

增加持股・維持

收盤價 August 25 (NT\$)	44.50
12 個月目標價 (NT\$)	52.00
前次目標價 (NT\$)	50.00
調升 (%)	4.0
上漲空間 (%)	16.9

焦點內容

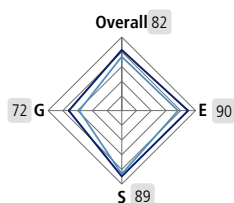
預期國壽 2H23F-2024F 避險成本改善及避險前經常性收益率持續擴大，銀行及產險營運回升，及 2H22 產險及壽險虧損低基期，帶動 2023F 金控獲利成長 107% 高於金控同業，維持「增加持股」評等。

交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$mn)	653 / 20,529
流通在外股數 (百萬股)：	14,669
外資持有股數 (百萬股)：	3,127
3M 平均成交量 (百萬股)：	15.95
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	36.55 -47.25

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	1	2.4	-4.4
相對表現 (%)	-0.2	-3.9	-12.8

ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv、凱基

凱基投顧

施志鴻
886 2 2181 8733
eric.shih@kgi.com

申涓之
886.2.2181.8717
gigi.shen@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

國泰金

(2882.TW/2882 TT)



2Q23 獲利年增 75%; 2H23F 獲利幅度成長擴大

重要訊息

由於 2Q23 保險營運能回升，帶動國泰金 1H23 稅後獲利衰退減緩至 33%，前 7 月獲利年減幅度下降至 5%。

評論及分析

人壽及銀行推升金控 2Q23 獲利成長 75%。國泰金 2Q23 稅後淨利 255 億元，年增 75%及季增 264%，相較 1Q23 年減 80%，主要人壽及產險均較 1Q23 轉虧為盈，銀行及證券各獲利年增 28%及 66%。2Q23 普通股每股淨值季增 1.7 元至 41.9 元，其中壽險淨值項下之金融資產未實現虧損較上季下降 160 億元至虧損 1,300 億元(股票獲利 300 億元及債券虧損 1,600 億元)。

2Q23 壽險投資及新契約價值均改善。國壽 1H23 投報率上揚至 3.44%，年減幅度下降至 1.04%，主要 1H23 避險成本 1Q23 減少 0.94%至 0.87%(受惠台幣貶值 2.2%、替代避險效率提高及外匯價格變動準備金新制)，加上新錢收益率提升帶動 1H23 避險前經常性收益率年增擴大至 20 基點至 3.36%，抵銷資本利得年減 0.5%。由於 7 月投資型商品法令修改帶動 2Q23 保單熱賣效應，帶動 1H23 初年度保費年減幅度下降至 2%，但 1H23 新契約價值年增 5%。管理層預期 2023F 避險成本維持 1-1.5%及 2023F 新契約價值成長 5%預估。國壽已於 7 月發行台幣及美元次順位債各 250 億台幣及 1.13 億美元以提升資本適足率。

2Q23 銀行手收回升。1H23 銀行淨利差(含 FX swap)較 1Q23 下滑 1 基點至 1.57%，公司預估 2H23 淨利差維持 2Q23 水準。受惠財管及信用卡消費上揚帶動 2Q23 手續費收入年增幅度上揚至 44%，公司預估 2H23F 財管手收中個位數成長。1H23 金控對中國房地產放款及債券投資曝險各約 50 及 100 億元，目前認為中國不動產影響有限，1H23 信用成本年減 1 基點至 14 基點，全年將低於 2022 之 27 基點。

投資建議

凱基預期國壽 2H23F-2024F 避險成本改善及避險前經常性收益率持續擴大，銀行及產險營運回升，及 2H22 產險及壽險虧損低基期，帶動 2023F 金控獲利成長 107% 高於金控，維持「增加持股」評等，目標價 52 元，基於總和評量法模型，約 2024F 股價淨值比 1 倍。

投資風險

全球金融市場轉弱；人壽投資收益率不如預期。

主要財務數據及估值

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
淨收益 (NT\$百萬)	629,914	625,963	341,434	359,940	372,604
淨提存 (NT\$百萬)	(465,272)	(380,893)	(202,876)	(176,617)	(185,347)
提存前獲利 (NT\$百萬)	546,888	540,419	252,823	268,556	280,306
稅後淨利 (NT\$百萬)	74,579	139,514	37,359	77,486	81,083
每股盈餘 (NT\$)	5.66	10.59	2.55	5.28	5.53
每股淨值 (NT\$)	60.83	61.51	34.55	45.60	52.40
每股現金股利 (NT\$)	2.50	3.50	0.90	2.10	2.50
每股盈餘成長率 (%)	18.8	87.1	(76.0)	107.4	4.6
稅後純益成長率 (%)	18.8	87.1	(73.2)	107.4	4.6
本益比 (x)	7.9	4.2	17.5	8.4	8.1
股價淨值比 (x)	0.7	0.7	1.3	1.0	0.8
殖利率 (%)	5.6	7.9	2.0	4.7	5.6
股東權益報酬率 (%)	10.1	17.3	5.7	13.2	11.3
平均資產報酬率 (%)	0.7	1.2	0.3	0.6	0.6

資料來源：公司資料、凱基

圖 1: 國泰金 2Q23 稅後淨利年增 75%，主要人壽及產險均較 1Q23 轉虧為盈，銀行及證券各獲利年增 27%及 66%

百萬元	2022 獲利	YoY(%)	1Q23 獲利	YoY (%)	2Q23 獲利	QoQ(%)	YoY (%)	Jul-23 獲利	YoY (%)	MoM(%)	Jan-Jul 23 獲利	YoY (%)	2023F 獲利 達成率 (%)
國泰金控	37,359	(73.2)	7,009	(79.5)	25,487	263.6	74.6	16,080	511.4	(0.1)	48,980	(5.2)	63.2
國泰人壽	33,667	(70.0)	-2,156	N.A	14,901	N.A	4.9	12,770	561.7	8.6	25,790	(38.9)	65.5
國泰世華銀行	25,590	9.6	9,113	35.4	8,299	(8.9)	27.7	2,860	13.9	7.5	20,400	27.7	63.8
國泰產險	-19,622	N.A	-575	N.A	757	N.A	N.A	270	N.A	(22.9)	450	N.A	26.8

資料來源：公司資料；凱基預估

圖 2: 國泰金 2023F/2024F 獲利預估

百萬元	2023F				2024F			
	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)
國泰金控	77,486	71,346	8.6	107.4	81,083	81,006	0.1	4.6
國泰人壽	39,346	34,263	14.8	16.9	42,181	42,419	(0.6)	7.2
國泰世華銀行	31,998	32,038	(0.1)	25.0	34,492	34,408	0.2	7.8
國泰產險	1,677	1,875	(10.6)	N.A	2,989	3,185	(6.1)	78.3

資料來源：公司資料；凱基預估

圖 3: 由於 7 月投資型商品法令修改帶動 2Q23 保單熱賣效應年增 42%，1H23 初年度保費年減幅度下降至 2%，但 1H23 新契約價值年增 5%

百萬元	2022	YoY (%)	1Q23	YoY(%)	2023	YoY(%)	QoQ(%)	
新契約價值	26,600	(7.6)	7,000	(9.1)	6,900	25.5	(1.4)	
VNB/FYP (%)	21.0	7.00 ppts	24.0	6.0	20.0	11.1	(16.7)	
VNB/FYPE (%)	63.0	7.00 ppts	58.0	0.0	57.0	(3.4)	(1.7)	
初年度總保費收入組成								
	2022	YoY(%)	1Q23	YoY(%)	2023	YoY(%)	QoQ(%)	比重 (%)
傳統型壽險-儲蓄型	32,454	4.1	10,296	11.4	10,675	70.0	3.7	0.3
傳統型壽險-保障型	6,336	(10.6)	1,446	(48.8)	1,636	3.3	13.2	0.0
傳統型壽險	38,790	1.4	11,741	(2.7)	12,311	56.6	4.9	0.3
健康及意外險	8,663	9.7	2,006	(2.4)	2,536	49.2	26.4	0.1
利變型年金及投資型商品	78,485	(48.6)	14,868	(46.6)	25,031	35.2	68.4	0.6
其他	3,362	(7.7)	856	(0.1)	1,023	47.9	19.5	0.0
初年度總保費	129,300	(36.1)	29,500	(31.1)	40,900	42.0	38.6	100.0

資料來源：公司資料；凱基

圖 4: 國壽 2Q23 投資收入轉為年增 5%，主要 2Q23 外匯及其他虧損減少及經常性收益年增幅度擴大至 7.4%，及股債資本利得成長 21%

十億元	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	YoY (%)	1Q23	YoY (%)	QoQ(%)	2023	YoY (%)	QoQ (%)
經常性投資收益	161.1	173.8	197.3	228.0	212.2	215.0	242.6	12.9	59.0	13.7	(75.7)	67.0	7.4	13.5
債券類投資利得	29.4	21.2	15.1	36.4	65.0	63.1	5.6	(91.2)	2.2	(79.6)	(59.7)	1.2	1,969.6	(48.4)
股票類投資利得	18.2	43.6	49.4	38.9	75.0	116.2	23.3	(80.0)	13.4	(22.0)	(42.5)	11.5	10.4	(14.3)
來自股債之資本利得	47.6	64.9	64.5	75.3	140.0	179.3	28.9	(83.9)	15.6	(44.5)	(45.8)	12.6	20.9	(19.2)
外匯及其他	(21.3)	(28.3)	(44.0)	(61.7)	(90.2)	(46.4)	(2.9)	N.A	(22.8)	N.A	N.A	(0.4)	N.A	N.A
投資型不動產公允價值變動	5.0	(0.8)	(0.7)	0.9	1.9	1.1	2.7	147.29	(0.0)	N.A	N.A	(0.0)	N.A	N.A
總投資收入	192.3	209.7	217.0	242.6	263.9	348.9	271.3	(22.3)	51.8	(40.2)	(80.9)	79.2	5.0	52.9
總投資資產	5,001	5,503	5,761	6,415	6,945	7,254	7,331	1.1	7,408	2.8	1.1	7,529	6.9	1.6
投資報酬率 (%)	4.02	4.02	3.82	3.95	3.93	4.92	3.73	(1.19)	2.69	(2.05)	(1.04)	3.44	(1.04)	0.75

資料來源：公司資料；凱基

圖 5: 國壽 1H23 投報率上揚至 3.44%，年減幅度下降至 1.04%，主要 1H23 避險成本 1Q23 減少 0.94%至 0.87%，加上新錢收益率提升帶動 1H23 避險前經常性收益率年增擴大至 20 基點至 3.36%，抵銷資本利得年減 0.5%

國泰人壽投資收益率及保單資金成本，百分比

	國泰人壽						富邦人壽					
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	YoY	1Q23	YoY	1H23	YoY	YoY
投資收益率(避險後)	4.0	3.82	3.95	3.93	4.92	3.73	(1.19)	2.69	(2.23)	3.44	(1.04)	4.06
經常性投資收益率(避險前)	3.4	3.50	3.65	3.19	3.02	3.37	0.35	3.15	0.32	3.36	0.20	3.50
保單資金成本(準備金為分母)	4.11	4.03	3.95	3.83	3.77	3.74	(0.03)	3.75	(0.02)	3.76	0.02	3.14
保單資金成本(投資資產為分母)	3.68	3.70	3.50	3.36	3.33	3.31	(0.02)	3.32	0.03	3.44	(0.07)	3.01
投資收益率減保單資金成本(投資資產為分母)	0.32	0.12	0.45	0.57	1.59	0.42	(1.17)	(0.63)	(2.22)	(0.00)	(0.97)	0.92
經常性投資(避險前)減保單資金成本(投資資產為分母)	(0.28)	(0.20)	0.15	(0.17)	(0.31)	0.06	0.37	(0.17)	0.14	(0.08)	0.27	0.36
避險成本	0.89	1.28	1.40	1.72	1.10	0.14	(0.96)	1.81	2.24	0.87	1.08	0.88
經常性投資收益率(避險後)	2.79	2.64	2.72	2.06	2.29	3.28	0.99	1.93	(0.36)	2.77	(0.53)	2.57
實現利得與其他	1.21	1.18	1.23	1.87	2.63	0.45	(2.18)	0.76	(1.87)	0.67	(0.51)	1.49
經常性投資收益率(避險後)比重	69.6	69.2	68.8	52.4	46.5	87.8	41.3	71.7	25.1	80.6	6.8	63.3
實現利得與其他比重	30.4	30.8	31.2	47.6	53.5	12.2	(41.3)	28.3	(25.1)	19.4	(6.8)	36.7

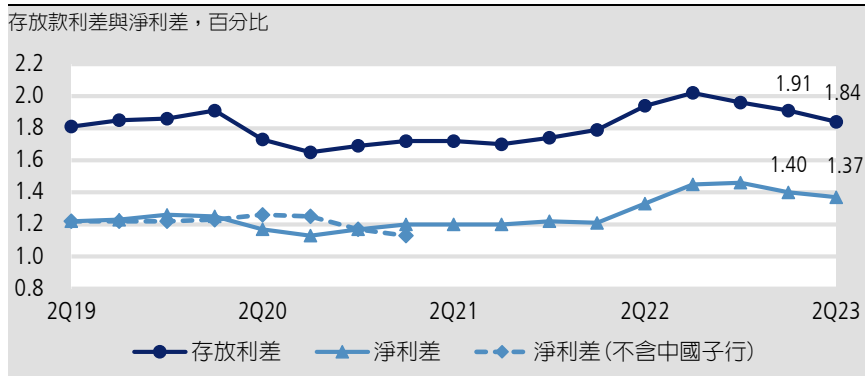
資料來源：公司資料；凱基

圖 6：國壽 1H23 投資報酬率上揚至 3.44%，2Q23 金融資產未實現虧損持續較上季改善 160 億元至虧損 1,300 億元(股票獲利 300 億元及債券虧損 1,600 億元)

	國泰人壽											富邦人壽			
投資資產配置(百萬)	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	YoY (%)	1Q23	YoY (%)	1H23	YoY (%)	QoQ (%)	1H23	YoY(%)	QoQ(%)
現金及約當現金	87,000	61,000	237,000	335,000	316,000	300,000	(5.1)	289,000	151.3	266,000	548.8	(8.0)	158,400	(14.3)	(17.8)
國內股票	465,000	431,000	322,000	438,000	519,000	373,000	(28.1)	433,000	(10.7)	438,000	(2.7)	1.2	478,500	13.0	2.9
國外股票	347,000	388,000	370,000	407,000	465,000	408,000	(12.3)	423,000	(6.8)	418,000	(4.3)	(1.2)	301,500	13.6	19.9
國內債券	305,000	287,000	505,000	553,000	572,000	517,000	(9.6)	525,000	(14.6)	568,000	7.2	8.2	606,100	7.6	(0.5)
國外債券	3,063,000	3,374,000	3,777,000	4,028,000	4,189,000	4,539,000	8.4	4,576,000	6.0	4,663,000	7.5	1.9	2,744,900	4.5	1.8
擔保放款	444,000	411,000	341,000	311,000	308,000	280,000	(9.1)	265,000	(12.3)	250,000	(15.8)	(5.7)	108,800	(15.8)	(4.3)
保單貸款	166,000	170,000	171,000	167,000	170,000	167,000	(1.8)	164,000	(2.4)	166,000	(1.8)	1.2	75,600	(0.5)	0.9
不動產	496,000	501,000	526,000	537,000	548,000	562,000	2.6	564,000	2.5	567,000	1.8	0.5	346,800	2.4	2.4
其他	130,000	140,000	165,000	168,000	168,000	182,000	8.3	170,000	(17.5)	193,000	(13.1)	13.5	N.A.	N.A.	N.A.
總投資金額	5,503,000	5,761,000	6,415,000	6,945,100	7,254,100	7,330,600	1.1	7,407,800	2.8	7,529,100	6.9	1.6	4,820,700	4.6	1.7
投資資產配置佔比(%)	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	YoY (ppts)	1Q23	YoY (ppts)	1H23	YoY (ppts)	QoQ (ppts)	1H23	YoY (ppts)	QoQ (ppts)
現金及約當現金	1.6	1.1	3.7	4.8	4.4	4.1	(0.3)	3.9	2.3	3.5	3.0	(0.4)	3.3	(0.7)	(0.8)
國內股票	8.4	7.5	5.0	6.3	7.2	5.1	(2.1)	5.8	(0.9)	5.8	(0.6)	(0.0)	9.9	0.7	0.1
國外股票	6.3	6.7	5.8	5.9	6.4	5.6	(0.8)	5.7	(0.6)	5.5	(0.7)	(0.2)	6.3	0.5	0.9
國內債券	5.5	5.0	7.9	8.0	7.9	7.1	(0.8)	7.1	(1.4)	7.5	0.0	0.5	12.6	0.3	(0.3)
國外債券	55.7	58.6	58.9	58.0	57.7	61.9	4.2	61.8	1.9	61.9	0.3	0.2	56.9	(0.1)	0.1
擔保放款	8.1	7.1	5.3	4.5	4.2	3.8	(0.4)	3.6	(0.6)	3.3	(0.9)	(0.3)	2.3	(0.5)	(0.1)
保單貸款	3.0	3.0	2.7	2.4	2.3	2.3	(0.1)	2.2	(0.1)	2.2	(0.2)	(0.0)	1.6	(0.1)	(0.0)
不動產	9.0	8.7	8.2	7.7	7.6	7.7	0.1	7.6	(0.0)	7.5	(0.4)	(0.1)	7.2	(0.2)	0.1
其他	2.4	2.4	2.6	2.4	2.3	2.5	0.2	2.3	(0.6)	2.6	(0.6)	0.3	N.A.	N.A.	N.A.
總投資	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0		100.0		100.0			100.0		
投資報酬率(%)	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	YoY (ppts)	1Q23	YoY (ppts)	1H23	YoY (ppts)	QoQ (ppts)	1H23	YoY (ppts)	QoQ (ppts)
現金及約當現金	0.50	0.60	0.60	0.40	0.20	0.70	0.50	1.30	1.10	1.60	1.30	0.30	1.20	0.90	0.09
國內股票	9.10	9.60	7.90	13.50	20.90	8.20	(12.70)	6.90	(3.60)	8.00	(2.00)	1.10	14.35	(6.74)	0.83
國外股票	8.30	8.70	6.50	5.50	11.60	4.80	(6.80)	5.40	(3.40)	6.90	(2.20)	1.50	7.60	(7.06)	0.86
國內債券	2.10	3.60	5.70	4.60	1.70	3.20	1.50	6.10	3.90	5.10	2.50	(1.00)	2.31	0.76	(0.03)
國外債券	5.00	4.60	5.30	5.50	5.40	3.70	(1.70)	3.80	(0.50)	3.80	(0.10)	0.00	3.78	(0.45)	(0.05)
擔保放款	1.80	2.00	2.10	1.70	1.40	2.10	0.70	2.60	0.70	2.50	0.60	(0.10)	2.07	0.52	0.06
保單貸款	5.80	5.80	5.60	5.60	5.40	5.30	(0.10)	5.00	(0.60)	5.10	(0.30)	0.10	4.48	(0.02)	0.02
不動產	2.30	2.30	2.70	2.90	2.40	2.70	0.30	2.50	(0.30)	2.40	(0.70)	(0.10)	3.78	1.66	0.07
總投資	4.02	3.82	3.95	3.93	4.92	3.73	(1.19)	2.69	(2.05)	3.44	(1.04)	0.75	4.06	(1.88)	0.74
攤除成本	0.89	1.28	1.40	1.72	1.10	0.14	(0.96)	1.81	2.24	0.87	1.08	(0.94)	0.88	1.40	(1.00)

資料來源：公司資料；凱基

圖 7：2Q23 銀行淨利差季減 3 基點至 1.37%，1H23 銀行淨利差(含 FX swap)較 1Q23 下滑 1 基點至 1.57%



資料來源：公司資料；凱基

圖 8：2Q23 國泰世華銀放款年增率減緩至 12%，主要企業及消費均放緩

十億元	2017	2018	2019	2020	2021	1Q22	2Q22	3Q22	2022	1Q23	2Q23	比重(%)
企業貸款	616.4	680.9	635.1	626.5	653.2	678.0	691.2	704.0	709.7	764.4	764.1	36.0
房貸	672.3	724.7	698.9	783.3	856.5	881.2	926.7	969.0	999.0	1,014.3	1,044.9	49.2
個人放款	132.9	151.7	179.9	210.8	251.8	259.9	268.1	278.4	285.6	288.1	296.1	13.9
總放款	1,422	1,557	1,514	1,621	1,780	1,836	1,904	1,970	2,013	2,085	2,125	100.0
YoY (%)	2017	2018	2019	2020	2021	1Q22	2Q22	3Q22	2022	1Q23	2Q23	QoQ
企業貸款	(3.6)	10.5	(6.7)	(1.4)	4.3	3.3	2.7	4.0	8.6	12.7	10.5	(0.0)
房貸	21.8	7.8	(3.6)	12.1	9.3	6.6	10.8	15.4	16.6	15.1	12.8	3.0
個人放款	31.1	14.1	18.6	17.2	19.4	19.3	15.6	16.9	13.4	10.9	10.4	2.8
總放款	10.0	9.5	(2.8)	7.0	9.8	8.0	8.2	11.1	13.1	13.6	11.6	1.9

資料來源：公司資料；凱基

圖 9：受惠財管及信用卡消費上揚帶動 2Q23 手續費收入年增幅度上揚至 44.4%

百萬元	2022	YoY (%)	1Q23	YoY (%)	2Q23	YoY (%)	1H23	比重(%)	YoY (%)
財富管理	10,625	(10.1)	3,254	(12.0)	2,657	12.8	5,912	56.3	(2.4)
信用卡	5,195	22.0	1,468	56.8	1,986	166.7	3,455	32.9	105.5
外匯	163	(0.5)	27	(36.3)	5	(82.6)	32	0.3	(55.3)
聯貸	561	(14.4)	127	(33.9)	146	81.3	273	2.6	0.1
其他	1,557	18.8	419	26.9	411	5.3	830	7.9	15.2
銀行手續費收入	18,100	(0.5)	5,300	1.9	5,200	44.4	10,500	100.0	19.3

資料來源：公司資料；凱基

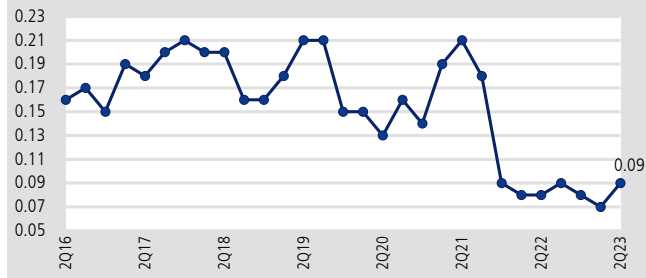
圖 10: 國泰金評價

總和評價法	總值(百萬元)	每股價值(元)
國泰人壽隱含價值 (0.5X 2024F EV)	528,123	36.0
國泰世華銀淨值 (1.1X 2024F 淨值)	312,658	21.3
國泰產險淨值 (1.0X 2024F淨值)	17,329	1.2
國泰金淨債務 (1X 2024F)	(97,052)	(6.6)
總計 (NT\$mn)	761,058	52.0
流通在外普通股股數(百萬股)	14,669	
目標價(約1X 2024F 國泰金淨值)		52.0

資料來源：凱基

圖 11: 2Q23 銀行逾放比 0.09%

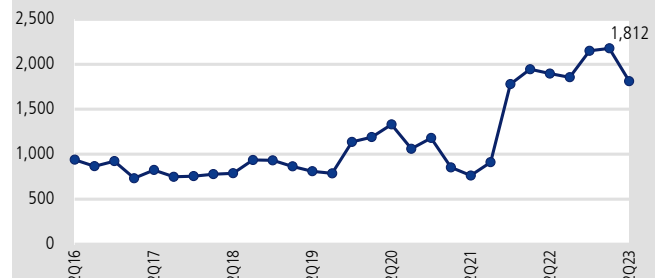
逾放比，百分比



資料來源：TEJ；凱基

圖 12: 國泰世華銀 2Q23 備抵呆帳覆蓋率 1,812%

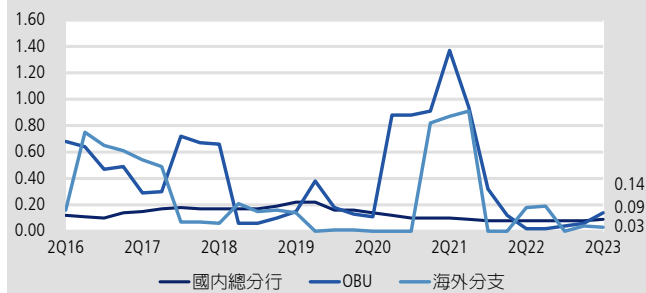
備抵呆帳覆蓋率，百分比



資料來源：TEJ；凱基

圖 13: 地區別逾放比

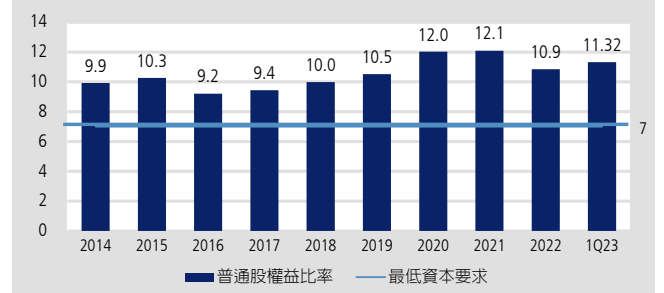
地區別逾放比，百分比



資料來源：TEJ；凱基

圖 14: 國泰世華銀普通股權益比率

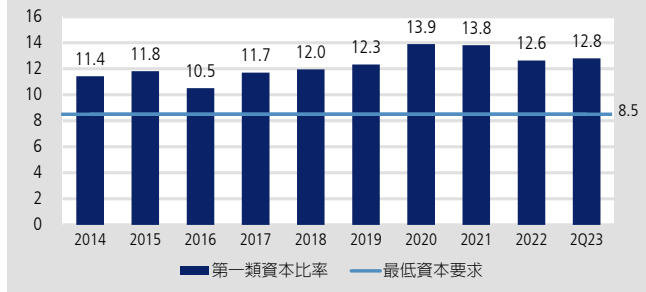
普通股權益比率，百分比



資料來源：TEJ；凱基

圖 15: 國泰世華銀第一類資本適足率

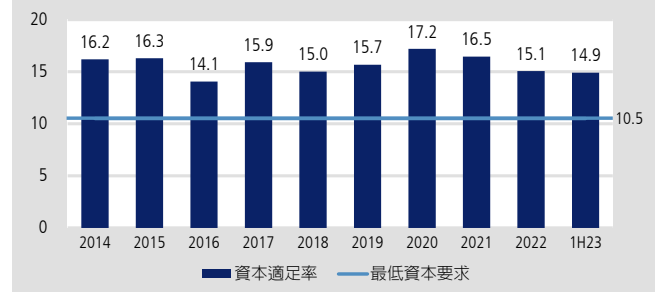
第一類資本比率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 16: 國泰世華銀資本適足率

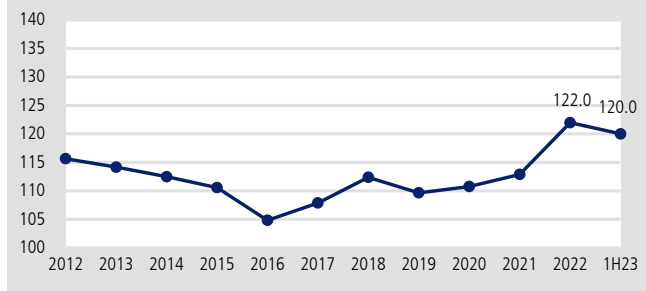
資本適足率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 17: 2Q23 國泰金雙重槓桿比率下降至 120%

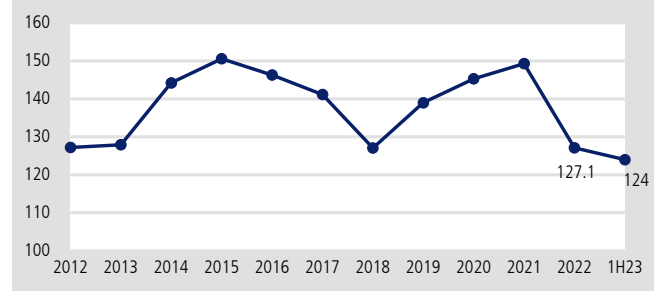
雙重槓桿比率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 18: 金控資本適足率

資本適足率，百分比



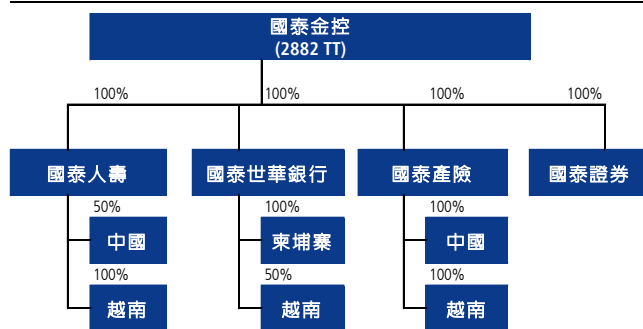
資料來源：公司資料；凱基

圖 19: 公司概況

國泰金是台灣最大金融控股公司，成立於 2001 年，以保險及銀行為主體，2014 年 6 月資產達 2,173 億美元。國泰金旗下涵蓋業務包括壽險、產險、銀行、證券及資產管理，其中壽險資產規模 4.4 兆元台幣及保費市佔率 22% 均為台灣壽險業排名首位，1H14 銀行存、放款規模分別為 5.2% 及 4.5% 排名第 8 及 10 名，除了深耕台灣市場，國泰金積極佈局亞洲市場，國泰人壽及國泰世華銀行均深入越南及大陸市場，近期亦積極發展資產管理業務，2014/11/12 宣布併購美國康寧(Conning)資產管理公司，建立橫跨美、歐、亞資產管理平台

資料來源：凱基

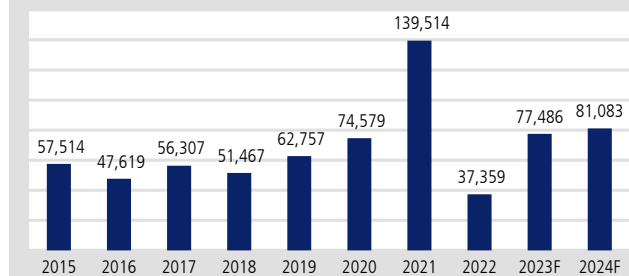
圖 20: 組織結構圖



資料來源：公司資料；凱基

圖 21: 稅後淨利

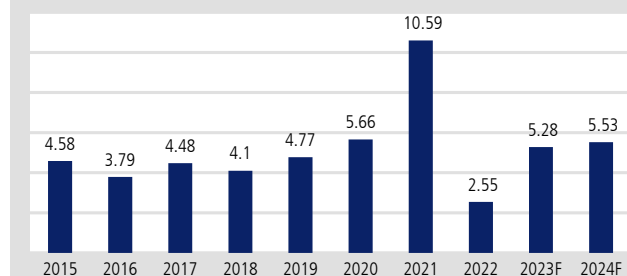
稅後淨利，百萬元



資料來源：凱基

圖 22: 每股盈利

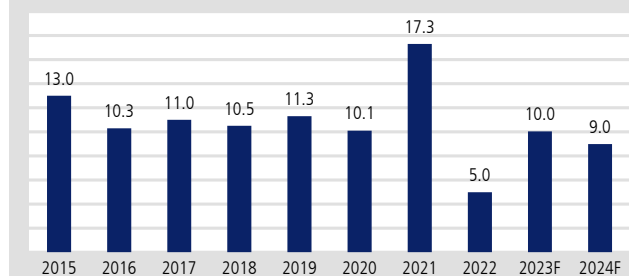
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 23: 股東權益報酬率

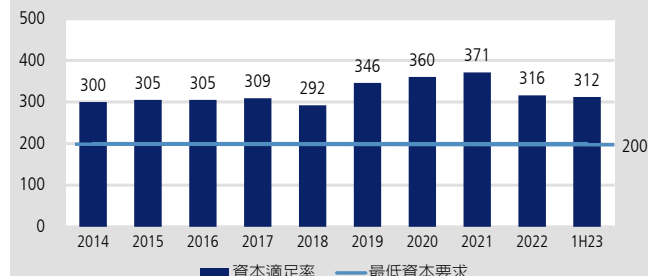
股東權益報酬率，百分比



資料來源：凱基

圖 24: 國壽 1H23 RBC 回升至 312%

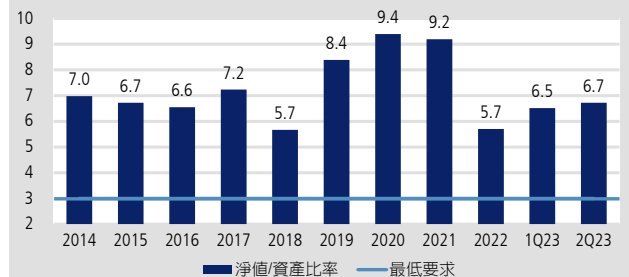
資本適足率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 25: 2Q23 國泰人壽淨值/資產比重上揚至 6.7%

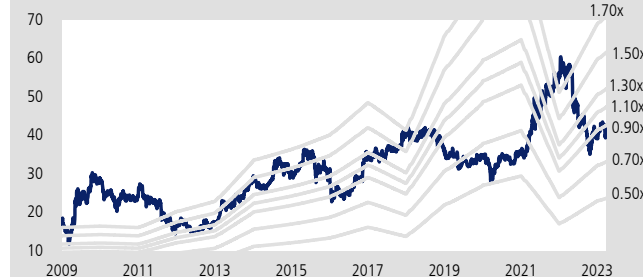
淨值/資產比率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 26: 國泰金 12 個月前瞻股價淨值比

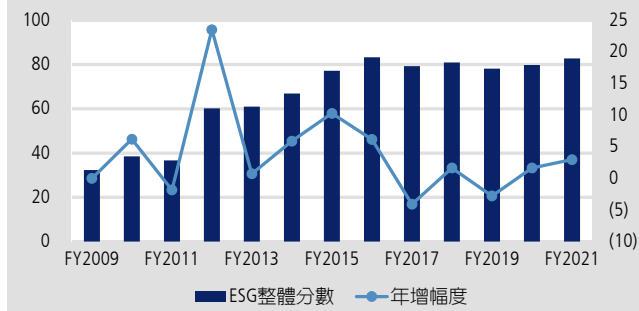
股價，元(左軸)；股價淨值比，倍(右軸)



資料來源：TEJ；凱基

圖 27：ESG 整體分數

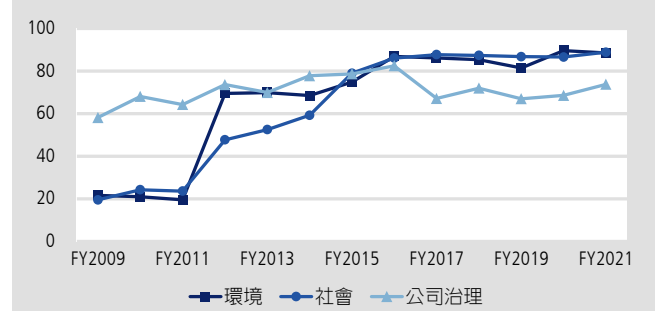
ESG 整體分數 (左軸)：年增幅度，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 28：ESG 各項分數

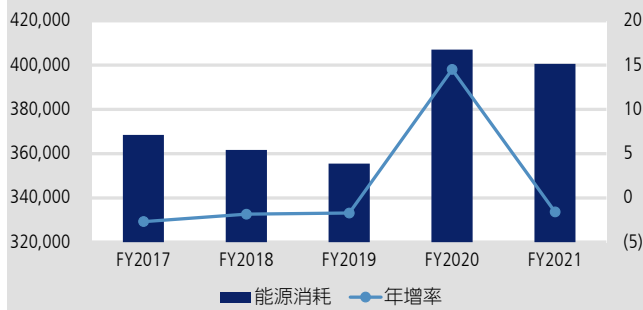
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 29：能源消耗

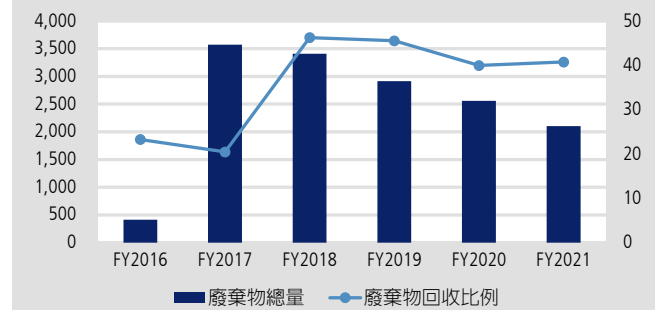
能源消耗，十億焦耳 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 30：廢棄物總量

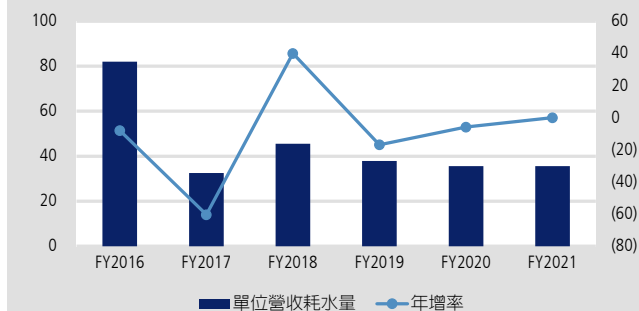
廢棄物總量，噸 (左軸)：廢棄物回收比例，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 31：耗水量

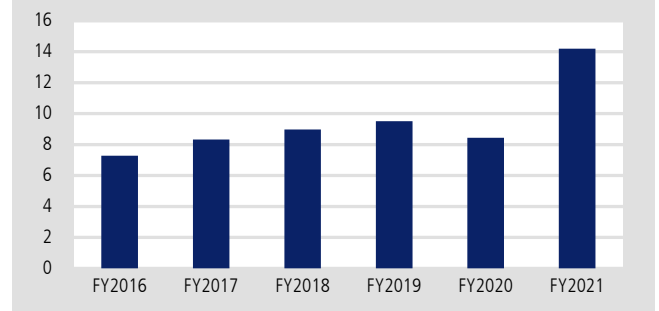
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 32：員工流動率

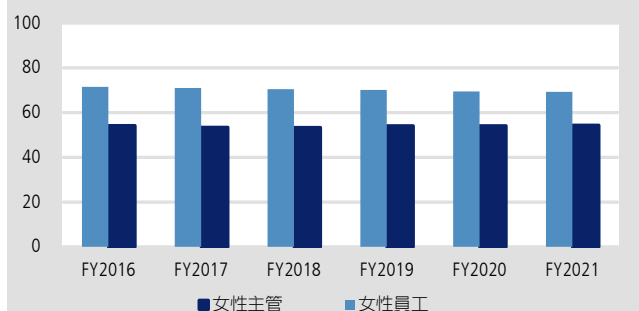
員工流動率，百分比



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 33：性別多樣性

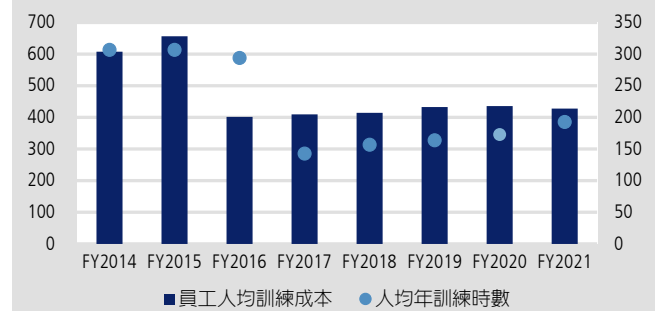
女性主管與員工比例，百分比



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 34：員工訓練

員工人均訓練成本，美元 (左軸)：人均年訓練時數，小時 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

ESG 圖表定義

項目	定義	說明
能源使用	直接與間接能源消耗總量(十億焦耳) - 公司運營範圍內消耗之能源總量 - 能源使用總量 = 直接能源消耗總量 + 間接能源消耗量 - 總能源使用量包括購買的能源、生產的能源 - 就公用事業而言，輸電/電網損耗為其業務活動之一部分，被視為總能源消耗，數據不包括為滿足能源使用而生產的電力（公用事業為出售而生產） - 就公用事業而言，用於能源生產的煤、天然氣或核能等原料不屬於「總能源使用」項下	
購買之再生能源	Primary 再生能源購買總量(十億焦耳) - 公司各種來源之能源消耗量與購買的能源中屬於自然界可再生者（太陽能、風能、水能、生物質能、地熱能）之量 - 如無證據顯示再生能源由公司生產，則所報告的能源數據視為購買的再生能源	2020 年再生能源使用 272,000 度，較 2019 年之 156,000 度大幅成長。
再生能源使用率	再生能源占總能源消耗量之比例	
CO2 約當排放量	直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸) - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)	國泰 2020 年排放 53,732 公噸二氧化碳，較 2016 年減少 6.76%。
CO2 約當排放量營收比	直接 CO2 與 CO2 約當排放量（公噸）銷售（百萬元）比 - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)	
廢棄物總量	廢棄物總量(公噸) - 總廢棄物 = 無害廢棄物 + 有害廢棄物 - 僅考慮固體廢棄物，但如液體廢棄物以公噸為單位呈報，則會將其加入求得包含液體廢棄物之總量 - 對於採礦、石油與天然氣等行業，tailings、廢石、煤、飛灰等廢棄物亦考慮在內	
廢棄物回收率	公司呈報的廢棄物回收率 - 廢棄物回收率 = 廢棄物回收量/總廢棄物*100 - 廢棄物轉化為能源或經由廢棄物焚燒產生能源視為廢棄物回收 - 經由堆肥回收的廢棄物視為回收之廢棄物	
總取水量	總取水量(立方公尺) - 由呈報組織直接或經水公司等中介機構從任何水源抽取的總水量 - 水井、城鎮/公用事業/市政用水、河水、地表水等不同之水源均予以考慮	
環保支出	環保支出總金額 - 所有用於環境保護，或防止、減少、控制環境因素、影響、危害的投資與支出，亦包括處置、處理、衛生、清理支出	
員工流動率	員工流動率 - 包括任何原因（自願或非自願）離開公司的員工，如辭職、退休、自然離職/死亡、醫療失能、冗員、裁員、重組、解僱、裁減或定期合約到期 - 員工流動率 = (離開之員工/平均員工人數) *100 - 平均員工人數 = (本年末員工人數 + 去年末員工人數) /2 - 本財年末員工數 = 上個財年末員工數 + 新員工數 - 離開之員工數	2020 年自願離職退休率(含退休)為 8.24%，非自願離職率為 0.2%。
女性經理	女性經理百分比 - 女性經理占公司經理的百分比 - 如有不同階層之百分比，如最高階、高階、中階、初階，則會考慮中階女性經理之百分比 - 女性經理百分比 = 女性經理人數/經理總數*100	2020 年女性主管比率為 54%，高階女性主管比率為 28.49%，較過去持續成長。
女性員工	女性員工百分比 - 女性員工占公司員工總數的百分比 - 女性員工百分比 = 女性人數/員工總數*100	2020 年女性員工比例為 69%，較 2019 年之 71%小幅下降。
教育訓練總時數	所有員工教育訓練總時數 - 僅考慮員工教育訓練時數 - 包括一般員工所有類型的教育訓練（如健康與安全、環境、急難事件救援、技能與職業發展） - 如果數據以天為單位，則乘以 8，係假設 1 天 = 8 小時工作	
每位員工教育訓練時數	平均每年每位員工總教育訓練時數	2020 年人均訓練時數為 173 小時，2017-2020 年間持續增長。

資料來源：Refinitiv：凱基

資產負債表 - 國泰人壽

NTS百萬元	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
現金與約當現金	335,000	316,000	300,000	270,548	280,943
國內股票	438,000	519,000	373,000	445,489	304,670
國外股票	407,000	465,000	408,000	425,147	441,483
國外債券	553,000	572,000	517,000	577,712	599,909
國外債券	4,028,000	4,189,000	4,539,000	4,742,732	5,082,896
房貸	311,000	308,000	280,000	254,275	264,045
保單放款	167,000	170,000	167,000	168,838	175,326
不動產	537,000	548,000	562,000	576,695	598,853
總投資資產	6,944,000	7,278,000	7,328,000	7,604,638	7,896,829
其他資產	731,559	812,312	844,430	825,528	825,528
總資產	7,675,559	8,090,312	8,172,430	8,430,166	8,722,357
保單準備	6,056,982	6,413,221	6,726,563	6,885,294	7,116,678
其他負債	897,451	934,959	980,078	941,156	941,156
總負債	6,954,433	7,348,180	7,706,641	7,826,449	8,057,834
普通股	58,515	58,515	63,515	63,515	63,515
特別股	0	0	0	0	0
資本公積	60,607	60,595	90,924	90,931	90,931
未分配盈餘	416,093	529,718	531,546	571,135	613,316
其他	178,513	85,615	-229,169	-131,259	-112,634
股東權益	721,126	742,133	465,789	603,717	664,523

損益表 - 國泰人壽

NTS百萬元	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
簡單保費收入	582,663	501,639	412,891	361,997	352,982
初年度保費收入	160,787	201,823	129,300	129,185	135,754
自留滿期保費收入	579,563	498,398	409,196	360,506	350,981
自留保險給款與給付	-272,516	-287,462	-397,984	-395,385	-368,635
淨佣金費用	-35,815	-34,445	-30,977	-30,658	-21,179
手續費收入	8,701	10,715	10,804	10,994	11,214
保險負債淨變動	-462,233	-376,771	-188,389	-174,439	-231,385
投資收益	263,907	348,947	271,296	306,658	318,205
營業費用	-32,066	-35,562	-36,119	-34,106	-12,284
其他費用	343	698	1,997	2,328	2,560
營業費用	-31,723	-34,863	-34,122	-31,778	-9,724
稅前淨利	51,473	126,081	41,682	47,094	49,625
所得稅	1,209	-12,916	-7,513	-7,359	-7,444
稅後淨利	51,745	112,231	33,667	39,346	42,181
每股盈餘	9.00	19.34	5.38	6.26	6.64
平均股東權益報酬率	8.0%	15.5%	5.7%	7.4%	6.7%
每股淨值 (Life)	121.97	125.51	71.92	93.57	103.15
稅後淨利成長率	36.7%	116.9%	-70.0%	16.9%	7.2%
初年度保費成長率	-19.5%	25.5%	-35.9%	-0.1%	5.1%
自留滿期保費成長率	-4.6%	-14.0%	-17.9%	-11.9%	-2.6%

國泰金控獲利組成

NTS百萬元	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
國泰世華銀行	21,855	23,345	25,591	31,998	34,492
國泰人壽	51,745	112,231	33,667	39,346	42,181
國泰產險	2,174	2,175	-19,622	1,677	2,989
國泰金控	74,579	139,514	37,359	77,486	81,083

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表 - 國泰世華銀行

NTS百萬元	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
客戶貸款	1,688,142	1,834,662	2,072,668	2,275,360	2,469,672
貼現及放款	26,846	27,585	27,586	37,129	37,434
同業及其他金融機構貸款	129,504	234,546	266,322	378,583	393,955
FVTOCI及AC金融資產	1,161,870	1,170,908	1,231,343	1,258,400	1,309,496
其他有息資產	99,814	108,242	119,639	112,221	116,778
現金及約當現金	71,007	65,389	119,617	89,992	93,646
聯營公司投資	1,863	1,832	1,622	1,679	1,747
物業					
固定資產	25,977	25,162	26,482	26,427	26,427
其他無息資產	0	4,347	0	157	164
無息資產總額	50,987	44,138	54,157	51,310	51,310
資產總額	3,229,460	3,499,323	3,887,031	4,177,719	4,447,321
同業存款	67,207	75,681	97,309	175,172	232,894
客戶存款	2,648,995	2,935,694	3,246,162	3,386,872	3,477,612
其他有息負債	204,116	186,902	223,330	257,114	341,838
有息負債總額	2,920,318	3,198,278	3,566,801	3,819,157	4,052,344
營業及負債準備					
其他無息負債	62,487	50,318	78,506	82,319	82,319
無息負債總額	62,487	50,318	78,506	82,319	82,319
負債總額	2,982,805	3,248,596	3,645,307	3,901,476	4,134,663
普通股股本	106,986	106,986	108,599	108,599	108,599
未分配盈餘	88,733	98,502	104,852	137,077	171,865
資本公積	38,687	38,687	38,859	38,869	38,869
其他	7,890	2,176	-14,575	-8,302	-6,675
股東權益	242,297	246,351	237,734	276,243	312,658
少數股東權益	4,359	4,376	3,990	4,134	4,134
優先股股東資金					
母公司股東權益	246,656	250,727	241,724	280,377	316,792
股東權益及負債總額	3,229,460	3,494,947	3,887,031	4,177,719	4,447,321

損益表 - 國泰世華銀行

NTS百萬元	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
利息收入	50,093	49,075	70,174	100,952	108,181
利息支出	14,869	10,536	21,469	47,992	51,077
淨利息收益	35,223	38,539	48,704	52,960	57,103
手續費及佣金收入	16,331	18,346	18,246	19,929	20,925
交易相關淨損益	9,482	6,956	6,711	11,497	8,985
其他非利息淨損益	855	502	1,180	827	843
非利息收入	0	0	0	0	0
營業收入	61,891	64,342	74,841	85,213	87,857
營業費用	32,686	33,877	38,307	41,478	42,292
淨收益	29,205	30,466	36,534	43,735	45,565
呆帳撥存	3,382	2,986	5,524	5,214	5,114
稅前純益	25,823	27,479	31,010	38,521	40,451
所得稅費用	3,511	3,670	5,298	6,249	5,663
稅後淨利	22,312	23,809	25,713	32,272	34,788
合併淨收入	22,312	23,809	25,713	32,272	34,788
少數股東損益	458	464	122	274	295
稅後淨利	21,855	23,345	25,591	31,998	34,492
股息	-15,532	-16,048	-2,056	-22,590	-24,351
保留盈餘	6,323	7,297	23,536	9,408	10,141
每股盈餘	2.09	2.23	2.37	2.97	3.20
平均股東權益報酬率	9.50%	9.74%	10.62%	12.56%	11.81%
逾放比率	0.14%	0.09%	0.08%	0.11%	0.11%
備抵呆帳覆蓋率	114628%	119830%	138594%	1394%	1283%
信用成本	0.20%	0.16%	0.27%	0.23%	0.21%
成本收入比	52.81%	52.65%	51.18%	48.68%	48.14%
淨利差	1.18%	1.21%	1.36%	1.39%	1.40%
存放比	63.8%	62.6%	64.1%	67.1%	71.0%
手續費收入成長率	7.0%	8.7%	13.3%	9.6%	8.9%
手續費收入成長率	-4.4%	12.3%	-0.5%	9.2%	5.0%
提存前應利成長率	-0.4%	4.3%	19.9%	19.7%	4.2%
稅後淨利成長率	0.1%	6.8%	9.6%	25.0%	7.8%

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
Gross loans to customers	2,168,122	2,314,700	2,523,103	2,695,891	2,906,460
貼現及放款	2,141,276	2,287,115	2,495,517	2,658,761	2,869,026
同業及其他金融機構貸款	129,504	234,546	266,322	532,836	571,272
FVTOCI及AC金融資產	6,539,535	6,900,930	7,152,961	7,400,853	7,701,357
其他有息資產	-	-	-	(0)	-
現金及約當現金	536,716	467,635	412,014	325,709	349,204
聯營公司投資	33,036	32,615	32,883	33,134	33,134
固定資產	98,405	97,852	108,551	108,841	108,841
無形資產	54,002	51,544	51,637	51,059	51,059
其他無息資產	-	-	-	-	-
Total non-interest earning assets	2,140,157	2,171,770	2,156,086	2,076,874	2,138,297
資產總額	10,950,472	11,594,361	12,070,886	12,669,324	13,279,953
同業存款	255,527	280,950	303,337	418,354	556,210
存款及匯款	2,615,799	2,871,960	3,185,436	3,328,053	3,417,218
其他有息負債	154,735	121,432	230,486	215,727	286,813
有息負債總額	3,026,061	3,274,343	3,719,259	3,962,135	4,260,241
營業及負債準備	6,117,073	6,448,259	6,842,132	7,000,600	7,256,834
其他無息負債	902,562	957,721	897,786	932,202	888,753
無息負債總額	7,019,635	7,405,980	7,739,918	7,932,802	8,145,587
負債總額	10,045,697	10,680,323	11,459,178	11,894,937	12,405,828
普通股股本	131,692	131,692	146,692	146,692	146,692
預收股款	-	-	-	-	-
普通股股本	131,692	131,692	146,692	146,692	146,692
保留盈餘	371,469	477,987	454,847	519,103	600,186
其他儲備	297,900	200,359	(94,699)	3,156	21,811
股東權益	801,061	810,038	506,840	668,951	768,689
少數股東權益	11,714	12,001	12,868	13,436	13,436
優先股股東資金	92,000	92,000	92,000	92,000	92,000
權益總額	904,776	914,039	611,708	774,387	874,125
股東權益及負債總額	10,950,472	11,594,361	12,070,886	12,669,324	13,279,953

主要財務比率

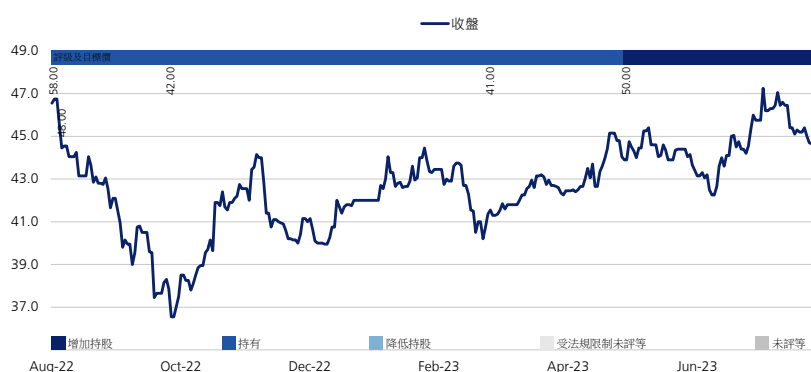
	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
年成長率					
淨利息增長	(2.8%)	2.1%	16.1%	8.0%	5.6%
營業收益增長	17.1%	(1.2%)	(53.2%)	6.2%	4.4%
稅後純益	18.8%	87.1%	(73.2%)	107.4%	4.6%
每股盈餘成長率	18.8%	87.1%	(76.0%)	107.4%	4.6%
獲利能力分析					
平均資產報酬率	0.7%	1.2%	0.3%	0.6%	0.6%
股東權益報酬率	10.1%	17.3%	5.7%	13.2%	11.3%
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	5.66	10.59	2.55	5.28	5.53
每股淨值 (NT\$)	60.83	61.51	34.55	45.60	52.40
每股現金股利 (NT\$)	2.50	3.50	0.90	2.10	2.50

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
利息收入	208,249	207,813	250,520	295,372	312,322
利息費用	(17,320)	(12,931)	(24,357)	(51,214)	(54,461)
淨利息收入	190,930	194,882	226,163	244,158	257,861
手續費及佣金收入	7,244	12,649	15,421	15,913	16,080
淨保險收入	312,998	218,484	1,436	(16,203)	(8,550)
交易收入	112,262	192,751	134,451	78,717	82,078
其他非利息收入	6,480	7,197	(36,038)	37,355	25,136
非利息收入	438,985	431,080	115,271	115,782	114,743
淨收益	629,914	625,963	341,434	359,940	372,604
營業費用	(83,027)	(85,543)	(88,610)	(91,384)	(92,298)
營業利益	546,888	540,419	252,823	268,556	280,306
壞帳減值損失	(3,178)	(3,484)	(4,778)	(4,966)	(5,114)
信用卡呆帳費用	-	-	-	-	-
提存各項保險責任金	(462,094)	(377,408)	(198,098)	(171,650)	(180,233)
呆帳費用及保險負債準備淨變動	(465,272)	(380,893)	(202,876)	(176,617)	(185,347)
稅前純益	81,616	159,526	49,948	91,939	94,958
所得稅費用[利益]	(5,658)	(18,637)	(11,986)	(12,636)	(11,974)
稅後淨利	75,958	140,889	37,962	79,303	82,984
合併淨收入	75,958	140,889	37,962	79,303	82,984
少數股東損益	(1,379)	(1,375)	(603)	(1,817)	(1,901)
稅後淨利	74,579	139,514	37,359	77,486	81,083
股息	(32,923)	(46,092)	(13,202)	(30,805)	(36,673)
保留盈餘	41,656	93,422	24,157	46,681	44,410
非常項目前稅後純益	74,579	139,514	37,359	77,486	81,083

資料來源：公司資料，凱基

國泰金 - 以往評級及目標價


日期	評級	目標價	收盤價
2023-05-26	增加持股	50.00	43.90
2023-03-22	持有	41.00	41.35
2022-10-20	持有	42.00	37.85
2022-08-29	持有	48.00	45.60
2022-05-23	持有	58.00	52.30
2022-03-22	增加持股	70.50	63.60
2021-11-16	增加持股	70.00	60.00
2021-08-25	增加持股	65.00	56.00
2021-08-10	增加持股	65.00	54.90
2021-05-17	增加持股	60.00	48.65

資料來源：TEJ，凱基

凱基證券集團據點

中國	上海	上海市靜安區南京西路 1601 號越洋國際廣場 1507 室 郵政編號：200040
台灣	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888 · 傳真 886.2.8501.1691
香港		香港灣仔港灣道十八號中環廣場四十一樓 電話 852.2878.6888 · 傳真 852.2878.6800
泰國	曼谷	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand 電話 66.2658.8888 · 傳真 66.2658.8014
新加坡		珊頓大道 4 號#13-01 新交所第二大廈 郵政編號：068807 電話 65.6202.1188 · 傳真 65.6534.4826
印尼		Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 Jakarta Selatan 12920 Indonesia 電話 62 21 250 6337

股價說明

等級	定義
增加持股 (OP)	對個股持正面看法，預期個股未來十二個月的表現超越凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
持有 (N)	對個股持中性看法，預期個股未來十二個月的表現符合凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
降低持股 (U)	對個股持負面看法，預期個股未來十二個月的表現低於凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
未評等 (NR)	凱基證券未對該個股加以評等。
受法規限制	受凱基證券集團內部政策和/或相關法令限制使凱基證券集團無法進行某些形式的資訊交流，其中包括提供評等給投資人參考。
未評等 (R)	
*總報酬 = (十二個月目標價-現價)/現價	

免責聲明

凱基證券投資顧問股份有限公司（以下簡稱本公司）為開發金控集團之成員。本報告之內容皆來自本公司認可之資料來源，但不保證其完整性及精確性。報告內容所提及之各項業務、財務等相關檔案資料及所有的意見及預估皆基於本公司於特定日期所做之判斷，故有其時效性限制，適後若有變更時，本公司將不做預告或更新。本報告內容僅供參考，並不提供或遊說客戶為買賣股票之投資依據。投資人應審慎考量本身之投資風險，並就投資結果自行負責。本公司及所屬集團成員，暨其主管或員工皆有可能持有報告中所提及的證券。本公司及所屬集團成員並可能經常提供投資銀行或其他服務給報告中提及之公司或向其爭取相關業務。本報告之著作權為本公司所有，非經本公司同意，本報告全文或部份內容，不得以任何形式或方式引用、轉載或轉寄。