

非银行金融

**手续费税前列支比例提升点评**
**超配**

(维持评级)

2019年05月29日

## 寿险、财险龙头利润增厚效应显著

证券分析师: 王剑	021-60875165	wangjian@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码: S0980518070002
证券分析师: 李锦儿	021--60933164	lijiner@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码: S0980518070003

### 事项: 财政部等发布《关于保险企业手续费及佣金支出税前扣除政策的公告》

5月29日, 财政部、税务总局发布《关于保险企业手续费及佣金支出税前扣除政策的公告》, 大幅提升保险企业所得税税前扣除比例。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。2019年1月1日起执行。

#### ■ 寿险、财险税前列支比例分别提升8、3个百分点

根据此前的规定, 财险、寿险行业手续费及佣金支出的税前扣除标准分别是15%、10%, 且不可递延; 新政将财险、寿险的手续费抵扣比例上限分别从15%、10%提升至18%, 且超过部分允许结转以后年度扣除。

#### ■ 寿险: 大部分手续费可以抵扣, 利润显著受益

2018年, 平安寿险、太保寿险、新华保险、中国人寿手续费及佣金占扣除退保金的保费收入比例分别为18.6%、17.3%、18.7%、14.9%, 由于变动前抵扣比例为10%, 变动后抵扣比例为18%, 意味着大部分手续费及佣金支出基本可以税前抵扣, 利润将显著增厚。静态测算2018年变动后利润增厚程度, 平安寿险、太保寿险、新华、国寿分别为15.6%、24.8%、22.5%、45.5%。此外, 税收政策能带来新业务价值率、内含价值提升。

#### ■ 产险: 经营改善, 利润增厚

2018年财产险行业手续费竞争激烈, 手续费提升导致所得税率增加、利润增速放缓。2018年, 平安财险、太保财险、人保财险手续费及佣金占扣除退保金的保费收入比例分别为19.9%、19.6%、34.6%。静态测算2018年变动后利润增厚程度, 平安财险、太保财险、人保财险分别为15.2%、25.6%、17.9%。2019年, 随着手续费率下滑、手续费税前列支比例提升, 预计利润改善明显。

#### ■ 投资建议: 板块配置价值显现

降税政策实质性利好保险企业。健康险占比提升带来手续费率提升, 此次新政大幅松绑手续费, 将加速行业向保障型产品转型; 产险手续费率下滑以及抵扣比例提升, 将带动行业利润提升。静态测算抵扣比例变动后2018年中国平安、中国太保、新华保险、中国人寿利润将增厚10%、29%、23%、46%, 预计2019年利润将显著受益。目前板块PEV估值在0.8-1.3倍之间, 处于历史低位, 板块配置价值显现, 维持行业“超配”评级。

#### ■ 风险提示

(1) 中短期内, 中国经济并未触底, 未找到其中速增长平台; (2) 短期内, 在贸易战的背景下, 国内财政政策以及货币政策刺激不利, 并未有效提振消费, 新增保单同比增长羸弱; (3) 回归保障下, 金融市场在资产提供方面发展缓慢, 致使各大寿险公司在资产和负债的久期匹配方面, 难以有所作为, 整体面临的利率风险逐步上升; (4) 美国经济增长超预期修复, 驱动美联储再度激进加息, 打压全球投资者的投资风险偏好, 金融市场再度债强股弱。

### 重点公司投资评级及业绩预测

公司 名称	收盘 价格(元)	每股 EV			P/EV (集团, 倍)			投资 评级
		18A	19E	20E	18A	19E	20E	
新华保险	54.80	55.48	63.15	71.50	0.99	0.87	0.77	买入
中国平安	79.78	54.84	64.16	75.03	1.45	1.24	1.06	买入
中国太保	35.81	37.09	42.69	49.00	0.97	0.84	0.73	买入
中国人寿	26.95	28.13	32.35	37.20	0.96	0.83	0.72	买入

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测 (股价日期: 5月29日)

表 1: 税前列支比例变动对 2018 年净利润影响测算 (单位:百万元)

	手续费及佣金支出	保费收入-退保金	手续费占比	原抵扣额度	变动后抵扣额度	变动后贡献利润	2018 年净利润	影响比例
平安寿险	83,949	450,820	18.6%	45,082	81,148	9,016	57,914	15.6%
太保寿险	32,863	189,782	17.3%	18,978	32,863	3,471	13,992	24.8%
新华保险	16,708	89,247	18.7%	8,925	16,064	1,785	7,922	22.5%
中国人寿	62,705	419,597	14.9%	41,960	62,705	5,186	11,395	45.5%
平安财险	49,326	247,526	19.9%	37,129	44,555	1,856	12,215	15.2%
太保财险	23,365	119,053	19.6%	17,858	21,430	893	3,484	25.6%
人保财险	134,499	388,769	34.6%	58,315	69,978	2,916	16,298	17.9%

资料来源:上市公司 2018 年年报, 国信证券经济研究所整理

## 相关研究报告:

- 《行业重大事件快评：保险行业业绩回顾与展望：疾风知劲草》 ——2019-05-22  
 《券商估值体系探讨：估值定锚》 ——2019-05-12  
 《寿险行业系列深度一：黄金有价》 ——2019-04-12  
 《保险行业 4 月投资策略：从行业并进到个股分化》 ——2019-04-11  
 《保险行业 3 月投资策略：理性风险偏好下的首推标的》 ——2019-03-11

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032