



## 强于大市

# 险企手续费及佣金支出税前扣除新规点评

## 降税释放利润，推动转型保障

- **保险行业扣税比例上调，显著提升净利润：**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》。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（此前寿险10%；财险15%），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。此项政策响应国家减税降费政策，有利于保险行业进一步向保障型保险产品 & 期交缴费结构转型。
- **寿险：扣税比例上调幅度更大，缓解保障型产品占比持续提升的佣金压力：**寿险行业产品结构不断调整，保障型产品占比持续提升。保障型产品普遍佣金较高，随着保障型产品占比提升，佣金费用提升加重了寿险公司税务负担。未来保险行业转型保障性产品的趋势仍在继续，扣税比例上调，有助于减轻缴税负担。根据测算，平安寿险、中国人寿、太保寿险及新华保险2018年手续费及佣金支出/（保费收入-退保金）比例分别为18.6%、14.3%、17.6%及18.7%；扣税比例调整对于2018年净利润同比增幅分别为15.3%、43.5%、25.8%及22.5%。由于寿险公司投资影响净利润波动较大，因此我们参照过去三年公司平均净利润同比增幅分别为：20.0%、27.3%、29.5%及26.1%。
- **财险：对2018年缴税影响较大，未来随着费用率逐渐下降影响收窄：**2018年财险行业竞争加剧，费用率居高导致整体盈利承压。平安财险、太保财险以及中国人保2018年手续费及佣金支出/（保费收入-退保金）比例分别为19.9%、23.5%及19.0%；扣税比例调整对于2018年净利润同比增幅分别为40.3%、66.3%及44.2%。2019年以来随着监管“报行合一”的影响，财险费用率持续下降，并且由于财险抵扣税比例提升幅度小于寿险，预计2019年缴税影响较18年收窄，受益程度小于寿险。

### 投资建议

- 税收政策利好险企净利润释放，寿险扣税比例改善幅度高于财险比例，并且长期来看保障型产品占比持续提升，新政减轻佣金增加的压力，受益程度高于财险。目前2019年行业PEV为0.97倍，行业估值仍然具有吸引力。重点推荐2019年新单保费及新业务价值增速表现良好，且保障型产品占比较高的新华保险。

### 风险提示

- 保障型保险产品保费增速不及预期；市场波动对行业业绩、估值的双重影响；利率下行带来的险企投资不确定性。

### 相关研究报告

《4月上市险企保费数据点评》 20190515  
《保险行业3月点评》 20190513  
《保险行业2019年一季报综述》 20190507

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

非银金融：保险

王维逸

021-20328592

weiyi.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518050001

图表 1. 《关于保险企业手续费及佣金支出税前扣除政策的公告》新旧政策对比

	旧办法	新方法
扣除比例	1) 财产保险企业应当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; 2) 人身保险企业按当年保费收入扣除退保金等余额的 10% 计算限额。	当年全部保费收入扣除退保金后余额的 18% (含本数) 的部分, 在计算应纳税所得额准予扣除
超出部分处理	超出部分不得扣除	超出部分, 允许结转以后年度扣除
税务上报	企业应当如实向当地主管税务机关提供当手续费及佣金计算分配表和其他相关资料, 并依法取得合法真实凭证。	废除

资料来源: 财政部, 中银国际证券

图表 2. 上市险企 2014-2019 年手续费及佣金占比影响

公司	(单位: 亿元)	2014	2015	2016	2017	2018
平安寿险	所得税率(%)	18.6	43.3	26.6	28.7	27.7
	手续费及佣金支出/(保费收入-退保金) (%)	15.6	20.1	20.4	21.1	18.6
	保险业务收入-退保金	1458.0	1730.9	2752.1	3681.2	4508.2
	扣税比例提升-节约税金	20.5	34.6	55.0	73.6	90.2
	扣税比例提升-节约税金/净利润(%)	16.8	22.1	24.4	20.4	15.3
中国人寿	所得税率(%)	19.5	23.4	17.9	21.4	14.3
	手续费及佣金支出/(保费收入-退保金) (%)	11.6	13.8	14.6	15.5	14.9
	保险业务收入-退保金	2333.3	2573.0	3565.8	4173.4	4196.0
	扣税比例提升-节约税金	9.5	24.6	40.9	57.6	51.9
	扣税比例提升-节约税金/净利润(%)	2.9	7.0	20.9	17.6	43.5
太保寿险	所得税率(%)	2.9	4.1	7.0	25.9	29.9
	手续费及佣金支出/(保费收入-退保金) (%)	15.3	17.9	18.4	18.5	17.6
	保险业务收入-退保金	696.6	833.7	1238.2	1654.6	1897.8
	扣税比例提升-节约税金	9.2	16.4	24.8	33.1	35.9
	扣税比例提升-节约税金/净利润(%)	10.0	15.5	30.8	32.0	25.8
新华保险	所得税率(%)	17.7	27.0	23.7	26.5	24.6
	手续费及佣金支出/(保费收入-退保金) (%)	12.5	18.5	19.7	21.1	18.7
	保险业务收入-退保金	608.4	575.2	687.8	753.9	892.5
	扣税比例提升-节约税金	3.8	11.5	13.8	15.1	17.8
	扣税比例提升-节约税金/净利润(%)	6.0	13.4	27.8	28.0	22.5
平安财险	所得税率(%)	26.5	21.5	17.1	29.2	37.1
	手续费及佣金支出/(保费收入-退保金) (%)	10.8	12.0	14.3	18.0	19.9
	保险业务收入-退保金	1,431.5	1,639.6	1,782.9	2,160.9	2,475.3
	扣税比例提升-节约税金	282.8	824.4	1,911.2	4,321.8	4,950.5
	扣税比例提升-节约税金/净利润(%)	3.2	6.6	15.5	32.3	40.3
太保财险	所得税率(%)	0.2	1.2	1.2	37.1	45.6
	手续费及佣金支出/(保费收入-退保金) (%)	13.1	13.6	16.8	21.2	23.5
	保险业务收入-退保金	930.3	946.2	965.0	1057.4	1190.5
	扣税比例提升-节约税金	7.3	8.5	16.3	21.1	23.8
	扣税比例提升-节约税金/净利润(%)	70.2	16.0	35.2	55.0	66.3
中国人保	所得税率(%)	19.8	18.4	18.3	24.5	30.0
	手续费及佣金支出/(保费收入-退保金) (%)	9.0	10.7	14.3	16.8	19.0
	保险业务收入-退保金	2944.9	3363.1	3758.9	4043.3	4307.5
	扣税比例提升-节约税金	0.0	583.0	4018.8	6915.3	8615.0
	扣税比例提升-节约税金/净利润(%)	0.0	0.8	9.3	12.2	22.7

资料来源: 万得, 中银国际证券



图表 3. 上市险企估值表

代码	公司	股价(元)		2017	2018	2019E	2020E	2021E	评级
601628.SH	中国人寿	26.95	EVPS	23.07	25.97	29.09	32.87	37.48	增持
			P/EV	1.17	1.04	0.93	0.82	0.72	
			NBVPS	1.74	2.13	1.80	1.49	1.19	
			NBVX	15.45	12.67	15.00	18.07	22.58	
601318.SH	中国平安	79.78	EVPS	43.02	54.84	63.57	75.05	91.13	买入
			P/EV	1.85	1.45	1.25	1.06	0.88	
			NBVPS	3.68	3.95	4.43	5.04	5.81	
			NBVX	21.65	20.17	18.00	15.82	13.73	
601601.SH	中国太保	35.81	EVPS	31.58	37.09	42.67	49.21	57.43	增持
			P/EV	1.13	0.97	0.84	0.73	0.62	
			NBVPS	2.95	2.99	3.04	3.13	3.24	
			NBVX	12.14	11.97	11.78	11.42	11.07	
601336.SH	新华保险	54.8	EVPS	49.20	55.51	63.03	71.33	81.82	增持
			P/EV	1.11	0.99	0.87	0.77	0.67	
			NBVPS	3.87	3.91	3.97	4.09	4.30	
			NBVX	14.17	14.00	13.81	13.40	12.74	
<b>行业平均 PEV</b>				<b>1.11</b>	<b>0.97</b>	<b>0.84</b>	<b>0.72</b>		

资料来源: 万得, 中银国际证券

\*以 2019 年 5 月 29 日收市价为标准



## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。



## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构：

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话：  
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065  
新加坡客户请拨打：800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371