

2024 年 9 月 9 日

研究員：賴季宏 david.lai@capital.com.tw

前日收盤價 33.70 元
目標價
3 個月 37.00 元
12 個月 37.00 元

大成鋼(2027 TT)

Trading Buy

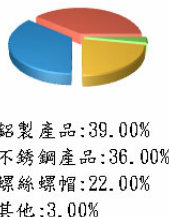
近期報告日期、評等及前日股價

07/22/2024 Buy 39.00
04/22/2024 Trading Buy 37.70
06/24/2023 Neutral 48.80

公司基本資訊

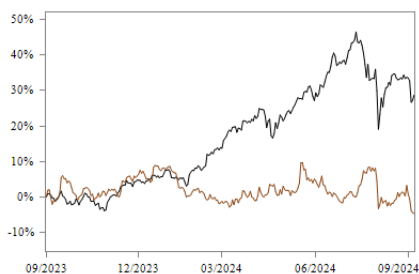
目前股本(百萬元) 24,343
市值(億元) 820
目前每股淨值(元) 26.83
外資持股比(%) 15.49
投信持股比(%) 9.14
董監持股比(%) 4.61
融資餘額(張) 9,418
現金股息配發率(%) 52.17

產品組合



股價相對大盤走勢

— 2027 — TWSE



長期可望向上，但短期受美國大選及就業動能趨緩影響。

投資建議：預估大成鋼 2024 年營收 976.77 億元，YoY-3.54%，稅後 EPS 1.95 元。考量，(1)未來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，有利於大成鋼的銷售成長。(2)但短期美國就業動能趨緩，降息速度是否夠快到能避免經濟衰退成為市場關注重點，且川普的民調領先優勢消失，目前美國總統的民調差距不大，未來的政策存在不確定性。將大成鋼的投資評等調整為 Trading Buy 目標價 37 元(2025 年 PBR 1.5X)。

2Q24 營收及毛利率順利較上一季回升，但業外收入減少，獲利低於預期：大成鋼 2Q24 營收 241.35 億元，YoY-8.41%，QoQ+3.92%，受益於營收增長及成本下降，毛利率順利上升至 19.74%，但業外獲利減少，稅後 EPS 0.38 元，低於預期。

國際鎳價快速下跌後，預期逐漸震盪築底：LME 鎳價近期低檔震盪，先前跌破每公噸 16000 美元後快速反彈，但近一週又因經濟衰退風險升溫，再次跌破 16000 美元，目前價格來到 15800 美元/噸左右。認為鎳價目前下跌的主要原因是全球需求疲弱及電池需求成長放緩的影響，但隨價格跌破 16000 美元後，可能已部份反映對未來需求疲弱的前景預期，認為接下來的鎳價呈現區間震盪的機會較大。隨著鎳價的跌勢開始縮小，預期國內的不銹鋼盤價在下跌一段時間後可望開始盤整。

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能力。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	101,257	97,677	105,283	26,369	24,210	21,711	23,225	24,135	25,443	24,874	24,443	26,260
營業毛利淨額	19,457	18,724	22,503	5,235	4,477	3,577	3,983	4,765	5,030	4,945	4,906	5,953
營業利益	8,856	7,844	11,395	2,580	1,850	979	1,363	2,065	2,344	2,071	2,253	3,219
稅後純益	5,331	4,758	7,161	1,632	1,264	454	1,083	917	1,463	1,296	1,472	2,131
稅後 EPS(元)	2.19	1.95	2.94	0.67	0.52	0.19	0.44	0.38	0.60	0.53	0.60	0.88
毛利率(%)	19.22%	19.17%	21.37%	19.85%	18.49%	16.47%	17.15%	19.74%	19.77%	19.88%	20.07%	22.67%
營業利益率(%)	8.75%	8.03%	10.82%	9.79%	7.64%	4.51%	5.87%	8.56%	9.21%	8.33%	9.22%	12.26%
稅後純益率(%)	5.26%	4.87%	6.80%	6.19%	5.22%	2.09%	4.66%	3.80%	5.75%	5.21%	6.02%	8.11%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-11.29%	-3.54%	7.79%	-8.97%	-8.19%	-10.32%	6.97%	3.92%	5.42%	-2.24%	-1.73%	7.43%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-55.67%	-10.75%	50.52%	-17.57%	-22.55%	-64.05%	138.27%	-15.32%	59.52%	-11.42%	13.60%	44.78%

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。

公司簡介：

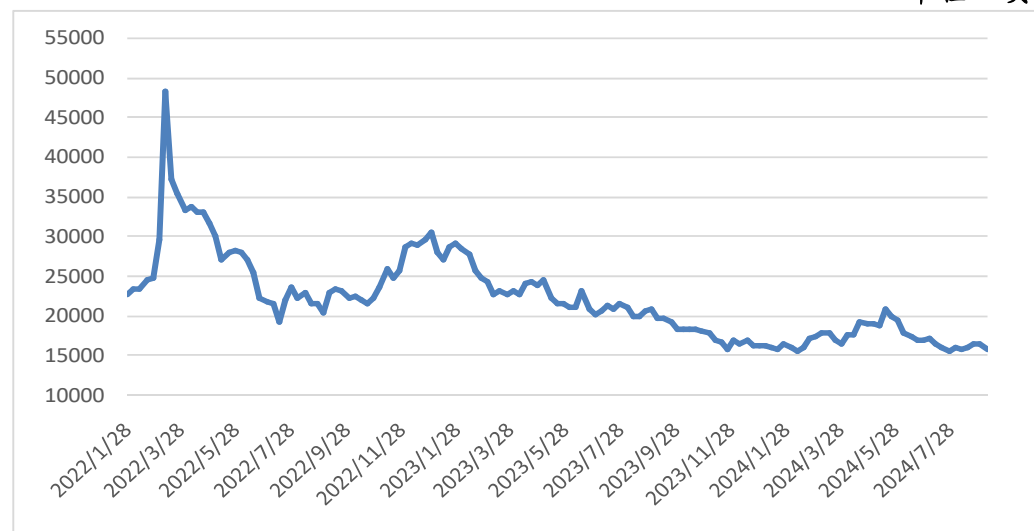
大成鋼為不銹鋼、鋁及扣件等金屬產品的大型通路商，主要銷售地區為美國，占營收比重超過九成。經過多次的併購與經營團隊的努力，目前大成鋼集團在不鏽鋼、商用鋁材、螺絲扣件等三大產品都是美國最主要通路商。2018 年買下美鋁旗下的 Arconic Texarkana 廠之後，大成鋼集團在美國不但成為商用鋁最大通路商，也成為商用鋁第一大製造廠商。大成鋼的三大產品營收比重約為不鏽鋼 40%、螺絲帽 23%、鋁製品 37%。

國際鎳價快速下跌後，預期逐漸震盪築底：

LME 鎳價近期低檔震盪，先前跌破每公噸 16000 美元後快速反彈，但近一週又因經濟衰退風險升溫，再次跌破 16000 美元，目前價格來到 15800 美元/噸左右。認為鎳價目前下跌的主要原因是全球需求疲弱及電池需求成長放緩的影響，但隨價格跌破 16000 美元後，可能已部份反映對未來需求疲弱的前景預期，認為接下來的鎳價呈現區間震盪的機會較大。隨著鎳價的跌勢開始縮小，預期國內的不銹鋼盤價在下跌一段時間後可望開始盤整。

圖、LME 鎳價走勢

單位：美元/噸



資料來源：Bloomberg，群益投顧彙整

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

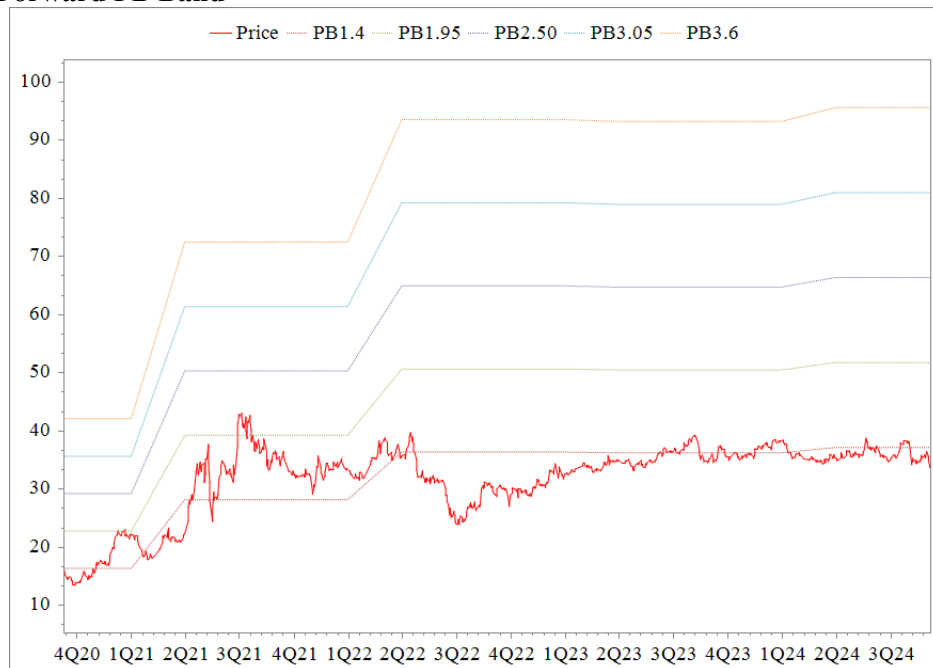
2024 年 9 月 9 日

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能力。

投資建議：

預估大成鋼 2024 年營收 976.77 億元，YoY-3.54%，稅後 EPS 1.95 元。考量，(1)未來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，有利於大成鋼的銷售成長。(2)但短期美國就業動能趨緩，降息速度是否夠快到能避免經濟衰退成為市場關注重點，且川普的民調領先優勢消失，目前美國總統的民調差距不大，未來的政策存在不確定性。將大成鋼的投資評等調整為 Trading Buy 目標價 37 元(2025 年 PBR 1.5X)。

Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024 年 9 月 9 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	109,071	146,446	135,115	149,227	161,448
流動資產	76,439	99,046	82,403	87,471	94,052
現金及約當現金	9,332	11,234	9,425	9,959	10,732
應收帳款與票據	7,272	8,106	7,526	5,855	8,567
存貨	49,951	72,103	56,616	58,461	64,009
採權益法之投資	2	650	527	730	857
不動產、廠房設備	13,895	22,992	29,301	29,301	29,301
負債總計	54,645	72,549	60,636	71,907	78,654
流動負債	20,341	34,421	27,994	29,651	31,456
應付帳款及票據	2,361	3,081	2,086	3,106	2,337
非流動負債	34,304	38,128	32,642	41,236	46,947
權益總計	54,426	73,897	74,479	77,320	82,794
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	21,202	26,676
母公司業主權益	49,025	63,262	63,060	64,653	68,649
負債及權益總計	109,071	146,446	135,115	149,227	161,448

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入淨額	96,886	114,149	101,257	97,677	105,283
營業成本	67,816	83,111	81,800	78,953	82,781
營業毛利淨額	29,071	31,038	19,457	18,724	22,503
營業費用	10,133	12,507	10,585	10,868	11,108
營業利益	18,937	18,526	8,856	7,844	11,395
EBITDA	18,906	22,777	13,279	13,026	13,687
業外收入及支出	-3,505	574	466	406	-28
稅前純益	15,414	19,186	9,608	8,250	11,367
所得稅	3,852	4,787	2,798	2,245	2,728
稅後純益	9,673	12,026	5,331	4,758	7,161
稅後 EPS(元)	3.97	4.94	2.19	1.95	2.94
完全稀釋 EPS**	3.97	4.94	2.19	1.95	2.94

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%	-3.54%	7.79%
營業毛利淨額	225.37%	6.77%	-37.31%	-3.77%	20.18%
營業利益	938.89%	-2.17%	-52.20%	-11.43%	45.28%
稅後純益	N.A	24.32%	-55.67%	-10.75%	50.52%

獲利能力分析(%)

毛利率	30.01%	27.19%	19.22%	19.17%	21.37%
EBITDA(%)	19.51%	19.95%	13.11%	13.34%	13.00%
營益率	19.55%	16.23%	8.75%	8.03%	10.82%
稅後純益率	9.98%	10.54%	5.26%	4.87%	6.80%
總資產報酬率	8.87%	8.21%	3.95%	3.19%	4.44%
股東權益報酬率	17.77%	16.27%	7.16%	6.15%	8.65%

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

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	8,596	11,758
稅前純益	15,414	19,186	9,608	8,250	11,367
折舊及攤銷	2,212	2,461	2,798	3,223	4,395
營運資金變動	-1,738	-22,266	15,072	845	-9,028
其他營運現金	-3,180	4,712	-2,216	-3,722	5,024
投資活動現金	-7,144	-6,092	-9,534	-10,706	-8,845
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	-8,840	-5,513
籌資活動現金	-3,426	3,495	-17,595	2,644	-2,140
長借/公司債變動	-7,075	8,393	-14,285	8,594	5,710
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	-2,786	-4,686
淨現金流量	2,031	1,903	-1,810	534	773
期初現金	7,300	9,332	11,234	9,425	9,959
期末現金	9,332	11,234	9,425	9,959	10,732

資料來源：CMoney、群益

2024 年 9 月 9 日

季度損益表

(百萬元)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	28,967	26,369	24,210	21,711	23,225	24,135	25,443	24,874	24,443	26,260	27,844	26,737
營業成本	22,799	21,133	19,733	18,134	19,241	19,370	20,413	19,929	19,537	20,307	21,791	21,146
營業毛利淨額	6,168	5,235	4,477	3,577	3,983	4,765	5,030	4,945	4,906	5,953	6,053	5,591
營業費用	2,722	2,653	2,626	2,585	2,618	2,690	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	2,065	2,344	2,071	2,253	3,219	3,282	2,642
業外收入及支出	-217	744	433	-207	589	-145	-23	-15	83	163	19	-294
稅前純益	3,230	3,324	2,283	772	1,952	1,920	2,322	2,056	2,336	3,382	3,301	2,348
所得稅	822	1,284	577	115	507	687	557	494	561	812	792	563
稅後純益	1,980	1,632	1,264	454	1,083	917	1,463	1,296	1,472	2,131	2,080	1,479
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	0.38	0.60	0.53	0.60	0.88	0.85	0.61

獲利能力(%)

毛利率(%)	21.29%	19.85%	18.49%	16.47%	17.15%	19.74%	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%	8.56%	9.21%	8.33%	9.22%	12.26%	11.79%	9.88%
稅後純益率(%)	6.84%	6.19%	5.22%	2.09%	4.66%	3.80%	5.75%	5.21%	6.02%	8.11%	7.47%	5.53%

QoQ(%)

營業收入淨額	21.20%	-8.97%	-8.19%	-10.32%	6.97%	3.92%	5.42%	-2.24%	-1.73%	7.43%	6.03%	-3.98%
營業利益	51.08%	-25.14%	-28.29%	-47.11%	39.25%	51.55%	13.52%	-11.65%	8.78%	42.86%	1.95%	-19.50%
稅前純益	301.92%	2.91%	-31.31%	-66.20%	152.91%	-1.61%	20.90%	-11.42%	13.60%	44.78%	-2.41%	-28.87%
稅後純益	307.97%	-17.57%	-22.55%	-64.05%	138.27%	-15.32%	59.52%	-11.42%	13.60%	44.78%	-2.41%	-28.87%

YoY(%)

營業收入淨額	-4.21%	-18.29%	-12.71%	-9.16%	-19.82%	-8.47%	5.09%	14.57%	5.24%	8.80%	9.44%	7.49%
營業利益	-52.51%	-62.63%	-11.14%	-57.11%	-60.46%	-19.96%	26.71%	111.64%	65.33%	55.86%	39.97%	27.54%
稅前純益	-50.78%	-61.56%	-28.05%	-3.96%	-39.57%	-42.23%	1.68%	166.47%	19.69%	76.13%	42.18%	14.17%
稅後純益	-53.80%	-70.40%	-27.35%	-6.38%	-45.32%	-43.83%	15.70%	185.11%	35.93%	132.40%	42.18%	14.17%

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。