

学校编码: 10384

学 号: 15520051301490



分类号 _____ 密级 _____

UDC _____

廈門大學

硕 士 学 位 论 文

中国平安投资价值分析

An Analysis of Investment Value of China PingAn

李 泽 军

指导教师姓名: 屈文洲 教授

专业名称: 工商管理(MBA)

论文提交日期: 2009 年 10 月

论文答辩时间: 2009 年 月

学位授予日期: 2009 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2009 年 12 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学博硕士学位论文摘要库

摘要

中国保险企业上市在沉寂多年之后，由天平保险进行上市辅导期和中国太保H股上市批复的到来又重新拉开了帷幕。未上市的保险公司如何估值及已上市保险公司的股票投资价值又摆在了大家的面前。

本文首先对公司价值概念和公司价值评估方法进行了分析和介绍，在此基础上结合保险行业的经营特殊性的分析，得出保险公司的价值构成，并对保险公司价值评估方法——内含价值评估法作了详细的介绍；其次，针对保险行业这个金融行业的重要支柱行业，笔者深入地分析了保险行业的发展现状及前景，同时对中国平安公司的发展历程、2009年主要经营情况及核心竞争力的来源进行了详细的介绍和分析；最后，根据中国平安的具体经营情况和未来发展的判断，笔者对中国平安未来五年的盈利情况做出预测，并根据保险公司的估值理论和方法对中国平安进行了估值，在此基础上有针对性地给出了投资建议和风险提示。

关键词： 中国平安 公司价值 内含价值 内含价值评估 投资

厦门大学博硕士学位论文摘要库

Abstract

There is no firm to list in China insurance industry for a long time. It changes since Tianping Aoto Insurance Company is in the process of listing training, as well as China Pacific Insurance (Group) Company has gotten the approval to go public. Therefore, the valuation of non-listed insurance firms and the stock investment value of listed insurance firms are two important problems.

At first, this paper gives an introduction about the conception of firm value and the valuation methodology of firm value. Furthermore, we analyze the value combination in insurance firms in terms of the operating characters in the insurance industry. Also, we mainly introduce the valuation method--Embedded Value. Secondly, as insurance industry is a mainstay in the finance, we deeply study the current situation and development in the future of the insurance. Meanwhile, we review the growth history of China PingAn Insurance (Group) Company, and discuss its operating outcome and competitive power sources in 2009. In the end, according to the study of current operating outcome and the basic judgment for the China PingAn Insurance (Group) Company in the future, this paper predicts the profitability of China PingAn Insurance (Group) Company in the next five years. Also, we provide a valuation of China PingAn Insurance (Group) Company by a professional valuation method for insurance firms. On the basis of this, this paper provides some investment suggestions and risk warning for investors.

Key Words: PingAn, Firm Value, Embedded Value, Investment suggestion

厦门大学博硕士学位论文摘要库

目 录

导 论.....	1
第一章 公司价值评估方法	4
第一节 公司价值的概念	4
第二节 公司价值评估方法	6
第二章 保险公司价值评估理论和方法	12
第一节 保险公司经营的特殊性	12
第二节 保险公司价值构成	15
第三节 保险公司价值评估的方法	17
第三章 我国保险行业发展现状及前景	22
第一节 我国保险行业发展的现状	22
第二节 我国保险行业发展前景分析	26
第四章 中国平安公司分析	33
第一节 中国平安公司的简要概况	33
第二节 中国平安的核心竞争力分析	37
第五章 中国平安盈利预测	42
第一节 中国平安未来收入增长预测	42
第二节 中国平安未来五年盈利预测	44
第六章 中国平安估值及投资建议	47
第一节 中国平安价值评估	47
第二节 中国平安投资建议	50
参考文献.....	54
后 记.....	55

厦门大学博硕士学位论文摘要库

导论

一、选题的现实背景、目的和意义

2009年9月15日，深交所上市公司湖北天茂集团的一纸公告称，旗下控股的天平保险已经和国泰君安签署上市辅导协议，进入上市辅导期，正式启动明年的A股上市计划。

2009年9月28日，中国太保（601601）太保公告称，接到保监会批复，同意中国太保在境外发行H股并上市。根据2009年7月17日中国太保董事会临时会议公布的H股上市方案，太保此次H股IPO发行数量不超过10亿股，并且以“不低于董事会决议公告日前公司A股20个交易日的交易均价进行发行”。据此预计，中国太保H股新股发行价不会低于每股23.52元。

同时，在香港上市的中国人民财产保险股份有限公司的母公司——中国人民保险集团股份有限公司整体改制变更为国家控股股份制公司的工作也于2009年9月完成。随即，股份公司引进战略投资者、公开上市等计划将提上议事日程。

以上只是保险公司上市浪潮中的几朵浪花。为谋求更大的发展，中国再保险（集团）股份有限公司、泰康人寿保险股份有限公司等公司也纷纷在进行着上市前的准备工作。而从整个行业来看，截至2009年6月底，我国已有各种组织形式的保险公司120余家，保险专业中介机构2493家，兼业代理机构13.7万家，其中有6家公司在境内外上市，一家保险中介集团在美国纳斯达克上市。

作为金融体系重要组成部分的保险公司，无论是在A股上市数量还是对A股市场的影响力等方面与银行相去甚远。但每家保险公司的上市都对市场造成了相当大的震动，这种震动有相当程度上是来自于其上市时的高市盈率：中国人寿发行的价格区间为每股18.16元~18.88元，对应的市盈率区间为94.1倍~97.8倍；中国平安发行的价格区间为每股31.80元~33.80元，对应的市盈率是71.67倍~76.18倍；中国太保发行的价格区间为每股27元~30元，对应的市盈率为32.25倍~35.84倍。

如此高的市盈率引发市场的一片哗然：从国内市场看，中国人寿市盈率高

达 97.8 倍，中国平安发行时 A 股市场的市盈率仅 40 倍左右的水平；中国太保则更是在没有连续三年盈利的情况下，获得 IPO 特批待遇，那么其理性股价该是多少？

从国际市场上看，全球主要国家保险公司和全球寿险保费收入前 15 名保险集团的平均市盈率（静态）分别为 17.9 倍和 13 倍。^①

不管市场对保险股的估值存在多大的分歧，保险企业为提高企业竞争力、适应民族保险业发展的要求，上市必将要成为 2009 年乃至今后年度的一道靓丽的风景。那么，保险公司该如何估值，是高估还是低估，其股票的成长性如何等等问题的真相为何？这一命题无疑是值得思考的。而且在保险公司纷纷上市的这种背景下研究其价值评估无论是对投资者还是公司的经营管理者，甚至是保险监管当局都有着重要的现实意义：

对于投资者而言，通过公司价值评估，可以理性地认识到公司存在的风险与其真实价值，从而理性地做出价值判断和投资决策。

对于公司内部的经营管理者而言，对公司进行价值评估，有利于公司内部的经营管理层明确公司价值驱动因素，进行以挖掘公司潜在价值为目的的价值管理决策，更加注重对公司整体获利能力的分析和评估，从而制定和实施合适的经营发展计划以确保公司的经营决策，增加股东财富。

对于监管层而言，对公司进行价值评估，有利于监管部门规范市场管理制度，建立有序和谐的证券市场。管理层通过对申请上市的公司进行价值评估，以评估的结果作为是否获得上市资格，并根据其风险程度与价值潜力的大小确定其上市融资规模；通过对已上市公司进行价值评估，将评估结果作为是否可以获得再融资（包括增发和配股）或者退出证券市场的重要标准，敦促上市公司加强自身的经营管理，又可以降低证券市场的风险，从而保证证券市场有序和谐地发展。

二、研究内容及论文的结构

本文主要运用公司估值的基本原理，将理论与实践紧密相联，在结合保险公司的经营特点和价值来源，应用保险公司估值理论从宏观着眼、从微观入手，

^① 《保险行业系列报告之三：估值篇》

<http://www.p5w.net/newfortune/fxs/baogao/yhjrfw/200709/P020070930413382033698.pdf>

在已经上市的保险公司中选取中国平安作为评估的对象,对其公司的价值进行初步的评估,并结合宏观经济环境有针对性地提出投资建议及进行相应的风险提示。

全文共分为六章,各章的主要内容与观点如下:

第一章,公司价值评估理论及方法。本章主要阐述有关公司价值的一些基本概念和公司价值的评估方法,并针对公司价值的概念进行分析和比较,同时对实践中运用比较广泛的、不同的价值评估理论和方法进行总结、归纳。

第二章,保险公司价值评估理论和方法。保险公司与传统企业相比,有其经营上的特殊性。正因为如此,采用前文所述的传统公司价值评估方法往往不能真实有效地对保险公司进行估值。本章在提炼保险公司经营特性的基础上,对保险公司的价值内涵、评估理论和方法进行分析,并就评估的程序进行初步地探讨。

第三章,我国保险行业发展现状及前景。保险业作为现代金融业的重要组成部分,已经成为我国金融体系的重要支柱之一,在促进金融市场改革发展、提高金融资源配置效率方面发挥着重要的作用。随着我国保险行业整体实力的增强,其在发挥经济补偿功能,有效弥补灾害损失和开展防灾防损,提高全社会抗风险能力等方面扮演着越来越重要的角色,成为当之无愧的经济“助推器”和社会“稳定器”。本章分析了我国保险行业的发展现状及发展前景,对发展现状及发展前景的分析将有助于说明为何要选取保险这一行业作为本文的研究对象。

第四章,中国平安公司分析。中国平安经过 20 余年的发展已经成为我国保险业的标杆企业。同时作为一个上市公司,对于投资者而言,中国平安也是一家值得投资的企业。本章从中国平安的发展战略、渠道建设、组织和团队建设、运营管理以及产品管理等等各方面进行分析,对这些方面的分析有助于判断中国平安的核心竞争力的来源,以期破解其快速发展的基因密码。

第五章,中国平安盈利预测。为了更好的对公司进行估值,本章对中国平安 2009~2013 年收入以及成本费用中相关项目进行了盈利预测,并计算了 2009 年~2013 年中国平安的每股收益。

第六章,中国平安估值及投资建议。根据中国平安的盈利预测,本章采取内含价值评估法对中国平安的投资价值进行评估,并给出了投资建议以及风险提示。

第一章 公司价值评估方法

根据国际评估标准委员会（The International Valuation Standards Committee）的定义：价值是个经济概念，反映可供交易的商品、服务与其买方、卖方之间的货币数量关系，指在有效期内市场对于由于获得商品或接受服务所能增加的利益的评判。可见，价值是一种预期的判断或估计值，其大小因评判主体、评判时间的不同而不同。所以由于主体需要、偏好及判断能力的不同，对公司价值的概念和定义也会有所不同。本章主要针对公司价值的概念进行分析和比较，同时对实践中运用比较广泛的、不同的价值评估理论和方法进行总结、归纳。

第一节 公司价值的概念

目前，对公司价值的定义可分为三大主流思想：欧洲评估准则基于对企业资本结构的分析将企业所具有的价值分为企业价值（Enterprise Value）和权益价值（Equity Value）两类，其中企业价值即企业整体价值，是股东权益价值和债权人权益价值之和。管理学领域将企业价值可定义为企业遵循价值规律，通过以价值为核心的管理，使所有与企业利益相关者（包括股东、债权人、管理者、普通员工、政府等）均能获得满意回报的能力。金融经济学家给企业价值下的定义是：企业价值是该企业预期自由现金流量折现的现值（以其加权平均资本成本为贴现率），它与企业的财务决策密切相关，体现了企业资金的时间价值、风险以及持续发展能力。

一、账面价值

账面价值是指资产负债表上列示的资产价值。它以交易为基础，主要使用历史成本计量。财务报表上列示的资产，既不包括资产的预期未来收益，如未实现的收益等。因此，资产的账面价值经常与其市场价值相去甚远，决策的相关性较差。不过，账面价值具有良好的客观性，可以重复验证。

二、市场价值

市场价值是指一项资产在交易市场上的价格，它是买卖双方竞价后产生的双方都能接受的价格。市场价值与内在价值有密切关系。如果市场是有效的，即所有资产在任何时候的价格都反映了公开可得的信息，则市场价值与内在价值应当相等。如果市场不是完全有效的，一项资产的市场价值与内在价值会在一段时间里不相等。投资者估计了一种资产的内在价值并与其市场价值进行比较，如果内在价值高于市场价值则认为资产被市场低估了，他会决定买进。投资者购进被低估的资产，会使资产价格上升，回归到资产的内在价值。市场越大有效，市场价值向内在价值的回归越迅速。

三、内在价值

公司内在价值的定义很简单：它是一家公司在其剩余的寿命中可以产生的现金的折现值。公司内在价值概念和评估方法是金融学中沿用已久的一种方法，约翰·帕尔·威廉姆斯（John Burr Williams）1938年在其《投资价值理论》（The Theory of Investment Value）中有系统的阐述。他指出“今天任何股票、债券或公司的价值，取决于在资产的整个剩余期间所能产生的，以适当的利率贴现的现金流”。这种评估公司内在价值的方法被称“现金流量折现法”（Discounted Cash Flow, DCF）或“经济价值法”（Economic Value）。

公司内在价值对投资者来说是一个非常重要的概念，它为评估投资的相对吸引力提供了唯一的逻辑手段和标准。股权投资的基础应是公司的内在价值，而不是其市场价值。理解什么是内在价值和内在价值的源泉所在是投资管理和成功的关键。

公司的内在价值和公司账面价值有着本质的区别。内在价值强调公司的盈利能力，而账面价值强调的是公司资产的成本。对于一个公司，内在价值是公司经营所产生的未来现金流量的现值，所以内在价值高低不取决于公司投入了多少或花费了多少，而是看公司能产生多少经济效益。如果一个公司经济效益很差或没有经济效益，即使公司财务报表上资产数量再多，公司的内在价值会很低。相反，一个公司的资产数量虽少，但是盈利能力很强，经济效益很高，那么这个公

公司的内在价值会远远超过其各单项资产价值之和。

但是，公司内在价值也有其缺点。同会计上的账面价值相比，公司的内在价值是主观的，缺乏客观性和可审计性的。对于公司外部的人员（包括股东）来说，公司财务报告的可靠性、客观性和可审计性是十分重要的。所以公司的财务报告并不使用内在价值的概念。但是，在公司内部进行投资分析和与管理时，或当处理与未来和主观性相关的问题时，内在价值的概念是十分重要的。

四、清算价值

清算价值是指企业清算时一项资产单独拍卖产生的价格。清算价值以将进行清算为假设情景，而内在价值以持续经营为假设情景，这是两者的主要区别。清算价值是在“迫售”状态下预计的现金流入，由于不一定会找到最需要它的买主，它通常会低于正常交易的价格；而内在价值是在正常交易的状态下预计的现金流入。清算价值的估计，总是针对每一项资产单独进行的，即使涉及多项资产也要分别进行估价；而内在价值的估计，在涉及相互关联的多项资产时，需要从整体上估计其现金流量并进行估价。两者的类似性，在于它们都以未来现金流入为基础。

第二节 公司价值评估方法

公司价值涵义的变化直接引起价值评估方法的发展，下面逐一介绍当前几种主流公司价值评估方法，并对其进行比较分析。

一、资产评估法

这是一种早期的公司价值评估方法，具有可操作性强，评估程序简单、易懂的特点。资产评估法认为以公司的资产价值或偿债能力衡量公司真实价值最为恰当，因此将公司价值定义为该企业的总资产减去总负债之后的净资产价值。在求算公司股票价值时，还需再扣除特别股价值，因此公司的价值可以直接从财务报表的资产负债表数据，经过调整后而得。其主要模型有：账面价值法、重置价值法和清算价值法。

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库