

中鴻 (2014 TT) Chung Hung Steel

4Q23 轉虧為盈，鋼品利差擴張

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月) : NT\$27.0

收盤價 (2024/03/01) : NT\$23.1

隱含漲幅 : 16.9%

營收組成 (2023)

熱軋 86%/冷軋 13%/鋼管 1%。

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	買進
目標價 (NT\$)	27.0	27.0
2024年營收 (NT\$/十億)	41.7	44.5
2024年EPS	1.1	1.3

交易資料表

市值	NT\$33,090百萬元
外資持股比率	5.8%
董監持股比率	40.6%
調整後每股淨值 (2023F)	NT\$12.58
負債比	50.7%
ESG評級 (Sustainalytics)	中 (曝險程度共5級)

簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2022A	2023F	2024F	2025F
營業收入	44,503	37,764	41,741	47,666
營業利益	-1,761	-29	1,840	3,538
稅後純益	-990	159	1,615	3,007
EPS (元)	-0.69	0.11	1.13	2.09
EPS YoY (%)	--	--	914.0	86.2
本益比 (倍)	--	207.7	20.5	11.0
股價淨值比 (倍)	1.9	1.9	1.8	1.7
ROE (%)	-5.0	0.9	9.1	16.0
現金殖利率 (%)	1.5%	0.4%	4.1%	4.8%
現金股利 (元)	0.35	0.09	0.95	1.10

陳映慈

Lucy.YT.Chen@yuanta.com

洪晨翎

CherylHung@yuanta.com

元大觀點

◆ 4Q23 內外銷價格同步上漲、認列存貨迴轉利益，4Q23 EPS 0.06 元，脫離虧損；1Q24 盤價連月上漲，鋼品利差轉正。

◆ 原料價格轉弱，短期鋼價面臨修正，預期後續盤價開平低盤。

◆ 持續看好鋼市長線需求復甦，2024 年出貨價量皆改善，帶動獲利向上，評價給予 2.1 倍 2024 年每股淨值，維持買進評等。

4Q23 EPS 0.06 元，終結連續兩季度虧損

中鴻 4Q23 營收 91.05 億元(季減 3.1%/年增 11.3%)，低於預期 3.5%，出貨量季減 5%至 45.8 萬噸；毛利率 2.0%(季增 3.9ppt/年增 12.9ppt)，主因 10-12 月內銷盤價調漲 800 元/噸(約 3%)、外銷價格亦上漲(中/美/歐鋼價 4Q23 上漲 11%/34%/10%)，扁鋼胚成本則季減約 2-3%，使每噸鋼品利差由虧損收斂至近損平，且認列存貨回升利益約 2.24 億元。4Q23 EPS 0.06 元(季轉盈/年轉盈)，優於我們預期 50%/低於市場預期 25%，終結自 2Q23 以來虧損。

1Q24 盤價連月調漲，鋼品毛利轉正

1Q24 進入傳統淡季，預期中鴻 1Q24 出貨量季減 1.2 萬噸至 44.7 萬噸，價格則在 1-3 月盤價連月調升(冷/熱軋調漲 1,100 元/噸、鍍鋅調漲 1,600 元/噸)、外銷歐美價格回升下上漲，下修 1Q24 營收 3.3%至 93.83 億元(季增 3.1%/年減 1.5%)，下修主因近期外銷價量出現鈍化；扁鋼胚成本則季增約 2-3%，公司表示 1 月起鋼品單位毛利率已轉正，估毛利率季增 0.9ppt 至 2.9%，EPS 0.08 元(季增 34.0%/年減 70.1%)。

短期原料價格回落使鋼價鈍化，持續看好長線需求復甦

年後國際原物料價格反轉向下，且中國年後需求復甦不強、美國降息預期延後，美/歐/中鋼價自今年高檔回落 25%/3%/2%，不過目前下游庫存水位與粗鋼產量健康，且原料價格仍在相對高檔、國際鋼廠撐價盤意濃厚，我們認為短期鋼價面臨下跌不易、上漲缺乏動能的情況，預期 2Q24 盤價平低盤機會高；長期而言，我們看好終端需求於 2024 年回升，1) 新興經濟體需求暢旺；2) 全球通膨及升息循環進入尾聲，汽車、製造業需求復甦；3) 中國救市政策持續推出，且供給端在碳中和下，預估限縮政策延續。期待需求於 2Q 下旬-3Q 放量進一步推升鋼價。預期中鴻 2024 年出貨量/價有望年增 3%/10%，帶動 2024 年 EPS 年增 914%至 1.13 元，評價給予 2.1 倍 2024 年每股淨值，目標價 27 元，重申買進評等。

營運分析

4Q23 EPS 0.06 元，終結連續兩季度虧損

中鴻 4Q23 營收 91.05 億元(季減 3.1%/年增 11.3%)，達成我們/市場預期 96%/99%，低於預期 3.5%，主因 3Q23 內銷盤價下跌 1,200 元/噸，影響出貨單價大於預期；出貨量季減 5%至 45.8 萬噸(10-12M23 出貨量 15.1/15.3/15.4 萬噸)，主因 4Q23 上旬鋼市供需改善不佳，下游買氣縮手，旺季不旺，但仍略優於我們預期之 45.3 萬噸。

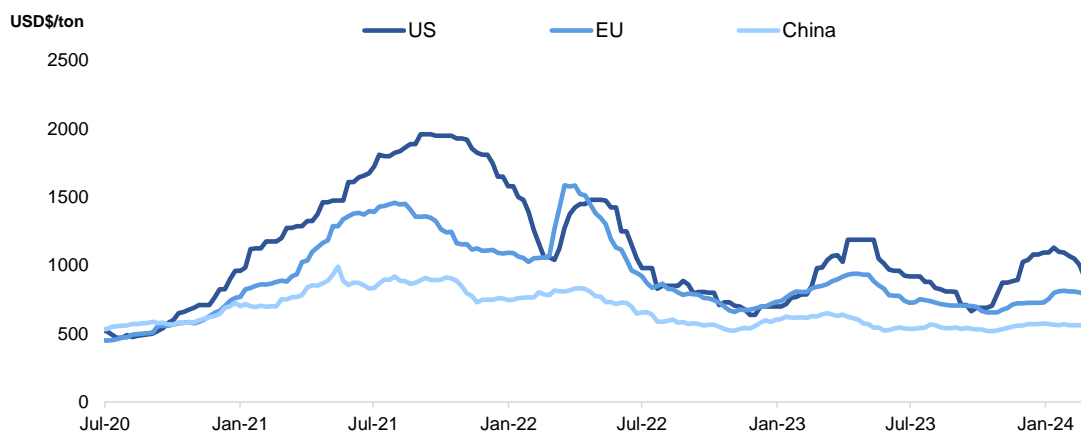
毛利率 2.0%(季增 3.9ppt/年增 12.9ppt)，主因 10-12 月內銷盤價調漲 800 元/噸(約 3%)、外銷價格亦上漲(中/美/歐鋼價 4Q23 上漲 11%/34%/10%)，扁鋼胚成本則季減約 2-3%，使每噸鋼品利差由虧損收斂至近損平，且鋼價上漲下認列存貨回升利益 2.24 億元。4Q23 EPS 0.06 元(季轉盈/年轉盈)，優於我們預期 50%/低於市場預期 25%，終結自 2Q23 以來的虧損。

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	8,183	9,400	9,105	-3.1%	11.3%	9,439	9,192	-3.5%	-0.9%
營業毛利	-895	-181	185	--	--	167	270	10.9%	-31.3%
營業利益	-1,045	-304	56	--	--	44	138	26.9%	-59.6%
稅前利益	-1,101	-165	91	--	--	64	134	42.1%	-31.9%
稅後淨利	-1,046	-110	88	--	--	52	113	69.4%	-22.1%
調整後 EPS (元)	-0.73	-0.08	0.06	--	--	0.04	0.08	50.0%	-25.0%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	-10.9%	-1.9%	2.0%	3.9	12.9	1.8%	2.9%	0.2	-0.9
營業利益率	-12.8%	-3.2%	0.6%	3.8	13.4	0.5%	1.5%	0.1	-0.9
稅後純益率	-12.8%	-1.2%	1.0%	2.2	13.8	0.6%	1.2%	0.4	-0.2

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

圖 2：4Q23 美/歐/中鋼價上漲 11%/34%/10%



資料來源：Bloomberg、Wind、元大投顧預估

1Q24 鋼品毛利轉正，盤價連月調漲

1Q24 進入傳統淡季，預期中鴻 1Q24 出貨量季減 1.2 萬噸至 44.7 萬噸(1-2M24 出貨量 15.5/14.7，皆略優於公司目標)，價格則在 1-3 月盤價調升、外銷歐美價格回升下上漲，不過近期外銷接單與價格鈍化，下修 3 月出貨量及 ASP，下修 1Q24 營收 3.3%至 93.83 億元(季增 3.1%/年減 1.5%)；扁鋼胚成本則季增約 2-3%，公司表示 1 月起鋼品單位毛利率已轉正，估毛利率季增 0.9ppt 至 2.9%，EPS 0.08 元(季增 34.0%/年減 70.1%)。

中鴻 1Q24 月盤跟隨中鋼盤價連續調漲，(冷/熱軋合計調漲 1,100 元/噸、鍍鋅合計調漲 1,600 元/噸)，符合預期，鋼市需求方面，中國政府維持寬鬆貨幣政策，持續對房地產祭出刺激政策、2024 年全球汽車銷量預期年增 2.7%，汽車用鋼展望正向；供給方面，2 月下旬中國社會庫存 1,510 噸(年減 5%)，低於過去三年平均之 1,560 萬噸、韓國浦項自 2 月起進行高爐大修(預估減少百萬噸)、1M24 全球粗鋼產量年減 1.6%至 1.48 億噸；原料方面，鐵礦砂/焦煤價格維持相對高檔，鋼價獲得支撐。

圖 3：2024 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	9,524	9,105	9,383	3.1%	-1.5%	9,702	9,336	-3.3%	0.5%
營業毛利	623	185	276	49.2%	-55.7%	358	381	-22.9%	-27.6%
營業利益	471	56	126	125.0%	-73.2%	210	240	-40.0%	-47.4%
稅前利益	484	91	144	58.2%	-70.2%	228	244	-36.8%	-40.9%
稅後淨利	395	88	118	34.0%	-70.1%	187	199	-36.9%	-40.6%
調整後 EPS (元)	0.28	0.06	0.08	34.0%	-70.1%	0.13	0.14	-36.8%	-42.0%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	6.5%	2.0%	2.9%	0.9	-3.6	3.7%	4.1%	-0.8	-1.2
營業利益率	4.9%	0.6%	1.3%	0.7	-3.6	2.2%	2.6%	-0.9	-1.3
稅後純益率	4.2%	1.0%	1.3%	0.3	-2.9	1.9%	2.1%	-0.6	-0.8

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

短期原料價格回落使鋼價鈍化，持續看好長線需求復甦

年後國際原物料價格反轉向下，原料煤/鐵價格年初至今下滑 10%/3%，且中國年後需求復甦不強、美國降息預期延後，美/歐/中鋼價自今年高檔回落 25%/3%/2%(美國鋼價因於 4Q23 急漲使下修幅度較大)，不過目前下游庫存水位與粗鋼產量健康，且原料價格儘管回落但仍在相對高檔，且國際鋼廠撐價盤意濃厚，我們認為短期鋼價面臨下跌不易、上漲缺乏動能的情況，預期 2Q24 盤價平低盤機會高，利差短期難以再擴張；長期而言，我們持續看好鋼市終端需求於 2024 年回升，1) 新興經濟體需求暢旺引領復甦；2) 全球通膨及升息循環進入尾聲，汽車、製造業需求隨總經雜音緩解而復甦；3) 中國救市政策逐步落地，市場信心恢復，且供給端在碳中和下，預估限縮政策延續，供需秩序改善。期待終端需求於 2Q 下旬-3Q 放量，進一步推升鋼價。預期中鴻 2024 年出貨量/價有望年增 3%/10%，帶動 2024 年 EPS 年增 914%至 1.13 元(相較 2023 年 0.11 元大幅改善)。

圖 4：中國粗鋼日均產量健康

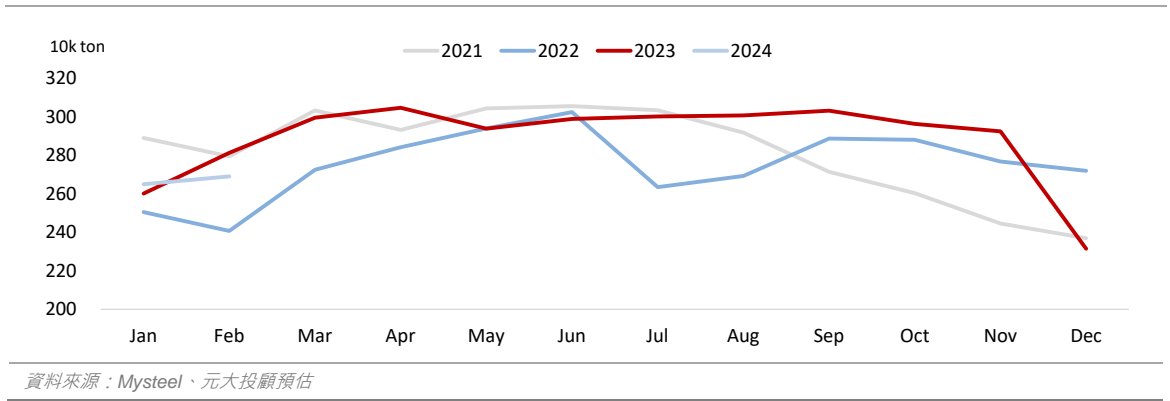


圖 5：中國鋼鐵社會庫存位於相對低檔

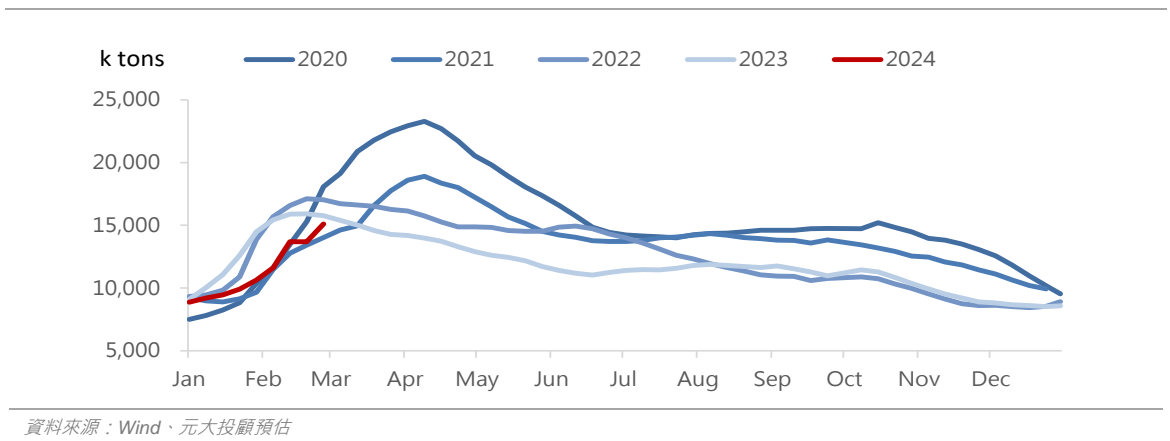


圖 6：中鋼 3 月盤價調漲 300 元/噸

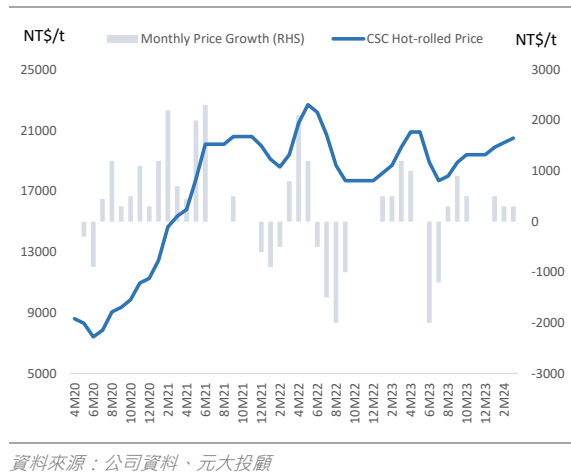


圖 7：WSA 預期 2024 年鋼需年增 1.9%

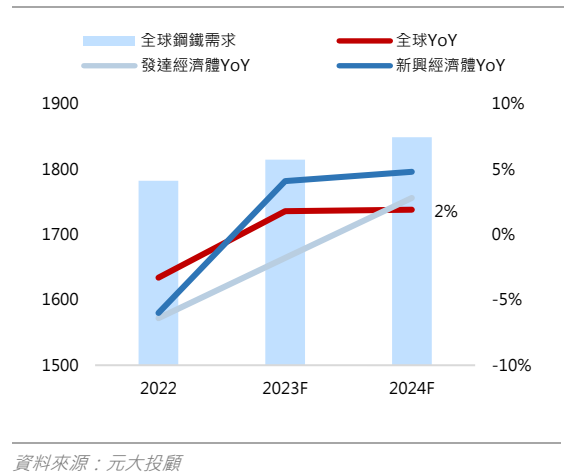
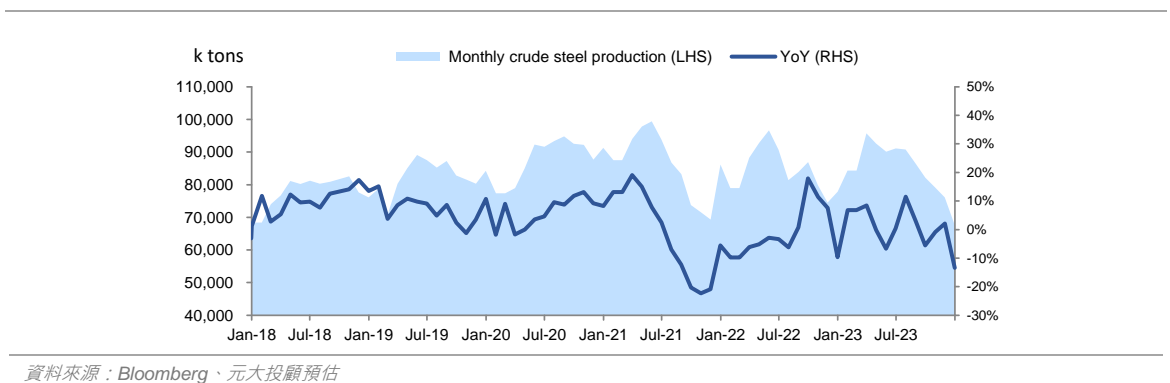


圖 8：12M23 中國粗鋼月產量月減 3.8%/年減 13.4%



WSA 上修 2024 年需求至年增 1.9%，主要由中國以外的經濟體帶動

WSA 上修 2024 年全球鋼鐵需求 0.2ppt 至 1.9%，其中最大消費國中國在房市位在谷底、製造業漸有起色、政府推動基礎建設等多種因素交互下，預期 2024 年需求持平；發達經濟體國家(歐盟、美國等)升息循環進入尾聲、製造業緩步復甦，不過受到能源價格高漲及緊縮性貨幣政策的滯後性影響，2024 年鋼鐵需求僅微幅年增 2.8%；新興經濟體相較之下將會是主要拉抬 2024 年鋼鐵需求的來源，尤其亞洲國家將保持強勁成長。

中國(佔消費 52%)：中國房市在 2023 年持續疲軟，1-9M23 累積新屋開工面積年減幅達 24%，同時銷售數據持續在谷底徘徊，不過在政府祭出刺激性措施穩定房市後已漸趨穩定，目前未見惡化；基礎建設則受惠於政府推動，1-9M23 累積基礎建設投資完成額年增 9%，為穩定中國 2023 年鋼鐵需求之重要推手，且 10 月底官方罕見增發人民幣一兆元國債，集中支持在災後重建及水利設施之建設上，將保證今年後續及明年基礎建設動能。展望 2024 年，房市雖處於谷底但已回穩、汽車等製造業緩步復甦、基礎建設持續保持動能，認為中國鋼鐵需求將維持在 2023 年水準。

發達經濟體(佔消費 20%)：發達經濟體隨升息循環進入尾聲，汽車、製造業需求隨總經雜音緩解而復甦，但由於緊縮性貨幣政策的滯後性影響和高能源價格帶來的成本上升將會持續，需求成長較為平緩，預估發達經濟體 2024 年鋼鐵需求年增 2.8%。其中歐盟及英國年將受惠庫存調整告終帶來的需求、以及低基期因素，預計 2024 需求年增 5.8%；北美雖經濟較預期強勢，但房市依舊受到高利率環境影響呈現頹勢，僅商業建築受到回流需求保持動能，預期 2024 年將會持續受惠汽車工業疫後復甦及基礎建設推動，年增率為 1.6%。

新興經濟體(佔消費 28%)：新興經濟體表現較其他地區強勢，其中亞洲國家為主要需求成長地區，新興經濟體整體 2024 年需求年增率將達 4.8%；其中印度表現較為亮眼，受惠政府強力的基礎建設投入及私人投資項目，以及汽車製造業持續健康成長，預期 2024 年需求成長率達 7.7%；東協中雖越南受中國傾銷影響，以及部分國家受政治因素延誤建設進度，但整體同樣受惠基礎建設及內需帶動，年增率同樣為較突出的 5.2%。

圖 9：WSA 上修全球 2024 年鋼鐵需求至年增 1.9%

地區	鋼材表面消費量(百萬公噸)			年增率(%)		
	2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F
歐盟(27)+英國	152.0	144.6	152.7	-7.8	-5.1	5.8
其他歐洲	39.2	45.0	47.3	-2.5	14.9	5.1
獨立國協+烏克蘭	51.6	54.6	55.2	-12.0	5.8	1.0
北美	132.9	134.1	136.1	-3.0	0.9	1.5
中南美洲	44.9	44.2	45.1	-11.5	-1.6	2.2
非洲	39.5	37.9	39.9	0.8	-4.1	5.4
中東	57.1	56.1	57.9	7.7	-1.7	3.2
亞洲和大洋洲	1265.3	1298.3	1314.9	-2.7	2.6	1.3
世界	1782.5	1814.5	1849.1	-3.3	1.8	1.9
世界(excl. 中國)	861.6	875.2	909.8	-3.2	1.6	4.0
已開發國家	374.7	368.2	378.4	-6.4	-1.8	2.8
中國	920.9	939.3	939.3	-3.5	2.0	0.0
開發中國家(excl. 中國)	486.8	507.0	531.4	-0.6	4.1	4.8
ASEAN五國	72.6	75.3	79.2	-0.2	3.8	5.2
中東及北非	76.6	74.0	76.6	9.4	-3.5	3.5

資料來源：WSA、元大投顧

獲利調整與股票評價

短期鋼價面臨修正，持續看好長線需求復甦，維持買進評等

下修 2024 年營收 6.2%、EPS 10.7%至 1.13 元，主因 1) 近期外銷接單與價格鈍化，下修 3 月出貨量、2) 鋼價短期上漲動能疲弱，下修 2Q24 鋼品出貨量與單位毛利。

儘管短期需求不如先前強勁、鋼價面臨修正，但對中鴻看法維持正向，主要考量到鋼市需求在 2024 年復甦趨勢不變，將由中國供需刺激政策、歐美通膨緩解、新興國家基建與內需暢旺引領復甦，帶動中鴻 2024 年出貨量/價有望年增 3%/10%，使 2024 年 EPS 年增 914%至 1.13 元，評價給予 2.1 倍 2024 年每股淨值，推得目標價 27 元，維持買進評等。

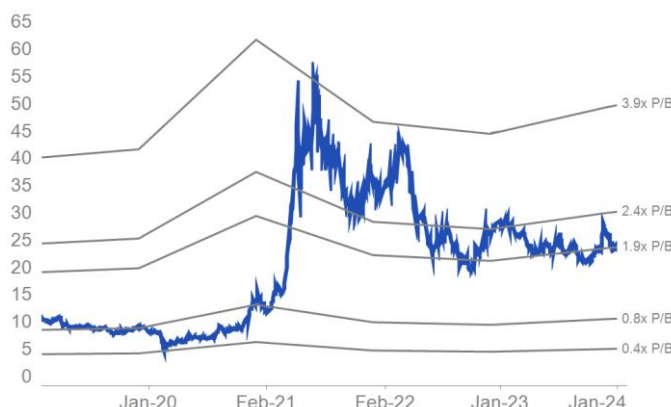
中鴻 2021 年創下歷史獲利高峰 EPS 4.42 元，P/B 曾一度大漲至 4 倍以上，2Q22 起因戰爭、通膨、封控導致 2H22 大幅虧損 1.51 元，P/B 回落至 1.4 倍。1Q23 受惠原料供給受限、製造業與車市回暖，評價隨鋼價上漲提升至 2.3 倍，後續在鋼價大跌下於 2.0 倍 P/B 震盪，近期則因農曆年後需求復甦不強、美國降息預期延後而跌落至 1.8 倍，來到近兩年內低點，評價具吸引力。

圖 10：2023 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	37,764	38,098	41,741	44,515	-0.9%	-6.2%
營業毛利	512	494	2,507	2,756	3.6%	-9.0%
營業利益	-29	-41	1,840	2,079	-	-11.5%
稅前利益	162	135	1,970	2,209	20.0%	-10.8%
稅後淨利	159	123	1,615	1,811	29.3%	-10.7%
調整後 EPS (元)	0.11	0.09	1.13	1.26	22.2%	-10.7%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	1.4%	1.3%	6.0%	6.2%	0.1	-0.2
營業利益率	-0.1%	-0.1%	4.4%	4.7%	0.0	-0.3
稅後純益率	0.4%	0.3%	3.9%	4.1%	0.1	-0.2

資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 11：12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney

圖 12：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
中鴻	2014 TT	買進	23.1	1,034	(0.69)	0.11	1.13	--	207.7	20.5	--	--	914.0
國際同業													
寶鋼	600019 SS	未評等	6.4	19,870	0.6	0.6	0.8	11.6	10.9	8.5	(48.6)	7.1	28.2
鞍鋼	000898 SZ	未評等	3.1	3,849	0	0.1	0.3	184.5	21.4	10.1	(97.7)	763.5	112.3
日本製鐵	5401 T	未評等	3380.0	22,660	692.2	689.1	410.5	4.9	4.9	8.2	--	(0.4)	(40.4)
浦項鋼鐵	005490 KS	未評等	561000.0	36,382	41456.4	38465.1	46902.6	13.5	14.6	12.0	(52.5)	(7.2)	21.9
國際同業平均								53.6	12.9	9.7	(66.3)	190.7	30.5
國內同業													
中鋼	2002 TT	持有-超越同業	28.5	14,222	(0.1)	0.1	1.0	--	259.1	29.4	--	--	781.8
國內同業平均					(0.1)	0.1	1.0	--	259.1	29.4	--	--	781.8

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 13：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
中鴻	2014 TT	買進	23.1	1,034	(5.0)	0.9	9.1	11.89	12.22	12.58	1.9	1.9	1.8
國際同業													
寶鋼	600019 SS	未評等	6.4	19,870	6.3	7.0	8.0	8.8	9.1	9.6	0.7	0.7	0.7
鞍鋼	000898 SZ	未評等	3.1	3,849	0.3	2.6	5.4	6.2	6.3	6.6	0.5	0.5	0.5
日本製鐵	5401 T	未評等	3380.0	22,660	20.5	17.2	9.1	3765.1	4330.8	4727.5	0.9	0.8	0.7
浦項鋼鐵	005490 KS	未評等	561000.0	36,382	3.6	5.9	6.9	692636.1	674000.9	709901.2	0.8	0.8	0.8
國際同業平均					7.7	8.2	7.3				0.7	0.7	0.7
國內同業													
中鋼	2002 TT	持有-超越同業	28.5	14,222	4.8	2.2	4.2	20.3	20.3	20.8	1.4	1.4	1.4
國內同業平均					4.8	2.2	4.2	20.3	20.3	20.8	1.4	1.4	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 14：季度及年度簡明損益表 (合併)

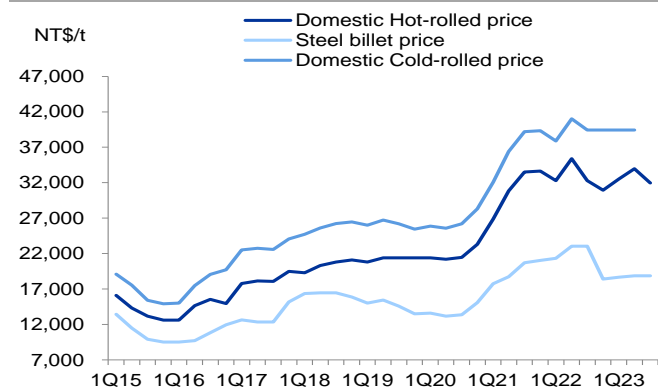
(NT\$百萬元)	1Q2023	2Q2023	3Q2023	4Q2023	1Q2024F	2Q2024F	3Q2024F	4Q2024F	FY2023	FY2024F
營業收入	9,524	9,735	9,400	9,105	9,383	9,986	9,989	12,384	37,764	41,741
銷貨成本	(8,900)	(9,850)	(9,582)	(8,920)	(9,107)	(9,597)	(9,432)	(11,098)	(37,252)	(39,235)
營業毛利	623	(115)	(181)	185	276	389	556	1,286	512	2,507
營業費用	(152)	(137)	(123)	(129)	(150)	(160)	(160)	(198)	(541)	(667)
營業利益	471	(251)	(304)	56	126	229	397	1,088	(29)	1,840
業外利益	13	4	139	35	18	18	76	18	191	130
稅前純益	484	(247)	(165)	91	144	247	473	1,106	162	1,970
所得稅費用	(89)	33	55	(4)	(26)	(44)	(85)	(199)	(3)	(355)
少數股東權益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
歸屬母公司稅後純益	395	(214)	(110)	88	118	203	388	907	159	1,615
調整後每股盈餘(NT\$)	0.28	(0.15)	(0.08)	0.06	0.08	0.14	0.27	0.63	0.11	1.13
調整後加權平均股數(百萬股)	1,436	1,436	1,436	1,436	1,436	1,436	1,436	1,436	1,436	1,436
重要比率										
營業毛利率	6.5%	-1.2%	-1.9%	2.0%	2.9%	3.9%	5.6%	10.4%	1.4%	6.0%
營業利益率	4.9%	-2.6%	-3.2%	0.6%	1.3%	2.3%	4.0%	8.8%	-0.1%	4.4%
稅前純益率	5.1%	-2.5%	-1.8%	1.0%	1.5%	2.5%	4.7%	8.9%	0.4%	4.7%
稅後純益率	4.1%	-2.2%	-1.2%	1.0%	1.3%	2.0%	3.9%	7.3%	0.4%	3.9%
有效所得稅率	18.4%	13.4%	33.6%	3.1%	18.1%	17.8%	18.0%	18.0%	1.9%	18.0%
季增率(%)										
營業收入	16.4%	2.2%	-3.4%	-3.1%	3.1%	6.4%	0	24.0%		
營業利益	--	--	-21.1%	--	125.0%	81.7%	73.4%	174.1%		
稅後純益	-	-	48.9%	-	34.0%	71.7%	91.2%	133.9%		
調整後每股盈餘	-	-	48.9%	-	34.0%	71.7%	91.2%	133.9%		
年增率(%)										
營業收入	-23.3%	-39.3%	19.3%	11.3%	-1.5%	2.6%	6.3%	36.0%	-15.1%	10.5%
營業利益	4.2%	-	85.2%	-	-73.2%	--	--	1842.9%	98.3%	--
稅後純益	-21.33%	-	90.27%	-	-70.1%	--	--	929.6%	--	914.0%
調整後每股盈餘	-21.33%	-	90.27%	-	-70.1%	--	--	929.6%	--	914.0%

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

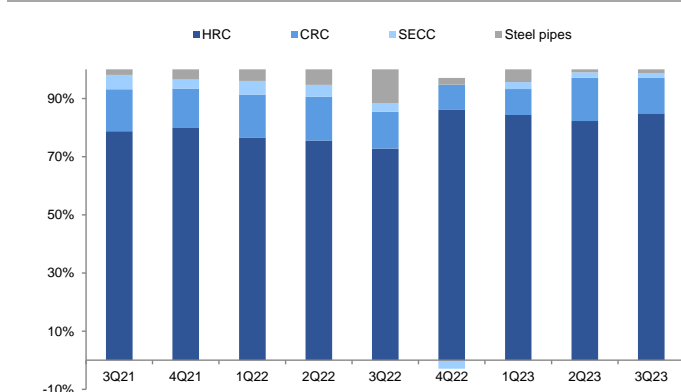
中鴻鋼鐵股份有限公司成立於 1983 年，總部位於高雄橋頭，主要業務為進料扁胚後再軋延成熱軋鋼捲等產品，鋼品包括熱軋鋼捲、冷軋鋼捲及鋼管等產品，現有產能為熱軋(240 萬噸)、冷軋(45 萬噸)、酸鍍(酸洗線 60 萬噸、鍍鋅線 30 萬噸)、鋼管(年產能 24.8 萬噸)，原料鋼胚來源主要為中鋼集團、日本和歌山住友金屬、越南河靜鋼。

圖 15：國內熱軋鋼/鋼胚價格



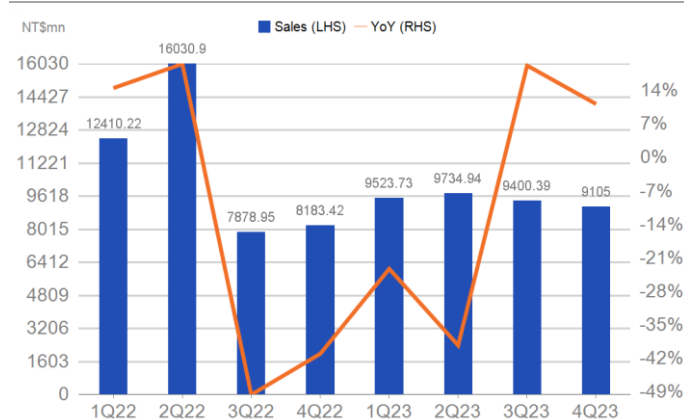
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 16：營收組成



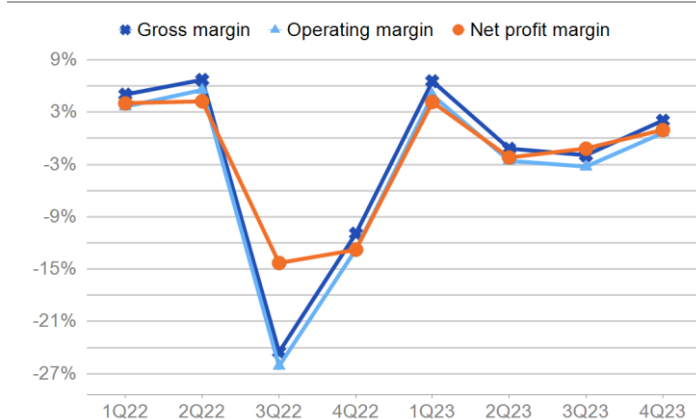
資料來源：公司資料

圖 17：營收趨勢



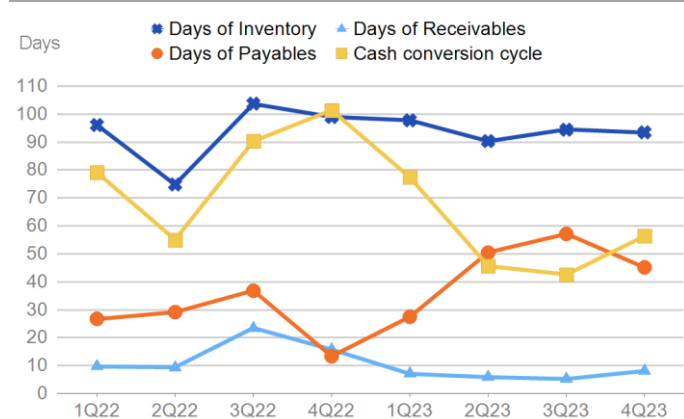
資料來源：CMoney、公司資料

圖 18：毛利率、營益率、淨利率



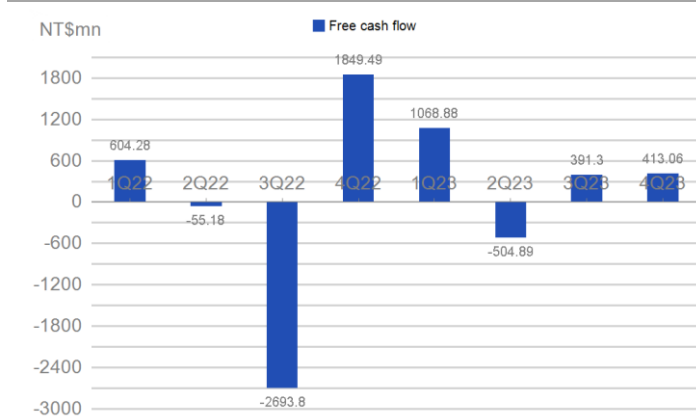
資料來源：CMoney、公司資料

圖 19：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 20：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：** 中鴻整體的 ESG 風險評級屬於中風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排行於略微落後的位置，但在鋼鐵行業中的公司中排名領先同業。
 - ▶ **在 ESG 議題上的曝險：** 中鴻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安全等。
 - ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力：** 中鴻在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬高等。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，但是，這些舉措不足以管理其所有風險。儘管如此，該公司並未捲入任何與 ESG 相關的重大爭議。

圖 21：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	28.3
在 ESG 議題上的曝險 (A)	58.6
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	56.8
風險評級	中 ★
同業排行(1~100，1 為最佳)	8

資料來源：Sustainalytics (2024/3/3)

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+)
-----------	-----------	-----------	-----------	----------

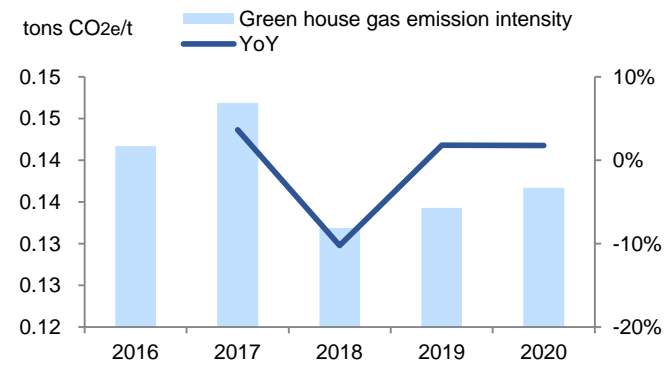
註 3：曝險分數評級：

低 (0-35)	中 (35-55)	高 (55+)
----------	-----------	---------

註 4：執行力分數評級：

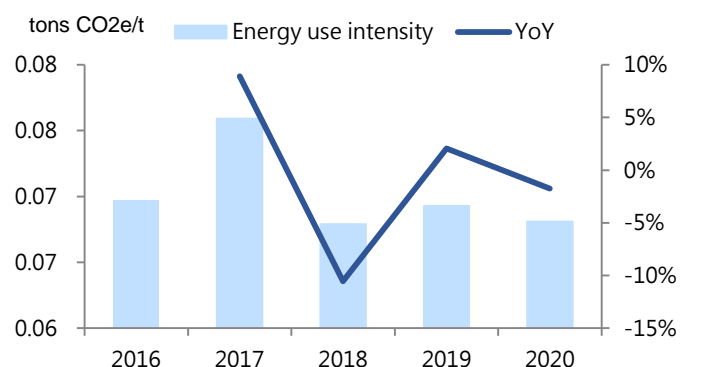
弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

圖 22：總排放強度趨勢



資料來源：公司資料、Reuters

圖 23：用電量/外蒸氣排放強度趨勢



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	508	3,268	5,048	7,381	9,760
存貨	12,717	9,762	6,773	6,539	7,241
應收帳款及票據	978	289	724	801	914
其他流動資產	2,849	3,400	1,888	2,087	2,383
流動資產	17,053	16,720	14,434	16,807	20,299
採用權益法之投資	4,043	3,702	4,097	4,179	4,262
固定資產	10,165	9,802	7,755	6,727	5,726
無形資產	0	0	0	0	0
其他非流動資產	6,219	6,542	6,259	6,391	6,526
非流動資產	20,426	20,045	18,111	17,297	16,515
資產總額	37,479	36,765	32,545	34,104	36,813
應付帳款及票據	1,830	824	885	932	1,032
短期借款	4,562	7,562	6,923	7,378	8,004
什項負債	3,436	3,297	944	1,044	1,192
流動負債	9,828	11,682	8,752	9,353	10,227
長期借款	1,440	4,758	5,665	6,036	6,549
其他負債及準備	3,650	3,262	585	585	585
長期負債	5,089	8,021	6,250	6,622	7,134
負債總額	14,918	19,702	15,002	15,975	17,362
股本	14,355	14,355	14,355	14,355	14,355
資本公積	1	1	1	1	1
保留盈餘	7,074	2,416	1,912	3,400	5,043
什項權益	1,131	290	1,278	302	87
歸屬母公司之權益	22,561	17,062	17,546	18,058	19,487
非控制權益	0	0	0	0	0
股東權益總額	22,561	17,062	17,546	18,058	19,487

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	6,350	(990)	159	1,615	3,007
折舊及攤提	754	718	700	680	660
本期營運資金變動	(7,253)	1,361	2,615	205	(715)
其他營業資產 及負債變動	2,173	(1,061)	(1,713)	(1,636)	(470)
營運活動之現金流量	2,024	28	1,761	864	2,483
資本支出	(354)	(323)	(355)	(348)	(341)
本期長期投資變動	1,373	(341)	(488)	(205)	(209)
其他資產變動	(2,218)	(111)	0	0	0
投資活動之現金流量	(1,199)	(775)	(843)	(553)	(550)
股本變動	0	0	0	0	0
本期負債變動	758	5,086	(5,069)	826	1,139
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(431)	(4,020)	(502)	(127)	(1,364)
其他調整數	(932)	2,128	0	0	0
融資活動之現金流量	(605)	3,194	(5,572)	699	(225)
匯率影響數	--	--	0	0	0
本期產生現金流量	221	2,446	(4,653)	1,010	1,708
自由現金流量	1,670	(295)	2,928	2,022	2,481

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
營業收入	53,744	44,503	37,764	41,741	47,666
銷貨成本	(46,198)	(45,629)	(37,252)	(39,235)	(43,444)
營業毛利	7,546	(1,126)	512	2,507	4,222
營業費用	(1,023)	(635)	(541)	(667)	(685)
推銷費用	(578)	(377)	(307)	(380)	(373)
研究費用	0	0	0	0	0
管理費用	(445)	(258)	(234)	(287)	(311)
其他費用	0	0	0	0	0
營業利益	6,524	(1,761)	(29)	1,840	3,538
利息收入	1	48	41	12	12
利息費用	(46)	(132)	(204)	(120)	(120)
利息收入淨額	(46)	(84)	(163)	(108)	(108)
投資利益(損失)淨額	32	347	34	33	33
匯兌損益	64	39	39	0	0
其他業外收入(支出)淨額	439	275	321	205	205
稅前純益	7,013	(1,185)	162	1,970	3,668
所得稅費用	(663)	195	(3)	(355)	(660)
少數股權淨利	0	0	0	0	0
歸屬母公司之稅後純益	6,350	(990)	159	1,615	3,007
稅前息前折舊攤銷前淨利	7,813	(336)	671	2,520	4,198
調整後每股盈餘 (NT\$)	4.42	(0.69)	0.11	1.13	2.09

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
年成長率 (%)					
營業收入	46.1	(17.2)	(15.1)	10.5	14.2
營業利益	1828.9	--	--	--	92.3
稅前息前折舊攤銷前淨利	339.7	--	--	275.6	66.6
稅後純益	1102.1	--	--	915.7	86.2
調整後每股盈餘	1102.1	--	--	914.0	86.2
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	14.0	(2.5)	1.4	6.0	8.9
營業利益率	12.1	(4.0)	(0.1)	4.4	7.4
稅前息前淨利率	13.0	(3.0)	(0.1)	4.4	7.4
稅前息前折舊攤銷前淨利率	14.5	(0.8)	1.8	6.0	8.8
稅前純益率	13.1	(2.7)	0.4	4.7	7.7
稅後純益率	11.8	(2.2)	0.4	3.9	6.3
資產報酬率	19.7	(2.7)	0.5	4.9	8.5
股東權益報酬率	33.6	(5.0)	0.9	9.1	16.0
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	66.1	115.5	85.5	88.5	89.1
淨負債權益比(%)	24.4	53.1	43.0	33.4	24.6
利息保障倍數 (倍)	152.2	(8.0)	1.8	17.4	31.6
流動比率 (%)	173.5	143.1	164.9	179.7	198.5
速動比率 (%)	39.6	57.4	87.5	109.8	127.7
淨負債 (NT\$百萬元)	5,494	9,052	7,540	6,034	4,793
調整後每股淨值 (NT\$)	15.72	11.89	12.22	12.58	13.57
評價指標 (倍)					
本益比	5.2	--	207.7	20.5	11.0
股價自由現金流量比	19.8	--	11.3	16.4	13.3
股價淨值比	1.5	1.9	1.9	1.8	1.7
股價稅前息前折舊攤銷前淨	4.2	--	49.3	13.1	7.9
股價營收比	0.6	0.7	0.9	0.8	0.7

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。

中鴻 (2014 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	20210414	27.40	34.00	30.04	買進	李侃奇
2	20210504	39.30	52.00	45.95	買進	李侃奇
3	20210722	48.20	58.00	51.25	買進	李侃奇
4	20220301	40.50	44.00	39.14	持有-超越同業	李侃奇
5	20220510	33.65	30.00	26.69	持有-落後同業	李侃奇
6	20220719	28.75	25.00	22.24	持有-落後同業	李侃奇
7	20220906	24.60	20.00	19.72	賣出	李侃奇
8	20221103	20.55	16.00	15.77	賣出	李侃奇
9	20230421	25.80	26.50	26.12	持有-超越同業	陳映慈
10	20230504	24.10	26.50	26.12	持有-超越同業	陳映慈
11	20230705	24.20	25.00	24.65	持有-超越同業	陳映慈
12	20230808	25.50	30.00	30.00	買進	陳映慈
13	20231107	21.70	27.00	27.00	買進	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>.