

寿险公司利润预测方法

——保险行业专题研究之七

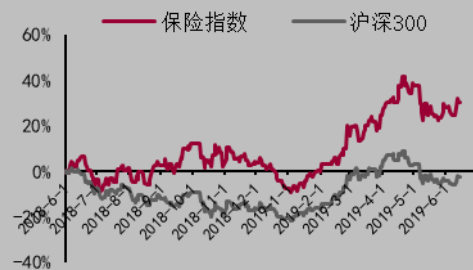
强于大市（维持）

日期：2019年06月13日

投资要点：

- **两种口径营运利润在本质上相通，基于修正负债成本的营运利润预测方法适用性更强。**平安口径的营运利润是基于利源分析逻辑，主要由剩余边际摊销、净资产投资收益、息差收入、营运偏差及其他四部分组成，并考虑所得税影响。基于修正负债成本的营运利润则是将公司经营情况综合反映进修正负债成本，通过预测投资资产增速和修正负债成本变动趋势来实现利润预测。两种方法各有优劣，前者更符合利润产生逻辑，但对于不披露营运利润的公司无法进行预测，后者可操作性更强，但修正负债成本的趋势判断有难度。从结果上看，平安寿险两种口径下营运利润增速较为接近，验证了两种方法的逻辑一致性。
- **净利润=营运利润+投资波动+精算假设变动。**净利润与营运利润的差异主要在于短期投资波动和精算假设变动，投资波动对利润的影响主要采用情景法，即测算多种投资收益率情景下，考虑负债吸收效应后的净利润，而精算假设变动受多因素驱动，预测难度较大，其中仅750日移动平均国债收益率曲线相对较好预测，折现率使用的溢价和营运假设变动难以准确把握。通过分析平安寿险和新华保险的历史数据，并结合国债收益率趋势，我们用情景法测算了三种情景下两个公司2019年的净利润。
- **佣金手续费税前扣除新政将大幅提升寿险公司2019年盈利能力。**近期财政部和国税总局联合发布《关于保险企业手续费及佣金支出税前扣除政策的公告》，调升佣金手续费税前扣除比例，人身险行业从10%升至18%，寿险业税负将明显下降。经测算，平安寿险2019年预计减税94亿，中性情景下净利润将达到985亿，如果2018年的减税影响在2019年利润表中体现，中性情景下净利润将有望超过千亿。减税新政对新华保险2019年净利润的提升幅度也非常明显。
- **投资建议：**中性情景下，A股上市寿险公司2019年净利润仍将保持较快增长，同时佣金手续费税前扣除新政也将提升行业长期盈利能力和EV成长性，2019年有望大幅受益。今年以来，保险股受业务复苏、利率企稳回升和股市上行等因素影响估值持续提升，当前估值处于合理区间下沿，长期来看，上市寿险公司较好的盈利能力使其长期价值仍有成长空间，维持保险行业“强于大市”评级。
- **风险提示：**规模人力大幅下降、保障型业务销售不及预期、权益市场大幅下跌、系统性风险

保险行业相对沪深300指数表



数据来源：WIND, 万联证券研究所

数据截止日期：2019年06月13日

相关研究

万联证券研究所 20190514_行业专题报告_AAA_从综合负债成本到修正负债成本
万联证券研究所 20181226_行业专题报告_AAA_我国寿险公司负债成本研究

分析师：缴文超

执业证书编号：S0270518030001
电话：010-56508503
邮箱：jiaowc@wlzq.com

研究助理：喻刚

电话：010-56508503
邮箱：yugang@wlzq.com.cn

分析师：张译从

执业证书编号：S0270518090001
电话：010-56508503
邮箱：zhangyc1@wlzq.com

研究助理：孔文彬

电话：021-60883489
邮箱：kongwb@wlzq.com.cn

目录

1、前言.....	3
2、两种口径营运利润的预测方法.....	4
2.1 基于利源分析的营运利润预测.....	4
2.2 基于修正负债成本的营运利润预测.....	6
3、净利润是在营运利润基础上考虑投资波动和精算假设变动.....	8
3.1 投资波动对净利润的影响关键在于负债吸收效应.....	8
3.2 精算假设变动受多因素驱动，预测难度较大.....	9
4、佣金手续费税前扣除新政提升保险公司长期盈利能力，2019年有望大幅受益..	11
4.1 近几年佣金手续费占比快速提升导致实际税率攀升.....	11
4.2 减税新政下寿险公司2019年净利润有望大幅增长.....	12
5、研究结论与投资建议.....	14
6、风险提示.....	14
图表 1：平安寿险及健康险业务剩余边际预测（亿元）.....	4
图表 2：平安寿险及健康险业务营运利润预测（亿元）.....	5
图表 3：平安寿险营运利润预测（基于修正负债成本）（亿元）.....	7
图表 4：新华保险营运利润预测（基于修正负债成本）（亿元）.....	7
图表 5：平安寿险 2019 年利润预测（考虑投资波动）（亿元）.....	9
图表 6：新华保险 2019 年利润预测（考虑投资波动）（亿元）.....	9
图表 7：平安寿险 2019 年利润预测（考虑假设变动）（亿元）.....	10
图表 8：新华保险 2019 年利润预测（考虑假设变动）（亿元）.....	10
图表 9：平安寿险 2014-2018 年减税测算（模拟）（亿元）.....	11
图表 10：新华保险 2014-2018 年减税测算（模拟）（亿元）.....	12
图表 11：平安寿险 2019 年利润预测（考虑减税）（亿元）.....	13
图表 12：新华保险 2019 年利润预测（考虑减税）（亿元）.....	13

1、前言

寿险公司利润预测难度较大。一直以来，寿险公司的财务报表可读性较差，特别是利润表，由于寿险责任准备金的存在，很多非精算专业人员难以理解寿险公司的利润产生逻辑。在现行会计准则下，传统的“三差”利源分析已经难以适用，而基于剩余边际释放（或摊销）的“四要素”利源分析专业性太强，普通投资者也较难掌握。从利润结果看，寿险公司的利润波动较大，主要是受投资波动影响较大，以及精算假设变动也会影响当期损益，但资本市场的波动以及精算假设如何调整是几乎不可能准确预测的，因此寿险公司的利润预测难度很大。

营运利润和修正负债成本的出现使得寿险公司的利润可预测性变强。中国平安是国内首家披露营运利润的保险公司，其主要思路是在净利润中剔除短期投资波动、折现率变动影响和管理层认为不属于日常营运收支的一次性重大项目，意在反映公司的持续盈利能力，同时也披露了营运利润的利源分析数据，因此可以结合历史数据以及对未来趋势的判断进行预测。另外，我们在上篇专题报告《从综合负债成本到修正负债成本》中提出了修正负债成本概念，这是一个剔除了短期投资波动和精算假设变动影响的显性负债成本指标，也能用于寿险公司营运利润（口径略有差异）的预测，而且对于不披露营运利润的公司也同样适用。

本报告主要有哪些内容？

- **首先介绍两种口径营运利润的预测方法。**一种是基于中国平安披露口径的营运利润利源分析方法，按照利润产生逻辑进行各个科目的预测，另一种是基于我们提出的修正负债成本，以平安寿险和新华保险为例，通过对投资资产和负债成本变动趋势的判断进行预测。
- **其次在营运利润的基础上考虑短期投资波动和精算假设变动对净利润的影响。**主要介绍如何判断负债吸收效应以及测算投资收益波动对利润的影响程度，以及精算假设的变动原因和影响，分多个情景预测净利润。
- **最后介绍佣金手续费税前扣除新政对寿险公司盈利能力的影响。**主要介绍本次税收政策调整对平安寿险和新华保险历年净利润的影响，并测算对2019年净利润的提升幅度。
- **需要提示的是本报告重点在于介绍寿险公司净利润预测方法，**通过掌握方法论，投资者可根据自己的判断调整具体参数和假设，进而完成利润预测。

2、两种口径营运利润的预测方法

中国平安在2017年年报中首次披露了营运利润，将其营运利润定义为，以财务报表净利润为基础，剔除短期波动性较大的损益表项目（短期投资波动和折现率变动影响）和管理层认为不属于日常营运收支的一次性重大项目。目前其他上市寿险公司并未披露营运利润，但即便披露，对营运利润的定义也可能存在差异，横向比较存在一定难度。而我们提出的修正负债成本也是剔除短期投资波动和精算假设变动的显性负债成本，在本质上与营运利润有相通之处，因此基于该成本预测的利润也是营运利润的概念。本部分将以平安寿险和新华保险为例，介绍这两种口径营运利润的预测方法。

2.1 基于利源分析的营运利润预测

从定义上看，平安口径的营运利润是从净利润出发，扣除短期投资波动、折现率变动以及重大非经常性项目，以此来反映平安寿险及健康险业务的长期持续盈利能力，但这种方法属于结果导向，并不能用于营运利润的预测。从利源分析角度看，平安口径的营运利润在现行会计准则下，主要由剩余边际摊销、净资产投资收益、息差收入、营运偏差及其他四部分组成，并考虑所得税影响。因此营运利润的预测需要分部进行：

■ 剩余边际摊销金额主要来自存量剩余边际的释放

剩余边际摊销是剩余边际变动分析的中间变量，因此只需要按照剩余边际增长逻辑预测剩余边际相关科目即可：

- 新业务对剩余边际的贡献与新业务价值是非常相似的概念，按预测的新业务价值增速即可，2019年假设为8.0%（一季度增速6.1%），则新业务对剩余边际的贡献为1917亿；
- 预期利息增长是剩余边际的折现所致，由于折现率是基于750日移动平均国债收益率曲线（传统险）或投资收益率假设（分红险），波动相对较小，使得预期利息增长占期初剩余边际与新业务贡献之和的比例较为稳定，假设2019年与2018年一致（3.6%），预期利息增长则为（7866+1917）*3.6%=351亿；

图表1：平安寿险及健康险业务剩余边际预测（亿元）

剩余边际变动分析	2016	2017	2018	2019E
期初剩余边际(A)	3,308	4,547	6,163	7,866
新业务贡献(B)	1,299	1,684	1,775	1,917
预期利息增长(C)	174	226	285	351
预期利息 Ratio=C/(A+B)	3.8%	3.6%	3.6%	3.6%
剩余边际摊销(D)	-382	-498	-623	-768
剩余边际摊销 Ratio=D/(A+B+C)	-8.0%	-7.7%	-7.6%	-7.6%
营运偏差及其他(E)	148	204	266	328
营运偏差 ratio=E/(A+B+C+D)	3.4%	3.4%	3.5%	3.5%
期末剩余边际(F)	4,547	6,163	7,866	9,695

资料来源：公司公告、万联证券研究所

- 剩余边际摊销是存量剩余边际和当年新业务贡献的释放，由于当年新业务贡献相对存量来说占比较小，且由于签发时点分布在全年使得首年释放金额也较小，所以剩余边际摊销更多来自存量业务而非新业务。从摊销逻辑看，因存量业务结构

变动较小，剩余边际摊销占摊销前余额的比例较为稳定，近几年平安寿险及健康险业务摊销比例略有下降，我们判断是保障型业务转型、负债期限拉长所致，假设2019年与2018年一致(7.6%)，剩余边际摊销则为 $(7866+1917+351) * 7.6\% = 768$ 亿；

- 营运偏差及其他主要是实际经验与精算假设的差异对剩余边际的贡献，从2016-2018年数据看，平安寿险及健康险业务营运偏差占摊销后余额的比例稳定在3.5%左右，假设2019年仍为3.5%，则营运偏差及其他为 $(7866+1917+351-768) * 3.5\% = 328$ 亿；
- 最后各项相加得到，预测平安寿险及健康险业务2019年末剩余边际余额为9695亿，同比增长23.2%，增速较2018年有所下降。

■ 净资产投资收益是净资产基于长期投资收益率假设计算的预期投资收益

剩余边际摊销是业务端释放的预期利润，而在业务端之外，公司自身的净资产基于长期投资收益率假设产生的投资收益也属于营运利润，但在计算上需要注意的是要使用平均净资产概念，这里我们简单使用算术平均值“(期初净资产+期末净资产)/2”，这将导致在模型中需要假设分红比例并涉及循环迭代问题。根据我们测算，过去三年平安寿险及健康险业务的净资产投资收益占平均净资产的比例在5.1%-5.2%左右，非常接近长期投资收益率假设5%，在预测2019年投资收益时，我们使用5%进行计算，则净资产投资收益为106亿。

■ 息差收入是长期投资收益率假设与准备金折现率的差异导致

平安寿险及健康险业务长期投资收益率假设为5%，而准备金折现率是基于750日移动平均国债收益率曲线(传统险)或投资收益率假设(分红险)，通常情况会低于5%，这个差异作用在准备金余额上就会形成息差收入。从结果看，2016-2018年平安寿险及健康险业务息差收入占准备金余额的比例在0.4%-0.6%区间，保持相对稳定，这也是因为折现率的相对稳定所致，在预测2019年时，我们使用2018年经验值0.4%进行测算，则息差收入为58亿。

图表2：平安寿险及健康险业务营运利润预测(亿元)

营运利润预测	2016	2017	2018	2019E
剩余边际摊销(D)	382	498	623	768
净资产投资收益(G)	56	74	90	106
净资产投资收益 ratio =净资产投资收益/平均净资产	5.1%	5.2%	5.1%	5.0%
息差收入(H)	37	56	50	58
息差收入 ratio=息差收入/期初准备金	0.4%	0.6%	0.4%	0.4%
营运偏差及其他(I)	63	101	217	236
营运偏差 ratio=营运偏差/期初剩余边际	1.9%	2.2%	3.5%	3.0%
税前营运利润合计(J=D+G+H+I)	539	729	980	1,168
所得税(K)	134	201	267	318
税率(K/J)	24.8%	27.6%	27.2%	27.2%
税后营运利润合计(L=J-K)	405	528	713	850

资料来源：公司公告、万联证券研究所

■ 营运偏差及其他不稳定，预测难度较大

这里的营运偏差是指实际经验与精算假设的差异对当期利润的贡献,而非对剩余边际的贡献,与剩余边际变动分析中的口径不一样,同时风险边际释放、营运假设变动等其他项目也放在该科目中。因为寿险公司每年的实际经验存在一定的波动,对于稳定经营的公司而言,其营运偏差相对稳定,但对于经验波动较大的公司,该科目的预测难度较大。平安寿险及健康险业务2016年营运偏差及其他为63亿,2017年增长至101亿,2018年继续快速增长至217亿,占期初剩余边际的比例从1.9%提升至3.5%,这里面既有实际经验优于精算假设的因素,也有精算假设变动的因素,2019年能否继续保持过去两年快速增长的趋势具有不确定性,为保守起见,我们在预测2019年该科目时,假设占期初剩余边际的比例为3%,则营运偏差及其他为236亿。将剩余边际摊销、净资产投资收益、息差收入、营运偏差及其他相加即得税前营运利润为1168亿。

■ 在不考虑税收新政的情况下,所得税税率保持相对稳定

所得税的预测主要参考过去几年实际所得税税率,根据平安寿险及健康险历史数据,2016年营运利润对应的实际税率为24.8%,2017年升至27.6%,2018年27.2%,假设2019年税率与2018年保持一致,即可得到所得税为318亿,税后营运利润则为850亿,同比增长19.2%。这里暂未考虑手续费税前扣除新政对所得税的影响,我们将在第四部分进行专门讨论所得税问题。

2.2 基于修正负债成本的营运利润预测

我们在上篇专题报告《从综合负债成本到修正负债成本》中提出了修正负债成本概念,并将寿险公司的修正负债成本定义为,在稳定投资收益率预期、不考虑精算假设变动情况下的综合负债成本,综合负债成本是使得负债端实现正利润的最低投资收益率。修正负债成本可以理解为,在一定的投资收益率假设下,寿险公司的综合负债成本,即如果投资收益率是5%,修正负债成本是3.5%,则寿险公司负债端能够实现1.5%的综合利差(利差、死差、费差等)。修正负债成本是剔除短期投资波动和精算假设变动之后的显性负债成本指标,更能反映寿险公司长期盈利能力。

基于修正负债成本概念,经过简单推导可以得到利润预测的计算公式,需要注意的是,这里的利润指的是稳定投资收益率预期下且不考虑精算假设变动的利润,与平安口径的营运利润、稳定性利润、稳态利润等概念类似:**基于修正负债成本的营运利润=净资产对应的平均投资资产*投资收益率+负债对应的平均投资资产*(投资收益率-修正负债成本)-所得税**

在该逻辑下,营运利润的预测转化为投资资产的预测和修正负债成本的趋势判断。为统一口径,我们使用各寿险公司年度报告披露的明细数据进行计算,下面以平安寿险和新华保险为例,展示基于修正负债成本的营运利润预测过程。

■ 平安寿险

负债对应的投资资产增长主要来自负债现金流净流入和投资资产的投资收益,平安寿险过去几年负债对应的投资资产增速在15%-20%左右,2019年保费收入增速有所下降,我们假设负债对应的投资资产增速为15%,则2019年末负债对应的投资资产为26468亿。修正负债成本方面,由于平安寿险剩余边际仍在快速增长,剩余边际的释放也会快速增长,同时实际营运经验也有望继续优于精算假设,修正负债成本仍有可能继续下降,但预计下降幅度有限,假设2019年修正负债成本为0.5%。通过计算公式可以预测2019年平安寿险的税前营运利润为1215亿,同时根据过去几年的实际税率(调整后)数据,假设2019年实际税率与2018年26.7%一致,即可得到所得税为324亿,则税后营

运利润是891亿，同比增长20.2%。

图表3：平安寿险营运利润预测（基于修正负债成本）（亿元）

平安寿险	2016	2017	2018	2019E
净资产	1,078	1,573	1,746	2,325
负债对应投资资产	16,532	19,988	23,016	26,468
修正负债成本	1.3%	1.3%	0.7%	0.5%
税前营运利润	620	750	1,011	1,215
税率	24.6%	27.4%	26.7%	26.7%
所得税	153	205	270	324
税后营运利润	467	545	741	891

资料来源：公司公告、万联证券研究所

■ 新华保险

由于过去几年新华保险一直在进行业务结构转型，保费增速较低，导致其负债端对应的投资资产增长也较为缓慢，2015-2018年增速均是个位数，但2019年保费增速有所回升，同时满期退保高峰过去后退保率也快速下降，投资资产增速有望明显提升。2019年一季度新华保险总负债较2018年末增长3.9%，全年增长有望达到两位数，假设2019年负债对应的投资资产增长10%至7065亿。修正负债成本方面，由于新华保险当前经营效率与平安寿险还有一定差距，2018年良好的费用管控能否延续具有不确定性，保守起见，这里假设2019年修正负债成本仍为2.8%。通过计算公式可以预测2019年新华保险的税前营运利润为184亿，同样根据过去几年的实际税率（调整后）数据，假设2019年实际税率与2018年24.8%一致，即可得到所得税为45亿，则税后营运利润是138亿，同比增长7.1%。

图表4：新华保险营运利润预测（基于修正负债成本）（亿元）

新华保险	2016	2017	2018	2019E
净资产	591	637	656	753
负债对应投资资产	6,156	6,242	6,423	7,065
修正负债成本	3.4%	3.0%	2.8%	2.8%
税前营运利润	127	155	171	184
税率	24.4%	25.7%	24.8%	24.8%
所得税	31	40	42	45
税后营运利润	96	115	129	138

资料来源：公司公告、万联证券研究所

3、净利润是在营运利润基础上考虑投资波动和精算假设变动

净利润与营运利润的差异主要在于短期投资波动和精算假设变动，因此在营运利润预测结果上，只需对这两个短期扰动因子做预测即可。同样，为统一分析口径，本部分我们仍然以平安寿险和新华保险为例，并均以基于修正负债成本的营运利润为基础，对净利润进行预测：

3.1 投资波动对净利润的影响关键在于负债吸收效应

寿险公司的利润预测难度较大，最主要的原因就是投资收益率不可预测，虽然寿险公司70%-80%的投资资产配置在固定收益类资产上，但短期投资收益率的波动主要由权益市场决定，这直接影响了寿险公司当期净利润表现。资本市场变幻莫测，难以准确预测，因此在预测投资波动对净利润影响时，采用情景法较为合适，即预测多种投资收益率假设下的利润表现。

当投资收益率波动时，利润表的投资收益会发生变化，但由于寿险负债存在负债吸收效应，使得不是所有的投资收益波动都反映进利润表。我们在介绍修正负债成本时曾经讲过负债吸收效应，这是由于分红险和万能险对投资收益率均有吸收作用，当投资收益率较高时，寿险公司会增加分红或提升结算利率，这里我们已经隐含考虑了分红特储的影响，反之，在投资收益率较低时，可以降低分红或结算利率。因此，投资收益波动扣除负债吸收效应后，同时考虑所得税影响，就是对净利润的影响。

负债吸收比例如何确定在上篇专题报告有详细介绍，我们提供了两种估算思路，正向思维和逆向思维：

正向思维是指通过分析负债结构去推算分红险和万能险对投资收益的吸收程度。这种方法需要较为详细的分账户投资资产数据，但遗憾的是目前上市公司均不披露此类数据，那么只能从负债数据出发去测算。目前仅中国平安和新华保险在年报中披露了分产品类型的准备金数据，假设投资资产的结构与负债结构有较好匹配，通过计算分红险和万能险准备金（保户储金及投资款）占总投资资产比例，以及分红比例假设（含万能结算），即可估算：负债吸收比例=（分红险准备金+保户储金及投资款）/总投资资产*分红比例。

逆向思维是指通过财务报表实际结果去反算负债吸收比例。这种方法是从结果出发，上市寿险公司均会在财务报表附注中披露其他综合收益各项目的调节情况，其中“可供出售金融资产公允价值变动”可以理解为不进利润表的投资收益，而“可供出售金融资产公允价值对保险责任准备金和保户储金及投资款的影响”（也称影子会计调整）则可以理解为这部分投资收益应该由保单持有人享有/承担部分，因此其比值则可以为负债吸收比例提供参考。

根据投资资产可预测投资收益的波动，在确定负债吸收比例假设后可以进一步测算对净利润的影响，下面展示平安寿险和新华保险2019年的测算结果：

根据我们预测，平安寿险2019年平均投资资产为2.68万亿，当投资收益率波动0.5%时，投资收益将变动134亿，在考虑负债吸收效应和所得税因素后，对净利润影响为50亿，影响幅度为5.6%。

图表5：平安寿险2019年利润预测（考虑投资波动）（亿元）

	悲观	中性	乐观
投资收益率	4.5%	5.0%	5.5%
营运利润	891	891	891
投资波动	-50	0	50
营运利润+投资波动	841	891	941

资料来源：公司公告、万联证券研究所

同样，新华保险2019年平均投资资产为0.74万亿，当投资收益率波动0.5%时，投资收益将变动37亿，在考虑负债吸收效应和所得税因素后，对净利润影响为13亿，影响幅度为9.1%。

图表6：新华保险2019年利润预测（考虑投资波动）（亿元）

	悲观	中性	乐观
投资收益率	4.5%	5.0%	5.5%
营运利润	138	138	138
投资波动	-13	0	13
营运利润+投资波动	126	138	151

资料来源：公司公告、万联证券研究所

3.2 精算假设变动受多因素驱动，预测难度较大

精算假设变动是投资波动之外，影响净利润的另一重要因素，上市寿险公司通常会在年度报告“会计估计变更”部分披露当期精算假设变动对税前利润的影响，如平安寿险及健康险2018年因假设变动减少准备金30亿，从而增加税前利润30亿，部分公司还会分别披露折现率、发病率等假设变动的的影响。

精算假设变动可分为经济假设和营运假设两方面：经济假设变动主要看准备金折现率，折现率由基础曲线（750日移动平均国债收益率曲线）和溢价两部分组成，其中基础曲线滞后于国债收益率，相对较好预测，溢价方面，对于稳定经营的公司通常变化不大，但也有可能在某个年度进行调整；营运假设主要是指死亡率、疾病发生率、退保率、费用率等精算评估假设，当实际经验与精算假设发生较大偏差时，寿险公司会对假设进行适度调整，例如中国人寿2018年因部分险种发病率假设变动减少税前利润39亿。

经过以上分析，可以看出精算假设变动受多个因素影响，预测难度较大，其中只有准备金折现率的基础曲线相对较好预测，根据我们判断，2019年750日移动平均国债收益率曲线上行幅度在10bp左右，与2018年基本持平。在利润预测时，只能通过对各因素的分析，综合判断精算假设变动对利润的影响程度。下面仍以平安寿险和新华保险为例，分析2019年精算假设变动的可能情况，以及相应的净利润表现：

对于平安寿险，通过对历年精算假设变动的分析，发现主要变动来自折现率变动，由于2019年基础曲线上行幅度与2018年接近，在溢价不调整的情况下，我们预计折现率变动对净利润的影响与2018年相差不大，营运假设方面，因平安寿险经营稳定性较好，假设其2019年不发生大的变化。因此，在正常情况下，预计2019年假设变动对平安寿险利润影响程度不会太大，我们将2018年假设变动的的影响金额作为乐观情景，反向结

果作为悲观情景，考虑所得税影响后的净利润预测结果请见下表。

图表7：平安寿险2019年利润预测（考虑假设变动）（亿元）

	悲观	中性	乐观
投资收益率	4.5%	5.0%	5.5%
营运利润	891	891	891
投资波动	-50	0	50
营运利润+投资波动	841	891	941
假设变动	-23	0	23
净利润=营运利润+投资波动+假设变动	818	891	964

资料来源：公司公告、万联证券研究所

对于新华保险，折现率变动的影响与平安寿险一致，预计2019年影响与2018年接近，但在营运假设方面，从2018年新华保险因假设变动大幅减少50亿税前利润看，公司整体的经营稳定性还有待提升。这里我们将2019年精算假设变动仍然减少税前利润50亿作为悲观情景，零影响作为乐观情景，考虑所得税影响后的净利润预测结果请见下表。

图表8：新华保险2019年利润预测（考虑假设变动）（亿元）

	悲观	中性	乐观
投资收益率	4.5%	5.0%	5.5%
营运利润	138	138	138
投资波动	-13	0	13
营运利润+投资波动	126	138	151
假设变动	-38	-19	0
净利润=营运利润+投资波动+假设变动	88	119	151

资料来源：公司公告、万联证券研究所

4、佣金手续费税前扣除新政提升保险公司长期盈利能力，2019年有望大幅受益

2019年5月29日，财政部和国税总局联合发布《关于保险企业手续费及佣金支出税前扣除政策的公告》，调升佣金手续费税前扣除比例，人身险行业从10%升至18%，财险行业从15%升至18%，使得税前扣除金额明显提升，保险业高税负压力大幅缓解，盈利能力有望大幅提升。本部分，我们将重点介绍减税新政对平安寿险和新华保险净利润的影响。

4.1 近几年佣金手续费占比快速提升导致实际税率攀升

2015年以来，随着代理人资格考试取消，以及低利率环境下储蓄型寿险产品需求大增，寿险行业个险渠道快速发展，以快返型年金为代表的期交业务保费收入高速增长，新单期交和续期保费快速增长，另一方面监管同时收紧中短存续期业务，行业趸交保费增长放缓，两种因素共同使得行业保费结构中期交占比不断提升。由于个险渠道期交业务支付给代理人的佣金比例远高于趸交业务，所以导致行业佣金手续费占保费收入（扣除退保金后）比例不断提升，在2018年已经远高于10%的税前扣除限额，使得行业承受了较大的税收负担。新政将税前扣除限额升至18%后，按照2018年数据测算，预计人身险行业减税金额超过300亿元，行业盈利能力大幅提升。

具体到公司层面看，由于各公司的佣金手续费占比存在差异，并非所有公司都达到18%的上限，因此受益程度也有所不同。虽然减税新政从2018年开始计算，但为了测算减税效果，我们以平安寿险和新华保险为例，模拟测算对2014-2018年所得税的影响，结果如下：

对于平安寿险，2014年其佣金手续费占比仅为13.2%，超过当时限额3.2pct，税负压力尚可，当年实际所得税税率为16.4%。但2015年后，佣金手续费占比快速提升，2017年达到近几年高点21.5%，大量的佣金手续费不能在税前扣除，税负也明显增加，2015-2018年实际税率均在20%以上，2018年为26.7%。如果将限额从10%提升至18%，经测算，过去五年合计减税规模达到255亿，平均税率下降11pct，仅2018年就减税85亿，相当于当期利润提升11.6%。

图表9：平安寿险2014-2018年减税测算（模拟）（亿元）

	2014	2015	2016	2017	2018
税前利润	204	342	323	487	1,000
所得税	33	135	78	140	267
净利润	171	207	244	347	733
佣金手续费占比	13.2%	17.4%	20.9%	21.5%	18.9%
实际税率	16.4%	39.5%	24.3%	28.7%	26.7%
减税金额	13	35	52	70	85
实际税率（新）	10.0%	29.2%	8.2%	14.3%	18.2%

资料来源：公司公告、万联证券研究所

对于新华保险，减税效果更优，2014年其佣金手续费占比仅为12.5%，超过当时限额2.5pct，税负压力不大，当年实际所得税税率为17.7%。同样在2015年后，由于其业务转型进度加快，佣金手续费占比快速提升，也是在2017年达到近几年高点21.1%，

使得 2015-2018 年实际税率均在 20%以上，2018 年为 24.6%。如果将限额从 10%提升至 18%，经测算，过去五年合计减税规模达到 62 亿，平均税率下降 15pct，仅 2018 年就减税 18 亿，相当于当期利润提升 22.5%。

图表10：新华保险2014-2018年减税测算（模拟）（亿元）

	2014	2015	2016	2017	2018
税前利润	78	118	65	73	105
所得税	14	32	15	19	26
净利润	64	86	49	54	79
佣金手续费占比	12.5%	18.5%	19.7%	21.1%	18.7%
实际税率	17.7%	27.0%	23.7%	26.5%	24.6%
减税金额	4	12	14	15	18
实际税率（新）	12.8%	17.2%	2.5%	6.0%	7.6%

资料来源：公司公告、万联证券研究所

4.2 减税新政下寿险公司2019年净利润有望大幅增长

《关于保险企业手续费及佣金支出税前扣除政策的公告》虽然在 2019 年 5 月发布，但发文中明确规定 2018 年汇算清缴按新规执行，这意味着减税新政追溯至 2018 年实施。但 2018 年的减税金额如何在 2019 年的财务报表中体现还有一定不确定性，这里我们展示两种情景，情景一是 2019 年报表仅体现减税新政对 2019 年的影响，情景二是 2019 年报表同时体现 2018、2019 年的减税影响，测算结果如下：

情景一：根据我们测算，平安寿险在 18%的税前扣除限额下，2019 年减税金额为 94 亿，对应悲观/中性/乐观情景下 2019 年利润分别增加 11.4%/10.5%/9.7%，中性情景下 2019 年净利润将达到 985 亿，同比增长 34.4%。新华保险 2019 年预计减税金额达到 20 亿，虽然减税规模远低于平安，但对利润增速的贡献较大，对应悲观/中性/乐观情景下 2019 年利润分别增加 22.5%/16.5%/13.1%，中性情景下 2019 年净利润将达到 139 亿，同比增长 75.4%。

情景二：如果 2018 年减税影响在 2019 年利润表中体现，则 2019 年净利润将一次性体现 2018、2019 两年的减税金额，利润增速进一步提升。根据测算，平安寿险 2018、2019 年合计减税金额 179 亿，对应悲观/中性/乐观情景下 2019 年利润分别增加 21.8%/20.1%/18.5%，中性情景下 2019 年净利润将达到 1070 亿，同比增速高达 46.0%。新华保险 2018、2019 年合计减税金额 38 亿，对应悲观/中性/乐观情景下 2019 年利润分别增加 42.8%/31.5%/24.9%，中性情景下 2019 年净利润将达到 157 亿，同比增速高达 97.9%。

图表11：平安寿险2019年利润预测（考虑减税）（亿元）

	悲观	中性	乐观
投资收益率	4.5%	5.0%	5.5%
营运利润	891	891	891
投资波动	-50	0	50
营运利润+投资波动	841	891	941
假设变动	-23	0	23
净利润=营运利润+投资波动+假设变动（基础情景）	818	891	964
所得税下降（2019）	94	94	94
净利润（情景一）	912	985	1,057
所得税下降（2018+2019）	179	179	179
净利润（情景二）	997	1,070	1,142

资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表12：新华保险2019年利润预测（考虑减税）（亿元）

	悲观	中性	乐观
投资收益率	4.5%	5.0%	5.5%
营运利润	138	138	138
投资波动	-13	0	13
营运利润+投资波动	126	138	151
假设变动	-38	-19	0
净利润=营运利润+投资波动+假设变动（基础情景）	88	119	151
所得税下降（2019）	20	20	20
净利润（情景一）	107	139	170
所得税下降（2018+2019）	38	38	38
净利润（情景二）	125	157	188

资料来源：公司公告、万联证券研究所

5、研究结论与投资建议

两种口径营运利润在本质上相通，基于修正负债成本的营运利润预测方法适用性更强。平安口径的营运利润是基于利源分析逻辑，主要由剩余边际摊销、净资产投资收益、息差收入、营运偏差及其他四部分组成，并考虑所得税影响。基于修正负债成本的营运利润则是将公司经营情况综合反映进修正负债成本，通过预测投资资产增速和修正负债成本变动趋势来实现利润预测。两种方法各有优劣，前者更符合利润产生逻辑，但对于不披露营运利润的公司无法进行预测，后者可操作性更强，但修正负债成本的趋势判断有难度。从结果上看，平安寿险两种口径下营运利润增速较为接近，验证了两种方法的逻辑一致性。

净利润=营运利润+投资波动+精算假设变动。净利润与营运利润的差异主要在于短期投资波动和精算假设变动，投资波动对利润的影响主要采用情景法，即测算多种投资收益率情景下，考虑负债吸收效应后的净利润，而精算假设变动受多因素驱动，预测难度较大，其中仅750日移动平均国债收益率曲线相对较好预测，折现率使用的溢价和营运假设变动难以准确把握。通过分析平安寿险和新华保险的历史数据，并结合国债收益率趋势，我们用情景法测算了三种情景下两个公司2019年的净利润。

佣金手续费税前扣除新政将大幅提升寿险公司2019年盈利能力。近期财政部和国税总局联合发布《关于保险企业手续费及佣金支出税前扣除政策的公告》，调升佣金手续费税前扣除比例，人身险行业从10%升至18%，寿险业税负将明显下降。经测算，平安寿险2019年预计减税94亿，中性情景下净利润将达到985亿，如果2018年的减税影响在2019年利润表中体现，中性情景下净利润将有望超过千亿。减税新政对新华保险2019年净利润的提升幅度也非常明显。

中性情景下，A股上市寿险公司2019年净利润仍将保持较快增长，同时佣金手续费税前扣除新政也将提升行业长期盈利能力和EV成长性，2019年有望大幅受益。今年以来，保险股受业务复苏、利率企稳回升和股市上行等因素影响估值持续提升，当前估值处于合理区间下沿，长期来看，上市寿险公司较好的盈利能力使其长期价值仍有成长空间，维持保险行业“强于大市”评级。

6、风险提示

规模人力大幅下降、保障型业务销售不及预期、权益市场大幅下跌、系统性风险

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司或其关联机构可能会持有报告中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、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场