

2024年4月23日

研究員：賴季宏 david.lai@capital.com.tw

前日收盤價	37.70 元
目標價	
3 個月	41.50 元
12 個月	41.50 元

大成鋼(2027 TT)

Trading Buy

近期報告日期、評等及前日股價

06/24/2023 Neutral 48.80

獲利可望落底，靜待需求回溫。

公司基本資訊

目前股本(百萬元)	24,343
市值(億元)	918
目前每股淨值(元)	25.90
外資持股比(%)	15.71
投信持股比(%)	5.13
董監持股比(%)	4.61
融資餘額(張)	13,564
現金股息配發率(%)	52.17

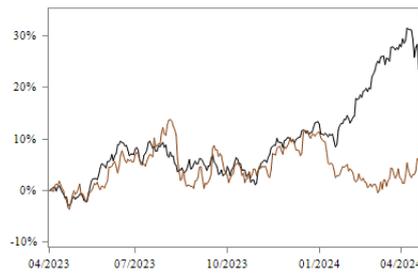
產品組合



- 鋁製產品:40.00%
- 不銹鋼產品:38.00%
- 螺絲螺帽:21.00%
- 其他:1.00%

股價相對大盤走勢

— 2027 — TWSE



投資建議：由於美國 FED 降息時間可能延後，導致美國需求仍然偏弱，預估大成鋼 2024 年營收 972.97 億元，YoY-3.91%，稅後 EPS 2.24 元。考量，(1)因歐美限制俄國鋁鎳交易及美國總統拜登表示將對中國生產的鋼鋁提高關稅，帶動鎳及鋁的價格出現短期上漲，但獲利關鍵仍在美國需求強弱，且在毛利率提升前可能會先出現避險損失。(2)美國的高利率水準時間，可能維持得更久，將使客戶拉貨持續保守。大成鋼目前的 PBR 約 1.45 倍，相較三年歷史區間 1.1~2.0 倍屬於中間偏低水準，但因預期獲利上升有限，對大成鋼的投資評等為 Trading Buy 目標價 41.50 元(2024 年 PBR 1.7X)。

德州廠鋁冷軋產線已完工，鋁熱軋產線預計 2025 年底完工，生產成本長期可持續降低：德州廠維持擴產中，目前鋁冷軋產線已經開出，但因美國市場的需求仍弱，因此初期的貢獻有限。現仍有鋁熱軋產線擴產工程在進行中，預計 2025 年底可以完工。2026 年德州廠新產能全部開出後，原本外購的量能將轉自製可以降成本，毛利會上升，且庫存的金額也可以降低，減輕公司的利息費用壓力。新產能開出後也會順勢推出新的產品，搶占北美市場，德州廠擴產將提升公司在美國市場的競爭力。

俄國鎳鋁限制交易及美國可能提升對中國進口鋼、鋁的關，帶動國際鎳鋁價格上漲：國際鎳價近一季隨價格盤整落底，且歐洲將限制俄羅斯鎳在 LME 及 CME 交易，推動鎳價走揚。目前 LME 鎳報價約 19100 美元/公噸左右，MoM+12.42%，QoQ+21.28%。目前仍觀察兩個層面，1)俄羅斯的鎳雖然無法在 LME 及 CME 交易，但仍會轉向出口到中國，因此全球的鎳供應仍不變。2)汽車電動化的趨勢成形：短期中國電池產能過剩，使得鎳需求放緩。但若電動車的趨勢不變，且沒有新的電池技術推出的情況下，鎳的長期需求仍然看增。認為鎳的價格已經完成回檔修正，2024 年有機會震盪走穩小漲。鋁的情況與鎳相似，俄羅斯產的鋁也受到限制，無法在 LME 及 CME 交易，帶動 LME 鋁價格上漲，目前報價約 2650 美元/噸，MoM+17.44%，QoQ+25.22%。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F
營業收入淨額	101,257	97,297	100,590	28,967	26,369	24,210	21,711	23,545	24,767	25,208	23,777	24,376
營業毛利淨額	19,457	19,296	21,745	6,168	5,235	4,477	3,577	4,358	4,993	5,301	4,644	5,126
營業利益	8,856	9,502	10,224	3,447	2,580	1,850	979	2,055	2,619	2,856	1,972	2,351
稅後純益	5,331	5,456	5,863	1,980	1,632	1,264	454	1,334	1,688	2,279	154	1,432
稅後 EPS(元)	2.19	2.24	2.41	0.81	0.67	0.52	0.19	0.55	0.69	0.94	0.06	0.59
毛利率(%)	19.22%	19.83%	21.62%	21.29%	19.85%	18.49%	16.47%	18.51%	20.16%	21.03%	19.53%	21.03%
營業利益率(%)	8.75%	9.77%	10.16%	11.90%	9.79%	7.64%	4.51%	8.73%	10.57%	11.33%	8.30%	9.64%
稅後純益率(%)	5.26%	5.61%	5.83%	6.84%	6.19%	5.22%	2.09%	5.67%	6.82%	9.04%	0.65%	5.88%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-11.29%	-3.91%	3.39%	21.20%	-8.97%	-8.19%	-10.32%	8.45%	5.19%	1.78%	-5.68%	2.52%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-55.67%	2.34%	7.46%	307.97%	-17.57%	-22.55%	-64.05%	193.54%	26.57%	35.00%	-93.22%	827.44%

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 243.43 億元計算。

2024 年 4 月 23 日

大成鋼的 ESG：

2021 年大成鋼個體實際投入汙染防制設備經費 5,266 萬元，其中在汙染防制設備項目持續投入新設廢水處理廠後續工程，可將每日廢水處理量由 100 噸提升至 300 噸。2021 年啟動溫室氣體盤查專案，並早在 2017 年開始推動太陽能發電設置專案，在各廠屋頂上架設太陽光電系統。

公司簡介：

大成鋼為不銹鋼、鋁及扣件等金屬產品的大型通路商，主要銷售地區為美國，占營收比重超過九成。經過多次的併購與經營團隊的努力，目前大成鋼集團在不鏽鋼、商用鋁材、螺絲扣件等三大產品都是美國最主要通路商。2018 年買下美鋁旗下的 Arconic Texarkana 廠之後，大成鋼集團在美國不但成為商用鋁最大通路商，也成為商用鋁第一大製造廠商。三大產品營收比重為不鏽鋼 40%、螺絲帽 23%、鋁製品 37%。

美國降息時點延後，目前市場需求展望仍弱，預期 2H24 需求才有機會好轉：

預估 2Q24 逐漸進入美國需求旺季，出貨量可望較 1Q24 回升，但目前觀察由於美國利率仍處於高點，且降息時間已較年初時市場預期的來得延後，使得下游客戶拉貨動能偏弱。預期需求要好轉可能要到下半年才有機會，預估 2Q24 營收 247.67 億元，YoY-6.07%，QoQ+5.19%，稅後 EPS 0.69 元。

德州廠鋁冷軋產線已完工，鋁熱軋產線預計 2025 年底完工，生產成本長期可持續降低：

德州廠的擴產進度與先前的規劃一致，目前鋁冷軋產線已經開出，但因美國市場的需求仍弱，因此初期的貢獻有限。現仍有鋁熱軋產線擴產工程在進行中，預計 2025 年底可以完工。過往因為產能不足，部份產品需要外購，外購時間較長因此庫存量會拉大。未來德州廠的冷熱軋新產能全部開出後，原本外購的量能將轉自製可以降成本，毛利會上升，且庫存的金額也可以降低，減輕公司的利息費用壓力。從生產成本來看，大成鋼德州廠的成本接近亞洲工廠，是北美同業中最低的，新產能開出後也會順勢推出新的產品，搶占北美市場的市占率，德州廠擴產將提升公司在美國市場的提升競爭力。

俄國鎳鋁限制交易及美國可能提升對中國進口鋼、鋁的關，帶動國際鎳鋁價格上漲：

國際鎳價近一季隨價格盤整落底，且歐洲將限制俄羅斯鎳在 LME 及 CME 交易，推動鎳價走揚。目前 LME 鎳報價約 19100 美元/公噸左右，MoM+12.42%，QoQ+21.28%。目前仍觀察兩個層面，1)俄羅斯的鎳雖然無法在 LME 及 CME 交易，但仍會轉向出口到中國，因此全球的鎳供應仍不變。2)汽車電動化的趨勢成形：短期中國電池產能過剩，使得鎳需求放緩。但若電動車的趨勢不變，且沒有新的電池技術推出的情況下，鎳的長期需求仍然看增。認為鎳的價格已經完成回檔修正，2024 年有機會震盪走穩小漲。

鋁的情況與鎳相似，俄羅斯產的鋁也受到限制，無法在 LME 及 CME 交易，帶動 LME 鋁價格上漲，目前報價約 2650 美元/噸，MoM+17.44%，QoQ+25.22%。

2024 年 4 月 23 日

圖、LME 鎳價走勢



資料來源：Bloomberg，群益投顧彙整

投資建議：

由於美國 FED 降息時間可能延後，導致美國需求仍然偏弱，預估大成鋼 2024 年營收 972.97 億元，YoY-3.91%，稅後 EPS 2.24 元。考量，(1)因歐美限制俄國鋁鎳交易及美國總統拜登表示將對中國生產的鋼鋁提高關稅，帶動鎳及鋁的價格出現短期上漲，但獲利關鍵仍在美國需求強弱，且在毛利率提升前可能會先出現避險損失。(2)美國的高利率水準時間，可能維持得更久，將使客戶拉貨持續保守。大成鋼目前的 PBR 約 1.45 倍，相較三年歷史區間 1.1~2.0 倍屬於中間偏低水準，但因預期獲利上升有限，對大成鋼的投資評等為 Trading Buy 目標價 41.50 元(2024 年 PBR 1.7X)。

Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024年4月23日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	109,071	146,446	135,115	150,340	159,518
流動資產	76,439	99,046	82,403	86,809	86,623
現金及約當現金	9,332	11,234	9,425	9,884	9,884
應收帳款與票據	7,272	8,106	7,526	5,803	7,977
存貨	49,951	72,103	56,616	57,073	59,575
採權益法之投資	2	650	527	765	967
不動產、廠房設備	13,895	20,720	29,301	29,503	29,903
負債總計	54,645	72,549	60,636	72,444	77,714
流動負債	20,341	34,421	27,994	29,427	28,971
應付帳款及票據	2,361	3,081	2,086	3,043	2,141
非流動負債	34,304	38,128	32,642	42,059	48,688
權益總計	54,426	73,897	74,479	77,896	81,804
普通股股本	20,085	20,286	24,343	24,343	24,343
保留盈餘	13,835	21,934	18,361	21,778	25,686
母公司業主權益	49,025	63,262	63,060	65,351	68,049
負債及權益總計	109,071	146,446	135,115	150,340	159,518

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業活動現金	12,709	4,094	25,263	9,390	13,522
稅前純益	15,414	19,186	9,608	8,660	9,306
折舊及攤銷	2,212	2,461	2,798	3,245	4,486
營運資金變動	-1,738	-22,266	15,072	2,223	-5,578
其他營運現金	-3,180	4,712	-2,216	-4,738	5,309
投資活動現金	-7,144	-6,092	-9,534	-12,243	-12,095
資本支出淨額	-1,596	-8,361	-7,341	-1,556	-2,000
長期投資變動	-5,212	3,482	-2,054	-310	-1,332
其他投資現金	-335	-1,214	-139	-10,377	-8,763
籌資活動現金	-3,426	3,495	-17,595	3,312	-1,427
長借/公司債變動	-7,075	8,393	-14,285	9,417	6,628
現金增資	15,050	0	0	0	0
發放現金股利	-1,270	-3,184	-4,288	-3,165	-3,165
其他籌資現金	-10,130	-1,715	977	-2,942	-4,890
淨現金流量	2,031	1,903	-1,810	459	1
期初現金	7,300	9,332	11,234	9,425	9,884
期末現金	9,332	11,234	9,425	9,884	9,884

資料來源：CMoney、群益

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入淨額	96,886	114,149	101,257	97,297	100,590
營業成本	67,816	83,111	81,800	78,001	78,845
營業毛利淨額	29,071	31,038	19,457	19,296	21,745
營業費用	10,133	12,507	10,585	9,795	11,521
營業利益	18,937	18,526	8,856	9,502	10,224
EBITDA	18,906	22,777	13,279	13,026	13,687
業外收入及支出	-3,505	574	466	-842	-919
稅前純益	15,414	19,186	9,608	8,660	9,306
所得稅	3,852	4,787	2,798	2,078	2,233
稅後純益	9,673	12,026	5,331	5,456	5,863
稅後 EPS(元)	3.97	4.94	2.19	2.24	2.41
完全稀釋 EPS**	3.97	4.94	2.19	2.24	2.41

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 243.43【最新股本】億元計算

註3：完全稀釋 EPS 以股本 243.43 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	63.56%	17.82%	-11.29%	-3.91%	3.39%
營業毛利淨額	225.37%	6.77%	-37.31%	-0.83%	12.69%
營業利益	938.89%	-2.17%	-52.20%	7.29%	7.61%
稅後純益	N.A	24.32%	-55.67%	2.34%	7.46%

獲利能力分析(%)

毛利率	30.01%	27.19%	19.22%	19.83%	21.62%
EBITDA(%)	19.51%	19.95%	13.11%	13.39%	13.61%
營益率	19.55%	16.23%	8.75%	9.77%	10.16%
稅後純益率	9.98%	10.54%	5.26%	5.61%	5.83%
總資產報酬率	8.87%	8.21%	3.95%	3.63%	3.68%
股東權益報酬率	17.77%	16.27%	7.16%	7.00%	7.17%

償債能力檢視

負債比率(%)	50.10%	49.54%	44.88%	48.19%	48.72%
負債/淨值比(%)	100.40%	98.18%	81.41%	93.00%	95.00%
流動比率(%)	375.79%	287.75%	294.35%	295.00%	299.00%

其他比率分析

存貨天數	267.13	268.01	287.18	266.00	270.00
應收帳款天數	25.09	24.59	28.17	25.00	25.00

2024年4月23日

季度損益表

(百萬元)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F
營業收入淨額	23,900	28,967	26,369	24,210	21,711	23,545	24,767	25,208	23,777	24,376	26,238	25,557
營業成本	19,310	22,799	21,133	19,733	18,134	19,187	19,774	19,907	19,133	19,250	20,358	19,919
營業毛利淨額	4,590	6,168	5,235	4,477	3,577	4,358	4,993	5,301	4,644	5,126	5,880	5,638
營業費用	2,302	2,722	2,653	2,626	2,585	2,303	2,374	2,446	2,671	2,776	2,862	2,993
營業利益	2,282	3,447	2,580	1,850	979	2,055	2,619	2,856	1,972	2,351	3,018	2,645
業外收入及支出	-1,478	-217	744	433	-207	63	61	762	-1,727	-77	402	247
稅前純益	804	3,230	3,324	2,283	772	2,117	2,680	3,618	245	2,273	3,421	2,892
所得稅	-28	822	1,284	577	115	508	643	868	59	546	821	694
稅後純益	485	1,980	1,632	1,264	454	1,334	1,688	2,279	154	1,432	2,155	1,822
最新股本	24,343	24,343	24,343	24,343	24,343	24,343	24,343	24,343	24,343	24,343	24,343	24,343
稅後EPS(元)	0.20	0.81	0.67	0.52	0.19	0.55	0.69	0.94	0.06	0.59	0.89	0.75
獲利能力(%)												
毛利率(%)	19.20%	21.29%	19.85%	18.49%	16.47%	18.51%	20.16%	21.03%	19.53%	21.03%	22.41%	22.06%
營業利益率(%)	9.55%	11.90%	9.79%	7.64%	4.51%	8.73%	10.57%	11.33%	8.30%	9.64%	11.50%	10.35%
稅後純益率(%)	2.03%	6.84%	6.19%	5.22%	2.09%	5.67%	6.82%	9.04%	0.65%	5.88%	8.21%	7.13%
QoQ(%)												
營業收入淨額	-13.83%	21.20%	-8.97%	-8.19%	-10.32%	8.45%	5.19%	1.78%	-5.68%	2.52%	7.64%	-2.60%
營業利益	9.57%	51.08%	-25.14%	-28.29%	-47.11%	109.96%	27.45%	9.05%	-30.93%	19.18%	28.40%	-12.36%
稅前純益	-74.68%	301.92%	2.91%	-31.31%	-66.20%	174.36%	26.57%	35.00%	-93.22%	827.43%	50.46%	-15.45%
稅後純益	-72.10%	307.97%	-17.57%	-22.55%	-64.05%	193.54%	26.57%	35.00%	-93.22%	827.44%	50.46%	-15.45%
YoY(%)												
營業收入淨額	-2.14%	-4.21%	-18.29%	-12.71%	-9.16%	-18.72%	-6.07%	4.12%	9.51%	3.53%	5.94%	1.38%
營業利益	-58.32%	-52.51%	-62.63%	-11.14%	-57.11%	-40.39%	1.49%	54.34%	101.56%	14.41%	15.26%	-7.37%
稅前純益	-82.54%	-50.78%	-61.56%	-28.05%	-3.96%	-34.45%	-19.37%	58.45%	-68.24%	7.38%	27.64%	-20.06%
稅後純益	-83.06%	-53.80%	-70.40%	-27.35%	-6.38%	-32.64%	3.44%	80.30%	-66.01%	7.38%	27.64%	-20.06%

註1：稅後EPS以股本243.43億元計算

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 $< 15\%$
中立(Neutral)	無法由基本面給予投資評等 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。