

## 总量研究

## 建筑行业新旧动能转换，梳理重点转债标的投资机会

## ——建筑行业转债梳理

## 要点

## 1、建筑行业产业链梳理

建筑业是从事建筑安装工程的勘察、设计、施工以及对原有建筑物进行维修活动的行业。建筑行业可细分为房地产建设、基础设施建设、制造业建设和专业工程建设四个部分，不同细分方向的驱动因素有所不同。从财务特征来看，建筑行业净利率较低，资产负债率较高，回款压力较大。从行业主体来看，建筑行业由央企和国企主导，但经营效率低于民企。

## 2、建筑行业以投资驱动为主

**固定资产投资驱动传统建筑行业发展。**建筑业的需求来自于全社会的固定资产投资，拆分来看，基建、房地产和制造业投资基本构成全社会的固定资产投资总额。对建筑业需求的预判大致转化为对房地产、基建和制造业的投资的预测。

**传统驱动因素增速放缓，智能建造带动新增长。**智能建造以工业化为载体，信息化与智能化为手段，带动建筑行业孕育新的增长机遇。

**工业化发展催生装配式建筑模式。**建筑工业化实现了建筑行业从传统现浇施工转变为“工厂制造+现场拼装”，重塑了建筑行业的建筑模式。与传统现浇式建筑作业相比，装配式建筑具有减少人工、缩短工期、节能环保等优点。目前国家政策向装配式建筑倾斜，相关鼓励政策加速出台，装配式建筑渗透率有望快速提升。

**信息化和智能化实现了建筑行业与先进的信息技术的结合，**如使用 BIM、大数据、云计算、物联网等方式将行业各个环节要素相结合，

## 3、建筑领域现存转债分析

**建材行业转债存量规模较大，新券持续供给。**截至 2021 年 7 月 2 日，共现存 24 只建筑行业转债，发行规模总计 241.4 亿元，债券余额总计 224.64 亿元，债券余额在 26 个申万一级行业中位列第 8。另有 6 只转债通过发行预案，规模总计 59.1 亿元。

**建筑行业转债基金持仓规模、基金持有数量均位于前十。**根据基金披露的一季报，2021Q1 公募基金共持有建筑行业转债 36.53 亿元，持有规模在 26 个申万一级行业中位列第 9。此外，共有 20 只建筑行业转债被公募基金所持有，持有数量位列第 5。

## 4、重点转债梳理

**建筑行业转债数量众多，我们将其分为传统建筑和装配式建筑两大类进行介绍。**在传统建筑中，我们重点梳理了浙江交科（交科转债）、中国核建（核建转债）、重庆建工（建工转债）、中钢国际（中钢转债）、节能铁汉（铁汉转债）；在装配式建筑中，我们重点梳理了鸿路钢构（鸿路转债）、精工钢构（董事会预案）、全筑股份（全筑转债）、华阳国际（华阳转债）、中装建设（中装转 2）。

## 5、风险提示

- 1) 宏观环境变化风险。
- 2) 房地产投资与基建投资下行超预期。
- 3) 建筑企业正股价格波动对转债市场价格波动的影响。

## 作者

分析师：张旭

执业证书编号：S0930516010001  
010-58452066  
zhang\_xu@ebsecn.com

分析师：危玮肖

执业证书编号：S0930519070001  
010-58452070  
weiwx@ebsecn.com

分析师：李枢川

执业证书编号：S0930521040004  
010-58452065  
lishuchuan@ebsecn.com

联系人：方钰涵

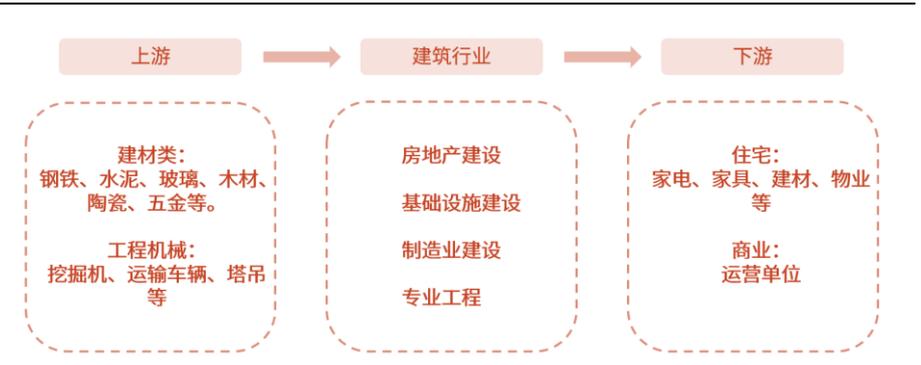
010-58452047  
fangyuhuan@ebsecn.com

# 1、建筑产业情况简介

## 1.1、行业产业链情况介绍

建筑业是从事建筑安装工程的勘察、设计、施工以及对原有建筑物进行维修活动的行业。建筑业与国民经济有密切联系，产业链上下游涉及较多行业，建筑业上市公司主要在基建、房屋建设、专业工程领域。

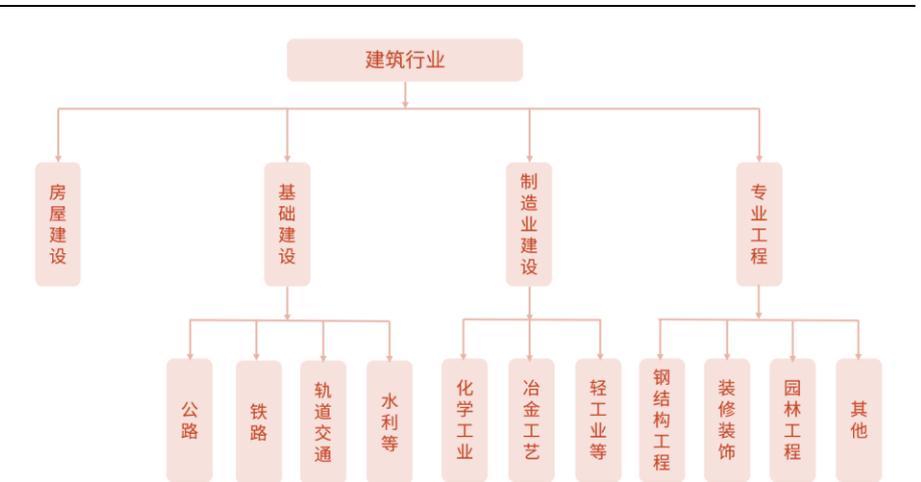
图表 1：建筑行业上下游情况介绍



资料来源：Wind，光大证券研究所

建筑行业可细分为房地产建设、基础设施建设、制造业建设和专业工程建设四个部分，不同细分方向的驱动因素有所不同。房地产建设受益于城镇化率的提升，由购房者的需求决定；基础设施建设由政府投资意愿所决定；而制造业建设取决于行业具体发展状况。

图表 2：建筑行业细分领域情况

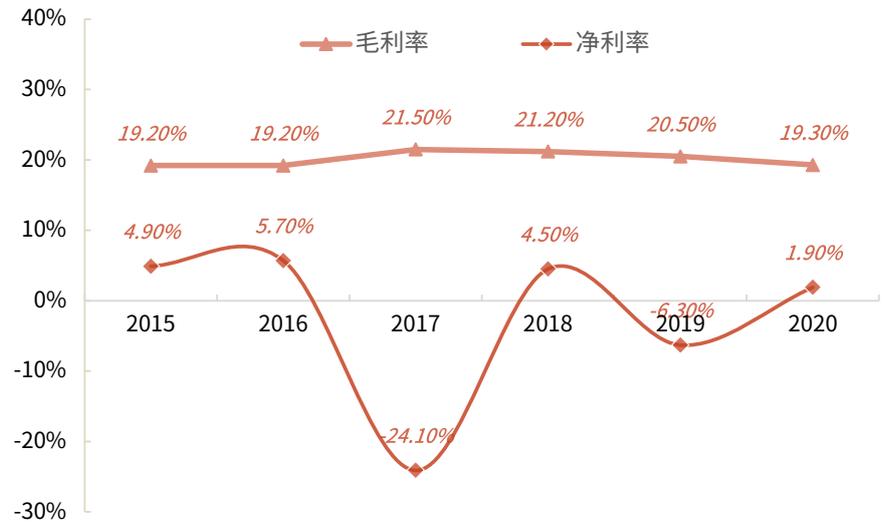


资料来源：Wind，光大证券研究所

## 1.2、建筑行业财务及主体特征

建筑行业净利率较低，资产负债率较高，回款压力较大。2020 年建筑行业毛利率 19.30%，同比下降 1.2 个百分点；净利率由负转正，为 1.90%，但总体净利率低于 2019 年的 4.5%。行业整体资产负债率为 60.4%，两金（应收账款和存货）周转天数 332.0 天。

图表 3：建筑行业整体毛利率和净利率情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

统计区间：2015年1月1日至2020年12月31日

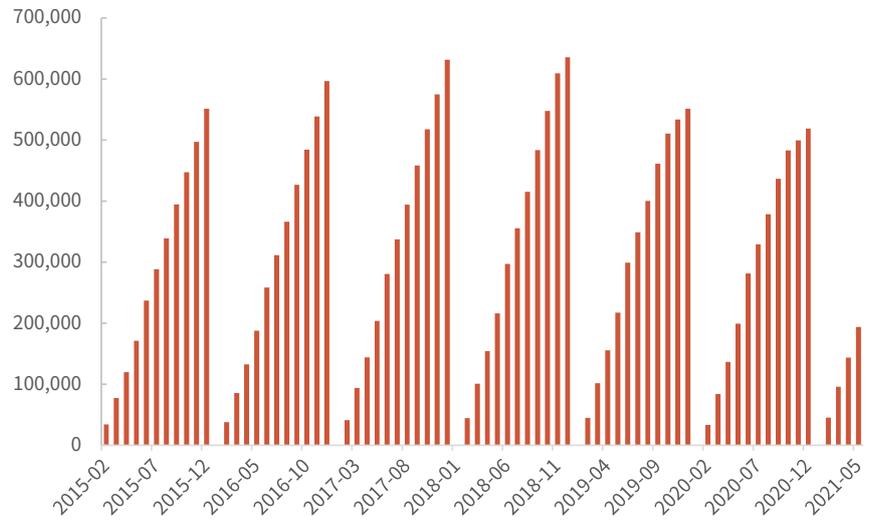
建筑行业由央企和国企主导，但经营效率低于民企。国内建设高峰期已过，建筑企业未来的核心在于管理，提升业绩和估值的核心因素已经从行业红利转变为内部效率的提升。

## 2、建筑行业以投资驱动为主

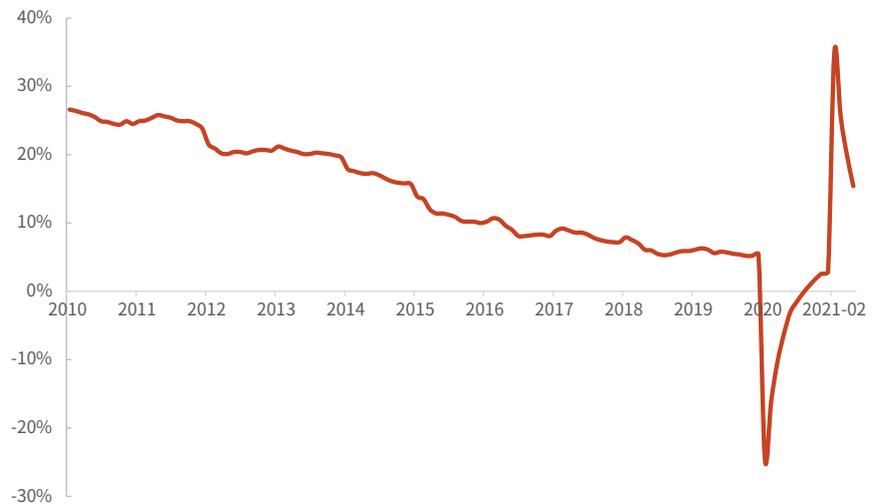
建筑业整体的景气度取决于固定资产的投资需求，而投资需求受到宏观经济、国家政策、区域经济发展状况、投资回报率等因素影响，因而建筑行业是典型的周期性行业。

### 2.1、固定资产投资驱动传统建筑行业发展

2021年1-5月全国固定资产投资为19.4万亿，同比增长15.4%，两年复合增速为4.2%，基数效应带来的高增速数值仍较为明显。从两年平均增速情况看，2021年1-5月固定资产投资比2019年1-5月增长8.5%，两年平均增长4.2%，连续3个月上升（1-2月为1.7%，1-3月为2.9%，1-4月为3.9%）。另外，疫情前的2018、2019年，这两年固定资产投资增速分别为5.9%、5.4%，2018、2019年1-5月固定资产投资累计增速分别是6.1%、5.6%，也验证固定资产投资仍处于恢复过程，但恢复速度稍有减慢。

**图表 4：2015 年-2021 年 5 月固定资产投资完成额累计值情况**


资料来源：Wind，光大证券研究所 单位：亿元 统计区间：2010 年 1 月 1 日至 2021 年 5 月 31 日

**图表 5：2015 年-2021 年 5 月固定资产投资完成额累计值同比情况**


资料来源：Wind，光大证券研究所 统计区间：2010 年 1 月 1 日至 2021 年 5 月 31 日

建筑业的需求来自于全社会的固定资产投资，拆分来看，基建、房地产和制造业投资基本构成全社会的固定资产投资总额。对建筑业需求的预判大致转化为对房地产、基建和制造业的投资的预测。

### 1、基建

基建投资由政府主导，政府的投资意愿以及基建资金来源是决定因素。2021 年 1-5 月份基础设施投资（不含电力）同比增长 11.8%，较 1-4 月份下降 6.6 个百分点，两年平均增长 2.6%。基建短期内仍将承压，一方面，今年完成 GDP 增长目标压力不大，通过基建托底的必要性减弱。另一方面，基建投资项目储备不足，缺少好的项目对接专项债。

### 2、房地产

从政策上看，2016 年底中央经济工作会议首提“房住不炒”，并在最近几年政策中仍延续“房住不炒”的基调，意味着地产投资在未来大概率不会出现大幅增长。此外，央行和住建部为房企划定“三道红线”，房地产融资政策趋向收紧，大多数房企面临降杠杆的压力，房企拿地或将继续趋于谨慎。2021 年 1-5 月，全国房地产开发投资 54318 亿元，同比增长 18.3%，两年平均增长 8.6%。5 月房地产投资同比增长 9.8%，两年平均增长 9.0%。房地产投资增速位于高位，但在“房住不炒”的大背景下，房地产行业强监管趋势将延续，房地产投资有降温的态势。

### 3、制造业

宏观经济状况、行业的具体发展状况是行业主要的驱动力。当前制造业呈现出需求（尤其是外需）旺盛，供给强劲，但投资不强的状况。2021 年 1-5 月制造业投资累计同比增长 20.4%，两年复合增长 0.6%，由负转正，制造业投资保持温和修复态势。目前外需虽仍然强劲，制造业生产有较强支撑，但上游价格过快增长也制约了制造业生产的进一步提升，这一背景下，工业生产预计难有进一步提升的空间。

图表 6：制造业、房地产业和基础设施建设业固定资产投资累计同比情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

统计区间：2010 年 1 月 1 日至 2021 年 5 月 31 日

## 2.2、传统驱动因素增速放缓，智能建造带动新增长

智能建造以工业化为载体，信息化与智能化为手段，带动建筑行业孕育新的增长机遇。建筑工业化实现了建筑行业从传统现浇施工转变为“工厂制造+现场拼装”，重塑了建筑行业的建筑模式。信息化和智能化实现了建筑行业与先进的信息技术的结合，如使用 BIM、大数据、云计算、物联网等方式将行业各个环节要素相结合，减少人工依赖，达到效率的大幅提升。

2020 年 8 月住建部等 13 个部门联合下发《关于推动智能建造与建筑工业化协同发展的指导意见》，并在此后持续发布相关文件推广智能制造，在顶层设计文件的指引下，建筑行业不断向工业化与智能化转型发展。

图表 7：建筑智能制造相关文件

时间	发布单位	文件名	政策要点
2020 年 8 月	住建部等 13 家部委	《关于推动智能制造与建筑工业化协同发展的指导意见》	指引未来建筑业建筑工业化与智能建造协同发展转型方向的顶层设计文件，明确了智能制造的发展目标
2020 年 9 月	住建部等 9 家部委	《关于加快新型建筑工业化发展的若干意见》	指导新型建筑工业化发展，提高建筑水平和建筑品质

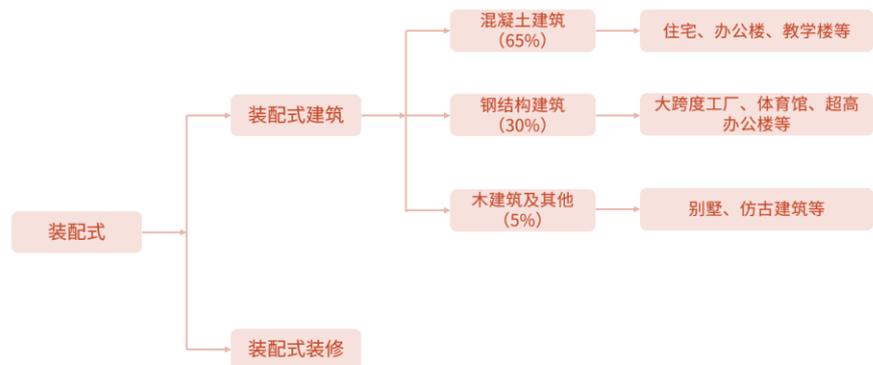
2021年2月	住建部	《关于同意开展智能建造试点的函》	同意上海、重庆、广东三地七个项目列为智能制造试点项目
2021年3月	中共中央	《十四五规划和2035年远景目标纲要》	提升城市智慧化水平、发展智能建造，推广绿色建材、装配式建筑和钢结构住宅

资料来源：住建部等官网，光大证券研究所

### 2.2.1、工业化发展催生装配式建筑模式

装配式建筑是指将部分构件在工厂进行标准和批量预制后，运输到施工现场进行吊装与连接而成的建筑。装配式建筑主要分为三类，混凝土建筑、钢建筑和木建筑。根据住建部和中國装配式建筑网数据，2019年全国新增装配式建筑4.2亿平方，分类来看装配式混凝土结构建筑2.7亿平，占比65.4%，钢结构建筑1.3亿平，占比30.4%，但钢结构未来发展趋势更加明朗。原因在于钢结构相对于混凝土结构，设计理念贴合，施工工艺简单，更适合装配式建造。而混凝土结构的构件原本采用现浇方式，施工理念差距大，混凝土装配结构在连接和吊装方面有较大困难，技术和施工限制是制约其发展。此外，钢结构更符合低碳环保的绿色建筑理念，装配式钢结构在未来具有更加广阔的发展空间。

图表 8：装配式建筑分类



资料来源：住建部、中国装配式建筑网，光大证券研究所  
注：图中统计数据截止2019年12月31日，占比数据按照建筑面积计算

与传统现浇式建筑作业相比，装配式建筑具有减少人工、缩短工期、节能环保等优点。首先，装配式建筑构件的工厂化生产可降低对人工的依赖，施工人数大致为传统方式的一半。其次，装配式建筑的预制件在工厂内完成，养护时间短，施工现场可以快速完成安装，缩短工期。最后，装配式装修作业过程中采用干式施工，施工工地不用焊割、水泥等，噪声、粉尘污染极小，建筑垃圾明显少于传统现浇方式。

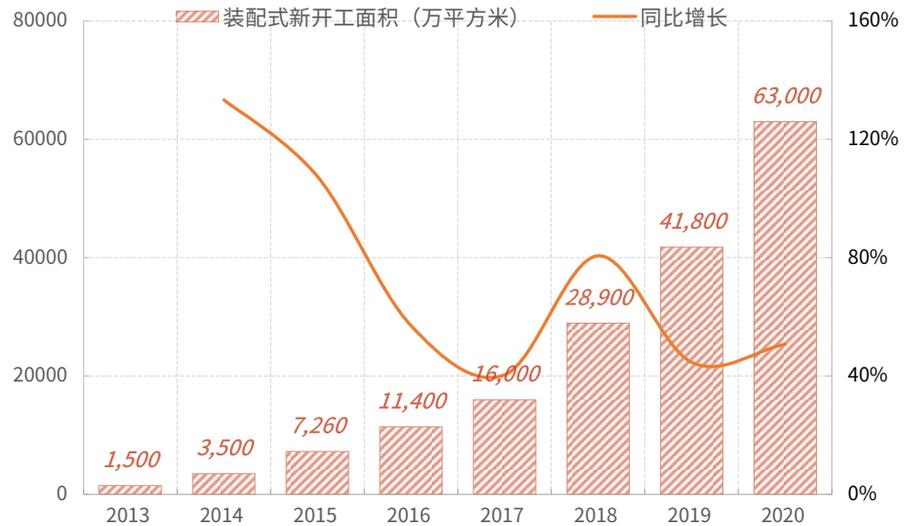
图表 9：装配式建筑优点



资料来源: Wind, 光大证券研究所

**国家政策向装配式建筑倾斜，相关鼓励政策加速出台。**2017年3月出台《“十三五”装配式建筑行动方案》及配套管理办法，将装配式建筑的促进落实至实际行动方案，明确提出2020年装配式建筑在新建建筑中的占比达到15%以上，其中重点推进地区20%以上，2025年装配式建筑在新建建筑中的占比30%以上。2020年全国装配式建筑新开工面积约为6.3亿平方米，同比增长50.7%，装配式建筑占新建建筑比例达到20.5%，装配式建筑所占比例超过政策要求。

图表 10：装配式新开工面积及增长情况



资料来源: Wind, 光大证券研究所 左轴: 新开工面积 (万平方米) 右轴: 同比增长 (%)

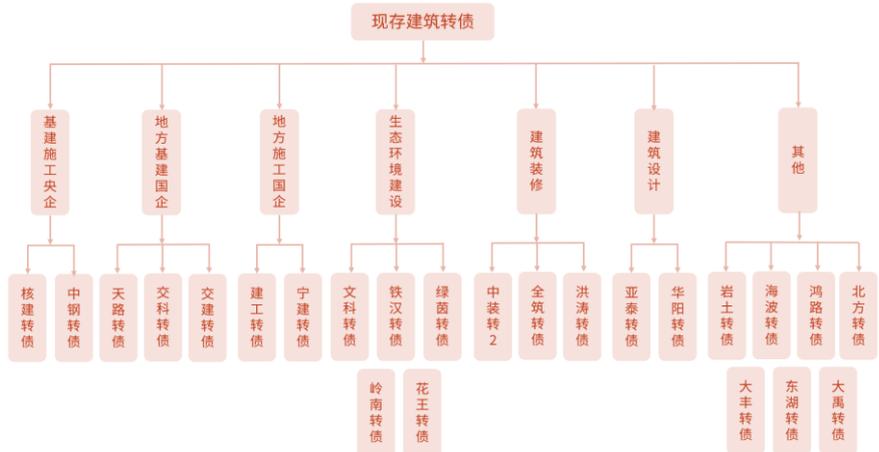
### 2.2.2、信息化和智能化提高行业整体效率

建筑信息化和智能化指的是结合先进的信息技术，如BIM、大数据、云计算、物联网、人工智能等技术，与建造的设计、制造、施工、运维各个环节的工程要素相结合，实现各个环节的数字化，网络化、智能化升级，减少人工依赖，达到效率的大幅提升。信息化和智能化有助于构建工程建设各个环节之间更加顺畅的信息传递方式，可实现全产业链协同管理，提升后续生产、施工、运维等环节的效率和质量。

## 3、现存转债分析

**建材行业转债存量规模较大，新券持续供给。**目前现存24只建筑行业转债，发行规模总计241.4亿元，债券余额总计224.64亿元，债券余额在26个申万一级行业中位列第8。另有6只转债通过发行预案，规模总计59.1亿元。

图表 11: 建筑行业现存转债梳理



资料来源: Wind, 光大证券研究所

截至日期: 2021 年 7 月 2 日

图表 12: 建筑行业转债发行预案

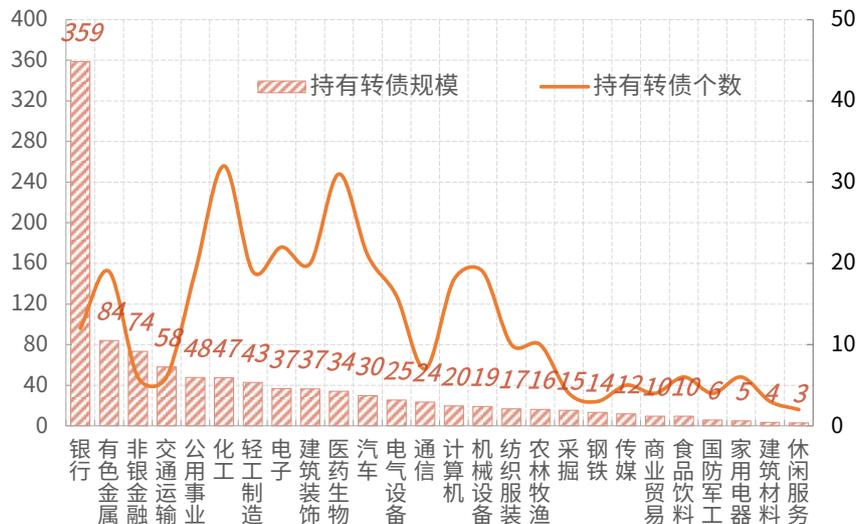
代码	正股简称	发行规模 (亿元)	主营业务
002989.SZ	中天精装	6.07	住宅批量精装修服务
600496.SH	精工钢构	20.00	钢结构建筑
300732.SZ	设研院	3.76	交通勘察设计、检测
600491.SH	龙元建设	19.49	长三角最大的民营施工企业
300778.SZ	新城市	4.60	规划、建筑、市政道路设计
300495.SZ	*ST 美尚	5.20	生态环境建设

资料来源: Wind, 光大证券研究所

截至日期: 2021 年 7 月 2 日

建筑行业转债基金持仓规模、基金持有数量均位于前十。根据基金披露的一季报, 2021Q1 公募基金共持有建筑行业转债 36.53 亿元, 持有规模在 26 个申万一级行业中位列第 9。此外, 共有 20 只建筑行业转债被公募基金所持有, 持有数量位列第 5。

图表 13: 2021Q1 公募基金转债持仓情况



资料来源: Wind, 光大证券研究所  
统计日期截止: 2021 年 3 月 31 日

左轴: 持有转债规模 (亿元)

右轴: 持有转债个数 (只)

## 4、重点转债梳理

### 4.1、传统基建

#### 4.1.1、浙江交科—浙江规模最大、实力最强的交通工程施工企业

浙江交科主营业务为基本建设工程和化工业务，基建工程业务主要包括道路、桥梁、隧道、地下工程等设施的承揽施工、养护业务，化工业务板块主要包括有机胺、顺酐及顺酐和聚碳酸酯（PC）业务等三个大类。公司 2020 年营业总收入 367.4 亿元，其中基建业务 333.6 亿元，目前公司已经成为浙江省规模最大、实力最强的交通工程施工企业。

图表 14：浙江交科主要指标一览

正股代码	正股简称	正股市值 (亿元)	正股PE (TTM) (倍)	PE (TTM) 历史近两年分位数 (%)	近3个月相对上证综指涨跌幅 (%)
002061.SZ	浙江交科	72.36	6.68	0.00	-8.05
转债代码	转债简称	转债余额 (亿元)	转股溢价率 (%)	纯债价值 (元)	近1月转债价格均值 (元)
128107.SZ	交科转债	25.00	10.63	96.08	108.83

2020年，公司实现收入367.4亿元，同比增长27.1%，实现归母净利润10.0亿，同比增长38.1%。公司主营业务为基本建设工程、化工和其他业务，分别占比90.8%、8.4%和0.8%。



资料来源：Wind，光大证券研究所 左轴：营业总收入（亿元） 右轴：同比增长（%）

统计日期截止：2021年7月2日

注：正股市值、正股PE值采用2021年7月2日数据，正股PE分位数采用近两年正股PE值计算得出

#### 浙江交科（交科转债）经营优势分析：

**1、公司依靠浙江省区域优势，近年来稳定发展。**浙江省是长江三角洲的重要组成部分，经济实力强劲，产业基础较好，同时接轨上海，经济开放程度高。经济稳定增长和雄厚的财政实力，为浙江省基础设施投资奠定良好的基础。2019年10月9日，交通运输部召开《交通强国建设纲要》宣贯暨试点工作部署视频会议，浙江省成为首批交通强国建设试点。公司作为浙江规模最大、实力最强的交通工程施工企业，依靠区域优势，近年来快速发展。

**2、背靠省级投融资平台，具备较强的资金和资源优势。**公司基建工程施工业务经营主体为子公司浙江交工，该公司为浙江省省级交通基础设施投融资平台下属路桥施工专业公司，公司客户主要为国有平台公司、浙江交投内部企业、政府下属城建投资集团等。公司受益于省级交通基础设施投融资平台，在资金和市场资源上有较大优势。

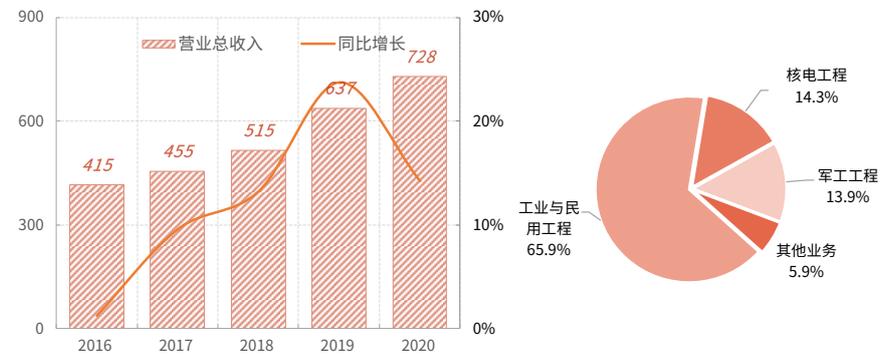
#### 4.1.2、中国核建—核电龙头企业，积极拓展工业与民用领域，业绩稳定增长

中国核工业建设股份有限公司（中国核建）是我国军工工程重要的承包商之一、核电工程建设的领军企业。公司作为核电建设的龙头企业，有着丰富的建设经验和技術优势，受益于国家对核电建设的大力支持，公司业绩有望实现稳定增长。同时，公司凭借在军工和核电领域的市场地位，积极拓展工业与民用建设市场，发展前景良好。

图表 15：中国核建主要指标一览

正股代码	正股简称	正股市值 (亿元)	正股PE (TTM) (倍)	PE (TTM) 历史近两年分位数 (%)	近3个月相对上证综指涨跌幅 (%)
601611.SH	中国核建	187.33	11.97	0.07	-14.98
转债代码	转债简称	转债余额 (亿元)	转股溢价率 (%)	纯债价值 (元)	近1月转债价格均值 (元)
113024.SH	核建转债	29.96	41.72	96.26	102.53

2020年，公司实现收入728.1亿元，同比增长14.2%，实现归母净利润13.6亿，同比增长12.7%。公司主营业务为工业与民用工程、核电工程、军工工程、其他业务，分别占比65.9%、14.3%、13.9%和5.9%。



资料来源：Wind，光大证券研究所 左轴：营业总收入（亿元）右轴：同比增长（%）

统计日期截止：2021年7月2日

注：正股市值、正股PE值采用2021年7月2日数据，正股PE分位数采用近两年正股PE值计算得出

#### 中国核建（核建转债）经营优势分析：

- 1、公司在军工工程、核电工程优势突出，在手订单充足。**公司军工、核电工程板块主要承担国防科技军工工程、核工程、核电站等建设，是我国国防军工工程重要承包商之一，同时也是我国核电工程建设领域历史最久、规模最大、专业一体化程度高的企业，代表我国核电工程建设的最高水平。受益于我国在军工、核电领域的高速发展，公司在手订单充足，业绩持续性强。
- 2、公司受股东、国家政策等大力支持，项目承揽能力强。**公司受股东中国核工业集团的大力支持，不仅对外能够有较强的承揽能力，集团内部也有较多项目与公司对接，2020年集团及子公司作为业主方的结算合同金额占公司总营收的26.5%。
- 3、积极布局工业与民用建设领域，营利规模有望保持稳定增长。**公司在核工业建设领域优势明显，并积极向工业与民用领域布局，为公司发展提供稳定的增长点。公司在工业与民用工程收入增速较快，项目储备充足，2020年公司工业与民用工程业务收入479.9亿元，占总营收的65.9%。

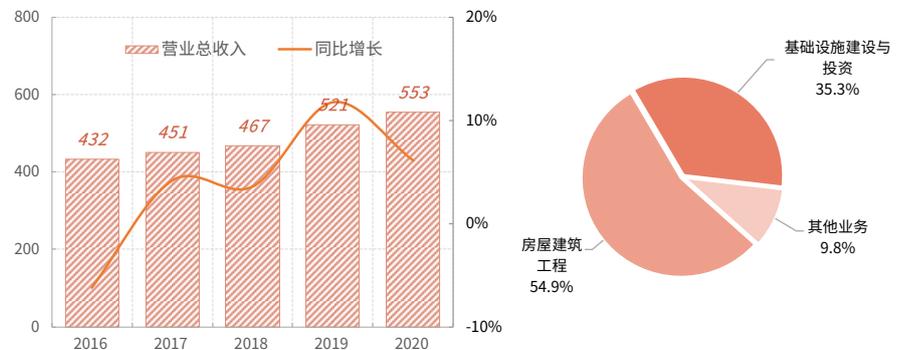
### 4.1.3、重庆建工—重庆最大建筑工程国有企业，受益于区域经济发展快速

重庆建工是重庆市最大的建筑工程国有企业，资质齐全、产业链资源完善。公司以房屋建筑工程、基础设施建设等为主营业务，拥有超高层建筑、高速公路、超大跨度桥梁及隧道施工等核心技术。受益于区域经济的迅猛发展，公司订单项目充足，营收稳定增长。

图表 16：重庆建工主要指标一览

正股代码	正股简称	正股市值 (亿元)	正股PE (TTM) (倍)	PE (TTM) 历史近两年分位数 (%)	近3个月相对上证综指涨跌幅 (%)
600939.SH	重庆建工	62.42	16.33	31.46	-8.51
转债代码	转债简称	转债余额 (亿元)	转股溢价率 (%)	纯债价值 (元)	近1月转债价格均值 (元)
110064.SH	建工转债	16.60	31.63	101.78	99.00

2020年，公司实现收入553.0亿元，同比增长6.1%，实现归母净利润2.7亿，同比增长-41.2%。公司主营业务为房屋建筑工程、基础设施建设与投资和其他业务，分别占比54.9%、35.3%和9.8%。



资料来源：Wind，光大证券研究所 左轴：营业总收入（亿元）右轴：同比增长（%）

统计日期截止：2021年7月2日

注：正股市值、正股PE值采用2021年7月2日数据，正股PE分位数采用近两年正股PE值计算得出

#### 重庆建工（建工转债）经营优势分析：

- 1、受益于区域经济发展快速，公司营收稳定增长。**重庆为国家西部大开发的重要战略支点、“一带一路”、“长江经济带”的联结点，随着重庆市基础设施建设的不断完善，为公司带来良好的发展机会。
- 2、公司是重庆市最大的建筑施工企业，施工资质高，整体竞争力强。**公司是重庆市最大的建筑施工企业，连续18年名列中国企业500强，连续15年位居全国建筑企业前列，连续16年位列重庆百强企业前10强，承建了一系列大体量的重庆市标志性工程。
- 3、公司产业链完善，充分发挥资源整合及协同发展的优势。**公司业务涵盖房屋建筑、路桥施工、市政建设等领域，并延伸拓展至建筑项目投资运营管理、建筑科技、产业链金融等新兴业务领域，各个板块协调联动，具有建筑全产业链的配套服务能力，公司发展的空间和潜力较大。

### 4.1.4、中钢国际—依靠冶金领域优势多元化布局，积极开拓海外市场

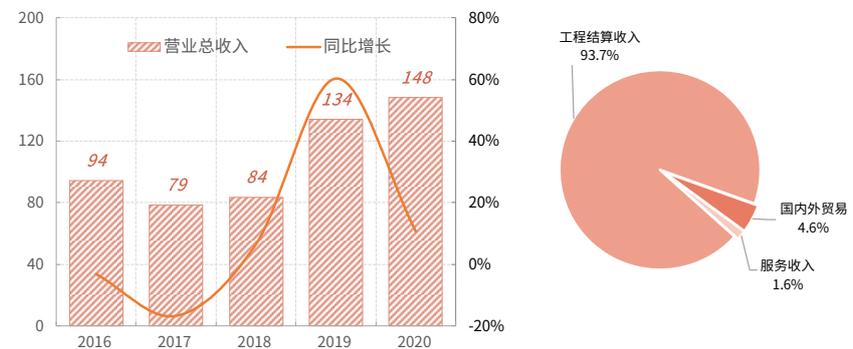
公司主营工程总承包为主的工程技术服务业务，辅以机电设备及备品备件国内外贸易、工程设计及咨询服务等业务，其控股股东为中国中钢集团有限公司，实际

控制人为国务院国有资产监督管理委员会。公司具备大型钢铁联合企业全流程工程总承包能力，在国内外冶金工业建设等领域保持很强的市场竞争力。同时，公司是冶金工程领域最早“走出去”的中国企业之一，执行的海外项目分布俄罗斯、印尼、伊朗、阿尔及利亚等多个国家。

图表 17：中钢国际主要指标一览

正股代码	正股简称	正股市值 (亿元)	正股PE (TTM) (倍)	PE (TTM) 历史近两年分位数 (%)	近3个月相对上证综指涨跌幅 (%)
000928.SZ	中钢国际	115.11	16.08	90.63	24.76
转债代码	转债简称	转债余额 (亿元)	转债溢价率 (%)	纯债价值 (元)	近1月转债价格均值 (元)
127029.SZ	中钢转债	9.60	-7.53	93.96	145.51

2020年，公司实现收入148.3亿元，同比增长10.6%，实现归母净利润6.04亿，同比增长12.5%。公司主营业务为工程结算收入、国内外贸易和服务收入，分别占比93.7%、4.6%和1.6%。



资料来源：Wind，光大证券研究所 左轴：营业总收入（亿元） 右轴：同比增长（%）

统计日期截止：2021年7月2日

注：正股市值、正股PE值采用2021年7月2日数据，正股PE分位数采用近两年正股PE值计算得出

### 中钢国际（中钢转债）经营优势分析：

**1、公司以冶金为核心，积极拓展业务领域，实现多元化发展。**国内钢铁市场呈现严重的产能过剩，开拓冶金工程以外的市场，提供第二增长曲线显得十分重要。公司复制在冶金领域的成功经验，围绕冶金产业链上下游进行拓展，并延伸服务链条，推进工业气体、城市污水处理等业务。此外，公司加强与地方国有煤炭、化工企业在煤焦化、环保节能领域的合作，实现冶金、电力、煤焦化工、石油石化、节能环保、机电产品贸易等业务领域的多元化发展。

**2、公司作为冶金工程领域最早走出去的国内企业之一，具有国际化经营优势。**公司为落实国家“走出去”和“一带一路”战略，积极向海外市场布局，目前公司已建立较高的国际行业地位，海外市场扩张力度不断扩大，连续多年入选ENR“国际承包商250强”，在海外市场拥有较高的市场影响力。

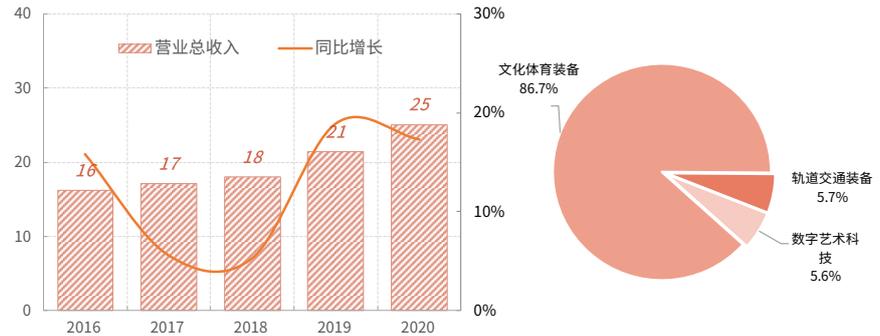
### 4.1.5、节能铁汉—政策支持下的新兴产业，依靠股东平台资源有望实现持续稳定发展

公司以生态环保和市政园林工程建设为主营业务，覆盖土壤矿山生态修复、水系治理等生态环保领域、园林建设、市政建设以及生态旅游等多个细分领域。目前，生态文明建设已成为政策焦点，在国家政策和控股股东的大力支持下，公司聚焦深圳市场，积极拓展粤港澳大湾区和长江经济带市场，实现公司业务的高质量发展。

图表 18：节能铁汉主要指标一览

正股代码	正股简称	正股市值 (亿元)	正股PE (TTM) (倍)	PE (TTM) 历史近两年分位数 (%)	近3个月相对上证综指涨跌幅 (%)
300197.SZ	节能铁汉	84.69	84.37	65.57	-9.52
转债代码	转债简称	转债余额 (亿元)	转债溢价率 (%)	转债价值 (元)	近1月转债价格均值 (元)
123004.SZ	铁汉转债	8.03	29.09	99.31	101.84

2020年，公司实现收入25.1亿元，同比增长17.3%，实现归母净利润3.1亿，同比增长32.7%。公司主营业务为文化体育装备、轨道交通装备和数字艺术科技，分别占比86.7%、5.7%和5.6%。



资料来源：Wind，光大证券研究所 左轴：营业总收入（亿元）右轴：同比增长（%）  
统计日期截止：2021年7月2日  
注：正股市值、正股PE值采用2021年7月2日数据，正股PE分位数采用近两年正股PE值计算得出

### 节能铁汉（铁汉转债）经营优势分析：

**1、污染治理和生态建设成为政策焦点，节能环保作为新兴产业，市场空间巨大。** 2020年9月，中国政府在联合国大会上提出：为应对全球气候变化带来的挑战，中国将采取更加有力的政策和措施，二氧化碳排放力争2030年前达到峰值，努力争取2060年前实现碳中和，并在十四五规划中已将节能环保作为国家战略性新兴产业，未来污染治理和生态建设行业发展前景广阔。

**2、依靠股东资源，以深圳市场为核心，辐射粤港澳大湾区市场。**《2021年广东省政府工作报告》中将污染治理和生态建设作为重点工作，公司在战略股东深投控的大力支持下，发挥深圳本土企业优势，2020年总计中标项目金额达17.04亿元。未来公司将充分依托央企中国节能作为国家长江经济带污染治理主体平台企业的资源优势，在控股股东中国节能的领导下，积极拓展长江经济带环境修复工作，公司未来业绩有望维持持续稳定增长。

## 4.2、装配式建筑

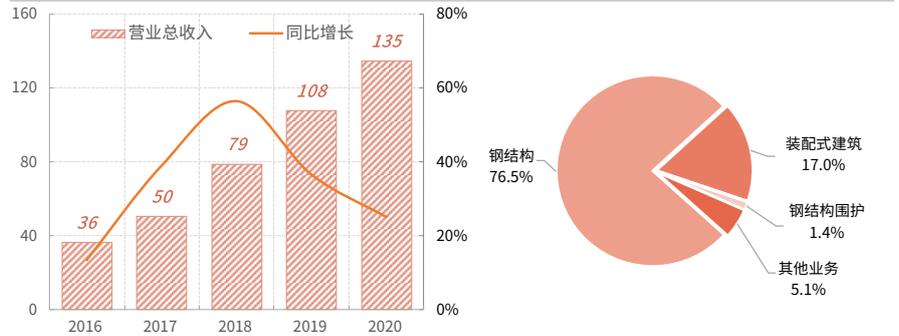
### 4.2.1、鸿路钢构—钢结构制造龙头，产能投放规模优势不断强化

鸿路钢构是国内钢结构加工制造龙头企业，公司以钢结构制造销售、钢结构装配式建筑工程总包等为主营业务，生产基地遍布安徽、湖北、重庆等地，产品覆盖华东、华南等区域。公司销量旺盛叠加产能扩张，驱动业绩确定性增长。2020年公司钢结构销量247万吨，同比增长41%；产量达到251万吨，同比增长34%。2020年，公司实现收入134.5亿，同比增长25%，实现归母净利润7.99亿，同比增长43%。

图表 19：鸿路钢构主要指标一览

正股代码	正股简称	正股市值 (亿元)	正股PE (TTM) (倍)	PE (TTM) 历史近两年分位数 (%)	近3个月相对上证综指涨跌幅 (%)
002541.SZ	鸿路钢构	319.84	34.03	78.11	15.78
转债代码	转债简称	转债余额 (亿元)	转债溢价率 (%)	纯债价值 (元)	近1月转债价格均值 (元)
128134.SZ	鸿路转债	16.62	-0.28	91.54	142.01

2020年，公司实现收入134.5亿，同比增长25%，实现归母净利润7.99亿，同比增长43%。公司主营业务为钢结构、装配式装修、钢结构围护和其他业务，分别占比76.5%、17.0%、1.4%和5.1%。



资料来源：Wind，光大证券研究所 左轴：营业总收入（亿元）右轴：同比增长（%）

统计日期截止：2021年7月2日

注：正股市值、正股PE值采用2021年7月2日数据，正股PE分位数采用近两年正股PE值计算得出

### 鸿路钢构（鸿路转债）经营优势分析：

**1、公司依托装配式建筑渗透率提高快速发展。**装配式建筑相较于传统建筑方式，具有减少人工、缩短工期、节能环保等优点，且目前受到国家政策的大力支持。在传统建筑方式成本上升趋势不可逆的背景下，未来行业渗透率有较大的提升空间。而装配式建筑中由于钢结构建筑更适合作为装配式，未来发展前景更加明确。公司作为国内装配式钢结构龙头企业，受益于行业的快速发展，渗透率不断提高，营业收入快速增长。

**2、产能扩张形成规模效应，成本优势及快速交付能力共筑公司护城河。**钢结构产品由于差异化较小、同质化程度较高，因此成本和交付能力成为钢结构企业的主要竞争点。公司的成本优势源于产能扩张后的规模效应，以及原料端集中采购的低价效应。鸿路钢构自2016年起在全国范围内布局生产基地，目前在建及已完成建设的共有十大生产基地。2020年末公司产能约350万吨，随着公司在建基地的投产，预计2022年底产能将达500万吨/年。较大的产能和饱和订单降低单吨人力成本和固定成本摊销，降低成本形成规模优势。依靠公司较大的产能以及基地化布局使得公司通过从钢厂或一级经销商处集中采购，能够获得价格较低的钢材。钢结构制造不同于建材制造，钢结构具有个性化强和交货期短的特征。公司的产能优势和基地化布局能够提高交货能力，满足客户需求。

**3、扁平化管理提高效率、突破规模约束。**钢结构行业由于产品差异化较小，门槛较低，现存企业数量较多，但大规模企业数量较少，原因在于随着产能不断扩张，企业在采购、排产、运输等各个环节都需要有更加有效的管理。公司通过集中式、扁平化的管理模式克服了管理瓶颈。对于采购、销售、财务、技术等非生产部门，只在总部设立，基地及工厂只负责生产。结构制造不同于承接工程项目，各基地工厂不需要营销，由公司总部统一负责，集中式的管理模式更适合钢结构制造。

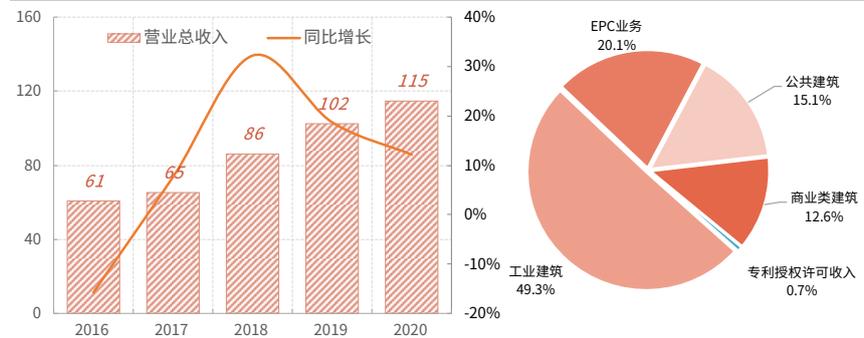
#### 4.2.2、精工钢构——顺应 EPC 和装配式两大发展方向，前瞻布局建筑信息化领域

公司是国内大型建筑钢结构上市民营企业，以钢结构业务为主体，大力发展装配式建筑和 EPC 工程总承包业务。目前，公司共有五大钢结构生产基地以及三大装配式建筑基地，经营区域覆盖全国。公司顺应行业发展大趋势，近年来营收稳定增长。

图表 20：精工钢构主要指标一览

正股代码	正股简称	正股市值 (亿元)	正股 PE (TTM) (倍)	PE (TTM) 历史近两年分位数 (%)	近3个月相对上证综指涨跌幅 (%)
600496.SH	精工钢构	81.92	12.53	1.44	-24.48
对应转债	董事会预案				

2020年，公司实现收入114.8亿元，同比增长12.1%，实现归母净利润6.5亿，同比增长6.1%。公司主营业务为工业建筑、EPC业务、公共建筑、商业类建筑和专利授权许可收入，分别占比49.3%、20.1%、15.1%、12.6%和0.7%。



资料来源：Wind，光大证券研究所 左轴：营业总收入（亿元）右轴：同比增长（%）

统计日期截止：2021年7月2日

注：正股市值、正股 PE 值采用 2021 年 7 月 2 日数据，正股 PE 分位数采用近两年正股 PE 值计算得出

#### 精工钢构经营优势分析：

- 1、钢结构民营企业，受益于装配式行业快速发展。**装配式建筑相较于传统建筑方式具有节能环保、减少人力等优势，近年来收到政策的大力支持。公司深耕装配式建筑领域多年，积极打造全产业链建筑装配式，目前已形成 PSC 住宅、公寓、学校、医院、办公楼五大体系。
- 2、积极转型 EPC（工程总承包），顺应行业发展大趋势。**EPC（工程总承包）是建筑行业业务模式未来转型方向，目前政策明确要求加快建筑业改革发展，积极推动 EPC。公司积极转型 EPC，享受政策红利，目前公司已承接多个 EPC 项目，未来随着总承包模式的推进，有望提升公司盈利水平。
- 3、自研 IoT&BIM 产品，前瞻布局建筑信息化领域。**公司积极切入建筑 IT 市场，公司建筑信息化产品应用场景涵盖装配式建筑工程全生命周期，实现从前期设计、中期建造和后期运维的全覆盖。

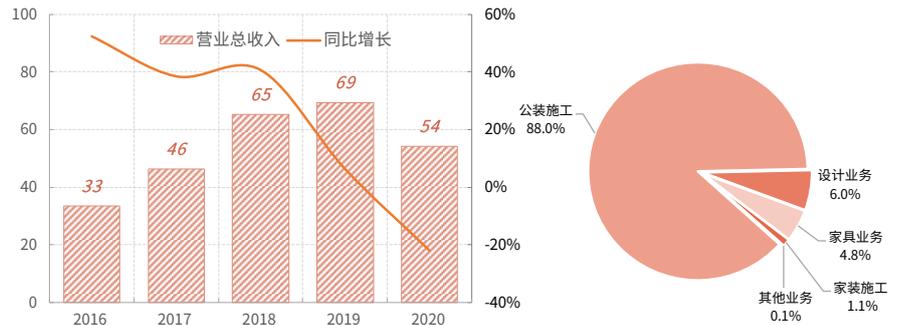
#### 4.2.3、全筑股份——精装修大趋势下，公司集中度有望提升

公司主营业务为住宅全装修，涉及建筑装饰研发、设计、施工、家具生产、软装配套等，打造一体化装饰集团。公司客户以房地产开发商为主，战略合作客户包括恒大地产、绿城中国、中国金茂、华润置地等。

图表 21：全筑股份主要指标一览

正股代码	正股简称	正股市值 (亿元)	正股PE (TTM) (倍)	PE (TTM) 历史近两年分位数 (%)	近3个月相对上证综指涨跌幅 (%)
603030.SH	全筑股份	23.84	17.44	73.19	1.55
转债代码	转债简称	转债余额 (亿元)	转股溢价率 (%)	纯债价值 (元)	近1月转债价格均值 (元)
113578.SH	全筑转债	3.84	23.25	96.02	100.79

2020年，公司实现收入54.2亿元，同比降低21.9%，实现归母净利润1.3亿，同比降低36.4%。公司主营业务为公装施工、设计业务、家具业务、家装施工和其他业务，分别占比88.0%、6.0%、4.8%、1.1%和0.1%。



资料来源：Wind，光大证券研究所 左轴：营业总收入（亿元） 右轴：同比增长（%）

统计日期截止：2021年7月2日

注：正股市值、正股PE值采用2021年7月2日数据，正股PE分位数采用近两年正股PE值计算得出

### 全筑股份（全筑转债）经营优势分析：

**1、建筑精装修大趋势，借助B端优势，公司行业集中度有望提升。**精装修之前，装修公司直接对接住户，以C端市场为主，由于存在进入门槛低、经营零散化、区域经营等问题，导致市场集中度较低。而精装修趋势下，房地产企业交付给住户精装修后的住宅，为保证质量和稳定性，房地产企业往往会选择龙头企业，中小装修企业将加速退出市场，市场集中度提高。

**2、公司资质齐全，业务覆盖装修产业链各个环节。**公司拥有多项专项高级资质，同时积极整合产业链上下游资源，目前公司业务涉及建筑装饰研发、设计、施工、家具生产、软装配套等，已覆盖建筑装饰全产业链。

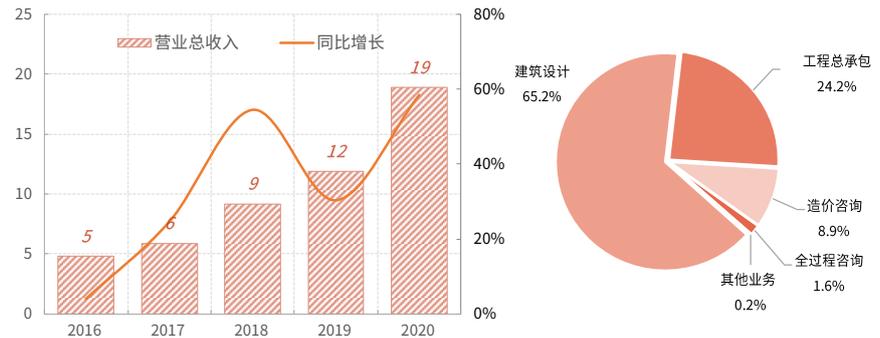
### 4.2.4、华阳国际——以装配式建筑和BIM技术为核心竞争力的建筑设计龙头企业

公司是以设计和研发为主业、以装配式建筑和BIM为核心技术的全产业链布局的设计科技企业。公司业务由建筑设计逐步延伸，目前已经涵盖装配式建筑设计、BIM设计、工程造价咨询、工程总承包、全过程工程咨询、PC构建生产等建筑工程领域。

图表 22：华阳国际主要指标一览

正股代码	正股简称	正股市值 (亿元)	正股PE (TTM) (倍)	PE (TTM) 历史近两年分位数 (%)	近3个月相对上证综指涨跌幅 (%)
002949.SZ	华阳国际	32.70	17.04	0.41	-17.77
转债代码	转债简称	转债余额 (亿元)	转股溢价率 (%)	纯债价值 (元)	近1月转债价格均值 (元)
128125.SZ	华阳转债	4.50	55.21	85.80	102.56

2020年，公司实现收入18.9亿元，同比增长58.6%，实现归母净利润1.7亿，同比增长27.2%。公司主营业务为建筑设计、工程总承包、造价咨询、全过程咨询和其他业务，分别占比65.2%、24.2%、8.9%和1.6%和0.2%。



资料来源：Wind，光大证券研究所 左轴：营业总收入（亿元） 右轴：同比增长（%）

统计日期截止：2021年7月2日

注：正股市值、正股PE值采用2021年7月2日数据，正股PE分位数采用近两年正股PE值计算得出

### 华阳国际（华阳转债）经营优势分析：

**1、建筑全产业链布局，区域优势明显。**建筑产业链上下游拓展已成为行业趋势和国家政策鼓励方向，公司建筑全产业链布局，良好的资源整合能力打造核心竞争力。公司成立于深圳，作为粤港澳大湾区的核心城市，公司可依靠区域资源优势，大力发展建筑装饰业务。

**2、装配式建筑设计龙头，在手订单充足。**公司是最早开展装配式建筑设计研究的企业之一，公司目前已与万科、华润、保利、招商、深圳人才安居集团等建立紧密的战略合作关系，已在全国18个城市完成超过200个装配式建筑项目设计，总建筑面积超过3,000万m<sup>2</sup>。

**3、公司BIM设计先发优势明显，有望成为行业标杆。**公司从2008年开始BIM技术的研究，是国内最早开始BIM研究的公司之一。目前公司已经积累数十个项目和超过百万平方米的项目设计咨询经验，并参与了一系列BIM设计相关规范和图集的编制，在行业内起标杆作用。

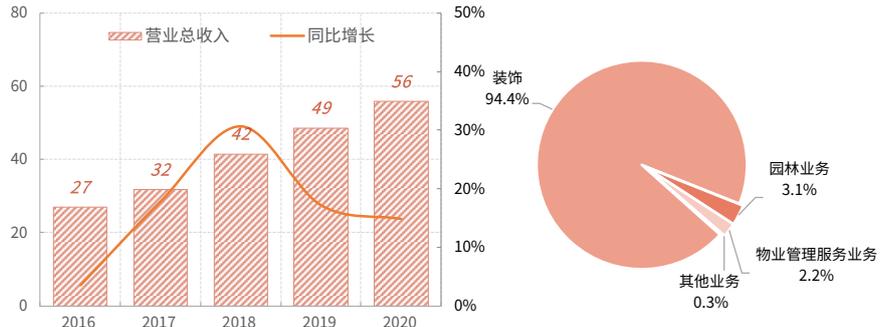
### 4.2.5、中装建设——公司以装饰为主业，积极布局新业务带来业绩增长点

公司以建筑装饰为主业，围绕基础设施建设服务的上下游进行产业链拓展，目前业务已经包含融合幕墙、机电、园林、新能源、物业管理、IDC等业务。此外，公司致力于绿色环保建筑的研究和新能源的应用开发，持续布局BIPV项目，受益于当前政策大力支持和光伏行业的迅猛发展，BIPV有望为公司业绩带来新动力。

图表 23：中装建设主要指标一览

正股代码	正股简称	正股市值 (亿元)	正股PE (TTM) (倍)	PE (TTM) 历史近两年分位数 (%)	近3个月相对上证综指涨跌幅 (%)
002822.SZ	中装建设	42.57	15.84	10.26	-5.88
转债代码	转债简称	转债余额 (亿元)	转股溢价率 (%)	纯债价值 (元)	近1月转债价格均值 (元)
127033.SZ	中装转2	11.60	12.83	90.63	105.83

2020年，公司实现收入55.8亿元，同比增长14.9%，实现归母净利润2.6亿，同比增长4.3%。公司主营业务为装饰、园林业务、物业管理服务业务和其他业务，分别占比94.4%、3.1%、2.2%和0.3%。



资料来源：Wind，光大证券研究所 左轴：营业总收入（亿元） 右轴：同比增长（%）

统计日期截止：2021年7月2日

注：正股市值、正股PE值采用2021年7月2日数据，正股PE分位数采用近两年正股PE值计算得出

### 中装建设（中装转2）经营优势分析：

**1、公司深耕建筑装饰领域，全产业链布局协同效应明显。**公司以建筑装饰为主业进行产业链拓展，业务涉及装饰、设计研发、园林绿化、房建市政等，现已成为城乡建设综合服务提供商，产业链各环节协同效应强，近年来营收持续增长。

**2、积极收购物业管理公司，发挥装饰与物业协同效应。**公司于2017年参股赛格物业，持有其25%股权；2020年9月收购嘉泽特投资100%股权（间接持有科技园物业51.63%股权）。装饰与物业有天然的协同效应，一方面，装饰业务为旗下物业公司承接物管业务赋能。另一方面，物管公司在项目后续的维护和重新装修过程中也能进行导流。装饰与物业两个板块协同优势明显，有望维持公司稳定发展。

**4、公司顺应产业发展趋势，积极探索装配式装修。**公司积极布局装配式领域，目前已经实现了酒店、人才公寓、医疗病房、办公、学校、模块化等装配式技术体系。

**5、依靠自身建筑领域资源优势，积极拓展BIPV业务。**碳中和政策下利好新能源产业，建筑光伏前景广阔。公司提前布局光伏业务，2017年成立中装新能源致力于新能源项目的建设投资，目前已承接相关光伏新能源工程项目，如广州白云国际机场T2航站楼光伏发电项目等。公司有望依托在建筑装饰领域的资源优势，开拓BIPV市场，为公司业绩带来新的增长点。

## 5、风险提示

- 1) 宏观环境变化风险。
- 2) 房地产投资与基建投资下行超预期。
- 3) 建筑企业正股价格波动对转债市场价格波动的影响。

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 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。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、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。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE