

富邦金 (2881 TT) Fubon FHC

獲利亮眼、股利配發可期，評價尚屬合理

持有 (維持評等)

目標價 (12 個月) : NT\$99.0

收盤價 (2024/11/26) : NT\$90.1
隱含漲幅 : 9.9%

營收組成 (1-9M24)

北富銀 21%、富邦人壽 64%、其他 15%。

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	持有	持有-落後大盤
目標價 (NT\$)	99.0	98.0
2024年淨收益(NT\$/十億)	244.9	--
2024年EPS	9.2	--

交易資料表

市值	NT\$1,375,440百萬元
外資持股比率	21.2%
董監持股比率	23.9%
ESG評級 (Sustainalytics)	低 (曝險程度共5級)

簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2022A	2023A	2024F	2025F
淨收益	259,458	167,799	244,853	234,702
提存前淨利	189,567	85,348	158,931	143,891
稅後淨利	46,926	66,017	130,809	117,399
EPS (元)	3.37	4.80	9.17	7.80
BVPS (元)	42.23	54.91	62.94	68.28
淨收益 YoY(%)	(46.6)	(35.3)	45.9	(4.1)
提存前淨利YoY(%)	(54.2)	(55.0)	86.2	(9.5)
EPS YoY(%)	(69.0)	42.4	91.0	(14.9)
本益比 (倍)	26.7	18.8	9.8	11.6
股價淨值比 (倍)	2.1	1.6	1.4	1.3
ROAA (%)	0.4	0.6	1.1	0.9
ROAE (%)	5.9	9.1	14.5	11.1
殖利率 (%)	2.3	2.8	4.1	4.1
現金股利 (元)	1.50	2.50	3.70	3.70

陳韻筑

Eileen.YZ.Chen@yuanta.com

余鈴華

liz.yu@yuanta.com

元大觀點

- ◆ 金控累計前三季獲利年增 78.9%至 1,213.1 億元，主要受惠各子公司獲利皆有亮眼表現，獲利優於研究中心預期 30%。
- ◆ 2025 年銀行展望保守，主要是手收及 SWAP 收益基期高，然壽險因帳上仍有未實現股票利得逾千億元，推升金控獲利上調 13%。
- ◆ 金控 ROE 18.6%，優於同業平均，維持本淨比評價 1.45 倍，2025 年預估每股淨值 68.28 元，評價尚屬合理，維持「持有」評等。

各子公司獲利皆有雙位數成長，推升金控獲利高成長

金控累計前三季獲利 1,213.1 億元(年增 78.9%)，EPS 8.61 元，獲利大幅成長主要是壽險端受惠資本市場熱絡，股票及基金資本利得大增，使獲利年增 80.7%；北富銀獲利年增 24%，其中淨手收年增 39.7%，受惠國內外消費動能提升、新卡發行及資本市場回溫，信用卡手收年增 97%及財管年增 37.2%，再加上 SWAP 收益挹注逾 42 億元。受惠台股上漲，證券端獲利年增 48%至 81.2 億元。產險擺脫防疫險，獲利轉虧為盈至 34 億元。

獲利優於預期、上修金控 2024 年獲利 5.5%，股利配發可期

因北富銀手收成長動能強勁，增幅逾 30%，且 CI Ratio 控管得宜，故上修 2024 年稅後淨利 5.3%，且壽險獲利受惠股票、基金資本利得挹注，上調獲利 6.7%，同步上修金控 2024 年獲利 5.5%至 1,308 億元(年增 98%)。展望 2025 年，銀行 2024 年手續費收入基期高，降息不利 SWAP 收入成長，且對資金成本下降貢獻有限，惟 CI Ratio 控管改善，微幅上修銀行獲利 0.6%；雖資本市場前景相對不明，壽險截至 11M24 股票未實現利益仍有逾千億元，上修壽險獲利 21.6%，同步上修金控獲利 13%。股利政策方面，公司表示將維持 40-50%現金股利配發率，現金股利自 3.2 元上修至 3.7 元，以 11/26 收盤價計算，現金殖利率約當 4.1%。

金控 ROE 18.6%、大幅優於同業，維持本淨比至 1.45 倍

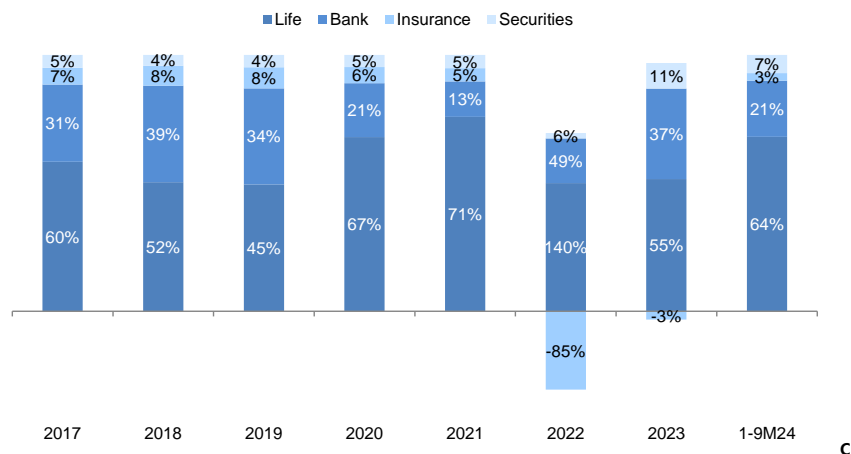
壽險因債券未實現虧損擴大、且 3Q24 股票資本利得實現較多，OCI 帳上未實現損益季減 60.8%至 239 億元，因投資部位大，後市仍須注意資本市場波動對壽險獲利影響。富邦金累計前三季 ROE 年增 4.68 個百分點至 18.56%，大幅優於同業平均 8-18%，研究中心維持本淨比評價 1.45 倍，因 2024 年獲利大增，2025 年調整後每股淨值上修 1.3%至 68.28 元，目標價自 98 元微幅上修至 99 元，評價尚屬合理，維持「持有」評等。

營運分析

銀行、壽險雙引擎獲利雙位數成長，金控獲利大幅優於預期

富邦金累計前三季獲利 1,213.1 億元(年增 78.9%)，EPS 8.61 元(年增 74%)，獲利達成率 98%，優於研究中心預期，獲利大幅成長主要是壽險端受惠資本市場熱絡，股票及基金資本利得大增，使獲利年增 80.7%；北富銀獲利年增 24%，其中淨手收年增 39.7%，受惠國內外消費動能提升、COSTCO 卡發行及資本市場回溫，信用卡手收年增 97%及財管年增 37.2%所推升，再加上 SWAP 收益挹注逾 42 億元。產險因防疫險理賠落幕，稅後獲利較 2023 年同期轉虧為盈至 34 億元；受惠台股上漲，證券端獲利年增 48%至 81.2 億元，其中經紀手收年增 40.4%。受惠資本市場熱絡、富邦人壽大幅實現資本利得，截至 11M24 壽險台股未實現利益逾千億，3Q24 富邦金淨值年增 27.6%至 9,410 億元，富壽資產重分類後，AC 債券佔比提升至逾 85%，因投資部位大，仍須注意後市資本市場變化對壽險之影響。

圖 1：富邦人壽為金控主要獲利來源



資料來源：公司資料、元大投顧

保費收入成長優於同業，惟保費現金流仍負貢獻

富邦人壽累計前三季總保費收入年增 9.7%至 2,611 億，其中初年度保費收入年增 15.6%至 842 億元(佔比 32%)，優於業界成長 13.1%，續年度保費亦有 7.1%之成長，推升 FYPE 年增 27.9%；VNB 利潤率(VNB/FYP)21.8%，由上季年減 1.7ppt 轉為年增 0.3ppt，因公司調整商品策略，2023 年銷售較多利變型保單，2024 年著重銷售分紅保單，雖然 VNB 利潤率下降，但分紅保單有助於提升契約服務邊際(CSM)。因 FED 快速升息後，壽險宣告利率(3-3.5%)仍低於市場利率，使得保戶資金外流，壽險面臨解約潮，公司表示目前情形已較 4Q23 改善，但以新流入之總保費收入 2,611 億相較自留保險賠款與給付 2,938 億元，現金流目前仍是負貢獻，未來仍需持續觀察。

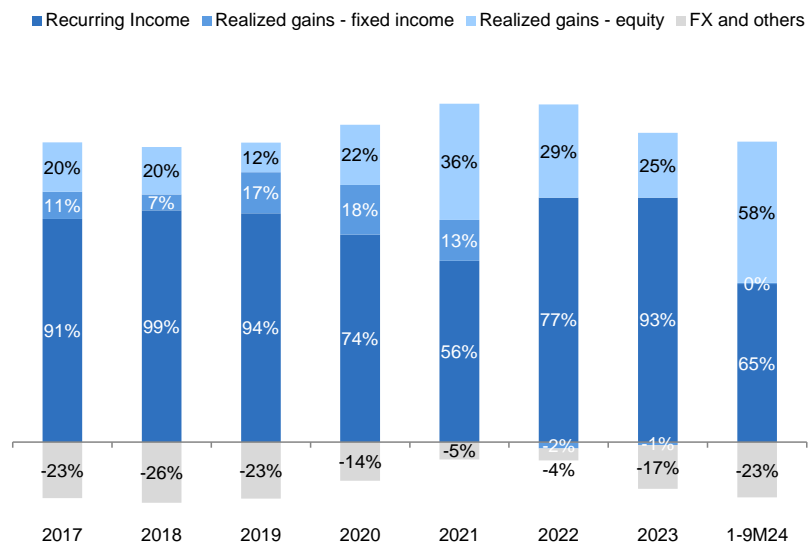
資本利得大增、推升 2024 年投報率，看好 2025 年經常性收益率回升

富邦人壽 3Q24 總投資資產規模達 5 兆，年增 2.8%，其中外幣資產達 3.3 兆(佔比 66%)最多，資產配置上以海外債券 2.8 兆為主、年減 0.5%(佔總投資部位 56%)，富壽自 2Q22 起布局海外債券，以提升經常性收益率，使海外債投報率微幅 YTD+23bps 至 4.14%，為規避匯率風險，公司自 2023 年起轉投資台幣計價海外債 ETF，目前新錢投報率達 5-5.5%；因台股大盤指數上揚，帳上價值回升，公司對台股投資實現資本利得，但截至 9M24 帳上未實現利得仍有逾 800 億元，使國內股票部位年增 28.7%、佔比上升 1 個百分點至 8.9%，報酬率則年增 13.8 個百分點至 26.8%，權益投資資本利得年增 272%至 1,157 億元。

避險前經常性收益率 3.55%(年減 11bps)，避險成本合計 156bps(年增 144bps)，略高於公司預期 100-150bps，主要是 3Q24 美元貶值且 NDF 波動大，避險部位以 CS、NDF 避險工具為大宗，外幣保單佔比 30%。投資策略方面，短期內資產配置將維持，台股策略維持長期看好股市，關注 AI 相關產業區間操作，因台股指數高，相對配息率下滑，富壽將著重成長股跟區間操作，累計前三季股利收入年減 45.4%，預期 2024 年全年股利收入仍會較 2023 年下降，避險後經常性收益率將較 2023 年衰退 10-20bps；展望 2025 年，富邦人壽將持續投放長債，且股利收入預期將較 2024 年上升，再加上 FED 降息有助於避險成本改善，預期避險前後經常性收益率皆可以高於 2024 年。

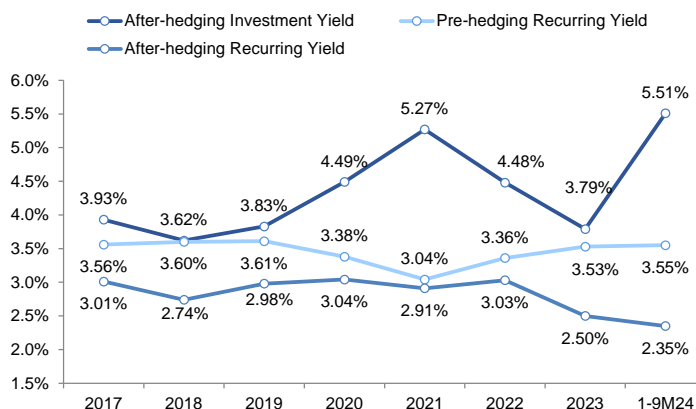
富邦人壽累計前三季總投資收入年增 31.2%至 1,930 億元，避險後投資報酬率 5.51%(年增 118bps)，因股票資本利得大增，研究中心上修 2024 年避險後投報率將優於 2023 年(原為持平)；負債成本年持平至 3.15%，研究中心維持預期 2024 年負債成本將維持在 3.1-3.2%之水準。

圖 2：1-9M24 富壽股債投資利得佔比 58%



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 3：避險工具價格高昂，使富壽避險後經常性收益率下滑



資料來源：公司資料、元大投顧；

銀行淨手收成長強勁，預期 2024 年維持 30%成長

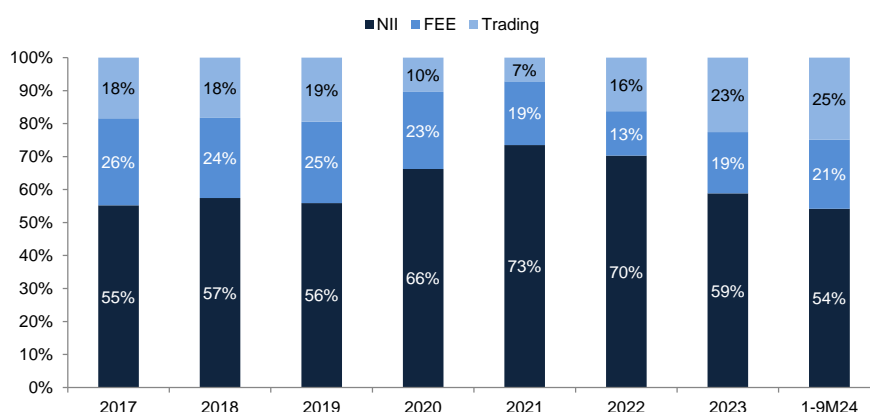
北富銀累計前三季淨收益 642.7 億(年增 16.9%)，主要是核心業務動能佳，淨利收及淨手收皆維持成長，消費動能強勁帶動信用卡手收成長 97%及財管手收成長 37.2%，推升淨手收年增 39.7%，優於公司原先預期 30%，目前資本市場仍熱絡，研究中心預期北富銀 2024 年淨手收仍可維持 30% 成長，主要動能來自財管和信用卡，信用卡發卡量增加，預期會有高成長。

存款年增 11.1%至 3.4 兆，因市場利率上升、推升存款利率，客戶轉向收益穩定之存款，外幣定存成長最快、年增 25.8%，放款年增 11.3%至 2.3 兆，其中企金以中小企業放款年增 13%至 3,852 億元為最多，公司持續拉高外幣放款及外幣債券投資，使外幣放款及債投比例達 78.2%(YTD +2.3ppts)，維持預期 2024 年銀行放款年成長 10-12%，動能來自個人放款之信貸及中小企業放款。

由於持續增加外幣債券投資，1-3Q24 淨利差(NIM) 1.15%，較 2023 年同期增長 1bp，優於同業淨利差多為衰退情況，存放利差(Spread)1.13%(年減 15bps)，係因外幣定存高成長、資金成本較高。展望 2024 年，公司將持續調整存放款結構，且積極佈局外幣債券，維持預期 2024 年淨利差將年增 1bp 至 1.15%。

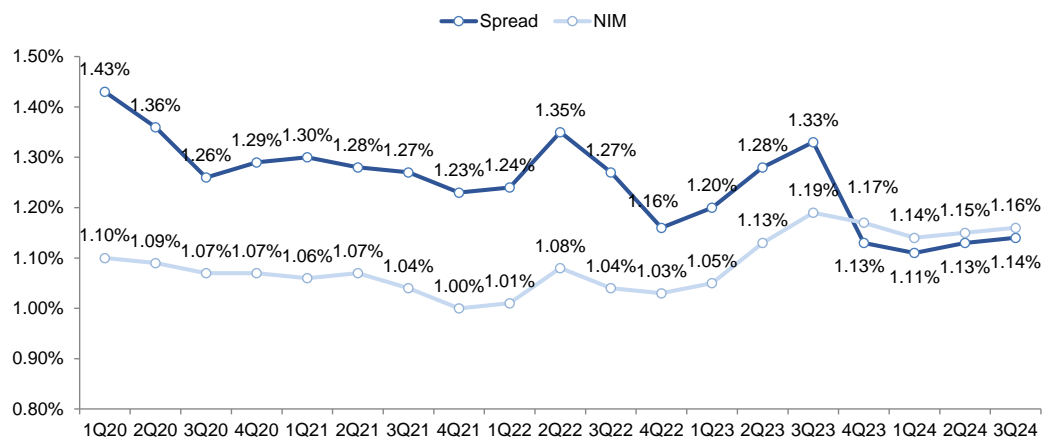
資產品質方面，3Q24 逾放比 0.11%，年持平，優於同業平均 0.15%，資產品質維持優於同業，備抵呆帳覆蓋率 1141%，優於同業平均 897%，信用成本 0.19%(年增 2bps)，主要來自放款成長之一般性提存，北富銀維持良好資產品質，研究中心預期 2024 年信用成本將維持 20bps 以內。

圖 4：北富銀淨收益以淨利收為主



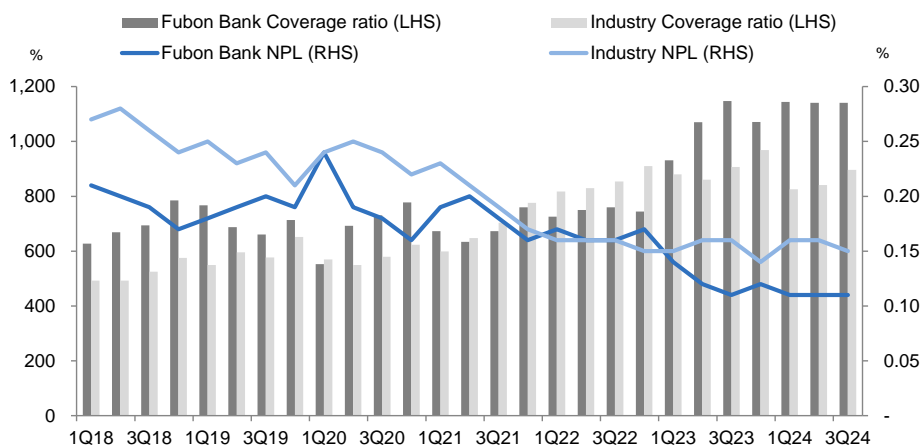
資料來源：公司資料、元大投顧；

圖 5：北富銀放款利差、NIM 走勢



資料來源：公司資料、元大投顧；

圖 6：北富銀資產品質維持穩定



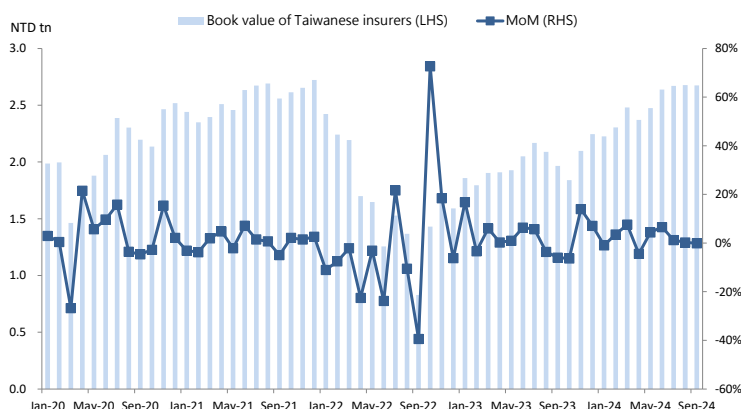
資料來源：公司資料、金管會、元大投顧；

壽險淨值回升，惟因重分類使後市債券資本利得實現空間縮窄

4M24 壽險淨值已回升到淨值風暴前/升息前的水準(1M22 約 2.4 兆元)，9M24 壽險淨值更回升至 2.7 兆元，其中主要是包括資本市場轉佳帶動投資收益回升，以及六家金控旗下壽險子公司進行資產重分類約 4,200 億元，使得債券未實現虧損收窄，因目前 OCI 比 AC 近 10:90，債券影響力縮小，故回升多為國內外股市。

多家壽險因在 4Q22-1Q23 進行金融資產重分類，債券部位多歸類到不影響淨值波動的 AC 部位，但依法規限制每年出售比例不得逾 5%，預期若 4Q24-2025 年市場利率反轉向下時，進行債券資本利得實現空間縮窄。

圖 7：9M24 壽險淨值回升至 2.7 兆、YoY +36%



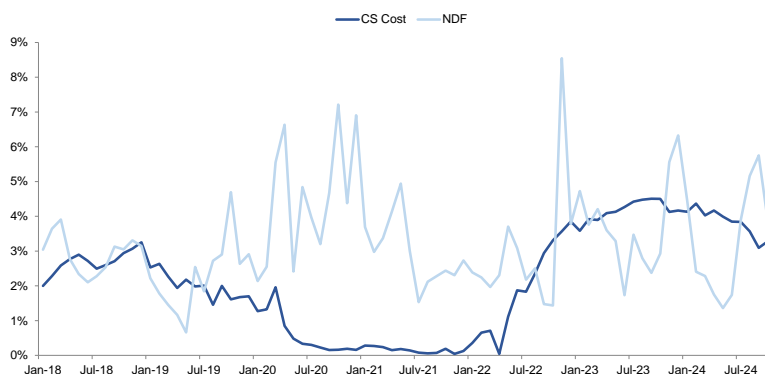
資料來源：金管會、元大投顧

避險成本維持高檔，壓縮 2H24 壽險獲利成長

因 2022-2023 年台央行/FED 升息腳步不同，台美利差擴大，也帶動避險工具 CS 成本逐月走升，9M23 避險工具 CS 成本更飆升至 4.51%的高點(年增 157bps)，2023 年全年 CS 平均成本 4.17% 自 5M24 起已降至 4%以下，10M24 降至 3.27%，但相對近五年平均 1.95%，目前仍居歷史高檔。

雖 1) FED 9M24 降息兩碼、11M24 降息一碼，台美利差下降，2)金管會在 3M23 通過壽險外匯準備金新規，短期有助於壽險減緩避險成本高檔壓力，3) 3M24 台央行升息半碼，但台美利差仍大，研究中心預期 CS 成本將續居高檔，2H24 仍持續負面影響壽險獲利，隨 2025 年 FED 持續降息，避險成本壓力才有望逐步緩解。

圖 8：壽險 CS 成本近期仍居歷史高檔



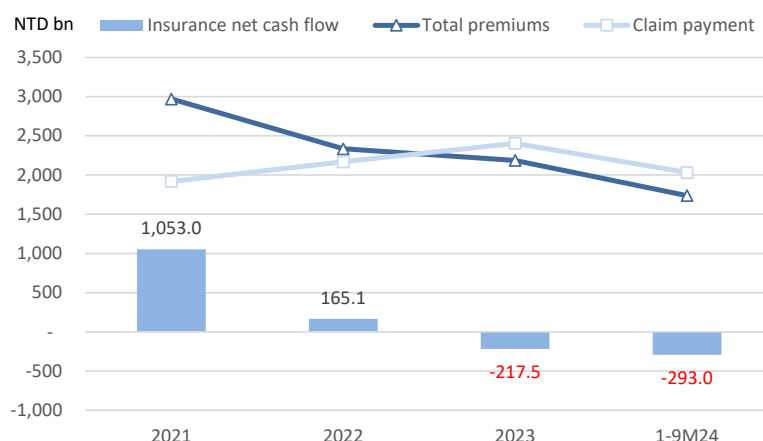
資料來源：Bloomberg、元大投顧整理

保費淨流出問題估將延續至 2025 年

近年總保費給付大增，大多來自保單解約，主要是因美國維持高息及台幣對美元貶值，加上國際金融市場震盪，使保戶將資金撤守保單，轉往高息定存或高息債券，整體壽險業從 2023 年至今保費都入不敷出。2023 年總保費收入 2.19 兆元，然而保險給付達 2.41 兆元，保費現金淨流出 2,170 億元，2024 年累計前九月淨流出已達 2,930 億元，入不敷出狀況未見好轉。

9M24、11M24 FED 雖分別降息 2 碼、1 碼，在降息循環啟動之下，美元保單解約情形相較於前兩年已明顯緩解，但因 1) 美元利率仍居高檔，美元保單仍有不少解約，2) 壽險業為接軌新制推動商品轉型，將導致保費收入減少，保費入不敷出之情形短期內仍難以扭轉，預期將延續到 2025 年。

圖 9：保費現金入不敷出



資料來源：保發中心、元大投顧

SWAP 收益基期高，預期 2024 年 SWAP 收益年減雙位數

金控旗下銀行 2023 年獲利年增 11.5%，主要受惠台美利差維持高檔，銀行將資金轉作 SWAP 交易，使 SWAP 收益大增，挹注獲利，五大銀行 2023 年 SWAP 收益 707 億元；雖預期台美利差將維持高檔，換匯交易收入仍取決於市場，然因 2023 年 SWAP 收入基期高，2024 年 SWAP 收益將呈衰退，惟受惠 FED 延後降息，衰退幅度將較原預期緩和，研究中心預期 2024 年換匯交易收入將年減 15% (原預期衰退 20-30%)；因 FED 已於 2H24 開始降息，2025 年降息腳步延續之下，台美利差將持續縮窄，恐加劇 SWAP 收益衰退。

圖 10：2023 年國銀 SWAP 收益占比高

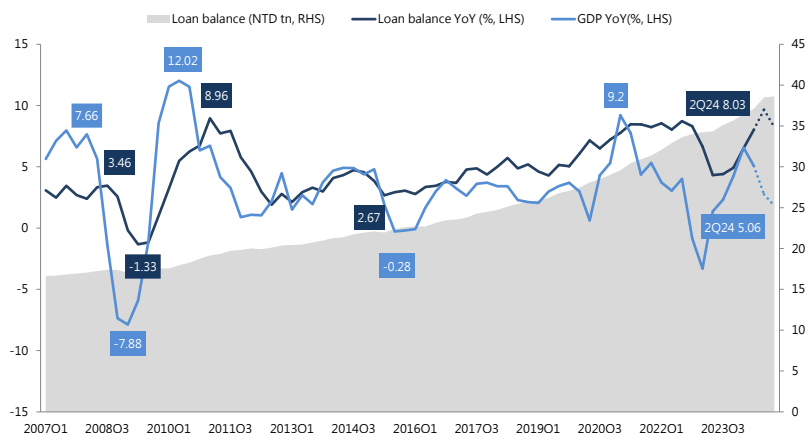
單位： NTD 億	國泰	北富銀	第一	兆豐	華南
SWAP 收益	70	60	150	158	100
淨收益	869.0	719.1	587.2	692.6	518.3
SWAP 收益占比	8.1%	8.3%	25.5%	22.8%	19.3%

資料來源：公司資料、元大投顧

2024 年台灣經濟較 2023 年回升，放款恢復動能

台灣經濟枯榮與放款業務高度相關，銀行業放款成長率一般會落後 GDP 成長率約 2~4 季。台灣經濟成長率自 2Q23 起已擺脫負成長，主計處公告 2023 年台灣經濟成長率 1.28%，然 2023 年國銀放款成長 8.4%，成長動能佳，除了因美元利率高升使銀行資金成本高漲，外幣放款需求減緩，2023 年國銀外幣放款餘額為 3,784.9 億元(年減 20%)；主計處預估 2024 年經濟成長率至 3.9% (原預估 3.43%)，2024 年景氣可望好轉，2024 年累計前三季國銀放款年增 9.6%至 38.5 兆元，研究中心預估 2024 年全年整體放款成長中高個位數~低雙位數；2025 年持續受惠景氣回溫，企業資金需求恢復，預估 2025 年放款維持低雙位數成長。

圖 11：國銀放款成長與台灣經濟成長高度相關

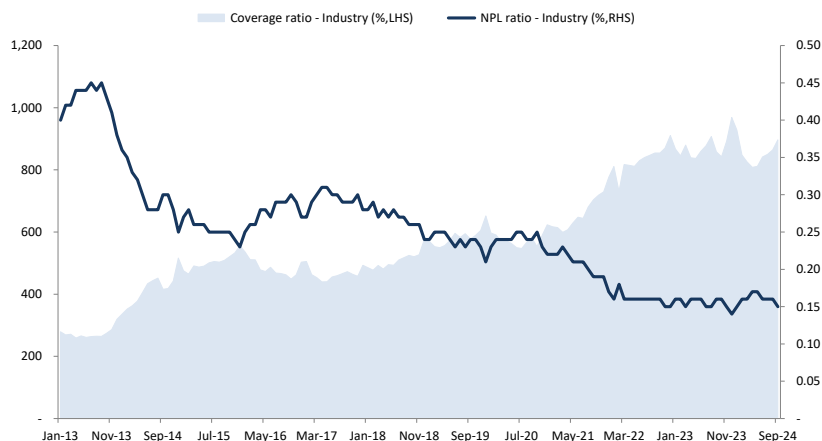


資料來源：金管會銀行局、Bloomberg、元大投顧

國銀資產品質控管佳

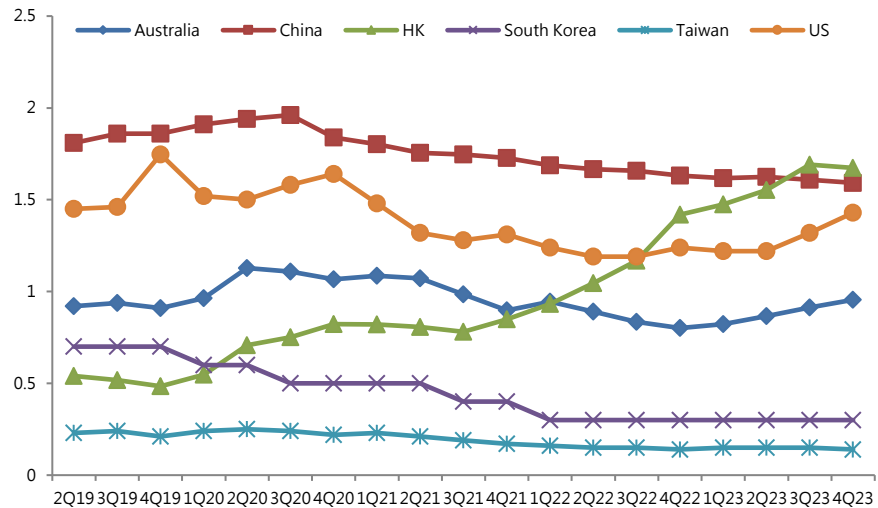
由於金管會對國銀資產品質做嚴格監管，1-9M24 國銀逾放比 0.15%，維持在相對低檔的水準，相較其他國家(2023 年中國 1.7%、美國 1.3%、香港 0.8%)資產品質亦較佳，預期 2024 年逾放比年增 1-2bps 至 0.15-0.16%；2025 年全球景氣持續回溫，企業獲利有望回穩，預期 2025 年逾放比將年持平在 0.15-0.16%。FED 2H24 啟動降息，目前利率降至 4.75%，雖美國經濟基本面仍強勁，惟部分不良商業房地產貸款暴雷，使中小型銀行財務健康狀況隱憂仍在，後市須謹慎觀察，若銀行資產品質轉劣，逾放比及信用成本隨之走升，呆帳提存大幅提升將影響銀行獲利表現。

圖 12：近 10 年國銀資產品質趨穩



資料來源：金管會銀行局、元大投顧

圖 13：國銀對資產品質相對保守、逾放比優於其他國家

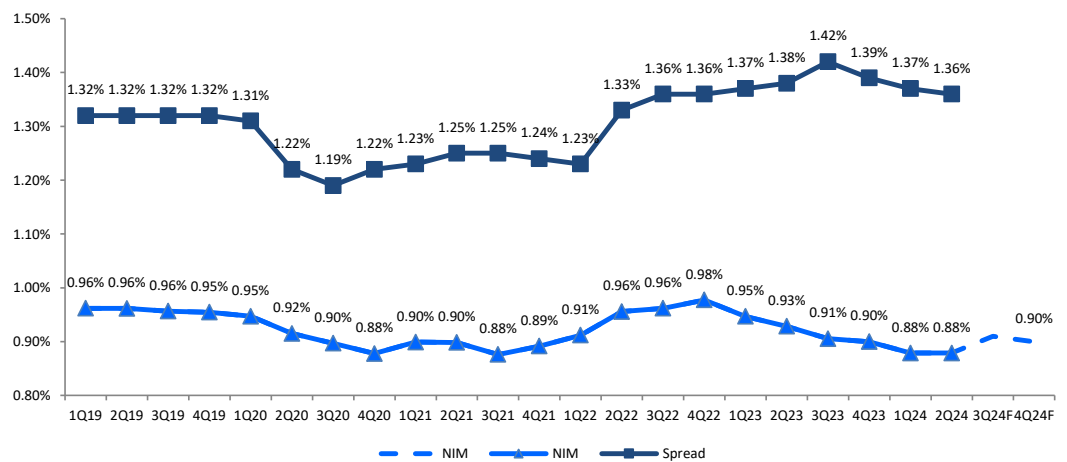


資料來源：CEIC、金管會銀行局、元大投顧

資金成本居高檔，預估 2024 年 NIM 持平至年減 2bps

因美元利率飆升，外幣放款需求疲軟、定存需求升高，放款利率難升，而資金成本居高不下，銀行利差成長將逐漸收斂，且 2023 年銀行把握機會財、將資金轉作 SWAP 交易，2023 年淨利差 0.9% (年減 8bps)，而 2024 年因 SWAP 機會財將不如 2023 年，預期銀行將會把資金轉回做本業放款，但資金成本高情況恐難好轉，且 3M24 台央行升息半碼，加深資金成本壓力，2Q24 淨利差年減 5bps 至 0.88%，因 FED 2H24 降息，有望微幅緩解資金成本高之壓力，預期 2024 年淨利差 0.88-0.9%，持平至微幅年減 2bps；因各銀行已開始因應降息循環調整放款組合與投資配置，預期 2025 年淨利差 0.87-0.9%(持平至微幅年減 1bps)。

圖 14：國內銀行淨利差 2020 年受降息影響跌破 1.2%，預估 2024 年將微幅年減 0-2bps

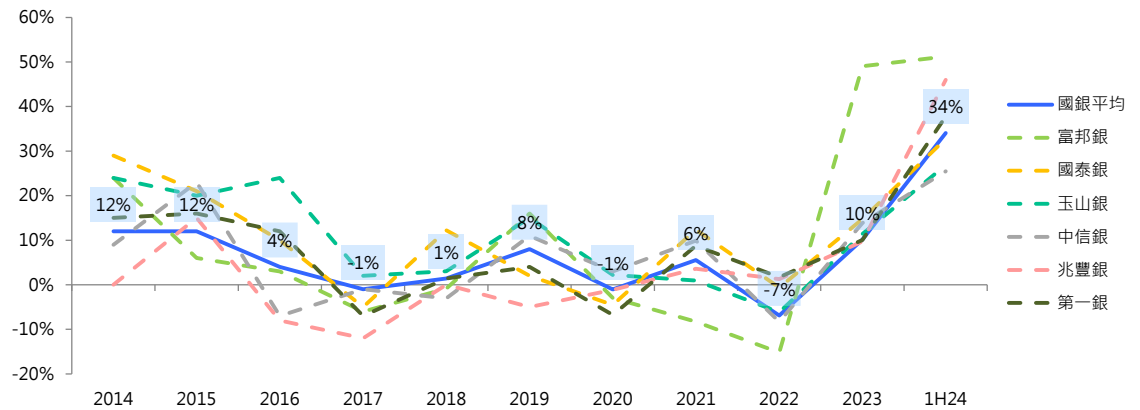


資料來源：中央銀行、金管會、元大投顧

資本市場回溫，2024 年銀行手收雙位數成長

1H24 因財管手收成長動能高，國銀整體手收強勁成長 34%，預期 2024 年銀行手收受惠 1) 資本市場回溫帶動財管手收回溫；2) 海外旅遊潮帶動信用卡手收回升；3) 財管 2.0AUM 即將破兆，亦帶動手收成長，研究中心預期 2024 年信用卡手收成長動能將續強，且因 1H23 資本市場動盪，財管手收基期低，亦將有不錯的成長，預期 2024 年手收將維持雙位數成長。展望 2025 年，雖 2024 年財管手收基期較高，然 FED 自 9M24 已開始降息，財管手收成長動能有望因降息而延續，其中更以民營銀行財管及信用卡手收更強(佔淨收益比逾 30%)，將優於公股銀行(佔淨收益比 15-20%)。

圖 15：受惠放款、財管手收回溫，銀行手收成長動能強勁



資料來源：公司資料、金管會、元大投顧

獲利預估調整及股票評價

銀行、壽險獲利皆優於預期，上修 2024/25 年金控獲利 5.5%/13%

富邦金累計前十月獲利年增 81.4%至 1,302.9 億元，EPS 9.27 元，優於研究中心原預期 30%，產險端 2023 年同期仍有防疫險提存，使基期較低，銀行端受惠核心業務淨利收年增 9%及淨手收因財管手收強勁成長 39%，使累計前十月銀行獲利年增 23.1%至 273.1 億元，成為金控獲利成長第二大支柱。產險端再保不賠議題仍在協商中，預期 4Q24 將有進展，目前再保未收回金額 148 億元，再保未攤回將可減少至少一半，10M24 已提存部分。因北富銀財富管理、信用卡手收成長動能強勁，使手收成長增幅逾 30%，且 CI Ratio 控管得宜，故上修北富銀 2024 年稅後淨利 5.3%，且壽險獲利受惠股票、基金資本利得挹注，上修獲利 6.7%，同步上修金控 2024 年獲利 5.5%至 1,308 億元(年增 98%)。

展望 2025 年，銀行展望相對保守，主要是 2024 年手續費收入基期高，降息不利 SWAP 收入成長，且影響資金成本下降有限，惟 CI Ratio 控管改善，微幅上修銀行獲利 0.6%；雖資本市場前景相對不明，壽險截至 11M24 股票未實現利益仍有逾千億元，上修壽險獲利 21.6%，同步上修金控獲利 13%。股利政策方面，公司表示將維持 40-50%現金股利配發率，現金股利自 3.2 元上修至 3.7 元，以 11/26 收盤價計算，約當現金殖利率 4.1%。

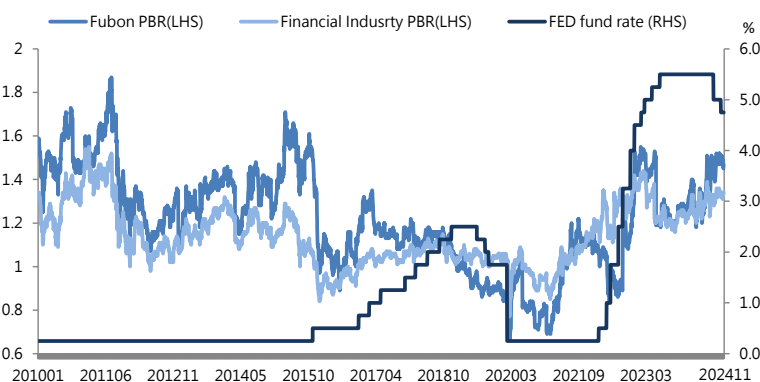
壽險受惠國內外股市熱絡、報酬率 26.8%，帳上股票未實現利益至今仍有逾千億，然而因債券未實現虧損擴大、且 3Q24 股票資本利得實現較多，OCI 帳上未實現損益季減 60.8%至 239 億元，因投資部位大，後市仍須注意資本市場波動對壽險獲利影響。富邦金累計前三季 ROE 年增 4.68 個百分點至 18.56%、超越中信金 17.8%，且大幅優於同業平均 8-18%，研究中心維持本淨比評價 1.45 倍，因 2024 年獲利大增，2025 年調整後每股淨值上修 1.3%至 68.28 元，目標價自 98 元微幅上修至 99 元，評價尚屬合理，維持「持有」評等。

圖 16：財報與預估差異

(百萬元)	2024 估		2025 估		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2024	2025
富邦金控	130,809	124,012	117,399	103,872	5.5%	13.0%
富邦人壽	83,237	78,046	75,085	61,746	6.7%	21.6%
台北富邦銀行	32,164	30,558	33,055	32,867	5.3%	0.6%

資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 17：富邦金歷年本淨比評價與 FED 利率呈正相關，惟 2022 年急速升息衝擊富邦金每股淨值



資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney、Bloomberg

圖 18：同業評價比較表

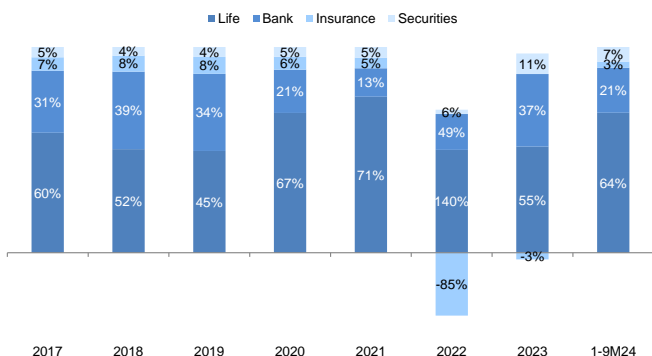
公司	代碼	股價	市值 (百萬美元)	調整後 EPS YoY(%)			股價淨值比 (倍)			股東權益報酬率(%)			殖利率(%)		
				2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
富邦金	2881TT	90.1	42,321	42.4	91.0	-14.9	1.6	1.4	1.3	9.1	14.5	11.1	2.8	4.1	4.1
銀行金控															
中信金	2891TT	38.0	22,954	81.9	26.2	2.0	1.7	1.6	1.5	13.8	15.4	14.6	4.7	5.1	5.1
兆豐金	2886TT	40.0	18,244	80.8	14.0	-4.1	1.7	1.6	1.6	10.5	1.9	1.8	3.8	4.7	4.5
第一金	2892TT	27.7	11,942	5.8	15.8	1.1	1.5	1.4	1.3	9.5	10.3	9.7	3.1	3.4	3.5
玉山金	2884TT	27.5	13,518	26.4	23.0	3.5	1.8	1.7	1.7	10.0	11.2	11.1	4.4	5.0	5.2
平均				48.7	19.8	0.6	1.7	1.6	1.5	11.0	9.7	9.3	4.0	4.6	4.6
壽險金控															
國泰金	2882TT	67.4	30,439	21.9	122.1	-12.9	1.3	1.2	1.0	7.1	12.9	10.0	3.0	3.8	3.7
平均				21.9	122.1	-12.9	1.3	1.2	1.0	7.1	12.9	10.0	3.0	3.8	3.7

資料來源：公司資料、元大投顧、Bloomberg；每股盈餘數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

公司簡介

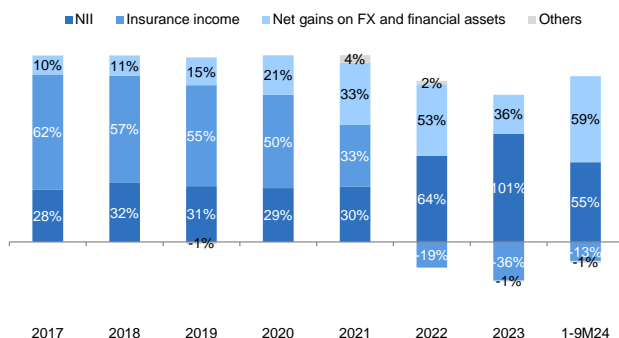
富邦金控成立於 2001 年底，由富邦產險股權讓與並將其股權與富邦證、富邦商銀和富邦人壽轉換後上市，旗下主要子公司包括富邦人壽、台北富邦銀行、富邦銀行(香港)、富邦華一銀行、富邦產險、富邦證券及富邦投信等，營運以銀行、壽險與產險為主。富邦金於 2005 年與台北銀行換股併入富邦銀行並更名為「台北富邦銀行」、2008 年以六億美元併購 ING 安泰人壽（收購價約 PBR 0.71x），並於次年併入富邦人壽，併入後市占率躍升為第二名。富邦金於 2022 年 11 月完成與日盛金合併，完成國內首樁金金併。

圖 19：富壽、北富銀為富邦金獲利雙引擎



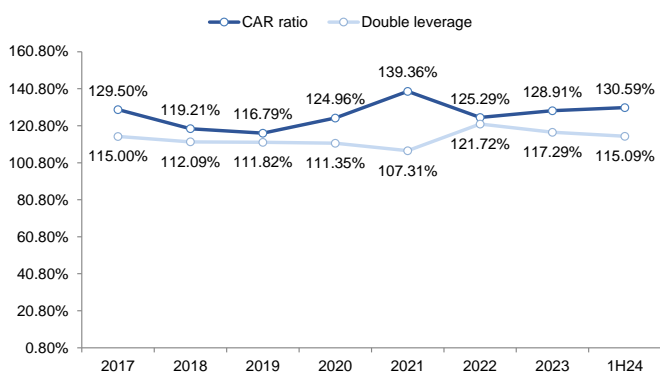
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 20：金控淨收益主要來自淨利收及保險業務



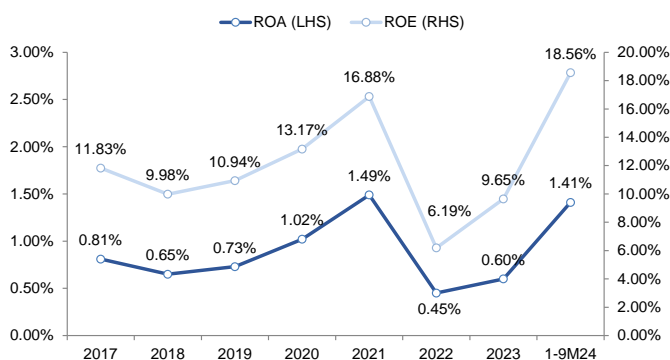
資料來源：公司資料

圖 21：富邦金資本適足率與雙重槓桿比率



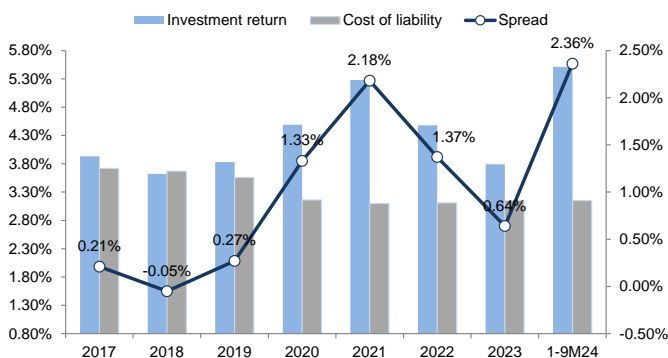
資料來源：公司資料

圖 22：富邦金 ROA 及 ROE 走勢



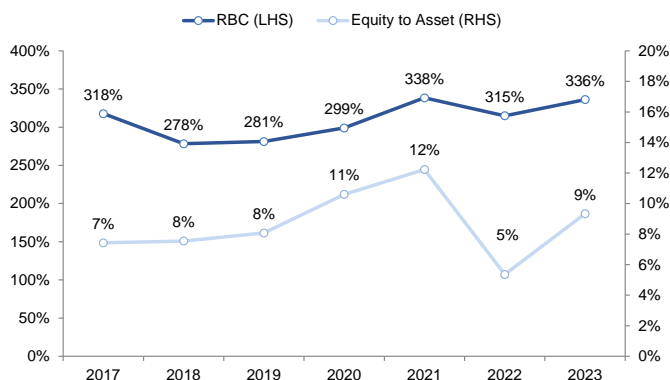
資料來源：公司資料

圖 23：富壽投資利差維持正數



資料來源：公司資料

圖 24：富壽 RBC 與淨值比走勢




資料來源：公司資料

ESG 分析

- 分別藉由「在 ESG 議題上的曝險」和「個別公司在 ESG 議題上的執行力」兩個面向來衡量公司於 ESG 上的表現。
- ▶ **ESG 總分：**富邦金整體的 ESG 風險評級屬於低風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排名亦排行於領先的位置，在壽險業中的公司中排名亦領先同業。
 - ▶ **在 ESG 議題上的曝險：**富邦金的整體曝險屬於中等水準，但並與壽險業的平均水準相當。公司較需要改善的 ESG 議題包含產品管理、資安議題等等。
 - ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力：**富邦金在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力高。公司於董事會下設有完善的企業永續發展委員會，並分成六個不同的團隊專責管理 ESG 不同面向。公司 2021 年客戶滿意度達 86.5%，並 2025 年目標達到 90%；在自有資產管理上實踐 ESG 投資策略；公司的 IT 系統已通過 ISO 27001 認證，並透過多種管道了解客戶對資訊安全的憂慮。

圖 25：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	10.7
在 ESG 議題上的曝險 (A)	40.3
個別公司在 ESG 議題上的執行力(B)	77.7
風險評級	低 
同業排行(1~100，1 為最佳)	2

資料來源：Sustainalytics (2024/11/26)

註 1：ESG 總分=A-(A*可控風險因子*B/100)

註 1-1：可控風險因子介於 0-1 之間，越大為越佳。

註 2：ESG 總分風險評級：

極低 (0-10)	低 (10-20)	中 (20-30)	高 (30-40)	極高 (40+)
-----------	-----------	-----------	-----------	----------

註 3：曝險分數評級：

低 (0-35)	中 (35-55)	高 (55+)
----------	-----------	---------

註 4：執行力分數評級：

弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

資產負債表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
現金與約當現金	284,688	316,597	326,165	348,996	369,936
存放央行/拆借同業	369,864	415,991	443,848	461,725	489,428
有價證券	5,934,131	5,831,351	6,098,724	6,525,634	6,917,172
放款淨額	2,503,883	2,586,477	2,763,176	3,193,392	3,413,127
計息資產	7,215,786	7,433,489	7,621,850	8,364,960	8,898,881
其他資產	3,283,947	3,154,268	3,484,462	3,518,794	3,697,898
總資產	10,499,733	10,587,757	11,106,312	11,883,754	12,596,779
存款	3,356,054	3,656,770	3,903,396	4,098,565	4,303,494
央行/銀行同業存款 及融資	200,677	150,456	126,995	241,092	268,542
應付債券	266,169	257,382	300,621	318,533	335,590
其他負債	5,236,359	5,474,463	5,481,883	5,808,530	6,119,564
計息負債	4,279,532	4,539,685	4,807,823	5,094,304	5,367,092
總負債	9,515,891	10,014,148	10,289,706	10,902,834	11,486,656
總權益	983,842	573,609	816,606	980,922	1,110,126
調整後每股淨值 (NT\$)	73.66	42.23	54.91	62.94	68.28
期末股數 (百萬股)	13,405	13,995	14,615	15,266	15,949

資料來源：公司資料、元大投顧

註：B = 銀行；F = 金控

損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
利息收入淨額	143,472	165,212	169,017	183,122	201,013
非利息收入	342,361	94,246	(1,219)	61,730	33,688
淨收益	485,832	259,458	167,799	244,853	234,702
營業費用	(71,873)	(69,891)	(82,451)	(85,922)	(90,810)
提存前淨利	413,959	189,567	85,348	158,931	143,891
放款呆帳費用	(4,588)	(5,768)	(9,983)	(10,517)	(10,804)
其他呆帳費用	(243,782)	(122,853)	(921)	(875)	(787)
稅前純益	165,589	60,946	74,444	147,539	132,301
所得稅費用	(18,354)	(13,081)	(9,402)	(17,705)	(15,876)
少數股東權益	2,676	939	(974)	(975)	(975)
稅後純益	144,559	46,926	66,017	130,809	117,399
調整後每股盈餘(NT\$)	10.88	3.37	4.80	9.17	7.80
每股現金股利 (NT\$)	3.50	1.50	2.50	3.70	3.70
股利發放率 (%)	29.4	42.4	52.1	38.7	45.2
資產報酬率 (%)	1.4	0.4	0.6	1.1	0.9
股東權益報酬率 (%)	16.8	5.9	9.1	14.5	11.1

資料來源：公司資料、元大投顧

主要子公司獲利

年初至 12 月	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
人壽	60,591	60,591	60,591	83,237	75,085
銀行	18,792	18,792	18,792	32,164	33,055
證券	4,204	4,204	4,204	10,301	10,404
產險	5,640	5,640	5,640	4,133	(2,119)

資料來源：公司資料

人壽 – 投資資產明細

年初至 12 月 (NT\$ 10 億元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
現金/存款	184.0	202.0	193.0	212.0	223.0
國內有價證券	634.0	404.0	438.0	460.0	483.0
國內固定收益	530.0	574.0	617.0	648.0	680.0
海外投資	2,828.0	2,873.0	3,045.0	3,187.0	3,347.0
放款	218.0	197.0	178.0	187.0	197.0
不動產	331.0	340.0	342.0	359.0	377.0
其他	5.0	0	5.0	5.0	5.0
投資資產	4,729.0	4,590.0	4,818.0	5,059.0	5,312.0
投資資產成長率 (%)	7.5	(2.9)	5.0	5.0	5.0
投資報酬率 (%)	5.3	4.5	3.8	4.8	4.6

資料來源：公司資料、元大投顧

成長動能

至 12 月 31 日 (%)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
存款成長率	24.2	9.0	6.7	5.0	5.0
放款成長率	18.1	3.3	6.8	15.6	6.9
淨利息收入成長率	4.5	15.1	2.3	8.3	9.8
手續費收入成長率	--	(94.7)	--	--	--
非利息收入成長率	0.9	(72.5)	--	--	(45.4)
淨收益成長率	2.0	(46.6)	(35.3)	45.9	(4.1)
成本收入比率 (B)	14.8	26.9	49.1	35.1	38.7
營業費用成長率	14.8	(2.8)	18.0	4.2	5.7
提存前淨利成長率	0	(54.2)	(55.0)	86.2	(9.5)
稅後淨利成長率	60.1	(67.5)	40.7	98.1	(10.3)
調整後每股盈餘成長率	51.1	(69.0)	42.4	91.0	(14.9)
每股股利成長率	16.7	(57.1)	66.7	48.0	0

資料來源：公司資料、元大投顧

註：B = 銀行；F = 金控

資本、資產品質及流動性

至 12 月 31 日 (%)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
逾放比 (B)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
呆帳覆蓋率 (B)	759.7	0	114.8	224.6	322.0
信用成本 (B)	0.2	0.2	0.4	0.4	0.3
權益比率(F)	9.4	5.4	7.4	8.1	8.6

資料來源：公司資料、元大投顧；

註：B = 銀行；F = 金控

附錄：重要揭露事項

分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

富邦金 (2881 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢

— 收盤價



資料來源：CMoney、元大投顧
註：A = 未調整之收盤價；B = 未調整之目標價；C = 依據股票股利與現金股利調整後之目標價。員工分紅稀釋影響未反映於 A、B 或 C。

投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

持有-落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

總聲明

© 2024 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或揭露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名

元大證券投資顧問股份有限公司

台灣臺北市 106 仁愛路三段 157 號 4 樓

© {2024} Sustainalytics. All Rights Reserved. The information, data, analyses and opinions contained herein: (1) includes the proprietary information of Sustainalytics; (2) may not be copied or redistributed except as specifically authorized; (3) do not constitute investment advice nor an endorsement of any product or project; (4) are provided solely for informational purposes; and (5) are not warranted to be complete, accurate or timely. Sustainalytics is not responsible for any trading decisions, damages or other losses related to it or its use. The use of the data is subject to conditions available at <https://www.sustainalytics.com/legal-disclaimers>.