

研究員：賴季宏 david.lai@capital.com.tw

前日收盤價	20.00 元
目標價	
3 個月	22.00 元
12 個月	22.00 元

## 中鋼(2002 TT)

Trading Buy

### 近期報告日期、評等及前日股價

11/06/2024	Buy	22.60
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

### 公司基本資訊

目前股本(百萬元)	157,731
市值(億元)	3,155
目前每股淨值(元)	19.30
外資持股比(%)	13.92
投信持股比(%)	1.29
董監持股比(%)	20.10
融資餘額(張)	16,865
現金股息配發率(%)	318.18

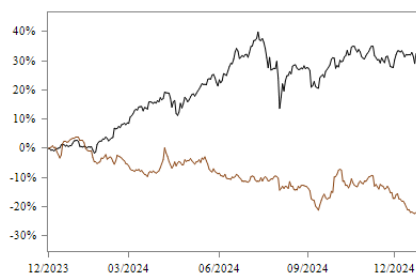
### 產品組合



- 鋼鐵產品:75.25%
- 營建、貿易及其他收入:13.96%
- 非鐵工業材料:10.79%

### 股價相對大盤走勢

— 2002 — TWSE



印度及東協成長逐漸取代中國，2H25 需求可望轉正。

**投資建議：**預估中鋼 2024 年營收 3608 億元，YoY-0.70%，稅後 EPS 0.15 元。2025 年可望受惠鋼鐵需求落底，預估營收 3667 億元，YoY+1.66%，稅後 EPS 0.39 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，2025 年的下降空間可望縮小，但短期中國需求仍弱，市場對中國經濟刺激政策效果仍在觀望。(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。因此對中鋼的投資建議為 Trading Buy，目標價 22 元(2025 年 PBR 1.1X)。

**鐵礦砂價格可望落底止跌，100 美元支撐可為觀察點：**目前鐵礦砂價格已逐漸落底走穩，價位回檔到 100 美元後即出現支撐，目前報價約在 100~105 美元/噸附近震盪整理。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)	2024F	2025F	2026F	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F
營業收入淨額	360,796	366,781	388,174	88,229	88,394	93,754	94,572	85,616	86,854	84,800	98,015	92,552
營業毛利淨額	14,897	20,793	31,728	2,702	5,886	4,107	4,765	1,891	4,134	4,138	5,234	5,433
營業利益	1,758	7,751	18,438	-494	2,668	769	1,304	-1,223	908	942	1,919	2,129
稅後純益	2,302	6,150	15,593	-703	2,117	641	1,324	-81	419	760	1,490	2,104
稅後 EPS(元)	0.15	0.39	0.99	-0.04	0.13	0.04	0.08	-0.01	0.03	0.05	0.09	0.13
毛利率(%)	4.13%	5.67%	8.17%	3.06%	6.66%	4.38%	5.04%	2.21%	4.76%	4.88%	5.34%	5.87%
營業利益率(%)	0.49%	2.11%	4.75%	-0.56%	3.02%	0.82%	1.38%	-1.43%	1.05%	1.11%	1.96%	2.30%
稅後純益率(%)	0.64%	1.68%	4.02%	-0.80%	2.40%	0.68%	1.40%	-0.10%	0.48%	0.90%	1.52%	2.27%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-0.70%	1.66%	5.83%	-7.47%	0.19%	6.06%	0.87%	-9.47%	1.45%	-2.37%	15.58%	-5.57%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	36.90%	167.11%	153.57%	N.A	N.A	-69.75%	106.72%	N.A	N.A	81.63%	95.91%	41.23%

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。

2024 年 12 月 24 日

## 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。

## 鐵礦砂價格回檔測試 100 美元支撐：

目前鐵礦砂價格已逐漸落底走穩，價位回檔到 100 美元後即出現支撐，目前報價約在 100~105 美元/噸附近震盪整理。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：

預期 2025 年全球的鋼鐵市場需求可望落底回升，主要因為全球鋼鐵市場的版塊移轉效益將開始顯現。非中國市場的鋼鐵需求受益於印度、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。而中國市場需求經歷連四年下滑後，市場規模已來到疫情前的水準，2025 年的下滑幅度也可望略為縮小。一消一長之下可望讓 2025 年全球的鋼鐵市場需求谷底回升，此點與 WSA 公佈的 2025 年鋼鐵需求展望觀點相同，WSA 預期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%。

## 投資建議：

預估中鋼 2024 年營收 3608 億元，YoY-0.70%，稅後 EPS 0.15 元。2025 年可望受惠鋼鐵需求落底，預估營收 3667 億元，YoY+1.66%，稅後 EPS 0.39 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，2025 年的下降空間可望縮小，但短期中國需求仍弱，市場對中國經濟刺激政策效果仍在觀望。(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。因此對中鋼的投資建議為 Trading Buy，目標價 22 元(2025 年 PBR 1.1X)。

## Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024 年 12 月 24 日

## 資產負債表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>資產總計</b>	683,769	678,757	660,731	664,950	689,569
流動資產	211,199	197,360	130,636	188,304	149,238
現金及約當現金	30,419	16,417	14,976	18,023	15,441
應收帳款與票據	13,336	12,892	12,809	13,318	14,333
存貨	131,516	120,350	88,137	124,196	94,555
採權益法之投資	14,565	13,886	20,278	13,262	21,622
不動產、廠房設備	370,248	375,609	375,609	375,609	375,609
<b>負債總計</b>	<b>326,924</b>	<b>336,506</b>	<b>316,600</b>	<b>318,622</b>	<b>330,418</b>
流動負債	166,446	167,724	104,509	156,920	124,365
應付帳款及票據	16,158	18,427	17,584	16,541	18,615
非流動負債	160,478	168,781	212,934	163,589	205,865
<b>權益總計</b>	<b>356,845</b>	<b>342,251</b>	<b>344,131</b>	<b>346,328</b>	<b>359,150</b>
普通股股本	<b>157,349</b>	<b>157,349</b>	<b>157,349</b>	<b>157,349</b>	<b>157,349</b>
保留盈餘	135,389	121,239	123,118	125,316	138,138
母公司業主權益	319,902	305,766	306,495	307,924	318,797
<b>負債及權益總計</b>	<b>683,769</b>	<b>678,757</b>	<b>660,731</b>	<b>664,950</b>	<b>689,569</b>

## 損益表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>營業收入淨額</b>	449,567	363,326	360,796	366,781	388,174
營業成本	417,665	346,554	345,900	345,988	356,446
<b>營業毛利淨額</b>	31,902	16,773	14,897	20,793	31,728
營業費用	13,637	13,187	13,139	13,042	13,290
<b>營業利益</b>	18,265	3,586	1,758	7,751	18,438
<b>EBITDA</b>	59,632	39,586	38,564	46,623	52,311
業外收入及支出	4,524	98	2,465	790	3,219
稅前純益	23,259	4,590	4,223	8,541	21,657
所得稅	5,264	1,059	770	1,623	4,115
稅後純益	17,784	1,682	2,302	6,150	15,593
稅後 EPS(元)	1.13	0.11	0.15	0.39	0.99
完全稀釋 EPS**	1.13	0.11	0.15	0.39	0.99

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 1,577.49【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)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
-------	------	------	-------	-------	-------

## 成長力分析(%)

營業收入淨額	-4.01%	-19.18%	-0.70%	1.66%	5.83%
營業毛利淨額	-66.53%	-47.42%	-11.19%	39.58%	52.59%
營業利益	-77.10%	-80.37%	-50.97%	340.90%	137.88%
稅後純益	-71.34%	-90.54%	36.90%	167.11%	153.57%

## 獲利能力分析(%)

毛利率	7.10%	4.62%	4.13%	5.67%	8.17%
EBITDA(%)	13.26%	10.90%	10.69%	12.71%	13.48%
營益率	4.06%	0.99%	0.49%	2.11%	4.75%
稅後純益率	3.96%	0.46%	0.64%	1.68%	4.02%
總資產報酬率	2.60%	0.25%	0.35%	0.92%	2.26%
股東權益報酬率	4.98%	0.49%	0.67%	1.78%	4.34%

## 償債能力檢視

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

## 其他比率分析

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

## 現金流量表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>營業活動現金</b>	24,343	38,690	40,095	40,136	59,391
稅前純益	23,259	4,590	4,223	8,541	21,657
折舊及攤銷	34,349	32,279	33,805	33,805	33,805
營運資金變動	-4,965	13,879	31,453	-37,611	30,701
其他營運現金	-28,300	-12,058	-29,386	35,402	-26,772
<b>投資活動現金</b>	-24,588	-41,269	-68,428	18,700	-83,056
資本支出淨額	-30,659	-36,359	-25,225	-26,511	-26,511
長期投資變動	761	-1,370	-898	-1,221	-1,221
其他投資現金	5,309	-3,540	-42,305	46,432	-55,324
<b>籌資活動現金</b>	2,602	-12,922	32,390	-55,789	21,083
長借/公司債變動	7,618	9,319	44,153	-49,345	42,276
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-48,873	-15,759	-1,573	-4,720	-4,720
其他籌資現金	43,857	-6,482	-10,190	-1,723	-16,473
<b>淨現金流量</b>	5,695	-15,504	4,056	3,047	-2,582
<b>期初現金</b>	20,728	26,423	10,920	14,976	18,023
<b>期末現金</b>	26,423	10,920	14,976	18,023	15,441

資料來源：CMoney、群益

2024 年 12 月 24 日

## 季度損益表

(百萬元)	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F
營業收入淨額	95,357	88,229	88,394	93,754	94,572	85,616	86,854	84,800	98,015	92,552	91,413	90,169
營業成本	90,561	85,527	82,509	89,647	89,808	83,725	82,720	80,662	92,781	87,119	85,426	83,361
營業毛利淨額	4,796	2,702	5,886	4,107	4,765	1,891	4,134	4,138	5,234	5,433	5,988	6,808
營業費用	3,359	3,196	3,218	3,338	3,460	3,114	3,226	3,196	3,315	3,304	3,227	3,199
營業利益	1,438	-494	2,668	769	1,304	-1,223	908	942	1,919	2,129	2,761	3,609
業外收入及支出	321	648	84	710	715	1,366	-327	114	150	794	-268	784
稅前純益	1,758	155	2,752	1,479	2,020	143	582	1,056	2,069	2,923	2,493	4,392
所得稅	289	659	93	347	380	-67	110	201	393	555	474	835
稅後純益	993	-703	2,117	641	1,324	-81	419	760	1,490	2,104	1,795	3,162
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	0.03	0.05	0.09	0.13	0.11	0.20

## 獲利能力(%)

毛利率(%)	5.03%	3.06%	6.66%	4.38%	5.04%	2.21%	4.76%	4.88%	5.34%	5.87%	6.55%	7.55%
營業利益率(%)	1.51%	-0.56%	3.02%	0.82%	1.38%	-1.43%	1.05%	1.11%	1.96%	2.30%	3.02%	4.00%
稅後純益率(%)	1.04%	-0.80%	2.40%	0.68%	1.40%	-0.10%	0.48%	0.90%	1.52%	2.27%	1.96%	3.51%

## QoQ(%)

營業收入淨額	4.39%	-7.47%	0.19%	6.06%	0.87%	-9.47%	1.45%	-2.37%	15.58%	-5.57%	-1.23%	-1.36%
營業利益	N.A	N.A	N.A	-71.19%	69.73%	N.A	N.A	3.75%	103.71%	10.89%	29.71%	30.71%
稅前純益	N.A	-91.21%	1680.27%	-46.28%	36.61%	-92.92%	306.86%	81.63%	95.91%	41.23%	-14.70%	76.18%
稅後純益	N.A	N.A	N.A	-69.75%	106.72%	N.A	N.A	81.63%	95.91%	41.23%	-14.70%	76.18%

## YoY(%)

營業收入淨額	-28.65%	-16.24%	-7.32%	2.64%	-0.82%	-2.96%	-1.74%	-9.55%	3.64%	8.10%	5.25%	6.33%
營業利益	-88.74%	N.A	N.A	N.A	-9.28%	N.A	-65.95%	22.61%	47.15%	N.A	203.97%	282.96%
稅前純益	-87.79%	-90.00%	N.A	N.A	14.87%	-7.54%	-78.87%	-28.56%	2.45%	1944.71%	328.70%	315.82%
稅後純益	-90.16%	N.A	N.A	N.A	33.41%	N.A	-80.23%	18.71%	12.50%	N.A	328.70%	315.82%

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。