

保险行业

手续费及佣金支出抵扣将大幅增加保险公司盈利和价值创造能力

评级: 买入 (维持评级)

分析师: 陆韵婷

执业证书编号: S0740518090001

Email: luyt@r.qlzq.com.cn

分析师: 戴志锋

执业证书编号: S0740517030004

Email: daizf@r.qlzq.com.cn

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EVPS				PEV				评级
		201	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E	
中国平安	79.78	45.	54.84	67	78.79	1.77	1.45	1.19	1.01	买入
新华保险	54.8	49.	55.5	66.94	78.49	1.11	0.99	0.82	0.70	买入
中国太保	35.81	31.	37.09	43.77	51.31	1.13	0.97	0.82	0.70	买入
中国太平	20.5	34.	38.83	47.39	55.3	0.59	0.53	0.43	0.37	买入
中国人寿	26.95	25.	28.13	32.52	36.96	1.04	0.96	0.83	0.73	未评级

备注 中国太平为港币

基本状况

上市公司数	7
行业总市值(百万元)	2943195
行业流通市值(百万元)	992649

行业-市场走势对比



相关报告

《平安人均价值创造能力最强, 新华健康险产能跃居首位-回看2018年上市保险公司的个险发展》-2019.04.11

《负债端转型和执行初有成效, 制度性运营框架已建立-新华保险18年年报点评》-2019.03.21

《核心指标均略超预期, 回购方案落地带来股价支撑-平安18年年报点评》-2019.03.19

■ **保险公司税前抵扣政策正式公布, 抵扣上限大幅度上调。**5月29日上午10点, 财政部联合税务总局共同发布《关于保险企业手续费及佣金支出税前扣除政策的公告》, 在本次公告之前各大保险公司执行的寿险和财险的手续费率抵扣上限分别是10%和15%, 本次公告将抵扣限额统一提升至18%, 意味着公司税负成本下降, 盈利性大幅提高, 从而通过调整后净资产再传递至内含价值, 同时也有利于健康险等高首年佣金支出险种的顺利转型。

■ **税负成本大幅下降, 各公司理论净利润增厚程度在10%-46%。**

1) 2018年平安, 国寿, 太保和新华寿险的手续费率分别为18.6%, 15.1%, 17.0%和18.7%, 当抵扣税率从10%上升到18%时, 4家公司的净利润将分别增厚90.1, 52.8, 33.6和17.8亿元, 占各自18年净利润的15.4%, 46.4%, 23.7%和22.5%。

2) 人保, 平安和太保作为国内市场份额最大的三家财险公司, 其2018年手续费率分别高达19.0, 19.9%和19.9%, 当抵扣税率由15%提高到18%时, 可以分别增厚净利润29.2, 18.6和8.8亿元, 占各自18年净利润的18.8%, 15.2%和24.2%。

■ **税前抵扣调整政策对NBV影响有限, 但对EV有增厚效应**

1) 我们认为手续费和佣金抵扣新政策对NBV影响总体不大, 因为新业务价值的计算基于一系列假设, 比如部分产品的所得税率假设是25%, 而过去由于实际手续费和佣金支出波动较大, 寿险实际税率在20%至32%之间波动, 本次政策调整后, 实际税率将贴近假设税率;

2) 手续费和佣金抵扣新政策对EV有利。从寿险来看, 寿险的内含价值=调整后净资产+有效业务价值, 本次公告明确18年的净利润会回溯, 因此18年的净资产会有所增加从而传导到内含价值, 根据我们的测算, 平安, 国寿, 太保和新华会因该项规定一次性增厚EV 1.47%, 0.66%, 1.49%和1.03%, 平安集团和太保集团EV增厚1.08%和1.41%。

3) 若从未来EV增厚值贴现至当前时点来看, 效应会更加明显。以新华为例, 假设其未来10年由于手续费和佣金抵扣新政而增加的净利润复合增速为10%, 用11%进行贴现, 可以算得增厚EV 169.9亿元, 是18年末EV的9.8%, 同理可算得平安, 国寿和太保对应的值是10.32%, 9.84%和12.01%。

■ **投资建议:** 当前利率环境对保险公司尚属有利。一方面国内面临结构性通胀压力, 另一方面社融增速上升后一般至少持续3季度, 当前还未到货币政策再次变动的时候, 因此我们判断短时间内长债利率将基本保持稳定。平安等公司当前已经通过长期股权投资等方式来缩短资产负债久期缺口; 当前平安, 太保, 新华和国寿对应2019年的A股PEV分别为1.19, 0.81, 0.82和0.82倍, 太平港股PEV为0.43。我们当前推荐健康险战略逐步展现成果的新华保险, 寿险高层基本调整到位, 预期全年业绩前低后高的太保, 盈利来源多样化的平安和代理人发展积极的太平;

■ **风险提示事件:** 新单增速不及预期, 代理人监管收紧, 长期无风险收益率大幅度下降, 以及权益市场大跌

## 保险公司税前抵扣政策正式公布，抵扣上限大幅度上调

5月29日上午10点，财政部联合税务总局共同发布《关于保险企业手续费及佣金支出税前扣除政策的公告》，主要内容是：

1. 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；
2. 手续费和佣金支出超过18%部分，允许结转以后年度扣除（主要是存在保费和佣金支出时间上不在同一年的现象）。
3. 保险企业2018年度汇算清缴按照本公告规定执行，即18年将进行回溯；

在本次公告之前各大保险公司执行的寿险和财险的手续费率抵扣上限分别是10%和15%，本次公告将抵扣限额统一提升至18%，意味着公司税负成本下降，盈利性大幅提高，从而通过净资产增加传递至内含价值，同时也有利于健康险等高首年佣金支出险种的顺利转型。

## 税负成本大幅下降，各公司理论净利润增厚程度在10%-46%

我们用一个简化模型来说明抵税上限提升对利润的影响。假设某寿险公司扣除退保金之后的保费收入为1000亿元，其手续费和佣金支出为150元，比率达到15%，超过原本的抵税上限10%，那么其超过的部分需要缴纳 $1000 * (15\% - 10\%) * 25\% = 12.5$ 亿税费，而现在抵扣上限提高到了18%，由于15%小于18%，因此该公司不需要缴纳这笔税费，净利润相应提高12.5亿元；

2018年平安、国寿、太保和新华寿险的手续费率分别为18.6%、15.1%、17.0%和18.7%，当抵扣税率从10%上升到18%时，4家公司的净利润将分别增厚90.1、52.8、33.6和17.8亿元，占各自18年净利润的15.4%、46.4%、23.7%和22.5%。

人保、平安和太保作为国内市场份额最大的三家财险公司，其2018年手续费率分别高达19.0、19.9%和19.9%，当抵扣税率由15%提高到18%时，可以分别增厚净利润29.2、18.6和8.8亿元，占各自18年净利润的18.8%、15.2%和24.2%。

图表1：寿险公司18年利润表受税额政策影响测算：百万元，%

寿险：百万元	保费收入扣除退保金	手续费和佣金支出	实际佣金支出率	增厚的利润	对18年净利润的增厚比例
平安	450820	83949	18.62%	9016	15.35%
国寿	415794	62705	15.08%	5281	46.35%
太保	192517	32683	16.98%	3358	23.65%
新华	89247	16708	18.72%	1785	22.53%

来源：公司年报，中泰证券研究所

图表2：财险公司18年利润表受税额政策影响测算：百万元，%

财险：百万元	保费收入 扣除退保金	手续费和 佣金支出	实际佣金支出率	增厚的利润	对 18 年净利润 的增厚比例
平安	247526	49326	19.93%	1856	15.20%
太保	117808	23,408	19.87%	884	24.19%
人保	388769	74036	19.04%	2916	18.83%

来源：公司年报，中泰证券研究所

## 税前抵扣调整政策对 NBV 影响有限，但对 EV 有增厚效应

我们认为手续费和佣金抵扣新政策对 Nbv 影响总体不大，因为新业务价值的计算是基于一系列假设的，比如部分产品的所得税率假设是 25%，而过去由于实际手续费和佣金支出波动较大，寿险实际税率在 20%至 32%之间波动，本次政策调整后，实际税率将会贴近假设税率；

手续费和佣金抵扣新政策对 ev 有利好。从寿险来看，寿险的内含价值=调整后净资产+有效业务价值，本次公告明确 18 年的净利润会回溯，因此 18 年的净资产会有所增加从而传导到内含价值，根据我们的测算，平安寿，国寿，太保和新华会因该项规定一次性增厚 ev 1.47%,0.66%,1.49%和 1.03%，平安集团和太保集团 ev 增厚 1.08%和 1.41%。

若从未来 ev 增厚值贴现至当前时点来看，效应会更加明显。以新华为例，假设其未来 10 年由于手续费和佣金抵扣新政而增加的净利润复合增速为 10%，用 11%进行贴现，可以算得增厚 ev169.9 亿元，是 18 年末 ev 的 9.8%，同理可算得平安，国寿和太保对应的值是 10.32%，9.84%和 12.01%

图表 3：抵扣新规对 18 年末内含价值的增厚效应测算：百万元，%

	18 年净资产的增加规模	18 年年末 ev	对 18 年当期 ev 的增厚效应
平安	10873	1002456	1.08%
国寿	5281	795052	0.66%
太保	4241	336141	1.26%
新华	1785	173151	1.03%

来源：公司年报，中泰证券研究所

## 投资建议：

- 当前各家保险公司负债端增速有一定分化。其中平安今年取消了已经持续 15 年的开门红，对全年的业务节奏有一定影响，2 季度 nbv 增速较一季度放缓，太保寿险人事变动 1 季度末尘埃落定，传导到业务端还需要时间。国寿和新华表现较好，预期半年度 Nbv 增速在 2 位数，其中新华 5,6 月份的重心在于增员，增员质量和数量将决定全年的负债端走势；
- 当前利率环境对保险公司尚属有利。一方面国内面临结构性通胀压力，另一方

面社融增速上升后一般至少持续 3 季度,当前还未到货币政策再次变动的时候,因此我们判断短时间内长债利率将基本保持稳定。平安等公司当前已经通过长期股权投资等方式来缩短资产负债久期缺口;

3. 当前平安,太保,新华和国寿对应 2019 年的 A 股 pev 分别为 1.19,0.81,0.82 和 0.82 倍,太平港股 pev 为 0.43。我们当前推荐健康险战略逐步展现成果的新华保险,寿险高层基本调整到位,预期全年业绩前低后高的中国太保,价值来源多样化的中国平安,和代理人发展积极的中国太平。

### 风险提示:

新单增速不及预期,代理人监管趋严,长期无风险收益率大幅度下降,以及权益市场大跌。



**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。