

2002.TT 中鋼

需求逐漸清晰

公司簡介

中國鋼鐵公司(中鋼)位於高雄市，成立於 1971/12，為國內最大鋼鐵公司，粗鋼年產能約 1,600 萬噸，2022 年產品銷售比重為熱軋(26%)、冷軋(16%)、棒線(24%)、塗鍍(20%)、鋼板(11%)，銷售地區為台灣(59%)、東南亞(12%)、中國(5%)、日本(6%)。

投資評等/目標價

買進

35

【前次投資建議】區間操作，30~34

【大盤指數/股價】15221 / 30.6

近一年個股及大盤報酬率



公司基本資料

流通在外股數(百萬股)	15,735
市值(百萬元)	481,487
3M 平均日成交值(百萬元)	914
外資持股率(%)	19.59
投信持股率(%)	2.52
董監持股率(%)	20.15

重點財報解析

百萬元	FY21	FY22	FY23F
營業收入	468,328	449,567	433,242
營業利益	79,757	18,265	13,260
母公司本期淨利	62,053	17,784	14,592
EPS(元)	4.02	1.15	0.93
每股現金股利(元)	3.10	1.00	0.80
每股淨值(元)	22.88	20.97	20.90
本益比(x)	7.61	26.61	33.00
本淨比(x)	1.34	1.46	1.46
殖利率(%)	10.13	3.27	2.61

環境、社會與治理(ESG)



重點摘要

➤ 4月與 2Q23 盤價漲幅優於預期

中鋼 3/16 開出 4 月與 2Q23 盤價，當中 4 月盤價調漲 800~1,000 元/噸、2Q23 盤價調漲 1,500~2,000 元/噸，漲幅優於投研部預期，中鋼熱軋鋼 4 月盤價調漲 1,000 元至 31,190 元/噸、MoM+3.31%，漲幅高於寶鋼調漲的 200 人民幣/噸。

➤ 2Q23 需求將進一步提升

需求方面，自 11/2022 全球鋼鐵最大需求地區——中國，受惠房市政策鬆綁以及全面解封，鋼市信心受到提振，隨後在 01/2023 春節過後實質需求開始回溫。各產業方面，1) 累計前 2 月房屋銷售額跌幅明顯收斂至 -0.1%、較 12/2022 回升 26.6ppts；2) 中國鋼鐵業 PMI 2 月提升至擴張區的 50.1、連續 3 個月回升。展望後勢，時序上將進入 2Q23 傳統旺季，而目前鋼材庫存水位仍偏低，2 月中國社會鋼材庫存 1,372 萬噸、低於近 3 年同期平均的 1,689 萬噸，後續在補庫效應挹注下，2Q23 需求將進一步提升，全年而言需求已自 4Q22 谷底復甦。

➤ 投研部上調 2023 年營收與獲利預估

考量 4 月與 2Q23 盤價漲幅優於預期，投研部上調 2023 年營收上調至 4,332.42 億元、YoY-3.63%，營收年減主要來自產品 ASP 低於 2022 年所致，不過營運已從 4Q22 谷底持回升。獲利方面，全年毛利率預估較前次上調 0.07ppts 至 5.74%，EPS 則上調 0.04 元至 0.93 元。

➤ 投資建議：調升至買進，目標價 35 元

評價方面，參考鋼市溫和成長期間，P/B 評價多落在 1.3~1.8x 之間，以 2023 年 BVPS 20.9 元計算，目前 P/B 位於 1.45x，處於上述區間中下緣，投研部考量中國 2 月房屋銷售額跌幅明顯收斂，以及鋼市需求持續回溫，預計 P/B 評價將隨中鋼營運狀況一同脫離 4Q22 谷底，並朝中上緣 1.65x P/B 邁進，目標價 35 元，並將評等調升至買進。

4 月與 2Q23 盤價漲幅優於預期

中鋼 3/16 開出 4 月與 2Q23 盤價，當中 4 月盤價調漲 800~1,000 元/噸、2Q23 盤價調漲 1,500~2,000 元/噸，漲幅優於投研部預期，且熱軋鋼盤價漲幅高於寶鋼調漲的 200 人民幣/噸。中鋼熱軋鋼 4 月盤價調漲 1,000 元至 31,190 元/噸、MoM+3.31%，而線材亦於 2Q23 補上與行情落差的部分、調漲 2,000 元至 25,650 元/噸、QoQ+8.46%，整體而言中鋼主要考量煉鋼原物料成本上漲、需求持續回溫，進而調漲盤價。

表 1：中鋼 4 月份月盤與 2Q23 季盤各項內銷鋼品調整金額

四月 月盤產品	項目	調整金額(新台幣/公噸)
	熱軋鋼板(一般料)	+1,000
	熱軋鋼捲(一般料、軋延料)	+1,000
	冷軋鋼捲(一般料)	+1,000
	電鍍鋅鋼捲(抗指紋、建材)	+800
	熱浸鍍鋅鋼捲(建材、烤漆料)	+1,000
	熱浸鍍鋅鋼捲(家電、電腦、其他料)	+800
	電磁鋼捲(中低規、高規)	+800
第二季 季盤產品	項目	調整金額(新台幣/公噸)
	棒線(低碳、中高碳、冷打、低合金)	+2,000
	鋼板(船板、A36/SS400、其他板)	+2,000
	熱軋鋼板(中高碳、工具鋼)	+2,000
	熱軋鋼捲(中高碳、工具鋼)	+1,500
	冷軋鋼捲(中高碳、工具鋼)	+1,500
	冷軋鋼捲(製桶)	+2,000
	汽車料	+2,000

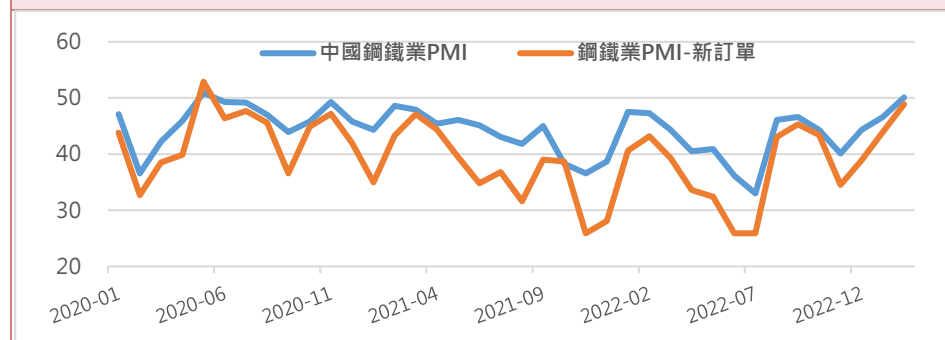
資料來源：中鋼

2Q23 需求將進一步提升

鋼市供給方面，全球粗鋼最大供給地區—中國，2023 年粗鋼產量將持續受到碳中和目標框架而限縮，預計產量將小幅低於 2022 年的 10.13 億噸至 10.06 億噸。另外，中國兩會(3/4、3/5)前皆會實施環保限產，因此使近期粗鋼供給更為吃緊。

需求方面，自 11/2022 全球鋼鐵最大需求地區—中國，受惠房市政策鬆綁以及全面解封，鋼市信心受到提振，隨後在 01/2023 春節過後實質需求開始回溫。而拖累 2022 年中國鋼市需求的房市，相關數據顯示開始出現止穩跡象，包含 1) 中國累計前 2 月房屋銷售額跌幅明顯收斂至-0.1%、較 12/2022 回升 26.6ppts；2) 中國鋼鐵業 2 月的 PMI 提升至擴張區的 50.1、連續 3 個月回升。展望後勢，時序上將進入 2Q23 傳統旺季，加以 2 月中國社會鋼材庫存為 1,372 萬噸、低於近 3 年同期平均的 1,689 萬噸，可看出目前鋼材庫存水位仍偏低，後續在補庫效應挹注下，2Q23 需求將進一步提升，全年而言需求已自 4Q22 谷底復甦。

圖 1：中國鋼鐵業 PMI



資料來源：Wind

2023 年鋼價看漲

原料價格方面，隨需求回溫，1 月以來至 3/15 鐵礦砂價格上漲 13.4%至 133.1 美元/噸、冶金煤價格更受到 12~4 月雨季因素上漲 35.1%至 358 美元/噸。根據礦場展望，鐵礦砂與冶金煤於 2023 年並未有明顯增產計畫，預計價格將隨需求一同上漲。

鋼價方面，2023 年鋼價隨著供給限縮、需求回溫，加上原料成本支撐以及潛在碳稅成本，碳稅方面，中國預計在 2023 年將鋼鐵業納入碳排放配額試點，鋼廠預估碳稅將使每公噸粗鋼的生產成本增加約 12 美元至 15 美元，上述因素將推升鋼價上漲。故投研部預估中鋼 4Q23 熱軋鋼內銷盤價將上漲至 32,290 元/噸、YoY+17.46%。

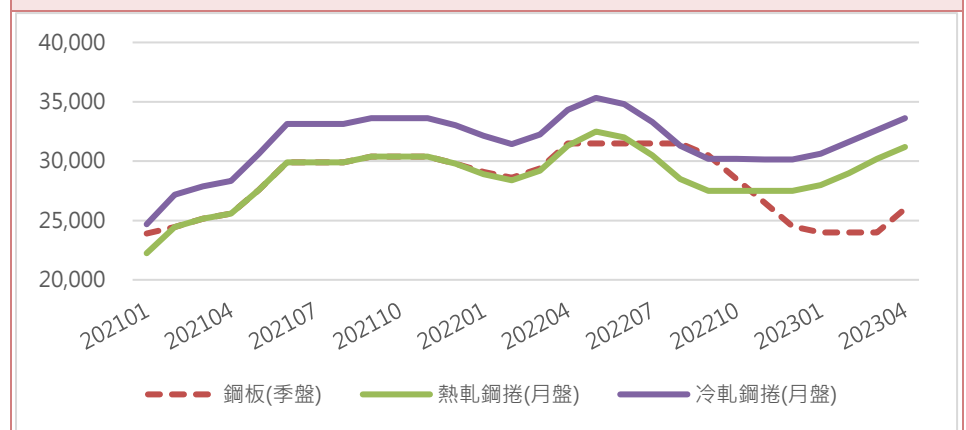
圖 2：原料價格走勢



資料來源：Wind；國票投顧整理

圖 3：中鋼盤價走勢

元/噸



資料來源：中鋼；國票投顧整理

投研部上調 2023 年營收與獲利預估

考量 4 月與 2Q23 盤價漲幅優於預期，投研部將中鋼 2023 年全年產品 ASP 上調 3.75%，全年出貨量預估為 1,201 萬噸、YoY+0.5%，將由 2H22 各季平均的 275 萬噸出貨量逐漸回升，2023 年營收上調至 4,332.42 億元、YoY+3.63%，營收年減主要來自產品 ASP 低於 2022 年所致，不過營運已從 4Q22 谷底回升。

獲利方面，1Q23 出貨的產品約是使用 4Q22 之原料成本，在 1Q23 鋼品上漲、4Q22 原料成本仍持平的情況下，1Q23 毛利率有望較 4Q22 回升，而後續毛利率預料也可隨需求一同回升，故全年毛利率較前次報告上調 0.07ppts 至 5.74%，投研部預計 1Q23 獲利將由虧轉盈，全年 EPS 則上調 0.04 元至 0.93 元。

投資建議：調升至買進，目標價 35 元

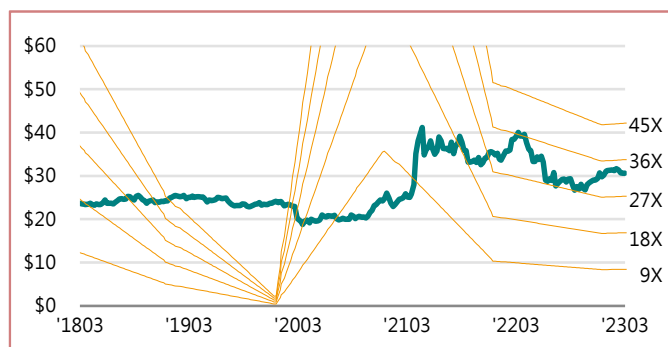
評價方面，參考鋼市溫和成長期間，P/B 評價多落在 1.3~1.8x 之間，以 2023 年 BVPS 20.9 元計算，目前 P/B 位於 1.45x、處於上述區間中下緣，投研部考量中國 2 月房屋銷售額跌幅明顯收斂，以及鋼市需求持續回溫，預計 P/B 評價將隨中鋼營運狀況一同脫離 4Q22 谷底，並朝中上緣 1.65x P/B 邁進，目標價 35 元，並將評等調升至買進。

表 2：中鋼 2023 年財務預估調整

	調整後	調整前	差異(%)
	2023F	2023F	2023F
	(百萬元)	(百萬元)	(%)
營業收入	433,242	417,096	3.87
營業毛利	24,858	23,659	5.07
營業利益	13,260	12,690	4.50
稅後淨利	14,592	13,960	4.53
稅後 EPS (元)	0.93	0.89	4.53
<i>Margin (%)</i>			
營業毛利率	5.74	5.67	
營業利益率	3.06	3.04	
稅後淨利率	3.37	3.35	

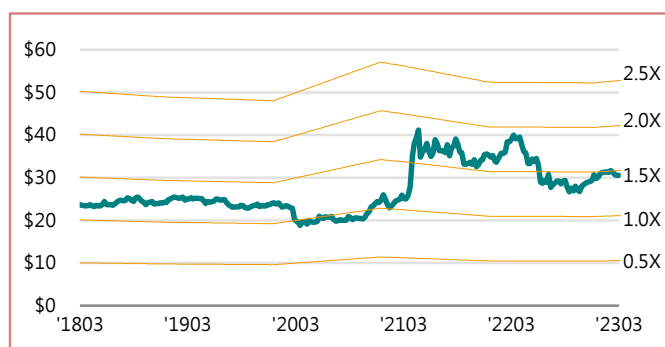
資料來源：國票投顧預估

中鋼未來 12 個月 P/E 區間



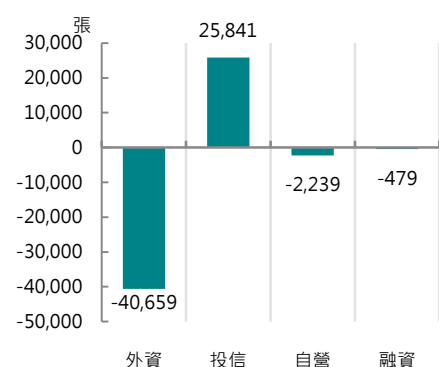
資料來源：國票投顧

中鋼未來 12 個月 P/B 區間



資料來源：國票投顧

近二十日籌碼變化



資料來源：TEJ

十大股東結構

持股人姓名	持股率%
經濟部(股)	20.05
兆豐商銀託管	2.53
富邦人壽保險(股)蔡明興	2.50
運鴻投資(股)	1.63
新制勞退基金	1.47
舊制勞工退休基金	1.10
摩根銀行台北分行	1.09
運盈投資(股)	1.01
大通先進星光	1.01
公務人員退休撫恤	0.74

資料來源：TEJ

董監事持股

持股人	身分別	持股率%
經濟部(股)翁朝棟	董事長	20.05
經濟部(股)曾文生	董事	20.05
經濟部(股)劉明忠	董事	20.05
中鋼產業工會 陳春生	董事	0.05
景裕國際(股)黃建智	董事/副總經理	0.03
高瑞投資(股)楊岳崑	董事/副總經理	0.01
群裕投資(股)王錫欽	董事/總經理	0.01
鴻高投資開發(股)翁政義	董事	0.01
洪敏雄	獨立董事	0
高蘭芬	獨立董事	0

資料來源：TEJ

2002 中鋼 永續發展概況

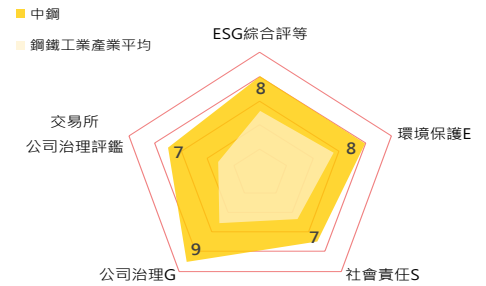
CMoney ESG Rating

落後			平均				評鑑年季：2023Q1		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10

E(環境保護)	S(社會責任)	G(公司治理)	永續報告書連結
8	7	9	https://www.csc.com.tw/csc/hr/csr/wb/dow.htm

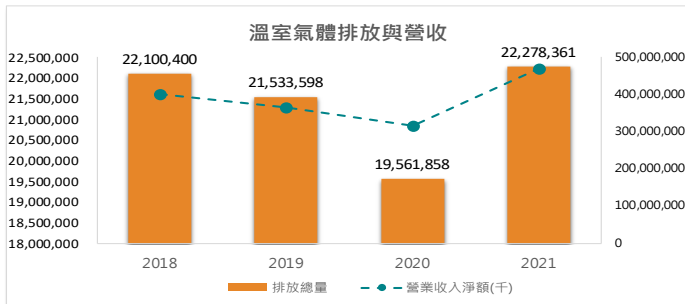
產業類別	產業樣本數	ESG評等產業排名	TCFD報告書簽署	TCFD報告書連結
鋼鐵工業	46	1	是	https://www.fvuwow.com.tw/download/itemlist/category/201.html

資料來源：CMoney
說明：評等1-10分，10分最高



環境保護 Environment

溫室氣體



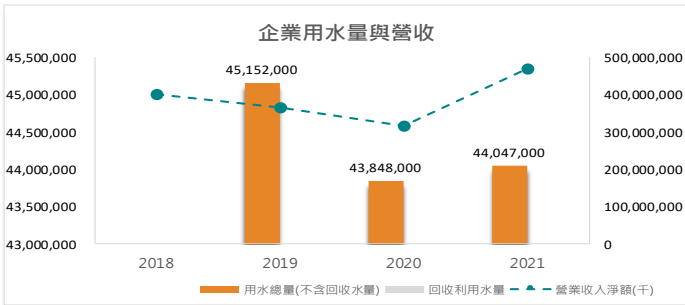
摘要 2021年溫室氣體排放量增加13.89%，營收增加48.78%

溫室氣體盤查數據			
年度	排放總量(公噸)	範疇一	範疇二
2021	22,278,361	20,939,573	1,338,788
2020	19,561,858	18,318,428	1,243,430
2019	21,533,598	20,351,815	1,181,783
2018	22,100,400	20,805,711	1,294,689

*排放總量(公噸)：範疇一+範疇二溫室氣體排放數據
*範疇一：組織擁有或控制的營運據點的溫室氣體排放
*範疇二：組織所購買或取得之電力、用之於供熱、製冷或蒸汽而產生的溫室氣體排放

資料來源：CMoney、企業揭露資訊

水資源



摘要 2021年企業用水量增加0.45%，營收增加48.78%

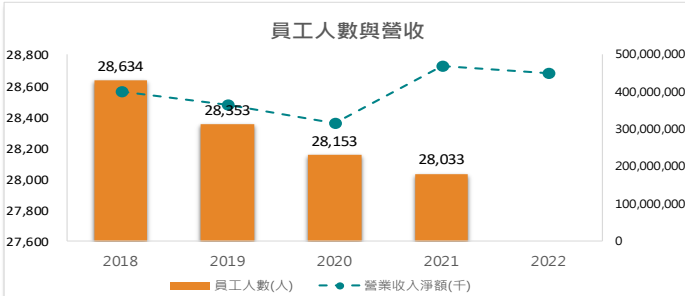
企業用水量盤查數據			
年度	用水總量(公噸)	回收水量(公噸)	排水量(公噸)
2021	44,047,000	-	14,202,000
2020	43,848,000	-	15,133,000
2019	45,152,000	-	15,152,000
2018	未揭露	-	-

*用水總量：依取水來源統計之總使用水量
*回收水量：將已用水和廢水透過循環處理成可再利用的水資源(包含製成回收水)
*排水量：排放的汙水總量

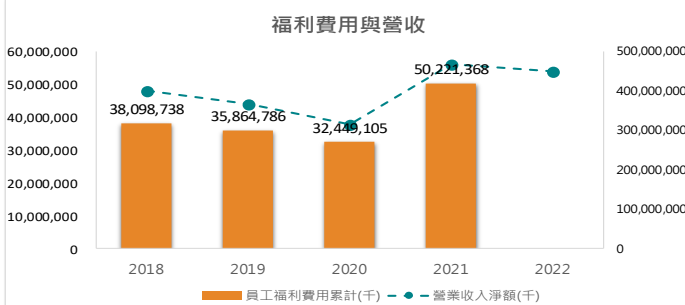
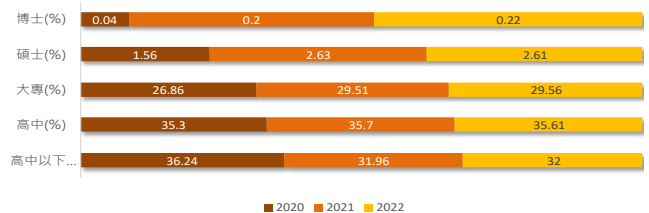
資料來源：CMoney、企業揭露資訊

社會責任 Social Responsibility

員工人數



員工學歷分佈



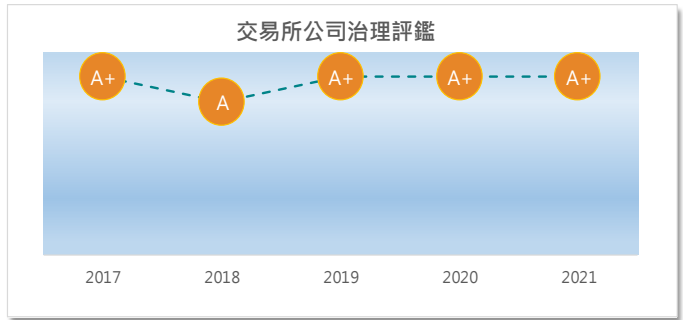
公司治理 Corporate Governance

公司治理評鑑

評鑑年度	評鑑結果	等級	加權項目比重			
			維護股東權益及 平等對待股東	強化董事會結構 與運作	資訊 透明度	落實 企業社會責任
2021	前5%	A+	0.2	0.33	0.26	0.21
2020	前5%	A+	0.19	0.34	0.26	0.21
2019	前5%	A+	0.2	0.35	0.24	0.21
2018	6%至20%	A	0.2	0.35	0.24	0.21
2017	前5%	A+	0.28	0.32	0.22	0.18

資料來源：CMoney、交易所

[註]等級轉換：前5%：「A+」；6%至20%：「A」；21%至35%：「B+」；36%至50%：「B」；51%至65%：「C+」；66%至80%：「C」；81%至100%：「D」

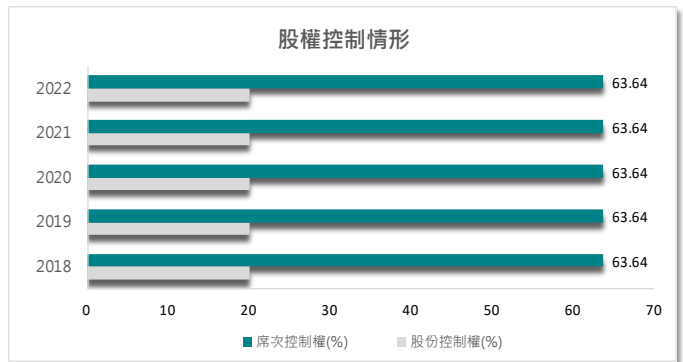


企業功能委員會

功能委員會			
審計委員會(非強制設置)		審計委員會(強制設置)	★
提名委員會	★	資訊安全委員會	
公司治理委員會		永續發展委員會	
薪資報酬委員會	★	誠信經營委員會	
風險管理委員會	★	策略委員會	

資料來源：CMoney、企業揭露資訊

股權控制



企業裁罰資訊

2022/8/2

違反法條：
職業安全衛生法第27條第1項

違反內容：
事業單位與承攬人、再承攬人分別僱用勞工共同作業時，為防止職業災害，原事業單位未採取必要措施

資料來源：CMoney蒐集MOPs重訊、環保署、金管會、勞動部裁罰資訊

附註說明

溫室氣體與水資源企業資訊來源為永續報告書及公開資訊觀測站，企業資料於每年6/30及9/30申報截止，CMoney蒐集整理數據於每年8月及10月更新最新資料。
依循GRI國際準則，企業揭露溫室氣體與水資源等資料應揭露至少3至5年，因此最新年度永續報告書應有3至5年數據，表格數據以最新年度公告數據呈現。
舉例：去年A公司公告2020、2019年溫室氣體資料，今年只公告2021年資料，視為今年沒有公告2020、2019歷史資料，於表格中只會呈現2021年資料。

綜合損益表

百萬元	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	FY21	FY22	FY23F
營業收入	115,212	133,638	105,340	95,377	92,407	113,084	109,287	118,464	468,328	449,567	433,242
營業毛利	16,778	16,306	2,185	(3,366)	1,868	6,826	7,297	8,866	95,315	31,902	24,858
營業費用	3,303	3,541	3,181	3,612	2,634	2,997	3,005	2,962	15,557	13,637	11,597
營業利益	13,475	12,765	(996)	(6,978)	(766)	3,829	4,292	5,905	79,757	18,265	13,260
稅前淨利	14,502	14,400	1,546	(7,190)	584	5,089	5,492	7,105	84,414	23,259	18,270
本期淨利(NI)	11,708	11,028	1,252	(5,994)	526	4,326	4,476	5,790	68,906	17,995	15,118
淨利歸屬於_母公司業主	10,771	10,084	1,939	(5,010)	404	4,198	4,341	5,649	62,053	17,784	14,592
淨利歸屬於_非控制利益	937	944	(686)	(984)	122	128	135	141	6853	211	526
每股盈餘_本期淨利	0.70	0.65	0.12	-0.32	0.03	0.27	0.28	0.36	4.02	1.15	0.93
QoQ(%)											
營收淨額	(11.02)	15.99	(21.17)	(9.46)	(3.11)	22.38	(3.36)	8.40			
銷貨毛利	(35.64)	(2.81)	(86.60)	(254.08)	虧轉盈	265.45	6.90	21.50			
營業利益	(37.77)	(5.27)	盈轉虧	持續虧損	持續虧損	虧轉盈	12.08	37.57			
稅後純益_母公司淨利	(38.64)	(6.38)	(80.78)	盈轉虧	虧轉盈	939.53	3.42	30.12			
YoY(%)											
營收淨額	17.78	15.76	(16.12)	(26.34)	(19.79)	(15.38)	3.75	24.21	48.78	(4.01)	(3.63)
銷貨毛利	5.04	(33.82)	(92.37)	盈轉虧	(88.87)	(58.14)	234.02	虧轉盈	530.49	(66.53)	(22.08)
營業利益	7.89	(38.51)	盈轉虧	盈轉虧	盈轉虧	(70.00)	虧轉盈	虧轉盈	3,373.39	(77.10)	(27.40)
稅後純益_母公司淨利	19.32	(35.83)	(90.19)	盈轉虧	(96.25)	(58.37)	123.95	虧轉盈	6,904.80	(71.34)	(17.95)
各項比率											
營業毛利率	14.56	12.20	2.07	(3.53)	2.02	6.04	6.68	7.48	20.35	7.10	5.74
營業利益率	11.70	9.55	(0.95)	(7.32)	(0.83)	3.39	3.93	4.98	17.03	4.06	3.06
稅前淨利率	12.59	10.78	1.47	(7.54)	0.63	4.50	5.03	6.00	18.02	5.17	4.22
稅後淨利率	9.35	7.55	1.84	(5.25)	0.44	3.71	3.97	4.77	13.25	3.96	3.37

資料來源：TEJ、國票投顧

財務狀況表

百萬元	FY21	FY22	FY23F
現金及約當現金	23,969	29,198	33,791
流動金融資產	7,712	8,554	7,919
應收款項	30,595	22,584	27,058
存貨	129,533	131,516	114,074
其他流動資產	15,280	15,885	15,885
流動資產	207,089	207,736	198,726
非流動金融資產	67,093	63,995	63,868
採用權益法之投資	13,420	14,565	15,254
不動產、廠房與設備	370,664	370,248	377,485
投資性不動產	9	10	10
其他非流動資產	44,618	43,125	27,312
資產總計	687,995	683,769	666,057
短期借款	33,061	49,669	88,905
流動金融負債	1,283	243	243
應付款項	73,884	80,163	87,095
其他流動負債	47,353	30,819	30,819
流動負債	155,582	160,894	207,062
非流動金融負債	139	1,047	1,047
應付公司債	62,336	50,123	67,598
長期借款	40,836	78,129	115,386
其他非流動負債	25,614	21,414	22,485
負債總計	301,040	326,924	305,133
股本	157,731	157,731	157,349
資本公積	39,239	40,275	40,225
保留盈餘	165,114	135,389	134,773
其他權益	284	284	284
庫藏股	8,649	8,649	8,649
非控制權益	37,926	36,943	36,943
股東權益	386,955	356,845	360,925

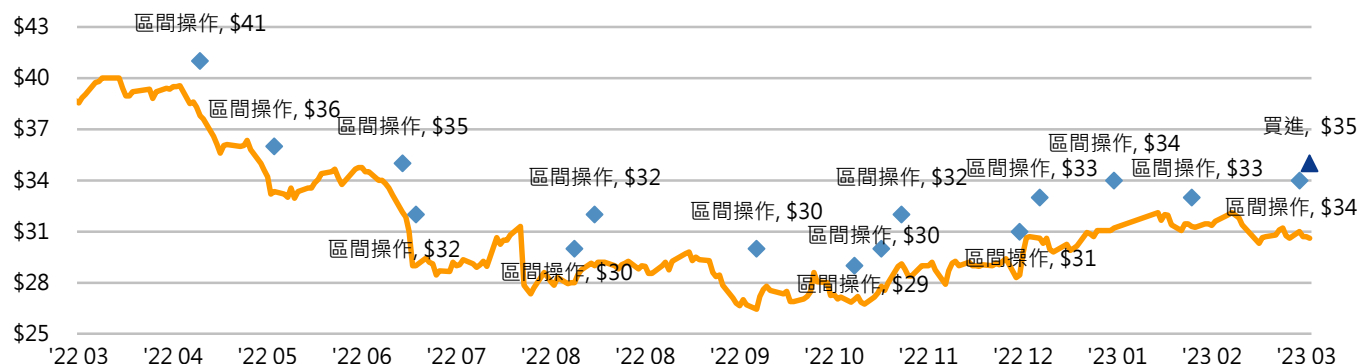
資料來源：TEJ、國票投顧

現金流量表

百萬元	FY21	FY22	FY23F
本期稅前淨利(淨損)	84,414	23,259	18,270
折舊攤提	32,727	34,349	23,323
採權益法之關聯企業及合資損益之份額	(1,215)	(1,593)	(5,010)
收取之利息	(229)	(470)	(470)
收取之股利	(3,611)	(2,020)	(2,020)
營運資金增減	(44,845)	(20,111)	(20,000)
支付之利息	1,761	2,493	2,493
支付之所得稅	(1,713)	(13,492)	(3,152)
其他	4,014	1,927	1,927
來自營運之現金流量	71,304	24,343	15,362
資本支出	(20,767)	(30,291)	(30,291)
長投增減	133	126	126
短投增減	(507)	635	635
收取之利息	(229)	(470)	(470)
收取之股利	(3,611)	(2,020)	(2,020)
其他	4,014	1,927	1,927
來自投資之現金流量	(16,169)	(24,053)	(24,053)
自由現金流量	55,134	291	(8,691)
借款增(減)	(42,200)	113,751	76,494
股利發放	(4,732)	(48,897)	(15,735)
發行公司債	0	0	0
償還公司債	(17,400)	(17,475)	(17,475)
現金增資	0	0	0
其他	4,014	1,927	1,927
來自融資之現金流量	(48,560)	2,803	13,284
匯率調整	(411)	3,137	0
本期產生之現金流量	6,164	6,231	4,593
期末現金及約當現金	23,969	29,198	33,791

資料來源：TEJ、國票投顧

中鋼歷史投資建議走勢



國票買進個股數

投資評等	個股數
強力買進/買進	55

評等說明

評等	定義
強力買進	預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 20%。且短期股價動能強勁
買 進	<ul style="list-style-type: none"> 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 20% 中大型股及金融股：預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 12%以上
區間操作	<ul style="list-style-type: none"> 預估未來 3 個月內絕對報酬小於 20% 中大型股及金融股：預估未來 3 個月內的絕對報酬小於 12% 股價若偏區間價位下緣，可偏多操作；股價若偏區間價位上緣，宜保守操作
觀 望	預估未來 3 個月內的絕對報酬低於 0%
未 評 等	<ul style="list-style-type: none"> 該公司未於國票核心持股名單 國票可能與該公司進行業務而處於減默期

備註：「續推買進」報告 - 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 10%；中大型股及金融股，預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 6%以上

研究員聲明

本研究報告之內容，係研究人員就其專業能力之善意分析，負責之研究人員（或者負責參與的研究人員）確認：本研究報告的內容係反映研究人員對於相關證券的個人看法；研究人員的報酬與本研究報告內容表述的個別建議或觀點無關。

公司總聲明

- 國票證券投資顧問股份有限公司為國票金融控股公司之集團成員，國票金融控股公司所屬子公司暨關係企業（以下簡稱 國票金控集團）從事廣泛金融業務，包括但不限於票券、保險、證券經紀、自有資金投資與交易、資產管理及證券投資信託等。國票金控集團對於本報告所涵蓋之標的公司可能有投資或其他業務往來關係。
- 國票金控集團及其所屬員工，可能會投資本報告所涵蓋之標的公司，且其交易方向與本報告中所提及交易方向可能不一致。除此之外，國票金控集團於法令許可的範圍內，亦有可能以本報告所涵蓋之標的公司作為發行衍生性金融商品之標的。國票金控集團轄下的銷售人員、交易員及其他業務人員可能會為其客戶或自營部門提供口頭或書面市場看法或交易策略，然而該等看法與策略可能與本報告意見不盡一致。國票金控集團之資產管理、自營及其他投資業務所有之投資決策也可能與本報告所提供之建議或看法不一致。
- 本報告純屬研究性質，僅供集團內部同仁及特定客戶參考，不保證其完整性及精確性，且不提供或嘗試遊說客戶做為買賣股票之投資依據。報告中所有的意見與預估，係取自本公司相信為可靠之資料來源，且為特定日期所為之判斷，有其時效性，爾後若有變更，本公司將不做預告或主動更新。投資人於決策時應審慎衡量本身風險，並就投資結果自行負責。以上報告內容之著作權屬國票投顧所有，非經本公司同意，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。