

分析师：杨畅

执业证书编号：S0740519090004

电话：021-20315708

Email: yangchang@zts.com.cn

投资要点

■ 经济偏弱运行：

第一，制造业 PMI 继续回落，生产指数回落至景气线下；

第二，工业企业利润同比增速回升，需要关注应收账款继续上行；

第三，支出同比增速回升，增值税短期改善，非税收入仍然高增；

第四，民间投资呈现偏弱运行下的结构变化。

■ 高频数据：生产延续回落，基建偏弱运行，住宅成交趋缓，土地出让仍弱，消费平稳运行，出口运价续落，进口运价回升

■ 风险提示事件：国内与海外政策变动风险；国内与海外经济波动超预期风险；国际经济贸易摩擦风险

相关报告

内容目录

1. 经济偏弱运行	- 3 -
2. 高频数据：生产延续回落，基建偏弱运行，住宅成交趋缓，土地出让仍弱，消费平稳运行，出口运价续落，进口运价回升	- 6 -
3. 风险提示	- 15 -

图表目录

图表 1: 生产端部分高频指标（开工率单位为%）	- 6 -
图表 2: 基建部分高频指标（库存单位为万吨）	- 7 -
图表 3: 基建部分高频指标（水泥全国与区域变化）	- 7 -
图表 4: 基建部分高频指标（水泥价格分区域）	- 7 -
图表 5: 商品房成交部分高频指标（面积单位为万平方米）	- 8 -
图表 6: 部分重点城市二手房成交面积（面积单位为万平方米）	- 8 -
图表 7: 上海一手签约与二手成交面积指数（以 2023 年 Q4 日均值为基准 100）	- 10 -
图表 8: 土地成交部分高频指标（面积单位为万平方米）	- 10 -
图表 9: 消费相关部分高频指标（销量单位为辆，电影票房单位为万元）	- 10 -
图表 10: 中国出口集装箱运价指数与上海出口集装箱运价指数	- 11 -
图表 11: CCFI 指数不同航线表现	- 11 -
图表 12: 外贸相关高频指标（区域指数）	- 12 -
图表 13: CDFI 运价指数及细分运价指数	- 13 -
图表 14: BDI 指数及细分运价指数	- 14 -

1. 经济偏弱运行

制造业 PMI 继续回落，生产指数回落至景气线下。2024 年 8 月，中国制造业采购经理指数（PMI）为 49.1%（前值 49.4%），表明 8 月份制造业仍在收缩区间，且较上月收缩速度有所加大。从历年数据来看，8 月 PMI 往往存在回升动作，今年表现弱于同期。从生产看，生产当月 49.8%（前值 50.1%），回落 0.3 个百分点，弱于往年同期表现，回落至景气线下，表明生产存在波动。

新订单当月 48.9%（前值 49.3%），回落 0.4 个百分点，仍在景气线下。新出口订单 48.7%（前值 48.5%），回升 0.2 个百分点，反映出口回落速度放慢；新订单与新出口订单的差值 0.2 个百分点（前值为 0.8 个百分点），指向内需仍待修复。

原材料购进价格 43.2%（前值 49.9%），回落 6.7 个百分点，仍在景气线下，且回落速度加快，指向上游价格环比回落。出厂价格 42.0%（前值 46.3%），回落 4.3 个百分点，仍在景气线下，且回落速度加快。原材料购进价格与出厂价格的差值为 1.2 个百分点（前值为 3.6 个百分点），指向上游原材料利润可能回落，中游制造环节的原材料压力有所缓解，但出厂价格的回落，表明企业销售也在放慢。

原材料库存 47.6%（前值 47.8%），回落 0.2 个百分点，原材料继续去库，且去库速度加快，补库动作仍待展开。从业人员 48.1%（前值 48.3%），仍在景气线下。产成品库存 48.5%（前值 47.8%），回升 0.7 个百分点，继续去库，但去化速度放慢。

新订单与产成品库存的差值为 0.4 个百分点（前值 1.5 个百分点），差值缩小，库存周期能否展开仍需观察。在手订单 44.7%（前值 45.3%），回落 0.6 个百分点，在手订单情况仍在收缩，且收缩速度加快；生产与在手订单的差值 5.1 个百分点（前值 4.8 个百分点），差值扩大 0.3 个百分点。

大型企业 50.4%（前值 50.5%），中型企业 48.7%（前值 49.4%），小型企业 46.4%（前值 46.7%），大企业仍在景气线上，扩张速度略有放慢，中型企业、小型企业仍在景气线下，收缩速度加快。

总的来看，8 月制造业 PMI 数据出现回落，且弱于往年同期表现。生产回落至景气线下，新订单继续回落，新出口订单回升，指向内需仍待修复。原材料价格在景气线下继续回落，考虑到生产指数、在手订单指数均在景气线下，需求偏弱是影响原材料价格的重要因素。产成品库存继续去化，但去化速度放慢，考虑到出厂价格继续回落，反映出降价去库存的特点。另外，大型企业仍在扩张，中小企业继续收缩。

工业企业利润同比增速回升，但需要关注应收账款继续上行。2024 年前 7 个月，全国规模以上工业企业利润同比增速继续提升，反应短期利

润修复。从绝对值来看,前7个月累计40991.7亿元,累计同比增长3.6%(前6个月累计同比增长3.5%)。根据累计同比增速折算上年基数后,计算当月同比增长4.2%(前值同比增长3.9%),同比增速较上月提高0.3个百分点;根据统计局公布数据,7月份规模以上工业企业实现利润同比增长4.1%,反应出利润修复的特点。考虑到单月营业成本同比增速相较月营业收入提升更加明显,上年基数回落更多或许是推升利润同比增速的主要因素。

单月营业成本同比增速小幅提升。前7个月,营业收入累计同比上涨2.9%(前值增长2.9%);营业成本累计同比上涨3.0%(前值增长2.9%),根据累计数折算上年基数后,营业收入当月同比增长2.9%(前值增长2.9%),营业成本当月同比增长3.6%(前值增长2.5%),营业成本同比增速的提升幅度相对明显。为了避免价格扰动,剔除掉价格之后,营业收入和营业成本分别同比增长3.7%(前值增长3.7%)、3.7%(前值增长3.0%)。

利润率小幅回落,成本占比增加。7月末营业收入利润率为5.40%(前值5.41%),回落0.01个百分点;每百元营业收入中的成本为85.33元(前值85.27元),成本占比小幅提升。

应收账款压力仍在加大。7月末应收票据及应收账款25.10万亿(前值24.75万亿),绝对值继续提高,同比增长8.1%(前值8.6%),回落0.5个百分点。环比增长1.39%(前值增长2.15%),剔除掉价格后环比增长1.59%(前值增长2.35%),应收账款压力仍在加大。

产成品去库放慢。产成品存货6.47万亿元(前值6.37万亿),绝对金额增加,同比增长5.2%(前值4.7%),增速提高0.5个百分点。从环比来看,环比上涨1.6%(前值下降0.3%),剔除掉价格后环比上涨1.7%(前值下降0.4%),产成品呈现去库放慢迹象。

各类型企业同步增长。前7个月国企利润实现13917.3亿元,折算上年基数后计算当月同比增长5.9%(前值增长11.3%),同比增速回落,但仍在增长区间;私企同比增长9.9%(前值增长3.8%)、股份制企业同比增长4.4%(前值增长3.3%),增速提升;外企同比增长4.2%(前值增长5.3%),增速回落。

财政支出同比增速回升,增值税短期改善,非税收入仍然高增。8月26日,财政部公布2024年7月财政收支数据。前7个月,一般公共预算收入累计13.57万亿元,累计同比下降2.6%(前值下降2.8%),折算上年基数后计算当月同比下降1.4%(前值下降2.8%,公布数为下降1.9%)。一般公共预算支出累计15.55万亿元,累计同比增长2.5%(前值增长2.0%),折算上年基数后计算当月同比增长6.3%(前值下降3.0%,公布数为增长6.6%)。从绝对数值看,支出较上月环比回落,但受上年基数回落幅度更大影响,推升了同比增速的表现。

增值税同比降幅略有扩大，但走势与上年发生变化。从增值税看，由于营改增之后，增值税覆盖所有商品和服务领域，前7个月累计4.13万亿元，累计同比下降5.2%，计算单月5903亿元，是自3月份以来的年内高值；同比下降2.7%（前值下降2.6%），同比降幅略有扩大。从前7个月的月度表现看，2024年7月要高于4月前期高点，这与2023年形成反差。

从消费税看，前7个月累计1.0万亿元，累计同比增长5.5%（前值累计同比增长6.8%），计算单月1170亿元，较上月回落，同比下降3.4%（前值增长4.4%），由于消费税征收口径明显偏窄，只反应部分消费品的表现，并不能反映消费整体表现。

从企业所得税看，前7个月累计3.07万亿元，累计同比下降5.4%，计算单月同比下降4.9%（前值下降26.6%）；从个人所得税看，前7个月累计8529亿元，累计同比下降5.5%（前值下降5.7%），计算单月1171亿元，绝对金额相较上月回落，同比下降4.2%（前值下降4.3%），或表明纳税人群的收入状况仍在波动。

其他税种看，单月进口货物增值税消费税同比增长8.3%（前值下降3.2%）、关税同比增长5.2%（前值下降9.7%），或反映单月内需修复。车辆购置税同比下降13.0%（前值下降29.5%），绝对金额较上月提升。证券交易印花税累计同比下降55.0%（前值下降54.0%），土地增值税同比下降28.3%（前值下降0.3%），房产税同比增长20.8%（前值增长20.1%）。

非税收入仍然高增。中央收入当月9734亿元，是自3月以来最高值，同比下降2.3%（前值下降10.0%）；地方收入当月10016亿元，同比下降1.5%（前值增长2.5%）；中央支出当月3177亿元，略高于3月3176亿元，同比增长7.7%（前值增长7.4%）；地方支出当月15715亿元，同比增长6.3%（前值下降4.4%）。另外，税收收入17160亿元，同比下降4.0%（前值下降8.5%）；非税收入2590亿元，同比增长14.6%（前值增长16.4%），增速仍然保持高位，相较上月有所回落。

土地出让收入延续回落态势。折算单月后，政府性基金收入3380亿元，同比下降33.6%（前值下降32.4%），其中地方3067亿元，同比下降35.9%（前值下降34.7%），地方土地使用权收入2500亿元，同比下降40.3%（前值下降35.3%）。

从支出结构上看，折算单月后，教育（同比增长4.7%，前值下降5.9%）、科技（同比增长48.3%，前值下降9.9%）、文旅传媒（同比增长3.6%，前值下降10.9%）、社保（同比增长5.1%，前值增长2.6%）；卫生健康（同比下降10.5%，前值下降21.7%）；与基建相关的节能环保（同比增长16.6%，前值下降5.6%），城乡事务（同比增长0.2%，前值增长3.0%）、农林水（同比增长18.5%，前值下降4.2%）、交通运输（同比增长18.5%，前值下降3.1%）。

值得关注的是卫生健康支出。第一，从绝对数值上看，2024年前7个月卫生健康支出超过1.18万亿，约为2023全年的52.7%，累计同比下降12.0%，相较前6个月回升0.1个百分点。根据累计数折算上年基数后，单月同比下降11.1%，连续7个月同比负增长。第二，从卫生健康支出在总体财政支出大盘子中的占比来看，2024年前7个月，一般公共预算支出约15.5万亿，卫生健康支出的占比约为7.59%。相较2019年的占比7.03%，仍然高出0.56个百分点，反映出卫生健康支出的重要性相较于疫情前明显提升。第三，相较于2022年占比8.65%的峰值，2024年前7个月占比下降约1.06个百分点，反映出在前期疫情扰动结束之后，对于卫生健康支出的投入逐步趋向合理区间。

民间投资呈现偏弱运行下的结构变化。民间固定资产投资一定程度上能够反映民营经济加杠杆的意愿，根据国家统计局公布的数据，从2024年前7个月民间固定资产投资147139亿元，与去年同期持平。

根据累计同比折算上年基数后，计算当月同比下降0.6%，相较上月回落0.7个百分点。2023年2月以来的整体表现看，民间固定资产投资同比增速呈现出“探底回升后偏弱运行”的整体态势。

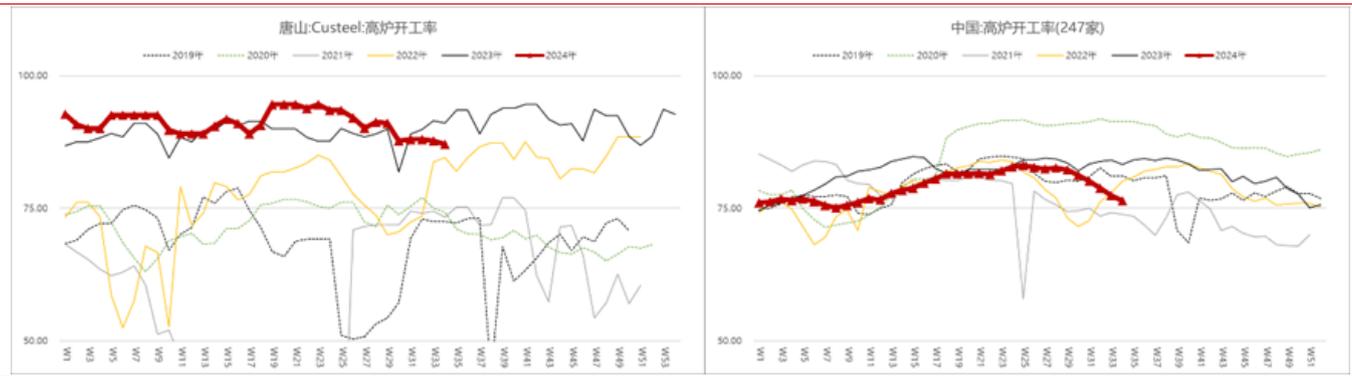
在2023年7月和8月，民间固定资产投资分别同比下降2.3%和2.2%，随后展开约7个月的修复过程，在2023年12月实现单月同比增长0.9%。但自2024年4月以来，同比增速逐步回落，呈现出偏弱运行的整体态势。

在总量偏弱运行的同时，民间投资呈现出结构变化的特点，其中上游的有色矿采前7个月累计同比增长76.2%，油气开采累计同比增长55.1%，中游制造业累计同比增长11.5%，其中铁路船舶运输设备累计同比增长41.2%，通用设备累计同比增长15.0%，显示出进一步转向实体经济的痕迹。

2. 高频数据：生产延续回落，基建偏弱运行，住宅成交趋缓，土地出让仍弱，消费平稳运行，出口运价续落，进口运价回升

从生产端来看，延续高位回落，截至8月30日唐山Custeel高炉开工率为87.15%（前值87.79%），延续回落，低于2023年同期水平；截至8月30日，全国247家高炉开工率76.39%（前值77.45%），延续回落；截至8月28日，PTA产业链负荷率87.39%（前值86.70%），继续上行；截至8月24日，汽车半钢胎开工率78.99%（前值78.99%），保持平稳。

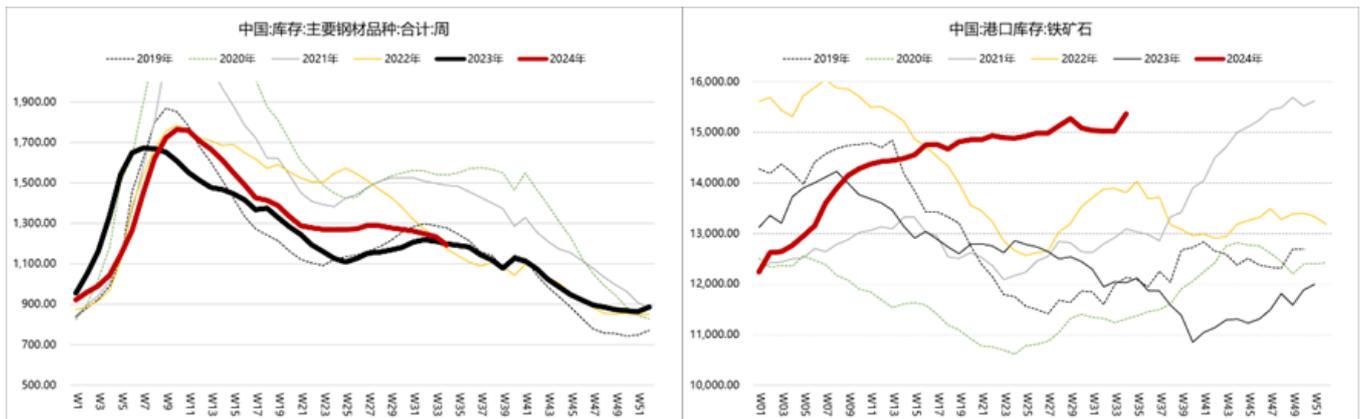
图表 1：生产端部分高频指标（开工率单位为%）



来源: WIND、中泰证券研究所

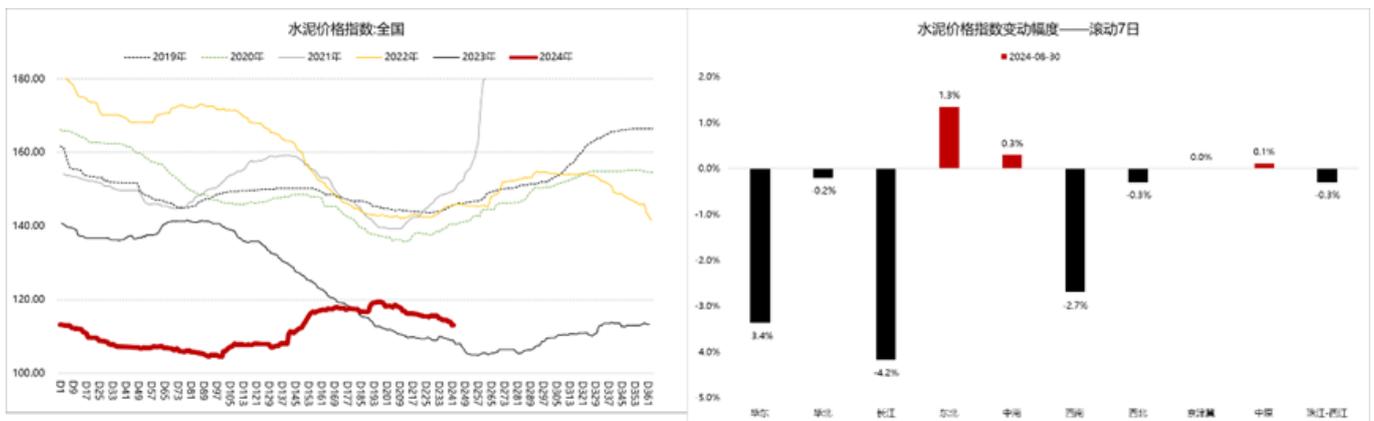
从内需端看, 基建上, 截至 8 月 24 日主要钢材品种库存出现回落, 低于 2023 年同期水平, 截至 8 月 30 日, 铁矿石港口库存继续走高; 截至 8 月 30 日全国水泥价格指数为 113.19 (前值 114.62), 继续回落, 或反应基建仍然偏弱; 从区域来看, 东北、中南区域环比回升。

图表 2: 基建部分高频指标 (库存单位为万吨)



来源: WIND、中泰证券研究所

图表 3: 基建部分高频指标 (水泥全国与区域变化)



来源: WIND、中泰证券研究所

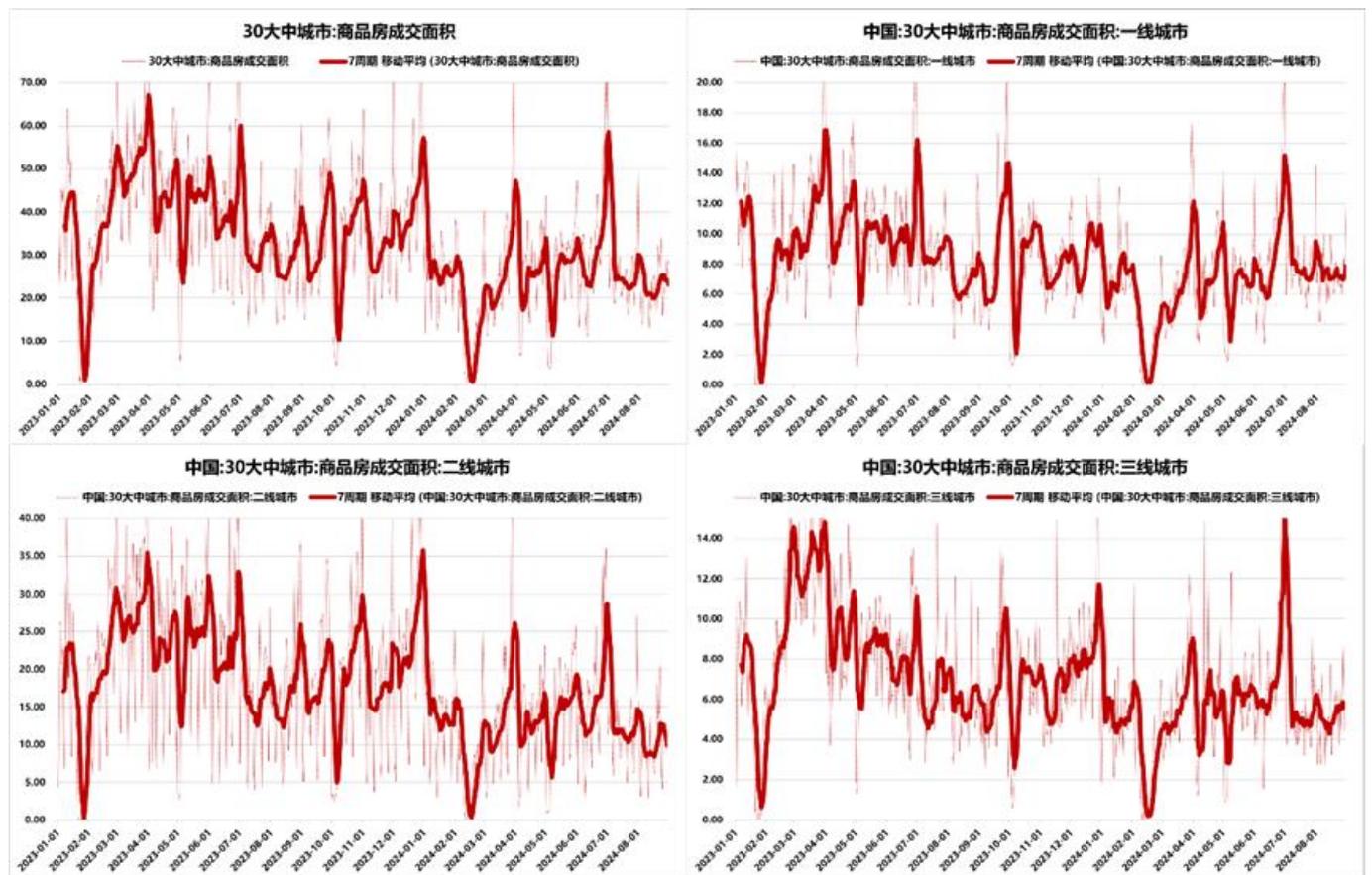
图表 4: 基建部分高频指标 (水泥价格分区域)



来源：WIND、中泰证券研究所

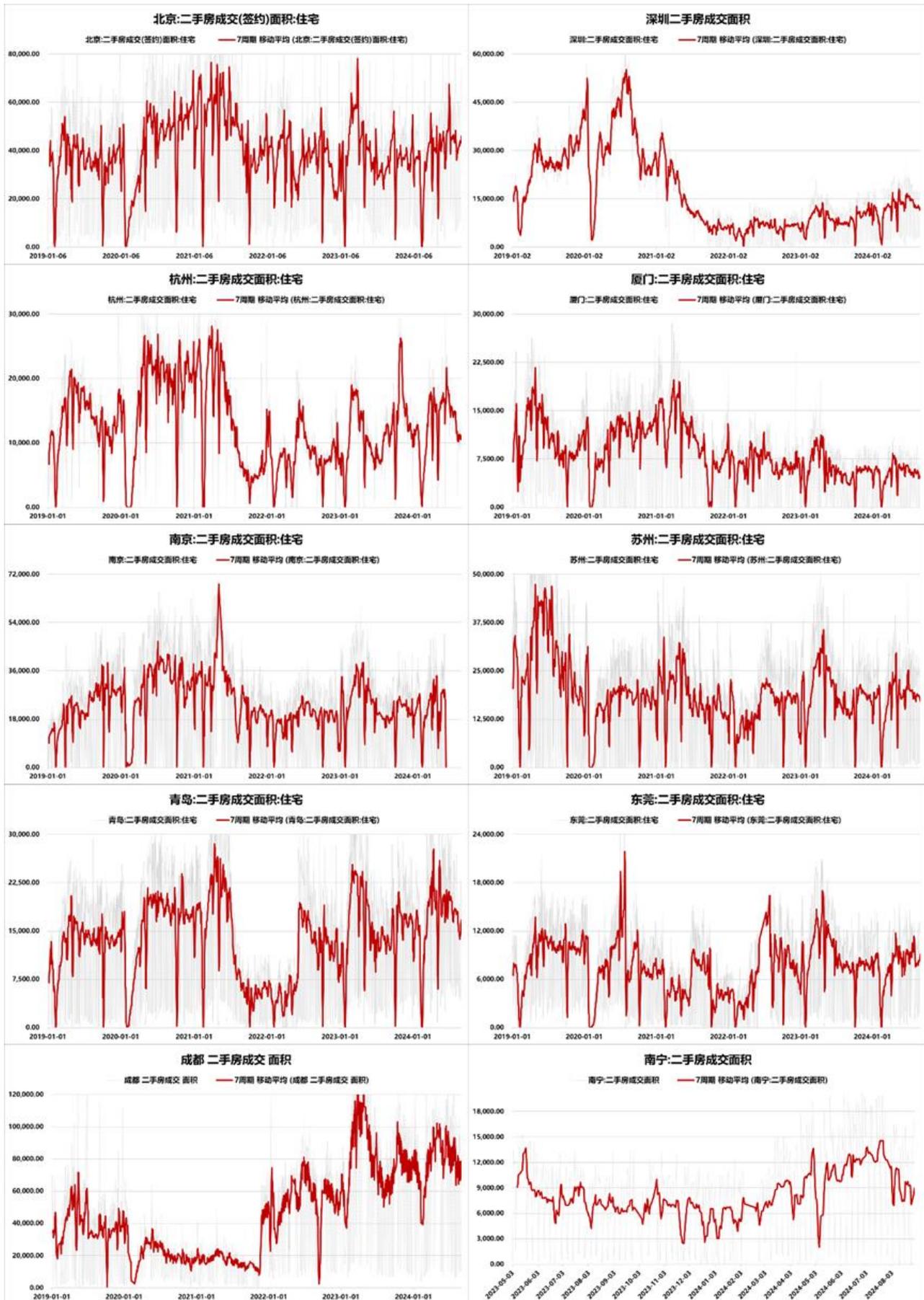
地产上，截至8月30日，30大中城市商品房成交面积低位波动，一线、二线、三线同步表现；从部分重点城市二手房成交面积来看，总体平稳运行，深圳、杭州、厦门、苏州高位回落，成都、南宁低位波动；上海一手房签约面积与二手成交面积在前期脉冲后低位波动。从土地成交情况来看，截至8月25日，100大中城市成交土地面积、住宅用地面积低位波动，表明拿地积极性仍待恢复。乘用车批零延续季节性修复态势，地铁客运量呈现波动状态，深圳高位波动，北京延续回落；电影票房平稳运行。

图表5：商品房成交部分高频指标（面积单位为万平方米）



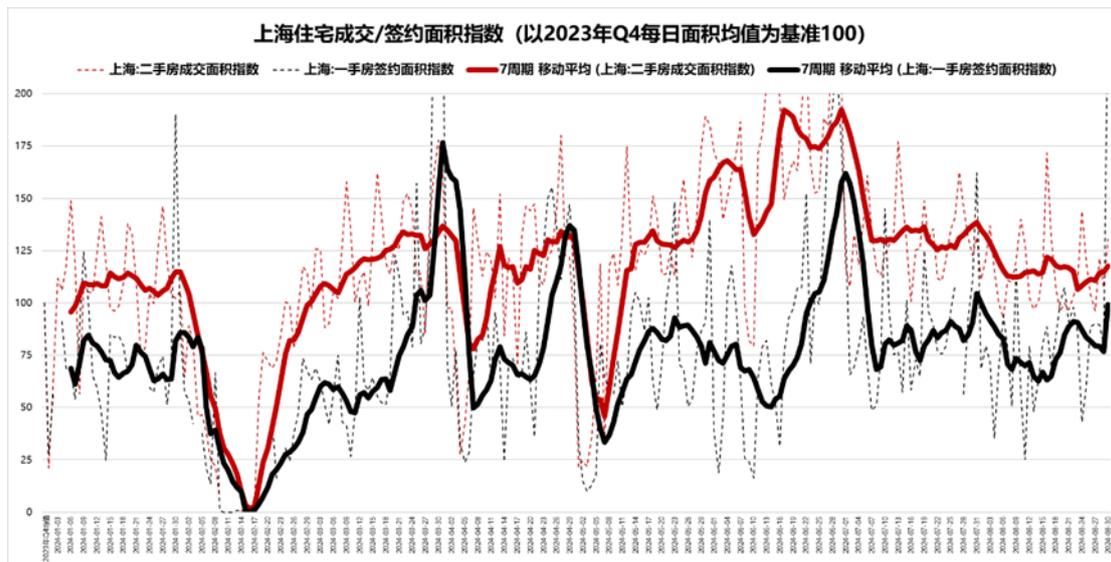
来源：WIND、中泰证券研究所

图表6：部分重点城市二手房成交面积（面积单位为万平方米）



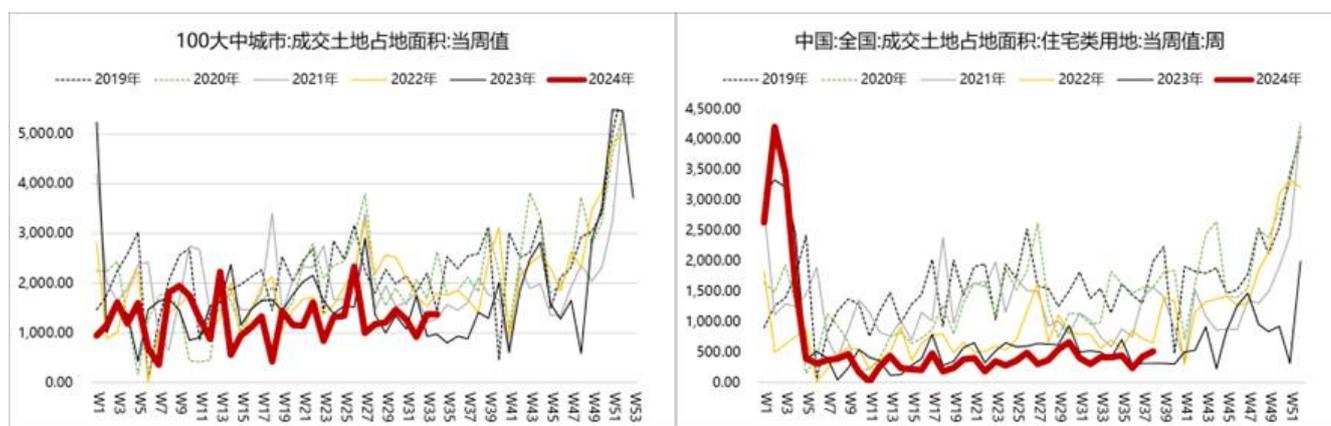
来源: WIND、中泰证券研究所

图表 7: 上海一手签约与二手成交面积指数 (以 2023 年 Q4 日均值为基准 100)



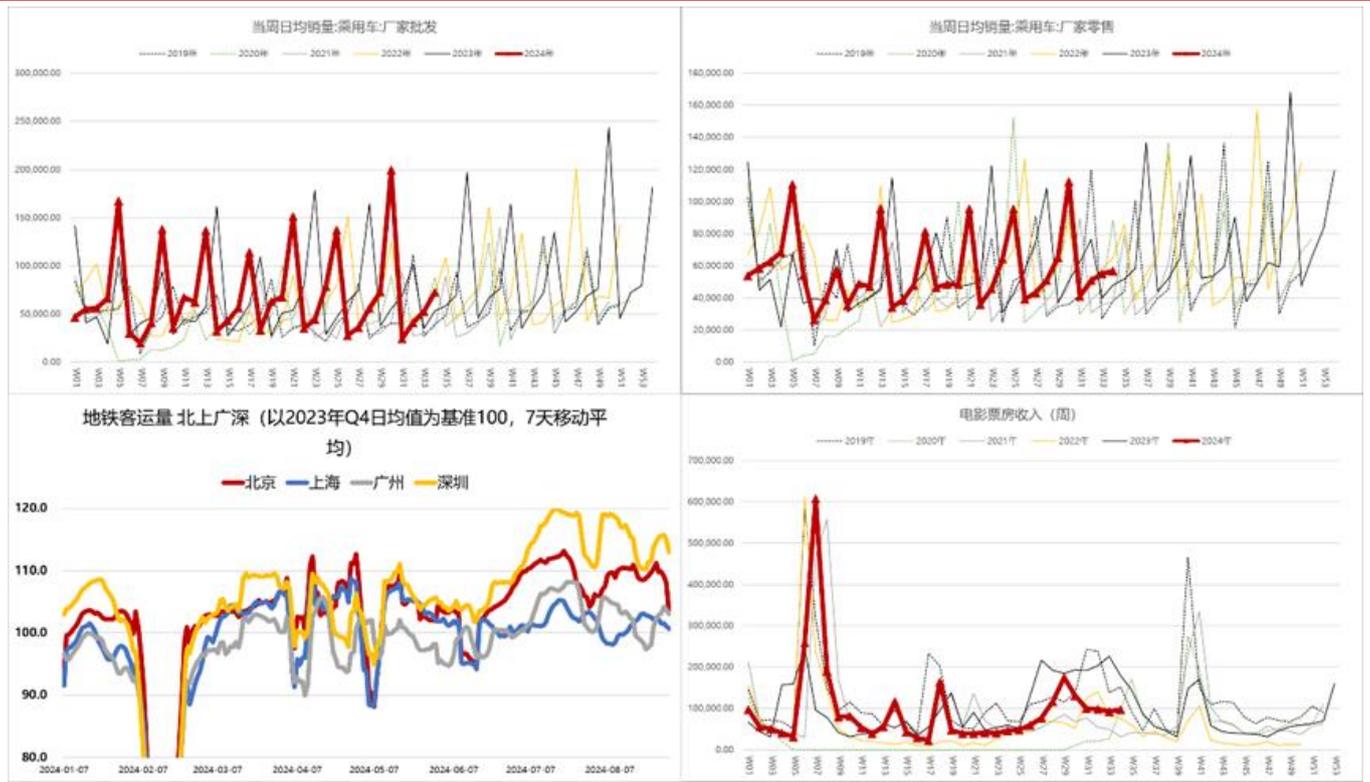
来源: WIND、中泰证券研究所

图表 8: 土地成交部分高频指标 (面积单位为万平方米)



来源: WIND、中泰证券研究所

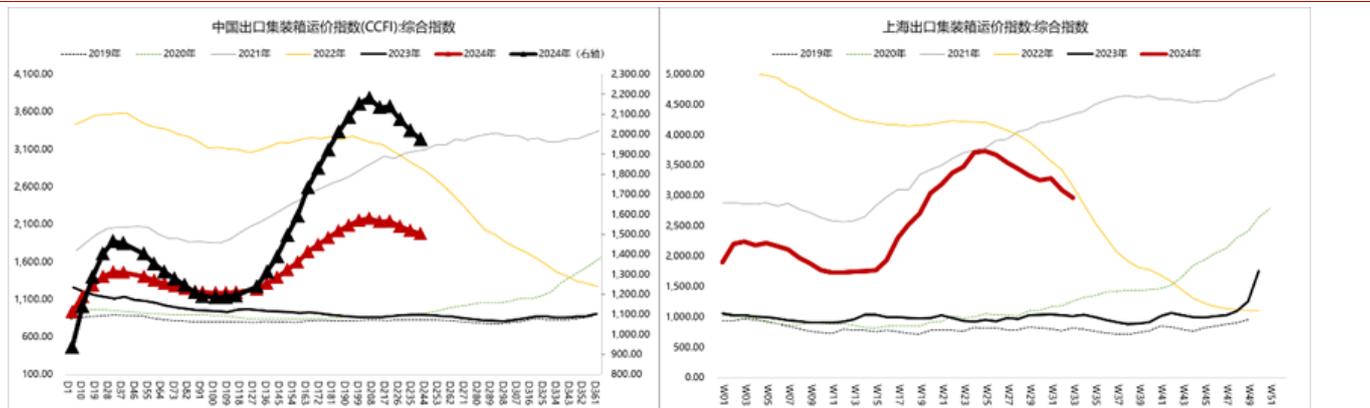
图表 9: 消费相关部分高频指标 (销量单位为辆, 电影票房单位为万元)



来源: WIND、中泰证券研究所

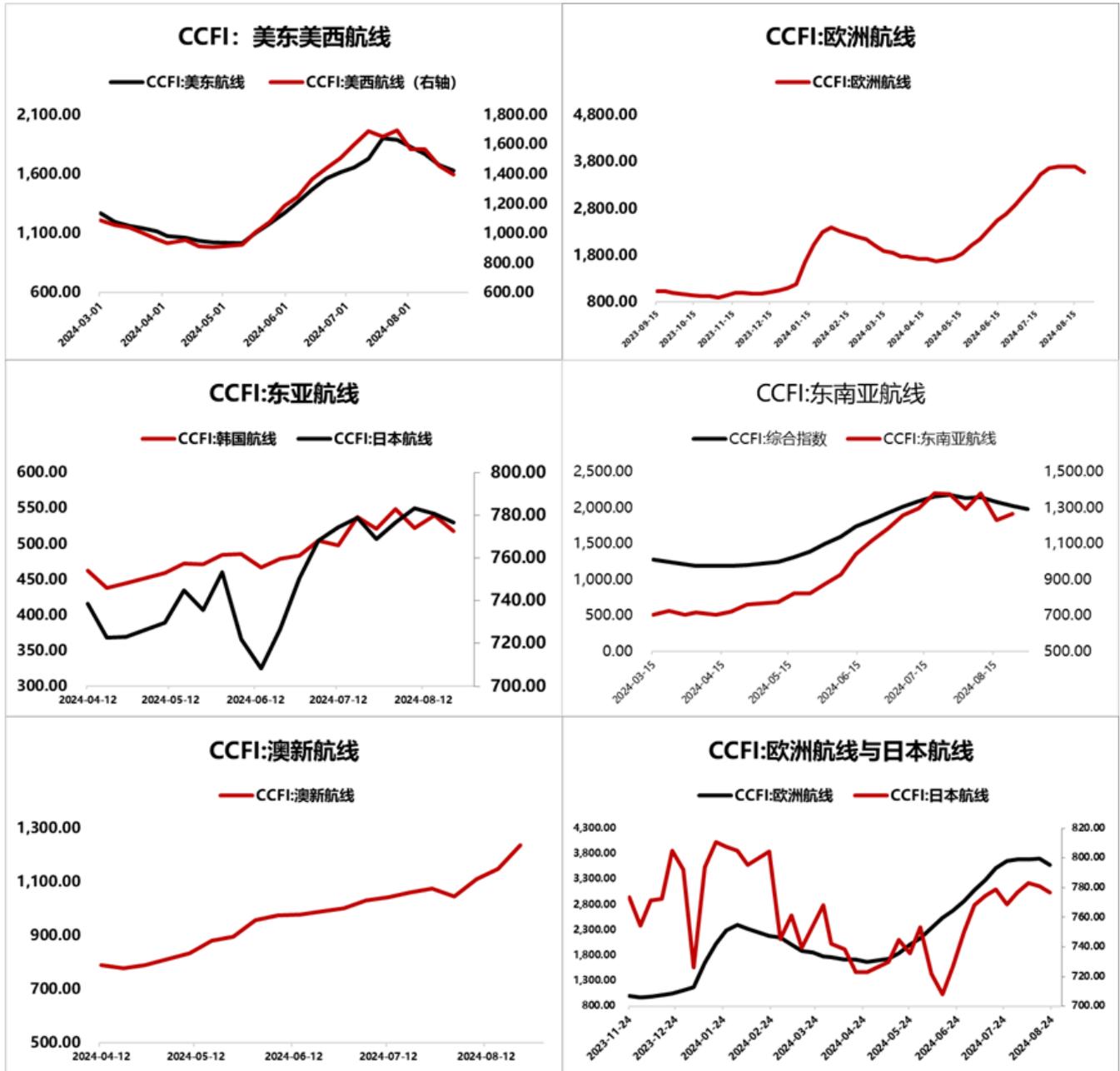
从外需端看，出口运价指标延续回落。截至 8 月 30 日，中国出口集装箱运价指数 (CCFI) 报 1974.46 点 (前值 2019.27 点)，延续回落；上海出口集装箱运价指数 (SCFI) 报 2963.38 点 (前值 3097.63 点)，延续回落，从往期数据观察，SCFI 相较于 CCFI 指数更加敏感，或指向出口运价短期回落。细分航线中美东、美西航线回落，澳新航线仍在上行，东南亚航线低位回升。从部分区域运价指标来看，覆盖远东区域范围内典型进出口航线的远东干散货运价指数低位回升，东南亚集装箱运价指数延续回落迹象。

图表 10: 中国出口集装箱运价指数与上海出口集装箱运价指数



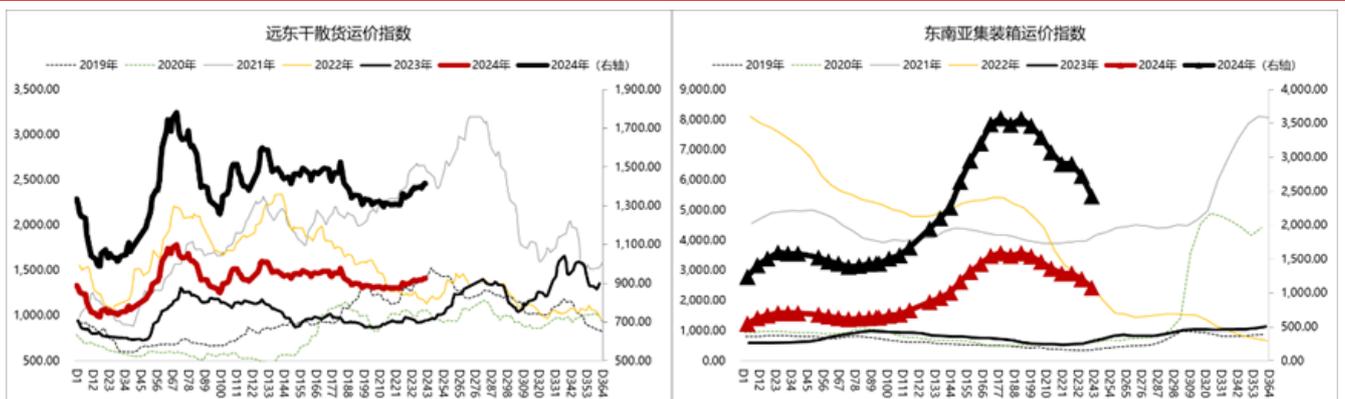
来源: WIND、中泰证券研究所

图表 11: CCFI 指数不同航线表现



来源: WIND、中泰证券研究所

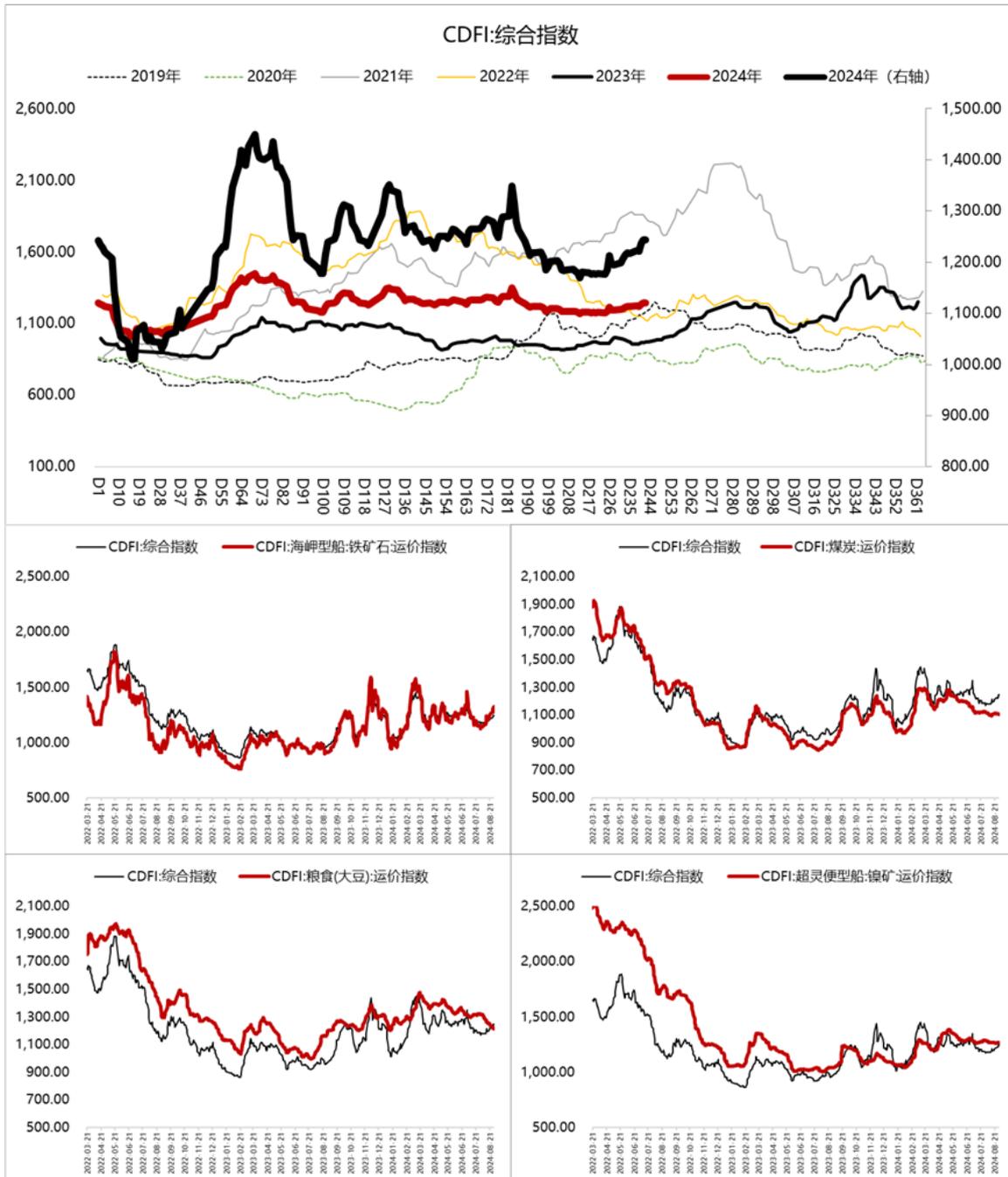
图表 12: 外贸相关高频指标 (区域指数)



来源：WIND、中泰证券研究所

进口相关高频指标低位回升。截至 8 月 30 日，CDFI 中国进口干散货运价指数录得 1243.73 点（上周 1217.49 点），低位回升，相较 2023 年同期仍强；细分运价指数中铁矿石指数偏强。

图表 13: CDFI 运价指数及细分运价指数

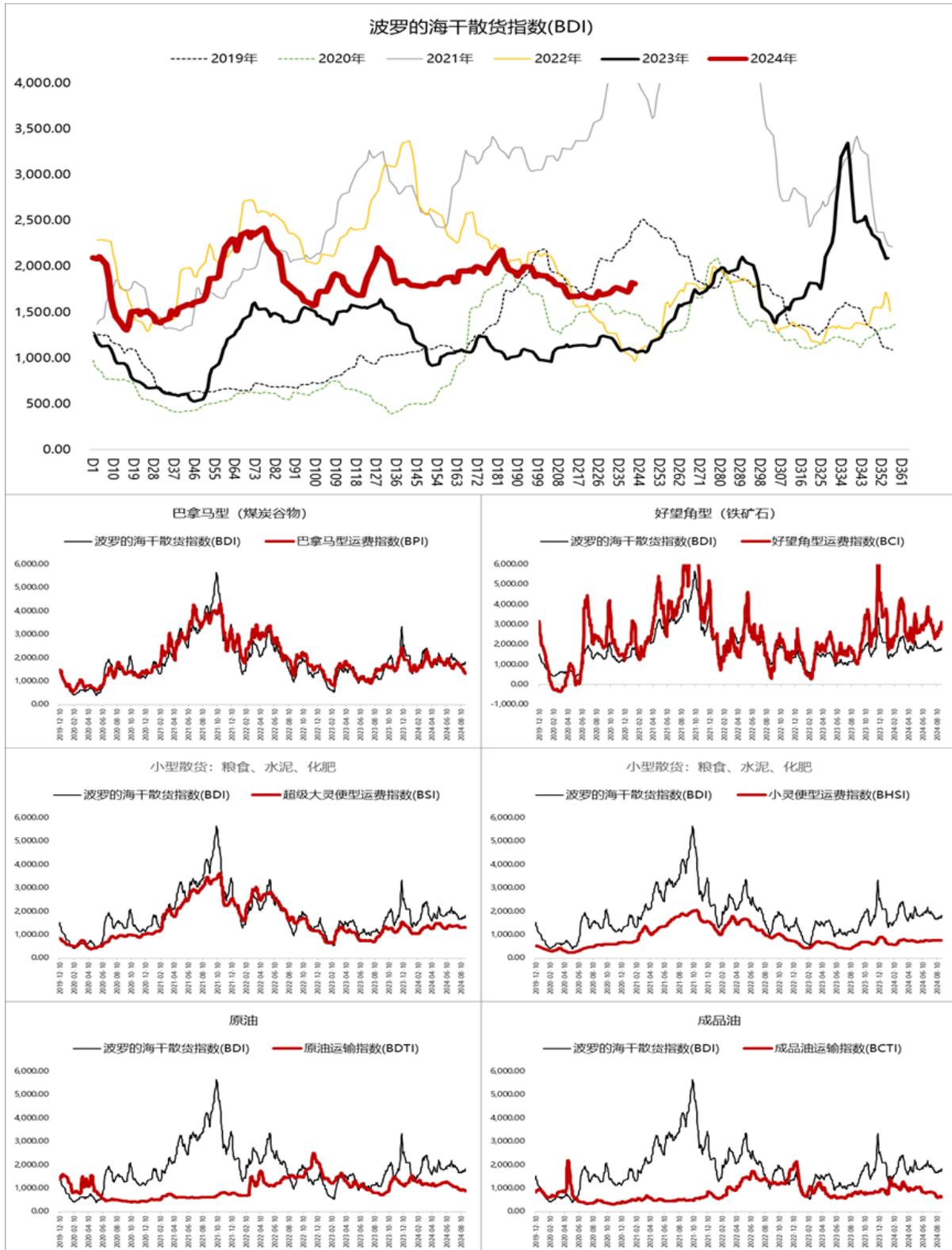


来源：WIND、中泰证券研究所

从 BDI（波罗的海干散货指数）来看，由于 BDI 指数主要反映的是大宗资源类产品的供求关系，由于中国进口产品多以该类物品为主，因此，BDI 指数更多地可以反映中国进口状况的变化。截至 8 月 30 日，BDI

指数为 1814 点（上周 1762 点），低位回升，与铁矿石相关细分运价指数偏强运行。

图表 14: BDI 指数及细分运价指数



来源: WIND、中泰证券研究所

3. 风险提示

国内与海外政策变动风险；国内与海外经济波动超预期风险；国际经济贸易摩擦风险

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。