

研究員：賴季宏 david.lai@capital.com.tw

前日收盤價	47.95 元
目標價	
3 個月	52.00 元
12 個月	52.00 元

## 榮剛(5009 TT)

Trading Buy

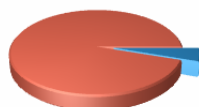
### 近期報告日期、評等及前日股價

05/12/2024	Trading Buy	54.50
12/15/2023	達目標價	50.50
08/17/2023	Trading Buy	45.30
06/19/2023	達目標價	60.60
05/17/2023	Trading Buy	54.90

### 公司基本資訊

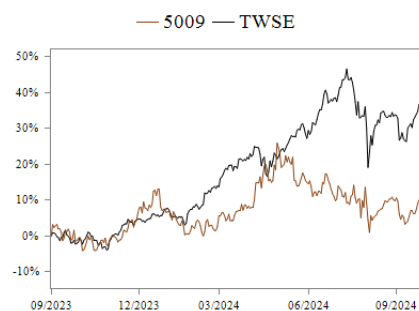
目前股本(百萬元)	6,025
市值(億元)	289
目前每股淨值(元)	28.97
外資持股比(%)	9.20
投信持股比(%)	2.68
董監持股比(%)	3.34
融資餘額(張)	21,149
現金股息配發率(%)	53.65

### 產品組合



■ 特殊鋼材料: 95.00%  
■ 其他: 5.00%

### 股價相對大盤走勢



在手訂單穩定，2H25 新產能投產可望推升營收。

**投資建議：**預估榮剛 2024 年營收為 132.57 億元，YoY-1.99%，稅後 EPS 4.47 元。2025 年預期 2H25 新產能投產將推升營收，但毛利率將承壓且缺少出售翔陽廠及 VIM 廠房的獲利，預估稅後 EPS 3.88 元。

(1)榮剛 2024 年分別處分翔陽廠及 VIM 廠房，共獲得約 10.8 億元的處份利益，推升 2024 年獲利。(2)股本仍有膨脹空間：榮剛與智冠於 4Q23 換股後股本已增加至 60.25 億元，而目前仍有面額 50 億元的可轉債仍發行在外，以轉換價 56.4 元計算，若執行轉換後股本將較現在再增加 14.7%，未來 EPS 仍可能被稀釋。(3)航太用鋼需求維持強勁，但產能已經滿載，已規劃新增 VAR 機能產能，估計可能投產時間為 2H25。考量航太需求長期向上，今年業外貢獻推升獲利，維持榮剛的投資建議為 Trading Buy，目標價 52 元(2024 年 PER 12X)。

**預估 3Q24 營收 32.06 億元，受惠資產處分利益及產品組合優化，稅後 EPS 預估 1.55 元：**榮剛目前的在手訂單維持 80 億元的水準，每個月的接單及出貨量能維持均衡。預估 3Q24 榮剛營收 32.06 億元，YoY-2.69%，QoQ-4.68%，毛利率因產品組合優化預期可提升至 26.24%，接近 1Q24 的水準。業外方面，榮剛處分翔陽廠的利益已在 2Q24 入帳，3Q24 將認列處分 VIM 廠房的利益推升獲利，預估稅後 EPS 1.55 元，為今年高峰。

**預期柳營、新營二廠的新產能在 2H25 投產，集團將重新規劃產線並令產品尺寸更完整：**榮剛為因應未來長期需求，待新營、柳營二個廠區的產能全部投產試車完畢後將重新規劃產線。柳營廠的 24 萬噸粗鋼年產能，可供應航太、油氣及能源用鋼等認證鋼材生產，且會提升鍛棒尺寸切入大模塊及特殊鍛件等市場。另一新產能是新營廠的擴產，產能由目前的 12 萬噸增加到 15 萬噸，將設立 CC 連鑄線產線，增加小鋼胚及小尺寸棒材的生產。榮剛目前預期兩大新產能將在 2H25 正式投產，未來榮剛的產品線將更完整，產線分工也有利於利潤率的提升。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	13,525	13,257	16,688	3,622	3,295	3,291	3,413	3,364	3,206	3,273	3,245	3,363
營業毛利淨額	3,645	3,515	4,184	991	936	790	924	850	841	899	860	898
營業利益	2,374	2,108	2,696	671	606	462	598	490	480	540	494	533
稅後純益	2,340	2,694	2,336	602	524	661	571	716	935	472	435	405
稅後 EPS(元)	3.88	4.47	3.88	1.00	0.87	1.10	0.95	1.19	1.55	0.78	0.72	0.67
毛利率(%)	26.95%	26.51%	25.07%	27.38%	28.40%	24.00%	27.06%	25.28%	26.24%	27.47%	26.49%	26.71%
營業利益率(%)	17.55%	15.90%	16.15%	18.53%	18.38%	14.03%	17.51%	14.58%	14.98%	16.48%	15.23%	15.85%
稅後純益率(%)	17.30%	20.33%	14.00%	16.63%	15.90%	20.09%	16.74%	21.29%	29.17%	14.41%	13.41%	12.04%
營業收入 YoY/QoQ(%)	9.38%	-1.99%	25.88%	9.17%	-9.02%	-0.11%	3.70%	-1.44%	-4.68%	2.09%	-0.86%	3.61%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	15.89%	15.17%	-13.30%	9.04%	-13.03%	26.26%	-13.59%	25.30%	30.62%	-49.55%	-7.78%	-6.93%

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 60.25 億元計算。

2024 年 9 月 26 日

## 榮剛的 ESG：

榮剛持續推動溫室氣體減量，並致力於用水回收，為了達成低碳生產、優化設備能耗跟導入再生能源等面向實踐淨零碳排。

## 公司簡介：

榮剛為不銹鋼及高合金鋼生產廠，也是國內主要的特殊鋼電爐一貫廠。2023 年營收比重為機械模具一般民生鋼材占 42%，油氣用鋼材占 15%、能源用鋼占 7%、航太鋼材因全球航空需求增加上升至 31%。

## 預估 3Q24 營收 32.06 億元，受惠資產處分利益及產品組合優化，稅後 EPS 預估 1.55 元：

榮剛目前的在手訂單維持 80 億元的水準，每個月的接單及出貨量能維持均衡。預估 3Q24 榮剛營收 32.06 億元，YoY-2.69%，QoQ-4.68%，毛利率因產品組合優化預期可提升至 26.24%，接近 1Q24 的水準。業外方面，榮剛處分翔陽廠的利益已在 2Q24 入帳，3Q24 將認列處分 VIM 廠房的利益推升獲利，預估稅後 EPS 1.55 元，為今年高峰。

## 預期柳營、新營二廠的新產能在 2H25 投產，集團將重新規劃產線並令產品尺寸更完整：

榮剛為因應未來長期需求，待新營、柳營二個廠區的產能全部投產試車完畢後將重新規劃產線。柳營廠的 24 萬噸粗鋼年產能，可供應航太、油氣及能源用鋼等認證鋼材生產，且會提升鍛棒尺寸切入大模塊及特殊鍛件等市場。另一新產能是新營廠的擴產，產能由目前的 12 萬噸增加到 15 萬噸，將設立 CC 連鑄線產線，增加小鋼胚及小尺寸棒材的生產。榮剛目前預期兩大新產能將在 2H25 正式投產，未來榮剛的產品線將更完整，產線分工也有利於利潤率的提升。

## 投資建議：

預估榮剛 2024 年營收為 132.57 億元，YoY-1.99%，稅後 EPS 4.47 元。2025 年預期 2H25 新產能投產將推升營收，但毛利率將承壓且缺少出售翔陽廠及 VIM 廠房的獲利，預估稅後 EPS 3.88 元。

(1)榮剛 2024 年分別處分翔陽廠及 VIM 廠房，共獲得約 10.8 億元的處份利益，推升 2024 年獲利。(2)股本仍有膨脹空間：榮剛與智冠於 4Q23 換股後股本已增加至 60.25 億元，而目前仍有面額 50 億元的可轉債仍發行在外，以轉換價 56.4 元計算，若執行轉換後股本將較現在再增加 14.7%，未來 EPS 仍可能被稀釋。(3)航太用鋼需求維持強勁，但產能已經滿載，已規劃新增 VAR 機能產能，估計可能投產時間為 2H25。考量航太需求長期向上，今年業外貢獻推升獲利，維持榮剛的投資建議為 Trading Buy，目標價 52 元(2024 年 PER 12X)。

2024 年 9 月 26 日

## Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

## Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024 年 9 月 26 日

## 資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>資產總計</b>	22,138	25,259	30,177	36,983	39,830
流動資產	8,960	11,977	16,226	9,515	20,826
現金及約當現金	1,226	2,509	6,479	3,032	7,695
應收帳款與票據	2,069	2,544	2,577	2,362	3,764
存貨	5,350	6,418	6,515	5,603	9,470
採權益法之投資	459	380	362	1,246	692
不動產、廠房設備	8,470	8,308	8,420	8,420	8,420
<b>負債總計</b>	12,627	14,127	14,915	20,324	22,128
流動負債	4,488	4,897	3,105	4,267	9,016
應付帳款及票據	606	747	488	1,060	653
非流動負債	8,139	9,230	11,811	15,485	12,947
<b>權益總計</b>	9,511	11,132	15,261	16,659	17,702
普通股股本	4,567	4,571	5,396	5,396	5,396
保留盈餘	2,659	4,050	5,146	6,544	7,587
母公司業主權益	8,950	10,535	14,642	15,987	16,974
<b>負債及權益總計</b>	22,138	25,259	30,177	36,983	39,830

## 損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業收入淨額</b>	8,771	12,365	13,525	13,257	16,688
營業成本	6,432	8,410	9,881	9,742	12,504
<b>營業毛利淨額</b>	2,339	3,956	3,645	3,515	4,184
營業費用	1,265	1,541	1,270	1,407	1,489
<b>營業利益</b>	1,074	2,415	2,374	2,108	2,696
<b>EBITDA</b>	1,611	3,185	3,531	4,327	4,389
業外收入及支出	-58	171	484	1,287	221
稅前純益	1,018	2,593	2,896	3,395	2,917
所得稅	181	495	501	648	525
稅後純益	752	2,019	2,340	2,694	2,336
稅後 EPS(元)	1.25	3.35	3.88	4.47	3.88
完全稀釋 EPS**	1.25	3.35	3.88	4.47	3.88

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 60.25【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 60.2473 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	14.80%	40.98%	9.38%	-1.99%	25.88%
營業毛利淨額	114.42%	69.13%	-7.86%	-3.57%	19.05%
營業利益	720.11%	124.85%	-1.69%	-11.21%	27.88%
稅後純益	245.24%	168.61%	15.89%	15.17%	-13.30%

## 獲利能力分析(%)

毛利率	26.67%	31.99%	26.95%	26.51%	25.07%
EBITDA(%)	18.36%	25.76%	26.11%	32.64%	26.30%
營益率	12.25%	19.53%	17.55%	15.90%	16.15%
稅後純益率	8.57%	16.33%	17.30%	20.33%	14.00%
總資產報酬率	3.39%	7.99%	7.75%	7.29%	5.86%
股東權益報酬率	7.90%	18.13%	15.33%	16.17%	13.20%

## 償債能力檢視

負債比率(%)	57.04%	55.93%	49.43%	54.95%	55.56%
負債/淨值比(%)	132.76%	126.90%	97.73%	122.00%	125.00%
流動比率(%)	199.65%	244.58%	522.63%	223.00%	231.00%

## 其他比率分析

存貨天數	279.77	255.38	238.87	227.00	220.00
應收帳款天數	73.85	68.08	69.10	68.00	67.00

## 現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業活動現金</b>	-337	1,697	2,019	8,242	1,439
稅前純益	1,018	2,593	2,896	3,395	2,917
折舊及攤銷	452	428	479	421	421
營運資金變動	-1,087	-1,402	-389	1,699	-5,676
其他營運現金	-720	79	-967	2,727	3,777
<b>投資活動現金</b>	-1,503	-616	-662	-14,253	6,760
資本支出淨額	-809	-915	-968	-1,221	-1,110
長期投資變動	-434	110	10	-400	-40
其他投資現金	-260	188	297	-12,632	7,910
<b>籌資活動現金</b>	2,015	168	2,659	2,564	-3,536
長借/公司債變動	762	688	4,596	3,674	-2,537
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-164	-624	-1,217	-1,349	-1,349
其他籌資現金	1,417	103	-720	239	351
<b>淨現金流量</b>	160	1,283	3,970	-3,447	4,663
<b>期初現金</b>	1,066	1,226	2,509	6,479	3,032
<b>期末現金</b>	1,226	2,509	6,479	3,032	7,695

資料來源：CMoney、群益

2024 年 9 月 26 日

## 季度損益表

(百萬元)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	3,318	3,622	3,295	3,291	3,413	3,364	3,206	3,273	3,245	3,363	4,737	5,343
營業成本	2,390	2,630	2,359	2,501	2,489	2,513	2,365	2,374	2,386	2,464	3,575	4,079
營業毛利淨額	928	991	936	790	924	850	841	899	860	898	1,162	1,264
營業費用	292	320	330	328	326	360	361	360	366	365	375	383
營業利益	636	671	606	462	598	490	480	540	494	533	787	881
業外收入及支出	75	101	42	304	68	466	703	50	50	-28	147	52
稅前純益	710	772	648	766	665	956	1,184	590	544	506	934	934
所得稅	132	156	117	96	87	231	225	106	98	91	168	168
稅後純益	552	602	524	661	571	716	935	472	435	405	748	748
最新股本	6,025	6,025	6,025	6,025	6,025	6,025	6,025	6,025	6,025	6,025	6,025	6,025
稅後EPS(元)	0.92	1.00	0.87	1.10	0.95	1.19	1.55	0.78	0.72	0.67	1.24	1.24
<b>獲利能力(%)</b>												
毛利率(%)	27.96%	27.38%	28.40%	24.00%	27.06%	25.28%	26.24%	27.47%	26.49%	26.71%	24.54%	23.66%
營業利益率(%)	19.16%	18.53%	18.38%	14.03%	17.51%	14.58%	14.98%	16.48%	15.23%	15.85%	16.61%	16.50%
稅後純益率(%)	16.65%	16.63%	15.90%	20.09%	16.74%	21.29%	29.17%	14.41%	13.41%	12.04%	15.79%	14.00%
<b>QoQ(%)</b>												
營業收入淨額	-0.40%	9.17%	-9.02%	-0.11%	3.70%	-1.44%	-4.68%	2.09%	-0.86%	3.61%	40.88%	12.78%
營業利益	-8.34%	5.60%	-9.76%	-23.79%	29.46%	-17.96%	-2.02%	12.31%	-8.42%	7.89%	47.62%	11.99%
稅前純益	0.59%	8.75%	-16.07%	18.15%	-13.10%	43.67%	23.83%	-50.18%	-7.78%	-7.05%	84.74%	-0.03%
稅後純益	-1.77%	9.04%	-13.03%	26.26%	-13.59%	25.30%	30.62%	-49.55%	-7.78%	-6.93%	84.74%	-0.03%
<b>YoY(%)</b>												
營業收入淨額	25.50%	15.52%	1.19%	-1.19%	2.88%	-7.12%	-2.69%	-0.54%	-4.92%	-0.04%	47.74%	63.21%
營業利益	48.13%	-1.12%	-1.27%	-33.43%	-5.97%	-26.95%	-20.68%	16.88%	-17.32%	8.73%	63.81%	63.35%
稅前純益	64.13%	8.16%	-12.41%	8.47%	-6.30%	23.79%	82.65%	-22.98%	-18.26%	-47.12%	-21.11%	58.31%
稅後純益	59.67%	9.61%	-6.67%	17.61%	3.46%	18.89%	78.57%	-28.65%	-23.85%	-43.45%	-20.01%	58.51%

註1：稅後EPS以股本60.25億元計算

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。