长江证券 CHANGJIANG SECURITIES

丨证券研究报告丨



世界经济与海外市场丨深度报告

三问人民币升值及影响

——汇海观潮系列 1

请阅读最后评级说明和重要声明

报告要点

本轮人民币升值初期由美元走弱推动，随后逐步转向强出口及结汇需求支撑，潜在待结汇资金回流进一步强化升值动力。向前看，出口韧性和较大规模待结汇资金仍将形成支撑，当前汇率政策则侧重稳定预期、平滑波动，人民币或延续稳中偏升趋势。参考出口增速及前两轮升值幅度，本轮离岸人民币潜在升值点位或在 6.5-6.6 附近。同时，人民币实际有效汇率仍处低位，中国商品价格及产业链优势较强，叠加人民币结算和企业套保能力提升，升值对出口整体冲击有限，更多表现为利润分化，低毛利、弱议价企业可能相对承压。

分析师及联系人



宋筱筱

SAC：S0490520080011

SFC：BVZ974



黄帅

SAC：S0490525070005

| 证券研究报告 |

2026-09-29

世界经济与海外市场 | 深度报告

三问人民币升值及影响

——汇海观潮系列 1

认识汇率：本质是商品

在浮动汇率制下，汇率本质上是一种“特殊的商品”，其价格变化反映外汇市场供需关系。跨境贸易（经常账户）与跨境资本流动（资本和金融账户）是决定外汇供需的两大力量，其背后分别对应内外需求差和投资收益差。长期来看，汇率走势取决于经济基本面的相对表现；中短期则更多受到货币政策、市场预期和资本流动影响。

国际收支平衡表是观察外汇供需的重要工具。其中，国际贸易资金、直接投资资金和金融投资资金构成主要跨境资金流动。前两者与实体经济联系更紧密，具有较强稳定性，可视为影响汇率的“基本盘”；证券投资、其他投资以及误差遗漏项则更容易受到资本市场表现、汇率预期和政策环境影响，波动性更强。

本轮升值主因何在？

本轮人民币升值初期受到美元走弱推动，后续逐渐转向出口结汇需求支撑。2025 年 4 月以来，美元兑人民币由 7.3 附近降至 6.7 附近。初期，美国关税政策加剧经济和政策不确定性，海外资金增加美元对冲需求，推动美元指数走弱，人民币随之升值。但随后美元指数震荡回升，中美利差倒挂进一步加深，人民币仍保持升值趋势，说明本轮行情并非单纯由美元走弱驱动，强劲出口带来的外汇收入和结汇需求成为更重要支撑。

此外，潜在待结汇资金回流也强化了人民币升值压力。2020 年以来，我国货物贸易顺差持续扩大，但货物贸易项下银行代客结售汇差额并未同步增长，表明部分出口收入以外汇形式留存。进入本轮升值阶段后，结售汇差额明显回升，反映企业可能加快结汇，以规避人民币升值带来的汇兑损失，进一步增加外汇市场供给。

如何看待未来走势？

出口韧性和潜在待结汇资金仍可能继续支撑人民币。我们通过两种方法估算 2022 年以来潜在待结汇资金规模：一是以“货物贸易涉外收付款顺差（剔除人民币）－货物贸易结售汇顺差”的理论偏离值估算，得到约 4800 亿美元；二是以 2018—2021 年平均结汇率 56.2%作为基准估算，得到约 6400 亿美元。两种方法均值约为 5600 亿美元，说明企业持有的潜在外汇结汇需求仍具有一定规模。

政策层面看，当前汇率政策重点在于稳定预期、平滑波动，而非改变市场方向。从中间价形成机制看，收盘价反映市场供求，一篮子货币变化维持有效汇率稳定，逆周期因子则用于必要时调节。去年底以来，实际中间价逐渐接近“收盘价＋一篮子货币变化”估算值，逆周期因子影子变量多数时间处于正区间但幅度有限，表明央行更多是在人民币升值过程中平滑节奏，防止升值预期、结汇需求和短期资金形成过度强化。

短期来看，参考出口同比增速和前两轮升值幅度，本轮离岸人民币潜在升值点位或在 6.5-6.6 左右。中长期来看，弱美元叙事和人民币国际化进程或仍将持续支撑人民币升值。

升值会压制出口吗？

人民币实际有效汇率并不高，且中国商品仍具价格优势，人民币升值对出口冲击相对有限。截至今年 8 月，BIS 口径人民币名义有效汇率指数升至 113.15，但实际有效汇率指数仅为 91.77，表明国内价格和成本相对较低，抵消了部分名义升值影响。同时，与主要经济体相比，中国出口价格涨幅仍较有限，完整产业链、规模生产和交付效率等综合优势仍存，机械设备、电子、新能源及 AI 产业链等产品竞争力已不单纯依赖低汇率。

企业汇率风险管理能力提升，也进一步缓释人民币升值冲击。随着跨境人民币结算占比和外汇套保率提升，叠加海外产能、进口原材料等自然对冲，企业对汇率波动的适应能力增强。**因此，人民币温和升值的影响更多体现为企业利润分化，低毛利、弱议价企业相对承压，但对整体出口规模影响有限。但需注意：人民币升值对企业利润的影响，还会通过汇兑损益直接体现。若人民币继续升值，净外币资产敞口较大、套保覆盖不足的企业可能由汇兑收益转为损失，进而侵蚀利润，出口业务占比较高的企业尤其值得关注。**

风险提示

1、外需回落导致出口表现不及预期；2、美元及中美利差走势超预期变化；3、潜在待结汇资金规模及释放节奏存在测算误差；4、人民币升值对出口的负面影响可能超预期。

请阅读最后评级说明和重要声明

相关研究

- 《从长债定价框架看美债利率上行本质——债海寻锚系列 1》2026-09-03
- 《从 K 型分化到周期重启——2026 年下半年宏观经济与资本市场展望》2026-07-28
- 《经济的十字路口：滞胀困局还是复苏在望？——美国经济成色系列 1》2026-07-09

更多研报请访问
长江研究小程序

目录

认识汇率：本质是商品 5
本轮升值主因何在？ 9
如何看待未来走势？ 12
升值会压制出口吗？ 17
风险提示 21

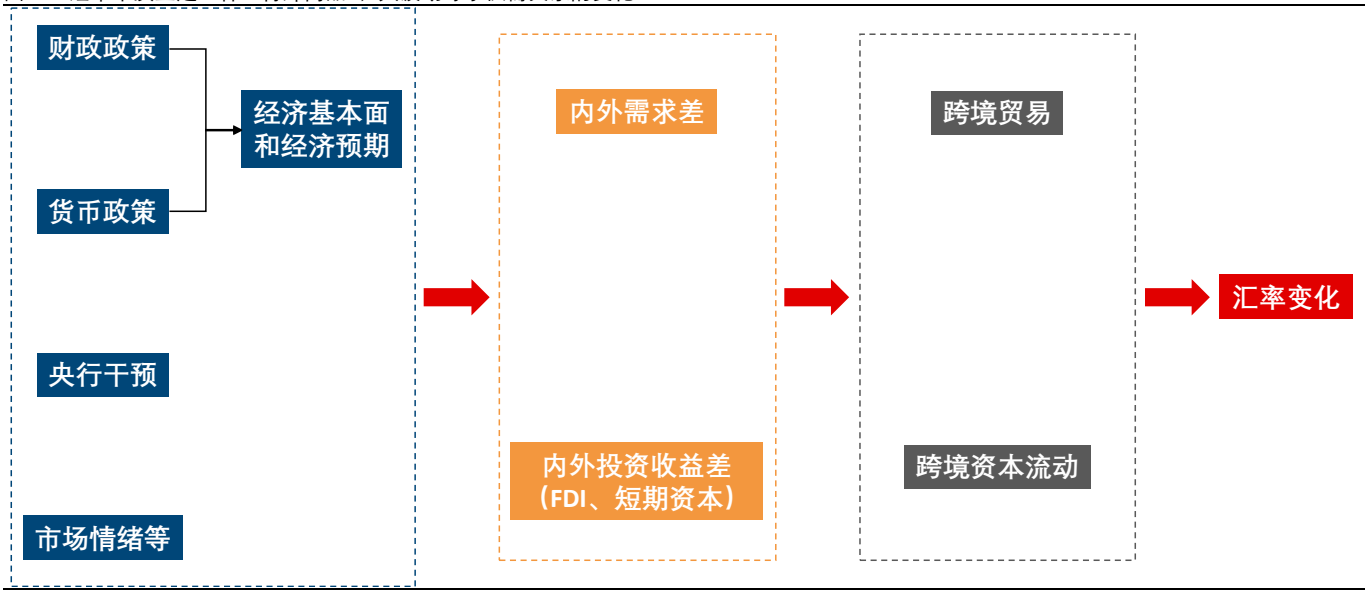
图表目录

图 1：汇率本质上是一种“特殊商品”，其波动缘于供需关系的变化 5
图 2：国际收支平衡表结构 6
图 3：人民币汇率（USDCNH 逆序）与国际收支差额长期走势较为一致（左，亿美元） 6
图 4：国际收支总差额主要由国际贸易和非储备性质的金融账户主导(左，亿美元) 7
图 5：BOP 中的股权证券投资净负债和沪深 300 长期走势较为一致（左，亿美元） 7
图 6：BOP 中的债券证券投资净负债和中美利差长期走势较为一致（左，亿美元；右，%） 8
图 7：BOP 中的直接投资净负债同比增速和 FDI 同比增速长期走势较为一致（左，亿美元；右，%） 8
图 8：美元走强并未压制人民币升值 9
图 9：中美利差与美元兑人民币汇率的相关性在减弱（右，BP） 9
图 10：2020 年以来，贸易顺差持续攀升但外贸企业结汇意愿并不高（亿美元） 10
图 11：随着人民币进入新一轮升值周期，外贸企业结汇意愿才开始回升（右，亿美元） 10
图 12：2025 年下半年以来，人民币对主要篮子货币以升值为主 11
图 13：人民币汇率指数整体走强 11
图 14：以货物贸易涉外收付款顺差(剔除人民币)与货物贸易结售汇顺差估算，2022 年以来累计待结汇资金约 4800 亿美元（左，亿美元） 12
图 15：以实际结汇率较于潜在结汇率差值估算，2022 年以来累计待结汇资金约 6400 亿美元（右，亿美元） 12
图 16：人民币延续升值或进一步推动企业加快结汇，进而推动外汇占款回升（左，亿元） 13
图 17：人民币中间价定价机制示意 14
图 18：去年底以来，估算的逆周期因子影子变量基本处于正区间 14
图 19：目前出口同比增速隐含离岸人民币潜在升值点位在 6.6 附近（左，%） 15
图 20：参考前两轮升值周期幅度，本轮人民币升值潜在点位或在 6.5-6.6 左右 16
图 21：人民币实际有效汇率指数虽有回升但仍处于历史低位水平 17
图 22：AI 商品涨价推升全球出口价格指数，但中国涨幅相对较小 18
图 23：从美、欧进口角度看，自华进口商品价格较于自其他地区进口价格低 20%左右 18
图 24：我国进出口中，用人民币结算的货物贸易额占比趋势性上升（左，亿元；右，%） 19
图 25：银行代客涉外收支中，以人民币进行结算的比重也在趋势性抬升（%） 19
图 26：人民币升值使得全 A 非金融上市公司汇兑损失扩大 20

认识汇率：本质是商品

在浮动汇率制下，汇率本质上是一种“特殊的商品”，其波动主要源于外汇市场上的供需关系变化。跨境贸易（经常账户）与跨境资本流动（资本和金融账户）是决定供需平衡的两股基本力量。而这两股力量的强弱，则取决于内外需求差以及内外投资收益差。从长期来看，前述差异的根基在于各国**经济基本面**的相对表现；但中短期波动往往由货币政策和市场情绪等因素主导。

图 1：汇率本质上是一种“特殊商品”，其波动缘于供需关系的变化



资料来源：长江证券研究所

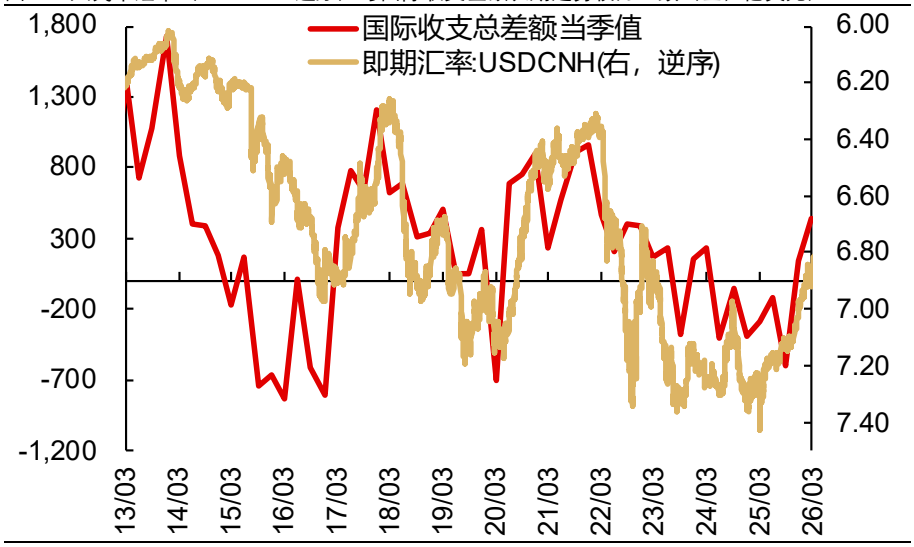
能体现供需关系的是国际收支平衡表，其主要资金可分为：国际贸易资金、直接投资资金和金融投资资金。前两者与实体经济关联最为密切，性质偏长期资本，是货币供需的“基本盘”；金融投资资金性质更偏短期资本，受资本市场、汇率升贬值预期等因素影响更大。此外，可以把经常账户和直接投资之和看成是基础国际收支，因为它们与实体经济本身关联最紧密；证券投资+其他投资+净误差与遗漏可作为观察短期资本流动的参考，其变化主要受二级市场表现、汇率升贬值预期及资本账户开放政策等因素影响。

图 2：国际收支平衡表结构

一级账户	二级账户	三级账户	核心内容	通俗理解
1. 经常账户	货物和服务	货物	商品的进出口（如电子产品、石油、农产品等）	买卖实物产品
		服务	服务的进出口（如旅游、运输、保险等）	买卖非实物服务
	初次收入		雇员报酬、投资收益等	靠劳动、资本赚的
	二次收入		居民与非居民间的经常性转移，包括所有非资本转移的转移项目（如侨汇、国际援助、捐赠等）	单方面无偿转移
2. 资本与金融账户	资本账户		居民与非居民之间的资本转移，以及居民与非居民之间非生产非金融资产的取得和处置（如债务减免、移民转移财产、无形资产所有权转移等）	资产所有权的变更
	金融账户	非储备性质的金融账户	直接投资 证券投资、金融衍生工具、其他投资（其他股权、货币和存款、贷款、保险和养老金、贸易信贷等）	资金的跨境投资和流动
		储备资产	货币黄金、特别提款权、在国际货币基金组织的储备头寸、外汇储备等	
3. 净误差与遗漏	—	—	统计误差等	在会计上把账做平

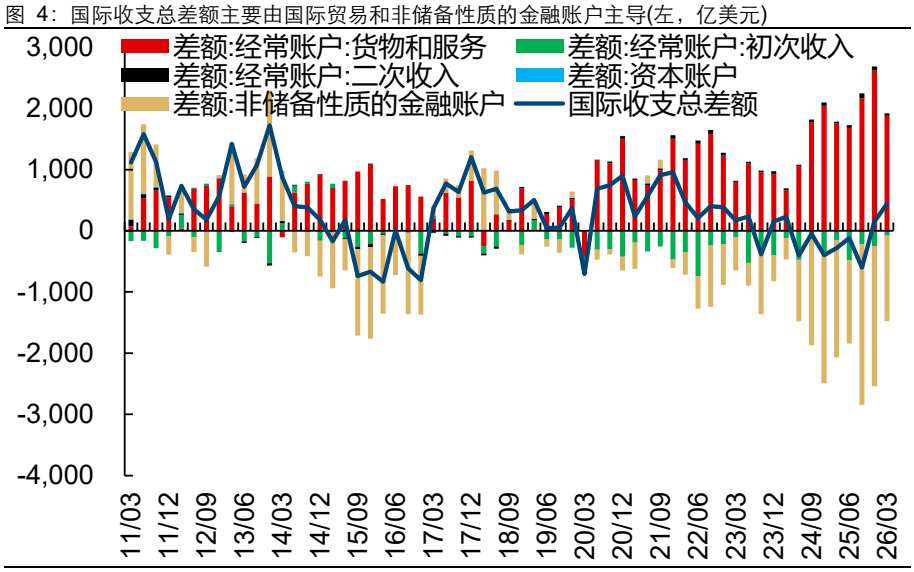
资料来源：外汇管理局，长江证券研究所

图 3：人民币汇率（USDCNH 逆序）与国际收支差额长期走势较为一致（左，亿美元）



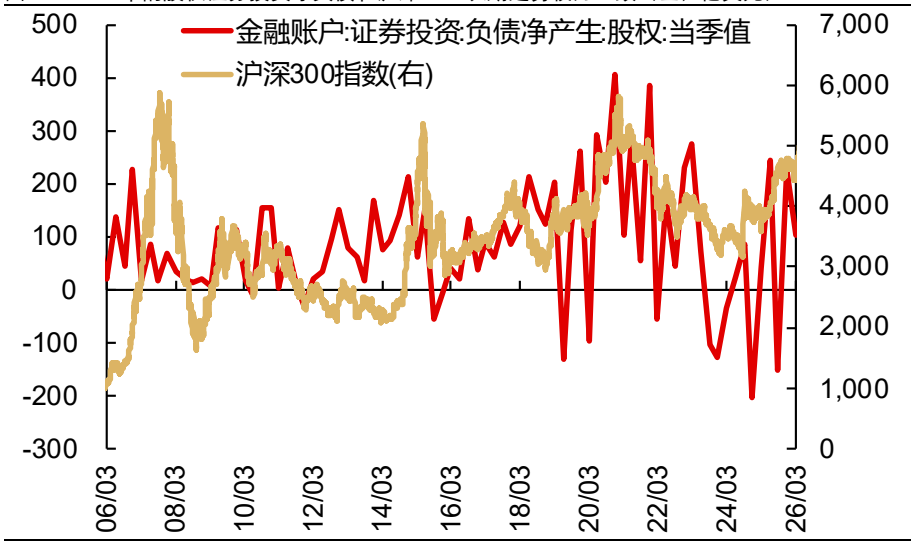
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 4：国际收支总差额主要由国际贸易和非储备性质的金融账户主导(左，亿美元)



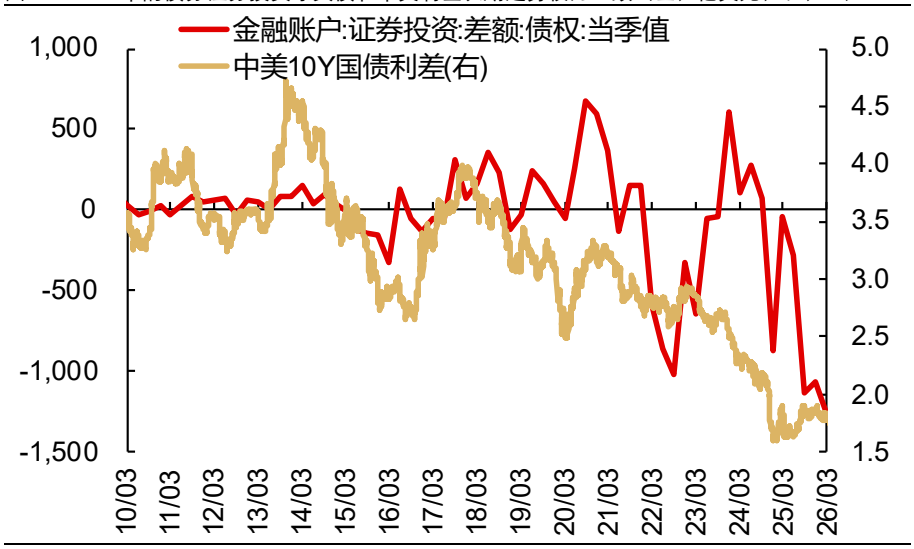
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 5：BOP 中的股权证券投资净负债和沪深 300 长期走势较为一致（左，亿美元）



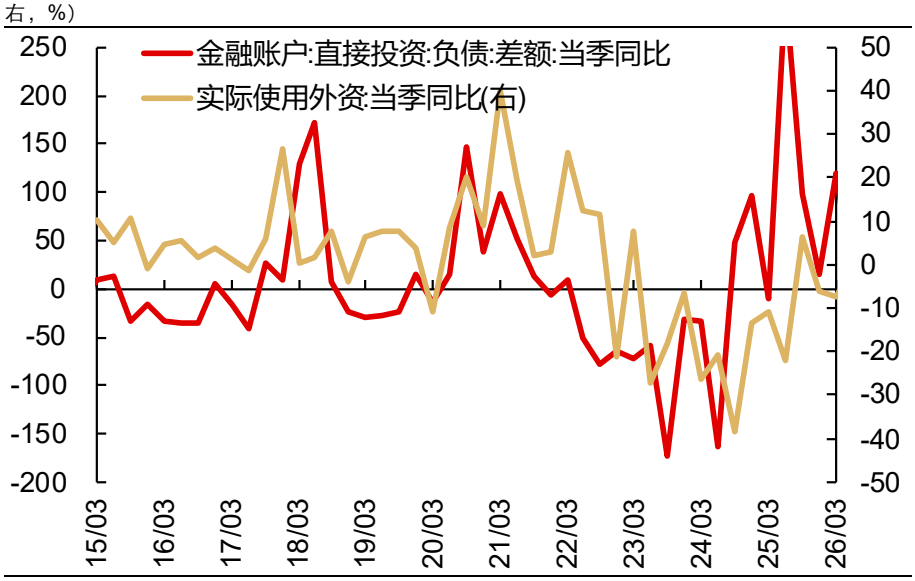
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 6：BOP 中的债券证券投资净负债和中美利差长期走势较为一致（左，亿美元；右，%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 7：BOP 中的直接投资净负债同比增速和 FDI 同比增速长期走势较为一致（左，亿美元；右，%）

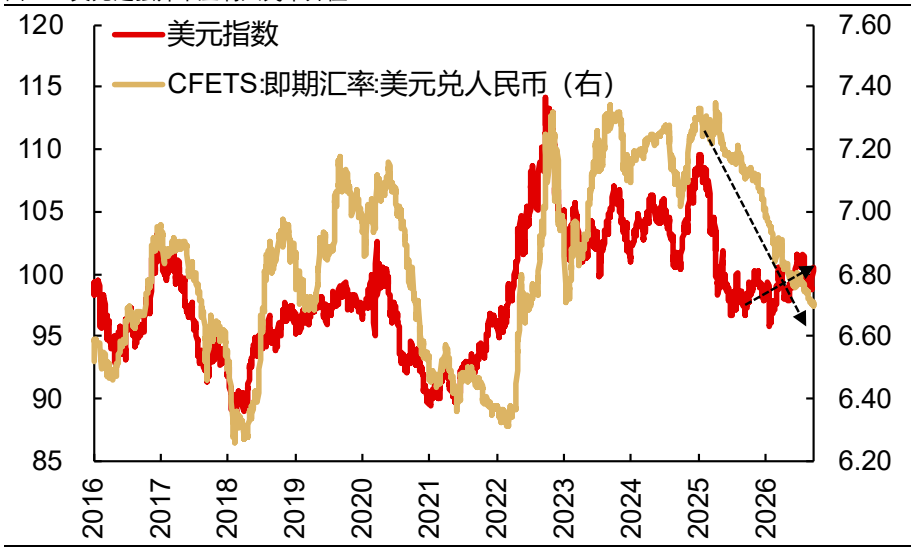


资料来源：Wind，长江证券研究所

本轮升值主因何在？

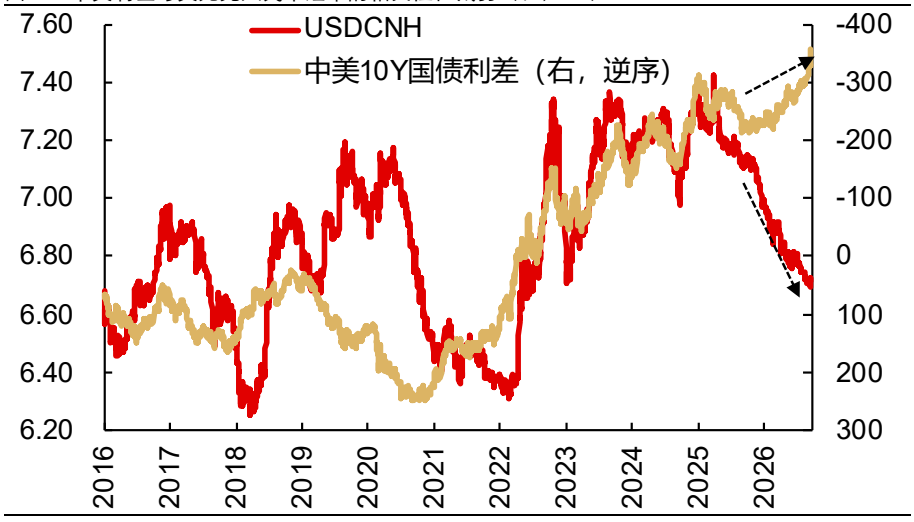
本轮人民币升值动力初期由美元走弱带动，后面逐渐转向出口结汇承托主导。2025 年 4 月以来，美元兑在岸人民币从 7.3 附近降至 6.7 附近。初期，美国关税政策加剧经济与政策前景的不确定性，海外投资者增加美元汇率对冲，推动美元走弱，人民币随之升值。美元指数随后震荡回升，同时，中美利差倒挂持续加深，但并未逆转人民币升值趋势。人民币能够在强美元、宽利差环境下持续升值，表明本轮行情并非单纯由美元走弱驱动，强劲出口带来的外汇收入与结汇需求成为更重要的支撑。

图 8：美元走强并未压制人民币升值



资料来源：Wind，长江证券研究所

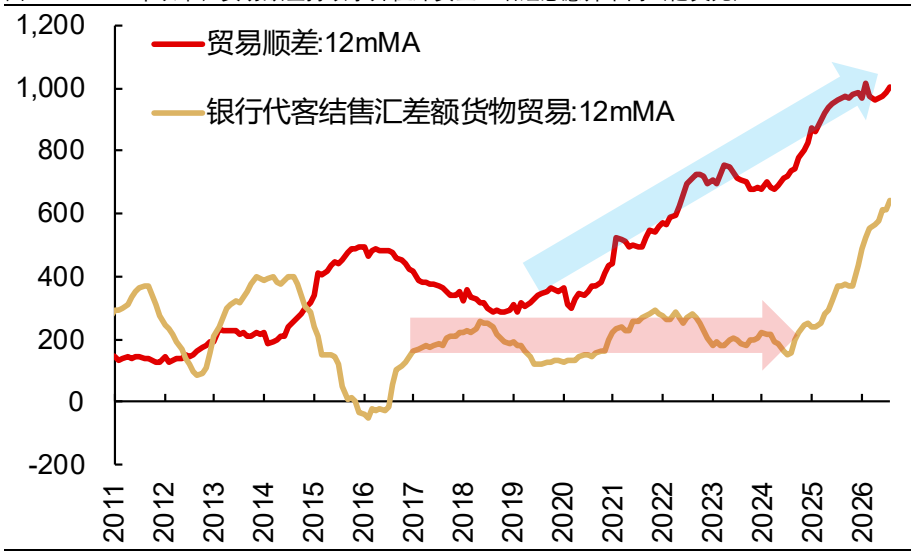
图 9：中美利差与美元兑人民币汇率的相关性在减弱（右，BP）



资料来源：Wind，长江证券研究所

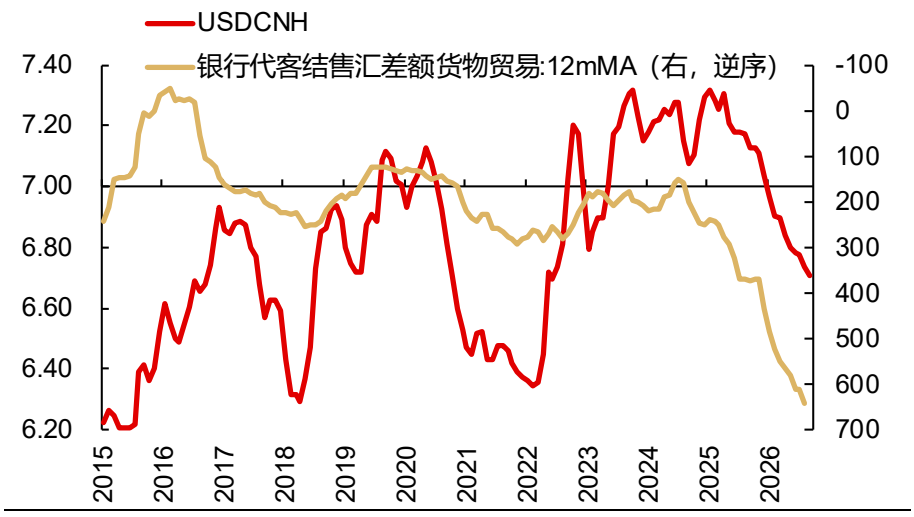
此外，潜在待结汇资金回流也在一定程度上助推人民币升值。2020 年以来我国贸易顺差持续扩大，但货物贸易项下银行代客结售汇差额长期低位波动，表明出口收入并未同步转化为人民币。进入本轮升值阶段后，结售汇差额明显回升，反映此前持有外汇的企业或在加快结汇以规避人民币升值变动带来的收益损失。这边际上增加了阶段性的外汇供给，并可能在一定程度上与人民币升值形成相互强化。

图 10：2020 年以来，贸易顺差持续攀升但外贸企业结汇意愿并不高（亿美元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

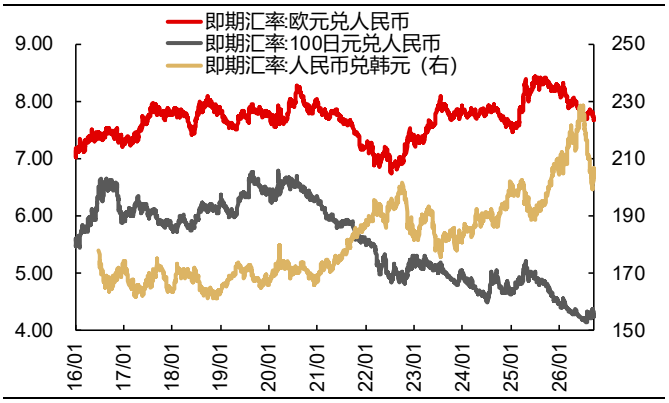
图 11：随着人民币进入新一轮升值周期，外贸企业结汇意愿才开始回升（右，亿美元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

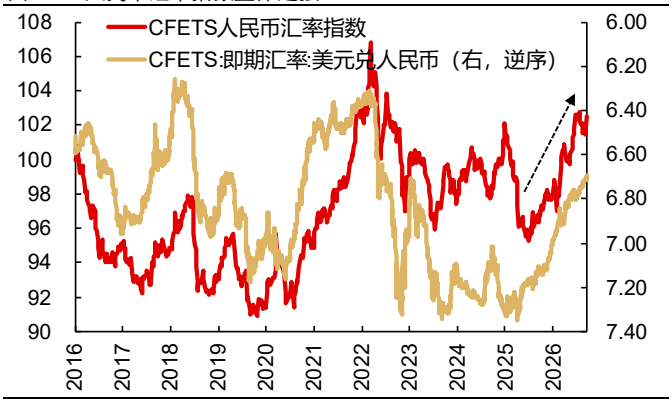
同时，此轮升值周期并非仅对美元升值，而是呈现整体走强趋势。 2025 年上半年，CFETS 人民币汇率指数一度降至 95 附近，彼时人民币对美元虽已逐渐企稳，但对一篮子货币总体仍偏弱。此后指数持续修复，2025 年下半年以来，人民币对主要篮子货币以升值为主。2026 年以来升值进一步加快，截至今年 9 月 18 日已回升至 102 以上，人民币有效汇率层面的强势特征逐渐确立。

图 12：2025 年下半年以来，人民币对主要篮子货币以升值为主



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 13：人民币汇率指数整体走强

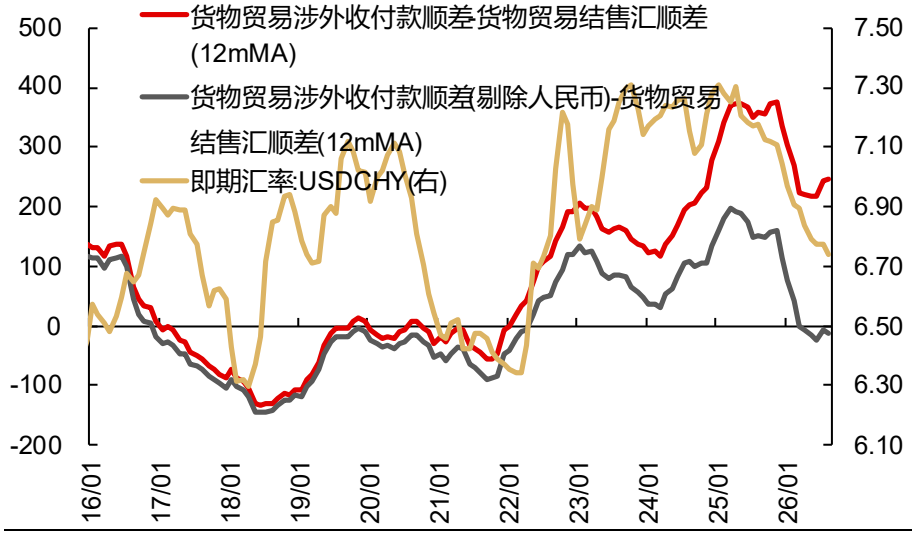


资料来源：Wind，长江证券研究所

如何看待未来走势？

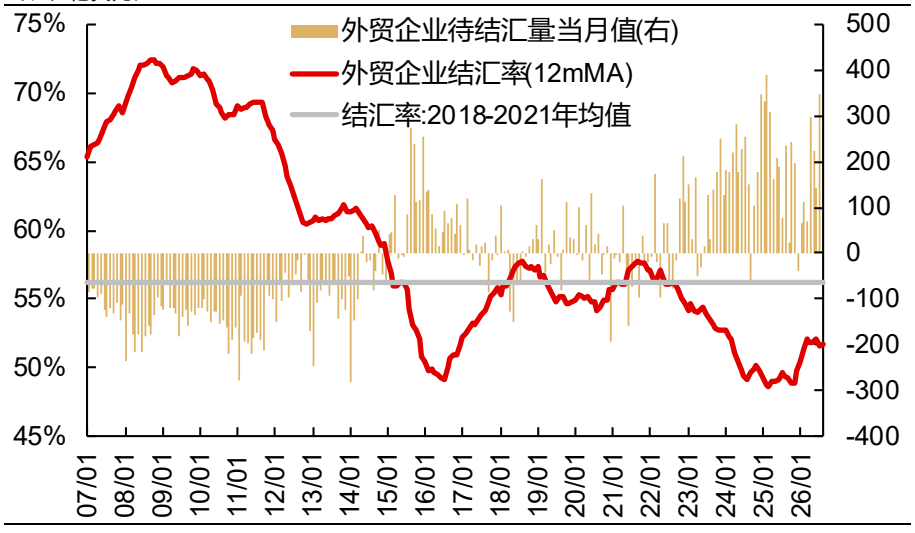
出口强劲叠加潜在待结汇资金体量仍较大，或进一步承托人民币升值。我们采用两种方法估算 2022 年以来的潜在待结汇资金体量：1）若假设“货物贸易涉外收付款顺差（剔除人民币）-货物贸易结售汇顺差”的潜在值为 0，则 2022 年 1 月-2026 年 8 月潜在待结汇资金约为 4800 亿美元；2）2018-2021 年结汇率较为稳定，其均值为 56.2%；以此作为潜在应有结汇率，按照“货物贸易涉外收款*[（1-实际结汇率）-（1-结汇率均值）]”的公式估算，则 2022 年 1 月-2026 年 8 月潜在待结汇资金约为 6400 亿美元。两者均值在 5600 亿美元左右。

图 14：以货物贸易涉外收付款顺差(剔除人民币)与货物贸易结售汇顺差估算，2022 年以来累计待结汇资金约 4800 亿美元（左，亿美元）



资料来源：Wind，长江证券研究所测算

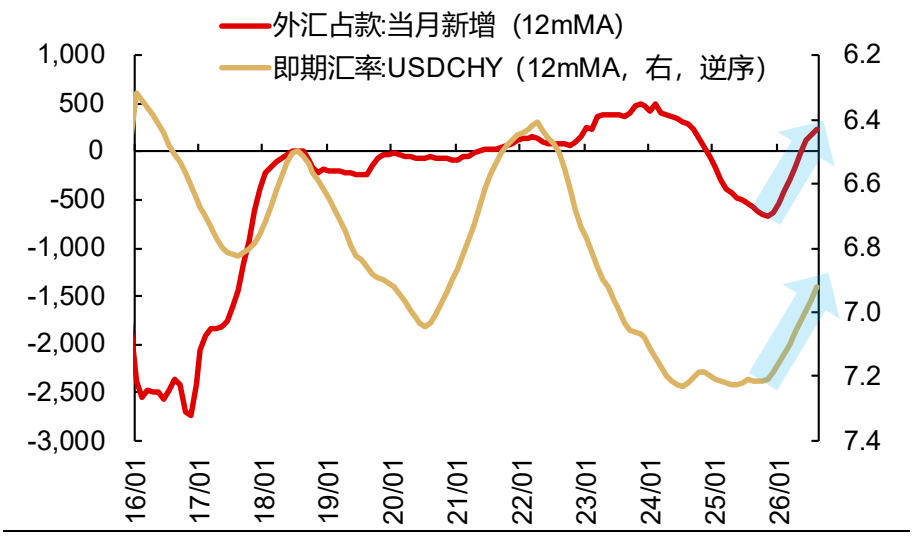
图 15：以实际结汇率较于潜在结汇率差值估算，2022 年以来累计待结汇资金约 6400 亿美元（右，亿美元）



资料来源：Wind，长江证券研究所测算

若人民币延续温和升值，企业结汇可能成为后续人民币流动性的主要增量来源之一，为资本市场提供流动性支撑。随着升值预期强化，出口企业继续持有外汇所面临的汇兑损失风险上升，提前结汇、锁定人民币收入的意愿也会增强。前期出口积累的待结汇资金规模较大，一旦转换节奏加快，将首先增加企业的人民币存款；若商业银行进一步向央行卖出外汇，还会带动央行外汇占款和基础货币投放回升，改善银行体系流动性；而结汇所得资金随后将通过企业支付、投资和金融资产配置等方式向资本市场传导。

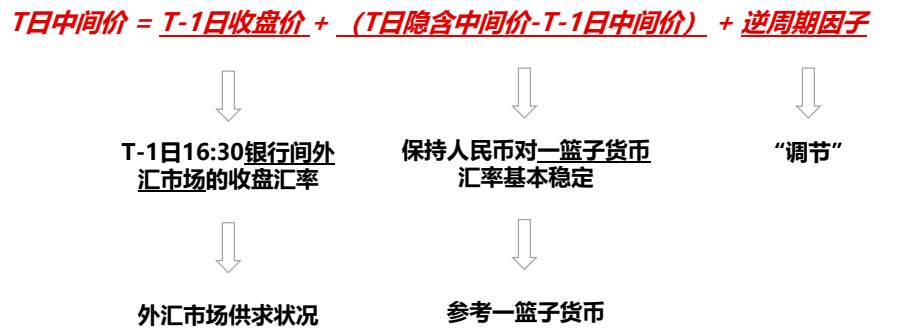
图 16：人民币延续升值或进一步推动企业加快结汇，进而推动外汇占款回升（左，亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

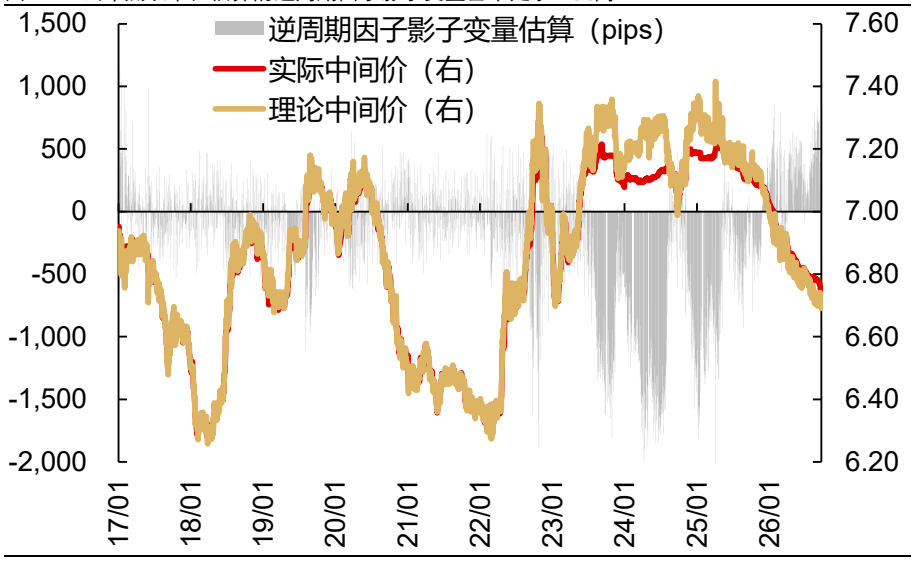
从政策端看，目前侧重于稳定市场预期、平滑汇率过度波动，未来人民币走势延续稳中偏升趋势概率较大。从中间价形成机制看，前一交易日收盘价反映外汇市场供求，一篮子货币汇率变化用于保持人民币对篮子货币的基本稳定，逆周期因子则为必要时的调节留出空间。去年底以来，实际中间价与按“收盘价＋一篮子货币变化”估算的理论中间价逐步贴近，逆周期因子影子变量多数时间处于正区间，但幅度总体有限。这意味着在美元兑人民币下行、人民币升值的过程中，中间价略高于模型估算值，起到平滑升值节奏的作用。结合年初下调远期售汇风险准备金率来看，央行暂无逆转人民币升值趋势意向，更多以防止结汇需求、升值预期和投机资金之间形成自我强化为主。

图 17：人民币中间价定价机制示意



资料来源：中国外汇交易中心，长江证券研究所

图 18：去年底以来，估算的逆周期因子影子变量基本处于正区间

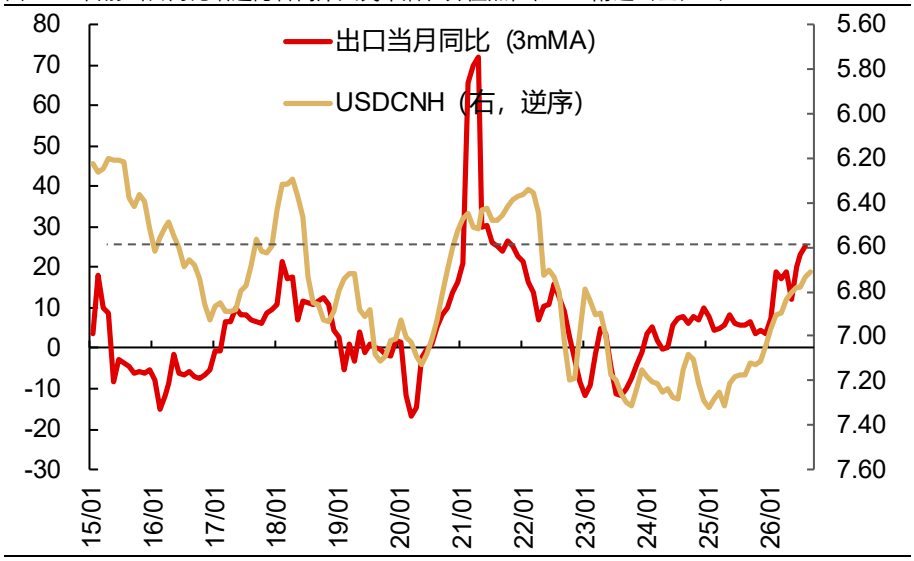


资料来源：Wind，长江证券研究所测算

短期来看，参考出口同比增速和前两轮升值幅度，本轮离岸人民币潜在升值点位或在 6.5-6.6 左右。受益于 AI 商品涨价拉动，今年以来出口表现极为强劲。年内来看，AI 投资维持高景气背景下，出口大幅走弱概率较低。强劲出口带来的结汇需求将进一步支撑人民币升值，目前出口同比增速隐含离岸人民币潜在升值点位在 6.6 附近。若参考前两轮升值周期幅度，本轮人民币升值潜在点位或在 6.5-6.6 左右。

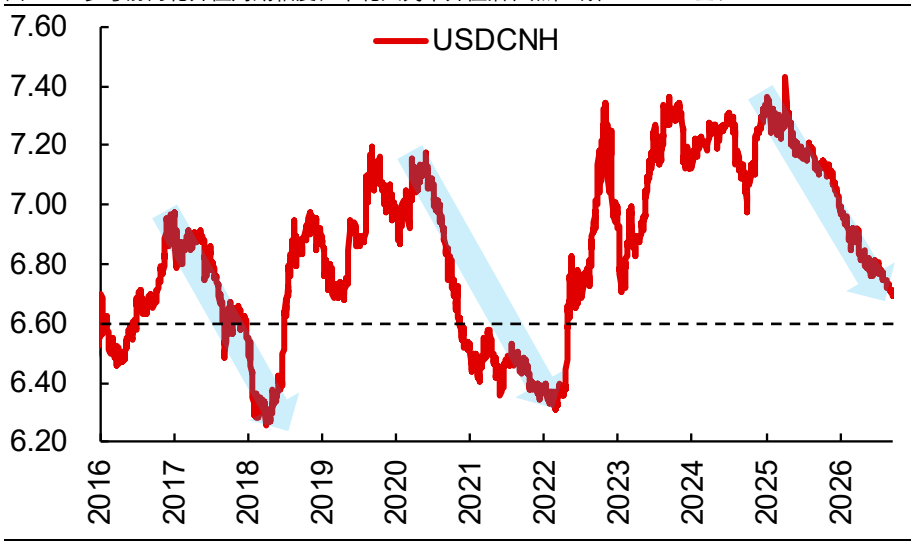
中长期来看，弱美元叙事和人民币国际化进程或仍将持续支撑人民币升值。美国财政及经常账户赤字维持高位，叠加政策不确定性，可能促使国际投资者提高美元资产的汇率对冲比例，构成美元偏弱的潜在因素。叠加人民币国际化推进有助于扩大跨境使用需求，人民币仍有震荡升值空间，6.5 更宜视为阶段性参考点位，而非本轮升值的确定终点。

图 19：目前出口同比增速隐含离岸人民币潜在升值点位在 6.6 附近（左，%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 20：参考前两轮升值周期幅度，本轮人民币升值潜在点位或在 6.5-6.6 左右

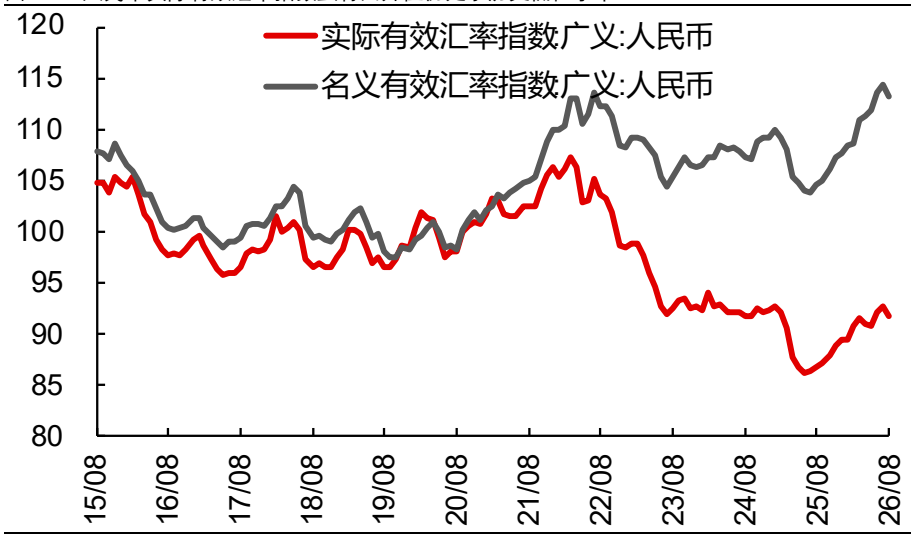


资料来源：Wind，长江证券研究所

升值会压制出口吗？

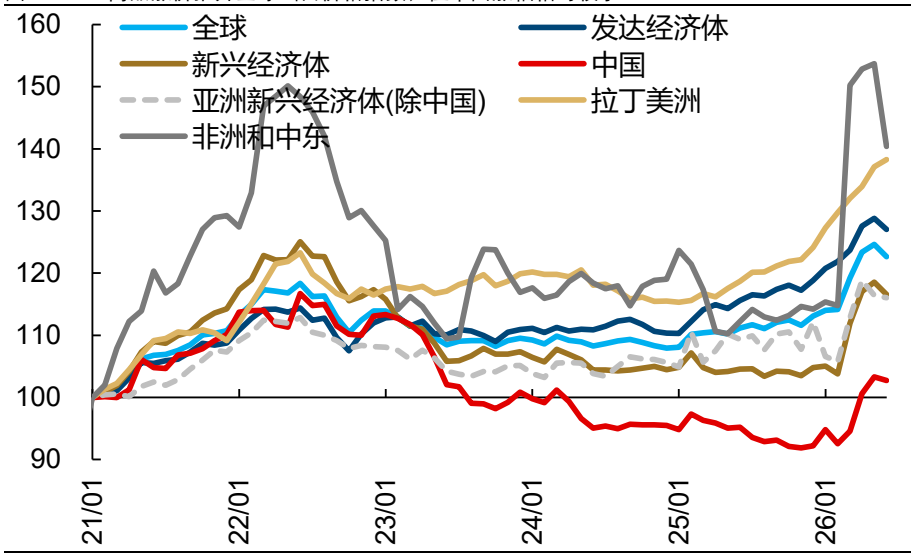
人民币实际有效汇率并不高，且中国商品在全球仍有价格优势，决定了人民币升值对出口负面冲击相对偏弱。人民币升值会降低出口收入折算成人民币后的金额，并对利润率较低、议价能力较弱的企业形成压力，但不宜由此推导出我国出口将明显下滑。真正影响出口竞争力的并非单一的美元兑人民币名义汇率，而是经过国内外价格和成本调整后的实际有效汇率。截至今年 8 月，BIS 口径人民币名义有效汇率指数回升至 113.15 的历史高位水平，但实际有效汇率指数仅为 91.77。两者之间的明显差距表明，虽然人民币名义汇率相对一篮子货币有所升值，但中国国内价格和生产成本涨幅低于主要贸易伙伴，相对价格因素抵消了相当一部分名义升值影响。此外，从商品价格看，今年以存储为代表的 AI 商品涨价推升全球出口价格指数。但与主要经济体出口价格指数相比，中国出口价格上涨幅度相对有限。人民币温和升值会缩小部分价格优势，但尚不足以逆转我国在完整产业链、规模生产、交付效率和基础设施等方面形成的综合成本优势。尤其是机械设备、电子产品、集成电路、新能源和 AI 产业链产品，其竞争力已经不再单纯依赖低汇率。

图 21：人民币实际有效汇率指数虽有回升但仍处于历史低位水平



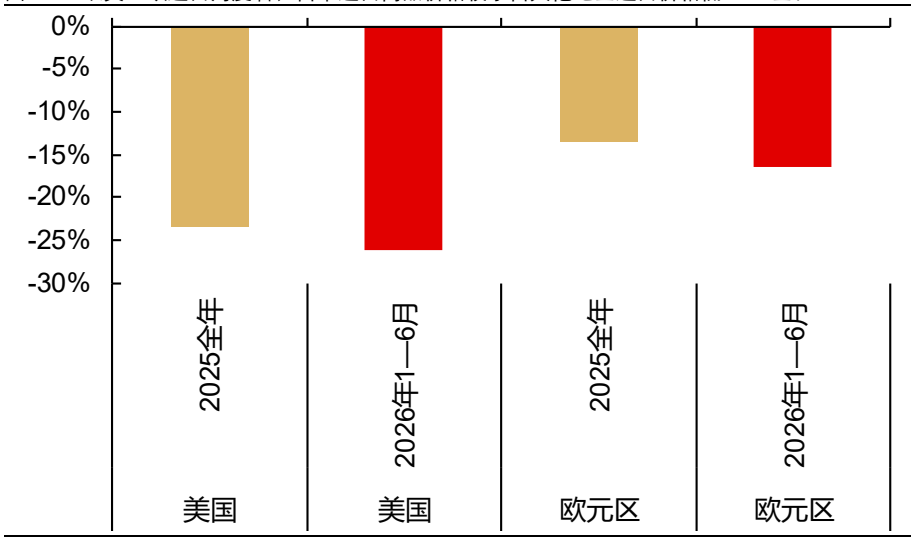
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 22：AI 商品涨价推升全球出口价格指数，但中国涨幅相对较小



资料来源：Wind，长江证券研究所

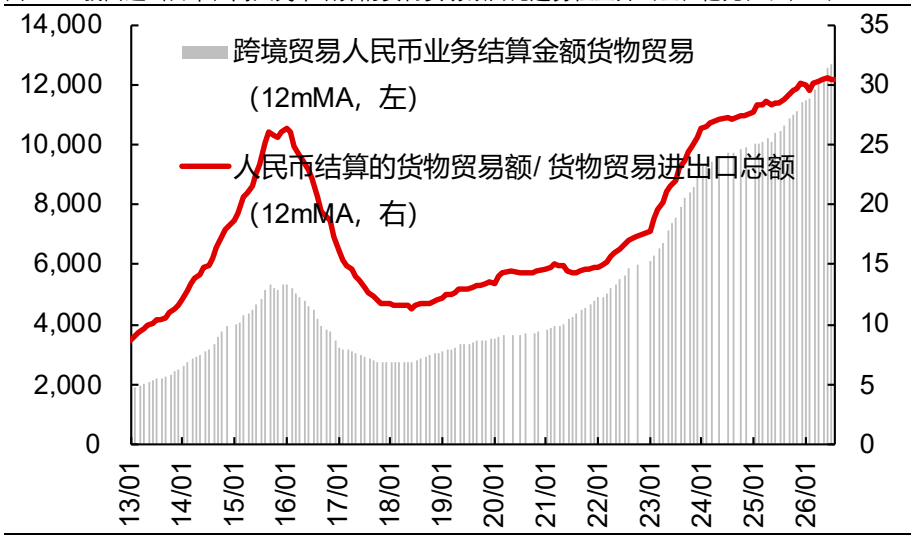
图 23：从美、欧进口角度看，自华进口商品价格较于自其他地区进口价格低 20%左右



资料来源：Wind，长江证券研究所

与此同时，企业汇率风险管理能力持续提升，人民币升值对出口企业盈利的影响有望进一步缓释。一方面，跨境贸易和银行代客涉外收支中人民币结算占比持续上升，企业通过人民币计价和结算可减少外币资产负债敞口，降低汇率波动对经营现金流的影响。另一方面，企业运用远期、掉期和期权等外汇衍生品管理汇率风险的规模不断扩大，外汇套保率持续提升，有助于平滑汇率变化对出口利润的扰动。此外，部分企业通过进口原材料、海外生产布局及外币负债形成自然对冲，进一步增强了对汇率波动的适应能力。

图 24：我国进出口中，用人民币结算的货物贸易额占比趋势性上升（左，亿元；右，%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 25：银行代客涉外收支中，以人民币进行结算的比重也在趋势性抬升（%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

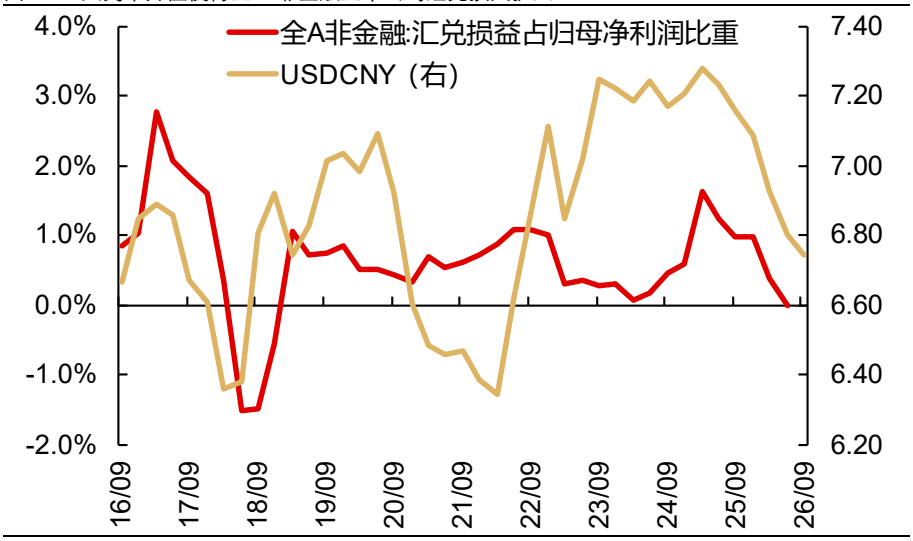
因此，人民币升值对出口的影响更可能表现为行业和企业之间的利润重新分配，而不是整体出口规模明显收缩。低毛利、美元定价且缺乏套保能力的劳动密集型企业承压相对更大；具备技术优势、人民币结算能力、海外产能和汇率套保体系的企业受影响较小。只要人民币保持温和、有序升值，而非短期快速跳升，我国产业链和价格优势仍足以支撑出口韧性。



但需要注意的是：人民币升值对企业利润的影响，还会通过汇兑损益直接体现。对于持有较多美元货币资金和应收账款的企业，人民币升值会降低外币资产折算后的人民币价值，收汇或期末重估时可能形成汇兑损失；外币资产积累越多、从确认收入到收汇结汇的周期越长，利润对汇率变化越敏感。2025 年一季度以来，随着美元兑人民币汇率从

高位回落，A 股非金融上市公司的汇兑损益占归母净利润比重明显下降，反映前期汇兑收益正在收窄。若人民币继续升值，净外币资产敞口较大、套保覆盖不足的企业可能由汇兑收益转为损失，进而侵蚀利润，出口业务占比较高的企业尤其值得关注。

图 26：人民币升值使得全 A 非金融上市公司汇兑损失扩大



资料来源：Wind，长江证券研究所

风险提示

1、**外需回落导致出口表现不及预期。**本轮人民币升值的重要支撑来自强劲出口及由此形成的外汇收入。若全球经济增长超预期放缓，或 AI 投资景气度下降，可能导致我国出口增速明显回落，进而削弱贸易顺差及企业结汇需求，使人民币升值的基本面支撑弱于预期。

2、**美元及中美利差走势超预期变化。**当前人民币升值更多受到国内外汇供需支撑，但美元指数和中美利差仍是影响人民币汇率的重要外部变量。若美国通胀重新上行、美联储货币政策超预期收紧，推动美债利率及美元指数明显走强，中美利差进一步扩大，可能加大资本流出压力，并对人民币汇率形成阶段性贬值压力。

3、**潜在待结汇资金规模及释放节奏存在测算误差。**文中潜在待结汇资金主要基于历史结汇率和涉外收付款、结售汇数据进行估算，并不等同于未来实际结汇规模。若企业长期持有外汇资产的意愿增强，或通过海外投资、进口支付及外币负债等方式使用外汇，实际转化为境内结汇需求的资金可能明显低于测算值。

4、**人民币升值对出口的负面影响可能超预期。**本文判断建立在人民币温和、有序升值以及我国商品仍具价格和产业链优势的基础上。若人民币短期升值速度过快或幅度明显超过预期，出口企业来不及调整报价和套保策略，低毛利、美元定价及议价能力较弱行业的利润可能受到较大挤压，并进一步影响出口订单和企业生产经营。

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。