东吴证券晨会纪要

2020 年 12 月 03 日

晨会编辑 陈显帆
执业证号：S0600515090001
021-60199769
chenxf@dwzq.com.cn

宏观策略

宏观专题报告：新框架看 2021 年中国消费

中国居民边际消费倾向能够在疫后实现明显的向上修复。2020 年疫情对居民边际消费倾向的冲击主要通过三个渠道：中低收入群体收入恶化，收入分配差距加大；危机应对下的预防性储蓄上升；消费行为受限下的被动储蓄。若 2021 年疫情能够通过疫苗的使用而得到有效控制的情形下，上述三因素均将支撑居民边际消费倾向的向上修复。

基于上述假设，我们预测 2021 年中国居民消费支出增速回升至 11.0%-15.5%左右。

策略月评：东吴证券月度策略及金股组合：通胀推动盈利上行

盈利增速有望超预期上行，看好周期和消费：一系列因素都指向了未来 6 个月大宗商品价格或普遍意义上的全部物价将会延续上涨，经济的复苏预计比较强烈，盈利增长可能会超出预期。我们可以观察到历史上，每一次中国 PPI 从负转正，企业利润增长都会超过预期，最近一次时期是 2016 年四季度到 2017 年三季度，2016 年四季度和 2017 年一季度的企业利润增速水平超过绝大多数人预测。大宗商品价格的上涨对周期股、消费股甚至包括一部分的金融保险股都有正面的影响。

固收金工

固收点评：海波转债：桥梁钢结构领先企业 业务稳定持续发展

海波转债：深耕桥梁钢结构

海波转债（123080.SZ）于 12 月 2 日开始网上申购：总发行规模为 2.45 亿元，存续期为自发行日之日起六年。

海波转债条款中规中矩，上市价格预计在 109-114 元之间。观点：行业发展迅速，市场规模逐渐扩大。深耕桥梁钢结构产业，业绩突出技术领先。近年来营业收入逐步增长，短期受疫情影响逐步恢复。公司主营业务为桥梁钢结构工程，业务范围包含桥梁钢结构的制作、安装、技术研究、工艺设计和技术服务。业务具有良好持续性，盈利水平有待提高。近年来公司综合毛利率持续下滑，主要系受行业竞争加剧、钢材采购价格及用工成本增加等因素影响。风险提示：宏观经济波动、市场竞争、业绩波动。

金工定期报告：行业估值偏离度因子绩效月报：复盘国防军工行业

12 月行业组合最新持仓：休闲服务、通信、采掘、房地产、建筑装饰、轻工制造，与 11 月份一致。

金工定期报告：【东吴金工 UID 因子月报】信息分布均匀度 UID 因子绩效月报 20201130

11 月份 UID 因子收益统计：在中证 500 成分股中，11 月份“UID 因子”组合的收益率为 7.59%，中证 500 指数收益率为 3.29%，组合对冲指数收益为 4.30%。

行业

半导体设备行业月度数据点评：8 寸晶圆产能严重紧缺，下游

扩产利好设备商

全球半导体销售额继续稳定增长，9 月份全球半导体的销售额为 378.6 亿元，同比+6.4%（6/7/8 月分别同比+5.5%/+5.8%/+5.3%），其中中国地区销售额+6.2%。集成电路进出口方面，9 月集成电路进口额为 371.1 亿美元，同比+28.2%，达历史新高，主要系市场需求回暖，同时考虑到疫情对供应链影响，积极备货加大采购力度所致；出口额为 109.5 亿美元，同比+17.6%。

推荐个股及其他点评

安琪酵母（600298）：股权激励增活力，十四五前景可期

股权激励绑定核心团队，广泛激活员工活力。多维度设定激励目标，业绩存在超预期可能。十四五规划目标具备挑战性，看好海外市场长线布局。盈利预测与投资评级。风险提示。

国联股份（603613）：定增全额完成，持续看好产业互联网平台长期发展

公司公告，已向 13 家发行对象完成 3299 万股的非公开发行，发行价格为 74.75 元/股，共募得 24.66 亿元资金，全额达到预定的融资目标，利好公司产业互联网平台战略持续推进。我们上调 2020-22 年公司归母净利润至 2.81/4.89/8.52 亿元，同比增速分别为 76.7%/74.2%/74.0%，当前市值对应 PE 分别为 64x/37x/21x，维持“买入”评级。

宏观策略

宏观专题报告：新框架看 2021 年中国消费

观点

继此前给出了分析中国出口、制造业、通胀的新框架后，本篇尝试给出一个分析中国居民消费的新框架。借鉴“杜邦分析”思路，我们将居民消费支出拆解为 GDP、居民可支配收入占 GDP 比重、居民边际消费倾向三个分项（其中 GDP、居民可支配收入、居民消费支出均为名义值）

在该框架下，中国居民消费增速与名义 GDP 增速的差异可以由后两个分项的变化来解释，历史来看可以分为两个阶段:

第一个阶段为 2011 年以前，中国的名义 GDP 增速始终高于居民消费增速。当时居民可支配收入占 GDP 的比重持续下降，从而导致居民消费增长低于名义的 GDP 增速。

第二个阶段为 2011 年之后，服务业快速发展并带动居民可支配收入占 GDP 比重明显回升，使得居民消费增速超过名义 GDP 增速，尽管同期居民的边际消费倾向开始下降。

居民边际消费倾向为何呈现趋势性下滑？长期以来中国贫富差距持续扩大，更多财富流向边际消费倾向较低的富人/城镇居民手中，这导致整个社会增加的收入中用于消费的金额减少，即居民边际消费倾向下滑。

从 2020 年的情况来看，前三季度居民可支配收入占 GDP 比重意外上升 3 个百分点，但同期居民预防性储蓄的意愿空前增强，导致其边际消费倾向大幅下降。因此，当前居民消费支出增速显著低于名义 GDP 增速。

展望 2021 年，中国居民消费支出增速能否再次超过名义 GDP 增速？主要取决于两个因素：1）居民可支配收入占 GDP 比重能否继续上升？2）居民的边际消费倾向能否回升？

中国居民可支配收入占 GDP 比重有可能下降。历史上中国人均可支配收入增速的波动性低于人均 GDP 增速，这就意味着当两者都从一个周期性的低点反弹时，后者的幅度更大，从而导致居民可支配收入占 GDP 比重也出现下降（参考 2010 年和 2017 年）。

中国居民边际消费倾向能够在疫后实现明显的向上修复。2020 年疫情对居民边际消费倾向的冲击主要通过三个渠道：中低收入群体收入恶化，收入分配差距加大；危机应对下的预防性储蓄上升；消费行为受限下的被动储蓄。若 2021 年疫情能够通过疫苗的使用而得到有效控制的情形下，上述三因素均将支撑居民边际消费倾向的向上修复。

基于上述假设，我们预测 2021 年中国居民消费支出增速回升至 11.0%-15.5%左右。

风险提示：全球经济修复动能不足向国内传导；海外政策调整超预期。。

（证券分析师：陶川　证券分析师：王丹　研究助理：赵艺原）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

策略月评：东吴证券月度策略及金股组合：通胀推动盈利上行

投资要点：

我们看好通胀主题，预计物价在未来的六个月会普遍上涨，其原因来自于以下 4 方面：

往前看六个月，海外的需求还在正常复苏的轨道中：尽管有疫情封闭的干扰，但海外国家经济基本面的数据都仍在正常复苏的轨道中。中国出口和其他疫情控制较好的地区，例如越南和中国台湾的出口自 8 月以来都表现良好，表明迄今为止外部需求依然较为强劲。

补库存的预期越来越强烈：普遍的消费品，例如汽车和美国住房的库存都下降到过往几年较低的水平。这意味着疫情一旦有所缓解，补库存是必然需要，所以在未来六个月预计对补库存会有较强的需求。

无论中国货币政策怎样，全球宽松货币政策在半年内不可能退出：前期欧洲央行已明确表示 12 月愿意考虑做更深的负利率和量化宽松政策。美联储的指引仍是维持宽松的货币政策不变，所以全球宽松的货币政策不可能在半年内退出，甚至可能因为疫情扩大略微放松。

由于大规模财政刺激的存在，企业和个人的购买力需求都被保留了，然而供给却是受限的：一旦疫情缓和，人员流动、商品贸易可以正常进行，需求能够快速回来，这是因为居民储蓄、购买力还在。但供给则不一定，因为很多中小企业半年没有订单、处于停产状态，从停产到复工需要时间，特别是中小企业的供应。需求一旦比供给恢复更快，将推动价格的上涨。预计今年到明年上半年，整体物价水平会持续上升。

盈利增速有望超预期上行，看好周期和消费：一系列因素都指向了未来 6 个月大宗商品价格或普遍意义上的全部物价将会延续上涨，经济的复苏预计比较强烈，盈利增长可能会超出预期。我们可以观察到历史上，每一次中国 PPI 从负转正，企业利润增长都会超过预期，最近一次时期是 2016 年四季度到 2017 年三季度，2016 年四季度和 2017 年一季度的企业利润增速水平超过绝大多数人预测。大宗商品价格的上涨对周期股、消费股甚至包括一部分的金融保险股都有正面的影响。

风险提示：通胀上行超预期造成流动性收紧；疫情二次爆发。

（证券分析师：陈李　研究助理：张家琦）

固收金工

固收点评：海波转债：桥梁钢结构领先企业 业务稳定持续发展海波转债：深耕桥梁钢结构

事件

海波转债（123080.SZ）于 12 月 2 日开始网上申购：总发行规模为 2.45 亿元，存续期为自发行日之日起六年。所募集资金到位后，公司将按照实际资金需求投入募集资金 4,500.00 万元用于津石高速公路工程桥梁钢箱梁材料采购、制造、运输、安装工程专业施工项目，18,000.00 万元用

请务必阅读正文之后的免责声明部分

于监利至江陵高速公路东延段钢混组合梁施工专业分包项目，2,000.00 万元用于营山至达州高速公路项目工程施工项目。

海波转债条款中规中矩；上市价格预计在 109-114 元之间：转债存续期为 6 年，联合评级为 A+/A+，转股价为 20.91 元/股。下修条款为“15/30、85%”，有条件赎回为“15/30、130%”，有条件回售为“30、70%”，条款中规中矩。以 6 年 A+中债企业债到期收益率 9.23%（12/01）计算，纯债价值为 75.38 元，债底保护性一般。按照 12 月 01 日海波重科的收盘价为 19.87 元，转换平价为 95.03 元,平价溢价率为 5.23%。根据 2020 年 12 月 01 日海波收盘价 19.87 元计算，初始转换平价为 95.03 元。综合考虑公司基本面、信用评级以及可比转债转股溢价率情况，我们估计海波转债的转股溢价率在 15%到 20%之间。根据相对价值法估计海波转债上市价格约 109 元到 114 元之间，建议投资者积极参与。

观点

行业发展迅速，市场规模逐渐扩大。桥梁钢结构工程行业成为钢结构工程行业发展最为迅速的领域之一，市场容量不断扩大，而行业内企业普遍规模较小，市场集中度较低,桥梁钢结构行业为市场化程度较高的充分竞争行业。2019 年我国桥梁钢结构行业产量 1077.75 万吨，进口量 0.07 万吨，出口量 10.97 万吨，国内桥梁钢结构行业需求量 1066.85 万吨。国内庞大的基础设施与“一带一路”项目的推动，国内建筑企业与桥梁钢结构工程企业不断的拓展海外市场，行业市场规模增长较为迅速。2015 年，我国桥梁钢结构市场规模仅为 654.63 亿元，2019 年已经增长至了 1100.54 亿元。

深耕桥梁钢结构产业，业绩突出技术领先。海波重科成立于 1994 年,坐落于享有“建桥之都”的武汉市,一直致力于桥梁钢结构的制造与安装,是目前国内参建大型桥梁钢结构业绩最多分布最广、桥型最全的一家民营企业,在桥梁钢结构领域处于行业领先地位。近年来，海波重科研发出多种创新性的施工技术、装置和安装方案，利用先进的技术、优良的品质和丰富的经验，承接了多项城市高架工程项目。

近年来营业收入逐步增长，短期受疫情影响逐步恢复。公司主营业务为桥梁钢结构工程，业务范围包含桥梁钢结构的制作、安装、技术研究、工艺设计和技术服务。公司产品主要用作公路、市政高架等钢结构桥梁的主体结构。近年来公司桥梁钢结构工程完工量提升，带动营收不断增长。由于公司总部位于武汉，受新冠疫情影响，2020 一季度开工滞后，2020Q1-Q3 季度营业收入为 4.59 亿元，相比同期下降 6.8%。随着疫情的缓解，公司已全面复工复产，营业收入将趋于稳定。

业务具有良好持续性，盈利水平有待提高。近年来公司综合毛利率持续下滑，主要系受行业竞争加剧、钢材采购价格及用工成本增加等因素影响。自 2015 年来，公司毛利率从 26.13%降低到 2020 前三季度 17.54%，盈利水平有待提高。整体来看，业务具有良好的持续性，但公司业务规模不大，盈利水平有待继续提高。

风险提示：宏观经济波动、市场竞争、业绩波动。

（证券分析师：李勇）

金工定期报告：行业估值偏离度因子绩效月报：复盘国防军工行业

请务必阅读正文之后的免责声明部分

报告要点

因子多空对冲绩效：2009 年 1 月至今，5 分组多头对冲空头的年化超额收益为 12.58%，年化波动 9.93%，信息比率 1.27，月度最大回撤 11.59%，月度胜率 67.83%；多头对冲全市场行业等权组合的年化收益为 6.84%，年化波动 6.02%，信息比率 1.14，月度最大回撤 8.79%，月度胜率 60.84%。

11 月因子组合收益统计：在申万一级 28 个行业中，选取偏离度因子最小的 6 个行业，等权重构建行业估值因子多头组合，选取偏离度因子最大的一组，等权构建行业估值因子空头组合。2020 年 11 月份多头组合收益率为 5.46%，空头组合收益率为 4.35%，全行业等权组合收益率为 4.15%，多头超额收益为 1.31%，多空对冲收益为 1.11%。

12 月行业组合最新持仓：休闲服务、通信、采掘、房地产、建筑装饰、轻工制造，与 11 月份一致。

本期 SVD 因子“小贴士”：

1、前情回顾：8 月份月报中首次复盘采掘行业后，在该行业连续 3 个月多空收益为正，三个月累积收益 21.82%。

2、本期继续复盘国防军工行业：2020 年 4 月，受南船旗下公司资产置换调整影响，国防军工行业 SVD 值上升进入空头组合。原因在于参与置换调整的两家公司，行业龙头中国船舶股价无法匹配每股盈利，而非龙头中船防务的营收又远超行业平均水平。二者的使得国防军工行业在模型设定中评分较低。剔除后排名升至第 5。因此可以认为，随着资产调整后企业估值水平修复，模型判定结果将得改善。在模型纠偏之前，国防军工可提前布局。

行业估值偏离度因子简介：由于壳溢价与龙头溢价存在，上市公司的市值与公司净利润并非简单的线性关系，通过二次线性拟合能够更加全面地反映行业内的估值结构。通过剔除龙头公司与壳公司，间接计算行业估值偏离度 SVD 指标，该指标越低说明行业中龙头公司与壳公司的相对估值溢价越高，则行业更被看好走出强势行情。

风险提示：模型所有统计结果均基于历史数据，未来市场可能发生重大变化

（证券分析师：高子剑）

金工定期报告:【东吴金工 UID 因子月报】信息分布均匀度 UID 因子绩效月报 20201130

UID 因子多空对冲绩效（全市场）：2014 年 2 月至今，UID 因子在全体 A 股中，5 分组多空对冲的年化收益为 21.57%，年化波动为 6.62%，信息比率为 3.26，月度胜率为 82.72%，月度最大回撤为 4.31%。

UID 因子多空对冲绩效（中证 500）：2014 年 2 月至今，UID 因子在中证 500 成分股中，5 分组多空对冲的年化收益为 14.08%，年化波动为 8.92%，信息比率为 1.58，月度胜率为 66.67%，月度最大回撤为 15.26%。

11 月份 UID 因子收益统计：在中证 500 成分股中，11 月份“UID 因子”组合的收益率为 7.59%，中证 500 指数收益率为 3.29%，组合对冲指数收益为 4.30%。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

12 月份“UID 因子”组合最新持仓：详见正文持仓明细。

UID 因子选股模型简介：受到学术界“股价波动与股票信息流”关系理论的启发，从“信息冲击”的角度提出如下猜想：股价波动率大小的变化幅度，可以衡量信息冲击的剧烈程度。在此基础上，利用个股分钟数据，逐步构建了描述股票“信息分布均匀程度”的 UID 因子（theUniformityofInformationDistribution）。在回测期 2014/01/01-2020/07/31 内，以全体 A 股为研究样本，UID 因子的月度 IC 均值为-0.059，RankIC 均值为-0.074，年化 ICIR 为-4.19，年化 RankICIR 为-4.23；5 分组多空对冲的年化收益为 21.32%，年化波动为 5.84%，信息比率为 3.65，月度胜率为 83.12%，最大回撤为 2.18%。在剔除了市场常用风格和行业的干扰后，纯净 UID 因子仍然具备不错的选股能力，其年化 ICIR 仍可达到-3.17，全市场 5 分组多空对冲的年化收益为 12.96%，信息比率为 2.61，月度胜率为 75.32%，最大回撤仅为 1.22%。

风险提示：模型所有统计结果均基于历史数据，未来市场可能发生重大变化；单因子的收益可能存在较大波动，实际应用需结合资金管理、风险控制等方法。

（证券分析师：高子剑　研究助理：沈芷琦）

行业

半导体设备行业月度数据点评：8 寸晶圆产能严重紧缺，下游扩产利好设备商

投资要点

集成电路进口额创新高，半导体设备需求仍旺盛

全球半导体销售额继续稳定增长，9 月份全球半导体的销售额为 378.6 亿元，同比+6.4%（6/7/8 月分别同比+5.5%/+5.8%/+5.3%），其中中国地区销售额+6.2%。集成电路进出口方面，9 月集成电路进口额为 371.1 亿美元，同比+28.2%，达历史新高，主要系市场需求回暖，同时考虑到疫情对供应链影响，积极备货加大采购力度所致；出口额为 109.5 亿美元，同比+17.6%。

半导体设备供应链营运表现维持稳定，9 月北美半导体设备制造商出货额为 27.5 亿美元，较去年同期的 19.6 亿美元同比增长 40.3%，创单月历史新高。

国内主流晶圆厂招标持续进行，国产设备商中标率提升

华力集成、华虹（无锡）、合肥晶合等自 3 月份以来开启招投标，长江存储自年初以来的密集招标仍在继续,7 月长江存储又开启新一轮(第 41 批)招标。从近期招标较多的晶圆厂来看，国产设备商中标率有明显提升。

1）华力集成：8 月至 11 月末，华力集成新增设备中标共 37 台，其中国产设备 18 台，国产化率 49%。国产设备商中，盛美半导体中标 2 台清洗设备及 1 台氧化炉；北方华创中标 1 台退火设备及 2 台溅射设备；中微公司中标 4 台刻蚀设备。

2）长江存储：8 月至 11 月末，长江存储新增设备中标共 313 台，其中国产设备 59 台，国产化率 19%。国产设备商中，盛美半导体中标 9 台清洗

请务必阅读正文之后的免责声明部分

设备；华海清科中标 10 台抛光设备；北方华创中标 26 台退火设备、9 台刻蚀设备及 1 台薄膜沉积设备。

3）中芯绍兴：8 月至 11 月末，中芯绍兴新增设备中标共 118 台，其中国产设备 30 台，国产化率 25%。国产设备商中，沈阳芯源微电子中标 5 台清洗设备、1 台刻蚀设备、1 台涂胶机及 1 台显影机，中微公司中标 1 台刻蚀设备，北方华创中标 1 台薄膜沉积设备及 1 台清洗设备，沈阳拓荆中标 3 台薄膜沉积设备。

4）合肥晶合：8 月至 11 月末，合肥晶合新增设备中标共 110 台，其中国产设备 6 台，国产化率 5%。国产设备商中，中微公司中标 4 台刻蚀设备。

8 寸晶圆产能严重紧缺，下游扩产利好设备商

受疫情影响，居家办公、在线教育推动全球电脑、平板类产品需求增长，对应面板驱动 IC、功率元件等需求增长，叠加国内芯片供应商提高安全库存，全球 8 英寸晶圆需求持续增长，而近年来全球晶圆代工厂产能增长缓慢，导致 8 寸晶圆产能严重紧缺。由于硅片产能供需极度不平衡，8 寸晶圆出现多次涨价，9 月以来明微电子、富满电子、集创北方、晶丰明源等 IC 厂商也相继上调产品价格，整个产业链开启涨价潮。10 月 30 日，IC 设计商联发科发布公告，将从泛林、佳能、东京威力科创采购价值 16.2 亿新台币的半导体设备租赁给代工厂，也表明行业产能紧缺十分严重。据台湾力积电表示，2016-2020 年全球晶圆产能复合增速不足 5%，而 2020-2021 年全球晶圆需求量年增速将超 30%，因此晶圆供需不平衡局面将长期存在。目前全球各大 8 英寸晶圆代工厂已接近满产，下游需求保持高速增长，我们预计此背景下国内 8 英寸晶圆代工厂有望扩产，本土设备商直接受益。

投资建议：重点推荐半导体设备龙头【中微公司】，进入全球供应链的国产刻蚀设备龙头；【北方华创】多业务布局的晶圆设备龙头；重点推荐【至纯科技】，国内清洗设备龙头，二季度出货 10+台设备，处于产能扩张阶段；大硅片设备龙头【晶盛机电】；建议关注【长川科技】。

风险提示：晶圆厂扩产不及预期；设备国产化不及预期。

（证券分析师：陈显帆　证券分析师：周尔双　证券分析师：朱贝贝）

推荐个股及其他点评

安琪酵母（600298）：股权激励增活力，十四五前景可期

事件：

公司发布 2020 年限制性股票激励计划，拟授予 1891 名激励对象 1159.4 万股，占公司总股本 1.41%，价格 24.3 元/股。

投资要点

股权激励绑定核心团队，广泛激活员工活力。本次股权激励对象包括 1891 人，占公司总员工人数 20.57%；从授予比例来看，董事/高管（7 人）共计授予比例 3.01%，核心技术人员及管理骨干（1884 人）授予比例 96.98%。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

激励对象覆盖面广，解锁条件设置合理，有利于全面激活核心骨干积极性，进一步改善公司治理结构，释放经营动能。

多维度设定激励目标，业绩存在超预期可能。本次股权激励计划公司业绩考核目标分为净资产现金回报率（EOE）、净利润两个维度，并加入行业对标条件：

1）EOE：2020/2021/2022 年公司 EOE 分别不低于 26%/27%/28%；

2）净利润：以 2017-2019 年业绩均值为基数，2020/2021/2022 净利润增长率分别不低于 50%/55%/60%；

3）行业对标：上述两个指标均不低于同行业对标企业 75 分位值水平，对标企业包括 26 家可比食品制造公司，且主营业务收入占营业收入比重不低于 90%。

对比历史表现，2017-2019 年公司 EOE 分别为 36.7%/34.6%/33.9%，可比公司 EOE75 分位值为 31.7%/30.9%/29.9%，过去三年公司 EOE 均超过行业 75 分位值，且远高于股权激励解锁条件。对标行业 75 分位企业净利润增速，或在利润增速层面有超越设定的净利润增长率的可能性。

十四五规划目标具备挑战性，看好海外市场长线布局。公司制定十四五规划，较当前收入翻倍。我们继续中长期看好公司海外市场拓展，疫情对海外厂商影响较大，公司把握时机加强海外销售团队建设，布局中长期。目前全球酵母供需错配，酵母未成熟市场亟待开发，安琪酵母以干酵母顺势打入欧洲市场，并逐步布局南美及东南亚。随着公司海外产能、销售布局逐步完善，海外市场市占率将稳步提升。此外，公司在国内市场单寡头格局稳固，产能扩张将为国内发展提供助力。

盈利预测与投资评级：预计 20-22 年公司营收增速 15/14/13%；净利增速 50/12/12%，对应 PE 为 30/27/24X，维持“买入”评级。

风险提示：产能投放不及预期，提价不及预期，环保政策趋严限产，食品安全问题，疫情控制不及预期，汇率波动幅度超预期。

（证券分析师：杨默曦）

国联股份（603613）：定增全额完成，持续看好产业互联网平台长期发展

事件

2020 年 12 月 1 日公司公告，已向 13 家发行对象完成 3299 万股的非公开发行，发行价格为 74.75 元/股。本次发行共募得 24.66 亿元资金，扣除 0.50 亿发行费用后，募集资金净额为 24.16 亿元。本次发行的股份锁定期为 6 个月。

点评

本次发行对公司股权的稀释作用有限，认购方主要为基金、保险机构。认购方与公司均不存在关联关系，控股股东也未发生变化。发行后公司总股本由 2.04 亿股增长 16.2%至 2.37 亿股，对原有股份的稀释作用有限；74.75 元的发行价较 12 月 1 日 88.0 元/股的收盘价折价 15.1%，折价幅度有限。本次发行获配股份数最高的对象为交银施罗德基金，其获配 500 万股，占发行后总股份数的 2.11%；其次大家资管（保险机构）获配 468 股，占发行后总股份数的 1.97%。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

定增达到预定融资目标，有助于后续新项目持续落地，未来持续高增可期。本次定增全额完成预案中拟定的 24.66 亿元融资额，有力保障后续募投项目的实施，加速公司产业互联网枢纽平台大战略的推进。当前国联旗下主要业务工业品拼购平台（涂多多等）的模式导致其在扩展过程中需不断补充流动资金，此次增发后公司流动资金得到补充，有助于后续业务规模的持续扩张，并有效提升抗风险能力。

从交易切入产业，打造多元化产业服务体系。根据公司 6 月 20 日发布的非公开发行预案，本次募集资金将用于①国联股份数字经济总部建设，②AI 大数据生产分析系统研发，③智慧供应链物联网支持系统研发，④云计算集成应用平台研发，及⑤补充流动资金。公司从电商业务切入产业链，从满足企业的交易需求开始，未来逐步与产业建立起信任关系，之后继续推动智慧供应链、供应链金融等全方位服务，最终通过工业互联网打通产业上下游，成为产业互联网平台。

上调盈利预测，维持“买入”评级：本次定增全额达到预定的融资目标，看好公司长期发展。近期公司 2020“双十”电商节集采订单额达 43.82 亿元，同比+104%，Q4 业绩有望超预期；签订海外矿石大额采购合同，继续深入产业链。我们预测 2020-22 年公司归母净利润分为 2.81/4.89/8.52 亿元，同比增速分别为 76.7%/74.2%/74.0%，当前市值对应 PE 分别为 64x/37x/21x，维持“买入”评级。

风险提示：集采违约，拼购模式占用较高营运资金，新平台扩展不及预期，行业竞争加剧等

（证券分析师：吴劲草　证券分析师：周良玖　证券分析师：张良卫）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：http://www.dwzq.com.cn