



## 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	13.8	14
EPS	1.16	1.09
收盤價	12.30	13.15
大盤指數	10780.88	12647.13
前次評等日期: 2020/05/14		
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	2.8	17.0	9.6	20.0
個股股價報酬率	4.3	12.2	-2.9	2.8

### 季獲利走勢與年成長率



研究員/陳晏平 TINA.YP.CHEN@uni-psg.com

金融保險

## 台新金 (2887.TT)

2020 年獲利衰退，併購綜效仍待發揮

台新金 1H20 稅後淨利為 71 億元，衰退 13%YOY，EPS 為 0.57 元，獲利衰退主要受降息、投資市場波動、換匯點業務需求減少影響，台新銀 1H20 獲利減少 11%YOY 至 63 億元，以及彰銀獲利貢獻大幅減少 29%YOY。展望全年，基於：(1) 預期放款將成長 5~10%YOY，但美國、台灣同步降息負面效果將在 3Q20 完全反應，使全年淨利差下滑，估計淨利息收益將小幅成長 4%YOY；(2) 隨疫情趨緩，國內消費力道、投資意願回升，2020 年淨手續費收益將呈現持平；(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%，後續無增提必要，預期全年淨提存將減少 31%YOY；(4) 台、美利差縮小，換匯點業務需求、利潤率降低，相關投資收益將不如 2019 年。預估 2020 年稅後淨利為 136 億元，減少 6%YOY，扣除特別股股利，並以除權後股本換算，EPS 為 1.09 元。投資建議方面，考量：(1) 2020 年獲利將呈現衰退趨勢；(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) 併購保德信人壽價格不昂貴，但短期難有顯著獲利貢獻，長期亦得面臨低利環境與 IFRS 不確定性；(4) 以 2020 年預估每股淨值 13.5 元、ROE 9% 來看，目前位於歷史本淨比中位數 1xPBR，評價合理，故重申「中立」建議。

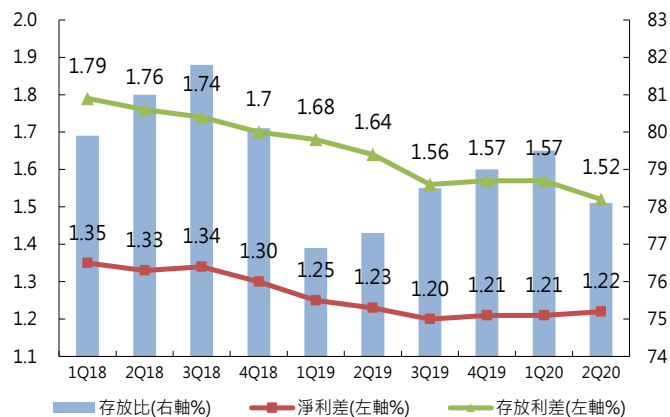
### 重點摘要：

1. 全年放款將成長 5~10%YOY，但淨利差將下滑 2~3bpsYOY，預期 2020 年淨利息收益將小幅成長 4%YOY：

1H20 底放款餘額為 1.22 兆元，增加 4.9%YTD、11%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 1H20 分別增加 5%、5%、3%、7%YOY。若以幣別來區分，台幣、外幣放款則分別成長 8.5%YOY、22%YOY。其中，外幣放款成長較為強勁主要因 3 月 OBU 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，美國、台灣於 3 月各降息六碼、一碼，使整體放款收益率、資金成本同步下滑，2Q20 存放利差為 1.52%，下滑 5bpsQOQ、12bpsYOY。但 3 月底有藉利率波動之時，積極佈建較高殖利率投資部位，使得 2Q20 淨利差為 1.22%，QOQ 逆勢擴大 1bp、YOY 僅微幅下滑 1bp。因此，在放款 YOY 雙位數成長、淨利差些微下滑下，1H20 銀行淨利息收益為 104 億元，成長 13%YOY。



圖一、台新銀利差趨勢



資料來源：公司、統一投顧彙整

展望全年，雖1H20底台新銀第一類資本適足率為11.8%，可因應業務成長，但因2019年企金聯貸案基期較高，2020年受疫情干擾，將多少影響企業借款需求。因此，預期2020年放款成長性將自2019年的12%降至5~10%YOY區間水準。利差方面，因3月美國、台灣各降息六碼、一碼對個人放款負面效果，在6月才開始反映。且台新銀個人放款比重不低，佔總放款部位約當五成，預期3Q20淨利差將是完全反映降息負面影響的最高峰，進而使3Q20淨利差顯著下滑，4Q20才可望透過存放比提升、投資部位調整止跌回升。(美國、台灣每降一碼，淨利差完整年度影響數各為0.8bps、2.8bps) 預期2020年淨利差將下滑2~3bpsYOY至1.18~1.19%，估計2020年銀行淨利息收益為198億元，小幅成長4%YOY。

## 2. 隨疫情趨緩，國內消費力道、投資意願回升，預期2020年淨手續費收益將與2019年相當：

1H20銀行整體淨手續費收益為59億元，些微衰退1%YOY，主要受疫情影響，企業聯貸案件減少，導致企金相關手續費收益減少33%YOY，以及出國旅遊禁令，影響信用卡消費力道，相關手續費收益亦衰退12%YOY。而財富管理業務則在基金類型財富管理商品銷售強勁，帶動相關手續費收益增加76%YOY，帶動財富管理收績費收益成長6%YOY。

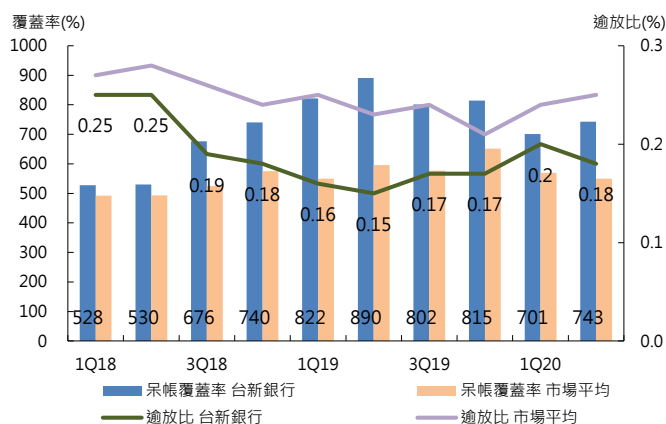


展望2020年，由於主管機關對保險商品銷售監管趨嚴，包含：責任準備金利率調降、宣告利率平準機制、保障門檻法等，台新金將視投資市場變化推出多元固定收益型、保障類型、健康類型財富管理商品來因應，但保單新規範多少影響客戶購買財富管理商品意願。所幸國內疫情趨緩，國內消費力道可望逐步回溫，2H20信用卡相關手續費收益將可回復成長動能。估計2020年銀行淨手續費收益為114億元，與2019年相當。

### 3. 後續暫無大型企金壞帳提存必要，預期2020年淨提存將減少31%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，並已在1H20陸續將上海國儲能源、寶德能源進行100%提存、打銷。1H20底逾放比、呆帳覆蓋率分別為0.18%、742.6%，資產品質穩定，且優於產業平均0.25%、549.78%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，1H20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7.6億元呆帳回收貢獻，銀行1H20淨呆帳提存為9.6億元，增加104%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

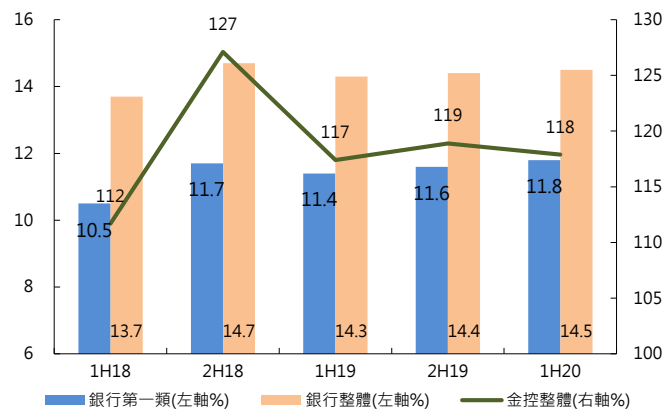
展望2020年，考量：(1)上海國儲、寶德能已完全提存、打銷，新加坡MMI公司目前亦已提存30%，且後續無增提必要；(2)為新增放款進行1%或1.5%正常提存；(3)呆帳回收高峰已過，預期個金回收金額將逐年遞減5%YOY，預估2020年淨呆帳提存為16億元，減少31%YOY。



#### 4. 為保留資本以擴張業務，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%：

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1H20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%、11.8%、9.97%，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0.49~0.55元現金股利，換算現金殖利率3.7~4.2%。

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. 併購保德信人壽價格不昂貴，但短期難有顯著獲利貢獻，長期亦將面臨低利不友善經營環境與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。若以保德信人壽1Q20底淨值71.8億元換算，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。

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	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	2018	2019	2020F
淨收益	11,043	10,790	11,163	10,644	9,924	11,710	11,406	10,003	39,748	43,641	43,043
營業費用	5,823	5,939	6,188	6,801	6,067	6,139	6,502	7,035	22,171	24,752	25,743
營業利益	5,220	4,851	4,975	3,843	3,857	5,571	4,904	2,968	17,576	18,888	17,299
業外淨收益	-242	-457	-951	-967	-705	-348	-620	-327	-3,340	-2,615	-1,997
稅前純益	4,978	4,394	4,024	2,876	3,152	5,223	4,284	2,641	14,236	16,273	15,300
稅後純益	4,404	3,815	3,698	2,568	2,561	4,558	3,814	2,689	12,930	14,488	13,622
EPS	0.37	0.31	0.31	0.20	0.19	0.38	0.32	0.21	1.07	1.19	1.09
重要比率											
費用率	52.7	55.0	55.4	63.9	61.1	52.4	57.0	70.3	55.8	56.7	59.8
營益率	47.3	45.0	44.6	36.1	38.9	47.6	43.0	29.7	44.2	43.3	40.2
淨利率	39.9	35.4	33.1	24.1	25.8	38.9	33.4	26.9	32.5	33.2	31.6
QoQ											
淨收益	24.1	-2.3	3.5	-4.6	-6.8	18.0	-2.6	-12.3			
營業利益	63.4	-7.1	2.6	-22.8	0.4	44.4	-12.0	-39.5			
稅前純益	154.5	-11.7	-8.4	-28.5	9.6	65.7	-18.0	-38.4			
稅後淨利	162.6	-13.4	-3.1	-30.6	-0.3	78.0	-16.3	-29.5			
YoY											
淨收益	9.7	3.2	8.1	19.6	-10.1	8.5	2.2	-6.0	5.1	9.8	-1.4
營業利益	12.9	-3.7	5.4	20.3	-26.1	14.8	-1.4	-22.8	5.5	7.5	-8.4
稅前純益	25.0	-1.0	4.3	47.0	-36.7	18.9	6.5	-8.2	-3.9	14.3	-6.0
稅後淨利	15.7	-5.1	7.9	53.1	-41.8	19.5	3.1	4.7	-1.0	12.0	-6.0

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