2021 年 03 月 31 日

证券研究报告•宏观简评报告

数据点评

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

中小企业扬眉吐气，非制造业回升明显

——2021 年 3 月 PMI 数据点评

摘要

海外需求扩张、国内复工态势较好影响本月 PMI，制造业和非制造业 PMI 都有所回升，且非制造业复苏明显。预计 4 月供需两端将持续回升。

- **制造业 PMI：供需两端同步回升，中小企业回暖较多。**3 月，生产指数和新订单指数分别高于上月 2.0 和 2.1 个百分点，节后复工节奏较快，制造业生产和需求扩张步伐有所加快。从企业规模来看，大型企业保持平稳扩张态势，中小型企业对供需两端增幅贡献较大。从行业景气度和预期来看，小型企业虽然景气水平低于大、中型企业，但生产经营活动预期指数上升幅度较大，对近期市场发展信心有所增强。从行业情况看，新动能引领态势维持良好。3 月，《关于加快推动制造服务业高质量发展的意见》发布，预计制造业 PMI 将继续回升。

- **进出口景气度回升，近期形势保持乐观。**春节后，国内市场产需加快释放，加之世界主要经济体经济继续复苏，海外需求端增长较快，本月进出口景气度回升，其中中小企业外贸业务形势逆转向好。3 月，新出口订单指数和进口指数分别高于上月 2.4 和 1.5 个百分点，进口指数升至 2018 年 4 月以来的高点。从企业规模来看，大型企业出口有所回落，中小企业出口回升较快。进口方面，大型企业小幅上涨，中小企业同样呈现大幅回升。随着全球经济复苏和“出口替代”效应的支撑，预计出口短期内将维持稳定向好；在国内产销旺盛的情况下，短期内进口预期保持增长，但仍需注意大宗商品价格上行的影响。

- **企业库存分化明显，成本压力仍在。**企业原材料成本压力仍在，用工压力有所缓解。受国际大宗商品价格持续高位运行等影响，3 月原材料购进价格创 2017 年以来新高。从企业规模来看，中小型企业的成本压力相较更大。从行业情况看，石油加工煤炭及其他燃料加工、化学纤维及橡胶塑料制品、通用设备、专用设备等行业原材料购进价格指数高于 75%。但制造业企业较大的用工缺口有所缓解。企业产成品库存分化明显，对未来预期仍处于高位。因海外需求复苏、国内企业复工稳定作用，企业库存指数走低。其中，大型企业库存较上月回落，中型企业与上月持平，而小型企业库存回升，不同企业规模之间库存变化区别较大。随着春节因素消退，制造业进入产销旺季，市场需求有望回升，企业对节后行业发展信心较强，其中小型企业对前景信心回升较大。

- **非制造业 PMI：需求扩张加快，建筑业复苏明显。**受国内疫情稳定、年后复工较快以及海外需求复苏影响，3 月，非制造业商务活动指数较上月回升 4.9 个百分点，结束连续 3 个月回落态势，非制造业扩张明显加快。分行业看，建筑业回升幅度较大主要因为节后天气回暖，施工进度加快。调查的 21 个服务业行业商务活动指数均高于临界点。从分项指标看，对非制造业 PMI 拉动最大的是新订单指数，非制造业市场需求较旺盛。同时，非制造业销售价格上涨幅度有所加大，企业将成本转嫁给消费者的能力有所加强，投入品价格上涨幅度略低于销售价格，但仍处于总体上涨态势。3 月，非制造业用工景气度回升，业务活动预期维持高位，对行业发展保持乐观。

- **风险提示：**海内外疫情控制不及预期、外需恢复不及预期。

西南证券研究发展中心

分析师：叶凡

执业证号：S1250520060001

电话：010-58251911

邮箱：yefan@swsc.com.cn

联系人：王润梦

电话：010-58251904

邮箱：wangrm@swsc.com.cn

相关研究

1. 鲍威尔不鸽了，全球闸门或收紧？(2021-03-26)
2. 美联储的“蓄水池”在哪里？(2021-03-25)
3. 国内数字经济蓄势待发，海外债市通胀难央妈 (2021-03-19)
4. 经济数据中的“意料之外”(2021-03-15)
5. 开局之年看什么？——“两会”解读与近期宏观热点解析 (2021-03-15)
6. “两会”圆满收关，扬帆出发有方向(2021-03-12)
7. 1.9 万亿会带来“脱缰”的通胀吗？——美国新一轮财政刺激点评(2021-03-11)
8. 预期超在哪里？——2 月社融数据点评(2021-03-11)
9. 全球的“水”来到东方了吗？(2021-03-10)
10. 贸易“开门红”会维持多久？(2021-03-08)

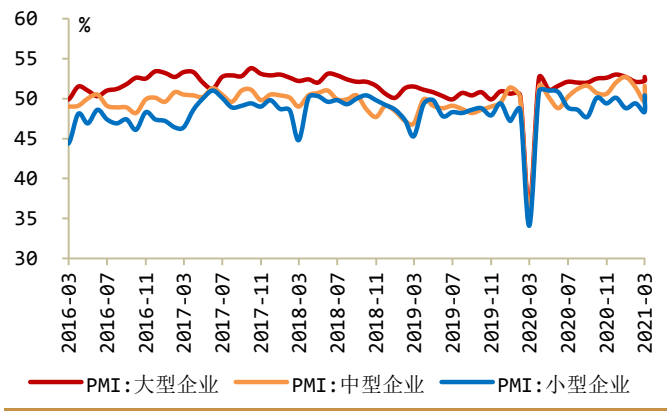
受海外复苏拉动外需以及国内复工稳定影响，3 月份中国制造业采购经理指数、非制造业商务活动指数和综合 PMI 产出指数分别为 51.9%、56.3%和 55.3%，比上月回升 1.3、4.9 和 3.7 个百分点，我国经济总体延续平稳扩张态势。4 月产销旺季持续，预计供需两端将持续向好，预计 4 月 PMI 将回升。

1 制造业 PMI：供需两端同步回升，中小企业回暖较多

制造业供需两端回升较多，中小企业是亮点。3 月，生产指数和新订单指数分别为 53.9%和 53.6%，高于上月 2.0 和 2.1 个百分点。部分原因在于 3 月工作日天数较多，且受就地过年政策影响，节后复工复产节奏较快，生产指数和新订单指数从之前连续 3 个月的下降趋势转而回升，制造业生产和需求扩张步伐有所加快。**从企业规模来看，大型企业保持平稳扩张态势，中小型企业对供需两端增幅贡献较大。**3 月，大型企业 PMI 持续回升 0.5 个百分点至 52.7%，保持上月回升态势，维持平稳扩张；中小型企业 PMI 逆转上月回落态势，较 2 月分别上涨 2 和 2.1 个百分点至 51.6%、50.4%，重回荣枯线以上，不同规模企业生产经营状况均有所改善。从行业景气度和预期来看，小型企业虽然景气水平低于大、中型企业，但生产经营活动预期指数升至 58.4%，表明小型企业对近期市场发展信心有所增强。**从供需端看，中小型企业生产指数、新订单指数上涨幅度大于大型企业。**3 月，大型企业生产指数较 2 月上升 0.6 个百分点至 55%，新订单指数较 2 月上升 1.2 个百分点至 54.9%，维持回升态势；中型企业生产指数回升最多，较 2 月上升 4.2 个百分点至 53.8%，拉动整体生产指数上涨较多，新订单指数较 2 月上升 2.8 个百分点至 53.1%；小型企业生产指数较 2 月上升 2.4 个百分点至 51.3%，新订单指数回升幅度最大，较 2 月上升 3 个百分点至 50.9%。

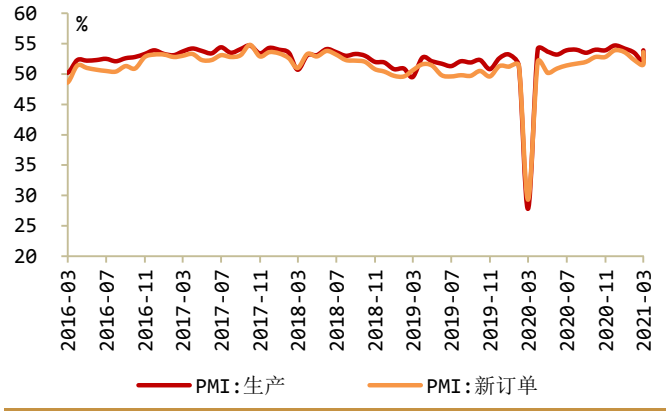
从行业情况看，新动能引领态势维持良好。从重点行业看，高技术制造业和装备制造业 PMI 分别为 53.9%和 52.9%，高于制造业总体 2.0 和 1.0 个百分点，新动能对制造业发展的引领作用持续显现。同时，两个行业的从业人员指数分别升至 51.2%和 50.5%，表明相关行业用工需求有所增加。3 月 16 日，国家发展改革委等 13 个部门联合印发《关于加快推动制造服务业高质量发展的意见》提出了制造服务业 6 个发展方向和 9 大专项行动，以高质量的服务供给引领制造业转型升级和品质提升，利好制造业的发展，预期制造业 PMI 将继续回升。

图 1：3 月中小型企业 PMI 回升明显



数据来源：wind、西南证券整理

图 2：产需指数同步回升

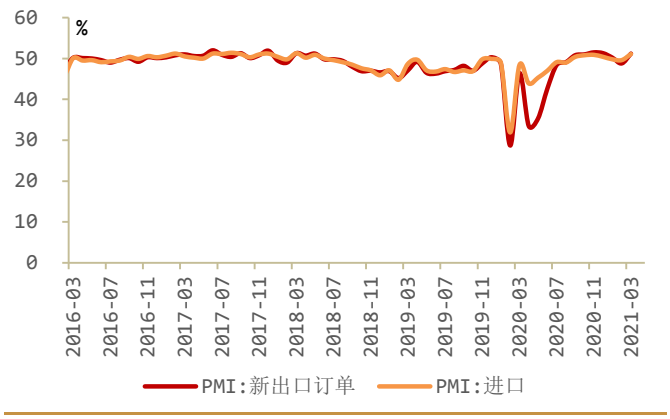


数据来源：wind、西南证券整理

2 进出口景气度回升，近期形势保持乐观

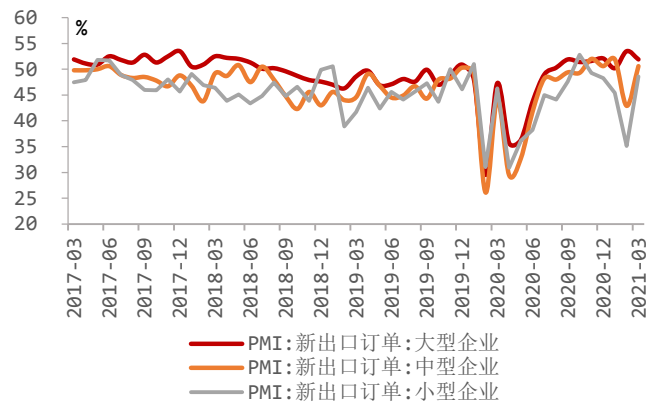
春节后，国内市场产需加快释放，加之世界主要经济体经济继续复苏，海外需求端增长较快，本月进出口景气度回升，其中中小企业外贸业务形势逆转向好。3 月，新出口订单指数和进口指数分别为 51.2%和 51.1%，高于上月 2.4 和 1.5 个百分点，由之前连续 3 个月的下降趋势转为回升，其中，进口指数升至 2018 年 4 月以来的高点。从企业规模来看，大型企业出口有所回落，中小企业出口回升较快，大型企业的新出口订单数较上月下降 1.6 个百分点至 51.9%，但仍在荣枯线以上；中、小型企业的新出口订单大幅回升 7.7 和 13.5 个百分点，至 50.6%和 48.6%，一改上月回落情况。在进口方面，大型企业小幅上涨，中小企业同样呈现大幅回升，大型企业进口指数较 1 月上升 0.3 个百分点至 51.4%，中小型企业的进口指数分别为 51.3%和 48.3%，较上月大幅上升 4 和 4.5 个百分点。随着全球经济复苏和“出口替代”效应的支撑，预计出口短期内将维持稳定向好；在国内产销旺盛的情况下，短期内进口预期保持增长，但仍需注意大宗商品价格上行的影响。

图 3：进出口景气度回升



数据来源：wind、西南证券整理

图 4：中小企业出口回升较快



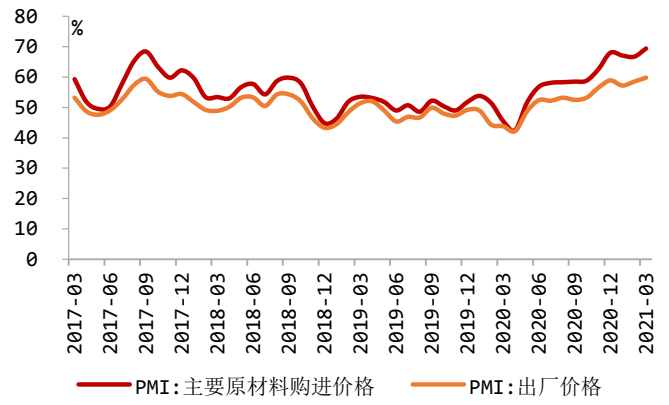
数据来源：wind、西南证券整理

3 企业库存分化明显，成本压力仍在

企业原材料成本压力仍在，用工压力有所缓解。受国际大宗商品价格持续高位运行等影响，3 月主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为 69.4%和 59.8%，高于上月 2.7 和 1.3 个百分点，原材料购进价格创 2017 年以来新高。从企业规模来看，中小型企业的成本压力相较更大，3 月大中小型企业的原材料购进价格指数分别为 68.7%、71.1%和 68.6%，较上月上升 0.5、5.4 和 4.1 个百分点。从行业情况看，石油加工煤炭及其他燃料加工、化学纤维及橡胶塑料制品、通用设备、专用设备等行业原材料购进价格指数高于 75%，化学原料及化学制品、黑色金属冶炼及压延加工、有色金属冶炼及压延加工等行业出厂价格指数高于 70%，相关行业价格承压有所加大。同时，有调查企业反映，受境外疫情反复及国际经贸不畅等因素影响，近期部分进口原材料供应不足，价格上涨明显，交货周期延长。但制造业企业较大的用工缺口有所缓解，3 月制造业从业人员指数为 50.1%，较前值升高 2 个百分点，重回荣枯线以上，制造业企业用工量有所增加。其中，大中小型企业从业人员指数分别为 50.7%、49.5%和 49.4%，较上月回升 1.6、2 和 3.1 个百分点。

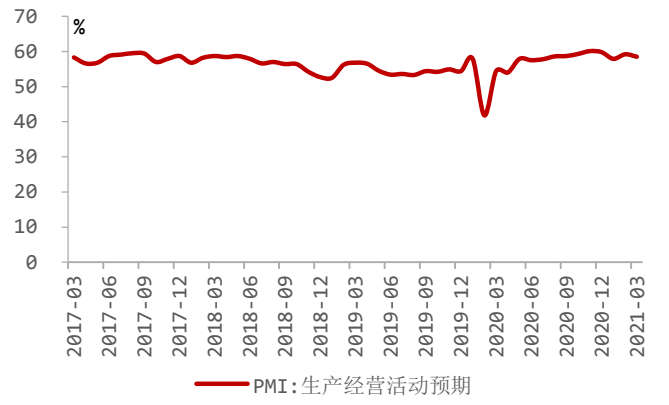
企业产成品库存分化明显，对未来预期仍处于高位。因海外需求复苏、国内企业复工稳定作用，企业库存指数走低。3 月，制造业产成品库存指数较上月降低 1.3 个百分点至 46.7%。其中，大型企业库存指数较上月回落 5.4 个百分点至 45.5%，中型企业库存指数与上月持平为 48.1%，而小型企业库存指数较上月回升 7.3 个百分点至 47.7%，不同企业规模之间库存变化区别较大。随着春节因素消退，制造业进入产销旺季，市场需求有望回升，企业对节后行业发展信心较强，虽然 3 月制造业生产经营预期指数较前值回落 0.7 个百分点至 58.5%，但仍维持在高位，其中大中小型企业生产经营预期分别为 58.4%、58.6%和 58.4%，分别较上月回落 2.9、回升 0.7 和 2.6 个百分点，小型企业对前景信心回升较大。

图 5：主要原材料购进价格继续升高



数据来源：wind、西南证券整理

图 6：生产活动预期维持高位



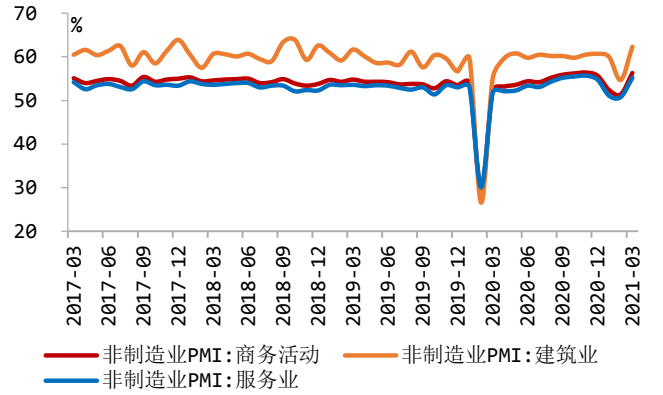
数据来源：wind、西南证券整理

4 非制造业 PMI：需求扩张加快，建筑业复苏明显

非制造业商务活动指数结束连续回落态势，回升加快。受国内疫情稳定、年后复工较快以及海外需求复苏影响，3 月，非制造业商务活动指数为 56.3%，较上月上升 4.9 个百分点，结束连续 3 个月回落态势，非制造业扩张明显加快。分行业看，建筑业商务活动指数为 62.3%，高于上月 7.6 个百分点，建筑业回升幅度较大主要因为节后天气回暖，施工进度加快；服务业商务活动指数为 55.2%，高于上月 4.4 个百分点。调查的 21 个服务业行业商务活动指数均高于临界点，其中铁路运输、航空运输、电信广播电视卫星传输服务、互联网软件及信息技术服务、货币金融服务、保险等行业商务活动指数位于 60%以上高位景气区间。从分项指标看，对非制造业 PMI 拉动最大的是新订单指数，较前值上升 7 个百分点至 55.9%，升至荣枯线以上，表明非制造业市场需求较旺盛。其中，建筑业和服务业的新订单指数分别为 59%和 55.4%，较上月上升 5.6 和 7.3 个百分点。同时，非制造业销售价格上涨幅度有所加大，比上月上升 2.1 个百分点至 52.2%，其中，建筑业和服务业的销售价格指数分别为 55%和 51.7%，比上月上升 2.5 和 2 个百分点。企业将成本转嫁给消费者的能力有所加强，投入品价格上涨幅度略低于销售价格，但仍处于总体上涨态势，投入品价格指数为 56.2%，比上月上升 1.5 个百分点，其中，建筑业投入品价格指数为 63.6%，较前值上升 3.4 个百分点，这主要受到大宗商品价格上涨影响；服务业投入品价格指数为 54.8%，比上月上升 1.1 个百分点。

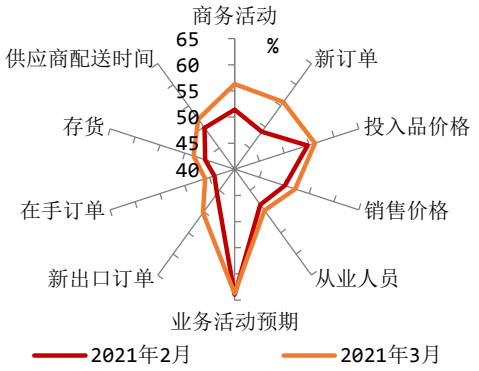
非制造业企业市场预期不弱，对前景保持乐观。3 月，非制造业用工景气度继续回升，从业人员指数为 49.7%，比上月回升 1.3 个百分点。业务活动预期指数为 63.7%，虽比上月回落 0.3 个百分点，但继续位于高位景气区间，表明非制造业企业对行业发展保持乐观。

图 7：3 月非制造业指数回升明显



数据来源：wind、西南证券整理

图 8：非制造业 PMI 各分项变动



数据来源：wind、西南证券整理

表 1：PMI 情况

指标	2019-09	2019-10	2019-11	2019-12	2020-01	2020-02	2020-03	2020-04	2020-05	2020-06	2020-07	2020-08	2020-09	2020-10	2020-11	2020-12	2021-01	2021-02	2021-03
中采制造业PMI																			
PMI总指数	49.8	49.3	50.2	50.2	50.0	35.7	52.0	50.8	50.6	50.9	51.1	51.0	51.5	51.4	52.1	51.9	51.3	50.6	51.9
生产量	52.3	50.8	52.6	53.2	51.3	27.8	54.1	53.7	53.2	53.9	54.0	53.5	54.0	53.9	54.7	54.2	53.5	51.9	53.9
雇员	47.0	47.3	47.3	47.3	47.5	31.8	50.9	50.2	49.4	49.1	49.3	49.4	49.6	49.3	49.5	49.6	48.4	48.1	50.1
新订单	50.5	49.6	51.3	51.2	51.4	29.3	52.0	50.2	50.9	51.4	51.7	52.0	52.8	52.8	53.9	53.6	52.3	51.5	53.6
出口订单	48.2	47.0	48.8	50.3	48.7	28.7	46.4	33.5	35.3	42.6	48.4	49.1	50.8	51.0	51.5	51.3	50.2	48.8	51.2
现有订货	44.7	44.9	44.9	45.0	46.3	35.6	46.3	43.6	44.1	44.8	45.6	46.0	46.1	47.2	46.7	47.1	47.3	46.1	46.6
产成品库存	47.1	46.7	46.4	45.6	46.0	46.1	49.1	49.3	47.3	46.8	47.6	47.1	48.4	44.9	45.7	46.2	49.0	48.0	46.7
原材料库存	47.6	47.4	47.8	47.2	47.1	33.9	49.0	48.2	47.3	47.6	47.9	47.3	48.5	48.0	48.6	48.6	49.0	47.7	48.4
采购量	50.4	49.8	51.0	51.3	51.6	29.3	52.7	52.0	50.8	51.8	52.4	51.7	53.6	53.1	53.7	53.2	52.0	51.6	53.1
购进价格	52.2	50.4	49.0	51.8	53.8	51.4	45.5	42.5	51.6	56.8	58.1	58.3	58.5	58.8	62.6	68.0	67.1	66.7	69.4
供应商配送时间	50.5	50.1	50.5	51.1	49.9	32.1	48.2	50.1	50.5	50.5	50.4	50.4	50.7	50.6	50.1	49.9	48.8	47.9	50.0
进口	47.1	46.9	49.8	49.9	49.0	31.9	48.4	43.9	45.3	47.0	49.1	49.0	50.4	50.8	50.9	50.4	49.8	49.6	51.1
中采服务业PMI	53.0	51.4	53.5	53.0	53.1	30.1	51.8	52.1	52.3	53.4	53.1	54.3	55.2	55.5	55.7	54.8	51.1	50.8	55.2
中采建筑业PMI	57.6	60.4	59.6	56.7	59.7	26.6	55.1	59.7	60.8	59.8	60.5	60.2	60.2	59.8	60.5	60.7	60.0	54.7	62.3
综合PMI产出指数	53.1	52.0	53.7	53.4	53.0	28.9	53.0	53.4	53.4	54.2	54.1	54.5	55.1	55.3	55.7	55.1	52.8	51.6	55.3
非制造业商务活动指数	53.7	52.8	54.4	53.5	54.1	29.6	52.3	53.2	53.6	54.4	54.2	55.2	55.9	56.2	56.4	55.7	51.5	51.4	56.3
财新制造业PMI	51.4	51.7	51.8	51.5	51.1	40.3	50.1	49.4	50.7	51.2	52.8	53.1	53.0	53.6	54.9	53.0	51.5	50.9	

数据来源：wind、西南证券整理

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间 卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

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、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn