

盈利继续放缓，关注稳增长政策

——中国盈利系列七

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

11月27日周三，国家统计局公布数据显示，1-10月份，全国规模以上工业企业实现利润总额58680.4亿元，同比下降4.3%（按可比口径计算）。

核心观点

■ 压力传导至上游

总量：1-10月企业利润年度继续回落，结构有所改善。一方面，10月资产负债率持平于9月，不再继续回升；产品销售率提升0.2pct至96.3%，而收入（-0.2pct）相比较成本（-0.1pct）表现出更快的回落，10月份继续表现出增量不增收的特征，美联储11月继续降息25BP而中国实施一揽子增量政策确认了需求回落周期。另一方面，国有企业收入利润率回落0.11pct的同时私营企业回升0.14pct，微观主体盈利结构改善。

结构：中游制造业部门的竞争压力仍在延续。从行业利润分配来看，截止10月在制造业部门利润增速连续第二个月负增长，加深至-4.2%；制造业部门的利润占比继续回落至71.59%，相比较一年前下降幅度收缩至0.29个百分点，上游利润的更快回落使得制造业相对提升。从行业杠杆率角度，制造业10月持稳而采矿业和电力热力燃气水的生产行业的杠杆率小幅回落，但是利润增速分别有0.4、2.0和0.6个百分点的回落，行业未来盈利压力暂未消除。从效益结构上来看，由于10月PPI负增长斜率的放缓（回落0.1pct至-2.9%，降幅收窄0.9pct），驱动名义库存（-0.7pct）和实际库存（-0.6pct）增速均进入到去库状态，关注周期切换至主动去库对上游行业盈利的更大影响。随着10月一揽子宏观增量政策出台，财政第一本帐和第二本帐支出进度分别达到77.6%和99.0%，关注未来中央财政支出比例抬升对于盈利预期的改善驱动。

■ 地方化债和中央加杠杆

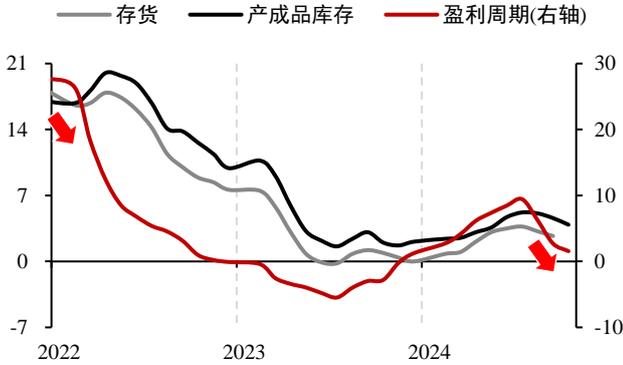
宏观：经济压力的上升驱动稳增长政策落地，关注中游盈利预期的修复。10月增产不增收延续背景下的利润继续下滑（但单月降幅收窄），以及利润分配结构从中游承压开始向上游传导，凸显了逆周期调节的迫切性。从11月初化债工作思路的四个根本转变，到11月底中国国新和中国诚通5000亿“稳增长扩投资专项债”的发行（重点支持“两重”“两新”项目投资），既体现了稳增长力度的逐渐加强，也显示了稳增长主体的转变——从地方转向中央，未来关注12月中央经济工作会议对于明年财政增量政策的安排。

■ 风险

经济数据短期波动风险，上游价格快速上涨风险

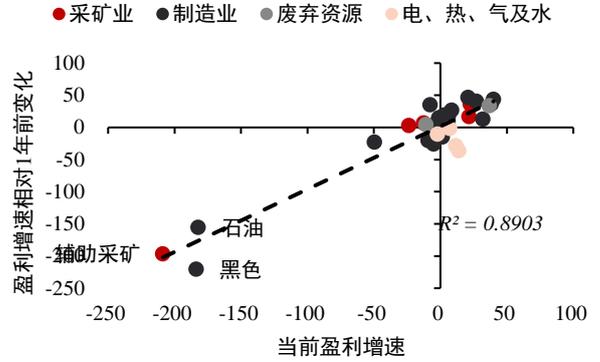
相关图表

图 1: 利润增速下降斜率放缓 | 单位: %YoY



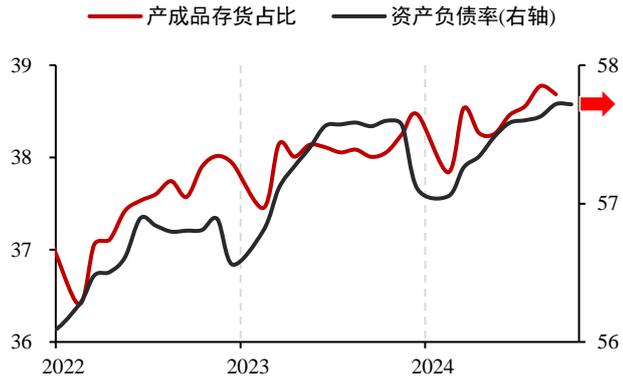
数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 2: 制造业上下游盈利分化加大 | 单位: %



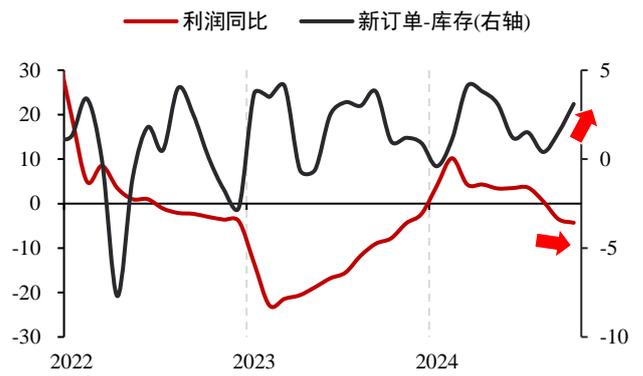
数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 3: 库存结构和企业杠杆率对比 | 单位: %pct



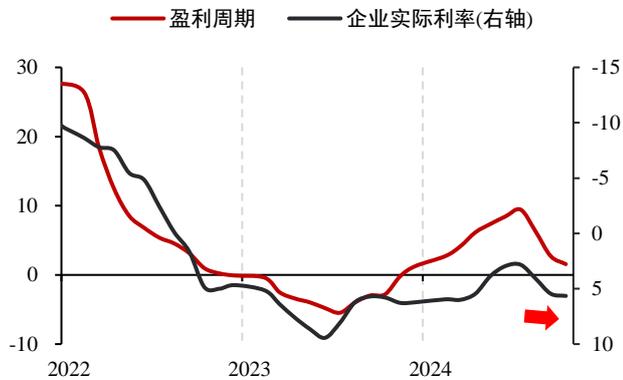
数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 4: 宏观经济景气度小幅改善 | 单位: %YoY



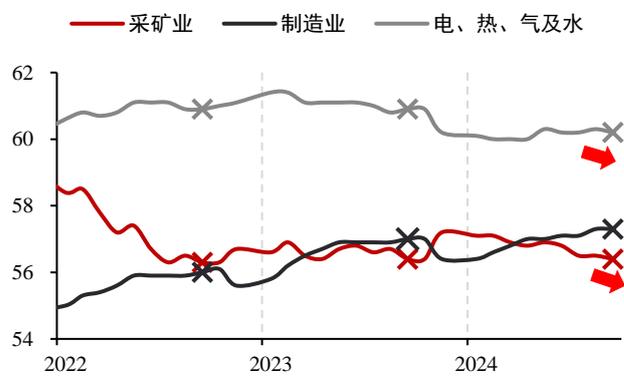
数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 5: 企业实际利率短期回落放缓 | 单位: %YoY, %



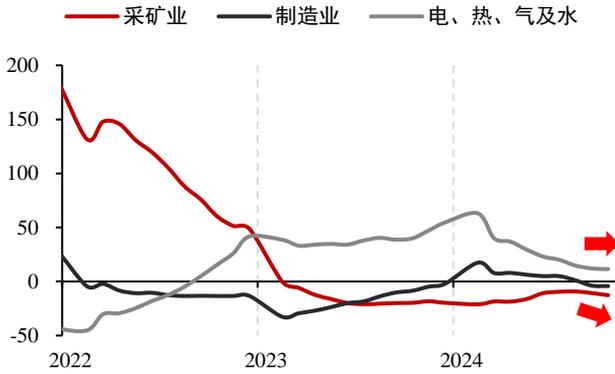
数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 6: 主要宏观部门资产负债率回落 | 单位: %



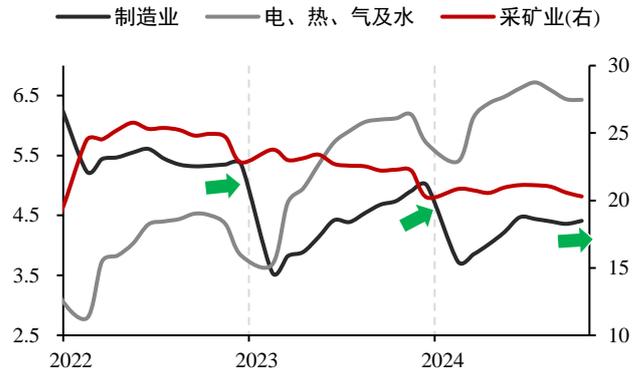
数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 7：上下游利润分化继续收敛 | 单位：%YoY



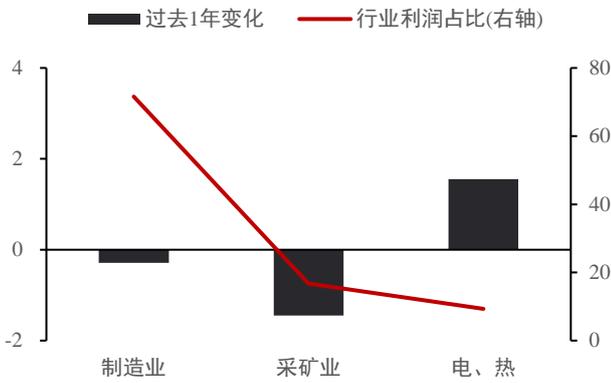
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 8：制造业收入利润率有所企稳 | 单位：%YoY



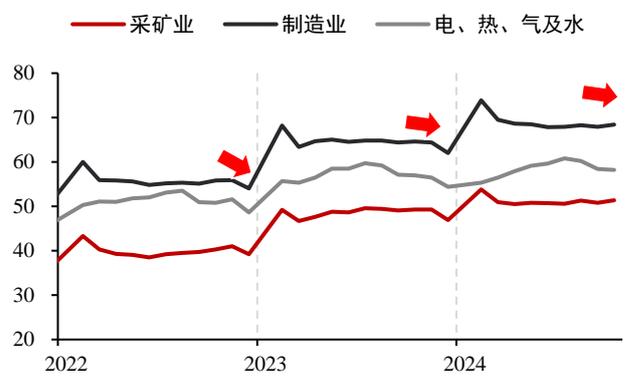
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 9：制造业利润占比连续收缩 | 单位：%pct



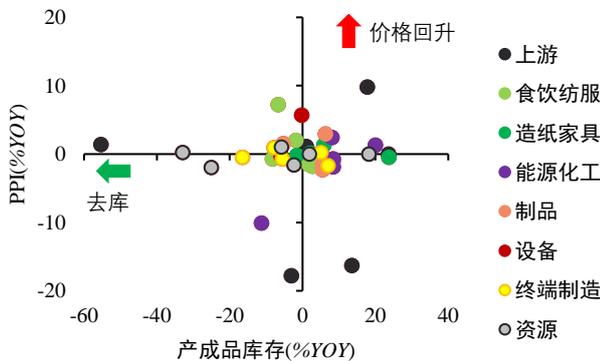
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 10：主要制造业部门账款回收期放缓 | 单位：天



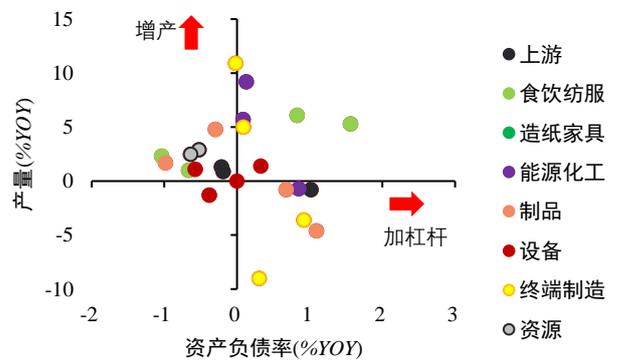
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

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1-10月工业企业利润

一、2024年1-10月份全国规模以上工业企业利润下降4.3%¹

1-10月份，全国规模以上工业企业实现利润总额58680.4亿元，同比**下降4.3%**（按可比口径计算）（1-9月下降3.5%）。

1-10月份，规模以上工业企业中，国有控股企业实现利润总额18530.9亿元，同比**下降8.2%**（1-9月下降6.5%）；股份制企业实现利润总额43718.5亿元，**下降5.7%**（1-9月下降4.9%）；外商及港澳台投资企业实现利润总额14559.0亿元，**增长0.9%**（1-9月增长1.5%）；私营企业实现利润总额16501.7亿元，**下降1.3%**（1-9月下降0.6%）。

1-10月份，采矿业实现利润总额9845.3亿元，同比**下降12.7%**（1-9月下降10.7%）；制造业实现利润总额42223.1亿元，**下降4.2%**（1-9月下降3.8%）；电力、热力、燃气及水生产和供应业实现利润总额6612.0亿元，**增长11.5%**（1-9月增长12.1%）。

1-10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40.0%**（1-9月增长52.5%），电力、热力生产和供应业**增长13.8%**（1-9月增长13.8%），计算机、通信和其他电子设备制造业**增长8.4%**（1-9月增长7.1%），纺织业**增长5.3%**（1-9月增长11.5%），农副食品加工业**增长2.8%**（1-9月增长6.6%），通用设备制造业**下降0.1%**（1-9月增长0.2%），石油和天然气开采业**下降1.8%**（1-9月增长0.9%），汽车制造业**下降3.2%**（1-9月下降1.2%），电气机械和器材制造业**下降5.1%**（1-9月下降7.2%），专用设备制造业**下降5.2%**（1-9月下降5.5%），化学原料和化学制品制造业**下降7.7%**（1-9月下降4.0%），煤炭开采和洗选业**下降23.7%**（1-9月下降21.9%），非金属矿物制品业**下降49.6%**（1-9月下降51.0%），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**（1-9月由盈转亏）。

1-10月份，规模以上工业企业实现营业收入110.96万亿元，同比**增长1.9%**（1-9月增长2.1%）；发生营业成本94.75万亿元，**增长2.3%**（1-9月增长2.4%）；营业收入利润率为5.29%，同比**下降0.34个百分点**（1-9月下降0.31个百分点）。

10月末，规模以上工业企业资产总计176.74万亿元，同比**增长4.6%**（9月增长4.7%）；负债合计102.01万亿元，**增长4.5%**（9月增长4.7%）；所有者权益合计74.73万亿元，**增长4.9%**（9月增长4.7%）；资产负债率为57.7%，同比**下降0.1个百分点**（9月持平）。

10月末，规模以上工业企业应收账款26.33万亿元，同比**增长7.8%**（9月增长7.6%）；

¹ 参考：https://www.stats.gov.cn/sj/zxfb/202411/t20241127_1957580.html

产成品存货 6.53 万亿元，**增长 3.9%**(9 月增长 4.6%)。

1-10 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，同比**增加 0.32 元**(1-9 月增加 0.27 元)；每百元营业收入中的费用为 8.42 元，同比**增加 0.06 元**(1-9 月增加 0.08 元)。

10 月末，规模以上工业企业每百元资产实现的营业收入为 **77.3 元**(9 月 77.2 元)，同比**减少 2.7 元**(9 月减少 2.6 元)；人均营业收入为 **182.4 万元**(9 月 181.7 万元)，同比**增加 6.6 万元**(9 月增加 6.7 万元)；产成品存货周转天数为 **20.0 天**(9 月 20.0 天)，同比**增加 0.2 天**(9 月增加 0.2 天)；应收账款平均回收期为 **66.7 天**(9 月 66.3 天)，同比**增加 3.9 天**(9 月增加 3.7 天)。

10 月份，规模以上工业企业利润同比**下降 10.0%** (9 月下降 27.1%)。

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：10 月份规模以上工业企业利润降幅明显收窄²

10 月份，随着存量政策及一揽子增量政策协同发力、持续显效，规模以上工业企业生产稳定增长，企业利润当月**降幅明显收窄**。多数行业盈利较上月好转，装备制造业和高技术制造业等新动能支撑作用较强，原材料制造业和消费品制造业利润降幅大幅收窄。企业效益状况呈现以下主要特点：

工业企业当月营业收入和利润降幅收窄。1-10 月份，全国规模以上工业企业营业收入同比增长 1.9%，延续增长态势，企业利润同比下降 4.3%。从当月看，10 月份，受工业生产稳定增长、产销衔接水平回升带动，全国规模以上工业企业营业收入同比下降 0.2%，**降幅较上月收窄 0.7 个百分点**。**营收恢复**带动企业利润改善，10 月份规模以上工业企业利润同比下降 10.0%，**降幅较 9 月份大幅收窄 17.1 个百分点**。

超六成行业盈利较上月好转，制造业最为明显。10 月份，在 41 个工业大类行业中，有 27 个行业利润同比增速较 9 月份加快，或降幅收窄、由降转增，占比超过六成。三大门类中，**制造业带动**工业企业利润改善作用明显，10 月份制造业利润降幅较 9 月份大幅收窄 22.3 个百分点，带动规上工业利润降幅较 9 月份**收窄 17.8 个百分点**。

不同类型企业利润均有回升。随着各项政策效果持续显现，各类经营主体效益持续好转。10 月份，规模以上工业企业中，外商及港澳台投资、股份制、私营和国有控股企业利润同比降幅较 9 月份分别**收窄 27.7 个、14.4 个、14.3 个和 10.9 个百分点**；大、中、

² 参考：https://www.stats.gov.cn/sj/sjjd/202411/t20241127_1957579.html

小型企业利润降幅分别收窄 27.1 个、4.6 个和 1.5 个百分点。

装备制造业利润由降转增。10 月份，装备制造业利润同比增长 4.5%，当月增速由负转正，为规上工业利润改善提供重要支撑。从行业看，装备制造业的 8 个行业中有 7 个行业利润较 9 月份由降转增或降幅收窄，其中铁路船舶航空航天、电子、专用设备等行业利润**由降转增**，当月同比分别增长 63.1%、19.6%、3.8%；金属制品、通用设备和汽车行业利润降幅收窄，较 9 月份分别收窄 32.6 个、11.9 个和 11.4 个百分点。

原材料制造业和消费品制造业利润好转。随着宏观政策发力显效，国内消费需求平稳恢复，叠加工业品出口持续增长，原材料制造业和消费品制造业利润有所改善。10 月份，原材料制造业和消费品制造业利润降幅较 9 月份分别收窄 27.7 个和 20.4 个百分点。从行业看，原材料制造业的 5 个行业中有 3 个、消费品制造业的 13 个行业中有 9 个行业利润同比增速较 9 月份回升，或降幅收窄、由降转增。其中，原材料制造业中的钢铁行业今年以来月度首次扭亏为盈，当月利润同比增长 80.1%；消费品制造业中的纺织服装、化纤、文教工美等行业利润增长较快，同比分别增长 44.3%、21.1%、8.3%，较 9 月份回升 53.3 个、65.2 个、32.2 个百分点。

高技术制造业利润两位数增长。10 月份，高技术制造业利润同比增长 12.9%，大幅高于规上工业平均水平 22.9 个百分点，拉动规上工业利润增长 1.9 个百分点，支撑和引领作用明显。从行业看，随着制造业高端化、智能化、绿色化进程持续推进，相关行业利润增长较快，其中，**可穿戴智能设备制造、敏感元件及传感器制造、工业控制计算机及系统制造、锂离子电池制造**等行业利润同比分别增长 73.3%、48.8%、40.0%、39.4%。

总体看，虽然规上工业企业利润仍处下降区间，但在存量政策加快落实以及一揽子增量政策加力推出带动下，**工业企业效益状况有所改善**。下阶段，要深入贯彻党中央、国务院决策部署，持续抓好各项政策的落地落实，巩固和增强经济回升向好态势，促进工业企业利润稳定恢复。

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