

2024 年 5 月 6 日

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

前日收盤價	15.10 元
目標價	
3 個月	16.50 元
12 個月	16.50 元

國票金(2889 TT)

Buy

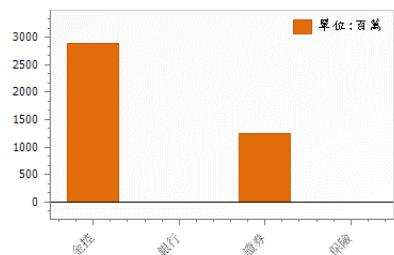
近期報告日期、評等及前日股價

5/3/2024	到達目標價	15.10
1/11/2024	Buy	12.05

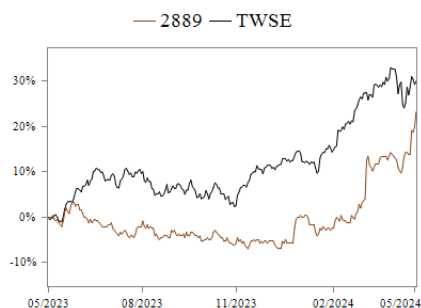
公司基本資訊

目前股本(百萬元)	34,474
市值(億元)	521
目前每股淨值(元)	12.22
外資持股比(%)	12.21
投信持股比(%)	0.10
董監持股比(%)	7.87
融資餘額(張)	2,612
現金股息配發率(%)	125.86

子公司獲利比重



股價相對大盤走勢



現金殖利率優於金控同業，調高目標價。

投資建議：Fed 於 5/1/2024 維持基準利率區間於 5.25%~5.50% 不變，同時表示不考慮再度升息，鑒於(1)市場預期升息見頂將展開降息循環(2)股利政策優於其他金控同業，投資建議維持 Buy，目標價調高至 16.5 元(1.3x2024BVPS)。

FED 表示 2024 年不考慮再度升息：Fed 於 5/1/2024 維持基準利率區間於 5.25%~5.50% 不變，同時表示不考慮再度升息，且宣布 6/2024 起縮小每月減持公債的規模，加上 4//2024 非農就業人數因政府部門僱用人數縮減，使得預期數字低於市場預期的 23.8 萬人，市場預期最早 4Q24 開始降息。

升息循環見頂，債券業務可望回升：對票券公司而言，倒掛的初期較為不利，養券成本提高，直接影響損益表，但目前已進入後期，由於愈接近降息，長期利率反應較高，所持有債券部位將會產生資本利得，而先前再投資的債券部位，在實際降息發生後，將直接挹注損益表，故將有助於未來的債券部門的獲利的提升，預期 2024 年債券業務將走出谷底。

現金股利 0.73 元、股票股利 0.246 元：國票金 2023 年度盈餘分配，每股擬配發現金股利 0.73 元、股票股利 0.246 元，合計 0.976 元，現金殖利率仍有 4.8%，殖利率水準仍優於金控同業約 3.6% 的水準。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F
淨利息收益	1,273	1,291	1,343	358	296	304	315	318	321	324	328	331
QoQ/YoY(%)	-40.82%	1.41%	4.06%	-10.65%	-17.33%	2.43%	3.71%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%
手續費淨收益	3,583	3,727	3,876	777	879	996	931	808	914	1,036	968	841
QoQ/YoY(%)	3.60%	4.00%	4.00%	0.82%	13.08%	13.36%	-6.61%	-13.13%	13.08%	13.36%	-6.61%	-13.13%
淨收益	7,094	7,067	7,819	1,814	1,776	1,817	1,687	1,726	1,635	1,861	1,845	1,822
放款呆帳費用	57	30	46	5	4	22	25	6	7	8	9	10
稅前純益	3,152	3,036	3,651	911	777	759	705	796	603	785	851	859
稅後純益	2,000	2,398	2,884	606	519	470	406	628	477	621	672	679
稅後 EPS	0.58	0.70	0.84	0.18	0.15	0.14	0.12	0.18	0.14	0.18	0.20	0.20

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 344.74 億元計算

國票金 ESG：

國票金控訂定「永續金融政策」，明訂永續金融產品/服務、國際倡議參與、營運管理、風險管理及建構永續價值等五大面向，以追求集團永續成長並建構永續發展藍圖，引領本公司及關係企業發展經濟成長與環境保護共存之商業模式，順應聯合國永續發展目標(Sustainable Development Goals, 簡稱 SDGs)，遵循國際永續金融倡議及主管機關綠色金融相關政策等，透過集團核心業務發揮金融業者形塑永續社會之正向影響力，以落實企業社會責任，提升金融包容性，扶植低碳經濟產業發展與創新。為因應國際趨勢並配合政府溫室氣體減碳政策，以 2050 淨零碳排放為目標。截至 11/2023 底，國票金綠能融資餘額 152.48 億元，永續發展債券餘額 62 億元及綠色 FRCP 餘額 102 億元。

國票金以直接金融為主：

國票金控旗下子公司包括國際票券、國票創投、國票證券及樂天商銀。國票金控以國際票券的直接金融為核心，提供企業籌資理財服務，目前加入樂天國際商銀間接金融，提供全方位金融服務。各子公司持股比例部分，國票金對國際票券及國票創投為 100%，國票證券為 61.72%，樂天商銀為 49%。

國票金主要獲利來自於票券：

國票金旗下子公司包括國際票券、國票創投、國票證券及樂天商銀。國票金控以國際票券的直接金融為核心，提供企業籌資理財服務，目前加入樂天國際商銀間接金融，提供全方位金融服務。各子公司持股比例部分，國票金對國際票券及國票創投為 100%，國票證券為 61.72%，樂天商銀為 49%。

國票金自結 3/2024 稅後盈餘為 2.21 億元，1Q24 稅後盈餘為 6.28 億元，YoY +3%，EPS 0.18 元，主要子公司中，國票證券 3/2024 稅後盈餘 1.59 億元，1Q24 稅後盈餘 3.74 億元，YoY +73%；國際票券 3/2024 稅後盈餘 1.18 億元，1Q24 稅後盈餘 4.62 億元，YoY 5，整體金控獲利因創投在去年同期獲利基期較高，因此獲利年增率表現較低。

國票金獲利主要來自於國際票券，票券業與利率走勢息息相關，票券業主要以發行短期票券去投資長期債券，長短利息的利差為獲利的來源，自從美國 FED 升息以來，長、短天期債券殖利率呈現倒掛現象，使得國際票券的債券業務獲利貢獻下滑的現象，在債券業務部分，2021 年為 16.62 億元，2022 年為 6.15 億元，而在 203 年前 11 月則呈現虧損 1.59 億元。

目前市場多預期 2024 年會進入降息循環，殖利率倒掛的情形存在於升息週期的尾段，主要由於 FED 短期利率升息至頂部，市場預期在不久的將來將展開降息循環，因此長期利率將先反應未來的遠期利率而呈現負斜率。

對票券公司而言，倒掛的初期較為不利，養券成本提高，直接影響損益表，但目前已進入後期，由於愈接近降息，長期利率反應較高，所持有債券部位將會產生資本利得，而先前再投資的債券部位，在實際降息發生後，將直接挹注損益表，故將有助於未來的債券部門的獲利的提升，預期 2024 年債券業務將走出谷底。

2024 年 5 月 6 日

表一、國際票券主要業務貢獻

單位:百萬元

項目	2021	2022	1~11/2023
票券業務	2,274	2,414	2,619
債券業務	1,662	615	(159)
股權業務	415	(98)	269
其他業務	120	(58)	(248)
合計	4,471	2,873	2,481

資料來源：國票金，群益投顧彙整

在票券業務部分，1~11/2023 自保日均餘額 1,273 億元及平均利差 114.41 bp，較 2022 年同期的自保日均餘額 1,293 億元及平均利差 109.66 bp 分別減少 20 億元及增加 4.75bp，主因為持續調整授信結構所致。

國際票券另有客製化 FRCP 產品，協助企業規劃中長期營運資。截至 11/2023，票券簽訂之 FRCP 合約金額約 944 億元，動用餘額約 656 億元，另外在國際票券綠能產業承作額度及動用餘額部分，11/2023 底之 242.1 億元及 152.48 億元，由於 FRCP 及綠能授信性質上均屬透過長期契約安排，讓短期的商業本票循環發行成為客戶長期穩定的資金來源，因此在台幣利率期間結構仍為正斜率的情形下，會享有較高的利差。

經紀收入為國票證券主要收入來源

國票證券 1~11/2023 因自營及承銷業務績效提升，自營業務收入佔比上升至 29.02%、承銷業務收入上升至 4.05 %。展望 2024 年，預期金融市場應能持續熱絡，預期 2024 年獲利仍能成長。

表二、國票證券主要業務貢獻

單位:百萬元

項目	2021	2022	1~11/2023
經紀業務	3,982	2,710	2,682
自營業務	1,148	949	1,174
承銷業務	177	68	164
其他業務	18	31	24
合計	5,325	3,757	4,044

資料來源：國票金，群益投顧彙整

2024 年 5 月 6 日

擺脫陰霾，2024 恢復發放股利

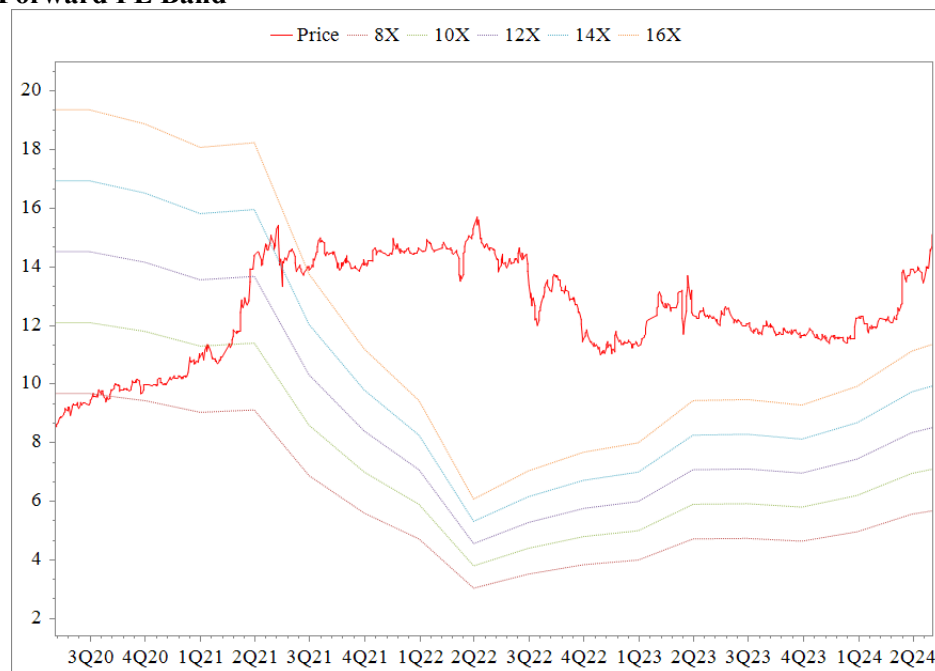
國票金 2023 年增提 12.85 億餘元特別盈餘公積，目前帳上的特別盈餘公積餘額為 15.2 億元，截至 9/2023 底，國票金其他權益項目為負 14.92 億元，由於市場預期升息循環已見頂，債券殖利率自高點回檔，截至 11/2023 底，其他權益項目縮小至不到負 6 億元，預期國票金 2024 年的股利政策將有來自特別盈餘公積的貢獻。

國票金 2023 年度盈餘分配，每股擬配發現金股利 0.73 元、股票股利 0.246 元，合計 0.976 元，現金殖利率仍有 4.8%，殖利率水準仍佳。

投資建議

Fed 於 5/1/2024 維持基準利率區間於 5.25%~5.50% 不變，同時表示不考慮再度升息，鑒於(1)市場預期升息見頂將展開降息循環(2)股利政策優於其他金控同業，投資建議維持 Buy，目標價調高至 16.5 元(1.3x2024BVPS)。

Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024 年 5 月 6 日

資產負債表

(百萬元)	2019	2020	2021	2022	4Q23
資產總額	286,477	316,757	349,886	358,339	363,920
現金及約當現金	1,965	2,622	2,278	3,739	3,288
存放央行 及拆借銀行同業	0	63	0	0	0
公平價值變動 列入損益之金融資產	111,164	129,094	163,784	180,866	156,055
投資性不動產	0	7	45	265	406
備供出售金融資產	--	--	--	--	--
貼現及放款	--	--	--	--	--
持有至到期日金融資產	--	--	--	--	--
負債總額	246,648	274,020	305,702	316,174	315,128
央行及金融同業存款	--	--	--	--	--
存款及匯款	--	--	--	--	--
負債準備	1,666	1,752	2,016	1,742	1,716
股東權益	39,829	42,738	44,184	42,165	48,793
股本	28,481	28,965	29,975	34,474	34,474
保留盈餘	4,646	5,542	6,526	4,441	6,494
負債及股東權益	286,477	316,757	349,886	358,339	363,920

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
淨利息收益	2,689	2,151	1,273	1,291	1,343
手續費淨收益	4,590	3,459	3,583	3,727	3,876
淨收益	10,164	5,833	7,094	7,067	7,819
放款呆帳費用	151	-46	57	30	46
營業費用	4,517	3,627	3,885	4,002	4,122
稅前純益	5,496	2,251	3,152	3,036	3,651
所得稅	891	597	665	638	767
稅後純益	3,884	1,288	2,000	2,398	2,884
每股盈餘*	1.13	0.37	0.58	0.70	0.84

*每股盈餘以股本 344.74 億元計算

資料來源：CMoney、群益

現金流量表

(百萬元)	2019	2020	2021	2022	4Q23
營運活動現金	12,403	396	-7,016	8,428	-8,903
本期損益	3,571	4,743	5,496	2,251	3,152
利息費用(淨額)	-1,796	-2,277	-2,689	-2,151	-1,273
壞帳損失提列數	249	93	151	-43	67
各項保險準備提列數	--	--	--	--	--
投資活動現金	-6,451	-3,968	-578	-725	15
取得備供出售金融資產	--	--	--	--	--
處分備供出售金融資產	--	--	--	--	--
取得採用權益法之投資	-506	1,429	-1,443	773	607
融資活動現金	-8,778	4,294	7,204	-6,311	8,459
短期借款增減	--	--	--	--	--
發行金融債券	--	--	--	--	--
償還公司債	--	--	--	--	--
本期產生現金	-2,884	720	-407	1,462	-451
期初現金	4,849	1,965	2,685	2,278	3,739
期末現金	1,965	2,685	2,278	3,739	3,288

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	18.60%	-42.61%	21.63%	-0.38%	10.63%
放款呆帳費用	62.45%	N.A	N.A	-47.49%	53.33%
稅後純益	19.57%	-66.84%	55.30%	19.86%	20.31%
獲利能力分析(%)					
稅後純益率	38.21%	22.08%	28.20%	33.92%	36.89%
總資產報酬率	1.17%	0.36%	0.55%	0.65%	0.79%
股東權益報酬率	10.07%	3.41%	5.08%	4.68%	5.56%

其他資訊

銀行子公司獲利	N.A	N.A	N.A	0	0
證券子公司獲利	1,744	898	1,176	1,200	1,250
壽險子公司獲利	N.A	N.A	N.A	0	0
存款餘額	N.A	N.A	N.A	0	0
放款餘額	N.A	N.A	N.A	0	0
存放比	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A

資料來源：CMoney、群益

2024 年 5 月 6 日

季度損益表

(百萬元)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F
淨利息收益	401	358	296	304	315	318	321	324	328	331	334	337
手續費淨收益	771	777	879	996	931	808	914	1,036	968	841	951	1,078
淨收益	1,158	1,814	1,776	1,817	1,687	1,726	1,635	1,861	1,845	1,822	1,935	2,065
放款呆帳費用	-25	5	4	22	25	6	7	8	9	10	11	12
營業費用	913	898	995	1,036	957	924	1,025	1,067	985	952	1,056	1,099
稅前純益	270	911	777	759	705	796	603	785	851	859	868	954
所得稅	118	215	133	159	157	168	127	165	179	180	182	200
稅後純益	89	606	519	470	406	628	477	621	672	679	686	754
稅後 EPS	0.03	0.18	0.15	0.14	0.12	0.18	0.14	0.18	0.20	0.20	0.20	0.22
YoY(%)												
淨收益	-52.83%	14.65%	18.42%	14.13%	45.66%	-4.83%	-7.93%	2.39%	9.38%	5.52%	18.32%	11.00%
放款呆帳費用	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	9.15%	62.19%	-63.47%	-64.60%	66.67%	57.14%	50.00%
稅後純益	-89.15%	49.26%	35.44%	14.51%	357.78%	3.71%	-8.08%	31.93%	65.68%	8.10%	43.90%	21.47%
QoQ(%)												
淨收益	-27.26%	56.61%	-2.09%	2.32%	-7.16%	2.32%	-5.27%	13.78%	-0.82%	-1.29%	6.22%	6.74%
放款呆帳費用	N.A	N.A	-21.48%	407.37%	16.10%	-76.40%	16.67%	14.29%	12.50%	11.11%	10.00%	9.09%
稅後純益	-78.42%	583.19%	-14.37%	-9.30%	-13.72%	54.77%	-24.10%	30.19%	8.34%	0.99%	1.03%	9.89%

註：稅後EPS以股本344.74億元計算

【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。