

宏观点评报告

2020年10月27日

经济继续修复，利润持续回升，但隐忧已现

9月工业企业利润点评

核心内容：

● 利润回升是经济修复的结果

我国工业利润单月增速仍然正增长，企业营收曲线向上，工业企业出厂产品增加。9月份规模以上工业企业增加值增速6.9%，9月PMI生产指数达到54.0%，企业生产较为旺盛。

产品出厂价格9月份出现小幅下行，影响了利润增速。9月份工业产成品出厂价格PPI同比-2.1%，环比上行0.1%。

今年以来企业累计利润仍然处于负增长，企业的营业收入也处于负增长，现阶段随着营业收入的增加，企业生产的恢复，企业利润顺势上行。

● 下游行业利润增速减缓

9月份，下游行业利润恢复速度减缓，上游行业利润有一定程度的增加。经济复苏依靠需求的走高，需求走高直接带动下游行业的利润，下游行业利润增长速度下滑意味着我国经济复苏驱动力有所减弱。这种下游行业利润恢复增速的减慢预计会持续整个4季度。

行业利润曲线的变化最终会终于上游行业，即下游行业和中游行业利润增速趋平稳，上游行业利润增速上行，预计会在2021年2季度到来。而这也意味着规模以上工业利润增速上行动能耗尽，疫情后经济恢复逻辑结束。

从行业上来看，前期强劲的产业利润出现变化，原材料行业小幅走高，黑色产业链景气度仍然较好。计算机通信和其他电子设备业利润快速走低，汽车、塑胶和塑料制品业利润只有小幅增长，黑色采选、有色采选业利润增速上行。

● 不利因素：产成品库存和财务费用持续走高

成品库存仍然上行，给持续上行的生产带来阴影。9月份产成品库存累计有季节性原因，但库存增速没有下降，表明产品流通稍有延迟，会影响未来的扩大再生产。9月份产成品库存增速8.2%，比上个月上行0.3个百分点。

财务费用也在持续上行，疫情期间的金融让利结束，财务费用的上行速度已经快速超过了企业的负债增速。金融边际收紧下，贷款的获取成本在上升，企业债务成本上升。8月份企业财务费用增速上行2个百分点至-1%，同期负债增速上行1个百分点。

● 10月受阻后，工业利润仍然会缓慢上行

10月份的工业利润单月增速继续回落：(1) 10月工业生产回落，主要受到节日影响；(2) 原材料价格波动较小，工业品出厂价格和购进价格变化不大。

分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com

分析师登记编号：S0130515030003

但我国经济仍然处于恢复阶段，工业生产有望继续保持强势。利润增速是滞后数据，预计4季度利润仍然保持向上，年内利润增速回正。工业利润向上的趋势预计在2021年2季度暂缓。

● **利润持续修复需要更宽松的环境**

工业利润和工业企业营收在9月份仍然负增长，长时间负增长预示人员工资、社会消费和投资等经济指标均会受到影响。央行已经定调至少4季度，我国货币政策恢复正常，货币总量投放有所放缓。2021年可能仍然以灵活适度的货币政策为主，逐步平滑宏观杠杆率，这就意味着货币政策可能在经济指标好转的过程中持续谨慎。

2021年新的房地产政策实施，信用市场会受到影响。货币总量的减少以及流通速度的降低使得经济回升逐步乏力，给未来的企业利润回升带来影响。

9月份工业企业实现利润总额6464.3亿元，同比增长10.1%，比上个月下行9.0个百分点，单月工业利润增速连续5个月正增长；1-9月份工业企业累计实现利润43,665亿元，累计增速-2.4%，降幅比1-8月份收窄2.0个百分点。

一、利润回升仍然是经济修复的结果

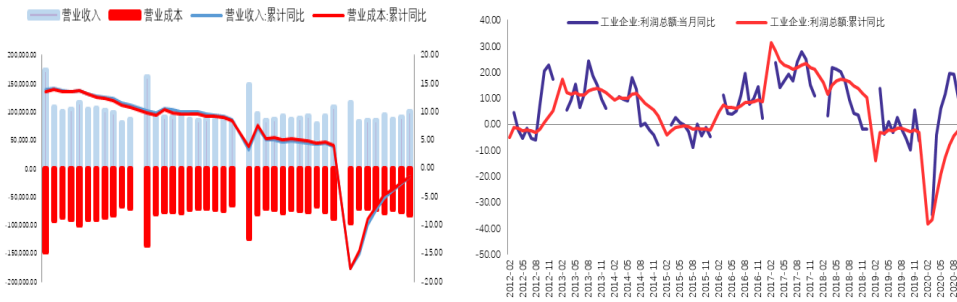
我国工业利润单月增速仍然正增长，企业营收曲线向上，工业企业出厂产品增加。9月份规模以上工业企业增加值增速6.9%，9月PMI生产指数达到54.0%，企业生产较为旺盛。

产品出厂价格9月份出现小幅下行，影响了利润增速。9月份工业产成品出厂价格PPI同比-2.1%，环比上行0.1%。

今年以来企业累计利润仍然处于负增长，企业的营业收入也处于负增长，现阶段随着营业收入的增加，企业生产的恢复，企业利润顺势上行。产成品库存仍然有8.2%的增速，比上月上行0.3个百分点，企业补库存的动力不足，现阶段生产上行仍然是为了满足现有需求的增加。

图1：营业收入和成本单月变化（%，亿元）

图2：企业利润继续上行（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

二、下游行业利润增速减缓

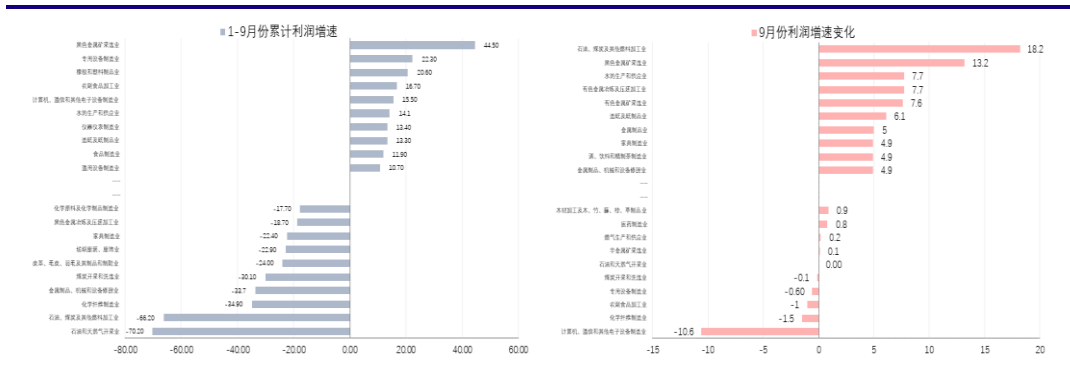
9 月份，下游行业利润恢复速度减缓，上游行业利润有一定程度的增加。经济复苏依靠需求的走高，需求走高直接带动下游行业的利润，下游行业利润增长速度下滑意味着我国经济复苏驱动力有所减弱。这种下游行业利润恢复增速的减慢预计会持续整个 4 季度。

行业利润曲线的变化最终会终于上游行业，即下游行业和中游行业利润增速趋平稳，上游行业利润增速上行，预计会在 2021 年 2 季度到来。而这也意味着规模以上工业利润增速上行动能耗尽，疫情后经济恢复逻辑结束。

从行业上来看，前期强劲的产业利润出现变化，原材料行业小幅走高，黑色产业链景气度仍然较好。计算机通信和其他电子设备业利润快速走低，汽车、塑胶和塑料制品业利润只有小幅增长，黑色采选、有色采选业利润增速上行。计算机、通信和其他电子设备制造业利润下滑速度最快，9 月份比上月下行 了 10.6 个百分点，中游行业的专用设备和学纤维制造业等利润增速小幅下行。9 月份受到原油价格底部探明的影响，石油石化行业利润上行，铁矿石也保持高位。

图 3：各行业累计利润增速（%）

图 4：9 月份利润增速变化（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

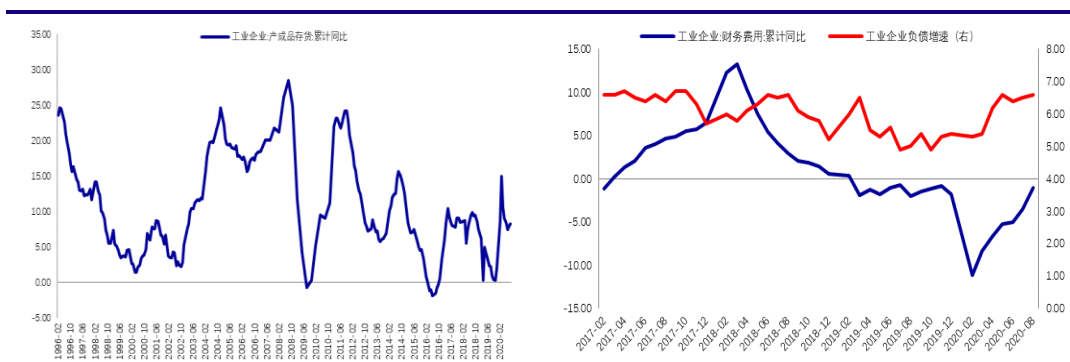
三、不利因素继续：库存和财务费用继续走高

产成品库存仍然上行，给持续上行的生产带来阴影。9月份产成品库存累计有节日性原因，但库存增速没有下降，表明产品流通稍有延迟，会影响未来的扩大再生产。9月份产成品库存增速8.2%，比上个月上行0.3个百分点。

财务费用也在持续上行，疫情期间的金融让利结束，财务费用的上行速度已经快速超过了企业的负债增速。金融边际收紧下，贷款的获取成本在上升，企业债务成本上升。8月份企业财务费用增速上行2个百分点至-1%，同期负债增速上行1个百分点。

图5：工业产成品库存上行（%）

图6：财务费用增速继续上行（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

四、10月受阻后，利润仍然会缓慢恢复

10月份的工业利润单月增速继续回落：(1) 10月工业生产回落，主要受到节日影响；(2) 原材料价格波动较小，工业品出厂价格和购进价格变化不大。

但我国经济仍然处于恢复阶段，工业生产有望继续保持强势。利润增速是滞后数据，预计4季度利润仍然保持向上，年内利润增速回正。工业利润向上的趋势预计在2021年2季度暂缓。

五、利润持续修复需要更宽松的环境

工业利润和工业企业营收在9月份仍然负增长，长时间负增长预示人员工资、社会消费和投资等经济指标均会受到影响。同时由于需求的持续恢复和生产的走高，央行已经定调至少4季度，我国货币政策恢复正常，货币总量投放有所放缓。2021年可能仍然以灵活适度的货币政策为主，逐步平滑宏观杠杆率，这就意味着货币政策可能在经济指标好转的过程中持续谨慎。

2021年新的房地产政策实施，信用市场会受到影响。货币总量的减少以及流通速度的降低使得经济回升逐步乏力，给未来的企业利润回升带来影响。

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_1823



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>