

中鋼 (2002 TT) China Steel

3Q24 為獲利谷底，2025 年需求溫和回升

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月) : NT\$28.0

收盤價 (2024/10/25) : NT\$22.6
隱含漲幅 : 23.9%

營收組成 (2Q24)

鋼板 7%/棒鋼 4%/線材 7%/熱軋鋼 37%/冷軋鋼 22%

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	28.0
2024年營收 (NT\$/十億)	360.9	376.0
2024年EPS	0.2	0.5

交易資料表

市值	NT\$355,680百萬元
外資持股比率	14.8%
董監持股比率	20.1%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$19.31
負債比	50.5%
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	360,858	370,462
營業利益	18,265	3,586	3,049	17,749
稅後純益	17,784	1,682	3,446	15,048
EPS (元)	1.15	0.11	0.22	0.98
EPS YoY (%)	-71.3	-90.5	104.9	336.7
本益比 (倍)	19.6	206.8	100.9	23.1
股價淨值比 (倍)	1.1	1.2	1.2	1.1
ROE (%)	4.8	1.0	1.0	4.4
現金殖利率 (%)	4.4%	1.6%	0.9%	2.2%
現金股利 (元)	1.00	0.35	0.20	0.50

陳映慈

Lucy.YT.Chen@yuanta.com

蔡宗穎

Leo.TY.Tsai@yuanta.com

元大觀點

- 中國大量低價鋼品傾銷，3Q24 自結稅前淨利 1.43 億元，大幅低於預期；中鋼 11 月盤價全面調漲，成本持續下降帶動 4Q24 利差擴張。
- 中國供給側縮緊效益持續、全球產量下滑，供給秩序逐漸恢復。
- 隨降息循環啟動、中國供需利多政策並行，2025 年需求溫和回升 1.2%，給予 1.4 倍 2025 年每股淨值，維持目標價 28 元。

3Q24 本業因存貨跌價損失陷虧損；4Q24 煉鋼利差將擴張

3Q24 自結營業虧損 12.2 億元(季轉虧/年虧損擴大)，中國鋼廠為去化過剩產能大幅調降鋼價並出口至亞洲地區，出貨量/價季減 4%/6%，且推估認列存貨跌價損失約 9 億元，佔毛利率季減 2.7 個百分點至 2.4%；業外收益 13.6 億元，主要來自礦業投資獲配股利；推估 3Q24 EPS -0.02 元，低於預期之 0.11 元。預期 4Q24 出貨量/價季持平/季增 2%，營收季增 1.5%至 869 億元；原料煤/鐵價格最大跌幅 46%/36%，成本持續下滑，煉鋼利差將於 4Q 擴張，帶動毛利率季增 3.9 個百分點至 6.3%，預期 EPS 0.12 元，下修 55%。

中國供給及庫存水位健康，全球粗鋼產量持續下滑

中國政府 9/24 振興方案推出後推升亞洲鋼價強勢上漲，中鋼 11 月盤價上調 700-1,200 元，不過鋼價在十一連假後開始回檔，熱/冷軋出口價格下跌約 5%，但仍相對起漲點上漲 10%，本中心認為振興政策有助於中國房市加速落底，但需求重返成長仍需時間；中國供給側縮緊效益持續，9 月中國粗鋼產量月減 1.1%，配合需求隨政策推出略微回溫，使中國鋼鐵社會庫存自 8 月中旬高點去化 30%、相對 2023 年同期下滑 17%；全球 1-9M24 產量年減 1.9%，考量中國冬季環保限產以控制空汙、其餘國家在保守看待後勢持續減產，預期 2024 年全球粗鋼產量將年減中低個位數，供給秩序逐漸恢復。

WSA 預期 2025 年需求年增 1.2%，中鋼評價具長期吸引力

儘管中國低價鋼品大量出口，導致鋼廠 2H24 獲利不佳，不過觀察美/中鋼價已築底，我們認為隨降息循環啟動及中國利多政策持續推出將推動鋼市走出谷底，WSA 於 10 月報告預期 2025 年全球鋼鐵需求將溫和成長 1.2%、中國/世界鋼鐵產量持續下滑亦有助供需秩序恢復，鋼市下行趨勢已告終，預期中鋼 2024/25 年 EPS 0.22/0.98 元，以 1.4 倍 2025 年每股淨值(前次為 2024 年)，推得目標價 28 元。目前評價位於 1.1 倍，為過去三年本淨比 1.1-1.8 倍下緣，具長期吸引力，維持買進評等。

營運分析

3Q24 本業因存貨跌價損失陷虧損，自結稅前淨利 1.43 億元

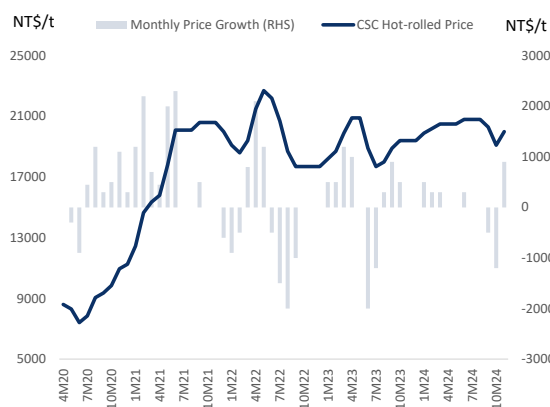
中鋼 3Q24 營收 856.16 億元(季減 9.5%/年減 3.0%)，中國鋼廠為去化過剩產能大幅調降鋼價並出口至亞洲地區，合計出貨量季減 4%至 262.5 萬噸(7-9 月分別為 87.3/92.6/82.6 萬噸)，低於預期之 270 萬噸、3Q24 盤價調降 500-600 元，並對下游祭出專案降價優惠，使整體出貨價格下跌約 6%；3Q24 自結營業虧損 12.2 億元(季轉虧/年虧損擴大)，遠低於我們/市場預估之獲利 18 億/6 億元，主因 4Q 盤價大幅下跌，推估認列存貨跌價損失約 9 億元，推估毛利率季減 2.7 個百分點至 2.4%；業外收益 13.6 億元，主要來自礦業投資獲配股利；自結稅前利益 1.43 億元(季減 92.9%/年減 7.5%)，低於我們/市場預期 94%/91%，推估 3Q24 EPS -0.02 元(季轉虧/年虧損擴大)。

圖 1：2024 年第 3 季自結獲利與預估比較

(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	88,229	94,572	85,616	-9.5%	-3.0%	90,031	86,382	-4.9%	-0.9%
營業毛利	2,702	4,765	2,019	-57.6%	-25.3%	5,020	4,233	-59.8%	-52.3%
營業利益	-494	1,304	-1,223	-	-	1,877	602	-	-
稅前利益	155	2,020	143	-92.9%	-7.5%	2,407	1,506	-94.1%	-90.5%
稅後淨利	-703	1,324	-357	-	-	1,757	853	-	-
調整後 EPS (元)	-0.05	0.09	-0.02	-	-	0.11	0.08	-	-
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	3.1%	5.0%	2.4%	-2.7	-0.7	5.6%	4.9%	-3.2	-2.5
營業利益率	-0.6%	1.4%	-1.4%	-2.8	-0.9	2.1%	0.7%	-3.5	-2.1
稅後純益率	-0.8%	1.4%	-0.4%	-1.8	0.4	2.0%	1.0%	-2.4	-1.4

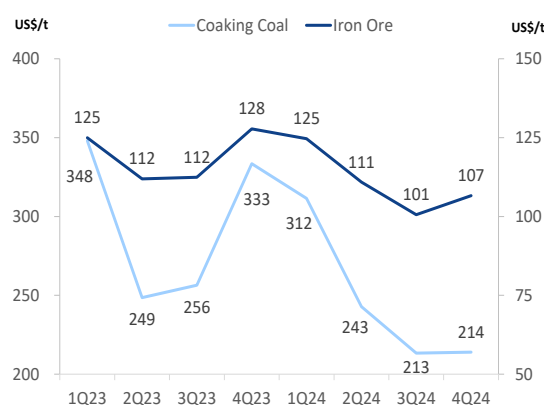
資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

圖 2：中鋼 3Q24 熱軋盤價下跌 500 元/噸



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 3：煤/鐵價格 2Q24 均價季減 22%/11%



資料來源：Bloomberg、元大投顧

11 月盤價全面調漲，成本持續下降帶動 4Q24 利差擴張

中國政府 9/24 振興方案推升亞洲鋼價強勢上漲，中鋼 11 月盤價上調 700-1,200 元不等，為今年最大漲幅，惟為因應低價進口競爭 10 月及 4Q 季盤大幅調降約 5%，因此預期平均出貨價格季持平，不過市場氛圍由冷轉熱，且中國熱軋出口價格與中鋼差價縮窄，有助於中鋼 4Q24 接單動能，預期出貨量季增 2%至 270 萬噸，預期 4Q24 營收 869.16 億元(季增 1.5%/年減 1.7%)，下修 11%主因 9-10 月價量下滑幅度遠大於預期。

成本部分，煤/鐵價格 2024 年內最大跌幅 46%/36%，2Q24 均價季減 22%/11%，3Q24 均價季減 12%/9%，中鋼煉鋼成本持續下滑，預期煉鋼利差於 4Q 擴張，預期毛利率 6.3% (季增 3.9ppt/年減 0.4ppt)；下修 4Q24 營業利益 61%至 22 億元(季轉盈/年減 17.6%)、稅後淨利 55%至 18.4 億元(季轉盈/年減 13.2%)，EPS 0.12 元。

圖 4：2024 年第 4 季財測與預估比較

(百萬元)	4Q23A	3Q24A	4Q24F	季增率	年增率	4Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	88,394	85,616	86,916	1.5%	-1.7%	97,621	93,388	-11.0%	-6.9%
營業毛利	5,886	2,019	5,447	169.8%	-7.5%	8,854	7,324	-38.5%	-25.6%
營業利益	2,668	-1,223	2,199	-	-17.6%	5,573	2,993	-60.5%	-26.5%
稅前利益	2,752	143	2,518	1661.7%	-8.5%	5,595	3,223	-55.0%	-21.9%
稅後淨利	2,117	-357	1,838	-	-13.2%	4,084	2,137	-55.0%	-14.0%
調整後 EPS (元)	0.13	-0.02	0.12	-	-13.2%	0.26	0.14	-55.0%	-14.0%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	6.7%	2.4%	6.3%	3.9	-0.4	9.1%	7.8%	-2.8	-1.6
營業利益率	3.0%	-1.4%	2.5%	4.0	-0.5	5.7%	3.2%	-3.2	-0.7
稅後純益率	2.4%	-0.4%	2.1%	2.5	-0.3	4.2%	2.3%	-2.1	-0.2

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

中國需求重返成長仍需時間，刺激政策後鋼價回檔

中國政府 9/24 起宣佈多項貨幣寬鬆政策，包括下調存款準備金率 0.5%，預計釋出 1 兆元人民幣的資金，並鼓勵設備更新、消費品汰舊換新，同時再度祭出房市振興政策，包含降低存量房貸利率 0.5%、下調統一房貸最低首付比例至 15%等，涉及下游用鋼領域包括房市、汽車、家電、農業機械與船舶等，使鋼價強勢反彈約 20%；但近期中國鋼價在十一連假後開始回檔，熱/冷軋出口價格下跌約 5%，不過仍相對起漲點上漲 10%，本中心認為振興政策有助於中國房市加速落底，但中國 1-9M24 累積新屋開工年減 22%、房地產累積投資完成額年減 10%，爛尾樓、房企債務等房地產泡沫化的問題仍需要時間調整方能重回成長，建議持續關注中國房市政策的延續性，及房地產數據年減幅度是否能隨政策利多而收窄。

中國供給及庫存水位健康，全球粗鋼產量持續下滑

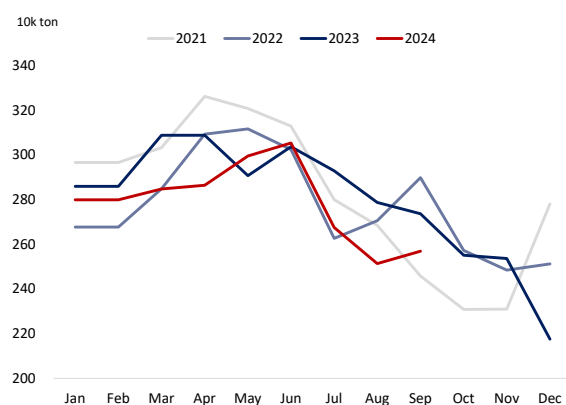
中國供給側縮緊效益持續，9月中國粗鋼產量月減1.1%/年減6.1%至7,700萬噸、1-9M24產量年減4.1%，配合需求隨政策推出略微回溫，使中國鋼鐵社會庫存自8月中旬高點去化30%、相對2023年同期下滑17%；全球9M24鋼鐵產量年減4.7%，前四大生產國中國/印度/日本/美國-6.1/-0.2/-5.8/+1.7%，1-9M24產量年減1.9%，考量中國冬季環保限產以控制空汙、其餘國家在保守看待後勢持續減產，預期2024年全球粗鋼產量將年減中低個位數，供給秩序逐漸恢復。

圖5：中國9/24貨幣政策大禮包重點措施

貨幣政策	房市刺激政策
下調存款準備金0.5%，並保留年底前續降0.25-0.5%可能	降低存量房貸利率0.5%
下調7天逆回購利率0.2%	統一房貸最低首付比例至15%
創設股票回購增持再貸款，	
支持上市公司主要股東回購增持股票，	保障性住房再貸款央行資金支持比例由60%提升至100%
首期規模3,000億元，有後續追加可能	
創設證券/基金/保險互換便利，	
支持以債券/股票/股票ETF/滬深300成分股	
向央行抵押以喚回高流動性國債/央行票據，有後續追加可能	

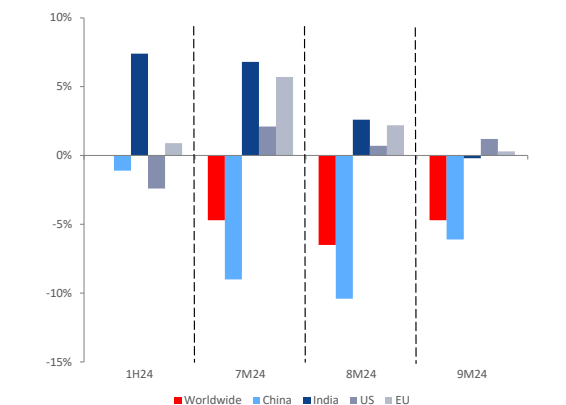
資料來源：元大投顧整理

圖6：9M24中國粗鋼產量月減1.1%/年減6.1%



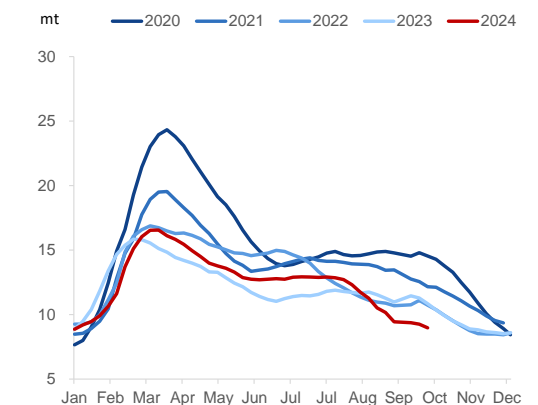
資料來源：中鋼協、元大投顧

圖8：全球月粗鋼產量年增率



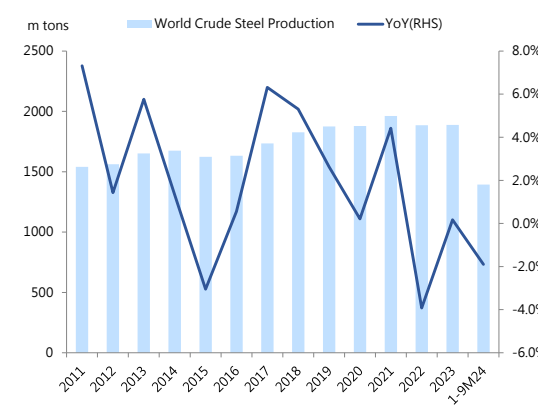
資料來源：WSA、元大投顧

圖7：中國鋼鐵社會庫存



資料來源：Wind、Bloomberg、元大投顧

圖9：1-9M24世界鋼鐵產量年減1.9%



資料來源：WSA、元大投顧

降息、中國利多政策推動鋼市走出谷底，中鋼評價具吸引力

儘管中國低價鋼品大量出口，導致鋼廠 2H24 獲利不佳，不過觀察美/中鋼價已有築底跡象，我們認為隨降息循環啟動及中國利多政策持續推出，將緩解過去高利率對於耐久財消費的壓抑，WSA 於 10 月報告預期 2025 年全球鋼鐵需求將溫和成長 1.2%，中國/世界鋼鐵產量持續下滑亦有助供需秩序恢復，鋼市下行趨勢已告終，且考量評價位於歷史下緣為長線布局時點，持續關注中國鋼廠限產令及需求刺激政策落實程度，及美國降息後需求復甦狀況。

圖 10：中/美/歐鋼價走勢

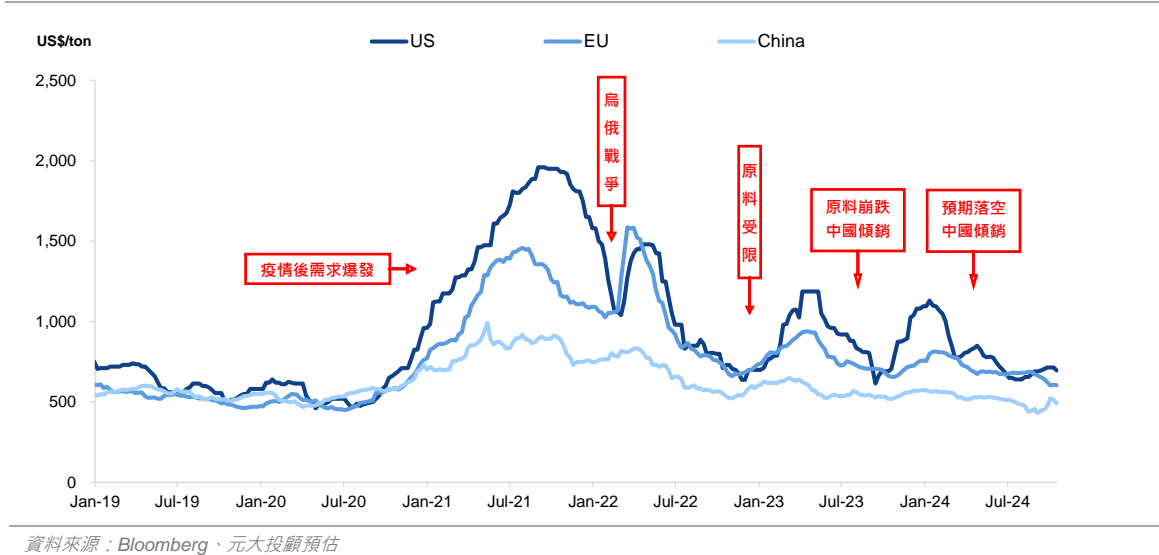
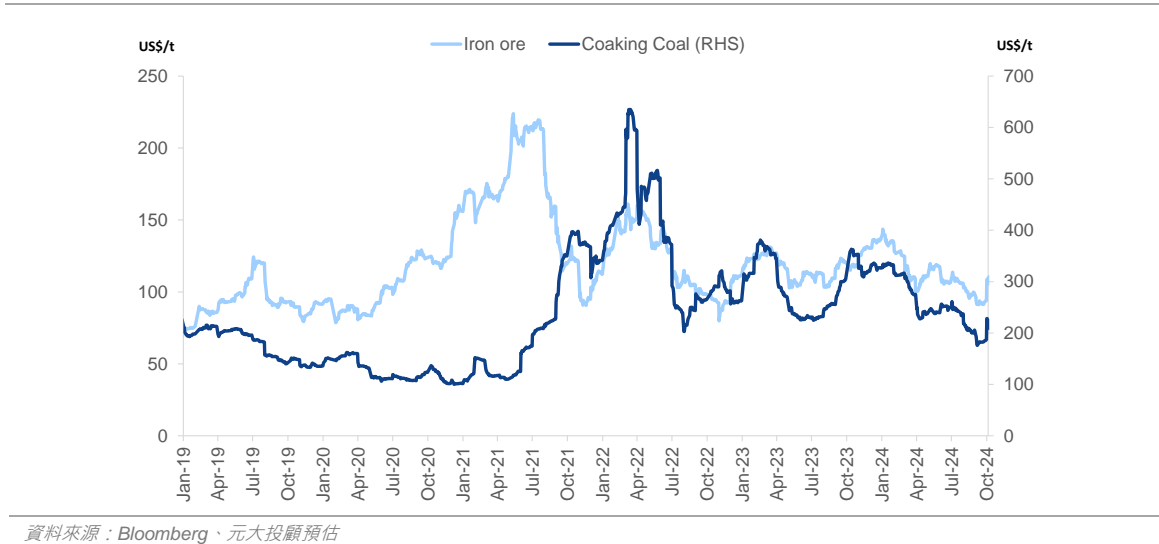


圖 11：煤鐵價格



產業概況

製造業及房市疲軟，WSA 下修 2024 年鋼鐵需求年增率至-0.9%

WSA 最新報告將 2024 年全球鋼鐵需求成長率自 4 月預估之 1.7% 下修至-0.9%，2025 年則維持年增 1.2%。製造業於 2024 年面臨消費力下降、大幅貨幣緊縮和加劇的地緣不確定性，同時融資的困難度及成本高漲、住宅建設持續疲軟，進一步加劇鋼鐵需求的低迷，因此 2024 年全球鋼鐵需求下調至-0.9%，不過預計在 2025 年全球鋼鐵需求將進入廣泛溫和成長階段，後續 2025-26 年需求增長的關鍵因素將視中國房地產行業是否穩定發展、利率調整刺激消費和商業投資的有效性，以及全球主要經濟體對減碳及數位化轉型的基礎建設支出。

中國(50%)：房地產行業持續低迷，預計 2024/25 年需求分別下滑 3%/1%。中國政府對經濟實施更大規模干預及支持的可能性持續提升，有機會提升 2025 年中國鋼鐵需求，WSA 保有上調 2025 年預測值的可能。

印度(8%)：印度已自 2022 年來成為推動全球鋼鐵需求的最強動能，WSA 維持對印度的預測，預計 2024/25 年將成長 8.0%/8.5%，主要來自基礎建設投資的強勁成長。

其他新興經濟體(22%)：在 2022-2023 年需求大幅放緩後，預計鋼鐵需求將於 2024 年反彈。

發達經濟體(20%)：隨美/日/韓/德等主要用鋼國需求大幅下滑，WSA 預測 2024 年發達經濟體鋼鐵需求將下滑 2%，不過對 2025 年抱持樂觀態度、預計鋼鐵需求將年增 1.9%，主要受惠歐盟期待已久的鋼鐵需求回溫及美/日的溫和復甦。

圖 12：WSA 下修全球 2024 年鋼鐵需求年增率至-0.9%

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	138.7	136.6	141.4	-8.7	-1.5	3.5
其他歐洲	44.7	42.5	42.2	14.7	-5.0	-0.7
俄+獨立國協+烏克蘭	60.3	60.5	60.0	11.5	0.3	-0.8
北美+墨西哥	132.5	131.3	133.4	-0.3	-0.9	1.6
中南美洲	45.7	45.6	47.8	1.0	-0.3	4.8
非洲	35.4	37.1	38.9	0.5	4.8	4.8
中東	54.2	56.9	58.7	4.2	4.9	3.3
亞洲和大洋洲	1255.5	1240.5	1249.1	-1.2	-1.2	0.7
世界	1767.0	1750.9	1771.5	-0.8	-0.9	1.2
世界(excl. 中國)	871.3	882.1	911.4	2.0	1.2	3.3
已開發國家	359.4	352.2	359.0	-4.1	-2.0	1.9
中國	895.7	868.8	860.1	-3.3	-3.0	-1.0
印度	132.8	143.4	155.6	14.4	8.0	8.5
開發中國家(excl. 中國&印度)	223.7	238.9	255.0	7.4	6.8	6.8
ASEAN五國	71.0	74.2	76.8	-2.2	4.5	3.5
中東及北非	67.8	71.3	74.1	0.6	5.3	3.8

資料來源：WSA、元大投顧

行業別方面：**1)製造業**持續疲軟，WSA 觀察受經濟不確定性及資金緊縮，導致家戶及企業不願意投資耐久財，過去三年的通膨也使終致中低收入家戶購買力降低、抑制需求，然而由於全球經濟韌性、金融環境放鬆、受壓抑的需求和歐元區/日本等主要經濟體實際收入增加將支撐 2025 年製造業的潛在復甦，WSA 抱持審慎樂觀態度；**2)住宅建設**仍舊疲軟，持續對鋼鐵需求造成壓力，尤其是中/美/歐/日/韓等關鍵地區，2024 年持續受到 2023 年起飆升的借貸成本影響行業發展，後續隨融資放寬，預計 2025 年起在歐/美/韓等國的住宅建設行業將迎來實質性復甦；**3)汽車行業**在 2024 年迎來大幅放緩，主因庫存增加及主要市場純電車銷售減速使產量預測全面下調，我們預計 2025 年全球輕型車輛產量將溫和增長；**4)製造業和基礎建設行業**的強勁投資活動支撐全球 2024 年鋼鐵需求，不過因建築成本攀升、勞動力短缺及債務不斷增加等因素對主要經濟體構成巨大挑戰，短期內可能限制此類投資持續增長。

最後 WSA 提及世界經濟的綠色轉型，需要空前規模和複雜的經濟轉型，是公共基建行業投資強勁的原因之一。WSA 預測至 2030 年末，用以擴大電網的鋼鐵需求可能翻倍至 2000 萬噸/年，全球擴大再生能源發電並將其連接至需求中心需要增加 4000 萬噸鋼鐵需求，將對中/印等主要發展中經濟體和歐美等發達經濟體之鋼鐵需求提供相當顯著的支撐。

獲利調整與股票評價

2025 年需求溫和回升，評價位於歷史下緣具長期吸引力，維持買進

下修 2024 年營收 4%至 3,609 億元、營業利益 68%至 30.5 億元、EPS 56%至 0.22 元，主因中國低價鋼品 2H24 大量出口，下修全年出貨價量；維持 2025 年出貨量年增 4%之假設，但因鋼價於 3Q24 下跌幅度遠大於預期，下修 2025 年營收 5%、營業利益 26%至 17.7 億元、EPS 18%至 0.98 元。

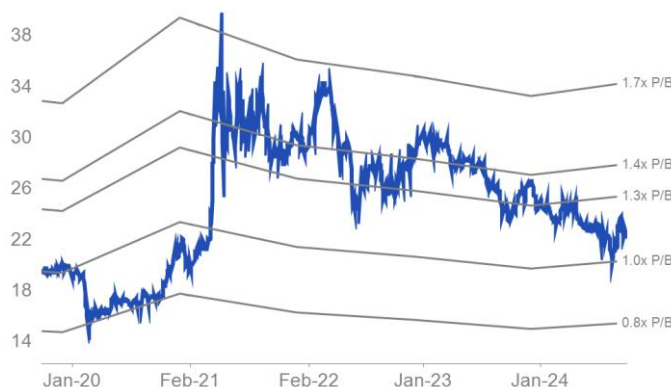
儘管仍須留意中國鋼鐵業產能過剩、房地產需求疲弱等負面因素依舊存在，但我們隨降息循環啟動、中國利多政策持續推出，整體需求將於 2025 年溫和成長 1.2%，同時中國/世界鋼鐵產量持續下滑亦有助供需秩序恢復，帶動中鋼獲利回升，評價給予 1.4 倍 2025 年每股淨值(前次為 1.4 倍 2024 年每股淨值)，維持目標價 28 元。目前中鋼評價位於 1.1 倍 2025 年每股淨值，位於歷史下緣(過去三年本淨比 1.1-1.8 倍)，為長線布局時點，維持買進評等，建議持續關注中國鋼廠限產令及需求刺激政策落實程度、美國降息後需求復甦狀況，以及國際戰爭是否進入尾聲，將進一步推升鋼市向上。

圖 13：2024 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	360,858	375,978	370,462	391,797	-4.0%	-5.4%
營業毛利	16,337	22,589	31,021	37,603	-27.7%	-17.5%
營業利益	3,049	9,523	17,749	24,038	-68.0%	-26.2%
稅前利益	6,159	11,501	20,637	26,704	-46.4%	-22.7%
稅後淨利	3,446	7,856	15,048	18,241	-56.1%	-17.5%
調整後 EPS (元)	0.22	0.51	0.98	1.18	-56.2%	-17.5%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	4.5%	6.0%	8.4%	9.6%	-1.5	-1.2
營業利益率	0.8%	2.5%	4.8%	6.1%	-1.7	-1.4
稅後純益率	1.0%	2.1%	4.1%	4.7%	-1.1	-0.6

資料來源：公司資料、元大投顧預估

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、CMoney

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
中鋼	2002 TT	買進	22.6	11,115	0.11	0.22	0.98	206.8	100.9	23.1	(90.5)	104.9	336.7
國內同業													
中鴻	2014 TT	買進	20.7	924	0.1	(0.1)	1.9	186.6	--	10.7	(116.1)	--	--
國內同業平均					0.1	(0.1)	1.9	186.6	--	10.7	(116.1)	--	--
國際同業													
寶鋼	600019 SS	未評等	6.6	20,334	2.4	2.3	2.6	2.8	2.9	2.5	(2.7)	(4.0)	15.3
鞍鋼	000898 SZ	未評等	2.4	2,879	(0.4)	(0.4)	(0.1)	--	--	--	(3091.4)	--	--
日本製鐵	5401 T	未評等	2988.5	21,206	753.7	505.7	370.5	4.0	5.9	8.1	8.9	(32.9)	(26.7)
浦項鋼鐵	005490 KS	未評等	334500.0	20,328	22381.7	24244.9	30421.1	15.0	13.8	11.0	(46.0)	8.3	25.5
國際同業平均					5784.4	6188.1	7698.5	7.2	7.5	7.2	(782.8)	(9.5)	4.7

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 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
中鋼	2002 TT	買進	22.6	11,115	1.0	1.0	4.4	19.39	19.31	20.06	1.2	1.2	1.1
國內同業													
中鴻	2014 TT	買進	20.7	924	1.0	(1.2)	15.9	11.3	11.3	13.0	1.8	1.8	1.6
國內同業平均					1.0	(1.2)	15.9	11.3	11.3	13.0	1.8	1.8	1.6
國際同業													
寶鋼	600019 SS	未評等	6.6	20,334	6.0	5.3	6.1	39.8	43.2	43.9	0.2	0.2	0.2
鞍鋼	000898 SZ	未評等	2.4	2,879	(5.8)	(6.1)	(2.5)	5.8	5.4	5.3	0.4	0.4	0.5
日本製鐵	5401 T	未評等	2988.5	21,206	18.1	10.9	7.3	4540.5	4880.2	5189.5	0.7	0.6	0.6
浦項鋼鐵	005490 KS	未評等	334500.0	20,328	3.2	3.6	4.4	714131.8	682258.3	701340.7	0.5	0.5	0.5
國際同業平均					5.4	3.4	3.8	179679.5	171796.8	176644.9	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 17：季度及年度簡明損益表 (合併)

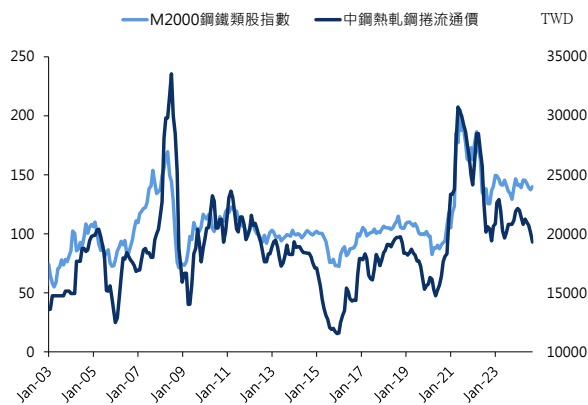
(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024F	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	93,754	94,572	85,616	86,916	88,118	93,930	90,344	98,070	360,858	370,462
銷貨成本	(89,647)	(89,808)	(83,597)	(81,469)	(81,596)	(86,411)	(83,736)	(87,700)	(344,521)	(339,442)
營業毛利	4,107	4,765	2,019	5,447	6,523	7,519	6,609	10,370	16,337	31,021
營業費用	(3,338)	(3,460)	(3,242)	(3,248)	(3,271)	(3,431)	(3,221)	(3,350)	(13,288)	(13,272)
營業利益	769	1,304	(1,223)	2,199	3,252	4,088	3,388	7,020	3,049	17,749
業外利益	710	715	1,366	319	511	706	985	686	3,110	2,888
稅前純益	1,479	2,020	143	2,518	3,763	4,794	4,373	7,706	6,159	20,637
所得稅費用	(347)	(380)	(300)	(453)	(677)	(863)	(787)	(1,387)	(1,480)	(3,715)
少數股東權益	491	316	200	227	491	316	500	567	1,234	1,873
歸屬母公司稅後純益	641	1,324	(357)	1,838	2,595	3,615	3,086	5,752	3,446	15,048
調整後每股盈餘(NT\$)	0.04	0.09	(0.02)	0.12	0.17	0.24	0.21	0.38	0.22	0.98
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%	5.0%	2.4%	6.3%	7.4%	8.0%	7.3%	10.6%	4.5%	8.4%
營業利益率	0.8%	1.4%	-1.4%	2.5%	3.7%	4.4%	3.8%	7.2%	0.8%	4.8%
稅前純益率	1.6%	2.1%	0.2%	2.9%	4.3%	5.1%	4.8%	7.9%	1.7%	5.6%
稅後純益率	0.7%	1.4%	-0.4%	2.1%	2.9%	3.9%	3.4%	5.9%	1.0%	4.1%
有效所得稅率	23.5%	18.8%	209.8%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	24.0%	18.0%
季增率(%)										
營業收入	6.1%	0.9%	-9.5%	1.5%	1.4%	6.6%	-3.8%	8.6%		
營業利益	-71.2%	69.7%	--	--	47.9%	25.7%	-17.1%	107.2%		
稅後純益	-69.8%	106.7%	--	--	41.2%	39.3%	-14.6%	86.4%		
調整後每股盈餘	-69.7%	106.7%	--	--	45.5%	39.3%	-14.6%	86.4%		
年增率(%)										
營業收入	2.6%	-0.8%	-3.0%	-1.7%	-6.0%	-0.7%	5.5%	12.8%	-0.7%	2.7%
營業利益	--	-9.3%	--	-17.6%	323.1%	213.4%	--	219.2%	-15.0%	482.1%
稅後純益	--	33.4%	--	-13.2%	305.1%	173.0%	--	212.9%	32.5%	261.6%
調整後每股盈餘	--	33.4%	--	-13.2%	317.6%	181.4%	--	222.6%	104.9%	336.7%

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

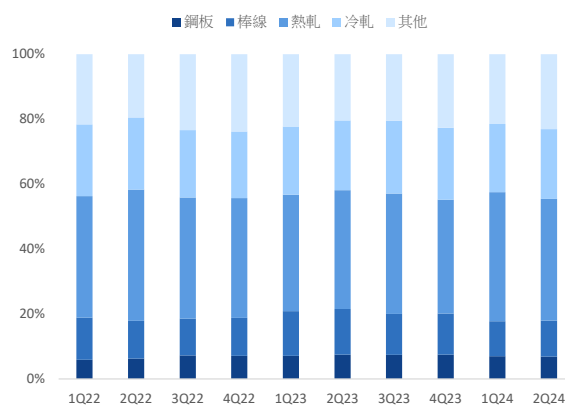
中國鋼鐵股份有限公司成立於 1971 年，總部位於高雄市，為台灣最大一貫作業鋼鐵公司，集團粗鋼年產能近 1,600 萬噸，主要產品為鋼板、棒鋼、線材、熱軋、冷軋、電鍍鋅鋼捲、電磁鋼捲及熱浸鍍鋅鋼捲等鋼品，國內市占率逾 50%，為目前國內最大鋼鐵公司；外銷主要對象為中國大陸(含香港)、日本、東南亞。

圖 18：鋼鐵類股股價領先鋼價



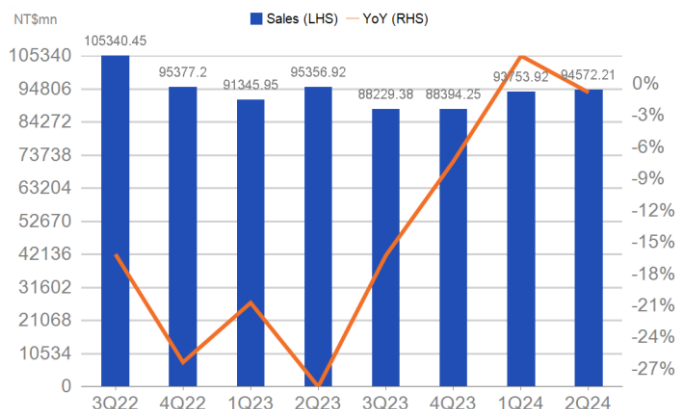
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 19：營收組成



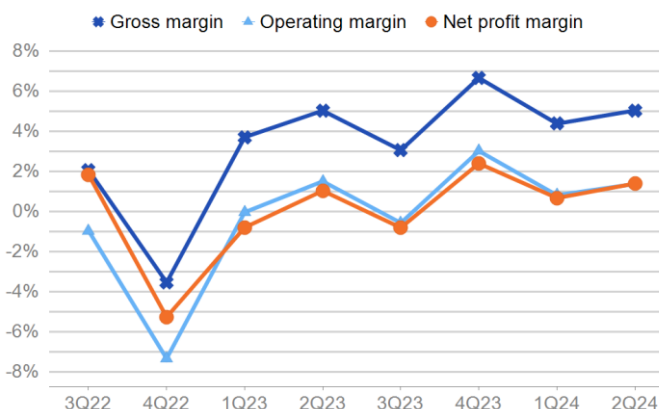
資料來源：公司資料

圖 20：營收趨勢



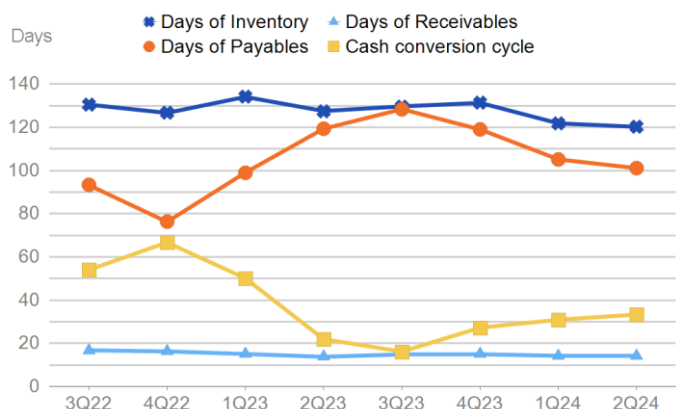
資料來源：CMoney、公司資料

圖 21：毛利率、營益率、淨利率



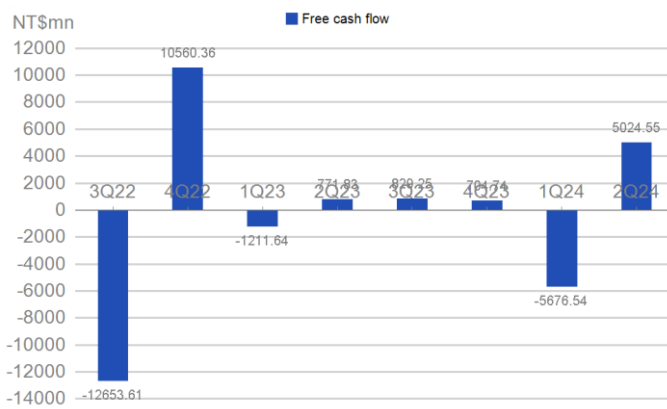
資料來源：CMoney、公司資料

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：** 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 24：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 (2024/10/27)

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

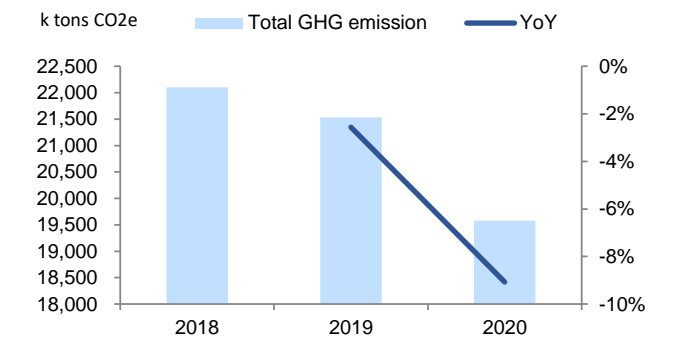
註 3：曝險分數評級：

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

註 4：執行力分數評級：

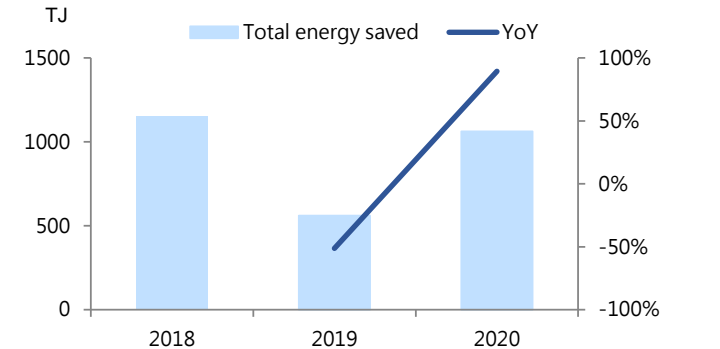
弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

圖 25：溫室氣體總排放量



資料來源：公司資料、Reuters

圖 26：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	118,006	129,907
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	297,916	309,382
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	333,363	345,184

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	4,680	16,922
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)	(5,433)	(2,970)
營運活動之現金流量	71,304	24,343	38,690	29,304	44,932
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)	2,060	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)	(36,243)	(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)	(3,147)
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	1,100
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)	(5,787)	9,831
自由現金流量	50,239	(7,535)	1,094	(5,919)	9,346

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	360,858	370,462
銷貨成本	(373,013)	(417,665)	(346,554)	(344,521)	(339,442)
營業毛利	95,315	31,902	16,773	16,337	31,021
營業費用	(15,557)	(13,637)	(13,187)	(13,288)	(13,272)
推銷費用	(5,102)	(4,535)	(4,325)	(4,177)	(4,177)
研究費用	(2,435)	(2,155)	(2,132)	(2,209)	(2,231)
管理費用	(7,895)	(6,943)	(6,731)	(6,902)	(6,864)
其他費用	(125)	(4)	2	0	0
營業利益	79,757	18,265	3,586	3,049	17,749
利息收入	229	470	906	1,444	480
利息費用	(2,074)	(2,891)	(4,477)	(4,612)	(3,600)
利息收入淨額	(1,846)	(2,422)	(3,571)	(3,168)	(3,120)
投資利益(損失)淨額	1,178	1,579	567	3,602	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	2,677	4,208
稅前純益	84,414	23,259	4,590	6,159	20,637
所得稅費用	(15,508)	(5,264)	(1,059)	(1,480)	(3,715)
少數股權淨利	6,853	211	1,850	1,234	1,873
歸屬母公司之稅後純益	62,053	17,784	1,682	3,446	15,048
稅前息前折舊攤銷前淨利	118,902	60,101	40,492	36,289	51,979
調整後每股盈餘 (NT\$)	4.02	1.15	0.11	0.22	0.98

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)	(0.7)	2.7
營業利益	3373.4	(77.1)	(80.4)	(15.0)	482.1
稅前息前折舊攤銷前淨利	206.9	(49.5)	(32.6)	(10.4)	43.2
稅後純益	2951.9	(73.9)	(80.4)	32.5	261.6
調整後每股盈餘	7946.0	(71.3)	(90.5)	104.9	336.7
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	20.4	7.1	4.6	4.5	8.4
營業利益率	17.0	4.1	1.0	0.8	4.8
稅前息前淨利率	17.6	4.5	0	0.8	4.8
稅前息前折舊攤銷前淨利率	25.4	13.4	11.1	10.1	14.0
稅前純益率	18.0	5.2	1.3	1.7	5.6
稅後純益率	13.3	4.0	0.5	1.0	4.1
資產報酬率	10.4	2.6	0.5	0.7	2.4
股東權益報酬率	19.4	4.8	1.0	1.0	4.4
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	77.8	91.6	98.3	104.3	102.1
淨負債權益比(%)	12.9	27.3	27.5	32.7	29.6
利息保障倍數 (倍)	41.7	9.0	2.0	2.3	6.7
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	19.31	20.06
評價指標 (倍)					
本益比	5.6	19.6	206.8	100.9	23.1
股價自由現金流量比	6.9	--	317.9	--	37.2
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	2.9	5.8	8.6	9.6	6.7
股價營收比	0.7	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	20211108	34.40	50.00	42.86	買進	李侃奇
2	20220208	34.50	48.00	41.14	買進	李侃奇
3	20220527	34.40	38.00	32.57	持有-超越同業	李侃奇
4	20220719	30.25	27.00	23.14	持有-超越同業	李侃奇
5	20221101	27.00	25.50	24.26	持有-超越同業	李侃奇
6	20230502	29.10	28.00	26.64	持有-超越同業	陳映慈
7	20230629	29.70	28.00	26.64	持有-超越同業	陳映慈
8	20230922	26.20	30.00	29.55	買進	陳映慈
9	20231221	26.60	31.00	30.53	買進	陳映慈
10	20240408	24.70	28.50	28.07	買進	陳映慈
11	20240425	24.60	28.50	28.07	買進	陳映慈
12	20240730	22.90	28.00	28.00	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請。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 仁愛路三段 157 號 4 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>.