长江证券 CHANGJIANG SECURITIES

行业研究 | 专题报告 | 基础化工

化工复盘：本轮景气与历次有何不同？

报告要点

回溯过去二十年，化工行业经历四轮主要景气上行，持续时间多为两年左右，核心驱动是需求改善与供给扩张滞后带来的产品盈利提升。本轮需求增长预计更为平缓，企业扩产动力减弱叠加双碳政策升级，扩产受限，有望延长行业的景气持续期。本轮周期各子行业供需条件分化，景气预计从需求有增量、供给最受限制的子行业展开，逐步蔓延到当前供需关系较差、未来有望改善的行业。建议把握供给约束下的长周期景气机会。

分析师及联系人



马太

SAC：S0490516100002

SFC：BUT911

| 证券研究报告 |

2026-09-29

行业研究 | 专题报告

投资评级 看好 | 维持

基础化工

化工复盘：本轮景气与历次有何不同？

二十年历史大复盘：共四轮景气，每次持续两年左右

化工行业具有较强的周期属性。回溯过去 20 年，每一轮化工行业景气常常维持 2 年左右：2006-2008 年，经济增长强劲，原油屡破新高，化工品盈利大增；2010-2011 年，一揽子政策等需求刺激与 OPEC 减产推动油价重返高位的共振下，化工需求与价格修复并实现繁荣；2017-2018 年国内强化供给侧改革，推动棚改货币化，化工行业盈利大幅改善；2020-2021 年，政策加码与全球供应链错配推动的强复苏，能源价格大幅上涨，行业利润处于高位。

景气背后原因：供需错配，扩产周期影响

化工生产通常具有较强的连续性，新增项目需要经历审批、建设和投产，当终端需求加速增长，而部分供给无法及时调整时，产品价格与加工利润便可能上升，带来行业景气上行。需求拉动较强时，既有装置通过提高负荷满足增量消费；供给约束较强时，停产、限产及扩张放缓压缩供给弹性，两种情形均可能推动库存下降、产品价差扩大。当行业迎来盈利大幅增长时，企业存在扩产动力并增加投资、建设项目，若供给增长超过需求，产能过剩，景气便面临回落压力。为何每次景气持续期为 2 年左右？分析化工行业的产能扩张周期可以发现，从企业决定投资建厂到新产能真正投放市场，往往需要约2-3 年的时间。

本轮景气分析：需求、供给存在哪些不同？

需求：全球增长预计较为平缓，存量产能消化需要更长时间。过去每一轮顺周期，全球经济快速增长，尤其是中国进入快速城镇化时期，房地产大发展，家电、汽车等快速放量，化工品消费提升。近年来，全球经济小幅增长，中国经济进入新常态，内需保持平稳，于是化工产品消费也保持低速增长水平。**供给：**同时面临企业扩张意愿减弱与新增项目约束增强。前几轮景气上行中，需求增长或阶段性供给收缩推动盈利改善，随后企业增加投资，新增产能逐步缓解供需缺口。本轮经历前期集中扩张后，行业投资已明显降温；同时，双碳政策进一步强化项目能效、碳排放及区域承载能力要求，对于受约束较强的大宗化工品，即使盈利回升，新增供给也可能难以按照过去的速度跟进。在这一条件下，化工行业景气有望长周期上行，并在高水平维持较长时间。**景气逐次展开：**从子行业角度分析，历次景气周期内，主要子行业往往景气共同上行或下行，这主要源于当时主要消费领域基本同时改善或转弱。本次景气周期的各子行业需求增速、供给受限程度有别，景气启动时间有所不同，预计将从需求有增量、供给最受限制的子行业展开，逐步蔓延到当前供需关系较差、未来有望改善的行业。比如从制冷剂开始，到纺服链的涤纶长丝、氨纶，以及农业链的钾肥，后续有希望到达地产链产品（如氯碱等）。

投资建议：把握本轮长周期景气上行的机会

复盘过去历史，一轮较大的化工行业景气常常能维持 2 年左右，需求改善与扩产滞后共同形成景气上行，盈利回升后新增供给通常逐步跟进。本轮需求预计平缓增长，同时行业投资扩张放缓，叠加双碳政策对部分项目的约束，可能降低供给响应速度，为部分品种形成更长盈利修复创造条件，建议把握本轮长周期景气上行机会。

风险提示

1、需求不及预期；2、项目进度不及预期；

3、减碳技术推进不及预期的风险；4、安全环保生产风险。

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《AI 材料专题：AI 产业链需求爆发，化工新材料受益显著》2026-09-16
- 《基础化工 2026 年中报综述：景气回升，行业分化，后续有望逐步向好》2026-09-10
- 《化工专题：景气投资“十问十答”》2026-08-10

更多研报请访问
长江研究小程序

目录

二十年历史大复盘：共四轮景气，每次持续两年左右 4
景气背后原因：供需错配，扩产周期影响 5
本轮景气分析：需求、供给存在哪些不同？ 8
需求：预计增长较为平缓 8
供给：扩产受限 9
景气分析：预计持续期较长 11
子行业分析：景气有望逐次展开 13
投资建议：把握本轮长周期景气上行的机会 14
风险提示 15

图表目录

图 1：化学原料及化学制品制造业利润总额增速情况（单位：%） 4
图 2：景气变化动因表征图 5
图 3：化学原料及化学制品制造业固定资产投资完成额增速（%） 6
图 4：房屋新开工、竣工面积及商品房销售面积增速（%） 6
图 5：中国汽车、家用电冰箱及空调产量增速（%） 6
图 6：中国纱&布产量增速（%） 6
图 7：化工行业毛利率变化情况 7
图 8：化工景气及投资周期图 7
图 9：化工产品下游消费应用示例图 8
图 10：历次及本轮景气周期内中国主要消费品需求同比增速情况（%） 8
图 11：中国&全球 GDP 实际增长率及预测 9
图 12：2023 年石化化工主要产品碳排放量 10
图 13：化学原料及化学制品行业固定资产投资完成额增速转负（单位：%） 10
图 14：本轮景气持续时间有望延长 11
图 15：不同技术路线下化工品碳排放强度 12
图 16：历次及本轮景气周期内 A 股化工主要子行业盈利同比变化情况（%） 13
图 17：本轮子行业景气展开示意图（部分代表品种） 13

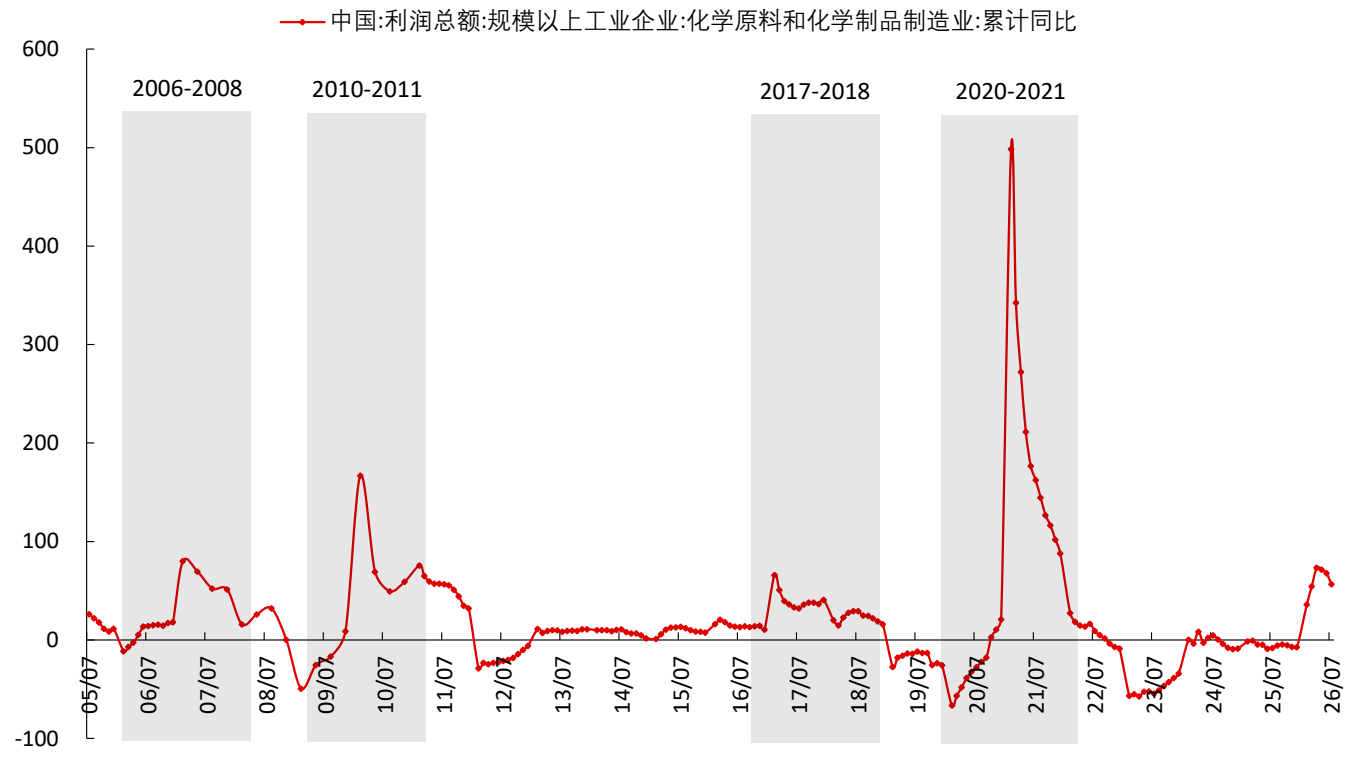
表 1：四轮景气周期背后的供需情况 5
表 2：多部委发布的双碳政策梳理 9

二十年历史大复盘：共四轮景气，每次持续两年左右

化工行业具有较强的周期属性。回溯过去二十年，可以识别出 2006-2008 年、2010-2011 年、2017-2018 年，以及 2020-2021 年四个较有代表性的景气窗口，每一轮行业景气常常维持 2 年左右：

- **2006-2008 年，**经济增长强劲，原油屡破新高，化工品盈利大增；
- **2010-2011 年，**一揽子政策等需求刺激与 OPEC 减产推动油价重返高位的共振下，化工需求与价格修复并实现繁荣；
- **2017-2018 年，**国内强化供给侧改革，推动棚改货币化，化工行业盈利大幅改善；
- **2020-2021 年，**政策加码与全球供应链错配推动的强复苏，能源价格大幅上涨，行业利润处于高位。

图 1：化学原料及化学制品制造业利润总额增速情况（单位：%）

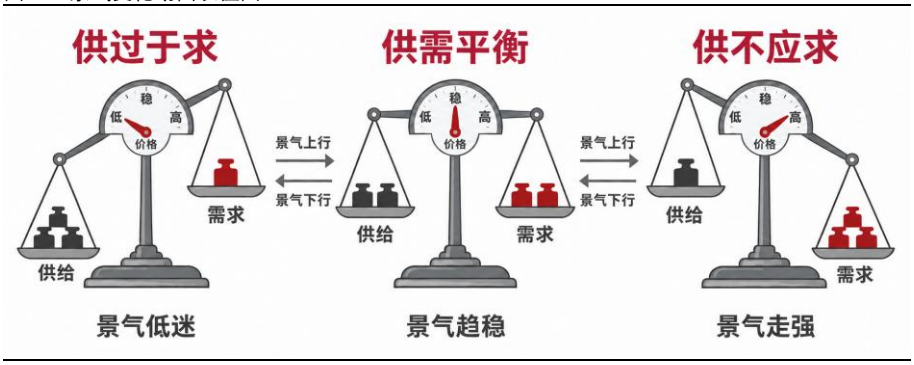


资料来源：Wind，长江证券研究所

景气背后原因：供需错配，扩产周期影响

四轮景气共同点，一定程度的供需错配带来化工品盈利提升。化工生产通常具有较强的连续性，新增项目需要经历审批、建设和投产，当终端需求加速增长，而部分供给因扩产周期、环保、能源等原因无法及时调整时，产品价格与加工利润便可能上升，推动行业景气上行。需求拉动较强时，既有装置通过提高负荷满足增量消费；供给约束较强时，停产、限产及扩张放缓压缩供给弹性，两种情形均可能推动库存下降、产品价差扩大。

图 2：景气变化动因表征图



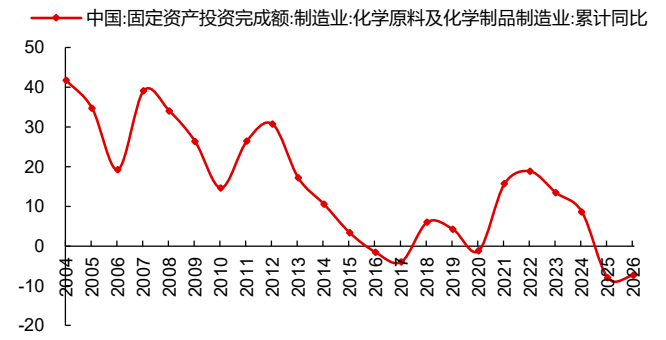
资料来源：长江证券研究所

表 1：四轮景气周期背后的供需情况

景气阶段	需求端主要变化	供给端主要变化	传导机制
2006-2008 年	经济增长强劲，工业化、城镇化及出口制造业推动广泛放量。地产、家电、汽车及纺织需求共同扩张（2007 年汽车、冰箱、空调产量分别增长 22.9%、22.5%、24.1%，房屋新开工、竣工面积同比+19.4%、+4.3%）	供给扩张，但短期难以完全匹配快速增长的需求（2007 年化工行业固定资产投资完成额同比+39.1%）	需求先行，新增供给随后释放
2010-2011 年	一揽子政策刺激推动投资与消费恢复（2010 年国内房屋新开工面积同比+40.7%，汽车、冰箱、空调产量分别增长 31.9%、26.9%、41.6%）	危机后的供给恢复，随后扩产加速（2010、2011 年化工行业固定资产投资完成额同比分别+14.6%、+26.4%）	盈利修复带动投资加速，为后续供给增长积累项目
2017-2018 年	棚改及地产销售带动相关消费，部分耐用品需求修复，全球贸易回升（2017 年汽车、冰箱、空调产量增长 3.2%、13.6%、26.4%，房屋新开工及商品房销售面积分别同比+7.0%、+7.7%）	前期投资放缓，环保供给侧改革影响部分有效供给（2017 年化工固定资产投资完成额同比-4.0%）	需求改善叠加供给约束，价差修复
2020-2021 年	政策加码，全球商品需求恢复，国内地产竣工和纺织生产回升；海外需求及补库拉动（2021 年汽车、空调产量分别增长 4.8%、9.4%，房屋竣工面积同比转正为+11.2%）	全球生产、运输与能源供应出现阶段性扰动（2020、2021 年化工固定资产投资完成额同比分别-1.2%、+15.7%）	短期供需错配推升利润，随后重新进入投资扩张

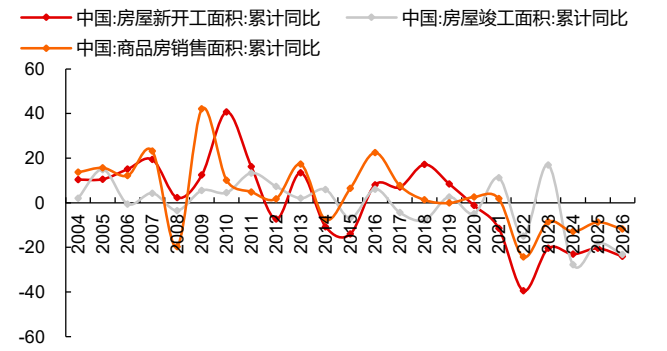
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 3：化学原料及化学制品制造业固定资产投资完成额增速（%）



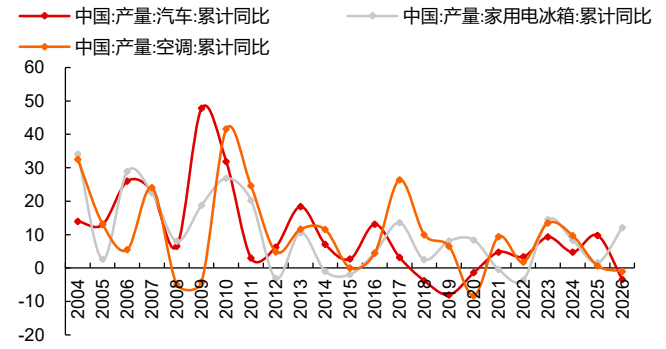
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 4：房屋新开工、竣工面积及商品房销售面积增速（%）



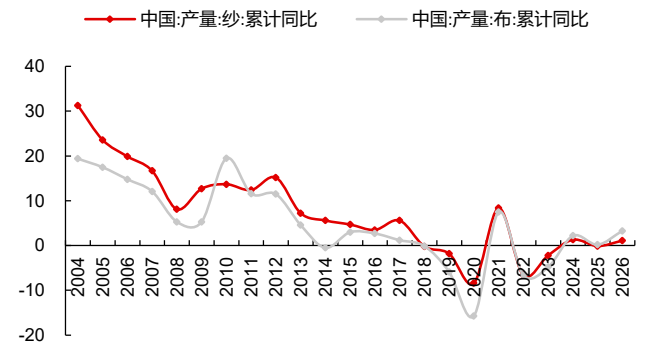
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 5：中国汽车、家用电冰箱及空调产量增速（%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

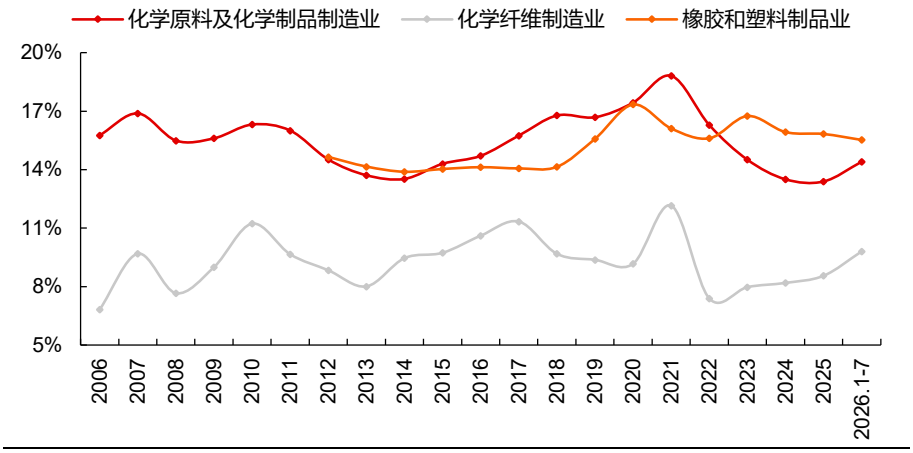
图 6：中国纱&布产量增速（%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

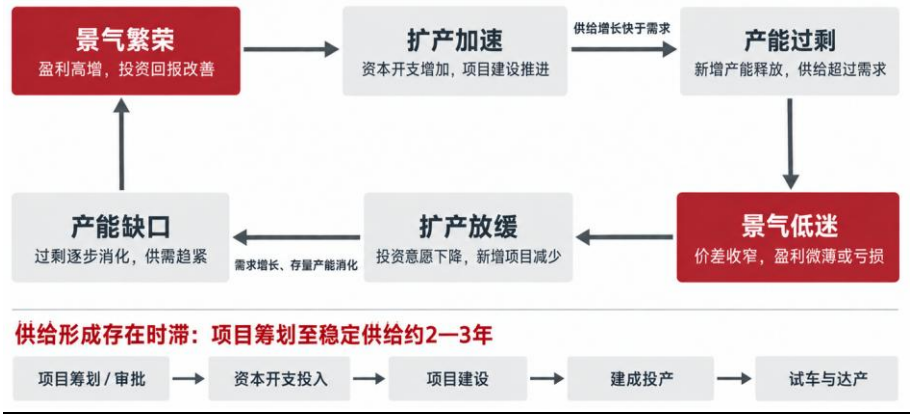
为何每次景气持续期为 2 年左右？大部分化工产品扩产项目存在约两年的建设期。化工行业循着“景气繁荣（盈利高升）→扩产加速→产能过剩→景气低迷（盈利微薄或亏损）→扩产放缓→产能缺口→景气繁荣”，形成一轮完整的景气周期，如此反复。当行业迎来盈利大幅增长时，企业存在扩产动力并增加投资、建设项目，若供给增长超过需求，则带来产能过剩，景气便面临回落压力。分析化工行业的产能扩张规律可以发现，从企业决定投资建厂到新产能真正投放市场，往往需要经过“项目筹划/审批→资本开支→项目建设→项目投产→试车到达产”的时间链条，合计约2-3 年（具体取决于项目规模和建设条件，如万华化学烟台 120 万吨/年乙烯项目于 2023 年 3 月开工，2025 年 4 月产出合格乙烯产品，间隔约 25 个月）。

图 7：化工行业毛利率变化情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 8：化工景气及投资周期图



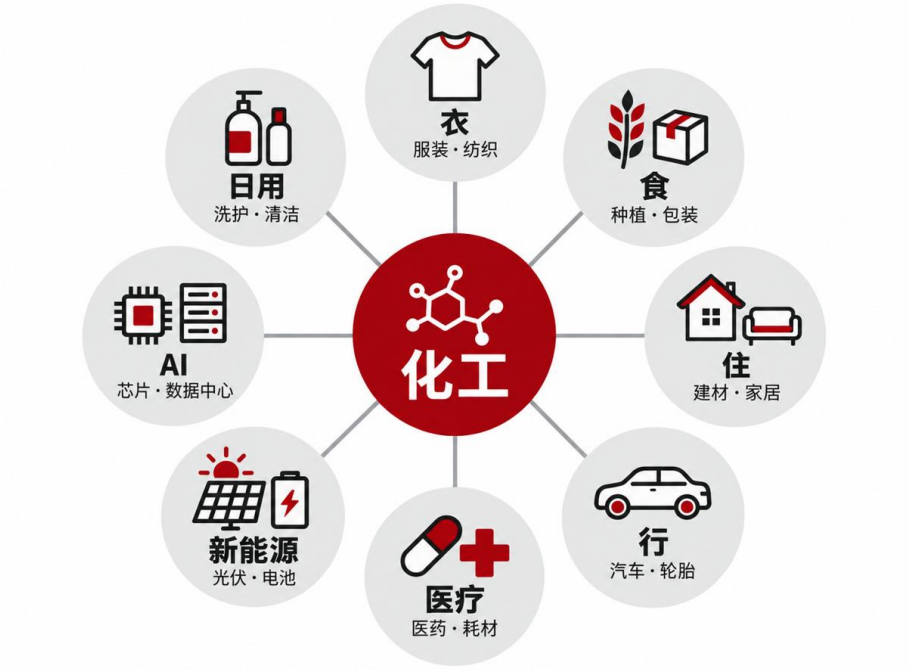
资料来源：长江证券研究所

本轮景气分析：需求、供给存在哪些不同？

需求：预计增长较为平缓

全球需求预计增长较为平缓，存量产能消化需要更长时间。过去每一轮顺周期，全球经济快速增长，尤其是中国进入快速城镇化时期，房地产大发展，家电、汽车等实物量快速放量，化工品消费提升。而近年来，全球经济小幅增长，中国经济进入新常态，内需保持平稳，于是化工产品消费也保持低速增长水平，预计已有产能消化不会像过去那么敏捷。

图 9：化工产品下游消费应用示例图



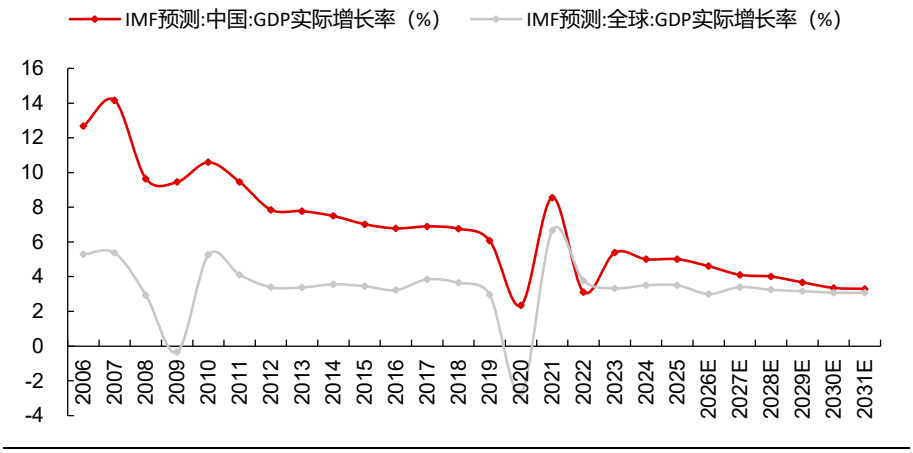
资料来源：长江证券研究所

图 10：历次及本轮景气周期内中国主要消费品需求同比增速情况（%）

主要消费品需求同比增速	2007年	2010年	2017年	2021年	2025年	2026H1
房屋新开工面积	19.4	40.7	7.0	-11.4	-20.4	-24.8
房屋竣工面积	4.3	4.5	-4.4	11.2	-18.1	-23.7
商品房销售面积	23.2	10.1	7.7	1.9	-8.7	-12.1
汽车产量	22.9	31.9	3.2	4.8	9.8	-3.3
家用电冰箱产量	22.5	26.9	13.6	-0.4	1.6	11.6
空调产量	24.1	41.6	26.4	9.4	0.7	-2.2
纱产量	16.7	13.7	5.6	8.4	-0.1	0.7
布产量	12.1	19.5	1.2	7.5	0.2	3.2

资料来源：Wind，长江证券研究所

图 11：中国&全球 GDP 实际增长率及预测



资料来源：Wind，长江证券研究所

供给：扩产受限

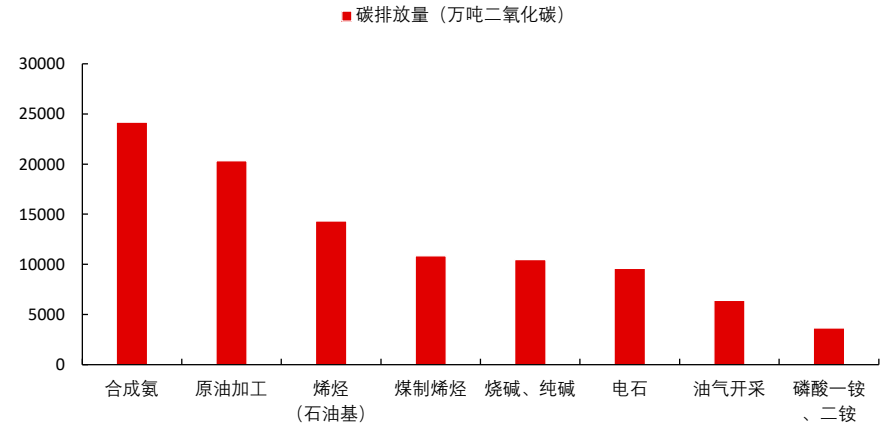
双碳约束进一步提高了高耗能、高排放项目的扩张要求，化工走向高质量发展。2026 年是“十五五”开局之年，多部门密集部署双碳相关工作，全力推进经济社会发展全面绿色转型。工信部联合发改委等四部门发布零碳工厂建设指导意见，明确 2026 年遴选首批零碳工厂、2030 年将建设范围拓展至钢铁、石化等多行业的目标。全国财政工作会议将绿色转型列为 2026 年财政重点任务，生态环境部也针对转型挑战，明确了管控“两高”项目、推进节能降碳改造与零碳载体建设的后续工作方向。2026 年 4 月，国务院发布《碳达峰碳中和综合评价考核办法》，要求 2026 年起对省级党委政府实施党政同责、一岗双责考核，核心指标包括碳排放总量、强度，煤炭消费控制等；考核结果直接与地方政绩、干部任免挂钩，形成中央考核、地方落实、企业执行的闭环责任体系。**“十五五”规划强调，推动化工等重点产业提质升级，化解结构性矛盾，加快向中高端升级。**

表 2：多部委发布的双碳政策梳理

时间	部门	内容
2026 年 4 月	国务院	《碳达峰碳中和综合评价考核办法》，自 2026 年起对省级党委政府实施党政同责、一岗双责考核，核心指标包括碳排放总量、强度，煤炭消费控制等；考核结果直接与地方政绩、干部任免挂钩
2026 年 3 月	全国两会	《国民经济和社会发展第十五个五年规划纲要》纳入单位 GDP 二氧化碳排放降低、非化石能源占比、森林覆盖率三大硬指标，将双碳目标贯穿经济社会发展全过程，成为十五五经济转型核心约束性指标
2026 年 1 月	工信部、发改委、生态环境部、国资委和国家能源局	2026 年，遴选一批零碳工厂，到 2030 年将零碳工厂建设逐步拓展至钢铁、有色金属、石化化工、建材、纺织等行业领域
2025 年 12 月	财政部	2026 年财政工作重点任务之一是推动经济社会发展全面绿色转型，加快建设美丽中国，协同推进降碳、减污、扩绿、增长，增强绿色发展动能
2025 年 9 月	生态环境部	持续推进绿色低碳转型面临挑战，产业转型升级难度加大，部分地方盲目上马“两高”项目问题有所抬头，下一步需要有力有效管控“两高”项目，加快淘汰落后低效产能，深入实施节能降碳改造、重大技术改造升级和大规模设备更新工程，建设一批零碳园区、零碳工厂

资料来源：财政部，生态环境部等各政府部门，国家能源局，中国政府网，中国人大网，长江证券研究所

图 12：2023 年石化化工主要产品碳排放量



资料来源：中国石油和化学工业联合会，长江证券研究所

国内化工行业资本开支增速明显降温。近几年国内化工行业整体盈利能力明显回落，化工行业投资回报率承压，企业纷纷暂缓或取消扩张规划。化学原料和化学制品制造业固定资产投资增速由 2022 年的 18.8%降至 2023 年的 13.4%、2024 年的 8.6%，2025 年转负为-8.0%，2026 年 1-7 月继续负增长为-7.4%。

图 13：化学原料及化学制品行业固定资产投资完成额增速转负（单位：%）



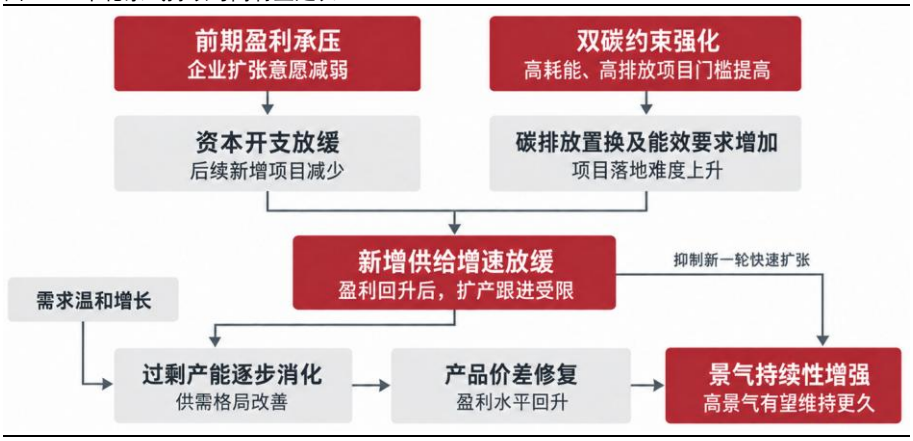
资料来源：Wind，长江证券研究所

与前几轮景气周期相比，本轮供给端同时面临企业扩张意愿减弱与新增项目约束增强。前几轮景气上行中，需求增长或阶段性供给收缩推动盈利改善，随后企业增加投资，新增产能逐步缓解供需缺口。本轮经历前期集中扩张后，行业投资已明显降温；与此同时，双碳政策进一步强化项目能效、碳排放及区域承载能力要求。对于受约束较强的大宗化工品，即使盈利回升，新增供给也可能难以按照过去的速度跟进。

景气分析：预计持续期较长

本轮景气持续性的重要变化，在于盈利回升后，新增供给可能难以迅速跟进。基于供给侧分析，在双碳政策考核升级之下，大宗品——尤其是碳排放强度较高的行业产能扩张难度上升，项目审批周期拉长，部分产能或难以兑现，供给端将面临长期约束。在这一条件下，即使需求端维持温和增长，但只要供给增速得到有效控制，那么行业景气就有望进入长周期上行通道，并在高水平维持较长时间。

图 14：本轮景气持续时间有望延长



资料来源：长江证券研究所

图 15：不同技术路线下化工品碳排放强度

化工产品	技术路线	碳排放强度（tCO_2/t）
煤制乙烯	煤制烯烃	10.80
	乙烯-石脑油裂解	1.73
	乙烯-乙烷裂解	0.95
合成氨	煤头	2.41
	气头	1.90
	焦炉气	4.19
甲醇	煤制甲醇	2.16
	天然气制甲醇	0.90
PVC	电石法	5.67
	乙烯法	2.40
纯碱	天然碱法	0.70
	联碱法	0.95
	氨碱法	1.35
尿素	煤头	2.91
	气头	1.66
	焦炉气	-
环氧丙烷	异丙苯过氧化氢法	3.52
	氯醇法	1.79
钛白粉	硫酸法	3.69
	氯化法	1.34
PC	熔融酯交换法	1.37
	光气法	5.09
	非光气法	5.21
煤制聚丙烯	GLLMTP工艺	7.40
	HDDMTO工艺	7.95
烧碱	离子膜固碱≥98%	2.07
	离子膜液碱≥30%	1.45
涤纶长丝（FDY）	熔体直纺	4.95
	废PET瓶再生	1.14
涤纶长丝（DTY）	熔体直纺	4.98
	废PET瓶再生	1.78
乙二醇	合成气-草酸二甲酯法	3.37
	草酸酯法	0.70
聚乙烯	乙烯聚合	2.60
黄磷	电炉熔融法	10.20
磷酸二铵	湿法磷酸工艺	3.64
工业硅	碳热还原法	5.35
PX	行业平均	1.27
氨纶	行业平均	7.68
粘胶短纤	湿法纺丝	5.56
R32	行业平均	4.62
有机硅DMC	行业平均	2.50
电石	电炉法	5.07
丁二烯	碳四抽提	0.12
苯乙烯	乙苯脱氢	0.05
芳烃	催化重整和芳烃联合	1.38
纯MDI	光气化法	3.82
聚合MDI	光气化法	3.82
TDI	光气化法	4.76

资料来源： CPCD 系数库，《中国煤化工行业二氧化碳排放达峰路径研究》金玲等，《我国原料用能核算研究》种珊、《GHGEmissionsby(Petro)ChemicalProcessesandDecarbonizationPriorities》Andrea Isella，《废 PET 瓶再生制造涤纶长丝碳足迹及深度降碳潜力分析》江子萱等，《中国聚碳酸酯生产的生命周期评价》周昕莹等，《Life cycle environmental impact assessment of titanium dioxide production in China》Dai 等，长江证券研究所

子行业分析：景气有望逐次展开

本轮各子行业的需求来源、供给约束和过剩程度不同，景气启动时间可能分化。复盘历次景气周期，主要子行业往往景气共同上行，或者共同下行，这主要源于当时主要消费领域基本同时改善或转弱。而本次景气周期，各子行业需求增速、供给受限程度有别，景气启动时间有所不同。预计本轮景气将从需求有增量、供给最受限制的子行业展开，逐步蔓延到当前供需关系较差、未来有望改善的行业上来。比如从制冷剂开始，到纺服链的涤纶长丝、氨纶，再到农业链的钾肥，后续有希望传导至地产链产品（如氯碱等）。

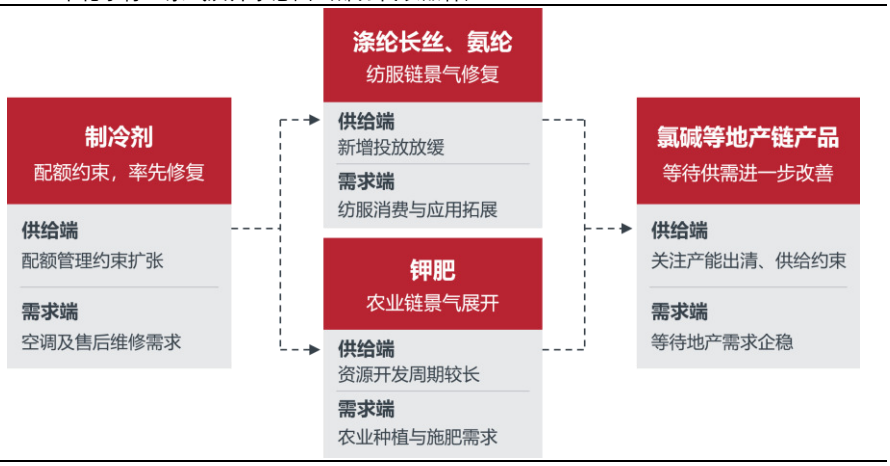
- **制冷剂：**配额约束明确，盈利改善率先得到验证。2026 年度 HFCs 生产和使用配额总量延续 2025 年水平，供给扩张受到制度约束，长期来看，三代制冷剂的涨价空间依旧较大。
- **涤纶长丝：**扩产放缓，供需改善，景气有望保持长周期上行。
- **氨纶：**扩产逐步减速，行业供需格局逐步修复，景气有望逐步上行。
- **钾肥：**资源开发周期较长，有利于供给保持相对稳定；厄尔尼诺现象，农产品或有望涨价，钾肥需求有望增长。
- **氯碱等地产相关品种：**后续存在修复空间。当前大部分企业亏损，随着新增项目放缓、存量供给调整及地产需求企稳，较长期来看，景气或有望触底回升。

图 16：历次及本轮景气周期内 A 股化工主要子行业盈利同比变化情况（%）

子行业分类	2007年	2010年	2017年	2021年	2025年	2026H1
涤纶	49.7	198.8	21.4	1836.0	-18.4	67.7
磷肥及磷化工	74.5	122.8	159.6	6092.0	-6.4	15.3
氯碱	289.9	253.1	-7.4	84.5	222.1	18.1
纯碱	95.8	428.3	2440.5	2257.3	-81.2	-12.2
聚氨酯	99.3	54.7	192.6	128.0	-4.3	81.3
氟化工	2.5	320.6	105.1	197.2	152.8	49.4
氮肥	26.0	25.8	588.6	189.9	-31.3	32.3
氨纶	-	195.3	202.7	301.4	-15.1	115.7
钛白粉	9.7	96.8	354.9	125.9	-60.1	4.3

资料来源：Wind，长江证券研究所

图 17：本轮子行业景气展开示意图（部分代表品种）



资料来源：长江证券研究所

投资建议：把握本轮长周期景气上行的机会

复盘过去历史，一轮较大的化工行业景气常常能维持 2 年左右，需求改善与扩产滞后共同形成景气上行，盈利回升后新增供给通常逐步跟进。**本轮需求预计平缓增长，同时行业投资扩张放缓，叠加双碳政策对部分项目的约束，可能降低供给响应速度，为部分品种形成更长盈利修复创造条件，建议把握本轮长周期景气上行机会。**

配置上，本轮周期中各子行业需求增速、供给受限程度有别，预计景气将从需求有增量、供给最受限制的子行业逐步展开，建议优先关注配额或资源约束明确、盈利已有改善的制冷剂、钾肥方向，扩产放缓、供需有望持续改善的涤纶长丝、氨纶、聚氨酯等行业。长周期，再关注地产链化工品产能出清、供给制约带来的触底回升机会。

风险提示

1、**需求不及预期：**化工品广泛应用于各个终端，若海内外需求面临较大压力，化工品景气将受到较大负面影响。

2、**项目进度不及预期：**为保持成长性，化工企业常进行资本开支开展项目，如果项目投资所需资金不能及时到位、项目延期实施、市场环境突变或行业竞争加剧等情况，项目的实际运营情况将无法达到预期状态，可能给项目的预期效益带来较大影响，进而影响公司的经营业绩。

3、**减碳技术推进不及预期的风险：**部分企业实现中长期减排目标依赖节能降碳改造、工艺优化等技术路径。若相关技术成熟度、经济性或工程化落地进展不及预期，企业碳排放强度下降速度或慢于预期，影响其在“双碳”背景下的竞争优势。

4、**安全环保生产风险：**若化工企业出现较大的安全、环保方面生产责任事故，其正常运转将受到影响，收入及利润将无法得到保障。



投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	
	看　　好：	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
	中　　性：	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
	看　　淡：	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	
	买　　入：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
	增　　持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～10%之间
	中　　性：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
	减　　持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海
Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C /（200080）

武汉
Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C /（430023）

北京
Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C /（100020）

深圳
Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C /（518048）

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；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。本公司及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。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。