

行业研究/动态点评

2019年05月29日

行业评级:

非银行金融 增持(维持)
保险 II 增持(维持)

沈娟 执业证书编号: S0570514040002
研究员 0755-23952763
shenjuan@htsc.com

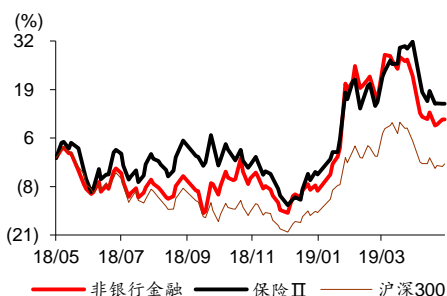
陶圣禹 执业证书编号: S0570518050002
研究员 021-28972217
taoshengyu@htsc.com

刘雪菲 执业证书编号: S0570517110003
研究员 0755-82713386
liuxuefei@htsc.com

相关研究

- 1《银行/非银行金融: 行业周报(第二十一周)》2019.05
- 2《银行/非银行金融: 行业周报(第二十周)》2019.05
- 3《非银行金融: 产品转型提价值, 需求挖掘拓空间》2019.05

一年内行业走势图



资料来源: Wind

税负压力渐缓释, 轻装上阵促前行

险企手续费及佣金支出税前扣除新规点评

政策落地进度超预期, 行业轻装上阵重回稳健增长轨道

财政部、税务总局于5月29日发布72号文, 市场持续关注的手续费税前扣除比例调整终于落地, 新规明确对保险企业手续费及佣金支出不超过当年全部保费扣除退保金等后余额的18%(含)部分予以税前扣除, 超出部分允许结转以后年度扣除。公告自2019年1月1日起执行, 保险企业2018年度汇算清缴按照公告规定执行。我们认为新规大幅缓解行业目前存在的高税负压力, 行业有望重回稳健增长通道。叠加当前时点估值优势突出, 重申板块推荐, 个股推荐新华保险、中国太保和中国人寿。

手续费税前扣除比例大幅上升, 可结转赋予一定自主权

此前行业遵照2009年29号文的相关规定, 对于手续费及佣金支出税前扣除比例, 财险企业设定为15%(含), 人身险企业为10%(含), 旧规定已执行10年时间, 随着行业的发展与市场的不断成熟, 手续费占比呈不断提升态势, 对整体税负产生较大压力。此次大幅提高比例, 对于税负缓释起到重要作用, 此外小幅超过限额部分可结转至以后年度, 赋予险企一定自主权, 对当期利润影响有限, 有利于业绩的稳步增长。

人身险公司基本可实现税前抵扣, 对2018业绩增厚有望达到15%-25%

就人身险公司来看, 手续费税前扣除比例大致维持在18%中枢, 调整后基本实现全部税前扣除。中国人寿、太保寿险手续费占比均小于18%, 税前充分扣除后可有效推动2018年净利润增厚44%和25%, 其中中国人寿由于投资拖累导致的低基数效应推动业绩增厚程度优于同业。在不考虑结转的情况下, 新华保险与平安寿险有望推动2018年净利润增厚23%和15%。保障险产品佣金率相应较高, 在行业回归保障的大环境下, 此次新规有利于促进队伍稳定, 推动代理人质态稳健提升。

财产险公司显著受益, 中期来看税负大幅缓释

就财产险公司来看, 由于2018年三季度开始推进报行合一和行业自律, 手续费一次性计提大幅增加, 导致应纳税所得额迅速增长, 全年有效税率显著上行, 人保财险、平安财险和太保财险有效税率分别同比提升6pct、8pct和9pct至33%、37%和46%, 拖累业绩增长, 净利润增速均有所下滑。若实行新的手续费税前扣除比例, 业绩表现能得到较大改善, 其中人保财险、平安财险净利润增厚分别达18%和15%, 太保财险业绩可实现25%的静态提升。此外, 2018年汇算清缴若执行完成, 去年所得税将相应调整, 2019年中期业绩有望超预期。

甄选个股, 精选行业龙头标的

当前时点负债端结构持续优化, 保障需求广阔, 政策催化利于险企轻装上阵; 长端利率窄幅震荡, 投资回报正效应有望逐步显现。估值优势突出, 精选行业龙头标的, 个股推荐新华保险、中国太保和中国人寿。

风险提示: 保障险业务推进力度不及预期, 利率下行带来潜在的利差损风险, 权益市场波动导致投资收益增长的不确定性。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价(元)	投资评级	EPS(元)				P/E(倍)			
				2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
601336	新华保险	54.80	买入	2.54	3.77	4.70	5.34	21.58	14.54	11.66	10.26
601601	中国太保	33.41	买入	1.99	2.56	3.16	3.92	16.80	13.06	10.56	8.52
601628	中国人寿	26.95	买入	0.40	0.67	0.97	1.32	66.85	40.22	27.78	20.42

资料来源: 华泰证券研究所

图表1：2018年上市险企业绩回溯测算

(百万元)	手续费占比	有效税率	旧规下净利润	税负减轻	新规下净利润	利润增厚
中国人寿	14.9%	14.3%	11,936	5,186	17,122	43.5%
新华保险	18.7%	24.6%	7,923	1,785	9,708	22.5%
中国平安	18.7%	26.2%	120,452	10,873	131,325	9.0%
平安寿险	18.7%	27.7%	58,757	9,016	67,773	15.3%
平安财险	19.9%	37.1%	12,274	1,856	14,130	15.1%
中国太保	18.2%	34.2%	18,434	4,355	22,789	23.6%
太保寿险	17.3%	30.5%	13,992	3,471	17,463	24.8%
太保财险	19.9%	46.3%	3,484	884	4,368	25.4%
人保财险	19.0%	32.8%	16,300	2,916	19,216	17.9%

注：为保持口径一致，测算过程不考虑超出结转，返还所得税均以25%税率测算，测算结果可能与实际存在误差。

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com