

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

前日收盤價	54.90 元
目標價	
3 個月	60.00 元
12 個月	60.00 元

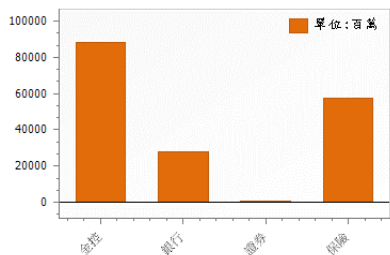
近期報告日期、評等及前日股價

5/9/2024	到達目標價	51.0
11/07/2023	Buy	46.3
8/26/2023	Buy	43.
11/22/2022	Buy	42.1
08/30/2022	Buy	45.6

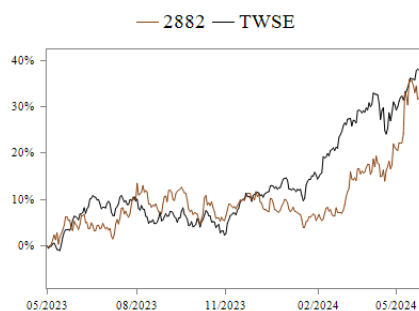
公司基本資訊

目前股本(百萬元)	162,025
市值(億元)	8,895
目前每股淨值(元)	53.13
外資持股比(%)	21.14
投信持股比(%)	1.94
董監持股比(%)	1.16
融資餘額(張)	20,316
現金股息配發率(%)	61.73

子公司獲利比重



股價相對大盤走勢



國泰金(2882 TT)

Trading Buy

金融市場好轉有利壽險營運。

投資建議：受惠資本市場轉佳，1Q24 國泰金稅後盈餘 376 億元。展望 2024，金融市場好轉有利於資產價格表現，加上國泰世華銀提供穩定的核心收入貢獻，因此投資建議為 Trading Buy，目標價 60 元(1.3x2024PBR)。

受惠資本市場轉佳，1Q24 國泰金稅後盈餘 381 億元：1Q24 國泰金稅後盈餘 381 億元，年增 422%，稅後盈餘創同期歷年次高，主要是各子公司核心獲利動能強健，其中國泰人壽受惠資本市場表現，較去年同期轉虧為盈。

主要子公司國泰世華銀行 1Q24 稅後盈餘為 104 億元，YoY +13%，國壽則因金融市場表現良好，較去年同期轉虧為盈，1Q24 稅後盈餘 251 億元，獲利明顯成長，國泰產險因防疫險理賠告一段落，1Q24 稅後盈餘 9 億元，較去年同期轉虧為盈。

受惠核心收益成長，1Q24 國泰世華銀獲利年增 13%：國泰世華銀行 1Q24 稅後盈餘為 104 億元，YoY +13%。國泰世華銀行淨收益為 270.24 億元，YoY +27%，其中利息淨收益為 136.76 億元，YoY +7%，淨利息收益年增成長的原因在於放款量持續成長加上存放利差上揚所致，手續費淨收益為 77 億元，YoY 43%，投資收入為 54.46 億元，YoY +86%。

國壽 2023 年底每股 EV 增至 77.7 元：國泰人壽 2023 年底隱含價值為 1.14 兆元，年增 15%，金控每股 EV 為 77.7 元。國壽著重高 CSM 貢獻的保障型商品，2024 年首季新契約價值年增 30%，CSM 累積估達 240-250 億元。截至 2023 年底，國泰人壽調整後淨值上升至 6520 億元，年增 26%，主要因金融商品未實現損益大幅度回升，有效契約價值為 4880 億元，年增 4%。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F
淨利息收益	245,630	249,472	250,719	59,519	60,988	61,925	63,203	62,425	61,293	62,235	63,519	62,737
QoQ/YoY(%)	8.61%	1.56%	0.50%	-3.98%	2.48%	1.54%	2.06%	-1.23%	-1.81%	1.54%	2.06%	-1.23%
手續費淨收益	17,751	14,089	15,251	2,198	3,138	4,342	6,073	3,418	3,487	3,556	3,628	3,700
QoQ/YoY(%)	15.11%	-20.63%	8.24%	-33.16%	-25.24%	38.37%	39.86%	-43.71%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
淨收益	304,173	359,403	370,185	66,567	94,002	80,028	61,732	116,568	96,822	82,429	63,584	120,065
放款呆帳費用	4,103	3,352	1,400	-346	1,607	912	1,930	2,302	350	350	350	350
稅前純益	58,469	97,812	95,788	7,390	31,426	32,339	-12,533	43,229	16,583	30,500	7,500	30,500
稅後純益	50,929	88,325	88,125	7,009	25,487	26,756	-8,323	38,109	15,256	28,060	6,900	28,060
稅後 EPS	3.14	5.45	5.44	0.43	1.57	1.65	-0.51	2.35	0.94	1.73	0.43	1.73

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。

受惠資本市場轉佳，1Q24 國泰金稅後盈餘 381 億元，較去年同期大幅成長

1Q24 國泰金稅後盈餘 381 億元，年增 422%，稅後盈餘創同期歷年次高，主要是各子公司核心獲利動能強健，其中國泰人壽受惠資本市場表現，較去年同期轉虧為盈。

主要子公司國泰世華銀行 1Q24 稅後盈餘為 104 億元，YoY +13%，國壽則因金融市場表現良好，較去年同期轉虧為盈，1Q24 稅後盈餘 251 億元，獲利明顯成長，國泰產險因防疫險理賠告一段落，1Q24 稅後盈餘 9 億元，較去年同期轉虧為盈。

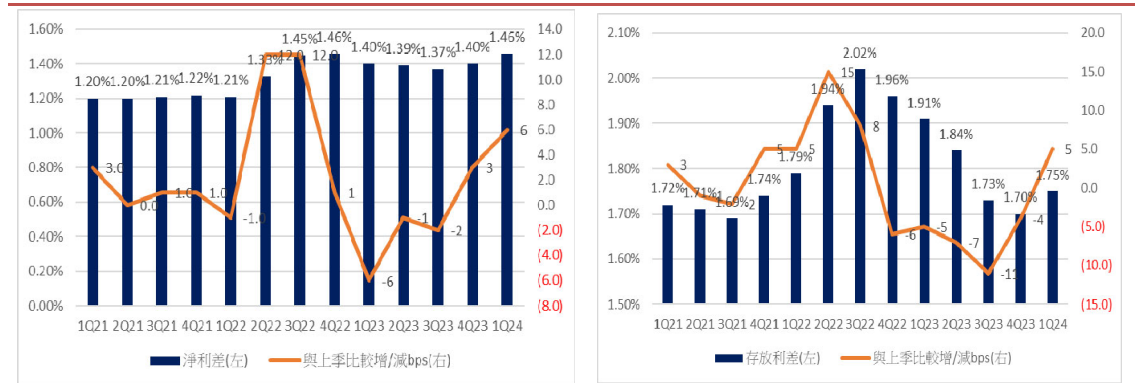
受惠核心收益成長，1Q24 國泰世華銀獲利年增 13%

國泰世華銀行 1Q24 稅後盈餘為 104 億元，YoY +13%。國泰世華銀行淨收益為 270.24 億元，YoY +27%，其中利息淨收益為 136.76 億元，YoY +7%，淨利息收益年增成長的原因在於放款量持續成長加上存放利差上揚所致，手續費淨收益為 77 億元，YoY 43%，投資收入為 54.46 億元，YoY +86%。

國泰世華銀放款餘額為 2.37 兆元，YoY +13%，全年預估會有高個位數成長。在產品類別部分 1Q24 底企業放款餘額為 8,190 億元，YoY +7.1%，房貸餘額為 1.18 兆元，YoY +16.3%，個人放款餘額為 2,881 億元，YoY +20.6%，信用卡放款餘額為 186 億元，YoY +1.08%。2024 年預估有 5%~10% 的成長預期。

在利差部分，1Q24 存放利差為 1.75%，較上季上揚 5bps，主要是外幣存款部位減少，資金成本下降所致，1Q24 淨利差為 1.46% 較上季上揚 6bps。

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 5 月 27 日

資產品質部分，國泰世華銀仍維持良好，1Q24 底逾放比 0.11%，備抵呆帳覆蓋率為 1,475%。

1Q24 手續費收入 77 億元，YoY +43%，主要由於財富管理各項商品銷售動能強勁，財富管理手續費收入表現亮眼，帶動整體手續費淨收益較去年同期增長。

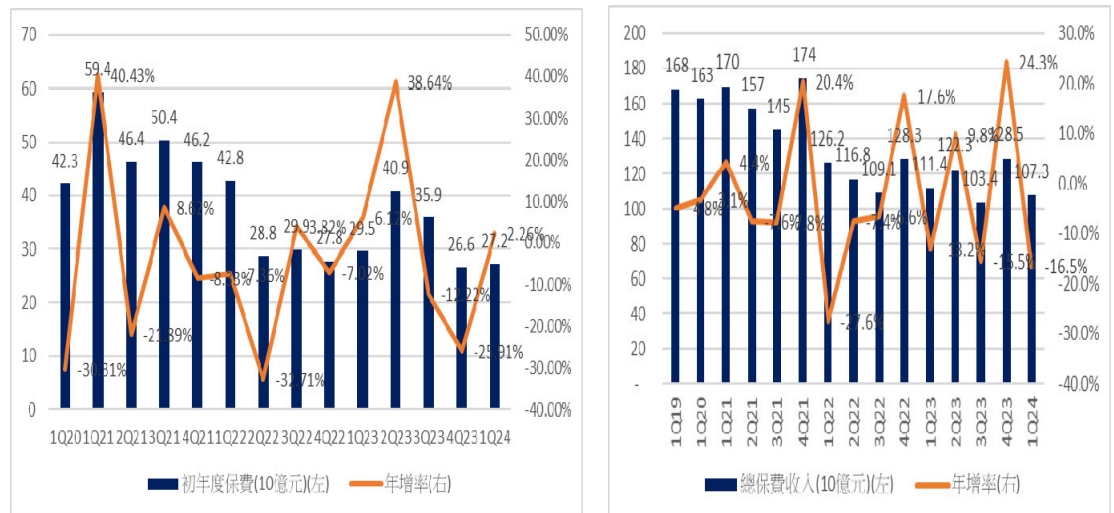
財富管理手續費收入為 45.86 億元，YoY +39.6%，主要是因基金、海外債及保險商品銷售動能強勁，共同基金相關手續費收入為 10.31 億元，YoY 44.4%，結構債及證券商品收入為 3.31 億元，YoY +91.5%，保險商品的相關手續費收入為 27.40 億元，YoY 30.3%。

國泰人壽 1Q24 稅後盈餘 251 億元

國泰人壽 1Q24 稅後 251 億元。在業務端，國泰人壽總保費收入為 1,073 億元，YoY -4%，衰退幅度逐步緩和，初年度保單 272 億元，YoY -8%，主要是因為投資型商品及利變型年金銷售下滑所致，而投資型商品受 FY23 法規修訂趨嚴影響，銷量趨緩。

受惠傳統型長年期繳商品銷量大幅成長，FYPE 年成長 28%至 155 億元。

圖二、國泰人壽總保費收入及初年度保費收入

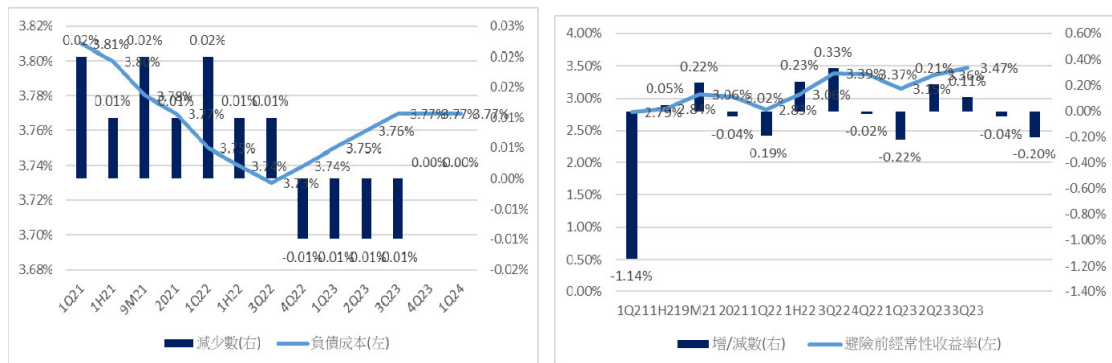


資料來源：國泰金，群益投顧彙整

在財務面，1Q24 國壽負債成本為 3.77%，與上季持平。避險後投資收益率為 4.39%，較去年同期 2.69%成長，主要是因國內外股市上揚，趨勢實現股票資本利得。

2024 年 5 月 27 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

1Q24 底國壽總投資金額為 7.8 兆元，其中仍以股市投資表現最佳，國內股票投報率為 14.8%，國外股票投報率為 19.2%，國內債券投報率為 5.3%，海外債券投報率為 3.8%。1Q24 底的 FVOCI 的金融資產未實現損益較 2023 年虧損 746 億元下滑至虧損 434 億元，主要來自國內外債券，2024 年利率環境較去年大幅上升，但已較先前回升，淨值持續增加。

國壽 2023 年底每股 EV 增至 77.7 元

國泰人壽 2023 年底隱含價值 為 1.14 兆元，年增 15%，金控每股 EV 為 77.7 元。國壽著重高 CSM 貢獻的保障型商品，2024 年首季新契約價值年增 30%，CSM 累積估達 240-250 億元。截至 2023 年底，國泰人壽調整後淨值上升至 6520 億元，年增 26%，主要因金融商品未實現損益大幅度回升，有效契約價值為 4880 億元，年增 4%。

投資建議

受惠資本市場轉佳，1Q24 國泰金稅後盈餘 376 億元。展望 2024，金融市場好轉有利於資產價格表現，加上國泰世華銀提供穩定的核心收入貢獻，因此投資建議為 Trading Buy，目標價 60 元(1.3x2024PBR)。

Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024 年 5 月 27 日

資產負債表

(百萬元)	2020	2021	2022	2023	1Q24
資產總額	10,950,472	11,594,361	12,070,886	12,810,424	13,081,009
現金及約當現金	536,716	467,635	412,014	320,832	310,087
存放央行 及拆借銀行同業	129,504	234,546	266,322	336,769	297,753
公平價值變動 列入損益之金融資產	1,748,081	1,929,395	1,675,025	2,009,184	1,935,812
投資性不動產	419,476	432,525	448,141	461,687	468,695
備供出售金融資產	--	--	--	--	--
貼現及放款	2,141,276	2,287,115	2,495,517	2,684,520	2,797,405
持有至到期日金融資產	--	--	--	--	--
負債總額	10,045,697	10,680,323	11,459,178	12,008,978	12,206,143
央行及金融同業存款	66,131	74,605	97,309	117,131	124,404
存款及匯款	2,615,799	2,871,960	3,185,436	3,496,983	3,449,622
負債準備	6,117,073	6,448,259	6,842,132	6,958,614	7,080,406
股東權益	904,776	914,039	611,708	801,446	874,866
股本	147,025	147,025	162,025	162,025	162,025
保留盈餘	371,469	477,987	454,847	501,697	539,932
負債及股東權益	10,950,472	11,594,361	12,070,886	12,810,424	13,081,009

現金流量表

(百萬元)	2020	2021	2022	2023	1Q24
營運活動現金	196,186	72,516	-26,255	-59,250	-18,595
本期損益	81,616	159,526	49,948	58,469	43,229
利息費用(淨額)	-190,930	-194,882	-226,163	-245,630	-62,433
壞帳損失提列數	3,178	3,484	4,778	4,103	2,302
各項保險準備提列數	406,252	336,991	353,293	144,988	110,462
投資活動現金	-15,166	-12,892	-52,826	12,992	-27,442
取得備供出售金融資產	-10,914	-11,737	-8,407	-2,649	-1,013
處分備供出售金融資產	-77,417	-149,313	-213,073	-192,283	-115,023
取得採用權益法之投資	--	--	--	--	--
融資活動現金	-25,662	-25,013	6,590	26,801	2,741
短期借款增減	--	--	--	--	--
發行金融債券	--	0	693	0	--
償還公司債	312,355	256,161	313,476	311,547	-47,361
本期產生現金	154,610	34,217	-71,438	-18,152	-43,763
期初現金	503,214	657,824	692,042	620,603	602,452
期末現金	657,824	692,042	620,603	602,452	558,689

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	249,472	250,719
手續費淨收益	12,649	15,421	17,751	14,089	15,251
淨收益	625,963	341,434	304,173	359,403	370,185
放款呆帳費用	3,484	4,778	4,103	3,352	1,400
營業費用	85,543	88,610	102,496	104,816	105,864
稅前純益	159,526	49,948	58,469	97,812	95,788
所得稅	18,637	11,986	6,955	9,809	7,663
稅後純益	139,514	37,359	50,929	88,325	88,125
每股盈餘*	8.61	2.31	3.14	5.45	5.44

*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%	18.16%	3.00%
放款呆帳費用	9.64%	37.11%	-14.12%	-18.30%	-58.23%
稅後純益	87.07%	-73.22%	36.32%	73.43%	-0.23%

獲利能力分析(%)

稅後純益率	22.29%	10.94%	16.74%	24.58%	23.81%
總資產報酬率	1.24%	0.32%	0.41%	0.67%	0.65%
股東權益報酬率	15.54%	4.98%	7.34%	9.55%	8.70%

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	57,500
存款餘額	2,935,694	3,246,162	3,543,558	3,554,149	3,698,462
放款餘額	1,807,077	2,045,082	2,280,571	2,899,325	3,041,017
存放比	61.55%	63.00%	64.35%	81.57%	82.22%

資料來源：CMoney、群益

2024 年 5 月 27 日

季度損益表

(百萬元)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F
淨利息收益	61,983	59,519	60,988	61,925	63,203	62,425	61,293	62,235	63,519	62,737	61,600	62,546
手續費淨收益	3,289	2,198	3,138	4,342	6,073	3,418	3,487	3,556	3,628	3,700	3,774	3,850
淨收益	34,943	66,567	94,002	80,028	61,732	116,568	96,822	82,429	63,584	120,065	99,727	84,902
放款呆帳費用	2,419	-346	1,607	912	1,930	2,302	350	350	350	350	350	350
營業費用	23,663	21,304	25,528	25,716	27,952	24,827	25,783	25,973	28,232	25,075	26,041	26,233
稅前純益	-20,893	7,390	31,426	32,339	-12,533	43,229	16,583	30,500	7,500	30,500	28,417	29,334
所得稅	-4,376	6	5,582	5,612	-4,303	5,442	1,327	2,440	600	2,440	2,273	2,347
稅後純益	-16,535	7,009	25,487	26,756	-8,323	38,109	15,256	28,060	6,900	28,060	26,144	26,987
稅後 EPS	-1.02	0.43	1.57	1.65	-0.51	2.35	0.94	1.73	0.43	1.73	1.61	1.67
YoY(%)												
淨收益	-76.45%	-49.60%	-11.08%	16.50%	76.66%	75.11%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%
放款呆帳費用	795.66%	N.A	37.89%	-20.36%	-20.22%	N.A	-78.22%	-61.63%	-81.87%	-84.80%	0.00%	0.00%
稅後純益	N.A	-79.51%	74.56%	426.05%	N.A	443.71%	-40.14%	4.87%	N.A	-26.37%	71.36%	-3.82%
QoQ(%)												
淨收益	-49.13%	90.50%	41.21%	-14.87%	-22.86%	88.83%	-16.94%	-14.87%	-22.86%	88.83%	-16.94%	-14.87%
放款呆帳費用	111.22%	N.A	N.A	-43.24%	111.58%	19.28%	-84.80%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
稅後純益	N.A	N.A	263.63%	4.98%	N.A	N.A	-59.97%	83.92%	-75.41%	306.67%	-6.83%	3.23%

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。