

盈利改善，周期上行空间仍待降息信号

——中国盈利系列一

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

5月27日周一，国家统计局公布数据显示，1-4月份，全国规模以上工业企业实现利润总额20946.9亿元，同比增长4.3%（按可比口径计算）。

核心观点

■ 盈利回升，宏观预期改善

总量：今年1-4月企业利润延续年初以来转正态势，显示出企业盈利周期的继续改善，有利于宏观周期的回升和市场悲观预期的修复。5月房地产政策的松绑意味着国内金融周期将逐渐开启到向上的阶段，虽然短期内私人部门由于高实际利率和高杠杆特征而缺乏扩张意愿，但是盈利状况在年初以来的逐渐稳定为宏观景气的研判提供加分项。

结构：盈利改善背景下，中游制造业杠杆率小幅抬升；上游采矿业和电热气水供应业杠杆率短期保持稳定。从行业利润分配来看，截止4月制造业利润占比68.7%，过去一年小幅上升1.4个百分点，预计在盈利继续小幅改善的情况下未来占比仍有回升空间。从行业杠杆率角度，由于电热气水供应业盈利持续高增长（4月虽然降至36.9%，但收入利润率回到6.4%），杠杆利润占比上升3.1个百分点，驱动公用事业部门杠杆率持续去化，4月降至60%。从效益结构上来看，虽然2023年盈利增速持续改善，今年年初以来利润增速由负转正，但是工业部门的库存依然维持在接近绝对去库的低位，显示出实体经济景气预期的相对低迷。数据显示，截止4月制造业PMI景气度维持在50.4的景气弱扩张的状态。

■ 政策底已现，等待市场底

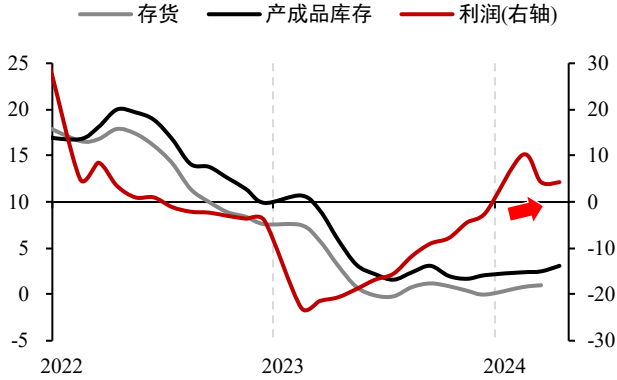
宏观：4月以来财政政策的扩张正在次第展开，预计将持续修复市场宏观预期。从全球角度来看，从非经济的角度2024年的政治大年，中国的政策不确定性随着三中全会时间的确定正在降低，但美国依然存在下半年大选的不确定性；从经济学的角度，中国的金融周期随着517地产政策的落地正进入到改善状态，因而尽管盈利向实体库存投资的传导偏慢但随着财政支出的落实预期正朝着改善的方向运行，但美国经济数据“软着陆”背景下货币政策难有放松空间，限制了全球宽松周期的开启，约束了国内货币政策的空间，一定程度上约束了财政的空间（扩资产不扩负债带来不稳定性，长债利率偏向上行）。虽然短期宏观数据仍存在波动风险，预计市场正进入到左侧的配置区间。

■ 风险

经济数据短期波动风险，上游价格快速上涨风险

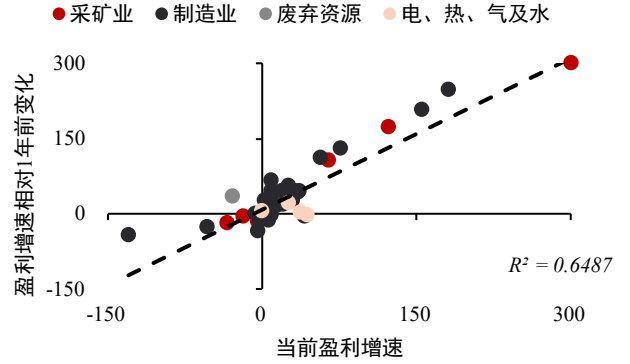
相关图表

图 1: 利润增速开年实现由负转正 | 单位: %



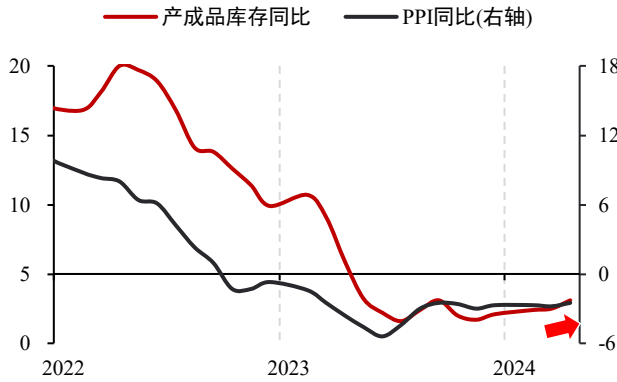
数据来源: iFind 华泰期货研究院

图 2: 中上游盈利改善更为明显 | 单位: %



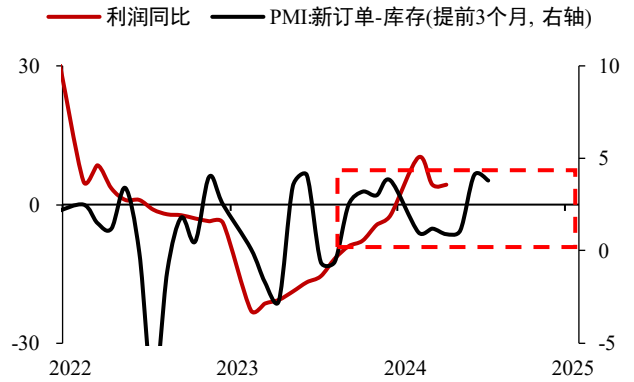
数据来源: iFind 华泰期货研究院

图 3: 宏观经济周期底部回升较为缓慢 | 单位: %



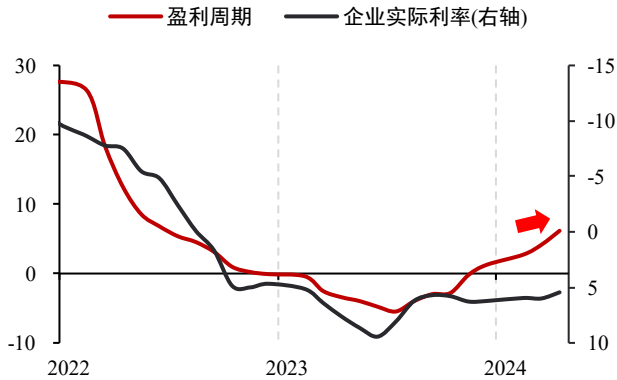
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 4: 宏观经济景气度低位缺乏弹性 | 单位: %YOY



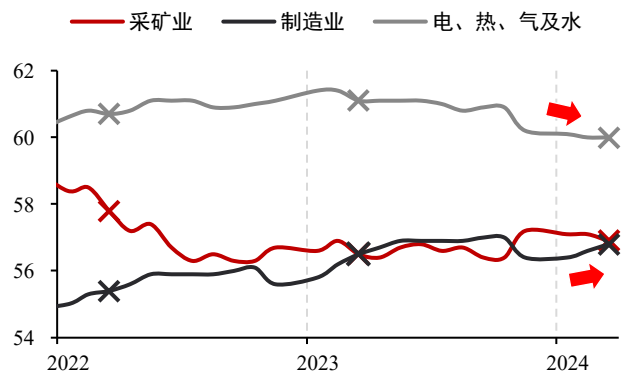
数据来源: iFind 华泰期货研究院

图 5: 企业实际利率回落依然偏慢 | 单位: %



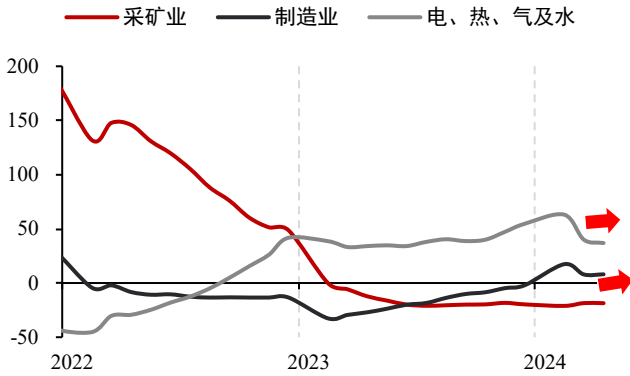
数据来源: iFind 华泰期货研究院

图 6: 主要宏观部门资产负债率 | 单位: %



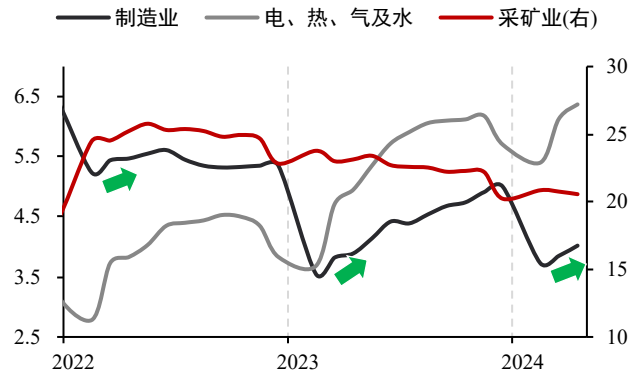
数据来源: iFind 华泰期货研究院

图 7: 制造业部门利润延续小幅改善 | 单位: %



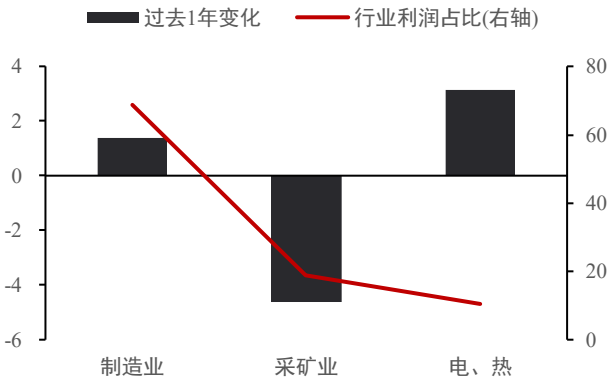
数据来源: iFind 华泰期货研究院

图 8: 制造业收入利润率季节性改善 | 单位: %YOY



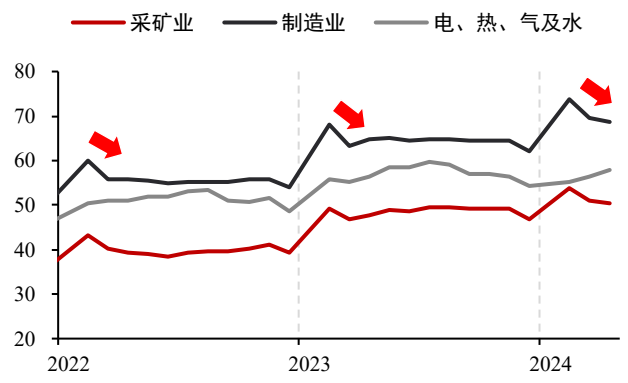
数据来源: iFind 华泰期货研究院

图 9: 制造业利润占比继续回升 | 单位: %



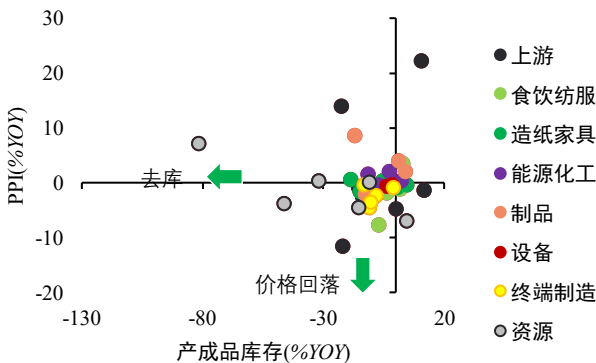
数据来源: iFind 华泰期货研究院

图 10: 主要宏观部门账款回收期季节性回落 | 单位: 天



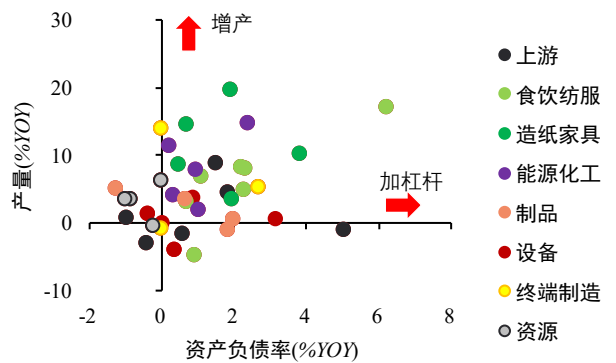
数据来源: iFind 华泰期货研究院

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1-4月工业企业利润

一、2024年全国规模以上工业企业利润增长4.3%¹

1-4月份，全国规模以上工业企业实现利润总额20946.9亿元，同比增长**4.3%**（按可比口径计算）。

1-4月份，规模以上工业企业中，国有控股企业实现利润总额7396.4亿元，同比**下降2.8%**；股份制企业实现利润总额15508.1亿元，**增长0.9%**；外商及港澳台投资企业实现利润总额5285.9亿元，**增长16.7%**；私营企业实现利润总额5448.0亿元，**增长6.4%**。

1-4月份，采矿业实现利润总额3923.9亿元，同比**下降18.6%**；制造业实现利润总额14439.8亿元，**增长8.0%**；电力、热力、燃气及水生产和供应业实现利润总额2583.2亿元，**增长36.9%**。

1-4月份，主要行业利润情况如下：计算机、通信和其他电子设备制造业利润**增长75.8%**，有色金属冶炼和压延加工业**增长56.6%**，电力、热力生产和供应业**增长44.1%**，汽车制造业**增长29.0%**，纺织业**增长24.9%**，农副食品加工业**增长9.0%**，化学原料和化学制品制造业**增长8.4%**，通用设备制造业**增长6.2%**，石油和天然气开采业**增长4.3%**，电气机械和器材制造业**下降4.7%**，专用设备制造业**下降7.3%**，煤炭开采和洗选业**下降34.2%**，非金属矿物制品业**下降53.9%**，石油煤炭及其他燃料加工业**由盈转亏**，黑色金属冶炼和压延加工业**亏损增加**。

1-4月份，规模以上工业企业实现营业收入41.92万亿元，同比**增长2.6%**；发生营业成本35.77万亿元，**增长2.8%**；营业收入利润率为5.00%，同比**提高0.08个百分点**。

4月末，规模以上工业企业资产总计170.24万亿元，同比**增长6.0%**；负债合计97.61万亿元，**增长5.7%**；所有者权益合计72.62万亿元，**增长6.4%**；资产负债率为57.3%，同比**下降0.2个百分点**。

4月末，规模以上工业企业应收账款23.61万亿元，同比**增长7.6%**；产成品存货6.33万亿元，**增长3.1%**。

1-4月份，规模以上工业企业每百元营业收入中的成本为85.34元，同比**增加0.14元**；每百元营业收入中的费用为8.42元，同比**减少0.02元**。

4月末，规模以上工业企业每百元资产实现的营业收入为74.4元，同比**减少2.6元**；人均营业收入为174.1万元，同比**增加7.5万元**；产成品存货周转天数为20.8天，同比持

¹ 参考：https://www.stats.gov.cn/sj/zxfb/202405/t20240527_1956067.html

平；应收账款平均回收期为 66.7 天，同比**增加 3.4 天**。

4 月份，规模以上工业企业实现利润同比**增长 4.0%**。

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：4 月份规模以上工业企业利润由降转增²

4 月份，随着宏观组合政策落实落细、效果持续显现，市场需求继续回暖，工业生产回升向好，规模以上工业企业效益持续恢复，呈现以下主要特点：

工业企业当月利润由降转增。4 月份，全国规模以上工业企业利润由 3 月份同比下降 3.5% 转为增长 4.0%，增速回升 7.5 个百分点，企业当月利润明显改善。1-4 月份，规上工业企业利润同比增长 4.3%，增速与 1-3 月份持平，继续保持平稳增长。

工业企业营收增长加快。随着市场需求持续恢复，工业生产增长加快，产品出厂价格降幅收窄，产销衔接水平提升，共同推动企业营收改善。1-4 月份，规上工业企业营业收入同比增长 2.6%，增速比 1-3 月份加快 0.3 个百分点。从当月看，4 月份规上工业企业营业收入由 3 月份同比下降 1.2% 转为增长 3.3%，增速回升 4.5 个百分点，回升幅度较大，有力带动企业盈利改善。

超七成行业利润实现增长。1-4 月份，在 41 个工业大类行业中，有 31 个行业利润同比增长，占 75.6%，行业增长面比 1-3 月份扩大 7.3 个百分点。分门类看，采矿业受煤价下降、产量减少影响，利润同比下降 18.6%，降幅比 1-3 月份扩大 0.1 个百分点。制造业利润增长 8.0%，增速加快 0.1 个百分点。电力热力燃气及水生产和供应业利润增长 36.9%，延续快速增长态势。其中，电力行业受益于电煤成本降低、发电量增长，利润增长 44.1%；燃气行业利润下降 0.4%。

装备制造业持续发挥支撑作用。制造业高端化、智能化、绿色化深入推进，新质生产力培育壮大，叠加大规模设备更新政策效果逐步显现，共同推动装备制造业利润保持较快增长。1-4 月份，装备制造业利润同比增长 16.3%，增速高于全部规上工业 12.0 个百分点，拉动规上工业利润增长 4.7 个百分点，是贡献最大的行业板块，对规上工业利润增长持续发挥重要支撑作用。分行业看，电子行业受智能手机、集成电路、液晶面板等产品需求释放、产量较快增长推动，利润大幅增长 75.8%；铁路船舶航空航天运输设备行业受造船订单快速增长、产品附加值提高等因素推动，利润增长 40.7%；汽车行业产销均保持较快增长水平，利润增长 29.0%。

消费品制造业利润增长加快。受益于市场需求有所改善、工业品出口大幅加快等有利

² 参考：https://www.stats.gov.cn/sj/sjjd/202405/t20240527_1956068.html

因素，消费品制造业利润增长加快。1-4 月份，消费品制造业利润同比增长 12.0%，增速比 1-3 月份加快 1.1 个百分点，其中 4 月份当月利润增长 15.9%，回升态势明显，持续助推规上工业利润改善。分行业看，13 个消费品制造大类行业利润均实现增长，化纤、造纸行业利润分别增长 1.81 倍、1.55 倍，文教工美、家具、印刷、纺织、皮革制鞋、食品制造行业利润增长 13.8%-34.6%。

总体看，1-4 月份规上工业企业利润平稳恢复，但也要看到，国内有效需求仍然不足，外部环境依然复杂严峻，工业企业效益恢复基础仍需巩固。下阶段，要坚决贯彻落实党中央、国务院决策部署，靠前发力有效落实已经确定的宏观政策，加快发展新质生产力，促进产业提质升级，着力扩大有效需求，助力企业纾困解难，巩固增强工业经济回升向好态势，不断推动工业经济高质量发展。

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