

國泰金(2882)

BUY

■台灣 50 □中型 100 ■MSCI

元富投顧研究部

研究員 葉主揚 Paul, Yeh
paul.yeh@masterlink.com.tw

評等

日期:	2024/05/30
目前收盤價 (NT\$):	55.6
目標價 (NT\$):	63
52 週最高最低(NT\$):	42.3-56.8
加權指數:	21858.41

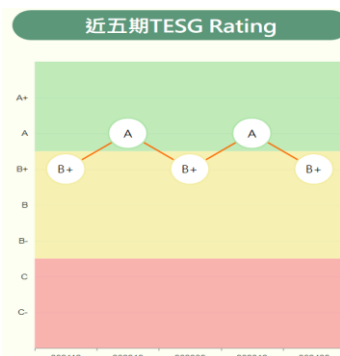
公司基本資料

股本 (NT\$/mn):	162,025
市值 (NT\$/mn):	920,300
市值 (US\$/mn):	30,677
20 日平均成交量(仟股):	36,732
PER (2024):	8.2
PBR (2024):	1.03
外資持股比率:	21.17
TCRI	0

股價表現	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	16.2	28.2	23.5
加權指數報酬率	8.6	15.9	26.1

2024 Key Changes

評等	BUY	BUY
目標價 (NT\$)	63	54
營業收入 (NT\$/mn)	430,658	383,720
毛利率 (%)	100	100
營益率 (%)	29.2	30.1
EPS (NT\$)	6.93	5.59
BVPS(NT\$)	55.4	54.3



金控 2024 年營運展望正向

- 國泰金 1Q24 獲利為 376 億元，YoY+424%，優於金控平均水準：金控 1Q24 稅後淨利為 376 億元，YoY+424%，優於金控平均水準，係因壽險獲利 251 億元，YoY 由虧轉盈，主要反映避險成本下降和資本利得實現大增，同時銀行及證券獲利受惠股市上揚 YoY 分別為+14% 和+80%所致；1Q24 金融資產未實現虧損收斂至 430 億元，主要來自債券，國內外股票未實現利益超過 1000 億元，股票動能仍強勁。
- 受惠升息效應延續，加上手續費收益高雙位數成長，銀行獲利穩健成長：受惠資產收益率提升使得 1Q24 的 NIM 較前季上升 8bps 至 1.46%、存放利差較前季上升 5bps 至 1.75%；在信用卡手續費收益動能強勁、財管客戶數及 AUM 持續增加下，整體手續費淨收益 YoY+43%；至於資產品質部分，逾放比 0.11%、備抵呆帳覆蓋率為 1457%，顯示資產品質保持穩健，加上信用成本目標有望低於管理層年初之預期，展望後市，考量財管及信用卡消費上揚帶動手續費淨收益動能持續回升，且 1Q24 以來市場降息預期大幅消退使得 NIM 不易下降，認為整體獲利有望維持成長，預估 2024 年國泰世華銀行獲利 325 億元，YoY+13%；國壽 1Q24 投報率為 4.39%，年增幅度達 1.7%，主要反映實現股票資本利得年增 192%，避險前經常性收益率年增 8bps，加上避險成本年減 60bps 至 1.21%，主因為台幣貶值抵銷 CS 經常性避險成本達 4%；管理層預期 2024 年避險成本維持 1-1.5%，扣除股息之避險前經常性收益率則會接近 3.5%，仍高於 2023 年水準。
- 維持買進理由：考量銀行財管及信用卡消費上揚帶動手續費淨收益動能持續回升，且信用成本目標有望維持低於 25bps，加上壽險和產險營運重回成長軌道，認為整體金控獲利表現將穩健成長，預估 2024 年國泰金稅後 EPS 由原先 5.59 元調整至 6.93 元；評價方面，過往國泰金 PBR 區間介於 0.8-1.3x，目前約在 1x，評價偏低，具上檔空間，維持買進評等，目標價 63 元(1.1x2024BVPS)。

Exhibit 1: TESG 企業永續指標



Source : TEJ

國泰金為國內最大金融控股公司

國泰金成立於 2001 年，為國內最大金融控股公司，旗下金融版圖包括人壽、銀行、產險、證券與投信等業務，擁有完整且多元的金融產品與服務。截至 2021 年底，國泰金控資產高達 11.59 兆元，創歷史新高且為台灣 15 家金控當中排名第一。國泰金旗下經營業務包括銀行、壽險、產險、證券以及資產管理等。截至 2023 年底國泰金獲利組成：國泰人壽 32%、國泰世華銀行 57%、國泰產險 2%、其他 9%，顯示國泰金獲利主要來自於國泰人壽以及國泰世華銀行，兩者合計佔比超過 95%。

Exhibit 2：金控子公司獲利佔比

公司(NT\$m)	2022			2023			2024F		
	獲利	比重(%)	YoY	獲利	比重(%)	YoY	獲利	比重(%)	YoY
Cathay Bank	25,590	68%	10%	28,805	57%	13%	32,464	32%	13%
Cathay Ins	-19,622	-53%	盈轉虧	1,246	2%	虧轉盈	2,027	2%	63%
Cathay Life	33,667	90%	-70%	16,343	32%	-51%	63,169	62%	287%
Others	-2,276	-6%	盈轉虧	4,535	9%	虧轉盈	3,978	4%	-12%
Cathay FHC	37,359	100%	87%	50,929	100%	-73%	101,638	100%	100%

Sources：Cathay FHC、Masterlink

國泰金 1Q24 獲利為 376 億元，
YoY+424%，優於金控平均水準

國泰金 1Q24 稅後淨利為 376 億元，YoY+424%，優於金控平均水準，係因壽險獲利 251 億元，YoY 由虧轉盈，主要反映避險成本下降和資本利得實現大增，同時銀行及證券獲利受惠股市上揚 YoY 分別為+14%和+80%所致；1Q24 金融資產未實現虧損收斂至 430 億元，主要來自債券，國內外股票未實現利益超過 1000 億元，股票動能仍強勁。

受惠升息效應延續，加上手續費
收益高雙位數成長，銀行獲利穩
健成長

國泰世華銀行 1Q24 稅後淨利為 104 億元，YoY+14%；其中核心收益部分：放款餘額達 2.4 兆元，YoY+13%，其中房屋貸款及個人放款皆有雙位數成長，且受惠外幣財務資產價量均增、資產收益率提升使得 1Q24 的 NIM 較前季上升 8bps 至 1.46%、存放利差較前季上升 5bps 至 1.75%；在海外消費顯著增加帶動信用卡手收成長 60%和財管銷售強勁帶動財管手收成長 40%下，整體手續費淨收益 YoY+43%；至於資產品質部分，逾放比 0.11%、備抵呆帳覆蓋率為 1457%，顯示資產品質仍保持穩健。展望後市，管理層預期 2024 年放款仍維持高個位數成長(低於 2023 年放款 YoY+12%)，同時認為 2024 年的 NIM 將落在 1.38-1.4%左右；考量財管及信用卡消費上揚帶動手續費淨收益動能持續回升，且 1Q24 以來市場降息預期大幅消退使得 NIM 不易下降，故預估 2024 年國泰世華銀行獲利 325 億元，YoY+13%。

國壽 1Q24 投報率受惠實現股票利得大增上升至 4.39%，接軌 IFRS17 和 ICS 2.0 有助減少增資壓力

國壽 1Q24 總保費收入為 1,073 億元，YoY-4%，FYP 為 272 億元，YoY-8%，受投資型商品法規趨嚴銷售減緩，整體 FYP 動能較緩，惟傳統型長年期繳及健康意外險商品仍是保持成長，帶動整體 VNB 年增 32%。1Q24 總投資金額為 7.8 兆元，QoQ+2.3%，其中海外投資比重約 7 成(含外幣保單)，國內、國外債券比重分別較 4Q23 增加 1%及 0.2%，國內及國外股票則分別較 4Q23 增加 2.2%及 0%。利差結構方面，國壽 1Q24 投報率為 4.39%，年增幅度達 1.7%，主要反映實現股票資本利得年增 192%，避險前經常性收益率年增 8bps，加上 1Q24 避險成本年減 60bps 至 1.21%，主因為台幣貶值抵銷 CS 經常性避險成本達 4%。管理層預期 2024 年避險成本維持 1-1.5%，扣除股息之避險前經常性收益率則會接近 3.5%，仍高於 2023 年水準；管理層認為金管會提出接軌 IFRS17 及 ICS 2.0 過渡措施將有助壽險減少增資壓力，包括高利率保單可用流動性貼水 50 基點將有助保單負債公允價值減少，利率風險及高利率保單對淨資產影響可分 15 年認列。

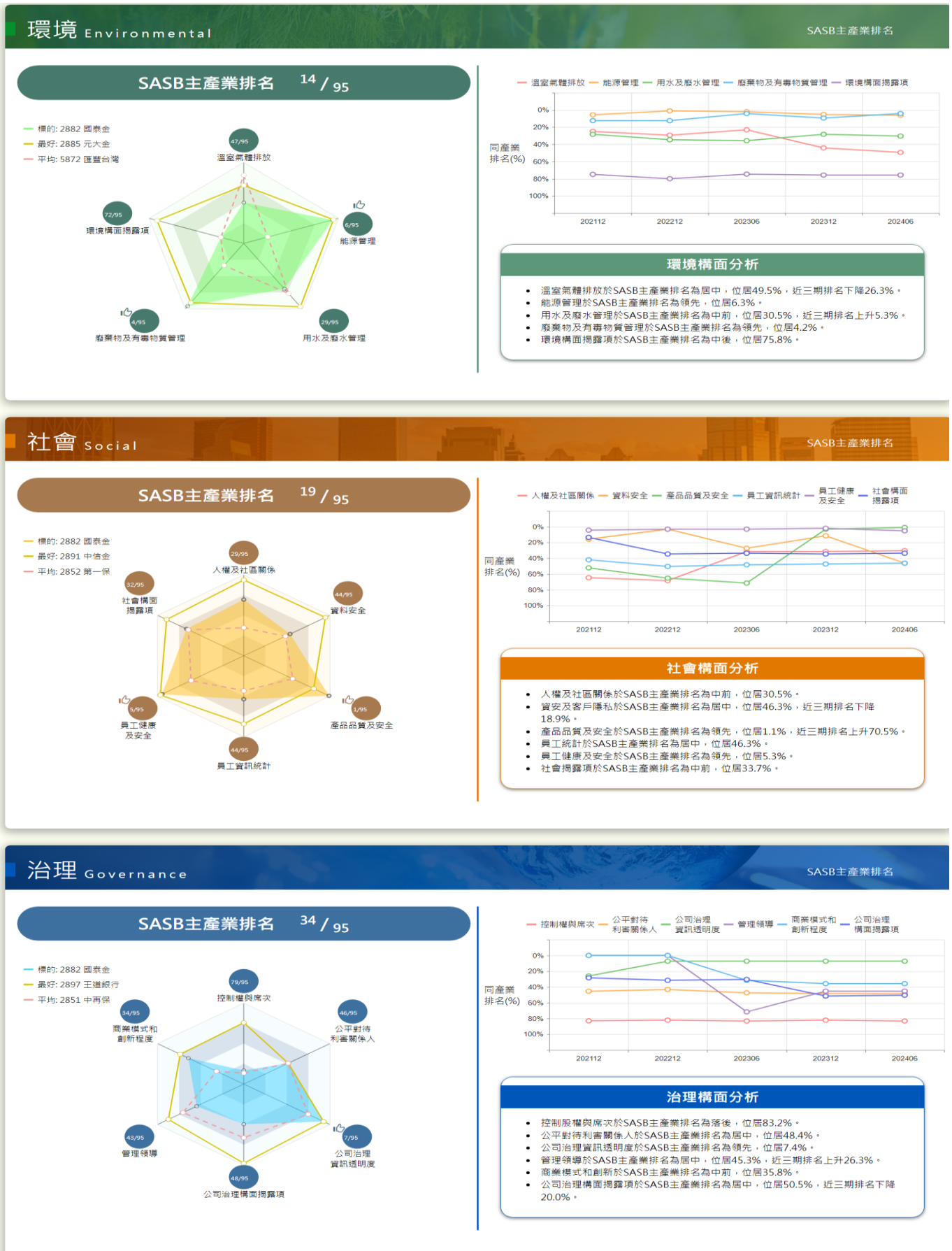
Exhibit 3 : Cathay Bank Operating Profit Breakdown

NT\$ mn	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023	YoY	2024F	YoY
Net interest income	13,676	13,150	12,848	12,563	51,743	34%	52,237	1%
Net fee income	7,700	5,893	5,371	5,386	20,844	14%	24,350	17%
Other op. inc.	5,647	4,335	4,858	2,473	14,311	92%	17,314	21%
Pre-provision op. inc.	27,024	23,378	23,077	20,422	86,898	35%	93,901	8%
Provision	2,383	1,106	1,041	1,587	5,077	70%	6,117	20%
Post-Provision op. inc.	24,641	22,271	22,036	18,835	81,821	33%	87,783	7%
Operating expense	11,761	11,546	12,642	12,382	45,752	35%	48,331	6%
Operating profit	12,880	10,725	9,394	6,453	36,069	31%	39,452	9%

Sources : Cathay FHC、Masterlink

綜合前述，考量銀行財管及信用卡消費上揚帶動手續費淨收益動能持續回升，且信用成本目標有望維持低於 25bps，加上壽險和產險營運重回成長軌道，認為金控整體獲利表現將穩健成長，預估 2024 年國泰金稅後 EPS 由原先 5.59 元調整至 6.93 元；評價方面，過往國泰金 PBR 區間介於 0.8-1.3x，目前約在 1x，評價偏低，具上檔空間，維持買進評等，目標價 63 元(1.1x2024BVPS)。

TESG 企業永續指標



Source : TEJ

本刊登之報告為元富投顧於特定日期之分析，已力求陳述內容之可靠性，純屬研究性質，僅作參考，使用者應明瞭內容之時效性，審慎考量投資風險，並就投資結果自行負責。報告著作權屬元富投顧所有，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。

Comprehensive Income Statement					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY21	FY22	FY23	FY24F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	625,963	341,434	304,173	430,658	
COGS	-	-	-	-	
Gross profit	625,963	341,434	304,173	430,658	
Operating expense	85,543	88,610	102,496	108,507	
Operating profit	159,526	49,948	58,469	125,707	
Investment income	-	-	-	-	
Total non-operate. Inc.	-	-	-	-	
Pre-tax profit	159,526	49,948	58,469	125,707	
Total Net profit	140,889	37,962	51,514	101,403	
Minority	1,375	603	585	235	
Net profit	139,514	37,359	50,929	101,637	
EPS (NT\$)	10.34	2.58	3.24	6.93	
Y/Y %	FY21	FY22F	FY23	FY24F	
Sales	-0.63	-45.45	-10.91	41.58	
Gross profit	-0.63	-45.45	-10.91	41.58	
Operating profit	95.46	-68.69	17.06	115.00	
Pre-tax profit	95.46	-68.69	17.06	115.00	
Net profit	87.07	-73.22	36.32	99.57	
EPS	91.13	-75.05	25.58	113.91	
Margins %	FY21	FY22F	FY23	FY24F	
Gross	100	100	100	100	
Operating	25.5	14.6	19.2	29.2	
Pre-tax	25.5	14.6	19.2	29.2	
Net	22.3	10.9	16.7	23.6	

Consolidated Balance Sheet					NT\$m
Year-end Dec.31	FY21	FY22	FY23	FY24F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Cash	467,635	412,014	538,421	540,392	
Due From Banks & Call Loans	234,546	266,322	236,712	282,999	
Total current assets	5,163,099	5,057,527	5,663,098	6,069,241	
Real estate	97,852	108,551	115,324	122,807	
Intangible assets	51,544	51,637	59,607	62,132	
Total fixed assets	-	-	-	-	
Total other assets	5,579,686	6,174,835	6,482,512	6,963,611	
Total assets	11,594,361	12,070,886	13,095,674	14,041,182	
Deposits	2,871,960	3,185,436	3,307,846	3,576,244	
Saving of Centrabank & Other	74,605	97,309	90,393	100,061	
Loan of Centrabank & Other	1,076	-	852	745	
Repurchase Liabilities	39,828	34,723	32,713	41,288	
Accounts Payable	76,870	73,787	83,897	89,679	
Operation reserves	6,448,259	6,842,132	7,415,606	7,906,964	
Miscellaneous liabilities	1,126,029	1,199,659	1,319,905	1,391,507	
Other liabilities	41,695	26,130	41,452	41,883	
Liabilities	10,680,323	11,459,178	12,292,665	13,148,372	
Common stocks	147,025	162,025	162,025	162,025	
Reserves	177,244	215,318	204,552	180,837	
Retain earnings	589,769	234,365	436,431	549,948	
Total Equity	914,039	611,708	803,009	892,810	
Total Liab. & Equity	11,594,361	12,070,886	13,095,674	14,041,182	

Comprehensive Income Statement					NT\$m
	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	116,568	109,810	115,855	88,425	
Gross profit	116,568	109,810	115,855	88,425	
Operating profit	43,229	37,434	39,841	5,202	
Investment income	-	-	-	-	
Total non-ope inc.	-	-	-	-	
Pre-tax profit	43,229	37,434	39,841	5,202	
Total Net profit	37,562	28,551	30,987	4,302	
Minority	-	546	395	35	49
Net profit	38,109	28,156	31,022	4,351	
EPS	2.60	1.92	2.11	0.30	
Y/Y %	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	
Net sales	70.4	16.8	44.8	43.2	
Gross profit	70.4	16.8	44.8	43.2	
Operating profit	497.3	19.1	23.2	-141.5	
Net profit	443.7	10.5	15.9	-152.3	
Q/Q %	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	
Net sales	88.8	-5.8	5.5	-23.7	
Gross profit	88.8	-5.8	5.5	-23.7	
Operating profit	-444.9	-13.4	6.4	-86.9	
Net profit	-557.9	-26.1	10.2	-86.0	
Margins %	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	
Gross	100.0	100.0	100.0	100.0	
Operating	37.1	34.1	34.4	5.9	
Net	32.7	25.6	26.8	4.9	

Option exp. in R.O.C. GAAP & IFRS

MasterLink Securities – Stock Rating System

STRONG BUY: Total return expected to appreciate 50% or more over a 3-month period.

BUY: Total return expected to appreciate 15% to 50% over a 3-month period.

HOLD: Total return expected to be between 15% to -15% over a 3-month period.

SELL: Total return expected to depreciate 15% or more over a 3-month period.

Additional Information Available on Request

©2023 MasterLink Securities. All rights reserved.

This information has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. MasterLink and its affiliates and their officers and employees may or may not have a position in or with respect to the securities mentioned herein. This firm (or one of its affiliates) may from time to time perform investment banking or other services or solicit investment banking or other business from, any company mentioned in this report. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice. MasterLink has produced this report for private circulation to professional and institutional clients only. All information and advice is given in good faith but without any warranty.