

人民币中间价昨破 7.76 升速较去年同期快一倍

汇改以来人民币累计升值幅度已接近 4.52%

今年以来人民币的累计升幅已经高达

0.616%，比去年同期的 0.29% 快了一倍还

多。汇改以来人民币累计升值幅度已接近

4.52%。

□本报记者 秦媛娜

人民币汇率新年里第11次创下汇改以来的新高。昨日人民币的表现再次成为市场中的一大亮点。7.7595美元兑人民币中间价意味着，人民币汇率中间价首次升破了7.76元关口，今年以来人民币的累计升幅已经高达0.616%，比去年同期的0.29%快了一倍还多。汇改以来人民币累计升值幅度已接近4.52%。

FX168首席外汇分析师李骏认为，人民币汇率在新年快速走高有来自内部和外部因素的双重支撑。首先，从年初商务部表示把减少贸易顺差作为今年首要任务等消息面分析，市场已经解读出了人民币今年升值可能加快的信号。

而来自外部的声音也在助力这一进程，上周三美国财长保尔森向国会表示，中国应当允许人民币有更大的升值幅度，此后人民币在交易市场上保持了连续的上涨，“说明市场对于来自外部的压力有所反应。”而本周末即将召开的G7会议又可能成为人民币加快升值的另外一根导火索，“亚洲货币可能会成为会议所关注的话题，如果这样，那么7.75元关口这个窗户纸也可能一戳就破。”

某外资银行交易员也表示，从目前市场的走势来看，供需

波动并不大，市场也越来越习惯人民币汇率屡创新高表现。按照如此稳健的步伐走下去，本周人民币汇率看到7.75元关口也不无可能。

7.75元，如果人民币快速触及这一关口，将意味着美元兑人民币汇率开始突破港币联系汇率制度美元兑港币7.75至7.85浮动区间的下线。但是市场一致认为，如果真的破位了这一关口，也不会打乱人民币快速走高的步伐。

李骏指出，从人民币在上月首度“贵”过港币开始，市场就已经对此有了充分的心理准备。而香港方面又一再重申将坚持联系汇率不变，因此破位7.75元关口并不会令市场产生太大波动。

交易员也认为，一旦破位7.75元关口，人民币继续试探7.74、7.73元关口也就会有充足的动力。今年以来，人民币在短短22个交易日里已经陆续冲破了5个整数关口。

事实上，在交易市场美元兑人民币汇率已经非常逼近7.75元关口。昨日的询价市场上，美元兑人民币汇率收盘价为7.7555元，较前日下跌54个基点；撮合市场上，美元兑人民币汇率跌58个基点，收于7.7542元。两市场中美元兑人民币汇率波动的最低点分别探至7.7553元和7.7542元。



张大伟 制图

平安今日北京询价 估值超40元

□本报记者 黄蕾

2月6日18时30分，平安上海路演小组成员登机前往北京。今天，他们将结束广州、深圳两地路演的广深路演小组在北京会合，一同完成此次A股路演询价的最后一站。预计备受瞩目的发行价格将于2月8日晚敲定，正式询价公告将于2月9日正式对外发布。

昨日上海路演现场气氛之热烈，丝毫不输于2月5日路演首天的情景。知情人士透露称，经过第一天的路演推介，昨日前来参会的询价对象及机构投资者似乎有备而来，他们开门见山直奔主题。

“如何弥补平安旗下银行网点不足”等影响平安估值的诸多“敏感”因素，被他们一一抛给主持路演的平安

安“一把手”马明哲。马明哲现场应答不避困难：“我们有3000多万优质客户的优势，我们也在研究发展银行的创新模式，我们希望通过这些现有的优势来弥补银行网点、业务上的不足。”

仅仅2月5日、6日两天，平安两支行路演团队分别在三个城市进行了20多场一对一和多场一对多推介。从各家询价机构的反应来看，他们均表示对平安的极大关注和购买意愿，投资者对平安回归A股的热情也是异常高涨。

在保险行业被长期看好的大背景下，市场普遍对平安这只综合金融股的发行上市抱有积极参与的态度。一位参与询价的相关机构人士表示，“平安作为一只优质大盘金融蓝筹股，其公司的基本面和未来综合金融战略是机构关心的主要问题，以目前

平安的市场地位和盈利能力，将成为金融板块第一高价股。”

据记者近两日的采访了解，通过参加路演推介会及与平安管理层沟通，众多机构对平安清晰的战略、完整的综合金融平台、国际化的管理团队、优良的公司治理与管理平台、强大的后援集中平台给予了高度认可，并认为以上投资亮点是平安获得市场溢价的重要“砝码”。

对于市场最为关心的估值定价问题，一位保荐人向记者介绍，平安的发行定价主要参照H股，具体则仍取决于询价及认购的情况。中信证券、银河证券、平安证券、东方证券的“平安定价报告”分别于昨日出炉，从上述报告中的分析来看，机构对平安的合理估值普遍超40元，个别机构甚至打出了“54元”的高分。

两巨头差异化生存 平安市场化占优

□本报记者 黄蕾

“比较”成为了平安保险A股两天路演推介的一大中心词。知情人士透露说，20多场路演推介会下来，询价对象及机构投资者最为关心的问题，还是平安保险与国内保险第一股中国人寿之间的差异。

多位沪深机构负责人指出，虽然在寿险领域中国人寿的市场份额胜过平安保险，但后者市场化的优点，注重内在价值的运作理念及手法被市场一致看好。

盈利能力更被看好

路演现场，平安寿险的市场份额屡次被用来跟中国人寿比较。沪上一家基金公司负责人在路演推介现场对记者表示，不能简单地从市场份额来判断哪只股票更具竞争优势。从盈利能力方面来看，他更看好平安的A股表现。

上述分析人士进一步指出，若进一步细分国内寿险市场，在利润率最高的长期期缴产品市场份额部分，即可见平安保险占到更大份额，达20%-30%。较中国人寿以趸缴产品为主的产品结构，平安2005年个人寿险业务的13个月及25个月保单续保率为85%及80%以上，其产品的盈利能力、保单的持续率更高。而平安期缴业务上的不俗表现，足可以为其内涵价值打高分。

同时，在目前的产品结构中，平安的个人寿险业务利润率较高，而中国人寿的银行保险产品收益率更高，由于个人寿险业务的利润高于银行保险业务，平安的业务结构更趋于合理。此外，平安的产品更加多元化，更能满足客户，特别是利润贡献较大的高端客户所需。

谈到盈利能力，平安人均产能提升速度是不得不提的。梳理公开信息后发现，截至2005年底，平安代理人

类别	2003年	2004年	2005年	2006年1-9月
净利润(百万)	1725.00	2293.20	2041.02	2902.00
人寿保险	82.55%	79.66%	84.59%	77.26%
财产保险	137.00	283.20	259.02	584.00
证券	5.00	8.20	6.02	194.00
银行	0.23%	0.25%	0.18%	5.19%
其他	26.00	32.20	38.02	45.00
合计	1.31%	1.14%	1.13%	1.31%
银行	—	0.11%	0.21%	0.28%
其他	254.00	212.00	113.02	8.00
合计	11.12%	8.15%	5.13%	3.41%
其他	-1.00	1.20	-6.02	-3.00
合计	-0.55%	0.04%	-0.18%	-0.26%
合计	231.00	257.20	233.02	373.00
合计	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%

张大伟 制图

素质及人均产能逐步提升，其中人均每月产能由3000元提高到4000元以上，每人每月新卖保单在2份以上，远远高于同行水平。有分析指出，其他公司达到平安目前的产能至少需要5年以上时间，平安强劲的市场竞争力可见一斑。

城市布点有侧重

“平安分支机构不足”，也是机构投资者在比较两大保险股时被提及最多的。由于中国人寿的网点已深入全国农村地区，而平安保险则更注重在国内一、二线城市发展，因此，平安保险被认为在营销网络方面不及中国人寿。

在路演现场，平安高层多次直面投资者，“中国人寿同样是一家非常不错的好公司，只是与平安的优势侧重与发展策略不同。”

较中国人寿抢占“两乡”（乡村和乡镇）的市场策略，“平安目前的业务发展仍主要以发达地区为重，业务集中于珠三角、长三角、京津渤海及沿海区域。相比中国人寿，平安在全国县域市场网点铺设较少，仍有很大的发展空间。”

据记者了解，在国内经济发达地区，平安寿险始终享有高占有率，市场

主导地位非常明显。平安的A股招股说明书显示，人均收入位居全国前列的上海、北京、山东、江苏等省份和城市构成了平安寿险收入来源的主体。

平安高层昨日在路演现场透露的城镇二元市场发展策略，让投资者对其未来城镇发展空间抱有极大的期待。

平安高层透露，针对市场竞争态势，平安将根据城镇二元市场发展策略，将在提升客户价值的前提下，一方面在大城市站稳脚跟，一方面努力开发二线城市与乡间地区业务，“相信随着该部分人均收入的提升，其业务利润贡献率也会逐步攀升，将成为未来平安保费收入增长的又一引擎。”

平安保险	中国人寿
①经济发达地区寿险市场占有率高	①全国寿险市场份额大
②产品盈利能力、保单的持续率更高	②全国布点广、营销网络多
③业务结构更趋于合理	③客户群体广泛
④代理人人均产能高	④代理人队伍规模庞大

承销商报告：投资环境向好推高估值

□本报记者 黄蕾

相对中国人寿而言，平安因其旗下业务更广而被分析家们认为“估值相对复杂”。作为平安保险主承销商的中信证券、银河证券以及平安旗下的平安证券，昨日率先推出平安投资价值分析报告，对平安A股询价、定价及估值进行了详述。

在考虑新业务价值、风险贴现率、投资收益率假设等因素后，三份分析报告分别给出了自己的评分：中信证券测算出2007年平安每股合理价值区间在41.24—49.69元；银河证券对平安保险整体估值的区间为每股42—52.12元；平安证券则采用了内涵价值法对平安投资价值进行了评估，认为其合理价值区间为48—54元。

同时，三份分析报告不约而同地指出，随着保险资金投资环境向好有进一步优化调整的可能，平安保险的价值有望被进一步重估。

投资回报率提升的最大受益者

由于平安80%左右的净利润来自寿险，因此平安证券采用寿险行业通用的内涵价值法对其进行估值，即其它业务系列以净资产价值计量。平安证券金融行业研究员邵子钦预计，平安询价区间32—36元，上市首日定价48—54元，首日涨幅幅度为50%左右，建议积极参与认购。

邵子钦说，由于1999年6月份之前高利率保单的存在，致使平安寿险的有效业务价值相对于投资回报率精算假设的敏感系数高达4.16，远高于中国人寿。从这个角度来看，平安寿险将是保险资金投资回报率提升的最大受益者。

中信证券测算出2007年平安每股合理价值区间在41.24—49.69元。中信证券分析师黄华民表示，“我们所采用新业务乘数为30—35倍，风险贴现率为11.5%—12%，投资收益率假设在2006年4.2%逐步上升到2011年4.7%后保持不变的基础上进行微调。我们认为这些假设是合理谨慎的，随着保险资金投资环境向好有进一步优化调整的可能，并推动公司价值进一步向上重估。”

在对平安旗下子业务进行分析后，银河证券对平安保险的寿险业务估值为每股43.03元，产险业务估值每股0.76元，银行业务估值每股0.94元，合计为每股44.7元。基于谨慎和乐观情景假设的估值分别为每股42元和53.8元。其对平安保险整体估值的区间为每股42—52.12元。

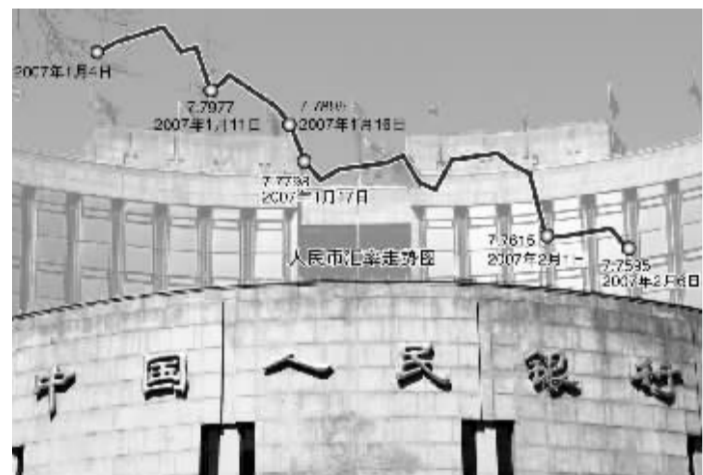
有分析家认为，中信证券等对平安的估值报告相对保守了些。因为根据2006年保险业平均投资收益率5%的预计，上述报告对平安投资率收益不到5%的假设是相对谨慎的。这同时意味着，对平安的估值水平在一段时间内有望被进一步提升。

一站式金融平台

平安保险“一站式金融平台”的优势在三份分析报告中被重点提及。平安保险以产险起家并确立寿险业务核心地位，同时控股证券、信托、银行完成了“一站式”金融服务平台开发整合工作，使得平安能够在统一品牌下实现“一个客户，多种产品”销售服务模式，顺应了当下金融服务业综合经营大趋势，同时开创了国内首家保险控股集团上市的先河。

黄华民将平安形象地比作“一个装水容量多少的水桶”。他认为，平安模式的特点在于客户群体可能没有竞争对手广泛，但其提供产品深度和宽度却比竞争对手多，这就保证了可以在一个客户身上挖掘更多的商业价值，这就像水桶的底面积可能并不太大，但随着水位的不断上升同样可以实现装更多水的目标。

银河证券分析师张曦在报告中如是评价平安：在金融混业经营即将到来的大背景下，平安保险已经完成了金融综合经营平台的搭建。在平安保险的产品从保险到保险+银行，再到保险+银行+资产管理的不断升级中，其金融服务的规模经济和范围经济效益将逐步得到体现。



张大伟 制图

人民币升值预期利好资本市场

□本报记者 但有为

虽然今年以来人民币汇率已经11次创出汇改以来新高，但市场对人民币仍将继续升值的预期没有任何改变。业内人士认为，如果人民币升值预期继续长期存在，将给资本市场带来源源不断的资金，从而在一定程度上能够支撑资本市场长期向好。

银河证券首席经济学家左小蕾认为，人民币稳定升值的预期导致了一个市场无风险的环境，由于没有汇率风险，很多外部的资金借助各种渠道进入国内市场，而资金为了追求高收益又纷纷进入股市，为股市提供了稳定的资金来源。

“加上大量的资金从银行流向股市，这是前段时间股指被迅速推升的两个重要原因。”左小蕾指出。

中信建投证券首席宏观分析师诸建芳也认为，人民币升值引发的流动性过剩，有利于为股市提供稳定的资金。如果升值预期能够连续的话，即使市场容量不断加大，有稳定的资金来源市场也不至于出现缺

血的危险。

“从国际经验来看，人民币升值是有利于国内的金融资产和不动产，日本本币升值后股市和楼市都出现了大幅上涨。”他指出。

除了整个资金面上的影响，诸建芳还指出，升值对市场还将产生一些结构性的影响。首先，对于存在进出口业务的上市公司来说，可能意味着进口成本下降，也可能意味着出口成本上升或是汇兑损益。而非贸易品公司的人民币资产将伴随着人民币的升值而增值，从而受到更多资金的热烈追捧。

但是左小蕾也表示，现在人民币升值预期的存在，海外套利资金持续流入境内，一定程度上推动了股指的虚高，应采取有效措施打破人民币稳定升值的预期。

著名经济学家林毅夫日前也对人民币近期加速升值表示忧虑。他认为，“过快的升值速度，非但不能减少外贸顺差和外汇储备的继续增加，相反只会给热钱的流入释放出更强劲的信号，这不利于经济的持续稳定发展。”