



金融保險

台新金 (2887.TT)

獲利成長性、現金殖利率皆屬穩健，但評價相對合理

中立(維持評等)

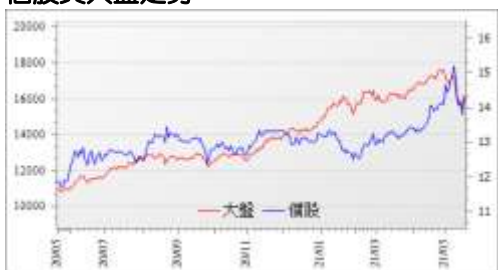
出刊緣由：更新近況

| 與前次比較： | 上次 | 本次 |
|--------|----------|----------|
| 評等 | 中立 | 中立 |
| 目標價 | 14.5 | 14.5 |
| EPS | 1.22 | 1.24 |
| 收盤價 | 13.20 | 14.25 |
| 大盤指數 | 16215.82 | 16132.66 |

前次評等日期:2021/03/17

| | |
|--------------|---------|
| 市值(億) | 1669.1 |
| 股本(億) | 1171.33 |
| 三個月平均成交金額(億) | 3.57 |
| 淨負債/股東權益 | 1079.98 |
| 董監持股比率 | 3.95 |
| 外資持股比率 | 26.37 |
| 投信持股比率 | 0.91 |

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 | -6.5 | -1.3 | 17.6 | 48.5 |
| 個股股價報酬率 | 1.4 | 10.5 | 7.1 | 20.2 |

季獲利走勢與年成長率



研究員/陳晏平 TINA.YP.CHEN@uni-psg.com

台新金 1Q21 稅後淨利為 45 億元，成長 75%YOY，EPS 為 0.37 元，獲利顯著成長主要因 2020 年同期投資市場受疫情影響，波動較為劇烈，導致台新證券、台新銀獲利比較基期極低。1Q21 台新銀、台新證獲利分別成長 35%YOY 及由虧轉盈至 36 億元、4 億元。展望 2021 年，在：(1) 預期放款將成長 5~10%YOY，淨利差止跌回穩，預期 2021 年淨利息收益將成長 5%YOY；(2) 隨投資需求強勁，財富管理商品熱銷，預期 2021 年淨手續費收益將成長 5%YOY；(3) 暫無大型企金壞帳產生，而導致大額增提必要，預期 2021 年淨提存將落在 10~15 億元區間水準，較 2020 年減少。預估 2021 年稅後淨利為 153 億元，成長 6%YOY，扣除特別股利後，換算 EPS 為 1.24 元。投資建議方面，考量：(1) 獲利成長性、現金殖利率皆屬穩健，但難超越產業均值；(2) 併購保德信人壽、彰銀處分計畫仍與主管機關拉鋸中，資金運用效率待提升。故以 2021 年預估每股淨值 14.4 元、ROE 9%，給予歷史本淨比中位數—1xPBR，目標價 14.5 元，潛在漲幅空間有限，重申「中立」建議。

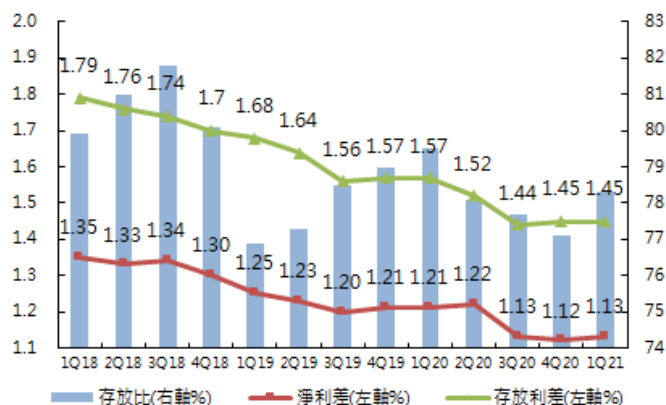
重點摘要：

1. 預期2021年放款將成長5~10%YOY，淨利差亦可望止跌回穩，估計2021年淨利息收益將成長5%YOY：

1Q21底放款餘額為1.3兆元，增加3%YTD、7%YOY，各放款項目皆有所成長，企業放款、一般房屋貸款、加值型房屋貸款、個人無擔信用貸款分別增加8%、7.5%、4%、7%YOY。若以幣別來區分，台幣、外幣放款則分別成長8%YOY、6%YOY。利差方面，由於美國、台灣在3月各降息六碼、一碼負面效果，多在3Q20反應完畢，4Q20~1Q21存放利差呈現止跌回穩，1Q21單季存放利差為1.45%，QOQ呈現持平、YOY下滑12bps。而隨4Q20積極吸收的存款逐漸去化後，1Q21存放比些微提高1.2%QOQ至78%，帶動1Q21淨利差上揚1bpQOQ、下滑8bpsYOY至1.13%。因此，在放款YOY增長、淨利差YOY下滑下，1Q21銀行淨利息收益為53億元，成長4%YOY。



圖一、台新銀利差趨勢



資料來源：公司、統一投顧彙整

展望2021年，雖台新銀資本充足，可因應業務成長，但為加強風險控管，調整放款結構，預期2021年放款將成長5~10%YOY區間水準。利差方面，由於市場資金環境持續充沛，放款收益率仍將維持低檔，預期僅能透過存放款結構、投資部位調整來維持利差水準。此外，因台新銀對降息負面效果多集中在3Q20反映，1H20利差基期相對較高。因此，就2021年全年淨利差水準來看，將呈現下滑趨勢，估計2021年銀行淨利息收益為220億元，成長5%YOY。

2. 在投資需求強烈，帶動財富管理商品熱銷下，預期2021年淨手續費收益將成長5%YOY：

1Q21銀行整體淨手續費收益為35億元，成長9%YOY，主要因：(1)投資市場氣氛火熱，基金、銀行保單等相關手續費收益大幅成長59%、15%YOY，帶動整體財富管理業務手續費收益成長13.5%YOY；(2)企業聯貸案件增加，企金相關手續費收益亦大增23%YOY。至於信用卡相關手續費收益則減少24%YOY。

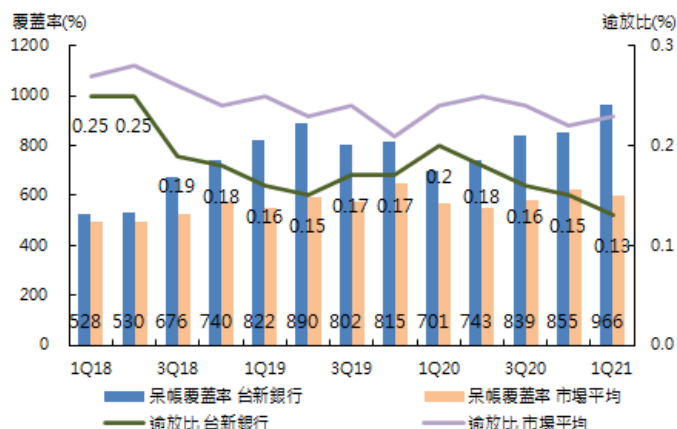
展望2021年，雖主管機關對保險商品銷售監管仍嚴，且近期台灣疫情升溫，多少影響國內消費力道，但台新金將視投資市場變化推出多元固定收益型、保障類型、健康類型銀行保險商品來因應。再加上，資金充沛、投資市場熱度刺激基金商品銷售，預期財富管理業務將有雙位數成長動能。估計2021年銀行淨手續費收益為127億元，成長5%YOY。



3. 2021年以來暫無大型企金壞帳出現，預期2021年淨提存將落在10~15億元區間水準，較2020年減少：

2021年以來無大型企金壞帳產生，1Q21底逾放比、呆帳覆蓋率分別為0.13%、966%，資產品質較2020年底改善，且優於產業平均水準。提存方面，因無須對個別大型不良放款進行增提，1Q21主要為新增放款進行1%或1.5%正常提存，再扣除3.6億元呆帳回收貢獻，銀行1Q21淨呆帳提存為2.5億元，減少63%YOY。

圖二、台新銀資產品質趨勢與同業平均水準比較



資料來源：公司、統一投顧彙整

展望2021年，考量：(1)上海國儲、寶德能、理專事件已完全提存，新加坡MMI公司亦已提存30%，後續無增提必要；(2)為新增放款進行1%或1.5%正常提存；(3)呆帳回收高峰已過，預期個金回收金額將逐年遞減5%YOY，預估2021年淨呆帳提存將落在10~15億元區間水準，較2020年17億元減少。

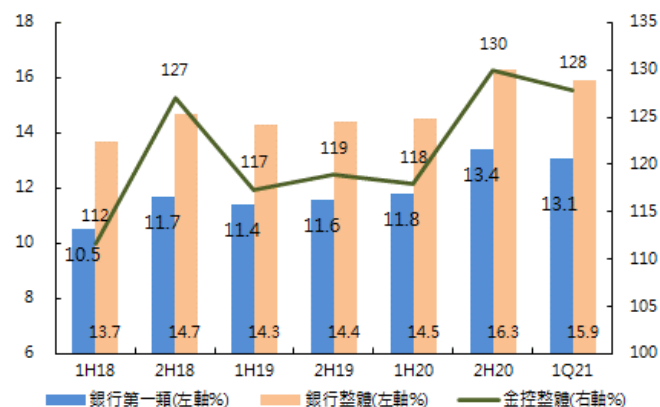
4. 台新金董事會已決議將配發0.56元現金股利、0.45元股票股利，現金殖利率約當4%：

由於台新金2005年以366億元資金取得彰銀22.55%股權仍無法取回或做更有效運用，為業務擴張、海外拓展、符合巴賽爾協議三逐年增加資本適足率最低要求資本所需，台新金計畫分次發行各35億股、40億股的戊種、己種特別股。4Q16、4Q18陸續發行5億股、3億股戊種特別股，每股價格皆訂為50元，分別籌措250億元、150億元資金。其中，第一階段與第二階段發行戊種特別股各有200億元、43億元已注資於銀行。再加上近幾年獲



利持續挹注、主管機關調降不動產相關放款與股權投資風險係數權重，台新銀並於2020年底提前適用LTV法，1Q21底整體資本適足率、第一類資本適足率各為15.9%、13.1%，資本充足無虞。但為保留資本因應業務成長，台新金現金股利配發率普遍落在45~50%區間水準，而董事會已決議2021年將配發0.56元現金股利、0.45元股票股利，換算現金殖利率3.9%。

圖三、台新金、台新銀資本適足率情形



資料來源：公司、統一投顧彙整

5. 併購保德信人壽仍待取得主管機關核准，短期難有顯著獲利貢獻，以中性看待：

台新金2020/8/11宣布將以現金55億元，以及最多不超過30億元市場價格調整機制(或有支付價金)收購保德信人壽100%股權。換算台新金約當以0.77xPBR併購保德信人壽，台新金併購保德信人壽價格尚屬合理，並不昂貴。目前全案仍待主管機關核准中。

雖台新金欲處分彰銀持股來支付此交易價金，將有利台新金資金運用效率提升，但保德信人壽目前經營屬極度保守，在1530億元投資部位中，有60%為台灣公債、27%投資等級海外公司債，僅有7%為波動度較大的台股部位，以致近兩年投資報酬率約當2.5~2.6%，每年獲利水準約莫3~4億餘元、ROE落在3.6~5.9%區間水準。而保單亦多為保障型商品，負債成本較高，保單、投資部位結構皆有很大調整空間，尚須一段時日調整，才可望有顯著獲利貢獻。因此，研究部以中性看待此合併案。



12 month Forward PE bands



12 month Forward PB bands



簡明損益表

| 百萬元 | 1Q20 | 2Q20 | 3Q20 | 4Q20 | 1Q21F | 2Q21F | 3Q21F | 4Q21F | 2019 | 2020 | 2021F |
|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 淨收益 | 9,924 | 11,710 | 11,969 | 10,540 | 11,980 | 11,448 | 12,135 | 10,229 | 43,641 | 44,144 | 45,792 |
| 營業費用 | 6,067 | 6,139 | 6,530 | 7,115 | 6,489 | 6,761 | 6,856 | 7,039 | 24,752 | 25,852 | 27,145 |
| 營業利益 | 3,857 | 5,571 | 5,439 | 3,425 | 5,491 | 4,687 | 5,279 | 3,190 | 18,888 | 18,291 | 18,647 |
| 業外淨收益 | -705 | -348 | -193 | -618 | -279 | 10 | -408 | -574 | -2,615 | -1,860 | -1,251 |
| 稅前純益 | 3,152 | 5,223 | 5,246 | 2,807 | 5,212 | 4,697 | 4,871 | 2,616 | 16,273 | 16,431 | 17,396 |
| 稅後純益 | 2,561 | 4,558 | 4,643 | 2,730 | 4,477 | 4,143 | 4,296 | 2,428 | 14,488 | 14,493 | 15,344 |
| EPS | 0.20 | 0.38 | 0.39 | 0.21 | 0.37 | 0.34 | 0.35 | 0.18 | 1.16 | 1.17 | 1.24 |
| 重要比率 | | | | | | | | | | | |
| 費用率 | 61.1 | 52.4 | 54.6 | 67.5 | 54.2 | 59.1 | 56.5 | 68.8 | 56.7 | 58.6 | 59.3 |
| 營益率 | 38.9 | 47.6 | 45.4 | 32.5 | 45.8 | 40.9 | 43.5 | 31.2 | 43.3 | 41.4 | 40.7 |
| 淨利率 | 25.8 | 38.9 | 38.8 | 25.9 | 37.4 | 36.2 | 35.4 | 23.7 | 33.2 | 32.8 | 33.5 |
| QoQ | | | | | | | | | | | |
| 淨收益 | -6.8 | 18.0 | 2.2 | -11.9 | 13.7 | -4.4 | 6.0 | -15.7 | | | |
| 營業利益 | 0.4 | 44.4 | -2.4 | -37.0 | 60.3 | -14.6 | 12.6 | -39.6 | | | |
| 稅前純益 | 9.6 | 65.7 | 0.4 | -46.5 | 85.7 | -9.9 | 3.7 | -46.3 | | | |
| 稅後淨利 | -0.3 | 78.0 | 1.9 | -41.2 | 64.0 | -7.5 | 3.7 | -43.5 | | | |
| YoY | | | | | | | | | | | |
| 淨收益 | -10.1 | 8.5 | 7.2 | -1.0 | 20.7 | -2.2 | 1.4 | -3.0 | 9.8 | 1.2 | 3.7 |
| 營業利益 | -26.1 | 14.8 | 9.3 | -10.9 | 42.4 | -15.9 | -2.9 | -6.9 | 7.5 | -3.2 | 1.9 |
| 稅前純益 | -36.7 | 18.9 | 30.4 | -2.4 | 65.4 | -10.1 | -7.1 | -6.8 | 14.3 | 1.0 | 5.9 |
| 稅後淨利 | -41.8 | 19.5 | 25.6 | 6.3 | 74.8 | -9.1 | -7.5 | -11.1 | 12.0 | 0.0 | 5.9 |

資料來源：公司資料及統一投顧預估



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

香港

統一證券(香港)有限公司

電話：852-2956-3330

地址：香港中環德輔道中 199 號無限極廣場 26 樓 2603-6 室

廈門

統一證券(廈門代表處)

電話：86-592-3299700

地址：廈門市思明區湖濱南路 90 號 立信廣場 2403 室