 萬張，股價也向下修正。昨日宏達電股價多力守平盤之上，午盤一度翻黑，但最後在買盤拉抬之下，以小漲 1.25% 作收，趁著大立光股價重傷，順利拿回失去 2 個多月的王冠。

位居高價股第三位的 TPK 宸鴻（3673），雖然也是蘋果概念股，但昨日股價並沒有如大立光等受到蘋果相關利空傳聞影響，反而漲逾半根停板，收在 557 元。

另外，IC 設計雙雄聯發科（2454）與 KY 晨星（3697）股價顯得喜氣洋洋，有競爭對手博通退出 TV 晶片市場的利多激勵，昨日雙雙攻上漲停慶賀，分別收在 327 元與 153.5 元。

## 貳. 國內（外）政治、法規與事件分析

### （一） 競爭分析

#### 1. 競爭優勢及市場機遇：

- (1) 與業界領導廠商合作，促成異業趨勢改變
- (2) 合作無間的團隊，良好的執行力，落實全球運籌與成本控制
- (3) 與主要電信業者的長期合作，了解消費者需求
- (4) 市場規模持續成長，4G 平台有利資料傳輸需求的增加

#### 2. 威脅及因應措施：

##### (1) Smart phone 市場競爭加劇

- i、 提高速度和執行力，領先競爭對手
- ii、 提供完整產品組合供消費者選擇

##### (2) 全球不景氣影響手機市場需求

- i、 成長可能放緩，但仍將維持於合理水平
- ii、 提供多元化及具差異化之產品，以滿足客戶需求及擴充市場

## 參. 國內（外）總體經濟分析

### （一） 科技面

#### 台灣、中國

隨著科技不斷在進步，導致產品生命週期縮短，使得研究發展費用大大的增加，現在市面上的手機通訊技術從以前到現今的可分成 4 種，而每一種都有各自的特色，但是未來還會再研發新技術。

1. 第一代行動通訊技術(1G)：是類比式的通訊技術，只能進行語音的傳遞。有 AMPS、TACS…等多種技術規格。第一代行動通訊技術有很多不足之處，比如容量有限、制式太多、互不相容、保密性差、通話品質不高、不能提供數據業務、不能提供自動漫遊等，中華電信早年提供的 090 門號就是屬於 AMPS 800MHz 的通訊系統。
2. 第二代行動通訊技術(2G)：主要技術規格有 GSM（含 DCS）、TDMA、CDMA。其主特性是提供數位式的語音業務及低速數據業務。語音品質、保密性能得到提升，並可自動進行漫遊但由於仍採用不同的技術型式，行動通訊標準不統一，用戶只能在同一技術型式覆蓋的範圍內進行漫遊，且由於第二代數字行動通訊系統頻寬有限，限制了數據業務的應用，也無法實現高速率的業務如行動的多媒體業務。
3. 第三代行動通訊技術(3G)：主要有三個規格 WCDMA、CDMA2000、TD-SCDMA，與從前以類比技術為代表的第一代和目前正在使用的第二代行動通訊技術相比，3G 將有更寬的頻寬，其傳輸速度最低為 384K，最高為 2M，頻寬可達 5MHz 以上。
4. 第四代行動通訊技術(4G)：行動通訊已成為當代通信領域內的發展潛力最大、市場前景最廣的熱門技術。目前全球已具有相當規模的行動通訊標準有 GSM、CDMA 和 TDMA 三大分支，每個分支都在搶占市場。全球無線技術各自為營，各廠商都在不斷推出新技術，以迅速搶占行業標準的主導地位。儘管第三代行動通訊（3G）標準比現有無線技術更強大，但也將面臨競爭和標準不相容等問題。國際電信聯盟（ITU）目前已經開始研究製訂第四代行動通訊標準，並已達成共識：把行動通訊系統同其他系統（例如無限局域網，W-LAN，等）結合起來，產生 4G 技術，希望在 2010 年之前使數據傳輸數率達到能 100Mbps，以提供更有效的多種業務。

## （二） 政策面：

### 台灣

手機單向收費今年有望全面實施。工信部和發改委在內部下發了《關於調整移動本地電話業務資費管理方式的通知》的徵求意見稿，醞釀對現行手機資費政策進行較大改革。

### 中國

大陸執行手機實名制，除了影響超過 3.2 億未登記的老用戶，必須在未來 3 年內做好補登資料的手續外，更大的影響在於，以往臺灣旅客赴大陸旅遊時，為了時間效益、方便性，通常會選擇無需身分證明的易付卡，但未來臺灣旅客、商務旅客必須備妥臺胞證，才可以擁有一個大陸的手機號碼。

## （三） 外銷訂單成長

因新舊機種轉換、面板需求下滑及去年比較基期較高，3 月外銷訂單金額 383.7 億美元，較去年同月減少 1.58%，若考量匯率因素，以新台幣計價較去年同月亦減少 1.54%。

## （四） 物價溫和上漲

3 月消費者物價指數(CPI)較去年同期上漲 1.21%，通訊費、3C 消費性電子產品價格續降，抵銷部分漲幅；扣除蔬果、水產及能源之核心物價，上漲 0.70%。國產內銷品跌 1.64%，進口品漲 1.97%，出口品跌 0.91%。預測，今年消費者物價指數(CPI)上漲 1.94%，較 2 月預測數 1.46%僅上修 0.48 個百分點，主因油電雙漲雖加重國內相關商品或服務價格上漲壓力，然政府提出多項穩定物價措施、占 CPI 近 2 成之房租價格走勢平穩、電信費率及耐久財價格調降趨勢持續等，有助於舒緩物價漲勢。

## （五） 新台幣匯率升值，股市盤整

3 月受台股波動、希臘債務重組順利、美國 FED 維持低利率水準影響，新台幣兌美元匯價盤整；後因台股受證所稅議題影響波動，另逢出口商拋匯壓力，新台幣兌美元匯率走勢微升，3 月底以 29.53 元作收；3 月平均匯率 29.55 元，較上月升值 0.06%，較去年同月貶值 0.06%。

## (六) 國際原物料價格

### 國際油價

國際油價走勢：近期國際油價(WTI)於 101~105 美元/桶間波動受伊朗核能危機影響引發石油供給疑慮，國際油價於 2012 年 2 月 24 日達每桶 109.77 美元，創 2011 年 4 月以來新高。2012 年 4 月油價於 101~105 美元/桶區間波動，平均油價較 3 月下跌 2.76%，主因美國原油庫存高於預期，以及沙烏地阿拉伯表示若伊朗實施禁運，未來將增產因應市場需求，使得油價走低。

## (七) 工業生產

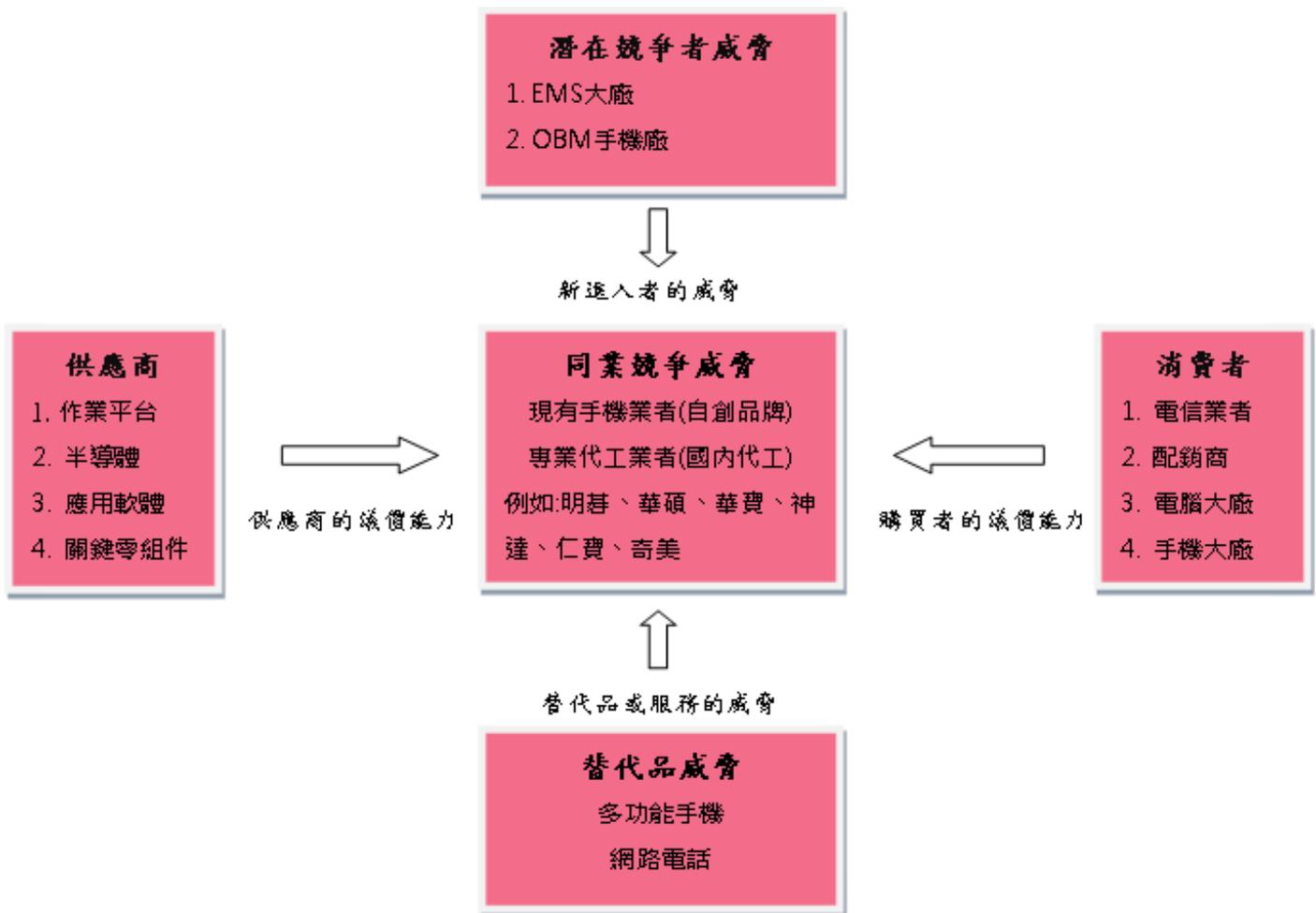
資訊電子工業減少 4.1%，為影響製造業及工業生產表現之主要業別，各中分類行業中，電子零組件業、電力設備業減產。電子零組件業減少 5%，係因：①歐美經濟尚未回穩，新興市場銷售量不如預期；②去年比較基數偏高；③新舊產品處於交替期。

## (八) 所得

預測 101 年經濟成長率 3.38%，較 2 月預測 3.85%降 0.47 個百分點，平均每人 GDP 2 萬 859 美元，平均每人 GNP 2 萬 1,437 美元，CPI 上漲 1.94%(較 2 月預測上調 0.48 個百分點)。

## 肆. 產業分析

### (一) 波特五力分析



#### 1. 新進入者的威脅

台灣現行進行智慧型手機代工之廠家主要有宏達、明碁、華碩、華寶、神達、仁寶、奇美等，目前均接獲代工訂單或開發自有品牌，以宏達出貨量最大為設計代工之首。定位為 EMS 大廠之鴻海、開發自有品牌之大霸、英華達亦覬覦智慧型手機潛在之爆發性，正等待時機投入。智慧型手機進入門檻高，需具備較高之技術層次以整合通訊及數據之功能，又需兼顧手機外型及通話品質。進入者需投入大量資金採購測試設備，延攬研發人員，最主要需有客源及穩定之訂單收入，使產品具銷售之通路並回收產品研發經費。

## 2. 供應者的議價力量

智慧型手機主要供應者為作業系統業者、半導體大廠、液晶顯示器、電池等關鍵零組件大廠及應用軟體設計業者。作業系統業者及半導體大廠積極進入行動市場，以降低授權費用之方式進行市場滲透，尤以微軟和 Symbian 積極授權以拉攏手機製造商或供應商。晶片龍頭英特爾(Intel)與德州儀器(Texas Instruments, TI)在無線手持裝置之競爭態勢明顯，放低姿態和台灣手機供應商做技術合作，以求在通訊市場上勝出。相對關鍵零組件如 LCD、電池、觸控面板等多來自日韓大廠，因智慧型手機經濟規模不夠大，又需進行符合尺寸較小之手持裝置開發，本身屬高技術投資並取代性低，議價能力較低，為少數供應商主導市場。台灣之關鍵零組件供應商正積極進入此市場。軟體設計業者看好無線通訊產品在軟體上之機會，亦動作明顯加入產品整合之行列。

## 3. 來自替代品的壓力

通訊市場之高階手機主力為多功能手機(Features phone)。智慧型手機本是進入同一市場區隔與多功能手機競爭。多功能手機之行銷策略具有差異集中化，針對特定功能、多變之設計及價格較為平易近人，分別佔據許多利基市場，依然威脅智慧型手機之位置。

## 4. 購買者的議價力量

智慧型手機代工之購買者為電信業者(Operator)、配銷商(Distributor)、電腦大廠(PC maker)及手機大廠(Phone maker)。其中電腦大廠與手機大廠早對台灣代工供應商嫻熟，知道如何設法壓低價格，爭取更高的品質與服務。而電信業者與通路商對製造廠之熟悉程度較低及對該產品之經驗不足，議價能力低。整體而言，台灣智慧型手機設計代工因以下原因議價能力較低：

- (1)購買分散、採購量小
- (2)採購多為特殊規格，非標準化的產品
- (3)產品共用性低
- (4)轉換供應商成本高
- (5)物料較具技術性，資訊較不充足。

## 5. 同業的對抗強度

現行智慧型手機代工產業的競爭在於技術層次，其次在於服務品質及整合能力。尚未達到以量制價之惡性競爭，競爭程度弱。目前由較具技術能力及策略夥伴關係之少數廠家寡占，尚不存在勢均力敵的競爭對手。未來產業成長的速度將會很快，面對多變的競爭者及台灣長期複製經營模式之代工廠，市場之競爭將更為可期。

### (二) 產業結構分析

手機產業價值鏈是由晶片零組件平台廠商、手機製造商、軟體開發業者、內容業者、電信業者、通路商及消費者共同組成。

#### 1. 晶片零組件

其晶片零組件平台廠商與手機製造商皆朝專利布局、品牌行銷、技術提升、擴大市占率等方向前進，使得後進者難以超越。

#### 2. 軟體

而軟體開發業者及內容業者正積極開發無線寬頻的殺手級應用，試圖透過與電信業者之間的合作拓展市場，該市場的競爭情形相當激烈。

#### 3. 電信業者

至於電信業者，其與通路商之間的合作關係生變，近兩年電信業者直接與消費者接觸，與通路商相較，電信業者逐漸占上風，預期未來將由電信業者主導消費市場。

### （三） 產業事件分析

#### 1. 蘋果-大砍訂單，再培養競爭者制衡

在庫克布局下，力抗三星的聯軍已經成形，宏達電即將分食三星訂單，成為蘋果未來處理器的新供應商。友達、樂金已取代三星的面板部門，成為 iPad Mini 的主要供應商，最近，東京地方法院也已通過美光和爾必達的合併案，爾必達已是蘋果記憶體供應商，在反三星陣營催化下，新美光已經是蘋果重要的記憶體供應商。三星引以為傲的面板、記憶體和處理器三大拳頭產品，都有了競爭者。

三星現在最賺錢的部門，和最主要的風險，都來自手機部門，三星的垂直整合模式加上獲利過度集中在手機部門，讓三星禁不起被蘋果擊敗的風險。

#### 2. 三星-手機部門最會賺錢，也最脆弱

過去三年，蘋果和宏達電的官司，讓宏達電全球市占率從 10% 掉到 4%，蘋果和宏達電和解後，放手讓宏達電把失去的 6% 市占率挖回來，三星會付出多大代價？

依今年第三季狀況估計，三星將因此少賣 1079 萬支手機！這代表三星將有新台幣 857 億元收入因此蒸發，營收影響比斷絕其零組件採購更大。而若細看獲利，影響也是更大，因手機部門毛利率約為 17%，其他三個部門平均毛利率僅有 10%。

若宏達電成功拿回市占，比蘋果現在藉由宏達電、友達、樂金、美光制衡三星，加起來造成的影響還大！這還不包括競爭導致的毛利下滑。而且手機需求下滑，也可能導致三星進一步降低在面板、半導體的資本支出，產生連鎖效應。

如果是一般手機廠，只要承受手機賣不出去的損失，三星卻因為力行垂直整合，一支手機裡有六成零組件都是自家產品，手機賣不出去，三星的面板、記憶體也會跟著生意減少，景氣好的時候，三星的垂直整合策略讓它賣一支手機賺好幾次錢，景氣不好的時候，也會讓它背負比別人多好幾層的風險。

宏達電原本就是最接近三星的競爭者，現在，也只有宏達電有實力能當「刺客」，直接在 Android 陣營裡和三星對決。三星面對蘋果結合台灣廠商兩次出招，明年到底能否仍維持高成長，已是市場關注焦點。

## （四） 綜合評論

### 1. 營銷投入不足

今年 9 月，HTC 全球銷售與營銷總裁詹森·麥肯澤(Jason Mackenzie)表示，三星之所以能夠超越 HTC，源於該公司的龐大營銷預算。他說：“三星的廣告資金比我們多 4 至 6 倍。”的確如此，三星甚至還專門發廣告嘲笑排隊購買 iPhone 的果粉。雖然 HTC 的標語是“低調之中見卓越”(quietly brilliant)，但也未免有些太低調了。

### 2. 遷就運營商的“獨家手機”策略

三星不僅通過全美四大運營商出售 Galaxy S III，甚至還與一些小型運營商建立了合作協議。HTC 的 One X 只能通過 AT&T 銷售。運營商希望獲得“獨家手機”，HTC 也主動迎合了這種需求。T-Mobile 也出售一個版本的 One X，名字改成了 One S，而且性能略差。Sprint 同樣有一個名為 One V 的版本，性能甚至還不如 One S。Verizon 甚至乾脆不銷售 HTC 的 One 系列產品。

HTC 本應承受得起大舉營銷。2011 年，該公司擁有超過 13% 的不俗利潤率。不僅如此，決定針對每家運營商單獨推出一款獨家手機，而沒有像 iPhone 那樣統一品牌，或許也是一大錯誤。

### 3. HTC 最需要的軟體能力

HTC 到底可以用甚麼方式來彌補在軟體與網路產業上的弱點呢？我們所看到的答案出奇的簡單，作業系統並非 HTC 最需要的軟體，HTC 真正需要的是在瀏覽器上以 HTML5 為核心的技術，HTC 只要能夠牢牢掌握住 HTML5 與瀏覽器技術，並且開發在伺服端的搭配技術，就有可能在以美國主導的手機產業上突圍而出，脫離美國的掌握，進而反攻吃下原本屬於蘋果的市場。

HTC 就算買下 WebOS，充其量也只得到一個沒有多少人使用的專屬作業系統，以台灣這樣一個缺乏雲端技術與軟體產業的國家而言，要能將 WebOS 推到全世界，恐怕是困難重重，我想這也是 HTC 最後為何放棄購併 WebOS 的主要原因。

HTC 到底可以用甚麼方式來彌補在軟體與網路產業上的弱點呢？我們所看到的答案出奇的簡單，作業系統並非 HTC 最需要的軟體，HTC 真正需要的是在瀏覽器上以 HTML5 為核心的技術，HTC 只要能夠牢牢掌握住 HTML5 與瀏覽器技術，並且開發在伺服端的搭配技術，就有可能在以美國主導的手機產業上突圍而出，脫離美國的掌握，進而反攻吃下原本屬於蘋果的市場。

HTC 就算買下 WebOS，充其量也只得到一個沒有多少人使用的專屬作業系統，以台灣這樣一個缺乏雲端技術與軟體產業的國家而言，要能將 WebOS 推到全世界，恐怕是困難重重，我想這也是 HTC 最後為何放棄購併 WebOS 的主要原因。

## 伍. 財務分析

### (一) 獲利能力

	2011 年	2010 年	2009 年	2008 年	2007 年
營業毛利率	26.31%	28.92%	31.66%	33.19%	33.88%
營業利益率	14.25%	15.38%	16.69%	19.83%	25.75%
淨利率	13.62%	14.37%	15.61%	18.77%	24.4%
資產報酬率	29%	26%	22%	28%	37%
股東權益報酬率	70%	56%	36%	49%	59%
每股盈餘 (EPS)	73.32 元	46.18 元	26.04 元	32.80 元	33.09 元

### (二) 成長力分析

	2011 年	2010 年	2009 年	2008 年	2007 年
營業收入成長率	65.46%	89.84%	-5.03%	28.65%	13.13%
營業毛利率成長率	50.53%	73.47%	-9.44%	26.05%	18.04%
營業利益率成長率	53.35%	74.95%	-20.1%	-0.91%	15%
淨利率成長率	56.77%	74.86%	-21.05%	-1.05%	14.62%
資產報酬率成長率	12.49%	14.2%	-5.18%	-0.3%	5.51%
股東權益報酬率成長率	35.75%	13.82%	8.21%	8.18%	31.72%

### (三) 資產 (經營) 管理能力

	2011 年	2010 年	2009 年	2008 年	2007 年
資產週轉率	1.84 次	1.49 次	1.21 次	1.32 次	1.31 次
應收帳款週轉率	6.95 次	5.92 次	4.92 次	6.09 次	6.01 次
存貨週轉率	12.11 次	11.77 次	11.71 次	12.68 次	12.14 次

#### (四) 財務結構

	2011 年	2010 年	2009 年	2008 年	2007 年
負債占資產比率	59%	59%	45%	47%	38%
長期資金占固定資產比率	658%	683%	790%	822%	1,509%

#### (五) 償債能力

	2011 年	2010 年	2009 年	2008 年	2007 年
流動比率	124%	144%	188%	186%	242%
速動比率	101%	120%	171%	169%	218%
利息保障倍數	6806%	967,203%	192,463%	136,167%	133,409%

#### (六) 現金流量

	2011 年	2010 年	2009 年	2008 年	2007 年
現金流量比率	59%	37%	51%	69%	116%
現金流量允當比率	163%	157%	201%	221%	291%
現金再投資比率	52%	26%	11%	28%	47%

#### (七) 財務分析綜合評論：

##### 1. 財務結構與償債能力方面

宏達電 2011 年底負債占資產比率為 59%與 2010 年相同，流動比率與速動比率略為降低至 124%與 101%，主要係因營運的高成長帶動相關流動負債科目金額增加，如應付票據與帳款金額成長 26%至 716 億元、應付行銷廣告費成長 62%至 255 億元及產品保證負債成長 41%至 127 億元。

宏達電現金充裕，並無對外舉債，損益表上所列之利息費用主要係因支付相關稅款所產生之加計利息，使得利息支出增加，故利息保障倍數較 2010 年降低。

## 2. 經營能力方面

受惠於營業收入的高成長，使固定資產週轉率、總資產週轉率、應收款項週轉率較前一年度提高，平均收現天數也從 2010 年的 62 天降為 2011 年的 53 天。此外，因營運規模成長，營業成本本年成長達 72%，使得應付款項週轉率略增至 4.89 次。

## 3. 獲利能力方面

宏達電的創新與品牌價值漸獲消費者的肯定，2011 年推出多款產品締造銷售佳績，營業收入成長 65%，稅後淨利成長 57%，每股盈餘高達 73.32 元，創下歷史新高，營業利益與稅前純益占實收資本比率亦分別提高至 761%與 820%，股東權益報酬率則由 2010 年的 56%增加至 70%。

## 4. 現金流量方面

營運的大幅成長，使得 2011 年的營業活動淨現金流量達 857 億元，較 2010 年成長 110%，故現金流量比率上升至 59%，現金流量允當比率增加至 163%，現金再投資比率提高至 52%。

## （八） 股利政策

本公司係屬技術及資本密集之科技事業，正值產業成長期，分配股利之政策，須視公司目前及未來之投資環境、資金需求、國內外競爭狀況及資本預算等因素，兼顧股東利益、平衡股利及公司長期財務規劃等，每年依法由董事會擬具分派案，提報股東會。盈餘之分派得以現金股利或股票股利之方式為之，惟現金股利分派比例不低於股利總額之百分之五十。

本公司章程規定，年度總決算如有盈餘，依下列順序分派之：（1）提繳稅款；（2）彌補虧損；（3）提撥百分之十為法定盈餘公積，但法定盈餘公積累積已達本公司資本總額時，不在此限；（4）董監酬勞就前述（1）至（3）款規定數額後剩餘之數提撥不高於千分之三；（5）員工紅利就（1）至（3）款規定數額後剩餘之數，並得加計以前年度之未分派盈餘，提撥不低於百分之五。惟不得超過發行人募集與發行有價證券處理準則對員工分紅分派限額之規定。員工紅利以發行新股方式發放時，其發放對象得包括符合一定條件之從屬公司員工，該一定條件由董事會訂定之；（6）其餘由董事會依本條第二項股利政策，擬定盈餘分派案，提報股東會。

## (九) 土地持有情形

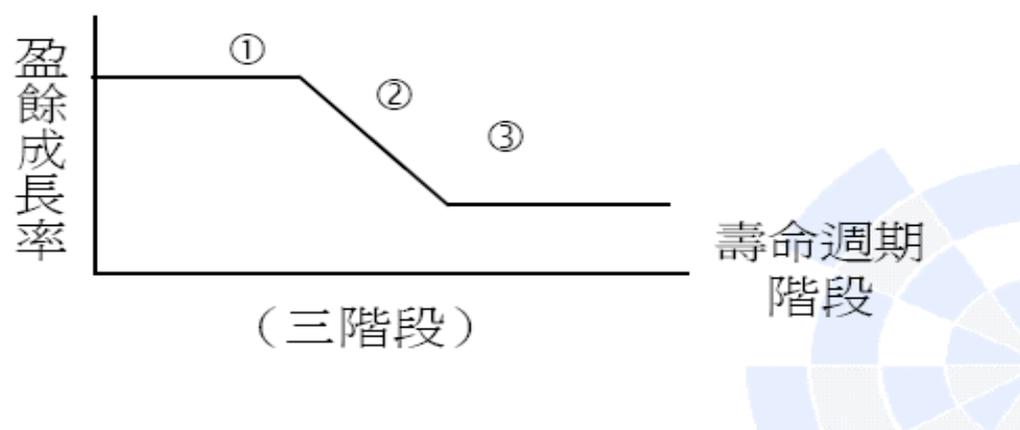
	2011 年	2010 年	2009 年	2008 年	2007 年
土地持有成本(百萬元)	7,462	5,691	4,720	3,568	610

## 陸. 評價分析

### (一) 自由現金流量評價法

#### 1. 三階段現金流量折現模式

### 盈餘高成長企業之盈餘成長型態



#### 2. 參數之設定與說明

##### (1) 銷售成長率

	2011 年	2010 年	2009 年	2008 年	2007 年	2006 年	平均
銷售成長率	65.46%	89.84%	-5.03%	28.65%	13.13%	44.04%	39.35%

因為過去六年平均銷售成長率過於樂觀，所以我們以過去六年平均銷售成長率的二分之一，當第一階段的銷售成長率。

因為目前智慧型手機的市場已趨於飽和，且市占率不會有太大幅度的變動，所以我們以 8% 為基準，來設定樂觀、悲觀分析。

因為未來智慧型手機市場已經飽和，所以會換手機的只有追逐流行者，其他手機持有者，只會久久才換一隻，所以我們銷售成長率設為 3%。

## (2) 邊際利潤率

	2011 年	2010 年	2009 年	2008 年	2007 年	2006 年	平均
邊際利潤率	14.25%	15.38%	16.69%	19.83%	25.75%	25.33%	19.54%

因為過去六年平均邊際利潤率過於樂觀，所以我們以過去六年平均邊際利潤率的二分之一，當第一階段的邊際利潤率。

宏達電的產品系列在銷售地區的邊際利潤很高，但可能因為銷貨通路有限或固定成本的增加的關係，所以得到的邊際利潤總額會受到限制。

因為以長期市場來看，智慧型手機的長期利潤不會太高，所以我們以 Sony Ericsson 和 Nokia 過去傳統手機利潤率平均值，作為我們第三階段的數值。

## (3) 現金稅率

預估宏達電在未來幾年的營收會增加，而營利事業所得稅費用跟實際繳交的稅也會跟著增加，所以百分比會小幅度上升。

## (4) 投資率

宏達電目前只生產智慧型手機，因為宏達電原本就從事相關產業，所以過去六年的平均投資率過低，我們預估未來宏達電銷售量會提升，後期趨於穩定，造成投資率下降。

## (5) WACC

因為我們在做 WACC 分析時，因為數值來源不完全，所以我們以大多數企業的最高合理數值 15%來設為個案公司 WACC 數值。

	第一階段	第二階段	第三階段
D/A	46.67%	46.67%	46.67%
E/A	53.33%	53.33%	53.33%
稅率	9.74%	12.00%	15.00%
kd	5.00%	5.00%	5.00%
$\beta$	1.16	1.08	1
ks	15.00%	15.00%	15.00%
WACC	10.11%	10.05%	9.98%

## (6) 淨銷售額

	2011年	2010年	2009年	2008年	2007年	2006年	平均
淨銷售額	455,079,186	275,046,954	144,880,715	152,558,766	118,579,958	104,816,548	208,493,688

因為 2011 年銷售額過高，所以我們使用過去六年平均銷售額，當第零期銷售額，再乘以(1+銷售成長率)。

## (7) 銷售額變動數

因為我們使用過去六年平均銷售額，當作第零期銷售額，再以乘以(1+銷售成長率)後的金額，減去第零期銷售額，就是我們第一期的銷售額變動數。

## 3. 股票價值計算

	第一階段	第二階段	第三階段		第一階段	101年	102年	103年	104年	105年	106年	107年	108年	109年	110年	111年
銷售成長率	19.00%	8.00%	3.00%													
遞增(營業)利潤率	9.00%	5.00%	3.50%													
現金稅率	7.92%	8.10%	8.50%													
投資率	7.95%	7.20%	7.00%													
WACC	15.00%	15.00%	15.00%													
						1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
淨銷售額						248,107,489	295,247,911	351,345,014	379,452,616	409,808,825	442,593,531	478,001,013	516,241,094	557,540,382	602,143,613	620,207,921
銷售額變動數						39,613,801	47,140,423	56,097,103	28,107,601	30,356,209	32,784,706	35,407,482	38,240,081	41,299,288	44,603,231	18,064,308
稅後淨營業利潤						20,561,164	24,467,785	29,116,664	17,435,848	18,830,716	20,337,173	21,964,147	23,721,278	25,618,981	27,668,499	19,862,159
新增投入資本						3,149,297	3,747,664	4,459,720	2,023,747	2,185,647	2,360,499	2,549,339	2,753,286	2,973,549	3,211,433	1,300,630
自由現金流量						17,411,867	20,720,121	24,656,944	15,412,100	16,645,068	17,976,674	19,414,808	20,967,992	22,645,432	24,457,066	18,561,528
折現因子						0.87	0.76	0.66	0.57	0.50	0.43	0.38	0.33	0.28	0.25	2.06
各期自由現金流量現值						15,140,754	15,667,389	16,212,341	8,811,918	8,275,541	7,771,812	7,298,745	6,854,474	6,437,245	6,045,413	38,234,383
公司營運價值	<b>本業價值</b>					136,750,014,822										
現金及約當現金	<b>理財價值</b>					78,872,320,000										
短期投資	<b>企業價值</b>					992,899,000										
長期投資	<b>業外投資價值</b>					37,777,785,000										
融資負債價值	<b>融資負債價值</b>					41,913,076,000										
流通在外股數						852,052,170										
每股股票價值	<b>股東權益價值-企業價值</b>		<b>融資負債價值</b>			249.37										



	第一階段	第二階段	第三階段	第一階段										第二階段	第三階段
				101年	102年	103年	104年	105年	106年	107年	108年	109年	110年	111年	
銷售成長率	19.00%	6.00%	3.00%												
遞增營業利潤率	9.00%	4.00%	3.50%												
現金稅率	7.92%	8.10%	8.50%												
投資率	7.95%	7.20%	7.00%												
WACC	15.00%	15.00%	15.00%												
淨銷售額				1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
銷售額變動數				248,107,489	295,247,911	351,345,014	372,425,715	394,771,258	418,457,534	443,564,986	470,178,885	498,389,618	528,292,995	544,141,785	
稅後淨營業利潤				39,613,801	47,140,423	56,097,103	21,080,701	22,345,543	23,686,275	25,107,452	26,613,899	28,210,733	29,903,377	15,848,790	
投資支出				20,561,164	24,467,785	29,116,664	13,690,369	14,511,791	15,382,499	16,305,449	17,283,776	18,320,802	19,420,051	17,426,141	
自由現金流量				3,149,297	3,747,664	4,459,720	1,517,810	1,608,879	1,705,412	1,807,737	1,916,201	2,031,173	2,153,043	1,141,113	
折現因子				0.87	0.76	0.66	0.57	0.50	0.43	0.38	0.33	0.28	0.25	2.06	
各期自由現金流量現值				15,140,754	15,667,389	16,212,341	6,959,700	6,415,028	5,912,982	5,450,227	5,023,688	4,630,529	4,268,140	33,545,082	
公司營運價值				119,225,859,187											
現金及約當現金				78,872,320,000											
短期投資				992,899,000											
長期投資				37,777,785,000											
融資負債價值				41,913,076,000											
流通在外股數				852,052,170											
每股股票價值				228.81											

Samsung(三星)

目標公司(宏達電)

規模	近3年平均	近1年	近3年平均	近1年
	銷售額	3,915,950,652,000	4,149,008,366,000	291,668,952
股東權益	3,354,686,666,667	3,710,010,000,000	80,593,847	101,426,596
獲利				
投入資本報酬率		19.34%	54.17%	70.37%
EBITDA Margin	17.43%	17.50%		
成長				
銷售成長率	11.58%	6.71%	50.09%	65.46%

評價比率	本益比
------	-----

Samsung	14.97
---------	-------

盈餘	11,908,495
----	------------

目標公司評價	178,270,170
--------	-------------

每股股票股價	209,224,5193
--------	--------------

## (二) 相對評價法

## 1. 本益比法

融資負債(千元)	41,913,076
----------	------------

已發行股數(千股)	852,052
-----------	---------

## 柒. 結論

隨著時代的演進，智慧型手機的生產技術逐漸成熟、各國政府對於無線通訊品質的要求提升、大型電信業者在通訊基礎設備上的建設、通路商積極推動智慧型手機的銷售、以及社會大眾不斷提升對智慧型手機的需求，使得全球智慧型手機的銷售量呈現逐年增長的現象。

就我國的智慧型手機廠商宏達電而言，由於沒有自己本身的智慧型手機作業系統、經常面臨專利侵權之問題、再加上不斷增強的競爭者，因而，其營運之策略方向勢必是影響未來成長的重要關鍵因素。對智慧型手機產業做分析，了解影響智慧型手機產業潛在獲利程度最大的競爭力來自於同業內的激烈競爭，其次則為來自於替代品的威脅。

也了解宏達電的優勢在於強大的研發團隊、生產技術、策略合作夥伴、創新的企業形象以及開放的公司文化；而劣勢則在於缺乏自有之作業系統、專利問題以及較少的周邊商品選擇。在面對產業的諸多環境因素影響下，宏達電採用差異化之策略，以求能夠滿足不同使用族群的特定，以擴大其市場並提升品牌形象。然而，隨著競爭者不斷踏進智慧型手機產業，該市場終將趨於飽和，面對著未來可能發生之成長威脅，宏達電應積極維持其在產業內技術領先之地位、藉由專利權的保護來支撐其內部的研究、專注於具發展力之產品線、提升品牌印象以及尋求周邊商品之加值以做因應。

目前宏達電未來評價分析的區間估計為，最小值 209.22，最大值 287.26，我們預估其未來股價價值會落在這個區間範圍內。