



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

# 中国 4 月主要宏观数据环比均放缓

2023 年 5 月 16 日





**農銀國際**

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

## 目录

中国 4 月主要宏观数据环比均放缓.....	3
电力行业供给侧改革 带来贯穿经济周期投资机遇 .....	6
银行业.....	13
房地产业.....	13
互联网媒体与消费商业.....	14
电信业.....	14
消费业.....	15
权益披露.....	16



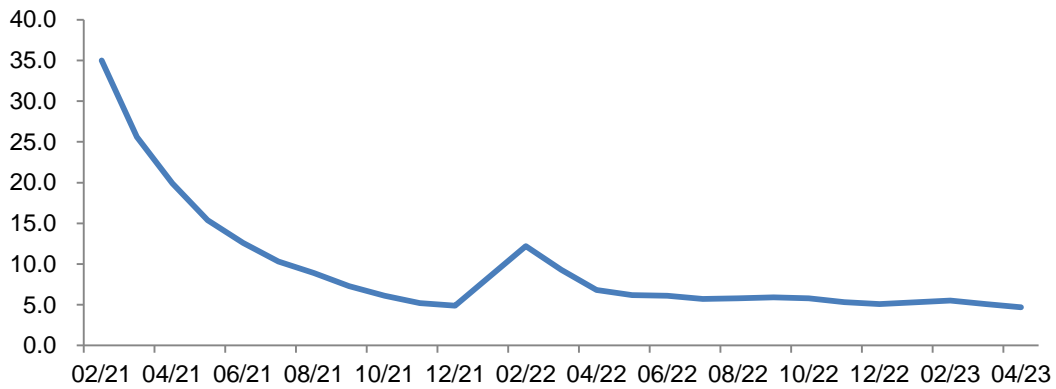
## 中国 4 月主要宏观数据环比均放缓

经济师姚少华

中国 4 月主要宏观数据反映经济增长的内生动力不强，在总需求不足下复苏的基础不太牢固以及不太均衡。虽然零售销售以及工业增加值的同比增速较 3 月明显反弹，但主要因为去年同期较低的基数效应。从环比增速来看，4 月城镇固定资产投资以及工业增加值均下跌，而零售销售的环比增速亦较 3 月放缓。

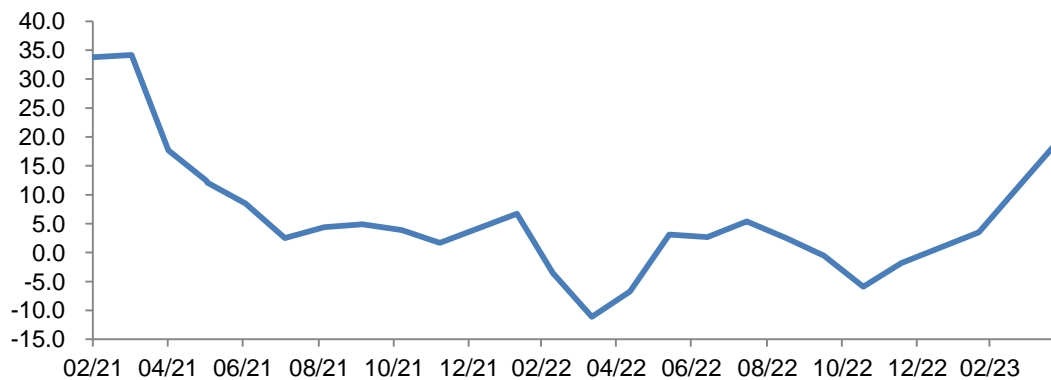
城镇固定资产投资在今年首 4 个月同比增长 4.7%<sup>1</sup>，不仅低于市场预期的 5.7% 的增速，亦低于首 3 个月 5.1% 的增速（图 1）。4 月零售销售同比增长 18.4%，较 3 月 10.6% 的升幅明显反弹，但低于市场所预期的 21.9% 增幅（图 2）。4 月工业增加值增速由 3 月的 3.9% 回升至 5.6%，但大幅低于市场预期的 10.9% 增速（图 3）。

图 1：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 2：中国零售销售增长（%）

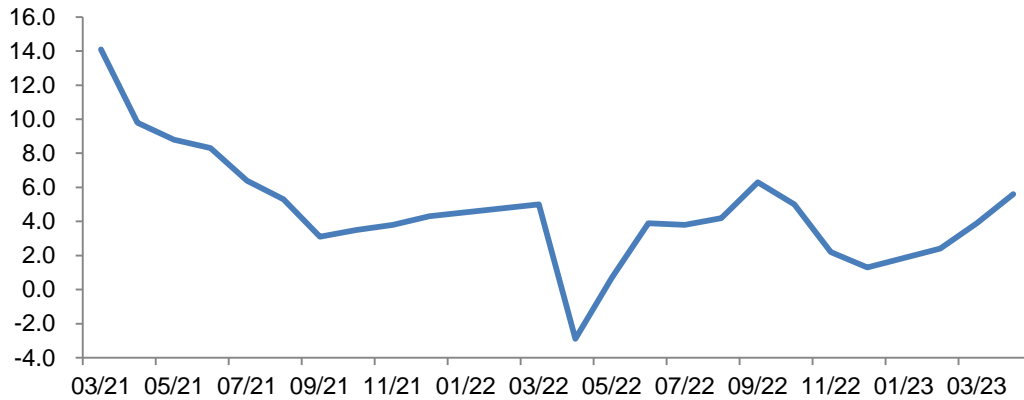


来源：国家统计局，农银国际证券

<sup>1</sup>除另有指明外，本报告列示的变动比率均为按年变化



图 3：中国工业增加值实质增长 (%)



来源：国家统计局，农银国际证券

4 月的宏观数据有以下方面的关注点。首先，4 月单月整体投资表现疲弱，同比增速从 3 月的 4.7% 放缓至 3.6%，环比则下跌 0.6%。特别是房地产投资表现尤为疲软，4 月单月房地产投资继续下跌，跌幅由 3 月的 5.9% 进一步加深至 7.3%。4 月份制造业投资以及基建投资亦放缓，同比增速分别由 3 月的 6.2% 及 8.7% 回落至 5.3% 及 7.9%。

其次，虽然 4 月零售销售同比增速因去年较低的基数效应大幅反弹，但环比来看，4 月份零售销售仅增长 0.5%，而 3 月份环比增长 0.8%，环比增速却出现回落。细分类别来看，4 月份餐饮收入、金银珠宝类、汽车类、服装以及鞋帽类、化妆品类均有较快的同比增长，分别上涨 43.8%、44.7%、38.0%、32.4% 及 24.3%；而建筑装潢类、文化办公类以及饮料类在 4 月出现同比下跌，分别下跌 11.2%、4.9% 及 3.4%，显示消费的复苏不太均衡。

第三，4 月份工业生产未有显著回升。虽然 4 月工业增加值同比增速由 3 月的 3.9% 上扬至 5.6%，但环比下跌 0.5%，显示内外需求疲弱拖累工业生产。不过，装备制造业以及新能源、新材料、高科技相关产业保持较快增长。4 月份，装备制造业增加值同比增长 13.2%，其中汽车制造业、电气机械器材制造业增加值分别增长 44.6% 和 17.3%。4 月份光伏电池、充电桩产品产量分别增长 69.1%、36.9%，多晶硅、服务机器人产量分别增长 89.3% 和 47.6%。

第四，房地产行业整体表现疲弱。虽然 4 月份房地产销售继续反弹，销售面积及金额分别上升 5.5% 和 28.0%，而 3 月分别上升 0.1% 和 8.8%，但 4 月房地产的投资、施工面积、新开工面积跌幅较 3 月份进一步加深。



**農銀國際**

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

第五，就业方面，4月16-24岁人口调查失业率为20.4%，较3月份上升1个百分点，反映年轻人尤其是大学生就业状况转差。

整体来说，4月份的宏观数据显示中国经济复苏的动力有所减弱，复苏的基础不太牢固。我们预期未来一段时间宏观政策上仍以稳增长稳就业为政策重点，着力支持扩大内需，为实体经济提供更有力的支持。我们预期人民银行在今年余下时间将继续采用降准及降息来支持内需恢复。特别是当前商业银行集体下调定期存款利率，降低银行业负债端成本，这为未来下调LPR创造了条件。





## 电力行业供给侧改革 带来贯穿经济周期投资机遇

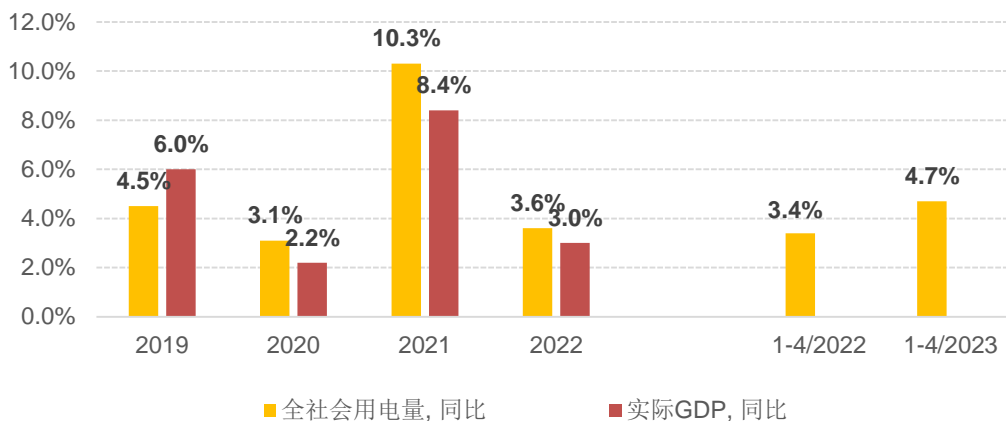
研究部主管陈宋恩

- 比较绝对值，前四个月风电和太阳能发电量分别同比增长 **28.4%**和 **23.8%**，但总发电量同比温和增长 **4.9%**，用电量增长 **4.7%**。
- 今年季节性因素导致水电供应减少，从而导致火电需求增加，这将影响下半年的煤炭市场

用电量不仅是经济活动的指标，更是贯穿各个经济周期的投资主题。电是各行各业的能源输入。电力消费与实体经济增长的高度相关性表明，要维持经济长期增长，电力行业需要相应扩张。当投资者寻找能够穿越未来各种经济周期的行业时，电力行业或其供应链是投资者的选择之一。

提高经济中的能源效率将成为未来几年的一个重要经济目标。2020-22 年，由于用电量增长高于实际 GDP 增长，能源效率在有所下降。2022 年用电量增长 3.6%，增速高于同期实际 GDP 增速 0.6 个百分点。2023 年 1 季度能源效率有所提高，用电量在 2023 年 1 季度同比增长 3.6%，同期实际 GDP 同比增长 4.5%。

**图 1：用电量增长与实际 GDP 增长**  
2020-22 年由于用电量增长高于实际 GDP 增长，用电效率下降

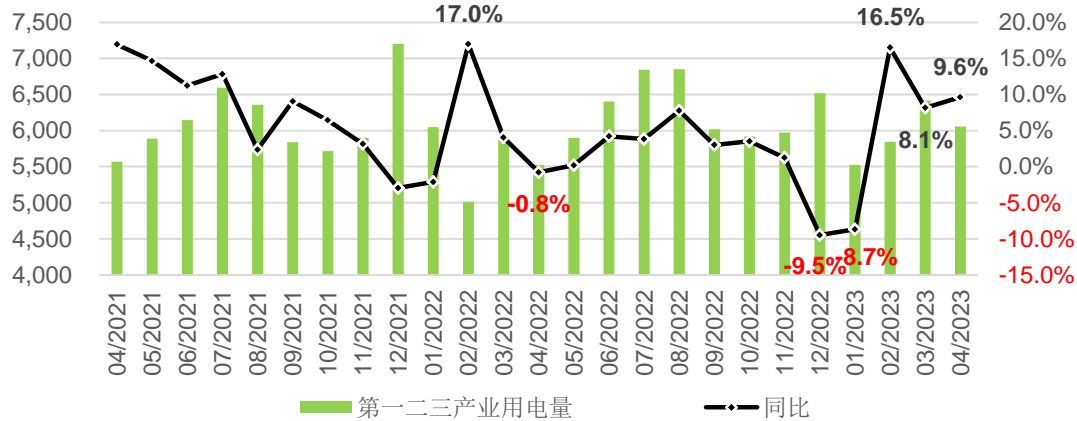


来源：国家统计局、国家能源局、农银国际证券

今年前四个月，全社会用电量同比增长 4.7%，增速比前三个月加快 1.1 个百分点。4 月份，全社会用电量同比增长 8.3%，增速比 3 月份加快 2.2 个百分点。3 月和 4 月，第一二三产业的总用电量分别同比增长 8.1%和 9.6%。4 月份用电量增速表明二季度经济活动持续复苏。



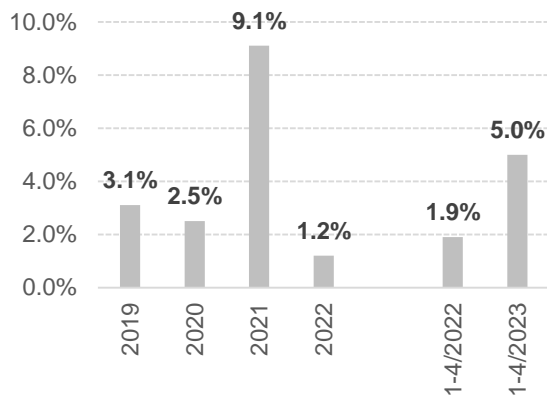
图 2: 第一二三产业用电量(亿千瓦时, 同比), 不包括居民生活用电



来源: 国家统计局、国家能源局、农银国际证券

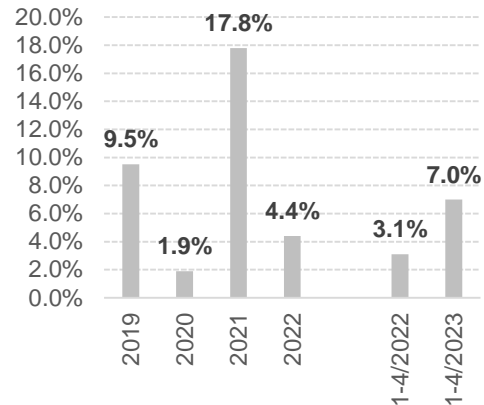
跟踪第二产业和第三产业的电力消耗可以表明其经济活动趋势。前 4 个月，第二产业用电量同比增长 5.0%，占全社会用电量的 66.3%。第三产业用电量同比增长 7.0%，占全社会用电量的比重为 17.3%。第一产业用电量同比增长 10.3%，占全社会用电量的比重为 1.2%。城乡居民家庭用电量同比增长 0.3%，占总用电量的比重为 15.2%。这些数字有几个含义。服务业复苏步伐快于制造业。这对零售业是利好因素。二是第一产业用电量增速相对较高证明了农业现代化或工业化进入快车道。第三，较低的家庭用电量增长表明他们在家的时间较少。也许，他们花更多的时间在工作上或外出更频繁。他们的行为导致了更多的二、三产业用电。

图 3: 第二产业用电量, 同比



来源: 国家能源局、农银国际证券

图 4: 第三产业用电量, 同比



来源: 国家能源局、农银国际证券



图 5:第一产业用电量, 同比

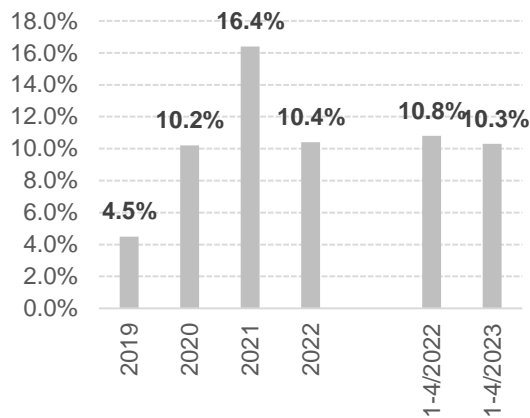
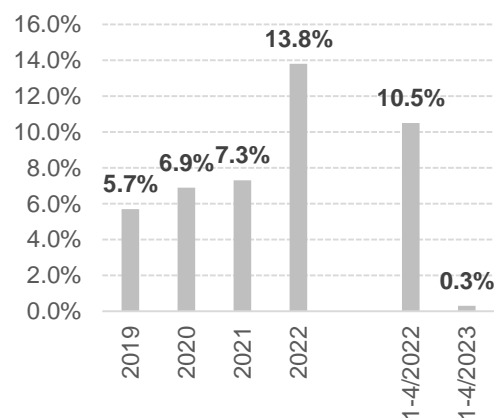


图 6: 城乡居民生活用电量, 同比



来源: 国家能源局、农银国际证券

来源: 国家能源局、农银国际证券

电力行业的供给侧改革。由于电力消费增长与实体经济增长高度相关, 这意味着电力行业是一个低收入增长行业, 但能够实现长期可持续发展的行业。从这个角度来看, 该行业将吸引长期投资者, 但短期投资者可能会因其低增长率而犹豫。虽然整个电力行业不是一个高增长行业, 但各个业务板块之间的增长速度是不一样的。机会来自电力行业的供给侧改革, 即绿色能源供给的增加。

图 7:主要绿色能源动力的以下物理特性

	优势	缺点	机会
太阳能	安装快速, 可大可小, 地域限制低, 易于更换	年利用小时数极低; 老化过程中能量转换效率下降; 设备使用寿命短 (10-15 年)	需大量装机, 提供较快速中短期用电解决方案
风电	安装快但慢于太阳能, 有地域限制	年利用小时数低但比太阳能利用小时数长; 设备使用寿命短 (少于 20 年)	需大量装机, 提供中短期用电解决方案
水电	年利用小时数中等, 设备使用寿命长 (超过 60 年)	建设周期长, 地域限制高	提供长效用电解决方案
核电	非常长的年利用小时数, 设备使用寿命长 (约 60 年)	建设周期长, 地域限制高	提供长效用电解决方案

备注: 优点/缺点与其他绿色能源电源相比

来源: 农银国际证券





一季度，太阳能、风电、水电、核电平均利用小时数分别为 303 小时、615 小时、544 小时和 1864 小时。同时，火电利用小时数为 1097 小时。同样的太阳能和风电装机容量，太阳能发电量大约是风电的一半，因为前者的利用小时数是风电的一半左右。水电利用小时数低于风电，因为季节性影响不利地限制了水电厂的利用时数。核电利用小时数几乎是风电的 3 倍、太阳能的 6 倍、水电的 3.4 倍。同样的装机容量，核电比太阳能、风能和水电发电多，这个现象不是技术问题，而是核电利用时间长。

由于安装速度快，地域限制小，太阳能为增加绿色电力供应提供了快速和短期的解决方案。它的劣势是年利用小时数低，但这一劣势为太阳能硅片生产商带来了千载难逢的机会。由于太阳能利用小时数低，因此需要安装大量的装机容量来弥补其短板。

**图 8: 4 月规模以上工业企业发电量**

水电供应减少导致火电供应增加，风能和太阳能供应快速增长

	4/2023	统计局报告 可比同比变化 %	计算绝对值 同比变化 %
发电量（亿千瓦时）	<b>6, 584</b>	<b>6.1</b>	<b>8.2</b>
其中:			
火力发电量（亿千瓦时）	4, 494	<b>11.5</b>	12.1
水力发电量（亿千瓦时）	684	<b>(25.9)</b>	<b>(25.5)</b>
核能发电量（亿千瓦时）	345	5.7	5.5
风力发电量（亿千瓦时）	<b>829</b>	<b>20.9</b>	<b>32.0</b>
太阳能发电量（亿千瓦时）	<b>231</b>	<b>(3.3)</b>	<b>12.7</b>
水电核电风电太阳能发电量（亿千瓦时）	2, 089		0.5

来源：国家统计局、农银国际证券

**图 9: 1-4 月规模以上工业企业发电量**

随着水电供应减少，风力发电已成为第二大电力来源

	1-4/2023	统计局报告 可比同比变化 %	计算绝对值 同比变化 %
发电量（亿千瓦时）	<b>27, 309</b>	<b>3.4</b>	<b>4.9</b>
其中:			
火力发电量（亿千瓦时）	19, 467	4.0	4.5
水力发电量（亿千瓦时）	2, 709	<b>(13.7)</b>	<b>(13.5)</b>
核能发电量（亿千瓦时）	1, 378	4.7	4.7
风力发电量（亿千瓦时）	<b>2, 909</b>	<b>18.8</b>	<b>28.4</b>
太阳能发电量（亿千瓦时）	<b>846</b>	<b>7.5</b>	<b>23.9</b>
水电核电风电太阳能发电量（亿千瓦时）	7, 842		6.1

来源：国家统计局、农银国际证券



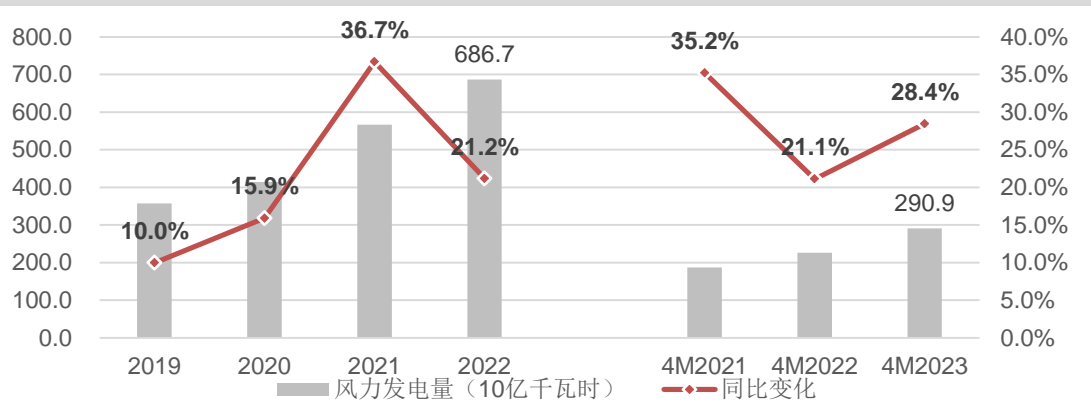
## 中国发电量的季节性影响

传统上，火电是最大的电力来源，水电是第二大电力来源。水电供应的季节性影响导致火电供应波动较大。前四个月，水电供应同比下降 13.5%（以绝对值变化衡量），火电供应同比增长 4.5%以满足电力需求。

一季度通常是水电淡季，三季度是一年中的旺季。一季度水电供应量同比大幅下降，或许是三季度水电供应旺季可能低于往年的预警信号。如果三季度出现这种现象，火电、核电等其他类型的电源也不得不相应增加。风电和太阳能供电规模不大，且受季节性影响，难以平滑水电供应的波动。

风电的旺季通常在每年的二、四季度，淡季通常在第三季度。因此，如果风电装机容量稳定，风电生产商通常会在上半年录得大部分利润。太阳能通常在二、三季度达到供电旺季，淡季通常在每年的第一季度。核电供应的波动通常是由两个因素造成的。一是核反应堆维修计划时间表。二是新增装机产能。

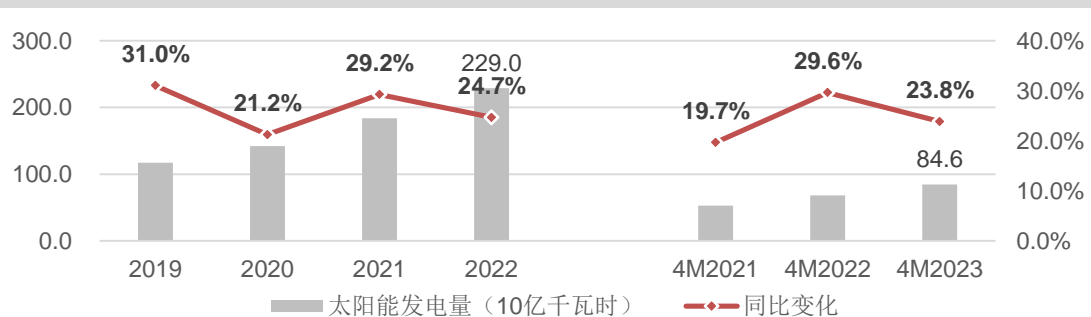
图 10: 规模以上工业企业风力发电量



注：同比变化指绝对值累计同比变化，不是统计局报告的可比同比变化

来源：国家统计局、农银国际证券

图 11: 规模以上工业企业太阳能发电量

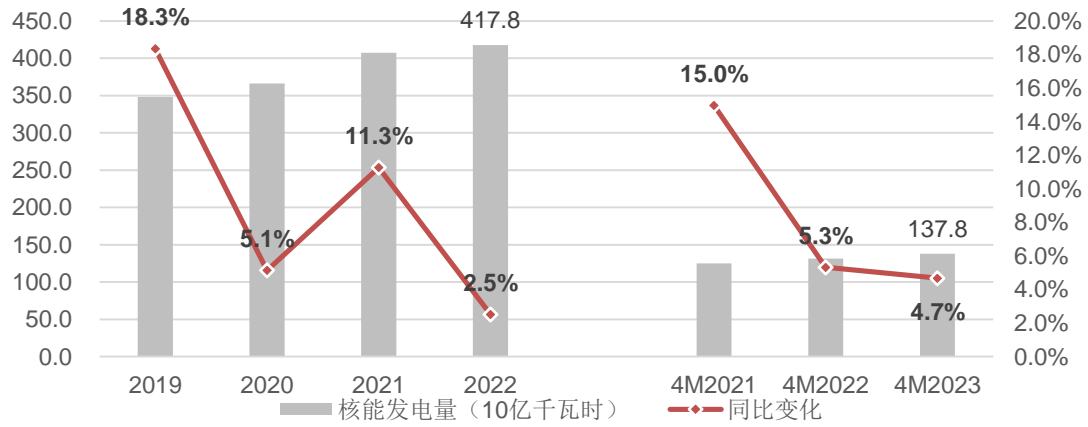


注：同比变化指绝对值累计同比变化，不是统计局报告的可比同比变化

来源：国家统计局、农银国际证券



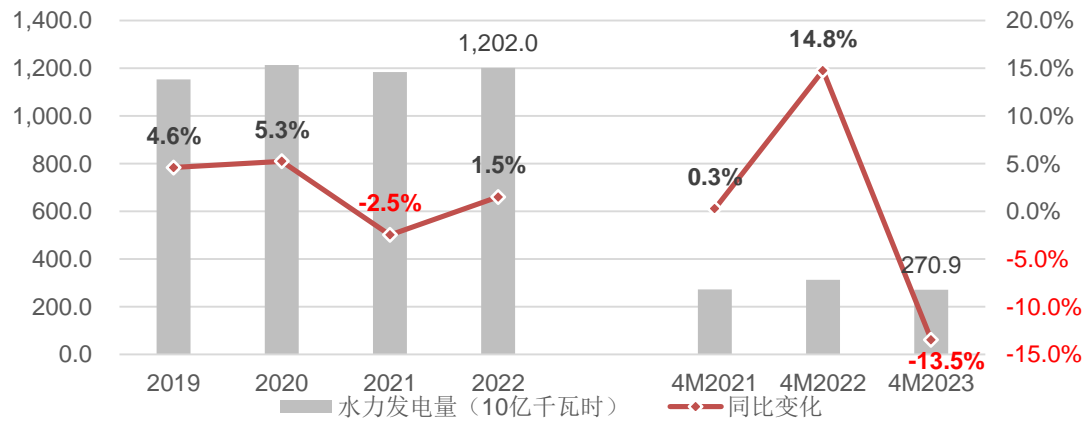
### 图 12: 规模以上工业企业核能发电量



注: 同比变化指绝对值累计同比变化, 不是统计局报告的可比同比变化

来源: 国家统计局、农银国际证券

### 图 13: 规模以上工业企业水力发电量

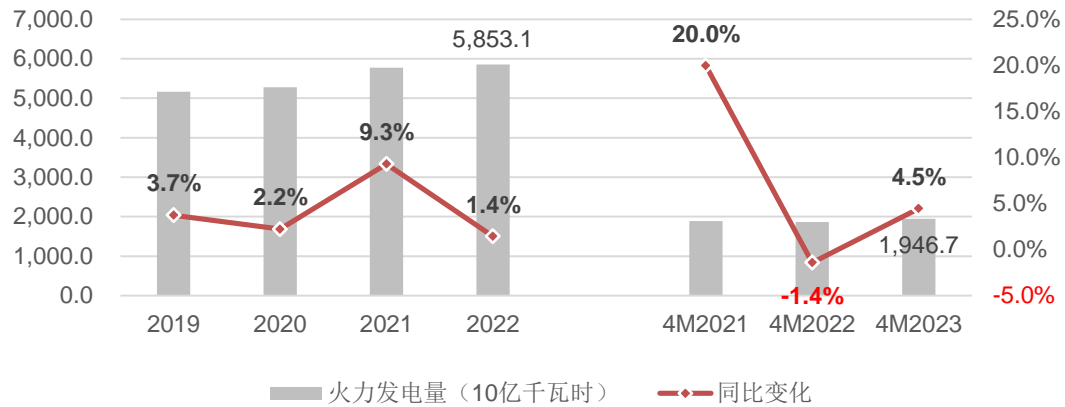


注: 同比变化指绝对值累计同比变化, 不是统计局报告的可比同比变化

来源: 国家统计局、农银国际证券



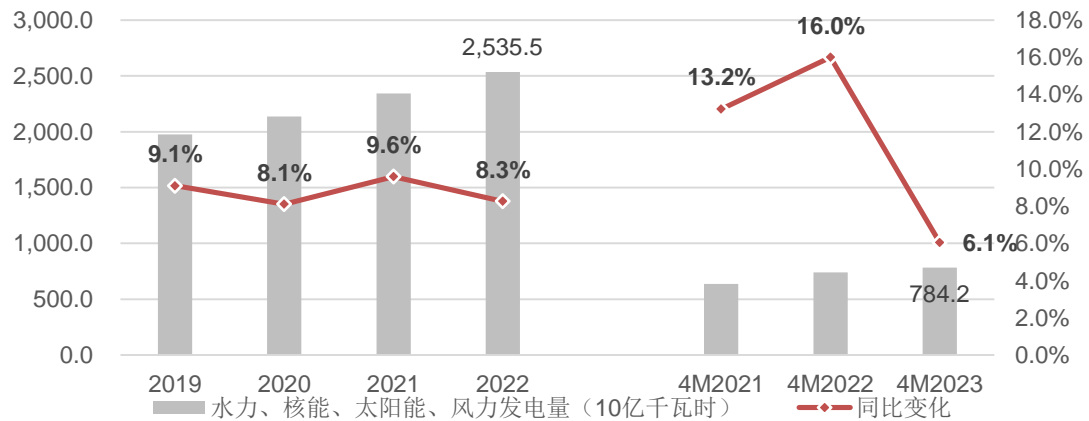
### 图 14: 规模以上工业企业火力发电量



注：同比变化指绝对值累计同比变化，不是统计局报告的可比同比变化

来源：国家统计局、农银国际证券

### 图 15: 规模以上水电核电风电太阳能发电量



注：同比变化指绝对值累计同比变化，不是统计局报告的可比同比变化

来源：国家统计局、农银国际证券



## 银行业

分析师欧宇恒

国统局数据显示，4月份整体经济运行动力较3月份明显较弱，反映宏观经济恢复力度不足，后续仍有稳增长的政策需求。从上市银行首季季报看到，行业营收端仍面临较大压力，基本面拐点取决于宏观经济增长情况，但资产质量整体保持平稳，预期银行未来拨备压力趋降，有利保持盈利增速。2023年首4个月新增贷款总量为11.3万亿元，占我部全年预期23万亿元的49.1%，相比一季度新增贷款增速较快，4月增速一如预期有所回落。当中部分由季节性因素带动，除每年首季度外，一般其余每季首月新增贷款规模均在较低水平。截至4月末人民币新增贷款同比增速为11.8%，与3月末持平。从部门看，4月新增贷款仍然主要由对公贷款带动，其新增贷款占比为95.1%。值得注意的是，零售贷款4月减少2411亿元，当中短期及中长期贷款均较3月末有所下降，反映4月份居民消费及按揭信贷需求较3月差。总的来说，由于政策推动银行在贷款投向上靠前发力，我们估计2023年余下三个季度的新增贷款规模将较一季度为低，但政策将维持推动银行支持实体经济。另一方面，根据央行数据，3月份新发放贷款加权平均利率环比去年12月上升20个基点至4.34%，或同比降31个基点，其中对公贷款及个人房贷的加权平均利率的环比仅降2个基点及12个基点，反映银行贷款定价自一季度末开始企稳。预期平均贷款利率踏入次季有进一步改善空间，加上政策推动存款成本下降，未来几个季度行业平均净息差下行压力将逐步减少。然而，根据宏观经济恢复的实际情况，不排除未来有再降息的可能性，而这将为银行净息差带来附加压力。

对于板块股价表现，预期投资者焦点将落在二及三季度银行净利息收入及净手续费收入的表现。若宏观经济未来有序回复，投资者对银行业的风险忧虑或逐渐缓解并推动下一轮估值修复。相反如果宏观经济未如理想，投资者将再次放大风险因素，压抑股价表现。我们维持偏好大型银行相对稳定的基本面及股息收益率，及基本面优于同业的股份制银行。

## 房地产业

分析师董耀基

2023年1-4月商品房销售额同比上升8.8%至3.975万亿人民币，较1-3月同比4.1%同比增速有所加快；商品房销售面积则同比下跌0.4%至3.76亿平米，较1-3月份1.8%同比跌幅收窄。我们测算4月份单月商品房销售额同比升28.0%至0.92万亿人民币，比3月份同比上升8.8%明显加快；4月份单月商品房面积



同比升 5.5%至 0.769 亿平米，比 3 月份同比上升 0.1%继续改善。4 月份销售同比增长加快，主要由于去年上海及长三角一带疫情较严重，引致基数较低。从环比来看，4 月份销售额和销售面积分别下跌 39%及 48%，或意味之前因疫情被积压的需求已经在一季度集中释放，或需要更多政策刺激需求已维持复苏势头。销售额增长在房企之间继续分化，民营开发商境外债违约问题未有明显解决方案，买家对其预售楼盘依然存疑，房地产复苏依然依赖龙头国企。值得注意的是，2023 年一季度金融机构贷款投向统计报告显示，一季度末个人住房贷款余额为 38.94 万亿元，同比增长 0.3%，增速比上年末低 0.9 个百分点。虽然房贷利率在政策推动下有所下降，但银行对批出贷款依然审慎，这或成为楼市复苏另一阻力。

## 互联网媒体与消费商业

分析师周秀成

2023 年 1-4 月全国网上零售额 44108 亿元，同比增长 12.3%。其中，实物商品网上零售额 37164 亿元，增长 10.4%，占社会消费品零售总额的比重为 24.8%。实物商品网上零售额在 2023 年 1-4 月增速比 2023 年 1-3 月的 7.3% 有所改善，也较 2022 年全年增速 6.2%高，反映去年 4 月份疫情较严重令行业基数较低及网上消费在疫情后续渐复苏等因素。

在实物商品网上零售额中，吃类商品在 2023 年 1-4 月增长 9.0%，低于整体实物商品网上零售额增幅，反映随着疫情放缓，消费者生活复常外出增加 (2023 年 1-4 月零售餐饮收入大幅增长 19.8%)，食品相关的网上销售回复常态。在吃类商品之外，用类商品在 2023 年 1-4 月增长 9.6%，比 2023 年 1-3 月的 6.9% 高，而穿类商品在 2023 年 1-4 月增长 13.5%，高于整体实物商品网上零售额增幅，反映消费者购物行为从必需品到部份非必需品转移。

从渗透率的角度看，2023 年 1-4 月网络购物渗透率为 24.8%，较 2023 年 1-3 月的 24.2%高。网络购物渗透率从 2022 年的 27.2%下降至 2023 年 1-2 月的 22.7%，但在 2023 年 3 月及 4 月回复上升趋势，反映消费者购物行为继续从线下到线上转移，对电商行业整体有利。

## 电信业

分析师黎柏坚

2023 年 1-4 月计算机、通信和其他电子设备制造业固定资产投资同比增长 14.2%，好于整体的 4.7%增长，因受惠于电信运营商发展 5G 网络、工业互联网和数据





中心。4 月智能手机生产量同比下跌 5.9%，因受海外市场通胀及经济环境不明朗的影响。2023 年电信运营商受惠于新兴业务的高增长，因“东数西算”策略的推出及国内发展数字经济。人工智能的应用日渐普及，对数据中心的需求上升，2023 年计算机、通信和其他电子设备制造业固定资产投资成为增长动力。随着 5G 用户渗透率上升、物联网及人工智能等新兴领域市场的不断扩大，对电信业发展的有利。我们预计 2023 年国内 5G 基站总数将达到 280 万个，整体移动基站总数将达到 1350 万个，可以支撑基站设备商的业务，支持电信设备提供商的发展。中国 2023 年将加强新型基础设施建设，并积极推进新型信息基础设施，对数据中心及移动基站的需求上升，持续发展通信设备行业。

## 消费业

### 分析师潘泓兴

4 月份全国零售销售同比增长 18.4%，增速比 3 月份的 10.6%继续提升。1-4 月份网上零售销售同比增速达到 12.3%，也比 1-3 月份的 8.6%有所提升。4 月份部分消费类别的增速也有所加快；限额以上单位餐饮收入同比增 44.6%，“金银珠宝类”零售销售同比增 44.7%，为增长最快的两个消费类别；“服装、鞋帽、针纺织品类”“汽车类”的零售销售同比增速也超过 30%；然而“饮料类”“文化办公用品类”“建筑及装潢材料类”的零售销售继续出现同比下跌。

我们认为，1) 虽然 4 月份零售销售增速大幅提高部分原因在于上年同期的低基数效应，但数据也显示消费市场的复苏仍在持续；2) 餐饮消费的增速继续维持较高水平并领先其他消费品类，显示消费者出外就餐的需求仍非常旺盛；3) 多个消费品类的增速也有所提升，部分增速持续领先，反映消费需求持续恢复；4) 在 4 月份出现同比下降的消费品类比 3 月份减少一个，或预示着消费市场将进一步迈向全面复苏。



## 权益披露

分析员陈宋恩、姚少华、欧宇恒、周秀成、董耀基、潘泓兴、黎柏坚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。

### 评级的定义

评级	定义
买入	股票投资回报 ≥ 市场回报(约 9%)
持有	负市场回报 (约-9%) ≤ 股票投资回报 < 市场回报(约 9%)
卖出	股票投资回报 < 负市场回报(约-9%)

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 2006 年以来的平均市场回报率（恒指总回报指数于 2006-22 年间平均增长率为 8.4%）

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 2023 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