



盈利维持改善，信号逐渐乐观

——中国盈利系列二

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

6月27日周四，国家统计局公布数据显示，1-5月份，全国规模以上工业企业实现利润总额27543.8亿元，同比增长3.4%（按可比口径计算）。

核心观点

■ 盈利回升，但有所放缓

总量：今年1-5月企业利润延续年初以来转正态势，有利于宏观周期的回升和市场悲观预期的修复。但5月数字有所放缓，显示出内生动能有待进一步加强。我们认为，5月金融数字在“挤水分”之下继续负增长，同时517房地产政策松绑、叠加特别国债的开始发行，意味着国内金融周期开启向上的政策信号。对于实体部门而言，短期由于高实际利率和高杠杆特征而缺乏扩张意愿，但是盈利的逐渐稳定将继续修复宏观景气度。

结构：盈利改善背景下，中游制造业（尤其是设备制造业）杠杆率小幅抬升，置换了上游采矿业和电热气水供应业杠杆率的回落。从行业利润分配来看，截止5月制造业利润占比继续上升至69.7%，过去一年上升1.4个百分点，预计在盈利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（5月虽然降至29.5%，但收入利润率升至6.5%），杠杆利润占比上升2.5个百分点，驱动公用事业部门杠杆率持续去化，5月维持在60%低点。从效益结构上来看，伴随着2023年盈利增速持续改善，尤其是今年年初以来利润增速由负转正，5月工业部门的库存开始从低位有所抬升，PPI同比回升至-1.4%，产成品库存同比回升至+3.6%。

■ 短期谨慎，关注美元压力

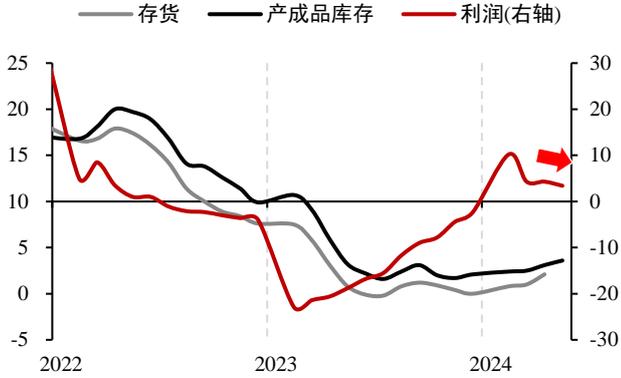
宏观：5月特别国债的发行显示出政策对冲的开启，但整体力度仍偏谨慎（见5月财政系列二）。从非经济的角度，中国的政策不确定性随着7月15-18日三中全会时间的确定正在降低，但美国依然存在下半年大选的不确定性；从经济学的角度，中国的金融周期随着517地产政策的落地正进入到“防止恶化”状态等待向上的开启，虽然美国经济数据“软着陆”背景下货币政策难有放松空间，限制了全球宽松周期的开启，约束了国内货币政策的空间，一定程度上约束了财政的空间（扩资产不扩负债带来不稳定性，长债利率偏向上行），短期经济数据虽然难有超预期的成分。但是随着不确定性的消除，尽管有美元的流动性压力存在，我们认为市场正进入到了左侧的配置区间。

■ 风险

经济数据短期波动风险，上游价格快速上涨风险

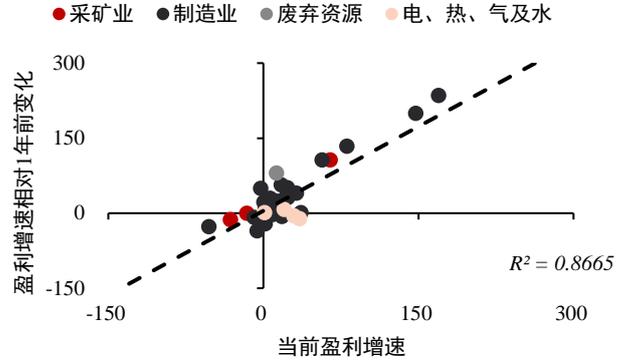
相关图表

图 1: 利润增速有所放缓 | 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: %



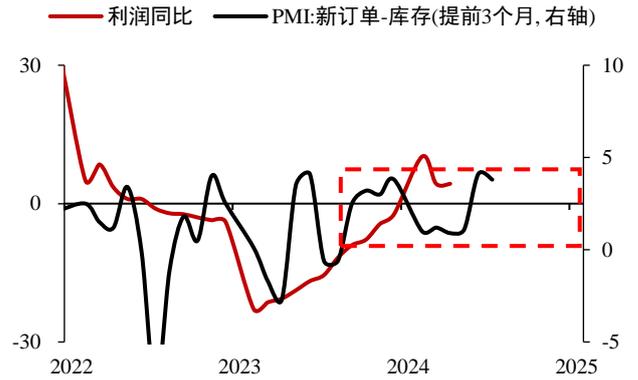
数据来源: iFind 华泰期货研究院

图 3: 宏观经济周期底部逐渐回升 | 单位: %



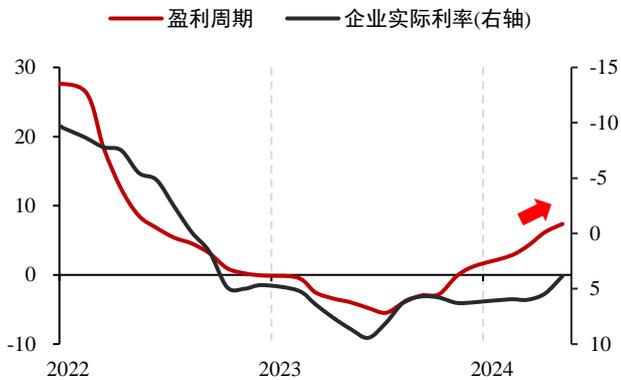
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 4: 宏观经济景气度低位缺乏弹性 | 单位: %YOY



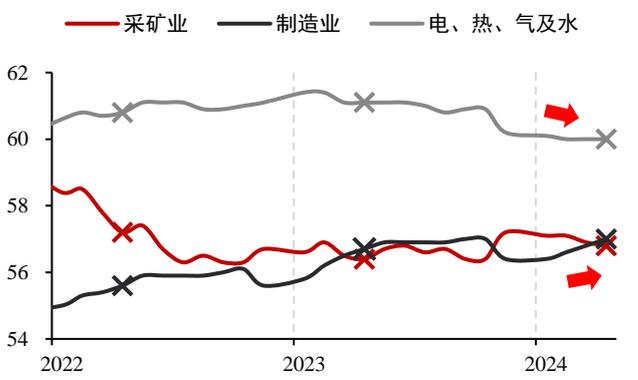
数据来源: iFind 华泰期货研究院

图 5: 企业实际利率回落 | 单位: %



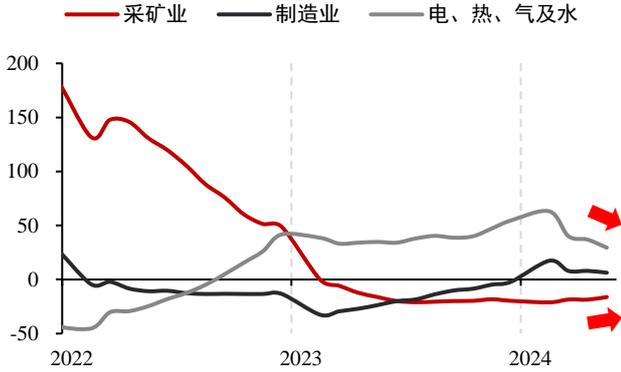
数据来源: iFind 华泰期货研究院

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：制造业部门利润收敛 | 单位：%



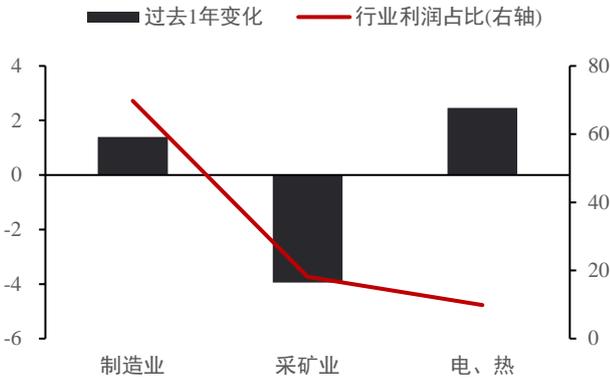
数据来源：iFind 华泰期货研究院

图 8：制造业收入利润率季节性改善 | 单位：%YOY



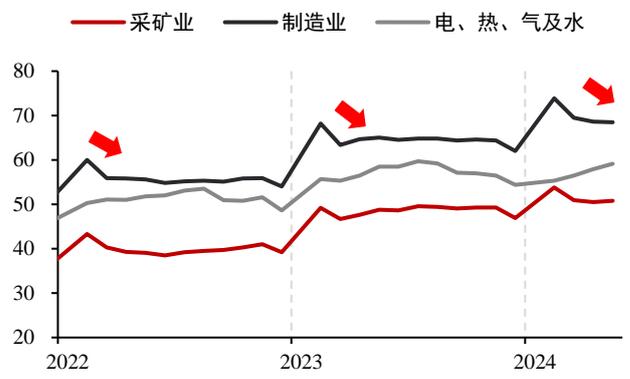
数据来源：iFind 华泰期货研究院

图 9：制造业利润占比继续回升 | 单位：%



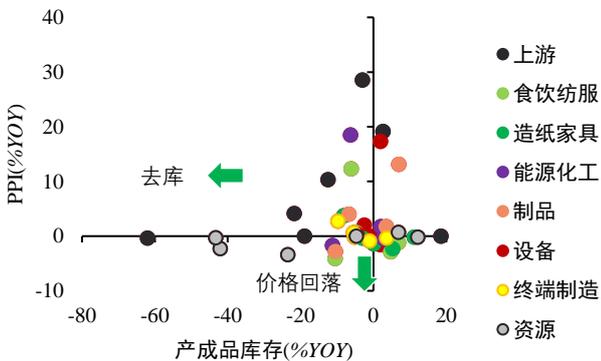
数据来源：iFind 华泰期货研究院

图 10：主要宏观部门账款回收期企稳 | 单位：天



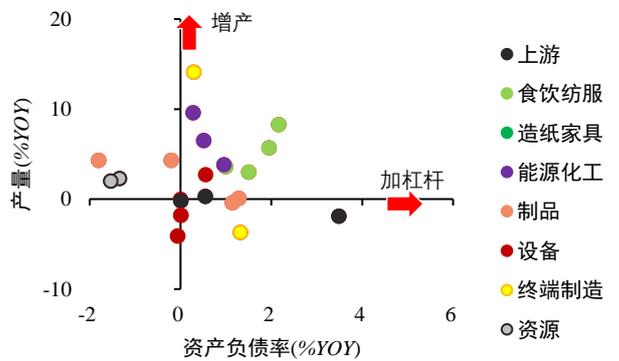
数据来源：iFind 华泰期货研究院

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1-5月工业企业利润

一、2024年1-5月份全国规模以上工业企业利润增长3.4%¹

1-5月份，全国规模以上工业企业实现利润总额27543.8亿元，同比**增长3.4%**（按可比口径计算）。

1-5月份，规模以上工业企业中，国有控股企业实现利润总额9438.4亿元，同比**下降2.4%**；股份制企业实现利润总额20510.5亿元，**增长1.0%**；外商及港澳台投资企业实现利润总额6827.8亿元，**增长12.6%**；私营企业实现利润总额7329.3亿元，**增长7.6%**。

1-5月份，采矿业实现利润总额5024.5亿元，同比**下降16.2%**；制造业实现利润总额19285.7亿元，**增长6.3%**；电力、热力、燃气及水生产和供应业实现利润总额3233.6亿元，**增长29.5%**。

1-5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80.6%**，计算机、通信和其他电子设备制造业**增长56.8%**，电力、热力生产和供应业**增长35.0%**，纺织业**增长23.2%**，汽车制造业**增长17.9%**，农副食品加工业**增长17.1%**，石油和天然气开采业**增长5.3%**，通用设备制造业**增长1.8%**，化学原料和化学制品制造业**下降2.7%**，电气机械和器材制造业**下降6.0%**，专用设备制造业**下降8.8%**，煤炭开采和洗选业**下降31.8%**，非金属矿物制品业**下降52.9%**，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**。

1-5月份，规模以上工业企业实现营业收入53.03万亿元，同比**增长2.9%**；发生营业成本45.27万亿元，**增长3.0%**；营业收入利润率为5.19%，同比**提高0.02个百分点**。

5月末，规模以上工业企业资产总计171.26万亿元，同比**增长6.0%**；负债合计98.44万亿元，**增长5.7%**；所有者权益合计72.81万亿元，**增长6.2%**；资产负债率为57.5%，同比**下降0.1个百分点**。

5月末，规模以上工业企业应收账款24.23万亿元，同比**增长8.0%**；产成品存货6.39万亿元，**增长3.6%**。

1-5月份，规模以上工业企业每百元营业收入中的成本为85.37元，同比**增加0.06元**；每百元营业收入中的费用为8.38元，同比**增加0.04元**。

5月末，规模以上工业企业每百元资产实现的营业收入为75.1元，同比**减少2.4元**；人均营业收入为176.0万元，同比**增加7.7万元**；产成品存货周转天数为20.7天，同比持

¹ 参考：https://www.stats.gov.cn/sj/zxfb/202406/t20240627_1955196.html

平；应收账款平均回收期为 66.8 天，同比增加 3.4 天。

5 月份，规模以上工业企业实现利润同比增长 0.7%。

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：1-5 月份规模以上工业企业利润保持增长²

5 月份，随着宏观政策效应持续释放，市场需求稳步恢复，工业生产平稳增长，规模以上工业企业效益延续恢复态势，利润继续保持增长，呈现以下主要特点：

工业企业利润保持增长。1-5 月份，全国规模以上工业企业利润同比增长 3.4%，延续年初以来的增长态势。受投资收益增速回落等短期因素影响，规上工业企业利润增速比 1-4 月份回落 0.9 个百分点，但从营业收入扣减营业成本计算的毛利润角度看，1-5 月份企业毛利润增速比 1-4 月份加快 0.8 个百分点，连续两个月加快，工业企业效益基本面持续改善。

工业企业营收持续回升。工业生产保持平稳增长，工业品出厂价格回升明显，共同推动企业营收增速回升。1-5 月份，规上工业企业营业收入同比增长 2.9%，增速比 1-4 月份加快 0.3 个百分点，连续两个月加快。从当月看，5 月份规上工业企业营业收入同比增长 3.8%，在 4 月份由降转增的基础上，增速进一步加快 0.5 个百分点。企业营收持续回升，为盈利恢复提供重要支撑。

近八成行业利润实现增长。1-5 月份，在 41 个工业大类行业中，有 32 个行业利润同比增长，占 78.0%，行业增长面比 1-4 月份扩大 2.4 个百分点。分门类看，采矿业利润同比下降 16.2%，降幅比 1-4 月份收窄 2.4 个百分点。制造业利润增长 6.3%，总体保持平稳。电力热力燃气及水生产和供应业利润增长 29.5%，继续保持较快增长。其中，电力行业利润增长 35.0%，燃气行业利润增长 1.2%。

装备制造业成为利润增长重要引擎。随着制造业高端化、智能化、绿色化深入推进，新动能新优势加快形成，装备制造业利润保持较快增长，为工业企业效益提升注入重要动力。1-5 月份，装备制造业利润同比增长 11.5%，增速高于规上工业 8.1 个百分点，拉动规上工业利润增长 3.6 个百分点，是今年以来推动规上工业利润增长贡献最大的行业板块。分行业看，受益于智能手机、高技术船舶、汽车等产品生产较快增长，电子行业利润增长 56.8%，铁路船舶航空航天运输设备行业利润增长 36.3%，汽车行业利润增长 17.9%。

消费品制造业利润保持两位数增长。受益于国内需求稳步恢复、工业品出口总体加快

² 参考：https://www.stats.gov.cn/sj/sjjd/202406/t20240627_1955197.html

等因素，消费品制造业利润保持较快增长。1-5 月份，消费品制造业利润同比增长 10.9%，继续保持两位数增长。分行业看，13 个消费品制造大类行业利润均保持增长，化纤、造纸行业利润分别增长 1.69 倍、1.47 倍，文教工美、纺织、印刷、家具、农副食品、食品制造行业利润增长 12.4%-31.8%。

原材料制造业利润降幅收窄。1-5 月份，原材料制造业利润同比下降 15.1%，降幅比 1-4 月份收窄 4.1 个百分点。分行业看，随着大规模设备更新等政策措施落地显效，钢材市场预期向好、价格回升，钢铁行业 5 月当月实现利润 95.0 亿元，同比由亏转盈，扭转了钢铁行业全行业连续 3 个月当月净亏损的局面；有色冶炼行业受产品价格上涨等因素推动，1-5 月份利润增长 80.6%，增速比 1-4 月份加快 24.0 个百分点。

企业当月单位成本同比、环比均有所减少。5 月份，规上工业企业每百元营业收入中的成本为 85.46 元，比 4 月份、上年同期分别减少 0.31 元、0.27 元，今年以来，企业当月单位成本同比、环比均首次减少。

总体看，1-5 月份规上工业企业效益持续恢复，但也要看到，国内有效需求仍然不足，内生动力有待加强，工业企业效益恢复基础仍不牢固。下阶段，要坚决贯彻落实党中央、国务院决策部署，着力推动已出台政策措施落地见效，大力推进新型工业化，加快发展新质生产力，着力扩大有效需求，提振经营主体信心，推动工业经济持续回升向好。

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