

宏观点评

持续关注周期、出口两大产业链—11月工业盈利点评

事件: 1-11月全国规模以上工业企业利润总额累计同比2.4% (前值0.7%)，11月全国规模以上工业企业利润总额当月同比15.5% (前值28.2%)。

核心观点: 工业利润累计增速稳步回升，持续关注上游周期产业链和下游疫情&出口产业链利润高增的持续时间和幅度。

1、11月工业利润累计增速稳步回升，当月增速大幅回落，主因基数剧烈波动。 1-11月工业利润累计增速2.4%，较前值回升1.7个百分点，在上月首次转正后继续稳步增长。11月当月同比15.5%，较前值回落12.7个百分点，主因四季度基数剧烈波动 (2019年10-12月利润当月同比分别为-9.9%、5.4%、-6.3%)，11月高基数拖累明显，而12月基数将再度走低，利润增速可能再度跳升。

>从量价两方面来看，产需高位上行，工业品价格回升，对利润增速构成支撑。11月工业增加值、PPI当月增速分别为7.0%、-1.5%，均较上月回升，支持工业企业利润增速在高基数影响下仍保持两位数增长。

>从营收和利润率来看，营收和利润率增速回落，同样是受到基数走高扰动。11月工业企业营业收入当月同比6.1%，较前值小幅下跌0.9个百分点，同样是受到基数大幅走高的影响。11月当月利润率7.0%，较前值继续提升0.3个百分点，主因每百元营业收入中成本费用继续下降，但利润率同比增速回落。同样也注意到12月营收、利润率基数将再度走低，支撑利润高增。

2、分行业看，11月上游周期产业链和下游疫情&出口产业链利润升幅较大。

>从三大行业来看，公用事业利润降幅较大。11月当月采矿业、制造业、公用事业利润当月同比分别较前值回落6.3、10.7、40.6个百分点至-14.2%、20.6%、-3.9%，其中公用事业降幅最大，可能与基数走高、煤价高涨压缩电厂利润有关。

>从细分行业看，上游原材料的煤炭、化工、有色、钢铁，下游消费品的烟草、医药、电子、电气设备制造利润增速提升较多。这样的行业特征实际上反映了海内外两方面现状：一方面是国内经济强劲复苏，需求旺盛而工业生产扩张受限，推动上游原材料价格及相关周期产业链企业利润持续高增。且从高频数据看，12月上中游价格继续普遍上涨，有望推动相关行业利润继续高增 (具体请参考近期报告《高频与政策半月观—如何看待近期多省限电和政策“不急转弯”？》)。另一方面是海外疫情继续恶化，欧美多地封锁再度收紧，供给迟迟无法恢复正常，推动我国疫情、出口产业链企业利润高增。

3、库存小幅回补，全面补库可能在年底年初。 1-11月产成品存货累计增速7.3%，较前值回升0.4个百分点，与11月PMI库存分项的表现一致。二季度以来，工业企业产成品库存水平整体仍趋于震荡下行，我们认为这主要是由于需求复苏良好，但疫情不确定性和不低的库存水平导致企业补库意愿较弱，两方面共同导致被动去库，目前斜率已经明显放缓。延续前期观点：目前库存水平不低，仅依靠经济内生修复带动的库存反弹力度可能较弱；但经济持续复苏、需求回暖是大趋势，预计后续库存整体仍趋于震荡上行，全面补库可能在年底年初 (具体请参考前期报告《扩张提速，四季度GDP可能超预期—11月PMI的5大信号》)。

4、国企利润稳步修复，民企已回正，外企超去年。 1-11月国企、民企、外企的利润累计增速较前值分别回升2.6、0.7、0.8个百分点至-4.9%、1.8%、4.3%。整体看，多位于产业链上游的国企利润迅速修复，民企外企恢复水平已经较高。

5、总体看，11月工业企业利润当月增速回落主因基数扰动，12月增速可能再度跳升，后续预计将继续随经济复苏而稳步修复，建议密切跟踪PPI和库存的变化趋势。 一方面，PPI与工业企业盈利、库存高度正相关，而本轮PPI自Q2以来已触底反弹，预计PPI同比12月将显著改善，2021年转正至1%以上，需关注PPI是否超预期大升 (油价、海外经济修复等影响)。另一方面，库存短期走势震荡，需密切跟踪PPI、海外供需变化等对库存趋势的推动作用。

风险提示: 疫情超预期演化、中美关系超预期变化、政策超预期收紧。

作者

分析师 熊园

执业证书编号: S0680518050004

邮箱: xiongyuan@gszq.com

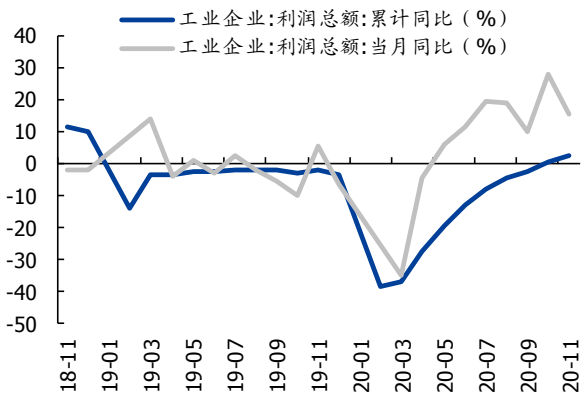
研究助理 杨涛

邮箱: yangtao3123@gszq.com

相关研究

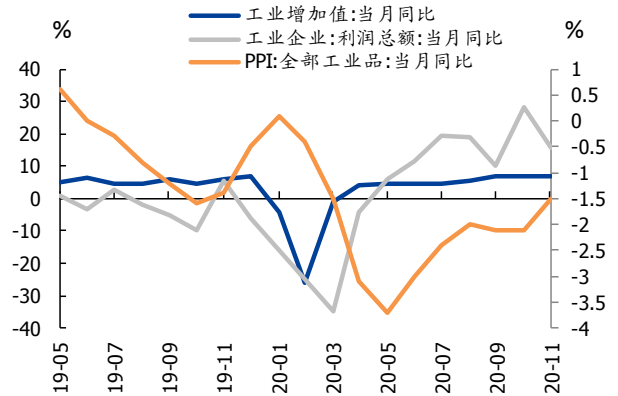
- 1、《从资本开支看，哪些行业可能加速修复？》 2020-12-24
- 2、《高频与政策半月观—如何看待近期多省限电和政策“不急转弯”？》 2020-12-20
- 3、《三大不一样—逐句解读中央经济工作会议》 2020-12-19
- 4、《11月经济的5大关注点》 2020-12-15
- 5、《重塑与重估—2021年宏观经济展望》 2020-12-06

图表 1: 11月利润当月增速回落



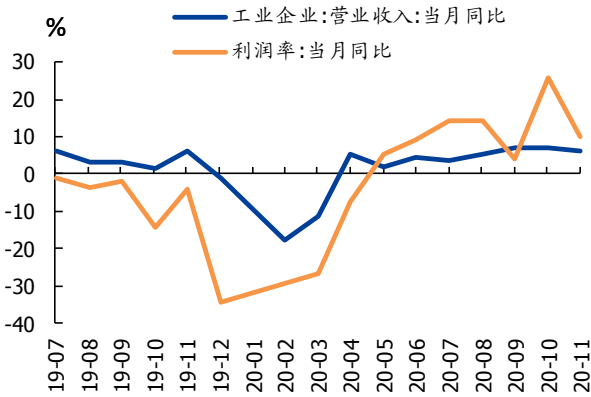
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 11月工业生产, 价格同比回升



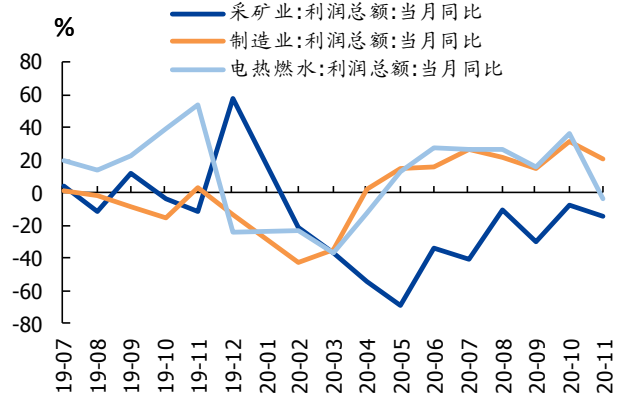
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: 11月营收, 利润率增速回落



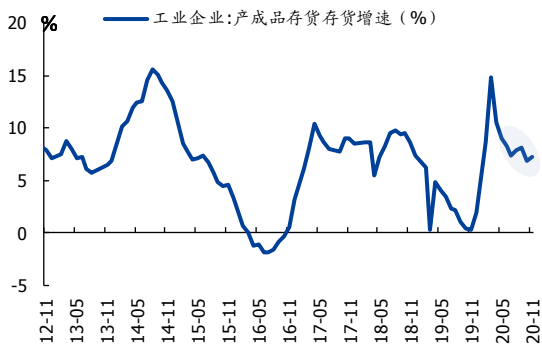
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 11月公用事业利润增速大幅回落



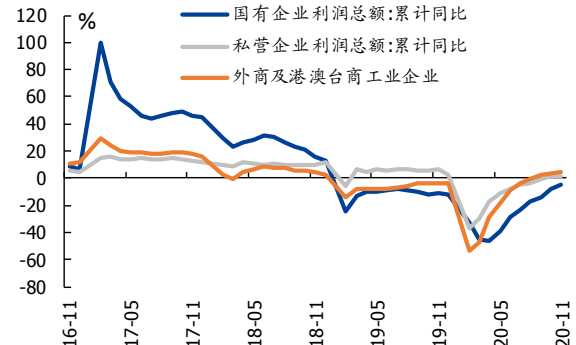
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: 11月库存小幅回补



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 11月国企利润继续回升, 民企已回正, 外企超去年



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

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_578

