



金融保險

玉山金 (2884.TT)

評價未明顯偏低，現金殖利率亦相對較低

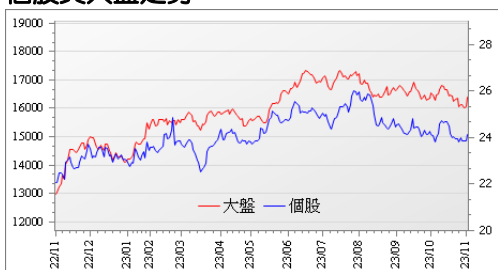
中立(維持評等)

出刊緣由：更新近況

| 與前次比較： | 上次 | 本次 |
|-------------------|----------|----------|
| 評等 | 中立 | 中立 |
| 目標價 | 26 | 26 |
| EPS | 1.21 | 1.24 |
| 收盤價 | 24.65 | 24.15 |
| 大盤指數 | 16437.61 | 16396.95 |
| 前次評等日期:2023/08/22 | | |

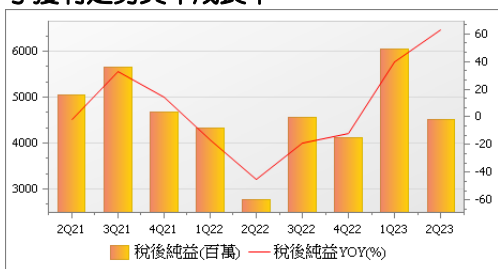
| | |
|--------------|---------|
| 市值(億) | 3782.9 |
| 股本(億) | 1566.40 |
| 三個月平均成交金額(億) | 3.67 |
| 淨負債/股東權益 | 1497.19 |
| 董監持股比率 | 1.61 |
| 外資持股比率 | 30.17 |
| 投信持股比率 | 1.42 |

個股與大盤走勢



| | 近一個月 | 近三個月 | 近半年 | 近一年 |
|---------|------|------|-----|------|
| 加權指數報酬率 | -1.0 | -2.9 | 4.9 | 25.2 |
| 個股股價報酬率 | 0.0 | -5.8 | 1.4 | 8.6 |

季獲利走勢與年成長率



研究員/陳晏平 TINA.YP.CHEN@uni-psg.com

玉山金 2023 年前三季稅後淨利 159 億元，成長 36%YOY，EPS 為 1.04 元，獲利大幅成長主要因銀行子公司：(1)帳上投資部位評價利益回升、換匯業務需求強勁，投資收益數倍跳增；(2)無大額新增壞帳產生，且放款成長較緩，新增放款正常提存減少，淨呆帳提存大減 34%YOY，該子公司獲利成長 30%YOY 至 139 億元。而證券、創投子公司亦受惠投資市場回溫，累積獲利亦分別增加 18%、418%YOY 至 10 億元、13 億元。展望 2023~2024 年，由於：(1)放款穩健擴增、存放利差有望止跌回穩，但受換匯業務影響，估計 2023~2024 年淨利息收益將分別衰退 2%、成長 10%YOY；(2)信用卡海外消費回復，保險與債券類型財富管理商品熱銷，預期 2023~2024 年整體淨手續費收益將有 10%YOY、中高個位數成長動能；(3)暫無大型企金潛在壞帳產生，往後將針對新增放款正常提存，預期 2023~2024 年淨提存將持穩 20 億元左右水準，可望低於原先預期；(4)在台美利差尚未縮小前，換匯業務需求強勁，且投資市場回穩，有利投資收益明顯改善。預估 2023~2024 年玉山金稅後淨利為 190 億元、194 億元，成長 20%、2%YOY，EPS 為 1.21 元、1.24 元。投資建議方面，雖玉山金獲利將回復成長趨勢，但玉山金以往股利政策皆採平衡配發，預期 2024 年將配發 0.5 元現金股利、0.5 元股票股利，現金殖利率僅 2%，相對偏低。且以 2024 年每股淨值 16 元、ROE 8.1%來看，目前股價仍高達 1.5xPBR，評價未明顯偏低，故重申中立建議。

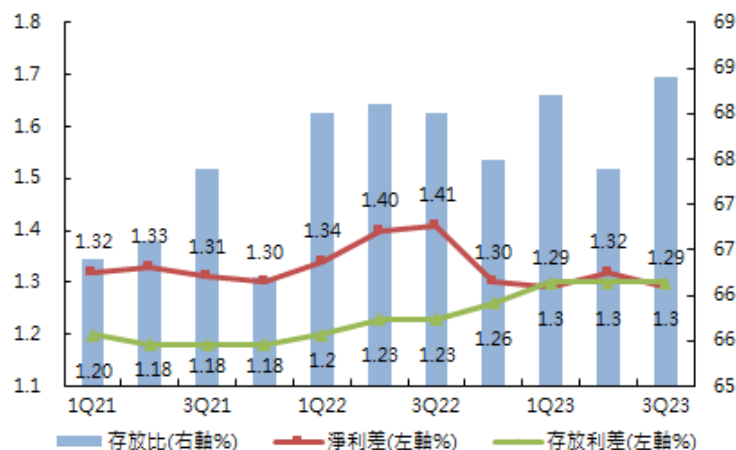
重點摘要：

1. 放款穩健擴增、存放利差有望止跌回穩，但受換匯業務影響，估計 2023~2024 年淨利息收益將分別衰退 2%、成長 10%YOY

3Q23 底放款餘額為 2.03 兆元，成長 3.7%YTD、4.6%YOY，主要成長動能來自中小企業貸款、房屋貸款，2023 年前三季分別增加 8%、4.5%YOY。而外幣放款則受到美國升息快速，外幣借款成本大幅提高影響，導致借款需求降低，2023 年前三季衰退 4%YOY。利差方面，雖台灣、美國升息可帶動放款收益率向上，但因美國升息速度極快，使得外幣資金成本急遽墊高，4Q22 以來存放利差無明顯走揚。3Q23 整體存放利差為 1.29%，下滑 3bpsQOQ、12bpsYOY。所幸透過債券投資提升資金運用效率，3Q23 淨利差仍持穩在 1.30%，QOQ 持平、YOY 擴大 7bps。整體而言，在：(1)放款 YOY 穩增；(2)淨利差 YOY 雖呈現擴大趨勢，但有部分債券利息收入帳列在投資收益項目；(3)台美利差大，換匯業務需求強勁，將部分資金轉做換匯業務，而該業務收入認列在投資收益科目下，玉山銀 2023 年前三季淨利息收益為 211.5 億元，減少 7%YOY。



圖一、玉山銀利差趨勢



資料來源：公司、統一投顧彙整

展望2023~2024年，雖景氣成長趨緩，2023年前三季放款成長動能不如以往，但隨企業庫存調整告一段落，預期2023~2024年放款將成長6~8%YOY。利差方面，因目前處升息尾聲，公司將積極調整存款結構，以控制資金成本，期望4Q23利差水準將是持穩表現。但因部分債券利息收益認列在投資收益、部分資金轉做換匯業務等影響，研究部估計玉山銀2023年淨利息收益為286億元，減少2%YOY。至於2024年利差則須視美國利率政策是否轉向、換匯業務需求強弱而定。因市場普遍預期美國在2H24有降息可能，預期換匯需求將在2H24轉弱，資金可望重回放款業務，增加利息收入來源。加上利率政策調整有遞延效果，2H24降息對2024年一整年的負面影響有限，故研究部預期2024年利差將有回升機會。因此，研究部預估玉山銀2024年淨利息收益為315億元，成長10%YOY。

2. 信用卡海外消費回復，保險與債券類型財富管理商品熱銷，預期2023~2024年淨手續費收益將有10%、中高個位數成長動能

淨手續費收益方面，因投資市場波動影響基金商品銷售劇烈，2023年以來基金相關手續費收益呈現衰退趨勢，但透過積極轉銷售銀行保險、海外債等金融商品，2023年前三季相關手續費收益分別大增25%、30%YOY，帶動2023年前三季整體財富管理手續費收益成長14%YOY。此外，2023年前三季信用卡有效卡數增加4%YOY，簽帳金額成長15%YOY，2023年前三季信用卡淨手續費收益成長15%YOY。至於企金、消金業務手續費收益則受到放款成長動能較緩影響，而分別減少6%、4%YOY。因此，2023年前三季玉山銀整體淨手續費收益為140億元，成長8%YOY。

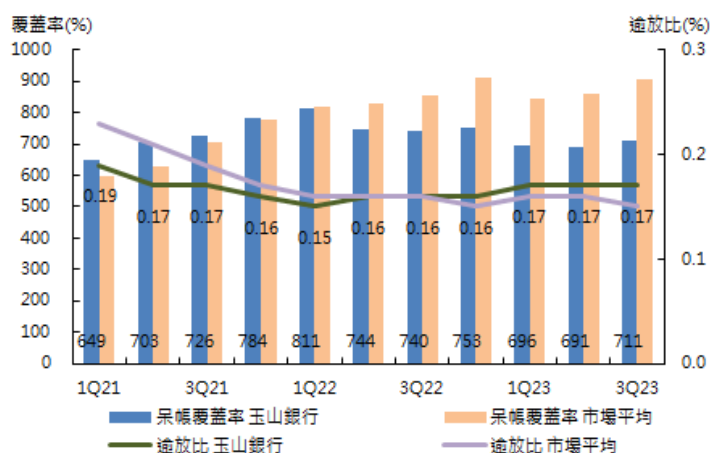


展望2023~2024年，在疫情趨緩、邊境管制解除後，海外旅遊動能明顯回升，刺激海外刷卡消費，公司預期信用卡業務相關淨手續費收益將有12~15%YOY雙位數成長動能。再加上積極增加銀行保險銷售人員，以及升息至尾聲，有利債券商品銷售，公司預期2023年財富管理業務手續費收益亦將成長15~20%YOY。但基於放款成長較緩以及保守原則，研究部預估玉山銀2023年整體淨手續費收益將成長10%YOY，而2024年亦將有中高個位數成長動能。

3. 暫無大型企金潛在壞帳產生，往後將針對新增放款正常提存，預期2023~2024年淨提存將持穩20億元左右水準

2023年以來無明顯新增不良壞帳產生，玉山銀3Q23底逾放比、呆帳覆蓋率分別為0.17%、711%，皆維持穩定，但些微不如同業最新揭露(2023年8月)平均逾放比0.15%、平均呆帳覆蓋率907%。提存方面，因放款增速較緩，新增放款1%或1.5%一般正常提存需求減少，且無明顯大額新增壞帳產生，2023年前三季淨呆帳提存僅10億元，較2022年同期大減34%YOY。

圖二、玉山銀資產品質與同業比較



註：市場平均為2023年8月數值。

資料來源：公司、統一投顧彙整

展望2023~2024年，目前放款資產品質尚屬穩定，無大額潛在壞帳浮出檯面，暫無大額提存需求。且因放款增速較不如2022年快速，新增放款1%/1.5%正常提存金額可望較少，預期2023~2024年玉山銀行淨呆帳提存將落在20億元左右水準(低於原先公司預期的26~27億元)，與2021~2022年相當。

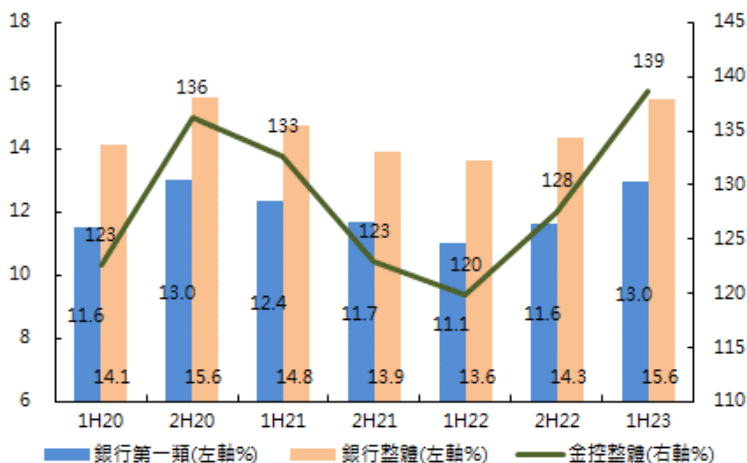


4. 預期2024年將配發0.5元現金股利、0.5元股票股利，現金殖利率2%

為因應業務持續拓展，玉山金2Q23以每股20元，完成8億股現金增資案，共籌措160億元資金。其中，有約140億元已注資予玉山銀，再加上獲利持續挹注，玉山銀最新揭露(2Q23底)整體資本適足率、第一類資本適足率、普通股權益比率分別提升至15.48%、12.89%、11.35%，資本充足無虞。

此外，在保留資本以備業務擴張之下，近幾年皆維持現金股利、股票股利相互平衡配發政策，整體股利配發率皆有80%以上。但2022年投資市場波動，造成投資部位帳上未實現損失擴大，使得玉山金其他權益項目負債擴大，進而影響到可分配盈餘。因此，玉山金2023年配發0.19元現金股利、0.38元股票股利，整體配發率降至52%，現金殖利率僅0.8%，並已在2023/7/27完成除權息。而近期美債殖利率仍居高不下，但玉山金還留有些許可分配盈餘，且投資部位不若壽險公司大，再加上2023年獲利明顯回升，研究部預期2024年將可回復正常股利配發。並以整體股利配發率80~85%，現金、股票各半來推算，預期2024年將配發0.5元現金股利、0.5元股票股利，現金殖利率約2%。

圖三、玉山金、玉山銀資本適足率情形



資料來源：公司、統一投顧彙整



12 month Forward PE bands



12 month Forward PB bands



簡明損益表

| 百萬元 | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23F | 4Q23F | 1Q24F | 2Q24F | 3Q24F | 4Q24F | 2022 | 2023F | 2024F |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 淨收益 | 15,800 | 15,504 | 16,886 | 14,967 | 16,214 | 16,065 | 17,013 | 15,563 | 54,805 | 63,157 | 64,855 |
| 營業費用 | 8,266 | 9,365 | 9,955 | 9,836 | 9,472 | 9,409 | 9,680 | 9,983 | 32,826 | 37,422 | 38,544 |
| 營業利益 | 7,534 | 6,139 | 6,931 | 5,131 | 6,742 | 6,656 | 7,333 | 5,580 | 21,979 | 25,733 | 26,311 |
| 業外淨收益 | 1 | -425 | -572 | -1,004 | -413 | -661 | -810 | -118 | -2,076 | -1,999 | -2,002 |
| 稅前純益 | 7,535 | 5,714 | 6,359 | 4,127 | 6,329 | 5,995 | 6,523 | 5,462 | 19,903 | 23,735 | 24,309 |
| 稅後純益 | 6,042 | 4,500 | 5,343 | 3,081 | 4,917 | 4,764 | 5,326 | 4,418 | 15,759 | 18,966 | 19,425 |
| EPS | 0.42 | 0.29 | 0.34 | 0.20 | 0.31 | 0.30 | 0.34 | 0.28 | 1.10 | 1.21 | 1.24 |
| 重要比率 | | | | | | | | | | | |
| 費用率 | 52.3 | 60.4 | 59.0 | 65.7 | 58.4 | 58.6 | 56.9 | 64.1 | 59.9 | 59.3 | 59.4 |
| 營益率 | 47.7 | 39.6 | 41.0 | 34.3 | 41.6 | 41.4 | 43.1 | 35.9 | 40.1 | 40.7 | 40.6 |
| 淨利率 | 38.2 | 29.0 | 31.6 | 20.6 | 30.3 | 29.7 | 31.3 | 28.4 | 28.8 | 30.0 | 30.0 |
| QoQ | | | | | | | | | | | |
| 淨收益 | 6.9 | -1.9 | 8.9 | -11.4 | 8.3 | -0.9 | 5.9 | -8.5 | | | |
| 營業利益 | 33.4 | -18.5 | 12.9 | -26.0 | 31.4 | -1.3 | 10.2 | -23.9 | | | |
| 稅前純益 | 48.9 | -24.2 | 11.3 | -35.1 | 53.4 | -5.3 | 8.8 | -16.3 | | | |
| 稅後淨利 | 47.0 | -25.5 | 18.7 | -42.3 | 59.6 | -3.1 | 11.8 | -17.0 | | | |
| YoY | | | | | | | | | | | |
| 淨收益 | 16.6 | 27.8 | 17.7 | 1.3 | 2.6 | 3.6 | 0.8 | 4.0 | -5.3 | 15.2 | 2.7 |
| 營業利益 | 32.6 | 38.5 | 11.5 | -9.1 | -10.5 | 8.4 | 5.8 | 8.8 | -15.8 | 17.1 | 2.2 |
| 稅前純益 | 41.1 | 46.5 | 13.5 | -18.4 | -16.0 | 4.9 | 2.6 | 32.3 | -16.9 | 19.3 | 2.4 |
| 稅後淨利 | 39.7 | 63.1 | 17.1 | -25.0 | -18.6 | 5.9 | -0.3 | 43.4 | -23.4 | 20.4 | 2.4 |

資料來源：公司資料及統一投顧預估



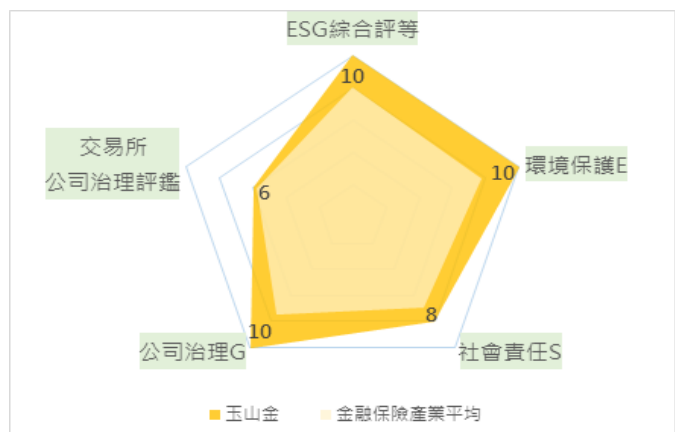
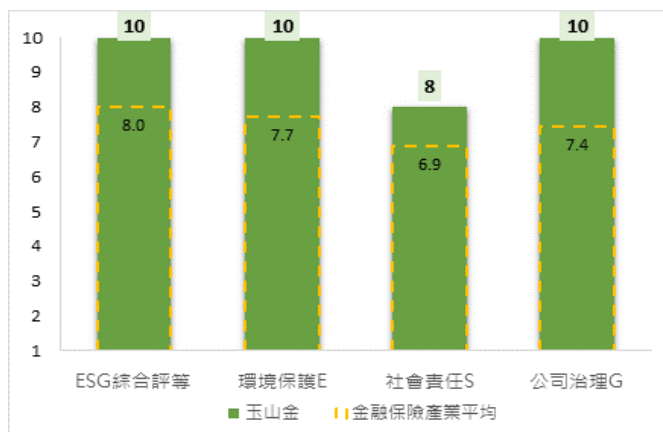
ESG 永續發展專區

CMoney Taiwan ESG Rating



| CMoney ESG Rating | E 環境保護 Rating | S 社會責任 Rating | G 公司治理 Rating |
|-------------------|---------------|---------------|---------------|
| 10 / 10 | 10 / 10 | 8 / 10 | 10 / 10 |

| 交易所產業分類排名 | 交易所公司治理評鑑 | 永續報告書連結 |
|-----------|-----------|---|
| 1 / 42 | 前 5% | https://mops.twse.com.tw/server-java/FileDownload?step=9&filePath=/home/html/nas/protect/t100/&fileName=t100sa11_2884_111.pdf |



資料來源：交易所、CMoney 及統一投顧整理

溫室氣體盤查數據

| 年度 | 排放總量(公噸) | 範疇一(公噸) | 範疇二(公噸) |
|------|----------|---------|---------|
| 2022 | 22,138 | 1,844 | 20,294 |
| 2021 | 23,962 | 1,857 | 22,105 |
| 2020 | 24,698 | 2,399 | 22,299 |

企業用水量盤查數據

| 年度 | 用水總量(公噸) | 回收水量(公噸) | 排水量(公噸) |
|------|----------|----------|---------|
| 2022 | 248,326 | -- | -- |
| 2021 | 238,715 | -- | -- |
| 2020 | 264,917 | -- | -- |

員工人數與福利

| 年度 | 員工人數(人) | 員工人數增減(人) | 福利費用(千) |
|------|---------|-----------|---------|
| 2022 | 9,273 | -9,033 | -- |
| 2021 | 18,306 | -158 | -- |
| 2020 | 18,464 | -491 | -- |

股權控制情形

| 年度 | 席次控制權(%) | 股份控制權(%) | 股權集中度 |
|------|----------|----------|-------|
| 2022 | 0 | 33 | 0 |
| 2021 | 0 | 33 | 0 |
| 2020 | 0 | 33 | 0 |

交易所公司治理評鑑

| 評鑑年度 | 評鑑結果 | 等級 | 加權項目比重 | | | |
|------|---------|----|-------------------|----------------|-------|--------------|
| | | | 維護股東權益及 平等對待股東 | 強化董事會結構 與運作 | 資訊透明度 | 落實 企業社會責任 |
| 2023 | 前 5% | A+ | 0.20 | 0.33 | 0.23 | 0.24 |
| 2022 | 前 5% | A+ | 0.20 | 0.33 | 0.26 | 0.21 |
| 2021 | 6%至 20% | A | 0.19 | 0.34 | 0.26 | 0.21 |

資料來源：交易所、CMoney 及統一投顧整理



附錄一：評等之標準

| 評等 | 定義 |
|------|-----------------------------|
| 強力買進 | 預估未來 6 個月內的絕對報酬超過 25%以上 |
| 買進 | 預估未來 6 個月內的絕對報酬 10%以上 |
| 中立 | 預估未來 6 個月內的絕對報酬介於 10%~-10% |
| 降低持股 | 預估未來 6 個月內的絕對報酬介於 (-10%) 以下 |
| 未評等 | 沒有足夠的基本資料判斷該公司評等 |

附錄二：免責宣言

© 2010 統一投資顧問股份有限公司版權所有。本公司提供之報告內容係根據本公司認可之資料來源，並基於特定日期所做之判斷，但不保證其完整性或正確性，報告中所有的意見及預估，如有變更恕不另行通知。

本研究報告所載之投資資訊，僅提供客戶做為一般投資參考，並非針對特定對象提供專屬之投資建議。文中所載資訊或任何意見，不構成任何買賣有價證券或其他投資標的之要約、宣傳或引誘等事項。對於本投資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財務狀況與投資條件，進一步諮詢財務顧問的意見。本投資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。本投資報告載述意見進行更改與撤回並不另行通知。本投資報告並非（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，為於該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。本投資報告內容屬統一投顧之著作權，嚴禁抄襲與仿造。



服務據點

台北

統一綜合證券股份有限公司

電話：886-2-2747-8266

地址：台北市松山東興路 8 號 1 樓

台北

統一證券投資顧問股份有限公司

電話：886-2-2748-8399

地址：台北市松山東興路 8 號 3 樓