

减税降负促发展，板块有望长期受益

—非银行金融周报 20190603

非银行金融周报

2019年06月03日

报告摘要:

● 本周聚焦：对内降负促发展，长期利好非银板块

1) 险企迎来减税利好，负债端成本下降，资产负债管理有望长期受益。本周财政部对原 2009 年的规定进行了调整，提高了保险企业手续费及佣金支出的抵税额度。按 2018 年报，五家上市险企手续费及佣金支出/(保费收入-退保金)的比例均高于原规定 10%、15% 的抵扣比例。若按 18% 测算预计合计增厚五家净利润 280 亿元，占比总体净利润 16%，增厚幅度分别在 10%-40% 之间。

2) 本周中金所决定自下周起对股指期货实施跨品种单向大边保证金制度。新规落地后，股指期货的同品种和跨品种双向持仓均为单向大边保证金制度，和国债期货保持一致，有助于进一步降低股指期货跨品种双向交易成本。

● 本周市场：市场短期反弹，交易量处于低位

中国 5 月官方制造业 PMI 为 49.4，预期 49.9，前值 50.1。中国 5 月官方非制造业 PMI 为 54.3，前值 54.3，连续 5 个月站稳在 54 以上。5 月综合 PMI 产出指数为 53.3，比上月微落 0.1 个百分点。本周 A 股日均股票成交额 4373 亿元，市场日均换手率为 0.89%，两融余额至 9262 亿元，占流通 A 股市值的比例为 2.16%。

● 投资建议

保险：短期政策利好将提振板块行情，我们建议关注板块投资机会。基本面方面，投资端表现良好持续提振综合收益率水平，叠加近期估值持续调整，左侧布局的机会已经在前期显现。

保费端，保险公司寿险转型保障，重视发力健康险类产品，健康险类产品价值率高，险企 NBV 增速明显改善。预计减税降负有利于加大销售投入，个人渠道人力有望提升，标的推荐新华保险、中国平安。

券商： PB 估值处于 1.5X 较低水平，建议关注左侧布局机会。金融供给侧改革是行业长期发展的主线。投资交易收入弹性较大，在市场调整阶段，各家券商的自营风控能力将显现差异性。推荐综合实力领先的中信证券、招商证券和华泰证券。

● 风险提示

1、市场波动超预期；2、市场交易量不及预期。

盈利预测与财务指标

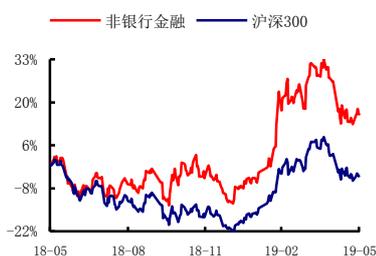
代码	重点公司	现价 5月31日	EPS			PB			评级
			18A	19E	20E	18A	19E	20E	
600030	中信证券	20.13	0.77	1.18	1.52	1.59	1.53	1.43	推荐
600999	招商证券	15.46	0.66	0.93	1.18	1.58	1.47	1.37	推荐
601688	华泰证券	18.63	0.61	0.96	1.15	1.49	1.42	1.34	推荐
601336	新华保险	51.60	2.54	3.50	4.26	2.46	2.41	2.24	推荐
601318	中国平安	79.00	6.02	6.74	7.91	2.59	2.20	1.83	推荐

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

维持评级

行业与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：杨柳

执业证号：S0100517050002

电话：010-85127730

邮箱：yangliu_yjs@mszq.com

研究助理：陈煜

执业证号：S0100117100051

电话：010-85127528

邮箱：chenyu_yjy@mszq.com

研究助理：牛竞崑

执业证号：S0100117100050

电话：186-1053-5758

邮箱：niujingkun@mszq.com

相关研究

1.【民生非银】提升抵税比例，增后险企净利润

2.行业周（月）报：以开放促发展，关注优质标的配置价值

目录

一、本周聚焦：减税降负促发展，利好非银板块.....	3
(一) 保险业迎来减税利好，险企负债端成本下降、会计利润增厚	3
(二) 股指期货再迎减负，跨品种实施单向大边保证金制度	3
二、本周市场：市场短期反弹，交易量仍处低位.....	4
(一) 市场数据.....	4
(二) 行业新闻.....	6
(三) 公司新闻.....	7
三、投资建议	7
四、风险提示	8
插图目录	9
表格目录	9

一、本周聚焦：减税降负促发展，利好非银板块

（一）保险业迎来减税利好，险企负债端成本下降、会计利润增厚

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18%）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。对比2009年的原规定，财险公司允许在应纳税所得额中扣除的手续费及佣金支出为保费收入扣除退保金的15%、寿险公司为10%，新规抵扣比例较分别提升了3、8个百分点。

1) 直接影响：将改善保险企业税负压力、利好会计利润表现

保险行业在产品转型阶段，销售竞争激烈、压力持续上升。寿险方面是销售人力的收入、留存等，制约着人力规模的提升；车险方面，行业整体手续费及佣金支出压力呈现上升趋势。根据2018年年报，上市险企手续费及佣金支出/(保费收入-退保金)的比例均明显超过原规定中15%、10%的限制，然而由于抵税比例较低，行业整体面临税负压力较大，影响险企净利润水平。发达市场经验来看，美国、英国、日本、新加坡、中国香港、中国台湾、韩国等国家和地区对于保险公司实际的佣金手续费均允许税前全额扣除。

按照2018年年报数据测算，人保、国寿、中国平安、中国太保、新华保险手续费及佣金支出/(保费收入-退保金)的比例分别为19%、14.9%、19.3%、18.2%、18.7%，显著高于原规定10%、15%的抵扣比例，若按照新规18%的抵扣比例测算，将合计增厚五家上市险企2018年净利润280亿元，占比五家总体净利润16%，五家公司净利润增厚幅度分别在10%-40%之间。

2) 长期影响：通过资产负债管理传导投资端

由于险企的内含价值是以净资产为基础，预计减税利好兑现后，留存收益的增加会增厚险企内含价值。另外基于费用假设的变化，对新业务价值的计算会产生影响，最终还是需要保费端的表现来验证。但总体来看，减税新规落地有望对险企价值有望形成长期正向影响。

另一个长期影响是险企的资产负债管理。保险是负债经营机构，从负债期限的差异性、从资产端配置的多元性来看，保险行业资产负债管理具有复杂性。由于利润主要来源于承保利润，对于险企来说，降低成本有助于适度提高风险偏好，对应去增加高收益资产配置。

（二）股指期货再迎减负，跨品种实施单向大边保证金制度

继今年4月中金所放开了股指期货交易限制，本周中金所推出减负新规，6月3日结算时起，对股指期货实施跨品种单向大边保证金制度。股指期货跨品种单向大边保证金制度，是指对沪深300股指期货、上证50股指期货和中证500股指期货的跨品种双向持仓，按照交易保证金单边较大者收取交易保证金。

目前，国债期货是同品种、跨品种均为单向大边保证金制度，本次新规实施后，股指期货也将实施同品种、跨品种均为单向大边保证金制度。预计跨品种交易成本将降低近一半。释放

出来的成本资金将会进一步提振场内衍生品交易，满足投资者实施多元化交易策略需求。

趋势判断：

1) 对外开放进程加快，外资参与度不断提升。

年内 MSCI 对 A 股的纳入因子将不断提高至 20%，富时罗素也公布了纳入全球股票指数系列的 A 股名单，将于 6 月 21 日纳入 20% 并生效，9 月纳入 40%，2020 年 3 月纳入 40%。随着我国 A 股市场对外开放进程加快，满足投资者风险管理的呼声也不断提高，预计未来场内衍生品交易品种将不断丰富、交易手段将更加灵活。

2) 未来进一步扩大纳入因子，还需要我国市场加快与国际标准接轨。

随着开放进程推进，未来场内交易机制仍需要不断完善，包括对冲工具、衍生品、交易结算周期等，交易品种仍需要不断丰富。5 月 24 日首批 4 只中日 ETF 中方产品（“东向 ETF”）正式获批，覆盖国际市场的开放型交易品种能够帮助投资者分散风险、优化交易策略，有助于激发市场活力。

表 1：本周 ETF 规模前十的份额变化情况（5 月 27 日-5 月 31 日）

	基金规模 (亿元)	流通份 额(亿份)	基金份额变 化(亿份)	区间成交 额(亿元)	单位净 值(元)	资金净流入 (亿元)
华夏上证 50ETF	444	158	-7.0	95.7	2.74	-19.3
南方中证 500ETF	431	83	-3.7	65.3	5.29	-19.5
华泰柏瑞沪深 300ETF	328	90	-2.8	61.6	3.65	-10.2
华夏沪深 300ETF	243	67	-1.5	18.6	3.65	-5.3
博时央企结构调整 ETF	225	211	0.1	0.6	0.96	0.0
嘉实沪深 300ETF	217	66	-0.1	12.4	3.64	-0.3
易方达创业板 ETF	209	144	-6.5	45.0	1.43	-9.3
华安上证 180ETF	195	56	0.0	2.9	3.31	-0.1
华夏央企结构调整 ETF	171	158	0.0	0.3	0.96	0.0
工银上证 50ETF	133	47	-0.2	7.2	2.74	-0.6
合计	2,596	1,083	-21.8	310	——	-64.6

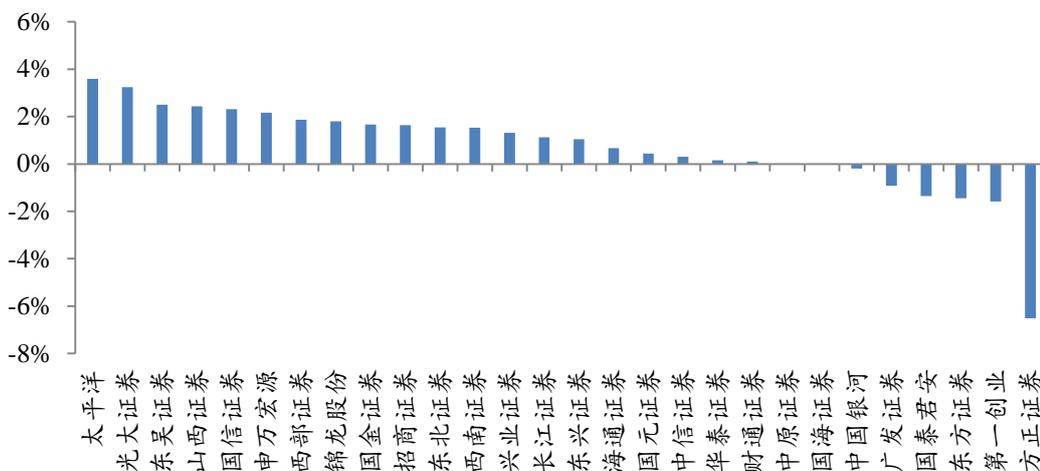
资料来源：Wind，民生证券研究院

二、本周市场：市场短期反弹，交易量仍处低位

（一）市场数据

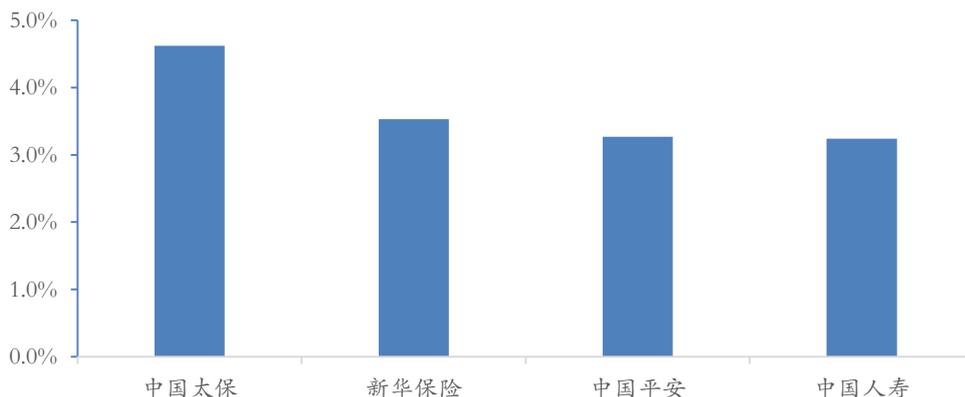
本周 A 股日均股票成交额 4373 亿元；市场日均换手率为 0.89%；两融余额至 9262 亿元，占流通 A 股市值的比例为 2.16%。

图 1：上市券商表现（2019.05.27-2019.05.31）



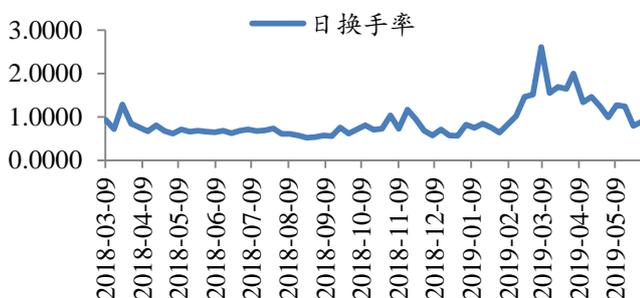
资料来源：wind，民生证券研究院

图 2：上市保险公司表现（2019.05.27-2019.05.31）



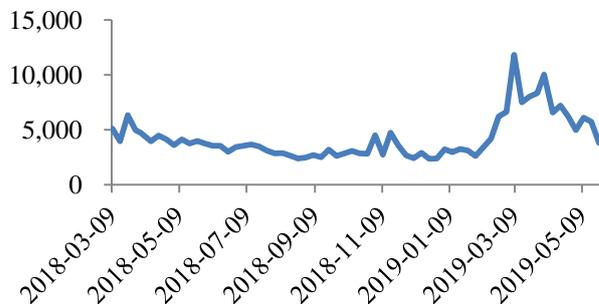
资料来源：wind，民生证券研究院

图 3：本周市场日均换手率 0.89%



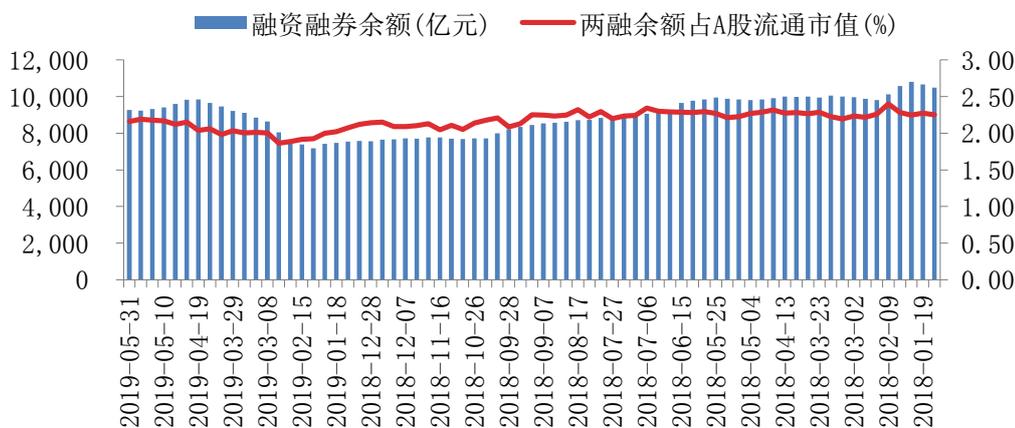
资料来源：wind，民生证券研究院

图 4：日均成交额 4512 亿元（单位：亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 5：两融余额达 9262 亿元，占流通 A 股市值的比例为 2.16%



资料来源：wind，民生证券研究院

（二）行业新闻

1、证监会核发 4 家 IPO

5 月 31 日，证监会核发海油发展、新化股份、三只松鼠、朗进科技 4 家企业 IPO 批文，未披露筹资金额。中信出版、瑞联新材、唐源电气、才府玻璃首发申请 6 月 6 日上会。对 6 宗案件做出行政处罚，涉及三维丝、中州期货、上海证券等。（资料来源：证监会）

2、证监会：依法加大执法力度、精准打击违法行为

5 月 31 日，证监会召开行政处罚工作座谈会，证监会副主席阎庆民指出，要依法加大执法力度、精准打击违法行为，聚焦事关改革发展进程的重点领域，容易复制隐藏变异的新手段，人民群众深恶痛绝的恶劣行径。抓住相关法律法规制定修订契机，对部分违法行为罚则偏轻的条文尽快形成立法修法建议。（资料来源：证监会）

3、证监会：在北京召开系统反洗钱工作联席会议

5 月 31 日，证监会在北京召开系统反洗钱工作联席会议，要求把反洗钱工作放在更加重要的位置，加强与央行的监管合作和信息共享，推动完善反洗钱监管制度体系，构建统筹协调的行业反洗钱监管格局，通过市场准入、反洗钱检查、处罚等加强反洗钱监管（资料来源：证监会）

4、中金所：对沪深 300、上证 50 和中证 500 股指期货的跨品种双向持仓，按照交易保证金单边较大者收取交易保证金

5 月 31 日，中金所自 6 月 3 日结算时起，对沪深 300、上证 50 和中证 500 股指期货的跨品种双向持仓，按照交易保证金单边较大者收取交易保证金；将密切关注该制度实施后的市场情况，确保股指期货市场平稳有序运行，同时继续完善市场机制，兼顾风险防控和提质增效。（资料来源：证监会）

5、中证协发布《科创板首次公开发行股票承销业务规范》

5月31日，中证协发布《科创板首次公开发行股票承销业务规范》，从规范询价、定价、配售等方面压实中介机构责任。要求承销商构建分工合理、权责明确、相互制衡、有效监督的投行类业务内部控制体系，控制业务风险，做实质控部门的职责，提升内控的有效性；承销商在发行承销工作中要切实防范道德风险，严肃做好簿记建档工作，加强现场工作人员的行为规范；要加强自律规则执行情况检查和落实，加大自律惩戒处罚力度，完善与证监会行政处罚的衔接。（资料来源：证监会）

（三）公司新闻

1、招商证券：子公司被采取纪律行动

近日，香港证券及期货事务监察委员会发布新闻稿，因本公司的全资子公司招商证券（香港）有限公司错误处理客户款项（发生于2011年10月至2014年9月期间），香港证监会对招证香港采取纪律行动，包括处以罚款500万元港币。（资料来源：公司公告）

2、安信信托：关于延期回复上海证券交易所对公司2018年年度报告事后审核问询函的公告

公司收到《问询函》后，立即组织公司相关人员和年审会计师对《问询函》所涉及的问题进行逐项落实和回复。由于问询函中部分事项需要进一步核实和完善，并需相关中介机构发表意见，无法在2019年5月31日前回复，经向上海证券交易所申请，公司将延期回复《问询函》。（资料来源：公司公告）

3、绿庭投资：关于委托理财公告

为提高资金利用率，增加收益，上海绿庭投资控股集团股份有限公司（以下简称“绿庭投资”或“公司”）及控股子公司上海亘通行融资租赁有限公司（以下简称“亘通行公司”）利用临时自有闲置资金向兴业银行上海芷江支行及平安银行上海金沙江支行购买理财产品。自2019年1月11日至本公告日，公司及控股子公司累计购买银行理财产品发生额人民币12,130万元，使用的最大本金为人民币5,650万元。（资料来源：公司公告）

4、光大证券：关于全资子公司重要事项进展暨涉及诉讼的公告

光大资本投资有限公司于近日收到上海金融法院应诉通知书（（2019）沪74民初601号）。上海浸鑫投资咨询合伙企业（有限合伙）中一家优先级合伙人利益相关方招商银行股份有限公司作为原告，因前述公告中提及的《差额补足函》相关纠纷，对光大资本提起诉讼，要求光大资本履行相关差额补足义务，诉讼金额约为人民币34.89亿元。目前，本案尚处于立案受理阶段，对光大资本的影响暂无法准确估计。（资料来源：公司公告）

三、投资建议

券商：

板块估值目前处于1.5X的较低水平，建议关注左侧布局机会。金融供给侧改革将会是行业长期发展的主线，业务优势明显的头部券商将受益于科创板及试点注册制。短期来看，投资交易收入弹性较大，在市场调整阶段，各家券商的自营风控能力将显现差异性。建议关注具有资本实力和综合盈利能力的优质标的，个股方面推荐综合实力领先的中信证券、招商证券和华

泰证券。

保险：

短期政策利好将提振板块行情，我们建议关注板块投资机会。基本面方面，投资端表现良好持续提振综合收益率水平，叠加近期估值持续调整，左侧布局的机会已经在前期显现。保费端，保险公司寿险转型保障，重视发力健康险类产品，健康险类产品价值率高，险企 NBV 增速明显改善。预计减税降负有利于加大销售投入，险企二季度有望加大代理人增员，个人渠道人力有望提升。标的推荐新华保险、中国平安。

四、风险提示

- 1、市场波动超预期；
- 2、市场交易量不及预期。

插图目录

图 1: 上市券商表现 (2019.05.27-2019.05.31)	5
图 2: 上市保险公司表现 (2019.05.27-2019.05.31)	5
图 3: 本周市场日均换手率 0.89%	5
图 4: 日均成交额 4512 亿元 (单位: 亿元)	5
图 5: 两融余额达 9262 亿元, 占流通 A 股市值的比例为 2.16%	6

表格目录

表 1: 本周 ETF 规模前十的份额变化情况 (5 月 27 日-5 月 31 日)	4
---	---

分析师与研究助理简介

杨柳，策略分析师，英国雷丁大学投资学硕士，四年宏观策略研究经验。专注于A股投资策略、宏观经济政策、新兴产业发展方向的研究。

陈煜，中国社科院商法学博士，金融学博士后。两年证券行业政策研究经验。2017年加入民生证券。

牛竞崑，四川大学金融学学士，美国亚利桑那州立大学金融硕士，2017年9月加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。