民生证券 MINSHENG SECURITIES

宏观研究

库存周期即将开启的三个证据

——1-10 月工业企业利润点评

宏观数据点评 2020 年 11 月 30 日

报告摘要：

- **第一个证据是10月PMI产成品库存降幅远大于PMI原材料库存**

  10 月 PMI 产成品库存为 44.9，相比 9 月的 48.4 下降 3.5；10 月 PMI 原材料库存为 48.0，相比 9 月的 48.5 仅下降 0.5，产成品库存降幅大于原材料库存，说明由于需求旺盛，工业企业出现被动去库存的现象，补充原材料的速度赶不上产成品消耗的速度。

- **第二个证据是5月以来PMI新订单与PMI生产差值缩小**

  5 月以来 PMI 新订单与 PMI 生产的差值逐渐缩小，从 2.3 缩小至 1.1，PMI 新订单主要反映工业企业需求端景气程度，PMI 生产主要反映工业企业供应端景气程度，二者差值缩小说明随着需求的恢复，工业领域供过于求的状态逐步得到缓解，需求上升预计能带动库存回补。

- **第三个证据是PMI生产经营活动预期恢复至历史较高水平**

  PMI 生产经营活动预期指数体现了制造业企业对未来 3 个月内生产经营活动整体水平预计，10 月该指数为 59.3，处于历史较高水平，说明工业企业企业对未来 3 个月生产经营处于乐观状态，在这种情况下，工业企业有进一步补库存的动机。

- **未来展望：复苏阶段继续看好周期股**

  根据 WHO 预测，明年欧美大部分人群有望接种新冠疫苗，发达国家疫情可能初步得到控制。在这种背景下，明年全球经济有望反弹，带动石油等大宗商品价格上行，对周期股形成利好。我们维持明年原油中枢从 40 美元/桶上行至 60 美元/桶的判断，复苏阶段继续看好周期股。

- **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

研究助理：顾洋恺

执业证号： S0100119110016
电话： 010-85127665
邮箱： guyangkai@mszq.com

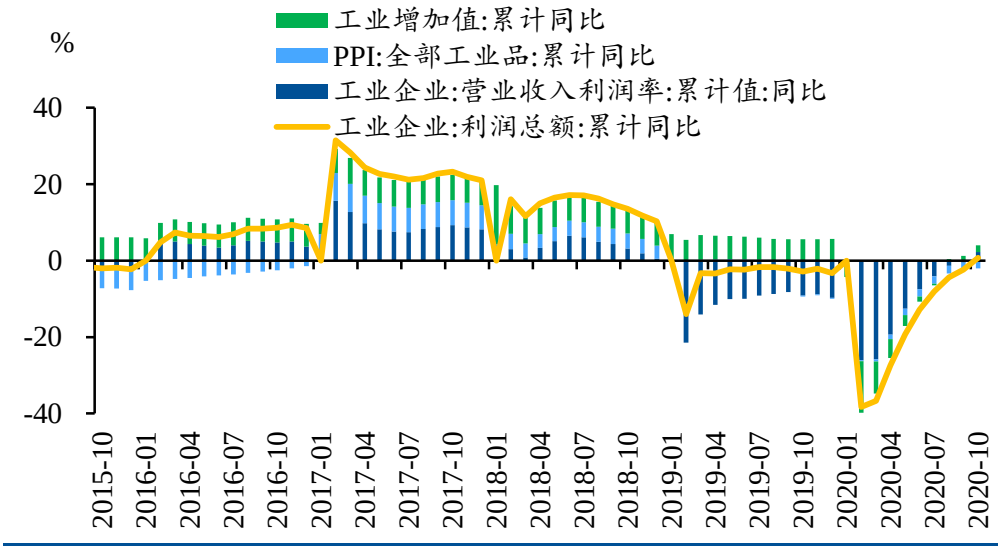
目录

一、1-10 月工业企业利润增速继续回升 3
二、重要信息：库存周期即将开启的证据 5
三、未来展望：复苏阶段继续看好周期股 7
四、风险提示 8
插图目录 9

一、1-10 月工业企业利润增速继续回升

1-10 月工业企业利润增速继续回升。1—10 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 50124.2 亿元，同比增长 0.7%，1—9 月份为下降 2.4%。 10 月份，规模以上工业企业实现利润总额 6429.1 亿元，同比增长 28.2%，增速比 9 月份加快 18.1 个百分点。分项来看，1-10 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均已转正，但 PPI 仍为负值，成为工业企业利润拖累项。

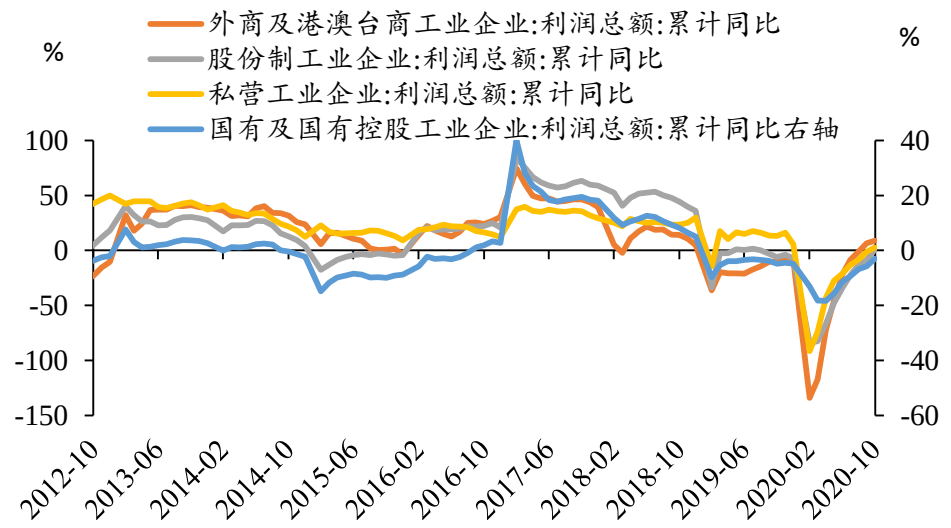
图 1：工业生产经营继续回暖



资料来源：Wind，民生证券研究院

民企工业利润修复较快。1—10 月份，规模以上工业企业中，国有控股企业实现利润总额 12942.6 亿元，同比下降 7.5%；股份制企业实现利润总额 35417.4 亿元，增长 0.4%；外商及港澳台商投资企业实现利润总额 14095.5 亿元，增长 3.5%；私营企业实现利润总额 14830.8 亿元，增长 1.1%。尽管国企累计工业企业利润同比增速仍处于负区间，但降幅有所收窄。随着欧美疫苗的推出，大宗商品反弹，这将加速国企工业企业利润修复速度。

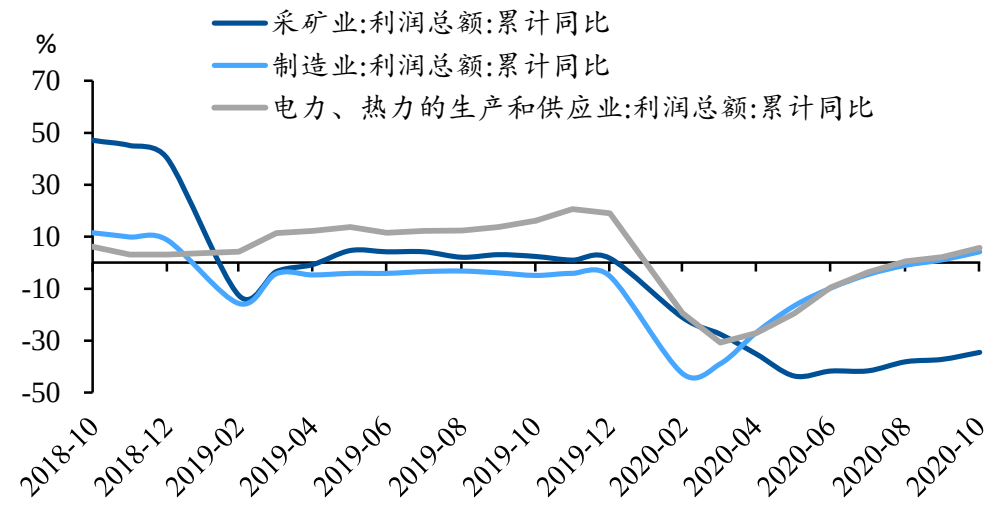
图 2：国企工业利润有所修复



资料来源：Wind，民生证券研究院

采矿业继续拖累工业利润修复。1—10 月份，采矿业实现利润总额 3072.3 亿元，同比下降 34.5%；制造业实现利润总额 42560.1 亿元，增长 4.2%；电力、热力、燃气及水生产和供应业实现利润总额 4491.8 亿元，增长 5.9%。1—10 月份，在 41 个工业大类行业中，25 个行业利润总额同比增加，16 个行业减少。主要行业利润情况如下：专用设备制造业利润总额同比增长 22.9%，农副食品加工业增长 14.6%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长 12.6%，通用设备制造业增长 12.0%，纺织业增长 7.6%，汽车制造业增长 6.6%，电力、热力生产和供应业增长 5.7%，有色金属冶炼和压延加工业增长 5.0%，电气机械和器材制造业增长 3.5%，化学原料和化学制品制造业增长 2.8%，非金属矿物制品业增长 0.9%；石油和天然气开采业下降 68.5%，石油、煤炭及其他燃料加工业下降 52.8%，煤炭开采和洗选业下降 27.7%，黑色金属冶炼和压延加工业下降 12.9%。

图 3：采矿业工业企业利润修复较慢

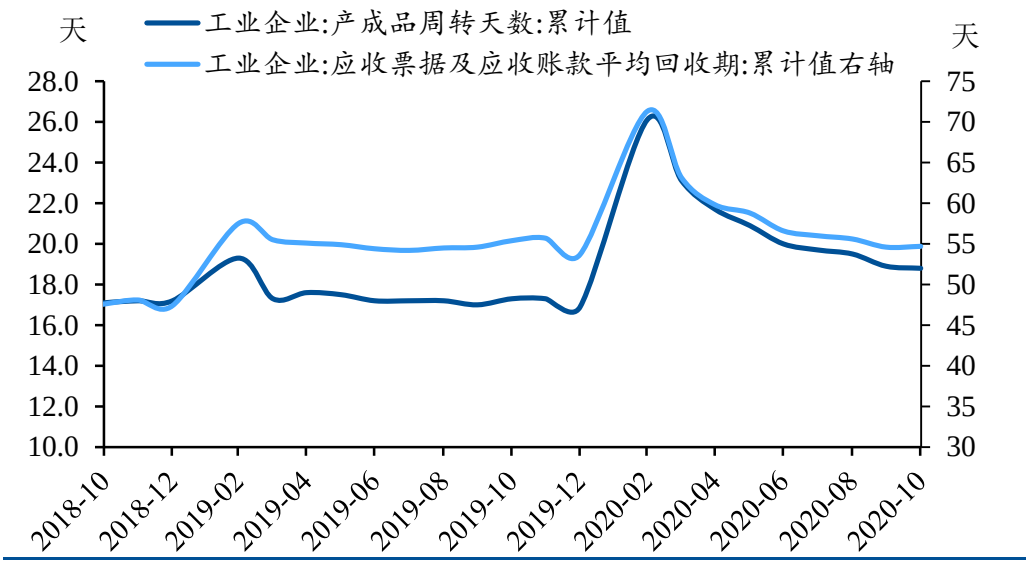


资料来源：Wind，民生证券研究院

产成品库存累计同比增速有所下降。10 月末，规模以上工业企业应收账款 16.77 万亿元，同比增长 15.9%；产成品存货 4.58 万亿元，增长 6.9%。10 月末，规模以上工业企业

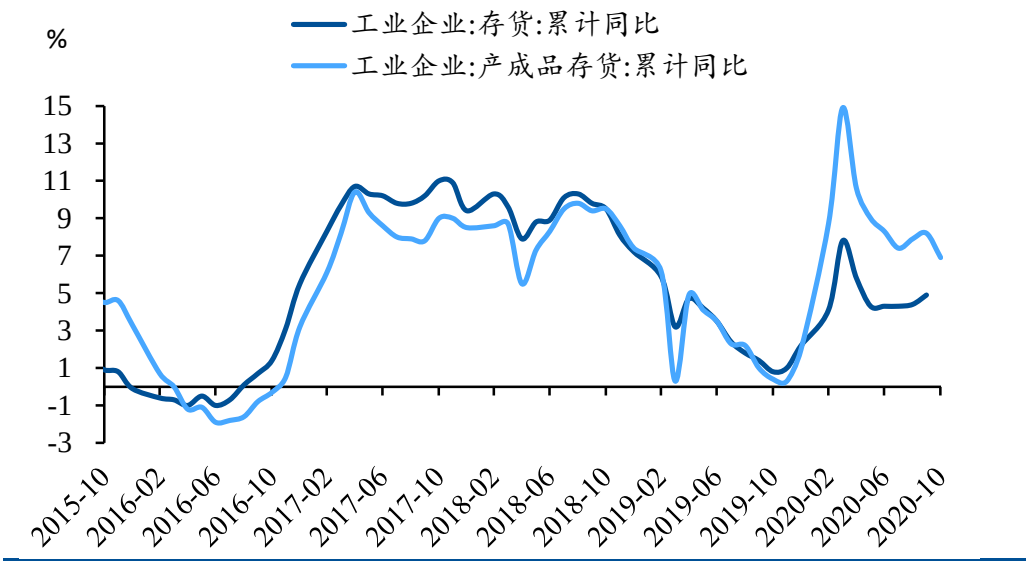
资产总计 124.96 万亿元，同比增长 6.9%；负债合计 70.72 万亿元，增长 6.8%；所有者权益合计 54.24 万亿元，增长 7.0%；资产负债率为 56.6%，同比持平。

图 4:产成品周转天数下降速度放缓



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有所下降

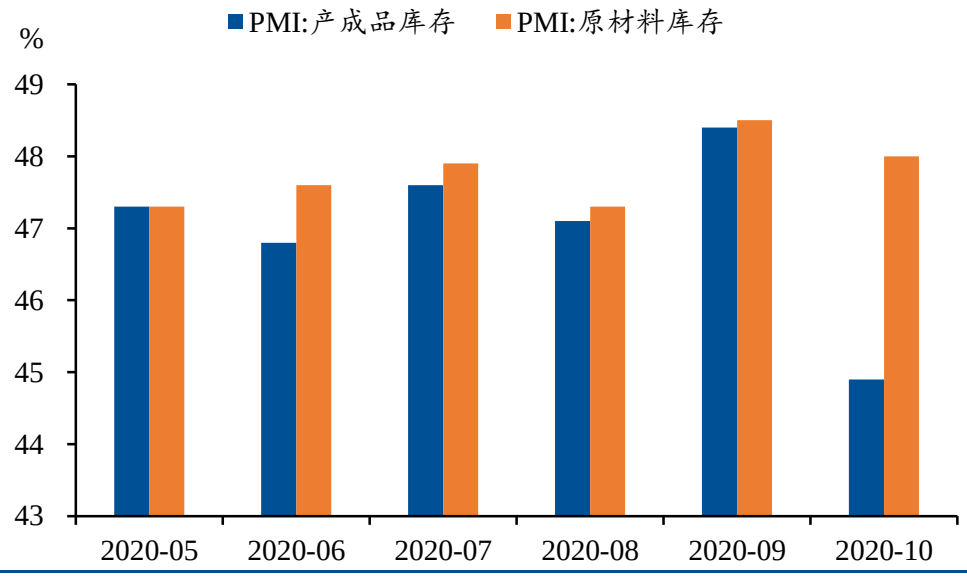


资料来源：Wind，民生证券研究院

二、重要信息：库存周期即将开启的证据

第一个证据是 10 月 PMI 产成品库存降幅远大于 PMI 原材料库存。10 月 PMI 产成品库存为 44.9，相比 9 月的 48.4 下降 3.5；10 月 PMI 原材料库存为 48.0，相比 9 月的 48.5 仅下降 0.5，产成品库存降幅大于原材料库存，说明由于需求旺盛，工业企业出现被动去库存的现象，补充原材料的速度赶不上产成品消耗的速度。

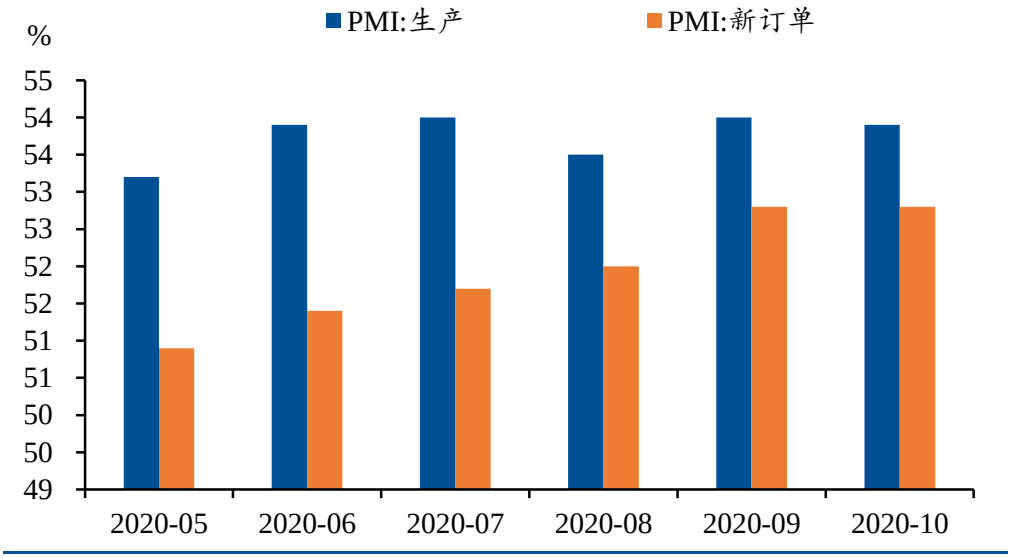
图 6:10 月 PMI 产成品库存降幅远大于 PMI 原材料库存



资料来源：Wind，民生证券研究院

第二个证据是 5 月以来 PMI 新订单与 PMI 生产差值缩小。5 月以来 PMI 新订单与 PMI 生产的差值逐渐缩小，从 2.3 缩小至 1.1，PMI 新订单主要反映工业企业需求端景气程度，PMI 生产主要反映工业企业供应端景气程度，二者差值缩小说明随着需求的恢复，工业领域供过于求的状态逐步得到缓解，需求上升预计能带动库存回补。

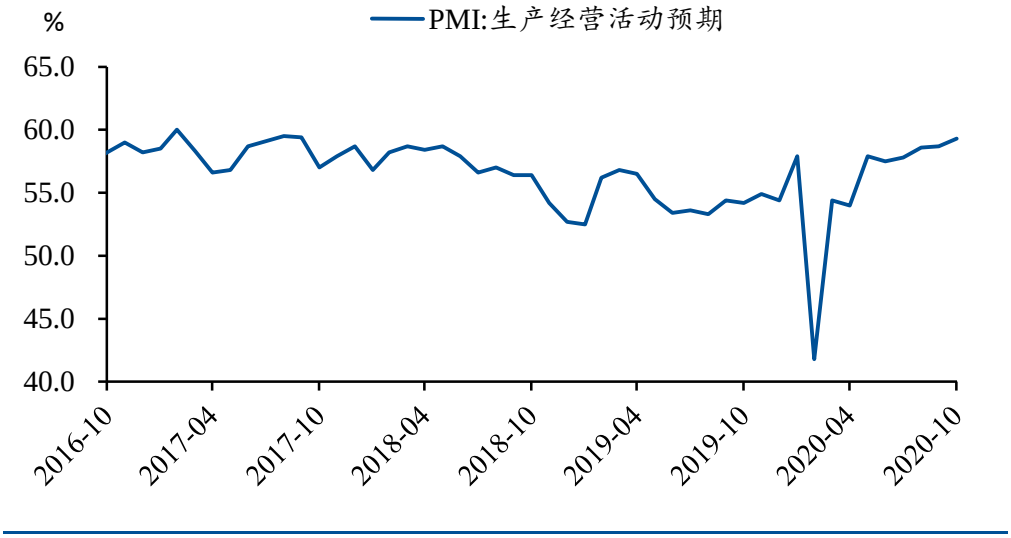
图 7:5 月以来 PMI 新订单与 PMI 生产差值缩小



资料来源：Wind，民生证券研究院

第三个证据是 PMI 生产经营活动预期恢复至历史较高水平。PMI 生产经营活动预期指数体现了制造业企业对未来 3 个月内生产经营活动整体水平预计，10 月该指数为 59.3，处于历史较高水平，说明工业企业企业对未来 3 个月生产经营处于乐观状态，在这种情况下，工业企业有进一步补库存的动机。

图 8:PMI 生产经营活动预期恢复至历史较高水平



资料来源：Wind，民生证券研究院

三、未来展望：复苏阶段继续看好周期股

疫苗推出有利于周期股盈利改善。根据 WHO 预测，明年欧美大部分人群有望接种新冠疫苗，发达国家疫情可能初步得到控制。在这种背景下，明年全球经济有望反弹，带动石油等大宗商品价格上行，对周期股形成利好。我们维持明年原油中枢从 40 美元/桶上行至 60 美元/桶的判断，复苏阶段继续看好周期股。

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：工业生产经营继续回暖 3
图 2：国企工业利润有所修复 3
图 3：采矿业工业企业利润修复较慢 4
图 4:产成品周转天数下降速度放缓 5
图 5:产成品库存累计同比增速有所下降 5
图 6:10 月 PMI 产成品库存降幅远大于 PMI 原材料库存 6
图 7:5 月以来 PMI 新订单与 PMI 生产差值缩小 6
图 8:PMI 生产经营活动预期恢复至历史较高水平 7

分析师与研究助理简介

解运亮，民生证券首席宏观分析师。曾供职于中国人民银行货币政策司，从事宏观经济和货币政策监测分析工作，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题，曾获中国人民银行重点课题一等奖。作品见载于《新华文摘》、《人大复印报刊资料》、《华尔街见闻》等知名期刊媒体。

顾洋恺，民生证券研究院宏观组研究助理。对外经济贸易大学金融硕士。擅长货币流动性研究、大类资产配置和国际政治分析，系统学习过社会学、历史学、国际关系等专业，曾从事过宏观策略和信用评级等岗位，有七年大类资产投资经验，2019年加盟民生证券研究院。

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。