

2024 年 11 月 7 日

研究員：賴季宏 david.lai@capital.com.tw

前日收盤價 34.15 元  
目標價  
3 個月 39.40 元  
12 個月 39.40 元

## 大成鋼(2027 TT)

Buy

### 近期報告日期、評等及前日股價

09/09/2024	Trading Buy	33.40
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

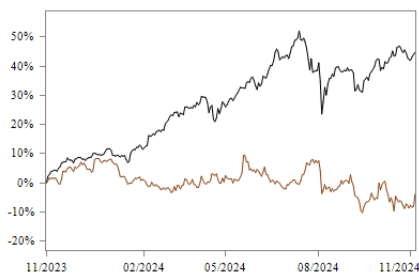
目前股本(百萬元)	24,343
市值(億元)	831
目前每股淨值(元)	26.83
外資持股比(%)	15.77
投信持股比(%)	8.75
董監持股比(%)	4.61
融資餘額(張)	9,836
現金股息配發率(%)	52.17

### 產品組合



### 股價相對大盤走勢

— 2027 — TWSE



關稅與降息可望拉升美國製造業投資帶動美國鋼鐵需求。

**投資建議：**考量(1)美國總統大選結果出爐，由川普獲勝成為美國第 47 任總統，預期川普將實行其選前的政見，提高美國的關稅。隨著美國提高關稅及 FED 處於降息循環，將會提高美國本土的製造業設廠需求，廠房、機械設備等需求量的增加，將有利於大成鋼的銷售成長。(2)原料價格目前對大成鋼相對友善，鎳價 2024 一整年幾乎呈現區間震盪整理，有利於大成鋼壓低庫存成本為未來銷售做準備。而鋁價 2024 年則穩步上漲，價差對大成鋼有利。

預估大成鋼 2024 年營收 913.02 億元，YoY-9.83%，稅後 EPS 1.57 元。2025 年樂觀預期在川普提高關稅、降息效益發酵及美國製造業可望回升下，可推升營收至 1073 億元，YoY+17.59%，稅後 EPS 3.10 元。大成鋼目前的 PBR 約 1.25 倍，相較三年歷史區間 1.2~1.6 倍屬於偏低水準，將大成鋼的投資評等調升為 Buy 目標價 39.40 元(2025 年 PBR 1.45X)。

**降息加上關稅，可望讓美國製造業的設備投資回升，拉抬美國鋼鐵需求：**美國製造業已疲軟許久，目前美國終於進入降息循環，等待利率降低的效益可以逐漸傳導到製造業並帶動設備投資需求回升。大成鋼德州廠持續擴產，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。

**鎳價已低檔整理三個季度有助成本降低，鋁價穩定上漲相對有較佳利差：**觀察原物料價格，鎳價目前回落到 15000~16000 美元/噸間整理，與 2024 年初相當，且 2024 年中雖有短暫拉高報價但隨後即快速下跌，整個 2024 年的鎳價相對 2022~2023 年屬於平穩水準。鎳價的平穩有助於大成鋼逐漸降低不銹鋼產品的庫存成本，若未來銷售量成長推升價格則有機會拉大利差。鋁價方面，2024 年則呈現穩定上漲的格局，以目前價格約 2620 美元/噸估算，約較今年初上漲 15%。因鋁價持續上漲，可讓大成鋼的鋁產品擁有相對較佳的價差。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F
營業收入淨額	101,257	91,302	107,358	24,210	21,711	23,225	24,135	21,712	22,230	27,484	29,004	26,267
營業毛利淨額	19,457	16,754	23,811	4,477	3,577	3,983	4,765	3,704	4,302	5,975	6,639	5,944
營業利益	8,856	6,346	12,975	1,850	979	1,363	2,065	1,173	1,745	3,243	3,859	3,267
稅後純益	5,331	3,818	7,538	1,264	454	1,083	917	776	1,042	1,911	2,253	1,968
稅後 EPS(元)	2.19	1.57	3.10	0.52	0.19	0.44	0.38	0.32	0.43	0.78	0.93	0.81
毛利率(%)	19.22%	18.35%	22.18%	18.49%	16.47%	17.15%	19.74%	17.06%	19.35%	21.74%	22.89%	22.63%
營業利益率(%)	8.75%	6.95%	12.09%	7.64%	4.51%	5.87%	8.56%	5.40%	7.85%	11.80%	13.30%	12.44%
稅後純益率(%)	5.26%	4.18%	7.02%	5.22%	2.09%	4.66%	3.80%	3.58%	4.69%	6.95%	7.77%	7.49%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-11.29%	-9.83%	17.59%	-8.19%	-10.32%	6.97%	3.92%	-10.04%	2.39%	23.63%	5.53%	-9.44%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-55.67%	-28.38%	97.46%	-22.55%	-64.05%	138.27%	-15.32%	-15.32%	34.16%	83.44%	17.88%	-12.63%

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：

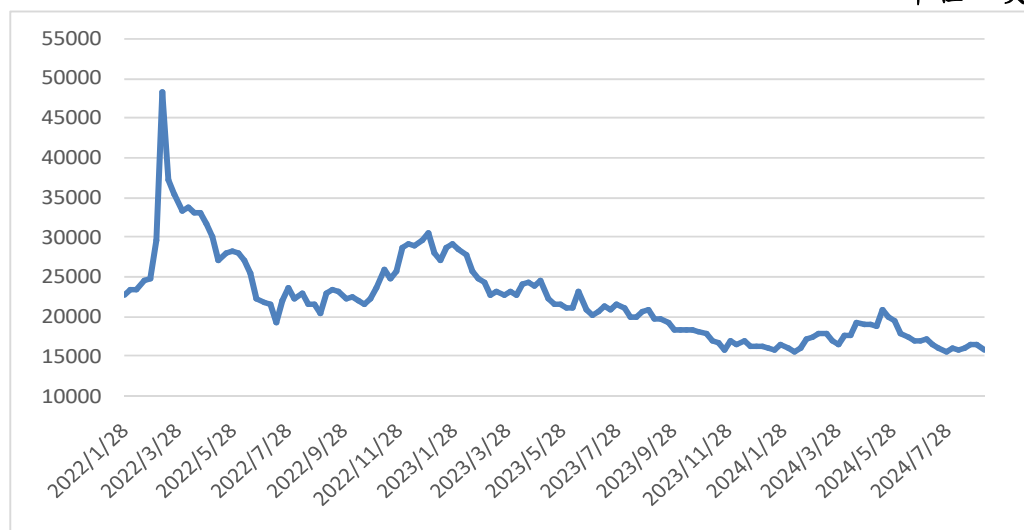
大成鋼為不銹鋼、鋁及扣件等金屬產品的大型通路商，主要銷售地區為美國，占營收比重超過九成。經過多次的併購與經營團隊的努力，目前大成鋼集團在不銹鋼、商用鋁材、螺絲扣件等三大產品都是美國最主要通路商。2018 年買下美鋁旗下的 Arconic Texarkana 廠之後，大成鋼集團在美國不但成為商用鋁最大通路商，也成為商用鋁第一大製造廠商。大成鋼的三大產品營收比重約為不銹鋼 4 成、螺絲帽 2 成、鋁製品 4 成。

## 鎳價已低檔整理三個季度有助成本降低，鋁價穩定上漲相對有較佳利差：

觀察原物料價格，鎳價目前回落到 15000~16000 美元/噸間整理，與 2024 年初相當，且 2024 年中雖有短暫拉高報價但隨後即快速下跌，整個 2024 年的鎳價相對 2022~2023 年屬於平穩水準。鎳價的平穩有助於大成鋼逐漸降低不銹鋼產品的庫存成本，若未來銷售量成長推升價格則有機會拉大利差。鋁價方面，2024 年則呈現穩定上漲的格局，以目前價格約 2620 美元/噸估算，約較今年初上漲 15%。因鋁價持續上漲，可讓大成鋼的鋁產品擁有相對較佳的價差。

## 圖、LME 鎳價走勢

單位：美元/噸



資料來源：Bloomberg，群益投顧彙整

## 降息加上關稅，可望讓美國製造業的設備投資回升，拉抬美國鋼鐵需求：

美國製造業已疲軟許久，目前美國終於進入降息循環，等待利率降低的效益可以逐漸傳導到製造業並帶動設備投資需求回升。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

2024 年 11 月 7 日

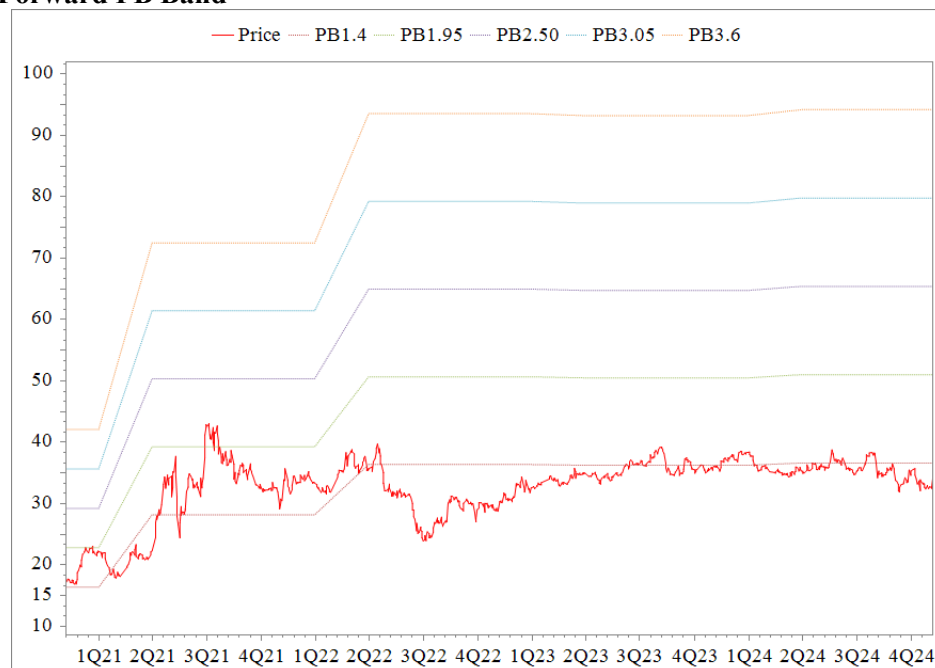
年德州廠新產能全部開出後，原本外購的量能將轉自製可以降成本，毛利會上升，且庫存的金額也可以降低，減輕公司的利息費用壓力。新產能開出後也會順勢推出新的產品，搶占北美市場，德州廠擴產將提升公司在美國市場的競爭力。

## 投資建議：

考量(1)美國總統大選結果出爐，由川普獲勝成為美國第 47 任總統，預期川普將實行其選前的政見，提高美國的關稅。隨著美國提高關稅及 FED 處於降息循環，將會提高美國本土的製造業設廠需求，廠房、機械設備等需求量的增加，將有利於大成鋼的銷售成長。(2)原料價格目前對大成鋼相對友善，鎳價 2024 一整年幾乎呈現區間震盪整理，有利於大成鋼壓低庫存成本為未來銷售做準備。而鋁價 2024 年則穩步上漲，價差對大成鋼有利。

預估大成鋼 2024 年營收 913.02 億元，YoY-9.83%，稅後 EPS 1.57 元。2025 年樂觀預期在川普提高關稅、降息效益發酵及美國製造業可望回升下，可推升營收至 1073 億元，YoY+17.59%，稅後 EPS 3.10 元。大成鋼目前的 PBR 約 1.25 倍，相較三年歷史區間 1.2~1.6 倍屬於中間偏低水準，將大成鋼的投資評等調升為 Buy 目標價 39.40 元(2025 年 PBR 1.45X)。

## 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
<b>資產總計</b>	109,071	146,446	135,115	147,238	161,492
流動資產	76,439	99,046	82,403	76,384	108,716
現金及約當現金	9,332	11,234	9,425	8,697	12,407
應收帳款與票據	7,272	8,106	7,526	4,982	9,725
存貨	49,951	72,103	56,616	52,040	71,563
採權益法之投資	2	650	527	935	528
不動產、廠房設備	13,895	22,992	29,301	29,301	29,301
<b>負債總計</b>	<b>54,645</b>	<b>72,549</b>	<b>60,636</b>	<b>70,949</b>	<b>78,676</b>
流動負債	20,341	34,421	27,994	25,893	36,360
應付帳款與票據	2,361	3,081	2,086	2,816	2,677
非流動負債	34,304	38,128	32,642	44,326	41,724
<b>權益總計</b>	<b>54,426</b>	<b>73,897</b>	<b>74,479</b>	<b>76,289</b>	<b>82,817</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	20,171	26,699
母公司業主權益	49,025	63,262	63,060	63,713	68,086
<b>負債及權益總計</b>	<b>109,071</b>	<b>146,446</b>	<b>135,115</b>	<b>147,238</b>	<b>161,492</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	13,474	-298
稅前純益	15,414	19,186	9,608	7,062	13,461
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	7,850	-24,405
其他營運現金	-3,180	4,712	-2,216	-4,661	6,250
<b>投資活動現金</b>	-7,144	-6,092	-9,534	-19,599	14,339
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	-17,733	17,671
<b>籌資活動現金</b>	-3,426	3,495	-17,595	5,397	-10,330
長借/公司債變動	-7,075	8,393	-14,285	11,684	-2,601
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	-3,123	-4,564
<b>淨現金流量</b>	2,031	1,903	-1,810	-728	3,710
<b>期初現金</b>	7,300	9,332	11,234	9,425	8,697
<b>期末現金</b>	9,332	11,234	9,425	8,697	12,407

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	91,302	107,358
營業成本	67,816	83,111	81,800	74,548	83,547
<b>營業毛利淨額</b>	29,071	31,038	19,457	16,754	23,811
營業費用	10,133	12,507	10,585	10,396	10,836
<b>營業利益</b>	18,937	18,526	8,856	6,346	12,975
<b>EBITDA</b>	18,906	22,777	13,279	13,026	13,687
業外收入及支出	-3,505	574	466	715	486
稅前純益	15,414	19,186	9,608	7,062	13,461
所得稅	3,852	4,787	2,798	2,088	3,769
稅後純益	9,673	12,026	5,331	3,818	7,538
稅後 EPS(元)	3.97	4.94	2.19	1.57	3.10
完全稀釋 EPS**	3.97	4.94	2.19	1.57	3.10

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%	-9.83%	17.59%
營業毛利淨額	225.37%	6.77%	-37.31%	-13.89%	42.12%
營業利益	938.89%	-2.17%	-52.20%	-28.34%	104.45%
稅後純益	N.A	24.32%	-55.67%	-28.38%	97.46%

### 獲利能力分析(%)

毛利率	30.01%	27.19%	19.22%	18.35%	22.18%
EBITDA(%)	19.51%	19.95%	13.11%	14.27%	12.75%
營益率	19.55%	16.23%	8.75%	6.95%	12.09%
稅後純益率	9.98%	10.54%	5.26%	4.18%	7.02%
總資產報酬率	8.87%	8.21%	3.95%	2.59%	4.67%
股東權益報酬率	17.77%	16.27%	7.16%	5.00%	9.10%

### 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 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	26,369	24,210	21,711	23,225	24,135	21,712	22,230	27,484	29,004	26,267	24,603	29,264
營業成本	21,133	19,733	18,134	19,241	19,370	18,008	17,929	21,509	22,365	20,322	19,350	23,156
營業毛利淨額	5,235	4,477	3,577	3,983	4,765	3,704	4,302	5,975	6,639	5,944	5,253	6,107
營業費用	2,653	2,626	2,585	2,618	2,690	2,531	2,556	2,732	2,780	2,677	2,646	2,668
營業利益	2,580	1,850	979	1,363	2,065	1,173	1,745	3,243	3,859	3,267	2,606	3,439
業外收入及支出	744	433	-207	589	-145	189	82	170	163	247	-94	299
稅前純益	3,324	2,283	772	1,952	1,920	1,362	1,828	3,412	4,022	3,514	2,512	3,738
所得稅	1,284	577	115	507	687	381	512	955	1,126	984	703	897
稅後純益	1,632	1,264	454	1,083	917	776	1,042	1,911	2,253	1,968	1,407	2,355
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)	0.67	0.52	0.19	0.44	0.38	0.32	0.43	0.78	0.93	0.81	0.58	0.97

## 獲利能力(%)

毛利率(%)	19.85%	18.49%	16.47%	17.15%	19.74%	17.06%	19.35%	21.74%	22.89%	22.63%	21.35%	20.87%
營業利益率(%)	9.79%	7.64%	4.51%	5.87%	8.56%	5.40%	7.85%	11.80%	13.30%	12.44%	10.59%	11.75%
稅後純益率(%)	6.19%	5.22%	2.09%	4.66%	3.80%	3.58%	4.69%	6.95%	7.77%	7.49%	5.72%	8.05%

## QoQ(%)

營業收入淨額	-8.97%	-8.19%	-10.32%	6.97%	3.92%	-10.04%	2.39%	23.63%	5.53%	-9.44%	-6.33%	18.94%
營業利益	-25.14%	-28.29%	-47.11%	39.25%	51.55%	-43.20%	48.77%	85.80%	19.00%	-15.34%	-20.22%	31.94%
稅前純益	2.91%	-31.31%	-66.20%	152.91%	-1.61%	-29.06%	34.16%	86.72%	17.88%	-12.63%	-28.51%	48.79%
稅後純益	-17.57%	-22.55%	-64.05%	138.27%	-15.32%	-15.32%	34.16%	83.44%	17.88%	-12.63%	-28.51%	67.39%

## YoY(%)

營業收入淨額	-18.29%	-12.71%	-9.16%	-19.82%	-8.47%	-10.32%	2.39%	18.34%	20.17%	20.98%	10.68%	6.47%
營業利益	-62.63%	-11.14%	-57.11%	-60.46%	-19.96%	-36.60%	78.34%	137.95%	86.85%	178.51%	49.35%	6.05%
稅前純益	-61.56%	-28.05%	-3.96%	-39.57%	-42.23%	-40.34%	136.82%	74.84%	109.46%	157.99%	37.47%	9.55%
稅後純益	-70.40%	-27.35%	-6.38%	-45.32%	-43.83%	-38.58%	129.25%	76.50%	145.68%	153.46%	35.06%	23.24%

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。