

2023 年 2 月 3 日

研究員：賴季宏 david.lai@capital.com.tw

前日收盤價	28.45 元
目標價	
3 個月	29.50 元
12 個月	29.50 元

中鴻(2014 TT)

中立

近期報告日期、評等及前日股價

05/23/2022	中立	33.00
08/16/2021	區間操作	47.80

公司基本資訊

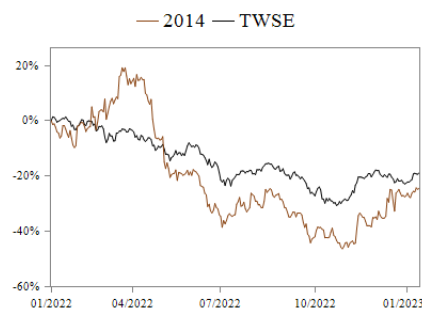
目前股本(百萬元)	14,355
市值(億元)	398
目前每股淨值(元)	12.17
外資持股比(%)	9.05
投信持股比(%)	1.01
董監持股比(%)	40.59
融資餘額(張)	24,101
現金股息配發率(F)(%)	-

產品組合



- 熱軋鋼捲:74.88%
- 鋼管:13.18%
- 冷軋鋼捲:8.21%
- 其他:3.73%

股價相對大盤走勢



2023 年獲利可望谷底回升但評價已合理，投資建議中立。

投資建議：預估中鴻 2022 年稅後 EPS -0.10 元，全年由盈轉虧主要因為 2H22 鋼價大幅下跌，使 2H22 出現虧損。展望 2023 年，目前鋼價已經落底回穩，但認為在資金緊縮及中國整體鋼鐵需求仍不及疫情前的水準之下，2023 年的鋼鐵價格難以挑戰前高，較可能的情況是在 1Q23 漲價完成後震盪整理。

預估 2023 年中鴻營收為 377.27 億元，YoY-15.23%，稅後 EPS 0.75 元。雖然 2023 年獲利可望谷底回升，但目前 PBR 約 2.3 倍，位於三年歷史區間 0.7~3 倍中間偏高位置，評價已反應鋼價上漲的預期，維持中鴻的投資建議為中立。

預估中鴻 4Q22 稅後 EPS -0.14 元，1Q23 獲利回穩擺脫谷底：4Q22 中鴻營收 81.83 億元，YoY-41.05%，QoQ+3.86%，雖然因為鋼價仍低且需求仍未明顯回升，因此營收仍在谷底，但已較上一季回穩。預期因高價庫存逐漸消化，毛利率可望回升至 -1.58%，稅後 EPS -0.14 元。

進入 1Q23，由於鋼價已經順利反彈，中鋼連續二個月的盤價上漲，可望帶動中鴻出貨價量俱揚，預估 1Q23 營收 86.06 億元，YoY-30.66%，QoQ+5.16%，且鋼價上漲預期可推升毛利率，預估毛利率回升至 5.07%，稅後 EPS 0.19 元。

鐵礦砂價格持續上漲，預期下個月中鋼盤價維持上漲的機會大：農曆春節期間國際鋼鐵原物料的價格呈現穩定小漲格局，鐵礦砂報價從 123 美元/噸上漲至 126 美元/噸，漲幅約 3%。廢鋼價格也維持上漲，報價從每公噸 416 美元上漲至 427 美元，漲幅約 2%。符合市場對於未來鋼鐵需求可望回升的期待。從中鋼 2 月的盤價來看，由於上漲幅度並未完全反應原物料價格的漲幅，2 月將開出的 03/2023 盤價維持上漲的機會偏高。對台灣鋼鐵廠而言，由於中鋼近二個月的盤價漲幅偏低，因此中下游在接單上具有價格競爭力可擴大接單量能，目前業者對備庫存的意願也佳，預期 1Q23 上游鋼廠的出貨量能無虞。在中國防疫封控放鬆房地產可望反彈的預期下，用鋼需求可望回升的預期持續發酵，並帶動鐵礦砂價格持續穩步上漲，短期鋼價可望維持反彈上漲。

(百萬元)	2021	2022F	2023F	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22F	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F
營業收入淨額	53,744	44,503	37,727	13,881	12,410	16,031	7,879	8,183	8,606	9,827	9,270	10,024
營業毛利淨額	7,546	-360	1,770	1,490	625	1,076	-1,931	-129	436	454	361	519
營業利益	6,524	-973	1,148	1,133	452	890	-2,057	-257	294	295	205	354
稅後純益	6,350	-145	1,077	906	502	680	-1,126	-201	266	280	221	310
稅後 EPS(元)	4.42	-0.10	0.75	0.63	0.35	0.47	-0.78	-0.14	0.19	0.20	0.15	0.22
毛利率(%)	14.04%	-0.81%	4.69%	10.74%	5.03%	6.71%	-24.51%	-1.58%	5.07%	4.62%	3.89%	5.18%
營業利益率(%)	12.14%	-2.19%	3.04%	8.16%	3.64%	5.55%	-26.11%	-3.15%	3.41%	3.00%	2.22%	3.54%
稅後純益率(%)	11.82%	-0.33%	2.86%	6.53%	4.04%	4.24%	-14.29%	-2.46%	3.09%	2.85%	2.38%	3.09%
營業收入 YoY/QoQ(%)	46.08%	-17.19%	-15.23%	-11.22%	-10.59%	29.17%	-50.85%	3.86%	5.16%	14.19%	-5.66%	8.13%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	1,102.14%	N.A	N.A	-38.10%	-44.60%	35.44%	N.A	N.A	N.A	5.19%	-21.07%	40.31%

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 143.55 億元計算。

2023 年 2 月 3 日

中鴻的 ESG(Environmental Social Governance)：

中鴻持續推動節能減碳，減少排放污染物。2021 年溫室氣體排放減少量達標，年度節電率也連續 7 年優於法規標準。水資源方面，廢水回收率高達 99.64%，已連續 6 年回收率達 99% 以上，廢棄物再利用率也高達 99.22%，2021 年廢棄物總量也較基準年減少了 15%。友善職場方面，中鴻持續透過各種措施打造安心職場環境，保障員工安全。公司治理方面，中鴻持續跟進國內外公司治理制度、法令及實務運作，定期滾動式修訂「永續發展實務守則」等重要規章，並連續三年榮獲上市公司「公司治理評鑑」排名前 6~20%。

公司簡介：

中鴻為國內鋼鐵單軋廠，屬於中鋼集團的一份子。主要產品為各式鋼捲，以營收比重來看，熱軋鋼捲約占營收 80%、冷軋鋼捲 12%、鍍鋅鋼捲 5%、鋼管 3%。目前中鴻在台灣有五個廠區，設有產能為熱軋年產能 240 萬公噸，冷軋年產能 45 萬公噸，鋼管廠大發廠區年產能 4.5 萬公噸，酸鍍廠年產能為酸產 60 萬公司、鍍鋅 30 萬公噸，彰化鹿港鋼管廠年產能 20 萬公噸，彰化鋼管廠可生產石油用管供應油氣產業用管需求。

預估中鴻 4Q22 稅後 EPS -0.14 元，1Q23 獲利回穩擺脫谷底：

4Q22 中鴻營收 81.83 億元，YoY-41.05%，QoQ+3.86%，雖然因為鋼價仍低且需求仍未明顯回升，因此營收仍在谷底，但已較上一季回穩。預期因高價庫存逐漸消化，毛利率可望回升至 -1.58%，稅後 EPS -0.14 元。

進入 1Q23，由於鋼價已經順利反彈，中鋼連續二個月的盤價上漲，可望帶動中鴻出貨價量俱揚，預估 1Q23 營收 86.06 億元，YoY-30.66%，QoQ+5.16%，且鋼價上漲預期可推升毛利率，預估毛利率回升至 5.07%，稅後 EPS 0.19 元。

鐵礦砂價格持續上漲，預期下個月中鋼盤價維持上漲的機會大：

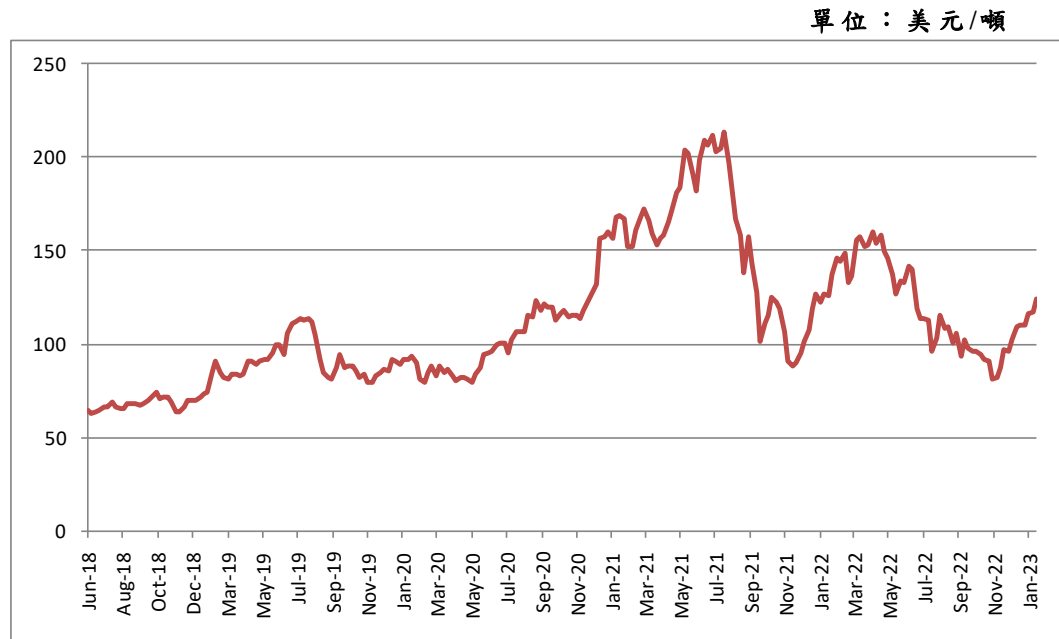
從原物料價格來看，農曆春節期間國際鋼鐵原物料的價格呈現穩定小漲格局，鐵礦砂報價從 123 美元/噸上漲至 126 美元/噸，漲幅約 3%。廢鋼價格也維持上漲，報價從每公噸 416 美元上漲至 427 美元，漲幅約 2%。符合市場對於未來鋼鐵需求可望回升的期待。從中鋼 2 月的盤價來看，由於上漲幅度並未完全反應原物料價格的漲幅，2 月將開出的 03/2023 盤價維持上漲的機會偏高。對台灣鋼鐵廠而言，由於中鋼近二個月的盤價漲幅偏低，因此中下游在接單上具有價格競爭力可擴大接單量能，目前業者對備庫存的意願也佳，預期 1Q23 上游鋼廠的出貨量能無虞。在中國防疫封控放鬆房地產可望反彈的預期下，用鋼需求可望回升的預期持續發酵，並帶動鐵礦砂價格持續穩步上漲，短期鋼價可望維持反彈上漲。

產業未來趨勢：中國對疫情的態度由封控轉向解封，且為了經濟發展重新支持房地產事業，推出金融 16 條幫助房地產業者，有利於 2023 年的鋼鐵需求成長。短期來說，解封初期與即將來臨的春節人流可能帶動染疫人數上升，影響民眾外出意願及消費信心，因此預期短期鋼鐵需求還不會明顯上升。長期來看，中國的鋼鐵產業產能及耗能龐大，若要達成碳中和目標，中國鋼鐵的生產減少是必然的趨勢，而全球在供應鏈轉移及俄烏戰後帶動

2023 年 2 月 3 日

的經濟復甦及基建需求將可帶動鋼鐵需求中長期的成長。

圖、鐵礦砂價格



資料來源：Bloomberg

中鋼盤價持續上漲，預期接下來的中鴻盤價也可以維持上漲格局：

中鋼公佈 02/2023 內銷月盤價，六大主要鋼品中熱軋鋼板每公噸上漲 500 元，熱軋鋼捲每公噸上漲 800~1000 元，冷軋鋼捲價格上漲新台幣 1000 元，電磁鋼捲上漲 500 元，熱浸鍍鋅鋼捲則每公噸上漲 500~1000 元，漲幅在預測區間的中間偏下區。此次中鋼盤價上漲仍未完全反應原物料價格的漲幅，主要是中鋼希望採取緩漲策略，讓下游在接單上具有價格彈性及競爭力擴大接單量能。隨著中鋼的盤價上漲，預期中鴻的盤價也將維持漲勢，1Q23 亞洲鋼鐵市場的價格維持強勢無虞。

投資建議：

預估中鴻 2022 年稅後 EPS -0.10 元，全年由盈轉虧主要因為 2H22 鋼價大幅下跌，使 2H22 出現虧損。展望 2023 年，目前鋼價已經落底回穩，但認為在資金緊縮及中國整體鋼鐵需求仍不及疫情前的水準之下，2023 年的鋼鐵價格難以挑戰前高，較可能的情況是在 1Q23 漲價完成後震盪整理。

預估 2023 年中鴻營收為 377.27 億元，YoY-15.23%，稅後 EPS 0.75 元。雖然 2023 年獲利可望谷底回升，但目前 PBR 約 2.3 倍，位於三年歷史區間 0.7~3 倍中間偏高位置，評價已反應鋼價上漲的預期，維持中鴻的投資建議為中立。

2023 年 2 月 3 日

Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2023 年 2 月 3 日

資產負債表

(百萬元)	2019	2020	2021	2022F	2023F
資產總計	30,464	27,100	37,479	32,249	30,474
流動資產	9,209	7,036	17,053	3,989	12,967
現金及約當現金	67	287	508	132	394
應收帳款與票據	512	947	978	783	561
存貨	6,578	4,236	12,717	2,278	8,952
採權益法之投資	2,526	2,670	4,043	7,129	2,892
不動產、廠房設備	12,552	11,163	10,165	10,165	10,165
負債總計	15,895	11,867	14,918	12,704	12,005
流動負債	8,502	5,167	9,828	2,122	8,366
應付帳款及票據	95	341	1,830	628	357
非流動負債	7,392	6,700	5,089	11,785	5,112
權益總計	14,569	15,233	22,561	19,545	18,469
普通股股本	14,355	14,355	14,355	14,355	14,355
保留盈餘	762	1,303	7,074	4,057	2,982
母公司業主權益	14,569	15,233	22,561	19,545	18,469
負債及權益總計	30,464	27,100	37,479	32,249	30,474

損益表

(百萬元)	2019	2020	2021	2022F	2023F
營業收入淨額	40,470	36,790	53,744	44,503	37,727
營業成本	39,225	35,336	46,198	44,863	35,956
營業毛利淨額	1,245	1,455	7,546	-360	1,770
營業費用	1,463	1,116	1,023	613	622
營業利益	-218	338	6,524	-973	1,148
EBITDA	1,346	1,776	7,812	3,047	2,558
業外收入及支出	228	189	489	666	143
稅前純益	11	528	7,013	-307	1,291
所得稅	0	0	663	-161	214
稅後純益	11	528	6,350	-145	1,077
稅後 EPS(元)	0.01	0.37	4.42	-0.10	0.75
完全稀釋 EPS**	0.01	0.37	4.42	-0.10	0.75

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 143.55【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 143.55 億元計算

比率分析

(百萬元)	2019	2020	2021	2022F	2023F
-------	------	------	------	-------	-------

成長力分析(%)

營業收入淨額	-16.10%	-9.09%	46.08%	-17.19%	-15.23%
營業毛利淨額	-71.61%	16.83%	418.83%	N.A	N.A
營業利益	N.A	N.A	1828.86%	N.A	N.A
稅後純益	-99.64%	4795.38%	1102.14%	N.A	N.A

獲利能力分析(%)

毛利率	3.08%	3.95%	14.04%	-0.81%	4.69%
EBITDA(%)	3.32%	4.83%	14.54%	6.85%	6.78%
營益率	-0.54%	0.92%	12.14%	-2.19%	3.04%
稅後純益率	0.03%	1.44%	11.82%	-0.33%	2.86%
總資產報酬率	0.04%	1.95%	16.94%	-0.45%	3.54%
股東權益報酬率	0.07%	3.47%	28.15%	-0.74%	5.83%

償債能力檢視

負債比率(%)	52.18%	43.79%	39.80%	39.39%	39.39%
負債/淨值比(%)	109.10%	77.90%	66.12%	65.00%	65.00%
流動比率(%)	108.31%	136.17%	173.51%	188.00%	155.00%

其他比率分析

存貨天數	68.94	55.85	66.97	61.00	57.00
應收帳款天數	7.41	7.24	6.54	7.22	6.50

現金流量表

(百萬元)	2019	2020	2021	2022F	2023F
營業活動現金	2,513	4,742	2,024	5,691	-164
稅前純益	11	528	7,013	-307	1,291
折舊及攤銷	1,214	1,162	754	1,016	1,016
營運資金變動	1,737	2,151	-7,022	9,432	-6,723
其他營運現金	-449	900	1,279	-4,451	4,252
投資活動現金	-429	-363	-1,199	-5,273	6,104
資本支出淨額	-507	-398	-354	-520	-411
長期投資變動	5	2	-200	-5	-2
其他投資現金	74	33	-645	-4,748	6,517
籌資活動現金	-2,217	-4,158	-605	-795	-5,678
長借/公司債變動	-240	384	-800	6,695	-6,672
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-144	0	-431	-2,871	-2,153
其他籌資現金	-1,834	-4,543	626	-4,619	3,148
淨現金流量	-133	220	221	-376	263
期初現金	200	67	287	508	132
期末現金	67	287	508	132	394

資料來源：CMoney、群益

2023 年 2 月 3 日

季度損益表

(百萬元)	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22F	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	1Q24F	2Q24F
營業收入淨額	15,635	13,881	12,410	16,031	7,879	8,183	8,606	9,827	9,270	10,024	9,122	10,550
營業成本	13,643	12,391	11,786	14,955	9,810	8,313	8,169	9,373	8,910	9,505	8,778	10,116
營業毛利淨額	1,993	1,490	625	1,076	-1,931	-129	436	454	361	519	344	434
營業費用	204	357	173	186	126	128	143	159	155	165	176	187
營業利益	1,789	1,133	452	890	-2,057	-257	294	295	205	354	168	247
業外收入及支出	73	32	53	57	521	34	9	55	46	33	31	-14
稅前純益	1,862	1,165	505	947	-1,536	-223	303	350	251	388	199	233
所得稅	398	259	3	267	-410	-22	36	70	30	78	24	47
稅後純益	1,464	906	502	680	-1,126	-201	266	280	221	310	175	187
最新股本	14,355	14,355	14,355	14,355	14,355	14,355	14,355	14,355	14,355	14,355	14,355	14,355
稅後EPS(元)	1.02	0.63	0.35	0.47	-0.78	-0.14	0.19	0.20	0.15	0.22	0.12	0.13

獲利能力(%)

毛利率(%)	12.74%	10.74%	5.03%	6.71%	-24.51%	-1.58%	5.07%	4.62%	3.89%	5.18%	3.77%	4.11%
營業利益率(%)	11.44%	8.16%	3.64%	5.55%	-26.11%	-3.15%	3.41%	3.00%	2.22%	3.54%	1.84%	2.34%
稅後純益率(%)	9.36%	6.53%	4.04%	4.24%	-14.29%	-2.46%	3.09%	2.85%	2.38%	3.09%	1.92%	1.77%

QoQ(%)

營業收入淨額	16.70%	-11.22%	-10.59%	29.17%	-50.85%	3.86%	5.16%	14.19%	-5.66%	8.13%	-9.00%	15.65%
營業利益	-4.19%	-36.66%	-60.12%	96.96%	N.A	N.A	N.A	0.52%	-30.36%	72.46%	-52.56%	46.97%
稅前純益	-18.55%	-37.41%	-56.65%	87.50%	N.A	N.A	N.A	15.71%	-28.25%	54.34%	-48.60%	17.10%
稅後純益	-35.83%	-38.10%	-44.60%	35.44%	N.A	N.A	N.A	5.19%	-21.07%	40.31%	-43.46%	6.45%

YoY(%)

營業收入淨額	69.15%	44.63%	14.59%	19.66%	-49.61%	-41.05%	-30.66%	-38.70%	17.66%	22.49%	6.00%	7.36%
營業利益	1268.74%	68.21%	-73.97%	-52.33%	N.A	N.A	-35.03%	-66.84%	N.A	N.A	-42.73%	-16.27%
稅前純益	644.92%	51.87%	-70.29%	-58.57%	N.A	N.A	-40.10%	-63.04%	N.A	N.A	-34.14%	-33.35%
稅後純益	485.61%	18.08%	-70.48%	-70.20%	N.A	N.A	-46.96%	-58.80%	N.A	N.A	-34.14%	-33.35%

註1：稅後EPS以股本143.55億元計算

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。