企业盈利延续改善，中上游利润维持高增

——11 月工业企业利润数据点评

日期：2020 年 12 月 28 日

投资要点：

- 1-11 月规模以上工业企业实现利润总额 57445.0 亿元，累计同比增速较 10 月上行 1.7 个百分点至 2.4%；11 月工业企业利润当月同比增速由 10 月的 28.2%回落至 15.5%。
- **工业企业利润继续修复，低基数效应减弱，单月增速回归正常区间，营收累计增速首次转正，工业企业产销保持较快增长，成本、费用下降，但应收账款仍在增加。**工业企业价格上行，生产维持高景气。11 月 PPI、工业增加值增速均有所上行。工业企业利润率增速继续小幅上行。企业单位成本首次下降，企业费用小幅回落。但企业应收账款持续上行也带来一定压力，应防范 3 月末中小企业计提坏账准备带来利润下行风险。
- **各类型企业利润均在继续修复，但速度有所放缓，国企资产负债率有所上行。**当前政策正逐步调整至稳杠杆阶段，国企杠杆率虽然阶段性上行，但从中长期来看，主动去杠杆仍是趋势。
- **分大类看，制造业利润增速持续上行，采矿业项下煤炭、有色采选业增速继续上行，黑色增速走弱，电力、热力、燃气及水的生产和供应业增速放缓，**部分受中东部少数城市拉闸限电导致。出口维持高增叠加消费稳步修复，带动了部分制造行业的上行。采矿业项下，煤炭开采和洗选增速有所上行，冬储和供暖需求将带来需求改善，但整体增速依然较弱。
- **各行业利润多数修复上行，上游原材料行利润继续改善，黑色表现不及有色，中游设备制造增速仍处于高位。**上游行业中，有色金属矿采选到冶炼及压延工业均继续修复上行，而黑色表现弱于有色，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，黑色拐点仍为到来。中游行业中，通用、专用设备同比已处于相对高点，且显著高于去年同期增速，房地产、基建韧性仍强，海外逐步复苏，带动相关产业链的上行。下游行业中，传统劳动密集型行业增速上行速度边际放缓；汽车制造业利润增速延续上行，计算机、通信和其他电子设备制造业增速反弹明显，成为主要拉涨项.海外疫情反复，我国防疫物资出口继续上行，医药制造业增速继续上行。
- **工业企业库存小幅累积，但依然难以确立累库拐点。**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，库存周期切换拐点未来可能随之切换。不同行业库存周期明显分化。
- 向后看，工业企业利润累计增速预期将进一步修复，但 12 月的低基数效应减弱，预期仍将维持两位数增长。
- **风险因素：**企业生产大幅不及预期，冬季疫情再次加重，寒冬拖累南方冬季生产。

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，中游设备制造仍处高位 4
3、库存小幅累积，整体生产向好 5
4、风险提示 6

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：企业应收账款端依然承压 3
图表 4：企业费用和投资收益走势（%） 3
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 5
图表 10：通用、专用设备增速持续上行 5
图表 11：工业企业库存周期 6
图表 12：汽车库存指标 6

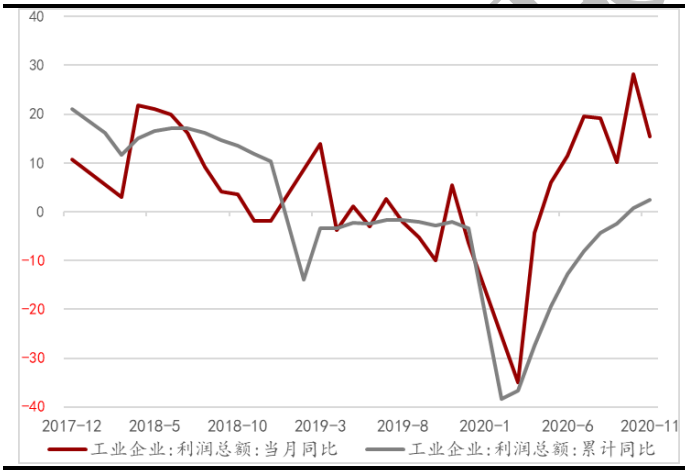
万联证券

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，低基数效应减弱，营收累计增速首次转正。1-11月规模以上工业企业实现利润总额57445.0亿元，累计同比增速较10月上行1.7个百分点至2.4%；11月工业企业利润当月同比增速由10月的28.2%回落至15.5%，低基数效应减弱，增速回到正常区间。企业营收也维持上行，1-11月营收同比增速由上月的-0.6%，上行至0.1%，实现年内首次转正。

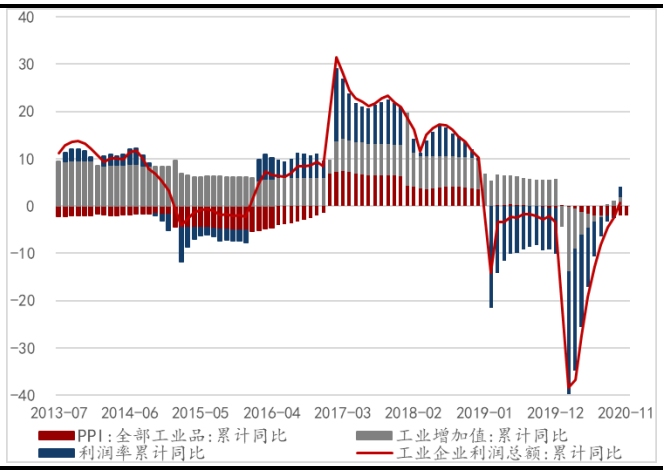
工业企业产销保持较快增长，成本、费用下降，盈利持续改善，但应收账款仍在增加。11月PPI明显上行0.6个百分点至-1.5%，大宗商品价格环比普遍显著上涨。工业企业出厂价格和原材料购进价格均延续上行，原材料价格增速较快对利润的拉动无明显上行。工业增加值增速上行0.1个百分点至7%。工业企业的利润率累计增速上行0.14个百分点至6.10%。企业单位成本首次下降，1-11月每百元营业收入成本同比下降0.01元至84.08元。企业费用小幅回落，每百元营业收入中的费用由1-10月的8.93继续小幅回落至8.92。企业10月投资收益大幅上行，拉动工业企业投资收益上行，预期企业投资收益11月仍将维持高位，而12月预期有所回落。11月规模以上工业企业应收账款同比增长16.5%，增速较10月末提高0.6个百分点，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



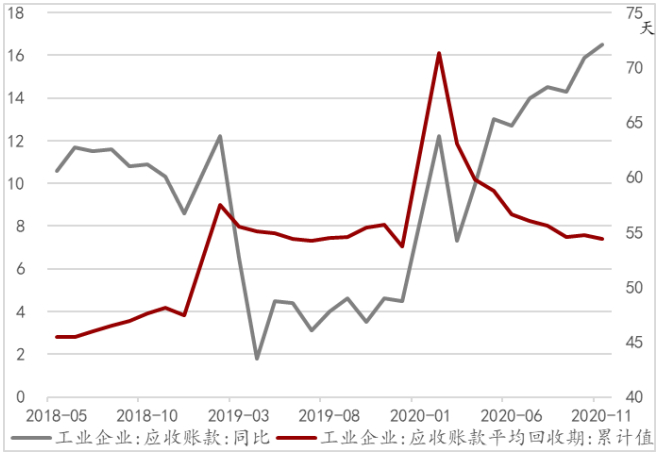
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表 2：不同工业指标与利润率走势关系



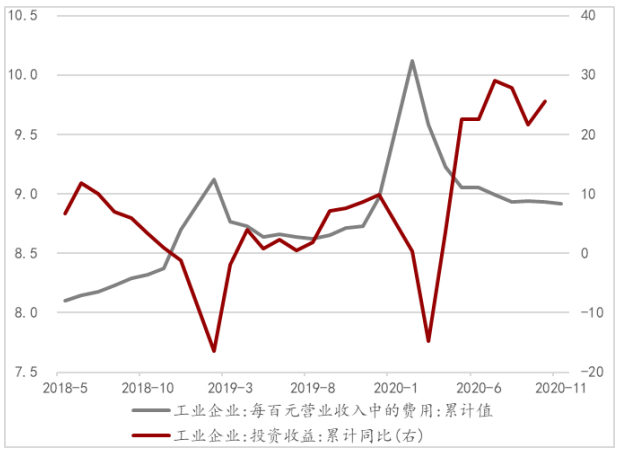
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表 3：企业应收账款端依然承压



资料来源：Wind，万联证券研究所

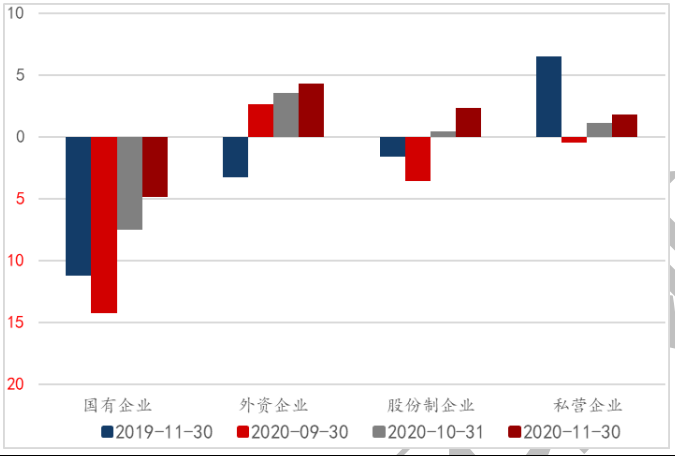
图表 4：企业费用和投资收益走势（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

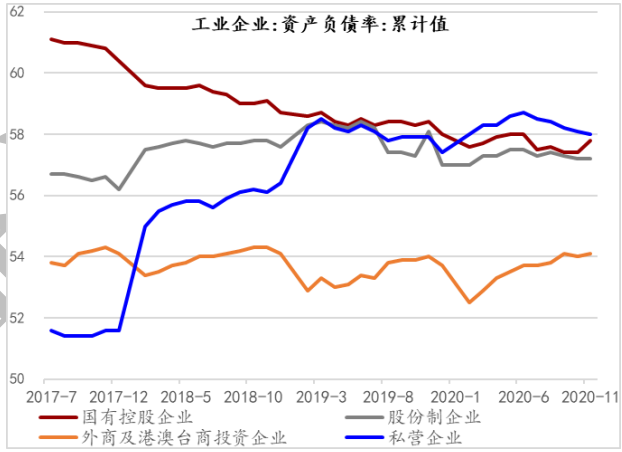
各类型企业利润均在继续修复，但速度有所放缓，国有和股份制企业修复增速依然最快，国企资产负债率有所上行。11月国有企业和股份制企业利润增速依然较快，且超过去年同期水平。外资企业持续正向上行，并好于去年同期。但各类型企业修复速度略有放缓。1-11月，国有及国有控股、股份制工业企业利润总额累计同比增速分别上行2.6、1.9个百分点至-4.9%和2.3%，私营工业企业和外商及港澳台商工业企业分别上行0.7、0.8个百分点至1.8%和4.3%。国有企业资产负债率明显上行，其他类型企业资产负债率振幅维持在0.1个百分点以内。当前政策正逐步调整至稳杠杆阶段，国有企业杠杆率虽然阶段性上行，但是从中长期来看，主动去杠杆仍是趋势。

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

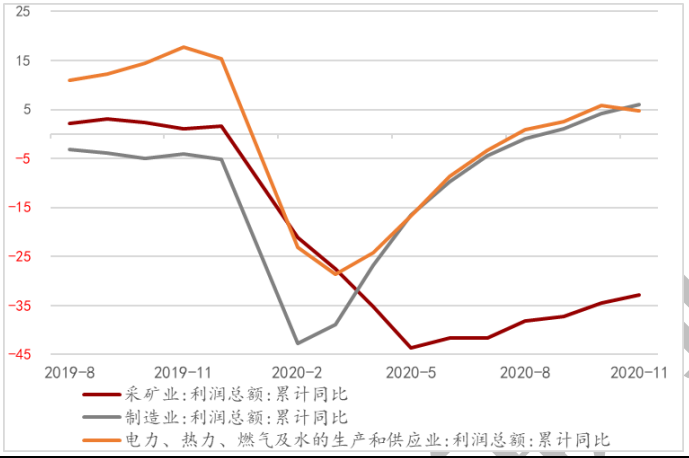
2、制造业利润增速持续上行，中游设备制造仍处高位

制造业利润增速持续上行，采矿业项下煤炭、有色采选业增速继续上行，黑色增速走弱，电力、热力、燃气及水的生产和供应业增速放缓，部分受中东部少数城市拉闸限电导致。从三大分工业行业来看，1-11月制造业利润总额累计同比由上月的4.2%上行至6.1%，增速持续上行，出口维持高增叠加消费稳步修复，也带动了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5.9%下行至4.8%，增速回落；电力、热力的生产和供应分项下行1.9个百分点至3.8%，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1.7个百分点至-32.8%，表现依然较弱。采矿业项下表现出现分化，有色金属矿采选业利润增速持续上行且增速加快，而黑色金属矿采选业利润增速有所回落，煤炭开采和洗选增速有所上行，冬储和供暖需求将带来需求改善，但整体增速依然较弱。

各行业利润多数修复上行，上游原材料行利润继续改善，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，1-11月利润同比有29个行业增速上行，较上月有所回落，26个行业利润增速实现正向增长。上游行业中，有色金属矿采选到冶炼及压延工业均继续修复上行，而黑色金属矿采选利润增速回落，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，黑色拐点仍为到来；化学原料及化学制品制造业利润继续修复，由上月的2.8%继续上行至10.5%，下游消费需求部分推动了化工品行业景气度上行。中游行业中，通用、专用设备同比已处于相对高点，且显著高于去年同期增速，房地产、基建投资保持旺盛，带动相关产业链的上行。下游行业中，家具、纺织服装、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，随着海外需求逐步回

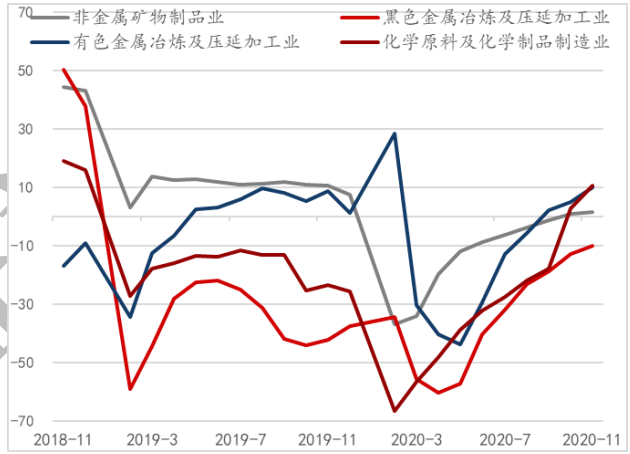
暖，部分海外订单转移到国内生产，房地产竣工回补，带动行业利润的修复上行趋势仍将延续；汽车制造业利润增速上行0.6个百分点至7.2%，计算机、通信和其他电子设备制造业累计同比反弹上行3.1个百分点至15.7%，继续成为主要拉涨项，仪器仪表、铁路、航空等设备运输等高端设备制造业修复速度开始放缓。受海外疫情反复影响，我国防疫物资出口继续上行，医药制造业增速继续上行3.2个百分点至11.9，已经超过去年同期水平。

图表 7：分大类行业利润总额累计同比走势



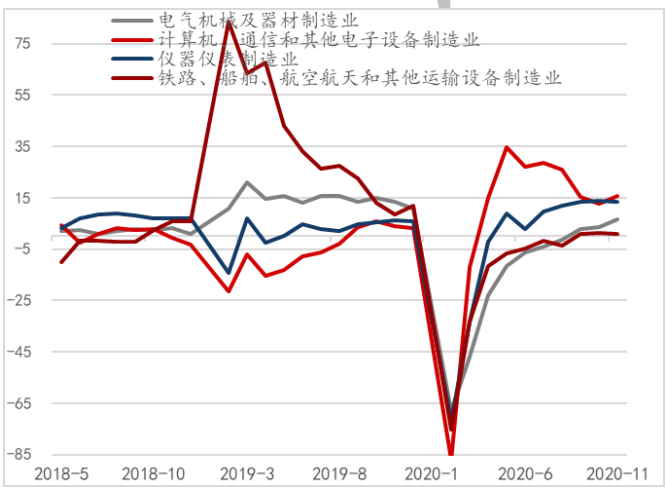
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表 8：化学原料及制品业增速大幅上行



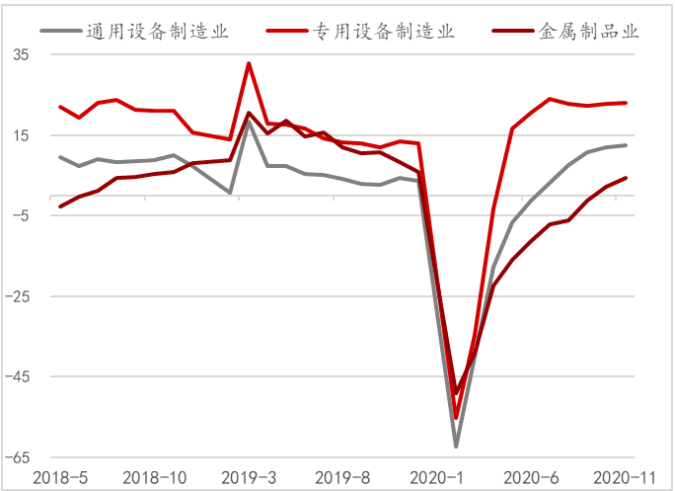
资料来源：Wind，万联证券研究所

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

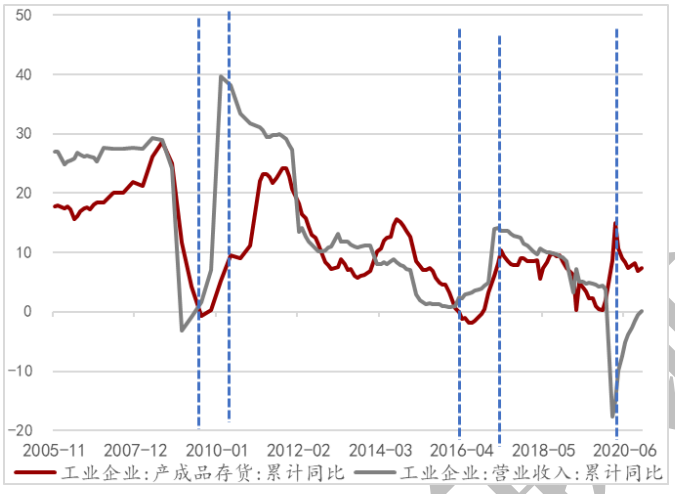
3、库存小幅累积，整体生产向好

工业企业库存小幅累积，但依然难以确立累库拐点。11月工业企业产成品存货累计同比由上月的6.9%小幅上行至7.3%，企业再次进入补库存进程。整体来看，企业仍处于被动去库存阶段，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，库存周期切换拐点未来可能随之切换。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，但库存周期的转换速度被明显加快，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。

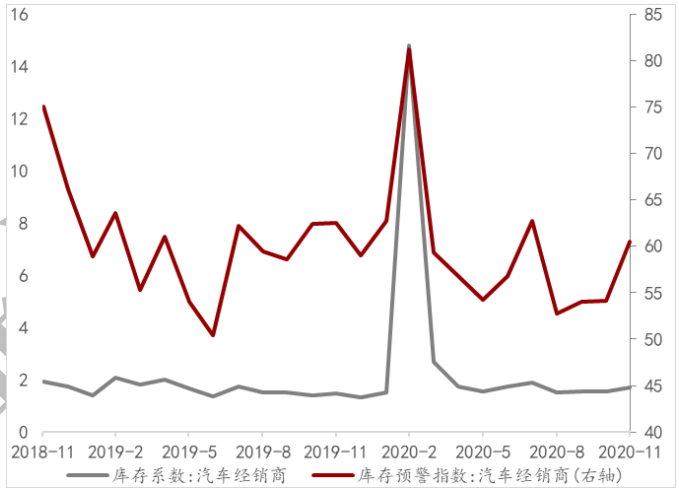
向后看，工业企业利润累计增速预期将进一步修复，但12月的低基数效应减弱，利润当月增速将有所回落，预期仍将维持两位数增长。房地产和基建投资增速的强韧性有望延续至一季度，工业品需求有望维持高位，PPI上行的趋势预期也将延续，12月至2021年一季度工业企业利润仍将继续修复。

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

企业生产大幅不及预期，冬季疫情再次加重，寒冬拖累南方冬季生产。

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