

建筑装饰

证券研究报告

2019年02月01日

行业 18Q4 基金持仓报告：基建、房建、装饰持续增仓，政策边际向好持续提升行业吸引力

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

唐笑

分析师

SAC 执业证书编号：S1110517030004
tangx@tfzq.com

岳恒宇

分析师

SAC 执业证书编号：S1110517040005
yuehengyu@tfzq.com

肖文劲

联系人

xiaowenjin@tfzq.com

陈航杰

联系人

chenhangjie@tfzq.com

全行业对比：建筑业 2018Q4 低配幅度逐渐收窄，超配环比持续上升

基于 Wind 数据，2018Q4 公募基金对建筑行业持续低配，但超配环比较 2018Q3 上升。从申万一级行业重仓持股总量百分比的角度看，2018Q4 相比 2018Q3 建筑行业增仓 0.21 个百分点，增仓幅度位列全部一级行业中上升的第 8 位。建筑行业 2018Q4 跌幅达 7.50%，区间跌幅排在 28 个行业中倒数第 6，跌幅小于上证指数的 11.61% 与上证 50 的 12.03%。由于基建补短板的推进以及前期开工面积增速较高情况下未来房地产施工有望好转，2018Q4 基金对建筑行业持仓增加；考虑到发改委批复重大项目进度加快及基建补短板政策加速落地等政策边际改善，未来建筑行业有较好的吸引力（预计基建、房建板块或存在相对收益）。

细分行业：2018Q4 专业工程减仓，装饰、房建、基建和园林板块增仓

从二级细分行业看，2018Q4 专业工程减仓，房建、基建、装饰、园林增仓。其中，专业工程减仓比例为 0.08 个百分点，园林、房建、装饰和基建增仓比例为 0.003、0.12、0.14 和 0.29 个百分点，前期开工面积增速较高情况下未来房地产施工有望好转，而基建补短板的推进及发改委加快批复基建项目使基建受益。基金二级行业重仓持股总量百分比变动方向与二级行业区间涨跌方向不一致，一方面说明建筑板块整体预期有所转好，另一方面板块内部各细分行业表现有所分化。

主动偏股型基金重仓股过半增仓，基建中字头基金持仓变动数量增加明显

2018Q4 主动+被动偏股型基金持有的建筑装饰板块重仓股共 36 只，较 2018Q3 减少 7 只，其中持有基金数增加的有 30 只，持有基金数减少的有 4 只，2 只持平。铁汉生态主因 2018 年园林行业融资环境收紧以及地方政府债务监管趋严。2018Q4 主动偏股型基金持有的建筑装饰板块重仓股共 33 只，较 2018Q3 减少 7 只，其中持有基金数增加的有 28 只，持有基金数减少的有 3 只，2 只持平。尽管持有基金数增加较多，但持仓比例变化幅度却不大，或因机构对于基建补短板政策趋势的延续具有较好预期，但对于行业个股未来受益程度尚不确定，因此增仓比例较少。

建筑行业央企基金持股占比下降趋势开始改观，有望持续

基于八大建筑央企基金持股历史数据情况，相较于 2018Q3，2018Q4 公募基金在六家央企中都有所增仓。从历史情况看，八大央企建筑央企持仓比例于 2013Q3 均下降至 10% 以下，整体趋势显示出下降趋于平稳；除葛洲坝与中国化学以外，其他公司的持股比例在 2018Q4 呈现上升趋势。后续基建补短板政策持续推进及前期开工面积增速较高情况下未来房地产施工有望好转，或对建筑行业形成利好。

投资建议

2018Q4 公募基金继续低配建筑行业，但大型央企及龙头企业增仓比例较大。近期，政策边际逐渐改善，地方政府专项债额度提前下发、发改委批复交运与铁路建设项目进度也加快，前期开工面积增速较高情况下未来房地产施工有望好转。因此，在政策出现边际变化的情况下，未来建筑行业或吸引更多基金持仓。因此，我们维持对行业的“强于大市”评级。

风险提示：固定资产投资增速快速下滑，政策落实不及预期

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

3 《建筑装饰-行业点评:隧道股份、上海建工等沪企将显著受益于此轮发改委项目密集批复》 2019-01-04



内容目录

1. 行业整体超配环比上升，基建增仓较多	4
1.1. 全行业对比：建筑业 2018Q4 低配幅度逐渐收窄，超配环比持续上升	4
1.2. 细分行业：2018Q4 专业工程减仓，装饰、房建、基建和园林板块增仓	7
2. 主动偏股型基金普遍增仓，中字头央企增仓明显	8
2.1. 个股基金持仓变动：中国铁建、中国建筑增仓显著	8
2.2. 细分行业：专业工程与园林龙头持仓持续下降，基建龙头增仓较明显	12
3. 建筑行业估值处于低位，多个子行业持续走低	14
4. 投资建议	15
5. 风险提示	15

图表目录

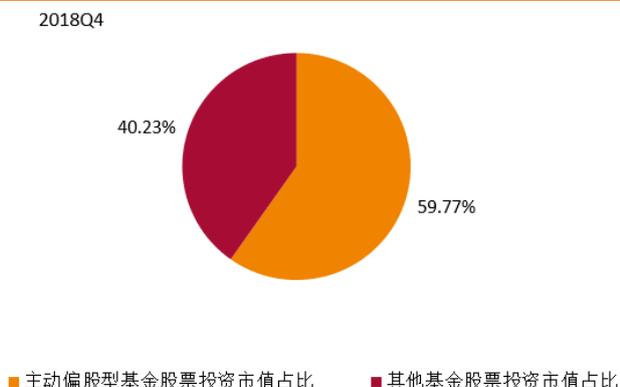
图 1：主动偏股型基金股票投资市值占比	4
图 2：主动偏股型基金资产净值占比	4
图 3：2018 年 Q4 基金各行业超配情况	4
图 4：基金 2018Q4 相比 2018Q3 对一级行业主动偏股型基金重仓持股增减持情况	5
图 5：2018Q4 申万一级行业区间涨跌幅 (%)	5
图 6：2018Q4 一级行业持仓变动比例 (%)	6
图 7：建筑行业 2009-2018Q4 重仓股配置占比和行业流通市值占全行业比	6
图 8：建筑行业 2009 年来基金持仓超配情况	7
图 9：基金 2018Q4 相比 2018Q3 对二级行业重仓持股总量百分比变动情况	7
图 10：2018Q4 申万二级行业区间涨跌幅 (%)	8
图 11：房建、基建、园林、专业工程、装饰 2013-2018Q4 板块重仓股持仓比例变化 (%)	8
图 12：建筑公司 2018Q4 基金持有数量前 10 名与前三季度对比 (个)	11
图 13：建筑公司 18Q4 持股占流通股比前 10 名与前三季度对比 (%)	11
图 14：建筑装饰公司 2018Q4 季报持仓变动前 10 名与 2018Q3、2018Q2、2018Q1 对比(万股)	11
图 15：2018Q4 基金重仓持股公司中国建筑情况 (个, 元)	11
图 16：2018Q4 基金重仓持股公司中国铁建情况 (个, 元)	11
图 17：2018Q4 基金重仓持股公司中国交建情况 (个, 元)	12
图 18：2018Q4 基金重仓持股公司苏交科情况 (个, 元)	12
图 19：装饰公司 (金螳螂、东易日盛、神州长城) 基金持股比例变动情况 (%)	12
图 20：园林公司 (岭南股份、铁汉生态、东方园林) 基金持股比例变动情况 (%)	12
图 21：专业工程公司 (中工国际、中国化学、百利科技) 基金持股比例变动情况 (%)	13
图 22：基建公司 (中国铁建、中国交建、葛洲坝) 基金持股比例变动情况 (%)	13
图 23：八大建筑央企历史基金持股比例变动情况 (%)	13
图 24：建筑行业历史估值情况 (TTM, 整体法) (倍)	14
图 25：房建历史估值情况 (TTM, 整体法) (倍)	14

图 26: 装饰历史估值情况 (TTM, 整体法) (倍)	14
图 27: 园林历史估值情况 (TTM, 整体法) (倍)	14
图 28: 基建历史估值情况 (TTM, 整体法) (倍)	15
图 29: 专业工程历史估值情况 (TTM, 整体法) (倍)	15
表 1: 2018Q4 建筑装饰板块主动+被动偏股型基金重仓持股变动情况	8
表 2: 2018Q4 建筑装饰板块主动偏股型基金重仓持股变动情况	9

1. 行业整体超配环比上升，基建增仓较多

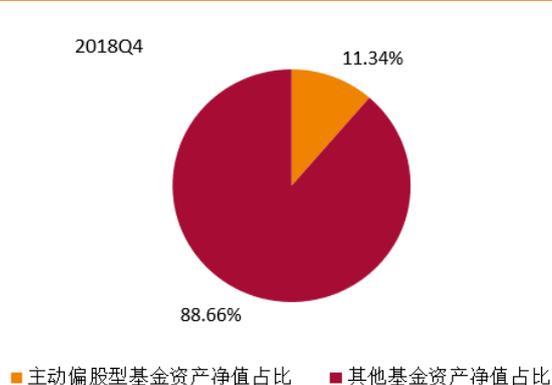
数据口径：“主动偏股型基金”。本报告数据以 Wind 基金分类中普通股票型+偏股混合型+灵活配置型基金为口径筛选，2018Q4 基金报告显示主动偏股型基金的资产净值占全部公募基金的 11.34%，但其持有的股票总市值占全部公募基金持有的股票总市值的 59.77%，具有较强的代表性。

图 1：主动偏股型基金股票投资市值占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：主动偏股型基金资产净值占比



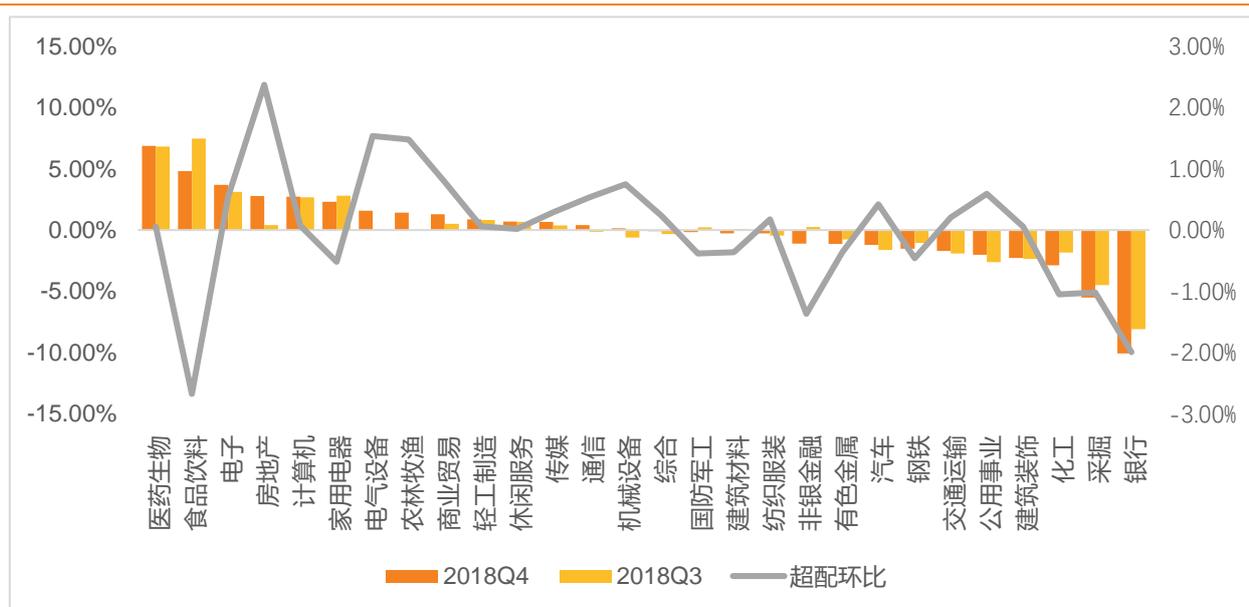
资料来源：Wind，天风证券研究所

1.1. 全行业对比：建筑业 2018Q4 低配幅度逐渐收窄，超配环比持续上升

通过对各一级行业 Q4、Q3 的股票超配情况进行统计，并且计算了超配增长环比，如图 3 可见，Q4 超配行业排名前五的分别为医药生物、食品饮料、电子、房地产和计算机；低配前五分别为银行、采掘、化工、建筑装饰和公用事业，和周期较为相关。

超配环比最高的前五名是房地产、电器设备、农林牧渔、商业贸易和机械设备；超配环比最低的前五名是食品饮料、银行、非银金融、化工和采掘。（超配环比=本期超配比例-上期超配比例；超配比例=重仓股行业配置占比-各行业流通市值占比）公募基金对建筑行业持续低配，建筑行业的低配比例排名第四。

图 3：2018 年 Q4 基金各行业超配情况

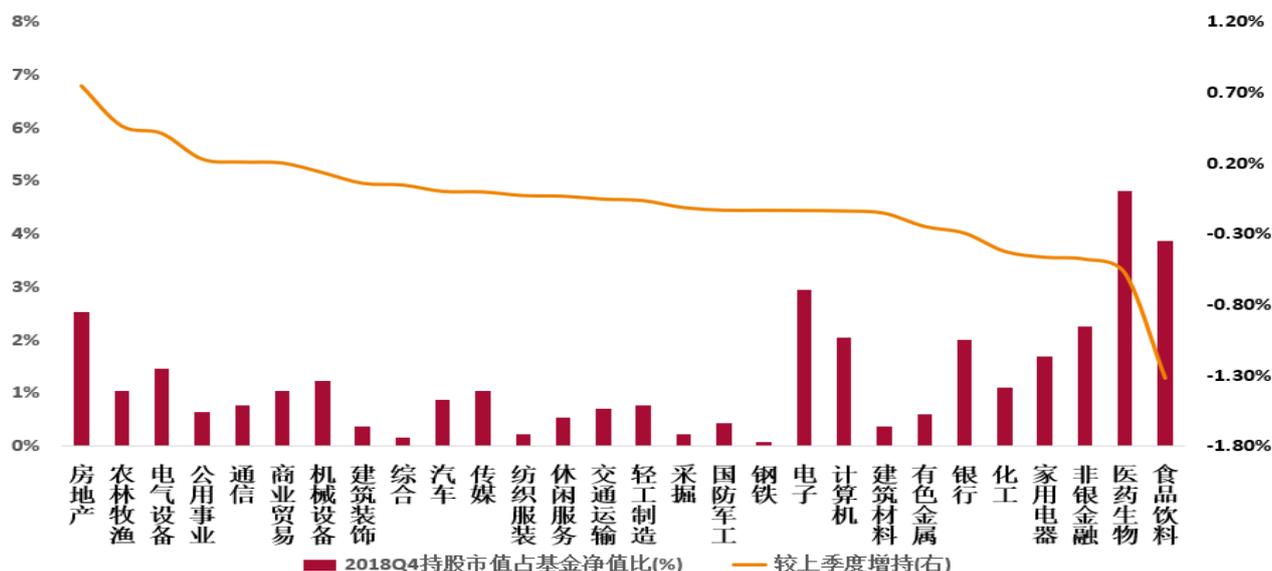


资料来源：Wind，天风证券研究所

在申万一级行业标准下，从行业重仓持股总量百分比来看，2018Q4 相比 2018Q3 建筑行业增仓 0.21 个百分点，位列全部一级行业中持股比例上升的第 8 位，而 2018Q3 建筑行业仅居于全部一级行业中下降的第 13 位。较 Q3 增仓前五位的是房

地产 (2.44%)、农林牧渔 (1.42%)、电器设备 (1.35%)、公用事业 (0.72%) 和商业贸易 (0.71%)。减仓前五位的是食品饮料 (-2.83%)、家用电器 (-0.95%)、化工 (-0.94%)、非银金融 (-0.88%)、医药生物 (-0.68%)。建筑行业持股市值占基金净值比例为 0.34%，居于 28 个行业中第 16 位。

图 4: 基金 2018Q4 相比 2018Q3 对一级行业主动偏股型基金重仓持股增减持情况

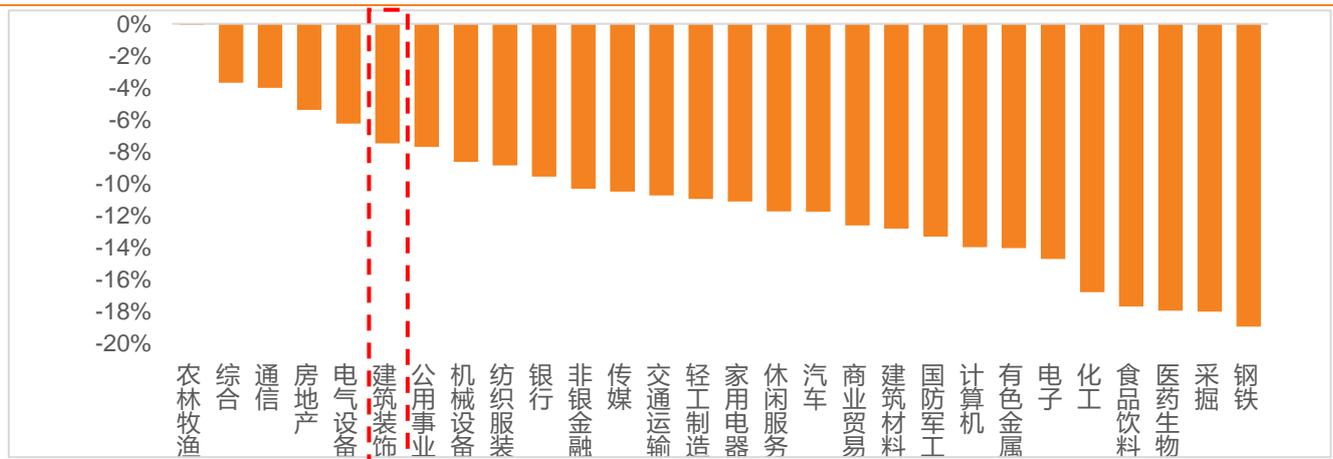


资料来源: Wind, 天风证券研究所

在图 5 的统计中,建筑行业 2018Q4 跌幅达 7.50%,区间跌幅排在 28 个行业中倒数第 6,跌幅小于上证指数的 11.61%与上证 50 的 12.03%。二级行业中仅有房建板块呈现上涨趋势,前期开工面积增速较高情况下未来房地产施工有望好转。

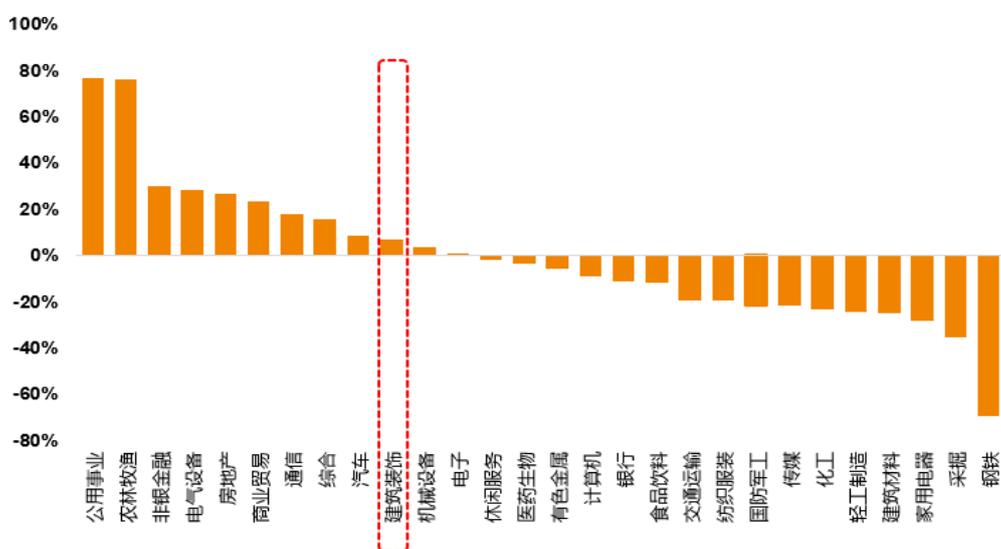
另外我们通过计算行业持仓变动情况,得到行业持仓变动比例图,由图 6 可见,2018Q4 建筑业基金持仓比例上升 6.25% (一级行业持仓变动比例=本季报持仓市值/[上季报持仓市值*(一级行业季末指数/一级行业上季末指数)]-1)。专业工程行业公司海外订单推进较缓慢或是专业工程行业减仓的原因;由于发改委加快轨道交通、铁路等基建项目的批复以及前期开工面积增速较高情况下未来房地产施工有望好转,因此房建、装饰与基建行业增仓,建筑行业整体小幅增仓。

图 5: 2018Q4 申万一级行业区间涨跌幅 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

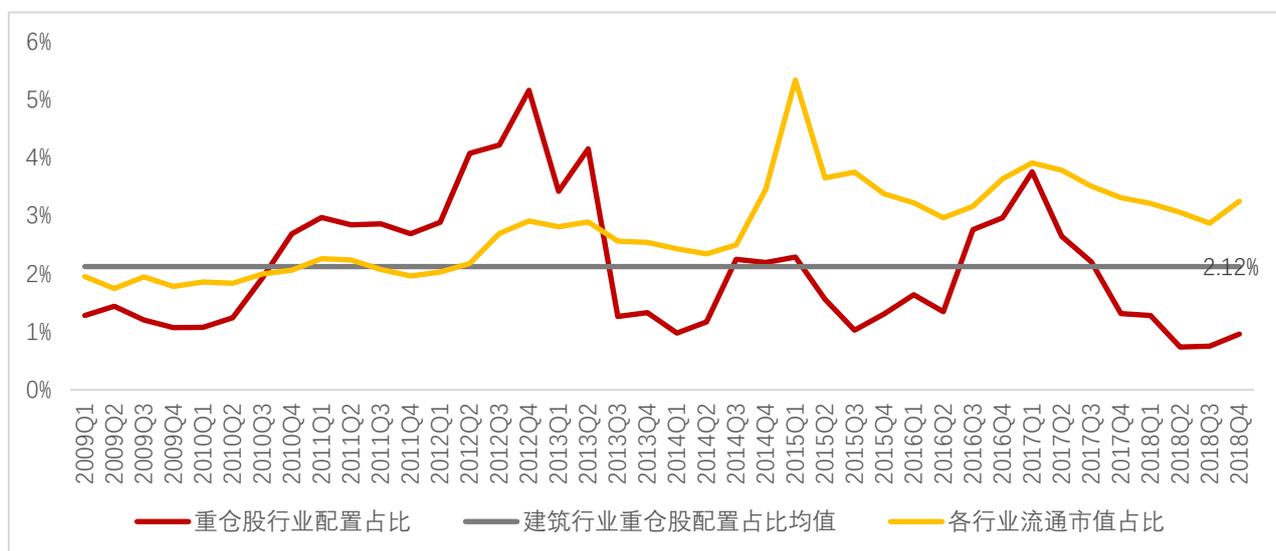
图 6：2018Q4 一级行业持仓变动比例 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

2009Q1-2018Q4 建筑行业重仓股配置占比均值为 2.12%，如图 7 所示。建筑板块 2018Q4 重仓持股市值占全行业持股总市值比为 0.96%，较 2018Q3 上升 0.21 个百分点。行业流通市值占比为 3.25%，较 2018Q3 上升 0.38 个百分点。前两组占比变化方向相同，或因中央经济工作会议释放基建稳增长信号及前期开工面积增速较高情况下未来房地产施工有望好转。由于存在基建稳增长预期，公募基金增加了大建筑央企重仓持股数。（行业流通市值占比=行业流通市值/全行业流通市值总值；重仓股行业配置占比=重仓股行业配置占基金净值比/重仓股行业配置占基金净值比之和）

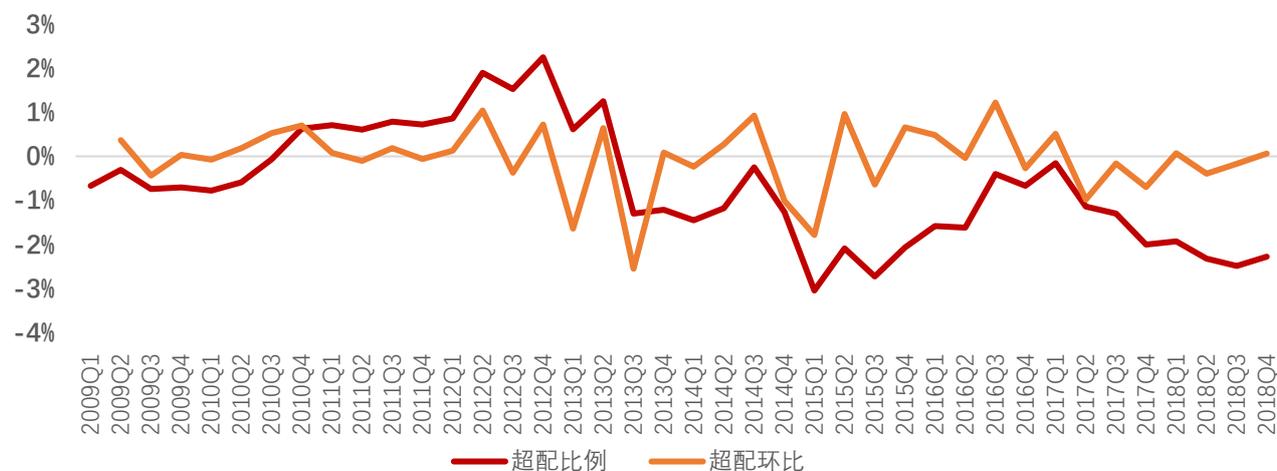
图 7：建筑行业 2009-2018Q4 重仓股配置占比和行业流通市值占全行业比



资料来源：Wind，天风证券研究所

从 2009 至今基金持仓的情况来看，行业超配比例平均值为低配-0.66 个百分点，中位数为低配 0.73 个百分点。2018Q4 低配 2.28 个百分点，低配幅度位于历史第四，较 Q3 有一定程度下降；超配环比转正为上升 0.06 个百分点。前期开工面积增速较高情况下未来房地产施工有望好转，叠加专项债新增额度提前下发，央行降准、稳增长等政策，预计未来行业整体情况会出现好转。因此，在政策出现边际变化的情况下，行业配置吸引力提升。我们预计未来行业持仓有望提升。

图 8: 建筑行业 2009 年来基金持仓超配情况

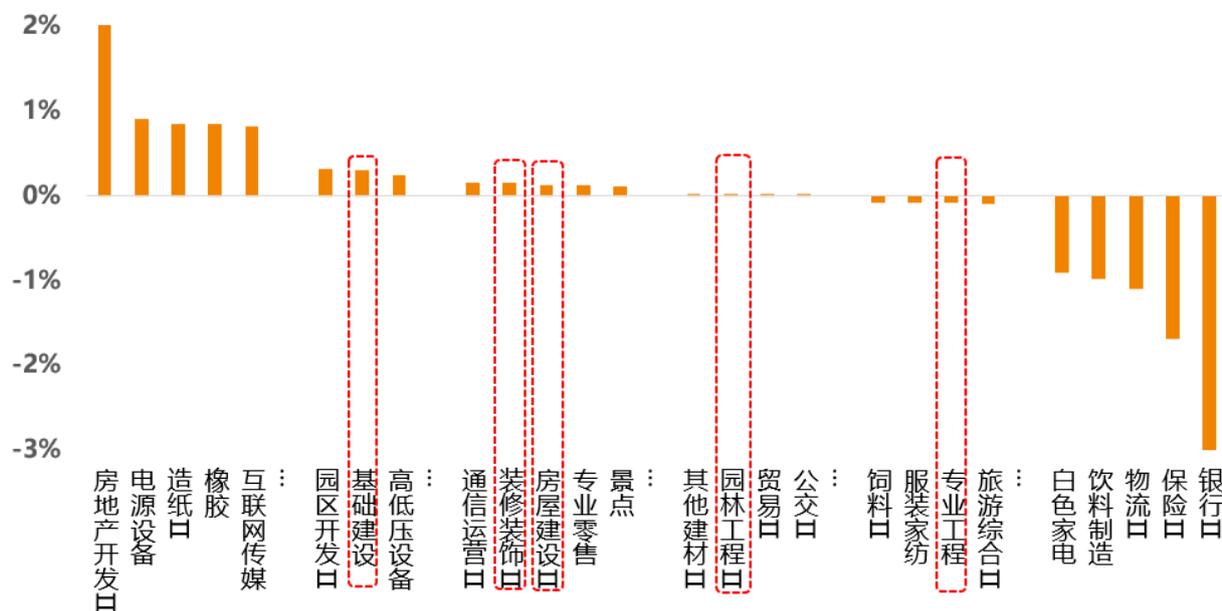


资料来源: Wind, 天风证券研究所

1.2. 细分行业: 2018Q4 专业工程减仓, 装饰、房建、基建和园林板块增仓

从二级细分行业看, 2018Q4 专业工程减仓, 房建、基建、装饰、园林增仓。其中, 专业工程减仓比例为 0.08 个百分点, 在 103 个二级行业中排名为第 29, 园林、房建、装饰和基建增仓比例为 0.003、0.12、0.14 和 0.29 个百分点, 分别位于 103 个二级行业中增仓排名的第 50、第 23、第 22 和第 17 位。

图 9: 基金 2018Q4 相比 2018Q3 对二级行业重仓持股总量百分比变动情况



资料来源: Wind, 天风证券研究所 注: 计算的是 2018Q4 和 2018Q3 基金的重仓持股的变动百分比, 下同

在 2018Q4 申万二级行业中, 园林、专业工程、基建和装饰行业呈现下跌态势, 跌幅分别为 22.03%、13.01%、5.92%和 4.66%, 在 103 个二级行业中跌幅排名分别为第 5、第 31 第 73 和第 77。房建行业上涨, 涨幅为 1.41%, 在 103 个二级行业中涨幅排名为第 6。

基金二级行业重仓持股总量百分比变动方向与二级行业区间涨跌方向不一致, 一方面说明建筑板块整体预期有所转好, 另一方面板块内部各细分行业表现有所分化, 且前期开工面积增速较高情况下未来房地产施工有望好转, 而基建补短板的推进及发改委加快批复基建项目使基建受益, 因此尽管基建下跌, 公募基金仍看好未来基建的发展。

601186.SH	中国铁建	166	7,432.82	30,527.29	23,094.47	310.71%	84
601668.SH	中国建筑	124	10,661.84	52,146.28	41,484.44	389.09%	64
601390.SH	中国中铁	51	4,755.98	56,955.91	52,199.93	1097.56%	18
300284.SZ	苏交科	29	1,243.30	3,824.36	2,581.06	207.60%	20
601800.SH	中国交建	28	1,076.53	14,534.98	13,458.46	1250.18%	14
600068.SH	葛洲坝	23	14,225.12	2,318.95	-11,906.16	-83.70%	2
603018.SH	中设集团	14	209.92	1,282.30	1,072.37	510.84%	10
600820.SH	隧道股份	13	319.15	1,437.82	1,118.67	350.51%	10
601117.SH	中国化学	12	3,644.72	744.18	-2,900.55	-79.58%	-7
601669.SH	中国电建	12	373.74	33,066.07	32,692.33	8747.39%	10
601618.SH	中国中冶	11	2,985.61	47,668.85	44,683.23	1496.62%	1
002051.SZ	中工国际	10	1,169.67	1,076.89	-92.78	-7.93%	6
600491.SH	龙元建设	9	859.37	1,180.88	321.51	37.41%	3
600039.SH	四川路桥	7	279.54	1,052.47	772.93	276.50%	3
600170.SH	上海建工	6	3,482.55	3,257.07	-225.47	-6.47%	2
002081.SZ	金螳螂	5	258.96	1,199.94	940.97	363.36%	1
603959.SH	百利科技	5	550.47	304.41	-246.06	-44.70%	2
002375.SZ	亚厦股份	4	20.92	42.40	21.48	102.68%	3
002713.SZ	东易日盛	4	874.42	873.00	-1.42	-0.16%	2
600970.SH	中材国际	4	297.03	140.22	-156.81	-52.79%	1
002307.SZ	北新路桥	3	0.00	401.94	401.94	-	3
002541.SZ	鸿路钢构	3	192.75	126.06	-66.69	-34.60%	2
300495.SZ	美尚生态	3	203.54	154.70	-48.85	-24.00%	-3
000498.SZ	山东路桥	2	0.00	887.56	887.56	-	2
603679.SH	华体科技	2	165.32	156.92	-8.40	-5.08%	1
300197.SZ	铁汉生态	2	175.43	156.18	-19.25	-10.97%	-5
600133.SH	东湖高新	2	0.00	73.96	73.96	-	2
601611.SH	中国核建	2	90.00	33.65	-56.35	-62.61%	1
002482.SZ	广田集团	1	48.24	5.98	-42.26	-87.60%	-1
300649.SZ	杭州园林	1	0.00	6.64	6.64	-	1
300675.SZ	建科院	1	0.00	27.95	27.95	-	1
600248.SH	延长化建	1	0.00	81.65	81.65	-	1
600502.SH	安徽水利	1	28.14	5.00	-23.14	-82.23%	0
601789.SH	宁波建工	1	0.00	7.02	7.02	-	1
601886.SH	江河集团	1	0.00	10.10	10.10	-	1
603030.SH	全筑股份	1	7.74	20.38	12.64	163.31%	0

资料来源: Wind, 天风证券研究所

2018Q4 主动偏股型基金持有的建筑装饰板块重仓股共 33 只, 较 2018Q3 减少 7 只, 其中持有基金数增加的有 28 只, 持有基金数减少的有 3 只, 2 只持平。其中, 持有基金增长数量超过 30 个的有两只, 为中国铁建 (88 个)、中国建筑 (34 个); 1 只股票持有基金数减少超过 5 个: 中国化学 (-7 个)。行业基金持股总个数为 440 个, 比 Q3 增加 206 个。增仓比例较大的主要是建筑央企或行业龙头, 说明机构对于基建补短板政策趋势的延续具有较好预期, 但对于行业个股未来受益程度尚不确定, 因此增仓比例较少。

表 2: 2018Q4 建筑装饰板块主动偏股型基金重仓持股变动情况

代码	名称	持有基金数	上季持股总量 (万股)	本季持股总量 (万股)	季报持仓变动 (万股)	增仓比例	基金增长个数
601186.SH	中国铁建	147	5,520.36	12,774.28	7,253.92	131.40%	88

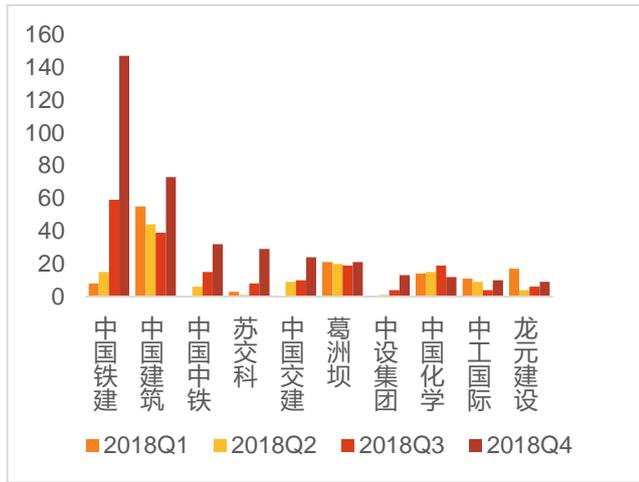
601668.SH	中国建筑	73	6,076.53	14,838.22	8,761.69	144.19%	34
601390.SH	中国中铁	32	2,599.27	3,937.20	1,337.93	51.47%	17
300284.SZ	苏交科	29	1,243.30	3,824.36	2,581.06	207.60%	20
601800.SH	中国交建	24	949.49	1,791.71	842.22	88.70%	14
600068.SH	葛洲坝	21	14,000.12	2,117.02	-11,883.10	-84.88%	2
603018.SH	中设集团	13	209.92	1,282.12	1,072.19	510.75%	9
601117.SH	中国化学	12	3,644.72	744.18	-2,900.55	-79.58%	-7
002051.SZ	中工国际	10	1,169.67	1,076.89	-92.78	-7.93%	6
600491.SH	龙元建设	9	859.37	1,180.88	321.51	37.41%	3
600039.SH	四川路桥	7	279.54	1,052.47	772.93	276.50%	3
601618.SH	中国中冶	7	2,549.14	1,010.83	-1,538.31	-60.35%	-1
601669.SH	中国电建	6	0.00	500.97	500.97	-	6
600820.SH	隧道股份	5	0.00	494.81	494.81	-	5
603959.SH	百利科技	5	550.47	304.41	-246.06	-44.70%	2
002375.SZ	亚厦股份	4	20.92	42.40	21.48	102.68%	3
002713.SZ	东易日盛	4	874.42	873.00	-1.42	-0.16%	2
600170.SH	上海建工	4	3,120.00	2,931.63	-188.37	-6.04%	2
600970.SH	中材国际	4	297.03	140.22	-156.81	-52.79%	1
002081.SZ	金螳螂	3	129.79	1,084.02	954.23	735.21%	1
002307.SZ	北新路桥	3	0.00	401.94	401.94	-	3
002541.SZ	鸿路钢构	3	192.75	126.06	-66.69	-34.60%	2
000498.SZ	山东路桥	2	0.00	887.56	887.56	-	2
603679.SH	华体科技	2	165.32	156.92	-8.40	-5.08%	1
600133.SH	东湖高新	2	0.00	73.96	73.96	-	2
601611.SH	中国核建	2	90.00	33.65	-56.35	-62.61%	1
002482.SZ	广田集团	1	48.24	5.98	-42.26	-87.60%	-1
300675.SZ	建科院	1	0.00	27.95	27.95	-	1
600248.SH	延长化建	1	0.00	81.65	81.65	-	1
600502.SH	安徽水利	1	28.14	5.00	-23.14	-82.23%	0
601789.SH	宁波建工	1	0.00	7.02	7.02	-	1
601886.SH	江河集团	1	0.00	10.10	10.10	-	1
603030.SH	全筑股份	1	7.74	20.38	12.64	163.31%	0

资料来源: Wind, 天风证券研究所

2018Q4 基金持有家数前十名的建筑公司情况如下图 12 所示 (以下分析主要考虑主动型偏股基金, 下同), 2018Q4 与 2018Q3、2018Q2 和 2018Q1 趋势相比, 前十名中仅有 1 家建筑公司股票被持有数出现下降, 即中国化学(-7 个)。2018Q4 被持有最多的是中国铁建, 共被 147 家基金持有, 持有数增加了两倍多; 前十名中被持有最少的是中工国际, 共被 10 家基金持有。

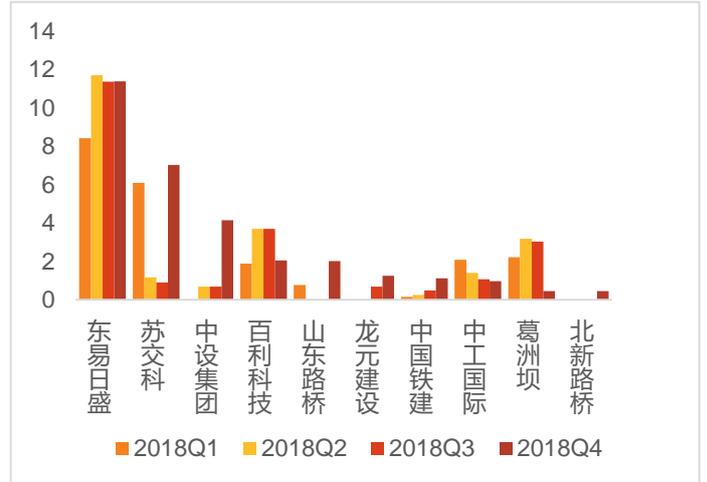
2018Q4 基金持仓占流通股比前十名的建筑公司情况如下图 13 所示, 2018Q4 与 2018Q3、2018Q2 和 2018Q1 趋势相比, 前十名中共有 6 家建筑公司股票持仓比率上升, 分别是中设集团、龙元建设、山东路桥、中国铁建、苏交科和北新路桥; 持有占比下降 4 家: 葛洲坝、百利科技、中工国际和东易日盛。2018Q4 被持有占比最多的是东易日盛, 占其流通股的 11.39%, 前十名中被持有最少的是葛洲坝, 占其流通股的 0.46%。中设集团和苏交科都受益于公路投资的预期增长, 且勘察设计业务处于基建产业链最前端, 因此基建补短板使勘察设计业务率先受益, 进而使得中设集团与苏交科持仓比例上升。

图 12: 建筑公司 2018Q4 基金持有数量前 10 名与前三季度对比(个)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

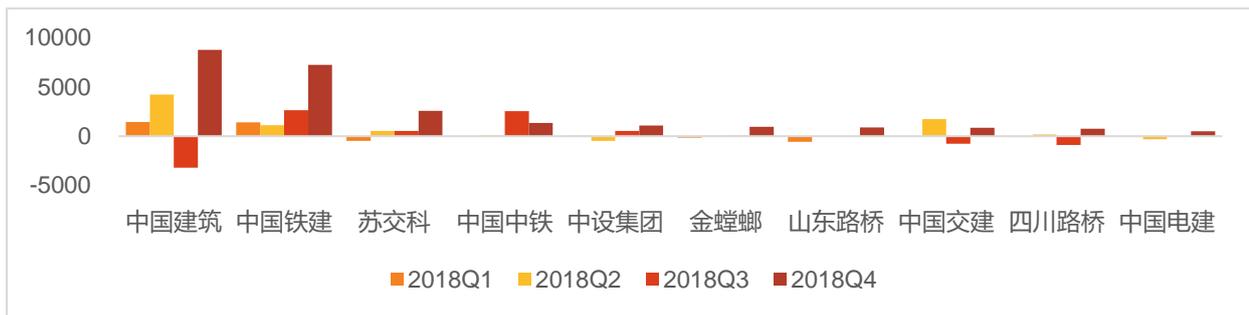
图 13: 建筑公司 18Q4 持股占流通股比前 10 名与前三季度对比 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

2018Q4 基金持有股变动数前 10 名的建筑公司情况如下图所示, 2018Q4 持仓变化最多的是中国建筑, 共买进 8761.69 万股, 或因公司地产业务销售额同比增长较高; 与其持仓变化相似的是中国铁建, 2018Q4 共买进 7253.92 万股, 或因发改委加快批复铁路建设项目及基建补短板政策的逐步推进。

图 14: 建筑装饰公司 2018Q4 季报持仓变动前 10 名与 2018Q3、2018Q2、2018Q1 对比(万股)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

季报持仓变动幅度前 4 名公司各指标情况: 对于部分重仓股的情况, 如中国铁建、中国中铁、中国中冶、中设集团, 结合股价和每季度的基金持有数进行分析, 可以发现中国建筑、苏交科的股价和基金持有数变化趋势较为一致, 而中国铁建在 2018H1 间股价和基金持有数呈反向变动, 中国交建在 2018Q4 期间股价和基金持有数呈反向变动。

图 15: 2018Q4 基金重仓持股公司中国建筑情况 (个, 元)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 16: 2018Q4 基金重仓持股公司中国铁建情况 (个, 元)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 17: 2018Q4 基金重仓持股公司中国交建情况 (个, 元)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 18: 2018Q4 基金重仓持股公司苏交科情况 (个, 元)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

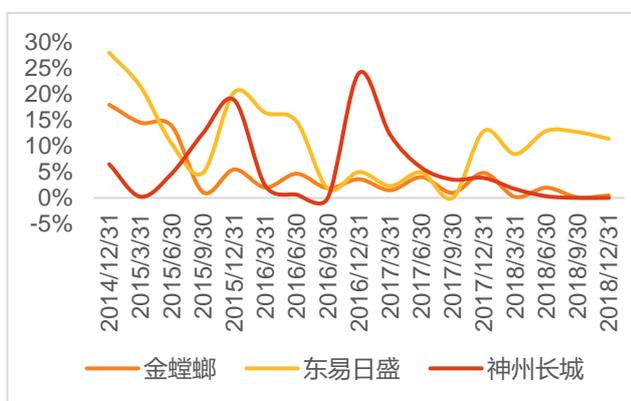
2.2. 细分行业: 专业工程与园林龙头持仓持续下降, 基建龙头增仓较明显

装饰行业 2018Q4 基金持仓变动方向不一。由于 2018 年地产信用链条偏紧, 地产公司对装饰公司等供应商付款时间变慢, 因此, 部分装饰公司在业务承接和现金流上有一定的取舍。基金持有装饰行业公司的仓位在 2018 年下半年普遍下降, 但行业龙头有望在行业集中度逐渐上升的趋势中体现出较好的规模效应, 从而助推净利润在中期内持续增长。

装饰行业基金持仓较多的金螳螂在 2018Q4 基金持股出现增仓, 相较 2018Q3 增加 0.37 个百分点, 基金持股比例分别为 0.47%。而神州长城则受制于订单推进进度较慢、股权质押爆仓以及企业资产负债率较高的问题, 目前没有基金持有神州长城的股票。金螳螂和神州长城基金持股比例均位于 2014Q4 以来的低位。受益于装修消费属性加强、数字化战略的推进导致的业务链效率提高, 东易日盛业绩稳步增长, 基金持股比例为 11.39%。

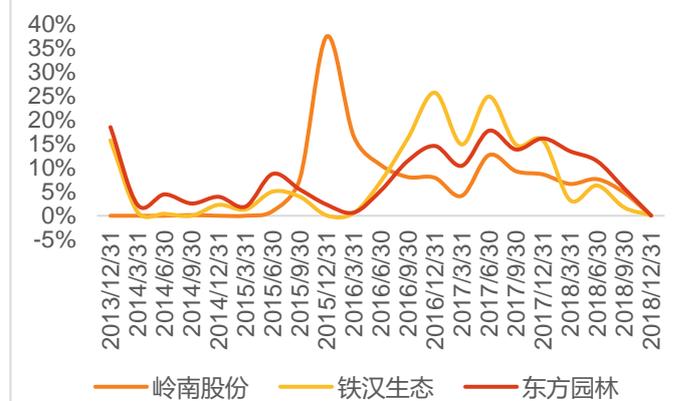
因 2018 年园林行业融资环境收紧以及地方政府债务监管趋严, 园林行业公司岭南股份、铁汉生态和东方园林 2018Q4 相对 2018Q3 分别减仓 4.82 个百分点、1.63 个百分点和 5.67 个百分点, 持股比例分别为 0.01%、0.11%和 0.05%, 均低于历史基金持仓中枢 (分别为 6.81%、7.66%和 8.13%)。

图 19: 装饰公司 (金螳螂、东易日盛、神州长城) 基金持股比例变动情况 (%)



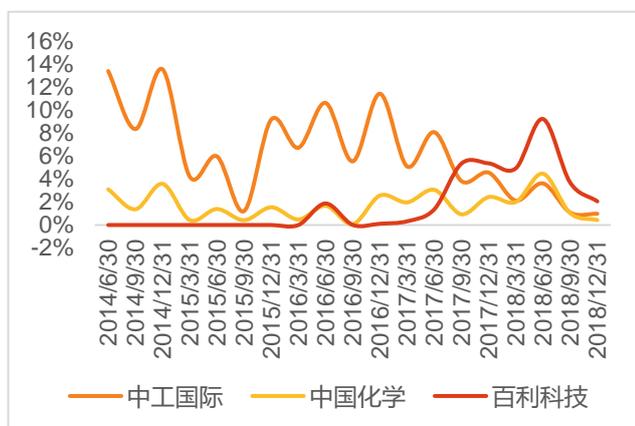
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 20: 园林公司 (岭南股份、铁汉生态、东方园林) 基金持股比例变动情况 (%)



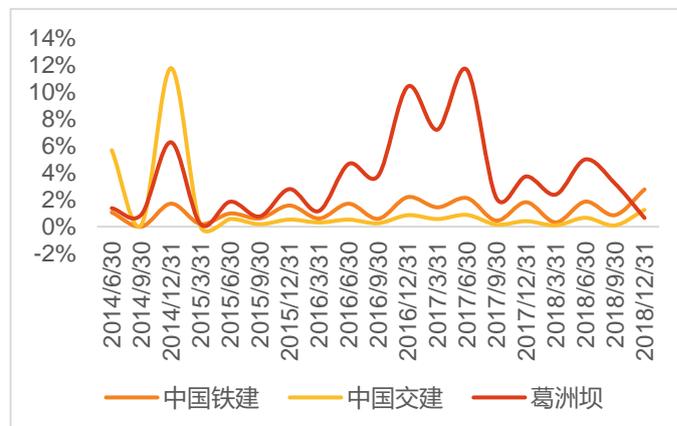
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 21: 专业工程公司 (中工国际、中国化学、百利科技) 基金持股比例变动情况 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 22: 基建公司 (中国铁建、中国交建、葛洲坝) 基金持股比例变动情况 (%)

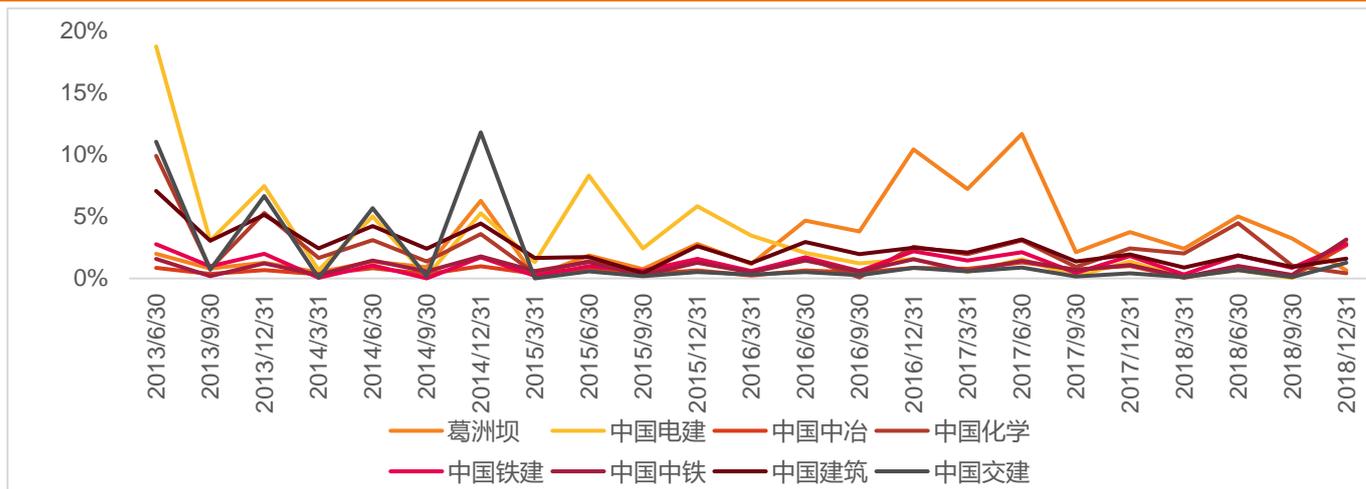


资料来源: Wind, 天风证券研究所

专业工程行业公司中工国际、中国化学和百利科技 2018Q4 相对 2018Q3 分别减仓 0.11 个百分点、0.61 个百分点和 1.64 个百分点, 持股比例分别为 0.98%、0.42%和 2.05%, 中工国际和中国化学均低于历史基金持仓中枢 (6.29%和 1.73%), 百利科技高于历史基金持仓中枢 (1.80%)。

经济下行存在基建托底预期, 中国铁建、中国交建均获得增仓, 但中国交建与葛洲坝基金持仓比例均低于历史基金持仓中枢。中国铁建和中国交建 2018Q4 对 2018Q3 分别增仓 1.91 和 1.15 个百分点, 持股比例分别为 2.77%和 1.25%, 低于历史基金持仓中枢 (1.31%和 3.69%), 葛洲坝 2018Q4 较 2018Q3 持仓比例下降较多, 或因公司处于转型期且上半年收入受宏观环境影响较大。(图 19-22 基金持股比例变动情况的计算口径: 前十大基金持股比例=基金持股 / 流通 A 股*100%)

图 23: 八大建筑央企历史基金持股比例变动情况 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

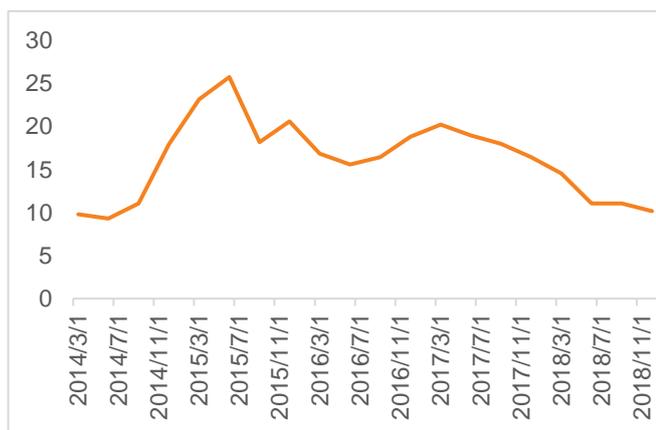
基于八大建筑央企基金持股历史数据情况, 相较于 2018Q3, 2018Q4 公募基金在六家央企中都有所增仓。从历史情况看, 八大建筑央企基金持仓比例于 2013Q3 均下降至 10% 以下, 之后尽管偶有持股比例超过 10%, 但整体趋势显示出下降趋于平稳, 除葛洲坝与中国化学以外, 其他公司的持股比例在 2018Q4 呈现上升趋势。2018Q4 基金持股比例较 2018Q3 降幅前 2 位为葛洲坝 (2.56 个百分点) 和中国化学 (0.61 个百分点), 葛洲坝或因公司处于转型期且上半年收入受宏观环境影响较大。

其他六大建筑央企 2018Q4 基金持股比例：中国电建 (2.97%)、中国建筑 (1.60%)、中国铁建 (2.77%)、中国中铁 (3.14%)、中国中冶 (2.67%)、中国交建 (1.25%)，较 2018Q3 分别增长 2.93、0.68、1.91、2.86、2.50 和 1.16 个百分点。后续基建补短板政策持续推进，或对建筑行业形成利好，增持大建筑央企现象有望持续。(图 21 基金持股比例变动情况的计算口径：前十大基金持股比例=基金持股 / 流通 A 股*100%)

3. 建筑行业估值处于低位，多个子行业持续走低

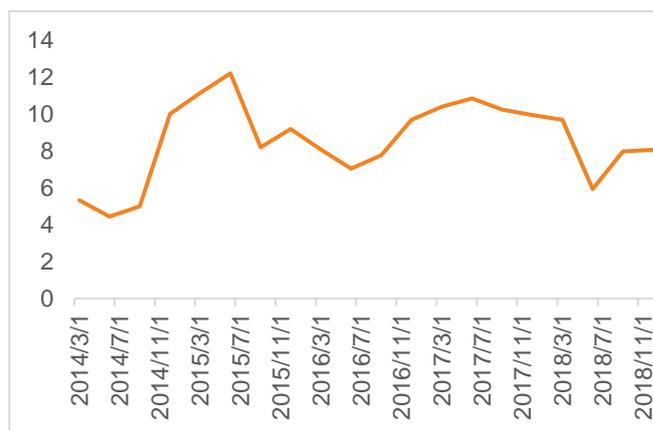
由图 24 可知，目前建筑行业估值处于低位，PE 仅仅为 10.19，历史第三低。而除了房建板块在 2018 年下半年持续上扬与基建板块在 2018Q3 小幅上扬以外，其他二级行业的 PE 均在 2017 年 Q1 以来持续下降。截至 2018 年 12 月 31 日，装饰、园林、专业工程的 PE 分别为 16.48、14.10、12.41，皆为历史最低值。

图 24：建筑行业历史估值情况 (TTM, 整体法) (倍)



资料来源：Wind, 天风证券研究所

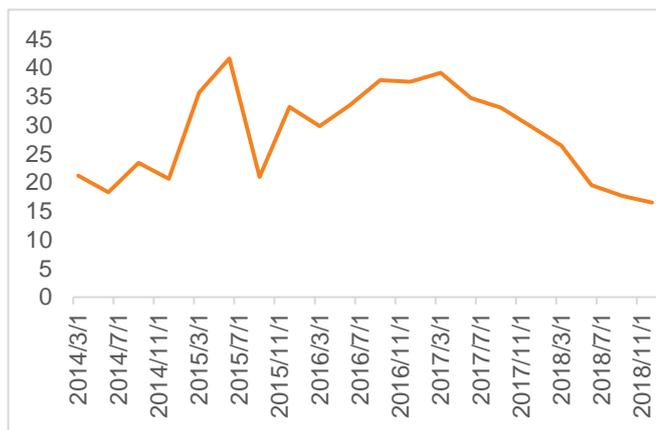
图 25：房建历史估值情况 (TTM, 整体法) (倍)



资料来源：Wind, 天风证券研究所

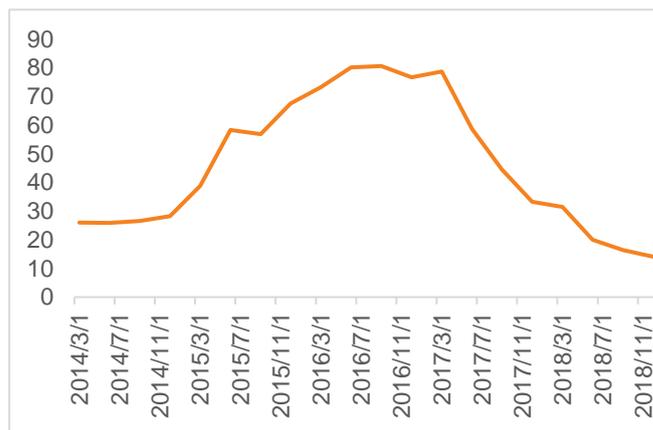
园林行业受困于民企融资环境+地方政府债务监管趋严，估值持续下滑。由于 2018 年地产信用链条偏紧，地产公司对装饰公司等供应商付款时间变慢，因此，部分装饰公司在业务承接和现金流上有一定的取舍，导致装饰行业估值持续下降。

图 26：装饰历史估值情况 (TTM, 整体法) (倍)



资料来源：Wind, 天风证券研究所

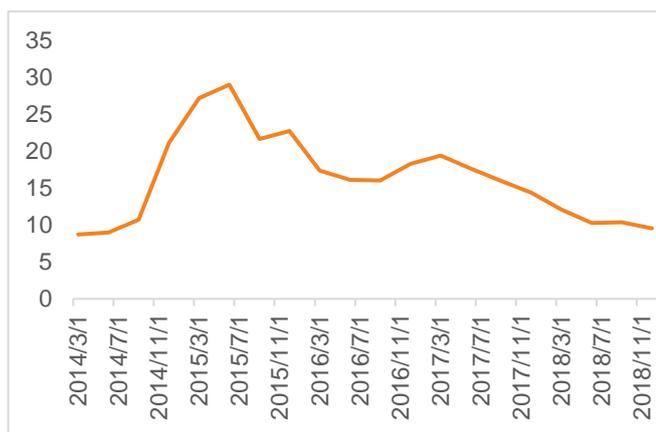
图 27：园林历史估值情况 (TTM, 整体法) (倍)



资料来源：Wind, 天风证券研究所

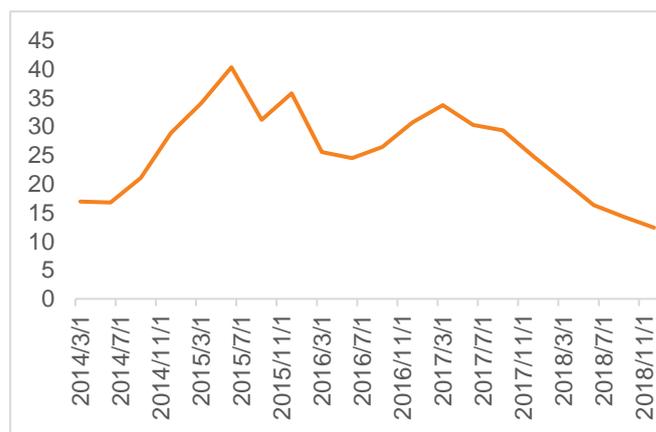
而基建受益于基建补短板的政策以及发改委加快重大项目审批速度，估值下降幅度并不大且未来仍有望受益于政策支持。专业工程行业则受海外业务进展缓慢的影响，估值持续下滑。

图 28: 基建历史估值情况 (TTM, 整体法) (倍)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 29: 专业工程历史估值情况 (TTM, 整体法) (倍)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

4. 投资建议

2018Q4 公募基金继续低配建筑行业, 但大型央企及龙头企业增仓比例较大。近期, 政策边际逐渐改善, 地方政府专项债额度提前下发、发改委批复交运与铁路建设项目进度也加快, 前期开工面积增速较高情况下未来房地产施工有望好转。因此, 在政策出现边际变化的情况下, 未来建筑行业或吸引更多基金持仓。因此, 我们维持对行业的“强于大市”评级。

5. 风险提示

固定资产投资增速快速下滑, 政策落实不及预期。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com