



金融保險

# 台新金 (2887.TT)

低利環境、投資收益減少，獲利難有顯著成長動能

## 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	14.5
EPS	-	1.14
收盤價	13.25	13.35
大盤指數	12758.25	13262.19
前次評等日期: 2020/08/25		
市值(億)		1458.3
股本(億)		956.25
三個月平均成交金額(億)		4.61
淨負債/股東權益		1325.31
董監持股比率		2.94
外資持股比率		33.65
投信持股比率		1.27

### 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	2.9	3.8	20.4	16.1
個股股價報酬率	3.1	1.9	13.0	-0.8

### 季獲利走勢與年成長率



研究員/陳晏平 TINA.YP.CHEN@uni-psg.com

台新金前三季稅後淨利為 118 億元，衰退 1%YOY，EPS 為 0.96 元，獲利衰退主要受：(1) 投資市場波動、換匯點業務需求減少，導致台新銀前三季獲利減少 2%YOY 至 98 億元；(2) 彰銀獲利貢獻較 2019 年同期減少 7.5 億元影響。展望 2020~2021 年，在：(1) 預期放款皆將成長 5~10%YOY，但全球暫無升息可能，淨利差將呈現下滑趨勢，估計淨利息收益將各成長 8%、5%YOY；(2) 隨投資需求強勁、國內消費力道回升，預期 2020~2021 年淨手續費收益將各成長 2%YOY；(3) 上海國儲、寶德能已 100% 提存、打銷，新加坡 MMI 公司亦已提存 30%，暫無大額增提必要，預期 2020~2021 年淨提存將落在 15 億元水準，較 2019 年減少 35%YOY；(4) 台、美利差縮小，換匯點業務需求、利潤率降低，以及創投等相關投資收益減少下(3Q20 創投子公司因投資未掛牌生技公司帳上有合一部位，隨合一股價上漲，該未掛牌生技公司淨值大幅提升，創投子公司進而有 6 億元評價利益)。預估 2020~2021 年稅後淨利分別為 143 億元、142 億元，減少 1%、0.4%YOY，扣除特別股股利後，換算 EPS 各為 1.15 元、1.14 元。投資建議方面，考量：(1) 2020~2021 年獲利難有顯著增長趨勢；(2) 為保留資本，股利政策多採現金股利為主、股票股利為輔，預期 2021 年現金殖利率約當 4%；(3) 以 2021 年預估每股淨值 14.3 元、ROE 近 9% 來看，給予歷史本淨比中位數一 1xPBR，目標價訂為 14.5 元，潛在漲幅空間有限，故重申「中立」建議。

### 重點摘要：

1. 預期2020~2021年放款皆將成長5~10%YOY，但淨利差將呈現下滑趨勢，預期2020~2021年淨利息收益將分別成長8%、5%YOY：3Q20底放款餘額為1.25兆元，增加6.9%YTD、10%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、個人無擔信用貸款前三季分別增加10%、13%、6%、13%YOY。若以幣別來區分，台幣、外幣放款則分別成長8.5%YOY、17%YOY。其中，外幣放款成長較為強勁主要因3月0BU事業單位、海外分行有中大型企業集團為短期營運資金、中長期借款，動用較多額度所致。利差方面，由於美國、台灣在3月各降息六碼、一碼負面效果，有高達4~5成放款部位遲至6月才重新訂價，3Q20存放利差為1.44%，下滑8bpsQOQ、12bpsYOY。再加上，帳上較高殖利率投資部位有進行獲利了結，使得3Q20淨利差亦同步下滑9bpsQOQ、7bpsYOY至1.13%。因此，在放款YOY雙位數成長、淨利差下滑下，前三季銀行淨利息收益為156億元，成長12%YOY。



展望2020~2021年，雖台新銀資本充足，可因應業務成長，但因2019年企金聯貸案基期較高，2020年以來受疫情干擾，為加強風險控管，預期2020~2021年放款將各成長5~10%YOY區間水準。利差方面，雖3月美國、台灣各降息六碼、一碼負面效果已在3Q20反應完畢，但市場資金充沛，各國暫無升息機會，放款收益率仍將維持低檔，僅能透過存放款結構、投資部位調整來因應。因此，預期2020~2021年淨利差皆將呈現下滑趨勢，估計2020~2021年銀行淨利息收益為204億元、214億元，成長8%、5%YOY。

## 2. 隨基金投資需求強烈、國內消費力道回升，預期2020~2021年淨手續費收益將各成長2%YOY：

前三季銀行整體淨手續費收益為90億元，小幅成長2%YOY，主要由基金商品銷售相關手續費收益大幅成長59%YOY來帶動整體財富管理業務手續費收益成長4%YOY，至於銀行保險、結構債相關手續費收益則分別衰退1%、25%YOY。此外，受疫情、出國旅遊禁令影響，企業聯貸案件、信用卡消費力道減弱，前三季企金、信用卡相關手續費收益各減少18%、6%YOY。

展望2020~2021年，由於主管機關對保險商品銷售監管趨嚴，主要影響儲蓄險銷售，台新金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、投資市場回溫刺激基金商品銷售，以及國內疫情趨緩，國內消費力道可望逐步回溫，估計2020~2021年銀行淨手續費收益分別為117億元、120億元，各成長2%YOY。

## 3. 目前暫無大型企金壞帳提存必要，預期2020~2021年淨提存將落在15億元水準，較2019年減少35%YOY：

雖台新銀在上海國儲能源、寶德能源、新加坡MMI公司分別有4億元、12億元、3億元不良放款部位，但曝險金額皆在可控範圍，並已陸續將上海國儲能源、寶德能源進行100%提存、打銷。3Q20底逾放比、呆帳覆蓋率分別為0.16%、839%，資產品質穩定，且優於產業平均0.24%、579.84%水準。提存方面，因2019年已先行針對上海國儲能源、寶德能源一次性預先提存4億元、8億元，2020年以來主要針對寶德能增提，以及新增放款進行1%或1.5%正常提存，並扣除12億元呆帳回收貢獻，銀行前三季淨呆帳提存為11億元，減少20%YOY。



展望2020~2021年，考量：(1)上海國儲、寶德能已完全提存、打銷，新加坡MMI公司亦已提存30%，且後續無增提必要；(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%Y0Y，預估2020~2021年淨呆帳提存將落在15億元左右水準，較2019年減少35%Y0Y。

#### 4. 為保留資本擴張業務，股利政策多採現金股利為主、股票股利為輔，推估2021年現金殖利率約當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3Q20底整體資本適足率、第一類資本適足率、普通股權益比率各為14.5%、11.9%、10.03%，資本充足無虞。但為保留資本因應業務成長，台新金股利政策大多以現金股利為主、股票股利為輔。而現金股利配發率多穩定維持在45~50%區間水準，以研究部預估2020年獲利水準推算，預期2021年將可配發0.52~0.58元現金股利，換算現金殖利率3.9~4.3%。

#### 5. 併購保德信人壽仍待取得主管機關核准，但短期難有顯著獲利貢獻，長期亦將面臨低利環境與IFRS不確定性：

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，與2017年開發金收購中壽25%股權價格1.4xPBR，以及2015年中信金併購台壽保100%股權價格1.87xPBR相比，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“長期資產”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。且目前屬低利環境不利壽險業營運，IFRS 17亦將於2026年上路，保險公司將面臨以市場利率來計算保單準備金的不確定性。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	3Q20F	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020F	2021F
淨收益	9,924	11,710	11,976	10,242	10,664	11,647	11,876	10,629	43,641	43,852	44,816
營業費用	6,067	6,139	6,537	7,000	6,447	6,668	6,762	6,896	24,752	25,743	26,773
營業利益	3,857	5,571	5,439	3,242	4,217	4,979	5,114	3,733	18,888	18,108	18,043
業外淨收益	-705	-348	-192	-355	117	-476	-510	-731	-2,615	-1,597	-1,600
稅前純益	3,152	5,223	5,247	2,887	4,334	4,503	4,604	3,002	16,273	16,509	16,443
稅後純益	2,561	4,558	4,643	2,521	3,720	3,890	3,983	2,632	14,488	14,283	14,225
EPS	0.20	0.38	0.39	0.19	0.30	0.32	0.32	0.20	1.16	1.15	1.14
重要比率											
費用率	61.1	52.4	54.6	68.3	60.5	57.3	56.9	64.9	56.7	58.7	59.7
營益率	38.9	47.6	45.4	31.7	39.5	42.7	43.1	35.1	43.3	41.3	40.3
淨利率	25.8	38.9	38.8	24.6	34.9	33.4	33.5	24.8	33.2	32.6	31.7
QoQ											
淨收益	-6.8	18.0	2.3	-14.5	4.1	9.2	2.0	-10.5			
營業利益	0.4	44.4	-2.4	-40.4	30.1	18.1	2.7	-27.0			
稅前純益	9.6	65.7	0.5	-45.0	50.1	3.9	2.2	-34.8			
稅後淨利	-0.3	78.0	1.9	-45.7	47.6	4.6	2.4	-33.9			
YoY											
淨收益	-10.1	8.5	7.3	-3.8	7.5	-0.5	-0.8	3.8	9.8	0.5	2.2
營業利益	-26.1	14.8	9.3	-15.6	9.4	-10.6	-6.0	15.1	7.5	-4.1	-0.4
稅前純益	-36.7	18.9	30.4	0.4	37.5	-13.8	-12.3	4.0	14.3	1.5	-0.4
稅後淨利	-41.8	19.5	25.6	-1.8	45.3	-14.7	-14.2	4.4	12.0	-1.4	-0.4

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