

现金流看行业——信贷收缩背景下行业现金状况分化

策略高级分析师：陈瑞明

SAC 执业证书号：S0850209080673

chenrm@htsec.com

021-23219197

策略高级分析师：吴一萍

SAC 执业证书编号：S0850203100093

wuyiping@htsec.com

021-23219387

联系人：汤慧

tangh@htsec.com

021-23219733

1. 本周视角：现金流看行业——信贷收缩背景下行业现金状况分化

(1) 关注现金流指标的意义——考察业绩“成色”与现金周转。

我们在此前的报告《周期疲弱，消费良好，TMT 给力——2011 年中报业绩回顾》中关注了中报披露的各个行业的业绩表现并总结了一些历史规律。考虑到目前正处于信贷收缩的大背景下，我们通过对中报及历史现金流情况的分析，来关注各个行业现金流情况的变化，并在未来跟踪信贷收缩对行业的盈利能力是否形成影响。

我们的考察样本是剔除金融股和中石油中石化之外的 A 股群体，通过重点考察“经营性净现金流”来把握目前上市公司业绩含金量的高低程度，也对上市公司资金是否紧张的状况作一个大概的描述。

总体上看，剔除了金融和两油的 A 股共 2200 个上市公司，其中经营性净现金流在 2 季度为正的有的有 1309 家，也就是说，经营性净现金流为正值的公司占总共 A 股上市公司（剔除金融和两油）的 59.53%。

对经营性净现金流考察的主要指标有：

(A) 经营性净现金流/营业收入（即：主营业务收入）：该指标考察收入的含金量，从另外一个角度理解就是收入的水分大小；

(B) 经营性净现金流/净利润：目的在于通过该指标考察盈利的现金含量；

(C) 经营性净现金流/存货：通过该指标考察现金和存货的配比情况，是否过高而导致上市公司资金周转困难；

(D) 经营性净现金流/应收账款、经营性净现金流/应付账款：通过该指标考察经营性现金和应收应付账款之间的配比状态是否正常；

(E) 经营性净现金流/证监会总市值（市值计算方法是用（期初值+期末值）/2）：目的在于通过该指标衡量单位市值股票的含金量大小。

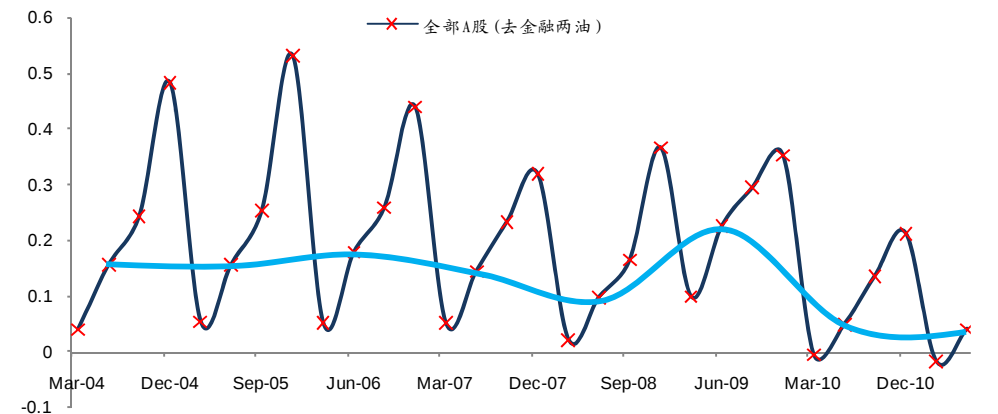
这些指标的选择的根本目的有二：一是考察业绩的含金量成色多少、水分是否较大；二是衡量企业现金周转是否困难、资金出现紧张。如果上述两个问题同时从以上指标有一定程度的暴露，则我们对盈利状况就需要有所警惕了。

(2) 整体 A 股的中报现金流表现——业绩“含金量”下降，现金周转不容乐观。

(A) 经营性净现金流/主营业务收入 (单季度)。

季节性表现很强，通常在 4 季度是该比值的峰值水平。从图中可以看到，我们比较了自 04 年以来 2 季度的该比值，目前处于历史上较低相对较低的水平。说明上市公司经营性净现金流情况并不乐观。

图 1 经营性净现金流/主营业务收入处于自 06 年以来的低位水平



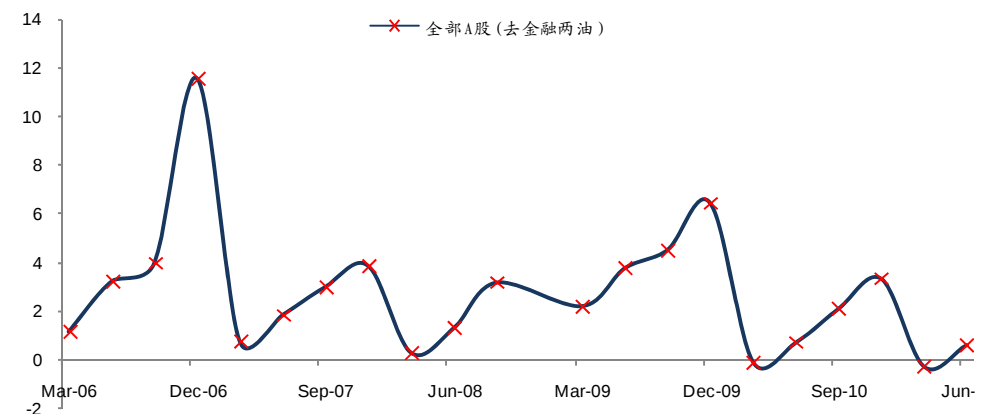
资料来源：海通证券研究所

(B) 经营性净现金流/净利润 (单季度)。

整体的波动较为平稳，历史上的低位水平出现在 2008 年的 4 季度，受到全球金融海啸的影响，上市公司的净现金流状况严重恶化。2 季度这一比值水平较 1 季度有所改善，但是这也是季节性的改善，即从历史上看，这一比值每年 1-4 季度是逐步上升的。从绝对值上看，比值略在 0 的上方，比照自 2006 年以来的同期数值，也是处于历史低位水平。

下图是去除了 2008 年极值之后的数据，比较清楚地看到半年报公布的业绩含金量是处于低位水平的。

图 2 经营性净现金流/净利润处于处于自 06 年以来的低位水平



资料来源：海通证券研究所

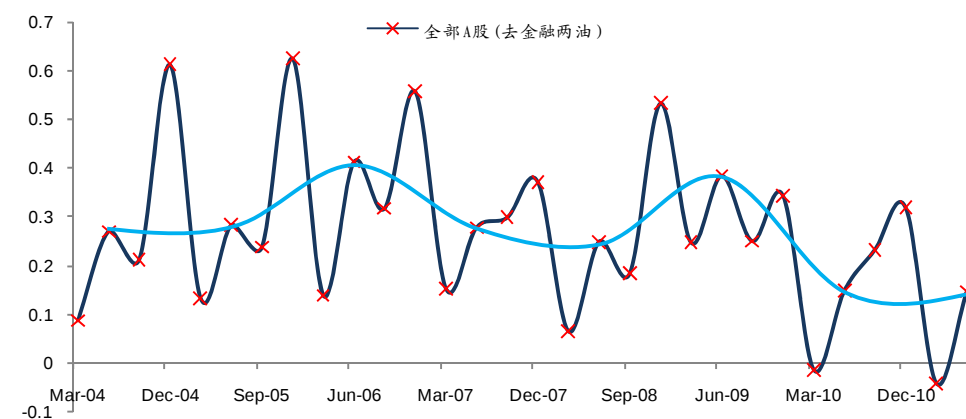
(C) 经营性净现金流/应收账款&经营性现金流/应付账款

从自 2004 年以来的历史数据看，2 季度经营性现金流/应收账款比值的均值水平在 0.3 左右，但是今年中报显示经营性现金流与应收账款的比值有明显的下滑，绝对值水平在 0.15 左右。

经营性现金流/应付账款的变动规律和经营性现金流与应收账款的比值变动规律类似，从 2 季度的数值来看，目前这个比值也处于历史低位的水平。

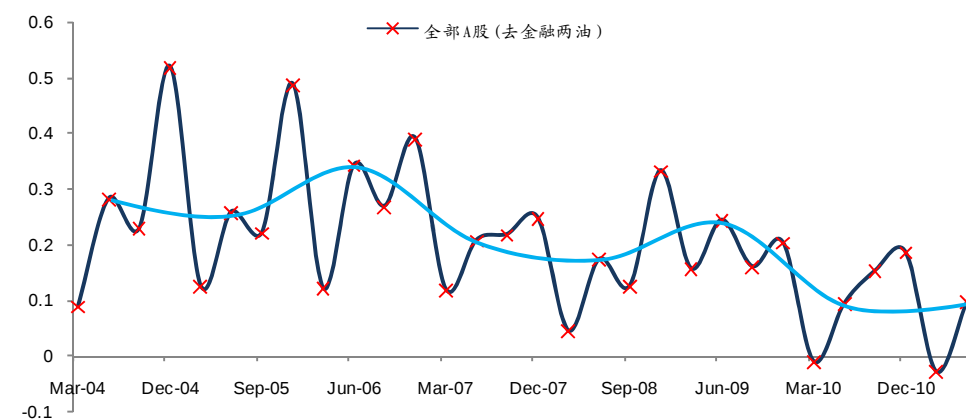
从经营性现金流与应收、应付账款的比值来看，目前企业的现金流状况较为紧张。且从整体上看，上下游企业的经营现金流情况均不乐观。

图 3 经营性净现金流/应收账款处于自 06 年以来的低位水平



资料来源：海通证券研究所

图 4 经营性净现金流/应付账款处于自 06 年以来的低位水平

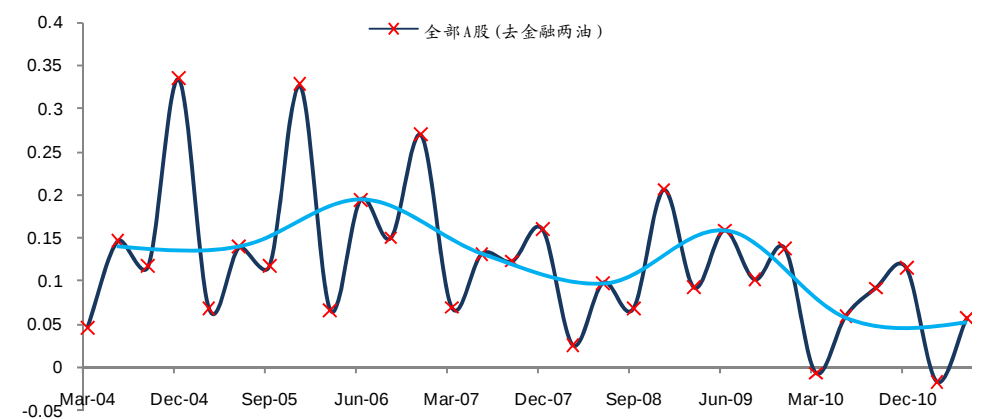


资料来源：海通证券研究所

(D) 经营性现金流/存货

从经营性现金流与存货比值也表现出与上述比例类似的规律,即目前这一比例处于自 2006 年以来的同期最低位水平。与去年同期的水平基本持平。

图 5 经营性净现金流/存货处于自 06 年以来的低位水平



资料来源：海通证券研究所

(3) 行业现金表现分化，大消费类较优，中周期行业较差。

考察了去除金融和两油的 A 股整体上市公司的状况后，我们进而分析各个行业的净现金流状况。

我们仍然沿用对整个 A 股分析的思路来考察各个行业，主要从业绩的“含金量”以及资金周转的情况两个角度进行考察。指标上前者主要考察“经营性净现金流/营业收入”与“经营性净现金流/净利润”两个指标；后者主要考察“经营性净现金流/应收账款”与“经营性净现金流/存货”两个指标。

在对行业的划分上，我们重点考察三大类行业的现金流表现，主要考虑到了现金流状况对这几类行业重要性较其他行业高，其划分如下：

第一类：周期类，

其中又划分为早周期类，包括汽车、地产、家用电器

中周期类，主要集中在中游制造业，包括钢铁、机械、建材、化工、轻工制造

后周期类，主要是上游资源类，包括：煤炭、有色金属

第二类：大消费类，包括食品饮料、农林牧渔、品牌服装、零售、餐饮旅游、医药生物。

第三类：TMT，包括电子元器件，信息设备，信息服务

早周期行业：汽车现金状况堪忧，地产、汽车整体平稳。

汽车行业的业绩“含金量”和现金周转情况均处于历史低位水平，且没有看到同比增速好转的趋势，行业未来的表现仍需要密切跟踪汽车的销售情况以及相关政策态度。

房地产行业虽然受到政策的影响销量有了明显的下滑，但是我们从业绩“含金量”以及现金周转情况上看，并没有显著恶化的迹象，相反，较去年同期水平，现金的周转情况还有所上升，这主要是由于开发商拿地的节奏放缓从而现金相对宽裕的结果。

家电行业的景气度良好，业绩“含金量”表现基本平稳，现金周转情况较好。

中周期行业：靠资源端及政策扶持行业表现略优。

中周期行业的现金情况基本类似我们在报告《周期疲弱，消费良好，TMT给力——2011 年中报业绩回顾》中提到的周期变动规律，即越靠近早周期端，行业的现金流状况表现越良好，而越靠近中后周期端，现金流表现状况较差。

靠近中游制造端的**机械行业**现金流状况恶化较为明显，业绩“含金量”处于历史最低位水平，而现金的周转情况也出现了明显的恶化。

靠近上游资源端的**化工和钢铁行业**表现略优于机械行业。业绩“含金量”以及现金周转虽然略低于历史均值水平，但是相比较去年同期有所抬升。

较为特殊的行业是**建材行业**，总体上看其现金流状况表现良好，业绩“含金量”，特别是“经营性净现金流/营业收入”指标表现良好，而现金周转情况处于上升的通道中。我们判断这是由于政策性缩减产能造成产业集中度提升，以及受益于保障房和水利项目建设的结果。

后周期行业：整体平稳，现金周转情况较好。

煤炭和有色的表现可谓中规中矩，均处于历史均值附近的水平较为平稳。特别是现金周转情况，两个行业较去年同期水平抬升明显。此外，还可以发现现金周转指标自 2007 年以来波动幅度有显著的收窄，我们判断这和资源端的价格变动有关。06-07 年由于全球流动性的相对过剩，造成了资源品价格大幅度波动，而 07 年以后，资源价格波动的幅度有所收窄。

大消费行业的现金状况表现分化，农业、食品饮料最优，纺织现金情况堪忧。

现金流状况较为特殊的行业是**食品饮料和农林牧渔**，两个行业无论是业绩的“含金量”还是现金周转情况均处于上升的通道之中。特别是现金周转情况，应收账款以及存货周转良好，对现金流没有挤占的现象发生。说明两个行业均处于良性发展的大周期之中。

零售业绩“含金量”与现金周转情况的表现出现了不一致性。前者的表现差强人意，虽然没有趋势性向下的明显趋势，但是较去年同期水平还是出现了明显的下滑；后者的表现较好，虽然 2 季度是年度低点，但是从历史均值，特别是去年同期的情况看，现金周转情况较好。

医药生物和餐饮旅游行业的现金状况均处于小幅度下滑的过程之中，后期是否会有趋势性恶化仍需要继续观察。

现金表现最堪忧的是**品牌服装行业**。2 季度的“经营性现金流/净利润”以及“经营性现金流/营业收入”两个指标均下降到了负值水平以下，即便考虑了季节性的影响，从历史可比时期看，这两个数据的表现也不尽如人意。现金周转的各项指标也处于自 2010 年以来缓慢下滑的通道之中。

TMT 行业：信息服务行业现金状况较其他更胜一筹。

电子元器件行业的业绩“含金量”以及现金周转情况表现较弱。行业自 2006 年以来，现金状况就处于整体下滑的状态，目前尚未看到明显拐点的迹象。

计算机设备和通讯设备行业业绩“含金量”表现较去年同期有所改善，但是现金周转情况仍处于自 2009 年以来的下滑通道之中。

表现较好的行业是**信息服务行业**，虽然业绩“含金量”的各项指标总体上看只是较为平稳，但是从现金周转情况看，行业相比去年同期有显著的好转。综合来看，现金状况较 TMT 其他行业看，较为良好。

2. 要闻动态解读

(1) 欧债问题持续恶化，担忧情绪影响海外股市表现，A 股市场可能承压。

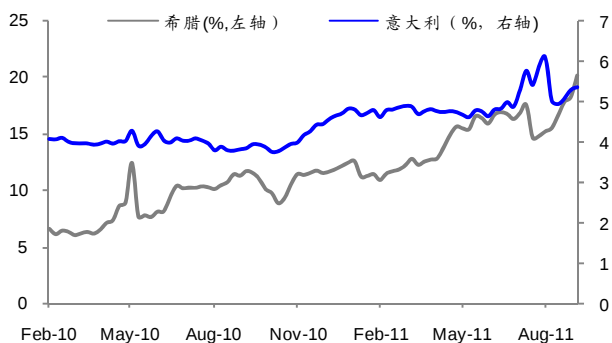
希腊问题愈演愈烈，其 1 年期国债的收益率不断创下新高，目前已经攀升至 100% 的历史高位。相对应的希腊 CDS 报价也连创新高。此外加上市场有关于德国正在制定希腊一旦破产后的处理措施，另市场对希腊的担忧情绪达到顶峰。海外股市的表现也宣泄出这种恐慌情绪，欧洲股市昨日开盘即下跌。

我们认为，希腊的问题有两种可能的解决路径，其一，希腊破产，那么恐慌情绪达到顶峰后也会逐步平稳情绪，后续的冲击逐渐减少，但是此举对各个持有希腊国债的银行而言，也是最不愿意看到的结果；其二，希腊最终得到欧洲金融稳定机制（EFSF）的救援，暂时的缓解了市场的恐慌情绪，但是可以想见，希腊债务问题会定期的对市场形成脉冲式冲击。

我们需要密切观察德国和法国对此问题的表态，两国的态度可能最终绝对了希腊未来的走向。

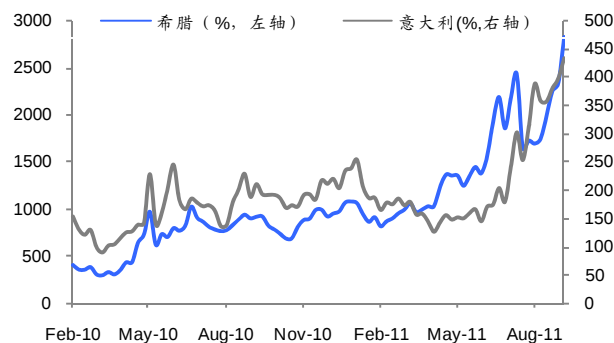
除了希腊方面，意大利的问题也逐渐走到了聚光灯下，除了意大利总理放弃 450 亿的紧缩计划以及多次表示意大利的经济前景不容乐观外，意大利上周也发生了百万人大罢工事件。虽然意大利 9 月份以来国债的招标发行较为平稳，但是市场对其的担忧情绪确愈发上升，特别是在希腊前景不明朗的情况下，意大利的问题对市场更显得雪上加霜。

图 6 希腊、意大利国债收益率攀升



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 7 希腊、意大利 CDS 报价攀升



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

（2）宏观数据公布，中规中矩，无特别超预期数据存在。

上周公布了国内宏观经济数据，整体表现中规中矩，基本符合市场的预期。从通胀的情况看，由于基数效应的影响，CPI 的拐点已经出现，但是通胀形势仍不容乐观，目前还处于 6.0% 以上的水平，特别是从每周公布的食用农产品价格指数上看，蔬菜、蛋类的价格环比又有抬头的迹象。

其他的各项指标基本保持平稳，投资仍保持了较高的水平；工业增加值虽然有所下滑，但是总体上看还是处于平稳增长的区间内；而社会零售的下滑如果考虑到通胀剔除的因素，实际同比增速是上升的；进出口均有上升，特别是进口同比上升幅度明显；新增信贷较 7 月有所上升，但是同比基本持平，尚没有货币政策转向的证据。

表 1 宏观数据表现中规中矩

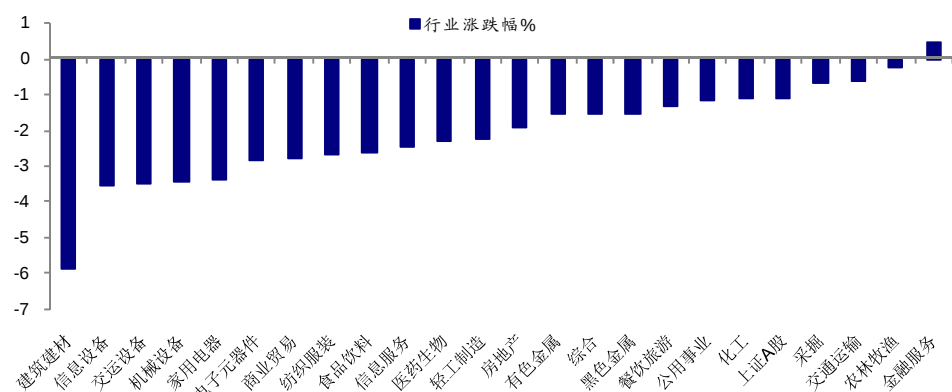
	8 月	7 月		8 月	7 月
CPI	6.20%	6.50%	社会零售总额同比	17.00%	17.20%
PPI	7.30%	7.50%	进口同比	30.20%	22.90%
固定资产投资累计同比	25.00%	25.40%	出口同比	24.50%	20.40%
工业增加值同比	13.50%	14.00%	新增信贷	5485 亿元	4926 亿元

资料来源：海通证券研究所

3. 一周市场表现

上周大盘下跌 2%。行业方面，唯一上涨的行业是金融服务，微幅上涨（0.47%），而农林牧渔（-0.26%）、交通运输（-0.62%）的跌幅较小。跌幅排名前三的行业的是建筑建材（3.48%）、信息设备（3.54%）以及交运设备（5.87%）。

图 8 一周行业及 A 股涨跌幅表现



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

策略部：陈瑞明 吴一萍

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。