

## 台股月度营收数据对于 A 股部分行业投资的指引作用

### 摘要

- **被忽略的需求跟踪指标——台股月度营收数据：**A 股投资体系中，行业景气度跟踪是极其重要的一环，投资者们总是绞尽脑汁去挖掘能反映各行业营收的另类替代指标，以在正式财报数据出炉前提前窥探行业景气度，并依此进行日常仓位择时调整。

但当前市场常用的景气度跟踪指标总是有其自身的局限性。偶然的会下我们发现台交所要求强制披露个股的月度营收数据，而考虑到台湾地区作为外向型经济体的特质，其需求必然跟全球经济相挂钩，因此不同行业的个股月度营收大概率与当期全球需求相匹配。

- **台股月度营收数据与 A 股业绩的勾稽关系：**我们主要着眼于台股里外销比例较高的行业，最终得到台股和 A 股能初步对应的 9 个板块：电子、塑料、基础化工、航运港口、轮胎轮毂、纺织制造（海外营收>50%个股）、化学纤维、家电+轻工制造（海外营收>50%个股）、通用设备。对于这 9 个 A 股行业，台股月度营收数据和 A 股季度营收有较明显的相关性。由此，我们可以基于台股月度营收对 9 个 A 股行业构造一个景气度跟踪框架。
- **从台股生成 A 股行业择时信号：**尽管今年以来行业涨跌幅和景气度相关性较高，然而历史回测显示基于景气度信息对 9 个 A 股行业进行轮动优选的策略最后并不能产生超额收益。不过运用同样的思路，基于 A 股电子细分板块的轮动策略则表现较为亮眼，各种参数下超额收益均较为稳定，2012 年以来最高能提供 6.8% 的年化超额（胜率 57%，最大回撤 6.48%）。该模型今年以来做多的行业集中在面板、LED 和 DRAM 上，最新选择做多面板、消费电子、服务器、LED 和 DRAM。

其次，我们试图结合景气度指标和 A 股分析师盈利预期构造“预期差”模型，最终能提示超额收益的行业主要为半导体、基础化工、航运港口、轮胎轮毂，其中航运港口已经发出做多信号：部分有效的是通用设备，其中通用设备中的工业母机板块值得关注。完全失效的则是纺织制造（海外营收>50%）、化学纤维、塑料制品和家电+轻工制造（海外营收>50%），预期差信号并不能对应行业后续超额收益表现。

最后，我们发现部分台股由于其主营业务的特殊性，因此能够作为中国大陆服务业复苏和美国地产复苏的同步跟踪指标。后续我们也会持续研究是否有更多台股能作为经济脉络的同步指示器。

- **风险提示：**台股公司主营业务发生重大变化导致财务数据失真的风险；归纳模型在未来失效的风险。

### 西南证券研究发展中心

分析师：常潇雅  
执业证号：S1250517050002  
电话：021-58351932  
邮箱：cxya@swsc.com.cn  
联系人：程睿智  
电话：18301668853  
邮箱：chengzuo@swsc.com.cn

### 相关研究

1. 宏大叙事疲劳——2023 年中期策略展望 (2023-07-05)
2. 今夕是何年？基于马氏距离定量测算历史对比法对市场的指引效果 (2023-06-25)
3. 23Q1 财报业绩分析：全 A 盈利增速转增，可选消费、金融等行业业绩修复较好 (2023-05-29)
4. 中美股债相关性研究 (2023-05-18)
5. 西南策略图集—2023 年 4 月 (2023-05-17)

## 目 录

|                                      |           |
|--------------------------------------|-----------|
| <b>1 被忽略的需求跟踪指标——台股的月度营收数据</b> ..... | <b>1</b>  |
| 1.1 中国台湾经济产业和股市概况.....               | 1         |
| <b>2 台股月度营收数据与 A 股业绩的勾稽关系</b> .....  | <b>6</b>  |
| <b>3 从台股生成 A 股行业择时信号</b> .....       | <b>9</b>  |
| 3.1 依据景气度进行的行业轮动测试.....              | 9         |
| 3.2 基于台股景气度和 A 股分析师预期的预期差信号.....     | 15        |
| 3.3 利用台股营收数据跟踪经济主线脉络 .....           | 20        |
| <b>4 总结</b> .....                    | <b>22</b> |

## 图 目 录

|  |    |
|--|----|
| 图 1: 亚洲主要经济体制造业占 GDP 比重, 中国台湾第一 .....                  | 2  |
| 图 2: 中国台湾出口对 GDP 贡献大于中国大陆 .....                        | 2  |
| 图 3: 中国台湾制造业结构, 电子零部件也占比最大 .....                       | 2  |
| 图 4: 中国台湾地区制造业 PMI 领先全球半导体销售周期 .....                   | 2  |
| 图 5: 23 年 Q1 台湾地区不同制造业外销比例, 电子产业比例最高 .....             | 3  |
| 图 6: 1982 年以来台湾地区制造业外销比例演变 .....                       | 3  |
| 图 7: 台股的资本市场结构 .....                                   | 4  |
| 图 8: 台股不同行业个股年均营收排名 .....                              | 4  |
| 图 9: 以披露 2023 年 6 月营收数据为例, 台股的累计披露率变化 .....            | 5  |
| 图 10: 以披露 23 年 5 月经营快报的样本为例, A 股不同行业的月度营收披露率 .....     | 6  |
| 图 11: 以披露 23 年 5 月经营快报的样本为例, A 股的累计披露率变化 .....         | 6  |
| 图 12: 台股月度营收增速和对应 A 股 9 个行业的季度营收增速具有相关性 .....          | 8  |
| 图 13: 最近一轮经济周期, 台股电子和 A 股电子业绩相关性再度抬升 .....             | 9  |
| 图 14: 依据台股营收数据构建的 9 个 A 股行业的景气度 .....                  | 10 |
| 图 15: 23 年景气度变化较好地解释了 9 个 A 股行业 YTD 收益率 .....          | 11 |
| 图 16: 纳入台股营收信息后进行行业轮动并未带来超额收益 (净值=1) .....             | 12 |
| 图 17: 台股电子和 A 股电子在细分板块上的单季度营收增速上的相关性 .....             | 13 |
| 图 18: A 股电子细分行业轮动策略收益, 年化超额收益 6.8% (参数 X=6, N=5) ..... | 14 |
| 图 19: 参数 X=6, N=5 下, 月度胜率 57%, 最大回撤 6.48% .....        | 14 |
| 图 20: 参数遍历下 A 股电子细分板块轮动策略超额收益均显著 .....                 | 14 |
| 图 21: “正向预期差”和“负向预期差”信号的发生 .....                       | 16 |
| 图 22: “预期差”框架对 A 股电子行业不适用 .....                        | 16 |
| 图 23: “预期差”信号在指引 A 股半导体后续超额收益上的应用 .....                | 17 |
| 图 24: “预期差”信号在指引 A 股基础化工后续超额收益上的应用 .....               | 17 |
| 图 25: “预期差”信号在指引 A 股航运港口后续超额收益上的应用 .....               | 18 |
| 图 26: “预期差”信号在指引 A 股轮胎轮毂后续超额收益上的应用 .....               | 18 |
| 图 27: “预期差”信号在指引 A 股通用设备后续超额收益上的应用 .....               | 19 |
| 图 28: “预期差”信号在指引 A 股工业母机后续超额收益上的应用 .....               | 19 |
| 图 29: “预期差”信号在纺织制造、化学纤维、塑料制品和家电+轻工制造这四个行业上失效 .....     | 20 |
| 图 30: 新麦企业主营产品——面包烘焙机 .....                            | 21 |
| 图 31: 台股主营面包烘焙机的企业月度营收紧贴大陆主要城市地铁客流量 .....              | 21 |
| 图 32: 铝泰月度营收增速领先今年美国地产市场复苏 .....                       | 21 |

## 表 目 录

|   |    |
|---|----|
| 表 1: 台湾地区外销比例相对较高的产品销往目的地 (23 年 Q1) ..... | 3  |
| 表 2: 台股营收前二十大个股 .....                     | 5  |
| 表 3: 能和台股挂钩对应起来的 9 个 A 股行业 .....          | 7  |
| 表 4: 9 个 A 股行业景气度变化与 YTD 涨跌幅 .....        | 10 |
| 表 5: 参数遍历下 9 个 A 股行业轮动策略的年化超额收益 .....     | 12 |
| 表 6: 2023 年以来模型推荐做多的 A 股电子细分板块 .....      | 15 |

## 1 被忽略的需求跟踪指标——台股的月度营收数据

A股投资体系中，行业景气度跟踪是极其重要的一环，投资者们总是绞尽脑汁去挖掘能反映各行业营收的另类替代指标，以在正式财报数据出炉前提前窥探行业景气度，并依此进行日常仓位择时调整。

当前策略分析师所用的营收另类替代指标百花齐放：有基于该行业产品的产量、出口数据的、有基于分析师盈利预期数据的、也有基于第三方资讯机构进行草根调研并汇总的，等等等等。

从数据质量上而言，基于该行业产品的产量、出口数据，一般由国家统计局或海关公布，这就保证了充足的时间序列长度，足够的样本也方便我们检视营收另类替代指标和股价之间是否存在明确的领先对应关系。然而实际上能由国家统计局或海关来公布产品产量或出口数据的行业并不多，通常集中在家电、机械、化工等行业，其余行业数据暂时缺失。而从分析师盈利预期中提取的信息，一般则稍显滞后，这其中更多是因为长期以来A股分析师更倾向于唱多而非唱跌所致，因此盈利调整的向上和向下调整并不对称。至于第三方资讯机构所汇总的草根调研数据，尽管最贴合日常投研需求，但是缺乏足够长度的历史序列，想进行历史对比研究时难度较大，且通常他们的调查口径和数据质量时不时会出现“黑箱”问题。

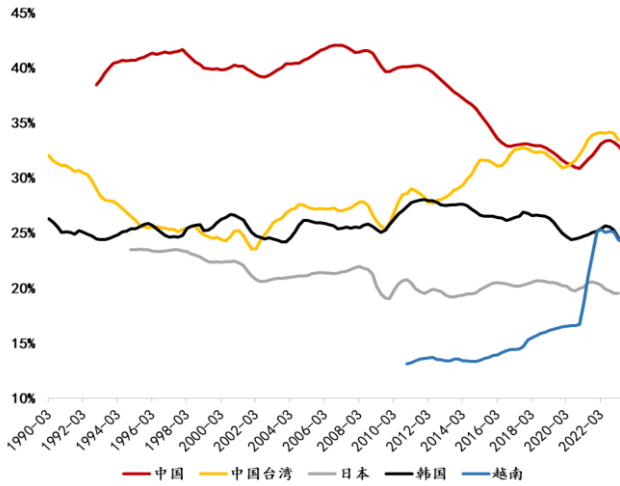
偶然的一次机会，我们发现台交所要求强制披露个股的月度营收数据，而考虑到台湾地区作为外向型经济体的特质，其需求必然跟全球经济相挂钩，因此不同行业的个股月度营收大概率与当期全球需求相匹配。在这篇报告中，我们试图从中国台湾入手，基于台股的月度营收数据对A股行业的另类营收替代指标做补充，以方便各位投资者进行行业比较。

### 1.1 中国台湾经济产业和股市概况

中国台湾作为外向型经济体，近二十年来制造业占整体GDP比重不断拔升，目前在东南亚主要经济体中制造业占比第一，这决定了其经济增速更多跟随全球制造业景气度波动而上下起落（台湾地区的出口贡献度比中国大陆更高）。

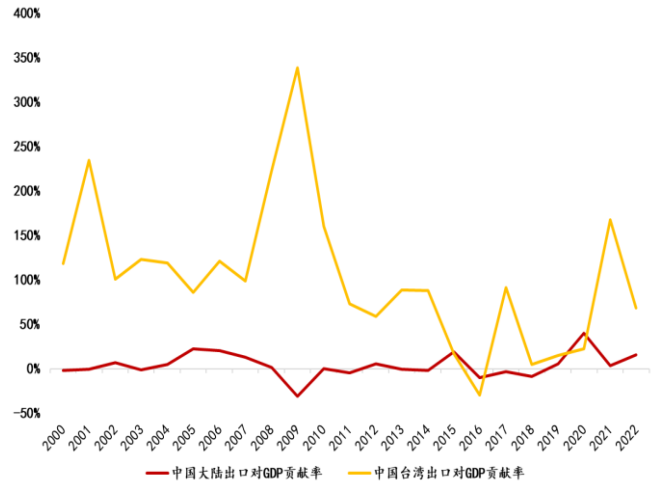
产业方面，电子元件业、化学原材料业和机械装备业是台湾地区较为明显的特色行业，特别以台积电为代表的电子产业在全球占有不小的地位，因此台湾地区的制造业PMI对全球半导体销售有较为明显的领先性。

图 1：亚洲主要经济体制造业占 GDP 比重，中国台湾第一



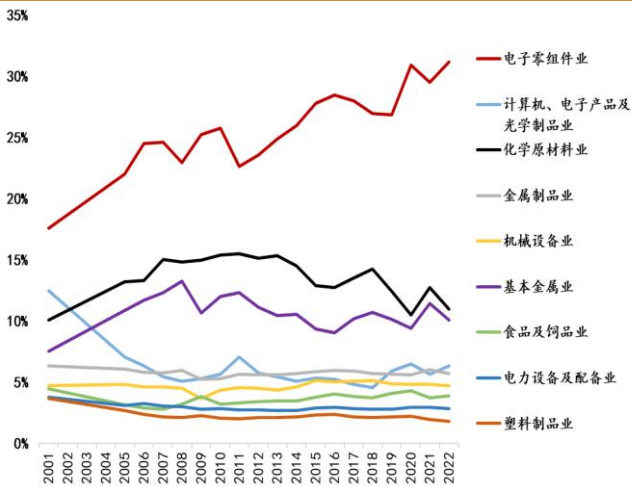
数据来源：wind、西南证券整理

图 2：中国台湾出口对 GDP 贡献大于中国大陆



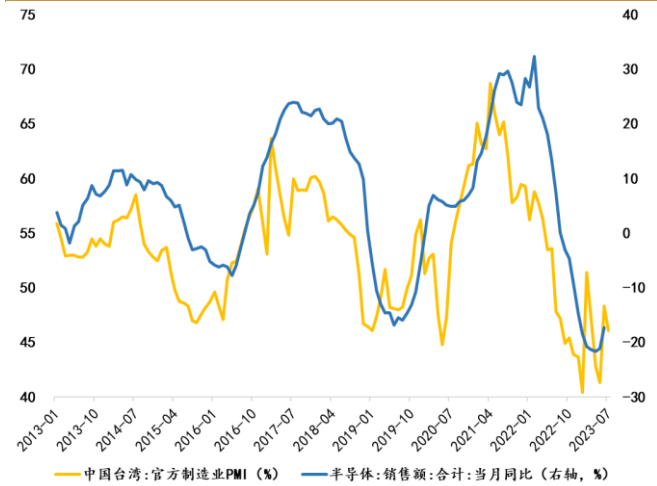
数据来源：wind、西南证券整理

图 3：中国台湾制造业结构，电子零部件也占比最大



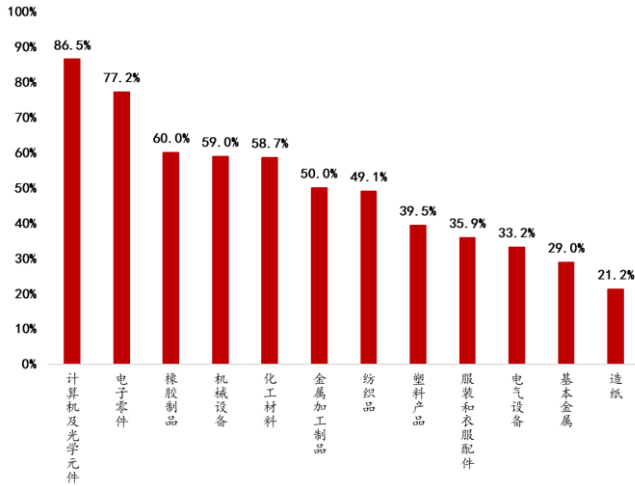
数据来源：wind、西南证券整理

图 4：中国台湾地区制造业 PMI 领先全球半导体销售周期

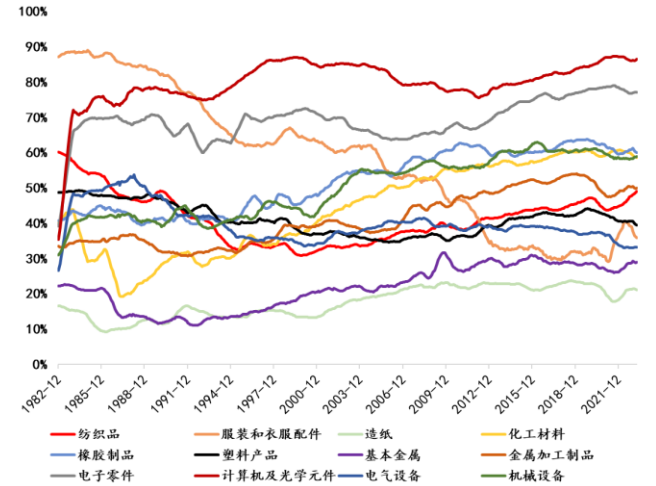


数据来源：wind、西南证券整理

具体到台湾地区产业数据，截止 2023 年 Q1，外销比例较高的为计算机及光学元件（外销比例 86.5%）、电子零件（外销比例 77.2%）、橡胶制品（外销比例 60%，主要是轮胎）、机械设备（59%）、化工材料（58.7%）、金属加工制品（50%）、纺织品（49.1%）；而外销比例相对较低的则是造纸（21.2%）、基本金属（29%）和电气设备（33.2%）。

**图 5: 23 年 Q1 台湾地区不同制造业外销比例, 电子产业比例最高**


数据来源: wind、西南证券整理

**图 6: 1982 年以来台湾地区制造业外销比例演变**


数据来源: wind、西南证券整理

从出口地区上来看, 23 年 Q1 各产品销往亚洲的比例相对较高, 有接近一半的电子、化学产品、纺织品和鞋帽饰品的目的地为亚洲; 运往北美洲和欧洲的更多是接近成品消费端的基本金属制品和橡胶制品 (主要为轮胎)。

**表 1: 台湾地区外销比例相对较高的产品销往目的地 (23 年 Q1)**

| 产品类别         | 外销比例相对高的产品销往目的地占比 (%) |       |       |
|--------------|-----------------------|-------|-------|
|              | 亚洲                    | 北美洲   | 欧洲    |
| 电子           | 80.1%                 | 12.4% | 5.6%  |
| 化学产品         | 75.4%                 | 10.5% | 6.8%  |
| 纺织品          | 74.5%                 | 9.5%  | 5.0%  |
| 鞋帽饰品         | 55.5%                 | 29.3% | 10.8% |
| 机械设备         | 54.1%                 | 23.9% | 13.8% |
| 基本金属及制品      | 43.9%                 | 27.9% | 18.9% |
| 橡胶制品 (主要是轮胎) | 41.2%                 | 28.0% | 16.0% |

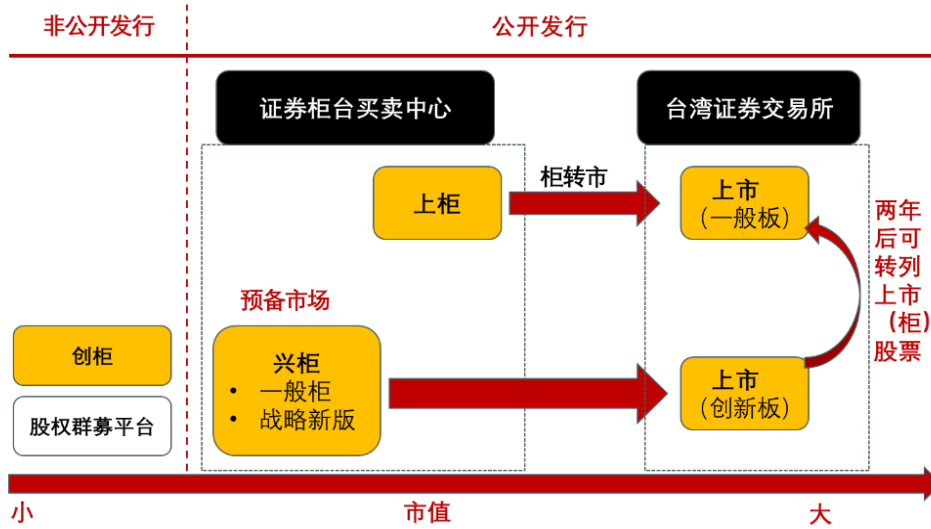
数据来源: Wind、西南证券整理

前文提到台股强制披露月度营收, 结合台湾地区整体外向型经济的特点, 这赋予了我们一个新的视角去同步交叉印证全球需求情况。

概况上看, 台湾的股票市场主要分成三个部分: 上市公司、上柜公司、兴柜公司。上市公司指的是在台湾证券交易所进行撮合交易的股票; 上柜公司指的是公司股票在证券柜台买卖中心提供的店头市场中发行并交易, 这类的股票通常以新兴产业、中小型企业为主; 而兴柜公司指的是未上市、未上柜的公司, 兴柜股票并无公司规模、资金大小、设立年限、获利能力等方面的限制, 只要有两家以上的券商辅导推荐, 就能到兴柜市场交易, 适合草创初期、获利尚不稳定的公司。公司在上市上柜之前, 都要先登录为兴柜公司 6 个月以上。



图 7：台股的资本市场结构

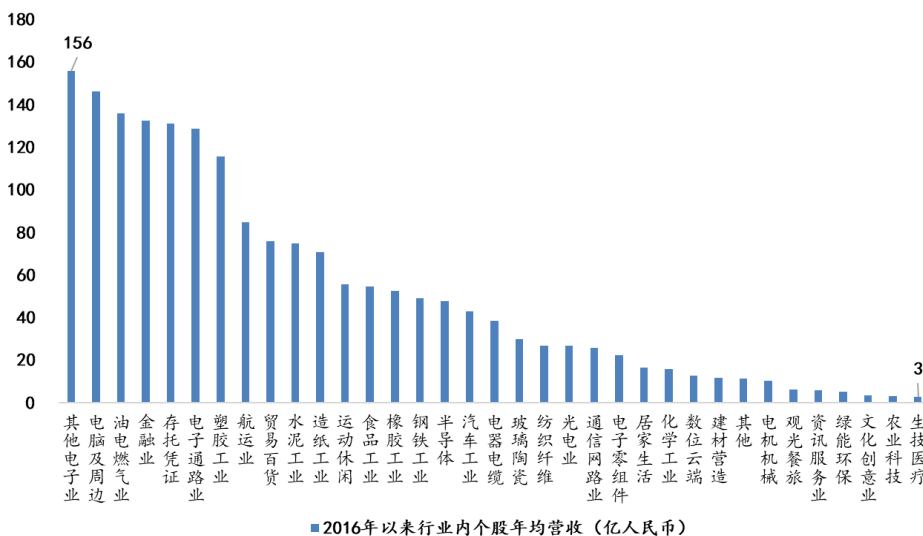


数据来源：中国台湾证券交易所，西南证券整理

截止 2023 年 7 月，当前台股上市公司 985 家、上柜公司 813 家、兴柜公司 317 家，考虑到兴柜公司普遍处于初创期，盈利数据尚不稳定，接下来我们只对上市公司和上柜公司的月度营收数据进行分析。

按照台交所的定义，当前台股共有 30 个行业，如果考虑 2016 年以来行业内个股的年均营收规模，电子业、电脑及周边、油电燃气业分列前三（156 亿人民币、146 亿和 136 亿）；生技医疗、农业科技和文化创意业则为营收规模后三（3.3 亿、3.1 亿和 2.9 亿）。从营收规模来说，成分股至少都高于 2000 万/年的水位，从统计局的视角均属于规模以上企业，因此其营收数据有值得参考的意义。目前台股营收前二十大个股主要集中在电子行业，鸿海精密工业、台积电、和硕分类前三。

图 8：台股不同行业个股年均营收排名



数据来源：Wind，西南证券整理

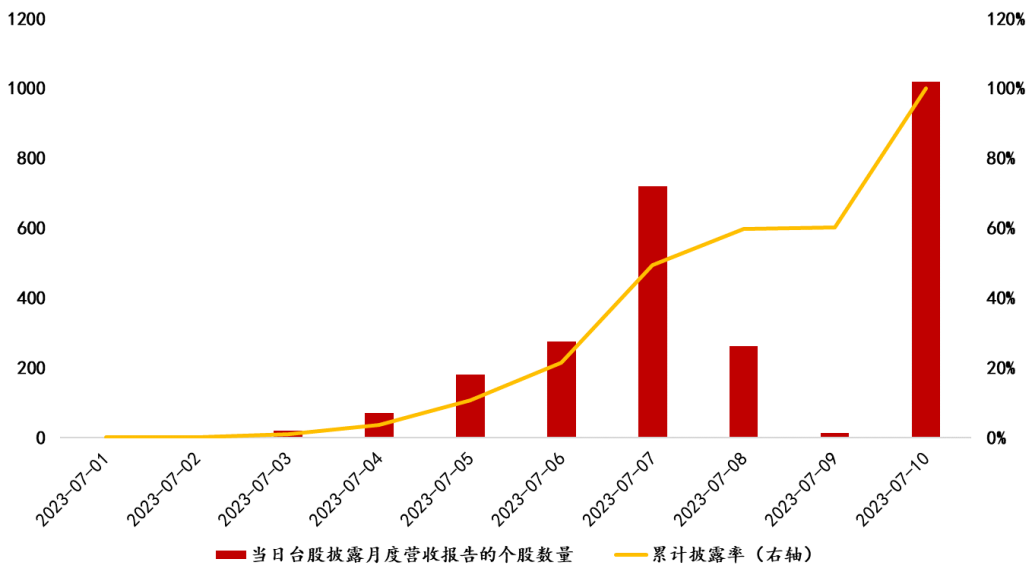


**表 2：台股营收前二十大个股**

| 名称       | 代码      | 所属台股行业 | 16年以来年均营收（亿人民币） |
|----------|---------|--------|-----------------|
| 鸿海精密工业   | 2317.TW | 其他电子业  | 13458           |
| 台湾积体电路制造 | 2330.TW | 半导体    | 3292            |
| 和硕联合科技   | 4938.TW | 电脑及周边  | 3228            |
| 广达电脑     | 2382.TW | 电脑及周边  | 2669            |
| 仁宝电脑工业   | 2324.TW | 电脑及周边  | 2486            |
| 纬创资通     | 3231.TW | 电脑及周边  | 2127            |
| 台塑石化     | 6505.TW | 油电燃气业  | 1595            |
| 大联大控股    | 3702.TW | 电子通路业  | 1538            |
| 国泰金融控股   | 2882.TW | 金融业    | 1340            |
| 日月光投资控股  | 3711.TW | 半导体    | 1251            |
| 英业达      | 2356.TW | 电脑及周边  | 1241            |
| 统一企业     | 1216.TW | 食品工业   | 1121            |
| 华硕电脑     | 2357.TW | 电脑及周边  | 1104            |
| 富邦金融控股   | 2881.TW | 金融业    | 1045            |
| 中国钢铁     | 2002.TW | 钢铁工业   | 943             |
| 联强国际     | 2347.TW | 电子通路业  | 928             |
| 台湾化学纤维   | 1326.TW | 塑胶工业   | 857             |
| 联发科技     | 2454.TW | 半导体    | 844             |
| 文晔科技     | 3036.TW | 电子通路业  | 827             |
| 南亚塑胶工业   | 1303.TW | 塑胶工业   | 800             |

数据来源：Wind、西南证券整理

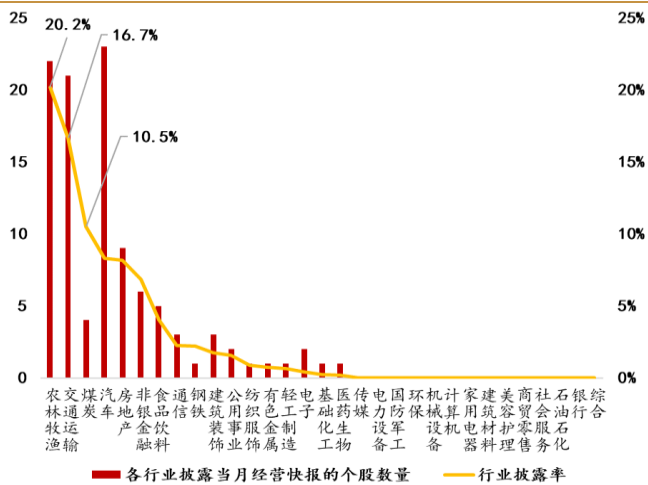
台交所规定所有公司在每月 10 号前披露上月份的营收数据。以台股在 7 月份公布 23 年 6 月营收报告的数据样本为例，7 月首周累计披露率超过 50%，7 月 10 号当天有接近一半的公司进行营收报告的披露。这意味着我们理论上能在每个月月上旬的最后一天拿到台股上个月不同行业的最新营收情况，时效性较强。

**图 9：以披露 2023 年 6 月营收数据为例，台股的累计披露率变化**


数据来源：Wind、西南证券整理

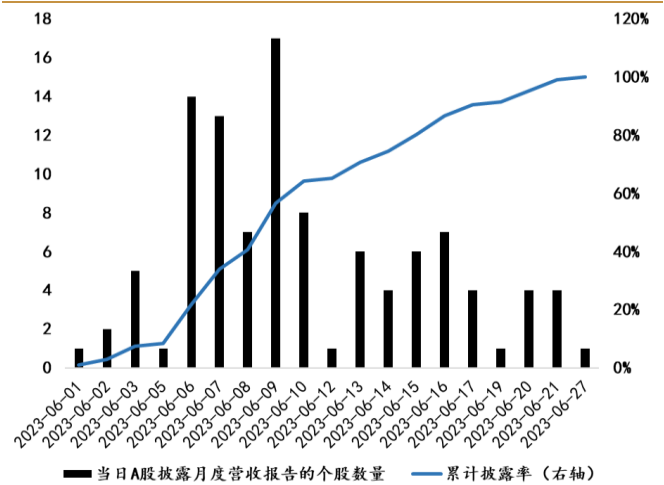
与台股相比，A股也有月度披露的产销经营快报，但整体效用不强。其一是从披露节奏上看，由于证监会并未强制规定披露时间，因此A股公司披露节奏十分靠后。以披露23年5月经营数据的样本为例，6月10号仅有60%的公司完成月度营收披露，剩下的40%直到6月27日才逐步完成。其二则是，披露的公司数量太少。农林牧渔和交通运输是A股一级行业中月度营收披露率较高的行业，但也仅仅只有20.2%和16.7%，第三位的煤炭则是骤降到10.5%；电力设备、计算机等热门行业披露率为零。

图 10: 以披露 23 年 5 月经营快报的样本为例，A 股不同行业的月度营收披露率



数据来源: wind、西南证券整理

图 11: 以披露 23 年 5 月经营快报的样本为例，A 股的累计披露率变化



数据来源: wind、西南证券整理

最后，A股内部披露月度营收的行业并不稳定，2020 年之前券商个股有披露月度营收数据，然而进入 2021 年后便停止。数据“断点”问题加大了 A 股投资者将月度营收信息纳入到投资框架里的难度。因此整体而言，相比 A 股月度经营数据的“捉襟见肘”，台交所天然规定所有个股强制披露月度经营概况，叠加台湾外向型经济的特质，这无疑给市场参与者提供了一个以台湾地区看中国大陆和全球需求的分析视角。

## 2 台股月度营收数据与 A 股业绩的勾稽关系

首先考虑一个直观的问题，既然中国台湾和大陆同属外需敏感型经济体，那么台股个股的月度营收数据，对于 A 股行业（考虑申万行业分类）的季度营收数据是否有参考性？假若有，那么我们就找到了一个贴近 A 股行业的月度景气度指标。

此处我们主要着眼于台股里面外销比例较高的行业。结合上文的分析，在 30 个台交所行业里我们只观察其中的 15 个；紧接着对于同属一个板块的我们进行合并归纳，最终得到台股和 A 股能初步对应的 9 个板块。由于台股企业的主营产品更偏向深度而非广度，因此相较于大陆完备的产业链，台湾地区公司的产品覆盖范围相对更窄，此处我们已经尽力将台股公司和 A 股对应行业相挂钩。特殊的，考虑到台股“居家生活”行业里不少公司主要向欧美出口地产相关产品（例如窗帘、家具等），因此我们把 A 股家电和轻工制造中营收占比大于 50% 的个股进行合成，以尽量做到对应关系。

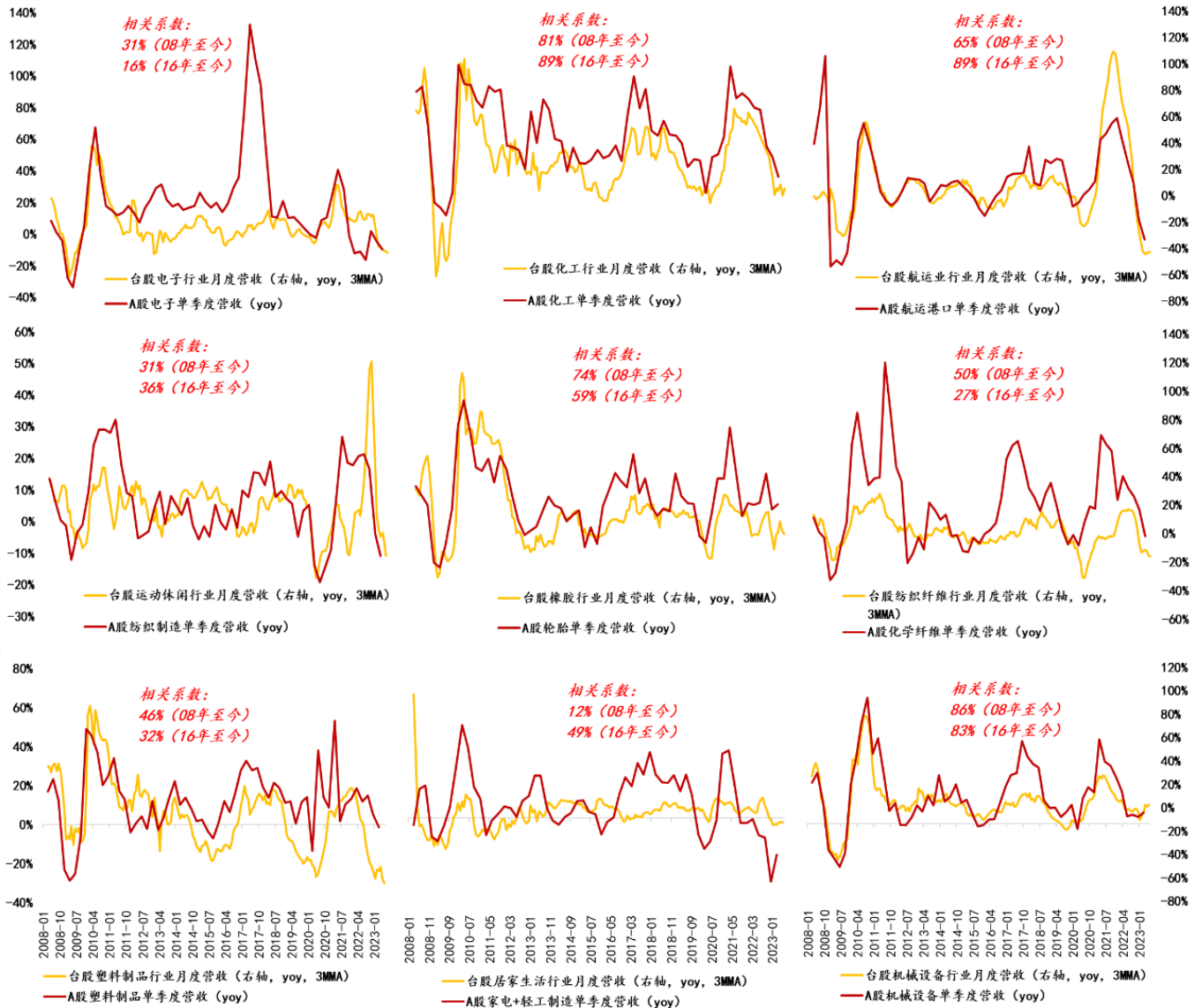
**表 3：能和台股挂钩对应起来的 9 个 A 股行业**

| 台股外销比例较高的行业 | A股对应的申万行业   |
|-------------|---|
| 半导体         | 电子<br>(申万一级, 801080.SI)                               |
| 其他电子业       |   |
| 电脑及周边       |   |
| 通信网路业       |   |
| 电子零组件       |   |
| 光电业         |   |
| 电子通路业       |   |
| 塑胶工业        | 塑料<br>(申万二级, 801036.SI)                               |
| 化学工业        | 基础化工<br>(申万一级, 801030.SI)                             |
| 航运业         | 航运港口<br>(申万二级, 801992.SI)                             |
| 运动休闲        | 纺织制造<br>(申万二级, 801131.SI, 只挑选海外营收占比>50%)              |
| 橡胶工业        | 轮胎轮毂<br>(申万三级, 850924.SI)                             |
| 纺织纤维        | 化学纤维<br>(申万二级, 801032.SI)                             |
| 居家生活        | 家电+轻工制造<br>(申万一级, 801110.SI+801992.SI, 只挑选海外营收占比>50%) |
| 电机机械        | 通用设备<br>(申万二级, 801072.SI)                             |

数据来源: Wind、西南证券整理

整体而言, 台股的月度营收对 A 股对应行业财务数据有一定的参考意义。其中匹配度较高的行业(从 08 年至今和从 16 年至今两个时间段的相关系数来考虑)主要集中在基础化工、航运港口、轮胎轮毂、塑料和通用设备(相关系数均在 70%左右)。纺织制造、化学纤维、家电+轻工制造这三个行业, 由于大陆地区的产业链更为完备和发达, 因此 A 股的营收增速反倒对台股对应行业具有领先性。

图 12：台股月度营收增速和对应 A 股 9 个行业的季度营收增速具有相关性

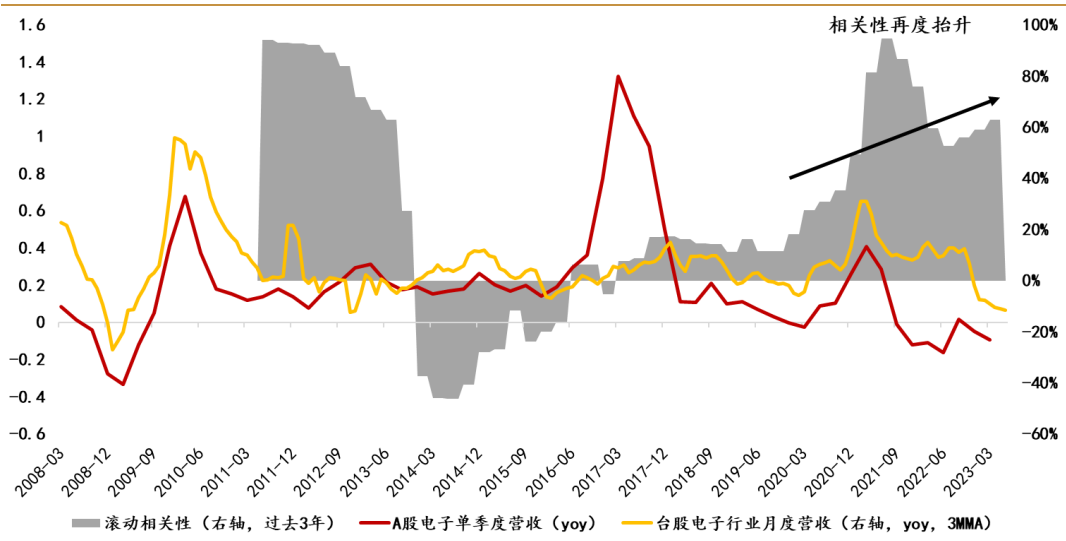


数据来源：Wind, 西南证券整理

此处与预期相悖的是，考虑到台湾地区电子产品出口至大陆的比例不低（30%左右），A股电子行业和台股相关性理应更高，然而实际计算出来的全样本相关性只能算是弱相关。我们理解，近十年来大陆电子行业的蓬勃发展，在某些环节（例如消费电子、IC封测、面板）竞争力逐步加强，从产业链的角度大陆不再是台湾地区电子产品的下游被动承接环节，因此两个地区电子产业营收增速并未体现出明显的强相关。特别是2017年大陆电子行业（特别是IC设计）新一轮兼并收购落地，财务并表使得A股电子营收增速大幅攀升，进一步拉低了两个地区电子景气度的相关性。

不过，随着去年海外金融条件收紧压制新增需求，全球半导体再度进入新一轮景气下行周期，A股和台股电子行业营收增速双双下行，两个地区营收相关性再度攀升。这意味着在需求情况成为行业发展的主逻辑时，从台股电子看A股电子是可行的。

图 13：最近一轮经济周期，台股电子和 A 股电子业绩相关性再度抬升



数据来源：Wind，西南证券整理

### 3 从台股生成 A 股行业择时信号

#### 3.1 依据景气度进行的行业轮动测试

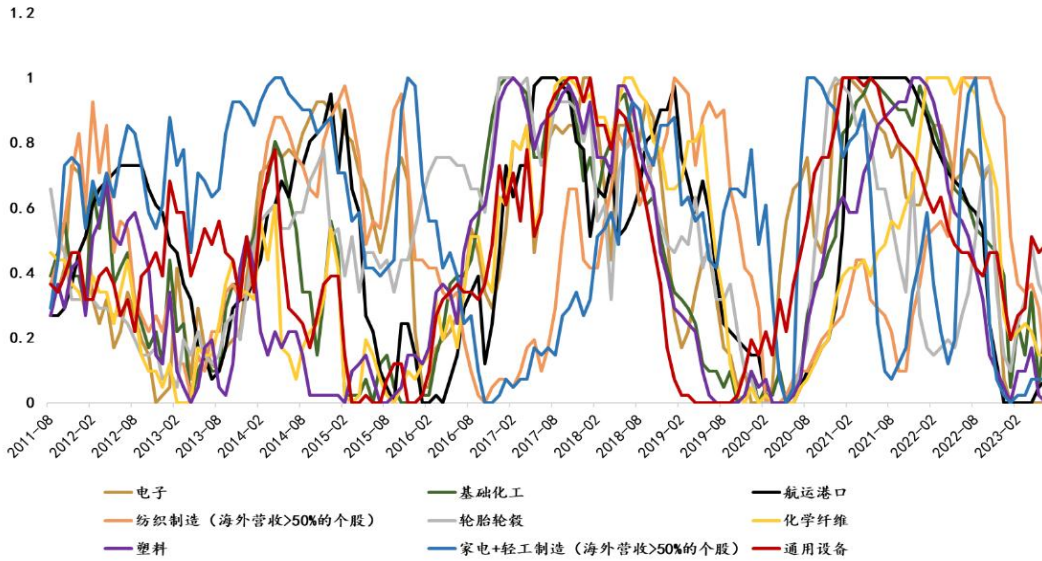
##### (1) 基于台股景气度的 9 个 A 股行业轮动策略测试

总的来说，台股和 A 股在某些对应行业上存在着相关性，那么这种相关性能否帮助我们投资？从逻辑而言，尽管台股的营收增速并未对 A 股实际财务数据具有多明显的领先性，但胜在台股营收为月度披露，因此在实际操作上，我们相当于对 9 个 A 股行业有了一个可以月度更新的景气度跟踪框架（T+1 月的 10 号更新 T 月景气度）。

具体来说，对于台股的月度营收增速，我们根据滚动过去 42 个月进行分位数的计算（42 个月这一参数的结果主要源于去年的一篇报告《论 A 股的市场周期》，我们发现经济周期和资产价格普遍存在着 42 个月周期）来生成对应 9 个 A 股行业的景气度指标。

参考台股营收增速，2023 年 6 月 9 个 A 股行业景气度排序为：通用设备（48.7%）> 轮胎轮毂（31.7%）> 基础化工（26.8%）> 化学纤维（14.6%）> 纺织制造（9.7%）> 家电+轻工制造（7.3%）> 电子=塑料（0%）。从 YTD 收益上看，行业间景气度的差异较好地解释了今年的股价表现：景气度 6 个月变化值和 YTD 收益率呈现正相关关系，其中景气度改善最为明显的轮胎轮毂收益率同为最高。

图 14：依据台股营收数据构建的 9 个 A 股行业的景气度



数据来源：Wind，西南证券整理

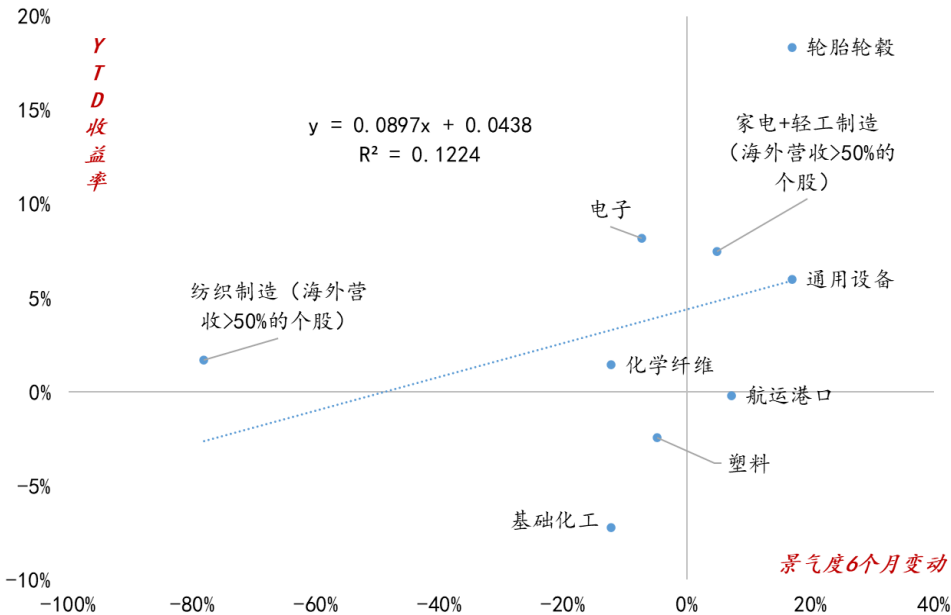
表 4：9 个 A 股行业景气度变化与 YTD 涨跌幅

| 从台股营收增速窥探A股部分行业景气度    |                |                |                |        |        |          |
|-----------------------|----------------|----------------|----------------|--------|--------|----------|
| A股对应行业                | 2023-06<br>景气度 | 2023-03<br>景气度 | 2022-12<br>景气度 | 3个月变动  | 6个月变动  | 23年至今涨跌幅 |
| 电子                    | 0.0%           | 0.0%           | 7.3%           | 0.0%   | -7.3%  | 8.2%     |
| 基础化工                  | 26.8%          | 14.6%          | 39.0%          | 12.2%  | -12.2% | -7.2%    |
| 航运港口                  | 7.3%           | 0.0%           | 0.0%           | 7.3%   | 7.3%   | -0.2%    |
| 纺织制造 (海外营收>50%的个股)    | 9.7%           | 34.1%          | 87.8%          | -24.4% | -78.1% | 1.7%     |
| 轮胎轮毂                  | 31.7%          | 31.7%          | 14.6%          | 0.0%   | 17.1%  | 18.4%    |
| 化学纤维                  | 14.6%          | 24.3%          | 26.8%          | -9.7%  | -12.2% | 1.4%     |
| 塑料                    | 0.0%           | 9.7%           | 4.8%           | -9.7%  | -4.8%  | -2.4%    |
| 家电+轻工制造 (海外营收>50%的个股) | 7.3%           | 2.4%           | 2.4%           | 4.9%   | 4.9%   | 7.5%     |
| 通用设备                  | 48.7%          | 29.2%          | 31.7%          | 19.5%  | 17.0%  | 6.0%     |

数据来源：Wind，西南证券整理



图 15：23 年景气度变化较好地解释了 9 个 A 股行业 YTD 收益率



数据来源：Wind，西南证券整理

此时一个最朴素的直觉是，针对 A 股这 9 个行业，能否根据历史景气度的相关信息来做一个行业轮动策略？回测的大致规则如下：

1) 将每个月的 15 号设定为调仓日，原因在于尽管台交所规定台股月度营收要在每个月的 10 号披露完毕，但在实际操作过程中我们发现不少月份要等到 12 号、13 号才完全披露，因此为了保证回测的完整性，我们设定在每个月的 15 号当天去计算各行业的月度营收增速，进而得到对应 A 股 9 个行业的景气度绝对水位，此为信号 1，主要反映行业间的静态的景气水平；

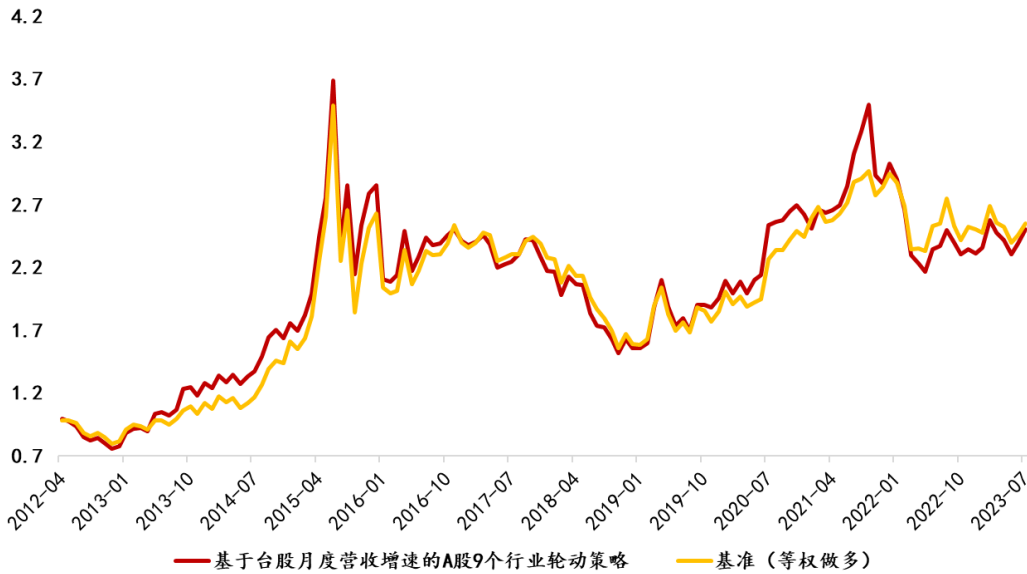
2) 将景气度做环比 6 个月差分，得到行业的景气度变化趋势，此为信号 2，主要反映行业自身的动态景气变化；

3) 将信号 1 和信号 2 加总，排序在前三的行业在下个月做多。最后将每个月收益汇总，检视基于台股月度营收增速而构造的 A 股行业轮动策略。回测区间为 2012 年 4 月至 2023 年 7 月。

回测结果显示轮动策略并未展现出超额收益，从 2012 年 4 月至 2023 年 7 月，轮动策略净值 2.50，单纯等权做多这 9 个 A 股行业的净值为 2.55，纳入景气度信息后并未对策略收益进行增厚。



图 16：纳入台股营收信息后进行行业轮动并未带来超额收益（净值=1）



数据来源：Wind，西南证券整理

我们还对策略里面两个参数（“对景气度进行 X 个月差分”和“选择前 N 个行业做多”）进行了遍历，结果同样显示轮动策略并未展现超额收益，超过一半的参数组合反倒是在提供负收益。策略的失效原因，我们认为在于前文所展示的，部分行业的台股月度营收增速与 A 股实际季度财务数据相关性并不高，因此此时基于台股数据所构造的景气度轮动策略失效。

表 5：参数遍历下 9 个 A 股行业轮动策略的年化超额收益

|               |    | 选择前N个行业做多 |       |       |       |       |  |
|---------------|----|-----------|-------|-------|-------|-------|--|
|               |    | 2         | 3     | 4     | 5     | 6     |  |
| 对景气度进行 X 个月差分 | 3  | -1.2%     | -0.8% | 0.1%  | -0.7% | 0.1%  |  |
|               | 4  | 1.6%      | 1.0%  | 0.8%  | -0.2% | 0.2%  |  |
|               | 5  | 0.7%      | 0.5%  | 0.0%  | -0.5% | 0.3%  |  |
|               | 6  | -0.5%     | -0.2% | -0.5% | 0.1%  | -0.2% |  |
|               | 7  | -1.3%     | -2.2% | -2.6% | -0.8% | 0.3%  |  |
|               | 8  | 0.0%      | -1.7% | -1.7% | -0.3% | 1.0%  |  |
|               | 9  | -2.1%     | -1.5% | -1.6% | 0.3%  | 0.7%  |  |
|               | 10 | 0.6%      | -1.2% | -1.3% | 0.6%  | 0.1%  |  |
|               | 11 | 0.4%      | -1.7% | -1.6% | 0.1%  | -0.1% |  |
|               | 12 | -2.1%     | -3.1% | -1.3% | -0.9% | 0.4%  |  |

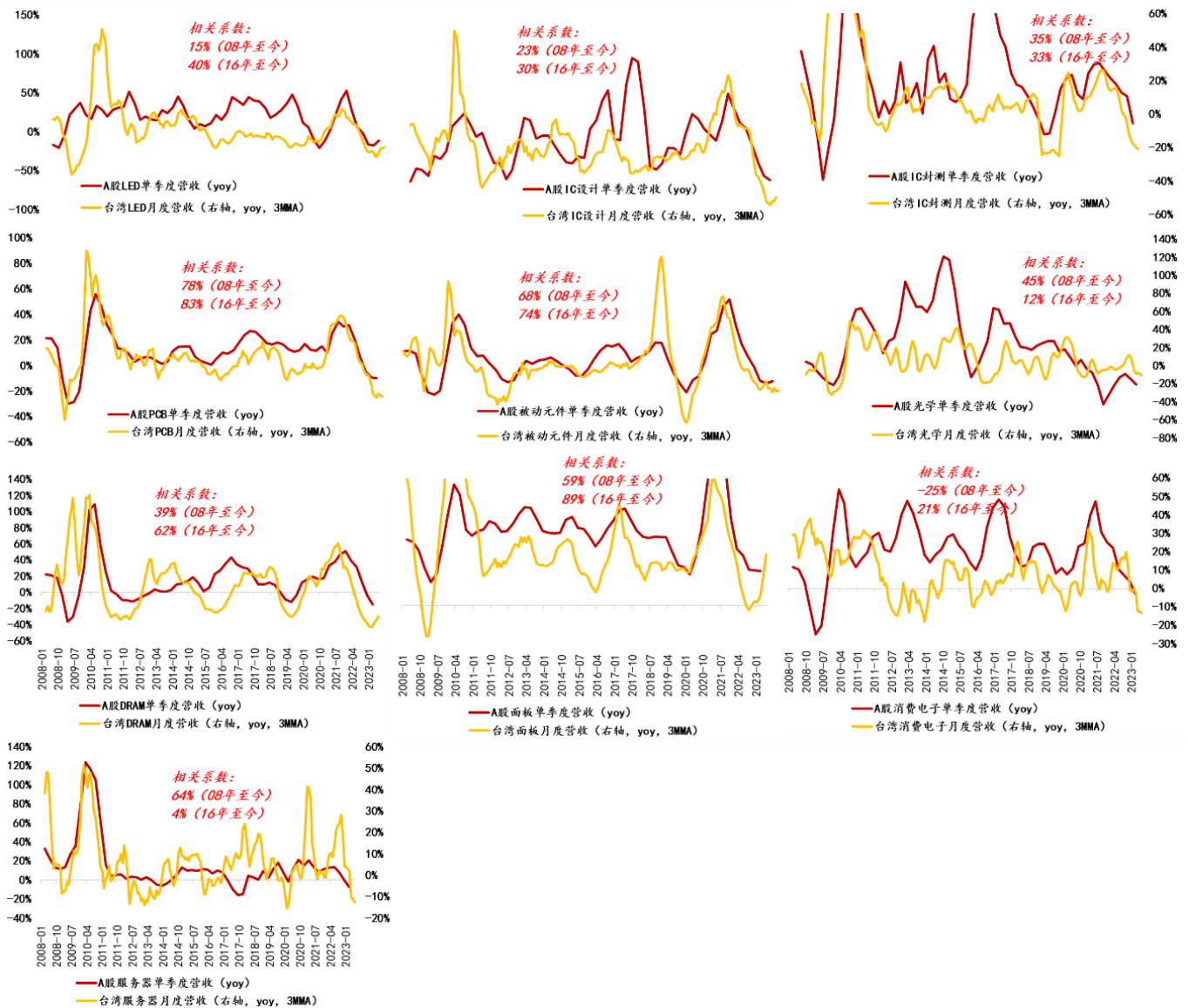
数据来源：Wind，西南证券整理

(2) 基于台股电子景气度的 10 个 A 股电子细分行业轮动策略测试

考虑到台湾地区电子产业发展完备，各个细分环节均有上市公司，因此我们尝试着建立台股和 A 股在电子细分行业上的联系。我们主要归纳了 10 个台股和 A 股共有细分板块，分别是：LED、IC 设计、IC 封测、PCB、被动元件、光学元件、DRAM、面板、消费电子和服务器。

从台股电子细分行业月度营收增速和对应的 A 股细分板块季度营收增速上看，相关性排序为：PCB>面板>被动元件>DRAM>服务器>IC 封测>光学>LED>IC 设计>消费电子，台股电子和 A 股电子在总体上保持着不错的相关性。

图 17：台股电子和 A 股电子在细分板块上的单季度营收增速上的相关性

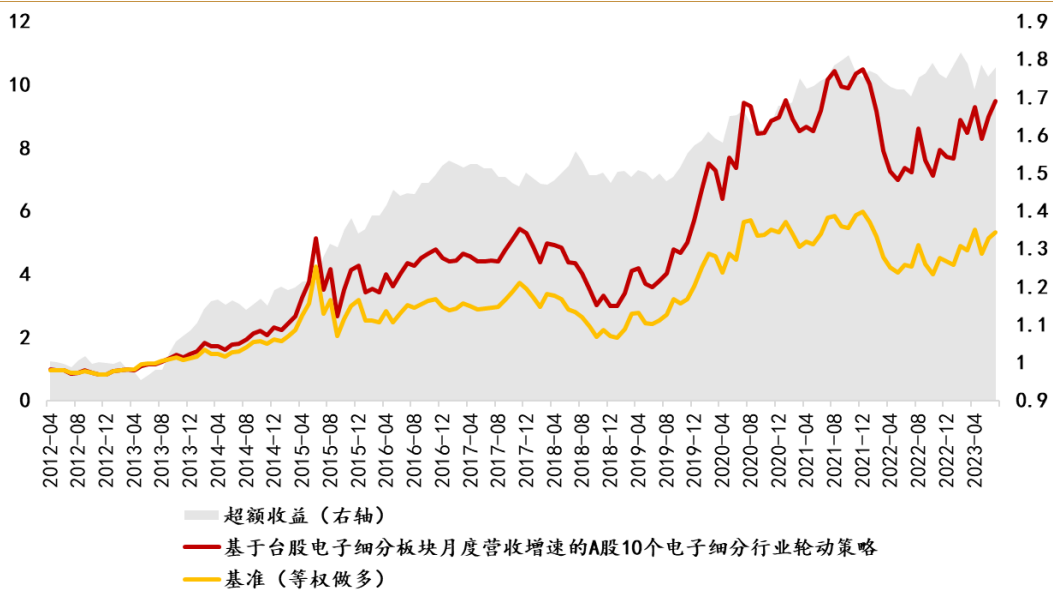


数据来源：Wind, 西南证券整理

遵循前文回测的规则，我们试图探寻台湾电子细分板块的景气度信息能否对 A 股电子 10 个细分行业产生指引效果。景气度信息依然从“当月绝对景气水位”和“景气变化趋势”两个方面来合成。

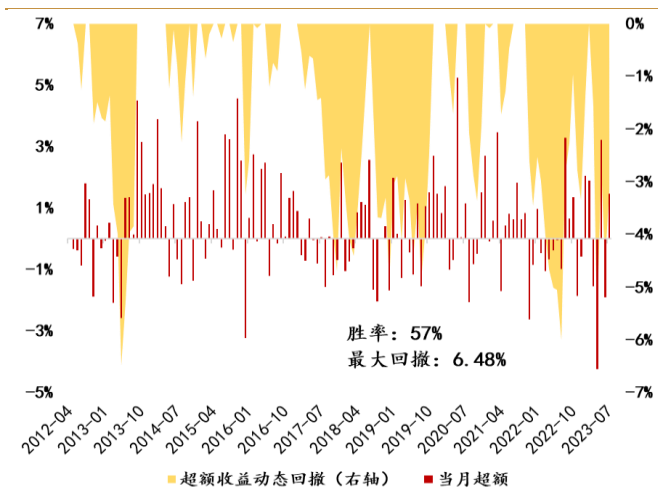
回测结果显示 A 股电子细分行业轮动策略收益表现较好，不同参数组合下超额收益均显著。以“对景气度进行 6 个月差分”和“选择前 5 个行业做多”这一参数组合为例，2012 年 4 月至 2023 年 7 月，年化超额收益在 6.8%，其中胜率 57%，最大回撤 6.48%。该模型今年以来做多的行业集中在面板、LED 和 DRAM 上，6 月份选择做多面板、消费电子、服务器、LED 和 DRAM。

图 18：A 股电子细分行业轮动策略收益,年化超额收益 6.8%（参数 X=6,N=5）



数据来源：Wind, 西南证券整理

图 19：参数 X=6,N=5 下，月度胜率 57%，最大回撤 6.48%



数据来源：wind, 西南证券整理

图 20：参数遍历下 A 股电子细分板块轮动策略超额收益均显著

|             |    | 选择前N个行业做多 |       |      |      |      |
|-------------|----|-----------|-------|------|------|------|
|             |    | 2         | 3     | 4    | 5    | 6    |
| 对景气度进行X个月差分 | 3  | -0.9%     | 4.6%  | 3.0% | 4.3% | 2.7% |
|             | 4  | -0.1%     | 1.5%  | 3.2% | 5.0% | 4.3% |
|             | 5  | 0.0%      | 5.1%  | 3.9% | 5.1% | 2.8% |
|             | 6  | 1.6%      | 2.1%  | 4.6% | 6.9% | 4.0% |
|             | 7  | 0.5%      | 1.8%  | 2.0% | 1.7% | 1.9% |
|             | 8  | 1.5%      | 3.9%  | 2.0% | 2.9% | 2.9% |
|             | 9  | 5.2%      | 5.1%  | 3.3% | 4.8% | 4.4% |
|             | 10 | 2.8%      | 0.9%  | 2.1% | 4.6% | 3.1% |
|             | 11 | 3.1%      | 2.4%  | 2.5% | 4.0% | 3.8% |
|             | 12 | -0.1%     | -0.6% | 1.6% | 3.6% | 2.3% |

数据来源：wind, 西南证券整理

**表 6：2023 年以来模型推荐做多的 A 股电子细分板块**

|        | 细分板块1 | 细分板块2 | 细分板块3 | 细分板块4 | 细分板块5 |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Jan-23 | 面板    | 被动元件  | 服务器   | IC设计  | 消费电子  |
| Feb-23 | 面板    | 被动元件  | LED   | 服务器   | 消费电子  |
| Mar-23 | 面板    | LED   | DRAM  | 服务器   | 被动元件  |
| Apr-23 | 面板    | LED   | DRAM  | 被动元件  | PCB   |
| May-23 | 面板    | LED   | DRAM  | PCB   | 被动元件  |
| Jun-23 | 面板    | 消费电子  | 服务器   | LED   | DRAM  |

数据来源：Wind、西南证券整理

综上所述，基于台股月度营收增速所构造的 A 股行业轮动策略，对于电子细分板块的效果较为显著。

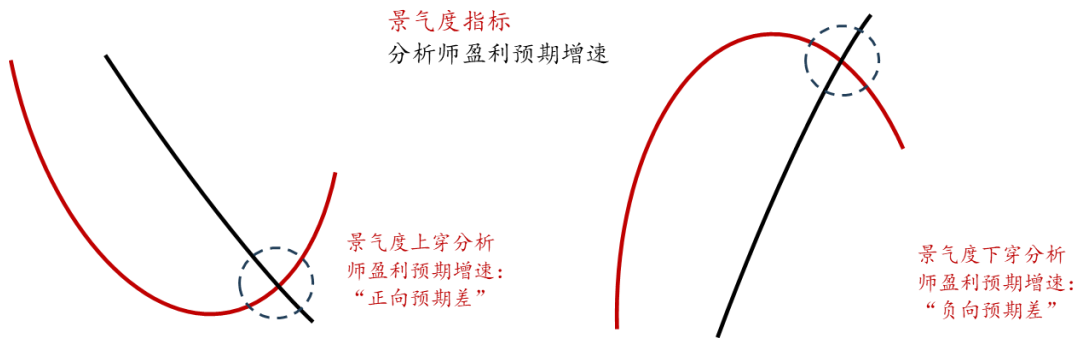
### 3.2 基于台股景气度和 A 股分析师预期的预期差信号

前文我们试图利用台股月度营收增速来对 A 股的 9 个行业进行行业轮动，但最终结果不尽人意。我们认为策略失效除了部分行业中台股和 A 股财务数据相关性不高之外，还有个原因在于 A 股定价机制中，“预期差”也是一个很重要的因素。

假若经济正处在底部盘整并边际抬头向上的状态，某一行业景气度已然拐头向上，但基于前期经济周期下行的惯性认知，市场参与者并未同步修正该行业盈利预期，甚至继续向下修正，那么此时该行业就出现了“预期差”。从逻辑上讲，此种预期差的出现对应买入做多的机会，反之亦然。

我们试图描绘这种状态：台股的月度营收增速可以作为 A 股对应 9 个行业的景气度，而盈利预期则采用 A 股分析师对该行业未来十二个月的营收增速（营收 NTM）来表征。假若景气度上穿分析师营收预期增速，那么此时意味着行业基本面已经有所改善，但分析师盈利预期并未跟随，此时“正向预期差”出现；反之，假若景气度下穿分析师营收预期增速，那么此时意味着行业基本面从高点回落，但分析师盈利预期并未跟随，“负向预期差”出现。

图 21：“正向预期差”和“负向预期差”信号的发生



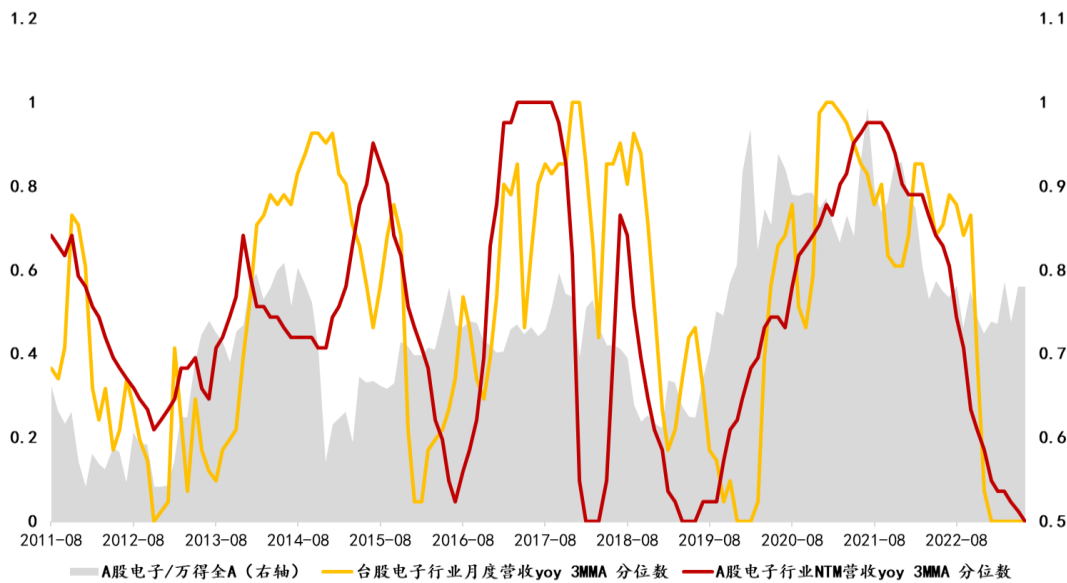
数据来源：西南证券整理

实际操作过程中，我们对景气度（台股的月度营收增速）和盈利预期（分析师对该行业营收 NTM 增速）双双进行滚动过去 42 个月分位数的计算，以尽量得到标准化且可比的信号。

经过尝试，我们总结汇报下“预期差”框架对历史行情有解释力的例子：

1) 电子行业里面的半导体：“预期差”框架对电子行业并不适用，大部分时候基于台股营收增速构造的景气度指标反而落后于分析师盈利预期，此时“预期差”失效。

图 22：“预期差”框架对 A 股电子行业不适用



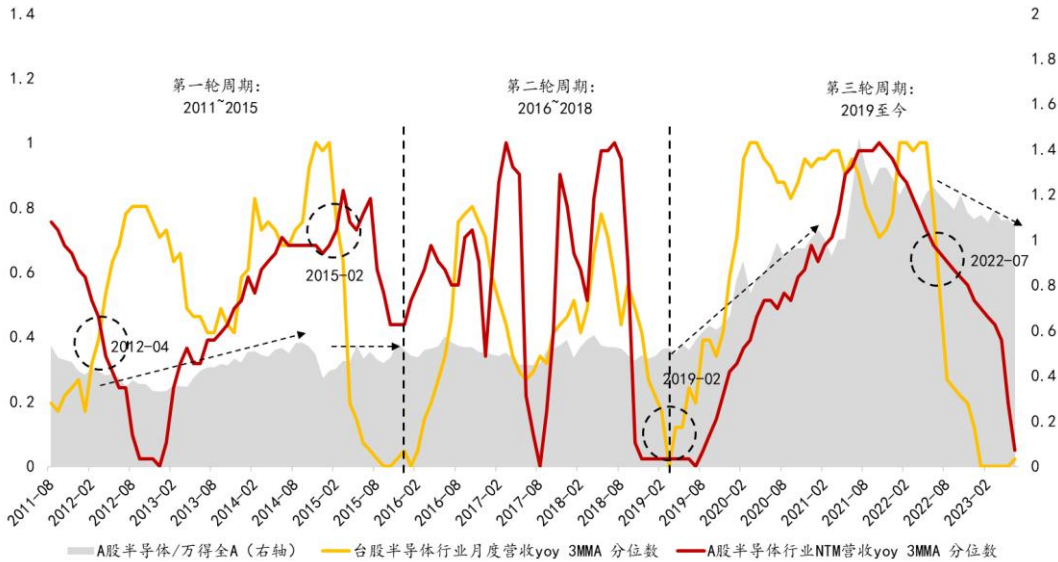
数据来源：Wind, 西南证券整理

但对半导体板块而言，台股营收则显著领先 A 股分析师盈利预期。从过去三轮周期上看，其中两轮周期“预期差”的出现能较好地指示半导体后续的行​​情。

以最近一轮周期为例，2019 年 2 月基于台股营收增速的景气度指标上穿 A 股分析师盈利预期，半导体同期开始跑出超额收益；2022 年 7 月，景气度指标下穿盈利预期，半导体超额收益回落。2021 年年中景气度指标曾短暂下穿盈利预期，随后又再度上穿并维持了接

近半年的时间（2022年1月至2022年6月），但此阶段“正向预期差”并未兑现成超额收益，或许在于A股投资者担忧中国经济下行叠加海外加息的环境下半导体需求较为疲弱。当前半导体最新景气度出现边际翘头向上的迹象，后续需要跟踪是否会出现新一轮“正向预期差”。

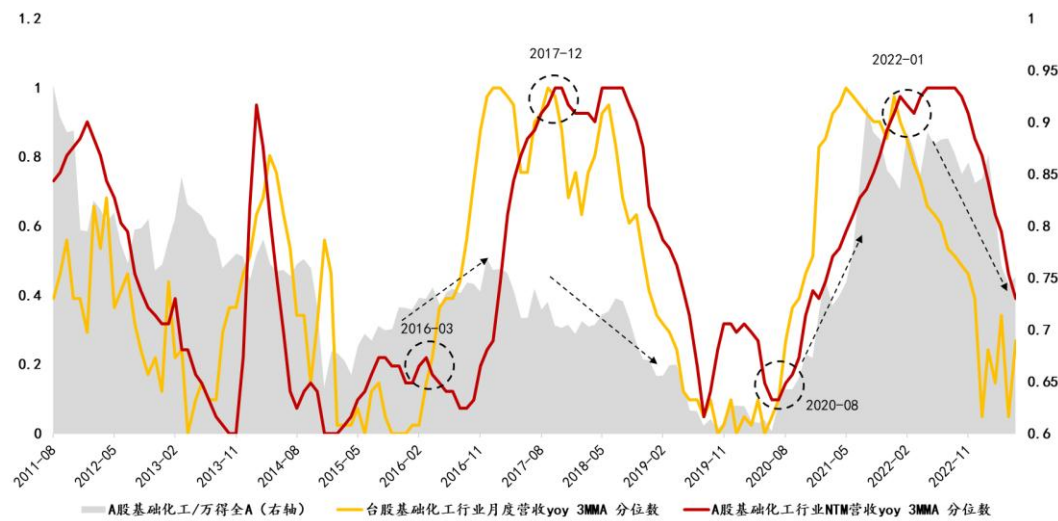
图 23：“预期差”信号在指引 A 股半导体后续超额收益上的应用



数据来源：Wind, 西南证券整理

2) 基础化工：2016 年 3 月和 2020 年 8 月出现“正向预期差”，随后基础化工相对万得全 A 跑出超额收益；2017 年 12 月和 2022 年 1 月出现“负向预期差”，超额收益随之回落。当前基础化工景气度处于底部盘整区间，但尚未有启动向上的苗头，“正向预期差”仍需要等待。

图 24：“预期差”信号在指引 A 股基础化工后续超额收益上的应用

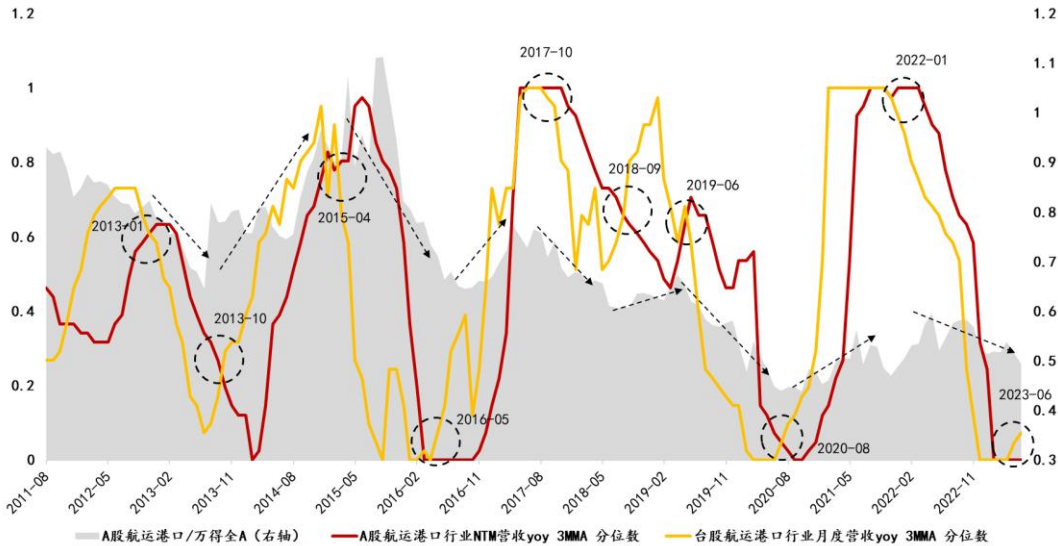


数据来源：Wind, 西南证券整理



**3) 航运港口：**历史上台股航运股的月度营收数据对 A 股航运港口超额收益解释力度较强，每次“预期差”的出现最终都能够转化成超额收益，本轮疫情所导致的航运超级周期同样能被此框架所捕捉到。最新数据显示航运港口“正向预期差”已然出现，航运港口后续或存在着做多机会。

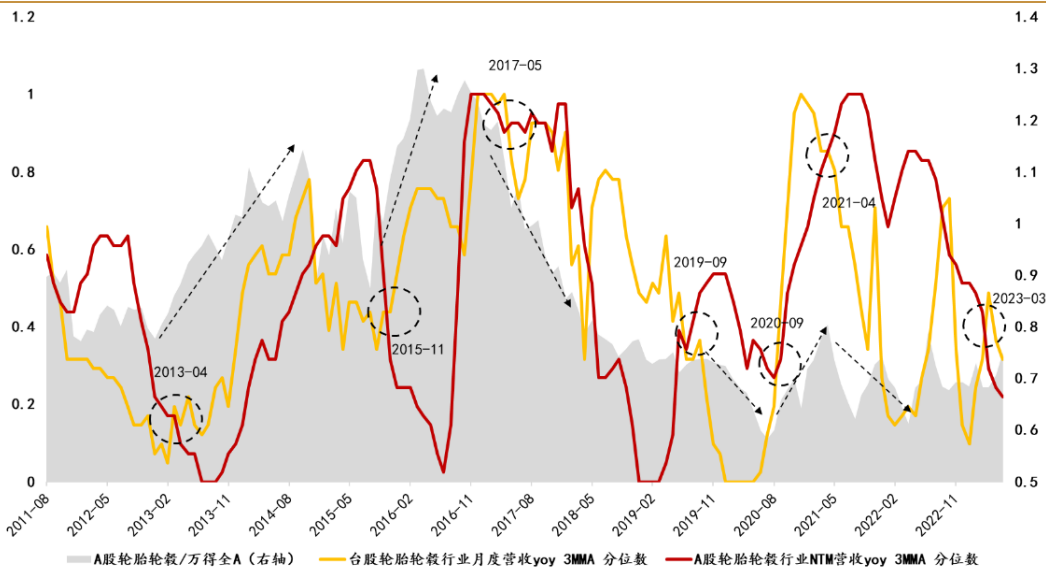
图 25：“预期差”信号在指引 A 股航运港口后续超额收益上的应用



数据来源：Wind，西南证券整理

**4) 轮胎轮毂：**历史上预期差总共出现过 8 次，其中 6 次（2013-04、2015-11、2017-05、2019-09、2020-09 和 2021-04）能成功指引后续超额收益。23 年 3 月份“正向预期差”出现，6 月份开始轮胎轮毂板块开始跑赢万得全 A。

图 26：“预期差”信号在指引 A 股轮胎轮毂后续超额收益上的应用

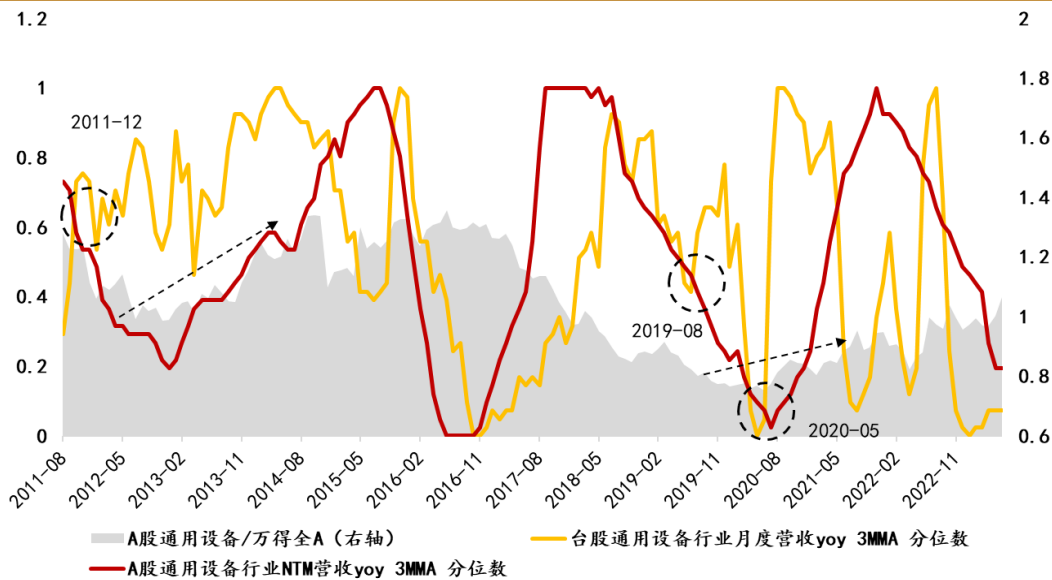


数据来源：Wind，西南证券整理



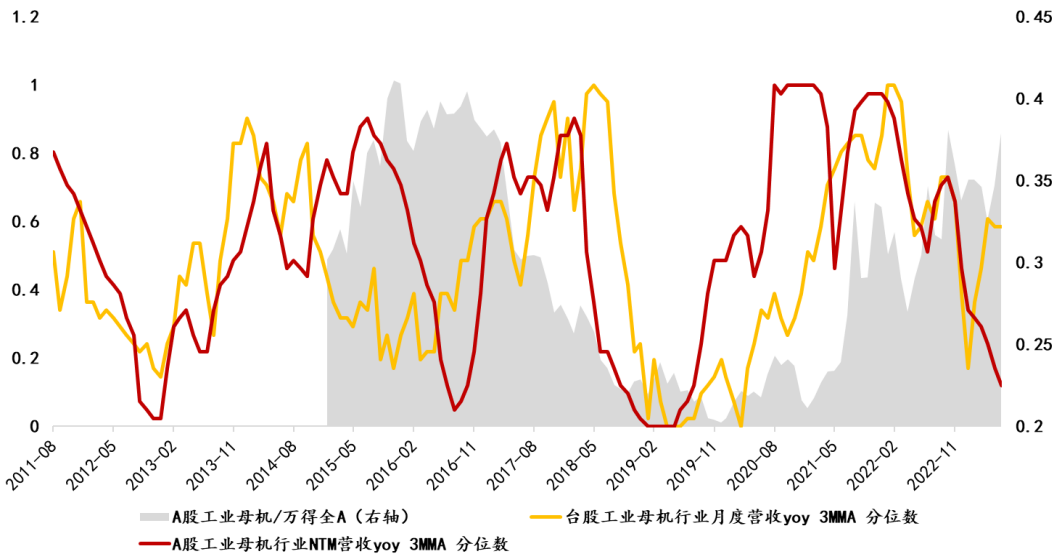
**5)通用设备:**历史上预期差发挥作用的次数为3次,分别是2011-12、2019-08和2020-05,均为“正向预期差”提示买入机会。考虑到过去一年工业母机概念火爆,我们同样观察了台股工业母机月度营收增速和A股工业母机分析师盈利预期的预期差情况(工业母机概念从15年开始存在)。结果显示A股的盈利预期调整快于台股,两者更多是同步印证指标;近期台股工业母机营收增速开始抬升,后续可以关注A股工业母机板块是否存在买入机会。

图 27:“预期差”信号在指引 A 股通用设备后续超额收益上的应用



数据来源: Wind, 西南证券整理

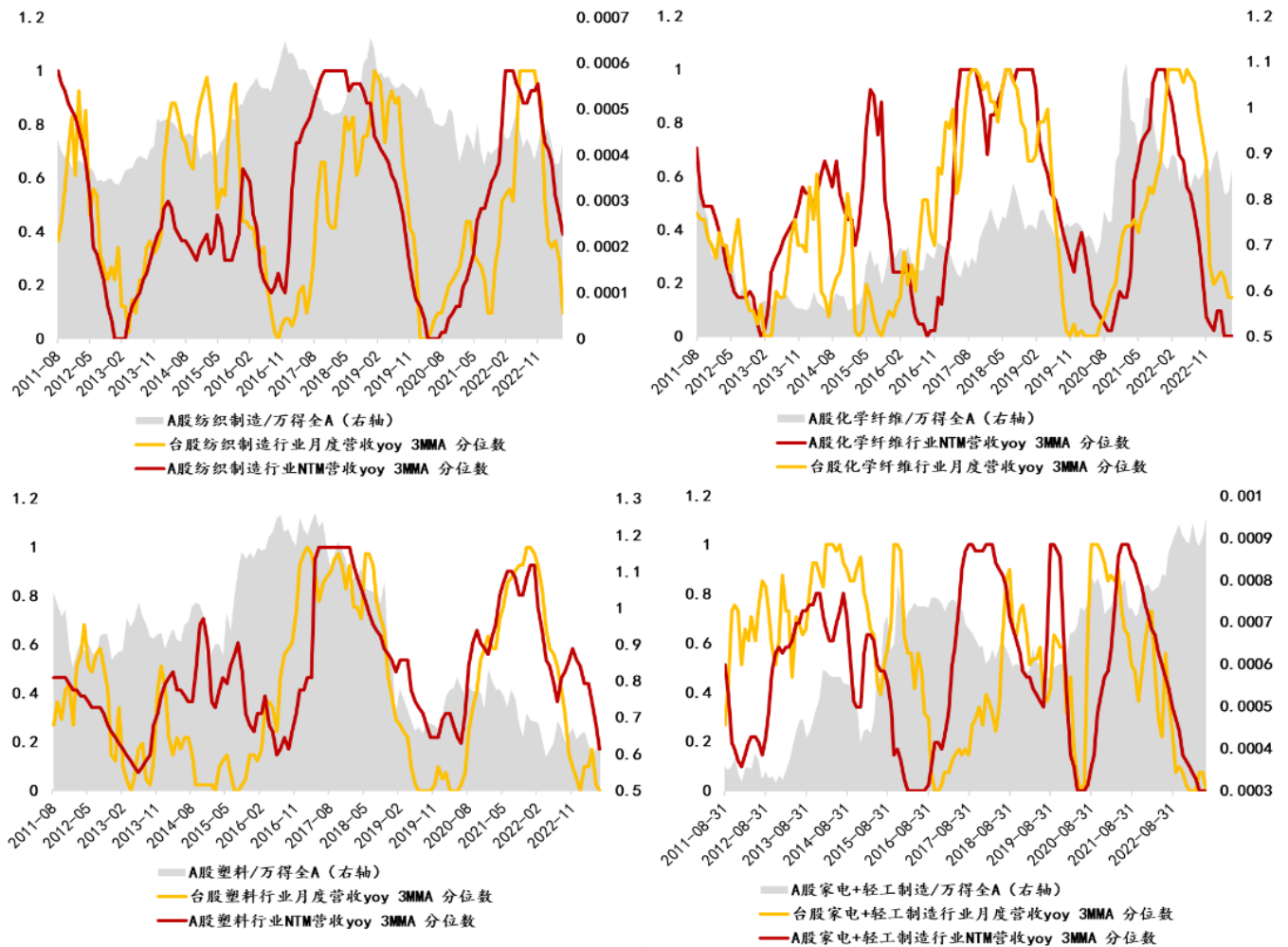
图 28:“预期差”信号在指引 A 股工业母机后续超额收益上的应用



数据来源: Wind, 西南证券整理

“预期差”信号在纺织制造(海外营收>50%个股)、化学纤维、塑料制品和家电+轻工制造(海外营收>50%个股)这四个行业上反倒失效,或者效果不明显。我们理解原因在于,相较台湾,上述产业链在大陆地区更加完备,因此多数情况下A股的盈利预期反倒对台股月度营收具有领先性,预期差框架失效。

图 29：“预期差”信号在纺织制造、化学纤维、塑料制品和家电+轻工制造这四个行业上失效



数据来源: Wind, 西南证券整理

总的来说, 基于台股月度营收增速和 A 股分析师盈利预期所构造的预期差框架, 对 9 个 A 股行业较为有效的是: 半导体、基础化工、航运港口、轮胎轮毂; 部分有效的是通用设备, 其中通用设备在周期底部的提示作用较为明显。完全失效的则是纺织制造 (海外营收>50%)、化学纤维、塑料制品和家电+轻工制造 (海外营收>50%)。

### 3.3 利用台股营收数据跟踪经济主线脉络

前文我们皆是从自上而下的方式来运用台股数据, 但实际上自下而上的角度也能提供很多增量信息: 台股月度营收数据可以作为其它区域某些需求的高频跟踪指标, 此处我们举两个例子。

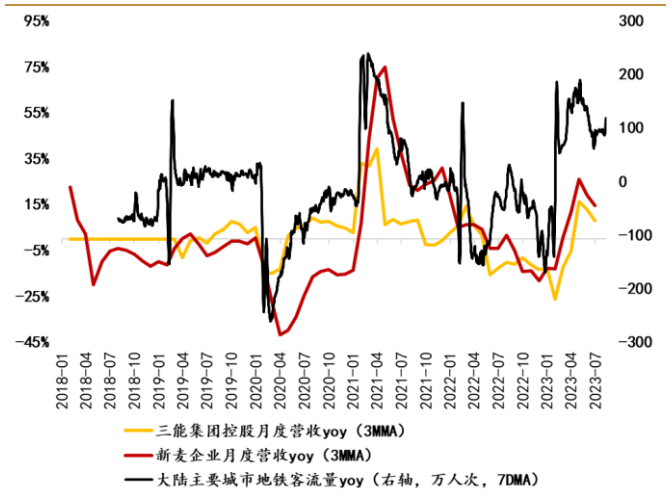
台股中, 三能集团控股和新麦企业的主营业务均为面包烘焙机 (两者 60% 营收来源于中国大陆), 主要售往面包店和餐饮店。过去三年企业月度营收增速和大陆主要城市地铁客流量同比变化相关性极高, 后续可以作为大陆地区服务业复苏的同步印证指标。

图 30：新麦企业主营产品——面包烘焙机



数据来源：wind、西南证券整理

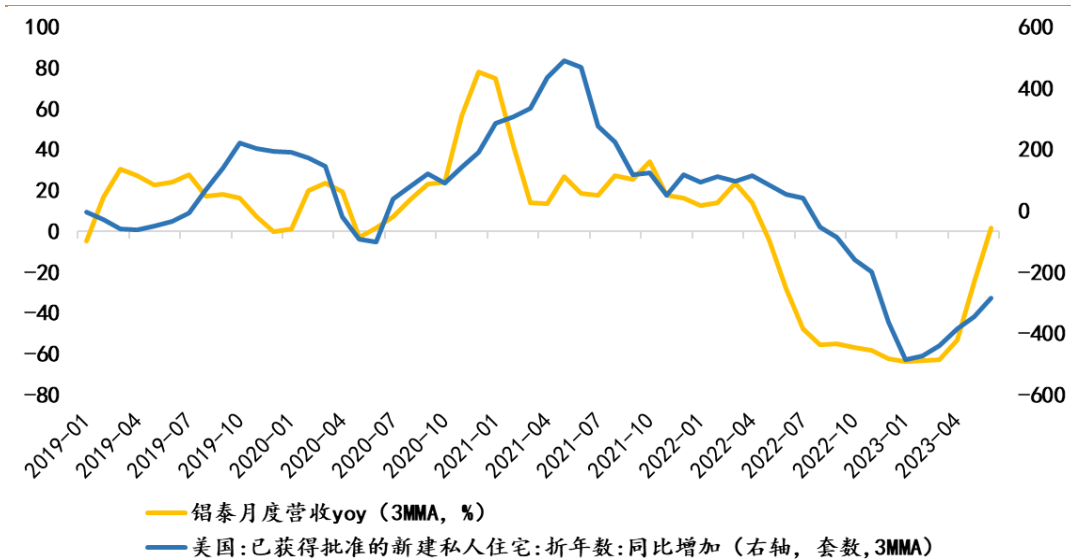
图 31：台股主营面包烘焙机的企业月度营收紧贴大陆主要城市地铁客流量



数据来源：wind、西南证券整理

铝泰主营业务为 DIY 电动工具，主要用于装潢业、家具业、建筑业等及一般家庭用修缮；22 年公司营收 97% 来源于美国，因此个股营收增速和美国房地产市场景气度密切相关。今年美国地产市场反弹，铝泰月度营收增速从 23 年 1 月份便开始改善，领先性较强。

图 32：铝泰月度营收增速领先今年美国地产市场复苏



数据来源：Wind, 西南证券整理

实际上台股有不少细分行业的“隐形冠军”可供我们参考，基于篇幅原因，对于是否还有更多特定主营业务的台股营收能反映某些经济主线脉络，本篇报告就不再展开，后续我们也会进行更多研究。

## 4 总结

对于 9 个 A 股行业，台股月度营收数据和 A 股季度营收有较明显的相关性，因此本文主要利用台股个股营收增速的信息，试图对部分 A 股行业构造景气度指标。今年 9 个 A 股行业 YTD 涨跌幅和景气度改善程度具有正相关性，但历史回测显示基于景气度信息对 9 个 A 股行业进行轮动优选的策略最后并不能产生超额收益。然而，基于电子细分板块的轮动策略则表现较为亮眼，各种参数下超额收益均较为稳定，最高能提供 6.8% 的年化超额（胜率 57%，最大回撤 6.48%）。该模型今年以来做多的行业集中在面板、LED 和 DRAM 上，最新选择做多面板、消费电子、服务器、LED 和 DRAM。

其次，我们试图结合景气度指标和 A 股分析师盈利预期构造“预期差”模型，最终能提示超额收益的行业主要为半导体、基础化工、航运港口、轮胎轮毂，其中航运港口已经发出做多信号；部分有效的是通用设备，其中通用设备中的工业母机板块值得关注。完全失效的则是纺织制造（海外营收>50%）、化学纤维、塑料制品和家电+轻工制造（海外营收>50%），预期差信号并不能对应行业后续超额收益表现。

最后，我们发现部分台股由于其主营业务的特殊性，因此能够作为中国大陆服务业复苏和美国地产复苏的同步跟踪指标。后续我们也会持续研究是否有更多台股能作为经济脉络的同步指示器。

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

|      |  |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上          |
|      | 持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间   |
|      | 中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间  |
|      | 回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间 |
|      | 卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下         |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上        |
|      | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间  |
|      | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下       |

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名  | 职务         | 座机           | 手机          | 邮箱                   |
|----|-----|------------|--------------|-------------|----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 总经理助理、销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn      |
|    | 崔露文 | 销售经理       | 15642960315  | 15642960315 | clw@swsc.com.cn      |
|    | 谭世泽 | 销售经理       | 13122900886  | 13122900886 | tsz@swsc.com.cn      |
|    | 薛世宇 | 销售经理       | 18502146429  | 18502146429 | xsy@swsc.com.cn      |
|    | 刘中一 | 销售经理       | 19821158911  | 19821158911 | lzhongy@swsc.com.cn  |
|    | 岑宇婷 | 销售经理       | 18616243268  | 18616243268 | cyrif@swsc.com.cn    |
|    | 汪艺  | 销售经理       | 13127920536  | 13127920536 | wyif@swsc.com.cn     |
|    | 张玉梅 | 销售经理       | 18957157330  | 18957157330 | zymf@swsc.com.cn     |
|    | 陈阳阳 | 销售经理       | 17863111858  | 17863111858 | cyyf@swsc.com.cn     |
|    | 李煜  | 销售经理       | 18801732511  | 18801732511 | yfliyu@swsc.com.cn   |
|    | 卞黎旸 | 销售经理       | 13262983309  | 13262983309 | bly@swsc.com.cn      |
|    | 龙思宇 | 销售经理       | 18062608256  | 18062608256 | lsyu@swsc.com.cn     |
|    | 田婧雯 | 销售经理       | 18817337408  | 18817337408 | tjw@swsc.com.cn      |
|    | 阚钰  | 销售经理       | 17275202601  | 17275202601 | kyu@swsc.com.cn      |
| 北京 | 李杨  | 销售总监       | 18601139362  | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn     |
|    | 张岚  | 销售副总监      | 18601241803  | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
|    | 杨薇  | 高级销售经理     | 15652285702  | 15652285702 | yangwei@swsc.com.cn  |
|    | 王一菲 | 销售经理       | 18040060359  | 18040060359 | wyf@swsc.com.cn      |
|    | 徐铭婉 | 销售经理       | 15204539291  | 15204539291 | xumw@swsc.com.cn     |
|    | 姚航  | 销售经理       | 15652026677  | 15652026677 | yhang@swsc.com.cn    |
|    | 胡青璇 | 销售经理       | 18800123955  | 18800123955 | hqx@swsc.com.cn      |

---

|    |     |         |             |             |                      |
|----|-----|---------|-------------|-------------|----------------------|
|    | 王宇飞 | 销售经理    | 18500981866 | 18500981866 | wangyuf@swsc.com     |
|    | 路漫天 | 销售经理    | 18610741553 | 18610741553 | lmtyf@swsc.com.cn    |
|    | 马冰竹 | 销售经理    | 13126590325 | 13126590325 | mbz@swsc.com.cn      |
|    | 郑龔  | 广深销售负责人 | 18825189744 | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |
|    | 杨新意 | 销售经理    | 17628609919 | 17628609919 | xy@swsc.com.cn       |
|    | 龚之涵 | 销售经理    | 15808001926 | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn   |
| 广深 | 丁凡  | 销售经理    | 15559989681 | 15559989681 | dingfyf@swsc.com.cn  |
|    | 张文锋 | 销售经理    | 13642639789 | 13642639789 | zwf@swsc.com.cn      |
|    | 陈紫琳 | 销售经理    | 13266723634 | 13266723634 | chzlyf@swsc.com.cn   |
|    | 陈韵然 | 销售经理    | 18208801355 | 18208801355 | cyryf@swsc.com.cn    |

---