

证券研究报告

报告类型 / 宏观数据

去库存近尾声 生产有望在二季度加速复苏

——1 月份 PMI 数据点评

发布时间: 2013-2-1

- 核心观点: (1) PMI 回落至 50.4%, 但仍处于荣枯线上, 且季调值趋势回升, 经济复苏将延续; (2) 库存指数创 23 个月新低, 但去库存未结束, 不过近尾声, 二季度有望进入新的补库周期; (3) 新订单温和回升, 出口虽回落 1.5, 属季节性调整, 趋势仍向好, 表明内外需短期仍将温和上升; (4) 采购量升至 9 个月新高而原材料库存升至 50.1%, 为 21 个月来新高, 表明企业积极备产; (5) 受去库存影响, 当前生产仅是温和回升。但需求持续回升, 积压订单也趋势增长, 企业积极采购备产, 表明经济复苏有望在二季度加强。
- 1 月 PMI 微降至 50.4%, 名降实升, 复苏延续。从历史均值看, 1 月环比均值为-0.3, 本月 PMI 下降 0.2 个点, 基本符合历史规律, 且季调值 (TC) 为 50.45, 升 0.04, 周期值 (Cycle) 为 0.2, 表明经济仍处于上升通道, 并非回落。
- 经济复苏得到需求回升的支撑。需求指数持续回升, 新订单回升 0.4 个点至 51.6%, 但新出口订单降 1.5 至 48.5%, 表明需求回升来源于内需。这反映了刺激内需的稳增长政策继续发挥效应, 新订单趋势 (TC) 升至 51.3%, 周期值 (Cycle) 为 1.07, 需求继续好转。而新出口订单虽然下降, 但趋势值 (TC) 为 51.08%, 周期值 (Cycle) 为 1.77, 表明出口并未恶化。我们认为在欧美经济呈见底迹象的背景下, 中国出口有望延续向好趋势。
- 本月生产指数环比回落 0.7 个点至 51.3%, 且趋势 (TC) 环比回落 0.3, 周期值 (Cycle) 为-0.72, 表明生产虽为扩展, 但在减速。这与需求回升背离, 我们认为背离的原因在于当前仍处于去库存阶段, 企业必须在消化库存基础上扩展。
- 但好在去库存接近尾声, 本月产成品库存为 47.4%, 创 23 个月来新低。季调值 (TC) 为 48.4%, 延续下行趋势, 且周期值 (Cycle) 为-1.4%, 负值继续扩大, 表明去库存仍未结束。库存指数虽高于 08 年危机后的低位, 但库存负缺口离当时的-2.15 仅有 0.7 个点, 仅需 2-3 个月即可达到当时水平。结合工业企业产成品库存同比降至 7.2% 的相对低位, 去库存近尾声, 二季度有望进入补库存
- 且企业积极备产也反映企业预期明显向好。1 月企业采购量升至 53.2%, 升至 9 个月来新高。原材料库存升至 50.1%, 为 21 个月来新高, 两者表明企业积极备产。
- 因此, 本轮库存调整周期接近尾声, 新的补库周期有望在二季度来临, 经济复苏态势巩固。

证券分析师: 王国兵

执业证书编号: S0550511110002

(021)20361155 wanggb@nesc.cn

相关报告

《29-30 日美联储议息会议点评:QE 政策不变 但经济认定略有变化》

2013-1-31

《12 月宏观数据点评:兑现复苏 初探新常态下的政策底和顶》

2013-1-20

《12 月份物价数据点评:两个因素相对乐观, 物价“U”上涨》

2013-1-11

《12 月份外贸数据点评:出口波动源于滞后报关和基数效应 出口趋势向好》

2013-1-10

《12 月份金融数据点评:从主动收紧到被动放松 货币增速将维持高位》

2013-1-10

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 2013 年 1 月份中国制造业采购经理指数 (PMI) 为 50.4%，比上月回落 0.2 个百分点。

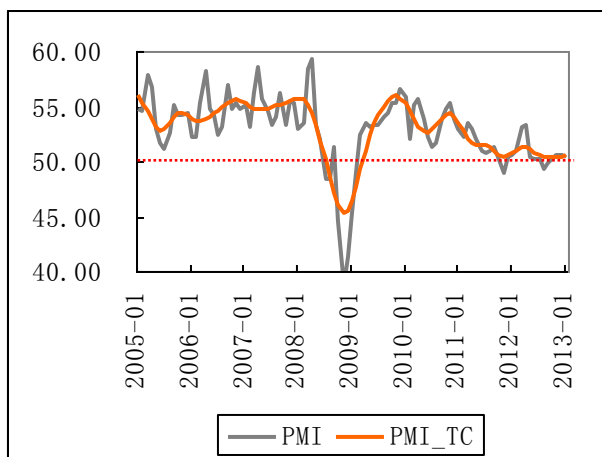
点评:

1.需求持续回升，PMI 回落不改回升态势

1 月 PMI 微降至 50.4%，名降实升，复苏延续。从历史均值看，1 月环比均值为 -0.3，本月 PMI 下降 0.2 个点，基本符合历史规律，且季调值 (TC) 为 50.45，升 0.04，周期值 (Cycle) 为 0.2，表明经济仍处于上升通道，并非回落。

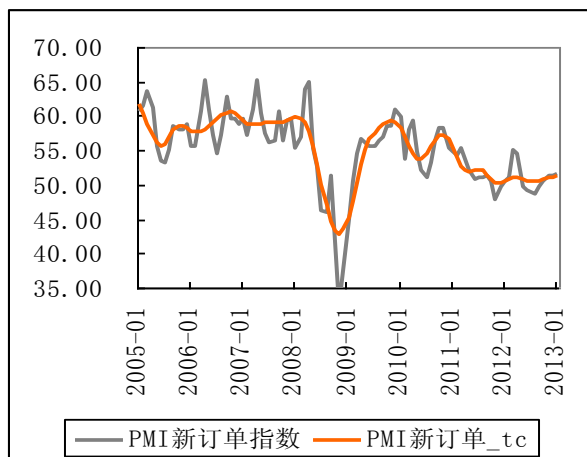
这种回升得到需求的支持。新订单回升 0.4 个点至 51.6%，但新出口订单降 1.5 至 48.5%，表明需求回升来源于内需。这反映了刺激内需的稳增长政策继续发挥效应，新订单趋势 (TC) 升至 51.3%，周期值 (Cycle) 为 1.07，表明需求继续好转。而新出口订单虽然下降，但趋势值 (TC) 为 51.08%，周期值 (Cycle) 为 1.77，表明出口并非恶化。我们认为在欧美经济呈见底迹象的背景下，中国出口有望延续向好趋势。

图 1: 1 月 PMI 回落至 50.4，但季调值升至 50.3



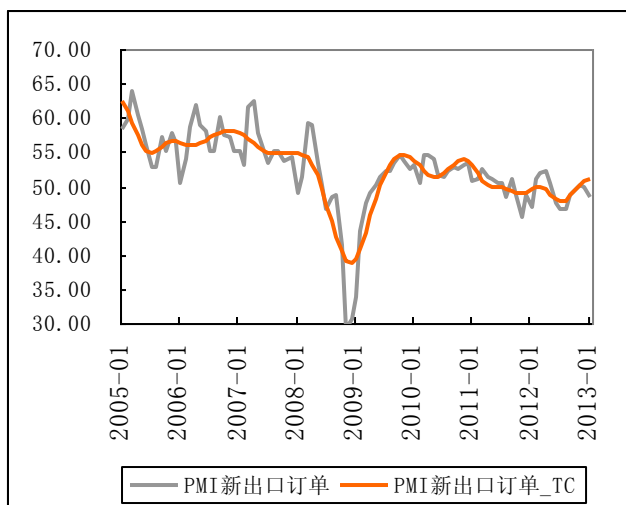
数据来源: 东北证券, Wind

图 2: 新订单继续回升，趋势回升，需求好转



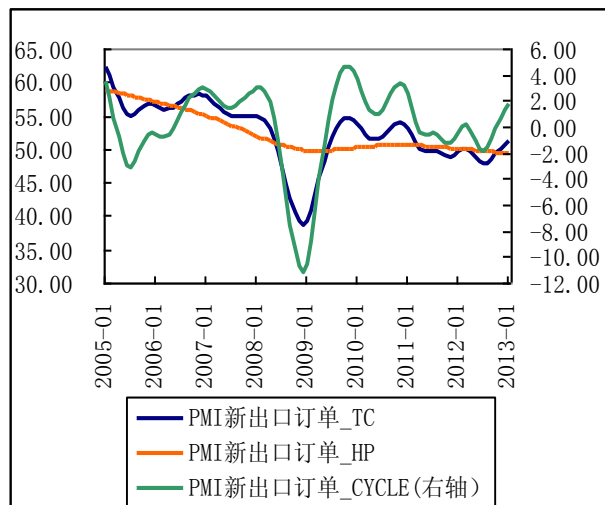
数据来源: 东北证券, Wind

图 3: 出口订单降至 48.5%，但趋势（TC）向好



数据来源：东北证券，Wind

图 4: 出口订单的周期值显著向上，扩张延续



数据来源：东北证券，Wind

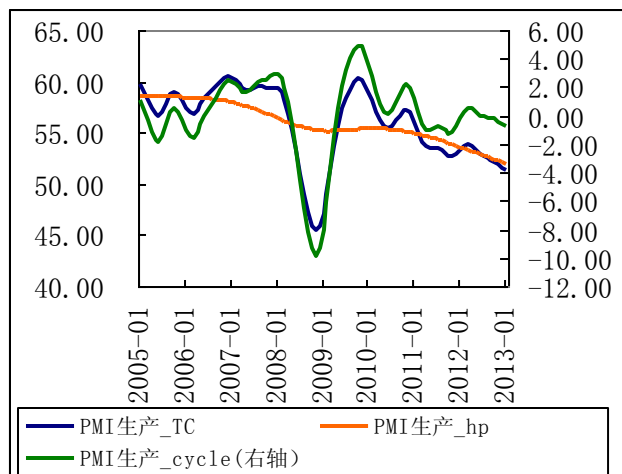
2. 去库存接近尾声，二季度有望进入新的补库存阶段

本月生产指数环比回落 0.7 个点至 51.3%，且趋势（TC）环比回落 0.3 而周期值（Cycle）为-0.72，表明生产虽为扩展，但在减速。这与需求回升背离，我们认为背离的原因在于当前仍处于去库存阶段，企业必须在消化库存基础上扩展。

但好在去库存接近尾声，本月产成品库存为 47.4%，创 23 个月来新低。季调值（TC）为 48.4%，延续下行趋势，且周期值（Cycle）为-1.4%，负值继续扩大，表明当前去库存仍未结束。库存指数虽高于 08 年危机后的低位，但库存负缺口离当时的-2.15 仅有 0.7 个点，仅需 2-3 个月即可达到当时水平。结合工业企业产成品库存同比降至 7.2% 的相对低位，去库存接近尾声，二季度有望进入补库存

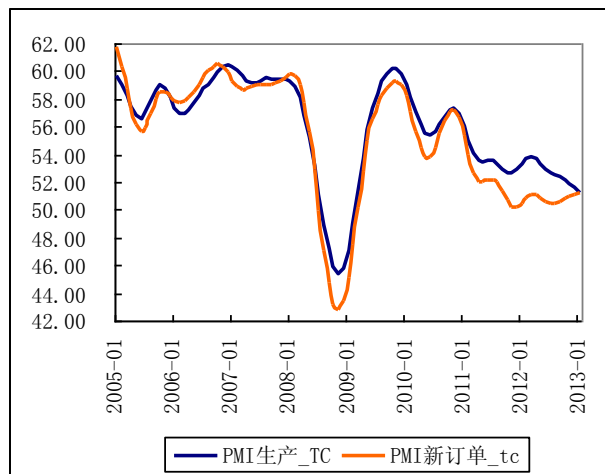
且企业积极备产也反映企业预期明显向好。1 月企业采购量升至 53.2%，升至 9 个月来新高。原材料库存升至 50.1%，为 21 个月来新高，两者表明企业积极备产。

图 5: 生产指数虽处于扩展区间，但仍处于下行通道



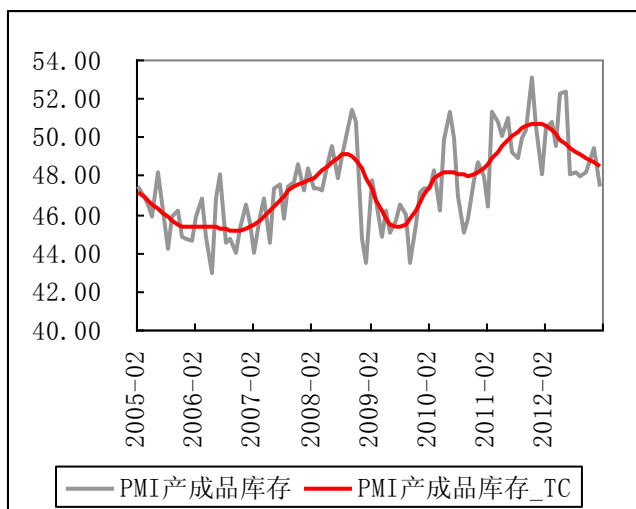
数据来源：东北证券，Wind

图 6: 生产和订单出现了少有的趋势背离



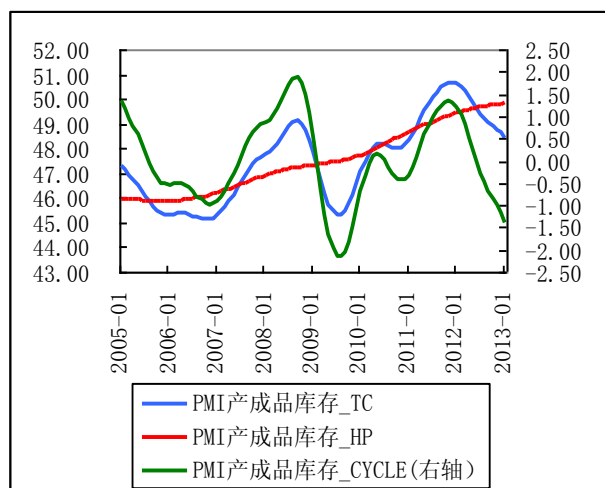
数据来源：东北证券，Wind

图 7: 库存创新低, 但趋势 (TC) 显示去库存未止



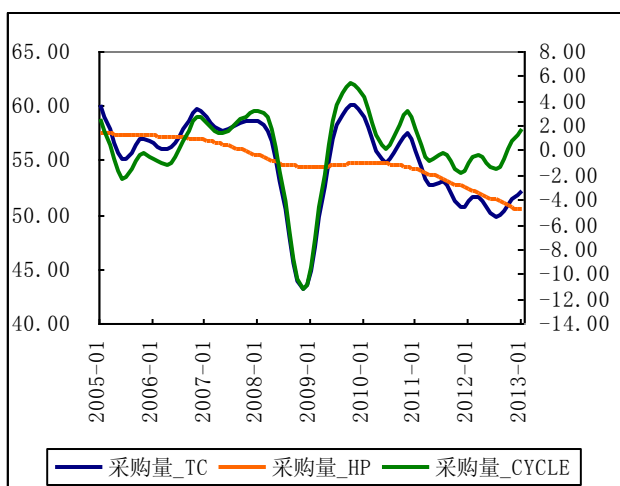
数据来源: 东北证券, Wind

图 8: 库存周期 (Cycle) 仍未回升



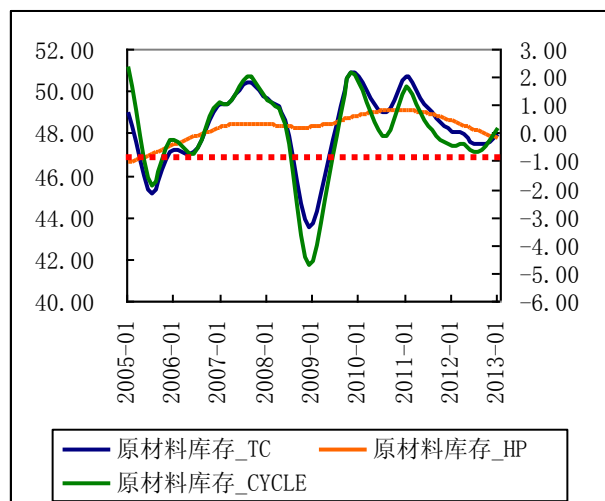
数据来源: 东北证券, Wind

图 9: 采购量持续扩张, 企业积极备产



数据来源: 东北证券, Wind

图 10: 原材料库存见底回升



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