

美欧衰退，中国哪些企业难熬？

——疫情宏观分析系列之二十二

宏观深度

◆国内供给冲击降低，但海外疫情扩大导致的出口冲击变大。出口订单 PMI 显示 2 月份受到国内供给冲击，3 月份供给冲击有所缓解，但仍处于萎缩状态，海外疫情扩散下，部分企业出口订单面临退单，出口企业压力骤增，尽管 2019 年中国经济的进出口依赖度较 2008 年大幅下降，但电子通信设备(49%)、文教体育用品(29%)、皮革制品(27%)、家具(24%)、服装(22%)等行业出口占比仍较大。如果企业出口敞口较大，且储备现金较少，现金流较弱，则其面临的风险可能较大。我们以新三板企业、A 股上市公司、发债企业为样本，从出口敞口、现金类资产和经营净现金角度分析主要行业的风险。

◆新三板制造业企业中 2018 年海外收入占比为 9.9%，总体风险不高，但部分行业压力上升，比如 2018 年皮革制品、家具制造海外收入占比超过 30%，纺织服装(24.0%)、纺织(22.2%)海外收入占比超过 20%，木材加工和木竹藤棕草制品(19.3%)等 9 个行业海外收入占比超过 10%。皮革制品、纺织服装、黑色冶炼和压延加工、文教美工娱乐用品制造、纺织、有色金属冶炼和压延加工等 6 个行业现金类资产对短债和工资保障低于 3 个月；纺织服装、皮革毛皮羽绒制品和制鞋业、专用设备制造、交通运输设备制造、仪器仪表制造、文教美工娱乐用品制造、酒饮料和精制茶制造等 7 个行业经营净现金为负。

◆A 股上市公司制造业企业海外收入占比平均为 15.6%，2018 年海外收入占比靠前的有家具制造(28.6%)、橡胶和塑料制品(27.5%)、计算机通信和其他电子设备制造(27.2%)、电气机械和器材制造(24.9%)、纺织(24.2%)、专用设备制造(20.8%)、化学原料和化学制品制造(19.3%)。同时石油加工、炼焦和燃料加工业、非金属矿物制品 2019 年上半年海外收入占比超过了 10%。所有行业现金类资产对短债和工资的保障均超过 3 个月，但低于 6 个月的行业为有色金属冶炼和压延加工、金属制品、造纸和纸制品、纺织等 4 个行业；专用设备、木材加工、纺织服装、金属制品、皮革制品等 5 个行业不到 0.5 个月，仪器仪表、通用设备、交通运输设备等 3 个行业经营净现金为负。

◆发债企业出口敞口小，2018 年发债企业中制造业企业海外收入占比为 4.1%，总体较低。分行业来看，皮革制品和制鞋(38.7%)、橡胶和塑料制品(28.8%)、家具制造(18.1%)、计算机通信和其他电子设备制造(11.6%)等 4 个行业海外收入占比超过 10%，2019 年上半年非金属矿物制品海外收入占比超过 10%，为 14.7%。发债制造业企业中所有行业现金类资产对短债和工资的保障均超过 3 个月，但化学纤维制造、石油加工炼焦和核燃料加工、造纸和纸制品等 9 个行业低于 6 个月；计算机通信和电子设备制造、纺织、化学原料和化学制品制造、木材加工、纺织服装、仪器仪表制造、农副食品加工等 5 个行业经营净现金对短债和工资和保障不到 0.5 个月，皮革制品和制鞋、专用设备制造、食品制造、石油加工炼焦和核燃料加工、通用设备制造、交通运输设备制造等 6 个行业经营净现金为负。

从当前政策来看，中央和地方政府从金融和财政两个方面，通过减税降费、提供担保、贴息等政策多管齐下缓解企业资金压力，这些政策非常重要。

分析师

张文朗 (执业证书编号：S0930516100002)
021-52523808
zhangwenlang@ebcn.com

郭永斌 (执业证书编号：S0930518060002)
010-56513153
guoyb@ebcn.com

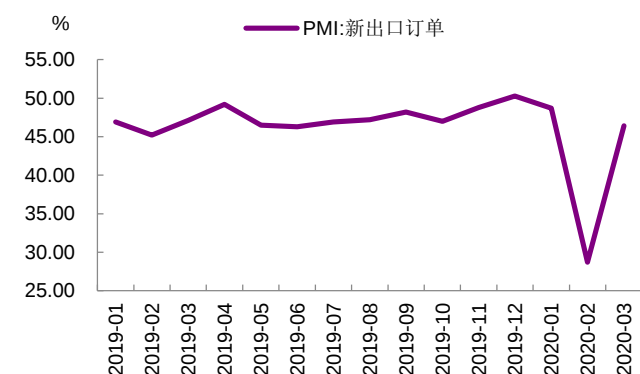
联系人

郑宇驰
021-52523807
zhengyc@ebcn.com

海外疫情恶化，我国出口压力大

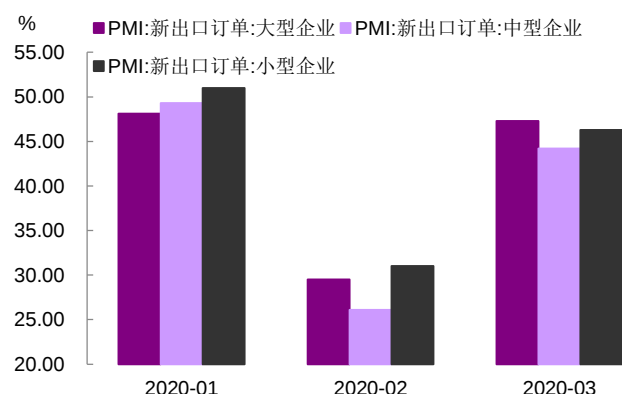
2020年1-2月以美元计价的出口、进口同比分别下降17.2%、4%，背后的主要原因是企业为了防控疫情而主动推迟复工。然而随着疫情在海外大规模蔓延，海外经济活动预计将大幅减弱，对中国的外需将造成不小的负面影响，对出口的冲击将有供给侧转向需求侧。从出口订单PMI来看，2月份受国内复工推迟导致的供给冲击影响，出口订单PMI大幅萎缩，3月份复工恢复生产后，出口订单PMI有所缓解，但仍低于50%，处于萎缩状态（图1），其中中小企业萎缩更严重（图2）。

图1：出口订单PMI



资料来源：Wind

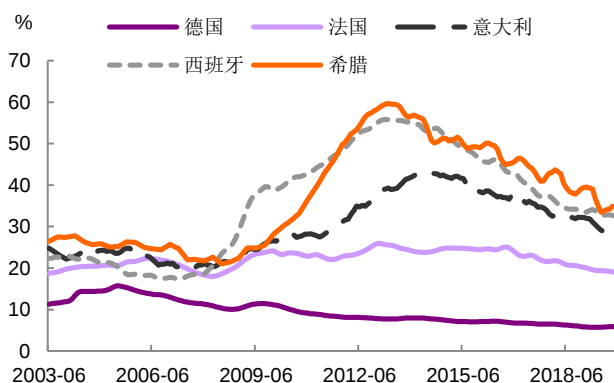
图2：大中型企业出口订单PMI



资料来源：Wind

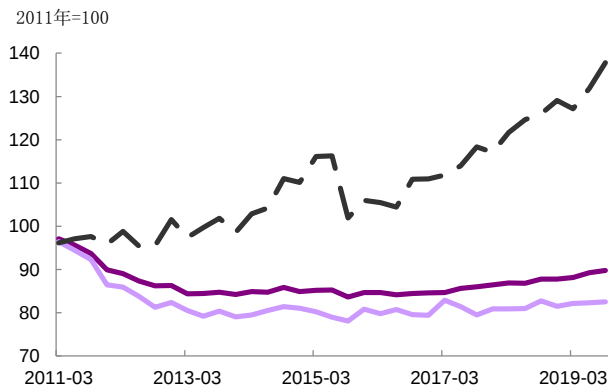
2020年全球经济增速大概率进入负区间。比如，就意大利而言，其年轻人失业率高，内需不足，经济十分脆弱。意大利是欧元区第三大经济体，仅次于德、法。2019年其经济占欧元区GDP的15.8%，占全球GDP的1.8%。2014年后，欧元区主要国家失业率明显下降，但意大利25岁以下年轻人的失业率仍高达20%以上，劳动力市场远未达到充分就业的水平（图3）。欧债危机后意大利的经济复苏主要依靠出口，而投资和消费增长缓慢，到2019年还未达到危机前的水平（图4）。

图3：意大利25岁以下年轻人失业率仍然较高



资料来源：Wind，光大证券研究所。数据为3个月移动平均值，时间截止2019年12月

图4：欧债危机后，意大利复苏主要靠出口，内需疲弱



资料来源：Wind，光大证券研究所。数据截至2019年三季度

2020 年欧元区经济增速可能为-3.5%左右。美国近来也遭受很大打击，2020 年全年经济增速可能为-3%，全球经济增速可能为-0.5%（表 1）。

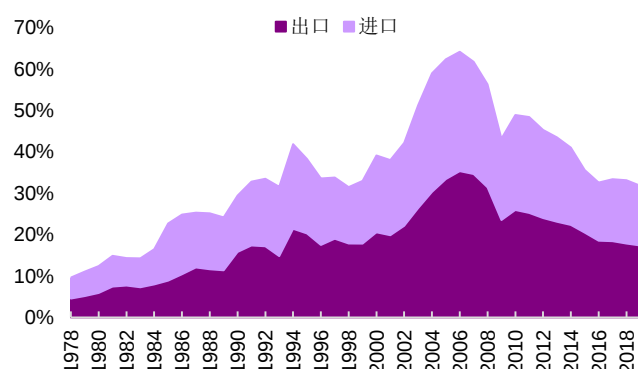
表 1：2020 年欧美经济增速或大幅下滑

区域	没有疫情下 2020 年 GDP 增速 (%)	有疫情下 2020 年 GDP 增速 (%)
美国	2.0	-3.0
欧元区	1.2	-3.5
全球	3.3	-0.5

资料来源：光大证券研究所预测

中国经济的进出口依赖度较 2008 年大幅下降。进出口占 GDP 比重从 2008 年的 56%下降到了 2019 年的 32%，其中出口、进口分别从 2008 年的 31%、25%下降到了 2019 年的 17%、14%（图 5）。分地区来看，对欧盟、美国、日本、韩国的出口占比分别从 2008 年的 20%、18%、8%、5%下降到了 2019 年的 17%、17%、6%、4%，对东盟的出口占比从 2008 年的 8%上升到了 2019 年的 14%（图 6）。

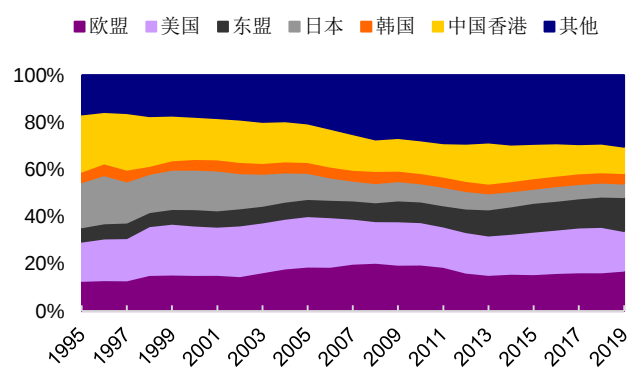
图 5：中国大陆出口与进口占 GDP 比重



资料来源：Wind

数据截至 2019 年

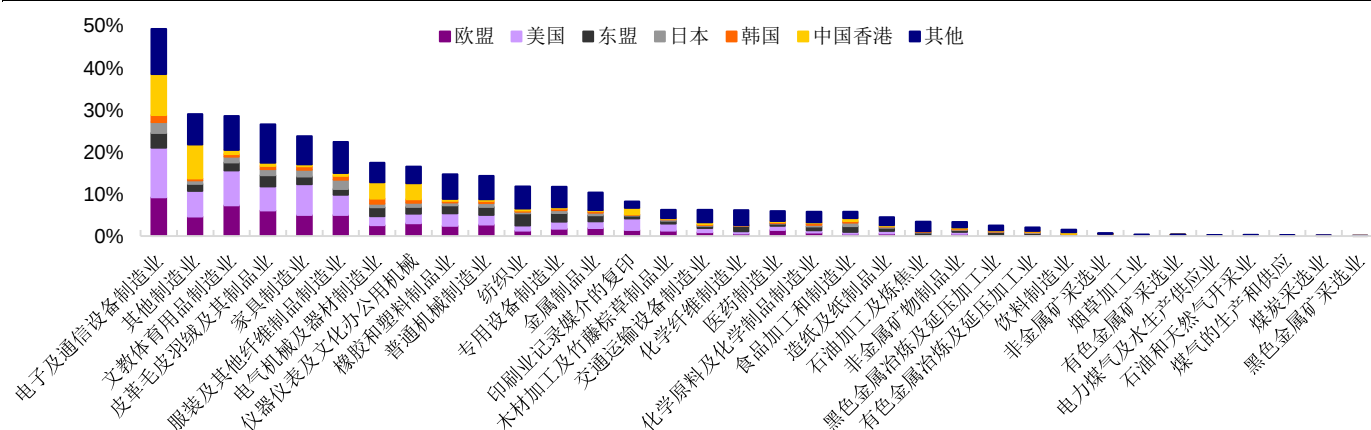
图 6：中国大陆对各地区出口占比



资料来源：Wind

但部分行业出口占比仍然较高，如果出口受到冲击，部分行业或面临较大风险。从 2019 年各工业行业的出口占营业收入比重来看，电子通信设备（49%）、文教体育用品（29%）、皮革制品（27%）、家具（24%）、服装（22%）等行业受外需影响较大；受美欧市场的影响较大的工业行业为电子通信设备（21%）、文教体育用品（16%）、家具（12%）、皮革制品（12%）、服装（10%）（图 7）。

图 7：2019 年各工业行业对各地区出口占营业收入比重



资料来源：Wind，海关总署

那么当前新三板企业、A 股上市公司、发债企业中哪些行业面临较大的出口敞口呢？如果企业出口敞口较大且储备现金较少，现金流较弱，其面临的风险将较大，本文从新三板企业、A 股上市公司、发债企业出口敞口、现金类资产和经营净现金角度分析出口行业的风险。

所有企业中不包含金融类企业，截至到 2020 年 1 月底，其中新三板企业共计 8864 家企业，A 股上市公司共计 3569 家企业，发债企业共计 4168 家企业，共计 16601 家企业。本文主要利用以下两个指标分析企业资金压力（表 2）。

表 2：衡量企业短期资金压力主要指标说明

指标	指标公式	说明
指标 1	现金类资产（短期债务/12+支付给职工以及为职工支付的现金/6）	如果短期债务按月偿还，现金对短债和工资的保障月份
指标 2	经营活动现金流量净额/（短期债务/12+支付给职工以及为职工支付的现金/6）	如果短期债务按月偿还，经营现金流净额对短债和工资的保障月份

资料来源：光大证券研究所计算

注：现金类资产=货币资金+交易类金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+应付短期融资券

工资=支付给职工以及为职工支付的现金

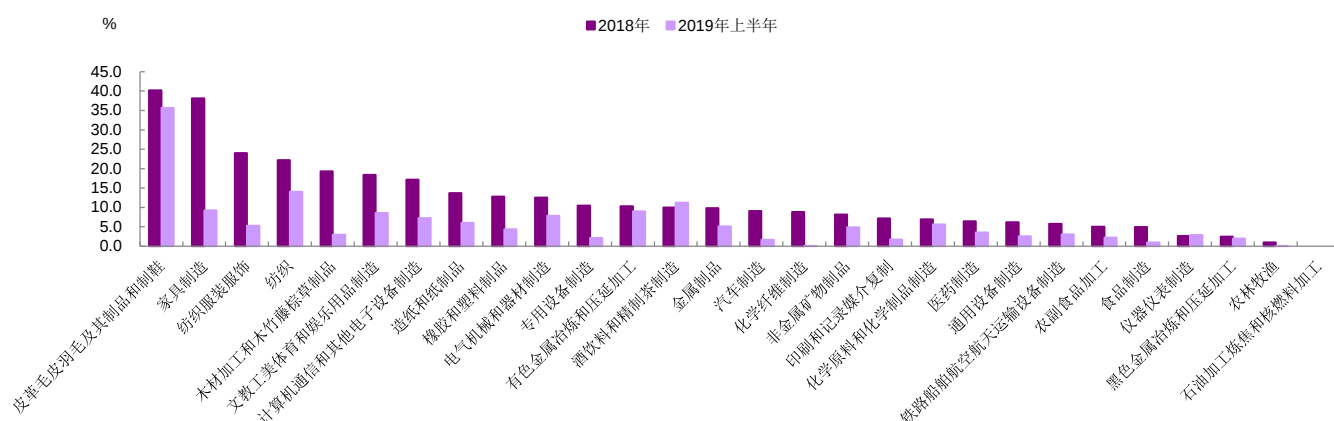
新三板企业出口风险分析

从新三板企业海外收入占比来看，2018 年新三板企业海外收入¹占营业总收入的 9.9%，总体占比不高。分行业来看，2018 年皮革毛皮羽绒制品和制鞋业（40.2%）、家具制造（38.2%）海外收入占比超过 30%，纺织服装（24.0%）、纺织（22.2%）海外收入占比超过 20%，木材加工和木竹藤棕草制品（19.3%）、文教工美体育和娱乐用品制造（18.4%）、计算机通信和其他电子设备制造（17.1%）、造纸和纸制品（13.7%）、橡胶和塑料制品（12.8%）、电气机械和器材制造（12.6%）、专用设备制造（10.5%）、有色金属冶炼和压延加工（10.3%）、酒饮料和精制茶制造（10.0%）等 9 个行业海外收入占比超过 10%（图 8）。

¹ 海外收入包括出口商品收入、境外分支机构的营业收入以及对外提供的劳务收入。

需要注意，部分 2019 年上半年海外收入占比与 2018 年全年海外收入占比有较大差异，这是由于部分行业存在一定的季节性原因，以家具行业为例，2018 年全年海外收入占比为 38.2%，2019 年上半年为 9.2%，2018 年上半年为 10.9%，与 2019 年上半年海外收入占比基本一致，由此可以看出，家具行业海外收入主要集中在下半年。

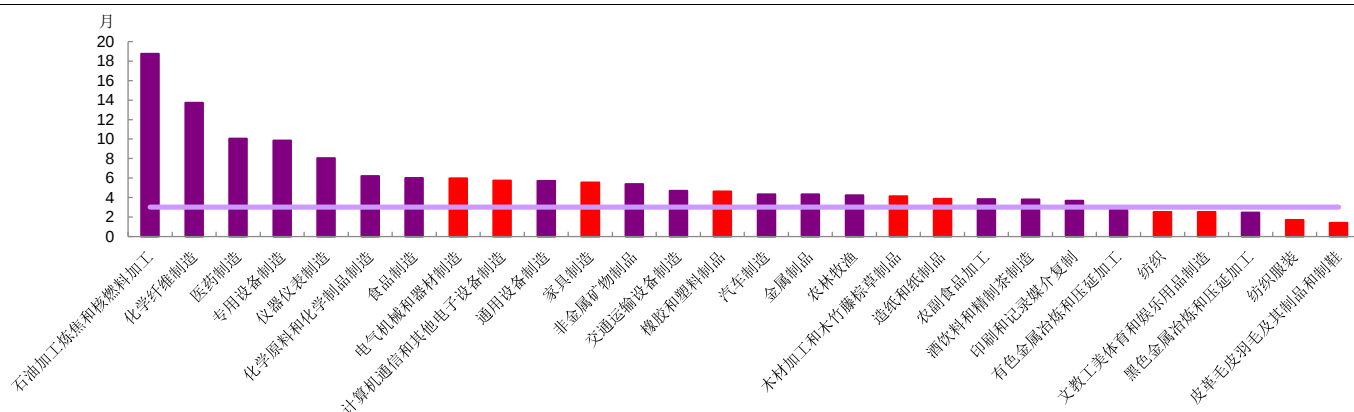
图 8：2018 年和 2019 年上半年新三板企业海外收入占营业收入比重



资料来源：Wind，光大证券研究所

从现金类资产对短期债务和工资的保障来看，皮革毛皮羽毛制品和制鞋业、纺织服装、黑色冶炼和压延加工、文教美工娱乐用品制造、纺织、有色金属冶炼和压延加工低于 3 个月。结合出口占比行业较高的行业来看，皮革毛皮羽绒制品和制鞋业、纺织服装、纺织、文教美工体育和娱乐用品制造等 4 个行业面临较大的风险（图 9）。

图 9：新三板企业现金类资产对短债和工资的保障月份



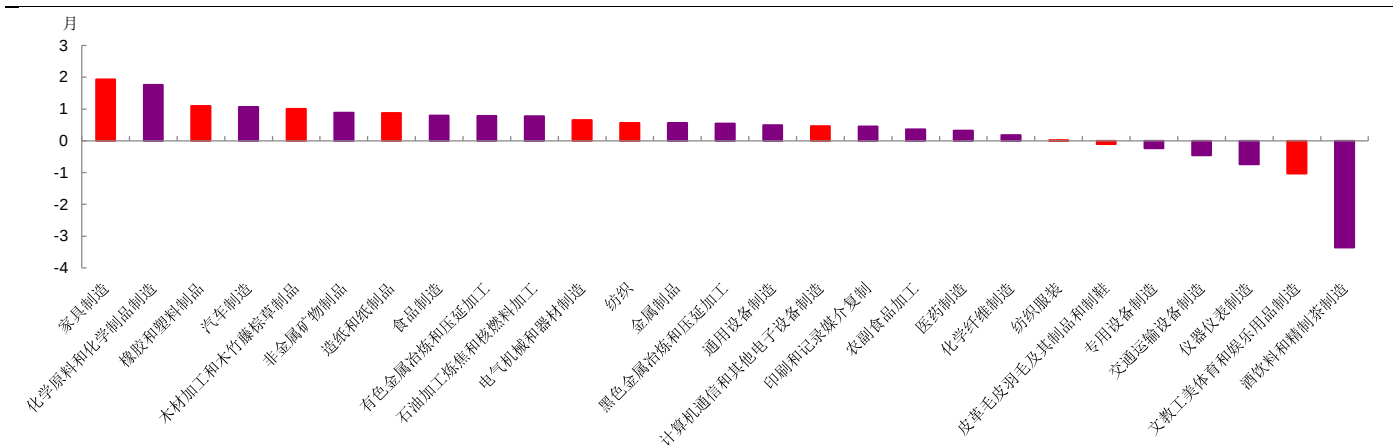
资料来源：Wind，光大证券研究所

注：数据为 2019 年中报数据，标红的行业为海外收入占比前 10 的行业。

从经营净现金对短债和工资的保障来看，纺织服装、皮革毛皮羽绒制品和制鞋业、专用设备制造、交通运输设备制造、仪器仪表制造、文教美工娱乐用品制造、酒饮料和精制茶制造等 7 个行业经营净现金为负，不能保障短

债和工资。从经营净现金和出口占比较高的行业来看，皮革毛皮羽绒制品和制鞋业、纺织服装、文教工美体育和娱乐用品制造、专用设备制造、酒饮料和精制茶制造等行业风险较高（图 10）。

图 10：新三板企业经营净现金对短债和工资的保障月份



资料来源：Wind，光大证券研究所

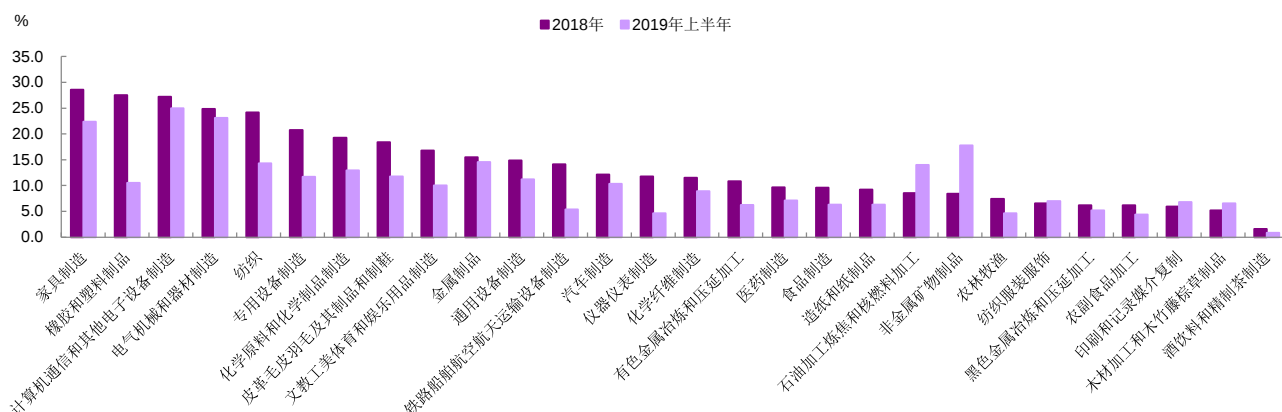
注：数据为 2019 年中报数据，标红的行业为海外收入占比前 10 的行业。

总体来看，皮革毛皮羽绒制品和制鞋业、纺织服装、纺织、文教工美体育和娱乐用品制、酒饮料和精制茶制造等出口较高的行业，现金储备不够，依赖经营获得现金支撑企业经营，且出口较大，若出口受到冲击，上述行业风险将面临较大风险。

A 股上市公司部分出口行业风险较大

从 A 股上市公司海外收入占比来看，2018 年制造业中海外收入占比平均为 15.6%。分行业来看，2018 年家具制造（28.6%）、橡胶和塑料制品（27.5%）、计算机通信和其他电子设备制造（27.2%）、电气机械和器材制造（24.9%）、纺织（24.2%）、专用设备制造（20.8%）等 6 个行业海外收入占比超过 20%，化学原料和化学制品制造（19.3%）、皮革毛皮羽毛及其制品和制鞋（18.4%）、文教工美体育和娱乐用品制造（16.8%）、金属制品（15.5%）、通用设备制造（14.9%）、铁路船舶航空航天运输设备制造（14.1%）、汽车制造（12.1%）、仪器仪表制造（11.8%）、化学纤维制造（11.5%）、有色金属冶炼和压延加工（10.8%）等 10 个行业海外收入占比超过 10%。同时需要注意，从 2019 年上半年来看，石油加工、炼焦和燃料加工业、非金属矿物制品海外收入占比超过了 10%（图 11）。

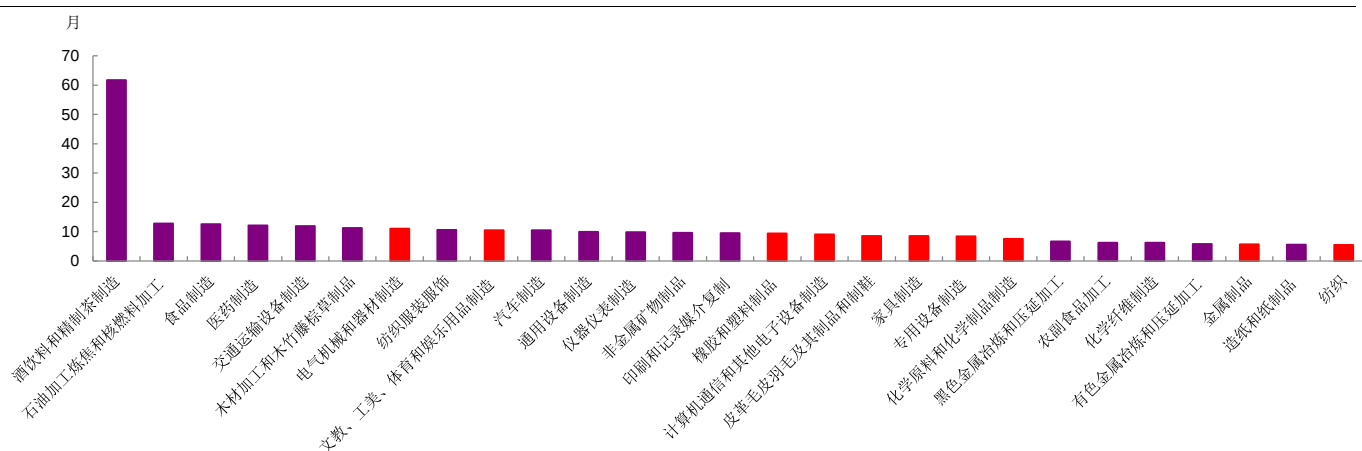
图 11: 2018 年和 2019 年上半年 A 股上市公司海外收入占营业收入比重



资料来源: Wind, 光大证券研究所

从现金类资产对短债和工资的保障来看, A 股上市公司制造业所有行业均超过 3 个月, 但低于 6 个月的行业为有色金属冶炼和压延加工、金属制品、造纸和纸制品、纺织等 4 个行业。其中纺织行业出口较高, 且现金保障较弱, 在出口面临风险的条件下, 面临的风险较高 (图 12)。

图 12: A 股上市公司现金类资产对短债和工资的保障月份

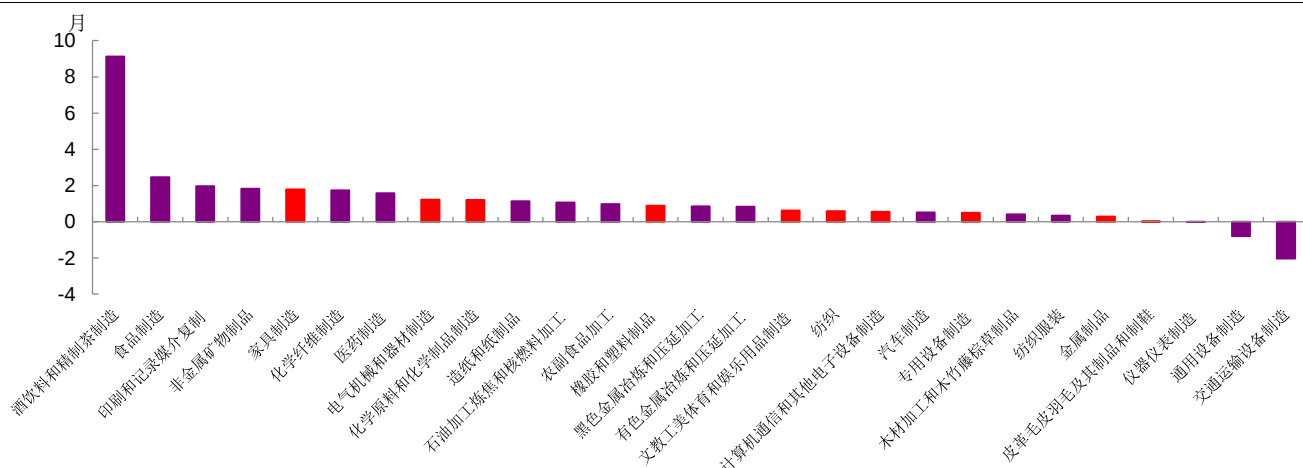


资料来源: Wind, 光大证券研究所

注: 数据为 2019 年中报数据, 标红的行业为海外收入占比前 10 的行业。

从经营净现金对短债和工资的保障来看, 只有酒饮料和精制茶制造业保障超过 3 个月, 其余行业均低于 3 个月, 其中专用设备、木材加工、纺织服装、金属制品、皮革毛皮羽毛及其制品和制鞋业等 5 个行业保障不到 0.5 个月, 仪器仪表制造、通用设备制造、交通运输设备制造等 3 个行业经营净现金为负, 其中专用设备制造、木材加工、皮革毛皮羽毛及其制品和制鞋、金属制品、通用设备制造、交通运输设备制造、仪器仪表制造等 6 个行业海外收入占比超过 10%, 在面临出口压力过程中, 风险较高 (图 13)。

图 13: A 股上市公司经营净现金对短债和工资的保障月份



资料来源: 资料来源: Wind, 光大证券研究所

注: 数据为 2019 年中报数据, 标红的行业为海外收入占比前 10 的行业。

综合来看, 纺织业、专用设备制造、木材加工、皮革毛皮羽毛及其制品和制鞋、金属制品、通用设备制造、铁路船舶航空航天运输设备制造、仪器仪表制造等 7 个行业出口占比较高, 企业现金或经营净现金较弱, 在出口受到影响的情况下, 面临较大风险。

发债企业出口风险较低

从发债企业海外收入占比来看, 2018 年发债企业中制造业企业海外收入占比为 4.1%, 总体较低。分行业来看, 2018 年皮革毛皮羽毛及其制品和制鞋 (38.7%)、橡胶和塑料制品 (28.8%)、家具制造 (18.1%)、计算机通信和其他电子设备制造 (11.6%) 等 4 个行业海外收入占比超过 10%, 另外, 2019 年上半年海外收入占比中, 非金属矿物制品海外收入占比超过 10%, 为 14.7% (图 14)。

图 14: 2018 年和 2019 年上半年发债企业海外收入占营业收入比重

%

■ 2018年 ■ 2019年上半年

预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_5856

