

邱岳霖

(886-2)2563-6262 ext.925

Jason.chiu@firstsec.com.tw

# 玉山金(2884)

E.SUN Financial Holding Company, Ltd.

## 區間操作

Price(10/29):26.9

Target Price : 28

玉山金 19Q3 稅後淨利 55.1 億，YoY 34.3%，EPS 0.48 元，繼前兩季獲利創高後，本季再創單季歷史新高，連續三季獲利維持在 50 億水準之上，手續費收入為主要成長動能來源。展望後市，玉山金將持續聚焦跨境金融、財富管理與信用卡業務，帶動整體獲利持續成長，玉山金上半年放款業務動能超預期，下半年台商資金回流可望延續成長動能，據財政部最新數據顯示，目前統計逾 6,000 億台商資金將回台投資，而去年玉山銀即成立專案小組，搶佔先機，預期全年放款年成長 8~10%；此外公司近年來持續創新且積極拓展海外市場，新加坡分行 19Q2 開辦財富管理業務，藉由星港台平台提供台商境外理財、財富傳承與私人銀行服務，預期全年成長 5%，此外信用卡也是手收成長亮點，公司於去年推出的 Pi 信用卡深受消費者喜愛，單卡刷卡金額與發卡量雙雙顯著上升，近期剛推出的 U Bear 卡也頗受好評，公司於今年底前將再行推新卡搶攻數位商機，在本業動能強勁下將帶動獲利持續成長。綜合以上，研究部預估玉山金 2019 年稅後淨利 212.6 億，YoY 24.5%，EPS 1.83 元，每股淨值 14.95 元，考量到整體營運策略正向且積極推動數位化符合未來趨勢，同時各項業務發展均衡及獲利維持下足以因應未來潛在風險與資本要求，給予目標價 28 元，建議於回檔後分批佈局。

### ● 個股介紹：

玉山金成立於 2002 年，總員工數近 10,000 人，旗下子公司包括玉山銀行、玉山證券及玉山創投，其中玉山保經於 2016 年併入玉山銀行，玉山銀行（中國）有限公司<sup>註 1</sup>於同年開業。玉山金總資產與股本於 2017Q3 分別突破新台幣 2 兆元和 1,000 億，其獲利主要來自於玉山銀行，佔比 99%；在海外布局方面，在 2018 年 8 月澳洲布里斯本分行開業後，11 月再度增設廣州分行，截至目前玉山金在海外 9 個國家/地區共設立 28 個據點，未來將加強各地營運據點協同效應並建立亞太區金融服務平台，計畫每年增加 1 至 2 個據點的速度來擴張版圖。玉山金三大戰略分別為科技領航、跨境服務與三道防線<sup>註 2</sup>，兼顧發展與市場趨勢，2018 年 2 月為因應科技化戰略於 IT 部門增設科技長（CTO），其部門人員超過 1000 人，顯示出公司積極推動金融科技的決心。

註 1: 玉山銀行於 2012 年進入大陸地區成立東莞分行，於 2016 年改制為法人銀行（子行），並成立玉山銀行（中國）總部設立於深圳前海。

註 2: 三道防線係指銀行內部控制制度含自行查核、法遵風管及洗錢防制

● **玉山金 19Q3 稅後淨利 55.1 億，YoY 34.3%，EPS 0.48 元，連三季獲利創高，手續費收入為主要成長動能來源：**

玉山金 19Q3 稅後淨利 55.1 億，YoY 34.3%，EPS 0.48 元，繼前兩季獲利創高後，本季再創單季歷史新高，連續三季獲利維持在 50 億水準之上，獲利主要來自於旗下子公司玉山銀貢獻近 97.1%，證券與創投分別佔 1.9%與 1%；集團 19Q3 年淨收益 140.9 億，YoY 13.7%，其中(1)淨利息收入 50.6 億，YoY -0.7%，放款成長動能強勁(YoY 8.2%)，衰退主要由於 IFRS 9 認列方式不同所致<sup>註 1</sup>；(2)淨手續費收入 51.4 億，YoY 34.4%，為主要成長動能來源，信用卡(佔比 35%)與財管手收(佔比 46%)皆有成長，再 7 月底新卡 Ubear 卡帶動下，信用卡手收 48.7 億，YoY 30%，其中有效卡數、市佔率、簽帳金額及單卡消費額皆有顯著增加，(a)有效卡數 391 萬，YoY 17%，淨增加量居同業之冠，(b)前九月卡片數與消費金額市佔率分別佔 12.3%與 12.9%，穩坐市場第三名，(c)前九月簽帳金額達 3,134 億，YoY 23.5%，成長幅度擴大且為淨增加額為業內最高，(4) 單卡消費額 8,915 元/月，較去年增加 463 元；(3)淨投資收入 38.2 億，YoY 14.3%，固定商品收益增加<sup>註 1</sup>以及財務操作(Swap & FX)收益良好，貢獻整體投資收益持續成長。

	有效卡數	YoY(%)	市佔率(%)	9月單月簽帳金額 (百萬元)	YoY(%)	市佔率(%)
國泰世華商業銀行	4,849,718	5.69	15.77	38,610	10.78	15.63
中國信託商業銀行	4,598,075	5.45	14.95	37,309	-	15.11
<b>玉山商業銀行</b>	<b>3,906,016</b>	<b>17.07</b>	<b>12.30</b>	<b>35,111</b>	<b>40.93</b>	<b>14.22</b>
台新國際商業銀行	3,643,918	15.86	11.85	29,146	30.30	11.80
花旗(台灣)商業銀行	2,320,692	-	5.38	17,974	-	7.28
台北富邦銀行	2,011,723	14.22	6.54	23,285	45.03	9.43
全體銀行	30,753,271			246,978		

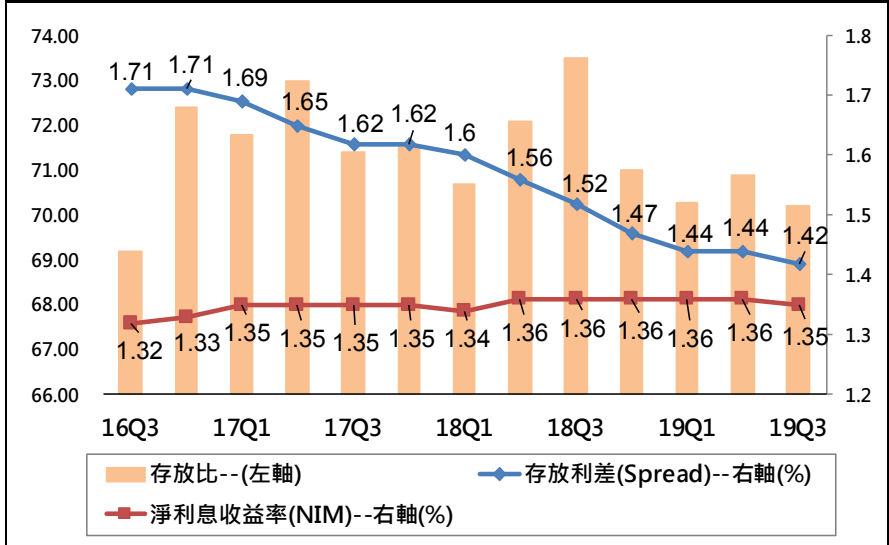
資料來源：銀行局、第一金投顧彙整

註 1：若債券分類於 FVTPL，其債券所收之利息收入須認列在投資收入項下，19Q3 淨投資收入有 53.9%屬固定收益債券利息收益。

● **玉山銀 19Q3 淨利息收益率 (NIM) 1.35%，YoY -1 bp，存放利差 (Spread) 1.42%，YoY -10 bps：**

玉山銀 19Q3 總放款金額 1.4 兆，QoQ 1.9%，YoY 8.8%，總存款金額 2 兆，QoQ 2.9%，YoY 12.7%，存放比 70.2%，略為下滑，放款結構上企金與消金佔比各半，各項業務皆持續成長，其中外幣企金放款(佔比 18%)與房貸(佔比 22%)成長 15~20%表現最強，在利差方面 19Q3 整體 Spread 1.42%，YoY -10 bps，主要國內市場競爭與全球開起降息周期影響所致，不過外幣放款強勁且利差較大使淨利息收益率 (NIM) 幾呈現持平 1.35%，YoY -1 bp。

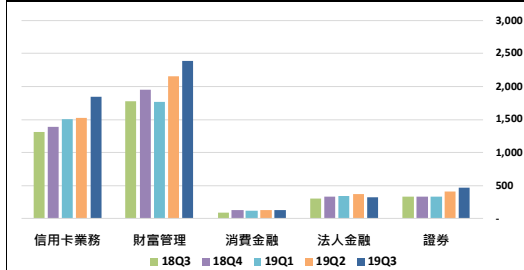
玉山銀行 NIM & Spread 走勢圖



資料來源:公司、第一金投顧彙整

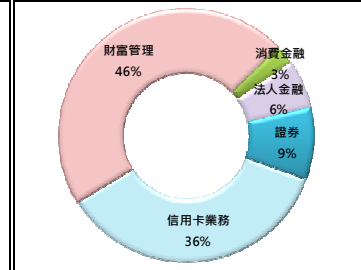
玉山銀 19Q3 淨手續費收入 51.4 億，首次突破 50 億關卡並創單季歷史新高，QoQ 12%，YoY 34%，在今年業務動能提升與去年基期較低下使手收有顯著的成長，其中以財管手收(佔比 46%)及信用卡(佔比 36%)佔比最大，前九月(1)財富管理手收 63.1 億，YoY 3.7%；(2)信用卡手收 48.7 億，YoY 30%，繼去年發行 Pi 聯名卡後，於七月甫推出之 Ubear 卡廣受年輕族群喜愛，帶動整體有效卡數、市佔率、簽帳金額及單卡消費額皆有顯著增加。

淨手續費收入趨勢(百萬元)

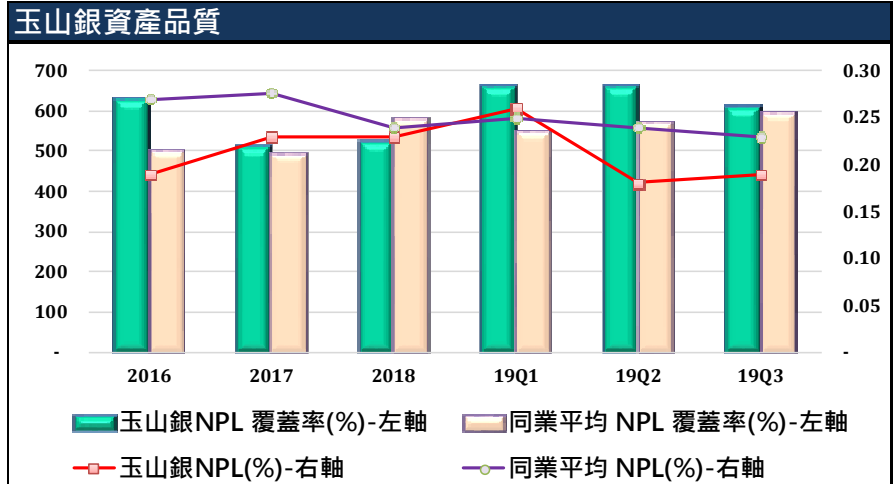


資料來源:公司、第一金投顧彙整

玉山銀淨手續費收入佔比



資產品質方面，玉山銀維持在同業平均水準之上，19Q3 逾放比(NPL ratio) 0.19%，QoQ +1 bps，YoY -5 bps，逾放金額 27.3 億，YoY -12.1%，大幅減少主要由於個案處分擔保品幾全額回收約 10.6 億元，備抵呆帳覆蓋率 612%，優於同業平均且在法定要求之上保持良好水準。



資料來源:公司、第一金投顧彙整

● **展望後市，玉山金將持續聚焦跨境金融、財富管理與信用卡業務，帶動整體獲利持續成長**

玉山金上半年放款業務動能超預期，下半年台商資金回流可望延續成長動能，據財政部最新數據顯示，目前統計逾 6,000 億台商資金將回台投資，而去年玉山銀即成立專案小組，搶佔先機，預期全年放款年成長 8~10%；此外公司近年來持續創新且積極拓展海外市場，新加坡分行 19Q2 開辦財富管理業務，藉由星港台平台提供台商境外理財、財富傳承與私人銀行服務，預期全年成長 5%，此外信用卡也是手收成長亮點，公司於去年推出的 Pi 信用卡深受消費者喜愛，單卡刷卡金額與發卡量雙雙顯著上升，近期剛推出的 U Bear 卡也頗受好評，公司於今年底前將再行推新卡搶攻數位商機，在本業動能強勁下將帶動獲利持續成長。

● **結論與建議：**

綜合以上，研究部預估玉山金 2019 年稅後淨利 212.6 億，YoY 24.5%，EPS 1.83 元，每股淨值 14.95 元，考量到整體營運策略正向且積極推動數位化符合未來趨勢，同時各項業務發展均衡及獲利維持下足以因應未來潛在風險與資本要求，給予目標價 28 元，建議於回檔後分批佈局。

綜合損益表

2884 玉山金損益表(單位:百萬)

	2018	2019Q1	2019Q2	2019Q3(F)	2019Q4(F)	2019(F)	2020Q1(F)	2020Q2(F)	2020Q3(F)	2020Q4(F)	2020(F)
淨利息收入	20,311	4,826	4,928	5,063	5,052	19,869	4,833	4,933	5,124	5,103	19,992
淨手續費收入	16,371	4,074	4,588	5,137	5,176	18,976	4,451	5,200	5,121	5,553	20,326
投資收入	12,453	4,496	3,644	3,816	3,158	15,114	4,605	3,962	4,280	3,473	16,319
淨收益	49,429	13,477	13,238	14,094	12,984	54,263	13,967	14,171	14,601	14,204	56,943
呆帳費用	3,252	510	490	293	672	1,965	595	616	647	632	2,490
營業費用	25,839	6,818	7,018	7,745	6,622	28,203	7,123	7,369	7,593	7,386	29,471
稅前淨利	20,337	6,148	5,730	6,056	5,690	24,094	6,249	6,186	6,362	6,185	24,982
所得稅費用	3,255	935	664	540	700	2,839	750	750	750	750	3,000
母公司業主-稅後純益	17,068	5,210	5,063	5,509	5,248	21,255	5,499	5,436	5,612	5,435	21,982
EPS	1.58	0.48	0.47	0.48	0.45	1.83	0.47	0.47	0.48	0.47	1.90
股本	108,289	108,496	116,195	115,978	115,978	115,978	115,978	115,978	115,978	115,978	115,978
每股淨值	14.78	15.40	15.17	14.55	14.95	14.95	15.41	15.84	15.68	16.11	16.11
QoQ (%)											
利息淨收益		(76.24)	2.11	2.74	(0.21)		(75.68)	2.07	3.88	(0.42)	
淨手續費收入		(75.11)	12.62	11.96	0.77		(76.54)	16.82	(1.52)	8.43	
投資收入		(63.90)	(18.94)	4.72	(17.25)		(69.53)	(13.97)	8.03	(18.84)	
淨收益		(72.74)	(1.77)	6.47	(7.88)		(74.26)	1.46	3.04	(2.72)	
歸屬於母公司-稅後純益		(69.48)	(2.82)	8.81	(4.73)		(74.13)	(1.14)	3.22	(3.14)	
YoY (%)											
利息淨收益	0.30	(7.17)	(0.56)	(0.74)	(0.07)	(2.18)	0.14	0.09	1.21	1.00	0.62
淨手續費收入	3.77	(4.90)	11.55	34.43	24.67	15.91	9.26	13.34	(0.31)	7.27	7.11
投資收入	28.61	53.15	9.65	14.34	10.54	21.36	2.42	8.71	12.15	10.00	7.98
淨收益	7.21	7.88	6.26	13.73	7.42	9.78	3.64	7.05	3.60	9.40	4.94
歸屬於母公司-稅後純益	15.67	9.09	13.18	34.33	41.14	24.53	5.55	7.38	1.86	3.57	3.42