

建筑装饰

证券研究报告
2019年09月07日

探寻外资资金流入下建筑板块的“套利”机会

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

分析师

SAC 执业证书编号: S1110519040001
xiaowenjin@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 1 《建筑装饰-行业深度研究:百家争鸣各放异彩,“标准化整装”模式引领行业潮流——多维度解读互联网家装行业发展概况》 2019-09-02
- 2 《建筑装饰-行业研究周报:上半年业绩分化显著,部分建筑股估值正在修复》 2019-09-01
- 3 《建筑装饰-行业研究周报:部分建筑股的估值正在修复》 2019-08-25

外资影响力逐渐增强,北上资金跃居外资主力,近日又有大幅流入迹象

外资持股总市值从2016年12月的6491.85亿元上升至2019年6月的16473亿元,占流通A股市值的比例也从1.66%提升至3.73%,且与公募基金持仓市值差距逐渐缩小,预计2020年初可以追平,外资已成为A股市场不容忽视的重要力量。与此同时北上资金在外资持股市值中所占的比例已从2016年12月的27.19%突增至2019年6月的62.8%,逐渐成为外资流入的主力。近日又有大幅流入迹象,探寻外资资金流入下建筑板块的投资机会很有必要。

北上资金对建筑业影响力不断提升,相关性有大有小

横向来看,和备受北上资金青睐的消费、金融、医药相关行业对比,北上资金对建筑行业的资金配置较少;但纵向来看,自2018年二季度以来,北上资金开始在建筑业积极布局,2016.11-2018.3期间,北上资金流入量对建筑行业市值涨跌幅的解释程度仅为5.47%,而2018.3-2019.7月期间则增至25.09%;北上资金对于建筑行业的影响力也从2017年1月的0.65%(自由流通股市值口径)不断上升至2019年6月的1.73%。

为什么金螳螂走势明显好于其他装饰公司? 回归显示北上资金流入对行业内重仓企业的市值涨跌解释程度基本保持在10%左右,但金螳螂股价与北上资金流入有较大相关性(R^2 为21%),可能是作为深市唯一MSCI建筑公司被动配置结果。其他版块同样存在龙头(深市MSCI标的)由于非龙头的情况。**为什么铁建、苏交科走势要好于中铁、中设集团?** 外资配置角度或可解释。铁建早于中铁一年入选MSCI概念股;苏交科外资投资较早,而中设集团由于交易量原因一直未入外资法眼。

建材建筑两重天,建筑行业龙头基建股投资前景可期

以2019年7月31日的数据为研究对象,发现北上资金对于建筑行业的影响力在28个行业中排名垫底,仅为23名,而对上游建材行业的影响力则排在第4名,且北上资金70%以上的持仓市值均为海螺水泥。我们认为北上资金重仓海螺水泥有四点原因:市值大、财务指标亮眼、罕见的AH折价股、外资对基建股的看好。而下游建筑行业市值较大的基建股除中国建筑外均是折价较高的AH股,且财务指标与海螺水泥有一定的差距。建筑业内中国建筑与海螺水泥市值相近,各项财务指标在行业内大市值企业中表现优异,仅经营现金流与海螺水泥差距较大,未来随着其现金流情况的改善有望获外资大幅增仓。

陆股通下建筑板块的“套利”机会浅析

机会一:入摩入富的纳入比例正在有序提升,在扩容消息宣布前夕对MSCI及富时罗素重叠概念股布局虽然目前没有什么相对收益,但随着外资对其他几个行业持股接近饱和(外资30%的持股限制)、估值相对较高、外资的投资风格开始接近于内资,建筑行业的吸引力将会凸显出来。明年3月入富时可考虑提前布局。

机会二:建筑业内中国核建及中工国际虽然市值稍低但均存在有利提升条件及空间,且二者财务指标表现良好,有望成为下一波入摩企业,中设集团当前流动性过低,但未来流动性很有可能得到较大改善而达到富时罗素标准获外资资金配置,相对苏交科负收益可能会逐渐收敛。

机会三:中国中铁对标行业内市值相近、财务指标类似的第一波入摩企业中国铁建,在8月成功“二次入摩”以及人民币持续贬值致A股溢价率有所下降的有利背景下,中铁可能迎来外资的被动增持,增持规模可能达到公司的第二大公募基金博时基金的持仓比例。

机会四:富时罗素概念股的入选要求较MSCI低,未来随着富时罗素对A股纳入比例的有序提高,概念股中(与MSCI重叠部分除外)财务指标表现突出的四川路桥、中材国际、苏交科、杭萧钢构或将会是外资的关注对象。

风险提示: MSCI、富时罗素扩容延误,中美贸易摩擦加剧,固定资产投资增速持续下行



内容目录

1. 外资影响力逐渐增强，北上资金跃居外资主力	4
1.1. 外资流入量逐渐增多，未来即将超过公募基金持仓水平	4
1.2. 北上资金流入量不断增加，跃居外资流入主力，近日大幅流入	5
2. 北上资金对建筑业影响力不断提升，相关性有大有小	6
2.1. 消费、医药、大金融板块获外资青睐，建筑行业相对冷清	6
2.2. 北向资金对于建筑业的投资额与日俱增，影响力不断提升	8
2.3. 对重仓企业影响力持续提升，行业内持仓集中度有所下降	9
2.4. 回归显示金螳螂股价与北上资金流入有相关性，可能是被动配置结果	10
2.5. 为什么铁建、苏交科走势要好于中铁、中设集团？—外资配置角度或可解释	13
3. 建筑建材配置两重天，行业内龙头有望获外资加持	13
3.1. 上游建材行业受追捧，下游建筑行业受冷落	13
3.2. 上游海螺水泥“一枝独秀”，下游龙头基建股有望获外资加持	14
4. 陆股通下建筑板块的“套利”机会浅析	16
4.1. 机会一：国际指数持续扩容吸引外资强势注入带来套利机会	16
4.2. 机会二：国际指数概念股入选条件有迹可循，三家企业有望进入下一波概念股名单	18
4.2.1. 中国核建、中工国际有望成为下一批 MSCI 概念股	19
4.2.2. 中设集团有望入选下一波富时罗素概念股	20
4.3. 机会三：中国中铁成功“二次入摩”，即将迎来外资被动加持	21
4.4. 机会四：富时罗素入选要求低，调增比例下优质股将获外资积极布局	23
风险提示	24

图表目录

图 1：2016.12-2019.6 外资持股（亿）及其占流通 A 股总市值比重	4
图 2：公募基金持股市值与外资持股市值	4
图 3：北上资金持股市值在外资持股中所占比例逐渐增加	5
图 4：2019 年 8 月份以来北上资金净流入情况	6
图 5：陆股通在建筑业持股市值与建筑业流通 A 股市值走势（亿）	8
图 6：陆股通在建筑行业持股市值变化情况	8
图 7：北向资金对于建筑行业影响力随时间的变化情况（2017.1-2019.6）	9
图 8：北上资金对三家企业持仓市值变化情况	10
图 9：北上资金在建筑业前十家企业年均持股市值变化（亿）	10
图 10：2019.1.1-2019.7.31 金螳螂股价与北上资金累计净流入量变化趋势高度一致	11
图 11：建筑行业 MSCI 概念股金螳螂期间收益率走势较好	12
图 12：家电行业 MSCI 概念股三花智控期间收益率走势较好	12
图 13：通信行业 MSCI 概念股海能达期间收益率走势较好	12
图 14：食品饮料行业 MSCI 概念股涪陵榨菜期间收益率走势较好	12

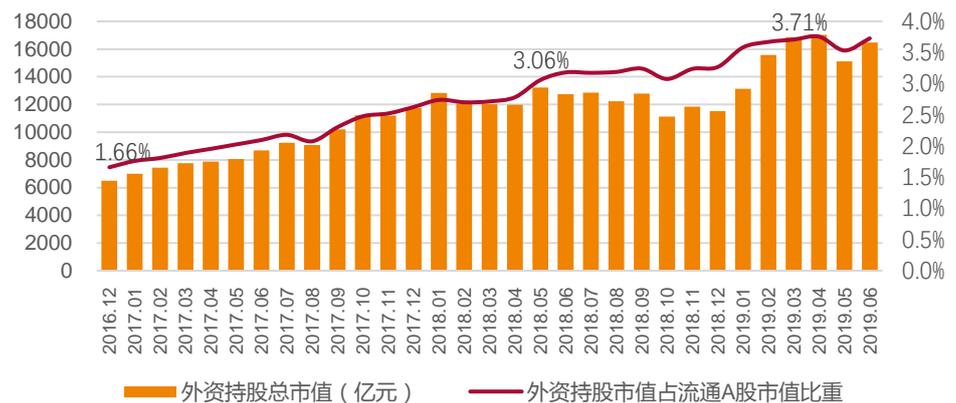
图 15: MSCI 概念股中国铁建期间收益率走势较好	13
图 16: 富时罗素概念股苏交科期间收益率走势较好	13
图 17: 北上资金对于不同行业的影响力情况	13
图 18: 陆股通在建材及建筑行业内的持股市值 (亿元)	14
图 19: 陆股通在建材内的持股情况 (亿元)	14
图 20: 四家企业 A 股溢价情况	15
图 21: 陆股通在海螺水泥和中国建筑的持仓情况 (亿元)	16
图 22: A 股入摩消息宣布前后北上资金净流入情况 (亿元)	17
图 23: 北上资金对 MSCI 概念股增持情况 (百万股)	17
图 24: 5 家 2019 年 2 月 11 日新入摩 A 股企业期间收益率状况	20
图 25: 北上资金在中铁和铁建持仓市值差距 (亿)	21
图 26: 汇率走势与中国中铁溢价率变化	21
表 1: 2016-2019Q1 外资持股市值与公募基金持股市值差额 (亿元)	4
表 2: 北向资金与公募基金前十大重仓股比较 (单位: 亿元)	5
表 3: 各行业“前十大交易活跃股”上榜频次(2018.6-2019.7)	6
表 4: 建筑行业上榜情况 (2018.6-2019.7)	7
表 5: 回归结果	8
表 6: 2017-2019 年陆股通在建筑行业年均持有市值前十名 (亿元)	9
表 7: 2018 年来北上资金对前三家公司影响力变化情况	10
表 8: 北上资金周净流入额对前十名投资公司市值周涨跌幅的回归结果	11
表 9: 建材行业内持仓市值靠前企业各项指标情况	15
表 10: 大市值基建股各项指标	16
表 11: 受北上资金影响较大的前四大行业与建筑装饰行业各时间节点前 3 天绝对收益及相对收益情况	17
表 12: 建筑装饰行业估值显著低于受北上资金影响较大的各行业	18
表 13: MSCI 概念股 (加黑部分) 及可能入摩各项指标情况 (亿元)	19
表 14: 中设集团的月成交量显著较小 (万股)	20
表 15: 中国中铁与中国铁建财务财务指标比较	22
表 16: 中国中铁机构投资者中公募基金持仓情况 (万股)	22

1. 外资影响力逐渐增强，北上资金跃居外资主力

1.1. 外资流入量逐渐增多，未来即将超过公募基金持仓水平

当前外资进入我国资本市场主要有三种渠道：QFII、RQFII 以及陆股通。QFII 是我国资本市场对外开放最早的制度安排，实施于 2002 年，首批额度是 40 亿美元，之后分别在 2005、2007、2012、2013 年逐步上调至 100、300、800、1500 亿美元，2019 年年初外管局宣布将 QFII 额度上调至 3000 亿美元，总规模翻倍。RQFII 制度实施于 2011 年，截止至 2019 年 8 月 30 日，我国 RQFII 对外累计批准额度达 6933.02 亿元。2014 及 2016 年沪港通和深港通的相继设立进一步放松了外资的流入限制，外资流入量不断增加。

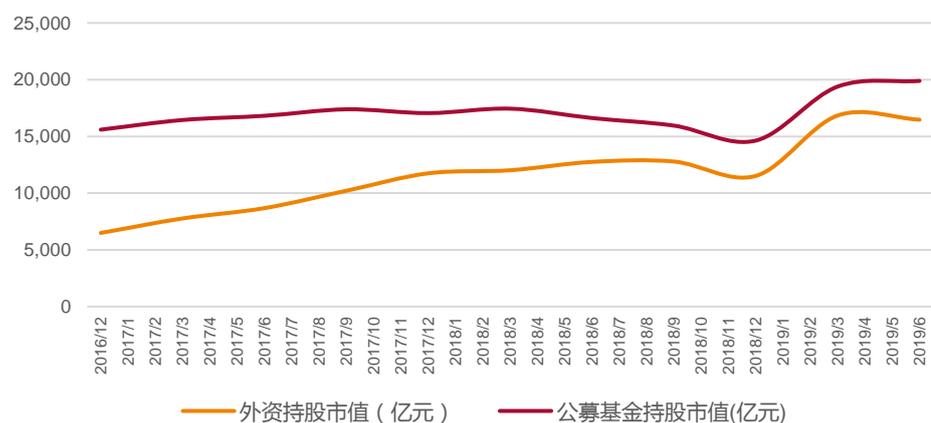
图 1：2016.12-2019.6 外资持股（亿）及其占流通 A 股总市值比重



资料来源：中国人民银行、wind、天风证券研究所

纵向对比来看，根据央行公布的“境外机构和個人持有的境内人民币股票资产”数据显示，外资在 A 股市场上的持股总市值从 2016 年 12 月的 6491.85 亿元上升至 2019 年 6 月的 16473 亿元，占流通 A 股市值的比例也从 1.66% 提升至 3.73%。

图 2：公募基金持股市值与外资持股市值



资料来源：中国人民银行、wind、天风证券研究所

横向对比来看，外资持股市值与国内公募基金持股市值之间的差距也在不断缩小。2016 年 12 月，公募基金持股市值比外资持股市值高 9102.88 亿元，截止到 2019 年 6 月，二者之间的差距已经缩小到 3417.26 亿元。外资若持续保持这种追赶速度，则预计在 2020 年年初二者之间的差距可以被追平。

表 1：2016-2019Q1 外资持股市值与公募基金持股市值差额（亿元）

日期	外资持股市值	公募基金持股市值	二者差额
2016 年 12 月	6,491.85	15,594.73	9,102.88

2017年3月	7,768.23	16,446.27	8,678.04
2017年6月	8,680.40	16,818.67	8,138.27
2017年9月	10,210.27	17,388.04	7,177.77
2017年12月	11,746.70	17,054.35	5,307.65
2018年3月	12,016.33	17,445.77	5,429.44
2018年6月	12,752.38	16,619.35	3,866.97
2018年9月	12,784.87	15,950.69	3,165.82
2018年12月	11,517.35	14,631.55	3,114.20
2019年3月	16,838.88	19,391.16	2,552.28
2019年6月	16473	19890.26	3417.26

资料来源：wind，天风证券研究所

二者在股票配置方面也具有极高的相似性。2019年一季度公募基金及陆股通各自前十大重仓股中贵州茅台、中国平安、五粮液、招商银行、格力电器、伊利股份、海康威视等均为二者共同覆盖。

表 2：北向资金与公募基金前十大重仓股比较（单位：亿元）

排名	沪股通重仓	持仓市值	深股通重仓	持仓市值	基金重仓	持仓市值
1	贵州茅台	1,031.51	美的集团	520.95	中国平安	606.85
2	中国平安	623.05	五粮液	357.68	贵州茅台	406.06
3	恒瑞医药	382.31	格力电器	330.44	招商银行	266.85
4	招商银行	280.37	海康威视	308.43	五粮液	241.08
5	伊利股份	257.43	洋河股份	146.25	伊利股份	220.11
6	上海机场	208.77	万科 A	92.12	格力电器	171.48
7	长江电力	204.15	平安银行	91.88	温氏股份	159.53
8	中国国旅	173.34	大族激光	81.94	中信证券	146.47
9	海螺水泥	154.36	云南白药	65.75	海康威视	143.90
10	海天味业	130.72	爱尔眼科	58.17	立讯精密	138.27

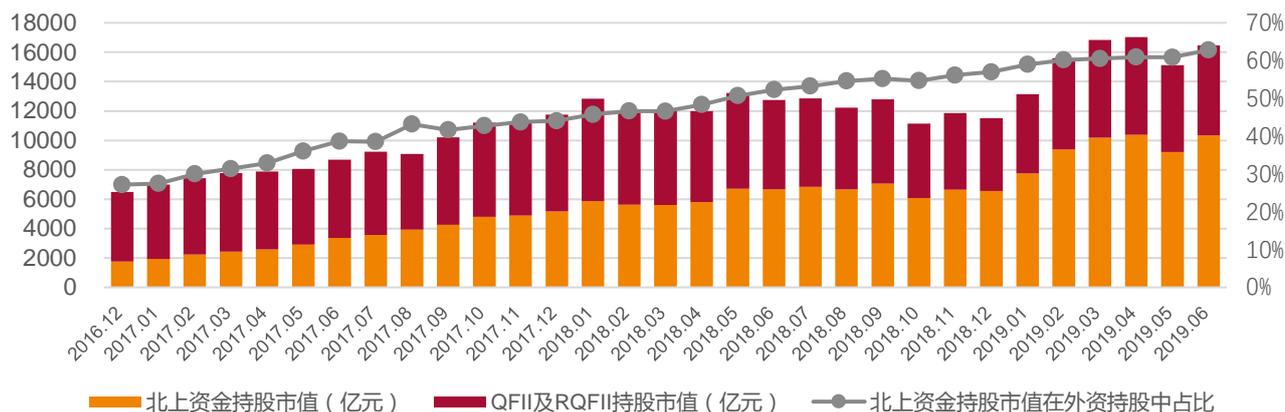
资料来源：wind，天风证券研究所

除了 QFII、RQFII 以及陆股通三大流入渠道以外，2019 年 6 月 17 日“沪伦通”正式启动，暂定东、西向额度分别为 2500 亿和 3000 亿元，截止目前为止境内仅有华泰证券一家在伦交所上市发行 GDR 募资。当前外资持股已经与公募基金持股相近，同时官方对于外资流入的支持力度在不断加大，外资的流入限制不断放松，随着“沪伦通”的设立以及前三大渠道额度的扩容，未来外资的流入将会持续增加，这也意味着外资逐渐成为国内资本市场上不可忽视的重要力量。

1.2. 北上资金流入量不断增加，跃居外资流入主力，近日大幅流入

在外资流入的三大渠道中，相对于仅限于境外机构投资者对国内资本市场投资的 QFII 和 RQFII 渠道，陆股通由于两地交易所和结算公司直接互联，为机构投资者和券商省去了 QFII 业务中一系列的行政资格认定和审批，同时放开了对个人的投资限制，被境外投资者所偏好。这里我们也不去深究陆股通背后的具体投资者，把陆股通资金统一看成一类外资。

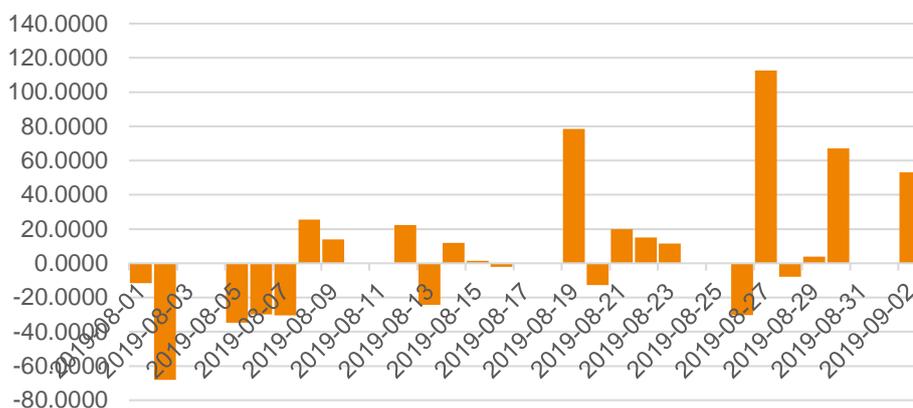
图 3：北上资金持股市值在外资持股中所占比例逐渐增加



资料来源: wind, 天风证券研究所

北上资金的持股市值从2016年12月的1765.01亿元不断上涨至2019年6月的10344.73亿元，年均复合增长率高达103%，其在外资持股市值中所占的比例也从2016年12月的27.19%突增至2019年6月的62.8%，“北上资金”已逐渐成为外资流入的主力。

图4: 2019年8月份以来北上资金净流入情况



资料来源: wind, 天风证券研究所

8月份以来，北上资金在前半个月以净流出为主，自8月20日开始大额流入，其中8月27日单日净流入额高达112.71亿元。

一般对于内地投资者来说，外资相对神秘，其投资风格更加稳健，更加注重挖掘长期价值公司，对于大势研判与内地投资者在认知角度存在差异性，国内市场也越来越愿意倾听外资的不同声音，对于外资在国内股市的研究也就越发显得重要。

2. 北上资金对建筑业影响力不断提升，相关性有大有小

2.1. 消费、医药、大金融板块获外资青睐，建筑行业相对冷清

从行业配置角度来看，北上资金总体更加偏好于投资食品饮料、电子、家用电器、非银金融、银行、医药生物等行业。统计2018年6月-2019年7月以来每日所公布的“前十大交易活跃股的名单”，沪股通中上榜频次前五的行业分别是食品饮料、非银金融、银行、医药生物以及建筑材料；深股通中上榜频次排名前五的行业分别是食品饮料、电子、家用电器、房地产以及银行。

表3: 各行业“前十大交易活跃股”上榜频次(2018.6-2019.7)

排名	沪股通		深股通	
	行业	上榜频次	行业	上榜频次
1	食品饮料	549	食品饮料	584

2	非银金融	463	电子	569
3	银行	459	家用电器	508
4	医药生物	270	房地产	255
5	建筑材料	208	银行	172
6	休闲服务	155	农林牧渔	158
7	交通运输	97	传媒	145
8	化工	84	医药生物	127
9	机械设备	68	通信	68
10	家用电器	65	汽车	53
11	汽车	57	电气设备	9
12	房地产	52	建筑材料	7
13	钢铁	37	商业贸易	7
14	建筑	35	钢铁	6
15	公用事业	25	化工	5
16	电气设备	21	计算机	5
17	通信	20	有色金属	4
18	有色金属	8	机械设备	2
19	电子	7	轻工制造	2
20	计算机	5	非银金融	1
21	农林牧渔	3	公用事业	1
22	采掘	2	交通运输	1

资料来源: wind, 天风证券研究所

食品饮料行业在沪、深股通上榜频次分别为 549 次、584 次, 均位列第一。上榜频次超过 500 次的还有家用电器和电子行业, 非银金融、银行的上榜频次均超过 400 次。相较而言, 建筑行业的情况则相对冷清, 在此期间仅有中国建筑、中国中铁以及中国铁建曾上榜, 上榜次数共计 35 次, 在 28 个行业中排在第 14 名。

表 4: 建筑行业上榜情况 (2018.6-2019.7)

证券名称	交易日期	排名	证券名称	交易日期	排名
中国中铁	2019-03-15	7	中国建筑	2018-12-21	6
中国铁建	2018-06-15	8	中国建筑	2019-01-07	10
中国铁建	2018-12-13	10	中国建筑	2019-02-26	10
中国铁建	2018-12-17	5	中国建筑	2019-02-28	8
中国铁建	2018-12-21	4	中国建筑	2019-03-04	9
中国铁建	2019-01-07	6	中国建筑	2019-03-05	10
中国铁建	2019-01-24	9	中国建筑	2019-03-07	6
中国建筑	2018-07-24	9	中国建筑	2019-03-08	8
中国建筑	2018-08-08	7	中国建筑	2019-03-11	6
中国建筑	2018-11-19	8	中国建筑	2019-03-12	10
中国建筑	2018-12-04	8	中国建筑	2019-04-03	10
中国建筑	2018-12-10	10	中国建筑	2019-04-04	7
中国建筑	2018-12-13	9	中国建筑	2019-04-15	7
中国建筑	2018-12-14	8	中国建筑	2019-04-16	7
中国建筑	2018-12-17	8	中国建筑	2019-04-24	10
中国建筑	2018-12-18	6	中国建筑	2019-06-11	8
中国建筑	2018-12-19	7	中国建筑	2019-06-13	9
中国建筑	2018-12-20	5	-	-	-

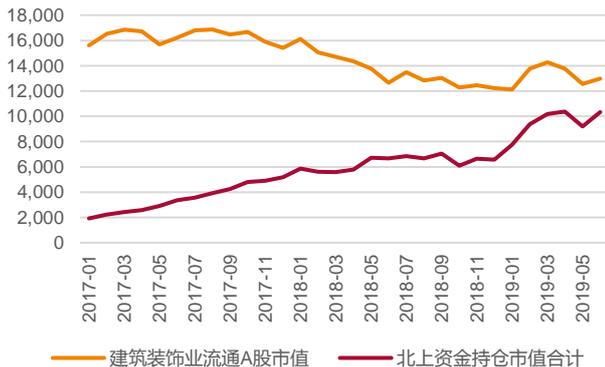
资料来源: wind, 天风证券研究所

2.2. 北向资金对于建筑业的投资额与日俱增, 影响力不断提升

尽管和上述那些备受北上资金青睐的行业相比, 建筑业相对冷门, 但从时间维度来看, 北上资金在建筑业资金配置也在不断增加, 对建筑业的影响力日益提升。

2018 年一季度以前, 北上资金在建筑行业持股市值较低, 尽管北上资金的总持仓市值不断增加, 但建筑行业的整体市值持续下降, 二者之间的走势相关性不大。但自 2018 年二季度以来, 从图 6 中可以看出建筑行业整体的走势与北上在 A 股持股市值的走势开始变得十分相近, 随着北上资金的大幅流入, 建筑行业的总市值也开始转降为升。

图 5: 陆股通在建筑业持股市值与建筑业流通 A 股市值走势 (亿)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 6: 陆股通在建筑行业持股市值变化情况



资料来源: wind, 天风证券研究所

2018 年以前, 北上资金在建筑行业内的投资金额较为稳定, 基本保持在 40-50 亿元之间。从 2018 年第一季度开始, 陆股通的持股市值开始持续增加, 一路上涨至 2019 年 2 月份的 124.17 亿元。在 2019 年一季度以后, 受北上资金回流影响, 陆股通在建筑行业的持股市值有所回落, 但到 6 月份左右随着 A 股“入富”利好消息的宣布北上资金回流的迹象又开始出现逆转。

为了反映北上资金对于建筑行业的影响变化情况, 我们将“北上资金周净买入金额”作为自变量 X 与应变量“建筑行业总市值周涨跌幅”Y 进行一元回归, 观察回归方程的拟合优度变化情况。回归分为两个时间区间, 方程一 $Y_1=X_1+b_1$ 的时间区间为 2016 年 11 月-2018 年 3 月, 方程二 $Y_2=X_2+b_2$ 的时间区间为 2018 年 4 月-2019 年 7 月。回归结果如下:

表 5: 回归结果

数据期间	系数	标准差	T 值	P 值	R2	
方程一 (2016.11-2018.3)	b1	-0.00498	0.004053	-1.22946	0.223015	5.47%
	x1	0.000142	7.07E-05	2.012769	0.047987	
方程二 (2018.4-2019.7)	b2	-0.01124	0.003845	-2.9225	0.004751	25.09%
	x2	0.000159	3.39E-05	4.702172	0.000034	

资料来源: wind, 天风证券研究所

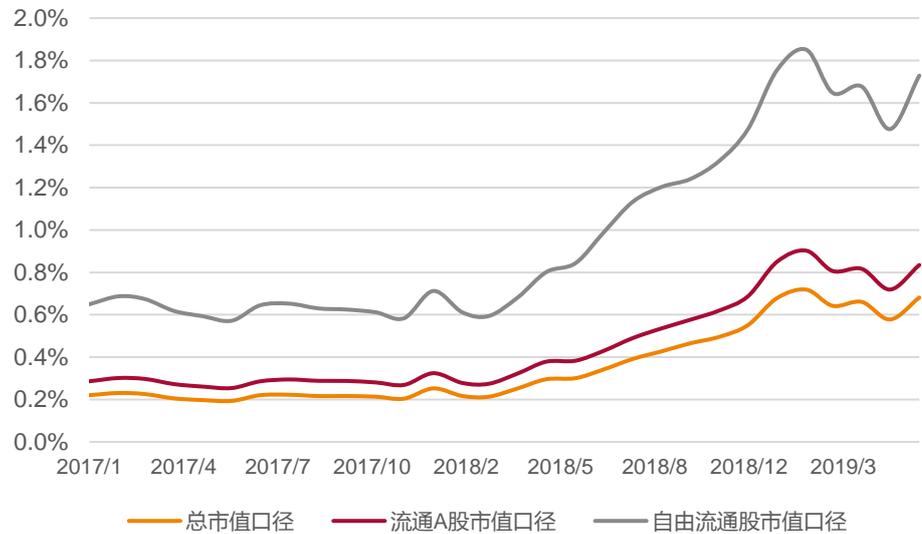
方程一的回归结果为 $y_1=0.000142x_1-0.00498$, 方程二的回归结果为 $y_2=0.000159x_2-0.01124$ 。从上表的回归结果来看, 方程二的 P 值远小于方程一, 说明方程二的置信度更高, 即在 2018 年 3 月-2019 年 7 月期间北上资金净买入净额与建筑市值周涨跌幅之间的关系更加显著。

此外, 两个时间段回归结果的拟合优度 R2 也有较大的提升, 北上资金净买入金额对于建筑行业总市值周涨跌幅变化的解释程度从 2018 年 3 月以前的 5.47% 上涨至 2018 年 3 月-2019 年 7 月的 25.09%, 由此说明北上资金对于建筑行业的影响程度实现了大幅度的提升。

将北上资金在一行业的持股市值与该行业的总市值的比值视作是北上资金对于该行业的

影响力来分析北上资金对于国内各行业的影响力状况。我们统计了 2017 年 1 月-2019 年 6 月陆股通在建筑行业内的持股市值，分别在“总市值”、“流通 A 股市值”和“自由流通股市值”三个口径下计算了北上资金对于建筑行业影响力的变化情况。

图 7：北向资金对于建筑行业影响力随时间的变化情况（2017.1-2019.6）



资料来源：wind，天风证券研究所

从图中可以看出，北上资金对于建筑行业的影响力指标值在三个口径的计算方式下均不断上升，从 2017 年 1 月的 0.22%、0.29%、0.65%（分别是“总市值”、“流通 A 股市值”、“自由流通股市值”三个口径下的计算结果）不断上升至 2019 年 6 月的 0.68%、0.83%、1.73%。上述分析均体现了北上资金对于建筑行业的影响力提升显著。

2.3. 对重仓企业影响力持续提升，行业内持仓集中度有所下降

我们统计了 2017-2019 年上半年各月北上资金在建筑行业内各家公司的持股市值，统计发现，在建筑 130 家公司中，北上资金曾对其中的 42 家公司中有过投资记录，将每年 12 个月的平均持股市值作为当年的年均持有市值（2019 年统计前 6 个月平均），各年北上资金持股市值排名前十的十家公司的持股金额情况如下表所示：

表 6：2017-2019 年陆股通在建筑行业年均持有市值前十名（亿元）

证券简称	2017 年	证券简称	2018 年	证券简称	2019 年
中国建筑	17.86	中国建筑	22.02	中国建筑	44.83
中国铁建	6.54	中国中铁	6.61	中国铁建	14.28
中国中铁	5.67	中国铁建	6.20	中国中铁	10.78
中国交建	3.62	中国化学	4.11	中国化学	5.70
葛洲坝	2.23	中国交建	3.17	金螳螂	5.29
中国电建	1.35	葛洲坝	2.53	中国交建	5.13
东方园林	1.13	金螳螂	2.21	中国电建	4.28
隧道股份	0.93	中国电建	1.97	中国中冶	4.20
中国中冶	0.78	中国中冶	1.91	葛洲坝	3.08
金螳螂	0.74	东方园林	1.58	隧道股份	2.19
合计	40.84	合计	52.31	合计	99.77

资料来源：wind，天风证券研究所

从表中可以看出，2017-2019 年北上资金对于建筑行业持股市值排名前十的十家企业的平均持股市值总和依次为：40.84 亿、52.31 亿、99.77 亿元，总体呈快速上升趋势。且 2017 年-2019 年三年中进入过北上资金持股市值排名前十的公司共有 11 家，说明了北上

资金在建筑行业对重仓对象的选股风格也比较稳定，不会轻易变更重仓投资对象。

与此同时，北上资金在对于重点持股对象的影响力也处于不断提升的阶段。中国建筑、中国中铁、中国铁建一直以来都是北上资金的重点持有对象，自 2018 年以来，北上资金对三家企业的持股市值不断增加。观察 2018 年来北上资金对于中国建筑、中国铁建以及中国中铁的影响力来看，北上资金对于这三家公司的影响力均在不断上升，其中对于中国建筑的影响力最大，从 2018 年 1 月的 0.8% 上升至 2019 年 6 月的 1.89%。

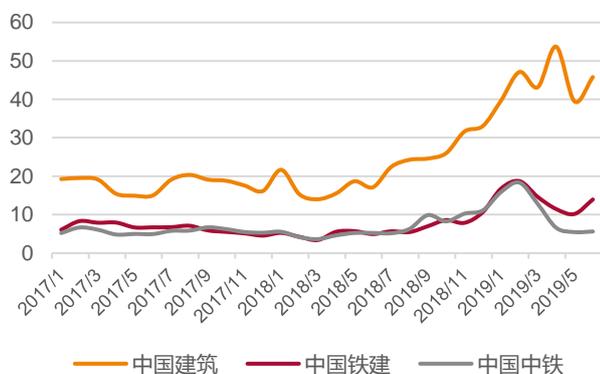
表 7：2018 年来北上资金对前三家公司影响力变化情况

日期	中国建筑	中国铁建	中国中铁
2018-01	0.80%	0.43%	0.40%
2018-02	0.59%	0.38%	0.31%
2018-03	0.56%	0.30%	0.27%
2018-04	0.63%	0.53%	0.34%
2018-05	0.82%	0.58%	0.38%
2018-06	0.71%	0.42%	0.38%
2018-07	1.00%	0.47%	0.39%
2018-08	1.06%	0.43%	0.43%
2018-09	1.10%	0.55%	0.72%
2018-10	1.08%	0.68%	0.62%
2018-11	1.33%	0.63%	0.79%
2018-12	1.32%	0.92%	0.89%
2019-01	1.57%	1.28%	1.16%
2019-02	1.87%	1.41%	1.35%
2019-03	1.71%	1.17%	0.97%
2019-04	2.33%	1.06%	0.55%
2019-05	1.67%	0.89%	0.45%
2019-06	1.89%	1.25%	0.47%

资料来源：wind，天风证券研究所

但通过分析北上资金在前五家持股市值总和所占前十名持股市值总和的比例可以看出，该比例整体呈现出一定程度的下降趋势，意味着北上资金在建筑行业内的投资集中度有所下降，北上资金不再仅仅局限于极个别的龙头企业，同时也在不断的寻找优质的投资标的，在建筑行业不断增加投资、分散投资。

图 8：北上资金对三家企业持仓市值变化情况（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 9：北上资金在建筑业前十名企业年均持股市值变化（亿）



资料来源：wind，天风证券研究所

2.4. 回归显示金螳螂股价与北上资金流入有相关性，可能是被动配置结果

按照之前的研究方法，为了研究北上资金是否能够对建筑行业具体公司的股价变化起到

一定的影响，我们将北上资金的周净流入额与其投资金额较多的前十家公司的市值周涨跌幅进行回归，回归结果如下：

表 8：北上资金周净流入额对前十家投资公司市值周涨跌幅的回归结果

公司	变量	系数	标准误差	T 值	P 值	R2
中国建筑	截距	-0.0058	0.0036	-1.6115	0.1095	9.26%
	北向净流入	0.0001	0.0000	3.6418	0.0004	
中国中铁	截距	-0.0073	0.0027	-2.7040	0.0079	13.46%
	北向净流入	0.0001	0.0000	4.2295	0.0000	
中国铁建	截距	-0.0091	0.0041	-2.2146	0.0285	12.52%
	北向净流入	0.0002	0.0000	4.3141	0.0000	
中国交建	截距	-0.0083	0.0044	-1.8986	0.0598	7.76%
	北向净流入	0.0002	0.0000	3.3067	0.0012	
中国化学	截距	-0.0080	0.0043	-1.8711	0.0636	10.19%
	北向净流入	0.0002	0.0000	3.8400	0.0002	
金螳螂	截距	-0.0096	0.0040	-2.3724	0.0191	21.00%
	北向净流入	0.0003	0.0000	5.8791	0.0000	
中国电建	截距	-0.0074	0.0030	-2.4290	0.0165	8.72%
	北向净流入	0.0001	0.0000	3.5237	0.0006	
中国中冶	截距	-0.0088	0.0031	-2.7980	0.0059	10.96%
	北向净流入	0.0001	0.0000	4.0006	0.0001	
葛洲坝	截距	-0.0099	0.0044	-2.2644	0.0252	9.71%
	北向净流入	0.0002	0.0000	3.7383	0.0003	
东方园林	截距	-0.0102	0.0032	-3.2177	0.0016	12.90%
	北向净流入	0.0002	0.0000	4.3885	0.0000	

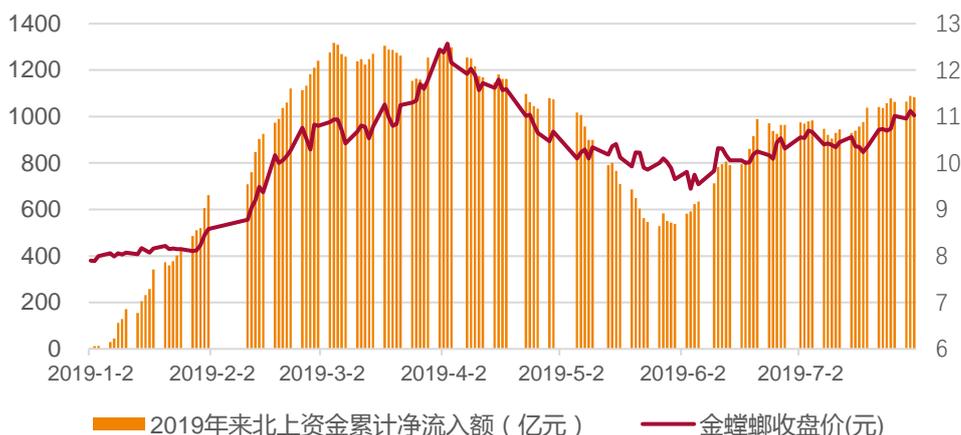
资料来源：wind，天风证券研究所

从上表中可以看出，对以上十家公司的回归结果的 P 值均小于 0.05，即模型的置信度达到 95%，北上资金确实能够对建筑行业内的这些公司的股价变化起到一定的影响作用，且作为自变量的“北上资金周净流入额”的系数均大于 0，北上资金的波动对于这些公司市值变化的影响是正向的，即这些公司的总市值会随着北上资金流入额的增加而上涨，随着流入额的下降而下跌。

同时表中显示，各个模型的 R² 均保持在 10% 左右，北向资金净流入额对于各家公司的市值变化的解释程度在 10% 左右。其中，金螳螂的 R² 为 21%，即北上资金的变化对于金螳螂公司的市值变化的解释程度最高，影响最大，通过分析，我们主要有以下三个方面：

其一，金螳螂市值较高。螳螂的市值在整个建筑板块内排名前十，且除去主营基建业务的大市值企业以外，金螳螂在主营为装饰业务的板块内可以说是市值第一的企业，符合外资青睐大市值公司的偏好；**其二，各项财务指标表现较好。**2018 年净资产收益率 17.18%，股息率大于 2，且 2017、2018 年的经营活动现金流量分别为 17.77 及 16.49 亿元；**其三，金螳螂是建筑业内唯一的深市 MSCI 中国概念股。**金螳螂的以上三个特点使其成为北上资金的重点投资对象。

图 10：2019.1.1-2019.7.31 金螳螂股价与北上资金累计净流入量变化趋势高度一致



资料来源: wind, 天风证券研究所

从上图可以看出,金螳螂股价的变动与北上资金累计净流入量的变化趋势基本一致。2019年1月-4月,北上资金的净流入量持续增加,2019-1-1至2019-4-3累计净流入金额达到1312.98亿元。在此期间金螳螂股价也一路飙升,从2019年1月1日的7.9元上涨至4月3日的12.57元,涨幅高达59.11%。自2019年4月3日开始,累计净流入金额开始减少,北上资金转入为出,金螳螂的股价也开始下跌,股价一度下降至2019年6月4日的9.45元。随着6月份以来北上资金的流出势头逆转,金螳螂股价又开始缓慢回升。

图 11: 建筑行业 MSCI 概念股金螳螂期间收益率走势较好



资料来源: wind, 天风证券研究所

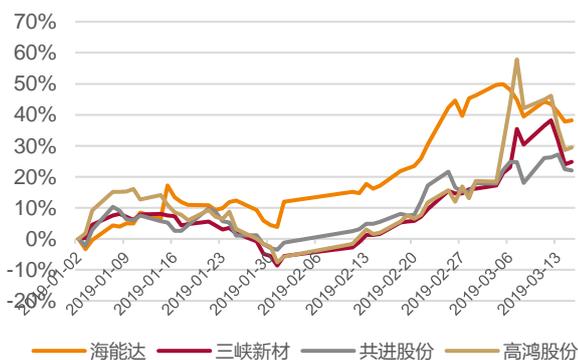
图 12: 家电行业 MSCI 概念股三花智控期间收益率走势较好



资料来源: wind, 天风证券研究所

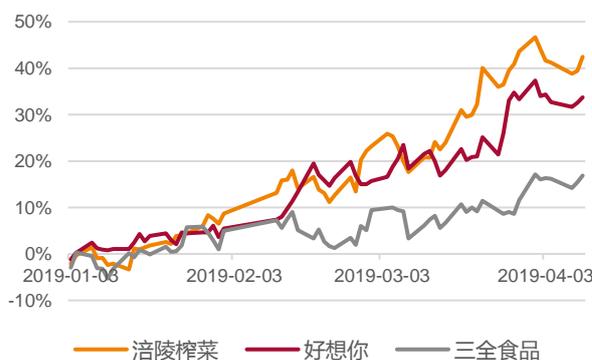
金螳螂是建筑业 MSCI 概念股中唯一一深市上市的企业,2019 年上半年金螳螂的股价走势显著优于主营业务相近且均在深圳上市的非 MSCI 概念股—亚厦股份和广田集团。

图 13: 通信行业 MSCI 概念股海能达期间收益率走势较好



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 14: 食品饮料行业 MSCI 概念股涪陵榨菜期间收益率走势较好



资料来源: wind, 天风证券研究所

三花智控、涪陵榨菜以及海能达分别是家电行业、食品饮料行业、通信行业内深市 MSCI 概念股，相应图中其余股票均是二者在深市的可比公司（非 MSCI 概念股），今年上半年，三个行业内 MSCI 概念股的期间收益率走势也明显优于非 MSCI 概念股。

由以上现象我们推断金螳螂上半年股价强势上涨的主要原因可能是 MSCI 被动资金配置的结果。

2.5. 为什么铁建、苏交科走势要好于中铁、中设集团？——外资配置角度或可解释

铁建和中铁二者在业务、规模、财务指标上表现都非常相似，但中铁由于第一次入摩前夕停牌致其未能在 2018 年 6 月顺利入摩，直至 2019 年 8 月 8 日才成功重新入选 MSCI 概念股。铁建和中铁这期间走势如下图所示，铁建的期间收益率超过中铁近 20%。虽然中铁的期间收益率开始在中铁上方，这主要是由于此期间中铁一直处于停牌期间，并不意味着其期间收益率要优于铁建。收益率的差距在 19 年一季度有所拉大，这段期间正好也是沪股通大幅增仓 MSCI 概念股的时候。

图 15：MSCI 概念股中国铁建期间收益率走势较好



资料来源：wind，天风证券研究所

图 16：富时罗素概念股苏交科期间收益率走势较好



资料来源：wind，天风证券研究所

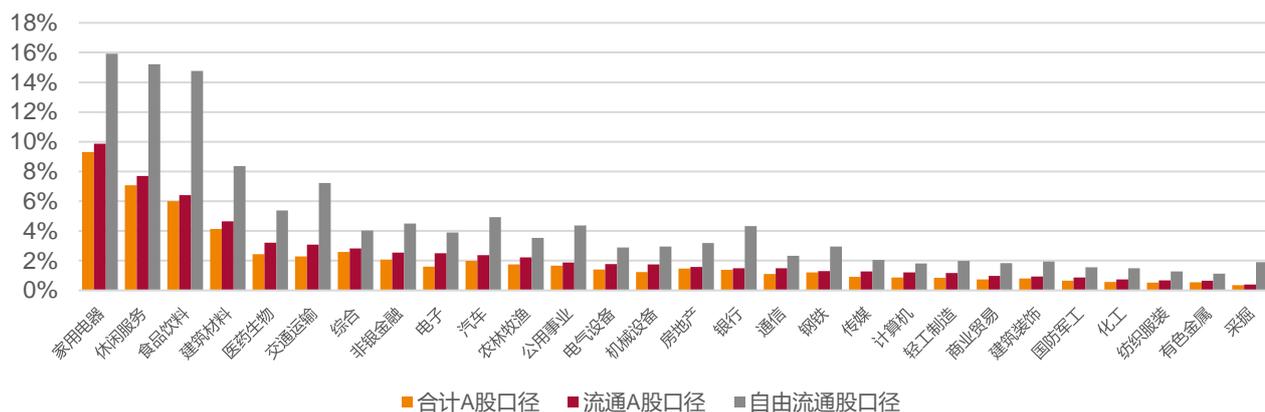
同样的例子还有苏交科和中设集团，二者业务同质、规模相似，中设集团的部分指标甚至优于苏交科。但外资自 2018 年第三季度就开始布局苏交科，QFII 阿布达比投资局 18 年三季度买入 1149.87 万股，占流通股比例 2.21%。这段期间苏交科收益率要明显高于中设集团。2019 年 5 月 14 日富时罗素概念股名单宣布，苏交科入选，但中设集团却由于流动性较差未能入选富时罗素概念股且未获外资布局（见表 14）。自 2018 年 7 月份至今，苏交科的期间收益率走势显著高于中设集团近 40%。

3. 建筑建材配置两重天，行业内龙头有望获外资加持

3.1. 上游建材行业受追捧，下游建筑行业受冷落

将北上资金在一行业的持股市值与该行业的总市值的比值视作是北上资金对于该行业的影响力来分析北上资金对于国内各行业的影响状况。统计发现，在申万一级行业分类的 28 个行业类别中，受到北上资金影响较大的前五大行业依次是：家用电器、休闲服务、食品饮料、建筑材料和医药生物（研究选取 2019 年 7 月 31 日当天的数据）。

图 17：北上资金对于不同行业的影响力情况

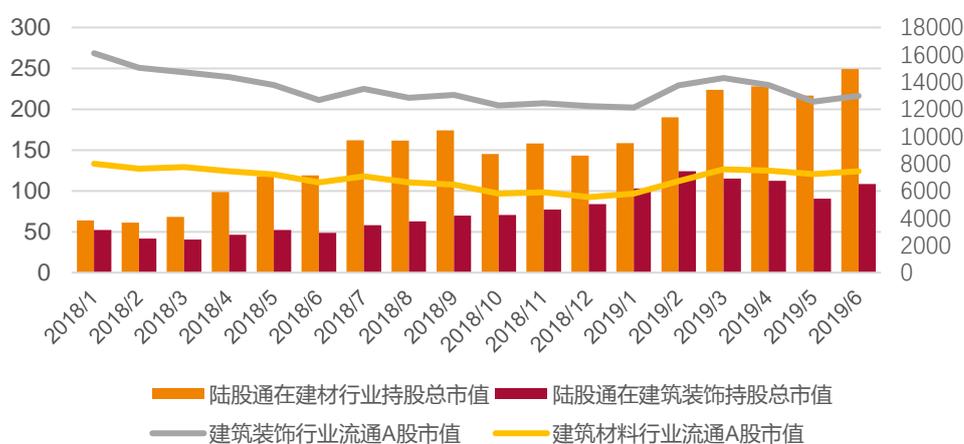


资料来源: wind, 天风证券研究所

2019年7月31日北上资金在建筑装饰行业内的总持股市值为116.15亿元，对于建筑装饰行业的行业影响力在28个行业中排在23名。但北上资金对于建筑装饰上游行业“建筑材料”行业的影响力在“总市值”、“流通A股市值”以及“自由流通股市值”三个计量口径下的影响力分别为4.13%、4.64%、8.36%，在28个行业中排在第4位，在建材行业内的持股市值自2018年起持续猛增，从2018年1月的63.91亿元增长至2019年6月的249.12亿元，足足增长了四倍。

下游的建筑行业的流通A股市值大约是建材行业的两倍，但北上资金在建材行业内的持股市值却将近是建筑装饰行业的2倍。

图 18: 陆股通在建材及建筑行业内的持股市值 (亿元)

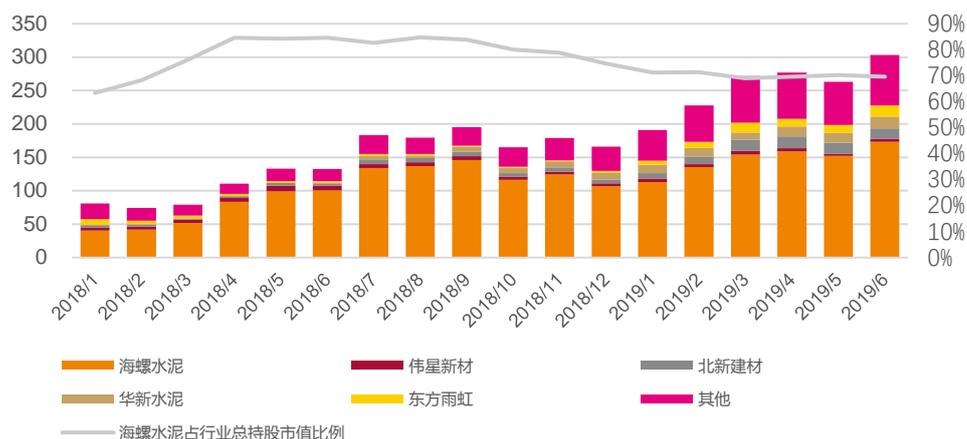


资料来源: wind, 天风证券研究所

3.2. 上游海螺水泥“一枝独秀”，下游龙头基建股有望获外资加持

统计发现陆股通在建材行业内的投资主要集中在海螺水泥、华新水泥、伟星新材、北新建材以及东方雨虹这几家企业，且仅在海螺水泥一家的持股市值就占建材行业总持股市值的70%-80%。

图 19: 陆股通在建材内的持股情况 (亿元)



资料来源: wind, 天风证券研究所

北上资金在建筑材料行业内持仓市值较高的企业均是行业内市值排名前 10 的企业，且经营现金流量、股息率、ROE 各项财务指标均表现良好。

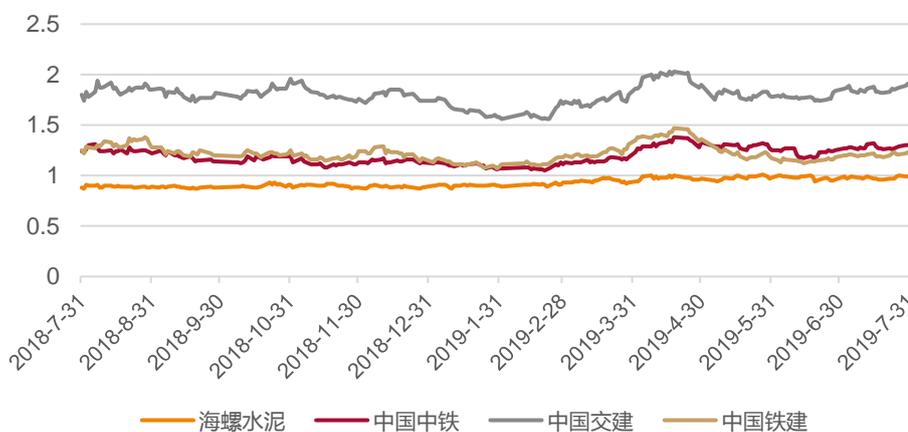
表 9: 建材行业内持仓市值靠前企业各项指标情况

证券简称	日均流通市值 (2019.1-2019.5)	2018ROE	2018 股息率	2018OCF	2018OCF/流 动负债
海螺水泥	1,385.1064	29.5052	5.7719	1.3788	360.5897
金隅集团	332.4861	5.9919	1.5714	-0.0390	-50.4263
北新建材	275.7450	18.4729	3.3430	1.2029	27.8268
伟星新材	195.0198	28.5958	3.8685	1.0292	9.5680
东方雨虹	183.4025	20.6387	2.3166	0.1023	10.1395
华新水泥	177.8499	36.2684	6.8780	0.7781	78.9961

资料来源: wind, 天风证券研究所

陆股通重仓海螺水泥可能有以下几点原因：**第一，符合北上资金大市值龙头企业偏好。**海螺水泥是建材行业内的绝对龙头，总市值高达 2000 多亿，而行业内的其他公司的总市值均在 300-500 亿。**第二：亮眼的财务指标。**2016-2018 年的净资产收益率均超过 10%，分别为 11.6%、19.1%、29.51%；2018 年股息率为 4.27%；2018 年经营性现金流量净额为 360 亿元，经营性现金流量净额与负债合计的比值达 1.09，经营现金流量充沛。优异的财务指标是陆股通重仓海螺水泥的重要原因之一。

图 20: 四家企业 A 股溢价情况



资料来源: wind, 天风证券研究所

第三：罕见的 AH 折价股。A 股溢价是市场上较为普遍的现象，鉴于 A 股市场和 H 股市场在交易成本、流动性、分红税以及打新收益等方面存在较大差异，同一只股票在 A 股的价格通常会高于 H 股价格。海螺水泥在 A 股及 H 股均有上市，但其在 A 股的价格要低于 H 股价格，属于罕见的 AH 折价股，这一因素也促使其成为外资争相投资的对象。

反观建筑行业，我们认为北上资金在建筑装饰行业内资金配置较少的原因主要有以下两点：**第一，行业内大市值 AH 溢价股较多。**行业内市值超过千亿的大市值龙头企业中，除了中国建筑以外，中国中铁、中国交建以及中国铁建均是 AH 股，且均为 AH 溢价股，我们预估可能是这些企业的溢价率较高使得外资直接通过 H 股购买这些公司的股票而没有在 A 股大量加持，因此北上资金仅对未在 H 股上市的中国建筑持股较多，但对于以上三家 A+H 企业持有市值都较低，一定程度上导致了北上资金对于建筑建材两行业的差别对待。

2019 年上半年北上资金在中国建筑的平均持有市值为 45 亿，但在其余三家企业的持有市值仅在 10 亿左右。

表 10：大市值基建股各项指标

证券简称	总市值 (亿)	2018OCF (亿)	2018OCF/总负债	2018 股息率 (%)	2018ROE (%)
中国建筑	2,541	103.1129	0.0072	3.0826	16.6732
中国交建	1,840.4230	90.9807	0.0126	2.3146	10.4006
中国中铁	1,606.8277	119.6170	0.0166	2.1695	9.9078
中国铁建	1,292.5138	54.4786	0.0077	2.3385	11.2341

资料来源：wind，天风证券研究所

第二，财务指标表现与上游企业存在一定差距。中国建筑、中国交建、中国中铁、中国铁建均属于行业内市值过千亿的企业，但北上资金对于海螺水泥的持仓市值远远高于这些企业，除了海螺水泥自身所具有的 A 股折价优势外，这些企业在经营现金流量、股息率以及净资产收益率各方面的指标与海螺水泥均存在一定的差距。

图 21：陆股通在海螺水泥和中国建筑的持仓情况 (亿元)



资料来源：wind，天风证券研究所

中国建筑和海螺水泥均是各自行业内唯一市值超过 2000 亿的企业，但陆股通对于二者的持仓差距很大，对海螺水泥的持仓市值自 2019 年来基本保持在 140 亿以上，但对于中国建筑的持仓市值不到 40 亿元。中国建筑的各项财务指标均在行业内排名前列，股息率和 ROE 和海螺水泥差距不是很大，但经营性现金流状况和海螺水泥差距明显，预计未来随着中国建筑经营现金流状况的改善，将会获得外资的进一步增仓。

4. 陆股通下建筑板块的“套利”机会浅析

4.1. 机会一：国际指数持续扩容吸引外资强势注入带来套利机会

随着我国金融市场的不断发展壮大以及对外开放的步伐不断加快，各大国际指数陆续将 A

股纳入指数编制范畴，A股2018年正式“入摩”，2019年正式“入富”，纳入比例也在有序提升。A股国际化程度的提高为国内金融市场外资流入注入了一定的动力。

图 22：A股入摩消息宣布前后北上资金净流入情况（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

2018年5月，MSCI宣布按2.5%的比例纳入A股，同年9月，A股纳入比例提升至5%。2019年3月初，MSCI官网发布消息，称将要实施“三步走”战略提升A股纳入比例，计划分别在今年的5月、8月以及11月陆续将A股在新兴市场指数的纳入比例依次提升至10%、15%以及20%。2019年5月，A股纳入比例如期升至10%；8月初，MSCI官网发布消息正式宣布中国大盘A股的纳入因子由10%提升至15%，指数调整结果将于8月27日收盘后正式生效。

观察2018年来外资的流入情况可以发现，每次A股纳入国际指数以及纳入比例提高消息的发布前夕均能够带来一波外资的强劲注入。在上述利好消息发布期间，随着北上资金流入量的大幅增加，建筑行业内的相关概念股也得到了北上资金的强势增持。

图 23：北上资金对 MSCI 概念股增持情况（百万股）



资料来源：wind，天风证券研究所（注：鉴于对中国建筑持股数量较大，单独用右轴表示）

分析MSCI历史扩容情况，5月、8月的扩容宣布前一个月左右北上资金开始对建筑业内相关概念股有增仓迹象，那么年内MSCI还会在11月扩容一次，在资金掩护下会有套利收益吗？

表 11：受北上资金影响较大的前四大行业与建筑装饰行业各时间节点前3天绝对收益及相对收益情况

时间节点	事件	事件发生时点前3天各行业期间绝对收益率					建筑装饰
		家用电器	休闲服务	食品饮料	建筑材料	建筑装饰	

2018/6/1	A 股入摩	3.18%	4.82%	2.19%	0.46%	-3.27%
2018/9/3	比例提升至 5%	-3.91%	-1.95%	-2.84%	-2.88%	-2.67%
2019/3/1	宣布年内比例提升至 20%	2.42%	2.81%	5.89%	6.36%	-0.19%
2019/5/28	比例提升至 10%	0.13%	1.93%	1.36%	0.93%	1.77%
2019/6/21	A 股入富	4.97%	8.58%	5.68%	1.64%	2.20%
2019/8/27	比例提升至 15%	1.91%	-1.01%	1.12%	0.73%	0.05%

事件发生时点前 3 天各行业期间相对沪深 300 收益率

时间节点	事件	家用电器	休闲服务	食品饮料	建筑材料	建筑装饰
2018/6/1	A 股入摩	4.05%	5.70%	3.07%	1.34%	-2.39%
2018/9/3	比例提升至 5%	-2.00%	-0.03%	-0.93%	-0.97%	-0.76%
2019/3/1	宣布年内比例提升至 20%	0.66%	1.04%	4.12%	4.59%	-1.95%
2019/5/28	比例提升至 10%	-2.33%	-0.53%	-1.10%	-1.53%	-0.69%
2019/6/21	A 股入富	0.43%	4.05%	1.15%	-2.90%	-2.33%
2019/8/27	比例提升至 15%	1.29%	-1.63%	0.50%	0.11%	-0.57%

资料来源: wind、天风证券研究所

统计 MSCI 及富时罗素各个事件发生时点前 3 天各行业 MSCI 概念股的相对收益状况, 发现建筑装饰行业的绝对收益表现一般, 但相对收益状况明显没有家用电器等受北上资金影响较大的行业表现好, 且各个时间节点期间均为负值, 因此在 11 月时不建议大幅配置建筑板块博收益。但可以看到, 行业的负相对收益正在变小。

表 12: 建筑装饰行业估值显著低于受北上资金影响较大的各行业

日期	市盈率(整体法)					
	SW 建筑装饰	SW 建筑材料	SW 食品饮料	SW 休闲服务	SW 家用电器	SW 医药生物
2018-05-31	12.8022	19.7389	38.0937	42.8967	19.0398	43.0547
2018-06-29	11.7609	18.0262	35.4853	40.0747	18.2385	39.0255
2018-07-31	12.3474	19.5865	34.6365	40.8059	17.0670	36.5253
2018-08-31	11.6617	18.3170	30.8570	36.5081	15.0381	33.6159
2018-09-28	11.8577	17.7617	33.6459	37.4595	15.3567	33.1942
2018-10-31	11.0718	15.9677	26.1751	31.6992	13.7790	29.7986
2018-11-30	11.2495	16.1802	27.4115	32.9864	14.2061	31.2758
2018-12-28	11.0251	15.2640	27.6580	32.9175	13.7133	28.0360
2019-01-31	10.2801	9.7555	23.9535	28.9807	16.7463	30.9992
2019-02-28	11.7258	11.3387	26.8821	34.1573	18.6019	37.5908
2019-03-29	12.1997	12.8362	31.2622	38.2199	20.2727	41.5348
2019-04-30	11.6175	12.6039	33.2755	37.8931	21.3219	40.6752
2019-05-31	10.6297	12.1295	31.8717	35.8288	19.9528	36.2033
2019-06-28	10.8222	12.4403	34.9522	38.6547	21.0078	37.0706
2019-07-31	10.4205	11.7002	34.1159	38.4675	20.1871	37.1233
2019-08-30	9.7969	11.3685	37.6642	39.1839	19.9278	39.9917

资料来源: wind、天风证券研究所

但就行业估值状况来看, 几个影响较大的行业中除建筑材料外, 其余估值基本没有太大变化, 但建筑和建材估值下降较快, 成为估值洼地。未来, 随着外资对其他几个行业持股接近饱和(外资 30% 的持股限制)、估值相对较高、外资的投资风格开始接近于内资, 建筑行业的吸引力将会凸显出来。明年 3 月入富时可考虑提前布局。

4.2. 机会二: 国际指数概念股入选条件有迹可循, 三家企业有望进入下一波概念股名单

4.2.1. 中国核建、中工国际有望成为下一批 MSCI 概念股

截止至 2019 年 8 月，建筑行业内共有 11 只股票成为 MSCI 概念股，除中国中铁于 2019 年 8 月正式入摩外，其余十只股票均于 2018 年 5 月第一批入摩名单确立时成功入摩。观察北上资金在建筑装饰行业内的投资情况（见表 6），其近三年持仓市值前十名基本均为 MSCI 概念股。

中国中铁与东方园林均在第一批入摩名单之中，但在入摩前夕中国中铁由于进行市场化债转股，东方园林由于进行重大资产重组事项，二者均处于停牌状态，被迫取消入选资格。中国中铁完成债转股、停牌结束之后，顺利在 2019 年 8 月 8 日成功入摩，而东方园林自资产重组、发债失败以来市值持续下跌，一度从 2018 年的 500 多亿元下跌至 2019 年的 150 亿元左右，市值骤跌等因素使其未能在第二次入摩。

表 13: MSCI 概念股（加黑部分）及可能入摩各项指标情况（亿元）

证券简称	区间日均总市值 (2019.1-2019.6)	区间日均流通市值 (2019.1-2019.6)	2018 年 ROE	2018 年股 息率	2018 年 OCF	OCF/流动 负债
中国建筑	2,702.5152	2,678.3460	16.6732	2.9474	103.1129	0.0097
中国交建	2,159.3435	1,568.2678	10.4006	2.0495	90.9807	0.0190
中国中铁	1,781.1402	1,429.0125	9.9078	1.8312	119.6170	0.0192
中国铁建	1,422.4775	1,204.9824	11.2341	1.9319	54.4786	0.0091
中国电建	1,054.5053	688.8892	9.3309	2.0128	191.8341	0.0543
中国中冶	845.0422	724.8035	7.6562	2.2508	140.4997	0.0473
东方园林	503.5895	304.6968	13.2609	1.3506	0.5093	0.0019
葛洲坝	399.4807	399.4807	11.1115	2.8481	12.7780	0.0108
金螳螂	365.6844	352.4355	17.1792	2.4691	16.4942	0.0847
中国化学	360.6422	360.6422	6.3145	2.2015	49.0922	0.0892
上海建工	333.9689	318.3106	9.5693	4.4554	23.9596	0.0166
中国核建	254.3042	93.1770	9.9184	0.8576	6.3965	0.0090
隧道股份	237.7222	237.7222	10.0205	3.0351	15.3858	0.0379
中工国际	184.5809	183.7815	13.8461	2.7076	28.3397	0.3358

资料来源：wind，天风证券研究所（注：按照行业内各家企业的日均总市值大小进行排序）

从 MSCI 概念股在建筑装饰行业内的选股情况来看，入选 MSCI 概念股条件如下：**首先，总市值及流通市值在行业内排名前列。**入选 MSCI 概念股的 11 家企业在 2018.1.1-2018.5.31 期间行业内日均总市值及日均流通市值均在行业内排名靠前，由此可以看出大市值是入选 MSCI 的硬性指标。

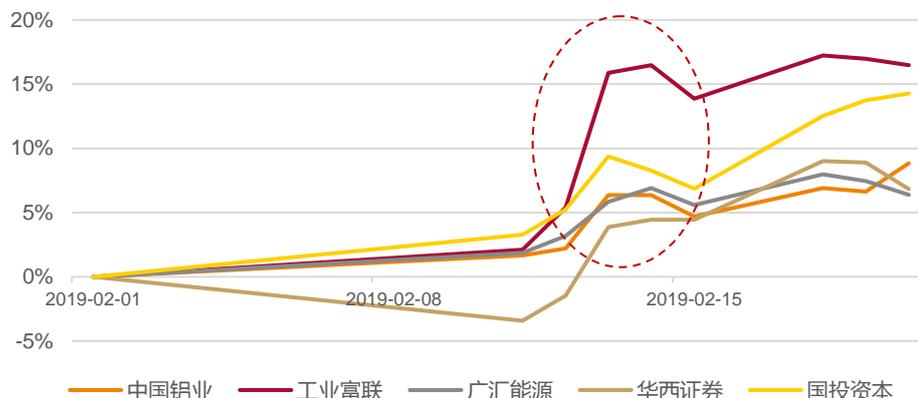
其次，财务指标表现良好。股息率：行业内入选 MSCI 概念股的股票的股息率均保持在 1.8% 以上。**ROE：**除了中国中冶和中国化学的 ROE 相对较低以外，其余入选企业 2018 年的 ROE 均在 9% 以上，且中国建筑和金螳螂的 ROE 分别达到了 16.67%、17.18%。**经营性现金流量（OCF）：**入选企业的经营性现金流量净额均保持正值，经营性现金流量状况良好。

根据以上 MSCI 选股标准来看，未来建筑业内**中国核建和中工国际**两家企业很有可能成为下一波 MSCI 概念股的入选者。**就中工国际来说，**虽然其日均总市值及流通市值在 2019.1.1-2019.6.31 期间仅在 150 亿左右，与 200 亿存在一定的差距，但考虑到人民币持续贬值会给公司带来较大的汇兑收益、现金流、分红情况较稳定、估值已在低位，未来市值可能存在一定的提升空间，有可能进入 MSCI 的入选名单。**一旦被纳入，将成为第二只建筑深市 MSCI 成分股，机构被动配置的意愿可以对标金螳螂。**

就中国核建来说，虽然其在 2018.1.1-2018.5.31 期间日均总市值基本保持在 200 亿左右，但其上市时间较晚，2016 年 6 月才正式上市，限售股较多，未来随着限售股陆续解禁流通市值会逐渐上升，从而满足 MSCI 概念股对于流通市值的硬性要求。财务指标来看，中

国核建的股息率较行业内 MSCI 概念股还存在一定的差距，但存在改善的时间和空间，未来在财务指标方面的改善很有利于其入选 MSCI 概念股。

图 24：5 家 2019 年 2 月 11 日新入摩 A 股企业期间收益率状况



资料来源：wind，天风证券研究所

2019 年 2 月 11 日有 12 家中国企业新纳入 MSCI 概念股，其中有 5 家 A 股，观察这 5 家 A 股股票在 2019.2.1-2019.2.20 期间的期间收益率走势状况，5 家企业的股价日涨跌幅及相对沪深 300 指数的相对收益均在 2 月 11 日入摩后开始大幅上涨，大约在 15 日左右有小幅下降。

MSCI 新兴市场指数一般会在每年的 5 月、11 月进行指数半年度调整、在 2 月、8 月进行指数季度调整，对纳入新兴市场指数的成分股进行剔除和增添。以上现象意味着未来中国核建和中工国际或将纳入 MSCI 概念股，股价有一定涨幅。

4.2.2. 中设集团有望入选下一波富时罗素概念股

2019 年 5 月富时罗素官网公布第一批入选富时罗素概念股名单，建筑业共 31 只股票入选。富时罗素概念股的入选标准有三，其一是规模较大，其二是流动性高，其三是在过往一年中无主动停牌记录。

苏交科入选富时罗素概念股，然而和苏交科有相近主业且业务状况相近的同业可比公司中设集团并未入选。通过分析发现中设集团未能入选的主要原因是流动性过低。在富时罗素概念股名单公布的前 8 个月中，和那些市值小于或等于中设集团且入选概念股的股票相比，中设集团的月交易量（将每只股票每个月内各日交易量的中位数作为当月的月交易量）有 7 个月均垫底，且与其他概念股相差较大。

表 14：中设集团的月成交量显著较小（万股）

2018 年 9 月		2018 年 10 月		2018 年 11 月		2018 年 12 月	
证券简称	月成交量	证券简称	月成交量	证券简称	月成交量	证券简称	月成交量
中设集团	135	美晨生态	0	中设集团	192	中设集团	188
广田集团	282	中设集团	99	北方国际	457	北方国际	266
北方国际	323	浦东建设	291	宝鹰股份	572	岭南股份	332
岭南股份	328	北方国际	311	岭南股份	580	浦东建设	390
浦东建设	342	广田集团	409	浙江交科	802	亚厦股份	469
同济科技	360	亚厦股份	426	苏交科	807	苏交科	610
美晨生态	453	同济科技	446	广田集团	823	中钢国际	617
浙江交科	562	岭南股份	522	中化岩土	831	杭萧钢构	742
亚厦股份	622	浙江交科	587	安徽建工	864	浙江交科	744
苏交科	663	安徽建工	618	浦东建设	876	安徽建工	814
宝鹰股份	677	宝鹰股份	630	中钢国际	905	美晨生态	876

中化岩土	682	中化岩土	662	亚厦股份	1033	广田集团	1070
美尚生态	704	中钢国际	728	杭萧钢构	1057	宝鹰股份	1107
杭萧钢构	930	杭萧钢构	817	美尚生态	1618	中化岩土	1118
中钢国际	966	苏文科	848	美晨生态	1898	美尚生态	1284
安徽建工	966	美尚生态	1312	山东路桥	2368	同济科技	1661
蒙草生态	1425	蒙草生态	1792	蒙草生态	2650	蒙草生态	1803
山东路桥	1769	山东路桥	3362	同济科技	2762	山东路桥	2007

2019年1月		2019年2月		2019年3月		2019年4月	
证券简称	月成交量	证券简称	月成交量	证券简称	月成交量	证券简称	月成交量
中设集团	105	中设集团	216	中设集团	402	中设集团	275
北方国际	219	北方国际	449	亚厦股份	1027	亚厦股份	728
苏文科	375	广田集团	778	浙江交科	1104	苏文科	741
浦东建设	392	宝鹰股份	791	苏文科	1110	浙江交科	1088
中钢国际	483	亚厦股份	871	北方国际	1520	中化岩土	1358
亚厦股份	544	岭南股份	923	杭萧钢构	2172	岭南股份	1421
杭萧钢构	601	苏文科	970	广田集团	2173	安徽建工	1546
安徽建工	631	浦东建设	1050	岭南股份	2271	杭萧钢构	1942
宝鹰股份	647	中化岩土	1059	美晨生态	2312	北方国际	1971
广田集团	676	杭萧钢构	1290	宝鹰股份	2534	宝鹰股份	2076
岭南股份	680	安徽建工	1335	美尚生态	2570	美尚生态	2354
浙江交科	730	浙江交科	1348	山东路桥	2792	山东路桥	2358
中化岩土	763	中钢国际	1457	中钢国际	3191	广田集团	2529
美晨生态	1076	美尚生态	1768	中化岩土	3701	蒙草生态	3104
蒙草生态	1305	山东路桥	1856	浦东建设	3874	浦东建设	3193
美尚生态	1390	美晨生态	2052	安徽建工	3940	中钢国际	3513
山东路桥	1526	同济科技	2573	蒙草生态	4775	美晨生态	3668
同济科技	1650	蒙草生态	3287	同济科技	4795	同济科技	5070

资料来源：wind、天风证券研究所

虽然未能在第一批入选富时罗素概念股，但目前中设集团业绩持续高速发展，近三年营收 CAGR 达到 44.31%，净利润 CAGR 达到 35.27%，2018 年的股息率、ROE、经营现金流状况等财务指标也明显好于苏文科，管理团队也在不断提升对公司的经营管理能力，从目前来看，公司近几个月的成交量的确也有提升的趋势。富时罗素在每年的 3、6、9、12 月会进行成分股名单的挑选与剔除，中设集团或将在明年入选富时罗素概念股。

若明年中设集团成功入选富时罗素概念股，考虑到图 16 的走势，我们认为届时配置中设集团会有更好的相对价值。

4.3. 机会三：中国中铁成功“二次入摩”，即将迎来外资被动加持

中国中铁由于市场化债转股停牌错过第一次入摩机会，2019 年 8 月 8 日，MSCI 宣布将包括建筑业中国中铁在内的五家企业纳入指数编制。中国中铁和中国铁建二者在主营业务以及市值大小方面均存在很大程度的相似性，但中国中铁由于自身内部原因未能在第一次成功入摩，北上资金在二者之间的持仓市值差距自 2019 年 3 月初 MSCI 宣布年内分步调高 A 股纳入比例以来持续加大。

中国铁建与中国中铁的入摩时间分别为 2018 年 6 月 1 日及 2019 年 8 月 8 日，在此期间中国铁建的区间涨跌幅为 4.31%，显著优于中国中铁的-17.91%（见图 15）。

图 25：北上资金在中铁和铁建持仓市值差距（亿）

图 26：汇率走势与中国中铁溢价率变化



资料来源: wind, 天风证券研究所

资料来源: wind, 天风证券研究所

我们认为在今后一段时间中国中铁将会迎来外资的大幅加持,理由如下:第一,追踪 MSCI 指数的被动外资的配置。2019 年 8 月 8 日中国中铁顺利入摩,以后将会有跟踪 MSCI 指数的外资基金将会对中国中铁进行增持。

第二:人民币持续贬值, A 股溢价率有所下降。自年初以来港元兑人民币已经从 0.87 上升至 0.9,在人民币贬值的影响下,中国中铁 A 股溢价率有望有所下降,从而增强外资配置中国中铁的动力。

表 15: 中国中铁与中国铁建财务财务指标比较

日期	股息率 (%)		ROE (%)		经营现金净流量 (亿)	
	中国中铁	中国铁建	中国中铁	中国铁建	中国中铁	中国铁建
2016-06-30	1.8364	2.1084	4.1364	4.9611	433.8149	297.4617
2016-12-31	1.4447	1.7559	9.2346	11.5293	544.9514	371.3758
2017-06-30	1.4764	1.7456	5.3529	4.8955	302.0514	254.2052
2017-12-31	1.5256	1.8851	10.8665	11.4450	331.7407	254.0418
2018-06-30	1.7135	2.4362	5.9765	5.1765	323.1904	49.7289
2018-12-31	1.8312	1.9319	9.9078	11.2341	119.6170	54.4786
2019-06-30	1.9632	2.1106	5.3971	5.4204	-498.0530	-324.7191

资料来源: wind, 天风证券研究所

第三:市值较大,财务指标表现良好。就中国中铁的各项指标来看,其市值过千亿,股息率和净资产收益率及经营现金流状况均在行业内表现较好,股息率、ROE 与中国铁建相近,且经营现金净流量好于中国铁建,预期未来一段时间中国中铁可能会被外资大量增持,二者之间的持仓市值差距也会逐渐缩小。从图中看,自进入 8 月份以来,中国铁建与中国中铁之间的持仓市值差距已经出现了下降趋势。

表 16: 中国中铁机构投资者中公募基金持仓情况 (万股)

排名	公募机构	持仓数量	占流通 A 股比例
1	华夏基金管理有限公司	12326.12	0.66%
2	博时基金管理有限公司	5779.22	0.31%
3	嘉实基金管理有限公司	2238.99	0.12%
4	华泰柏瑞基金管理有限公司	2209.68	0.12%
5	华安基金管理有限公司	1864.69	0.10%
6	银华基金管理股份有限公司	1719.93	0.09%
7	工银瑞信基金管理有限公司	1578.67	0.08%
8	南方基金管理股份有限公司	801.41	0.04%
9	广发基金管理有限公司	710.07	0.04%
10	易方达基金管理有限公司	611.49	0.03%

资料来源：wind，天风证券研究所

我们认为未来外资可能会对中国中铁加仓。图 23 显示 2018 年 8 月中铁虽未纳入 MSCI，但市场对其认可度较高，且市场预计 2019 年 2 月会入摩，所以外资对其和铁建的持仓市值基本一致，但 2 月成分股调整出炉后中铁并未入摩，使得外资对其二者的持仓市值差距开始拉开。2019 年来北上资金对于中国中铁和中国铁建的持仓市值差距平均约为 4 亿左右，占中国中铁流通股比例约为 0.28%，约等于中国中铁机构投资者中公募基金持仓市值第二位的博时基金。8 月中铁已成功入摩，若被动资金全部买入将会对股价产生不小影响。

4.4. 机会四：富时罗素入选要求低，调增比例下优质股将获外资积极布局

2019 年 5 月富时罗素对外宣布将 A 股纳入指数编制范畴，分别在 2019 年的 6 月、9 月以及 2020 年 3 月分三个批次将 A 股的纳入比例逐步从 5% 提升至 25%。

和 MSCI 概念股相比，富时罗素概念股一个突出特点在于其放松了对于大市值的硬性要求，入选股票总市值最低在 60 亿左右，且在股息率、净资产收益率方、现金流方面也在一定程度上放松了入选限制。

富时罗素概念股在建筑行业共有 28 只概念股，其中有 9 只概念股与 MSCI 概念股重复，今年 6 月富时罗素正式纳入 A 股，并在未来一段时间不断提高 A 股纳入比例，预期未来富时罗素概念股将会得到外资的积极布局。

表 17：富时罗素概念股各项指标（本表中将与 MSCI 概念股重复的部分省略）

证券简称	区间日均总市值（亿） (2019.1-2019.6)	区间日均流通市值（亿） (2019.1-2019.6)	2018 年 ROE	2018 年股 息率	2018 年 OCF	OCF/流动 负债
中铝国际	197.6983	19.7698	3.1627	0.5950	5.7097	0.0174
四川路桥	132.5491	126.9156	8.6496	1.5244	32.3293	0.0804
中材国际	118.0522	117.8812	16.8132	4.8446	-16.1961	-0.0903
龙元建设	110.4122	93.7966	11.8400	0.8863	-10.9799	-0.0339
浙江交科	110.2458	46.3810	19.3596	1.1685	13.3450	0.0618
苏交科	92.1649	61.9565	15.6761	1.3500	0.6071	0.0086
宝鹰股份	89.6180	84.3908	7.4200	0.3650	-7.9935	-0.1725
美尚生态	88.7982	43.6441	12.6652	0.7576	1.6357	0.0416
中化岩土	88.4354	52.0119	6.0784	0.4651	1.1499	0.0294
广田集团	86.8589	86.4078	5.1163	0.5181	4.4929	0.0369
岭南股份	85.8486	54.2924	19.1639	0.8979	1.1571	0.0112
亚厦股份	79.6208	74.0417	4.8022	0.8333	-1.2831	-0.0101
安徽建工	77.2013	40.8501	9.5181	4.2135	-20.6032	-0.0397
杭萧钢构	75.4459	75.2725	18.5200	2.7778	6.5192	0.1450
北方国际	74.6427	61.0081	15.0503	1.0417	1.8238	0.0312
蒙草生态	73.1901	53.8763	5.6081	0.4627	-18.7184	-0.2434
中钢国际	69.1633	40.9014	9.6593	2.7586	12.3108	0.1145
浦东建设	65.3048	65.3048	7.9607	3.0242	-0.2314	-0.0051
山东路桥	63.5537	42.0335	14.7224	1.4822	8.3010	0.0559
美晨生态	61.6534	61.2570	11.0852	0.0000	-1.2251	-0.0257
同济科技	55.8643	55.8643	13.8322	2.0979	37.4504	0.4592

资料来源：wind，天风证券研究所

从财务指标来看，除了和 MSCI 概念股重合的股票外，表中加黑部分企业（四川路桥、中材国际、苏交科、杭萧钢构）的股息率、ROE 以及经营性现金流量情况表现突出，且流通市值均超过 60 亿，或将会是富时罗素概念股中外资感兴趣的对象。随着未来富时罗素给与 A 股的权重持续提升，这些公司有望获得外资投资。

我们预估针对以上富时罗素概念股的套利操作结果可能没有对机会一中 MSCI 概念股套利结果表现好。一方面在于追踪富时全球及新兴市场指数的基金规模小于追踪 MSCI 指数的基金规模。根据富时罗素估计,跟踪全球指数和全球新兴市场指数的被动基金中,约有 40% 以富时指数为基准,剩余 60%则以 MSCI 指数为基准。另一方面,以上这些富时罗素概念股和 MSCI 概念股相比而言流通市值较低、财务指标表现稍差,因此对外资的吸引力没有 MSCI 概念股强。

风险提示

MSCI、富时罗素扩容延误,中美贸易摩擦加剧,固定资产投资增速持续下行

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	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	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