

建筑装饰

证券研究报告
2019年12月09日

择股+择时详细解析 ETF 换购新规后周期股的“套利”机会

投资评级

行业评级

上次评级

强于大市(维持评级)

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 《探寻外资资金流入下建筑板块的“套利”机会》 2019-09-07

上市公司股东大幅超额换购巨无霸 ETF 成热潮

目前我国 ETF 市场产品类型不断丰富, 市场规模稳健增长。ETF 基金大受欢迎归功于采用被动式管理, 即完全复制跟踪指数的股票种类和数量比例作为基金投资组合及投资报酬率。而逐步调整投资组合直至符合跟踪指数要求的过程, 被称为 ETF 建仓阶段。

自 2017 年减持新规发布后, 换购 ETF 变相减持成为上市公司套现减持的渠道之一。因为股东通过股份换购指数 ETF 来减持股票比普通减持流程更简单, 成本更低, 换购后再减持无需公告, 具有一定隐蔽性。在这一背景下, 今年迎来了换购热潮, 博时、嘉实、广发、富国旗下的中证央企创新驱动 ETF 是国内首批跟踪央企创新指数的 ETF 产品, 从 8 月 12 日开始认购, 仅用 32 天首募规模达 406.87 亿元, 而上市公司股东大手笔的股份换购功不可没, 其中中国神华股东减持换购就达 80 亿, 中国化学、中国建筑、中国交建、中国电建、中国中冶五家建筑央企的股东换购合计贡献近 120 亿元。

由此引发的问题是当换购的成份股表现显著弱于指数, 易导致产品净值大幅跑输基准。为了避免这一问题, 今年 11 月, 监管层提出上市公司股东认购 ETF 份额使用的股份, 计入减持规则规定的减持额度。

近期成立超 300 亿规模 ETF 基金, 受到监管新规约束

易方达、富国、汇添富三家旗下中证国企一带一路 ETF 及其联接基金于 9 月 11 日开始发行, 为期 51 天的认购期间募集到 202.49 亿元, 目前正处于建仓期; 博时中证可持续发展 100ETF、南方基金旗下首只 ESG 主题基金已于近日获批, 两只 ESG 基金预计规模可达 100 亿元。这些基金受到 ETF 换购新规约束, 且中证国企一带一路 ETF 和央企创新 ETF 很多股票标的重合。

手把手教你周期股布局攻略: 利用时间差, 抓住 ETF 换购新规后的“套利”机会

结合上文信息, 我们可以进行两个推断: (1) 在新规公布前, 由于没有受到监管限制, 大股东向四只央企创新驱动 ETF 大幅超比例换购超出了成份股权重, 基金管理人需在建仓期内将这些股票卖出, 这一时期公司股价受此影响下跌; (2) 在新规公布后, 正在建仓或认购的中证国企一带一路 ETF、博时中证可持续发展 100ETF、南方 ESG 主题股票基金或难以获得上市公司股东的超额减持换购, 基金管理人只能通过二级市场买入股票以达到投资组合规定比例。根据 (1)(2) 的推断, 我们认为结合基金发行时间差, 通过找到被动买盘最大的股票, 有望实现套利。

择时策略: 尽管上述 ETF 基金合同规定的建仓期为 6 个月, 但对照以往 ETF 建仓习惯, 我们发现, 基金管理人在基金合同生效后 3-4 个月基本完成投资组合的比例调整。因此我们预测: (1) 2019 年 12 月 21 日前, 为 ETF 大量卖出期; (2) 2019 年 12 月 21 日至 2019 年年底, ETF 基金买入量大于卖出量, 但此时进场风险较大; (3) 2019 年年底至 2020 年 1 月 27 日, ETF 基金买入量大于卖出量, 与此同时专项债大量发行对投资影响尚无法证伪, 风险收益比较好; (4) 2020 年 1 月 27 日至 3 月初, 此时基金公司公布年报, 可对预测进行验证并调整策略, 处于右侧低风险期。

择股策略: 首先, 我们根据中证国企一带一路指数、可持续发展 100 指数的成份和权重、基金投资规模, 计算出近期建仓 ETF 对各成份股的买入量; 随后, 我们辅之考虑个股的换手率、估值等数据, 最终, 遴选出在近 2-3 个月最具有投资潜力的个股。我们发现排在前 20 的股票多为钢铁、建筑、化工等周期股, 分别为 6 只、4 只、3 只。建筑公司上榜的有中工国际、隧道股份、中材国际、葛洲坝。结合之前择时的观点, 我们认为一二月份上述公司被动买盘较大。

风险提示: 基金建仓过程不符预期; 大股东后续持续减持换购影响该策略效果; 出现新的监管政策; 专项债发行不及预期



内容目录

1. 上市公司股东大幅超额换购巨无霸 ETF 成热潮.....	4
1.1. ETF 基金紧密跟踪标的指数.....	4
1.2. 中证央企创新驱动 ETF 募集逾 400 亿元，成为新晋巨无霸.....	4
1.2.1. 中证央企创新驱动 ETF 成立背景.....	4
1.2.2. 中证央企创新驱动 ETF 获成分股大股东换购.....	5
1.3. 大股东超比例换购 ETF 或致公司股价下跌.....	5
1.4. 监管出手整治乱象，叫停 ETF 超额换购.....	8
2. 近期成立超 300 亿规模 ETF 基金，受到监管新规约束.....	8
2.1. 中证国企一带一路 ETF 规模达 200 亿元.....	8
2.2. 博时中证可持续发展 100ETF 获批发布，南方 ESG 主题股票基金发售.....	9
3. 手把手教你周期股布局攻略：利用时间差，抓住 ETF 换购新规后的“套利”机会.....	10
3.1. 择时策略：建仓进度或加快，存在套利时间差.....	11
3.1.1. 央企创新驱动、一带一路 ETF 建仓进度预测：建仓周期约 3-4 个月.....	11
3.1.2. 对建仓进度预测的验证：央企创新 ETF 建仓完成率约为 75%.....	15
3.1.3. 关于择时的阶段性分析.....	15
3.2. 择股策略：存在较好套利机会的多数为周期股.....	16
3.2.1. 大额换购央企创新 ETF 致股票跌不休.....	16
3.2.2. 国企一带一路 ETF、可持续发展 100ETF 买入成份股统计分析.....	17
4. 风险提示.....	19

图表目录

图 1：中证央企创新驱动指数成份权重行业分布.....	5
图 2：中证央企创新驱动指数成份个数行业分布.....	5
图 3：中证央企创新驱动 ETF 业绩表现.....	5
图 4：中国神华 9 月 12 日至今收盘价走势（右轴成交额，百万元）.....	7
图 5：中国建筑 9 月 12 日至今收盘价走势（右轴成交额，百万元）.....	7
图 6：国企一带一路指数成份权重行业分布.....	9
图 7：国企一带一路指数成份个数行业分布.....	9
图 8：中证可持续发展 100 指数成份权重行业分布.....	9
图 9：中证可持续发展 100 指数成份个数行业分布.....	9
图 10：ETF 换购新规后的套利思路.....	11
图 11：ETF 套利时间轴.....	15
图 12：央企创新驱动 ETF 的行业流入流出统计.....	17
图 13：国企一带一路 ETF、可持续发展 100ETF 的行业流入统计.....	18
表 1：博时央企创新驱动 ETF 基金合同摘要.....	4
表 2：央企创新驱动 ETF 持有建筑央企情况.....	6

表 3: 博时央企创新驱动 ETF 季报持股情况 (按占基金资产净值比例排序)	6
表 4: 嘉实央企创新驱动 ETF 季报持股情况 (按占基金资产净值比例排序)	6
表 5: 广发央企创新驱动 ETF 季报持股情况 (按占基金资产净值比例排序)	7
表 6: 富国央企创新驱动 ETF 季报持股情况 (按占基金资产净值比例排序)	7
表 7: 中交集团换购中证国企一带一路 ETF 情况	8
表 8: 中证国企一带一路 ETF 情况	9
表 9: 可持续发展 100 指数成份中的建筑央企 (以权重为序)	10
表 10: 中证中财沪深 100ESG 领先指数成份中的建筑央企 (以权重为序)	10
表 11: 建仓进度预测参考 ETF	12
表 12: 博时央企结构调整 ETF 建仓进度	12
表 13: 嘉实富时中国 A50ETF 建仓进度	12
表 14: 广发创业板 ETF 建仓进度	13
表 15: 富国恒生中国企业 ETF 建仓进度	13
表 16: 易方达国企改革分级 B 建仓进度	14
表 17: 汇添富中证上海国企 ETF 建仓进度	14
表 18: 央企创新驱动 ETF 预计需卖出多余换购成份股规模	14
表 19: 对建仓进度预测的验证	15
表 20: 央企创新驱动 ETF 预计需卖出多余换购成份股规模	16
表 21: 预计买入成份股占公司市值比重前二十名及预计买入建筑企业成份股情况	17
表 22: 公司排序	19

1. 上市公司股东大幅超额换购巨无霸 ETF 成热潮

1.1. ETF 基金紧密跟踪标的指数

自 1993 年美国证交所推出第一只跟踪标普 500 指数的 ETF (Exchange Traded Fund) 产品 SPDR 以来,ETF 凭借其透明简单、交易灵活、成本低廉和低风险等特点很快风靡全球。2004 年 12 月,上交所华夏上证 50ETF 的设立标志着境内证券市场首次推出交易型开放式指数基金产品。经过十五年的发展,我国 ETF 产品类型不断丰富,市场规模稳健增长,我国境内挂牌交易 ETF 达到 244 只,市值规模超过 6500 亿元。

ETF 基金大获成功归功于采用被动式管理,即**完全复制跟踪指数的股票种类和数量比例作为基金投资组合及投资报酬率**,可以有效降低风险。发行方式上,股票认购是 ETF 特有的发行方式,投资者可以在募集期使用单只或多只 ETF 标的指数成份股认购 ETF 份额。

ETF 基金成功募集足够资金后宣告基金合同生效,基金合同中通常会规定基金的投资目标、投资策略和建仓期。根据合同规定,基金管理人应在一定时间内逐步调整实际组合直至符合跟踪指数要求,此过程为 ETF 建仓阶段,目前我国 ETF 建仓期多为 3 个月或 6 个月,具体时长依合同约定。表 1 以博时央企创新驱动 ETF 为例,该基金比较基准中证央企创新驱动指数收益率,在 6 个月建仓期到期时,基金投资组合应与指数成份股及其权重保持一致。

表 1: 博时央企创新驱动 ETF 基金合同摘要

事项	具体内容
投资目标	紧密跟踪标的指数,追求跟踪偏离度和跟踪误差最小化。
投资策略	本基金主要采用完全复制法进行投资,即按照成份股在标的指数中的基准权重来构建指数化投资组合,并根据标的指数成份股及其权重的变化进行相应调整。但因特殊情况(比如流动性不足等)导致本基金无法有效复制和跟踪标的指数时,基金管理人可使用其他合理方法进行适当的替代。特殊情况包括但不限于以下情形:(1)法律法规的限制;(2)标的指数成份股流动性严重不足;(3)标的指数的成份股长期停牌;(4)其它合理原因导致本基金管理人对标的指数的跟踪构成严重制约等。在正常情况下,本基金力争控制投资组合的净值增长率与业绩比较基准之间的预期日均跟踪偏离度的绝对值小于 0.2%,预期年化跟踪误差不超过 2%。如因标的指数编制规则调整等其他原因,导致基金日均跟踪偏离度和跟踪误差变大,基金管理人应采取合理措施,避免日均跟踪偏离度和跟踪误差的进一步扩大。
建仓期	基金管理人应当自基金合同生效之日起 6 个月内使基金的投资组合比例符合基金合同的有关约定。
比较基准	中证央企创新驱动指数收益率

资料来源:基金合同,天风证券研究所

1.2. 中证央企创新驱动 ETF 募集逾 400 亿元,成为新晋巨无霸

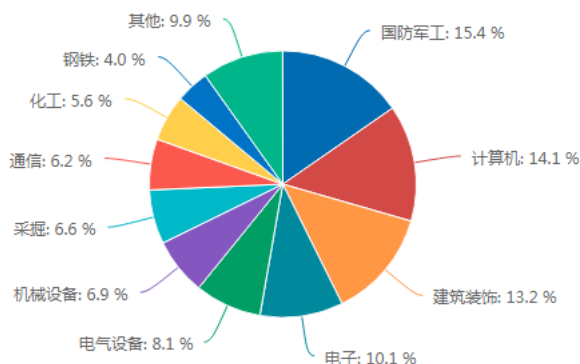
1.2.1. 中证央企创新驱动 ETF 成立背景

“创新驱动发展战略”作为七大战略之一在十九大被再次提出,“中国制造”正逐步转向“中国创造”,而央企龙头企业作为国民经济发展的重要支柱,是实施国家重大科技创新部署的骨干力量。央企创新驱动 ETF 在这一背景下应运而生,旨在为投资者投资央企的科创能力提供资产配置工具,推动资本向创新型国有上市公司集聚。

博时央企创新驱动 ETF、嘉实中证央企创新驱动 ETF、广发中证央企创新驱动 ETF、富国中证央企创新驱动 ETF 是国内首批跟踪央企创新指数的 ETF 产品,从 8 月 12 日开始认购,到 9 月 12 日完成募集,仅用 32 天首募规模达 406.87 亿元,其中博时和嘉实旗下的央企创新驱动 ETF 首募规模均超过 100 亿元,分别为 167.35 亿元、132.50 亿元。

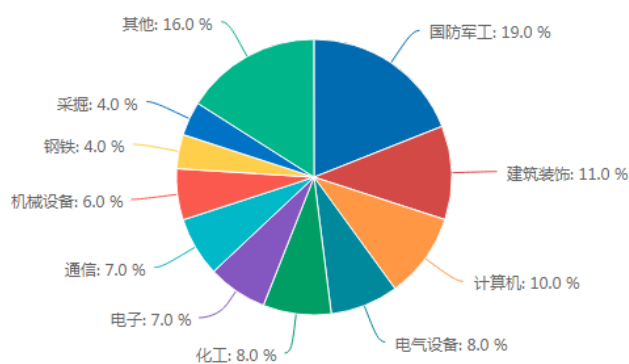
央企创新驱动 ETF 紧密跟踪中证央企创新驱动指数,该指数以国资委下属央企上市公司为待选样本,综合评估其在科技创新方面的综合情况,选取其中较具代表性的 100 家上市公司股票作为样本股,反映具备科技创新活力的央企上市公司股票在 A 股市场的整体走势。

图 1：中证央企创新驱动指数成份权重行业分布



资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：中证央企创新驱动指数成份个数行业分布



资料来源：wind，天风证券研究所

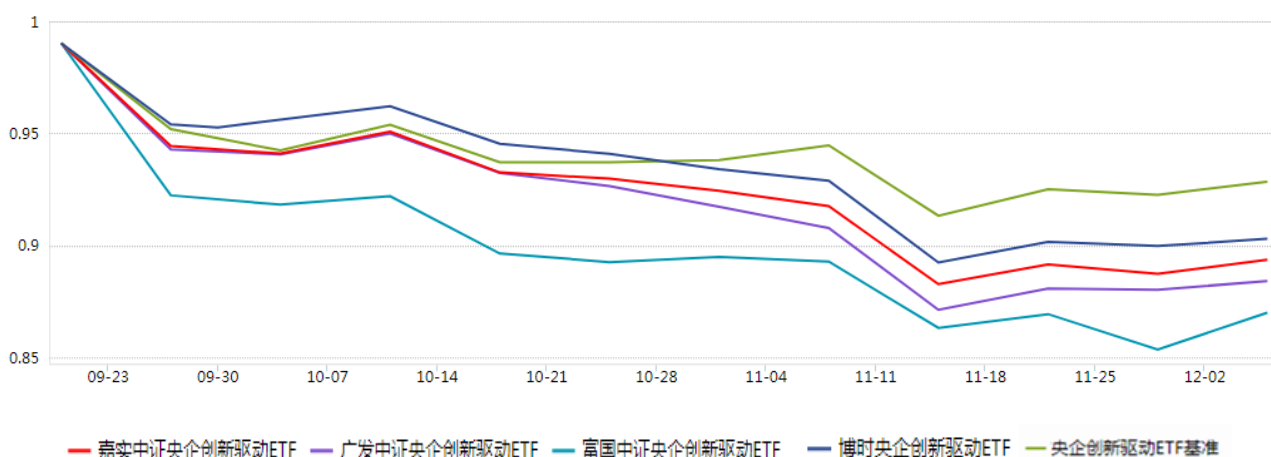
1.2.2. 中证央企创新驱动 ETF 获成分股大股东换购

自 2017 年减持新规发布后，换购 ETF 变相减持成为上市公司套现减持的渠道之一。上市公司股东通过股份换购指数 ETF 来减持股票比普通减持流程更简单，成本更低。一方面换购 ETF 可以免除印花税和分红所得税，费率低；另一方面，换购后再减持无需公告，具有一定隐蔽性，可以绕开减持新规约束。

在这一背景下，今年更是迎来了换购热潮，博时、嘉实、广发、富国旗下 4 只央企创新驱动 ETF 实现 400 亿元的募股份额，其中上市公司股东大手笔的股份换购功不可没。而由此引发的问题是大幅超比例换购公募 ETF 大额减持，或将加大基金经理调仓的难度，一旦换购的成份股表现显著弱于指数，易导致产品净值大幅跑输基准，从而造成现金认购持有人的损失，基金公司可能因此受到监管处罚。

博时、嘉实、广发、富国旗下 4 只央企创新驱动 ETF 自 2019 年 9 月 20 日成立以来，收益率分别为 -10.04%、-10.40%、-11.13%、-13.82%，分别超越基准回报 -2.86%、-3.22%、-3.95%、-4.426%。

图 3：中证央企创新驱动 ETF 业绩表现



资料来源：wind，天风证券研究所

我们认为，导致这一现象的主要原因是上述基金在发售期间，得到上市公司股东的换购占基金规模的比重大幅超过目标权重，为了实现紧密跟踪标的指数的目标，基金管理人需要在建仓期调仓卖出大股东换进来的大部分股票，形成价格冲击成本，基金收益率随之下跌。

1.3. 大股东超比例换购 ETF 或致公司股价下跌

央企创新驱动 ETF 基金招募说明书显示，它们投资目标均是紧密跟踪标的指数，追求跟踪偏离度和跟踪误差的最小化，即建仓完成后，按照成份股在标的指数中的基准权重来构建

指数化投资组合，基金投资于标的指数成份股及备选成份股的资产不低于非现金基金资产的 80%，且不低于基金资产净值的 90%。

通过四只中证央企创新驱动 ETF 基金 2019 年三季报公布的持股情况，可以看出四只基金普遍存在大幅的超比例换购。400 亿基金规模中，中国神华一家减持换购就达 80 亿；中国中车、中国石油、宝钢股份等国企也存在超额换购；中国化学、中国建筑、中国交建、中国电建、中国中冶等建筑行业央企的换购参考市值近 120 亿元，合计占 400 亿基金比重接近 30%，但这五家建筑央企在中证央企创新驱动指数的权重合计仅为 7%，这意味着后续需卖出大量股票。

表 2：央企创新驱动 ETF 持有建筑央企情况

公司名称	被几家央企 ETF 持有	持有股数 (亿股)	持股占总股本	基金公司名称	股份获得方式	占标的指数权重 (%)
中国化学	2 家	2.51	5.10%	博时基金、嘉实基金	大股东减持换购 3%、国新投资减持换购 3%，合计占公司总股本约 6%股份	0.62
中国建筑	3 家	10.28	2.45%	博时基金、嘉实基金、广发基金	大家人寿以合计 2.47%股份减持换购	2.43
中国电建	1 家	3.35	2.19%	博时基金	国新投资以约 2.9%股份减持换购	1.79
中国交建	3 家	2.94	1.81%	博时基金、嘉实基金、广发基金	大股东向三家基金各减持换购 0.499%股份，合计占总股本 1.50%	1.16
中国中冶	1 家	1.15	0.55%	嘉实基金	大股东以占总股本 0.658%股份减持换购	1.03

资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所

我们整理了四只中证央企创新驱动 ETF 三季报披露的持股情况，根据大股东换购股份占基金资产净值比重减去该成份股占指数权重，计算出基金管理人调仓预计需卖出的个股规模，即下表中最后一列的“预计需卖出”金额。

表 3：博时央企创新驱动 ETF 三季报持股情况（按占基金资产净值比例排序）

公司简称	期末参考市值 (亿元)	持股数量(万股)	占总股本比例 (%)	占基金资产净值比例 (%)	占标的指数权重 (%)	预计需卖出 (亿元)
中国神华	30.09	16,020.47	0.81	17.98	2.82	25.37
中国建筑	22.55	41,520.00	0.99	13.47	2.43	18.48
中国石油	16.82	27,170.11	0.15	10.05	2.44	12.74
中国电建	15.52	33,515.50	2.19	9.27	1.79	12.52
宝钢股份	15.44	26,125.00	1.17	9.23	2.67	10.97
中国交建	13.13	12,991.20	0.80	7.85	1.16	11.19
中国化学	12.02	20,718.60	4.20	7.18	0.62	10.98
中国软件	3.55	494.56	1.00	2.12	1.46	1.11
天地科技	2.71	8,260.60	2.00	1.62	0.39	2.06
中国核电	2.65	5,000.00	0.32	1.58	1.45	0.22
上海电力	2.37	3,000.00	1.15	1.42	0.48	1.57
太极股份	1.22	413.90	1.00	0.73	0.57	0.27
南京熊猫	1.00	913.80	1.00	0.60	0.25	0.58
有研新材	0.92	847.08	1.00	0.55	0.37	0.30
北化股份	0.21	274.50	0.50	0.13	0.12	0.01

资料来源：wind，天风证券研究所

表 4：嘉实央企创新驱动 ETF 三季报持股情况（按占基金资产净值比例排序）

公司简称	期末参考市值 (亿元)	持股数量(万股)	占总股本比例 (%)	占基金资产净值比例 (%)	占标的指数权重 (%)	预计需卖出 (亿元)
------	-------------	----------	------------	---------------	-------------	------------

中国神华	23.47	12,498.19	0.63	17.71	2.82	19.73
中国建筑	16.92	31,168.05	0.74	12.77	2.43	13.70
宝钢股份	11.58	19,596.17	0.88	8.74	2.67	8.04
中国交建	8.37	8,278.27	0.51	6.32	1.16	6.83
中国软件	7.10	989.12	2.00	5.36	1.46	5.17
中国中冶	3.20	11,481.36	0.55	2.42	1.03	1.84
中国化学	2.58	4,442.93	0.90	1.95	0.62	1.76
中国核电	2.39	4,511.05	0.29	1.80	1.45	0.47
天地科技	2.03	6,195.40	1.50	1.53	0.39	1.51
南京熊猫	2.01	1,827.70	2.00	1.52	0.25	1.68
有研新材	0.92	847.07	1.00	0.69	0.37	0.43

资料来源: wind, 天风证券研究所

表 5: 广发央企创新驱动 ETF 三季报持股情况 (按占基金资产净值比例排序)

公司简称	期末参考市值 (亿元)	持股数量(万股)	占总股本比例 (%)	占基金资产净 值比例 (%)	占标的指数权重 (%)	预计需卖出 (亿元)
中国神华	19.78	10,534.18	0.53	22.80	2.82	17.33
中国建筑	16.35	30,103.41	0.72	18.85	2.43	14.24
中国交建	8.23	8,137.65	0.50	9.49	1.16	7.22
中国核电	2.38	4,500.00	0.29	2.74	1.45	1.12
天地科技	1.69	5,162.80	1.25	1.95	0.39	1.35
有研新材	0.92	847.08	1.00	1.06	0.37	0.60

资料来源: wind, 天风证券研究所

表 6: 富国央企创新驱动 ETF 三季报持股情况 (按占基金资产净值比例排序)

公司简称	期末参考市值 (亿元)	持股数量(万股)	占总股本比例 (%)	占基金资产净 值比例 (%)	占标的指数权重 (%)	预计需卖出 (亿元)
中国神华	6.90	3,676.67	0.18	34.06	2.43	6.41
卫士通	4.68	1,676.67	2.00	23.10	2.82	4.11
太极股份	1.33	450.35	1.09	6.56	1.16	1.09
北化股份	0.42	549.00	1.00	2.07	1.45	0.13

资料来源: wind, 天风证券研究所

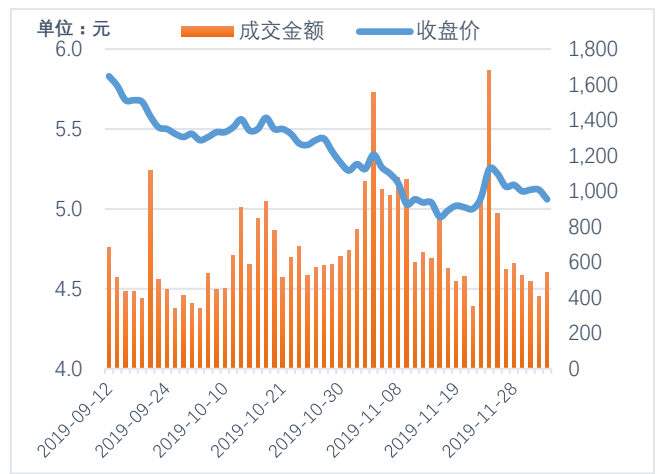
当换购成份股占基金净值的比例远高于相关成份股在指数中的权重, 为了完成建仓, 需要进行大幅度调仓, 卖出多余的换购成份股比例, 买入其他成份股。通过计算, 四只 ETF 需卖出五家建筑央企合计市值约 98 亿元的股票, 而此次换购规模最大的中国神华需被卖出股票规模约 68 亿元, 这也一定程度上解释了 9 月中旬以来这些公司股价普遍下跌的情况。

图 4: 中国神华 9 月 12 日至今收盘价走势 (右轴成交额, 百万元)

图 5: 中国建筑 9 月 12 日至今收盘价走势 (右轴成交额, 百万元)



资料来源：wind，天风证券研究所



资料来源：wind，天风证券研究所

1.4. 监管出手整治乱象，叫停 ETF 超额换购

为了避免 ETF 成为股东方暗度陈仓式减持的通道式产品，今年 11 月，监管层措施出台。

上交所在《关于严格规范 ETF 股票认购业务的答记者问》中指出，上市公司股东认购 ETF 份额使用的股份，计入减持规则规定的减持额度，与该股东通过二级市场减持的股份合并计算，不得超过当期可减持的股份额度。此外，参与主体还需承诺在一定期限内不转让股票认购获得的 ETF 份额。具体业务开展过程中，上交所采取基金管理人、股东事前承诺，交易所事前、事中检查，事后监管等措施，确保股东认购 ETF 所用股份数量不超过减持规则规定的减持额度。

深交所也发文表示严格参照减持新规监管 ETF 股票认购行为：2017 年 5 月，《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》及《深圳证券交易所上市公司股东及董事、监事、高级管理人员减持股份实施细则》正式发布。深交所严格参照减持新规的规定，对相关股东用股票认购 ETF 份额的行为进行监管。具体来说，上市公司大股东、特定股东认购 ETF 份额使用的股份，计入减持新规规定的减持额度，即相关股东认购 ETF 份额所支付的股份和其通过二级市场减持的股份合并计算，不得超过当期可减持的股份额度。

上市公司股东以股份认购 ETF 的份额将受到新规限制，意味着后续发行的中证国企一带一路 ETF 和博时中证可持续发展 100ETF，获得大幅超比例换购现象将显著减少。其中，中证国企一带一路 ETF 已完成募集，通过查看其 100 家样本股的公司公告，仅有中国交建公布了控股股东中交集团于 11 月 5 日，将持有的 7282.36 万股公司 A 股股份，换购易方达、富国、汇添富旗下基金产品中证国企一带一路 ETF，尽管此次换购比例超出了指数权重，但显著低于其之前在四只中证央企创新驱动 ETF 的比例幅度。公告同时说明本年度中交集团将不再有换购事项。换购公告属于自愿性披露，因此统计或有不全。

表 7：中交集团换购中证国企一带一路 ETF 情况

证券简称	参考市值 (亿元)	持股数量 (万股)	占基金资产净 值比例 (%)	占标的指数 权重 (%)	后续需卖 出 (亿元)	换购 ETF 名称
中国交建	6.03	7282.36	2.98	1.30	3.40	易方达基金、富国基金、汇添富基金 旗下中证国企一带一路 ETF

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 近期成立超 300 亿规模 ETF 基金，受到监管新规约束

2.1. 中证国企一带一路 ETF 规模达 200 亿元

“一带一路”核心是以基础设施建设为主线，加强全方位互联互通，为世界经济增长挖掘新动力、为国际经济合作打造新平台。国企一带一路 ETF 是按照国企一带一路指数构成与权重进行投资的指数基金，对服务国家“一带一路”建设、深化国有企业改革具有重要意义

义。

易方达、富国、汇添富三家基金公司于今年4月申报中证国企一带一路ETF及其联接基金，于7月获得证监会批复，并于9月11日开始发行，10月31日结束募集，在为期51天的认购期间募集到202.49亿元，易方达、富国、汇添富旗下的中证国企一带一路ETF首募规模分别为83.58亿元、82.67亿元、36.24亿元。

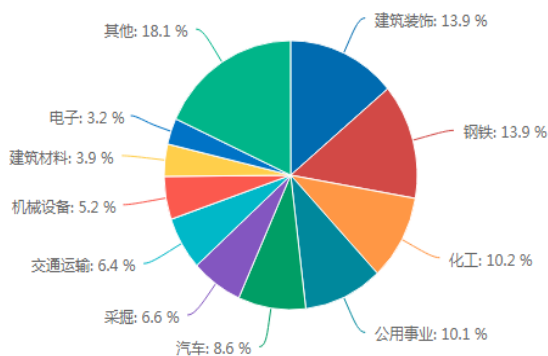
表 8：中证国企一带一路 ETF 情况

基金名称	基金成立日	基金规模 (亿元)	基金类型	基金公司	比较基准
易方达中证国企一带一路 ETF	2019-11-06	83.58	被动指数型基金	易方达基金	中证国企一带一路 指数收益率
富国中证国企一带一路 ETF	2019-11-06	82.67	被动指数型基金	富国基金	
汇添富中证国企一带一路 ETF	2019-11-06	36.24	被动指数型基金	汇添富基金	

资料来源：基金公告，天风证券研究所

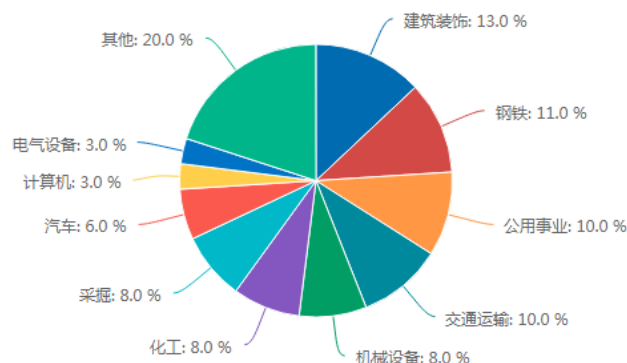
国企一带一路指数于5月16日由中证指数公司正式发布，这是目前资本市场唯一一只反映国有企业参与“一带一路”建设的标杆性指数。该指数以参与一带一路建设的国企上市公司为待选样本，综合评估其市值规模、一带一路业务参与程度、盈利质量及股东回报、社会责任情况，选取其中较具代表性的100家上市公司股票构成样本股，反映受益于一带一路主题的国企上市公司股票在A股市场的整体走势。

图 6：国企一带一路指数成份权重行业分布



资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：国企一带一路指数成份个数行业分布



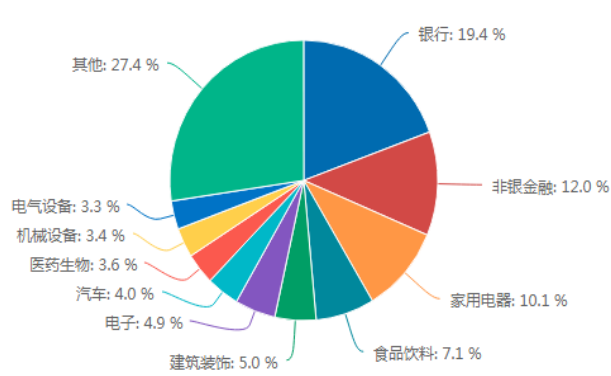
资料来源：wind，天风证券研究所

2.2. 博时中证可持续发展 100ETF 获批发布，南方 ESG 主题股票基金发售

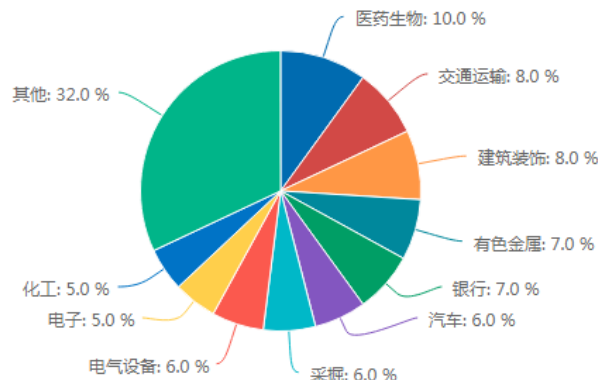
博时中证可持续发展 100ETF 于近日正式获批，该基金采用完全复制法跟踪中证可持续发展 100 指数。中证可持续发展 100 指数基于社会价值投资联盟长期关于可持续发展研究提供的成果和数据，由博时基金定制、中证指数有限公司编制和发布。该指数以沪深 300 指数成份股为样本池，先通过 6 个方面 17 个指标的筛选剔除不符合资质的上市公司，再从目标驱动力、方式创新力、效益转化力三大方面的 57 个细分指标进行评分，最终选出 100 只在经济 (E)、社会 (S)、环境 (E)、治理 (G) 方面综合价值高的上市公司编制而成。

图 8：中证可持续发展 100 指数成份权重行业分布

图 9：中证可持续发展 100 指数成份个数行业分布



资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

据博时 ETF 基金经理万琼介绍,中证可持续发展 100 指数在传统 ESG 投资策略的基础上加入投资过程中更关注的经济效益评估维度,并将社会指标结合中国实际情况进行改良,可以看作 ESG 的 2.0 升级版本。该指数的成份股具有估值较低、股息率较高、盈利能力较强的特点。因此,从这个角度来看,中证可持续发展 100 指数选取的企业更具有投资价值。

表 9: 可持续发展 100 指数成份中的建筑央企 (以权重为序)

公司简称	成交量(万股)	总市值(亿元)	权重 (%)
中国建筑	32,156.12	2,203.72	1.79
中国中铁	10,862.88	1,432.49	0.77
中国铁建	9,002.62	1,319.93	0.74
中国电建	10,497.30	645.62	0.52
中国交建	11,712.29	1,497.78	0.35
中国中冶	7,255.53	565.75	0.32
葛洲坝	6,218.66	287.34	0.28
中国化学	3,213.57	310.78	0.21

资料来源: wind, 天风证券研究所

今年 11 月,南方基金旗下首只 ESG 主题基金正式获批,并于 12 月 2 日正式发售。这是继易方达 ESG 责任投资和华宝 MSCI 中国 A 股国际通 ESG 之后,公募市场第三只 ESG 主题基金。南方 ESG 主题股票基金由金牛基金经理章晖管理,在 ESG 赋能下寻找长期业绩更强劲的公司,利用 ESG 投资策略降低投资风险。该基金的比较基准:中证中财沪深 100ESG 领先指数收益率*75%+上证国债指数收益率*15%+中证港股通综合指数(人民币)收益率*10%。

表 10: 中证中财沪深 100ESG 领先指数成份中的建筑央企 (以权重为序)

公司简称	成交量(万股)	总市值(亿元)	权重 (%)
中国建筑	10,284.63	2,144.95	2.58
中国中铁	3,701.90	1,388.26	1.11
中国铁建	3,197.66	1,313.14	1.07
葛洲坝	1,764.98	283.19	0.41

资料来源: wind, 天风证券研究所

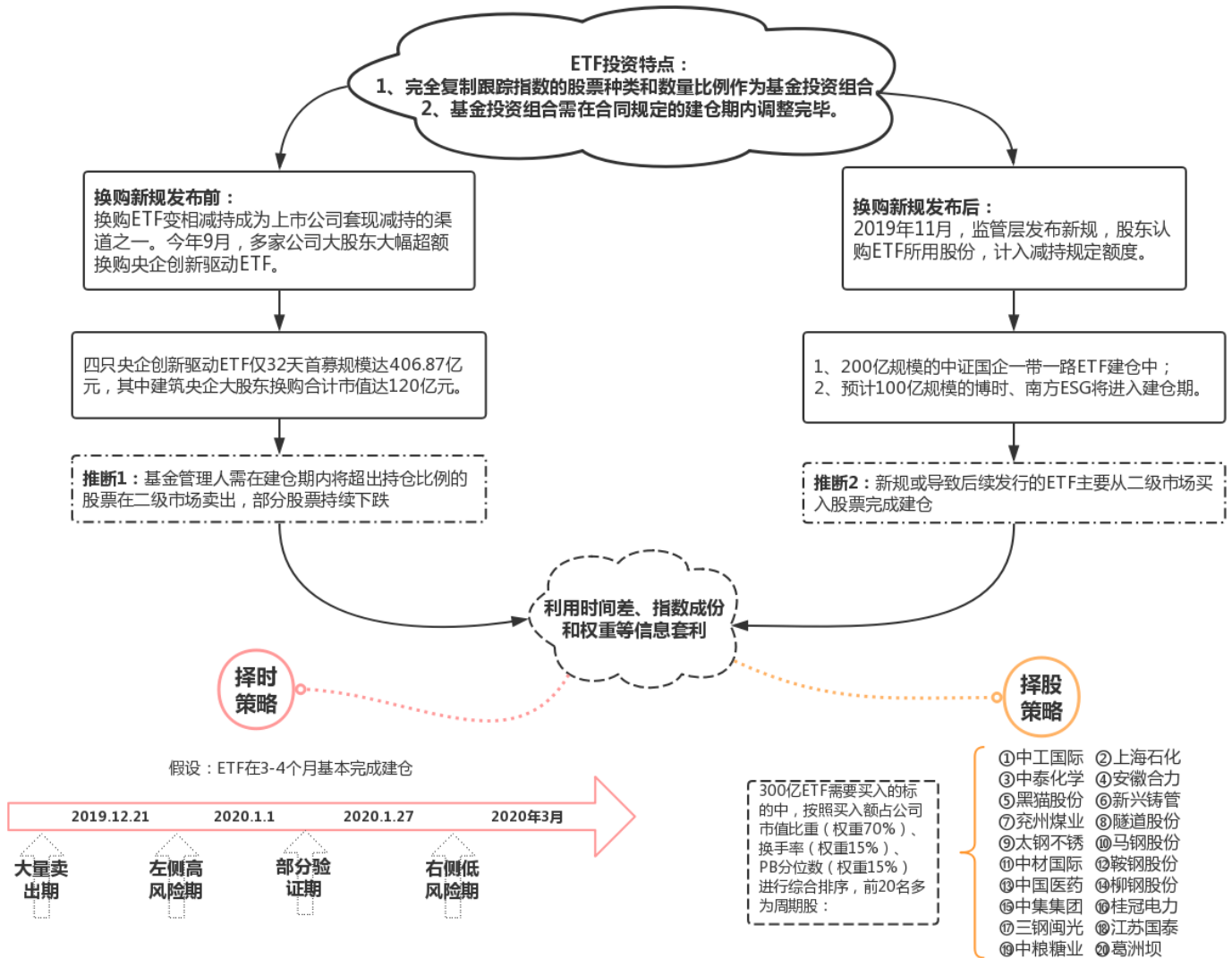
根据近期发行情况,我们预计博时中证可持续发展 100ETF、南方 ESG 主题基金合计募集规模约 100 亿元。

3. 手把手教你周期股布局攻略: 利用时间差, 抓住 ETF 换购新规后的“套利”机会

结合上文信息,我们可以进行两个推断:(1) 在新规公布前,由于没有受到监管限制,大股东向四只央企创新驱动 ETF 大幅超比例换购超出了成份股权重,基金管理人需在建仓期

内将这些股票卖出，这一时期公司股价受此影响持续下跌；（2）在新规公布后，正在建仓或认购的中证国企一带一路 ETF、博时中证可持续发展 100ETF、南方 ESG 主题股票基金将难以获得上市公司股东的超额减持换购，基金管理人基本只能通过二级市场买入股票以达到投资组合比例。根据（1）（2）的推断，我们认为结合基金发行时间差，通过找到被动买盘最大的股票，有望实现套利。

图 10：ETF 换购新规后的套利思路



资料来源：wind，天风证券研究所

3.1. 择时策略：建仓进度或加快，存在套利时间差

3.1.1. 央企创新驱动、一带一路 ETF 建仓进度预测：建仓周期约 3-4 个月

由于中证央企创新指数和中证一带一路指数标的很多是重合的，因此需要预测他们的建仓期，找到时间差。ETF 的基金合同生效后，基金管理人应逐步调整实际组合直至达到跟踪指数要求，此过程为 ETF 建仓阶段。ETF 建仓期一般为 3 个月。我们查询近期发行的 ETF 基金合同发现，大部分基金公司将 ETF 建仓期延长至 6 个月，包括本文分析的四只央企创新驱动 ETF 和三只中证国企一带一路 ETF。但是基于以往建仓规律，基金管理人在 ETF 基金合同生效后的 3-4 个月左右基本完成投资组合的比例调整，使基金符合跟踪指数的权重要求。

为了进行更准确的验证，我们以同一基金公司同一基金经理管理的已上市 ETF 基金作为对

照，对比这些 ETF 成立后两期基金报告的“指数投资按公允价值占基金资产净值比例前十名股票投资明细”，我们发现，在建仓期过半至建仓期结束的时间段，基金投资组合的比例变动较小，与跟踪指数的成份和权重趋于一致。

表 11: 建仓进度预测参考 ETF

参照 ETF				待验证 ETF		
基金公司	基金名称	基金经理	成立日期	基金名称	基金经理	成立日期
博时基金	博时央企结构调整 ETF	赵云阳	2018/10/19	博时央企创新驱动 ETF	赵云阳, 杨振建	2019/9/20
嘉实基金	嘉实富时中国 A50ETF	刘珈吟, 高峰	2017/7/3	嘉实央企创新驱动 ETF	刘珈吟, 金猛	2019/9/20
广发基金	广发创业板 ETF	刘杰	2017/4/25	广发央企创新驱动 ETF	刘杰	2019/9/20
富国基金	富国恒生中国企业 ETF	王保合, 王乐	2019/3/07	富国中证央企创新驱动 ETF	王乐乐	2019/9/20
		乐, 张峰		富国中证国企一带一路 ETF	王保合, 王乐乐	2019/11/07
易方达基金	易方达国企改革分级 B	余海燕, 杨俊	2015/6/15	易方达中证国企一带一路 ETF	杨俊	2019/11/07
汇添富基金	汇添富中证上海国企 ETF	吴振翔, 楚天舒	2016/7/28	汇添富中证国企一带一路 ETF	吴振翔	2019/11/07

资料来源: 基金公告, 天风证券研究所

博时央企结构调整 ETF 的建仓期从 2018 年 10 月 20 日到 2019 年 4 月 19 日, 基金至 18Q4 已建仓两个多月, 至 19Q1 已建仓五个多月。19Q1 时, 该基金跟踪的中证央企结构调整指数权重排名前五的成份股分别为海康威视、中国联通、招商蛇口、中国重工、中国国旅, 持仓比例分别为 3.32%、3.28%、3.25%、3.20%、3.01%, 这几只股票占基金资产净值比重与指数成分股权重接近。

表 12: 博时央企结构调整 ETF 建仓进度

2018Q4			2019Q1		
序号	股票名称	占基金资产净值比例 (%)	序号	股票名称	占基金资产净值比例 (%)
1	中国石油	15.60	1	中国石油	7.58
2	中国中铁	11.19	2	中国电建	3.92
3	中国石化	8.70	3	中国中冶	3.70
4	中国交建	6.13	4	中国中车	3.05
5	中国中车	4.83	5	中国联通	3.00
6	国投电力	3.51	6	海康威视	2.95
7	中国电建	3.42	7	中国重工	2.88
8	中国中冶	3.23	8	招商蛇口	2.82
9	中国铁建	2.89	9	中国国旅	2.53
10	招商蛇口	2.26	10	保利地产	2.42

资料来源: 基金公告, 天风证券研究所

嘉实富时中国 A50ETF 的建仓期从 2017 年 7 月 4 日到 2018 年 1 月 3 日, 基金至 17Q3 已建仓近三个月, 至 17Q4 建仓近六个月。可以看出, 17Q3 至 17Q4 基金投资组合的比例变化较小。

表 13: 嘉实富时中国 A50ETF 建仓进度

2017Q3			2017Q4		
序号	股票名称	占基金资产净值比例 (%)	序号	股票名称	占基金资产净值比例 (%)
1	中国平安	10.54	1	中国平安	12.00
2	招商银行	6.35	2	招商银行	6.35
3	兴业银行	5.06	3	贵州茅台	5.75
4	贵州茅台	4.82	4	兴业银行	4.39
5	民生银行	3.90	5	美的集团	3.98
6	浦发银行	3.74	6	万科 A	3.74

7	万科 A	3.59	7	民生银行	3.60
8	美的集团	3.30	8	浦发银行	3.37
9	中信证券	2.99	9	伊利股份	2.98
10	农业银行	2.85	10	中信证券	2.62

资料来源：基金公告，天风证券研究所

广发创业板 ETF 的建仓期从 2017 年 4 月 26 日到 2017 年 10 月 25 日，基金至 17Q2 已建仓两个月，至 17Q3 已建仓四个月。17Q3 时，该基金跟踪的创业板指数权重排名前五的成份股分别为温氏股份、东方财富、乐视网、信维通信、汇川技术，权重比例分别为 7.05%、3.55%、3.10%、2.80%、2.62%，可以看出，建仓四个月时基金投资组合已基本符合相关权重（乐视网持续停牌，当时无法买入）。

表 14：广发创业板 ETF 建仓进度

2017Q2			2017Q3		
序号	股票名称	占基金资产净值比例 (%)	序号	股票名称	占基金资产净值比例 (%)
1	温氏股份	7.60	1	温氏股份	6.90
2	东方财富	2.94	2	东方财富	3.50
3	三聚环保	2.82	3	信维通信	2.77
4	信维通信	2.58	4	汇川技术	2.61
5	碧水源	2.49	5	碧水源	2.36
6	汇川技术	2.33	6	三聚环保	2.32
7	机器人	2.12	7	三环集团	2.27
8	三环集团	1.99	8	机器人	2.26
9	乐普医疗	1.77	9	乐普医疗	1.68
10	掌趣科技	1.66	10	网宿科技	1.58

资料来源：基金公告，天风证券研究所

富国恒生中国企业 ETF 的建仓期从 2019 年 3 月 8 日到 2019 年 9 月 9 日，基金至 19Q2 已建仓三个多月，至 19Q3 已完成建仓。该基金跟踪的恒生中国企业指数。可以看出，该基金建仓期过半时投资组合已基本符合权重要求。

表 15：富国恒生中国企业 ETF 建仓进度

2019Q2			2019Q3		
序号	股票名称	占基金资产净值比例 (%)	序号	股票名称	占基金资产净值比例 (%)
1	建设银行	9.93	1	建设银行	10.24
2	腾讯控股	9.79	2	腾讯控股	9.86
3	中国平安	9.48	3	中国平安	9.60
4	工商银行	8.06	4	中国移动	7.71
5	中国移动	7.90	5	工商银行	7.51
6	中国银行	5.01	6	中国银行	4.77
7	中国海洋石油	4.43	7	中国海洋石油	4.24
8	招商银行	2.76	8	招商银行	2.80
9	中国人寿	2.58	9	中国人寿	2.59
10	中国石油化工股份	2.51	10	中国石油化工股份	2.30

资料来源：基金公告，天风证券研究所

易方达国企改革分级 B 的建仓期从 2015 年 6 月 16 日到 2015 年 12 月 15 日，基金至 15Q3 已建仓三个月，至 15Q4 已建仓完毕。15Q4 时，该基金跟踪的中证央企结构调整指数权重排名前五的成份股分别为东方明珠、中国联通、交通银行、中国中铁、中国重工，权重比例分别为 3.18%、2.95%、2.94%、2.83%、2.79%，这几只股票占基金资产净值比重与指数成分股权重趋于一致。在 Q3 时也接近一致了。

表 16: 易方达国企改革分级 B 建仓进度

2015Q3			2015Q4		
序号	股票名称	占基金资产净值比例 (%)	序号	股票名称	占基金资产净值比例 (%)
1	交通银行	3.35	1	东方明珠	2.99
2	中国联通	3.06	2	中国联通	2.78
3	中国重工	2.73	3	交通银行	2.77
4	中国电建	2.55	4	中国中铁	2.66
5	中航飞机	2.50	5	中国重工	2.62
6	东方明珠	2.39	6	东吴证券	2.29
7	上海机场	2.25	7	中国电建	2.19
8	中海发展	1.98	8	同仁堂	2.02
9	中国一重	1.91	9	上海机场	1.88
10	四川长虹	1.83	10	中航飞机	1.81

资料来源: 基金公告, 天风证券研究所

汇添富中证上海国企 ETF 的建仓期从 2016 年 7 月 29 日到 2017 年 1 月 28 日, 基金至 16Q3 已建仓两个月, 至 16Q4 已建仓五个月。16Q4 时, 该基金跟踪的中证上海国企指数权重排名前五的成份股分别为上港集团、上汽集团、上海电气、浦发银行、城投控股, 权重比例分别为 7.92%、7.82%、5.84%、5.38%、4.57%, 这几只股票占基金资产净值比重与指数成分股权重十分接近。在 Q2 时也趋于一致了。

表 17: 汇添富中证上海国企 ETF 建仓进度

2016Q3			2016Q4		
序号	股票名称	占基金资产净值比例 (%)	序号	股票名称	占基金资产净值比例 (%)
1	上汽集团	8.09	1	上港集团	7.88
2	上港集团	8.04	2	上汽集团	7.78
3	上海电气	7.10	3	上海电气	5.97
4	浦发银行	5.33	4	浦发银行	5.36
5	华谊集团	4.95	5	陆家嘴	4.23
6	陆家嘴	4.52	6	城投控股	4.10
7	东方明珠	3.91	7	华谊集团	3.93
8	上海建工	3.82	8	东方明珠	3.69
9	上海机场	3.35	9	上海建工	3.56
10	华域汽车	3.05	10	上海机场	3.44

资料来源: 基金公告, 天风证券研究所

据上述规律, 我们推测央企创新驱动 ETF、中证国企一带一路 ETF 和中证可持续发展 100ETF 也将提早完成投资组合的比例调整, 分别在 2019 年 12 月 21 日、2020 年 2 月 7 日、2020 年 3 月左右大部分完成投资组合的比例调整。

表 18: 央企创新驱动 ETF 预计需卖出多余换购成份股规模

基金名称	合同生效日	建仓期	预计建仓基本完成时间
博时央企创新驱动 ETF	2019/9/21	6 个月	2019/12/21
嘉实中证央企创新驱动 ETF			
广发中证央企创新驱动 ETF			
富国中证央企创新驱动 ETF			
易方达中证国企一带一路 ETF	2019/11/07		2020/2/7
富国中证国企一带一路 ETF			
汇添富中证国企一带一路 ETF			
中证可持续发展 100ETF	预计 2019 年 12 月底	-	预计 2020 年 3 月底

资料来源：wind，天风证券研究所

3.1.2. 对建仓进度预测的验证：央企创新 ETF 建仓完成率约为 75%

根据上文对于建仓进度的推测，博时、嘉实、广发、富国四家基金公司旗下的央企创新 ETF 均需在今年 12 月基本卖出大股东超额换购的股票以实现目标权重，即基金成立前后大幅减持换购所涉及的公司股票成交额或将有显著变化。为了进一步验证这一推测，我们统计了 2019 年 7 月至今的成交额，并以 9 月 20 日为分界点，计算在基金成立前后成交量的变化。

如下表所示，序列 1 是 2019 年 7 月至 9 月 20 日的成交额数据，序列 2 是 9 月 20 日至今的成交额数据。序列 2 与序列 1 在计量上存在显著的差异，二者的平均值相减作为卖出部分，预计需卖出额即基金管理人调仓预计需卖出的股票规模，两组数据之比大致可得目前的建仓进度。

表 19：对建仓进度预测的验证

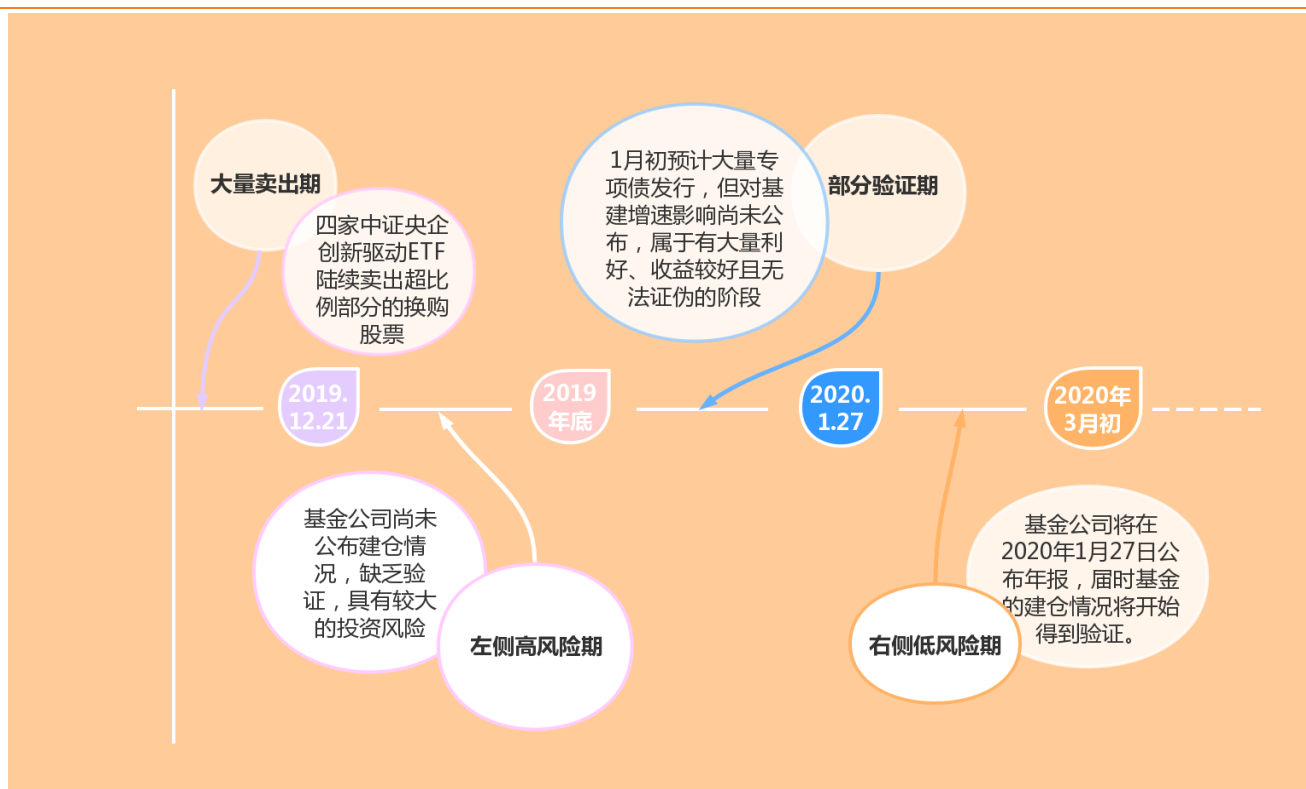
证券简称	序列 1 平均值 (百万元)	序列 2 平均值 (百万元)	卖出部分 (亿元)	预计需卖出额 (亿元)	占比 (%)
中国化学	79.18	129.85	10.13	12.08	83.90
中国建筑	488.38	676.98	37.72	45.93	82.12
中国电建	69.30	100.85	6.31	8.24	76.59
中国交建	170.77	232.31	18.46	25.01	73.82
中国神华	209.28	397.93	56.59	68.85	82.21

资料来源：wind，天风证券研究所

我们发现，今年 9 月 20 日以来，涉及股东超比例换购 ETF 的五家央企成交额显著增加，我们假设卖出部分主要由四只央企创新驱动 ETF 贡献，根据上表列出的卖出部分占预计需卖出额的比重在 70%-80%，我们预计，截止 12 月 6 日，四只央企创新驱动 ETF 建仓完成率约为 75%。

3.1.3. 关于择时的阶段性分析

图 11：ETF 套利时间轴



资料来源：wind，天风证券研究所

(1) 2019 年 12 月 21 日前

基于上文对建仓完成时间的预测，在 2019 年 12 月 21 日之前，我们预计四家中证央企创新驱动 ETF 会陆续卖出所持有的中国神华、宝钢股份、中国化学、中国交建、中国建筑、中国电建等公司股票，以达到目标权重，因此上述公司股价在这段时间可能出现下跌。但按照该思路，这一时刻军工会有较多被动买盘（见图 12），会是较好的投资机会。

(2) 2019 年 12 月 21 日至 2019 年年底

这段时期处于左侧高风险期，理论上四只央企创新驱动 ETF 已大部分建仓完毕，但基金公司尚未公布建仓情况，可能还有一定卖出压力，且缺乏数据验证，具有较大的投资风险。虽然一带一路相关建筑企业（如中工国际、中材国际等）未有减持换购动作，此时有被动买盘资金流入，但行业估值可能会受到一定抑制。中证一带一路指数中钢铁行业公司较多，仅宝钢一家参与减持换购，此时钢铁行业部分公司投资机会较好（见表 22）。

(3) 2020 年 1 月 1 日至 2020 年 1 月 27 日

这段时间处于部分验证期。2019 年 11 月 27 日，财政部已向省级财政部门下达部分 2020 年新增专项债额度，地方政府将根据项目成熟情况等要素向市县分配额度，预计将在 2020 年 1 月发行，届时在 1 月初预计能看到大量的专项债开始发行，且基建类增多，但具体对基建增速的影响需要等到 3 月统计局公布投资数据是才有知晓。此时属于有大量利好且无法证伪的阶段。

同时，200 亿元规模的中证国企一带一路 ETF 和预计约 100 亿规模的 ESG 正处于建仓期，基金管理人将按照标的指数的样本股权重在这一时期大量买入股票。此阶段风险收益比较好。

(4) 2020 年 1 月 27 日至 3 月初

这段时期处于右侧低风险期，由于基金公司将在 2020 年 1 月 27 日把基金年报陆续公布，届时基金的建仓情况将开始得到验证。叠加我们预计中证国企一带一路 ETF、中证可持续发展 100ETF 将在 2020 年 2 月 7 日、2020 年 3 月前后完成建仓，这段时期投资风险较小。

3.2. 择股策略：存在较好套利机会的多数为周期股

3.2.1. 大额换购央企创新 ETF 致股票跌跌不休

央企创新驱动 ETF 基金在认购期出现的超额股票换购，导致换购成份股占基金净值的比例远高于相关成份股在指数中的权重，为了完成建仓，ETF 需要在建仓期进行大幅度调仓，卖出多余的换购成份股比例，买入其他成份股。结合上文对建仓进度的预测，我们认为，自 2019 年 9 月中旬以来至今，四只央企创新驱动 ETF 已陆续通过二级市场卖出高于权重的部分股票，并即将完成建仓，这也说明了为什么下表所涉及股票近期表现不佳。

表 20：央企创新驱动 ETF 预计需卖出多余换购成份股规模

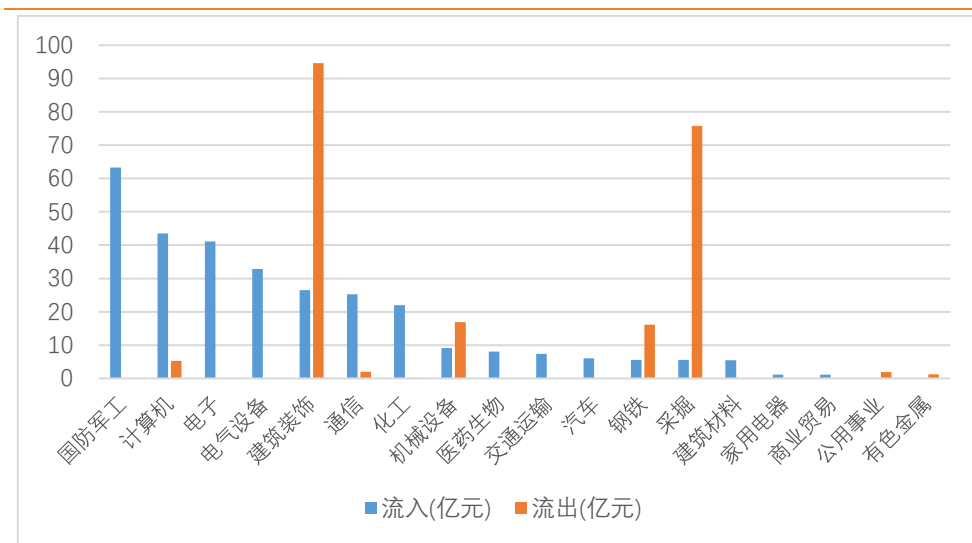
公司简称	合计需卖出（亿元）	总市值（亿元）	预计卖出占公司总市值比重（%）
中国化学	12.08	304.86	3.96%
天地科技	4.84	125.40	3.86%
南京熊猫	1.99	67.39	2.96%
中国交建	28.41	1,037.28	2.74%
中国神华	68.85	2,831.51	2.43%
中国建筑	45.93	2,140.76	2.15%
有研新材	1.25	82.97	1.51%
宝钢股份	16.16	1,205.05	1.34%
中国电建	8.24	619.61	1.33%
中国软件	4.71	376.71	1.25%
中国中车	12.03	1,678.62	0.72%

北化股份	0.14	39.75	0.36%
上海电力	0.42	198.64	0.21%
中国核电	1.52	762.71	0.20%
卫士通	0.33	207.99	0.16%
太极股份	0.23	150.79	0.15%
中国石油	6.89	9,132.41	0.08%

资料来源: wind, 天风证券研究所 注: 总市值截止至 12 月 6 日

分行业来看, 在 400 亿规模的央企创新驱动 ETF 基金建仓过程中, 基金对国防军工、计算机、电子、电气设备、建筑装饰五个行业的资金流入贡献最大, 分别为 63.31 亿元、43.54 亿元、41.14 亿元、32.79 亿元、26.46 亿。军工行业日均成交额在 60 亿左右, 对其影响较大。建筑装饰、采掘两个行业的资金流出规模最大, 分别为 94.66 亿元、75.74 亿元。

图 12: 央企创新驱动 ETF 的行业流入流出统计



资料来源: wind, 天风证券研究所

3.2.2. 国企一带一路 ETF、可持续发展 100ETF 买入成份股统计分析

受证监会新规限制, 在中证央企创新驱动 ETF 之后发行的中证国企一带一路 ETF、博时中证可持续发展 100ETF、南方 ESG 主题股票基金等也难以继续通过与上市公司股东合作获得大笔换购。其中中证国企一带一路 ETF 基金规模 202.49 亿元, 我们假设博时中证可持续发展 100ETF 和南方 ESG 主题股票基金规模合计 100 亿元。根据中证国企一带一路指数、可持续发展 100 指数的成份及权重预测未来 2-3 个月样本股的买入量。

表 21: 预计买入成份股占公司市值比重前二十名及预计买入建筑企业成份股情况

排序	公司简称	总市值(亿元)	占一带一路指数权重 (%)	占博时可持续 100 指数权重 (%)	占总市值比重 (%)
1	黑猫股份	31.9	0.64	0	4.060
2	晨鸣纸业	94.1	1.23	0	2.647
3	柳钢股份	130.7	1.56	0	2.417
4	三钢闽光	204.2	2.16	0	2.142
5	马钢股份	164.7	1.70	0	2.090
6	中工国际	113.3	1.10	0	1.965
7	安徽合力	67.4	0.54	0	1.623
8	鲁西化工	135.4	1.05	0	1.571
9	太钢不锈	230.1	1.57	0	1.381
10	江苏国泰	100.1	0.65	0	1.315
11	中泰化学	141.2	0.89	0	1.276

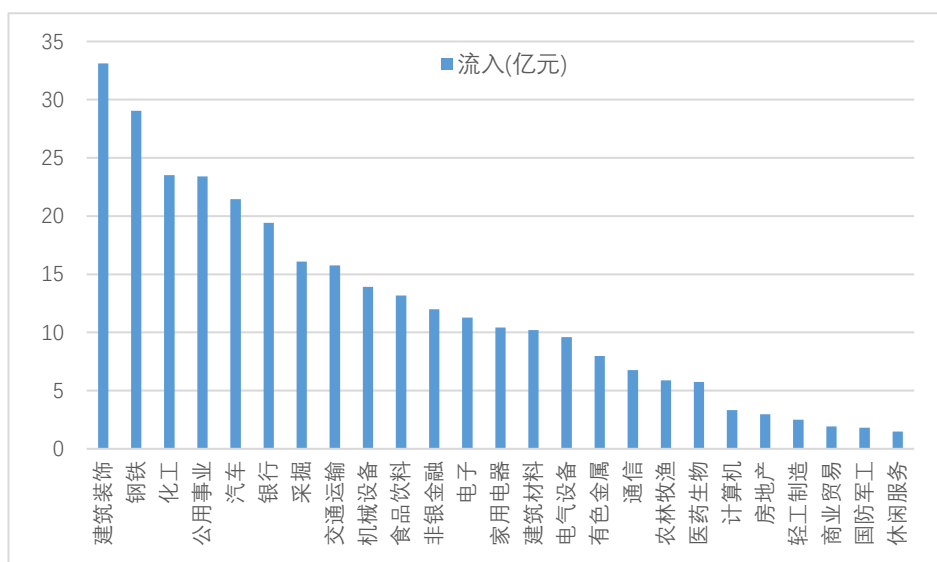
建筑行业 其他公司 情况	12	兖州煤业	275.6	1.61	0.14	1.234
	13	华菱钢铁	189.1	1.03	0	1.103
	14	新兴铸管	159.2	0.86	0	1.094
	15	中材国际	109.2	0.59	0	1.094
	16	新钢股份	153.7	0.83	0	1.093
	17	葛洲坝	278.6	1.33	0.28	1.067
	18	上海石化	279.2	1.25	0.14	0.957
	19	安琪酵母	241.5	1.13	0	0.947
	20	鞍钢股份	244.6	1.08	0.13	0.947
	26	隧道股份	185.2	0.72	0	0.787
	27	上海建工	313.4	1.21	0	0.782
	39	中国中冶	482.0	1.14	0.32	0.545
	40	中国化学	304.9	0.71	0.21	0.540
	45	中国电建	619.6	1.08	0.52	0.437
	58	中国中铁	1,142.4	1.47	0.77	0.328
68	中国铁建	1,107.8	1.29	0.74	0.303	
77	中国建筑	2,140.8	1.89	1.79	0.262	
81	四川路桥	117.0	0.13	0	0.225	
157	中国交建	1,037.3	1.23	0.35	-3.126	

资料来源: wind, 天风证券研究所 注: 总市值截止时间为 12 月 6 日

在 157 只成分股中 (中证国企一带一路指数与可持续发展 100 指数有 43 只成份股重合), 预计买盘量占公司总市值的比重排名前五的成份股为黑猫股份、晨鸣纸业、柳钢股份、三钢闽光、马钢股份, 占比分别为 4.06%、2.65%、2.42%、2.14%、2.09%。建筑行业中预计买盘量占比前五的成份股为中工国际、中材国际、葛洲坝、隧道股份、上海建工, 买盘量占公司总市值的比重分别为 1.97%、1.09%、1.07%、0.79%、0.78%, 中国交建由于大股东超额换购了中证央企创新驱动 ETF, 预计后续还将被卖出。

分行业来看, 在合计 300 亿规模的中证国企一带一路 ETF、博时中证可持续发展 100ETF、南方 ESG 主题股票基金建仓过程中, 基金对建筑装饰、钢铁、化工、公用事业、汽车五个行业的资金流入贡献最大, 分别为 33.11 亿元、29.05 亿元、23.53 亿元、23.40 亿元、21.46 亿元。目前建筑行业 and 钢铁行业日均成交额仅在 60 亿、40 亿左右, 这部分资金流入对这两个行业会有较大影响。

图 13: 国企一带一路 ETF、可持续发展 100ETF 的行业流入统计



资料来源: wind, 天风证券研究所

接下来，我们综合考虑上述股票的换手率、估值等指标（换手率越低，被动买入受到的冲击影响越大；估值分位越低，越有安全底），计算在这次 ETF 建仓过程中最具投资价值的股票排行。其中换手率采取周换手率；个股估值采取历史 PB 百分位。优先指数的计算方法：将“总市值比重”从大到小顺序编码，将“换手率”、“历史 PB 百分位”从大到小倒序编码。分别赋予三组编码 70%、15%、15%权重，三组排序分别乘以权重得出的算数平均值即为优先指数。优先指数越小，即排名越高，则该股票越具有上升空间。

表 22：公司排序

排序	公司简称	所属行业 (申万)	编码 1	总市值 比重 (%)	编码 2	换手率 (%)	编码 3	历史 PB 百 分位 (%)	优先指数
1	中工国际	建筑装饰	6	1.97	53	0.264	6	0.40%	13.05
2	上海石化	化工	18	0.96	14	0.083	12	0.52%	16.5
3	中泰化学	化工	11	1.28	61	0.289	17	0.78%	19.4
4	安徽合力	机械设备	7	1.62	54	0.266	57	4.63%	21.55
5	黑猫股份	化工	1	4.06	123	0.721	25	1.33%	22.9
6	新兴铸管	钢铁	14	1.09	51	0.259	40	2.16%	23.45
7	兖州煤业	采掘	12	1.23	93	0.460	10	0.47%	23.85
8	隧道股份	建筑装饰	26	0.79	29	0.159	15	0.71%	24.8
9	太钢不锈	钢铁	9	1.38	42	0.215	84	8.63%	25.2
10	马钢股份	钢铁	5	2.09	63	0.296	109	14.14%	29.3
11	中材国际	建筑装饰	15	1.09	121	0.718	8	0.45%	29.85
12	鞍钢股份	钢铁	20	0.95	26	0.146	86	8.90%	30.8
13	中国医药	医药生物	28	0.78	69	0.320	11	0.49%	31.6
14	柳钢股份	钢铁	3	2.42	108	0.644	90	9.79%	31.8
15	中集集团	机械设备	31	0.72	30	0.167	46	3.18%	33.1
16	桂冠电力	公用事业	23	0.84	6	0.058	125	20.06%	35.75
17	三钢闽光	钢铁	4	2.14	124	0.727	97	12.20%	35.95
18	江苏国泰	商业贸易	10	1.32	156	5.758	38	2.05%	36.1
19	中粮糖业	农林牧渔	25	0.79	45	0.220	82	8.50%	36.55
20	葛洲坝	建筑装饰	17	1.07	84	0.409	81	8.45%	36.65
其他建筑公司情况如下：									
22	中国中冶	建筑装饰	39	0.55	19	0.111	49	3.49%	37.5
25	上海建工	建筑装饰	27	0.78	55	0.269	83	8.51%	39.6
27	中国电建	建筑装饰	45	0.44	64	0.296	2	0.09%	41.4
38	中国化学	建筑装饰	40	0.54	79	0.352	70	5.91%	50.35
46	中国中铁	建筑装饰	58	0.33	28	0.159	54	4.05%	52.9
63	四川路桥	建筑装饰	81	0.23	44	0.218	7	0.42%	64.35
77	中国建筑	建筑装饰	77	0.26	46	0.227	87	9.44%	73.85
68	中国铁建	建筑装饰	68	0.30	48	0.242	72	6.55%	65.6
144	中国交建	建筑装饰	157	-3.13	40	0.211	61	5.11%	125.05

资料来源：wind，天风证券研究所（注：建筑企业标红）

通过最后的排序可以看到，前 20 名多数为钢铁、建筑、化工等周期股，分别为 6 只、4 只、3 只。建筑公司上榜的有中工国际、隧道股份、中材国际、葛洲坝。结合之前择时的观点，我们认为一二月份上述公司被动买盘较大。

4. 风险提示

基金建仓过程不符预期；大股东后续持续减持换购影响该策略效果；出现新的监管政策；专项债发行不及预期。

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	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