证券研究报告

公司研究——事项点评

中国平安（601318.SH）

NBV 降幅扩大，人力数量尚未见拐点

2020 年 10 月 28 日

王舫朝　非银金融首席分析师

执业编号：S1500519120002

联系电话：（010）83326877

邮　箱：wangfangzhao@cindasc.com

朱丁宁 研究助理

邮箱：zhudingning@cindasc.com

相关研究

《中国平安半年报点评：负债端继续承压，寿险改革仍在途中》2020.08

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼

邮编：100031

事件：中国平安公布 2020 年三季报，实现营业收入 9170.7 亿元，同比+2.7%，实现归母净利润 1030.4 亿元，同比-20.5%。营运利润 1086.9 亿元，同比+4.5%。每股营运利润 6.15 元，同比+5.1%。年化营运 ROE20.9%，同比下降 2ppts。

点评：

- **前三季归母净利润 YoY-20.5%。**中国平安 3Q20 年实现归母净利润 1030.4 亿元，同比-20.5%，降幅较半年度收窄。前三季集团营运利润 1086.9 亿元，同比+4.5%，其中寿险归母营运利润 754.5 亿元，同比+9.2%，增速较上半年回升，源于营运偏差的正向贡献以及去年低基数影响。

- **销售低 margin 产品导致 NBV 降幅扩大，代理人数量和产能依然承压。**前三季度 NBV 同比-27.1%（1H20 YoY-24.4%），利润率进一步承压，1）新单同比-1.7%（1H20 YoY-8%），2）新业务价值率 35.7%（1H20 36.7%），同比-12.4ppts，源于疫情影响下高价值率产品销售难度较大，Q3 继续增加低价值率产品销售以获客。受疫情影响延续，代理人数量为 105 万人，同环比继续下降，活动率和产能依然承压。代理人数量下降源于 1）Q3 淘汰低产能和低出勤率代理人导致流失率较前两季度提升，2）代理人收入下滑影响代理人信心，3）主管产能下降导致增员信心下降。公司深入推进寿险改革，优化基本法，进一步赋能队伍扩量和提质，优才人力占比较年初提升，同时通过科技赋能推动线上化经营，优质增员并支持代理人展业和培训，提升代理人质量。我们认为随着基本法制度红利的逐渐释放以及寿险改革的进一步深化，明年人力数量和产能均有望逐步恢复。

- **开门红态度转向积极。**明年公司对开门红重视度提升，开门红预售时间大幅提前（11 月 1 日至 12 月 12 日），产品方面前期将加大短储获客类产品销售，且保障期限缩短至 8 年，提升士气，进而提升产能和活动率。12 月 12 日后将销售保障型产品，并加大增员力度和培训。预计明年开门红公司保费收入有望获得较快增长，NBV 在低基数基础上有望明显提升。

- **公允价值变动损失导致总投资收益率小幅承压。**年化净投资收益率 4.5%，同比-0.4pct。年化总投资收益率 5.2%，同比-0.8pct，源于香港股票市场下跌导致公允价值变动损失大幅增加（YoY-151.9%）。公司抓住 Q3 债券发行供给高峰增配国债、地方债以及政策性金融债等长久期债券，缩小资产负债久期缺口。权益市场把握波段和结构性行情灵活配置。

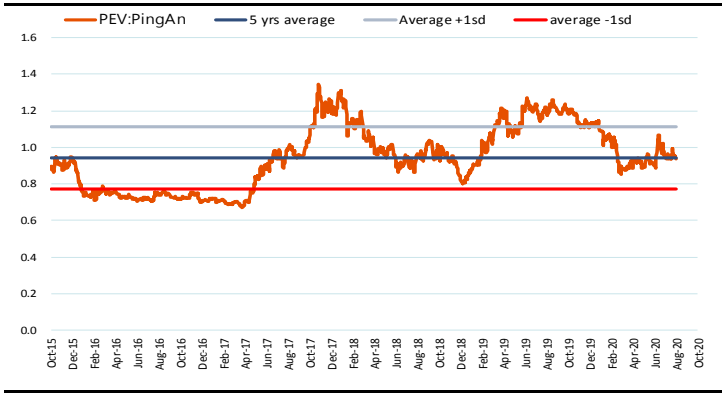
- **非车险增长强劲，综合成本率有所上升。**前三季产险原保费收入同比+11.5%，其中车险保费同比+6%，非车险同比

+24.4%。前三季度综合成本率同比+2.9ppts 至 99.1%。随着疫情好转以及平安加大对保证保险业务风险管控力度，保证保险业务综合成本率较上半年有所改善。车险综合改革正式实施，将带来费用率下降，而赔付率上升，短期内综合成本率或将上升。公司凭借定价、渠道、规模、服务以及品牌优势有望获得市占率的进一步提升。

- **投资建议：**受疫情影响，负债端前三季度 NBV 降幅进一步扩大，人力数量和产能继续承压。考虑到平安 1）明年开门红节奏大幅提前，产品更具备吸引力，2）升级基本法，给予代理人更多待遇和关怀，3）线上化经营能力突出，4）保障型产品根据重疾定义优化产品形态，我们预计在寿险改革年底全部落地后，明年队伍有望实现规模和质量的同步增长，负债端有望逐步恢复。资产端受益于利率上行以及较好的权益市场表现，我们预计资产负债有望迎来共振。今年以来，平安股价涨幅落后，市场尚未看到寿险改革带来的负债端增长预期，建议关注。

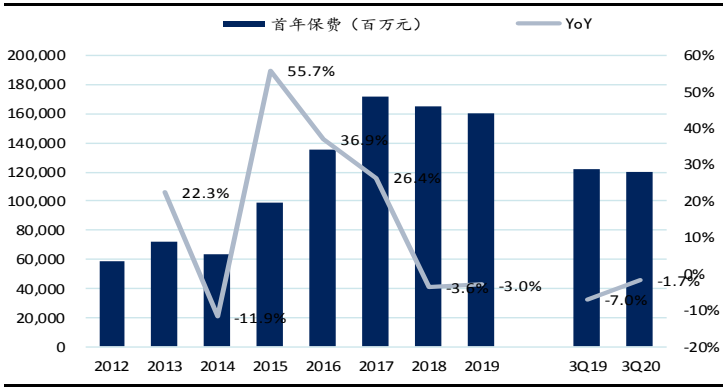
- **风险因素：**受疫情影响，代理人展业恢复进度不及预期；代理人产能下滑导致人员脱落；资本市场大幅波动带来投资收益急剧下降；利率下行将缩窄固定利率工具利差空间，并影响会计利润；750 天均线下移带来准备金计提增加。

图 1：中国平安滚动 PEV



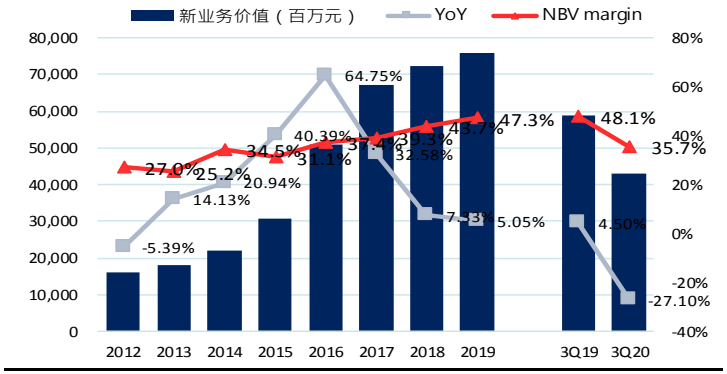
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 2：首年保费（百万元）及增速



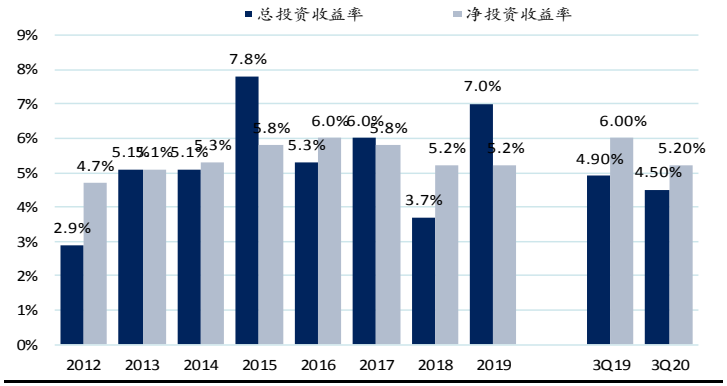
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 3：NBV（百万元）和 NBV margin



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 4：投资收益率（%）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

研究团队简介

王舫朝，硕士，毕业于英国杜伦大学企业国际金融专业，历任海航资本租赁事业部副总经理，渤海租赁业务部总经理，曾就职于中信建投证券、华创证券。2019 年 11 月加入信达证券研发中心，负责非银金融研究工作。

朱丁宁，硕士，毕业于英国格拉斯哥大学金融专业，曾工作于台湾富邦证券和瑞银证券，于 2020 年 4 月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

王锐，硕士，毕业于美国波士顿大学金融专业，2019 年加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁　泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张　华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐　蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	魏　冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴　国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	袁晓信	13636578577	yuanxiaoxin@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com
华南	陈　晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称"信达证券")具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。
本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。
本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。
在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。
在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。
本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。
如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数 ：沪深 300 指数（以下简称基准）; 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	**买入：** 股价相对强于基准 20％以上；	**看好：** 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5％～20％；	**中性：** 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	**看淡：** 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5％以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。
本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。