

研究員：賴季宏 david.lai@capital.com.tw

前日收盤價	23.90 元
目標價	
3 個月	28.00 元
12 個月	28.00 元

## 中鋼(2002 TT)

Trading Buy

### 近期報告日期、評等及前日股價

09/22/2023	Trading Buy	26.15
03/20/2023	Neutral	30.05
06/27/2022	Neutral	29.00
09/13/2021	到達目標價	40.05

### 公司基本資訊

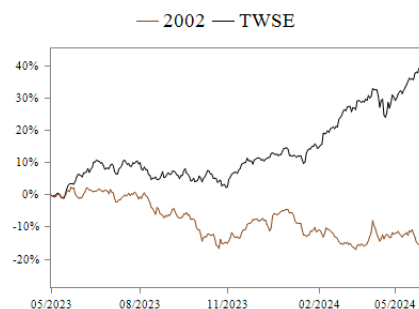
目前股本(百萬元)	157,731
市值(億元)	3,770
目前每股淨值(元)	19.57
外資持股比(%)	16.85
投信持股比(%)	1.04
董監持股比(%)	20.10
融資餘額(張)	20,990
現金股息配發率(%)	318.18

### 產品組合



- 鋼鐵產品:77.77%
- 營建、貿易及其他收入:12.20%
- 非鐵工業材料:10.03%

### 股價相對大盤走勢



## 2024 年獲利可望回升。

**投資建議：**06/2024 的中鋼盤價如預期的上漲，中鋼 1H24 盤價走勢相對強於東南亞及中國的鋼價走勢，在此價格下 2H24 可望維持獲利水準。預估中鋼 2024 年營收為 3,825 億元，YoY+5.29%，稅後 EPS 0.34 元。考量鐵礦砂價格下方有撐，鋼鐵需求相對優於 2023 年，今年獲利可望較去年成長，因此對中鋼的投資建議維持 Trading Buy，目標價 28 元(2024 年 PBR 1.45X)。

**中鋼 2Q24 盤價先平後漲，預期 2Q24 營收 977.48 億元，稅後 EPS 0.08 元：**中鋼 2Q24 的盤價走勢先平後漲，將有助於營收表現，預估中鋼 2Q24 營收 977.48 億元，YoY+2.51%，QoQ+4.26%，原料成本經歷上升及下滑，整體評估利差相對 1Q24 不會差距太大，預估毛利率 4.25%，稅後 EPS 0.08 元。

**中鋼 6 月盤價結果符合預期，1H24 盤價相對強於亞洲市場，有利維持中鋼獲利能力：**中鋼 6 月份盤價以平高盤開出，冷熱軋等大宗產品每公噸上漲 300 元。近幾個月中鋼的盤價相對於亞洲鋼價而言，呈現跟漲不跟跌的走法，對外銷及部份客戶或型號以專案價格供應維持競爭力，對中鋼自身的獲利相對有利。

**近期中國出台一連串有利鋼市的政策，但目前看來刺激效果仍有限，仍需觀察後勢：**中國嚴查買單出口交易並提出救房市政策，短期順利帶動中國國內鋼價上漲，中國出口熱捲報價也同時上漲，縮小與東南亞鋼材價格的差距。中國也發行超長期特別國債，支援國內重要戰略及重要領域安全能力建設。但從原料層面來看，近一週的鐵礦砂價格雖有小漲，現在鐵礦砂價格約每公噸 121 美元/噸，但基本仍處於之前的震盪整理格局，短期中國出台多項有利於鋼鐵需求的政策，但刺激效果目前看來仍有限。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F
營業收入淨額	363,326	382,541	404,180	91,346	95,357	88,229	88,394	93,754	97,748	92,989	98,050	97,458
營業毛利淨額	16,773	18,609	22,917	3,388	4,796	2,702	5,886	4,107	4,154	4,445	5,903	5,770
營業利益	3,586	5,041	8,404	-26	1,438	-494	2,668	769	726	1,064	2,483	2,274
稅後純益	1,682	5,299	7,041	-725	993	-703	2,117	641	1,298	1,808	1,552	1,720
稅後 EPS(元)	0.11	0.34	0.45	-0.05	0.06	-0.04	0.13	0.04	0.08	0.11	0.10	0.11
毛利率(%)	4.62%	4.86%	5.67%	3.71%	5.03%	3.06%	6.66%	4.38%	4.25%	4.78%	6.02%	5.92%
營業利益率(%)	0.99%	1.32%	2.08%	-0.03%	1.51%	-0.56%	3.02%	0.82%	0.74%	1.14%	2.53%	2.33%
稅後純益率(%)	0.46%	1.39%	1.74%	-0.79%	1.04%	-0.80%	2.40%	0.68%	1.33%	1.94%	1.58%	1.76%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-19.18%	5.29%	5.66%	-4.23%	4.39%	-7.47%	0.19%	6.06%	4.26%	-4.87%	5.44%	-0.60%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-90.54%	215.13%	32.87%	N.A	N.A	N.A	N.A	-69.75%	102.61%	39.34%	-14.16%	10.78%

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；稅後 EPS 以股本 1,577.31 億元計算。

## 中鋼的 ESG(Environmental Social Governance)：

中鋼公司在環境面向推動 5G 策略，實踐循環經濟，並積極面對碳中和挑戰，以 2018 年為減碳基準年，訂定 2025 年減排 7%、2030 年減排 25%，2050 年達成碳中和的短、中、長期減碳目標。亦規畫高爐添加直接還原鐵、鋼化聯產及轉爐增用廢鋼等中、長期減碳多元路徑，朝低碳精緻鋼廠目標邁進。

## 公司簡介：

中鋼為台灣最大的高爐煉鋼廠，年產量約 1 千萬公噸。產品包括鋼板、棒鋼、線材、熱軋、冷軋鋼捲、電鍍鋅、熱浸鍍鋅、電磁鋼片等各類型大宗鋼材。產品以內銷為主，長期來看約有 60%內銷、40%外銷。除鋼鐵業務外，中鋼亦投資在物流運輸、建設工程、工業材料等領域，但仍以鋼鐵業務為最主要營運項目。

## 中鋼 6 月盤價結果符合預期：

中鋼公佈 06/2024 內銷月盤價，主要大宗鋼品中，熱軋鋼板、熱軋鋼捲、冷軋鋼捲價格每公噸上漲 300 元，熱浸鍍鋅鋼捲、電磁鋼捲及電鍍鋅鋼捲價格則持平，盤價結果符合預期。

中鋼 6 月份盤價以平高盤開出，冷熱軋等大宗產品每公噸上漲 300 元。近幾月中鋼的盤價相對於亞洲鋼價而言，呈現跟漲不跟跌的走法，對外銷及部份客戶或型號以專案價格供應維持競爭力，對中鋼自身的獲利相對有利。

## 表、中鋼內銷盤價調整狀況

NT 元/噸	02/2024	03/2024	04/2024	05/2024	06/2024
熱軋鋼板	300	300	0	0	300
熱軋鋼捲	300	300	0	0	300
冷軋鋼捲	300	300	0	0	300
電磁鋼捲(中低/高)	0	0	0	0	0
熱浸鍍鋅鋼捲	300	300/0	0	0	0

資料來源：中鋼公司

## 中鋼 2Q24 盤價先平後漲，預期 2Q24 營收 977.48 億元，稅後 EPS 0.08 元：

中鋼 2Q24 的盤價走勢先平後漲，將有助於營收表現，預估中鋼 2Q24 營收 977.48 億元，YoY+2.51%，QoQ+4.26%，原料成本經歷上升及下滑，整體評估利差相對 1Q24 不會差距太大，預估毛利率 4.25%，稅後 EPS 0.08 元。

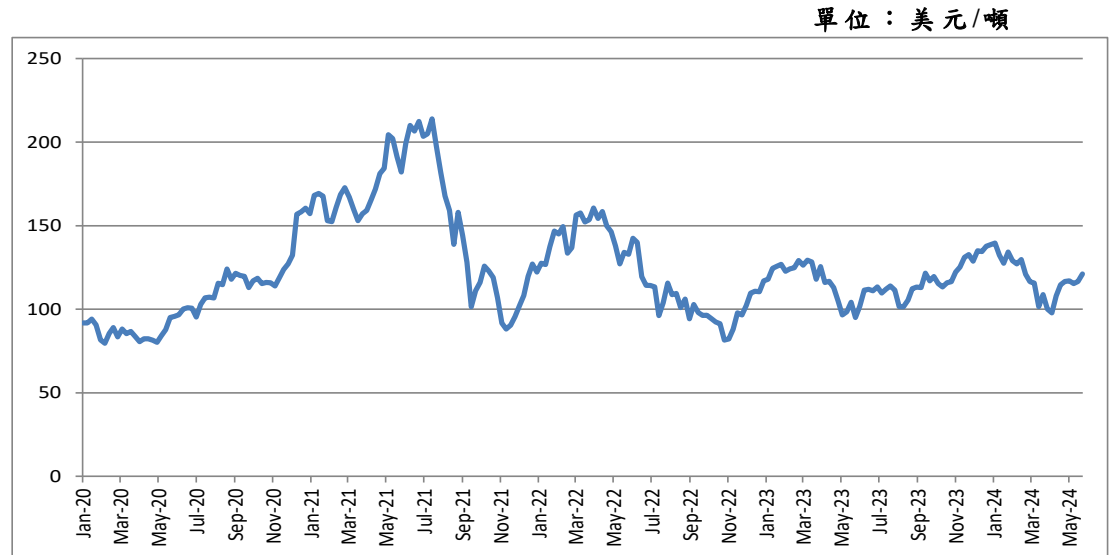
## 近期中國出台一連串有利鋼市的政策，但目前看來刺激效果仍有限，仍需觀察後勢：

中國嚴查買單出口交易並提出救房市政策，短期順利帶動中國國內鋼價上漲，中國出口熱捲報價也同時上漲，縮小與東南亞鋼材價格的差距。中國也發行超長期特別國債，支援國內重要戰略及重要領域安全能力建設。但從原料層面來看，近一週的鐵礦砂價格雖有小漲，現在鐵礦砂價格約每公

2024 年 5 月 28 日

噸 121 美元/噸，但基本仍處於之前的震盪整理格局，短期中國出台多項有利於鋼鐵需求的政策，但刺激效果目前看來仍有限。

## 圖、鐵礦砂價格



資料來源：Bloomberg

## 投資建議：

06/2024 的中鋼盤價如預期的上漲，中鋼 1H24 盤價走勢相對強於東南亞及中國的鋼價走勢，在此價格下 2H24 可望維持獲利水準。預估中鋼 2024 年營收為 3,825 億元，YoY+5.29%，稅後 EPS 0.34 元。考量鐵礦砂價格下方有撐，鋼鐵需求相對優於 2023 年，今年獲利可望較去年成長，因此對中鋼的投資建議維持 Trading Buy，目標價 28 元(2024 年 PBR 1.45X)。

## Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024 年 5 月 28 日

## 資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>資產總計</b>	687,995	683,769	678,757	654,253	651,336
流動資產	210,015	211,199	197,360	150,404	201,057
現金及約當現金	23,969	30,419	16,417	17,242	19,460
應收帳款與票據	18,179	13,336	12,892	14,358	14,433
存貨	129,533	131,516	120,350	99,006	134,974
採權益法之投資	13,420	14,565	13,886	16,767	9,387
不動產、廠房設備	370,664	370,248	375,609	376,114	378,765
<b>負債總計</b>	<b>301,040</b>	<b>326,924</b>	<b>336,506</b>	<b>313,496</b>	<b>312,098</b>
流動負債	161,931	166,446	167,724	120,323	167,547
應付帳款及票據	23,982	16,158	18,427	19,461	18,143
非流動負債	139,109	160,478	168,781	192,139	144,836
<b>權益總計</b>	<b>386,955</b>	<b>356,845</b>	<b>342,251</b>	<b>340,757</b>	<b>339,237</b>
普通股股本	<b>157,349</b>	<b>157,349</b>	<b>157,349</b>	<b>157,731</b>	<b>157,731</b>
保留盈餘	165,114	135,389	121,239	119,745	118,225
母公司業主權益	349,029	319,902	305,766	303,198	300,798
<b>負債及權益總計</b>	<b>687,995</b>	<b>683,769</b>	<b>678,757</b>	<b>654,253</b>	<b>651,336</b>

## 現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業活動現金</b>	71,304	24,343	38,690	42,179	42,658
稅前純益	84,414	23,259	4,590	7,949	9,780
折舊及攤銷	32,727	34,349	32,279	33,850	34,089
營運資金變動	-52,888	-4,965	13,879	20,913	-37,363
其他營運現金	7,051	-28,300	-12,058	-20,533	36,152
<b>投資活動現金</b>	-16,169	-24,588	-41,269	-45,189	21,109
資本支出淨額	-20,943	-30,659	-36,359	-25,225	-26,511
長期投資變動	2,040	761	-1,370	-898	-1,221
其他投資現金	2,734	5,309	-3,540	-19,066	48,841
<b>籌資活動現金</b>	-48,560	2,602	-12,922	9,333	-61,549
長借/公司債變動	-30,564	7,618	9,319	23,357	-47,302
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-4,779	-48,873	-15,759	-7,867	-9,441
其他籌資現金	-13,217	43,857	-6,482	-6,157	-4,805
<b>淨現金流量</b>	6,164	5,695	-15,504	6,323	2,218
<b>期初現金</b>	12,806	20,728	26,423	10,920	17,242
<b>期末現金</b>	18,971	26,423	10,920	17,242	19,460

資料來源：CMoney、群益

## 損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業收入淨額</b>	468,328	449,567	363,326	382,541	404,180
營業成本	373,013	417,665	346,554	363,932	381,263
<b>營業毛利淨額</b>	95,315	31,902	16,773	18,609	22,917
營業費用	15,557	13,637	13,187	13,567	14,513
<b>營業利益</b>	79,757	18,265	3,586	5,041	8,404
<b>EBITDA</b>	118,673	59,632	39,586	42,684	44,852
業外收入及支出	4,428	4,524	98	2,908	1,376
稅前純益	84,414	23,259	4,590	7,949	9,780
所得稅	15,508	5,264	1,059	1,576	1,858
稅後純益	62,053	17,784	1,682	5,299	7,041
稅後 EPS(元)	3.93	1.13	0.11	0.34	0.45
完全稀釋 EPS**	3.94	1.13	0.11	0.34	0.45

註 1：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

註 2：稅後 EPS 以股本 1,577.31【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 1,577.31 億元計算

## 比率分析

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
-------	------	------	------	-------	-------

## 成長力分析(%)

營業收入淨額	48.78%	-4.01%	-19.18%	5.29%	5.66%
營業毛利淨額	530.49%	-66.53%	-47.42%	10.95%	23.15%
營業利益	3373.39%	-77.10%	-80.37%	40.59%	66.70%
稅後純益	6904.80%	-71.34%	-90.54%	215.13%	32.87%

## 獲利能力分析(%)

毛利率	20.35%	7.10%	4.62%	4.86%	5.67%
EBITDA(%)	25.34%	13.26%	10.90%	11.16%	11.10%
營益率	17.03%	4.06%	0.99%	1.32%	2.08%
稅後純益率	13.25%	3.96%	0.46%	1.39%	1.74%
總資產報酬率	9.02%	2.60%	0.25%	0.81%	1.08%
股東權益報酬率	16.04%	4.98%	0.49%	1.56%	2.08%

## 償債能力檢視

負債比率(%)	43.76%	47.81%	49.58%	47.92%	47.92%
負債/淨值比(%)	77.80%	91.61%	98.32%	92.00%	92.00%
流動比率(%)	129.69%	126.89%	117.67%	125.00%	120.00%

## 其他比率分析

存貨天數	100.65	114.07	132.64	110.00	112.00
應收帳款天數	12.31	12.79	13.17	13.00	13.00

2024 年 5 月 28 日

## 季度損益表

(百萬元)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F
營業收入淨額	95,377	91,346	95,357	88,229	88,394	93,754	97,748	92,989	98,050	97,458	101,609	98,006
營業成本	98,743	87,958	90,561	85,527	82,509	89,647	93,593	88,545	92,148	91,688	95,594	93,322
營業毛利淨額	-3,366	3,388	4,796	2,702	5,886	4,107	4,154	4,445	5,903	5,770	6,015	4,685
營業費用	3,612	3,414	3,359	3,196	3,218	3,338	3,428	3,381	3,420	3,495	3,618	3,664
營業利益	-6,978	-26	1,438	-494	2,668	769	726	1,064	2,483	2,274	2,397	1,021
業外收入及支出	-211	-49	321	648	84	710	1,077	1,448	-327	114	575	955
稅前純益	-7,190	-75	1,758	155	2,752	1,479	1,803	2,512	2,156	2,388	2,972	1,976
所得稅	-1,196	18	289	659	93	347	343	477	410	454	565	375
稅後純益	-5,010	-725	993	-703	2,117	641	1,298	1,808	1,552	1,720	2,140	1,423
最新股本	157,731	157,731	157,731	157,731	157,731	157,731	157,731	157,731	157,731	157,731	157,731	157,731
稅後EPS(元)	-0.32	-0.05	0.06	-0.04	0.13	0.04	0.08	0.11	0.10	0.11	0.14	0.09

## 獲利能力(%)

毛利率(%)	-3.53%	3.71%	5.03%	3.06%	6.66%	4.38%	4.25%	4.78%	6.02%	5.92%	5.92%	4.78%
營業利益率(%)	-7.32%	-0.03%	1.51%	-0.56%	3.02%	0.82%	0.74%	1.14%	2.53%	2.33%	2.36%	1.04%
稅後純益率(%)	-5.25%	-0.79%	1.04%	-0.80%	2.40%	0.68%	1.33%	1.94%	1.58%	1.76%	2.11%	1.45%

## QoQ(%)

營業收入淨額	-9.46%	-4.23%	4.39%	-7.47%	0.19%	6.06%	4.26%	-4.87%	5.44%	-0.60%	4.26%	-3.55%
營業利益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	-71.19%	-5.54%	46.58%	133.33%	-8.39%	5.40%	-57.41%
稅前純益	N.A	N.A	N.A	-91.21%	1680.27%	-46.28%	21.92%	39.34%	-14.16%	10.78%	24.43%	-33.51%
稅後純益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	-69.75%	102.61%	39.34%	-14.16%	10.78%	24.43%	-33.51%

## YoY(%)

營業收入淨額	-26.34%	-20.71%	-28.65%	-16.24%	-7.32%	2.64%	2.51%	5.40%	10.92%	3.95%	3.95%	5.40%
營業利益	N.A	N.A	-88.74%	N.A	N.A	N.A	-49.51%	N.A	-6.93%	195.95%	230.24%	-4.03%
稅前純益	N.A	N.A	-87.79%	-90.00%	N.A	N.A	2.52%	1524.79%	-21.66%	61.54%	64.86%	-21.33%
稅後純益	N.A	N.A	-90.16%	N.A	N.A	N.A	30.76%	N.A	-26.69%	168.45%	64.86%	-21.33%

註1：稅後EPS以股本1,577.31億元計算

註2：自2013年開始，稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

## 【投資評等說明】

評等	定義
強力買進(Strong Buy)	首次評等潛在上漲空間 $\geq 35\%$
買進(Buy)	$15\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 35\%$
區間操作(Trading Buy)	$5\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 15\%$
	無法由基本面給予投資評等
中立(Neutral)	預期近期股價將處於盤整
	建議降低持股

## 【投資評等調整機制】

投資評等係「首次」給予特定個股投資評等時，其前一日收盤價相較 3 個月目標價之潛在上漲空間計算而得。個股投資評等分為四個等級，定義如上。爾後的投資評等係依循「首次評等」，直到停止推薦。

「強力買進」、「買進」及「區間操作」均有 upside 目標價。差別僅在於，首次評等時潛在報酬率不同。「中立」則無目標價。

一旦我們給予特定個股「強力買進」、「買進」或「區間操作」之投資評等，就是責任的開始，爾後將透過各式研究報告作定期性、持續性追蹤基本面及股價變化，直到停止推薦。

**停止推薦情境：**

1. 達目標價。
2. 雖未達原訂目標價，但檢視基本面、訊息面、籌碼面等多方訊息，研判股價上漲空間已然有限，將適時出具降評報告。
3. 推薦後股價不漲反跌，亦將出具降評報告。

## 【免責聲明】

本研究報告僅提供予特定人之客戶作為參考資料「非經同意不得轉載」。我們並不確保此資訊的完整性與正確性，投資人應了解，報告中有關未來預測之陳述可能不會實現，因而不應被依賴。而且此報告並非根據特定投資目的或依預定對象之財務狀況所撰寫出來的，因此，此研究報告的目的，既非對投資人於買賣證券、選擇權、期貨或其他證券相關之衍生性商品提供詢價服務，亦非作為進行交易的要約。投資人應注意到相關證券之價值及收益，可能會有無預警地上升或下降，產生投資回報金額可能比原始投資來得少的情形。