

研究員：賴季宏 david.lai@capital.com.tw

前日收盤價	39.00 元
目標價	
3 個月	41.50 元
12 個月	41.50 元

## 近期報告日期、評等及前日股價

04/22/2024	Trading Buy	37.70
06/24/2023	Neutral	48.80

## 公司基本資訊

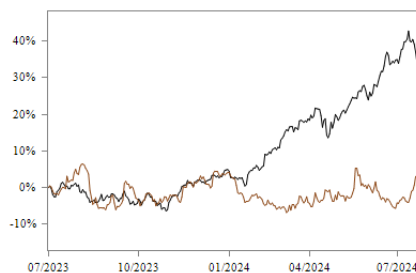
目前股本(百萬元)	24,343
市值(億元)	949
目前每股淨值(元)	27.40
外資持股比(%)	15.06
投信持股比(%)	8.58
董監持股比(%)	4.61
融資餘額(張)	13,047
現金股息配發率(%)	52.17

## 產品組合



## 股價相對大盤走勢

— 2027 — TWSE



## 大成鋼(2027 TT)

Buy

美國未來若降息或提升關稅皆將提升營運動能。

**投資建議：**預估大成鋼 2024 年營收 980.17 億元，YoY-3.02%，稅後 EPS 2.03 元。2025 年樂觀預期美國的需求可望回升，即使不銹鋼、鋁的價格沒有大漲，在成本穩定及銷售量放大的情況下獲利也可提升，預估 2025 年 EPS 3.00 元。

考量，(1)川普在槍擊案之後勝選的機率大增，若川普當選美國總統，預期將提高美國關稅且降息的機會及空間可能增大。(2)美國若降息或提高關稅，皆會提升美國的各類投資，如房地產、製造業、廠房機械設備等需求，皆有利於大成鋼的銷售成長。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，考量川普若當選美國總統將有利於大成鋼的營運成長，將大成鋼的投資評等調升為 Buy 目標價 47 元(2025 年 PBR 1.7X)。

**因製造業及電動車電池的需求展望偏弱，國際鎳價自 5 月中高點下跌 2 成：**國際鎳價自 5 月中以後明顯走弱，LME 鎳報價目前已跌至 15980 美元/公噸左右，MoM-5.82%，自 5 月中高點下跌約 2 成。目前關於鎳價走勢需要觀察，1)中國製造業及房地產的疲軟，使得不銹鋼的需求偏弱，不利鎳需求的提升。2)電動車成長放緩，且中國電池目前傳出產能過剩，若中美的電動車成長都放緩，則來自電池的鎳需求也會轉弱。認為目前的鎳價已經適度的反應這二個利空，因此認為鎳價後續再大幅下跌的機會不大，可能轉為震盪整理。

**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。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	101,257	98,017	106,982	26,369	24,210	21,711	23,225	24,476	25,443	24,874	25,209	26,959
營業毛利淨額	19,457	18,885	22,866	5,235	4,477	3,577	3,983	4,927	5,030	4,945	5,059	6,112
營業利益	8,856	8,083	11,758	2,580	1,850	979	1,363	2,304	2,344	2,071	2,407	3,377
稅後純益	5,331	4,939	7,314	1,632	1,264	454	1,083	1,478	1,927	451	1,569	2,349
稅後 EPS(元)	2.19	2.03	3.00	0.67	0.52	0.19	0.44	0.61	0.79	0.19	0.64	0.96
毛利率(%)	19.22%	19.27%	21.37%	19.85%	18.49%	16.47%	17.15%	20.13%	19.77%	19.88%	20.07%	22.67%
營業利益率(%)	8.75%	8.25%	10.99%	9.79%	7.64%	4.51%	5.87%	9.42%	9.21%	8.33%	9.55%	12.53%
稅後純益率(%)	5.26%	5.04%	6.84%	6.19%	5.22%	2.09%	4.66%	6.04%	7.58%	1.81%	6.22%	8.71%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-11.29%	-3.20%	9.15%	-8.97%	-8.19%	-10.32%	6.97%	5.39%	3.95%	-2.24%	1.35%	6.94%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-55.67%	-7.35%	48.08%	-17.57%	-22.55%	-64.05%	138.27%	36.47%	30.45%	-76.58%	247.55%	49.72%

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 243.43 億元計算。

## 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。

## Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024 年 7 月 22 日

## 資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>資產總計</b>	109,071	146,446	135,115	149,404	161,986
流動資產	76,439	99,046	82,403	88,062	96,389
現金及約當現金	9,332	11,234	9,425	10,026	10,999
應收帳款與票據	7,272	8,106	7,526	5,901	8,754
存貨	49,951	72,103	56,616	58,722	65,724
採權益法之投資	2	650	527	716	803
不動產、廠房設備	13,895	22,992	29,301	29,503	29,903
<b>負債總計</b>	<b>54,645</b>	<b>72,549</b>	<b>60,636</b>	<b>71,993</b>	<b>78,916</b>
流動負債	20,341	34,421	27,994	29,852	32,237
應付帳款及票據	2,361	3,081	2,086	3,117	2,413
非流動負債	34,304	38,128	32,642	41,109	46,352
<b>權益總計</b>	<b>54,426</b>	<b>73,897</b>	<b>74,479</b>	<b>77,411</b>	<b>83,070</b>
普通股股本	<b>20,085</b>	<b>20,286</b>	<b>24,343</b>	<b>24,343</b>	<b>24,343</b>
保留盈餘	13,835	21,934	18,361	21,294	26,952
母公司業主權益	49,025	63,262	63,060	64,834	68,983
<b>負債及權益總計</b>	<b>109,071</b>	<b>146,446</b>	<b>135,115</b>	<b>149,404</b>	<b>161,986</b>

## 現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業活動現金</b>	12,709	4,094	25,263	8,118	11,126
稅前純益	15,414	19,186	9,608	8,073	11,609
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	550	-10,558
其他營運現金	-3,180	4,712	-2,216	-3,750	5,589
<b>投資活動現金</b>	-7,144	-6,092	-9,534	-10,103	-7,101
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	-8,237	-3,769
<b>籌資活動現金</b>	-3,426	3,495	-17,595	2,587	-3,053
長借/公司債變動	-7,075	8,393	-14,285	8,467	5,242
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	-2,716	-5,130
<b>淨現金流量</b>	2,031	1,903	-1,810	602	972
<b>期初現金</b>	7,300	9,332	11,234	9,425	10,026
<b>期末現金</b>	9,332	11,234	9,425	10,026	10,999

資料來源：CMoney、群益

## 損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業收入淨額</b>	96,886	114,149	101,257	98,017	106,982
營業成本	67,816	83,111	81,800	79,132	84,116
<b>營業毛利淨額</b>	29,071	31,038	19,457	18,885	22,866
營業費用	10,133	12,507	10,585	10,800	11,108
<b>營業利益</b>	18,937	18,526	8,856	8,083	11,758
<b>EBITDA</b>	18,906	22,777	13,279	13,026	13,687
業外收入及支出	-3,505	574	466	-10	-149
稅前純益	15,414	19,186	9,608	8,073	11,609
所得稅	3,852	4,787	2,798	1,976	2,786
稅後純益	9,673	12,026	5,331	4,939	7,314
稅後 EPS(元)	3.97	4.94	2.19	2.03	3.00
完全稀釋 EPS**	3.97	4.94	2.19	2.03	3.00

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%	-3.20%	9.15%
營業毛利淨額	225.37%	6.77%	-37.31%	-2.94%	21.08%
營業利益	938.89%	-2.17%	-52.20%	-8.73%	45.47%
稅後純益	N.A	24.32%	-55.67%	-7.35%	48.08%

## 獲利能力分析(%)

毛利率	30.01%	27.19%	19.22%	19.27%	21.37%
EBITDA(%)	19.51%	19.95%	13.11%	13.29%	12.79%
營益率	19.55%	16.23%	8.75%	8.25%	10.99%
稅後純益率	9.98%	10.54%	5.26%	5.04%	6.84%
總資產報酬率	8.87%	8.21%	3.95%	3.31%	4.52%
股東權益報酬率	17.77%	16.27%	7.16%	6.38%	8.80%

## 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 7 月 22 日

## 季度損益表

(百萬元)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	28,967	26,369	24,210	21,711	23,225	24,476	25,443	24,874	25,209	26,959	28,077	26,737
營業成本	22,799	21,133	19,733	18,134	19,241	19,549	20,413	19,929	20,149	20,847	21,973	21,146
營業毛利淨額	6,168	5,235	4,477	3,577	3,983	4,927	5,030	4,945	5,059	6,112	6,104	5,591
營業費用	2,722	2,653	2,626	2,585	2,618	2,622	2,686	2,874	2,653	2,734	2,772	2,949
營業利益	3,447	2,580	1,850	979	1,363	2,304	2,344	2,071	2,407	3,377	3,332	2,642
業外收入及支出	-217	744	433	-207	589	41	715	-1,355	83	350	314	-897
稅前純益	3,230	3,324	2,283	772	1,952	2,345	3,059	716	2,490	3,728	3,647	1,745
所得稅	822	1,284	577	115	507	563	734	172	598	895	875	419
稅後純益	1,980	1,632	1,264	454	1,083	1,478	1,927	451	1,569	2,349	2,297	1,099
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)	0.81	0.67	0.52	0.19	0.44	0.61	0.79	0.19	0.64	0.96	0.94	0.45
<b>獲利能力(%)</b>												
毛利率(%)	21.29%	19.85%	18.49%	16.47%	17.15%	20.13%	19.77%	19.88%	20.07%	22.67%	21.74%	20.91%
營業利益率(%)	11.90%	9.79%	7.64%	4.51%	5.87%	9.42%	9.21%	8.33%	9.55%	12.53%	11.87%	9.88%
稅後純益率(%)	6.84%	6.19%	5.22%	2.09%	4.66%	6.04%	7.58%	1.81%	6.22%	8.71%	8.18%	4.11%
<b>QoQ(%)</b>												
營業收入淨額	21.20%	-8.97%	-8.19%	-10.32%	6.97%	5.39%	3.95%	-2.24%	1.35%	6.94%	4.15%	-4.77%
營業利益	51.08%	-25.14%	-28.29%	-47.11%	39.25%	69.11%	1.73%	-11.65%	16.21%	40.33%	-1.34%	-20.72%
稅前純益	301.92%	2.91%	-31.31%	-66.20%	152.91%	20.17%	30.45%	-76.58%	247.55%	49.72%	-2.18%	-52.15%
稅後純益	307.97%	-17.57%	-22.55%	-64.05%	138.27%	36.47%	30.45%	-76.58%	247.55%	49.72%	-2.18%	-52.15%
<b>YoY(%)</b>												
營業收入淨額	-4.21%	-18.29%	-12.71%	-9.16%	-19.82%	-7.18%	5.09%	14.57%	8.54%	10.15%	10.35%	7.49%
營業利益	-52.51%	-62.63%	-11.14%	-57.11%	-60.46%	-10.69%	26.71%	111.64%	76.62%	46.56%	42.13%	27.54%
稅前純益	-50.78%	-61.56%	-28.05%	-3.96%	-39.57%	-29.44%	34.00%	-7.17%	27.57%	58.95%	19.19%	143.55%
稅後純益	-53.80%	-70.40%	-27.35%	-6.38%	-45.32%	-9.47%	52.47%	-0.67%	44.88%	58.95%	19.19%	143.55%

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 $< 15\%$
	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。