

2024 年 11 月 6 日

研究員：賴季宏 david.lai@capital.com.tw

前日收盤價 22.90 元
目標價
3 個月 26.40 元
12 個月 26.40 元

中鋼(2002 TT)

Buy

近期報告日期、評等及前日股價

05/28/2024 Trading Buy 23.90
09/22/2023 Trading Buy 26.15
03/20/2023 Neutral 30.05
06/27/2022 Neutral 29.00
09/13/2021 到達目標價 40.05

公司基本資訊

目前股本(百萬元) 157,731
市值(億元) 3,612
目前每股淨值(元) 19.38
外資持股比(%) 14.74
投信持股比(%) 1.21
董監持股比(%) 20.10
融資餘額(張) 14,426
現金股息配發率(%) 318.18

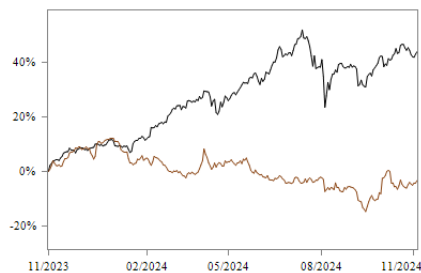
產品組合



■ 鋼鐵產品:76.55%
■ 營建、貿易及其他收入:12.45%
■ 非鐵工業材料:11.00%

股價相對大盤走勢

— 2002 — TWSE



印度及東協成長逐漸取代中國，2025 年全球需求正向。

投資建議：預估中鋼 2024 年營收 3642 億元，YoY+0.42%，稅後 EPS 0.18 元。2025 年可望受惠鋼價落底上漲，預估營收 3761 億元，YoY+3.28%，稅後 EPS 0.60 元。考量(1) 印度、東協等新興發展經濟體的鋼鐵需求持續成長，已逐漸淡化中國需求疲軟的影響，樂觀看待 2025 年鋼鐵業前景。(2)中國鋼鐵需求將連四年下降，未來再降空間有限。若中國未來推出進一步的強力刺激政策，2025 年中鋼獲利將有大幅上調的空間。(3)國內將推動台版 CBAM 雖 2025 年僅申報，但預期之後仍將對境外進口鋼鐵收取碳費。中鋼近年加緊執行減排，未來隨著碳費徵收並預期碳價逐年上漲，可強化中鋼在國內的主導地位。因此將中鋼的投資建議調整為 Buy，目標價 26.4 元(2025 年 PBR 1.4X)。

中鋼 11 月盤價結果符合預期，12 月盤價短期可能有壓但趨勢仍

樂觀：由於鐵礦砂價格落底反彈，讓中鋼的 11 月盤價有反應成本上漲的空間，從上漲的程度來看也顯示了中鋼維持盤價支撐獲利的意圖。不過十月下旬開始鐵礦砂價格出現回檔，目前價位約 104 美元/噸左右，持續測試 100 美元的支撐。短期可能讓中鋼 12 月的盤價出現壓力，但由於 2025 年全球鋼鐵需求可望走出衰退恢復成長，加上原料上漲及減碳都讓成本不斷增加，因此對 2025 年的盤價持正面看法。

印度、東協等新興發展經濟體的鋼鐵需求持續成長，已逐漸淡化中國需求疲軟的影響，樂觀看待 2025 年鋼鐵業前景：

觀察 2025 年的鋼鐵市場，目 WSA 公佈的 2025 年鋼鐵需求展望為正向，即使在中國市場衰退 1%的預估下，全球的鋼鐵需求仍可成長 1.2%。顯示印度、東南亞、中南美洲及中東非洲等地的需求成長已逐漸淡化中國需求疲軟的影響，其中尤其以印度及其它新興發展經濟體的貢獻最大。而中國市場的鋼鐵需求可能將連續四年衰退 3%以上，基期已經在相對偏低水準，2025 年的衰退幅度可望縮小。甚至若未來還有推出強力刺激經濟政策，中國鋼鐵需求也可能觸底反彈。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F
營業收入淨額	363,326	364,192	376,122	88,229	88,394	93,754	94,572	85,616	90,251	88,818	96,427	96,414
營業毛利淨額	16,773	17,183	25,844	2,702	5,886	4,107	4,765	3,519	4,792	5,258	6,615	6,045
營業利益	3,586	3,735	12,415	-494	2,668	769	1,304	192	1,471	1,967	3,202	2,643
稅後純益	1,682	2,891	9,488	-703	2,117	641	1,324	103	824	1,499	2,413	2,455
稅後 EPS(元)	0.11	0.18	0.60	-0.04	0.13	0.04	0.08	0.01	0.05	0.10	0.15	0.16
毛利率(%)	4.62%	4.72%	6.87%	3.06%	6.66%	4.38%	5.04%	4.11%	5.31%	5.92%	6.86%	6.27%
營業利益率(%)	0.99%	1.03%	3.30%	-0.56%	3.02%	0.82%	1.38%	0.22%	1.63%	2.22%	3.32%	2.74%
稅後純益率(%)	0.46%	0.79%	2.52%	-0.80%	2.40%	0.68%	1.40%	0.12%	0.91%	1.69%	2.50%	2.55%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-19.18%	0.24%	3.28%	-7.47%	0.19%	6.06%	0.87%	-9.47%	5.41%	-1.59%	8.57%	-0.01%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-90.54%	71.94%	228.14%	N.A	N.A	-69.75%	106.72%	-92.23%	700.35%	81.94%	61.04%	1.72%

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 1,577.31 億元計算。

中鋼的 ESG(Environmental Social Governance)：

中鋼公司在環境面向推動 5G 策略，實踐循環經濟，並積極面對碳中和挑戰，以 2018 年為減碳基準年，訂定 2025 年減排 7%、2030 年減排 25%，2050 年達成碳中和的短、中、長期減碳目標。亦規畫高爐添加直接還原鐵、鋼化聯產及轉爐增用廢鋼等中、長期減碳多元路徑，朝低碳精緻鋼廠目標邁進。

公司簡介：

中鋼為台灣最大的高爐煉鋼廠，年產量約 1 千萬公噸。產品包括鋼板、棒鋼、線材、熱軋、冷軋鋼捲、電鍍鋅、熱浸鍍鋅、電磁鋼片等各類型大宗鋼材。產品以內銷為主，長期來看約有 60%內銷、40%外銷。除鋼鐵業務外，中鋼亦投資在物流運輸、建設工程、工業材料等領域，但仍以鋼鐵業務為最主要營運項目。

中鋼 11 月盤價結果符合預期，12 月盤價短期可能有壓但趨勢仍樂觀：

由於鐵礦砂價格落底反彈，讓中鋼的 11 月盤價有反應成本上漲的空間，從上漲的程度來看也顯示了中鋼維持盤價支撐獲利的意圖。不過十月下旬開始鐵礦砂價格出現回檔，目前價位約 104 美元/噸左右，持續測試 100 美元的支撐。短期可能讓中鋼 12 月的盤價出現壓力，但由於 2025 年全球鋼鐵需求可望走出衰退恢復成長，加上原料上漲及減碳都讓成本不斷增加，因此對 2025 年的盤價持正面看法。

表、中鋼內銷盤價調整狀況

NT 元/噸	07/2024	08/2024	09/2024	10/2024	11/2024
熱軋鋼板	0	0	-600	-1200	900
熱軋鋼捲	0	0	-500	-1000	1200
冷軋鋼捲	0	0	-500	-1000	700
電磁鋼捲(中低/高)	0	0	-500	-1000	700
熱浸鍍鋅鋼捲	0	0	-500	-800/-1000	700/900

資料來源：中鋼公司

鐵礦砂價格回檔測試 100 美元支撐：

9 月底時，市場期待中國推出強力刺激經濟政策，帶動鐵礦砂價格快速上漲，但之後隨著市場期待落空，高漲的鐵礦砂價格也隨之下跌，目前鐵礦砂價格約回落到 100 美元/噸附近進行整理。展望後市，認為原本下跌整理的鋼價受惠原料價格反彈而過早的反應想像中的利多對鋼市未必有利，目前鐵礦砂價格回落整理對鋼鐵市場 2025 年的發展反而是較好的現象。

印度、東協等新興發展經濟體的鋼鐵需求持續成長，已逐漸淡化中國需求疲軟的影響，樂觀看待 2025 年鋼鐵業前景：

觀察 2025 年的鋼鐵市場，目 WSA 公佈的 2025 年鋼鐵需求展望為正向，即使在中國市場衰退 1%的預估下，全球的鋼鐵需求仍可成長 1.2%。顯示印度、東南亞、中南美洲及中東非洲等地的需求成長已逐漸淡化中國需求疲

2024 年 11 月 6 日

弱的影響，其中尤其以印度及其它新興發展經濟體的貢獻最大。而中國市場的鋼鐵需求可能將連續四年衰退 3% 以上，基期已經在相對偏低水準，2025 年的衰退幅度可望縮小。甚至若未來還有推出強力刺激經濟政策，中國鋼鐵需求也可能觸底反彈。

投資建議：

預估中鋼 2024 年營收 3642 億元，YoY+0.42%，稅後 EPS 0.18 元。2025 年可望受惠鋼價落底上漲，預估營收 3761 億元，YoY+3.28%，稅後 EPS 0.60 元。考量(1) 印度、東協等新興發展經濟體的鋼鐵需求持續成長，已逐漸淡化中國需求疲軟的影響，樂觀看待 2025 年鋼鐵業前景。(2) 中國鋼鐵需求將連四年下降，未來再降空間有限。若中國未來推出進一步的強力刺激政策，2025 年中鋼獲利將有大幅上調的空間。(3) 國內將推動台版 CBAM 雖 2025 年僅申報，但預期之後仍將對境外進口鋼鐵收取碳費。中鋼近年加緊執行減排，未來隨著碳費徵收並預期碳價逐年上漲，可強化中鋼在國內的主導地位。因此將中鋼的投資建議調整為 Buy，目標價 26.4 元(2025 年 PBR 1.4X)。

Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024 年 11 月 6 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	687,995	683,769	678,757	661,425	672,856
流動資產	210,015	211,199	197,360	133,724	193,339
現金及約當現金	23,969	30,419	16,417	15,330	18,539
應收帳款與票據	18,179	13,336	12,892	13,051	13,742
存貨	129,533	131,516	120,350	88,806	126,159
採權益法之投資	13,420	14,565	13,886	19,964	13,639
不動產、廠房設備	370,664	370,248	375,609	375,609	375,609
負債總計	301,040	326,924	336,506	316,933	322,410
流動負債	161,931	166,446	167,724	106,979	161,116
應付帳款及票據	23,982	16,158	18,427	17,700	16,848
非流動負債	139,109	160,478	168,781	210,682	162,873
權益總計	386,955	356,845	342,251	344,492	350,446
普通股股本	157,349	157,349	157,349	157,349	157,349
保留盈餘	165,114	135,389	121,239	123,480	129,434
母公司業主權益	349,029	319,902	305,766	307,084	311,852
負債及權益總計	687,995	683,769	678,757	661,425	672,856

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入淨額	468,328	449,567	363,326	364,192	376,122
營業成本	373,013	417,665	346,554	347,010	350,279
營業毛利淨額	95,315	31,902	16,773	17,183	25,844
營業費用	15,557	13,637	13,187	13,447	13,428
營業利益	79,757	18,265	3,586	3,735	12,415
EBITDA	118,673	59,632	39,586	42,684	51,055
業外收入及支出	4,428	4,524	98	2,170	763
稅前純益	84,414	23,259	4,590	4,785	13,178
所得稅	15,508	5,264	1,059	971	2,504
稅後純益	62,053	17,784	1,682	2,891	9,488
稅後 EPS(元)	3.93	1.13	0.11	0.18	0.60
完全稀釋 EPS**	3.94	1.13	0.11	0.18	0.60

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 1,577.3149【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 1,573.49 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	48.78%	-4.01%	-19.18%	0.24%	3.28%
營業毛利淨額	530.49%	-66.53%	-47.42%	2.44%	50.41%
營業利益	3373.39%	-77.10%	-80.37%	4.17%	232.37%
稅後純益	6904.80%	-71.34%	-90.54%	71.94%	228.14%

獲利能力分析(%)

毛利率	20.35%	7.10%	4.62%	4.72%	6.87%
EBITDA(%)	25.34%	13.26%	10.90%	11.72%	13.57%
營益率	17.03%	4.06%	0.99%	1.03%	3.30%
稅後純益率	13.25%	3.96%	0.46%	0.79%	2.52%
總資產報酬率	9.02%	2.60%	0.25%	0.44%	1.41%
股東權益報酬率	16.04%	4.98%	0.49%	0.84%	2.71%

償債能力檢視

負債比率(%)	43.76%	47.81%	49.58%	47.92%	47.92%
負債/淨值比(%)	77.80%	91.61%	98.32%	92.00%	92.00%
流動比率(%)	129.69%	126.89%	117.67%	125.00%	120.00%

其他比率分析

存貨天數	100.65	114.07	132.64	110.00	112.00
應收帳款天數	12.31	12.79	13.17	13.00	13.00

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業活動現金	71,304	24,343	38,690	40,394	44,713
稅前純益	84,414	23,259	4,590	4,785	13,178
折舊及攤銷	32,727	34,349	32,279	33,805	33,805
營運資金變動	-52,888	-4,965	13,879	30,658	-38,895
其他營運現金	7,051	-28,300	-12,058	-28,854	36,626
投資活動現金	-16,169	-24,588	-41,269	-66,349	14,128
資本支出淨額	-20,943	-30,659	-36,359	-25,225	-26,511
長期投資變動	2,040	761	-1,370	-898	-1,221
其他投資現金	2,734	5,309	-3,540	-40,226	41,860
籌資活動現金	-48,560	2,602	-12,922	30,366	-55,632
長借/公司債變動	-30,564	7,618	9,319	41,900	-47,808
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-4,779	-48,873	-15,759	-1,573	-4,720
其他籌資現金	-13,217	43,857	-6,482	-9,961	-3,103
淨現金流量	6,164	5,695	-15,504	4,410	3,209
期初現金	12,806	20,728	26,423	10,920	15,330
期末現金	18,971	26,423	10,920	15,330	18,539

資料來源：CMoney、群益

2024 年 11 月 6 日

季度損益表

(百萬元)	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F
營業收入淨額	95,357	88,229	88,394	93,754	94,572	85,616	90,251	88,818	96,427	96,414	94,463	92,629
營業成本	90,561	85,527	82,509	89,647	89,808	82,097	85,458	83,560	89,812	90,369	86,538	86,460
營業毛利淨額	4,796	2,702	5,886	4,107	4,765	3,519	4,792	5,258	6,615	6,045	7,925	6,169
營業費用	3,359	3,196	3,218	3,338	3,460	3,327	3,322	3,291	3,413	3,402	3,322	3,294
營業利益	1,438	-494	2,668	769	1,304	192	1,471	1,967	3,202	2,643	4,603	2,875
業外收入及支出	321	648	84	710	715	1,071	-327	114	150	767	-268	285
稅前純益	1,758	155	2,752	1,479	2,020	143	1,144	2,081	3,352	3,410	4,335	3,160
所得稅	289	659	93	347	380	27	217	395	637	648	824	600
稅後純益	993	-703	2,117	641	1,324	103	824	1,499	2,413	2,455	3,121	2,275
最新股本	157,731	157,731	157,731	157,731	157,731	157,731	157,731	157,731	157,731	157,731	157,731	157,731
稅後EPS(元)	0.06	-0.04	0.13	0.04	0.08	0.01	0.05	0.10	0.15	0.16	0.20	0.14

獲利能力(%)

毛利率(%)	5.03%	3.06%	6.66%	4.38%	5.04%	4.11%	5.31%	5.92%	6.86%	6.27%	8.39%	6.66%
營業利益率(%)	1.51%	-0.56%	3.02%	0.82%	1.38%	0.22%	1.63%	2.22%	3.32%	2.74%	4.87%	3.10%
稅後純益率(%)	1.04%	-0.80%	2.40%	0.68%	1.40%	0.12%	0.91%	1.69%	2.50%	2.55%	3.30%	2.46%

QoQ(%)

營業收入淨額	4.39%	-7.47%	0.19%	6.06%	0.87%	-9.47%	5.41%	-1.59%	8.57%	-0.01%	-2.02%	-1.94%
營業利益	N.A	N.A	N.A	-71.19%	69.73%	-85.30%	667.09%	33.77%	62.76%	-17.46%	74.17%	-37.54%
稅前純益	N.A	-91.21%	1680.27%	-46.28%	36.61%	-92.92%	700.36%	81.94%	61.04%	1.72%	27.15%	-27.12%
稅後純益	N.A	N.A	N.A	-69.75%	106.72%	-92.23%	700.35%	81.94%	61.04%	1.72%	27.15%	-27.12%

YoY(%)

營業收入淨額	-28.65%	-16.24%	-7.32%	2.64%	-0.82%	-2.96%	2.10%	-5.26%	1.96%	12.61%	4.67%	4.29%
營業利益	-88.74%	N.A	N.A	N.A	-9.28%	N.A	-44.87%	155.98%	145.48%	1278.49%	212.99%	46.13%
稅前純益	-87.79%	-90.00%	N.A	N.A	14.87%	-7.54%	-58.43%	40.77%	65.95%	2285.44%	278.96%	51.81%
稅後純益	-90.16%	N.A	N.A	N.A	33.41%	N.A	-61.10%	133.92%	82.24%	2285.43%	278.96%	51.81%

註1：稅後EPS以股本1,577.31億元計算

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。