

第一创业证券研究所

分析师：郭强

证书编号：S1080524120001

电话：0755-23838533

邮箱：guoqiang@fcsc.com

晨会纪要

核心观点：

一、宏观经济组：

事件：

9 月 27 日（星期六）国家统计局公布 8 月中国工业企业利润数据。

解读：

1-8 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 46930 亿元，同比增长 0.9%，是今年 4 月以来首次转正，比 1-7 月回升 2.6 个百分点。8 月份，规模以上工业企业利润同比增长 20.4%，比 7 月大幅回升 21.9 个百分点。其中，1-8 月制造业利润同比增长 7.4%，较 1-7 月回升 2.6 个百分点；8 月同比增长 27.4%，较 7 月大幅回升 20.6 个百分点。1-8 月，全国规模以上工业企业营业收入利润率为 5.24%，而 7 月为 5.15%；其中制造业为 4.53%，7 月为 4.46%；8 月末产成品库存同比 2.3% 较 7 月回落 0.1 个百分点；资产负债率为 58%，较 7 月回升 0.1 个百分点。

从行业上看，1-8 月同比增速靠前的行业为：运输设备制造业、有色、电气机械、器材制造业；1-8 月同比增速靠后的行业为：煤炭开采和洗选业、钢铁业、家具制造业、纺织服装业、造纸业。8 月同比增速明显改善的行业包括：酒、饮料和精制茶制造业、钢铁、有色、化纤业、运输设备制造业、造纸业、通用和专用设备制造；8 月同比增速明显下滑的行业包括：煤炭、纺织服装、家具制造业、医药制造业。总之，上游分化、下游较差而中游较好。具体各行业利润同比增速如下表：

产业链：主要行业利润增速	8月	7月	1-8月	1-7月
电力、热力、燃气及水的生产和供应业	51.2	8.5	9.4	3.9
制造业	27.4	6.8	7.4	4.8
采矿业	-23.4	-37.7	-30.6	-31.6
煤炭开采和洗选业	-40.1	-68.0	-53.6	-55.2
有色金属冶炼及压延加工业	59.5	3.6	33.9	39.1
黑色金属冶炼及压延加工业	236.1	838.0	-30.3	-33.7
食品制造业	-3.9	5.2	1.8	2.8
酒、饮料和精制茶制造业	234.4	-5.0	19.9	-2.8
纺织业	-7.9	4.7	-7.0	-6.5
纺织服装、服饰业	-38.0	-17.8	-17.9	-14.2
家具制造业	-23.9	13.5	-16.7	-15.2
造纸及纸制品业	26.7	-24.9	-18.8	-21.9
医药制造业	-16.5	0.2	-3.9	-2.6
化学纤维制造业	45.9	-23.6	-2.6	-6.6
汽车制造	-2.4	-17.2	-0.3	0.9
通用设备制造业	13.1	4.4	5.8	6.4
专用设备制造业	16.1	-4.2	6.9	3.2
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	39.8	29.0	37.3	36.8
电气机械及器材制造业	10.0	3.4	11.5	11.7
计算机、通信和其他电子设备制造业	6.7	24.4	7.2	6.7

风险提示：

对上述事件发展趋势的点评，存在由于经济增长、行业竞争、销售不及预期等变化，而不如预期的可能。

二、产业综合组：

据新闻披露，六部门近期出台的《建材行业稳增长工作方案(2025-2026年)》影响下，年内水泥行业有望减少10%左右的低效熟料产能。今年水泥行业加大了错峰停窑的力度，目前整体产能利用率在50%左右，再创新低。我们认为虽然今年水泥行业在进一步减产，但是目前地产行业投资依然低迷。虽然近期国内各地城市都加大了对地产的支持政策，根据中指研究院监测数据截至9月27日，全国约200个省市(县)累计出台房地产相关政策超470条，其中第三季度出台超120条，但是依然没有止住价格环比下滑的趋势，因此我们认为若10月份不出台较强的政策支持，则今年水泥等周期行业景气度反转的难度依然较大。

路透社26日独家报道，美国政府试图推动“制造业回流”之际，三名消息人士透露，特朗普政府正在考虑根据每台外国电子设备中的芯片数量征收关税。根据这一尚未公开且可能变化的计划，美国商务部正考虑对进口设备中的芯片相关内容征收25%的关税，对来自日本和欧盟的电子产品征收15%的关税。美国商务部还考虑了一种基于在美国本土制造业投资的美元对美元豁免，前提是公司将一半的生产转移到美国，特朗普在8月表示，美国

将对半导体进口征收约 100% 的关税，但豁免了在美国生产或承诺在美国生产的企业。可见未来出口美国的电子产品都将面临较高关税。若后续中美的贸易谈判能够达成与电子产业关税之相比不高的关税水平，则中国电子产品的相对竞争力有可能会进一步提升。

风险提示：

对上述事件发展趋势的点评，存在由于经济增长、行业竞争、销售不及预期等变化，而不如预期的可能。

三、先进制造组：

交通运输部等七部门正式印发《“人工智能+交通运输”实施意见》，提出到 2027 年建成一批标志性创新工程、到 2030 年实现智能综合立体交通网全面推进。文件部署“综合交通运输大模型”等 16 项任务。《意见》与工信部牵头的《汽车行业稳增长工作方案（2025-2026 年）》中规定的 L3 准入与上路试点形成政策合力：车端具备合法性与合规路径，路测有明确的技术支撑，云端与算力方面有组织化供给。短期看，路侧感知、车端高阶驾驶、云与大模型、行业数字化场景等领域迎来投资确定性；中期看，要素约束与区域财政差异将决定投资收益率的梯度及扩张速度。

今年以来国内储能需求超预期，核心驱动在于新能源全面入市推动峰谷电价差拉大，加上容量电价政策出台，推动储能 IRR 提升。储能需求驱动力快速由新能源强制配储转向经济性驱动。海外市场，美国以外市场需求维持高速增长，“大而美”法案核心限制 2026 年后开工项目，预计装机端需求影响有限。锂电方面，储能需求超预期带来的产业链量利齐升逻辑持续兑现。分析上述报道，储能行业已找到了可持续的商业模式，摆脱了对单一政策的依赖，进入了市场化驱动的快车道。强劲的需求不仅让储能行业本身收益，也有效传导到上游的锂电池行业，帮助锂电池走出了单纯依靠电动汽车需求的增长逻辑，开辟了第二增长曲线。从全球视角看，增长是全面的，且短期内的主要外部政策风险被认为是可以控制的。

2025 年以来，国内盐湖提锂产能建设进入密集落地期，藏格矿业、紫金矿业、蓝晓科技等龙头企业加快重点项目布局，有望将青藏高原的盐湖提锂规模再次大幅提升。从目前的行业预期看，当前的价格下盐湖提锂的利润足以覆盖在西藏等高难度地区开发的成本。2025 年 9 月底，盐湖股份(000792.SZ)公告称，公司 4 万吨/年基础锂盐一体化项目已基本建成。从国内后续盐湖提锂矿产能将大规模投产可以判断，后续碳酸锂价格再大幅上涨的概率不高，锂电池产业链的成本大概率将持续降低。

风险提示：

对上述事件发展趋势的点评，存在由于经济增长、行业竞争、销售不及预期等变化，而不如预期的可能。

四、债券组：

上周债市继续下跌，后半周才略有企稳。前半周尽管央行重启投放 14 天 OMO 呵护跨季，叠加 MLF 也加量投放，但是市场没有对此太多反应，反而因为对基金赎回费率调整的担忧再起等原因，期货带动下开始走跌，至周三情绪进一步走弱，全期限收益率均显著上行。到周四午后，随着大行开始买入一些长期限的国债，以及央行再次投放 14 天 OMO，资金转松，市场才有所企稳反弹。短期内债市不利因素较多，难以看到下行机会。

风险提示：对上述事件发展趋势的点评，存在由于经济增长、政策变化等变动而不如预期的可能。

重要声明:

第一创业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后的段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

联系方式:

公司总部	北京办事处
深圳市福田区福华一路115号投行大厦20楼 TEL: 0755-23838888 FAX: 0755-25831718 P. R. China: 518048 www.firstcapital.com.cn	北京市西城区广宁伯街2号金泽大厦东区16层 TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777 P. R. China: 100140