

5009.TT 榮剛

2H23 獲利加速成長

公司簡介

榮剛材料科技成立於 1993 年，為生產特殊鋼的電爐一貫廠，工廠位於台南新營，產品屬於特殊鋼中的高合金鋼及不銹鋼，為國內唯一的合金棒鋼廠，也是台灣唯一合法擁有軍工證之鋼廠。2022 年營收產業分布，機械+模具+一般民生 60%、航太 17%、油氣 11%、能源 6%；地區營收占比，台灣 21%、美洲 36%、歐洲 17%。

投資評等/目標價

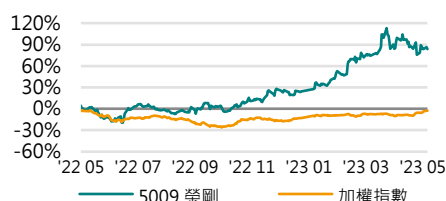
買進

68

【前次投資建議】區間操作，52~65

【大盤指數/股價】16623 / 56.8

近一年個股及大盤報酬率



公司基本資料

流通在外股數(百萬股)	496
市值(百萬元)	26,814
3M 平均日成交值(百萬元)	1,197
外資持股率(%)	18.83
投信持股率(%)	9.18
董監持股率(%)	3.91

重點財報解析

百萬元	FY22	FY23F	FY24F
營業收入	12,365	14,802	18,845
營業利益	2,415	3,547	5,074
母公司本期淨利	2,019	2,664	3,662
EPS(元)	4.02	5.41	7.29
每股現金股利(元)	2.50	3.60	4.86
每股淨值(元)	23.87	26.78	30.47
本益比(x)	13.45	10.01	7.42
本淨比(x)	2.44	2.02	1.78
殖利率(%)	4.62	6.66	8.98

環境、社會與治理(ESG)



重點摘要

➤ 航太、能源、油氣需求佳，訂單占比持續提升

榮剛訂單方面，自 2H22 開始航太、能源、油氣等高毛利率產品接單表現正向，上述產品訂單占相較 1H22 提升 17ppts 至 57%，而 4 月訂單占比更進一步提升至 67%。軍工方面，榮剛為台灣唯一軍工用品金屬材料供應商，擁有軍備局的軍品證，目前營收占比 1%，受惠 2023 年台灣國防預算 YoY+12.90%，公司樂觀看待軍工產品成長潛力。

➤ 柳營新廠量產後，2025 年營收規模將達 300 億元

新廠方面，柳營 50 噸電爐新廠公司預計將於 3Q23 開始熱試俾，年產能 24 萬噸，屆時榮剛總產能將提升 1.5 倍至 36 萬噸。柳營廠將做中大尺寸產品，毛利率比小尺寸來得好。公司預計新產能 4Q23 後會逐漸開出來，至 2H24 將可放量，並預估 2025 年若產能全開的情況下，營收將成長至 300 億元。

➤ 受惠認證材需求持續提升，2H23 營收與獲利將加速成長

展望 2023 年，營收成長動能來自於航太、能源、油氣產品需求成長，而柳營新廠投研部則預計在 2024 年將有較明顯貢獻，而以 2023 年以來航太、能源、油氣產品訂單熱度而言，各產品營收皆將成長，且以航太成長幅度最大，2H23 認證材營收預計較 1H23 成長 27.96%，且此類產品屬於毛利率較高的認證材，因此也將推升毛利率表現。投研部預估榮剛 2023 營收為 148.02 億元、YoY+19.70%，EPS 預估為 5.41 元。

➤ 投資建議：買進，目標價 68 元

評價方面，參考榮剛近兩年認證材營收占比持續提升的階段，P/E 評價多落在 8x~17x，目前 P/E 位於 10x、處於上述區間下緣水準，投研部考量 1) 認證材訂單占比持續提升，將推升 2H23 年獲利加速成長、2) 高毛利率的軍工產品未來具發展潛力、3) 產能為目前 1.5 倍的柳營新廠後續將增添成長動能，因此我們認為隨營運穩步向上，P/E 將朝中緣 12.5x 靠攏、目標價 68 元(12.5x FY23 P/E)靠攏，因此給予買進投資建議。

1Q23 雖工具鋼毛利率下滑，然認證材毛利率持續維持高水準

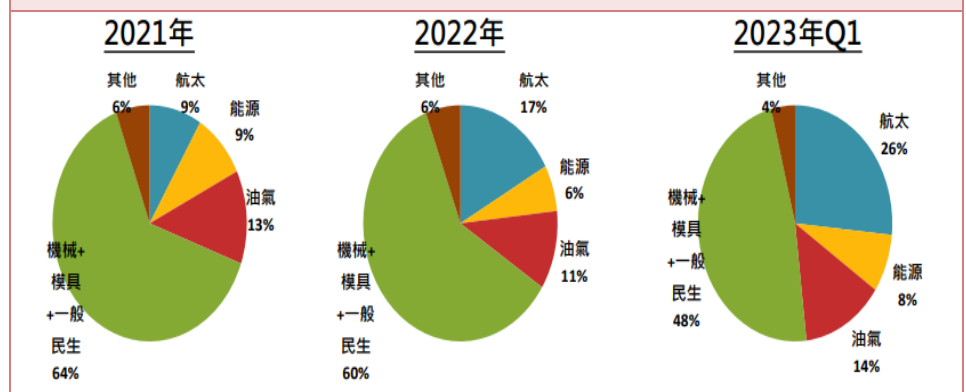
榮剛 1Q23 營收 33.18 億元(YoY+25.50%、QoQ-0.40%)、營業毛利 9.28 億元(YoY+10.56%、QoQ-8.47%)、毛利率 27.96%低於前季與去年同期，主要受工具鋼需求相對較弱所拖累，該產品毛利率由 4Q22 的 24%回落到 1Q23 的 18%，不過認證材則持續維持高毛利率水準，其中航太維持 40%以上，能源與油氣維持 34%~36%；營業利益 6.36 億元(YoY+48.13%、QoQ-8.34%)、表現相對毛利來得好，主要受惠海運費下降使費用降低；淨利方面，則來自業外租金收入與處分有價證券挹注，進而推升稅後淨利至 5.52 億元(YoY+59.67%、QoQ-1.77%)、EPS 1.20 元。

航太、能源、油氣需求佳，訂單占比持續提升

訂單方面，自 2H22 開始航太、能源、油氣等高毛利率產品接單表現正向，分別受惠於解封後航空需求增加、俄羅斯在戰爭下減少天然氣供應導致發電機需求增加、全球與美國持續提升油井數量，進而使上述產品訂單占比相較 1H22 提升 17ppts 至 57%，而 4 月訂單占比更進一步提升至 67%，以接單至出貨時間差約 5~6 個月而言，投研部推估 4Q23 航太、能源、油氣營收占比將達 64%。

軍工方面，榮剛為台灣唯一軍工用品金屬材料供應商，擁有軍備局的軍品證，產品包含砲、槍管材、飛機起落架，目前營收占比 1%，毛利率則高於航太產品。而受惠 2023 年台灣國防預算達 5,863 億元、YoY+12.90%，發展項目包含飛彈、砲管、飛機等榮剛所跨足的軍工產品，因此公司樂觀看待軍工產品成長潛力。觀察近 7 年國防預算每年皆呈現增加，且占 GDP 比重也有所提升，在國防趨勢以及國際情勢推升下，投研部預估榮剛軍工營收占比將能逐步增加。

圖 1：榮剛產品組合變化



資料來源：榮剛法說

柳營新廠量產後，2025 年營收規模將達 300 億元

產能方面，公司預計柳營 50 噸電爐新廠將於 3Q23 開始熱試俾，年產能 24 萬噸，屆時榮剛總產能將提升 1.5 倍至 36 萬噸。未來柳營廠將做中大尺寸產品(200mm 以上)，毛利率將比小尺寸來得好，可切入的產品包含大型井口設施、大型汽車壓鑄模具用鋼、5MW 以上之風電軸與環件、頁岩油壓裂模塊等具競爭力產品。公司預計新產能會於 4Q23 後逐漸開出來，至 2H24 將可放量，並預估 2025 年若產能全開的情況下，營收將成長至 300 億元。

圖 2：50 噸爐鍛件市場概況

開模鍛件市場量推估(千公噸)		榮剛目前尺寸能力	未來串整可擴大尺寸產品(例)	
鎳基合金	56	200mm		大型井口設施
合金工具鋼	840	650mm		NADCA等級大型(寬度>1000mm) 汽車壓鑄模具用鋼
不鏽鋼	910	600mm		汽輪機軸、環件
合金鋼	1,960	650mm		>5MW風電軸、環件
高強度低合金鋼				擴大頁岩油壓裂模塊
碳鋼	1,134			
合計	4,900			

Source：SMR, 榮剛整理

資料來源：榮剛法說

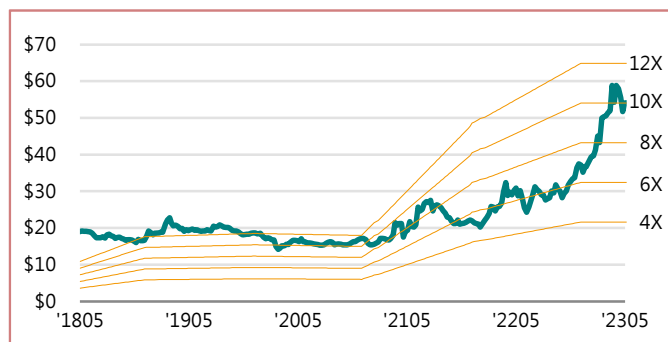
受惠認證材需求持續提升，2H23 獲利將加速成長

展望 2023 年，營收成長動能來自於航太、能源、油氣產品需求成長，柳營新廠則預計在 2024 年才會有較明顯的貢獻。2023 年以來航太、能源、油氣產品訂單熱度來看，各產品營收皆會成長，且以航太成長幅度最大，其中波音目標 2023 年底前要將 737 MAX 每月產能從約 31 架提升至 38 架，空巴則設置 2023 年交付 720 架目標、高於 2022 年交機的 661 架，我們預估航太產品營收占比將由 1Q23 的 26% 提升至 4Q23 的 34%。綜合而言，認證材 2H23 營收預計較 1H23 成長 27.96%，且在需求支持下我們預計認證材毛利率可維持與 1Q23 相當之水準，至於工具鋼方面則預計在庫存消化後，2H23 需求可望進行緩步回補，有利毛利率出現小幅改善。綜合以上，投研部預估榮剛 2023 營收為 148.02 億元、YoY+19.70%，獲利方面，受惠認證材營收占比持續提升，預估 2Q23~4Q23 認證材營收占比分別為 53.5%、60.7%、64%，毛利率預估將較 2022 年提升 0.78ppts 至 32.77%，EPS 預估為 5.41 元。

投資建議：買進，目標價 68 元

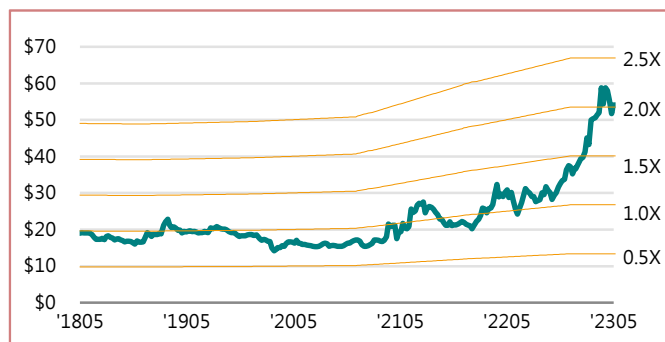
評價方面，參考榮剛近兩年認證材營收占比持續提升的階段，P/E 評價多落在 8x~17x，以 5/30 股價 54.1 元計算，目前 P/E 位於 10x、處於上述區間下緣水準，投研部考量：1) 航太、能源、油氣等認證材訂單占比持續提升，將推升 2H23 年獲利加速成長、2) 高毛利率的軍工產品未來具發展潛力、3) 產能為目前 1.5 倍的柳營新廠後續將增添成長動能，因此我們認為隨營運穩步向上，P/E 有機會先朝中緣 12.5x 靠攏、目標價 68 元(12.5x FY23 P/E)，因此給予買進投資建議。

榮剛未來 12 個月 P/E 區間



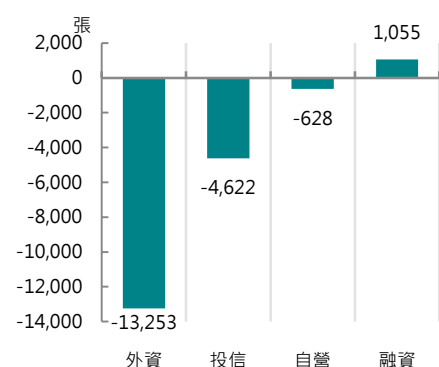
資料來源：國票投顧

榮剛未來 12 個月 P/B 區間



資料來源：國票投顧

近二十日籌碼變化



資料來源：TEJ

十大股東結構

持股人姓名	持股率%
金智富資產管(股)王炯葵	6.39
台灣鋼鐵(有)	3.91
大通摩根證券	3.55
匯豐摩根士丹	3.40
安聯台灣智慧	2.29
禾揚投資(股)	1.90
匯豐託管 Poin	1.68
花旗託管挪威	1.49
統一黑馬基金	1.22
大通梵加德指	1.07

資料來源：TEJ

董監事持股

持股人	身分別	持股率%
朱俊雄	獨立董事	0
吳怡青	獨立董事	0
林義郎	獨立董事	0
簡金成	獨立董事	0
王炯葵	法人代表(董事長)	0
台灣鋼鐵(有)王炯葵	董事長	3.91
台灣鋼鐵(有)林文淵	董事	3.91
台灣鋼鐵(有)陳政祥	董事	3.91
台灣鋼鐵(有)趙世傑	董事	3.91
台灣鋼鐵(有)蔣士宜	董事	3.91

資料來源：TEJ

5009 榮剛 永續發展概況

CMoney ESG Rating

落後			平均				領先		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10

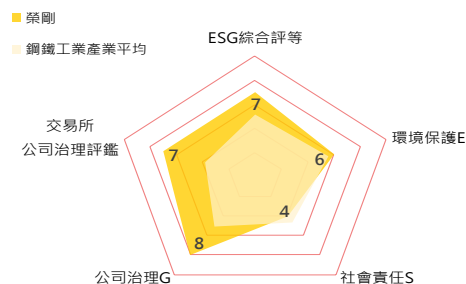
E(環境保護)	S(社會責任)	G(公司治理)	永續報告書連結
6	4	8	https://mops.twse.com.tw/server-java/FileDownload?step=9&filePath=/home/html/nas/p

產業類別	產業樣本數	ESG評等產業排名	TCFD報告書簽署	TCFD報告書連結
鋼鐵工業	46	4	否	

資料來源：CMoney

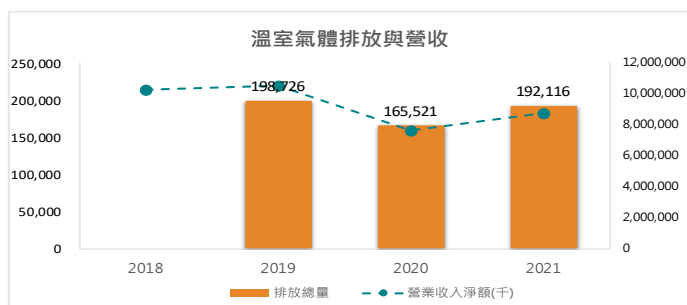
資料來源：CIBMoney
說明：評等1-10分，10分最高

更新評鑑年季：2023Q2



環境保護 Environment

溫室氣體



摘要 2021年溫室氣體排放量增加16.07%，營收增加14.8%。

溫室氣體盤查數據			
年度	排放總量(公噸)	範疇一	範疇二
2021	192,116	96,190	95,926
2020	165,521	86,419	79,102
2019	198,726	198,726	94,792
2018	未揭露	-	-

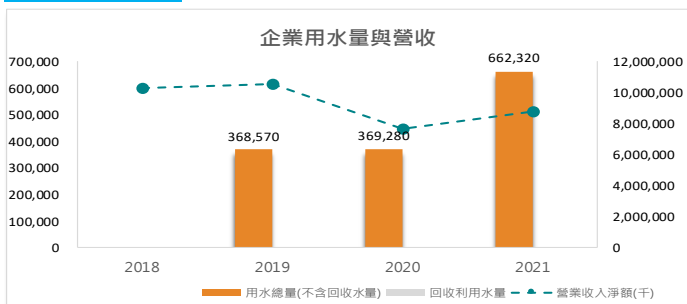
*排放總量(公噸)：範疇一+範疇二溫室氣體排放數據

*範疇一：組織擁有或控制的營運據點的溫室氣體排放

*範疇二：組織所購買或取得之電力，用之於供熱、製冷或蒸汽而產生的溫室氣體排放

資料來源：CMoney、企業揭露資訊

水資源



摘要 2021年企業用水量增加79.35%，營收增加14.8%

企業用水量盤查數據			
年度	用水總量(公噸)	回收水量(公噸)	排水量(公噸)
2021	662,320	-	107,700
2020	369,280	-	126,400
2019	368,570	-	112,150
2018	未揭露	-	-

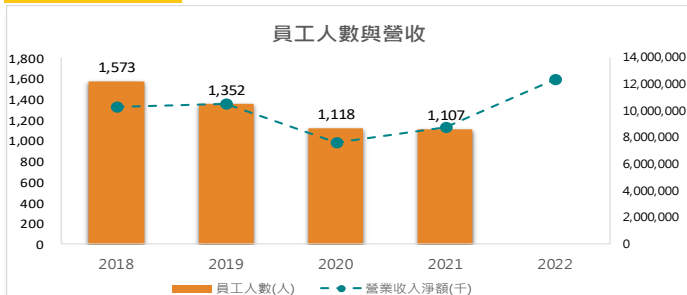
*用水總量：依取水來源統計之總使用水量

*回收水量：將已用水和廢水透過循環處理成可再利用的水資源(包含製成回收水)

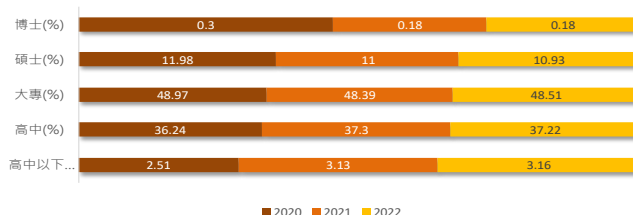
*排水量：排放的汗水總量

資料來源：CMoney、企業揭露資訊

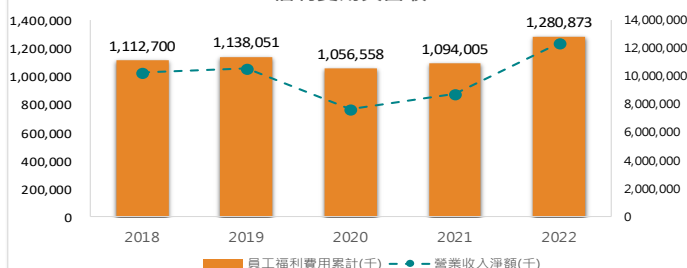
社會責任 Social Responsibility



員工學歷分佈



福利費用與營收



公司治理 Corporate Governance

公司治理評鑑

評鑑年度	評鑑結果	等級	加權項目比重			
			維護股東權益及 平等對待股東	強化董事會結構 與運作	資訊 透明度	落實 企業社會責任
2022	前5%	A+	0.2	0.33	0.23	0.24
2021	前5%	A+	0.2	0.33	0.26	0.21
2020	6%至20%	A	0.19	0.34	0.26	0.21
2019	6%至20%	A	0.2	0.35	0.24	0.21
2018	51%至65%	C+	0.2	0.35	0.24	0.21

資料來源：CMoney、交易所

[註]等級轉換：前5%：「A+」；6%至20%：「A」；21%至35%：「B+」；36%至50%：「B」；51%至65%：「C+」；66%至80%：「C」；81%至100%：「D」

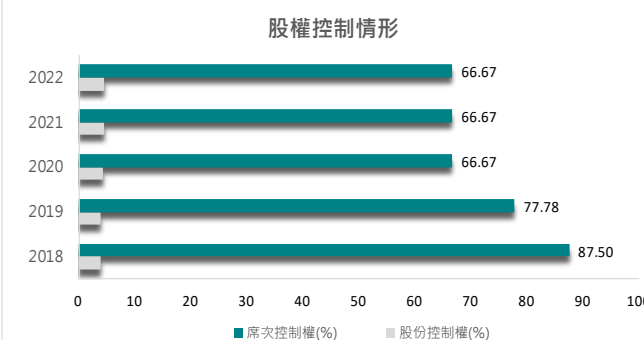


企業功能委員會

功能委員會			
審計委員會(非強制設置)	★	審計委員會(強制設置)	
提名委員會	★	資訊安全委員會	
公司治理委員會		永續發展委員會	
薪資報酬委員會	★	誠信經營委員會	
風險管理委員會		策略委員會	

資料來源：CMoney、企業揭露資訊

股權控制



企業裁罰資訊

2023/3/28	違反法條： 廢棄物清理法第31條第1項第1款	違反內容： 本局111年12月21日派員至貴公司新營廠稽查，巡視廢棄物貯存區，發現廢鐵、廢木材未依廢清書核准區域存放。
2023/3/28	違反法條： 廢棄物清理法第31條第1項第2款	違反內容： 本局111年12月21日派員至貴公司新營廠稽查，查貴公司新營廠廢棄物申報紀錄，產品240999、製程240075、原料111075、產品240999漏報。
	違反法條： 固定污染源逸散性粒狀污染物空氣污染防治設施管理辦法第4條第1項第2款、固定污染源逸散性粒狀污染物空氣污染防治設施管理辦法第6條第2款、固定污染源逸散性粒狀污染物空氣污染防治設施管理辦法第6條第3款、空氣污染防治法第23條第2項	違反內容： 本局於111年8月12日執行111年7月7日行政院環境保護署7月份固定源逸散性粒狀污染物管制名單稽查缺失記點復查，依違反固定污染源逸散性粒狀污染物空氣污染防治設施管理辦法之缺失記點及處理原則附表查現場缺失如下：(一)防塵網或阻隔牆未完全圍封堆置區，違反本辦法第4條規定，扣4點。(二)車行路徑鋪設混凝土，惟有路面色差，違反本辦法第6條第2款規定，扣4點。(三)自動洗車平台雖修復完成，惟運輸車輛未清洗乾淨，致公私場所門口及其鄰近路面，有運輸車輛帶出之逸散性粒狀污染物質，違反本辦法第6條第3款規定，扣4點。以上缺失點數總計12點，認定未改善完成。

資料來源：CMoney蒐集MOPs重訊、環保署、金管會、勞動部裁罰資訊

附註說明

溫室氣體與水資源企業資訊來源為永續報告書及公開資訊觀測站，企業資料於每年6/30及9/30申報截止，CMoney蒐集整理數據於每年8月及10月更新最新資料。
依循GRI國際準則，企業揭露溫室氣體與水資源等資料應揭露至少3至5年，因此最新年度永續報告書應有3至5年數據，表格數據以最新年度公告數據呈現。
舉例，去年A公司公告2020、2019年溫室氣體資料，今年只公告2021年資料，視為今年沒有公告2020、2019歷史資料，於表格中只會呈現2021年資料。

綜合損益表

百萬元	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	FY22	FY23F	FY24F
營業收入	3,318	3,762	3,828	3,894	4,170	4,254	4,811	5,610	12,365	14,802	18,845
營業毛利	928	1,156	1,357	1,410	1,486	1,546	1,750	2,053	3,956	4,850	6,835
營業費用	292	331	337	343	384	408	452	516	1,541	1,302	1,760
營業利益	636	825	1,020	1,067	1,102	1,138	1,298	1,537	2,415	3,547	5,074
稅前淨利	710	797	990	1,039	1,067	1,093	1,252	1,491	2,593	3,536	4,902
本期淨利(NI)	578	638	792	831	854	874	1,001	1,192	2,098	2,839	3,922
淨利歸屬於_母公司業主	552	601	737	774	798	812	933	1,118	2,019	2,664	3,662
淨利歸屬於_非控制利益	26	37	55	58	56	62	68	74	79	175	260
每股盈餘_本期淨利	1.20	1.20	1.47	1.54	1.59	1.62	1.86	2.23	4.02	5.41	7.29
QoQ(%)											
營收淨額	(0.40)	13.40	1.75	1.72	7.10	2.00	13.10	16.60			
銷貨毛利	(8.47)	24.63	17.36	3.92	5.39	4.07	13.18	17.30			
營業利益	(8.34)	29.78	23.62	4.64	3.27	3.25	14.06	18.40			
稅後純益_母公司淨利	(1.77)	8.79	22.68	4.97	3.08	1.84	14.92	19.83			
YoY(%)											
營收淨額	25.50	20.00	17.56	16.91	25.71	13.08	25.68	44.06	40.98	19.70	27.32
銷貨毛利	10.56	6.66	33.05	39.12	60.18	33.76	29.00	45.61	69.13	22.60	40.93
營業利益	48.13	21.51	66.20	53.87	73.37	37.93	27.27	44.00	124.85	46.89	43.04
稅後純益_母公司淨利	59.67	9.36	31.34	37.61	44.41	35.18	26.63	44.56	168.61	31.96	37.45
各項比率											
營業毛利率	27.96	30.73	35.44	36.20	35.62	36.35	36.37	36.59	31.99	32.77	36.27
營業利益率	19.16	21.93	26.64	27.40	26.42	26.75	26.97	27.39	19.53	23.97	26.93
稅前淨利率	21.41	21.18	25.85	26.68	25.58	25.69	26.02	26.57	20.97	23.89	26.01
稅後淨利率	16.65	15.97	19.26	19.87	19.12	19.09	19.40	19.94	16.33	18.00	19.43

資料來源：TEJ、國票投顧；EPS 以最新股本 50.2 億元計算

財務狀況表

百萬元	FY22	FY23F	FY24F
現金及約當現金	2,509	4,808	8,950
流動金融資產	0	(34)	(68)
應收款項	2,647	2,493	3,995
存貨	6,418	5,529	6,672
其他流動資產	351	351	351
流動資產	11,924	13,147	19,900
非流動金融資產	611	611	610
採用權益法之投資	380	380	379
不動產、廠房與設備	8,308	8,952	9,596
投資性不動產	10	10	10
其他非流動資產	4,406	4,238	4,238
資產總計	25,259	26,958	34,354
短期借款	1,587	1,269	952
流動金融負債	0	0	0
應付款項	1,518	1,625	1,849
其他流動負債	1,786	1,786	1,786
流動負債	7,956	4,680	4,586
非流動金融負債	0	0	0
應付公司債	4,337	7,362	10,386
長期借款	4,035	1,698	(638)
其他非流動負債	818	859	902
負債總計	9,678	12,800	16,350
股本	4,571	5,020	5,070
資本公積	2,178	2,098	2,018
保留盈餘	4,050	6,645	10,501
其他權益	(43)	0	1
庫藏股	222	233	245
非控制權益	598	628	659
股東權益	11,132	14,158	18,004

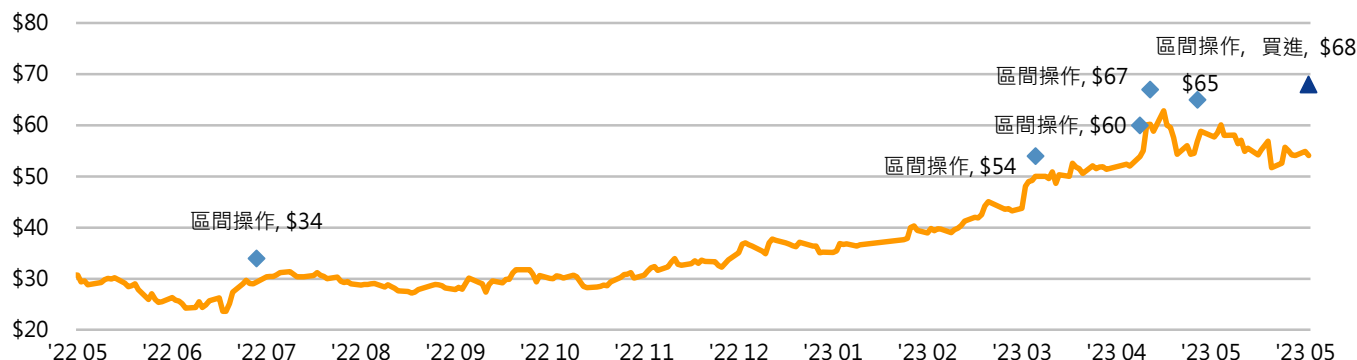
資料來源：TEJ、國票投顧

現金流量表

百萬元	FY22	FY23F	FY24F
本期稅前淨利(淨損)	2,593	3,536	4,902
折舊攤提	428	281	282
採權益法之關聯企業及合資損益之份額	(45)	11	173
收取之利息	0	0	0
收取之股利	9	9	9
營運資金增減	(1,427)	(1,427)	(1,427)
支付之利息	43	43	43
支付之所得稅	(118)	697	980
其他	215	215	215
來自營運之現金流量	1,697	3,365	5,177
資本支出	(915)	(915)	(915)
長投增減	299	0	1
短投增減	34	34	34
收取之利息	0	0	0
收取之股利	9	9	9
其他	215	215	215
來自投資之現金流量	(616)	(915)	(914)
自由現金流量	1,081	2,450	4,263
借款增(減)	(4,991)	(2,654)	(2,654)
股利發放	0	(1,255)	(1,826)
發行公司債	3,025	3,025	3,025
償還公司債	0	0	0
現金增資	0	0	0
其他	215	215	215
來自融資之現金流量	168	(184)	(155)
匯率調整	34	34	34
本期產生之現金流量	1,283	2,299	4,142
期末現金及約當現金	2,509	4,808	8,950

資料來源：TEJ、國票投顧

榮剛歷史投資建議走勢



國票買進個股數

投資評等	個股數
強力買進/買進	62

評等說明

評等	定義
強力買進	預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 20%，且短期股價動能強勁
買 進	<ul style="list-style-type: none"> • 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 20% • 中大型股及金融股：預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 12%以上
區間操作	<ul style="list-style-type: none"> • 預估未來 3 個月內絕對報酬小於 20% • 中大型股及金融股：預估未來 3 個月內的絕對報酬小於 12% • 股價若偏區間價位下緣，可偏多操作；股價若偏區間價位上緣，宜保守操作
觀 望	預估未來 3 個月內的絕對報酬低於 0%
未 評 等	<ul style="list-style-type: none"> • 該公司未於國票核心持股名單 • 國票可能與該公司進行業務而處於減默期

備註：「續推買進」報告 - 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 10%；中大型股及金融股，預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 6%以上

研究員聲明

本研究報告之內容，係研究人員就其專業能力之善意分析，負責之研究人員（或者負責參與的研究人員）確認：本研究報告的內容係反映研究人員對於相關證券的個人看法；研究人員的報酬與本研究報告內容表述的個別建議或觀點無關。

公司總聲明

1. 國票證券投資顧問股份有限公司為國票金融控股公司之集團成員，國票金融控股公司所屬子公司暨關係企業（以下簡稱 國票金控集團）從事廣泛金融業務，包括但不限於票券、保險、證券經紀、自有資金投資與交易、資產管理及證券投資信託等。國票金控集團對於本報告所涵蓋之標的公司可能有投資或其他業務往來關係。
2. 國票金控集團及其所屬員工，可能會投資本報告所涵蓋之標的公司，且其交易方向與本報告中所提及交易方向可能不一致。除此之外，國票金控集團於法令許可的範圍內，亦有可能以本報告所涵蓋之標的公司作為發行衍生性金融商品之標的。國票金控集團轄下的銷售人員、交易員及其他業務人員可能會為其客戶或自營部門提供口頭或書面市場看法或交易策略，然而該等看法與策略可能與本報告意見不盡一致。國票金控集團之資產管理、自營及其他投資業務所有之投資決策也可能與本報告所提供之建議或看法不一致。
3. 本報告純屬研究性質，僅供集團內部同仁及特定客戶參考，不保證其完整性及精確性，且不提供或嘗試遊說客戶做為買賣股票之投資依據。報告中所有的意見與預估，係取自本公司相信為可靠之資料來源，且為特定日期所為之判斷，有其時效性，爾後若有變更，本公司將不做預告或主動更新。投資人於決策時應審慎衡量本身風險，並就投資結果自行負責。以上報告內容之著作權屬國票投顧所有，非經本公司同意，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。