

2024 年 8 月 9 日

研究員：林振偉 [davidstrath.lin@cim.capital.com.tw](mailto:davidstrath.lin@cim.capital.com.tw)

前日收盤價	25.80 元
目標價	
3 個月	28.00 元
12 個月	28.00 元

## 玉山金(2884 TT)

### Trading Buy

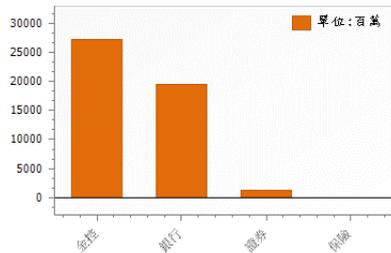
#### 近期報告日期、評等及前日股價

11/03/2023	Trading Buy	24.15
07/27/2023	到達目標價	
05/10/2023	Trading Buy	23.50
10/20/2022	Neutral	22.55
05/25/2022	Trading Buy	29.55

#### 公司基本資訊

目前股本(百萬元)	159,958
市值(億元)	4,127
目前每股淨值(元)	15.34
外資持股比(%)	30.01
投信持股比(%)	4.17
董監持股比(%)	1.59
融資餘額(張)	5,382
現金股息配發率(%)	85.11

#### 子公司獲利比重



#### 股價相對大盤走勢



營運相對穩定，投資建議為 Trading Buy

**投資建議：**受惠核心收入成長，玉山金 1H24 稅後盈餘為 127.16 億元，YoY +20.6%，EPS 0.81 元，獲利創下歷年同期新高。展望 2024 年，玉山金資產品質健全，營運相對穩定，因此投資建議為 Trading Buy，目標價 28 元。

**玉山金 1H24 稅後盈餘 127.16 億元，YoY +20.6%：**玉山金 1H24 稅後盈餘為 127.16 億元，YoY +20.6%，ROE 為 +10.76%，EPS 0.81 元，獲利創下歷年同期新高。在金控子公司獲利部分，玉山銀 1H24 稅後盈餘為 115.8 億元，YoY +21.8%，證券稅後盈餘 10.6 億元，YoY +72.9%，創投子公司稅後盈餘 2.37 億元，YoY -60.3%，由於受惠資本市場成長，證券獲利成長明顯，加上銀行端獲利動能強勁，因此獲利明顯成長。

**受惠核心收入成長，淨收益較去年同期成長 15.4%：**1H24 玉山金淨收益為 361.3 億元，YoY +15.4%，營業費用 189.5 億元，YoY +7.5%，由於淨收益的成長幅度高於營業費用的增幅，雖淨提存 16.61 億元，就去年同期增加 293%，因此獲利明顯成長。在各項收入中，主要成長來自於核心收益的成長。

**1H24 放款年成長 13.1%，預估年成長在 8%~10%：**1H24 玉山銀放款餘額為 2.24 兆元，YoY +13.1%，預估 2024 年成長 8%~10%，其中企業放款餘額為 1.05 兆元，YTD +6.8%，消金放款餘額為 1.125 兆元，YTD +8%，外幣放款餘額為 4,061 億元，YTD +10.9%。

2Q24 存放利差為 1.22%，較上季下滑 2bps，主要是存款成本提升所致，淨利差為 1.28%，同步下滑 2bps。展望 2024 年，公司將控制存款成本的增幅，預期 2024 年淨利差仍能維持。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F
淨利息收益	29,100	32,916	33,694	7,756	6,602	6,624	7,371	7,419	7,686	7,821	8,348	8,365
QoQ/YoY(%)	-1.75%	13.11%	2.36%	-1.53%	-14.87%	0.33%	11.27%	0.65%	3.60%	1.76%	6.73%	0.20%
手續費淨收益	21,518	25,146	26,403	4,728	4,730	4,943	5,174	5,635	5,766	6,239	6,936	5,917
QoQ/YoY(%)	11.61%	16.86%	5.00%	1.69%	0.04%	4.51%	4.68%	8.91%	2.31%	8.21%	11.17%	-14.69%
淨收益	66,696	72,348	71,597	14,348	14,774	15,800	15,504	16,877	18,514	17,487	18,644	17,782
放款呆帳費用	2,682	2,961	2,600	615	586	-2	424	567	1,692	371	1,290	650
稅前純益	26,512	30,368	29,589	5,602	5,061	7,536	5,714	6,356	6,906	7,735	7,784	7,079
稅後純益	21,726	26,381	27,221	4,563	4,111	6,042	4,501	5,339	5,844	6,251	6,469	6,512
稅後 EPS	1.36	1.65	1.70	0.29	0.26	0.38	0.28	0.33	0.37	0.39	0.40	0.41

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 1,599.58 億元計算

## 玉山金 ESG：

玉山金導入 ISO 14001、ISO 50001、ISO 14046、ISO 14064 及 ISO 46001，以環境及能源管理系統為基礎，經由教育訓練引導同仁響應節能減碳，以各項數據盤查來驗證目標達成的落實程度，其他執行面包含汰換及改善老舊耗能的燈具及空調設備，導入國內外綠建築認證，支持再生能源包含自建太陽能板、購買再生能源憑證以及簽署購電協議，目標於 2027 年全數自有大樓改造成綠建築，2030 年 100% 使用再生能源，2050 年達成淨零碳排。

## 玉山金 1H24 稅後盈餘 127.16 億元，YoY +20.6%：

玉山金 1H24 稅後盈餘為 127.16 億元，YoY +20.6%，ROE 為 +10.76%，EPS 0.81 元，獲利創下歷年同期新高。在金控子公司獲利部分，玉山銀 1H24 稅後盈餘為 115.8 億元，YoY +21.8%，證券稅後盈餘 10.6 億元，YoY +72.9%，創投子公司稅後盈餘 2.37 億元，YoY -60.3%，由於受惠資本市場成長，證券獲利成長明顯，加上銀行端獲利動能強勁，因此獲利明顯成長。

## 受惠核心收入成長，淨收益較去年同期成長 15.4%：

1H24 玉山金淨收益為 361.3 億元，YoY +15.4%，營業費用 189.5 億元，YoY +7.5%，由於淨收益的成長幅度高於營業費用的增幅，雖淨提存 16.61 億元，就去年同期增加 293%，因此獲利明顯成長。在各項收入中，主要成長來自於核心收益的成長。

在各項收入中，淨手續費收入為 131.75 億元，YoY +30.2%，固定收益商品及其他收入 67.87 億元，YoY -5.63%，淨利息收益為 161.69 億元，YoY +15.5%，收入主要是核心收益成長所致。

淨手續費收入為 131.8 億元，YoY +30.2%，主要因素在於財富管理業務及證券相關手續費收入的回升。在各項收入中，證券經紀收入 19.09 億元，YoY +59.3%，信用卡手續費收入為 36.72 億元，YoY +8.7%，財富管理業務手續費收入為 62.85 億元，YoY +41.6%，主要受惠金融市場轉佳所致。

玉山銀信用卡業務部分，1H24 底有效卡為 481.7 萬張，市佔率在 12.6%，每卡平均消費金額為 11,176 元，信用卡相關手續費收入為 55.47 億元。

## 1H24 放款年成長 13.1%，預估年成長在 8%~10%：

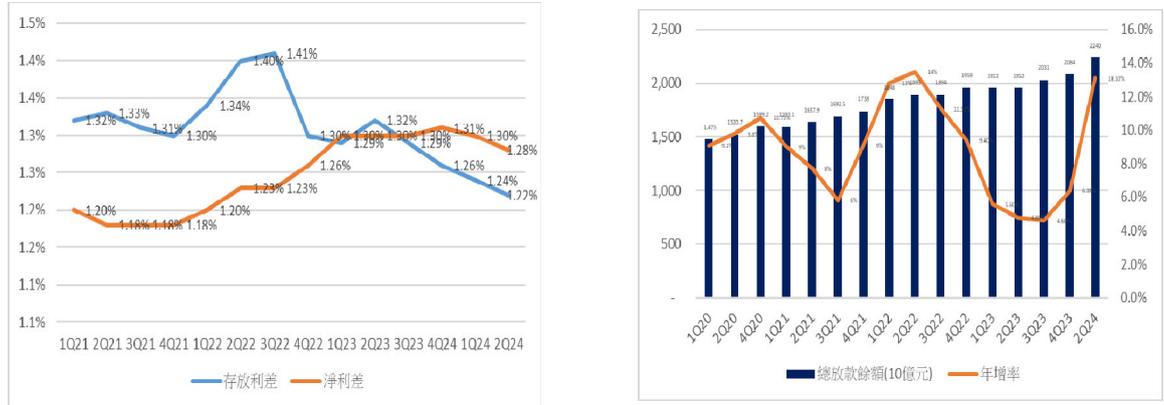
1H24 玉山銀放款餘額為 2.24 兆元，YoY +13.1%，預估 2024 年成長 8%~10%，其中企業放款餘額為 1.05 兆元，YTD +6.8%，消金放款餘額為 1.125 兆元，YTD +8%，外幣放款餘額為 4,061 億元，YTD +10.9%。

各項放款中，大企業放款餘額為 4,699 億元，YoY +10.8%、SME 餘額為 5,840 億元，YoY +13.6%，房貸餘額為 5,547 億元，YoY +13.1%，無擔消費放款餘額為 1,233 億元，YoY +0.4%，擔保消費放款餘額為 4,480 億元，YoY +19.7%。2024 年放款成長預估至 8%~10%。

目前固定收益債券中，AC 超過 40%，存續期間為 3~4 年，yield 5.5%~6%。

2Q24 存放利差為 1.22%，較上季下滑 2bps，主要是存款成本提升所致，淨利差為 1.28%，同步下滑 2bps。展望 2024 年，公司將控制存款成本的增幅，預期 2024 年淨利差仍能維持。

圖一、玉山銀總放款餘額、存放利差、淨利差



資料來源：玉山金，群益投顧彙整

**玉山金資本、資產品質維持強健：**

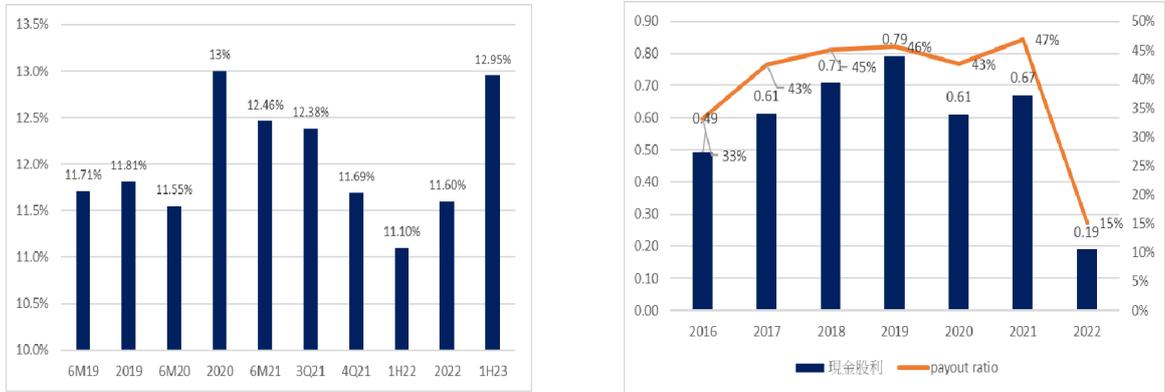
1H24玉山銀逾放金額為34.1億元，逾放比例0.13%，備抵呆帳覆蓋率為775%。6/2024底金控資本適足率為127.89%，銀行資本適足率為14.93%，第一類資本適足率為12.947%，資本端維持穩健。

圖二、玉山銀資產品質



資料來源：玉山金，群益投顧彙整

圖三、玉山金資本適足率、股利政策

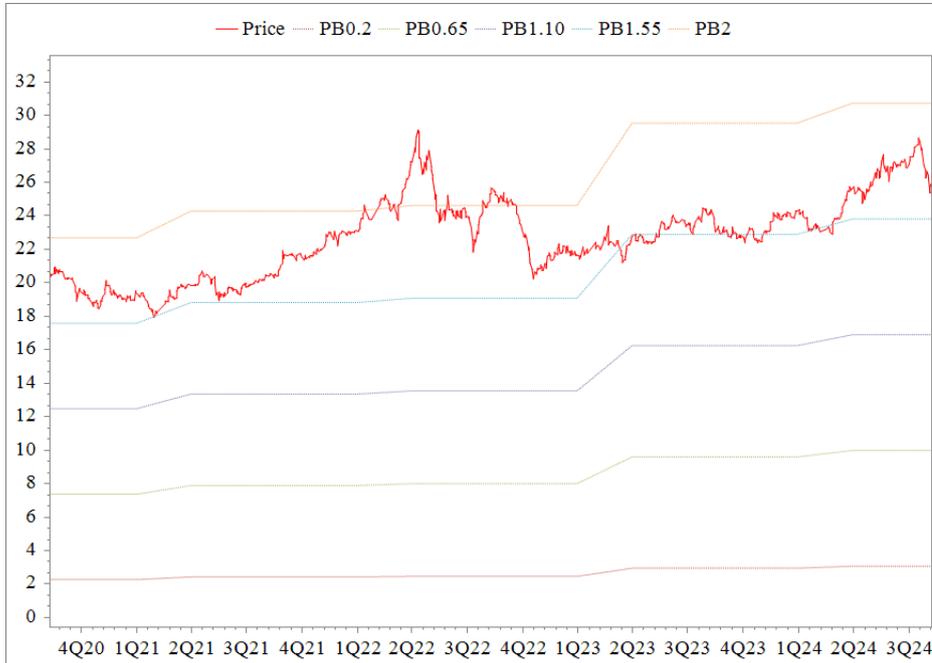


資料來源：玉山金，群益投顧彙整

## 投資建議：

受惠核心收入成長，玉山金 1H24 稅後盈餘為 127.16 億元，YoY +20.6%，EPS 0.81 元，獲利創下歷年同期新高。展望 2024 年，玉山金資產品質健全，營運相對穩定，因此投資建議為 Trading Buy，目標價 28 元。

## Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

## 資產負債表

(百萬元)	2020	2021	2022	2023	1Q24
<b>資產總額</b>	<b>2,971,745</b>	<b>3,230,908</b>	<b>3,479,560</b>	<b>3,638,498</b>	<b>3,734,752</b>
現金及約當現金	54,641	85,237	76,218	67,575	51,844
存放央行及拆借銀行同業	121,081	125,371	152,916	194,591	228,934
公平價值變動列入損益之金融資產	715,809	411,390	360,749	251,426	314,526
投資性不動產	1,827	1,855	1,830	1,753	1,766
備供出售金融資產	--	--	--	--	--
貼現及放款	1,620,374	1,768,641	1,934,792	2,063,181	2,112,899
持有至到期日金融資產	--	--	--	--	--
<b>負債總額</b>	<b>2,790,144</b>	<b>3,036,524</b>	<b>3,282,470</b>	<b>3,402,074</b>	<b>3,489,129</b>
央行及金融同業存款	54,969	83,481	72,514	45,469	51,022
存款及匯款	2,491,467	2,695,063	2,902,599	3,021,047	3,096,279
負債準備	1,159	1,089	1,114	1,105	1,105
<b>股東權益</b>	<b>181,601</b>	<b>194,385</b>	<b>197,091</b>	<b>236,424</b>	<b>245,623</b>
股本	125,671	133,546	142,751	156,640	156,820
保留盈餘	30,304	36,092	33,472	46,786	53,222
<b>負債及股東權益</b>	<b>2,971,745</b>	<b>3,230,908</b>	<b>3,479,560</b>	<b>3,638,498</b>	<b>3,734,752</b>

## 損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
淨利息收益	25,984	29,618	29,100	32,916	33,694
手續費淨收益	21,324	19,280	21,518	25,146	26,403
<b>淨收益</b>	<b>57,897</b>	<b>54,806</b>	<b>66,696</b>	<b>72,348</b>	<b>71,597</b>
放款呆帳費用	2,130	2,077	2,682	2,961	2,600
營業費用	31,808	32,826	37,502	39,018	39,409
稅前純益	23,959	19,903	26,512	30,368	29,589
所得稅	3,374	4,122	4,764	3,984	2,367
<b>稅後純益</b>	<b>20,559</b>	<b>15,759</b>	<b>21,726</b>	<b>26,381</b>	<b>27,221</b>
<b>每股盈餘*</b>	<b>1.29</b>	<b>0.99</b>	<b>1.36</b>	<b>1.65</b>	<b>1.70</b>

\*每股盈餘以股本 1,599.58 億元計算

資料來源：CMoney、群益

## 現金流量表

(百萬元)	2020	2021	2022	2023	1Q24
<b>營運活動現金</b>	<b>15,774</b>	<b>38,961</b>	<b>48,113</b>	<b>-2,455</b>	<b>14,118</b>
本期損益	20,529	23,959	19,903	26,512	7,735
利息費用(淨額)	-21,339	-25,984	-29,618	-29,100	-7,821
壞帳損失提列數	3,176	2,140	2,108	2,753	368
各項保險準備提列數	--	--	--	--	--
<b>投資活動現金</b>	<b>-3,563</b>	<b>-4,610</b>	<b>-10,337</b>	<b>-6,428</b>	<b>-2,300</b>
取得備供出售金融資產	-28,705	2,060	-15,370	-23,659	-15,033
處分備供出售金融資產	-178,340	-150,145	-168,556	-131,798	-49,527
取得採用權益法之投資	--	--	--	--	--
<b>融資活動現金</b>	<b>3,739</b>	<b>-3,387</b>	<b>-17,062</b>	<b>17,354</b>	<b>-320</b>
短期借款增減	848	-245	2,382	-3,155	--
發行金融債券	7,000	1,600	13,400	2,900	0
償還公司債	408,483	203,596	207,537	118,448	75,232
<b>本期產生現金</b>	<b>15,766</b>	<b>34,647</b>	<b>11,038</b>	<b>9,589</b>	<b>5,651</b>
<b>期初現金</b>	<b>54,299</b>	<b>70,066</b>	<b>104,712</b>	<b>115,750</b>	<b>125,339</b>
<b>期末現金</b>	<b>70,066</b>	<b>104,712</b>	<b>115,750</b>	<b>125,339</b>	<b>130,990</b>

資料來源：CMoney、群益

## 比率分析

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>成長力分析(%)</b>					
淨收益	2.93%	-5.34%	21.69%	8.47%	-1.04%
放款呆帳費用	-33.98%	-2.49%	29.15%	10.43%	-12.20%
稅後純益	14.05%	-23.35%	37.87%	21.42%	3.19%
<b>獲利能力分析(%)</b>					
稅後純益率	35.51%	28.75%	32.58%	36.46%	38.02%
總資產報酬率	0.66%	0.47%	0.61%	0.71%	0.68%
股東權益報酬率	10.94%	8.06%	10.03%	10.74%	9.29%
<b>其他資訊</b>					
銀行子公司獲利	17,587	14,833	19,586	19,000	19,500
證券子公司獲利	1,686	1,004	1,289	1,200	1,300
壽險子公司獲利	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A
存款餘額	2,698,071	2,904,381	3,028,014	3,096,279	3,319,630
放款餘額	1,768,641	1,934,792	2,063,181	2,112,899	2,296,902
存放比	65.55%	66.61%	68.13%	68.23%	69.19%

資料來源：CMoney、群益

2024年8月9日

## 季度損益表

(百萬元)	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F
淨利息收益	7,876	7,756	6,602	6,624	7,371	7,419	7,686	7,821	8,348	8,365	8,381	8,398
手續費淨收益	4,649	4,728	4,730	4,943	5,174	5,635	5,766	6,239	6,936	5,917	6,054	6,551
<b>淨收益</b>	<b>12,133</b>	<b>14,348</b>	<b>14,774</b>	<b>15,800</b>	<b>15,504</b>	<b>16,877</b>	<b>18,514</b>	<b>17,487</b>	<b>18,644</b>	<b>17,782</b>	<b>18,435</b>	<b>17,449</b>
放款呆帳費用	531	615	586	-2	424	567	1,692	371	1,290	650	650	650
營業費用	7,700	8,131	9,128	8,266	9,366	9,954	9,916	9,380	9,570	10,053	10,015	9,474
稅前純益	3,901	5,602	5,061	7,536	5,714	6,356	6,906	7,735	7,784	7,079	7,770	7,326
所得稅	1,133	1,037	940	1,489	1,211	1,014	1,050	1,481	1,315	566	622	586
<b>稅後純益</b>	<b>2,759</b>	<b>4,563</b>	<b>4,111</b>	<b>6,042</b>	<b>4,501</b>	<b>5,339</b>	<b>5,844</b>	<b>6,251</b>	<b>6,469</b>	<b>6,512</b>	<b>7,149</b>	<b>6,739</b>
<b>稅後 EPS</b>	<b>0.17</b>	<b>0.29</b>	<b>0.26</b>	<b>0.38</b>	<b>0.28</b>	<b>0.33</b>	<b>0.37</b>	<b>0.39</b>	<b>0.40</b>	<b>0.41</b>	<b>0.45</b>	<b>0.42</b>
<b>YoY(%)</b>												
淨收益	-15.41%	-5.53%	0.72%	16.60%	27.79%	17.63%	25.31%	10.67%	20.25%	5.36%	-0.43%	-0.21%
放款呆帳費用	-20.40%	-20.04%	-44.25%	N.A	-20.14%	-7.85%	189.00%	N.A	204.05%	14.61%	-61.59%	74.99%
稅後純益	-45.28%	-19.06%	-12.05%	39.70%	63.10%	17.00%	42.17%	3.46%	43.73%	21.98%	22.31%	7.82%
<b>QoQ(%)</b>												
淨收益	-10.47%	18.26%	2.97%	6.95%	-1.87%	8.86%	9.70%	-5.55%	6.62%	-4.62%	3.68%	-5.35%
放款呆帳費用	54.32%	15.84%	-4.86%	N.A	N.A	33.68%	198.37%	-78.05%	247.30%	-49.61%	0.00%	0.00%
稅後純益	-36.20%	65.37%	-9.91%	46.98%	-25.51%	18.62%	9.47%	6.96%	3.49%	0.67%	9.77%	-5.72%

註：稅後EPS以股本1,599.58億元計算

## 【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 $< 15\%$
中立(Neutral)	無法由基本面給予投資評等 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。