

宏观专题

从现金流看，疫情下哪些行业在“裸泳”？

现金流是企业价值的基础，健康的现金流是企业生存发展的前提和保障。在当前疫情防控常态化的环境下，众多企业收入剧降，而员工薪酬、房屋租金、到期债务等刚性支出压力凸显，现金流直接决定了企业的生死存亡。因此，本文从现金流角度出发，基于乐观、中性、悲观三种情形以及若干指标，实证测算对比各行业受疫情冲击的程度，以期投资决策提供参考。

核心观点：就上市公司层面而言，多数行业现金流可坚持时间大于1年，休闲服务、建材、交运、家电等行业受冲击较大。

从现金流看，哪些行业受疫情冲击最大？ 要比较各行业受疫情冲击的程度，既要考虑到疫情对各行各业生产经营的影响（即外部冲击），也要考虑到各行业自身脆弱性的区别（即内部风险）。

外部冲击：各行业生产经营受影响程度如何？ 分别从经营活动的现金流入、流出、净额分析企业的现金流压力：1）流入端，休闲服务、地产、建材、汽车等行业生产经营受影响最大。2）流出端，休闲服务、TMT、军工、纺织等行业的固定经营现金流出压力最大。3）净额端，多数行业的净现金流降幅远大于现金流入降幅，而交运、建材、纺织、商贸等行业的净现金流降幅超过了生产经营受疫情影响最严重的休闲服务行业。

内部风险：各行业资金实力和债务压力如何？ 资金实力和债务压力与企业的抗风险能力密切相关。1）资金实力方面，同时考虑企业可用的内源资金（现金）和外源资金（抵押贷款），房地产、建筑装饰、机械、综合等行业资金实力较弱；2）债务压力方面，仅考虑企业的短期刚性债务，有色、轻工、化工（除中石化）、钢铁等行业的短期债务压力较大。3）综合资金实力和债务压力来看，有色、轻工、综合、建筑装饰等行业内部风险较高。不难发现，分别从内外角度筛选的行业并不重合，因此需要综合考虑各行业的外部冲击和内部风险的影响。

受冲击最大的行业能坚持多久？ 基于乐观（无疫情冲击）、中性（疫情冲击幅度较一季度减半）、悲观情形（疫情冲击幅度与一季度相同）三种情形，我们定量测算不同行业凭借自有现金和抵押贷款，在按时偿还短期刚性债务（而不借新还旧）的情况下能够坚持的时间，进而判断各行业受疫情冲击的程度。

整体而言，多数行业面对疫情冲击可坚持的时间长于1年，疫情冲击可控。 中性假设下，轻工、综合、建筑装饰、建材等行业可坚持时间较短；而传媒、通信、采掘（除中石油）、公用事业等可坚持时间较长。

分行业看，休闲服务、建材、交运、家电行业受疫情冲击较大。 各行业经营情况差异较大，直接比较可坚持时间的绝对值可能无法反映疫情冲击影响，因此可用各行业在悲观和乐观假设下可坚持时间的差值来反映疫情的冲击。测算发现，休闲服务、建材、交运、家电行业受冲击较大，可坚持时间大幅减少24个月以上。

基于本报告的测算条件，提示三个细节：

- 本报告测算的是对上市企业，考虑到绝大多数中小企业资金实力更弱，内部风险更高，疫情对各行业的实际冲击可能显著大于本文测算结果。
- 本报告测算的各行业受疫情冲击下现金流的可坚持时间，受负债选取的口径影响较大，行业间的相对比较可能更加值得关注。
- 本报告测算主要基于2020年一季度现金流，并假设各行业恢复比例一致，而各行业实际恢复程度可能差别较大，应结合实际情况具体分析。

风险提示：疫情超预期，政策力度超预期，测算过程存在误差。

作者

分析师 熊国

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

相关研究

- 1、《恢复性 VS 报复性——全面解读 4 月经济》
2020-05-15
- 2、《从预期差看供需变化——兼评 4 月物价数据》
2020-05-12
- 3、《央行一季度货币政策报告的 7 大信号》2020-05-10
- 4、《真实压力加大——4 月 PMI 的 4 大信号》2020-05-01
- 5、《有忧亦有喜：全面点评一季度经济》2020-04-18



目录

一、从现金流看，哪些行业受疫情冲击最大？	3
1. 外部冲击：各行业生产经营受影响程度如何？	3
2. 内部风险：各行业资金实力和债务压力如何？	5
二、受冲击最大的行业能坚持多久？	7
风险提示	8

图表目录

图表 1: 经营活动现金流的三个方面	3
图表 2: 流入端：各行业销售商品、提供劳务收到的现金同比	4
图表 3: 流出端：各行业固定现金流出比例	4
图表 4: 各行业流入、流出、净经营现金流同比	4
图表 5: 净额端：各行业经营活动现金流出同比及其分项贡献	5
图表 6: 各行业资金实力水平	5
图表 7: 各行业短期债务压力	6
图表 8: 各行业内部风险	6
图表 9: 疫情下中性情形中各行业可坚持时间	7
图表 10: 疫情下各行业受疫情冲击程度	7
图表 11: 疫情下各行业可坚持时间及受疫情冲击程度测算表	8

现金流是企业价值的基础，健康的现金流是企业生存发展的前提和保障。在疫情防控常态化的背景下，众多企业收入剧降，而员工薪酬、房屋租金、到期债务等刚性支出压力凸显，现金流直接决定了企业的生死存亡。因此，本文从现金流角度出发，基于乐观、中性、悲观三种情形以及若干指标，实证测算对比各行业受疫情冲击的程度，以期能为投资决策提供参考。

一、从现金流看，哪些行业受疫情冲击最大？

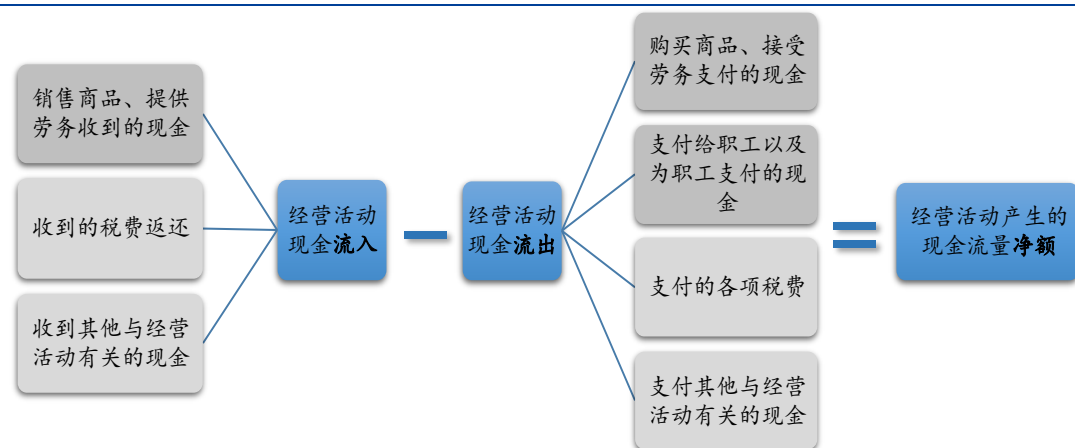
要比较各行业受疫情冲击的程度，既要考虑到疫情对各行业生产经营的影响（即外部冲击），也要考虑到各行业自身脆弱性的区别（即内部风险）。

1. 外部冲击：各行业生产经营受影响程度如何？

企业现金流可分为经营活动现金流、投资活动现金流和筹资活动现金流三类，其中：经营活动现金流直接反映企业生产经营活动状况，其变动情况可作为评判疫情影响的主要依据。而投资、筹资现金流的不确定性较大（比如一季度和二季度的投资、融资规模没有明确的逻辑关系），难以预测未来变动，且本报告的目的是衡量疫情的冲击及各行业能支撑的时间，更关注企业的内生经营状况和实力。

因此，本报告以企业经营现金流为主要视角，筹资现金流仅考虑企业依靠自身固定资产等可能获取的抵押贷款，投资现金流未纳入。具体而言，经营现金流包括经营现金流入、流出、净额三个方面，每方面内部又可分为各种细项，可分别从现金的流入端、流出端、净额端分析企业的现金流压力。

图表 1：经营活动现金流的三个方面



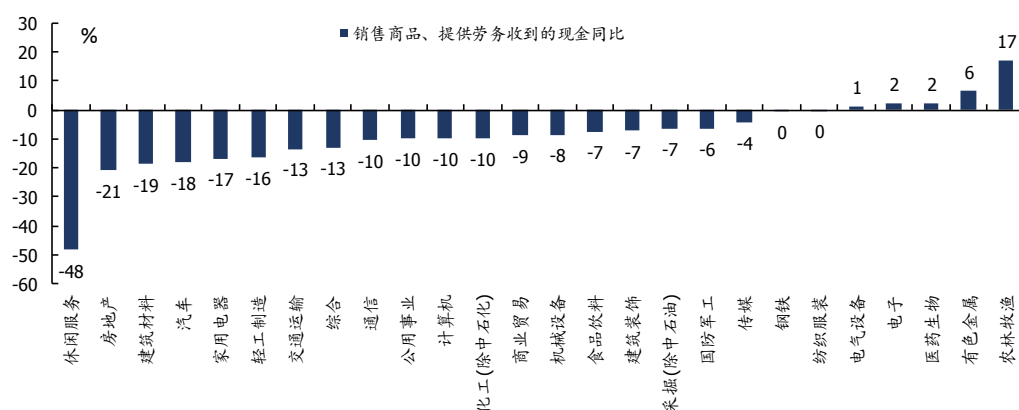
资料来源：Wind，国盛证券研究所

流入端，休闲服务、地产、建材、汽车、家电等行业生产经营受影响最大。从各行业今年一季度销售商品、提供劳务收到现金的同比增速可以直观看出各行业生产经营受到的影响。其中休闲服务受冲击明显大于其余行业，其销售现金流较 2019 年接近减半；房地产、建材、汽车、家电、轻工等行业受冲击也较为严重，销售现金流下降近 20%。

流出端，休闲服务、TMT、军工、纺服等行业的固定经营现金流出压力最大。疫情下，购买商品、接受劳务支付的现金一般随着企业销售现金流入同步下降，而房屋租金、员工薪酬等固定支出才是现金流的主要压力来源，可从租赁费与员工薪酬占现金流出的比例衡量各行业的固定现金流出压力。可发现休闲服务、TMT、纺服、军工等行业的固定经营现金流出压力较大，其中休闲服务行业的租赁费比例较高，主因中国国旅的机场免

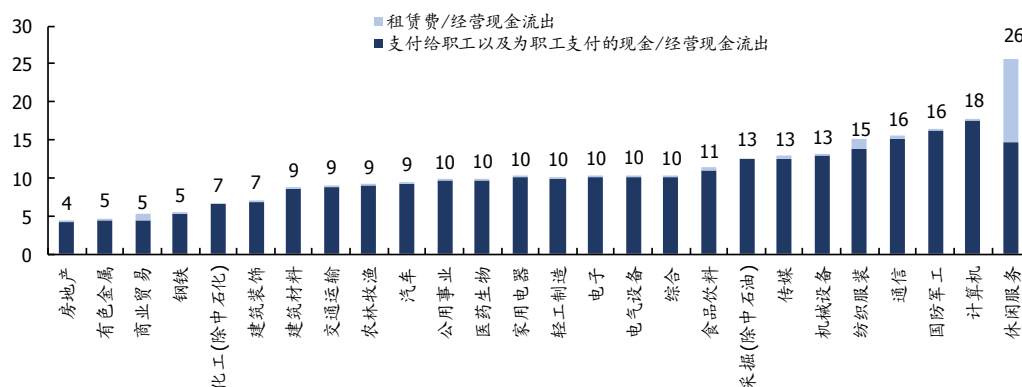
税店租赁费规模较大，而 TMT、纺服、军工等行业的员工薪酬比例较高。

图表 2：流入端：各行业销售商品、提供劳务收到的现金同比



资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：中国石化、中国石油营收规模较高，可能干扰对石化、采掘行业的整体判断，故采用排除二者之外的企业数据；本文数据默认均为 2020Q1 值，下同

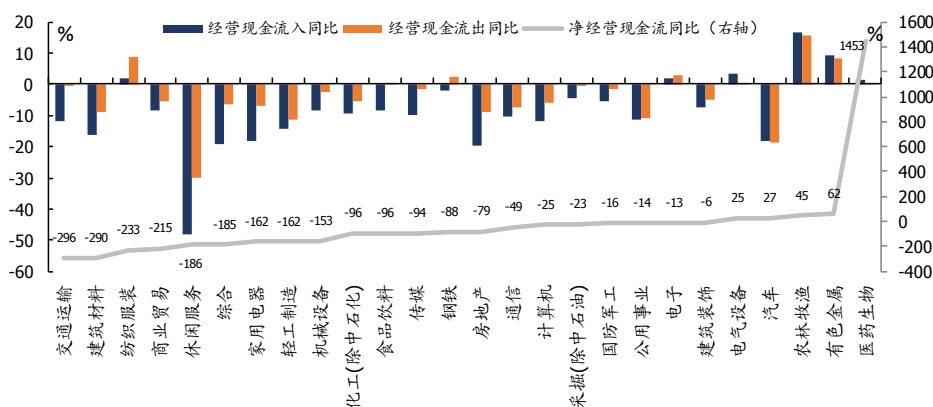
图表 3：流出端：各行业固定现金流出比例



资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：租赁费仅在半年报和年报中披露，出于可比性考虑，本文假设各行业租赁费均按季度征收，且 2020Q1 的租赁费比例与 2019H1 相同。

净额端，多数行业的净现金流降幅远大于现金流入降幅。综合考虑生产经营过程中的现金流入与流出，各行业受疫情冲击的程度最终体现在净现金流的变动上。可发现由于各行业现金流入与流出变动幅度不同，净现金流的变动幅度明显更大，交运、建材等多个行业净现金流下降超 200%。

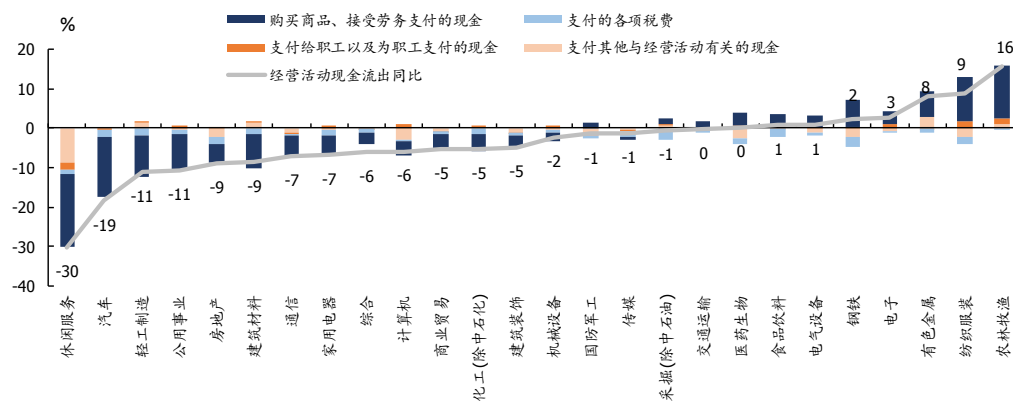
图表 4：各行业流入、流出、净经营现金流同比



资料来源：Wind，国盛证券研究所

交运、建材、纺服、商贸等行业的净现金流降幅不仅超过了其自身的现金流入降幅，也超过了生产经营受疫情影响最严重的休闲服务行业，主因这些行业购买商品、接受劳务支付的现金和员工薪酬等现金流出项降幅相对较小，部分流出分项甚至同比小幅上升，造成净现金流降幅明显大于现金流入降幅。

图表 5：净额端：各行业经营活动现金流出同比及其分项贡献



资料来源：Wind，国盛证券研究所

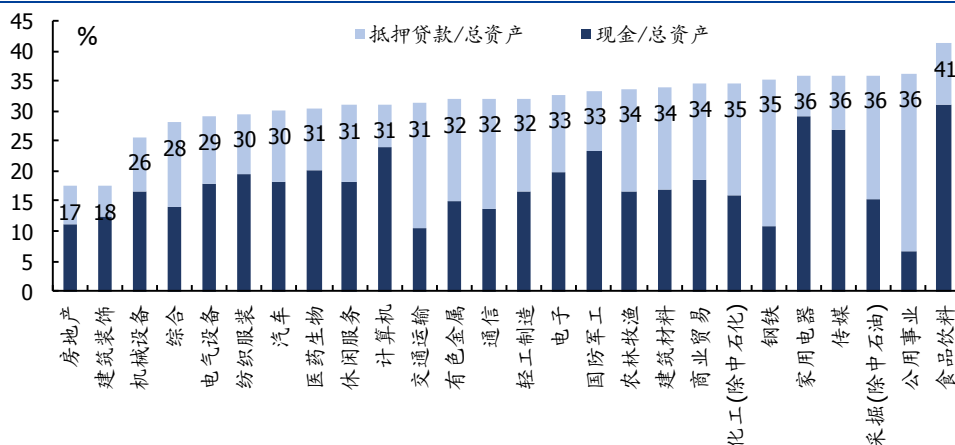
2. 内部风险：各行业资金实力和债务压力如何？

资金实力和债务压力与企业的抗风险能力密切相关。具体而言，现金流恶化后，如果企业具有较强的资金实力，则企业可以动用这些资金保证必要支出，缓解疫情带来的冲击；而如果企业的负债（尤其是短期负债）水平较高，还本付息的压力在疫情期间会更加显著，进而放大疫情的冲击。

资金实力方面，考虑到企业可用资金包括内源资金和外源资金，其中外源融资的不确定性较大，难以预测未来变动，因此本文仅考虑企业依靠自身固定资产等可能获取的抵押贷款。在本文中我们界定，内源资金实力=现金/总资产；外源资金实力=抵押贷款（可能获取的）/总资产。

测算发现，食品饮料、公用事业、采掘（除中石油）、传媒、家电等行业的资金实力较强，而房地产、建筑装饰、机械、综合等行业资金实力较弱。不同行业内外源资金结构与行业特点密切相关，如公用事业企业一般经营较为稳定，风险较低，现金持有水平较高，而固定资产占比较高，可能获得较多的抵押贷款，总体资金实力依然较强。

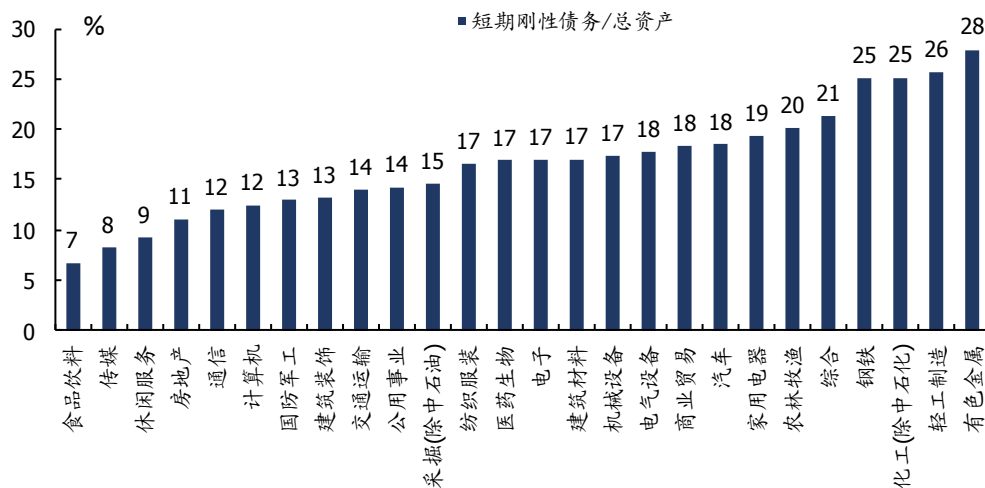
图表 6：各行业资金实力水平



资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：现金=货币资金+交易性金融资产+可供出售金融资产；考虑到不同类型资产、不同规模企业抵押率各异，本文假设平均抵押率为 50%，抵押贷款=（固定资产+投资性房地产+长期股权投资）*50%

债务压力方面,公司的债务按照是否因经营活动产生可划分为经营性负债(如应付票据、应付账款、预收账款和应付职工薪酬等)和非经营性负债(如短期借款、交易性金融负债、应付债券等),其中应付票据(尤其是银行承兑汇票)和非经营性负债的偿付较为刚性,在疫情期间可能明显加剧企业的短期债务压力。在本文我们界定,企业的短期债务压力=短期刚性债务/总资产,其中:短期刚性债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债。测算发现,有色、轻工、化工(除中石化)、钢铁等行业的短期债务压力较大,食品饮料、传媒、休闲服务等行业的短期债务压力较小。

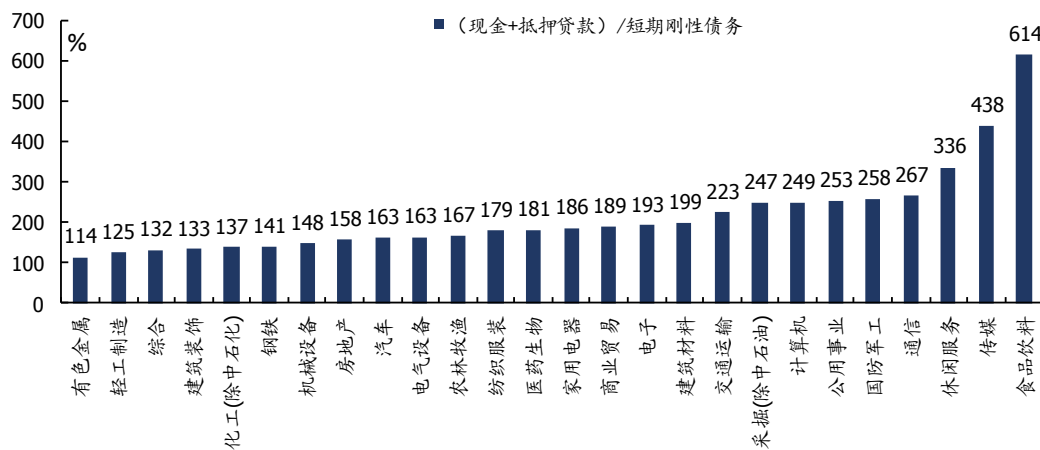
图表 7: 各行业短期债务压力



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 短期刚性债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

综合考虑资金实力及债务压力,在本文中我们界定,各行业的内部风险=(现金+抵押贷款)/短期刚性债务。测算发现,有色、轻工、综合、建筑装饰等行业内部风险较高,而食品饮料、传媒、休闲服务等行业内部风险较低。

图表 8: 各行业内部风险



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

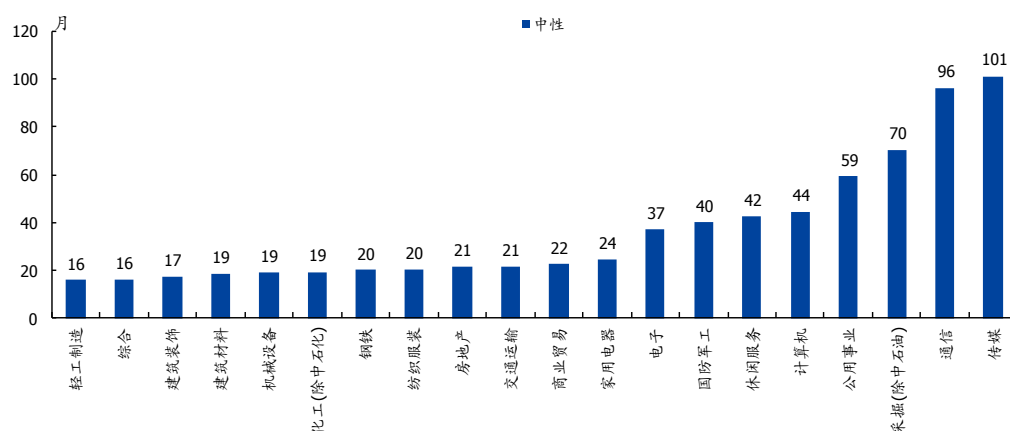
综上所述,从外部冲击角度看,交运、建材、纺服、商贸、休闲服务等行业的生产经营受影响最大;而从内部风险角度看,有色、轻工、综合、建筑装饰等行业内部风险最高。可以发现从两个角度分别筛选的行业并不重合,仅定性分析难以综合判断各行业受疫情冲击的影响。

二、受冲击最大的行业能坚持多久？

综合考虑各行业的外部冲击和内部风险的影响，本文尝试定量测算基于不同情形（按照净现金流降幅划分），各行业凭借自有现金和抵押贷款，在按时偿还债务的情况下能够坚持的时间，进而判断各行业受冲击的程度。在本文中我们界定，**行业的可坚持时间 = (现金 + 抵押贷款) / (每月净经营现金流 + 每月短期刚性债务)**。

整体而言，多数行业面对疫情冲击可坚持的时间长于 1 年。结合上述分析，本文根据各行业 2020Q1 的净现金流降幅，测算不同假设情形下 2020Q2 及以后的净现金流情况：中性情形下，可发现轻工、综合、建筑装饰等行业可坚持时间较短；而传媒、通信、采掘（除中石油）、公用事业等可坚持时间较长。整体来看，在使用贷款，按时偿还到期刚性债务的假设下，多数行业可坚持的时间均长于 1 年，疫情冲击可控。但应当注意的是，可坚持时间的绝对值受负债选取的口径影响较大，行业间的相对比较可能更加值得关注。

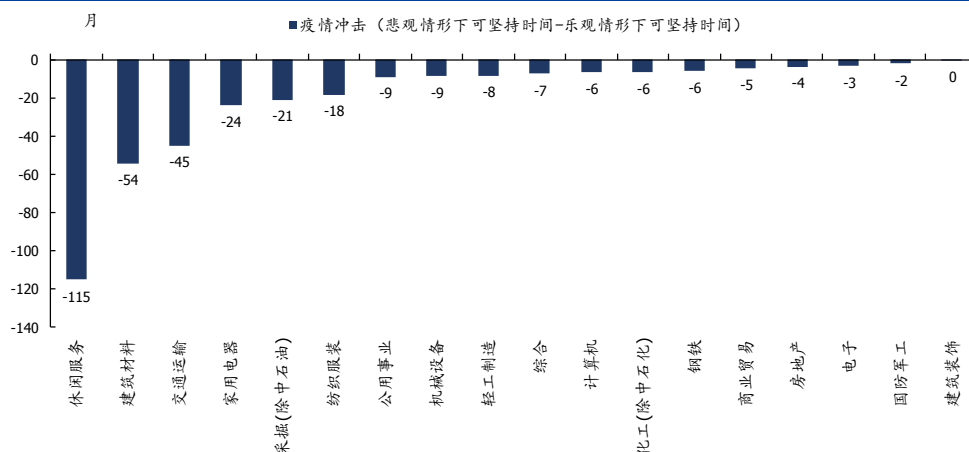
图表 9：疫情下中性情形中各行业可坚持时间



资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：部分行业每月净现金流大于到期债务，不需测算可坚持时间，未在图中列出（下同）

休闲服务、建材、交运、家电等行业受疫情冲击较大。考虑到由于各行业经营情况差异较大，直接比较可坚持时间的绝对值可能无法反映疫情冲击影响，比如建筑装饰行业短期债务规模较大，净现金流规模相对较小，在没有疫情的情况下可坚持时间也较短。因此，本文用各行业在乐观假设（无疫情冲击）与悲观假设（与一季度冲击程度相同）下可坚持时间的差值来反映疫情的冲击。测算发现，休闲服务、建材、交运、家电等行业受疫情冲击较大，可坚持月份在悲观情形下较乐观情形减少了 24 个月以上。

图表 10：疫情下各行业受疫情冲击程度



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 11: 疫情下各行业可坚持时间及受疫情冲击程度测算表

序号	行业	2020Q1 净现金流同比	未来净现金流同比			可坚持时间 (月, 使用贷款, 按时偿还债务)			疫情冲击 (月, 悲观-乐观)
			悲观	中性	乐观	悲观	中性	乐观	
1	休闲服务	-186%	-186%	-93%	0%	25	42	140	-115
2	建筑材料	-290%	-290%	-145%	0%	11	19	65	-54
3	交通运输	-296%	-296%	-148%	0%	13	21	58	-45
4	家用电器	-162%	-162%	-81%	0%	17	24	41	-24
5	采掘(除中石油)	-23%	-23%	-12%	0%	61	70	82	-21
6	纺织服装	-233%	-233%	-116%	0%	15	20	33	-18
7	公用事业	-14%	-14%	-7%	0%	55	59	64	-9
8	机械设备	-153%	-153%	-77%	0%	16	19	24	-9
9	轻工制造	-162%	-162%	-81%	0%	13	16	21	-8
10	综合	-185%	-185%	-92%	0%	13	16	21	-7
11	计算机	-25%	-25%	-13%	0%	41	44	48	-6
12	化工(除中石化)	-96%	-96%	-48%	0%	17	19	23	-6
13	钢铁	-88%	-88%	-44%	0%	17	20	23	-6
14	商业贸易	-215%	-215%	-107%	0%	20	22	25	-5
15	房地产	-79%	-79%	-39%	0%	20	21	23	-4
16	电子	-13%	-13%	-7%	0%	36	37	39	-3
17	国防军工	-16%	-16%	-8%	0%	39	40	41	-2
18	建筑装饰	-6%	-6%	-3%	0%	17	17	17	0

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 悲观、中性、乐观假设分别对应 Q2 净现金流降幅是 Q1 的 100%、50%、0%; 每月净现金流=2019 年净现金流/12; 每月短期债务=2020Q1 短期债务/12; 部分行业净现金流规模相对较小, 导致可坚持时间变动剧烈, 未在表中列出

综上所述, 综合考虑各行业的外部冲击和内部风险的影响, 可发现从现金流角度看, 在中性情形, 使用贷款, 按时偿还短期刚性债务的假设下, 多数行业面对疫情冲击可坚持的时间长于 1 年, 上市公司整体受疫情冲击可控。其中休闲服务、建材、交运、家电行业受疫情冲击较大。

但应注意的是, 这种测算结果是对上市企业而言, 考虑到绝大多数中小企业资金实力更弱, 内部风险更高, 疫情对各行业的实际冲击可能显著大于本文测算结果。而如果在疫情期间, 所有债务都能够借新还旧暂时不必偿还, 则可显著减轻各行业现金流压力。此外, 本文测算主要基于一季度现金流, 假设各行业在一季度的同比降幅基础上, 恢复比例一致(如中性情形下都恢复 50%), 而各行业实际恢复程度可能差别较大, 应结合实际情况具体分析。

风险提示

- 1、疫情发展超预期。本轮新冠疫情如果持续至今年年底甚至明年, 特别是国内如果出现明显的二次反弹, 可能会拖累复工复产, 进一步恶化企业现金流。
- 2、政策力度超预期。如果政策支持力度出现大幅提升, 如放松信贷条件、允许延期偿还债务等, 则可能显著提升企业的可坚持时间。
- 3、测算过程存在误差。本文测算过程主要针对行业整体, 未专门考虑单个企业的影响, 可能有个别企业现金流变动异常, 干扰行业现金流变动; 本文假设各行业在一季度的同比降幅基础上恢复比例一致, 各行业实际恢复情况可能与假设不同, 形成误差。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com