

Q4 哪些行业基本面会改善？ ——中观产业景气观察

核心观点

Q4 经济回升，中国供给优势填补海外供需缺口带动出口持续景气，消费需求后置叠加长假和购物节因素催化，提振消费。

Q4 出口景气和消费发力有助于提升相关行业基本面表现，出口景气涉及文教体育、计算机通信、电气机械、纺织服装等行业，消费发力涉及汽车制造、家具制造、电气机械制造、食品制造等行业。

□ Q4 经济回升，出口、消费向好

展望 Q4，经济回升至疫情前水平，预计 Q4 当季实际 GDP 同比 6%。调查失业率稳步下降，向疫情前靠拢。居民收入修复，消费需求后置，年末长假因素和购物节效应有望进一步提振消费。信贷政策保障制造业资金来源有助于制造业回升，高技术制造业表现持续亮眼；Q4 财政集中花钱效应凸显，或带动基建适当回升；地产投资稳步回升，建安投资有较强支撑。中国供给优势凸显，填补海外供需缺口，出口持续景气，具有一定延续性；短期备货因素提振进口，持续冲高概率较低，稳步回升概率较高。预计 Q4 贸易顺差仍接近万亿。CPI 变动收窄，PPI 稳步修复。

□ Q4 关注出口景气带来的行业基本面改善

Q4 关注受益于出口景气带来的行业基本面改善。截至 9 月，外需依存度较高的行业已经逐步进入补库周期，涉及行业有文教体育、计算机通信、电气机械、纺织服装等，1-9 月相关的纺织品、集成电路、音视频设备等品类出口增速持续表现较强。同时，疫情反复对抗疫物资、“宅经济”相关行业产生利好，受益于出口景气，医药制造、专用设备、通用设备等行业表现出补库特征，综合来看，Q4 受益于出口景气，我们预计上述行业基本面有望改善，有望呈现营收回升、生产加速、弱补库的特征。

□ Q4 关注消费发力带来的行业基本面改善

Q4 关注消费发力带来的行业基本面改善，餐饮、纺服等行业基本面边际修复，汽车、家电等行业维持高景气。

其一、Q4 餐饮消费有望进一步修复回升，将对农副食品加工业、食品制造业和酒饮料茶制造业的行业基本面改善带来利好。

其二、Q4 纺服鞋帽等相关消费有望进一步改善，将利好工业消费品中的纺织业、纺织服装、皮革毛皮制品等行业的行业基本面改善，随着需求的改善，三个行业的价格有望探底回升，营收修复，皮革毛皮制品行业被动累积的库存能加速去化。

其三、“低社交属性”的可选消费品，如汽车消费以及家具、家电、装潢等地产后周期消费等，预计 Q4 将保持较高的消费需求，我们看好与之相关的汽车制造、家具制造、电气机械制造等行业维持景气，其中汽车制造和电气机械已进入补库阶段。

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

联系人：张浩

执业证书编号：S1230120070054

邮箱：zhanghao1@stocke.com.cn

相关报告

- 1 《10 月数据预测：社融增速赶顶》
2020.11.01
- 2 《盈利转正在即，未来补库关注什么？》
2020.10.27
- 3 《三季度 GDP 增速接近合理区间》
2020.10.03
- 4 《出口持续强劲，顺差提振增长》
2020.09.07
- 5 《再议出口超预期》
2020.08.07

报告撰写人：李超

风险提示：中国疫情超预期扩散，中美博弈超预期恶化，全球爆发经济、金融危机，经济封锁及社交隔离政策全面重启。

正文目录

1. Q3 经济回升，出口、地产较强	3
2. 中观行业景气怎么看？——结合库存周期视角	3
2.1. 上游采矿业：延续低迷	4
2.2. 中游原材料：总体向好	4
2.3. 装备制造业：开启补库	5
2.4. 工业消费品：结构分化	6
2.5. 农业消费品：蓄势待发	7
3. Q4 经济向好，出口、消费链条基本面回升	8
3.1. Q4 关注出口景气行业	8
3.2. Q4 聚焦消费发力行业	10

图表目录

图 1: PPI 见底，利润率回升，库存震荡	3
图 2: 工业增加值 Q1 大幅下滑，产能利用率 Q3 已经修复	3
图 3: 工业行业分类	4
图 4: 中游原材料 Q2 起加速修复，营收利润积极回升	5
图 5: 中游原材料价格修复，库存去化	5
图 6: 装备制造业利润高增，营收持续修复	5
图 7: 装备制造业价格持续修复，逐步开启补库	5
图 8: 通用设备制造业已进入补库阶段	6
图 9: 电气机械制造业已进入补库阶段	6
图 10: 工业消费品营收震荡，利润显著回升	6
图 11: 工业消费品价格持续下降，库存适当抢跑	6
图 12: 医药制造业已开启补库	7
图 13: 文教体育用品消费需求显著快于纺织服装	7
图 14: 农业消费品营收修复，利润高增	7
图 15: 农业消费品价格震荡，库存蓄力	7
图 16: 酒饮茶制造业有望逐步进入弱势补库阶段	8
图 17: 农业消费品价格震荡，库存蓄力	8
图 18: 欧盟自身生产回升则对我国进口依赖下降	9
图 19: 美国库存触底开始有补库迹象	9
图 20: 外需依存度较高的行业已进入补库阶段	9
图 21: 截至 9 月，我国表现较强的出口品类一览	9
图 22: 疫情发生之后，消费结构表现出较强的分化特征	10
图 23: 必需品增速依然较快，但 Q3 相较 Q2 有所下降	10
图 24: 高社交属性的可选消费 Q3 修复斜率加大	10

1. Q3 经济回升，出口、地产较强

三季度 GDP 同比+4.9%，“三架马车”表现亮眼，出口、地产较强。供给端，复工复产基本达成，PMI 已连续 8 个月位于荣枯线上方，工业增加值持续修复，9 月更是有超预期的表现。需求端，出口继续超预期，印证我们的判断，Q3 净出口贸易顺差达到 1.12 万亿元，继续对经济增长提供较强的支撑。除此之外，投资增速稳健修复，结构上地产表现较强，制造业稳步回升，基建略低于预期；居民收入提振消费能力和消费意愿，消费加速回暖。“三驾马车”均表现强劲，三季度 GDP 同比+4.9%。

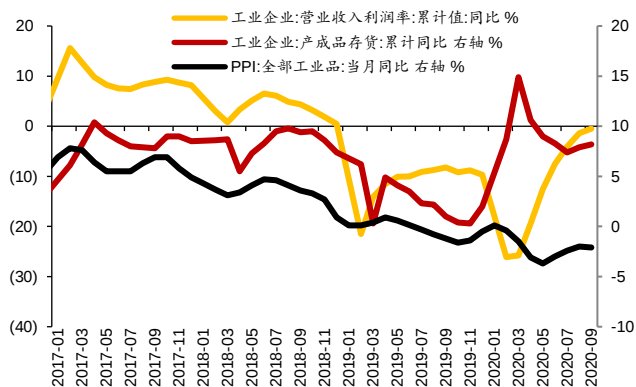
失业持续改善，工业保持修复、回归正轨。Q3 失业稳步下降，9 月全国调查失业率 5.4%，已低于往年目标，远低于 6.0% 的年内目标。在两个大循环的共振之下，工业生产加速修复，9 月工业增加值同比已经达到 6.9%；1-9 月，工业企业利润总额同比-2.4%，转正在即，工业产成品库存同比达到 8.2%，环比连续两个月回升。PPI 同比在 5 月触底回升后，三季度延续修复回升。

综合来看，截至 Q3，经济数据显著修复，出口超预期走强提振经济，地产、基建、“宅经济”相关消费带动内需回升，与之相关的行业处于相对景气状态。

2. 中观行业景气怎么看？——结合库存周期视角

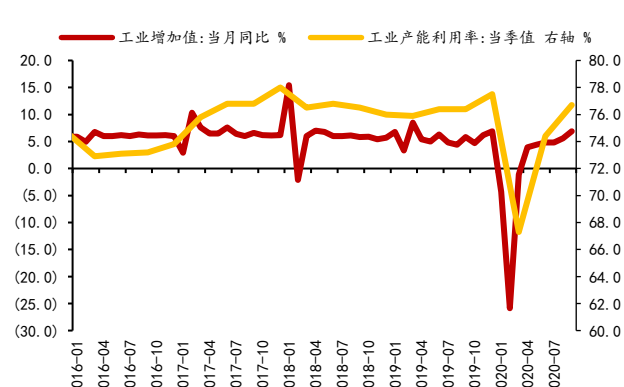
中观行业景气是宏观逻辑的一个延续，我们通过工业企业的价格、营收、利润、库存等数据，判断中观行业的景气变化，库存周期视角是一个重要的基本分析框架，它反映了供需综合作用的净结果，价格、生产、营收、利润等又相互印证。

图 1：PPI 见底，利润率回升，库存震荡



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 2：工业增加值 Q1 大幅下滑，产能利用率 Q3 已经修复



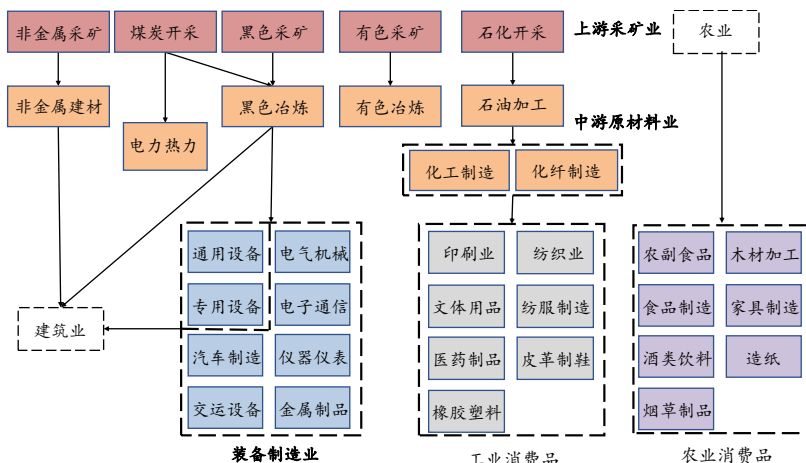
资料来源：Wind，浙商证券研究所

我们在 2020 年 7 月《两个大循环对利润拉动开始显现》报告中提出，年内库存周期将呈现出一个“下蹲-蓄力-起跳”的特征，即“被动去库-库存震荡-主动补库”三阶段，并提出 Q4 大概率开启主动补库，目前仍维持这一观点。

结合价格、营收、生产、库存等工业数据的特征，我们认为一轮较弱的补库周期即将到来。9 月工业库存环比微升，主因是疫情导致 2020 年呈现出需求后置特征，特别是 Q4 消费存在长假和购物节效应，8、9 月短期库存微升或是企业提前备货所致。展望 Q4，PPI 已在年中开始触底反弹，企业盈利也加速修复，Q4 转正在即。10 月 PMI 原材料库存和 PMI 采购量分别为 48 和 53.1，环比均下降 0.5 个百分点，印证我们对于 8、9 月库存

微升系短期备货导致。Q3 当季工业产能利用率 76.7%，高于去年同期，但略低于 2019 年末，我们预计 Q4 有望开启弱补库周期。

图 3：工业行业分类



资料来源：Wind，浙商证券研究所

为进一步观察行业趋势，我们将不同的工业行业分为五类：上游采矿业、中游原材料业、装备制造业、工业消费品和农业消费品。

2.1. 上游采矿业：延续低迷

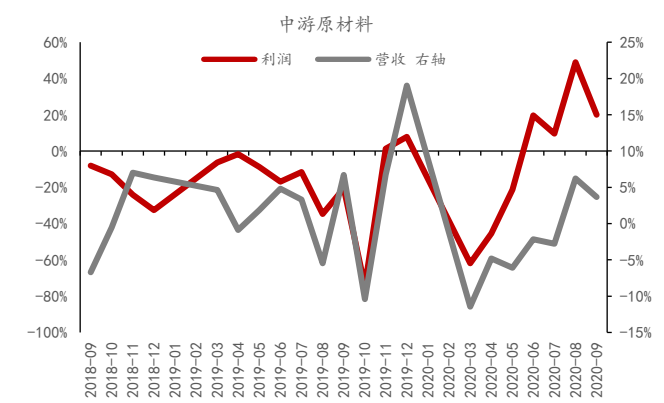
上游采矿业延续低迷表现。受疫情冲击终端需求和低油价因素影响，上游采矿业的價格 Q1 起大幅下滑，工业库存被动累积高企，导致营业收入和利润大幅下滑，在一系列为企业降成本、减负担的政策呵护下，工业企业盈利较营业收入下滑的幅度相对较低。6 月，大部分经济体开始推进复工复产，叠加逆周期政策刺激作用，共同带动全球总需求开始触底回升（全球各国电力需求同比开始显著回升），价格跌幅开始收窄，库存逐步去化，但仍未回到疫情前（2020 年 2 月）水平。

行业结构方面，煤炭采选、石油天然气开采是主要拖累因素，疫情对这两个行业的需求冲击较大，同时低油价又进一步拖累其表现，价格低迷导致营收、利润双双低迷。相反，与地产、基建关联度较强的黑色金属矿采、有色金属矿采和非金属矿采选修复较快、近期表现较好，Q2 起基建、地产投资增速开始转正，地产逐步从“拿地强”转变到“销售强-建安强”的特征，基建增速略低于年初预期但也保持相对平稳增长，由此带动上述三个行业在疫情后修复较快。特别是黑金采选和有色采选，价格已经开始触底回升，营收、利润显著修复，有望从蓄力阶段进入弱补库阶段。

2.2. 中游原材料：总体向好

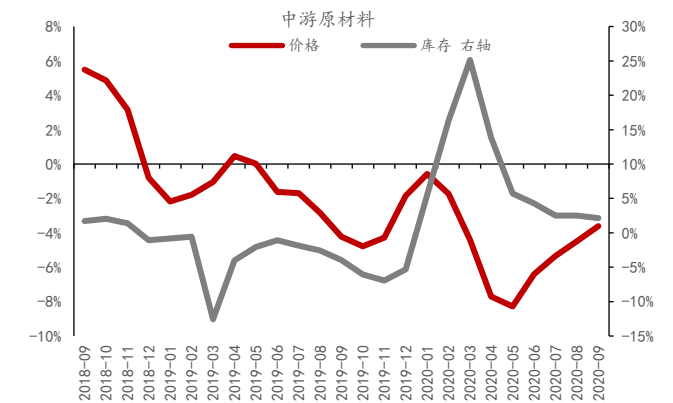
中游原材料总体向好，后续或开启补库阶段。中游原材料行业受疫情冲击，3 月利润与营收均大幅下滑，需求萎缩导致库存快速累积，低油价带来的上游采矿业价格通缩也传导至原材料行业，价格持续下降。5 月起，价格触底开始反弹，复工复产带动内需快速修复，出口、地产和基建的相对景气是主要支撑，一方面提振了价格和营收，另一方面加速了前期积压库存的去化。截止 Q3，工业企业利润增速维持在较高水平，营收增速转正，价格维持渐进修复特征，库存小幅下降。综合来看，预计后续将逐步进入弱势补库阶段。不过值得注意的是，当前盈利增速比营收多增较多，是减税降费、融资性支持等降成本政策呵护所致，进入 2021 年降成本政策的边际利好将适当下降。

图 4：中游原材料 Q2 起加速修复，营收利润积极回升



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 5：中游原材料价格修复，库存去化



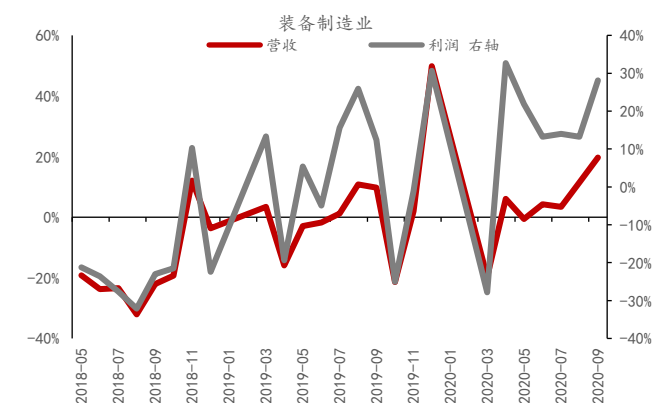
资料来源：Wind，浙商证券研究所

行业层面，中游原材料不同行业之间分化较小，黑金冶炼、有色冶炼、化学制品和化纤制造均处于库存持续去化，营收、利润、价格逐步修复状态，工业生产也持续修复；与地产、基建产业链关系较为密切的非金属制品业，截至 9 月已有一定的弱补库特征，相关的水泥、玻璃、防水材料等均有表现，玻璃价格从 4 月起见底回升，水泥价格在排除天气因素扰动后在 8 月初起也开始显著回升。

2.3. 装备制造业：开启补库

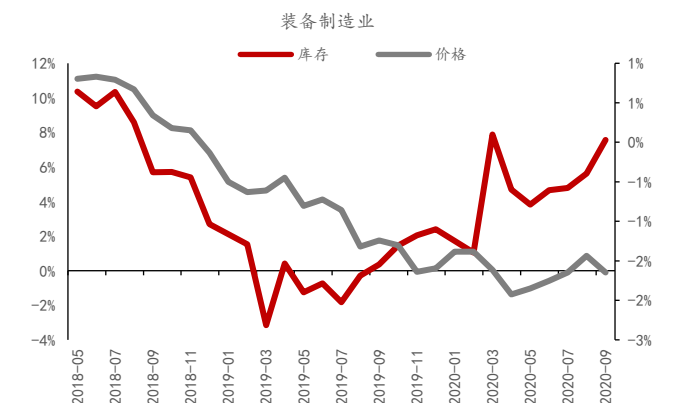
装备制造业已开启补库。装备制造业自 Q2 起开始显著回升，4 月价格触底回升，5 月起营收持续走高，截至 9 月营收当月同比已经达到 20%，4 月至 9 月企业利润当月同比均保持在 13% 以上，库存也从 5 月起逐步上行，领先性进入补库周期，这些现象背后的核心是受益于两个大循环带来国内外需求共振。

图 6：装备制造业利润高增，营收持续修复



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 7：装备制造业价格持续修复，逐步开启补库

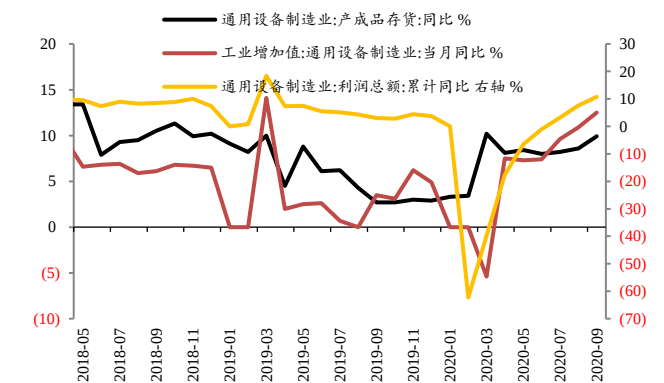


资料来源：Wind，浙商证券研究所

结构方面，通用设备和电气机械相对领先性进入补库阶段。截至 Q3，通用设备营收和利润逐步修复，工业生产快速修复，产能利用率恢复疫情前水平，工业增加值进一步上升，逐步进入弱补库周期，价格低迷与上游价格大幅下跌有关。电气机械价格已经触底回升，企业盈利、营收和工业生产均处于持续改善特征，领先性开启补库周期。我们认为这两类行业的相对景气与出口超预期密切相关，海外疫情冲击和防疫不利导致出现供需缺口，中国出口填补海外供给得以发挥作用，Q2 以来与“宅经济”相关的家用电器、与工业生产相关的机械设备等领域的出口增速表现较强，有所印证。此外，仪器仪表制

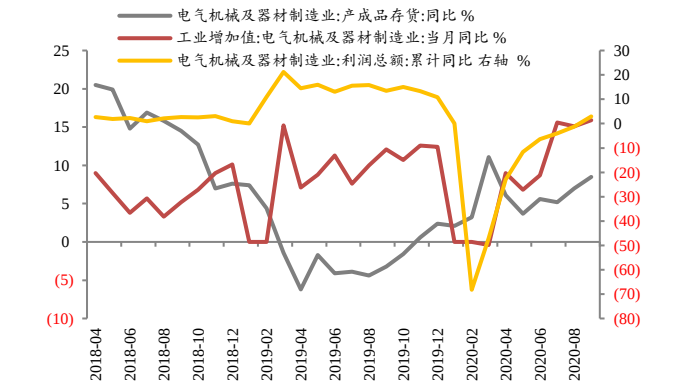
造业、金属制品业和专用设备制造业较为相似，营收和利润 Q3 修复上行，但价格仍相对低迷，工业生产相对平稳，库存周期仍处于蓄力阶段。

图 8：通用设备制造业已进入补库阶段



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 9：电气机械制造业已进入补库阶段

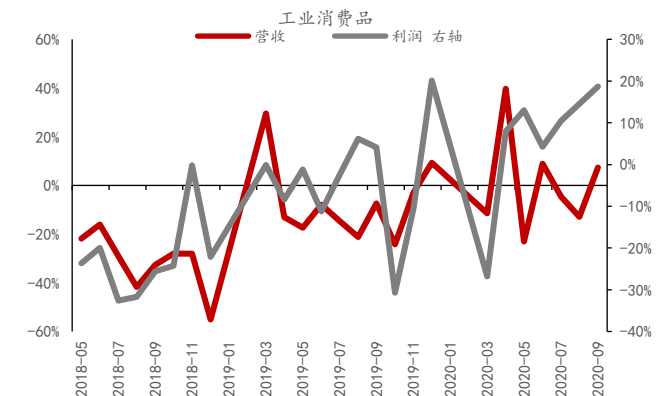


资料来源：Wind，浙商证券研究所

2.4. 工业消费品：结构分化

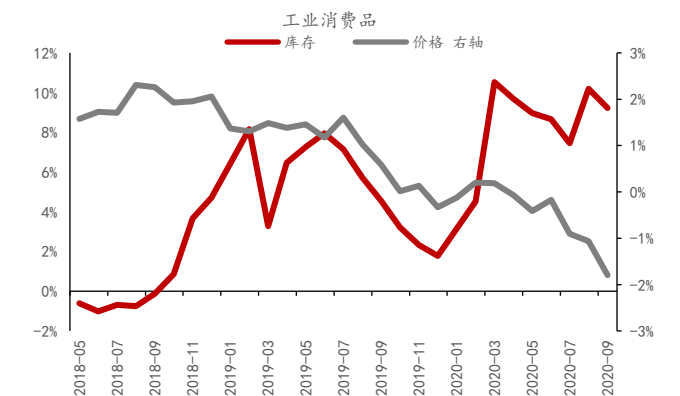
工业消费品呈现结构分化。整体上看，难以看到工业消费品的整体逻辑：营收维持震荡，利润渐进修复，累积库存适当去化后又有一定上行，价格持续下行。我们认为这些数据的不合，背后实质是结构分化。

图 10：工业消费品营收震荡，利润显著回升



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 11：工业消费品价格持续下降，库存适当抢跑



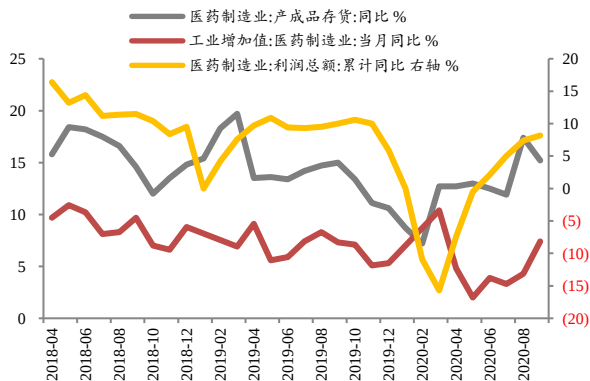
资料来源：Wind，浙商证券研究所

医药制造业在疫情后相对受益。一方面国内疫情提升下游防疫物资需求，利好中游医药制造业，另一方面海外疫情扩散但海外经济体自身缺乏有效的供给能力，不得不从中国进口，我国在海外疫情扩散时期（3-5 月）出口了大量医疗器械、医疗物资、药品等。在内外需求带动下，医药制造业营收和利润修复进度较快，工业生产显著修复，较早进入了补库周期。Q3 起，新兴市场国家疫情扩散，美欧等疫情二次反弹再次提振行业景气。

纺织服装、皮革毛皮等行业表现相对低迷，价格持续下行或位于较低水平，这与上游价格向下传导有关，疫情冲击居民就业和收入，必选消费品因需求刚性负面影响较为有限，部分可选消费品受到较大冲击，“穿”类消费相比“吃”和“用”恢复较慢，纺织服装、皮革毛皮等行业也表现相对低迷，利润的修复更多源于降成本政策带来的利好。

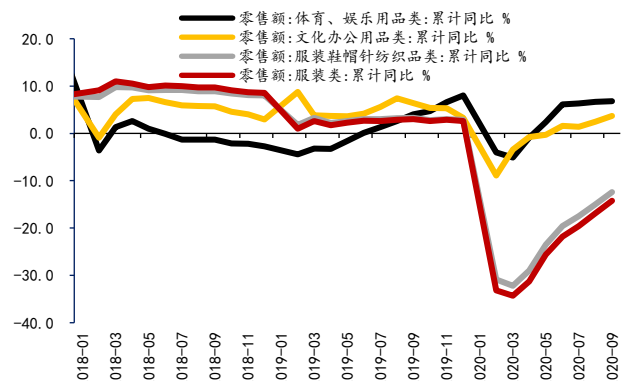
文教体育用品有一定补库特征，价格相对维持韧性，营收和利润渐进修复，工业生产加速，这均得益于终端需求的景气表现，疫情导致与“宅经济”相关的消费表现较好，限额以上零售额中文化办公用品和体育娱乐用品疫情后增速较快转正且维持较高增长。

图 12：医药制造业已开启补库



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 13：文教体育用品消费需求显著快于纺织服装

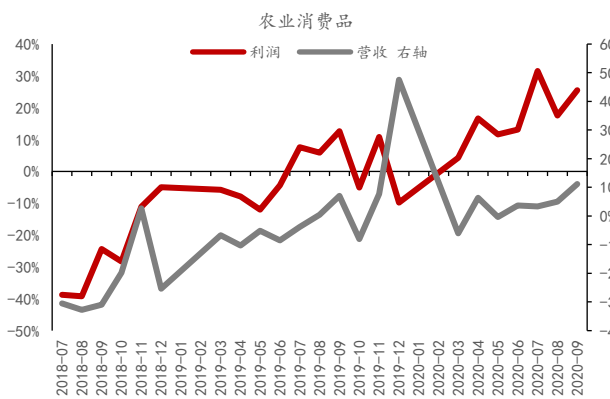


资料来源：Wind，浙商证券研究所

2.5. 农业消费品：蓄势待发

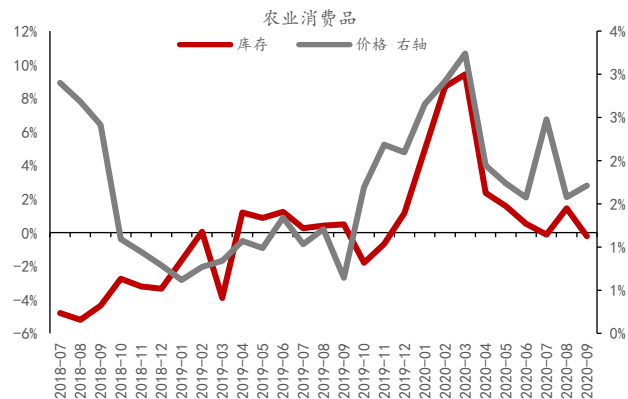
农业消费品蓄势待发。截至 Q3，农业消费品在疫情后稳步修复，营收震荡回升，9 月同比已经达到 11%，企业盈利受降成本和需求恢复的双重提振，7、8、9 月分别达到 32%、18%和 26%的增速，价格基本稳住，库存从去库阶段进入到蓄力阶段。整体来看，我们认为，农业消费品蓄势待发，后续将逐步进入弱补库周期。

图 14：农业消费品营收修复，利润大增



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 15：农业消费品价格震荡，库存蓄力



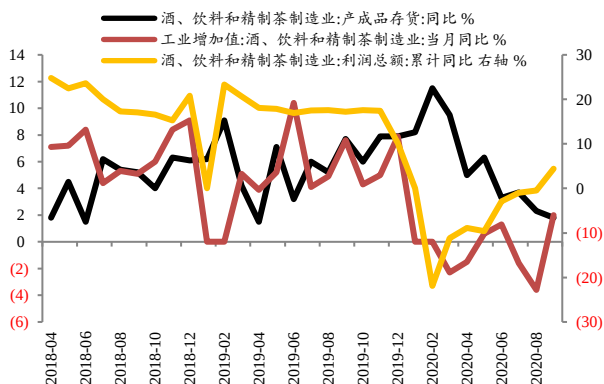
资料来源：Wind，浙商证券研究所

农副食品加工和食品制造业相对平稳，库存去化，营收、利润较为平稳。疫情对食品类的必选消费品冲击较为有限，疫情初期甚至产生一定囤货预期，导致需求阶段性向好。临近 Q4，节假日和购物节效应导致短期备货需求增加，带动食品制造业和农副食品加工的短期生产加速，但不能解读为开启补库阶段。我们认为，在价格仍相对低迷的情况下，短期库存继续去化或蓄力阶段仍可能延续。

酒饮茶制造业有望进入弱补库阶段，家具制造业可能延续库存去化。疫情对可选消费品冲击不同，酒饮茶受益于“宅经济”特征，消费需求回升较快，4月起维持高增，并受到餐饮、旅游等服务业的持续修复，形成持续支撑，因而酒饮茶制造业营收和利润均持续修复，库存底部蓄力，近期工业生产加速，预计将逐步进入弱补库阶段。相反，家

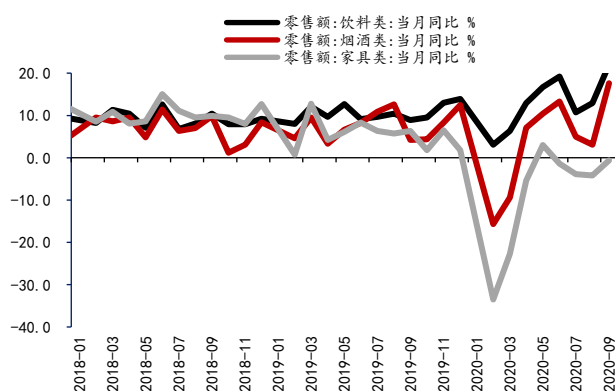
具制造业表现相对低迷，限额以上家具类销售额仍在 0 附近徘徊，下游需求修复缓慢导致家具业价格持续下行、库存维持在较高水平，预计后续阶段性仍将保持去库特征。

图 16：酒饮茶制造业有望逐步进入弱势补库阶段



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 17：农业消费品价格震荡，库存蓄力



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3. Q4 经济向好，出口、消费产业链基本面改善

展望 Q4，经济逐步企稳。经济回升至疫情前水平，预计 Q4 当季实际 GDP 同比 6%。调查失业率稳步下降，向疫情前靠拢。居民收入修复，消费需求后置，年末长假因素和购物节效应提振消费。信贷政策保障制造业资金来源有助于制造业回升，高技术制造业表现持续亮眼；Q4 财政集中花钱效应凸显，或带动基建适当回升；地产投资稳步回升，建安投资有较强支撑。中国供给优势凸显，填补海外供需缺口，出口持续景气，具有一定延续性；短期备货因素提振进口，持续冲高概率较低，稳步回升概率较高。预计 Q4 贸易顺差仍接近万亿。CPI 变动收窄，PPI 稳步修复。

综合基本面及政策表现，我们相对看好出口产业链的景气，受益于消费需求后置、购物节效应的部分消费品类，同时，地产仍具有一定韧性，财政集中支出也会带动基建适当回升，对地产基建相关的中游原材料等行业也有支撑。

3.1. Q4 关注出口景气行业

我们看好后续出口继续维持较强表现，主因在于以下两点：

1、中国供给填补海外供需缺口的逻辑继续兑现。海外疫情再次反复，新兴市场尚未可控。美欧面临二次反弹。疫情导致海外经济体的供给修复慢于需求。由此产生的供需

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_1618

