

金融產業 2Q08 景氣展望

一、結論

- 基本面穩定就是金融產業最大的利多
- 雙卡、次貸及 匯損問題預計在第二季落底
- 兩岸金融開放是希望
- 金融股第二季買點浮現，首選標的為永豐金

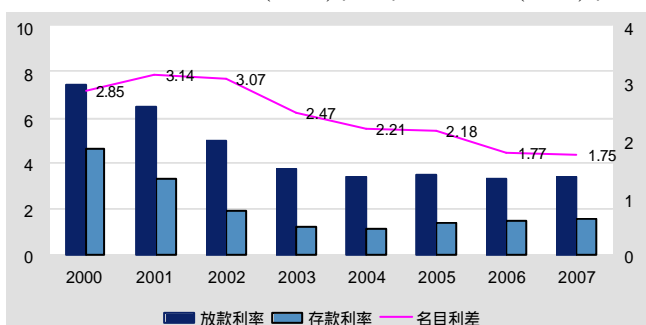
二、分析

- 基本面穩定就是金融產業最大的利多

台灣 2008 年銀行業處在溫和復甦的階段，影響獲利的負面因素可能在 2008 年上半年接近尾聲。在本業獲利方面，除持續開拓舊有放款業務(企貸、房貸、雙卡放款)，尚未見到銀行開發新的放款業務能帶動放款的成長，加上今年台灣經濟屬溫和成長，預估整體銀行業 2008 年放款年增率不易超過 5%。除此之外，全球投資環境受創及美元利率走降，將壓縮銀行財富管理及海外放款業務獲利。惟我們認為銀行名目利差已處落底階段，加上雙卡風暴接近尾聲，2008 年本國銀行名目利差可維持在 1.73-1.77%之間(圖一)。整體而言，本國銀行本業獲利成長有限，故銀行 2008 年獲利成長幅度主要是端視營運費用及呆帳提存數的控制，而 2009 年對本國銀行業者來說是斬新的一年，本業獲利有向上提升的動能與空間，而呆帳提存數也有恢復到 2004 年低提存水準的機會(圖二)。

圖一、利差最壞的狀況已浮現

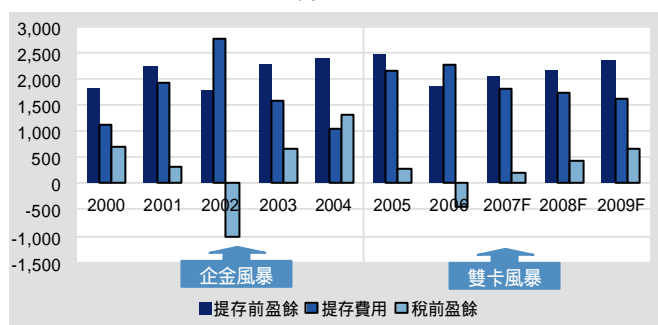
單位：放款及存款利率(左軸)，%；名目利差(右軸)，%



資料來源：中央銀行; 大華投顧整理

圖二、預期未來二年銀行獲利走勢逐年向上

單位：銀行稅前獲利結構，億元



資料來源：TEJ; 大華投顧整理

- 雙卡、次貸及 匯損問題預計在第二季落底

目前金融族群面臨三個利空，分為次級房貸投資部位恐再增列損失、債務清理條例實施恐增提備抵呆帳、及匯損對獲利的衝擊，我們認為上述三項利空因素在第二季有落底的機會。

首先，債務清理條例將在 2008 年 4 月 11 日實施，銀行可能在 2008 年上半年增提呆帳因應，但增提的幅度應有限。根據香港經驗，個人破產案件數的激增，失業率是主因。目前台灣失業率維持在 3.94% 低檔，債清條例實施將使申請案件數增加，惟增加幅度有限。至 2007 年底，金融產業理債協商放款部位的累積毀諾率約介在 40-45% 之間，多數銀行表示，至 2008 年底，毀諾率可能上升至 55-60%，惟市場目前亦傳出，消費者債務清理條例實施後，銀行理債協商放款部位的毀諾率可能上升至 70%。大華投顧以主要銀行 2007 年底理債協商的數字作為設算基礎，對理債協商毀諾率上升至 55% 及 70% 進行敏感度分析。倘若毀諾率上升至 70%，國泰世華銀不必再增提備抵呆帳金額，原提存金額已足夠因應，至於永豐銀需增提的備抵呆帳金額約 1.8 億元，對 EPS 衝擊約 0.03 元，至於台新銀及中信銀須增提的備抵呆帳金額仍較其他銀行為多(表一)。

表一、國泰世華銀已針對理債協商提列充分的備抵呆帳餘額

	2007年底理債協商			敏感度分析 - 毀諾率上升幅度				股本 億元
				對獲利影響		對EPS影響		
	餘額 億元	備抵餘額 億元	累積毀諾率 %	55% 億元	70% 億元	55% 元	70% 元	
台新金	321.0	48.0	43.0%	9.5	-38.7	0.19	-0.79	488.8
中信金	225.0	12.0	43.3%	-14.3	-48.1	-0.17	-0.57	841.0
富邦金	73.6	8.0	36.0%	-6.0	-17.0	-0.08	-0.22	771.9
永豐金	59.0	10.0	50.0%	7.1	-1.8	0.10	-0.03	710.2
國泰金	120.0	44.4	43.7%	30.8	12.8	0.33	0.14	927.7

資料來源：各家銀行，大華投顧推估

註：(1)敏感度分析是以 2007 年底的理債協商數字進行設算；

(2)台新金及富邦金理債協商的備抵金額為大華投顧自行推算；

(3)在毀諾率上升幅度的敏感度分中，數值為負者，表示銀行仍需增提備抵呆帳；數值為正者，表示銀行增提的備抵呆帳超過該毀諾率所應計提水準的額度。

另外，台幣由 2007 年底的 32.428 元急速彈升至 2008 年 3 月 19 日的 30.714 元，新台幣急漲，讓壽險公司面臨嚴重的匯損及避險成本壓力，惟我們認為壽險公司國外投資部位屬長期性資產配置一環，匯率波動雖造成短期帳面發生未實現匯兌損益，但就長期性來看，長期營運績效受匯兌損益影響並不大。

由於台幣兌美元的匯兌點(SWOP POINT；遠期匯率減去即期匯率稱之)已由 2006 年中的-1.233 元縮至 2008 年三月中旬的-0.235 元，遠期匯率與即期匯率的差距已來到歷史的次低點，顯示市場對台幣升值空間的預期已降低。此外，台灣出口占 GDP 高達 65%，且台幣在短短三個月內也狂升 5.3%，我們認為央行再放任台幣狂升的可能性不大。因此，綜合上述的理由我們認為台幣再急升的機率不高，預估第一季是最差的狀況，第二季有機會逐漸回溫。

以各家公司的避險組合方式來設算第一季可能產生的避險成本及匯兌損失，我們發現新光金避險成本的增加及潛在匯兌損失可能衝擊 EPS1.60 元，國泰金可能衝擊 EPS1.58 元，富邦金則影響 EPS0.11 元。壽險公司的避險比重與一籃子貨幣避險的內容會隨著環境變化而動態調整，上述為大華投顧自行設算之數字，實際損益數字仍須以公司公告為主(表二)。

表二、匯損對壽險公司第一季獲利衝擊最大

	國泰金	新光金	富邦金	
可運用資金(億元)	20,750	10,860	2,477	
海外投資金額(億元)	7,023	3,692	829	
海外投資比重(%)	33.8%	34.0%	33.5%	
避險方式	傳統避險65-70% 一籃子避險30-35%	傳統避險60% 一籃子避險20-35% 自然避險10-15%	傳統避險72% 一籃子避險13% 自然避險15%	
設算2008年第一季避險成本及匯兌損失的假設基礎				
避險比重	傳統避險	65%	60%	91%
	一籃子避險	35%	30%	4%
	自然避險	0%	10%	5%
匯兌損失	傳統避險(億元)	-28	-13	-5
	一籃子避險(億元)	-119	-54	-2
	自然避險(億元)	0	-19	-2
避險成本及匯兌損失(億元)	-147	-86	-8	
EPS影響數(元)	-1.58	-1.60	-0.11	

資料來源：各家金控，大華投顧推估

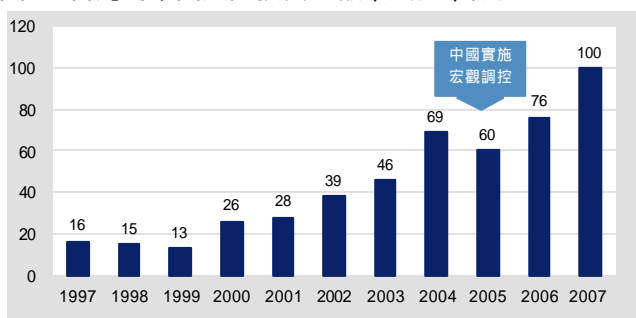
註：一籃子避險工具設算貨幣組成：韓圓 30%，新加坡幣 25%，印尼盾 25%，歐元 10%，澳幣 10%。

► 兩岸金融開放是希望

自 2004 年以來，台灣本國銀行業存放比連續四年維持在 69%，放款成長空間不大的原因係，台商紛赴大陸投資，台灣銀行業者受限法規限制無法追隨台商的腳步至大陸地區從事放款業務，進而台商的資金需求開始轉向外資銀行、大陸銀行、或第三地的資本市場進行借貸、籌措(圖三)。在台灣總統大選確定馬英九先當選總統後，其選舉政見之一為開放金融業登陸，對貸放無門的銀行產業無異是開啟一扇光明的窗，畢竟目前台灣國內生產毛額是由淨出口做為主要貢獻來源，國內消費、政府支出及企業投資都較不足。我們預估本國銀行業者赴大陸地區從事放款，從事營運的前 3-5 年損益二平的機率不大，但一旦業務上軌道，預估至少對本國銀行企金淨息收入的增幅可達 15%(表三)。就兩岸金融政策開放題材可望受惠的個股為國泰金、中信金、富邦金、第一金、華南金、合庫、彰銀。

圖三、台灣赴大陸投資金額逐年攀升

單位：台灣對中國大陸投資金額，美元，億元



資料來源：經濟部投審會；大華投顧整理

表三、台灣銀行赴大陸從事放款之商機預估

設算基礎		
大陸放款餘額	A	36,601 億元(美元)
第二產業固定資產投資	B	7,147 億元(美元)
台灣投資大陸金額	C	18 億元(美元)
存放款利差	D	3.3 %
匯率	E	32 元
台灣銀行赴大陸投資商機之預估		
可從事放款金額	$F=A*(C/B)*E$	3,037 億元(台幣)
淨利息收入	$G=F*D$	101 億元(台幣)
對銀行企金淨利息收入之增幅		15 %
對整體銀行淨利息收入之增幅		4 %

資料來源：BLOOMBERG；大華投顧設算

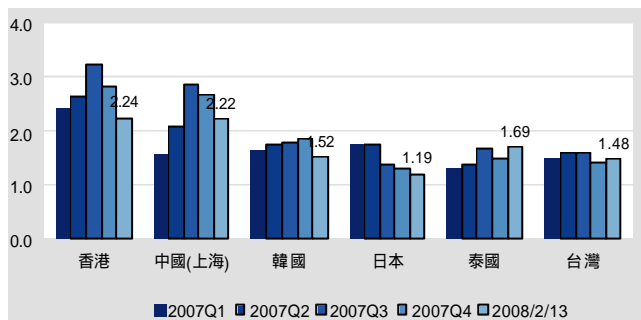
以上資料由大華投顧編輯彙整，提供本公司同仁內部研究參考。對於以上資料提及之各項業務、財務資料及公司前景說明，皆有其時效性的限制，本公司同仁於研究參考時應考慮相關風險並自行判斷。大華投顧、董事、經理人及員工，對於所提供之資料不負任何明示或暗示的保證責任，也不負任何形式的賠償責任。以上資料著作權屬大華投顧擁有，非經授權，不得抄襲、引用、或轉載。

➤ 投資建議

金融股目前面臨三個利空，分為次級房貸投資部位恐再增列損失、債務清理條例實施可能增提備抵呆帳、及匯損對獲利的衝擊。在美國次級房貸利空籠罩及金融股第一季季報可能表現不佳下，金融指數可能有再下探的機會，惟回檔幅度應不深(圖四、圖五)。另就 2008 年全年獲利表現來看，金融股下半年獲利表現可望較上半年佳。在利空因素可望在第二季落底，而 2008 年下半年獲利亦可望較上半年為佳下，我們認為 2008 年第二季是佈局金融股的最佳時點。

圖四、台灣金融股評價相對其他亞洲國家低

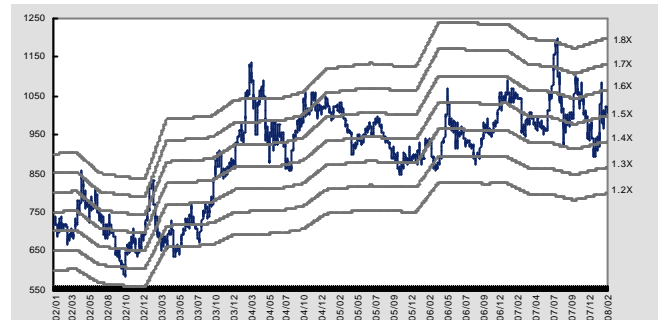
單位：PB，倍



資料來源：BLOOMBERG；大華投顧設算

圖五、台灣金融股評價區間有上調之動能

單位：PB，倍



資料來源：BLOOMBERG；大華投顧設算

在投資建議方面，現階段建議「買進」的標的為永豐金，目標價 16.7 元；至於國泰金、富邦金、中信金則建議「逢低買進」，國泰金短期目標價為 88 元、長期目標價為 94 元，富邦金短期目標價為 37 元、長期目標價為 42 元，中信金短期目標價為 28 元、長期目標價為 32.5 元。

表四、金融相關個股 P/E 及 P/B 表

公司	目標價	投資評等	EPS(元)			2008 每股淨值	2008	
			2007	2008(F)	2009(F)		P/E	P/B
富邦金(2881)	42.0	逢低買進	1.87	1.87	2.17	23.30	18.4	1.5
國泰金(2882)	94.0	逢低買進	3.34	2.89	3.10	27.76	26.8	2.8
永豐金(2890)	16.7	買進	0.36	0.67	0.85	12.83	21.5	1.1
中信金(2891)	32.5	逢低買進	1.49	2.09	2.50	15.50	14.0	1.9

資料來源：TEJ，大華投顧推估