宏观研究

“就地过年”利好工业企业利润

——1-12月工业企业利润点评

宏观数据点评 2021年1月28日

报告摘要：

- **1-12月工业企业利润同比增速维持在较高水平。**1—12月份规模以上工业企业实现利润64516.1亿元，同比增长4.1%，增速比1—11月份提升1.7个百分点。12月份，规模以上工业企业实现利润总额7071.1亿元，同比增长20.1%，增速比11月份加速4.6个百分点。分项来看，1-12月累计工业增加值同比维持在高位、工业企业营业收入利润率累计同比上行，以及国际油价上涨，大宗商品价格上涨推动PPI快速修复，都为工业企业利润上升做出贡献。除此之外，2019年同期基数大幅下行也拉动了企业利润增速上升。国企利润增速降幅从自第三季度开始大幅收窄，三、四两个季度均保持两位数增长。企业应收账款增速尽管较11月有所回落但仍处于相对高位，或对企业现金流产生一定压力。

- **国内外需求持续强劲与大宗商品价格上涨，带动中游工业企业补库存。**中游工业企业开始补库存的原因主要在于一是国内外需求持续强劲，制造业PMI自3月份连续10个月位于扩张区间、制造业出口订单PMI连续4个月位于扩张区间，均有利于提高企业备货意愿。二是受益于石油、动力煤等大宗商品价格回升，11月份中游加工业库存增速最快，显示企业补库存积极性较强。

- **PPI回升、叠加疫情不确定性降低，全面补库存指日可待。**PPI作为库存周期的提前指标，领先时间大概为3到5个月。PPI连续2个月改善，预计PPI将进入上升通道。另外，截至1月26日，我国新冠疫苗已接种2276.7万剂次。未来随着疫苗接种率提升，疫情不确定性降低，企业补库意愿将继续提升。我们认为，后续库存仍将延续震荡上行，全面补库存指日可待。

- **未来展望：“就地过年”利好工业企业利润。**回顾往年，一般工业生产活动会从春节前2到3周转弱，并在春节后的第3到4周回归正常。“就地过年”政策虽对春节假期不产生影响，但会减弱春节返乡 “提前放假、滞后返工”所带来的生产强度降低，并提高假期前后工业生产效率。我们认为，如果春节期间疫情受控，消费端不受到严重冲击，工业企业利润有望在2021年Q1保持高增速。

- **风险提示**

  国内海外疫情发展超预期，社融增速下降超预期。

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

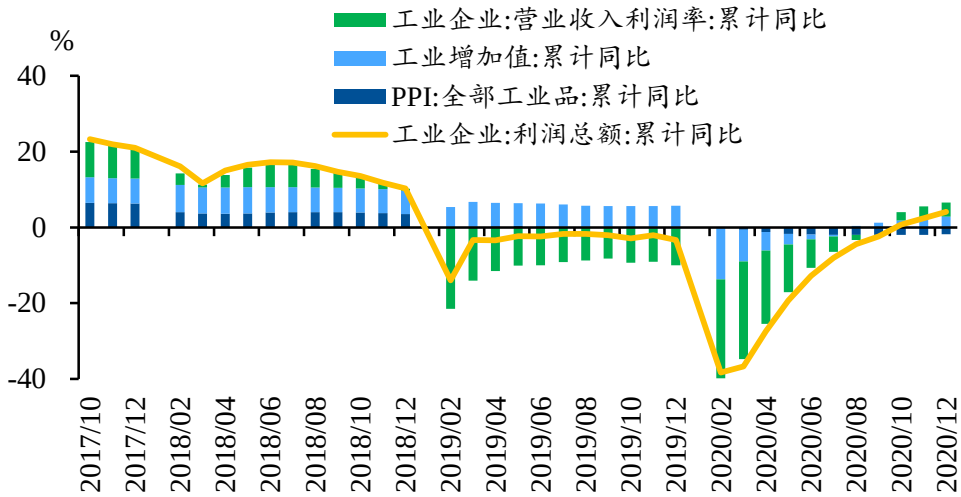
目录

1 1-12 月工业企业利润同比增速维持在较高水平.....3
2 重要信息：中游部分行业进入“主动补库存”.....6
3 未来展望：“就地过年”利好工业企业利润.....8
4 风险提示.....8
插图目录.....9

1 1-12 月工业企业利润同比增速维持在较高水平

1-12 月工业企业利润同比增速维持在较高水平。1—12 月份规模以上工业企业实现利润 64516.1 亿元，同比增长 4.1%，增速比 1—11 月份提升 1.7 个百分点。12 月份，规模以上工业企业实现利润总额 7071.1 亿元，同比增长 20.1%，增速比 11 月份加速 4.6 个百分点。分项来看，1-12 月累计工业增加值同比维持在高位、工业企业营业收入利润率累计同比上行，以及国际油价上涨，大宗商品价格上涨推动 PPI 快速修复，都为工业企业利润上升做出贡献。除此之外， 2019 年同期基数大幅下行也拉动了企业利润增速上升。此次为工业企业利润连续七个月保持单月两位数增长。

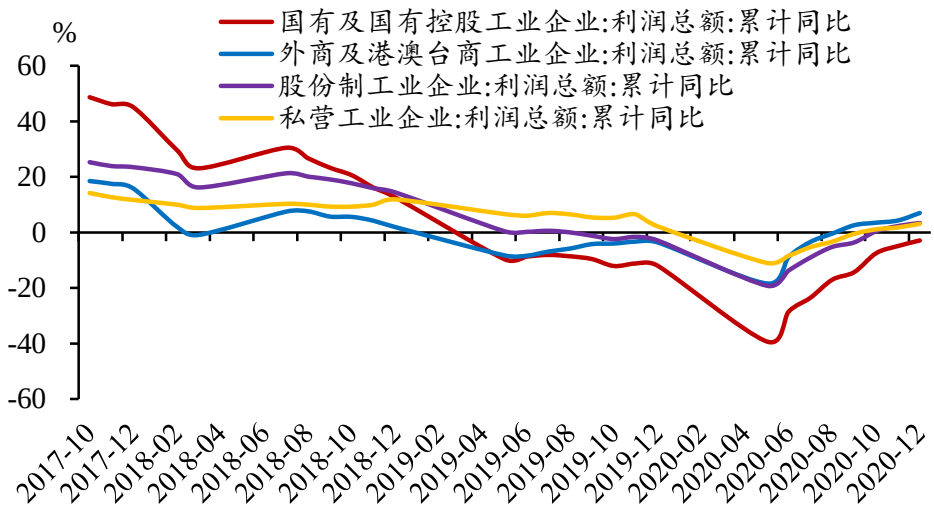
图 1：工业企业利润持续稳定恢复



资料来源：Wind，民生证券研究院

国企利润增速降幅较第三季度大幅收窄。2020 年，规模以上工业企业中，国有控股企业实现利润总额 14860.8 亿元，比上年下降 2.9%；股份制企业实现利润总额 45445.3 亿元，增长 3.4%；外商及港澳台商投资企业实现利润总额 18234.1 亿元，增长 7.0%；私营企业实现利润总额 20261.8 亿元，增长 3.1%。外企和民营企业利润仍在持续修复，国企利润增速降幅从自 2020 年第三季度开始大幅收窄，三、四两个季度均保持两位数增长。

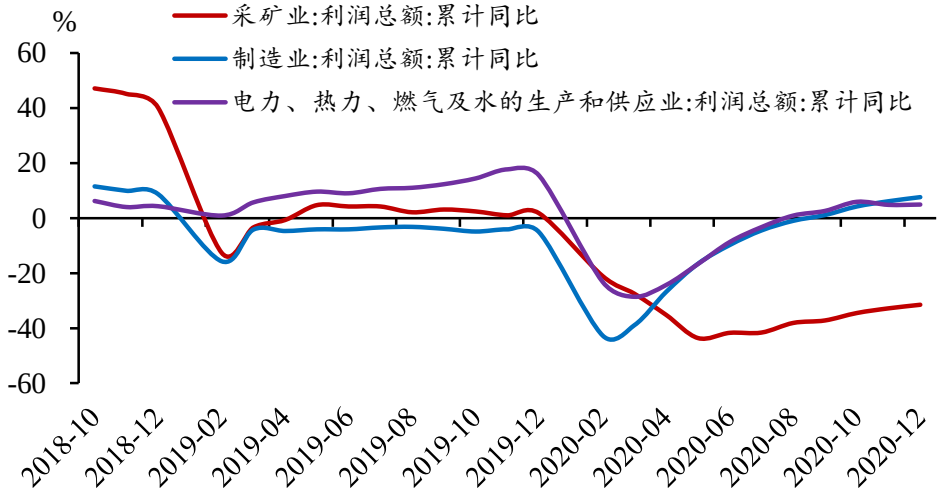
图 2：国企利润自第三季度开始大幅收窄



资料来源：Wind，民生证券研究院

采矿业和制造业继续边际改善。2020 年，采矿业实现利润总额 3553.2 亿元，比上年下降 31.5%；制造业实现利润总额 55795.1 亿元，增长 7.6%；电力、热力、燃气及水生产和供应业实现利润总额 5167.8 亿元，增长 4.9%。1—12 月份，在 41 个工业大类行业中，在 41 个工业大类行业中，26 个行业利润总额同比增加，15 个行业减少。其中，利润总额同比增速较快的行业为专用设备制造业（同比增长 24.4%），化学原料和化学制品制造业（同比增长 20.9%），有色金属冶炼和压延加工业（同比增长 20.3%），计算机、通信和其他电子设备制造业增长（同比增长 17.2%），通用设备制造业（同比增长 13.0%）。石油和天然气开采业下降 83.2%，石油、煤炭及其他燃料加工业下降 26.5%，煤炭开采和洗选业下降 21.1%，黑色金属冶炼和压延加工业下降 7.5%；其中，黑色金属冶炼和压延加工业单月利润改善幅度较大，石油和天然气开采开采、石油、煤炭加工加工等行业未见明显改善。

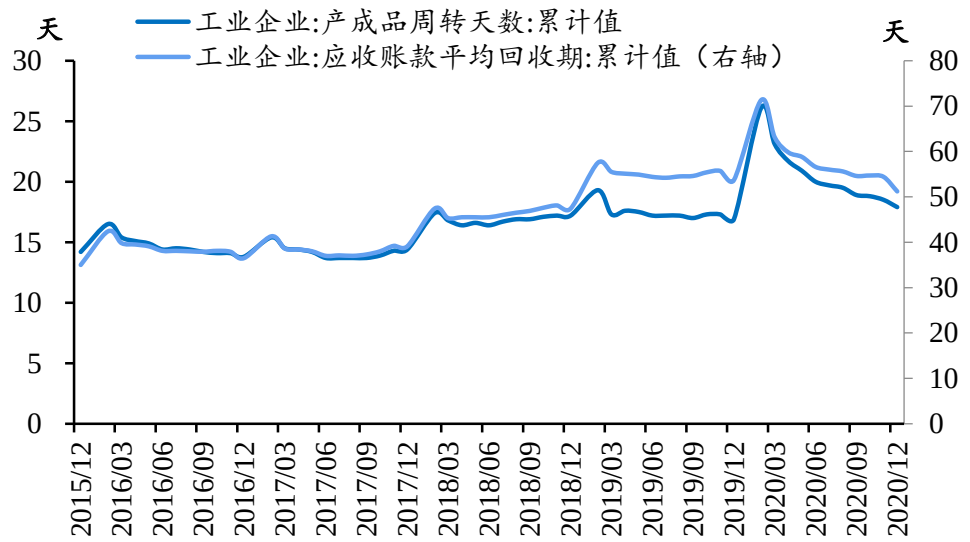
图 3：采矿业和制造业继续边际改善



资料来源：Wind，民生证券研究院

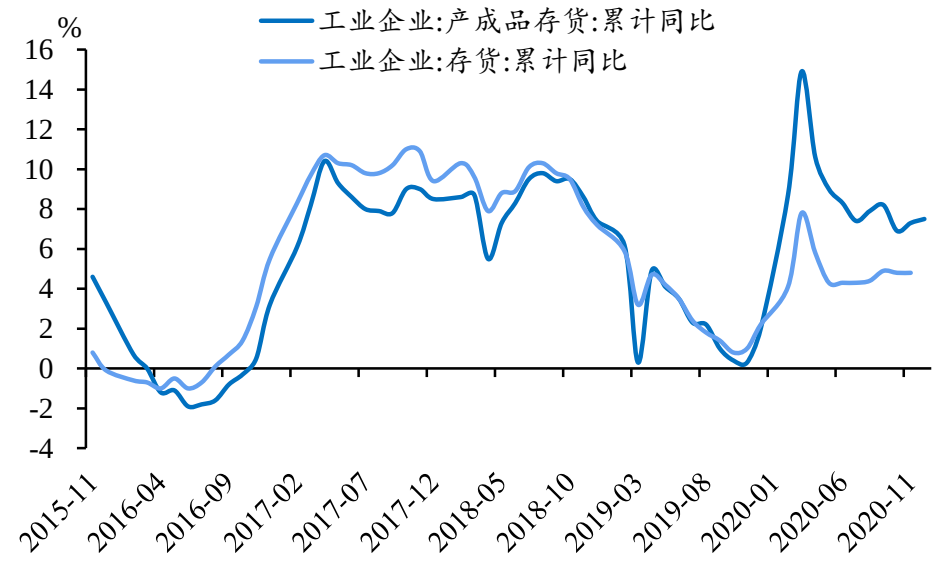
应收账款仍处于较高水平。12 月末，规模以上工业企业应收账款 16.41 万亿元，同比增长 15.1 %；产成品存货 4.60 万亿元，增长 7.5%。规模以上工业企业每百元营业收入中的成本为 83.89 元，同比减少 0.11 元；每百元营业收入中的费用为 9.17 元，比上年增加 0.14 元。企业应收账款增速尽管较 11 月有所回落但仍处于相对高位，企业现金流或面临一定压力。同时，应收账款平均回收期较 2019 年增加 5.8 天至 51.2 天，显示企业回款速度较慢。

图 4:应收账款回收期仍处于相对高位



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继续回升



资料来源：Wind，民生证券研究院

2 重要信息：中游部分行业进入“主动补库存”

中游加工中的部分行业逐步进入“主动补库存”。2020 年 12 月末，工业企业产成品存货累计同比增长 7.5%，较 11 月末提高 0.2 个百分点，延续了 11 月整体补库存的趋势。12 月产成品库存周转天数较 11 月减少 0.6 天，减少幅度较 11 月加快 0.3 天。其中，上游的黑色采选以及中游的非金属矿采选业、黑色金属冶炼及压延加工业、有色金属冶炼及压延加工业出现“主动补库存”的迹象。

图 6:黑色采选以及中游加工中的部分行业逐渐补库存

单位：%	指标名称	2020-3	2020-4	2020-5	2020-6	2020-7	2020-8	2020-9	2020-10	2020-11
上游采矿	煤炭开采	15	9.9	7	5.3	4.7	5.5	4.6	-0.3	-1.3
	石油开采	-5.6	-5.5	-3.4	-6.5	-3.8	-7.4	-20.7	-20.4	-22.1
	黑色采选	19	12.3	14.4	13.5	10	6.7	9	9.7	14.7
	有色采选	11.4	13	10.2	11.8	11.8	10.3	12.1	13.1	10.4
中游加工	燃料加工	18.5	3.8	0	-1.4	-1.5	0.5	-1.4	-1.7	-4.4
	木材加工	15.7	14.8	12	12.9	11.7	12	12	10.6	9.5
	造纸	15.7	9.3	6.2	0.6	0.6	4.4	6.4	3.4	9.2
	化学原料	21.2	10.5	6	4.8	3.8	4.5	3	1	1.6
	化学纤维	23.8	9.3	4.2	17.1	14.8	14.4	10.8	-0.5	-3.8
	橡胶制品	12	8	4.5	3.5	1.7	2.2	3.3	2.8	2.7
	非金属	30.3	24.9	25.7	24.3	20.6	24.1	23.6	21.1	25.8
	黑色冶炼	46.5	28.4	16.1	12.3	7.9	7.9	8.6	7.5	11.8
	有色冶炼	17.4	18.1	2.6	1.9	3.3	3.6	3.9	4.4	8
	金属制品	25.1	19.4	17.6	14.3	13.9	12.3	11.4	9	11.6

资料来源：Wind，民生证券研究院

图 7:下游制造和消费品制造中多数行业继续补库存

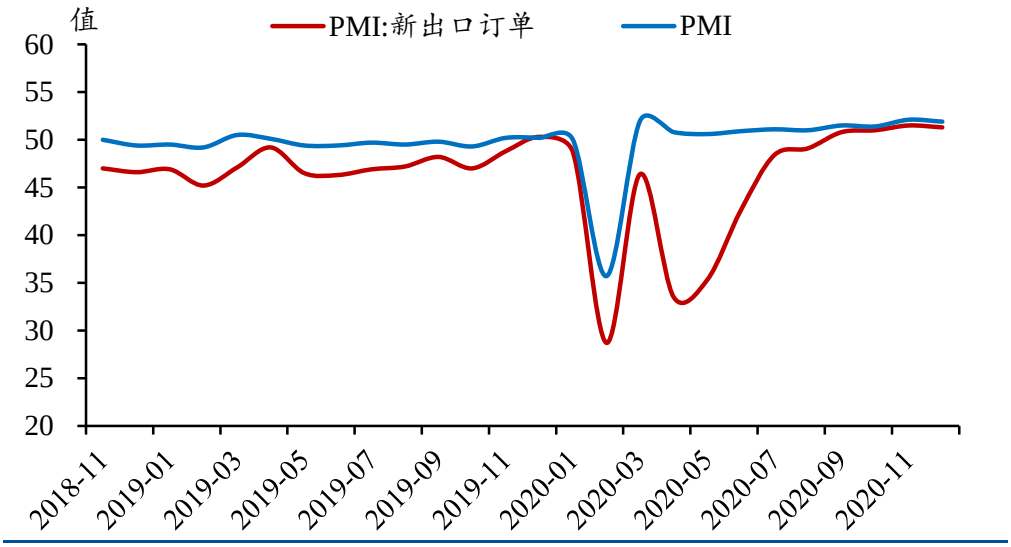
单位：%	指标名称	2020-3	2020-4	2020-5	2020-6	2020-7	2020-8	2020-9	2020-10	2020-11
下游制造	医药制造	12.7	12.7	13	12.5	11.9	17.4	15.2	14.9	14.6
	通用设备	10.2	8.1	8.4	8	8.2	8.6	9.9	10.2	9.5
	专用设备	14.8	11.3	10.7	12.7	11.7	12.8	11.6	11.4	12.3
	汽车制造	6.2	3.3	2.7	7.8	10.3	8.6	12.4	12.6	10.4
	运输设备	11.1	10.2	10	8	7.4	8.4	7.9	13.2	12.3
	电气机械	11.1	6.1	3.7	5.6	5.2	7	8.5	7.7	7.7
	通信电子	5.3	9.6	15.8	12	10.2	9.4	14	10.3	9.3
	仪器仪表	25.3	24.3	24	18.5	18.9	15.1	13.8	13.6	13.0
消费品制造	农副食品	8	3.7	7.1	6.2	7.2	8.3	7.8	8.7	9.4
	食品制造	8.5	9.2	9.5	9.3	8.7	9.9	1.6	9.5	3.4
	酒饮料茶	7	8.1	9.2	8.8	9	8.1	9.1	9.5	9.8
	烟草制品	-10.6	-8.9	-7.6	-7.2	-7.2	-6.5	-7.9	-6.7	-5.3
	纺织	4.1	2.1	2	2.5	2.1	1.2	0.7	-1.1	-0.3
	服装服饰	0.8	0.1	-0.1	-0.4	-1.3	-2	-2.2	-2.6	-3.0
	皮革制品	0.9	1.4	0.9	-0.1	-1.9	-2.1	-2.8	-3.5	-3.3
	家具制造业	4.8	4.5	4.2	4.2	3.8	4.7	5.2	6.3	7.0
	印刷业	6.4	4.2	3.6	3.2	2.1	1.6	-0.5	0.8	0.6
	文教娱乐	1.6	0.4	1.6	0.6	-1.6	-0.1	2.1	2.6	3.1

资料来源：Wind，民生证券研究院

国内外需求持续强劲与大宗商品价格上涨，带动中游工业企业补库存。中游工业企业开始补库存的原因主要在于一是国内外需求持续强劲，制造业 PMI 自 3 月份连续 10 个月

位于扩张区间、制造业出口订单 PMI 连续 4 个月位于扩张区间，均有利于提高企业备货意愿。二是受益于石油、动力煤等大宗商品价格回升，11 月份中游加工业库存增速在 4 大类中最快，显示企业补库存积极性强。

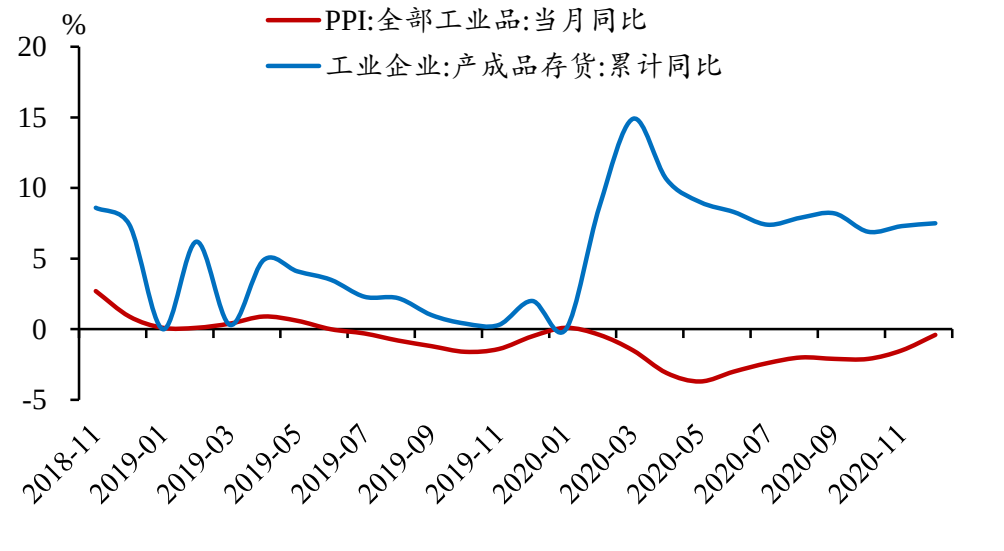
图 8:PMI 与出口 PMI 持续处于扩张区间



资料来源：Wind，民生证券研究院

PPI 回升、叠加疫情不确定性降低，全面补库存指日可待。PPI 作为库存周期的提前指标，领先时间大概为 3 到 5 个月。PPI 连续 2 个月改善，预计 PPI 将进入上升通道。另外，截至 1 月 26 日，我国新冠疫苗已接种 2276.7 万剂次。未来随着疫苗接种率提升，疫情不确定性降低，企业补库意愿将继续提升。我们认为，后续库存仍将延续震荡上行，全面补库存指日可待。

图 9：PPI 小幅回升



资料来源：Wind，民生证券研究院

3 未来展望：“就地过年”利好工业企业利润

工业企业利润有望在 2021 年 Q1 保持高增速。回顾往年，一般工业生产活动会从春节前 2 到 3 周转弱，并在春节后的第 3 到 4 周回归正常。“就地过年”政策虽对春节假期不产生影响，但会减弱春节返乡 “提前放假、滞后返工”所带来的生产强度降低，并提高假期前后工业生产效率。我们认为，如果春节期间疫情受控，消费端不受到严重冲击，工业企业利润有望在 2021 年 Q1 保持高增速。

4 风险提示

国内海外疫情发展超预期，社融增速下降超预期。

插图目录

图 1：工业企业利润持续稳定恢复 3
图 2：国企利润自第三季度开始大幅收窄 4
图 3：采矿业和制造业继续边际改善 4
图 4：应收账款回收期仍处于相对高位 5
图 5：产成品库存累计同比增速继续回升 5
图 6：黑色采选以及中游加工中的部分行业逐渐补库存 6
图 7：下游制造和消费品制造中多数行业继续补库存 6
图 8：PMI 与出口 PMI 持续处于扩张区间 7
图 9：PPI 小幅回升 7

分析师简介

解运亮，民生证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券研究所，任高级经济学家。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

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。