

東和鋼鐵 (2006 TT) Tung Ho Steel

高訂單能見度支撐高獲利，然評價尚屬合理

持有-超越同業 (維持評等)

目標價 (12 個月)：NT\$80.0

收盤價 (2024/08/13)：NT\$77.4

隱含漲幅：3.4%

營收組成 (2Q24)

台灣鋼筋廠 47%/台灣型鋼廠 22%/越南鋼筋廠 6%/鋼結構 24%。

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	80.0
2024年營收 (NT\$/十億)	61.5	61.5
2024年EPS	6.3	6.2

交易資料表

市值	NT\$56,520百萬元
外資持股比率	15.4%
董監持股比率	20.0%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$44.16
負債比	45.0%
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	61,519	60,202
營業利益	5,118	5,999	6,002	5,773
稅後純益	3,994	4,729	4,589	4,426
EPS (元)	5.47	6.48	6.28	6.06
EPS YoY (%)	-8.1	18.4	-3.0	-3.6
本益比 (倍)	14.2	12.0	12.3	12.8
股價淨值比 (倍)	2.0	1.8	1.8	1.7
ROE (%)	13.7	15.9	14.4	13.4
現金殖利率 (%)	4.5%	5.4%	5.3%	5.2%
現金股利 (元)	3.50	4.20	4.10	4.00

陳映慈

Lucy.YT.Chen@yuantan.com

蔡宗穎

Leo.TY.Tsai@yuantan.com

元大觀點

◆ 2Q24 毛利率季增 0.6 ppt，主因越南廠虧損縮小及獲利組合轉佳，EPS 1.59 元；預期 2H24 建築用鋼及鋼構事業持穩。

◆ 1H24 國內核發樓地板面積轉為年增，但佔比最大的住宅用建照衰退 7%，是否為商業及農業設施於一次性成長有待觀察。

◆ 東鋼鋼筋鋼構訂單能見度高，獲利進入穩定高原期，惟預期毛利率難擴張，評價維持 1.8 倍 2024 年每股淨值，目標價 80 元。

2Q24 EPS 1.59 元，優於預期 3%，越南廠虧損略為收斂

2Q24 營收 154.4 億元(季增 4.0%/年減 2.4%)，鋼筋+型鋼出貨量季減 1%；毛利率季增 0.6ppt 至 14.3%，優於我們預期 0.8ppt，其中 1) 東鋼越南廠虧損縮小至 1 億元(vs 1Q24 虧損 1.2 億元)；2) 鋼結構部門認列獲利 5.3 億元(vs 1Q24 4.2 億元)，獲利組合轉佳；3) 鋼筋及型鋼毛利率持穩；2Q24 EPS 1.59 元(季增 5.5%/年增 6.5%)，優於我們預期/低於市場預期 3.3%/1.7%。

三大事業持穩但預期越南廠虧損擴大，估 3Q24 EPS 季減 4%

考量 3Q 高溫將影響施工進度，預期鋼筋+型鋼出貨量季持平於 50 萬噸，營收 151.2 億元(季減 2.1%/年增 0.7%)；預期 3Q24 毛利率季減 0.4 ppt 至 13.9% (上修 0.4 ppt)，其中 1)鋼筋以長單為主，受到近期降價影響較預期小；2) 鋼結構事業營收獲利保持穩定；3) 國際鋼材行情反轉向下，預期東鋼越南廠虧損擴大；4) 1H24 H 型鋼進口量年增 69%，以短單為主之型鋼毛利受到低價進口貨影響，上修 3Q24 EPS 4.9%至 1.52 元(季減 4.2%/年減 4.7%)。

訂單能見度高支撐獲利進入高原期，但評價尚屬合理

鋼結構於 2024 年進入獲利收割期，觀察其營收佔比自 2023 年 17%上升至 2Q24 24%，補足建築用鋼因價格下滑之營收。東鋼目前鋼筋在手訂單百萬噸，能見度 8-9 個月，鋼構受惠商辦及建廠熱絡接單排程至 1H26，我們正向看待東鋼後續營收及出貨展望將維持高檔，惟長線預期毛利率緩步向下修正，主要考量 1) 鋼筋現貨價格持續下滑，儘管東鋼鋼筋事業以長單為主，但預期後續出貨價格緩步下滑；2) 鋼結構部門目前認列之獲利為 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，但管理層表示後續接案之毛利率相對下滑，因此預期鋼構毛利率於 2025 年將向下修正。預期 2024/25 年毛利率 14.1%/14.0%、EPS 6.28/6.06 元，獲利維持高檔穩健，但缺乏推升動能，評價維持歷史上緣 1.8 倍 2024 年每股淨值，目標價 80 元。

營運分析

2Q24 EPS 1.59 元，優於預期 3%，越南廠虧損略為收斂

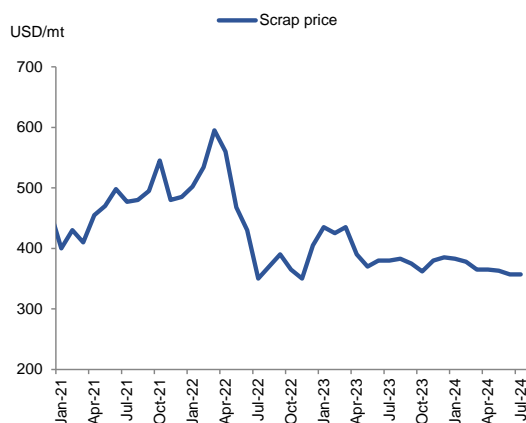
東鋼 2Q24 營收 154.35 億元(季增 4.0%/年減 2.4%)，低於我們/市場預期 1.4%/0.7%，鋼筋+型鋼出貨量季減 1%至 50 萬噸(鋼筋 34.3 萬噸/型鋼 15.6 萬噸)，低於我們預期之 54 萬噸，價格則微幅下滑，不過鋼構事業貢獻營收約 37 億元(季增 25%/年增 44%)，補足建築用鋼下滑，營收佔比自 1Q24 20%提升至 2Q24 24%；毛利率季增 0.6ppt 至 14.3%，優於我們/市場預期 0.8ppt/0.2ppt，其中 1) 東鋼越南廠虧損縮小至 1 億元(vs 1Q24 虧損 1.2 億元)，虧損幅度小於預期；2) 鋼結構部門毛利率持穩，2Q24 認列獲利 5.33 億元(vs 1Q24 4.19 億元)；3) 鋼筋及型鋼毛利率持穩；2Q24 營業利益 15.4 億元(季增 9.6%/年增 9.9%)，優於我們/市場預期 5.0%/0.3%；2Q24 稅後淨利 11.58 億元(季增 5.5%/年增 6.5%)、EPS 1.59 元(季增 5.5%/年增 6.5%)，優於我們預期/低於市場預期 3.3%/1.7%。

圖 1：2024 年第 2 季財報回顧

(百萬元)	2Q23A	1Q24A	2Q24A	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	15,435	4.0%	-2.4%	15,649	15,549	-1.4%	-0.7%
營業毛利	2,052	2,034	2,207	8.5%	7.6%	2,118	2,187	4.2%	0.9%
營業利益	1,401	1,406	1,540	9.6%	9.9%	1,467	1,535	5.0%	0.3%
稅前利益	1,469	1,406	1,556	10.7%	5.9%	1,460	1,522	6.6%	2.2%
稅後淨利	1,087	1,098	1,158	5.5%	6.5%	1,120	1,177	3.3%	-1.7%
調整後 EPS (元)	1.49	1.50	1.59	5.5%	6.5%	1.53	1.61	3.3%	-1.7%
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%	14.3%	0.6	1.3	13.5%	14.1%	0.8	0.2
營業利益率	8.9%	9.5%	10.0%	0.5	1.1	9.4%	9.9%	0.6	0.1
稅後純益率	6.9%	7.4%	7.5%	0.1	0.6	7.2%	7.6%	0.4	-0.1

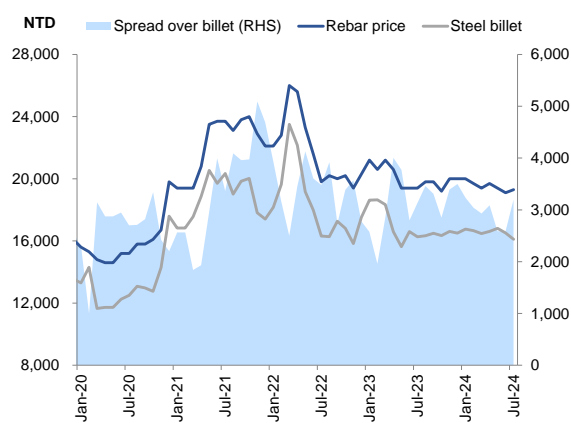
資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

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

三大事業維持穩定但預期越南廠虧損擴大，估 3Q24EPS 季減 4%

東鋼 7 月營收 50.6 億元(月減 0.72%/年增 6.08%)，達成我們/市場 2Q24 營收預期 34%/34%，符合預期，受颱風影響，鋼筋+型鋼出貨量月減 3%至 16.5 萬噸，考量 3Q 高溫將影響施工進度，預期鋼筋+型鋼出貨量季持平於 50 萬噸、營收 151.2 億元(季減 2.1%/年增 0.7%)；預期 3Q24 毛利率季減 0.4 ppt 至 13.9% (上修 0.4 ppt)，主要考量 1) 上修主因鋼筋以長單為主，受到近期降價影響較預期小，上修單位毛利；2) 鋼結構事業營收獲利保持穩定；3) 國際鋼材行情反轉向下，預期東鋼越南廠虧損擴大至 1.0-1.5 億元；4) 1H24 H 型鋼進口量年增 69%，以短單為主之型鋼毛利受到低價進口貨影響；同步上修 3Q24 營業利益 4.9%至 14.6 億元(季減 5.5%/年減 0.1%)、稅後淨利 4.9%至 11.1 億元、EPS 4.9%至 1.52 元(季減 4.2%/年減 4.7%)。

圖 4：2024 年第 3 季財測與預估比較

(百萬元)	3Q23A	2Q24A	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	15,016	15,435	15,115	-2.1%	0.7%	14,761	14,753	2.4%	2.5%
營業毛利	2,066	2,207	2,103	-4.7%	1.8%	2,001	2,021	5.1%	4.0%
營業利益	1,457	1,540	1,455	-5.5%	-0.1%	1,387	1,376	4.9%	5.7%
稅前利益	1,446	1,556	1,446	-7.1%	0.0%	1,378	1,369	4.9%	5.6%
稅後淨利	1,163	1,158	1,109	-4.2%	-4.7%	1,057	1,068	4.9%	3.8%
調整後 EPS (元)	1.59	1.59	1.52	-4.2%	-4.7%	1.45	1.46	4.9%	3.8%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	13.8%	14.3%	13.9%	-0.4	0.1	13.6%	13.7%	0.4	0.2
營業利益率	9.7%	10.0%	9.6%	-0.4	-0.1	9.4%	9.3%	0.2	0.3
稅後純益率	7.7%	7.5%	7.3%	-0.2	-0.4	7.2%	7.2%	0.2	0.1

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

東鋼鋼筋鋼構訂單能見度高，但預期獲利進入高原期，評價尚屬合理

1H24 國內核發建築物建照執照樓地板面積年增 2.2%，相對 2023 年年減 18.3% 止穩，其中住宅/商辦大樓/工廠/-7%/-10%/+2.3%，成長主要來自於商業類於 6 月的大幅跳升(+120%)及農業設施 +70%，是否為一次性因素仍有待觀察，管理層表示目前新接訂單商辦佔比超過 6 成，推測在政府打房政策下，建案量移轉至商辦大樓及新建廠房，整體建築用鋼及鋼構市況穩定，未出現我們原先預期因先行指標大幅下滑而造成東鋼接單量放緩之情形。目前東鋼鋼筋在手訂單百萬噸，能見度 8-9 個月、鋼構受惠商辦及建廠熱絡接單排成至 1H26，因此儘管鋼筋及型鋼價格緩步下跌，但觀察東鋼構營收佔比 2023 年/1Q24/2Q24 分別為 17%/20%/24%，補足建築用鋼下滑之營收。

長期而言，我們認為東鋼毛利率難見擴張，主要考量 1) 鋼筋現貨價格對比去年同期下滑 1-2,000 元/噸，儘管東鋼鋼筋事業以長單為主，但預期後續出貨價格將向下修正；2) 鋼結構部門 2024 年為獲利收割期，目前認列之獲利為 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，但管理層表示後續接案之毛利率相對下滑，因此預期鋼構毛利率於 2025 年將向下修正，預期 2024/25 年毛利率 14.1%/14.0%、EPS 6.28/6.06 元，獲利維持高檔穩健，但缺乏推成獲利動能。

圖 5：國內核發建照建築物樓地板面積 1-6M24 年增 2.2%

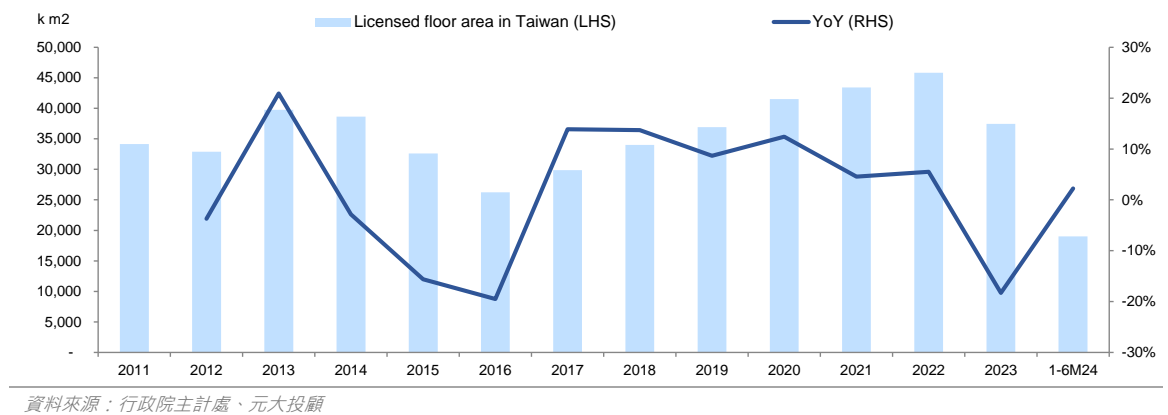
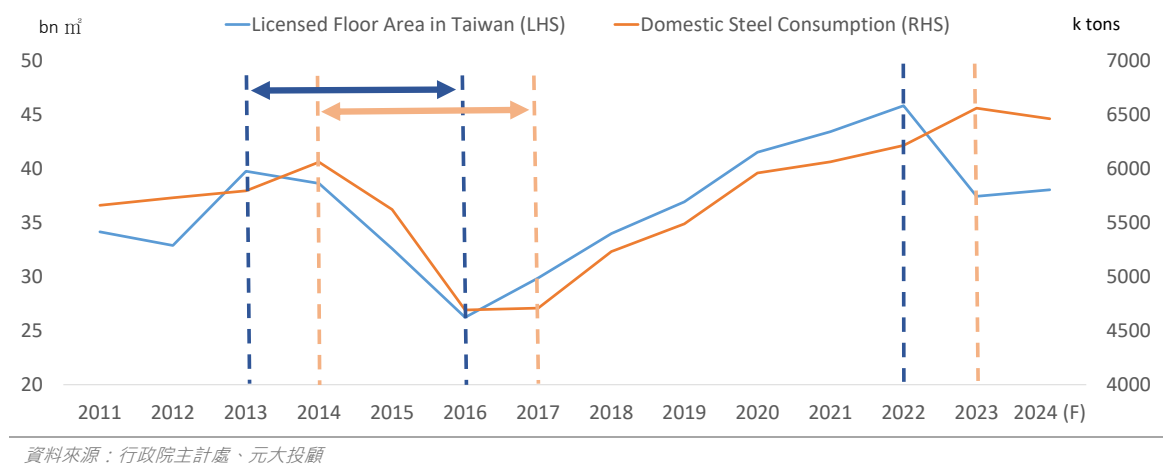


圖 6：核發建照建築物樓地板面積領先鋼筋消費量 1 年



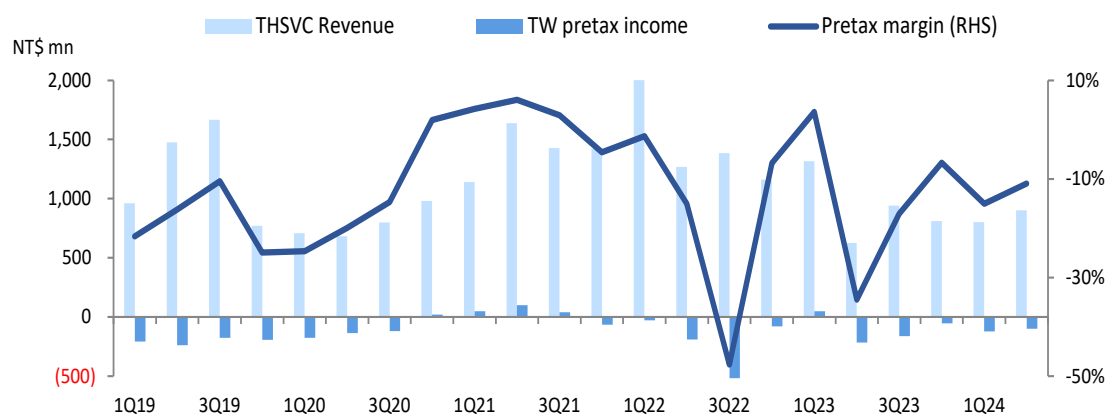
1H24 東鋼越南廠虧損 2.2 億元，2024 年損平目標略為艱辛

1H24 東鋼越南廠出貨量 9.9 萬噸，產能利用率僅 35%，佔整體營收約 6%，稅前虧損 2.2 億元，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年減 9%至 917 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 3Q24 因鋼價再次向下修正仍陷虧損，4Q24 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 7：1H24 東鋼越南廠虧損 2.2 億元



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 型鋼胚 扁鋼胚	↘	80 萬噸	型鋼 鋼板 鋼板樁
高雄廠	無	無	↘	40 萬噸	型鋼 槽鐵
大葉廠	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% · 4 月電價上漲已逐步反映

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，已於 2Q24 逐步反應於成本。東鋼持續針對節能做努力(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。

房市銷售雖熱但住宅用核發樓地板面積仍年減 7%，公共建設支撐鋼筋需求

2017 年起，受惠 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，房市由盛轉衰；不過政府於 2H23 推出新青安房貸促進成屋銷售，自此國內買賣移轉棟數和預售屋成交量持續攀成，然而我們認為大幅年增的銷售數字主要仍來自過去累積的樓地板面積，觀察 1H24 國內住宅核發建照樓地板面積仍呈現年減 7%，並認為未來國內房市還是會持續作為鋼筋用量負向因子。

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，1Q24 經費達成率已 18.84%，較去年同期增加，我們認為基礎建設需求穩定，將支撐國內鋼筋需求。

1H24 國內核發樓地板面積止穩，然是否為單月之一次性仍有待觀察

都更案、基礎建設、本土電子科技廠房建廠支撐 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%)，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。1H24 國內核發建照樓地板面積年增 2.2%有止穩跡象，但觀察其營用別組成，主要來自佔比較低之商店和農業用建築於 2024/6 的大幅跳升，彌補了佔比最大的住宅用建照之衰退 7%，辦公服務和工廠則分別呈現-30.7/+2.3%，我們認為商店(+120%)和農業用建(+70%)是否為一次性因素仍有待觀察，因此維持先前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 年見高的看法，並預期 2024 年我國鋼筋表面消費量年減低個位數。此外，根據鋼廠表示鋼筋已開始面臨價格壓力，我們認為即便作為領先之標之核發建築物建造執照總樓地板面積於 2H24 開始止穩，待其需求傳導至鋼廠時(約半年至一年)，鋼廠仍將承受價格和獲利下行之壓力。

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

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 10：2024 年台電工業用電電價調整

調漲項目			影響產業
平均漲幅	■	平均調漲 11%	
工業	一般	■ 用電量成長 > 調漲 14%	■ 金屬製造、光電材料、食品加工等。
		■ 持平或衰退未達 10% > 調漲 12%	■ 機械業、零售業、資源回收業等。
		■ 衰退 10% 以上 > 調漲 7%	■ 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	■ 用電量 5-50 億度 > 調漲 15%	■ 記憶體、封裝業、半導體、軌道運輸等。
		■ 用電量 50-100 億度 > 調漲 18%	■ 面板業等。
		■ 用電量 100-150 億度 > 調漲 21%	■ 無公司符合條件。
		■ 用電量 150 億度以上 > 調漲 25%	■ 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

鋼結構營收略優於預期，上修 2024/25 年 EPS 2.2%/1.6%

鋼結構部門營收優於預期，上修 2024 年營收 0.1%至 615.2 億元；且因其毛利率 20-25%優於鋼筋及型鋼毛利率，獲利組合轉佳下，上修毛利率 0.3ppt 至 14.1%，上修 2024 年 EPS 2.2%至 6.28 元；同步上修 2025 年 EPS 1.6%至 6.06 元。

東鋼過去 3 年本淨比介於 1-1.9 倍(平均 1.5 倍)，目前股價位於歷史上緣的 1.8 倍 2024 年每股淨值，由於訂單能見度高，東鋼營運受惠長單保護進入高原期，惟我們預期毛利率難以擴張，且缺乏獲利推升動能，評價維持 1.8 倍 2024 年每股淨值，推得目標價 80 元，認為目前評價尚屬合理。

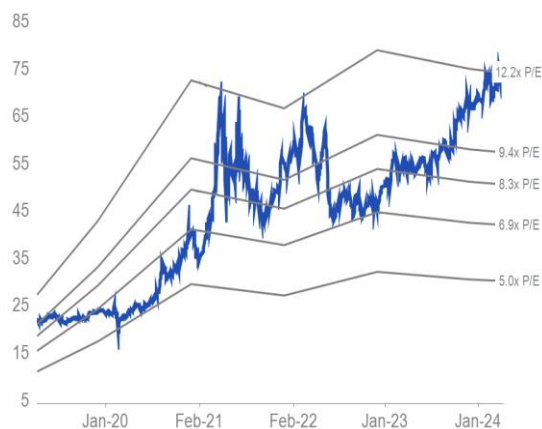
東鋼過去股利發放率多介於 40%-80%，本中心預期 2024 年現金股利為 4.1 元，殖利率 5.3%，使股價具下檔支撐。

圖 11：2024 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	61,519	61,465	60,202	59,649	0.1%	0.9%
營業毛利	8,670	8,469	8,400	8,215	2.4%	2.3%
營業利益	6,002	5,855	5,773	5,696	2.5%	1.4%
稅前利益	6,004	5,830	5,771	5,681	3.0%	1.6%
稅後淨利	4,589	4,491	4,426	4,357	2.2%	1.6%
調整後 EPS (元)	6.28	6.15	6.06	5.97	2.2%	1.6%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	14.1%	13.8%	14.0%	13.8%	0.3	0.2
營業利益率	9.8%	9.5%	9.6%	9.6%	0.2	0
稅後純益率	7.5%	7.3%	7.4%	7.3%	0.2	0.1

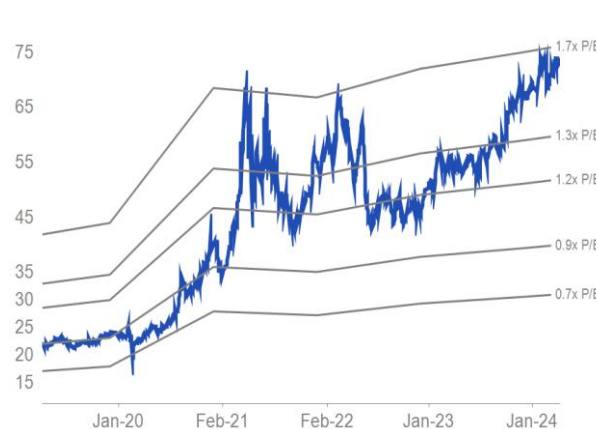
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 12：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

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

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
東和鋼鐵	2006 TT	持有-超越 同業	77.4	1,766	6.48	6.28	6.06	12.0	12.3	12.8	18.4	(3.0)	(3.6)
國際同業													
寶鋼	600019 SS	未評等	6.3	19,236	2.4	2.6	3.0	2.6	2.5	2.1	(2.7)	7.8	15.6
鞍鋼	000898 SZ	未評等	2.1	2,585	(0.4)	(0.3)	0	--	--	--	--	--	--
國際同業平均					1.0	1.1	1.5	2.6	2.5	2.1	(2.7)	7.8	15.6
國內同業													
中鋼	2002 TT	買進	22.1	10,844	0.1	0.5	1.2	202.7	43.3	18.7	(90.5)	367.8	131.4
中鴻	2014 TT	買進	18.8	836	0.1	(0.1)	1.9	169.0	--	9.7	(116.1)	--	--
豐興	2015 TT	未評等	81.0	1,467	4.1	4.6	--	19.8	17.7	--	(22.7)	12.3	--
國內同業平均					1.4	1.7	1.6	130.5	30.5	14.2	(76.4)	190.0	131.4

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
東和鋼鐵	2006 TT	持有-超越 同業	77.4	1,766	15.9	14.4	13.4	42.52	44.16	45.72	1.8	1.8	1.7
國際同業													
寶鋼	600019 SS	未評等	6.3	19,236	5.9	6.1	6.7	39.8	43.1	43.9	0.2	0.2	0.1
鞍鋼	000898 SZ	未評等	2.1	2,585	(5.8)	(3.2)	(0.7)	5.8	5.7	5.6	0.4	0.4	0.4
國際同業平均					0.1	1.5	3.0	22.8	24.4	24.8	0.3	0.3	0.3
國內同業													
中鋼	2002 TT	買進	22.1	10,844	1.0	2.3	5.3	19.4	19.6	20.4	1.1	1.1	1.1
中鴻	2014 TT	買進	18.8	836	1.0	(1.2)	15.9	11.3	11.3	13.0	1.7	1.7	1.5
豐興	2015 TT	未評等	81.0	1,467	10.9	12.3	--	37.7	38.6	--	2.2	2.1	--
國內同業平均					4.3	4.5	10.6	22.8	23.2	16.7	1.6	1.6	1.3

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)

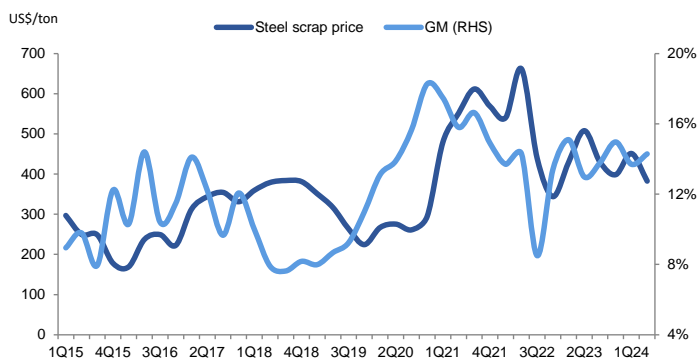
(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024F	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	14,846	15,435	15,115	16,123	14,379	15,167	14,624	16,032	61,519	60,202
銷貨成本	(12,812)	(13,228)	(13,011)	(13,797)	(12,331)	(12,999)	(12,609)	(13,863)	(52,848)	(51,802)
營業毛利	2,034	2,207	2,103	2,326	2,047	2,168	2,016	2,169	8,670	8,400
營業費用	(628)	(667)	(648)	(726)	(613)	(646)	(623)	(745)	(2,669)	(2,627)
營業利益	1,406	1,540	1,455	1,600	1,435	1,522	1,393	1,424	6,002	5,773
業外利益	0	16	(9)	(3)	(1)	0	(1)	0	2	(2)
稅前純益	1,406	1,556	1,446	1,597	1,434	1,522	1,392	1,424	6,004	5,771
所得稅費用	(299)	(387)	(333)	(367)	(330)	(350)	(320)	(327)	(1,386)	(1,327)
少數股東權益	9	12	4	5	4	5	4	4	30	18
歸屬母公司稅後純益	1,098	1,158	1,109	1,225	1,099	1,167	1,068	1,092	4,589	4,426
調整後每股盈餘(NT\$)	1.50	1.59	1.52	1.68	1.51	1.60	1.46	1.50	6.28	6.06
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	13.7%	14.3%	13.9%	14.4%	14.2%	14.3%	13.8%	13.5%	14.1%	14.0%
營業利益率	9.5%	10.0%	9.6%	9.9%	10.0%	10.0%	9.5%	8.9%	9.8%	9.6%
稅前純益率	9.5%	10.1%	9.6%	9.9%	10.0%	10.0%	9.5%	8.9%	9.8%	9.6%
稅後純益率	7.4%	7.5%	7.3%	7.6%	7.7%	7.7%	7.3%	6.8%	7.5%	7.4%
有效所得稅率	21.3%	24.9%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.1%	23.0%
季增率(%)										
營業收入	-10.1%	4.0%	-2.1%	6.7%	-10.8%	5.5%	-3.6%	9.6%		
營業利益	-16.2%	9.6%	-5.5%	10.0%	-10.3%	6.1%	-8.5%	2.2%		
稅後純益	-18.3%	5.5%	-4.2%	10.5%	-10.3%	6.2%	-8.5%	2.2%		
調整後每股盈餘	-18.3%	5.5%	-4.2%	10.5%	-10.2%	6.2%	-8.5%	2.3%		
年增率(%)										
營業收入	10.7%	-2.4%	0.7%	-2.3%	-3.1%	-1.7%	-3.2%	-0.6%	0.9%	-2.1%
營業利益	-1.6%	9.9%	-0.1%	-4.7%	2.1%	-1.2%	-4.3%	-11.0%	0.1%	-3.8%
稅後純益	-3.3%	6.5%	-4.7%	-8.9%	0.1%	0.8%	-3.7%	-10.9%	-3.0%	-3.8%
調整後每股盈餘	-3.2%	6.5%	-4.7%	-8.9%	0.1%	0.8%	-3.7%	-10.9%	-3.0%	-3.6%

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

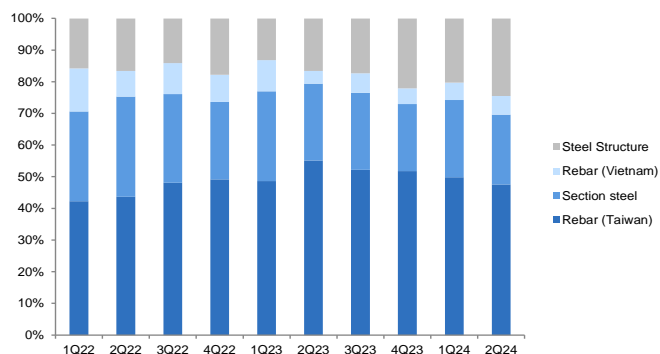
東和鋼鐵成立於 1962 年，是台灣國內主要電弧爐鋼鐵廠之一，於高雄、苗栗、桃園、越南擁有廠址，台灣煉鋼年產能 265 萬噸、軋鋼年產能 300 萬噸，越南則有煉鋼年產能 100 萬噸，軋鋼年產能 60 萬噸，產品以鋼筋、型鋼為主，其鋼筋及型鋼在台灣市佔率分別約達 18%/55%，內外銷比約為 8：2。東鋼亦垂直整合，從事鋼結構業務。

圖 17：廢鋼價格與東鋼毛利率趨勢



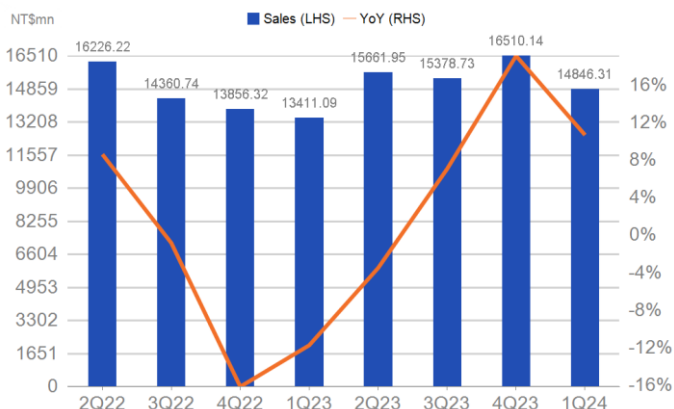
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 18：營收組成



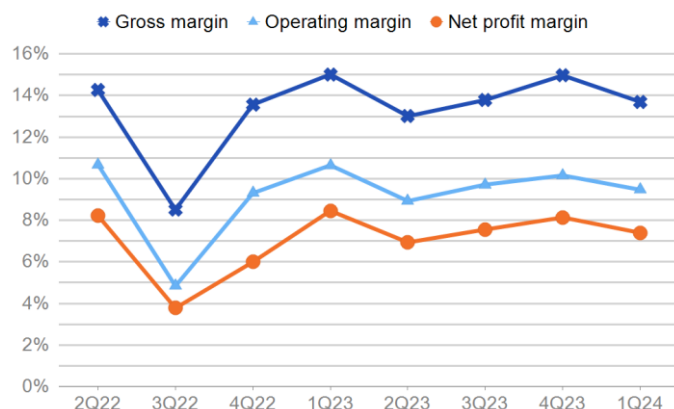
資料來源：公司資料

圖 19：營收趨勢



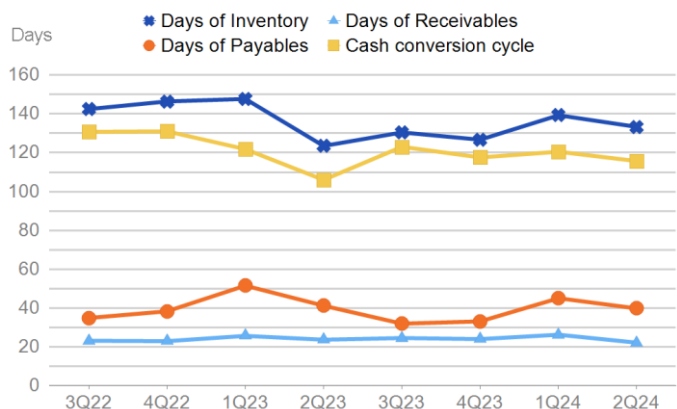
資料來源：CMoney、公司資料

圖 20：毛利率、營益率、淨利率



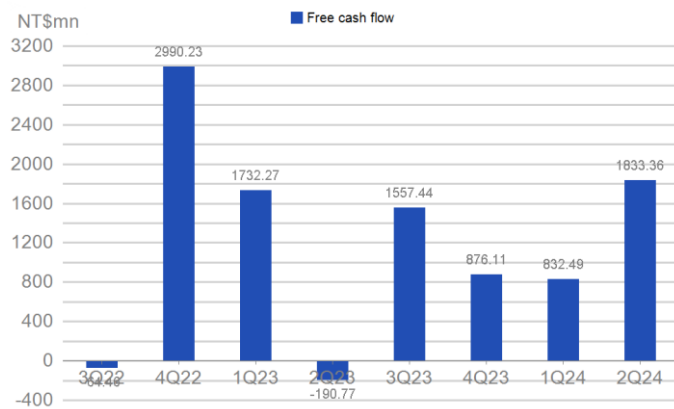
資料來源：CMoney、公司資料

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：**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安全。
 - ▶ **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 23：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 (2024/8/13)

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

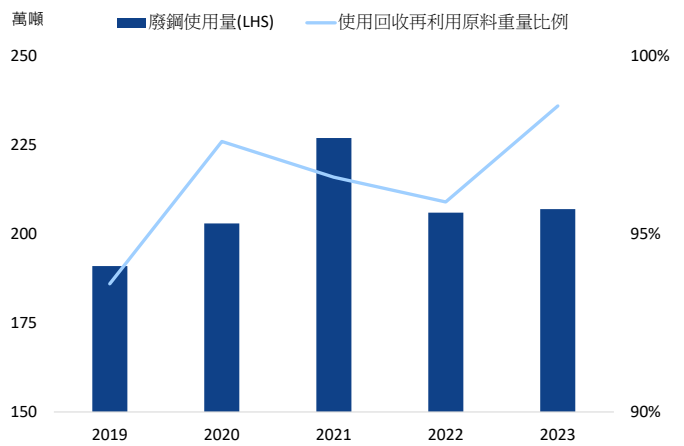
註 3：曝險分數評級：

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

註 4：執行力分數評級：

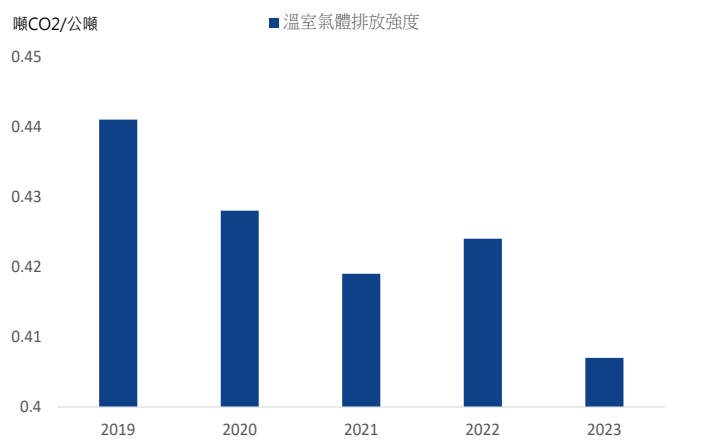
弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

圖 24：使用回收再利用原料重量比例



資料來源：公司資料、Reuters

圖 25：溫室氣體排放強度



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	1,530	2,127	1,733	3,434	4,894
存貨	20,495	18,821	19,894	19,199	18,836
應收帳款及票據	4,244	3,589	4,403	4,698	4,868
其他流動資產	5,124	5,118	6,238	5,945	5,665
流動資產	31,394	29,655	32,268	33,277	34,263
採用權益法之投資	1,491	1,557	1,504	1,597	1,772
固定資產	18,002	20,039	19,052	18,157	17,332
無形資產	186	179	168	173	170
其他非流動資產	4,330	3,336	3,387	3,778	4,097
非流動資產	24,009	25,112	24,111	23,706	23,371
資產總額	55,403	54,767	56,379	56,983	57,634
應付帳款及票據	3,173	2,206	3,003	2,788	2,605
短期借款	13,326	13,995	13,885	13,190	12,531
什項負債	6,495	6,404	6,259	6,259	6,259
流動負債	22,994	22,605	23,147	22,237	21,394
長期借款	1,818	2,526	1,421	1,706	2,047
其他負債及準備	859	721	650	650	650
長期負債	2,676	3,247	2,071	2,355	2,696
負債總額	25,670	25,852	25,218	24,593	24,091
股本	7,302	7,302	7,302	7,302	7,302
資本公積	7,685	7,685	7,740	7,740	7,740
保留盈餘	14,714	14,131	16,312	17,804	19,219
什項權益	(158)	(312)	(305)	(598)	(878)
歸屬母公司之權益	29,542	28,806	31,048	32,248	33,383
非控制權益	190	109	113	142	160
股東權益總額	29,733	28,915	31,161	32,390	33,543

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	4,760	4,619	4,444
折舊及攤提	1,630	1,605	1,603	1,678	1,709
本期營運資金變動	(8,718)	1,391	(1,093)	184	10
其他營業資產及負債變動	113	(141)	(649)	(530)	(518)
營運活動之現金流量	(1,052)	6,865	4,622	5,951	5,645
資本支出	(444)	(3,080)	(640)	(773)	(874)
本期長期投資變動	112	66	(53)	0	0
其他資產變動	(1,026)	141	34	0	0
投資活動之現金流量	(1,358)	(2,873)	(659)	(773)	(874)
股本變動	(3,285)	0	0	0	0
本期負債變動	6,943	1,264	(1,783)	(410)	(318)
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)	(2,994)
其他調整數	3,194	(58)	(77)	0	0
融資活動之現金流量	1,620	(3,468)	(4,416)	(3,477)	(3,312)
匯率影響數	388	71	59	0	0
本期產生現金流量	(403)	596	(394)	1,701	1,459
自由現金流量	(1,496)	3,785	3,982	5,705	5,292

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	61,519	60,202
銷貨成本	(49,321)	(51,767)	(52,316)	(52,848)	(51,802)
營業毛利	9,474	7,450	8,646	8,670	8,400
營業費用	(2,414)	(2,332)	(2,647)	(2,669)	(2,627)
推銷費用	(953)	(930)	(1,126)	(1,150)	(1,114)
研究費用	0	0	0	0	0
管理費用	(1,454)	(1,400)	(1,531)	(1,520)	(1,513)
其他費用	(7)	(2)	10	1	0
營業利益	7,060	5,118	5,999	6,002	5,773
利息收入	15	17	37	34	39
利息費用	(151)	(300)	(437)	(383)	(366)
利息收入淨額	(136)	(283)	(400)	(349)	(327)
投資利益(損失)淨額	200	112	129	30	0
匯兌損益	68	(23)	(1)	0	0
其他業外收入(支出)淨額	159	313	274	322	324
稅前純益	7,351	5,237	6,002	6,004	5,771
所得稅費用	(1,429)	(1,293)	(1,293)	(1,386)	(1,327)
少數股權淨利	15	17	30	30	18
歸屬母公司之稅後純益	5,906	3,994	4,729	4,589	4,426
稅前息前折舊攤銷前淨利	9,131	7,211	8,091	7,680	7,482
調整後每股盈餘 (NT\$)	5.95	5.47	6.48	6.28	6.06

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	3.0	0.9	(2.1)
營業利益	59.7	(27.5)	17.2	0.1	(3.8)
稅前息前折舊攤銷前淨利	44.5	(21.0)	12.2	(5.1)	(2.6)
稅後純益	66.5	(32.3)	18.7	(3.0)	(3.8)
調整後每股盈餘	69.2	(8.1)	18.4	(3.0)	(3.6)
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	16.1	12.6	14.2	14.1	14.0
營業利益率	12.0	8.6	9.8	9.8	9.6
稅前息前淨利率	12.2	8.5	9.2	9.8	9.6
稅前息前折舊攤銷前淨利率	15.5	12.2	13.3	12.5	12.4
稅前純益率	12.5	8.8	9.9	9.8	9.6
稅後純益率	10.1	6.7	7.8	7.5	7.4
資產報酬率	11.9	7.3	8.6	8.2	7.8
股東權益報酬率	20.6	13.7	15.9	14.4	13.4
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	86.3	89.4	80.9	35.4	28.9
淨負債權益比(%)	45.8	49.8	43.6	35.4	28.9
利息保障倍數 (倍)	49.6	18.4	14.7	16.7	16.8
流動比率 (%)	136.5	131.2	139.4	149.6	160.2
速動比率 (%)	45.9	46.8	52.1	63.3	72.1
淨負債 (NT\$百萬元)	13,613	14,394	13,573	11,462	9,684
調整後每股淨值 (NT\$)	40.46	39.45	42.52	44.16	45.72
評價指標 (倍)					
本益比	13.0	14.2	12.0	12.3	12.8
股價自由現金流量比	--	14.9	14.2	9.9	10.7
股價淨值比	1.9	2.0	1.8	1.8	1.7
股價稅前息前折舊攤銷前淨	6.2	7.8	7.0	7.4	7.6
股價營收比	1.0	1.0	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	20210815	45.75	66.00	74.74	買進	李侃奇
2	20211114	42.20	62.00	70.21	買進	李侃奇
3	20220310	70.70	85.00	69.78	買進	李侃奇
4	20220508	61.80	80.00	71.30	買進	李侃奇
5	20220719	49.75	50.00	44.57	持有-超越同業	李侃奇
6	20220914	54.30	56.00	49.91	持有-超越同業	李侃奇
7	20221102	50.80	51.00	45.46	持有-超越同業	李侃奇
8	20230615	57.50	61.00	57.70	持有-超越同業	陳映慈
9	20230804	58.10	65.00	61.49	持有-超越同業	陳映慈
10	20231103	64.80	70.00	66.22	持有-超越同業	陳映慈
11	20240229	76.30	85.00	80.41	持有-超越同業	陳映慈
12	20240508	72.60	80.00	80.00	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>.