2021 年 03 月 01 日

宏观类●证券研究报告

春假导致季节性回落，小企业复苏之路依旧艰难

事件点评

分析师 林帆
SAC 执业证书编号：S0910520120001
linfan@huajinsc.cn
021-20377188

分析师 李蕙
SAC 执业证书编号：S0910519100001
lihui1@huajinsc.cn

投资要点

◆ **事件：**根据国家统计局发布，2021 年 2 月官方制造业 PMI 为 50.6%，比上月回落 0.7 个百分点；非制造业商务活动指数为 51.4%，比上月回落 1 个百分点。

◆ **点评：**

1、 **受春节假期影响，2 月中采制造业 PMI 指数明显回落。**2021 年 2 月，中采制造业 PMI 为 50.6%，继续保持在荣枯线之上；但由于春节假期因素，制造业生产经营受到了影响，制造业 PMI 指数较上月回落 0.7 个百分点。比较来看，自去年 11 月高点后，PMI 指数已经连续第 3 个月回落，制造业的扩张力度逐渐放缓。主要分项指标中，生产、订单、库存指数均有所回落，制造业供需两端呈现季节性收缩。

2、 **出口订单指数因假期暂时跌落荣枯线之下；当前海外供应体系逐渐复苏，上游原材料出口需求有望保持景气。**2 月，新出口订单指数为 48.8%，较上月回落 1.4 个百分点，出口指数跌至荣枯线之下。由于节假日外贸活动减少，及春节长假小型企业生产经营活动放缓，2 月出口订单指数明显回落；但出口企业生产经营活动预期指数为 60.8%，依旧处于高位景气区间，多数出口企业对于外贸形势保持乐观。展望来看，由于海外疫情好转，海外供应体系正在逐渐复苏；我国此前受疫情冲击明显的上游原材料出口需求可能将明显得到改善。

3、 **中小企业经营活动明显放缓，大型企业景气度保持稳定。**2 月，大型、中型、小型企业制造业 PMI 分别为 52.2%、49.6%和 48.3%；其中，中、小型企业 PMI 指数分别较上月回落 1.8 和 1.1 个百分点，位于荣枯线之下；大型企业 PMI 较上月提升 0.1 个百分点，保持稳定。比较来看，大型企业景气度波动相对较小，保持平稳扩张态势；而中型和小型企业，受外部环境因素影响更为明显。其中，尤其是小型企业，已经连续 3 个月 PMI 指数位于荣枯线之下，且 2 月出口订单指数甚至降至 35.1%，生产经营活动的复苏依旧较为脆弱，叠加经营成本的快速上升，有赖于政策持续扶持。

4、 **涨价压力可能已经开始向下传导。**2 月，PMI 出厂价格和主要原材料购进价格指数分别为 58.5%和 66.7%，出厂价格较上月提升 1.3 个百分点，而原材料购进价格则回落 0.4 个百分点。总体来看，2 月是自疫情以来首次出现原材料购进价格指数回落，且出厂价格指数回升；我们倾向于认为，涨价压力可能已经从上游原材料开始向下传导。

5、 **非制造业 PMI 指数回落，服务业依旧呈现弱复苏。**2 月，非制造业 PMI 指数为 51.4%，较上月回落 1 个百分点。分行业比较来看，建筑业 PMI 指数为 54.7%，较上月回落 5.3 个百分点，主要受到了春假影响；而服务业 PMI 指数为 50.8%，较上月回落 0.3 个百分点，在春节假期期间服务业景气度再度有所回落，虽然有部分疫情防控原因，但弱复苏态势较为明显。

风险提示：经济超预期下行、政策不达预期、疫情蔓延超出预期、海外风险等。

相关报告

高基数影响 CPI 同比转负，但消费价格保持温和上涨 2021-02-10

新增社融超出预期，短期流动性担忧缓解 2021-02-09

季节扰动及疫情影响，PMI 指数高位回落 2021-02-02

2020 年超额完成目标，2021 年工业活动增速或超预期 2021-01-18

新增社融低于预期，信用债的冲击依然持续 2021-01-13

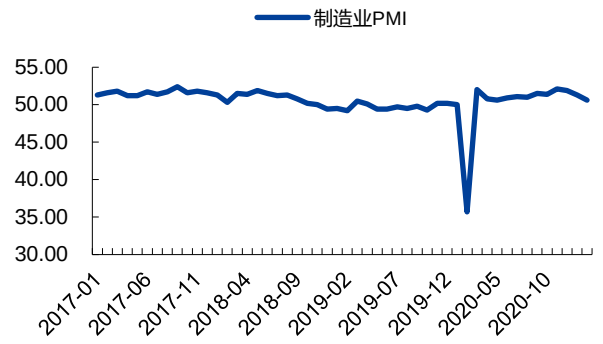
表 1：PMI 指数变化（2019 年至今）

时间	PMI	生产	新订单	新出口订单	在手订单	产成品库存	采购量	进口	出厂价格	原材料购进价格	原材料库存	从业人员	供货商配送时间	生产经营活动预期
2019-01	49.5	50.9	49.6	46.9	43.7	47.1	49.1	47.1	44.5	46.3	48.1	47.8	50.1	52.5
2019-02	49.2	49.5	50.6	45.2	43.6	46.4	48.3	44.8	48.5	51.9	46.3	47.5	49.8	56.2
2019-03	50.5	52.7	51.6	47.1	46.4	47.0	51.2	48.7	51.4	53.5	48.4	47.6	50.2	56.8
2019-04	50.1	52.1	51.4	49.2	44.0	46.5	51.1	49.7	52.0	53.1	47.2	47.2	49.9	56.5
2019-05	49.4	51.7	49.8	46.5	44.3	48.1	50.5	47.1	49.0	51.8	47.4	47.0	50.9	54.5
2019-06	49.4	51.3	49.6	46.3	44.5	48.1	49.7	46.8	45.4	49.0	48.2	46.9	50.2	53.4
2019-07	49.7	52.1	49.8	46.9	44.7	47.0	50.4	47.4	46.9	50.7	48.0	47.1	50.1	53.6
2019-08	49.5	51.9	49.7	47.2	44.8	47.8	49.3	46.7	46.7	48.6	47.5	46.9	50.3	53.3
2019-09	49.8	52.3	50.5	48.2	44.7	47.1	50.4	47.1	49.9	52.2	47.6	47.0	50.5	54.4
2019-10	49.3	50.8	49.6	47.0	44.9	46.7	49.8	46.9	48.0	50.4	47.4	47.3	50.1	54.2
2019-11	50.2	52.6	51.3	48.8	44.9	46.4	51.0	49.8	47.3	49.0	47.8	47.3	50.5	54.9
2019-12	50.2	53.2	51.2	50.3	45.0	45.6	51.3	49.9	49.2	51.8	47.2	47.3	51.1	54.4
2020-01	50.0	51.3	51.4	48.7	46.3	46.0	51.6	49.0	49.0	53.8	47.1	47.5	49.9	57.9
2020-02	35.7	27.8	29.3	28.7	35.6	46.1	29.3	31.9	44.3	51.4	33.9	31.8	32.1	41.8
2020-03	52.0	54.1	52.0	46.4	46.3	49.1	52.7	48.4	43.8	45.5	49.0	50.9	48.2	54.4
2020-04	50.8	53.7	50.2	33.5	43.6	49.3	52.0	43.9	42.2	42.5	48.2	50.2	50.1	54.0
2020-05	50.6	53.2	50.9	35.3	44.1	47.3	50.8	45.3	48.7	51.6	47.3	49.4	50.5	57.9
2020-06	50.9	53.9	51.4	42.6	44.8	46.8	51.8	47.0	52.4	56.8	47.6	49.1	50.5	57.5
2020-07	51.1	54.0	51.7	48.4	45.6	47.6	52.4	49.1	52.2	58.1	47.9	49.3	50.4	57.8
2020-08	51.0	53.5	52.0	49.1	46.0	47.1	51.7	49.0	53.2	58.3	47.3	49.4	50.4	58.6
2020-09	51.5	54.0	52.8	50.8	46.1	48.4	53.6	50.4	52.5	58.5	48.5	49.6	50.7	58.7
2020-10	51.4	53.9	52.8	51.0	47.2	44.9	53.1	50.8	53.2	58.8	48.0	49.3	50.6	59.3
2020-11	52.1	54.7	53.9	51.5	46.7	45.7	53.7	50.9	56.5	62.6	48.6	49.5	50.1	60.1
2020-12	51.9	54.2	53.6	51.3	47.1	46.2	53.2	50.4	58.9	68.0	48.6	49.6	49.9	59.8
2021-01	51.3	53.5	52.3	50.2	47.3	49.0	52.0	49.8	57.2	67.1	49.0	48.4	48.8	57.9
2021-02	50.6	51.9	51.5	48.8	46.1	48.0	51.6	49.6	58.5	66.7	47.7	48.1	47.9	59.2
本期差额	-0.7	-1.6	-0.8	-1.4	-1.2	-1.0	-0.4	-0.2	1.3	-0.4	-1.3	-0.3	-0.9	1.3

资料来源：Wind，华金证券研究所

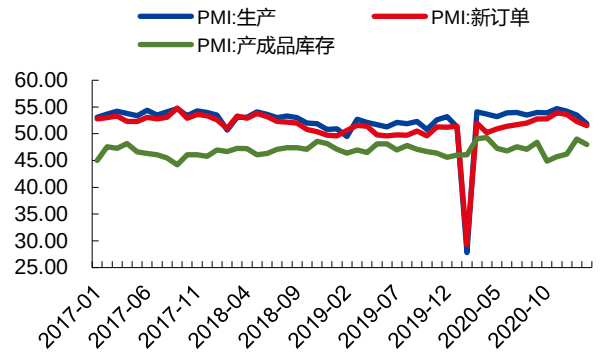
请务必阅读正文之后的免责条款部分

图 1：制造业 PMI 指数



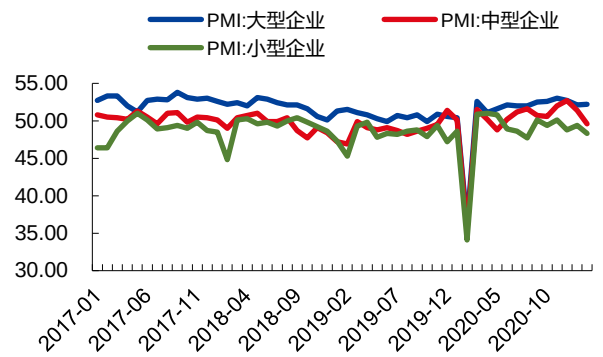
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：制造业 PMI 分类指数



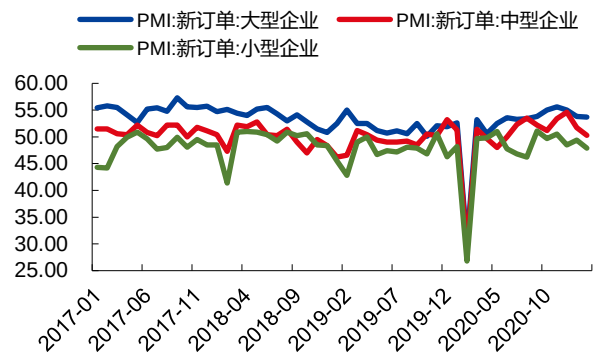
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 3：大中小型企业制造业 PMI 指数



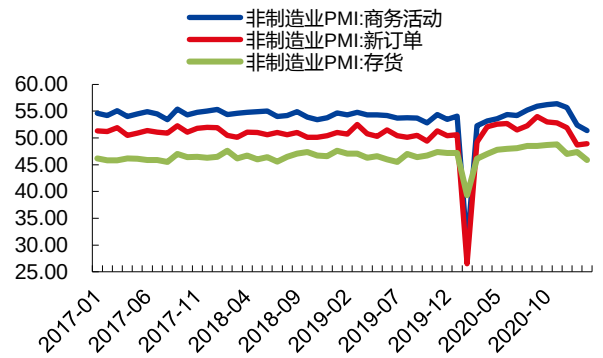
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：大中小型企业制造业 PMI 新订单指数



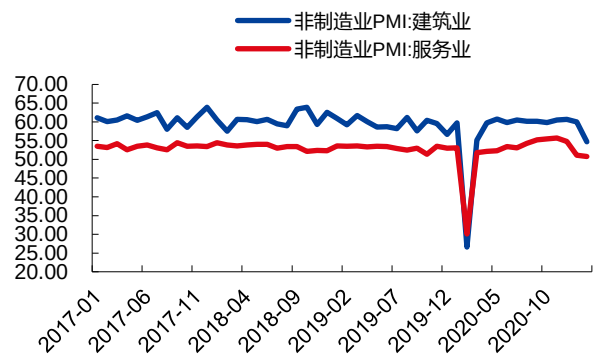
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 5：非制造业 PMI 指数及非制造业 PMI 新订单、存货指数



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 6：非制造业分行业 PMI 指数



资料来源：Wind，华金证券研究所

分析师声明

林帆、李蕙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为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。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn