



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

2023 年中国主要预期目标圆满实现

2024 年 1 月 17 日





農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABC SECURITIES COMPANY LIMITED

目录

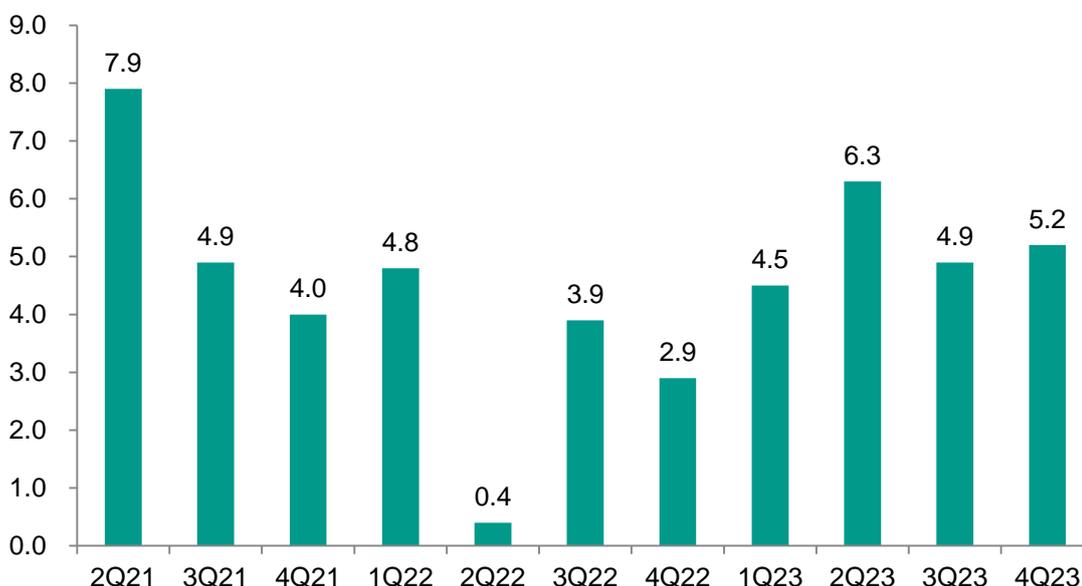
中国 2023 年第 4 季经济同比增长 5.2%.....	3
制造业产能利用率趋势间接指示需求趋势	6
银行业	10
互联网业.....	11
消费业	11
权益披露.....	13

中国 2023 年第 4 季经济同比增长 5.2%

经济师：姚少华

受益于 2022 年第 4 季较低的基数效应，2023 年第 4 季中国经济同比实质增长 5.2%¹(图 1)，虽较第 3 季 4.9% 的增速为高，但略低于市场所预计的 5.3% 的增速。从按季增长看，2023 年第 4 季中国经济仅增长 1.0%，较第 3 季 1.5% 的按季增速明显回落。排除 2022 年的基数效应，2023 年第 4 季中国经济两年复合实际增速为 4.1%，亦低于第 3 季 4.4% 的复合增速。2023 年全年中国经济实质增长 5.2%，达到 5.0% 左右的预期目标。2023 年经济名义增长 4.6%，全年 GDP 总量达到 1260582 亿元。分产业看，2023 年第一产业增加值 89755 亿元，比上年增长 4.1%；第二产业增加值 482589 亿元，增长 4.7%；第三产业增加值 688238 亿元，增长 5.8%。

图 1: 中国 GDP 同比增长 (%)



来源：国家统计局，农银国际证券

2023 年中国 GDP 实际同比增长 5.2%，最终消费支出拉动 GDP 增长 4.3 个百分点，资本形成总额拉动 GDP 增长 1.5 个百分点，货物和服务进出口拖累 GDP 下跌 0.6 个百分点。在第 4 季 5.2% 的 GDP 增长中，最终消费支出对经济增长的贡献略有回落，拉动 GDP 增长 4.2 个百分点，资本形成总额拉动 GDP 增长 1.2 个百分点，货物和服务净出口拖累 GDP 下跌 0.2 个百分点。

中国 12 月的主要宏观数据反映经济内生动力表现参差。城镇固定资产投资在 2023 年同比增长 3.0%，略高于首 11 个月 2.9% 的增速，亦略高于市场预期 2.9% 的增速。分领域看，2023 年基建投资增长 5.9%，制造业投资增长 6.5%，但房地产开发投资下降

¹除另有指明外，本报告列示的变动比率均为按年变化



9.6%。12月零售销售同比增长7.4%，不仅大幅低于11月10.1%的增幅，亦低于市场所预期的8.0%增幅。12月工业增加值同比增长6.8%，略高于11月以及市场预期的6.6%的增速。就业方面，12月份全国城镇调查失业率为5.1%，比11月回升0.1个百分点，亦略高于市场所预期的5.0%。环比增速来看，12月单月城镇固定资产投资、零售销售以及工业增加值环比分别增长0.09%、0.42%及0.52%，而11月份分别环比增长0.21%、0.09%及0.87%。

12月单月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，12月单月整体投资明显反弹。根据我们的估算，12月单月投资同比增速从11月的2.9%回升至4.1%。受益于PPI跌幅收窄、企业盈利状况好转以及出口改善，12月份制造业投资增速由11月的7.1%加快至8.2%。受益于1万亿特别国债增发落地推动实物工作量的形成，12月基建投资增速由11月的5.0%上扬至6.8%。然而，12月单月房地产投资跌幅仍在扩大，跌幅由11月的10.6%扩大至12.5%。

其次，受益于出口增速加快以及工业企业盈利状态改善，12月工业增加值同比增速较11月加快。分行业看，12月份同比增速较快的三个行业为汽车制造业（20.0%）、有色金属冶炼和压延加工业（12.9%）以及化学原料和化学制品制造业（11.0%）。分产品产量看，12月份新能源汽车同比增长43.7%，太阳能电池同比增长35.7%，集成电路同比增长34.0%，化学纤维同比增长30.2%，智能手机同比增长29.3%，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、芯片和手机制造业等领域。

第三，12月零售销售表现分化。12月零售销售同比增速较11月回落2.7个百分点，但环比增速较11月加快0.33个百分点。细分类别来看，12月消费的复苏亦不太均衡。12月份餐饮收入、金银珠宝类、服装与鞋帽以及针纺织品类、体育与娱乐用品类、通讯器材类均有较快的同比增长，分别上涨30.0%、29.4%、26.0%、16.7%以及11.0%；而中西药品类、文化办公用品类、建筑装潢类、日用品类以及家用电器和音像器材类在12月出现同比下跌，分别下跌18.0%、9.0%、7.5%、5.9%及0.1%。

第四，汽车行业在12月份增长强劲。12月份汽车行业工业增加值同比增长20.0%，汽车产量同比增长24.5%。12月汽车零售销售同比增长4.0%。尤其值得指出的是，12月份新能源汽车产量继续增加，新能源汽车产量同比增长43.7%，环比增长13.4%。

第五，12月份房地产行业整体仍疲弱。除房地产投资继续下跌外，房地产销售跌幅亦加深。12月单月房地产销售面积及金额分别下跌12.7%和17.6%，而11月分别下跌10.3%和8.6%。2023年全年房地产的施工面积、新开工面积跌幅仍较大，施工面积同比下降7.2%，新开工面积同比下降20.4%。从资金来源看，2023年全年房地产开发资金来源同比下降13.6%。今日公布的70个大中城市新建商品住宅价格在12月同比下跌0.9%，环比下跌0.5%。

第六，统计局对分年龄组失业率统计做了两方面的调整，一是发布不包括在校学生的16—24岁劳动力失业率；二是增加发布不包括在校学生的25—29岁劳动力失业率。调整的主要原因有两方面，一是我国16—24岁城镇人口中，在校学生占比6成多，

把在校寻找兼职和毕业后寻找工作的青年混在一起，不能准确反映进入社会真正需要工作的青年人的就业失业情况；二是多数青年 24 岁时刚毕业不久，尚处于择业期，一些人未就业或就业不稳定，至 29 岁时绝大多数已度过择业期，就业情况趋向稳定。根据统计局今日公布的数据，12 月不包含在校生的 16—24 岁、25—29 岁、30—59 岁劳动力调查失业率分别为 14.9%、6.1%、3.9%。

展望 2024 年，有见于房地产行业或持续偏疲弱以及部分地方政府债务高企，我们预计中国经济增速在 2024 年将小幅放缓。我们预计中国经济在 2024 年将增长 5.0%，略低于 2023 年 5.2% 的增速(图表 2)。消费的持续复苏以及制造业与基建投资的温和回升将是经济增长的主要推动力。相反，仍偏疲弱的房地产行业和部分地方政府高企的债务水平将是主要挑战。货币政策方面，我们预期人民银行在 2024 年将继续维持偏宽松的货币政策以稳定经济增长。为降低实体经济的融资成本，我们预期人民银行在 2024 年将继续下调基准利率以及 RRR。我们预期 2024 年中央政府将继续采用积极的财政政策来稳定增长。在全球经济增长减速以及中国经济仍需财政政策助力下，我们预期 2024 年中央财政预算赤字率与 2023 年大致相同，约在 3.8% 左右。我们预期继 2023 年 9 月以来特殊再融资债券发行 1 万亿规模后，2024 年或再下达 1 万亿元左右的特殊再融资债额度，来帮助推动化解地方政府债务风险。此外，为增强地方财政统筹能力，我们预期中央财政对地方的转移支付在 2024 年将进一步扩大。2024 年转移支付的规模或达到 11 万亿左右。

图 2：经济预测

经济指标	2022 年	2023 年	2024 年预测
实质 GDP 增长, %	3.0	5.2	5.0
固定资产投资增长, %	5.1	3.0	4.0
零售销售增长, %	-0.2	7.2	6.0
以美元计出口增长, %	7.0	-4.6	2.0
以美元计进口增长, %	1.1	-5.5	2.5
工业产出增长, %	3.6	4.6	4.5
消费物价通胀, %	2.0	0.2	1.5
生产物价通胀, %	4.2	-3.0	0.5
M2 增长, %	11.8	9.7	9.5
社会融资规模增量, 十亿人民币	32,010	35,590	37,000
整体新增人民币贷款, 十亿人民币	21,310	22,750	24,000
年底每美元兑人民币在岸现货价	6.8986	7.1000	6.8000
1 年期 LPR, %	3.65	3.45	3.25
5 年期 LPR, %	4.30	4.20	4.00

来源: 国家统计局, 中国人民银行, 农银国际证券预测



制造业产能利用率趋势间接指示需求趋势

研究部主管：陈宋恩

政府近期将产能过剩和需求不足视为经济面临的两个主要挑战。从企业的角度来看，如果利润最大化是企业的目标，只要边际收益大于边际成本，企业就应该不断增加产量。因此，当企业因边际成本大于边际收益而停止增加产量时，就会出现产能闲置或产能过剩问题。对于以收入最大化为首要目标的企业来说，企业可能会不断提高产量直到整体收入因供给增加而价格下降而下降，这或导致产能利用率较高或闲置产能较低。从企业角度来看，需求不足是导致产能利用率下降或面临产能过剩问题的原因之一。不过，产能过剩也是前几年企业产能投资过度造成的。

我们考虑产能利用率的趋势，因为该趋势更能反映企业对需求趋势的判断。我们同时考虑汽车工业、医药工业、食品生产工业、通用设备行业、专用设备行业、电气机械行业、计算机和通信工业等主要行业产能利用率的季度趋势。我们还考虑 4 个季度移动平均趋势线来表明行业产能利用率是处于下降趋势还是上升趋势。

根据我们的分析，制造业整体产能利用率呈下降趋势。这解释了为什么政府在应对经济挑战时警告产能过剩问题。我们判断医药行业、计算机与通信行业、食品生产行业、专用设备行业和纺织行业的产能利用率近几个季度呈下降趋势。

然而，以下行业在过去几个季度表现出产能利用率改善的趋势。分别是汽车工业、化纤工业、通用设备工业。因此，并非所有主要制造业都出现产能利用率下降。

图 1: 全国工业产能利用率 (%)

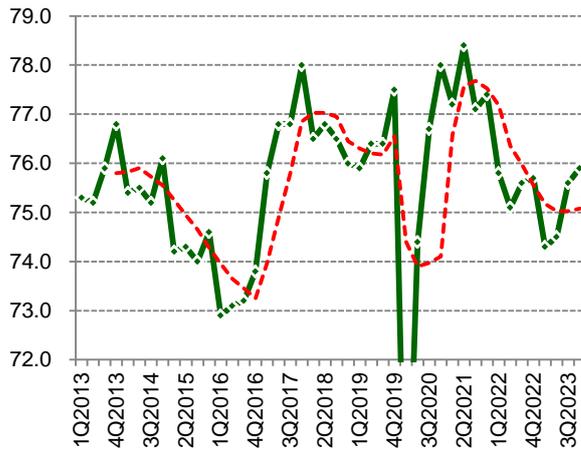


红线：3 年度的平均线

来源：国家统计局、农银国际证券

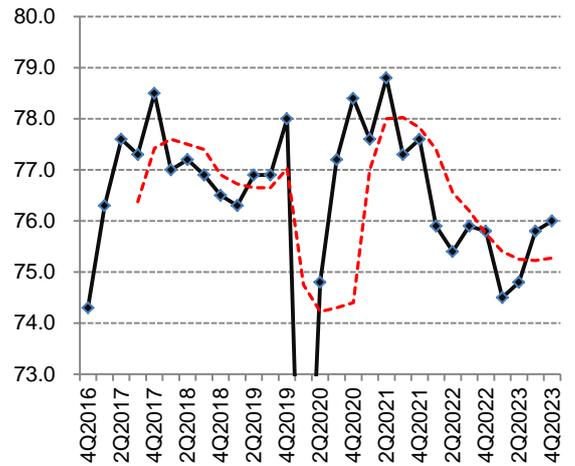


图 2: 全国季度工业产能利用率 (%)



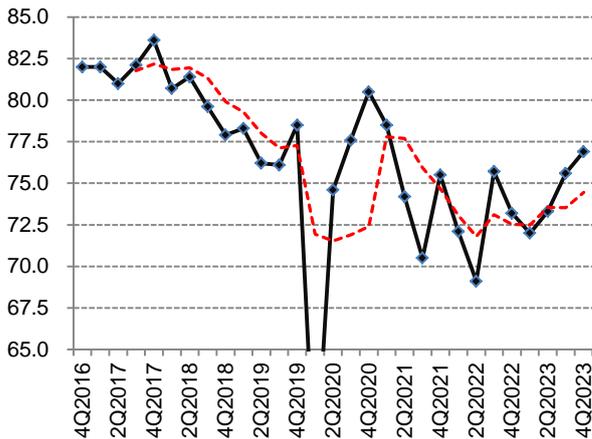
红线: 4 个季度的平均线
来源: 国家统计局、农银国际证券

图 3: 整体制造业产能利用率 (%)



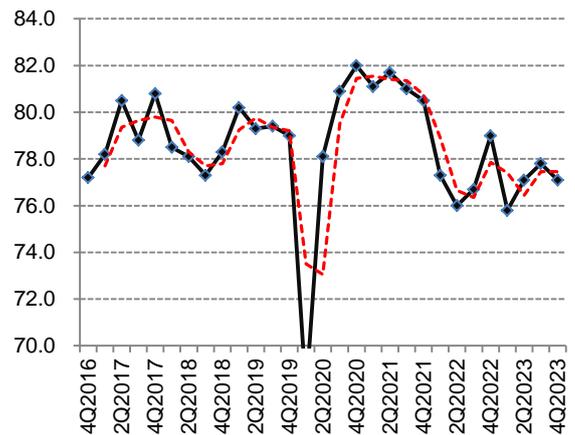
红线: 4 个季度的平均线
来源: 国家统计局、农银国际证券

图 4: 汽车制造业产能利用率 (%)



红线: 4 个季度的平均线
来源: 国家统计局、农银国际证券

图 5: 电气机械和器材制造业产能利用率 (%)

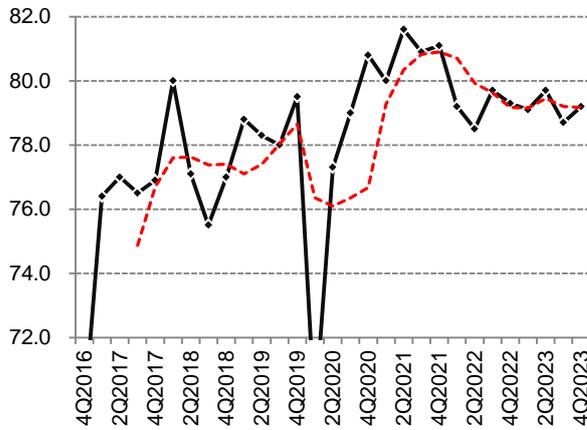


红线: 4 个季度的平均线
来源: 国家统计局、农银国际证券

【注: 由于 2020 年第一季度数据受 COVID-9 影响, 我们调整图表纵轴以便读者阅读 4 季度均线趋势。】

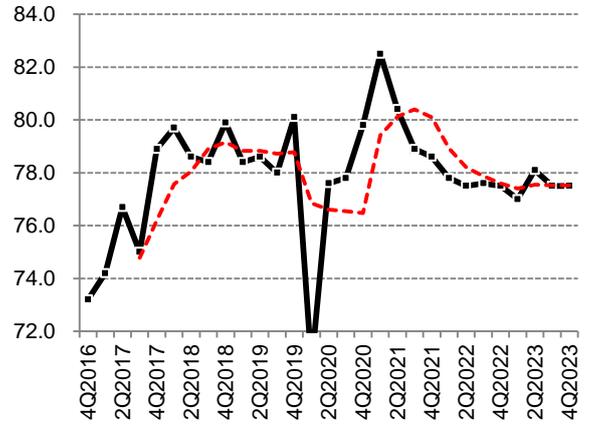


图 6: 通用设备制造业产能利用率 (%)



红线: 4 个季度的平均线
来源: 国家统计局、农银国际证券

图 7: 专用设备制造业产能利用率 (%)



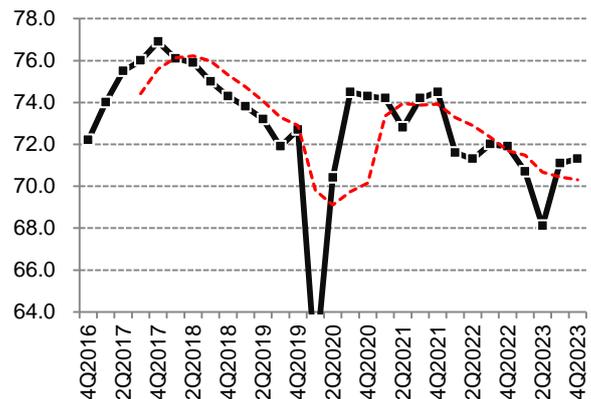
红线: 4 个季度的平均线
来源: 国家统计局、农银国际证券

图 8: 医药制造业产能利用率 (%)



红线: 4 个季度的平均线
来源: 国家统计局、农银国际证券

图 9: 食品制造业产能利用率 (%)

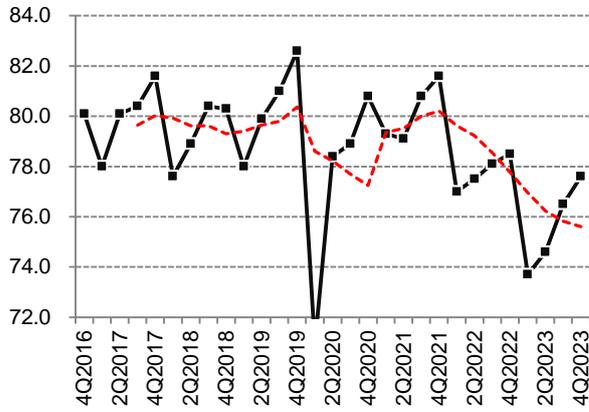


红线: 4 个季度的平均线
来源: 国家统计局、农银国际证券

【注: 由于 2020 年第一季度数据受 COVID-9 影响, 我们调整图表纵轴以便读者阅读 4 季度均线趋势。】

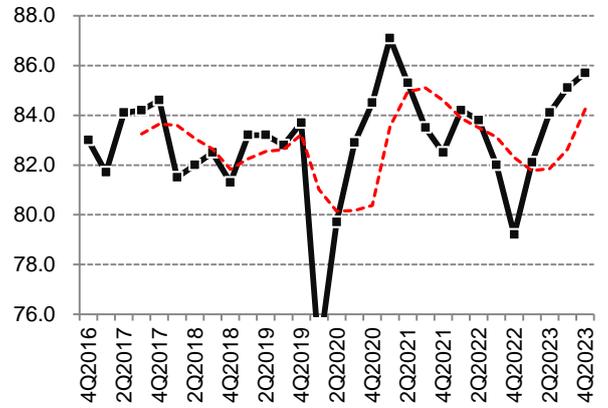


图 10: 计算机、通信和其他电子设备制造业产能利用率 (%)



红线: 4 个季度的平均线
来源: 国家统计局、农银国际证券

图 11: 化学纤维制造业能利用率 (%)



红线: 4 个季度的平均线
来源: 国家统计局、农银国际证券

【注: 由于 2020 年第一季度数据受 COVID-9 影响, 我们调整图表纵轴以便读者阅读 4 季度均线趋势。】



银行业

分析师欧宇恒

国统局公布 2023 年 12 月宏观经济数据，我们认为整体数据表现参差，宏观经济恢复速度仍有待加强。早前，央行在 2024 年 1 月 4 及 5 日召开 2024 年中国人民银行工作会议。会议为 2024 年定了 10 个重点工作方向，包括 1)持续推进全面从严治党；2)稳健的货币政策灵活适度、精准有效；3)聚焦五篇大文章支持重点领域和薄弱环节；4)持续加强金融市场建设；5)稳妥推进重点领域金融风险防范化解；6)积极参与国际金融治理，深化国际金融合作，推动高水平开放；7)稳慎扎实推进人民币国际化；8)持续深化金融改革；9)持续提升金融服务和管理水平；10)扎实推进机构改革和业务流程优化再造工作。具体来说 2024 年重点工作方向可以说是在 2023 年人民银行工作会议的 7 个大方向之上持续深化，当中稳健的货币政策、金融对实体经济的支持、金融风险防范化解、国际金融合作及对外开放、深化金融改革、提升金融服务和管理水平等方向与 2023 年基本一致。

2024 年政策上仍然强调要有效支持经济稳定增长和高质量发展，守住不发生系统性金融风险的底线，加强重点领域金融风险上的防范化解。可见稳增长、防风险仍然是目前政策主调，估计在稳增长的政策前提下，后续仍会有更多支持性、防治性、改革性的政策出台。值得一提的是，在银行贷款上，央行再次强调新增信贷要均衡投放，提高存量资金使用效率，进一步优化信贷结构，确保社会融资规模全年可持续较快增长，意味着与传统上半年银行贷款增长较快的情况相比，2024 年贷款投放将更趋向于平均分布。这亦意味着 2024 年上半年的贷款同比增速或较 2023 年有所回落。此外，随着中央金融工作会议提出，要做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章。人民银行工作会议亦明确要聚焦五篇大文章支持重点领域和薄弱环节。估计商业银行势将加大投放业务资源在这些方向，而贷款投放亦将更倾斜于这些领域上。利率方面，2024 年将持续深化利率市场化改革，促进社会综合融资成本稳中有降，我们预期平均贷款利率下行将为银行净息差带来持续压力，我们预期受到贷款重定价过程影响，商业银行净息差下行压力及净利息收入增速最快要到 2024 年下半年才有望得到改善。

央行数据显示，2024 年全年新增贷款总量为 22.75 万亿元，较我部全年预期 23 万亿元略低了 1.1%。四季度，新增贷款较三季度环比下降 25.4%，或较去年四季度同比少 7.1%，主要由于 2023 年银行跟随政策靠前发力，出现商业银行提早完成贷款目标的情况。截至 2023 年 12 月末，人民币新增贷款同比增速为 10.6%，较 11 月末同比增 10.8%略为下降。从部门看，2023 年企（事）业单位贷款占整体新增贷款的 78.7%，当中中长期贷款占企（事）业单位贷款的 75.8%。零售贷款占比较低反映个人消费及房贷需求仍有待加强，意味着 2024 年或有更多相关提振措施。尽管目前投资者对于基本面的焦点落在银行营收结构及增速上，银行板块股价表现更大程度将取决于宏观经济恢复的实际情况及政策方向。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 2024 年实际增速较我们预期的 5.0%低，投资者或再度放大银行业风险因素，压抑 2024 年股价表现。我们维持偏好大型银行相对稳定的基本面及股息收益率。



互联网业

分析师周秀成

2023年全国网上零售额154264亿元，同比增长11.0%。其中，实物商品网上零售额130174亿元，增长8.4%，占社会消费品零售总额的比重为27.6%。实物商品网上零售额2023年全年增速与1-11月的8.3%大致相若。受宏观经济较弱等因素影响，实物商品网上零售额增速在2023年1-5月达到近期高点11.8%后续步回落，而最新数据反映实物商品网上零售额增速大致延续过去数月放缓的趋势。在网上零售增速放缓的背景下，各大电商平台近月都在通过加大用户激励和价格补贴等方式来提升销售和营销效果。例如主要电商平台都大力推广其“百亿补贴”频道以吸引消费者。我们认为过去几年受疫情和经济环境疲软的影响，网络购物者对价格变得较敏感，促使电商平台增强价格竞争力。从好的角度看，2023年网络购物渗透率为27.6%，比1-11月的27.5%高，反映线上购物份额持续上升。

在实物商品网上零售额中，吃类商品在2023年增长11.2%，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7.1%及10.8%。

消费业

分析师潘泓兴

在12月，全国零售销售同比增速为7.4%，比11月增速下跌2.7个百分点。在2023年，全国零售销售同比增速为7.2%，比上年的0.2%同比下降显著改善。在12月，相比商品零售的4.8%同比增速，餐饮收入的同比增速仍较高，为30.0%；限额以上单位餐饮收入的同比增长也达到37.7%；在限额以上单位商品零售方面，在今年12月，“金银珠宝类”“服装、鞋帽、针纺织品类”的增速分别达到29.4%和26.0%，为增速最快的两大商品类别；相反，“中西药品类”“文化办公用品类”“建筑及装潢材料类”“日用品类”“家用电器和音像器材类”商品则录得18.0%、9.0%、7.5%、5.9%、0.1%的同比跌幅。

我们认为，12月份的零售销售情况部分反映了上年同期低基数效应的影响，消费者对于餐饮需求持续旺盛的状况，寒冷天气所造成的对冬装的需求上升，房地产相关消费品类增速较低，以及部分平台推出的购物节等活动对消费的推动作用。然而，商品零售和餐饮消费的增速不均衡，以及商品零售行业内各商品类别之间增速不一，反映2023年宏观经济挑战对消费市场有影响，消费者在消费偏好方面持续变化，消费行业复苏仍需时间。同时，在2023年，居民可支配收入的增速出现波动，导致消费者的收入预期也有所调整；而在上年同期基数较低的情况下，四季度的人均消费支出同比增速仍比三季度有所下降，体现出消费者行为仍偏保守。我们预期如果宏观环境有较大的改善，消费市场将会迎来更快更全面的复苏，并有机会出现超过我们预测的6.0%的同比增速，但基于目前的数据情况，我们认为消费市场在2024年仍将受限于宏观环境复苏进程；消费者的行为变化以及消费者对性价比的要求将会使导致行业的竞争加剧，企业在销售方面推出更多的让利



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABC SECURITIES COMPANY LIMITED

措施，并在渠道下沉和渗透方面做出更多的努力。部分表现较好的子行业中的龙头企业或会有更好的表现。



权益披露

分析员陈宋恩、姚少华、欧宇恒、周秀成、潘泓兴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 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