

► 一季度行业信息回顾：

生产端：24Q1 节前强韧性，节后弱复苏，地产链是主要拖累，制造业活力凸显。按月来分，①1月—地产链生产走弱，回落幅度小于季节性；传统制造业开工率涨跌互现，总体韧性充足；新能源供给减量叠加节前备货需求旺盛，供需格局边际改善。②2月—春节放假停产影响下，地产链、制造业、新能源生产回落至年内低位，节后复工节奏偏缓。③3月—“金三银四”开工旺季难旺，地产链为显著拖累，制造业开工率延续超季节性表现，新能源短期排产数据回暖超预期，叠加供给增量慢于预期，供需格局继续优化。

消费端：24Q1 服务消费修复延续，大宗消费表现稳健，地产销售为主要拖累。具体来看，①**服务消费方面**，1-2月服务零售额同比+12.3%，延续修复势头。其中，元旦、春节假期出行消费修复程度显著超越市场预期。②**商品消费方面**，整体稳健向好，内部略有分化。其中，汽车、家电等大宗消费品在内需稳健、折扣加强以及促消费政策利好下销售稳中向好；新兴消费中，24Q1 培育钻石的同比低位改善，化妆品消费平淡。③**地产销售方面**，政策对商品房销售端拉动效果一般，24Q1 30 重点城市商品房成交面积同比腰斩。

政策端：24Q1 密集出台，护航经济稳增长与资本市场平稳发展是核心。①**稳增长方面**，24Q1 存款准备金率下降、LPR 下调以及地产融资、限购政策放宽是经济逆周期发力的主要方向。②**资本市场方面**，24Q1 中央汇金增持 A 股、暂停新增证券公司转融券规模等多措并举，呵护资本市场平稳发展。③**科技创新方面**，国务院国资委召开“AI 赋能 产业焕新”中央企业人工智能专题推进会，推动国内人工智能板块加速发展。

► 一季度行业信息思考：

思考一：当下消费修复的特征及持续性？一季度消费延续回暖。总量角度，24 年 1-2 月社零、服务零售额在排除 23 年基数影响后增速持续改善。然而总量的回升暂未改善投资者对消费的预期，24Q1 消费风格指数-3.7%，其背后反映出的是在量价分化的趋势中，投资者对消费前景的判断缺乏明确指引。当下价格的回落并非来自供给过剩，也不意味着总量需求的趋势性回落，而是在去债务化和财富效应减弱的背景下消费的结构切换。通过分析当前影响消费价格的两大方向：①**消费动能的来源**：促消费政策成为需求边际增量的更重要贡献方，对价格形成持续负向拉动。②**消费结构的切换**：下沉市场崛起对中低客单价消费体量的拉动，或在降低整体均价。当下，价格对消费需求的解释度在降低，与此同时，量的表现是更客观的需求观测指标。展望后续，内生需求无虞、叠加促消费政策加码落地，消费年内有望维持较优表现，量增价减格局或将延续。

思考二：一季度新能源行业改善的持续性？一季度新能源板块供需格局的改善引起市场较多关注。究其原因，24Q1 行业内外需边际改善和短期供给约束增强是核心解释。展望后续，4 月新能源车、光伏需求环比改善斜率放缓，叠加上游供给约束逐步消解，行业供给过剩格局仍难以扭转，产业链中上游价格压力难减。

► **总结与展望：**回顾一季度行业信息，1) 生产端，经济整体仍处回升通道，对实物需求的消耗量存在保障。而在“去金融化”的大背景下实物消耗>GDP 增长>企业利润增长的格局将会长期存在，挂靠实物属性的资源品：**铜、煤炭、油**等迎接供给约束+需求结构变化下的消耗比例增加+债务压力下货币价值下降的局面，价值重估仍有较大提升空间。2) 消费端，如何客观评价当下的消费需求？并不是只有价格上升才说明消费向好，从量和价的维度看将得到不同的答案。展望后续，内生需求平稳、叠加促消费政策加码落地，消费年内有望维持较优表现，量增价减格局或将延续。相对而言，受益于政策预期较高、增量政策落地的**出行消费、大宗消费**或是消费中更为亮眼的一环。

► **风险提示：**稳增长政策落地不及预期；数据基于公开数据整理，可能存在滞后风险。



分析师 牟一凌

执业证书：S0100521120002

邮箱：mouyiling@mszq.com

分析师 沈心怡

执业证书：S0100524020002

邮箱：shenxinyi@mszq.com

相关研究

- 1.策略专题研究：资金跟踪系列之一百一十五：配置盘缓慢回流，交易盘频繁反复-2024/04/08
- 2.A 股策略周报 20240407：实物崛起，打好顺风局-2024/04/07
- 3.策略专题研究：喧嚣远去，主线浮出——风格洞察与性价比追踪系列（二十七）-2024/04/04
- 4.策略专题研究：资金跟踪系列之一百一十四：两融活跃度快速回落，配置买入继续放缓-2024/04/01
- 5.A 股策略周报 20240331：地产不是周期股之母-2024/03/31

目录

1 一季度行业信息回顾	3
1.1 1月—经济先于信心企稳	3
1.2 2月—淡季特征显著，信心边际修复	7
1.3 3月—旺季难旺，制造、消费韧性凸显	11
2 一季度行业信息思考	15
2.1 思考一：当下消费修复的特征及持续性？	15
2.2 思考二：一季度新能源行业改善的持续性？	16
3 总结与展望	18
4 风险提示	19
插图目录	20

1 一季度行业信息回顾

1.1 1月—经济先于信心企稳

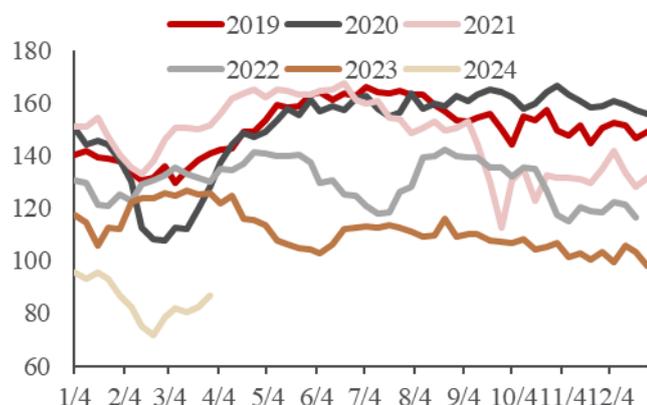
1.1.1 生产端：传统工业节前备货韧性足，新能源供需结构边际改善

1月生产韧性充足，信心暂处低位。总量角度，1月生产端 PMI 指数 51.3%，绝对值与 19-23 年 1 月均值大致持平；边际走势来看，较前月+1.1ppt，略高于 19-23 年 1 月环比的+0.4ppt，好于季节性。预期角度，1 月生产经营活动预期指数 54.0%，绝对值处于 23 年以来较低水平，较前月-1.9ppt，信心暂处低位。具体行业来看：

1) 地产链&基建链：供需整体回落，降幅小于季节性。具体行业来看，①钢铁方面，1 月螺纹钢、线材产量处于 19 年以来的最低位，月内生产震荡下行；1 月表观消费量的周度均值分别为 212.0 万吨、87.1 万吨，较前月分别-32.2 万吨、-13.1 万吨，好于 19-23 年 1 月环比均值的-103.0 万吨、-32.5 万吨。②水泥方面，受春节假期临近，叠加大范围降温、雨雪天气影响，下游水泥需求萎缩。1 月平均水泥价格指数 111.1，较前月-2.0%，同比-19.9%。③石油沥青方面，1 月平均开工率为 28.9%，较前月-3.7ppt，低于 19-23 年 1 月环比均值的-1.8ppt，表现弱于季节性。**2) 传统制造业：表现强于季节性。**1 月 PVC、汽车、织造业开工率分别为 79.9%、71.6%、62.2%，较前月分别+1.7ppt、-0.6ppt、-16.7ppt，皆高于 19-23 年 1 月环比均值的+0.0ppt、-10.9ppt、-20.2ppt，强于季节性。

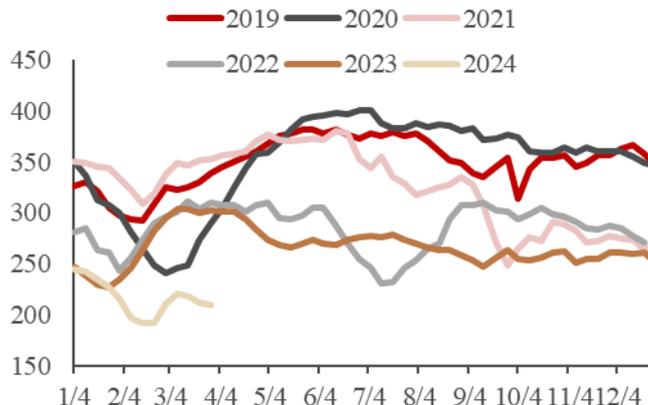
3) 新能源：供给减量，叠加节前备货需求旺盛，供需格局迎来改善。①新能源车方面，供给端在上游 Finnis 停产，其他矿山也不排除减产动作，行业出清信号开始显现；需求端受 2 月春节放假影响，部分订单提前至 1 月释放，供需格局得到改善，中上游价格止跌。②光伏方面，前期产业链价格的下行使得企业进入不赚钱甚至亏损区间，供给端扩产收紧，需求端节前提前备货，产业链价格整体临近底部，硅料、硅片价格企稳回升。截至 1 月 31 日，多晶硅（致密料）66 元/千克，较月初+1.5%；单晶硅片（182mm，165 μ m）2.05 元/片，较月初+2.5%。

图1：1月钢厂线材产量（万吨）低位持稳



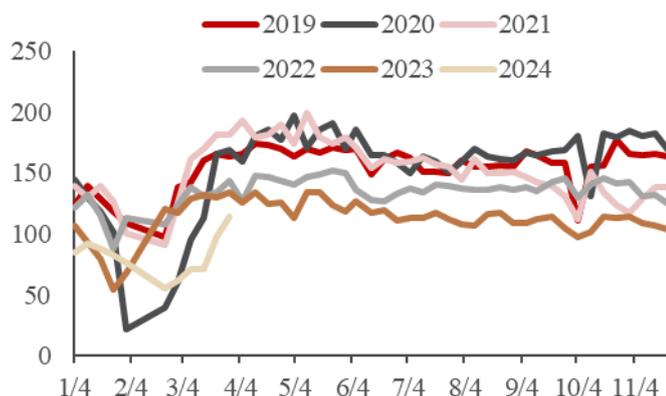
资料来源：同花顺，民生证券研究院 注：数据截至 2024 年 3 月 31 日

图2：1月钢厂螺纹钢产量（万吨）回落



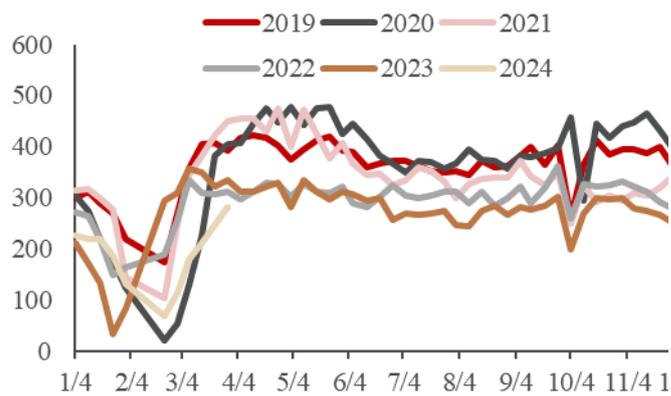
资料来源：同花顺，民生证券研究院 注：数据截至 2024 年 3 月 31 日

图3：1月线材表观消费（万吨）淡季韧性较强



资料来源：同花顺，民生证券研究院 注：数据截至 2024 年 3 月 31 日

图4：1月螺纹钢表观消费（万吨）淡季小幅回落



资料来源：同花顺，民生证券研究院 注：数据截至 2024 年 3 月 31 日

1.1.2 消费端：服务消费、商品消费全面改善

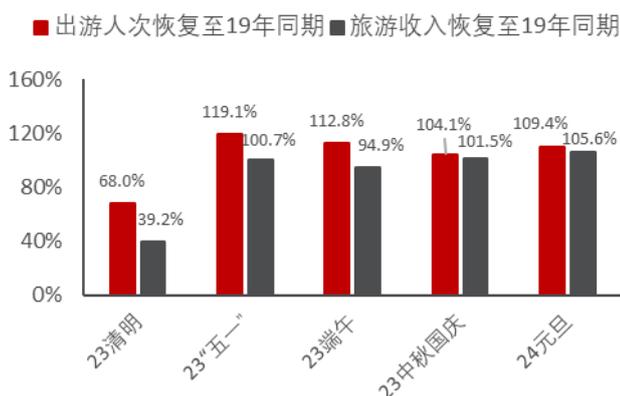
1月服务消费修复延续，商品消费低基数下同比全面改善，地产依旧是拖累项。

1) 服务消费方面，元旦出行修复向好。文旅部测算，24年元旦假期全国国内旅游出游1.35亿人次，同比+155.3%，按可比口径较2019年同期+9.4%；实现国内旅游收入797.3亿元，同比+200.7%，较2019年同期+5.6%。细分行业来看，与出行消费关联较强的航空、酒店同比延续修复趋势。①航空方面，1月国内执行航班总数同比+20.8%；②酒店方面，1月中国香港、北京酒店均价同比+37.5%、+29.3%。2) 商品消费方面，大宗消费、新兴消费低基数下同比皆改善。①汽车方面，乘联会数据，1月狭义乘用车零售203.5万辆，低基数下同比+57.4%。②家电方面，春节错期低基数下，1月家电全品类线下销售额同比+26.4%，线上销售额同比+32.0%。③化妆品方面，1月淘系+抖音美妆大盘GMV同比+78%。④培

育钻石方面，1月印度培育钻石毛坯进口额约1.39亿美元，环比+2.3%，同比+5.3%；印度培育钻石裸钻出口1.14亿美元，环比+36.3%，同比+10.3%。3)

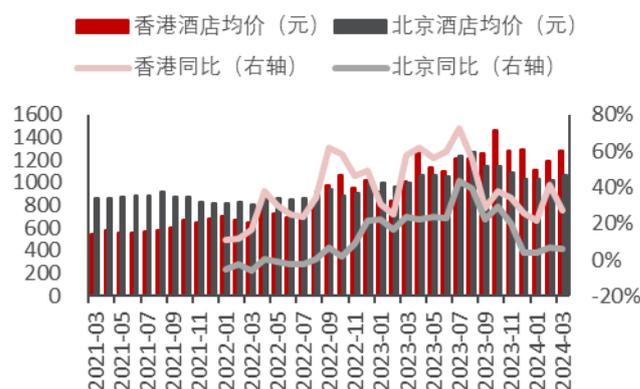
房地产方面，1月销售维持疲弱。1月30重点城市商品住宅新增供应面积719万平方米，环比-47%，同比+16%；1月重点30城商品住宅成交面积888万平方米，环比-43%，同比-19%。

图5：24年元旦旅游收入恢复至超19年水平



资料来源：wind，民生证券研究院

图6：1月中国香港、北京酒店均价同比+21.3%、+3.7%



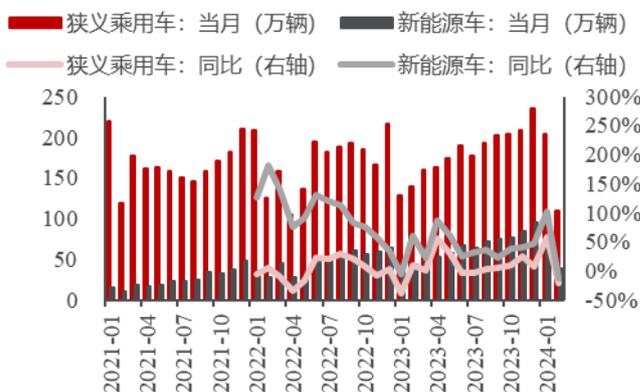
资料来源：wind，民生证券研究院

图7：1月国内执行航班总数同比维持正增长



资料来源：wind，民生证券研究院

图8：1月狭义乘用车销量低基数下同比+57.4%



资料来源：wind，乘联会，民生证券研究院

1.1.3 政策端：加码助力传统经济稳增长与资本市场平稳发展

1月围绕传统经济稳增长与资本市场平稳发展的增量政策密集出台。具体来看：1) **稳增长方面**，1月政策端虽未如预期般下调LPR报价，但1月24日的存款准备金率下调50bp和1月底省市两会对24年经济目标设定的相对积极，皆提升了市场对稳增长的预期。2) **房地产方面**，融资政策放宽、一线城市住房限购逐

步放开。①**融资方面**，1月5日，央行、金融监督管理总局发布《关于金融支持住房租赁市场发展的意见》，为租赁住房开发建设、购买（筹集）、运营等多个环节提供多样化融资支持。除此以外，1月24日，中国人民银行办公厅、金融监管总局办公厅联合印发《关于做好经营性物业贷款管理的通知》，明确2024年底前，放宽对规范经营、发展前景良好的房地产开发企业的贷款要求。1月25日，国家金融监督管理总局表示近期将召开相关工作部署会，更加精准支持房地产项目合理融资需求。②**限购方面**，1月13日，上海青浦和奉贤两区放宽限购政策。1月27日，广州放开120平方米以上住房限购。③**资本市场方面**，1月以来面对A股市场的持续下跌，政策端多措并举呵护资本市场健康平稳发展。1月23日，证监会主席易会满表示将把资本市场稳定放在更突出位置，加大中长期资金入市力度。1月25日，国务院国资委表示将进一步研究将市值管理纳入中央企业负责人业绩考核。1月28日，中国证监会表示将全面暂停限售股出借，转融券市场化约定申报调整为“次日可用”。④**农业方面**，转基因商业化持续推进。1月18日，农业农村部发布2023年农业转基因生物安全证书（生产应用）批准清单，18项农业转基因项目经农业转基因生物安全委员会评价合格，予以发放生产应用安全证书。其中北京大北农生物技术有限公司获批3个（续申请1个），杭州瑞丰生物科技有限公司（隆平高科持股23.2%）5个（续申请1个），中国种子集团有限公司4个，新增隆平生物技术（海南）有限公司2个，浙江新安化工集团股份有限公司4个。

1.1.4 新兴产业：1月催化较少，卫星互联网积极发展

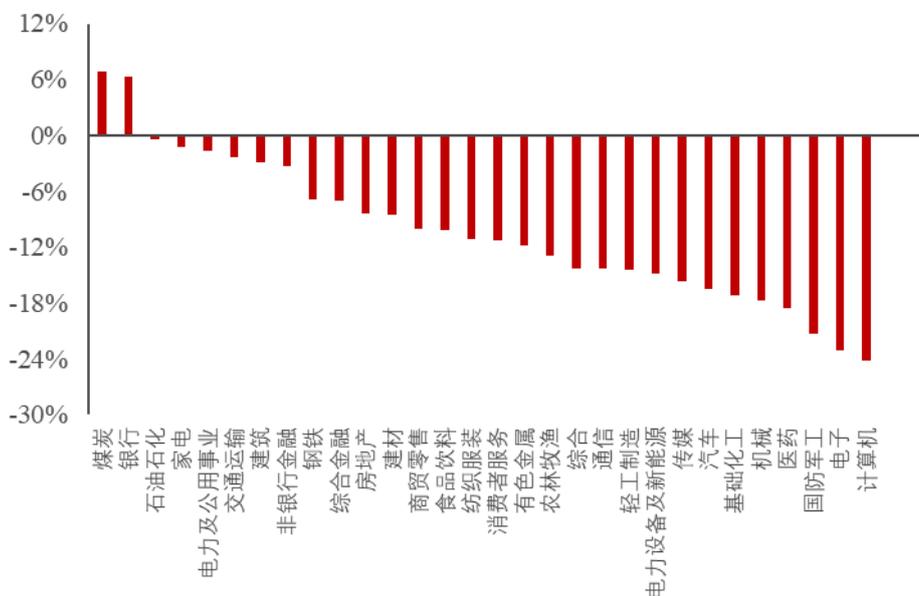
1月催化较少，卫星互联网积极发展。1) **海外方面**，1月22日，根据新浪财经报道，马斯克 SpaceX 即将获准在印度推出“星链”服务，SpaceX 公司预计2024年星链项目的销售额将增至150亿美元左右。2) **国内方面**，1月29日，工信部、教育部、科技部、交通运输部等7部门联合印发《关于推动未来产业创新发展的实施意见》，深入推进算力基础设施等建设前瞻布局6G、卫星互联网、手机直连卫星等关键技术研究。

1.1.5 市场走势：“V型”走势，政策密集出台支撑投资信心回归

1月三大指数整体呈现“V型”走势，月内上证指数、深证成指、创业板指分别-6.3%、-13.8%、-16.8%。1月的A股市场走势主要体现为3点特征：1) **利好政策密集出台支撑投资信心回归**。1月上中旬，在降息预期落空、23Q4经济弱稳降低逆周期政策发力预期、雪球敲入影响下，A股市场持续走弱，1月22日为月内的最低点。而1月下旬，伴随央行超预期的降准操作、叠加多方举措呵护资本市场平稳运行，市场投资情绪改善，指数开始回升。2) **高股息、国企板块迎来价值重估**。这一方面源于在国内经济弱复苏下市场对高股息资产的增配，另一方面，在国务院国资委表示将进一步研究将市值管理纳入中央企业负责人业绩考核后，

市场对央企板块进行价值的重估。1月煤炭、银行涨幅位列前二，分别+6.8%、+6.3%。3) TMT 板块短期缺乏催化，叠加雪球敲入影响，涨跌幅表现垫底。1月计算机、电子板块分别-24.2%、-23.1%，跌幅位列前二。

图9：1月板块涨跌幅



资料来源：wind，民生证券研究院

1.2 2月—淡季特征显著，信心边际修复

1.2.1 生产端：淡季如期回落

2月淡季生产端整体回落。总量角度，2月生产端 PMI 指数 49.8%，绝对值高于 19-23 年 2 月均值的 47.3%。边际走势来看，较前月-1.5ppt，好于 19-23 年 2 月均值的-4.0ppt，表现强于季节性。2月生产经营活动预期指数 54.2%，较前月+0.2ppt，生产端预期改善。**具体行业来看：**

1) 地产链&基建链：复工复产节奏偏缓，景气度较弱。24 年的春节假期落在 2 月，是传统春节月的生产淡季。**从节后的开工节奏来看，**根据百年建筑调研，截至 2 月底，房地产项目开复工率 35.7%；非房地产项目开复工率 41.5%，整体偏弱。受新项目总量减少、开工进度慢于 23 年以及部分地区特定续建项目暂缓施工，建筑实物量整体低于 23 年同期，主材消费量农历同比约-30%。**细分行业来看，**①钢铁方面，2 月螺纹钢、线材产量仍处 19 年以来的最低位，月内生产节奏受春节假期影响先下后上。2 月螺纹钢、线材表观消费量的周度均值分别为 76.8 万吨、49.2 万吨，较前月分别-135.2 万吨、-38.0 万吨，弱于 19-23 年 2 月环比均值的-91.4 万吨、-24.1 万吨。②水泥方面，需求处于淡季，加之受降温、雨雪天气影响，大部分工程项目和搅拌站尚未施工，仅有少量备货需求，出货量位于低

位。2月平均水泥价格指数107.3,较前月-3.4%,同比-21.6%。③石油沥青方面,2月平均开工率23.65%,较前月-5.25ppt,低于19-23年2月环比均值的-4.0ppt。

2) 传统制造业: 开工率普遍回落, 大多弱于季节性。2月PVC、汽车、织造业开工率分别为80.1%、54.4%、16.7%,较前月分别+0.2ppt、-17.2ppt、-45.5ppt,相对来看,19-23年2月环比均值为+0.0pt、-9.3ppt、-9.2ppt,大多弱于季节性。

3) 新能源: 节后市场氛围较平淡, 排产预期改善, 观望情绪依旧较浓。中国有色金属工业协会硅业分会数据,2月组件排产约35GW,位于低位。3月综合考虑前期订单的执行、欧洲组件去库尾声影响,中国有色金属工业协会硅业分会预计终端需求或将在3月大幅增加,3月组件排产将提升至50GW以上。从产业链厂家动态看,对市场的观望情绪依旧较浓。

图10: 2月浮法玻璃期货价格(元/吨)延续回落



资料来源: wind, 民生证券研究院 注: 数据截至2024年3月31日

图11: 2月水泥价格指数延续回落



资料来源: wind, 民生证券研究院

1.2.2 消费端: 服务消费超预期, 商品消费表现分化

2月服务消费超预期回暖, 商品消费表现分化, 地产依旧是拖累项。1) **服务消费方面:** 1-2月服务零售额同比+12.3%, 增速较优。具体来看, ①**假期出行消费方面,**24年春节假期时长的增加以及放假节奏的改变对出行消费拉动效果显著。文旅部数据, 春节假期国内旅游出游4.74亿人次, 同比+34.3%, 按可比口径较2019年同期+19.0%; 国内游客出游总花费6326.87亿元, 同比+47.3%, 按可比口径较2019年同期+7.7%。服务消费的亮眼表现意味着居民出行消费需求依旧强劲。②**细分行业来看,**与出行消费关联较强的航空、酒店、餐饮、观影行业同比皆有所改善。航空方面, 2月国内执行航班总数同比+20.4%; 酒店方面, 2月中国香港、北京酒店均价同比+41.1%、+6.9%; 餐饮方面, 1-2月餐饮零售额同比+12.5%; 观影方面, 2月国内票房达成36.5亿元, 同比+70.3%。2) **商品消费方面, 出行链相关消费继续改善, 大宗消费表现稳健, 新兴消费内部分化。**1-2月社零实现8.13万亿元, 同比+5.5%。具体来看, 餐饮、服装鞋帽等出行链相关的商品消费伴随居民出行半径的修复继续改善。大宗消费方面, ①**汽车** 1-2月实现社零7112亿元, 同比+8.7%, 高于前值的+4.0%。②**家电** 1-2月实现零售额

1310 亿元, 同比+5.7%, 高于 23 年前值的-0.1%。③家具 1-2 月实现零售额 220 亿元, 同比+4.6%, 高于 23 年前值的+2.3%。新兴消费分化, ④化妆品 1-2 月实现零售额 678 亿元, 同比+4.0%, 低于前值的+9.7%, 同时也低于 23 年全年的+5.1%。⑤黄金珠宝 1-2 月实现社零 708 亿元, 同比+5.0%, 低于前值的+29.4%, 同时也低于 23 年全年+13.3%的增速。⑥培育钻石方面, 2 月印度培育钻石毛坯进口额约 1.27 亿美元, 环比-8.9%, 同比+100.3%, 较 1 月的同比+5.3%进一步改善; 印度培育钻石裸钻出口 1.39 亿美元, 环比+22.2%, 同比+2.9%, 低于 1 月的同比+10.3%, 但维持在同比正增长区间。3) 房地产方面, 2 月恰逢春节传统假期, 新房供求延续 1 月降势、环比降幅均超 4 成, 与 2019 年以来历年同期相比, 仅略好于 2020 年 2 月疫情初期。克而瑞数据, 2 月 30 重点城市商品住宅新增供应面积 346 万平方米, 环比-53%, 同比-55%, 1-2 月累计同比-22%; 2 月重点 30 城商品住宅成交面积 495 万平方米, 环比-45%, 同比-71%, 1-2 月累计同比-50%。

图12: 1-2 月社零同比+5.5%



资料来源: wind, 民生证券研究院注: 灰色线条代表 23 年 3 月-12 月的 21-23 年两年复合增速

图13: 1-2 月餐饮零售同比+12.5%



资料来源: wind, 民生证券研究院注: 灰色线条代表 23 年 3 月-8 月的 21-23 年两年复合增速

图14: 1-2 月家电零售同比+5.7%



资料来源: wind, 星图数据, 民生证券研究院

图15: 1-2 月汽车零售同比+8.7%



资料来源: wind, 乘联会, 民生证券研究院

1.2.3 政策端：继续呵护经济增长与资本市场平稳发展

2月政策继续呵护经济增长与资本市场平稳发展。具体来看，**1) 稳增长：**降息和“以旧换新”政策的出台是2月稳增长政策的主要增量。2月20日，1年期LPR报价3.45%，持平前值；5年期LPR报价3.95%，下调25BP。2月23日，习近平主持中央财经委员会第四次会议强调推动新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新。**2) 资本市场方面：**中央汇金发布公告增持A股、“证监会换帅”以及暂停新增证券公司转融券规模举措对资本市场的平稳健康发展起到较大作用。主要包括：2月6日，中央汇金公司发布公告表示充分认可当前A股市场配置价值，已于近日扩大交易型开放式指数基金（ETF）增持范围，并将持续加大增持力度、扩大增持规模，坚决维护资本市场平稳运行。2月6日，证监会表示将依法暂停新增证券公司转融券规模，存量逐步了结。2月7日，证监会“换帅”，上海副书记吴清接替易会满出任主席。**3) 数字经济方面：**人工智能领域发展加速。2月19日，国务院国资委召开“AI赋能 产业焕新”中央企业人工智能专题推进会，国内人工智能板块发展有望提速。

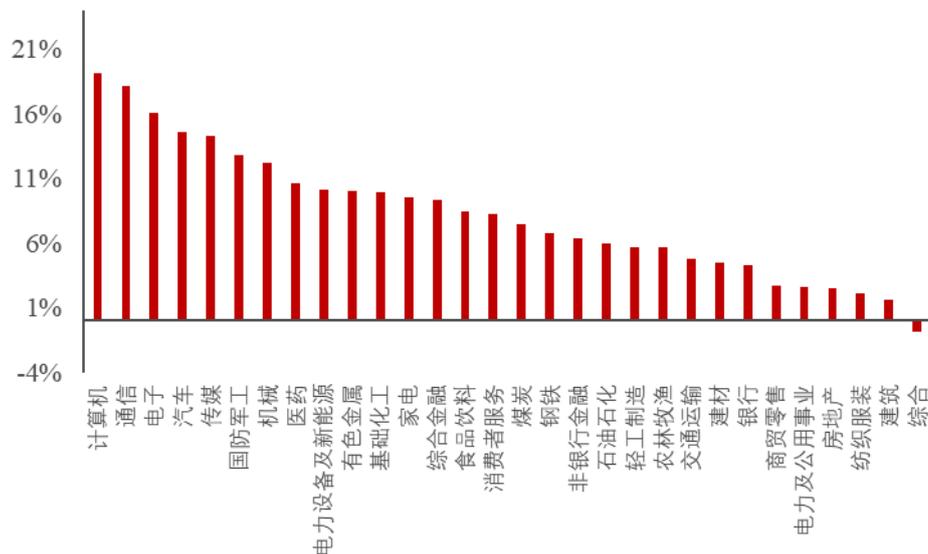
1.2.4 新兴产业：人工智能、人形机器人技术催化较多

2月人工智能、人形机器人技术催化较多。**1) 人工智能：**包括①黄仁勋首提主权AI，或带来国家级AI基础设施需求。②OpenAI首席执行官萨姆·奥特曼为新的AI芯片项目寻求高达7万亿美元资金。③OpenAI发布新工具Sora，可根据文字生成逼真AI视频。④谷歌发布其大模型矩阵的最新力作：Gemini 1.5，并将上下文窗口长度扩展到100万个tokens。**2) 人形机器人：**包括①人形机器人初创公司Figure AI获得包括英伟达、微软、亚马逊在内的多个大型科技公司的投资，本轮募资约6.75亿美元，投前估值约20亿美元；②英伟达宣布成立新研究部门——“GEAR”，专注通用具身智能体研究；③Optimus最新视频显示其步行速度已达到0.6米/秒，较12月视频演示中的速度提升30%以上等。

1.2.5 市场走势：指数整体反弹，TMT涨幅阶段性占优

2月A股三大股指整体收涨，上证指数、深证成指、创业板指分别+8.1%、+13.6%、+14.9%。细分行业来看，中信一级30个行业中除综合板块外，其余29个板块月内呈现普涨趋势。2月的A股市场走势主要体现为3点特征：**1) 技术突破叠加中央汇金增持，TMT板块涨幅阶段性占优。**2月计算机、通信、电子板块涨幅位列前三，分别为+19.1%、+18.2%、+16.1%。**2) 地产链弱预期与弱现实叠加，板块表现较弱，**2月建筑、房地产、建材分别+1.6%、+2.5%、+4.4%，涨幅相对靠后。**3) “以旧换新”政策关注度较高。**2月“以旧换新”政策的提出带动以机械、汽车、家电为代表的受益板块分别+12.2%、+14.6%、+9.5%，涨幅较优。

图16：2月板块涨跌幅



资料来源：wind，民生证券研究院

1.3 3月—旺季难旺，制造、消费韧性凸显

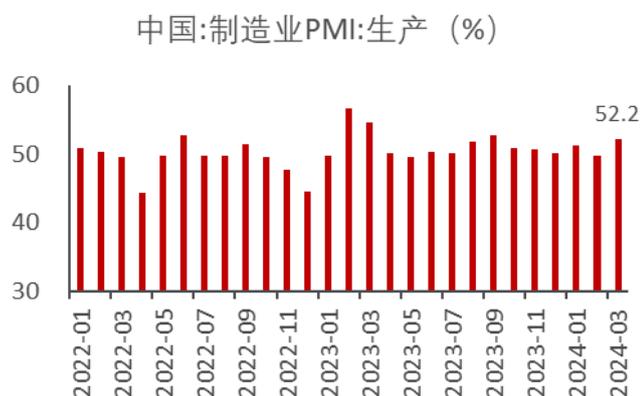
1.3.1 生产端：“金三银四”旺季难现，地产链、制造业表现分化

3月生产端弱回暖，信心延续回升。总量角度，3月生产端PMI指数52.2%，绝对值低于19-23年3月均值的53.0%。边际走势来看，较前月+2.4ppt，低于19-23年3月均值的+5.7ppt。3月生产经营活动预期指数为55.6%，较前月+1.4ppt，信心继续回升。具体行业来看：

1) 地产链&基建链：“金三银四”旺季难现，改善幅度弱于季节性。节后复工复产节奏看，截至3月12日（节后第四周），百年建筑调研全国10094个工地复工率75.4%，农历同比-10.7ppt；劳务上工率72.4%，农历同比-11.5ppt。具体行业上，①钢铁方面，3月螺纹钢、线材产量仍处于19年以来的最低位，旺季特征不显著。3月螺纹钢、线材表观消费量的周度均值206.44万吨、83.16万吨，较前月分别+129.61万吨、+34.01万吨，弱于19-23年3月环比均值的+193.62万吨、+55.86万吨。②水泥方面，受下游资金短缺、以及部分省份新开基建项目叫停影响，国内水泥市场需求表现依旧低迷。3月平均水泥价格指数为106.33，较前月-0.9%，同比-24.5%。③石油沥青方面，3月平均开工率为29.63%，较前月+5.98ppt，略高于19-23年3月环比均值的+4.3ppt。2) 传统制造业：开工率改善大多强于季节性。3月PVC、汽车、织造业开工率分别为80.1%、79.7%、78.1%，较前月分别+0.1ppt、+25.2ppt、+61.4ppt，相对来看19-23年2月环比均值为+0.6ppt、+24.1ppt、+37.3ppt，开工率边际改善，且改善幅度大多强于

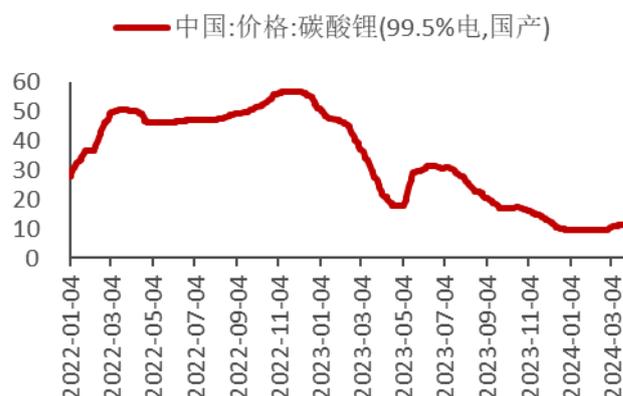
季节性。3) 新能源：供需结构旺季得到进一步优化，行业预期改善。①新能源车方面，供给端江西环保限产扰动未消除，制约供给；需求端在折扣提升、新车型推出的带动下，新能源整车销量高增，动力电池排产改善超预期。②光伏方面，内需高增、外需改善背景下，供需格局短期好转。月度排产数据来看，3月得益于国内地面电站启动与欧洲去库加速，组件排产 55GW，环比+50%，4月排产数据环比继续提升。

图17：3月生产端 PMI 指数 52.2%



资料来源：wind，民生证券研究院

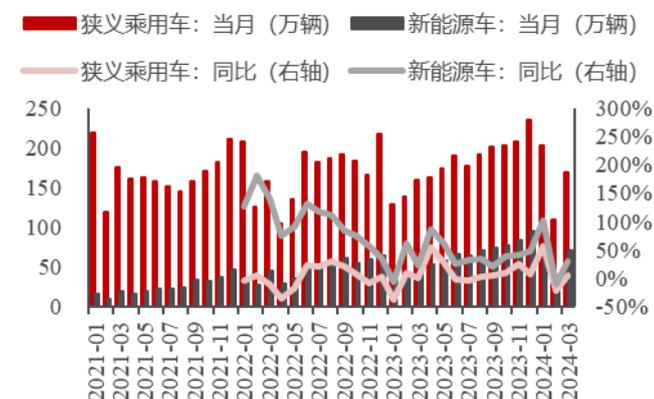
图18：年初以来碳酸锂价格企稳回升 (万元/吨)



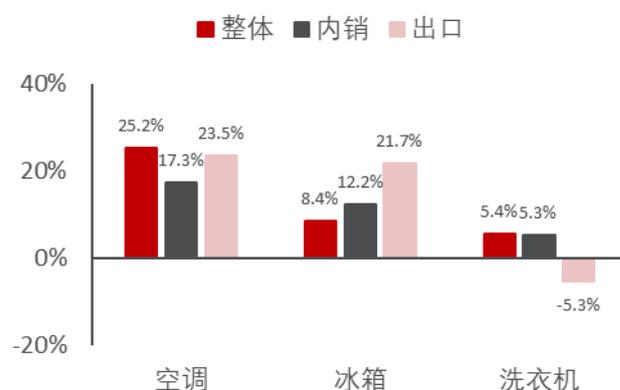
资料来源：wind，民生证券研究院 注：数据截至 2024 年 3 月 31 日

1.3.2 消费端：服务消费延续改善，大宗消费表现稳健

3月消费整体延续1-2月趋势，服务消费、大宗消费表现稳中向好。1) 服务消费方面，3月作为春节假期与清明、五一假期之间的节假日旅游“空窗期”，出行需求短期迈入淡季，但数据整体稳中向好。①假期出行方面，美团数据显示，截至3月28日，清明假期文旅预订订单量(含景区、住宿、交通等)周环比增长超250%。②航空方面，3月合计执行国内、国际航班38.52万架次、4.26万架次，同比+6.8%、+274.4%。③观影方面，3月内地共实现票房27.85亿元，同比+46.4%，较19年3月-32.3%。2) 商品消费方面，大宗消费稳健。①汽车方面，3月为传统车市旺季，虽然3月以来愈演愈烈的新一轮价格战以及“以旧换新”政策落地的等待在短期加重了消费者持币观望情绪，但销量依旧维持较优水平。乘联数据，3月狭义乘用车零售市场168.7万辆，同比+6.0%。②家电方面，3月排产数据同环比亮眼，空调、冰箱、洗衣机分别排产2213万台、837万台、644万台，同比+25.2%、+8.4%、+5.4%；环比+84.0%、+56.4%、+8.4%，显著改善。③新兴消费方面，3月天猫+抖音合计护肤、彩妆行业分别同比-2.9%、-2.4%，需求平淡。3) 房地产方面，3月旺季供需同比仍腰斩，需求低位缓慢修复。克而瑞数据，3月30重点城市商品住宅新增供应面积993万平方米，环比+175%，同比-51%，1-3月累计同比-38%；3月重点30城商品住宅成交面积991万平方米，环比+92%，同比-56%，1-3月累计同比-52%。

图19：3月汽车销量同比增速稳健


资料来源：wind，乘联会，民生证券研究院

图20：3月白电排产同比数据整体较优


资料来源：wind，民生证券研究院

1.3.3 政策端：两会设定全年经济目标，科技创新为首要任务

3月两会政府工作报告核心内容——1) 24年目标设定：①GDP增速预期5%左右、②CPI目标值3%左右、③财政政策—赤字率3%+专项债券3.9万亿元+超长期特别国债1万亿元、④货币政策—稳健且灵活适度+精准有效、⑤新增就业1200万以上，整体符合预期。**2) 经济结构方面：**①科技创新领域——高质量发展为24年经济工作的首要重点，发挥好政府投资的带动放大效应，重点支持科技创新、新型基础设施、节能减排减碳。②传统经济领域——基建方面，除科技创新领域外，对于传统基建方面，关于民生等经济社会薄弱领域补短板、防洪排涝灾害基础设施建设将是24年基建投资的重点。**除两会外，3月“以旧换新”行动方案的印发同样引起市场较多关注。**3月7日国务院印发关于《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》的通知，在设备更新方面，行动方案明确到2027年，工业、农业、建筑、交通、教育、文旅、医疗等领域设备投资规模较2023年增长25%以上；报废汽车回收量较2023年增加约一倍，二手车交易量较2023年增长45%；2027年废旧家电回收量较2023年增长30%，再生材料在资源供给中的占比进一步提升。

1.3.4 新兴产业：人工智能技术持续突破

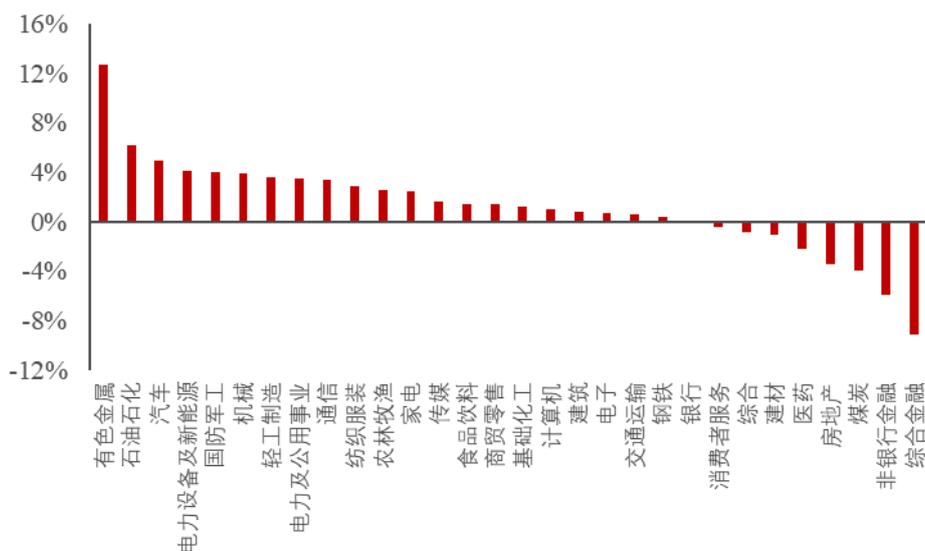
3月人工智能领域迎来多项技术突破。主要包括1) 3月19日，英伟达CEO黄仁勋发表主题演讲《见证AI的变革时刻》，正式拉开了2024年英伟达GTC大会的序幕。英伟达在GTC 2024会议上发布了①Blackwell架构GPU：B200芯片与GB200 Grace Blackwell超级芯片；②新硬件：第五代NVLink芯片、GB200 NVL72服务器等；③NIM微服务：简化企业AI模型部署；④数字孪生与Vision Pro相结合；⑤跨领域合作与新技术应用：在半导体、电信、交通运输和机器人等

领域展开合作，推动技术创新。本次会议展示了强大的算力芯片、服务器和 AI 软件层面的新进展。2) 国内智能文本助手 Kimi Chat 取得技术突破，无损上下文长度提升至 200 万字。

1.3.5 市场走势：三大指数整体上行，斜率放缓

3 月三大指数整体上行，斜率放缓，上证指数、深证成指、创业指分别+0.9%、+0.8%、+0.6%，3 月的 A 股市场走势主要体现为 3 点特征：**1) 挂靠实物属性的上游资源品最受青睐。**3 月有色金属、石油石化价格普遍上行，在能源转型、地缘冲突持续的背景下实物需求稳健，叠加上游供给约束，供需紧缺格局难改。3 月有色金属、石油石化分别+12.7%、+6.2%，涨幅位列所有中信一级行业的第一和第二位。**2) 地产链继续走弱。**3 月房地产、建材板块分别-3.4%、-1.1%，跌幅依旧相对较多。**3) 供需基本面、政策面同时迎来改善的板块涨幅较优。**3 月汽车、电力设备及新能源分别+4.9%、+4.1%，涨幅靠前。

图21：3 月板块涨跌幅



资料来源：wind，民生证券研究院

2 一季度行业信息思考

2.1 思考一：当下消费修复的特征及持续性？

一季度消费延续回暖。总量角度，24年1-2月社零、服务零售额在排除23年基数影响后增速持续改善。然而总量的回升总量的回升暂未改善投资者对消费预期，24Q1消费风格指数-3.7%，其背后反映出的是在量价分化的趋势中，投资者对消费前景的判断缺乏明确指引。当下价格的回落并非来自供给过剩，也不意味着总量需求的趋势性回落，而是在去债务化和财富效应减弱的背景下消费的结构切换。通过分析当前影响消费价格的两大方向：

1) 消费动能的来源：促消费政策成为需求边际增量的更重要贡献方，对价格形成持续负向拉动。过去影响消费的三个核心因素分别是修复力量、内生需求和促消费政策，不同于前两者与消费量价的正相关逻辑，促消费政策通常采用补贴、降价等方式以价换量。当前以“以旧换新”为代表的促消费政策的加码落实成为影响消费需求边际走势的更重要理由，对价格的负向拉动或在增强。

①修复力量——伴随居民生活半径回升至正常水平，对消费需求的拉动弱化。从一线城市地铁客运量数据来看，3月上海、北京、广州、深圳周均地铁客运量分别恢复至19年同期的97.3%、89.5%（北京3月受两会影响人流降低）、98.3%、152.3%。航空旅客运输量来看，1-2月，民航累计完成旅客运输量1.2亿人次，同比+44.4%，恢复至19年同期的111.7%。

②内生需求——延续平稳。消费内生需求的表现与国内经济基本面、居民收入相关。当前经济整体稳步改善，而从居民可支配收入来看，23年同比+5.1%，虽弱于19年及以前，但仍处稳步增长状态，整体上内生需求延续平稳。

③促消费政策——政策效用正在显现，推动消费量增价减。从政策目标来看，24年各地政府对文旅、商品消费增长的目标较为积极。根据各地方政府官网披露，大部分省市对24年旅游收入增速的设定在+10%甚至更高；对24年社零增长的目标大致在+5.5%~+8%的区间。商务部将24年设定“消费促进年”。年初以来，各类促消费政策陆续出台。而近期国家发改委副主任赵辰昕在吹风会上表示，商务部牵头的消费品以旧换新文件已印好，可能未来几天就会正式出台。“以旧换新”政策的落地将进一步拉动国内消费需求。从政策对量价的影响来看，促消费政策通常采用补贴、降价等方式以价换量。以家电、汽车为例，在获得政策端多项支持下，3月销量稳健。其中，3月狭义乘用车销量219.2万辆，同比+5.3%，3月家电全品类销量线上、线下销量同比分别+8.9%、+13.4%。相对而言，3月家电、汽车的CPI价格呈现超季节性回落，量价两端存在分化。当前以“以旧换新”为代表的促消费政策的加码落实成为影响消费需求边际走势的更重要理由，对价格的负向拉动或在增强。

图22：24年大部分省市对旅游收入目标的设定较为积极

24年部分省份旅游收入目标设定							
编号	省份	24年旅游收入预期 (亿元)	23年旅游收入 (亿元)	编号	省份	24年旅游收入预期 (亿元)	23年旅游收入 (亿元)
1	贵州	增长10%左右	14600	11	广西	突破万亿元	≥1万亿元
2	云南	突破1.5万亿元	14400	12	安徽	突破万亿元	8510
3	江苏	持续扩大增长	12000	13	陕西	突破万亿元	7729.9
4	浙江	突破万亿元	9907.6	14	四川	持续扩大增长	恢复到疫情前水平
5	河南	突破万亿元	9645.6	15	山西	突破万亿元	恢复到疫情前水平
6	湖南	突破万亿元	9565.2	16	湖北	≥7000亿元	7000
7	广东	突破万亿元	9500	17	福建	增长16%	6981
8	江西	突破万亿元	9500	18	北京	持续扩大增长	恢复到疫情前水平
9	河北	持续扩大增长	≥1万亿元	19	吉林	6000	5277.4
10	山东	突破万亿元	9100	20	辽宁	超过疫情前	5022.6

资料来源：wind，各地方政府官网，民生证券研究院

2) 消费结构的切换：下沉市场崛起对中低客单价消费体量的拉动，或在降低整体均价。根据统计局数据，1-2月的社零显示，“在乡村市场供给优化、春节返乡叠加文旅升温等因素带动下，乡村市场销售恢复快于城镇。1-2月乡村消费品零售额同比+5.8%，增速高于城镇0.3个百分点；包含镇区和乡村地区的县乡消费品零售额占社会消费品零售总额的比重为38.1%，比上年同期+0.2个百分点。”下沉市场消费的崛起带动中低客单价消费体量显著增加，在一定程度上拉低了人均消费。

当下价格对消费需求的解释度在降低，与此同时，量的表现是更客观的需求观测指标。展望后续，内生需求平稳、叠加促消费政策加码落地，消费年内有望维持较优表现，量增价减格局或将延续。细分来看，综合考虑消费渗透率、政策预期以及政策增量方向，服务消费的改善或将继续强于商品消费，而商品消费中大宗消费依旧是改善更为明确的方向。

2.2 思考二：一季度新能源行业改善的持续性？

一季度新能源板块供需格局的改善引起市场较多关注。究其原因，24Q1行业内外需边际改善和供给约束的短期扰动增强是核心解释。展望后续，4月新能源车、光伏需求环比改善斜率放缓，叠加上游供给约束逐步消解，行业供给过剩格局当前难以扭转，产业链中上游价格仍存压力。具体来看：

新能源车：一季度终端新能源整车和动力电池的需求改善为亮点。春节假期后，伴随着新能源车价格的下探以及新车型的推出，新能源车终端销量高增。根据乘联会数据，3月新能源车国内销售70.9万辆，同比+29.5%，环比+84.9%；出口12.0万辆，同比+70.9%，环比+52.8%。终端销量稳步增长下，头部动力电池企业排产数据持续改善。根据SMM数据，动力电池3月排产环比+50%以上，4月排产初步预估环比仍低个位数改善，改善斜率放缓。考虑到上游供给约束正在逐步消解，叠加需求改善斜率放缓，供给过剩格局难改，行业内竞争依旧激烈，产业链中上游

价格仍存压力。

光伏：一季度内外需改善带动产业链价格企稳，当下需求增速边际放缓，供给过剩格局难改，包括硅料、硅片在内的多环节价格已现下行。1-2月组件内需高增、出口数量同比改善是亮点。内需方面，1-2月太阳能新增发电装机容量约36.72GW，同比+80.3%，延续亮眼表现。外需方面，1-2月组件出口数量9036.99万个，同比分别+42.6%。组件出口数量的同比转正是1-2月光伏出口数据中的亮点。组件出口的超预期一方面来自于欧洲去库尾声需求复苏，另一方面来自于包括印度、沙特、巴基斯坦在内的亚洲国家需求提升。结合月度排产数据来看，2月国内组件排产约35GW，3月得益于国内地面电站启动与欧洲去库加速，组件排产55GW，环比+50%，4月排产数据环比继续提升，但增长斜率放缓。春节后超预期的需求改善带动硅料、硅片、电池片、组件价格止跌企稳。然而，站在当下，组件排产增量的放缓，叠加供给充足，光伏产业链供给过剩问题尚难解决。截至3月29日，产业链价格已经开始走弱。以硅片环节为例，目前硅片库存水位提升叠加厂家排产居高难下，价格的持续回落或仍难以避免。除硅片外，当前光伏产业链整体供过于求的局面难改，价格易下难上。

3 总结与展望

回顾一季度行业信息，1) 生产端，经济整体仍处回升通道，对实物需求的消耗量存在保障。而在“去金融化”的大背景下实物消耗>GDP 增长>企业利润增长的格局将会长期存在，挂靠实物属性的资源品：**铜、煤炭、油**等迎接供给约束+需求结构变化下的消耗比例增加+债务压力下货币价值下降的局面，价值重估仍有较大提升空间。2) 消费端，如何客观评价当下的消费需求？并不是只有价格上升才说明消费向好，从量和价的维度看将得到不同的答案。展望后续，内生需求平稳、叠加促消费政策加码落地，消费年内有望维持较优表现，量增价减格局或将延续。相对而言，受益于政策预期较高、增量政策落地的**出行消费、大宗消费**或是消费中更为亮眼的一环。

4 风险提示

1) **稳增长政策落地不及预期。**如果稳增长政策落地不及预期，则可能存在经济需求企稳回升的概率降低，与经济总量更相关的板块盈利改善的预期将被证伪的风险。

2) **数据基于公开数据整理，可能存在滞后风险。**以上数据根据民生行业团队数据、公开数据整理，可能存在信息更新不及时、信息不全面的风险。

插图目录

图 1: 1 月钢厂线材产量 (万吨) 低位持稳.....	4
图 2: 1 月钢厂螺纹钢产量 (万吨) 回落.....	4
图 3: 1 月线材表观消费 (万吨) 淡季韧性较强.....	4
图 4: 1 月螺纹钢表观消费 (万吨) 淡季小幅回落.....	4
图 5: 24 年元旦旅游收入恢复至超 19 年水平.....	5
图 6: 1 月中国香港、北京酒店均价同比+21.3%、+3.7%.....	5
图 7: 1 月国内执行航班总数同比维持正增长.....	5
图 8: 1 月狭义乘用车销量低基数下同比+57.4%.....	5
图 9: 1 月板块涨跌幅.....	7
图 10: 2 月浮法玻璃期货价格 (元/吨) 延续回落.....	8
图 11: 2 月水泥价格指数延续回落.....	8
图 12: 1-2 月社零同比+5.5%.....	9
图 13: 1-2 月餐饮零售同比+12.5%.....	9
图 14: 1-2 月家电零售同比+5.7%.....	9
图 15: 1-2 月汽车零售同比+8.7%.....	9
图 16: 2 月板块涨跌幅.....	11
图 17: 3 月生产端 PMI 指数 52.2%.....	12
图 18: 年初以来碳酸锂价格企稳回升 (万元/吨).....	12
图 19: 3 月汽车销量同比增速稳健.....	13
图 20: 3 月白电排产同比数据整体较优.....	13
图 21: 3 月板块涨跌幅.....	14
图 22: 24 年大部分省市对旅游收入目标的设定较为积极.....	16

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026