

研究員：賴季宏 david.lai@capital.com.tw

| | |
|-------|---------|
| 前日收盤價 | 45.70 元 |
| 目標價 | |
| 3 個月 | 54.80 元 |
| 12 個月 | 54.80 元 |

大成鋼(2027 TT)

Buy

近期報告日期、評等及前日股價

| | | |
|------------|-------------|-------|
| 02/04/2025 | Trading Buy | 37.20 |
| 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 |

公司基本資訊

| | |
|------------|--------|
| 目前股本(百萬元) | 24,343 |
| 市值(億元) | 1,113 |
| 目前每股淨值(元) | 27.75 |
| 外資持股比(%) | 25.72 |
| 投信持股比(%) | 8.66 |
| 董監持股比(%) | 4.60 |
| 融資餘額(張) | 15,890 |
| 現金股息配發率(%) | 71.90 |

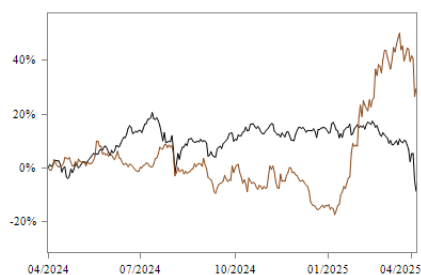
產品組合



- 鋁製產品:39.00%
- 不銹鋼產品:36.00%
- 螺絲螺帽:22.00%
- 其他:3.00%

股價相對大盤走勢

— 2027 — TWSE



美國對等關稅將長期拉升美國鋼鐵需求。

投資建議：預估大成鋼 2025 年營收 1039.53 億元，YoY+14.99%，營收成長的動能主要來自美國關稅提升後，帶動的製造業回流趨勢。且在美國國內需求提升，毛利率將上升至 25.57%，稅後 EPS 預估為 3.29 元。

考量(1)在美國總統川普宣佈高於市場預期的對等關稅後，認為為了平衡貿易赤字，製造業回流美國的長趨勢已難以撼動。美國國內的鋼鋁需求將長期成長，有助於大成鋼的需求持續增加。(2)加州發生大火後，大量房屋焚毀帶動重建鋼鐵需求。(3)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，大成鋼目前的庫存平均成本穩定，有利於未來銷售成長時的獲利。

大成鋼目前的 PBR 約 1.6 倍，認為美國製造業回流是過去 30 年未曾出現的大趨勢，因此對大成鋼的投資建議 Buy 目標價 54.8 元(2025 年 PBR 1.9X)。

1Q25 營收雙位數成長，預估稅後 EPS 0.76 元：1Q25 營收預估 259.77 億元，YoY+11.85%，QoQ+25.97%，營收成長主要受惠於加州重建需求及市場鋼鋁需求可能上升的預期所推動，預估 1Q25 稅後 EPS 0.76 元。

過去鎳價區間整理時間太久，因此短期的鎳價波動對大成鋼成本影響不大：觀察原物料價格，鎳價近日因川普關稅的因素，快速下跌至 14100 美元/噸左右。一週內下跌近 11%。整體來看，因為 2024 全年的鎳價相對 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。短期因為非經濟因素造成鎳價快速下跌，後續有機會慢慢修正到整理的狀況，總之因為過去鎳價區間整理太久，因此短期的鎳價波動對大成鋼成本影響不大。鋁價方面，目前鋁價格已跌到 2400 美元/噸左右，約為 3Q24 的平均水位，短期下跌雖快但價格仍在合理區間內。

| (百萬元) | 2024 | 2025F | 2026F | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25F | 2Q25F | 3Q25F | 4Q25F | 1Q26F |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|---------|--------|
| 營業收入淨額 | 90,398 | 103,953 | 111,610 | 23,225 | 24,135 | 21,740 | 21,298 | 25,977 | 26,407 | 26,858 | 24,710 | 27,657 |
| 營業毛利淨額 | 17,088 | 26,579 | 24,063 | 3,983 | 4,765 | 4,222 | 4,116 | 6,172 | 7,357 | 7,485 | 5,565 | 5,772 |
| 營業利益 | 6,112 | 14,909 | 12,088 | 1,363 | 2,065 | 1,451 | 1,233 | 3,284 | 4,393 | 4,551 | 2,680 | 2,907 |
| 稅後純益 | 3,538 | 8,005 | 6,309 | 1,083 | 917 | 290 | 1,249 | 1,852 | 2,506 | 2,474 | 1,174 | 1,740 |
| 稅後 EPS(元) | 1.45 | 3.29 | 2.59 | 0.44 | 0.38 | 0.12 | 0.51 | 0.76 | 1.03 | 1.02 | 0.48 | 0.71 |
| 毛利率(%) | 18.90% | 25.57% | 21.56% | 17.15% | 19.74% | 19.42% | 19.33% | 23.76% | 27.86% | 27.87% | 22.52% | 20.87% |
| 營業利益率(%) | 6.76% | 14.34% | 10.83% | 5.87% | 8.56% | 6.67% | 5.79% | 12.64% | 16.64% | 16.94% | 10.85% | 10.51% |
| 稅後純益率(%) | 3.91% | 7.70% | 5.65% | 4.66% | 3.80% | 1.33% | 5.86% | 7.13% | 9.49% | 9.21% | 4.75% | 6.29% |
| 營業收入 YoY/QoQ(%) | -10.72% | 14.99% | 7.37% | 6.97% | 3.92% | -9.92% | -2.03% | 21.97% | 1.66% | 1.71% | -8.00% | 11.93% |
| 稅後純益 YoY/QoQ(%) | -33.63% | 126.25% | -21.19% | 138.27% | -15.32% | -68.42% | 331.35% | 48.27% | 35.30% | -1.28% | -52.56% | 48.24% |

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。

Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2025 年 4 月 9 日

資產負債表

| (百萬元) | 2022 | 2023 | 2024 | 2025F | 2026F |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 資產總計 | 146,446 | 135,115 | 137,748 | 156,754 | 166,406 |
| 流動資產 | 99,046 | 81,935 | 75,766 | 103,462 | 85,707 |
| 現金及約當現金 | 11,234 | 9,425 | 7,249 | 10,939 | 8,697 |
| 應收帳款與票據 | 8,106 | 7,526 | 8,262 | 5,978 | 9,922 |
| 存貨 | 72,103 | 56,148 | 54,748 | 59,722 | 76,515 |
| 採權益法之投資 | 650 | 527 | 238 | 160 | 403 |
| 不動產、廠房設備 | 22,992 | 29,769 | 35,122 | 35,122 | 35,122 |
| 負債總計 | 72,549 | 60,636 | 57,977 | 69,669 | 74,469 |
| 流動負債 | 34,421 | 27,994 | 23,490 | 34,603 | 29,053 |
| 應付帳款與票據 | 3,081 | 2,086 | 2,534 | 2,553 | 3,203 |
| 非流動負債 | 38,128 | 32,642 | 34,488 | 35,047 | 44,747 |
| 權益總計 | 73,897 | 74,479 | 79,770 | 87,086 | 91,937 |
| 普通股股本 | 20,286 | 24,343 | 24,343 | 24,343 | 24,343 |
| 保留盈餘 | 21,934 | 18,361 | 19,024 | 26,339 | 31,191 |
| 母公司業主權益 | 63,262 | 63,060 | 67,545 | 72,386 | 75,287 |
| 負債及權益總計 | 146,446 | 135,115 | 137,748 | 156,754 | 166,406 |

現金流量表

| (百萬元) | 2022 | 2023 | 2024 | 2025F | 2026F |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 營業活動現金 | 4,094 | 25,263 | 15,249 | 6,931 | 25,650 |
| 稅前純益 | 19,186 | 9,608 | 6,565 | 14,555 | 11,472 |
| 折舊及攤銷 | 2,461 | 2,912 | 3,267 | 5,268 | 4,215 |
| 營運資金變動 | -22,266 | 15,540 | 1,113 | -2,672 | -20,086 |
| 其他營運現金 | 4,712 | -2,798 | 4,305 | -10,221 | 30,050 |
| 投資活動現金 | -6,092 | -9,534 | -6,480 | 5,281 | -30,412 |
| 資本支出淨額 | -8,361 | -7,341 | -8,502 | -2,000 | -2,122 |
| 長期投資變動 | 3,482 | -1,957 | 1,556 | -1,332 | -1,125 |
| 其他投資現金 | -1,214 | -236 | 466 | 8,613 | -27,165 |
| 籌資活動現金 | 3,495 | -17,595 | -11,211 | -8,521 | 2,520 |
| 長借/公司債變動 | 8,393 | -14,285 | -285 | 559 | 9,700 |
| 現金增資 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 發放現金股利 | -3,184 | -4,288 | -2,573 | -3,165 | -3,408 |
| 其他籌資現金 | -1,715 | 977 | -8,353 | -5,916 | -3,772 |
| 淨現金流量 | 1,903 | -1,810 | -2,176 | 3,690 | -2,242 |
| 期初現金 | 9,332 | 11,234 | 9,425 | 7,249 | 10,939 |
| 期末現金 | 11,234 | 9,425 | 7,249 | 10,939 | 8,697 |

資料來源：CMoney、群益

損益表

| (百萬元) | 2022 | 2023 | 2024 | 2025F | 2026F |
|---------------|---------|---------|--------|---------|---------|
| 營業收入淨額 | 114,149 | 101,257 | 90,398 | 103,953 | 111,610 |
| 營業成本 | 83,111 | 81,800 | 73,311 | 77,373 | 87,547 |
| 營業毛利淨額 | 31,038 | 19,457 | 17,088 | 26,579 | 24,063 |
| 營業費用 | 12,507 | 10,585 | 10,941 | 11,671 | 11,975 |
| 營業利益 | 18,526 | 8,856 | 6,112 | 14,909 | 12,088 |
| EBITDA | 22,777 | 13,393 | 10,646 | 13,895 | 14,502 |
| 業外收入及支出 | 574 | 466 | -1,186 | -353 | -617 |
| 稅前純益 | 19,186 | 9,608 | 6,565 | 14,555 | 11,472 |
| 所得稅 | 4,787 | 2,798 | 1,844 | 4,076 | 3,212 |
| 稅後純益 | 12,026 | 5,331 | 3,538 | 8,005 | 6,309 |
| 稅後 EPS(元) | 4.94 | 2.19 | 1.45 | 3.29 | 2.59 |
| 完全稀釋 EPS** | 4.94 | 2.19 | 1.45 | 3.29 | 2.59 |

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 | 2024 | 2025F | 2026F |
|-------|------|------|------|-------|-------|
|-------|------|------|------|-------|-------|

成長力分析(%)

| | | | | | |
|--------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 營業收入淨額 | 17.82% | -11.29% | -10.72% | 14.99% | 7.37% |
| 營業毛利淨額 | 6.77% | -37.31% | -12.18% | 55.55% | -9.47% |
| 營業利益 | -2.17% | -52.20% | -30.98% | 143.92% | -18.92% |
| 稅後純益 | 24.32% | -55.67% | -33.63% | 126.25% | -21.19% |

獲利能力分析(%)

| | | | | | |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 毛利率 | 27.19% | 19.22% | 18.90% | 25.57% | 21.56% |
| EBITDA(%) | 19.95% | 13.23% | 11.78% | 13.37% | 12.99% |
| 營益率 | 16.23% | 8.75% | 6.76% | 14.34% | 10.83% |
| 稅後純益率 | 10.54% | 5.26% | 3.91% | 7.70% | 5.65% |
| 總資產報酬率 | 8.21% | 3.95% | 2.57% | 5.11% | 3.79% |
| 股東權益報酬率 | 16.27% | 7.16% | 4.44% | 9.19% | 6.86% |

償債能力檢視

| | | | | | |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 負債比率(%) | 49.54% | 44.88% | 42.09% | 44.44% | 44.75% |
| 負債/淨值比(%) | 98.18% | 81.41% | 72.68% | 80.00% | 81.00% |
| 流動比率(%) | 287.75% | 292.68% | 322.55% | 299.00% | 295.00% |

其他比率分析

| | | | | | |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 存貨天數 | 268.01 | 286.14 | 276.06 | 270.00 | 284.00 |
| 應收帳款天數 | 24.59 | 28.17 | 31.87 | 25.00 | 26.00 |

2025 年 4 月 9 日

季度損益表

| (百萬元) | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25F | 2Q25F | 3Q25F | 4Q25F | 1Q26F | 2Q26F | 3Q26F |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 營業收入淨額 | 21,711 | 23,225 | 24,135 | 21,740 | 21,298 | 25,977 | 26,407 | 26,858 | 24,710 | 27,657 | 27,989 | 29,412 |
| 營業成本 | 18,134 | 19,241 | 19,370 | 17,518 | 17,182 | 19,805 | 19,050 | 19,373 | 19,145 | 21,885 | 21,644 | 23,018 |
| 營業毛利淨額 | 3,577 | 3,983 | 4,765 | 4,222 | 4,116 | 6,172 | 7,357 | 7,485 | 5,565 | 5,772 | 6,345 | 6,394 |
| 營業費用 | 2,585 | 2,618 | 2,690 | 2,770 | 2,863 | 2,888 | 2,964 | 2,935 | 2,884 | 2,865 | 2,953 | 2,993 |
| 營業利益 | 979 | 1,363 | 2,065 | 1,451 | 1,233 | 3,284 | 4,393 | 4,551 | 2,680 | 2,907 | 3,392 | 3,401 |
| 業外收入及支出 | -207 | 589 | -145 | -597 | 605 | 83 | 163 | -53 | -547 | 256 | -85 | -313 |
| 稅前純益 | 772 | 1,952 | 1,920 | 854 | 1,839 | 3,367 | 4,556 | 4,498 | 2,134 | 3,163 | 3,307 | 3,088 |
| 所得稅 | 115 | 507 | 687 | 263 | 387 | 943 | 1,276 | 1,259 | 597 | 886 | 926 | 865 |
| 稅後純益 | 454 | 1,083 | 917 | 290 | 1,249 | 1,852 | 2,506 | 2,474 | 1,174 | 1,740 | 1,819 | 1,699 |
| 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) | 0.19 | 0.44 | 0.38 | 0.12 | 0.51 | 0.76 | 1.03 | 1.02 | 0.48 | 0.71 | 0.75 | 0.70 |

獲利能力(%)

| | | | | | | | | | | | | |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 毛利率(%) | 16.47% | 17.15% | 19.74% | 19.42% | 19.33% | 23.76% | 27.86% | 27.87% | 22.52% | 20.87% | 22.67% | 21.74% |
| 營業利益率(%) | 4.51% | 5.87% | 8.56% | 6.67% | 5.79% | 12.64% | 16.64% | 16.94% | 10.85% | 10.51% | 12.12% | 11.56% |
| 稅後純益率(%) | 2.09% | 4.66% | 3.80% | 1.33% | 5.86% | 7.13% | 9.49% | 9.21% | 4.75% | 6.29% | 6.50% | 5.78% |

QoQ(%)

| | | | | | | | | | | | | |
|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 營業收入淨額 | -10.32% | 6.97% | 3.92% | -9.92% | -2.03% | 21.97% | 1.66% | 1.71% | -8.00% | 11.93% | 1.20% | 5.08% |
| 營業利益 | -47.11% | 39.25% | 51.55% | -29.75% | -14.99% | 166.31% | 33.75% | 3.59% | -41.10% | 8.45% | 16.68% | 0.27% |
| 稅前純益 | -66.20% | 152.91% | -1.61% | -55.53% | 115.30% | 83.15% | 35.30% | -1.28% | -52.56% | 48.24% | 4.56% | -6.61% |
| 稅後純益 | -64.05% | 138.27% | -15.32% | -68.42% | 331.35% | 48.27% | 35.30% | -1.28% | -52.56% | 48.24% | 4.56% | -6.61% |

YoY(%)

| | | | | | | | | | | | | |
|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 營業收入淨額 | -9.16% | -19.82% | -8.47% | -10.20% | -1.90% | 11.85% | 9.41% | 23.54% | 16.02% | 6.47% | 5.99% | 9.51% |
| 營業利益 | -57.11% | -60.46% | -19.96% | -21.58% | 26.03% | 141.02% | 112.71% | 213.66% | 117.34% | -11.49% | -22.79% | -25.26% |
| 稅前純益 | -3.96% | -39.57% | -42.23% | -62.60% | 138.26% | 72.54% | 137.27% | 426.69% | 16.05% | -6.07% | -27.42% | -31.34% |
| 稅後純益 | -6.38% | -45.32% | -43.83% | -77.09% | 174.90% | 71.06% | 173.32% | 754.27% | -6.05% | -6.07% | -27.42% | -31.34% |

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。