



公司研究 | 深度报告 | 鲁西化工 (000830.SZ)

**品类为王，周期向好**

## 报告要点

公司从做化肥起家，目前主要从事化工新材料、基础化工等产品的生产和销售，是国内领先的综合性化工平台型企业。公司产品线十分丰富，复盘历史来看，当化工行业景气周期上行时，公司享受到多产品价格上涨带来的利润增厚，业绩弹性十足。目前来看，公司多产品线价格价差仍处于历史中枢偏低的位置，而经过 2-3 年需求端消化，开工率已处于 70%-80%较高的位置，主要产品线或有望迎来景气反转。

## 分析师及联系人



马太

SAC: S0490516100002

SFC: BUT911



王明

SAC: S0490521030001

SFC: BVA881



徐静

## 品类为王，周期向好

### 公司介绍：综合性化工企业，一体化国内龙头

公司从做化肥起家，目前主要从事化工新材料、基础化工等产品的生产和销售，是国内领先的综合性化工平台型企业。公司产品线十分丰富，包括聚碳酸酯、己内酰胺、尼龙 6、双氧水、多元醇、甲酸、新型制冷剂、有机硅、甲烷氯化物、烧碱、甲醇等百余类产品，下游覆盖广泛。公司产业链一体化优势突出。公司已建成一体化、集约化的化工新材料产业园区，现有煤化工、盐化工、氟硅化工和化工新材料等多条较为完整的循环产业链。园区各装置之间上下游关联度高，互为原料，通过管网密闭输送，循环利用，安全高效。

### 产品线齐全，多产品或迎来景气反转

**有机硅：下游需求多点开花，供给端暂无新增产能。**过去 10 年，中国有机硅中间体表观消费量从 76.7 万吨增长到 226.6 万吨，复合增速为 11.4%。有机硅下游需求多点开花，十分分散，包含电子电器 (25.5%)、建筑 (23.6%) 和纺织业 (14.3%) 等。截至 2026 年 4 月底，中国有机硅中间体产能达到 344 万吨/年，CR5 为从 2017 年的 59.0% 提升到 63.2%，2025 年-2026 年行业产能无增长，供给端压力大幅缓解，行业迎来涨价窗口期。

**聚碳酸酯 (PC)：供需格局或迎来拐点。**2020-2025 年，受汽车轻量化趋势、新兴产业等拉动，PC 表观消费量从 248.1 万吨增长到 361.0 万吨，年复合增速高达 10.6%。近年，PC 产能增速降低至 10% 以下，2025 年产能利用率达到 85%，2026 年行业无新增产能，供需关系改善。

**己内酰胺-尼龙：企业联合自律，供给新增有限。**己内酰胺需求高度集中在尼龙 6，过去 10 年己内酰胺的表需增速较高，期间复合增速为 14%。由于己内酰胺下游主要是 PA6 (锦纶) 切片，其表观消费量受 PA6 产量影响较大。PA6 需求端主要是纺服领域，2025 年纺服领域需求走弱，导致己内酰胺表需增速放缓。预计 2026 年己内酰胺无新增产能，未来两年新增产能有限，扩产项目投产时间预计在 2027H2 以后。2025 年 10 月以后，行业有所自律协同，供给侧压力大大减轻，产品价格宽幅上涨。

**多元醇：需求亮眼。**公司多元醇主要有正丁醇和辛醇。近十年正丁醇和辛醇表观消费波动较大，但是整体呈增长趋势，期间复合增速分别为 7% 和 6%。丁辛醇行业在 2020 年-2023 年产能增长十分有限，2023 年起行业产能增长提速，近三年正丁醇和辛醇产能年复合增速分别是 13.0% 和 21.2%，供给端高增长带来过剩，产品价格从 2023 年高点到低点下跌近 50%。但 2025 年 12 月以来，受部分装置停产影响，产品价格从底部向上有所反弹，3 月以后受油价上涨影响，成本抬升推动正丁醇和辛醇价格反弹。

### 投资建议：公司多产品有望景气上行，建议重视弹性机会

复盘过去两轮 (2016-2018、2020-2021) 顺周期化工行情，当化工行业景气周期上行时，公司诸多产品景气共振带来高业绩弹性，毛利率及净利率均大幅改善，业绩大幅增长。我们之前在《供给优化，气势升腾——基础化工 2026 年度投资策略》报告中分析判断，化工供需改善，有望迎来景气上行期。分析产品价格、价差来看，公司诸产品景气仍处于历史中枢偏低的位置。目前公司四大主产品有机硅、聚碳酸酯 (PC)、己内酰胺/尼龙和多元醇景气有所上行，有望率先走出底部。预计公司 2026 年-2028 年归属净利润分别为 19.7/25.5/26.5 亿元，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 风险提示

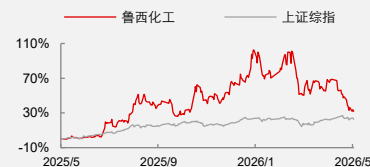
- 1、油价过高抑制全球需求。
- 2、行业竞争加剧。
- 3、政策不确定性。
- 4、安全环保风险。
- 5、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。

#### 公司基础数据

当前股价(元)	13.34
总股本(万股)	190,432
流通A股/B股(万股)	190,418/0
每股净资产(元)	10.18
近12月最高/最低价(元)	21.80/10.10

注：股价为 2026 年 5 月 27 日收盘价

#### 市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

#### 相关研究


 更多研报请访问  
长江研究小程序

## 目录

公司介绍：综合性化工企业，一体化国内龙头 .....	6
公司业务：多元产品布局，打造化工新材料一体化基地 .....	6
公司亮点：多条产业链完整循环，一体化优势突出 .....	7
股权结构：公司实控人为国务院国资委 .....	9
财务表现：业务稳健发展，经营规模持续攀升 .....	10
产品线齐全，多产品或迎来景气反转 .....	13
有机硅：下游需求多点开花，供给端暂无新增产能 .....	13
聚碳酸酯：供需格局或迎来拐点 .....	15
己内酰胺-尼龙：企业联合减产，供给新增有限 .....	19
多元醇：需求亮眼，成本抬升 .....	22
投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级 .....	26
风险提示 .....	28

## 图表目录

图 1：公司发展历程 .....	6
图 2：公司主要产品线及上下游关系 .....	8
图 3：公司股权结构（截至 2026 年一季报） .....	9
图 4：近十年公司分红情况 .....	10
图 5：公司主营收入及增速 .....	10
图 6：公司归母净利润及增速 .....	10
图 7：公司期间费用率大幅下降 .....	11
图 8：公司毛利率与净利率 .....	11
图 9：公司各板块营收构成 .....	11
图 10：公司各板块业务毛利率 .....	11
图 11：公司化工及化肥制造业销量（万吨） .....	12
图 12：公司主要化工产品销量情况（万吨） .....	12
图 13：有机硅产业链 .....	13
图 14：2025 年有机硅下游需求领域结构 .....	14
图 15：2025 年有机硅下游深加工商品结构 .....	14
图 16：2008 年-2025 年有机硅中间体产量、表观消费量及进出口量 .....	14
图 17：中国有机硅产能连续两年无增长 .....	15
图 18：2007 年至今有机硅中间体价格及价差 .....	15
图 19：PC 成品图 .....	16
图 20：PC 产业链示意图 .....	16
图 21：2019-2024 年全球 PC 需求量 .....	17
图 22：2014-2025 年中国 PC 表观消费量 .....	17
图 23：2014-2025 年中国 PC 产能及其增速、产量及产能利用率 .....	18
图 24：2016 年至今 PC 产品的价格及价差 .....	19

图 25: 己内酰胺产业链图 .....	20
图 26: 2025 年己内酰胺下游需求结构 .....	20
图 27: 2014 年-2025 年中国己内酰胺产量、表观消费量及同比 .....	20
图 28: 2014 年-2026 年中国己内酰胺产能及同比 .....	21
图 29: 2020 年 1 月-2026 年 4 月己内酰胺开工率 .....	22
图 30: 公司多元醇工艺流程图 .....	22
图 31: 2025 年正丁醇下游消费结构 .....	23
图 32: 2025 年辛醇下游消费结构 .....	23
图 33: 2014 年-2025 年中国正丁醇产量、表观消费量及同比 .....	23
图 34: 2014 年-2025 年中国辛醇产量、表观消费量及同比 .....	23
图 35: 2014 年-2025 年中国正丁醇进口依存度 .....	23
图 36: 2014 年-2025 年中国辛醇进口依存度 .....	23
图 37: 2020 年-2025 年正丁醇产能及同比 .....	24
图 38: 2020 年-2025 年辛醇产能及同比 .....	24
图 39: 2014 年以来正丁醇、辛醇均价及价差 .....	25
图 40: 鲁西化工主要产品景气情况表 .....	25
图 41: 2013Q3-2026Q1 中国化学原料及化学制品 PPI 季度累计同比和公司超额收益及其毛利率、净利率 .....	27
表 1: 公司主要产品产能明细 .....	6
表 2: 国内 PC 拟投建产能 .....	18
表 3: 2027 年-2028 年己内酰胺规划新增产能 .....	21
表 4: 2026-2027 年丁辛醇拟投建产能 .....	24
表 5: 过去两轮周期鲁西化工股价表现 .....	26
表 6: 公司收入和利润敏感性分析 (单位: 百万元) .....	28

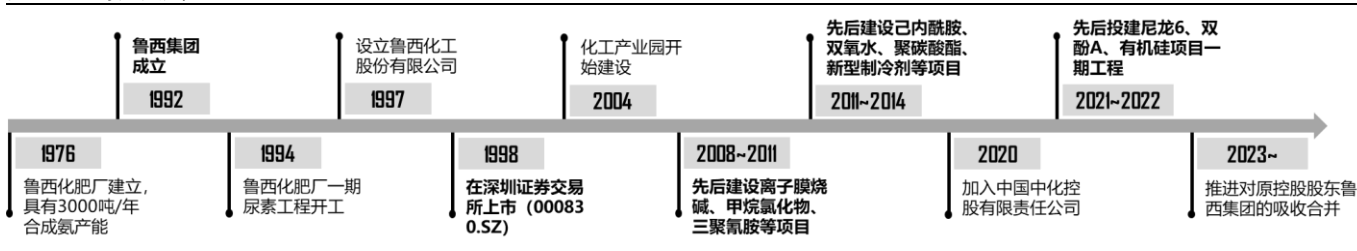
## 公司介绍：综合性化工企业，一体化国内龙头

鲁西化工集团股份有限公司主要从事化工新材料、基础化工以及化肥产品的生产和销售，是国内领先的综合性化工平台型企业。公司主要生产聚碳酸酯、己内酰胺、尼龙 6、双氧水、多元醇、甲酸、高端新型制冷剂、有机硅、甲烷氯化物、烧碱、甲醇等百余类产品，涵盖化工和化肥两大领域，下游覆盖广泛。

## 公司业务：多元产品布局，打造化工新材料一体化基地

从单一化肥到基础化工，再到化工新材料，公司产业不断升级。公司于 1997 年正式组建成立，并于次年登陆深圳证券交易所；2020 年加入中国中化控股有限责任公司。公司起家于氮肥业务，前身可追溯至 1976 年建立的鲁西化肥厂，经过多年经营发展，摸索出一条“一体化、集约化、园区化、智能化”的化工园区发展之路，实现了从煤头化肥向全产业链化工新材料的转型。公司化工产业园于 2004 年开始建设，目前建成及在建面积已达 7 平方公里，生产产品除国内销售外，还远销欧美及东南亚等国家和地区，各种产品市场用途广泛，发展前景广阔。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，兴园化工园区研究院，长江证券研究所

公司产品多元化程度较高，多种产品产能行业领先。公司产品涵盖聚碳酸酯(PC)、己内酰胺、甲酸、尼龙 6、多元醇、甲烷氯化物、氯化石蜡、氯化苯、有机硅、复合肥等百余品种，产品应用领域广泛，部分降低了下游需求的周期性波动对企业经营造成的风险。2024 年，公司甲酸市场占有率保持国内第一，多种产品产能行业领先，规模优势明显。目前，公司积极发展化工新材料，随着己内酰胺-尼龙 6 一期工程开车，2025 年 40 万吨有机硅项目顺利投产以及乙烯下游一体化（二期工程）、高端氟材料一体化等项目有序推进，未来公司有望保持长期快速发展。

表 1：公司主要产品产能明细

类别	产品名称	现有产能 (万吨/年)	备注
化工新材料	己内酰胺	70	己内酰胺-尼龙 6 一期工程 24Q3 投产，新增产能 30 万吨/年
	尼龙 6	70	
	聚碳酸酯(PC)	26.5	
	多元醇	75	
	有机硅单体	45	其中 40 万吨/年于 25Q1 投产
	双氧水	60	50%浓度
	双酚 A	20	一期 20 万吨/年于 22Q4 投产
基础化工产品	甲酸	40	
	甲烷氯化物	22	

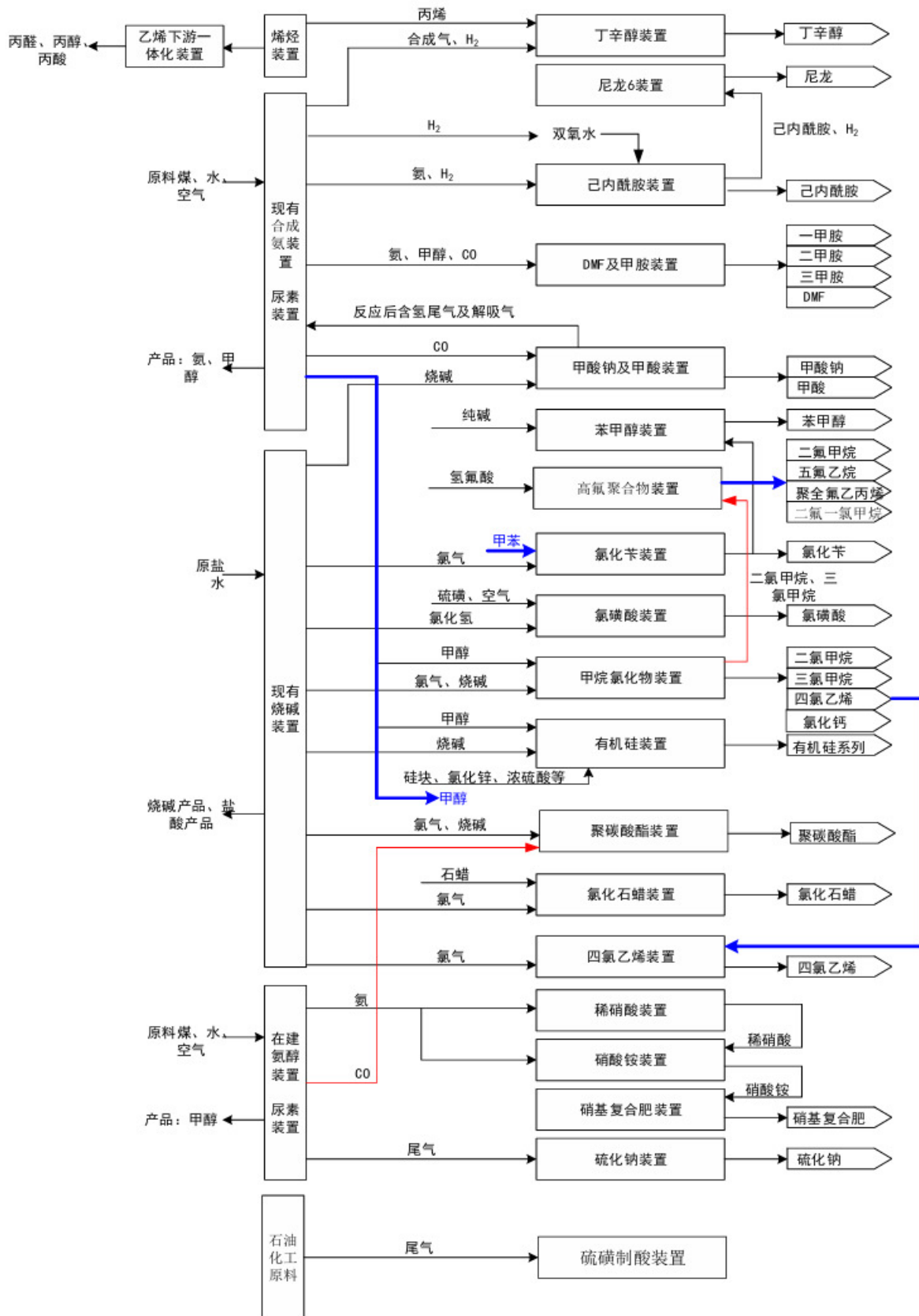
	烧碱	40	
	甲酸钠	10	
	二甲基甲酰胺(DMF)	10	
	氯磺酸	10	
	氯化苳	8	
	氯化石蜡	5	
化肥产品	复合肥	140	
	二氟一氯甲烷(R22)	16	
	四氟乙烯(TFE)	8	一期建设年产能 8 万吨二氟一氯
	聚四氟乙烯(PTFE)	2	甲烷、4 万吨四氟乙烯、1 万吨聚
高端氟材料一体化项目	六氟丙烯(HFP)	3	四氟乙烯、1.5 万吨六氟丙烯、1
	聚全氟乙丙烯(F46)	2	万吨聚全氟乙丙烯、2 万吨二氟
	二氟甲烷(R32)	4	甲烷、1 万吨五氟乙烷生产装置；
	五氟乙烷(R125)	2	二期工程与一期相同

资料来源：公司公告，各项目环评报告，长江证券研究所

## 公司亮点：多条产业链完整循环，一体化优势突出

**公司产业链一体化优势突出。**公司已建成一体化、集约化的化工新材料产业园区，现有煤化工、盐化工、氟硅化工和化工新材料等多条较为完整的循环产业链。园区各装置之间上下游关联度高，互为原料，通过管网密闭输送，循环利用，安全高效。园区内生产企业实施集约化统一管理，统筹平衡上下游生产资源，实现物料平衡，配备了丰富的公用工程资源，实现园区内公用工程资源集约化利用，在成本控制、节能降耗、资源综合利用、弹性调节产品结构等方面具有较大优势。

图 2: 公司主要产品线及上下游关系

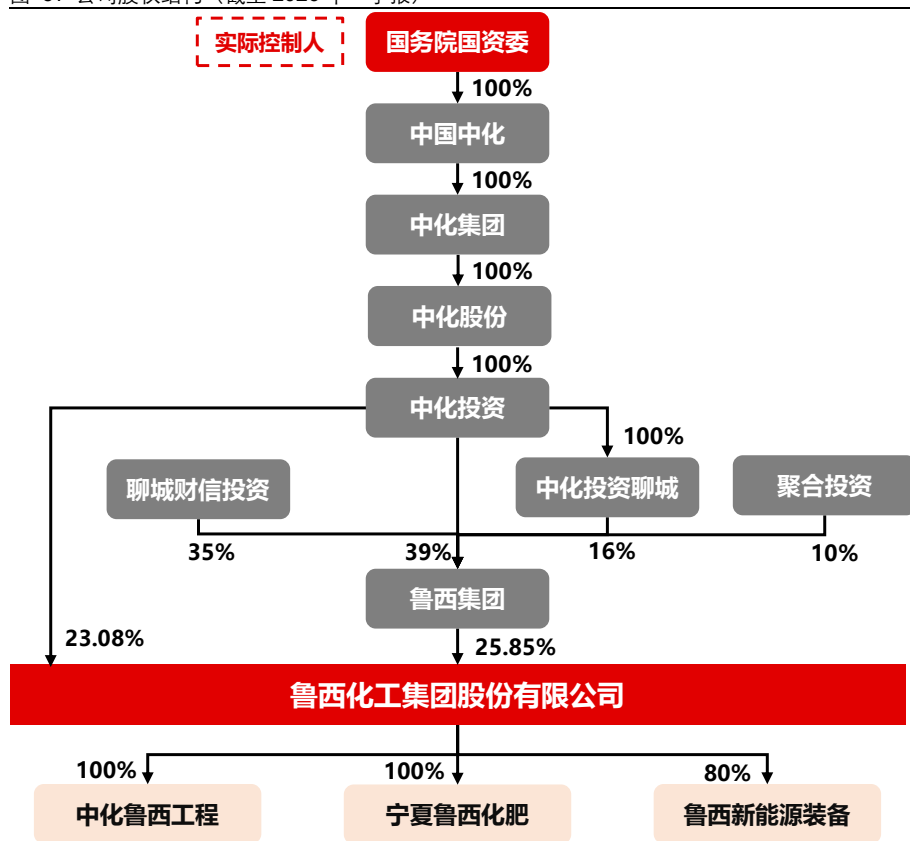


资料来源: 公司环评公告, 长江证券研究所

## 股权结构：公司实控人为国务院国资委

公司的实际控制人为国务院国资委。公司第一大股东为鲁西集团有限公司，持有公司 25.85% 的股份。中化投资为公司的第二大股东，直接持股比例为 23.08%；同时持有鲁西集团 39% 的股份，并通过全资子公司中化投资聊城间接持有鲁西集团 16% 的股份。中化投资为中化集团子公司，实际由国务院国资委控制。鲁西集团目前总资产 355 亿元，职工 12000 余人，拥有基础化工、化工新材料、化肥、设计研发、化工工程等产业板块。2022 年 4 月，公司拟发行股份吸收合并鲁西集团，公司吸收合并鲁西集团后，持股层级减少将有助于决策效率提升，资产统一和完整性得到延续。目前吸收合并相关事宜因子公司双氧水装置事故影响暂停。

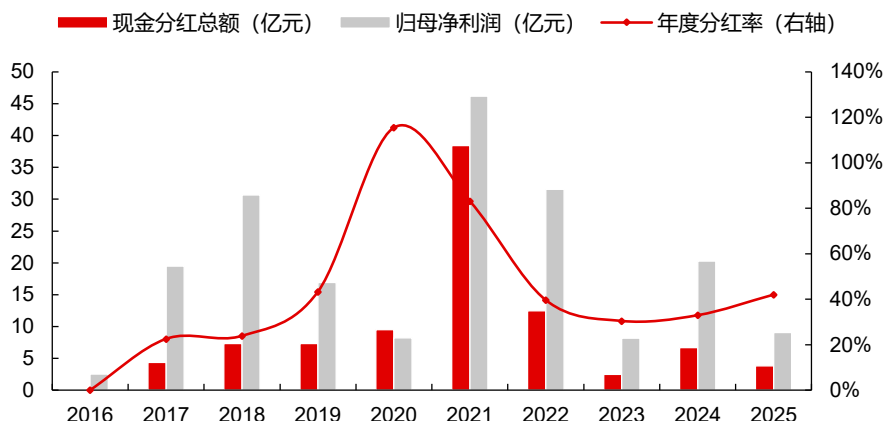
图 3：公司股权结构（截至 2026 年一季报）



资料来源：Wind，公司官网，长江证券研究所

公司自 1998 年上市以来分红次数累计达 18 次，已累计现金分红达到 98.85 亿元，上市以来的平均分红率为 43.3%。其中，2017 年至今公司保持着 20% 以上的分红率；2025 年度分红率为 42.0%。

图 4：近十年公司分红情况

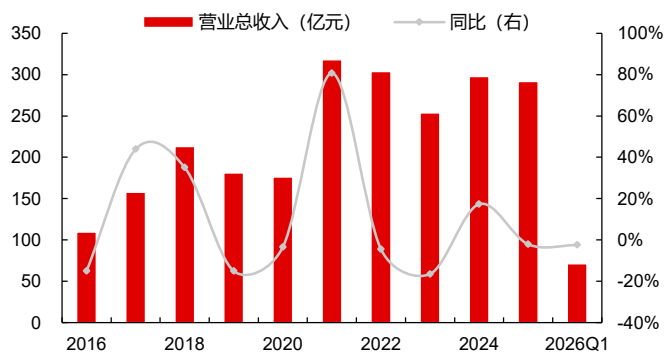


资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

## 财务表现：业务稳健发展，经营规模持续攀升

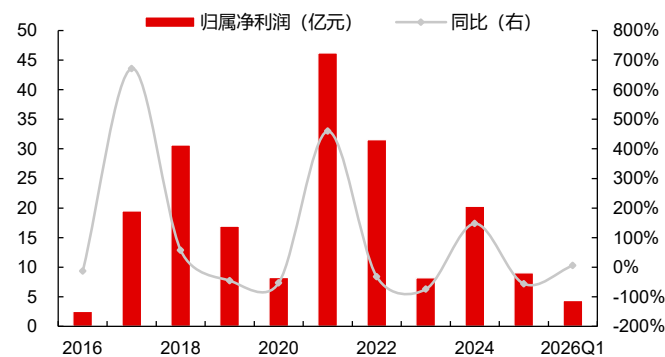
公司自上市以来业务稳健发展，虽有周期波动，但韧性仍存。2009 年，受国际金融危机对实体经济的冲击，公司经营业绩明显下滑。在此背景下，公司果断进行战略转型，积极投建基础化工产业，依托煤化工产业链基础，丰富产品生产线。随着有机硅等六大战略项目的落成与放量，加之己内酰胺等化工产品项目的建成与投产，公司迎来了 5 年的黄金发展期。2015 至 2018 年，公司积极建设 PC、丁辛醇等化工新材料项目，新增产能的持续放量带动公司营收快速增长。2021 年主营业务基础化工、新材料化工和肥料等板块全面景气，公司营收和归母净利润均创历史新高。2021 年后公司业绩呈现企稳修复态势，2024 年恢复增长，全年实现营业收入 297.6 亿元，同比增长 17.4%；实现归母净利润 20.3 亿元，同比增长 147.8%。2025 年，多产品景气有回落，公司实现营业收入 291.4 亿元，同比下降 2.1%；实现归母净利润 9.1 亿元，同比下降 55.3%。2026 年 Q1，公司实现收入 71.1 亿元，同比下降 2.4%；实现归母净利润 4.4 亿元，同比上升 6.1%。

图 5：公司主营收入及增速



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 6：公司归母净利润及增速

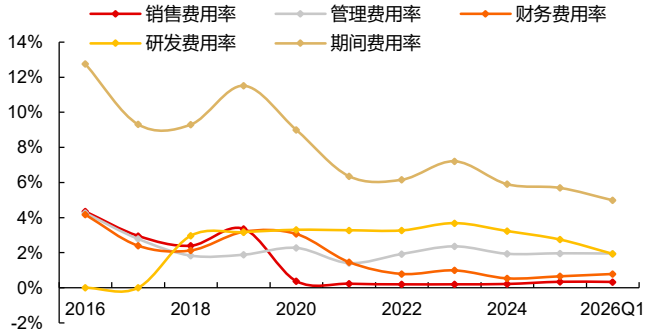


资料来源：Wind，长江证券研究所

近年来公司费用管控成效显著。伴随着盈利能力和现金流改善，公司期间费用率从 2016 年的 12.8% 持续下降至 2025 年的 5.7%，累计下降 7.1 pct。自 2017 年开始在化工新材料领域持续布局，公司研发费用率保持 3% 左右水平。公司毛利率和净利率与化工品

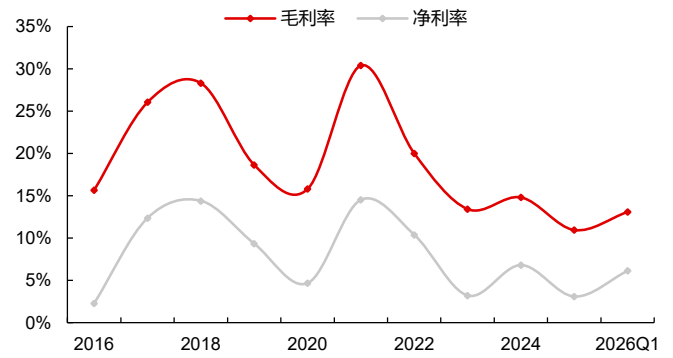
(新材料&基础化工)景气关联度较高,2022年之后由于部分产品景气走弱,毛利率和净利率中枢有所回落,分别在15%和6%左右。2025年公司毛利率为11%,净利率为3.1%,2026Q1公司毛利率为13.1%,净利率为6.2%。

图 7: 公司期间费用率大幅下降



资料来源: Wind, 长江证券研究所

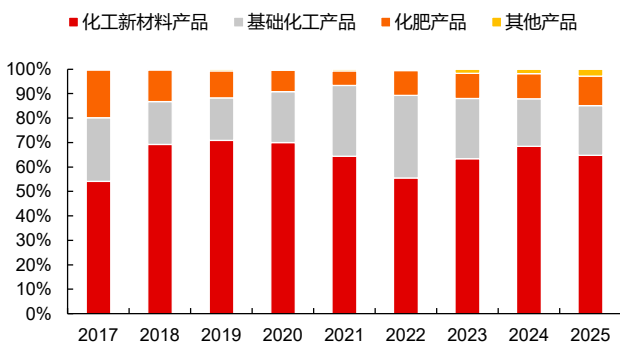
图 8: 公司毛利率与净利率



资料来源: Wind, 长江证券研究所

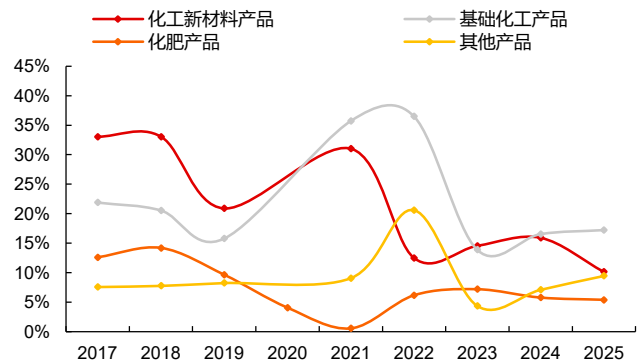
公司主营业务包括化工新材料、基础化工、化肥产品等,近年来化工新材料为主要利润来源。分板块来看,化工新材料和基础化工是公司的主要营收和利润来源,2025年两项业务营收占公司总营收的比例分别为64.8%和20.3%,毛利占比分别为59.8%和31.9%;化肥板块占比较小。毛利率方面,2021年之后化工新材料板块毛利率有所下滑,保持在15%左右;基础化工板块毛利率企稳回升,2025年达到17.2%,同比增长0.7pct;化肥板块毛利率相对处于较低水平。

图 9: 公司各板块营收构成



资料来源: Wind, 长江证券研究所

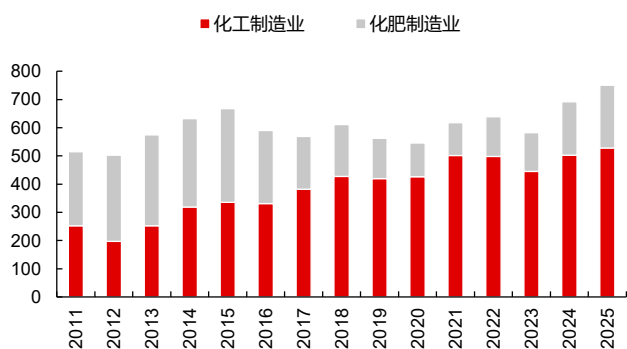
图 10: 公司各板块业务毛利率



资料来源: Wind, 长江证券研究所(注:2020年公司化工新材料和基础化工板块相关数据未披露)

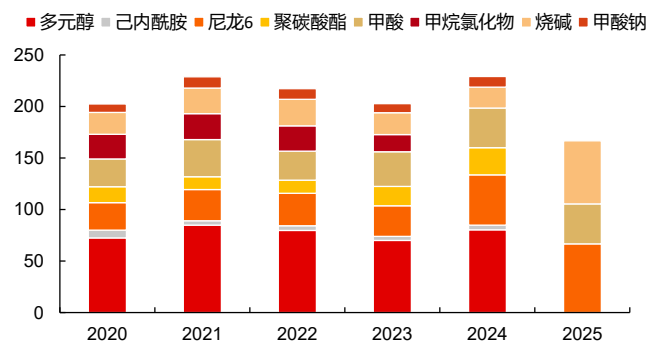
公司产品结构调整,化工产品产量快速提升。自上市以来,公司主业一开始以化肥为主,同时化工业务比重不断提升。2016年,随着公司退城进园项目的推进,公司下属第一化肥厂、第二化肥厂和第四化肥厂陆续停产,传统主业化肥开始收缩,公司产品结构出现调整。近年来,公司的发展重心以化工新材料为主,化工制造业各产品的产销量不断提升,2024年公司主要化工产品销量达到229.1万吨,同比增长13.1%。目前公司加速布局双酚A-聚碳酸酯(PC)、己内酰胺-尼龙6等新材料的一体化产业链,未来伴随公司新材料业务一体化优势巩固,产销开始持续放量,竞争优势有望进一步提升。

图 11: 公司化工及化肥制造业销量 (万吨)



资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

图 12: 公司主要化工产品销量情况 (万吨)



资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所 (25年部分数据尚未披露)

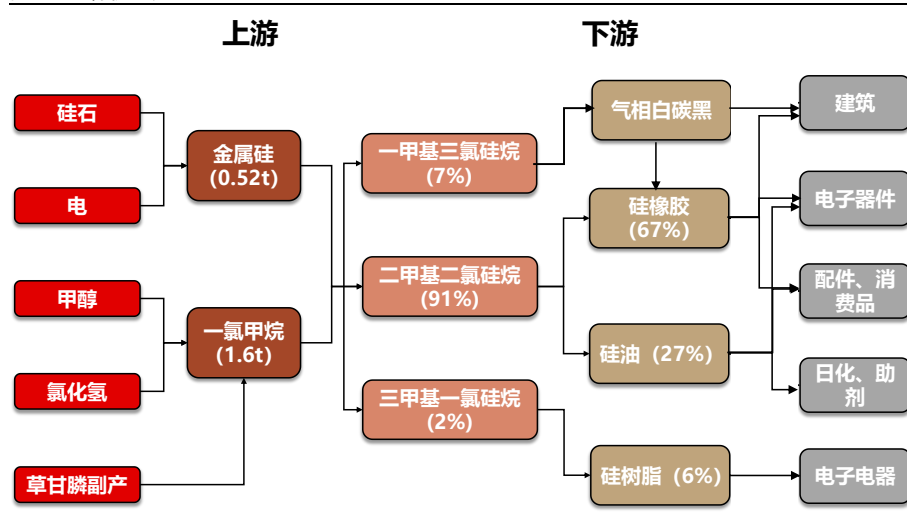
## 产品线齐全，多产品或迎来景气反转

鲁西化工在化工企业中属于涉及产品类型繁多，产业链较为分散的公司，产品线种类众多无法一一介绍，我们优选产品位于景气底部且向上有弹性的品种，包括有机硅、聚碳酸酯、己内酰胺/尼龙和多元醇等，进行景气分析及展望。

### 有机硅：下游需求多点开花，供给端暂无新增产能

有机硅行业产业链主要为“金属硅——有机硅单体——有机硅中间体——有机硅产品”。有机硅的生产合成需要金属硅、甲醇和氯甲烷合成粗单体，产物包含一甲基三氯硅烷、二甲基二氯硅烷、三甲基一氯硅烷、高沸物、低沸物，含氢硅烷等，其中二甲基氯硅烷作为合成 DMC 的单体，可经过一甲二甲反复歧化提高收率至 85%以上。二甲水解裂解精馏生成 DMC。行业一般认为 1 吨有机硅单体可折成 0.52 吨 DMC。

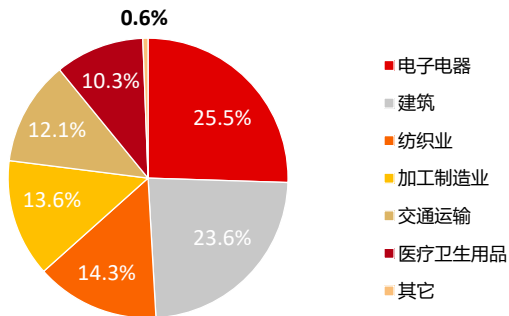
图 13：有机硅产业链



资料来源：百川盈孚，长江证券研究所

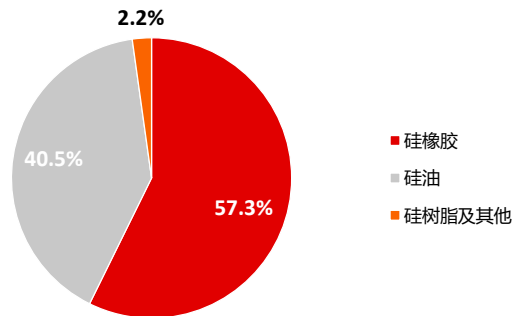
需求端，过去 10 年，中国有机硅表观需求稳健增长。2015 年-2025 年国内有机硅中间体表观消费量从 76.7 万吨增长到 226.6 万吨，10 年复合增速为 11.4%。有机硅下游需求多点开花，十分分散，包含电子电器（25.5%）、建筑（23.6%）和纺织业（14.3%）等，其深加工产品主要有三种，分别是硅橡胶（57.3%）、硅油（40.5%）和硅树脂及其他（2.2%）。

图 14: 2025 年有机硅下游需求领域结构



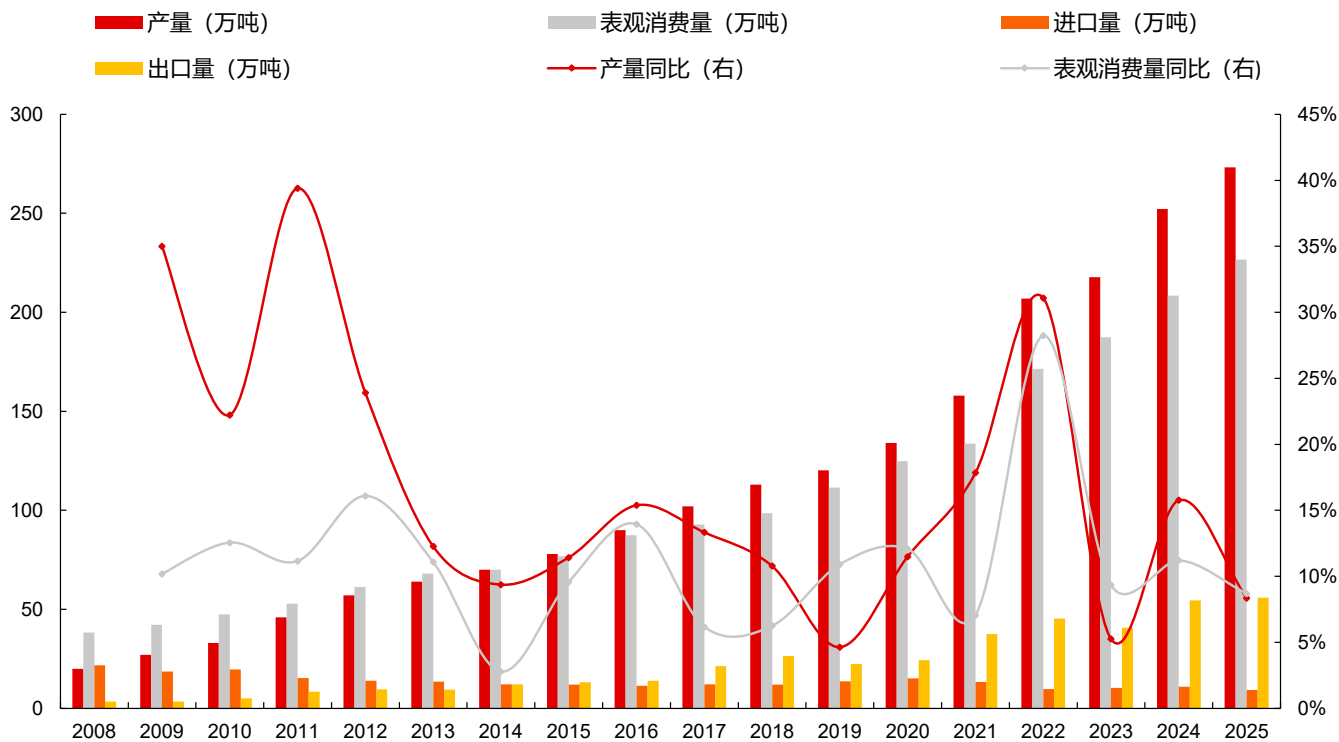
资料来源: 百川盈孚, 长江证券研究所

图 15: 2025 年有机硅下游深加工商品结构



资料来源: 卓创资讯, 长江证券研究所

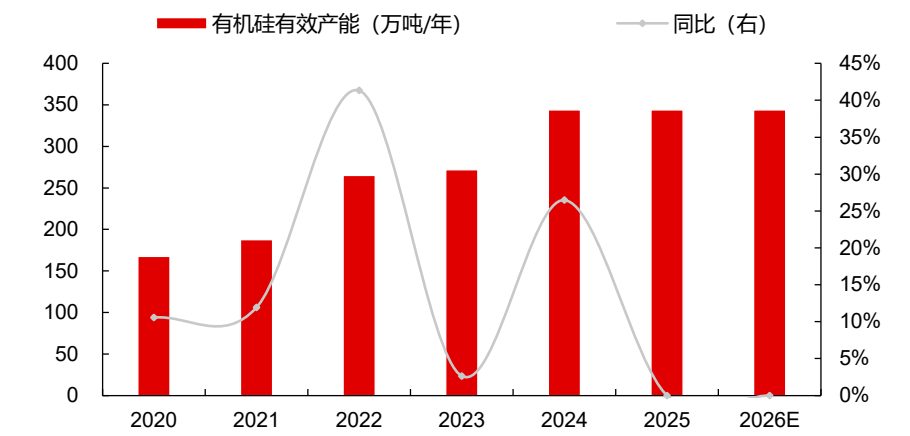
图 16: 2008 年-2025 年有机硅中间体产量、表观消费量及进出口量



资料来源: 《国内外有机硅行业市场现状与发展趋势》卜新平, 东岳硅材招股书, 卓创资讯, 长江证券研究所

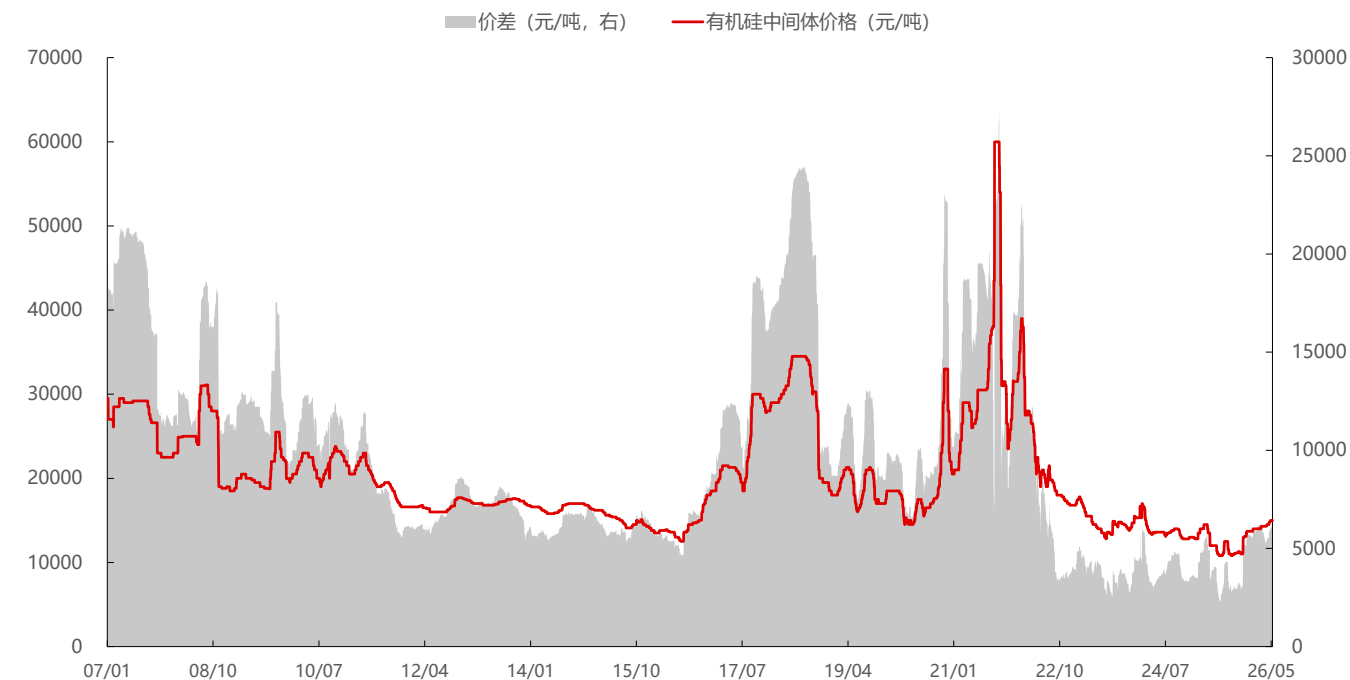
有机硅集中度较高, 本轮扩产周期进入尾声。截至 2026 年 5 月, 中国有机硅中间体产能达到 344 万吨/年, CR5 为从 2017 年的 59.0% 提升到 63.2%, 行业集中度较高。最近一轮 (2020 年-2021 年) 有机硅涨价行情后, 2023-2024 年新规划产能较多, 截至 2024 年 9 月基本已投产, **2025 年-2026 年行业产能无增长, 供给端压力大幅缓解, 行业迎来涨价窗口期。**

图 17：中国有机硅产能连续两年无增长



资料来源：百川盈孚，长江证券研究所

图 18：2007 年至今有机硅中间体价格及价差



资料来源：百川盈孚，长江证券研究所（数据统计截至 2026 年 5 月 10 日）

## 聚碳酸酯：供需格局或迎来拐点

聚碳酸酯（简称 PC）是五大通用工程塑料中唯一具有透光性的热塑性塑料。PC 具有透光率高，耐抗击强度高、质量轻、隔音好、耐候性强、阻燃性好、抗紫外线等优点。相较于玻璃，其透光率是前者的 89%，质量仅为前者一半，但撞击强度是其 250-300 倍，作为家电和电子产品的外壳，其抗冲击性比同为透明塑料的亚克力强得多，透明如玻璃同时坚韧如钢。

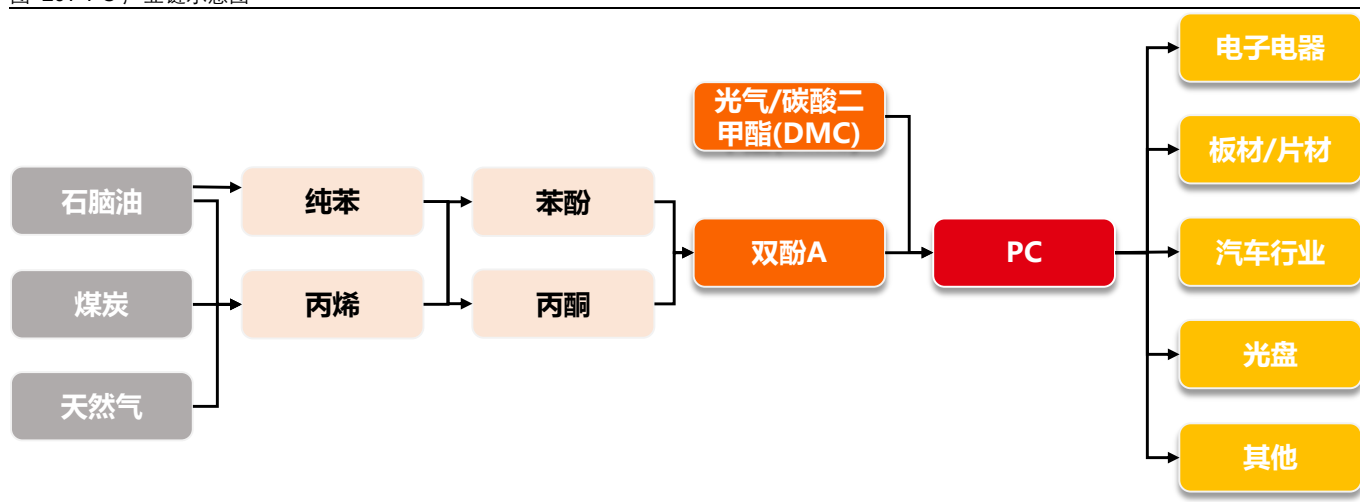
图 19: PC 成品图



资料来源: 承扬资讯, 长江证券研究所

**PC 产业链较短, 上游主要是石化产业链, 下游应用并不集中。**PC 产业链上游从原油、煤炭、天然气三大能源出发, 制得纯苯与丙烯, 联产得到苯酚与丙酮, 进而合成 PC 主要原料双酚 A, 另一主要材料是光气/碳酸二甲酯 (DMC), 下游主要为电子、板材与汽车等。

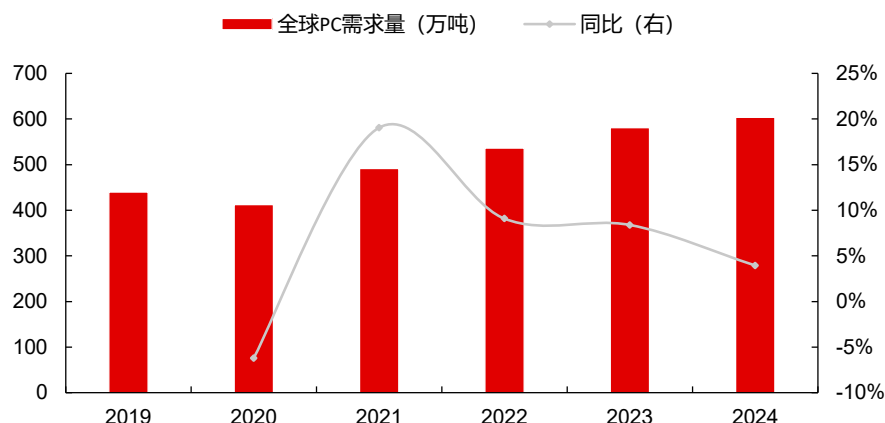
图 20: PC 产业链示意图



资料来源: 卓创资讯, 长江证券研究所

**全球 PC 消费增速平稳。**近五年, 传统建筑领域的消费增速较低, 仅为 2%-5%, 但亚太地区的新能源汽车、电子电器等新兴领域对 PC 的需求呈现爆发式增长, 整体来看, 全球 PC 消费量从 2019 年的 440 万吨增长到 2024 年的 604 万吨, 期间复合增速为 7%。

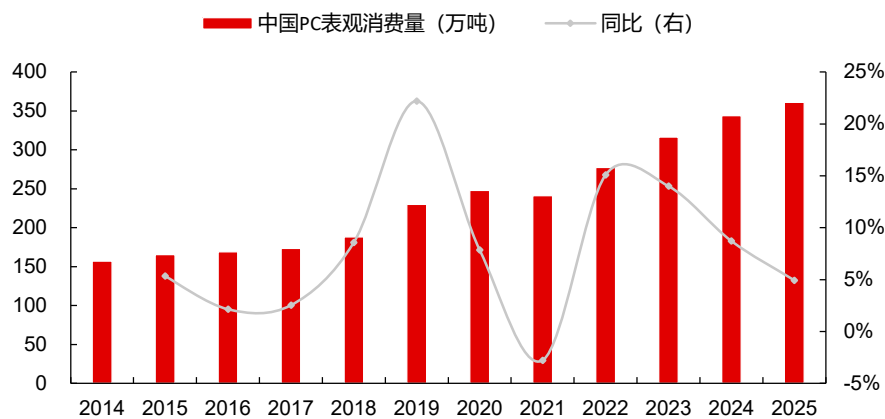
图 21：2019-2024 年全球 PC 需求量



资料来源：华经产业研究院，中国化信咨询，IHS，长江证券研究所

**中国 PC 消费量保持较高速增长。**2014 年-2018 年，中国 PC 表观消费量从 157.2 万吨增长到 188.2 万吨，期间复合增速为 4.6%；2019 年，KBR、三菱化工、旭化成等日本技术商开始向中国企业出售工艺包，我国 PC 迎来第一轮产能扩张的浪潮，受 PC 产能大幅扩张及下游新能源汽车需求高速增长驱动，2019 年 PC 产量大幅增长，表观消费量达到 230.0 万吨，同比增速高达 22%；受汽车轻量化趋势拉动，PC 表观消费量从 2020 年的 248.1 万吨增长到 2025 年的 361.0 万吨，期间复合增速高达 10.6%。

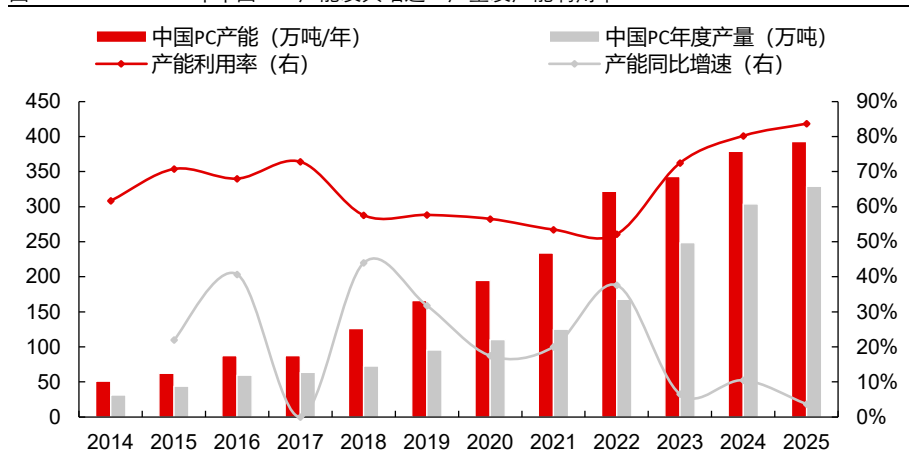
图 22：2014-2025 年中国 PC 表观消费量



资料来源：卓创资讯，长江证券研究所

**近年国内产能增速有所放缓，产能利用率逐步走高。**2015 年之后，我国突破了非光气法技术，国内 PC 产能进入扩张周期。2018 年和 2022 年是 PC 产能的投放大年，当年产能增速在 35%-40% 左右，导致期间产能利用率有所下降。2022 年之后，产能增速滑落至 10% 以下，截至 2025 年产能利用率目前已提高至 84%，供给偏紧。

图 23：2014-2025 年中国 PC 产能及其增速、产量及产能利用率



资料来源：卓创资讯，长江证券研究所

**PC 新规划产能有限，2026 年是 PC 供给增长空档期。**根据百川盈孚，目前新规划 PC 产能合计 241 万吨/年，其中 2026 年基本无新增产能，2027Q3 之前有 115 万吨/年产能落地，2027Q3 之后有 126 万吨/年产能落地。截至 2026 年 4 月，中国 PC 行业月度开工率为 82%，在高产能利用率叠加无新增产能背景下，国内 PC 供给趋紧。

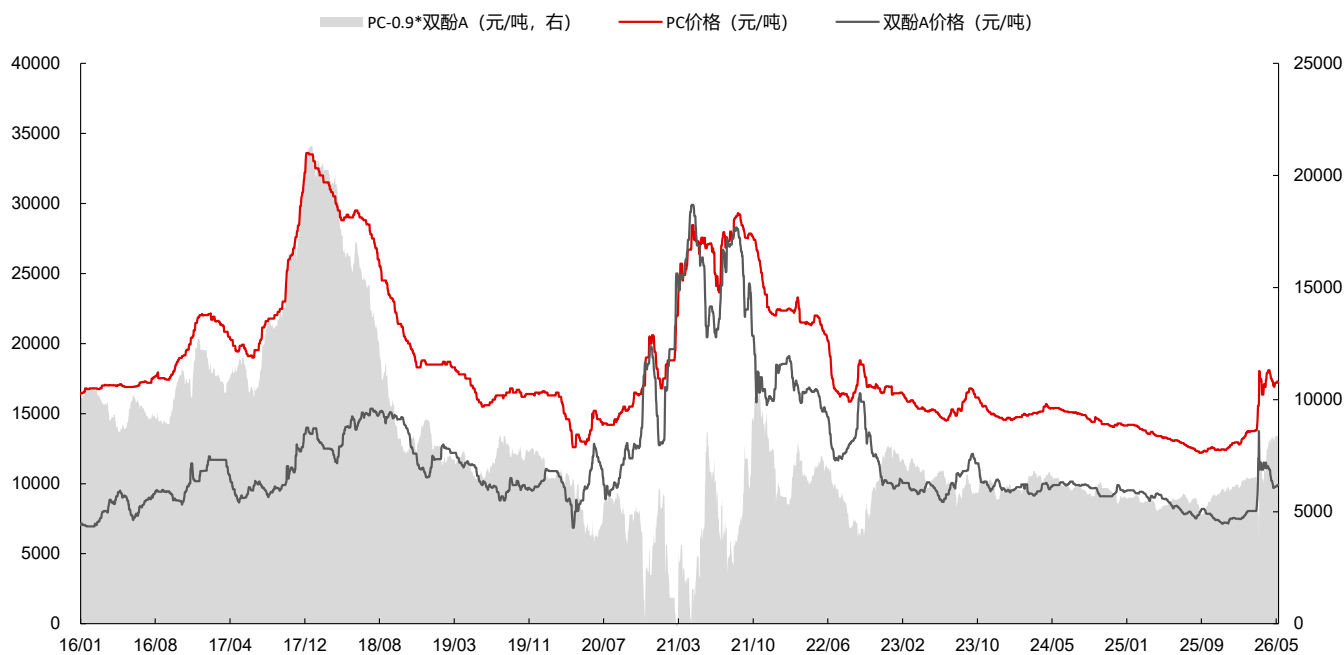
表 2：国内 PC 拟投建产能

企业	生产工艺	产能 (万吨/年)	预计投产时间	省份
古雷石化	非光气法	29	2027-03	福建省
中海壳牌石化		26	2027-03	广东省
万华化学	光气法	60	2027-06	福建省
平煤神马		30	2027-12	河南省
浙江石化		30	2027-12	浙江省
中国神华		26	2027-12	北京市
龙江化工	光气法	20	2028-01	黑龙江省
建滔(北海)实业		20	2028-01	广西壮族自治区
<b>合计</b>		<b>241</b>		

资料来源：百川盈孚，长江证券研究所

**PC 产业链底部徘徊已久，供需拐点来临。**自上轮周期高点后，PC 景气一路回落，产品价格从接近 2.9 万元/吨下降至 1.4 万元/吨。大部分企业布局双酚 A 产能后，PC 价差有所修复但仍近年仍逐步收窄，全产业链处于亏损状态，但 2025 年 11 月以来，行业新增产能基本被消化完毕，负荷一路走高，价差出现走阔趋势，2025 年 12 月 22 日，鲁西化工和沧州大化公告成立合资公司整合聚碳酸酯的销售资源，产业在“反内卷”背景下行业景气有望迎来拐点。2026 年 3 月以来，油价上升背景下价差大幅走阔，从 3 月初的 6500 元/吨左右上升至 5 月 10 日的 8340 元/吨左右。

图 24：2016 年至今 PC 产品的价格及价差

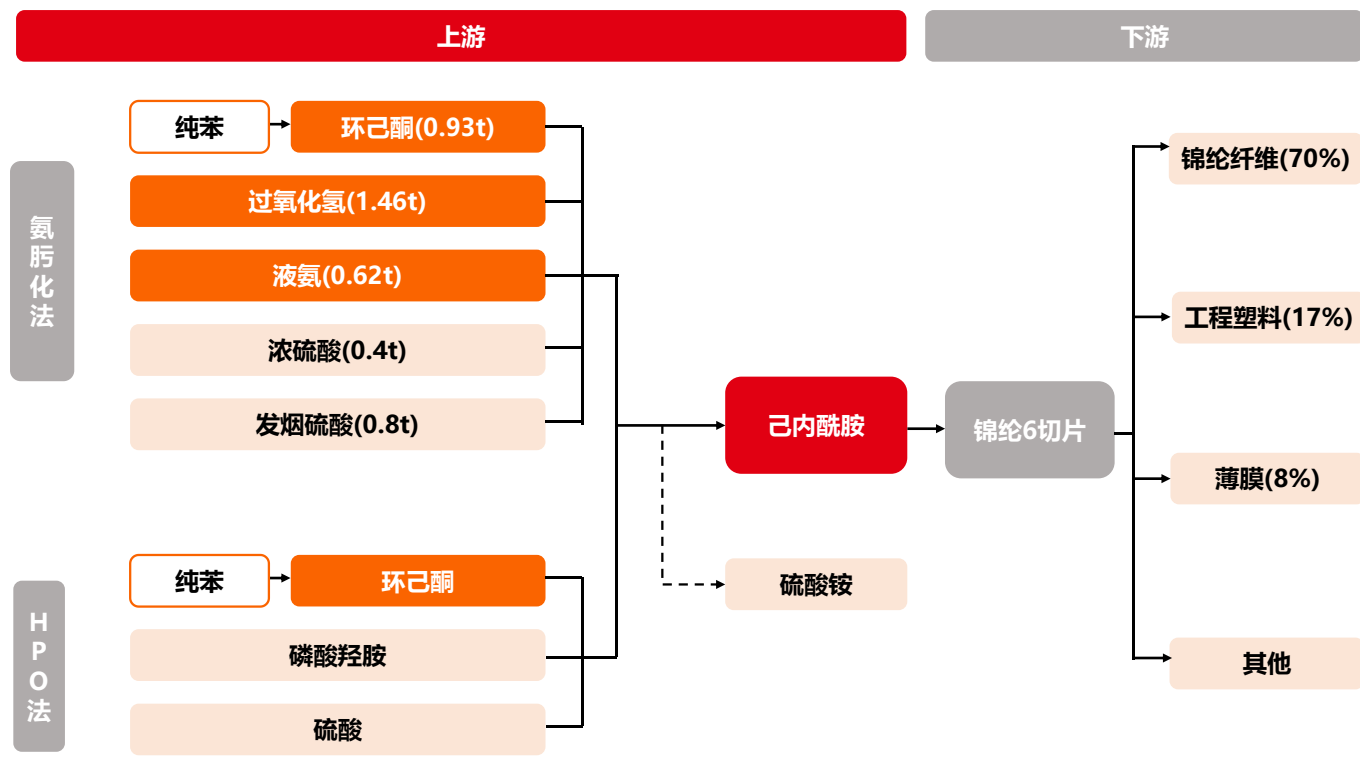


资料来源：百川盈孚，长江证券研究所（数据统计截至 2026 年 5 月 10 日）

## 己内酰胺-尼龙：企业联合减产，供给新增有限

己内酰胺是锦纶产业链的原料。己内酰胺上游以纯苯为核心原料，同时需配套合成氨、双氧水、硫酸等辅原料；下游则高度聚焦 PA6，生产过程中还会副产硫酸铵。己内酰胺产业与原油、煤炭能化产品深度绑定，原油价格波动直接影响纯苯成本，煤炭则关联合成氨等辅原料的供应与定价。

图 25：己内酰胺产业链图

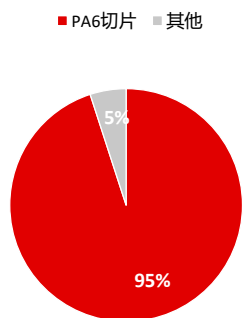


资料来源：百川盈孚，长江证券研究所

己内酰胺的需求高度集中，2025年PA6的消耗量仍占据己内酰胺下游总需求量的95%，是绝对的需求支撑。若进一步拆解终端用途，己内酰胺市场可细分为纺织服装、电子电器、汽车家电零部件、轮胎骨架等领域，但纺织仍是己内酰胺的主要驱动力。

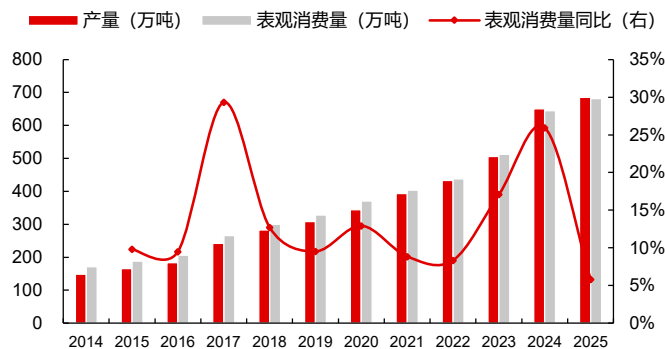
过去10年己内酰胺的表需增速较为平稳，期间复合增速为14%。由于己内酰胺下游主要是PA6（锦纶）切片，其表观消费量受PA6产量影响较大，PA6强度高，耐磨且吸湿性好，在纺服领域替代了部分涤纶类产品；另外尼龙类工程塑料在以塑代钢的趋势下需求向好。2024年，受纺服领域需求提振，己内酰胺当年表观消费量高达645万吨，同比高增26%；但2025年以来己内酰胺需求增速显著放缓，受中美贸易摩擦等影响纺服需求疲软，己内酰胺表观需求量为682万吨，同比增速回落至6%。

图 26：2025年己内酰胺下游需求结构



资料来源：百川盈孚，长江证券研究所

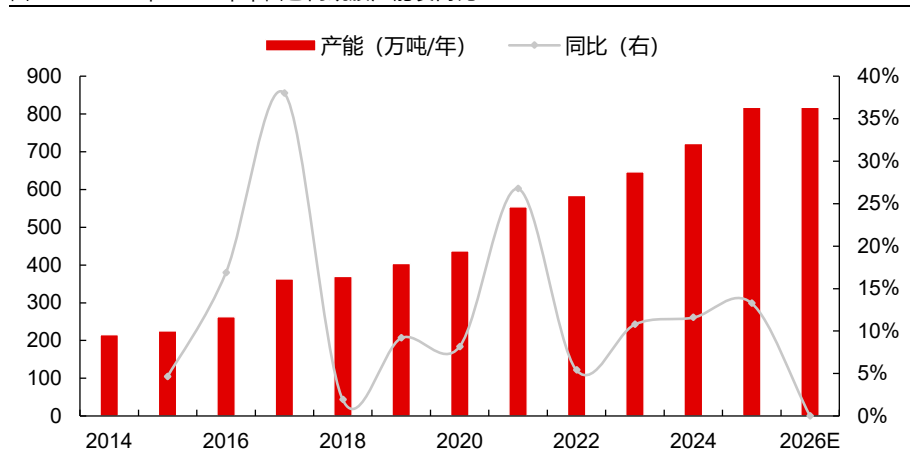
图 27：2014年-2025年中国己内酰胺产量、表观消费量及同比



资料来源：卓创资讯，长江证券研究所

己内酰胺供给端压力显著减轻，今年基本无新增产能。近年来己内酰胺产能大规模投放，2020年-2025年行业以13%的复合增速扩产。截至2026年3月，行业总产能为818万吨/年，2026年行业基本无新增产能，根据百川盈孚数据，未来两年新增产能有限：2027和2028年规划产能分别为74万吨和60万吨(分别占当前产能的9.0%和7.3%)，且基本在2027H2以后，行业供给端压力明显减轻。

图 28：2014年-2026年中国己内酰胺产能及同比



资料来源：百川盈孚，长江证券研究所

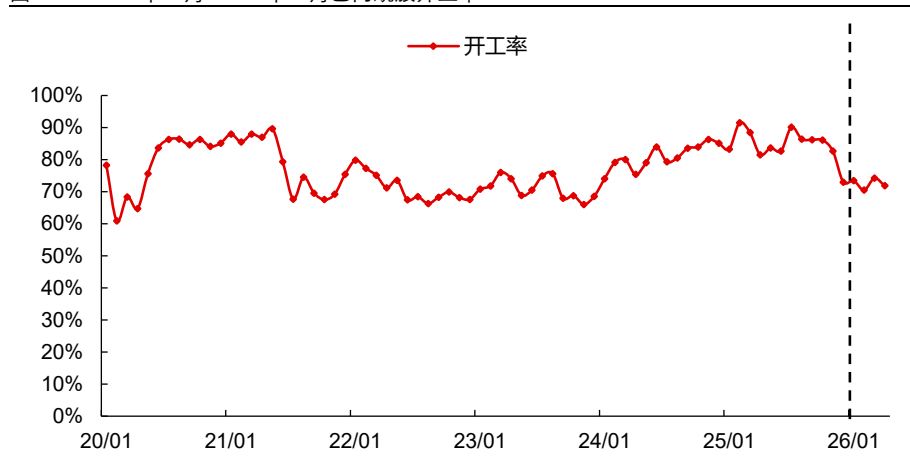
表 3：2027年-2028年己内酰胺规划新增产能

企业	产能 (万吨/年)	预计投产时间
中国平煤神马集团尼龙科技有限公司	20	2027-06
江苏威名新材料有限公司	34	2027-12
安徽泉盛化工有限公司	20	2027-12
2027年合计	74	
新疆中能万源化工有限公司	30	2028-12
鲁西化工集团股份有限公司	30	2028-12
2028年合计	60	

资料来源：百川盈孚，长江证券研究所

**企业联合减产，产品价格反弹。**2023年以来行业产能大幅扩张，产品价格及价差景气持续下行。2025年10月9日，国家发展改革委、市场监管总局10月9日发布《关于治理价格无序竞争维护良好市场价格秩序的公告》，多家己内酰胺生产企业宣布通过阶段性减产的方式收缩供应，行业开工率从2025年10月的86%降低至2026年2月的70%左右，产品价格及价差有所修复，2月己内酰胺价格从8350元/吨上涨至10000元/吨，涨幅达20%。3月以来，受地缘政治冲突影响，原料纯苯、硫酸及合成氨涨价抬升己内酰胺价格，产品价格跳涨至13100元/吨，价差呈现先涨后跌的态势。

图 29：2020 年 1 月-2026 年 4 月己内酰胺开工率



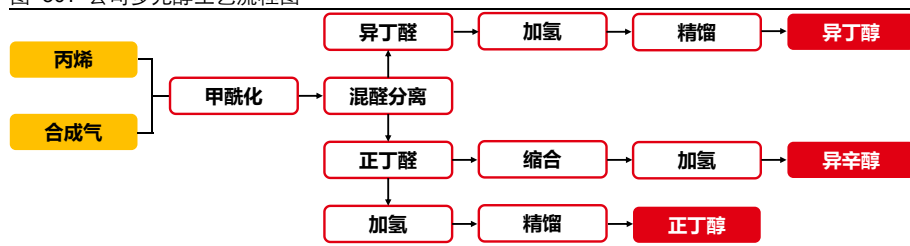
资料来源：Wind，长江证券研究所

展望未来，己内酰胺行业未来两年新增产能不多，供给侧压力有所减轻，“反内卷”行动效果较为突出，需求端仍然保持高速增长，预计行业有望逐步复苏。

## 多元醇：需求亮眼，成本抬升

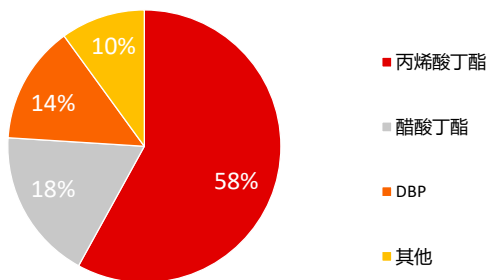
公司多元醇主要包括正丁醇、辛醇、新戊二醇等。正丁醇下游主要是丙烯酸丁酯（58%）、醋酸丁酯（18%）和 DBP（14%），终端主要用于涂料、胶黏剂、塑料软制品；辛醇下游主要是 DOTP（49%）、DOP（37%）和丙烯酸辛酯（12%）等，下游主要应用领域为 PVC 膜类、电缆、手套、胶带、香精香料等行业。多元醇产业链上游是丙烯、合成气，原料涉及到原油、煤炭或丙烷，能源价格对其成本因素影响显著。

图 30：公司多元醇工艺流程图



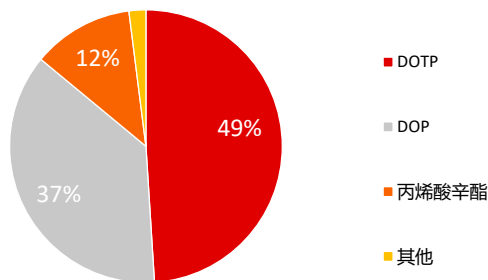
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 31：2025 年正丁醇下游消费结构



资料来源：百川盈孚，长江证券研究所

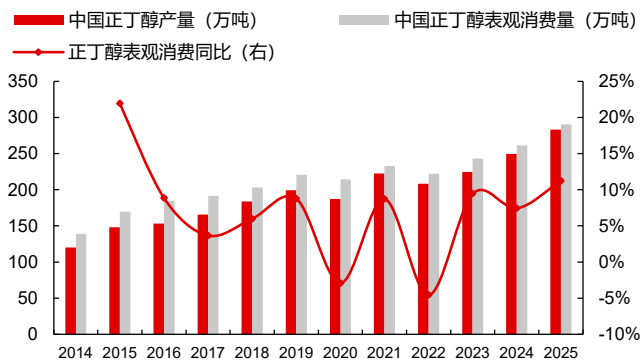
图 32：2025 年辛醇下游消费结构



资料来源：百川盈孚，长江证券研究所

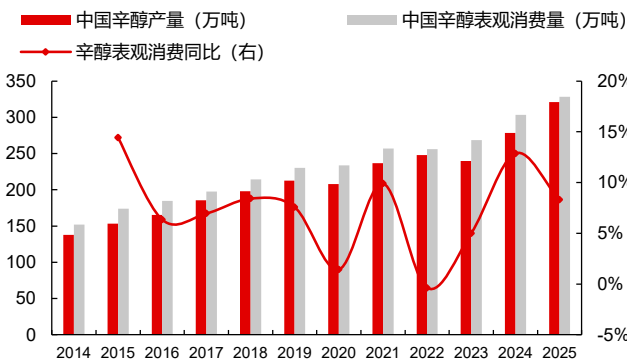
**正丁醇和辛醇消费波动较大但是整体呈增长趋势。**近十年正丁醇及辛醇产量及表观消费量复合增速分别为 7%和 6%。近些年正丁醇和辛醇进口依存度逐渐下降，2025 年正丁醇和辛醇进口依存度分别仅为 3.1%和 5.3%，预计 2026 年能够全面实现自给。2026 年随着下游家电、汽车等行业需求回暖，预计正丁醇和辛醇消费有望维持增长。

图 33：2014 年-2025 年中国正丁醇产量、表观消费量及同比



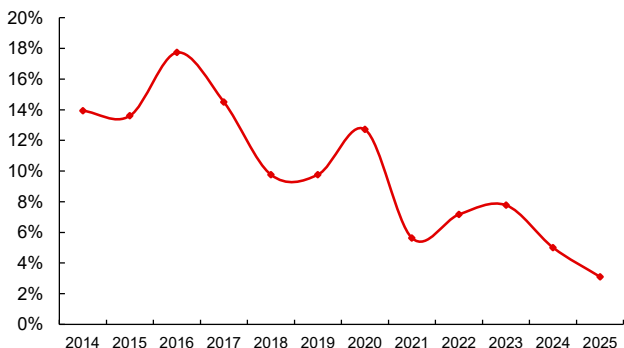
资料来源：卓创资讯，长江证券研究所

图 34：2014 年-2025 年中国辛醇产量、表观消费量及同比



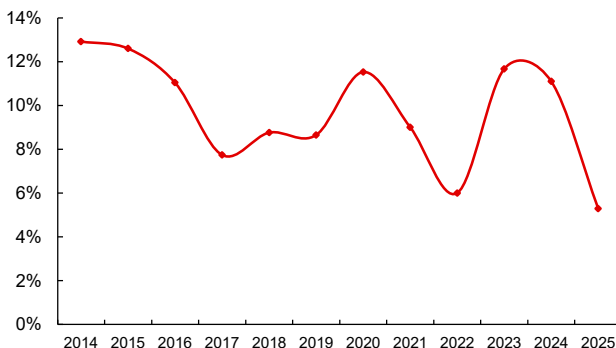
资料来源：卓创资讯，长江证券研究所

图 35：2014 年-2025 年中国正丁醇进口依存度



资料来源：卓创资讯，长江证券研究所

图 36：2014 年-2025 年中国辛醇进口依存度



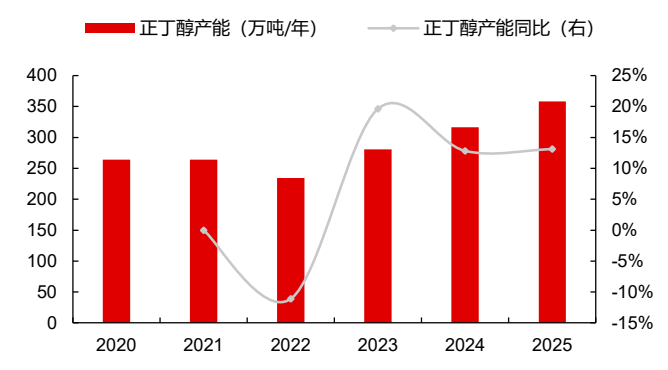
资料来源：卓创资讯，长江证券研究所

**过去三年正丁醇及辛醇产能增长提速压制了产品价格。**丁辛醇行业在 2020 年-2023 年产能增长十分有限，2023 年起行业产能增长提速：2023 年-2025 年正丁醇年产能从 281 万吨增长至 358 万吨，期间复合增速为 13.0%；同期辛醇年产能从 294 万吨增长至 432

万吨，期间复合增速为 21.2%。丁辛醇过去三年的产能快速扩张压制了产品价格，过去三年正丁醇价格从 1 万元/吨左右跌至最低 5000 元/吨左右，辛醇价格从 13200 元/吨跌至最低 5800 元/吨左右。2025 年 12 月以来，受部分装置停产影响，产品价格从底部向上有所反弹，3 月以后受油价上涨影响，成本抬升推动正丁醇和辛醇价格反弹，目前随着油价从峰值有所回落，价格温和下降至 7510 元/吨和 8775 元/吨，但原料丙烯价格仍较为坚挺，正丁醇和辛醇价差大幅缩窄。

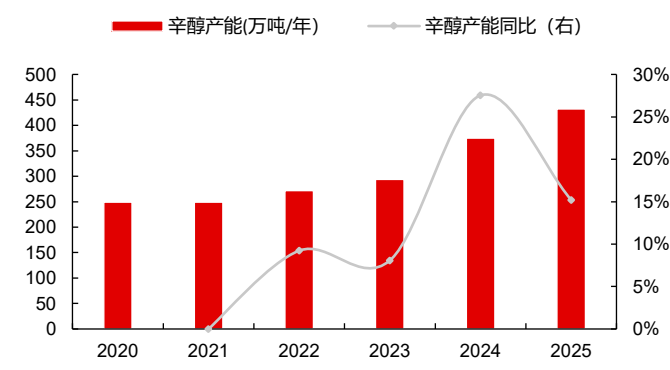
展望未来，2026 年丁辛醇拟投建产能仅河北海航的 5/35 万吨，2027 年拟投建产能大多也在年底，未来一年半左右丁辛醇供给侧压力大大减轻，短期因丙烯价格居高不下不利利润有所承压，但往后看随着丁辛醇供需格局的自然改善，和战争因素影响逐步消退，行业景气可能走出底部。

图 37：2020 年-2025 年正丁醇产能及同比



资料来源：百川盈孚，长江证券研究所

图 38：2020 年-2025 年辛醇产能及同比



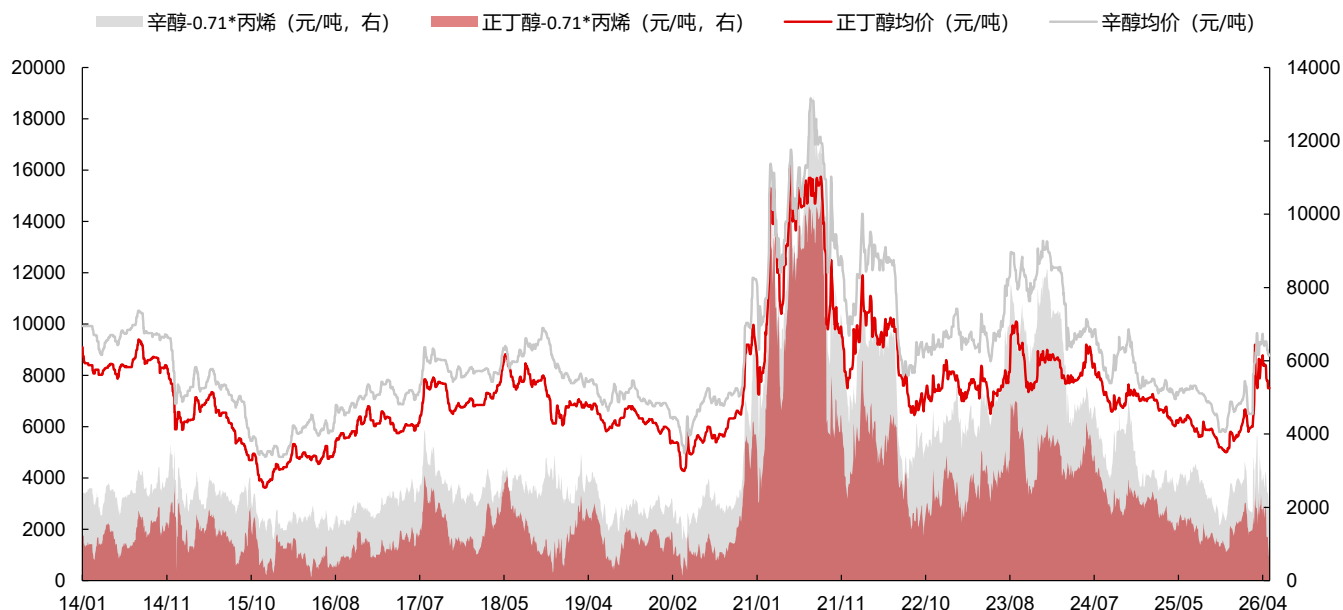
资料来源：百川盈孚，长江证券研究所

表 4：2026-2027 年丁辛醇拟投建产能

	企业	投产时间	产能 (万吨/年)
正丁醇	河北海航	2026-09-30	5
	卫星能源	2027-12-31	18
	龙翔恒宇化工	2027-12-31	23
	泰兴新浦	2027-12-31	25
	榆林佰嘉瑞	2027-12-31	28
	万华化学	2027-01-31	30
辛醇	河北海航	2026-09-30	35
	东营富海	2026-12-31	8
	泰兴新浦	2027-12-31	15
	泰兴新浦	2026-12-31	15
	卫星能源	2027-12-31	18
	龙翔恒宇化工	2027-12-31	22
	榆林佰嘉瑞	2027-12-31	28

资料来源：卓创资讯，长江证券研究所

图 39：2014 年以来正丁醇、辛醇均价及价差



资料来源：卓创资讯，长江证券研究所（数据统计截至 2026 年 5 月 1 日）

除了以上四大主产品外，公司还有众多产品。公司多产品线价格价差来看，目前仍处于历史中枢偏低的位置，而经过 2-3 年需求端消化，开工率已处于 70%-80%较高的位置，其他产品或有望逐步迎来景气反转。

图 40：鲁西化工主要产品景气情况表

类别	产品名称	公司现有产能 (万吨/年)	2025A消费量 (万吨)	2025A消费增速	2025A产能 (万吨/年)	2026E产能增速	当前价格 (元/吨)	价格分位	价差分位	2025开工率	价格价差分位时间区间
化工新材料	己内酰胺	70	682	5.8%	818	0.0%	12200	27.1%	12.0%	84%	2006年以来
	尼龙6	70	613	7.7%	875	3.6%	13150	22.7%	7.4%	77%	2006年以来
	聚碳酸酯 (PC)	26.5	361	4.9%	393	0.0%	17250	30.4%	42.5%	84%	2006年以来
	正丁醇	75	291	11.2%	358	13.1%	7780	54.6%	10.5%	72%	2014年以来
	辛醇		329	8.3%	432	15.2%	8900	48.0%	18.2%	88%	2014年以来
	有机硅中间体	22.5	227	8.7%	344	0.0%	15000	17.8%	17.0%	77%	2006年以来
	双氧水	60	1916	12.5%	3124	24.0%	1040	53.3%	-	71%	2014年以来
双酚A	20	448	15.5%	396	0.0%	9900	29.5%	9.5%	78%	2006年以来	
基础化工产品	甲酸	40	32	23.1%	96	0.0%	2400	20.2%	38.6%	76%	2019年以来
	烧碱	40	4244	4.5%	5166	11.2%	3150	53.3%	65.3%	89%	2006年以来
	DMF	10	65	5.3%	182	0.0%	5275	35.6%	44.8%	42%	2006年以来
高端氟材料一体化项目	二氟一氯甲烷(R22)	16	-	-	-	-	17500	71.7%	-	71%	2006年以来
	聚四氟乙烯(PTFE)	2	11	26.7%	20	0.0%	50000	20.8%	-	58%	2012年以来
	二氟甲烷(R32)	4	-	-	-	-	63500	100%	-	58%	2017年以来

资料来源：公司公告，百川盈孚，卓创资讯，长江证券研究所（注：数据统计截至 2026 年 5 月 10 日，公司披露有机硅单体产能为 45 万吨/年，按照单体：中间体系为 2:1 折算为 22.5 万吨/年中间体系）

## 投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级

历史上，过去两轮化工景气上行周期，公司分别存在超额收益。公司产品线十分丰富，当化工行业景气周期上行时，公司享受到多产品价格上涨带来的利润增厚，毛利率及净利率均大幅改善，公司利润弹性十足，从股价表现来看跑赢化工基准：

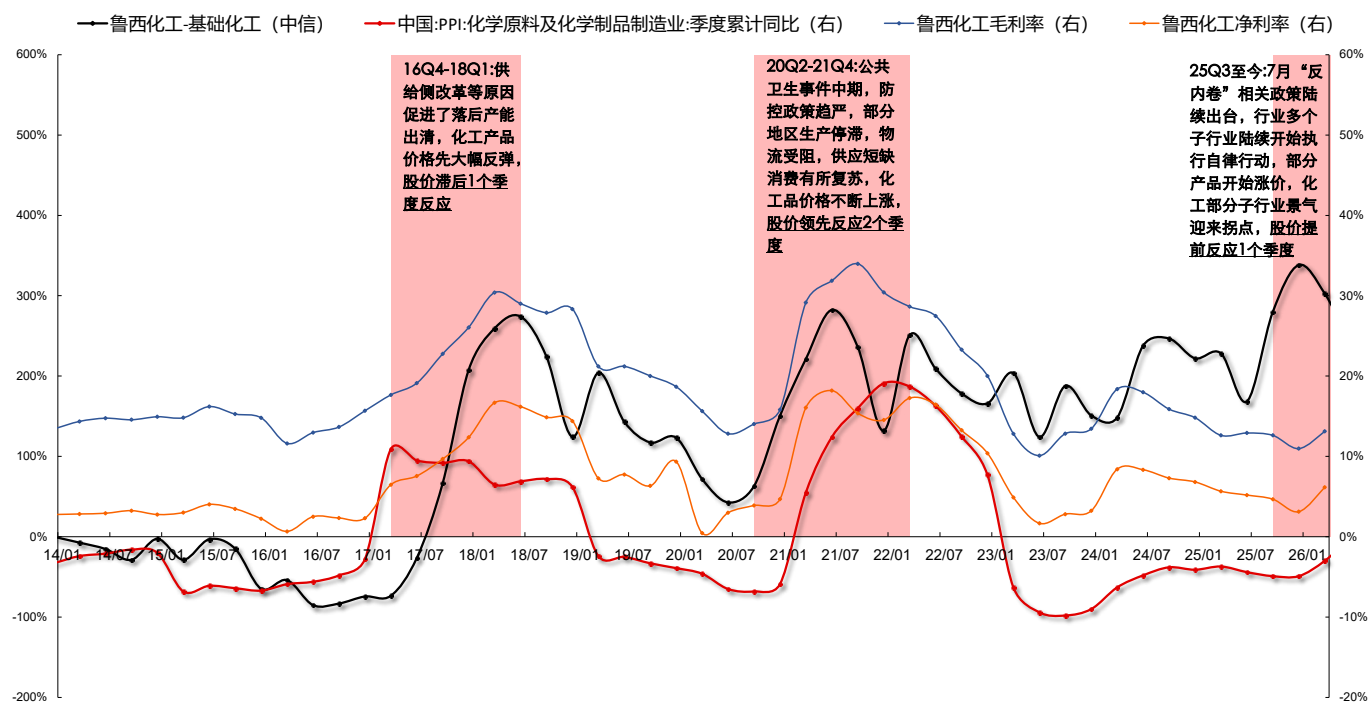
- **2016Q4-2018Q1：景气上行周期维持 6 个季度左右。**2016Q4 开始，供给侧改革促进了大量落后产能出清，化工产品价格大幅反弹，公司毛利率及净利率环比持续提升，股价滞后了 1 个季度有所反应，2017Q1 开始，鲁西化工连续四个季度跑赢化工基准，环保督查结束后，供给端的扰动逐渐消散，化工 PPI 同比也随之回落，公司毛利率和净利率有所下滑。
- **2020Q2-2021Q4：景气上行周期维持 6 个季度左右。**当时处于公共卫生事件中期，防控政策趋严，部分地区生产停滞，物流受阻，供应短缺，同时消费有所复苏，2020Q4 开始化工品价格不断上涨，本次公司股价领先反应 2 个季度，在 2020Q2 就已经显著跑出超额，随后公司股价基本见顶，公司毛利率及净利率环比开始下滑。此时化工 PPI 同比仍处于上行趋势。
- **2025Q3-至今：股价提前开始反应。**2025 年 7 月后，“反内卷”大趋势下，市场预期化工 PPI 同比将在不久之后降幅收窄直至转正，提前开始布局鲁西化工在化工景气周期反转下的投资机会，至 2026Q1 公司股价大幅跑赢基准，2026 年整体油价中枢抬升，从公司多产品线价格价差来看，目前仍处于历史中枢偏低的位置，而经过 2-3 年需求端消化，开工率已处于 70%-80%较高的位置，主要产品线有望迎来景气反转，并将有望映射到公司的毛利率和净利率的全面改善。

表 5：过去两轮周期鲁西化工股价表现

区间	最低收盘价日	最高收盘价日	最高涨幅	区间超额收益
16Q4-18Q1	2017-01-16	2018-01-30	348.8%	355.1%
20Q2-21Q4	2020-06-30	2021-09-22	254.8%	143.0%

资料来源：Wind，长江证券研究所（注意：区间超额收益以中信基础化工作为基准）

图 41：2013Q3-2026Q1 中国化学原料及化学制品 PPI 季度累计同比和公司超额收益及其毛利率、净利率



资料来源：Wind，长江证券研究所（注：数据统计截至 2026 年 Q1，鲁西化工超额收益选择基准为中信基础化工）

公司从做化肥起家，目前主要从事化工新材料、基础化工等产品的生产和销售，是国内领先的综合性化工平台型企业。公司产品线十分丰富，复盘历史来看，当化工行业景气周期上行时，公司享受到多产品价格上涨带来的利润增厚，弹性十足。我们之前在《供给优化，气势升腾——基础化工 2026 年度投资策略》报告中分析判断，化工供需改善，有望迎来景气上行期。分析产品价格、价差来看，公司诸产品景气仍处于历史中枢偏低的位置。目前公司四大主产品有机硅、聚碳酸酯（PC）、己内酰胺/尼龙和多元醇景气有所上行，有望率先走出底部。预计公司 2026 年-2028 年归属净利润分别为 19.7/25.5/26.5 亿元，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 风险提示

- 1、油价过高抑制全球需求。**目前美伊战争走向未定，若战争烈度持续升级带动全球能源价格冲高，引起滞胀，或将抑制全球对化工品需求。
- 2、行业竞争加剧。**公司所处的基础化工和新材料领域，部分产品存在产能过剩和同质化竞争问题。尽管“反内卷”政策有助于改善格局，但若行业协同不及预期，激烈的市场竞争仍可能侵蚀公司盈利。
- 3、政策不确定性。**环保趋严、能耗双控、碳边境税等带来合规与成本上升；若“反内卷”等政策执行不及预期，供给优化与价格纪律难以兑现。
- 4、安全环保风险。**化工生产涉及危险化学品和高危工艺，存在潜在的安全生产和环保风险。任何重大事故都可能导致生产中断和重大损失。
- 5、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。**在对公司进行盈利预测及投资价值分析时，我们基于行业情况及公司公开信息做了一系列假设，我们预计随着公司多个产品线景气好转，公司园区一体化优势更加突出，公司盈利有望大幅好转基于以上假设，我们预测2026E-2028E 营收分别为 300.0/307.4/307.5 亿元，同比增速分别为 3.0%/2.4%/0.0%，归属净利润分别为 19.7/25.5/26.5 亿元，同比增速分别为 117.2%/29.5%/3.9%。若上述假设不成立或者不及预期则我们的盈利预测及估值结果可能出现偏差，具体影响包括但不限于公司业绩不及我们的预期、估值结果偏高等。极端悲观假设下，若下游需求不及预期，供给仍处于无序扩张，则公司未来收入/业绩增速可能会有所下滑。假设悲观情况下，2026E-2028 年公司营业收入同比增速分别降低至 0.9%/2.4%/0.0%，则对应测算归母净利润同比增速将分别降低至 93.3%/30.9%/3.9%。

表 6：公司收入和利润敏感性分析（单位：百万元）

	基准情形				悲观情形		
	2025A	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
营业收入	29143	30005	30737	30752	29405	30122	30137
YOY	-2.1%	3.0%	2.4%	0.0%	0.9%	2.4%	0.0%
毛利率	11.0%	14.1%	16.1%	16.3%	13.8%	15.8%	16.0%
归母净利润	907	1969	2550	2649	1752	2295	2385
YOY	-55.3%	117.2%	29.5%	3.9%	93.3%	30.9%	3.9%
净利率	3.1%	6.6%	8.3%	8.6%	6.0%	7.6%	7.9%

资料来源：Wind，长江证券研究所

## 财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业总收入</b>	<b>29143</b>	<b>30005</b>	<b>30737</b>	<b>30752</b>	货币资金	604	993	2876	3553
营业成本	25946	25769	25777	25744	交易性金融资产	0	0	0	0
<b>毛利</b>	<b>3197</b>	<b>4235</b>	<b>4960</b>	<b>5007</b>	应收账款	65	56	63	60
%营业收入	11%	14%	16%	16%	存货	1900	1826	1857	1840
营业税金及附加	168	240	246	246	预付账款	244	205	224	214
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	548	498	510	505
销售费用	97	45	46	46	<b>流动资产合计</b>	<b>3361</b>	<b>3579</b>	<b>5530</b>	<b>6173</b>
%营业收入	0%	0%	0%	0%	长期股权投资	47	47	47	47
管理费用	571	600	615	615	投资性房地产	0	9	18	27
%营业收入	2%	2%	2%	2%	固定资产合计	23020	22991	22784	22558
研发费用	800	1050	1076	1076	无形资产	2236	2242	2248	2254
%营业收入	3%	4%	4%	4%	商誉	0	0	0	0
财务费用	190	404	383	303	递延所得税资产	865	852	852	852
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他非流动资产	6153	7143	6146	5800
加: 资产减值损失	-601	294	294	294	<b>资产总计</b>	<b>35682</b>	<b>36863</b>	<b>37624</b>	<b>37711</b>
信用减值损失	13	0	0	0	短期贷款	4261	4542	3573	2234
公允价值变动收益	0	0	0	0	应付款项	1274	1403	1334	1367
投资收益	-3	30	31	31	预收账款	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>1068</b>	<b>2400</b>	<b>3104</b>	<b>3230</b>	应付职工薪酬	251	229	239	233
%营业收入	4%	8%	10%	11%	应交税费	283	280	292	290
营业外收支	38	16	16	16	其他流动负债	3473	3146	3439	3301
<b>利润总额</b>	<b>1107</b>	<b>2416</b>	<b>3120</b>	<b>3246</b>	<b>流动负债合计</b>	<b>9542</b>	<b>9600</b>	<b>8878</b>	<b>7425</b>
%营业收入	4%	8%	10%	11%	长期借款	2529	2529	2529	2529
所得税费用	198	444	566	593	应付债券	3626	3626	3626	3626
净利润	908	1972	2553	2653	递延所得税负债	326	319	319	319
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>907</b>	<b>1969</b>	<b>2550</b>	<b>2649</b>	其他非流动负债	582	564	564	564
少数股东损益	1	3	3	4	<b>负债合计</b>	<b>16605</b>	<b>16638</b>	<b>15917</b>	<b>14463</b>
<b>EPS (元)</b>	<b>0.48</b>	<b>1.03</b>	<b>1.34</b>	<b>1.39</b>	归属于母公司所有者权益	18941	20086	21565	23101
					少数股东权益	136	139	142	146
<b>现金流量表 (百万元)</b>					<b>股东权益</b>	<b>19077</b>	<b>20225</b>	<b>21707</b>	<b>23247</b>
	2025A	2026E	2027E	2028E	<b>负债及股东权益</b>	<b>35682</b>	<b>36863</b>	<b>37624</b>	<b>37711</b>
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>4262</b>	<b>2839</b>	<b>3838</b>	<b>3627</b>					
取得投资收益收回现金	1	30	31	31	<b>基本指标</b>				
长期股权投资	0	0	0	0		2025A	2026E	2027E	2028E
资本性支出	-1708	-1737	452	-181	每股收益	0.48	1.03	1.34	1.39
其他	0	23	0	0	每股经营现金流	2.24	1.49	2.02	1.90
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-1707</b>	<b>-1684</b>	<b>483</b>	<b>-150</b>	市盈率	34.81	12.90	9.96	9.59
债券融资	0	0	0	0	市净率	1.67	1.26	1.18	1.10
股权融资	0	0	0	0	EV/EBITDA	11.36	9.47	7.42	6.90
银行贷款增加(减少)	10666	281	-969	-1340	总资产收益率	2.5%	5.4%	6.9%	7.0%
筹资成本	-936	-1241	-1469	-1459	净资产收益率	4.8%	9.8%	11.8%	11.5%
其他	-12415	200	0	0	净利率	3.1%	6.6%	8.3%	8.6%
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-2685</b>	<b>-760</b>	<b>-2438</b>	<b>-2799</b>	资产负债率	46.5%	45.1%	42.3%	38.4%
<b>现金净流量 (不含汇率变动影响)</b>	<b>-130</b>	<b>395</b>	<b>1883</b>	<b>678</b>	总资产周转率	0.81	0.83	0.83	0.82

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

## 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：**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。

## 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证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形范围内，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。