



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABC SECURITIES COMPANY LIMITED

宏观经济及行业报告：
中国 2024 年第 1 季经济同比略有回升





農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

目录

中国 2024 年第 1 季经济同比略有回升.....	3
银行业.....	7
互联网业.....	8
消费业.....	8
汽车制造业.....	9
权益披露.....	14

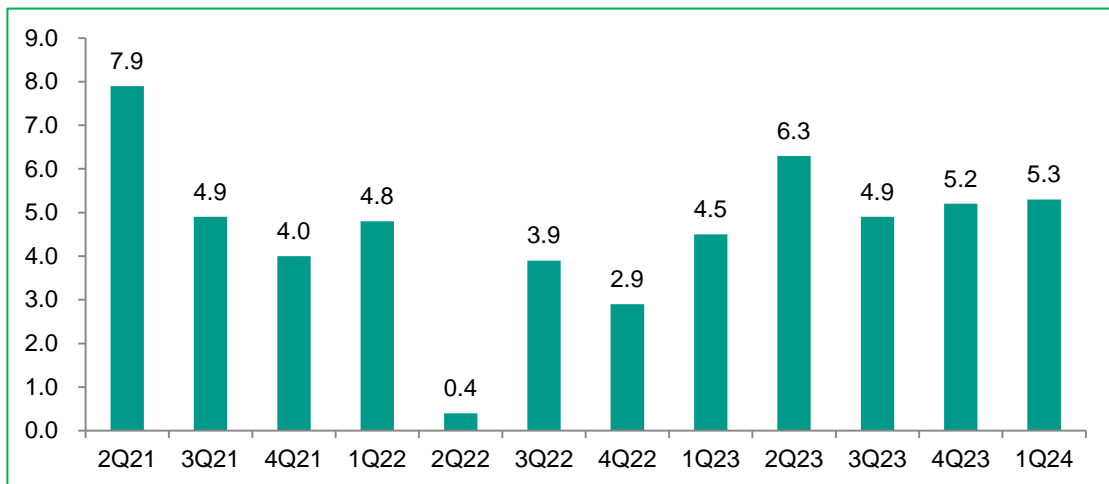


中国 2024 年第 1 季经济同比略有回升

经济师：姚少华

受益于工业以及服务业的回升，中国 2024 年第 1 季 GDP 同比实际上升 5.3%¹，不仅优于市场预期的 4.8% 增速，亦略高于 2023 年第 4 季 5.2% 的增速（图 1）。按季增长看，2024 年第 1 季中国 GDP 增长 1.6%，较 2023 年第 4 季 1.2% 的增速明显回升。分产业看，2024 年第 1 季第一产业增加值同比增长 3.3%，第二产业增加值增长 6.0%，第三产业增加值增长 5.0%，显示第二产业对第 1 季 GDP 增长的拉动较大。此外，根据统计局新闻发布会，2024 年第 1 季消费对经济增长贡献率达到 73.7%，投资贡献率为 11.8%，货物和服务进出口贡献率为 14.5%，可推出第 1 季 5.3% 的经济增速中消费支出、投资以及货物和服务进出口分别拉动 GDP 增长 3.9 个百分点、0.6 个百分点以及 0.8 个百分点。但是，值得指出的是，根据我们的推算，中国 2024 年第 1 季 GDP 名义同比增长 4.2%，低于实际增速 5.3%。由此可得出第 1 季 GDP 平减指数为 -1.1%，显示第 1 季中国经济仍处于通缩的状态。

图 1: 中国 GDP 增长 (%)



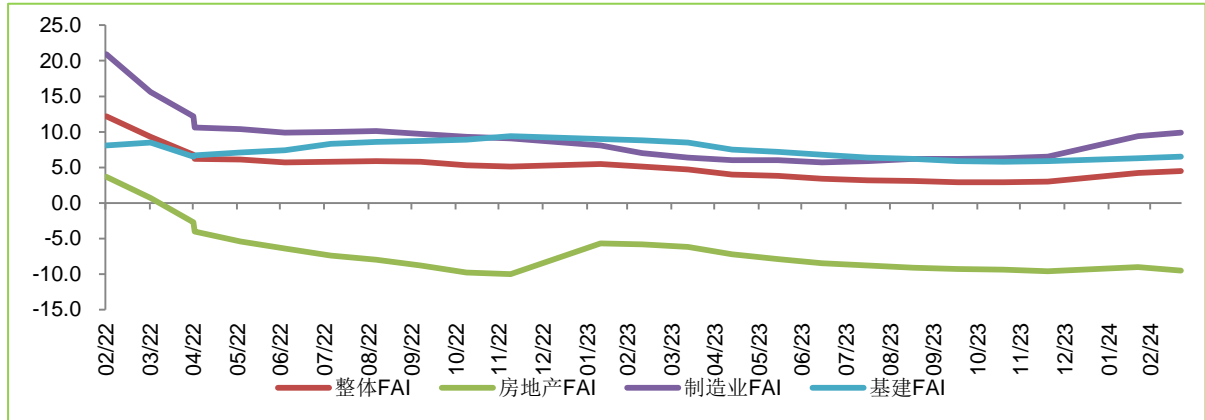
来源: 国家统计局, 农银国际证券

2024 年第 1 季城镇固定资产投资同比增长 4.5%，高于市场预期的 4.0% 的增速，亦高于首两个月 4.2% 的增速（图 2）。分领域看，第 1 季基建投资增长 6.5%，制造业投资增长 9.9%，但房地产开发投资下降 9.5%。第 1 季社会消费品零售总额同比增长 4.7%。3 月份社会消费品零售总额同比增长 3.1%，比首 2 个月减慢 2.4 个百分点，亦低于市场预期的 4.8% 增速（图 3）。第 1 季工业增加值同比增长 6.1%。3 月份工业增加值同比增长 4.5%，比首两个月减慢 2.5 个百分点，亦低于市场预期的 6.0%（图 4）。就业方面，3 月份全国城镇调查失业率为 5.2%，比 2 月回落 0.1 个百分点，与市场预期一致。环比增速来看，3 月份城镇固定资产投资、社会消费品零售总额以及工业增加值分别增长 0.14%、0.26% 以及 -0.08%。

¹除另有指明外，本报告列示的变动比率均为按年变化

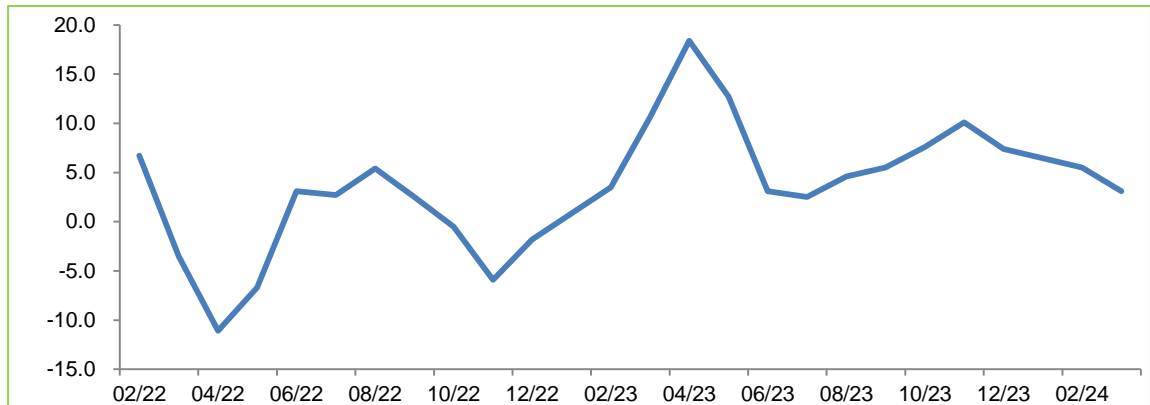


图 2：中国城镇固定资产投资年初至今增长（%）



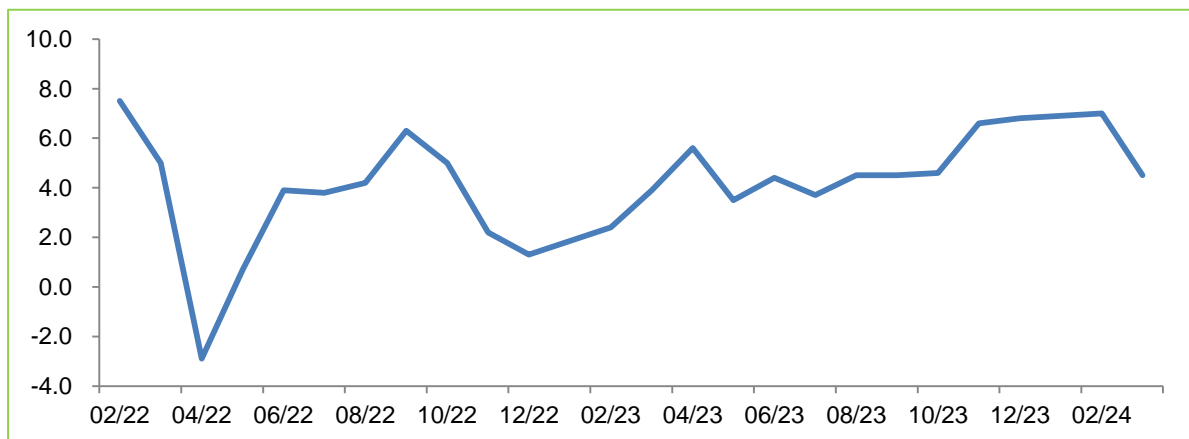
来源：国家统计局，农银国际证券

图 3：中国社会消费品零售总额增长（%）



来源：国家统计局，农银国际证券

图 4：中国工业增加值实质增长（%）



来源：国家统计局，农银国际证券



3月单月以及1季度的宏观数据有以下方面值得关注。首先，受益于制造业及基建投资增速加快，3月单月整体投资有所反弹。根据我们的估算，3月单月整体投资同比增速从前2个月的4.2%回升至4.8%。受益于新一轮大规模设备更新、高技术制造业投资加快以及企业盈利状况好转，3月份制造业投资增速由前2个月的9.4%加快至10.3%。随着春节假期结束，基建项目陆续开工，3月基建投资增速由前2个月的6.3%上扬至6.6%。然而，受累于疲弱的房地产销售，3月单月房地产投资跌幅仍在扩大，跌幅由前2个月的9.0%扩大至10.1%。

其次，受去年3月较高基数以及今年3月较去年同期少2个工作日影响，3月工业增加值同比增速较前2个月回落2.5个百分点。但根据统计局新闻发布会，规模以上工业增加值折算成每个工作日所创造增加值3月份比前2个月增长加快。分行业看，3月份同比增速较快的三个行业为有色金属冶炼和压延加工业（11.2%）、计算机、通信和其他电子设备制造业（10.6%）以及汽车制造业（9.4%）。分产品产量看，3月份新能源汽车同比增长33.5%，太阳能电池同比增长28.7%，集成电路同比增长28.4%，风力发电量同比增长16.8%，太阳能发电量同比增长15.8%，上述产品产量增幅排名居前。总体上工业活动景气高的行业主要集中在新能源汽车、绿色电池、绿色能源、芯片以及有色金属等领域。

第三，受累于去年同期较高的基数，3月社会消费品零售总额同比增速较前2个月回落2.4个百分点。但环比增速来看，3月环比增长0.26%，而1月以及2月环比仅分别增长0.03%及0.01%。细分类别来看，3月消费的复苏仍不太均衡。3月份体育与娱乐用品类、粮油与食品类以及烟酒类均有较快的同比增长，分别上涨19.3%、11.0%以及9.4%；而文化办公用品类以及汽车类在3月出现同比下跌，分别下跌6.6%及3.7%。汽车类零售的下跌主要与各大汽车厂商降价促销有关，根据乘联会的数据，3月广义乘用车销售数量同比上涨5.7%，环比大涨53.0%。

第四，3月份房地产行业整体仍疲弱。除房地产投资继续下跌外，房地产销售跌幅仍较大。3月单月房地产销售面积及金额分别下跌18.3%和25.9%，而前2个月分别下跌20.5%和29.3%。首3个月房地产的施工面积、新开工面积、竣工面积均大幅下跌，施工面积同比下降11.1%，新开工面积同比下降27.9%，竣工面积同比下降20.7%。从资金来源看，首3个月房地产开发资金来源同比下降26.0%。今日公布的70个大中城市新建商品住宅价格在3月同比下跌2.7%，环比下跌0.34%，而2月同比下跌1.9%，环比下跌0.36%。

第五，第1季居民的收入与支出均快过同期GDP增速，这为未来消费的增长带来支持。第1季全国居民人均可支配收入11539元，比上年同期名义增长6.2%，扣除价格因素，实际增长6.2%。第1季全国居民人均消费支出7299元，比上年同期名义增长8.3%，扣除价格因素影响，实际增长8.3%。

整体来说，第1季以及3月的宏观数据显示中国经济有所回升，但宏观经济处于通缩的状况仍未改善，房地产行业亦未企稳。由于有效需求疲弱，2024年第1季全国规模以上工业产能利用率仅为73.6%，比上年同期下降0.7个百分点，比上季度下降2.3



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABC SECURITIES COMPANY LIMITED

个百分点。所以经济持续回升向好基础还需巩固，未来还需宏观政策支持增长。展望未来，整体上我们维持 2024 年中国 GDP 增长 5.0% 的预测不变。政府工作报告确定宏观政策要坚持稳中求进、以进促稳、先立后破。强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。今年经济工作的核心仍然是通过扩大内需来稳定增长，特别是推动大规模设备更新和消费品以旧换新。产业政策与科技政策方面，报告提出大力推进现代化产业体系建设，加快发展新质生产力。防范化解重点领域风险方面，报告提出标本兼治化解房地产、地方债务、中小金融机构等风险，维护经济金融大局稳定。



银行业

分析师欧宇恒

国统局公布2024年一季度经济数据,我们认为2024年一季度整体经济运行动力正有序恢复,但整体宏观经济未来仍需政策支持。央行数据显示,2024年一季度新增贷款总量为9.46万亿元,占我部全年预期24万亿元的39.4%,较2023年首季46.1%的占比明显回落,这主要是政策要求改变所带来的结果。2023年政策要求银行在贷款上靠前发力而2024年则要求银行在新增贷款上以较均衡的比例投放。3月份新增贷款为3.08万亿元,较2月有所反弹。2月份新增贷款规模较低主要由于春节假期的季节性因素所致。3月末人民币贷款同比增速从2月末的10.1%降至9.6%。整体而言,一季度对公贷款仍然是新增贷款的主力,占比为82.1%,当中中长期贷款占对公新增贷款的79.8%。零售贷款方面,3月份短期及中长期贷款均录得正增长,意味着消费及个人房贷需求在3月份均较2月份有所恢复。考虑传统每季首月新增贷款的调整效应,预期4月份新增贷款规模将较3月份有所回落。此外,随着中央金融工作会议提出,我部预期2024年银行的资源将较集中在支持科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融等五篇大文章。我部亦预期2024年大型银行资产负债表增速将保持较快,而股份制银行受到资源及流动性等因素限制,其资产负债表管理增将较集中在结构优化上。

另一方面,总结3月末的业绩期,我们预期银行业在2024年所面临的经营压力仍然较大,投资者对于基本面的焦点将落在银行营收增速何时出现拐点上,而对于资产质量的忧虑则明显下降。整体来看,大部分银行不良率在2023年稳中有降,而风险抵补能力持续加强,属行业基本面中较正面的因素。估计维持不良率稳中有降仍然是银行在2024年的基本目标之一,相关风险主要集中在房地产、小微企及个人消费等领域。在央行召开的2024年金融稳定工作会议亦明确对于防止发生系统性金融风险的重视,同时亦强调对风险早识别、早预警、早暴露、早处置的态度。估计今年下半年将有更多有关金融风险监测评估长效机制及有序化解存量风险的措施出台。这或对金融机构造成短期经营上的冲击,但有利于长远维持整体资产质量可控。

而在利率下行周期及银行支持实体经济的社会责任下,2024年银行业净息差的下行压力仍然较大。综合考虑贷款重新定价持续进行及2023年四季度存量房贷利率下调的影响在2024年全面体现,我们预期今年行业平均净息差将同比收窄16-22个基点,但按季环比收窄幅度将逐步减轻。目前我们估计1年期及5年期LPR在2024年末将下降至3.25%及3.70%。此外,银行净手续费收入增速较慢恢复亦是银行业的痛点之一,受到资本市场表现较弱及消费需求疲软等因素影响,我们预期银行净手续费收入仍待时回归至正增长区间。我们估计,银行业整体营收情况最快要到2025年才能见改善。展望4月下旬的一季度业绩期,我们判断银行业整体情况将维持稳定可控,但基本上仍缺乏正面推动因素。我们认为,未来银行板块股价表现很大程度取决于宏观经济恢复的实际情况及银行营收拐点的可见性,但考虑目前估值水平及股息率,我们认为大型银行股价短期下行空间有限,基本面的防守性亦优于同业。



互联网业

分析师周秀成

2024 年 1-3 月全国网上零售额 33082 亿元，同比增长 12.4%。其中，实物商品网上零售额 28053 亿元，增长 11.6%，占社会消费品零售总额的比重为 23.3%。实物商品网上零售额 2024 年 1-3 月增速较 2024 年 1-2 月的 14.4% 低，反映去年低基数影响续渐减退。回顾一下，受疫情因素影响，2023 年 1-2 月实物商品网上零售增速只有 5.3%，造成较低基数，但 2023 年 1-3 月的增速则回升至 7.3%。展望未来，这低基数效应应在未来数月继续减退，令未来数月的网上零售增速趋正常化。2024 年 1-3 月网络购物渗透率为 23.3%，较 2024 年 1-2 月的 22.4% 高。

在实物商品网上零售额中，吃类商品在 2024 年 1-3 月增长 21.1%，高于整体实物商品网上零售额增幅，这对较专注农产品及食品的电商平台有利。在吃类商品之外，用类商品及穿类商品分别增长 9.7% 及 12.1%。

在行业趋势方面，主要电商平台正在通过提高用户激励和价格补贴来增加其销售。由于经济增长放缓，过去几年在线购物者变得更加注重价格，促使电商平台增强价格竞争力。此外，过去几年，拼多多和短视频平台（抖音和快手）正在获得市场份额。拼多多和 Shein 等平台正在积极发展跨境电商，并在各种海外市场获得了越来越多的关注。预期这些行业趋势将于短期内持续。

消费业

分析师潘泓兴

3 月份零售销售同比增长达到 3.1%，一季度的零售销售同比增长达到 4.7%。在 3 月份，“粮油、食品类”以及“体育、娱乐用品类”商品零售销售同比增长分别为 11.0% 和 19.3%，是同比增长率达到两位数的商品类别。此外，增长达到高单位数水平的产品类别仅有“烟酒类”以及“通信器材类”商品。餐饮零售在之前几个月曾经是零售方面的主要增长亮点，其同比增长曾经在 12 月份达到 30.0%，但到了 3 月份就迅速回落到 6.9% 的水平。

我们认为，3 月份的零售销售数据反映出上年同期的高基数效应影响，以及整体消费市场较为疲弱的状况。随着疫情相关的基数效应逐步消失，零售销售的增长波动将会减少。然而，目前的数据显示零售销售增长仍受到较为疲弱的消费市场影响。在今年一季度，全国人均可支配收入同比增长为 6.2%，而全国人均消费支出则同比增长 8.3%。在可支配收入增长前景不明朗，且消费支出增速持续高于收入增速的情况下，消费行为将会趋于谨慎，消费者对价格敏感度将更高，并减少非必要消费。同时，这也会带来市场竞争加剧的情况，导致行业内企业表现不一。2024 年为“消费促进年”，且今年的政府工作报告更加重视推动消费市场的发展。我们预期，相关部门将会持续推出相关政策措施来达到推动消费和提高消费市场增长质量的目标。



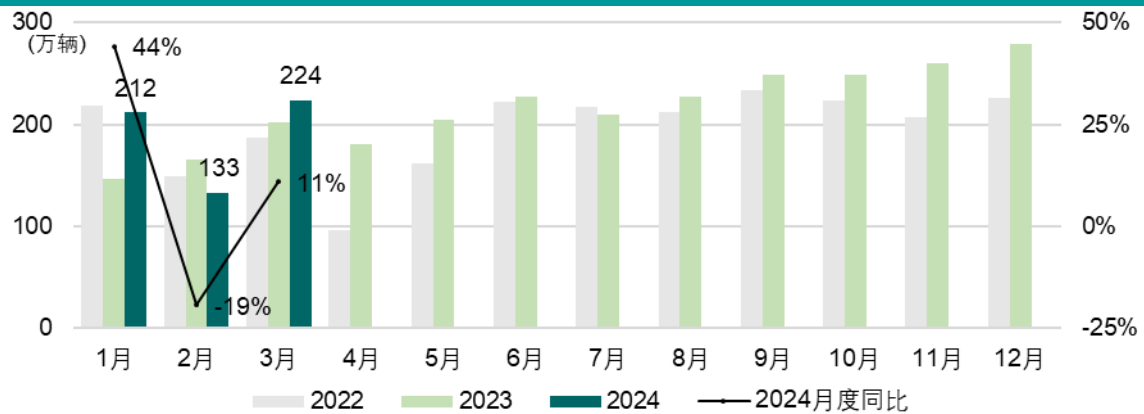
汽车制造业

分析师柴济邦

一季度乘用车批发销量同比增长 11%。今年 1-2 月乘用车批发销量在 2023 年低基数的基础上实现增长，但相比于 2022 年仍较低，这主要是由于今年 1-2 月经销商清库存导致的。去年年末车企向经销商压库存现象明显，今年 1-2 月经销商库存水平较高。3 月份批发销量相比 2022 年和 2023 年均恢复增长。

我们认为，销量增长主要受两方面因素推动：（1）2023 年以来，以新能源汽车为首的行业降价潮使国内消费者的购买力提升；（2）出口保持较高的增长。

图 5: 乘用车批发销量一季度同比增长 11%

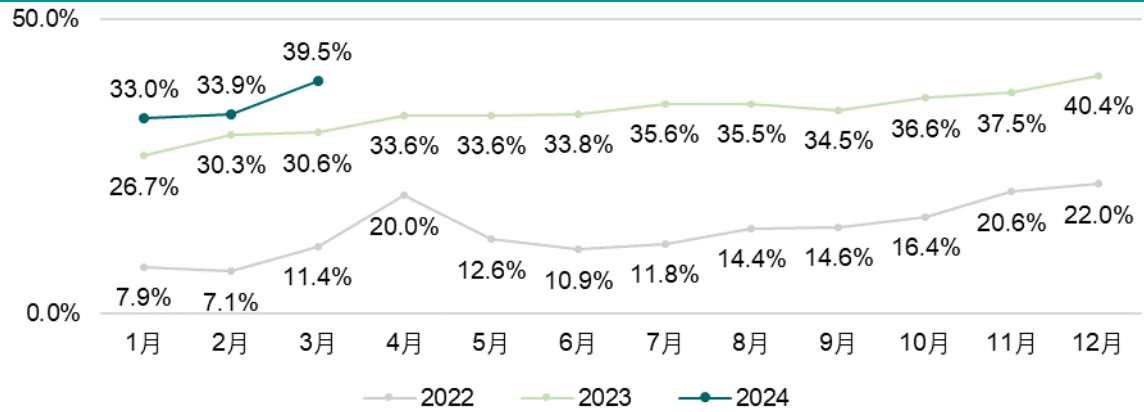


来源：中汽协，农银国际证券

新能源车渗透率不断提升。今年一季度新能源车渗透率相比去年同期提升 6%。随着碳酸锂价格下跌，电池成本降低，新能源车企不断压低新能源车价格，打出“油电同价”甚至“电比油低”的标语，使得新能源车的经济性进一步提升，吸引更多消费者选择新能源车。



图 6: 一季度新能源车渗透率比去年同期提升 6%

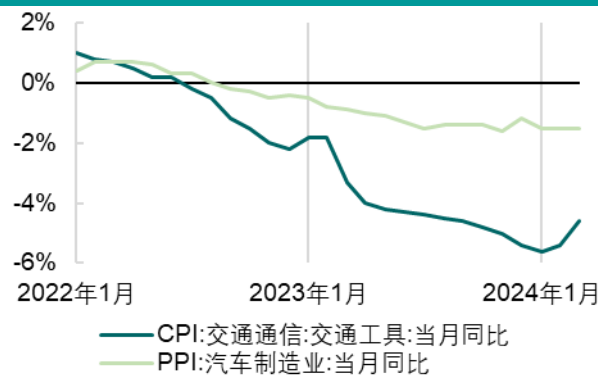


来源: 中汽协, 农银国际证券

二季度汽车价格预计将趋于稳定。去年以及今年一季度的汽车降价主要源自于(1)锂电池价格下降;(2)汽车企业降低自身利润。我们预计今年二季度开始汽车价格进一步下降的空间已经不大。一方面,从今年一季度开始锂电池价格趋于稳定;另一方面,车企盈利进一步缩减的空间较小。

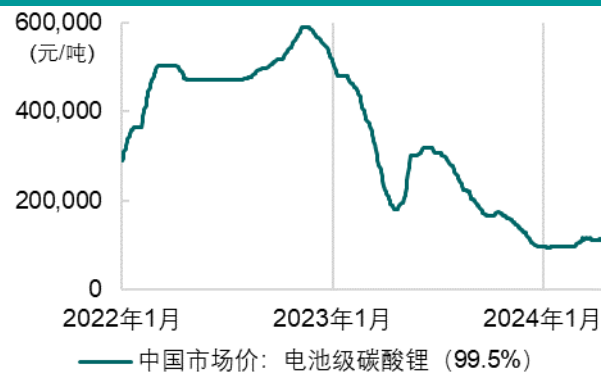
一季度电池价格企稳,有见底迹象。由于锂电池行业供大于求,2023年开始锂电池价格持续下探,电池级碳酸锂价格从22年高点跌去80%以上,受此影响新能源车企也不断下调新能源车价格。今年一季度开始锂电池价格趋于稳定,原材料价格的变动会滞后2-3个月影响企业的成本,受此影响,我们预计二季度新能源车降价行为将趋于稳定。

图 7: 2024 年一季度汽车价格下降幅度趋缓



来源: 国家统计局、农银国际证券

图 8: 电池价格从 2023 年底开始企稳

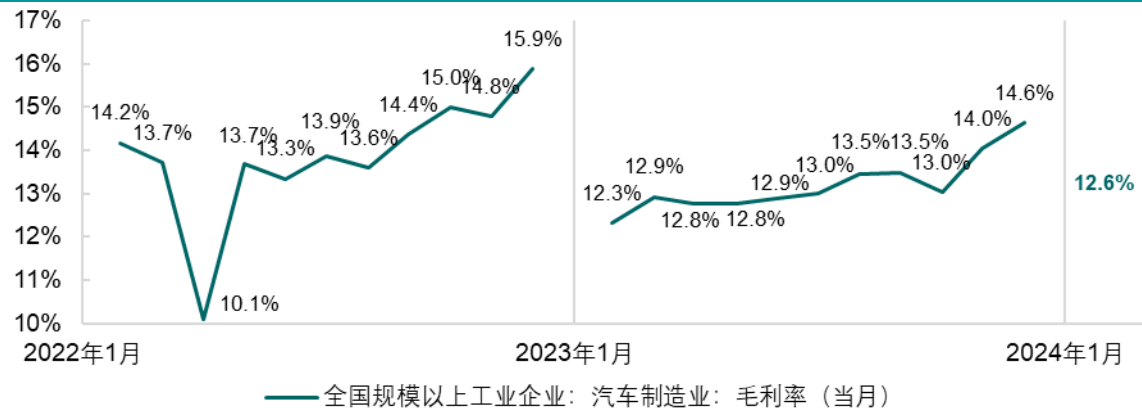


来源: 隆众资讯、农银国际证券

车企净利润率已缩减至 2-7%,进一步降价让利的空间较小。原材料价格的变动会滞后2-3个月影响企业的成本,去年四季度电池成本的下降对应了今年一季度新能源车的降价,今年1-2月规模以上车企的毛利率和去年同期持平,显示出降价并没有影响车企盈利水平。但当前规模以上车企的毛利率水平在13%左右,相比2019年16%的毛利率水平已经下降了3%;传统车企的净利润率以往在5-10%,以此推算目前已缩减至2-7%;未来可继续降价让利的空间不大。



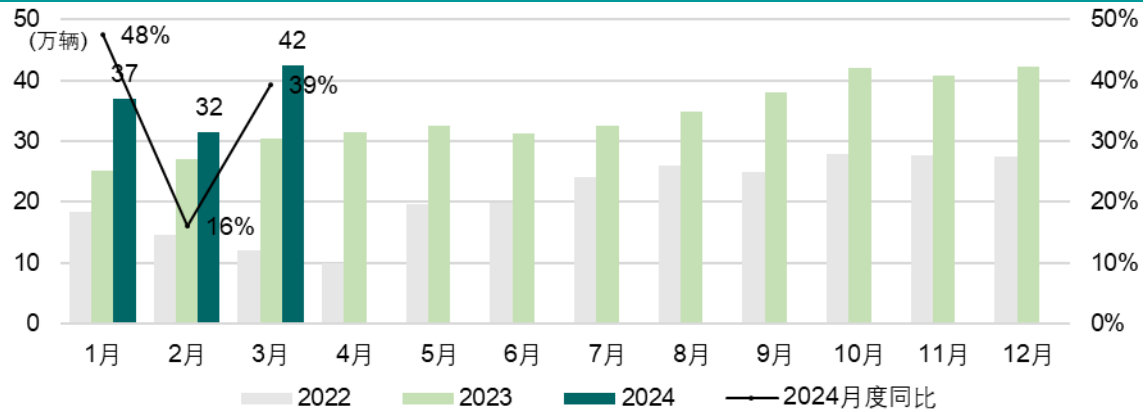
图 9: 规模以上汽车制造业企业 1-2 月毛利率和去年同期持平



来源: 国家统计局、农银国际证券

出口保持高速增长，出口占比高的企业将收益。乘用车出口销量一季度同比提升 34%，至 42 万辆。预计出口仍会持续推动我国汽车销量的增长。

图 10: 乘用车出口销量一季度同比提升 34%

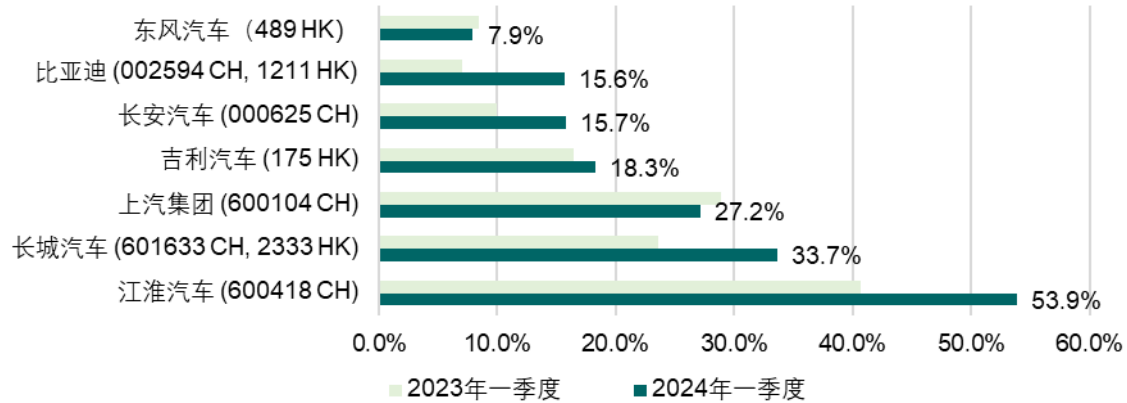


来源: 中汽协、农银国际证券

海外销量占比高的车企受益更显著。与国内汽车行业竞争激烈的情况不同，车企在海外销售通常能实现较好的毛利水平，因此海外销量占比高的车企有望实现更好的销量和盈利水平。今年一季度海外销量占比和去年同期相比提升较大的车企有：江淮汽车、长城汽车、比亚迪和长安汽车。



图 11: 海外销量占比高的企业有望实现更好的销量和盈利水平

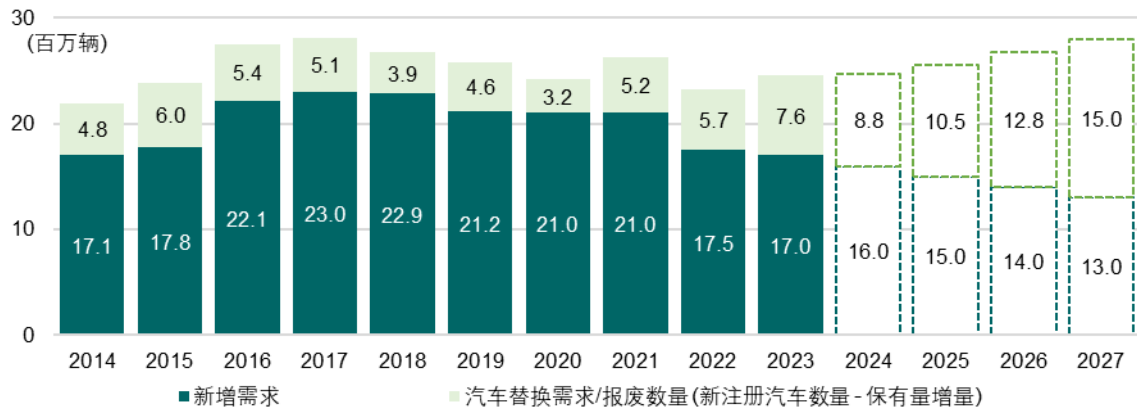


来源: 公司公告、农银国际证券

以旧换新行动方案发布, 关注中央财政换购补贴。替换需求将在未来几年成为国内汽车销量的主要推动因素。4月12日, 商务部等14部门发布《推动消费品以旧换新行动方案》, 旨在建立长效市场机制, 提升消费者自发以旧换新的意愿; 短期则提供中央财政补贴, 推动汽车以旧换新。

政策背景: 我们测算, 在我国新注册登记的汽车中, 新增需求于2017年到达顶峰2300万辆, 随后不断下降, 2023年仅为1700万辆; 2023年替换需求同比增长32%, 达到760万辆。预计未来几年新增需求持续减少, 替换需求将逐渐成为国内汽车销量的主要推动因素。

图 12: 政策背景: 新注册登记汽车数量中, 新增需求降低, 替换需求上升



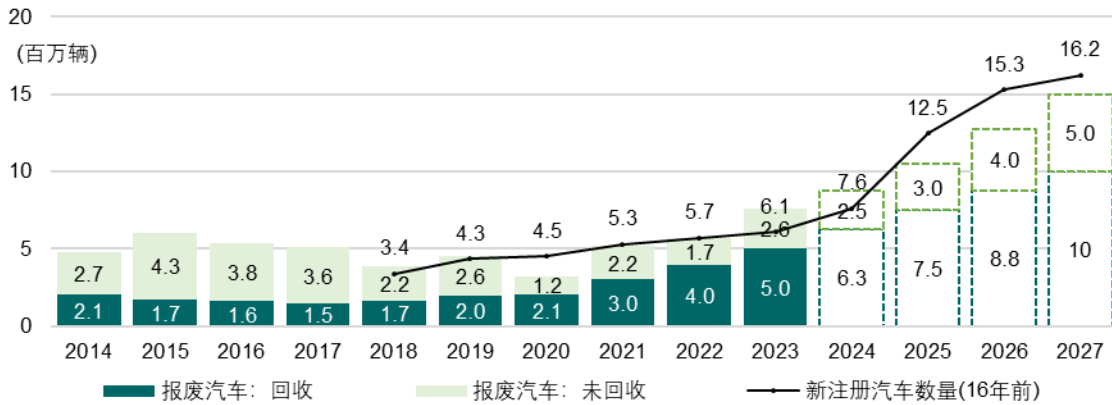
来源: 公安部、农银国际证券

此次方案提到两个目标:

(1) 报废汽车回收量: 2025年较2023年增长50%, 2027年较2023年翻倍。2023年-2027年报废数量翻倍亦是客观需求, 我国2008年-2010年新注册民用汽车数量从763万辆翻倍至1529万辆, 汽车的使用寿命通常在15年左右, 这部分汽车在未来几年可以就需要更新换代。今年中央财政将提供资金支持, 推动这部分旧车报废更新。短期建议关注中央财政补贴的细则出台。



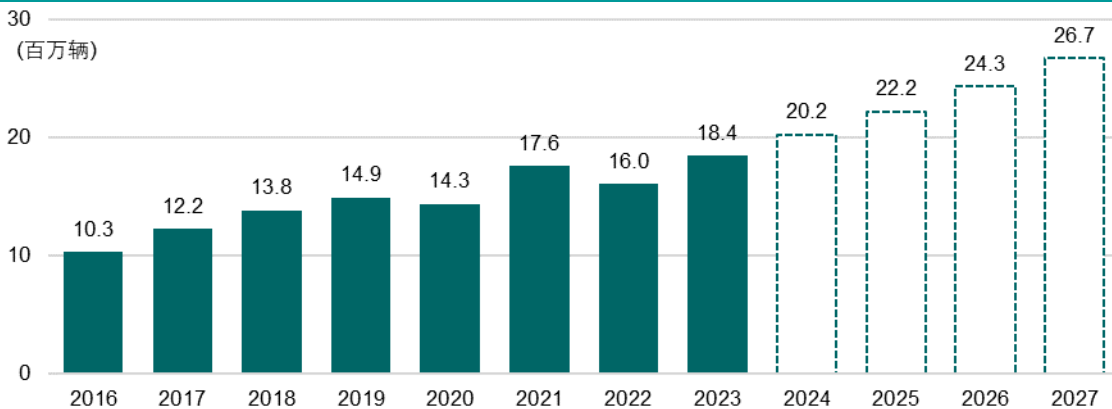
图 13: (1) 报废汽车回收量: 2025 年较 23 年增长 50%, 2027 年较 23 年翻倍



来源: 公安部、商务部、国家统计局、农银国际证券

(2) 二手车交易量: 2027 年较 2023 年增长 45%。此次方案提到的新政策是“推动汽车领域非保密、非隐私信息开放使用”。影响二手车估值的因素包括事故出险信息和维修保养记录, 这些信息目前从公开渠道无法获取。推动二手车信息公开将有助于提升二手车估值水平, 鼓励有条件的车主换新车。我们认为这将有利于维持汽车的新增需求, 因为二手车的繁荣将降低汽车购置的门槛, 刺激更多消费者选购汽车。

图 14: (2) 二手车交易量: 2027 年较 23 年增长 45%



来源: 乘联会、农银国际证券



权益披露

分析员姚少华、欧宇恒、周秀成、潘泓兴、柴济邦作为本研究报告全部或部分撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

权益披露

农银国际证券有限公司及/或与其附属公司,曾在过去 12 个月内,与本报告提及的比亚迪有投资银行业务关系。

评级的定义

评级	定义
买入	股票投资回报 ≥ 市场回报(约 7%)
持有	负市场回报(约-7%) ≤ 股票投资回报 < 市场回报(约 7%)
卖出	股票投资回报 < 负市场回报(约-7%)

注：股票收益率=未来 12 个月股票价格预期百分比变化+总股息收益率
市场回报率=自 2005 年以来的平均市场回报率（恒指总回报指数于 2005-23 年间平均增长率为 7.4%）

股票评级可能与所述框架有所偏离，原因包括但不限于：公司治理、市值、相对于相应基准指数的历史价格波动率、相对于股票市值的平均每日成交量、公司于相应行业的竞争优势等。

免责声明

该报告只为客户使用，并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体使用者的投资目标，财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠，准确，完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上，我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动，以及由于使用不同的假设和标准，造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员(们)负责报告的准备，为市场信息采集、整合或诠释，或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制，阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者(不包括投资银行)决定。分析员薪酬不取决于投行的收入，但或会与农银国际证券有限公司的整体收入(包括投行和销售部)有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动，历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询，请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理，都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2024 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发

办公地址：香港中环红棉路 8 号东昌大厦 13 楼农银国际证券有限公司

电话:(852)21478863