利润持续修复，上游受价格带动显著上行

——12 月工业企业利润数据点评

日期：2021 年 01 月 27 日

投资要点：

- 1-12 月规模以上工业企业实现利润总额 64516.1 亿元，累计同比增速较 11 月上行 1.7 个百分点至 4.1%；12 月工业企业利润当月同比增速由 11 月的 15.5%上升至 20.1%。
- **工业企业利润继续修复，营收累计增速继续上行。**利润增速重回 20%以上，总体处于健康发展的态势。
- **工业企业产销保持较快增长，价、量齐升，成本下降趋势延续，而费用小幅上升，整体盈利持续改善，应收账款增长速度有所减缓，但仍处于相对高位。**12 月 PPI 和工业增加值均继续上行，上游行业价格上行明显。向前看，应防范 3 月末中小企业计提坏账准备带来的利润下行风险。
- **各类型企业利润均在继续修复，超过去年同期表现。外资企业利润增速上行最为明显，国有企业修复增速依然较快，私营企业利润增速超过去年同期。各类型企业资产负债率均拐头向下。**当前政策正逐步调整至稳杠杆阶段，国有企业杠杆率已经有稳定的趋势，从中长期来看，主动去杠杆仍是趋势，各部门杠杆率应稳中有降。
- **分大类看，制造业利润增速持续修复上行，**采矿业项下煤炭、黑色金属矿采选业增速继续上行，且黑色上行幅度显著，有色增速小幅走弱，煤炭开采延续修复，但整体依然偏弱；电力、热力、燃气及水的生产和供应业增速略有上行，中东部部分城市拉闸限电对电力整体供应情况影响依然较小。
- **各行业利润多数修复上行，上游原材料行利润大多表现亮眼，**黑色表现不及有色，石油、煤炭等燃料加工业上行速度最快。中游设备制造增速仍处于高位。下游行业利润走势有所分化，汽车制造业回落明显。房地产下游的家具制造业增速明显上行。高端制造业中，计算机、通信和其他电子设备制造业增速继续高位上行，仪器仪表制造业高位小幅回落。
- **工业企业库存小幅累积，企业累库存进程依然较慢。**向后看，工业企业利润累计增速预期将进一步修复，在 2021 年一季度在低基数作用下达到年内高点，而企业营收和库存也分别受基数效应影响，营收和库存同比增速预期分别上行和回落，企业再度转入被动去库存阶段。
- **风险因素：**流动性大幅收紧风险，春节期间人口流动带来疫情扩散，企业节后生产大幅不及预期。

分析师：徐飞
执业证书编号：S0270520010001
电话：021-60883488
邮箱：xufei@wlzq.com.cn

研究助理：于天旭
电话：021-60883499
邮箱：yutx@wlzq.com.cn

万联证券

目录

1、工业企业利润延续修复趋势，盈利状况继续改善 3
2、制造业利润增速持续上行，上游行业表现强势 4
3、库存小幅累积，整体生产向好 6
4、风险提示 7

图表目录

图表 1：工业企业利润继续稳步修复 3
图表 2：不同工业指标与利润率走势关系 3
图表 3：企业应收账款端情况 4
图表 4：企业费用和投资收益走势（%） 4
图表 5：分登记注册类型工业企业利润累计同比 4
图表 6：不同类型企业资产负债率走势 4
图表 7：分大类行业利润总额累计同比走势 5
图表 8：化学原料及制品业增速大幅上行 5
图表 9：下游高端制造业修复速度放缓 6
图表 10：通用、专用设备增速持续上行 6
图表 11：工业企业库存周期 7
图表 12：汽车库存指标 7

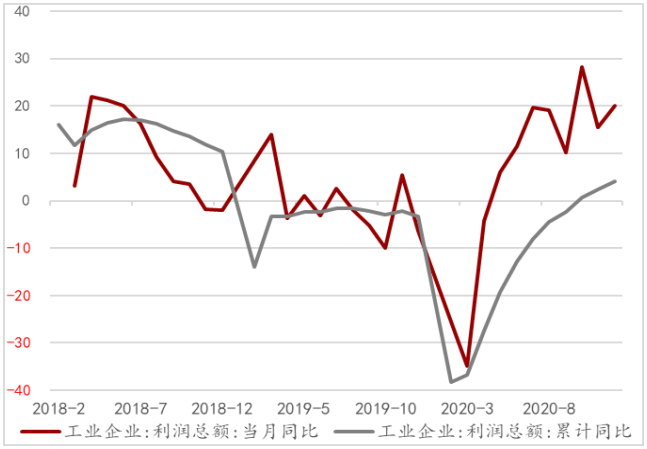
万联证券

1、工业企业利润延续修复趋势，盈利状况继续改善

工业企业利润继续修复，增速延续高位，营收累计增速继续上行。1-12月，规模以上工业企业实现利润总额64516.1亿元，累计同比增速较11月上行1.7个百分点至4.1%，2019年全年利润同比增速为-3.3%；12月工业企业利润当月同比增速由11月的15.5%上升至20.1%，增速重回20%以上，总体处于健康发展的态势。企业营收也维持上行，1-12月营收同比增速由上月的0.1%升至0.8%，在上月实现年内首次转正的基础上继续上行。

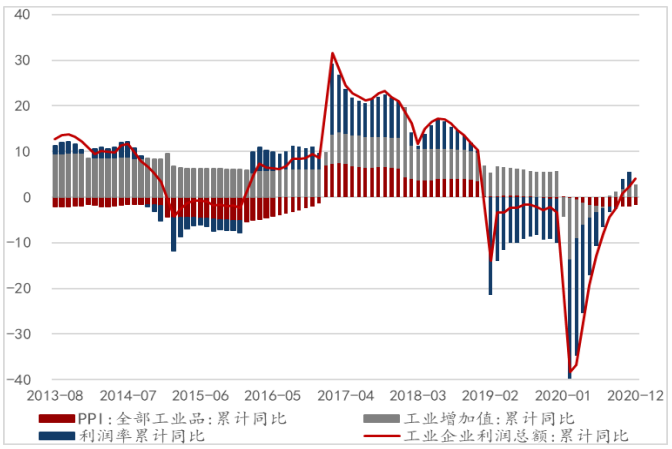
工业企业产销保持较快增长，价、量齐升，成本下降趋势延续，而费用小幅上升，整体盈利持续改善，应收账款增长速度有所减缓，但仍处于相对高位。工业企业利润率小幅下行，或受年底销售冲量影响，而费用上升，利润小幅摊薄。12月PPI明显上行0.9个百分点至-0.4%，大宗商品价格环比普遍显著上涨。工业企业加工价格和原材料购进价格均延续上行，PPI的原材料价格增速明显快于加工工业价格上行速度，对加工工业利润的拉动相对较弱。工业增加值增速上行0.3个百分点至7.3%。工业企业的利润率累计增速微降0.02个百分点至6.08%。企业单位成本继续下降，1-12月每百元营业收入成本同比下降0.19元至83.89元，自2020年4月以来持续回落，需要警惕此后需求下降阶段成本刚性问题。企业费用小幅上行，每百元营业收入中的费用由1-11月的8.92继续上升至9.17。统计局已公布的11月工业企业投资收益较10月的72.25%大幅回落至-11.32%，在2019年的高基数作用下，预期企业投资收益在12有所收窄。12月规模以上工业企业应收账款同比增长15.1%，增速较11月下降1.4个百分点，虽然应收账款增速有所下行，但当前仍处于历史高位。向前看，应防范3月末中小企业计提坏账准备带来的利润下行风险。

图表 1：工业企业利润继续稳步修复



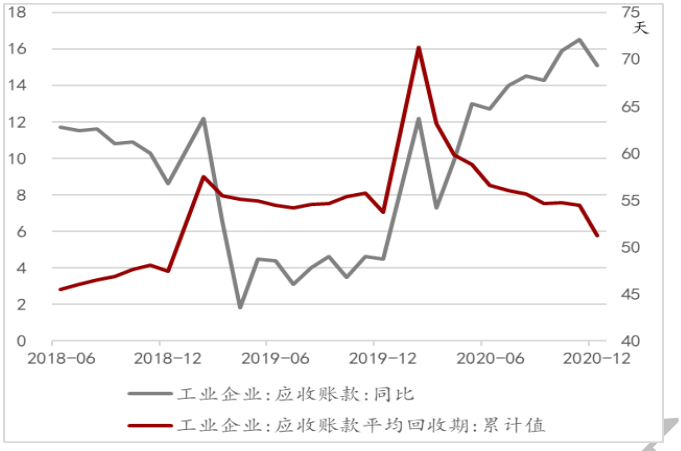
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表 2：不同工业指标与利润率走势关系



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表 3：企业应收账款端情况



资料来源：Wind，万联证券研究所

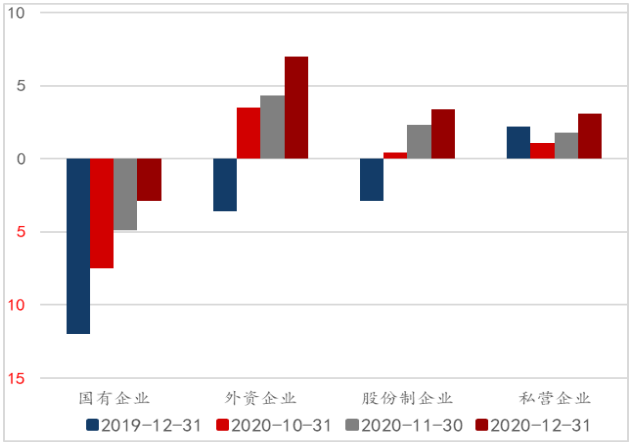
图表 4：企业费用和投资收益走势（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

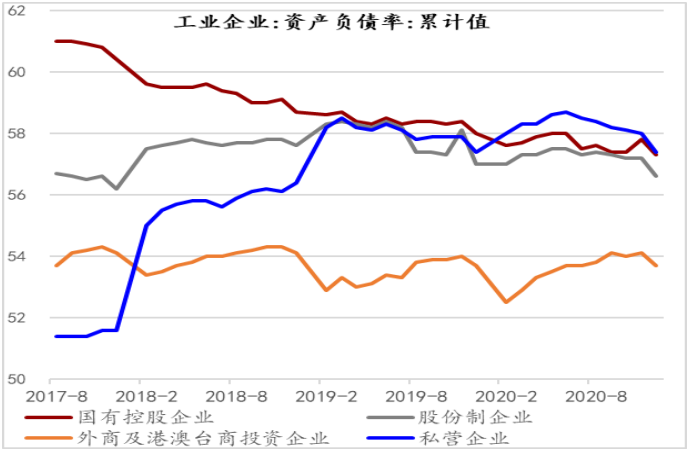
各类型企业利润均在继续修复，超过去年同期表现。外资企业利润增速上行最为明显，国有企业修复增速依然较快，私营企业利润增速超过去年同期。各类型企业资产负债率均拐头向下。12月国有企业和股份制企业利润修复速度依然较快，国企利润累计增速明显好于去年同期，但依然为负。外资企业持续正向上行，本月抬升幅度最为显著。国有企业和股份制企业修复速度略有放缓，但外资企业与私人企业的修复速度加快。1-12月，国有及国有控股、股份制工业企业利润总额累计同比增速分别上行2.0、1.1个百分点至-2.9%和3.4%，私营工业企业和外商及港澳台商工业企业分别上行1.3、2.7个百分点至1.8%和7%。国有企业资产负债率拐头向下，其他类型企业资产负债率也有不同程度的下降，私营企业的去杠杆趋势延续。当前政策正逐步调整至稳杠杆阶段，国有企业杠杆率已经有稳定的趋势，从中长期来看，主动去杠杆仍是趋势，各部门杠杆率应稳中有降。

图表 5：分登记注册类型工业企业利润累计同比



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表 6：不同类型企业资产负债率走势



资料来源：Wind，万联证券研究所

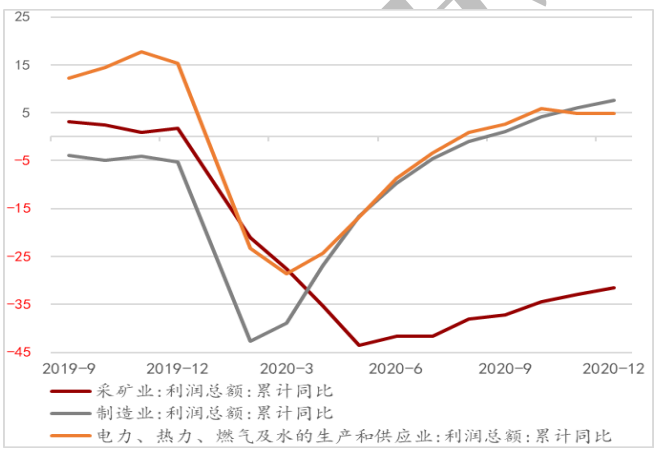
2、制造业利润增速持续上行，上游行业表现强势

制造业利润增速持续修复上行，采矿业项下煤炭、黑色金属矿采选业增速继续上行，

且黑色上行幅度显著，有色增速小幅走弱，煤炭开采延续修复，但整体依然偏弱；电力、热力、燃气及水的生产和供应业增速略有上行，中东部部分城市拉闸限电对电力整体供应情况影响依然较小。从三大工业行业来看，1-12月制造业利润总额累计同比由上月的6.1%上行至7.6%，增速持续上行，后疫情时代经济进一步复苏，叠加出口维持高增及生产端的持续修复，整体带动部分制造行业的上行。电力、热力、燃气及水的生产和供应业增速由上月的4.8%微涨至4.9%，增速保持稳定；电力、热力的生产和供应分项下行0.4个百分点至3.4%，部分受中东部少数城市拉闸限电导致，但只是阶段性紧平衡。采矿业累计同比增速上行1.3个百分点至-31.5%，表现依然较弱。采矿业项下表现分化延续，黑色金属矿采选业利润增速大幅反弹上行，有色金属矿采选业利润增速继续上行，煤炭开采和洗选增速延续逐步修复，冬储和供暖需求将带来需求改善，但整体增速依然较弱；石油和天然气开采低位继续大幅回落。

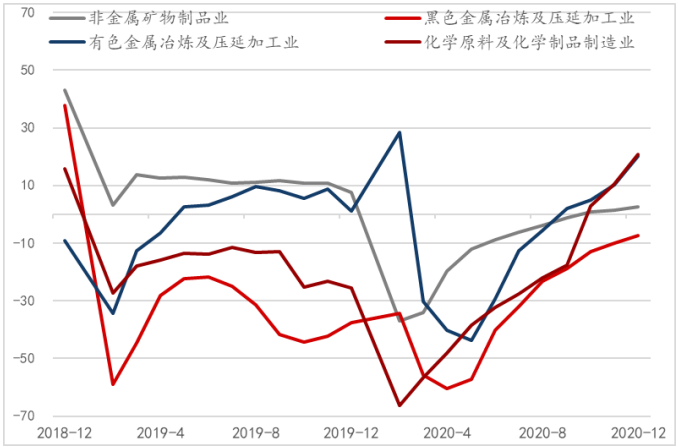
各行业利润多数修复上行，上游原材料行利润大多表现亮眼，黑色表现不及有色，中游设备制造增速仍处于高位。41个工业行业大类中，1-12月利润同比有26个行业增速上行，较上月有所回落。在上游行业中，化学原料及化学制品制造业和有色金属冶炼及压延加工业双双加速上行，1-12月分别由上月的10.5%与10.1%上行至20.9%与20.3%；石油、煤炭及其他燃料加工业本月累计增速上行速度最快，黑色冶炼及压延利润增速保持上行，但增速放缓，海外需求复苏对有色的推动较大，我国房地产、基建韧性仍将维持，黑色拐点仍未到来。利润仍在向上游行业转移。

图表 7：分大类行业利润总额累计同比走势



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表 8：化学原料及制品业增速大幅上行



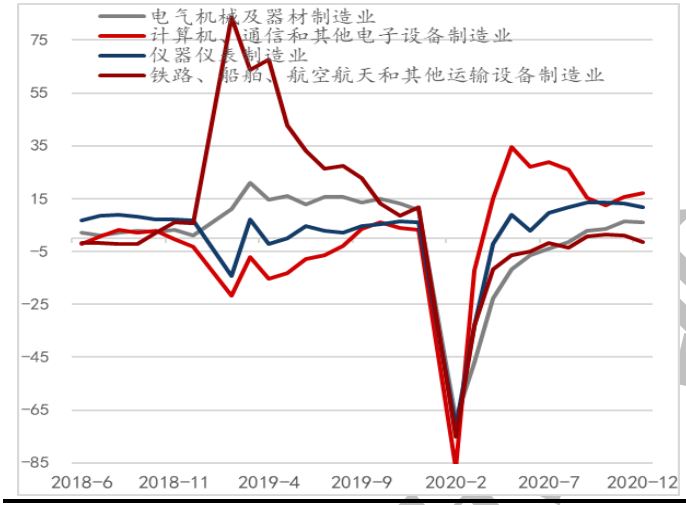
资料来源：Wind，万联证券研究所

中游行业中设备制造业景气度较高，通用、专用设备同比已处于相对高点并继续上行，显著高于去年同期增速。房地产、基建投资12月保持旺盛，海外经济修复，美国房地产竣工也逐步进入上行周期，带动相关机械制造业的上行。通用、专用设备制造业分别上行0.5、1.4个百分点至13%、24.4%，电气机械及器材制造业小幅回落0.6个百分点至6%。

下游行业利润走势有所分化，高端制造业中，计算机、通信和其他电子设备制造业增速继续高位上行，仪器仪表制造业高位小幅回落，汽车制造业回落明显。房地产下游的家具制造业增速明显上行。随着海外需求逐步回暖，部分海外订单转移到国内生产，房地产竣工回补，带动行业利润的修复上行趋势仍将延续。文教和娱乐用品

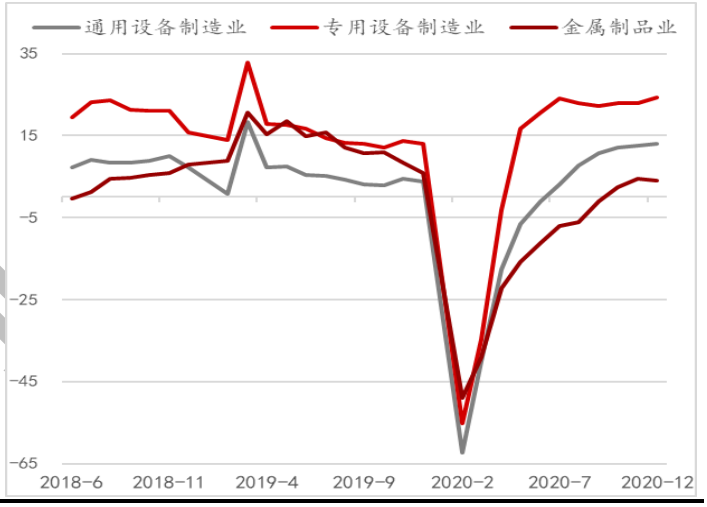
业利润增速延续上行，增速上行速度边际放缓。汽车制造业利润增速大幅下行3.2个百分点至4%，计算机、通信和其他电子设备制造业累计同比反弹上行1.5个百分点至17.2%，行业连续三月上行，整体表现突出；仪器仪表、铁路、航空等设备运输等高端设备制造业修复速度开始放缓。受海外疫情的扩散影响，我国防疫物资出口继续上行，医药制造业增速继续上行0.9个百分点至12.8，增速边际放缓。随着疫情的控制以及疫苗的投入，我国医药物资的对外出口高速增长或面临一定压力。

图表 9：下游高端制造业修复速度放缓



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表 10：通用、专用设备增速持续上行



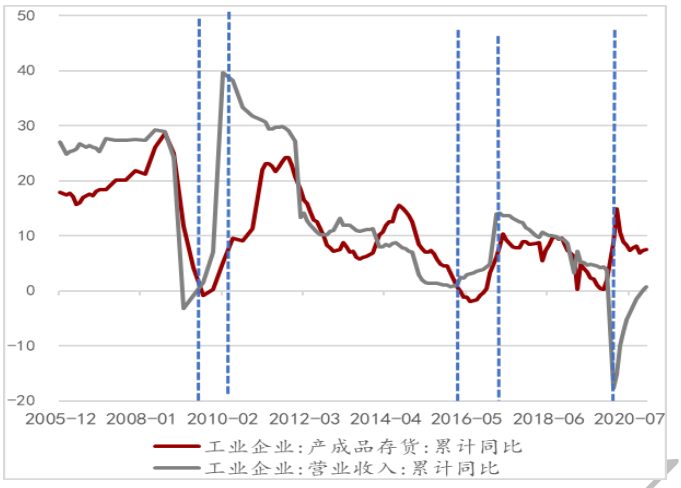
资料来源：Wind，万联证券研究所

3、库存小幅累积，整体生产向好

工业企业库存小幅累积，企业累库存进程依然较慢。12月工业企业产成品存货累计同比由上月的7.3%小幅上行至7.5%，企业短期来看处于缓步补库存进程。整体来看，企业营收修复的进程预期将在上半年延续，需求持续修复的情况下，企业去库的压力逐步减小，补库意愿有所提升。受疫情影响，企业营收和库存数据波动较快，虽然不同库存周期的切换符合经济逻辑，但库存周期的切换速度被明显加快，且扰动因素增加，不同行业库存周期明显分化。从汽车行业的库存指标来看，经销商库存系数和库存预警指数均延续上行。

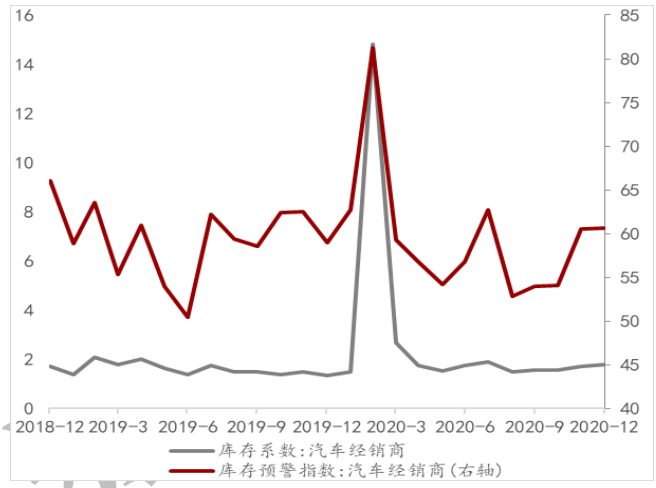
向后看，工业企业利润累计增速预期将进一步修复，且在2021年一季度在低基数作用下达到年内高点，预期仍将维持两位数增长。房地产和基建投资增速的强韧性有望延续至一季度，工业品需求有望维持高位，PPI上行的趋势预期也将延续。而企业营收和库存也分别受基数效应影响，营收和库存同比增速预期分别上行和回落，企业再度转入被动去库存阶段。如果剔除基数效应，预期企业将延续补库存进程。

图表 11：工业企业库存周期



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表 12：汽车库存指标



资料来源：Wind，万联证券研究所

4、风险提示

流动性大幅收紧风险,春节期间人口流动带来疫情扩散,企业节后生产大幅不及预期。

万联证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅—5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数 ：沪深300指数

风险提示

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。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心
广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场