国信证券：
看好性价比更高的“隐形冠军”

□本报记者 吴瞬

7月3日，在由国信证券举办的“创新与重构”2019年中期策略会上，国信证券策略首席分析师燕翔表示，2019年上半年白马龙头行情再现之后，对于众所周知的行业大型龙头而言，多数估值已处于合理或较高位置，而“隐形冠军”既具备成长潜力，又存在预期差，这类标的的投资性价比是最高的。

A股正在重构

燕翔表示：“科技创新时时刻刻都在发生，一般不会倒退，但科技创新对于生产率提高的影响是非匀速、非线性的，所以会有‘科技周期’的产生。我们或正处在前一轮科技创新高潮过去、后一轮科技创新高潮未至的中间休整期。”

通过历史上科技周期与经济周期的对比，燕翔认为，当前阶段的科技变化对经济周期产生的一种可能出现的情景是“三低”，即低增长、低通胀、低利率。在“三低”环境下可以做出两个推论：一是利率有可能会进一步下台阶甚至创新低，较长时间内维持低利率；二是长期低利率将使得权益资产的估值提升，特别是那些能够实现“垄断集中”、盈利能力持续稳定的优质龙头公司。

燕翔指出，在上述背景下，A股正在经历着重构与机遇，上市公司盈利趋势性增强，低利率环境在未来一段时间内或将成为常态，抬升估值水平。他说：“在GDP增速达到历史新低之际，A股上市公司的盈利能力（以ROE为表征）却没有创新低，相反还很不错。其实，这一现象在美股更加明显，美国经济虽增速缓慢，但上市公司净资产收益率却是长期稳定地维持在高位，这也导致美股的长期走势好于A股。随着国内经济结构转型，‘产业集中’、‘高质量发展’，上市公司盈利状况不断改善，盈利增速优于经济增速的现象已经可以看到，预计未来A股上市公司盈利将继续趋势性增强。”

值得注意的是，A股市场短期内也面临着一些变量。燕翔认为，第一变量是基本面拐点尚不明朗。今年二季度以来，国内经济企稳复苏的势头有所减弱，经济形势还不明朗，短期内仍存在下行压力，基本面的拐点是市场行情由反弹蜕变至反转的充分必要条件，在未见到基本面拐点的情况下，A股市场将大概率维持震荡；第二个变量则是流动性及信用风险问题，全球进入降息周期，国内货币宽松空间加大；第三个变量则是外部因素的不确定性。

看好“隐形冠军”

回顾2019年上半年的行情不难发现，在估值洼地、利率下行、政策利好以及外部因素缓和的多重利好下，2019年春季上证综指大幅上涨，白马龙头行情再现，上证50、沪深300指数领涨。“当前，一些快速上涨的龙头股可能已不再具有性价比。”燕翔坦言，在经历前期上涨后，部分行业的估值水平目前已经处于历史高位，如食品饮料行业的PB估值接近历史80%的分位点，家用电器分位点也接近70%。

结合当前的市场现状以及前述A股面临的“三低”背景，燕翔更加看好“隐形冠军”。赫尔曼·西蒙最先提出“隐形冠军”概念，主要是指某个细分领域内行业的“冠军”，但并不像大型知名企业那样被大众所熟知。“隐形冠军”通常有三个特征：一是市场份额高，“隐形冠军”在各自细分行业中占据领导地位；二是市场规模小，“隐形冠军”公司往往把市场定义在狭小的市场上；三是企业端占比较高，“隐形冠军”公司大都不做终端产品，而是为大企业提供服务。

燕翔表示，看好A股“隐形冠军”原因有三：一是“隐形冠军”往往存在于某些市场并未熟知的民企中，当前中国制造业民企负债率绝对水平较低，并且仍在下降，存在加杠杆的空间，相关部门也纷纷表态支持民营企业，对民营企业提供金融资源支持；二是随着供给侧改革深入推进，行业集中度一般会上升，凭借技术、效率等优势，“隐形冠军”公司的地位必将得到进一步巩固，盈利能力（ROE）将持续提升；三是估值维度，任何资产都需要考虑估值，对于众所周知的行业大型龙头而言，多数估值已处于合理或较高位置，而“隐形龙头”既具备成长潜力，又存在预期差，这类标的的投资性价比是最高的。

国信证券董德志：
内需压力趋缓 地产政策加码概率不大

□本报记者 吴瞬

7月3日，在由国信证券举办的“创新与重构”2019年中期策略会上，国信证券研究所宏观和债券首席分析师董德志表示，从“关键性资产”的角度看，美股当前的走势可能预示了中国的外需在短期内并不存在很大压力，而中国房地产价格显示中国内需压力有所缓和。

董德志指出，“关键性资产”取决于一个国家的居民财富结构。对于美国，居民财富主要储存场所是股市，那么美股就是美国的“关键性资产”；而对于中国，居民财富的主要储存场所是楼市，所以中国楼市就是中国的“关键性资产”。

美股与中国楼市分别代表着中国出口外需和内需的前瞻指标。董德志指出，标普500指数月均同比增速的拐点领先于美国名义GDP同比增速的拐点，领先周期约为2-3个月。而美国名义GDP变动与中国对美出口变动呈现同步性。因此，美股的波动可以作为中国出口外需的前瞻指标。对于中国房地产，采用“70个大中城市新建住宅价格指数”为观测指标，同样采取的是月同比增速，结果显示，中国房地产价格指数的同比增速拐点领先于中国名义GDP增速拐点，领先周期约1-2个季度。中国房价的波动可以作为中国内需的前瞻指标。

董德志认为，在短周期视角下，中国外需在于美股的变化，中国内需在于中国房价的变化。目前，美股预示中国的外需在短期内并不存在很大压力，中房价格显示中国内需压力有所缓和。2019年二季度以来，美股指数同比增速反弹，季度均值相比2018年二季度同比上涨6.38%，从时滞2-3个月的影响来看，二季度的美股走势预示三季度中国的外需压力不大。

与此同时，中房价格指数同比增速自2017年以来一路下跌，当前依然没有看到拐头迹象。但值得注意的一个信号是，房价增速已经跌至3%-4%区间。从历史经验来看，房价年化同比增速在3%-4%的区间应该是政策对于房地产调控的一个合意水平，历史上在房价增速高于这个水平时多数处于地产政策紧缩区间，低于这个水平时多数处于地产政策扶持区间。后期地产政策加码的概率不大，中房价格同比增速有望稳定在3%附近，即使继续回落，回落的速率也将放缓，中国内需压力将有所缓和。

野村控股中国委员会主席饭山俊康：
把握开放机遇 野村东方国际争取年底运营

□本报记者 费杨生 王舒嫄

今年3月，中国证监会核准设立野村东方国际证券有限公司（简称“野村东方国际”）。作为合资公司的主办人，野村控股（简称“野村”）中国委员会主席、野村证券执行副社长饭山俊康近日接受中国证券报记者采访时表示，野村正全力以赴为筹建野村东方国际做准备，目标是在力争今年11月或12月正式开始运营。

全力以赴筹建

中国证券报：野村东方国际的筹备情况如何？计划在中国重点开展哪些业务？

饭山俊康：目前野村正全力以赴为筹建野村东方国际做相关的准备。人员招聘、公司IT系统的建立、办公场所装修、内部规章制度制定等一系列必要事项都在全速推进中，目标是在今年11月或12月正式开始运营。

现阶段野村东方国际将主要聚焦于财富管理业务，日后会逐步在中国扩大业务领域。过去十年，中国市场个人客户财务意识不断提高，但仍有很大的提升空间。个人客户需要更先进、更复杂的金融服务，包括对全球多样化的投资组合建议。多数情况下，这类客户也是企业主要管理人员。在这一领域，野村具有全球网络优势，可以为这类客户提供更广泛的服务，不仅仅是满足客户在公司金融资产管理的需求，同时为其公司扩张和发展提供帮助，在并购、境外上

市、融资等方面，利用野村的国际业务优势提供服务，将中国国内和国际业务进行组合联动。这都要基于强大客户网络的建立。

发挥“先行者”优势

中国证券报：目前，中国证券业竞争比较激烈。你认为野村东方国际的优势在哪里？

饭山俊康：野村为中国资本市场带来的价值在于其连通全球市场的能力，合资公司的成立有利于野村的全球客户平台与中国国内市场的直接对接。对于野村、海外客户以及中国客户而言，都是巨大的机遇。

作为最先获准在中国成立控股合资证券公司的几家国际性机构之一，野村相比于其他参与者具有很大的先发优势。把握时机非常重要，能够成为“先行者”，野村也十分幸运。当然，这也得益于野村多年的准备，才能第一时间提交申请。

作为“先行者”，相比于其他参与者的合资公司，野村东方国际可以更广泛地接触和挑选中国的优秀人才。野村东方国际作为一家中国公司，更加依靠中国本土人才。目前，野村东方国际已经聘请公司核心的高层管理人员，中层和基层工作人员仍在招募过程中。

除此之外，野村大约40年前就已经来到中国，在中国进行了房地产方面的投资，例如北京发展大厦和上海花园饭店。在中国资本市场起步后，野村主要在亚洲和全球开展与中国相关的业务，帮助中国发行政府债券，还在香港为中国客户提供各个方面的金融服务。

在两年前，野村就与上海市政府就如何落地自贸区进行了相当广泛的讨论，从而为野村设立控股合资公司创造了条件。野村与中国政府进行相关项目的合作历史悠久，也与国有企业保持良好的互信，包括东方国际（集团）有限公司和上海黄浦投资控股（集团）有限公司。此外，野村上海代表处自1986年以来一直设在黄浦区，因此野村与黄浦区也一直关系融洽。

把握中国金融市场开放机遇

中国证券报：从境外投资者的角度来看，野村对中国金融市场开放有哪些期待？

饭山俊康：近两年来，中国金融开放措施落地迅速，未来开放力度还有望再加强。此前，海外投行为了在中国成立合资证券公司，需要在中国本土证券公司中选择合作伙伴，牌照和持股比例都受到限制，因此在中国市场发挥其优势和实力相对有限，合资公司发展也相对缓慢。目前相关牌照的发放速度大幅提高，未来外资持股比例将增加到100%。

资金的跨境自由流通在中国可能不会马上发生。但是，为了激活资本市场，中国可以考虑更加开放资本跨境流动。当然，监管规则不可能一瞬间全部放开。因此，野村与监管部门保持沟通，对相关规则进行讨论是十分必要的。我们也愿意为中国市场带来更多价值，引进全球标准和最佳实践。

中国证券报：作为世界级投行，野村对中国投行的发展有何建议？

饭山俊康：中国的证券公司需要走出国门，应对来自全球的竞争，积累更多经验，真正发现并充分利用自身的竞争优势。此外，中国金融科技领域拥有先进的技术，对中国机构来说是巨大的优势，像移动支付设备正在向全世界蔓延，中国金融机构“走出去”不仅要向外界学习，同时还要输出先进的技术和服务。

净值化转型加速 银行理财收益率短期上浮

□本报记者 戴安琪

普益数据显示，上周（6月22日-6月28日）302家银行共发行了2001款银行理财产品（包括封闭式预期收益型、开放式预期收益型和净值型产品）。其中，封闭式预期收益型人民币产品平均收益率为4.14%，较上期增加0.03个百分点。值得注意的是，部分结构性存款收益率远超目前市场上主流的理财产品。

业内人士表示，在理财产品的净值化转型期，很多银行不能通过提升预期收益产品收益类吸收资金，因此会将部分重心放在结构性存款上。未来，银行理财产品预期收益率可能会有所下跌。在转型期间，银行有望在两大领域发力：一是产品上，拉长负债久期研发新净值产品；二是资产配置上，探索“固收+”的多重模式。

结构性存款收益率亮眼

分析人士认为，正值年中时点，各家商业银行都积极吸收市场资金。与国有控股行、股份行相比，在相同存款利率下，中小银行吸收存款的能力相对较弱。因此，中小银行为了提升竞争力和市场份额，就会发行利率较高的理财产品。

值得注意的是，部分结构性存款收益率远超目前市场上主流的理财产品。相关人士透露，一些银行公布了到期实际兑付收益率近8%的结构性存款产品，该产品挂钩沪深300指数和黄金期货，收益率特别高，但同样风险也较大。

普益标准认为，净值化转型期，银行理财揽储功能大幅降低。预期收益型产品的硬性压降要求，导致很多银行不能通过提升预期收益产品收益类吸收资金，较多银行会将部分重心放在结构性存款上。

展望未来，某银行人士表示，在季节性因素的影响消除后，银行理财产品预期收益率将有所下跌。

融360大数据研究院金融分析师杨慧敏认为，预计7月份央行仍以精准投放为主，不会出现“大水漫灌”的局面，加之7月缴税期，资金利率或有所回升。

重在调整产品和资产配置

在传统理财收益持续走低的大环境下，银行理财加速转型。某大行的一位投资顾问表示，资管新规推出以后，预期收益型的理财规模一直在压降，净值类的新理财发售量逐渐上来。

相关数据显示，从净值化转型程度指数来看，5月，全国净值转型程度指数为5.55点，环比上升0.52点，较去年同期上升4.30点。其中，全国性银行净值转型程度指数为10.41点，环比上升1.25点，同比上升7.71点；城商行净值产品转型程度指数为4.15，环比上升0.35点，同比上升3.50点；农村金融机构净值转型程度指数为2.37点，环比上升0.20点，同比上升2.20点。

交银理财有限责任公司董事长涂宏日前指出，理财产品净值化的过程相当艰巨。从理财子公司筹建之日起，交银理财始终围绕监管部门关于净值化管理要求，建立了净值化管理制度；设计针对资产大类的估值方法；搭建独立的估值模型和估值体系，强化信息披露的要求。此外，净值化管理还需要强大的IT系统支撑。

兴业研究认为，长期而言，银行理财转型的突破点在于产品和资产配置的调整。从产品来看，拉长负债久期研发新净值产品；资产配置上，探索“固收+”的多重模式。目前净值型产品以现金管理型产品为主，该类产品与货币基金在公募基金业的地位类似，即在零售端积累了良好口碑，但在中收贡献上偏弱。预计后续理财产品创新仍应持续拉长负债久期，近期多家股份行推出的一年以上久期定开债基体现了相关转型策略。此外，未来银行理财“固收+”策略中，预计将拓展权益、非标以外的产品机会，权益以外的“固收+”选项可能体现在如Reits、消费金融ABS、夹层融资、衍生品、股权等资产。

中国邮储银行副行长徐学明亦认为，下一步在权益类资产的配置上，银行有比较大的提升空间。特别是可以投上市公司再融资、未上市企业的私募股权、Pre-IPO、PE。另外，也能与基金、券商合作，以MOM和FOF的方式参与资本市场。

保险业下半年前瞻：
发力保障型业务 瞄准结构性机会

□本报记者 程竹

近期多位业内人士对中国证券报记者表示，今年下半年，保险业将继续在保障型产品方面发力，预计下半年保费收入将整体呈现“前低后高”走势。从投资端来看，把握结构性和阶段性机会，积极配置大消费、泛5G、大金融等板块标的。整体来看，上市保险公司的半年报业绩受益于减税政策，有望保持向好态势。

保障型业务有望持续增长

银保监会发布的保险行业运行情况显示，今年前5个月，保险业整体保费增速为14.9%，增速高于2018年同期的水平。增速改善主要是2018年年初134号文实施引起的行业低基数效应。

民生证券分析师杨柳称，今年前5个月，人身险增长相对稳健，财险增速低迷。其中，人身险增长17.1%，财产险增长7.1%。人身险中健康险增速亮眼，同时万能险产品增速放缓，体现人身险产品销售的回归保障，同时兼顾“开门红”保费冲量。车险方面，受制于乘用车销售增长压制，整体增速承压。

杨柳指出，上市险企寿险保费收入增速低于行业水平。上市险企发布的保费收入数据显示，截至今年4月底，寿险板块原保费收入同比增7.3%，低于全行业17.1%的平均增速水平；财险方面，上市险企增速略高于行业平均水平。主要原因在于2019年以来，上市险企更注重保障型产品的销售，而中小险企更多地依靠寿险理财型产品冲量，保障型产品销售难度远大于投资型保险产品，导致上市寿险公司保费增速低于行业水平。

万联证券分析师缴文超表示，从二季度开始，保险产品销售情况回归常态，下半年寿险代理人有望稳健增长，全年实现增速触底反弹，而高价值产能个险队伍将是寿险公司队伍建设的重心；储蓄型业务下半年难现高增长，保障型业务有望持续较快增长，行业全年新单期交仍然有望实现两位数的增长；财险方面，保费增速放缓加之费改影响持续，车险市场仍难言乐观，下半年财险行业保费增速可能降至个位数，维持全年保费增速6%-10%的判断。

科技白马股为首选

分析人士指出，保险业在负债端回归本源、企稳回升的情况下，由于资本市场波动进一步缓和，保险公司2019年全年投资收益有望企稳向好。

杨柳认为，今年5月以来权益市场波动幅度较大，但随着近期相关风险的预期缓和，以及政策暖风频吹，A股市场出现了较大幅度的反弹。预计全年投资收益仍可同比改善。

缴文超预计，权益投资方面，上半年股市大幅回暖，下半年只要不出现大幅下跌，险企的全年投资收益率将有明显回升；准备金折现率方面，下半年仍将保持上行趋势，全年预计上行10个基点左右，增加寿险公司利润，但由于上行幅度无明显扩大，对利润增速贡献有限。

关于下半年险资的操作布局，国寿资管认为，由于市场情绪的修复，整体科技板块会得到比较显著的修复，同时，前期龙头白马持仓也不会明显走弱，建议兼顾超跌科技股和龙头白马，相对均衡地配置。

一位保险公司投资总监表示，今年整体上宏观经济处于调整期，因此股票市场的机会是结构性和阶段性的，只有把握阶段性热点，才能取得比较好的回报。从需求角度讲，随着各国5G牌照陆续下发，5G商用对电子半导体行业的推动作用是非常巨大的。结合当前对自主可控元器件的需求大增，国内电子半导体行业的中长期前景非常看好。目前相关公司估值处于历史相对低位，因此配置吸引力较大。

“总体上灵活波段操作，中期继续关注大消费、泛5G、大金融等板块的结构性机会。”这位投资总监表示。

半年报受益于减税政策

分析人士称，展望下半年，政策护航推升了险企利润水平，保险新单增速虽然依旧承压，但是新业务价值率的提升有望带动全年新业务价值（NBV）保持两位数增长。

缴文超认为，下半年新业务价值总体增速将保持平稳。全年来看，由于业务节奏的差异，各家险企的增速将有所分化。预计国寿将保持两位数增长，平安、新华稳健增长，太保因2018年收官阶段的高基数使得新业务价值有一定增长压力，内含价值和剩余边际将保持中高速增长，主要寿险公司的营运利润有望取得较快增速。财险综合成本率上行，承保盈利难度加大，但股市回暖和减税新政将使得2019年ROE大幅回升。减税新政将在中报开始体现，所得税将明显下降，主要上市险企净利润有望高速增长。

招商证券非银分析师郑积沙预计，上市险企2019年半年报业绩受益于减税政策有望保持向好态势，三季度负债端压力将适当减缓。他说：“二季度行业减税政策出台，预计各公司半年报利润均将受到相关利好影响，同时上半年权益市场同比改善也持续利好公司投资收益的同比提升。”

“预计今年三季度各公司均将积极推进新产品的投放，以应对短期的保费压力，同时2018年三季度的基数相对较低，单季度新单增速有望环比改善。此外，监管层年内可能会发布新的重疾定义，此举将在负债端产生很好的效果，以全年角度看，上市险企NBV增速预计总体将好于去年。”郑积沙道。

地址：北京宣武门西大街甲97号 邮政编码：100031 电话：编辑部63070386 发行部63070326、63070324 广告部63072603 传真：编辑部63070483、63070480 广告部63071029 零售价格：4.00元 广告许可证：京西工商广字0019号