2020 年 11 月 27 日

上游原料制造盈利大幅改善

——宏观经济点评

宏观研究团队

赵伟（分析师）
zhaowei1@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

● **规模以上工企利润增速大幅跳升，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。

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。

● **工企营收延续上行，上游制造业改善明显；库存处于相对高位，重回去库通道**

工企营业收入延续上行，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，规模以上工企营收增长 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

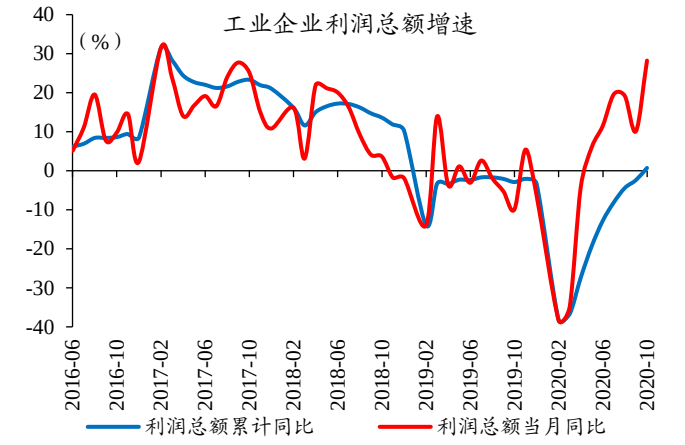
图表目录

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

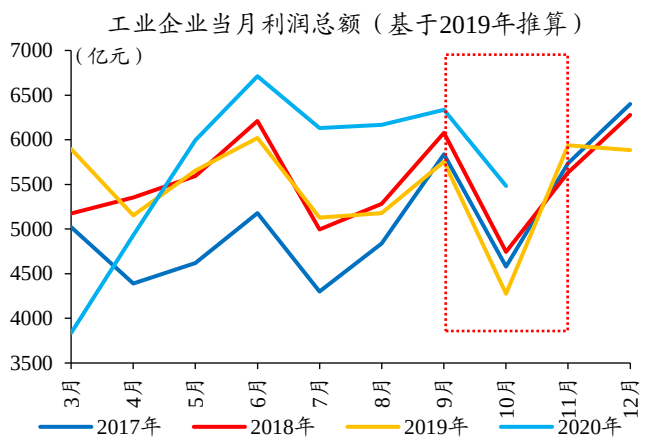
10 月工企利润增速跳升 18.1 个百分点，受基数、投资收益等因素的扰动。10 月，全国规模以上工企利润同比增长 28.2%、跳升 18.1 个百分点，创下 2017 年以来单月增速新高。1-10 月累计，利润同比增长 0.7%、增速提高 3.1 个百分点，实现由负转正。当月利润增速的跳升，受到 2019 年同期基数较低、投资收益增加等因素影响。剔除短期非经营因素影响后，10 月利润同比增速与上月大体相当。

图1：10 月，工企利润增速跳升



数据来源：Wind、开源证券研究所

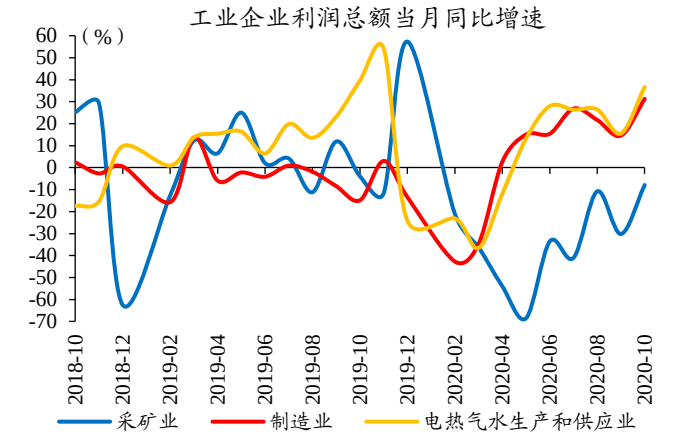
图2：10 月，工企利润增速跳升，受到基数的一定支撑



数据来源：Wind、开源证券研究所

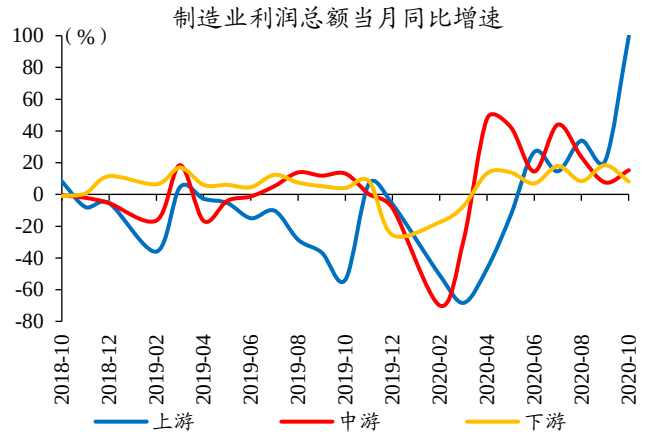
大类行业利润增速均有改善，但表现分化明显；其中，采矿业利润降幅显著收窄，上游制造业利润增速大幅跳升。10 月，采矿、制造、电力等行业推算当月利润增速分别为-7.9%、31.3%、36.7%，增速分别较 9 月提高 22.3、16.7 和 21.2 个百分点。其中，前期对工业利润拖累较大的采矿业，10 月利润改善显著、环比提高 22.5%；上游制造利润增长约 100%、增速大幅跳升，中下游制造利润增速较低。

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

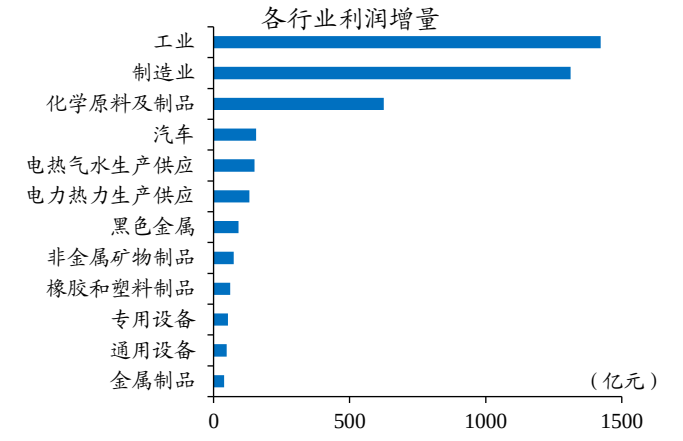


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 需求拉动明显，原料生产行业景气抬升

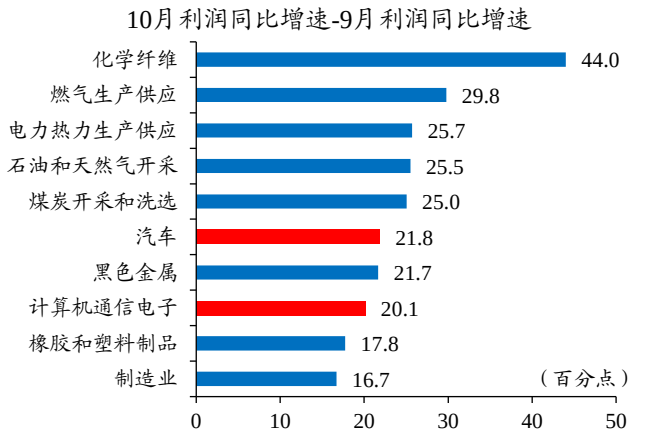
煤炭、钢铁、化工、化纤等行业盈利边际改善显著，或受投资赶工、外需提振等需求拉动。分行业来看，化工、化纤、橡胶和塑料等上游原材料制造业利润大幅增长，化工贡献了当月工业利润同比增量的 44%；煤炭、钢铁行业利润增速也分别提高 25 和 21.7 个百分点。近两月，基建和房地产投资加快赶工、外需也持续向好；工业生产保持景气，对上游原材料需求旺盛，相关行业生产盈利同步改善。

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

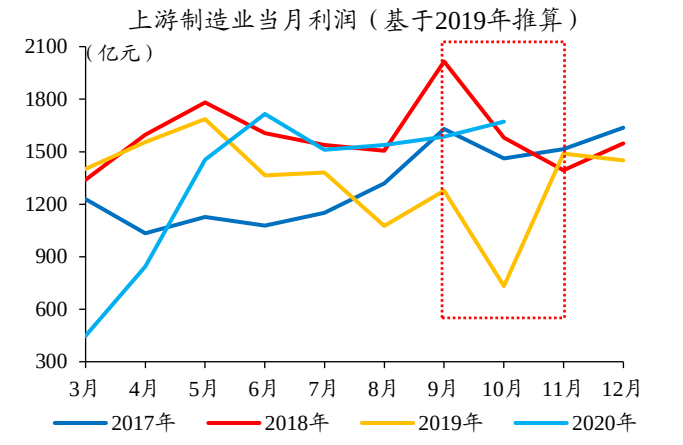
图6：10 月，上游原材料生产行业利润改善显著



数据来源：Wind、开源证券研究所

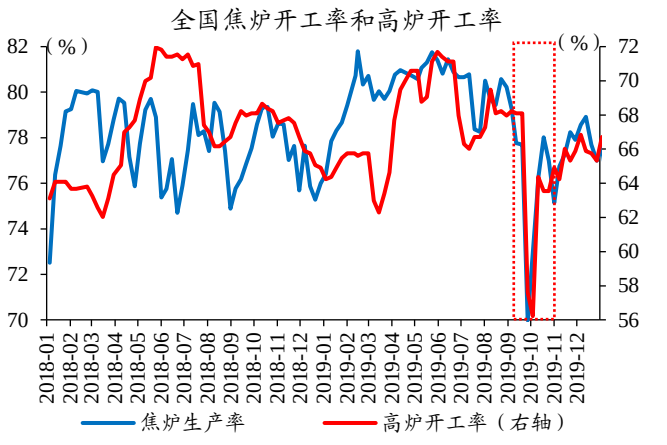
部分上游和中游制造业的利润改善，还受到基数支撑、投资收益增加等非经营性因素影响。2019 年同期，在环保限产政策等约束下，钢铁、化工等上游行业生产经营普遍受限、基数走低，对本月数据形成一定支撑。此外，汽车、电子和电力等行业利润、增加值等增速均有所回落，利润改善或更多受投资收益等因素贡献。

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

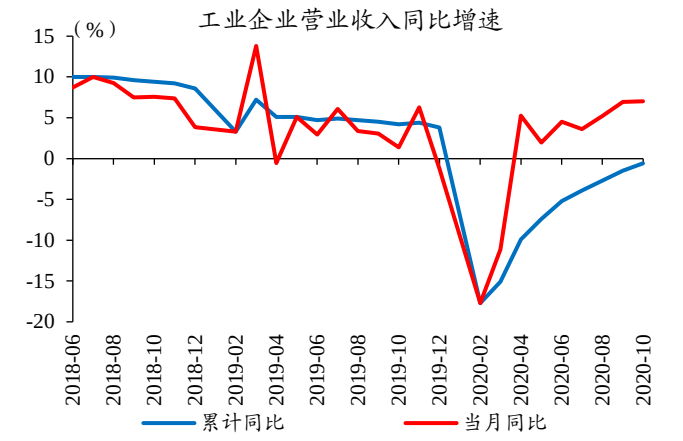


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 营收延续上行，工企库存重回去库通道

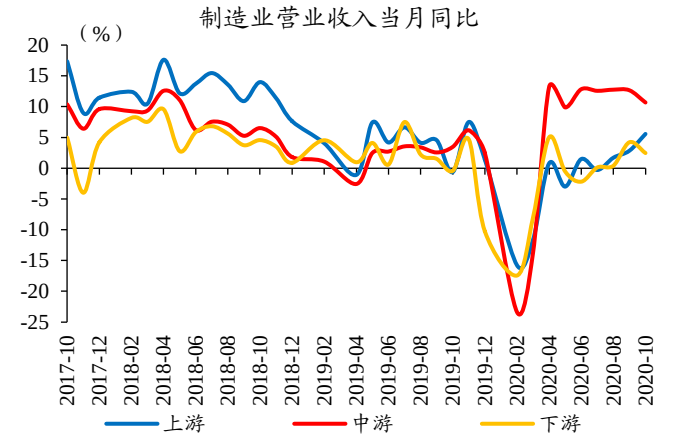
工企营业收入延续上行，其中中游制造业营收维持高位、上游制造业营收改善明显。10 月，规模以上工企营收增长 7.0%，较上月提高 0.1 个百分点，延续上行趋势。其中，中游制造业增长 10.7%、回落 2 个百分点，保持了 2 季度以来的 2 位数高增长；上游增长 5.6%、提高 2.8 个百分点，改善较为明显。10 月投资和生产的较高景气，及 2019 年同期的低基数，对上游原材料制造业营收形成提振。

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

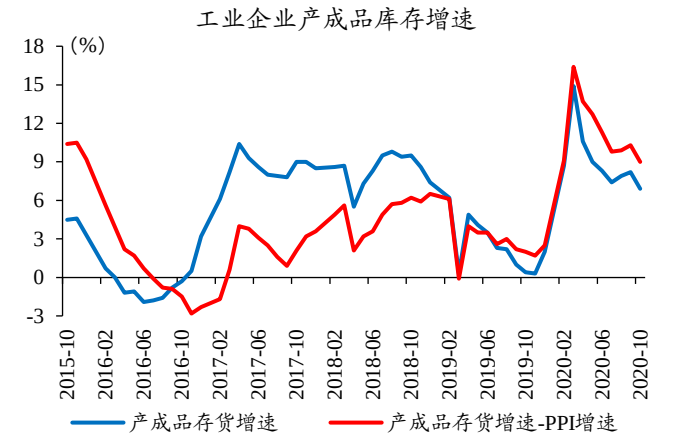
图10：其中，上游行业营收改善明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

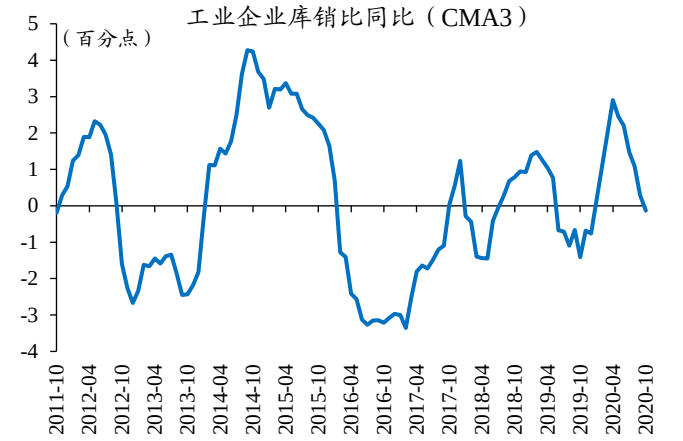
工业库存处于相对高位、重回去库通道；在需求修复背景下，库存周转情况继续好转。10 月工业产成品库存同比增长 6.9%，仍处于相对高位；增速较上月下降 1.3 个百分点，重回去库通道。产成品周转天数 18.8 天、同比增加 1.5 天，增幅较 9 月继续收窄。10 月库存销售比为 53.5%、同比下降 0.6 个百分点、年内首次同比回落。总体来看，需求持续修复、库存高位去化，总库存周转进一步加快。

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。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中低风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn