

保险

保险行业迎来大幅降税，同时利好寿险和产险！

投资要点：财政部发布税收新政，将财险和寿险公司的手续费抵税比例上限分别从 15%、10%提升至 18%，对于保险行业利润提升和保险股估值提升是重大利好。1) 财险方面，2019 年手续费监管的严格程度超预期，导致手续费率超预期下降，另一方面抵税比例从 15%升至 18%，将带来 2019 年财险行业利润大幅上升，显著利好中国财险和 A+H 的中国人保。2) 抵税比例从 10%升至 18%，健康险快速发展带来的税收压力完全解除，同样利好寿险公司。减税政策能够增厚寿险利润和 EV，同时提升 EV 的可信度及数据质量，理应提升 PEV 估值水平，对寿险股的利好程度或许高于产险股。目前国寿、平安、太保、新华股价对应 2019PEV 分别为 0.82、1.20、0.82、0.84 倍，处于历史低位，目前迎来向上动力。

5 月 29 日，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》，包含以下要点：1) 保险公司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% (含本数) 的部分在计算应纳税所得额时准予扣除，即抵扣限额为 (保费收入-退保金)*18%。2) 超过部分允许结转以后年度扣除。3) 2018 年度汇算清缴按照本公告规定执行。相对于原来的税收政策，新政策有 2 点变化：一是，产险和寿险公司的手续费抵税比例上限分别从 15%、10%提升至 18%；二是，新政策新增规定“超过部分，允许结转以后年度扣除”。

手续费抵扣比例提升对于保险行业利润提升是重大利好。1) 2018 年财产险行业手续费率激增，由于抵税比例仅为 15%导致实际税率激增，利润下降严重；寿险公司健康险占比上升带来佣金及手续费率上升，也面临着较大的税收压力。从保险行业平均值看，目前保险行业佣金手续费支出占保费收入的比例为 18%，该政策的可抵扣比例与行业平均水平基本一致，预计可以保证多数公司在比例限额内据实扣除。2) 我们以上市公司 2018 年财务数据测算该政策对净利润的影响，人保财险、平安财险、太保财险的 2018 年净利润能够分别提升约 19%、15%、25%，配合目前严格的手续费监管，预计财险公司利润改善大幅优于测算情况；中国人寿、新华保险、太保寿险、平安寿险 46%、23%、25%、16%。3) 同时，允许超过 18%的部分结转以后年度扣除，使超出的佣金手续费支出成为时间性差异，而不会形成永久性差异，有利于引导保险公司做好佣金手续费支出规划。该政策解决寿险公司“回归保障”过程中面临的健康险高速增长带来的佣金超支压力，也更好的配合现行的车险“报行合一”，大幅改善财险公司利润状况。

减税政策能够增厚寿险利润和 EV，同时提升 EV 的可信度及数据质量，理应提升 PEV 估值水平，对寿险股的利好程度或许高于产险股！从财务的角度来看，税收政策的变化通过利润增加来增厚净资产，对于 EV 的影响有限。但从估值的角度来看，仅用 EV 的增量来衡量税收政策对保险公司价值的影响是很有局限的。一方面，减税带来的利润增量是“稳定性利润”，可以直接据此给估值 (类似平安的“营运利润”概念)；另一方面，EV 变化完全有赖于 EV 假设调整 (黑箱)，但新政策毫无疑问地带来了实际经验的优化，从而能增加 EV 的可信度和数据质量，这一“隐含”的价值增量往往会被市场忽略，而这正是导致 PEV 估值水平提升的动力。

风险提示：长期利率下行超预期；代理人规模增长情况不达预期。

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价	投资评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
601601.SH	中国太保	35.81	买入	1.99	2.93	3.47	4.32	17.99	12.22	10.32	8.29
601628.SH	中国人寿	26.95	买入	0.40	1.60	1.78	2.07	67.38	16.84	15.14	13.02
601318.SH	中国平安	79.78	买入	5.88	8.32	10.52	12.65	13.57	9.59	7.58	6.31
601336.SH	新华保险	54.80	买入	2.54	3.44	4.25	5.01	21.57	15.93	12.89	10.94
02328.HK	中国财险	8.45 (港元)	买入	0.7	0.89	1.14	1.29	10.67	8.31	6.51	5.78

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

证券研究报告

2019 年 05 月 30 日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

夏昌盛

分析师

SAC 执业证书编号：S1110518110003
xiachangsheng@tfzq.com

罗钻辉

分析师

SAC 执业证书编号：S1110518060005
luozuanhui@tfzq.com

舒思勤

联系人

shusiqin@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《保险-行业点评:5 月保险行业投资策略：4 月保费平稳，长期配置价值卓越，推荐中国太保、中国人寿！》2019-05-16
- 《保险-行业点评:1 季报利润与保费表现亮眼，资产端改善的后续确认能够进一步提升估值》2019-05-05
- 《保险-行业点评:4 月保险行业投资策略：Q1 寿险保费增速逐月改善，资产端向好，预计 1 季报业绩亮眼，保险股迎来向上时机》2019-04-20

表 1：关于保险企业手续费及佣金支出税前扣除政策的新旧对比

旧办法	新办法
<p>保险企业发生与生产经营有关的手续费及佣金支出，不超过以下规定计算限额以内的部分，准予扣除：</p> <p>①财产保险企业按当年全部保费收入扣除退保金等后余额的 15%（含本数，下同）计算限额；</p> <p>②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 10%计算限额。</p> <p>超出部分超过部分不得扣除。</p>	<p>财产保险企业和人身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%（含本数）的部分，在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。</p>

资料来源：财政部网站，天风证券研究所

表 2：新保险企业手续费及佣金支出税前扣除政策对于利润的影响测算

2018 年利润表，单位：亿元	中国人寿	新华保险	太保寿险	平安寿险	人保财险	平安财险	太保财险
保费业务收入	5358	1223	2024	4724	3888	2475	1178
手续费及佣金支出	627	167	329	839	951	493	234
利润总额	139	105	201	813	234	195	65
减：所得税	20	26	62	225	79	72	30
净利润	119	79	140	588	155	123	35
减：少数股东损益	5	0		8	0	1	
归属于母公司所有者的净利润	114	79		579	155	122	
所得税率	14%	25%	31%	28%	34%	37%	46%
手续费及佣金支出/(保费收入-退保金)	15%	19%	17%	19%	24%	20%	20%
抵税比例上限	10%	10%	10%	10%	15%	15%	15%
不可抵税的费用规模	207	78	139	389	368	122	57
不可抵税费用对利润的负面影响	52	19	35	97	92	31	14
比例放开后可抵扣的费用对利润的正面影响	52	18	35	90	29	19	9
2018 年利润的同比增幅	46%	23%	25%	16%	19%	15%	25%

资料来源：公司财报，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com