日期：2020 年 12 月 28 日

产销加快增长 利润持续改善

——2020 年 11 月工业企业利润数据点评

分析师： 陈彦利
Tel： 021-53686170
E-mail： chenyanli@shzq.com
SAC 证书编号： S0870517070002

报告编号：

相关报告：

■ 主要观点：

企业利润持续改善

1-11 月份规模以上工业企业实现利润 57445.0 亿元，同比增长 2.4%，增速加快 1.7 个百分点，继 10 月份转正后稳步回升。11 月份，规模以上工业企业利润同比增长 15.5%，增速比 10 月份有所回落，主要是由于 10 月份同期基数较低，11 月份低基数效应减弱所致。从累计增速来看，生产销售保持较快增长。1-11 月份，规模以上工业企业营业收入同比增长 0.1%，增速年内首次实现由负转正，1-10 月份为下降 0.6%。需求改善拉动利润回升。单位成本首现下降，盈利水平持续上升。企业亏损面缩小，亏损额大幅下降。从行业来看，装备和高技术制造业利润仍然保持较快增长。而部分传统行业盈利状况有所改善。但值得注意的是，企业应收账款和产成品存货仍在增加。总体来看，11 月企业盈利继续改善，累计利润转正后继续回升。单月利润受基数影响有所下滑，但各项指标均呈现改善趋势。随着宏观经济恢复态势良好，生产加快，需求改善，微观企业盈利同样受益。

资本市场逐步回暖

海内外疫情不同的防控态势，改变了中国经济运行的格局：外需持续强劲为中国经济增添了新动力。“直达实体”的货币政策使得稳健货币政策基调下，金融领域的“宽信用”仍有望得到发展，货币边际收紧和宽信用发展将同步呈现。海外疫情第二波对资本市场的影响趋于弱化，美国大选尘埃落定；中国经济回暖延续和政策平稳的预期下，前期资本市场运行表现平稳中偏软的态势将改变，逐渐回暖将成趋势。资本市场短期受货币政策变化带来的心理冲击，有所波动，尤其是债券市场受到影响较为明显，而信用风险暴露导致债市调整较多，但随着事件平息，市场情绪的修复，流动性预期改善，债市有望走稳。

经济有序复苏，企业盈利恢复

随着疫情得到有效控制，二季度以来各类经济行为主体的活动开始逐步复苏，且复苏速度较快，企业盈利明显恢复。从复工复产推进情况和高频数据变动看，中国经济已进入了后疫情时代，结构调整和解决增长中的升级问题中心成为经济发展核心，培育新的经济增长点成为经济运行重点，各方面经济活动正处恢复反弹中，四季度延续好转态势，预计经济运行热度将逐渐上升，后续增长的态势也更趋明了。为帮助企业经营度过难关，我国已先后出台了多项政策包括信贷支持以及减税降费等，积极帮扶企业纾难解困。在结构调整思维下，政策的精准度也会提高。随着经济的有序复苏，企业生产经营回归正常，企业盈利有望进一步改善。

事件：2020 年 11 月实体经济数据公布

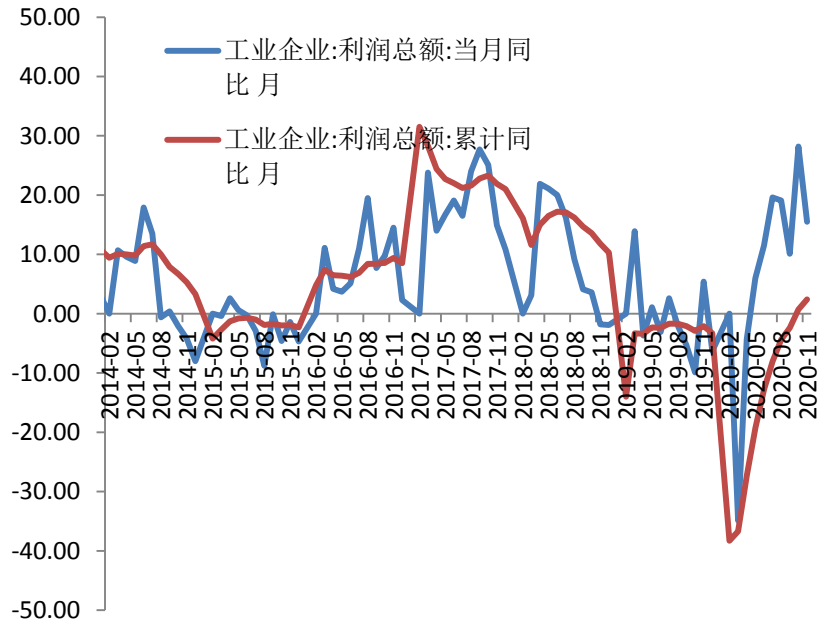
1-11 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 57445.0 亿元，同比增长 2.4%（按可比口径计算，详见附注二），增速比 1-10 月份提高 1.7 个百分点。11 月份，规模以上工业企业实现利润总额 7293.2 亿元，同比增长 15.5%，增速比 10 月份回落 12.7 个百分点。

1-11 月份，采矿业实现利润总额 3440.5 亿元，同比下降 32.8%；制造业实现利润总额 48995.2 亿元，增长 6.1%；电力、热力、燃气及水生产和供应业实现利润总额 5009.3 亿元，增长 4.8%。

1-11 月份，规模以上工业企业实现营业收入 94.22 万亿元，同比增长 0.1%；发生营业成本 79.22 万亿元，增长 0.1%；营业收入利润率为 6.10%，同比提高 0.14 个百分点。

11 月末，规模以上工业企业资产总计 126.70 万亿元，同比增长 6.9%；负债合计 71.76 万亿元，增长 6.8%；所有者权益合计 54.94 万亿元，增长 7.0%；资产负债率为 56.6%，同比下降 0.1 个百分点。

图 1 工业企业利润同比增速%



数据来源：wind，上海证券研究所

事件解析：数据特征和变动原因

1-11 月份规模以上工业企业实现利润 57445.0 亿元，同比增长 2.4%，增速比 1-10 月份加快 1.7 个百分点，继 10 月份实现由负转正后稳步回升。11 月份，规模以上工业企业利润同比增长 15.5%，增速比 10 月份有所回落，但仍保持两位数较快增长。当月利润增速回落主

要是由于 10 月份同期基数较低，11 月份低基数效应减弱所致。

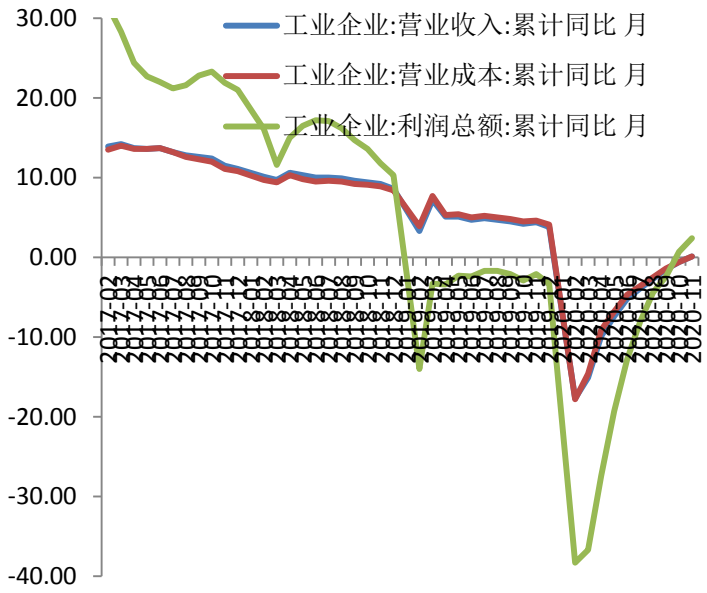
从累计增速来看，生产销售保持较快增长。1-11 月份，规模以上工业增加值同比增长 2.3%，增速比 1-10 月份加快 0.5 个百分点；其中 11 月份增长 7.0%，为全年高点。1-11 月份，规模以上工业企业营业收入同比增长 0.1%，增速年内首次实现由负转正，1-10 月份为下降 0.6%。需求改善拉动利润回升。单位成本首现下降，盈利水平持续上升。1-11 月份，规模以上工业企业每百元营业收入中的成本为 84.08 元，同比下降 0.01 元，累计单位成本为今年以来首次下降。1-11 月份，工业企业营业收入利润率为 6.10%，同比提高 0.14 个百分点；11 月份当月营业收入利润率为 7.06%，同比提高 0.63 个百分点。企业亏损面缩小，亏损额大幅下降。11 月末，规模以上工业企业亏损面比 10 月末下降 1.4 个百分点，比 2 月末下降 17.2 个百分点，今年以来呈逐月下降趋势。11 月份，亏损企业亏损额同比下降 46.4%，连续 2 个月降幅在 45%以上。

从行业来看，装备和高技术制造业利润仍然保持较快增长。1-11 月份，装备制造业实现利润同比增长 11.2%，增速比 1-10 月份加快 1.6 个百分点，拉动规模以上工业利润同比增长 3.8 个百分点。其中，电子行业和电气机械行业在需求持续回暖带动下市场销量增加，利润分别增长 15.7%和 6.6%，增速均比 1-10 月份加快 3.1 个百分点。1-11 月份，高技术制造业实现利润同比增长 15.0%，增速比 1-10 月份加快 3.1 个百分点。其中，医药制造业累计利润增长 11.9%，增速加快 3.2 个百分点；11 月份当月利润增长 43.5%，增速比上月加快 31.0 个百分点。而部分传统行业盈利状况有所改善。随着采暖季到来，动力煤需求增加、价格上涨，带动煤炭行业利润加速修复，11 月份当月利润同比增长 9.1%，增速年内首次实现正增长；1-11 月份，煤炭行业利润同比下降 24.5%，降幅较 1-10 月份收窄 3.2 个百分点。在出口向好以及节假日因素刺激下，1-11 月份纺织服装、皮革毛皮、家具制造、文娱用品、化学纤维等行业利润降幅较 1-10 月份收窄 0.5—3.7 个百分点。受原油及金属相关行业价格上涨等因素影响，1-11 月份，石油加工业利润降幅较 1-10 月份收窄 8.8 个百分点，化工、有色等行业利润增速分别加快 7.7 和 5.1 个百分点。

但值得注意的是，企业应收账款和产成品存货仍在增加，11 月末，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，自 5 月份以来持续两位数增长并波动上行；产成品存货同比增长 7.3%，增速比 10 月末提高 0.4 个百分点。

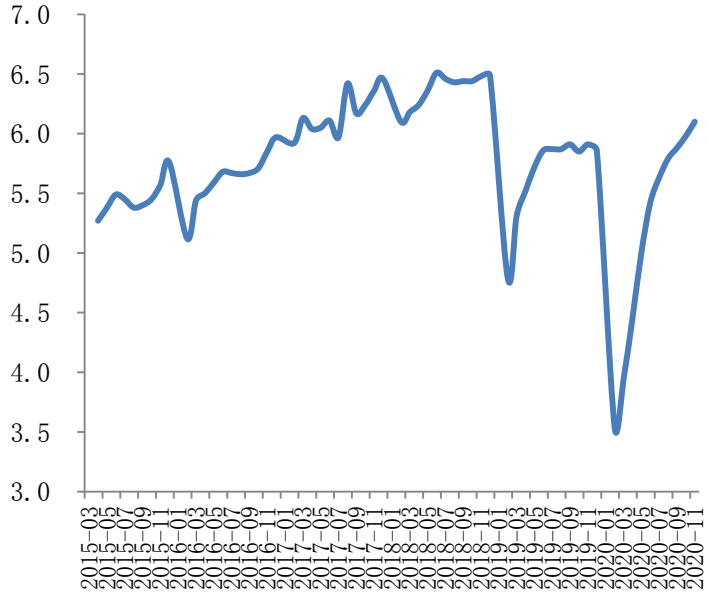
总体来看，11 月企业盈利继续改善，累计利润转正后继续回升。单月利润受基数影响有所下滑，但各项指标均呈现改善趋势。随着宏观经济恢复态势良好，生产加快，需求改善，微观企业盈利同样受益。

图 2 规模以上营业收入、成本及利润总额增速（累计同比，%）



数据来源：WIND、上海证券研究所

图 3 营业收入利润率（%）

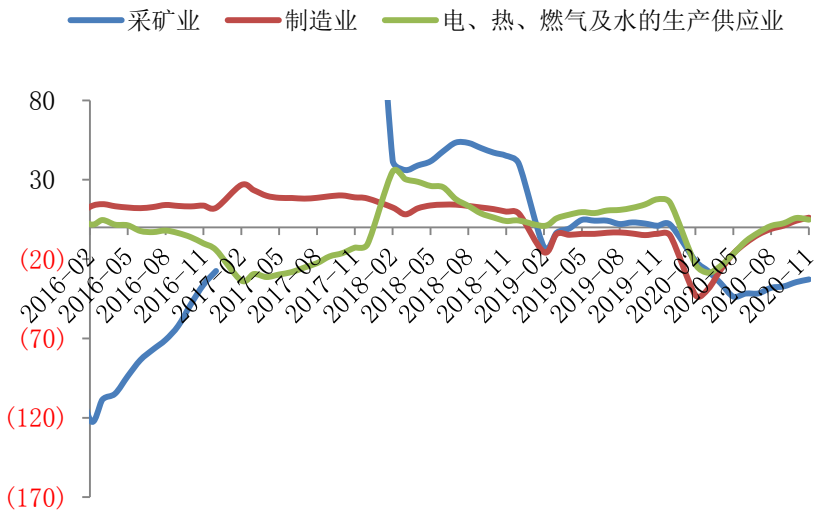


数据来源：WIND、上海证券研究所

三大行业均有改善

1-11 月份，采矿业实现利润总额 3440.5 亿元，同比下降 32.8%，降幅收窄 1.7 个百分点；制造业实现利润总额 48995.2 亿元，增长 6.1%，加快 1.9 个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业实现利润总额 5009.3 亿元，增长 4.8%，下降 1.1 个百分点。三大门类中均有改善，除采矿业外，均实现转正，但采矿业利润降幅也在进一步收窄，本月公共事业利润有所下滑，或受高基数影响。

图 4：三大行业利润总额增速（%）

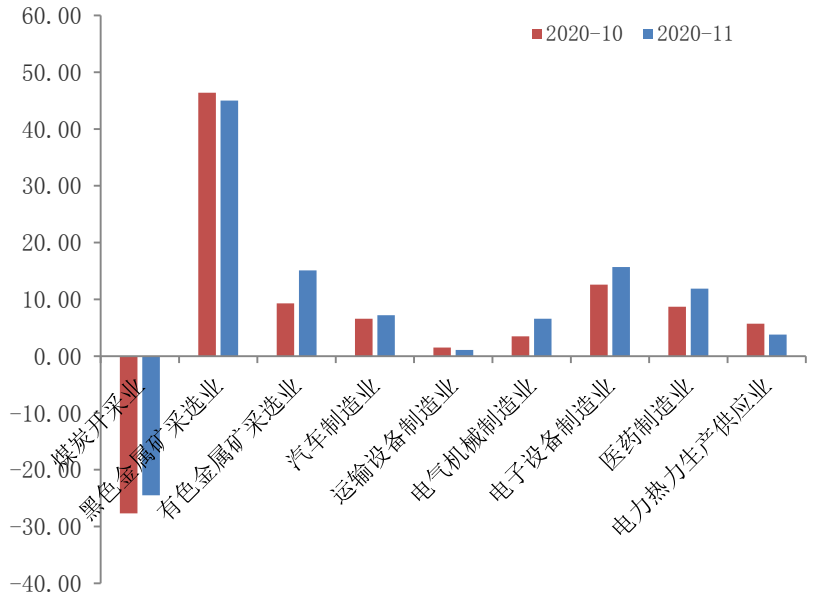


数据来源：wind，上海证券研究所

主要行业利润均有改善

1-11 月份，在 41 个工业大类行业中，25 个行业利润总额同比增加，15 个行业减少，1 个行业持平。主要行业利润情况如下：专用设备制造业利润总额同比增长 23.0%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长 15.7%，通用设备制造业增长 12.5%，化学原料和化学制品制造业增长 10.5%，有色金属冶炼和压延加工业增长 10.1%，农副食品加工业增长 8.9%，纺织业增长 7.5%，汽车制造业增长 7.2%，电气机械和器材制造业增长 6.6%，电力、热力生产和供应业增长 3.8%，非金属矿物制品业增长 1.4%；石油和天然气开采业下降 70.8%，石油、煤炭及其他燃料加工业下降 44.0%，煤炭开采和洗选业下降 24.5%，黑色金属冶炼和压延加工业下降 9.9%。

图 5：规模以上主要行业利润总额增速（%）

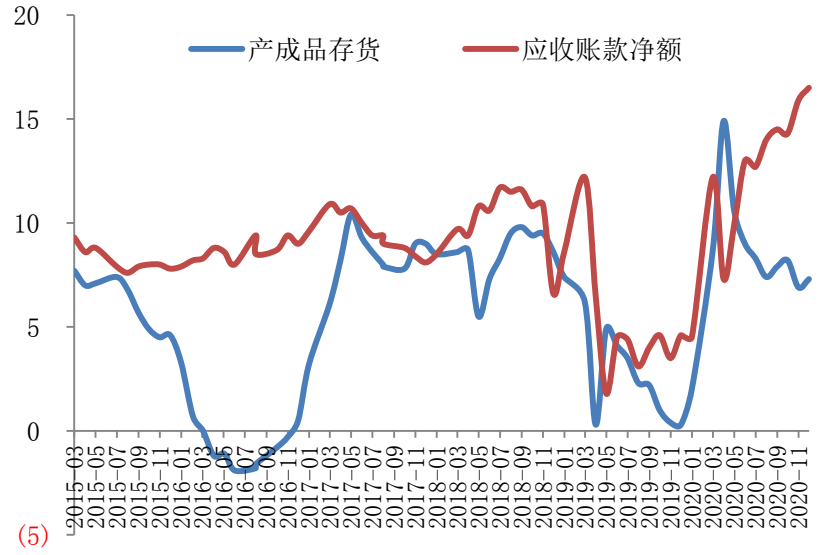


数据来源：wind，上海证券研究所

库存上升

11 月末，规模以上工业企业应收账款 17.28 万亿元，同比增长 16.5%，继续回升；产成品存货 4.64 万亿元，增长 7.3%，上升 0.4 个百分点。11 月末，规模以上工业企业每百元资产实现的营业收入为 85.1 元，同比减少 5.5 元；人均营业收入为 141.2 万元，同比增加 4.5 万元；产成品存货周转天数为 18.5 天，同比增加 1.3 天；应收账款平均回收期为 54.4 天，同比增加 6.9 天。11 月末，规模以上工业企业资产总计 126.70 万亿元，同比增长 6.9%；负债合计 71.76 万亿元，增长 6.8%；所有者权益合计 54.94 万亿元，增长 7.0%；资产负债率为 56.6%，同比下降 0.1 个百分点。

图 6：应收账款、产成品库存增速（同比，%）



数据来源：wind，上海证券研究所

事件影响：对经济和市场

企业利润持续改善

1-11 月份规模以上工业企业实现利润 57445.0 亿元，同比增长 2.4%，增速比 1-10 月份加快 1.7 个百分点，继 10 月份实现由负转正后稳步回升。11 月份，规模以上工业企业利润同比增长 15.5%，增速比 10 月份有所回落，但仍保持两位数较快增长。当月利润增速回落主要是由于 10 月份同期基数较低，11 月份低基数效应减弱所致。

从累计增速来看，生产销售保持较快增长。1-11 月份，规模以上工业增加值同比增长 2.3%，增速比 1-10 月份加快 0.5 个百分点；其中 11 月份增长 7.0%，为全年高点。1-11 月份，规模以上工业企业营业收入同比增长 0.1%，增速年内首次实现由负转正，1-10 月份为下降 0.6%。需求改善拉动利润回升。单位成本首现下降，盈利水平持续上升。1-11 月份，规模以上工业企业每百元营业收入中的成本为 84.08 元，同比下降 0.01 元，累计单位成本为今年以来首次下降。1-11 月份，工业企业营业收入利润率为 6.10%，同比提高 0.14 个百分点；11 月份当月营业收入利润率为 7.06%，同比提高 0.63 个百分点。企业亏损面缩小，亏损额大幅下降。11 月末，规模以上工业企业亏损面比 10 月末下降 1.4 个百分点，比 2 月末下降 17.2 个百分点，今年以来呈逐月下降趋势。11 月份，亏损企业亏损额同比下降 46.4%，连续 2 个月降幅在 45%以上。

从行业来看，装备和高技术制造业利润仍然保持较快增长。1-11 月份，装备制造业实现利润同比增长 11.2%，增速比 1-10 月份加快 1.6

个百分点，拉动规模以上工业利润同比增长 3.8 个百分点。其中，电子行业和电气机械行业在需求持续回暖带动下市场销量增加，利润分别增长 15.7%和 6.6%，增速均比 1-10 月份加快 3.1 个百分点。1-11 月份，高技术制造业实现利润同比增长 15.0%，增速比 1-10 月份加快 3.1 个百分点。其中，医药制造业累计利润增长 11.9%，增速加快 3.2 个百分点；11 月份当月利润增长 43.5%，增速比上月加快 31.0 个百分点。而部分传统行业盈利状况有所改善。随着采暖季到来，动力煤需求增加、价格上涨，带动煤炭行业利润加速修复，11 月份当月利润同比增长 9.1%，增速年内首次实现正增长；1-11 月份，煤炭行业利润同比下降 24.5%，降幅较 1-10 月份收窄 3.2 个百分点。在出口向好以及节假日因素刺激下，1-11 月份纺织服装、皮革毛皮、家具制造、文娱用品、化学纤维等行业利润降幅较 1-10 月份收窄 0.5—3.7 个百分点。受原油及金属相关行业价格上涨等因素影响，1-11 月份，石油加工业利润降幅较 1-10 月份收窄 8.8 个百分点，化工、有色等行业利润增速分别加快 7.7 和 5.1 个百分点。

但值得注意的是，企业应收账款和产成品存货仍在增加，11 月末，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，自 5 月份以来持续两位数增长并波动上行；产成品存货同比增长 7.3%，增速比 10 月末提高 0.4 个百分点。

总体来看，11 月企业盈利继续改善，累计利润转正后继续回升。单月利润受基数影响有所下滑，但各项指标均呈现改善趋势。随着宏观经济恢复态势良好，生产加快，需求改善，微观企业盈利同样受益。

资本市场逐步回暖

海内外疫情不同的防控态势，改变了中国经济运行的格局：外需持续强劲为中国经济增添了新动力。“直达实体”的货币政策使得稳健货币政策基调下，金融领域的“宽信用”仍有望得到发展，货币边际收紧和宽信用发展将同步呈现。海外疫情第二波对资本市场的影响趋于弱化，美国大选尘埃落定；中国经济回暖延续和政策平稳的预期下，前期资本市场运行表现平稳中偏软的态势将改变，逐渐回暖将成趋势。资本市场短期受货币政策变化带来的心理冲击，有所波动，尤其是债券市场受到影响较为明显，而信用风险暴露导致债市调整较多，但随着事件平息，市场情绪的修复，流动性预期改善，债市有望走稳。

事件预测：趋势判断

经济有序复苏，企业盈利恢复

随着疫情得到有效控制，二季度以来各类经济行为主体的活动开始逐步复苏，且复苏速度较快，企业盈利明显恢复。从复工复产推进情况和高频数据变动看，中国经济已进入了后疫情时代，结构调整和解决增长中的升级问题中心成为经济发展核心，培育新的经济增长点成为经济运行重点，各方面经济活动正处恢复反弹中，四季度延续好转态势，预计经济运行热度将逐渐上升，后续增长的态势也更趋明了。为帮助企业经营度过难关，我国已先后出台了多项政策包括信贷支持以及减税降费等，积极帮扶企业纾难解困。在结构调整思维下，政策的精准度也会提高。随着经济的有序复苏，企业生产经营回归正常，企业盈利有望进一步改善。

分析师声明

陈彦利

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

债券投资评级：

从安全性、收益性、流动性的三个角度，我们对债券投资价值的分类评级如下：

附表：上海证券债券投资价值评级分类

类型 内容	两全级	配置级	投资级	回避级
安全性	高	高	全分布	低
收益性	高	高	高	低
流动性	高	低	高	全分布

资料来源：上海证券研究所整理

按照我们的投资评级定义，由于机构投资特性的差异，不同债券的投资评级是适应不同机构需求的，对应关系有：

两全级--全序列机构：银行、保险、基金、券商、专业投资者；

配置级--配置主需求型机构：银行、保险；

投资级--收益主需求型机构：基金、券商、专业投资者。

投资评级基准：

安全性判断--主体评级+债项评级，经营、财务前景前瞻

收益性判断--市价与中债估值差距、STW。

流动性判断--融资适当性、交易规模（市场深度和广度）。投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（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。本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。