

中金、银河两主承销商力捧国寿

中金:到明年底按内涵价值计算每股最高可达29元;银河证券:公司业务边际收益在提高

□本报记者 卢晓平 谢晓冬

随着中国人寿高层A股发行推介工作如火如荼,其投资价值以及最终的发行区间到底为何,越来越成为市场关注焦点。

记者昨日获得的中金公司和银河证券专为此次发行量身打造的投资价值分析报告显示,两主承销商对中国人寿的前景非常看好。

中金公司报告认为,依内涵价值计算,到2007年年底,中国人寿的公司投资价值有望达到26.28元/股,23-29元之间均为合理价值区间。

中信建投研究员银国宏介绍,所谓内涵价值是指,基于一组关于未来经验的假设,以精算方法估算的一家保险公司的经济价值。用其加上公司一年新业务的价值(以精算方法估算的在一年里售出的中国人寿新业务所产生的经济价值)即为该公司当年的评估价值。据此,可以大概得到公司每股的评估价值。

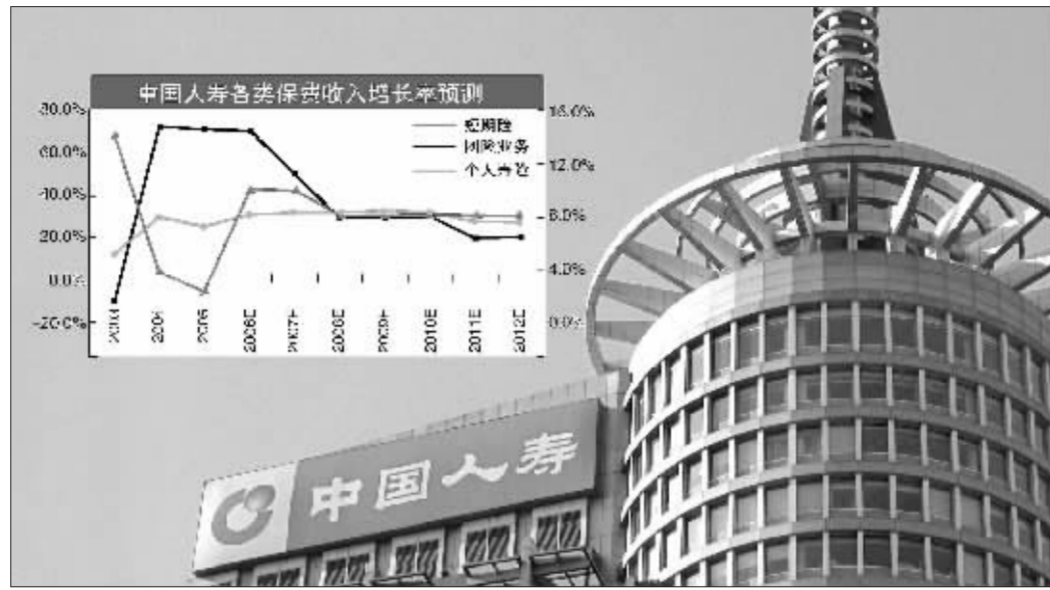
据了解,在此次中国人寿高

层进行路演之前,中金公司和银河证券作为国寿项目的联席保荐人先期一天拉开了中国人寿路演的序幕。昨日两家联席保荐人研究员双双返回北京,今日,北京包括北京周边区域的机构投资者将蜂拥而来,听取相关研究报告的讲解。

由于寿险公司与实业公司最大的不同,在于其所经营的是基于对未来预期的保险合同,保险合同的持续期较长,存在高度的不确定性。对未来估计假设的不同,将导致会计估计和计量的不同。

银河证券在中国人寿一年新业务价值117.12亿元、新业务乘数42倍、未来保单价值4919.03亿元、资本成本43.74亿元的基础上,对其2007年公司价值估算为5715亿元至6534亿元,按发行后股本282.64亿股计算,公司每股价值为20.22至23.12元。

不过,双方的报告都认为,不断健康化的业务结构和不断提高的资金运用效率,是支持中国人寿高估值的基础。



张大伟制图

三个指标显示中国人寿的业务结构正在不断优化:期缴保费比重的提高;首期和续期保费收入的上升;以及保费主要来自经济发展较快的地区。

银河证券的研究报告还显示,中国人寿业务边际收益在提高。精算结果表明:基于同一假

设下(10.5%倍折现率,1.5倍最低偿付能力要求资本成本),中国人寿2005年新业务边际收益为37%,在2004年32%的基础上提高了5个百分点,真正实现了有效益的增长。

另一方面,受惠于今年国内资本市场的全面向好和去年以

来寿险资金运用渠道的放宽,中国人寿也实现了的良好投资回报。

昨日,中国人寿(2628.HK)再度飙升8.16%创出历史新高,报收23.85港元,成交量1.2亿股。盘中曾一度创下24.10港元的历史新高股价。

另外,受惠于今年国内资本市场的全面向好和去年以

广州路演结束 国寿沪深询价今启

□特约作者 赵铃

中国人寿四地路演的进度表日渐清晰。知情人士昨日向记者透露,中国人寿的广州路演询价已于昨日结束,沪深两地的路演将于今日同步进行。

该人士称,由总裁吴焰带领的广州路演小组已结束了广州的路演工作,共有两家基金公司广发、易方达提交了初步的询价意见表。但他不愿透露这两家询价对象的报价区间,广发和易方达的有关人士对此亦讳莫如深。

而原定于昨日拜访上海询价对象的董事长杨超,并未出现在沪上机构投资者的面前。不过,据其中一家询价对象表示,他们已收到来自“中国人寿”将于12月21日下午两点在某大厦进行路演的邀请。另外几位基金经理人也向记者证实了这一消息。

对于明天上海询价场面的预计,上述几位基金经理人的回答一致地谨慎,“价格区间等询价结束后会由中国人寿对外披

露,我们不方便说。”不过,他们表示,通过对中国人寿送发的相关资料的仔细分析,心中的价格区间已基本确定。

路演当口,有市场人士不免担忧:业界对中国人寿高价发行的预期是否会影响到询价对象对中国人寿估价的判断。一位港股分析师表示,出现这种情况的可能性较小。“相对于部分投资者对国寿A股疯狂的投资热情,这些询价对象的分析判断应该相对理性。”

“而对于中国人寿而言,除了募集资金外,发行A股的更大意义在于让内地投资者分享其投资收益,夯实股东基础。”因此,该分析师作出了“中国人寿发行价不会高得离谱预期的那么夸张”的判断。

事实上,对于密切关注中国人寿询价动态的机构投资者和散户而言,他们正在经历一场收益与价格的博弈。一位资深投行人士分析认为,无论最后中国人寿开出的发行价为多少,中国人寿确实是一值得“收藏”的股票。

机构预测

平安证券:预计发行价18.70-20.70元

□特约作者 赵铃

在市场追捧中国人寿“王者归来”的狂热声中,平安证券近日给出了一份业内认为相对“冷静”的投资价值分析报告。

尽管母公司与中国人寿在某种程度上来说是一种竞争关系,平安证券还是给中国人寿的投资价值打出了一个高分。并且给出了“强烈推荐”的投资评级,认为中国人寿A股适合买入持有的投资策略——“牛市时尚,限量珍藏”。

平安证券分析师邵子钦分析,“中国人寿将是投资渠道放

开的最大受益者,且中国人寿产品结构调整初见成效,组织结构调整空间有待释放。”因此,在综合考虑投资收益率提高和再融资因素之后,平安证券认为,“中国人寿合理估值25元,预计发行价18.70-20.70元,预计上市价21.50-23.50元,长期来看中国人寿估值有望再度提升。”

报告指出,近年来中国人寿在资金运用效率方面确有可能圈可点之处。“投资收益率是内涵价值的最敏感性因素,投资渠道放开有利于改善投资期限结构和提升收益率水平。由于

政府资源雄厚,中国人寿有望在投资渠道放开的过程中获得最大实惠。”近日入股南方电网,以及中信证券、广发银行等项目的成功也都彰显了中国人寿在投资方面的竞争优势。

业内人士对于平安证券的评估基本认可。“中国人寿打出还算漂亮的分数,与中国人寿当年选择‘母子公司’剥离上市的模式不无关系,偿付能力等随着旧保单的剥离大有好转。而上述种种因素都是如今影响其股价的重要因素。”

不过,一位保险业内人士同时提醒投资者,中国人寿对利率风险的管理能力应该成为投资者关注的重点。

中国人寿A股上市掀起了内地投资者对国内保险股的热情企盼潮,新华人寿、泰康人寿、中再保险等将逐一粉墨登场。上述人士指出,尽管有观点认为其中部分公司投资收益率及偿付能力等方面相对不甚理想,但从整个行业的投资价值而言,寿险公司的投资价值仍然相当可观。

Table with 6 columns: Year, Insurance Revenue (亿元), Net Profit (亿元), Growth Rate (%), EPS (元), and P/E Ratio. Data spans from 2003 to 2008F.

注:所有股价数据均以预计上市定价中值22.50元计算。资料来源:平安证券 陈元君制表

深圳证券交易所业务规则制定办法

第一章 总则

第一条 为规范深圳证券交易所(以下简称“本所”)业务规则制定工作,完善本所业务规则体系,根据《证券法》、《证券交易所管理办法》和本所章程的规定,制定本办法。

第二条 本所业务规则制定的立项、起草、审查、发布、生效、施行、解释、修改和废止,适用本办法。

第三条 本办法所称业务规则,是指本所为履行组织证券交易和一线监管等职责而制定并以本所的名义对外发布的,对相关市场参与者具有普遍约束力和持续性的规范性文件。

第四条 业务规则包括:(一)规则。指对本所组织证券交易和一线监管等业务作比较全面、系统规定的基础性业务规则。

(二)细则。指对本所规则实施的某一方面问题作出详细规定的具体性业务规则。

(三)指引。指规范本所业务的指导性或补充性业务规则。

(四)其他规定。指除上述三类业务规则外,本所制定的具有普遍约束力的其他规范性文件,名称一般为“规定”、“办法”、“通知”等。

第五条 制定业务规则应当遵循以下原则:(一)根据法律、法规、规章和本所章程进行,不得与法律、法规、规章和本所章程相抵触;

(二)从实际出发,具有可操作性;

(三)注重效率,并有利于规范管理、防范风险和促进发展;

(四)灵活性与原则性相结合,稳定性、连续性与适时变动性相结合;

(五)维护业务规则体系内部的和谐统一,细则、指引不得与规则相抵触,其他规定不得与规则、细则、指引相抵触。

第六条 本所法律部负责组织协调业务规则的制定工作,履行以下具体职责:(一)研究、拟订业务规则制定工作计划,并督促执行;

(二)组织或参与起草业务规则;

(三)对业务规则草案进行合法性审查;

(四)提出业务规则的解释、修改、废止意见;

(五)其他与业务规则制定工作有关的事项。

第二章 业务规则制定和修改计划

第七条 各业务部门应当在每年十二月份对本年度本部门起草并发布的业务规则进行清理。同时,应当对本部门业务相关的下一年度拟制定、修改的业务规则提出立项计划。业务规则立项计划应当对制定或修改业务规则的必要性、与相关业务规则的关系、所要解决的主要问题、拟建立的主要制度等作出说明。业务规则清理结果和立项计划一并提交法律部。

第八条 中国证监会、本所理事会、总经理室认为需要制定、修改的业务规则,由总经理室指定的部门或法律部将其纳入当年的计划。

第九条 法律部在汇总各部门业务规则清理结果和立项计划的基础上,制定本所年度业务规则制定和修改工作计划,报总经理室批准后实施。

第三章 业务规则的起草

第十条 业务规则起草包括起草业务规则草案和起草说明等工作。业务规则草案的内容一般包括制定目的、制定依据、适用范围、具体规

范、纪律处分、生效方式和施行日期等。起草说明的内容一般应当包括业务规则制定的必要性、起草过程、主要内容和争议问题,必要时可附相关材料。相关材料主要包括汇总的各方意见、调研报告、国内外有关立法材料等。

第十一条 业务规则的起草由负责相关业务的部门负责。业务规则内容涉及两个或以上部门的,由总经理室指定主要起草部门。

第十二条 业务规则的起草,应当有法律部人员参加。

第十三条 起草业务规则时,应当注意与现有业务规则的衔接。对同一事项,如果作出与现有业务规则不一致规定的,应当在起草说明中陈述理由。

第十四条 起草业务规则时,应当对与之内内容相关的现行业务规则进行清理,起草的业务规则若将取代现行业务规则的,应当在草案中写明拟废止的业务规则的名称、文号。若起草的业务规则仅对现行业务规则的部分内容作了修改,则应当在起草说明中写明修改的现行业务规则的名称、文号、条目或者内容。

第十五条 业务规则草案内容涉及其他部门或者与其他部门关系密切的,起草部门应当征求所内相关部门的意见,并与相关部门协商一致。对存在争议的问题应当在起草说明中提出倾向性意见,并陈述理由。

业务规则草案内容关系到证券市场参与者的权益,可能对证券市场产生重大影响的,经总经理室批准,起草部门可以采取上网、登报、信函、座谈会和走访等方式向社会征求意见。

第四章 业务规则的结构

第十六条 业务规则的结构一般包括:(1)名称;(2)目录;(3)总则;(4)分则;(5)附则;(6)条文;(7)标题;(8)附件。

内容简单的业务规则可根据需要简化结构。

第十七条 业务规则的名称应当以简洁准确的文字概括其主要内容。业务规则名称最终由法律部审定。

第十八条 结构复杂、内容较多的业务规则可以设目录,列在业务规则的正文之前。

第十九条 业务规则的总则统领整个业务规则,主要规定:(一)制定目的;(二)制定依据;(三)适用范围;(四)基本原则;(五)基本制度。

第二十条 业务规则的总则是对总则内容的具体化,主要规定:(一)相关主体的权利或职权、义务或职责;(二)行使权利或职权、履行义务或职责的保障;(三)由于行使或侵犯权利或职权、履行或不履行义务或职责所导致的后果。

第二十一条 业务规则的附则是对总则和分则的辅助和补充,主要规定:(一)名词术语的解释;(二)业务规则的解释权;(三)业务规则的生效施行;(四)业务规则的失效或者废止。

第二十二条 起草业务规则的条文,应当注意以下事项:(一)权利或者职权、义务或者职责及其实现保障和行为后果的规定明确、具体、全面;

(二)结构合理,层次清楚,顺序恰当;

(三)适用范围和适用对象具有普遍性,含义明确肯定,逻辑结构完整;

(四)避免条文之间内容相互抵触。

第二十三条 业务规则的文字段落一般使用条、款、项等形式。条文内容较复杂的,可以设置标题,使用简洁准确的语言概括该条的内容。

业务规则内容较多且复杂的,可以使用章、节的形式。各章、节、条的序号用中文数字依次表述,款不编序号,项的序号用中文数字加括号依次表述。条之间用阿拉伯数字连续编号,如“1.1.1”,并列的标题之间应当在结构和文字风格等方面协调一致。

第二十四条 附件汇总与业务规则相关的、需要适用或参照的材料。附件所列的材料应当列明全称。

第二十五条 就同一事项,主板与中小企业板均需制定业务规则的,可以采取以下三种方式:(一)主板和中小企业板分别制定业务规则;

(二)统一制定适用于主板和中小企业板的业务规则;

(三)制定统一适用于主板和中小企业板的业务规则,同时制定适用于中小企业板的特别规定。

第二十六条 分别制定业务规则的,应当在总则中规定“本业务规则适用于在深圳证券交易所上市的公司(中小企业上市公司除外)”或“本业务规则适用于在深圳证券交易所中小企业板上市的公司”。

第二十七条 分别制定业务规则的,主板与中小企业板业务规则在体例、结构、基本概念等方面应保持统一。

第二十八条 在制定统一业务规则之外制定中小企业板特别规定的,应当在该特别规定的总则中规定“本特别规定适用于在深圳证券交易所中小企业板上市的公司。本特别规定未作规定的,适用本所相关业务规则的规定”。

第五章 业务规则的语言

第二十九条 业务规则的语言应当准确、规范、严谨、简明。文字、词语的含义要符合一般常理,超出常理使用或者有特殊含义的,应当作出释义。

同一概念使用同一词语。

第三十条 强制性规定使用“应当”、“必须”等词语,选择性规定使用“可以”等词语,禁止性规定使用“禁止”、“不得”等词语,倡导性规定使用“鼓励”、“倡导”等词语。

第三十一条 业务规则的句型只能使用陈述句和祈使句。对正文的内容作出例外、限制、附加或者相反规定的,可以使用但书的形式。

第六章 业务规则的合法合规性审查

第三十二条 业务规则起草完毕后,起草部门应当将以下材料送交法律部进行合法合规性审查:(一)业务规则草案与起草说明;

(二)起草或修改草案所依据的有关文件材料;

(三)拟废止的业务规则;

本所各业务部门以部门名义发布的规范性文件,应当参照前款规定将相关材料送交法律部进行合法合规性审查。

第三十三条 业务规则的合法合规性审查时间一般为二个工作日。重大、复杂、内容繁多的业务规则,起草部门应当给法律部预留足够的审查时间。

第三十四条 审查的内容主要包括:(一)是否符合现行法律、法规、规章和国家关于证券市场的基本方针和政策;

(二)是否属于本所的职责范围;

(三)是否与有关业务规则衔接,如果改变现行规定的,理由和依据是否充分;

(四)体例、结构是否合理,法律用语是否准确、规范;

(五)其他需要审查的内容。法律部参加业务规则起草或修改的人员,一般不参加对该业务规则草案的合法合规性审查工作。

第三十五条 法律部对业务规则草案进行审查后,出具审查意见。需要补充修改的,起草部门应当根据审查意见予以补充修改。

第三十六条 业务规则有以下情形之一的,法律部应当退回并说明理由:(一)制定与修改业务规则的基本条件尚不成熟的;

(二)主要规定与现行法律、法规、规章存在较大冲突的;

(三)本所有关部门对主要规定存在较大争议的;

(四)简单重复现行法律、法规、规章和本所其他业务规则的内容的。

第七章 业务规则的生效、发布和施行

第三十七条 规则经理事会审议通过,报中国证监会批准后生效。细则、指引、其他规定经总经理室办公会议或理事会审议通过后生效。法律、行政法规、部门规章、本所章程及业务规则另有规定的,从其规定。

第三十八条 业务规则草案提交总经理室办公会议或理事会审议时,由起草部门作起草说明,法律部作合法合规性审查说明。

第三十九条 业务规则生效后应当在中国证监会指定信息披露报刊或网站上发布。

第四十条 业务规则应当规定自发布之日起或者发布后的某日起施行。

第八章 业务规则的解释、修改、废止

第四十一条 业务规则存在下列情形之一的,应当作出解释:(一)需要进一步明确业务规则有关规定的具体含义的;

(二)在不违反业务规则基本原则和基本规定前提下需要作出补充规定的。

第四十二条 业务规则存在下列情形之一的,应当予以修改:(一)所依据的法律、法规、规章已作修改的;

(二)有关政策发生变化,需要进行相应修改的;

(三)因证券市场实际情况发生变化,已不能实现现实需要的;

(四)两个以上业务规则对同一事项的规定相互抵触的。

第四十三条 业务规则存在下列情形之一的,应当予以废止:(一)因有关法律、法规、规章的废止或者修改,或者本所章程有关内容被修改而失去存在依据和意义的;

(二)所规定的事项已不存在或者执行完毕,无继续存在的必要的;

(三)所规定的事项已由新的业务规则作出规定的。

第四十四条 业务规则的解释、修改与废止,由负责该业务规则执行的业务部门提出解释、修改草案或者废止建议,经法律部审核后提请总经理室办公会议审议通过。但按照有关规定需提交理事会审议或报中国证监会批准或备案的,经理事会审议通过或报中国证监会批准或备案后生效。

第九章 附则

第四十五条 本办法由本所负责解释。

第四十六条 本办法自发布之日起施行。本所二〇〇七年七月十一日印发的《深圳证券交易所规范性文件制定办法》同时废止。

金融观察

大摩罗奇:中美之间到底谁补贴谁?

□本报记者 唐昆

带着一些愤慨和无奈的情绪,摩根士丹利全球首席经济学家罗奇完成了他最新的中美关系研究报告《谁补贴了谁?》,报告直接把矛头指向了美联储。

事件的起因并不复杂,美联储主席伯南克此前在中国社科院就中国经济的发展和挑战发表了自己的见解(本报周六亦有报道),在谈到货币政策时,伯南克称人民币被低估带来扭曲,造成了中国企业热衷于出口而忽视国内市场。

但罗奇从美联储网站上发现,美方口径是“人民币低估补贴了中国出口企业”。大部分学者认为,“补贴”一词的警告意味更强烈。此后美联储解释称,伯南克在演讲时用“扭曲”代替“补贴”可能只是个人用词习惯的缘故。

罗奇认为,这种“中国补贴”实际上令美国受益:中国买入大量美元资产以维系一个“有管理浮动”的汇率制度,是给美国利率和资产市场提供了补贴。按照外汇储备每年增长2000亿美元的速度计算,中国大约每年购买1200亿美元资产。

“没有中国买入美元资产,美元肯定会下滑及美国利率将走高。这表了中国正补贴着美国利率,



如果不是中国货币政策涉及循环买进美元的话,美国借贷人和投资者便不会享受到低息融资和较高美元价值的益处。”

同时,通过提供越来越多的价廉物美进口品,中国给美国家庭的购买力提供了补贴,同样是进口品,汽油价格日益上涨令美国消费者生活成本激增,而超市里“中国制造”却依然物美价廉。此外,罗奇认为伯南克在强调中国应该向市场方向改革的时候,忽略了转型中国经济可能面临的风险。“银行体系仍未稳健和缺乏一个能全面发挥功效的资本市场。”罗奇举例说。

不怵调控 ING3.5亿美元拟砸中国地产

□本报记者 唐昆

昨日,荷兰ING集团旗下ING房地产宣布,其“中国机会基金”已经成功融得3.5亿美元的资金,准备再次进军中国一、二线城市的中档住宅发展项目。

据记者了解,上述3.5亿美元资金主要来源于亚洲、澳大利亚、欧洲、中东和美国等地的国际机构投资者,此外,ING私人银行还向高额净资产投资者展开了筹集活动。毫无疑问,人民币升值、中国快速城市化,以及不断升温的地产行情都是该次筹资的重要亮点。

中国机会基金是一只私募、封闭式总收益基金,其投资目标为选择具备潜力的地产项目——中国一、二线城市的中档住宅发展项目。基金的大部分投资将通过与在中国已拥有良好业绩的开发商所建立的合伙公司落实执行。

目前,该基金的业务组合包括与上海复地股份有限公司合资,于上海虹口区的一项综合开发项目,以及与融科智地公司合资发展位于长沙的两项住宅开发项目。此外,与金地(集团)股份有限公司于天津开发的住宅开发项目,目前正在等待政府审批。

“我们对于国际投资者对我们新基金的热切反应感到很高兴。尽管中国政府在今年5月及8月宣布采取旨在为中国房地产市场降温的措施,但基金成功筹资支持我们与当地开发商合作,集中发展中国一、二线城市的住宅项目的策略是正确的。”ING房地产投资管理公司亚洲区首席执行官Robert Lie称。截至9月30日,ING房地产的全球总业务组合达1030亿美元。

近两年来,中国房地产行业处于“黄金时期”,同时人民币升值压力强大,大量海外资金流入中国并进军房地产行业。此前,外资热衷于收购房地产项目转而出售或者出租,但是此后不久我国政府出台了一系列政策限制外资投资房地产,外资的投资成本和退出风险都相应加大。

但即便如此,国际资金对中国房地产行业的热情依然不减,并且更倾向于采用直接投资的方式,积极在国内寻找相应的合作方。据估计,新加坡凯德置地、摩根斯坦利、瑞安地产、荷兰ING、新加坡GIC等数家机构对中国房地产行业的投资可能在百亿美元左右。