



FTSE4Good TIP Taiwan ESG Index stock

增加持股 · 維持

收盤價 May 24 (NT\$)	54.90
12 個月目標價 (NT\$)	64.00
前次目標價 (NT\$)	54.00
調升 (%)	18.5
上漲空間 (%)	16.6

焦點內容

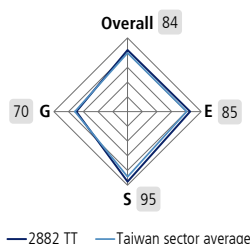
1. 壽險 1Q24 獲利回升來自股票資本利得上揚及避險成本下降
2. 1Q24 銀行獲利動能來自淨利息收入及財管手收成長強勁
3. 公司正面看待壽險 2024F 新契約價值及避險前經常性收益率

交易資料表

市值: (NT\$bn/US\$m)	805 / 25,037
流通在外股數 (百萬股):	14,669
外資持有股數 (百萬股):	3,102
3M 平均成交量 (百萬股):	23.42
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$):	42.25 -56.60

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	23.5	18.6	22.5
相對表現 (%)	9.3	-6.1	-11

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

顧庭瑜
886 2 2181 8717
joyce.ku@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

國泰金

(2882.TW/2882 TT)



1Q24 獲利及淨值均回升; 2024F 展望維持正向

重要訊息

國泰金 1Q24 每股盈餘年增 442%至 2.6 元，每股淨值亦較上季回升 4.9 元，其中國壽金融資產未實現損益回升 312 億元。

評論及分析

人壽及銀行為主要 1Q24 獲利成長動能。國泰金 1Q24 稅後淨利 381 億元，年增 444%，優於凱基預估 50%，其中壽險獲利 257 億元優於去年同期虧損，反映避險成本下降及投資收益回升，銀行獲利成長 14%(提存前獲利年增 39%抵銷呆帳費用增加)。1Q24 金控普通股每股淨值季增 4.9 元至 52.4 元，其中壽險之金融資產未實現損益較上季回升 312 億元，股票未實現損益超過 1,000 億元。

2024F 壽險營運正向。國壽 1Q24 投報率年增 1.7%至 4.39%，主要實現股票資本利得年增 192%，避險前經常性收益率年增 8 基點，加上 1Q24 避險成本年減 60 基點至 1.21%(台幣貶值抵銷 CS 經常性避險成本達 4%)。公司預期國壽 2024F 避險前經常性收益率維持去年 3.45%以上，避險成本維持 1-1.5%。2023 國壽每股隱含價值(金控股數)年增 3.7%至 77.7 元，調整後淨值年增 25%及有效契約價值成長 4%，2024F 新契約價值成長 4.5%，主要持續銷售較高利潤之分期繳及保障型商品。管理層首度表示目前國壽 ICS 比率已超過 150%，高於法規 100%，達充足水準。此外，未來若申請外匯價格變動準備金新制將增加準備金約 150 億元，有助降低長期避險比例。

上修 2024 銀行展望。1Q24 國泰世華銀淨利季增 6 基點至 1.46%，主要來自外幣資金成本下降。財管商品熱賣帶動 1Q24 手收大幅成長 45%。管理層上修今年淨利差 2 基點至 1.4%，2024F 手收上修至雙位數成長，資產品質目前仍穩定，2024F 信用成本 23 基點。

投資建議

凱基預期 2024 銀行獲利維持雙位數成長，壽險淨值潛在回升反映 2H24F 降息帶動投資評價持續回升，接軌 IFRS17/ICS 過渡措施將有助國壽減少增資壓力，維持「增加持股」評等，目標價 64 元，基於總和評量法模型，約當 2024-25F 平均股價淨值比 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-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
淨收益 (NT\$百萬)	625,963	341,434	304,173	358,586	367,240
淨提存 (NT\$百萬)	(380,893)	(202,876)	(143,207)	(151,962)	(159,080)
提存前獲利 (NT\$百萬)	540,419	252,823	201,676	255,065	262,683
稅後淨利 (NT\$百萬)	139,514	37,359	50,929	90,116	89,118
每股盈餘 (NT\$)	10.59	2.55	3.47	6.14	6.08
每股淨值 (NT\$)	61.51	34.55	47.45	58.79	69.03
每股現金股利 (NT\$)	3.50	0.90	2.00	2.50	2.50
每股盈餘成長率 (%)	87.1	(76.0)	36.3	76.9	(1.1)
稅後純益成長率 (%)	87.1	(73.2)	36.3	76.9	(1.1)
本益比 (x)	5.2	21.6	15.8	8.9	9.0
股價淨值比 (x)	0.9	1.6	1.2	0.9	0.8
殖利率 (%)	6.4	1.6	3.6	4.6	4.6
股東權益報酬率 (%)	17.3	5.7	8.5	11.6	9.5
平均資產報酬率 (%)	1.2	0.3	0.4	0.7	0.7

資料來源：公司資料，凱基

圖 1: 國泰金 1Q24 稅後淨利 381 億元，年增 444%，壽險、銀行及產險、證券均維持成長

百萬元	2023 獲利	YoY(%)	1Q24 獲利	QoQ (%)	YoY (%)	Jan-Apr 24 獲利	YoY(%)	2024F 獲利 達成率 (%)
國泰金控	50,929	36.3	38,109	N.A.	443.7	50,940	296.7	56.5
國泰人壽	16,343	(51.5)	25,946	N.A.	N.A.	35,140	6,657.7	70.5
國泰世華銀行	28,805	12.6	10,354	197.8	13.6	13,470	12.2	37.5
國泰產險	1,246	N.A.	868	215.8	N.A.	960	N.A.	32.9

資料來源：公司資料；凱基預估

圖 2: 國泰金 2024F/2025F 獲利預估

百萬元	2024F				2025F	
	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	凱基預估	YoY (%)
國泰金控	90,116	80,058	12.6	76.9	89,118	(1.1)
國泰人壽	49,825	41,059	21.4	204.9	48,114	(3.4)
國泰世華銀行	35,873	35,466	1.1	24.5	37,920	5.7
國泰產險	2,918	3,014	(3.2)	134.3	3,146	7.8

資料來源：公司資料；凱基預估

圖 3: 2023 國壽每股隱含價值(金控股數)年增 3.7%至 77.7 元，公司預估 2024F 新契約價值成長 4.5%

百萬元	2023	YoY (%)			
調整後淨值	652,000	25.4			
有效契約價值(扣除資本成本)	488,000	4.1			
隱含價值	1,140,000	15.4			
每股隱含價值(金控)(元)	77.7	3.7			
有效契約價值之等價報酬率(%)	4.19	0.07 ppts			
百萬元	2023	YoY(%)	1Q24	YoY(%)	
新契約價值	27,600	4.9	8,900	30.9	
VNB/FYP (%)	21.0	1.0	33.0	10.0	
VNB/FYPE (%)	58.0	(4.0)	58.0	2.0	
初年度總保費收入組成	2023	YoY(%)	1Q24	YoY(%)	比重 (%)
傳統型壽險-儲蓄型	32,029	(1.3)	11,179	8.6	41.1
傳統型壽險-保障型	5,582	(11.9)	1,333	(7.8)	4.9
傳統型壽險	37,611	(3.0)	12,512	6.6	46.0
健康及意外險	9,702	12.0	3,509	74.9	12.9
利變型年金及投資型商品	81,999	4.5	10,227	(31.2)	37.6
其他	3,588	6.7	789	(7.8)	2.9
初年度總保費	132,900	2.8	27,200	(7.8)	100.0
初年度等價保費組成	2023	YoY(%)	1Q24	YoY(%)	比重 (%)
傳統型壽險-儲蓄型	20,050	25.4	8,696	40.9	56.1
傳統型壽險-保障型	5,641	(10.7)	1,333	(8.2)	8.6
傳統型壽險	25,691	15.2	10,029	31.6	64.7
健康及意外險	9,717	12.9	3,503	74.4	22.6
利變型年金及投資型商品	8,437	4.2	1,039	(35.0)	6.7
其他	3,555	4.8	930	6.7	6.0
初年度等價保費	47,400	11.8	15,500	28.1	100.0

資料來源：公司資料；凱基

圖 4: 國壽 1Q24 投資收入年增 67%，主要實現股票資本利得年增 192%，避險前經常性收益年增 7%，加上台幣貶值帶動外匯及其他虧損減少

十億元	2019	2020	2021	2022	2023	YoY (%)	1Q24	YoY (%)	QoQ (%)
經常性投資收益	228.0	212.2	215.0	242.6	259.9	7.1	63.3	7.2	(0.5)
債券類投資利得	36.4	65.0	63.1	5.6	4.2	(25.4)	0.9	(58.5)	(88.3)
股票類投資利得	38.9	75.0	116.2	23.3	40.9	75.8	39.1	191.7	9,008.6
來自股債之資本利得	75.3	140.0	179.3	28.9	45.1	56.3	40.0	155.8	378.6
外匯及其他	(61.7)	(90.2)	(46.4)	(2.9)	(51.6)	N.A.	(17.0)	N.A.	N.A.
投資型不動產公允價值變動	0.9	1.9	1.1	2.7	(0.1)	N.A.	(0.0)	N.A.	N.A.
總投資收入	242.6	263.9	348.9	271.3	253.3	(6.6)	86.3	67.3	114.7
總投資資產	6,415	6,945	7,254	7,331	7,638	4.2	7,815	5.5	2.3
投資報酬率 (%)	3.95	3.93	4.92	3.73	3.28	(0.45)	4.39	1.70	1.11

資料來源：公司資料；凱基

圖 5：國壽 1Q24 投報率投報率年增 1.7%至 4.39%，主要實現資本利得及避險前經常性收益率增加，加上 1Q24 避險成本年減 60 基點

國泰人壽投資收益率及保單資金成本，百分比

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			
	2019	2020	2021	2022	2023	YoY	1Q24	YoY	1Q24	YoY
投資收益率(避險後)	3.95	3.93	4.92	3.73	3.28	(0.45)	4.39	1.70	4.62	1.30
經常性投資收益率(避險前)	3.65	3.19	3.02	3.37	3.45	0.08	3.23	0.08	3.31	0.23
保單資金成本(準備金為分母)	3.95	3.83	3.77	3.74	3.77	0.03	3.77	0.02	3.15	0.03
保單資金成本(投資資產為分母)	3.50	3.36	3.33	3.47	3.42	(0.05)	3.40	(0.06)	2.94	(0.07)
投資收益率減保單資金成本(投資資產為分母)	0.45	0.57	1.59	0.26	(0.14)	(0.40)	0.99	1.76	1.68	1.37
經常性投資(避險前)減保單資金成本(投資資產為分母)	0.15	(0.17)	(0.31)	(0.10)	0.03	0.13	(0.17)	0.14	0.37	0.30
避險成本	1.40	1.72	1.10	0.14	0.96	0.82	1.21	(0.60)	1.02	(0.86)
經常性投資收益率(避險後)	2.72	2.06	2.29	3.28	2.78	(0.50)	2.38	0.50	2.01	(0.16)
實現利得與其他	1.23	1.87	2.63	0.45	0.50	0.05	2.01	1.20	2.61	1.46
經常性投資收益率(避險後)比重	68.8	52.4	46.5	87.8	84.6	(3.2)	54.3	(15.7)	43.5	(21.9)
實現利得與其他比重	31.2	47.6	53.5	12.2	15.4	3.2	45.7	15.7	56.5	21.9

資料來源：公司資料；凱基

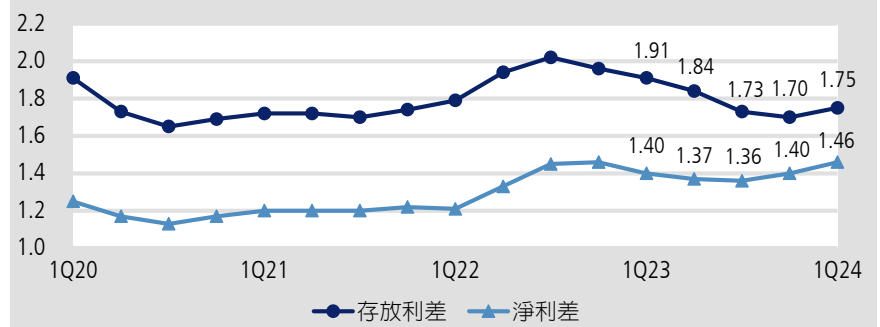
圖 6：國壽 1Q24 投資報酬率 4.39%，1Q24 金融資產未實現虧損季減 312 億元至 434 億元

投資資產配置(百萬元)	國泰人壽						富邦人壽			
	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	YoY (%)	1Q24	YoY (%)	1Q24	YoY (%)
現金及約當現金	237,000	335,000	316,000	300,000	199,000	(33.7)	194,000	(32.9)	183,200	(4.9)
國內股票	322,000	438,000	519,000	373,000	504,000	35.1	569,000	31.4	482,800	3.9
國外股票	370,000	407,000	465,000	408,000	427,000	4.7	436,000	3.1	332,900	32.4
國內債券	505,000	553,000	572,000	517,000	622,000	20.3	631,000	20.2	642,500	5.5
國外債券	3,777,000	4,028,000	4,189,000	4,539,000	4,718,000	3.9	4,818,000	5.3	2,839,200	5.3
擔保放款	341,000	311,000	308,000	280,000	230,000	(17.9)	224,000	(15.5)	94,500	(16.9)
保單貸款	171,000	167,000	170,000	167,000	170,000	1.8	169,000	3.0	77,700	3.7
不動產	526,000	537,000	548,000	562,000	577,000	2.7	583,000	3.4	340,600	0.6
其他	165,000	168,000	168,000	182,000	192,000	5.5	190,000	11.8	N.A.	N.A.
總投資金額	6,415,000	6,945,100	7,254,100	7,330,600	7,638,100	4.2	7,815,300	5.5	4,993,400	5.3
投資資產配置佔比(%)	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	YoY (ppts)	1Q24	YoY (ppts)	1Q24	YoY (ppts)
	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	YoY (ppts)	1Q24	YoY (ppts)	1Q24	YoY (ppts)
現金及約當現金	3.7	4.8	4.4	4.1	2.6	(1.5)	2.5	(1.4)	3.7	(0.4)
國內股票	5.0	6.3	7.2	5.1	6.6	1.5	7.3	1.4	9.7	(0.1)
國外股票	5.8	5.9	6.4	5.6	5.6	0.0	5.6	(0.1)	6.7	1.4
國內債券	7.9	8.0	7.9	7.1	8.1	1.1	8.1	1.0	12.9	0.0
國外債券	58.9	58.0	57.7	61.9	61.8	(0.1)	61.6	(0.1)	56.9	0.0
擔保放款	5.3	4.5	4.2	3.8	3.0	(0.8)	2.9	(0.7)	1.9	(0.5)
保單貸款	2.7	2.4	2.3	2.3	2.2	(0.1)	2.2	(0.1)	1.6	(0.0)
不動產	8.2	7.7	7.6	7.7	7.6	(0.1)	7.5	(0.2)	6.8	(0.3)
其他	2.6	2.4	2.3	2.5	2.5	0.0	2.4	0.1	N.A.	N.A.
總投資	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0		100.0		100.0	
投資報酬率(%)	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	YoY (ppts)	1Q24	YoY (ppts)	1Q24	YoY (ppts)
	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	YoY (ppts)	1Q24	YoY (ppts)	1Q24	YoY (ppts)
現金及約當現金	0.60	0.40	0.20	0.70	2.00	1.30	2.50	1.20	1.38	0.27
國內股票	7.90	13.50	20.90	8.20	7.40	(0.80)	14.80	7.90	19.60	6.08
國外股票	6.50	5.50	11.60	4.80	5.50	0.70	19.20	13.80	19.43	12.69
國內債券	5.70	4.60	1.70	3.20	4.80	1.60	5.30	(0.80)	2.66	0.32
國外債券	5.30	5.50	5.40	3.70	3.80	0.10	3.80	0.00	4.14	0.31
擔保放款	2.10	1.70	1.40	2.10	2.50	0.40	2.50	(0.10)	2.14	0.13
保單貸款	5.60	5.60	5.40	5.30	5.10	(0.20)	4.90	(0.10)	4.54	0.08
不動產	2.70	2.90	2.40	2.70	2.40	(0.30)	2.50	0.00	(5.52)	(9.23)
總投資	3.95	3.93	4.92	3.73	3.28	(0.45)	4.39	1.70	4.62	1.30
避險成本	1.40	1.72	1.10	0.14	0.96	0.82	1.21	(0.60)	1.02	(0.86)

資料來源：公司資料；凱基

圖 7: 銀行 1Q24 淨利差季增 6 基點至 1.46%，包括 FX swap 則為 1.62%

存放款利差與淨利差，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 8: 1Q24 國泰世華銀放款年增率擴大至 13%，其中企金及房貸達 7% 及 16%

十億元	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	1Q24	比重 (%)
企業貸款	616.4	680.9	635.1	626.5	653.2	709.7	778.0	819.0	34.6
房貸	672.3	724.7	698.9	783.3	856.5	999.0	1,128.5	1,180.0	49.9
個人放款	132.9	151.7	179.9	210.8	251.8	285.6	325.4	347.5	14.7
總放款	1,421.6	1,557.3	1,513.8	1,620.5	1,779.5	2,013.3	2,251.1	2,365.1	100.0
YoY (%)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	1Q24	QoQ
企業貸款	(3.6)	10.5	(6.7)	(1.4)	4.3	8.6	9.6	7.1	5.3
房貸	21.8	7.8	(3.6)	12.1	9.3	16.6	13.0	16.3	4.6
個人放款	31.1	14.1	18.6	17.2	19.4	13.4	13.9	20.6	6.8
總放款	10.0	9.5	(2.8)	7.0	9.8	13.1	11.8	13.4	5.1

資料來源：公司資料；凱基

圖 9: 財管商品熱賣帶動 1Q24 手收大幅成長 45%

百萬元	2023	YoY (%)	比重 (%)	1Q24	YoY (%)	QoQ (%)
財富管理	11,344	7.1	54.8	4,612	41.7	89.9
信用卡	6,997	34.7	33.8	2,372	61.5	16.5
外匯	62	(61.9)	0.3	15	(41.9)	0.7
聯貸	580	3.3	2.8	223	75.6	28.3
其他	1,739	9.6	8.4	477	14.0	3.9
銀行手續費收入	20,700	14.4	100.0	7,700	45.3	51.0

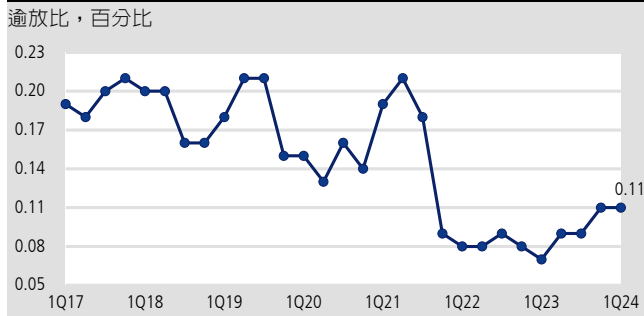
資料來源：公司資料；凱基

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 2025F EV)	650,840	44.4
國泰世華銀淨值 (1.2X 2025F 淨值)	416,369	28.4
國泰產險淨值 (1.0X 2025F 淨值)	18,587	1.3
國泰金淨債務 (1X 2025F)	(147,136)	(10.0)
總計 (NT\$m)	938,660	64.0
流通在外普通股股數(百萬股)	14,669	
目標價(約1X 平均2024-25F 國泰金淨值)		64.0

資料來源：凱基

圖 11: 1Q24 銀行逾放比持平於 0.11%



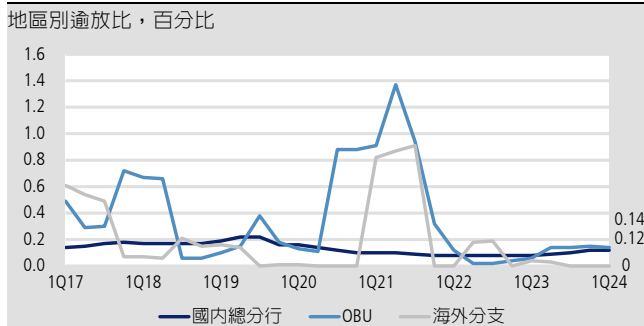
資料來源：TEJ；凱基

圖 12: 國泰世華銀 1Q24 備抵呆帳覆蓋率 1,457%



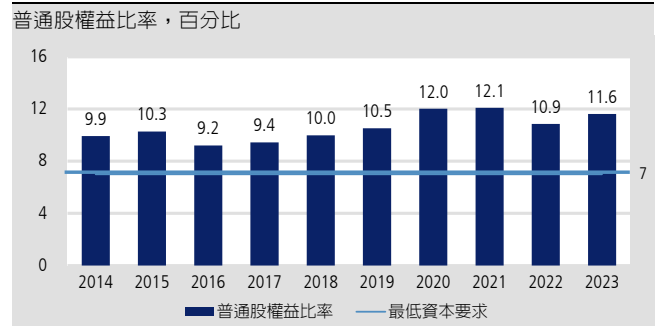
資料來源：TEJ；凱基

圖 13: 地區別逾放比



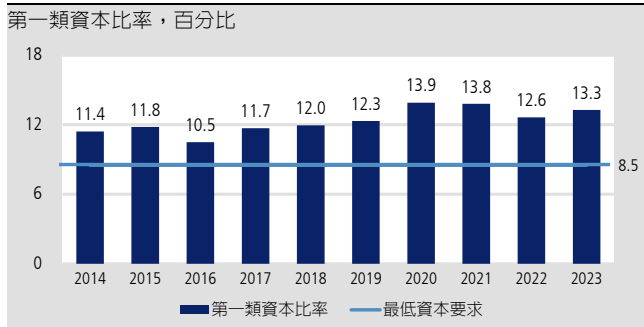
資料來源：TEJ；凱基

圖 14: 國泰世華銀普通股權益比率



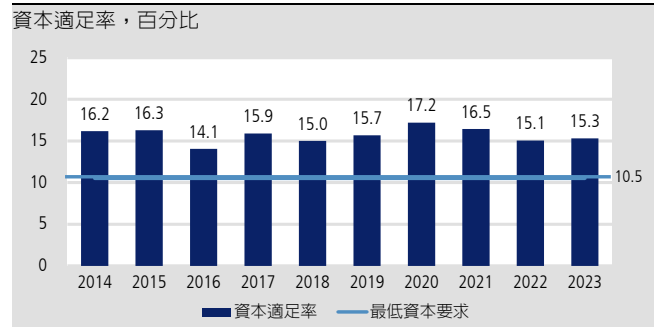
資料來源：TEJ；凱基

圖 15: 國泰世華銀第一類資本適足率



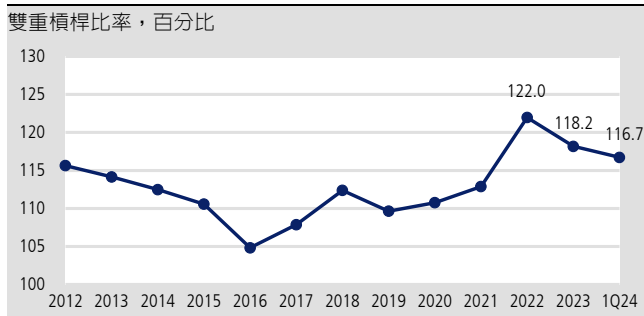
資料來源：公司資料；凱基

圖 16: 國泰世華銀資本適足率



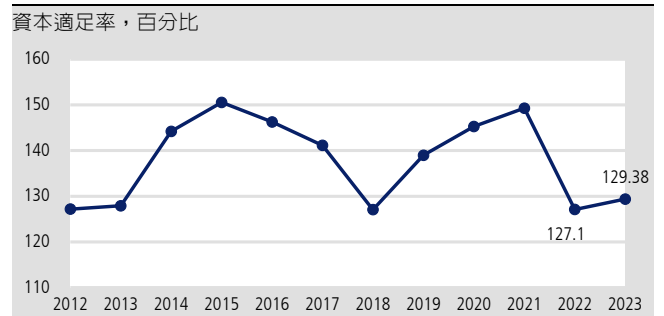
資料來源：公司資料；凱基

圖 17: 1Q24 國泰金雙重槓桿比率下降至 117%



資料來源：公司資料；凱基

圖 18: 金控資本適足率



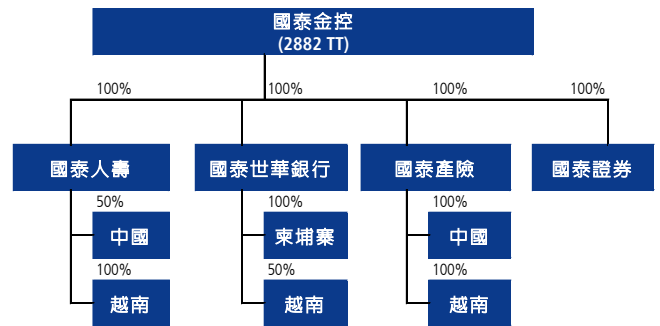
資料來源：公司資料；凱基

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

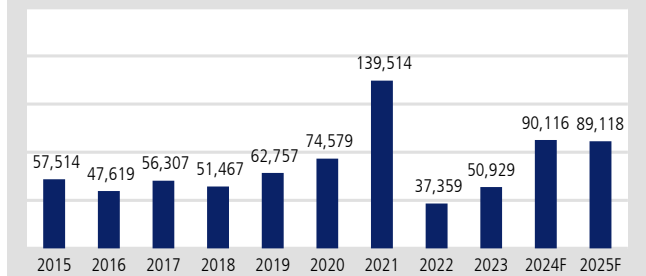
圖 20: 組織結構圖



資料來源：公司資料；凱基

圖 21: 稅後淨利

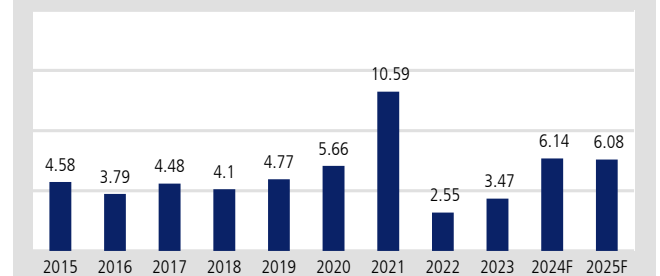
稅後淨利，百萬元



資料來源：凱基

圖 22: 每股盈利

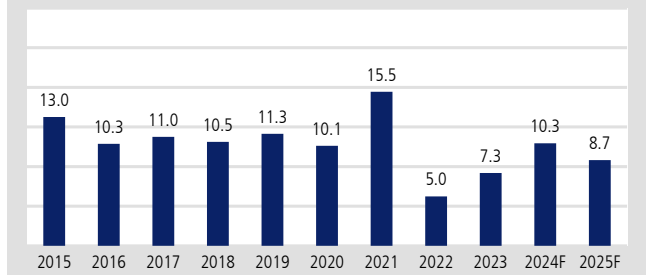
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 23: 股東權益報酬率

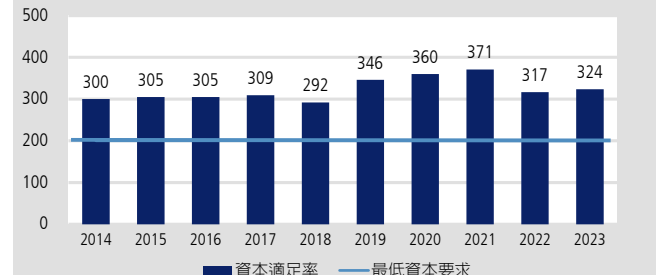
股東權益報酬率，百分比



資料來源：凱基

圖 24: 國壽 2023 RBC 回升至 324%

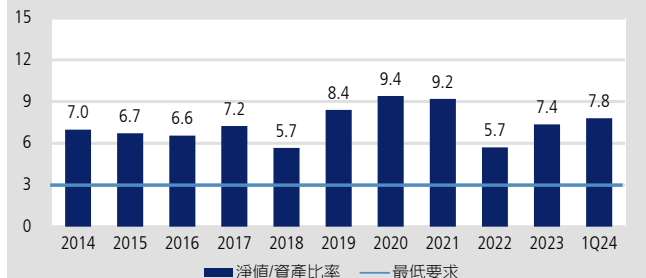
資本適足率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 25: 1Q24 國泰人壽淨值/資產比重回升至 7.8%

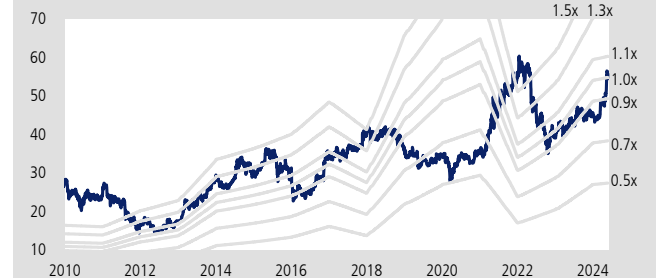
淨值/資產比率，百分比



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

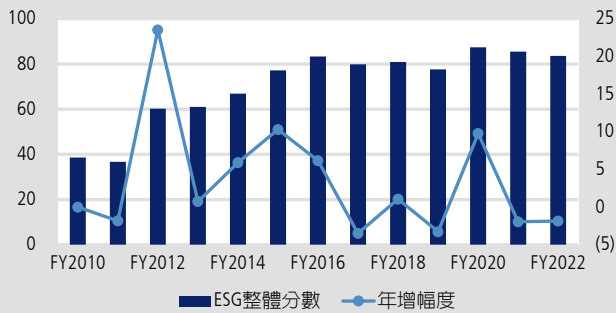
股價，元(左軸)；股價淨值比，倍(右軸)



資料來源：TEJ；凱基

圖 27：ESG 整體分數

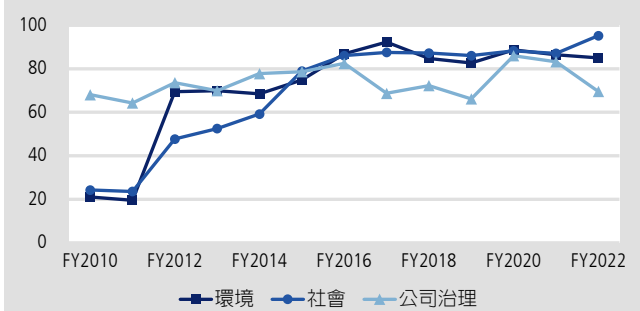
ESG 整體分數 (左軸)：年增幅度，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 28：ESG 各項分數

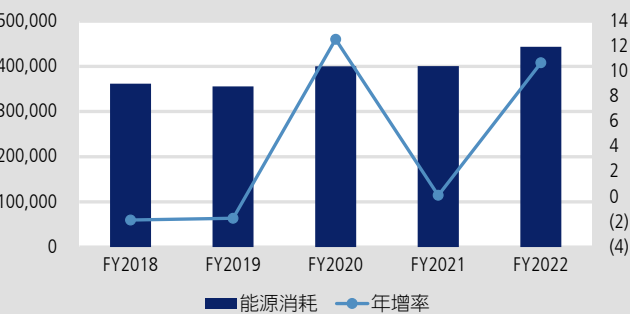
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 29：能源消耗

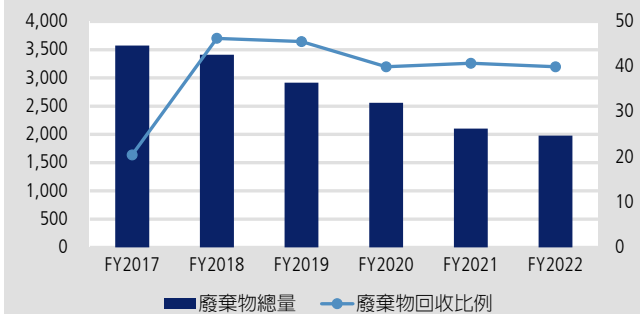
能源消耗，十億焦耳 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 30：廢棄物總量

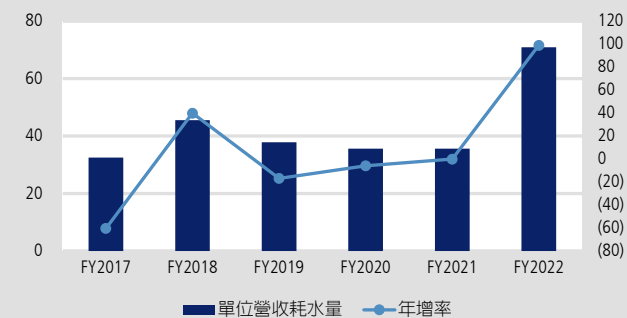
廢棄物總量，噸 (左軸)：廢棄物回收比例，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 31：耗水量

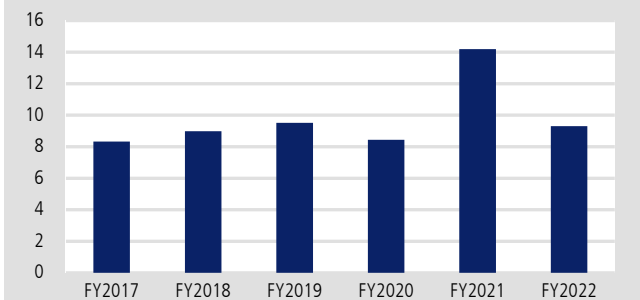
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 32：員工流動率

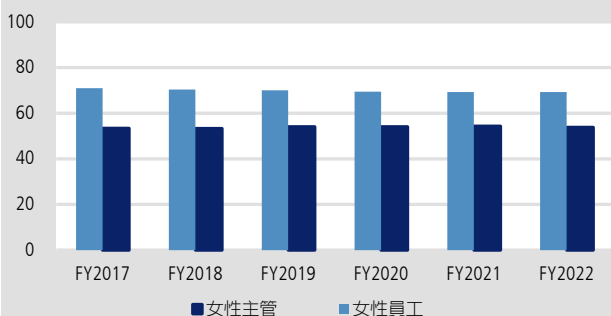
員工流動率，百分比



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 33：性別多樣性

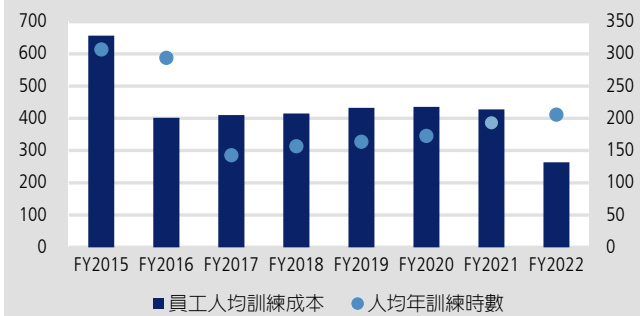
女性主管與員工比例，百分比



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

NT\$百萬元	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
現金與約當現金	316,000	300,000	199,000	199,782	207,530
國內股票	519,000	373,000	504,000	465,235	316,071
國外股票	465,000	408,000	427,000	448,994	466,408
國內債券	572,000	517,000	622,000	649,806	675,008
國外債券	4,189,000	4,539,000	4,718,000	5,082,315	5,446,633
房貸	308,000	280,000	230,000	230,676	239,622
保單放款	170,000	167,000	170,000	174,037	180,787
不動產	548,000	562,000	577,000	600,375	623,660
總投資資產	7,278,000	7,328,000	7,638,100	8,048,220	8,360,361
其他資產	812,312	844,430	897,902	1,003,007	1,003,007
總資產	8,090,312	8,172,430	8,536,002	9,051,227	9,363,367
保單準備	6,413,221	6,726,563	6,875,085	7,148,745	7,350,411
其他負債	934,959	980,078	1,033,041	1,148,232	1,148,232
總負債	7,348,180	7,706,641	7,908,127	8,296,977	8,498,642
普通股	58,515	63,515	63,515	63,515	63,515
特別股	0	0	0	0	0
資本公積	60,595	90,924	91,588	91,630	91,630
未分配盈餘	529,718	531,546	548,076	597,546	645,659
其他	85,615	-229,169	-84,761	-8,335	54,026
股東權益	742,133	465,789	627,875	754,251	864,725

損益表 - 國泰人壽

NT\$百萬元	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
第壹保費收入	501,639	412,891	404,105	367,702	307,666
初年度保費收入	201,823	129,300	132,700	113,693	119,992
自留滿期保費收入	498,398	409,196	400,118	365,866	305,820
自留保險賠款與給付	-287,462	-397,984	-428,733	-403,399	-370,865
淨佣金費用	-34,445	-30,977	-33,700	-38,591	-34,474
手續費收入	10,715	10,804	11,728	12,385	12,633
保險負債淨變動	-376,771	-188,389	-147,994	-211,847	-201,666
投資收益	348,947	271,296	253,289	347,852	354,737
營業費用	-35,562	-36,119	-41,293	-17,977	-10,704
其他費用	698	1,997	2,724	886	975
營業費用	-34,863	-34,122	-38,569	-17,091	-9,729
稅前淨利	126,081	41,682	18,891	55,851	56,604
所得稅	-12,916	-7,513	-2,125	-6,641	-8,491
稅後淨利	112,231	33,667	16,343	49,825	48,114
每股盈餘	19.34	5.38	2.64	7.75	7.58
平均股東權益報酬率	15.5%	5.7%	3.1%	7.1%	5.9%
每股淨值 (Life)	125.51	71.92	97.37	117.19	134.59
稅後淨利成長率	116.9%	-70.0%	-51.5%	204.9%	-3.4%
初年度保費成長率	25.5%	-35.9%	2.6%	-14.3%	5.5%
自留滿期保費成長率	-14.0%	-17.9%	-2.2%	-8.6%	-16.4%

國泰金控獲利組成

NT\$百萬元	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
國泰世華銀行	23,345	25,591	28,806	35,873	37,920
國泰人壽	112,231	33,667	16,343	49,825	48,114
國泰產險	2,175	-19,622	1,246	2,918	3,146
國泰金控	139,514	37,359	50,929	90,116	89,118

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表 - 國泰世華銀行

NT\$百萬元	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
客戶貸款	1,834,662	2,072,668	2,308,157	2,546,981	2,764,228
貼現及放款	27,585	27,586	27,586	41,315	41,676
同業及其他金融機構貸款	234,546	266,322	336,769	306,775	319,232
FVTOCI及AC金融資產	1,170,908	1,231,343	1,296,106	1,249,991	1,300,746
其他有息資產	108,242	119,639	116,694	115,051	119,723
現金及約當現金	65,389	119,617	105,838	89,300	92,926
聯營公司投資	1,832	1,622	1,793	1,859	1,934
物業					
固定資產	25,162	26,482	26,661	26,453	26,453
其他無息資產	4,347	0	154	172	179
無息資產總額	44,138	54,157	45,103	49,817	49,817
資產總額	3,499,323	3,887,031	4,233,701	4,375,473	4,665,184
同業存款	75,681	97,309	117,131	149,373	206,630
客戶存款	2,935,694	3,246,162	3,543,558	3,577,635	3,672,996
其他有息負債	186,902	223,330	210,260	258,064	356,983
有息負債總額	3,198,278	3,566,801	3,870,949	3,985,073	4,236,609
營業及負債準備					
	50,318	78,506	86,886	81,600	81,600
無息負債總額	50,318	78,506	86,886	81,600	81,600
負債總額	3,248,596	3,645,307	3,957,835	4,066,673	4,318,209
普通股股本	106,986	108,599	108,599	108,599	108,599
未分配盈餘	98,502	104,852	130,620	166,934	205,109
資本公積	38,687	38,859	38,869	38,869	38,869
其他	2,176	-14,575	-6,156	-5,602	-5,602
股東權益	246,351	237,734	271,931	308,800	346,974
少數股東權益	4,376	3,990	3,934	4,144	4,144
優先股股東資金					
母公司股東權益	250,727	241,724	275,866	312,944	351,118
股東權益及負債總額	3,494,947	3,887,031	4,233,701	4,375,473	4,665,184

損益表 - 國泰世華銀行

NT\$百萬元	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
利息收入	49,075	70,174	109,474	118,023	126,209
利息支出	10,536	21,469	57,731	63,561	69,028
淨利息收益	38,539	48,704	51,743	54,463	57,182
手續費及佣金收入	18,346	18,246	20,844	25,018	26,269
交易相關淨損益	6,956	6,711	13,476	15,093	13,619
其他非利息淨損益	502	1,180	835	898	916
非利息收入	0	0	0	0	0
營業收入	64,342	74,841	86,898	95,472	97,985
營業費用	33,877	38,307	45,752	46,817	47,879
淨收益	30,466	36,534	41,146	48,655	50,106
呆帳提存	2,986	5,524	5,077	5,903	5,718
稅前純益	27,479	31,010	36,069	42,752	44,389
所得稅費用	3,670	5,298	7,101	6,639	6,214
稅後淨利	23,809	25,713	28,968	36,113	38,174
合併淨收入	23,809	25,713	28,968	36,113	38,174
少數股東損益	464	122	161	240	254
稅後淨利	23,345	25,591	28,806	35,873	37,920
股息	-16,048	-2,056	-16,290	-25,279	-26,722
保留盈餘	7,297	23,536	12,517	10,594	11,198
每股盈餘	2.23	2.37	2.67	3.33	3.52
平均股東權益報酬率	9.74%	10.62%	11.37%	12.44%	11.64%
逾放比率	0.09%	0.08%	0.11%	0.10%	0.10%
備抵呆帳覆蓋率	1198%	1386%	1563%	1535%	1400%
信用成本	0.16%	0.27%	0.22%	0.23%	0.21%
成本收入比	52.65%	51.18%	52.65%	49.04%	48.86%
淨利差	1.21%	1.36%	1.38%	1.43%	1.41%
存放比	62.6%	64.1%	65.5%	71.1%	75.2%
手續費收入成長率	8.7%	13.3%	11.8%	9.9%	8.8%
手續費收入成長率	12.3%	-0.5%	14.2%	20.0%	5.0%
提存前淨利成長率	4.3%	19.9%	12.6%	18.2%	3.0%
稅後淨利成長率	6.8%	9.6%	12.6%	24.5%	5.7%

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
Gross loans to customers	2,314,700	2,523,103	2,712,106	2,955,643	3,188,587
貼現及放款	2,287,115	2,495,517	2,684,520	2,914,329	3,146,911
同業及其他金融機構貸款	234,546	266,322	336,769	276,686	296,645
FVTOCI及AC金融資產	6,900,930	7,152,961	7,657,505	7,385,051	7,684,913
其他有息資產	-	-	(0)	(0)	-
現金及約當現金	467,635	412,014	320,832	226,142	242,454
聯營公司投資	32,615	32,883	34,212	34,212	34,212
固定資產	97,852	108,551	109,370	108,518	108,518
無形資產	51,544	51,637	49,670	49,670	49,670
其他無息資產	-	-	-	-	-
Total non-interest earning assets	2,171,770	2,156,086	2,132,326	2,087,200	2,145,235
資產總額	11,594,361	12,070,886	12,811,120	12,663,265	13,273,704
同業存款	280,950	303,337	369,601	483,886	669,365
存款及匯款	2,871,960	3,185,436	3,496,983	3,530,612	3,624,720
其他有息負債	121,432	230,486	185,642	219,708	303,924
有息負債總額	3,274,343	3,719,259	4,052,225	4,234,206	4,598,009
營業及負債準備	6,448,259	6,842,132	6,958,614	7,250,274	7,473,821
其他無息負債	957,721	897,786	998,836	210,988	83,845
無息負債總額	7,405,980	7,739,918	7,957,450	7,461,262	7,557,666
負債總額	10,680,323	11,459,178	12,009,675	11,695,468	12,155,675
普通股股本	131,692	146,692	146,692	146,692	146,692
預收股款	-	-	-	-	-
普通股股本	131,692	146,692	146,692	146,692	146,692
保留盈餘	477,987	454,847	501,697	591,813	680,931
其他儲備	200,359	(94,699)	47,666	123,901	185,015
股東權益	810,038	506,840	696,055	862,406	1,012,638
少數股東權益	12,001	12,868	13,391	13,391	13,391
優先股股東資金	92,000	92,000	92,000	92,000	92,000
權益總額	914,039	611,708	801,446	967,797	1,118,029
股東權益及負債總額	11,594,361	12,070,886	12,811,120	12,663,265	13,273,704

主要財務比率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
年成長率					
淨利息增長	2.1%	16.1%	8.6%	5.1%	5.0%
營業收益增長	(1.2%)	(53.2%)	(20.2%)	26.5%	3.0%
稅後純益	87.1%	(73.2%)	36.3%	76.9%	(1.1%)
每股盈餘成長率	87.1%	(76.0%)	36.3%	76.9%	(1.1%)
獲利能力分析					
平均資產報酬率	1.2%	0.3%	0.4%	0.7%	0.7%
股東權益報酬率	17.3%	5.7%	8.5%	11.6%	9.5%
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	10.59	2.55	3.47	6.14	6.08
每股淨值 (NT\$)	61.51	34.55	47.45	58.79	69.03
每股現金股利 (NT\$)	3.50	0.90	2.00	2.50	2.50

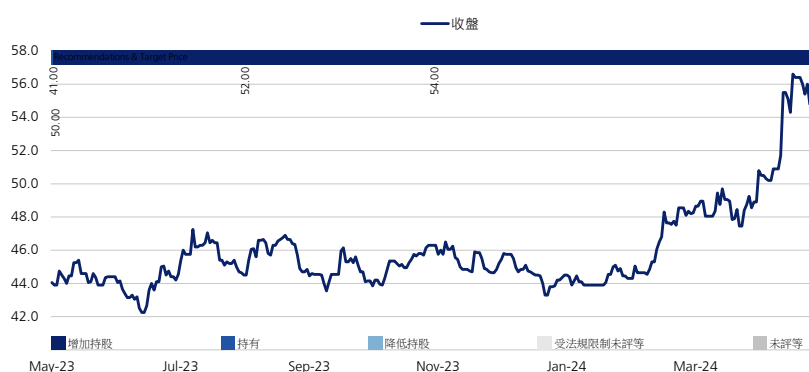
資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
利息收入	207,813	250,520	307,577	326,031	344,618
利息費用	(12,931)	(24,357)	(61,947)	(67,988)	(73,676)
淨利息收入	194,882	226,163	245,630	258,043	270,941
手續費及佣金收入	12,649	15,421	17,751	18,009	18,343
淨保險收入	218,484	1,436	(30,069)	(24,150)	(13,494)
交易收入	192,751	134,451	41,272	42,662	44,041
其他非利息收入	7,197	(36,038)	29,588	64,022	47,409
非利息收入	431,080	115,271	58,543	100,543	96,298
淨收益	625,963	341,434	304,173	358,586	367,240
營業費用	(85,543)	(88,610)	(102,496)	(103,521)	(104,557)
營業利益	540,419	252,823	201,676	255,065	262,683
壞帳減值損失	(3,484)	(4,778)	(4,103)	(5,903)	(5,718)
信用卡呆帳費用	-	-	-	-	-
提存各項保險責任金	(377,408)	(198,098)	(139,104)	(146,059)	(153,362)
呆帳費用及保險負債準備淨變動	(380,893)	(202,876)	(143,207)	(151,962)	(159,080)
稅前純益	159,526	49,948	58,469	103,103	103,603
所得稅費用[利益]	(18,637)	(11,986)	(6,955)	(11,952)	(13,462)
稅後淨利	140,889	37,962	51,514	91,151	90,141
合併淨收入	140,889	37,962	51,514	91,151	90,141
少數股東損益	(1,375)	(603)	(585)	(1,035)	(1,024)
稅後淨利	139,514	37,359	50,929	90,116	89,118
股息	(46,092)	(13,202)	(29,338)	(36,673)	(36,673)
保留盈餘	93,422	24,157	21,590	53,443	52,445
非常項目稅後純益	139,514	37,359	50,929	90,116	89,118

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
2023-11-24	增加持股	54.00	46.30
2023-08-25	增加持股	52.00	44.50
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

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。