

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
8415 TT 大國鋼	中立 目標價 26	大國鋼的投資評等為中立，目標價為26元，潛在漲幅5%，主要理由如下： (1) 低價庫存已用罄，未來毛利率有下滑風險； (2) 目前評價已屬合理。

研究員 詹其璋
 mandylin@jsun.com

重點摘要

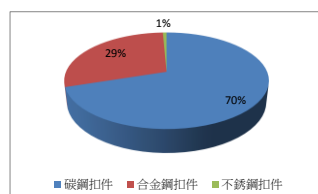
近期投資評等

10/24/2017	持有/中立
12/01/2017	持有/中立
-	-

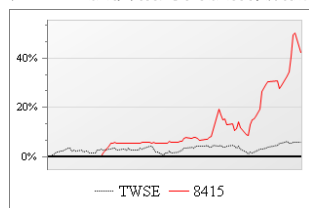
公司基本資料

收盤價(元)(10/23/2017)	24.30
股本(百萬元)	6,115
總市值(億元)	148.6
每股淨值(元)	11.80
外資持股比(%)	0.66
投信持股比(%)	0.00
近20日均量(張)	1,374
融資餘額(10/23/2017)	2,644

產品組合



近90日股價相對台股指數報酬



資料來源：CMoney

- ◆ **1Q17~3Q17因台幣升值，營收僅個位數成長，低價庫存用罄，未來毛利率將下滑：**
 大國鋼產品主要為工業用扣件，今年以來受惠於美國經濟穩定成長，公司碳鋼與合金鋼銷售量均達YoY+10%以上的成長，但因台幣升值約6%，故1Q~3Q17營收為82.69億元，YoY+6.2%。毛利率部分，受惠於2016年以來原物料價格上漲，大國鋼因擁有低價庫存，故2017年以來毛利率優於2016年，雖然公司市佔率高，價格得以適時調整，唯考量公司低價庫存約已用罄，在無此塊貢獻下，未來毛利率將會下滑。
- ◆ **銷售品項多方發展，未來仍有併購計畫：**大國鋼目前銷售的扣件品項雖高達6萬多種，但主要為工業用扣件，其他產業用扣件布局仍淺，故經營品項仍有許多擴充空間。碳鋼部分，考量未來美國建築用扣件的市場需求仍大，未來將有併購計畫；不銹鋼部分，目前不銹鋼扣件占公司營收比重不到1%，今年以來，因有找到性價比具優勢之供應商，未來得以進行價格競爭，將持續進行布局，亦不排除再次經由併購擴大規模。
- ◆ **雖公司產業前景佳，唯考量評價並未偏低，給予中立建議：**根據金屬中心預估，2014年-2018年全球工業扣件產值複合成長率產值達6.4%，其中以美國市場需求最大。大國鋼2017年以來銷售量成長高達1成以上，高於全球平均值，預估2018年在新產品加入與新供應商的持續貢獻，公司成長動能將持續，加上美國企業稅率可望由35%調降至20%，預估大國鋼將為受惠廠商之一。預估大國鋼2017年營收為108.73億元，YoY+7.7%，稅後淨利為6.29億元，EPS 1.03元，並預估公司2018年營收為121.41億元，YoY+11.7%，稅後淨利為8.95億元，EPS為1.46元。雖然公司產業前景發展佳，唯考量扣件類廠商評價約落在PER13X-17X，大國鋼目前評價約落在PER 16.6X，評價並未偏低，故給予中立投資建議。

單位:百萬元	2017F	2018F	1Q17	2Q17	3Q17F	4Q17F	1Q18F	2Q18F
營業收入淨額	10,873	12,141	2,723	2,783	2,764	2,604	3,057	3,237
營業毛利	3,636	3,912	939	935	908	854	985	1,041
營業利益	1,033	1,219	289	314	250	179	321	361
稅後純益	629	895	133	249	146	100	237	269
稅後 EPS(元)	1.03	1.46	0.22	0.41	0.24	0.16	0.39	0.44
毛利率(%)	33.44	32.22	34.5	33.59	32.86	32.79	32.22	32.14
營業利率率(%)	9.5	10.04	10.61	11.28	9.06	6.89	10.52	11.14
稅後純益率(%)	5.79	7.37	4.89	8.95	5.3	3.85	7.76	8.3
營業收入 YoY/QoQ(%)	7.69	11.66	17.77	2.19	-0.69	-5.77	17.37	5.92
營業利益 YoY/QoQ(%)	62.46	18.08	148.59	8.72	-20.25	-28.36	79.19	12.24
稅後純益 YoY/QoQ(%)	86.48	42.32	46.98	86.9	-41.17	-31.5	136.33	13.27

資料來源:CMoney·JS 預估 註：最新股本回溯 EPS

2017年10月24日

◆ 大國鋼為美國扣件產品通路商：

大國鋼成立於2007年，為大成鋼持股45%之子公司，產品以外銷為主，美國市場營收佔比達9成，客戶則主要為美國扣件業的大盤商與中盤商，就大國鋼各產品營收佔比而言，碳鋼產品營收佔比約7成，合金鋼產品營收佔比約3成，不銹鋼扣件營收佔比尚不到1成。大國鋼成立以來成功借鏡大成鋼發展美國通路的經驗，目前已成為美國扣件業大盤商的領導廠商，在公司既有產品項中，於美國市佔率高達9成。大國鋼成立以來陸續藉由併購活動擴大自身規模，包含2008年併購美國合金鋼配銷商BBI，以及2013年併購以銷售中高階碳鋼扣件產品為主的美國第二大扣件通路商PFC，因通路商具有大者恆大的特性，達規模經濟之通路商具有一定的成本優勢，得以進行價格競爭，故公司在美國當地極具發展潛力。

◆ 1Q17~3Q17 因台幣升值，營收僅個位數成長，低價庫存用罄，未來毛利率將下滑：

大國鋼產品主要為工業用扣件，今年以來受惠於美國經濟穩定成長，公司碳鋼與合金鋼銷售量均達YoY+10%以上的成長，但因台幣升值約6%，故1Q~3Q17營收為82.69億元，YoY+6.2%，營收成長低於銷售量成長。毛利率部分，因扣件類產品之原料成本佔總成本比重僅約3成，低於鋼鐵中上游產品，故毛利率向來較為穩定，就大國鋼產品毛利率而言，碳鋼、不銹鋼毛利率約3成，合金鋼因工序複雜，毛利率高於此水準。受惠於2016年以來原物料價格上漲，大國鋼因擁有低價庫存，故2017年以來毛利率優於2016年，雖然公司市佔率高，價格得以適時調整，唯考量公司低價庫存約已用罄，在無此塊貢獻下，預估公司未來毛利率將會下滑。

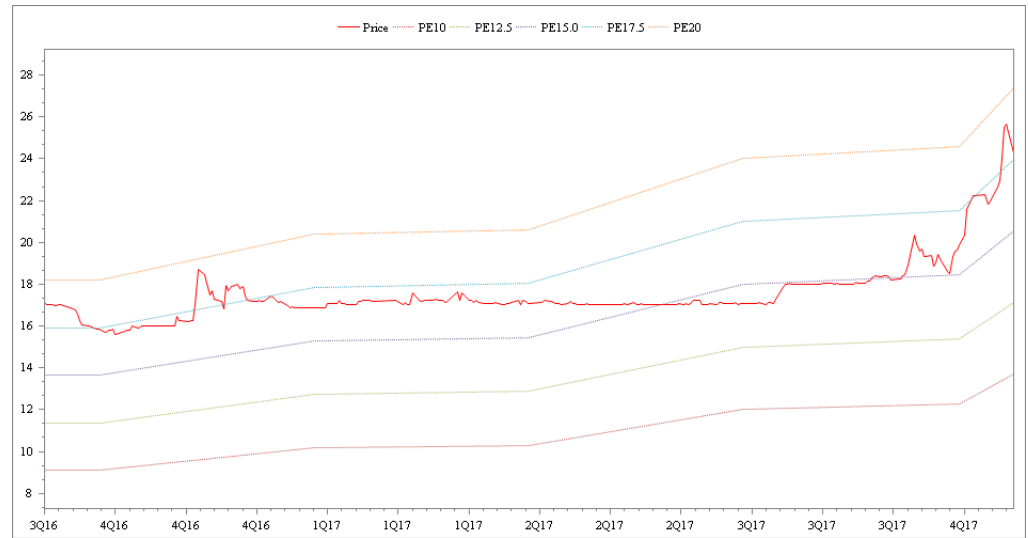
◆ 銷售品項多方發展，未來仍有併購計畫：

大國鋼目前銷售的扣件品項雖高達6萬多種，但主要為工業用扣件，其他產業用扣件布局仍淺，故經營品項仍有許多擴充空間。碳鋼部分，考量未來美國建築用扣件的市場需求仍大，未來將有併購計畫；不銹鋼部分，目前不銹鋼扣件占公司營收比重不到1%，今年以來，因有找到性價比具優勢之供應商，未來得以進行價格競爭，將持續進行布局，亦不排除再次經由併購擴大規模。

◆ 雖公司產業前景佳，唯考量評價並未偏低，給予中立建議：

根據金屬中心預估，2014年-2018年全球工業扣件產值複合成長率產值達6.4%，其中以美國市場需求最大。大國鋼2017年以來銷售量成長高達1成以上，高於全球平均值，預估2018年在新產品加入與新供應商的持續貢獻，公司成長動能將持續，加上美國企業稅率可望由35%調降至20%，預估大國鋼將為受惠廠商之一。預估大國鋼2017年營收為108.73億元，YoY+7.7%，稅後淨利為6.29億元，EPS 1.03元，並預估公司2018年營收為121.41億元，YoY+11.7%，稅後淨利為8.95億元，EPS為1.46元。雖然公司產業前景發展佳，唯考量扣件類廠商評價約落在PER 13X-17X，大國鋼目前評價約落在PER 16.6X，評價並未偏低，故給予中立投資建議。

PE Band



資料來源：CMoney · JS 預估彙整

投資評等與股價走勢圖



近期投資評等

推薦日期	投資評等	目標價
20171024	持有/中立	26.0
20161201	持有/中立	20.0
-	-	-

資料來源：CMoney · JS 預估彙整

2017年10月24日

損益表

單位：百萬元	2016	2017F	2018F	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17F	4Q17F	1Q18F	2Q18F
營業收入淨額	10,097	10,873	12,141	2,657	2,497	2,312	2,723	2,783	2,764	2,604	3,057	3,237
營業毛利	3,236	3,636	3,912	854	833	777	939	935	908	854	985	1,041
營業費用	2,601	2,604	2,693	646	653	661	651	621	658	674	663	680
營業利益	636	1,033	1,219	208	180	116	289	314	250	179	321	361
營業外收支	-160	-138	-100	-50	-59	-23	-80	-8	-25	-25	-25	-25
稅前純益	475	894	1,119	158	121	93	208	306	225	154	296	336
稅後純益	337	629	895	97	77	91	133	249	146	100	237	269
最新股本	6,115	6,115	6,115	6,115	6,115	6,115	6,115	6,115	6,115	6,115	6,115	6,115
稅後 EPS(元)	0.55	1.03	1.46	0.16	0.13	0.15	0.22	0.41	0.24	0.16	0.39	0.44
經營效率(%)												
毛利率	32.05	33.44	32.22	32.14	33.34	33.61	34.5	33.59	32.86	32.79	32.22	32.14
營業利益率	6.29	9.5	10.04	7.85	7.19	5.02	10.61	11.28	9.06	6.89	10.52	11.14
稅前純益率	4.71	8.22	9.22	5.96	4.84	4.03	7.66	10.99	8.16	5.93	9.7	10.37
稅後純益率	3.34	5.79	7.37	3.65	3.07	3.92	4.89	8.95	5.3	3.85	7.76	8.3
YoY(%)												
營收	-7.77	7.69	11.66	-5.95	-10.95	-6.38	3.53	4.72	10.66	12.63	12.25	16.34
營業利益	16.81	62.46	18.08	-7.88	90.67	117.43	119.91	50.59	39.43	54.4	11.3	14.91
稅前純益	38.57	88.13	25.18	-23.8	213.05	3,937.45	103	93.02	86.52	65.52	42.19	9.8
稅後純益	58.71	86.48	42.32	1.88	263.58	186.02	82.4	156.96	90.88	10.69	77.98	7.87
QoQ(%)												
營收				1.03	-6.02	-7.42	17.77	2.19	-0.69	-5.77	17.37	5.92
營業利益				58.76	-13.87	-35.3	148.59	8.72	-20.25	-28.36	79.19	12.24
稅前純益				54.28	-23.73	-22.82	123.52	46.7	-26.3	-31.5	92.02	13.27
稅後純益				32.67	-20.81	18.12	46.98	86.9	-41.17	-31.5	136.33	13.27

資料來源：CMoney · JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

資產負債表

單位：百萬元	2015	2016	2Q17
流動資產	10,745	10,288	9,916
現金及約當現金	389	627	704
公允價值衡量金融資產	--	--	--
備供出售金融資產	--	--	--
以成本衡量之金融資產	--	--	--
存貨	8,935	8,155	7,337
非流動資產	3,107	3,166	3,236
公允價值衡量金融資產	--	--	--
不動產、廠房及設備	1,822	1,861	1,863
無形資產	564	517	472
資產總計	13,852	13,454	13,151
流動負債	5,227	2,671	3,947
短期借款	1,154	1,414	2,038
非流動負債	1,291	3,947	3,135
負債總計	6,519	6,618	7,082
股本	6,000	6,115	6,115
普通股股本	6,000	6,115	6,115
資本公積	275	85	89
保留盈餘	799	1,047	856
庫藏股票	0	-480	-662
股東權益	7,334	6,836	6,069
每股淨值(元)	12.22	11.72	10.59
流動比率(%)	205.55	385.2	251.24
速動比率(%)	32.44	72.01	57.93
應收帳款週轉率(%)	10.72	10.52	2.38
負債比率(%)	47.06	49.19	53.85
稅後股東權益報酬率(%)	2.92	4.76	4.01

資料來源：CMoney · JS 預估

現金流量表

單位：百萬元	2015	2016	2Q17
繼續營業單位稅前損益	343	475	514
折舊及攤提費用	170	172	79
利息費用	146	138	67
股利收入	--	--	--
權益法認列關聯企業損益	--	--	--
處分不動產、廠房及設備	0	0	--
處分權益法之投資損益	--	--	--
未實現外幣兌換損益	18	46	56
應收帳款增減	198	40	-302
存貨增減	-25	505	392
應付帳款增減	-96	92	50
營業活動現金流量	779	1,234	632
公允價值衡量金融資產增減	0	0	--
攤銷成本衡量金融資產增減	0	0	--
權益法長期股權投資增減	0	0	--
取得不動產、廠房及設備	-1,262	-177	-69
處分不動產、廠房及設備	0	0	--
投資活動現金流量	-1,361	-302	-209
短期借款增減	-203	261	624
長期借款增減	1,006	-266	-714
公司債發行	--	--	--
公司債償還	--	--	--
現金增資	0	189	--
發放現金股利	-240	-360	--
庫藏股票增減	0	-480	--
籌資活動現金流量	468	-691	-339
淨現金流量	-136	238	77

資料來源：CMoney · JS 預估

2017 年 10 月 24 日

免責聲明

本研究報告僅供本公司特定客戶參考。
客戶進行投資決策時，應審慎考量本身之需求、投資風險及風險承受度，並就投資結果自行負責，本公司不作任何獲利保證，亦不就投資損害負任何法律責任。
本研究報告內容取材自本公司認可之來源，但不保證其完整性及精確性；該報告所載財務資料、預估及意見，係本公司於特定日期就現有資訊所做之專業判斷，嗣後變更時，本公司將不做預告或更新；本研究報告內容僅供參考，有未盡完善之處，本公司恕不負責。
非經本公司同意，不得將本研究報告內容複製、轉載或以其他方式提供予其他第三人。

投資評等說明

評等	定義
強力買進	六個月內潛在報酬率 40%以上
買進	六個月內潛在報酬率 15%以上~未達 40%
持有	六個月內潛在報酬率 7%以上~未達 15%
中立	六個月內潛在報酬率未達 7% 近期股價將呈持平走勢 無法由基本面給予合理評等
買進轉中立	建議降低持股