万联证券 WANLIAN SECURITIES

供需两旺，企业补库意愿增加

——11 月 PMI 数据点评

日期：2020 年 11 月 30 日

- 11 月中采制造业 PMI 52.1%，较上月上行 0.7 个百分点，非制造业 PMI 56.4%，较上月上行 0.2 个百分点，综合 PMI 为 55.7%，环比上行 0.4 个点。PMI 位于年内高点。

点评：

- **制造业 PMI 显著上行，中型企业上行速度最快。**不同规模企业走势一致上行，小型企业 PMI 重回荣枯线以上。中型企业新出口订单、新订单均明显上行，企业主动补库。小型企业的新订单和采购量上行，产成品库存继续去化，但新出口订单下行至荣枯线以下。整体而言小型企业表现依然偏弱。
- **生产端维持在较高景气度，需求端继续发力，供需循环持续改善，内外需共振修复的趋势延续。**新订单增速超过生产指数和新出口订单。分行业来看，上、下游两端表现较好：医药、电气机械、计算机、仪器仪表等高技术产业的新订单和生产指数均维持在较高的景气度；受下游需求拉动，上游产品价格持续上涨，有色、黑色、煤炭、化学原料需求增加，价格均明显上行。
- **原材料、产成品价格指数大幅上行。**出厂价与购进价的剪刀差小幅下行，企业利润仍将进一步修复。小型企业价格剪刀差下行幅度最大，企业利润承压。随国内外需求逐步回暖，11 月大宗商品价格涨幅明显，拉升了原材料价格指数。
- **企业库存再次小幅累积。**近期工业原材料库存补库进度快于产成品补库进度。企业生产经营活动预期上行，企业投资意愿回升，补库存意愿增强，企业或将进入主动补库存阶段。
- **服务业 PMI 维持恢复趋势，建筑业略有转弱。**建筑业整体增长韧性仍在，分项中房地产增长韧性明显强于基建。服务业延续修复修复趋势，随疫情受到控制，对公众出行、住宿和餐饮等抑制已经大幅减轻。
- **就业整体小幅上行，施工旺季拉动建筑业就业。**施工季节性旺季带动了建筑业的就业，旅游需求环比十一长假有所走弱，用工需求随之降低。
- 11 月 PMI 整体符合市场预期。随经济逐步修复至疫情前状态，四季度经济收官数据表现强势，财政政策将边际收紧，逐步回归常态，经济复苏的主要推力将逐步切换。外需预期四季度仍将维持修复状态，国内的生产替代效应仍将持续。短期来看，预期 12 月 PMI 仍将维持高景气度。
- **风险因素：**全球新冠疫情冬季加剧，工业品价格超预期上涨，拉尼娜寒冬效应影响南方企业开工。

分析师：徐飞

执业证书编号：S0270520010001

电话：021-60883488

邮箱：xufei@wlzq.com.cn

研究助理：于天旭

电话：021-60883499

邮箱：yutx@wlzq.com.cn

万联证券

目录

事件.....3
1、制造业 PMI 分项普遍改善，价格指数明显上行.....3
2、非制造业 PMI 修复趋势不变，建筑业略有转弱.....5
3、总结.....6
4、风险提示.....6

图表目录

图表 1:制造业 PMI 整体走势平稳.....3
图表 2:不同规模企业 PMI 走势.....3
图表 3:PMI 分项走势.....4
图表 4:国外主要经济体 PMI 修复速度放缓.....4
图表 5:PMI 出场价格修复幅度大于原材料价格.....4
图表 6:PMI 产成品和原材料库存均有所去化.....4
图表 7:房地产新开工面积累计同比趋势放缓.....5
图表 8:钢铁行业 PMI 反弹上行.....5
图表 9:非制造业 PMI 分项走势.....5
图表 10:建筑业 PMI 预期仍将继续改善.....5
图表 11:企业盈利仍将继续修复.....6
图表 12:企业融资环境边际走弱.....6

万联证券

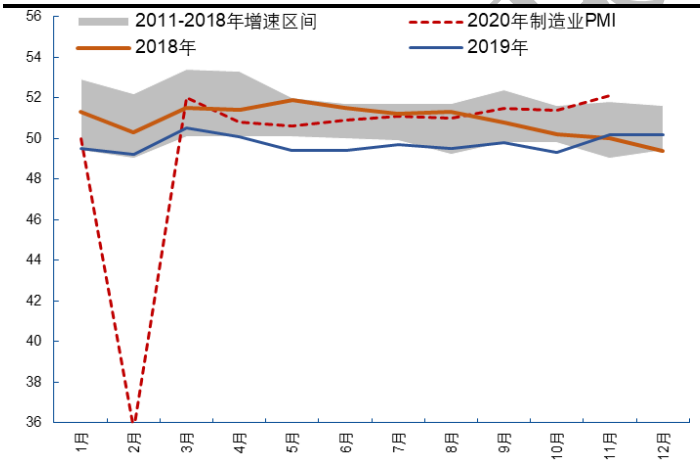
事件

2020年11月中采制造业PMI 52.1%，较上月上行0.7个百分点，非制造业PMI 56.4%，较上月上行0.2个百分点，综合PMI为55.7%，环比上行0.4个点。PMI位于年内高点，连续9个月处于荣枯线上方。

1、制造业PMI分项普遍改善，价格指数明显上行

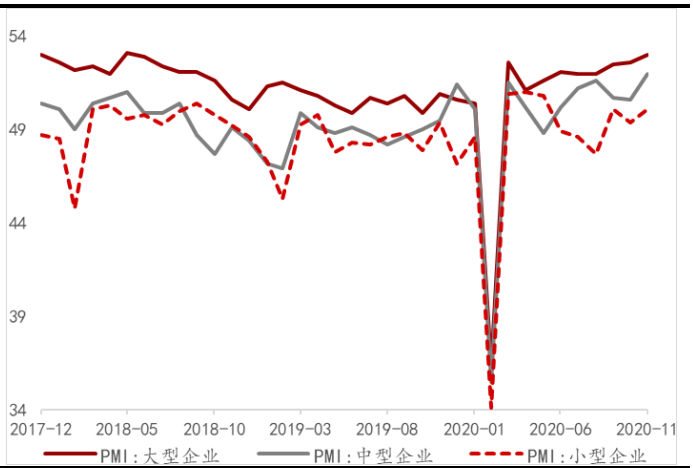
制造业PMI明显上行，中型企业上行速度最快。11月制造业PMI为52.1%，较上月明显上行0.7个百分点，仍处于荣枯线以上。不同规模企业走势一致上行，大型企业PMI小幅上行0.4个百分点至53%，中型企业PMI小幅上行1.4个百分点至52%，小型企业PMI比上月上行0.7个百分点至50.1%，重回荣枯线以上。中型企业新出口订单、新订单均明显上行，产成品库存累积。小型企业的新订单和采购量均有所上行，产成品库存下滑1个百分点至43.9%，但新出口订单大幅下行3.5个百分点至49.3%至荣枯线以下。整体而言小型企业表现依然偏弱，中小企业运营压力仍大，后期对中小企业的纾困帮扶政策如果退出，会对企业景气度回升造成影响。

图表1： 制造业 PMI 整体走势平稳



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表2： 不同规模企业 PMI 走势

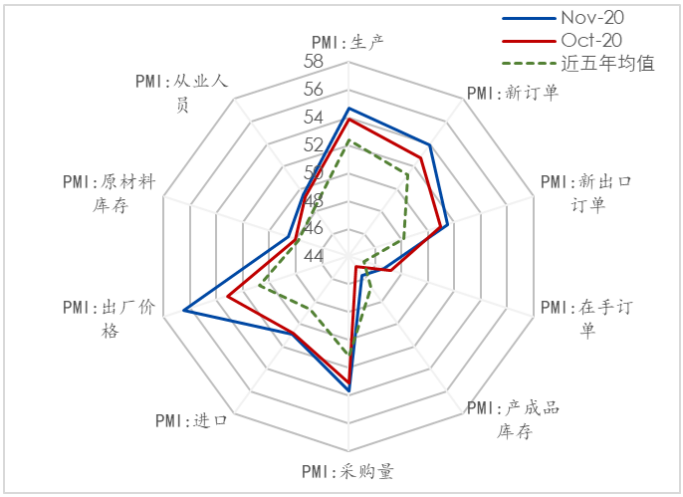


资料来源：Wind，万联证券研究所

生产端维持在较高景气度，需求端继续发力，供需循环持续改善。分项来看，生产端环比上月上行0.8个百分点，11月PMI生产指数为54.7%。新订单指数上行1.1个百分点至53.9%，新出口订单继续上行0.5个百分点至51.5%，内需拉升作用逐步凸显。分行业来看，上、下游两端表现较好：医药、电气机械、计算机、仪器仪表等高技术产业的新订单和生产指数均维持在较高的景气度；受下游需求拉动，上游产品价格持续上涨，有色、黑色、煤炭、化学原料需求增加，价格均明显上行。

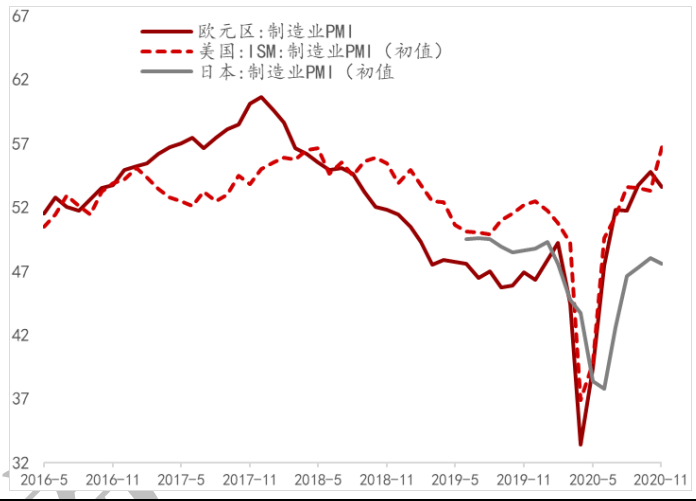
内外需共振修复的趋势延续。11月海外疫情的反弹影响有限，目前生产和日常消费没有停滞，美国制造业PMI继续上行，欧元区小幅回落，但德国和英国PMI仍处于高位，法国PMI回落至荣枯线以下。订单转移到我国的出口替代效应依然存在。冬季海外疫情防控难度较大，2021年疫苗预期能大规模生产并投放到市场中，圣诞节也会提升海外的消费需求，出口保持较强增长的格局在四季度仍不会逆转。但中美贸易摩擦的不确定性和带来的阶段性波动仍在，外需具有一定不确定性。

图表3： PMI 分项走势



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表4： 国外主要经济体 PMI 修复速度放缓

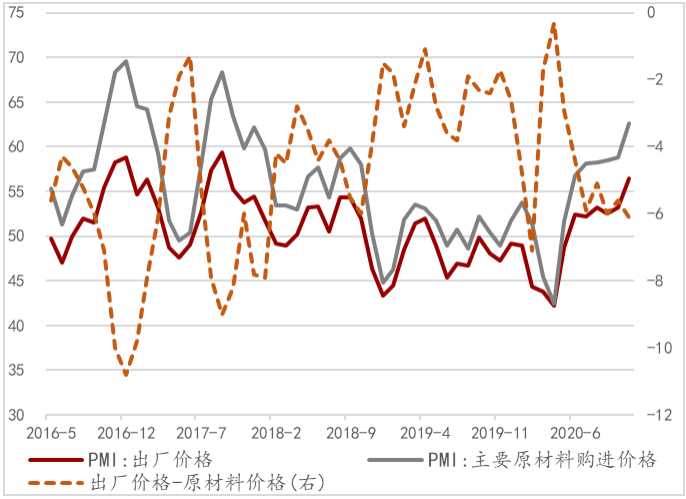


资料来源：Wind，万联证券研究所

原材料、产成品价格指数大幅上行。11月原材料购进价格指数上行3.8个百分点至62.6%，出厂价格指数上行3.3个百分点至56.5%，企业利润仍将进一步修复。出厂价与购进价的剪刀差小幅下行，小型企业价格剪刀差下行幅度最大，企业利润承压。随国内外需求逐步回暖，11月大宗商品价格涨幅明显，拉升了原材料价格指数。上游行业中，黑色有色压延及加工、化学品原料及制品等 PMI价格指数高于60%。

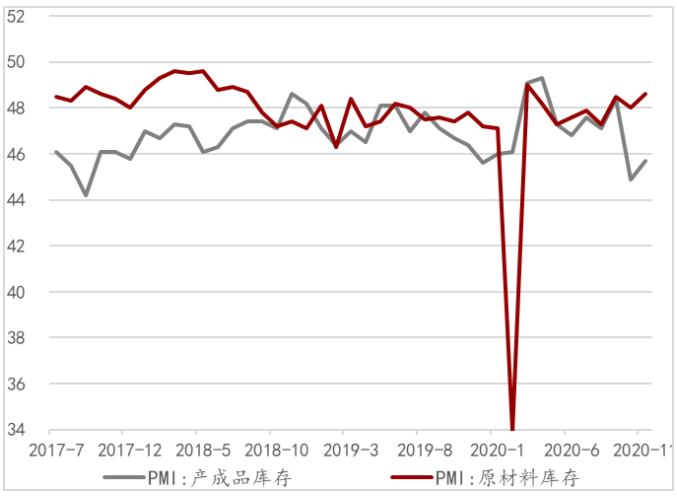
企业库存再次小幅累积。原材料、产成品库存分别上行0.6、0.8个百分点至48.6%、45.7%，近期工业原材料库存补库进度快于产成品补库进度。企业生产经营活动预期上行，企业新出口订单和在手订单逐步上行，企业投资意愿回升，企业的补库存意愿不断提升，企业或将进入主动补库存阶段，但受疫情影响，企业营收和库存数据波动较快，虽然不同库存周期的切换符合经济逻辑，但库存周期的转换速度被明显加快，不同行业库存周期明显分化。

图表5： PMI 出场价格修复幅度大于原材料价格



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表6： PMI 产成品和原材料库存均有所去化

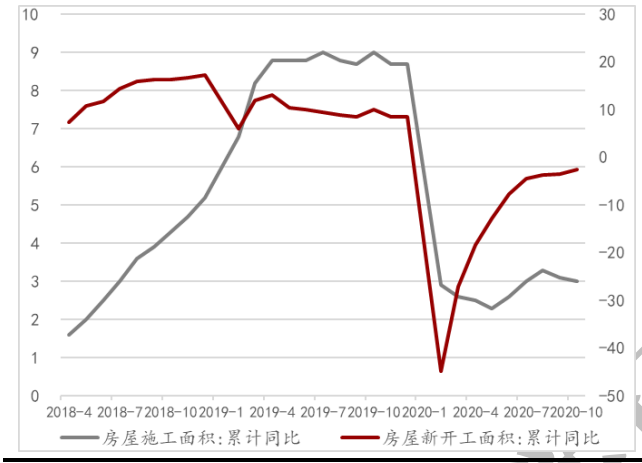


资料来源：Wind，万联证券研究所

房地产景气度下降，上游钢材需求维持旺盛。房地产商务活动指数降至临界点以下，景气度有所回落。房地产新开工面积增速整体趋势放缓，而10月房企赶工需求带动增速边际上行。东北地区10月提速最为明显，由于冬季寒冷及降雪将影响开工，补生产

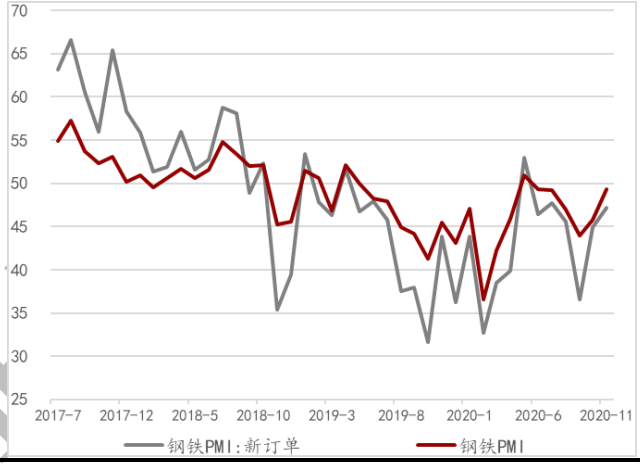
需求较强。一二线城市消费者购房的刚需仍存，且四季度对房企的信贷管控边际放松，可以部分减缓政策对房企资金来源的限制冲击，且对地产的调控仍未传导到工业品需求端。11月钢铁行业PMI较上月上行3.5个百分点至49.3%，受房地产11月施工旺季的影响，钢材需求、生产均有所上行。如果拉尼娜效应带来的冷冬时间能够确定，在冷冬天前，房地产企业可能会维持加快施工。

图表7： 房地产新开工面积累计同比趋势放缓



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表8： 钢铁行业 PMI 反弹上行

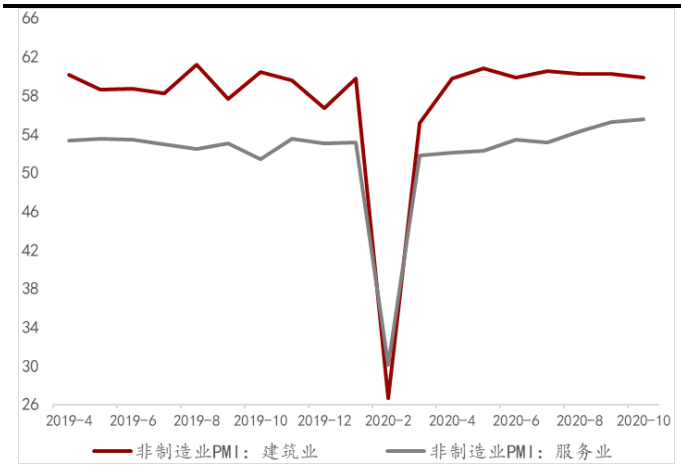


资料来源：Wind，万联证券研究所

2、非制造业PMI修复趋势不变，建筑业略有转弱

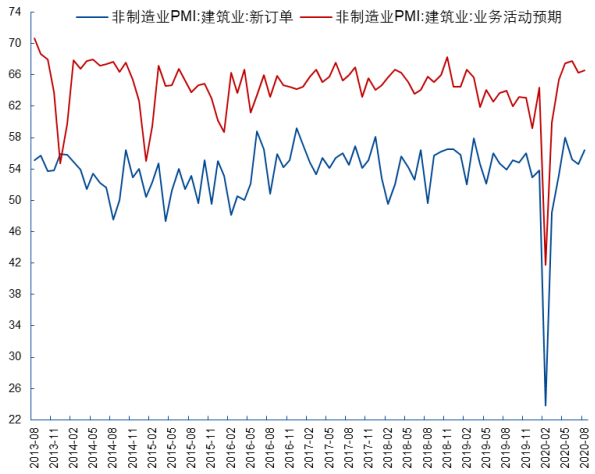
服务业PMI维持恢复趋势，建筑业略有转弱。11月非制造业PMI上行0.2个百分点至56.4%，其中，服务业较上月上行0.2个百分点至55.7%，建筑业PMI上行0.7个百分点至60.5%。建筑业新订单指标继续上行0.9个百分点至54%，业务活动预期指标有所下行。建筑业指数中，土木工程建筑业回落5.7个百分点至56.6%，房屋建筑业PMI上涨4.5个百分点至66.8%，房地产增长韧性明显强于基建，建筑业增长韧性仍在。服务业延续修复修复趋势，随疫情受到控制，对公众出行、住宿和餐饮等抑制已经大幅减轻。铁路运输、航空运输、电信广播电视卫星传输服务、金融等行业商务活动指数位于60.0%以上的高位景气区间。

图表9： 非制造业 PMI 分项走势



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表10：建筑业 PMI 预期仍将继续改善



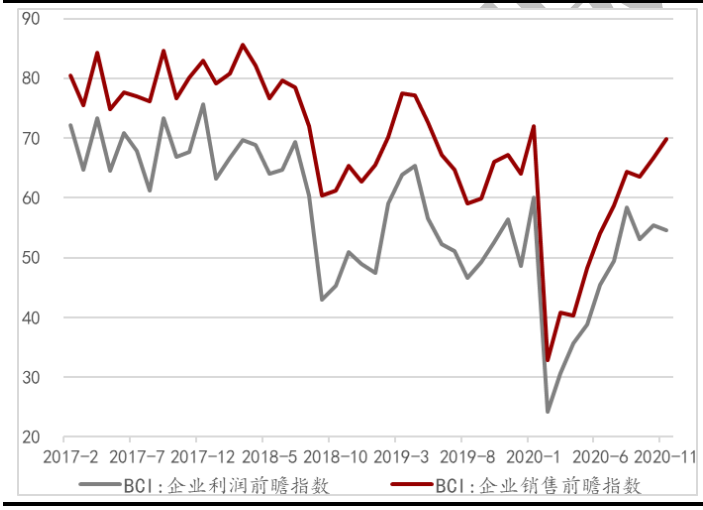
资料来源：Wind，万联证券研究所

就业整体小幅上行，施工旺季拉动建筑业就业。11月PMI从业人员上行0.2个百分点至49.5%,服务业从业人员下行0.8个百分点至47.9%,建筑业上行1.2个百分点至54.4%。施工季节性旺季带动了建筑业的就业，旅游需求环比十一长假有所走弱，用工需求随之降低。

3、总结

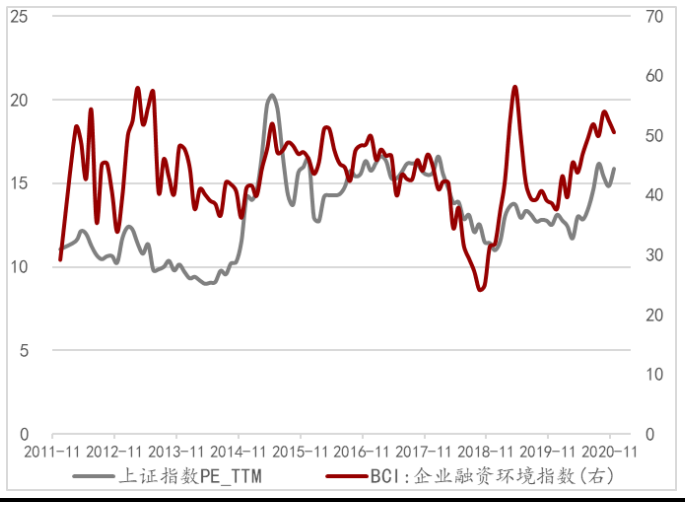
11月PMI整体符合市场预期，生产端维持在较高景气度，需求端持续发力，新出口订单维持旺盛。企业库存小幅累积，企业补库意愿上行。产成品价格、原材料价格大幅上行，大宗商品价格上涨带动原材料价格上行，企业盈利预期仍将继续修复。随经济逐步修复至疫情前状态，四季度经济收官数据表现强势，财政政策将边际收紧，逐步回归常态,经济复苏的主要拉力由逆周期调控的房地产、基建向服务业、制造业切换，地产和基建的上行支撑力量或将小幅走弱，但韧性仍在。外需预期四季度仍将维持修复状态，国外受疫情影响，国内的生产替代效应仍将持续，圣诞节带来的消费复苏，也将带动部分外需订单上行。未来内需能否明显修复提升，仍需关注“内循环”的政策推动下，促消费、稳就业的政策落地情况。短期来看，预期12月PMI仍将维持高景气度。

图表11：企业盈利仍将继续修复



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表12：企业融资环境边际走弱



资料来源：Wind，万联证券研究所

4、风险提示

全球新冠疫情冬季加剧,工业品价格超预期上涨,拉尼娜寒冬效应影响南方企业开工。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅—5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数 ：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心
广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场