

中国保险业

新税收政策消除不利因素

概要。5月29日，财政部发布税收优惠政策，保险企业在应税收入中可抵扣更大比例的手续费和佣金支出，措施有利险企利润释放。我们预计财险企业的净资产收益率将有所改善，而寿险企业的保障型产品业务亦得以稳健增长。

- **提高手续费和佣金支出抵税比例。**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》，公告指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；超过上限的部分，允许结转以后年度扣除。在此之前，寿险企业和财险企业的抵税比例分别为10%和15%。
- **新政策减轻税负，有助提高盈利能力和推动业务。**新优惠措施实践减税降费政策。大部份险企在2018年增加佣金支出，令其有效税率大幅上涨，新政策有效缓解其税收压力。此举措预期可带来许多正面影响，包括1)提升保险企业利润水平；2)鼓励寿险企业转型发展保障型产品，并开拓销售渠道；3)提高财险企业的盈利能力/净资产收益率。
- **定量分析显示新措施对净利润影响较大。**我们以2018年的数据测算了新税收政策对保险企业盈利能力的潜在影响。就寿险企业而言，新政策对太保寿险/新华保险/太平人寿2018年的净利润影响为24.8%/22.5%/35.6%；对中国人寿和人保寿险的影响则相对大，因两家公司的利润波动性较高。至于财险企业方面，我们估计新政策对人保财险和太保产险的影响占2018年净利润的比例分别为18.8%/25.4%。
- **对行业维持正面看法。**尽管中美贸易谈判意外触礁，令保险企业近期股价回落，但我们对中国保险业的增长前景仍保持乐观。消除税负将提高保险企业的盈利能力，并利好他们专注于业务发展。然而，市场情绪波动仍可能在短期内持续。

估值表

公司	股份代号	股价 (港元)	目标价 (港元)	评级	PEV(x)		市帐率(x)		股息率(%)	
					FY19E	FY20E	FY19E	FY20E	FY19E	FY20E
中国人寿	2628 HK	18.28	25.69	买入	0.52	0.47	1.28	1.19	3.2	3.3
中国太保	2601 HK	29.00	40.52	买入	0.62	0.56	1.41	1.29	4.4	5.0
新华保险	1336 HK	37.10	47.37	买入	0.54	0.49	1.34	1.19	2.8	3.2
中国太平	966 HK	20.05	30.25	买入	0.47	0.42	0.94	0.83	0.9	1.2
人保集团	1339 HK	3.01	4.22	买入	-	-	0.67	0.61	2.3	2.8
中国财险	2328 HK	8.45	9.19	持有	-	-	1.05	0.95	4.0	4.5
行业平均					0.53	0.49	1.11	1.01		

资料来源：公司及招银国际证券预测

优于大市（维持）

中国保险行业

丁文捷, PhD

(852) 3900 0856

dingwenjie@cmbi.com.hk

徐涵博

(852) 3761 8725

xuhanbo@cmbi.com.hk

股份表现



资料来源：彭博

近期报告

1. “凡是过往，皆为序章”- 2019年4月11日
2. “2018回顾及2019展望——审慎乐观”- 2019年1月21日
3. “机遇多于挑战”- 2018年9月14日

重要图表

图 1: 新税收政策对 2018 年净利润的影响

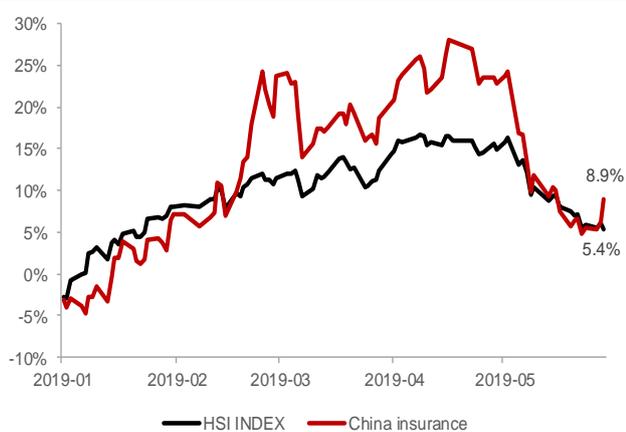
寿险公司					
(百万人民币)	中国人寿	太保寿险	新华保险	太平人寿 (百万港币)	人保寿险
2018 年净利润	11,395	13,992	7,922	5,050	695
对净利润的影响	45.5%	24.8%	22.5%	35.6%	96.6%

财险公司

(百万人民币)	中国财险	太保产险	太平财险 (百万港币)
2018 年净利润	15,485	3,484	340
对净利润的影响	18.8%	25.4%	63.6%

资料来源：公司及招银国际证券预测

图 2: 年初以来保险股相对恒指表现



资料来源：彭博，招银国际证券

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际证券投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。