

# 中國保險業

## 新稅收政策消除不利因素

**概要。**5月29日，財政部發佈稅收優惠政策，保險企業在應稅收入中可抵扣更大比例的手續費和佣金支出，措施有利險企利潤釋放。我們預計財險企業的淨資產收益率將有所改善，而壽險企業的保障型產品業務亦得以穩健增長。

- **提高手續費和佣金支出抵稅比例。**5月29日，財政部發佈《關於保險企業手續費及佣金支出稅前扣除政策的公告》，公告指保險企業發生與其經營活動有關的手續費及佣金支出，不超過當年全部保費收入扣除退保金等後餘額的18%（含本數）的部分，在計算應納稅所得額時准予扣除；超過上限的部分，允許結轉以後年度扣除。在此之前，壽險企業和財險企業的抵稅比例分別為10%和15%。
- **新政策減輕稅負，有助提高盈利能力和推動業務。**新優惠措施實踐減稅降費政策。大部份險企在2018年增加佣金支出，令其有效稅率大幅上漲，新政策有效緩解其稅收壓力。此舉預期可帶來許多正面影響，包括1) 提升保險企業利潤水平；2) 鼓勵壽險企業轉型發展保障型產品，並開拓銷售渠道；3) 提高財險企業的盈利能力/淨資產收益率。
- **定量分析顯示新措施對淨利潤影響較大。**我們以2018年的數據測算了新稅收政策對保險企業盈利能力的潛在影響。就壽險企業而言，新政策對太保壽險/新華保險/太平人壽2018年的淨利潤影響為24.8%/22.5%/35.6%；對中國人壽和人保壽險的影響則相對大，因兩家公司的利潤波動性較高。至於財險企業方面，我們估計新政策對人保財險和太保產險的影響占2018年淨利潤的比例分別為18.8%/25.4%。
- **對行業維持正面看法。**儘管中美貿易談判意外觸礁，令保險企業近期股價回落，但我們對中國保險業的增長前景仍保持樂觀。消除稅負將提高保險企業的盈利能力，並利好他們專注於業務發展。然而，市場情緒波動仍可能在短期內持續。

### 估值表

公司	股份代號	股價 (港元)	目標價 (港元)	評級	PEV(x)		市帳率(x)		股息率(%)	
					FY19E	FY20E	FY19E	FY20E	FY19E	FY20E
中國人壽	2628 HK	18.28	25.69	買入	0.52	0.47	1.28	1.19	3.2	3.3
中國太保	2601 HK	29.00	40.52	買入	0.62	0.56	1.41	1.29	4.4	5.0
新華保險	1336 HK	37.10	47.37	買入	0.54	0.49	1.34	1.19	2.8	3.2
中國太平	966 HK	20.05	30.25	買入	0.47	0.42	0.94	0.83	0.9	1.2
人保集團	1339 HK	3.01	4.22	買入	-	-	0.67	0.61	2.3	2.8
中國財險	2328 HK	8.45	9.19	持有	-	-	1.05	0.95	4.0	4.5
<b>行業平均</b>					<b>0.53</b>	<b>0.49</b>	<b>1.11</b>	<b>1.01</b>		

資料來源：公司及招銀國際證券預測

## 優於大市（維持）

### 中國保險行業

丁文捷, PhD

(852) 3900 0856

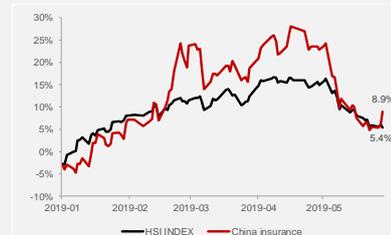
dingwenjie@cmbi.com.hk

徐涵博

(852) 3761 8725

xuhanbo@cmbi.com.hk

### 股份表現



資料來源：彭博

### 近期報告

1. “凡是過往，皆為序章” – 2019年4月11日
2. “2018回顧及2019展望——審慎樂觀” – 2019年1月21日
3. “機遇多於挑戰” – 2018年9月14日

## 重要圖表

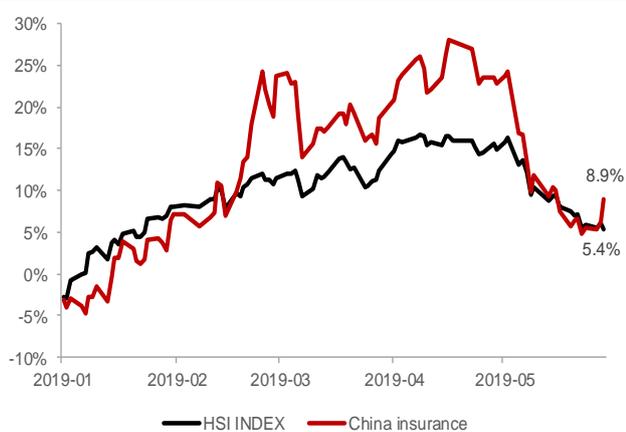
### 圖 1: 新稅收政策對 2018 年淨利潤的影響

壽險公司					
(百萬人民幣)	中國人壽	太保壽險	新華保險	太平人壽 (百萬港幣)	人保壽險
2018 年淨利潤	11,395	13,992	7,922	5,050	695
對淨利潤的影響	45.5%	24.8%	22.5%	35.6%	96.6%

財險公司			
(百萬人民幣)	中國財險	太保財險	太平財險 (百萬港幣)
2018 年淨利潤	15,485	3,484	340
對淨利潤的影響	18.8%	25.4%	63.6%

資料來源：公司及招銀國際證券預測

### 圖 2: 年初以來保險股相對恒指表現



資料來源：彭博，招銀國際證券

## 免責聲明及披露

### 分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

### 招銀國際證券投資評級

買入	: 股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

### 招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

### 招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

### 重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國1934年證券交易法規15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。