

有色金属

报告日期：2024 年 12 月 30 日

中企印尼镍产能释放延缓，静待行业出清反转

——印尼镍中间品行业专题报告

投资要点

□ 印尼红土镍资源丰富，镍出口管制推动中间品产业集聚

2023 年，印度尼西亚镍矿探明储量约 5500 万金属吨，占全球 42%；产量约 180 万金属吨，占全球 50%。在过去十年中，其镍矿政策经历了多次波动：2014 年开始实施的原矿出口禁令至 2017 年放松，2020 年再次全面禁止。随着镍中间品项目迅速增产，叠加低成本优势，印尼已成为全球镍中间品供应增量最大的国家。综合来看，全球镍供应增量将继续集中于具有低成本优势的印尼，这也是镍价处于下行通道的主要原因。

□ 镍矿库存仍居于高点，镍产品价格已回落至 2020 年初的低点，底部或已确定

2024 年三季度以来，镍产品供给整体舒缓，镍价回归理性，处于低位震荡。2024 年以来，受镍价低迷的影响，全球多个镍项目出现减产、停产，未来供给受限明显，镍价底部或已确定。

□ 青山控股是中企赴印尼投资设厂的主心骨

为摆脱对海外钢铁原料的依赖，2008 年开始青山控股投资布局印尼红土镍矿。IMIP、IWIP 两大产业园区分别在 2015、2002 年竣工，至 2023 年已分别拥有年 59 万、72 万镍金属吨产能。伟明环保、格林美、华友钴业、中伟股份等多家公司的镍中间品项目在青山工业园区签约落地。

□ 中企在印尼镍中间品项目主要集中在青山工业园区，产能释放延缓

根据 SMM 数据统计，镍中间品在青山两大工业园区合计产能占比达到 75% 左右。中间品生产主要为氢氧化镍钴（MHP），占比超过 60%。目前，中国企业在印尼镍中间品待投产能为现有产能的约 1.7 倍，产能仍有足量释放空间，但投产节奏已然放缓。

□ 推荐关注具有先发优势的华友钴业、力勤资源等

□ 推荐关注具有环保协同优势、资源渠道优势的伟明环保

首条年 4 万吨生产线已开展整体系统调试工作，计划 2025 上半年完成全部投运。目前已形成 13 万吨高冰镍（权益规模 7.75 万吨）+20 万吨高镍三元正极材料（权益规模 12 万吨）的布局，凭借与青山控股合作的资源优势和自身卓越的成本控制能力，上游锁定原材料（镍、钴、锂），下游绑定客户（瑞浦、欣旺达），作为电池材料领域的“后来者”，未来存在后来居上的可能。

□ 风险提示

镍价下跌超预期；产销表现不及预期；成本抬升超预期。

行业评级：看好(维持)

分析师：沈皓俊

执业证书号：S1230523080011

shenhaojun@stocke.com.cn

分析师：王南清

执业证书号：S1230523100001

wangnanqing@stocke.com.cn

分析师：汪磊

执业证书号：S1230524050004

wanglei07@stocke.com.cn

研究助理：施文荣

shiwenshen@stocke.com.cn

相关报告

1 《金属行业有色数据周报》

2024.12.29

2 《金属行业有色价格日报》

2024.12.28

3 《金属行业有色价格日报》

2024.12.27

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

正文目录

1 印尼红土镍资源丰富，镍出口管制推动中间品产业集聚	4
2 镍矿库存仍居于高点，镍产品价格已回落至 2020 年初的低点	5
3 青山控股是中企赴印尼投资设厂的主心骨	6
4 中企在印尼镍中间品现有及规划产能	7
5 风险提示	11

图表目录

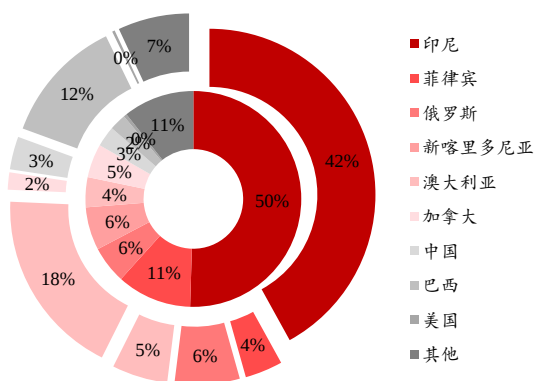
图 1: 2023 年全球镍矿产量（内圈）及探明储量（外圈）比例	4
图 2: 2008-2022 年印尼镍产量及探明储量	4
图 3: 2020 年至今中国镍矿港口库存量（万吨）	5
图 4: 2020 年至今中国镍矿、精炼镍进口量（万吨）	5
图 5: 2020 年至今电解镍价格（万元/吨）	5
图 6: 2020 年至今硫酸镍价格（万元/吨）	5
图 7: 2020 年至今 LME 镍现货及期货结算价（万美元/吨）	5
图 8: 2020 年至今三元前驱体报价（万元/吨）	5
图 9: 青山控股发展历程	6
图 10: 青山控股全球业务布局	6
图 11: 印尼中外镍冶炼企业分布图	6
图 12: IMIP 工业园区全景图	7
图 13: IWIP 工业园区全景图	7
图 14: 各工业园区生产镍中间品占比情况	8
图 15: 镍中间品生产类型占比	8
表 1: 印尼镍出口禁令政策梳理	4
表 2: 重点企业镍中间品产能梳理	7
表 3: 伟明环保印尼镍项目梳理	8
表 4: 格林美印尼镍项目梳理	9
表 5: 华友钴业印尼镍项目梳理	9
表 6: 中伟股份印尼镍项目梳理	10
表 7: 力勤资源印尼镍项目梳理	10
表 8: 德龙集团印尼镍项目梳理	10
表 9: 华迪集团印尼镍项目梳理	11
表 10: 其他企业印尼镍项目梳理	11

1 印尼红土镍资源丰富，镍出口管制推动中间品产业集聚

红土矿取代硫化矿成为主流。全球镍矿资源主要可分为红土镍矿和硫化镍矿。其中，硫化镍矿镍，品位较高，冶炼工艺较为成熟；红土镍矿，品位低而储量大，易于开采但难于冶炼。2009年后，硫化镍矿资源日渐枯竭，价格上涨；同时，红土镍矿受益于冶炼工艺大幅提升，逐渐取代硫化镍矿，成为镍金属的主流。

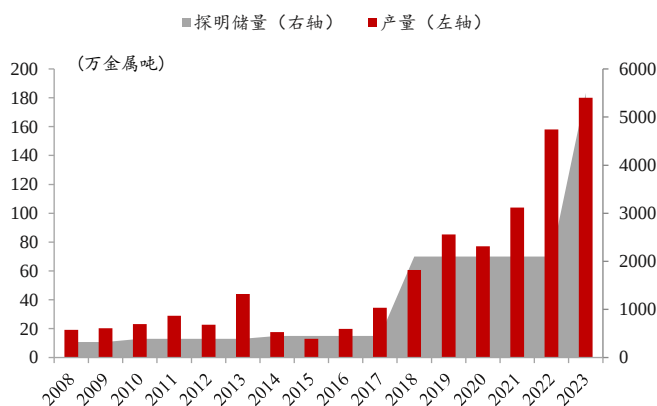
印尼红土矿资源丰富。印度尼西亚，是世界上镍储量最大国家，以红土镍矿为主，主要分布在苏拉威西岛、马鲁古群岛等附近岛屿。2023年，印尼镍矿探明储量约为5500万金属吨，占全球总储量的42%；产量约为180万金属吨，占全球总产量的50%。根据Mysteel数据，2024年1-8月印尼镍产品出口至中国占比超过90%。

图1：2023年全球镍矿产量（内圈）及探明储量（外圈）比例



资料来源：USGS，浙商证券研究所

图2：2008-2022年印尼镍产量及探明储量



资料来源：USGS，浙商证券研究所

镍出口管制促进当地中间品精炼产业发展。在过去的十年中，印尼的镍矿政策经历了多次波动：2014年开始实施的原矿出口禁令至2017年放松，2020年再次全面禁止。随着印尼镍中间品项目迅速增产，叠加低成本优势，其已成为全球镍中间品供应增量最大的国家。综合来看，全球镍供应增量将继续集中于具有低成本优势的印尼，这也是当前镍价持续处于下行通道的主要原因。

表1：印尼镍出口禁令政策梳理

时间	禁令详情
2014年1月	镍原矿出口禁令在印尼正式生效。禁令规定，在印尼采矿的企业必须在当地冶炼或精炼后才可出口。
2017年1月	印尼放松了相关禁令。允许冶炼厂出口镍含量不足1.7%的富余低品位镍矿石，但要在5年内完成冶炼项目建设，并有30%的镍矿用于国内生产使用，其余低品位的镍矿可以出口。
2019年	印尼两次宣布提前对镍矿的出口禁令，将原定于2022年实施的出口禁令提前至2020年1月实施。
2021年3月	印尼政府制定了在本国建立完整镍电池生产线的计划，并在此后成立了一家国有控股公司。
2023年2月	时任印尼投资协调部长表示，印尼将限制镍冶炼厂建设以保障新厂能够生产高附加值产品。
2023年5月	时任印尼海事和投资协调部/采矿事务副部长表示，印尼需要建立自己的镍价指数。
2024年5月	印尼官员表示，政府已将16个项目列入将获得政府支持的战略项目清单，其中包括五个镍加工工业园区。

2024 年 7 月 印尼政府正式推出了一个创新的在线追踪系统——SIMBARA，旨在全面监控镍和锡这两种关键矿产从矿山开采到国内加工设施的全过程流动。

2024 年 8 月 时任印尼能源和矿产资源部部长宣布，工业部已经同意暂停建设采用回转窑电炉（RKEF）法生产镍生铁的镍冶炼厂。

资料来源：SMM，中国金属矿业经济研究院，浙商证券研究所

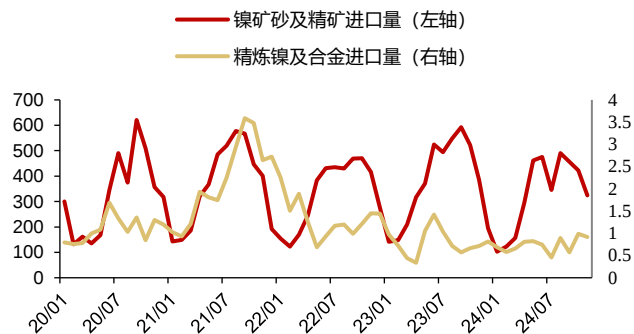
2 镍矿库存仍居于高点，镍产品价格已回落至 2020 年初的低点

图3：2020 年至今中国镍矿港口库存量（万吨）



资料来源：，浙商证券研究所

图4：2020 年至今中国镍矿、精炼镍进口量（万吨）



资料来源：，浙商证券研究所

图5：2020 年至今电解镍价格（万元/吨）



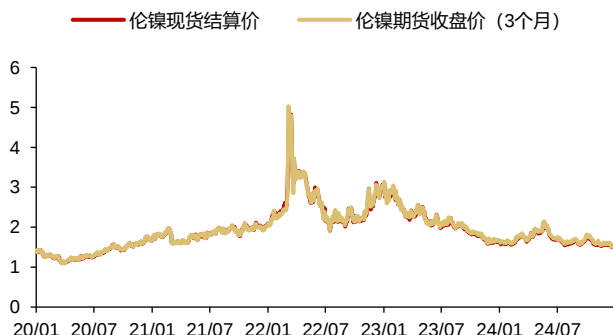
资料来源：，浙商证券研究所

图6：2020 年至今硫酸镍价格（万元/吨）



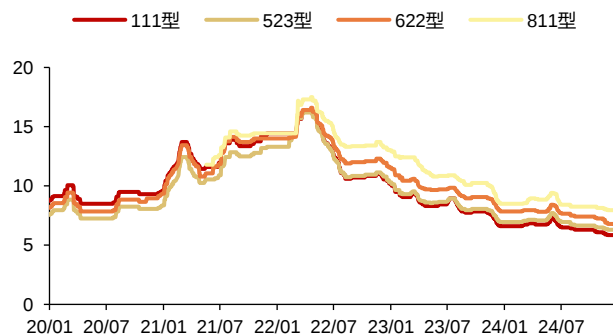
资料来源：，浙商证券研究所

图7：2020 年至今 LME 镍现货及期货结算价（万美元/吨）



资料来源：，浙商证券研究所

图8：2020 年至今三元前驱体报价（万元/吨）



资料来源：，浙商证券研究所

3 青山控股是中企赴印尼投资设厂的主心骨

青山控股起步于不锈钢产业。不锈钢中镍的含量通常在 8%-12%之间。因为当时国内镍资源严重不足，为摆脱对海外钢铁原料的依赖，其在 2008 年开始趁着经济景气度处于底部投资布局印尼红土镍矿。

2009 年，赴印尼开发红土镍矿，携手华友钴业和格林美引入生产线，专门生产高冰镍和半成品镍；2015 年，苏拉威西矿业投资公司兴建镍矿冶炼厂启用；2016 年，印尼首家铬铁厂开始建设；2017 年，与埃赫曼签署纬达贝项目合作协议；2018 年，纬达贝工业园项目启动；2019 年，红土镍矿生产新能源湿法材料项目在莫洛瓦利工业园动工；2020 年，纬达贝工业园首个项目投产；**2022-2023 年，伟明环保、格林美、华友钴业、中伟股份等多家公司的镍中间品项目在青山工业园区签约落地。**

图9: 青山控股发展历程



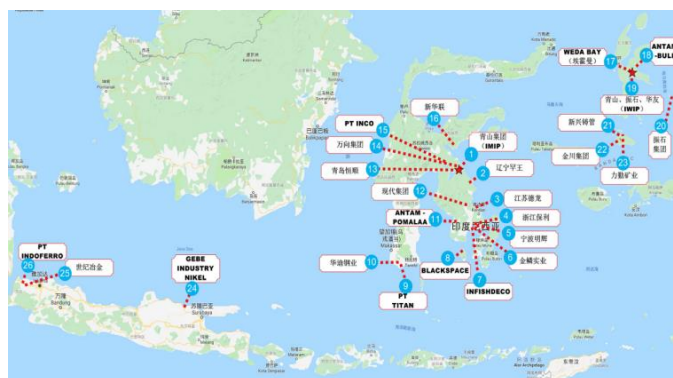
资料来源：青山控股官网，永青集团 2023 招聘计划，浙商证券研究所

图10: 青山控股全球业务布局



资料来源：青山控股官网，永青集团 2023 招聘计划，浙商证券研究所

图11: 印尼中外镍冶炼企业分布图



资料来源：Mysteel，浙商证券研究所

莫罗瓦利工业园区 (IMIP): 2013 年开工建设, 2015 年竣工, 位于印尼中苏拉威西省的莫罗瓦利县, 园区土地面积逾 3200 公顷。2023 年, 拥有镍产能 59 万金属吨 (50 万吨 RKEF 和 9 万吨 HPAL)。现已成为拥有全球最长、最全产业链的不锈钢生产基地, 可年产 250 万吨镍铁, 300 万吨不锈钢。园区拥有海、陆、空立体入园通道以及码头、发电厂等完善的生产、生活配套基础设施。其中, 发电厂装机容量总和 2910MW, 码头年吞吐量已达到 8080 万吨, 园区自建机场占地面积 110 公顷。IMIP 是国际产能合作标杆项目, 也是中国“一带一路”倡议对接印尼“全球海洋支点”战略合作示范项目。

印尼纬达贝工业园区 (IWIP): 2018 年开工建设, 2020 年竣工, 位于印尼马鲁古省北马鲁古县哈马黑拉岛, 园区土地面积约 2500 公顷。2023 年, 拥有镍产能 72 万金属吨 (60 万吨 RKEF 和 12 万吨 HPAL)。园区拥有镍矿资源约 930 万吨, 是第一个镍资源综合利用产业园区 (红土镍矿-镍中间品-不锈钢、新能源电池材料)。

另有, IKIP 工业园区, 位于东南苏拉威西省科纳威县, 占地面积约 3200 公顷; KIP 工业园区, 位于北加里曼丹省布隆岸县沿海区域, 占地面积约 12500 公顷。

图12: IMIP 工业园区全景图



资料来源: 永青集团招聘计划, 浙商证券研究所

图13: IWIP 工业园区全景图



资料来源: 永青集团招聘计划, 浙商证券研究所

4 中企在印尼镍中间品现有及规划产能

根据 SMM 数据统计, 镍中间品在青山两大工业园区合计产能占比达 75% 左右。中间品生产主要为氢氧化镍钴 (MHP), 占比达到 62%, 其主要用于生产硫酸镍和进一步产出电池材料。目前, 中国企业在印尼镍中间品待投产能为现有产能的约 1.7 倍, 产能仍有足量释放空间, 但投产节奏已然放缓。

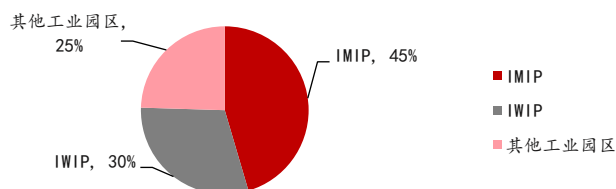
表2: 重点企业镍中间品产能梳理

工业园	现有产能 (万吨镍当量/年)	待投产能 (万吨镍当量/年)
IMIP	21	6
IWIP	25.4	46
华迪	2	2

德龙	9	0
奥比岛	12 万吨镍钴化合物	0
其他	0	14.2
重点企业合计	57.4（镍当量）+12（镍钴化合物）	68.2
所有企业计划汇总	94	159

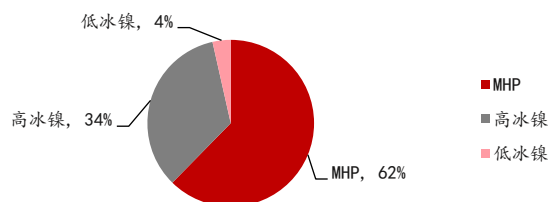
资料来源：公司公告，SMM，浙商证券研究所

图14：各工业园区生产镍中间品占比情况



资料来源：SMM，浙商证券研究所

图15：镍中间品生产类型占比



资料来源：SMM，浙商证券研究所

伟明环保首条4万吨生产线已开展整体系统调试工作，计划2025上半年完成全部投运。目前已形成13万吨高冰镍（权益规模7.75万吨）+20万吨高镍三元正极材料（权益规模12万吨）的布局，凭借与青山控股合作的资源优势和自身卓越的成本控制能力，上游锁定原材料（镍、钴、锂），下游绑定客户（瑞浦、欣旺达），作为电池材料领域的“后来者”，未来存在后来居上的可能。

具体项目规划方面，第一个年产4万金吨嘉曼高冰镍项目的首条生产线目前开展整体系统调试工作，争取尽快实现持续稳定生产，计划明年上半年完成全部年4万吨产能的投运，并推动后续高冰镍项目建设。根据高冰镍项目前期可研报告，按目前的镍价格测算，4万吨高冰镍项目满产年营收和毛利率都比较可观。境内在温州投资布局了下游锂电池新材料产业基地项目，由伟明盛青实施，产品涉及电池级硫酸镍、动力电池三元前驱体、电解镍、动力电池三元正极材料等，目前一期电解镍项目已投料试生产。公司还规划在温州投资建设年产10万吨废旧电池回收利用项目，该项目目前还未开工。

表3：伟明环保印尼镍项目梳理

项目名称	产品	工业园区	签约时间	运营状况	股权结构	投资规模 (亿美元)	规划产能 (万吨镍/年)
嘉曼高冰镍项目	高冰镍	IWIP	2022	在建	伟明环保（70%）、Merit(香港)（30%）	3.9	4
嘉曼美高冰镍项目	高冰镍	IWIP	2022	筹建	伟明环保（51%）、Merit(香港)（26%）、格林美（23%）	4.5	5

嘉曼达高冰镍项目	高冰镍	IWIP	2022	筹建	伟明环保（60%）、Merit(香港)、欣威（香港）	3.9	4
----------	-----	------	------	----	----------------------------	-----	---

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

格林美青美邦镍资源项目规划产能 15 万吨镍/年，一、二期已全面开通。公司作为在新能源领域是电池材料供应链的世界头部企业，核心青美邦镍资源项目与青山控股、宁德时代、伟明环保以及日本、韩国企业在内的多方均有合作。动力电池三元前驱体材料项目则依靠青美邦产出 MHP 作为原料，纵向延伸，构建红土镍矿到电池三元材料全产业链建设。

表4：格林美印尼镍项目梳理

项目名称	产品	工业园区	签约时间	运营状况	股权比例	投资规模 (亿美元)	规划产能 (万吨镍/年)
青美邦镍资源项目	一期	IMIP	2018	运营	增产至 7.3 万吨时：格林美（42%）、青山控股（31%）、宁德时代（10%）、ECOPRO（韩国）（9%）、阪和兴业（日本）（8%）。后又增加伟明环保、SK On（韩国）	16.5	3
	二期			运营			6
	HPAL		2023	在建	MDK（印尼）、格林美	-	4
	HPAL		2023	在建	格林美（54%）、CAHAYA（新加坡）（26%）、伟明环保（20%）	5	2
高镍动力电池三元前驱体项目	三元前驱体	IMIP	2023	运营	/	1.5	3

资料来源：公司公告，格林美官网，浙商证券研究所

华友钴业的镍中间品项目生产规模相对较大、种类多样。主要从事新能源锂电材料和钴新材料产品的研发制造业务，拥有从镍钴锂资源开发到锂电材料制造一体化产业链。除华越外，其他项目生产基本集中在小 K 岛纬达贝工业园。“华”字头项目按照计划陆续铺展、建设、投产：华山、华利项目是与印尼淡水河谷在大 K 岛上的波马拉、索洛瓦科两大矿区合作；华越项目投产较早，主要与洛阳钼业合作；华飞项目于 2024 年一季度末基本实现达产，是目前全球规模最大的红土镍矿湿法冶炼项目。

表5：华友钴业印尼镍项目梳理

名称	产品	工业园区	签约时间	运营状况	股权比例	投资规模 (亿美元)	规划产能 (万吨镍/年)
华越 HPAL 项目	MHP	IMIP	2018	运营	华友钴业（58%）、洛阳钼业、沃源控股、IMIP、LONG SINCERE	12.8	6
华科高冰镍项目	高冰镍	IWIP	2020	运营	华友钴业（70%）、永泰实业（30%）	5.2	4.5
华飞 HPAL 项目	MHP	IWIP	2021	运营	永瑞控股（香港）（31%）、Glaucous（新加坡）（30%）、华友钴业（20%）、亿纬亚洲（香港）（17%）、LINDO（新加坡）（2%）	20.8	12
华翔硫酸镍项目	硫酸镍	IWIP	2023	在建	华友钴业（49%）、STRIVE(新加坡)（49%）、LINDO（新加坡）（2%）	2	5

华山 HPAL 项目	MHP	IWIP、Kolaka	2023	在建	华友钴业（73.2%）、Vale（巴西）（18.3%）、福特汽车（美国）（8.5%）	38.4	12
华利索洛瓦科 HPAL 项目	MHP	Malili	2023	筹建	华友钴业、Vale(巴西)	-	6
WBN 镍铁矿冶项目	镍铁	IWIP	-	-	-	-	-
擎天高冰镍项目	高冰镍	IWIP	-	-	-	-	-

资料来源：公司公告，华友钴业官网，浙商证券研究所

中伟股份与多个产业园区均有合作。在印尼的镍生产主要集中在四个产业基地，不仅有与青山控股合作的 IMIP、IWIP，还有北莫罗瓦利和南加里曼丹两处基地。公司目前在印尼完全使用火法冶炼，采用传统 RKEF 并结合创新性 OESBF 技术。

表6：中伟股份印尼镍项目梳理

项目名称	产品	工业园区	签约时间	运营状况	股权比例	投资规模 (亿美元)	规划产能 (万吨镍/年)
德邦低冰镍项目	低冰镍	IWIP	2022	运营	收购 DHPL（50.1%）	2	2.75
翡翠湾低冰镍项目	低冰镍	IWIP	2022	运营	中伟股份（50.1%）、DNPL（香港）（49.9%）	1.5	2.75
鼎兴精炼镍项目	精炼镍	-	2022	运营	中伟股份、RIGQUEZA（新加坡）	2.2	5
NNI 低冰镍项目	低冰镍	北莫罗瓦利（德龙工业园）	-	运营	中伟股份、德龙镍业	-	8
南加低冰镍项目	低冰镍	南加里曼丹	-	在建	-	-	4
火法高冰镍项目	高冰镍	IMIP	2021	部分在建	中伟股份（70%）、RIGQUEZA（新加坡）（30%）	5.7	6
火法高冰镍项目	高冰镍	IWIP	2022	筹建	中伟股份（70%）、RIGQUEZA（新加坡）（30%）	12.6	12

资料来源：公司公告，中伟股份官网，兰格钢铁网，浙商证券研究所

表7：力勤资源印尼镍项目梳理

项目名称	工业园区	投产时间	运营状况	合作公司	规划产能（万吨/年）
HPAL 一期		2021	运营		3.7 万吨镍钴化合物
HPAL 二期		2023	运营		1.8 万吨镍钴化合物
Obi 项目	奥比岛	2024	运营	哈利达（印尼）	6.5 万吨镍钴化合物
RKEF 一期		2023	运营		9.5 万吨镍铁
RKEF 二期		2024E	在建		18.5 万吨镍铁

资料来源：公司公告，SMM，Mysteel，冶金信息网，铁合金在线，浙商证券研究所

表8：德龙集团印尼镍项目梳理

项目名称	产品	工业园区	投产时间	运营状况	合作公司	投资规模 (亿元人民币)	规划产能 (万吨/年)
------	----	------	------	------	------	-----------------	----------------

镍铁冶炼项目	镍铁	德龙工业园	2017	运营	一重集团	60	60 万吨镍铁
不锈钢一体化冶炼项目	镍铁	德龙工业园	2020	运营	厦门象屿	180	250 万吨镍铁
德龙镍铁转高冰项目	高冰镍	德龙工业园	2023	运营	-	-	1 万吨镍当量

资料来源：中国钢铁新闻网，SMM，浙商证券研究所

表9：华迪集团印尼镍项目梳理

项目名称	产品	工业园区	签约时间	运营状况	合作公司	投资规模 (亿美元)	规划产能 (万吨/年)
恒生新能源材料项目	高冰镍	华迪工业园	-	运营	海南瑞赛可、 中伟股份	-	1 万吨镍当量
华迪实业高冰镍项目	高冰镍	华迪工业园	-	运营	-	-	1 万吨镍当量
华迪镍铁项目	镍铁	华迪工业园	-	运营	-	-	20 万吨镍铁
高冰镍项目	高冰镍	华迪工业园	2022	筹建	道氏技术	1.4	2 万吨镍当量

资料来源：道氏技术公司公告，中伟股份公司公告，Mysteel，SMM，浙商证券研究所

表10：其他企业印尼镍项目梳理

公司	项目名称	产品	工业园区	签约时间	运营状况	股权结构	投资规模 (亿美元)	规划产能 (万吨镍/年)
盛屯矿业	友山镍业项目	高冰镍	IWIP	2019	运营	盛屯矿业（65%）、 青山控股（35%）	4.1	3.4
	盛迈镍业项目	高冰镍	IWIP	2021	在建	盛屯矿业（70%）、 Extension（新加坡） （30%）	3.5	4
中国恩菲	MMP 镍冶炼项目	高冰镍	加里曼丹 岛	2022	在建	-	-	2.2
寒锐钴业	富氧连续吹炼高 冰镍项目	高冰镍	华宝工业 园	2023	在建	寒锐钴业（70%）、 振石控股（30%）	2.4	2

资料来源：各公司公告，SMM，中国一带一路网，寒锐文化，浙商证券研究所

5 风险提示

- 1、镍价下跌超预期。若镍价超预期下跌，则将压缩相关公司净利润。
- 2、各公司产销表现不及预期。若各公司产销不及预期，则影响相关公司净利润。
- 3、各公司成本抬升超预期。若公司成本抬升，公司盈利或将下降。

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>