

科技	收盘价	目标价	潜在涨幅
	美元 180.17	美元 204.00个	+13.2%

2025年8月29日

英伟达 (NVDA US)

Blackwell 部署顺利推进，Rubin 进度符合预期，对华业务仍存疑

⊕ **Blackwell Ultra 部署推进顺利，但对华出口依然有不确定性：** FY2Q26 收入 467 亿美元，Non-GAAP 毛利率 72.7%，均超过之前指引上限。管理层称虽有部分中国客户获得美国政府出口许可，但英伟达 FY2Q26 并未交付 H20 产品。在不包括中国市场收入的情况下，管理层指引 FY3Q26 收入中位数 540 亿美元，毛利率中位数 73.5%，并认为如果出口条件允许，H20 或额外产生 20-50 亿美元的收入。管理层称基于 GB200 NVL72 的系统已顺利过渡到 Blackwell Ultra 系统，即基于 GB300 NVL72 的系统已经大规模出货，达每星期 1000 个机柜，并有望在 FY3Q26 进一步加速上量，符合我们和市场的预期。

⊕ **Spectrum XGS 发布，Rubin 进度符合预期：** 管理层强调网络在 AI 数据中心的作用。英伟达上周发布 Spectrum XGS，作为兼容以太网系统的 Spectrum X 产品的升级版，用于支持跨区域延展（Scale Cross），而 Spectrum X 或达到年化 100 亿美元的收入。我们认为 Spectrum XGS 或加强 IP 网络在远距离数据中心间的优化能力，在纵向（Scale up）和横向（Scale out）延展的基础上提高数据中心网络的协同能力。管理层称新产品 Rubin 系列已经“进入代工厂阶段”，6 种不同的新芯片设计已在台积电流片。根据公司之前的介绍，Rubin 或在 2H26 上市，并在 NVL 的连接数，NVL 带宽，推理算力，存储器型号和带宽上相对 Blackwell 都有较大幅度升级。我们认为，Blackwell 实现机柜规模的量产，对大规模 AI 算力集群部署有较大积极作用，考虑到英伟达产品路线图加快到每年都推出新产品，同时考虑到通信网络日益增强的能力，我们对于 Rubin 相对于 Blackwell 在性能上的提升幅度尚缺乏能见度。

⊕ **维持买入评级：** 考虑到中国市场的不确定性和 Blackwell 顺利出货，我们调整 FY2026/27E 收入预测到 2070/2691 亿美元，调整 Non-GAAP EPS 到 4.44/6.19 美元。我们上调英伟达目标价到 204 美元，对应 33 倍 FY27E（CY26E）市盈率（前值为 35 倍 FY26/27E 平均市盈率）。我们同时认为，从历史上看，每年年底或是英伟达产品在技术上和需求上可验证信息相对匮乏的时期，故股价短期或相对平稳。

财务数据一览

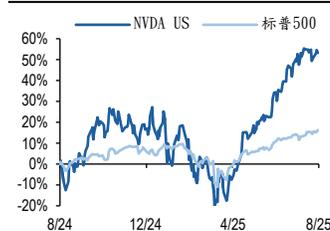
年结1月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入(百万美元)	60,922	130,497	207,043	269,112	287,367
同比增长(%)	125.9	114.2	58.7	30.0	6.8
净利润(百万美元)	32,312	74,265	110,138	152,118	158,785
每股盈利(美元)	1.30	2.99	4.44	6.19	6.46
同比增长(%)	288.2	131.1	48.3	39.3	4.4
前EPS预测值(美元)			4.68	6.31	6.60
调整幅度(%)			-5.2	-2.0	-2.2
市盈率(倍)	139.1	60.2	40.6	29.1	27.9
每股账面净值(美元)	1.72	3.20	5.63	8.78	10.53
市账率(倍)	104.55	56.34	31.99	20.51	17.11
股息率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

资料来源：公司资料，交银国际预测 ^净利润和每股盈利基于 Non-GAAP 基础

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源：FactSet

股份资料

52周高位(美元)	183.16
52周低位(美元)	94.31
市值(百万美元)	4,396,148.00
日均成交量(百万)	279.16
年初至今变化(%)	34.16
200天平均价(美元)	139.65

资料来源：FactSet

王大卫, PhD, CFA

Dawei.wang@bocomgroup.com
(852) 3766 1867

童钰枫

Carrie.Tong@bocomgroup.com
(852) 3766 1804

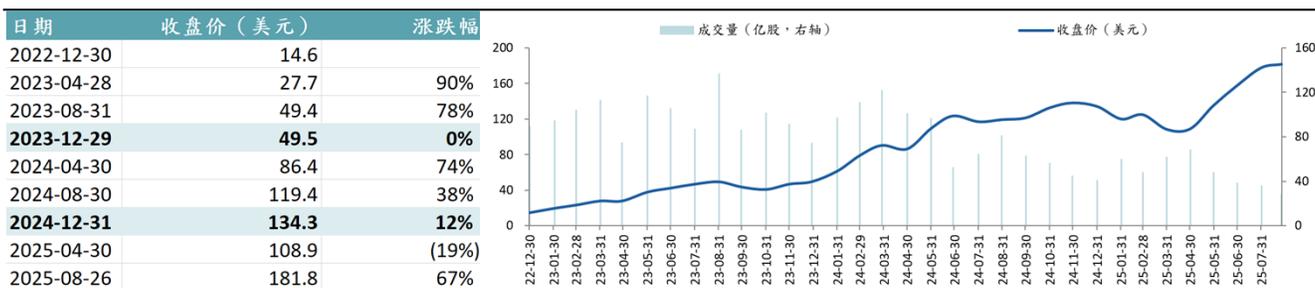
此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

我们怎么看之后的股价?

我们总结了 2023 年初至今公司的股价走势发现每年最后 4 个月（9 月 1 日之后到年底）这段时间内英伟达的股价变化很小，其中 2023/24 年 9 月初到 12 月底分别录得 0%/12% 的波动幅度，远低于其他时间的变化幅度。我们认为这或许是因为市场在这段时间相对缺少需求端（资本支出数据）和供给端（产品周期）边际新信息所导致股价横盘整理。具体来看：

图表 1：英伟达股价在 2023-24 年 9 月到年底表现平稳



资料来源：万得，交银国际

一方面，主要 CSP 客户一般在每年年初公布当年资本开支计划，虽然这个数字在年末有边际调整，但幅度随着接近年末而变小。而主权和企业端资本开支也基本遵循这个规律，所以市场往往会在年底等待来年资本开支数据。

另一方面，从产品周期和技术角度来看，考虑到公司已进入每年都发布新产品的阶段，每年的下半年是新产品上量阶段，而股价往往在新产品发布前或者初期表现活跃，因此新产品也未能给英伟达股价在年底带来更多方向性信息。

从技术发展的角度来看，我们总结近期英伟达或正寻求发展“高度标准化”和“高度开放型”两类产品。我们称之为“哑铃型策略”，并看好这一策略的实施。这里“高度开放型”产品指的是英伟达 2025 年 5 月和 8 月分别推出 NVLink Fusion 芯片和 NVIDIA Spectrum-XGS Ethernet 在机柜内和机柜间用以打通其 GPU 与不同加速芯片之间的通信瓶颈。而“高度标准化”产品指的是以 Blackwell GB200/300 NVL72 为代表的机柜产品形态。我们认为这个产品策略或更好帮助英伟达根据客户能力不同，适应不同客户的需求，长期最大化利润率的同时有利于其与博通/迈威尔等 ASIC 厂商的竞争。具体来看：

1) Blackwell GB200/300 NVL72 机柜产品为集成 72 块 GPU 的标准化机柜产品。这类产品集成化程度高，通过整合上下游产业链在保证出货量的同时最大化利润率。我们认为这种产品形态适合企业用户和主权 AI 用户。虽然早期的海外 CSP 亦会采购此类产品，但这类产品或不能满足这些有较强技术能力的公司按需定制产品的需求；

2) 在连接技术上，与英伟达自研产品使用 NVLink 和 InfiniBand 不同，英伟达发布连接产品 NVLink Fusion 和 NVIDIA Spectrum-XGS Ethernet 兼容 PCIe 和以太网技术。这或能帮助英伟达 GPU 连接 AMD 和 ASIC 等不同的加速芯片，也为英伟达 GPU 更好对接海外大型 CSP 的数据中心网络（或包含不同类型加速器）提供基础；

2025 年 8 月 29 日

英伟达 (NVDA US)

3) 开放的连接系统也可以帮助英伟达产品进入中国市场。一个包括 NVLink Fusion 和 NVIDIA Spectrum-XGS Ethernet 连接系统在内的网络基础设施或有助连接中国国产加速芯片和英伟达 GPU 并形成异构网络，这或在短期内帮助中国 CSP 解决部分国产加速芯片产能不足的问题。

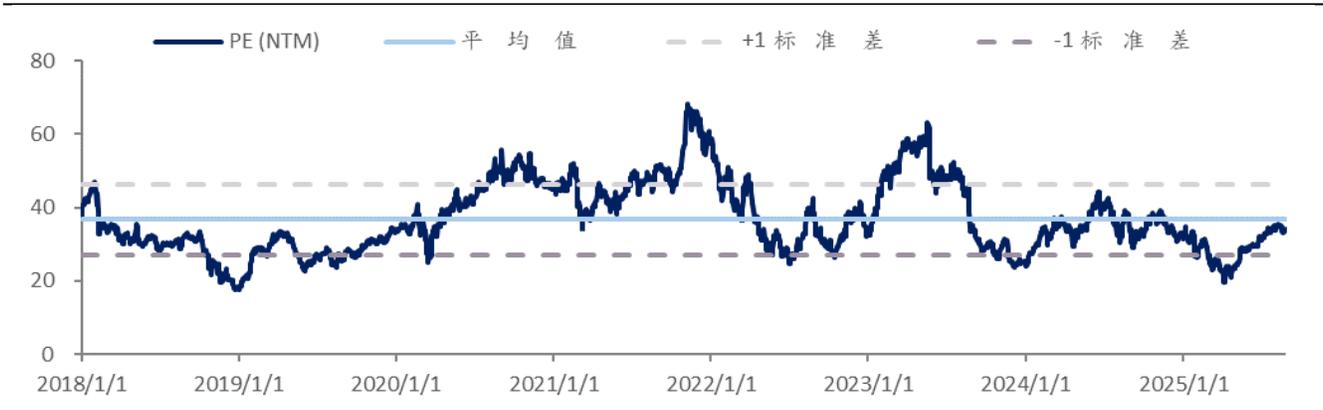
但是，我们认为，相对于公司在产品策略和技术发展的微妙变化，其对于股价的短期影响远不及产品落地阶段对收入的影响直接。从历史经验看，2025 年初 Blackwell 在工程上的技术缺陷直接影响股价，虽然工程问题最后都得到解决，但过程中股价出现较大波动。现时来看，Blackwell 工程上正顺利推进，Rubin 设计生产进展顺利，市场虽然了解新产品 Rubin 的技术参数，但对 Rubin 如何直接影响收入和是否存在部署和工程的问题在今年内或没有能见度。我们同时认为，Blackwell 完成了机柜部署的转化，很显然较 Hopper 提高计算效率，但对 Rubin 能否达到类似的性能提升未有能见度。

我们认为今年内影响英伟达股价的主要因素之一或是其可出口中国市场的产品的性能和中国客户的反馈。我们认为因相关政策存在不确定性，市场短时间内或未能对之后的方向达成共识。但我们认为，由于可出口中国市场之产品价格和毛利率较低，在产能受限的情况下，成功进入中国市场不能在短期内明显改善英伟达基本面（收入，毛利率）。但对公司来说，长期在全球范围内推广其计算生态至关重要。

从估值角度看，目前英伟达股价接近 2018 年以来 36.8 倍（NTM）市盈率的平均水平，总体看已经完成了 4 月 2 日之后估值下跌之后的修复。

综上，我们继续看好英伟达长期的技术发展和产品的市场份额，维持**买入**评级。但考虑到短期的催化因素有限和最近两年股价在年底的交易表现，我们认为英伟达股价近期或相对保持稳定。

图表 2：英伟达市盈率 (NTM) 接近历史平均水平



资料来源：彭博，交银国际

图表 3：英伟达产品路线图

英伟达 Blackwell Ultra 及之后产品路线图

系统	NVL	NVL 带宽	上市时间	推理算力	训练算力	HBM 型号	HBM 带宽	Fast Memory
Blackwell Ultra	72	130 TB/s	2H25	1.1 EF FP4	0.36 EF FP8	HBM3e 288GB 对应 8TB/s		40TB
Rubin	144	260 TB/s NVL6	2H26	3.6 EF FP4	1.2 EF FP8	HBM4	13TB/s	75TB
Rubin Ultra	576	1.5 PB/s NVL7	2H27	15 EF FP4	5 EF FP8	HBM4e	4.6 PB/s	365 TB

资料来源：公司资料，交银国际

图表 4：英伟达 FY2Q26 业绩及 FY3Q26E 指引

FY2Q26 业绩	实际	指引	差异	交银国际		FY2Q25	同比
				预测	差异		
收入 (百万美元)	46,743	45,000	4%	48,649	(4%)	30,040	56%
Non-GAAP 毛利率	72.7%	72.0%	0.7ppt	72.5%	0.2ppt	75.7%	3.0ppts
Non-GAAP EPS (美元)	1.04			1.09	(4%)	0.68	52%

FY3Q26E 指引	最低	最高	中位数	交银国际		FY3Q25	同比
				新预测	差异		
收入 (百万美元)	52,920	55,080	54,000	55,005	(4%)	35,082	54%
Non-GAAP 毛利率	73.0%	74.0%	73.5%	73.7%	-0.2ppt	75.0%	-1.5ppt

交银国际预测	FY3Q26E			FY2026E			FY2027E		
	旧预测	新预测	差异	旧预测	新预测	差异	旧预测	新预测	差异
收入 (百万美元)	57,871	55,005	(5%)	211,377	207,043	(2%)	267,431	269,112	1%
Non-GAAP 毛利率	74.6%	73.7%	-0.9ppt	71.4%	71.1%	-0.2ppt	74.7%	74.6%	-0.1ppt

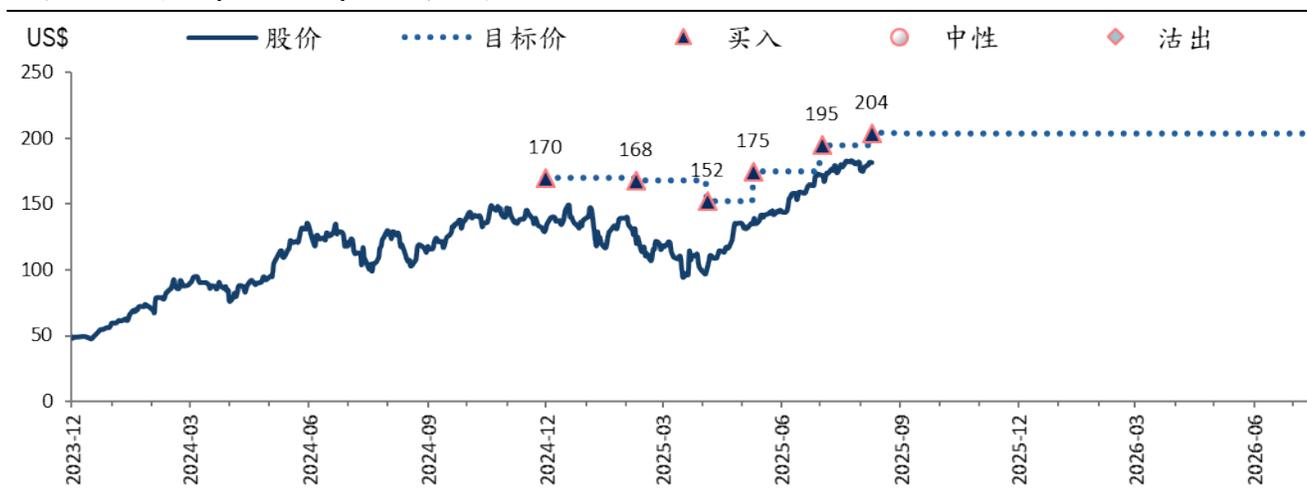
资料来源：公司资料，Visible Alpha，交银国际预测

图表 5：英伟达盈利预测调整

百万美元	FY2026E			FY2027E			FY2028E		
	新预测	旧预测	差异	新预测	旧预测	差异	新预测	旧预测	差异
营业收入	207,043	210,221	(2%)	269,112	267,431	1%	287,367	285,823	1%
毛利润	147,268	149,960	(2%)	200,758	199,825	0%	214,382	213,524	0%
营业利润	131,102	133,586	(2%)	179,590	179,777	(0%)	187,876	188,639	(0%)
净利润	110,138	115,401	(5%)	152,118	155,154	(2%)	158,785	162,364	(2%)
摊薄 EPS(美元)	4.44	4.65	(5%)	6.19	6.31	(2%)	6.46	6.60	(2%)
利润率									
毛利率	71.1%	71.3%	-0.2ppt	74.6%	74.7%	-0.1ppt	74.6%	74.7%	-0.1ppt
营业利润率	63.3%	63.5%	-0.2ppt	66.7%	67.2%	-0.5ppt	65.4%	66.0%	-0.6ppt
净利率	53.2%	54.9%	-1.7ppt	56.5%	58.0%	-1.5ppt	55.3%	56.8%	-1.6ppt

资料来源：交银国际预测

图表 6：英伟达 (NVDA US) 目标价及评级



资料来源：FactSet，交银国际预测

图表 7：交银国际科技行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/ 评级发表日期	子行业
002371 CH	北方华创	买入	329.09	392.59	19.3%	2025 年 07 月 02 日	半导体设备
1810 HK	小米集团	买入	53.10	60.00	13.0%	2025 年 08 月 21 日	消费电子
1347 HK	华虹半导体	买入	57.20	49.00	-14.3%	2025 年 08 月 08 日	晶圆代工
TSM US	台积电	买入	239.29	280.00	17.0%	2025 年 07 月 17 日	晶圆代工
981 HK	中芯国际	中性	62.30	47.00	-24.6%	2025 年 08 月 11 日	晶圆代工
NVDA US	英伟达	买入	181.60	204.00	12.3%	2025 年 08 月 29 日	半导体设计
AMD US	超微半导体	买入	167.13	196.00	17.3%	2025 年 08 月 06 日	半导体设计
603501 CH	豪威集团	买入	142.89	180.00	26.0%	2025 年 04 月 30 日	半导体设计
300782 CH	卓胜微	中性	84.71	78.00	-7.9%	2025 年 08 月 22 日	半导体设计

资料来源：FactSet，交银国际，收盘价截至 2025 年 8 月 28 日

财务数据

年结1月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入	60,922	130,497	207,043	269,112	287,367
主营业务成本	(16,621)	(32,639)	(60,392)	(68,994)	(73,634)
毛利	44,301	97,858	146,651	200,118	213,732
销售及管理费用	(2,654)	(3,491)	(4,520)	(5,386)	(6,547)
研发费用	(8,675)	(12,914)	(17,641)	(21,393)	(26,003)
其他经营净收入/费用	0	0	0	0	0
经营利润	32,972	81,453	124,490	173,339	181,182
财务成本净额	609	1,539	2,332	2,800	2,800
其他非经营净收入/费用	237	1,034	2,056	0	0
税前利润	33,818	84,026	128,878	176,139	183,982
税费	(4,058)	(11,146)	(20,420)	(26,421)	(27,597)
净利润	29,760	72,880	108,458	149,718	156,385
作每股收益计算的净利润	29,760	72,880	108,458	149,718	156,385
Non-GAAP标准的净利润	32,312	74,265	110,138	152,118	158,785

截至1月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	7,280	8,589	37,076	81,753	97,334
有价证券	18,704	34,621	46,060	55,986	68,051
应收账款及票据	9,999	23,065	36,429	42,841	44,191
存货	5,282	10,080	12,428	14,583	16,033
其他流动资产	3,080	3,771	4,492	6,760	8,217
总流动资产	44,345	80,126	136,484	201,922	233,827
物业、厂房及设备	3,914	6,283	11,561	16,275	20,813
无形资产	6,888	7,788	10,046	12,210	13,726
其他长期资产	10,581	17,404	22,177	25,401	29,320
总长期资产	21,383	31,475	43,784	53,886	63,859
总资产	65,728	111,601	180,268	255,808	297,686
短期贷款	1,250	0	0	0	0
应付账款	2,699	6,310	9,850	10,478	10,513
其他短期负债	6,682	11,737	15,193	15,193	15,193
总流动负债	10,631	18,047	25,043	25,671	25,706
长期贷款	8,459	8,463	7,641	6,223	5,069
其他长期负债	3,660	5,764	7,886	7,886	7,886
总长期负债	12,119	14,227	15,527	14,109	12,955
总负债	22,750	32,274	40,570	39,780	38,661
股本	42,978	79,327	139,698	216,028	259,025
股东权益	42,978	79,327	139,698	216,028	259,025
总权益	42,978	79,327	139,698	216,028	259,025

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

年结1月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	33,818	84,026	128,878	176,139	183,982
折旧及摊销	1,508	1,864	2,648	2,862	3,037
营运资本变动	(3,722)	(9,383)	(7,668)	(7,939)	(2,766)
税费	(4,058)	(11,146)	(20,420)	(26,421)	(27,597)
其他经营活动现金流	544	(1,272)	(1,308)	1,004	1,120
经营活动现金流	28,090	64,089	102,131	145,645	157,776
资本开支	(1,069)	(3,236)	(6,909)	(7,576)	(7,576)
其他投资活动现金流	(9,497)	(17,185)	(11,338)	(11,104)	(12,396)
投资活动现金流	(10,566)	(20,421)	(18,247)	(18,680)	(19,972)
负债净变动	(1,250)	(1,250)	(825)	(1,417)	(1,154)
权益净变动	(9,130)	(33,216)	(45,888)	(69,884)	(109,884)
股息	(395)	(834)	(988)	(2,000)	(2,000)
其他融资活动现金流	(2,858)	(7,059)	(7,452)	(8,000)	(8,000)
融资活动现金流	(13,633)	(42,359)	(55,153)	(81,301)	(121,038)
年初现金	3,389	7,280	8,589	37,076	81,753
年末现金	7,280	8,589	37,076	81,753	97,334

年结1月29日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标(美元)					
核心每股收益	1.193	2.938	4.379	6.088	6.358
全面摊薄每股收益	1.193	2.938	4.379	6.088	6.358
Non-GAAP标准下的每股收益	1.296	2.994	4.440	6.186	6.456
每股股息	0.016	0.034	0.040	0.081	0.081
每股账面值	1.723	3.198	5.632	8.784	10.531
利润率分析(%)					
毛利率	72.7	75.0	70.8	74.4	74.4
净利率	48.8	55.8	52.4	55.6	54.4
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
净利率	53.0	56.9	53.2	56.5	55.3
盈利能力(%)					
ROA	45.3	65.3	60.2	58.5	52.5
ROE	69.2	91.9	77.6	69.3	60.4
ROIC	54.0	77.9	69.9	65.1	57.5
其他					
净负债权益比(%)	5.7	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	4.2	4.4	5.4	7.9	9.1
存货周转天数	114.6	85.9	68.0	71.4	75.9
应收账款周转天数	41.4	46.2	52.4	53.8	55.3
应付账款周转天数	42.7	50.4	48.8	53.8	52.0

交銀國際

香港中环德辅道中68号万宜大厦9楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2025年8月29日

英伟达 (NVDA US)

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、拨康视云制药有限公司、富卫集团有限公司、宜搜科技控股有限公司及广州银诺医药集团股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。