

東和鋼鐵 (2006 TT) Tung Ho Steel

1Q24 毛利率略低於預期，獲利進入高原期

持有-超越同業 (維持評等)

目標價 (12 個月) : NT\$80.0

收盤價 (2024/05/07) : NT\$72.6
隱含漲幅 : 10.2%

營收組成 (1Q24)

鋼筋 49%/型鋼 24%/鋼結構 20%/越南 5%/其他 2%。

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\$)	80.0	85.0
2024年營收 (NT\$/十億)	61.5	61.3
2024年EPS	6.15	6.22

交易資料表

市值	NT\$53,010百萬元
外資持股比率	18.4%
董監持股比率	19.6%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$44.30
負債比	48.3%
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	2023A	2024F	2025F
營業收入	59,217	60,962	61,465	59,649
營業利益	5,118	5,999	5,855	5,696
稅後純益	3,994	4,679	4,491	4,357
EPS (元)	5.47	6.48	6.15	5.97
EPS YoY (%)	-8.1	18.4	-5.0	-3.0
本益比 (倍)	13.3	11.2	11.8	12.2
股價淨值比 (倍)	1.8	1.7	1.6	1.6
ROE (%)	13.7	15.6	14.1	13.1
現金殖利率 (%)	4.8%	5.8%	5.5%	5.3%
現金股利 (元)	3.50	4.20	4.00	3.88

陳映慈

Lucy.YT.Chen@yuanta.com

蔡宗穎

Leo.TY.Tsai@yuanta.com

元大觀點

- ◆ 1Q24 毛利率季減 1.3 ppt，主因越南廠虧損擴大，EPS 1.50 元，符合預期；估 2Q24 出貨量季增 6%，但毛利率因低價鋼品干擾難擴張。
- ◆ 越南面臨殺價競爭，預期 2024 年虧損 2-3 億元，損平目標略微艱辛；1Q24 國內核發樓地板面積年減 19.6%，連續五季負成長。
- ◆ 預期建築用鋼、鋼構事業價格與毛利率將逐步向下修正；預期 2024 年 EPS 6.15 元，評價給予 1.8 倍 2024 年每股淨值，目標價 80 元。

1Q24 獲利符合預期，各部門毛利率皆下滑

1Q24 營收 148.46 億元(季減 10.1%/年增 9.0%)，鋼筋+型鋼出貨量季減 9%；毛利率季減 1.3ppt 至 13.7%，低於我們預期 0.2ppt，主因 1) 越南廠虧損擴大至 1.2 億元(vs 4Q23 虧損 0.54 億元)、2) 鋼結構部門受到工作天數、工程認列時程等因素響，估毛利率季減 2-3ppt、3) 型鋼毛利率因降價微幅下滑；1Q24 EPS 1.50 元(季減 18.3%/年減 3.2%)，優於我們/市場預期 2.7%/7.3%。

2Q24 受到低價進口料干擾，預期毛利率難擴張

2Q24 進入開工旺季下，預期鋼筋+型鋼出貨量季增 6%、營收 156.49 億元(季增 5.4%/年減 1.0%)；預期 2Q24 毛利率季減 0.2 ppt 至 13.5%(下修 0.1 ppt)，主因 1) 東鋼越南廠面臨國際鋼材行情向下、國內殺價競爭壓力，預期虧損擴大至 1.5-2.0 億元、2) 以短單為主之型鋼受到低價進口鋼品干擾，降價壓縮單位毛利；下修 2Q24 EPS 1.1%至 1.53 元(季增 2.0%/年增 3.0%)。

預期毛利率緩步向下修正，獲利進入高原期

1Q24 國內核發樓地板面積年減 19.6%，連續五季負成長，預期 2024 年鋼筋+型鋼出貨量年減 0-3%、毛利率緩步向下修正，主要考量 1) 由於需求不佳，已見南部鋼筋廠降價以鞏固市占率，儘管東鋼鋼筋事業以長單為主(在手訂單看至 3-4Q24)，但長期而言鋼筋毛利仍率將受到競爭、電價調漲等負面因素緩步下滑，且 1H24 國際鋼價呈現下跌趨勢，鋼筋現貨價格對比去年同期下滑 1-2,000 元/噸，使毛利率難以擴張、2) 鋼結構部門毛利率維持高位，2024 年仍有認列 2020-2021 年所接之毛利率較佳之案件，但後續隨房市降溫，預期鋼構毛利率於 2025 年進一步向下修正。預期東鋼 2024 年毛利率 13.8%(年減 0.4ppt)、EPS 6.15 元(年減 5%)，獲利維持高檔穩健，但推升動能不再。評價給予 1.8 倍 2024 年每股淨值(前次為 1.9 倍)，下調以反映越南廠獲利較預期艱辛、先行指標衰退幅度大於預期，推得目標價 80 元。

營運分析

1Q24 獲利符合預期，毛利率季減 1.3 ppt 主因越南廠虧損擴大

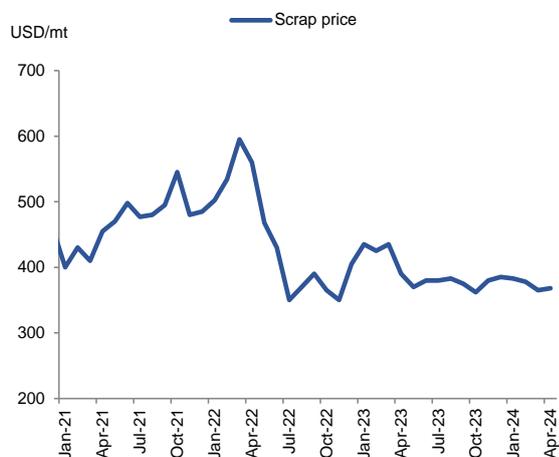
東鋼 1Q24 營收 148.46 億元(季減 10.1%/年增 9.0%)，優於我們/市場預期 4.2%/1.1%，1Q 為營建業淡季，鋼筋+型鋼出貨量季減 9%至 50.6 萬噸(鋼筋 34.1 萬噸/型鋼 16.5 萬噸)，價格則持平至小幅降價，年增主要來自鋼構事業貢獻(年增約 12 億元)；毛利率季減 1.3ppt 至 13.7%，低於我們預期 0.2ppt/高於市場預期 0.4ppt，季減主因 1)東鋼越南廠虧損擴大至 1.2 億元(vs 4Q23 虧損 0.54 億元)，虧損幅度大於預期、2) 鋼結構部門受到工作天數、工程認列時程等因素影響，佔毛利率季減 2-3ppt，1Q24 認列獲利 4.18 億元(vs 4Q23 5.87 億元)、3)型鋼毛利率因降價微幅下滑；1Q24 營業利益 14.06 億元(季減 16.2%/年減 3.9%)，優於我們/市場預期 0.9%/5.9%；1Q24 稅後淨利 10.98 億元(季減 18.3%/年減 3.2%)，優於我們/市場預期 3.1%/5.3%；1Q24 EPS 1.50 元(季減 18.3%/年減 3.2%)，優於我們/市場預期 2.7%/7.3%，年減主因 1)東鋼越南廠 1Q23 獲利 0.47 億元 2)鋼筋與型鋼價格與毛利率皆較去年同期下滑。

圖 1：2024 年第 1 季財報回顧

(百萬元)	1Q23A	4Q23A	1Q24A	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	14,846	-10.1%	9.0%	14,252	14,686	4.2%	1.1%
營業毛利	2,056	2,472	2,034	-17.7%	-1.1%	1,987	1,957	2.4%	3.9%
營業利益	1,463	1,678	1,406	-16.2%	-3.9%	1,394	1,327	0.9%	5.9%
稅前利益	1,416	1,671	1,406	-15.9%	-0.7%	1,389	1,302	1.2%	8.0%
稅後淨利	1,135	1,344	1,098	-18.3%	-3.2%	1,065	1,043	3.1%	5.3%
調整後 EPS (元)	1.55	1.84	1.50	-18.3%	-3.2%	1.46	1.40	2.7%	7.3%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	15.1%	15.0%	13.7%	-1.3	-1.4	13.9%	13.3%	-0.2	0.4
營業利益率	10.7%	10.2%	9.5%	-0.7	-1.3	9.8%	9.0%	-0.3	0.4
稅後純益率	8.3%	8.1%	7.4%	-0.7	-0.9	7.5%	7.1%	-0.1	0.3

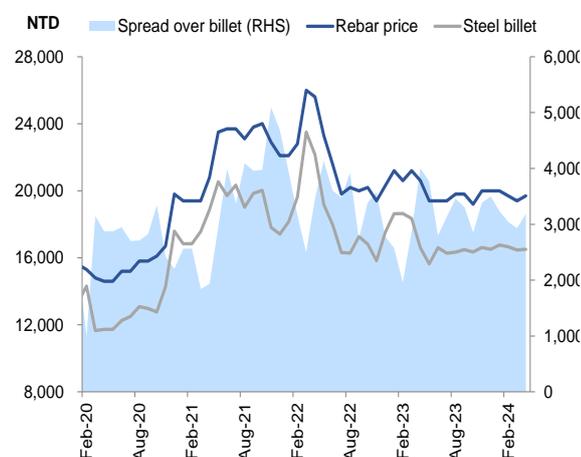
資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

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

2Q24 受到低價進口料干擾，預期毛利率難擴張

東鋼 4 月營收 52.1 億元(月減 7.04%/年增 5.03%)，達成我們/市場 2Q24 營收預期 33%/33%，符合預期，鋼筋+型鋼出貨量月減 10%至 17.5 萬噸，主因 4 月工作天數較少、型鋼受到低價進口鋼品干擾影響出貨量，鋼筋部分以長單為主價量較為穩定，在 2Q24 進入開工旺季下，預期鋼筋+型鋼出貨量季增 6%至 53.9 萬噸、營收 156.49 億元(季增 5.4%/年減 1.0%)；預期 2Q24 毛利率季減 0.2 ppt 至 13.5%(下修 0.1 ppt)，主因 1) 東鋼越南廠面臨國際鋼材行情向下、國內殺價競爭壓力，預期虧損擴大至 1.5-2.0 億元、2)以短單為主之型鋼降價壓縮單位毛利；同步下修 2Q24 營業利益 0.7%至 14.67 億元(季增 4.3%/年增 4.7%)、稅後淨利 1.1%至 11.2 億元(季增 2.0%/年增 3.1%)、EPS 1.1%至 1.53 元(季增 2.0%/年增 3.0%)。

圖 4：2024 年第 2 季財測與預估比較

(百萬元)	2Q23A	1Q24F	2Q24F	季增率	年增率	2Q24F		預估差異		
						元大預估	市場預估	元大	市場	
營業收入	15,814	14,846	15,649	5.4%	-1.0%	15,636	15,667	0.1%	-0.1%	
營業毛利	2,052	2,034	2,118	4.1%	3.2%	2,128	2,103	-0.5%	0.9%	
營業利益	1,401	1,406	1,467	4.3%	4.7%	1,478	1,448	-0.7%	1.7%	
稅前利益	1,469	1,406	1,460	3.8%	-0.6%	1,476	1,430	-1.1%	2.4%	
稅後淨利	1,087	1,098	1,120	2.0%	3.1%	1,132	1,103	-1.1%	1.8%	
調整後 EPS (元)	1.49	1.50	1.53	2.0%	3.0%	1.55	1.51	-1.1%	2.0%	
重要比率 (%)			百分點		百分點		百分點		百分點	
營業毛利率	13.0%	13.7%	13.5%	-0.2	0.6	13.6%	13.4%	-0.1	0.1	
營業利益率	8.9%	9.5%	9.4%	-0.1	0.5	9.5%	9.2%	-0.1	0.2	
稅後純益率	6.9%	7.4%	7.2%	-0.3	0.3	7.2%	7.0%	-0.1	0.1	

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

預期毛利率緩步向下修正，獲利進入高原期

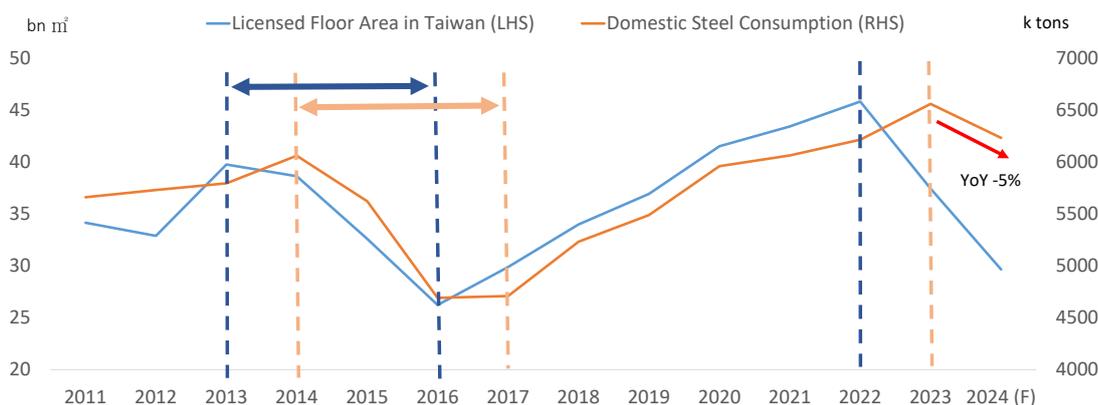
1-3M24 國內核發建築物建照執照樓地板面積年減 19.6%，連續五季負成長，預期 2024 年鋼筋+型鋼出貨量年減 0-3%。預期東鋼毛利率將緩步向下修正，主要考量 1)由於需求不佳，已見南部鋼筋廠出現降價以鞏固市占率之情形，儘管東鋼鋼筋事業以長單為主(在手訂單看至 3-4Q24)，但長期而言鋼筋毛利仍率將受到競爭、電價調漲等負面因素緩步下滑，且 1H24 國際鋼價呈現下跌趨勢，鋼筋現貨價格對比去年同期下滑 1-2,000 元/噸，使毛利率較難走升、2)鋼結構部門維持相對高位，2024 年仍有認列 2020-2021 年房市熱絡、台商返國建廠時，所接之毛利率較佳之案件，但後續隨房市降溫，預期鋼構毛利率於 2025 年將進一步向下修正，預期 2024 年毛利率 13.8%(年減 0.4ppt)、EPS 6.15 元(年減 5%)，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 1-3M24 年減 19.6%



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

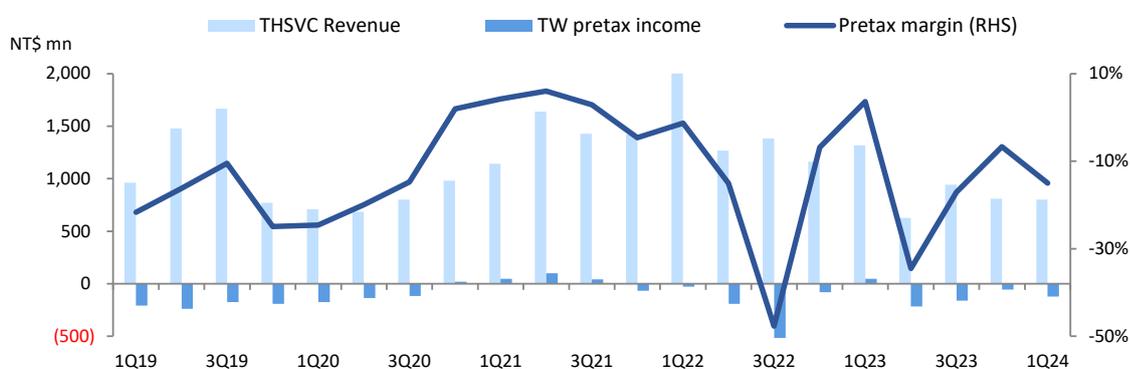
1Q24 東鋼越南廠虧損擴大，預期 2024 年虧損 2-3 億元，損平目標略為艱辛

1Q24 東鋼越南廠出貨量 4.5 萬噸，產能利用率僅 30%，佔整體營收約 5%，稅前虧損擴大至 1.2 億元(vs 4Q23 虧損 0.54 億元)，虧損幅度大於預期，主要受到越南房市疲弱影響，且越南最大鋼廠和發為鞏固市占率，憑藉成本優勢大幅降價。

2023 年越南國內建築用鋼需求量 917 萬噸(vs 2022 全年 1,011 萬噸)，衰退主因建商舉債過高、政府掃蕩貪腐、新冠疫情等抑制不動產用鋼需求，目前越南建築用鋼需求主要來自公共建設。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，使越南房地產公司面臨龐大財務壓力，我們認為房地產危機短期內難以逆轉，東鋼越南廠產能利用率拉抬仍具挑戰，且近期越南受到低價鋼品干擾鋼價向下修正，預期東鋼越南廠 2Q24 仍陷虧損，2H24 則在預期鋼價上漲下虧損有望收斂，預期 2024 年虧損 2-3 億元(vs 2023 年虧損 3.84 億元)，損平目標略為艱辛。

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 7：1Q24 東鋼越南廠虧損擴大



資料來源：公司資料、元大投顧

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%，轉嫁電價上漲有難度

台電自 4 月起調漲電價，鋼鐵產業因未達連續兩年用電成長，電價調漲約 14%，電力佔東鋼生產成本約 5-8%，東鋼 1 年用電度數約 12 億度左右，過往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，推估影響獲利中高個位數。由於公司鋼筋以長單為主，且國內房市放緩使鋼筋需求和緩，本中心認為短期欲全數轉嫁上漲的電力成本略有難度，公司主要針對節能做努力(主要為改造舊有加熱爐)，其桃園廠煉鋼平均能耗於 2023 年創下新低、2024 年 1 月大業廠加熱爐透過改造使電力耗用成本降低 8-9%，亦預計將在 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 年度公共建設經費 6,787 億元，最終經費達成率 96.21%，創下近 16 年來最佳表現；2024 年公共建設經費為 7,792 億元(年增 14.8%)，規模創下歷史新高，其中油電佔 35.5%、軌道建設 15.2%，其餘包括公路和水利建設等，1-2M24 經費達成率已 13.34%，我們認為基礎建設需求穩定，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

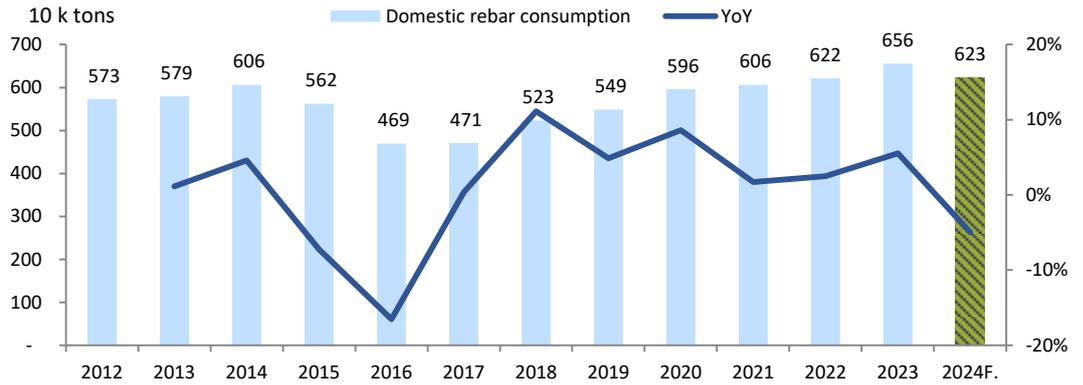
都更案、基礎建設、本土電子科技廠房建廠仍支撐 2023 年國內鋼筋市場，2023 年我國鋼筋表面消費量 636 萬噸(年增約 2%)，略低於我們預期之年增 3-5%，不過在政府打房、利率走升下，先行指標核發建築物建造執照總樓地板面積 2023 年年減 18.3%至 3,744 萬平方公尺，對比過去 6 年每年 10%左右的年成長率相當疲弱，但都更案、基礎建設、本土電子科技廠房建廠下仍支撐一定的鋼筋需求，而樓地板面積約領先鋼筋用量半年至一年，認為我國鋼筋需求自 2016 年以來隨隨房市走揚、台商回流帶動的上升循環已在 2023 年見高，預期 2024 年我國鋼筋表面消費量年減低個位數，鋼筋需求逐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

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



資料來源：公司資料、元大投顧

台電電價平均調漲 11%，針對產業用電大戶調漲 15-25%

經濟部電價費率審議會於 3/22 公布國內電價自 4 月起平均調漲 11%，產業用電依據經營狀況調整，其中一般產業依照 2H23 用電量分三級距，用電正成長調漲 14%、用電持平或衰退未達 10%調漲 12%、用電衰退逾 10%調漲 7%，以減緩對用電衰退、弱勢產業衝擊；針對產業用電大戶(連兩年用電量超過 5 億度且正成長)則依照用電量調漲 15%-25%，其中用電量每年 5-50 億度調漲 15%，推估包含半導體、記憶體、封裝產業等，用電量每年 50-100 億度調漲 18%、用電量每年 100-150 億度調漲 21%、150 億度以上的台積電適用最高調幅 25%。

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(年增 1%)和綠能收購占比增加，政府補貼 500 億後，每度售電虧損僅自 1.18 元縮小至 0.88 元，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，為避免台電資不抵債，台電此次調漲平均電價至 3.45 元/度，然仍不及 2024/1 每度 3.8 元的售電成本，預估 2024 年將持續虧損，因此本中心預期 4Q24 有望再度調漲電價以縮小虧損。

圖 11：2024 年台電工業用電電價調整

調漲項目		影響產業
平均漲幅	<ul style="list-style-type: none"> 平均調漲 11% 	
工業	一般 <ul style="list-style-type: none"> 用電量成長 > 調漲 14% 持平或衰退未達 10% > 調漲 12% 衰退 10% 以上 > 調漲 7% 	<ul style="list-style-type: none"> 金屬製造、光電材料、食品加工等。 機械業、零售業、資源回收業等。 織布業、染整業、塑膠業、石化業、自行車及其零組件業等。
	特大戶 <ul style="list-style-type: none"> 用電量 5-50 億度 > 調漲 15% 用電量 50-100 億度 > 調漲 18% 用電量 100-150 億度 > 調漲 21% 用電量 150 億度以上 > 調漲 25% 	<ul style="list-style-type: none"> 記憶體、封裝業、半導體、軌道運輸等。 面板業等。 無公司符合條件。 台積電

資料來源：台灣電力公司、元大投顧

獲利調整與股票評價

略為下修毛利率以反映低價鋼品干擾與越南廠虧損大於預期

上修 2024 年營收 0.3%至 614.65 億元，主因 1Q24 出貨量略優於預期；下修毛利率 0.2ppt 至 13.8%、下修 EPS 1.1%至 6.15 元，主因東鋼越南廠虧損大於預期，且低價鋼品影響到後續建築用鋼毛利率，不過鋼結構部門獲利優於預期，略為上修 1H24 部門毛利率，略為抵銷其他負面因素影響。

儘管獲利維持高檔，但對東鋼看法維持中立，主要考量 1)預期建築用鋼、鋼構市業價格與毛利率將逐步向下修正；2)先行指標國內核發樓地板面積連續五季度衰退，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)越南房地產危機短期難以改善，預期 2024 年虧損 2-3 億元。

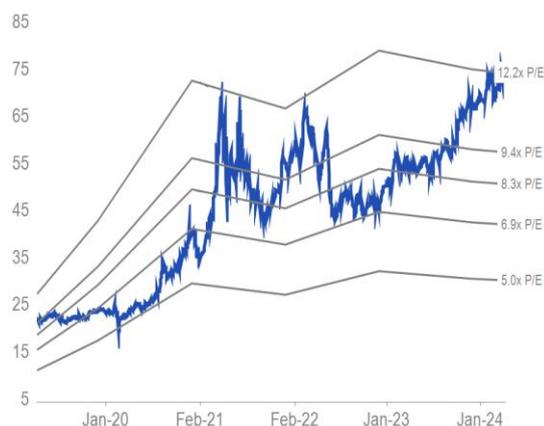
東鋼過去 3 年本淨比介於 1-1.9 倍(平均 1.5 倍)，目前股價位於 1.6 倍 2024 年股價淨值比，短期而言，東鋼營運受惠長單保護進入高原期，惟建築用鋼需求放緩成為長期營運隱憂，不利獲利推升，評價給予 1.8 倍 2024 年每股淨值(前次為 1.9 倍)，下修以反映 1Q24 國內核發樓地板面積衰退幅度大於預期，及越南廠轉盈比預期更為艱辛，推得目標價 80 元。

圖 12：2024 和 2025 年財務預估調整

(百萬元)	2024 估		2025 估		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2024	2025
營業收入	61,465	61,280	59,649	59,653	0.3%	0
營業毛利	8,469	8,537	8,215	8,217	-0.8%	0
營業利益	5,855	5,940	5,696	5,697	-1.4%	0
稅前利益	5,830	5,926	5,681	5,700	-1.6%	-0.3%
稅後淨利	4,491	4,545	4,357	4,372	-1.2%	-0.3%
調整後 EPS (元)	6.15	6.22	5.97	5.99	-1.1%	-0.4%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	13.8%	13.9%	13.8%	13.8%	-0.2	0
營業利益率	9.5%	9.7%	9.6%	9.6%	-0.2	0
稅後純益率	7.3%	7.4%	7.3%	7.3%	-0.1	0

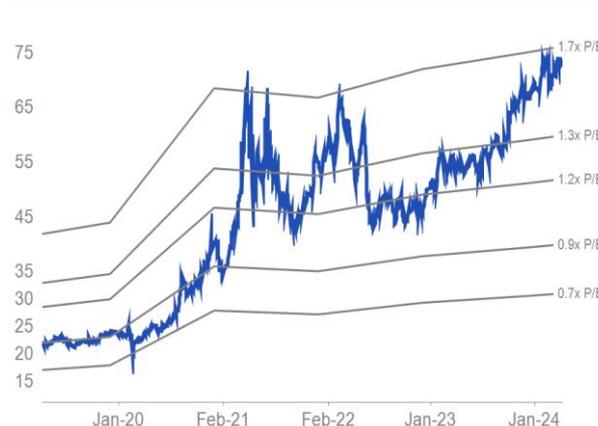
資料來源：公司資料、元大投顧預估

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(%)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
東和鋼鐵	2006 TT	持有-超越 同業	72.6	1,656	6.48	6.16	5.97	11.2	11.8	12.2	18.4	(5.0)	(3.1)
國際同業													
寶鋼	600019 SS	未評等	6.9	21,295	2.4	2.6	3.0	2.9	2.6	2.3	(2.7)	9.5	17.1
鞍鋼	000898 SZ	未評等	2.4	2,920	(0.4)	0	0.1	--	--	23.0	(2171.6)	--	--
國際同業平均					1.0	1.3	1.6	2.9	2.6	12.6	(1087.2)	9.5	17.1
國內同業													
中鋼	2002 TT	買進	24.9	12,189	0.1	0.6	1.2	226.4	40.8	20.1	(90.5)	454.6	103.3
中鴻	2014 TT	買進	22.6	1,003	0.1	0.6	2.0	205.0	37.0	11.5	(116.0)	454.6	223.0
豐興	2015 TT	未評等	70.7	1,274	4.1	4.3	4.4	17.3	16.5	16.0	(22.7)	5.1	3.2
國內同業平均					1.4	1.8	2.5	149.6	31.4	15.8	(76.4)	304.7	109.8

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 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)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
東和鋼鐵	2006 TT	持有-超越 同業	72.6	1,656	15.6	14.1	13.1	42.38	44.31	46.25	1.7	1.6	1.6
國際同業													
寶鋼	600019 SS	未評等	6.9	21,295	5.9	6.1	6.7	39.8	42.0	43.8	0.2	0.2	0.2
鞍鋼	000898 SZ	未評等	2.4	2,920	(5.8)	(1.4)	1.8	5.8	6.2	6.2	0.4	0.4	0.4
國際同業平均					0.1	2.4	4.2	22.8	24.1	25.0	0.3	0.3	0.3
國內同業													
中鋼	2002 TT	買進	24.9	12,189	0.5	2.8	5.6	19.8	19.7	20.1	1.3	1.3	1.2
中鴻	2014 TT	買進	22.6	1,003	1.0	5.2	15.5	11.3	11.9	13.5	2.0	1.9	1.7
豐興	2015 TT	未評等	70.7	1,274	10.9	11.3	10.4	37.7	40.3	--	1.9	1.8	--
國內同業平均					4.1	6.4	10.5	23.0	23.9	16.8	1.7	1.6	1.5

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)	1Q2023A	2Q2023A	3Q2023A	4Q2023A	1Q2024A	2Q2024F	3Q2024F	4Q2024F	FY2023A	FY2024F
營業收入	13,622	15,814	15,379	16,510	14,846	15,649	14,761	16,208	60,962	61,465
銷貨成本	(11,566)	(13,762)	(13,257)	(14,038)	(12,812)	(13,531)	(12,760)	(13,892)	(52,316)	(52,996)
營業毛利	2,056	2,052	2,121	2,472	2,034	2,118	2,001	2,316	8,646	8,469
營業費用	(594)	(651)	(627)	(794)	(628)	(651)	(614)	(721)	(2,647)	(2,614)
營業利益	1,463	1,401	1,494	1,678	1,406	1,467	1,387	1,595	5,999	5,855
業外利益	48	68	(7)	(7)	0	(7)	(9)	(8)	3	(25)
稅前純益	1,416	1,469	1,487	1,671	1,406	1,460	1,378	1,587	6,002	5,830
所得稅費用	(278)	(378)	(330)	(308)	(299)	(336)	(317)	(365)	(1,293)	(1,317)
少數股東權益	3	5	10	13	9	4	4	5	30	22
歸屬母公司稅後純益	1,135	1,087	1,163	1,344	1,098	1,120	1,057	1,217	4,679	4,491
調整後每股盈餘(NT\$)	1.55	1.49	1.59	1.84	1.50	1.53	1.45	1.67	6.48	6.15
調整後加權平均股數(百萬股)	730	730	730	730	730	730	730	730	730	730
重要比率										
營業毛利率	15.1%	13.0%	13.8%	15.0%	13.7%	13.5%	13.6%	14.3%	14.2%	13.8%
營業利益率	10.7%	8.9%	9.7%	10.2%	9.5%	9.4%	9.4%	9.8%	9.8%	9.5%
稅前純益率	10.4%	9.3%	9.7%	10.1%	9.5%	9.3%	9.3%	9.8%	9.9%	9.5%
稅後純益率	8.3%	6.9%	7.6%	8.1%	7.4%	7.2%	7.2%	7.5%	7.7%	7.3%
有效所得稅率	19.6%	25.8%	22.2%	18.4%	21.3%	23.0%	23.0%	23.0%	21.5%	22.6%
季增率(%)										
營業收入	-3.0%	16.1%	-2.8%	7.4%	-10.1%	5.4%	-5.7%	9.8%		
營業利益	13.9%	-4.2%	6.6%	12.3%	-16.2%	4.3%	-5.5%	15.0%		
稅後純益	36.2%	-4.2%	7.0%	15.6%	-18.3%	2.0%	-5.6%	15.1%		
調整後每股盈餘	36.2%	-4.2%	7.0%	15.6%	-18.3%	2.0%	-5.6%	15.1%		
年增率(%)										
營業收入	-10.4%	-2.5%	7.1%	19.1%	9.0%	-1.0%	-4.0%	-1.8%	2.9%	0.8%
營業利益	-0.2%	-19.1%	114.9%	30.1%	-3.9%	4.7%	-7.2%	-4.9%	17.2%	-2.4%
稅後純益	-11.7%	-18.6%	114.4%	61.6%	-3.2%	3.1%	-9.1%	-9.5%	17.4%	-4.1%
調整後每股盈餘	-11.7%	-18.6%	114.4%	61.6%	-3.2%	3.0%	-9.1%	-9.5%	18.4%	-5.0%

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

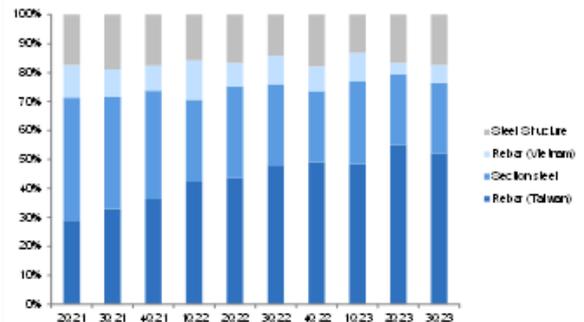
東和鋼鐵成立於 1962 年，是台灣國內主要電弧爐鋼鐵廠之一，於高雄、苗栗、桃園、越南擁有廠址，台灣煉鋼年產能 265 萬噸、軋鋼年產能 300 萬噸，越南則有煉鋼年產能 100 萬噸，軋鋼年產能 60 萬噸，產品以鋼筋、型鋼為主，其鋼筋及型鋼在台灣市佔率分別約達 18%/55%，內外銷比約為 8：2。東鋼亦垂直整合，從事鋼結構業務。

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



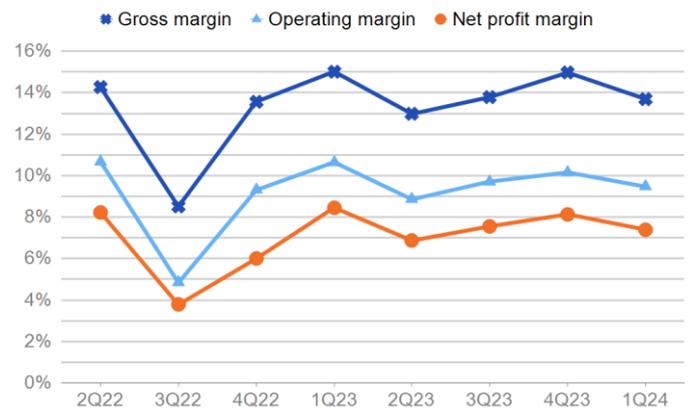
資料來源：公司資料

圖 20：營收趨勢



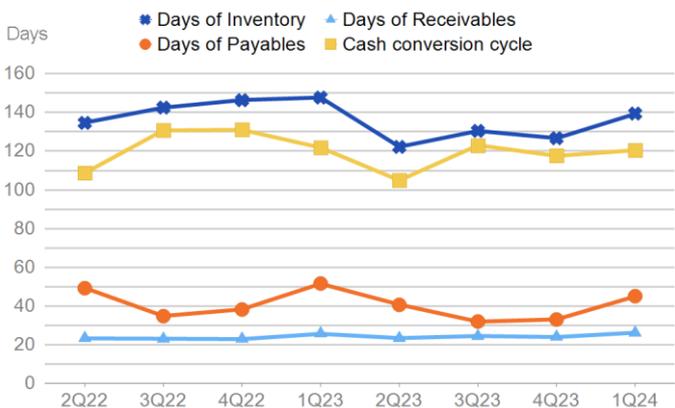
資料來源：CMoney、公司資料

圖 21：毛利率、營益率、淨利率



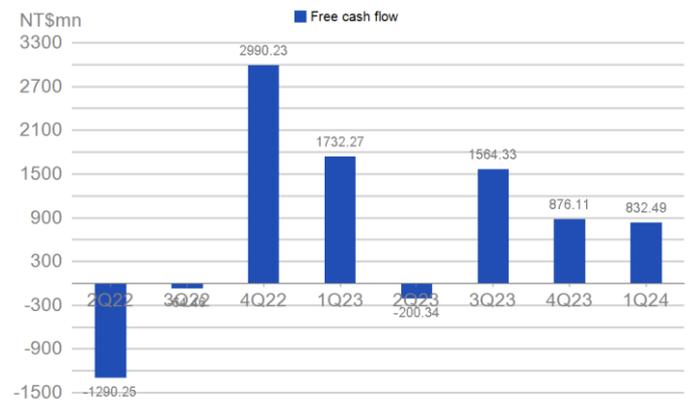
資料來源：CMoney、公司資料

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 (2024/5/7)

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)
----------	-----------	------------

資產負債表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
現金與短期投資	1,530	2,127	5,560	12,108	13,562
存貨	20,495	18,821	17,011	13,479	13,717
應收帳款及票據	4,244	3,589	5,597	4,170	4,001
其他流動資產	5,124	5,118	5,118	5,118	5,118
流動資產	31,394	29,655	33,286	34,876	36,398
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
非流動資產	24,009	25,112	24,657	24,310	24,086
資產總額	55,403	54,767	57,943	59,186	60,484
應付帳款及票據	3,173	2,206	2,953	2,854	2,641
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
流動負債	22,994	22,605	23,108	22,321	21,455
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
長期負債	2,676	3,247	3,747	4,352	5,078
負債總額	25,670	25,852	26,855	26,673	26,533
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	17,676	19,097
什項權益	(158)	(312)	(312)	(312)	(312)
歸屬母公司之權益	29,542	28,806	30,949	32,351	33,772
非控制權益	190	109	139	161	179
股東權益總額	29,733	28,915	31,088	32,512	33,950

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	2023A	2024F	2025F
本期純益	5,922	4,011	4,709	4,514	4,375
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	4,860	(282)
其他營業資產及負債變動	113	(141)	20	(22)	(17)
營運活動之現金流量	(1,052)	6,865	6,984	11,111	5,897
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
投資活動之現金流量	(1,358)	(2,873)	(1,251)	(1,413)	(1,597)
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)	(2,919)
其他調整數	3,194	(58)	0	0	0
融資活動之現金流量	1,620	(3,468)	(2,300)	(3,149)	(2,846)
匯率影響數	388	71	0	0	0
本期產生現金流量	(403)	596	3,434	6,548	1,453
自由現金流量	(1,496)	3,785	5,710	9,744	4,331

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	2023A	2024F	2025F
營業收入	58,795	59,217	60,962	61,465	59,649
銷貨成本	(49,321)	(51,767)	(52,316)	(52,996)	(51,434)
營業毛利	9,474	7,450	8,646	8,469	8,215
營業費用	(2,414)	(2,332)	(2,647)	(2,614)	(2,519)
推銷費用	(953)	(930)	(1,126)	(1,122)	(1,094)
研究費用	0	0	0	0	0
管理費用	(1,454)	(1,400)	(1,531)	(1,492)	(1,425)
其他費用	(7)	(2)	10	0	0
營業利益	7,060	5,118	5,999	5,855	5,696
利息收入	15	17	37	29	33
利息費用	(151)	(300)	(434)	(376)	(358)
利息收入淨額	(136)	(283)	(397)	(347)	(325)
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	313	271	323	311
稅前純益	7,351	5,237	6,002	5,830	5,681
所得稅費用	(1,429)	(1,293)	(1,293)	(1,317)	(1,307)
少數股權淨利	15	17	30	22	17
歸屬母公司之稅後純益	5,906	3,994	4,679	4,491	4,357
稅前息前折舊攤銷前淨利	9,131	7,211	7,704	7,614	7,517
調整後每股盈餘 (NT\$)	5.95	5.47	6.48	6.15	5.97

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	2023A	2024F	2025F
年成長率 (%)					
營業收入	37.2	0.7	2.9	0.8	(3.0)
營業利益	59.7	(27.5)	17.2	(2.4)	(2.7)
稅前息前折舊攤銷前淨利	44.5	(21.0)	6.8	(1.2)	(1.3)
稅後純益	66.5	(32.3)	17.4	(4.1)	(3.1)
調整後每股盈餘	69.2	(8.1)	18.4	(5.0)	(3.0)
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	16.1	12.6	14.2	13.8	13.8
營業利益率	12.0	8.6	9.8	9.5	9.6
稅前息前淨利率	12.2	8.5	9.8	9.5	9.6
稅前息前折舊攤銷前淨利率	15.5	12.2	12.6	12.4	12.6
稅前純益率	12.5	8.8	9.9	9.5	9.5
稅後純益率	10.1	6.7	7.7	7.3	7.3
資產報酬率	11.9	7.3	8.4	7.7	7.3
股東權益報酬率	20.6	13.7	15.6	14.1	13.1
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	86.3	89.4	36.1	14.1	9.4
淨負債權益比 (%)	45.8	49.8	36.1	14.1	9.4
利息保障倍數 (倍)	49.6	18.4	14.8	16.5	16.9
流動比率 (%)	136.5	131.2	144.1	156.2	169.7
速動比率 (%)	45.9	46.8	70.4	95.9	105.7
淨負債 (NT\$百萬元)	13,613	14,394	11,217	4,586	3,206
調整後每股淨值 (NT\$)	40.46	39.45	42.38	44.30	46.25
評價指標 (倍)					
本益比	12.2	13.3	11.2	11.8	12.2
股價自由現金流量比	--	14.0	9.3	5.4	12.2
股價淨值比	1.8	1.8	1.7	1.6	1.6
股價稅前息前折舊攤銷前淨	5.8	7.4	6.9	7.0	7.1
股價營收比	0.9	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。

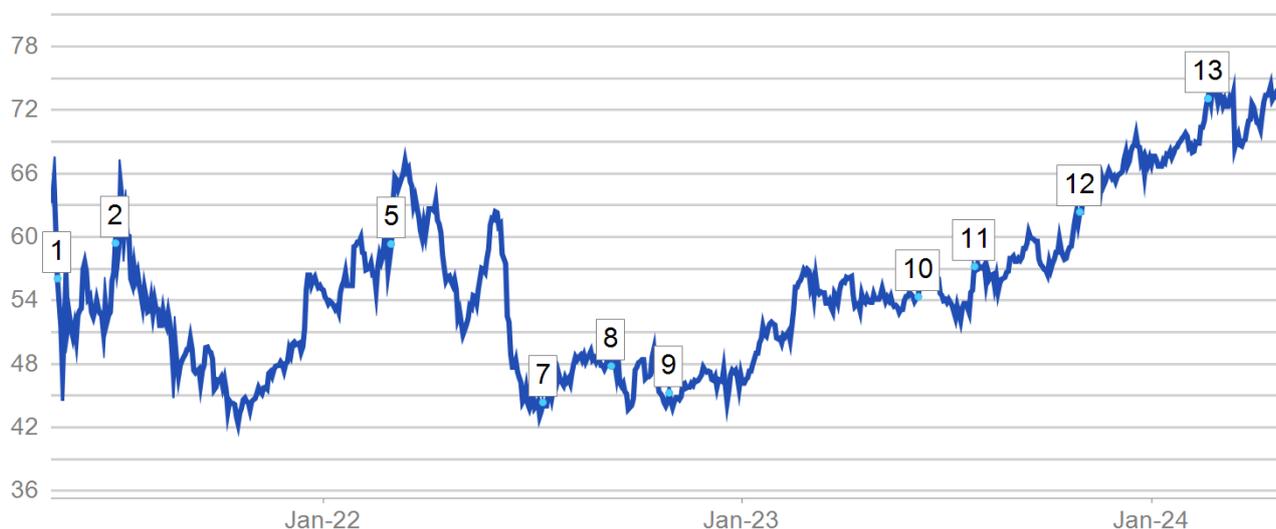
附錄：重要揭露事項

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	20210512	51.10	70.00	76.79	買進	李侃奇
2	20210630	52.50	75.00	84.94	買進	李侃奇
3	20210815	45.75	66.00	74.74	買進	李侃奇
4	20211114	42.20	62.00	70.21	買進	李侃奇
5	20220310	70.70	85.00	69.78	買進	李侃奇
6	20220508	61.80	80.00	71.30	買進	李侃奇
7	20220719	49.75	50.00	44.57	持有-超越同業	李侃奇
8	20220914	54.30	56.00	49.91	持有-超越同業	李侃奇
9	20221102	50.80	51.00	45.46	持有-超越同業	李侃奇
10	20230615	57.50	61.00	57.70	持有-超越同業	陳映慈
11	20230804	58.10	65.00	61.49	持有-超越同業	陳映慈
12	20231103	64.80	70.00	66.22	持有-超越同業	陳映慈
13	20240229	76.30	85.00	80.41	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>.