

## 景气维持扩张，但结构有所分化 ——3月PMI数据点评

### 摘要

- **制造业 PMI：景气度小幅走低，出口订单再度走弱。**由于2月节后生产加快、积压需求释放造成高基数，3月制造业 PMI 录得 51.9%，较2月回落 0.7 个百分点。从需求端看，受外需偏弱压制，国内需求改善尚不稳固，3月新订单指数为 53.6%，低于2月 0.5 个百分点；从生产端看，企业生产节奏有所放缓，库存有所调整，3月生产指数较2月回落 2.1 个百分点至 54.6%；从就业情况看，3月从业人员指数较2月下降 0.5 个百分点至 49.7%，再次回落至收缩区间；从进出口情况来看，新出口订单指数和进口指数均有所回落，外需走弱更为显著，预计海外流动性收紧和高库存将继续对我国外需形成抑制，内需有望保持韧性。从行业来看，高技术制造业和装备制造业景气度均有所回落，但装备制造业引领作用依然明显，消费品制造业景气度边际上行。
- **不同规模企业景气均走低，大企业需求颇具韧性。**分企业规模看，不同规模企业景气度均回落。大中小型企业生产指数均高于新订单指数，但大型企业的新订单指数回升。进出口方面，大中小型企业出口指数均走低，大、小型企业进口指数上行，而中型企业进口指数回落。从业人员方面，大中型企业从业人员指数走低，中型企业的就业压力依然显著，不同规模企业预期均下滑，大型企业的预期相对乐观。3月，工信部表示从9方面助力中小企业提振信心，国常会也表示将延续和优化实施部分阶段性税费优惠政策，后续中小企业在政策的呵护下景气有望企稳改善。
- **原材料和出厂价格指数下行，企业仍处于去库周期。**3月，在海外银行业风波影响下，国际原油价格先跌后升，主要原材料购进价格指数下降 3.5 个百分点至 50.9%，出厂价格指数也同步下行 2.6 个百分点至 48.6%。短期内国际油价或呈震荡偏弱走势，国内经济保持复苏态势，保供稳价政策持续发力，原材料价格或保持相对稳定，原材料和产成品价格剪刀差有望继续收敛。从不同规模企业来看，大中小型企业主要原材料购进价格指数与出厂价格指数均有回落，但中小企业成本压力边际有所改善。3月，供应商配送时间指数较2月下降 1.2 个百分点，但继续处在荣枯线以上。原材料和产成品库存指数均较2月下降，企业在2月短暂补库之后，仍将回归至去库存的趋势中。
- **非制造业 PMI：服务业、建筑业景气度继续回暖。**3月，非制造业商务活动指数为 58.2%，较上个月超预期升高 1.9 个百分点，连续3个月处于荣枯线上。随着社会活动逐渐正常化，各地开展促消费活动，服务业商务活动指数较2月上升 1.3 个百分点至 56.9%，连续3个月走高。行业上，线下消费恢复基础较好，批发业和零售业景气度较2月均有上升，信息服务业复苏强劲，电信运营和互联网及软件技术服务业景气改善明显，金融业表现也较好。分项指标来看，新订单指数、从业人员指数较2月均有升高，投入品价格与销售价格均跌回收缩区间，后续服务业景气仍有望维持在扩张区间。3月，建筑业景气度连续3个月走高。土木工程建筑业表现最为强劲，房屋建筑和建筑装饰行业也有良好表现，后续建筑业有望在政策发力、地产市场好转下维持在较高景气区间
- **风险提示：**海外需求超预期下降，政策落地不及预期。

### 西南证券研究发展中心

分析师：叶凡  
执业证号：S1250520060001  
电话：010-57631106  
邮箱：yefan@swsc.com.cn

分析师：刘彦宏  
执业证号：S1250523030002  
电话：010-55758502  
邮箱：liuyanong@swsc.com.cn

分析师：王润梦  
执业证号：S1250522090001  
电话：010-57631299  
邮箱：wangrm@swsc.com.cn

### 相关研究

1. 国内多领域布局发展，海外美联储如期加息（2023-03-24）
2. 高质量发展组合拳蓄力，海外流动性风波不断（2023-03-19）
3. 年后第一份成绩单，投资端表现更优（2023-03-16）
4. 复苏进行时，数据透暖意——2月社融数据点评（2023-03-11）
5. 国内统筹经济和社会发展，海外市场承压（2023-03-10）
6. 春节错位之下通胀如何演绎？——2月通胀数据点评（2023-03-10）
7. 开启双期切换下的经济新周期——宏观 2023 年春季投资展望（2023-03-09）
8. 出口好于预期是否可持续？——2023 年 1-2 月贸易数据点评（2023-03-08）
9. 重“稳”寻“新”，踏上新征途——2023 “两会”政府工作报告解读（2023-03-06）
10. 数字中国“加速跑”，海外资产“起波澜”（2023-03-03）

国内经济稳步复苏，但海外需求仍然疲弱，加之 2 月基数较高，2023 年 3 月份中国制造业采购经理指数较 2 月回落 0.7 个百分点至 51.9%。然而，由于线下消费持续恢复，经济活动有序开展，非制造业商务活动指数继续上升 1.9 个百分点至 58.2%，综合 PMI 产出指数也升高 0.6 个百分点至 57.0%。制造业和非制造业的景气程度出现分化，非制造业的复苏态势更为强劲。3 月，2023 年政府工作报告仍部署了相对积极的宏观政策，经济仍将处于修复过程中，后续制造业景气度或将继续维持在扩张区间，但外需走弱可能会对我国制造业形成一定扰动。

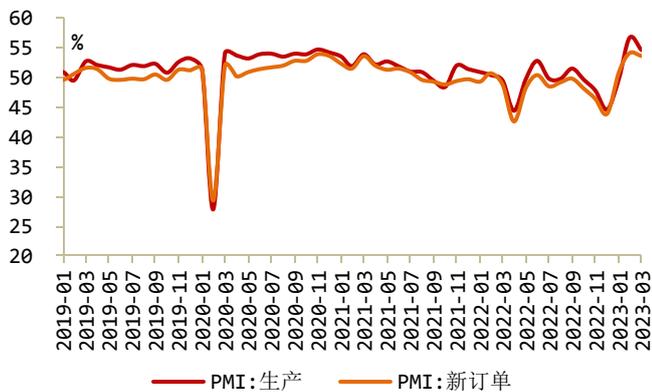
## 1 制造业 PMI：景气度小幅走低，出口订单再度走弱

**制造业生产回落快于需求，就业仍有待改善。**由于 2 月节后生产加快、疫情积压需求释放造成了高基数，2023 年 3 月制造业采购经理人指数录得 51.9%，较 2 月回落 0.7 个百分点，符合我们 2 月在《超预期上行的背后》的判断，但经济复苏节奏依然较快，这一数值略高于市场预期的 51.5%，且在近十年来仅次于 2020 年 3 月水平。其中，产需指数均有所回落，但在需求端小幅回落、之前企业补库较多背景之下，本月供给端的景气度相较需求端回落更为明显。**从需求端看**，受外需偏弱压制，国内需求改善尚不稳固，3 月新订单指数为 53.6%，低于 2 月 0.5 个百分点。企业调查显示，反映市场需求不足的企业比重仍高于 50%，其中出口增速下行是导致企业感受需求不足的一个重要原因。**从生产端看**，由于前期企业补库较多，而需求并未如预期般乐观，企业生产节奏有所放缓，库存有所调整，3 月生产指数较 2 月回落 2.1 个百分点至 54.6%，但仍处于扩张区间，且生产指数超过新订单指数 1.0 个百分点，超出幅度较 2 月有所收敛。**从企业预期来看**，企业对后市预期有所下滑，3 月生产经营活动预期指数录得 55.5%，较 2 月回落 2.0 个百分点，自连续三个月走高后再度回调，但仍位于较高景气区间，企业信心仍保持相对稳定。**从就业情况看**，3 月从业人员指数较 2 月下降 0.5 个百分点至 49.7%，再次回落至收缩区间，返乡劳动力回城、高校毕业生人数增加、出口企业用工需求减少等因素作用下，今年就业问题依然值得重视，但目前劳动力供给依然充足，企业反映劳动力供应不足和劳动力成本高的企业比重分别为 7.5% 和 31.1%，较 2 月下降 1.9 个和 1.3 个百分点。总体来看，由于基数较高，3 月制造业 PMI 略有所回落，复苏斜率有所放缓，但仍处于经济回升的区间内。从政策角度来看，今年两会给出 GDP 增长 5% 左右的目标，财政、货币等宏观政策仍积极定调，3 月份超预期降准 25bp。伴随着政策支持力度不减，经济仍将处于修复过程中，制造业景气度或将继续维持在扩张区间，预计 4 月 PMI 指数将保持稳定或小幅回升，但风险点在于海外经济下行对于国内制造业需求的扰动。

**从进出口情况来看，新出口订单指数和进口指数均有所回落。**新出口订单指数和进口指数分别为 50.4% 和 50.9%，分别较前值回落 2.0 和 0.4 个百分点，依然连续两个月站在荣枯线上。进口方面，由于国内消费恢复情况良好，内需的韧性相对更强；出口方面，海外流动性仍在收紧，去库存趋势仍在延续，欧美 3 月份的 PMI 指数仍处于收缩区间，韩国 3 月前 20 天出口同比下降 17.4%，降幅较之前有所扩大，叠加银行流动性风波引发的恐慌情绪，全球需求仍疲软。总体上，内需的改善好于外需，进口景气度转为高于出口 0.5 个百分点。短期来看，欧美通胀水平仍远超央行目标，货币政策继续收紧，且库存仍处于高位，预计持续对我国外需形成抑制，但国内经济仍处于复苏区间，加之稳增长政策助力，内需有望保持较强韧性，预计后续进口景气度平稳或小幅上行。

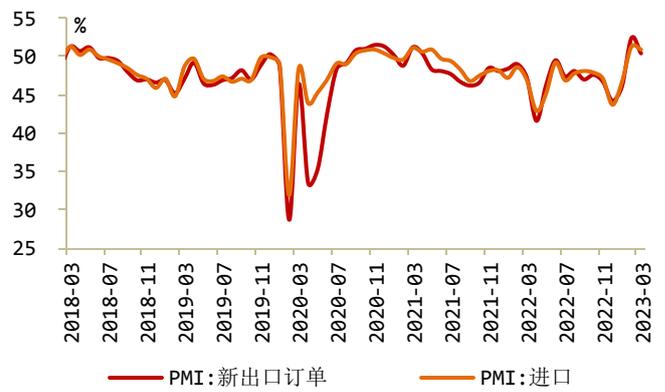
从行业来看，消费品制造业景气边际上行，装备制造业继续引领。在调查的 21 个行业中，有 13 个行业 PMI 高于 2 月，较 2 月减少 1 个。疫后消费复苏仍在延续，消费品市场活跃度继续提升，消费品行业 PMI 较 2 月扩大 0.6 个百分点至 51.9%，新订单指数较 2 月上升 1.5 个百分点至 53.1%，生产指数高于 55%；而高技术制造业和装备制造业景气度均有所回落，PMI 分别下滑 2.4 和 1.5 个百分点至 51.2% 和 53.0%，其中装备制造业对制造业的引领作用依然明显；基础原材料行业仍保持在 52% 以上的扩张区间，但新订单指数虽较 2 月下降超过 2 个百分点。从细分行业上看，非金属矿物制品、通用设备、专用设备、汽车等行业产需指数均升至 57.0% 及以上较高景气区间，食品及酒饮料精制茶、专用设备、铁路船舶航空航天设备、电气机械器材等行业的生产经营活动预期指数位于 60.0% 以上高位景气区间，看好市场发展前景。3 月，国务院总理李强在湖南调研时强调大力发展先进制造业，推进高端制造，加快建设现代化产业体系，近期山东、广东、江苏、四川等地也积极部署，加快制造业项目投产，保持产业链供应链稳定畅通，培育壮大新兴产业新动能等。预计后续制造业投资将维持较高增速，其中高技术制造业、装备制造业仍有望起到引领作用。

图 1：产需指数均回落



数据来源：wind、西南证券整理

图 2：新出口订单指数、进口指数回落



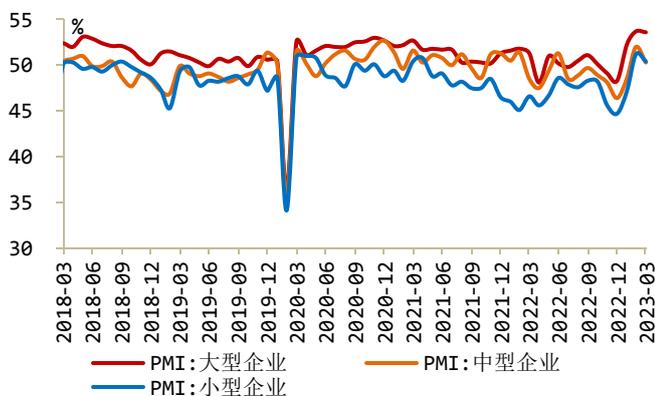
数据来源：wind、西南证券整理

## 2 不同规模企业景气均走低，大企业需求颇具韧性

分企业规模看，不同规模企业景气度均回落，大型企业需求端颇具韧性。3 月，大、中、小型企业 PMI 分别为 53.6%、50.3% 和 50.4%，分别较 2 月下降 0.1、1.7 和 0.8 个百分点，大型企业连续 3 个月处于扩张区间，中小企业连续 2 个月扩张。具体来看，大中小型企业生产指数仍然均高于新订单指数，但大型企业的需求端颇具韧性。3 月，大中小型企业生产指数分别较 2 月下滑 1.0、4.0 和 1.7 个百分点至 57.2%、52.6% 和 52.0%，大型企业新订单指数回升 0.4 个百分点至 56.5%，而中小企业新订单指数下降 1.5 和 0.6 个百分点至 51.3% 和 50.8%。进出口方面，大中小型企业出口指数均走低，其中，大、小型企业出口指数连续两个月扩张，但中型企业出口继续走弱，大、小型企业进口指数上行，而中型企业进口指数回落。具体来看，3 月，大、中、小型企业新出口订单指数分别较 2 月下调 1.5、3.0 和 1.9 个百分点至 52.2%、46.1% 和 52.1%，大、小型企业进口指数分别较前值上升 0.6 和 0.6 个百分点至 54.0% 和 46.7%，中型企业进口指数则下降 3.4 个百分点至 44.4%。总体来看，外需走弱对不同规模企业均形成一定压制，大型企业的内需好于外需，而中小型企业则是外需好于内需，其中，中型企业的进出口表现相对较差。

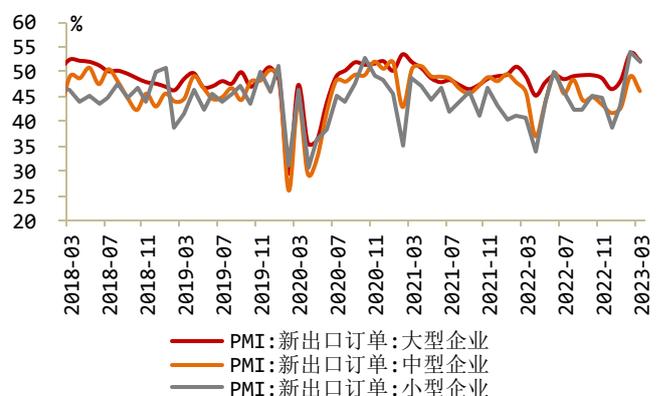
大中型企业从业人员指数走低，不同规模企业预期均下滑。大中型企业的从业人员指数分别走低 0.4 和 1.2 个百分点至 50.6% 和 47.9%，小型企业从业人员指数略回升 0.1 点至 50.1%。其中，中型企业的就业压力依然显著。不同规模企业的预期均有所下降，大中小型企业生产经营活动预期指数分别回落 1.5、2.3 和 2.5 个百分点至 56.7%、53.0% 和 56.3%，大型企业的预期相对乐观。3 月，工信部提出将从政策入企服务、创业培育服务、技术创新服务、数字化绿色化转型服务、育才引才服务、管理提升服务、投融资服务、市场开拓服务和权益保护服务等 9 方面，助力中小企业提振信心。另外，国常会也表示将延续和优化实施部分阶段性税费优惠政策，将减征小微企业和个体工商户年应纳税所得额不超过 100 万元部分所得税政策、降低失业和工伤保险费率政策，延续实施至 2024 年底。后续中小企业在政策的呵护下景气有望企稳改善。

图 3：大中小型企业 PMI 均回落



数据来源：wind、西南证券整理

图 4：大中小型企业新出口订单指数回落



数据来源：wind、西南证券整理

### 3 原材料和出厂价格指数下行，企业仍处于去库周期

原材料购进价格指数和出厂价格指数均下降。3 月，在海外银行业风波影响下，国际原油价格先跌后升，主要原材料购进价格指数下降 3.5 个百分点至 50.9%，出厂价格指数也同步下行 2.6 个百分点至 48.6%。3 月原材料购进价格指数依然高于出厂价格指数，但剪刀差继续收敛，原材料成本仍在向下游传导。原材料价格虽然在前几个月有所回升，但 3 月的数据显示出原材料价格仍处于下行区间，意味着 3 月 PPI 或将继续下探，企业库存或延续去化。短期内，由于银行业风波暂告一段落，联储表态有所偏鸽，国际油价或呈震荡偏强走势。国内经济保持复苏态势，保供稳价政策持续发力，原材料价格或保持相对稳定。市场需求恢复态势较好，上游价格继续向下游传导，原材料和产成品价格剪刀差有望继续收敛。

从不同规模企业来看，大中小型企业主要原材料购进价格指数分别较 2 月下降 2.8、3.7 和 4.9 个百分点至 51.3%、51.1% 和 49.7%，大、中型企业原材料购进价格连续 4 个月扩张，而小型企业原材料购进价格在连续 6 个月扩张后转为收缩。大中小型企业出厂价格指数分别回落 3.3、1.1 和 3.5 个百分点至 50.0%、48.1% 和 46.9%，中小型企业出厂价格指数仍在荣枯线下。总的来看，不同规模企业的两个价格指数均有所下调，但中小型企业原材料价格指数回落幅度快于出厂价格指数，中小企业成本压力边际有所改善。3 月，BCI 企业销售、利润前瞻指数均较前值继续走高，分别上升 2.60 和 5.49 点至 75.66 和 64.21，总成本前瞻指数则下降 1.17 点至 76.13，企业销售和利润预计继续呈现出较大幅度改善。

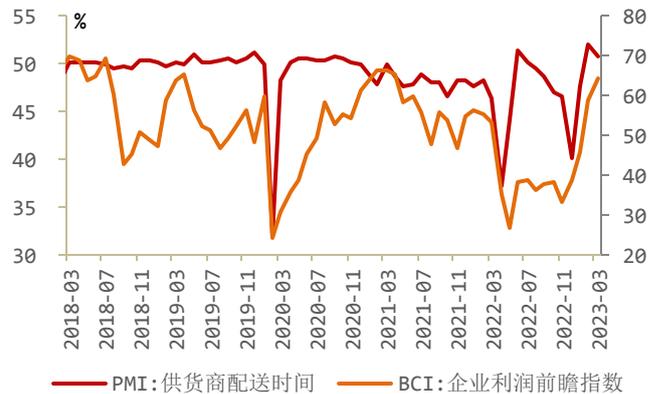
供应商配送时间指数有所回落，企业仍在去库阶段。3月，交通物流逐渐回归正常化，但市场需求相对2月有所回落，供应商配送时间指数为50.8%，较2月下降1.2个百分点，但继续处在荣枯线以上。3月，产成品库存指数为49.5%，较2月下滑1.1个百分点，再度跌至收缩区间，原材料库存指数为48.3%，较2月回落1.5个百分点，但仍位于临界线以下。企业在2月短暂补库之后，仍回归至去库存的趋势中。

图5：主要原材料购进价格、出厂价格回落



数据来源：wind、西南证券整理

图6：供应商配送时间指数回落、企业利润前瞻指数上升



数据来源：wind、西南证券整理

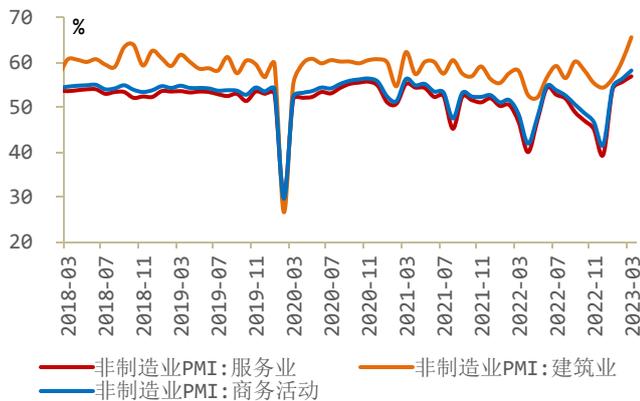
## 4 非制造业 PMI：服务业、建筑业景气度继续回暖

服务业景气度再度上行，景气仍有望维持在高位。3月份，非制造业商务活动指数为58.2%，较上个月超预期升高1.9个百分点，连续3个月处于荣枯线上。3月，随着社会活动逐渐正常化，各地促消费等政策措施发力，服务业商务活动指数较2月上升1.3个百分点至56.9%，景气度连续3个月走高。从行业来看，线下消费恢复基础较好，批发业和零售业商务活动指数较2月均有不同程度上升，住宿业、餐饮业和文体娱乐相关行业 PMI 指数虽有回落但仍在50%以上景气区间；企业商贸往来频繁，铁路、道路、航空运输等行业景气度高于60.0%；在政策扶持和行业创新的推动下，信息服务业复苏强劲，电信运营和互联网及软件技术服务等行业历经数月60%以下运行后，均升至60%以上；金融服务创新增多，货币政策精准有力，金融服务表现良好，金融业商务活动指数和新订单指数持续保持在60%以上，新订单指数较2月有明显上升。分项指标来看，3月，新订单指数为58.5%，较2月走高3.8个百分点。就业情况继续改善，从业人员指数较2月升高0.1个百分点至48.8%。从价格上看，投入品价格下降0.8个百分点至49.6%，销售价格回落3.1个百分点至47.3%，均跌回收缩区间。但服务业企业对于后续发展预期转为边际下滑，业务活动预期指数较2月下降1.6个百分点至63.2%。服务业目前已经进入到常态化复苏阶段，后续仍有望维持在扩张区间，加之4月份清明和五一假期对服务消费仍将有所提振，服务业景气指数或维持在相对高位。

建筑业景气度继续走高，基建、地产均有良好表现。3月，建筑业商务活动指数为65.6%，较2月升高5.4个百分点，气候转暖各地工程施工进度加快推进，政府专项债发行节奏前置，加之房地产需求有所转暖，建筑业景气度连续3个月走高。从分项指标看，3月，建筑业需求大幅回落，新订单指数较2月下降11.9个百分点至50.2%，可能说明本月景气度升高主要由前期积压或在建的工程项目开工所致，高景气的持续性或有所不足；从用工上看，从业人员指数较2月走低7.3个百分点至51.3%，但连续3个月扩张，建筑业用工延续了改善趋

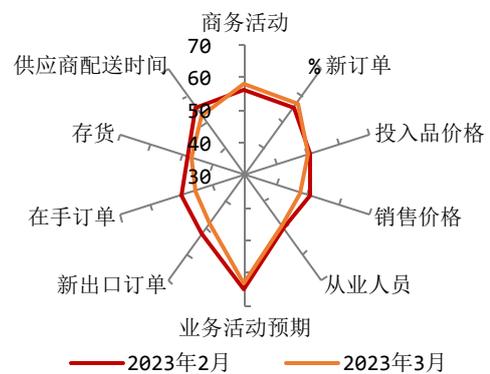
势;从价格上看,投入品价格、销售价格分别较2月回落0.9、2.7个百分点至54.4%、50.9%,连续5个月扩张,销售价格下滑幅度更大;从预期上看,业务活动预期指数为63.7%,较2月下降2.1个百分点。从行业情况看,土木工程建筑业表现最为强劲,商务活动指数升至70%以上,仍体现出基建投资的压舱石作用。同时,受此前房地产支持政策,以及近期地产市场回升的影响,房屋建筑和建筑装饰行业也有良好表现,商务活动指数均保持在55%以上。一季度以来,已发行新增专项债规模占全年限额比重超过30%,准财政工具靠前发力,预计二季度新增专项债发行仍将有所提速,对基建投资形成一定支撑。此外,房地产销售近期逐渐回暖,3月30个大中城市商品房成交面积环比上涨接近30%,地产相关投资有望继续改善。建筑业有望在政策发力、地产市场好转下维持在较高景气区间。

图7: 服务业、建筑业PMI指数继续上升



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	2021-03	2021-04	2021-05	2021-06	2021-07	2021-08	2021-09	2021-10	2021-11	2021-12	2022-1	2022-2	2022-3	2022-4	2022-5	2022-6	2022-7	2022-8	2022-9	2022-10	2022-11	2022-12	2023-1	2023-2	2023-3
中采制造业PMI																									
PMI总指数	51.9	51.1	51.0	50.9	50.4	50.1	49.6	49.2	50.1	50.3	50.1	50.2	49.5	47.4	49.6	50.2	49.0	49.4	50.1	49.2	48.0	47.0	50.1	52.6	51.9
生产量	53.9	52.2	52.7	51.9	51.0	50.9	49.5	48.4	52.0	51.4	50.9	50.4	49.5	44.4	49.7	52.8	49.8	49.8	51.5	49.6	47.8	44.6	49.8	56.7	54.6
雇员	50.1	49.6	48.9	49.2	49.6	49.6	49.0	48.8	48.9	49.1	48.9	49.2	48.6	47.2	47.6	48.7	48.6	48.9	49.0	48.3	47.4	44.8	47.7	50.2	49.7
新订单	53.6	52.0	51.3	51.5	50.9	49.6	49.3	48.8	49.4	49.7	49.3	50.7	48.8	42.6	48.2	50.4	48.5	49.2	49.8	48.1	46.4	43.9	50.9	54.1	53.6
出口订单	51.2	50.4	48.3	48.1	47.7	46.7	46.2	46.6	48.5	48.1	48.4	49.0	47.2	41.6	46.2	49.5	47.4	48.1	47.0	47.6	46.7	44.2	46.1	52.4	50.4
现有存货	46.6	46.4	45.9	46.6	46.1	45.9	45.6	45.0	45.7	45.6	45.8	45.2	46.1	46.0	45.0	44.2	42.6	43.1	44.1	43.9	43.4	43.1	44.5	49.3	48.9
产成品库存	46.7	46.8	46.5	47.1	47.6	47.7	47.2	46.3	47.9	48.5	48.0	47.3	48.9	50.3	49.3	48.6	48.0	45.2	47.3	48.0	48.1	46.6	47.2	50.6	49.5
原材料库存	48.4	48.3	47.7	48.0	47.7	47.7	48.2	47.0	47.7	49.2	49.1	48.1	47.3	46.5	47.9	48.1	47.9	48.0	47.6	47.7	46.7	47.1	49.6	49.8	48.3
采购量	53.1	51.7	51.9	51.7	50.8	50.3	49.7	48.9	50.2	50.8	50.2	50.9	48.7	43.5	48.4	51.1	48.9	49.2	50.2	49.3	47.1	44.9	50.4	53.5	53.5
购进价格	69.4	66.9	72.8	61.2	62.9	61.3	63.5	72.1	52.9	48.1	56.4	60.0	66.1	64.2	55.8	52.0	40.4	44.3	51.3	53.3	50.7	51.6	52.2	54.4	50.9
供应商配送时间	50.0	48.7	47.6	47.9	48.9	48.0	48.1	46.7	48.2	48.3	47.6	48.2	46.5	37.2	44.1	51.3	50.1	49.5	48.7	47.1	46.7	40.1	47.6	52.0	50.8
进口	51.1	50.6	50.9	49.7	49.4	48.3	46.8	47.5	48.1	48.2	47.2	48.6	46.9	42.9	45.1	49.2	46.9	47.8	48.1	47.9	47.1	43.7	46.7	51.3	50.9
中采服务业PMI	55.2	54.4	54.3	52.3	52.5	45.2	52.4	51.6	51.1	52.0	50.3	50.5	46.7	40.0	47.1	54.3	52.8	51.9	48.9	47.0	45.1	39.4	54.0	55.6	56.9
中采建筑业PMI	62.3	57.4	60.1	60.1	57.5	60.5	57.5	56.9	59.1	56.3	55.4	57.6	58.1	52.7	52.2	56.6	59.2	56.5	60.2	58.2	55.4	54.4	56.4	60.2	65.6
综合PMI产出指数	55.3	53.8	54.2	52.9	52.4	48.9	51.7	50.8	52.2	52.2	51.0	51.2	48.8	42.7	48.4	54.1	52.5	51.7	50.9	49.0	47.1	42.6	52.9	56.4	57.0
非制造业商务活动指数	56.3	54.9	55.2	53.5	53.3	47.5	53.2	52.4	52.3	52.7	51.1	51.6	48.4	41.9	47.8	54.7	53.8	52.6	50.6	48.7	46.7	41.6	54.4	56.3	58.2
财新制造业PMI	50.6	51.9	52.0	51.3	50.3	49.2	50.0	50.6	49.9	50.9	49.1	50.4	48.1	46.0	48.1	51.7	50.4	49.5	48.1	49.2	49.4	49.0	49.2	51.6	-

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

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

**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：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

**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

**重庆**

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

**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	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn