

中鋼 (2002 TT) China Steel

鋼市已在谷底尾聲，評價具長期吸引力

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月) : NT\$28.0

收盤價 (2024/07/30) : NT\$23.1
隱含漲幅 : 21.2%

營收組成 (1Q24)

銅板 7%/棒線 13%/熱軋鋼 47%/冷軋鋼 13%。

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	買進
目標價 (NT\$)	28.0	28.5
2024年營收 (NT\$/十億)	376.0	378.2
2024年EPS	0.5	0.6

交易資料表

市值	NT\$364,360百萬元
外資持股比率	14.0%
董監持股比率	20.1%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$19.60
負債比	49.9%
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	449,567	363,327	375,978	391,797
營業利益	18,265	3,586	9,523	24,038
稅後純益	17,784	1,682	7,856	18,241
EPS (元)	1.15	0.11	0.51	1.18
EPS YoY (%)	-71.3	-90.5	367.1	132.2
本益比 (倍)	20.0	211.9	45.4	19.5
股價淨值比 (倍)	1.1	1.2	1.2	1.1
ROE (%)	4.8	1.0	2.3	5.3
現金殖利率 (%)	4.3%	1.5%	1.7%	3.5%
現金股利 (元)	1.00	0.35	0.40	0.80

陳映慈

Lucy.YT.Chen@yuanta.com

蔡宗穎

Leo.TY.Tsai@yuanta.com

元大觀點

- ◆ 2Q24 稅前淨利優於預期，主因業外礦業股利；國際鋼價下修，預期 9 月盤價將調降，不過 2H24 成本壓力緩解，利差擴張帶動獲利回升。
- ◆ 鋼鐵下游多按需補庫，需求仍然平淡，不過 1H24 全球粗鋼產量年持平，預期 2H24 減產力道將加大，供給秩序恢復有助鋼價築底。
- ◆ 總經雜音逐漸緩解，鋼市離走出谷底更進一步，目前評價交易於歷史下緣，具長期吸引力，維持 1.4 倍 2024 年每股淨值，目標價 28 元。

2Q24 自結稅前淨利 20 億元，出貨量季減 5%旺季不旺

中鋼 2Q24 營收 945.7 億元(季增 1%/年減 1%)，合計出貨量季減 5%至 275 萬噸；2Q24 自結營業利益 13.0 億元(季增 70%/年減 9%)，低於我們/市場預期 4%/8%，季增主因 1) 5 月認列一次性工程契約變更收益；2) 1Q24 鐵/煤均價季減 2%/7%，煉鋼成本略微下滑；業外收益 7.2 億元，主要來自礦業投資獲配股利；自結稅前利益 20.2 億元(季增 37%/年增 15%)，優於我們/市場預期 9%/6%，推估 2Q24 EPS 0.09 元(季增 114%/年增 38%)。

3Q24 淡季價量維持低檔，不過 2H24 將逐步反應低價原料

總經環境模糊使需求平淡，且進入淡季出貨量難以推升，預期 3Q24 出貨量季減低個位數；價格部分，中鋼 7-8 月月盤皆開平盤，而受到歐美暑休、中國房市疲軟、三中全會無明顯利多政策等因素，國際鋼價再次下滑，中鋼 9 月盤價有下跌壓力，下修 3Q24 營收 3.6%至 900.3 億元(季減 5%/年增 2%)；成本部分，2Q24 鐵/煤均價季減 11%/22%，公司表示 6 月底已開始反應低價原料，預期煉鋼利差於 3Q24 擴張，惟鋼鐵價量下跌幅度大於前次預期，下修 3Q24 EPS 38.0%至 0.11 元(季增 28%/年轉盈)。

鋼市終將走出谷底，評價位於歷史下緣具長期吸引力

由於全球經濟仍處高利率環境，加上地緣政治干擾、歐美大選在即，鋼鐵下游需求平淡，不過供給側不利因素得到控制，1H24 全球粗鋼產量年持平，並預期中國在秋冬空污限制下 2H24 減產力道將加大，且原料使鋼價具支撐，預期國際鋼價短期呈橫向整理，待 4Q 進入旺季有向上機會，同時美國降息時點逐漸明朗，鋼市離走出谷底更進一步，屆時將帶動庫存回補，並激勵房市基建、設備投資等需求，推動鋼價長線向上。預期中鋼 2024 年 EPS 0.51 元，評價維持 1.4 倍 2024 年每股淨值，推得目標價 28 元，目前評價位於 1.2 倍歷史下緣(過去三年本淨比 1.1-1.8 倍)，具長期吸引力，維持買進評等。

營運分析

2Q24 自結稅前淨利 20 億元，出貨量季減 5%旺季不旺

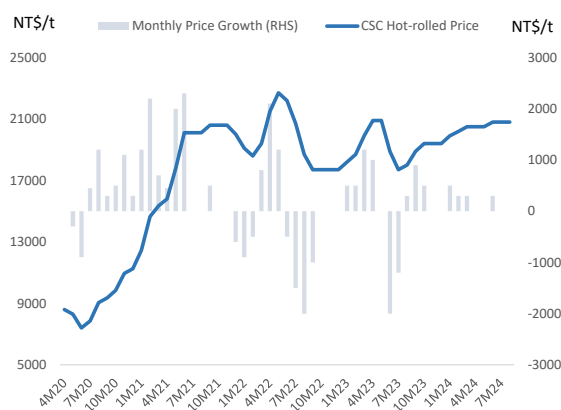
中鋼 2Q24 營收 945.7 億元(季增 0.9%/年減 0.8%)，達成我們/市場 2Q24 營收預期 102%/99%，符合預期，受制於美國降息預期自 4 月延後，下游客戶拉貨更為保守，2Q24 合計出貨量季減 5%至 274.5 萬噸(4-6 月分別為 92.9/90/91.6 萬噸)，低於公司出貨目標之 285 萬噸，旺季不旺；2Q24 自結營業利益 13.0 億元(季增 69.7%/年減 9.3%)，低於我們/市場預期 3.9%/7.8%，季增主因 1) 5 月認列一次性工程契約變更收益；2) 1Q24 鐵/煤均價季減 2%/7%至每噸 125 美元/312 美元，使 2Q 煉鋼成本略微下滑(原料成本遞延至少 1 季)，推估毛利率季增 0.5 ppt 至 4.9%；業外收益 7.2 億元，主要來自礦業投資獲配股利；自結稅前利益 20.2 億元(季增 36.6%/年增 14.9%)，優於我們/市場預期 9.1%/6.1%，推估 2Q24 EPS 0.09 元(季增 114.3%/年增 38.3%)。

圖 1：2024 年第 2 季自結獲利與預估比較

(百萬元)	2Q23A	1Q24A	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(A)	95,357	93,754	94,572	0.9%	-0.8%	92,790	95,923	1.9%	-1.4%
營業毛利	4,796	4,107	4,608	12.2%	-3.9%	4,756	4,972	-3.1%	-7.3%
營業利益(A)	1,438	769	1,304	69.7%	-9.3%	1,358	1,415	-3.9%	-7.8%
稅前利益(A)	1,758	1,479	2,020	36.6%	14.9%	1,852	1,904	9.1%	6.1%
稅後淨利	993	641	1,373	114.3%	38.3%	1,260	1,277	9.0%	7.5%
調整後 EPS (元)	0.06	0.04	0.09	114.3%	38.3%	0.08	0.08	12.5%	7.1%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	5.0%	4.4%	4.9%	0.5	-0.2	5.1%	5.2%	-0.3	-0.3
營業利益率	1.5%	0.8%	1.4%	0.6	-0.1	1.5%	1.5%	-0.1	-0.1
稅後純益率	1.0%	0.7%	1.5%	0.8	0.4	1.4%	1.3%	0.1	0.1

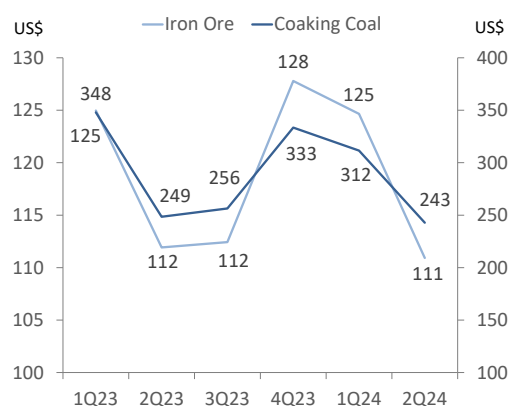
資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

圖 2：中鋼 4-8M24 熱軋盤價僅上漲 300 元/噸



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 3：煤鐵價格 1Q24 均價季減 7%/2%



資料來源：Bloomberg、元大投顧

3Q24 淡季價量維持低檔、盤價有調降壓力，不過將逐步反應低價原料

總經環境模糊使鋼鐵需求仍然平淡，且進入鋼鐵淡季，出貨量難以推升，預期 3Q24 出貨量 270 萬噸(季減低個位數)；價格部分，中鋼 7-8 月月盤皆開平盤，3Q 季盤產品中，鋼板(SM570 系列)、鋼板(其他板)每公噸調漲 500 元、汽車料每公噸調漲 800 元，其餘平盤，考量到國際鋼價下修，預期中鋼 9 月盤價有下跌壓力，下修 3Q24 營收 3.6%至 900.3 億元(季減 4.8%/年增 2.0%)；成本部分，2Q24 鐵/煤均價季減 11%/22%至每噸 111 美元/243 美元，公司表示 6 月底已開始反應 1Q 下旬大幅滑落之原料，預期煉鋼利差有望於 3Q 擴張，惟鋼鐵價量下跌幅度大於前次預期，下修毛利率 1.1 個百分點至 5.6% (季增 0.7ppt/年增 2.5ppt)，下修 3Q24 EPS 38.0%至 0.11 元(季增 28.0%/年轉盈)。

圖 4：2024 年第 3 季財測與預估比較

(百萬元)	3Q23A	2Q24F	3Q24F	季增率	年增率	3Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	88,229	94,572	90,031	-4.8%	2.0%	93,408	94,527	-3.6%	-4.8%
營業毛利	2,702	4,608	5,020	8.9%	85.8%	6,276	4,875	-20.0%	3.0%
營業利益	-494	1,304	1,877	43.9%	-	2,983	1,999	-37.1%	-6.1%
稅前利益	155	2,020	2,407	19.2%	1457.0%	3,880	2,325	-38.0%	3.5%
稅後淨利	-703	1,373	1,757	28.0%	-	2,832	1,864	-38.0%	-5.7%
調整後 EPS (元)	-0.05	0.09	0.11	28.0%	-	0.18	0.12	-38.0%	-5.7%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	3.1%	4.9%	5.6%	0.7	2.5	6.7%	5.2%	-1.1	0.4
營業利益率	-0.6%	1.4%	2.1%	0.7	2.6	3.2%	2.1%	-1.1	0.0
稅後純益率	-0.8%	1.5%	2.0%	0.5	2.7	3.0%	2.0%	-1.1	0.0

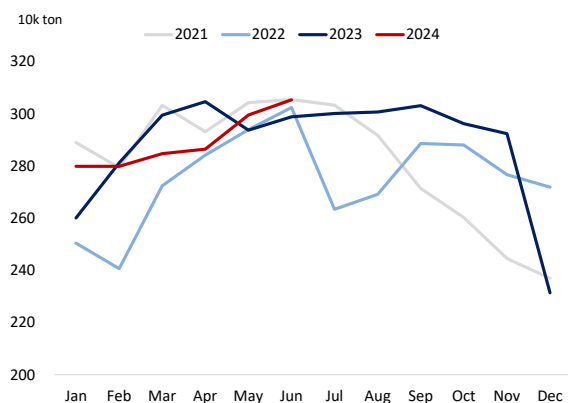
資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

1H24 全球粗鋼產量年持平，供給側不利因素得到控制提供鋼市一線曙光

1H24 全球粗鋼產量年持平於 9.55 億噸，主要成長來自印度因基建需求強勁累積年增 7.4%，中國則年減 1.1%。中國因房市低迷內需市場疲乏，企業惡性降價競爭搶單，2023 年中國寶鋼、鞍鋼兩大鋼廠獲利大幅惡化(年減 48%/98%)，1H24 鞍鋼更虧損近 27 億人民幣，又 2Q 起面臨各國反傾銷調查壓力，使中國政府出手整頓鋼市，罕見強制要求鋼廠減產，包括於 4 月起展開跨部門會議進行粗鋼產量調控工作、加強稽查逃漏稅之非法出口鋼品等，中國發改委主導的粗鋼減產計畫於 7 月展開，減產目標達數千萬公噸，有利促進鋼鐵供需平衡，觀察 7 月中旬重點鋼廠粗鋼產量相對 6 月上旬下滑 4.4%/年減 4.4%，效益逐漸顯現，而中國鋼鐵社會庫存自高點去化 22%後維持 1,250-1,300 萬噸水準，未見明顯增加。

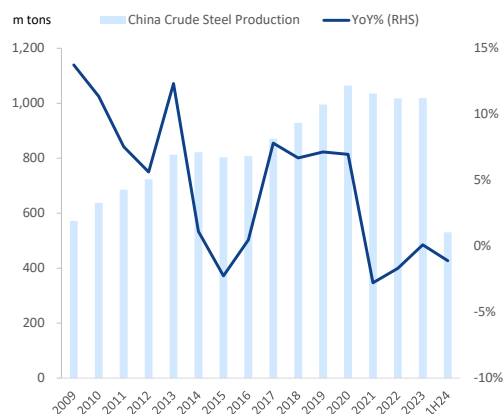
考量上述理由及碳中和議題下，本中心預期中國政府將對 2024-2025 年粗鋼產量有 0-3%減產的規範，且下半年在秋冬空污限制下預期減產力道將加大，其餘鋼鐵生產大國日本/美國/俄羅斯 1H24 粗鋼產量年減 2.6%/2.4%/3.0%，在保守看待後勢下，認為將持續減產，本中心預期 2024 年全球粗鋼產量將年減中低個位數，供給秩序恢復有助鋼價築底，提供鋼市一線曙光。

圖 5：中國粗鋼日均產量



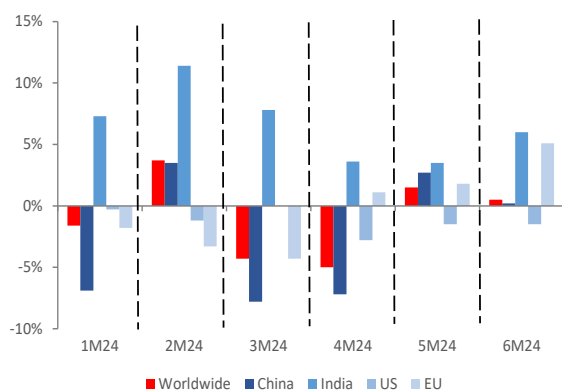
資料來源：中鋼協、元大投顧

圖 6：1H24 中國粗鋼產量年減 1.1%



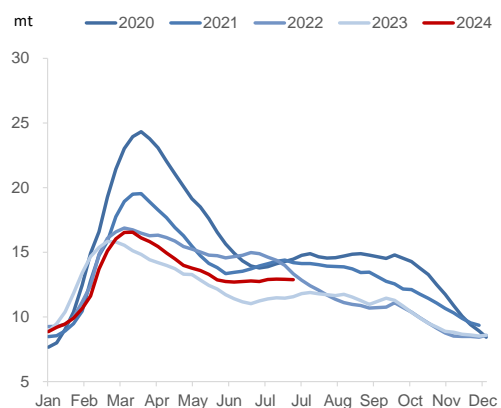
資料來源：中鋼協、元大投顧

圖 7：1H24 全球月粗鋼產量年增率



資料來源：WSA、元大投顧

圖 8：中國鋼鐵社會庫存

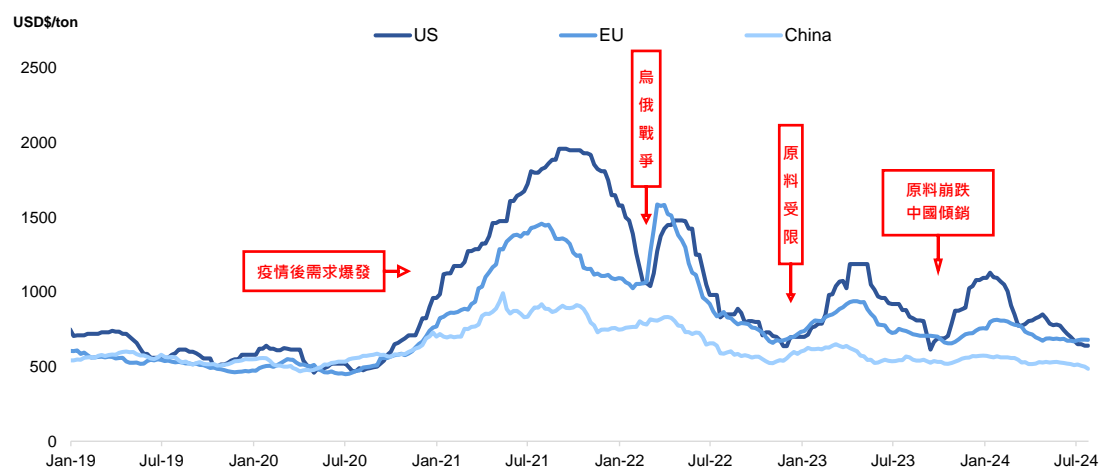


資料來源：Bloomberg、Wind、元大投顧

需求復甦之路艱辛，但總經雜音逐步緩解，鋼市離走出谷底更進一步

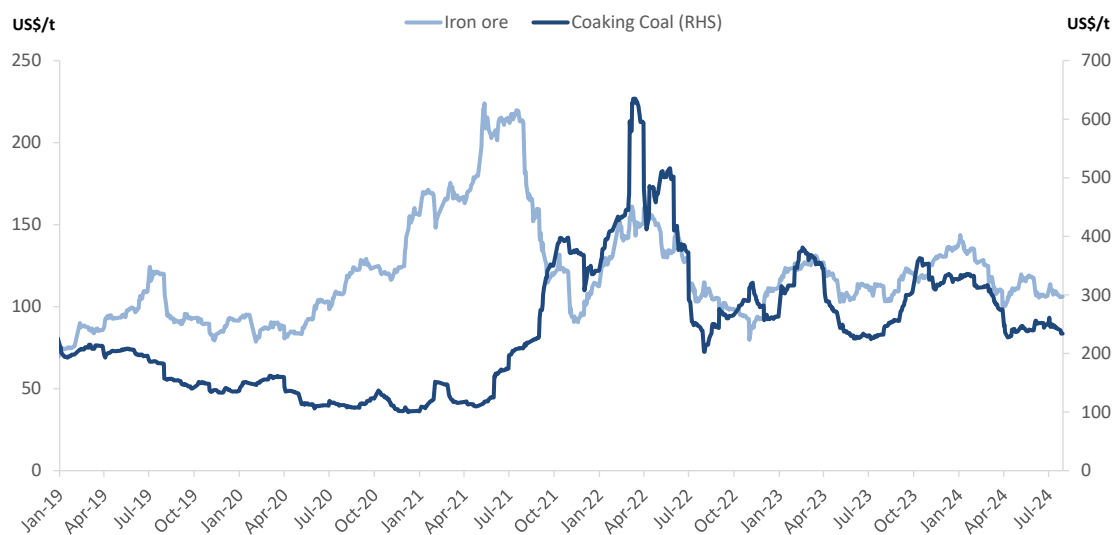
近期鋼價受到歐美暑休、中國房市疲軟、三中全會無釋出明顯利多政策等因素導致逆風，美/歐/中鋼價自前次反彈高點再次下滑 25%/2%/9%。展望後續，全球經濟仍處通膨、高利率環境，加上地緣政治因素干擾、歐美大選在即，鋼鐵下游多按需補庫，整體需求仍相當疲弱，不過鋼廠生產成本貼近售價，原料使鋼價底部具支撐，預期國際鋼價將橫向整理，待 4Q 旺季較有向上機會，同時美國降息時點逐漸明朗，鋼市離走出谷底更進一步，屆時將帶動庫存回補，同時房市基建、設備投資等用鋼需求將受到激勵，推動鋼價長線向上。

圖 9：國際鋼價



資料來源：Bloomberg、元大投顧預估

圖 10：煤鐵價格



資料來源：Bloomberg、元大投顧預估

WSA 預期 2024 年鋼鐵需求年增 1.7%，主要由中國以外的經濟體帶動

WSA 預期 2024 年/2025 年全球鋼鐵需求年增 1.7%/1.2%，儘管俄烏戰爭、高通膨、高成本、房屋購買減少、地緣政治問題升溫及貨幣緊縮等負面因素持續，全球經濟情況仍舊保持強勁，然而接近貨幣緊縮循環末期也導致全球房屋活動下降及抑制製造業復甦，預期全球鋼鐵需求將會維持弱勢復甦，並且市場波動性維持高檔。

中國(佔消費 51%)：中國 2023 年需求年減 3.3%，主因房市保持疲軟，2023 年新屋開工面積年減 20%、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，2023 年累積基礎建設投資完成額年增 8%，為穩定中國鋼鐵需求之重要推手。展望 2024 年，房市雖處於谷底但已逐步穩定，基礎建設投資增加及製造業復甦，預期 2024 年需求量將會維持 2023 年水準；預計 2025 年需求將年減 1%，主因中國正在逐漸由依賴不動產及基礎建設投資的經濟型態轉型。

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 1.3%，其中歐盟及英國地區依舊面臨較大挑戰，包含地緣政治不穩、高通膨、貨幣緊縮、持續高昂的能源及商品價格等，2024 年鋼鐵需求預期雖成長 2.9%，但僅比疫情時期的 2022 年多出 150 萬噸；預期 2025 年需求年增 2.7%，其中歐盟地區有較大的需求成長(5.3%)與美國、韓國、日本等地區的持續性需求。

新興經濟體(佔消費 29%)：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 5.0%；其中預計印度在 2024/2025 年鋼鐵需求皆年增超過 8%，主因受惠政府強勁的基礎建設投資，以及汽車製造業持續健康成長；MENA 及 ASEAN 地區皆受惠 2022-2023 年的低基期而呈現強勁需求年增，然而同時 ASEAN 地區的地緣政治問題及產業競爭減少可能將使未來需求成長低於預期。

圖 11：WSA 預期全球 2024 年鋼鐵需求年增 1.7%

地區	鋼材表面消費量(百萬公噸)			年增率(%)		
	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F
歐盟(27)+英國	136.8	140.7	148.1	-10.0	2.9	5.3
其他歐洲	44.3	47.9	46.1	13.5	8.1	-3.7
俄+獨立國協+烏克蘭	56.1	58.4	58.9	8.6	4.1	0.8
北美+墨西哥	131.7	133.6	136.2	-1.0	1.4	1.9
中南美洲	45.7	45.5	46.8	0.9	-0.5	2.8
非洲	35.0	36.9	38.5	-1.7	5.4	4.4
中東	54.9	57.2	58.7	-0.4	4.1	2.6
亞洲和大洋洲	1258.5	1273.1	1281.9	-1.0	1.2	0.7
世界	1763.0	1793.1	1815.2	-1.1	1.7	1.2
世界(excl. 中國)	867.3	897.4	928.4	1.3	3.5	3.5
已開發國家	359.4	364.2	374.1	-4.2	1.3	2.7
中國	895.7	895.7	886.7	-3.3	0.0	-1.0
開發中國家(excl. 中國)	507.9	533.2	554.3	5.5	5.0	4.0
ASEAN五國	73.4	75.9	79.2	1.1	3.5	4.3
中東及北非	69.3	72.6	74.8	-2.2	4.7	3.0

資料來源：WSA、元大投顧

各國鋼鐵市場現況

美國：用鋼需求清淡，且隨夏季淡季將臨，帶動行情走低，短期採購需求有限。市場預期 Nucor 的消費者現貨價格將為議價起點，並期望以低於此價格採購。

歐洲：市場交易活動低迷，中間商僅回補庫存缺口，行情走跌。惟鋼鐵防衛稅措施延長兩年，且熱軋剩餘配額施加 15% 上限，將限制進口鋼品供應，或有助當地行情回穩。

東協：汽機車、建築需求仍待復甦，終端用戶少量回補庫存，越南 FHS 及和發調降價格，中國進口報價亦下調，鋼價短期盤整。越南河靜鋼廠 9 月份熱軋盤價維持平盤。

中國：中國 5 月 CPI 年增 0.3%，雖與 4 月持平，仍有通縮疑慮。此外，5 月中國官方製造業 PMI 降至 49.5，時隔兩個月再跌入榮枯線以下，而代表中小企業景氣的財新製造業 PMI 則月增 0.3 來到 51.7，為 2022 年 7 月來最高。經濟指標分化，中國經濟復甦仍不穩定，需要更多政策刺激民生消費、提振市場信心。展望後市，中國政府今年持續實施粗鋼產量調控，預期鋼鐵供給將受相當程度抑制，加以近期推出多項刺激政策，包括 5/17 發布一籃子房地產政策提振信心，市場活躍度可望回升，房地產銷售有望改善，進而帶動用鋼需求。寶鋼、鞍鋼 8 月份平板類以平低盤開出，每公噸下跌人民幣 100~200 元(約 14~27 美元)

台灣：AI 需求挹注出口，民間消費穩健，主計總處大幅上修全年經濟成長率 0.51% 至 3.94%。國發會 4 月景氣燈號為 2022 年 3 月以來首次亮出黃紅燈，加以領先及同時指標持續上升，顯示國內景氣呈現穩步復甦。國內用鋼產業方面，機械業面臨日元貶值與中國 ECFA 關稅優惠中止等挑戰；鋼構業受惠大樓與公共工程持續帶動需求；棒線終端需求緩慢復甦；汽機車需求平穩；油管出口因需求疲弱及他國競爭承壓。

獲利調整與股票評價

鋼市終將走出谷底，評價位於歷史下緣具長期吸引力，維持買進

下修 2024 年營收 0.6%至 3,760 億元、營業利益 11.2%至 95.2 億元、EPS 16.9%至 0.51 元，主因受到歐美暑休、中國房市疲軟、三中全會無釋出明顯利多政策等因素導致逆風，鋼價再次下滑，且總經環境模糊使鋼鐵需求平淡，下修全年出貨量。

儘管鋼市需求復甦之路比預期更為崎嶇、鋼價再次面臨修正，但維持中鋼買進評等，主要考量 1) 降息時點逐漸明朗，鋼市離走出谷底更進一步，屆時將帶動庫存回補，同時房市基建、設備投資等用鋼需求將受到激勵，推動鋼價長線向上；2) 2H24 成本壓力得到緩解，利差擴張將帶動獲利回升；3) 1H24 全球粗鋼產量年持平，供給側不利因素得到控制。

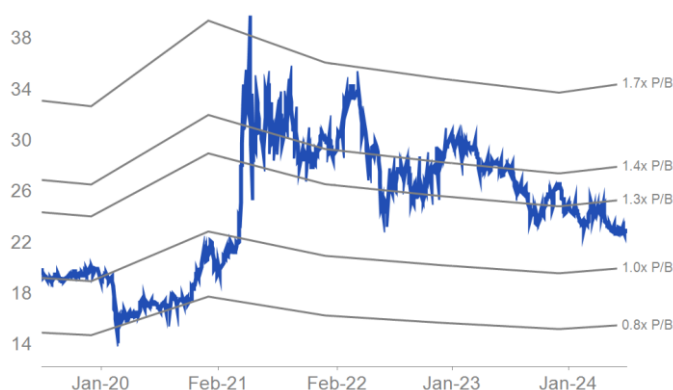
評價維持 1.4 倍 2024 年每股淨值，推得目標價 28 元，目前評價位於 1.2 倍 2024 年每股淨值，已位於歷史下緣(過去三年本淨比 1.1-1.8 倍)，為長線布局時點，維持買進評等，建議持續關注中國需求刺激與減產政策力道是否維持、美國降息時點，以及國際戰爭是否進入尾聲，將進一步推升鋼市向上。

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	375,978	378,221	391,797	401,818	-0.6%	-2.5%
營業毛利	22,589	24,136	37,603	38,363	-6.4%	-2.0%
營業利益	9,523	10,719	24,038	24,488	-11.2%	-1.8%
稅前利益	11,501	13,091	26,704	27,260	-12.1%	-2.0%
稅後淨利	7,856	9,454	18,241	19,467	-16.9%	-6.3%
調整後 EPS (元)	0.51	0.61	1.18	1.24	-16.9%	-4.8%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	6.0%	6.4%	9.6%	9.5%	-0.4	0.1
營業利益率	2.5%	2.8%	6.1%	6.1%	-0.3	0.0
稅後純益率	2.1%	2.5%	4.7%	4.8%	-0.4	-0.2

資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 13：12 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 14：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
中鋼	2002 TT	買進	23.1	11,041	0.11	0.51	1.18	211.9	45.4	19.5	(90.5)	367.1	132.2
國內同業													
中鴻	2014 TT	買進	21.6	1,003	0.1	0.6	2.0	195.9	35.3	10.9	(116.0)	454.6	223.0
國內同業平均													
國際同業													
寶鋼	600019 SS	未評等	6.9	21,295	2.4	2.6	3.0	2.9	2.7	2.3	(2.7)	9.5	17.1
鞍鋼	000898 SZ	未評等	2.1	2,920	(0.4)	0	0.1	--	--	20.3	(2171.6)	--	--
日本製鐵	5401 T	未評等	3248.0	21,372	753.7	487.1	503.2	4.3	6.7	6.5	8.9	(35.4)	3.3
浦項鋼鐵	005490 KS	未評等	361000.0	24,501	22381.7	30801.4	37657.1	16.1	11.7	9.6	(46.0)	37.6	22.3
國際同業平均								7.8	7.0	9.7			

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 15：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
中鋼	2002 TT	買進	23.1	11,041	1.0	2.3	5.3	19.39	19.60	20.35	1.2	1.2	1.1
國內同業													
中鴻	2014 TT	買進	21.6	1,003	1.0	5.2	15.5	11.3	11.9	13.5	1.9	1.8	1.6
國內同業平均													
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	2.1	2,920	(5.8)	(1.4)	1.8	5.8	6.2	6.2	0.4	0.3	0.3
日本製鐵	5401 T	未評等	3248.0	21,372	18.1	10.9	10.2	4540.5	4871.5	5216.6	0.7	0.7	0.6
浦項鋼鐵	005490 KS	未評等	361000.0	24,501	3.2	3.8	4.8	714131.8	681357.6	709699.5	0.5	0.5	0.5
國際同業平均					5.4	4.9	5.9				0.4	0.4	0.4

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 16：季度及年度簡明損益表 (合併)

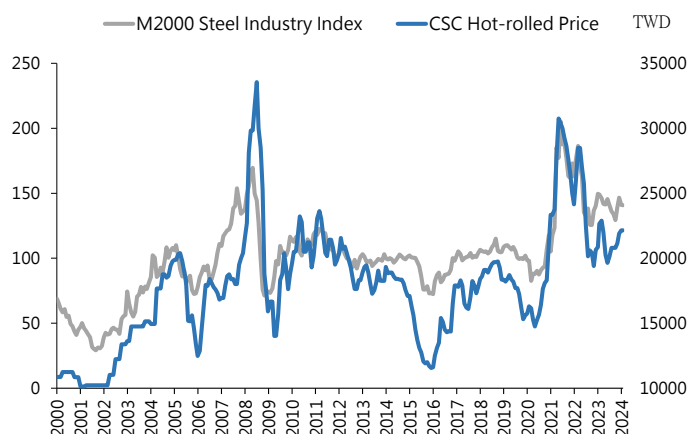
(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024F	3Q2024F	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	93,754	94,572	90,031	97,621	94,231	100,998	92,718	103,850	375,978	391,797
銷貨成本	(89,647)	(89,964)	(85,011)	(88,767)	(87,635)	(90,796)	(84,199)	(91,563)	(353,389)	(354,194)
營業毛利	4,107	4,608	5,020	8,854	6,596	10,202	8,519	12,287	22,589	37,603
營業費用	(3,338)	(3,303)	(3,143)	(3,281)	(3,384)	(3,515)	(3,265)	(3,401)	(13,066)	(13,565)
營業利益	769	1,304	1,877	5,573	3,212	6,687	5,254	8,886	9,523	24,038
業外利益	710	716	530	22	452	647	936	631	1,978	2,666
稅前純益	1,479	2,020	2,407	5,595	3,664	7,334	6,190	9,517	11,501	26,704
所得稅費用	(347)	(364)	(433)	(1,007)	(659)	(1,320)	(1,114)	(1,713)	(2,151)	(4,807)
少數股東權益	491	283	217	504	1,217	1,027	557	857	1,494	3,657
歸屬母公司稅後純益	641	1,373	1,757	4,084	1,788	4,987	4,518	6,947	7,856	18,241
調整後每股盈餘(NT\$)	0.04	0.09	0.11	0.26	0.12	0.33	0.30	0.46	0.51	1.18
調整後加權平均股數(百萬股)	15,425	15,425	15,425	15,425	15,425	15,425	15,425	15,425	15,425	15,425
重要比率										
營業毛利率	4.4%	4.9%	5.6%	9.1%	7.0%	10.1%	9.2%	11.8%	6.0%	9.6%
營業利益率	0.8%	1.4%	2.1%	5.7%	3.4%	6.6%	5.7%	8.6%	2.5%	6.1%
稅前純益率	1.6%	2.1%	2.7%	5.7%	3.9%	7.3%	6.7%	9.2%	3.1%	6.8%
稅後純益率	0.7%	1.5%	2.0%	4.2%	1.9%	4.9%	4.9%	6.7%	2.1%	4.7%
有效所得稅率	23.5%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.7%	18.0%
季增率(%)										
營業收入	6.1%	0.9%	-4.8%	8.4%	-3.5%	7.2%	-8.2%	12.0%		
營業利益	-71.2%	69.7%	43.9%	196.9%	-42.4%	108.2%	-21.4%	69.1%		
稅後純益	-69.8%	114.3%	28.0%	132.4%	-56.2%	178.9%	-9.4%	53.8%		
調整後每股盈餘	-69.7%	114.3%	28.0%	132.4%	-54.9%	179.0%	-9.4%	53.8%		
年增率(%)										
營業收入	2.6%	-0.8%	2.0%	10.4%	0.5%	6.8%	3.0%	6.4%	3.5%	4.2%
營業利益	--	-9.3%	--	108.9%	317.9%	412.8%	179.9%	59.4%	165.6%	152.4%
稅後純益	--	38.3%	--	92.9%	179.1%	263.2%	157.1%	70.1%	164.8%	134.2%
調整後每股盈餘	--	38.3%	--	92.9%	187.7%	274.3%	165.0%	75.4%	367.1%	132.2%

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

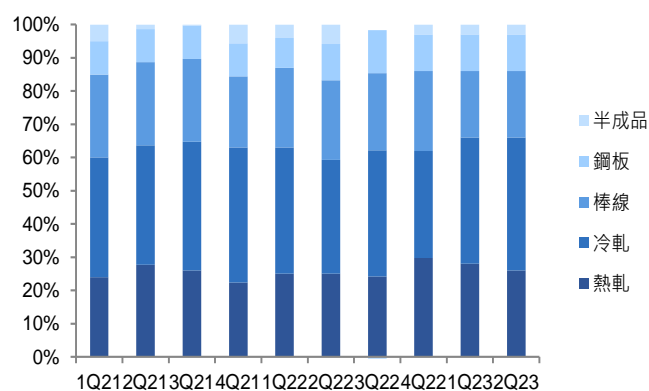
中國鋼鐵股份有限公司成立於 1971 年，總部位於高雄市，為台灣最大一貫作業鋼鐵公司，集團粗鋼年產能近 1,600 萬噸，主要產品為鋼板、棒鋼、線材、熱軋、冷軋、電鍍鋅鋼捲、電磁鋼捲及熱浸鍍鋅鋼捲等鋼品，國內市占率逾 50%，為目前國內最大鋼鐵公司；外銷主要對象為中國大陸(含香港)、日本、東南亞。

圖 17：鋼鐵類股股價領先鋼價



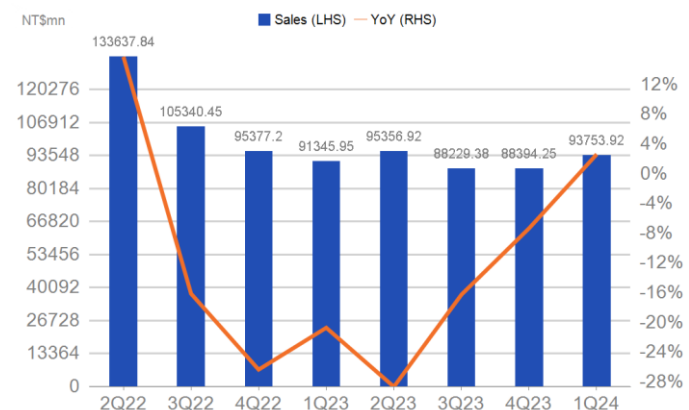
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 18：營收組成



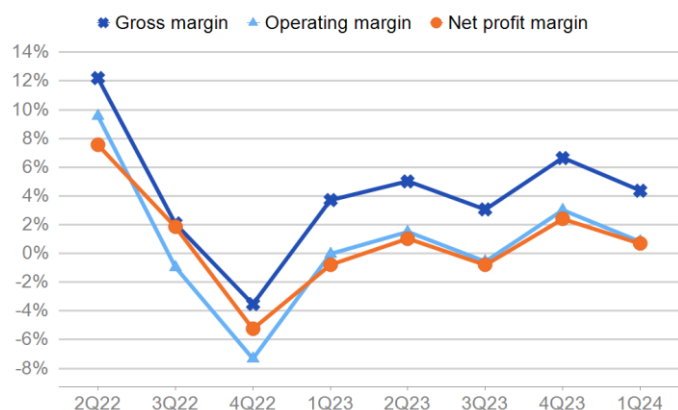
資料來源：公司資料

圖 19：營收趨勢



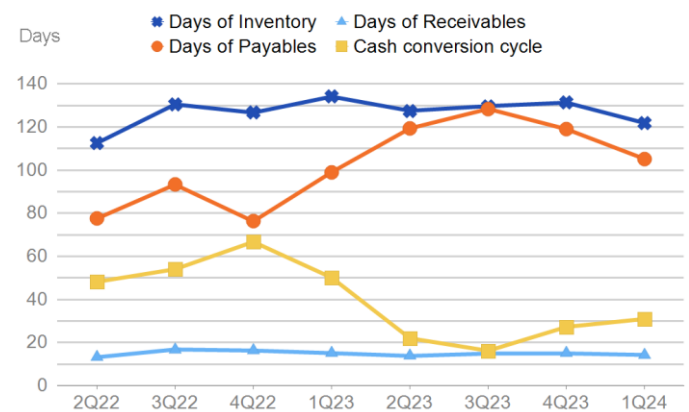
資料來源：CMoney、公司資料

圖 20：毛利率、營益率、淨利率



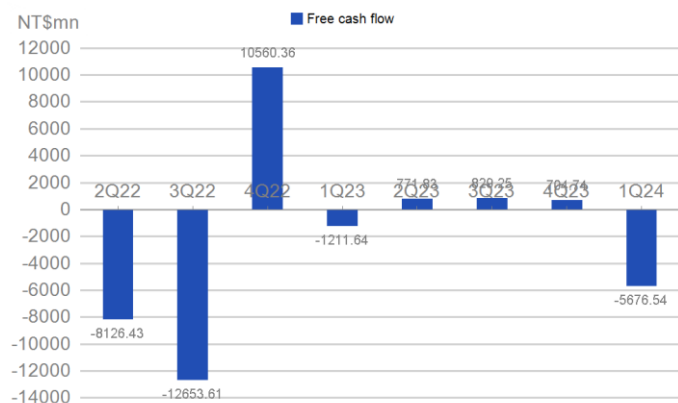
資料來源：CMoney、公司資料

圖 21：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 22：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：**中鋼整體的 ESG 風險評級屬高風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排名亦排行於落後的位置，但在鋼鐵行業的公司中排名領先同業。
- **在 ESG 議題上的曝險：**中鋼的整體曝險屬於高等水準，略高於鋼鐵行業的平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包含溫室氣體以外之排放、營運方面的碳排、公司職安等。
- **個別公司在 ESG 議題上的執行力：**中鋼在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬中等。公司遵循優異的 ESG 揭露，表明對投資者和公眾的強烈責任感。其 ESG 相關問題由經營團隊負責，但在環境方面政策仍需改善。

圖 23：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	24.7
在 ESG 議題上的曝險 (A)	41.7
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	45.7
風險評級	高 ★
同業排行(1~100，1 為最佳)	10

資料來源：Sustainalytics (2024/7/30)

註 1：ESG 總分=A-(A*可控風險因子*B/100)

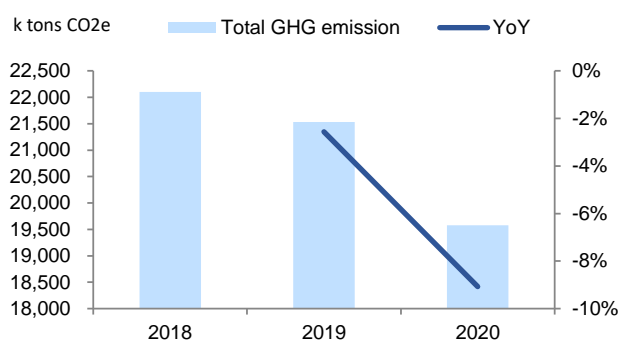
註 1-1：可控風險因子介於 0-1 之間，越大為越佳。

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+)

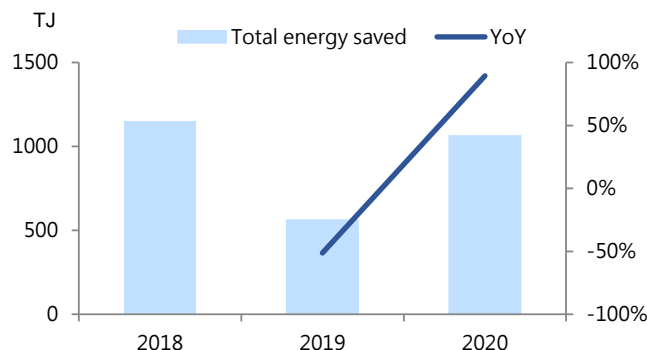
註 4：執行力分數評級：弱 (0-25) 中 (25-50) 強 (50-100)

圖 24：溫室氣體總排放量



資料來源：公司資料、Reuters

圖 25：節約能源總量



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	2023A	2024F	2025F
現金與短期投資	23,969	30,419	16,417	30,707	38,783
存貨	129,533	131,516	120,350	123,961	127,680
應收帳款及票據	18,179	13,336	12,892	13,150	13,413
其他流動資產	38,335	35,927	47,701	32,164	32,808
流動資產	210,015	211,199	197,360	199,982	212,683
採用權益法之投資	13,420	14,565	13,886	15,725	16,040
固定資產	370,664	370,248	375,609	380,386	382,294
無形資產	1,478	1,344	1,223	1,398	1,426
其他非流動資產	92,418	86,413	90,678	90,493	92,013
非流動資產	477,980	472,571	481,397	488,002	491,773
資產總額	687,995	683,769	678,757	687,984	704,456
應付帳款及票據	23,982	16,158	18,427	19,349	20,316
短期借款	33,061	49,669	33,811	53,795	54,333
什項負債	104,888	100,620	115,486	97,567	97,510
流動負債	161,931	166,446	167,724	170,710	172,159
長期借款	40,836	78,129	76,865	85,759	86,617
其他負債及準備	98,273	82,349	91,916	91,243	93,518
長期負債	139,109	160,478	168,781	177,002	180,135
負債總額	301,040	326,924	336,506	347,712	352,294
股本	157,731	157,731	157,731	157,732	157,732
資本公積	39,239	40,275	40,689	40,027	40,027
保留盈餘	165,114	135,389	121,239	122,415	134,362
什項權益	(13,055)	(13,494)	(13,893)	(17,849)	(18,284)
歸屬母公司之權益	349,029	319,902	305,766	302,326	313,837
非控制權益	37,926	36,943	36,485	35,447	35,801
股東權益總額	386,955	356,845	342,252	337,773	349,639

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	68,906	17,995	3,531	9,350	21,897
折舊及攤提	32,727	34,349	32,279	33,005	33,995
本期營運資金變動	(54,409)	(11,340)	19,217	(2,947)	(3,014)
其他營業資產及負債變動	24,080	(16,661)	(16,337)	(4,909)	(4,754)
營運活動之現金流量	71,304	24,343	38,690	34,498	48,124
資本支出	(21,065)	(31,878)	(37,596)	(37,781)	(35,904)
本期長期投資變動	(289)	1,146	(679)	1,275	227
其他資產變動	5,184	6,144	(2,994)	(522)	(525)
投資活動之現金流量	(16,169)	(24,589)	(41,269)	(37,028)	(36,201)
股本變動	0	0	0	0	0
本期負債變動	(37,875)	46,854	16,957	10,988	4,302
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(4,779)	(48,873)	(15,759)	(5,507)	(6,294)
其他調整數	(5,906)	4,621	(14,120)	(4,329)	(56)
融資活動之現金流量	(48,560)	2,602	(12,922)	1,152	(2,047)
匯率影響數	(411)	3,339	(3)	0	0
本期產生現金流量	6,164	5,695	(15,504)	(1,378)	9,876
自由現金流量	50,239	(7,535)	1,094	(116)	14,543

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	468,328	449,567	363,327	375,978	391,797
銷貨成本	(373,013)	(417,665)	(346,554)	(353,389)	(354,194)
營業毛利	95,315	31,902	16,773	22,589	37,603
營業費用	(15,557)	(13,637)	(13,187)	(13,066)	(13,565)
推銷費用	(5,102)	(4,535)	(4,325)	(4,220)	(4,220)
研究費用	(2,435)	(2,155)	(2,132)	(2,066)	(2,086)
管理費用	(7,895)	(6,943)	(6,731)	(6,780)	(7,259)
其他費用	(125)	(4)	2	0	0
營業利益	79,757	18,265	3,586	9,523	24,038
利息收入	229	470	906	830	480
利息費用	(2,074)	(2,891)	(4,477)	(4,146)	(3,600)
利息收入淨額	(1,846)	(2,422)	(3,571)	(3,316)	(3,120)
投資利益(損失)淨額	1,178	1,579	567	2,817	1,800
匯兌損益	928	1,049	868	0	0
其他業外收入(支出)淨額	4,396	4,788	3,140	2,477	3,986
稅前純益	84,414	23,259	4,590	11,501	26,704
所得稅費用	(15,508)	(5,264)	(1,059)	(2,151)	(4,807)
少數股權淨利	6,853	211	1,850	1,494	3,657
歸屬母公司之稅後純益	62,053	17,784	1,682	7,856	18,241
稅前息前折舊攤銷前淨利	118,902	60,101	40,492	42,763	58,268
調整後每股盈餘 (NT\$)	4.02	1.15	0.11	0.51	1.18

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	48.8	(4.0)	(19.2)	3.5	4.2
營業利益	3373.4	(77.1)	(80.4)	165.6	152.4
稅前息前折舊攤銷前淨利	206.9	(49.5)	(32.6)	5.6	36.3
稅後純益	2951.9	(73.9)	(80.4)	164.8	134.2
調整後每股盈餘	7946.0	(71.3)	(90.5)	367.1	132.2
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	20.4	7.1	4.6	6.0	9.6
營業利益率	17.0	4.1	1.0	2.5	6.1
稅前息前淨利率	17.6	4.5	0	2.5	6.1
稅前息前折舊攤銷前淨利率	25.4	13.4	11.1	11.4	14.9
稅前純益率	18.0	5.2	1.3	3.1	6.8
稅後純益率	13.3	4.0	0.5	2.1	4.7
資產報酬率	10.4	2.6	0.5	1.4	3.2
股東權益報酬率	19.4	4.8	1.0	2.3	5.3
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	77.8	91.6	98.3	102.9	100.8
淨負債權益比(%)	12.9	27.3	27.5	32.2	29.2
利息保障倍數 (倍)	41.7	9.0	2.0	3.8	8.4
流動比率 (%)	129.7	126.9	117.7	117.2	123.5
速動比率 (%)	49.7	47.9	45.9	44.5	49.4
淨負債 (NT\$百萬元)	49,928	97,378	94,259	108,847	102,166
調整後每股淨值 (NT\$)	22.13	20.28	19.39	19.60	20.35
評價指標 (倍)					
本益比	5.7	20.0	211.9	45.4	19.5
股價自由現金流量比	7.1	--	325.7	--	24.5
股價淨值比	1.0	1.1	1.2	1.2	1.1
股價稅前息前折舊攤銷前淨	3.0	5.9	8.8	8.3	6.1
股價營收比	0.8	0.8	1.0	1.0	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。

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	20210910	38.35	54.00	46.28	買進	李侃奇
2	20211108	34.40	50.00	42.86	買進	李侃奇
3	20220208	34.50	48.00	41.14	買進	李侃奇
4	20220527	34.40	38.00	32.57	持有-超越同業	李侃奇
5	20220719	30.25	27.00	23.14	持有-超越同業	李侃奇
6	20221101	27.00	25.50	24.26	持有-超越同業	李侃奇
7	20230502	29.10	28.00	26.64	持有-超越同業	陳映慈
8	20230629	29.70	28.00	26.64	持有-超越同業	陳映慈
9	20230922	26.20	30.00	29.55	買進	陳映慈
10	20231221	26.60	31.00	30.53	買進	陳映慈
11	20240408	24.70	28.50	28.07	買進	陳映慈
12	20240425	24.60	28.50	28.07	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>.