

中鴻 (2014 TT) Chung Hung Steel

谷底已過

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月) : NT\$25.0

收盤價 (2024/11/08) : NT\$20.9
隱含漲幅 : 19.6%

營收組成 (3Q24)

熱軋 79%/冷軋 17%/鋼管 5%。

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	買進
目標價 (NT\$)	25.0	25.0
2024年營收 (NT\$/十億)	30.8	34.1
2024年EPS	-0.5	-0.1

交易資料表

市值	NT\$29,930百萬元
外資持股比率	4.3%
董監持股比率	40.6%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$11.09
負債比	54.2%
ESG評級 (Sustainalytics)	中 (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	44,503	37,764	30,814	33,157
營業利益	-1,761	-29	-1,042	1,451
稅後純益	-990	159	-741	1,268
EPS (元)	-0.69	0.11	-0.52	0.88
EPS YoY (%)	--	--	--	--
本益比 (倍)	--	187.9	--	23.6
股價淨值比 (倍)	1.8	1.8	1.9	1.8
ROE (%)	-5.0	1.0	-4.6	7.8
現金殖利率 (%)	1.7%	0.5%	0.5%	2.4%
現金股利 (元)	0.35	0.10	0.10	0.50

陳映慈

Lucy.YT.Chen@yuanta.com

蔡宗穎

Leo.TY.Tsai@yuanta.com

元大觀點

- 受中國傾銷影響，3Q24 鋼品維持負毛利，且認列存貨跌價損失近 4 億元，EPS 虧損擴大至 -0.42 元。
- 10 月出貨量月增 5%，後續有望逐月增加；隨盤價上漲及認列存貨回沖利益，4Q24 毛利率有望轉正。
- 獲利谷底已過，2025 年價量有望溫和向上，評價給予 2.2 倍 2025 年每股淨值，維持目標價 25 元。

認列存貨跌價損失，3Q24 EPS -0.42 元

中鴻 3Q24 營收 67.1 億元 (季減 17.8%/年減 28.7%)，7-9 月出貨量逐月降低，合計季減 14%至 33.8 萬噸；7-9 月內銷盤價下跌 600 元/噸，外銷價格同步下滑，整體出貨價格下跌中個位數；毛利率季減 8.1 個百分點至-10.7%，成本價格下跌幅度不及成品跌價，鋼品利差維持負值，且認列存貨跌價損失約 3.8 億元 (vs 2Q24 跌價損失 1.3 億元)；3Q24 營業損失 8.34 億元 (季/年虧損擴大)、EPS -0.42 元 (季/年虧損擴大)，低於我們預期之-0.19 元。

4Q24 出貨量逐月增加，毛利率有望轉正

中鴻 10 月出貨量月增 5%、營收月增 4.6%至 20.5 億元；隨中國振興政策推出，中鴻 11 月盤價上調 700-1,200 元，且管理層表示接單狀況轉好，出貨量有望逐月增加，預期 4Q24 出貨量季持平於 33.5 萬噸、營收 68.0 億元 (季增 1.4%/年減 25.3%)。預估毛利率轉正至 2.6%，扁鋼胚成本於 4Q 略微下滑，且考量近期鋼價上漲，有望回沖部分存貨評價損失；下修營業利益 77%至 0.73 億元，估 EPS 至 0.05 元 (季轉盈/年減 15%)，遠不如我們前次預期旺季鋼價將強漲，並帶動獲利大幅改善之預期。

需求及價格谷底皆已過，估 2025 年獲利轉盈，維持買進

下修 2024 EPS 至虧損-0.52 元，主因鋼價於 3Q24 下跌幅度遠大於預期，並認列存貨跌價損失；鋼價並未於旺季大幅上漲，成本售價同步提升，下修 2025 年 EPS 54%至 0.88 元。儘管短期中鴻獲利改善幅度有限，但隨美國降息循環啟動、中國利多政策持續推出，整體需求將於 2025 年溫和成長 1.2%，同時世界鋼鐵產量持續下滑亦有助供需秩序恢復，預期獲利谷底為 3Q24，若後續中國祭出更強勁的刺激經濟政策，獲利將隨鋼價上揚具上修空間，評價給予 2.2 倍 2025 年每股淨值 (前次為 2.3 倍 2024 年每股淨值)，推得目標價 25 元，維持買進評等。

營運分析

認列存貨跌價損失，3Q24 EPS -0.42 元

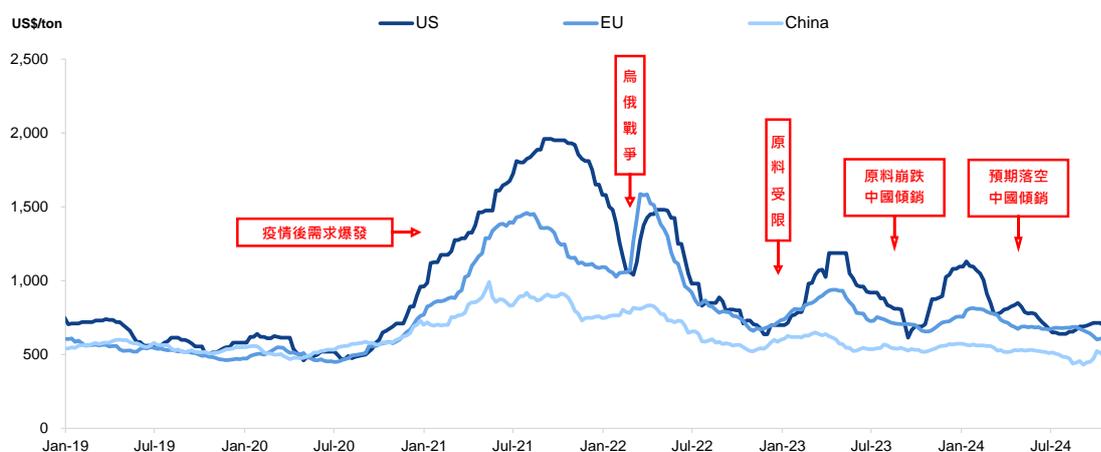
中鴻 3Q24 營收 67.1 億元 (季減 17.8%/年減 28.7%)，中國鋼廠為去化過剩產能大幅調降鋼價並出口至亞洲地區，合計出貨量季減 14%至 33.8 萬噸 (7-9 月分別為 12.8/11/10 萬噸)，低於本中心預期之 36 萬噸；出貨價格部分，7-9 月內銷盤價下跌 600 元/噸，外銷價格同步下滑，整體出貨價格下跌中個位數；毛利率-10.7% (季減 8.1 百分點/年減 8.8 百分點)，低於預期 6.7 百分點，成本價格下跌幅度不及成品跌價，鋼品利差維持負值，且認列存貨跌價損失約 3.8 億元 (vs 2Q24 跌價損失 1.3 億元)；3Q24 營業損失 8.34 億元 (季/年虧損擴大)、EPS -0.42 元 (季/年虧損擴大)，低於我們預期之-0.19 元。

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	9,400	8,160	6,705	-17.8%	-28.7%	7,425	7,425	-9.7%	-9.7%	
營業毛利	-181	-212	-718	--	--	-294	-294	-	-	
營業利益	-304	-332	-834	--	--	-409	-409	-	-	
稅前利益	-165	-319	-797	--	--	-333	-333	-	-	
稅後淨利	-110	-267	-609	--	--	-273	-273	-	-	
調整後 EPS (元)	-0.08	-0.19	-0.42	--	--	-0.19	-0.19	-	-	
重要比率 (%)			百分點		百分點		百分點		百分點	
營業毛利率	-1.9%	-2.6%	-10.7%	-8.1	-8.8	-4.0%	-4.0%	-6.7	-6.7	
營業利益率	-3.2%	-4.1%	-12.4%	-8.4	-9.2	-5.5%	-5.5%	-6.9	-6.9	
稅後純益率	-1.2%	-3.3%	-9.1%	-5.8	-7.9	-3.7%	-3.7%	-5.4	-5.4	

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

圖 2：3Q24 中/美/歐鋼價分別-11%/+2%/+1%



資料來源：Bloomberg、Wind、元大投顧預估

4Q24 出貨量逐月增加，毛利率有望轉正

中鴻 10 月營收月增 4.6% 至 20.5 億元，出貨量月增 5% 至 10.5 萬噸；隨中國振興政策推出，市場氛圍轉熱，中鴻 11 月盤價上調 700-1,200 元，且管理層表示接單狀況轉好，出貨量有望逐月增加，預期 4Q24 出貨量季持平於 33.5 萬噸、營收 68.0 億元(季增 1.4%/年減 25.3%)，下修 27% 主因 9-10 月價量下滑幅度遠大於預期。預估毛利率轉正至 2.6%，下修 2.1 個百分點，扁鋼胚成本於 4Q 略微下滑，且考量近期鋼價上漲，有望回沖部分存貨評價損失；下修營業利益 77% 至 0.73 億元、稅後淨利 72% 至 0.75 億元，估 EPS 至 0.05 元(季轉盈/年減 15%)，遠不如我們前次預其旺季鋼價將強漲，並帶動獲利大幅改善之預期。

圖 3：2024 年第 4 季財測與預估比較

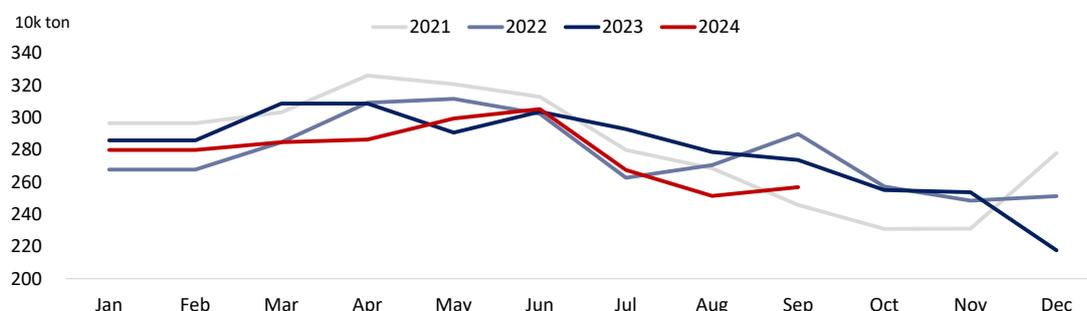
(百萬元)	4Q23A	3Q24A	4Q24F	季增率	年增率	4Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	9,105	6,705	6,801	1.4%	-25.3%	9,371	8,121	-27.4%	-12.3%
營業毛利	185	-718	178	--	-3.9%	443	-179	-59.8%	-
營業利益	56	-834	73	--	30.7%	313	-215	-76.7%	-
稅前利益	91	-797	91	--	0.1%	331	-176	-72.5%	-
稅後淨利	88	-609	75	--	-14.8%	271	-148	-72.3%	-
調整後 EPS (元)	0.06	-0.42	0.05	--	-14.8%	0.19	-0.10	-72.3%	-
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	2.0%	-10.7%	2.6%	13.3	0.6	4.7%	-2.2%	-2.1	4.8
營業利益率	0.6%	-12.4%	1.1%	13.5	0.5	3.3%	-2.6%	-2.3	3.7
稅後純益率	1.0%	-9.1%	1.1%	10.2	0.1	2.9%	-1.8%	-1.8	2.9

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

鋼市於 2025 年走出谷底，估 2025 年 EPS 由虧轉盈至 0.88 元

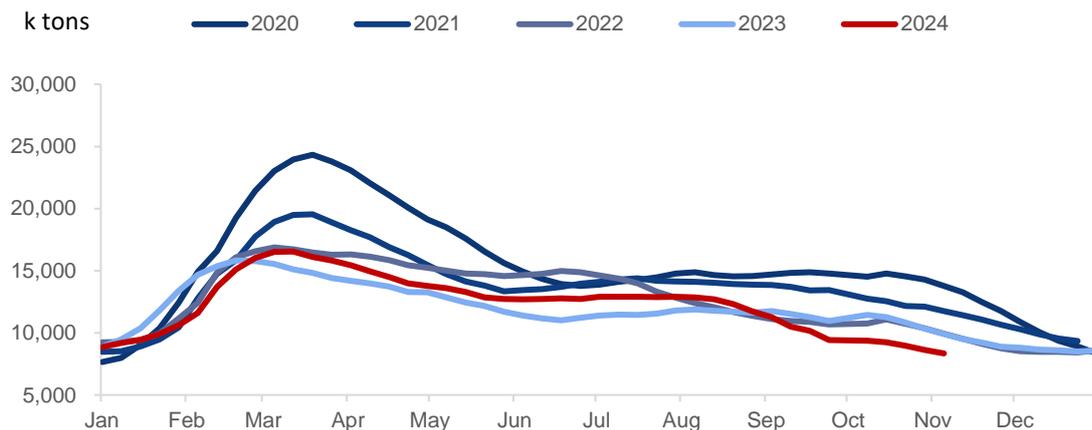
儘管中國低價鋼品大量出口，導致鋼廠 2H24 獲利不佳，不過觀察美/中鋼價已有築底跡象，我們認為隨美國降息循環啟動及中國利多政策持續推出，將緩解過去高利率對於耐久財消費的壓抑，WSA 於 10 月報告預期 2025 年全球鋼鐵需求將溫和成長 1.2%，中國/世界鋼鐵產量持續下滑亦有助供需秩序恢復，鋼市下行趨勢已告終，預估中鴻 2024/25 年出貨量 150 萬噸/155 萬噸、2024/25 年 EPS -0.52/0.88 元。

圖 4：中國粗鋼日均產量



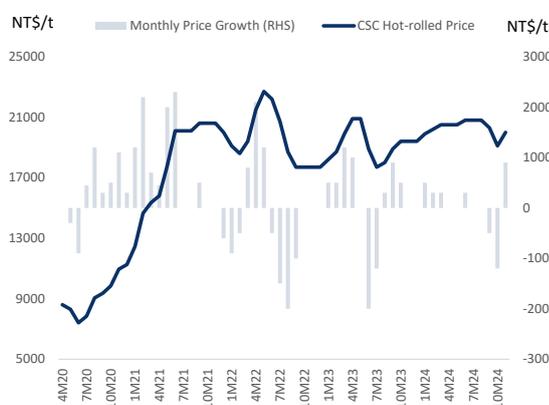
資料來源：中鋼協、元大投顧預估

圖 5：中國鋼鐵社會庫存自 8 月中高點去化 33%



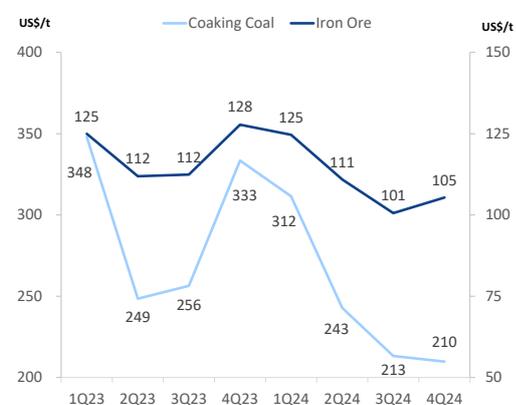
資料來源：Wind、元大投顧預估

圖 6：中鋼 3Q24 熱軋盤價下跌 300 元/噸



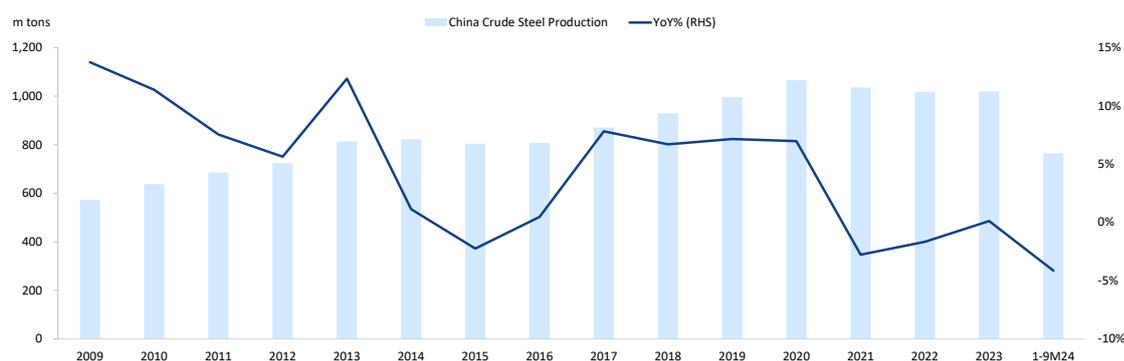
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 7：煤鐵價格 2Q24 均價季減 22%/11%



資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 8：1-9M24 中國累積粗鋼產量年減 3.6%



資料來源：Bloomberg、元大投顧

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 9：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

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地，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。

圖 10：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， 首期規模 3,000 億元，有後續追加可能	保障性住房再貸款央行資金支持比例由 60% 提升至 100%
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

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 3.6%，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/+1.2%，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。

獲利調整與股票評價

下修 2024 年 EPS 至-0.52 元，但需求及價格谷底皆已過，維持買進

下修 2024 EPS 至虧損-0.52 元，主因鋼價於 3Q24 下跌幅度遠大於預期，並認列存貨跌價損失；鋼價並未於旺季大幅上漲，成本售價同步提升，下修 2025 年 EPS 54%至 0.88 元。

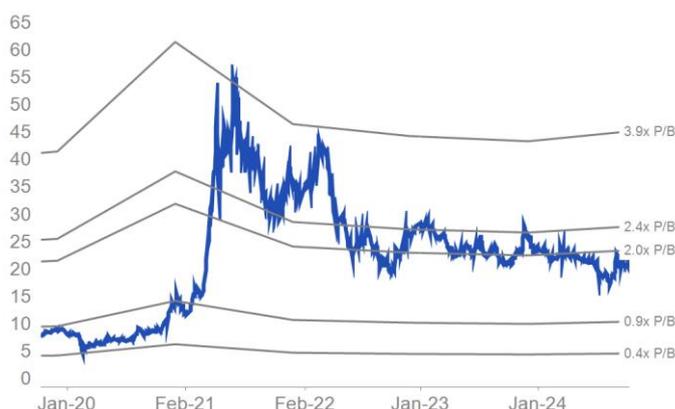
儘管短期中鴻獲利改善幅度有限，但隨美國降息循環啟動、中國利多政策持續推出，整體需求將於 2025 年溫和成長 1.2%，同時世界鋼鐵產量持續下滑亦有助供需秩序恢復，獲利谷底為 3Q24，若後續中國祭出更強勁的刺激經濟政策，獲利將隨鋼價上揚具上修空間，評價給予 2.2 倍 2025 年每股淨值 (前次為 2.3 倍 2024 年每股淨值)，推得目標價 25 元，維持買進評等。

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	30,814	34,104	33,157	42,165	-9.6%	-21.4%
營業毛利	-569	119	2,033	3,809	-	-46.6%
營業利益	-1,042	-377	1,451	3,241	-	-55.2%
稅前利益	-965	-240	1,546	3,371	-	-54.1%
稅後淨利	-741	-188	1,268	2,764	-	-54.1%
調整後 EPS (元)	-0.52	-0.13	0.88	1.93	-	-54.2%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	-1.9%	0.4%	6.1%	9.0%	-2.2	-2.9
營業利益率	-3.4%	-1.1%	4.4%	7.7%	-2.3	-3.3
稅後純益率	-2.4%	-0.6%	3.8%	6.6%	-1.9	-2.7

資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 12：12 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 13：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
中鴻	2014 TT	買進	20.9	935	0.11	(0.52)	0.88	187.9	--	23.6	--	--	--
國際同業													
寶鋼	600019 SS	未評等	6.4	21,295	2.4	2.6	3.0	2.7	2.5	2.1	(2.7)	9.5	17.1
鞍鋼	000898 SZ	未評等	2.1	2,920	(0.4)	0	0.1	--	--	20.4	(2171.6)	--	--
日本製鐵	5401 T	未評等	3145.0	21,372	753.7	487.1	503.2	4.2	6.5	6.3	8.9	(35.4)	3.3
浦項鋼鐵	005490 KS	未評等	326000.0	24,501	22381.7	30801.4	37657.1	14.6	10.6	8.7	(46.0)	37.6	22.3
國際同業平均					5784.4	7822.8	9540.9	7.2	6.5	9.4	(552.9)	3.9	14.2
國內同業													
中鋼	2002 TT	買進	22.3	12,189	0.1	0.5	1.2	204.5	43.7	18.9	(90.5)	367.8	131.4
國內同業平均					0.1	0.5	1.2	204.5	43.7	18.9	(90.5)	367.8	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 14：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
中鴻	2014 TT	買進	20.9	935	1.0	(4.6)	7.8	11.33	11.09	11.63	1.8	1.9	1.8
國際同業													
寶鋼	600019 SS	未評等	6.4	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	0.4	0.3
日本製鐵	5401 T	未評等	3145.0	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	326000.0	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	179679.5	171569.3	178741.5	0.4	0.4	0.4
國內同業													
中鋼	2002 TT	買進	22.3	12,189	1.0	2.3	5.3	19.4	19.6	20.4	1.2	1.1	1.1
國內同業平均					1.0	2.3	5.3	19.4	19.6	20.4	1.2	1.1	1.1

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 15：季度及年度簡明損益表 (合併)

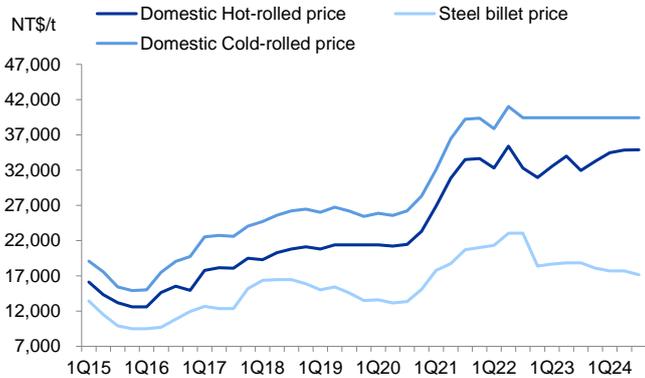
(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024A	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	9,148	8,160	6,705	6,801	7,280	8,511	8,381	8,986	30,814	33,157
銷貨成本	(8,965)	(8,373)	(7,423)	(6,622)	(6,981)	(7,984)	(7,884)	(8,275)	(31,383)	(31,125)
營業毛利	183	(212)	(718)	178	299	526	496	712	(569)	2,033
營業費用	(132)	(120)	(116)	(105)	(128)	(149)	(147)	(157)	(473)	(582)
營業利益	51	(332)	(834)	73	171	377	349	554	(1,042)	1,451
業外利益	9	13	37	18	18	18	41	18	77	95
稅前純益	60	(319)	(797)	91	189	395	390	572	(965)	1,546
所得稅費用	0	52	188	(16)	(34)	(71)	(70)	(103)	223	(278)
少數股東權益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
歸屬母公司稅後純益	60	(267)	(609)	75	155	324	320	469	(741)	1,268
調整後每股盈餘(NT\$)	0.04	(0.19)	(0.42)	0.05	0.11	0.23	0.22	0.33	(0.52)	0.88
調整後加權平均股數(百萬股)	1,436	1,436	1,436	1,436	1,436	1,436	1,436	1,436	1,436	1,436
重要比率										
營業毛利率	2.0%	-2.6%	-10.7%	2.6%	4.1%	6.2%	5.9%	7.9%	-1.9%	6.1%
營業利益率	0.6%	-4.1%	-12.4%	1.1%	2.4%	4.4%	4.2%	6.2%	-3.4%	4.4%
稅前純益率	0.7%	-3.9%	-11.9%	1.3%	2.6%	4.6%	4.7%	6.4%	-3.1%	4.7%
稅後純益率	0.7%	-3.3%	-9.1%	1.1%	2.1%	3.8%	3.8%	5.2%	-2.4%	3.8%
有效所得稅率	0.6%	--	--	17.6%	18.0%	18.0%	17.9%	18.0%	23.1%	18.0%
季增率(%)										
營業收入	0.5%	-10.8%	-17.8%	1.4%	7.0%	16.9%	-1.5%	7.2%		
營業利益	-8.0%	--	--	--	134.2%	120.5%	-7.4%	58.7%		
稅後純益	-32.0%	--	--	--	106.7%	109.0%	-1.2%	46.6%		
調整後每股盈餘	-32.0%	--	--	--	106.9%	109.3%	-1.3%	46.6%		
年增率(%)										
營業收入	-3.9%	-16.2%	-28.7%	-25.3%	-20.4%	4.3%	25.0%	32.1%	-18.4%	7.6%
營業利益	-89.1%	--	--	30.7%	232.7%	--	--	658.9%	--	--
稅後純益	-84.8%	--	--	-14.8%	158.6%	--	--	525.3%	--	--
調整後每股盈餘	-84.8%	--	--	-14.8%	158.4%	--	--	526.9%	--	--

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

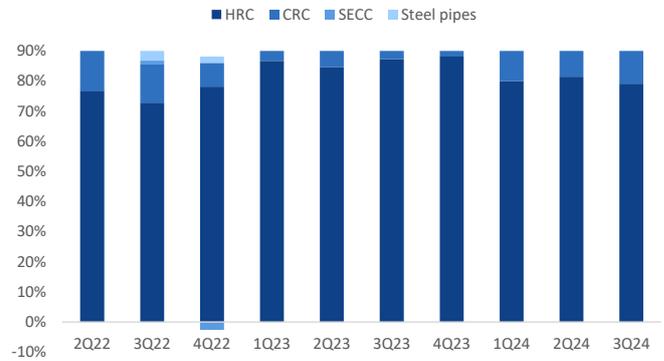
中鴻鋼鐵股份有限公司成立於 1983 年，總部位於高雄橋頭，主要業務為進料扁胚後再軋延成熱軋鋼捲等產品，鋼品包括熱軋鋼捲、冷軋鋼捲及鋼管等產品，現有產能為熱軋(240 萬噸)、冷軋(45 萬噸)、酸鍍(酸洗線 60 萬噸、鍍鋅線 30 萬噸)、鋼管(年產能 24.8 萬噸)，原料鋼胚來源主要為中鋼集團、日本和歌山住友金屬、越南河靜鋼。

圖 16：國內熱軋鋼/鋼胚價格



資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 17：營收組成



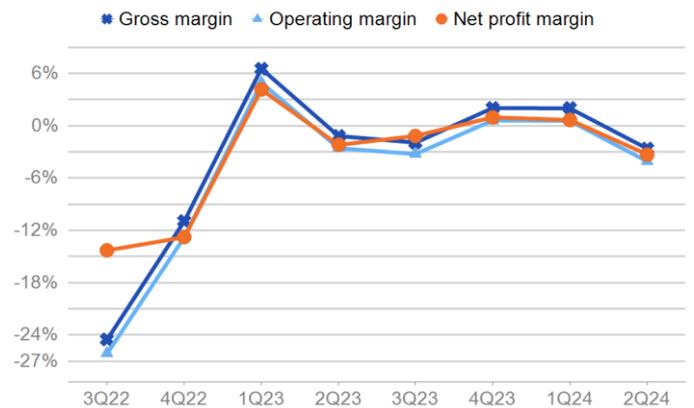
資料來源：公司資料

圖 18：營收趨勢



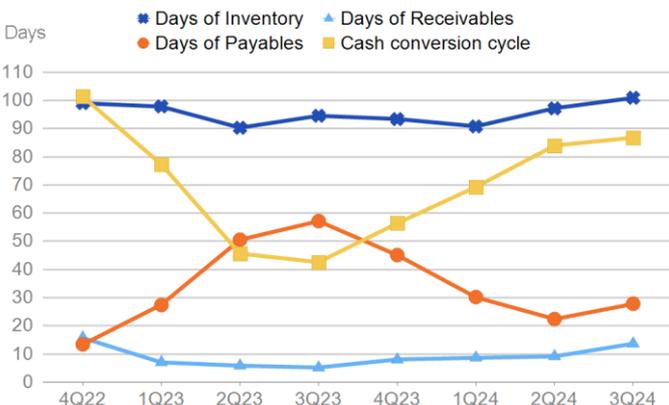
資料來源：CMoney、公司資料

圖 19：毛利率、營益率、淨利率



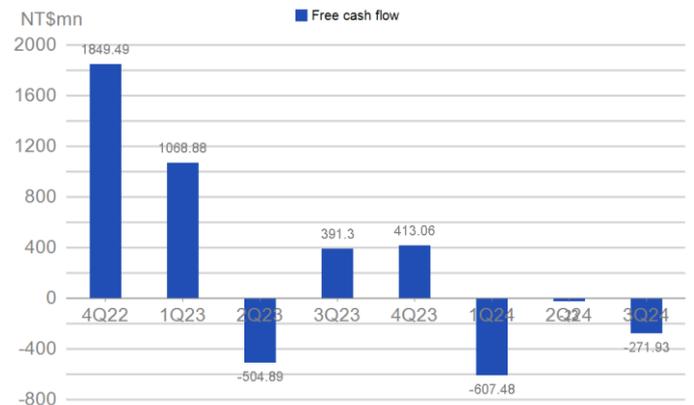
資料來源：CMoney、公司資料

圖 20：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 21：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**：中鴻整體的 ESG 風險評級屬於中風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排行於略微落後的位置，但在鋼鐵行業中的公司中排名領先同業。
- ▶ **在 ESG 議題上的曝險**：中鴻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 safety 等。
- ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力**：中鴻在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬高等。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，但是，這些舉措不足以管理其所有風險。儘管如此，該公司並未捲入任何與 ESG 相關的重大爭議。

圖 22：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	28.3
在 ESG 議題上的曝險 (A)	58.6
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	56.8
風險評級	中 ★
同業排行(1~100, 1 為最佳)	8

資料來源：Sustainalytics (2024/11/10)

註 1：ESG 總分=A-(A*可控風險因子*B/100)

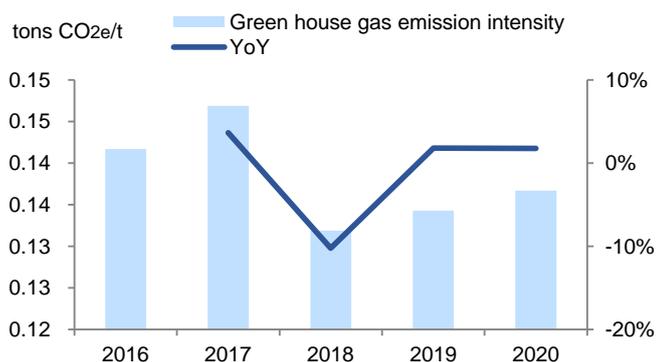
註 1-1：可控風險因子介於 0-1 之間，越大為越佳。

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+)

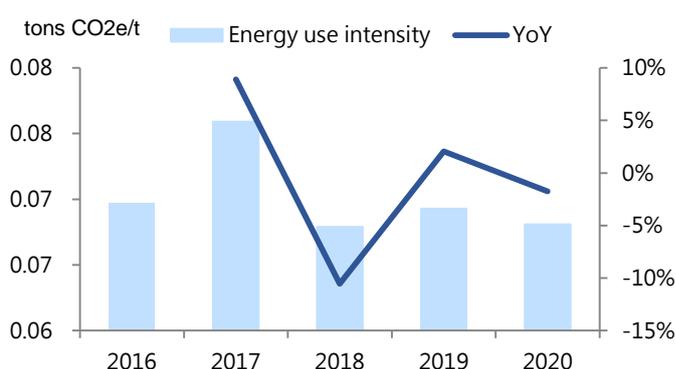
註 4：執行力分數評級： 弱 (0-25) 中 (25-50) 強 (50-100)

圖 23：總排放強度趨勢



資料來源：公司資料、Reuters

圖 24：用電量/外蒸氣排放強度趨勢



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	508	3,268	1,867	5,979	5,738
存貨	12,717	9,762	8,572	7,846	7,781
應收帳款及票據	978	289	745	760	727
其他流動資產	2,849	3,400	2,286	1,233	1,326
流動資產	17,053	16,720	13,470	15,817	15,572
採用權益法之投資	4,043	3,702	3,462	4,002	4,122
固定資產	10,165	9,802	9,410	7,584	7,222
無形資產	0	0	0	0	0
其他非流動資產	6,219	6,542	6,651	6,295	6,499
非流動資產	20,426	20,045	19,523	17,881	17,842
資產總額	37,479	36,765	32,993	33,698	33,414
應付帳款及票據	1,830	824	647	946	938
短期借款	4,562	7,562	4,785	7,888	7,621
什項負債	3,436	3,297	3,491	800	861
流動負債	9,828	11,682	8,923	9,634	9,420
長期借款	1,440	4,758	4,499	7,888	7,035
其他負債及準備	3,650	3,262	3,312	257	257
長期負債	5,089	8,021	7,811	8,145	7,292
負債總額	14,918	19,702	16,734	17,779	16,712
股本	14,355	14,355	14,355	14,355	14,355
資本公積	1	1	1	1	1
保留盈餘	7,074	2,416	1,976	1,027	2,152
什項權益	1,131	290	(73)	536	195
歸屬母公司之權益	22,561	17,062	16,259	15,920	16,702
非控制權益	0	0	0	0	0
股東權益總額	22,561	17,062	16,259	15,920	16,702

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	6,350	(990)	159	(741)	1,268
折舊及攤提	754	718	696	766	727
本期營運資金變動	(7,253)	1,361	1,529	1,010	90
其他營業資產 及負債變動	2,173	(1,061)	(624)	(819)	(375)
營運活動之現金流量	2,024	28	1,761	215	1,710
資本支出	(354)	(323)	(393)	(129)	(135)
本期長期投資變動	1,373	(341)	(240)	(476)	(300)
其他資產變動	(2,218)	(111)	1,086	0	0
投資活動之現金流量	(1,199)	(775)	453	(605)	(436)
股本變動	0	0	0	0	0
本期負債變動	758	5,086	(2,070)	(701)	(1,120)
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(431)	(4,020)	(502)	(144)	(144)
其他調整數	(932)	2,128	(832)	0	0
融資活動之現金流量	(605)	3,194	(3,405)	(844)	(1,263)
匯率影響數	--	--	--	0	0
本期產生現金流量	221	2,446	(1,191)	(1,235)	12
自由現金流量	1,670	(295)	1,368	828	1,855

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	53,744	44,503	37,764	30,814	33,157
銷貨成本	(46,198)	(45,629)	(37,252)	(31,383)	(31,125)
營業毛利	7,546	(1,126)	512	(569)	2,033
營業費用	(1,023)	(635)	(541)	(473)	(582)
推銷費用	(578)	(377)	(307)	(242)	(312)
研究費用	0	0	0	(2)	(8)
管理費用	(445)	(258)	(234)	(229)	(261)
其他費用	0	0	0	0	0
營業利益	6,524	(1,761)	(29)	(1,042)	1,451
利息收入	1	48	41	29	12
利息費用	(46)	(132)	(206)	(192)	(120)
利息收入淨額	(46)	(84)	(165)	(163)	(108)
投資利益(損失)淨額	32	347	120	13	33
匯兌損益	64	39	39	28	0
其他業外收入(支出)淨額	439	275	198	227	170
稅前純益	7,013	(1,185)	162	(965)	1,546
所得稅費用	(663)	195	(3)	223	(278)
少數股權淨利	0	0	0	0	0
歸屬母公司之稅後純益	6,350	(990)	159	(741)	1,268
稅前息前折舊攤銷前淨利	7,813	(336)	1,062	(276)	2,179
調整後每股盈餘 (NT\$)	4.42	(0.69)	0.11	(0.52)	0.88

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	46.1	(17.2)	(15.1)	(18.4)	7.6
營業利益	1828.9	--	--	--	--
稅前息前折舊攤銷前淨利	339.7	--	--	--	--
稅後純益	1102.1	--	--	--	--
調整後每股盈餘	1102.1	--	--	--	--
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	14.0	(2.5)	1.4	(1.9)	6.1
營業利益率	12.1	(4.0)	(0.1)	(3.4)	4.4
稅前息前淨利率	13.0	(3.0)	(0.1)	(3.4)	4.4
稅前息前折舊攤銷前淨利率	14.5	(0.8)	2.8	(0.9)	6.6
稅前純益率	13.1	(2.7)	0.4	(3.1)	4.7
稅後純益率	11.8	(2.2)	0.4	(2.4)	3.8
資產報酬率	19.7	(2.7)	0.5	(2.9)	3.8
股東權益報酬率	33.6	(5.0)	1.0	(4.6)	7.8
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	66.1	115.5	102.9	111.7	100.1
淨負債權益比 (%)	24.4	53.1	45.6	61.5	53.4
利息保障倍數 (倍)	152.2	(8.0)	1.8	0	13.9
流動比率 (%)	173.5	143.1	151.0	164.2	165.3
速動比率 (%)	39.6	57.4	52.9	82.8	82.7
淨負債 (NT\$百萬元)	5,494	9,052	7,417	9,797	8,918
調整後每股淨值 (NT\$)	15.72	11.89	11.33	11.09	11.63
評價指標 (倍)					
本益比	4.7	--	187.9	--	23.6
股價自由現金流量比	17.9	--	21.9	36.2	16.1
股價淨值比	1.3	1.8	1.8	1.9	1.8
股價稅前息前折舊攤銷前淨	3.8	--	28.2	--	13.7
股價營收比	0.6	0.7	0.8	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。

中鴻 (2014 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	20220301	40.50	44.00	38.96	持有-超越同業	李侃奇
2	20220510	33.65	30.00	26.56	持有-落後同業	李侃奇
3	20220719	28.75	25.00	22.14	持有-落後同業	李侃奇
4	20220906	24.60	20.00	19.62	賣出	李侃奇
5	20221103	20.55	16.00	15.70	賣出	李侃奇
6	20230421	25.80	26.50	26.00	持有-超越同業	陳映慈
7	20230504	24.10	26.50	26.00	持有-超越同業	陳映慈
8	20230705	24.20	25.00	24.53	持有-超越同業	陳映慈
9	20230808	25.50	30.00	29.86	買進	陳映慈
10	20231107	21.70	27.00	26.87	買進	陳映慈
11	20240304	23.10	27.00	26.87	買進	陳映慈
12	20240505	23.40	27.00	26.87	買進	陳映慈
13	20240807	19.30	25.00	25.00	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，為於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>.