

逢甲大學學生報告 ePaper

站在投資人觀點分析造紙業

-以正隆、永豐餘為例

The Analysis of Paper Industry from the Perspectives of
Investors -The Case Study of Cheng Loong and Yuen

Feng Yu

作者：陳靜宜、呂孟璇、方擷詠、韓忻諭、花若妤、周子萱、劉怡秀

系級：會計學系 三年乙班

學號：D0675421、D0608209、D0607978、D0607876、D0607935、D0617530、
D0678366

開課老師：黃娟娟

課程名稱：財務報表分析

開課系所：會計學系

開課學年：108 學年度 第 2 學期

摘要

紙，是我們日常生活中所最常接觸的必需品，不管是上課所用的講義、隨身攜帶的衛生紙，或是吃飯的紙餐盒容器，紙造用品皆與我們的生活息息相關，在不知不覺之中，紙類對我們來說，已經是不可或缺的存在，而造紙產業雖然屬歸傳統產業，但其與社會文化建設和國家經濟發展密切相關。因此，造紙產業景氣的興衰，常也是用來判斷經濟興衰的領先指標之一。

此報告我們將市場上較大的兩家紙公司，正隆以及永豐餘來做比較，希望透過財務報表的分析可以更加了解造紙產業近年來的經營績效和營運狀況，我們將用五大比率分析(財務結構分析、償債能力分析、經營能力分析、獲利能力分析、現金流量分析)來比較，本報告將時間範圍涵蓋在近五年從 2015 至 2019，同時也會和產業的平均值做對比，以了解兩家公司在此行業的營運狀況，最後再藉由我們上課所學做出綜合性的分析及結論。

經過分析結果而論，我們可以得知永豐餘在結構穩定度方面較佳。而正隆在短期償債能力、獲利能力以及股東報酬方面較佳。因此我們會建議若是屬於追求高報酬的積極型投資人，可以選擇正隆。而風險承受度較低的保守型投資人，則建議可以選擇永豐餘。

關鍵字：財務報表分析、造紙工業

Abstract

Paper is the most common necessity in our daily life. Whether it is the handout, the tissue or even the paper lunch box container for meals. Paper supplies are closely related to our lives. Unconsciously, paper is already an indispensable existence for us. Although the paper industry is a traditional property, it goes hand in hand with economic development and social with cultural construction. Therefore, the rise and fall of the paper industry has always been a leading indicator of the economic prosperity.

In this report, we compare the two largest paper companies in the market, Zheng Long and Yuen Feng Yu. We hope that through the analysis of financial statements, we can understand better about the operating performance and operating conditions of the paper industry in recent years. We use five ratios to analyze which are financial structure analysis, solvency analysis, operating capability analysis, profitability analysis and cash flow analysis. This report covers the time from 2015 to 2019, we also compare with the industry average to understand the operating conditions of the two companies in this industry. Finally, we make comprehensive analysis and conclusion.

After analyzing, we can know that Yuen Feng Yu is better in terms of structural stability. Zheng Long is better in short-term solvency, profitability and shareholder compensation. Therefore, we suggest that if you are an active investor who pursues high returns, you can choose Zheng Long. For those conservative investors with low risk tolerance, Yuen Feng Yu would be a better choice.

Keywords: Financial Statement Analysis ,Paper Industry

目 次

	頁次
摘要-----	1
Abstract-----	2
目次-----	3
一、緒論-----	
4	
1. 研究動機-----	4
2. 研究目的-----	4
二、公司簡介-----	
5	
1. 正隆股份有限公司-----	5
2. 永豐餘投資控股股份有限公司-----	6
三、比率分析-----	
7	
1. 財務結構-----	7
2. 償債能力-----	9
3. 經營能力-----	12
4. 獲利能力-----	17

5. 現金流量-----	24
四、結論-----	
28	
參考資料-----	29



一、緒論

1. 研究動機

造紙術為中國科學技術史的四大發明之一，紙，更是我們生活中不可或缺的存在，再加上近年來文化藝術產業的蓬勃發展，以及政府的限塑政策及最近的疫情影響，都間接的導致了紙類產品的需求上升，而這些與生活相關的議題，都是引發了我們想對造紙產業更深入研究的原因。

2. 研究目的

因此我們希望藉由投資人的角度，來分析市場上較大的兩家造紙公司，正隆以及永豐餘，以更加了解造紙產業的營運及績效，並選擇適合投資的對象。而特別在這次的疫情下，造紙產業皆沒有受到太大的衝擊，因此兩家公司都是長期可信賴且在疫情下是可投資的方向。以下，我們將用財務比率分析的方法探討以及比較哪家企業較適合何種類型的投資人投資。



二、公司簡介

1. 目標公司-正隆

A. 介紹

1959 年 2 月 4 日正隆股份有限公司正式成立，公司核心以造紙及紙業加工為重，並利用科學與創新推出了多樣化紙品，和自動化設備進行製程流程改善，在紙業界建構了完整紙業供應鏈。總公司設立於臺灣新北市板橋區，並於中國和越南皆有設廠，銷售版圖橫跨全球，在臺灣工業用紙及紙器公司中規模最大，更是全球百大造紙企業之一，近年來更積極推動綠色生產，以節能減碳、製程創新、友善環境等願景深受國內外消費者喜愛。

B. 營業項目與產品結構

主要營業項目包括工業用紙、家庭用紙、文化用紙、紙器等各式紙類產品。至 2018 年底，產品營業收入比重約為：紙器約 59%、紙板約 28%、紙張約 12%。

(1)產品與技術簡介

工業用紙:包括紙板類及紙器類。紙板類包括瓦楞芯紙、牛皮紙板、白面紙板、塗佈白紙板等，紙器類則包括瓦楞紙板、瓦楞紙箱、防水紙箱等。

文化用紙:包括銅版紙、模造紙、牛皮紙等。

家庭用紙:包括面紙、衛生紙、擦手紙、廚房紙巾等，並以「春風」、「蒲公英」等自有品牌銷售至各地通路。

(2)產能狀況與生產能力

產能包含台灣、中國、越南等地，截至 2018 年，紙板年產能約為 160 萬公噸；紙器年產能約為 1,497,270 千平方公尺；紙張年產能約為 7.3 萬公噸。

2019 年 3 月，董事會決議投資約 20.8 億元於高雄燕巢設置新廠，並增加複瓦機、印製等設備，預計於 2022 年投產。及預計 2021 年底完成規劃 15 億元之新竹竹北廠投資，設置生質能 CFB 熱電系統，以生物質資源化並提升替代燃料率，轉型綠能服務。

2. 比較公司-永豐餘

A. 介紹

1950 年 2 月 21 日，永豐餘造紙股份有限公司正式於高雄市大樹區久堂里成立，為臺灣民營造紙企業之先驅。2012 年 10 月 1 日，將紙與紙板事業分割予中華紙漿股份有限公司，並更名為永豐餘投資控股股份公司。雖轉型為投資控股公司，但仍持續以造紙為核心本業向外發展，並多角化拓展科技、金融、醫療等事業領域藍圖。永豐餘擁有上游（林業、紙漿）、中游（造紙）、下游（印刷、包裝、設計）完整供應產鏈，並有工業用紙、家庭用紙、文化用紙三大項目領域，並將林、漿、紙、印刷、包裝、設計垂直整合並發揮綜效，目前已為全球前 50 大造紙企業。

B. 營業項目及產品結構

永豐餘集團為永豐餘及其關係企業組成，與造紙相關事業群包括：林漿紙事業群、工紙紙器事業群、消費品事業群等，企業的主營運項目則分別為：工業用紙、家庭用紙、文化用紙、食品包裝容器、紙器等，並設有「五月花」、「得意」、「柔情」、「橘子工坊」等旗下品牌銷售各地。在 2019Q3 年區域銷售比重分別為國內佔 62%、國外佔 38%，國際市場涵蓋東北亞、東南亞、中東、中南美等國家。

公司旗下事業群

(1) 林漿紙事業群

- 紙漿：主要原料為木片，依造紙廠需求使用適合樹種，並經製漿程序製成各類紙漿。
- 紙品：主要原料為紙漿，經造紙程序加工成各類紙張。表面經塗佈壓光處理可製成適合印刷的文化用紙，或應用於格拉新紙、吸管紙等各類新型商業用途之特殊紙張。

(2) 工紙紙器事業群

- 工業用紙：主要原料為回收紙，經回收紙漿製程再生成各類紙張，或可再至紙器廠加工為瓦楞紙板與瓦楞紙箱等包裝紙器。

(3) 消費品事業群

- 家庭用紙類：主要原料為純木漿，透過加工製成面紙、衛生紙、廚房紙巾等各類家庭用紙，常見的品牌包括主打高品質且最早創立的「五月花」、中價位的「得意」，以及包裝個性化的「柔情」。
- 家庭清潔品類：主要原料為天然精油及清潔劑，再經加工而製成家庭各式常見清潔用品，常見品牌包括主打健康天然的「橘子工坊」，以及專為女性打造高

站在投資人觀點分析造紙業兩大龍頭是否值得投資-以正隆、永豐餘為例

品質生活的「植淨美 FreshSense」系列。



三、比率分析

(一)財務結構分析

1. 負債佔資產比率

(1)公式：負債總額/資產總額*100%

(2)定義：反映了在企業的全部資產中由債權人提供的資產所占百分比的大小以及的風險高低，若該公司財務結構越不健全比率就會越高，每年需支付的利息費用就會越多，對公司資金週轉會產生很大的壓力，也代表一家公司總共資產向外舉債的比率數字，如果同時從債權人、投資者或股東、經營者不同的角度去分析，比率的高低也都有各不相同的數據。

(3)分析

公司/年度	2015	2016	2017	2018	2019
正隆	60.83%	61.6%	62.93%	59.74%	56.93%
永豐餘	60.07%	62.38%	61.34%	60.3%	58.06%
產業平均	57.43%	58.53%	57.07%	58.97%	57.34%

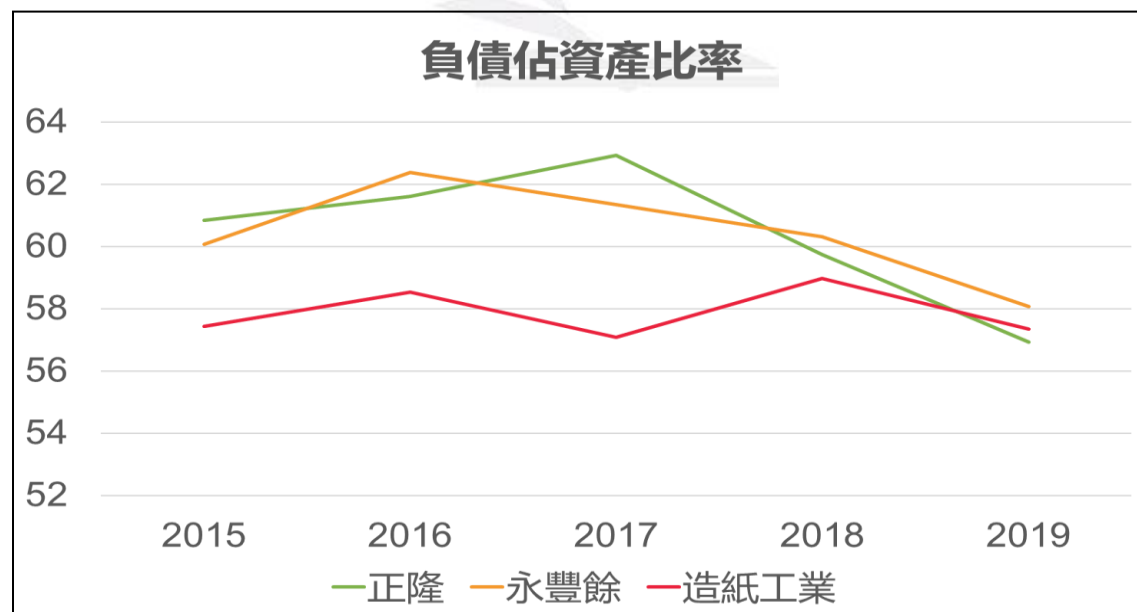


圖 3-1 財務結構分析-負債佔資產比率

整體上來看永豐餘和正隆兩家公司在近兩年都呈現下降的趨勢，正隆一開始的負債比率雖然是最高的但在 2017 達到最高點後就持續下滑甚至低於整體的負債比率，永豐餘在達到制高點後變緩慢下降但比率仍是很高，可能相較於正隆會有更嚴重的財務危機，其實兩家公司最後都趨近於產業平均直，但是超過 50% 代表造紙業時常可能面臨財務危急的狀況。

2. 長期資金佔不動產、廠房及設備比率

(1)公式： $(\text{股東權益淨額} + \text{長期負債}) / \text{固定資產淨額} * 100\%$

(2)定義：此比率為長期資金佔固定資產的百分比，表達企業長期穩定資金用來支應固定投資需求狀況，比率越高，財務結構越穩定，說明流動負債較少，財務風險較小；若長期資金佔固定資產比率比 100%還要小，說明流動負債較多，財務風險較大，通常這個比率應該大於 1。

(3)分析

公司/年度	2015	2016	2017	2018	2019
正隆	126.31%	134.07%	128.19%	142.65%	154.46%
永豐餘	166.19%	175.27%	167.2%	174.69%	178.59%
產業平均	150.76%	157.58%	155.71%	147.94%	149.76%

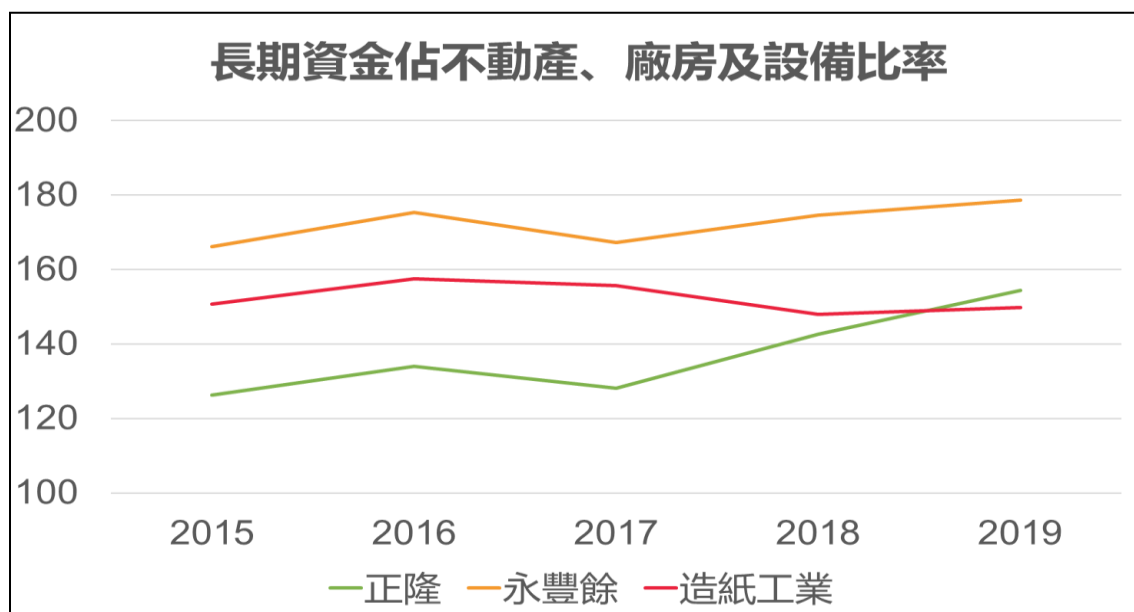


圖 3-2 財務結構分析-長期資金佔不動產、廠房及設備比率

永豐餘在剛開始的長期資金佔不動產、廠房及設備比率比正隆公司高許多，由此可知永豐餘在做長期投資的靈活度是有比較大的空間，而正隆一開始雖然低於永豐餘也低於產業平均但是仍有緩滿上升的趨勢在去年甚至超過了一點，總觀而隻整體的比率都在 100%以上，代表公司的結構穩定流動負債少，才會長期資金佔固定資產比率高，產業平均值也呈現穩定的趨勢五年內沒有呈現很大的幅度。

(二)償債能力分析

1. 流動比率

(1) 流動比率 = 流動資產 ÷ 流動負債

(2) 定義：指公司的流動資產對流動負債的比率。流動比率是一項反映企業短期償債能力的的能力。

(3) 分析：

公司/年度	2015	2016	2017	2018	2019
正隆	123.85	135.25	117.52	143.58	161.61
永豐餘	113.52	131.04	126.98	135.51	128.11
產業平均	112.44	127.53	117.44	116.42	112.41

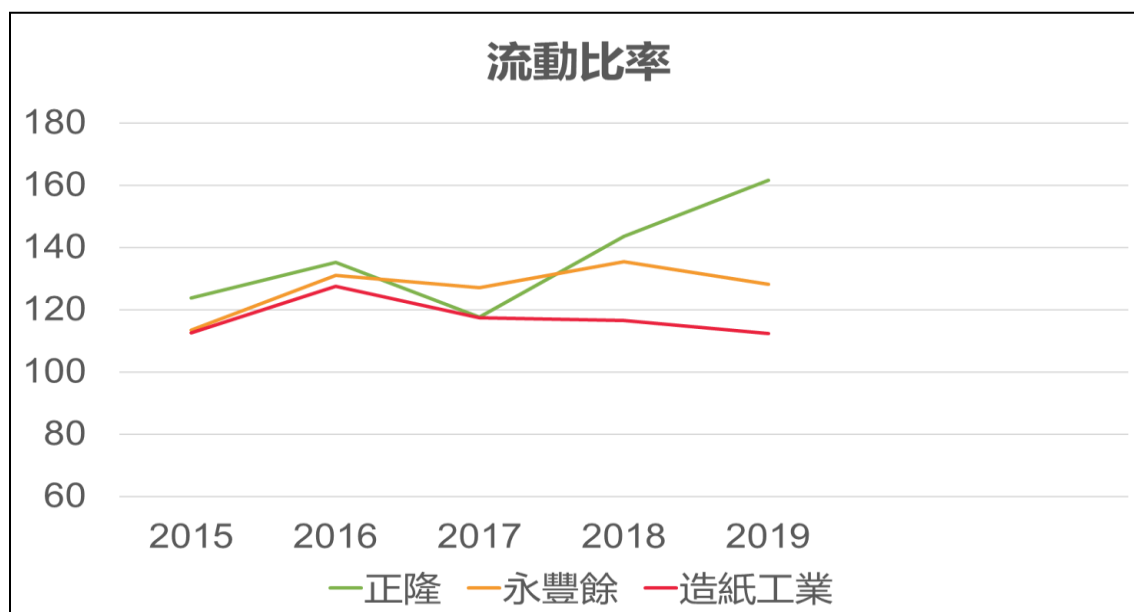


圖 3-3 償債能力分析-流動比率

正隆公司近年來流動比率呈上升趨勢，永豐餘公司伴隨整體造紙工業呈現先升反後跌的趨勢。永豐餘公司近 5 年內的流動比率都位於整體造紙工業線之上，因此不用太擔心償還其債務的問題。

整體而言，永豐餘公司最接近產業平均值，正隆公司高於產業平均值。

2. 速動比率

- (1) 公式：速動比率 = 速動資產 / 流動負債
- (2) 定義：速動資產與流動負債的比率。是一項可衡量流動資產中能夠馬上變現並用以償還流動負債的指標。流動資產剔除存貨及預付費用即是速動資產。
- (3) 分析：

公司/年度	2015	2016	2017	2018	2019
正隆	75.4	84.76	66.23	69.89	93.17
永豐餘	66.43	82.45	80.74	84.77	86.07
產業平均	80.24	95.83	85.23	80.11	81.25

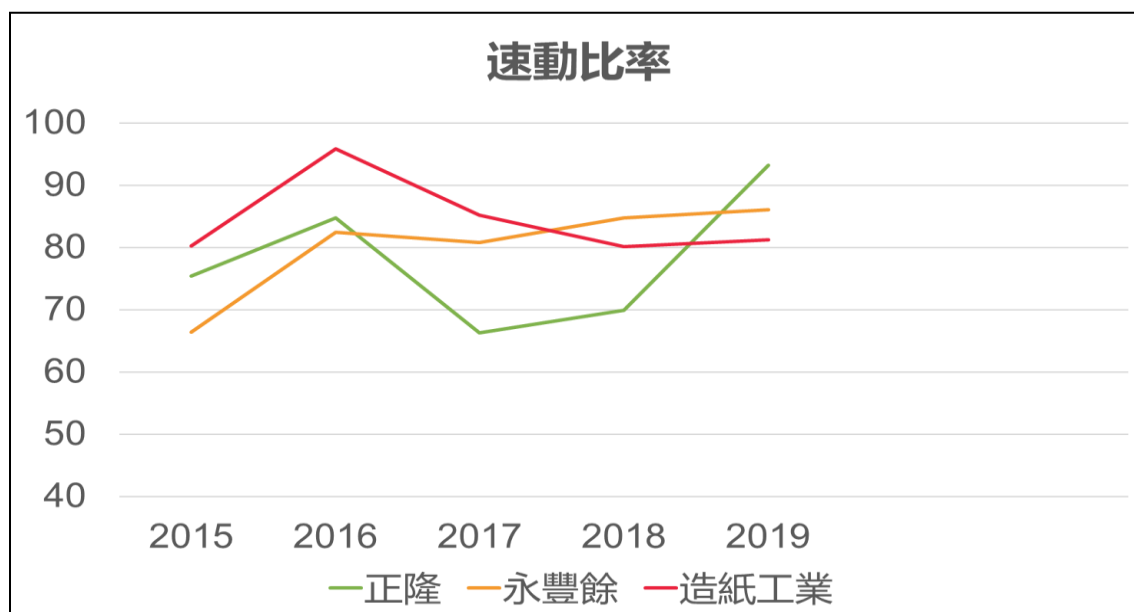


圖 3-4 償債能力分析-速動比率

正隆公司近年來速動比率呈上升趨勢，反而永豐餘公司呈現續漸下跌趨勢。正隆公司和永豐餘公司 2015 至 2018 年間的速動都低於的，低於整體造紙工業，但持續上升中，2019 年才上升至整體造紙工業線之上。因為正隆公司和永豐餘公司速動比率有所回升，因此較不用擔心償還其債務的問題。整體而言，永豐餘公司和正隆公司 2019 年高於產業平均值。

3. 利息保障倍數

(1) 公式：利息保障倍數=息前稅前利潤÷利息費用

(2) 定義：又稱作已獲利息倍數，是指企業的息前稅前利潤以及利息費用之比例，是用來衡量償還借款利息以及支付負債利息能力的指標。

(3) 分析：

公司/年度	2015	2016	2017	2018	2019
正隆	3.63	4.37	4.35	12.36	6
永豐餘	2.82	2.03	4.06	3.87	4.82
產業平均	339.65	381.71	517.44	446.93	314.3

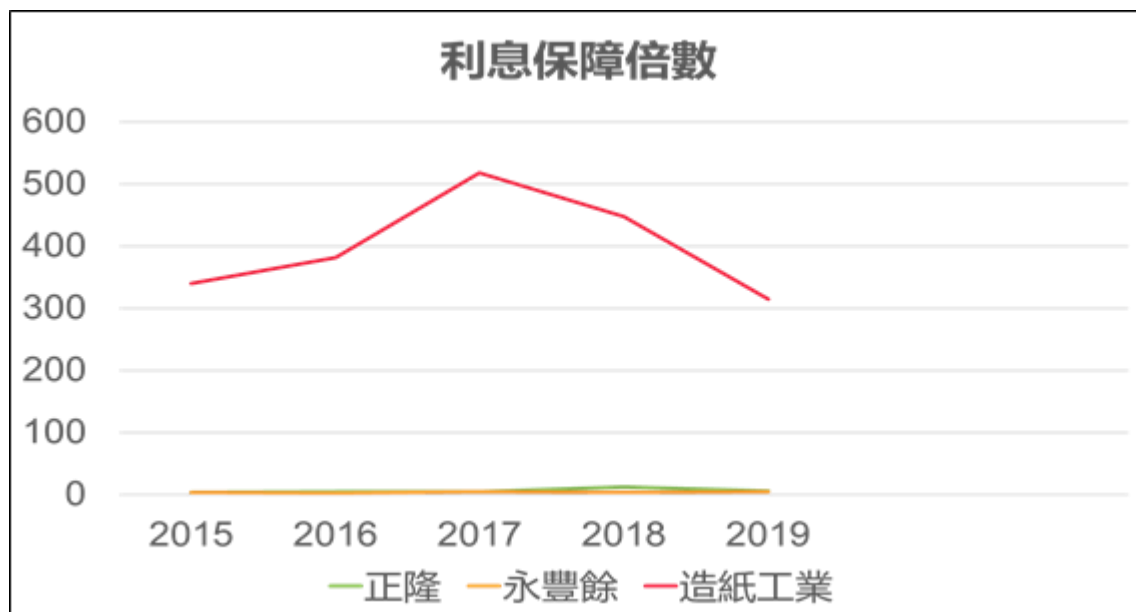


圖 3-5 償債能力分析-利息保障倍數

正隆公司和永豐餘公司近年來利息保障倍數呈上升趨勢。兩者當中正隆公司利息保障倍數為最高的。正隆公司和永豐餘公司和榮成公司近 5 年內的利息保障倍數遠離整體造紙工業，反映各公司都仍有一定的借錢所支付利息的壓力。整體而言，正隆公司和永豐餘公司和榮成公司利息保障倍數都遠離整體造紙工業。

(三)經營能力分析

1. 應收帳款週轉率

(1)公式：當期銷貨淨額/平均應收帳款餘額

(2)定義：為應收帳款在一年當中回收的「次數」，可用來檢驗企業對應收帳款的回收能力是否優良。通常下數值是越大越好，代表此公司的收款能力良好。如數值太低則表示資金長期滯留在外，在未來成為呆帳的可能性就會越高。

(3)分析：

公司/年度	2015	2016	2017	2018	2019
正隆	4.65	4.5	5.03	5.56	6.22
永豐餘	4.56	4.57	4.79	5.06	4.98
產業平均	4.33	4.59	4.23	4.93	5.27

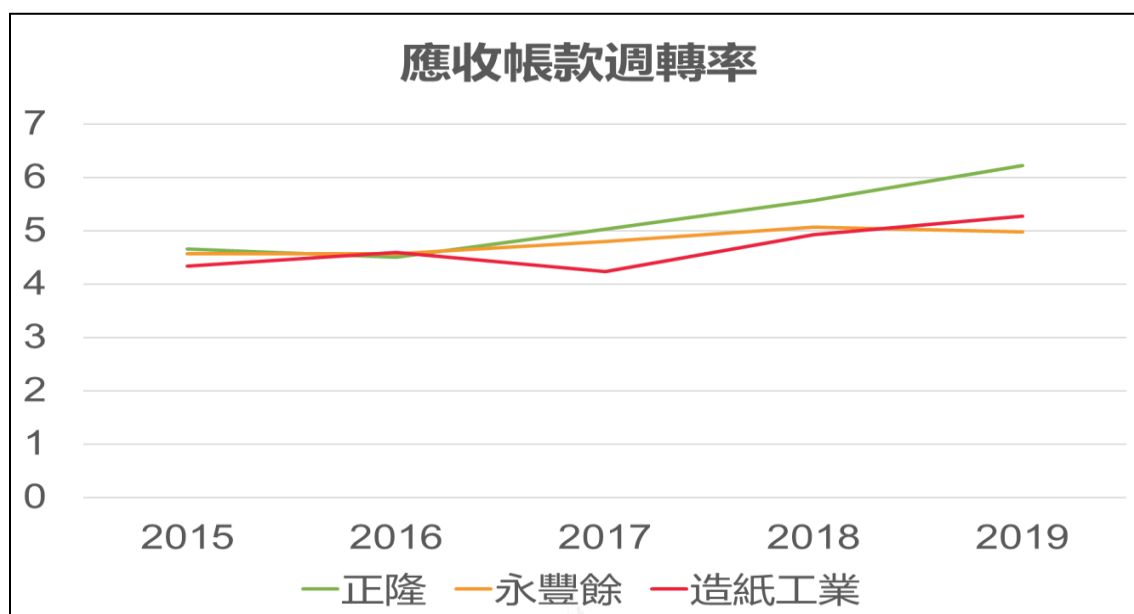


圖 3-6 經營能力分析-應收帳款週轉率

在應收帳款週轉率的圖表中可以看到正隆公司的數值近年來陸續提升，這表示正隆公司的收款成效越來越好，呆帳的可能性也隨之降低。而永豐餘則和同業的平均數值差不多，但 2018 年以後稍微低於平均，也和正隆公司的差距日益增長。

2. 應收帳款週轉天數

(1)公式:365 天(或 360 天)/應收帳款週轉率

(2)定義：從企業取得應收帳款到收回款項所需花費的時間就是應收帳款週轉天數，企業的週轉天數越短則代表流動資金使用效率越高，如週款天數變高，則表示企業的收款能力下滑，亦或者經營業績下滑。

(3)分析：

公司/年度	2015	2016	2017	2018	2019
正隆	78.49	81.11	72.56	65.64	58.68
永豐餘	80.04	79.86	76.2	72.13	73.29
產業平均	65.55	62.28	59.64	59.65	65.34

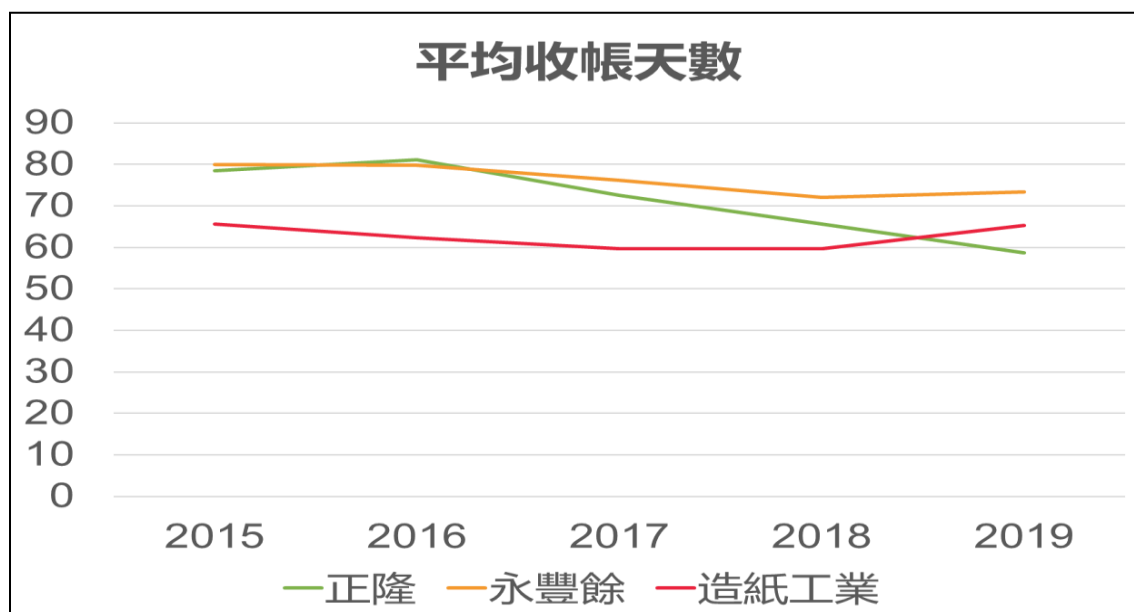


圖 3-7 經營能力分析-應收帳款週轉天數

在 2016 年和 2017 年之間，正隆和永豐餘兩家公司的收款天數相距不大，但從 2018 年開始差距明顯拉開，永豐餘公司的收款天數依然在 70 天左右，而正隆公司為 50 天左右，應收帳款收回現金的時間永豐餘較正隆與同業要長，回款速度相對於說較慢。

3. 存貨週轉率（次）

(1)公式：銷售（營業）成本/（期初存貨+期末存貨）÷2

(2)定義：存貨週轉率可用來衡量企業的存貨週轉速度，可以看出企業在銷售推廣商品的經營績效及能力是否優良。存貨週轉率越高，代表存貨流動快速，資金運轉效率高，反之則表示營運績效不好，造成存貨囤積。此外，存貨週轉率的比率也不宜過高，否則可能會因存貨量不足，而喪失銷售機會。

(3)分析：

公司/年度	2015	2016	2017	2018	2019
正隆	4.96	4.83	4.65	3.63	3.66
永豐餘	5.55	5.85	6.27	6.36	5.98
產業平均	5.49	6.54	6.11	5.72	6.08

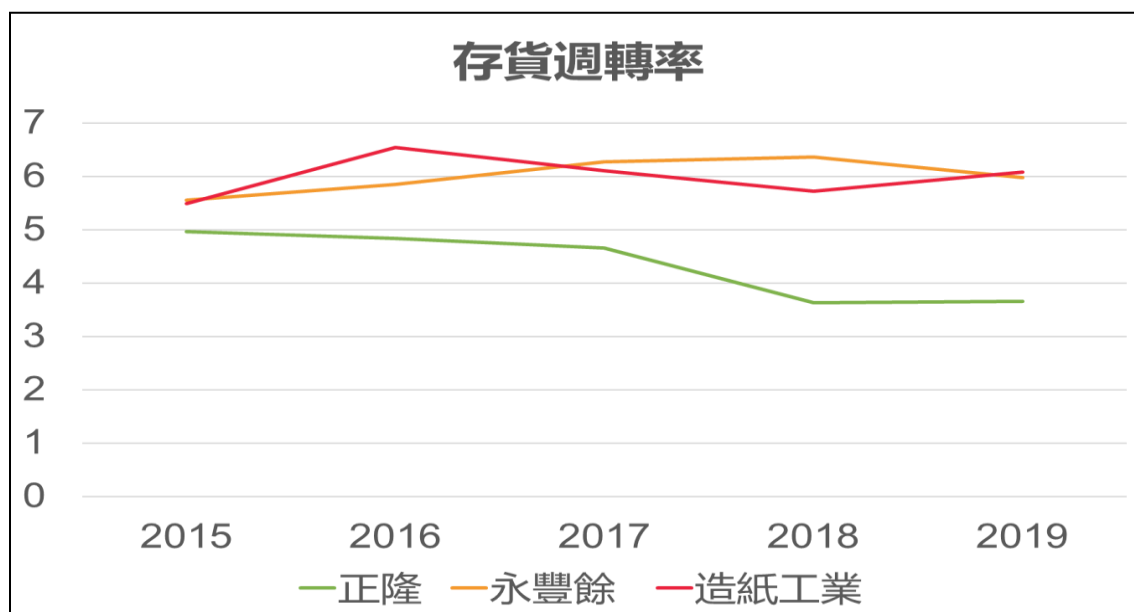


圖 3-8 經營能力分析-存貨周轉率

永豐餘和同業公司的存貨周轉率差不多，經營績效都不錯，而正隆公司則相反，其存貨週轉率這五年都遠低於同業，說明此企業的營運績效不太好，存貨有過多的問題，雖然在 2016 年開始大幅的降低，但 2018 年以後又有逐漸提升的趨勢。

4. 存貨周轉天數

(1)公式: $365 \text{ 天 (或 } 360 \text{ 天)} / \text{存貨週轉率 (次)}$

(2)定義：為企業在一段期間內消耗存貨所需要的天數，存貨週轉天數越小，代表存貨運轉速度越大，可以看出存貨控管能力高，或是企業在市場上需求高。反之，若存貨週轉天數越大，則表示存貨消耗速度慢、產品滯銷，在存貨控管能力下滑或市場需求下降。

(3)分析：

公司/年度	2015	2016	2017	2018	2019
正隆	73.58	75.56	78.49	100.55	99.72
永豐餘	65.76	62.39	58.21	57.38	61.03
產業平均	108.25	315.92	133.14	97.28	124.75

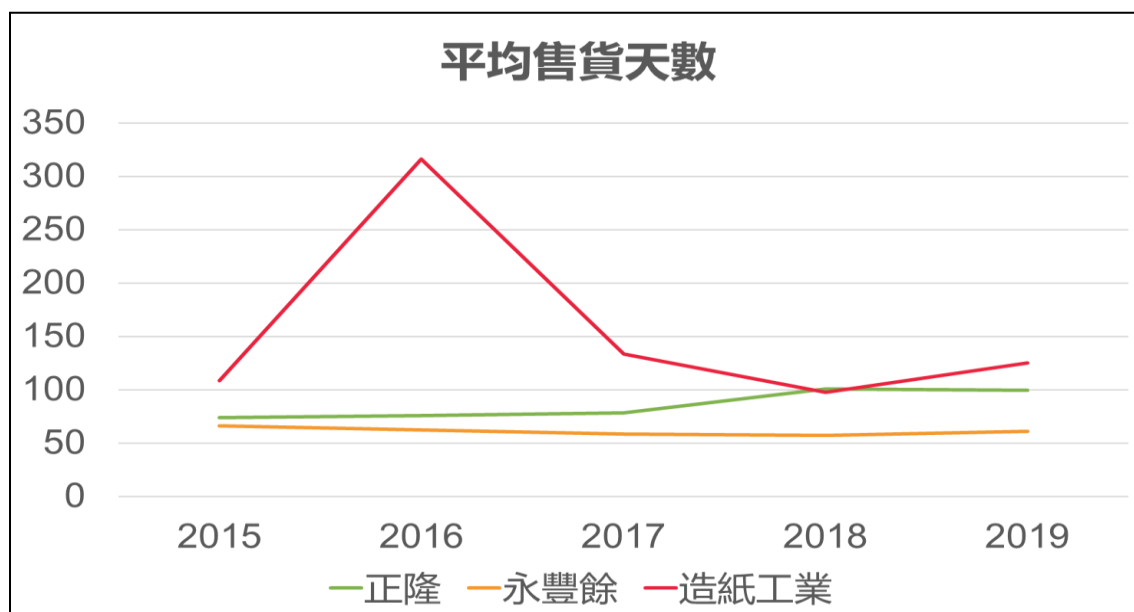


圖 3-9 經營能力分析-存貨周轉天數

在這三者的比較中，永豐餘的存貨週轉天數最低，表示其流性性高，進而變現力越佳，對市場需求控管能力越高。而正隆公司的週轉天數稍有上升的趨勢，但 2019 年已有慢慢降低，代表公司在存貨消耗方面有慢慢的進步，只不過對於存貨控管能力還是不及永豐餘。

5. 總資產周轉率

(1)公式:銷貨淨額/資產總額

(2)定義: 此為重要指標，對企業全部資產的經營質量和利用效率做的綜合性指標，反映了企業的整體經營能力，由於是判斷整體的綜合效率因此必須和同業做比較，比率越大，說明總資產周轉越快，反映出資產的使用越有效率，企業可以通過薄利多銷的方法，帶來利潤的增加，加速資產的周轉，週轉率越低表示對公司收入沒有幫助，有資產被浪費掉。

(3)分析:

公司/年度	2015	2016	2017	2018	2019
正隆	0.75	0.68	0.72	0.69	0.68
永豐餘	0.56	0.57	0.6	0.66	0.62
產業平均	0.6	0.6	0.6	0.65	0.62

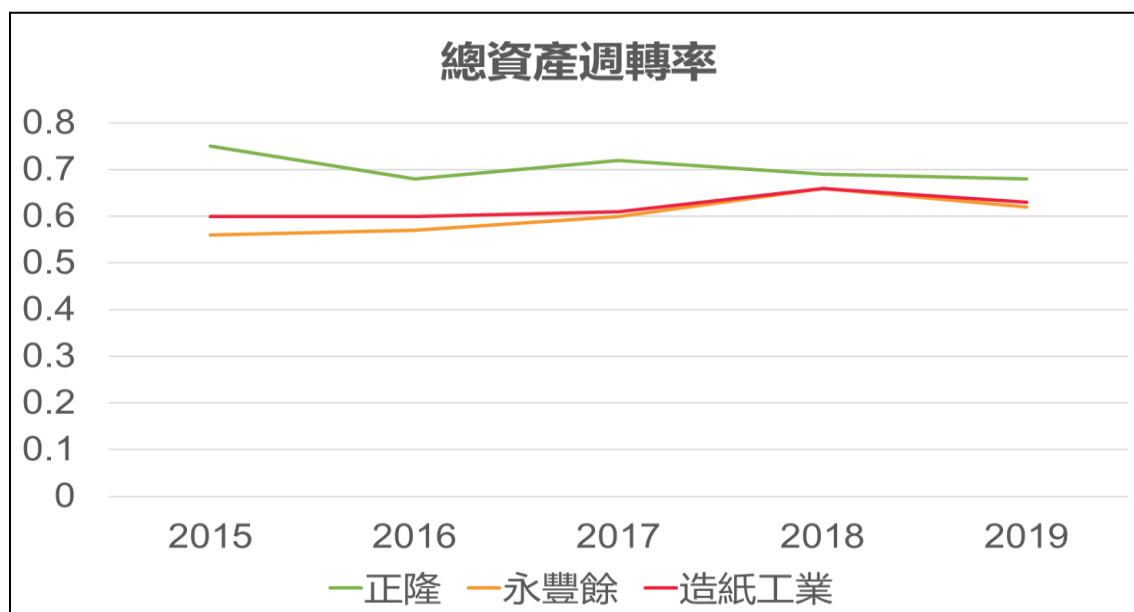


圖 3-10 經營能力分析-總資產周轉率

正隆的週轉率雖有大幅的變動，但高於永豐餘表示其銷售能力較強，雖近年有緩慢下滑的趨勢，但還是高過於產業平均。永豐餘則是呈現緩慢的上坡，前期資產週轉比率低過產業平均，與正隆有相對大的落差，近年來則是與平均線貼近。從產業平均來看，正隆的總資產周轉率都是高過於產業平均，可見資金周轉快速利潤也相對於高，而永豐餘只有稍微高過一點變愈產業平均值相同。

(四) 獲利能力

1. 毛利率

(1)公式：毛利率=（銷貨收入－銷貨成本）/銷貨收入淨額 ×100%

(2)定義：毛利率為銷貨毛利占銷貨收入的百分比，是生產成本的利潤指標，可以依據毛利率計算公司的獲利率。如果銷貨成本占銷貨收入的比率越低就代表毛利率會愈高，表示企業能夠用比較低的成本，產出價格較高之產品，所以毛利較高之企業營業利潤就越高，產品就會有較多競爭優勢。

(3)分析：

公司/年度	2015	2016	2017	2018	2019
正隆	16.51%	17.38%	17.70%	20.70%	22.84%
永豐餘	16.77%	16.62%	17.98%	15.29%	16.80%
產業平均	12.68%	10.49%	16.91%	14.83%	16.81%

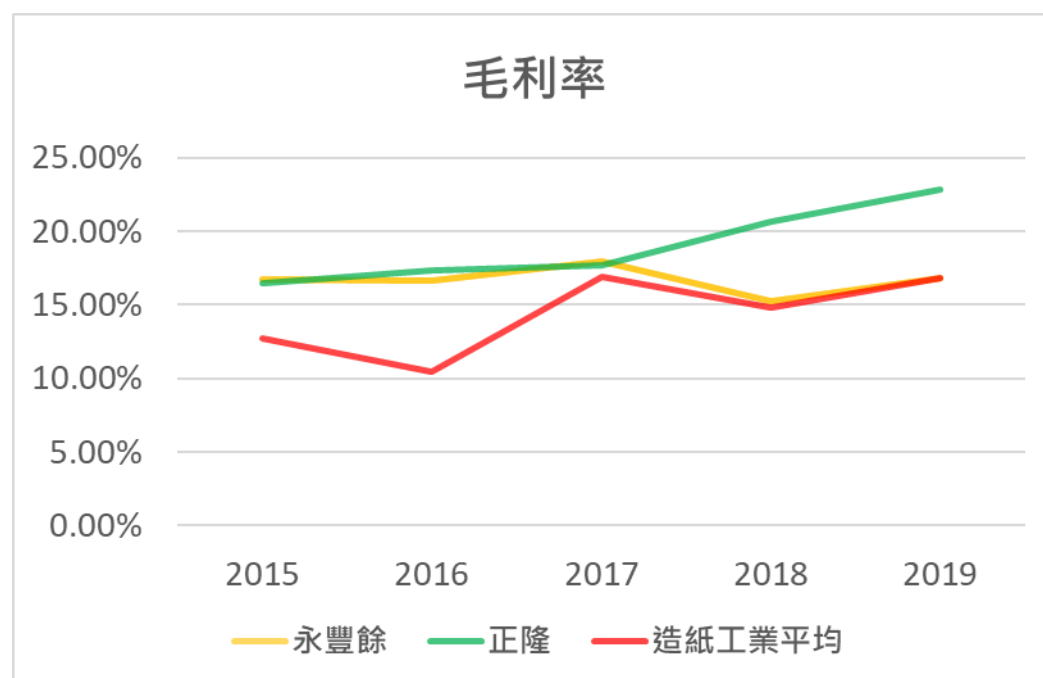


圖 3-11 獲利能力分析-毛利率

正隆的毛利率逐年上升且五年毛利率皆高於產業平均。這表示正隆對於生產成本的控制高於同產業業者，所以營業利潤較高。

永豐餘在 2015-2017 都呈現穩定成長的狀態且在 2017-2018 的毛利率有降低的趨勢，這顯示企業需降低多一點的成本來增加營業利潤才能使毛利率增加。

2. 營業利益率

(1) 公式：營業利益率=營業利益/銷貨收入 ×100%

(2) 定義：營業利益是營業毛利減除營業費用後的數目，可以顯現出公司營業所製造利潤的能力。營業利益率主要是衡量企業在本業中的營業收入，作為企業獲利能力的指標。

(3) 分析：

公司/年度	2015	2016	2017	2018	2019
正隆	4.10%	4.77%	5.32%	6.94%	8.70%
永豐餘	2.65%	1.76%	4.43%	3.09%	4%
產業平均	-12.45%	-41.54%	-7.97%	-7.36%	-12.23%

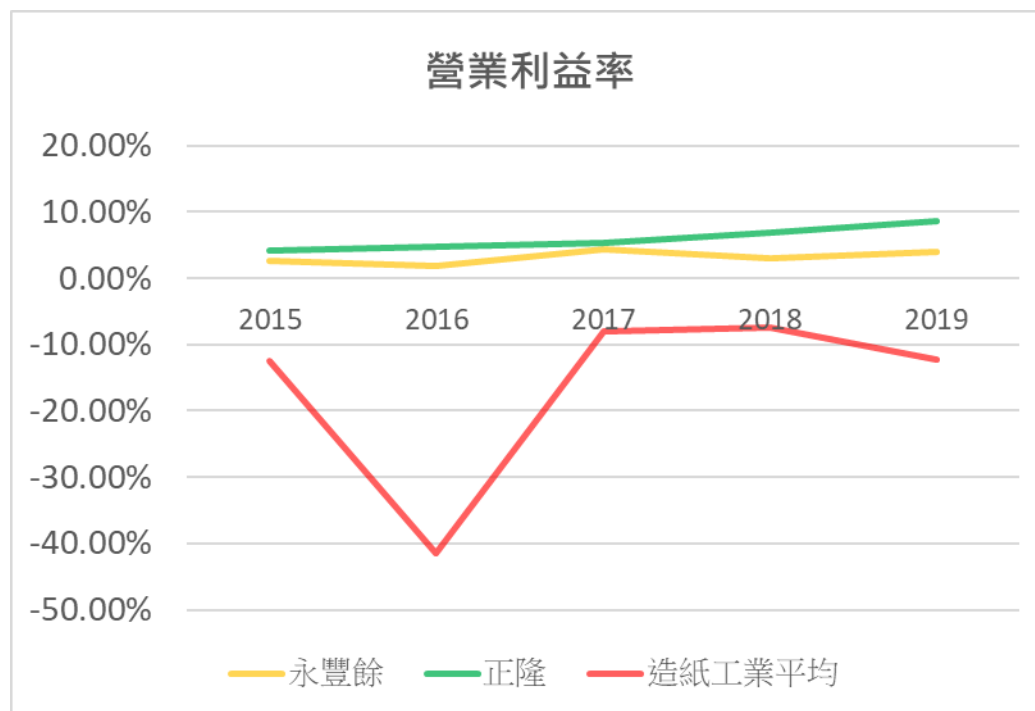


圖 3-12 獲利能力分析-營業利益率

永豐餘和正隆在 2015-2019 的營業利益率皆是穩定成長且高於產業平均，甚至在造紙工業平均營業利益率下降最多的 2016 年，永豐餘和正隆這兩家公司的營業收入也能夠維持在獲利的狀態，沒有造成虧損的情況，表示這兩家企業在造紙業中是獲利能力佳的。

3. 資產報酬率(ROA)

(1) 公式：資產報酬率=(本期淨利+利息支出)/平均資產總額×100%

(2) 定義：總資產報酬率是指企業在營業期間運用資金和貸款，能創造出多少獲利比率。總資產報酬率主要用來衡量一間公司營運績效、賺錢的效率，也可以看出公司資產使用效率、運用資產創造利潤的能力。總資產報酬率越高代表公司資產營運狀況越好。

(3) 分析：

公司/年度	2015	2016	2017	2018	2019
正隆	2.16%	2.76%	3.14%	7.37%	4.73%
永豐餘	1.70%	1.19%	2.60%	2.41%	2.84%
產業平均	1.47%	1.90%	2.87%	2.71%	1.84%

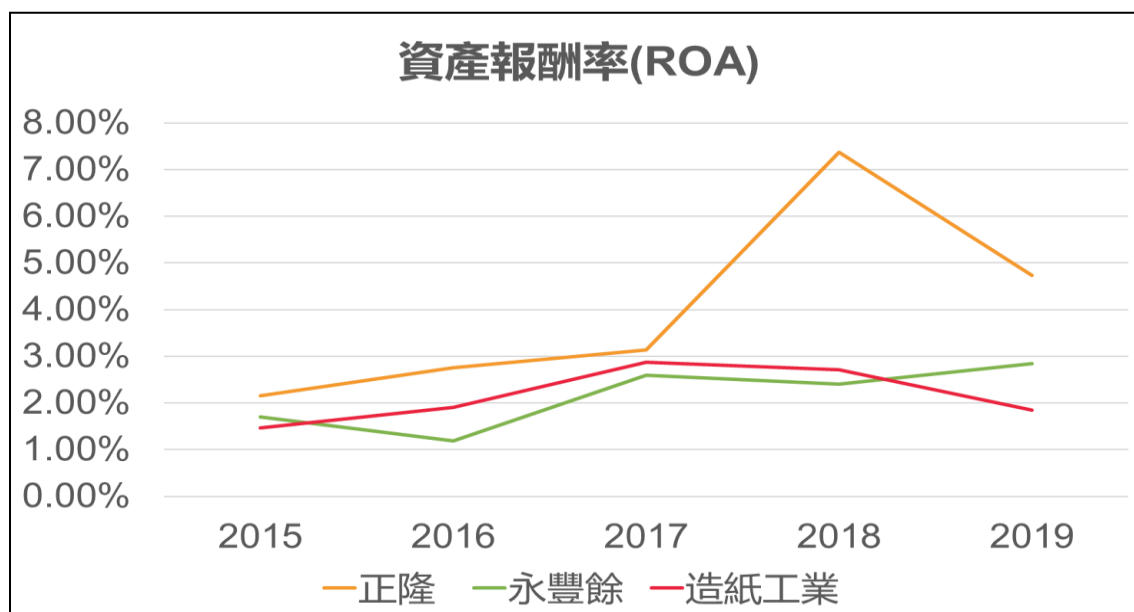


圖 3-13 獲利能力分析-資產報酬率

正隆的資產報酬率高於永豐餘且高於產業平均而且在 2018 年資產報酬率快速提升，代表該企業的資產使用效率和產業中的其他企業比是相較佳的。

永豐餘在 2016-2018 的資產報酬率是低於產業平均的，表示對資產的使用效率較低，需增加實際利用資產的效率，才能提升資產的營運狀況。

4. 權益報酬率(ROE)

(1) 公式：權益報酬率=稅後淨利/平均權益×100%

(2) 定義：權益報酬率是指衡量股東平均每元投資可獲利之利潤。當權益報酬率較高，就代表股東會從企業所獲得的獲利會較多。此比率是上市公司盈利能力的重要指標。

(3) 分析：

公司/年度	2015	2016	2017	2018	2019
正隆	3.67%	5.28%	6.30%	17.60%	9.44%
永豐餘	2.49%	1.28%	5.00%	4.33%	5.44%
產業平均	3.41%	4.58%	6.71%	6.56%	4.40%

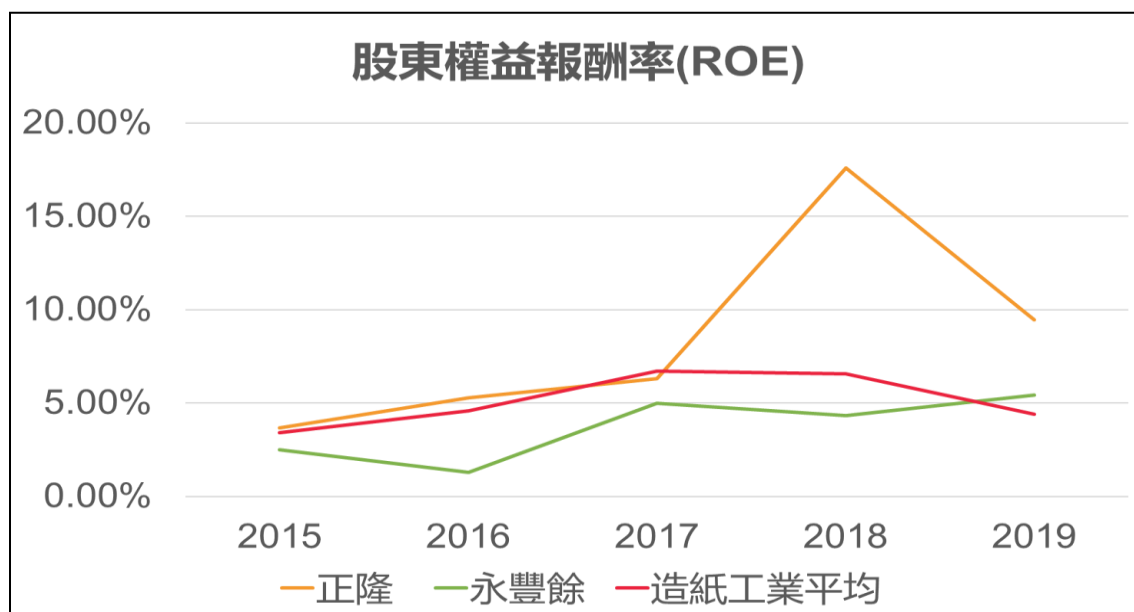


圖 3-15 獲利能力分析-股東權益報酬率

正隆的股東權益報酬率在 2015-2016 是呈現穩定成長的狀況且在 2018-2019 高於產業平均，表示企業使用權益產生利潤的能力和同業其他企業相比較佳。永豐餘的投資報酬率在 2015-2018 皆是低於產業平均，相比正隆股東能收到的獲利利潤較少。

5. 稅後純益率

(1) 公式： $(\text{稅後純益} / \text{營業收入}) \times 100\%$

(2) 定義：常用來衡量企業最終的獲利能力。稅後純益率長期保持在高點，則表示企業產品好、經營能力優良，而如果純益率越小，則表示企業目前的成本過高。

(3) 分析：

公司/年度	2015	2016	2017	2018	2019
正隆	1.95%	3.01%	3.31%	9.93%	5.81%
永豐餘	1.86%	0.88%	3.19%	2.56%	3.56%
產業平均	-5.07%	-26.05%	-6.06%	-2.99%	-11.10%

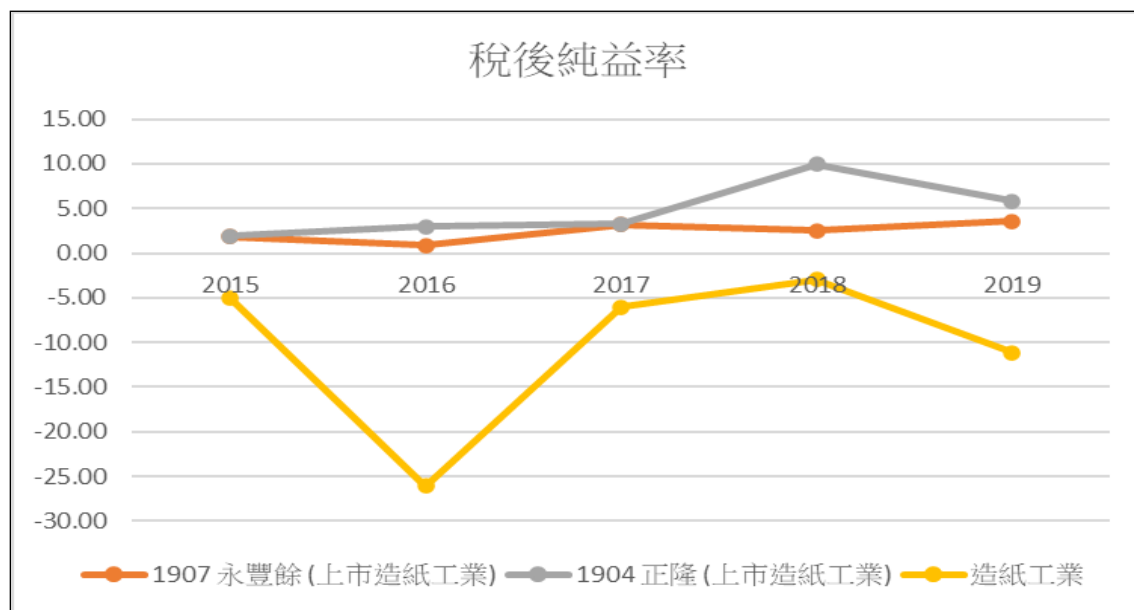


圖 3-16 獲利能力分析-稅後純益率

1. 正隆：

稅後純益率在 2015-2018 年間呈現穩定成長，雖在 2019 年有下降的趨勢但產業整體均下降，且一直高於產業平均，表示公司與同業相較經營能力和產品皆較傑出。

2. 永豐餘

在 2015-2019 年期間，稅後純益率變動幅度較小，且整體低於正隆，但高於產業平均，表示目前成本過高。

6. 每股盈餘

(1) 公式：(本期淨利-特別股股利)/普通股加權平均流通在外股數

(2) 定義：每股盈餘係指在營業活動現金流量裡，普通股每股可以分到的盈餘，能用以衡量企業在維持期初現金餘額之情形下，所分配現金股利的能力。

(3) 分析：

公司/年度	2015	2016	2017	2018	2019
正隆	1.06	1.17	1.29	3.38	2.08
永豐餘	0.3	0.08	0.97	0.87	1.38
產業平均	0.5	1.37	1.29	1.31	0.68

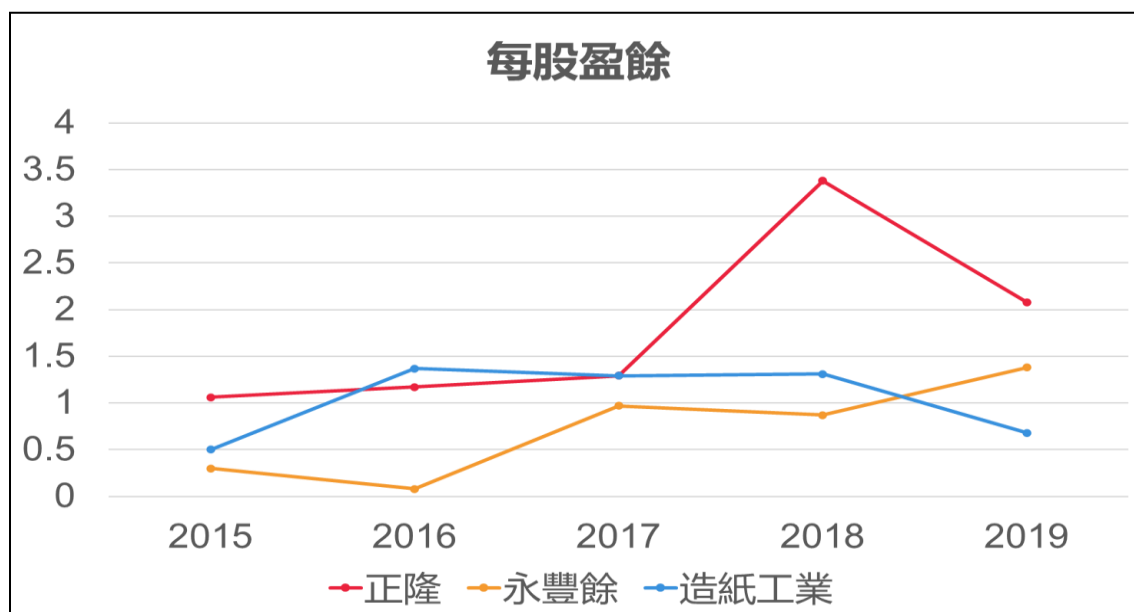


圖 3-17 獲利能力分析-每股盈餘

1. 正隆:

在 2015-2018 年間，每股盈餘呈現穩定成長的狀況，且在 2017 年後高於產業平均，表示公司的獲利能力和同業相比較好。

2. 永豐餘:

每股盈餘在 2019 年以前皆低於產業平均，相較正隆，股東能享受到的獲利較少。

7. 本益比

(1) 公式: 普通股每股市價/每股盈餘

(2) 定義: 本益比為普通股每股市價和每股盈餘的比率關係，即投資人支付的價格為每股盈餘的倍數，約為投資報酬率之倒數，代表投資報酬之預期，亦可評估股票市價是否合理。

(3) 分析

公司/年度	2015	2016	2017	2018	2019
正隆	10.7075	11.0684	12.6357	5.5178	9.2788
永豐餘	35.5	121	14.3814	12.931	9.7464
產業平均	5.7056	20.025	3.4928	2.9216	-3.2986

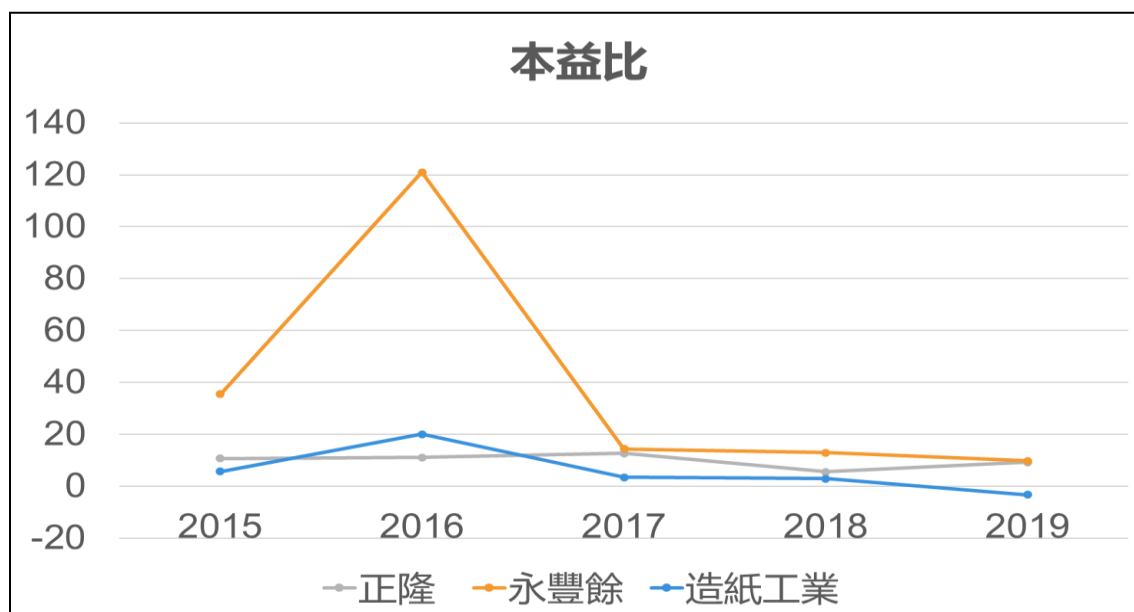


圖 3-18 獲利能力分析-本益比

1. 正隆：

本益比的變動幅度較小，且一直低於永豐餘，表示正隆的投資回收年限少於永豐餘。

2. 永豐餘：

在 2016 年因每股盈餘下降而導致本益比顯著上升，但 2017 年迅速回降，之後與正隆持平。

(五) 現金流量分析

1. 現金流量比率

(1) 公式：現金流量比率 = 營業活動淨現金流量 / 流動負債 × 100%

(2) 定義：這個比率是衡量企業在營業活動中賺取的淨現金流量償還流動負債之倍數，由於企業的營業活動賺取的淨現金流量是本期的結果，流動負債則是企業未來一年所需要償還的負債。故此比率是以本期的營業狀況衡量企業未來一年的短期償還債務的能力。

(3) 分析：

公司/年度	2015	2016	2017	2018	2019
正隆	19.62%	20.48%	6.00%	33.01%	48.56%
永豐餘	12.86%	19.68%	12.14%	15.11%	29.51%
產業平均	18.06%	18.93%	6.50%	16.21%	26.57%

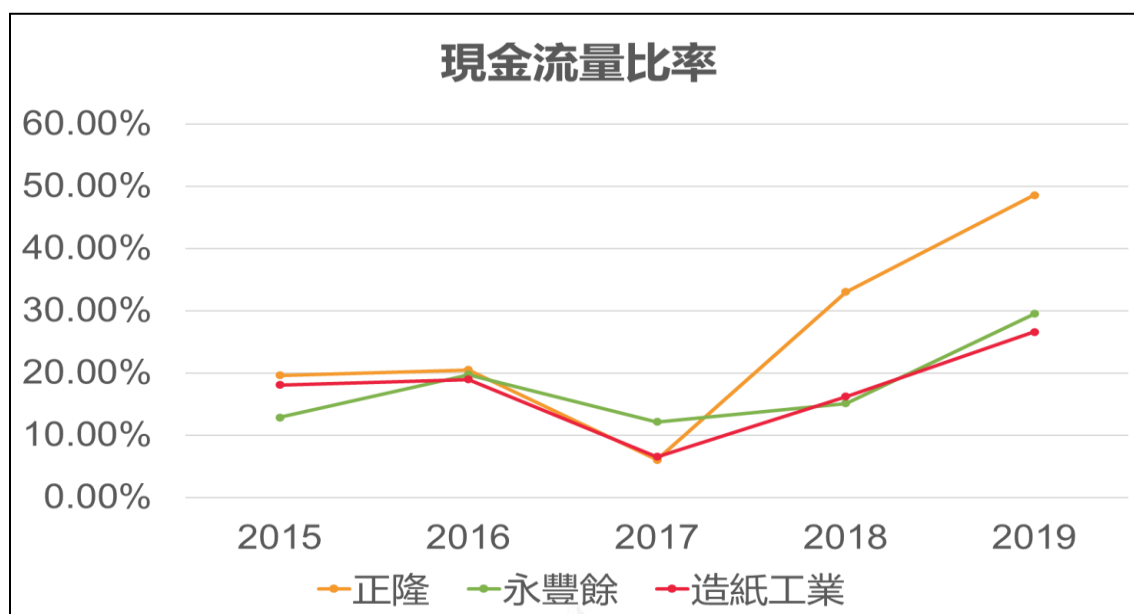


圖 3-18 現金流量分析-現金流量比率

永豐餘的現金流量比率波動不大，且有穩定上升的趨勢。正隆的現金流量比率波動性較大，在 2017 年降到 6%但往後兩年接大於永豐餘，並持續穩定上升。永豐餘和正隆的現金流量比率在近兩年有逐漸上升的趨勢，雖然高於產業平均，但比率皆在 100%以下，顯示這兩家企業以營業活動產賺取的現金用來償還流動負債的能力較差。

2. 現金流量允當比率

- (1) 公式：現金流量允當比率=近五年度營業活動的淨現金流量/近五年度（資本支出+存貨增加額+現金股利）×100%
- (2) 定義：上列公式將存貨增加數列入，主要係因存貨之囤積將迫使企業積壓資金，不似應收帳款等其他流動資產可採適當調整方式(如延緩償還應付帳款)而疏解資金積壓的問題。公式中「存貨增加數」僅在期末存貨大於期初存貨始計入計算，而「現金股利」則包括特別股與普通股之現金股利，另為衡量企業長期平均狀況，避免波動過大，故以五年總數為計算基礎。
- (3) 分析：

公司/年度	2015	2016	2017	2018	2019
正隆	73.21%	106.19%	76.97%	70.38%	92.43%
永豐餘	41.80%	48.47%	55.05%	73.31%	110.40%
產業平均	49.53%	70.31%	50.57%	53.30%	67.27%

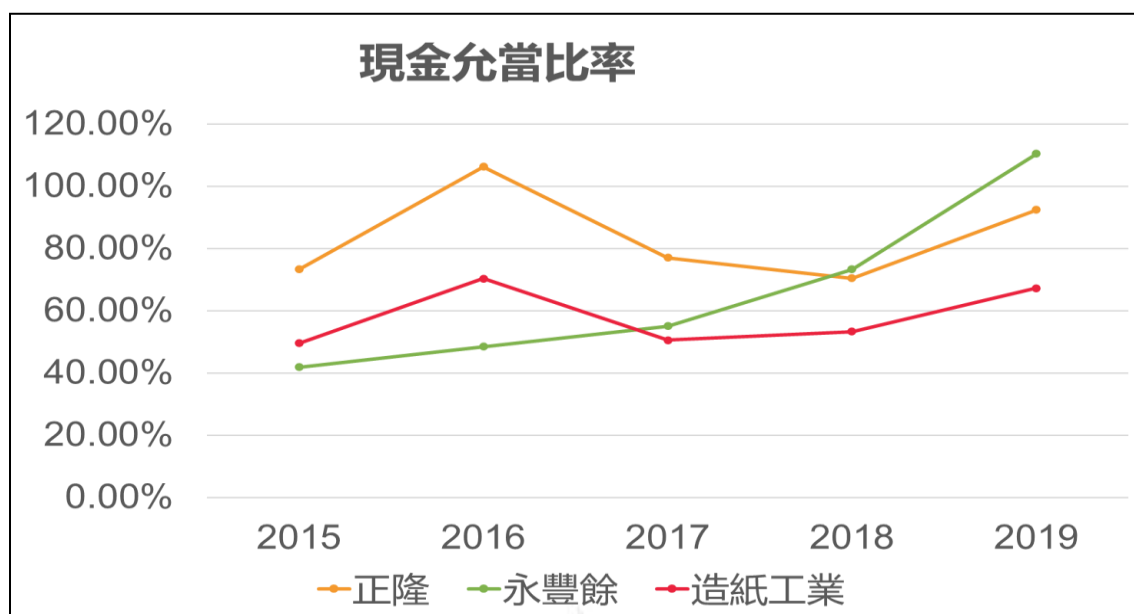


圖 3-19 現金流量分析-現金允當比率

永豐餘的現金流量允當比率逐年上升，到 2019 年超過 100%，顯示從 2015 年到 2019 年企業的營業活動所產生的現金流量足夠應付企業長期的資本支出與股利支付。正隆的現金允當比率逐年下降，企業營業活動所賺取的淨現金不足夠支付該企業從 2015 年到 2019 年的購買機器設備、存貨的增加數以及企業發放的現金股利，所以尚且需要一些投資的行動或理財的現金。

3. 現金再投資比率

- (1) 公式：現金再投資比率 = $\frac{\text{營業活動淨現金流量} - \text{現金股利}}{\text{固定資產毛額} + \text{長期投資} + \text{其他資產} + \text{營運資金}} \times 100\%$
- (2) 定義：係衡量企業營業活動淨現金流量未用於分配股利之部分，再投資於重置資產及協助營業活動成長之能力。其中固定資產總額係不動產、廠房及設備總數未扣除累計折舊之部分。此項比率愈高，表示企業的營業活動愈能賺入現金支應其資金需求，亦即現金自給自足的程度愈高，因此向外舉債或股東再增資之必要性愈低。一般來說比率在 8%~10% 最理想。
- (3) 分析：

公司/年度	2015	2016	2017	2018	2019
正隆	4.22%	4.07%	0.82%	6.43%	7.67%
永豐餘	3.01%	3.54%	3.27%	2.77%	6.63%

站在投資人觀點分析造紙業兩大龍頭是否值得投資-以正隆、永豐餘為例

產業平均	2.88%	2.83%	-0.52%	0.71%	3.48%
------	-------	-------	--------	-------	-------

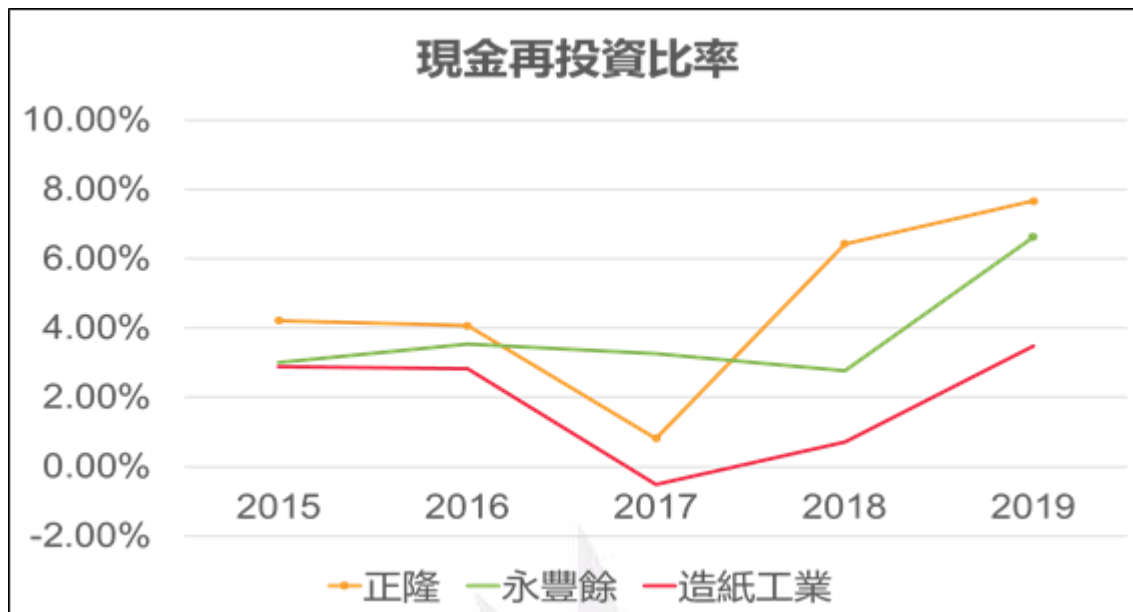


圖 3-20 現金流量分析-現金再投資比率

永豐餘和正隆的比率雖逐年上升，但皆低於 8%~10%，表示企業的營業活動不足以賺入現金支應其資金需求，亦即現金自給自足的程度較低，因此向外舉債或股東再增資之必要性增加。

四、結論

正隆和永豐餘為造紙業的兩大龍頭，從各個分析比較後可以得知，永豐餘在結構穩定度方面較佳。而正隆在短期償債能力、獲利能力以及股東報酬方面較佳。

建議投資人若是屬於追求高報酬，也能接受相對風險的積極型投資人，或是想從事短期投資，可以選擇正隆。

若是投資人是對於風險的承受度低的保守型投資人，建議可以選擇永豐餘，永豐餘的結構穩定度較佳，投資人所承受的風險較低。

總體來說，台灣的造紙產業已居於成熟期，市場上幾乎是形成寡占局面，雖然造紙產業在原料的進口依賴程度較高，但在產業技術上為一流，再加上高回收率和近年無新競爭者的加入，因此整體市場及營運穩定，市場結構變化不大。

而台灣造紙產業目前則是著重在積極擴展和轉型，包括布局至全球市場及加強上下游的垂直整合之外。我們認為環保改善及廢棄物的處理也尤其重要，特別是在當前劣質的貿易環境中，業者必須在企業和環保之中取得平衡，才是企業能否永續發展的關鍵，台灣的造紙產業才能夠擴大產業版圖、降低營業成本，並在競爭激烈的全球市場生存。

參考文獻

公開資訊觀測站(2020)。檢索日期:2020 年 5 月 15 日。取自:<https://mops.twse.com.tw/mops/web/index>

李宗黎、林蕙真(2018)。財務報表分析-理論與應用《第四版》，証業出版。

台灣經濟新報 TEJ+。檢索日期:2020 年 5 月 13 日。

正隆股份有限公司(2015)。104-108 年年報。檢索日期:2020 年 5 月 6 日，取自: <http://www.clc.com.tw/report?i=15>

永豐餘投資控股股份有限公司(2015)。104-108 年年報。檢索日期:2020 年 5 月 6 日，取自: http://www.yfy.com/tw/investor_reports.html

