民生证券 MINSHENG SECURITIES

宏观研究

部分行业已率先进入主动补库存

——1-11 月工业企业利润点评

宏观数据点评 2020 年 12 月 28 日

报告摘要：

- **1-11月工业企业利润持续稳定恢复。**1—11月份规模以上工业企业实现利润57445.0亿元，同比增长2.4%，增速比1—10月份加快1.7个百分点。11月份，规模以上工业企业实现利润总额7293.2亿元，同比增长15.5%，增速比10月份放缓12.7个百分点。增速放缓的主要原因为去年10月的低基数，而11月份低基数的影响减弱。国企利润增速虽仍处于负区间，但较上月增速上升2.6%，高于私企的0.7%与外企0.8%，其原因可能在于近期工业品价格上行。值得注意的是，5月以来应收账款同比增长两位数波动上行，企业回款压力较大。

- **部分行业已进入主动补库存。**下游制造以及消费品制造两大类中的部分行业已经从“被动去库存”进入主动“主动补库存”。同时，11月产成品存货周转天数为18.5天，较前值减少了0.3天，显示存货周转更为通畅，基本不存在被动积压的问题，也侧面证明了这些行业已率先进入主动补库存阶段。另一方面，利润恢复快的行业与“主动补库存”行业基本一致。在利润持续修复的背景下，预计将会有更多行业加大生产，进入补库存的阶段。

- **PPI增速位于负区间不会影响库存周期开启。**PPI作为库存周期的提前指标，领先时间大概为3到5个月。从单月PPI来看，11月PPI同比增速为-1.5%，前值为-2.1%，尽管PPI增速有所恢复，但仍然位于负区间。我们认为，这不会影响库存周期的开启，原因在于：（1）PPI受原油价格影响较大，导致除去原油价格部分的PPI变化没有被完全反映，（2）PPI作为全球指标，取决于全球经济的好坏，随着新冠疫苗在欧美以及国内陆续普及，PPI反弹指日可待。

- **未来展望：工业企业利润有望继续上行。**从11月的消费、投资、出口，这“三驾马车”来看，消费持续回暖，投资与出口大幅改善，带来了经济的不断向好，且利润从下游向上游传递。明年以供给侧结构性改革为主线，同时注重需求侧管理，预计拉动工业企业利润继续上行。海外疫情逐渐恢复后，多行业有望实现国内外共振恢复。

- **风险提示**

  海外疫情发展超预期，社融增速下降超预期，房地产政策收紧等。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号： S0100519040001

电话： 010-85127665

邮箱： xieyunliang@mszq.com

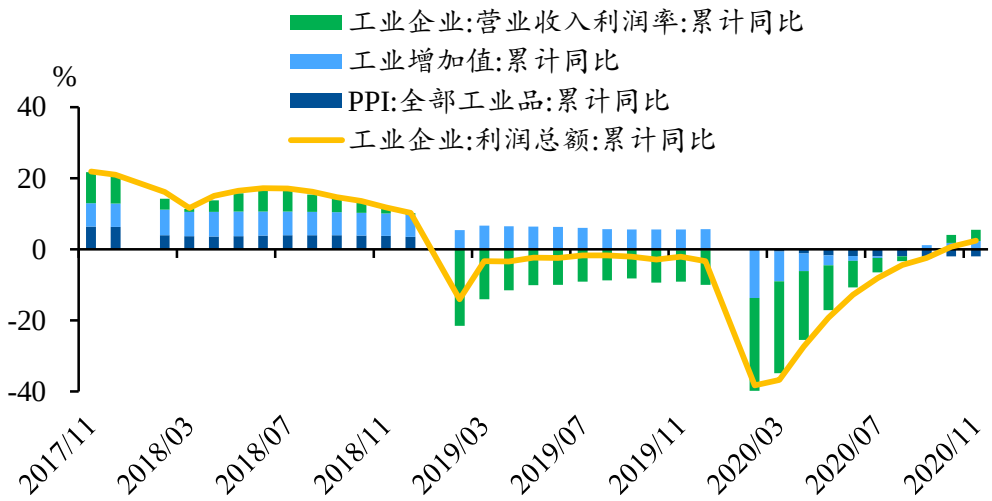
目录

一、1-11 月工业企业利润持续稳定恢复 3
二、重要信息：部分行业已进入主动补库存 6
三、未来展望：工业企业利润有望继续上行 8
四、风险提示 8
插图目录 9

一、1-11 月工业企业利润持续稳定恢复

1-11 月工业企业利润持续稳定恢复。1—11 月份规模以上工业企业实现利润 57445.0 亿元，同比增长 2.4%，增速比 1—10 月份加快 1.7 个百分点。11 月份，规模以上工业企业实现利润总额 7293.2 亿元，同比增长 15.5%，增速比 10 月份放缓 12.7 个百分点。增速放缓的主要原因为去年 10 月的低基数，而 11 月份低基数的影响减弱。分项来看，1-11 月累计工业增加值同比、工业企业营业收入利润率累计同比的持续改善拉动企业利润上升，但另一方面，PPI 仍停留在累计同比-2.0%，拖累工业企业利润回升。此次为工业企业利润连续六个月保持单月两位数增长。

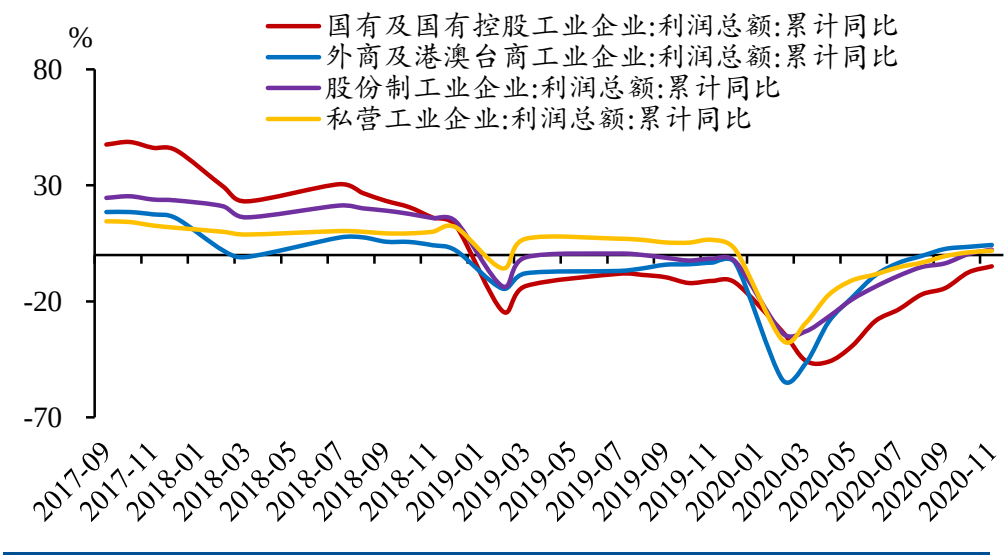
图 1：工业企业利润持续稳定恢复



资料来源：Wind，民生证券研究院

国企利润增速高于民营企业与外企。1—11 月份，国有控股企业实现利润总额 14456.9 亿元，同比下降 4.9%；股份制企业实现利润总额 40580.1 亿元，增长 2.3%；外商及港澳台商投资企业实现利润总额 16105.2 亿元，增长 4.3%；私营企业实现利润总额 17332.2 亿元，增长 1.8%。外企和民营企业利润不断修复，国企利润增速虽仍处于负区间，但较上月增速上升 2.6%，高于私企的 0.7%与外企 0.8%，其原因可能在于近期工业品价格上行。

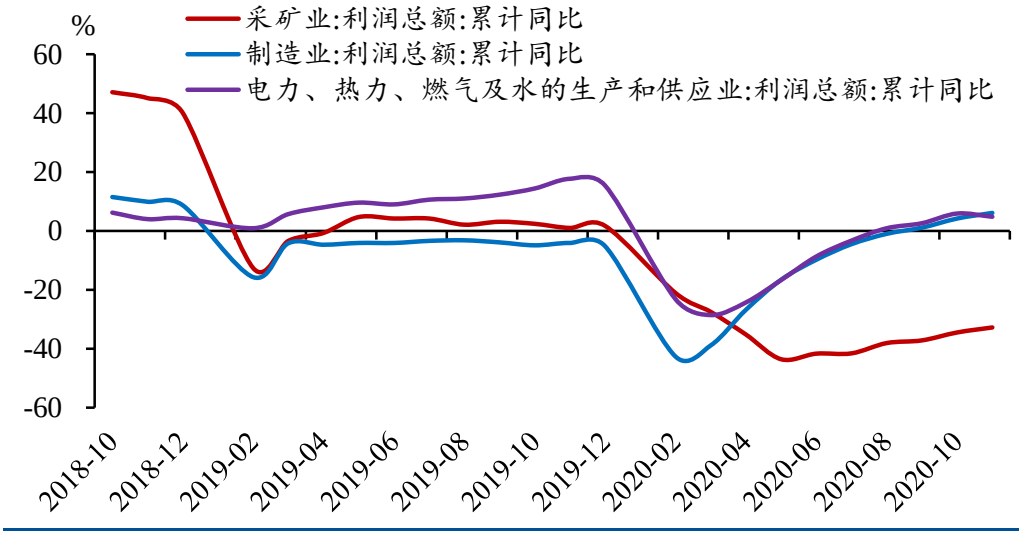
图 2：国企利润增速高于民营企业与外企



资料来源：Wind，民生证券研究院

采矿业继续收窄降幅。1—11 月份，采矿业实现利润总额 3440.5 亿元，同比下降 32.8%；制造业实现利润总额 48995.2 亿元，增长 6.1%；电力、热力、燃气及水生产和供应业实现利润总额 5009.3 亿元，增长 4.8%。1—11 月份，在 41 个工业大类行业中，25 个行业利润总额同比增加，15 个行业减少，1 个行业持平。其中，利润总额同比增速较快的行业为专用设备制造业（同比增长 23.0%），计算机、通信和其他电子设备制造业（同比增长 15.7%），通用设备制造业（同比增长 12.5%），化学原料和化学制品制造业（同比增长 10.5%），有色金属冶炼和压延加工业（同比增长 10.1%）。石油和天然气开采业下降 70.8%，石油、煤炭及其他燃料加工业下降 44.0%，煤炭开采和洗选业下降 24.5%，黑色金属冶炼和压延加工业下降 9.9%；除了石油和天然气开采业利润增速下降外，另外三个行业虽然依旧对全体工业企业利润形成拖累，但对比上月下降幅度有明显改善。

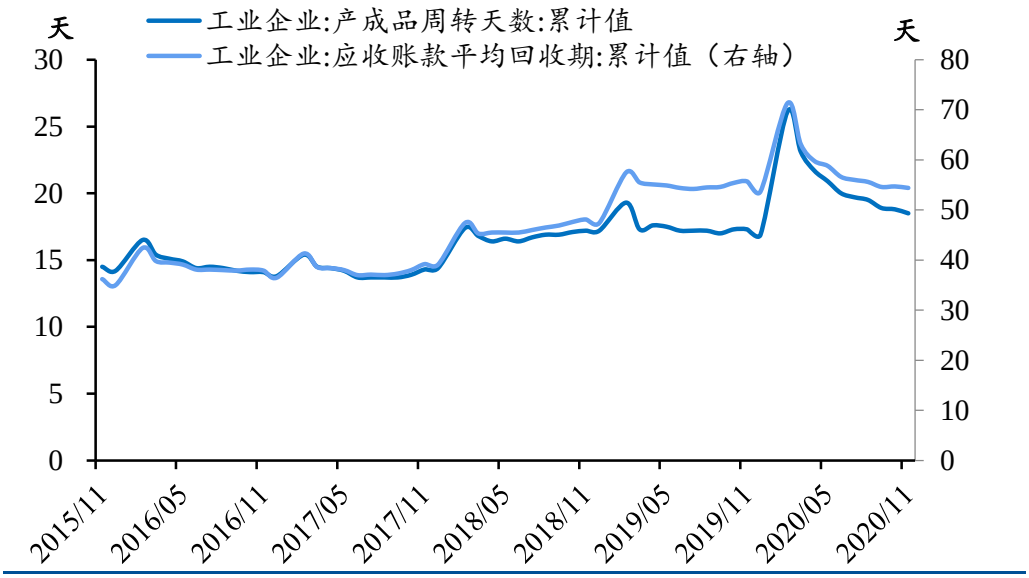
图 3：采矿业继续收窄降幅



资料来源：Wind，民生证券研究院

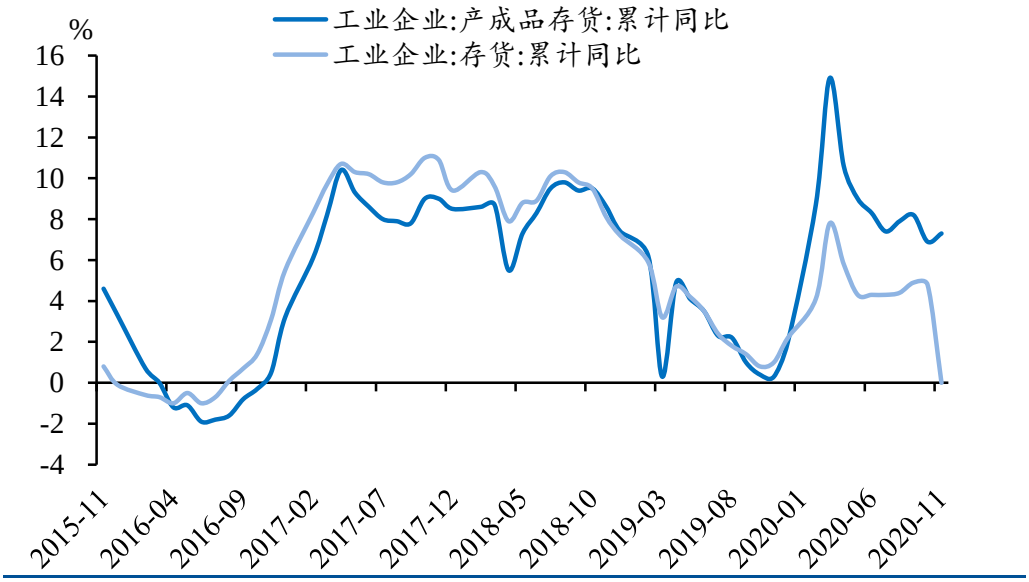
应收账款自同比增长两位数波动上行。11 月末，规模以上工业企业应收账款 17.28 万亿元，同比增长 16.5%；产成品存货 4.64 万亿元，增长 7.3%。规模以上工业企业每百元营业收入中的成本为 84.08 元，同比减少 0.01 元；每百元营业收入中的费用为 8.92 元，同比增加 0.12 元。工业企业单位成本出现下降，盈利水平上升，但应收账款仍在增加。11 月末，规模以上工业企业应收账款同比增长 16.5%，增速较 10 月末提高 0.6 个百分点。

图 4：产成品周转天数持续下降



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 5：产成品库存累计同比增速回升



资料来源：Wind，民生证券研究院

二、重要信息：部分行业已进入主动补库存

下游制造以及消费品制造的部分行业已经从“被动去库存”进入主动“主动补库存”。四个大类中，下游制造、消费品制造的库存增速上升。同时，11 月产成品存货周转天数为 18.5 天，较前值减少了 0.3 天，显示存货周转更为通畅，基本不存在被动积压的问题，也侧面证明了这些行业已率先进入主动补库存阶段。

图 6:有色金属矿采选业已开始补库存

单位：%	指标名称	2020-2	2020-3	2020-4	2020-5	2020-6	2020-7	2020-8	2020-9	2020-10
上游采矿	煤炭开采	1.2	15	9.9	7	5.3	4.7	5.5	4.6	-0.3
	石油开采	-0.3	-5.6	-5.5	-3.4	-6.5	-3.8	-7.4	-20.7	-20.4
	黑色采选	4.6	19	12.3	14.4	13.5	10	6.7	9	9.7
	有色采选	-0.3	11.4	13	10.2	11.8	11.8	10.3	12.1	13.1
中游加工	燃料加工	19.7	18.5	3.8	0	-1.4	-1.5	0.5	-1.4	-1.7
	木材加工	9.5	15.7	14.8	12	12.9	11.7	12	12	10.6
	造纸	0.9	15.7	9.3	6.2	0.6	0.6	4.4	6.4	3.4
	化学原料	13.6	21.2	10.5	6	4.8	3.8	4.5	3	1
	化学纤维	15.9	23.8	9.3	4.2	17.1	14.8	14.4	10.8	-0.5
	橡胶制品	6.4	12	8	4.5	3.5	1.7	2.2	3.3	2.8
	非金属	29.5	30.3	24.9	25.7	24.3	20.6	24.1	23.6	21.1
	黑色冶炼	31.9	46.5	28.4	16.1	12.3	7.9	7.9	8.6	7.5
	有色冶炼	5.3	17.4	18.1	2.6	1.9	3.3	3.6	3.9	4.4
	金属制品	17.2	25.1	19.4	17.6	14.3	13.9	12.3	11.4	9

资料来源：Wind，民生证券研究院

图 7:下游制造和消费品制造中多数行业进入补库存

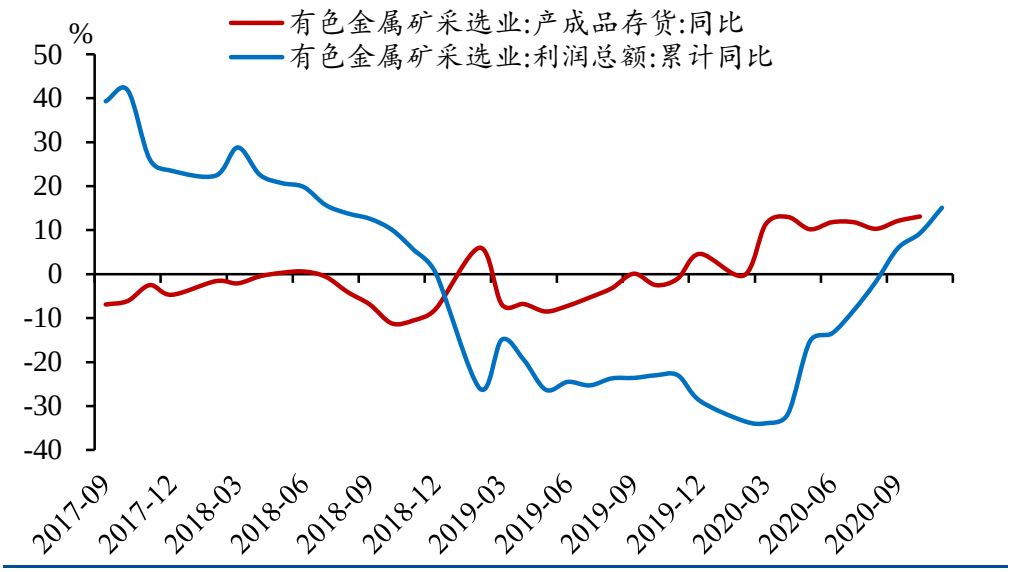
单位：%	指标名称	2020-2	2020-3	2020-4	2020-5	2020-6	2020-7	2020-8	2020-9	2020-10
下游制造	医药制造	7.2	12.7	12.7	13	12.5	11.9	17.4	15.2	14.9
	通用设备	3.4	10.2	8.1	8.4	8	8.2	8.6	9.9	10.2
	专用设备	10.1	14.8	11.3	10.7	12.7	11.7	12.8	11.6	11.4
	汽车制造	-1.2	6.2	3.3	2.7	7.8	10.3	8.6	12.4	12.6
	运输设备	5.7	11.1	10.2	10	8	7.4	8.4	7.9	13.2
	电气机械	3.2	11.1	6.1	3.7	5.6	5.2	7	8.5	7.7
	通信电子	0.1	5.3	9.6	15.8	12	10.2	9.4	14	10.3
	仪器仪表	15.8	25.3	24.3	24	18.5	18.9	15.1	13.8	13.6
消费品制造	农副食品	6.5	8	3.7	7.1	6.2	7.2	8.3	7.8	8.7
	食品制造	5.6	8.5	9.2	9.5	9.3	8.7	9.9	1.6	9.5
	酒饮料茶	7.8	7	8.1	9.2	8.8	9	8.1	9.1	9.5
	烟草制品	-12.2	-10.6	-8.9	-7.6	-7.2	-7.2	-6.5	-7.9	-6.7
	纺织	1.3	4.1	2.1	2	2.5	2.1	1.2	0.7	-1.1
	服装服饰	0.6	0.8	0.1	-0.1	-0.4	-1.3	-2	-2.2	-2.6
	皮革制品	0.5	0.9	1.4	0.9	-0.1	-1.9	-2.1	-2.8	-3.5
	家具制造业	2.3	4.8	4.5	4.2	4.2	3.8	4.7	5.2	6.3
	印刷业	-1.6	6.4	4.2	3.6	3.2	2.1	1.6	-0.5	0.8
	文教娱乐	0.8	1.6	0.4	1.6	0.6	-1.6	-0.1	2.1	2.6

资料来源：Wind，民生证券研究院

利润恢复快的行业与“主动补库存”行业基本一致。主动补库存现象最为明显的行业为：通用设备制造业、汽车制造业、有色金属冶炼和压延加工业，农副食品。而这些行业的利润增速，在需求持续回暖带动下修复较快。在利润持续修复的背景下，预计将会有更

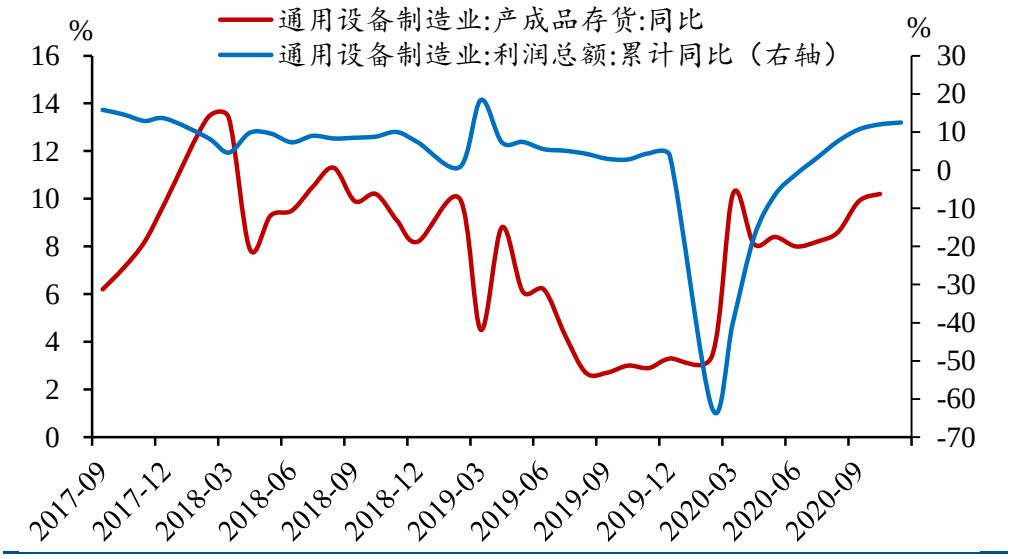
多行业加大生产，进入补库存的阶段。

图 8:有色金属采选业产成品库存和利润上升



资料来源：Wind，民生证券研究院

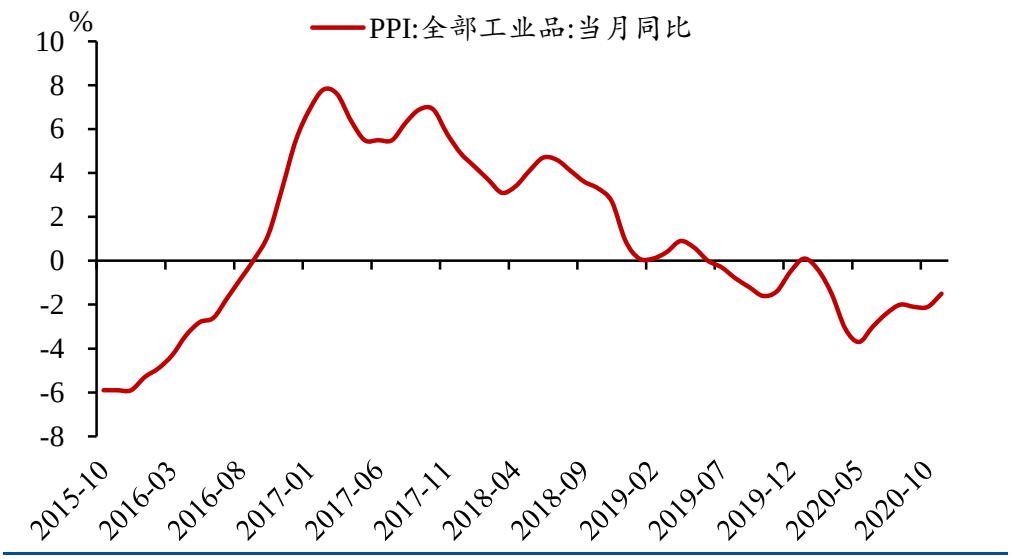
图 9:同用设备制造业产成品库存和利润上升



资料来源：Wind，民生证券研究院

PPI 增速位于负区间不会影响库存周期开启。PPI 作为库存周期的提前指标，领先时间大概为 3 到 5 个月。从单月 PPI 来看，11 月 PPI 同比增速为-1.5%，前值为-2.1%，尽管 PPI 增速有所恢复，但仍然位于负区间。我们认为，这不会影响库存周期的开启，原因在于：（1）PPI 受原油价格影响较大，导致除去原油价格部分的 PPI 变化没有被完全反映，（2）PPI 作为全球指标，取决于全球经济的好坏，随着新冠疫苗在欧美以及国内陆续普及，PPI 反弹指日可待。

图 10：PPI 增速位于负区间



资料来源：Wind，民生证券研究院

三、未来展望：工业企业利润有望继续上行

工业企业利润修复将持续。从 11 月的消费、投资、出口，这“三驾马车”来看，消费持续回暖，投资与出口大幅改善，带来了经济的不断向好，且利润从下游向上传递。明年以供给侧结构性改革为主线，同时注重需求侧管理，预计会拉动工业企业利润继续上行。海外疫情逐渐恢复后，多行业有望实现国内外共振恢复。

四、风险提示

海外疫情发展超预期，社融增速下降超预期，房地产政策收紧等。

插图目录

图 1：工业企业利润持续稳定恢复 3
图 2：国企利润增速高于民营企业企与外企 4
图 3：采矿业继续收窄降幅 4
图 4：产成品周转天数持续下降 5
图 5：产成品库存累计同比增速回升 5
图 6：有色金属矿采选业已开始补库存 6
图 7：下游制造和消费品制造中多数行业进入补库存 6
图 8：有色金属采选业产成品库存和利润上升 7
图 9：同用设备制造业产成品库存和利润上升 7
图 10：PPI 增速位于负区间 8

分析师简介

解运亮，民生证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券研究所，任高级经济学家。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005
上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122
深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。