

盈利压力上升，等待政策修复

——中国盈利系列五

研究院

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

宏观事件

9月27日周五，国家统计局公布数据显示，1-8月份，全国规模以上工业企业实现利润总额46527.3亿元，同比增长0.5%（按可比口径计算）。

核心观点

■ 制造业压力增加，等待财政支出改善

总量：今年1-8月企业利润出现阶段性回落，利润率的回落是主要原因。一方面，8月资产负债率较7月仅小幅回升0.03个百分点，产品销售率保持在96%的高位，而收入和成本增速分别回落0.5和0.4个百分点相差不大，利润的回落主要来自于利润率的放缓，其中国有企业和股份制企业分别放缓0.17和0.08个百分点。9月份美联储首次降息了50个基点，中国央行进行了0.5个百分点的降准和20个基点的降息操作，宏观政策转向更为宽松的状态，对于实体部门的宏观预期预计继续朝着修复的方向运行。

结构：利润率的放缓最直接地表现在中游制造业部门的竞争加剧上。从行业利润分配来看，截止8月在制造业部门利润增速快速放缓至1.1%的背景下，制造业部门的利润占比继续回落至70.57%，相比较一年前占比首次转为下降0.01个百分点，体现出了制造业部门当前面临的压力有所上升的特征。从行业杠杆率角度，虽然电力、热力、燃气和水的生产行业的杠杆率仍维持在60%左右，但是利润增速近一年快速回落将近50个百分点，或增加未来行业盈利压力。从效益结构上来看，由于8月PPI负增长的再次加深（回落1个百分点至-1.8%），在名义库存增速5.1%略有回落的状况下，实际库存增速却快速上升了0.9个百分点，被动累库的压力也拖累了制造业部门的盈利率。在9月货币金融政策转向宽松的背景下，关注未来财政政策扩张的节奏（8月支出进度60.9%），特别是生产资料价格回升对于盈利预期的改善驱动。

■ 预期和现实碰撞，市场进入底部区间

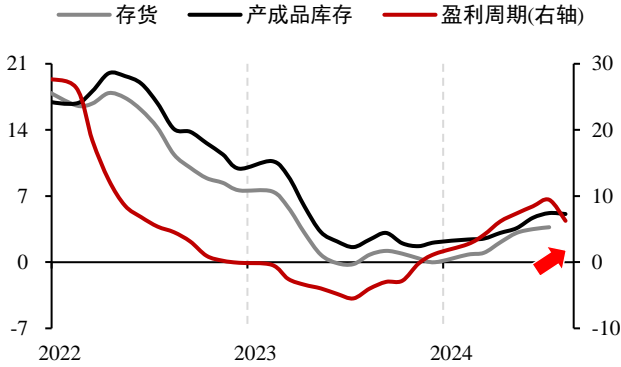
宏观：市场反弹窗口，关注短期波动。9月的末尾以激烈的向上突破描绘了预期改善状态下的修复，政治局会议一方面提出了对于房地产稳定的要求，另一方面对于宏观政策的基调也更为积极。政策拐点驱动市场反弹，但是8月数据描绘的经济现实仍告诉我们压力的现状仍在，从政策转变、到流动性改善、预期改善最终实现经济压力的缓和到宏观现实改善，仍存在底部区间的反复。我们维持对人民币资产的乐观判断，但是10月份开始的四季度，关注市场波动的风险。

■ 风险

经济数据短期波动风险，上游价格快速上涨风险

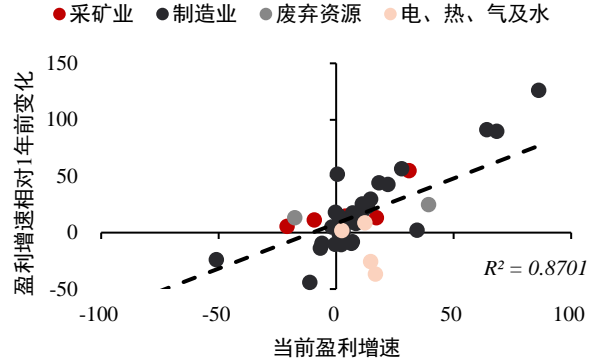
相关图表

图 1: 利润增速面临压力 | 单位: % YoY



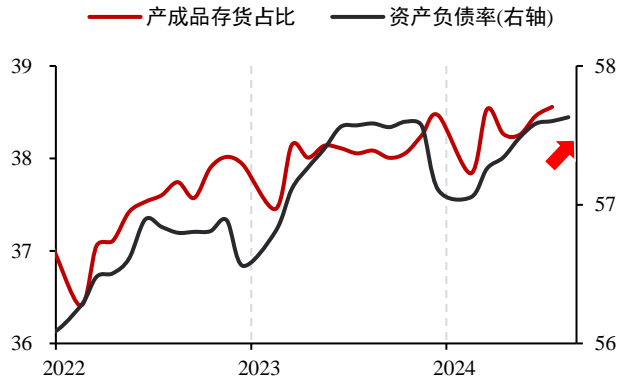
数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 2: 制造业盈利分化更大 | 单位: %



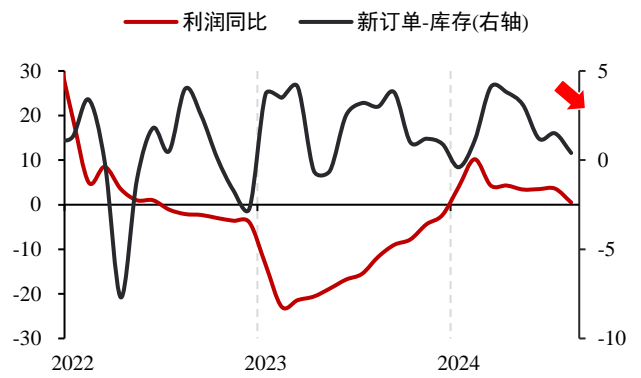
数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 3: 库存结构和企业杠杆率对比 | 单位: %pct



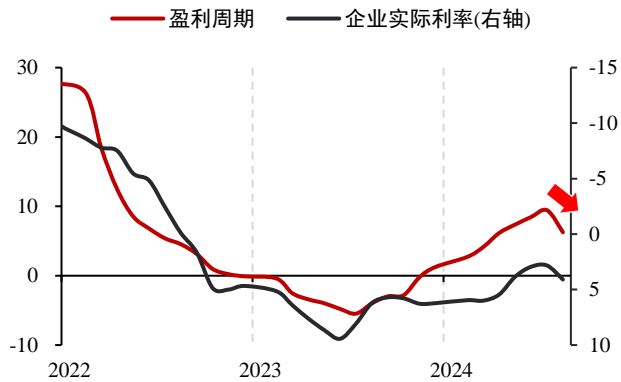
数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 4: 宏观经济景气度继续放缓 | 单位: % YoY



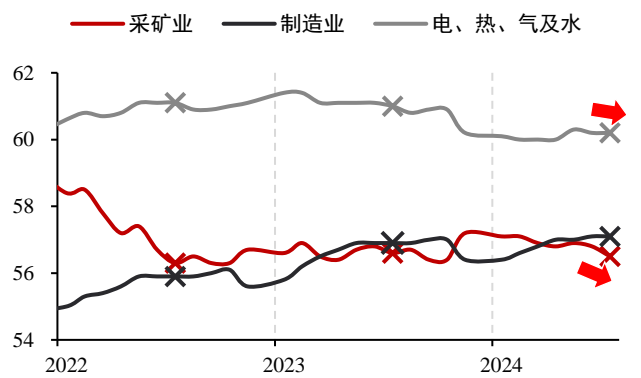
数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 5: 企业实际利率短期不再下降 | 单位: % YoY, %



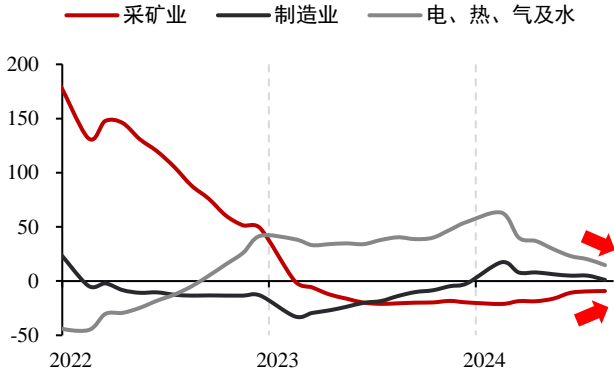
数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 6: 主要宏观部门资产负债率 | 单位: %



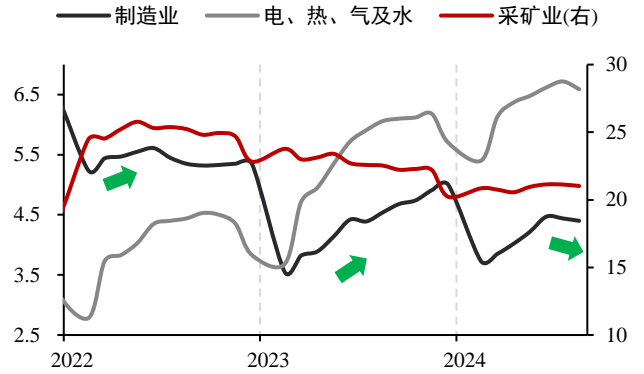
数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 7：上下游利润分化继续收敛 | 单位：%YoY



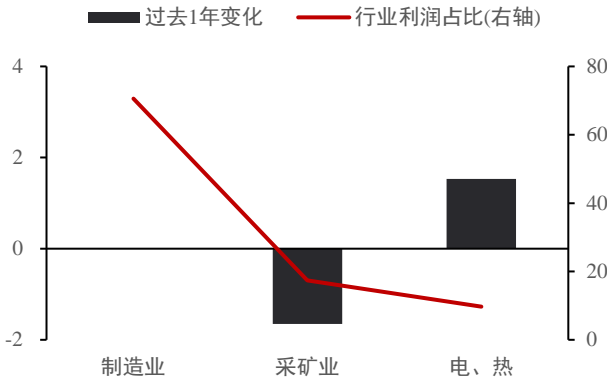
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 8：制造业收入利润率小幅回落 | 单位：%YoY



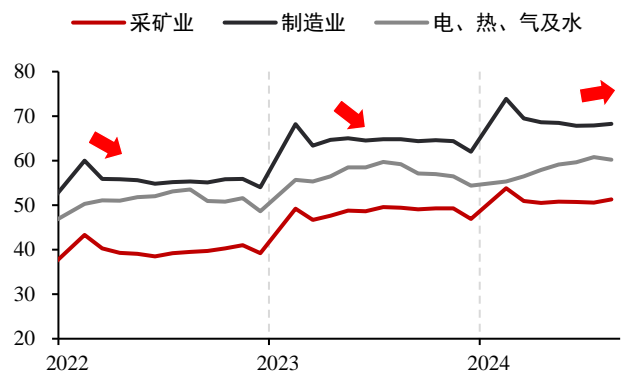
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 9：制造业利润占比出现收缩 | 单位：%ppt



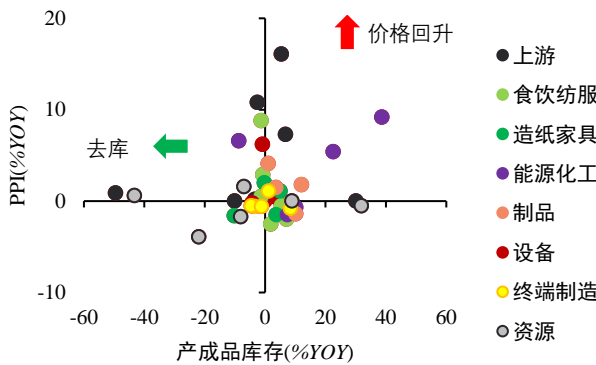
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 10：主要制造业部门账款回收期上升 | 单位：天



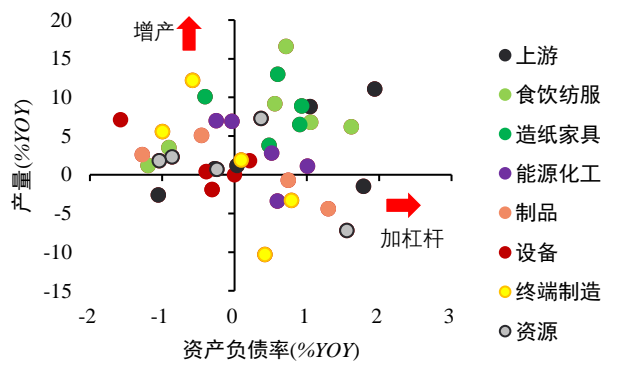
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 11：过去 1 年库存和 PPI 变化 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 12：过去 1 年资产负债率和产量变化 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

附录：2024年1-8月工业企业利润

一、2024年1-8月份全国规模以上工业企业利润增长0.5%¹

1-8月份，全国规模以上工业企业实现利润总额46527.3亿元，同比增长**0.5%**（按可比口径计算）（1-7月增长**3.6%**）。

1-8月份，规模以上工业企业中，国有控股企业实现利润总额15490.6亿元，同比**下降1.3%**（1-7月增长**1.0%**）；股份制企业实现利润总额34430.3亿元，**下降1.3%**（1-7月增长**1.9%**）；外商及港澳台投资企业实现利润总额11777.0亿元，**增长6.9%**（1-7月增长**9.9%**）；私营企业实现利润总额12648.3亿元，**增长2.6%**（1-7月增长**7.3%**）。

1-8月份，采矿业实现利润总额8132.8亿元，同比**下降9.2%**（1-7月**下降9.5%**）；制造业实现利润总额32967.2亿元，**增长1.1%**（1-7月增长**5.0%**）；电力、热力、燃气及水生产和供应业实现利润总额5427.3亿元，**增长14.7%**（1-7月增长**20.1%**）。

1-8月份，主要行业利润情况如下：有色金属冶炼和压延加工业利润同比**增长64.2%**（1-7月增长**79.3%**），计算机、通信和其他电子设备制造业**增长22.1%**（1-7月增长**25.1%**），农副食品加工业**增长18.2%**（1-7月增长**23.9%**），电力、热力生产和供应业**增长16.7%**（1-7月增长**23.2%**），纺织业**增长14.7%**（1-7月增长**18.4%**），石油和天然气开采业**增长3.9%**（1-7月增长**5.3%**），汽车制造业**增长3.0%**（1-7月增长**6.7%**），通用设备制造业**增长2.2%**（1-7月增长**4.3%**），化学原料和化学制品制造业**增长0.6%**（1-7月增长**4.8%**），专用设备制造业**下降6.0%**（1-7月**下降2.9%**），电气机械和器材制造业**下降11.2%**（1-7月**下降8.1%**），煤炭开采和洗选业**下降20.9%**（1-7月**下降21.7%**），非金属矿物制品业**下降50.9%**（1-7月**下降48.8%**），石油煤炭及其他燃料加工业、黑色金属冶炼和压延加工业同比由盈转亏（1-7月由盈转亏）。

1-8月份，规模以上工业企业实现营业收入87.10万亿元，同比**增长2.4%**（1-7月增长**2.9%**）；发生营业成本74.38万亿元，**增长2.6%**（1-7月增长**3.0%**）；营业收入利润率为**5.34%**（1-7月**5.40%**），同比下降0.10个百分点。

8月末，规模以上工业企业资产总计173.71万亿元，同比**增长4.8%**（7月增长**5.3%**）；负债合计100.11万亿元，**增长4.6%**（7月增长**5.1%**）；所有者权益合计73.60万亿元，**增长5.2%**（7月增长**5.7%**）；资产负债率为**57.6%**（7月**57.6%**），同比下降0.2个百分点。

8月末，规模以上工业企业应收账款25.50万亿元，同比**增长8.4%**（7月增长**8.1%**）；产

¹ 参考：https://www.stats.gov.cn/sj/zxfb/202409/t20240927_1956742.html

成品存货 6.53 万亿元，**增长 5.1%**(7 月增长 5.2%)。

1-8 月份，规模以上工业企业每百元营业收入中的成本为 **85.39 元**(1-7 月 85.33 元)，同比增加 0.19 元；每百元营业收入中的费用为 **8.41 元**(1-7 月 8.41 元)，同比增加 0.04 元。

8 月末，规模以上工业企业每百元资产实现的营业收入为 **76.5 元**(7 月 76.4 元)，同比减少 2.4 元；人均营业收入为 **180.0 万元**(7 月 179.4 万元)，同比增加 7.3 万元；产成品存货周转天数为 **20.4 天**(7 月 20.4 天)，同比增加 0.3 天；应收账款平均回收期为 **66.8 天**(7 月 66.5 天)，同比增加 3.7 天。

受去年同期高基数等因素影响，8 月份，规模以上工业企业利润同比**下降 17.8%** (6 月增长 3.6%)。

二、国家统计局工业司统计师于卫宁解读工业企业利润数据：1-8 月份规模以上工业企业利润保持增长²

受市场有效需求不足以及高温、暴雨、洪涝等自然灾害对部分地区冲击较大等因素影响，加之 8 月份当月同期基数较 7 月份明显抬高，1-8 月份，规上工业企业利润增速有所回落，但仍延续年初以来的增长态势，以高技术制造业为代表的新动能行业保持较快增长，工业经济高质量发展持续稳步推进。

工业企业利润和营业收入继续保持增长。1-8 月份，全国规模以上工业企业利润总额同比增长 0.5%。从营业收入扣减营业成本计算的毛利润角度看，1-8 月份规上工业企业毛利同比增长 1.2%。从行业看，1-8 月份，在 41 个工业大类行业中，有 29 个行业利润同比增长，增长面超七成。1-8 月份，规上工业企业营业收入同比增长 2.4%，保持稳定增长。

高技术制造业利润持续快速增长。1-8 月份，高技术制造业利润同比增长 10.9%，高于规上工业平均水平 10.4 个百分点，拉动规上工业利润增长 1.8 个百分点，支撑作用明显。其中，**代表高端化、智能化、绿色化的**航天器及运载火箭制造、智能车载设备制造、锂离子电池制造等行业利润增长较快，同比分别增长 20.3%、26.2%、29.9%；新兴重点领域**产业链协同效应**逐步显现，半导体器件专用设备制造、敏感元件及传感器制造、光电子器件制造等行业利润同比分别增长 14.5%、42.9%、130.6%。

消费品制造业和装备制造业利润保持稳定增长。受国内消费需求平稳恢复和工业品出口保持较快增长带动，消费品制造业和装备制造业保持稳定增长，部分消费品和装备

² 参考：https://www.stats.gov.cn/sj/sjzd/202409/t20240927_1956741.html

行业利润增长较快。1-8 月份，消费品制造业利润同比增长 8.4%。其中，农副食品、纺织、文教工美等 7 个行业利润均实现两位数增长。1-8 月份，装备制造业利润同比增长 3.2%，装备制造业的 8 个行业中有 5 个实现增长，其中铁路船舶航空航天、电子等行业利润同比分别增长 34.5%、22.1%，延续快速增长态势。

总体看，规上工业企业利润延续增长态势，工业新动能支撑作用彰显，但同时也要看到，国内消费需求依然偏弱，外部环境复杂多变，工业企业效益恢复基础仍需继续巩固。下阶段，要坚决贯彻落实党的二十届三中全会决策部署，加快培育壮大新动能，积极扩大国内有效需求，进一步推动大规模设备更新和消费品以旧换新，不断夯实工业企业效益恢复基础。

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一 2101-2106 单元 | 邮编: 510000

电话: 400-6280-888

网址: www.htfc.com