新时代证券-研究所晨报（20200622）

● 总量研究

宏观经济：下半年“三驾马车”怎么跑？

回顾 2020H1 经济指标的两大特点：（1）疫情冲击下经济指标挖“深坑”；（2）疫后重建经济指标分化。展望下半年，中国经济有望迎来二次加速。从三大需求来看：海外经济衰退冲击兑现后，出口有望加速回暖。基建投资单月增速可能保持两位数增长。房地产投资增速依然存在上升空间。制造业投资低位徘徊，等待补库存信号到来。在不出现国内疫情大面积二次爆发的情况下，消费存在修复空间。

策略研究：消费可能会适度泡沫化

消费可能会适度泡沫化。3 月底以来的反弹中，主要驱动力是机构投资者仓位的回补，由于对长期前景依然不明确，投资者主要增持的是长期逻辑确定的标的。利率下行和复工复产尚未对指数产生实质的影响，我们认为，从 6 月开始，到 3 季度，市场的关注点将会变为经济恢复和资金超预期，基金发行放量可能会成为影响板块风格的重要变量。

● 公司研究

重庆啤酒：资产注入如期落地，夯实西部龙头地位

公司公布重大资产购买及共同增资合资公司的预案：嘉士伯将其在中国具有控制权的啤酒资产全部注入到重庆啤酒。资产注入利于西部龙头地位夯实，长期效应显著。整合和盘活西部区域优质资产，夯实西部龙头地位，提高定价权。在丰富产品矩阵+满足消费者多元化需求的同时，减少委托加工和品牌使用许可等，进一步增厚利润。重组完成将消除同业竞争协议限制，整合渠道费用资源，提高资产盈利水平。

盈利预测、估值与评级：我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 5.42/6.87/7.81 亿元，同比增长-17.6/26.9/13.6%，EPS 分别为 1.12/1.42/1.61 元，当前股价对应 PE 为 45.8/36.1/31.8X。维持“强烈推荐”评级。

● 行业研究

射频前端行业深度报告：5G 发展正当时，射频前端方兴未艾

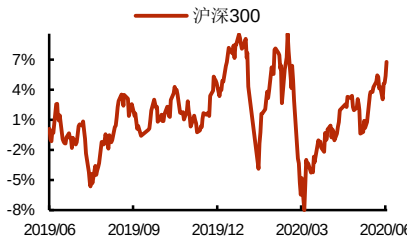
5G 建设与商用带来海量需求，射频前端芯片空间广阔。射频前端芯片的需求大幅提升，将给行业公司带来巨大成长空间。行业过度依赖国际厂商，本土化浪潮势不可挡。贸易摩擦和美国对大陆科技公司的技术管制加速射频前端产业链国产化的建设，下游品牌厂商已经在积极寻找能够国产替代的射频芯片厂商。产业支持加技术突破，国内企业崭露头角成长可期。随着国产化的深入，未来将有更多的优秀射频企业涌现出来，实现快速的发展。

风险提示：海外疫情二次扩散；政策落实不及预期。

樊继拓（分析师）
021-68865595
fanjituo@xsdzq.cn
证书编号：S0280518040001

吕卓阳（联系人）
lvzhuoyang@xsdzq.cn
证书编号：S0280120060010

大盘走势图



行业涨跌幅（日度）

涨跌幅前五		涨跌幅后五	
食品饮料	2.38%	钢铁	-1.92%
家用电器	2.33%	采掘	-0.36%
商业贸易	2.32%	公用事业	-0.08%
医药生物	2.02%	通信	-0.02%
非银金融	1.77%	纺织服装	0.03%

相关报告

《消费可能会适度泡沫化》2020-06-21

《下半年“三驾马车”怎么跑？》2020-06-21

《资产注入如期落地，夯实西部龙头地位》2020-06-20

《增量资金已是趋势》2020-06-19

《5G 发展正当时，射频前端方兴未艾》2020-06-18

内容目录

1、 总量研究 3
1.1、 宏观经济：下半年“三驾马车”怎么跑？ 3
1.2、 策略研究：消费可能会适度泡沫化 4
2、 公司研究 4
2.1、 重庆啤酒：资产注入如期落地，夯实西部龙头地位 4
3、 行业研究 5
3.1、 射频前端行业深度报告：5G 发展正当时，射频前端方兴未艾 5

1、 总量研究

1.1、 宏观经济：下半年“三驾马车”怎么跑？

回顾 2020H1 经济指标的两大特点：（1）疫情冲击下经济指标挖“深坑”；（2）疫后重建经济指标分化。展望下半年，中国经济有望迎来二次加速。短期来看，导致当前经济修复速度放缓的两个主要原因是：（1）海外季度级别衰退对出口的冲击正在兑现，5 月制造业工业生产增速仅回升 0.2 个百分点，而 4 月则是从-1.8%上升至 5%。（2）前期库存高企，二季度面临去库存压力，4-5 月产销率均处于近年同期高位，去库存会制约生产修复的速度。可以乐观的一点是，6 月欧美经济或将明显扩张，待前期全球经济衰退对出口影响消退、库存去化压力充分消化后，中美欧等核心国家经济迎来共振式修复，下半年中国经济有望迎来二次加速。从三大需求来看：

海外经济衰退冲击兑现后，出口有望加速回暖。海外经济衰退对出口的冲击已经被市场充分预期，更为重要的是，在冲击兑现后，出口走势会如何。从 2009 年经验来看，2009Q1 中国经济已经触底回升，而出口还处于筑底过程中，随着欧美经济从 2009Q2 开始触底回升，出口增速从 2009Q3 开始触底回升，当前与 2009 年的一个相似之处在于，中国经济领先欧美等国家触底回升，因此，随着欧美国家经济重启，2020 年下半年出口有望加速回暖。同时，我们注意到 6 月以来的两个现象：（1）6 月前 10 日韩国出口同比增长 20.2%，而 4-5 月韩国出口同比均出现 20%以上的降幅；（2）截至 6 月 18 日，6 月 BDI 较 5 月已经上涨 203%，创历史最大涨幅。

基建投资单月增速可能保持两位数增长。2020 年 5 月基建投资单月增速已经回升至 10.9%，创 2018 年 3 月以来新高，我们预计后续基建投资增速可能进一步回升并保持两位数增长，原因在于：（1）基建申报项目多，赶工需求会继续驱动基建投资增长。（2）资金规模与效率提高。2020 年 1-5 月专项债主要投向基建，再加上赤字率的提升与特别国债的发行，困扰 2019 年基建投资的资金问题会得到改善。（3）国内整体就业压力较大，但建筑业用工情况很好，5 月建筑业从业人员指数为 58.8%，达到 2013 年以来最高，用工端对基建项目施工的约束相对较小。

交房压力叠加货币政策宽松，即便调控政策不放松，房地产投资增速依然存在上升空间。虽然调控政策没有明显放松的迹象，但这不代表下半年地产投资增速有较大下行压力，主要原因在于：（1）地产竣工回升速度明显慢于新开工，而前 5 月地产竣工仍是两位数降幅，交房压力下，赶工驱动施工强度提升的逻辑在下半年会得以延续。（2）货币宽松的基调还没有逆转，房贷利率趋于下行，房地产需求可能不会太差。

制造业投资低位徘徊，等待补库存信号到来。从大方向来看，制造业投资与库存周期都受企业盈利以及终端需求驱动，制造业投资增速略滞后于库存周期，受疫情影响，一季度企业被动补库存，二季度企业面临去库存压力，因此短期制造业投资可能仍然相对疲弱。往后看，考虑到疫情对盈利、外需、企业资本开支意愿的冲击需要时间恢复，补库存的到来还需要时间，制造业投资增速修复速度可能继续放缓并且较长一段时间在低位徘徊。

在不出现国内疫情大面积二次爆发的情况下，消费存在修复空间，主要在于以下四个方面：（1）餐饮与限额以下商品零售离正常水平还有较大差距，未来存在较大补偿式修复空间。（2）消费刺激政策推动下，汽车消费存在增量需求。（3）货币

宽松、地产竣工周期向上叠加旧改，家电、家具、建材等地产链相关消费受益。（4）5G 手机换购或拉升通讯器材零售增速。

风险提示：海外疫情二次扩散；政策落实不及预期。

1.2、 策略研究：消费可能会适度泡沫化

如果客观来看过去 1 个季度的边际变化，其实周期股的基本面改善幅度是最大，房地产销售投资、基建投资当月同比均已大幅正增长，而消费整体的增速（社会消费品零售总额）一般。但从股价表现来看，周期股反而是最差的。我们认为主要原因是，周期的长期基本面共识还未改善，新入场的增量资金集中配置消费等强势股。这种格局短期内很难改变。存量资金虽然担心消费高估，但增量资金却最青睐价值型基金，我们认为消费已经进入更依赖资金推动的阶段，可能会适度泡沫化。

（1）基本面比较：周期股的基本面边际变化是最大的，但是资本市场对其长期逻辑存在很大的疑惑。消费整体的增速（社会消费品零售总额）一般，但是白酒、家电、汽车等消费恢复较快。而从股价表现来看，周期股反而是最差的，我们认为可能是由于投资者尚且无法把最近的投资改善线性外推，而消费的短期数据又不会改变长期逻辑。这种边际变化如果要带来股价变化，可能需要时间。

（2）估值和资金比较：存量资金担心消费高估，增量资金却最青睐消费。估值方面，从 2010 年至今的十年范围内来看，家电、食品饮料、医药生物等行业的 PE（TTM）目前处于历史较高水位。采掘、钢铁、房地产、公用事业、银行等行业的 PE（TTM）估值和 PB 估值目前均处于历史底部区域。我们认为未来一段时间最终主导板块风格的将会是增量资金，虽然存量资金担心估值较高，但是由于尚未观察到基本面可能的负面大变化，所以存量资金筹码的小幅松动问题不会很严重。而增量资金的规模最近是很大的，5 月下旬以来，新增权益基金月度滚动发行规模超过 1500 亿，在过去两年是仅次于 2020 年 3 月的热度。这些新增资金将会大幅缓解存量资金恐高的心理，继续强化原来的消费风格。

配置主线探讨：消费可能会适度泡沫化。3 月底以来的反弹中，主要驱动力是机构投资者仓位的回补，由于对长期前景依然不明确，投资者主要增持的是长期逻辑确定的标的。利率下行和复工复产尚未对指数产生实质的影响，我们认为，从 6 月开始，到 3 季度，市场的关注点将会变为经济恢复和资金超预期，基金发行放量可能会成为影响板块风格的重要变量。

配置建议：消费股继续持有，存量资金已经配置到高位，但可以期待增量资金的推升，消费可能会阶段性类似 2 月的半导体。科技股去年 Q4-今年 Q1 估值急速拉升，市场需要时间或基本面超预期方能继续创新高，到了验证销量的时候了，关注新能源车、消费电子。周期股目前已经进入有绝对收益的阶段，但相对收益（领涨市场）最早可能要等 4 季度。金融股中，券商有趋势性的逻辑（金融创新），可以重点关注，是可能成为黑马的行业。

风险提示：房地产市场超预期下行，疫情反复，美股剧烈波动，增量资金入市放缓。

2、 公司研究

2.1、 重庆啤酒：资产注入如期落地，夯实西部龙头地位

事件：公司公布重大资产购买及共同增资合资公司的预案：（1）公司以现金向

嘉士伯香港购买其持有重庆嘉酿 48.58%的股权；（2）公司和嘉士伯咨询对重庆嘉酿增资，其中公司以现金和其他资产进行增资，嘉士伯咨询以嘉士伯广东等四项资产进行增资，增资完成后，公司持有不少于重庆嘉酿 51.42%的股权；（3）重庆嘉酿以现金向嘉士伯啤酒厂购买新疆啤酒 100%的股权、宁夏西夏嘉酿 70%的股权。若本次重组顺利完成后，则意味着嘉士伯将其在中国具有控制权的啤酒资产全部注入到重庆啤酒，符合预期。

资产注入利于西部龙头地位夯实，长期效应显著。

（1）整合和盘活西部区域优质资产，夯实西部龙头地位，提高定价权；将上市公司的核心优势区域市场扩展至新疆、宁夏、云南、广东、华东等全国市场，增强区域市场竞争力，充分发挥协同和规模效应，提高产能利用率。

（2）获得乌苏、西夏、大理、风花雪月、天目湖等区域强势品牌，在丰富产品矩阵+满足消费者多元化需求的同时，减少委托加工（包括嘉士伯广东委托股份公司生产嘉士伯、乐堡等国际品牌产品，2019 年委托金额约 5.89 亿元）和品牌使用许可(如 2019 年公司获得乌苏啤酒品牌许可，2020 年关联交易额度约 3.46 亿元）等，进一步增厚利润。

（3）消除同业竞争协议限制，如新疆啤酒实行 10 个大城市计划，以河南市场为例，2020 年乌苏啤酒进入郑州市场，为避免与嘉士伯国际产生竞争；两个品牌进行分渠道运作，其中乌苏啤酒负责（中小型）商超、餐饮渠道；国际品牌负责大型连锁商超、卖场、夜场/KTV/酒吧等渠道。重组完成将消除同业竞争协议限制，整合渠道费用资源，提高资产盈利水平。

嘉士伯中国资产并入或增厚公司 EPS15%+。2018 年嘉士伯在中国采用“大城市”方法，集中资源扩大市场占有率和品牌影响力，到 2019 年底已扩展到 20 多个大城市。2019 年嘉士伯中国继续强劲增长，判断销量约 180 万吨（亚洲销量 372 万吨，中国占比约 50%），实现销售收入 89.99 亿丹麦克朗（约合 95 亿元人民币），自然增长 19%，其中量价分别贡献 8%和 10%，分产品来看，国际品牌 K1664、本地优势品牌乌苏和大理销量分别同比增长 50%、45%和 11%。2019 年重庆啤酒销量 94 万千升，我们推测公司体外(主要包括 A 包资产、B 包资产)中国销量约 90-100 万吨，与公司体量相当；2019 年嘉士伯集团净利润 74.77 亿丹麦克朗，其中亚洲占比约 33%，即约 24.7 亿丹麦克朗，推测来自中国净利润约 12.1 亿丹麦克朗（约合 12.8 亿元人民币），若将嘉士伯资产并入公司，我们测算对公司 EPS 的贡献或可超过 15%。

盈利预测及投资建议。考虑到预案尚未披露相关资产具体信息，我们暂不调整盈利预测，预计公司 2020-2022 年归母净利润为 5.42/6.87/7.81 亿元，同比增长-17.6/26.9/13.6%，EPS 分别为 1.12/1.42/1.61 元，当前股价对应 PE 为 45.8/36.1/31.8X。我们认为疫情短期影响公司业绩，但不改变嘉士伯赋能下，公司高端化增长逻辑，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：疫情时间拉长持续冲击餐饮消费，原料价格持续上涨等风险。

3、 行业研究

3.1、 射频前端行业深度报告：5G 发展正当时，射频前端方兴未艾

5G 建设与商用带来海量需求，射频前端芯片空间广阔。5G 网络更高的频率覆盖带来手机和基站等设备射频硬件大幅升级，4G 旗舰机频段数约 17-30 个，射频

前端单机价值量 16-20 美元；5G 手机频段数将达到 50 个，射频前端单机价值量达 25-40 美元。同时 5G 密集组网技术带来基站数量大幅增长，并且 5G 宏基站由 4T4R 变为 64T64R，将带来基站射频 PA 数量将提升 16 倍。射频前端芯片的需求大幅提升，将给行业公司带来巨大成长空间。

行业过度依赖国际厂商，本土化浪潮势不可挡。纵观射频前端产业链，基本每个环节都被海外厂商占据主要市场，如射频 PA 被 Skyworks、Qorvo、博通（Avago）、村田四家公司占据超过 90%的市场份额。贸易摩擦和美国对大陆科技公司的技术管制加速射频前端产业链国产化的建设，下游品牌厂商已经在积极寻找能够国产替代的射频芯片厂商。国内企业迎来产品验证和市场导入的良好发展机遇，随着技术上不断积累和突破，本土射频前端企业将实现快速崛起和成长。

产业支持加技术突破，国内企业崭露头角成长可期。大陆半导体正经历黄金发展期，不管是产业政策给予企业各种优惠还是产业基金等资本的大力支持，都在给国内半导体企业创造宽松有利的发展环境。国内部分企业也开始凭借优秀的技术水平和充满竞争力的产品实现质的飞跃，在全球市场已占有一席之地，在细分市场具备与国际领先厂商竞争的实力，如国内射频开关领先厂商卓胜微在细分领域已进入世界前五；又如三安光电在射频芯片制造环节已实现零的突破，与行业标杆企业实现全面合作。随着国产化的深入，未来将有更多的优秀射频企业涌现出来，实现快速的发展。

投资建议及评级：5G 带来的大规模射频芯片需求将给产业公司塑造成长空间，国产化趋势稳步前行，国内龙头企业正在不断实现突破和提升市场份额。相关受益标的：射频产业链细分环节龙头公司卓胜微、射频芯片国内代工龙头三安光电，封测行业龙头长电科技，同时，滤波器优秀厂商麦捷科技和以投资方式布局射频前端产业的信维通信和东山精密也将受益于 5G 快速发展。

风险提示：5G 建设和商用不及预期，企业研发基站不及预期，下游需求不及预期，宏观不确定性事件等。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

樊继拓，新时代证券策略首席分析师，6 年宏观策略研究经验，先后就职于期货公司和券商研究所，2017 年水晶球策略团队公募组第一核心成员，2018 第一财经年度最佳新人奖。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖　销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕荻琪　销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓　销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司　研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/