

“石头”是否落地？

——12 月份 PMI 指数点评



华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

分析师

姓名 陈勇

SAC 执业证书编号:S1000510120044

Tel: 021-5010 6011

Email: chenyonysz@mail.htlhsc.com.cn

联系人

- **事件：**中国物流与采购联合会公布 10 月份 PMI 指数
- 中国物流与采购联合会昨天发布的数据显示，经历了 11 月跌破荣枯线之后，12 月中国制造业采购经理指数(PMI)回升为 50.3%。
- **主要观点：**
 - 12 月 PMI 指数比上月升 1.3 个百分点，虽然该指数显著低于历史正常年份的同期水平，但在经济形势全面疲弱，市场预期显著恶化的情况下，该指数“逆势”反弹显著超出预期。12 月份 PMI 数据透露出如下值得注意的信息：
 - 第一，经济下滑并没有此前预期的那么快，这符合我们一直以来关于经济软着陆的看法，虽然 PMI 指数反弹，但这一反弹很大程度上与春节“提前”有关；
 - 第二，出口快速下滑态势不大可能进一步延续，这是未来经济软着陆的一大重要条件，我们在年度报告中也指出过，单靠房地产调整或海外冲击，都难以触发中国经济硬着陆，除非两者同时大规模爆发风险。
 - 第三，生产反弹仍存疑。在企业存在较大去库存压力情况下，生产指数大幅反弹更多反映了季节性因素，这种情况下，我们很难撇清短期因素和趋势性因素对生产的正负两方面影响。也就是说，我们很难得出“石头已落地”的判断。
 - 第四，原材料库存处于正常水平。产成品库存仍然在高位，工业生产仍有减速要求。

目 录

强力反弹	4
去库存有进展	5

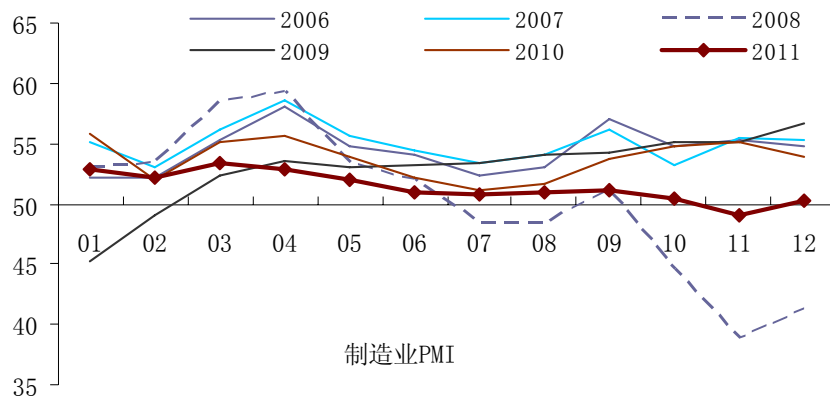
图表目录

图 1: PMI 指数显著反弹.....	4
图 2: PMI 生产指数反弹.....	4
图 3: PMI 新订单指数反弹.....	5
图 4: 原材料库存指数基本处于正常水平	5
图 5: 采购量指出持续处于低位.....	5
图 6: 产成品库存指数仍在高位.....	6
图 7: 工业生产还需要减速.....	6

强力反弹

12月 PMI 指数比上月升 1.3 个百分点，季调环比升 0.8 个百分点，相比上月显著反弹。虽然该指数显著低于历史正常年份的同期水平（图 1），但在经济形势全面疲弱，市场预期显著恶化的情况下，该指数“逆势”反弹显著超出预期。

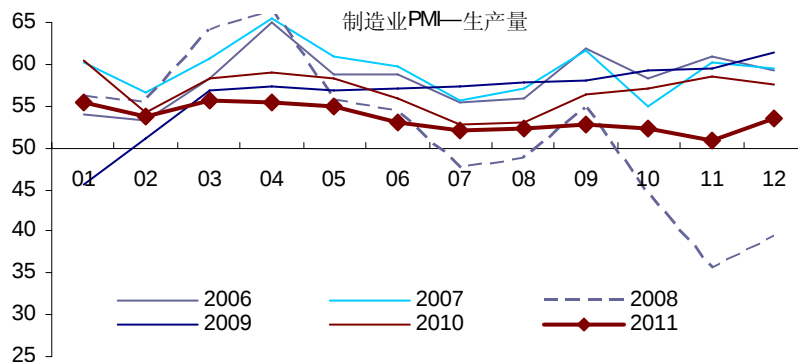
图 1： PMI 指数显著反弹



数据来源：CEIC、中采咨询，华泰联合证券研究所

由于春节因素，我们仍不过分积极解读该指数反弹。导致 PMI 指数反弹的主要因素是生产指数和订单指数的恢复。生产指数大幅反弹有季节性因素，因为 2012 年的春节来得比正常年份早，使得一些企业的生产进度提前，这在 2005 年 12 月表现也较为明显。

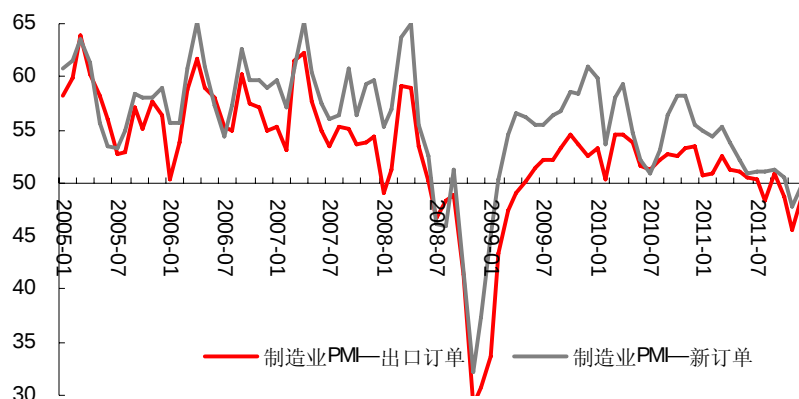
图 2： PMI 生产指数反弹



数据来源：CEIC、中采咨询，华泰联合证券研究所

新订单指数的反弹也与出口订单的大幅反弹有关。出口订单反弹符合我们预判。我们在年度报告（《寻底 2012》，2011/12/20）明确指出，当前的出口下滑，不仅很大程度上反映了世界经济的颓势，也透支反映了市场关于 2012 年出口的悲观预期。根据刚刚公布的海关数据，11 月份实际出口同比增速仅为 3.9%。

图 3: PMI 新订单指数反弹



数据来源: CEIC、中采咨询, 华泰联合证券研究所

稳妥看来, 12 月份 PMI 总指数透露出如下值得注意的信息:

第一, 经济下滑并没有此前预期的那么快, 这符合我们一直以来关于经济软着陆的看法, 虽然 PMI 指数反弹, 但这一反弹很大程度上与春节“提前”有关;

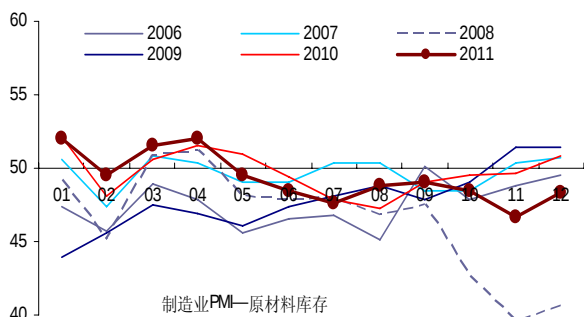
第二, 出口快速下滑态势不大可能进一步延续, 这是未来经济软着陆的一大重要条件, 我们在年度报告中也指出过, 单靠房地产调整或海外冲击, 都难以触发中国经济硬着陆, 除非两者同时大规模爆发风险。

第三, 生产反弹仍存疑。在企业存在较大去库存压力下, 生产指数大幅反弹更多反映了季节性因素, 这种情况下, 我们很难撇清短期因素和趋势性因素对生产正负两方面的影响。也就是说, 我们很难得出“石头已落地”的判断。

去库存有进展

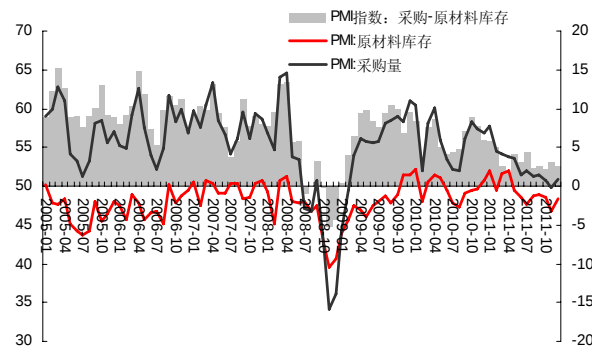
原材料库存处于正常水平。PMI 原材料库存指数已经显著低于历史正常水平, 原材料去库存较早、力度较大的原因主要是价格原因——大宗商品价格下跌快于普通商品。

图 4: 原材料库存指数基本处于正常水平



资料来源: CEIC、中采咨询, 华泰联合证券研究所

图 5: 采购量指出持续处于低位



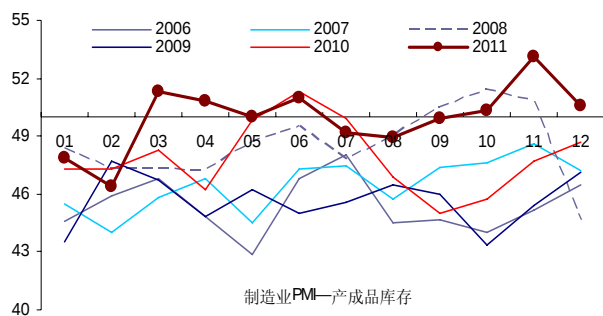
资料来源: CEIC、中采咨询, 华泰联合证券研究所

采购量指数持续处于低位, 这是反映企业面对疲软的需求和下跌的价格, 去库存的自然反应

工业部门中上游行业库存已经处于低位，我们预期，随着二季度季节性生产还是活跃，这些行业的库存回补将可预期。

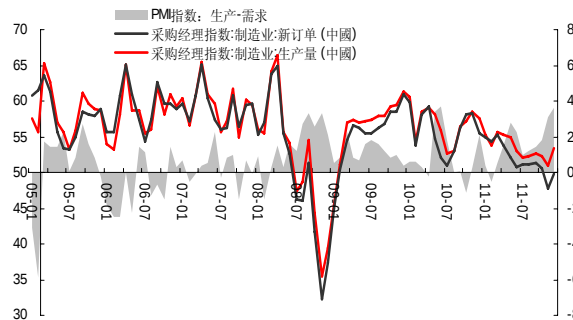
产成品库存仍然在高位，工业生产仍有减速要求。虽然 12 月份产成品库存指数大幅下滑，但仍低于历史正常水平。导致这一结果的可能是，相对于需求下滑，生产减缓显得不够，这也预示着未来工业部门产出仍有下滑空间。

图 6： 产成品库存指数仍在高位



资料来源：CEIC、中采咨询，华泰联合证券研究所

图 7： 工业生产还需要减速



资料来源：CEIC、中采咨询，华泰联合证券研究所

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准 20%以上
增持 股价超越基准 10%-20%
中性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减持 股价弱于基准 10%-20%
卖出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电话: 86 755 8249 3932
传真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电话: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司 (以下简称“华泰联合”) 签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通, 对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动, 涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期, 或因使用不同假设和标准, 采用不同观点和分析方法, 致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告, 对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用, 在任何情况下并不构成私人咨询建议, 也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况; 同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售, 投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估, 并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求, 必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下, 华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下, 华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务, 可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准, 采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定, 分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定, 但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关, 其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发, 间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权, 未经华泰联合事先书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责, 华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。