



金融產業

4Q23 金控淨值回升，有助 2023F 配息能力及潛在資本利得

焦點內容

1. 13 家金控 4Q23 平均自結淨值季增 8%，主要來自 4Q23 獲利及金融資產未實現損益大幅回升
2. 4Q23 淨值以國泰金及富邦金增加高於金控同業，但預估 2023F 中信金、兆豐金及元大金現金股利殖利率超過 4%，優於金控同業
3. 目前凱基對金融股投資偏好為銀行/證券、壽險及租賃，看好個股中信金、元大金、國泰金及富邦金

重要訊息

金控近期公布 4Q23 自結淨值，平均淨值季增 8%，其中國泰金增幅最高。

評論及分析

4Q23 金控淨值均回升。整體 14 家金控 4Q23 稅後淨利季減 81% 至 258 億元，為全年獲利低點，主要 4Q23 台幣升值造成壽險金控虧損，加上銀行年底增提信用成本及營業費用。然而，13 家金控 4Q23 平均自結淨值季增 8%，增加幅度及金額僅次於 1Q23 之 10% 及 3,962 億元，主要除來自 4Q23 稅後淨利外，FVOCI 及覆蓋法 FVTPL 之股票投資及海外債債券部位評價回升，反映 4Q23 台灣加權指數及美國 S&P500 指數較 2Q23 上漲 9.6% 及 11.2%，及海外公司債指標利率美國 2 年期及 10 年期公債殖利率各季減 80 基點及 70 基點至 4.25% 及 3.88%。

國泰金及富邦金 4Q23 淨值增加高於金控同業。國泰金 4Q23 淨值季增約 1,162 億元，增幅 17%，為金控同業最高，凱基推估 4Q23 其他權益虧損亦減少約 1,240 億元，預期國泰金 2023F 每股現金股利 1.4-1.6 元。富邦金 4Q23 淨值季增約 666 億元，增幅 8.9%，凱基推估 4Q23 其他權益虧損較 3Q23 減少約 680 億元至虧損 330 億元，意謂除金融資產未實現損益回升帶動未來潛在資本利得增加外，預估 2023 可分配盈餘約 2,850 億元，2023F 每股現金股利 2-2.2 元。雖新光金 4Q23 淨值及其他權益回升，但預期仍可能無法配發 2023F 現金股利。銀行及證券為主金控中，4Q23 淨值平均增幅約 5%，其中中信金及兆豐金其他權益改善各超過 200 及 100 億元，高於同業，加上 2023 獲利成長，凱基預估 2023F 中信金、兆豐金及元大金配發現金股利各至少 1.2、1.6 元及 1.25 元，現金股利殖利率超過 4%，優於金控同業。

金管會新規定對 2023F 金控配息影響有限。金管會 1/18 公布「金融控股公司以法定盈餘公積及資本公積發給股東現金相關規定」，由於大多金控 2023F 可分配盈餘回升，此法規對金控配發 2023F 現金股利並無影響。然而未來若再發生其他權益大幅虧損，需提列特別盈餘公積造成可分配盈餘為 0，金控若欲以規定較寬鬆之資本公積配發現金股利以維持穩定現金股利政策，則仍須符合 1. 公司法第 241 條，2. 配發現金股利後之金控資本適足率須達 120% 及子公司資本適足率亦須符合要求，意謂金控公司中長期策略仍需強化資本以防範未然，尤其可分配盈餘偏低或易受金融資產未實現損益波動影響之金控。

投資建議

4Q23 金控淨值回升意謂提升 2023F 金控配息能力及潛在資本利得水準，凱基追蹤 2023F 金控股每股現金股利平均成長約 50%，其中中信金、元大金及兆豐金現金股利殖利率超過 4%，相較金控平均約 3.2%，雖富邦金及國泰金因壽險子公司仍無法上繳股利，但 2023F 現金股利仍優於 2022 水準。由於 1 月美國聯準會維持利率不變，但可能討論今年降息及縮減 QT，降息時間仍須視通膨及就業狀況。目前預期 1Q24F 銀行 FX swap 收益仍維持持平或小幅下滑，放款動能回升有助維持 1H24F 銀行淨利差。此外，預期 2024F 壽險及銀行投資部位，及銀行財富管理手收及證券營運動能均將受惠美國貨幣政策轉為寬鬆環境。目前凱基對金融股投資偏好為銀行/證券、壽險及租賃，看好個股中信金、元大金、國泰金及富邦金。

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: 13 家金控 4Q23 平均自結淨值季增 8%，其中壽險金控季增 10.9%，相較銀行為主及證券為主金控各季增 4.7% 及 6.4%

單位：百萬元		4Q23			3Q23			4Q23 QoQ			
金控代號	金控	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	788,016	47.45	(78,121)	671,790	39.52	(202,099)	116,226	17.3%	7.92	123,978
2881 TT	富邦金	816,960	55.39	(33,286)	750,372	50.28	(101,546)	66,587	8.9%	5.12	68,260
2888 TT	新光金	245,665	15.00	(17,971)	230,323	14.01	(39,845)	15,342	6.7%	0.99	21,874
2891 TT	中信金	441,750	21.03	(37,071)	413,556	19.59	(57,770)	28,194	6.8%	1.44	20,699
2886 TT	兆豐金	334,843	23.83	2,901	318,371	22.66	(7,361)	16,472	5.2%	1.17	10,262
5880 TT	合庫金	239,933	16.31	(8,373)	229,123	15.58	(15,834)	10,810	4.7%	0.73	7,461
2880 TT	華南金	207,724	15.23	(10,283)	195,680	14.34	(17,593)	12,044	6.2%	0.88	7,310
2890 TT	永豐金	188,355	15.22	(5,102)	178,223	14.40	(11,163)	10,132	5.7%	0.82	6,060
2885 TT	元大金	287,007	22.62	4,274	278,306	21.93	(1,393)	8,701	3.1%	0.69	5,667
2887 TT	台新金	216,563	13.73	(798)	209,610	13.17	(5,253)	6,953	3.3%	0.56	4,455
2889 TT	國票金	43,138	12.51	1,924	39,316	11.40	(1,492)	3,822	9.7%	1.11	3,417
2892 TT	第一金	248,446	18.24	17,008	242,009	17.77	14,005	6,437	2.7%	0.47	3,003
2884 TT	玉山金	236,000	15.07	(2,216)	228,531	14.59	(3,807)	7,469	3.3%	0.48	1,591

註：凱基假設 4Q23 金控淨值變動僅受(1)淨值項下之其他權益，(2)4Q23 稅後淨利
資料來源：各公司，TEJ，凱基預估

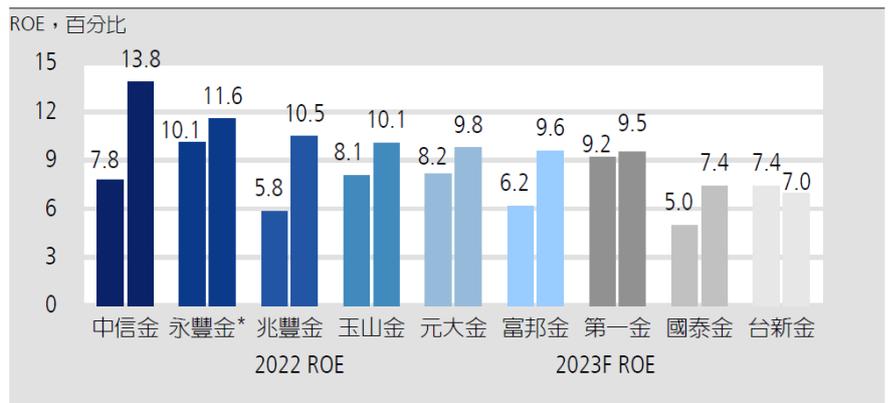
圖 2: 從金控 2023 獲利及 4Q23 淨值推估，除新光金可能無法配息外，凱基追蹤 2023F 金控股每股現金股利平均成長約 50%，其中中信金、元大金及兆豐金殖利率超過 4%，相較金控平均約 3.2%

單位：百萬元	2022 期末未分配盈餘	4Q22 其他權益	2023 稅後淨利	4Q23F 其他權益	2023F 其他權益變動金額	2023F** 可分配盈餘	2023F每股現金股利(元)下緣	2023F每股現金股利(元)上緣	vs. 2022每股現金股利(元)	2023F現金股利成長率	2023F現金股利殖利率
2881 TT	富邦金	(226,424)	66,140	(33,286)	193,138	284,353	2.00	2.20	1.50	33%	3.1%
2891 TT	中信金	(74,208)	56,081	(37,071)	37,138	90,712	1.20	1.30	1.00	20%	4.2%
2885 TT	元大金	(6,968)	26,566	4,274	11,242	87,507	1.15	1.25	0.80	44%	4.3%
2886 TT	兆豐金	(15,326)	33,238	2,901	18,227	73,449	1.60	1.70	1.24	29%	4.2%
2882 TT	國泰金	(233,350)	51,500	(78,121)	155,229	46,350	1.40	1.60	0.90	56%	3.2%
2892 TT	第一金	4,630	22,461	17,008	12,378	37,583	0.90	0.95	0.80	13%	3.4%
2890 TT	永豐金*	(14,200)	19,783	(5,102)	9,098	30,912	0.80	0.90	0.60	33%	4.2%
2884 TT	玉山金	(5,367)	21,760	(2,216)	3,151	23,680	0.54	0.60	0.19	184%	2.2%
5880 TT	合庫金*	(21,510)	17,863	(8,373)	13,137	29,331	0.75	0.80	0.50	50%	3.0%
2880 TT	華南金*	(18,238)	21,626	(10,283)	7,954	27,467	0.69	0.75	0.59	17%	3.2%
2887 TT	台新金	(7,294)	14,600	(798)	6,495	20,028	0.54	0.60	0.51	6%	3.1%
2889 TT	國票金*	(2,463)	2,000	1,924	4,387	3,085	0.35	0.40	-	-	2.9%
2888 TT	新光金*	(57,896)	(7,301)	(17,971)	39,925	-	-	-	-	-	0.0%

註 1：*富邦金及第一金 4Q23 需提列特別盈餘公積約 700 億元及 23 億元，因其 2023/1/11 重分類債券部位從 FVOCI 至 AC

註 2：**未追蹤金控股之 2023F 股利預測為彭博共識或參考過去配發率

資料來源：各公司，TEJ，凱基預估

圖 3: 預估 2023F 金控整體 ROE 超越 2022 水準，其中中信金表現最佳


資料來源：各公司，TEJ，凱基預估

圖 4: 雖 1 月美國 10 及 30 年公債殖利率再度回升至 4%-4.3%，影響 1Q24F 債券評價，但仍有助壽險、銀行及證券業在美國聯準會降息前提早布建海外債部位

美國公債殖利率，百分比



資料來源：彭博、凱基

圖 5: 富邦金 4Q23 主要股票投資部位變動

富邦金	4Q23				1Q24F
	持有部位 (百萬元)	持有部位增減 (百萬元)	持有股數 (百萬股)	持有股數增減 (百萬股)	金融資產未實現 損益(百萬元)
2330 TT 台積電	107,969	21,667	182	17	8,922
3034 TT 聯詠	15,079	4,768	29	5	(262)
2301 TT 光寶科	6,954	4,003	59	35	(505)
3023 TT 信邦	3,827	3,827	13	13	(512)
3293 TT 鈞象	3,605	3,605	5	5	533
2345 TT 智邦	3,171	3,171	6	6	(49)
2885 TT 元大金	6,834	2,324	248	68	(186)
2308 TT 台達電	5,450	2,006	17	7	(478)
5483 TT 中美晶	4,524	1,977	23	7	(81)
1590 TT 亞德客-KY	6,595	1,875	7	2	(294)
2412 TT 中華電	2,492	(697)	21	(7)	(10)
2382 TT 廣達	8,067	(751)	36	(1)	1,024
2002 TT 中鋼	1,448	(910)	54	(40)	(105)
2408 TT 南亞科	2,390	(1,018)	31	(21)	(267)
2891 TT 中信金	14,322	(1,113)	505	(125)	25
2303 TT 聯電	19,373	(1,224)	368	(87)	(1,105)
3702 TT 大聯大	-	(1,295)	-	(21)	0
2886 TT 兆豐金	-	(1,659)	-	(44)	0
3231 TT 緯創	1,320	(2,603)	13	(25)	260
2454 TT 聯發科	5,922	(8,461)	6	(14)	(303)
	4Q23				1Q24F
	持有部位	持有部位增減			金融資產 未實現損益
電子股	238,030	37,164			5,571
台積電	107,969	21,667			8,922
電信股	19,775	(41)			(28)
金融股	43,138	342			(1,059)
傳產股	45,760	1,485			(2,340)
總計	346,702	38,950			2,144

資料來源：公司、凱基預估

圖 6: 國泰金 4Q23 主要股票投資部位

國泰金		4Q23		1Q24F
		持有部位 (百萬元)	持有股數 (百萬股)	金融資產未實現 損益(百萬元)
2330 TT	台積電	71,363	120	5,897
2454 TT	聯發科	35,011	34	(1,794)
2412 TT	中華電	27,815	232	(116)
1216 TT	統一	26,930	361	(1,084)
2382 TT	廣達	25,427	113	3,228
4904 TT	遠傳	25,281	317	95
2886 TT	兆豐金	22,571	576	(749)
3045 TT	台灣大	21,304	216	(22)
2881 TT	富邦金	16,242	251	(125)
2891 TT	中信金	15,950	563	28
3711 TT	日月光投控	13,878	103	103
2324 TT	仁寶	12,496	314	(1,207)
2885 TT	元大金	12,323	446	(335)
2303 TT	聯電	12,104	230	(690)
2892 TT	第一金	11,900	434	(391)
3702 TT	大聯大	11,344	139	848
2356 TT	英業達	10,726	203	670
2377 TT	微星	10,706	52	(1,050)
2379 TT	瑞昱	10,670	23	(407)
2301 TT	光寶科	10,370	89	(753)
		4Q23		1Q24F
		持有部位		金融資產 未實現損益
電子股		293,245		5,030
台積電		71,363		5,897
電信股		74,401		(42)
金融股		99,156		(2,412)
傳產股		58,205		(2,303)
總計		525,006		274

資料來源：公司、凱基預估

圖 7: 中信金 4Q23 主要股票投資部位變動

中信金	4Q23				1Q24F
	持有部位 (百萬元)	持有部位增減 (百萬元)	持有股數 (百萬股)	持有股數增減 (百萬股)	金融資產未實現 損益(百萬元)
1301 TT 台塑	15,247	6,089	193	78	(1,386)
2317 TT 鴻海	2,359	2,359	23	23	(56)
2892 TT 第一金	9,113	2,282	333	75	(299)
6592 TT 和潤企業	15,078	1,365	118	14	(942)
5876 TT 上海商銀	15,104	798	323	(8)	(807)
2327 TT 國巨	1,142	194	2	0	(90)
3105 TT 穩懋	172	172	1	1	(3)
2382 TT 廣達	1,472	130	7	1	187
2303 TT 聯電	10,691	108	203	(31)	(610)
2308 TT 台達電	676	44	2	0	(59)
2330 TT 台積電	21,304	(244)	36	(5)	1,760
2887 TT 台新金	7,627	(398)	421	(27)	(400)
2886 TT 兆豐金	14,661	(456)	374	(27)	(486)
4904 TT 遠傳	5,353	(542)	67	(14)	20
1101 TT 台泥	7,374	(656)	212	(30)	(603)
1402 TT 遠東新	2,697	(1,959)	86	(75)	(48)
2882 TT 國泰金	11,636	(2,293)	254	(58)	(471)
2347 TT 聯強	-	(2,939)	-	(46)	0
2881 TT 富邦金	4,697	(3,270)	72	(59)	(36)
2002 TT 中鋼	14,020	(4,180)	519	(202)	(1,013)
	4Q23				1Q24F
	持有部位	持有部位增減			金融資產 未實現損益
電子股	41,515	(208)			1,039
台積電	21,304	(244)			1,760
電信股	23,565	(632)			(30)
金融股	77,915	(6,074)			(3,442)
傳產股	43,817	(772)			(3,250)
總計	186,812	(7,687)			(5,683)

資料來源：公司；凱基預估

圖 8: 新光金 4Q23 股票投資部位

新光金	4Q23				1Q24F
	持有部位 (百萬元)	持有部位增減 (百萬元)	持有股數 (百萬股)	持有股數增減 (百萬股)	金融資產未實現 損益(百萬元)
2454 TT 聯發科	4,435	2,636	4	2	(227)
1402 TT 遠東新	10,789	1,695	346	29	(190)
2308 TT 台達電	4,456	1,075	14	4	(391)
1216 TT 統一	4,601	1,018	62	11	(185)
2303 TT 聯電	7,859	286	149	(18)	(448)
2382 TT 廣達	4,864	57	22	2	618
4938 TT 和碩	4,188	7	48	(7)	(168)
5880 TT 合庫金	3,288	2	123	(5)	(160)
-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-
5876 TT 上海商銀	5,149	(269)	110	(15)	(275)
2881 TT 富邦金	18,481	(423)	285	(26)	(143)
2882 TT 國泰金	21,469	(538)	469	(25)	(868)
4904 TT 遠傳	15,639	(774)	196	(30)	59
2317 TT 鴻海	25,959	(1,271)	248	(13)	(621)
2412 TT 中華電	44,721	(1,275)	373	(24)	(186)
3045 TT 台灣大	20,407	(1,647)	207	(26)	(21)
2891 TT 中信金	10,433	(1,784)	368	(131)	18
2886 TT 兆豐金	-	(6,798)	-	(180)	0
2330 TT 台積電	69,028	(9,384)	116	(34)	5,704
	4Q23				1Q24F
	持有部位	持有部位增減			金融資產 未實現損益
電子股	120,791	(6,594)			4,466
台積電	69,028	(9,384)			5,704
電信股	80,766	(3,697)			(148)
金融股	66,848	(9,934)			(1,683)
傳產股	32,523	2,329			(1,597)
總計	300,929	(17,895)			1,037

資料來源：公司；凱基

圖 9: 2007/9/18 聯準會降息前後 6 個月金融股漲跌幅表現

平均報酬率，百分比	降息前		降息後	
	6個月-3個月	3個月-1日	1日-3個月	3個月-6個月
金融業	3.8%	0.4%	-11.5%	11.5%
壽險	9.9%	-5.6%	-13.1%	7.3%
證券	8.8%	4.7%	-10.3%	22.5%
銀行	0.7%	-1.4%	-11.1%	10.8%
租賃	13.9%	-0.2%	-4.5%	9.0%

代號	金控/銀行	6個月-3個月	3個月-1日	1日-3個月	3個月-6個月
2809 TT	京城銀	10.2%	2.7%	-22.0%	7.3%
2891 TT	中信金	5.9%	-10.9%	-8.4%	21.3%
2890 TT	永豐金	5.3%	-5.6%	-22.7%	11.8%
2886 TT	兆豐金	3.3%	-1.8%	-3.8%	13.6%
2834 TT	臺企銀	2.2%	-8.3%	5.5%	8.9%
2892 TT	第一金	1.7%	1.5%	3.9%	23.0%
5880 TT	合庫金	1.7%	5.4%	-0.9%	20.0%
2801 TT	彰銀	0.5%	11.1%	-17.7%	7.5%
2887 TT	台新金	-0.3%	-4.9%	-26.7%	8.7%
2880 TT	華南金	-4.0%	-4.3%	-4.6%	21.3%
2884 TT	玉山金	-6.4%	-9.6%	-4.2%	3.4%
2845 TT	遠東銀	-11.3%	-6.0%	-31.6%	4.7%

代號	壽險	6個月-3個月	3個月-1日	1日-3個月	3個月-6個月
2888 TT	新光金	27.6%	-14.8%	-24.8%	-7.5%
2882 TT	國泰金	10.9%	1.0%	-16.4%	13.6%
2881 TT	富邦金	4.6%	-5.8%	-5.6%	21.0%

代號	證券	6個月-3個月	3個月-1日	1日-3個月	3個月-6個月
2885 TT	元大金	22.9%	0.7%	-3.5%	32.8%
2855 TT	統一證	12.8%	11.5%	-17.2%	30.1%
6005 TT	群益證	10.3%	13.1%	-20.7%	48.9%
2889 TT	國票金	7.0%	1.8%	-1.0%	13.8%

代號	租賃	6個月-3個月	3個月-1日	1日-3個月	3個月-6個月
9941 TT	裕融	13.9%	-0.2%	-4.5%	9.0%

資料來源：TEJ；凱基

圖 10: 2019/7/31 聯準會降息前後 6 個月金融股漲跌幅表現

平均報酬率，百分比	降息前		降息後	
	6個月-3個月	3個月-1日	1日-3個月	3個月-6個月
金融業	7.2%	4.2%	2.6%	1.8%
銀行	10.6%	6.3%	2.5%	1.4%
證券	4.5%	3.9%	3.4%	3.6%
壽險	2.4%	-2.2%	4.1%	-1.0%
租賃	16.6%	10.9%	-0.1%	5.0%

代號	金控/銀行	6個月-3個月	3個月-1日	1日-3個月	3個月-6個月
2884 TT	玉山金	19.4%	12.0%	3.5%	4.5%
2890 TT	永豐金	15.9%	8.7%	1.2%	2.0%
2834 TT	臺企銀	15.4%	5.1%	1.0%	-2.4%
2809 TT	京城銀	15.1%	-0.6%	-0.6%	7.9%
5876 TT	上海商銀	14.8%	5.7%	3.6%	-3.3%
2886 TT	兆豐金	13.2%	6.6%	-2.1%	5.1%
2845 TT	遠東銀	11.9%	6.4%	1.9%	-0.8%
5880 TT	合庫金	10.8%	2.4%	5.9%	-1.0%
2892 TT	第一金	7.8%	6.4%	0.7%	5.4%
2891 TT	中信金	3.9%	-1.0%	4.2%	4.0%
2887 TT	台新金	3.7%	3.5%	1.9%	0.4%
2880 TT	華南金	3.7%	3.5%	1.9%	0.4%
2801 TT	彰銀	3.4%	17.8%	9.8%	-4.8%

代號	壽險	6個月-3個月	3個月-1日	1日-3個月	3個月-6個月
2882 TT	國泰金	4.7%	-7.4%	1.4%	-1.3%
2881 TT	富邦金	4.2%	-2.7%	5.2%	-1.0%
2888 TT	新光金	1.5%	4.7%	7.4%	0.8%

代號	證券	6個月-3個月	3個月-1日	1日-3個月	3個月-6個月
6023 TT	元大期	5.6%	11.3%	12.8%	-3.6%
2889 TT	國票金	5.6%	6.2%	3.5%	6.4%
2885 TT	元大金	4.4%	3.5%	8.6%	1.8%
6005 TT	群益證	3.0%	0.9%	1.3%	10.3%
2855 TT	統一證	2.3%	-0.9%	3.5%	6.8%
6024 TT	群益期	0.8%	-1.9%	-2.3%	-0.6%

代號	租賃	6個月-3個月	3個月-1日	1日-3個月	3個月-6個月
5871 TT	中租	17.4%	6.1%	2.8%	5.6%
9941 TT	裕融	15.7%	15.8%	-3.0%	4.4%

資料來源：TEJ；凱基

上述凱基分析員為證監會持牌人，隸屬凱基證券亞洲有限公司從事相關受規管活動，其及／或其有聯繫者並無擁有上述有關建議股份，發行人及／或新上市申請人之財務權益。

免責聲明 於本報告內所載的所有資料，並不擬提供予置身或居住於任何法律上限制凱基證券亞洲有限公司（「凱基」）或其關聯成員派發此等資料之司法管轄區的人士或實體使用。此等資料不構成向任何司法管轄區的任何人士或實體作出的任何投資意見、或發售的要約、或認購或投資任何證券或其他投資產品或服務的邀請、招攬或建議，亦不構成於任何司法管轄區用作任何上述之目的之資料派發。請特別留意，本報告所載的資料，不得在美國、或向美國人士（即美國居民或按照美國或其任何州、屬土或領土之法律成立的合夥企業或公司）或為美國人士之利益，而用作派發資料、發售或邀請認購任何證券。於本報告內的所有資料只作一般資料及參考用途，而沒有考慮到任何投資者的特定目的、財務狀況或需要。該等資料不擬提供作法律、財務、稅務或其他專業意見，因此不應將該等資料賴以作為投資專業意見。

部份凱基股票研究報告及盈利預測可透過 www.kgi.com.hk 取閱。詳情請聯絡凱基客戶服務代表。本報告的資料及意見乃源於凱基的內部研究活動。本報告內的資料及意見，凱基不會就其公正性、準確性、完整性及正確性作出任何申述或保證。本報告所載的資料及意見如有任何更改，凱基並不另行通知。凱基概不就因任何使用本報告或其內容而產生的任何損失承擔任何責任。本報告亦不存有招攬或邀約購買或出售證券及／或參與任何投資活動的意圖。本報告只供備閱，並不能在未經凱基書面同意下，擅自以任何方式轉發、複印或發佈全部或部份內容。凱基集團成員公司或其聯屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級人員及僱員可不時就本報告所涉及的任何證券持倉。