

策略专题

2011 年 9 月 14 日

现金流看行业：整体不佳，早周期改善，消费偏优

(1) 我们考察的角度——业绩“含金量”&现金周转情况：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。主要指标包括“经营性现金流/营业收入”、“经营性现金流/净利润”、“经营性现金流/应收账款”、“经营性现金流/存货”的比例。前两个指标作为业绩“含金量”，即业绩与经营性现金流匹配的情况；后两个指标主要考察现金周转情况，即存货和应收账款对经营性现金流的挤占情况。

(2) 整体 A 股的业绩“含金量”下降，现金周转堪忧。我们通过考察上述的几项指标，发现均处于自 2006 年以来历史同期的相对低点或者最低点水平。且呈现出下降的趋势。

(3) 行业现金流表现——大消费较优，TMT 低迷，中周期表现较差。

(A) 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。

(B) 中周期行业：靠资源端及政策扶持行业表现略优。

靠近中游制造端的机械行业现金流状况恶化较为明显；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。

(C) 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。

(D) 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。

(E) TMT 行业：整体较为低迷，但信息服务行业现金状况较其他略优。

相关研究

《周期疲弱，消费良好，TMT 给力 2011 年中报业绩回顾》 2011.8

《投资快报-左侧：不深跌不久跌，右侧：等待资金变局，中线策略：攻守兼备的布局》 2011.8

《追求短期确定性，胜于拐点布局》 2010.8

策略高级分析师

吴一萍

SAC 执业证书编号：

S0850203100093

电话：(021) 23219387

Email: wuyiping@htsec.com

联系人：

汤慧

电话：(021) 23219733

Email: tanghui@htsec.com

联系人：

李珂

电话：(021) 23219821

Email: lk6604@htsec.com

目录

1. 全部A股（剔除金融和两油）现金流概况	6
1.1 选择的考察指标	6
1.2 经营现金流和盈利增长不匹配	6
1.3 业绩的“含金量”考察	7
1.4 资金周转的健康状况考察	9
1.5 单位市值的现金状况考察	10
2. 各个行业业绩“含金量”考察——中周期不乐观，消费突出，TMT堪忧	11
2.1 周期类行业——早周期业绩“含金量”有所改善，中周期业绩“含金量”正在恶化，后周期业绩“含金量”尚未有恶化迹象	11
2.2 大消费行业——食品饮料、农林牧渔业绩“成色”高，服装业绩“含金量”下滑。	16
2.3 大消费行业——业绩“含金量”整体不足	18
3. 各个行业现金周转情况的考察——早周期有改善，消费良好，信息服务在TMT中表现略优	19
3.1 周期类行业——地产、家电现金周转改善，中周期未见好转，后周期平平淡淡	19
3.2 大消费行业——食品饮料、零售、农业现金周转较好	23
3.3 TMT行业——信息服务行业现金流周转好于同类其他行业	25
4. 小结	27

图目录

图 1 经营性净现金流、主营业务收入和净利润增速对比（年度）	7
图 2 经营性现金流/营业收入的变化情况（年度）	7
图 3 经营性现金流/净利润的变化情况（年度）	7
图 4 全部 A 股（剔金融两油）经营性净现金流/主营业务收入创自 06 年以来新低	8
图 5 全部 A 股（剔金融两油）经营性净现金流/净利润处于历史低位水平	8
图 6 全部 A 股（剔金融两油）经营性净现金流/净利润（剔 2008 年 4 季）低位水平	9
图 7 经营性现金流/存货的变化情况（年度）	9
图 8 经营性现金流/应收账款的变化情况（年度）	9
图 9 全部 A 股（剔金融两油）经营性净现金流/应收账款创自 2006 年以来新低	10
图 10 全部 A 股（剔金融两油）经营性净现金流/应付账款创自 2006 年以来新低	10
图 11 全部 A 股（剔金融两油）经营性净现金流/总市值处于自 06 年以来均值水平之下	11
图 12 汽车业绩“含金量”持续下降	12
图 13 经营性现金流/净利润显示汽车业绩“含金量”下降	12
图 14 房地产业绩“含金量”有所改善	12
图 15 经营性现金流/净利润显示房地产业绩“含金量”改善	12
图 16 家电业绩“含金量”有所改善	12
图 17 经营性现金流/净利润显示家电业绩“含金量”改善	12
图 18 机械业绩“含金量”下滑明显	13
图 19 经营性现金流/净利润显示机械业绩“含金量”下滑	13
图 20 化工业绩“含金量”有所上升	14
图 21 经营性现金流/净利润显示化工业绩“含金量”略升	14
图 22 钢铁经营性现金流/营业收入上升	14
图 23 钢铁经营性现金流/净利润上升	14
图 24 轻工制造业绩“含金量”略有下滑	14
图 25 经营性现金流/净利润显示轻工业绩“含金量”略	14

图 26	建材行业经营性现金流/营业收入上升	15
图 27	建材行业经营性现金流/净利润上升	15
图 28	经营性现金流/营业收入显示有色业绩“含金量”抬升	15
图 29	经营性现金流/净利润显示有色业绩“含金量”抬升	15
图 30	经营性现金流/营业收入显示采掘业绩“含金量”略升	15
图 31	经营性现金流/净利润显示采掘业绩“含金量”略升	15
图 32	食品饮料行业业绩“含金量”抬升明显	16
图 33	食品饮料经营性现金流/净利润下滑	16
图 34	零售业绩“含金量”抬升有所	16
图 35	经营性现金流/净利润显示零售业绩“含金量”抬升	16
图 36	医药生物业绩“含金量”明显下降	17
图 37	经营性现金流/净利润显示医药业绩“含金量”下滑	17
图 38	餐饮旅游业绩“含金量”下滑	17
图 39	经营性现金流/净利润显示餐饮业绩“含金量”下降	17
图 40	品牌服装业绩“含金量”下降	17
图 41	经营性现金流/净利润显示服装业绩“含金量”下滑	17
图 42	农林牧渔业绩“含金量”抬升	18
图 43	经营性现金流/净利润显示农业业绩“含金量”抬升	18
图 44	计算机设备业绩“含金量”略降	18
图 45	经营性现金流/净利润显示计算机业绩“含金量”略降	18
图 46	通讯设备业绩“含金量”下滑	18
图 47	经营性现金流/净利润显示通讯业绩“含金量”下降	18
图 48	信息服务行业经营性现金流/营业收入下降	19
图 49	信息服务行业经营性现金流/净利润下滑	19
图 50	电子元器件业绩“含金量”下滑明显	19
图 51	经营性现金流/净利润显示电子业绩“含金量”下滑	19
图 52	汽车行业现金周庄状况持续恶化	20
图 53	汽车行业存货挤占经营性现金流情况持续恶化	20
图 54	房地产经营性现金流/应收账款显示现金状况改善	20
图 55	经营性现金流/存货显示房地产现金占比情况改善	20

图 56	家电经营性现金流/应收账款显示现金状况改善	20
图 57	经营性现金流/存货显示家电现金占比情况改善	20
图 58	机械行业经营性现金流/应收账款显示现金状况恶化	21
图 59	机械行业存货挤占经营性现金流情况持续恶化	21
图 60	化工应收账款挤占现金流状况有所改善	21
图 61	经营性现金流/存货显示化工现金周转改善	21
图 62	钢铁经营性现金流/应收账款显示现金状况改善	21
图 63	经营性现金流/存货显示钢铁现金周转改善	21
图 64	建材经营性现金流/应收账款显示现金周转有所改善	22
图 65	经营性现金流/存货显示建材现金周转改善	22
图 66	轻工制造行业经营性现金流/应收账款略升	22
图 67	轻工行业经营性现金流/存货占比略升	22
图 68	经营性现金流/应收账款显示有色现金周转改善	22
图 69	经营性现金流/存货显示有色现金周转改善	22
图 70	经营性现金流/应收账款显示采掘现金周转改善	23
图 71	经营性现金流/存货显示采掘现金周转改善	23
图 72	食品饮料行业现金周转情况良好	23
图 73	食品饮料行业没有明显存货挤占经营性现金流的情况	23
图 74	零售行业现金周转情况良好	24
图 75	零售行业存货挤占经营性现金流情况不明显	24
图 76	服装应收账款挤占现金流情况没有明显好转	24
图 77	经营性现金流/存货显示服装行业现金周转没有好转	24
图 78	医药行业经营性现金流/应收账款占比下滑	24
图 79	医药经营性现金流/存货占比下滑	24
图 80	农业经营性现金流/应收账款显示现金周转良好	25
图 81	经营性现金流/存货显示农业现金周转良好	25
图 82	餐饮行业经营性现金流/应收账款占比下滑	25
图 83	餐饮行业经营性现金流/存货占比下滑	25
图 84	电子行业应收账款挤占现金流情况恶化	26
图 85	电子行业存货挤占现金流情况恶化	26

图 86	信息服务行业现金周转情况有所改善	26
图 87	经营性现金流/存货显示信息服务行业现金周转改善	26
图 88	计算机行业经营性现金流/应收账款下滑	26
图 89	计算机经营性现金流/存货占比下滑	26
图 90	通讯经营性现金流/应收账款占比下滑	27
图 91	通讯行业经营性现金流/存货占比下滑	27

表目录

表 1	中周期行业机械业绩“含金量”恶化，化工略优	13
-----	-----------------------------	----

1. 全部A股（剔除金融和两油）现金流概况

为了分析上市公司盈利的“成色”，我们从现金流量的变化情况作为衡量指标来加以研究，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%。

1.1 选择的考察指标

对经营性净现金流考察的主要指标有：

- （1）**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；
- （2）**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；
- （3）**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；
- （4）**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；
- （5）**经营性净现金流/证监会总市值（市值计算方法是（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。

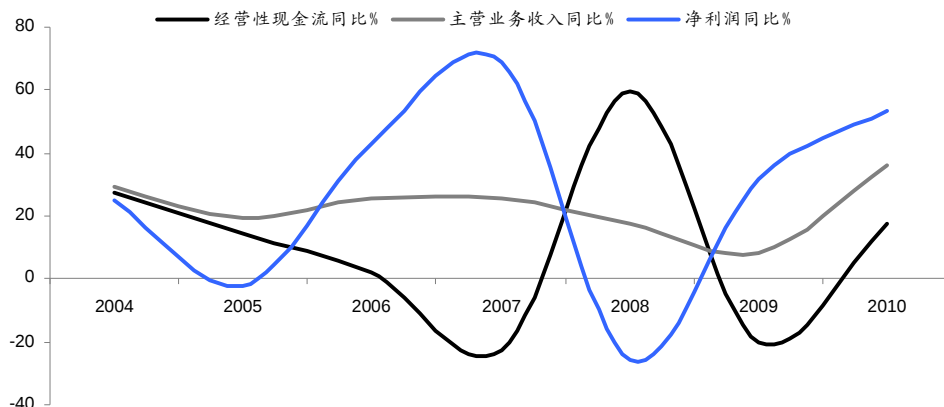
1.2 经营现金流和盈利增长不匹配

我们先来看一下现金和盈利的增长是否吻合。

下图显示的状况是耐人寻味的，经营性净现金流的增速和收入利润的增速并不匹配，甚至在部分年份出现了相反的波峰波谷状况。2007年上市公司盈利增速到达高位而此时的现金流步入低谷，而2008年上市公司业绩增速下降到低谷却现金流增速到达高峰。业绩增速和现金流之间出现了一定的跷跷板现象。

我们猜测可能是在于上市公司粉饰业绩的行为和规律所造成的剪刀差效果。从2005业绩增速见底回升到2007业绩增速见顶这段时间里，现金流增速是持续下降的，这很可能是上一轮大牛市的过程中上市公司对业绩存在一定的粉饰，或者是基于对未来看好而大规模经营扩张导致的现金流短缺所造成的。但2007年到达极限之后遭遇金融危机冲击，2008年的急转直下使得上市公司经营扩张冲动收缩而现金流突然得以改善，这种并非上市公司主观改善的结果、而是一个被动改善的结果。在2008的冲击过后现金流和业绩都逐渐恢复，经营扩张和业绩粉饰的双重因素又再度出现，而到达2010年又可以视为一个改善的顶峰，业绩增速和现金流都到达一个相对的极点。因此，从2011年全年的角度来看，这种业绩和现金流增速保持同步且维持高位的可能性并不大，我们的看法趋于谨慎。

图 1 经营性净现金流、主营业务收入和净利润增速对比（年度）

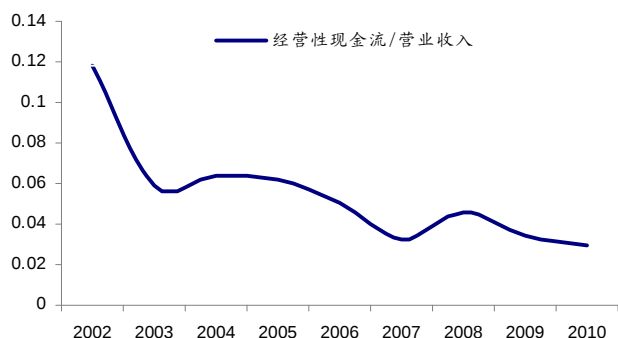


资料来源：海通证券研究所

1.3 业绩的“含金量”考察

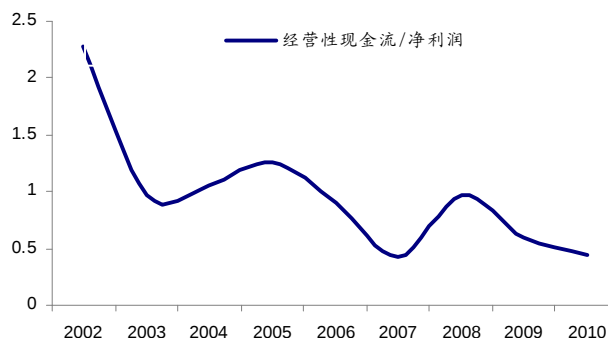
我们选择经营性现金流/主营收入和经营性现金流/净利润两个指标来衡量业绩含金量成色。我们先来分析一下年度的状况再细化到季度。

图 2 经营性现金流/营业收入的变化情况（年度）



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 3 经营性现金流/净利润的变化情况（年度）



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

从上图不难看出，整体的业绩含金量呈现出逐年下降的趋势，这反映出上市公司经营性净现金流和盈利之间的配比并不是优化而是恶化的趋势越来越明显。从 2010 年处于低点的状况来看，上市公司现金流状态并不能够让人乐观。

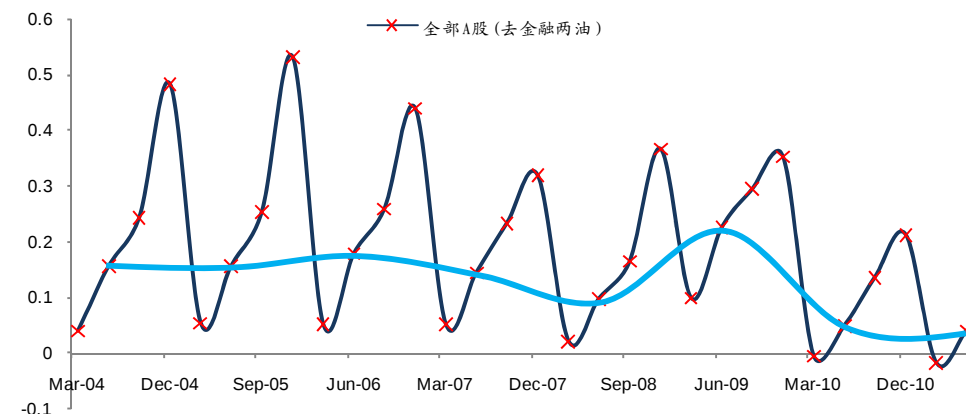
从波动规律来看，2003、2007 和 2010 是波谷，而 2005 和 2008 是波峰。这和业绩增速在 2005 和 2008 两年位于低谷以及 2007 和 2010 年位于波峰是倒过来的，说明盈利质量常常和现金流呈现相反的关系，和前面我们探讨的业绩增速和现金流增速跷跷板效应相吻合。

我们再来考察季度的状况。

（1）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。说明上市公司的经营性净现金流情况并不乐观。

图4 全部A股（剔金融两油）经营性净现金流/主营业务收入创自06年以来新低

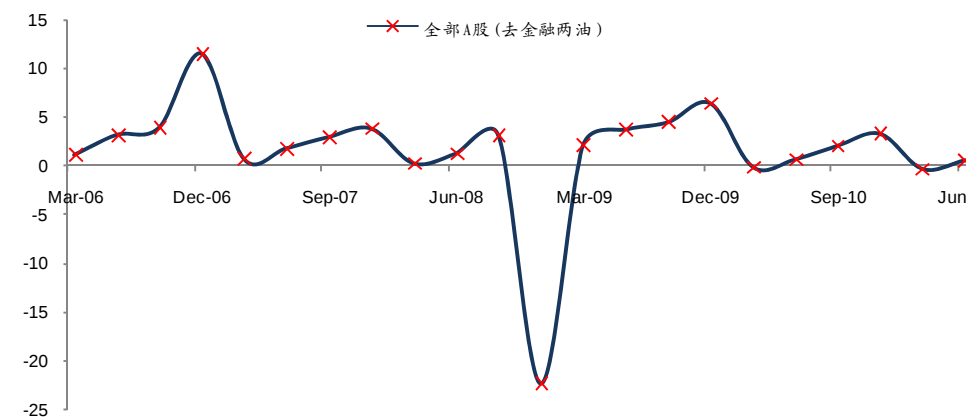


资料来源：海通证券研究所

(2) 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。

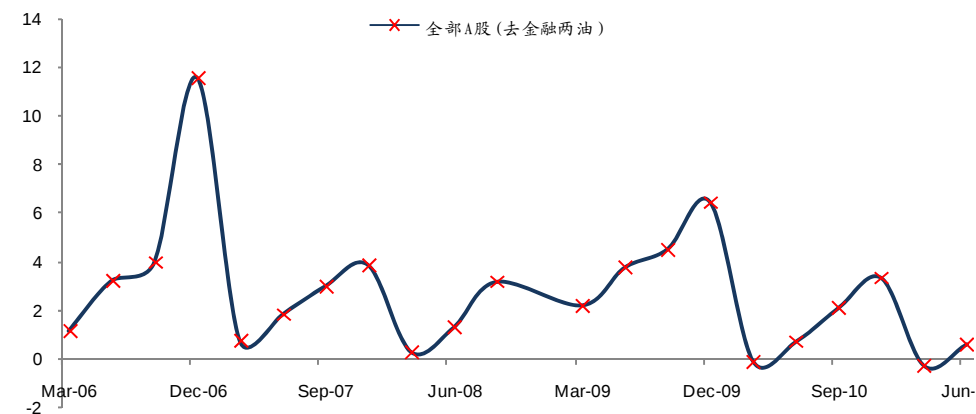
图5 全部A股（剔金融两油）经营性净现金流/净利润处于历史低位水平



资料来源：海通证券研究所

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6 全部A股（剔金融两油）经营性净现金流/净利润（剔2008年4季）低位水平



资料来源：海通证券研究所

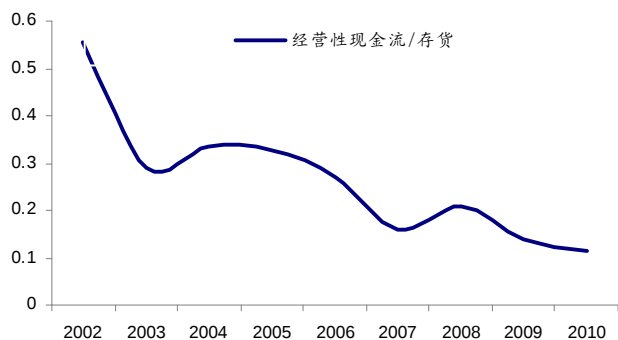
1.4 资金周转的健康状况考察

我们选择经营性现金流/存货、经营性现金流/应收账款、经营性现金流/应付账款三个指标来衡量现金周转的情况。我们先来分析一下年度的状况再细化到季度。

出现了和业绩含金量考察类似的结果，现金周转速度呈现出逐年下降的趋势，这反映出上市公司经营性净现金流和存货、应收账款之间的配比也是一个恶化的趋势。和业绩含金量相似的是，从2010年处于低点的状况来看，上市公司现金流状态并不能够让人乐观。

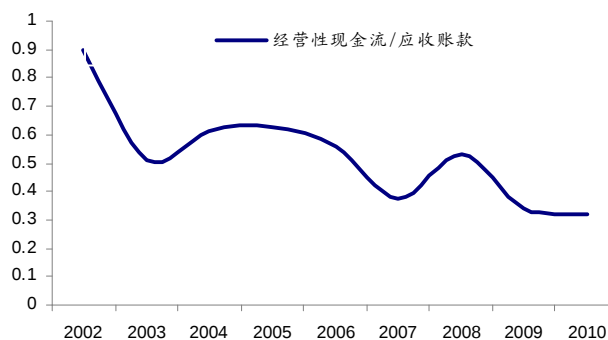
再进一步考察季度的细分情况。

图7 经营性现金流/存货的变化情况（年度）



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图8 经营性现金流/应收账款的变化情况（年度）



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

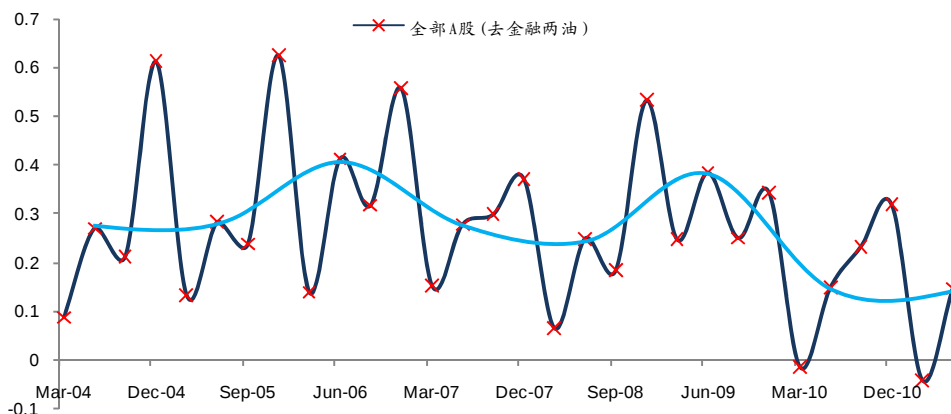
（1）经营性净现金流/应收账款&经营性现金流/应付账款

自从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。

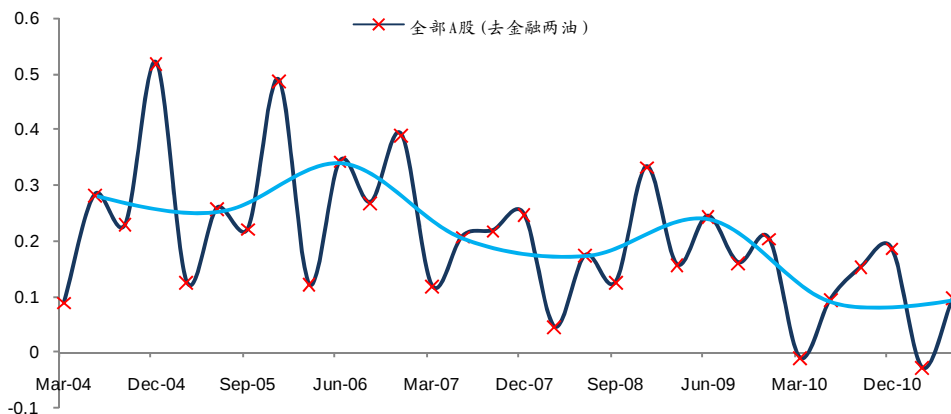
从经营性现金流与应收、应付账款的比值来看，目前企业的现金流状况较为紧张。且从整体上看，上下游企业的经营现金流情况均不乐观。

图9 全部A股（剔金融两油）经营性净现金流/应收账款创自2006年以来新低



资料来源：海通证券研究所

图10 全部A股（剔金融两油）经营性净现金流/应付账款创自2006年以来新低



资料来源：海通证券研究所

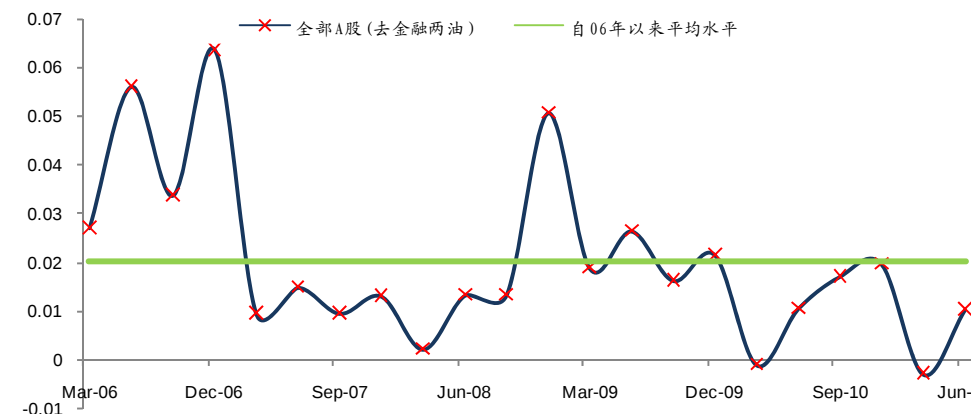
1.5 单位市值的现金状况考察

我们最后来分析单位市值的现金含量变动情况。

最后来看经营性现金流与总市值的比值，总市值我们选取的是期初与期末的算数平均值。从图中可以看到，自2010年以来，经营性现金流与总市值的比值较2006年以来的高位水平下降了一个台阶。从绝对值水平看，目前的这个比值和2010年同期水平基本持平。

虽然大盘跌幅较大，但目前的单位市值现金含量和前期的历史低点相比也并不是很高，反而仍然停留在低位，这不是一个很好的现象，相反我们仍然需保持警惕。这说明剔除金融和两油之外的公司实际上并不一定有较为健康的现金状态，进一步需考量其业绩增速的持续性，尽管大盘点位不高甚至估值已经很低，但现金状态是否暗含了这种估值停留在低位的理由呢？我们对这个问题还将进一步思考。

图 11 全部 A 股（剔金融两油）经营性净现金流/总市值处于自 06 年以来均值水平之下



资料来源：海通证券研究所

2. 各个行业业绩“含金量”考察——中周期不乐观，消费突出，TMT堪忧

在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经营性净现金流状况。

我们仍然沿用对整个 A 股分析的思路来考察各个行业，首先从各个行业业绩的“含金量”方面考察，主要是分行业来看“经营性净现金流/营业收入”与“经营性净现金流/净利润”两个指标在今年 2 季度以及历史上的表现，从而区分行业之间的盈利“水分”差异。

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

晚周期类，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

2.1 周期类行业——早周期业绩“含金量”有所改善，中周期业绩“含金量”正在恶化，后周期业绩“含金量”尚未有恶化迹象

(1) 早周期类：汽车、地产、家用电器。

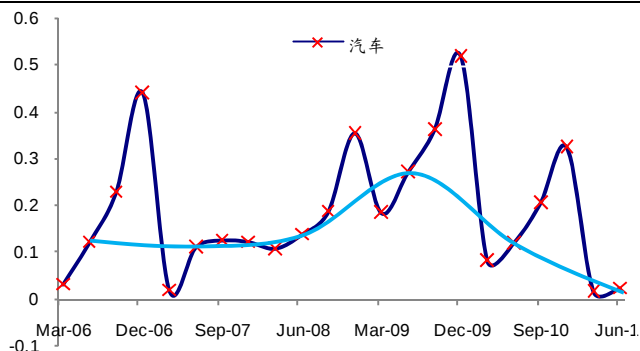
从图中可以看到，是哪个指标看，汽车的业绩“含金量”处于历史低位水平，反应了汽车行业目前销售恶化的情况，但是从环比上看，这两个指标应该都呈现逐季度改善的趋势。

房地产行业业绩含金量基本处于除 08-09 年周期以来的均值略偏下的水平，在消化了 08 年底 4 万亿投资拉动的业绩、现金流双抬升之后，目前尚没有行业业绩含金量显著恶

化的证据。

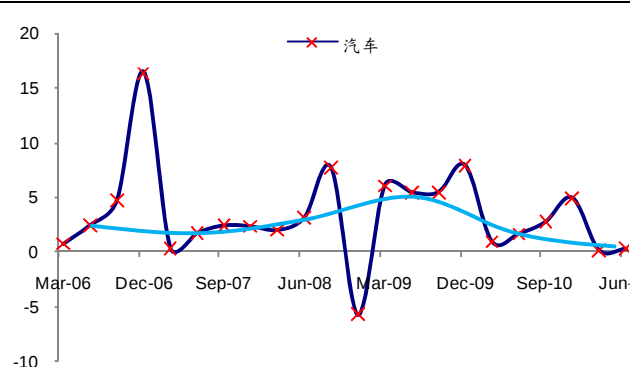
家电行业两个指标情况基本平稳，政策逐步退出后对行业的业绩含金量冲击没有明显的表现。

图 12 汽车业绩“含金量”持续下降



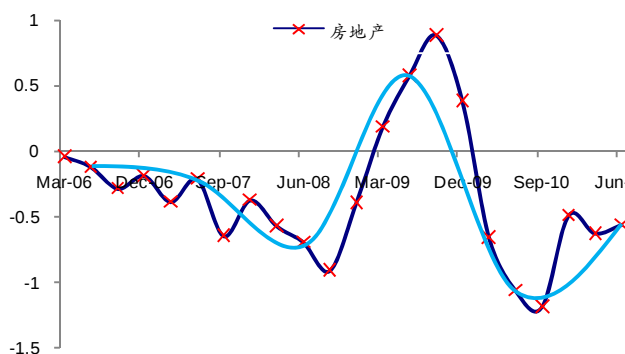
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 13 经营性现金流/净利润显示汽车业绩“含金量”下降



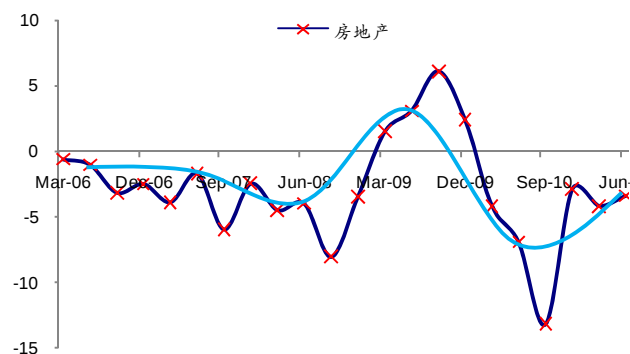
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 14 房地产业绩“含金量”有所改善



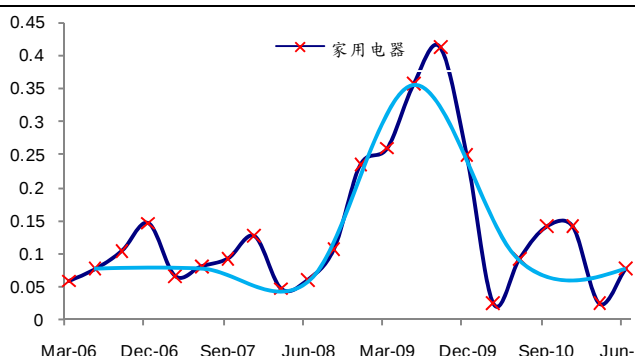
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 15 经营性现金流/净利润显示房地产业绩“含金量”改善



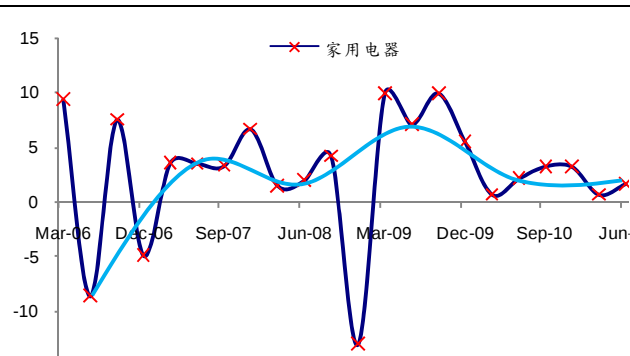
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 16 家电业绩“含金量”有所改善



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 17 经营性现金流/净利润显示家电业绩“含金量”改善



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

(2) 中周期类行业——机械、化工、钢铁、建材、轻工制造。

总体上看，中周期行业中，由于季节性因素影响，2 季度的经营性现金流/营业收入，以及经营性现金流/净利润的比值较 1 季度均有所提升。

但是与历史水平相比较，却发现中周期行业中业绩“含金量”的差异所在。我们将2季度的水平与历史平均水平以及去年同期的水平相比较，发现中周期行业中靠近上游原料行业的业绩“含金量”表现要略优于偏向中游制造端的行业。

结合我们此前报告《周期疲弱，消费良好，TMT给力2011年中报业绩回顾》对毛利润情况的分析，是偏上游行业的毛利润同比要优于偏中游制造的行业，可以进一步确认“经营性现金流/营业收入”，与“经营性现金流/净利润”的变动主要是来自业绩“含金量”的变动，而非单纯的收入或利润的变动。

如机械行业的业绩“含金量”明显的低于去年同期以及历史均值水平，但是钢铁和化工的表现较去年同期状况要好。

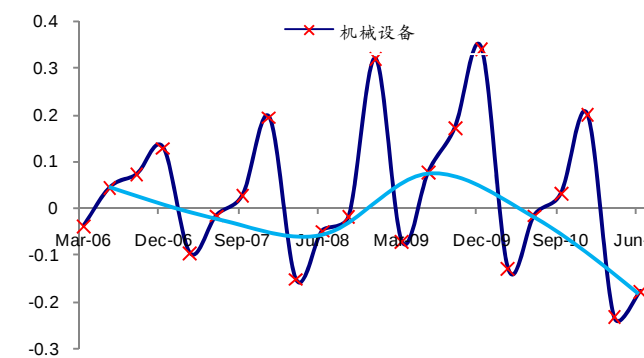
特殊的是建材，虽然经营性现金流/净利润指标较历史均值水平低，但是经营性现金流/营业收入指标却表现良好，我们判断这与政策性的收缩产能以及保障房和水利建设有关。

表1 中周期行业机械业绩“含金量”恶化，化工略优

	经营性现金流/净利润			经营性现金流/营业收入		
	2011年2季度	历史均值	去年同期	2011年2季度	历史均值	去年同期
黑色金属	4.1369	-0.5375	1.1249	0.0870	0.1610	0.0384
化工	1.4007	2.4572	0.7709	0.0857	0.1386	0.0392
机械设备	-1.8036	0.0402	-0.1526	-0.1769	0.0042	-0.0146
建筑材料	0.8676	1.8820	-0.6959	0.1409	0.1573	-0.0746
轻工制造	0.9275	1.8697	1.4113	0.0788	0.1242	0.0903

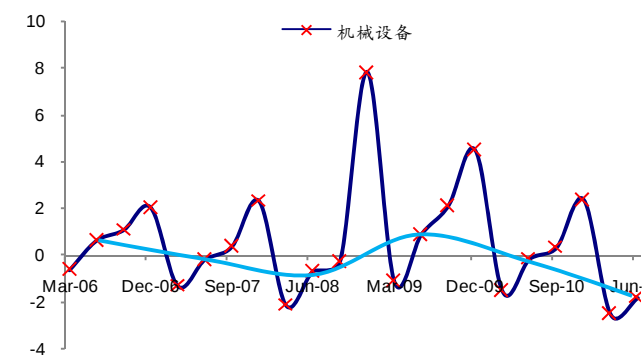
资料来源：海通证券研究所

图18 机械业绩“含金量”下滑明显



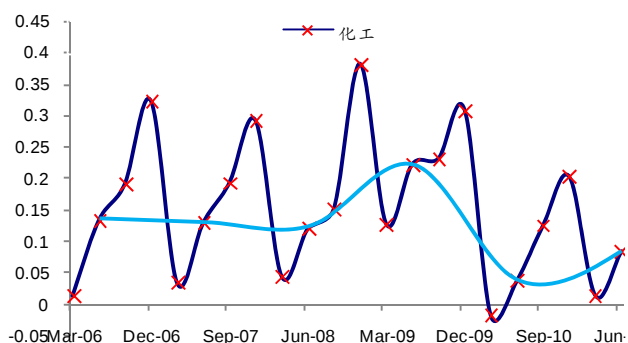
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图19 经营性现金流/净利润显示机械业绩“含金量”下滑



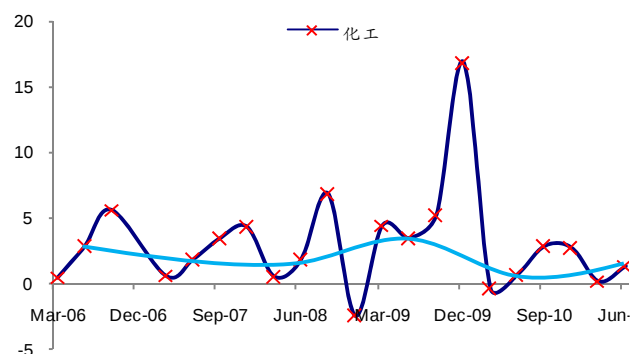
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 20 化工业绩“含金量”有所上升



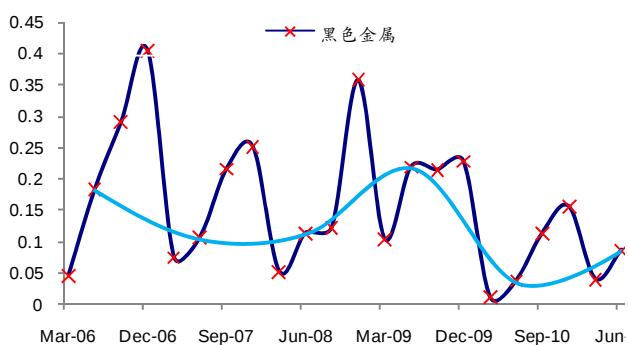
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 21 经营性现金流/净利润显示化工业绩“含金量”略升



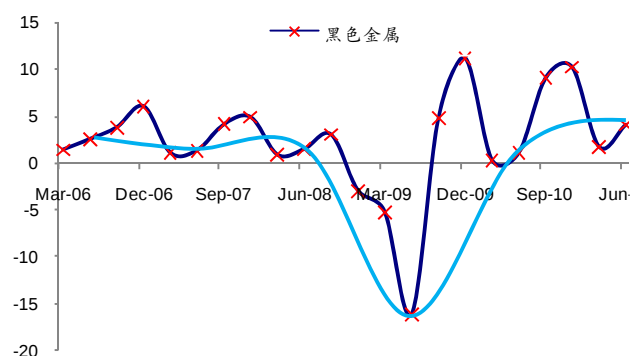
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 22 钢铁经营性现金流/营业收入上升



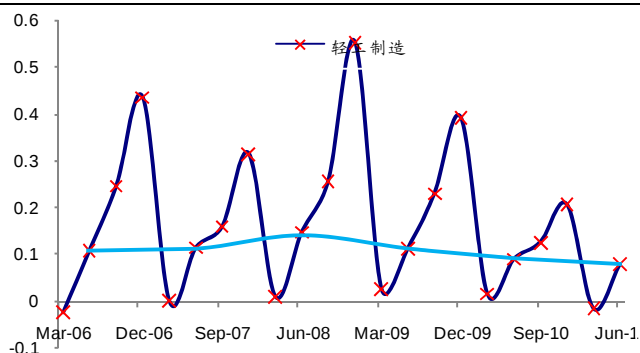
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 23 钢铁经营性现金流/净利润上升



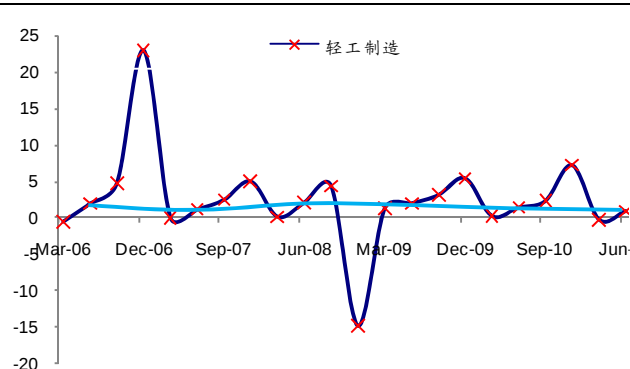
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 24 轻工制造业业绩“含金量”略有下滑



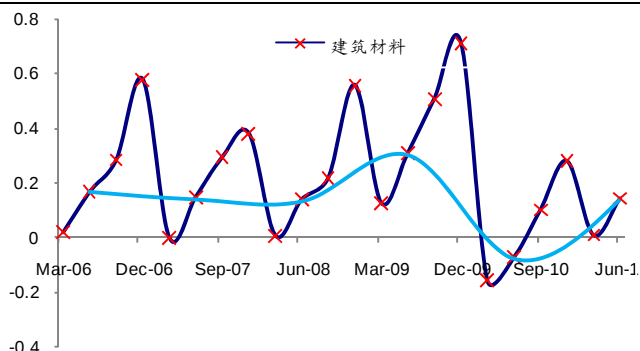
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 25 经营性现金流/净利润显示轻工业绩“含金量”略



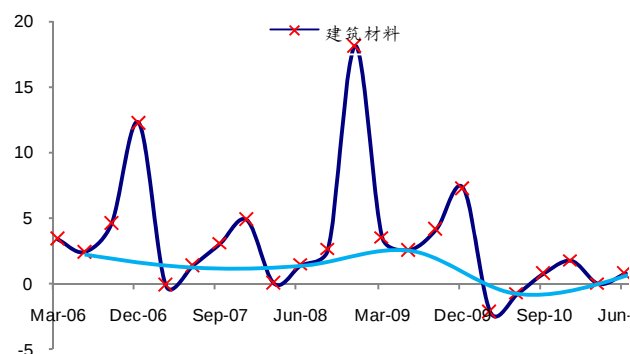
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 26 建材行业经营性现金流/营业收入上升



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 27 建材行业经营性现金流/净利润上升

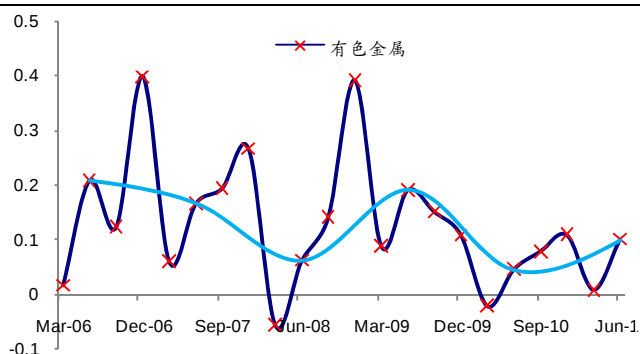


资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

(3) 后周期类行业——有色、煤炭

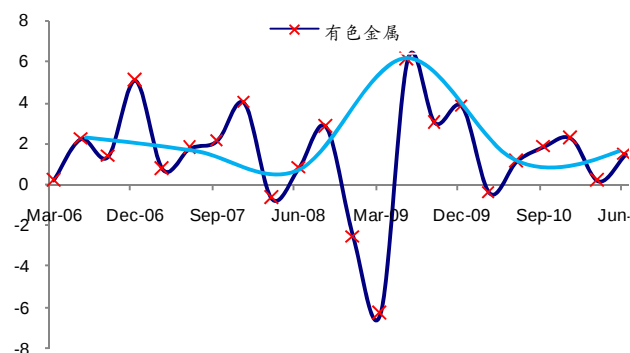
后周期行业的业绩“含金量”表现无论是从经营性现金流/营业收入指标还是经营性现金流/净利润指标来看，处于等于或者略高于历史同期的水平。可见上游的业绩“含金量”表现较为平稳。

图 28 经营性现金流/营业收入显示有色业绩“含金量”抬升



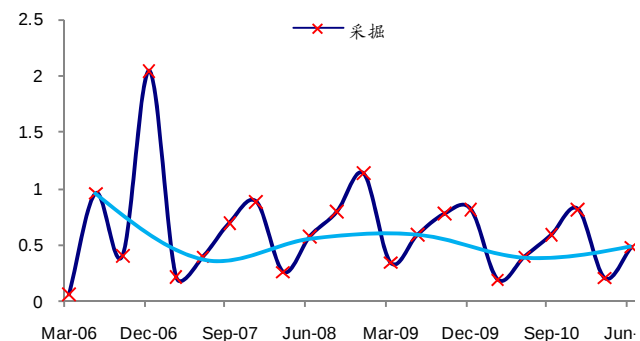
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 29 经营性现金流/净利润显示有色业绩“含金量”抬升



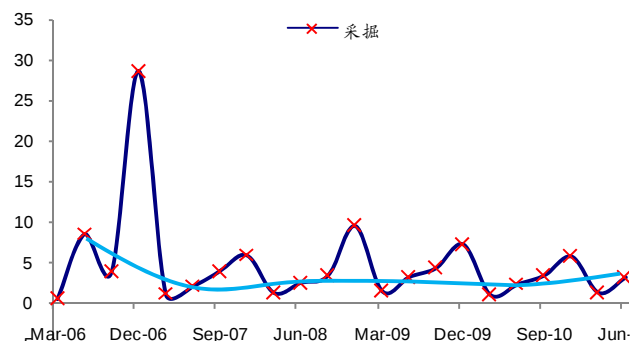
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 30 经营性现金流/营业收入显示采掘业绩“含金量”略升



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 31 经营性现金流/净利润显示采掘业绩“含金量”略升



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

2.2 大消费行业——食品饮料、农林牧渔业绩“成色”高，服装业绩“含金量”下滑。

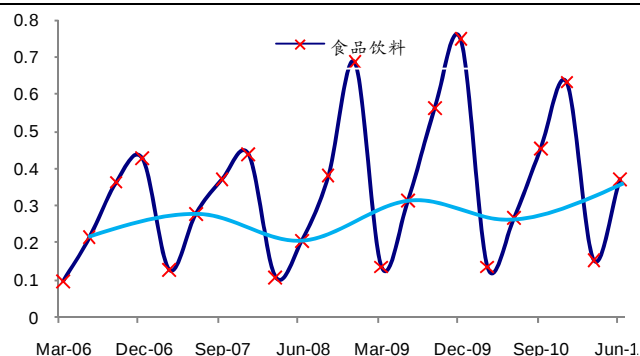
大消费行业整体业绩“含金量”表现良好，但是行业之间的分化也较为明显。

从“经营性现金流/净利润”以及“经营性现金流/营业收入”两个指标来看，业绩“含金量”较高的行业是食品饮料以及农林牧渔，这两个行业今年2季度的水平均基本等于或高于历史平均水平，说明行业正处于良性发展的大周期之中。

业绩“含金量”较前期有明显下滑的行业有零售以及医药生物。虽然行业整体没有明显恶化的趋势性体现，但是从下图上看，这两个行业的“含金量”均出现了明显的下滑，后期是否会形成趋势性的恶化表现，仍需要观察。

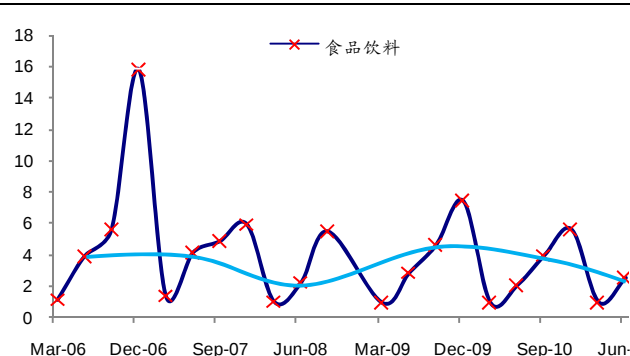
品牌服装行业业绩的“含金量”有明显的恶化表现，2季度的“经营性现金流/净利润”以及“经营性现金流/营业收入”两个指标均下降到了负值水平以下，即便考虑了季节性的影响，从历史可比时期看，这两个数据的表现也不尽如人意。

图 32 食品饮料行业业绩“含金量”抬升明显



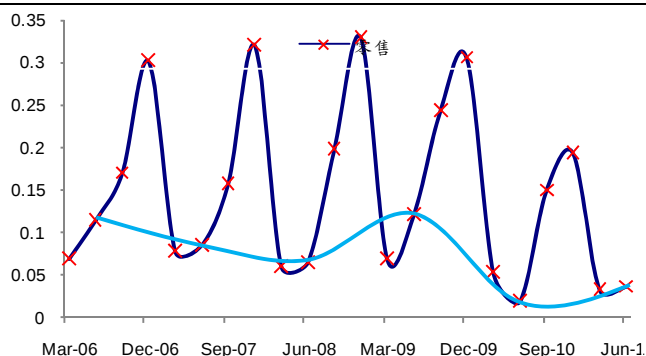
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 33 食品饮料经营性现金流/净利润下滑



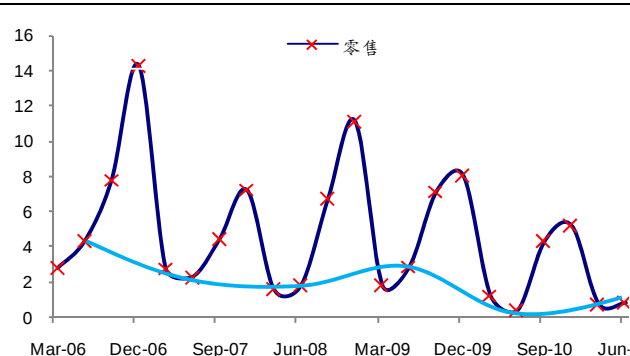
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 34 零售业绩“含金量”抬升有所



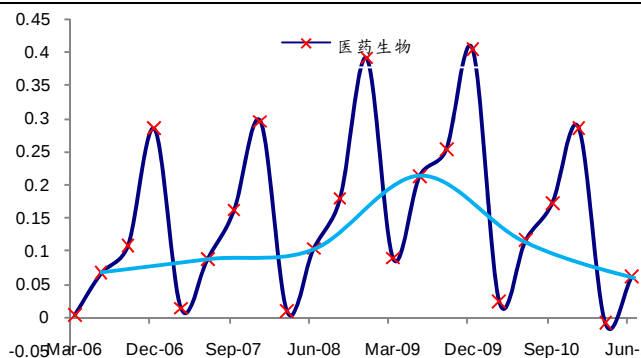
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 35 经营性现金流/净利润显示零售业绩“含金量”抬升



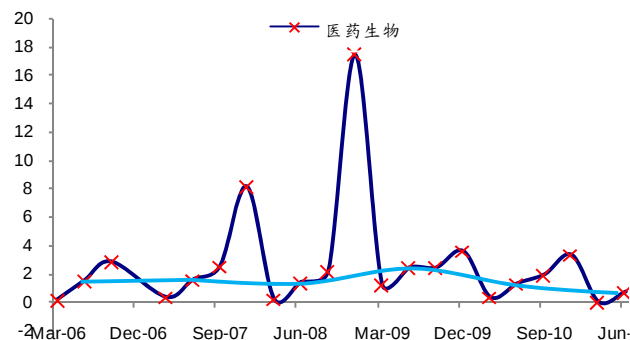
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 36 医药生物业绩“含金量”明显下降



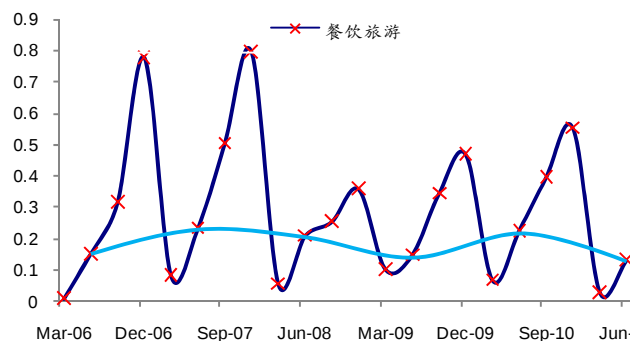
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 37 经营性现金流/净利润显示医药业绩“含金量”下滑



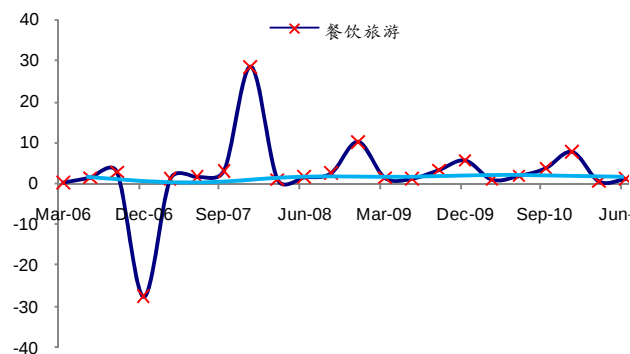
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 38 餐饮旅游业绩“含金量”下滑



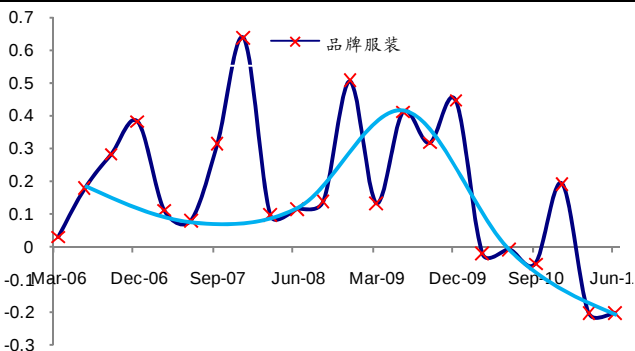
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 39 经营性现金流/净利润显示餐饮业绩“含金量”下降



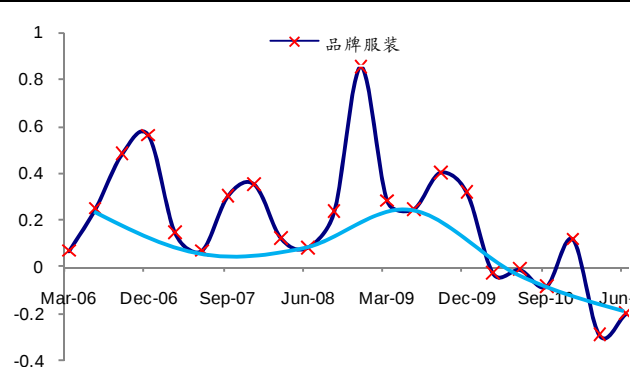
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 40 品牌服装业绩“含金量”下降



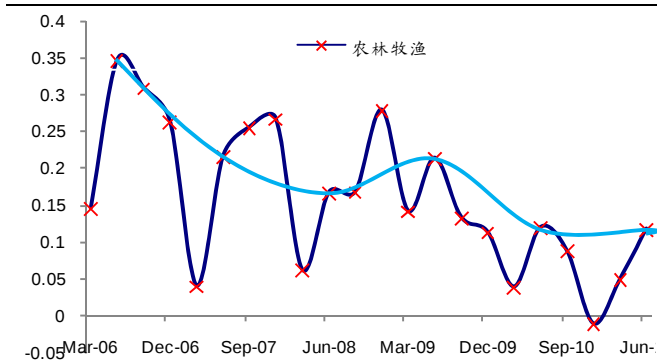
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 41 经营性现金流/净利润显示服装业绩“含金量”下滑



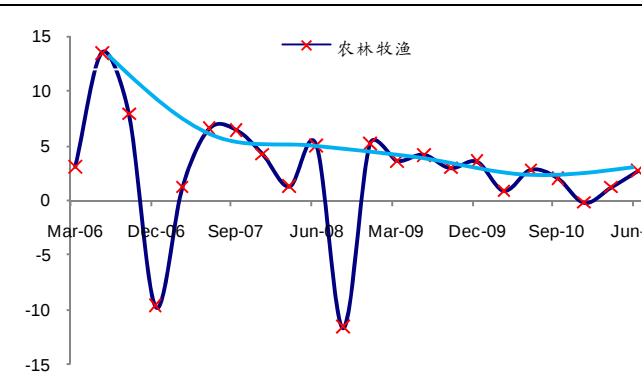
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 42 农林牧渔业绩“含金量”抬升



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 43 经营性现金流/净利润显示农业业绩“含金量”抬升



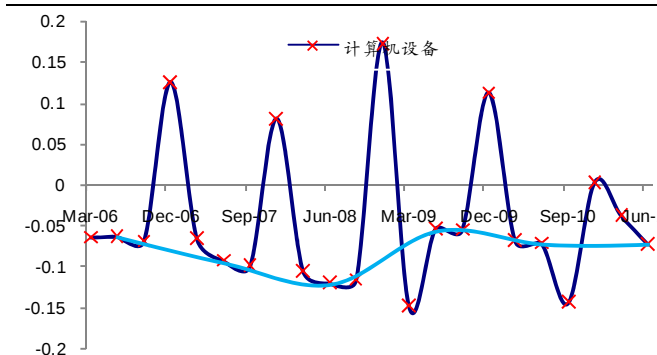
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

2.3 大消费行业——业绩“含金量”整体不足

TMT 行业中以中小市值的公司为主，盈利增长较高，考察其业绩的“含金量”更具备意义。

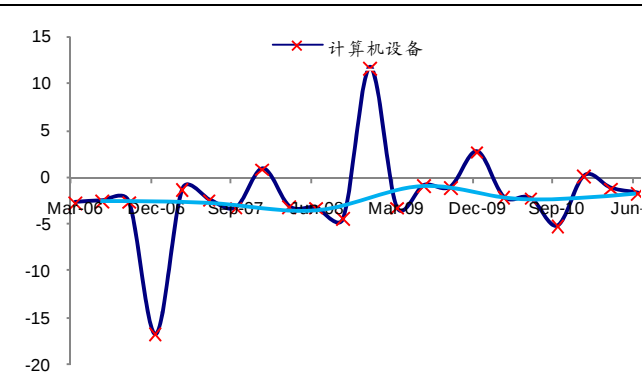
从下图可以看出，从整体上看，行业的业绩含金量自 06 年起，有逐步向下的趋势。从今年 2 季度的“经营性现金流/净利润”以及“经营性现金流/营业收入”两个指标来看，电子元器件行业的现金流“含金量”下滑明显，而计算机设备、通讯设备以及信息服务也均有不同程度的下滑。

图 44 计算机设备业绩“含金量”略降



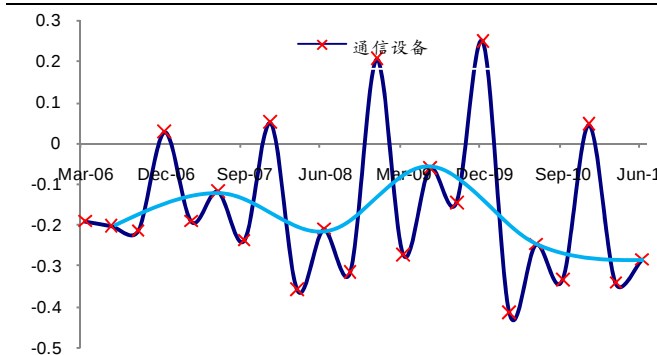
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 45 经营性现金流/净利润显示计算机业绩“含金量”略降



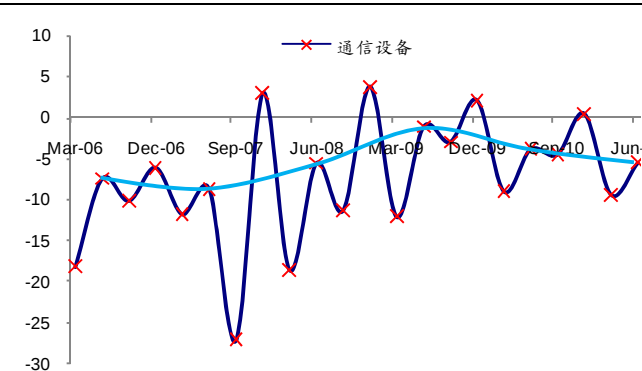
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 46 通讯设备业绩“含金量”下滑



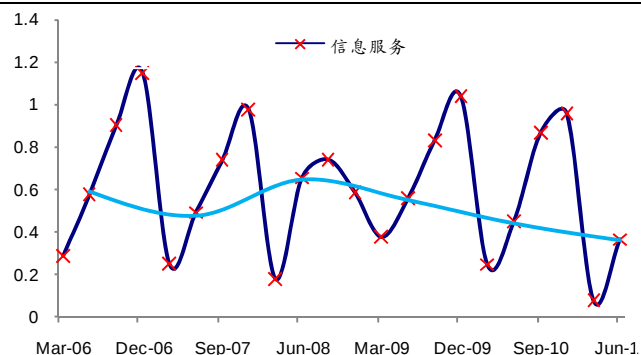
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 47 经营性现金流/净利润显示通讯业绩“含金量”下降



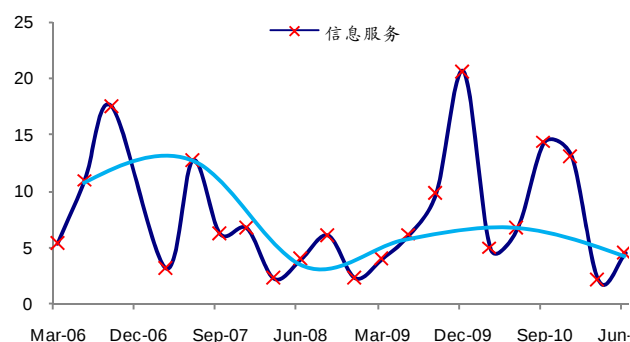
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 48 信息服务行业经营性现金流/营业收入下降



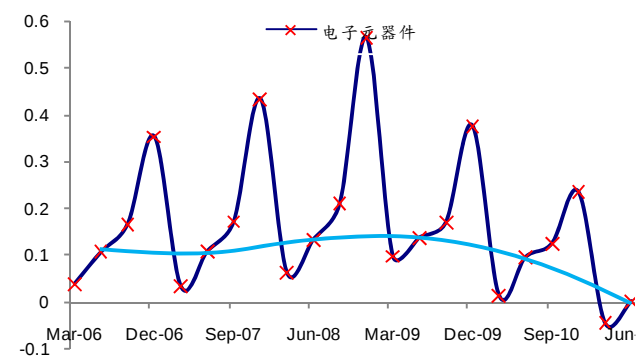
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 49 信息服务行业经营性现金流/净利润下滑



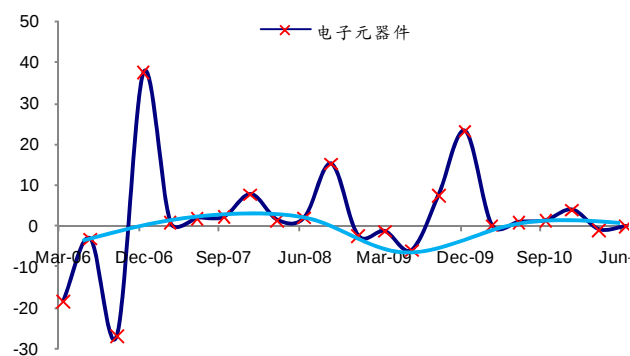
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 50 电子元器件业绩“含金量”下滑明显



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 51 经营性现金流/净利润显示电子业绩“含金量”下滑



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

3. 各个行业现金周转情况的考察——早周期有改善，消费良好，信息服务在TMT中表现略优

我们选择经营性现金流/存货、经营性现金流/应收账款这两个指标来衡量现金周转的情况。主要看应收账款和存货对经营性现金流占用的情况。

3.1 周期类行业——地产、家电现金周转改善，中周期未见好转，后周期平平淡淡

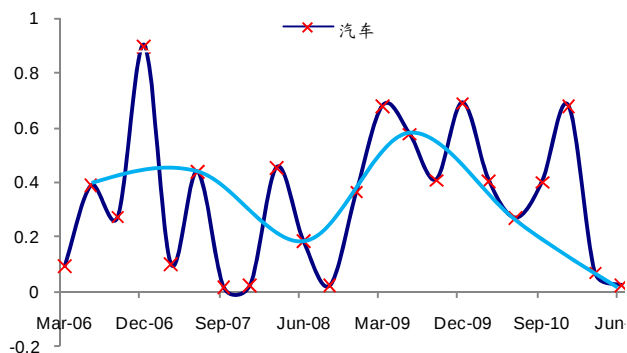
(1) 早周期类行业——汽车持续恶化，家电、地产改善明显

从经营性现金流/应收账款以及经营性现金流/存货两个指标来看，房地产和家电的现金周转情况较此 2010 年同期有明显的改善，而汽车的现金周转情况仍不容乐观。

虽然房地产的销售状况受到政策影响出现了下滑，但是同时由于拿地节奏也相应的放缓，因而房地产企业尚没有出现现金流周转不灵的情况，相反，从经营性现金流与存货和应收账款两项比值来看，目前均处于历史上均值水平以上。

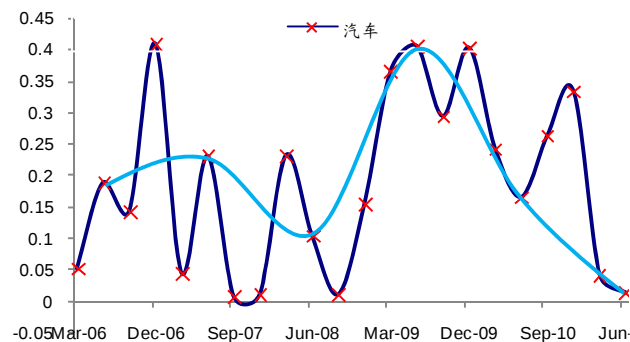
家用电器的现金周转情况也非常良好，除了 2008-2009 年 4 万亿拉动的大经济周期，家电行业目前的现金周转情况处于历史上的高位水平。在早周期的三个行业之中，指标显示行业现金周转的情况最好。

图 52 汽车行业现金周庄状况持续恶化



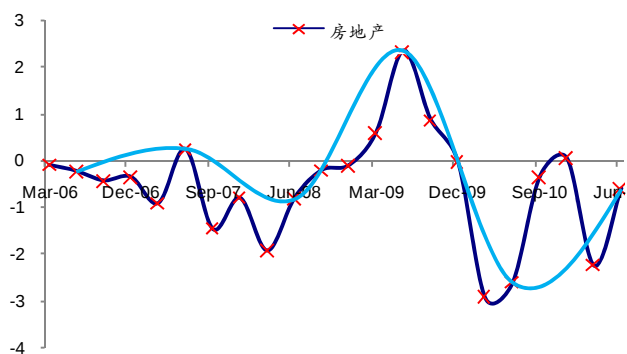
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 53 汽车行业存货挤占经营性现金流情况持续恶化



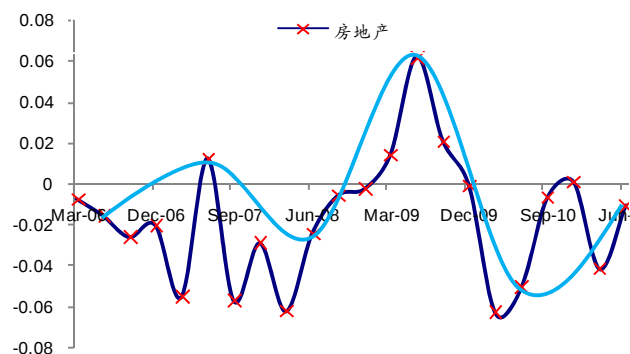
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 54 房地产经营性现金流/应收账款显示现金状况改善



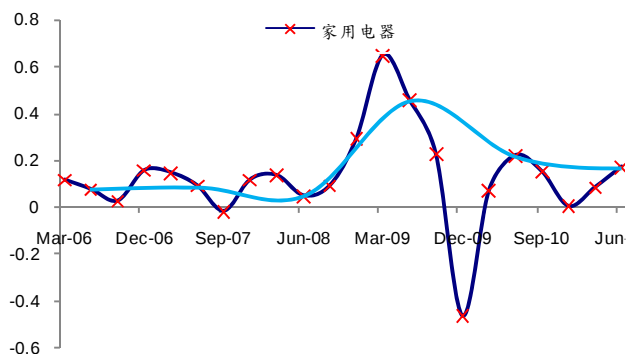
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 55 经营性现金流/存货显示房地产现金占比情况改善



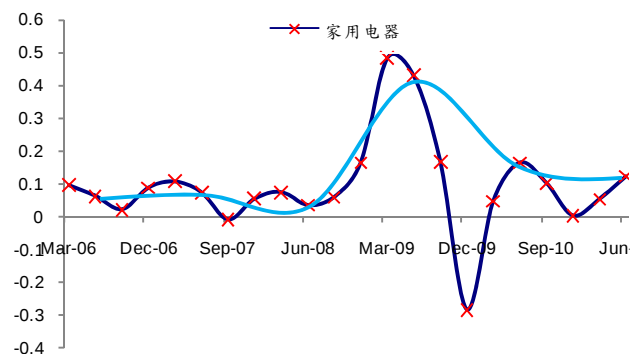
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 56 家电经营性现金流/应收账款显示现金状况改善



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 57 经营性现金流/存货显示家电现金占比情况改善



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

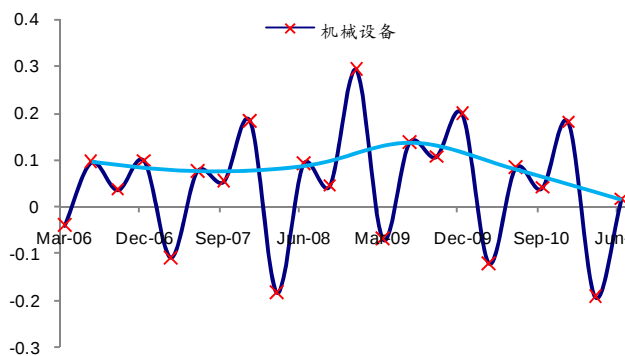
(2) 中周期类行业——机械持续恶化，靠上游端化工表现良好

中周期行业中，现金周转情况表现最差的是机械行业，无论是存货或者应收账款占用现金流状况考察，目前均处于历史同期的最低位水平。

化工和轻工制造虽然与历史平均水平相比有所下滑，但是与去年同期相比有所上升。化工中由于受到原材料价格上涨的影响，因而偏上游的子行业如化学原料、化学制剂等行业现金周转情况较去年同期出现了改善。

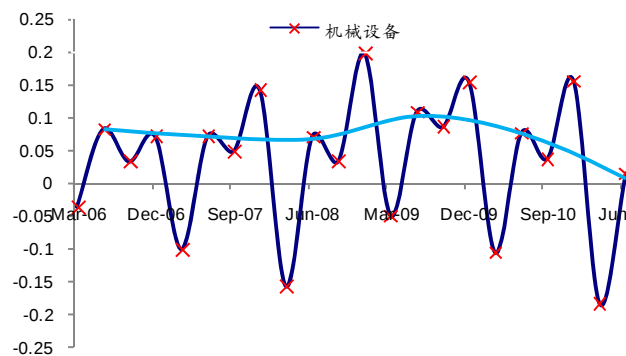
而钢铁和水泥是现金周转情况表现良好的两个行业，无论是从应收账款还是存货的角度考察现金周转的情况，均处于历史均值水平以上（剔除 08-09 年经济大周期），且较去年同期的水平有了一定幅度的提升。我们判断这与政府推动的基建和保障房工程相关。

图 58 机械行业经营性现金流/应收账款显示现金状况恶化



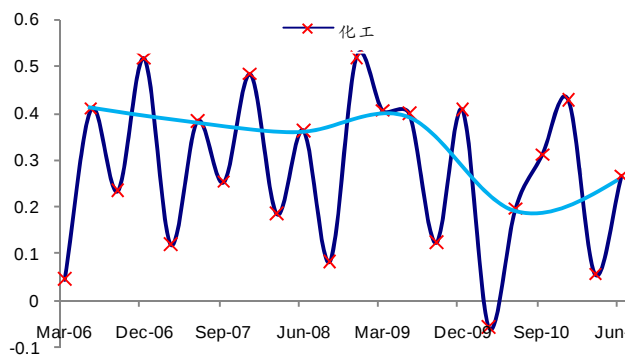
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 59 机械行业存货挤占经营性现金流情况持续恶化



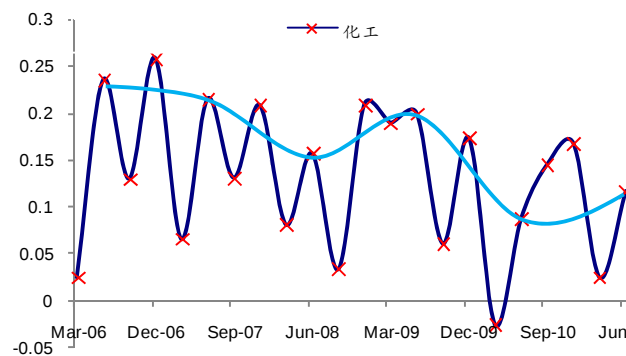
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 60 化工应收账款挤占现金流状况有所改善



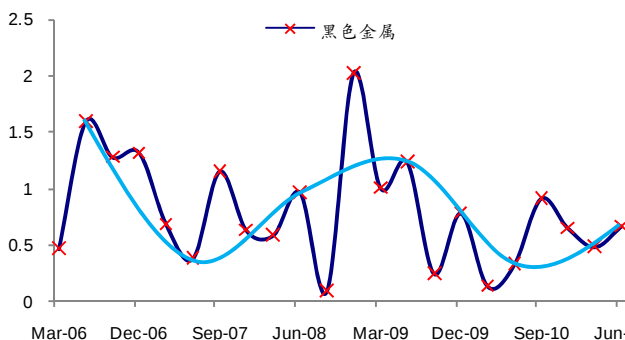
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 61 经营性现金流/存货显示化工现金周转改善



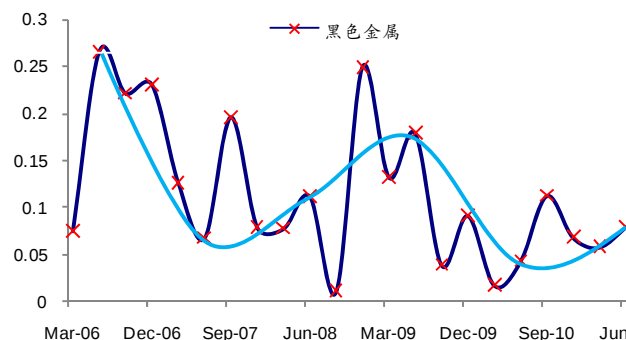
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 62 钢铁经营性现金流/应收账款显示现金状况改善



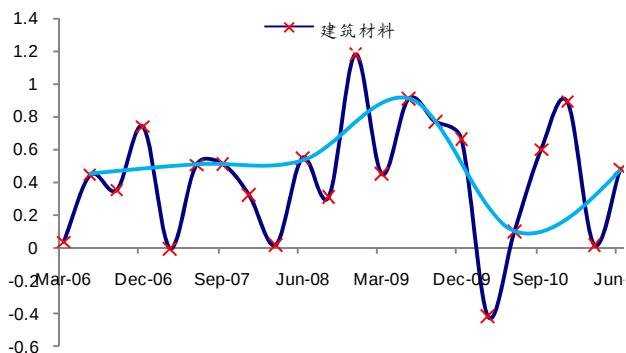
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 63 经营性现金流/存货显示钢铁现金周转改善



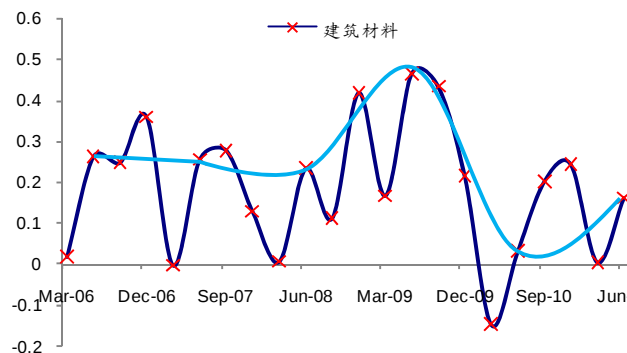
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 64 建材经营性现金流/应收账款显示现金周转有所改善



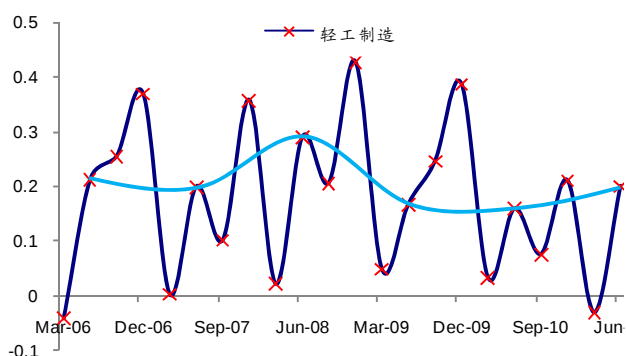
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 65 经营性现金流/存货显示建材现金周转改善



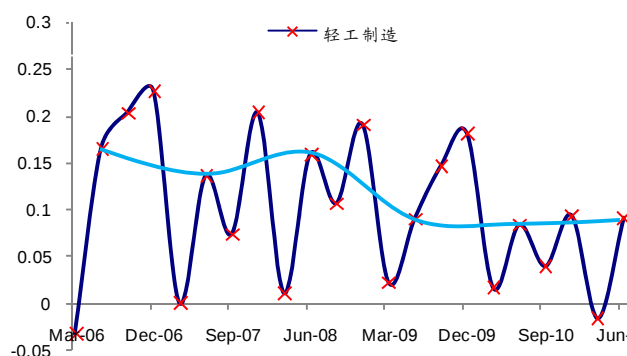
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 66 轻工制造行业经营性现金流/应收账款略升



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 67 轻工行业经营性现金流/存货占比略升

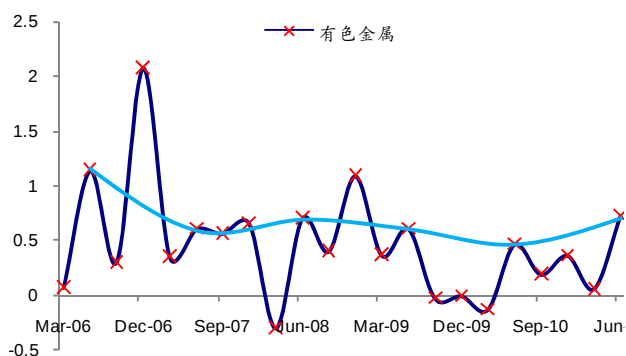


资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

(3) 后周期类行业——有色、煤炭表现良好

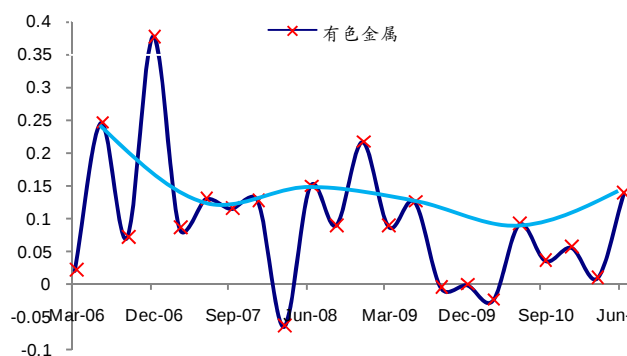
煤炭和有色现金周转情况表现均较好,2 季度的水平均处于历史同期水平略上的位置。这说明后周期行业的现金周转较好,趋势上处于自 2009 年以来的上升通道之中。

图 68 经营性现金流/应收账款显示有色现金周转改善



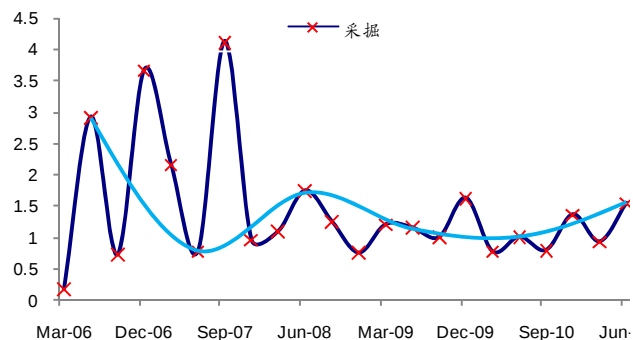
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 69 经营性现金流/存货显示有色现金周转改善



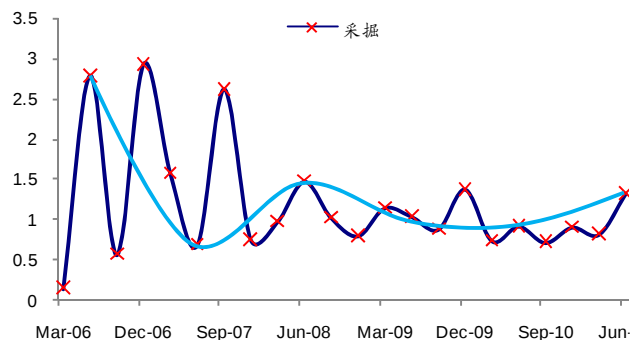
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 70 经营性现金流/应收账款显示采掘现金周转改善



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 71 经营性现金流/存货显示采掘现金周转改善



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

3.2 大消费行业——食品饮料、零售、农业现金周转较好

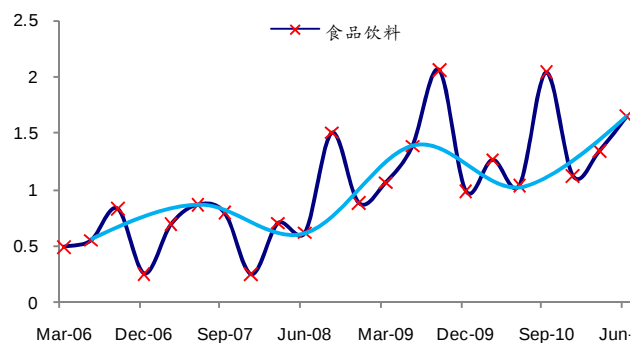
(2) 大消费类行业——食品饮料、农林牧渔、品牌服装、零售、餐饮旅游、医药生物。

食品饮料和农林牧渔除了业绩“含金量”较高外，从现金的周转上考察，表现仍十分突出，特别是食品饮料行业，现金周转情况正处于向上迅速抬升的通道之中。

零售行业的现金周转情况表现良好，虽然从季节性的角度看，零售行业2季度的现金周转情况在年内是低点，但是通过和历史同期，特别是去年同期水平的比较，零售行业的现金周转情况均出现了显著的好转。

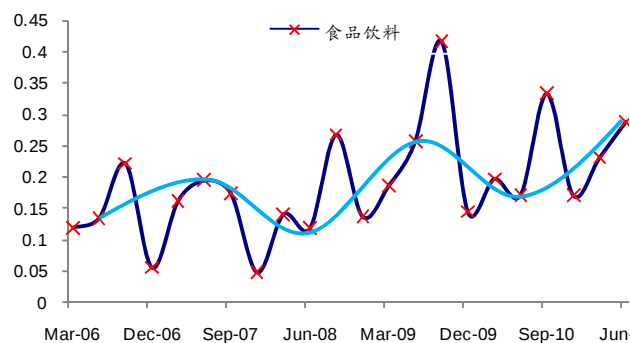
品牌服装、医药生物和餐饮旅游的现金周转情况均出现了下滑的趋势，虽然从幅度上看并不十分显著，但是与历史同期的水平相比较，均显示出自2010年以来一直处于缓慢下降的过程之中。

图 72 食品饮料行业现金周转情况良好



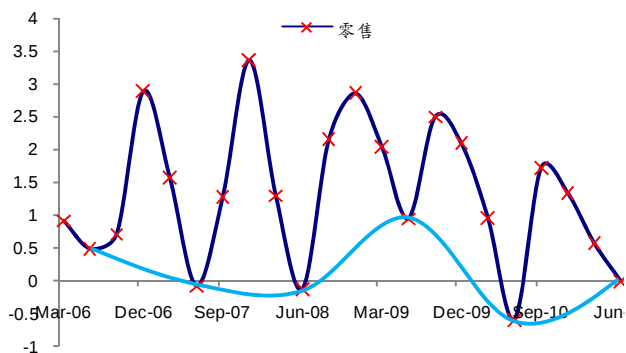
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 73 食品饮料行业没有明显存货挤占经营性现金流的情况



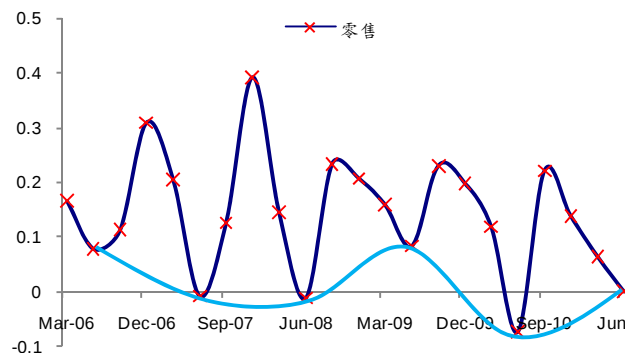
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 74 零售行业现金周转情况良好



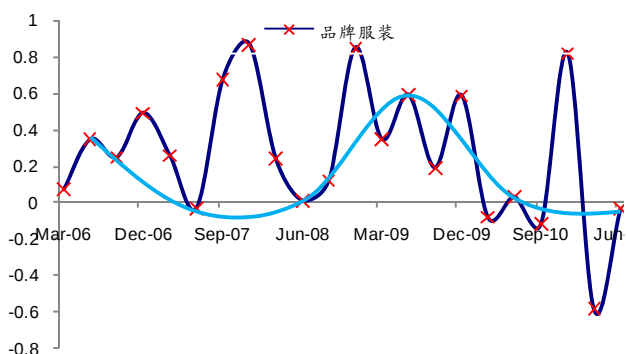
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 75 零售行业存货挤占经营性现金流情况不明显



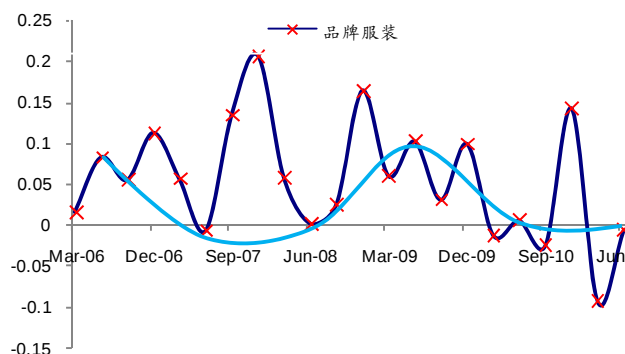
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 76 服装应收账款挤占现金流情况没有明显好转



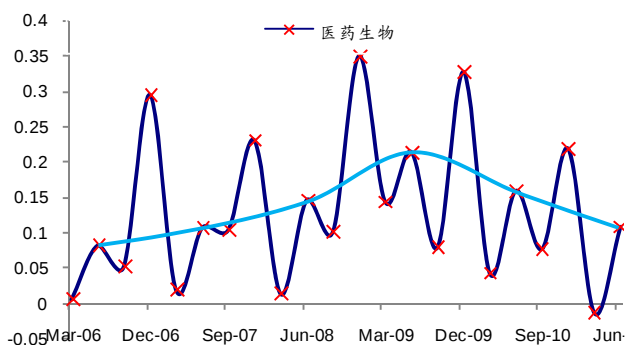
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 77 经营性现金流/存货显示服装行业现金周转没有好转



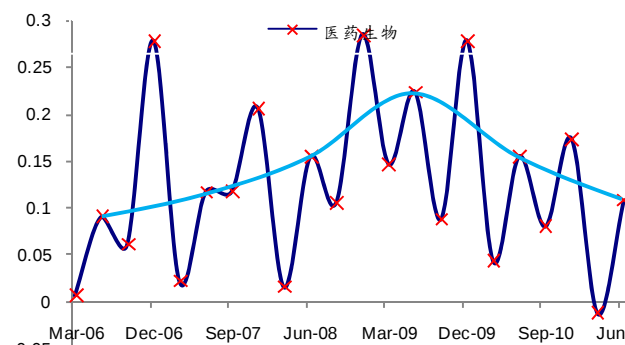
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 78 医药行业经营性现金流/应收账款占比下滑



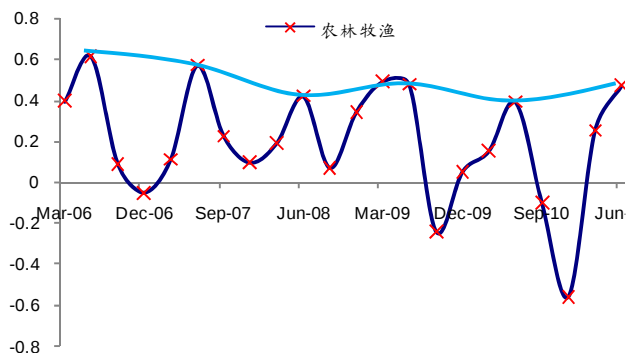
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 79 医药经营性现金流/存货占比下滑



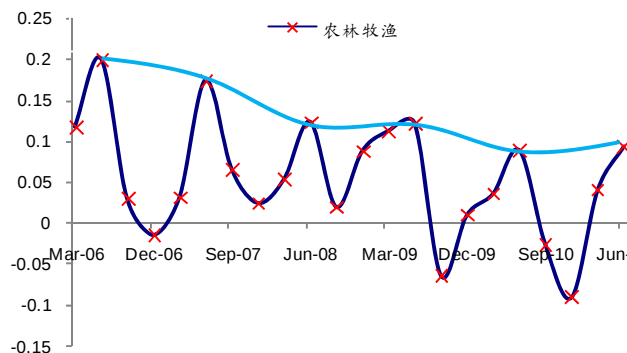
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 80 农业经营性现金流/应收账款显示现金周转良好



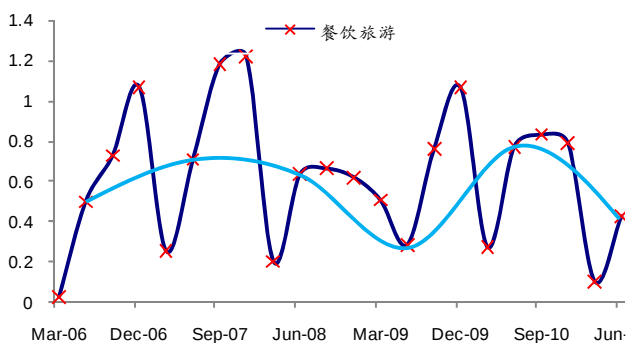
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 81 经营性现金流/存货显示农业现金周转良好



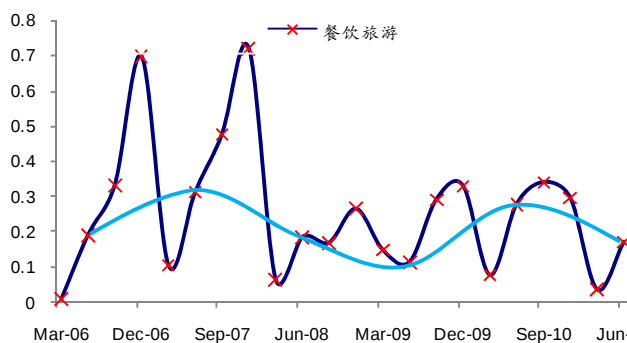
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 82 餐饮行业经营性现金流/应收账款占比下滑



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 83 餐饮行业经营性现金流/存货占比下滑



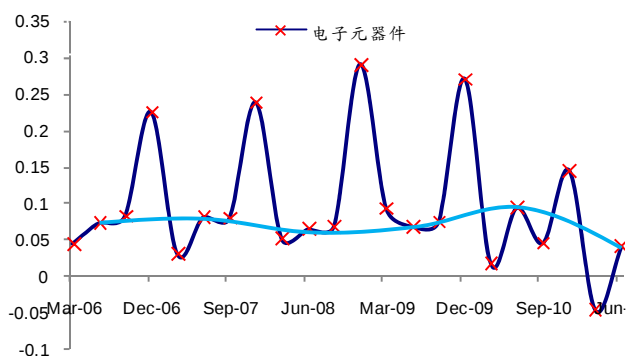
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

3.3 TMT行业——信息服务行业现金流周转好于同类其他行业

TMT 行业现金周转的季节性表现较为显著，其中电子元器件、通讯设备和计算机设备 2 季度的现金周转情况处于自 09 年以来的下滑通道之中，虽然从幅度上看并不十分显著，而且和历史上的均值水平比较基本持平，但是这种变化的趋势仍需要引起重视。这可能表明了 2008 年底 4 万亿政策拉动的现金周转情况的优化在政策效应逐步消退的情况下将逐步下降一个台阶。

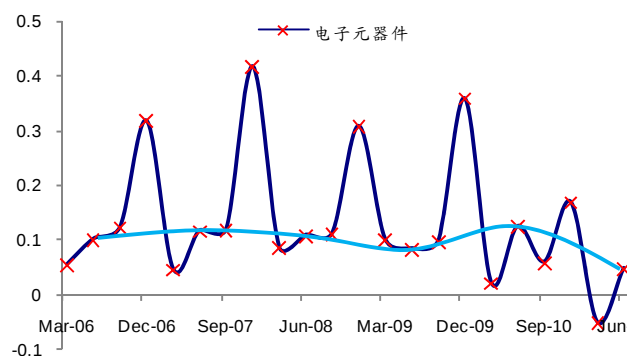
值得一提的是信息服务行业，在 TMT 其他行业中独树一帜，虽然从绝对增速水平上相比较 08-09 年的经济大周期也有所下滑，但是相比去年同期水平，现金周转情况有显著的好转。

图 84 电子行业应收账款挤占现金流情况恶化



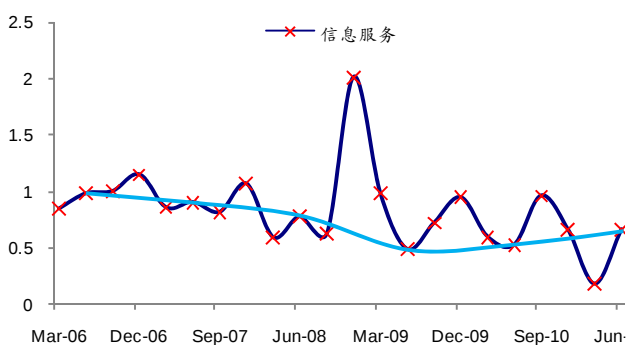
资料来源: WIND 资讯, 海通证券研究所

图 85 电子行业存货挤占现金流情况恶化



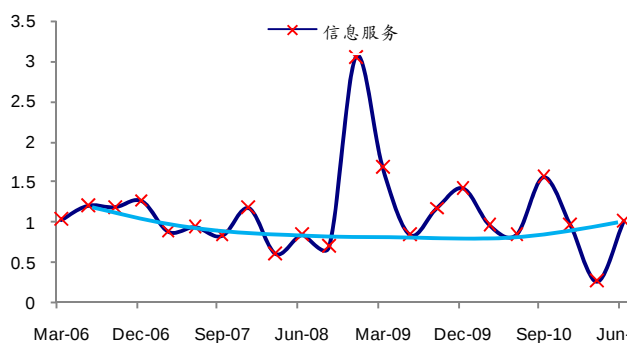
资料来源: WIND 资讯, 海通证券研究所

图 86 信息服务行业现金周转情况有所改善



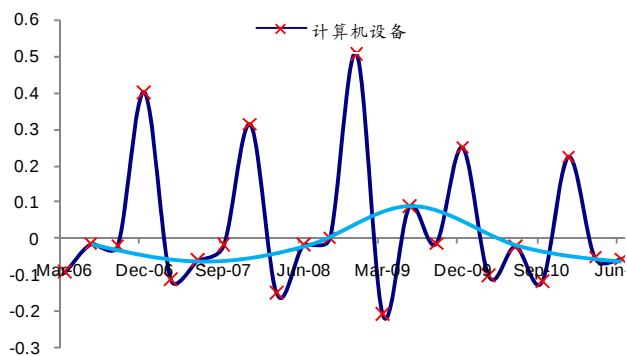
资料来源: WIND 资讯, 海通证券研究所

图 87 经营性现金流/存货显示信息服务行业现金周转改善



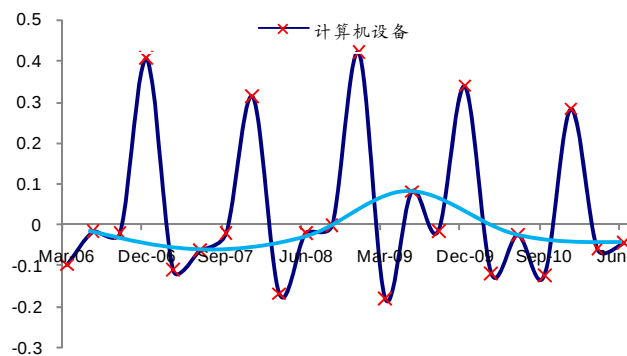
资料来源: WIND 资讯, 海通证券研究所

图 88 计算机行业经营性现金流/应收账款下滑



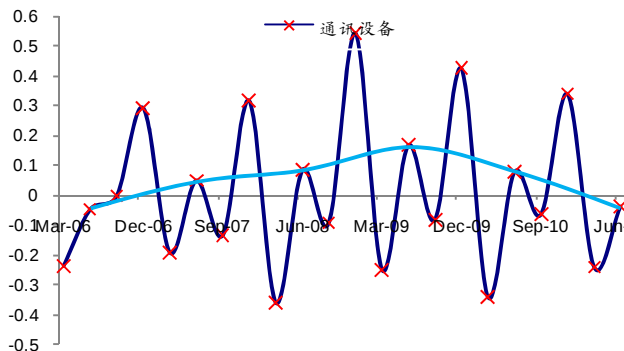
资料来源: WIND 资讯, 海通证券研究所

图 89 计算机经营性现金流/存货占比下滑



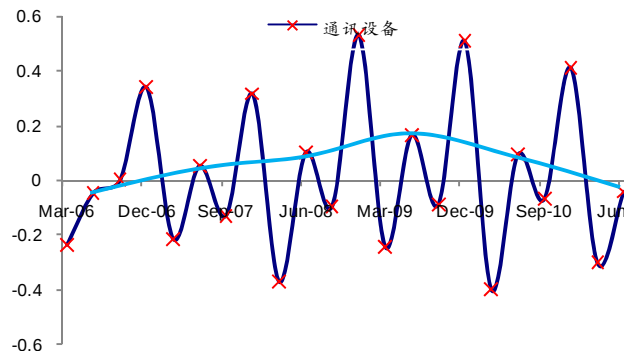
资料来源: WIND 资讯, 海通证券研究所

图 90 通讯经营性现金流/应收账款占比下滑



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 91 通讯行业经营性现金流/存货占比下滑



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

4. 小结

在考察了各个行业的业绩“含金量”以及现金周转两个方面的指标后，我们将行业的表现总结如下：

（1）早周期行业：

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。

（2）中周期行业

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。

（3）后周期行业

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。

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》中对于

周期业绩的规律总结，即在经济增速下滑的时期，早周期行业的业绩比中、后周期业绩率先触底；通过我们对中报业绩的分析，也基本验证了我们的这一判断。如果结合对业绩的判断来进一步理解“经营性现金流/主营业务收入”与“经营性现金流/净利润”这两个指标，则发现在周期类行业的业绩“含金量”表现上也有类似的规律——即早周期的地产、家电业绩“含金量”有所改善，汽车的仍持续下滑；中周期中，靠近中游制造业的行业机械，业绩“含金量”恶化明显，靠近上游原材料的化工则表现平稳；后周期行业中，煤炭、有色尚没有业绩“含金量”明显恶化的迹象。

（4）大消费行业

大消费行业的现金状况表现分化。

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。

（5）TMT 行业

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略有下滑，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其他行业较好。

信息披露

分析师声明

吴一萍：策略部

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。

海通证券股份有限公司研究所

汪异明 所长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

高道德 副所长
(021) 63411586
gaodd@htsec.com

路 颖 副所长
(021) 23219403
luying@htsec.com

江孔亮 所长助理
(021) 23219422
kljiang@htsec.com

宏观经济研究团队

李明亮 (021) 23219434
汪 辉 (021) 23219432
刘铁军 (021) 23219394

lml@htsec.com
wanghui@htsec.com
liutj@htsec.com

联系人

高 远 (021) 23219669
李 宁 (021) 23219431

gaoy@htsec.com
lin@htsec.com

策略研究团队

陈瑞明 (021) 23219197
吴一萍 (021) 23219387
荀玉根 (021) 23219658

chenrm@htsec.com
wuyiping@htsec.com
xyg6052@htsec.com

联系人

王 旭 (021) 23219396
汤 慧 (021) 23219733

wx5937@htsec.com
tangh@htsec.com

基金研究团队

娄 静 (021) 23219450
单开佳 (021) 23219448
倪韵婷 (021) 23219419
罗 震 (021) 23219326
唐洋运 (021) 23219004

loujing@htsec.com
shankj@htsec.com
niyt@htsec.com
luozh@htsec.com
tangyy@htsec.com

联系人

徐益鋈 (021) 23219443
陈 瑶 (021) 23219645

xuyj@htsec.com
chenyao@htsec.com

金融工程研究团队

吴先兴 (021) 23219449
丁鲁明 (021) 23219068
郑雅斌 (021) 23219395

wuxx@htsec.com
dinglm@htsec.com
zhengyb@htsec.com

联系人

冯佳睿 (021) 23219732
朱剑涛 (021) 23219745
张欣慰 (021) 23219370

fengjr@htsec.com
zhujt@htsec.com
zxw6607@htsec.com

固定收益研究团队

姜金香 (021) 23219445

jiangjx@htsec.com

政策研究团队

陈久红 (021) 23219393 chenjiuhong@htsec.com
陈峥嵘 (021) 23219433 zrchen@htsec.com

计算机及通信行业

陈美凤 (021) 23219409

chenmf@htsec.com

联系人

袁兵兵 (021) 23219770
蒋 科 (021) 23219474

ybb6053@htsec.com
jiangk@htsec.com

煤炭行业

朱洪波 (021) 23219438
刘惠莹 (021) 23219441

zhib6065@htsec.com
liuhy@htsec.com

批发和零售贸易行业

路 颖 (021) 23219403
潘 鹤 (021) 23219423
汪立亭 (021) 23219399

luying@htsec.com
panh@htsec.com
wanglt@htsec.com

联系人

李宏科 (021) 23219671

lhk6064@htsec.com

建筑工程行业

江孔亮 (021) 23219422

kljiang@htsec.com

联系人

赵 健 (021) 23219472
张显宁 (021) 23219813

zhaoj@htsec.com
zxn6700@htsec.com

石油化工行业

邓 勇 (021) 23219404

dengyong@htsec.com

联系人

王晓林 (021) 23219812

wxl6666@htsec.com

机械行业

龙 华 (021) 23219411

longh@htsec.com

联系人

何继红 (021) 23219674
熊哲颖 (021) 23219407

hejh@htsec.com
xzy5559@htsec.com

农林牧渔行业

丁 频 (021) 23219405

dingpin@htsec.com

联系人

夏 木 (021) 23219748

xiam@htsec.com

纺织服装行业

卢媛媛 (021) 23219610

lyy5991@htsec.com

非银行金融行业

董 乐 (021) 23219374

dl5573@htsec.com

联系人

黄 娟 (021) 23219638
汤 婧 (021) 23219809

hm6139@htsec.com
tj6639@htsec.com

电子元器件行业

邱春城 (021) 23219413

qiucc@htsec.com

联系人

张孝达 (021) 23219697

zhangxd@htsec.com

互联网及传媒行业

联系人

白 洋 (021) 23219646

baiyang@htsec.com

交通运输行业

钮宇鸣 (021) 23219420

ymniu@htsec.com

联系人

钱列飞 (021) 23219104

qianlf@htsec.com

联系人

虞 楠 (021) 23219382

yun@htsec.com

李 晨 (021) 23219817

lc6668@htsec.com

汽车行业

赵晨曦 (021) 23219473

zhaocx@htsec.com

冯梓钦 (021) 23219402

fengzq@htsec.com

食品饮料行业

赵 勇 (0755) 82775282

zhaoyong@htsec.com

齐 莹 (021) 23219166

qiy@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇 (021) 23219391

liuyq@htsec.com

医药行业

联系人

刘 宇 (021) 23219608

liuy4986@htsec.com

刘 杰 (021) 23219269

liuj5068@htsec.com

冯皓琪 (021) 23219709

fhq5945@htsec.com

有色金属行业

联系人

刘 博 (021) 23219401

liub5226@htsec.com

基础化工行业

曹小飞 (021) 23219267

caoxf@htsec.com

联系人

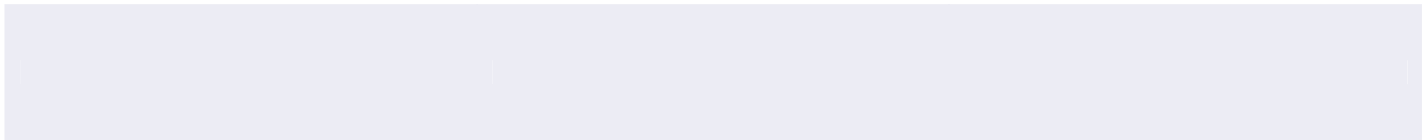
易团辉 (021) 23219737

yith@htsec.com

张 瑞 (021) 23219634

zr6056@htsec.com

家电行业 陈子仪 (021) 23219244 chenzy@htsec.com 联系人 孔维娜 (021) 23219223 kongwn@htsec.com	建筑建材行业 联系人 赵健 (021) 23219472 zhaoj@htsec.com	电力设备及新能源行业 张浩 (021) 23219383 zhangh@htsec.com 牛品 (021) 23219390 np6307@htsec.com 联系人 房青 (021) 23219692 fangq@htsec.com 徐柏乔 (021) 23219171 x bq6583@htsec.com
公用事业 陆凤鸣 (021) 23219415 lufm@htsec.com 联系人 汤砚卿 (021) 23219768 tyq6066@htsec.com	银行业 联系人 刘瑞 (021) 23219635 lr6185@htsec.com	社会服务业 林周勇 (021) 23219389 lzy6050@htsec.com 联系人 胡宇飞 (021) 23219810 hyf6699@htsec.com
房地产业 涂力磊 (021) 23219747 tll5535@htsec.com 谢盐 (021) 23219436 xiey@htsec.com 联系人 贾亚童 (021) 23219421 jiayt@htsec.com	造纸轻工行业 徐琳 (021) 23219767 xl6048@htsec.com 联系人 马浩博 (021) 23219822 mhb6614@htsec.com	



海通证券股份有限公司机构业务部

陈苏勤 总经理
(021) 63609993
chensq@htsec.com

贺振华 总经理助理
(021) 23219381
hzh@htsec.com

深广地区销售团队 蔡铁清 (0755) 82775962 ctq5979@htsec.com 刘晶晶 (0755) 83255933 liujj4900@htsec.com 辜丽娟 (0755) 83253022 gulj@htsec.com 高艳娟 (0755) 83254133 gyj6435@htsec.com	上海地区销售团队 高 溱 (021) 23219386 gaoqin@htsec.com 季唯佳 (021) 23219384 jiwj@htsec.com 胡雪梅 (021) 23219385 huxm@htsec.com 黄 毓 (021) 23219410 huangyu@htsec.com 朱 健 (021) 23219592 zhuj@htsec.com 肖文宇 (021) 23219442 xiaowuy@htsec.com 王丛丛 (021) 23219454 wcc6132@htsec.com	北京地区销售团队 孙 俊 (010) 58067988 sunj@htsec.com 张广宇 (010) 58067931 zgy5863@htsec.com 殷怡琦 (010) 58067944 yinyiq@htsec.com 王秦豫 (010) 58067930 wqy6308@htsec.com
--	--	---

海通证券股份有限公司研究所 地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼 电话: (021) 23219000 传真: (021) 23219392 网址: www.htsec.com
