

# 東和鋼鐵 (2006 TT) Tung Ho Steel

長單使獲利穩健，惟建築用鋼需求放緩不利獲利推升

持有-超越同業 (維持評等)

目標價 (12 個月) : NT\$85.0

收盤價 (2024/02/27) : NT\$76.3

隱含漲幅 : 11.4%

## 營收組成 (4Q23)

鋼筋 57%/型鋼 21%/鋼結構 22%。

## 本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	持有-超越同業	持有-超越同業
目標價 (NT\$)	85.0	70.0
2024年營收 (NT\$/十億)	61.3	62.2
2024年EPS	6.2	5.9

## 交易資料表

市值	NT\$55,710百萬元
外資持股比率	17.7%
董監持股比率	19.6%
調整後每股淨值 (2023F)	NT\$44.38
負債比	44.7%
ESG評級 (Sustainalytics)	高 (曝險程度共5級)

## 簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2022A	2023	2024F	2025F
營業收入	59,217	60,962	61,280	59,653
營業利益	5,118	5,999	5,940	5,697
稅後純益	3,994	4,679	4,545	4,372
EPS (元)	5.47	6.48	6.22	5.99
EPS YoY (%)	-8.1	18.4	-3.9	-3.8
本益比 (倍)	14.0	11.8	12.3	12.7
股價淨值比 (倍)	1.9	1.8	1.7	1.7
ROE (%)	13.7	15.6	14.3	13.1
現金殖利率 (%)	4.6%	5.5%	5.3%	5.1%
現金股利 (元)	3.50	4.20	4.05	3.89

### 陳映慈

Lucy.YT.Chen@yuanta.com

### 洪晨翎

CherylHung@yuanta.com

## 元大觀點

◆ 新產能挹注，2023年鋼筋出貨量年增19%，估2024年出貨量持平。

◆ 鋼筋在手訂單看至3Q24，長單保護使利差優於預期，上修2024年毛利率0.5ppt；惟建築用鋼需求放緩成為長期營運隱憂，不利獲利推升

◆ 具殖利率支撐，評價上調至2024年1.9倍每股淨值，目標價85元。

## 新廠挹注+長單保護，2023年獲利亮眼

東鋼4Q23營收165.1億元(季增10.0%/年增17.5%)，鋼筋+型鋼出貨量季增7%；毛利率季增1.2ppt至15%，主因1) 鋼結構部門認列工程結算獲利，且東鋼營造認列工程迴轉利益，部門獲利達5.87億元，遠優於預期之3.5-4億元、2) 越南廠在國際鋼價上漲下虧損收斂至0.54億元，相對3Q23虧損1.61億元轉佳、3) 鋼筋毛利率略為擴張(鋼筋以長單為主，受4Q23現貨利差縮小的負面影響小於預期)；4Q23 EPS 1.84元(季增15.7%/年增61.6%)，優於我們/市場預期22%/18%，獲利亮眼。

## 1Q24 營建淡季估出貨量季減9%，上修毛利率反映長單保護

1Q24 為營建業淡季，預期鋼筋+型鋼出貨量季減9%，下修營收6.8%至142.5億元(季減13.7%/年增4.6%)，主因1) 年節影響出貨大於預期、2) 越南廠稼動率仍低；上修1Q24毛利率1.0ppt至13.9%，主因鋼筋以中長單為主，單價與毛利率不受到淡季需求轉弱、國內鋼筋廠降價競爭影響；預期1Q24 EPS 1.46元(季減20.8%/年減6.2%)，年減主因1) 預期東鋼越南廠仍陷虧損(相對1Q23獲利0.47億元)、2) 鋼筋與型鋼毛利率略為下滑。

## 短期受在手訂單保護且具殖利率，惟建築用鋼長期需求放緩

東鋼鋼筋在手訂單看至3Q24(約90萬噸)，儘管長約使鋼筋毛利率短期不受降價及需求轉弱拖累，但我們認為東鋼獲利難再創高，主因1) 鋼構部門2023年認列的工程多為2021年房市熱絡所接毛利率較佳之案件，後續毛利率將向下修正；2) 大業新廠產能已全數開出，後續未有擴產計畫，預期2024年鋼筋出貨量年持平145萬噸；3) 2023年先行指標核發樓地板面積衰退18%，預期2024年我國鋼筋消費量年減低個位數，建築用鋼需求逐年下滑，2H24以短單為主的型鋼有價量衰退之風險，長期而言，鋼筋事業亦難再擴張。預期2024年EPS 6.22元(年減3.9%)，儘管獲利維持穩健，且股利配發4.2元，目前殖利率達5.5%，但推升獲利動能不再，評價給予1.9倍2024年每股淨值(前次為1.6倍，上調以反映毛利率上修及殖利率推升評價)，推得目標價85元。

## 營運分析

### 新廠挹注+長單保護，2023 年獲利亮眼

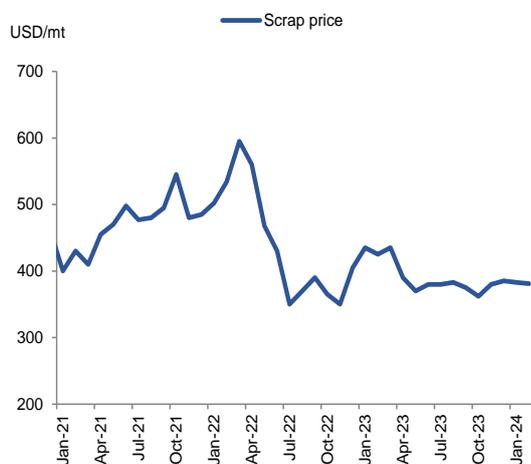
東鋼 4Q23 營收 165.1 億元(季增 10.0%/年增 17.5%)，達成我們/市場預期 101%/103%，略優於預期，受惠年底營建業趕工效應，鋼筋+型鋼出貨量季增 3.6 萬噸至 55.9 萬噸，符合預期，年增主因大業廠新產能貢獻，使出貨量年增 25%，價格則持平至小幅降價，尤其型鋼受到進口低價鋼品競爭，估算出貨均價下跌 5%；毛利率季增 1.2ppt 至 15%，高於我們/市場預期 1.7ppt/1.6ppt，季增主因 1) 鋼結構部門認列不定期工程結算獲利，且東鋼營造認列工程迴轉利益，部門獲利達 5.87 億元，遠優於我們預期之 3.5-4 億元，為 4Q23 獲利大幅優於預期主因、2) 東鋼越南廠在國際鋼價上漲下虧損收斂至 0.54 億元，相對 3Q23 虧損 1.61 億元轉佳、3) 鋼筋毛利率略為擴張，優於我們預期之持平(鋼筋以長單為主，受 4Q23 現貨利差縮小的負面影響小於預期)；4Q23 EPS 1.84 元(季增 15.7%/年增 61.6%)，優於我們/市場預期 22.0%/17.9%，2023 年 EPS 年增 18.4%至 6.48 元，獲利亮眼。

圖 1：2023 年第 4 季財報回顧

(百萬元)	4Q22A	3Q23A	4Q23A	季增率	年增率	4Q23F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	13,856	15,379	16,510	10.0%	17.5%	16,301	16,084	1.3%	2.6%
營業毛利	1,881	2,121	2,472	19.7%	31.1%	2,159	2,152	14.5%	14.9%
營業利益	1,290	1,494	1,678	15.2%	30.6%	1,491	1,486	12.5%	12.9%
稅前利益	1,232	1,487	1,671	15.6%	34.5%	1,475	1,469	13.3%	13.8%
稅後淨利	832	1,163	1,344	15.7%	61.6%	1,102	1,140	22.0%	17.9%
調整後 EPS (元)	1.14	1.59	1.84	15.7%	61.6%	1.51	1.56	22.0%	17.9%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	13.6%	13.8%	15.0%	1.2	1.6	13.3%	13.4%	1.7	1.6
營業利益率	9.3%	9.7%	10.2%	0.5	1.0	9.2%	9.2%	1.0	0.9
稅後純益率	6.0%	7.6%	8.1%	0.4	2.2	6.8%	7.1%	1.4	1.1

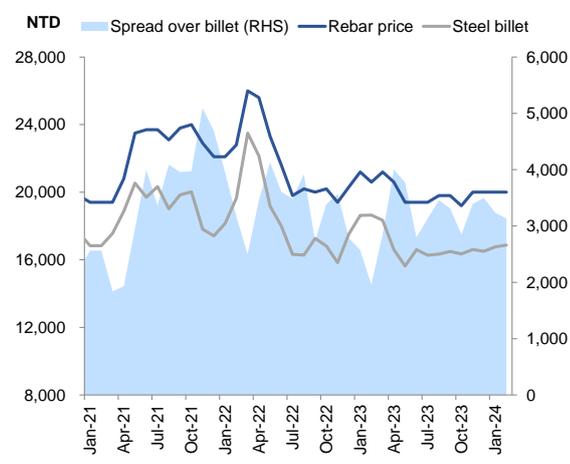
資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

圖 2：國際廢鋼價格



資料來源：Wind、元大投顧

圖 3：鋼筋利差與價格走勢



資料來源：Wind、CMoney、元大投顧

## 1Q24 進入營建淡季，估出貨量季減 5.8 萬噸，上修毛利率反映長單保護

1Q24 為營建業淡季，預期台灣鋼筋+型鋼出貨量季減 5.8 萬噸至 50 萬噸，價格部分則持穩，下修營收 6.8%至 142.52 億元(季減 13.7%/年增 4.6%)，主因 1) 2 月年節影響鋼筋+型鋼出貨大於預期、2) 越南市況較預期差，稼動率難以拉升；上修 1Q24 毛利率 1.0ppt 至 13.9%，主因東鋼鋼筋事業以中長單為主，出貨單價與毛利率不受到我們原先預期之淡季需求轉弱、國內鋼筋廠降價競爭影響；上修 1Q24 EPS 5%至 1.46 元(季減 21.2%/年減 6.1%)，年減主因 1) 預期東鋼越南廠仍陷虧損(相對 1Q23 獲利 0.47 億元)、2) 鋼筋與型鋼毛利率略為下滑。

圖 4：2024 年第 1 季財測與預估比較

(百萬元)	1Q23A	4Q23A	1Q24F	季增率	年增率	1Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	13,622	16,510	14,252	-13.7%	4.6%	15,284	14,715	-6.8%	-3.1%
營業毛利	2,056	2,472	1,987	-19.6%	-3.4%	1,981	1,936	0.3%	2.6%
營業利益	1,463	1,678	1,394	-16.9%	-4.7%	1,355	1,296	2.9%	7.6%
稅前利益	1,416	1,671	1,389	-16.9%	-1.9%	1,337	1,300	3.9%	6.8%
稅後淨利	1,135	1,344	1,065	-21.2%	-6.1%	1,012	1,014	5.2%	5.0%
調整後 EPS (元)	1.55	1.84	1.46	-21.2%	-6.1%	1.39	1.39	5.0%	5.0%
<b>重要比率 (%)</b>				<b>百分點</b>	<b>百分點</b>			<b>百分點</b>	<b>百分點</b>
營業毛利率	15.1%	15.0%	13.9%	-1.0	-1.2	13.0%	12.8%	1.0	1.2
營業利益率	10.7%	10.2%	9.8%	-0.4	-1.0	8.9%	8.8%	0.9	1.0
稅後純益率	8.3%	8.1%	7.5%	-0.7	-0.9	6.6%	6.9%	0.9	0.6

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

## 在手訂單使毛利率持穩且具值利率題材，獲利穩健惟成長動能已過

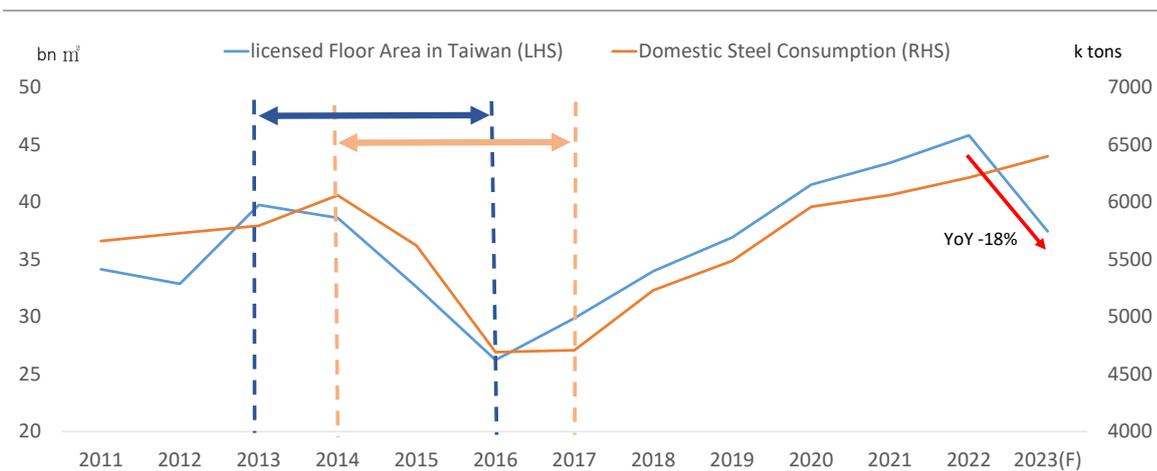
東鋼鋼筋在手訂單看至 3Q24(約 90 萬噸)，預期 2024 年鋼筋出貨量年持平 145 萬噸，儘管長約使鋼筋毛利率短期不受需求轉弱拖累，但我們認為東鋼獲利難再創高，主因 1) 鋼構部門 2023 年認列的工程多為 2021 年房市熱絡所接之毛利率較佳之案件，後續毛利率將向下修正；2) 大業新廠產能已全數開出，後續未有擴產計畫，預期鋼筋出貨量持平；3) 2023 年先行指標國內核發樓地板面積大幅衰退 18%，新建房屋需求顯著放緩，預期 2024 年我國鋼筋消費量年減 0-5%，建築用鋼需求將逐年下滑，2H24 以短單為主的型鋼有價量衰退之風險，長期而言，鋼筋事業亦難再擴張。預期 2024 年 EPS 6.22 元(年減 3.9%)，獲利維持高檔穩健，但推升獲利動能不再。

圖 5：國內核發建照建築物樓地板面積 2023 年減 18.3%



資料來源：行政院主計處、元大投顧

圖 6：核發建照建築物樓地板面積領先鋼筋消費量 1 年



資料來源：行政院主計處、元大投顧

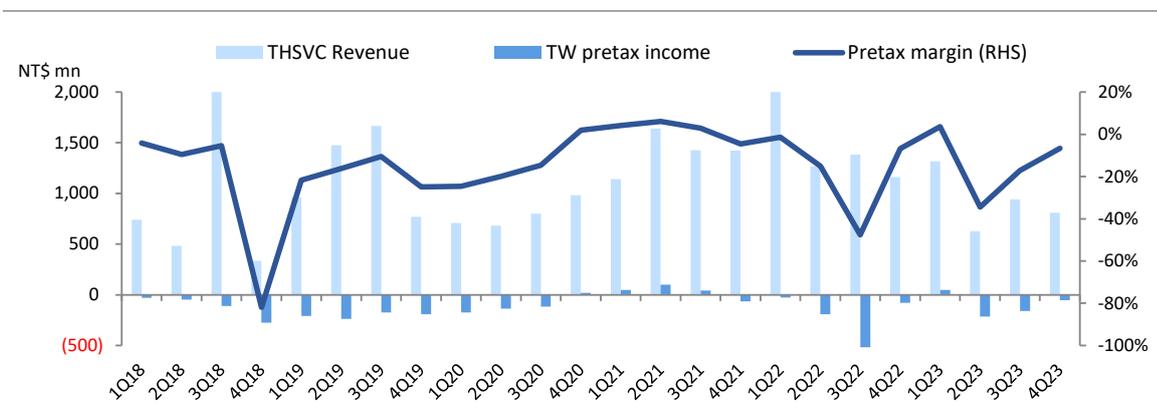
### 4Q23 東鋼越南廠虧損持續收斂，2024 年目標損平

東鋼越南廠軋鋼年產能 60 萬噸，由於越南陷入房地產危機，4Q23 東鋼越南廠出貨量 4.5 萬噸，合計 2023 出貨量 19.7 萬噸，產能利用率僅 33%，佔整體營收 6.1%。在國際鋼價上漲下，4Q23 稅前虧損收斂至 0.45 億元(3Q23 虧損 1.61 億元)，合計 2023 年虧損 3.84 億元，符合我們預期。

越南房市危機與中國類似，由於升息使貸款利率攀升、越南央行緊縮信用貸款額度，資金成本高漲以及融資困難使越南房地產公司面臨龐大的財務壓力，2023 年越南有超過 1200 個建案被迫暫停，價值超過 800 兆越南盾(1.05 兆台幣)，越南房地產危機短期內難以逆轉，仍需要時間調整方能重回成長，我們認為東鋼越南廠產能利用率拉抬仍具挑戰，且近期越南受到印度低價鋼品干擾鋼價向下修正，預期東鋼越南廠 1H24 仍陷虧損，2H24 則在預期鋼價上漲下有望轉虧為盈，估 2024 年有望損平。

越南廠目前以當地政府公共工程為主，民間建案較為停滯，然長期而言，公司仍看好未來越南鋼鐵市場有極大的成長空間，目前越南人均鋼鐵消費量僅 250 公斤左右，開發中國家可以成長至約 600 公斤/人(中國 650-700 公斤/人)，在此次產業逆風消退、金融體系恢復秩序、政府擴大基礎建設投資下，東鋼越南廠仍為公司一大成長動能。

圖 7：東鋼越南廠虧損持續收斂



資料來源：公司資料、元大投顧

## 高雄大業新廠 2023 年貢獻優於預期，帶動獲利大增

大業廠於 2023 年初開始生產，全年產量約 28 萬噸，稼動率約 8 成，新廠帶動東鋼 2023 年鋼筋出貨量年增 19% 至 144.8 萬噸，推估貢獻營收 10%、營業利益 7%，帶動東鋼獲利創下近五年新高。

東鋼於 2022 年 8 月以 24.3 億元標下源鋼企業於高雄之單軋產線及鋼筋加工相關設備，大業廠軋鋼年產能 30-35 萬噸，主要以生產小尺寸鋼筋為主，有助於解決中南部 3/4/5 號鋼筋缺貨問題，提高生產調配與效率，亦有助於消化越南廠鋼胚產能(越南電爐煉鋼產製鋼胚年產能 100 萬噸，但軋鋼產線年產能僅 60 萬噸，還剩 40 萬噸鋼胚年產能待消化)，目前產能利用率已順利推升至 90-95%，未來將朝向中尺寸鋼筋、進階的加工業務發展。

圖 8：東鋼主要工廠及產品

工廠	煉鋼產能(廢鋼)	產品	軋鋼產能	產品
桃園廠	140 萬噸	小鋼胚	150 萬噸	鋼筋
苗栗廠	125 萬噸	大鋼胚	80 萬噸	型鋼
		型鋼胚 扁鋼胚		鋼板 鋼板樁
高雄廠	無	無	40 萬噸	型鋼 槽鐵
大業廠	無	無	30-35 萬噸	鋼筋
越南廠	100 萬噸	小鋼胚	60 萬噸	鋼筋
				小型鋼 線材

資料來源：公司資料、元大投顧

## 東鋼電力佔生產成本 5-8%，推估台電電價調漲影響獲利約 5%

台電自 4 月起擬針對高壓及特高壓的產業用電大戶調漲電價 10%，東鋼鋼筋事業以長單為主，較難將電價成本轉嫁給客戶，不過後續接的訂單和短單會適度反映成本上升。以東鋼苗栗廠而言，煉一噸鋼約需要 390 度電，電力佔東鋼電爐廠生產成本 5-8%，過往東鋼每年繳給台電電費約 24 億元，此次調漲電價估計每季成本平均增加 1 億元，推估影響獲利約 5%。針對電費調漲與減碳趨勢，東鋼預計將在 2030 年前投入 150 億元做因應，如苗栗廠(2023 年啟動)、桃園廠(2027 年啟動)的電爐改造，新的電爐設備預計可減少 20-30% 的用電量、建設 100MW 的儲能設備等。

### 房市因打房政策降溫，舊有建案與公共建設支撐 2023 年國內鋼筋需求

2017 年起，受惠於 1) 政府解除信用管制；2) 中美貿易戰使台商回流建廠需求增溫；3) 大幅降息使房貸利率低檔，房地產市況轉趨熱絡，我國核發建築物建造執照總樓地板面積連年走升，於 2016 年落底後自 2,988 萬平方公尺成長至 2022 年 4,583 萬平方公尺，年複合成長率達 8.9%。然自 2021 年底開始，我國政府陸續祭出打房政策，如實價登錄 2.0、房地合一稅 2.0、限貸令等，主要內容包含更完整的資訊揭露、短期房地產交易課徵稅率提高、降低購屋貸款成數等，2023 年開始實施主要打擊預售屋市場的「平均地權條例」、2024 年 7 月亦有囤房稅 2.0 將上路，加上在通膨升息等總經雜音下，資金成本高漲抑制民眾購屋意願，預期我國房市長期緩步降溫，不利於未來國內鋼筋用量。

公共建設方面，政府持續推動及執行各項公共建設計畫和標案，根據國發會資料，2023 年度公共建設總預算達 5,870 億元(年增 35.9%)，截至 10 月底預算達成率 71.7%，預計將會持續挹注今年年底基礎建設動能；同時，行政院在 8 月份通過 2024 年度預算案，總預算中編列公共建設預算 1,928 億元，加計前瞻基礎建設第 4 期特別預算 844 億元、營業與非營業特種基金 3,114 億元，整體 2024 年公共建設預算將微幅年增至 5,886 億元，我們認為基礎建設需求持續穩定，將支撐國內鋼筋需求。

### 國內核發樓地板面積大幅衰退，預期我國鋼筋表面消費量將於 2024 年反轉向下

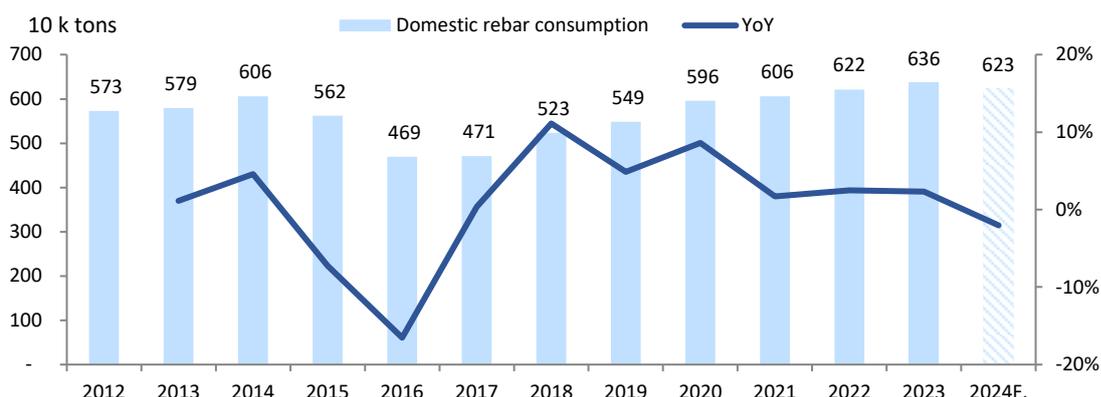
都更案、基礎建設、本土電子科技廠房建廠仍支撐 2023 年國內鋼筋市場，2023 年我國鋼筋表面消費量 636 萬噸(年增約 2%)，略低於我們預期之年增 3-5%，不過在政府打房、利率走升下，先行指標核發建築物建造執照總樓地板面積 2023 年年減 18.3%至 3,744 萬平方公尺，對比過去 6 年每年 10%左右的年成長率相當疲弱，但都更案、基礎建設、本土電子科技廠房建廠下仍支撐一定的鋼筋需求，而樓地板面積約領先鋼筋用量半年至一年，認為我國鋼筋需求自 2016 年以來隨隨房市走揚、台商回流帶動的上升循環已在 2023 年見高，預期 2024 年我國鋼筋表面消費量年減低個位數，鋼筋需求逐年放緩。

圖 9：近年打房政策統整

政策名稱	實施重點	當前情況
囤房稅 2.0	<ul style="list-style-type: none"> <li>調高法定稅率上限至 4.8%</li> <li>出租申報所得可調降稅率至最低 2.4%</li> <li>建商在超過兩年未出售將調高稅率至最高 4.8%</li> </ul>	2024 年 7 月 1 日實施
平均地權條例	<ul style="list-style-type: none"> <li>禁止預售屋、新屋，換約轉售</li> <li>管制私法人購屋，改採許可制</li> <li>預售屋解約需在 30 天內申報</li> </ul>	2023 年 7 月 1 日實施
選擇性信用管制 (限貸令)	<ul style="list-style-type: none"> <li>公司法人購置住宅，最高貸款 4 成</li> <li>自然人第 3、4 戶，最高貸款 4 成</li> <li>自然人購置高價住宅，最高貸款 4 成</li> </ul>	2021 年 12 月 27 日實施
房地合一稅 2.0	<ul style="list-style-type: none"> <li>持有 2 年內，課稅 45%</li> <li>超過 2 年未逾 5 年，課稅 35%</li> <li>超過 5 年未逾 10 年，課稅 20%</li> </ul>	2021 年 7 月實施
實價登錄 2.0	<ul style="list-style-type: none"> <li>申報時需完整揭露門牌、地號</li> <li>預售屋成交後 30 天內須申報</li> <li>預售屋買賣契約須備查</li> </ul>	2021 年 7 月實施

資料來源：海悅廣告、元大投顧

圖 10：預期我國鋼筋表面消費量於 2023 年見高，2024 年將年減低個位數



資料來源：公司資料、元大投顧

### 2023 年虧損嚴重，台電擬調漲用電大戶電價 10%

2023 年在電價調漲下，台電每度平均電價調漲 13%，惟因燃料成本居高和綠能收購占比增加，每度售電虧損僅自 1.18 元縮小至 0.88 元，政府補貼 500 億後，全年仍合計虧損 1,985 億元(vs 2022 年虧損 2,675 億)，累計虧損約 3,820 億元，政院預期 2024 年台電仍將虧損 1,887 億元，為避免台電資不抵債，經濟部將於 3 月召開電價審議會，決議 4 月起電價調漲幅度，媒體報導將對高壓及特高壓用電大戶(如工業、百貨)擬調漲近 10%，其中半導體業預計調幅超過 10%，過去凍漲的民生電價亦納入電價調漲評估範圍。本中心預期此次電價將調漲至平均 3.3-3.5 元/度，仍不及 2023/11 每度 3.91 元的售電成本，預期後續台電仍有機會調漲電價以縮小虧損。

圖 11：2024 年台電電價擬調整

類別	產業用電	民生用電
調整方向	1. 一般工業用電(高壓用戶)將分用電成長、衰退未逾 10%、衰退逾 10% 三級距調漲。 2. 特高壓用戶(半導體業為主)，漲幅逾 1 成。	小商家 105 萬戶、住宅 1,357 萬戶，不分級距全漲。(包括 2024 年起未調漲的 330 度以下 908 萬用戶，全面解凍)
漲幅	行政院核算撥補金額後，再由台電計算調幅、並交審議會決定	
實行日期	2024 年 4 月	

資料來源：台灣電力公司、元大投顧

## 獲利調整與股票評價

### 短期營運受長單保護且具殖利率題材，惟建築用鋼長期需求放緩

2023 年大業廠稼動率與出貨較預期順利，帶動東鋼鋼筋出貨量年增 19%至 144.8 萬噸，加上鋼構事業毛利率優於預期，使 2023 年 EPS 年增 18.4%至 6.48 元，創下近五年新高；上修 2024 年毛利率 0.5ppt 至 13.9%，主因 1) 鋼筋利差受到長單保護優於預期，上修鋼筋事業毛利率、2)鋼結構部門(佔營收 15-20%)2023 年獲利大幅優於預期，上修 2024 年部門營益率 2ppt，上修 2024 年 EPS 6.8%至 6.22 元(年減 3.9%)。

儘管 2023 年獲利表現亮眼，對東鋼看法維持中立，主因 1)新廠產能已全數開出，預期鋼筋出貨量持平；2)先行指標國內核發樓地板面積大幅衰退，建築用鋼需求將逐年下滑，2H24 以短單為主的型鋼有價量衰退之風險，長期而言，鋼筋事業亦難再擴張；3)鋼結構部門毛利率將逐步向下修正、4)越南房地產危機短期難以改善，預期 2024 年損平。

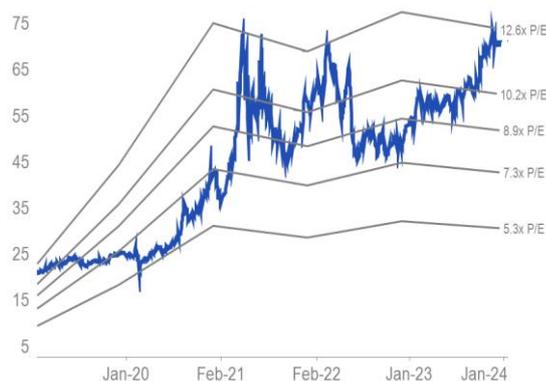
東鋼過去 3 年本淨比介於 1-1.9 倍(平均 1.5 倍)，目前股價位於 1.7 倍 2024 年股價淨值比，短期而言，東鋼營運受惠長單保護維持高檔穩健，且 2023 年股利配發 4.2 元，目前殖利率達 5.5%，評價下檔具支撐，惟建築用鋼需求放緩成為長期營運隱憂，不利獲利推升，評價調高至 1.9 倍 2024 年每股淨值(前次為 1.6 倍)，以反映毛利率優於預期及殖利率推升評價)，推得目標價 85 元。

圖 12：2023 和 2024 年財務預估調整

(百萬元)	2023 估		2024 估		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2023	2024
營業收入	60,962	61,116	61,280	62,197	-0.3%	-1.5%
營業毛利	8,646	8,389	8,537	8,331	3.1%	2.5%
營業利益	5,999	5,849	5,940	5,781	2.6%	2.8%
稅前利益	6,002	5,847	5,926	5,719	2.7%	3.6%
稅後淨利	4,679	4,465	4,545	4,285	4.8%	6.1%
調整後 EPS (元)	6.48	6.14	6.22	5.87	5.5%	6.0%
<b>重要比率 (%)</b>					<b>百分點</b>	<b>百分點</b>
營業毛利率	14.2%	13.7%	13.9%	13.4%	0.5	0.5
營業利益率	9.8%	9.6%	9.7%	9.3%	0.3	0.4
稅後純益率	7.7%	7.3%	7.4%	6.9%	0.4	0.5

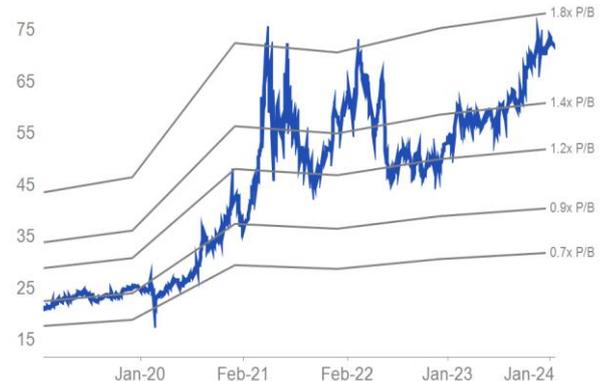
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 13：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 14：12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 15：同業評價比較表

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	調整後每股盈餘			本益比(倍)			調整後每股盈餘成長率 (%)		
					2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
東和鋼鐵	2006 TT	持有-超越同業	76.3	1,740	5.47	6.48	6.22	14.0	11.8	12.3	(8.1)	18.4	(3.9)
國際同業													
寶鋼	600019 SS	未評等	6.3	19,019	2.4	2.2	2.8	2.6	2.9	2.3	(47.8)	(9.3)	26.1
鞍鋼	000898 SZ	未評等	2.6	3,193	0	(0.1)	0.2	156.4	--	11.8	(97.7)	--	--
國際同業平均					1.2	1.1	1.5	79.5	2.9	7.0	(72.8)	(9.3)	26.1
國內同業													
中鋼	2002 TT	買進	24.3	11,707	1.2	0.3	1.0	21.0	86.6	23.3	(71.3)	(75.7)	271.4
中鴻	2014 TT	買進	21.7	946	(0.7)	0.5	1.5	--	45.1	14.5	(115.6)	--	210.4
豐興	2015 TT	未評等	62.9	1,127	5.3	4.2	4.4	11.9	15.2	14.3	(23.8)	(21.5)	5.8
威致	2028 TT	未評等	22.6	226	2.3	--	--	9.8	--	--	(54.9)	--	--
海光	2038 TT	未評等	16.8	0	1.1	--	--	15.2	--	--	(54.1)	--	--
國內同業平均					1.8	1.6	2.3	14.5	49.0	17.4	(64.0)	(48.6)	162.6

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股盈餘數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 16：同業評價比較表 (續)

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	股東權益報酬率(%)			每股淨值			股價淨值比(倍)		
					2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
東和鋼鐵	2006 TT	持有-超越同業	76.3	1,740	13.7	15.6	14.3	39.45	42.38	44.38	1.9	1.8	1.7
國際同業													
寶鋼	600019 SS	未評等	6.3	19,019	6.3	5.5	6.6	38.9	39.9	41.7	0.2	0.2	0.2
鞍鋼	000898 SZ	未評等	2.6	3,193	0.3	(0.7)	3.2	6.2	6.2	6.3	0.4	0.4	0.4
國際同業平均					3.3	2.4	4.9	22.6	23.0	24.0	0.3	0.3	0.3
國內同業													
中鋼	2002 TT	買進	24.3	11,707	4.8	1.2	4.6	20.3	20.1	20.8	1.2	1.2	1.2
中鴻	2014 TT	買進	21.7	946	(5.0)	4.0	11.7	11.9	12.5	13.0	1.8	1.7	1.7
豐興	2015 TT	未評等	62.9	1,127	14.0	11.0	11.6	37.5	37.6	41.5	1.7	1.7	1.5
威致	2028 TT	未評等	22.6	226	--	--	--	13.4	--	--	1.7	--	--
海光	2038 TT	未評等	16.8	0	--	--	--	19.2	--	--	0.9	--	--
國內同業平均					4.6	5.4	9.3	20.4	23.4	25.1	1.5	1.5	1.4

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股淨值數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 17：季度及年度簡明損益表 (合併)

(NT\$百萬元)	1Q2023F	2Q2023F	3Q2023F	4Q2023F	1Q2024F	2Q2024F	3Q2024F	4Q2024F	FY2023F	FY2024F
營業收入	13,622	15,814	15,016	16,510	14,252	15,636	14,785	16,607	60,962	61,280
銷貨成本	(11,566)	(13,762)	(12,950)	(14,038)	(12,265)	(13,508)	(12,730)	(14,240)	(52,316)	(52,743)
營業毛利	2,056	2,052	2,066	2,472	1,987	2,128	2,055	2,367	8,646	8,537
營業費用	(594)	(651)	(609)	(794)	(593)	(650)	(615)	(739)	(2,647)	(2,597)
營業利益	1,463	1,401	1,457	1,678	1,394	1,478	1,440	1,628	5,999	5,940
業外利益	48	142	72	7	75	78	77	78	268	308
稅前純益	1,416	1,469	1,446	1,671	1,389	1,476	1,436	1,625	6,002	5,926
所得稅費用	(278)	(377)	(330)	(308)	(319)	(339)	(330)	(374)	(1,293)	(1,363)
少數股東權益	3	5	10	13	4	5	4	5	30	18
歸屬母公司稅後純益	1,135	1,087	1,163	1,344	1,065	1,132	1,102	1,246	4,679	4,545
調整後每股盈餘(NT\$)	1.55	1.49	1.59	1.84	1.46	1.55	1.51	1.71	6.48	6.22
調整後加權平均股數(百萬股)	730	730	730	730	730	730	730	730	730	730
<b>重要比率</b>										
營業毛利率	15.1%	13.0%	13.8%	15.0%	13.9%	13.6%	13.9%	14.3%	14.2%	13.9%
營業利益率	10.7%	8.9%	9.7%	10.2%	9.8%	9.5%	9.7%	9.8%	9.8%	9.7%
稅前純益率	10.4%	9.3%	9.6%	10.1%	9.7%	9.4%	9.7%	9.8%	9.9%	9.7%
稅後純益率	8.3%	6.9%	7.7%	8.1%	7.5%	7.2%	7.5%	7.5%	7.7%	7.4%
有效所得稅率	19.6%	25.7%	22.8%	18.4%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	21.5%	23.0%
<b>季增率(%)</b>										
營業收入	-3.0%	16.1%	-5.0%	10.0%	-13.7%	9.7%	-5.4%	12.3%		
營業利益	13.9%	-4.2%	4.0%	15.2%	-16.9%	6.0%	-2.6%	13.0%		
稅後純益	36.2%	-4.1%	7.4%	15.7%	-21.2%	6.2%	-2.7%	13.1%		
調整後每股盈餘	36.2%	-4.1%	7.4%	15.7%	-21.2%	6.2%	-2.7%	13.1%		
<b>年增率(%)</b>										
營業收入	-10.4%	-2.5%	3.5%	17.5%	4.6%	-1.1%	-1.5%	0.6%	1.7%	0.5%
營業利益	-0.2%	-19.1%	106.9%	30.6%	-4.7%	5.5%	-1.1%	-3.0%	15.7%	-1.0%
稅後純益	-11.7%	-18.6%	114.4%	61.6%	-6.1%	4.1%	-5.3%	-7.3%	18.4%	-3.9%
調整後每股盈餘	-11.7%	-18.6%	114.4%	61.6%	-6.1%	4.1%	-5.3%	-7.3%	18.4%	-3.9%

資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney；標“A”為歷史數據；調整後每股盈餘為根據調整後加權平均股數計算。

## 公司簡介

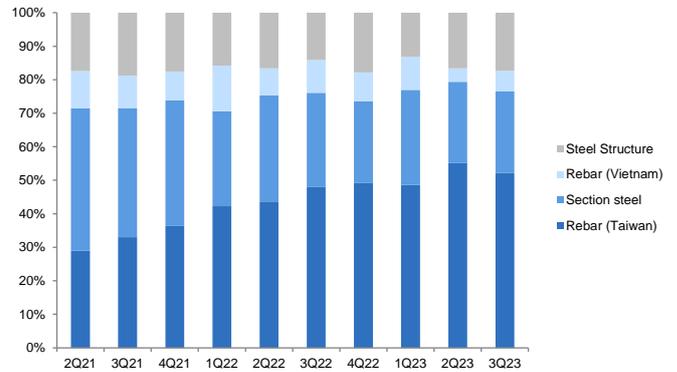
東和鋼鐵成立於 1962 年，是台灣國內主要電弧爐鋼鐵廠之一，於高雄、苗栗、桃園、越南擁有廠址，台灣煉鋼年產能 265 萬噸、軋鋼年產能 300 萬噸，越南則有煉鋼年產能 100 萬噸，軋鋼年產能 60 萬噸，產品以鋼筋、型鋼為主，其鋼筋及型鋼在台灣市佔率分別約達 18%/55%，內外銷比約為 8：2。東鋼亦垂直整合，從事鋼結構業務。

圖 18：廢鋼價格與東鋼毛利率趨勢



資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 19：營收組成



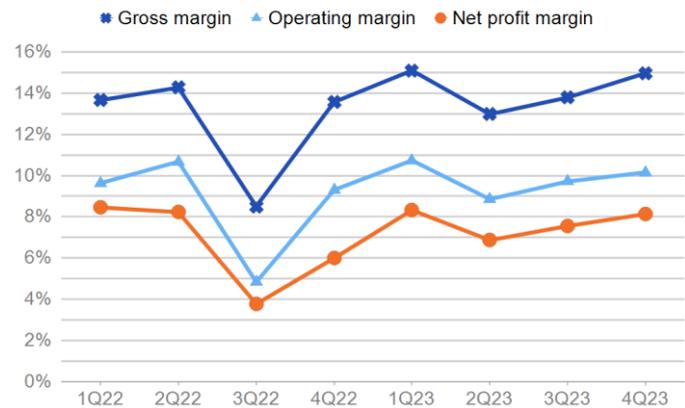
資料來源：公司資料

圖 20：營收趨勢



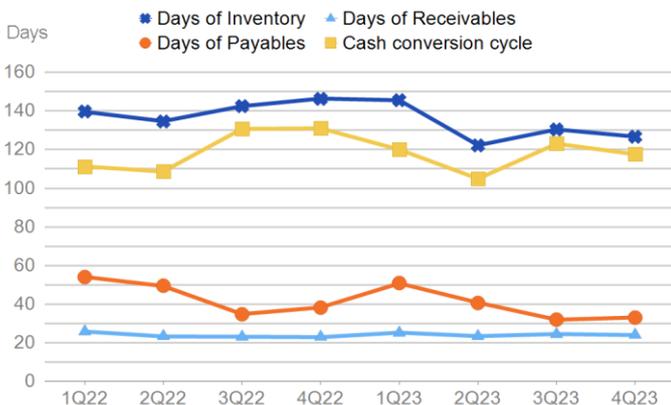
資料來源：CMoney、公司資料

圖 21：毛利率、營益率、淨利率



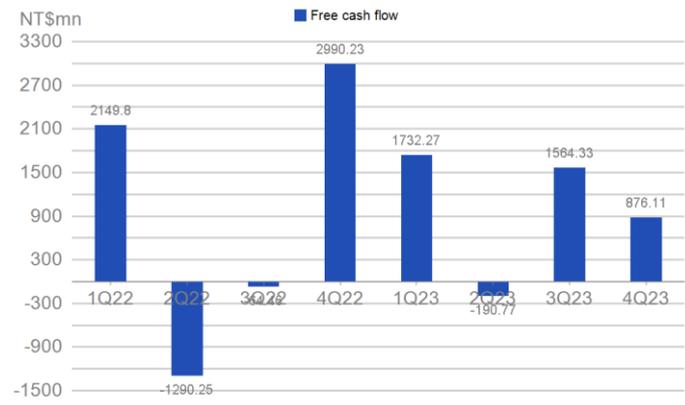
資料來源：CMoney、公司資料

圖 22：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 23：自由現金流量



資料來源：CMoney、公司資料

## ESG 分析

分別藉由「在 ESG 議題上的曝險」和「個別公司在 ESG 議題上的執行力」兩個面向來衡量公司於 ESG 上的表現。

- ▶ **ESG 總分**：東鋼整體的 ESG 風險評級屬於高風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排名亦排行於落後的位置，但在鋼鐵行業中的公司中排名略為領先同業。
- ▶ **在 ESG 議題上的曝險**：東鋼的整體曝險屬於高等水準，與鋼鐵行業的平均水準相近。公司較需要改善的 ESG 議題包含排放、廢水和廢物、碳排放運作以及職業健康和 safety。
- ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力**：東鋼在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬中等。該公司的資訊揭露力度很大，顯示該公司對投資者和公眾高度負責。它有一些舉措來管理與重大 ESG 議題相關的風險，但該公司缺乏關鍵領域的政策和計劃。儘管如此，該公司並未捲入任何與 ESG 相關的重大爭議。

圖 24：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	34.1
在 ESG 議題上的曝險 (A)	56.7
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	43.9
風險評級	高 ★
同業排行(1~100, 1 為最佳)	26

資料來源：Sustainalytics (2024/2/28)

註 1：ESG 總分=A-(A\*可控風險因子\*B/100)

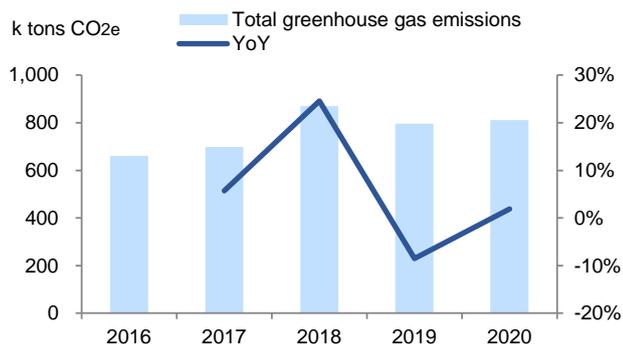
註 1-1：可控風險因子介於 0-1 之間，越大為越佳。

註 2：ESG 總分風險評級： 極低 (0-10) 低 (10-20) 中 (20-30) 高 (30-40) 極高 (40+)

註 3：曝險分數評級： 低 (0-35) 中 (35-55) 高 (55+)

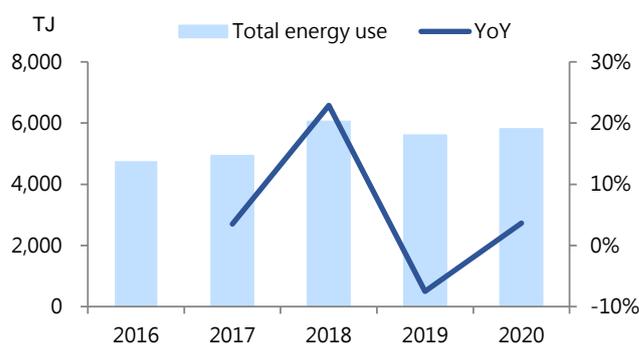
註 4：執行力分數評級： 弱 (0-25) 中 (25-50) 強 (50-100)

圖 25：溫室氣體排放總量



資料來源：公司資料、Reuters

圖 26：總能耗趨勢



資料來源：公司資料、Reuters

## 資產負債表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
現金與短期投資	1,530	2,127	5,560	12,309	13,447
存貨	20,495	18,821	17,011	13,334	13,864
應收帳款及票據	4,244	3,589	5,597	4,141	4,031
其他流動資產	5,124	5,118	5,118	5,118	5,118
<b>流動資產</b>	<b>31,394</b>	<b>29,655</b>	<b>33,286</b>	<b>34,902</b>	<b>36,459</b>
採用權益法之投資	1,491	1,557	1,402	1,402	1,402
固定資產	18,002	20,039	19,594	19,258	19,044
無形資產	186	179	177	173	170
其他非流動資產	4,330	3,336	3,483	3,476	3,469
<b>非流動資產</b>	<b>24,009</b>	<b>25,112</b>	<b>24,657</b>	<b>24,310</b>	<b>24,086</b>
<b>資產總額</b>	<b>55,403</b>	<b>54,767</b>	<b>57,943</b>	<b>59,212</b>	<b>60,545</b>
應付帳款及票據	3,173	2,206	2,953	2,827	2,669
短期借款	13,326	13,995	13,751	13,063	12,410
什項負債	6,495	6,404	6,404	6,404	6,404
<b>流動負債</b>	<b>22,994</b>	<b>22,605</b>	<b>23,108</b>	<b>22,294</b>	<b>21,483</b>
長期借款	1,818	2,526	3,026	3,631	4,357
其他負債及準備	859	721	721	721	721
<b>長期負債</b>	<b>2,676</b>	<b>3,247</b>	<b>3,747</b>	<b>4,352</b>	<b>5,078</b>
<b>負債總額</b>	<b>25,670</b>	<b>25,852</b>	<b>26,855</b>	<b>26,646</b>	<b>26,561</b>
股本	7,302	7,302	7,302	7,302	7,302
資本公積	7,685	7,685	7,685	7,685	7,685
保留盈餘	14,714	14,131	16,274	17,734	19,134
什項權益	(158)	(312)	(312)	(312)	(312)
<b>歸屬母公司之權益</b>	<b>29,542</b>	<b>28,806</b>	<b>30,949</b>	<b>32,409</b>	<b>33,809</b>
<b>非控制權益</b>	<b>190</b>	<b>109</b>	<b>139</b>	<b>157</b>	<b>175</b>
<b>股東權益總額</b>	<b>29,733</b>	<b>28,915</b>	<b>31,088</b>	<b>32,566</b>	<b>33,984</b>

資料來源：公司資料、元大投顧

## 現金流量表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
本期純益	5,922	4,011	4,709	4,563	4,389
折舊及攤提	1,630	1,605	1,706	1,760	1,821
本期營運資金變動	(8,718)	1,391	549	5,006	(577)
其他營業資產 及負債變動	113	(141)	20	(18)	(18)
<b>營運活動之現金流量</b>	<b>(1,052)</b>	<b>6,865</b>	<b>6,984</b>	<b>11,311</b>	<b>5,616</b>
資本支出	(444)	(3,080)	(1,251)	(1,413)	(1,597)
本期長期投資變動	112	66	0	0	0
其他資產變動	(1,026)	141	0	0	0
<b>投資活動之現金流量</b>	<b>(1,358)</b>	<b>(2,873)</b>	<b>(1,251)</b>	<b>(1,413)</b>	<b>(1,597)</b>
股本變動	(3,285)	0	0	0	0
本期負債變動	6,943	1,264	256	(82)	73
現金增減資	(3,597)	0	0	0	0
支付現金股利	(1,635)	(4,673)	(2,556)	(3,067)	(2,954)
其他調整數	3,194	(58)	0	0	0
<b>融資活動之現金流量</b>	<b>1,620</b>	<b>(3,468)</b>	<b>(2,300)</b>	<b>(3,149)</b>	<b>(2,881)</b>
<b>匯率影響數</b>	<b>388</b>	<b>71</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>本期產生現金流量</b>	<b>(403)</b>	<b>596</b>	<b>3,434</b>	<b>6,749</b>	<b>1,138</b>
<b>自由現金流量</b>	<b>(1,496)</b>	<b>3,785</b>	<b>5,710</b>	<b>9,930</b>	<b>4,033</b>

資料來源：公司資料、元大投顧

## 損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>營業收入</b>	<b>58,795</b>	<b>59,217</b>	<b>60,962</b>	<b>61,280</b>	<b>59,653</b>
銷貨成本	(49,321)	(51,767)	(52,316)	(52,743)	(51,436)
<b>營業毛利</b>	<b>9,474</b>	<b>7,450</b>	<b>8,646</b>	<b>8,537</b>	<b>8,217</b>
營業費用	(2,414)	(2,332)	(2,647)	(2,597)	(2,520)
推銷費用	(953)	(930)	(1,126)	(1,124)	(1,094)
研究費用	0	0	0	0	0
管理費用	(1,454)	(1,400)	(1,531)	(1,473)	(1,426)
其他費用	(7)	(2)	10	0	0
<b>營業利益</b>	<b>7,060</b>	<b>5,118</b>	<b>5,999</b>	<b>5,940</b>	<b>5,697</b>
利息收入	15	17	41	47	45
利息費用	(151)	(304)	(435)	(369)	(350)
利息收入淨額	(136)	(287)	(394)	(322)	(306)
投資利益(損失)淨額	200	112	129	0	0
匯兌損益	68	(23)	0	0	0
其他業外收入(支出)淨額	159	317	268	308	309
稅前純益	7,351	5,237	6,002	5,926	5,700
所得稅費用	(1,429)	(1,293)	(1,293)	(1,363)	(1,311)
少數股權淨利	15	17	30	18	18
<b>歸屬母公司之稅後純益</b>	<b>5,906</b>	<b>3,994</b>	<b>4,679</b>	<b>4,545</b>	<b>4,372</b>
稅前息前折舊攤銷前淨利	9,131	7,211	7,704	7,700	7,518
<b>調整後每股盈餘 (NT\$)</b>	<b>5.95</b>	<b>5.47</b>	<b>6.48</b>	<b>6.22</b>	<b>5.99</b>

資料來源：公司資料、元大投顧

## 主要財務報表分析

年初至 12 月	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>年成長率 (%)</b>					
營業收入	37.2	0.7	2.9	0.5	(2.7)
營業利益	59.7	(27.5)	17.2	(1.0)	(4.1)
稅前息前折舊攤銷前淨利	44.5	(21.0)	6.8	(0.1)	(2.4)
稅後純益	66.5	(32.3)	17.4	(3.1)	(3.8)
調整後每股盈餘	69.2	(8.1)	18.4	(3.9)	(3.8)
<b>獲利能力分析 (%)</b>					
營業毛利率	16.1	12.6	14.2	13.9	13.8
營業利益率	12.0	8.6	9.8	9.7	9.6
稅前息前淨利率	12.2	8.4	9.8	9.7	9.6
稅前息前折舊攤銷前淨利率	15.5	12.2	12.6	12.6	12.6
稅前純益率	12.5	8.8	9.9	9.7	9.6
稅後純益率	10.1	6.7	7.7	7.4	7.3
資產報酬率	11.9	7.3	8.4	7.8	7.3
股東權益報酬率	20.6	13.7	15.6	14.3	13.1
<b>穩定/償債能力分析</b>					
負債權益比 (%)	86.3	89.4	36.1	13.5	9.8
淨負債權益比 (%)	45.8	49.8	36.1	13.5	9.8
利息保障倍數 (倍)	49.6	18.2	14.8	17.1	17.3
流動比率 (%)	136.5	131.2	144.1	156.6	169.7
速動比率 (%)	45.9	46.8	70.4	96.7	105.2
淨負債 (NT\$百萬元)	13,613	14,394	11,217	4,386	3,321
調整後每股淨值 (NT\$)	40.46	39.45	42.38	44.38	46.30
<b>評價指標 (倍)</b>					
本益比	12.8	14.0	11.8	12.3	12.7
股價自由現金流量比	--	14.7	9.8	5.6	13.8
股價淨值比	1.9	1.9	1.8	1.7	1.7
股價稅前息前折舊攤銷前淨	6.1	7.7	7.2	7.2	7.4
股價營收比	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

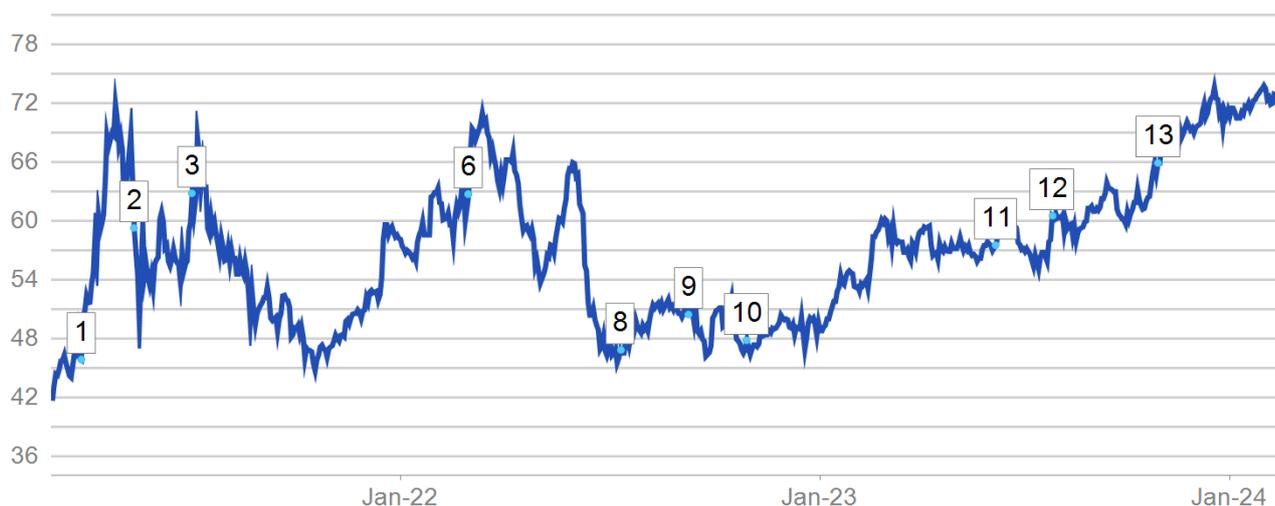
## 附錄：重要揭露事項

### 分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

### 東和鋼鐵 (2006 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢

#### — 收盤價



#	日期	收盤價 (A)	目標價 (B)	調整後目標價 (C)	評等	分析師
1	20210325	39.75	52.00	60.31	買進	李侃奇
2	20210512	51.10	70.00	81.18	買進	李侃奇
3	20210630	52.50	75.00	89.79	買進	李侃奇
4	20210815	45.75	66.00	79.01	買進	李侃奇
5	20211114	42.20	62.00	74.23	買進	李侃奇
6	20220310	70.70	85.00	73.76	買進	李侃奇
7	20220508	61.80	80.00	75.38	買進	李侃奇
8	20220719	49.75	50.00	47.11	持有-超越同業	李侃奇
9	20220914	54.30	56.00	52.77	持有-超越同業	李侃奇
10	20221102	50.80	51.00	48.05	持有-超越同業	李侃奇
11	20230615	57.50	61.00	61.00	持有-超越同業	陳映慈
12	20230804	58.10	65.00	65.00	持有-超越同業	陳映慈
13	20231103	64.80	70.00	70.00	持有-超越同業	陳映慈

資料來源：CMoney、元大投顧

註：A = 未調整之收盤價；B = 未調整之目標價；C = 依據股票股利與現金股利調整後之目標價。員工分紅稀釋影響未反映於 A、B 或 C。

### 投資評等說明

**買進：**根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

**持有-超越同業：**本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

**持有-落後同業：**本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

**賣出：**根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

**評估中：**本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

**限制評等：**為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

## 總聲明

© 2024 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為於該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或揭露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名

元大證券投資顧問股份有限公司

台灣臺北市 106 敦化南路二段

65 號 10 樓、71 號 10 樓

© {2024} Sustainalytics. All Rights Reserved. The information, data, analyses and opinions contained herein: (1) includes the proprietary information of Sustainalytics; (2) may not be copied or redistributed except as specifically authorized; (3) do not constitute investment advice nor an endorsement of any product or project; (4) are provided solely for informational purposes; and (5) are not warranted to be complete, accurate or timely. Sustainalytics is not responsible for any trading decisions, damages or other losses related to it or its use. The use of the data is subject to conditions available at <https://www.sustainalytics.com/legal-disclaimers>.