

大成鋼 (2027 TT) Ta Chen International

受惠降息和關稅政策，放眼 2025 年獲利回升

買進 (調升評等)

目標價 (12 個月)：NT\$44.0

收盤價 (2024/08/29)：NT\$35.5
隱含漲幅：23.9%

營收組成 (2Q24)

鋁捲板 39%/不鏽鋼 33%/扣件(大國鋼) 23%/其他 5%。

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	持有-超越同業
目標價 (NT\$)	44.0	39.0
2024年營收 (NT\$/十億)	93.0	98.3
2024年EPS	1.9	2.4

交易資料表

市值	NT\$86,300百萬元
外資持股比例	15.5%
董監持股比例	4.6%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$31.47
負債比	44.2%
ESG評級 (Sustainalytics)	高 (曝險程度共5級)

簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2022A	2023A	2024F	2025F
營業收入	114,149	101,257	93,030	112,989
營業利益	18,526	8,856	7,546	12,202
稅後純益	12,026	5,331	4,612	8,360
EPS (元)	4.94	2.19	1.89	3.43
EPS YoY (%)	-16.9	-55.7	-13.5	81.3
本益比 (倍)	7.2	16.2	18.7	10.3
股價淨值比 (倍)	1.1	1.4	1.1	1.1
ROE (%)	22.4	9.2	6.2	10.6
現金殖利率 (%)	6.8%	3.4%	2.7%	4.9%
現金股利 (元)	2.40	1.20	0.95	1.75

陳映慈

Lucy.YT.Chen@yuanta.com

蔡宗穎

Leo.TY.Tsai@yuanta.com

元大觀點

- 2Q24 出貨量不如預期，本業低於預期 7%；3Q24 出貨量因進入暑休淡季下滑，不過產品自低點上漲中個位數，估毛利率擴張 0.6ppt。
- 鋁捲板/不鏽鋼毛利率自低點擴張 5 ppt /9 ppt，考量原料上漲，預期短期售價不易調降，且於降息後具備調漲空間，毛利率有望緩步成長。
- 受惠降息循環的啟動及未來可能的關稅政策，帶動 2025 年需求回升，評價調升至 1.3 倍 2025 年每股淨值，目標價 44 元，調升至買進。

2Q24 產品毛利率擴張，惟出貨量仍低，本業低於預期 7%

2Q24 營業利益 20.7 億元(季增 52%/年減 20%)，低於預期 7%，鋁捲板/不鏽鋼出貨量季持平/季減 4%，低於預期；均價隨原料上漲中低個位數，又高價庫存逐步消耗完畢，毛利率季增 2.6 ppt 至 19.7%；業外損失 1.5 億元，主要來自金融資產損失 2.7 億元；2Q24 稅後淨利 9.2 億元(季減 15%/年減 44%)，低於預期 47%，主因稅率大於預期，EPS 0.38 元。

產品毛利率已見回升，惟 2H24 因暑休與節日為需求淡季

3Q 進入歐美暑休淡季，預期出貨量季減 6%，下修 3Q24 營收 8%至 233 億元(季減 4%/年減 4%)；觀察鋁捲板/不鏽鋼價格自低點上漲 6%/4%，帶動產品毛利率自年初 9%/5%上升至目前 14%/14%，考量目前鋁/鋁價格自季初低點反彈 8%/14%，我們認為後續售價不易調降，且於降息後具備調漲空間，毛利率有望緩步成長，預期 3Q24 毛利率季增 0.6ppt 至 20.3% (上修 0.6ppt)，EPS 0.55 元(季增 47%/年增 7%)。

降息循環及關稅政策為 2025 年營運動能，調升評等至買進

客戶過去受制高利率及政治總經環境不明，將庫存降至 1-2 個月(過往安全庫存約為 4-6 個月)，聯準會主席明示 9 月降息，我們認為首先帶動庫存回補及價格上漲，預期 4Q24 營收季減 4%，季減幅度低於 2022-23 年淡季的 >10%；後續降息循環啟動，將推動耐久財長線需求向上，待 1H25 進入旺季及選舉結束，出貨量有望顯著回升。同時美國兩黨參選人皆提出關稅政策，將有利於深耕美國多年的大成鋼提升其市佔率，加上德州鋁廠前段熱軋產線將於 2025 年底完工，推估將推升鋁捲板毛利率 2-5ppt，挹注 2026 年營運動能。整體而言，我們認為大成鋼將受惠降息循環的啟動及未來可能的關稅政策，預期 2025 年 EPS 年增 81%至 3.43 元。評價改以 1.3 倍 2025 年每股淨值(前次 1.2 倍 2024 年每股淨值)，推得目標價 44 元，調升評等至買進。

營運分析

2Q24 產品毛利率擴張，惟出貨量仍低，營業利益低於預期 7%

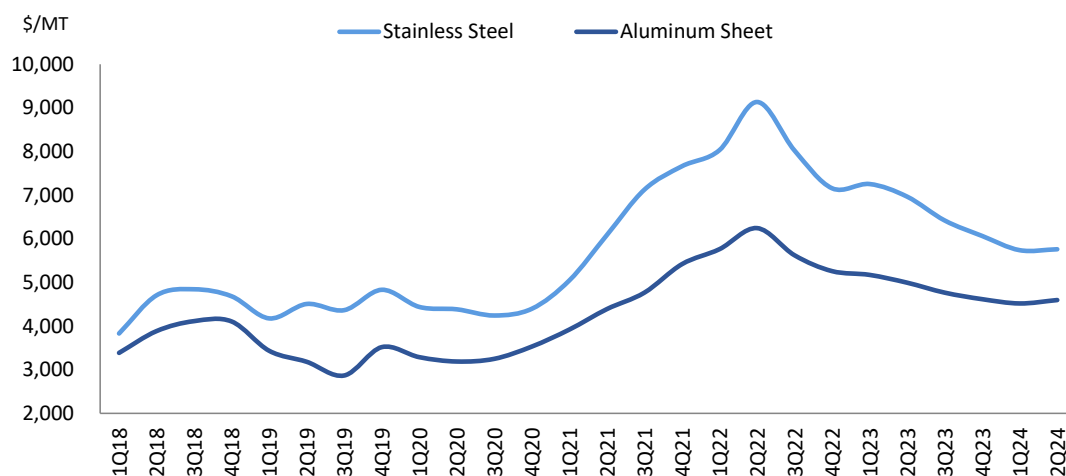
大成鋼 2Q24 營收 241.4 億元(季增 3.9%/年減 8.5%)、營業利益 20.7 億元(季增 51.5%/年減 20%)，低於我們/市場預期 7%/9%，鋁捲板/不鏽鋼出貨量季持平/季減 4%至 6.5/4.4 萬噸，低於預期，均價隨原料上漲中低個位數，又高價庫存逐步消耗完畢，平均毛利率回升約 3 ppt，使整體毛利率季增 2.6 ppt 至 19.7%；業外損失 1.5 億元，主要來自金融資產損失 2.7 億元；2Q24 稅後淨利 9.2 億元(季減 15.3%/年減 43.8%)，低於我們預期 47%/低於市場預期 43%，推估國外所得匯回使稅率高於預期，EPS 0.38 元。

圖 1：2024 年第 2 季財報回顧

(百萬元)	2Q23A	1Q24A	2Q24A	季增率	年增率	2Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	26,369	23,225	24,135	3.9%	-8.5%	25,520	25,364	-5.4%	-4.8%
營業毛利	5,235	3,983	4,765	19.6%	-9.0%	4,875	4,931	-2.2%	-3.4%
營業利益	2,580	1,363	2,065	51.5%	-20.0%	2,227	2,266	-7.3%	-8.9%
稅前利益	3,324	1,952	1,920	-1.6%	-42.2%	2,726	2,584	-29.6%	-25.7%
稅後淨利	1,632	1,083	917	-15.3%	-43.8%	1,728	1,595	-46.9%	-42.5%
調整後 EPS (元)	0.67	0.44	0.38	-15.3%	-43.8%	0.71	0.66	-47.0%	-42.5%
重要比率 (%)				百分點	百分點	百分點			
營業毛利率	19.9%	17.2%	19.7%	2.6	-0.1	19.1%	19.4%	0.6	0.3
營業利益率	9.8%	5.9%	8.6%	2.7	-1.2	8.7%	8.9%	-0.2	-0.4
稅後純益率	6.2%	4.7%	3.8%	-0.9	-2.4	6.8%	6.3%	-3.0	-2.5

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

圖 2：大成鋼不鏽鋼、鋁捲板報價止跌回升



資料來源：公司資料、Bloomberg、元大投顧預估

產品毛利率已見回升，惟 2H24 因暑休與節日為需求淡季

大成鋼 7 月營收 72.9 億元(月減 5.0%/年減 0.4%)，達成我們前次預期 29%，低於預期，出貨量月減 8%至 3.1 萬噸。3Q 進入歐美暑休淡季，預期不鏽鋼+鋁捲板出貨量季減 6%/年增 1%至 9.5-10.5 萬噸，下修 3Q24 營收 7.7%至 232.6 億元(季減 3.6%/年減 3.9%)；價格部分，觀察鋁捲板/不鏽鋼價格自低點上漲 6%/4%，帶動產品毛利率自年初 9%/5%上升至目前 14%/14%，考量目前鎳/鋁價格自季初低點反彈 8%/14%，回到 17,000/2,500 美元/噸震盪，我們認為後續主要產品售價不易調降且於降息後具備調漲空間，後續毛利率有望緩步成長，預期 3Q24 毛利率季增 0.6ppt 至 20.3% (上修 0.6ppt)，下修 3Q24 營業利益 9.3%至 20.9 億元(季增 1.3%/年增 13.1%)、稅後淨利 11.9%至 13.5 億元(季增 46.8%/年增 6.5%)，EPS 0.55 元。

圖 3：2024 年第 3 季財測與預估比較

(百萬元)	3Q23A	2Q24A	3Q24F	季增率	年增率	3Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	24,210	24,135	23,255	-3.6%	-3.9%	25,199	25,281	-7.7%	-8.0%
營業毛利	4,477	4,765	4,723	-0.9%	5.5%	4,956	4,920	-4.7%	-4.0%
營業利益	1,850	2,065	2,092	1.3%	13.1%	2,307	2,326	-9.3%	-10.1%
稅前利益	2,283	1,920	2,226	15.9%	-2.5%	2,442	2,502	-8.8%	-11.0%
稅後淨利	1,264	917	1,346	46.8%	6.5%	1,528	1,547	-11.9%	-13.0%
調整後 EPS (元)	0.52	0.38	0.55	46.8%	6.5%	0.63	0.64	-12.3%	-13.7%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	18.5%	19.7%	20.3%	0.6	1.8	19.7%	19.5%	0.6	0.8
營業利益率	7.6%	8.6%	9.0%	0.4	1.4	9.2%	9.2%	-0.2	-0.2
稅後純益率	5.2%	3.8%	5.8%	2.0	0.6	6.1%	6.1%	-0.3	-0.3

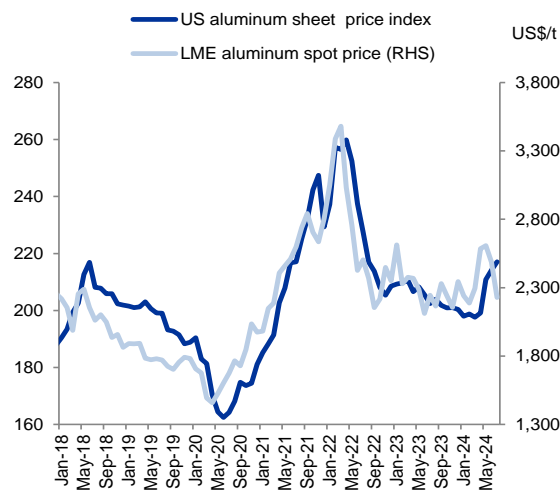
資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

降息循環及關稅政策將帶動 2025 年需求回升及市佔擴張

近期聯準會主席鮑爾明示 9 月降息，將緩解當前高利率對於耐久財消費的壓抑，儘管 4Q24 因感恩及聖誕節等假期為全年最淡季，但考量客戶過去因受制高利率及政治總經環境不明朗，將庫存降至 1-2 個月(過往安全庫存約為 4-6 個月)，我們認為降息將首先帶動庫存回補及價格回升，預期 4Q24 營收季減 3.6%至 224.2 億元，季減幅度低於 2022-23 年的>10%，後續降息循環啟動，將推動房市基建、設備投資等長線需求向上，待 1H25 進入旺季及選舉結束後，出貨量有望顯著回升。同時，美國共和/民主黨參選人皆提出關稅政策，包括川普提出對中國徵收 60%以上關稅、拜登政府於 7 月對來自墨西哥的鋁捲板課徵額外關稅，以防止中國鋼品藉由其他路徑進入美國，近期民主黨亦發表欲提高鋼鋁關稅等相關政見等，關稅的提高將有利於深耕美國多年的大成鋼提升其市佔率，加上德州鋁廠前段熱軋產線將於 2025 年底完工，推估將推升鋁捲板毛利率 2-5ppt，挹注 2026 年營運動能。

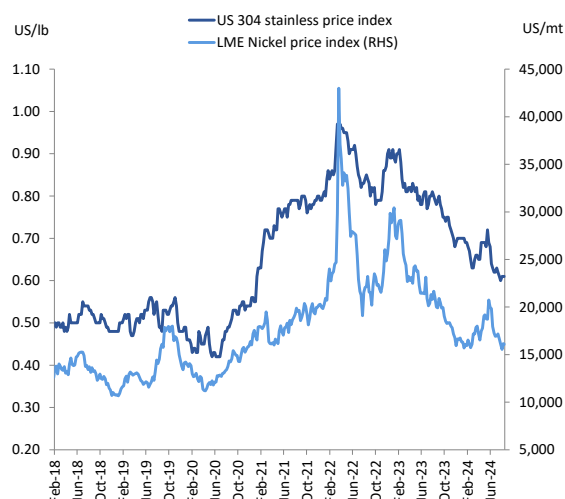
整體而言，我們認為大成鋼將受惠降息循環的啟動及未來可能的關稅政策，預期 2025 年 EPS 3.43 元(年增 81.3%)。

圖 4：鋁與鋁捲板價格走勢



資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 5：鎳與不銹鋼價格走勢



資料來源：Wind、CMoney、元大投顧

大成鋼鋁捲板市占率 60-65%，2025 年熱軋產線可期

大成鋼看準在反傾銷確立後美國國內鋁捲板市場供不應求，持續擴張其當地鋁捲板產能，大成鋼德州鋁廠原有產能 1.8 萬噸，第二條 1.3 萬噸冷軋線於 2023 年 7 月開始試產，一個月增加 2000 噸，至 2023 年底產能已全數開出，冷軋月產能提升至 3.1 萬噸，可取代公司目前由海外進口之鋁捲板(如日本、葡萄牙等)，然而目前平均月銷量僅 2.1 萬噸，產能無法全數利用，不過我們看好在未來市況好轉下，大成鋼德州鋁廠能夠快速因應生產，有助於市占率擴張，目前大成鋼鋁捲板美國市佔率約 60-65%，新產能開出後有望將市占率拉升至 70-75%。

後續公司接續開拓前段熱軋產能至 3.1 萬噸以因應新增的冷軋製程(熱軋原有產能 1.3 萬噸/月)，規劃將於 2025 年底投產，公司推估熱軋產線開出後每噸可以減少至少 400 美金的成本，將對公司帶來成本節省效益，再推升毛利率 3-5 ppt。

圖 6：大成鋼德州鋁廠事業發展歷程

時程	事件
2018/10	以 3.5 億美金向美國鋁業併購德州工廠
2020/3	結合美國同業對 18 個國家的普通鋁合金板提起反傾銷調查
2021/7	再投資 2.6 億美金提高德州廠產能及增建第二條冷軋產線
2023/7	第二條冷軋產線(1.3 萬噸/月)試產
2025(F)	第二條熱軋產線(1.8 萬噸/月)投產

資料來源：公司資料、Bloomberg、元大投顧預估

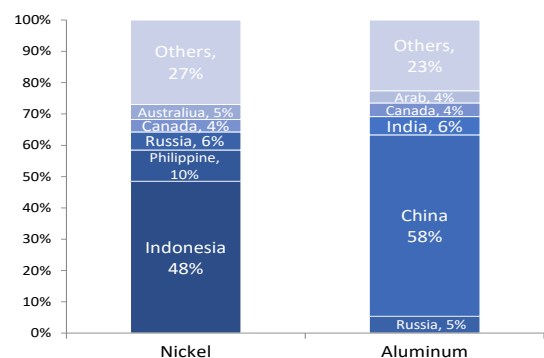
印尼持續擴產，鎳礦至 2029 年始能扭轉供過於求

鎳礦主要產地為印尼、菲律賓及俄羅斯，分別佔全球供應份額的 48%、10%、6%，主要用途為不銹鋼原料，約佔總應用的 70%，其次為電池，佔比 13%。2021 年因烏俄戰爭，約減少 25 萬噸俄鎳供應，供給減少逐步推升報價，且在 1Q22 時發生中國青山集團所持有的大量期貨空單遭軋空的事件，使鎳價一度高漲達到 5 萬美元/噸，目前價格已逐漸回落至 1.7-1.9 萬美元/噸。展望後續，印尼近年積極開採鎳礦，2023 年印尼鎳礦產量年增 47% 達 165-175 萬噸，佔全球鎳礦產量超過 5 成，雖近期採礦工作計畫許可(RKAB)審核緩慢使預期產量下降，但印尼政府持續支持提升鎳礦產能及產量，使全球鎳礦將持續處於供過於求，澳洲工業部預期 2024/2025 年全球鎳礦供需缺口為 11.3 萬噸/21.4 萬噸。國際鎳研究組織(INSG)預估 2023-2028 年全球精煉鎳產量 CAGR 3.6%、需求量受電動車帶動 CAGR 4.7%，預估 2029 年後才有望轉為供不應求。

鎳/鋁價格長期價格有所支撐，惟難現過往大漲情勢

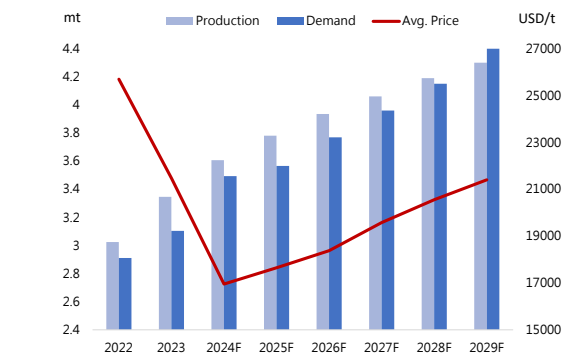
全世界鎳產量中近 70% 被用於生產不銹鋼，儘管鎳僅佔不銹鋼重量 8-10%，但佔成本超過 50%，因此鎳/鋁對於不銹鋼/鋁捲板價格具一定的影響力。短期而言，鎳/鋁價格近期因總經雜音、終端需求疲弱、印尼增產走跌，不過長期來看，鎳/鋁價格將有所支撐，主因 1) 電動車替代傳統燃油車為長期趨勢，電動車至 2030 年 CAGR 有望達 20%，鎳為電動車電池正極材料，電池將取代不銹鋼成為鎳的新需求動能，有望帶動鎳需求量由 2022 年 306 萬噸成長至 2030 年超越 450 萬噸；輕量化需求亦推升鋁消費量，國際鋁業協會報告指出，電動車用鋁需求量 2020-2030 年有望以 CAGR 5% 左右成長，帶動 2030 年全球鋁需求量較 2020 年成長近 40%；2) 減碳、碳中和政策使生產成本變高，支撐金屬價格，且成本高漲下進入障礙變高，因此我們認為鎳/鋁將於高檔區間整理。

圖 7：鎳/鋁主要生產國



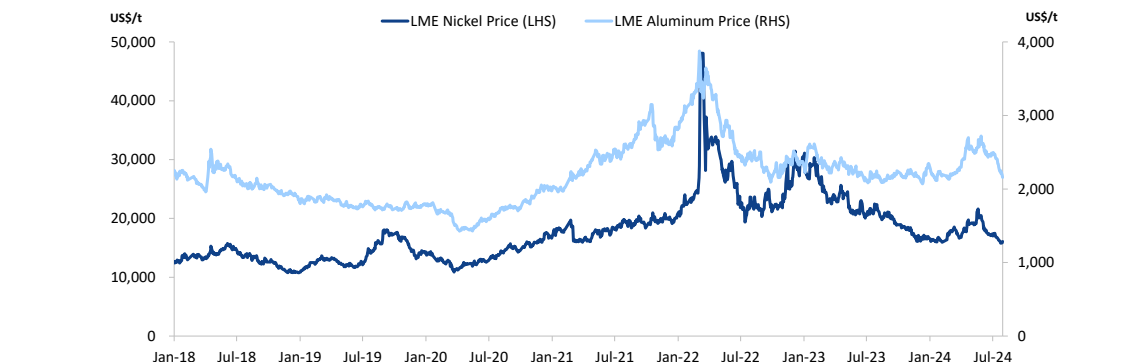
資料來源：Wind、元大投顧

圖 8：鎳礦目前供過於求



資料來源：澳洲工業科技資源部、元大投顧

圖 9：鎳鋁價格走勢



資料來源：公司資料、Bloomberg、元大投顧預估

大成鋼市占率有望隨新產能開出持續擴張

美國工業用鋁捲板市場規模約 150 萬噸/年，其中製程分為 DC (直接軋延)及 CC (連續軋延)，DC 鋁軋延道次較多，晶粒小、密度高、可複雜加工，較不容易龜裂和產生凹痕，也因此較為費時、成本較高，CC 鋁則反之。大成鋼專注於 DC 鋁製造買賣。美國國內工業 DC 鋁捲板平均每年需求約 70 萬噸，每月約 6 萬噸，目前因總體經濟疲弱使整體需求萎縮至 4-4.5 萬噸。

在 2019 年反傾銷法前約 80%的鋁捲板由國外進口，在 2020 年法案確立之後進口量下降約 50 萬噸，大成鋼原有庫存與德州鋁廠自產逐步提高市占率至 65%，後續在冷軋、熱軋新產線開出後有望將市占率拉升至 70-75%，我們認為大成鋼新產能將不影響供需平衡以致需降價競爭，主因 1) 新能源車發展為各國趨勢，以美國市場而言，預估每年有 260 萬噸車用鋁需求，然美國目前車用鋁產能僅不到需求一半，因此大部分傳統鋁廠務轉型為車用鋁廠以求更高的毛利率，工業用鋁產能持續下降，且轉型做車用鋁需投資連續退火線，生產成本墊高下難以返回做工業用鋁；2) 德州廠生產成本與亞洲鋁廠相當，遠低於美國鋁廠，成本結構不同主因德州廠有通路穩定需求，為計畫生產而非接單生產使成本較低，具競爭優勢；3) 美國政府持續推出新的關稅政策防堵中國鋁製品進入，亦將有助於大成鋼市占率擴張。

獲利調整與股票評價

產品報價見回升，降息循環及關稅政策將推動需求向上，調升評等至買進

由於美國降息、選舉前下游客戶更為保守，使出貨量低於預期，下修 2024 年營收 5.4%至 930.3 億元，費用率高於預期，下修營業利益 6.5%至 75.5 億元、EPS 19.4%至 1.89 元，EPS 下修幅度較大主因下修業外收益及 2Q 稅率大於預期。不過我們看好降息將開始帶動客戶下單，並推動產品價格回升，大致維持 2025 年獲利預估，預期 EPS 3.43 元(年增 81.3%)。

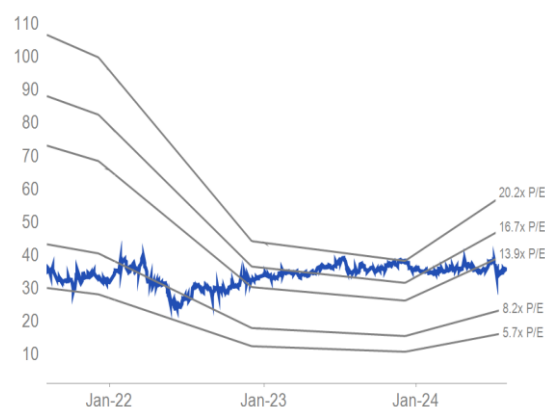
對大成鋼看法轉為正向，主因 1) 美國聯準會主席鮑爾明示 9 月將啟動降息，將帶動客戶提升庫存水位，並推動房市基建、設備投資等耐久財需求長線需求向上；2) 美國共和/民主黨參選人皆提出關稅政策，有利於深耕美國多年的大成鋼提升其市佔率；3) 鎳/鋁價格自季初低點反彈，我們認為後續主要產品售價不易調降且於降息後具備調漲空間，後續毛利率有望緩步成長；4) 德州鋁廠前段熱軋產線將於 2025 年底完工，推估將推升鋁捲板毛利率 2-5ppt，挹注 2026 年營運動能。評價改以過去三年平均 1.3 倍 2025 年每股淨值(前次為 1.2 倍 2024 年每股淨值)，推得目標價 44 元，調升評等至買進。

圖 10：2024 和 2025 年財務預估調整

(百萬元)	2024 估		2025 估		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2024	2025
營業收入	93,030	98,334	112,989	113,401	-5.4%	-0.4%
營業毛利	17,921	18,503	23,161	23,147	-3.1%	0.1%
營業利益	7,546	8,073	12,202	11,871	-6.5%	2.8%
稅前利益	8,209	9,372	12,926	12,842	-12.4%	0.7%
稅後淨利	4,612	5,730	8,360	8,356	-19.5%	0
調整後 EPS (元)	1.89	2.35	3.43	3.43	-19.4%	0
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	19.3%	18.8%	20.5%	20.4%	0.4	0.1
營業利益率	8.1%	8.2%	10.8%	10.5%	-0.1	0.3
稅後純益率	5.0%	5.8%	7.4%	7.4%	-0.9	0

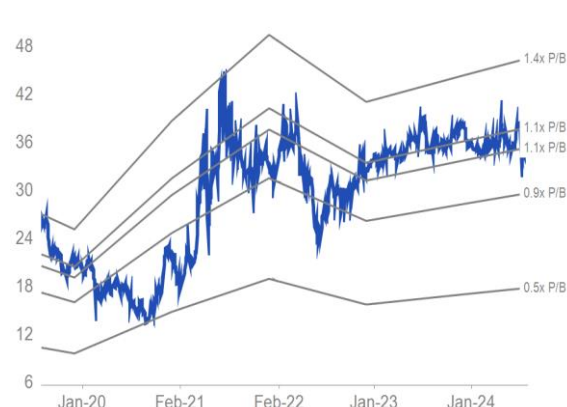
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 11：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：Trading Economics、元大投顧

圖 12：12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：Wind、元大投顧

圖 13：同業評價比較表

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	調整後每股盈餘			本益比(倍)			調整後每股盈餘成長率(%)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
大成鋼	2027 TT	買進	35.5	2,696	2.19	1.89	3.43	16.2	18.7	10.3	(55.7)	(13.5)	81.3
國際同業													
Allegheny	ATI US	未評等	64.9	6,024	3.2	2.3	3.0	20.2	28.0	21.7	26.4	(27.7)	29.0
國際同業平均			--	--	3.2	2.3	3.0	20.2	28.0	21.7	26.4	(27.7)	29.0

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股盈餘數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 14：同業評價比較表 (續)

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	股東權益報酬率(%)			每股淨值			股價淨值比(倍)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
大成鋼	2027 TT	買進	35.5	2,696	9.2	6.2	10.6	25.90	31.47	33.85	1.4	1.1	1.1
國際同業													
Allegheny	ATI US	未評等	64.9	6,024	30.9	24.1	23.0	10.7	12.5	17.2	6.1	5.2	3.8
國際同業平均					30.9	24.1	23.0	10.7	12.5	17.2	6.1	5.2	3.8

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股淨值數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 15：季度及年度簡明損益表 (合併)

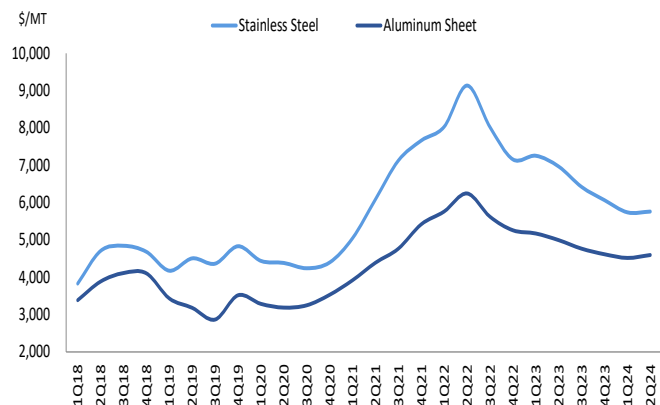
(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024F	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	23,225	24,135	23,255	22,415	28,238	29,665	28,106	26,980	93,030	112,989
銷貨成本	(19,241)	(19,370)	(18,532)	(17,966)	(22,247)	(23,333)	(22,571)	(21,677)	(75,109)	(89,828)
營業毛利	3,983	4,765	4,723	4,449	5,991	6,332	5,535	5,303	17,921	23,161
營業費用	(2,618)	(2,690)	(2,631)	(2,423)	(2,704)	(2,840)	(2,691)	(2,723)	(10,363)	(10,958)
營業利益	1,363	2,065	2,092	2,026	3,287	3,492	2,844	2,580	7,546	12,202
業外利益	589	(145)	134	84	201	135	34	353	663	724
稅前純益	1,952	1,920	2,226	2,110	3,488	3,627	2,878	2,933	8,209	12,926
所得稅費用	(507)	(687)	(524)	(497)	(814)	(846)	(674)	(686)	(2,215)	(3,020)
少數股東權益	362	316	357	346	390	418	357	381	1,381	1,546
歸屬母公司稅後純益	1,083	917	1,346	1,267	2,283	2,363	1,848	1,866	4,612	8,360
調整後每股盈餘(NT\$)	0.44	0.38	0.55	0.52	0.94	0.97	0.76	0.77	1.89	3.43
調整後加權平均股數(百萬股)	462	462	462	462	462	462	462	462	2,434	2,434
重要比率										
營業毛利率	17.2%	19.7%	20.3%	19.9%	21.2%	21.4%	19.7%	19.7%	19.3%	20.5%
營業利益率	5.9%	8.6%	9.0%	9.0%	11.6%	11.8%	10.1%	9.6%	8.1%	10.8%
稅前純益率	8.4%	8.0%	9.6%	9.4%	12.4%	12.2%	10.2%	10.9%	8.8%	11.4%
稅後純益率	4.7%	3.8%	5.8%	5.7%	8.1%	8.0%	6.6%	6.9%	5.0%	7.4%
有效所得稅率	26.0%	35.8%	23.5%	23.6%	23.3%	23.3%	23.4%	23.4%	27.0%	23.4%
季增率(%)										
營業收入	7.0%	3.9%	-3.6%	-3.6%	26.0%	5.1%	-5.3%	-4.0%		
營業利益	39.3%	51.5%	1.3%	-3.2%	62.2%	6.2%	-18.6%	-9.3%		
稅後純益	138.3%	-15.3%	46.8%	-5.9%	80.2%	3.5%	-21.8%	1.0%		
調整後每股盈餘	138.3%	-15.3%	46.8%	-5.8%	80.2%	3.5%	-21.8%	1.0%		
年增率(%)										
營業收入	-19.8%	-8.5%	-3.9%	3.2%	21.6%	22.9%	20.9%	20.4%	-8.1%	21.5%
營業利益	-60.5%	-20.0%	13.1%	107.0%	141.2%	69.1%	35.9%	27.3%	-14.8%	61.7%
稅後純益	-45.3%	-43.8%	6.5%	178.8%	110.9%	157.7%	37.3%	47.3%	-12.0%	65.3%
調整後每股盈餘	-45.3%	-43.8%	6.5%	178.8%	110.9%	157.7%	37.3%	47.3%	-13.5%	81.3%

資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney；標“A”為歷史數據；調整後每股盈餘為根據調整後加權平均股數計算。

公司簡介

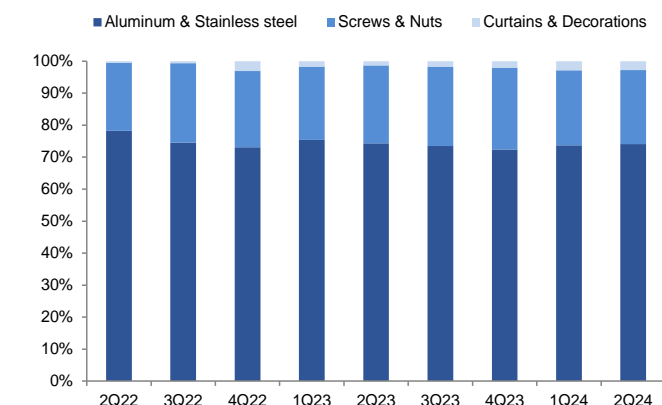
大成鋼(2027)成立於 1986 年，為整合亞洲地區供應商提供不鏽鋼、鋁材及工業扣件，透過本身實體通路及電子商務平台提供歐美零售商、配銷商或是二次批發商。營運模式以大陸為生產腹地，美國為銷售通路，自 2000 年起為全美不鏽鋼產品、工業用鋁捲板及扣件之最大通路商、歐洲不鏽鋼廠銷往美國之獨家代理商。目前鋁捲板產能為 1.8 萬噸/月，在 3Q23 美國德州新產能加入，將可提升至 3.1 萬噸/月。

圖 16：大成鋼不鏽鋼/鋁捲板價格



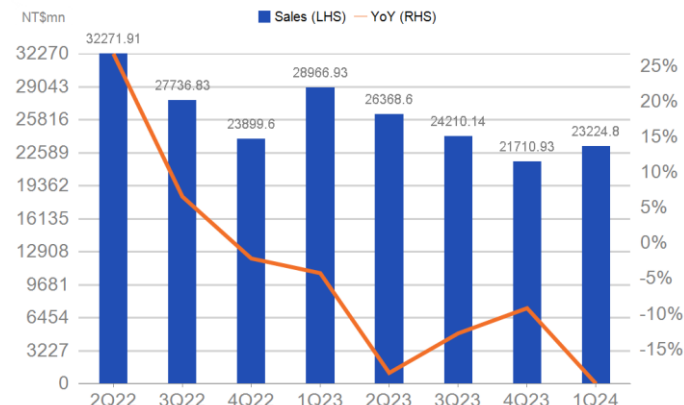
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 17：營收組成



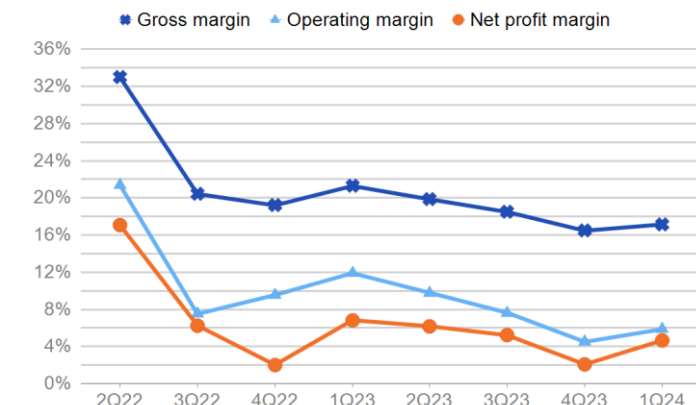
資料來源：公司資料

圖 18：營收趨勢



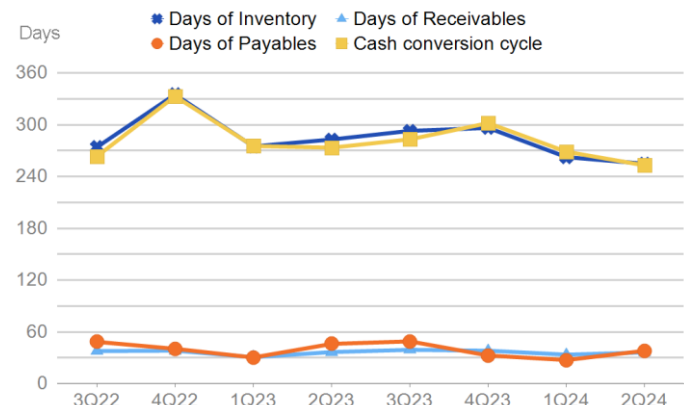
資料來源：CMoney、公司資料

圖 19：毛利率、營益率、淨利率



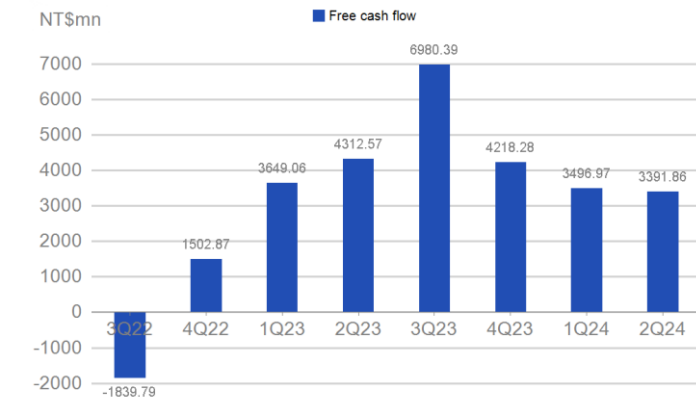
資料來源：CMoney、公司資料

圖 20：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 21：自由現金流量



資料來源：CMoney、公司資料

ESG 分析

分別藉由「在 ESG 議題上的曝險」和「個別公司在 ESG 議題上的執行力」兩個面向來衡量公司於 ESG 上的表現。

- **ESG 總分**：大成鋼整體的 ESG 風險評級屬於高風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排名亦排行於落後的位置，但在鋼鐵行業的公司中排名略微領先同業。
- **在 ESG 議題上的曝險**：大成鋼的整體曝險屬於高等水準，與鋼鐵行業的平均水準相近。公司較需要改善的 ESG 議題包含排放、廢水和廢物、碳排放運作以及職業健康和安全等。
- **個別公司在 ESG 議題上的執行力**：大成鋼在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬中等。該公司的資訊揭露力度很大，顯示該公司對投資者和公眾高度負責。它有一些舉措來管理與重大 ESG 議題相關的風險，但該公司缺乏關鍵領域的政策和計劃。儘管如此，該公司並未捲入任何與 ESG 相關的重大爭議。

圖 22：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	37.6
在 ESG 議題上的曝險 (A)	62.8
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	44.0
風險評級	高 ★
同業排行(1~100，1 為最佳)	45

資料來源：Sustainalytics (2024/8/29)

註 1：ESG 總分=A-(A*可控風險因子*B/100)

註 1-1：可控風險因子介於 0-1 之間，越大為越佳。

註 2：ESG 總分風險評級：

極低 (0-10)	低 (10-20)	中 (20-30)	高 (30-40)	極高 (40+)
-----------	-----------	-----------	-----------	----------

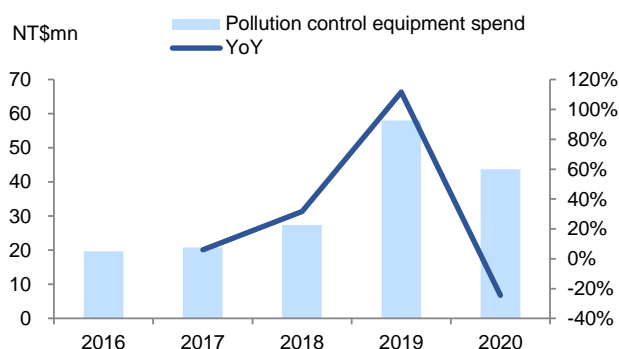
註 3：曝險分數評級：

低 (0-35)	中 (35-55)	高 (55+)
----------	-----------	---------

註 4：執行力分數評級：

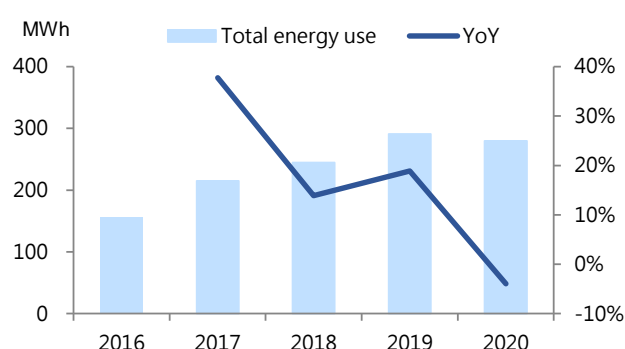
弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

圖 23：污染防治設備投入額



資料來源：公司資料、Reuters

圖 24：天然氣使用量



資料來源：公司資料、Reuters

資產負債表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
現金與短期投資	9,332	11,234	9,425	7,086	11,572
存貨	49,951	72,103	56,616	56,562	56,647
應收帳款及票據	7,272	8,106	7,526	7,257	8,221
其他流動資產	9,884	7,603	8,837	8,320	8,153
流動資產	76,439	99,046	82,403	79,225	84,592
採用權益法之投資	2	650	527	537	548
固定資產	13,895	22,992	29,301	34,532	40,025
無形資產	5,733	6,083	5,773	6,205	6,267
其他非流動資產	13,002	17,674	17,111	16,267	15,801
非流動資產	32,632	47,400	52,713	57,542	62,641
資產總額	109,071	146,446	135,115	136,767	147,234
應付帳款及票據	2,361	3,081	2,086	2,477	2,938
短期借款	9,993	13,651	17,955	20,106	22,365
什項負債	7,987	17,689	7,953	8,068	7,665
流動負債	20,341	34,421	27,994	30,651	32,967
長期借款	26,021	28,988	22,871	25,773	28,630
其他負債及準備	8,284	9,141	9,771	4,739	3,741
長期負債	34,304	38,128	32,642	30,511	32,371
負債總額	54,645	72,549	60,636	61,163	65,338
股本	20,085	20,286	24,343	24,343	24,343
資本公積	22,994	22,783	23,002	23,002	23,002
保留盈餘	13,835	21,934	18,361	18,672	23,179
什項權益	(7,889)	(1,741)	(2,646)	(3,211)	(2,974)
歸屬母公司之權益	49,025	63,262	63,060	62,804	67,549
非控制權益	5,401	10,635	11,419	12,800	14,347
股東權益總額	54,426	73,897	74,479	75,605	81,895

資料來源：公司資料、元大投顧

現金流量表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
本期純益	11,562	14,399	6,811	5,993	9,906
折舊及攤提	2,212	2,461	2,798	2,510	2,636
本期營運資金變動	(3,277)	(16,232)	15,653	749	(587)
其他營業資產 及負債變動	2,212	3,467	1	834	1,474
營運活動之現金流量	12,709	4,094	25,263	8,283	10,813
資本支出	(744)	(4,161)	(6,102)	(7,742)	(8,129)
本期長期投資變動	(128)	648	(123)	(11)	(11)
其他資產變動	(6,273)	(2,579)	(3,308)	0	0
投資活動之現金流量	(7,144)	(6,092)	(9,534)	(7,752)	(8,140)
股本變動	3,500	201	4,057	0	0
本期負債變動	(7,504)	11,418	(10,423)	5,008	5,115
現金增減資	15,050	0	0	0	0
支付現金股利	(1,270)	(3,184)	(4,288)	(2,921)	(2,306)
其他調整數	(13,202)	(4,940)	(6,941)	(4,987)	(997)
融資活動之現金流量	(3,426)	3,495	(17,595)	(2,901)	1,812
匯率影響數	(107)	406	57	0	0
本期產生現金流量	2,031	1,903	(1,810)	(2,370)	4,485
自由現金流量	11,965	(67)	19,160	1,260	3,507

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
營業收入	96,886	114,149	101,257	93,030	112,989
銷貨成本	(67,816)	(83,111)	(81,800)	(75,109)	(89,828)
營業毛利	29,071	31,038	19,457	17,921	23,161
營業費用	(10,133)	(12,507)	(10,585)	(10,363)	(10,958)
推銷費用	(2,833)	(3,581)	(3,099)	(3,328)	(3,352)
研究費用	0	0	0	0	0
管理費用	(7,308)	(8,921)	(7,491)	(7,039)	(7,612)
其他費用	9	(5)	5	(8)	(8)
營業利益	18,937	18,526	8,856	7,546	12,202
利息收入	15	86	287	725	753
利息費用	(1,067)	(1,317)	(2,019)	(1,295)	(1,211)
利息收入淨額	(1,052)	(1,230)	(1,732)	(570)	(458)
投資利益(損失)淨額	11	(311)	(153)	(269)	(205)
匯兌損益	(316)	1,952	130	0	0
其他業外收入(支出)淨額	(2,165)	250	2,507	1,502	1,386
稅前純益	15,414	19,186	9,608	8,209	12,926
所得稅費用	(3,852)	(4,787)	(2,798)	(2,215)	(3,020)
少數股權淨利	1,890	2,373	1,480	1,381	1,546
歸屬母公司之稅後純益	9,673	12,026	5,331	4,612	8,360
稅前息前折舊攤銷前淨利	18,920	22,863	13,566	10,468	15,243
調整後每股盈餘 (NT\$)	5.94	4.94	2.19	1.89	3.43

資料來源：公司資料、元大投顧

主要財務報表分析

年初至 12 月	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
年成長率 (%)					
營業收入	63.6	17.8	(11.3)	(8.1)	21.5
營業利益	938.9	(2.2)	(52.2)	(14.8)	61.7
稅前息前折舊攤銷前淨利	385.4	20.8	(40.7)	(22.8)	45.6
稅後純益	--	24.5	(52.7)	(12.0)	65.3
調整後每股盈餘	--	(16.9)	(55.7)	(13.5)	81.3
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	30.0	27.2	19.2	19.3	20.5
營業利益率	19.6	16.2	8.8	8.1	10.8
稅前息前淨利率	14.8	15.7	7.5	8.1	10.8
稅前息前折舊攤銷前淨利率	19.5	20.0	13.4	11.3	13.5
稅前純益率	15.9	16.8	9.5	8.8	11.4
稅後純益率	10.0	10.5	5.3	5.0	7.4
資產報酬率	11.2	11.3	4.8	4.4	7.0
股東權益報酬率	25.3	22.4	9.2	6.2	10.6
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	100.4	98.2	81.4	80.9	79.8
淨負債權益比(%)	49.0	42.5	42.2	51.3	48.1
利息保障倍數 (倍)	15.5	15.6	5.8	7.3	11.7
流動比率 (%)	375.8	287.8	294.4	258.5	256.6
速動比率 (%)	116.5	72.1	82.8	73.9	84.8
淨負債 (NT\$百萬元)	26,682	31,404	31,401	38,793	39,423
調整後每股淨值 (NT\$)	24.41	31.19	25.90	31.47	33.85
評價指標 (倍)					
本益比	6.0	7.2	16.2	18.7	10.3
股價自由現金流量比	7.2	--	4.5	68.5	24.6
股價淨值比	1.5	1.1	1.4	1.1	1.1
股價稅前息前折舊攤銷前淨	4.6	3.8	6.4	8.2	5.7
股價營收比	0.9	0.8	0.9	0.9	0.8

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

附錄：重要揭露事項

分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

大成鋼 (2027 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢

— 收盤價



#	日期	收盤價 (A)	目標價 (B)	調整後目標價 (C)	評等	分析師
1	20211112	49.40	65.00	46.98	買進	李侃奇
2	20220221	49.35	67.00	48.42	買進	李侃奇
3	20220511	43.25	70.00	50.59	買進	李侃奇
4	20220727	35.40	48.00	36.88	買進	李侃奇
5	20230213	44.15	44.00	33.81	持有-超越同業	李侃奇
6	20230817	36.50	39.00	37.77	持有-超越同業	陳映慈
7	20231115	36.50	39.00	37.77	持有-超越同業	陳映慈
8	20240322	37.20	39.00	37.77	持有-超越同業	陳映慈
9	20240514	37.00	39.00	37.77	持有-超越同業	陳映慈

資料來源：CMoney、元大投顧
註：A = 未調整之收盤價；B = 未調整之目標價；C = 依據股票股利與現金股利調整後之目標價。員工分紅稀釋影響未反映於 A、B 或 C。

投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

持有-落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

總聲明

© 2024 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或揭露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名

元大證券投資顧問股份有限公司

台灣臺北市 106 敦化南路二段

65 號 10 樓、71 號 10 樓

© {2024} Sustainalytics. All Rights Reserved. The information, data, analyses and opinions contained herein: (1) includes the proprietary information of Sustainalytics; (2) may not be copied or redistributed except as specifically authorized; (3) do not constitute investment advice nor an endorsement of any product or project; (4) are provided solely for informational purposes; and (5) are not warranted to be complete, accurate or timely. Sustainalytics is not responsible for any trading decisions, damages or other losses related to it or its use. The use of the data is subject to conditions available at <https://www.sustainalytics.com/legal-disclaimers>.