

2020 年 11 月 27 日

上游原料制造盈利大幅改善

宏观研究团队

——宏观经济点评

赵伟（分析师）

zhaoweil@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

张蓉蓉（分析师）

zhangrongrong@kysec.cn

证书编号：S0790520070006

段玉柱（联系人）

duanyuzhu@kysec.cn

证书编号：S0790120070013

● **规模以上工业企业利润增速大幅跳升，上游采矿业和原材料制造业改善较为显著**
10 月工业企业利润增速跳升 18.1 个百分点，受基数、投资收益等因素的扰动。10 月，全国规模以上工业企业利润同比增长 28.2%，跳升 18.1 个百分点，创下 2017 年以来单月增速新高。1-10 月累计，利润同比增长 0.7%、增速提高 3.1 个百分点，实现由负转正。当月利润增速的跳升，受到 2019 年同期基数较低、投资收益增加等因素影响。剔除短期非经营因素影响后，10 月利润同比增速与上月大体相当。

大类行业利润增速均有改善，但表现分化明显；其中，采矿业利润降幅显著收窄，上游制造业利润增速大幅跳升。10 月，采矿、制造、电力等行业推算当月利润增速分别为-7.9%、31.3%、36.7%，增速分别较 9 月提高 22.3、16.7 和 21.2 个百分点。其中，前期对工业利润拖累较大的采矿业，10 月利润改善显著、环比提高 22.5%；上游制造利润增长约 100%、增速大幅跳升，中下游制造利润增速较低。

● **上游原材料生产行业的盈利改善，受需求提振、基数支撑等多因素共同影响**
煤炭、钢铁、化工、化纤等行业盈利边际改善显著，或受投资赶工、外需提振等需求拉动。分行业来看，化工、化纤、橡胶和塑料等上游原材料制造业利润大幅增长，化工贡献了当月工业利润同比增量的 44%；煤炭、钢铁行业利润增速也分别提高 25 和 21.7 个百分点。近两月，基建和房地产投资加快赶工、外需也持续向好；工业生产保持景气，对上游原材料需求旺盛，相关行业生产盈利同步改善。

部分上游和中游制造业的利润改善，还受到基数支撑、投资收益增加等非经营性因素影响。2019 年同期，在环保限产政策等约束下，钢铁、化工等上游行业生产经营普遍受限、基数走低，对本月数据形成一定支撑。此外，汽车、电子和电力等行业利润、增加值等增速均有所回落，利润改善或更多受投资收益等因素贡献。

● **工业企业营收延续上行，上游制造业改善明显；库存处于相对高位，重回去库通道**
工业企业营业收入延续上行，其中中游制造业营收维持高位、上游制造业营收改善明显。10 月，规模以上工业企业营收增长 7.0%，较上月提高 0.1 个百分点，延续上行趋势。其中，中游制造业增长 10.7%、回落 2 个百分点，保持了 2 季度以来的 2 位数高增长；上游增长 5.6%、提高 2.8 个百分点，改善较为明显。10 月投资和生产的较高景气，及 2019 年同期的低基数，对上游原材料制造业营收形成提振。

工业库存处于相对高位、重回去库通道；在需求修复背景下，库存周转情况继续好转。10 月工业产成品库存同比增长 6.9%，仍处于相对高位；增速较上月下降 1.3 个百分点，重回去库通道。产成品周转天数 18.8 天、同比增加 1.5 天，增幅较 9 月继续收窄。10 月库存销售比为 53.5%、同比下降 0.6 个百分点、年内首次同比回落。总体来看，需求持续修复、库存高位去化，总库存周转进一步加快。

重申观点：经济修复最快阶段或已过去，经济结构特征大于总量表现，重点关注外贸链、服务消费链上的部分行业需求改善逻辑。中期来看，年底前后可能逐步进入信用“收缩”通道。转型框架下，总量缺少弹性，关注结构特征的投资指引。

● **风险提示：**宏观经济或监管政策出现超预期变化。

相关研究报告

《宏观经济点评-政策回归常态的再确认》-2020.11.26

《宏观深度报告-“转债策论”系列之十：

产业链视角，看造纸包装转债》-2020.11.25

《宏观经济专题-2021 年，国内温和通胀的微观基础》-2020.11.24

目 录

1、 工企利润增速跳升，上游制造改善显著	3
2、 需求拉动明显，原料生产行业景气抬升	4
3、 营收延续上行，工企库存重回去库通道	5
4、 风险提示	6

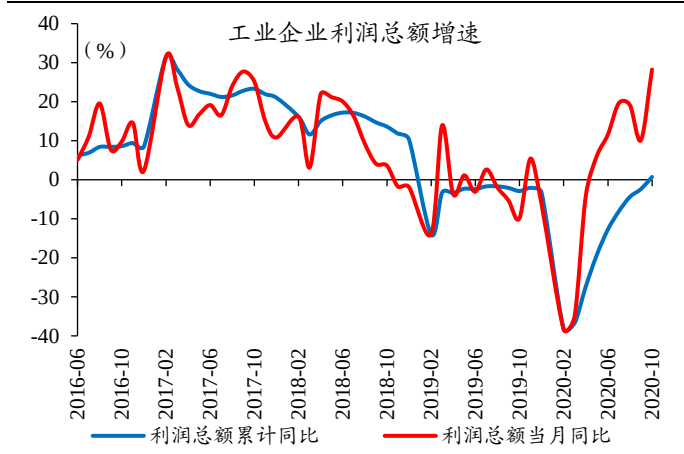
图表目录

图 1: 10 月，工企利润增速跳升	3
图 2: 10 月，工企利润增速跳升，受到基数的一定支撑	3
图 3: 10 月，工业三大项利润增速均有改善	3
图 4: 其中，上游制造业利润大幅跳升	3
图 5: 10 月，化工业对当月工业利润同比增量贡献最大	4
图 6: 10 月，上游原材料生产行业利润改善显著	4
图 7: 10 月，上游制造业利润增速改善受基数支撑	4
图 8: 2019 年 10 月，环保限产政策等约束生产	4
图 9: 10 月，工业企业营收延续上行	5
图 10: 其中，上游行业营收改善明显	5
图 11: 10 月，工业库存处于相对高位、重回去库通道	5
图 12: 10 月，工业企业库销比同比下降	5

1、 工企利润增速跳升，上游制造改善显著

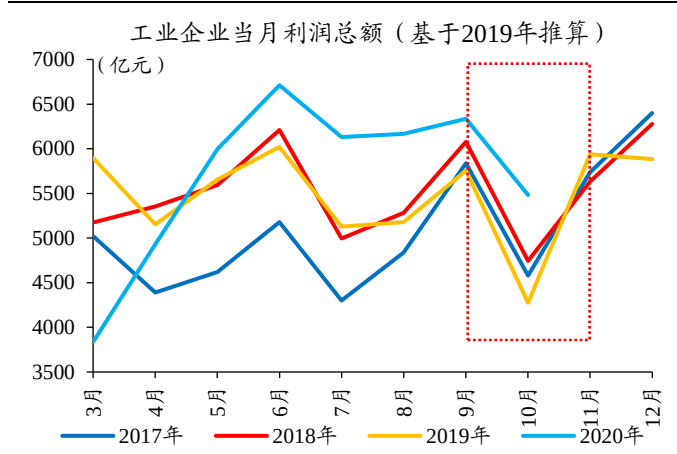
10月工企利润增速跳升18.1个百分点，受基数、投资收益等因素的扰动。10月，全国规模以上工企利润同比增长28.2%、跳升18.1个百分点，创下2017年以来单月增速新高。1-10月累计，利润同比增长0.7%、增速提高3.1个百分点，实现由负转正。当月利润增速的跳升，受到2019年同期基数较低、投资收益增加等因素影响。剔除短期非经营因素影响后，10月利润同比增速与上月大体相当。

图1：10月，工企利润增速跳升



数据来源：Wind、开源证券研究所

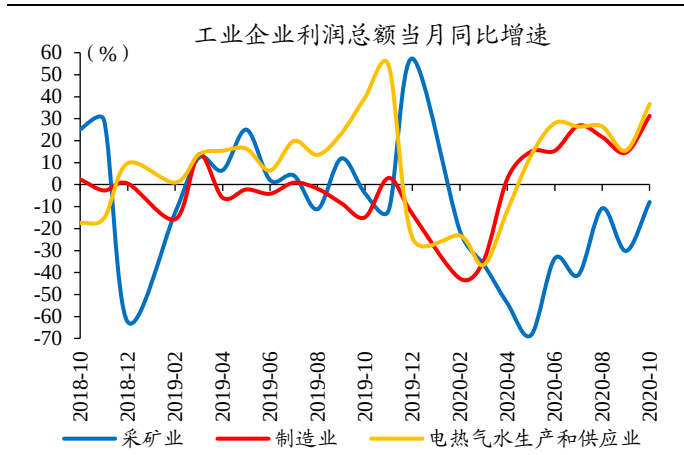
图2：10月，工企利润增速跳升，受到基数的一定支撑



数据来源：Wind、开源证券研究所

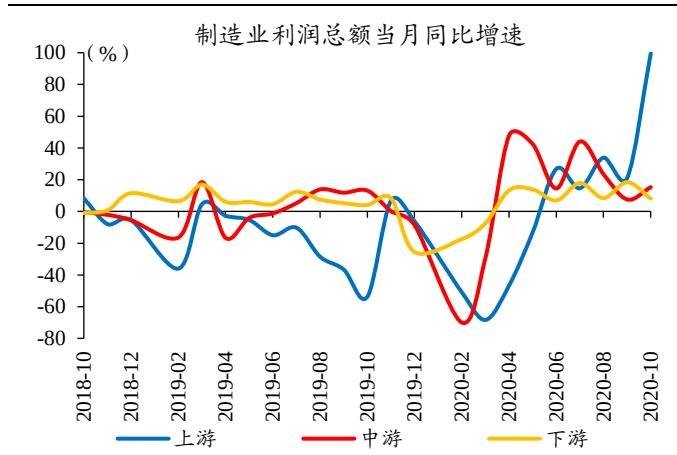
大类行业利润增速均有改善，但表现分化明显；其中，采矿业利润降幅显著收窄，上游制造业利润增速大幅跳升。10月，采矿、制造、电力等行业推算当月利润增速分别为-7.9%、31.3%、36.7%，增速分别较9月提高22.3、16.7和21.2个百分点。其中，前期对工业利润拖累较大的采矿业，10月利润改善显著、环比提高22.5%；上游制造利润增长约100%、增速大幅跳升，中下游制造利润增速较低。

图3：10月，工业三大项利润增速均有改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：其中，上游制造业利润大幅跳升

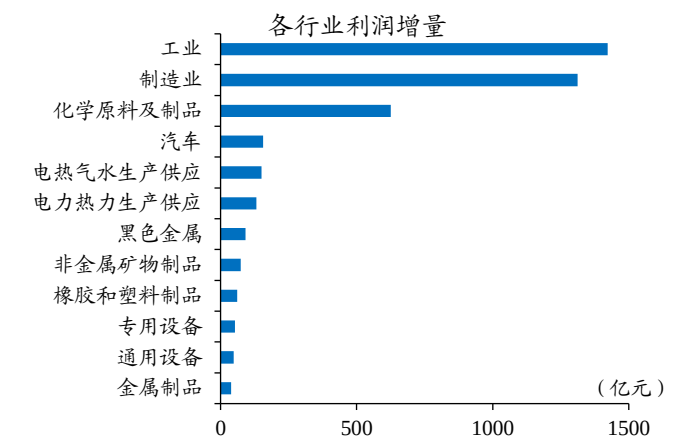


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、需求拉动明显，原料生产行业景气抬升

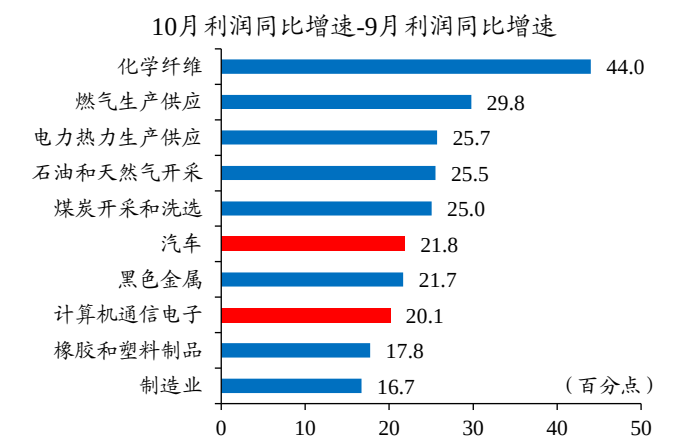
煤炭、钢铁、化工、化纤等行业盈利边际改善显著，或受投资赶工、外需提振等需求拉动。分行业来看，化工、化纤、橡胶和塑料等上游原材料制造业利润大幅增长，化工贡献了当月工业利润同比增量的44%；煤炭、钢铁行业利润增速也分别提高25和21.7个百分点。近两月，基建和房地产投资加快赶工、外需也持续向好；工业生产保持景气，对上游原材料需求旺盛，相关行业生产盈利同步改善。

图5：10月，化工业对当月工业利润同比增量贡献最大



数据来源：Wind、开源证券研究所

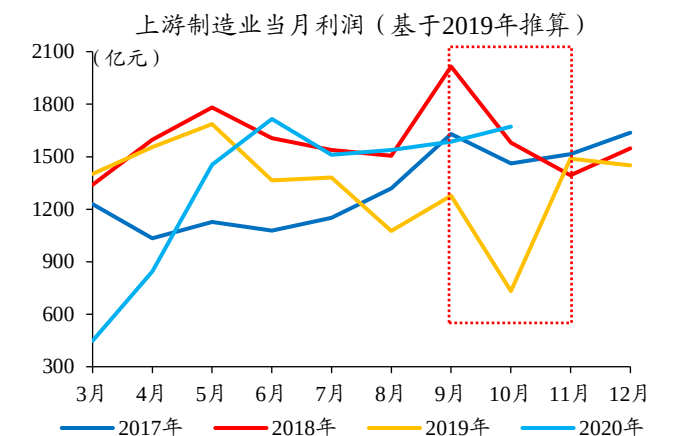
图6：10月，上游原材料生产行业利润改善显著



数据来源：Wind、开源证券研究所

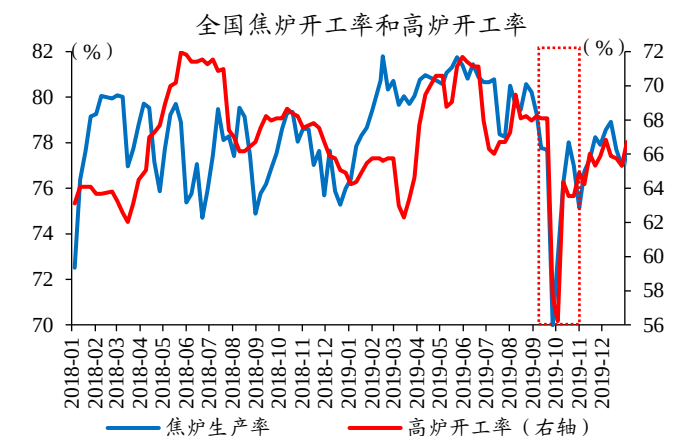
部分上游和中游制造业的利润改善，还受到基数支撑、投资收益增加等非经营性因素影响。2019年同期，在环保限产政策等约束下，钢铁、化工等上游行业生产经营普遍受限、基数走低，对本月数据形成一定支撑。此外，汽车、电子和电力等行业利润、增加值等增速均有所回落，利润改善或更多受投资收益等因素贡献。

图7：10月，上游制造业利润增速改善受基数支撑



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2019年10月，环保限产政策等约束生产

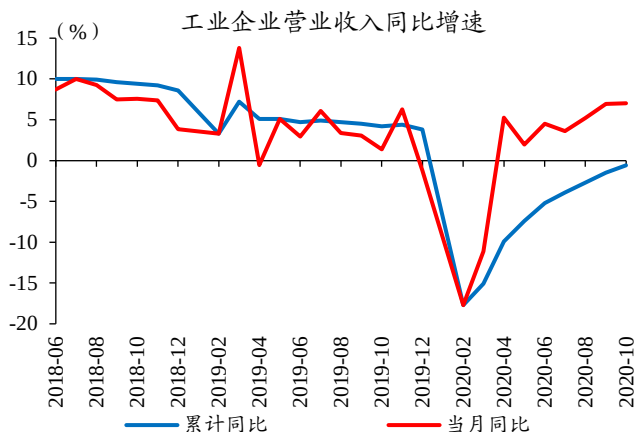


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、营收延续上行，工业企业重回去库通道

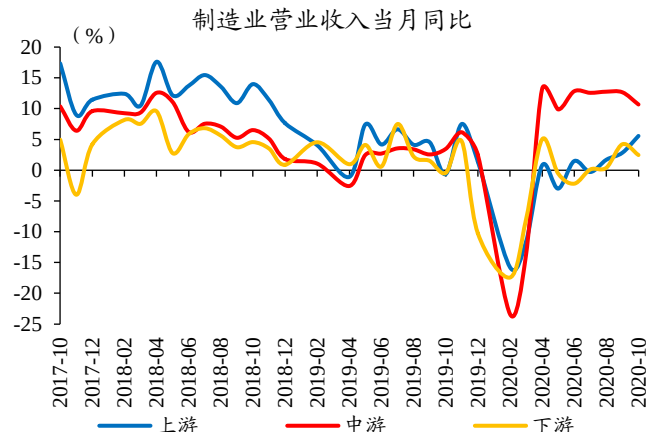
工业企业营业收入延续上行，其中中游制造业营收维持高位、上游制造业营收改善明显。10月，规模以上工业企业营收增长7.0%，较上月提高0.1个百分点，延续上行趋势。其中，中游制造业增长10.7%、回落2个百分点，保持了2季度以来的2位数高增长；上游增长5.6%、提高2.8个百分点，改善较为明显。10月投资和生产的较高景气，及2019年同期的低基数，对上游原材料制造业营收形成提振。

图9：10月，工业企业营收延续上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

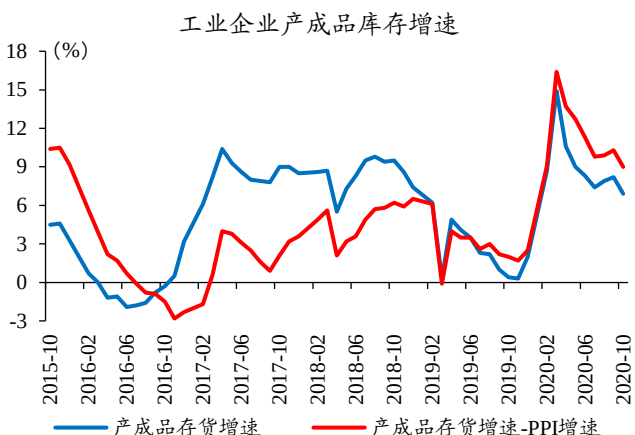
图10：其中，上游行业营收改善明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

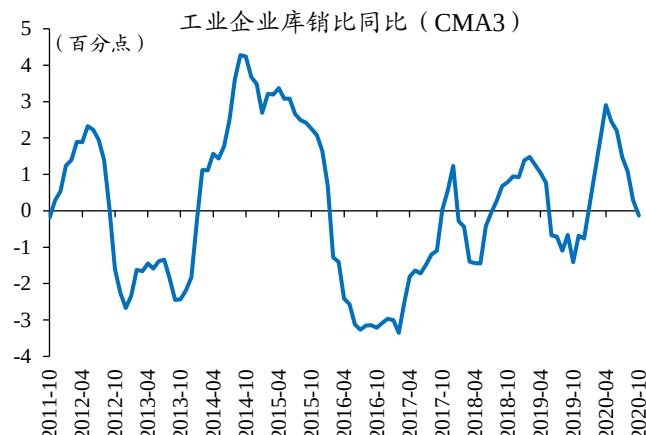
工业库存处于相对高位、重回去库通道；在需求修复背景下，库存周转情况继续好转。10月工业产成品库存同比增长6.9%，仍处于相对高位；增速较上月下降1.3个百分点，重回去库通道。产成品周转天数18.8天、同比增加1.5天，增幅较9月继续收窄。10月库存销售比为53.5%、同比下降0.6个百分点、年内首次同比回落。总体来看，需求持续修复、库存高位去化，总库存周转进一步加快。

图11：10月，工业库存处于相对高位、重回去库通道



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：10月，工业企业库销比同比下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

重申观点：经济修复最快阶段或已过去，经济结构特征大于总量表现，重点关注外贸链、服务消费链上的部分行业需求改善逻辑。中期来看，年底前后可能逐步进入信用“收缩”通道。转型框架下，总量缺少弹性，关注结构特征的投资指引。

4、风险提示

宏观经济或监管政策出现超预期变化。

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_1241

