

東和鋼鐵 (2006 TT) Tung Ho Steel

出貨量持穩，惟電價調漲使長期毛利率承壓

持有-超越同業 (維持評等)

目標價 (12 個月)：NT\$80.0

收盤價 (2024/11/01)：NT\$76.4
隱含漲幅：4.7%

營收組成 (3Q24)

台灣鋼筋廠 46%/台灣型鋼廠 25%/越南鋼筋廠 6%/鋼結構 22%

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)	61.3	61.5
2024年EPS	6.3	6.3

交易資料表

市值	NT\$55,790百萬元
外資持股比率	16.4%
董監持股比率	20.0%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$44.12
負債比	42.9%
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	59,217	60,962	61,269	60,199
營業利益	5,118	5,999	5,905	5,783
稅後純益	3,994	4,729	4,570	4,446
EPS (元)	5.47	6.48	6.26	6.09
EPS YoY (%)	-8.1	18.4	-3.4	-2.7
本益比 (倍)	14.0	11.8	12.2	12.6
股價淨值比 (倍)	1.9	1.8	1.7	1.7
ROE (%)	13.7	15.9	14.4	13.5
現金殖利率 (%)	4.6%	5.5%	5.4%	5.2%
現金股利 (元)	3.50	4.20	4.10	4.00

陳映慈

Lucy.YT.Chen@yuant.com

蔡宗穎

Leo.TY.Tsai@yuant.com

元大觀點

◆ 3Q24 出貨量季減 3%且營收組合轉差，EPS 季減 7%至 1.48 元，符合預期；4Q24 進入旺季，估出貨量季增 10%。

◆ 國內電價再次調漲，推估影響鋼品毛利率約 1 個百分點，鋼筋以長單為主，短期將電價反映至售價不易。

◆ 鋼筋在手訂單能見度高，鋼構接單排程至 1H26，正向看待出貨展望，惟長期毛利率較難擴張，目前評價尚屬合理，維持持有。

氣候不利因素使出貨量低於預期，3Q24 EPS 1.48 元

東鋼 3Q24 營收 148.7 億元(季減 3.7%/年減 3.3%)，鋼筋+型鋼出貨量季減 3%/年減 7%至 48.6 萬噸，低於我們預期之 50 萬噸，主因高溫、雨季和颱風影響施工進度；毛利率季減 0.7 個百分點至 13.6%，以短單為主之型鋼受到低價進口貨影響降價，且高毛利之鋼結構部門營收佔比由 2Q24 24%下滑至 22%；3Q24 營業利益 13.6 億元(季減 11.7%/年減 9.0%)，低於我們預期 6.5%，EPS 1.48 元。

進入年底營建業旺季，估 EPS 1.69 元，為全年獲利高峰

4Q24 進入營建業旺季，預期出貨量季增 10%至 53 萬噸，營收 161.2 億元(季增 8.4%/年減 2.4%)，年減主因建築用鋼受工地缺工影響出貨略為放緩；預期 4Q24 毛利率季增 0.9 個百分點至 14.4%，主因 1)型鋼自 10 月起合計調漲 900 元/噸，結束連續八個月平盤；2)鋼結構事業營收獲利保持穩定；3)中國鋼價止穩，預期東鋼越南廠虧損收斂；預期 4Q24 營業利益 16.0 億元(季增 17.6%/年減 4.7%)，EPS 1.69 元。

出貨展望維持高檔，惟電價調漲將壓抑毛利率表現

受缺工問題影響，估 2024 年鋼筋出貨量年減 5%，不過東鋼構營收佔比自 2023 年 17%提升至 1-3Q24 22%，補足建築用鋼下滑之營收。目前東鋼鋼筋在手訂單約 110 萬噸，鋼構則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，惟長期毛利率難見擴張，主要考量 1)鋼筋出貨價格對比現價高出約 1,000 元，預期後續出貨價格緩步下跌；2)國內電價調漲 12.5%，推估影響鋼品毛利率約 1 個百分點，且續漲可能性大；3)鋼結構部門後續認列案件之毛利率相對下滑。預期 2024/25 年毛利率 14.0%/14.0%、EPS 6.26/6.09 元，獲利維持高檔穩健，但缺乏推升動能，評價給予歷史上緣 1.8 倍 2025 年每股淨值，維持目標價 80 元。

營運分析

氣候不利因素使出貨量低於預期，3Q24 EPS 1.48 元

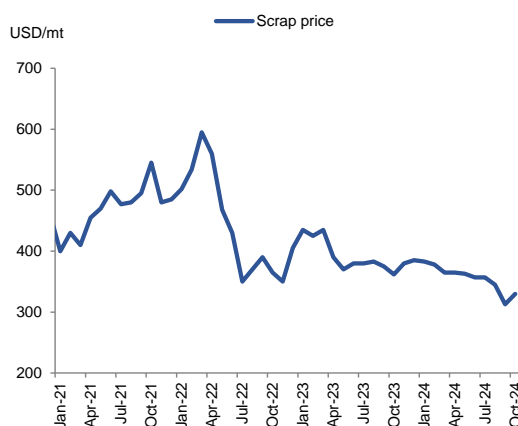
東鋼 3Q24 營收 148.7 億元(季減 3.7%/年減 3.3%)，鋼筋+型鋼出貨量季減 3%/年減 7%至 48.6 萬噸(鋼筋 32.4 萬噸/型鋼 16.2 萬噸)，低於我們預期之 50 萬噸，主因高溫、雨季和颱風影響施工進度；毛利率季減 0.7 個百分點至 13.6%，以短單為主之型鋼受到低價進口貨影響降價，且高毛利之鋼結構部門營收佔比由 2Q24 24%下滑至 22%；3Q24 營業利益 13.6 億元(季減 11.7%/年減 9.0%)，低於我們預期 6.5%；3Q24 稅後淨利 10.8 億元(季減 6.7%/年減 7.1%)、EPS 1.48 元，低於我們預期 2.6%/符合市場預期。

圖 1：2024 年第 3 季財報回顧

(百萬元)	3Q23A	2Q24A	3Q24A	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	15,379	15,435	14,870	-3.7%	-3.3%	15,115	15,114	-1.6%	-1.6%
營業毛利	2,121	2,207	2,016	-8.7%	-5.0%	2,103	2,073	-4.1%	-2.8%
營業利益	1,494	1,540	1,360	-11.7%	-9.0%	1,455	1,422	-6.5%	-4.4%
稅前利益	1,487	1,556	1,319	-15.2%	-11.3%	1,446	1,366	-8.8%	-3.5%
稅後淨利	1,163	1,158	1,080	-6.7%	-7.2%	1,109	1,085	-2.6%	-0.4%
調整後 EPS (元)	1.59	1.59	1.48	-6.7%	-7.1%	1.52	1.49	-2.6%	-0.5%
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%	13.6%	-0.7	-0.2	13.9%	13.7%	-0.4	-0.2
營業利益率	9.7%	10.0%	9.2%	-0.8	-0.6	9.6%	9.4%	-0.5	-0.3
稅後純益率	7.6%	7.5%	7.3%	-0.2	-0.3	7.3%	7.2%	-0.1	0.1

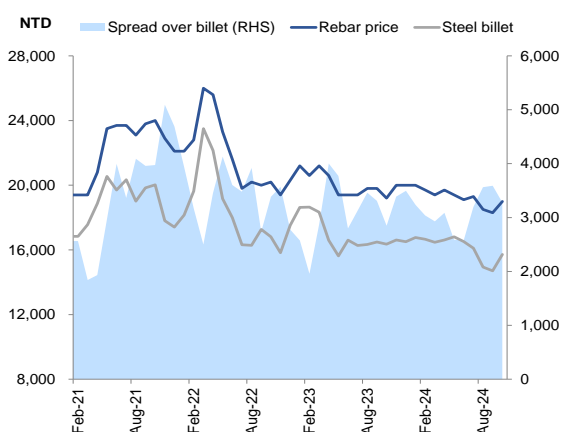
資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

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

進入年底營建業旺季，估 EPS 1.69 元，為全年獲利高峰

4Q24 進入營建業旺季，預期台灣鋼筋+型鋼出貨量季增 10%至 53 萬噸，維持預期營收 161.2 億元(季增 8.4%/年減 2.4%)，年減主因建築用鋼受工地缺工影響出貨略為放緩；預期 4Q24 毛利率季增 0.9 個百分點至 14.4%，主要考量 1)型鋼反映電價調漲及國際鋼價上漲，自 10 月起合計調漲 900 元/噸，結束連續八個月平盤；2)鋼結構事業營收獲利保持穩定；3)中國鋼價止穩，預期東鋼越南廠虧損由 3Q24 0.8 億元收斂至 0.5 億元；預期 4Q24 營業利益 16.0 億元(季增 17.6%/年減 4.7%)、稅後淨利 12.3 億元(季增 14.2%/年減 8.2%)、EPS 1.69 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	16,510	14,870	16,118	8.4%	-2.4%	16,123	16,165	0.0%	-0.3%
營業毛利	2,472	2,016	2,324	15.3%	-6.0%	2,326	2,280	-0.1%	1.9%
營業利益	1,678	1,360	1,599	17.6%	-4.7%	1,600	1,554	-0.1%	2.9%
稅前利益	1,671	1,319	1,609	22.0%	-3.7%	1,597	1,542	0.8%	4.3%
稅後淨利	1,344	1,080	1,234	14.2%	-8.2%	1,225	1,225	0.7%	0.7%
調整後 EPS (元)	1.84	1.48	1.69	14.2%	-8.2%	1.68	1.68	0.6%	0.7%
重要比率 (%)				百分點	百分點				
營業毛利率	15.0%	13.6%	14.4%	0.9	-0.6	14.4%	14.1%	0.0	0.3
營業利益率	10.2%	9.1%	9.9%	0.8	-0.2	9.9%	9.6%	0.0	0.3
稅後純益率	8.1%	7.3%	7.7%	0.4	-0.5	7.6%	7.6%	0.1	0.1

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

出貨展望維持高檔，惟電價調漲將壓抑毛利率表現

受缺工問題影響，估 2024 年鋼筋出貨量年減 5%至 138 萬噸，不過觀察東鋼構營收佔比自 2023 年 17%提升至 1-3Q24 22%，補足建築用鋼下滑之營收。目前東鋼鋼筋在手訂單約 110 萬噸、鋼構則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，惟認為長線毛利率難見擴張，主要考量 1)鋼筋出貨價格對比現貨價格高出約 1,000 元，預期後續出貨價格緩步下跌；2)國內工業電價於 10 月再次調漲，漲幅 12.5%，推估影響鋼品毛利率約 1 個百分點，因東鋼鋼筋以長單為主，短期將電價反映至售價不易，且考量台電累積虧損仍超過 4,000 億元，認為後續電價調漲可能性大，長期將壓抑東鋼毛利率；3)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 14.0%/14.0%、EPS 6.26/6.09 元，獲利維持高檔穩健，但缺乏推升動能。

圖 5：國內核發建照建築物樓地板面積 1-9M24 年增 4.7%

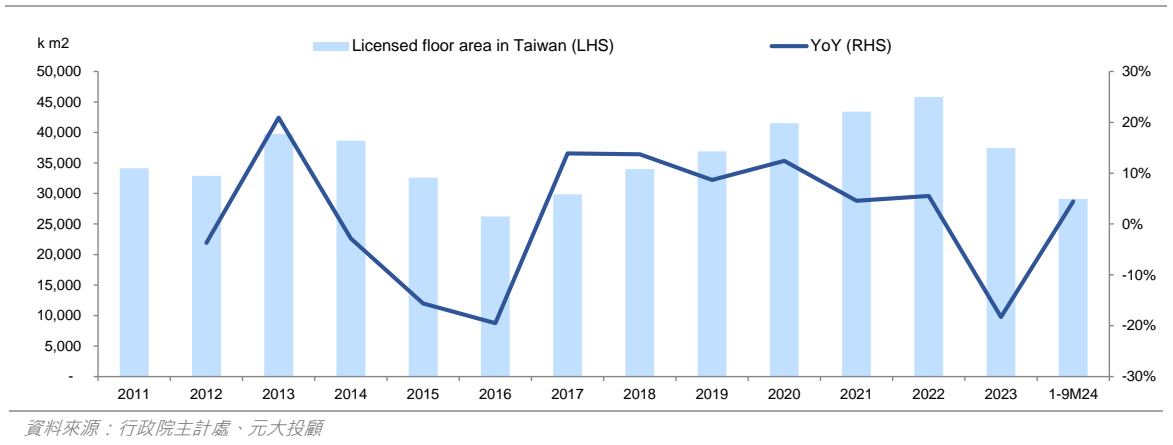
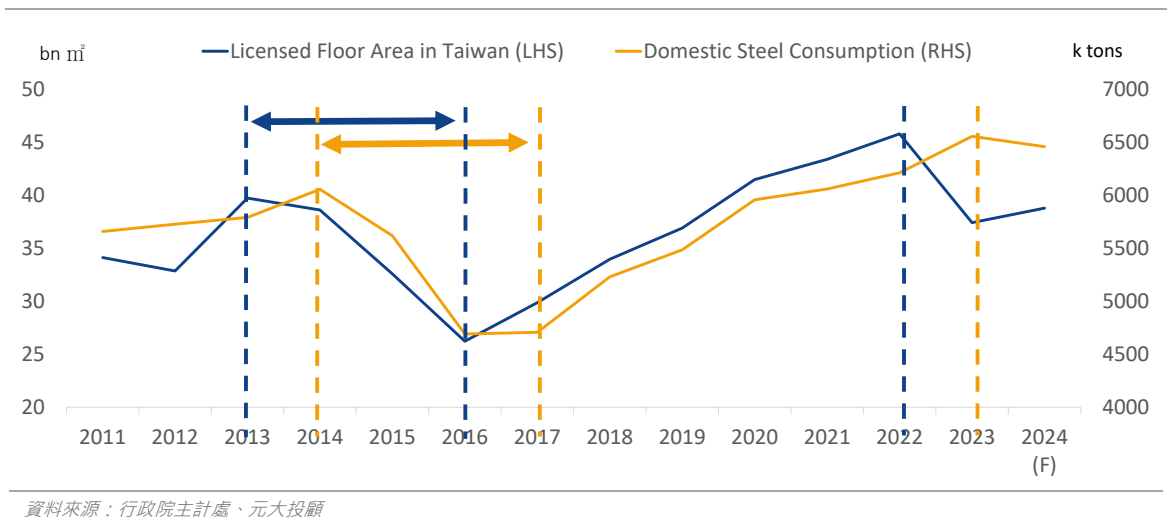


圖 6：核發建照建築物樓地板面積領先鋼筋消費量 1 年



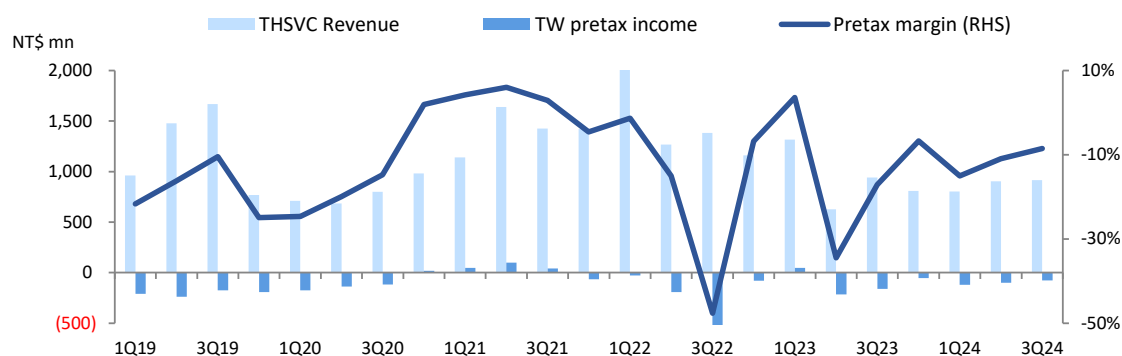
1-3Q24 東鋼越南廠虧損 3 億元，短期獲利難見轉盈

1-3Q24 東鋼越南廠出貨量 15 萬噸，產能利用率僅 33%，佔整體營收約 7%，稅前虧損 2.2 億元，主要受到中國低價鋼品傾銷影響，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，導致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，預期 4Q24 在鋼價止穩下虧損收斂，2024 年虧損 3-3.5 億元(vs 2023 年虧損 3.84 億元)，2025 年虧損收斂但損平目標略為艱辛。

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 7：1-3Q24 東鋼越南廠虧損 3 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	↘	80 萬噸	型鋼
		型鋼胚			鋼板
		扁鋼胚			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

電價接連調漲，推估影響毛利率約 1 個百分點

台電自 10 月起再次調漲電價，產業平均電價調漲 12.5%，生產一噸鋼筋約需 400 度電，此次電價調漲約增加成本 2-300 元，影響毛利率約 1 個百分點；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 月大葉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。

國內核發樓地板面積止穩，但仍需持續觀察政府打房政策影響性

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。1-9M24 國內核發建照樓地板面積年增率 4.4%，較 1-8M24 數字有所回落，主因 9M24 單月樓地板面積月減 34.2%/年減 18.9%，觀察其組成後推測主因住宅類大幅衰退至 2024 年內次低(月減 53%)，加上前次提到於 2024/6 大幅跳升之商店和農業用建築樓地板面積，其 7-9 月平均值已回到過去 18 個月平均水準，我們認為先前一次性因素已經消失，加上央行於 9/20 開始實施第七波信用管制抑制房市，因此維持先前認為我國鋼筋需求自 2016 年以來隨房市走揚、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指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
取消寬限期	<ul style="list-style-type: none"> ■ 名下自然人有房屋者，第 1 戶購屋貸款無寬限期 ■ 自然人購置第 2 戶以上/高價住宅公司貸款/公司法人貸款皆無寬限期、貸款成數再降低一成 	2024 年 9 月 20 日實施
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：元大投顧整理

台電產業電價平均調漲 12.5%，民生用戶維持凍漲

經濟部於 9/30 召開 2024 年第二次經濟部電價費率審議會，決議自 10/16 起，產業平均電價調漲 12.5%，每度電價由 3.81 元提高至 4.29 元、民生用電則凍漲。產業用電部分，1)大多數產業調漲 14%，包括半導體、IDC 等；2) 產業用電上半年較去年同期衰退 5%以上或銷售額減 15%，漲幅減半為 7%，包括自行車、汽車零組件、紡織等；3) 民生內需產業，如超市/量販店/食品等產業，為照顧民生及穩定物價不調漲。

雖工業電價自 2022 年至今已自平均每度 2.58 元三度調漲共 48%至 2024 年上半年平均每度 3.81 元，然 1-8M24 台電每度售電仍平均虧損 0.3 元，合計虧損 400 億元、2022 年至今累積虧損達 4219 億元，且負債比高達 90%，為避免加劇財務危機因此調漲產業平均電價 12.5%。不過觀察台電虧損狀況對比 2023 年虧損 1,985 億有所改善，主因年初電價調漲 8-10%、2024 年燃料成本下滑，且 7 月已出現單月轉盈，本中心推估此次含民生用電後平均電價調漲 7-10%至 3.7-3.8 元，有望超越目前發電成本，若立法院通過 1,000 億元補貼預算，台電 2024 年有望實現全年獲利。

圖 10：2024/9/30 台電電價調整

類別	範圍/條件	漲幅
民生用戶	住宅、小商店等	凍漲
民生產業	食品加工/零售/量販/超市/超商等	凍漲
衰退產業	1H 用電量衰退 5% 且 產值/銷售額衰退 15%	凍漲
	1H 用電量衰退 5% 或 產值/銷售額衰退 15%	7%
一般產業	半導體/電子業/原物料等工業	14%
	百貨公司/旅宿業等產業	

資料來源：台灣電力公司、元大投顧

獲利調整與股票評價

出貨展望維持高檔但毛利率因電價承壓，維持 2024/25 年之獲利預估

受缺工問題影響，估 2024 年鋼筋出貨量年減 5%至 138 萬噸，並預期 2025 年在長單保護下，出貨量年持平；預期 2024/25 年毛利率 14.0%/14.0%，主要受到電價影響使毛利率難以擴張，估 EPS 6.26/6.09 元，大致維持前次之獲利展望。

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 1.7 倍 2025 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，評價給予 1.8 倍 2025 年每股淨值(前次為 2024 年每股淨值)，維持目標價 80 元，認為目前評價尚屬合理。

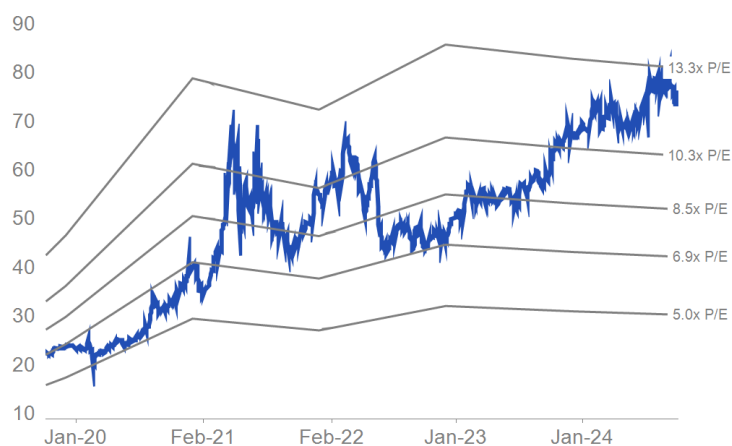
東鋼過去股利發放率多介於 40%-80%，本中心預期 2024 年現金股利為 4.1 元，殖利率 5.4%，使股價具下檔支撐。

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	61,269	61,519	60,199	60,202	-0.4%	0.0%
營業毛利	8,582	8,670	8,410	8,400	-1.0%	0.1%
營業利益	5,905	6,002	5,783	5,773	-1.6%	0.2%
稅前利益	5,889	6,004	5,797	5,771	-1.9%	0.5%
稅後淨利	4,570	4,589	4,446	4,426	-0.4%	0.5%
調整後 EPS (元)	6.26	6.28	6.09	6.06	-0.3%	0.5%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	14.0%	14.1%	14.0%	14.0%	-0.1	0
營業利益率	9.6%	9.8%	9.6%	9.6%	-0.1	0
稅後純益率	7.5%	7.5%	7.4%	7.4%	0	0

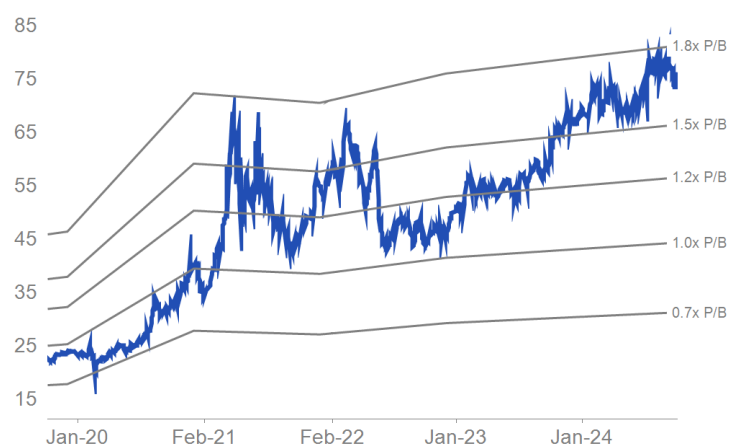
資料來源：公司資料、元大投顧預估

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、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
東和鋼鐵	2006 TT	持有-超越 同業	76.4	1,743	6.48	6.26	6.09	11.8	12.2	12.6	18.4	(3.4)	(2.7)
國際同業													
寶鋼	600019 SS	未評等	6.7	20,147	2.4	2.0	2.3	2.8	3.3	2.9	(2.7)	(14.8)	13.7
鞍鋼	000898 SZ	未評等	2.5	3,030	(0.4)	(0.4)	(0.1)	--	--	--	(3091.4)	--	--
國際同業平均					1.0	0.8	1.1	2.8	3.3	2.9	(1547.0)	(14.8)	13.7
國內同業													
中鋼	2002 TT	買進	22.7	11,243	0.1	0.2	1.0	208.2	103.2	23.2	(90.5)	101.8	345.5
中鴻	2014 TT	買進	20.9	940	0.1	(0.1)	1.9	188.4	--	10.8	(116.1)	--	--
豐興	2015 TT	未評等	85.1	1,551	4.1	5.0	5.0	20.8	17.1	17.0	(22.7)	21.6	0.7
國內同業平均					1.4	1.7	2.6	139.1	60.2	17.0	(76.4)	61.7	173.1

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	76.4	1,743	15.9	14.4	13.5	42.52	44.12	45.70	1.8	1.7	1.7
國際同業													
寶鋼	600019 SS	未評等	6.7	20,147	5.9	4.9	5.6	39.8	41.6	42.9	0.2	0.2	0.2
鞍鋼	000898 SZ	未評等	2.5	3,030	(5.8)	(6.1)	(2.5)	5.8	5.4	5.3	0.4	0.5	0.5
國際同業平均					0.1	(0.6)	1.6	22.8	23.5	24.1	0.3	0.3	0.3
國內同業													
中鋼	2002 TT	買進	22.7	11,243	1.0	1.0	4.4	19.4	19.3	20.1	1.2	1.2	1.1
中鴻	2014 TT	買進	20.9	940	1.0	(1.2)	15.9	11.3	11.3	13.0	1.8	1.8	1.6
豐興	2015 TT	未評等	85.1	1,551	10.9	12.5	12.3	37.7	44.1	44.1	2.3	1.9	1.9
國內同業平均					4.3	4.1	10.9	22.8	24.9	25.7	1.8	1.7	1.6

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)

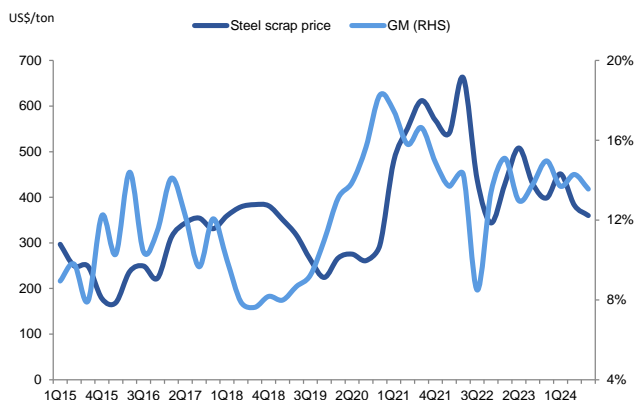
(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024F	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	14,846	15,435	14,870	16,118	14,478	15,232	14,243	16,246	61,269	60,199
銷貨成本	(12,812)	(13,228)	(12,854)	(13,794)	(12,424)	(13,063)	(12,295)	(14,006)	(52,688)	(51,788)
營業毛利	2,034	2,207	2,016	2,324	2,054	2,169	1,947	2,240	8,582	8,410
營業費用	(628)	(667)	(656)	(725)	(617)	(649)	(607)	(755)	(2,676)	(2,628)
營業利益	1,406	1,540	1,360	1,599	1,437	1,520	1,340	1,485	5,905	5,783
業外利益	0	15	(41)	10	4	4	4	3	(16)	14
稅前純益	1,406	1,556	1,319	1,609	1,441	1,524	1,344	1,488	5,889	5,797
所得稅費用	(299)	(387)	(225)	(370)	(331)	(350)	(309)	(342)	(1,281)	(1,333)
少數股東權益	9	12	13	5	4	5	4	5	39	18
歸屬母公司稅後純益	1,098	1,158	1,080	1,234	1,105	1,168	1,031	1,141	4,570	4,446
調整後每股盈餘(NT\$)	1.50	1.59	1.48	1.69	1.51	1.60	1.41	1.56	6.26	6.09
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%	13.6%	14.4%	14.2%	14.2%	13.7%	13.8%	14.0%	14.0%
營業利益率	9.5%	10.0%	9.2%	9.9%	9.9%	10.0%	9.4%	9.1%	9.6%	9.6%
稅前純益率	9.5%	10.1%	8.9%	10.0%	10.0%	10.0%	9.4%	9.2%	9.6%	9.6%
稅後純益率	7.4%	7.5%	7.3%	7.7%	7.6%	7.7%	7.2%	7.0%	7.5%	7.4%
有效所得稅率	21.3%	24.9%	17.1%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	21.8%	23.0%
季增率(%)										
營業收入	-10.1%	4.0%	-3.7%	8.4%	-10.2%	5.2%	-6.5%	14.1%		
營業利益	-16.2%	9.6%	-11.7%	17.6%	-10.1%	5.8%	-11.8%	10.8%		
稅後純益	-18.3%	5.4%	-6.7%	14.3%	-10.5%	5.7%	-11.7%	10.7%		
調整後每股盈餘	-18.3%	5.4%	-6.7%	14.2%	-10.5%	5.7%	-11.8%	10.7%		
年增率(%)										
營業收入	10.7%	-1.5%	-3.3%	-2.4%	-2.5%	-1.3%	-4.2%	0.8%	0.5%	-1.7%
營業利益	-1.6%	10.2%	-9.0%	-4.7%	2.2%	-1.3%	-1.5%	-7.1%	-1.6%	-2.1%
稅後純益	-3.3%	6.5%	-7.2%	-8.2%	0.6%	0.9%	-4.5%	-7.5%	-3.2%	-3.1%
調整後每股盈餘	-3.2%	6.5%	-7.1%	-8.2%	0.6%	0.9%	-4.6%	-7.5%	-3.4%	-2.7%

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

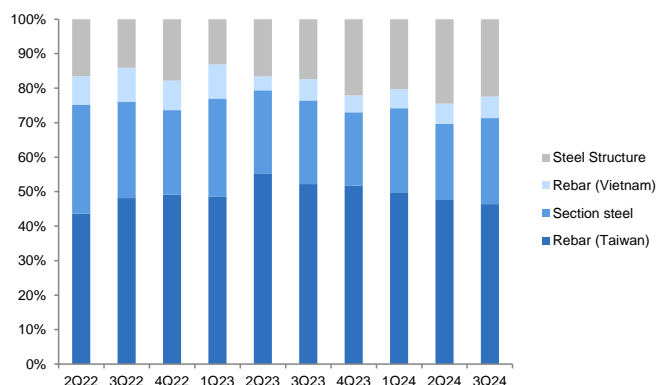
東和鋼鐵成立於 1962 年，是台灣國內主要電弧爐鋼鐵廠之一，於高雄、苗栗、桃園、越南擁有廠址，台灣煉鋼年產能 265 萬噸、軋鋼年產能 300 萬噸，越南則有煉鋼年產能 100 萬噸，軋鋼年產能 60 萬噸，產品以鋼筋、型鋼為主，其鋼筋及型鋼在台灣市佔率分別約達 18%/55%，內外銷比約為 8：2。東鋼亦垂直整合，從事鋼結構業務。

圖 17：廢鋼價格與東鋼毛利率趨勢



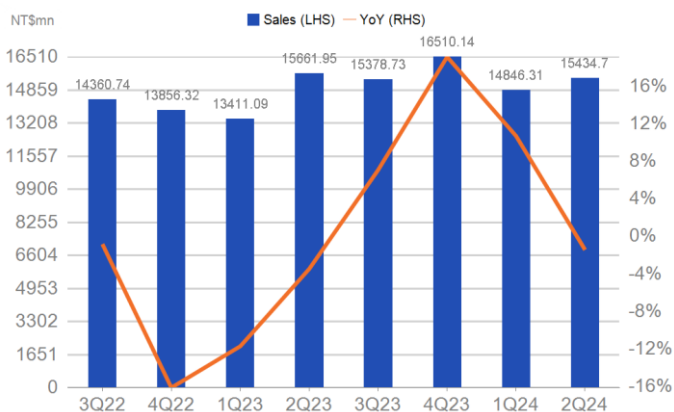
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 18：營收組成



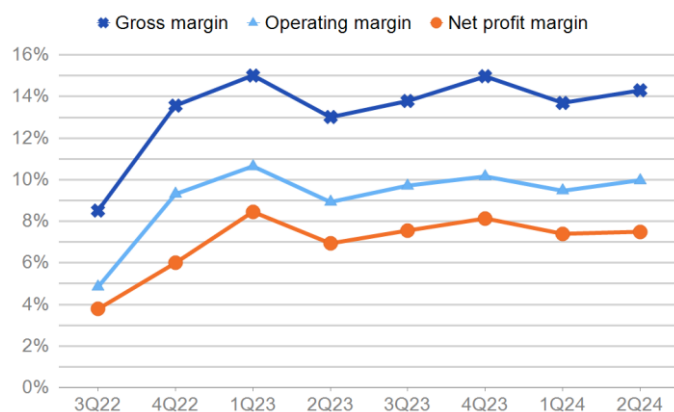
資料來源：公司資料

圖 19：營收趨勢



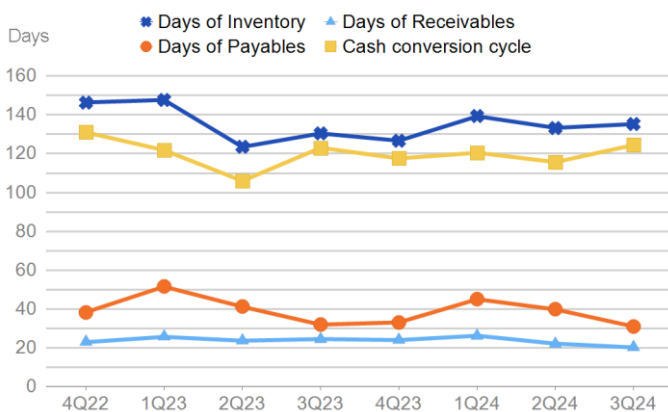
資料來源：CMoney、公司資料

圖 20：毛利率、營益率、淨利率



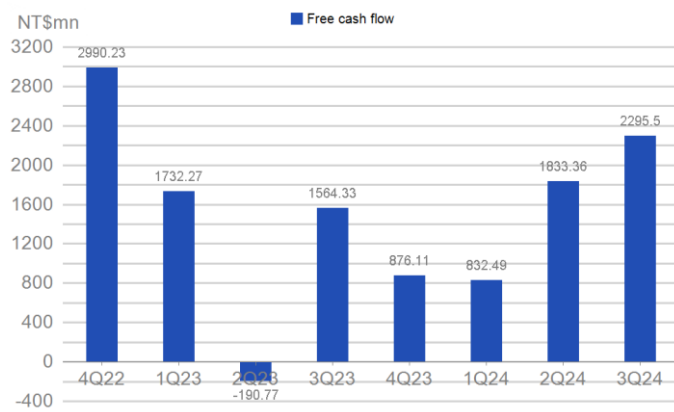
資料來源：CMoney、公司資料

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，但在鋼鐵行業中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 (2024/11/4)

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

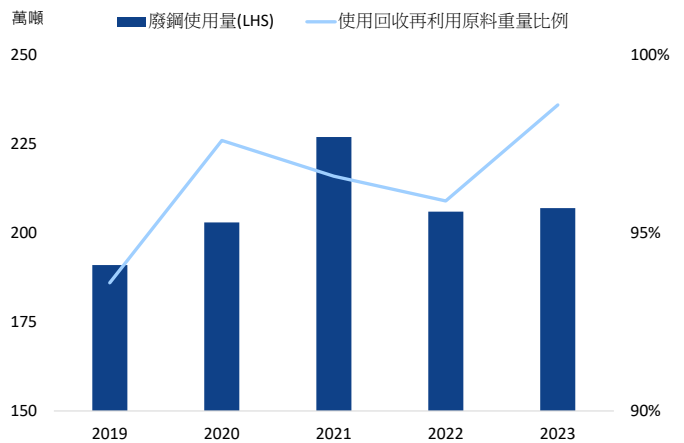
註 3：曝險分數評級：

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

註 4：執行力分數評級：

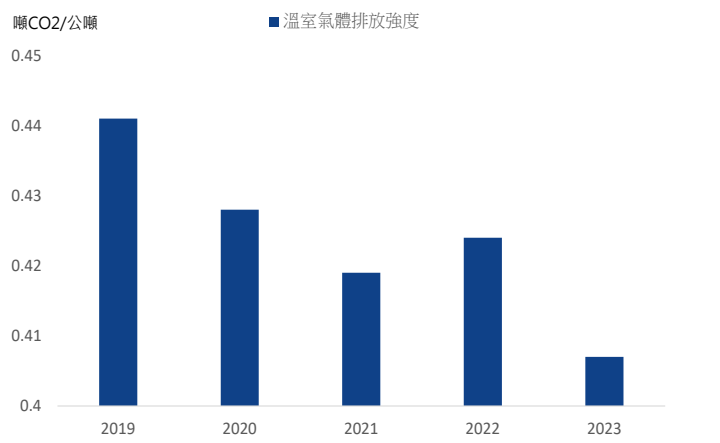
弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

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	3,553	4,765
存貨	20,495	18,821	19,894	19,080	18,945
應收帳款及票據	4,244	3,589	4,403	4,662	4,904
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	33,240	34,279
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	56,946	57,650
應付帳款及票據	3,173	2,206	3,003	2,771	2,621
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	22,220	21,411
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	24,575	24,107
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	17,776	19,210
什項權益	(158)	(312)	(305)	(598)	(878)
歸屬母公司之權益	29,542	28,806	31,048	32,220	33,374
非控制權益	190	109	113	151	169
股東權益總額	29,733	28,915	31,161	32,371	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	4,608	4,463
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)	322	(257)
其他營業資產及負債變動	113	(141)	(649)	(539)	(518)
營運活動之現金流量	(1,052)	6,865	4,622	6,070	5,397
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)	1,820	1,212
自由現金流量	(1,496)	3,785	3,982	5,852	5,028

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	61,269	60,199
銷貨成本	(49,321)	(51,767)	(52,316)	(52,688)	(51,788)
營業毛利	9,474	7,450	8,646	8,582	8,410
營業費用	(2,414)	(2,332)	(2,647)	(2,676)	(2,628)
推銷費用	(953)	(930)	(1,126)	(1,144)	(1,114)
研究費用	0	0	0	0	0
管理費用	(1,454)	(1,400)	(1,531)	(1,534)	(1,514)
其他費用	(7)	(2)	10	2	0
營業利益	7,060	5,118	5,999	5,905	5,783
利息收入	15	17	37	31	33
利息費用	(151)	(300)	(437)	(354)	(328)
利息收入淨額	(136)	(283)	(400)	(323)	(295)
投資利益(損失)淨額	200	112	129	42	0
匯兌損益	68	(23)	(1)	0	0
其他業外收入(支出)淨額	159	313	274	265	309
稅前純益	7,351	5,237	6,002	5,889	5,797
所得稅費用	(1,429)	(1,293)	(1,293)	(1,281)	(1,333)
少數股權淨利	15	17	30	39	18
歸屬母公司之稅後純益	5,906	3,994	4,729	4,570	4,446
稅前息前折舊攤銷前淨利	9,131	7,211	8,091	7,583	7,492
調整後每股盈餘 (NT\$)	5.95	5.47	6.48	6.26	6.09

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	0.5	(1.7)
營業利益	59.7	(27.5)	17.2	(1.6)	(2.1)
稅前息前折舊攤銷前淨利	44.5	(21.0)	12.2	(6.3)	(1.2)
稅後純益	66.5	(32.3)	18.7	(3.2)	(3.1)
調整後每股盈餘	69.2	(8.1)	18.4	(3.4)	(2.7)
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	16.1	12.6	14.2	14.0	14.0
營業利益率	12.0	8.6	9.8	9.6	9.6
稅前息前淨利率	12.2	8.5	9.2	9.6	9.6
稅前息前折舊攤銷前淨利率	15.5	12.2	13.3	12.4	12.4
稅前純益率	12.5	8.8	9.9	9.6	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	8.1	7.8
股東權益報酬率	20.6	13.7	15.9	14.4	13.5
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	86.3	89.4	80.9	35.0	29.3
淨負債權益比(%)	45.8	49.8	43.6	35.0	29.3
利息保障倍數 (倍)	49.6	18.4	14.7	17.7	18.7
流動比率 (%)	136.5	131.2	139.4	149.6	160.1
速動比率 (%)	45.9	46.8	52.1	63.7	71.6
淨負債 (NT\$百萬元)	13,613	14,394	13,573	11,343	9,813
調整後每股淨值 (NT\$)	40.46	39.45	42.52	44.12	45.70
評價指標 (倍)					
本益比	12.8	14.0	11.8	12.2	12.6
股價自由現金流量比	--	14.7	14.0	9.5	11.1
股價淨值比	1.9	1.9	1.8	1.7	1.7
股價稅前息前折舊攤銷前淨	6.1	7.7	6.9	7.4	7.4
股價營收比	1.0	0.9	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。

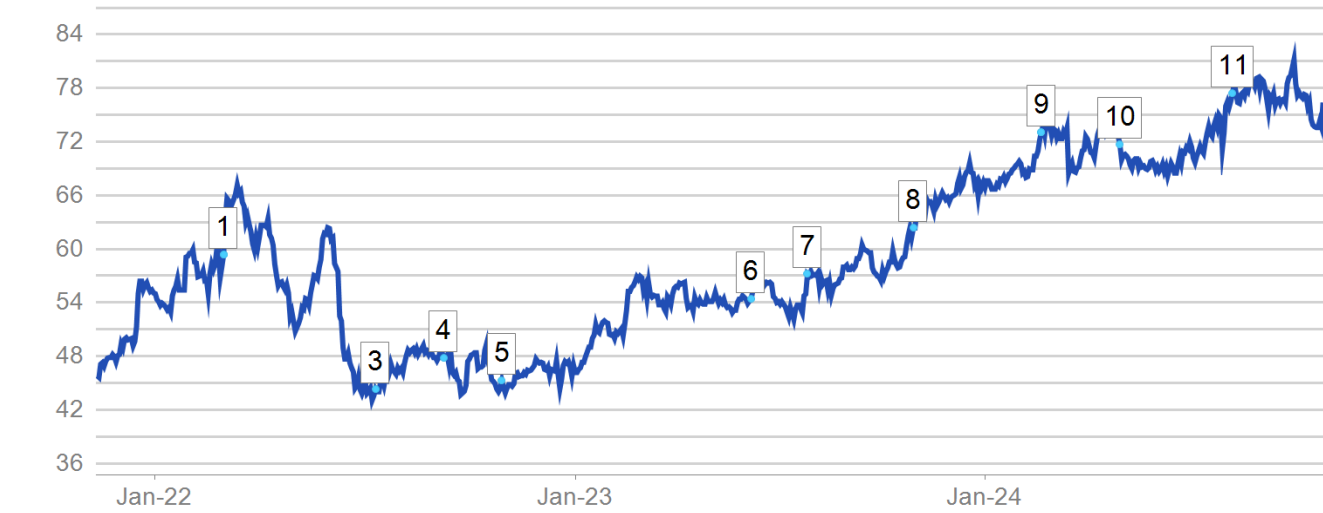
附錄：重要揭露事項

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	20220310	70.70	85.00	69.78	買進	李侃奇
2	20220508	61.80	80.00	71.30	買進	李侃奇
3	20220719	49.75	50.00	44.57	持有-超越同業	李侃奇
4	20220914	54.30	56.00	49.91	持有-超越同業	李侃奇
5	20221102	50.80	51.00	45.46	持有-超越同業	李侃奇
6	20230615	57.50	61.00	57.70	持有-超越同業	陳映慈
7	20230804	58.10	65.00	61.49	持有-超越同業	陳映慈
8	20231103	64.80	70.00	66.22	持有-超越同業	陳映慈
9	20240229	76.30	85.00	80.41	持有-超越同業	陳映慈
10	20240508	72.60	80.00	80.00	持有-超越同業	陳映慈
11	20240813	77.40	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 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>.