

## 证券研究报告

报告类型 / 宏观数据

### 把握结构性复苏特征 精选行业是关键

——2012 年 12 月份 PMI 数据点评

发布时间: 2013-1-3

- 核心观点: 当前经济的格局是温和的需求改善和较高的库存并存, 因此, (1) 经济延续复苏, 但仅是温和。PMI 和新订单稳定在 50.6% 和 51.2%, 未加速, 但季调值显示延续回升趋势, 故仍维持经济复苏判断; (2) 经济显著体现为结构性复苏特征。从动力看, 投资平稳, 消费和出口仍有望向好, 故小企业改善明显, 中小型企业 PMI 升 2 个点至 48.1%, 与 HSBCPMI 相互佐证, 而大型企业降 0.3 至 51.1%; (3) 精选行业, 低库存的交运、通信电子与电气机械等下游行业、终端消费行业以及政策重点拉动的部分行业将复苏明显。
- 第一, 复苏将延续, 但仅是温和。PMI 和新订单指数稳定在 50.6% 和 51.2%, 略低于市场预期, 表明经济复苏仍只能温和复苏。但仍看好复苏的延续, 原因在于需求趋势改善, 企业原材料补库存筑底, 有望进入补库阶段。季调值订单 (TC) 升至 51%, 周期值 (Cycle) 为 0.8%, 而采购量升至 52.1%, 季调值 (TC) 升至 51%, 周期值 (Cycle) 1.4%, 而原料库存降至 47.3%, 季调值 (TC) 47.23%, 周期值 (Cycle) -0.41, 继续收敛。
- 第二, 从动力看, 仍看好消费和出口。12 月与生活消费品相关行业的新订单指数均处于 60% 以上的高位, 市场需求较为强劲, 而新出口订单虽降 0.2 至 50%, 但季调值为 50.7%, 为二季度以来首次扩张, 周期值 (Cycle) 为 1.55%, 也显示扩张, 考虑到美财政悬崖风险的解除以及欧债危机的缓解, 我们仍谨慎看多出口。
- 第三, 弱需求与高库存并存, 难现整体性复苏, 把握结构性复苏特征, 精选行业。PMI 生产指数略降 0.5 个点至 52%, 季调值 (TC) 降 0.2 至 51.7%, 周期值 (Cycle) 为 -0.55%, 缺口扩大。生产难以改善的原因在于需求温和, 而企业仍处于高库存, 12 月库存升至 49.4%, 季调值 (TC) 48.6%, 仍处于去库存。考虑到需求温和回升, 重化工业库存短期难以出清, 石化、有色、钢铁等库存仍高于 50%, 升至高于 55%, 但通信电子、交运设备以及电气机械等下游行业以及终端消费品行业处于 40-47% 之间, 将是结构性复苏。
- 对企业盈利改善的判断, 我们仍延续先看产出弹性后看价格弹性的逻辑。当前产量回升是主因, 价格虽有回升, 但 PPI 同比仍处于回落。而购进价格升 53.23%, 主要是钢铁等部分行业, 下游仍处于产量回升, 价格稳定和成本下降的阶段。故仍看好下游行业。
- 经济已进入新常态, PMI 仅稳定在 50% 略上方, 温和复苏, 稳增长政策仍需延续, 但力度有限。把握库存带来市场力量的自我改善。

证券分析师: 王国兵

执业证书编号: S0550511110002

(021)20361155 wanggb@nesc.cn

相关报告

## 主要事件:

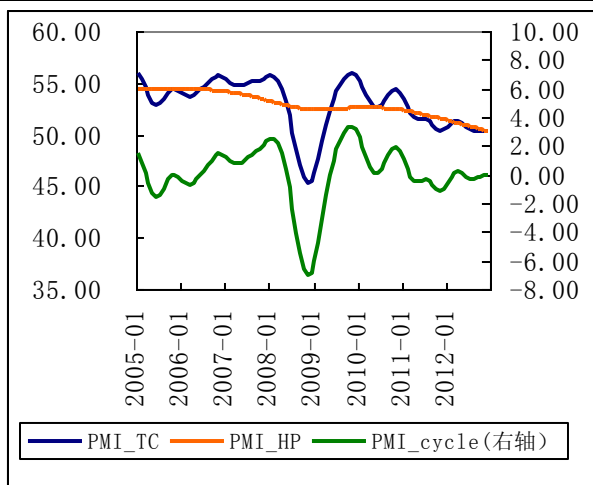
中国物流与采购联合会和国家统计局服务业调查中心发布的 12 月份中国制造业采购经理指数 (PMI) 为 50.6%, 与上月持平。

## 点评:

### 1. PMI 未加速, 显示经济复苏温和

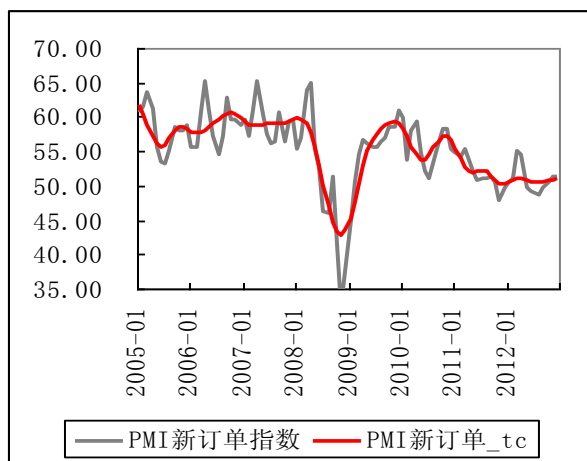
PMI 和新订单指数稳定在 50.6% 和 51.2%, 略低于市场预期, 也表明经济复苏仍只能温和复苏。但仍看好复苏的延续, 原因在于需求趋势改善, 企业原材料补库存筑底, 有望进入补库阶段。季调值订单 (TC) 升至 51%, 周期值 (Cycle) 为 0.8%, 而采购量升至 52.1%, 季调值 (TC) 升至 51.%, 周期值 (Cycle) 1.4%, 而原料库存降至 47.3%, 季调值 (TC) 47.23%, 周期值 (Cycle) -0.41, 继续收敛。复苏将延续, 但仅是温和。

图 1: PMI 持平于 50.6, 但周期值为 0.01, 扩张



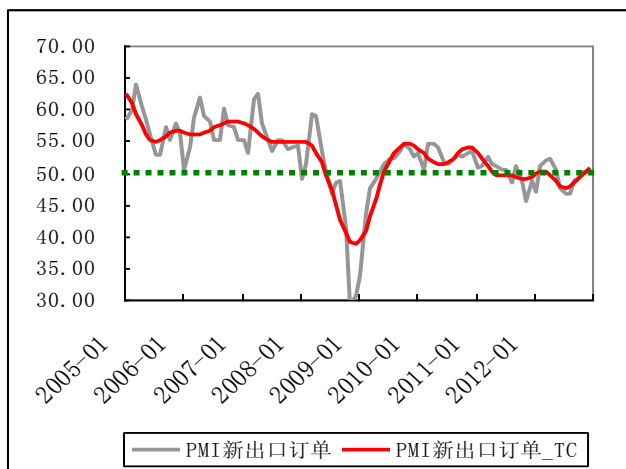
数据来源: 东北证券, Wind

图 2: 新订单持平, 但趋势回升, 需求延续好转



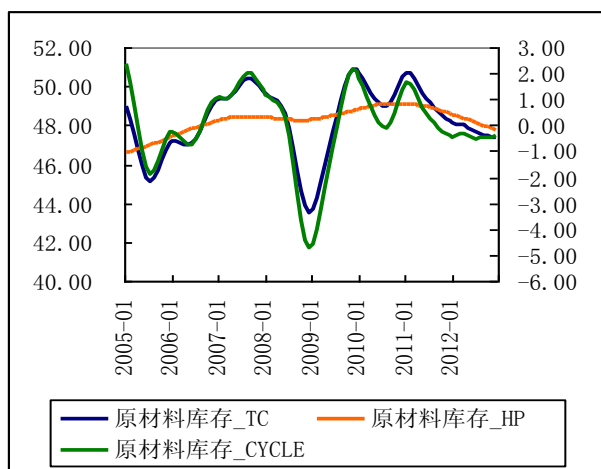
数据来源: 东北证券, Wind

图 3: 出口订单回落至 50.0%, 季调值显示扩张



数据来源: 东北证券, Wind

图 4: 原材料库存筑底, 后期有望进入补库存

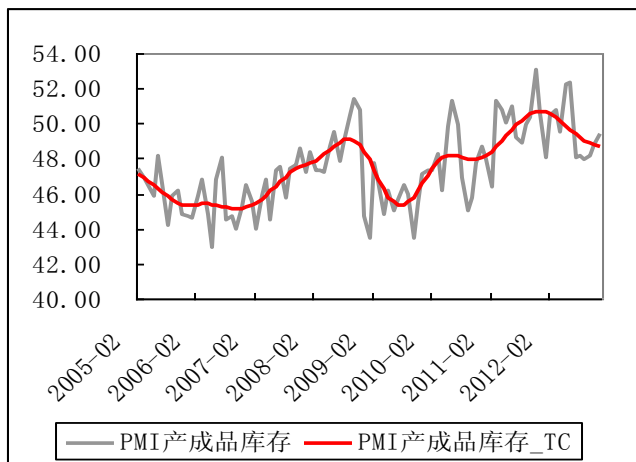


数据来源: 东北证券, Wind

### 2. 弱需求改善与高库存并存, 经济将是结构性复苏

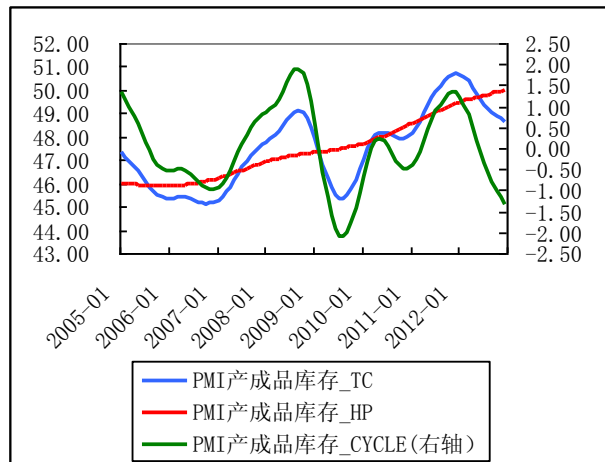
弱需求与高库存并存，难现整体性复苏，把握结构性复苏特征，精选行业。PMI 生产指数略降 0.5 个点至 52%，季调值（TC）降 0.2 至 51.7%，周期值（Cycle）为-0.55%，缺口扩大。生产难以改善的原因在于需求温和，而企业仍处于高库存，12 月库存升至 49.4%，季调值（TC）48.6%，仍处于去库存。考虑到需求温和回升，重化工业库存短期难以出清，石化、有色、钢铁等库存仍高于 50%，升至高于 55%，但通信电子、交运设备以及电气机械等下游行业以及终端消费品行业处于 40-47%之间，将是结构性复苏。

图 5: 库存反弹，但趋势值（TC）显示去库存



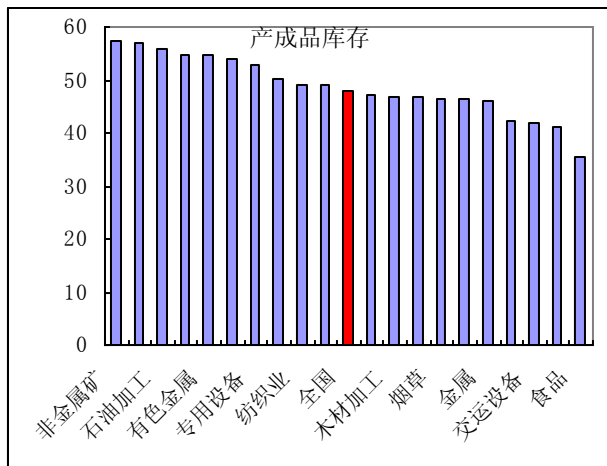
数据来源：东北证券，Wind

图 6: 库存周期（Cycle）仍未回升



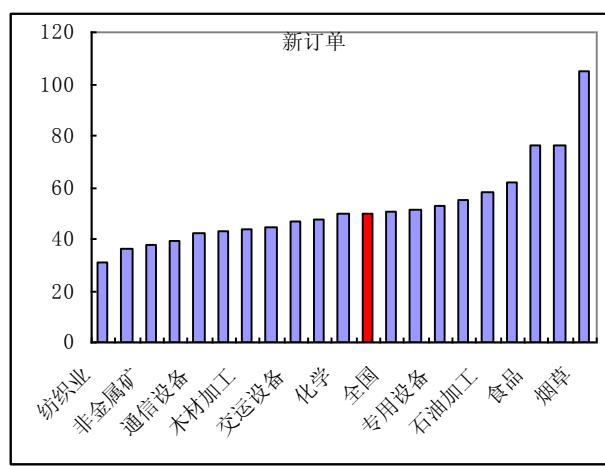
数据来源：东北证券，Wind

图 7: 重化工业的高库存与下游的低库存并存



数据来源：东北证券，Wind

图 8: 下游的订单要远高于上游，结构性复苏



数据来源：东北证券，Wind

**重要声明**

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

**分析师声明**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

**东北证券股份有限公司**

中国吉林省长春市  
自由大路1138号  
邮编：130021  
电话：4006000686  
传真：(0431)5680032  
网址：<http://www.nesc.cn>

中国上海市浦东新区  
源深路305号  
邮编：200135  
电话：(021)20361000  
传真：(021)20361159

中国北京市西城区  
锦什坊街28号  
恒奥中心D座  
邮编：100033  
电话：(010)63210866  
传真：(010)63210867

**销售支持**

冯志远  
电话：(021)20361158  
手机：13301663766

周磊  
电话：(021)20361151  
手机：18616333251

凌云  
电话：(021) 20361152  
手机：18621755986

陈方立  
电话：(021) 20361153  
手机：18616824760