

研究員：賴季宏 david.lai@capital.com.tw

前日收盤價 37.15 元
目標價
3 個月 39.40 元
12 個月 39.40 元

大成鋼(2027 TT)

Trading Buy

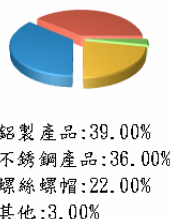
近期報告日期、評等及前日股價

11/07/2024	Buy	34.15
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

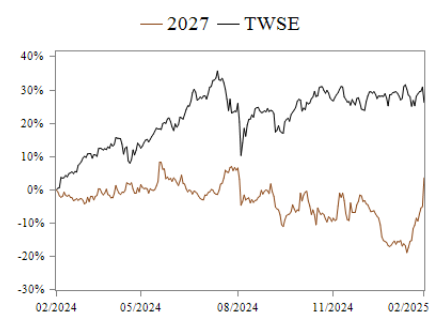
公司基本資訊

目前股本(百萬元)	24,343
市值(億元)	904
目前每股淨值(元)	26.37
外資持股比(%)	18.05
投信持股比(%)	5.38
董監持股比(%)	4.60
融資餘額(張)	15,737
現金股息配發率(F)(%)	101.71

產品組合



股價相對大盤走勢



重建需求與關稅戰可望拉升美國鋼鐵需求。

投資建議：考量(1)美國總統川普已開始對墨西哥及加拿大開徵關稅，隨著美國關稅增加，將會提高美國本土的製造業設廠需求，將有利於大成鋼的銷售成長。(2)加州發生大火後，大量房屋焚毀帶動重建鋼鐵需求。(3)美國再降息的空間縮小，製造業回升拉抬鋼鐵需求的機會轉弱。(4)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。

預估大成鋼 2024 年稅後 EPS 1.28 元。2025 年預期在川普提高關稅帶動美國製造業回升，且加州大火的災後重建推升鋼鐵需求，可推升營收至 981.78 億元，YoY+8.65%，稅後 EPS 2.36 元。大成鋼目前的 PBR 約 1.4 倍，相較三年歷史區間 1.2~1.6 倍屬於中性水準，對大成鋼的投資建議為 Trading Buy 目標價 39.40 元(2025 年 PBR 1.45X)。

降息步調趨緩不利鋼需，但加州大火後的重建需求仍可望讓美國鋼鐵需求短期增溫：美國製造業已疲軟許久，雖然目前美國未來的降息步調可能因通膨問題而縮小，利率維持偏高水位不利鋼鐵需求，但加州大火後出現的重建需求，也可帶動美國短期的鋼鐵需求增加。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。

鎳價長期低檔整理度有助成本降低：觀察原物料價格，鎳價目前回落到 15000~15500 美元/噸左右整理，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，但在上漲至 2600 美元/噸後，價格已開始盤整，整體價格大致仍呈穩健。

(百萬元)	2024F	2025F	2026F	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	90,361	98,178	105,414	21,711	23,225	24,135	21,740	21,261	23,674	25,158	25,121	24,225
營業毛利淨額	17,085	21,285	22,730	3,577	3,983	4,765	4,222	4,114	4,872	5,552	5,647	5,213
營業利益	6,239	10,047	11,055	979	1,363	2,065	1,451	1,360	2,092	2,699	2,823	2,433
稅後純益	3,111	5,734	6,804	454	1,083	917	290	822	1,267	1,603	1,554	1,310
稅後 EPS(元)	1.28	2.36	2.79	0.19	0.44	0.38	0.12	0.34	0.52	0.66	0.64	0.54
毛利率(%)	18.91%	21.68%	21.56%	16.47%	17.15%	19.74%	19.42%	19.35%	20.58%	22.07%	22.48%	21.52%
營業利益率(%)	6.90%	10.23%	10.49%	4.51%	5.87%	8.56%	6.67%	6.40%	8.84%	10.73%	11.24%	10.04%
稅後純益率(%)	3.44%	5.84%	6.45%	2.09%	4.66%	3.80%	1.33%	3.87%	5.35%	6.37%	6.19%	5.41%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-10.76%	8.65%	7.37%	-10.32%	6.97%	3.92%	-9.92%	-2.20%	11.35%	6.27%	-0.15%	-3.57%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-41.64%	84.29%	18.67%	-64.05%	138.27%	-15.32%	-68.42%	183.87%	54.10%	26.54%	-3.06%	-15.71%

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。

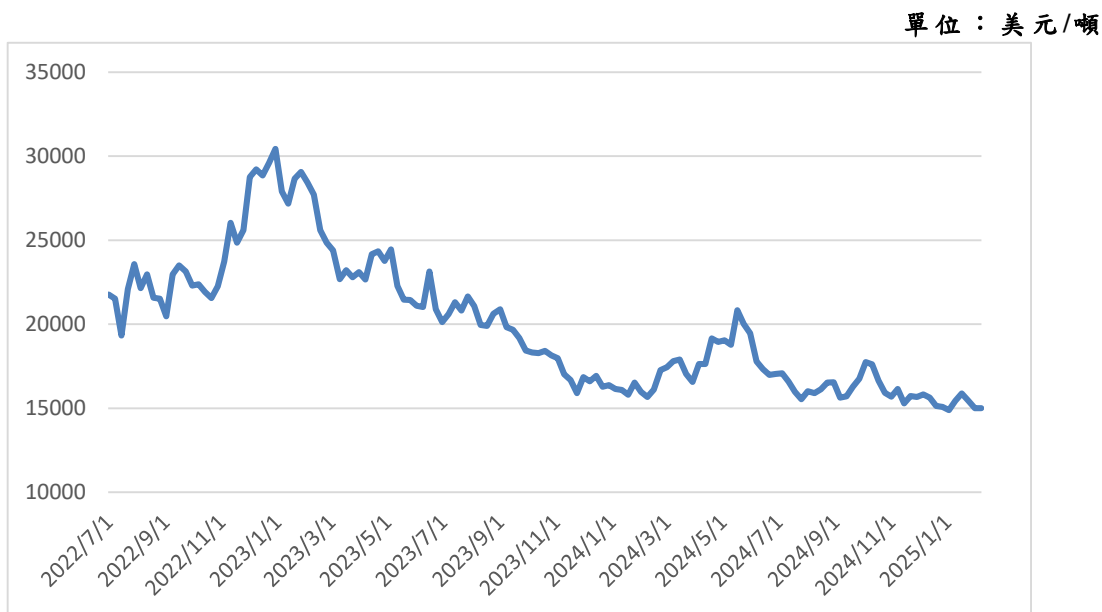
公司簡介：

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。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 4 成、螺絲帽 2 成、鋁製品 4 成。

鎳價長期低檔整理度有助成本降低：

觀察原物料價格，鎳價目前回落到 15000~15500 美元/噸左右整理，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，但在上漲至 2600 美元/噸後，價格已開始盤整，整體價格大致仍呈穩健。

圖、LME 鎳價走勢



資料來源：Bloomberg，群益投顧彙整

降息步調趨緩不利鋼需，但加州大火後的重建需求仍可望讓美國鋼鐵需求短期增溫：

美國製造業已疲軟許久，雖然目前美國未來的降息步調可能因通膨問題而縮小，利率維持偏高水位不利鋼鐵需求，但加州大火後出現的重建需求，

2025 年 2 月 4 日

也可帶動美國短期的鋼鐵需求增加。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。

投資建議：

考量(1)美國總統川普已開始對墨西哥及加拿大開徵關稅，隨著美國關稅增加，將會提高美國本土的製造業設廠需求，將有利於大成鋼的銷售成長。(2)加州發生大火後，大量房屋焚毀帶動重建鋼鐵需求。(3)美國再降息的空間縮小，製造業回升拉抬鋼鐵需求的機會轉弱。(4)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。

預估大成鋼 2024 年稅後 EPS 1.28 元。2025 年預期在川普提高關稅帶動美國製造業回升，且加州大火的災後重建推升鋼鐵需求，可推升營收至 981.78 億元，YoY+8.65%，稅後 EPS 2.36 元。大成鋼目前的 PBR 約 1.4 倍，相較三年歷史區間 1.2~1.6 倍屬於中性水準，對大成鋼的投資建議為 Trading 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

2025 年 2 月 4 日

資產負債表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
資產總計	146,446	135,115	138,961	145,007	154,500
流動資產	99,046	81,935	74,748	94,525	84,143
現金及約當現金	11,234	9,425	8,510	10,788	9,593
應收帳款與票據	8,106	7,526	4,853	8,596	6,422
存貨	72,103	56,148	50,187	63,573	65,098
採權益法之投資	650	527	785	476	928
不動產、廠房設備	22,992	29,769	29,301	29,301	29,089
負債總計	72,549	60,636	62,609	64,448	69,141
流動負債	34,421	27,994	25,338	31,614	28,523
應付帳款及票據	3,081	2,086	2,732	2,324	3,113
非流動負債	38,128	32,642	36,624	32,596	39,590
權益總計	73,897	74,479	76,352	80,560	85,359
普通股股本	20,286	24,343	24,343	24,343	24,343
保留盈餘	21,934	18,361	20,234	24,442	29,241
母公司業主權益	63,262	63,060	63,736	66,305	69,701
負債及權益總計	146,446	135,115	138,961	145,007	154,500

損益表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
營業收入淨額	114,149	101,257	90,361	98,178	105,414
營業成本	83,111	81,800	73,276	76,893	82,685
營業毛利淨額	31,038	19,457	17,085	21,285	22,730
營業費用	12,507	10,585	10,833	11,238	11,675
營業利益	18,526	8,856	6,239	10,047	11,055
EBITDA	22,777	13,279	9,856	13,895	14,502
業外收入及支出	574	466	-70	191	-255
稅前純益	19,186	9,608	6,168	10,239	10,800
所得稅	4,787	2,798	1,861	2,867	2,592
稅後純益	12,026	5,331	3,111	5,734	6,804
稅後 EPS(元)	4.94	2.19	1.28	2.36	2.79
完全稀釋 EPS**	4.94	2.19	1.28	2.36	2.79

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)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
-------	------	------	-------	-------	-------

成長力分析(%)

營業收入淨額	17.82%	-11.29%	-10.76%	8.65%	7.37%
營業毛利淨額	6.77%	-37.31%	-12.19%	24.58%	6.79%
營業利益	-2.17%	-52.20%	-29.55%	61.05%	10.03%
稅後純益	24.32%	-55.67%	-41.64%	84.29%	18.67%

獲利能力分析(%)

毛利率	27.19%	19.22%	18.91%	21.68%	21.56%
EBITDA(%)	19.95%	13.11%	10.91%	14.15%	13.76%
營益率	16.23%	8.75%	6.90%	10.23%	10.49%
稅後純益率	10.54%	5.26%	3.44%	5.84%	6.45%
總資產報酬率	8.21%	3.95%	2.24%	3.95%	4.40%
股東權益報酬率	16.27%	7.16%	4.07%	7.12%	7.97%

償債能力檢視

負債比率(%)	49.54%	44.88%	45.05%	44.44%	44.75%
負債/淨值比(%)	98.18%	81.41%	82.00%	80.00%	81.00%
流動比率(%)	287.75%	292.68%	295.00%	299.00%	295.00%

其他比率分析

存貨天數	268.01	286.14	264.83	270.00	284.00
應收帳款天數	24.59	28.17	25.00	25.00	26.00

現金流量表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
營業活動現金	4,094	25,263	13,476	3,409	20,386
稅前純益	19,186	9,608	6,168	10,239	10,800
折舊及攤銷	2,461	2,798	3,223	4,395	3,491
營運資金變動	-22,266	15,540	9,749	-17,539	1,439
其他營運現金	4,712	-2,684	-5,664	6,314	4,657
投資活動現金	-6,092	-9,534	-13,819	10,090	-22,882
資本支出淨額	-8,361	-7,341	-1,556	-2,000	-2,122
長期投資變動	3,482	-2,054	-1,021	-1,332	-1,125
其他投資現金	-1,214	-139	-11,242	13,422	-19,635
籌資活動現金	3,495	-17,595	-571	-11,222	1,300
長借/公司債變動	8,393	-14,285	3,982	-4,027	6,994
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-3,184	-4,288	-2,434	-3,165	-3,408
其他籌資現金	-1,715	977	-2,119	-4,030	-2,286
淨現金流量	1,903	-1,810	-914	2,277	-1,195
期初現金	9,332	11,234	9,425	8,510	10,788
期末現金	11,234	9,425	8,510	10,788	9,593

資料來源：CMoney、群益

2025 年 2 月 4 日

季度損益表

(百萬元)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F	2Q26F
營業收入淨額	24,210	21,711	23,225	24,135	21,740	21,261	23,674	25,158	25,121	24,225	25,208	26,667
營業成本	19,733	18,134	19,241	19,370	17,518	17,147	18,802	19,605	19,474	19,011	19,947	20,622
營業毛利淨額	4,477	3,577	3,983	4,765	4,222	4,114	4,872	5,552	5,647	5,213	5,261	6,046
營業費用	2,626	2,585	2,618	2,690	2,770	2,754	2,780	2,853	2,825	2,780	2,791	2,877
營業利益	1,850	979	1,363	2,065	1,451	1,360	2,092	2,699	2,823	2,433	2,470	3,168
業外收入及支出	433	-207	589	-145	-597	82	170	163	-48	-94	299	-85
稅前純益	2,283	772	1,952	1,920	854	1,442	2,262	2,863	2,775	2,339	2,769	3,083
所得稅	577	115	507	687	263	404	633	802	777	655	665	740
稅後純益	1,264	454	1,083	917	290	822	1,267	1,603	1,554	1,310	1,744	1,943
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)	0.52	0.19	0.44	0.38	0.12	0.34	0.52	0.66	0.64	0.54	0.72	0.80
獲利能力(%)												
毛利率(%)	18.49%	16.47%	17.15%	19.74%	19.42%	19.35%	20.58%	22.07%	22.48%	21.52%	20.87%	22.67%
營業利益率(%)	7.64%	4.51%	5.87%	8.56%	6.67%	6.40%	8.84%	10.73%	11.24%	10.04%	9.80%	11.88%
稅後純益率(%)	5.22%	2.09%	4.66%	3.80%	1.33%	3.87%	5.35%	6.37%	6.19%	5.41%	6.92%	7.28%
QoQ(%)												
營業收入淨額	-8.19%	-10.32%	6.97%	3.92%	-9.92%	-2.20%	11.35%	6.27%	-0.15%	-3.57%	4.06%	5.79%
營業利益	-28.29%	-47.11%	39.25%	51.55%	-29.75%	-6.27%	53.87%	28.99%	4.57%	-13.80%	1.50%	28.29%
稅前純益	-31.31%	-66.20%	152.91%	-1.61%	-55.53%	68.87%	56.85%	26.54%	-3.06%	-15.71%	18.38%	11.36%
稅後純益	-22.55%	-64.05%	138.27%	-15.32%	-68.42%	183.87%	54.10%	26.54%	-3.06%	-15.71%	33.18%	11.36%
YoY(%)												
營業收入淨額	-12.71%	-9.16%	-19.82%	-8.47%	-10.20%	-2.07%	1.94%	4.24%	15.55%	13.94%	6.48%	6.00%
營業利益	-11.14%	-57.11%	-60.46%	-19.96%	-21.58%	38.96%	53.55%	30.69%	94.54%	78.92%	18.02%	17.38%
稅前純益	-28.05%	-3.96%	-39.57%	-42.23%	-62.60%	86.88%	15.90%	49.07%	224.94%	62.18%	22.40%	7.71%
稅後純益	-27.35%	-6.38%	-45.32%	-43.83%	-77.09%	80.91%	17.00%	74.84%	436.62%	59.34%	37.70%	21.18%

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。