2020 年 10 月 27 日

宏观研究团队

利润数据不乏亮点，消费制造加快改善

——宏观经济点评

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

● **9 月工企利润增速回落，中上游制造业降幅较大，下游制造业增速显著提高**

工业企业利润增速回落，受 PPI 回落、成本上升、计提减值等因素扰动。9 月，工企利润同比增长 10.1%、增幅回落 9 个百分点；1-9 月累计，利润同比下降 2.4%、降幅收窄 2 个百分点。增速回落主要受到三方面因素影响，包括工业品价格变动挤压盈利空间，费用上升和部分行业计提资产减值损失，个别行业增速拖累等。

行业大类来看，采矿业、上游原材料制造业、中游设备制造业的利润增速均回落较大；消费品制造业利润增速显著提高。9 月，采矿业、电热气水的生产供应业，利润增速分别下降 19.4 和 10.9 个百分点，对工业利润形成拖累；制造业利润增速回落 7.1 个百分点、至 14.6%。中、上游制造业，利润增速分别下降 15.8 和 12.8 个百分点，而下游制造业利润增速则大幅提高 10 个百分点至 18.5%、改善显著。

● **原材料价格、经营费用等拖累中上游利润；消费品制造业利润增速明显改善**

中上游制造业中，电子、汽车制造业，以及煤炭相关行业，受原材料价格上涨、经营费用上升等影响，利润降幅较大。9 月工业利润的拖累项，主要为电子、汽车，以及煤炭产业链上的行业。电子和汽车行业受到原材料成本上升、销售和研发等费用增加，以及电子行业同期基数较高等因素的影响；煤炭下游产业主要受到煤价上涨对利润空间的挤压。此外，化工行业也受原油价格的扰动，利润收窄。

伴随居民消费改善，消费品制造业利润普遍回升，其中后地产、纺服、文教等相关消费品，利润提振最为明显。9 月，各居民消费品制造业的利润，均出现回升。其中家具、木制品等后地产行业，皮革、服装等线下消费行业，以及造纸、文教用品、印刷品等文教相关行业，利润改善最为明显，反映了相应的需求改善逻辑。

● **工业企业营收增速延续上行；在需求回升的带动下，库存周转情况持续修复**

经济持续修复背景下，工企营收延续上行；中游制造业维持高增、需求仍较为旺盛，下游制造业边际改善较大，需求改善明显。9 月，工企营收增长 6.9%，较上月提高 1.7 个百分点，为 2019 年 2 季度以来的新高。其中，中游制造业增长 12.7%，延续 2 季度以来的 2 位数高增速；下游增长 4.2%、提高 3.8 个百分点，边际改善明显。1-9 月累计，工企营收同比下降 1.5%，降幅收窄 1.2 个百分点。

工业库存连续第 2 个月抬升，在需求回升的带动下，库存周转情况继续修复。9 月，工业产成品库存同比增长 8.2%、提高 0.3 个百分点，为连续第 2 个月补库。产成品周转天数同比增加 1.9 天、较 8 月收窄 0.4 天，库销比同比提高 0.4 个百分点、较 8 月收窄 0.7 个百分点。在需求持续修复的背景下，工企库存周转加快。

重申开源宏观观点：经济行为延续改善，对工企利润影响的三条逻辑链值得关注：（1）外需加快好转对外贸链相关行业的拉动，以机械设备、通信电子、纺织服装等为典型代表；（2）疫情影响逐渐消退下，居民线下消费行为加快改善，比如饮料、服装等；（3）基建、地产高点或已出现，未来韧性仍在、弹性相对有限。

● **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

《宏观经济专题-资金流视角，看行业景气变化》-2020.10.26

《宏观深度报告-转债“炒作”行情的背后》-2020.10.26

《宏观经济专题-美国大选倒计时》-2020.10.25

目　录

1、 工企利润增速回落、下游制造增速改善 3
2、 电子汽车拖累明显，消费制造普遍修复 4
3、 营业收入延续上行，库存周转继续改善 5
4、 风险提示 6

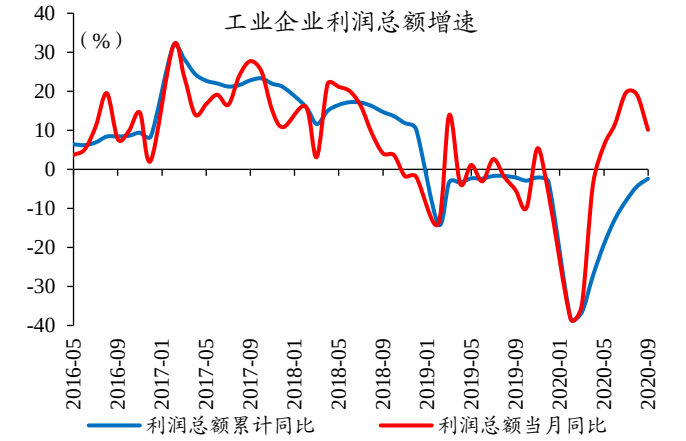
图表目录

图 1: 9 月利润增速有所回落 3
图 2: 9 月工企增加值和营业收入都继续改善 3
图 3: 9 月，工业三大行业利润增速均有所回落 3
图 4: 中上游制造业增速回落，下游制造利润改善 3
图 5: 电子、汽车等行业，对 9 月利润拖累明显 4
图 6: 汽车、电子等行业利润增速下滑也较为明显 4
图 7: 家具、皮革制品、文娱用品等增速改善较大 4
图 8: 金属矿采选业、冶金等行业利润增速较高 4
图 9: 9 月，工企营业收入延续上行 5
图 10: 中游制造营收维持高增、下游制造营收改善较大 5
图 11: 产成品库存增速有所回升 5
图 12: 产成品周转天数同比增幅收窄 5
图 13: 工业产成品周转天数持续回落 6
图 14: 产成品库销比同比增幅收窄 6

1、 工企利润增速回落、下游制造增速改善

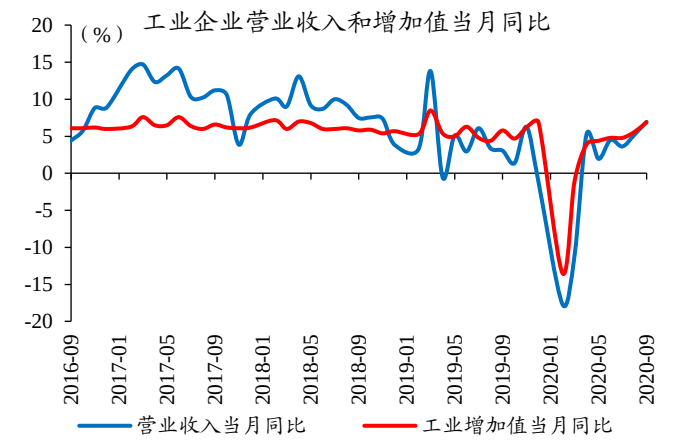
规模以上工业企业利润增速回落，受 PPI 回落、成本上升、计提减值等因素扰动。9 月，全国规模以上工企利润同比增长 10.1%、增幅回落 9 个百分点；1-9 月累计，利润同比下降 2.4%，降幅收窄 2 个百分点。9 月工业增加值和营业收入都继续改善，国家统计局指出，利润增速回落主要受到三方面因素影响，包括工业品价格变动挤压盈利空间，费用上升和部分行业和企业大幅计提资产减值损失，以及电子、汽车等主要行业利润增速回落等。

图1：9 月利润增速有所回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

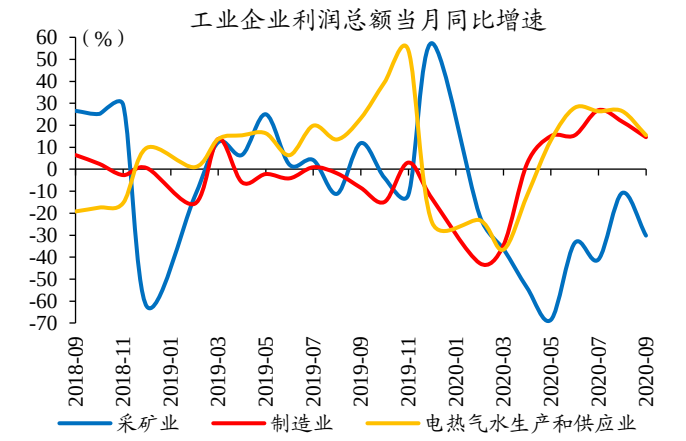
图2：9 月工企增加值和营业收入都继续改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

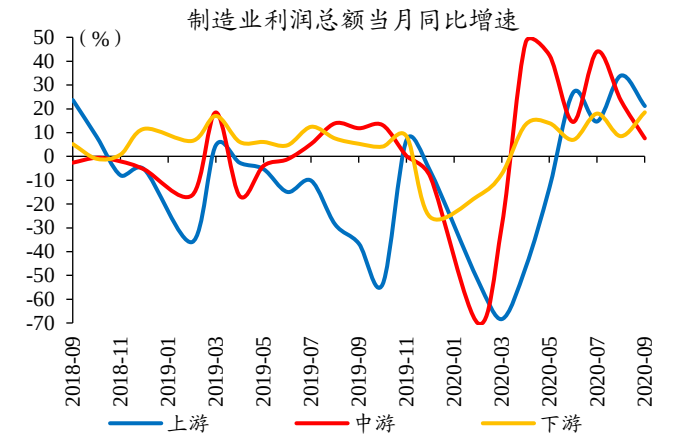
行业大类来看，采矿业、上游原材料制造业、中游设备制造业的利润增速均回落较大；下游消费品制造业利润增速显著改善。9 月，采矿业、电热气水的生产供应业，利润增速分别下降 19.4 和 10.9 个百分点，对工业利润形成拖累；制造业利润增速回落 7.1 个百分点、至 14.6%。其中，中、上游制造业，利润增速分别下降 15.8 和 12.8 个百分点，下游制造业利润增速则大幅提高 10 个百分点至 18.5%，改善显著。

图3：9 月，工业三大行业利润增速均有所回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：中上游制造业增速回落，下游制造利润增速改善

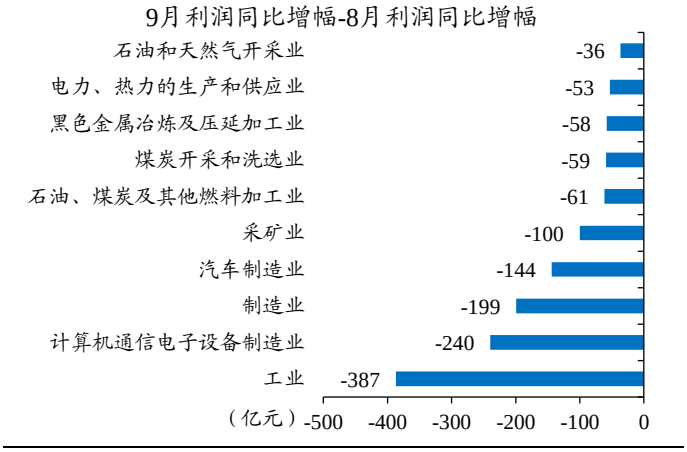


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 电子汽车拖累明显，消费制造普遍修复

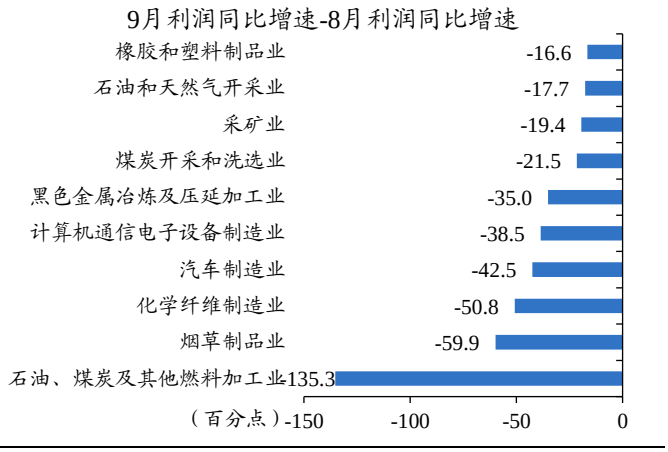
中上游制造业中，电子、汽车制造业，以及煤炭相关行业，受原材料价格上涨、经营费用上升等影响，利润降幅较大。9 月工业利润的拖累项，主要为电子、汽车，以及煤炭产业链上的行业。电子和汽车行业受到原材料成本上升、销售和研发等费用增加，以及电子行业同期基数较高等因素的影响；煤炭下游产业主要受到煤价上涨对利润空间的挤压。此外，化工行业也受原油价格的扰动，利润收窄。

图5：电子、汽车等行业，对 9 月利润拖累明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

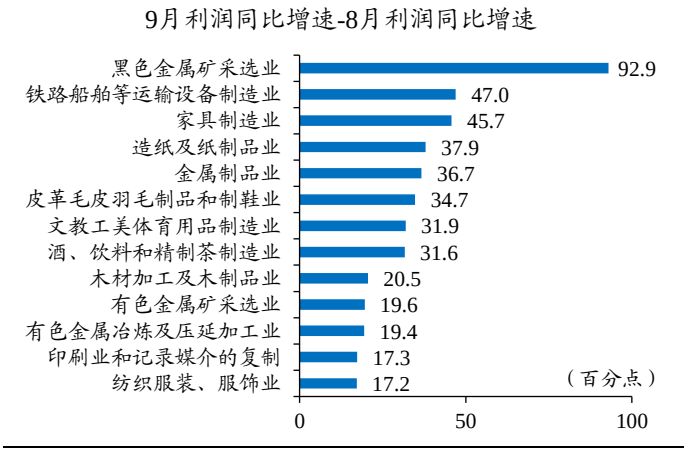
图6：汽车、电子等行业利润增速下滑也较为明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

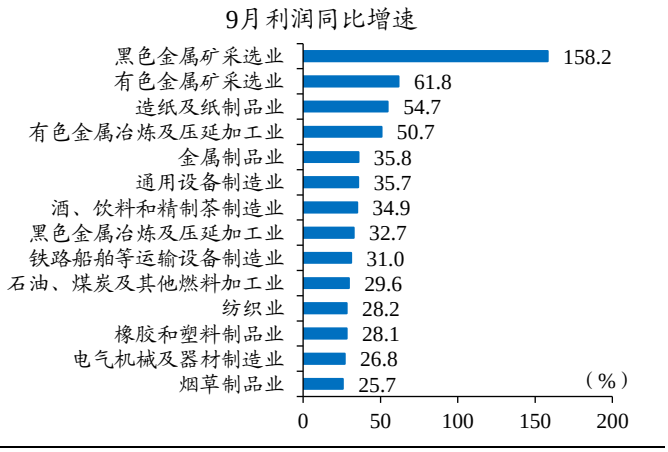
伴随居民消费改善，消费品制造业利润普遍回升，其中后地产、纺服、文教等相关消费品，利润提振最为明显。9 月，各居民消费品制造业的利润，均出现回升。其中家具、木制品等后地产行业，皮革、服装等线下消费行业，以及造纸、文教用品、印刷品等文教相关行业，利润改善最为明显，反映了相应的需求改善逻辑。

图7：家具、皮革制品、文娱用品等增速改善较大



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：金属矿采选业、冶金等行业利润增速较高

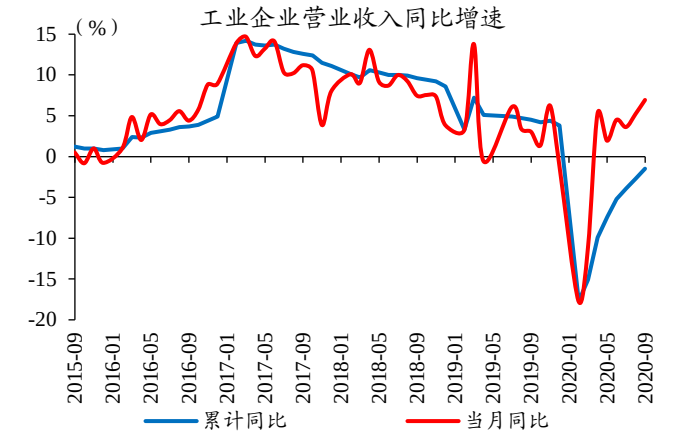


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 营业收入延续上行，库存周转继续改善

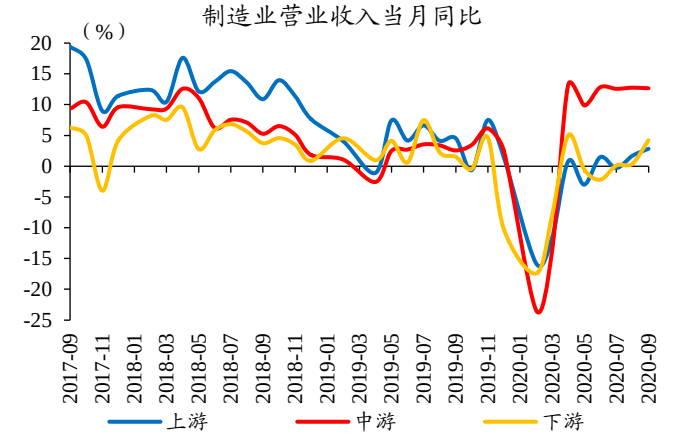
经济持续修复背景下，工企营收延续上行；中游制造业维持高增、需求仍较为旺盛，下游制造业边际改善较大，需求改善明显。9 月，工企营收增长 6.9%，较上月提高 1.7 个百分点，为 2019 年 2 季度以来的新高。其中，中游制造业增长 12.7%，延续 2 季度以来的 2 位数高增速；下游增长 4.2%、提高 3.8 个百分点，边际改善明显。1-9 月累计，工企营收同比下降 1.5%，降幅收窄 1.2 个百分点。

图9：9 月，工企营业收入延续上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

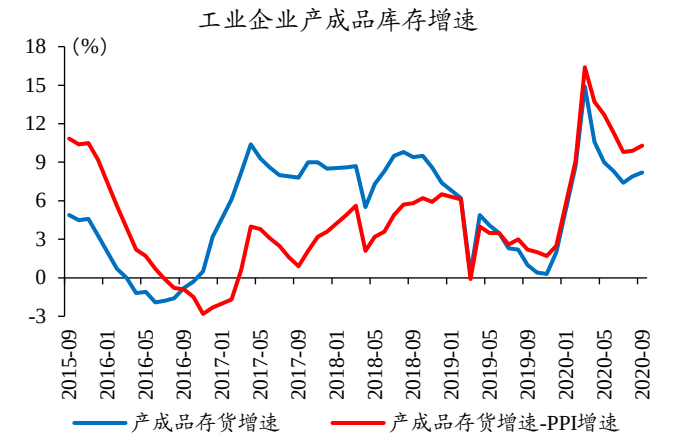
图10：中游制造营收维持高增、下游制造营收改善较大



数据来源：Wind、开源证券研究所

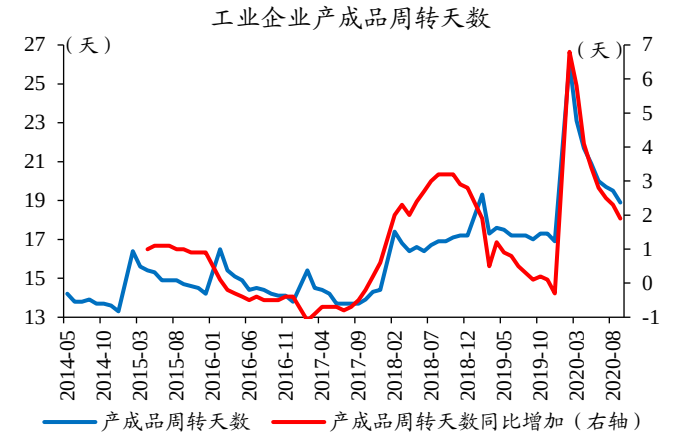
工业库存连续第 2 个月抬升，在需求回升的带动下，库存周转情况继续修复。9 月，工业产成品库存同比增长 8.2%、提高 0.3 个百分点，为连续第 2 个月补库。产成品周转天数同比增加 1.9 天、较 8 月收窄 0.4 天，库销比同比提高 0.4 个百分点、较 8 月收窄 0.7 个百分点。在需求持续修复的背景下，工企库存周转加快。

图11：产成品库存增速有所回升



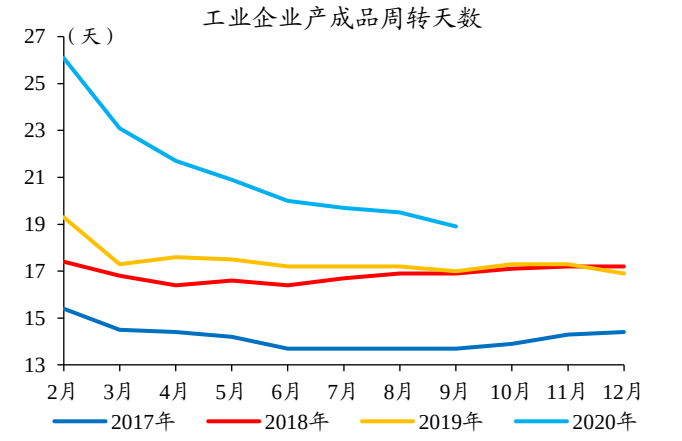
数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：产成品周转天数同比增幅收窄



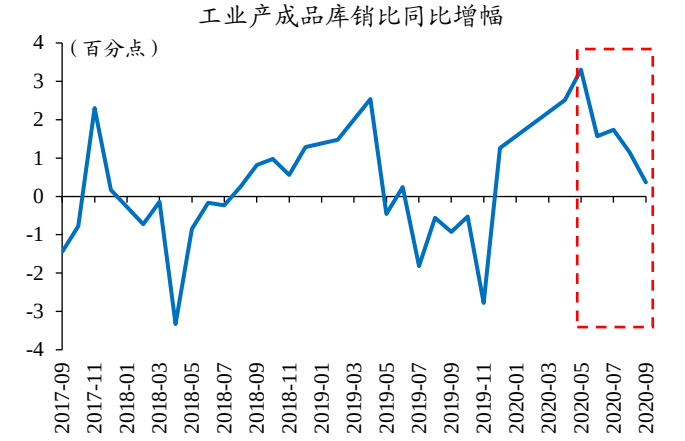
数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：工业产成品周转天数持续回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：产成品库销比同比增幅收窄



数据来源：Wind、开源证券研究所

重申开源宏观观点：经济行为延续改善，对工企利润影响的三条逻辑链值得关注：（1）外需加快好转对外贸链相关行业的拉动，以机械设备、通信电子、纺织服装等为典型代表；（2）疫情影响逐渐消退下，居民线下消费行为加快改善，比如饮料、服装等；（3）基建、地产高点或已出现，未来韧性仍在、弹性或相对有限。

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