

# 中鋼 (2002 TT) China Steel

## 成本下跌將使 2H24 利差擴張

評等：買進

目標價 (12 個月)：NT\$28.5

收盤價 (2024/04/25)：NT\$24.6

隱含漲幅：15.9%

### 交易資料表

市值	NT\$387,230百萬元
外資持股比率	17.1%
董監持股比率	20.1%
調整後每股淨值 (2023F)	NT\$19.70

### 簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2022A	2023A	2024F	2025F
營業收入	449,567	363,326	378,221	401,818
EPS (元)	1.15	0.11	0.61	1.24
EPS YoY (%)	-71.3	-90.5	462.2	101.9
本益比 (倍)	21.3	225.2	40.1	19.8
股價淨值比 (倍)	1.2	1.2	1.2	1.2
ROE (%)	4.8	0.5	2.8	5.6
現金殖利率 (%)	4.1%	1.4%	1.6%	3.3%

陳映慈

Lucy.YT.Chen@yuanta.com

蔡宗穎

Leo.TY.Tsai@yuanta.com

### 事件

中鋼公告 3 月自結稅前淨利 6.64 億元(月增 400%)，1Q24 稅前淨利 14.78 億元(季減 46.3%/年轉盈)，優於我們/市場 1Q24 預期 53.4%/13.6%。

### 評論

#### 1Q24 自結營業利益 7.7 億元，利差因成本上升縮窄

中鋼 1Q24 營收 937.5 億元(季增 6.1%/年增 2.6%)，合計出貨量季增 6%至 288 萬噸、出貨價格上漲約 2%；3 月自結營業利益 4.3 億元(月增 97%)，1Q24 營業利益 7.7 億元(季減 71.2%/年轉盈)，優於我們預期 65.3%/低於市場預期 33.1%，季減主因 4Q23 鐵/煤均價季增 13%/31%至每噸 127 美元/335 美元，然 1Q24 內銷熱軋盤價僅上漲 1,100 元/噸(約 5%)，推估毛利率季減 2.2ppt 至 4.5%，不過相對 1Q23 鋼品單位毛利上漲且銷售數量增加，業外則有礦業投資獲配股利增加及匯兌利益貢獻，使稅前獲利相對於去年大幅改善，推估 1Q24 EPS 0.07 元(季減 46.2%/年轉盈)。

#### 5 月開平盤符合預期，成本售價緩降使 2Q24 毛利率仍有壓

中鋼 5 月盤價全數平盤，優於本中心預期之平低盤，不過如同 4 月中鋼對下游業者祭出專案價格(推估每噸降價 500-1,000 元)，本中心認為 5 月盤價將同樣「明平暗跌」，考量美國降息預期延後、短期需求缺乏向上動能，預期 6 月盤價開平低盤、2Q24 出貨量季持平至 285-290 萬噸；1Q24 鐵/煤價格僅季減 2%/6%，成本售價同步緩降下，認為整體利差難以擴張，預期 2Q24 EPS 0.08 元(季增 21.7%/年增 26.9%)。

#### 供給端受控制，預期 2Q24 鋼價築底，看好 2H24 利差擴張

近日中國面臨內需不振、各國反傾銷壓力，中鋼協提出控管粗鋼產量倡議，中國跨部門會議展開粗鋼產量調控工作，3 月中國/全球粗鋼產量年減 7.8%/4.3%已見減產效益，供給面得到控制使鋼價跌勢趨緩至小漲，美/歐/中鋼價 4 月至今+4%/-5%/+3%，認為鋼價底部形成；且年初至今鐵/煤下滑 18%/27%，我們認為中鋼成本壓力將於 2H24 緩解，預期獲利低谷將在 2Q24；需求方面，WSA 表示高利率環境將退場、製造業展現復甦態勢，預期 2024 年鋼鐵需求年增 1.7%。整體而言，儘管短期價量鈍化，但看好 2H24 鋼廠利差擴張將帶動獲利回升，並期待總經雜音緩解後能進一步推升鋼市向上。目前中鋼評價位於 1.2 倍 2024 年每股淨值(過去三年本淨比 1.1-1.8 倍)，已位於歷史下緣，為長線布局時點，維持買進評等。

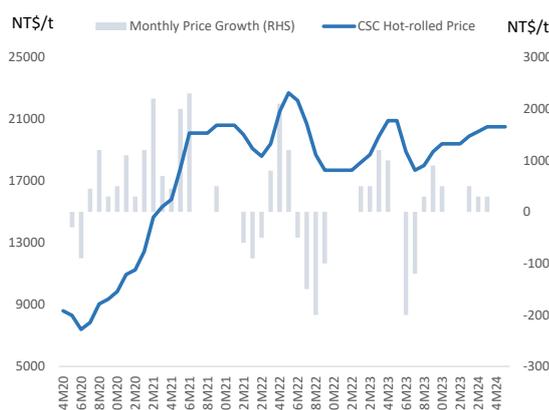
## 相關圖表

圖 1：2024 年第 1 季自結獲利與預估比較

(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(A)	91,346	88,394	93,753	6.1%	2.6%	91,641	91,702	2.3%	2.2%
營業毛利	3,388	5,886	4,202	-28.6%	24.0%	3,858	4,425	8.9%	-5.0%
營業利益(A)	-26	2,668	768	-71.2%	-	465	1,149	65.3%	-33.1%
稅前利益(A)	-75	2,752	1,478	-46.3%	-	964	1,302	53.4%	13.6%
稅後淨利	-725	2,117	1,035	-51.1%	-	694	1,010	49.1%	2.5%
調整後 EPS (元)	-0.05	0.13	0.07	-46.2%	-	0.05	0.06	40.0%	12.9%
<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	3.7%	6.7%	4.5%	-2.2	0.8	4.2%	5.0%	0.3	-0.6
營業利益率	0.0%	3.0%	0.8%	-2.2	0.8	0.5%	1.3%	0.3	-0.4
稅後純益率	-0.8%	2.4%	1.1%	-1.3	1.9	0.8%	1.1%	0.3	0.0

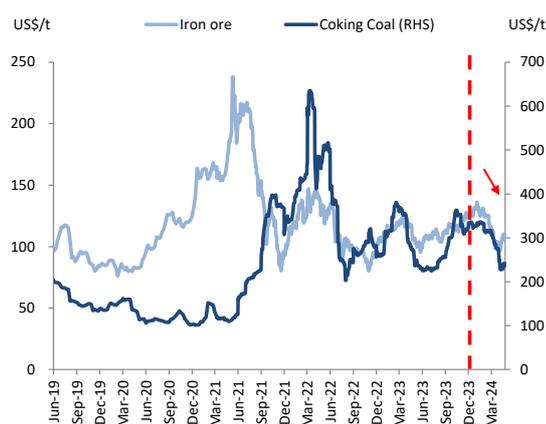
資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

圖 2：中鋼 4/5 月熱軋盤價皆開平盤



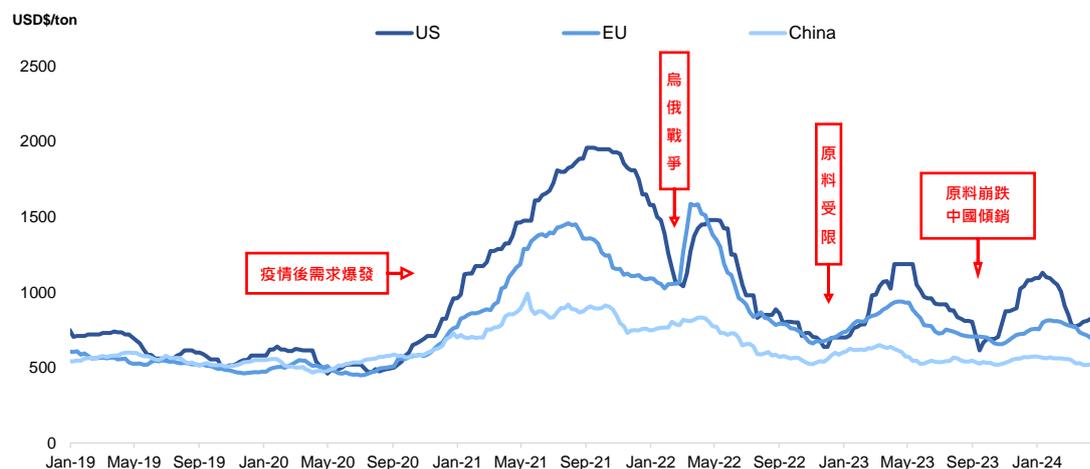
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 3：煤鐵價格年初至今下跌 18%/27%



資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 4：2024 至今中/美/歐鋼價下跌 7%/24%/9%，不過 4 月跌勢趨緩至小漲



資料來源：Mysteel、元大投顧

## 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。

### 中鋼 (2002 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	20210504	36.25	55.00	47.48	買進	李侃奇
2	20210609	36.10	52.00	44.89	買進	李侃奇
3	20210910	38.35	54.00	46.99	買進	李侃奇
4	20211108	34.40	50.00	43.51	買進	李侃奇
5	20220208	34.50	48.00	41.77	買進	李侃奇
6	20220527	34.40	38.00	33.07	持有-超越同業	李侃奇
7	20220719	30.25	27.00	23.50	持有-超越同業	李侃奇
8	20221101	27.00	25.50	24.63	持有-超越同業	李侃奇
9	20230502	29.10	28.00	27.05	持有-超越同業	陳映慈
10	20230629	29.70	28.00	27.05	持有-超越同業	陳映慈
11	20230922	26.20	30.00	30.00	買進	陳映慈
12	20231221	26.60	31.00	31.00	買進	陳映慈
13	20240408	24.70	28.50	28.50	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