

PMI近4个月首次反弹 经济有望“软着陆”

□ 中证证券研究中心 丛格

中国物流与采购联合会9月1日公布,8月份中国采购经理人指数 PMI 为51.7%,比7月上升0.5个百分点,结束了今年5月以来连续3个月下降的态势。我们认为,PMI反弹有一定季节性因素,但总体看仍然反映出经济 “软着陆”的特征。

具体而言,产成品去化速度加快,去库存化第二阶段深化,工业增加值同比增速回落继续放缓;新增总需求有所回升,在外需逐渐放缓的背景下,内需企稳回升;购进价格大幅提高10个百分点,既预示PPI环比见底,也印证了内需企稳回升。

经济总体运行平稳

7月份PMI为51.2%,8月份PMI略升0.5个百分点达到51.7%,扭转了连续3个月下降的趋势。尽管面临库存周期回落和此前主动调控的双重因素,但中国经济运行平稳,将会 “软着陆”。

不可否认,8月份PMI回升具有一定季节性因素。历史数据显示,8月份PMI数值一般高于7月份,即使在2008年经济下滑时期,当年8月份PMI环比也维持走平。2010年8月份PMI比7月份高出0.5个百分点,略低于往年水平,但考虑到数据公布从2005年开始,中国经济恰逢增长时期,而当前中国经济处于全球金融危机之后的第二年,0.5的上升幅度符合预期。

经济 “软着陆”的判断还基于新增需求出现转机。一方面,PMI新订单–PMI产成品库存从7月份的1个百分点大幅回升至6.2个百分点,其中新订单上升了2.2个百分点,产成品库存下降了3个百分点;另一方面,以PMI新订单–PMI新出口订单表示新增内需,以PMI新出口订单表示外需,我们发现外需小幅回升的同时内需明显回升。随着三四季度海外经济补库存结束,中国出口全年增速将回落至10%–15%,按照 “投资出口加减法”的调控思路,我们预计与二季度相比,下半年内需将显著回升。

当然,我们并不认为PMI就此重拾升势,地产投资下滑和外需减弱,仍然威胁着经济增长。

工业增速下滑趋缓

以2009年第四季度经济增长12.10%为标志,本轮经济反弹见顶,回落因素中 “去库存”力量不可忽视。数据显示,2010年8月份产成品库存大幅下降3个百分点至46.9%,而原材料库存小幅回落0.5个百分点至47.3%。我们认为,中国去库存化进程进入深化阶段,随着原材料库存企稳,中国经济环比增速触底。

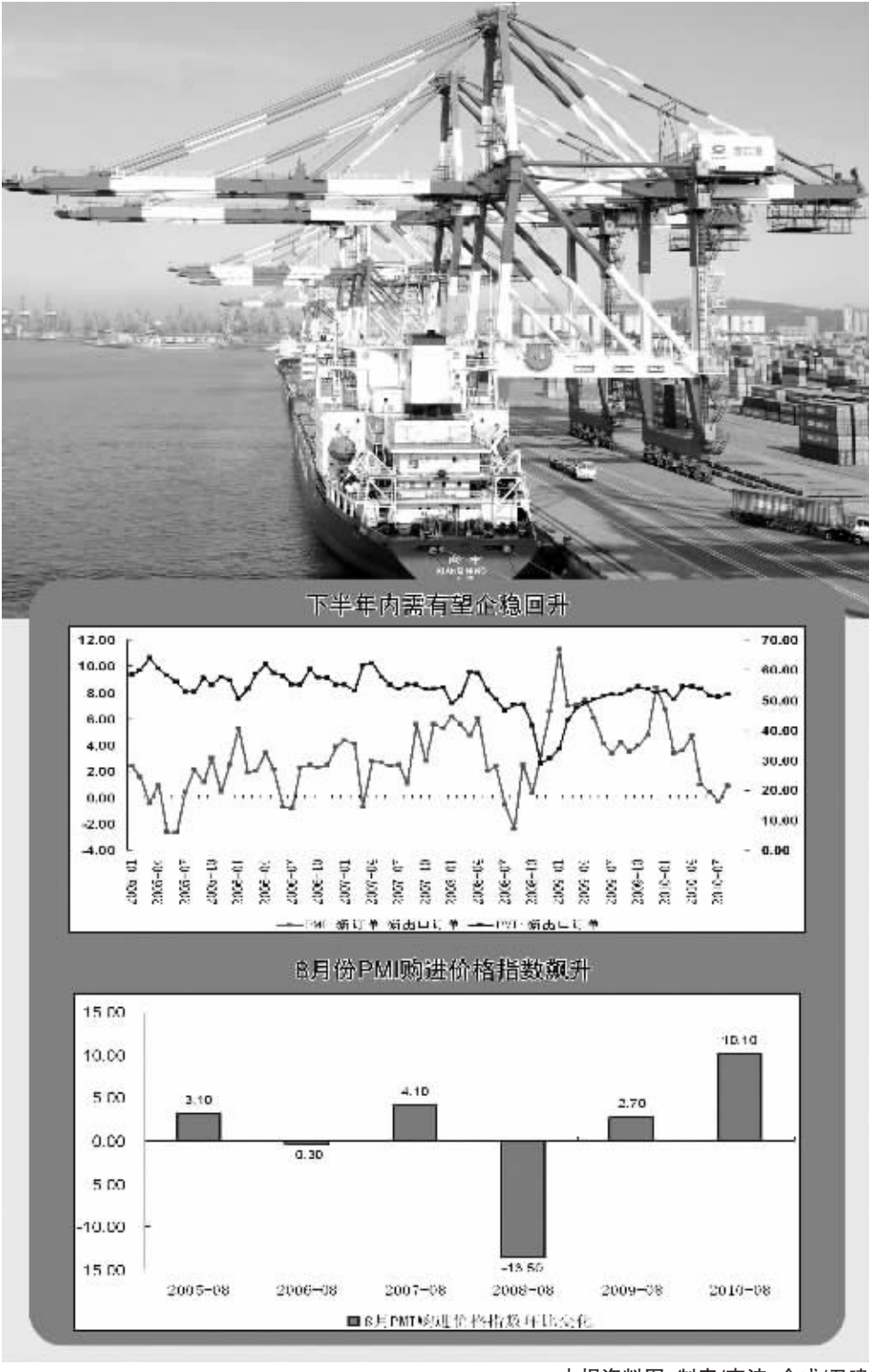
按照经典的去库存理论,去库存将从中上游开始,然后向下游蔓延。2010年1月份PMI原材料库存达到峰值52.20%,其后开始去库存化过程;2010年6月份PMI产成品库存达到51.30%,其后开始去库存化过程。从8月数据看,PMI原材料库存–PMI产成品库存已经转负为正,这或许表明8月份的工业增加值同比增速下滑态势继续放缓。

从行业上看,非金属材料行业订单持续较高,产成品库存下降,类似的行业还包括医药、化工、专用设备、电气机械和造纸等,说明这些行业下游需求支撑较强因此去库存化进展得较为顺利。除此之外,食品、饮料订单非常高,产成品库存略有下降,但幅度略小。

价格上涨缺乏支撑

从各分项数据看,PMI购进价格指数上涨10个百分点最为引人注目。8月份PMI购进价格指数为60.50%,而7月份仅为50.40%。其中,前期下跌较大的石油化工、钢铁金属、化纤橡胶价格涨幅居前。中间品和生活消费品类企业均达到60以上,其中食品加工工业高达71.5%,原材料与能源和生产用制成品类企业稍低,分别为59.1%和57.2%。

我们认为购进价格指数大幅上升主要反映了8月份钢铁、水泥、有色金属等商品价格上涨。我们预计8月份PPI环比可能会回升,但由于终端真实需求并未出现趋势性回升,因此未来生产资料价格指数仍将缓慢回落。



出口 没有想象的那么差

□ 中证证券研究中心 徐建军

8月PMI的新出口订单分项指数从7月的51.2%上升到52.2%,结束了连续3个月的下降趋势。这说明出口形势并没有预期的那么差。

尽管PMI整体上行部分是因为季节因素,但出口分项指数往年8月对7月的季节性上升并不明显。季节性调整后显示,8月出口分项指数有微弱上涨。之前,考虑到美国经济因二次去库存和经济刺激计划到期导致复苏放缓,以及欧元区在欧债危机以后增长水平将持续受制于财政紧缩计划,因此关于中国出口形势的观点较为悲观。但从8月新出口订单数据看,出口并没有想象中那么差。

首先,新出口订单分项指数与我国出口同比值之间有较为明显的相关关系,分项指数重新上升对出口同比值回落放缓有一定先导意义。5月份出口同比增速见顶,后续逐渐向20%–30%左右的历史正常水平回归实属必然,但在基数不断上升的情况下保持一定的增长有助于为目前的宏观调控和经济转型创造良好条件。而分项指数的重拾升势,显示出口需求仍然旺盛,加之去年8月出口值基数相对较低,这使得8月份出口同比增速仍然可期。

其次,中国出口与美国除去机动车后的零售额有较高的相关关系,该零售额同比值一般较中

国出口同比值领先两至三个月。考虑到美国7月份销售总额止住了连续两个月的下降趋势,这为8–9月份中国良好的出口形势创造了有利条件。同时,美国最近一期储蓄率在连续上升4个月以后开始下降,为美国最近一段时间的消费形势带来了良好氛围。

第三,欧元区最近经济的良好态势也有利于短期内中国出口的稳定。由于欧元区经济周期相比美国有一定滞后,因此原先我们预计欧洲经济在进入8月以后也将面临二次去库存周期的困扰,加之欧债危机的长期负面因素,经济将出现全面下滑。但从目前看,英国和欧元区经济各项指标好于预期,这也成为中国出口的加分项。

最后,人民币币值稳定为中国出口形势的稳定奠定了良好的基础。

但是,对中国出口的态势目前只能 “走一步、看一步”,毕竟在全球发达经济体普遍面临经济下行危险的总体氛围下,中国出口继续保持较高增长绝不是一件容易的事。比如,美国近期房地产等数据大幅低于预期,其他经济指标也显现疲态,加上仍未消除的金融资产风险问题,美国经济增长面临较大风险。另外,欧元区经济下滑甚至衰退的预期一直存在,最近欧元区PMI已下滑,如果欧元区进入经济下滑轨道,那么将在很大程度上拖累中国出口。

购进价格指数飙升 PPI环比增速或反弹

□ 中证证券研究中心 李波

8月份PMI购进价格指数大幅反弹10.1个百分点至60.5%,铁矿石、有色金属等上游原材料价格的上涨是主要原因。由于PMI购进价格指数与PPI环比增速高度相关,因此8月份PPI的环比增速或将止跌反弹。

购进价格指数大幅回升

在11个分项指标中,除了购进价格指数,新订单、新出口订单、积压订单和供货商配送时间指数也较7月份分别回升2.2、1.14和0.8个百分点,但购进价格指数的回升幅度大幅超越其他指数。

那么,购进价格指数的大幅回升是否与季节性因素相关呢?我们通过计算2005年以来每年8月份的环比变化情况发现,近6年8月份购进价格指数的变化情况分别为3.1、–0.3、4.–13.5、2.7和10.1个百分点,整体上季节性回升态势并不明显。如果剔除2008年的异常值,那么2005、2006、2007和2009年8月份购进价格指数的上升均值为2.4个百分点,远低于2010年8月份10.1个百分点的升幅。

如果对2005年以来的购进价格指数进行季节调整,那么调

整之后的2010年6月–8月购进价格指数分别为46.4%、49.4%和57.7%。可见,剔除季节因素后的8月份购进价格指数仍较7月份上升8.3个百分点,变化幅度已远远超越了季节因素所引起的变化。

上游原材料涨价是主因

实际上,季节调整之后的PMI购进价格指数在7月份就开始上涨,较6月份提升3个百分点,8月份的涨幅则扩大至8.3个百分点。具体来看,前期下跌较大的钢铁金属、石油化工、化纤橡胶价格涨幅居前。

7月中旬开始,钢厂减产限产以及下游行业回补原料库存引起钢材触底反弹,并迅速传导至上游铁矿石。与此同时,随着基本金属价格跌破成本线、金属冶炼企业减产以及通胀预期重新回升,金属价格7月份以来也出现大幅上涨。7月1日至8月31日,伦敦金属交易所的铜、铝、铅、锌、锡、镍累计涨幅分别为16.18%、6.91%、19.31%、18.47%、23.82%和8.95%。另外,石油、化纤、橡胶等产品的价格也出现超跌反弹。

购进价格指数的大幅提高,可能对企业成本形成较大压力。

券商:经济下滑趋缓 股市维持震荡

□ 中证证券研究中心 张泰欣

多数机构认为,8月PMI回升主要源于季节性因素。与往年比较,8月PMI回升幅度仅好于2008年,显示经济仍处下滑过程中,但下滑态势趋稳。在经济下滑和通胀预期影响下,股市将维持调整格局。

季节因素推升PMI

国泰君安认为,消除季节性因素后,8月PMI实际是下降的。从细分指标看,去库存化在7月进入第二阶段后,8月继续加速进行。其中,产成品库存下滑3个百分点,而原材料库存下滑速度稍慢。8月订单指数和购进价格指数双双反弹,出人意料,分行业看主要是黑色金属业订单、购进价格大幅上升所致,未来可持续性需要进一步观察。

根据PMI细项数据可将所有行业分类,订单稳定、产成品库存已加速下滑的行业前景看好,

如医药、非金属制造、化工等行业;食品、饮料库存下降速度较慢,但订单指数非常高。此外,对纺织等订单下滑、库存持续向上的行业需要谨慎。

银河证券认为,不同行业库存出现分化正是前期国家产业结构调整效应显现,由于对两高、过剩行业的限制,钢铁、煤炭等库存下降比较明显,对过剩产能的消化正在进行中,而需求的好转加速了电子、通信行业的去库存化。总体而言,经济的活跃程度并没有想象的差。

此外,有机构预计9月PMI指数为53%,主要还是由于季节性原因上升,经济仍处在加速探底过程中。

股市维持震荡格局

一些机构认为,PMI会对工业增加值形成直接影响,但对整体工业行业而言,未来几个月的不确定性主要有三个方面:九十

不过,在原材料超跌反弹引发的上涨动能释放后,预计购进价格指数继续大幅上涨的可能性不大。实际上,由于下游需求难以支撑钢价持续走高,最近一周铁矿石价格已跟随钢价回落;基本金属价格也从8月中旬以来转为震荡,开始向需求回归。

PPI环比增速或反弹

2005年以来的历史数据显示,PMI购进价格指数与PPI环比增速高度相关,相关系数达到0.87以上。8月份PMI购进价格指数飙升10个百分点很可能将拉动PPI环比增速向上反弹。我们根据PMI测算PPI环比,进而得出8月份的PPI同比增速在4.2%左右。

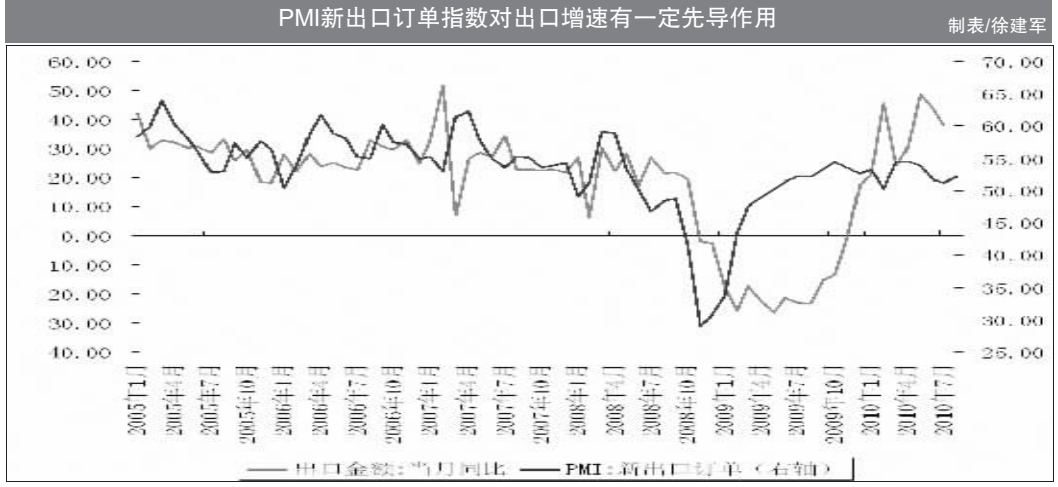
7月中旬以来,国内生产资料价格指数持续回升,改变了4月中旬开始的跌势。8月份生产资料价格指数的同比和环比增速继续扩大,分别由7月份的6.11%和0.03%扩大为9.11%和1.76%。而生产资料价格指数同比增速与PPI同比增速高度相关,这也意味着8月份的PPI同比增速难以继续显著下降。

生产资料价格的上涨将间接助推CPI上涨,加上食用农产品价格持续上行,预计8月份CPI同比增速可能上升。

月份,随着房地产市场供应的增加,房价可能调整,房地产投资可能放缓;世界经济在经历了上半年的补库存之后,再次遭遇新一轮增长的不确定性,中国出口增长面临很大压力;节能减排目标的完成仍然有很大压力。

此外,从8月份PMI生产指数看,原材料价格的上涨会对非食品价格上涨形成直接拉动。如果通胀保持高位,则会对股市走势形成压制。

长江证券认为,鉴于宏观经济增长面临诸多不确定性以及宏观政策对价格目标调控的展开,未来股市仍将维持弱势震荡向下的格局,在第二阶段调控目标尚未达到的情况下,趋势性机会很难显现。在此阶段,行业上建议配置乘用车、家电、化工、纺织轻工类行业,以及去库存领先的钢铁、化工;主题投资上,建议超配军工和与假期相关度较高的旅游酒店类板块。



中国中铁：在手合同充足 持续成长可期

——2010年半年报点评

□ 国信证券经济研究所 建筑工程行业首席分析师 邱波

1H10公司业绩同比高增长
1H10公司完成营收1927.2亿元,同比增长30.1%。其中,基建业务完成营收1660.6亿元,同比增长26.2%;勘察设计与咨询服务业务完成营收42.4亿元,同比增长34.1%;工程设备与零部件制造业务完成营收56.9亿元,同比增长22.2%;房地产开发业务完成营收42.8亿元,同比增长156.3%;其他业务完成营收111.9亿元,同比增长98.0%。
1H10公司实现营业利润43.2亿元,同比增长9.4%;实现归属母公司股东净利润32.9亿元,同比增长6.63%,对应每股收益0.15元。
基建市场空间广阔,巨量在手合同保障高增长持续

受益于08年以来国家基建投资规模的迅速扩张,特别是始于08年4季度的宏观刺激政策,1H10公司迎来基建需求爆发,新签合同总量继

续保持高增长。

1H10公司新签合同总计3724.8亿元,同比增长44.9%,已完成年初计划4713亿元的79%。其中,基建业务新签合同3146亿元。截止10年6月末,公司未完工合同总计8565.2亿元,较09年末增长了26.1%。

在具体项目方面,1H10公司相继承揽了新建杭州至长沙铁路客运专线、新建大同至西安铁路客运专线、新建合肥至福州铁路客运专线、新建云桂铁路、新建兰新铁路第二双线、山西中南部铁路通道瓦塘至汤阴东段等多项重点工程,在国内基建领域,尤其是铁路基建领域的竞争优势持续加强。

根据国家各领域最新建设规划保守估计,未来3年国内铁路、公路、城市轨道交通投资将分别保持每年6500亿元、7500亿元、1200亿元以上的规模。公司有望凭借自身在基建领域的品牌、技术、资金优势,延续订单营收双增的态势,且由于基建行业“订单–>营收”时滞效应的存在,公

司的巨量在手合同为业绩持续高成长提供了最大的支撑。

实际三费率控制良好,预计10年毛利率将持续提升

10年中报显示,公司表观三费率为3.93%,同比上升0.33个百分点。若扣除汇兑损益影响,公司实际三费率为3.83%,同比下降0.23个百分点。1H09公司H股募集资金汇兑收益为6.82亿元,扣除H股募集资金汇兑损益后的实际财务费用为7.84亿元,实际财务费率为0.53%;1H10公司H股募集资金汇兑损失为2亿元,扣除H股募集资金汇兑损益后的实际财务费用为5.21亿元,实际财务费率为0.27%,同比下降0.26个百分点,以此测算,1H10公司实际三费费率同比下降0.23个百分点。

1H10公司综合毛利率为9.42%,同比上升0.06个百分点,经营效率持续提升。其中,基建业务毛利率8.39%,同比上升0.08个百分点;勘察设计与咨询服务业务毛利率29.19%,同比上升

2.04个百分点;工程设备与零部件制造业务毛利率15.38%,同比上升1.81个百分点;房地产开发业务毛利率21.41%,同比下降8.96个百分点;其他业务毛利率9.39%,同比下降3.53个百分点。我们认为,随10年铁道部概算调整渐入正轨,部分新开工项目满足毛利确认条件,以及原料价格趋于稳定,10年公司综合毛利率水平将保持提升的态势。

相关多元化稳步前行,海外业务突飞猛进

1H10公司利用平台“中铁置业”平台,进一步整合旗下房地产资源,高利润房地产开发业务营收进一步提升。1H10公司房地产开发营业收入42.8亿元,为09年全年水平的78.4%;该业务总营收占比仅为2.22%,但毛利贡献达5.06%。截至10年6月末,公司在开发房地产项目占地面积、总建筑面积分别达1348万平米、2283万平米,较09年末分别提升7.75%、25.16%。

在其他业务板块,公司采取矿产资源与基

础设施建设联动模式,进一步推进常福龙金矿、绿砂铜钴矿、MKM铜钴矿、旗下两大型煤矿等现有矿山的建设开发;同时,公司资产运营项目收入也有较大增长。1H10公司矿产开发、资产运营等其它业务营收总额达124.5亿元,同比增长8.38%,毛利总额达11.7亿元,同比增长28.4%。

在全球以投资对抗金融危机的背景下,公司在高铁等海外基建市场迎来需求爆发,海外业务突飞猛进。1H10公司海外业务总营收达91.5亿元,同比增长26%,在全球经济低迷的情况下,实现市场份额的逆势扩张。

盈利预测与投资评级

受益全球铁路基建等行业景气持续,且随矿产、房地产等多元化业务稳步拓展,公司业绩增长前景广阔。预计公司10–12年EPS至0.41元、0.49元、0.59元,对应10–12年动态PE分别为11X、9X、7X,维持公司“推荐”的投资评级。

—企业形象—