

## “现金流分析”专题

## 策略专题研究报告

本报告的主要看点：

1. A股现金流分析
2. 现金流行业比较
3. 现金流个股筛选

## 从现金流看疫情对A股各行业的影响几何

## 基本结论

- **疫情之下，企业现金流受到一定冲击，当前无论怎么强调现金流都不为过。**本次疫情导致很多企业无法正常复工，这种情况会对经营现金流有一定的负面冲击。而房租、人员工资、财务费用等刚性支出不变的情况下，经营现金流甚至会变为负数。如果企业原本的现金来源主要依靠经营活动，那么净现金流可能为负，一旦账面上的现金持续流出，企业面临现金流断裂风险。
- **企业现金流主要涵盖经营性现金流、投资性现金流、筹资性现金流，影响现金流的因素可分为宏观驱动因素与微观驱动因素。**具体而言：1) 影响经营现金流的微观因素主要有“净利润、应收账款、存货”等，宏观层面则与经济增长和工业企业利润等指标息息相关；2) 影响投资性现金流的微观因素主要有“购建固定资产、在建工程”等，宏观层面则与固定资产投资等指标息息相关；3) 影响筹资性现金流的微观因素主要有“ROE、负债率”等影响融资能力的指标，宏观层面则与社会融资规模和M2等指标息息相关。
- **A股整体企业现金流领先盈利增速大概3-4个季度左右。**一般来说企业经营现金流的变化更为敏感，从“经营性现金流/净利润”（即利润转化为现金的能力）这一指标来看，上市公司经营现金流领先企业盈利增速大致3-4个季度左右。其中内在的逻辑是：经营现金流改善一般由应收账款周转率和存货周转率提升推动，而现金流的改善促进企业资本开支增加，然后逐步传导至利润表。数据上我们也能看到，经营现金流和企业资本开支走势存在明显的正相关。
- **整体来看，A股进入现金流修复期，偿债周期后公司资产负债表将逐步修复。**从自由现金流角度来看，2018年下半年以来，A股非金融企业自由现金流明显改善，其中经营现金流明显改善是推动自由现金流改善的原因之一。从企业融资情况来看，当前A股非金融企业加速偿债，A股非金融企业筹资现金流净额在2018年下半年后持续下降，2019年6月首次转为负数，这意味着A股非金融企业在持续偿债。我们认为，在偿债周期过后，A股上市公司资产负债表将逐步修复。
- **分行业来看，“公用事业、交通运输”等是A股典型的“现金牛”行业，而“建筑、地产”等行业现金流相对一般。**从过去五年累计“经营现金流净额/净利润”来看，排名前面的行业大多数是重资产行业，如“采掘、有色、钢铁、公用事业、化工、交运”等。一方面，这些行业大部分存在一定的垄断属性，产业链地位较高，现金流较好。另外一方面，重资产行业折旧摊销较多，需从当年净利润里扣除，但不影响现金流量。此外，从过去五年“经营现金流+投资现金流”累计值来看，这一指标反映了对外部融资依赖度。“采掘、食品饮料、钢铁、公用事业、化工、交运、建材、汽车、休闲”等行业累计值均为正，表明行业内生现金流基本能满足企业经营和投资。而地产、建筑等行业累计值均为负，表明其对外部融资依赖度较高。
- **具体到单个企业主体，上下游议价能力较高的企业，其现金流也相对较强。**从公司财务报表的角度来看，应收款和应付款分别代表了企业对下游客户和上游供应商的议价能力，“应收规模减少、应付规模增加”代表了企业在产业链中地位的提升。从影响经营现金流的各项因素来看，“应收大规模减少、应付大规模增加”同时也意味着企业经营现金流大幅改善。因此，产业链地位较高的企业，其经营现金流也相对较强。
- **风险提示：政策监管（金融去杠杆等）、海外黑天鹅事件（政治风险等）**

**李立峰** 分析师 SAC 执业编号：S1130515040001  
(8621)60230231  
lilifeng@gjzq.com.cn

**艾熊峰** 分析师 SAC 执业编号：S1130519090001  
aixiongeng@gjzq.com.cn

**魏雪** 分析师 SAC 执业编号：S1130518090001  
weixue@gjzq.com.cn

**丁潇** 联系人  
dingxiao@gjzq.com.cn

## 内容目录

一、现金流为王：疫情之下，关注企业现金流	4
1.1 疫情冲击企业经营现金流	4
1.2 企业现金流领先盈利增速在 3-4 个季度左右	4
1.3 A 股企业现金支出结构：仍以资本开支为主	5
二、现金流分析框架	6
2.1 现金流分析框架：纵向和横向分析	6
2.2 重资产、轻资产模式与现金流	7
2.3 产业链地位与现金流	8
2.4 企业生命周期与现金流	8
三、整体来看，A 股进入现金流修复期	9
3.1 受益于信用环境改善，A 股企业现金流逐步修复	9
3.2 偿债周期过后，资产负债表修复	11
四、不同行业现金流比较	11
4.1 行业现金流比较分析	12
4.2 A 股典型的“现金牛”行业：公用事业、交通运输等	12
五、现金流视角优选个股	13

## 图表目录

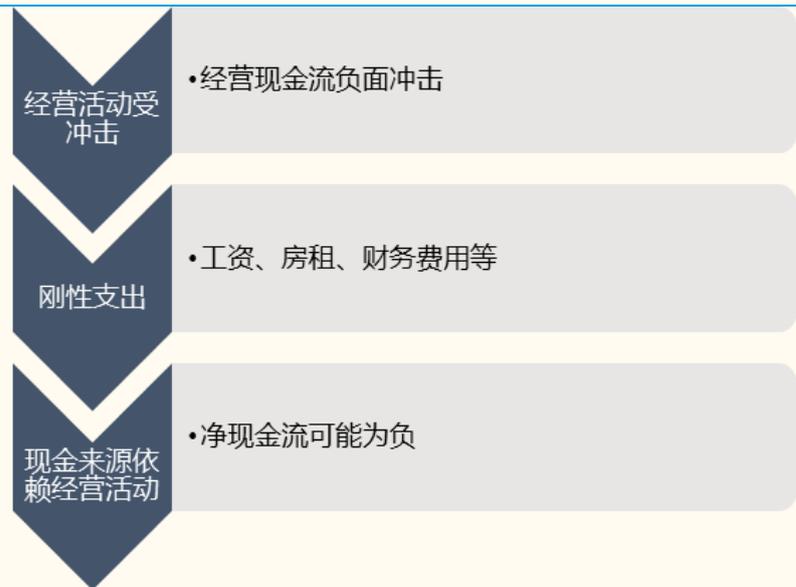
图表 1: 疫情之下, 中小企业面临流动性危机.....	4
图表 2: 上市公司经营现金流与 A 股企业盈利.....	5
图表 3: A 股非金融企业现金流与资本开支.....	5
图表 4: A 股非金融上市公司现金支出结构 (投资 vs 分红) .....	6
图表 5: 现金流分析框架.....	7
图表 6: 企业现金流.....	7
图表 7: 重资产、轻资产模式与现金流.....	8
图表 8: 产业链地位与现金流.....	8
图表 9: 现金流视角来看企业生命周期.....	9
图表 10: A 股非金融企业自由现金流.....	9
图表 11: A 股非金融企业经营现金流.....	10
图表 12: A 股非金融企业“货币资金/固定支出” .....	10
图表 13: 信用利差.....	11
图表 14: A 股非金融企业筹资现金流.....	11
图表 15: 各大行业过去五年累计经营现金流净额/净利润.....	12
图表 16: 各行业对外部融资依赖.....	12
图表 17: 公用事业和交通运输行业过去五年累计经营现金流净额/净利润.....	13
图表 18: 地产和建筑行业过去五年累计经营现金流净额/净利润.....	13
图表 19: 现金流指标筛选体系.....	14
图表 20: 现金流较好的个股 (32 只) .....	14

## 一、现金流为王：疫情之下，关注企业现金流

### 1.1 疫情冲击企业经营现金流

- 本次疫情导致很多企业无法正常复工，这种情况会对经营现金流有一定的负面冲击。而房租、人员工资、财务费用等刚性支出不变的情况下，经营现金流甚至会变为负数。如果企业原本的现金来源主要依靠经营活动，那么净现金流可能变成负数，一旦账面上的现金持续流出，企业就面临现金流断裂的风险。在这种背景下，无论怎么强调现金流都不为过。

图表 1：疫情之下，中小企业面临流动性危机

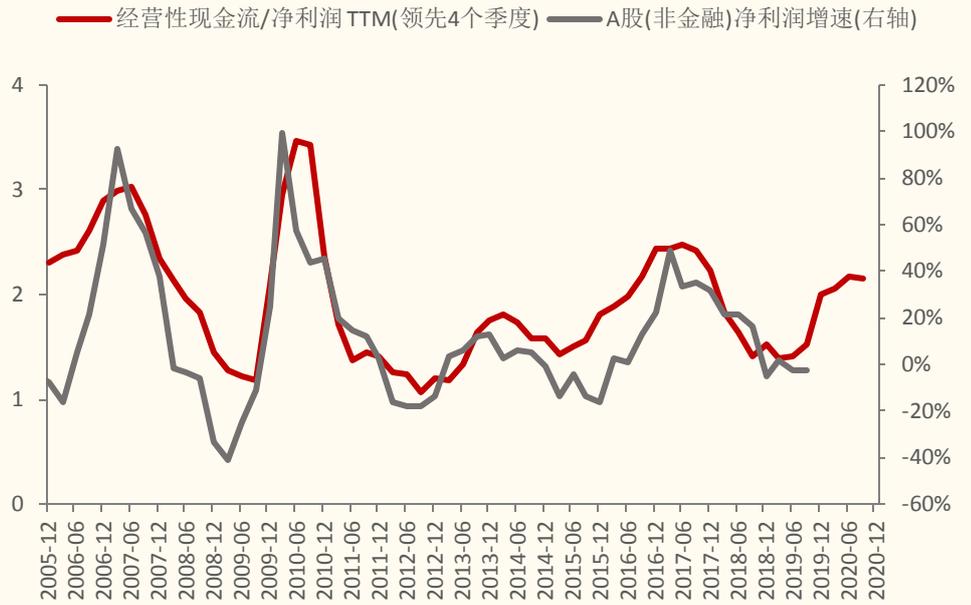


来源：国金证券研究所

### 1.2 企业现金流领先盈利增速在 3-4 个季度左右

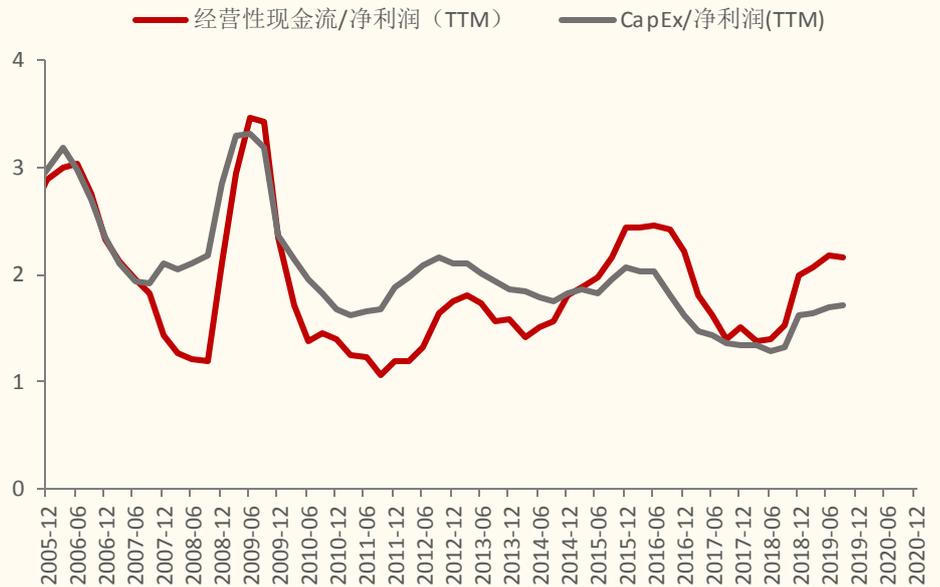
一般来说企业经营现金流的变化更为敏感，现金流的改善促使企业进行业务扩张。从“经营性现金流/净利润”这一指标来看，上市公司经营现金流领先企业盈利增速大致 3-4 个季度左右。其中内在的逻辑是：**经营现金流改善一般由应收账款周转率和存货周转率回升带动，而现金流改善促进企业资本开支增加，然后逐步传导至利润表。**数据上我们能看到，经营现金流和企业资本开支走势存在明显的正相关。

图表 2：上市公司经营现金流与 A 股企业盈利



来源：Wind、国金证券研究所

图表 3：A 股非金融企业现金流与资本开支

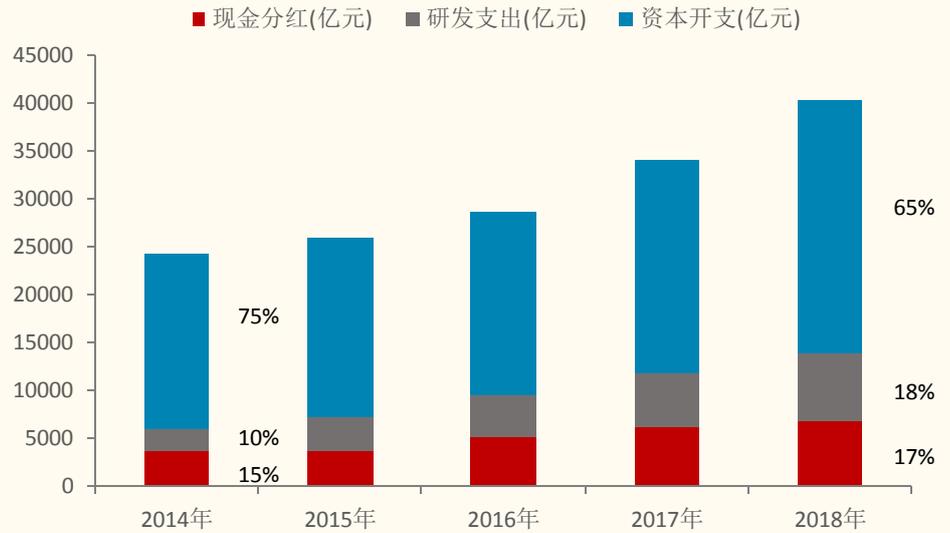


来源：Wind、国金证券研究所

### 1.3 A 股企业现金支出结构：仍以资本开支为主

从现金的支出结构来看，A 股非金融企业中，投资型支出（资本开支+研发支出）仍占较大比重，其中 2018 年资本开支占 65%、研发支出占 18%。回报投资者支出（现金分红）占比近年来有明显提升，2018 年为 17%。这种现金支出结构符合我国经济较高增长阶段的特征，特别是在投资型支出中研发支出的占比明显提升，这也体现了我国经济发展对科技的依赖越来越大。

图表 4: A 股非金融上市公司现金支出结构 (投资 vs 分红)



来源: Wind、国金证券研究所

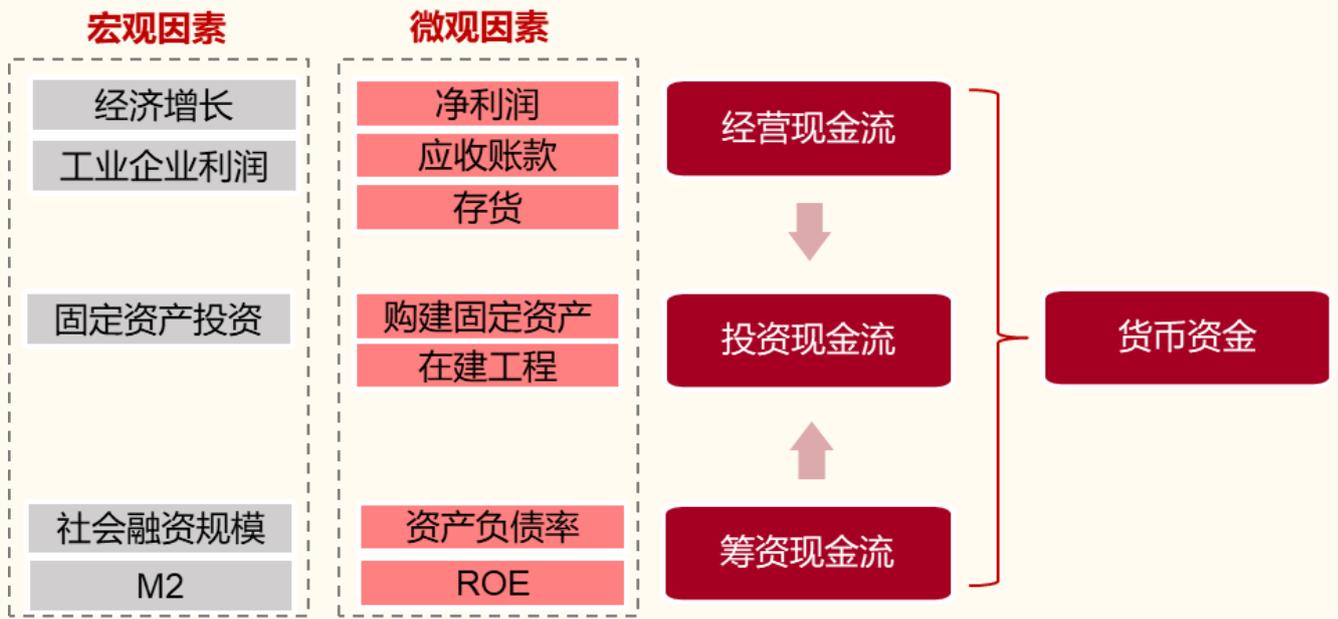
## 二、现金流分析框架

### 2.1 现金流分析框架: 纵向和横向分析

**纵向分析:** 企业现金流主要涵盖经营性现金流、投资性现金流、筹资性现金流。其中, 投资活动资金来源主要是经营和筹资活动获取的现金流。三大现金流最后反映在企业账面资金的期间变动值。

**横向分析:** 影响现金流的因素可分为宏观驱动因素、微观驱动因素。具体而言, 1) 影响经营现金流的微观因素主要有“净利润、应收账款、存货”等, 宏观层面则与经济增长和工业企业利润等指标息息相关; 2) 影响投资现金流的微观因素主要有“购建固定资产、在建工程”等, 宏观层面则与固定资产投资等指标息息相关; 3) 影响筹资现金流的微观因素主要有“ROE、负债率”等影响融资能力的指标, 宏观层面则与社会融资规模和 M2 等指标息息相关。

图表 5：现金流分析框架



来源：国金证券研究所

**经营现金流：**经营性现金流是企业持续经营的内生资金，只有有富余的现金，才能再投资，扩大经营规模。

**投资现金流：**投资性现金流与企业的扩张战略有关。

**筹资现金流：**筹资性现金流入取决于行业环境、企业质地、融资意愿等。筹资性现金流出是企业用于偿债的支出。

**自由现金流：**企业产生的在满足了再投资需要之后剩余的现金流量。在不影响公司持续发展的前提下，可供分配给企业股东的最大现金额。自由现金流 = 经营现金流量净额 - 资本开支 + 利息 \* (1 - 所得税率)。由于利息规模相对不大，近似地，自由现金流可以看做经营现金流量净额和资本开支的差额。

图表 6：企业现金流



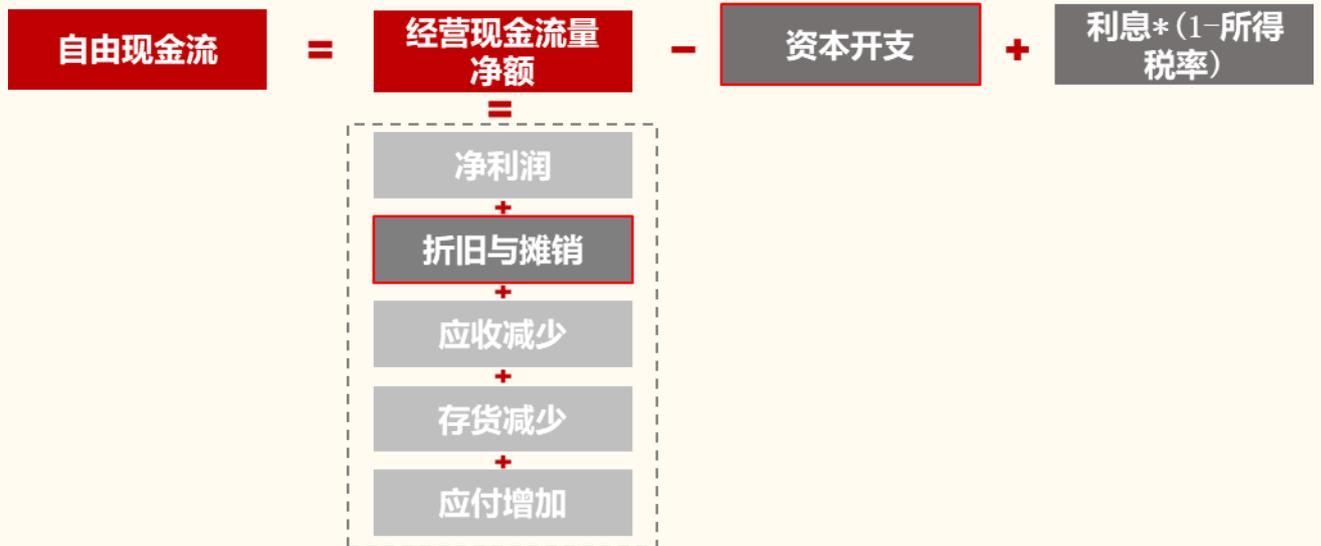
来源：国金证券研究所

## 2.2 重资产、轻资产模式与现金流

重资产模式的典型特征是固定资产规模较大，因此重资产企业折旧摊销规模较大，此外扩大生产需要更多的资本开支。我们知道，折旧摊销计入利润表，但不计入现金流量表。从这个角度来看，重资产企业折旧摊销规模较大，因此“经营现金流/净利润”比值较高。此外，自由现金流近似为经营现金

流净额与资本开支的差额，而重资产模式下扩大生产需要更多的资本开支，因此重资产企业一般“自由现金流”相对较差。

图表 7：重资产、轻资产模式与现金流

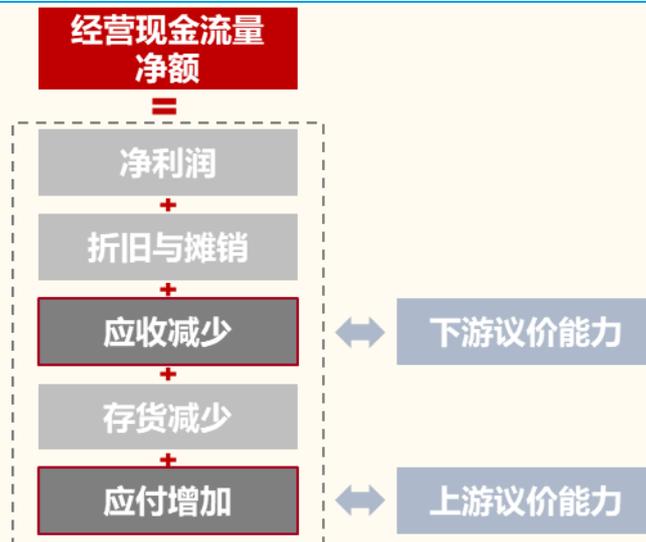


来源：国金证券研究所

### 2.3 产业链地位与现金流

从财务报表的角度来看，应收款和应付款代表了企业对下游（客户）和上游（供应商）的议价能力。“应收大规模减少、应付大规模增加”代表企业产业链地位提升。从影响经营现金流的各项因素来看，“应收大规模减少、应付大规模增加”也意味着企业经营现金流大幅改善。因此，产业链地位较高的企业，其经营现金流也相对较强。

图表 8：产业链地位与现金流



来源：国金证券研究所

### 2.4 企业生命周期与现金流

从现金流角度来看企业生命周期，不同阶段企业经营现金流、投资现金流和融资现金流正负值组合各有不同。具体来说：1) 在导入期，企业产品需求较小，这将导致负的经营现金流，但导入期企业需要进行大量的融资和投资，因此融资现金流和投资现金流为正值；2) 在成长期，经营现金流改善，投资现金流净额仍保持为负，筹资现金流净额仍保持为正；3) 在成熟期，经营现金流基本能覆盖自身投资需求，因此筹资现金流转为负数；4) 在衰退

期，典型的特征是经营环境恶化导致经营现金流为负，资本开支大幅减少导致投资现金流为正。

图表 9：现金流视角来看企业生命周期

	导入期	成长期	成熟期	淘汰期		衰退期
经营现金流	-	+	+	-	+	-
投资现金流	-	-	-	-	+	+
融资现金流	+	+	-	-	+/-	+/-

来源：国金证券研究所

### 三、整体来看，A股进入现金流修复期

#### 3.1 受益于信用环境改善，A股企业现金流逐步修复

从自由现金流角度来看，2018 年下半年以来，企业自由现金流明显改善。其中，经营现金流明显改善是推动自由现金流改善的原因之一。

图表 10：A股非金融企业自由现金流



来源：Wind、国金证券研究所

图表 11: A 股非金融企业经营现金流



来源: Wind、国金证券研究所

对于企业账面资金的充足性来说,我们从“货币资金/月均管理费用”这一指标来看,这个指标刻画了企业账面资金维持日常运营持续的时间(在极端假设下,企业经营活动和筹资活动均受冲击)。2018 年下半年以来,“货币资金/月均管理费用”这一指标同样明显上行,意味着企业账面现金相对充足。

图表 12: A 股非金融企业“货币资金/固定支出”



来源: Wind、国金证券研究所

**现金流改善的原因: 信用环境改善, 紧信用转向宽信用。**2018 年下半年以来金融去杠杆政策边际放松, 紧信用转向宽信用。2018 年 11 月, 中央召开民企座谈会后, 民企经营环境得到了一定的改善。从信用利差来看, 2018 年 6 月以来从高点持续下降。

图表 13: 信用利差



来源: Wind、国金证券研究所

### 3.2 偿债周期过后，资产负债表修复

从企业融资情况来看，当前 A 股非金融企业加速偿债，A 股非金融企业筹资现金流净额在 2018 年下半年后持续下降，2019 年 6 月首次转为负数，这意味着 A 股非金融企业在持续偿债。我们认为，在偿债周期过后，A 股上市公司资产负债表将逐步修复。

图表 14: A 股非金融企业筹资现金流



来源: Wind、国金证券研究所

## 四、不同行业现金流比较

#### 4.1 行业现金流比较分析

从过去五年累计经营现金流净额/净利润来看，这一指标反映了企业“赚钱”能力（即利润转化为现金的能力）。排名前面的行业大多数是重资产行业，如“采掘、有色、钢铁、公用事业、化工、交运”等。原因主要有：1) 重资产行业大量的资本开支投入后折旧摊销较多，需从当年净利润里扣除的；2) 这些行业大部分存在一定的垄断属性，产业链地位较高，现金流较好。

图表 15：各大行业过去五年累计经营现金流净额/净利润

行业	过去五年累计经营现金流净额/净利润	行业	过去五年累计经营现金流净额/净利润
采掘	5.46	建筑材料	1.45
有色金属	3.58	食品饮料	1.26
钢铁	3.38	机械设备	1.25
公用事业	3.05	电气设备	1.13
化工	2.46	纺织服装	1.10
交通运输	2.15	汽车	0.98
传媒	1.93	建筑装饰	0.93
农林牧渔	1.80	医药生物	0.87
电子	1.68	商业贸易	0.87
通信	1.65	计算机	0.69
轻工制造	1.53	房地产	0.64
休闲服务	1.51	国防军工	0.56
家用电器	1.51		

来源：Wind、国金证券研究所

从过去五年“经营现金流+投资现金流”累计值来看，这一指标反映了对外部融资依赖度。“采掘、食品饮料、钢铁、公用事业、化工、交运、建材、汽车、休闲”等行业过去五年“经营现金流+投资现金流”累计值均为正，表明行业内生现金流基本能满足企业经营和投资。而地产、建筑等行业对外部融资依赖度较高。

图表 16：各行业对外部融资依赖

行业	"经营现金流净额+投资现金流净额"五年累计值(亿元)	行业	"经营现金流净额+投资现金流净额"五年累计值(亿元)
采掘	29771.21	农林牧渔	-2898.91
食品饮料	11165.96	传媒	-3316.52
钢铁	11083.85	国防军工	-3537.91
公用事业	7847.06	有色金属	-3586.59
化工	7529.99	商业贸易	-3807.33
交通运输	4792.96	医药生物	-5232.53
建筑材料	3676.69	计算机	-5644.35
汽车	472.42	机械设备	-5812.33
休闲服务	92.36	电气设备	-8553.26
通信	-743.36	电子	-14716.56
纺织服装	-1282.78	建筑装饰	-20177.19
家用电器	-1543.35	房地产	-27635.30
轻工制造	-1564.42		

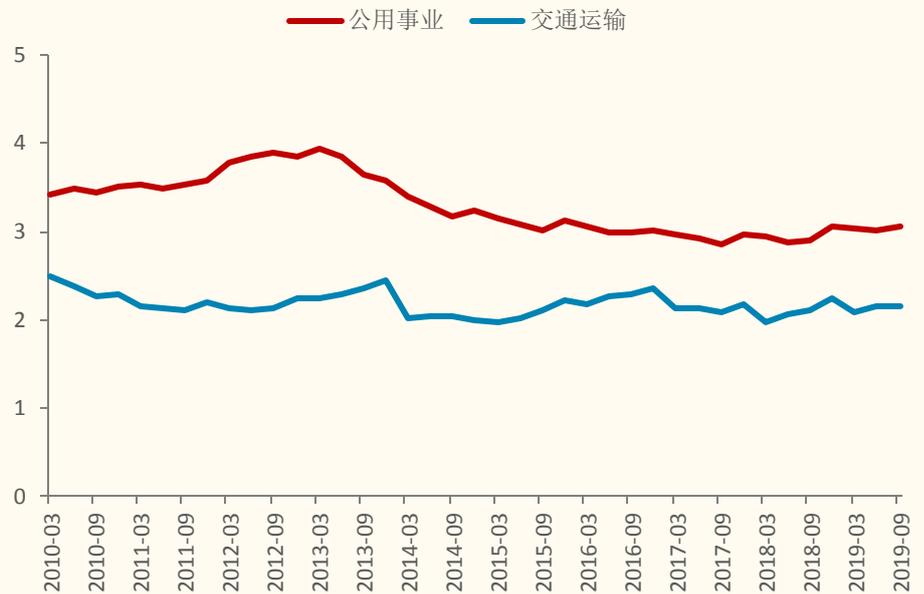
来源：Wind、国金证券研究所

#### 4.2 A 股典型的“现金牛”行业：公用事业、交通运输等

公用事业（电力）和交通运输（公路、机场）是 A 股市场中典型的“现金牛”行业，“经营现金流净额/净利润”较高且持续维持相对稳定。首先这些行业

均为重资产行业，此外现金收入充裕（应收和应付较少），这使得行业现金流较好。

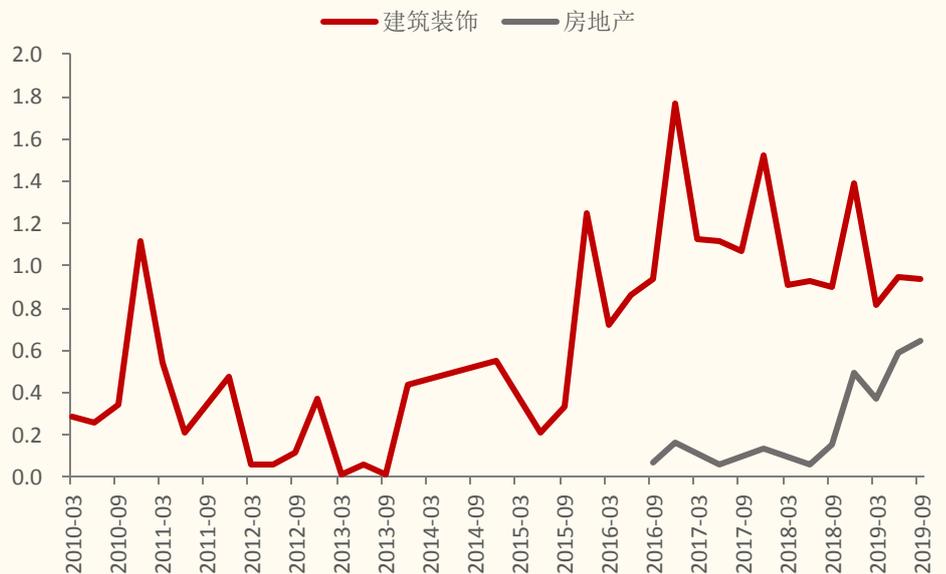
图表 17：公用事业和交通运输行业过去五年累计经营现金流净额/净利润



来源：Wind、国金证券研究所

A 股市场中地产和建筑行业现金流相对一般。其中建筑行业的客户主要为地方政府、房企等，企业议价能力较弱，垫资情况相对普遍，而地产行业回款周期较长，这是导致地产和建筑行业现金流较差的主要原因。

图表 18：地产和建筑行业过去五年累计经营现金流净额/净利润



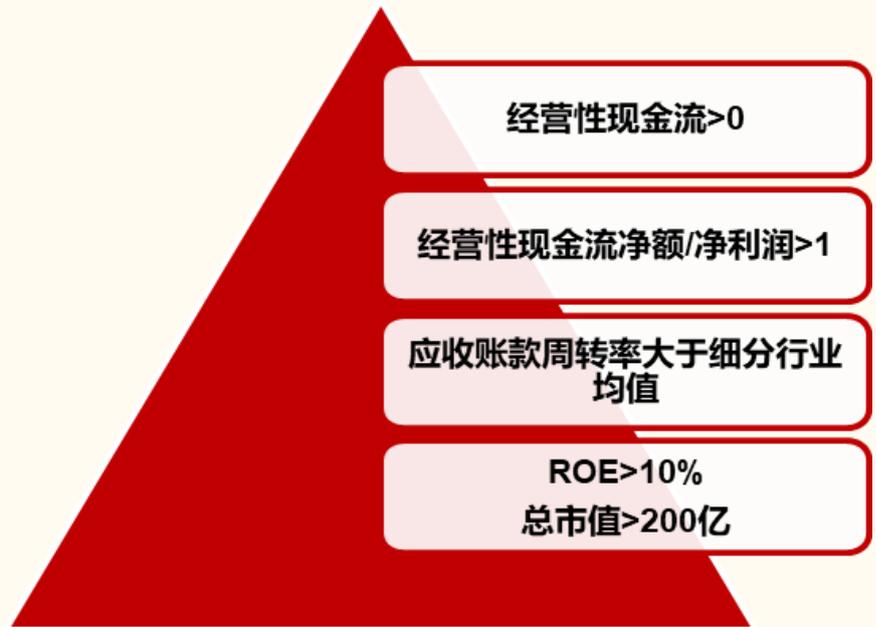
来源：Wind、国金证券研究所

## 五、现金流视角优选个股

现金流视角筛选个股的指标体系

- 1、**经营性现金流净额：连续五年大于 0。**经营性现金流净额持续保持为正是对一家持续经营的成熟企业的基本要求，如果这一指标为负，则往往意味着企业基本没有“赚钱”能力。
- 2、**经营性现金流净额/净利润：累计五年大于 1。**经营性现金流净额/净利润反映了企业利润转化为现金流的能力，总体来看，虽然这一指标在部分年份可能小于 1，但长期来看，稳健经营的企业累计经营现金流净额应该要不小于累计净利润。
- 3、**应收账款周转率：大于细分行业均值。**应收账款周转率是影响经营现金流的重要因素之一，对于优质企业周转率高于细分行业均值是一个相对合理的要求。
- 4、**ROE：连续五年大于 10%。**在现金流指标之外，我们同时考虑了企业的盈利能力，每年 ROE>10%的企业反映了其持续稳定的盈利能力。
- 5、**总市值：大于 200 亿。**在现金流指标之外，我们同时考虑了公司股票的流动性，优选那些规模体量大于 200 亿市值的公司。
- 6、**行业集中度：行业内多个企业符合标准的，选取市值较高的前两家企业。**

图表 19：现金流指标筛选体系



来源：国金证券研究所

在上述筛选标准下，我们得到了 32 只个股，具体名单如下表所示。

图表 20：现金流较好的个股（32 只）

证券代码	证券简称	行业	累计五年经营性现金流净额/净利润↓	应收账款周转率 TTM	近五年平均 ROE (%)	总市值 (亿元)
600886.SH	国投电力	公用事业	4.5	7.7	13.8	540.8
300750.SZ	宁德时代	电气设备	2.1	5.4	26.1	3410.0
601186.SH	中国铁建	建筑装饰	1.9	7.4	10.8	1214.9
600900.SH	长江电力	公用事业	1.7	11.7	15.3	3830.2
000002.SZ	万科 A	房地产	1.7	196.5	20.4	3234.8
002841.SZ	视源股份	电子	1.7	170.1	38.8	674.0
000333.SZ	美的集团	家用电器	1.6	13.9	24.3	3837.6
600309.SH	万华化学	化工	1.6	16.8	26.9	1569.6
300454.SZ	深信服	计算机	1.5	13.3	23.6	870.3
002555.SZ	三七互娱	传媒	1.5	7.6	19.7	811.5

600426.SH	华鲁恒升	化工	1.5	606.7	15.7	292.6
600377.SH	宁沪高速	交通运输	1.5	24.1	15.0	499.9
300015.SZ	爱尔眼科	医药生物	1.5	9.2	18.1	1322.8
600741.SH	华域汽车	汽车	1.5	5.7	16.2	929.4
000651.SZ	格力电器	家用电器	1.4	25.5	29.0	3703.9
300498.SZ	温氏股份	农林牧渔	1.4	259.9	23.6	1878.1
603833.SH	欧派家居	轻工制造	1.4	34.2	23.9	480.0
300144.SZ	宋城演艺	休闲服务	1.3	70.8	13.9	415.3
600598.SH	北大荒	农林牧渔	1.3	72.2	13.3	240.9
600660.SH	福耀玻璃	汽车	1.3	5.9	17.1	612.2
603444.SH	吉比特	传媒	1.3	7.5	29.6	313.6
300760.SZ	迈瑞医疗	医药生物	1.3	9.5	27.8	3040.2
000858.SZ	五粮液	食品饮料	1.2	308.8	18.3	4933.5
002311.SZ	海大集团	农林牧渔	1.2	27.6	17.2	548.5
600585.SH	海螺水泥	建筑材料	1.2	144.8	18.4	2770.8
601877.SH	正泰电器	电气设备	1.2	3.8	17.8	606.8
002396.SZ	星网锐捷	通信	1.2	5.2	13.6	260.7
600519.SH	贵州茅台	食品饮料	1.2	-	28.1	13657.1
002475.SZ	立讯精密	电子	1.2	4.8	16.4	2728.0
603899.SH	晨光文具	轻工制造	1.1	9.8	22.2	434.2
300033.SZ	同花顺	计算机	1.1	111.5	29.9	792.0
600009.SH	上海机场	交通运输	1.1	6.9	14.2	1346.6

来源：Wind、国金证券研究所

**风险提示：**政策监管（金融去杠杆等）、海外黑天鹅事件（主权评级下调、政治风险等）

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH