

# 费用成本消长，“节流”不如“开源”

## 事件点评

### 工业企业利润点评（2024.7）

#### 投资要点

- ◆ 7月工业企业利润围绕较低的增速中枢略有上升，主因费用进一步削减，但同时成本出现反弹，内需乏力营收低增，改善难以持续。7月工业企业利润累计同比3.6%，单月同比再度略升0.5个百分点至4.1%，仍处于较低区间。当月利润微升的主要原因是降息等带动的费用率下降，7月下旬央行实施10BP短期政策利率下调，并引导LPR同幅度下行，企业财务费用压降的同时，投资收益等非经常性收益亦有改善，累计费用率较6月下行0.02个百分点至8.41%，费用对利润的贡献大幅上行7.3个百分点至+4.7个百分点；其他非经常性利润贡献大幅提升9.0个百分点。费用节支的同时，国际原油价格的阶段性回升阻断了延续两个月的成本下降过程，7月累计成本率同比大幅提升0.09个百分点至85.33%，营业成本对利润的贡献转为较深的负面拖累。此外，7月基建投资增速明显下滑，地产投资持续低迷，商品零售低位徘徊，内需持续处于偏弱阶段，出口增速亦转为下行，营业收入同比持平于上月2.9%的偏低水平，而内需和营收才是最具持续性的利润拉动因素，当前动能尚未明显增加。
- ◆ 极端高温带动煤价修复，采矿业利润改善同时公用事业利润相应高位回落，制造业累计利润增速持平、行业分化显著。三大工业行业中，7月采矿业累计利润同比跌幅进一步收窄1.3个百分点至-9.5%，制造业持平于5.0%，公用事业再度下行3.0个百分点至20.1%。其中，采矿业利润的改善推动力仍然主要来自于极端高温天气用电需求增长带动的煤炭价格低基数下的同比修复。而电价保持稳定，公用事业利润再受燃煤成本挤压。制造业则继续维持内部行业分化的特点，据统计局披露，锂离子电池制造、半导体器件专用设备和智能消费设备等制造业利润同比分别增长45.6%、16.0%和9.2%，是拉动工业企业利润增长的主要行业。
- ◆ 7月实际产成品库存增速再度小幅向上，本轮补库存阶段斜率罕见地相当平缓，L型而非V型的库存周期右侧持续佐证企业对未来需求展望仍存担忧。7月名义产成品库存同比再度上行0.5个百分点至5.2%，因PPI跌幅与上月持平，扣除价格因素，7月实际产成品库存同比同步小幅回升0.5个百分点至6.0%，而过去12个月实际库存同比仅在4.7%-6.0%的相当狭窄区间内波动，本轮温和补库存阶段斜率之平缓是历史上比较罕见的。这显示出在房地产持续探底、地方债务风险加速化解的当前阶段，企业对于未来内需的展望持续存在一定的担忧。库存周期的逻辑当前是从属于工业品内需的长期结构性逻辑之下的。
- ◆ 7月工业企业利润结构充分显示出成本和费用压降的“节流”逻辑更多呈现暂时性特征，扩张内需的“开源”逻辑才是根本性改善企业经营的长期力量。兼顾稳增长和优结构的内需主要在于耐用品消费而非地产基建投资，中央财政在一般公共预算内的加码发力是更具现实性和战略性的最优选项。6-7月工业企业利润连续温和改善的原因分别来自成本和费用的大幅压降，但前者随国际原油价格波动对应起伏，缺乏主观能动性；后者所依赖的货币宽松在主动去杠杆阶段因稳汇率目标的坚持而空间狭窄。两者均非可持续因素，主要受需求、特别是内需驱动的营业收入才是最主要的、可持续推升企业利润和信心的力量来源。但在房地产和地方债务双重风险加速化解的现阶段，居民和企业资产负债表同步内生性扩张放缓，地方政府动用金融杠杆能力削弱，唯有中央财政在一般公共预算内大规模加码发力才是更具现实可操作性、政策空间的最优选项。在近期中央财政决定腾挪出部分特别国债资金用于两新补贴的基础上，考虑到年初至今财政持续歉收，年内以及更长时间维度来看，可能仍需增发普通国债以及扩大赤字率以对一般预算支出和促进消费形成更有力有效的拉动。
- ◆ 风险提示：内需改善幅度弱于预期风险。

分析师

秦泰

SAC执业证书编号：S0910523080002

qintai@huajinsec.cn

报告联系人

周欣然

zhouxinran@huajinsec.cn

#### 相关报告

歉收同时支出加速，国债融资还需加力——  
 财政数据点评（2024.7） 2024.8.26

Jackson Hole会后，美联储年内降息  
 100BP？ 2024.8.24

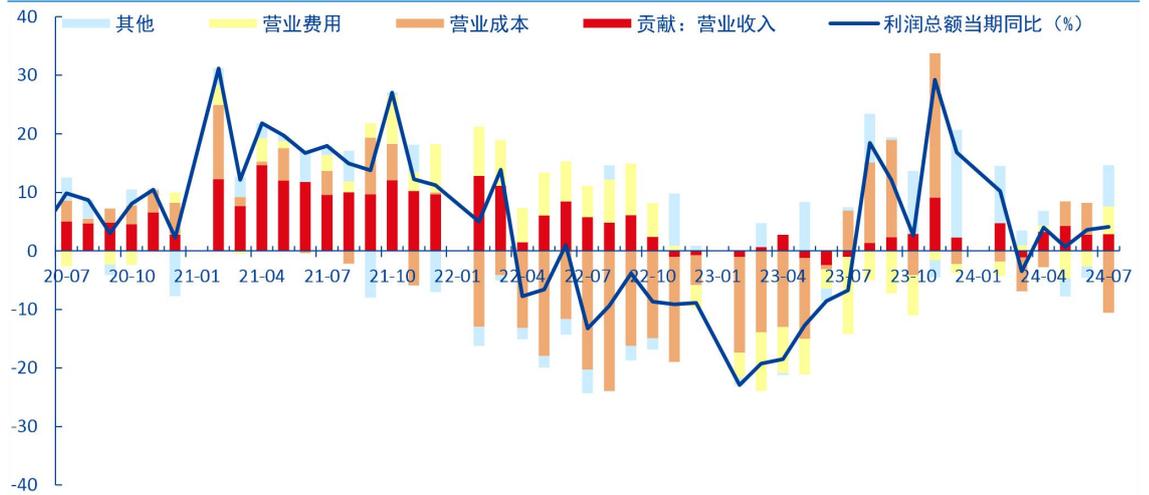
联储纪要放鸽导致美元闪崩，前瞻还是滞  
 后？——华金宏观·双循环周报（第72期）  
 2024.8.23

美国消费反弹冲击日元，我国货币政策强价  
 弱量——华金宏观·双循环周报（第71期）  
 2024.8.16

去杠杆中段阵痛难免，大财政扩张决心可期  
 ——经济数据点评（2024.7） 2024.8.15

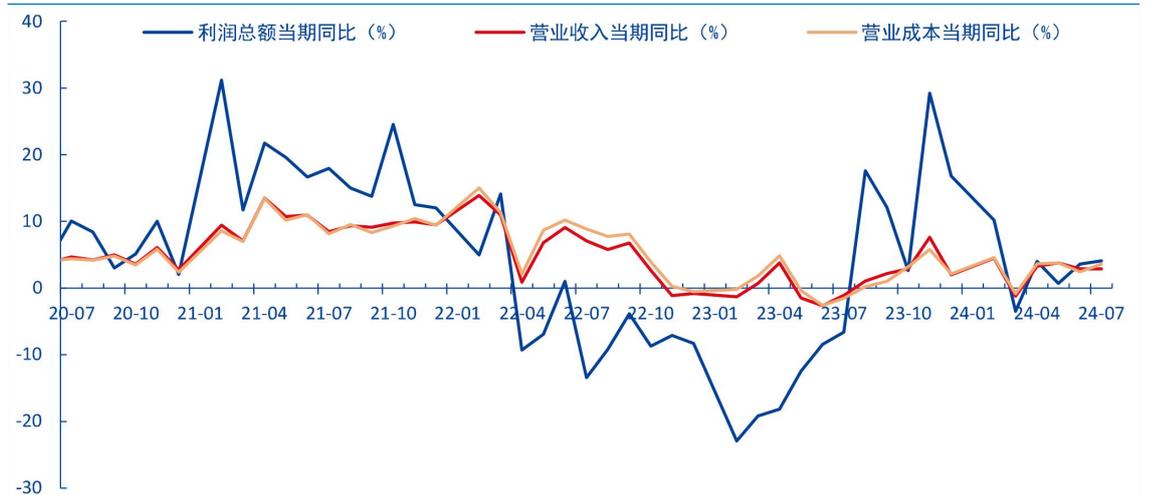


图 1：利润总额当期同比及贡献结构（%）



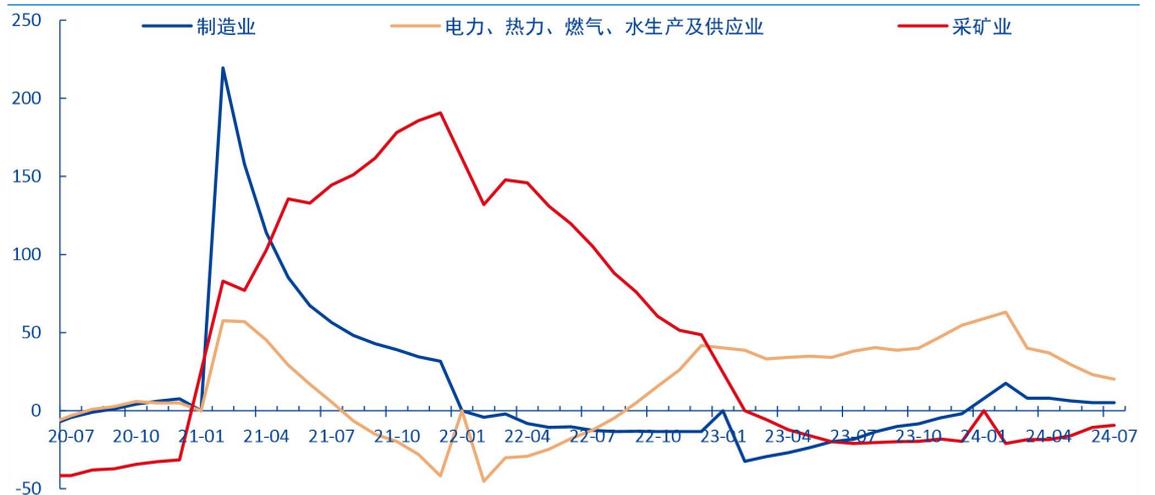
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：利润总额、营业收入、营业成本当期同比（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 3：工业企业利润累计同比：三大行业（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：产成品库存、实际库存同比（%）及实际产成品库存规模估算（亿元）



资料来源：Wind，华金证券研究所

## 分析师声明

秦泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： [www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)