

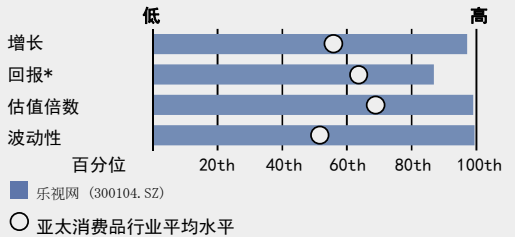


因互联网电视货币化、用户强劲增长而将公司加入强力买入名单(摘要)

建议理由

我们预计用户增长和互联网电视货币化将是乐视网未来三年增长的关键推动因素。与市场观点相反的是,我们预计:1)竞争将基于生态系统而不是价格——乐视网的领先纵向整合模式是一项关键优势;以及2)从2016年开始,货币化将在会员增长、广告收入和附加值服务等方面为乐视网创造效益。鉴于这些因素,加之我们的最新12个月目标价格人民币68.09元对应16%的上行空间(为我们覆盖范围内最高),我们重申对乐视网的买入评级并将该股加入强力买入名单。

投资摘要



推动因素

(1) 超级电视: 我们预计超级电视销售有望从2015年的300万台跃升至2018年的800万台(18%市场份额)。截至2016年末,我们预计乐视网的活跃互联网电视用户有望超过1,000万,产生巨大货币化机会并推动利润率改善。**(2) 超级手机:** 我们预计2016年超级手机销售有望增加两倍至1,000万部,预计到2018年将进一步增至2,000万部。约50%的用户选择了内容绑定,而且22%的订购期为1年或更长。我们预计2016年的超级手机会员费收入有望达到人民币4.9亿元,而且未来几年将成为乐视网盈利的新推动因素。

估值

我们将2015-2020年每股盈利预测调整了-3%至+10%以反映收入增速上升。这推动了我们将12个月目标价格上调4%至人民币68.09元,仍然基于39倍的2020年预期市盈率并以8%的股权成本贴现回2016年计算得出。

主要风险

超级电视/超级手机销售低于预期;成本高于预期。

*全文翻译随后提供

所属投资名单

亚太买入名单
亚太强力买入名单

行业评级: 中性

廖绪发, CFA (分析师) 执业证书编号: S1420510120006
+86(21)2401-8902 xufa.liao@ghsl.cn 北京高华证券有限责任公司
戴晔 (研究助理)
+86(21)2401-8944 ye.dai@ghsl.cn 北京高华证券有限责任公司

北京高华证券有限责任公司及其关联机构与其研究报告所分析的企业存在业务关系,并且继续寻求发展这些关系。因此,投资者应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突,不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。有关分析师的申明和其他重要信息,见信息披露附录,或请与您的投资代表联系。

主要数据

	当前
股价(Rmb)	58.80
12个月目标价格(Rmb)	68.09
市值(Rmb mn / US\$ mn)	49,462.0 / 7,718.5
外资持股比例(%)	--

	12/14	12/15E	12/16E	12/17E
每股盈利(Rmb) 新	0.43	0.31	0.59	0.98
每股盈利调整幅度(%)	0.0	(3.1)	0.1	(0.4)
每股盈利增长(%)	35.5	(28.0)	87.8	66.6
每股摊薄盈利(Rmb) 新	0.43	0.31	0.59	0.98
市盈率(X)	42.0	NM	100.4	60.3
市净率(X)	4.8	29.5	23.3	17.3
EV/EBITDA (X)	12.6	71.0	42.7	28.2
股息收益率(%)	0.3	0.1	0.1	0.2
净资产回报率(%)	15.3	16.8	26.0	33.0
ROIC(%)	27.2	21.6	24.9	29.2

股价走势图



股价表现(%)

	3个月	6个月	12个月
绝对	67.7	(17.5)	251.0
相对于上证A股指数	53.3	22.1	205.7

资料来源: 公司数据、高盛研究预测、FactSet (股价为12/08/2015收盘价)

乐视网：财务数据概要

损益表(Rmb mn)	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	资产负债表(Rmb mn)	12/14	12/15E	12/16E	12/17E
主营业务收入	6,818.9	11,641.7	16,873.5	22,067.4	现金及等价物	499.9	1,979.2	1,836.3	2,281.8
主营业务成本	(5,828.1)	(10,148.5)	(14,280.2)	(18,123.8)	应收账款	2,278.5	4,146.4	6,009.7	7,859.6
销售、一般及管理费用	(721.3)	(1,225.9)	(1,702.7)	(2,247.0)	存货	733.5	1,277.3	1,797.3	2,281.1
研发费用	--	--	--	--	其它流动资产	73.0	2.0	2.0	2.0
其它营业收入/(支出)	(53.7)	(20.0)	0.0	0.0	流动资产	3,584.9	7,404.8	9,645.4	12,424.5
EBITDA	1,295.4	1,550.0	2,577.5	3,879.4	固定资产净额	343.0	346.9	330.6	310.3
折旧和摊销	(1,079.6)	(1,302.7)	(1,686.8)	(2,182.7)	无形资产净额	4,474.2	4,631.4	4,835.8	5,101.4
EBIT	215.8	247.4	890.6	1,696.7	长期投资	20.0	20.0	20.0	20.0
利息收入	3.5	5.0	19.8	18.4	其它长期资产	428.9	437.8	444.1	448.5
财务费用	(172.7)	(96.6)	(94.0)	(95.3)	资产合计	8,851.0	12,840.9	15,275.8	18,304.8
联营公司	(0.3)	0.0	0.0	0.0	应付账款	2,404.0	4,170.6	5,868.6	7,448.1
其它	25.4	120.0	20.0	20.0	短期贷款	1,388.0	1,388.0	1,388.0	1,388.0
税前利润	72.9	275.8	836.5	1,639.8	其它流动负债	611.9	630.9	681.5	753.7
所得税	55.9	(13.8)	(41.8)	(82.0)	流动负债	4,403.9	6,189.5	7,938.1	9,589.8
少数股东损益	235.2	315.0	288.7	247.0	长期贷款	0.0	2,000.0	2,000.0	2,000.0
优先股股息前净利润	364.0	577.0	1,083.4	1,804.8	其它长期负债	1,103.7	1,103.7	1,103.7	1,103.7
优先股息	0.0	0.0	0.0	0.0	长期负债	1,103.7	3,103.7	3,103.7	3,103.7
非经常性项目前净利润	364.0	577.0	1,083.4	1,804.8	负债合计	5,507.5	9,293.2	11,041.8	12,693.5
税后非经常性损益	0.0	0.0	0.0	0.0	优先股	0.0	0.0	0.0	0.0
净利润	364.0	577.0	1,083.4	1,804.8	普通股权益	3,166.8	3,686.1	4,661.2	6,285.5
每股基本盈利(非经常性项目前)(Rmb)	0.43	0.31	0.59	0.98	少数股东权益	176.6	(138.4)	(427.1)	(674.2)
每股基本盈利(非经常性项目后)(Rmb)	0.43	0.31	0.59	0.98	负债及股东权益合计	8,851.0	12,840.9	15,275.8	18,304.8
每股摊薄盈利(非经常性项目后)(Rmb)	0.43	0.31	0.59	0.98	每股净资产(Rmb)	3.76	1.99	2.52	3.40
每股股息(Rmb)	0.05	0.03	0.06	0.10					
股息支付率(%)	10.6	10.0	10.0	10.0					
自由现金流收益率(%)	(6.7)	(0.4)	(0.1)	0.5					
增长率和利润率(%)	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	比率	12/14	12/15E	12/16E	12/17E
主营业务收入增长率	188.8	70.7	44.9	30.8	CROCI(%)	27.2	21.6	24.9	29.2
EBITDA增长率	32.1	19.7	66.3	50.5	净资产回报率(%)	15.3	16.8	26.0	33.0
EBIT增长率	(39.1)	14.6	260.1	90.5	总资产回报率(%)	5.2	5.3	7.7	10.7
净利润增长率	42.8	58.5	87.8	66.6	平均运用资本回报率(%)	8.4	7.6	16.1	26.1
每股盈利增长	35.5	(28.0)	87.8	66.6	存货周转天数	27.6	36.2	39.3	41.1
毛利率	14.5	12.8	15.4	17.9	应收账款周转天数	96.0	100.7	109.8	114.7
EBITDA利润率	19.0	13.3	15.3	17.6	应付账款周转天数	108.0	118.2	128.3	134.1
EBIT利润率	3.2	2.1	5.3	7.7	净负债/股东权益(%)	26.6	39.7	36.6	19.7
					EBIT利息保障倍数(X)	1.3	2.7	12.0	22.1
现金流量表(Rmb mn)	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	估值	12/14	12/15E	12/16E	12/17E
优先股股息前净利润	364.0	577.0	1,083.4	1,804.8	基本市盈率(X)	42.0	NM	100.4	60.3
折旧及摊销	1,079.6	1,302.7	1,686.8	2,182.7	市净率(X)	4.8	29.5	23.3	17.3
少数股东权益	(235.2)	(315.0)	(288.7)	(247.0)	EV/EBITDA(X)	12.6	71.0	42.7	28.2
运营资本增减	(1,078.8)	(645.0)	(685.4)	(754.1)	企业价值/总投资现金(X)	2.3	12.3	9.6	7.5
其它	104.5	71.0	0.0	0.0	股息收益率(%)	0.3	0.1	0.1	0.2
经营活动产生的现金流	234.2	990.6	1,796.0	2,986.4					
资本开支	(1,273.9)	(1,472.6)	(1,881.2)	(2,432.5)					
收购	(239.2)	0.0	0.0	0.0					
剥离	0.0	0.0	0.0	0.0					
其它	(12.6)	0.0	0.0	0.0					
投资活动产生的现金流	(1,525.7)	(1,472.6)	(1,881.2)	(2,432.5)					
支付股息的现金(普通股和优先股)	(26.3)	(38.7)	(57.7)	(108.3)					
借款增减	922.2	2,000.0	0.0	0.0					
普通股发行(回购)	420.4	0.0	0.0	0.0					
其它	(163.0)	0.0	0.0	0.0					
筹资活动产生的现金流	1,153.3	1,961.3	(57.7)	(108.3)					
总现金流	(138.2)	1,479.3	(142.8)	445.5					

注：最后一个实际年度数据可能包括已公布和预测数据。

资料来源：公司数据、高盛研究预测

对此报告有贡献的人员

廖绪发, CFA
xufa.liao@ghsl.cn

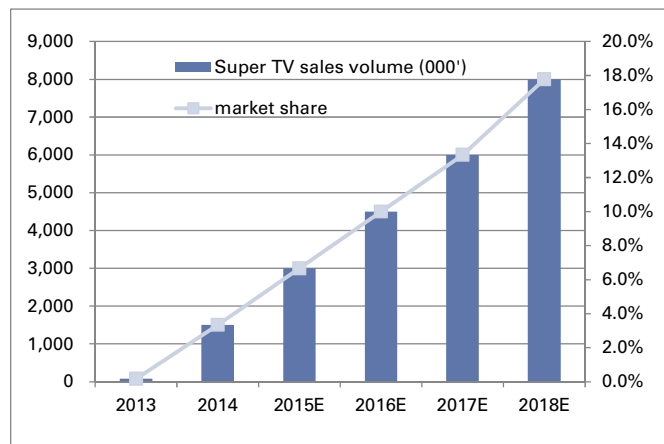
戴晔
ye.dai@ghsl.cn

Growth in terminal sales, membership fees to boost margins

Higher hardware sales to drive membership revenue

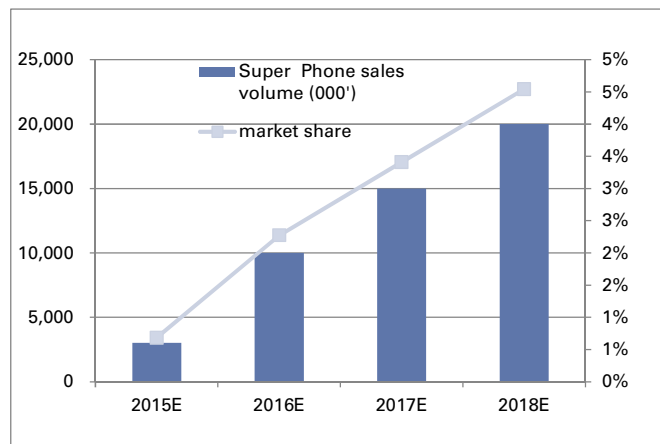
One of LeTV's key strategies is to acquire users/subscribers/members through low-priced hardware including smart TVs and mobile phones. Launched in July 2013, Smart TV sales have reached more than 4.5mn to date. We expect sales volume to almost double from 4.5mn in 2016E to 8mn in 2018E, with market share expanding from 10% to 18% (current market leader Skyworth has 20% share in China). LeTV also launched its self-branded Super Phone in April 2015, which has sold more than 3mn units in 2015 ytd. We expect sales of Super Phones to also double from 10mn units in 2016E to 20mn in 2018E, with market share expanding from 2% to 5% (Xiaomi and Huawei currently lead the market with 12%/15% share in China).

图表1: We see 18% share for Super TV in 2018E...
Super TV sales volume and market share



资料来源: Company data, Gao Hua Securities Research

图表2: ...and 5% for Super Phone
Super Phone sales volume and market share

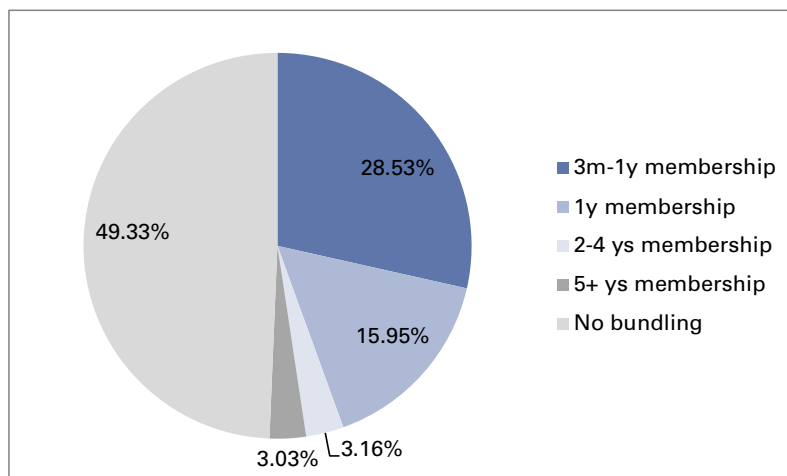


资料来源: Gao Hua Securities Research

We forecast the rise in hardware sales to accelerate subscriber growth and expect LeTV's total members to reach c.35mn in 2018, at a CAGR of 60% in 2015-18E.

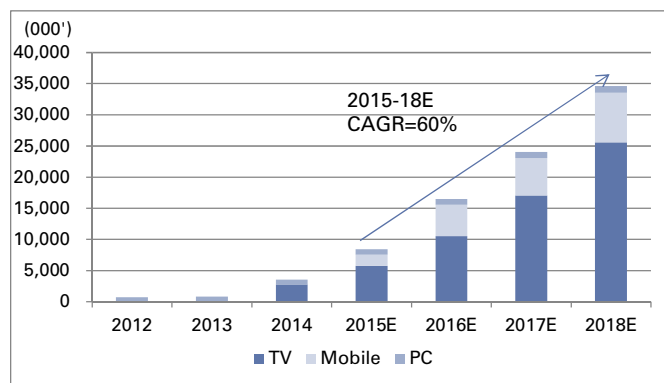
We expect this large user base, in turn, to drive growth in membership fees.-We expect the company's super TV paying users to reach 11mn/17mn/26mn in 2016-18E. For mobile members, more than 50% of Super Phone users have chosen bundled membership and the membership fee is Rmb490 (and could include a Rmb300 deduction off the cost of hardware), according to the company's research institute. However, we conservatively assume these mobile users will not extend their subscription following the two-year period. Under these assumptions, we estimate Super TV and Super Phone to generate subscription revenue of Rmb3,409/490 mn in 2016, and total membership payments to grow to Rmb6.9 bn in 2018 from Rmb2.6 bn in 2015, implying a 39% CAGR.

图表3: More than 50% of Super Phone buyers choose bundled membership



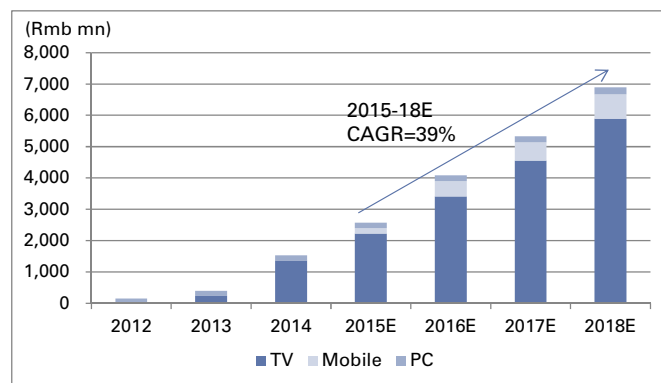
资料来源: 公司数据

图表4: We expect 35mn total members in 2018E...
Number of members by segment



资料来源: 公司数据、高华证券研究

图表5: ...and Rmb6.9 bn in revenue
Membership revenue by segment



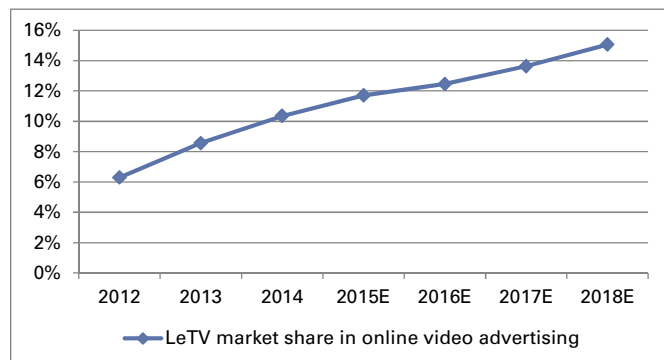
资料来源: 公司数据、高华证券研究

Growing user base to benefit advertising revenue

Sustained by the fast-growing membership base, we expect LeTV's advertising revenue to continue to outpace industry growth, with a CAGR of 45% in 2015-18E to reach Rmb8,137 mn, compared with an industry average of 33%. In line with this, we expect LeTV's market share in online video advertising to rise from 12% to 15% over the same period.

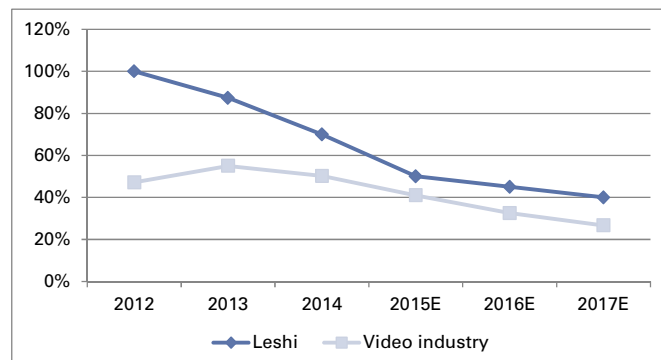
图表6: We expect LeTV to gain share in online video advertising...

LeTV's market share in online video advertising



资料来源: Company data, Gao Hua Securities Research

图表7: ...and ad revenue to outpace industry
yoy growth of online video advertising revenue



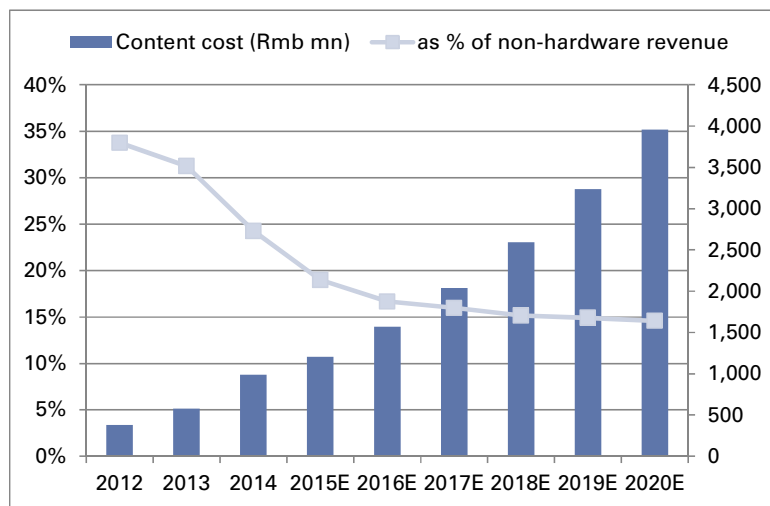
资料来源: Company data, Gao Hua Securities Research

Expanding content library to lock in members

We expect LeTV to maintain its high investment in content at 15%-17% of non-hardware revenue, from Rmb1.2 bn in 2015E to Rmb2.6 bn in 2018E. The steady investment in content ensures the company's ability to provide members with a comprehensive and updated content library in order to maximize members' satisfaction and attract more members.

图表8: We expect content cost to rise steadily in future

Content cost and as a % of non-hardware revenue

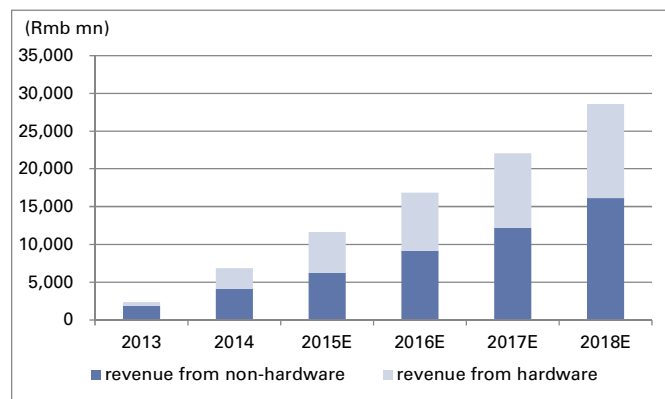


资料来源: Company data, Gao Hua Securities Research

Margins to be boosted by non-hardware revenue

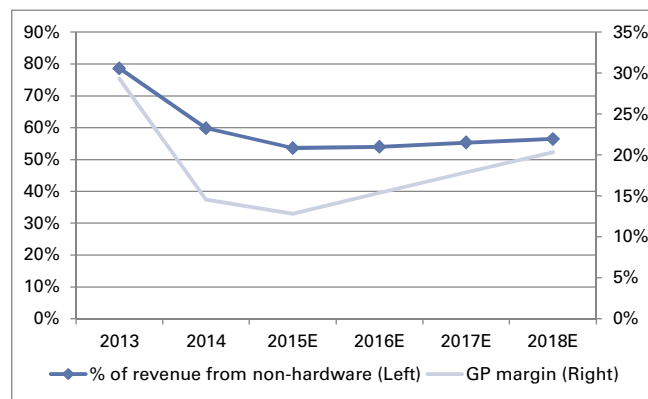
With growth in non-hardware revenue potentially accelerating, we expect LeTV's GP margin to gradually pick up from 2016E, leading to faster bottom-line growth (59% yoy) than top-line growth (30% yoy) in 2018. As a result, we expect NP margin to expand from 5% in 2015 to 10% in 2018.

图表9: Non-hardware revenues accelerating...
LeTV's revenue from hardware and non-hardware



资料来源: Company data, Gao Hua Securities Research

图表10: ...thereby boosting GP margins
GP margin and % of revenue from non-hardware

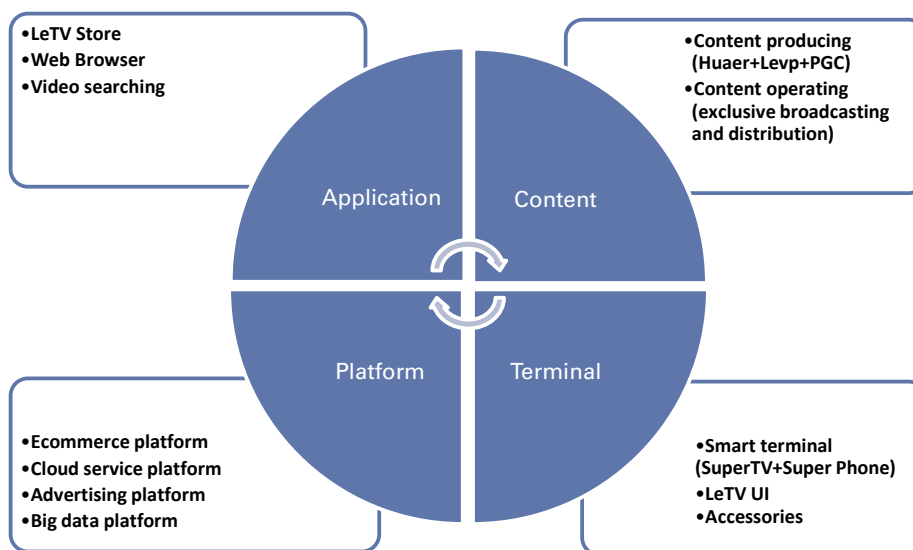


资料来源: Company data, Gao Hua Securities Research

Vertically integrated ecosystem to shield LeTV from price war

We believe the monetization of internet TV will become a key driver of growth for LeTV in the next three years. The consensus view is that other players – including smart TV makers, online video companies and IT manufacturers – will make it difficult for LeTV to gain users through low-priced hardware. However, we believe smart TVs will compete on ecosystem instead of price, with LeTV benefiting from its leading vertically integrated model of “platform + content + terminal + application”. Furthermore, we believe internet TV will start to see deeper monetization through advertising, online games, etc., from 2016, and LeTV is well positioned to benefit from this trend through the rise in subscription growth, advertising revenue, and value-added services. We expect subscription and advertising revenue to grow 60%/50% in 2016 to account for 50% of total revenue.

图表11: LeTV's ecosystem



资料来源: Gao Hua Securities Research

Financial forecasts and valuation

We revise our 2015E-2020E EPS by -3% to +10% to reflect higher revenue growth. As a result, our 12-month target price goes up 4% to Rmb68.09 (still based on 39X P/E applied to 2020E EPS, and discounted to 2016E using a COE of 8%).

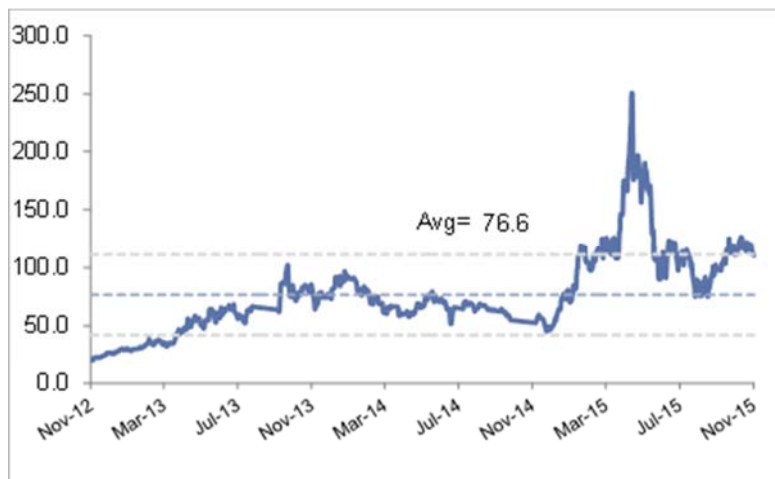
LeTV's average forward P/E was 77X in the past three years. Our 12-month target price of Rmb68.09 implies a 2017 P/E of 70X while the stock is trading at a 2017E P/E of 60X. We believe this high multiple is justified by the company's better growth potential (77% 2015-17E EPS CAGR vs. our covered average of 36%; LeTV's EPS CAGR is also the highest in our coverage).

图表12: Income statement of LeTV

Rmb mn		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
Total revenue		1,167	2,361	6,819	11,642	16,873	22,067	28,596
	yoy	95%	102%	189%	71%	45%	31%	30%
Membership & distribution		707	1,018	2,422	3,274	4,789	6,039	7,595
Online HD video service		152	393	1,526	2,570	4,084	5,335	6,890
Online video distribution		555	625	705	705	705	705	705
Movie & TV drama distribution				191	295	312	359	413
Advertising Revenue		419	839	1,572	2,672	4,009	5,812	8,137
Other		2	0	85	400	600	900	1,350
Hardware Revenue		38	504	2,740	5,400	7,764	9,857	12,451
SuperTV sales, 10k		-	8	150	300	450	600	800
STB sales, 10k		10	60	125	-	30	50	50
Total COGS		684	1,669	5,828	10,148	14,280	18,124	22,781
Depreciation		48	39	47	96	116	140	169
Amortization of content cost		381	580	990	1,205	1,567	2,037	2,590
Hardware cost		24	688	4,092	7,830	11,180	14,096	17,681
TV Drama Studio				95	118	125	144	165
Other		231	361	604	899	1,292	1,708	2,176
Gross profit		483	693	991	1,493	2,593	3,944	5,815
	yoy		43%	43%	51%	74%	52%	47%
	Gross margin	41.4%	29.3%	14.5%	12.8%	15.4%	17.9%	20.3%
Pre-tax profit (income before tax)		228	246	73	276	836	1,640	2,889
Income taxes		38	14	(56)	14	42	82	144
Net income		190	232	129	262	795	1,558	2,744
Minority interests		(4)	(23)	(235)	(315)	(289)	(247)	(125)
Net income attributable to parent		194	255	364	577	1,083	1,805	2,869
	yoy		31%	43%	59%	88%	67%	59%
	Net Margin	17%	11%	5%	5%	6%	8%	10%
EPS - basic (Rmb)		0.46	0.32	0.43	0.31	0.59	0.98	1.55

资料来源: Company data, Gao Hua Securities Research

图表13: Historical forward P/E average level is 77X
LeTV historical rolling 12-month forward P/E



资料来源: 彭博

股价截至 2015 年 12 月 4 日, 除非另有说明。

信息披露附录

申明

我们，廖绪发, CFA、戴晔，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了我们对上述公司或其证券的个人看法。此外，我们的薪金的部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资摘要

投资摘要部分通过将一只股票的主要指标与其行业和市场相比较来评价该股的投资环境。所描述的四个主要指标包括增长、回报、估值倍数和波动性。增长、回报和估值倍数都是运用数种方法综合计算而成，以确定该股在地区研究行业内所处的百分位排名。

每项指标的准确计算方式可能随着财务年度、行业和所属地区的不同而有所变化，但标准方法如下：

增长是下一年预测与当前年度预测的综合比较，如每股盈利、EBITDA 和收入等。**回报**是各项资本回报指标一年预测的加总，如 CROCI、平均运用资本回报率和净资产回报率。**估值倍数**根据一年预期估值比率综合计算，如市盈率、股息收益率、EV/FCF、EV/EBITDA、EV/DACF、市净率。**波动性**根据 12 个月的历史波动性计算并经股息调整。

Quantum

Quantum 是提供具体财务报表数据历史、预测和比率的高盛专有数据库，它可以用于对单一公司的深入分析，或在不同行业和市场公司之间进行比较。

GS SUSTAIN

GS SUSTAIN 是侧重于长期做多建议的相对稳定的全球投资策略。GS SUSTAIN 关注名单涵盖了我们认为相对于全球同业具有持续竞争优势和出色的资本回报、因而有望在长期内表现出色的行业领军企业。我们对领军企业的筛选基于对以下三方面的量化分析：现金投资的现金回报、行业地位和管理水平（公司管理层对行业面临的环境、社会和企业治理方面管理的有效性）。

信息披露

相关的股票研究范围

廖绪发, CFA：中国传媒业、中国食品及饮料行业。

中国食品及饮料行业：古井贡酒、洋河股份、贵州茅台、泸州老窖、青青稞酒、山西汾酒、五粮液。

中国传媒业：光线传媒、歌华有线、华录百纳、蓝色光标、博瑞传播、中南传媒、省广股份、奥飞动漫、华谊兄弟、IMAX 中国、凤凰传媒、乐视网、东方明珠、掌趣科技、万达院线、华策影视。

与公司有关的法定披露

以下信息披露了高盛高华证券有限责任公司（“高盛高华”）与北京高华证券有限责任公司（“高华证券”）投资研究部所研究的并在本研究报告中提及的公司之间的关系。

没有对下述公司的具体信息披露：乐视网 (Rmb58.80)

公司评级、研究行业及评级和相关定义

买入、中性、卖出：分析师建议将评为买入或卖出的股票纳入地区投资名单。一只股票在投资名单中评为买入或卖出由其相对于所属研究行业的潜在回报决定。任何未获得买入或卖出评级的股票均被视为中性评级。每个地区投资评估委员会根据 25-35% 的股票评级为买入、10-15% 的股票评级为卖出的全球指导原则来管理该地区的投资名单；但是，在某一特定行业买入和卖出评级的分布可能根据地区投资评估委员会的决定而有所不同。地区强力买入或卖出名单是以潜在回报规模或实现回报的可能性为主要依据的投资建议。

潜在回报：代表当前股价与一定时间范围内预测目标价格之差。分析师被要求对研究范围内的所有股票给出目标价格。潜在回报、目标价格及相关时间范围在每份加入投资名单或重申维持在投资名单的研究报告中都有注明。

研究行业及评级：分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及 / 或估值对研究对象的投资前景的看法。**具吸引力(A)**：未来 12 个月内投资前景优于研究范围的历史基本面及 / 或估值。**中性(N)**：未来 12 个月内投资前景相对研究范围的历史基本面及 / 或估值持平。**谨慎(C)**：未来 12 个月内投资前景劣于研究范围的历史基本面及 / 或估值。

暂无评级(NR)：在高盛高华于涉及该公司的一项合并交易或战略性交易中担任咨询顾问时并在某些其他情况下，投资评级和目标价格已经根据高华证券的政策予以除去。**暂停评级(RS)**：由于缺乏足够的基础去确定投资评级或价格目标，或在发表报告方面存在法律、监管或政策的限制，我们已经暂停对这种股票给予投资评级和价格目标。此前对这种股票作出的投资评级和价格目标(如有的话)将不再有效，因此投资者不应依赖该等资料。**暂停研究(CS)**：我们已经暂停对该公司的研究。**没有研究(NC)**：我们没有对该公司进行研究。**不存在或不适用(NA)**：此资料不存在或不适用。**无意义(NM)**：此资料无意义，因此不包括在报告内。

一般披露

本报告在中国由高华证券分发。高华证券具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。

高盛高华为高华证券的关联机构，从事投资银行业务。高华证券、高盛高华及它们的关联机构与本报中涉及的大部分公司保持着投资银行业务和其它业务关系。

我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的资产管理部、自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

本报告中署名的分析师可能已经与包括高华证券销售人员和交易员在内的我们的客户讨论，或在本报告中讨论交易策略，其中提及可能会对本报告讨论的证券市场价格产生短期影响的推动因素或事件，该影响在方向上可能与分析师发布的股票目标价格相反。任何此类交易策略都区别于且不影响分析师对于该股的基本评级，此类评级反映了某只股票相对于报告中描述的研究范围内股票的回报潜力。

高华证券及其关联机构、高级职员、董事和雇员，不包括股票分析师和信贷分析师，将不时地对本研究报告所涉及的证券或衍生工具持有多头或空头头寸，担任上述证券或衍生工具的交易对手，或买卖上述证券或衍生工具。

在高盛组织的会议上的第三方演讲嘉宾（包括高华证券或高盛其它部门人员）的观点不一定反映全球投资研究部的观点，也并非高华证券或高盛的正式观点。

在任何要约出售股票或征购购买股票要约的行为为非法的地区，本报告不构成该等出售要约或征购购买要约。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)寻求专家的意见，包括税务意见。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。

某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

投资者可以向高华销售代表取得或通过 <http://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp> 取得当前的期权披露文件。对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品，例如，期权差价结构产品，其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。

所有研究报告均以电子出版物的形式刊登在高华客户网上并向所有客户同步提供。高华未授权任何第三方整合者转发其研究报告。有关某特定证券的研究报告、模型或其它数据，请联络您的销售代表。

北京高华证券有限责任公司版权所有 © 2015 年

未经北京高华证券有限责任公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。