



研究所

分析师:袁野
SAC 登记编号:S1340523010002
Email:yuanye@cnpsec.com
研究助理:苑西恒
SAC 登记编号:S1340124020005
Email:yuanxiheng@cnpsec.com

近期研究报告

《有效需求不足制约新涨价，仍需政策提质增效》 - 2024.07.11

宏观研究

低基数助力出口稳定，后续增长压力仍大

● 核心观点

(1) 6月当月出口同比增速8.6%，好于预期，亦好于前值和季节性，主因是低基数效应。若剔除基数效应影响，6月出口两年复合增速为负，且呈现边际走弱迹象。

从国别来看，在低基数效应下，6月我国对美国、欧盟、日本、韩国、东盟、巴西、俄罗斯7个主要贸易伙伴的出口增速均对整体出口增速产生正向拉动作用，其中，我国对东盟的出口增速对整体出口增速的拉动作用最为显著，其次是美国和欧盟；从边际变化来看，我国对欧盟出口的拉动作用边际变化最为显著，其次是美国，而我国对东盟和俄罗斯出口的拉动作用边际回落。若剔除基数效应来看，从两年复合增速来看，我国对巴西和俄罗斯出口正增长，其他均为负增长；从边际变化来看，我国对韩国出口增速边际回暖，我国对美国、欧盟、日本、韩国、东盟、巴西、俄罗斯出口增速边际回落。

从出口商品来看，剔除基数效应影响，交通运输工具出口保持较高韧性，成为出口增速的主要支撑，但边际有所走弱。地产后周期产品、半导体和电子产品出口增速出现分化，其中，家电和液晶平板显示模组出口保持韧性，维持正增长，且边际有所改善，家具、灯具、集成电路、手机、音视频设备及其零件出口负增长。劳动密集型产品出口负增长，且呈现明显边际走弱迹象。

(2) 6月进口同比增速-2.3%，超预期回落，弱于前值和季节性。

从国别来看，我国对韩国进口维持正增长，对美国、欧盟、日本、东盟、巴西、俄罗斯进口负增长。

(3) 展望：7月我国出口同比增速在9.8%左右，下半年或面临下行风险。

从出口领先指标来看，韩国7月前10日出口保持高速增长，增速环比明显改善，上海出口集装箱运价指数亦环比走高，且7月存在较为明显低基数效应，均指向7月出口增速韧性犹在。根据高频指标线性外推，预计7月我国出口增速在9.8%左右水平。

从年度展望来看，我们基于当前数据和近期主要贸易伙伴经济资讯，对我国出口增速预测假设进行修正。基于修正后假设测算，预计2024年我国出口增速在1.2%左右（部分国家未考虑服务出口，或存在低估），较前值回落0.3pct。虽然数值或存在低估，但从趋势上看，下半年出口或存在下调风险。从当前数据来看，若剔除低基数因素，5月和6月两个月出口的两年复合增速已经呈现边际回落。

6月通胀数据显示，有效需求不足是制约当前经济持续修复的关键问题。若下半年外需回落，则扩内需稳增长政策效果显现对于经济可持续修复十分关键。从6月通胀数据来看，目前扩内需稳增长政策效果尚不显著。往后看，目前较为明确的抓手：一是加速发行专项债，托底基建投资。二是推进落实前期以旧换新、设备更新改造政策效果。此外，鉴于三季度或是近期稳地产政策效果的观察窗口期，短期稳地产政策进一步加码的可能性相对较低。若政策效果仍不及预期，不排除稳地产政策进一步加码的可能。

● **风险提示：**

中美贸易摩擦超预期加剧；美国商业银行危机超预期演变；海外地缘政治冲突加剧。

目录

1 低基数效应下6月出口超预期回升，两年复合增速延续边际回落.....	5
1.1 6月出口超预期回升.....	5
1.2 剔除基数效应，我国对韩国出口增速边际回暖，对美国、欧盟、日本、韩国、东盟、巴西、俄罗斯出口增速边际回落.....	6
1.3 剔除基数效应，交通工具出口保持韧性，地产后周期产品和机电产品出口增速有所分化，劳动密集型产品出口负增长.....	7
2 6月进口增速超预期回落.....	8
2.1 6月进口增速超预期回落.....	8
2.2 我国对韩国进口维持正增长，对美国、欧盟、日本、东盟、巴西、俄罗斯进口负增长.....	9
2.3 农产品、机电进口负增长，高新技术产品进口正增长.....	10
3 展望：7月出口同比增速9.8%左右，下半年或面临下行风险.....	10
3.1 从短期来看，7月出口增速韧性仍强.....	10
3.2 从年度展望来看，我国出口或仍面临下行风险.....	10
风险提示.....	13

图表目录

图表 1: 我国出口增速情况.....	5
图表 2: 2024 年 6 月出口增速好于季节性水平 (%)	5
图表 3: 出口同比拉动拆分 (按国别/地区)	6
图表 4: 我国进口增速情况.....	9
图表 5: 2024 年 6 月进口增速弱于历史均值 (%)	9
图表 6: 2024 年我国出口增速预测假设修正.....	13
图表 7: 2024 年我国出口增速预测	13

1 低基数效应下 6 月出口超预期回升，两年复合增速延续边际回落

1.1 6 月出口超预期回升

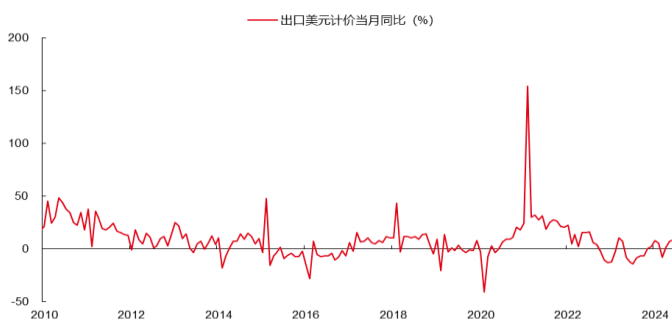
以美元计价，6 月出口超预期回升，亦好于前值和季节性。以美元计价，6 月当月出口同比增长 8.6%，较上月回升 1pct，较 wind 一致预期 7.4% 高 1.2pct，好于季节性，较近五年（不包括 2020 年和 2021 年两个异常年份，下同）同期均值水平 5.47% 高 3.13pct。从环比增速来看，6 月出口环比增长 1.9%，较 5 月环比增速 3.5% 回落 1.6pct，环比增速呈现边际回落态势。

6 月出口同比增速超预期走高的重要原因是存在低基数效应，若剔除基数效应，6 月出口增速边际回落。从两年复合增速来看，6 月出口的两年复合增速为 -2.45%，出口增速明显回落，较 5 月出口的两年复合增速 -0.27% 回落 2.18pct。

以美元计价，1-6 月出口累计同比增速 3.6%，较 1-5 月出口累计同比增速 2.7% 回升 0.9pct；考虑基数效应，从两年复合增速来看，1-6 月出口累计两年复合增速 0%，较 1-5 月出口累计两年复合增速 0.63% 回落 0.63pct，亦呈现边际回落态势。

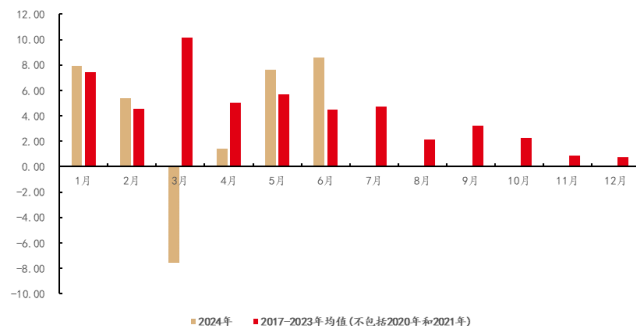
以人民币计价，6 月当月出口同比增长 10.70%，较上月回落 0.5pct，好于季节性，较近五年同期均值水平 7.16% 高 3.54pct。1-6 月累计出口同比增速 6.9%，较上期回升 0.8pct，弱于季节性水平，较近五年同期均值水平 8.01% 低 1.11pct。

图表1：我国出口增速情况



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表2：2024 年 6 月出口增速好于季节性水平 (%)



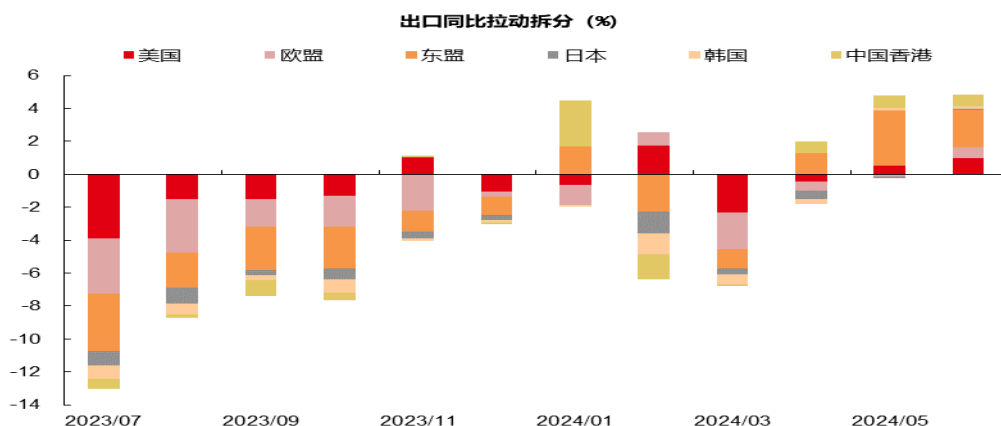
资料来源：Wind, 中邮证券研究所

1.2 剔除基数效应，我国对韩国出口增速边际回暖，对美国、欧盟、日本、韩国、东盟、巴西、俄罗斯出口增速边际回落

在低基数效应下，6月我国对美国、欧盟、日本、韩国、东盟、巴西、俄罗斯7个主要贸易伙伴的出口增速均对整体出口增速产生正向拉动作用。（1）从绝对值看，我国对东盟的出口对整体出口增速的拉动作用最为显著，其次是美国和欧盟；（2）从边际变化来看，出口拉动作用边际改善最为显著的是我国对欧盟的出口，出口拉动作用边际改善次优的是我国对美国的出口，而出口拉动作用边际回落的是我国对东盟和俄罗斯的出口。6月，我国对东盟、美国、欧盟、巴西、韩国、俄罗斯、日本的出口对整体出口增速的拉动作用分别为2.3%、0.99%、0.63%、0.34%、0.18%、0.12%和0.04%，较上月变动分别为-1.03pct、0.45pct、0.79pct、-0.48pct、0.02pct、0.18pct和0.11pct。

剔除基数效应来看，我国对韩国出口增速边际回暖，我国对美国、欧盟、日本、韩国、东盟、巴西、俄罗斯出口增速边际回落。从我国对主要贸易伙伴的出口增速来看，我国对美国、欧盟、日本、韩国、东盟、巴西、俄罗斯7个主要贸易伙伴的出口增速分别为6.6%、4.08%、0.88%、4.11%、15.02%、16.8%、3.48%，较前值变动分别为2.98pct、5.06pct、2.45pct、0.5pct、-7.49pct、-32.14pct、5.43pct。考虑基数效应，从两年复合增速来看，我国对美国、欧盟、日本、韩国、东盟、巴西、俄罗斯的出口增速分别为-9.83%、-4.8%、-7.74%、-8.62%、-2.21%、5.97%、40.56%，较前值变动分别为-1.88pct、-0.74pct、-0.11pct、0.49pct、-3.7pct、-6.34pct、-4.4pct。

图表3：出口同比拉动拆分（按国别/地区）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

1.3 剔除基数效应，交通工具出口保持韧性，地产后周期产品和机电产品出口增速有所分化，劳动密集型产品出口负增长

(1) 低基数效应下，高新技术产品和机电产品出口维持正增长，但边际走弱，服装及衣着出口增速负增长，且呈现边际走弱迹象；剔除基数效应，高新技术产品、机电产品和服装及衣着出口的两年复合增速均为负增长，且呈现边际回落迹象。

6月，低基数效应下，高新技术产品、机电产品出口增速保持韧性，但出口增速边际放缓；服装及衣着出口增速负增长。6月，高新技术产品和机电产品当月出口同比增速分别为6.3%和7.49%，较前值变动分别为-1.8pct、-0.02pct；服装及衣着当月出口同比增速为-1.81%，较前值回落1.42pct。

若剔除基数效应，从两年复合增速来看，高新技术产品、机电产品和服装及衣着附件出口均为负增长，且环比走弱。6月高新技术产品、机电产品、服装及衣着附件出口的两年复合增速分别为-5.95%、-1.07%和-8.37%，较前值变动分别为-2.42pct、-3.66pct、-1.73pct。

(2) 从重点产品来看，剔除基数效应影响，交通运输工具出口保持较高韧性，成为出口增速的主要支撑，边际有所走弱。地产后周期产品、半导体和电子产品出口增速出现分化，其中，家电和液晶平板显示模组出口保持韧性，维持正增长，且边际有所改善；家具、灯具、集成电路、手机、音视频设备及其零件出口为负增长。劳动密集型产品出口负增长，且呈现明显边际走弱迹象。

一是在低基数效应下，家具和家电出口同比增速维持正增长，但边际走弱；灯具出口同比增速负增长，边际进一步走弱。若剔除基数效应，从两年复合增速来看，仅家电出口保持正增长，边际改善；家具和灯具出口负增长，边际走弱。

6月家具、家电、灯具同比增速分别为5.57%、17.94%和-2.24%，较上月同比增速变动分别为-10.47pct、-0.38pct和-2.13pct，均呈现边际走弱迹象。剔除基数效应，从两年复合增速来看，6月，家具、家电、灯具出口的两年复合增速分别为-5.30%、10.68%和-6.37%，较上月变动分别为-4.73pct、1.52pct、-4.58pct，出口增速边际变化有所分化，仅家电出口保持正增长，且边际改善，家具和灯具出口负增长，边际亦有所走弱。

二是在5月和6月均存在较为明显的低基数效应的背景下，手机、音视频设备及其零件、集成电路、液晶平板显示模组出口同比增速均保持了较高韧性，但从边际变化来看，6月出口增速边际走弱。若剔除低基数效应，从两年复合增速来看，仅液晶平板显示模组出口保持了正增长，且边际有所回暖；集成电路出口为负增长，但边际改善；手机和音视频设备及其零件出口为负增长，且呈现边际走弱迹象。

6月手机、音视频设备及其零件、集成电路、液晶平板显示模组出口同比增速1.92%、10.43%、23.39%、13.32%，较5月分别变动-6.21pct、-0.89pct、-5.09pct、-1.80pct，出口增速均呈现边际走弱迹象。剔除低基数效应，从两年复合增速来看，手机、音视频设备及其零件、集成电路、液晶平板显示模组出口的两年复合增速分别为-11.6%、-3.25%、-0.26%和11.14%，较上月变动分别为-1.64pct、-2.84pct、2.10pct和2.12pct。

三是交通运输工具出口增速保持较高韧性，出口增速呈现边际放缓迹象。

6月汽车、汽车零配件、船舶出口同比增速分别为12.59%、8.57%和53.78%，较5月分别变动-4.04pct、7.44pct和-3.35pct。若剔除基数效应，从两年复合增速来看，6月汽车、汽车零配件、船舶出口的两年复合增速分别为53.74%、6.83%和8.13%，较5月分别变动为-7.7pct、-0.28pct、-31.15pct。

四是劳动密集型产品呈现明显边际走弱迹象，且剔除低基数效应，从两年复合增速来看，塑料制品、箱包、纺织、服装出口均为负增长，或因地缘政治影响推升的海运运费上涨，挤压劳动密集型产品利润，导致出口有所放缓。

6月塑料制品、箱包、纺织、服装出口同比增速7.21%、-3.2%、5.89%、-1.81%，较5月变动分别为-1.35pct、-3.19pct、-1.3pct、-1.42pct，均呈现环比走弱迹象。若剔除低基数效应，从两年复合增速来看，塑料制品、箱包、纺织、服装出口两年复合增速分别为-2.9%、-4.13%、-4.76%和-8.37%，较上月变动分别为-1.14pct、-4.72pct、-0.61pct和-1.73pct，亦呈现边际放缓趋势。

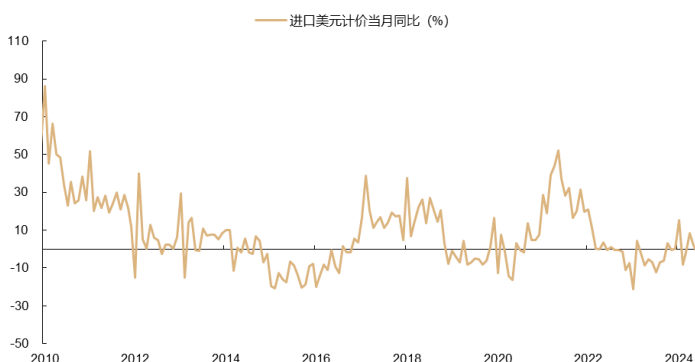
2 6月进口增速超预期回落

2.1 6月进口增速超预期回落

以美元计价，6月当月进口同比增速-2.3%，较前值回落4.1pct，弱于预期，较wind一致预期4.22%低6.52pct，亦弱于季节性，较近五年同期均值水平3.67%低5.97pct。1-6月累计进口同比增速2%，较上月回落1.9pct，弱于季节性水平，较近五年同期均值水平6.66%低4.76pct。6月进口增速超预期回落，一方面是6月人民币汇率小幅贬值，对我国进口产生一定抑制作用；另一方面，6月通胀数据显示，国内有效需求不足仍是当前制约经济持续修复的关键问题，进而对进口的拉动作用减弱。

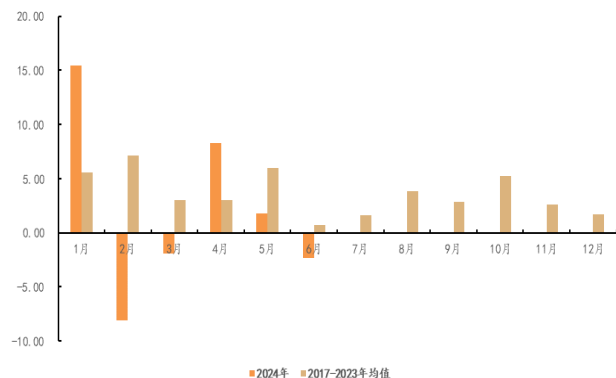
以人民币计价，6月当月进口同比增速-0.6%，较上月回落5.8pct，弱于季节性表现，较近五年同期均值水平5.87%低6.47pct。1-6月累计进口同比增速5.2%，较上月回落1.2pct，弱于季节性，较近五年同期均值水平8.67%低3.47pct。

图表4：我国进口增速情况



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表5：2024年6月进口增速弱于历史均值（%）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

2.2 我国对韩国进口维持正增长，对美国、欧盟、日本、东盟、巴西、俄罗斯进口负增长

我国对日本、中国香港进口增速对我国整体进口增速呈现正向拉动作用。我国对韩国、中国香港进口增速对整体进口增速的拉动作用分别为0.41%和0.25%，较上期变动分别为-0.70%和0.09%。

我国对美国、欧盟、日本、东盟、巴西和俄罗斯进口增速对我国整体进口增速呈现负向拉动作用。我国对美国、欧盟、日本、东盟、巴西和俄罗斯进口增速对整体进口增速的拉动作用分别为-0.11%、-0.79%、-0.68%、-0.77%、-0.45%、-0.43%，较上期变动分别为0.4pct、-0.01pct、-0.77pct、-1.65pct、0.57%和-0.16pct。

2.3 农产品、机电进口负增长，高新技术产品进口正增长

(1) 6月农产品进口同比增速-14.35%，较5月进口增速回落0.8pct，其中，肉类(包括杂碎)、粮食、大豆进口增速均边际放缓，进口同比增速分别为-32.66%、-15.12%和-10.51%，较5月变动分别为-19.18pct、13.57pct和22.33pct。

(2) 6月机电产品进口同比-0.22%，较5月进口增速回落9.31pct，其中，自动数据处理设备及其他零部件、集成电路、汽车(包括底盘)进口同比增速分别为49.12%、-0.1%、-6.28%，较5月进口同比增速分别变动-15.39pct、-17.44pct、-5.5pct。

(3) 6月高新技术产品进口增速5.53%，较5月进口增速回落7.03pct。

3 展望：7月出口同比增速9.8%左右，下半年或面临下行风险

3.1 从短期来看，7月我国出口增速韧性仍强

一是7月出口仍存在较为明显的低基数效应。以美元计价，2023年出口增速为-14.26%，较6月回落1.88pct。二是从我国出口的领先指标来看，7月韩国出口增速边际改善，或指向我国7月出口增速韧性仍在。韩国7月前10日出口金额同比增速33.8%，较6月同期大幅回升37.9pct；考虑存在低基数效应，从两年复合增速来看，韩国7月前10日出口金额两年复合增速6.77%，较6月两年复合增速明显回升8.16pct。三是从上海出口集装箱运价指数来看，7月5日，上海出口集装箱运价指数3733.80，较6月28日3714.32上涨了0.52%，在一定程度上反应了出口需求旺盛，但亦不能排除因地缘政策冲突带来的运费价格走高的影响。总体来看，7月我国出口增速韧性仍强，预计7月出口增速在9.8%左右。

3.2 从年度展望来看，我国出口或仍面临下行风险

从主要贸易伙伴视角，根据我国7个主要伙伴进口增速和我国对其出口贸易份额的假设，前期我们对2024年我国出口增速进行了预测，预计全年出口增速在1.5%左右。1-6月我国出口累计同比增速3.6%，超预期增长，部分原因是5月、6月存在较为明显的低基数效应扰动。从目前已经公布数据来看，美国和巴

西进口增速明显好于假设水平，欧盟、日本、韩国、俄罗斯不及假设水平；在出口贸易份额方面，我国对欧盟、巴西出口贸易份额好于假设水平，其中，对欧盟出口贸易份额好于假设的一个可能原因是欧盟对中国电动汽车开展补贴调查，而欧盟内部成员国对此存在分歧，或存在抢进口情况；我国对巴西出口贸易份额增长，或是因中美贸易摩擦有所加剧，存在转出口的情况。此外，我国对美国、韩国、俄罗斯出口贸易份额有所回落。我国对日本出口贸易份额基本持平假设水平。值得注意的是，由于东盟并未公布月度数据，暂不展开讨论。

往后看，基于当前数据和重要资讯（详见每周周报），我们对全年出口假设进行修正。重点假设调整如下：

(1) 1-5月，美国经济保持高韧性，美元指数维持高位，均对美国进口产生支撑。往后看，美国经济呈边际走弱，同时美国大选的不确定性或带来部分进口需求前置，后期支撑或逐步走弱。短期美联储降息预期较低，加拿大、欧洲央行、英国央行降息预期仍在，预计美元维持高位，对美国进口仍会形成支撑。基于此，参考美国1-5月进口数据以及我国对其出口贸易份额情况，适度上调美国进口增速水平至3%，较上期假设上调1.5pct。考虑中美贸易摩擦加剧，或降低我国对美国出口贸易份额，适度下调至12.3%，较上期假设下调0.47pct。

(2) 法国大选的不确定性，叠加欧盟将对比利时等7个成员国启动过度赤字调查，在成员国缺乏独立货币政策的条件下，会增大成员国经济持续修复的不确定性，进而对欧盟经济修复产生制约，或拖累欧盟进口增速。基于此，参考欧盟1-4月进口数据以及我国对其出口贸易份额情况，适度下调欧盟进口增速水平至-3%，较上期假设下调3.1pct。虽然欧盟与中国贸易摩擦有所升温，但欧盟成员国对此存在分歧，反而并未降低我国对其出口的贸易份额。基于此，适度上调我国对其出口贸易份额至7%，较上期假设微升0.17pct。

(3) 日本内需较弱，向下修正一季度实际GDP增速，步入技术性衰退，且6月汽车量产认证造假影响仍在，日本经济修复不确定性增大，同时日元疲软，美元兑日元创38年新高，日本进口增速不及预期。基于此，参考日本1-5月进口数据以及我国对其出口贸易份额情况，适度下调日本进口增速水平至-8%，较上期假设下调2pct，维持我国对其贸易份额不变。

(4) 韩国经济保持较高韧性，但美元明显升值，非美货币贬值，亦抑制了韩国进口增速水平。基于此，参考韩国 1-6 月进口数据以及我国对其出口贸易份额情况，适度下调韩国进口增速水平至-2%，较上期假设下调 5pct，我国对其贸易份额下调至 23.5%，较上期假设下调 0.43pct。

(5) 因俄乌冲突事件仍在发酵，俄国在国际关系中仍处于较为敏感地位，俄国进口增速明显放缓，且我国对其贸易份额有所回落。基于此，参考俄罗斯 1-4 月进口数据以及我国对其出口贸易份额情况，适度下调韩国进口增速水平至-8%，较上期假设下调 9.5pct，我国对其贸易份额下调至 37%，较上期假设下调 3.23pct。

(6) 由于东盟未公布月度数据，由于东盟成员国经济保持高景气度，会带动进口增速回升，适度上调进口增速和我国对其出口贸易份额。

(7) 美国、欧盟、日本、韩国、东盟、巴西、俄罗斯 7 个主要贸易伙伴在我国出口总额的份额假设不变，假定我国对 7 个主要贸易伙伴的主要出口贸易额在我国出口总额中占比 59.5%。

基于以上假定，预计全年出口增速在 1.2% 左右（部分国家未考虑服务出口，或存在低估），较前值回落 0.3pct。虽然数值或存在低估，但从趋势看，下半年出口或存在下调风险。从当前数据来看，若剔除低基数因素，5 月和 6 月两个月出口两年复合增速已经呈现边际回落。

6 月通胀数据显示，有效需求不足是制约当前经济持续修复的关键问题。若下半年外需回落，则扩内需稳增长政策效果显现对于经济可持续修复十分关键。从 6 月通胀数据来看，扩内需稳增长政策效果并不明显。往后看，目前较为明确的抓手：一是加速发行专项债，托底基建投资。预计三季度专项债将进入密集发行期。7 月专项债发行已有所提速，7 月 1 日-7 月 10 日，政府净融资额 7594.43 亿元，按照时序简单线性推算，预计 7 月政府净融资额或达到 22783.29 亿元，较 6 月明显提速，环比增长 65.08%，基本接近 5 月净融资额，这或会对基建投资形成有效支撑。二是推进落实前期以旧换新、设备更新改造政策。如 6 月 26 日，财政部、国家发展和改革委员会、中国人民银行、金融监管总局联合印发《关于实施设备更新贷款财政贴息政策的通知》，推动设备更新改造活动进一步落实，这是对前期政策的推进落实。此外，鉴于三季度或是近期稳地产政策效果的观察窗口

期，短期房地产政策进一步加码的可能性相对较低。若政策效果仍不及预期，不排除稳地产政策进一步加码的可能。

图表6：2024年我国出口增速预测假设修正

	进口增速		我国出口贸易份额		修正假设	
	全年预测	年初至今	全年预测	年初至今	进口增速	我国出口贸易份额
美国（1-5月）	1.50%	3.56%	12.77%	11.76%	3%↑	12.3%↓
欧盟（1-4月）	0.10%	-5.99%	6.83%	7.05%	-3%↓	7%↑
日本（1-5月）	-6.00%	-10.92%	20.15%	20.13%	-8%↓	20.15%
韩国（1-6月）	3.00%	-6.47%	23.93%	23.35%	-2%↓	23.5%↓
俄罗斯（1-4月）	1.50%	-9.69%	40.23%	36.48%	-8%↓	37%↓
巴西（1-6月）	2.70%	3.89%	25.93%	28.04%	3.5%↑	28%↑

资料来源：同花顺，中邮证券研究所

图表7：2024年我国出口增速预测

国家或地区	我国对其出口（亿美元）	2024年我国对其出口增速	2023年我国对其出口增速
美国	4965.51	-1.87%	-12.99%
欧盟	4779.74	-5.19%	-10.22%
日本	1459.86	-7.66%	-8.67%
韩国	1479.84	-1.97%	-8.00%
东盟	5922.13	10.27%	-5.96%
俄罗斯	1030.96	-7.49%	46.13%
巴西	697.82	17.58%	-4.09%
7个国家和地区出口合计(万亿美元)	2.03	0.79%	7.42%
我国出口预测(万亿美元)	3.42	1.15%	

资料来源：Wind，中邮证券研究所

风险提示

中美贸易摩擦超预期加剧；美国商业银行危机超预期演变；海外地缘政治冲突加剧。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048