

2024 年 11 月 7 日

研究員：賴季宏 david.lai@capital.com.tw

前日收盤價 34.30 元
目標價
3 個月 39.50 元
12 個月 39.50 元

大國鋼(8415 TT)

Buy

近期報告日期、評等及前日股價

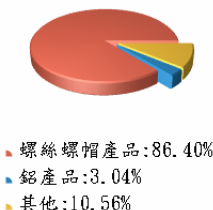
扣件需求可望受惠美國提高關稅與降息而增溫。

投資建議：考量(1)2022~2024 年受到升息拉高資金成本的影響，使大國鋼的客戶大多將庫存壓至極低，預期在美國總統川普將實行關稅政策及美國進入降息循環雙重因素帶動下，將會提高美國本土的製造業設廠需求，廠房、機械設備的需求量。下游客戶必需開始回補庫存，並對未來可能增加的需求盡量備貨，將有利於大國鋼的銷售成長。(2)大國鋼在美國市場具高度市占率，以優秀的管理及線上銷售能力，長期維持公司整體毛利率在 3 成以上，預期 2025 年在需求回升下毛利率可望再上升。(3)大國鋼目前的 PBR 約 1.45 倍，相較三年歷史區間 1.4~1.9 倍為偏低水準。綜上所述，將大國鋼的投資評等調升為 Buy 目標價 39.50 元(2025 年 PBR 1.65X)。

公司基本資訊

目前股本(百萬元) 10,315
市值(億元) 354
目前每股淨值(元) 23.76
外資持股比(%) 10.10
投信持股比(%) 0.00
董監持股比(%) 57.45
融資餘額(張) 833
現金股息配發率(%) 49.34

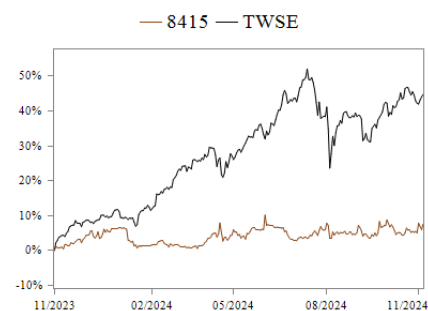
產品組合



美國扣件業者的庫存天數降至歷史低點，降息與關稅將推升業者拉貨動能，拉升 2025 年獲利：由於美國利率在高檔的影響，使大國鋼的客戶為了減輕資金成本壓力而降低庫存水位，目前客戶的庫存水準僅 1~2 個月，遠低於過往正常的 5~6 個月水準。隨著美國開始降息，加上美國總統川普的提高關稅政策，可望使疲軟已久的美國製造業開始加大投資，大國鋼也將同步受惠。

預期 2025 年在降息及川普關稅政策的雙重刺激下，大國鋼的扣件需求將快速成長，預估營收 265.73 億元，YoY+15.40%，稅後 EPS 3.54 元。

股價相對大盤走勢



鐵礦砂價格已到低檔，2025 年碳鋼扣件價格有機會上漲：觀察 2025 年的鋼鐵市場，WSA 預估即使在中國市場衰退 1%的預估下，全球的鋼鐵需求仍可望成長 1.2%，顯示印度、東南亞、中南美洲及中東非洲等地的需求成長已逐漸淡化中國需求疲弱的影響。中國市場的鋼鐵需求可能將連續四年衰退 3%以上，基期已相對偏低，因此認為鐵礦砂價格在目前的 100 美元/噸已經是低檔位置，隨 2025 年需求回升原料價格將上漲，若未來中國還有推出強力刺激經濟政策，鐵礦砂價格將有機會超越前高。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F
營業收入淨額	24,627	23,027	26,573	6,007	5,567	5,708	5,843	5,759	5,717	6,669	6,863	6,693
營業毛利淨額	8,218	7,670	9,287	2,018	1,799	1,896	1,958	1,910	1,906	2,312	2,508	2,369
營業利益	3,789	3,212	4,743	914	712	779	799	777	856	1,168	1,345	1,229
稅後純益	3,125	2,441	3,648	1,296	376	580	537	734	590	887	1,015	986
稅後 EPS(元)	3.03	2.37	3.54	1.26	0.36	0.56	0.52	0.71	0.57	0.86	0.98	0.96
毛利率(%)	33.37%	33.31%	34.95%	33.59%	32.31%	33.21%	33.51%	33.17%	33.34%	34.66%	36.54%	35.39%
營業利益率(%)	15.39%	13.95%	17.85%	15.21%	12.79%	13.64%	13.68%	13.50%	14.98%	17.51%	19.59%	18.36%
稅後純益率(%)	12.69%	10.60%	13.73%	21.58%	6.75%	10.16%	9.20%	12.74%	10.32%	13.30%	14.79%	14.73%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-6.09%	-6.50%	15.40%	-6.40%	-7.32%	2.53%	2.36%	-1.43%	-0.74%	16.66%	2.89%	-2.47%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-30.96%	-21.88%	49.42%	86.20%	-71.02%	54.33%	-7.33%	36.61%	-19.59%	50.29%	14.45%	-2.90%

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 103.15 億元計算。

大國鋼的 ESG：

大國鋼 2023 年於台灣部分廠區規劃新設太陽光電發電設備，以配合國家淨零碳排及綠能政策。並取得經濟部能源局及地方政府所核發之「再生能源發電設備登記函」，預估年發電量約為 979,012 度，估計每年可減碳 125 噸，有效降低能源消耗。

Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024 年 11 月 7 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	35,380	48,463	47,496	48,520	51,580
流動資產	16,039	25,081	22,145	22,010	28,945
現金及約當現金	2,287	2,211	2,057	1,989	2,652
應收帳款與票據	2,355	2,780	2,285	2,451	3,015
存貨	8,958	17,342	15,228	15,254	19,057
採權益法之投資	--	--	--	0	0
不動產、廠房設備	2,689	7,001	7,610	7,610	7,610
負債總計	15,777	22,539	18,941	19,349	20,570
流動負債	7,481	13,985	10,483	10,420	13,702
應付帳款及票據	690	1,379	939	1,230	1,212
非流動負債	8,296	8,554	8,458	8,638	6,595
權益總計	19,603	25,924	28,555	29,171	31,011
普通股股本	10,315	10,315	10,315	10,315	10,315
保留盈餘	5,856	8,620	9,889	10,505	12,345
母公司業主權益	19,603	22,708	25,173	25,758	27,548
負債及權益總計	35,380	48,463	47,496	48,520	51,580

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業活動現金	4,677	-810	5,610	4,192	2,745
稅前純益	4,661	5,902	4,137	3,384	4,929
折舊及攤銷	597	726	805	804	804
營運資金變動	578	-8,121	2,170	99	-4,385
其他營運現金	-1,159	683	-1,501	-96	1,397
投資活動現金	-6,523	-1,608	-142	-1,992	3,039
資本支出淨額	-70	-1,885	-860	-860	-860
長期投資變動	-7,695	-160	26	25	25
其他投資現金	1,242	437	692	-1,157	3,874
籌資活動現金	755	2,314	-5,631	-2,268	-5,121
長借/公司債變動	1,887	1,588	-1,784	180	-2,043
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-1,432	-1,857	-1,840	-1,857	-1,857
其他籌資現金	301	2,583	-2,008	-591	-1,221
淨現金流量	-1,112	-76	-154	-68	663
期初現金	3,399	2,287	2,211	2,057	1,989
期末現金	2,287	2,211	2,057	1,989	2,652

資料來源：CMoney、群益

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入淨額	21,532	26,225	24,627	23,027	26,573
營業成本	13,349	16,366	16,409	15,357	17,286
營業毛利淨額	8,183	9,859	8,218	7,670	9,287
營業費用	3,614	4,719	4,431	4,459	4,544
營業利益	4,570	5,134	3,789	3,212	4,743
EBITDA	5,486	6,919	5,388	4,584	6,115
業外收入及支出	90	760	318	173	186
稅前純益	4,661	5,902	4,137	3,384	4,929
所得稅	1,070	1,328	964	912	1,232
稅後純益	3,591	4,526	3,125	2,441	3,648
稅後 EPS(元)	3.48	4.39	3.03	2.37	3.54
完全稀釋 EPS**	3.48	4.39	3.03	2.37	3.54

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 103.15【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 103.15 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	41.63%	21.79%	-6.09%	-6.50%	15.40%
營業毛利淨額	81.30%	20.49%	-16.65%	-6.67%	21.09%
營業利益	197.81%	12.33%	-26.19%	-15.24%	47.68%
稅後純益	281.09%	26.06%	-30.96%	-21.88%	49.42%
獲利能力分析(%)					
毛利率	38.00%	37.60%	33.37%	33.31%	34.95%
EBITDA(%)	25.48%	26.38%	21.88%	19.91%	23.01%
營益率	21.23%	19.58%	15.39%	13.95%	17.85%
稅後純益率	16.68%	17.26%	12.69%	10.60%	13.73%
總資產報酬率	10.15%	9.34%	6.58%	5.03%	7.07%
股東權益報酬率	18.32%	17.46%	10.94%	8.37%	11.76%

償債能力檢視

負債比率(%)	44.59%	46.51%	39.88%	39.88%	39.88%
負債/淨值比(%)	80.48%	86.94%	66.33%	66.33%	66.33%
流動比率(%)	214.39%	179.34%	211.24%	211.24%	211.24%

其他比率分析

存貨天數	256.03	293.28	362.24	362.24	362.24
應收帳款天數	36.35	35.73	37.54	37.54	37.54

2024 年 11 月 7 日

季度損益表

(百萬元)	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F
營業收入淨額	6,417	6,007	5,567	5,708	5,843	5,759	5,717	6,669	6,863	6,693	6,348	6,848
營業成本	4,276	3,989	3,769	3,812	3,885	3,849	3,811	4,358	4,355	4,324	4,249	4,612
營業毛利淨額	2,141	2,018	1,799	1,896	1,958	1,910	1,906	2,312	2,508	2,369	2,099	2,237
營業費用	1,119	1,104	1,087	1,117	1,159	1,133	1,050	1,144	1,163	1,140	1,098	1,105
營業利益	1,024	914	712	779	799	777	856	1,168	1,345	1,229	1,002	1,131
業外收入及支出	73	642	-209	18	9	215	-69	31	27	103	25	23
稅前純益	1,097	1,555	503	797	809	992	787	1,199	1,372	1,332	1,027	1,154
所得稅	383	245	122	207	268	248	189	300	343	333	257	266
稅後純益	696	1,296	376	580	537	734	590	887	1,015	986	760	877
最新股本	10,315	10,315	10,315	10,315	10,315	10,315	10,315	10,315	10,315	10,315	10,315	10,315
稅後EPS(元)	0.68	1.26	0.36	0.56	0.52	0.71	0.57	0.86	0.98	0.96	0.74	0.85

獲利能力(%)

毛利率(%)	33.36%	33.59%	32.31%	33.21%	33.51%	33.17%	33.34%	34.66%	36.54%	35.39%	33.07%	32.66%
營業利益率(%)	15.96%	15.21%	12.79%	13.64%	13.68%	13.50%	14.98%	17.51%	19.59%	18.36%	15.78%	16.52%
稅後純益率(%)	10.85%	21.58%	6.75%	10.16%	9.20%	12.74%	10.32%	13.30%	14.79%	14.73%	11.97%	12.81%

QoQ(%)

營業收入淨額	-3.29%	-6.40%	-7.32%	2.53%	2.36%	-1.43%	-0.74%	16.66%	2.89%	-2.47%	-5.15%	7.88%
營業利益	-10.11%	-10.80%	-22.06%	9.38%	2.65%	-2.77%	10.15%	36.39%	15.15%	-8.61%	-18.51%	12.97%
稅前純益	11.78%	41.71%	-67.66%	58.45%	1.49%	22.65%	-20.67%	52.33%	14.45%	-2.90%	-22.92%	12.43%
稅後純益	-7.97%	86.20%	-71.02%	54.33%	-7.33%	36.61%	-19.59%	50.29%	14.45%	-2.90%	-22.92%	15.47%

YoY(%)

營業收入淨額	-6.55%	-12.70%	-10.75%	-13.98%	-8.96%	-4.12%	2.68%	16.84%	17.46%	16.21%	11.05%	2.68%
營業利益	-35.16%	-26.27%	-13.32%	-31.65%	-21.95%	-14.92%	20.25%	49.95%	68.21%	58.11%	16.97%	-3.11%
稅前純益	-27.80%	-24.05%	-22.27%	-18.83%	-26.31%	-36.22%	56.47%	50.43%	69.63%	34.30%	30.48%	-3.69%
稅後純益	-32.35%	-22.92%	-25.76%	-23.36%	-22.83%	-43.38%	57.09%	52.98%	88.93%	34.30%	28.74%	-1.09%

註1：稅後EPS以股本103.15億元計算

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。