

## 持有・維持

收盤價 March 22 (NT\$)	41.35
12 個月目標價 (NT\$)	41.00
前次目標價 (NT\$)	42.00
調降 (%)	2.4
下跌空間 (%)	0.8

## 焦點內容

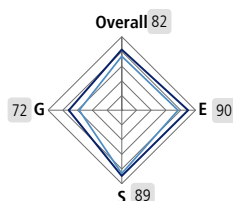
國壽今年避險成本大幅回升造成避險後經常性收益較 2022 下滑，加上 2Q-3Q23F 資本市場波動影響股票評價及壽險淨值加遽，2023 經濟下行帶動銀行放款成長減緩及信用成本回升，維持「持有」評等。

## 交易資料表

市值：(NT\$/US\$mn)	607 / 19,890
流通在外股數 (百萬股)：	14,669
外資持有股數 (百萬股)：	2,973
3M 平均成交量 (百萬股)：	16.87
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	36.55 -65.50

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	2.4	-0.7	-35
相對表現 (%)	-6.7	-11	-24.7

## ESG 分數評等



—2882 TT —Taiwan sector average

資料來源：Refinitiv、凱基

## 凱基投顧

施志鴻  
886 2 2181 8733  
eric.shih@kgi.com

申涓之  
886.2.2181.8717  
gigi.shen@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

# 國泰金

(2882.TW/2882 TT)



## 2022 配發現金股利有限; 1H23F 仍維持衰退

### 重要訊息

國泰金 2022 稅後淨利 373.6 億元，年減 73%，其中產險虧損 196 億元，壽險年減 70%。公司將以資本公積配發股利，但凱基預估股利金額仍有限。

### 評論及分析

**4Q22 產險及壽險拖累金控獲利，但淨值回升。**國泰金 4Q22 虧損 165.4 億元，其中產險虧損 85 億元及壽險虧損 130 億元。4Q22 普通股每股淨值季增 19.15 元至 34.55 元，反映現增及債券重分類。雖公司預計以資本公積配息，但預期配息水準仍受限於金控雙重槓桿比率僅 122%，凱基預估普通股每股現金股利約 0.9-1 元，現金股利殖利率約 2.2-2.4%。

**4Q22 避險成本及負債成本回升。**國壽 2022 避險前經常性收益率年增 35 基點至 3.37%，但 4Q22 台幣升值帶動 2022 避險成本回升至 0.14%，加上資本利得減少，2022 投報率年減幅度擴大 1.2%至 3.73%。4Q22 金融資產未實現虧損縮減至 2181 億元，其中股票及債券虧損比重約 2:8。4Q22 保險給付季增 32%反映保單解約率上揚，不過公司表示 2023 保單解約狀況已大幅改善。公司預估 2023 避險成本回升至 1-1.5%中長期水準反映美台利差擴大帶動 CS 避險成本上揚，雖外匯價格變動準備金新制有助節省避險成本約 0.25%。2023F 新契約價值回至成長趨勢，相較 2022 衰退 8%。

**銀行展望正向。**4Q22 國泰世華銀淨利差季增 1 基點至 1.46%，管理層預估 2023F 淨利差維持 1.46%水準，2023F 手收為中個位數成長，相較 2022 衰退 3%，2023F 信用成本持平 2022 水準。由於 2023/2 防疫保單準備金仍約 20 多億元，公司視申請理賠狀況評估是否仍需增提最後防疫保單準備金。

### 投資建議

由於國壽今年避險成本大幅回升造成避險後經常性收益較 2022 下滑，加上 2Q-3Q23F 資本市場波動影響股票評價及壽險淨值加遽，2023 經濟下行帶動銀行放款成長減緩及信用成本回升，維持「持有」評等，目標價 41 元，基於總和評量法模型，約 2023F 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-20A	Dec-21A	Dec-22F	Dec-23F	Dec-24F
淨收益 (NT\$百萬)	629,914	625,963	341,434	383,755	402,926
淨提存 (NT\$百萬)	(465,272)	(380,893)	(202,876)	(214,659)	(223,295)
提存前獲利 (NT\$百萬)	546,888	540,419	252,823	294,258	312,534
稅後淨利 (NT\$百萬)	74,579	139,514	37,359	68,722	76,577
每股盈餘 (NT\$)	5.66	10.59	2.55	4.68	5.22
每股淨值 (NT\$)	60.83	61.51	34.55	41.52	51.76
每股現金股利 (NT\$)	2.50	3.50	0.90	2.00	2.50
每股盈餘成長率 (%)	18.8	87.1	(76.0)	83.9	11.4
稅後純益成長率 (%)	18.8	87.1	(73.2)	83.9	11.4
本益比 (x)	7.3	3.9	16.2	8.8	7.9
股價淨值比 (x)	0.7	0.7	1.2	1.0	0.8
殖利率 (%)	6.0	8.5	2.2	4.8	6.0
股東權益報酬率 (%)	10.1	17.3	5.7	12.3	11.2
平均資產報酬率 (%)	0.7	1.2	0.3	0.6	0.6

資料來源：公司資料，凱基

**圖 1: 國泰金 2022 稅後淨利 373.6 億元，年減 73%，其中產險虧損 196 億元，壽險年減 70%，今年前二月獲利衰退幅度擴大至 81%**

百萬元	1Q22 獲利	YoY (%)	2Q22 獲利	YoY (%)	3Q22 獲利	YoY (%)	4Q22 獲利	QoQ (%)	YoY (%)	2022 獲利	YoY (%)	Jan-Feb 23 獲利	YoY (%)	2023F 利達成率
國泰金控	34,207	(40.4)	14,601	(56.7)	5,086	(83.3)	-16,535	N.A	N.A	37,359	(73.2)	4,260	(80.9)	6.2
國泰人壽	26,042	(47.6)	14,206	(48.4)	6,433	(71.4)	-13,013	N.A	N.A	33,667	(70.0)	-2,600	N.A	(8.0)
國泰世華銀行	6,733	5.8	6,497	11.7	7,408	15.0	4,952	(33.2)	5.0	25,590	9.6	6,200	30.5	20.0
國泰產險	836	70.1	-3,125	N.A	-8,834	N.A	-8,498	N.A	N.A	-19,622	N.A	380	(37.7)	14.7

資料來源：公司資料；凱基預估

**圖 2: 國泰金 2022/2023F 獲利預估**

百萬元	2022				2023F			
	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)
國泰金控	37,359	64,240	(41.8)	(73.2)	68,722	74,839	(8.2)	83.9
國泰人壽	33,667	53,019	(36.5)	(70.0)	32,326	46,940	(31.1)	(4.0)
國泰世華銀行	25,591	27,531	(7.0)	9.6	31,050	28,833	7.7	21.3
國泰產險	-19,622	-14,707	33.4	N.A	2,580	1,300	98.5	N.A

資料來源：公司資料；凱基預估

**圖 3: 國壽 2022 投資收入年減 22%，其中經常性收益年增幅度擴大至 12.9%，但 4Q22 避險成本增加，股債資本利得亦衰退 84%**

十億元	1Q22	YoY (%)	2Q22	YoY (%)	3Q22	YoY (%)	4Q22	YoY (%)	2022	YoY (%)
經常性投資收益	51.9	5.4	62.3	21.4	69.3	10.8	59.1	13.9	242.6	12.9
債券類投資利得	11.0	(61.4)	0.1	(99.7)	(2.8)	N.A	(2.7)	N.A	5.6	(91.2)
股票類投資利得	17.2	(63.6)	10.4	(66.2)	(2.9)	N.A	(1.4)	N.A	23.3	(80.0)
來自股債之資本利得	28.2	(62.7)	10.5	(78.2)	(5.7)	N.A	(4.1)	N.A	28.9	(83.9)
外匯及其他	6.1	N.A	1.3	N.A	4.92	N.A	(15.16)	N.A	(2.9)	N.A
投資型不動產公允價值變動	0.6	N.A	1.4	19.78	(0.04)	N.A	0.84	N.A	2.7	147.29
總投資收入	86.7	(20.8)	75.4	(13.2)	68.5	(15.6)	40.7	(43.0)	271.3	(22.3)
總投資資產	7,209	3.4	7,041	(0.8)	7,098	(0.3)	7,331	1.1	7,331	1.1
投資報酬率 (%)	4.74	(1.57)							3.73	(1.19)

資料來源：公司資料；凱基

**圖 4: 國壽 2022 投報率年減幅度擴大 1.2%至 3.73%，主要資本利得收益率年減 2.2%，避險成本上升至 0.14%，抵銷避險前經常性收益年增 35 基點**

國泰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			
	2017	2018	2019	2020	2021	1-3Q22	YoY	2022	YoY	2022	YoY
投資收益率(避險後)	4.0	3.82	3.95	3.93	4.92	4.26	(0.97)	3.73	(1.19)	4.48	(0.79)
經常性投資收益率(避險前)	3.4	3.50	3.65	3.19	3.02	3.39	0.33	3.37	0.35	3.36	0.32
保單資金成本(準備金為分母)	4.11	4.03	3.95	3.83	3.77	3.73	(0.05)	3.74	(0.03)	3.11	(0.18)
保單資金成本(投資資產為分母)	3.68	3.70	3.50	3.36	3.33	3.23	(0.12)	3.30	(0.04)	3.11	0.07
投資收益率減保單資金成本(投資資產為分母)	0.32	0.12	0.45	0.57	1.59	1.03	(0.85)	0.43	(1.15)	1.37	(0.86)
經常性投資(避險前)減保單資金成本(投資資產為分母)	(0.28)	(0.20)	0.15	(0.17)	(0.31)	0.16	0.45	0.07	0.39	0.25	0.25
避險成本	0.89	1.28	1.40	1.72	1.10	(0.28)	(1.54)	0.14	(0.96)	0.02	(0.69)
經常性投資收益率(避險後)	2.79	2.64	2.72	2.06	2.29	3.58	1.36	3.28	0.99	3.03	0.12
實現利得與其他	1.21	1.18	1.23	1.87	2.63	0.68	(2.33)	0.45	(2.18)	1.45	(0.91)
經常性投資收益率(避險後)比重	69.6	69.2	68.8	52.4	46.5	84.1	41.5	87.8	41.3	67.6	12.4
實現利得與其他比重	30.4	30.8	31.2	47.6	53.5	15.9	(41.5)	12.2	(41.3)	32.4	(12.4)

資料來源：公司資料；凱基

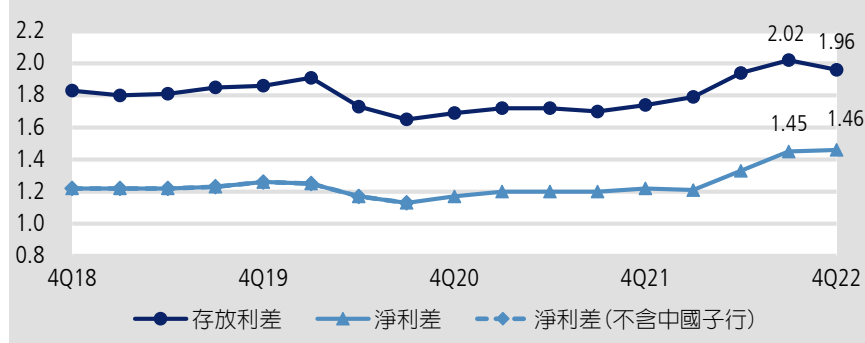
圖 5: 國壽 2022 投資報酬率為 3.73%，4Q22 金融資產未實現虧損縮減至 2,181 億元，其中股票及債券虧損比重為 2:8

國泰人壽										富邦人壽	
投資資產配置 (百萬元)	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	3Q22	YoY (%)	FY22	YoY (%)	FY22	YoY (%)
現金及約當現金	87,000	61,000	237,000	335,000	316,000	103,000	(65.3)	300,000	(5.1)	203,500	9.5
國內股票	465,000	431,000	322,000	438,000	519,000	405,000	(16.7)	373,000	(28.1)	405,800	(35.9)
國外股票	347,000	388,000	370,000	407,000	465,000	415,000	(5.3)	408,000	(12.3)	248,500	(6.9)
國內債券	305,000	287,000	505,000	553,000	572,000	498,000	(6.2)	517,000	(9.6)	574,500	8.8
國外債券	3,063,000	3,374,000	3,777,000	4,028,000	4,189,000	4,397,000	5.0	4,539,000	8.4	2,624,500	2.3
擔保放款	444,000	411,000	341,000	311,000	308,000	291,000	(4.6)	280,000	(9.1)	118,900	(14.9)
保單貸款	166,000	170,000	171,000	167,000	170,000	167,000	(1.2)	167,000	(1.8)	76,200	(0.3)
不動產	496,000	501,000	526,000	537,000	548,000	560,000	2.4	562,000	2.6	338,300	1.5
其他	130,000	140,000	165,000	168,000	168,000	261,000	65.2	182,000	8.3	N.A.	N.A.
總投資金額	5,503,000	5,761,000	6,415,000	6,945,100	7,254,100	7,097,900	(0.3)	7,330,600	1.1	4,590,200	(2.9)
投資資產配置佔比(%)	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	3Q22	YoY (ppts)	FY22	YoY (ppts)	FY22	YoY (ppts)
現金及約當現金	1.6	1.1	3.7	4.8	4.4	1.5	(2.7)	4.1	(0.3)	4.4	0.5
國內股票	8.4	7.5	5.0	6.3	7.2	5.7	(1.1)	5.1	(2.1)	8.8	(4.5)
國外股票	6.3	6.7	5.8	5.9	6.4	5.8	(0.3)	5.6	(0.8)	5.4	(0.2)
國內債券	5.5	5.0	7.9	8.0	7.9	7.0	(0.4)	7.1	(0.8)	12.5	1.3
國外債券	55.7	58.6	58.9	58.0	57.7	61.9	3.1	61.9	4.2	57.2	2.9
擔保放款	8.1	7.1	5.3	4.5	4.2	4.1	(0.2)	3.8	(0.4)	2.6	(0.4)
保單貸款	3.0	3.0	2.7	2.4	2.3	2.4	(0.0)	2.3	(0.1)	1.7	0.0
不動產	9.0	8.7	8.2	7.7	7.6	7.9	0.2	7.7	0.1	7.4	0.3
其他	2.4	2.4	2.6	2.4	2.3	3.7	1.5	2.5	0.2	N.A.	N.A.
總投資	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0		100.0		100.0	
投資報酬率(%)	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	1-3Q22	YoY (ppts)	FY22	YoY (ppts)	FY22	YoY (ppts)
現金及約當現金	0.50	0.60	0.60	0.40	0.20	0.30	0.10	0.70	0.50	0.62	0.45
國內股票	9.10	9.60	7.90	13.50	20.90	9.80	(14.70)	8.20	(12.70)	14.02	(4.08)
國外股票	8.30	8.70	6.50	5.50	11.60	6.30	(6.40)	4.80	(6.80)	11.36	(1.31)
國內債券	2.10	3.60	5.70	4.60	1.70	3.00	1.60	3.20	1.50	1.76	(1.23)
國外債券	5.00	4.60	5.30	5.50	5.40	3.80	(1.80)	3.70	(1.70)	3.80	(0.92)
擔保放款	1.80	2.00	2.10	1.70	1.40	2.00	0.60	2.10	0.70	1.71	0.39
保單貸款	5.80	5.80	5.60	5.60	5.40	5.30	(0.10)	5.30	(0.10)	4.54	(0.15)
不動產	2.30	2.30	2.70	2.90	2.40	2.90	0.40	2.70	0.30	0.88	(1.26)
總投資	4.02	3.82	3.95	3.93	4.92	4.26	(0.97)	3.73	(1.19)	4.48	(0.79)
避險成本	0.89	1.28	1.40	1.72	1.10	(0.28)	(1.54)	0.14	(0.96)	0.02	(0.69)

資料來源：公司資料；凱基

圖 6: 4Q22 國泰世華銀淨利差季增 1 基點至 1.46%，但存放利差季減 6 基點至 1.96%

存放款利差與淨利差，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 7: 4Q22 放款年增率擴大至 13%，主要動能仍來自消金放款

十億元	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	比重(%)
企業貸款	583.2	531.0	639.2	616.4	680.9	635.1	626.5	653.2	678.0	691.2	704.0	709.7	35.3
房貸	456.1	496.3	551.9	672.3	724.7	698.9	783.3	856.5	881.2	926.7	969.0	999.0	49.6
個人放款	73.6	90.5	101.4	132.9	151.7	179.9	210.8	251.8	259.9	268.1	278.4	285.6	14.2
總放款	1,113	1,118	1,293	1,422	1,557	1,514	1,621	1,780	1,836	1,904	1,970	2,013	100.0
YoY (%)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	QoQ
企業貸款	2.8	(9.0)	20.4	(3.6)	10.5	(6.7)	(1.4)	4.3	3.3	2.7	4.0	8.6	0.8
房貸	11.8	8.8	11.2	21.8	7.8	(3.6)	12.1	9.3	6.6	10.8	15.4	16.6	3.1
個人放款	42.6	23.0	12.0	31.1	14.1	18.6	17.2	19.4	19.3	15.6	16.9	13.4	2.6
總放款	8.4	0.4	15.6	10.0	9.5	(2.8)	7.0	9.8	8.0	8.2	11.1	13.1	2.2

資料來源：公司資料；凱基

圖 8: 財管手收受資本市場波動影響，2022 手續費收入年減 0.5%，其中信用卡成長抵銷財管衰退

百萬元	1Q22	YoY (%)	2Q22	YoY (%)	3Q22	YoY (%)	4Q22	比重 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	2022	比重 (%)	YoY (%)
財富管理	3,700	6.3	2,356	(16.3)	2,383	(25.3)	2,186	49.7	(8.3)	(62.4)	10,625	58.7	(10.1)
信用卡	936	41.3	745	(4.8)	1,868	(57.7)	1,646	37.4	(11.8)	(275.2)	5,195	28.7	22.0
外匯	42	(87.3)	29	(111.6)	39	(82.3)	53	1.2	36.0	(72.1)	163	0.9	(0.5)
聯貸	192	318.3	80	(40.3)	152	(19.6)	136	3.1	(10.2)	(58.9)	561	3.1	(14.4)
其他	330	288.2	390	(24.7)	458	(53.3)	378	8.6	(17.4)	(300.6)	1,557	8.6	18.8
銀行手續費收入	5,200	13.0	3,600	(10.0)	4,900	(45.6)	4,400	100.0	(10.2)	(15.4)	18,100	100.0	(0.5)

資料來源：公司資料，凱基

圖 9: 國泰產險 2022 防疫保單理賠及準備金達超過 310 億元，基於確診率 60%，由於 2023/2 防疫保單準備金仍約 20 多億元，公司視申請理賠狀況評估是否仍需增提最後防疫保單準備金

產險公司	理賠金額(百萬元)				理賠件數				平均每件理賠金額(元)	2022 直接損失(百萬元)
	12月	2023/1月	2023/2月	累計	12月	2023/1月	2023/2月	累計	累計	累計
國泰產險	2,100	2,700	3,970	28,372	44,000	74,000	99,000	736,185	38,540	>31,800

資料來源：公司資料，凱基

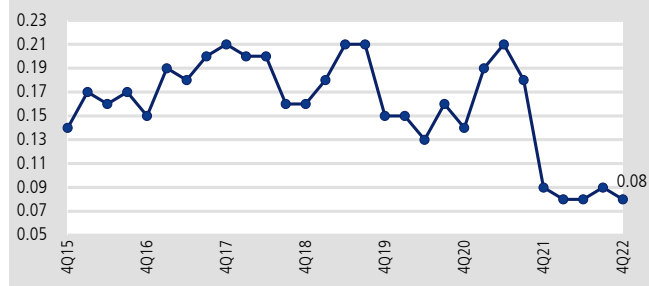
圖 10: 國泰金評價

總和評價法	總值(百萬元)	每股價值(元)
國泰人壽隱含價值 (0.45X 2023F EV)	420,103	28.6
國泰世華銀淨值 (1X 2023F 淨值)	268,933	18.3
國泰產險淨值 (0.9X 2023F 淨值)	12,362	0.8
國泰金淨債務 (1X 2023F)	(97,881)	(6.7)
<b>總計 (NT\$m)</b>	<b>603,516</b>	<b>41.0</b>
流通在外普通股股數(百萬股)	14,669	
目標價(約1X 2023F 國泰金淨值)		41.0

資料來源：凱基

**圖 11: 4Q22 銀行逾放比下降至 0.08%**

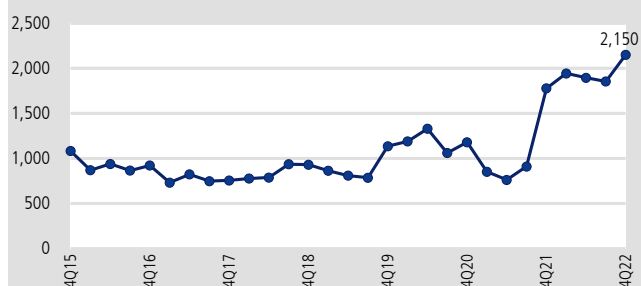
逾放比，百分比



資料來源：TEJ；凱基

**圖 12: 國泰世華銀 4Q22 備抵呆帳覆蓋率 2,150%**

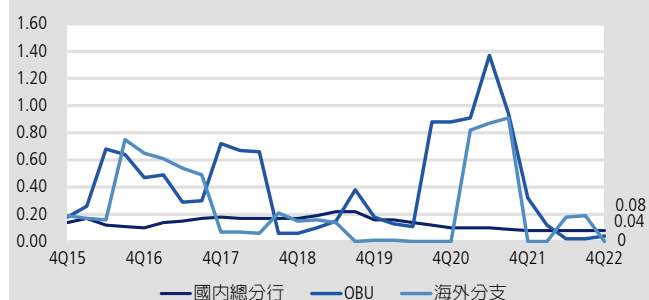
備抵呆帳覆蓋率，百分比



資料來源：TEJ；凱基

**圖 13: 地區別逾放比**

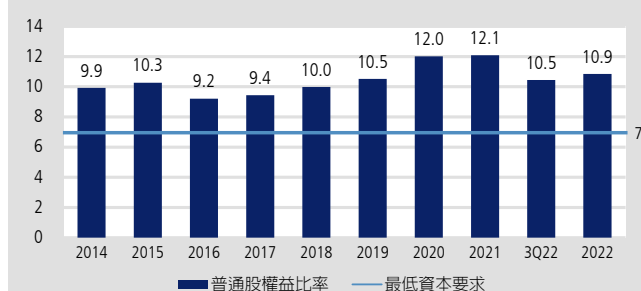
地區別逾放比，百分比



資料來源：TEJ；凱基

**圖 14: 國泰世華銀普通股權益比率**

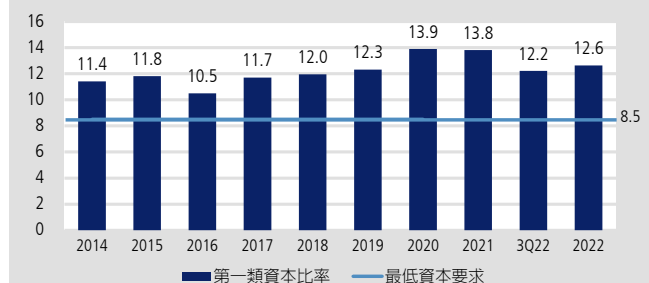
普通股權益比率，百分比



資料來源：TEJ；凱基

**圖 15: 國泰世華銀第一類資本適足率**

第一類資本比率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

**圖 16: 國泰世華銀資本適足率**

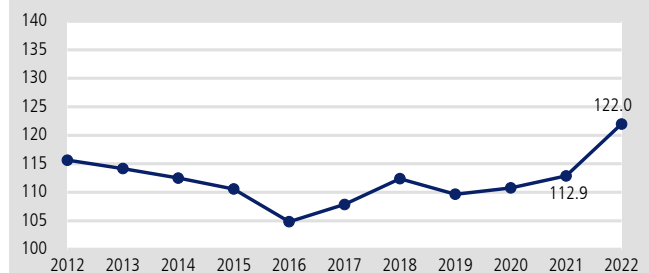
資本適足率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

**圖 17: 國泰金雙重槓桿比率上揚至 122%**

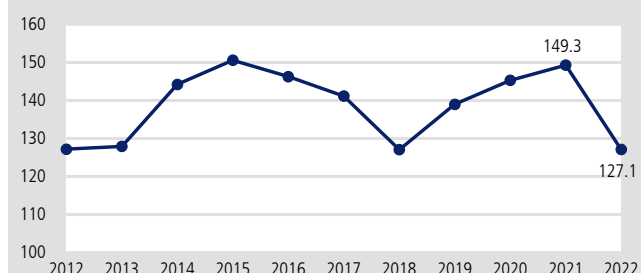
雙重槓桿比率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

**圖 18: 金控資本適足率**

資本適足率，百分比



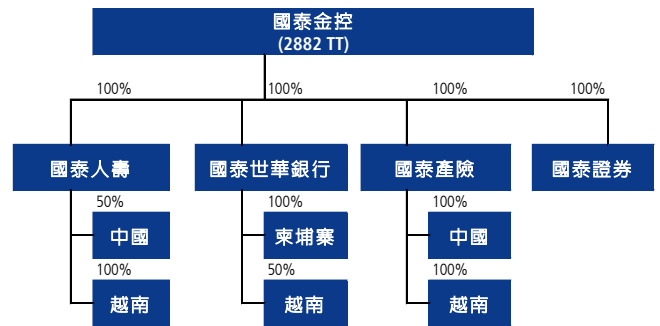
資料來源：公司資料；凱基

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

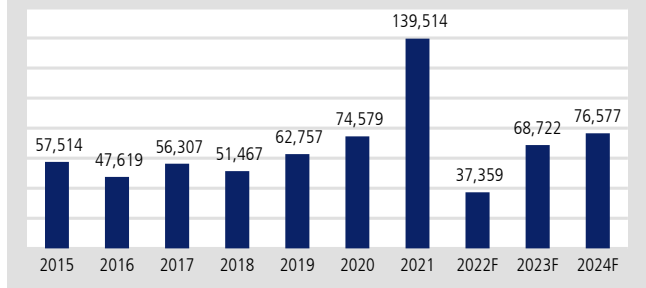
圖 20: 組織結構圖



資料來源：公司資料；凱基

圖 21: 稅後淨利

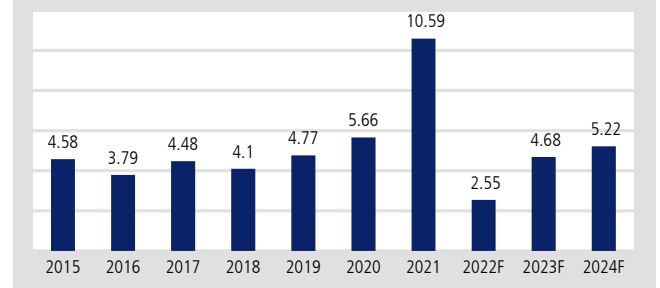
稅後淨利，百萬元



資料來源：凱基

圖 22: 每股盈利

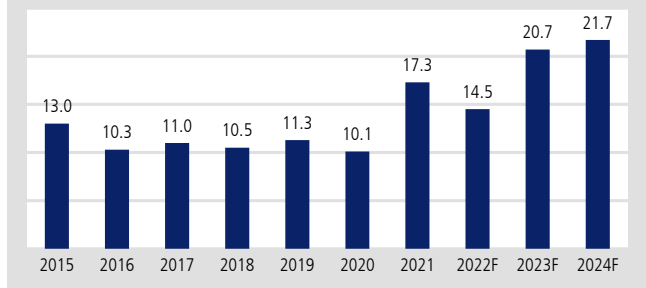
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 23: 股東權益報酬率

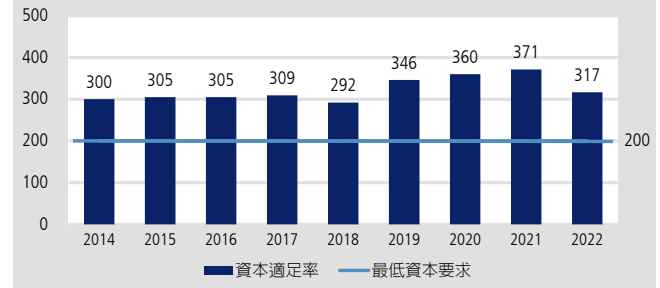
股東權益報酬率，百分比



資料來源：凱基

圖 24: 國壽 2022 資本適足率下降至 317%

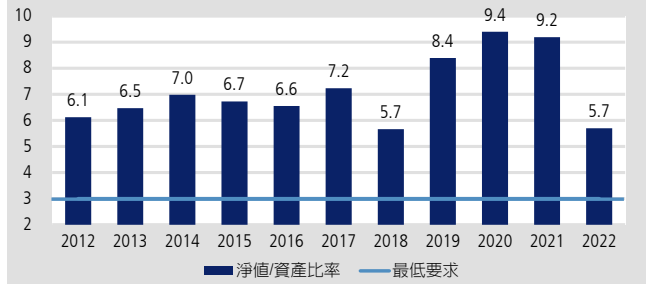
資本適足率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 25: 2022 國泰人壽淨值/資產比重下降至 5.7%

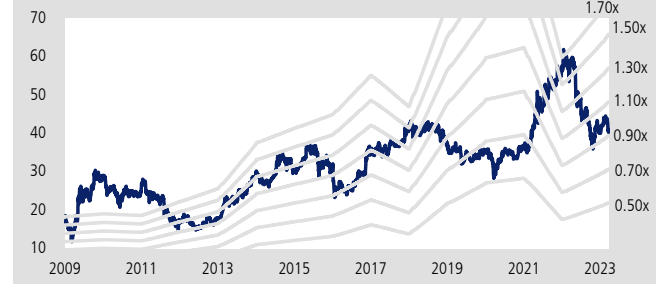
淨值/資產比率，百分比



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

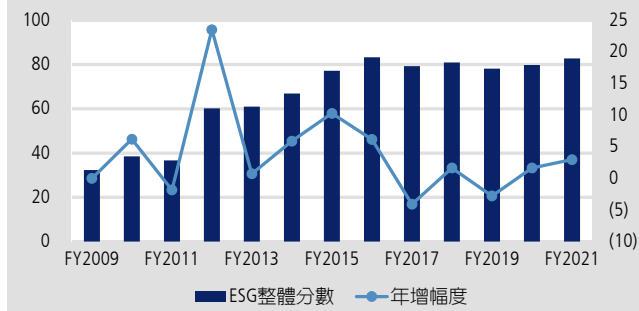
股價，元(左軸)；股價淨值比，倍(右軸)



資料來源：TEJ；凱基

**圖 27：ESG 整體分數**

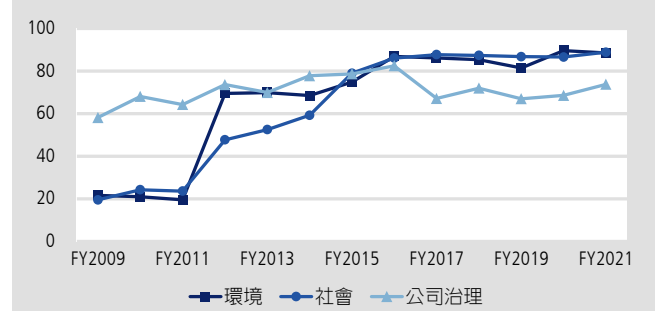
ESG 整體分數 (左軸)：年增幅度，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

**圖 28：ESG 各項分數**

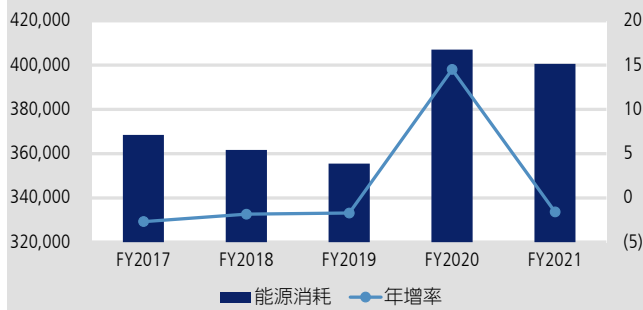
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

**圖 29：能源消耗**

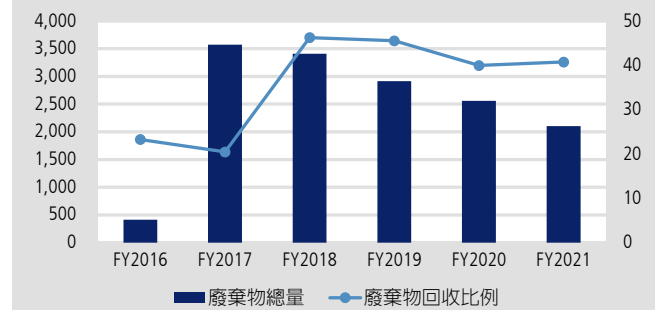
能源消耗，十億焦耳 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

**圖 30：廢棄物總量**

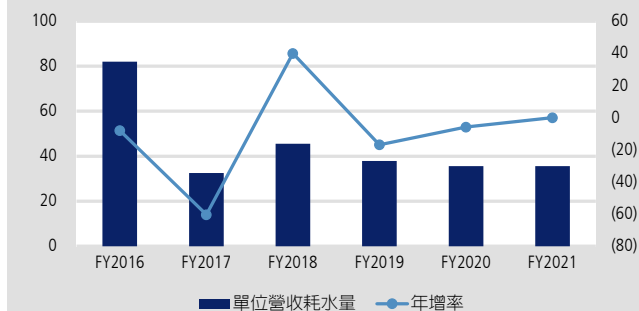
廢棄物總量，噸 (左軸)：廢棄物回收比例，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

**圖 31：耗水量**

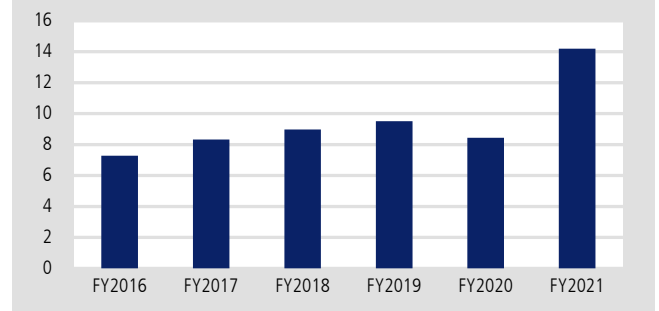
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

**圖 32：員工流動率**

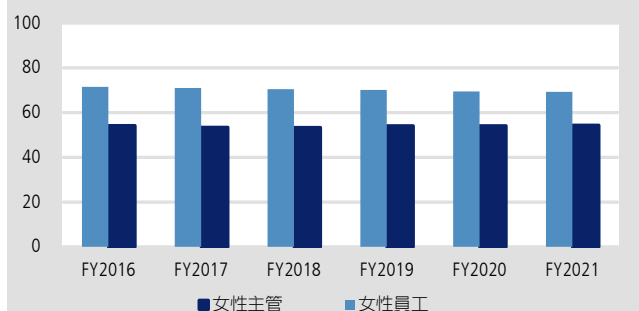
員工流動率，百分比



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

**圖 33：性別多樣性**

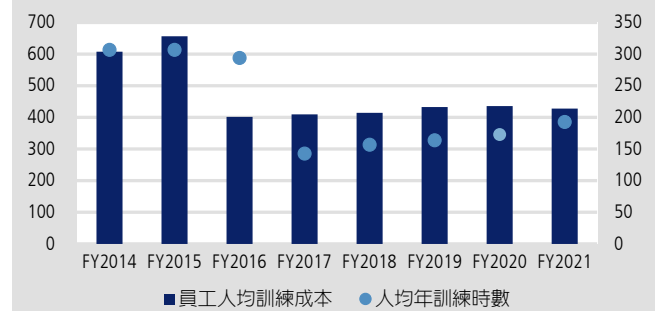
女性主管與員工比例，百分比



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**

NTS百萬元	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22F	Dec-23F	Dec-24F
現金與約當現金	335,000	316,000	300,000	56,865	59,407
國內股票	438,000	519,000	373,000	472,609	334,635
國外股票	407,000	465,000	408,000	506,182	528,807
國內債券	553,000	572,000	517,000	534,319	558,201
國外債券	4,028,000	4,189,000	4,539,000	4,664,815	5,032,416
房貸	311,000	308,000	280,000	312,222	326,178
保單放款	167,000	170,000	167,000	179,179	187,188
不動產	537,000	548,000	562,000	600,840	627,696
<b>總投資資產</b>	<b>6,944,000</b>	<b>7,278,000</b>	<b>7,328,000</b>	<b>7,614,577</b>	<b>7,954,924</b>
其他資產	731,559	812,312	844,430	844,430	844,430
<b>總資產</b>	<b>7,675,559</b>	<b>8,090,312</b>	<b>8,172,430</b>	<b>8,459,007</b>	<b>8,799,354</b>
保單準備	6,056,982	6,413,221	6,726,563	6,945,269	7,173,517
其他負債	897,451	934,959	980,078	980,078	980,078
<b>總負債</b>	<b>6,954,433</b>	<b>7,348,180</b>	<b>7,706,641</b>	<b>7,925,348</b>	<b>8,153,595</b>
普通股	58,515	58,515	63,515	63,515	63,515
特別股	0	0	0	0	0
資本公積	60,607	60,595	90,924	90,924	90,924
未分配盈餘	416,093	529,718	531,546	563,872	603,928
其他	178,513	85,615	-229,169	-193,624	-121,581
<b>股東權益</b>	<b>721,126</b>	<b>742,133</b>	<b>465,789</b>	<b>533,660</b>	<b>645,758</b>

**損益表 - 國泰人壽**

NTS百萬元	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22F	Dec-23F	Dec-24F
總單保費收入	582,663	501,639	412,891	358,527	339,776
初年度保費收入	160,787	201,823	129,300	131,151	138,418
自留滿期保費收入	579,563	498,398	409,196	356,178	337,550
自留保險賠款與給付	-272,516	-287,462	-397,984	-340,857	-355,635
淨佣金費用	-35,815	-34,445	-30,977	-24,380	-20,387
手續費收入	8,701	10,715	10,804	11,020	11,240
保險員償淨變動	-462,233	-376,771	-188,389	-218,706	-228,247
投資收益	263,907	348,947	271,296	264,898	311,854
營業費用	-32,066	-35,562	-36,119	-12,466	-11,814
其他費用	343	698	1,997	2,196	2,416
營業費用	-31,723	-34,863	-34,122	-10,270	-9,398
<b>稅前淨利</b>	<b>51,473</b>	<b>126,081</b>	<b>41,682</b>	<b>38,031</b>	<b>47,125</b>
所得稅	1,209	-12,916	-7,513	-5,705	-7,069
<b>稅後淨利</b>	<b>51,745</b>	<b>112,231</b>	<b>33,667</b>	<b>32,326</b>	<b>40,056</b>
每股盈餘	9.00	19.34	5.38	5.09	6.31
平均股東權益報酬率	8.0%	15.5%	5.7%	6.5%	6.8%
每股淨值 (Life)	121.97	125.51	71.92	82.61	100.26
稅後淨利成長率	36.7%	116.9%	-70.0%	-4.0%	23.9%
初年度保費成長率	-19.5%	25.5%	-35.9%	1.4%	5.5%
自留滿期保費成長率	-4.6%	-14.0%	-17.9%	-13.0%	-5.2%

**國泰金控獲利組成**

NTS百萬元	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22F	Dec-23F	Dec-24F
國泰世華銀行	21,855	23,345	25,591	31,050	33,301
國泰人壽	51,745	112,231	33,667	32,326	40,056
國泰產險	2,174	2,175	-19,622	2,580	2,764
國泰金控	74,579	139,514	37,359	68,722	76,577

資料來源：公司資料，凱基

**資產負債表 - 國泰世華銀行**

NTS百萬元	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22F	Dec-23F	Dec-24F
客戶貸款	1,688,142	1,834,662	2,072,668	2,203,425	2,347,743
貼現及放款	26,846	27,585	27,586	38,651	38,943
同業及其他金融機構貸款	129,504	234,546	266,322	277,136	288,389
<b>FVTOCI及AC金融資產</b>	<b>1,161,870</b>	<b>1,170,908</b>	<b>1,231,343</b>	<b>1,281,341</b>	<b>1,333,368</b>
其他有息資產	99,814	108,242	119,639	124,497	129,552
現金及約當現金	71,007	65,389	119,617	124,473	129,528
聯營公司投資	1,863	1,832	1,622	1,688	1,757
物業					
固定資產	25,977	25,162	26,482	26,482	26,482
其他無息資產	0	4,347	0	0	0
無息資產總額	50,987	44,138	54,157	54,157	54,157
<b>資產總額</b>	<b>3,229,460</b>	<b>3,499,323</b>	<b>3,887,031</b>	<b>4,078,238</b>	<b>4,296,685</b>
同業存款	67,207	75,681	97,309	133,617	175,023
客戶存款	2,648,995	2,935,694	3,246,162	3,290,525	3,335,782
其他有息負債	204,116	186,902	223,330	306,657	401,687
<b>有息負債總額</b>	<b>2,920,318</b>	<b>3,198,278</b>	<b>3,566,801</b>	<b>3,730,799</b>	<b>3,912,491</b>
營業及負債準備					
其他無息負債	62,487	50,318	78,506	78,506	78,506
<b>無息負債總額</b>	<b>62,487</b>	<b>50,318</b>	<b>78,506</b>	<b>78,506</b>	<b>78,506</b>
<b>負債總額</b>	<b>2,982,805</b>	<b>3,248,596</b>	<b>3,645,307</b>	<b>3,809,305</b>	<b>3,990,997</b>
普通股股本	106,986	106,986	108,599	108,599	108,599
未分配盈餘	88,733	98,502	104,852	136,051	169,511
資本公積	38,687	38,687	38,859	38,859	38,859
其他	7,890	2,176	-14,575	-14,575	-11,281
<b>股東權益</b>	<b>242,297</b>	<b>246,351</b>	<b>237,734</b>	<b>268,933</b>	<b>305,687</b>
少數股東權益	4,359	4,376	3,990	3,990	3,990
優先股股東資金					
<b>母公司股東權益</b>	<b>246,656</b>	<b>250,727</b>	<b>241,724</b>	<b>272,923</b>	<b>309,677</b>
<b>股東權益及負債總額</b>	<b>3,229,460</b>	<b>3,494,947</b>	<b>3,887,031</b>	<b>4,078,238</b>	<b>4,296,685</b>

**損益表 - 國泰世華銀行**

NTS百萬元	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22F	Dec-23F	Dec-24F
利息收入	50,093	49,075	70,174	97,058	102,279
利息支出	14,869	10,536	21,469	40,548	43,558
<b>淨利息收益</b>	<b>35,223</b>	<b>38,539</b>	<b>48,704</b>	<b>56,510</b>	<b>58,721</b>
手續費及佣金收入	16,331	18,346	18,246	18,850	19,793
交易相關淨損益	9,482	6,956	6,711	7,229	6,897
其他非利息淨損益	855	502	1,180	718	733
<b>非利息收入</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>營業收入</b>	<b>61,891</b>	<b>64,342</b>	<b>74,841</b>	<b>83,307</b>	<b>86,144</b>
營業費用	32,686	33,877	38,307	40,373	42,345
<b>淨收益</b>	<b>29,205</b>	<b>30,466</b>	<b>36,534</b>	<b>42,934</b>	<b>43,800</b>
呆帳撥存	3,382	2,986	5,524	6,657	4,892
<b>稅前純益</b>	<b>25,823</b>	<b>27,479</b>	<b>31,010</b>	<b>36,278</b>	<b>38,908</b>
所得稅費用	3,511	3,670	5,298	5,079	5,447
<b>稅後淨利</b>	<b>22,312</b>	<b>23,809</b>	<b>25,713</b>	<b>31,199</b>	<b>33,461</b>
<b>合併淨收入</b>	<b>22,312</b>	<b>23,809</b>	<b>25,713</b>	<b>31,199</b>	<b>33,461</b>
少數股東損益	458	464	122	149	159
<b>稅後淨利</b>	<b>21,855</b>	<b>23,345</b>	<b>25,591</b>	<b>31,050</b>	<b>33,301</b>
股息	-15,532	-16,048	-2,056	-21,839	-23,422
<b>保留盈餘</b>	<b>6,323</b>	<b>7,297</b>	<b>23,536</b>	<b>9,211</b>	<b>9,879</b>
每股盈餘	2.09	2.23	2.37	2.87	3.08
平均股東權益報酬率	9.50%	9.74%	10.62%	12.32%	11.65%
逾放比率	0.14%	0.09%	0.07%	0.08%	0.08%
備抵呆帳覆蓋率	114628%	119830%	23199%	2164%	1923%
信用成本	0.20%	0.16%	0.27%	0.30%	0.21%
成本收入比	52.81%	52.65%	51.18%	48.46%	49.16%
淨利差	1.18%	1.21%	1.36%	1.45%	1.43%
存放比	63.8%	62.6%	64.1%	66.9%	70.3%
手續費收入成長率	7.0%	8.7%	13.3%	6.0%	6.8%
手續費收入成長率	-4.4%	12.3%	-0.5%	3.3%	5.0%
提存前淨利成長率	-0.4%	4.3%	19.9%	17.5%	2.0%
稅後淨利成長率	0.1%	6.8%	9.6%	21.3%	7.2%

資料來源：公司資料，凱基

**資產負債表**

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22F	Dec-23F	Dec-24F
Gross loans to customers	2,168,122	2,314,700	2,523,103	2,698,261	2,864,543
貼現及放款	2,141,276	2,287,115	2,495,517	2,659,609	2,825,600
同業及其他金融機構貸款	129,504	234,546	266,322	285,533	306,131
<b>FVTOCI及AC金融資產</b>	<b>6,539,535</b>	<b>6,900,930</b>	<b>7,152,961</b>	<b>7,443,399</b>	<b>7,745,631</b>
其他有息資產	-	-	-	-	(0)
現金及約當現金	536,716	467,635	412,014	441,735	473,599
聯營公司投資	33,036	32,615	32,883	32,883	32,883
固定資產	98,405	97,852	108,551	108,551	108,551
無形資產	54,002	51,544	51,637	51,637	51,637
其他無息資產	-	-	-	-	-
Total non-interest earning assets	2,140,157	2,171,770	2,156,086	2,222,031	2,291,592
<b>資產總額</b>	<b>10,950,472</b>	<b>11,594,361</b>	<b>12,070,886</b>	<b>12,610,574</b>	<b>13,168,953</b>
同業存款	255,527	280,950	303,337	416,516	545,589
存款及匯款	2,615,799	2,871,960	3,185,436	3,228,969	3,273,380
其他有息負債	154,735	121,432	230,486	316,484	414,559
<b>有息負債總額</b>	<b>3,026,061</b>	<b>3,274,343</b>	<b>3,719,259</b>	<b>3,961,970</b>	<b>4,233,527</b>
營業及負債準備	6,117,073	6,448,259	6,842,132	7,085,745	7,344,265
其他無息負債	902,562	957,721	897,786	848,982	727,069
<b>無息負債總額</b>	<b>7,019,635</b>	<b>7,405,980</b>	<b>7,739,918</b>	<b>7,934,727</b>	<b>8,071,334</b>
<b>負債總額</b>	<b>10,045,697</b>	<b>10,680,323</b>	<b>11,459,178</b>	<b>11,896,696</b>	<b>12,304,861</b>
普通股股本	131,692	131,692	146,692	146,692	146,692
預收股款	-	-	-	-	-
普通股股本	131,692	131,692	146,692	146,692	146,692
保留盈餘	371,469	477,987	454,847	523,570	600,147
其他儲備	297,900	200,359	(94,699)	(61,252)	12,385
<b>股東權益</b>	<b>801,061</b>	<b>810,038</b>	<b>506,840</b>	<b>609,010</b>	<b>759,224</b>
少數股東權益	11,714	12,001	12,868	12,868	12,868
優先股股東資金	92,000	92,000	92,000	92,000	92,000
<b>權益總額</b>	<b>904,776</b>	<b>914,039</b>	<b>611,708</b>	<b>713,877</b>	<b>864,092</b>
<b>股東權益及負債總額</b>	<b>10,950,472</b>	<b>11,594,361</b>	<b>12,070,886</b>	<b>12,610,574</b>	<b>13,168,953</b>

**主要財務比率**

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22F	Dec-23F	Dec-24F
<b>年成長率</b>					
淨利息增長	(2.8%)	2.1%	16.1%	7.4%	4.7%
營業收益增長	17.1%	(1.2%)	(53.2%)	16.4%	6.2%
稅後純益	18.8%	87.1%	(73.2%)	83.9%	11.4%
每股盈餘成長率	18.8%	87.1%	(76.0%)	83.9%	11.4%
<b>獲利能力分析</b>					
平均資產報酬率	0.7%	1.2%	0.3%	0.6%	0.6%
股東權益報酬率	10.1%	17.3%	5.7%	12.3%	11.2%
<b>每股資料分析</b>					
每股盈餘 (NT\$)	5.66	10.59	2.55	4.68	5.22
每股淨值 (NT\$)	60.83	61.51	34.55	41.52	51.76
每股現金股利 (NT\$)	2.50	3.50	0.90	2.00	2.50

資料來源：公司資料，凱基

**損益表**

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22F	Dec-23F	Dec-24F
利息收入	208,249	207,813	250,520	286,421	301,110
利息費用	(17,320)	(12,931)	(24,357)	(43,581)	(46,741)
<b>淨利息收入</b>	<b>190,930</b>	<b>194,882</b>	<b>226,163</b>	<b>242,841</b>	<b>254,369</b>
手續費及佣金收入	7,244	12,649	15,421	15,553	15,755
淨保險收入	312,998	218,484	1,436	6,667	8,495
<b>交易收入</b>	<b>112,262</b>	<b>192,751</b>	<b>134,451</b>	<b>140,838</b>	<b>147,519</b>
其他非利息收入	6,480	7,197	(36,038)	(22,144)	(23,213)
<b>非利息收入</b>	<b>438,985</b>	<b>431,080</b>	<b>115,271</b>	<b>140,914</b>	<b>148,557</b>
<b>淨收益</b>	<b>629,914</b>	<b>625,963</b>	<b>341,434</b>	<b>383,755</b>	<b>402,926</b>
營業費用	(83,027)	(85,543)	(88,610)	(89,496)	(90,391)
<b>營業利益</b>	<b>546,888</b>	<b>540,419</b>	<b>252,823</b>	<b>294,258</b>	<b>312,534</b>
壞帳減值損失	(3,178)	(3,484)	(4,778)	(6,657)	(4,892)
信用卡呆帳費用	-	-	-	-	-
提存各項保險責任金	(462,094)	(377,408)	(198,098)	(208,003)	(218,403)
呆帳費用及保險負債準備淨變動	(465,272)	(380,893)	(202,876)	(214,659)	(223,295)
<b>稅前純益</b>	<b>81,616</b>	<b>159,526</b>	<b>49,948</b>	<b>79,599</b>	<b>89,239</b>
所得稅費用[利益]	(5,658)	(18,637)	(11,986)	(9,768)	(11,426)
<b>稅後淨利</b>	<b>75,958</b>	<b>140,889</b>	<b>37,962</b>	<b>69,831</b>	<b>77,813</b>
<b>合併淨收入</b>	<b>75,958</b>	<b>140,889</b>	<b>37,962</b>	<b>69,831</b>	<b>77,813</b>
少數股東損益	(1,379)	(1,375)	(603)	(1,109)	(1,235)
<b>稅後淨利</b>	<b>74,579</b>	<b>139,514</b>	<b>37,359</b>	<b>68,722</b>	<b>76,577</b>
股息	(32,923)	(46,092)	(13,202)	(29,338)	(36,673)
<b>保留盈餘</b>	<b>41,656</b>	<b>93,422</b>	<b>24,157</b>	<b>39,384</b>	<b>39,904</b>
<b>非常項目前稅後純益</b>	<b>74,579</b>	<b>139,514</b>	<b>37,359</b>	<b>68,722</b>	<b>76,577</b>

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
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
2021-08-10	增加持股	65.00	54.90
2021-05-17	增加持股	60.00	48.65
2021-03-22	增加持股	55.00	45.60
2020-11-16	持有	44.50	40.95

資料來源：TEJ，凱基

**凱基證券集團據點**

<b>中國</b>	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
<b>台灣</b>	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888 · 傳真 886.2.8501.1691
<b>香港</b>		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
<b>泰國</b>	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
<b>新加坡</b>		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
<b>印尼</b>		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。