

保险行业重大事项点评

手续费及佣金支出抵扣比例提升，大幅增厚保险公司税后利润

推荐（维持）

事项:

- 财政部发布公告称：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年度汇算清缴按照公告规定执行。

评论:

- 财产业务抵扣比例提升3个百分点，盈利压力大幅缓解。**近两年财产险行业盈利整体承压，主要原因为费用竞争激烈以及其导致的所得税费用攀升。2018年平安产险、太保产险、人保财险手续费及佣金抵扣比例（简单计算）分别为19.9%、19.7%、20.2%，均超过抵扣上限。如果按照最新政策对上年度抵扣比例进行调整，经测算，2018年平安产险、太保产险、人保财险税后利润分别将增加：（18.56亿元，增幅14.05%）；（8.9亿元，增幅24.9%）（29.2亿元，增幅17.9%）。**从过去两年来看，调整税收政策后，税后利润平均增幅分别为：10.4%（人保财）、15.2%（太保财）、13.1%（平安财）。**新政的实施将大幅缓解当前产险行业盈利困境，行业或将进入盈利拐点。
- 人身险业务抵扣比例提升8个百分点，利润大幅增厚。**2018年平安、太保的寿险子公司以及国寿和新华手续费及佣金比例分别为：18.9%、17.7%、14.9%、18.7%，远超10%的抵扣上限。经测算，抵扣比例调整后增厚利润：平安寿（85亿元、增幅11.6%）；太保寿（36亿元、25.6%）；中国人寿（51亿元、43.1%）；新华保险（18亿元、22.5%）。**从过去三年来看，税后利润平均增幅分别为：25.4%（新华）、29.3%（太保寿）、17.6%（平安寿）、21.1%（国寿）。**从上市主体层面（包含产寿险影响）测算，2018年平安归母净利润增幅为9.6%，太保为24.8%。
- 对EV、VIF、NBV的影响？**2018年保险公司的汇算清缴将按新政策执行，对于保险公司而言，2018年预缴的所得税和汇算清缴时计算的所得税存在差异，保险公司可以获得退税（2018年多缴的所得税），从而增厚存量净资产。对于存量EV的影响也主要体现在对净资产的影响上，净资产是EV的组成部分，EV增加额将和净资产增额同步（不考虑分红）。我们认为该政策调整对存量VIF和NBV影响较小，一般来说长期保险首年手续费占据大头，而续期手续费率较小，续期手续费在政策调整前大概率是可以抵扣掉的，所以对于存量业务未来的现金流不会有大的影响，从而存量VIF和NBV不会有大的变化，所以政策调整对存量EV的影响主要体现在调整后净资产上。经测算，政策调整对当前EV的影响为：1.03%（平安）、1.33%（太保）、0.65%（国寿）、1.03%（新华）、1.91%（人保，净资产）。调整后EV和净资产对应的静态PEV和PB分别为：1.4（平安）、0.95（太保）、0.95（国寿）、0.98（新华）、2.59（人保、PB）。
- 风险提示：**长端利率下行、经济环境恶化、新单增长不及预期、权益市场下行

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价(元)	EPS(元)			PE(倍)			PB	评级
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E		
中国平安	79.78	8.96	12.65	14.87	8.9	6.31	5.37	2.62	强推
新华保险	54.8	4.87	7.76	11.21	11.25	7.06	4.89	2.61	强推
中国太保	35.81	3.33	4.49	5.41	10.75	7.98	6.62	2.17	推荐
中国人寿	26.95	0.8	1.46	2.06	33.69	18.46	13.08	2.39	推荐
中国人保	9.1	0.42	0.56	0.83	21.67	16.25	10.96	2.64	中性

资料来源: Wind, 华创证券预测

注: 股价为2019年05月29日收盘价

华创证券研究所

证券分析师: 洪锦屏

电话: 0755-82755952

邮箱: hongjinping@hcyjs.com

执业编号: S0360516110002

联系人: 张经纬

电话: 0755-82756802

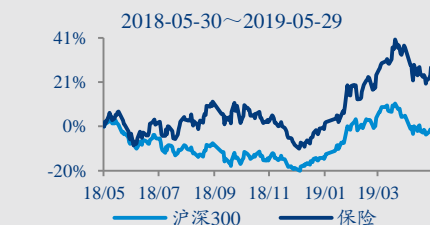
邮箱: zhangjingwei@hcyjs.com

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	7	0.19
总市值(亿元)	31,623.51	5.39
流通市值(亿元)	18,183.55	4.23

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	-4.31	23.49	41.68
相对表现	1.49	8.24	46.1



相关研究报告

《上市险企12月保费收入数据点评: 行业估值处于历史低位, 新华保险全年NBV增速预期或转正》

2019-01-15

《保险行业跟踪报告: 增速回暖, 利率还寒, 最难将息》

2019-01-25

《保险行业跟踪报告: 牛市如何配保险?》

2019-02-26

图表 1 上市险企抵扣政策变化影响测算表 (2018)

2018年(单位:亿元)	平安	太保	国寿	新华	人保
寿险业务(寿险子公司合并报表数据)	601318	601601	601628	601336	601319
(1) 保费收入	4469	1979	5358	1223	
(2) 退保金	-215	-126	-1162	-330	
(3) 手续费及佣金支出	-804	-329	-627	-167	
(4) 净利润	733	139	119	79	
(5) 手续费比例=(3)/[(1)+(2)]	-18.9%	-17.7%	-14.9%	-18.7%	
(6) 可抵扣比例增加	8.0%	7.7%	4.9%	8.0%	
(7) 应纳税所得额可抵扣额度增加=(6)*[(1)+(2)]	340	143	206	71	
(8) 税后利润增加=(7)*0.25	85	36	51	18	
(9) 税后利润增幅=(8)/(4)	11.6%	25.6%	43.1%	22.5%	
产险业务(产险子公司合并报表数据)					
(1) 保费收入	2475	1191			3888
(2) 手续费及佣金支出	-493	-235			-740
(3) 净利润	132	36			163
(4) 手续费率比例=(3)/(1)	-19.9%	-19.7%			-19.0%
(5) 可抵扣比例增加	3.0%	3.0%			3.0%
(6) 应纳税所得额可抵扣额度增加=3%*(1)	74.26	35.72			116.63
(7) 税后利润增加=(6)*0.25	18.56	8.93			29.16
(8) 税后利润增幅=(7)/(3)	14%	25%			18%
产+寿税后利润增加	103.63	44.59	51.40	17.85	29.16
集团归母净利润增幅	10%	25%	45%	23%	22%
调整后EV/净资产(人保)	10128	3406	8001	1749	1554
EV增幅/净资产增幅(增加净利润/EV, 简单计算不考虑分红)	1.03%	1.33%	0.65%	1.03%	1.91%
静态PEV/PB(人保)	1.44	0.95	0.95	0.98	2.59

资料来源: 公司财报、华创证券

图表 2 中国人寿抵扣政策变化影响测算表

中国人寿(单位:亿元)	2019Q1	2018	2017	2016
寿险业务				
(1) 保费收入	2723.5	5358.3	5119.7	4305.0
(2) 退保金	-150.2	-1162.3	-946.3	-739.2
(3) 手续费及佣金支出	258.1	-627.1	-647.9	-520.2
(4) 净利润	262.0	119.4	327.5	195.9
(5) 手续费比例=(3)/[(1)+(2)]	10.0%	-14.9%	-15.5%	-14.6%
(6) 可抵扣比例增加	0.0%	4.9%	5.5%	4.6%
(7) 应纳税所得额可抵扣额度增加=(6)*[(1)+(2)]	0	206	230	164
(8) 税后利润增加=(7)*0.25	0	51	57	41
(9) 税后利润增幅=(8)/(4)	0.0%	43.1%	17.5%	20.9%
归母净利润增幅	0%	45.1%	17.8%	21.4%
EV增幅(增加净利润/EV, 简单计算不考虑分红)	/	0.6%	0.8%	0.6%

资料来源: 公司财报、华创证券

图表 3 中国平安抵扣政策变化影响测算表

中国平安 (单位: 亿元)	2018	2017	2016
寿险业务 (寿险子公司合并报表数据)			
(1) 保费收入	4469	3689	2752
(2) 退保金	-215	-205	-160
(3) 手续费及佣金支出	-804	-750	-542
(4) 净利润	733	347	244
(5) 手续费比例 = (3) / [(1) + (2)]	-18.9%	-21.5%	-20.9%
(6) 可抵扣比例增加	8.0%	8.0%	8.0%
(7) 应纳税所得额可抵扣额度增加 = (6) * [(1) + (2)]	340	279	207
(8) 税后利润增加 = (7) * 0.25	85	70	52
(9) 税后利润增幅 = (8) / (4)	11.6%	20.1%	21.2%
产险业务 (产险子公司合并报表数据)			
(1) 保费收入	2475	2161	1780
(2) 手续费及佣金支出	-493	-389	-254
(3) 净利润	132	134	127
(4) 手续费率比例 = (2) / (1)	-19.9%	-18.0%	-14.3%
(5) 可抵扣比例增加	3.0%	3.0%	0.0%
(6) 应纳税所得额可抵扣额度增加 = 3% * (1)	74	65	0
(7) 税后利润增加 = (6) * 0.25	19	16	0
(8) 税后利润增幅 = (7) / (3)	14.1%	12.1%	0.0%
集团归母净利润增幅	10%	9.6%	8.3%
EV增幅 (增加净利润/EV, 简单计算不考虑分红)	1.03%	1.04%	0.81%

资料来源: 公司财报、华创证券

图表 4 中国太保抵扣政策影响测算表

中国太保 (单位: 亿元)	2018	2017	2016
寿险业务 (寿险子公司合并报表数据)			
(1) 保费收入	1979	1723	1374
(2) 退保金	-126	-102	-135
(3) 手续费及佣金支出	-329	-302	-224
(4) 净利润	139	103	80
(5) 手续费比例 = (3) / [(1) + (2)]	-17.7%	-18.6%	-18.1%
(6) 可抵扣比例增加	7.7%	8.0%	8.0%
(7) 应纳税所得额可抵扣额度增加 = (6) * [(1) + (2)]	143	130	99
(8) 税后利润增加 = (7) * 0.25	36	32	25
(9) 税后利润增幅 = (8) / (4)	25.6%	31.4%	30.8%
产险业务 (产险子公司合并报表数据)			
(1) 保费收入	1191	1057	965
(2) 手续费及佣金支出	-235	-191	-141
(3) 净利润	36	38	46
(4) 手续费率比例 = (2) / (1)	-19.7%	-18.0%	-14.6%
(5) 可抵扣比例增加	3.0%	3.0%	0.0%
(6) 应纳税所得额可抵扣额度增加 = 3% * (1)	36	32	0
(7) 税后利润增加 = (6) * 0.25	9	8	0
(8) 税后利润增幅 = (7) / (3)	24.9%	20.6%	0.0%
产+寿税后利润增加	45	40	25
集团归母净利润	180	147	121
集团归母净利润增幅	25%	27.5%	20.5%
EV	3361	2862	2459
EV增幅 (增加净利润/EV, 简单计算不考虑分红)	1.3%	1.4%	1.0%

资料来源: 公司财报、华创证券

图表 5 新华保险抵扣政策变化影响测算表

新华保险 (单位: 亿元)	2019Q1	2018	2017	2016
寿险业务 (寿险子公司合并报表数据)				
(1) 保费收入	432	1223	1093	1126
(2) 退保金	-39	-330	-339	-438
(3) 手续费及佣金支出	-47	-167	-159	-135
(4) 净利润	34	79	54	49
(5) 手续费比例 = (3) / [(1) + (2)]	-12.0%	-18.7%	-21.1%	-19.7%
(6) 可抵扣比例增加	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
(7) 应纳税所得额可抵扣额度增加 = (6) * [(1) + (2)]	31	71	60	55
(8) 税后利润增加 = (7) * 0.25	8	18	15	14
(9) 税后利润增幅 = (8) / (4)	23.3%	22.5%	28.0%	27.8%
归母净利润增幅	23%	22.5%	28.0%	27.8%
EV增幅 (增加净利润/EV, 简单计算不考虑分红)		1.16%	1.16%	1.06%

资料来源: 公司财报、华创证券

图表 6 中国人保抵扣政策变化影响测算表

中国人保 (只考虑财产险业务影响)	2018	2017	2016
产险业务 (产险子公司合并报表数据)			
(1) 保费收入	3888	3503	3112
(2) 手续费及佣金支出	-740	597	466
(3) 净利润	163	197	181
(4) 手续费率比例 = (2) / (1)	-19.0%	17.0%	15.0%
(5) 可抵扣比例增加	3.0%	3.0%	0.0%
(6) 应纳税所得额可抵扣额度增加 = 3% * (1)	117	105	0
(7) 税后利润增加 = (6) * 0.25	29	26	0
(8) 税后利润增幅 = (7) / (3)	17.9%	13.3%	0
人保集团归母净利润	134	161	142.45
集团归母净利润增幅	21.8%	16.3%	0
归母净资产	1525	1369	1255.36
归母净资产增幅 (不考虑分红)	1.9%	1.9%	0

资料来源: 公司财报、华创证券

非银组团队介绍

组长、首席分析师：洪锦屏

华南理工大学管理学硕士。曾任职于招商证券。2016年加入华创证券研究所。2010年获得新财富非银行金融最佳分析师第二名（团队），2015年金牛奖非银金融第五名，2017年金牛奖非银金融第四名。

高级分析师：王舫朝

英国杜伦大学经济学硕士。曾任职于中信建投证券。2018年加入华创证券研究所。

分析师：徐康

英国纽卡斯尔大学经济学硕士。曾任职于平安银行。2016年加入华创证券研究所。2017年金牛奖非银金融第四名团队成员。

研究员：方嘉悦

香港中文大学经济学硕士。2017年加入华创证券研究所。2017年金牛奖非银金融第四名团队成员。

助理研究员：张径炜

西南财经大学硕士。2018年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	乌天宇	高级销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500