

**KGI**CHINA
DEVELOPMENT
FINANCIAL

金融產業

焦點內容

金管會放寬部分金控可用資本公積配發現金股利，有助中長期金控投資者之持股意願，降低因不配息之處分賣壓，但預估此類金控配發現金股利金額因雙重槓桿比率限制而仍有限，2022F 金融股現金股利殖利率約 2.8%，與過往現金股利殖利率 4.3% 偏低，且低於目前美元定存及海外債投資收益率。目前我們對壽險金控仍保守，雖今年壽險金控之壽險債券部位評價不再大幅下滑及防疫保單提存影響淡化，但將持續面臨台幣升值及台美利差擴大之匯損造成避險後經常性收益下滑，及股票投資收益影響淨值加劇，預估 1Q23F 國泰金及富邦金獲利衰退幅度仍超過 40%，相較銀行金控第一金、兆豐金及台新金 1Q23 獲利年增率均在 20-30% 以上，持續反映美國升息帶動 FX swap 收益、信用成本維持低點及去年低基期影響。

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

金管會放寬金控發放 2022 現金股利限制

重要訊息

金管會發布金控發放 2022 現金股利指引，同意 2022F 未分配盈餘為負值之金控可用資本公積及法定盈餘公積配發現金股利，有助中長期金控投資者之持股意願，但預估此類金控配發現金股利金額仍有限。

評論及分析

金管會放寬金控發放現金股利限制。金管會針對金控發放 2022 現金股利訂出方向，原則上金控發放股利政策以當年度獲利及穩健原則，若欲以法定盈餘公積或資本公積配發現金股利，則需以下條件：1. 分析未分配盈餘不足支應現金股利的原因，2. 審慎評估配發現金股利之必要性及妥適性，3. 配發現金股利對財務與資本結構造成的不利影響，並規劃強化方案，4. 提報董事會充分討論。意謂在符合以上條件下，金管會允許金控以資本公積或法定盈餘公積發放現金股利，並不受到目前可分配盈餘為負值之規定，並且不須事先與金管會溝通及同意。

國泰金為可用資本公積配發現金股利之主要金控受惠者之一，但現金股利配發仍有限。我們認為此法規放寬之最大受惠者為 2022F 未分配盈餘為負值之金控(圖 2)，包括國泰金(2882T, NT\$44.0, 持有)、新光金(2888T, NT\$8.75, 未評等)、及合庫金(5880T, NT\$26.60, 未評等)。金管會此次並未明確訂定法規以資本公積配發現金股利金額限制，且若考慮以資本公積配發，金管會表示不需事先同意金控現金股利金額。然而，根據從金管會新聞稿及官員說法推測，預估金控若欲以資本公積及法定盈餘公積配發現金股利後，仍需符合穩定財務水準規定，如雙重槓桿比率需低於 125% 及資本適足率需高於 100%，故我們預估國泰金除可發放國泰金甲特(2882A, NT\$58.60, 未評等)及乙特(2882B, NT\$59.00, 未評等)之特別股股利外，配發普通股每股現金股利上限約為 0.76 元，現金股利殖利率約 1.7%。其他可用分配盈餘配發現金股利之金控是否會再以資本公積去強化現金股利配發，考量需提強化財務及資本結構方案，我們認為除非金控有後續增資計畫，不然機率仍偏低。

投資建議

金管會放寬部分金控可用資本公積配發現金股利，有助中長期金控投資者之持股意願，降低因不配息之處分賣壓，但預估此類金控配發現金股利金額因雙重槓桿比率限制而仍有限，2022F 金融股現金股利殖利率約 2.8%，與過往現金股利殖利率 4.3% 偏低，且低於目前美元定存及海外債投資收益率。目前我們對壽險金控仍保守，雖今年壽險金控之壽險債券部位評價不再大幅下滑及防疫保單提存影響淡化，但將持續面臨台幣升值及台美利差擴大之匯損造成避險後經常性收益下滑，及股票投資收益影響淨值加劇，預估 1Q23F 國泰金及富邦金獲利衰退幅度仍超過 40%，相較銀行金控第一金、兆豐金及台新金 1Q23 獲利年增率均在 20-30% 以上，持續反映美國升息帶動 FX swap 收益、信用成本維持低點及去年低基期影響。

投資風險

全球金融市場轉弱；銀行信貸成本上揚高於預期。

圖 1:除富邦金外，大多金控 4Q22 自結每股淨值回升，其中國泰金每股淨值增加最多，反映金融資產未實現損益回升、債券重分類從 FVOCI 至 AC 部位帶動淨值增加及現金增資

單位：百萬元		3Q22			4Q22			4Q22 QoQ			
金控代號	金控名	母公司股東權益	每股普通股淨值(元)	其他權益	母公司股東權益	每股普通股淨值(元)	其他權益	母公司股東權益	股東權益變動比例	每股普通股淨值(元)	其他權益
2882 TT	國泰金	294,878	15.41	(507,371)	598,840	34.55	(240,025)	303,962	103.1%	19.15	267,346
2888 TT	新光金	176,180	10.52	(101,478)	211,750	12.82	(57,811)	35,570	20.2%	2.30	43,667
2891 TT	中信金	329,680	15.37	(112,795)	371,824	17.53	(72,071)	42,144	12.8%	2.16	40,724
2889 TT	國票金	32,718	10.40	(3,238)	36,616	11.63	631	3,898	11.9%	1.24	3,869
5880 TT	合庫金	201,692	14.40	(29,710)	215,973	15.42	(21,421)	14,282	7.1%	1.02	8,289
2884 TT	玉山金	185,424	12.99	(12,684)	196,837	13.79	(5,388)	11,412	6.2%	0.80	7,296
2887 TT	台新金	193,529	12.38	(9,778)	202,894	13.16	(7,001)	9,365	4.8%	0.78	2,777
2885 TT	元大金	248,608	19.89	(13,363)	256,368	20.51	(7,454)	7,760	3.1%	0.62	5,909
2890 TT	永豐金	147,698	12.97	(17,372)	153,921	13.52	(14,076)	6,224	4.2%	0.55	3,296
2892 TT	第一金	217,416	16.44	3,078	224,119	16.95	5,614	6,704	3.1%	0.51	2,536
2880 TT	華南金	177,823	13.03	(21,450)	184,727	13.54	(17,956)	6,904	3.9%	0.51	3,494
2886 TT	兆豐金	292,778	21.00	(17,694)	299,815	21.51	(15,332)	7,037	2.4%	0.50	2,363
2881 TT	富邦金	573,127	36.79	(273,968)	572,950	36.78	(237,150)	(177)	0.0%	(0.01)	36,817

註 1：凱基假設 4Q22 金控淨值變動僅受(1)淨值項下之金融資產未實現損益、(2)4Q22 稅後淨利 (3)債券重分類

資料來源：各公司，金管會，凱基預估

圖 2：根據 4Q22 金控自結淨值推估，富邦金、元大金、兆豐金、第一金、中信金及永豐金有較高之可分配盈餘配息，國泰金、新光金、合庫金之可分配盈餘雖為負值，但金管會已同意可用資本公積配發 2022F 現金股利

單位：百萬元		2021期末未分配盈餘	2022F稅後獲利	2022F稅後獲利成長	4Q21其他權益	4Q22F其他權益	2022F可分配盈餘	vs.2021現金股利總額
金控代號	金控							
2881 TT	富邦金	313,123	46,720	-68%	163,465	(273,968)	96,949	41,317
2885 TT	元大金	52,487	21,456	-38%	8,410	(13,363)	64,343	18,206
2886 TT	兆豐金	42,091	18,335	-29%	11,160	(17,694)	43,261	19,040
2892 TT	第一金	12,531	20,596	4%	13,626	3,078	36,682	12,964
2891 TT	中信金	90,543	33,606	-38%	(5,814)	(112,795)	20,831	24,371
2890 TT	永豐金	13,166	15,864	-2%	1,958	(17,372)	13,367	9,017
2887 TT	台新金	451	14,860	-27%	1,351	(9,778)	6,824	6,903
2884 TT	玉山金	8	15,764	-23%	(1,074)	(12,684)	9,882	8,948
2889 TT	國票金	59	1,228	-68%	2,315	(3,238)	1,795	1,948
2880 TT	華南金	3,094	17,304	1%	6,281	(21,450)	711	10,291
5880 TT	合庫金	1,137	20,808	1%	7,169	(29,710)	(1,558)	13,601
2888 TT	新光金	39,307	2,208	-90%	1,068	(101,478)	(55,116)	6,200
2882 TT	國泰金	203,973	38,010	-73%	99,782	(507,371)	(244,444)	46,092

資料來源：各公司，金管會，凱基預估

圖 3：根據 4Q22 金控自結淨值及 4Q22 雙重槓桿比率不超過 125%推估，國泰金配發普通股每股現金股利上限約為 0.76 元；由於 2022 獲利衰退，金融股配發 2022F 現金股利殖利率約 2.8%，低於 1H17~1H22 現金股利殖利率 4.3%

現金股利殖利率	1H17	1H18	1H19	1H20	1H21	1H22	1H17~1H22平均	2023/2/17股價(元)	4Q22金控雙重槓桿比率	2022F每股現金股利(元)	2022F現金股利殖利率
2880 華南金	4.1%	2.8%	2.8%	2.8%	1.5%	3.4%	2.9%	22.90	120.25%	0.50	2.2%
2881 富邦金	4.1%	4.4%	4.4%	4.7%	5.0%	4.9%	4.6%	60.30	121.73%	1.20	2.0%
2882 國泰金	4.1%	4.7%	3.4%	5.0%	5.1%	5.8%	4.7%	44.00	121.97%	0.75	1.7%
2884 玉山金	2.6%	3.0%	2.9%	2.9%	2.4%	2.2%	2.7%	25.40	103.15%	0.40	1.6%
2885 元大金	3.5%	4.1%	5.1%	3.7%	5.1%	6.1%	4.6%	22.75	113.44%	0.95	4.2%
2886 兆豐金	5.9%	5.8%	5.9%	5.5%	5.0%	3.6%	5.3%	33.50	116.52%	1.05	3.1%
2887 台新金	4.2%	3.7%	3.6%	4.3%	4.0%	3.2%	3.9%	16.40	110.02%	0.45	2.7%
2888 新光金	2.4%	2.9%	2.2%	4.5%	4.4%	3.9%	3.4%	8.75	108.77%	0.05	0.6%
2889 國票金	6.1%	6.3%	4.3%	5.8%	4.1%	4.1%	5.1%	12.75	113.04%	0.20	1.6%
2890 永豐金	3.7%	4.7%	5.5%	5.8%	5.5%	4.6%	5.0%	17.40	112.98%	0.80	4.6%
2891 中信金	5.3%	5.0%	4.8%	4.9%	4.9%	4.5%	4.9%	22.75	121.40%	0.80	3.5%
2892 第一金	6.4%	4.4%	4.6%	4.7%	4.1%	3.7%	4.7%	26.50	110.38%	1.05	4.0%
5880 合庫金	4.9%	4.3%	3.8%	4.2%	4.1%	3.6%	4.2%	26.60	118.39%	0.70	2.6%
2809 京城銀	5.0%	4.1%	4.6%	4.5%	4.5%	5.4%	4.7%	34.20		1.20	3.5%
5876 上海商銀	5.0%	N.A.	3.9%	4.5%	4.0%	3.7%	4.2%	47.10		1.95	4.1%
平均	4.5%	4.3%	4.1%	4.5%	4.2%	4.2%	4.3%				2.8%

註：2022F 金控及銀行每股現金股利基於 2022F 可分配盈餘、4Q22 雙重槓桿比率及子公司上繳推估，仍需視公司決定

資料來源：TEJ，各公司，金管會，凱基預估

凱基證券集團據點

中國	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
台灣	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888 · 傳真 886.2.8501.1691
香港		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
泰國	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
新加坡		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
印尼		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，
未評等 (R)	其中包括提供評等給投資人參考。
*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。