

大成鋼 (2027 TT) Ta Chen International

坐擁關稅及降息雙引擎，2025 年迎強勁成長

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月)：NT\$45.0

收盤價 (2025/02/07)：NT\$38.1
隱含漲幅：18.1%

營收組成 (3Q24)

鋁捲板 36%/不鏽鋼 33%/扣件(大國鋼) 25%/其他 5%

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	買進
目標價 (NT\$)	45	42
2025年營收 (NT\$/十億)	106.7	106.6
2025年EPS	3.1	3.0

交易資料表

市值	NT\$92,750百萬元
外資持股比率	18.0%
董監持股比率	4.6%
調整後每股淨值 (2025F)	NT\$33.06
負債比	43.5%
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	2023A	2024F	2025F	2026F
營業收入	101,257	90,361	106,680	108,051
營業利益	8,856	6,409	12,268	14,000
稅後純益	5,331	3,157	7,540	8,639
EPS (元)	2.19	1.30	3.10	3.55
EPS YoY (%)	-55.7	-40.8	138.8	14.6
本益比 (倍)	17.4	29.4	12.3	10.7
股價淨值比 (倍)	1.5	1.2	1.2	1.1
ROE (%)	9.2	4.2	9.7	10.5
現金殖利率 (%)	3.2%	2.1%	4.6%	5.0%
現金股利 (元)	1.20	0.80	1.75	1.90

陳映慈

Lucy.YT.Chen@yuanta.com

蔡宗穎

Leo.TY.Tsai@yuanta.com

元大觀點

◆ 擺脫自 2023 年以來營收年減趨勢，估 1Q25 營收年增 9%。

◆ 關稅延後無礙產品漲價趨勢，且大成鋼低價庫存水位約 7 個月，上修 2025 年營業利益 7.8%，估 EPS 年增 139%至 3.10 元。

◆ 大成鋼因在地製造將受惠關稅政策，更有需求復甦及新產能可期，評價給予 1.4 倍 2025 年每股淨值 33.32 元，上調目標價至 45 元。

補庫存啟動帶動日均出貨量成長 6%，估 1Q25 EPS 0.62 元

大成鋼 1M25 營收月增 28%至 82.2 億元，12 月/1 月營收分別年增 4%/6%，擺脫自 2023 年 1 月以來之年減趨勢，鋁捲板+不鏽鋼出貨量月增 30%、日均出貨量相對 4Q24 成長 6%，預估 1Q25 營收 253 億元(季增 19%/年增 9%)；預期 1Q25 毛利率受惠漲價及低價庫存季增 1.3 個百分點至 21.0%，估營業利益 25.8 億元(季增 69%/年增 89%)，EPS 0.62 元。

墨加關稅推升售價+享低價庫存利益，帶動 1H25 毛利率擴張

加拿大和墨西哥占美國鋼鐵進口總量約 35%，關稅課徵將推動鋼鋁價格上漲，觀察美國 Aluminium Premium 自降息及關稅政策宣布後，漲幅皆超過 100 美元，我們認為 1H25 大成鋼產品報價有望上調 10%，且公司鋁捲板/半成品庫存分別為 6 萬噸/8 萬噸，合計低價庫存約 7 個月，預期 1Q/2Q25 毛利率 21%/22%，相對 2023/2024 年之 19.2%/19.0%擴張；長期而言，關稅將推升鋁捲板成本 6-7%，管理層樂觀表示將可完全轉嫁，且售價的上漲有望大於成本漲幅；不鏽鋼方面，公司主要進口來源皆未於課稅名單內，同時國際鎳價 YTD 均價相對 4Q24 下滑 4%並持穩，降低進料成本，有助於不鏽鋼毛利率擴張，上修 2025 年營業利益 7.8%至 122.7 億元(年增 91%)。

關稅及降息雙引擎推動獲利成長，重申買進評等

除關稅政策將推動大成鋼市占率及產品報價提升，我們亦看好需求隨降息循環迎來強勁成長，儘管市場預期美國降息速度減緩，但整體降息趨勢不變，利率下降仍有利於房市基建、設備投資等需求復甦，且下游客戶庫存回補已啟動，預期大成鋼 2025 年鋁捲板/不鏽鋼需求將成長 12%/16%，帶動營收年增 18%至 1,067 億元，EPS 年增 139%至 3.10 元，2026 年更有德州鋁廠前段熱軋產線完工，將推升產品毛利率 3-5 個百分點，獲利成長動能不墜，重申買進評等，目標價調升至 45 元，係根據 1.4 倍目標本淨比(前次 1.3 倍)、2025 年預估每股淨值 33.06 元。

營運分析

12 月營收擺脫自 2023 年以來年減趨勢，4Q24 淡季不淡

大成鋼 4Q24 營收 212.6 億元(季減 2.2%/年減 2.1%)，優於 2022/23 年淡季季減 14%/10%的水準，主因美國市場在降息及美國大選底定後拉貨力道轉強，鋁捲板/不鏽鋼出貨量季增 4%/季增 1%，淡季不淡，惟不鏽鋼價因產品組合改變均價下跌低個位數，使營收季減 2%；估毛利率季增 0.3 個百分點至 19.7%，主要受惠鋁捲板價格略微調升，及不鏽鋼進料成本下滑帶動產品毛利擴張；下修營業利益 25%至 15.3 億元(季增 5.5%/年增 56.3%)，主因上修年底費用率；業外則受惠台幣升值、金屬避險損失減少，估 4Q24 稅後淨利 8.7 億元(季增 199.7%/年增 91.0%)，EPS 0.36 元。

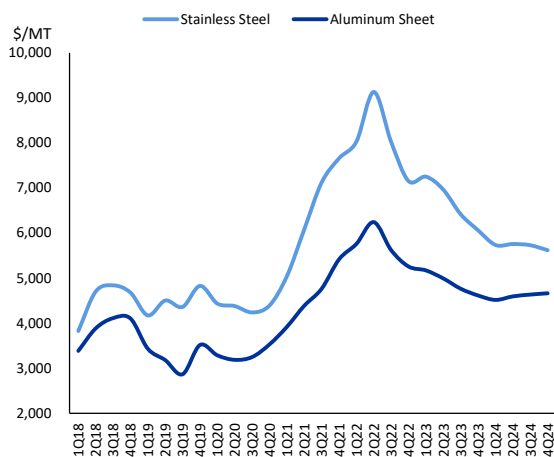
2024 年因美國升息使需求停滯、產品報價低檔，大成鋼營收年減 11%至 903.6 億元、營業利益年減 28%至 64.1 億元，估 2024 年 EPS 1.30 元。

圖 1：2024 年第 4 季財測與預估比較

(百萬元)	4Q23A	3Q24A	4Q24F	季增率	年增率	4Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	21,711	21,740	21,261	-2.2%	-2.1%	22,415	22,274	-5.1%	-4.5%
營業毛利	3,577	4,222	4,186	-0.9%	17.0%	4,449	4,239	-5.9%	-1.3%
營業利益	979	1,451	1,530	5.5%	56.3%	2,026	1,593	-24.5%	-4.0%
稅前利益	772	854	1,607	88.2%	108.2%	2,110	1,465	-23.8%	9.7%
稅後淨利	454	290	868	199.7%	91.0%	1,267	860	-31.5%	1.0%
調整後 EPS (元)	0.52	0.12	0.36	199.7%	91.0%	0.52	0.35	-30.8%	2.0%
重要比率 (%)						百分點		百分點	
						元大	市場	元大	市場
營業毛利率	16.5%	19.4%	19.7%	0.3	3.2	19.8%	19.0%	-0.2	0.7
營業利益率	4.5%	6.7%	7.2%	0.5	2.7	9.0%	7.2%	-1.8	0.0
稅後純益率	2.1%	1.3%	4.1%	2.8	2.0	5.7%	3.9%	-1.6	0.2

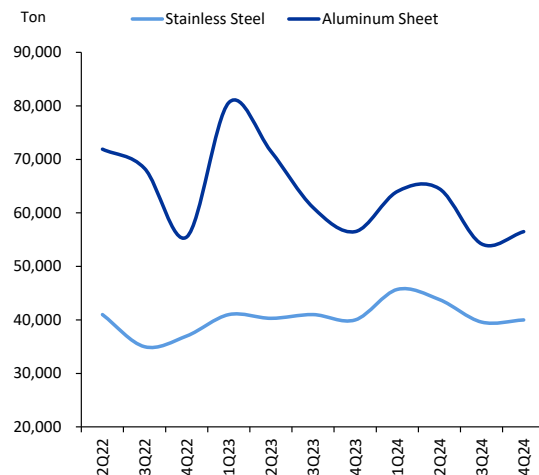
資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

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、元大投顧

圖 3：大成鋼不鏽鋼、鋁捲板出貨量



資料來源：公司資料、元大投顧

下游補庫存啟動帶動日均出貨量成長 6%，估 1Q25 EPS 0.62 元

大成鋼 1M25 營收月增 28%至 82.2 億元，12 月/1 月營收分別年增 4%/6%，擺脫自 2023 年 1 月以來之年減趨勢，觀察 1 月鋁捲板+不鏽鋼出貨量月增 30%至 3.8 萬噸，除工作天數增加 4 天外，日均出貨量相對 4Q24 成長 6%，且管理層表示 2 月後鋁捲板訂購量明顯增加，預估 1Q25 營收 253 億元(季增 19%/年增 9%)，下修 5%主因美國降息速度放緩及關稅延後實施，出貨及漲價力道不若前次預期強勁；預期 1Q25 毛利率受惠漲價及低價庫存季增 1.3 個百分點至 21.0%，估營業利益 25.8 億元(季增 68.6%/年增 89.3%)、稅後淨利 15.1 億元(季增 74.0%/年增 39.5%)，EPS 0.62 元。

圖 4：2025 年第 1 季財測與預估比較

(百萬元)	1Q24A	4Q24F	1Q25F	季增率	年增率	4Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	23,225	21,261	25,304	19.0%	9.0%	26,753	26,100	-5.4%	-3.0%
營業毛利	3,983	4,186	5,313	26.9%	33.4%	5,694	5,611	-6.7%	-5.3%
營業利益	1,363	1,530	2,579	68.6%	89.3%	3,020	3,132	-14.6%	-17.7%
稅前利益	1,952	1,606	2,604	62.1%	33.4%	3,054	3,036	-14.7%	-14.2%
稅後淨利	1,083	883	1,510	74.0%	39.5%	1,949	1,779	-22.5%	-15.1%
調整後 EPS (元)	0.44	0.36	0.62	74.0%	39.5%	0.80	0.78	-22.5%	-20.2%
重要比率 (%)				百分點	百分點	百分點			
營業毛利率	17.2%	19.7%	21.0%	1.3	3.8	21.3%	21.5%	-0.3	-0.5
營業利益率	5.9%	7.2%	10.2%	3.0	4.3	11.3%	12.0%	-1.1	-1.8
稅後純益率	4.7%	4.2%	6.0%	1.8	1.3	7.3%	6.8%	-1.3	-0.8

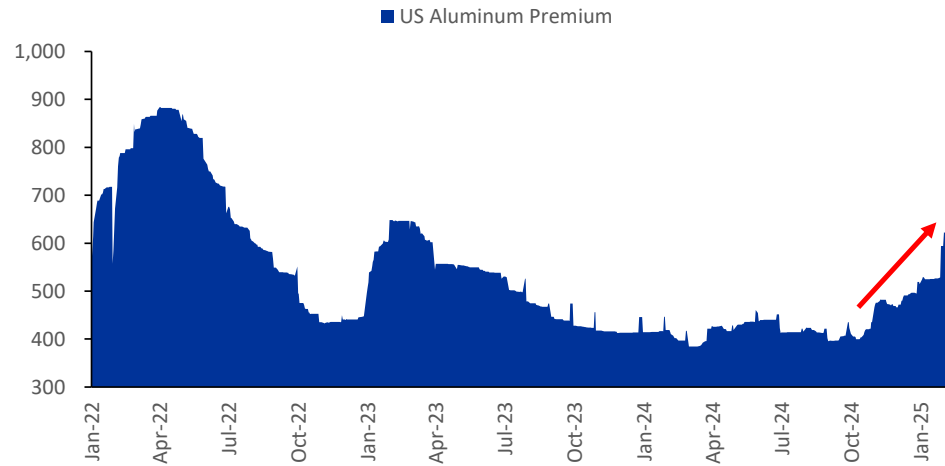
資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

關稅延後無礙漲價趨勢，低價庫存推動 1H25 毛利率向上

美國總統川普 2/1 宣布將對加拿大/墨西哥之進口鋼鋁加徵 25%關稅、對中國加徵 10%關稅，儘管日前宣布將自原定 2/4 暫緩 30 天實施，但整體課徵關稅趨勢不變。加拿大和墨西哥合計占美國鋼鐵進口總量約 35%、佔鋁製品進口量約 60%，關稅課徵將推動鋼鋁價格上漲，觀察美國 Aluminium Premium 自降息及川普宣布關稅政策後，皆有超過 100 美元以上之漲幅，並已接近 2021-22 年大成鋼獲利大增時之價格，我們認為 1H25 大成鋼產品報價有望上調 10%，且公司鋁捲板/半成品和原料庫存分別為 6 萬噸/8 萬噸，合計低價庫存約 7 個月，預期 1Q/2Q25 毛利率 21%/22%，相對 2023/2024 年之 19.2%/19.0%擴張。

大成鋼鋁錠進料來源過往為 6 成加拿大、4 成杜拜，長期而言將推升成本 6-7%，管理層樂觀表示將可完全轉嫁給客戶，且終端售價的上漲有望大於成本漲幅；不鏽鋼方面，公司主要進口來源為台灣、歐洲及美國，皆未在此次課稅名單內，同時國際鎳價 YTD 均價相對 4Q24 下滑 4%並持穩於 1.5-1.6 萬美元/噸，降低進料成本，有助於不鏽鋼毛利率擴張。

圖 5：美國 Aluminium Premium 彈升(當地現貨價格 vs LME 鋁價之價差)



資料來源：公司資料、Bloomberg、元大投顧預估

關稅及降息雙引擎推動獲利成長，預期 2025 年 EPS 年增 139%至 3.10 元

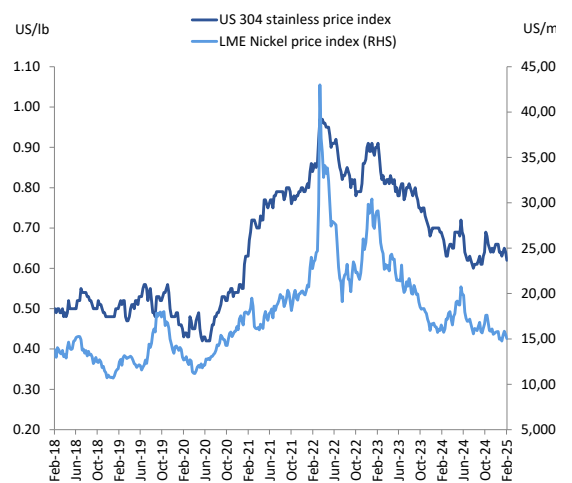
除關稅政策將推動大成鋼市占率及產品報價提升，隨降息循環開始，我們亦看好需求迎來強勁成長，儘管市場預期美國降息速度減緩，但整體降息趨勢不變，利率下降仍有利於房市基建、設備投資等需求復甦，且下游客戶庫存回補已啟動，預期大成鋼 2025 年鋁捲板/不鏽鋼需求將成長 12%/16%，帶動營收年增 18%至 1,067 億元，估 EPS 3.02 元(年增 139%)，2026 年更有德州鋁廠前段熱軋產線完工，推升產品毛利率 3-5 個百分點，獲利成長動能不墜，重申買進評等，目標價調升至 45 元，係根據 1.4 倍目標本淨比(前次 1.3 倍)、2025 年預估每股淨值 33.06 元。

圖 6：鋁與鋁捲板價格走勢



資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 7：鎳與不銹鋼價格走勢



資料來源：Bloomberg、元大投顧

熱軋產線預計於 2025 年底完工，將推升鋁捲板毛利率 3-5 個百分點

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，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，我們看好在未來市況好轉，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 400 美金以上的成本、全年節省約 8000 萬美元成本，再推升產品毛利率 3-5 個百分點，貢獻 EPS 近 1 元。

圖 8：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 年底(F)	第二條熱軋產線(1.8 萬噸/月)投產

資料來源：公司資料、元大投顧

產業概況

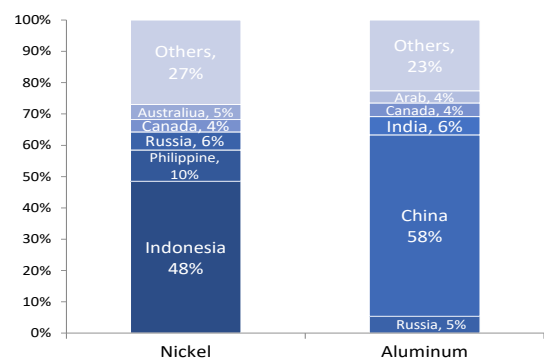
印尼持續擴產，鎳礦至 2029 年始能扭轉供過於求

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，更推動鎳價一度高漲達到 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

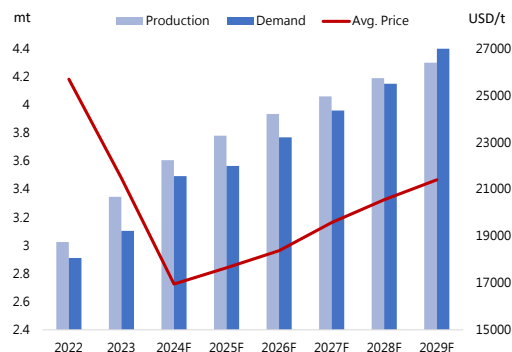
全世界鎳產量中近 70% 被用於生產不銹鋼，儘管鎳僅佔不銹鋼重量 8-10%，但佔成本超過 50%，因此鎳/鋁對於不銹鋼/鋁捲板價格具有一定的影響力。短期而言，鎳/鋁價格近期因總經雜音、終端需求疲弱、印尼增產走跌，不過長期來看，鎳/鋁價格將有所支撐，主因 1) 電動車替代傳統燃油車為長期趨勢，電動車至 2030 年 CAGR 有望達 20%，鎳為電動車電池正極材料，電池將取代不銹鋼成為鎳的新需求動能，有望帶動鎳需求量由 2022 年 306 萬噸成長至 2030 年超越 450 萬噸；輕量化需求亦推升鋁消費量，國際鋁業協會報告指出，電動車用鋁需求量 2020-2030 年有望以 CAGR 5% 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 9：鎳/鋁主要生產國



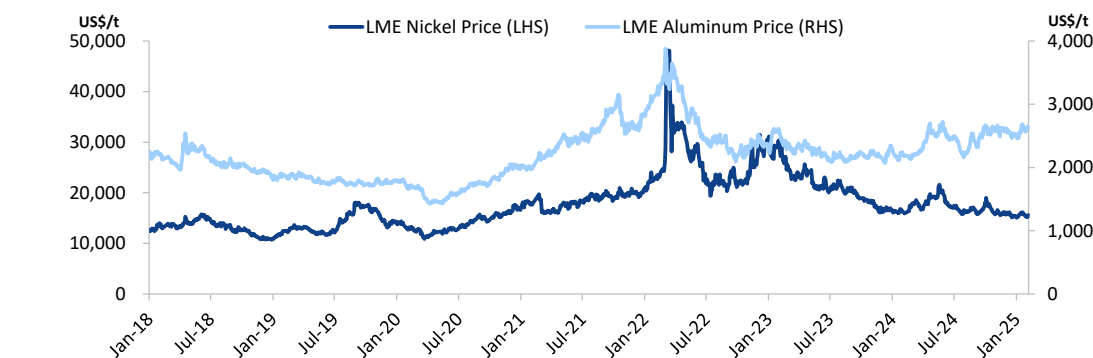
資料來源：Wind、元大投顧

圖 10：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 11：鎳鋁價格走勢



資料來源：Bloomberg

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。根據過往經驗，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每月 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

坐擁關稅及降息雙引擎，重申買進評等，目標價調升至 45 元

因美國升息使需求停滯、產品報價低檔，大成鋼 2024 年營收年減 11% 至 903.6 億元、營業利益年減 28% 至 64.1 億元，下修 2% 主因 4Q24 費用率將高於預期，估 2024 年 EPS 1.30 元；展望 2025 年，上修毛利率 1.2 個百分點至 21.8%，主要考量美國確定對加拿大和墨西哥之進口鋼鋁課徵關稅，將推升產品報價，且公司低價庫存水位約 7 個月，上修營業利益 7.8% 至 122.7 億元、EPS 2.6% 至 3.1 元。

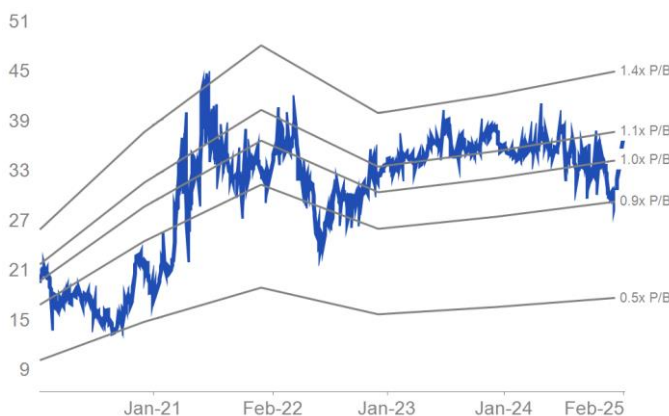
我們對大成鋼看法維持正向，主要考量 1) 關稅政策將推動大成鋼市占率及產品報價提升、2) 低價庫存推升毛利率擴張、3) 需求隨降息循環迎來成長，預期大成鋼 2025 年鋁捲板/不鏽鋼需求將成長 12%/16%、4) 2026 年更有德州鋁廠前段熱軋產線完工，推升產品毛利率 3-5 個百分點，獲利成長動能不墜。因此重申買進評等，目標價調升至 45 元，係根據 1.4 倍目標本淨比(前次 1.3 倍)、2025 年預估每股淨值 33.06 元。

圖 12：2024 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	90,361	91,120	106,680	106,582	-0.8%	0.1%
營業毛利	17,158	17,257	23,217	21,936	-0.6%	5.8%
營業利益	6,409	6,548	12,268	11,381	-2.1%	7.8%
稅前利益	6,333	6,479	12,467	11,619	-2.3%	7.3%
稅後淨利	3,157	3,283	7,540	7,357	-3.8%	2.5%
調整後 EPS (元)	1.30	1.35	3.10	3.02	-3.7%	2.6%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	19.0%	18.9%	21.8%	20.6%	0.1	1.2
營業利益率	7.1%	7.2%	11.5%	10.7%	-0.1	0.8
稅後純益率	3.5%	3.6%	7.1%	6.9%	-0.1	0.2

資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 13：12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney

圖 14：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(%)		
					2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
大成鋼	2027 TT	買進	38.1	2,810	1.30	3.10	3.55	29.4	12.3	10.7	(40.8)	138.8	14.6
國際同業													
Allegheny	ATI US	未評等	62.8	8,952	2.9	2.9	3.6	21.9	21.6	17.4	--	1.0	24.4
國際同業平均					2.9	2.9	3.6	21.9	21.6	17.4	--	1.0	24.4

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 15：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)		
					2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
大成鋼	2027 TT	買進	38.1	2,810	4.2	9.7	10.5	31.04	33.06	34.42	1.2	1.2	1.1
國際同業													
Allegheny	ATI US	未評等	62.8	8,952	22.0	20.9	22.9	14.4	16.8	16.6	4.3	3.7	3.8
國際同業平均					22.0	20.9	22.9	14.4	16.8	16.6	4.3	3.7	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 16：季度及年度簡明損益表 (合併)

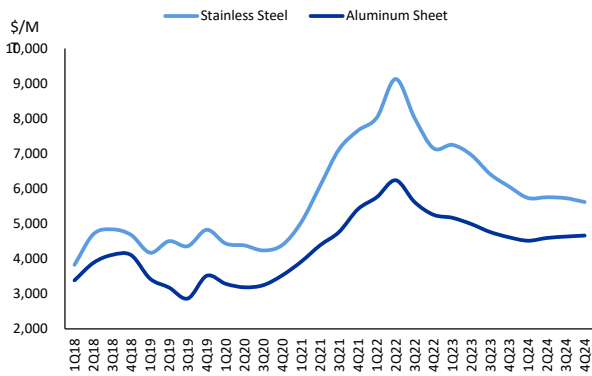
(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024A	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	23,225	24,135	21,740	21,261	25,304	27,545	27,423	26,407	90,361	106,680
銷貨成本	(19,241)	(19,370)	(17,518)	(17,075)	(19,992)	(21,490)	(21,310)	(20,670)	(73,204)	(83,463)
營業毛利	3,983	4,765	4,222	4,186	5,313	6,055	6,113	5,737	17,158	23,217
營業費用	(2,618)	(2,690)	(2,770)	(2,656)	(2,733)	(2,754)	(2,743)	(2,720)	(10,734)	(10,949)
營業利益	1,363	2,065	1,451	1,530	2,579	3,301	3,370	3,017	6,409	12,268
業外利益	589	(145)	(597)	77	25	74	25	75	(76)	199
稅前純益	1,952	1,920	854	1,607	2,604	3,375	3,395	3,092	6,333	12,467
所得稅費用	(507)	(687)	(263)	(407)	(703)	(908)	(913)	(833)	(1,864)	(3,357)
少數股東權益	362	316	302	332	390	418	371	391	1,312	1,570
歸屬母公司稅後純益	1,083	917	290	868	1,510	2,050	2,112	1,869	3,157	7,540
調整後每股盈餘(NT\$)	0.44	0.38	0.12	0.36	0.62	0.84	0.87	0.77	1.30	3.10
調整後加權平均股數(百萬股)	2,434	2,434	2,434	2,434	2,434	2,434	2,434	2,434	2,434	2,434
重要比率										
營業毛利率	17.2%	19.7%	19.4%	19.7%	21.0%	22.0%	22.3%	21.7%	19.0%	21.8%
營業利益率	5.9%	8.6%	6.7%	7.2%	10.2%	12.0%	12.3%	11.4%	7.1%	11.5%
稅前純益率	8.4%	8.0%	3.9%	7.6%	10.3%	12.3%	12.4%	11.7%	7.0%	11.7%
稅後純益率	4.7%	3.8%	1.3%	4.1%	6.0%	7.4%	7.7%	7.1%	3.5%	7.1%
有效所得稅率	26.0%	35.8%	30.8%	25.3%	27.0%	26.9%	26.9%	26.9%	29.4%	26.9%
季增率(%)										
營業收入	7.0%	3.9%	-9.9%	-2.2%	19.0%	8.9%	-0.4%	-3.7%		
營業利益	39.3%	51.5%	-29.8%	5.5%	68.6%	28.0%	2.1%	-10.5%		
稅後純益	138.3%	-15.3%	-68.4%	199.7%	74.0%	35.8%	3.0%	-11.5%		
調整後每股盈餘	138.3%	-15.3%	-68.4%	199.7%	74.0%	35.7%	3.0%	-11.5%		
年增率(%)										
營業收入	-19.8%	-8.5%	-10.2%	-2.1%	9.0%	14.1%	26.1%	24.2%	-10.8%	18.1%
營業利益	-60.5%	-20.0%	-21.6%	56.3%	89.3%	59.8%	132.3%	97.2%	-27.6%	91.4%
稅後純益	-45.3%	-43.8%	-77.1%	91.0%	39.5%	123.6%	629.3%	115.3%	-34.4%	103.8%
調整後每股盈餘	-45.3%	-43.8%	-77.1%	91.0%	39.5%	123.6%	629.2%	115.3%	-40.8%	138.8%

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

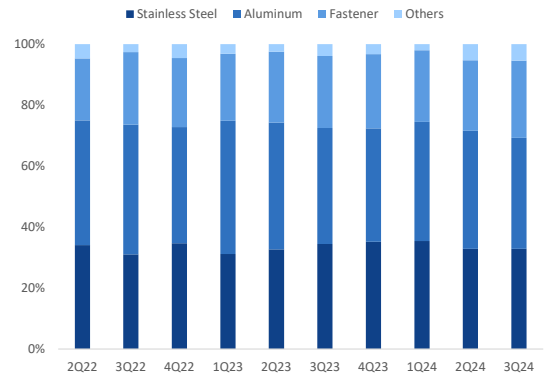
大成鋼(2027)成立於 1986 年，為整合亞洲地區供應商提供不鏽鋼、鋁材及工業扣件，透過本身實體通路及電子商務平台提供歐美零售商、配銷商或是二次批發商。營運模式以大陸為生產腹地，美國為銷售通路，自 2000 年起為全美不鏽鋼產品、工業用鋁捲板及扣件之最大通路商、歐洲不鏽鋼廠銷往美國之獨家代理商。目前鋁捲板產能為 1.8 萬噸/月，在 3Q23 美國德州新產能加入，將可提升至 3.1 萬噸/月。

圖 17：大成鋼不鏽鋼/鋁捲板價格



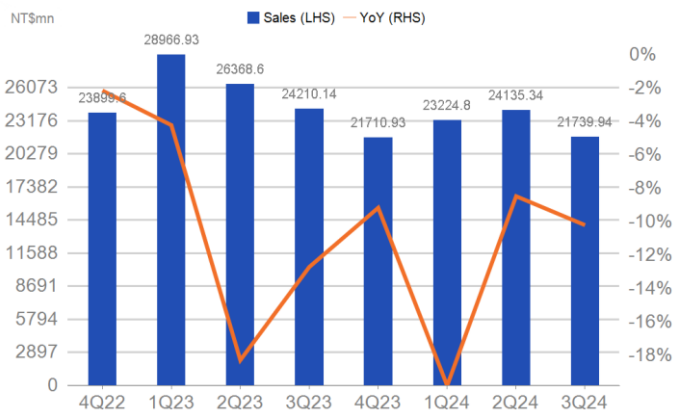
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 18：營收組成



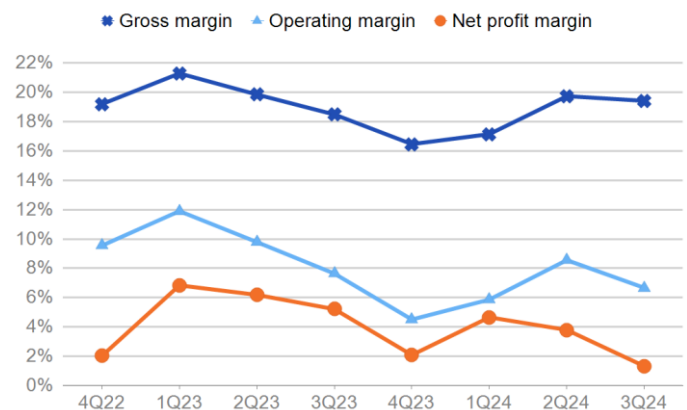
資料來源：公司資料

圖 19：營收趨勢



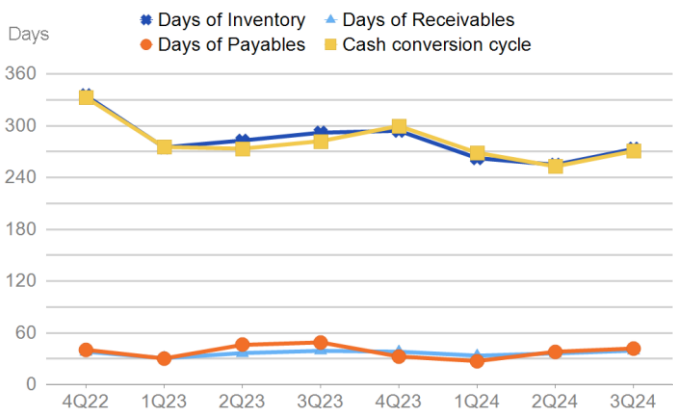
資料來源：CMoney、公司資料

圖 20：毛利率、營益率、淨利率



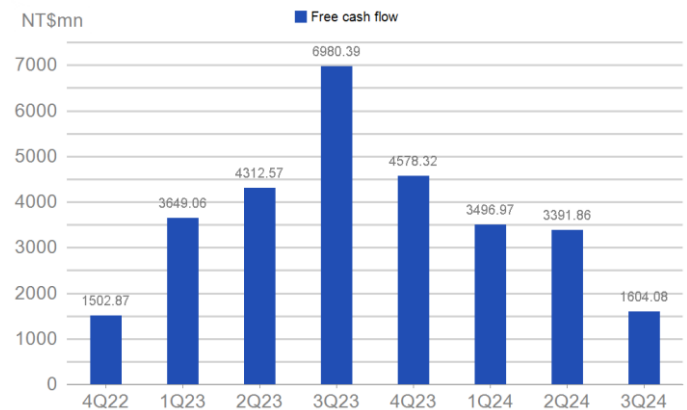
資料來源：CMoney、公司資料

圖 21：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 22：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，但在鋼鐵行業中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 safety 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 23：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 (2025/2/8)

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+)
-----------	-----------	-----------	-----------	----------

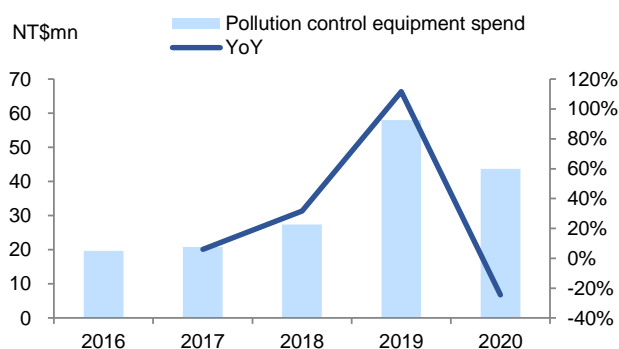
註 3：曝險分數評級：

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

註 4：執行力分數評級：

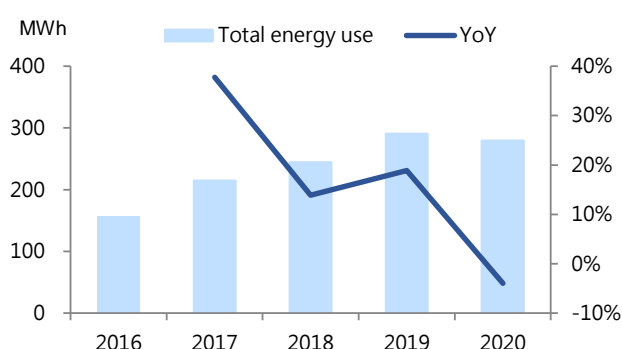
弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

圖 24：污染防治設備投入額



資料來源：公司資料、Reuters

圖 25：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)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
現金與短期投資	11,234	9,425	10,259	10,482	11,755
存貨	72,103	56,148	55,697	58,636	59,657
應收帳款及票據	8,106	7,526	6,338	7,691	8,887
其他流動資產	7,603	8,837	8,758	8,758	8,758
流動資產	99,046	81,935	81,051	85,566	89,056
採用權益法之投資	650	527	537	548	559
固定資產	22,992	29,769	28,265	27,178	26,036
無形資產	6,083	5,773	6,205	6,267	6,330
其他非流動資產	17,674	17,111	16,267	15,801	15,341
非流動資產	47,400	53,181	51,275	49,794	48,266
資產總額	146,446	135,115	132,327	135,360	137,322
應付帳款及票據	3,081	2,086	2,362	2,669	2,791
短期借款	13,651	17,955	18,170	18,493	18,977
什項負債	17,689	7,953	7,989	7,989	7,989
流動負債	34,421	27,994	28,521	29,150	29,756
長期借款	28,988	22,871	20,059	17,202	14,345
其他負債及準備	9,141	9,771	9,061	8,728	8,562
長期負債	38,128	32,642	29,120	25,930	22,907
負債總額	72,549	60,636	57,641	55,081	52,664
股本	20,286	24,343	24,343	24,343	24,343
資本公積	22,783	23,002	23,002	23,002	23,002
保留盈餘	21,934	18,361	17,285	21,308	24,015
什項權益	(1,741)	(2,646)	(2,675)	(2,675)	(2,675)
歸屬母公司之權益	63,262	63,060	61,955	65,978	68,684
非控制權益	10,635	11,419	12,731	14,301	15,974
股東權益總額	73,897	74,479	74,686	80,279	84,658

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)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
本期純益	14,399	6,811	4,469	9,110	10,311
折舊及攤提	2,461	2,798	2,510	2,636	2,768
本期營運資金變動	(16,232)	15,653	2,418	(3,985)	(2,095)
其他營業資產 及負債變動	3,467	1	552	1,787	2,215
營運活動之現金流量	4,094	25,263	8,497	6,596	9,709
資本支出	(4,161)	(6,102)	(1,475)	(1,548)	(1,626)
本期長期投資變動	648	(123)	(11)	(11)	(11)
其他資產變動	(2,579)	(3,308)	0	0	0
投資活動之現金流量	(6,092)	(9,534)	(1,485)	(1,559)	(1,637)
股本變動	201	4,057	0	0	0
本期負債變動	11,418	(10,423)	(2,642)	(2,534)	(2,373)
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(3,184)	(4,288)	(2,921)	(1,947)	(4,260)
其他調整數	(4,940)	(6,941)	(665)	(332)	(166)
融資活動之現金流量	3,495	(17,595)	(6,228)	(4,814)	(6,799)
匯率影響數	406	57	0	0	0
本期產生現金流量	1,903	(1,810)	784	223	1,273
自由現金流量	(67)	19,160	8,410	6,419	9,557

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
營業收入	114,149	101,257	90,361	106,680	108,051
銷貨成本	(83,111)	(81,800)	(73,204)	(83,463)	(83,032)
營業毛利	31,038	19,457	17,158	23,217	25,018
營業費用	(12,507)	(10,585)	(10,734)	(10,949)	(11,018)
推銷費用	(3,581)	(3,099)	(3,050)	(2,987)	(3,078)
研究費用	0	0	0	0	0
管理費用	(8,921)	(7,491)	(7,683)	(7,963)	(7,941)
其他費用	(5)	5	(8)	(8)	(15)
營業利益	18,526	8,856	6,409	12,268	14,000
利息收入	86	287	397	720	720
利息費用	(1,317)	(2,019)	(1,300)	(1,221)	(1,221)
利息收入淨額	(1,230)	(1,732)	(903)	(501)	(501)
投資利益(損失)淨額	(311)	(153)	(82)	(200)	(200)
匯兌損益	1,952	130	0	0	0
其他業外收入(支出)淨額	250	2,507	909	900	900
稅前純益	19,186	9,608	6,333	12,467	14,199
所得稅費用	(4,787)	(2,798)	(1,864)	(3,357)	(3,888)
少數股權淨利	2,373	1,480	1,312	1,570	1,673
歸屬母公司之稅後純益	12,026	5,331	3,157	7,540	8,639
稅前息前折舊攤銷前淨利	22,863	13,566	9,331	15,308	17,165
調整後每股盈餘 (NT\$)	4.94	2.19	1.30	3.10	3.55

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	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
年成長率 (%)					
營業收入	17.8	(11.3)	(10.8)	18.1	1.3
營業利益	(2.2)	(52.2)	(27.6)	91.4	14.1
稅前息前折舊攤銷前淨利	20.8	(40.7)	(31.2)	64.1	12.1
稅後純益	24.5	(52.7)	(34.4)	103.8	13.2
調整後每股盈餘	(16.9)	(55.7)	(40.8)	138.8	14.6
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	27.2	19.2	19.0	21.8	23.2
營業利益率	16.2	8.8	7.1	11.5	13.0
稅前息前淨利率	15.7	7.5	7.1	11.5	13.0
稅前息前折舊攤銷前淨利率	20.0	13.4	10.3	14.4	15.9
稅前純益率	16.8	9.5	7.0	11.7	13.1
稅後純益率	10.5	5.3	3.5	7.1	8.0
資產報酬率	11.3	4.8	3.3	6.8	7.6
股東權益報酬率	22.4	9.2	4.2	9.7	10.5
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	98.2	81.4	77.2	68.6	62.2
淨負債權益比(%)	42.5	42.2	37.5	31.4	25.5
利息保障倍數 (倍)	15.6	5.8	5.9	11.2	12.6
流動比率 (%)	287.8	292.7	284.2	293.5	299.3
速動比率 (%)	72.1	82.8	88.9	92.4	98.8
淨負債 (NT\$百萬元)	31,404	31,401	27,971	25,213	21,567
調整後每股淨值 (NT\$)	31.19	25.90	31.04	33.06	34.42
評價指標 (倍)					
本益比	7.7	17.4	29.4	12.3	10.7
股價自由現金流量比	--	4.8	11.0	14.5	9.7
股價淨值比	1.2	1.5	1.2	1.2	1.1
股價稅前息前折舊攤銷前淨	4.1	6.8	9.9	6.1	5.4
股價營收比	0.8	0.9	1.0	0.9	0.9

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	20220221	49.35	67	67	買進	李侃奇
2	20220511	43.25	70	70	買進	李侃奇
3	20220727	35.40	48	48	買進	李侃奇
4	20230213	44.15	44	44	持有-超越同業	李侃奇
5	20230817	36.50	39	39	持有-超越同業	陳映慈
6	20231115	36.50	39	39	持有-超越同業	陳映慈
7	20240322	37.20	39	39	持有-超越同業	陳映慈
8	20240514	37.00	39	39	持有-超越同業	陳映慈
9	20240830	35.50	44	44	買進	陳映慈
10	20241113	34.70	42	42	買進	陳映慈
11	20241126	35.30	42	42	買進	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 = 依據股本變動調整後之目標價。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

© 2025 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 仁愛路三段 157 號 4 樓

© {2025} 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>.