

## 大成鋼(2027)

### 個股資料

評等	買進
目標價	53
收盤價	45.7
每股淨值	33.1
PER	10.5
PBR	1.4
外資持股	13.8
投信持股	0.4

### 產品組合

產品別	比重(%)
不銹鋼產品	35
螺絲螺帽扣件	20
鋁捲板	45

### 配股息資訊

現金股息	2.4
股票股利	2.0
除息基準日	-

### 研究員聯絡方式

訪談方式：	法說會
研究員：	黃大祐
電話：	(02) 25456888
電子信箱：	9191@entrust.com.tw

### 評等定義：

強力買進	未來一季可能有 25%以上空間
買進	未來一季可能有 10~25%空間
區間持有	未來一季可能有 0~10%空間
中立	未來一季可能<0%

### 投資建議

- 預估 2023 年營業收入 1240.5 億元，稅後 EPS 4.34 元，合理股淨比區間 1.2 至 1.6 倍，評等為「買進」。設定目標價 53 元，隱含漲幅 16.0%。理由如下：
  - (1) 2022Q4 德州廠鋁捲板增加 5000 噸，2023 年下半年再增加 1.3 萬噸。目前美國市場市占率約 60%，具有價格主導權。
  - (2) 2023 年鎳價有撐，不銹鋼價有望增溫，而原物料價格基期低，有助於毛利率回穩。

### 訪談摘要

- 2022 年資料顯示，鋁捲板（45%）為主要營收來源，歷年占比皆有 4-5 成左右，其他依次為不銹鋼（35%）、扣件（20%）。過往主力不銹鋼已從 5 成營收貢獻逐年遞減，反映國際不銹鋼產品競爭。
- 鋁捲板主要分現貨銷售與 90 長天期銷售，長天期有加收合金加價持續漲價。以市場來看，目前公司以美國為主要市場，營收比重約 80~85%。
- 轉投資的大成國際(BBI)屬於通路，銷售合金鋼、不銹鋼及碳鋼材質之螺絲帽扣件，全球 6 個國家，計 31 個營業據點，其中全美有 21 個。
- 由於窗簾在新屋裝修比重僅約 3%。公司規劃將隆美商業模式轉往系統、全室裝修發展，比重約佔室內裝修 40-50%。

### 年度 EPS 預估

單位：億元、元

年度	營收	毛利率	營益率	業外收支率	股本	稅前盈餘	稅後盈餘	稅後 EPS
2019	778.7	18.3	6.9	-3.0	123.4	31.3	2.54	1.48
2020	592.3	15.1	3.1	-3.2	165.8	-0.8	-0.05	-0.35
2021	968.9	30.0	19.5	-3.6	200.8	154.1	7.67	4.82
2022	1141.5	27.2	16.2	0.6	202.9	191.9	9.46	5.93
2023(F)	1240.5	20.9	12.0	-0.5	202.9	142.2	7.01	4.34

註：公司 2023 年公告董事會決議發放股票股利 2 元，調整後股本為 243.4 億元，依調整後股本計算預估 2023 年稅後 EPS 3.62 元。

## 訪談內容

### 公司簡介

- 公司總部位於台南仁德，為不鏽鋼生產商與通路商，產品以外銷為主，大部份自製品及買賣產品的銷往子公司美國大成鋼。子公司大成鋼主要生產銷售螺絲螺帽
- 大成鋼旗下大成鋼(TC)產銷不銹鋼管、管接頭、法蘭、閥類等工業產品為主。美國大成(TCI)則為通路，銷售不鏽鋼鋼捲板、不鏽鋼工業製品及鋁捲板等約計 1 萬 1 千種品項之工業產品，全美有 8 個發貨倉庫。
- 大成鋼於 2017 年 5 月完成併購美國第二大鋁板通路商美國帝國鋁業 Empire Resources。2017 年 8 月收購收購美國不鏽鋼管製造廠 OTK。

### 大成鋼集團

	事業	產品	股份(%)
大成鋼 不銹鋼 (2027)	大成冀台	不銹鋼	93
	大成博野	不銹鋼	100
	大成長熟	不銹鋼	100
	美國大成	扣件及手工具、鋁捲板	100
	大成國際鋼鐵(8415)	扣件及手工具、鋁捲板	32
	太宇鋼鐵	小鋼胚及鋼筋(年產 60 萬噸)	38

資料來源：公司、華南投顧整理

2022 年資料顯示，鋁捲板（45%）為主要營收來源，歷年占比皆有 4-5 成左右，其他依次為不銹鋼（35%）、扣件（20%）。過往主力不銹鋼已從 5 成營收貢獻逐年遞減，反映國際不銹鋼產品競爭

- 2022 年資料顯示，鋁捲板（45%）為主要營收來源，歷年占比皆有 4-5 成左右，其他依次為不銹鋼（35%）、扣件（20%）。過往主力不銹鋼已從 5 成營收貢獻逐年遞減，反映國際不銹鋼產品競爭。
- 2023 年營收有望呈正成長（9%），反映公司看好美國國內鋁捲板供給小於需求，持續擴充德州廠產能。
- 2023 年將新增月產能 1.3 萬噸鋁捲產線，預估 9 月全產能投產，德州廠鋁捲板月產能將從 1.8 萬噸提升至 3.1 萬噸。
- 3 月營收成長主因是工作天比 2 月長，出貨量增。不銹鋼板捲月出貨量 1.45 萬公噸，較前月略增；鋁板捲月出貨量達 2.76 萬公噸。

### 歷年事業分佈

單位：億元

年度	2021	2022		2023(F)		
		營收	占比(%)	營收	占比(%)	YOY(%)
不銹鋼產品	358	400	35	360	29	-10
螺絲螺帽扣件	194	228	20	186	15	-18
鋁捲板	417	514	45	695	56	35
合計	969	1141	100	1240	100	9

資料來源：公司、華南投顧整理。

鋁捲板主要分現貨銷售與 90 長天期銷售，長天期會加收合金加價。以市場來看，目前公司以美國為主要市場，營收比重約 80~85%

- 鋁捲板主要分現貨銷售與 90 長天期銷售，長天期會加收合金加價。以市場來看，目前公司以美國為主要市場，營收比重約 80~85%。
- 台灣廠區外銷比約在 97~98%，國內不銹鋼進貨來源有 6 成來自燁聯、國外自中國福興進貨。鋁捲板自美國課徵鋁稅後，8 成來自美國國內、2 成來自歐洲、台灣與其他地區。
- 配合德州廠擴產，公司 2023 年 1 月取得機器設備，合約總金額約新台幣 21.03 億元。

轉投資的大成國際(BBI)屬於通路，銷售合金鋼、不銹鋼及碳鋼材質之螺絲帽扣件，全球 6 個國家，計 31 個營業據點，其中全美有 21 個

- 轉投資的大成國際(BBI)屬於通路，銷售合金鋼、不銹鋼及碳鋼材質之螺絲帽扣件，全球 6 個國家，計 31 個營業據點，其中全美有 21 個。
- 大國鋼已併購美國第二大通路商，與美國中小型通路商，目前大國鋼在美國合金鋼銷售通路排第 1 大。
- 大國鋼參與車用零件廠正道私募，取得 8.94%，另併購不銹鋼扣件通路商 PFI, LLC 擴大相關市場布局。

大國鋼產品組成

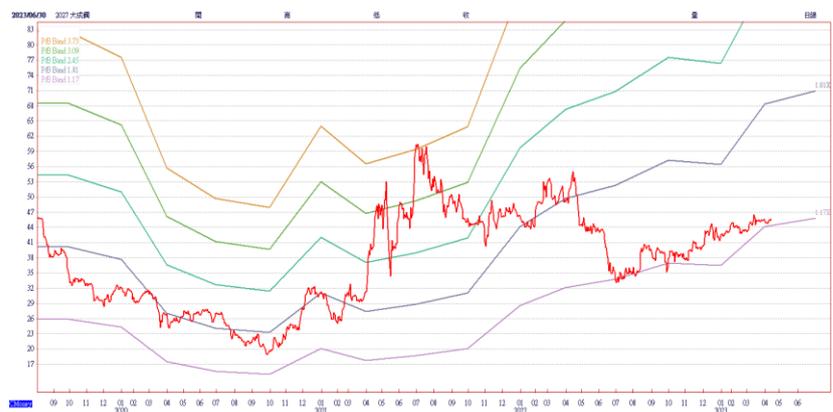
產品別	合金鋼扣件	不銹鋼扣件	碳鋼扣件	合計
比重%	13	5	80	100

資料來源：公司、華南投顧整理

由於窗簾在新屋裝修比重僅約 3%。公司規劃將隆美商業模式轉往系統、全室裝修發展，比重約佔室內裝修 40-50%

- 由於窗簾在新屋裝修比重僅約 3%。公司規劃將隆美商業模式轉往系統、全室裝修發展，比重約佔室內裝修 40~50%。
- 隆美 2022 年前三季營收約 4 億元，全年估與去年持平。預計明年新的商業模式上線、營收規模放大，可望轉為損平、甚至小幅獲利。
- 轉投資正道本業車用鋁件過去受限合約無法反映匯率等，合約重談有助改善後續營運表現，同時，切入系統家具生產，並向上游切入板材原料。

### 股價淨值比區間



**各季 EPS 預估**

單位：億元、元

年季	營收	毛利率	營益率	業外收支率	股本	稅前純益	稅前 EPS	稅後 EPS
202201	302.4	33.5	24.0	-2.3	200.8	65.62	3.27	2.13
202202	322.7	33.0	21.4	5.1	202.9	85.38	4.21	2.70
202203	277.4	20.4	7.5	3.9	202.9	31.74	1.56	0.83
202204	239.0	19.2	9.5	-5.7	202.9	9.13	0.45	0.29
202301(F)	210.3	15.3	4.8	-0.8	202.9	8.48	0.42	0.21
202302(F)	307.5	20.8	11.9	-0.6	202.9	34.82	1.72	1.06
202303(F)	386.8	23.3	15.2	-0.4	202.9	57.18	2.82	1.79
202304(F)	335.8	21.7	12.9	-0.4	202.9	41.77	2.06	1.28

**單月合併營收概況及預估**

單位：億元

年月	一	二	三	四	五	六	七	八	九	十	十一	十二
2022年	90.5	89.9	121.5	113.4	107.6	101.9	88.5	95.8	93.2	92.3	75.2	72.4
2023年	99.0	51.5	59.8	103.0	105.4	99.1	133.6	134.8	118.4	135.6	105.1	95.2
MOM	36.8%	-48.0%	16.2%	72.2%	2.3%	-6.0%	34.8%	0.9%	-12.1%	14.4%	-22.5%	-9.4%
YOY	9.4%	-42.8%	-50.8%	-9.2%	-2.0%	-2.7%	50.9%	40.7%	27.1%	46.9%	39.7%	31.5%
2022年	301.9			322.9			277.6			239.9		
2023年	210.3			307.5			386.8			335.8		
MOM	-12.3%			46.2%			25.8%			-13.2%		
YOY	-30.4%			-4.7%			39.4%			40.0%		

**財務資料**

年季	負債比率(%)	流動比率(%)	速動比率(%)	應收款項週轉天數(天)	存貨週轉天數(天)	營業費用率(%)	原始每股營業現金流量(元)	稅後資產報酬率(%)	稅後權益報酬率(%)
202101	59.9	344.4	102.3	30.4	264.6	9.8	3.1	1.8	4.7
202102	58.4	185.2	64.7	31.2	214.3	8.8	3.1	2.7	6.7
202103	59.1	189.7	70.1	32.7	223.6	10.8	1.8	3.6	8.7
202104	50.1	375.8	116.9	30.9	268.3	12.4	0.1	3.2	6.9
202201	49.6	341.2	115.8	29.6	236.2	9.5	-0.5	4.4	8.7
202202	51.4	295.0	95.9	33.6	246.1	11.6	1.9	4.6	9.4
202203	50.0	317.7	87.2	37.8	273.6	12.9	0.4	1.7	3.4
202204	49.5	287.8	72.1	38.3	335.1	9.6	0.6	0.6	1.3

本項研究報告僅提供本公司會員參酌，且純粹屬於研究性質，並不保證報告內容的完整性與精確性，亦完全無意影響客戶買賣股票的任何投資決定。報告中的各項意見與預測，是得自於本公司信任為可靠的來源，受到特定的判斷日期之時效性限制，若嗣後有任何變動，本公司不做預告，也不會主動更新。投資人做任何決策時，必須自行謹慎評估相關風險，並就投資的結果自行負責。本研究報告的著作權為華南投顧所有，嚴禁抄襲、引用、對外傳送或轉載。