

科技

收盘价

美元 250.05

目标价

美元 275.00个

潜在涨幅

+10.0%

2025 年 11 月 6 日

## 超微半导体 (AMD US)

### 3Q25 业绩超预期，关注之后 MI450 系列落地；上调目标价

④ **3 季度业绩超预期，4 季度指引亦超我们之前预期：**3Q25 超微半导体 (AMD) 营收 92.5 亿美元，超过我们/市场预期。Non-GAAP 毛利率 54%，符合我们预期。Non-GAAP EPS 1.2 美元超过我们之前预期。公司指引 4Q25 收入中位数 96 亿美元 (+/-3 亿美元)/毛利率 54.5% 左右，均超过我们此前预期。公司称业务指引不包括中国内地 MI308 产品收入。

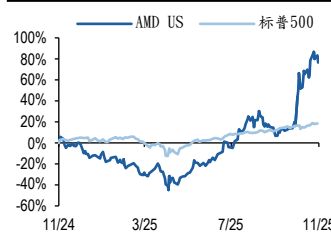
④ **数据中心 CPU 表现强劲，MI350 系列上线顺利：**3Q25 数据中心业务总收入 43.4 亿美元，超过我们之前预期。管理层提到数据中心 GPU 加速芯片 MI350 系列顺利上量，甲骨文成为第一个以 MI355x 为基础提供服务的云厂商，且有多项 MI350 系列项目或在同时进行。管理层指出此过程中自研软件系统 ROCm 7 顺利上线，提升加速器效率。EYPC CPU 增长强劲，管理层提到 3 季度数据中心 CPU 环比增速或高于 GPU 加速器增速。包括第五代 Turin 和第四代 Genoa 在内的 CPU 产品需求快速上升。而之前英特尔提到其数据中心和客户端 CPU 业务受自身产能限制均供不应求。我们认为随着 AI 数据中心的大规模建设，数据中心 CPU 或面临新一轮的产业更新机会。2026 年或是数据中心 CPU 新一轮更新换代的重要一年。

④ **上调盈利预测，2H26 之后 OpenAI 项目落地为市场关注重点：**考虑到 OpenAI 项目宣布之后股价快速上涨，我们认为市场表现或已反映首个 GW 的收入。我们上调 4Q25 收入预测到 96.3 亿美元，Non-GAAP 毛利率 54.4%，Non-GAAP EPS 1.29 美元。考虑到数据中心 CPU 收入强于我们之前预期，游戏周期性恢复，我们上调 2025/26/27 年收入预测到 339.9/446.9/595.4 亿美元（前值 328.4/422.4/558.3 亿美元），同时上调 2025/26/27 年 Non-GAAP EPS 预测到 4.49/6.51/9.23 美元（前值 4.31/6.16/8.76 美元）。考虑到 2027 年之后公司收入能见度有望逐渐上升，我们上调 AMD 目标价到 275 美元（原 248 美元），对应 35 倍 2026/27 年平均市盈率。我们认为，2H26 之后 OpenAI 项目落地进展及其供应链情况或为市场主要关注点之一。

#### 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)   | 264.33     |
| 52周低位 (美元)   | 78.21      |
| 市值 (百万美元)    | 405,791.14 |
| 日均成交量 (百万)   | 48.82      |
| 年初至今变化 (%)   | 107.01     |
| 200天平均价 (美元) | 157.36     |

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

#### 财务数据一览

| 年结12月31日     | 2023   | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 收入 (百万美元)    | 22,680 | 25,785 | 33,995 | 44,686 | 59,541 |
| 同比增长 (%)     | -3.9   | 13.7   | 31.8   | 31.5   | 33.2   |
| 净利润 (百万美元)   | 4,302  | 5,419  | 7,340  | 10,710 | 15,215 |
| 每股盈利 (美元)    | 2.65   | 3.31   | 4.49   | 6.51   | 9.23   |
| 同比增长 (%)     | -24.4  | 25.0   | 35.6   | 45.1   | 41.7   |
| 前EPS预测值 (美元) |        |        | 4.31   | 6.16   | 8.76   |
| 调整幅度 (%)     |        |        | 4.1    | 5.7    | 5.3    |
| 市盈率 (倍)      | 94.5   | 75.5   | 55.7   | 38.4   | 27.1   |
| 每股账面净值 (美元)  | 34.40  | 36.02  | 39.69  | 45.35  | 45.35  |
| 市账率 (倍)      | 7.27   | 6.94   | 6.30   | 5.51   | 5.51   |

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

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，可从彭博搜寻 NH BCM 或 登录研究部网站 <https://research.bocomgroup.com>

## 我们对股价的思考

此前我们提到 OpenAI 项目对于 AMD 而言，最重要的是其获得了主要云服务大厂的订单，使其得以在实践中有机会大规模部署 Helios 机柜解决方案，以提升行业地位。我们维持这一观点，并关注公司之后的执行能力和进一步拓展客户的机会。

我们认为，与短期 1-2 个季度的收入/盈利情况相比，投资者或更关心：1) 机柜解决方案的供应链/产能问题以及第一个 GW 的项目推进进程，之后各个 GW 的时间节点和 2 纳米之后每 GW 部署的收入/毛利率水平；2) OpenAI 合作签署后是否有助其打开其他客户市场和之后 MI500 系列的部署计划；3) 数据中心 CPU 更新换代带来的相应需求数量，以及 AMD 和英特尔在 CPU 更新换代过程中的市占率动态。我们认为，短期内，MI350/355 系列在包括甲骨文的部署或帮助投资者一定程度上理解 Instinct GPU（特别是 MI450 之后）的技术能力，但 OpenAI 项目机柜型部署 2 纳米制程等，或使得 MI450 系统与 MI350/355 部署存在技术差别。投资者或需在 2026 年或之后才能对 MI450 部署效果有更好能见度。

对于产业链，我们认为：

- ④ **存储**：MI450 或使用 HBM4，一般情况下，AMD 对于存储器的配置或略强于英伟达同期产品。作为与主要存储器厂商的长期合作方，AMD 总体对于存储需求远小于体量更大的加速器厂商。而三星在 HBM 上的技术突破或在一定程度上缓解存储器的供需关系；
- ④ **网络通信**：AMD 或在推动 UALink（UAL）的同时，继续使用以太网的解决方案。公司称 UAL 是真正意义上的开放协议。无论哪种方案，AMD 都需要一定程度上与供应商（同时也可能是竞争对手）合作。就此而言，在开发能力和进度上，AMD 相较竞争对手或有进步空间；
- ④ **机柜系统**：MI450 系统或使用液冷技术。而管理层提到，ZT 系统收购后 ZT 团队对系统集成发挥的重要作用。此前，英伟达在开始部署机柜系统时曾遇技术问题，我们认为行业对于机柜技术部署稳定性或较 6-9 月以前有较大进步。
- ④ **晶圆代工**：AMD 使用新节点的节奏一般快于英伟达/博通，且 AMD 在 Chiplet 等硬件技术上领先。MI450 采用 2 纳米或为 AMD 的优势之一；
- ④ **软件**：我们认为 ROCm 7 的顺利落地（相较 ROCm 6 在推理/训练过程中性能提升 4.6x/3x）对 AMD 推广至更广泛客户具有重大意义。但目前而言，我们仍倾向于认为英伟达或继续在该领域领先 AMD。

综合看，AMD 近期股价快速上涨，并触及我们的目标价。我们认为股价表现已反映部分 OpenAI 的正面因素，后续市场或将视 OpenAI 项目进展为类似期权价值（option value）。同时，我们认为数据中心 CPU 新一轮的迭代有望利好公司。管理层提到，AI 数据中心 2027 年或有数百亿美元收入，处于审慎原则，我们预测 MI450 在 2026/27 年或贡献合共超 153 亿美元收入。我们上调收入预测，主要由于对 AMD 数据中心 CPU 收入更加乐观。考虑到公司之后在 AI 市场的潜力，我们维持**买入**评级，上调目标价到 275 美元（原 248 美元）。

图表 1：超微半导体 FY3Q25 业绩及 FY4Q25E 指引

| FY3Q25 业绩     | 实际    | 指引    | 差异    | 交银预测  | 差异    | FY3Q24 | 同比  |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-----|
| 收入 (百万美元)     | 9,246 | 8,700 | 6%    | 8,709 | 6%    | 6,819  | 36% |
| Non-GAAP 毛利率  | 54.0% | 54.0% | (0.0) | 54.0% | 0.0   | 53.6%  | 0.4 |
| Non-GAAP 每股盈利 | 1.20  |       |       | 1.12  | 7%    | 0.92   | 30% |
| FY4Q25E 指引    | 最低    | 最高    | 中位数   | 交银新预测 | 差异    | FY4Q24 | 同比  |
| 收入 (百万美元)     | 9,300 | 9,900 | 9,600 | 9,626 | 0%    | 7,658  | 25% |
| Non-GAAP 毛利率  |       |       | 54.5% | 54.4% | (0.1) | 54.1%  | 0.4 |

资料来源：公司资料，交银国际

图表 2：超微半导体交银国际预测

| 交银预测          | FY4Q25E |              |     | FY2025E |               |     | FY2026E |               |       |
|---------------|---------|--------------|-----|---------|---------------|-----|---------|---------------|-------|
|               | 旧预测     | 新预测          | 变化  | 旧预测     | 新预测           | 变化  | 旧预测     | 新预测           | 变化    |
| 收入 (百万美元)     | 9,012   | <b>9,626</b> | 7%  | 32,844  | <b>33,995</b> | 4%  | 42,236  | <b>44,686</b> | 6%    |
| Non-GAAP 毛利率  | 54.1%   | <b>54.4%</b> | 0.3 | 51.4%   | <b>51.6%</b>  | 0.2 | 54.7%   | <b>54.3%</b>  | (0.4) |
| Non-GAAP 每股盈利 | 1.23    | <b>1.29</b>  | 5%  | 4.31    | <b>4.49</b>   | 4%  | 6.16    | <b>6.51</b>   | 6%    |

资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 3：超微半导体 (AMD US) 目标价及评级



资料来源: FactSet，交银国际预测

图表 4：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<br>(交易货币) | 目标价<br>(交易货币) | 潜在涨幅  | 最新目标价/<br>评级发表日期 | 子行业   |
|-----------|-------|----|---------------|---------------|-------|------------------|-------|
| 1810 HK   | 小米集团  | 买入 | 43.32         | 60.00         | 38.5% | 2025 年 08 月 21 日 | 消费电子  |
| TSM US    | 台积电   | 买入 | 294.05        | 360.00        | 22.4% | 2025 年 10 月 17 日 | 晶圆代工  |
| 1347 HK   | 华虹半导体 | 买入 | 73.45         | 90.00         | 22.5% | 2025 年 10 月 14 日 | 晶圆代工  |
| 981 HK    | 中芯国际  | 买入 | 71.70         | 90.00         | 25.5% | 2025 年 10 月 14 日 | 晶圆代工  |
| NVDA US   | 英伟达   | 买入 | 198.69        | 240.00        | 20.8% | 2025 年 10 月 31 日 | 半导体设计 |
| AMD US    | 超微半导体 | 买入 | 250.05        | 275.00        | 10.0% | 2025 年 11 月 05 日 | 半导体设计 |
| 603501 CH | 豪威集团  | 买入 | 125.95        | 180.00        | 42.9% | 2025 年 04 月 30 日 | 半导体设计 |
| 300782 CH | 卓胜微   | 中性 | 72.51         | 76.00         | 4.8%  | 2025 年 10 月 31 日 | 半导体设计 |
| 002371 CH | 北方华创  | 买入 | 396.83        | 500.00        | 26.0% | 2025 年 11 月 04 日 | 半导体设备 |
| 688012 CH | 中微公司  | 买入 | 293.50        | 325.00        | 10.7% | 2025 年 11 月 03 日 | 半导体设备 |

资料来源: FactSet，交银国际预测，截至 2025 年 11 月 5 日

## 财务数据

| 损益表 (百万元美元)    |               |               |               |               |               |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 年结12月31日       | 2023          | 2024          | 2025E         | 2026E         | 2027E         |
| 收入             | 22,680        | 25,785        | 33,995        | 44,686        | 59,541        |
| 主营业务成本         | (12,220)      | (13,060)      | (17,389)      | (21,578)      | (28,743)      |
| <b>毛利</b>      | <b>10,460</b> | <b>12,725</b> | <b>16,605</b> | <b>23,108</b> | <b>30,798</b> |
| 销售及管理费用        | (2,352)       | (2,783)       | (4,059)       | (5,167)       | (6,884)       |
| 研发费用           | (5,872)       | (6,456)       | (7,734)       | (7,699)       | (9,302)       |
| 其他经营净收入/费用     | (1,835)       | (1,586)       | (1,226)       | (550)         | (400)         |
| <b>经营利润</b>    | <b>401</b>    | <b>1,900</b>  | <b>3,587</b>  | <b>9,693</b>  | <b>14,212</b> |
| 财务成本净额         | (106)         | (92)          | (132)         | (40)          | (40)          |
| 其他非经营净收入/费用    | 197           | 181           | 268           | 196           | 196           |
| <b>税前利润</b>    | <b>492</b>    | <b>1,989</b>  | <b>3,723</b>  | <b>9,849</b>  | <b>14,368</b> |
| 税费             | 346           | (381)         | 337           | (1,225)       | (1,889)       |
| 非控股权益          | 16            | 33            | 281           | 324           | 324           |
| <b>净利润</b>     | <b>854</b>    | <b>1,641</b>  | <b>4,341</b>  | <b>8,948</b>  | <b>12,803</b> |
| 作每股收益计算的净利润    | 854           | 1,641         | 4,341         | 8,948         | 12,803        |
| Non-GAAP标准的净利润 | 4,302         | 5,419         | 7,340         | 10,710        | 15,215        |

| 资产负债表 (百万元美元) |               |               |               |               |                |
|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|
| 截至12月31日      | 2023          | 2024          | 2025E         | 2026E         | 2027E          |
| 现金及现金等价物      | 3,933         | 3,787         | 5,915         | 12,028        | 24,004         |
| 有价证券          | 1,840         | 1,345         | 2,437         | 2,455         | 2,484          |
| 应收账款及票据       | 5,376         | 6,192         | 6,585         | 10,029        | 12,857         |
| 存货            | 4,351         | 5,734         | 7,461         | 9,683         | 10,578         |
| 其他流动资产        | 1,268         | 1,991         | 6,249         | 6,293         | 6,369          |
| <b>总流动资产</b>  | <b>16,768</b> | <b>19,049</b> | <b>28,647</b> | <b>40,487</b> | <b>56,292</b>  |
| 物业、厂房及设备      | 1,589         | 1,802         | 2,271         | 2,538         | 2,808          |
| 无形资产          | 21,363        | 18,930        | 16,750        | 15,080        | 13,560         |
| 合资企业/联营公司投资   | 24,262        | 24,839        | 25,108        | 25,284        | 25,589         |
| 其他长期资产        | 3,903         | 4,606         | 5,358         | 5,396         | 5,461          |
| <b>总长期资产</b>  | <b>51,117</b> | <b>50,177</b> | <b>49,488</b> | <b>48,298</b> | <b>47,418</b>  |
| <b>总资产</b>    | <b>67,885</b> | <b>69,226</b> | <b>78,135</b> | <b>88,785</b> | <b>103,710</b> |
| 短期贷款          | 751           | 0             | 0             | 0             | 0              |
| 应付账款          | 2,418         | 2,466         | 3,584         | 5,102         | 6,012          |
| 其他短期负债        | 3,520         | 4,815         | 8,217         | 8,217         | 8,217          |
| <b>总流动负债</b>  | <b>6,689</b>  | <b>7,281</b>  | <b>11,801</b> | <b>13,319</b> | <b>14,229</b>  |
| 长期贷款          | 2,252         | 2,212         | 2,297         | 1,297         | 1,297          |
| 其他长期负债        | 3,052         | 2,165         | 1,404         | 1,404         | 1,404          |
| <b>总长期负债</b>  | <b>5,304</b>  | <b>4,377</b>  | <b>3,701</b>  | <b>2,701</b>  | <b>2,701</b>   |
| <b>总负债</b>    | <b>11,993</b> | <b>11,658</b> | <b>15,502</b> | <b>16,020</b> | <b>16,930</b>  |
| 股本            | 55,179        | 55,273        | 55,515        | 54,915        | 54,214         |
| 储备及其他资本项目     | 713           | 2,295         | 7,118         | 17,850        | 32,565         |
| <b>股东权益</b>   | <b>55,892</b> | <b>57,568</b> | <b>62,633</b> | <b>72,765</b> | <b>86,779</b>  |
| <b>总权益</b>    | <b>55,892</b> | <b>57,568</b> | <b>62,633</b> | <b>72,765</b> | <b>86,779</b>  |

资料来源：公司资料，交银国际预测

| 现金流量表 (百万元美元)  |                |                |                |                |                |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 年结12月31日       | 2023           | 2024           | 2025E          | 2026E          | 2027E          |
| 净利润            | 854            | 1,641          | 4,341          | 8,948          | 12,803         |
| 折旧及摊销          | 3,453          | 3,064          | 2,946          | 2,446          | 2,305          |
| 营运资本变动         | (3,049)        | (2,098)        | (1,056)        | (4,147)        | (2,813)        |
| 其他经营活动现金流      | 409            | 434            | 947            | 1,703          | 1,771          |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>1,667</b>   | <b>3,041</b>   | <b>7,178</b>   | <b>8,949</b>   | <b>14,066</b>  |
| 资本开支           | (546)          | (636)          | (1,011)        | (1,043)        | (1,055)        |
| 其他投资活动现金流      | (877)          | (465)          | (3,268)        | (193)          | (334)          |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(1,423)</b> | <b>(1,101)</b> | <b>(4,278)</b> | <b>(1,236)</b> | <b>(1,390)</b> |
| 负债净变动          | 0              | (750)          | 791            | (1,000)        | 0              |
| 权益净变动          | (1,144)        | (1,311)        | (1,694)        | (600)          | (700)          |
| 其他融资活动现金流      | (2)            | (1)            | 0              | 0              | 0              |
| <b>融资活动现金流</b> | <b>(1,146)</b> | <b>(2,062)</b> | <b>(903)</b>   | <b>(1,600)</b> | <b>(700)</b>   |
| 汇率收益/损失        | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| <b>年初现金</b>    | <b>4,835</b>   | <b>3,933</b>   | <b>3,811</b>   | <b>5,808</b>   | <b>11,921</b>  |
| <b>年末现金</b>    | <b>3,933</b>   | <b>3,787</b>   | <b>5,915</b>   | <b>12,028</b>  | <b>24,004</b>  |

| 财务比率                         |        |        |        |        |        |
|------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 年结12月12日                     | 2023   | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
| <b>每股指标(美元)</b>              |        |        |        |        |        |
| 核心每股收益                       | 2.647  | 3.310  | 4.490  | 6.513  | 9.230  |
| 全面摊薄每股收益                     | 2.647  | 3.310  | 4.490  | 6.513  | 9.230  |
| Non-GAAP标准下的每股收益             | 2.647  | 3.310  | 4.490  | 6.513  | 9.230  |
| 每股账面值                        | 34.395 | 36.018 | 39.692 | 45.349 | 45.349 |
| <b>利润率分析(%)</b>              |        |        |        |        |        |
| 毛利率                          | 46.1   | 49.4   | 48.8   | 51.7   | 51.7   |
| 净利率                          | 3.8    | 6.4    | 12.8   | 20.0   | 21.5   |
| <b>利润率分析(%) - Non-GAAP标准</b> |        |        |        |        |        |
| 净利率                          | 19.0   | 21.0   | 21.6   | 24.0   | 25.6   |
| <b>其他</b>                    |        |        |        |        |        |
| 净负债权益比(%)                    | 净现金    | 净现金    | 净现金    | 净现金    | 净现金    |
| 流动比率                         | 2.5    | 2.6    | 2.4    | 3.0    | 4.0    |
| 存货周转天数                       | 129.6  | 149.9  | 144.7  | 150.8  | 132.0  |
| 应收账款周转天数                     | 75.4   | 80.8   | 67.7   | 66.9   | 69.2   |

交銀國際

香港中環德輔道中 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**

## 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、捷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、广州银诺医药集团股份有限公司、劲方医药科技（上海）股份有限公司、长风药业股份有限公司、武汉艾米森生命科技股份有限公司、上海挚达科技发展有限公司、上海森亿医疗科技股份有限公司及协创数据技术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，或可能以受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，并可能受送递延误、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，在参与有关报告内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。