

降息后如何看欧洲经济和股市前景？

团队成员

分析师 燕翔
 执业证书编号：S0210523050003
 邮箱：yx30128@hfzq.com.cn

联系人 石琳
 邮箱：sl30332@hfzq.com.cn

投资要点：

经济增长偏缓背景下，6月欧央行如期降息：（1）欧央行6月议息会议如期降息25BP，符合市场预期：欧央行此次降息是G7经济体中继加拿大之后第二个采取行动的央行，但去年年底开始市场已有预期；（2）触发降息的首要条件在于欧洲通胀压力已明显减弱，更深次原因在于欧洲经济疲软：与美国相比，欧洲通胀下行幅度更大，现阶段对央行货币政策的制约明显减弱；欧央行持续加息以来，企业投资和居民信心均受到抑制，尚未回到疫情前水平，且企业信心仍在探底，客观上需要降息以提振经济。

年内欧洲经济有望修复，但幅度偏弱：（1）降息提振内需+外贸环境边际改善，2024年欧洲经济增速有望较上年明显修复，但幅度偏弱：按欧央行最新预测，2024年欧元区实际GDP增速有望从上年的0.6%提升至0.9%，消费和出口成为最主要贡献，但相较其他发达经济体尤其是美国，欧洲的经济修复并不占优；（2）经济修复幅度偏弱，源于降息传导到经济需要时间，以及财政支出力度的退坡：按历史规律，降息对欧洲经济的提振需要半年以上时间见效；2024年欧元区赤字率或从去年的3.6%降至3.0%。

欧股盈利端有望改善，但大概率弱于美股：（1）截至24Q1，欧股盈利略有修复但仍在负增区间，明显落后美股：24Q1欧股EPS增速由23Q4的-14.1%收窄至-5.6%，明显落后于美股（6.0%），其中医药、金融和非耐用消费品增速领先，其余大部分行业仍然承压。（2）往后看，在降息落地+基数效应作用下，24H2欧股盈利有望明显改善，在全球维度表现不差，但或仍逊色于美股：按市场预期，2024年欧洲EPS增速有望从上一年的7.9%提升至9.3%，领先日本（6.3%）、加拿大（5.9%）等经济体，但略输美股（12.4%），一方面源于在欧洲在AI等先进产业上滞后美国，另一方面基本面的改善仍需时间，盈利增速改善幅度落后美股。

盈利修复可期+估值处于低位，全年维度对欧股仍然看好，但长期看相较美股的超额收益或并不明显：（1）欧股估值处于历史偏低水位，且远低于美股：截至6月上旬，欧股远期估值为14.5X，处于历史分位数的30%附近，在发达经济体中处于偏低状态，（2）低估值+盈利改善，总体利好欧股：降息周期启动后，欧洲经济在下半年有望持续修复，进而带动欧股EPS提升，叠加欧股估值处于历史偏低水位，有望获得更多资金流入；

（3）美强欧弱的格局尚未发生转变：在财政支出力度有限、俄乌冲突等影响仍在，以及老龄化、AI等产业发展滞后等中长期因素的推动下，欧洲经济本轮修复力度或偏缓，其相较美股的超额收益或并不明显。

风险提示：通胀超预期上行；金融风险事件爆发；地缘风险事件发生等。

相关报告

- 1、《全球权益市场分化：现象与原因》 — 2024.05.31
- 2、《美股新高背后的盈利逻辑》 — 2024.05.17
- 3、《关注海外二次通胀和上游周期品机会》 — 2024.03.30

正文目录

1	通胀压力可控+经济疲软，欧央行如期降息	3
2	年内欧洲经济有望修复，但幅度偏弱	6
3	欧股盈利端有望改善，但大概率弱于美股	8
4	风险提示	13

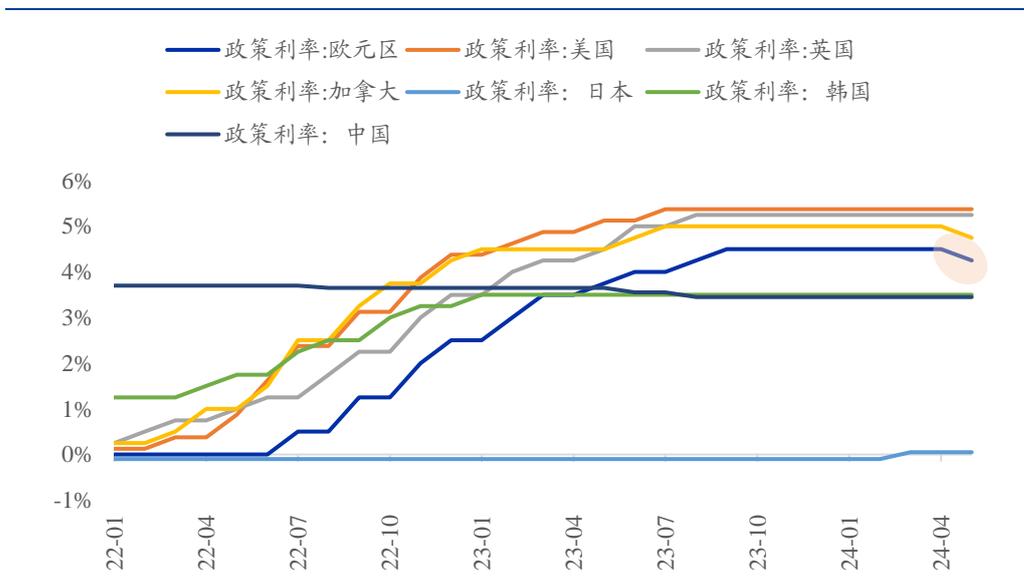
图表目录

图表 1:	6月欧央行继加拿大央行后率先开启降息	3
图表 2:	市场在23年底已预期欧央行最早或24Q2降息	3
图表 3:	截至5月，欧元区CPI降至2.6%	4
图表 4:	24Q1欧元区实际GDP增速为0.1%	5
图表 5:	24Q1欧洲消费和净出口改善，投资边际下行	5
图表 6:	截至5月，欧洲商业信心指数仍在探底	6
图表 7:	22Q4以来欧洲消费者信心持续修复	6
图表 8:	按欧央行预测口径，2024年欧元区GDP增速有望提升至0.9%	7
图表 9:	主要发达经济体中，欧元区年内经济回升幅度或偏弱	7
图表 10:	利率领先欧洲经济约7个月左右	8
图表 11:	2024欧元区财政赤字率或降至3.0%	8
图表 12:	24Q1欧股EPS增速收窄至-5.6%	9
图表 13:	医药、金融和可选消费的24Q1EPS增速领先	9
图表 14:	截至24Q1，欧股ROE(TTM)为14.9%	10
图表 15:	年内欧股盈利修复力度并未超越美股	11
图表 16:	按市场预期，2024年主要经济体EPS增速将明显改善	11
图表 17:	截至6月上旬，欧股远期估值为14.5X	12
图表 18:	截至5月底，欧股估值历史分位数在30%附近	12

1 通胀压力可控+经济疲软，欧央行如期降息

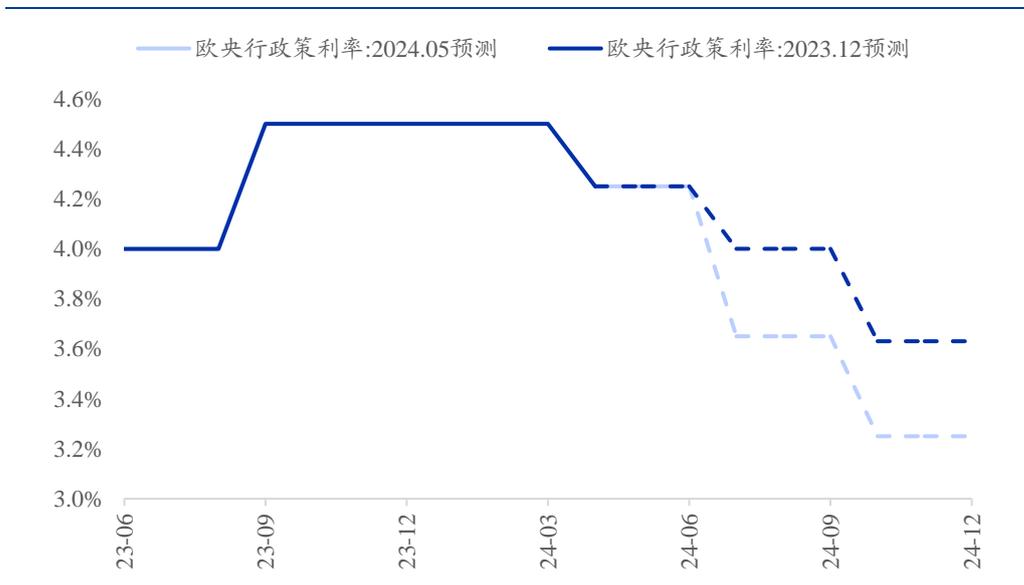
欧央行6月议息会议如期降息25BP，整体符合市场预期。6月6日，欧央行议息会议通过决议，将欧元区主要再融资利率、边际借贷利率和存款机制利率三大关键利率均下调25BP。继加拿大本月5号率先降息后，欧央行此次降息是G7经济体中第二个采取行动的央行，但总体符合市场预期。去年年底市场已开始预期欧央行最早或在二季度转向，我们在3月份报告中也指出“3月瑞士央行意外降息25BP，或加速开启海外降息潮，二季度是重要节点”。尽管年初以来对降息幅度的预期略有修正，但5-6月开启降息仍是普遍预期。而欧央行6日官宣降息后，欧元、欧债等资产反映平淡，很大程度源于市场已提前 price in，增量信息有限。

图表 1：6月欧央行继加拿大央行后率先开启降息



来源：iFind、华福证券研究所

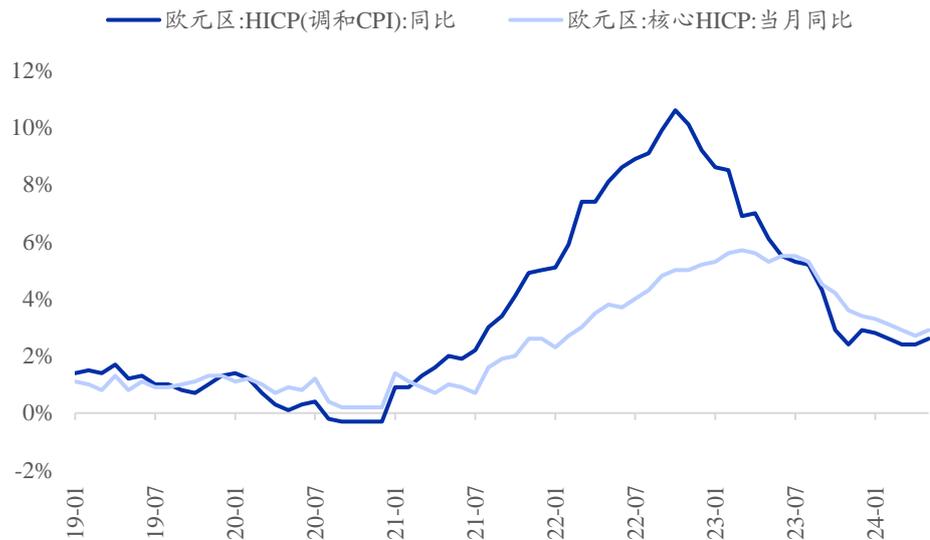
图表 2：市场在 23 年底已预期欧央行最早或 24Q2 降息



来源：Factset、华福证券研究所；欧央行政策利率选取主要再融资利率

触发降息的首要条件在于欧洲通胀压力已明显减弱，不再构成对货币政策宽松的主要制约。年初以来，欧元区通胀整体仍然延续温和下行趋势，但下行速率已明显降缓。截至5月，欧元区CPI、核心CPI分别为2.6%、2.9%，回到21Q3水平。与美国相比，欧洲经济内生动能偏弱，反映在通胀上下行幅度更大，与2023年相比，通胀对欧央行的货币政策宽松的制约明显减弱，而刺激经济的顺位更加靠前。

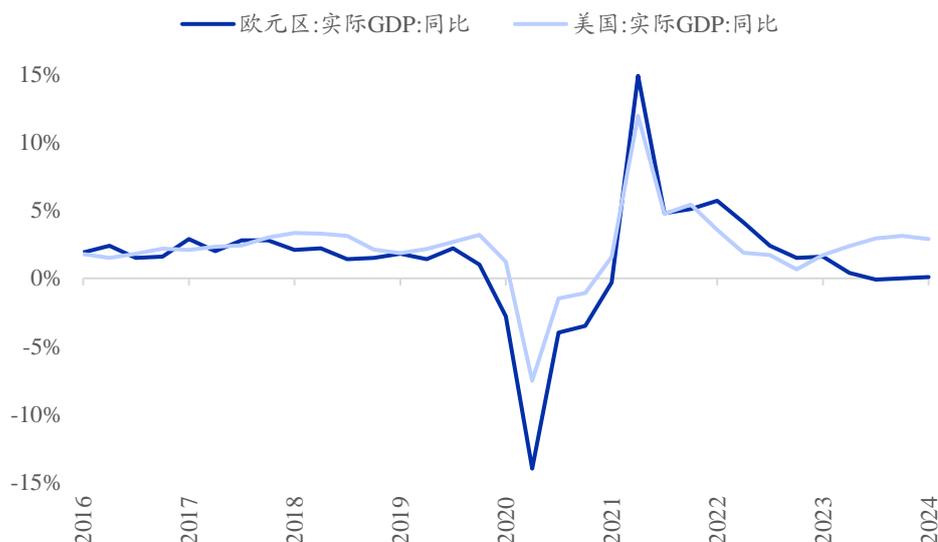
图表 3：截至 5 月，欧元区 CPI 降至 2.6%



来源：iFind、华福证券研究所

触发降息的更深层次原因在于欧洲经济疲软，亟需降息以提振经济。截至 24Q1，欧元区实际 GDP 增长 0.1%，较 23H2 边际好转，但上行幅度较为有限。与美国 Q1 2.9% 的增速相比，欧元区经济恢复相对疲软。从三驾马车视角看，居民消费在 23H2 以来明显改善，主要受益于通胀回落后居民消费信息恢复，以及 Q4 以来的金融条件转松；投资整体低迷，24Q1 增速再度降至 -1.2%；净出口项再度转正 (-9.5%→11.4%)，在全球经济弱复苏背景下，欧洲面临的外贸环境边际好转。但整体而言，欧洲经济相对偏软，尤其是相较美国的差距更为突出，在 2024 财年欧洲财政普遍收缩背景下，货币政策成为提振经济的不二法门。

图表 4: 24Q1 欧元区实际 GDP 增速为 0.1%



来源: Wind、华福证券研究所

图表 5: 24Q1 欧洲消费和净出口改善, 投资边际下行

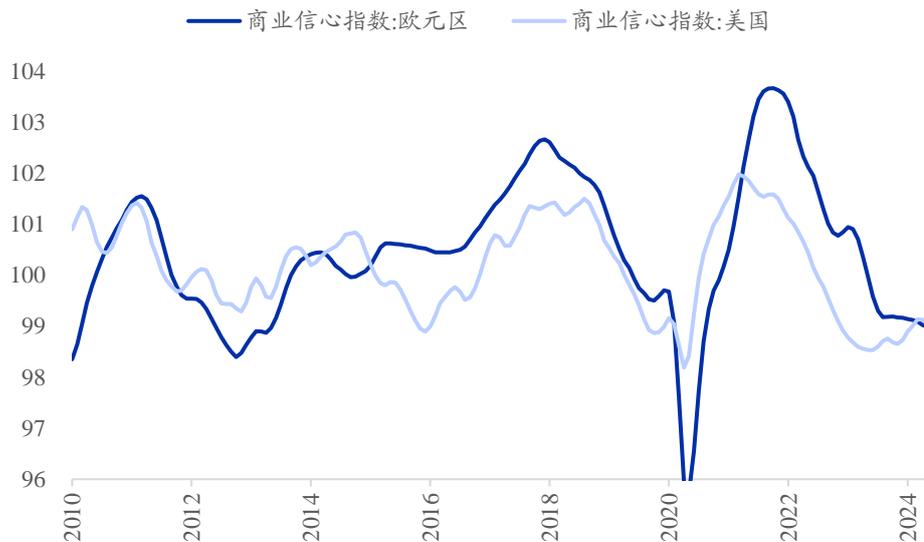
	欧元区:实际GDP增速:支出法											
	24-03	23-12	23-09	23-06	23-03	22-12	22-09	22-06	22-03	21-12	21-09	21-06
实际GDP同比:	0.1%	0.0%	-0.1%	0.4%	1.6%	1.5%	2.4%	4.1%	5.7%	5.1%	4.8%	14.9%
居民消费	0.8%	0.6%	-0.3%	0.4%	1.5%	1.1%	2.0%	5.5%	8.7%	6.6%	3.5%	13.2%
政府消费	1.5%	1.5%	1.5%	0.7%	0.1%	0.7%	0.6%	1.6%	3.4%	2.8%	2.8%	8.0%
投资	-1.2%	1.2%	0.1%	1.1%	2.5%	0.1%	3.9%	2.0%	4.4%	1.3%	2.8%	18.6%
净出口	11.4%	-9.5%	16.4%	3.7%	22.0%	24.4%	-14.3%	-0.1%	-11.2%	-8.7%	20.2%	99.3%

来源: Wind、华福证券研究所

欧央行持续加息以来, 企业投资和居民信心均受到抑制, 现阶段均未回到疫情前水平, 且企业信心仍在探底, 客观上需要降息以提振经济。一般意义而言, 企业部门对利率更为敏感。2022 年俄乌冲突引发的高通胀及欧央行开始持续加息, 使得企业部门承压明显, 截至 2024 年 5 月, 欧洲商业信心指数仍在探底, 反映企业部门仍在走弱。而 22Q4 开始随着通胀压力持续缓解, 消费者信心指数持续好转, 整体好于居民部门, 但仍未达到疫情前水平, 反映高利率对居民部门的抑制同样存在。因此在经济基本面偏弱、通胀压力已明显缓解的背景下, 不难理解在这一时点欧央行的降息操作。



图表 6: 截至 5 月, 欧洲商业信心指数仍在探底



来源: OECD、华福证券研究所

图表 7: 22Q4 以来欧洲消费者信心持续修复



来源: OECD、华福证券研究所

2 年内欧洲经济有望修复, 但幅度偏弱

降息提振内需+外贸环境边际改善, 2024 年欧洲经济增速有望较上年明显修复, 但幅度偏弱。按欧央行 6 月份的最新预测, 2024 年欧元区实际 GDP 增速有望从去年的 0.6% 提升至 0.9%, 整体处于复苏周期。其中, 居民消费构成最主要贡献, 增速有望从 0.6% 提升至 1.2%, 政府消费同样有望边际提升 (0.8% → 1.2%), 主要源于居民消费信心持续修复, 而降息预期有望进一步带动; 投资端总体承压, 增速或从去年的

1.3%降至 0.1%；外贸有望总体改善，尤其是出口或从-0.9%提升至 1.3%，成为继消费后对欧洲经济的第二大支撑。但从整个发达经济体视角看，欧洲经济修复年内仍偏慢，尤其是相较美国而言。现阶段，市场普遍预期美国年内 GDP 增速或在 2%以上，相较欧洲的经济优势地位仍未发生转变。

图表 8：按欧央行预测口径，2024 年欧元区 GDP 增速有望提升至 0.9%

	2023	2024E	2025E	2026E
增速：				
实际GDP：	0.6%	0.9%	1.4%	1.6%
居民消费	0.6%	1.2%	1.7%	1.6%
政府消费	0.8%	1.2%	1.1%	1.1%
投资	1.3%	0.1%	1.5%	2.0%
出口	-0.9%	1.3%	2.9%	3.1%
进口	-1.4%	0.5%	3.2%	3.3%
对GDP贡献：				
内需	0.8%	0.9%	1.4%	1.5%
净出口	0.3%	0.4%	0.0%	0.1%
存货变动	-0.5%	-0.5%	0.0%	0.0%

来源：欧央行、华福证券研究所

图表 9：主要发达经济体中，欧元区年内经济回升幅度或偏弱

	G7国家实际GDP增速(含预测)					
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
欧元区	5.9%	3.4%	0.6%	0.7%	1.4%	1.5%
美国	5.8%	1.9%	2.5%	2.4%	1.8%	2.0%
英国	8.7%	4.3%	0.1%	0.5%	1.2%	1.5%
加拿大	5.3%	3.8%	1.2%	1.2%	2.0%	1.9%
日本	2.6%	1.0%	1.9%	0.4%	1.0%	1.0%
韩国	4.6%	2.7%	1.4%	2.5%	2.1%	2.2%

来源：Factset、华福证券研究所

年内欧洲经济修复幅度偏弱，首要原因在于降息对经济的提振需要半年以上时间见效，当下企业端疲软局面的改变仍需等待。从历史经验看，利率领先欧洲经济约 7 个月左右，也即降息对经济的提振需要半年以上才能见到效果。而此前接近两年的加息周期，使得消费者和企业均收到明显冲击，而现阶段消费已明显改善，但企业投资疲软更为突出，年内投资端的提振或相对有限，尤其是在俄乌冲突仍在延续、通胀仍有尾部风险的背景下，本轮企业端的修复或需要更多时间。

图表 10：利率领先欧洲经济约 7 个月左右



来源：Wind、华福证券研究所

年内欧洲经济修复幅度偏弱,另一个原因在于 2024 年欧洲财政大概率继续退坡,政府支出对经济的刺激作用相对不突出。按 Factset 汇总的市场预期数据,2024 年欧元区赤字率或从上年的 3.6%降至 3.0%,而同期美国从 6.3%降至 5.9%,欧元区财政力度的下滑相较美国更加突出。究其原因,一方面在于前期能源和通胀支持措施的推出,另一方面与美国相比欧洲的财务约束更加严格。在财政支出力度明显消退,紧靠降息的货币政策脉冲,对于经济的刺激力度明显打折扣。

图表 11：2024 欧元区财政赤字率或降至 3.0%

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
欧元区	5.2%	3.7%	3.6%	3.0%	2.7%	2.3%
英国	12.1%	5.4%	6.3%	5.9%	6.0%	5.4%
加拿大	5.4%	1.1%	2.1%	1.3%	1.2%	-
美国	12.1%	5.4%	6.3%	5.9%	6.0%	5.4%
日本	5.1%	6.4%	5.3%	4.3%	3.5%	3.0%

来源：Factset、华福证券研究所

3 欧股盈利端有望改善,但大概率弱于美股

对于欧股而言,24Q1EPS 增速边际好转,由 23Q4 的-14.1%收窄至-5.6%,但仍明显落后于同期美股(6.0%)。为对标美股的标普 500,我们采用 Stoxx Europe 600 作为欧股的代理指标,其在指数设计上与标普 500 类似,占欧股总市值的 90%以上,能够较好反映欧洲股市总体情况。截至 24Q1,Stoxx Europe 600 的 EPS 增速为-5.6%,较 23H2 明显好转,但总体仍然处于偏低水位。而对标同期美股,24Q1 标普 500EPS 增速为 6.0%,两者差距相对较大。

图表 12: 24Q1 欧股 EPS 增速收窄至-5.6%



来源: Factset、华福证券研究所

分行业看, 24Q1 欧股 EPS 增速中, 医药、金融和非耐用消费品增速领先, 其余大部分行业仍然承压。Stoxx Europe 600 的 24Q1 分行业 EPS 增速中, 医疗服务(26.4%)、金融(19.2%)、非耐用消费品(10.6%)、医疗技术(6.4%)等行业增速领先, 制造业、能源开采等大部分仍处于负增状态。其中, 金融受益于 23Q4 开始欧洲金融条件放松、经济边际上行, 而医药则得益于欧洲几大制药巨头的业绩超预期, 非耐用消费品(奢侈品等)则受益于欧洲和美国的消费韧性。但整体看, 除金融、医药、可选消费外, 上游和中游制造业普遍承压, 反映欧股盈利端仍有压力。

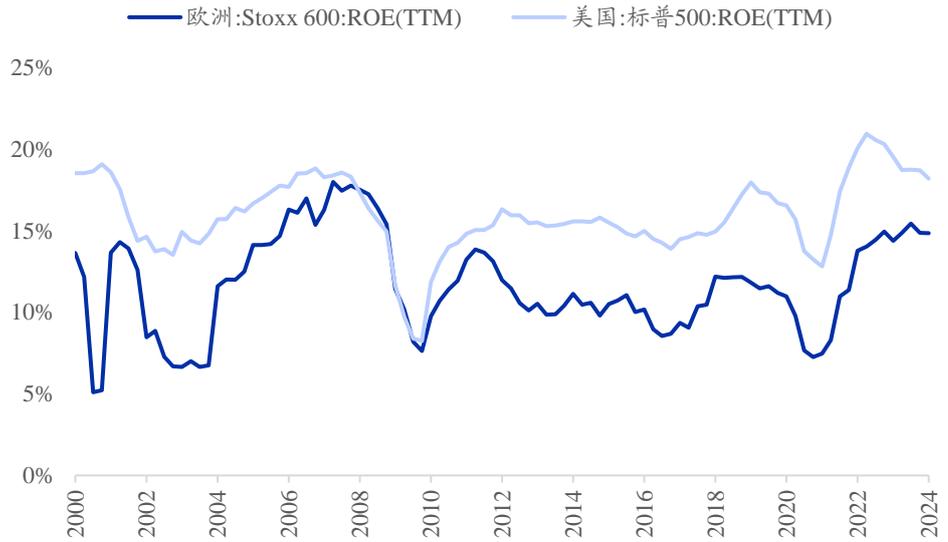
图表 13: 医药、金融和可选消费的 24Q1EPS 增速领先

Stoxx Europe 600:	Stoxx Europe 600:分行业:EPS增速								
	24-03	23-12	23-09	23-06	23-03	22-12	22-09	22-06	22-03
Stoxx Europe 600:	-5.8%	-14.2%	-12.8%	0.3%	11.8%	6.5%	28.2%	31.7%	43.9%
医疗服务	26.4%	2.3%	-26.9%	-23.4%	-22.0%	-4.3%	-16.9%	1.5%	-20.0%
金融	19.2%	-2.2%	31.4%	67.1%	55.2%	21.3%	-3.0%	8.7%	-13.9%
非耐用消费品	10.6%	1.0%	12.8%	-7.0%	-8.5%	-5.8%	5.9%	3.7%	17.6%
医疗技术	6.4%	9.9%	1.4%	7.8%	3.9%	3.7%	15.7%	13.8%	20.1%
零售贸易	4.5%	17.9%	11.6%	15.4%	24.6%	0.9%	2.9%	14.2%	120.2%
商业服务	1.4%	4.0%	-8.9%	39.9%	-1.9%	7.2%	23.0%	19.0%	29.1%
通讯	-3.8%	-137.0%	71.7%	-15.5%	-14.2%	-	16.2%	61.5%	144.4%
分销服务	-5.1%	13.3%	-12.1%	-19.0%	-13.0%	-16.9%	51.2%	73.2%	113.8%
技术服务	-15.9%	27.7%	63.3%	11.5%	29.2%	-25.6%	-16.5%	-23.4%	-6.5%
加工工业	-16.7%	-33.7%	-74.7%	-56.7%	-56.9%	-43.3%	-2.1%	13.4%	74.3%
耐用消费品	-17.2%	0.4%	15.3%	2.2%	37.1%	-32.1%	19.4%	-11.6%	31.7%
生产设备	-18.5%	58.6%	-26.5%	10.6%	50.6%	-36.3%	36.0%	-50.3%	-11.3%
电子技术	-21.6%	-4.8%	-46.2%	4.9%	32.6%	18.6%	34.5%	18.4%	14.1%
能源矿产	-26.7%	-39.8%	-46.5%	-55.6%	-10.9%	63.5%	163.9%	239.4%	211.1%
公用事业	-29.3%	-29.3%	-56.6%	-20.7%	143.1%	37.8%	-0.7%	14.5%	-102.7%
非能源矿产	-29.5%	-37.7%	-87.6%	-42.4%	-48.8%	-55.3%	-34.7%	-5.1%	133.1%
运输	-64.3%	-47.5%	-23.1%	-15.8%	-32.5%	15.0%	131.2%	445.7%	231.6%

来源: Factset、华福证券研究所

从 ROE 视角看，24Q4 欧股 ROE (TTM) 维持在 15% 附近，高于疫情前水平，但仍显著低于美股。截至 24Q1，Stoxx Europe 600 的 ROE (TTM) 为 14.9%，与 23Q4 持平，仍显著高于疫情前 12%-13% 的平均水平。但若和美股横向对比，24Q1 标普 500 的 ROE 为 18.2%，欧股较美股有明显差异。从更长的时间序列维度看，近 20 年来美股 ROE 在绝大多数时间都领先欧股，一方面源于美国经济基本面更好，另一方面美股的盈利能力更强，尤其体现在科技和消费方面。

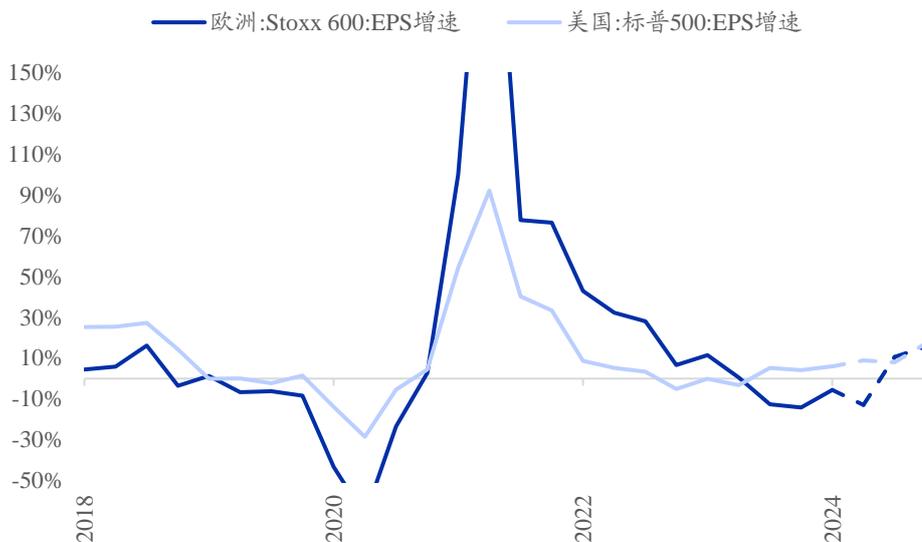
图表 14：截至 24Q1，欧股 ROE (TTM) 为 14.9%



来源：Factset、华福证券研究所

往后看，在降息落地+基数效应作用下，24H2 欧股盈利有望明显改善，但较难超越美股。截至 6 月初，按分析师自下而上汇总的盈利预期数据，24Q2-Q4 欧洲 Stoxx 600 的 EPS 预期增速分别为-12.9%、10.6%、15.7%。与 Q1 的-5.6%增速相比，Q2 欧股或继续承压，但下半年有望明显改善，一方面源于 23H2 基数较低，另一方面从历史经验看降息对欧洲经济的带动一般在 1-2 个季度后体现。但同期美股 Q2-Q4 的 EPS 预期增速为 8.9%、8.0%和 17.3%。因此从市场预期维度看，欧股在盈利端的改善相较美股并不明显。

图表 15: 年内欧股盈利修复力度并未超越美股



来源: Factset、华福证券研究所

从全球市场的角度看, 2024 年欧股 EPS 增速大概率领先日本、加拿大、澳大利亚等经济体, 但同样略输美股。按 Factset 统计的各个经济体的所有股票盈利增速预期汇总的数据, 2024 年欧洲 EPS 增速有望从上一年度的 7.9% 进一步提升至 9.3%, 领先日本 (6.3%)、加拿大 (5.9%) 等经济体, 但同样略输美股 (12.4%)。美股的强势, 一方面源于 AI 产业链有望保持高景气, 另一方面在降息预期带动下, 市场对美国软着陆甚至不着陆的信心较强。而欧洲在 AI 产业明显滞后美国, 在经济基本上同样偏弱, 使得整体的盈利增速改善幅度相对美股较小。但从全球维度看, 欧股市场前景总体不差, 其盈利改善同样值得期待。

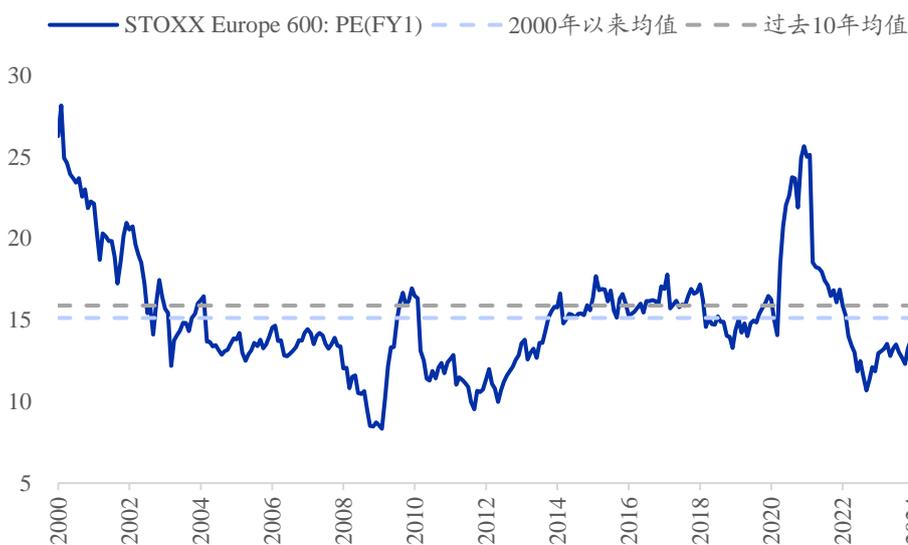
图表 16: 按市场预期, 2024 年主要经济体 EPS 增速将明显改善

	主要市场EPS增速 (含预期)					CAPEX (2014-2023)
	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
发达市场:	0.8%	0.1%	12.6%	13.2%	11.6%	4.0%
美国	5.3%	1.8%	12.4%	15.8%	12.7%	6.7%
欧洲	-6.0%	7.9%	9.3%	8.8%	11.0%	2.3%
日本	-3.1%	-0.5%	6.3%	8.9%	8.1%	4.0%
加拿大	8.5%	-12.9%	5.9%	14.6%	3.7%	3.6%
澳大利亚	13.8%	-12.7%	-1.1%	5.6%	7.3%	1.0%
韩国	-27.1%	-31.3%	65.0%	23.3%	11.7%	-0.6%
新兴市场:	-8.0%	-4.9%	11.9%	16.7%	12.1%	-0.1%
中国	-8.3%	-8.0%	8.3%	19.2%	15.3%	0.9%
印度	-0.1%	27.8%	16.2%	17.0%	14.2%	6.7%
巴西	4.9%	-8.5%	12.8%	11.1%	8.1%	0.2%
泰国	-3.2%	-12.5%	11.7%	11.6%	13.3%	1.4%
墨西哥	17.8%	-1.4%	25.9%	14.8%	11.8%	3.1%

来源: Factset、华福证券研究所; EPS 增速预期为各个经济体的所有股票盈利增速预期汇总

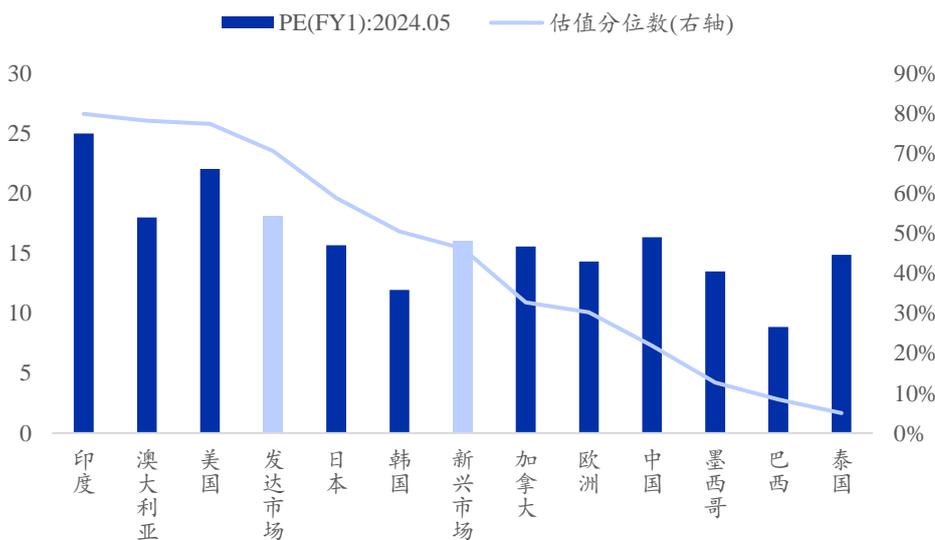
从估值视角看，现阶段欧股估值处于历史偏低水位，且远低于美股，后续在资金再平衡推动下，有望获得更多资金流入。截至6月上旬，Stoxx Europe 600的远期估值为14.5X，低于2000年以来均值（15.1X）和过去10年均值（15.9X）。作为对比，标普500的远期估值为21.6X，高于2000年以来均值（17.9X）和过去10年均值（19.6X）。尽管欧美估值的水位，与其产业结构关系密切，尤其是美股中科技产业龙头更为突出。但从全球视角看，欧股估值总体处于发达经济体尾部，后续在资金再平衡推动下，有望获得更多资金流入。

图表 17：截至 6 月上旬，欧股远期估值为 14.5X



来源：Factset、华福证券研究所；EPS 增速预期为各个经济体的所有股票盈利增速预期汇总

图表 18：截至 5 月底，欧股估值历史分位数在 30% 附近



来源：Factset、华福证券研究所；截至 2024.05.28，估值分位数选取区间为过去 10 年



盈利修复可期+估值处于低位，全年维度对欧股仍然看好，但长期看相较美股的超额收益或并不明显。往后看，降息周期启动后，欧洲经济在下半年有望持续修复，进而带动欧股 EPS 提升，叠加欧股估值处于历史偏低水位，或更容易获得平衡型投资者青睐。但也要看到，在财政支出力度有限、俄乌冲突等影响频仍，以及老龄化、AI 等产业并不占优等中长期因素的推动下，欧洲经济本轮修复力度或偏缓，其相较美股的超额收益或并不明显。从美欧对比的角度看，权益类资金仍更加倾向于配置美国，这一大趋势现阶段尚未看到明显变化。

4 风险提示

通胀超预期上行；金融风险事件爆发；地缘风险事件发生等。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，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。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20% 以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5% 以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数 -5% 以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn