



长城证券

GREAT WALL SECURITIES

# 减税大幅提振行业利润，险企竞争力提升 +但应理性看待

## -关于保险业减税政策落地的点评

长城证券研究所      非银行金融行业

分析师：刘文强

执业证书编号：S1070517110001

联系人（研究助理）：张永

从业证书编号：S1070118090027

2019.5.30

# 核心观点及投资建议

- 2019年5月28日，财政部、税务总局官网同时发布《关于保险企业手续费及佣金支出税前扣除政策的公告》（简称“《公告》”），宣告将保险企业手续费及佣金支出税前扣除比例一举提高至18%，且明确“超过部分，允许结转以后年度扣除”，“保险企业2018年度汇算清缴按照本公告规定执行”。新政策相比旧政策，人身险的企业手续费及佣金支出税前扣除比例由10%上升到18%，增加8pct；财产险税前扣除比例由15%上升至18%，增加3pct。
- 新政策下，保险行业迎来良好的经营政策环境。保险行业中人身险利润增厚379.75亿元，财产险利润增加88.17亿元。两者共同作用，增加保险行业净利润467亿元。对于各家上市险企2018的业绩来说，中国人寿、中国平安、中国新华、中国太保、中国人保和中国太平的净利润在新政策后可增长43.6%、15.3%、22.5%、24.4%、21.1%和23.7%，显著提升上市险企盈利能力，其中中国人寿净利润增长居首位。客观上而言，此次减税政策助力提升行业ROE，但对于寿险公司，由于负债的长久期属性，在评估保单有效业务价值和新业务价值时已做了长期合理的税负假设，并不受该税收政策调整影响或者影响较小，但会对内含价值有微小的正面影响，股价预计是一次性利好；而产险公司的估值是基于PB与ROE，有望带来估值水平向上明显提升。
- 宏观层面上，近期受中美贸易摩擦波动的影响，市场出现常态化波动，需要密切关注。保险业十年一周期，减税为预期之中。保险行业长期更应聚焦行业回归保障与服务本源，提升竞争力，减税有利于提振行业净利润；但2019年严格监管下险企被迫改善“粗放式”竞争手段，降低手续费及佣金支出，减税后企业转型压力降低，或加剧手续费竞争，于行业长期发展不利。目前保险板块正享受减税利好，仍需密切关注股市波动及险企后续的影响。
- 重点推荐中国平安（2019年一季度业绩增速超预期，50-100亿元回购彰显公司长期发展信心；2019Q1NBV增速有望居行业前列）；重点推荐关注新华保险（NBV增速在2018年下半年转正，带动全年NBV正增长，新业务价值率47.9%，大幅提升8.2pct，超出市场预期；差异化代理人策略及“以附促主”的产品销售策略初显成效，一季度公司实现总保费431.69亿元，同比增长9.5%，长险首年保费同比增长18%，业务结构不断改善；4月以来加大相关费用投入及代理人考核而有望保持保费增速领先地位）。重点推荐关注中国人保（财险板块未来半年具有防御属性、盈利能力改善、估值有望提升的品种）；推荐关注中国人寿（公司负债端和资产端均迎来利好，受“重整国寿”战略持续推进，2019Q1表现优秀，深蹲起跳后净利增速领先行业）；关注中国太保（2019Q1公司整体业绩良好，非车险业务增速良好，车险业务迎来发展机遇；寿险新单略显乏力，但转型效果值得期待，预计Q2会逐渐发力，此次降税对公司将迎来周期性拐点）；港股建议把握中国太平投资机会，人民币口径下EV同比+16.6%、NBV+1.7%（港币口径NBV-2.9%、EV+11.3%），NBVmargin36%，增速优于同业。个险新单+11%，其中长期保障型占比同比+8ppt至46%。NBV增速较上半年显著改善。投资端适时优化策略，投资收益好于预期。
- 风险提示：中美贸易摩擦波动风险；地缘政治风险；宏观经济波动风险；股市系统性下跌风险；长端利率下行风险。

# 新旧政策对比，人身险减税力度更大

**旧政策：**《关于企业手续费及佣金支出税前扣除政策的通知》财税[2009]29号

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；超过部分，不得扣除。保险企业：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；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。

**新政策：**《财政部税务总局关于保险企业手续费及佣金支出税前扣除政策的公告》 财政部 税务总局公告2019年第72号

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……保险企业2018年度汇算清缴按照本公告规定执行。

**新旧政策对比：**新政策相比旧政策，人身险的企业手续费及佣金支出税前扣除比例由10%上升到18%，增加8pct；财产险税前扣除比例由15%上升至18%，增加3pct。

保险行业中，财险手续费及佣金支出占净利润比重大，人身险中寿险产品从趸交向高价值期交转型，企业专注长期保障型产品，手续费及佣金支出占比因此大幅提升。允许税前扣除比例的提高（8pct和3pct），直接增厚企业净利润，对险企而言是一大利好。

# 减税对保险行业影响大，人身险影响更深

对保险行业降税后的影响进行测算，结果如下，相关测算因方法差异与实际情况可能存在差异。

人身险2018年原保险收入为26260亿元，退保金约为7210亿元，人身险行业手续费比例约17.97%。新政策后，可抵扣比例增加8%，直接增厚人身险利润379.75亿元；财险2018年原保费收入为11755亿元，行业手续费比例约为18.65%，可抵扣比例增加3%，增厚财产险利润88.17亿元。两者共同作用，增加保险行业净利润467亿元。

人身险（亿元）		2018
[1]	保险业务收入	26,260.87
[2]	退保金	-7,210.11
[3]	手续费比例	17.97%
[4]=[3]*([2]+[1])	手续费及佣金	3,423.42
[5]=Max(8%,([4]-10%),0)	可抵扣比例增加	7.97%
[6]=[5]*([1]+[2])*(1-25%)	节税费用	1,569.74
[7]=[5]*([1]+[2])*25%	利润增加	379.59
财产险（亿元）		2018
[1]	保险业务收入	11,755.69
[2]=Average(上市险企)	手续费比例	18.65%
[3]=[2]*[1]	手续费及佣金	2,192.44
[4]=Max(3%,([3]-15%),0)	可抵扣比例增加	3.0%
[5]=[4]*[1]*(1-25%)	节税费用	264.50
[6]=[4]*[1]*25%	利润增加	88.17

# 上市险企寿险业务利润及内含价值变动测算

接下来对上市险企减税后的结果进行测算，由于之前税收政策对产寿险规定不同，因此对产寿险部分分别进行测算。

中国人寿、平安人寿、新华保险、太保寿险、人保寿险和太平人寿2018年分别实现人身险保费收入5358.26亿元、4723.59亿元、1222.86亿元、2024.14亿元、937.3亿元、1483.09亿港元，退保金分别为1162.29亿元，215.39亿元、330.39亿元、126.41亿元、601.65亿元和657.75亿元，手续费及佣金占保费收入减去退保金的比例分别为14.9%、18.6%、18.7%、17.3%、23.7%和24%。在新政策实施之前，寿险部分只有10%的手续费及佣金支出可以在税前进行抵扣，新政策实施之后18%及以下的部分都可以在当年保费收入中进行抵扣，这使得各上市险企寿险部分净利润分别增长43.5%、15.3%、22.5%、24.5%、96.9%和26.7%，ROE分别增长1.6pct、4.9pct、2.7pct、8.3pct、2.2pct和6.6pct。中国人寿、平安人寿、新华保险、太保寿险的归母净利润同比增长45.5%、15.5%、22.5%和24.4%。从净利润角度，人保寿险从新政策受益最大，可能是因为2018年中国人保新单保费占总保费收入55.81%，因此手续费及佣金支出抵扣额度增加对其净利润影响更大。

从寿险内含价值角度，新政策的实施使中国人寿、中国平安、新华保险、中国太保、中国人保和中国太平的内含价值增长0.65%、1.08%、1.03%、1.3%、4.52%和0.92%，但因测算方法差异，可能与实际情况存在一定差异。

# 上市险企寿险业务利润及内含价值变动测算

		中国人寿	平安人寿	新华保险	太保寿险	人保寿险	太平人寿
[1]	保险业务收入	535,826	472,359	122,286	202,414	93,730	148,309
[2]	退保金	-116,229	-21,539	-33,039	-12,641	-60,165	-65,775
[3]	手续费及佣金	62,705	83,949	16,708	32,863	7,953	19,803
[4]	2018年净利润	11,936	58,757	7,923	14,198	695	6,177
[5]	2018年归母净利润	11,395	57,914	7,922	13,992	-	-
[6]	2018年净资产	323,290	185,245	65,596	42,044	31,111	24,867
[7]=[3]/([1]+[2])	手续费比例	14.9%	18.6%	18.7%	17.3%	23.7%	24.0%
[8]=Max(8%,([7]-10%),0)	可抵扣比例增加	4.9%	8.0%	8.0%	7.3%	8.0%	8.0%
[9]=[8]*([1]+[2])	应纳税所得额可抵扣额度增加	20,745	36,066	7,140	13,886	2,685	6,603
[10]=[9]*0.25	税后利润增加	5,186	9,016	1,785	3,471	671	1,651
[11]=[10]/[4]	净利润增幅	43.5%	15.3%	22.5%	24.5%	96.6%	26.7%
[12]	持股比例	100.00%	99.51%	100.00%	98.30%	80.72%	75.10%
[13]=[10]*[12]/[5]	归母净利润增幅	45.5%	15.5%	22.5%	24.4%	-	-
[14]=[10]/[6]	ROE变动	1.6pct	4.9pct	2.7pct	8.3pct	2.2pct	6.6pct
[15]	寿险内含价值	795,052	613,223	173,151	258,428	70,632	136,430
[16]=[10]/[15]	寿险内含价值影响	0.65%	1.47%	1.03%	1.34%	0.95%	1.21%
[17]	集团内含价值	795,052	1,002,456	173,151	336,141	79,321	179,181
[18]=[10]/[17]	集团内含价值影响	0.65%	1.08%	1.03%	1.30%	4.52%	0.92%

# 上市险企产险业务利润变动测算

对于上市险企的产险业务部分，平安产险、太保产险、人保财险和太平财险2018年分别实现财产险保费收入2475.26亿元、1178.08亿元、3887.69亿元、346.96亿港元，手续费及佣金占保费收入的比例分别为19.9%、19.9%、19.1%和12.5%。在新政策实施之后18%及以下的部分都可以在当年保费收入中进行抵扣，这使得平安产险、太保产险、人保财险的净利润分别增长15.1%、24.2%和17.9%，ROE分别增长2.4pct、2.4pct和1.9pct。平安产险和太保产险的归母净利润增幅为15.1%和25%。由于太平财险的手续费及佣金支出占保费收入比例低于15%，因此新政策的实施对太平财险2018年的利润不产生影响。

		平安产险	太保产险	人保财险	太平财险
[1]	保险业务收入	247,526	117,808	388,769	34,696
[2]	手续费及佣金	49,326	23,408	74,072	4,341
[3]	2018年净利润	12,274	3,653	16,300	793
[4]	2018年归母净利润	12,215	3,484	-	-
[5]	2018年净资产	77,389	36,257	149,789	13,883
[6]=[2]/[1]	手续费比例	19.9%	19.9%	19.1%	12.5%
[7]=Max(3%,([5]-15%),0)	可抵扣比例增加	3.0%	3.0%	3.0%	-
[8]=[7]*[1]	应纳税所得额可抵扣额度增加	7,426	3,534	11,663	-
[9]=[8]*0.25	税后利润增加	1,856	884	2,916	-
[10]=[9]/[3]	净利润增幅	15.1%	24.2%	17.9%	-
[11]	持股比例	99.51%	98.50%	68.98%	100.00%
[12]=[11]*[9]/[4]	归母净利润增幅	15.1%	25.0%	-	-
[13]=[9]/[4]	ROE变动	2.4pct	2.4pct	1.9pct	-

# 上市险企利润提升，中国人寿净利润增幅居首位

产寿险对比来看，寿险净利润受到减税政策影响更大，这是因为人身险的企业手续费及佣金支出税前扣除比例增加较大，为8pct；而财产险税前扣除比例增加3pct。

若把上市险企的产寿险部分结合整体考虑，此次减税使中国人寿、中国平安、新华保险、中国太保、中国人保（包括人保健康）、中国太平（包括太平养老）这六家上市险企净利润分别增加51.86亿元、108.73亿元、17.85亿元、43.55亿元、35.87亿元和16.51亿港元，净利润增长43.6%、15.3%、22.5%、24.4%、21.1%和23.7%，ROE变动1.6pct、4.1pct、2.7pct、5.6pct、1.9pct和4.0pct。此次减税政策使中国平安的净利润额增长最大，而中国人寿的净利润增长幅度位于上市险企首位。

	中国人寿	中国平安	新华保险	中国太保	中国人保	中国太平
保险业务收入	535,826	719,885	122,286	320,222	497,297	188,762
退保金	-116,229	-21,539	-33,039	-12,641	-67,859	-66,291
手续费及佣金	62,705	133,275	16,708	56,271	82,687	24,528
2018年净利润	11,936	71,031	7,923	17,851	17,016	7,037
2018年净资产	323,290	262,634	65,596	78,301	186,458	41,468
税后利润增加	5,186	10,873	1,785	4,355	3,587	1,651
净利润增幅	43.5%	15.3%	22.5%	24.4%	21.1%	23.5%
ROE变动	1.6pct	4.1pct	2.7pct	5.6pct	1.9pct	4.0pct



## 研究员承诺

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或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

## 长城证券投资评级说明

### 公司评级：

强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上；

推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间；

中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；

回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上。

### 行业评级：

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；

中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；

回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证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他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

# 长城研究·与您共成长

长城证券研究所

非银行金融研究团队