

科技	收盘价 韩元 2650000	目标价 韩元 3500000个	潜在涨幅 +32.1%
----	-------------------	--------------------	----------------

2026年6月30日

SK 海力士 (000660 KR)

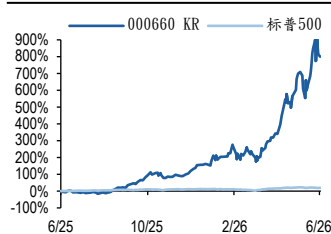
单价趋势或更高更久；上调目标价

- ④ **单价处于高位或保持更长时间，长协能见度提升：**受益于人工智能数据中心对 DRAM 和 NAND 需求结构性持续维持高位，我们认为存储器芯片处于高位的时间和涨幅或进一步超过我们之前的预期。且根据美光（MU US/未评级）近期所披露的长协情况，我们认为存储器价格之后可能出现的波动或小于之前。我们将存储器供不应求的时间判断再推后 2 个季度到至少 4Q27，并认为即便 2028 年出现价格回落，其波动或较之前更加温和。具体价格方面，考虑到美光最近季度当季 DRAM 单价环比上升超 60%，NAND 单价环比上升近 85%+。我们上调 SK 海力士 2Q26 单季 DRAM 到环比上升 55%（前值上升 40%），NAND 单价环比上升 65%（前值上升 18%）。
- ④ **扩产计划亦高于之前预期，NAND 或进一步扩产：**我们认为，公司对于 DRAM 的扩产或较之前加速。为到达 2030 年 100 万片的目标，今后公司或需要以每年增加 10 万片每月的速度扩产。NAND 方面，我们认为 SK 海力士竞争策略改变且较从之前更加激进；首先新产品 375 层 3D NAND 或提前落地；其次，我们认为，公司或改变之前不加新产能的策略，积极引入新厂房。我们上调公司 2026/27/28 年底 DRAM 产能预测到 57.5/65.5/74 万片每月（前值 57/62.5/67 万片每月）。上调 NAND 2026/27/28 年底产能预测到 21/23/25.5 万片（前值 21/19/20.5 万片每月）。我们随之上调 SK 海力士 2026/27/28 年资本开支预测到 50.9/85.1/100.8 万亿韩元（前值 50.1/70.8/84.8 万亿韩元）。
- ④ **上调目标价到 350 万韩元：**综合扩产进度和价格趋势，我们上调公司 2026/27/28 年收入预测到 370/578/655 万亿韩元（前值 317/435/563 万亿韩元）。我们更改估值方法，考虑到行业周期性减弱，我们放弃将市净率计入估值，同时考虑到之后收入能见度上升，引入 2028 年预测，以 14 倍（与前值相同）2023-28 年平均市盈率得到目标价 350 万韩元。我们认为公司在美国的 ADR 上市或提高公司股票流动性，并拓宽公司的投资者群体。我们中长期看好存储行业的发展前景，但提醒投资者关注市场行为造成的股价波动性加大。

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(韩元)	2,919,000.00
52周低位(韩元)	245,000.00
市值(十亿韩元)	1,877.00
日均成交量(百万)	4.94
年初至今变化(%)	307.07
200天平均价(韩元)	1,275,343.51

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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入(十亿韩元)	66,193	97,147	369,920	578,469	654,548
同比增长(%)	102.0	46.8	280.8	56.4	13.2
净利润(十亿韩元)	19,789	42,945	237,292	371,758	414,443
每股盈利(韩元)	28,732	62,093	336,585	527,317	587,863
同比增长(%)	-316.9	116.1	442.1	56.7	11.5
前EPS预测值(韩元)			271,046.56	359,830.81	482,776.37
调整幅度(%)			24.2	46.5	21.8
市盈率(倍)	92.2	42.7	7.9	5.0	4.5
每股账面净值(韩元)	104,114	169,578	492,248	997,214	1,560,587
市账率(倍)	25.45	15.63	5.38	2.66	1.70

资料来源：公司资料，交银国际预测

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>

扩产加速，供应提升，但过程需要时间

正如我们之前写到，SK 海力士或在 2030 年将 DRAM 产能提升到 100 万片每月，并进一步在 2034 年提升到 150 万片每月。我们认为，之前 SK 海力士增加比特产能的主要方法是将产线改造升级（这包括将 DRAM 1x/1y 等成熟制程转化为 1b/1c 等先进制程，将 NAND 3D 堆叠的层数增加等），而 SK 海力士加速扩产或意味着产线升级可以释放的产能或已经接近极限。

我们看到，韩国政府计划通过 SK 海力士和三星电子在韩国西南部投入 800 万亿韩元（约合 5200 亿美元）为两间公司各自打造 2 座新晶圆厂，其中包括光州的新工厂。我们认为 SK 海力士之前主要扩产集中在龙仁新厂和清州 M15X 厂。我们对光州厂的产能上量进度没有能见度，但我们认为 SK 海力士开辟新厂或意味着扩产规模或超过我们之前预期。我们同时看到，SK 海力士还计划在忠清北道扩建其 NAND 工厂。我们认为这或是公司在 NAND 产能上的战略变化，之前公司或未计划大规模新建 NAND 产能。综合以上信息，我们认为 SK 海力士在 DRAM 和 NAND 上新建晶圆开工较之前更加激进。考虑到扩产周期较长，我们认为 DRAM 和 NAND 加速扩产的额外产能最早或在 2H27 开始释放。我们预计每一万片高阶（1c 制程或 1d 制程）设备，其对应资本开支至少为 20 亿美元每万片。

需求或长时间处于高位

我们之前预测，2026/27 年总体 DRAM/NAND 的市场需求略高于供给。我们认为 DRAM 需求（特别是数据中心 DRAM）的需求弹性大于我们之前预期，而最近发生的设计变化或说明数据中心对于存储器的需求之后或仍有较大上升空间：

- 1) 英伟达 LPDDR5/SOCAMM2 配置变化：根据媒体报道，英伟达近期将数据中心 SOCAMM2 配置减小一半，即每个 NVL72 机柜对 LPDDR5 的需求由之前的 53TB 下降到 26TB。我们认为这或许是由于总体传统 DRAM 供应紧张所致；
- 2) 英伟达 Vera Rubin Ultra HBM 配置变化：根据媒体报道，英伟达计划将每个 Vera Rubin Ultra HBM4e 的配置从之前的 1TB 下降到 768GB，具体通过堆叠层数从 16 层减小到 12 层达到这个目的。除 HBM4e 存储器供应紧张外，我们认为这或与逻辑电路晶粒制造供应紧张和封装技术仍有提升空间有关；
- 3) 我们认为英伟达对于数据中心 SSD 的配置仍有上升空间。

总体看，我们认为之前数据中心存在的“存储墙 Memory Wall”问题近期非但没有缓解，反而出现存储供应不足影响/改变加速器配置设计的现象。我们认为需求或长期处于高位，且有进一步上升的空间。

长协能见度上升，营收波动或减小

根据美光的披露，其与 16 家客户（消费电子，汽车与工业，云服务商，加速器生产商等）之间所签署的协议主要包括以下条款 1) 合约长度 3-5 年；2) 价格或在某个区间内浮动，美光称即便是最低的价格，其对应的毛利率亦大于

2026 年 6 月 30 日

SK 海力士 (000660 KR)

之前很长时间内公司毛利率的峰值。这些合约都在 2026 年签署，价格区间对标 CY2Q26 价格；3) 美光保证一定的供应量，多余供应根据市场价格，供需等决定；4) 客户需提前缴纳“存款”以加强对客户的约束力，客户即便毁约存款不会被退还。美光可以使用存款对产线进行投资。

美光披露，现有长协涉及 20% DRAM 和 20%+ NAND，按最低价格今后五年产生 1000 亿美元收入。我们认为 SK 海力士与下游客户或签署类似的协议。而合约期限至少三年或从一定程度上保证存储器价格在 2028 年之前继续保持相对较高水平。

HBM 封装技术进步和与三星电子的竞争关系

我们认为 SK 海力士在 HBM，特别是其相应的封装技术上相对于三星电子等竞争对手的优势继续保持。我们认为其在 HBM4 所使用的 Advanced MR-MUF 技术在散热性能和良率上依然领先三星电子的 TC-NCF 技术。从之后的技术路线看，三星电子或在 HBM4e 或者 HBM5 产品中开始大规模使用混合键合 (Hybrid Bonding) 技术，我们认为 SK 海力士的竞争策略是综合 1) 三星电子采用混合键合的执行进度；2) 客户要求 (客户可能要在 Rubin Ultra 或 Feynman 架构中使用 20+层或更高 HBM，而在这种情况下混合键合上市则更加紧迫)；和 3) 自身产品路线图等综合因素适时大规模推进混合键合上市。而如果两家同时使用该技术，我们判断 SK 海力士依然在其工艺，良率，散热性能等关键指标上优于三星电子。综合看，我们对 SK 海力士在 2026/27/28 年之后获得主要 HBM 市场份额继续保持信心，我们预测公司 2026/27/28 年市占率分别为 58%/57%/56%。

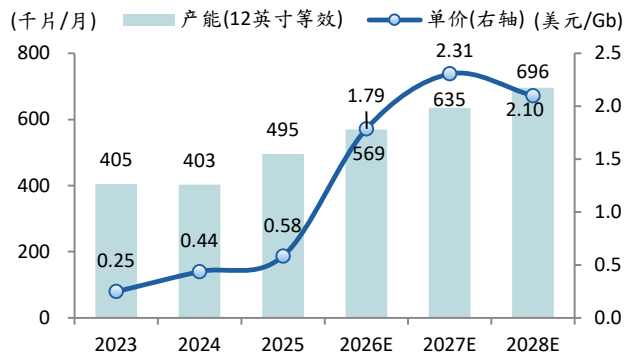
同时我们也意识到由于传统 DRAM 价格的快速提升，HBM 产品的毛利率水平甚至不如传统 DRAM 产品。但作为 DRAM 相关产品中技术门槛较高，收入相对稳定的产品，获得更高比例的 HBM 市场份额或帮助公司长期稳定其 DRAM 收入，并帮助公司在资本市场获得更高估值水平。

图表 1：SK 海力士盈利预测调整

	2026E			2027E			2028E		
	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异
营业收入	369,920	317,090	17%	578,469	434,886	33%	654,548	562,601	16%
毛利润	313,670	256,403	22%	502,058	354,501	42%	560,775	467,150	20%
营业利润	295,202	238,575	24%	479,308	334,461	43%	530,054	447,110	19%
净利润	237,292	192,985	23%	371,758	256,200	45%	414,443	343,737	21%
摊薄 EPS (韩元)	333,276	271,047	23%	522,132	359,831	45%	582,083	482,776	21%
利润率			百分点			百分点			百分点
毛利率	84.8%	80.9%	3.9	86.8%	81.5%	5.3	85.7%	83.0%	2.6
营业利润率	79.8%	75.2%	4.6	82.9%	76.9%	6.0	81.0%	79.5%	1.5
净利率	64.1%	60.9%	3.3	64.3%	58.9%	5.4	63.3%	61.1%	2.2

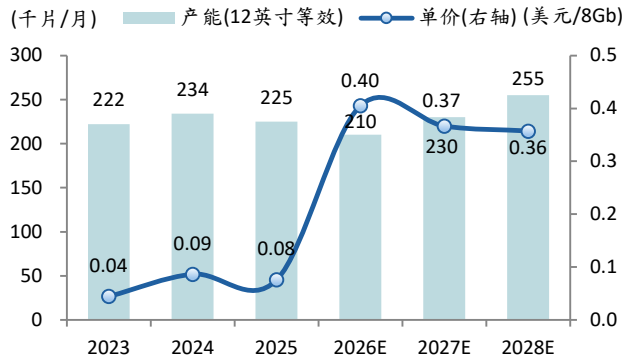
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 2：SK 海力士 DRAM 年底产能和年均单价



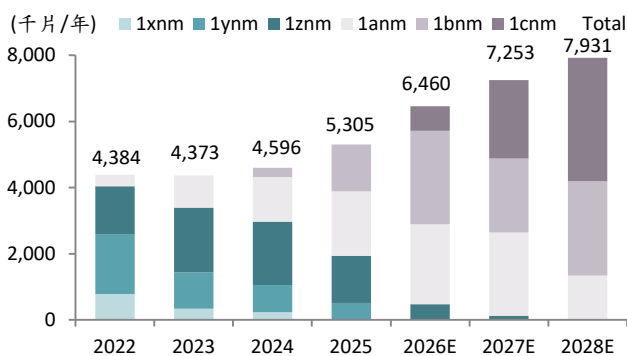
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 3：SK 海力士 NAND 年底产能和年均单价



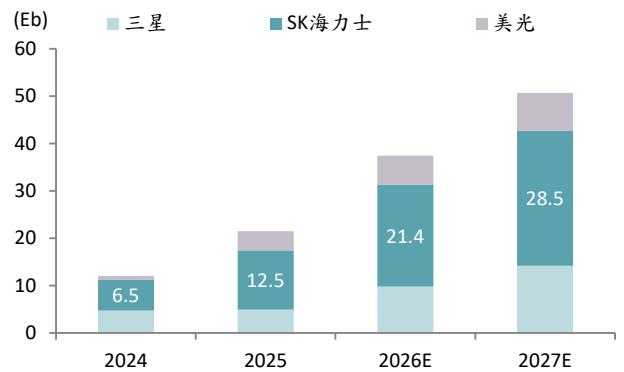
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 4：SK 海力士 DRAM 产能节点分布



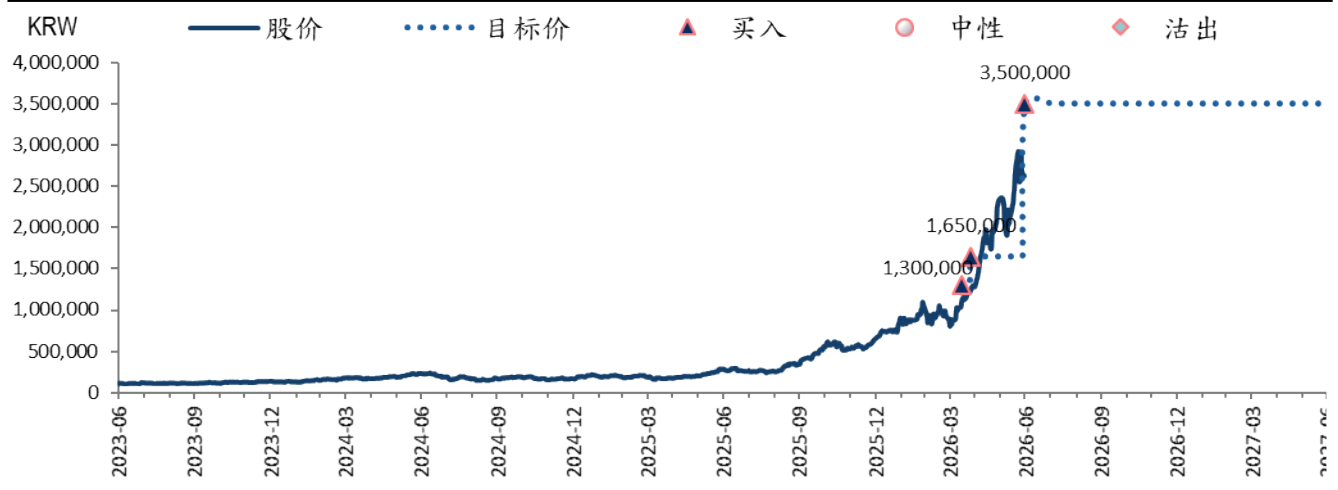
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 5：SK 海力士 HBM 出货量或继续领先



资料来源：VA 一致预测，交银国际预测

图表 6：SK海力士 (000660 KR) 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
1810 HK	小米集团	中性	21.64	32.68	51.0%	2026年05月27日	消费电子
981 HK	中芯国际	买入	89.40	95.00	6.3%	2026年05月19日	晶圆代工
1347 HK	华虹宏力	买入	215.20	145.00	-32.6%	2026年05月15日	晶圆代工
TSM US	台积电	买入	455.10	468.00	2.8%	2026年04月20日	晶圆代工
AVGO US	博通	买入	372.45	500.00	34.2%	2026年06月08日	半导体设计
NVDA US	英伟达	买入	194.97	300.00	53.9%	2026年05月22日	半导体设计
600 HK	爱芯元智	买入	15.35	36.00	134.5%	2026年04月30日	半导体设计
AMD US	超微半导体	买入	539.49	468.00	-13.3%	2026年05月07日	半导体设计
603501 CH	豪威集团	买入	94.85	115.00	21.2%	2026年04月01日	半导体设计
300782 CH	卓胜微	中性	109.58	87.00	-20.6%	2026年05月05日	半导体设计
000660 KR	SK海力士	买入	2650000.00	3500000.00	32.1%	2026年06月30日	存储芯片
002371 CH	北方华创	买入	884.56	650.00	-26.5%	2026年05月06日	半导体设备
688012 CH	中微公司	买入	468.50	300.67	-35.8%	2026年05月06日	半导体设备

资料来源：FactSet，交银国际预测，截至2026年6月30日

财务数据

损益表 (十亿韩元)					
年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入	66,193	97,147	369,920	578,469	654,548
主营业务成本	(34,365)	(38,457)	(56,250)	(76,410)	(93,774)
毛利	31,828	58,690	313,670	502,058	560,775
销售及管理费用	(8,361)	(11,484)	(18,468)	(22,751)	(30,721)
经营利润	23,467	47,207	295,202	479,308	530,054
财务成本净额	(853)	5,868	3,500	(6,000)	(12,000)
其他非经营净收入/费用	1,271	(2,609)	4,507	0	0
税前利润	23,885	50,465	303,209	473,308	518,054
税费	(4,088)	(7,517)	(65,916)	(101,549)	(103,611)
非控股权益	(8)	(3)	0	0	0
净利润	19,789	42,945	237,292	371,758	414,443
作每股收益计算的净利润	19,789	42,945	237,292	371,758	414,443
Non-GAAP标准的净利润	19,789	42,945	237,292	371,758	414,443

资产负债表 (十亿韩元)					
截至12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	11,205	17,865	145,890	400,428	639,532
有价证券	2,951	17,077	17,128	17,128	17,128
应收账款及票据	13,312	18,199	82,533	121,652	204,341
存货	13,314	14,289	21,234	25,457	34,383
其他流动资产	1,497	2,028	3,000	3,000	3,000
总流动资产	42,279	69,458	269,785	567,664	898,384
物业、厂房及设备	60,157	77,503	112,185	176,397	251,625
无形资产	4,019	4,049	4,299	4,653	5,037
合资企业/联营公司投资	4,041	9,574	10,083	10,123	10,163
其他长期资产	9,359	15,524	10,469	10,838	11,236
总长期资产	77,576	106,650	137,035	202,010	278,060
总资产	119,855	176,108	406,821	769,674	1,176,444
短期贷款	5,252	11,100	9,000	9,000	9,000
应付账款	9,244	11,214	5,976	2,791	2,412
其他短期负债	10,469	9,671	6,000	6,000	6,000
总流动负债	24,965	31,985	20,976	17,791	17,412
长期贷款	17,431	11,828	13,676	21,032	27,880
其他长期负债	3,543	11,628	21,669	20,815	19,995
总长期负债	20,974	23,456	35,344	41,846	47,874
总负债	45,940	55,441	56,320	59,637	65,286
股本	8,145	12,612	12,250	12,250	12,250
储备及其他资本项目	65,759	108,035	338,230	697,767	1,098,888
股东权益	73,903	120,647	350,480	710,017	1,111,138
非控股权益	12	20	20	20	20
总权益	73,916	120,667	350,500	710,037	1,111,158

资料来源：公司资料，交银国际预测

现金流量表 (十亿韩元)					
年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	19,797	42,948	237,292	371,758	414,443
折旧及摊销	12,582	13,931	17,168	20,816	25,500
营运资本变动	(6,035)	(7,706)	(76,518)	(46,527)	(91,995)
利息调整	1,000	486	0	0	0
税费	4,088	7,303	0	0	0
其他经营活动现金流	(1,637)	(17,556)	1,539	(723)	(782)
经营活动现金流	29,796	39,406	179,482	345,325	347,167
资本开支	(15,898)	(27,519)	(51,228)	(85,028)	(100,728)
投资活动	(1,432)	(14,200)	(559)	(40)	(40)
其他投资活动现金流	(674)	(3,497)	0	0	0
投资活动现金流	(18,005)	(45,217)	(51,787)	(85,068)	(100,768)
负债净变动	(7,376)	8,143	(252)	7,356	6,848
权益净变动	100	4,248	(9,086)	(8,000)	(8,000)
股息	(826)	(1,681)	(2,102)	(4,222)	(5,322)
其他融资活动现金流	(602)	(12,155)	(498)	(854)	(820)
融资活动现金流	(8,704)	(1,445)	(11,938)	(5,720)	(7,294)
汇率收益/损失	530	(85)	0	0	0
年初现金	7,587	11,205	17,865	145,890	400,428
年末现金	11,205	17,865	145,890	400,428	639,532

财务比率					
年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标(韩元)					
核心每股收益	28,732	62,093	336,585	527,317	587,863
全面摊薄每股收益	28,732	62,093	336,585	527,317	587,863
Non-GAAP标准下的每股收益	28,419	60,361	333,276	522,132	582,083
每股账面值	104,114	169,578	492,248	997,214	1,560,587
利润率分析(%)					
毛利率	48.1	60.4	84.8	86.8	85.7
净利率	29.9	44.2	64.1	64.3	63.3
盈利能力(%)					
ROA	18.0	29.0	81.4	63.2	42.6
ROE	31.1	44.2	100.7	70.1	45.5
其他					
净负债权益比(%)	15.5	4.2	净现金	净现金	净现金
流动比率	1.7	2.2	12.9	31.9	51.6
存货周转天数	142.3	131.0	115.3	111.5	116.5
应收账款周转天数	55.9	59.2	49.7	64.4	90.9
应付账款周转天数	76.4	97.1	55.8	20.9	10.1

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**

2026年6月30日

SK 海力士 (000660 KR)

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期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期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有拥有于本报告期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、亲生成领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生成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、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、滴普科技股份有限公司、Mixres 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、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、上海攀达科技发展股份有限公司、上海森亿医疗科技股份有限公司、协创数据技术股份有限公司、上海宝济药业股份有限公司、深圳迅策科技股份有限公司、北京智谱华章科技股份有限公司、天九共享智慧企业服务股份有限公司、红星冷链（湖南）股份有限公司、爱芯元智半导体股份有限公司、牧原食品股份有限公司、国民技术股份有限公司、福信富通科技股份有限公司、宁波菲仕技术股份有限公司、智慧互通科技股份有限公司、深圳市兆威机电股份有限公司、南京埃斯顿自动化股份有限公司、上海易景信息科技股份有限公司、广东云徙智能科技股份有限公司、驭势科技（北京）股份有限公司、北京深演智能科技股份有限公司及Yangtuo Holdings Inc.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及光大证券股份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，委任其认为必要的法律、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。