

研究員：林振偉 davidstrath.lin@cim.capital.com.tw

前日收盤價 47.65 元
 目標價
 3 個月 51.50 元
 12 個月 51.50 元

國泰金(2882 TT)

Buy

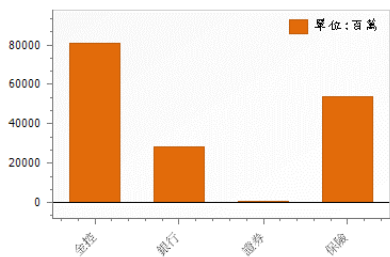
近期報告日期、評等及前日股價

8/26/2023 Buy 43.
 11/22/2022 Buy 42.1
 08/30/2022 Buy 45.6
 05/24/2022 Trading Buy 52.30
 03/23/2022 Trading Buy 63.60

公司基本資訊

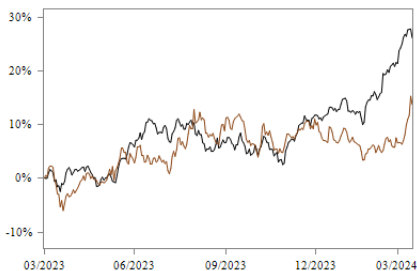
目前股本(百萬元) 162,025
 市值(億元) 7,721
 目前每股淨值(元) 48.64
 外資持股比(%) 20.61
 投信持股比(%) 1.40
 董監持股比(%) 1.16
 融資餘額(張) 18,458
 現金股息配發率(F)(%) 86.41

子公司獲利比重



股價相對大盤走勢

— 2882 — TWSE



股利政策提供支撐，維持買進。

投資建議：受惠銀行獲利來到新高，加上產險擺脫防疫險理賠影響，2023 年國泰金稅後盈餘 515 億元，YoY +36%，獲利明顯成長，由於金融市場同步回溫，帶動其他權益迴轉，預期 2023 年股利配發將優於往年，因此投資建議維持 Buy，目標價 51.5 元 (1.2x2023PBR)。

銀行獲利創下新高，國泰金獲利較去年同期成長 36%：2023 年國泰金稅後盈餘 515 億元，YoY +36%，主要是子公司國泰銀行獲利挹注金控收入，除此之外，受惠防疫險理賠告一段落，產險子公司獲利轉虧為盈。

主要子公司部分，國泰世華銀行稅後盈餘為 290 億元，YoY +12.8%，主要是因為放款來到雙位數成長使得核心獲利強健，稅後盈餘來到新高，壽險子宮 2023 年稅後盈餘為 290 億元，YoY -50.8%，主要是投資收益較低所致，另外產險子公司因擺脫防疫險理賠影響，國泰產險稅後盈餘 12 億元，較去年的虧損 196 億元明顯成長，因此金控在產險擺脫虧損及銀行獲利創下新高的狀況下，獲利較 2023 年成長 36%。

國泰世華銀核心收益成長，2024 年放款高個位數成長，利差穩定：國泰世華銀放款餘額為 2.25 兆元，YoY +12%，放款的成長延續動能。在產品類別部分，2023 年底企業放款餘額為 7,780 億元，YoY +9.62%，房貸餘額為 1.13 兆元，YoY +12.96%，個人放款餘額為 3,254 億元，YoY +13.9%，信用卡放款餘額為 192 億元，YoY +1.05%，2024 年預期會有高個位數的放款成長。

2023 年正向看待股利政策：2023 年國泰金盈餘成長明顯，其他權益改善明顯，2023 年為因應市場波動，國泰金將累積未分配盈餘 2269 億元全數提列到特別盈餘公積，截至 2023 年底，其他權益已經迴轉了 1484 億元，因此預期 2023 年的盈餘分配會較過往年度為佳。

| (百萬元) | 2023 | 2024F | 2025F | 4Q22 | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24F | 2Q24F | 3Q24F | 4Q24F |
|------------|---------|---------|---------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 淨利息收益 | 245,630 | 246,858 | 248,092 | 61,983 | 59,513 | 60,988 | 61,925 | 63,203 | 59,811 | 61,293 | 62,235 | 63,519 |
| QoQ/YoY(%) | 8.61% | 0.50% | 0.50% | 5.25% | -3.98% | 2.48% | 1.54% | 2.06% | -5.37% | 2.48% | 1.54% | 2.06% |
| 手續費淨收益 | 17,751 | 25,531 | 27,636 | 3,289 | 4,197 | 3,138 | 4,342 | 6,073 | 6,194 | 6,318 | 6,445 | 6,574 |
| QoQ/YoY(%) | 15.11% | 43.83% | 8.24% | -13.00% | 27.64% | -25.24% | 38.37% | 39.86% | 2.00% | 2.00% | 2.00% | 2.00% |
| 淨收益 | 304,173 | 313,298 | 322,697 | 34,943 | 68,410 | 94,002 | 80,028 | 61,732 | 70,463 | 96,822 | 82,429 | 63,584 |
| 放款呆帳費用 | 4,103 | 1,400 | 1,400 | 2,419 | -346 | 1,607 | 912 | 1,930 | 350 | 350 | 350 | 350 |
| 稅前純益 | 58,469 | 86,598 | 87,788 | -20,893 | 7,237 | 31,426 | 32,339 | -12,533 | 32,015 | 16,583 | 30,500 | 7,500 |
| 稅後純益 | 50,929 | 79,670 | 80,765 | -16,535 | 7,009 | 25,487 | 26,756 | -8,323 | 29,454 | 15,256 | 28,060 | 6,900 |
| 稅後 EPS | 3.14 | 4.92 | 4.98 | -1.02 | 0.43 | 1.57 | 1.65 | -0.51 | 1.82 | 0.94 | 1.73 | 0.43 |

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 1,620.25 億元計算

國泰金 ESG

國泰金控訂定「環境及能源政策」，並依循 ISO 14001、ISO 50001 建立環境及能源管理系統及持續通過第三方驗證，同時依據 ISO14064-1：2018 規範每年進行溫室氣體盤查，追蹤減排成效，訂定減碳目標。為積極接軌政府能源轉型目標及國際 RE100 倡議，本公司參考科學基礎減碳目標倡議（SBTi）之方法學，並以「職場能源替代」、「營運碳數據管理」兩大策略達成零碳排目標。

銀行獲利創下新高，國泰金獲利較去年同期成長 36%

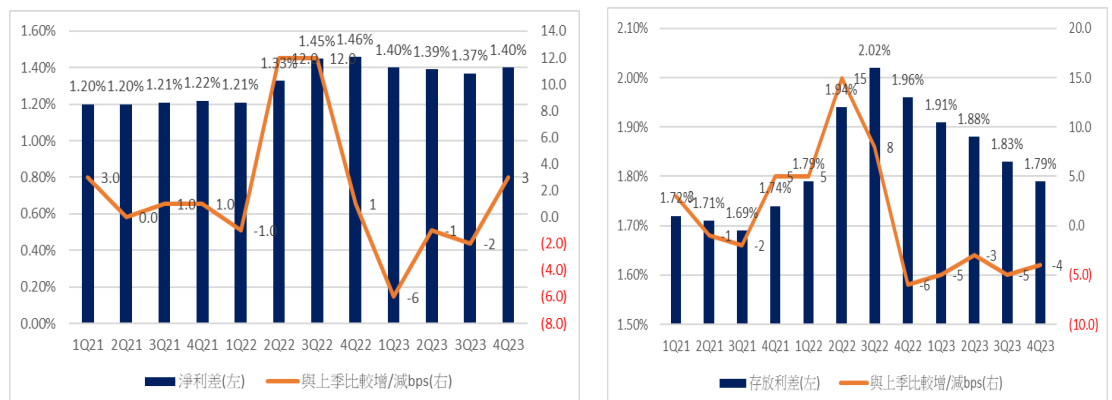
2023 年國泰金稅後盈餘 515 億元，YoY +36%，主要是子公司國泰銀行獲利挹注金控收入，除此之外，受惠防疫險理賠告一段落，產險子公司獲利轉虧為盈。主要子公司部分，國泰世華銀行稅後盈餘為 290 億元，YoY +12.8%，主要是因為放款來到雙位數成長使得核心獲利強健，稅後盈餘來到新高，壽險子宮 2023 年稅後盈餘為 290 億元，YoY -50.8%，主要是投資收益較低所致，另外產險子公司因擺脫防疫險理賠影響，國泰產險稅後盈餘 12 億元，較去年的虧損 196 億元明顯成長，因此金控在產險擺脫虧損及銀行獲利創下新高的狀況下，獲利較 2023 年成長 36%。

國泰世華銀核心收益成長，2024 年放款高個位數成長，利差穩定：

國泰世華銀行稅後盈餘為 290 億元，YoY +12.8%。國泰世華銀行 2023 年淨收益為 868.98 億元，YoY +16.0%，其中利息淨收益為 517.43 億元，YoY +6.0%，淨利息收益年增成長的原因在於放款量的成長所致，手續費淨收益為 208.44 億元，YoY +14.0%，投資收入為 134.76 億元，YoY +101%。

國泰世華銀放款餘額為 2.25 兆元，YoY +12%，放款的成長延續動能。在產品類別部分，2023 年底企業放款餘額為 7,780 億元，YoY +9.62%，房貸餘額為 1.13 兆元，YoY +12.96%，個人放款餘額為 3,254 億元，YoY +13.9%，信用卡放款餘額為 192 億元，YoY +1.05%，2024 年預期會有高個位數的放款成長。在利差部分，4Q23 存放利差為 1.70%，較上季下滑 3bps，4Q23 淨利差為 1.4%較上季微升 4bps，淨利表現持平，不會再有明顯的下降。在利差展望部分，預期 2024 年利差表現持穩。

圖一、國泰世華銀行存放利差及淨利差



資料來源：國泰金，群益投顧彙整

2024 年 3 月 18 日

資產品質部分，國泰世華銀仍維持良好，4Q23 底逾放比 0.11%，備抵呆帳覆蓋率為 1,453%。2024 年預期維持 2023 年信用成本的看法。

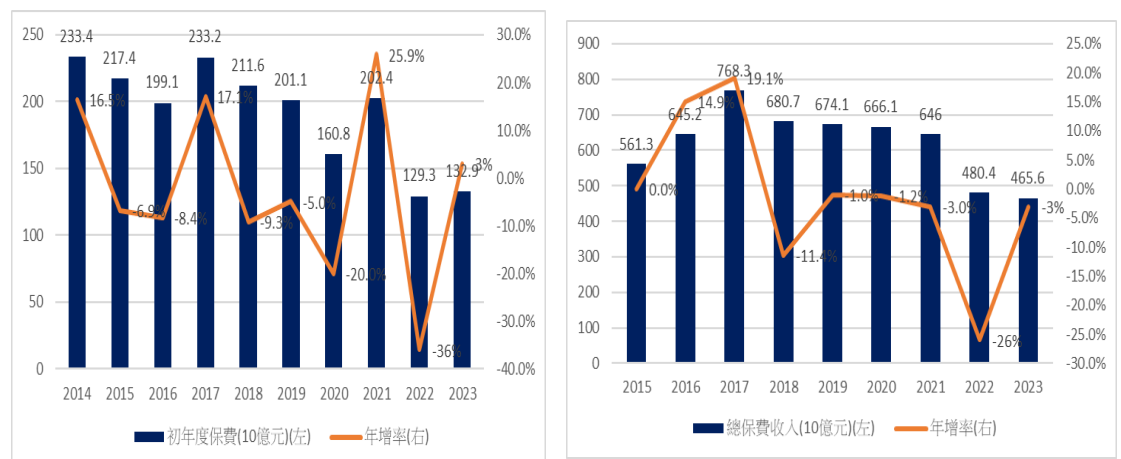
手續費收入為 207 億元，YoY +15.0%，成長最主要的因素在於財富管理收入恢復成長，使得整體手續費收入成長。

2023 年財富管理手續費收入為 113 億元，YoY +6.6%，主要是因為受惠資本市場表現佳，共同基金銷售明顯成長，共同基金相關收入為 3,445 億元，YoY +10%，結構債及證券商品收入為 13.49 億元，YoY +80%，保險商品的相關手續費收入為 60.53 億元，YoY -2.4%。

保費收入減幅逐漸緩和

在業務端，國泰人壽總保費收入為 4,656 億元，YoY -3.0%，衰退的主要因素在於過去熱銷的分期繳商品繳費期滿，續年度保費下降所致，但已經看到幅度趨緩的現象。初年度保費部分，國壽初年度保費收入為 1,329 億元，YoY +3%，成長的主要因素在於投資型及健康險銷售明顯成長，帶動 FYP 及 FYPE 分別有 3%及 12%的成長。

圖二、國泰人壽總保費收入及初年度保費收入

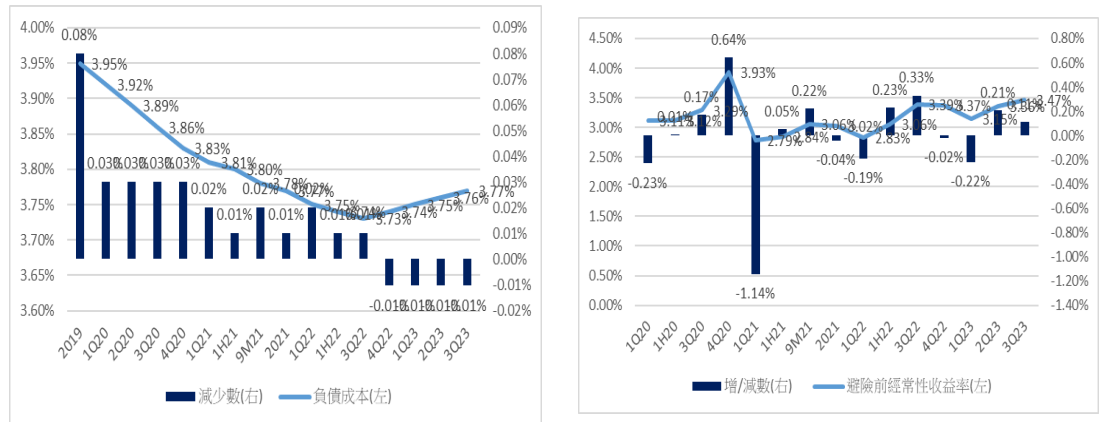


資料來源：國泰金，群益投顧彙整

在財務面，2023 國壽負債成本為 3.77%，較去年同期持平，損益兩平資產報酬率為 3.04%。2023 避險後投資收益率為 3.28%。經常性收益率則持續提升，避險前經常性收益率為 3.45%，較去年同期的 3.37%明顯成長。

2024 年 3 月 18 日

圖三、國泰人壽負債成本及經常性收益率



資料來源：國泰金，群益投顧彙整

2023 國壽總投資金額為 7.64 兆元，在各項資產投報率中，因金融市場變化，股債報酬均衡表現，其中國內股票投報率為 7.4%，國外股票投報率為 5.5%，國內債券投報率為 4.8%，海外債券投報率為 3.8%。2023 底的 FVOCI 的金融資產未實現虧損為 746 億元，較 2022 年底的虧損 746 億元轉佳。

因 2023 年國泰金盈餘成長明顯，其他權益改善明顯，2023 年為因應市場波動，國泰金將累積未分配盈餘 2269 億元全數提列到特別盈餘公積，截至 2023 年底，其他權益已經迴轉了 1484 億元，因此預期 2023 年的盈餘分配會較過往年度為佳。

投資建議

受惠銀行獲利來到新高，加上產險擺脫防疫險理賠影響，2023 年國泰金稅後盈餘 515 億元，YoY +36%，獲利明顯成長，由於金融市場同步回溫，帶動其他權益迴轉，預期 2023 年股利配發將優於往年，因此投資建議維持 Buy，目標價 51.5 元(1.2x2023PBR)。

Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024 年 3 月 18 日

資產負債表

| (百萬元) | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 4Q23 |
|---------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 資產總額 | 10,065,479 | 10,950,472 | 11,594,361 | 12,070,886 | 12,811,120 |
| 現金及約當現金 | 413,405 | 536,716 | 467,635 | 412,014 | 320,832 |
| 存放央行 及拆借銀行同業 | 110,945 | 129,504 | 234,546 | 266,322 | 336,769 |
| 公平價值變動 列入損益之金融資產 | 1,653,983 | 1,748,081 | 1,929,395 | 1,675,025 | 2,009,184 |
| 投資性不動產 | 408,696 | 419,476 | 432,525 | 448,141 | 461,687 |
| 備供出售金融資產 | -- | -- | -- | -- | -- |
| 貼現及放款 | 2,066,761 | 2,141,276 | 2,287,115 | 2,495,517 | 2,684,520 |
| 持有至到期日金融資產 | -- | -- | -- | -- | -- |
| 負債總額 | 9,283,452 | 10,045,697 | 10,680,323 | 11,459,178 | 12,009,675 |
| 央行及金融同業存款 | 84,108 | 66,131 | 74,605 | 97,309 | 117,131 |
| 存款及匯款 | 2,303,444 | 2,615,799 | 2,871,960 | 3,185,436 | 3,496,983 |
| 負債準備 | 5,713,778 | 6,117,073 | 6,448,259 | 6,842,132 | 6,958,614 |
| 股東權益 | 782,027 | 904,776 | 914,039 | 611,708 | 801,446 |
| 股本 | 147,025 | 147,025 | 147,025 | 162,025 | 162,025 |
| 保留盈餘 | 326,282 | 371,469 | 477,987 | 454,847 | 501,697 |
| 負債及股東權益 | 10,065,479 | 10,950,472 | 11,594,361 | 12,070,886 | 12,811,120 |

現金流量表

| (百萬元) | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 4Q23 |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 營運活動現金 | 170,846 | 196,186 | 72,516 | -26,255 | -59,250 |
| 本期損益 | 70,557 | 81,616 | 159,526 | 49,948 | 58,469 |
| 利息費用(淨額) | -196,367 | -190,930 | -194,882 | -226,163 | -245,630 |
| 壞帳損失提列數 | 2,205 | 3,178 | 3,484 | 4,778 | 4,103 |
| 各項保險準備提列數 | 370,213 | 406,252 | 336,991 | 353,293 | 144,988 |
| 投資活動現金 | 1,076 | -15,166 | -12,892 | -52,826 | 12,992 |
| 取得備供出售金融資產 | -5,547 | -10,914 | -11,737 | -8,407 | -2,649 |
| 處分備供出售金融資產 | 107,983 | -77,417 | -149,313 | -213,073 | -192,283 |
| 取得採用權益法之投資 | -- | -- | -- | -- | -- |
| 融資活動現金 | 20,454 | -25,662 | -25,013 | 6,590 | 26,801 |
| 短期借款增減 | -- | -- | -- | -- | -- |
| 發行金融債券 | -- | -- | 0 | 693 | 0 |
| 償還公司債 | 116,241 | 312,355 | 256,161 | 313,476 | 311,547 |
| 本期產生現金 | 192,416 | 154,610 | 34,217 | -71,438 | -18,152 |
| 期初現金 | 310,798 | 503,214 | 657,824 | 692,042 | 620,603 |
| 期末現金 | 503,214 | 657,824 | 692,042 | 620,603 | 602,452 |

資料來源：CMoney、群益

損益表

| (百萬元) | 2021 | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F |
|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 淨利息收益 | 194,882 | 226,163 | 245,630 | 246,858 | 248,092 |
| 手續費淨收益 | 12,649 | 15,421 | 17,751 | 25,531 | 27,636 |
| 淨收益 | 625,963 | 341,434 | 304,173 | 313,298 | 322,697 |
| 放款呆帳費用 | 3,484 | 4,778 | 4,103 | 1,400 | 1,400 |
| 營業費用 | 85,543 | 88,610 | 102,496 | 103,521 | 104,557 |
| 稅前純益 | 159,526 | 49,948 | 58,469 | 86,598 | 87,788 |
| 所得稅 | 18,637 | 11,986 | 6,955 | 6,928 | 7,023 |
| 稅後純益 | 139,514 | 37,359 | 50,929 | 79,670 | 80,765 |
| 每股盈餘* | 8.61 | 2.31 | 3.14 | 4.92 | 4.98 |

*每股盈餘以股本 1,620.25 億元計算

資料來源：CMoney、群益

比率分析

| (百萬元) | 2021 | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F |
|-----------------|--------|---------|---------|---------|-------|
| 成長力分析(%) | | | | | |
| 淨收益 | -0.63% | -45.45% | -10.91% | 3.00% | 3.00% |
| 放款呆帳費用 | 9.64% | 37.11% | -14.12% | -65.88% | 0.00% |
| 稅後純益 | 87.07% | -73.22% | 36.32% | 56.43% | 1.37% |

獲利能力分析(%)

| | | | | | |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 稅後純益率 | 22.29% | 10.94% | 16.74% | 25.43% | 25.03% |
| 總資產報酬率 | 1.24% | 0.32% | 0.41% | 0.61% | 0.61% |
| 股東權益報酬率 | 15.54% | 4.98% | 7.34% | 9.04% | 8.40% |

其他資訊

| | | | | | |
|---------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 銀行子公司獲利 | 23,808 | 25,712 | 28,967 | 27,265 | 28,083 |
| 證券子公司獲利 | 2,201 | 1,409 | 2,112 | 850 | 850 |
| 壽險子公司獲利 | 113,166 | 34,169 | 16,766 | 54,000 | 54,000 |
| 存款餘額 | 2,935,694 | 3,246,162 | 3,543,558 | 3,638,974 | 3,786,731 |
| 放款餘額 | 1,807,077 | 2,045,082 | 2,280,571 | 2,815,715 | 2,953,322 |
| 存放比 | 61.55% | 63.00% | 64.35% | 77.37% | 77.99% |

資料來源：CMoney、群益

2024 年 3 月 18 日

季度損益表

| (百萬元) | 3Q22 | 4Q22 | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24F | 2Q24F | 3Q24F | 4Q24F | 1Q25F | 2Q25F |
|---------------|---------------|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 淨利息收益 | 58,891 | 61,983 | 59,513 | 60,988 | 61,925 | 63,203 | 59,811 | 61,293 | 62,235 | 63,519 | 60,110 | 61,600 |
| 手續費淨收益 | 3,780 | 3,289 | 4,197 | 3,138 | 4,342 | 6,073 | 6,194 | 6,318 | 6,445 | 6,574 | 6,705 | 6,839 |
| 淨收益 | 68,694 | 34,943 | 68,410 | 94,002 | 80,028 | 61,732 | 70,463 | 96,822 | 82,429 | 63,584 | 72,576 | 99,727 |
| 放款呆帳費用 | 1,145 | 2,419 | -346 | 1,607 | 912 | 1,930 | 350 | 350 | 350 | 350 | 350 | 350 |
| 營業費用 | 22,933 | 23,663 | 23,300 | 25,528 | 25,716 | 27,952 | 23,533 | 25,783 | 25,973 | 28,232 | 23,768 | 26,041 |
| 稅前純益 | 7,085 | -20,893 | 7,237 | 31,426 | 32,339 | -12,533 | 32,015 | 16,583 | 30,500 | 7,500 | 22,500 | 28,417 |
| 所得稅 | 1,920 | -4,376 | 64 | 5,582 | 5,612 | -4,303 | 2,561 | 1,327 | 2,440 | 600 | 1,800 | 2,273 |
| 稅後純益 | 5,086 | -16,535 | 7,009 | 25,487 | 26,756 | -8,323 | 29,454 | 15,256 | 28,060 | 6,900 | 20,700 | 26,144 |
| 稅後 EPS | 0.31 | -1.02 | 0.43 | 1.57 | 1.65 | -0.51 | 1.82 | 0.94 | 1.73 | 0.43 | 1.28 | 1.61 |
| YoY(%) | | | | | | | | | | | | |
| 淨收益 | -47.88% | -76.45% | -48.20% | -11.08% | 16.50% | 76.66% | 3.00% | 3.00% | 3.00% | 3.00% | 3.00% | 3.00% |
| 放款呆帳費用 | 10.79% | 795.66% | N.A | 37.89% | -20.36% | -20.22% | N.A | -78.22% | -61.63% | -81.87% | 0.00% | 0.00% |
| 稅後純益 | -83.35% | N.A | -79.51% | 74.56% | 426.05% | N.A | 320.23% | -40.14% | 4.87% | N.A | -29.72% | 71.36% |
| QoQ(%) | | | | | | | | | | | | |
| 淨收益 | -35.02% | -49.13% | 95.78% | 37.41% | -14.87% | -22.86% | 14.14% | 37.41% | -14.87% | -22.86% | 14.14% | 37.41% |
| 放款呆帳費用 | -1.73% | 111.22% | N.A | N.A | -43.24% | 111.58% | -81.87% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 稅後純益 | -65.16% | N.A | N.A | 263.63% | 4.98% | N.A | N.A | -48.20% | 83.92% | -75.41% | 200.00% | 26.30% |

註：稅後EPS以股本1,620.25億元計算

【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。