

2019年05月29日

看好

预计行业减税达 433 亿元，鼓励寿险公司加速回归保障

——《关于保险企业手续费及佣金支出税前扣除政策》点评

证券分析师

马鲲鹏 A0230518060002
makp@swsresearch.com
王丛云 A0230516090001
wangcy@swsresearch.com

研究支持

葛玉翔 A0230118070005
geyx@swsresearch.com
华天行 A0230117120002
huatx@swsresearch.com
许旖珊 A0230118070006
xuys@swsresearch.com

联系人

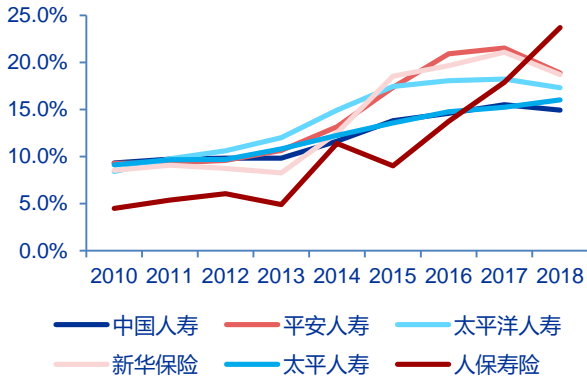
葛玉翔
(8621)23297818×7412
geyx@swsresearch.com

- 本期投资提示：
- **事件：**财政部发布《关于保险企业手续费及佣金支出税前扣除政策的公告》：保险企业发生与其经营活动有关的手续费及佣金支出，不超过当年全部保费收入扣除退保金等后余额的 18%(含)的部分，计算应纳税所得额时准予扣除；超过部分，允许结转以后年度扣除。
- 财税[2009]29 号文中规定，财产保险/人身保险企业按当年全部保费收入扣除退保金等后余额的 15% (含)/10% (含) 计算限额，超过部分均不得扣除。**本次新规边际变化体现在：**1) 统一产寿险业务手续费抵扣上限至 18% (人身险+8pct., 财产险+3pct.); 2) 超过部分，允许结转以后年度扣除；3) 再次强调险企应建立健全手续费及佣金的相关管理制度，并加强手续费及佣金结转扣除的台账管理。
- **预计财险行业所得税合计减少达 87.8 亿元，提升上市财险子公司 ROE2.1-2.5 个百分点。**假设手续费及佣金支出/保险业务收入的比率为 20%，税前利润/保险业务收入为 7% (承保利润 2%+投资收益 5%)，保险业务收入为 10 亿元 (财险没有退保金)，则抵扣比率从 15% 上升至 18%，可以节约约 0.75 亿元 (3%*25%*10)。2018 年产险公司保费收入为 1.17 万亿，在 3% 税率提升幅度用满的假设下，预计节省所得税费用 87.8 亿元 (1.17*3%*25%万亿)。我们预计对人保财、平安财和太保财净利润增加 17.9%、14.1% 和 24.9%，提升 2018 年 ROE 水平约 2.1、2.5 和 2.5 个百分点。
- **预计寿险行业所得税合计减少达 345.2 亿元，鼓励寿险行业回归保障本源。**近年来寿险公司持续强调回归保障本源，大力发展长期储蓄型和长期保障型业务，新业务价值的提升带动产品首年佣金率提升，在从趸交业务向期缴业务转型过程中，件均保费略有降低，手续费及佣金支出/(保险业务收入-退保金)比率在提升，截止 2018 年国寿、平安寿、太保寿、新华保险这一比率为 14.9%、18.9%、17.3% 和 18.7%，预计对 2018 年当年净利润的静态弹性为 43.5%、11.6%、25.0% 和 22.5%。从行业来看，2018 年人身险公司保费收入为 2.63 万亿，假设佣金比率为 17%，退保金/原保费比率为 25%，预计节省所得税费用 246.6 亿元 (2.63*(1-25%)*(17%-10%)*25%万亿)。**展望未来，寿险佣金率抵扣上限的抬升将鼓励寿险公司进一步聚焦期缴发展高佣金率的保障型产品，对提升代理人收入、公司增员、NBV Margin 提高形成正向循环。**
- **小幅提升 NBV，静态估计增加寿险 EV1.2%，提升集团 EV 约 0.9%。**由于 EV 和 NBV 的计算假设是存量价值 (不考虑未来新单贡献) 的贴现概念，因此所得税新规的影响体现在新业务的前 1-2 年，考虑到超支部分需要递延，实际对 NBV 提振幅度不大，EV 的驱动主要由当年 NBV 贡献。值得注意的是，新规中要求“保险企业 2018 年度汇算清缴按照本公告规定执行”，因此各险企 2018 年释放的所得税费用通过调减“对以前期间当期所得税的调整”，增加内含价值中的经调整后的净资产规模。我们预计，对中国平安、中国人寿、中国太保和新华保险寿险 EV 增加 1.4%、0.7%、1.3% 和 1.0%，集团 EV 增加幅度为 1.0%、0.7%、1.3% 和 1.0%
- **投资建议：**我们预计减少 2019 年中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险和中国人保的所得税费用约为 103.64、51.86、43.64、17.85 和 26.83 亿元。从社融底到经济底，长端利率筑底；经济数据指标同步改善，通胀预期托底长端利率，当前平安、国寿、太保和新华对应 2019 年 PEV 分别为 1.23X、0.81X、0.82X 和 0.86X，对应历史估值分位数分别为 52.0%、5.5%、4.0% 和 21.8%，维持保险板块“看好”评级，推荐顺序：新华保险、中国平安和中国太保。
- 风险提示：长端利率快速下行，资本市场波动拖累投资收益，保障类产品销售不及预期。



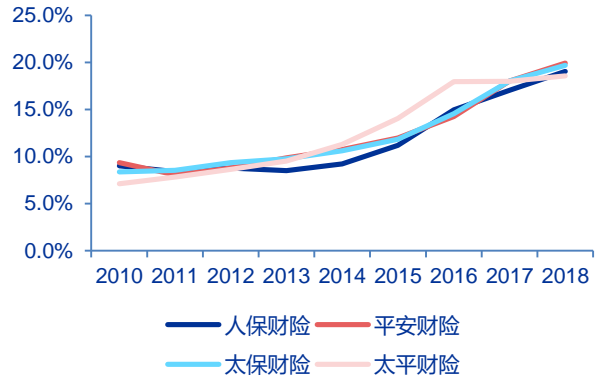
申万宏源研究微信服务号

图 1：人身险公司手续费及佣金支出/（原保费-退保金）



资料来源：申万宏源研究，公司公告

图 2：财产险公司手续费及佣金支出/（原保费-退保金）



资料来源：申万宏源研究，公司公告

图 3：新规下财险公司节税金额/税前利润比率受承保利润率和佣金/保费收入影响

差异	承保利润率																	
	0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%	5.5%	6.0%	6.5%	7.0%	7.5%	8.0%	
30%	-20%	-22%	-25%	-29%	-33%	-40%	-50%	-67%	-100%	-200%	/	200%	100%	67%	50%	40%	33%	
29%	-21%	-24%	-27%	-32%	-38%	-46%	-60%	-86%	-150%	-600%	300%	120%	75%	55%	43%	35%	30%	
28%	-23%	-26%	-30%	-35%	-43%	-55%	-75%	-120%	-300%	600%	150%	86%	60%	46%	38%	32%	27%	
27%	-25%	-29%	-33%	-40%	-50%	-67%	-100%	-200%	/	200%	100%	67%	50%	40%	33%	29%	25%	
26%	-27%	-32%	-38%	-46%	-60%	-86%	-150%	-600%	300%	120%	75%	55%	43%	35%	30%	26%	23%	
25%	-30%	-35%	-43%	-55%	-75%	-120%	-300%	600%	150%	86%	60%	46%	38%	32%	27%	24%	21%	
佣金/保 险业务 收入	24%	-33%	-40%	-50%	-67%	-100%	-200%	/	200%	100%	67%	50%	40%	33%	29%	25%	22%	20%
23%	-38%	-46%	-60%	-86%	-150%	-600%	300%	120%	75%	55%	43%	35%	30%	26%	23%	21%	19%	
22%	-43%	-55%	-75%	-120%	-300%	600%	150%	86%	60%	46%	38%	32%	27%	24%	21%	19%	18%	
21%	-50%	-67%	-100%	-200%	/	200%	100%	67%	50%	40%	33%	29%	25%	22%	20%	18%	17%	
20%	-60%	-86%	-150%	-600%	300%	120%	75%	55%	43%	35%	30%	26%	23%	21%	19%	17%	16%	
19%	-75%	-120%	-300%	600%	150%	86%	60%	46%	38%	32%	27%	24%	21%	19%	18%	16%	15%	
18%	-100%	-200%	/	200%	100%	67%	50%	40%	33%	29%	25%	22%	20%	18%	17%	15%	14%	
17%	-150%	-600%	300%	120%	75%	55%	43%	35%	30%	26%	23%	21%	19%	17%	16%	15%	14%	
16%	-300%	600%	150%	86%	60%	46%	38%	32%	27%	24%	21%	19%	18%	16%	15%	14%	13%	
15%	/	200%	100%	67%	50%	40%	33%	29%	25%	22%	20%	18%	17%	15%	14%	13%	13%	

资料来源：申万宏源研究，公司公告

表 1：《关于保险企业手续费及佣金支出税前扣除政策》对上市险企节税金额测算

人身险公司	佣金/ (原保费收入-退保金)	节税金额	节税金额/净利润
中国人寿	14.9%	51.9	43.5%
平安人寿	18.9%	85.1	11.6%
太平洋人寿	17.3%	34.7	25.0%
新华保险	18.7%	17.8	22.5%
太平人寿	16.0%	15.5	26.4%
人保寿险	23.7%	6.7	96.3%
财产险公司	佣金/ (原保费收入-退保金)	节税金额	节税金额/净利润
人保财险	19.0%	29.2	17.9%
平安财险	19.9%	18.6	14.1%
太保财险	19.7%	8.9	24.9%
太平财险	18.6%	1.8	64.4%
集团公司	节税金额	对寿险 EV 影响	对集团 EV 影响
中国平安	103.6	1.4%	1.0%
中国人寿	51.8	0.7%	0.7%
中国太保	43.6	1.3%	1.3%
新华保险	17.8	1.0%	1.0%
中国人保	26.8	-	-

资料来源：申万宏源研究，公司公告

表 2：保险行业重点公司估值表 (截止 2019 年 5 月 29 日)

EVPS	最新收盘价	2017A	2018A	2019E	2020E	P/EV	2017A	2018A	2019E	2020E
中国平安	79.8	45.14	54.84	64.54	77.32	中国平安	1.77	1.45	1.23	1.03
中国人寿	27.0	25.97	28.13	32.35	37.20	中国人寿	1.04	0.96	0.81	0.72
中国太保	35.8	31.58	37.15	43.46	50.71	中国太保	1.13	0.96	0.82	0.71
新华保险	54.8	49.19	55.49	63.81	73.38	新华保险	1.11	0.99	0.86	0.75
EPS	最新收盘价	2017A	2018E	2019E	2020E	P/E	2017A	2018E	2019E	2020E
中国平安	79.8	4.87	5.88	8.07	10.18	中国平安	16.37	13.58	9.89	7.83
中国人寿	27.0	1.14	0.41	1.17	1.50	中国人寿	23.62	65.08	23.06	17.92
中国太保	35.8	1.62	1.87	2.57	3.03	中国太保	22.13	19.10	13.92	11.82
新华保险	54.8	1.73	2.57	3.90	4.84	新华保险	31.76	21.32	14.04	11.33
中国人保	9.1	0.39	0.32	0.44	0.51	中国人保	23.19	28.84	20.62	17.86

资料来源：Wind，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swhysc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swhysc.com
华南	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swhysc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。