

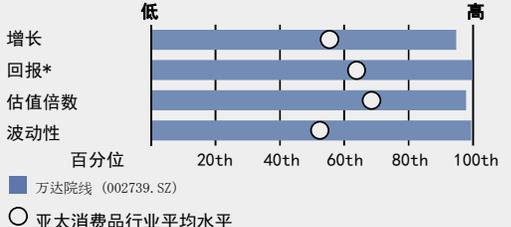


因结构性增长以及短期推动因素而加入强力买入名单

建议理由

我们将万达院线加入强力买入名单。新的目标价为人民币 135 元，目前对应的上行空间为 30%，为我们覆盖范围内最高。我们仍认为，万达院线因以下因素而拥有的最佳定位使之有望受益于中国电影产业的高速增长：(1) 公司强劲的执行能力、运营效率和并购策略将推动市场份额扩张，我们预计 2015-17 年万达院线收入的年均复合增长率为 54%，高于 28% 的行业增速；(2) 万达院线将继续借助公司与万达商业地产的关系、逾 4000 万人的会员平台以及对于制作发行的垂直整合来突破传统的院线业务并进军娱乐和互联网领域。

投资摘要



* 回报 - 资本回报率

投资摘要指标的全面描述请参见本报告的信息披露部分。

推动因素

(1) 票房收入增长十分强劲：中国电影出版社的数据显示，2015 年中国电影票房总收入达人民币 439 亿元，同比增长 49%。我们预计 2016 年国内电影市场仍将保持高速增长势头；(2) 《星球大战：原力觉醒》有望创造新的票房纪录：截至 2016 年 1 月初，这部电影在中国尚未贡献票房的情况下已获得 15 亿美元的全球票房收入，接近《速度与激情 7》和《复仇者联盟》。《星球大战》将于 1 月 9 日在中国上映，我们估算其票房收入将达人民币 30 亿元，其中万达院线将占到约 4.5 亿-5 亿元。我们认为这是该股的短期推动因素；(3) 通过内生增长和并购积极扩张：我们预计 2016/17 年万达院线将新开设 75/90 家影院，并整合其收购的 Hoyts 和世茂影院，从而推动 2015-17 年票房/收入/净利润年均复合增长率达 50%/54%/55%。我们还预计万达院线将继续在国内及海外收购影院。

估值

我们将 2016-20 年每股盈利预测微调+2%以反映《星球大战》巨大的票房潜力，并将我们的 12 个月目标价格上调 2%至人民币 135 元，仍是通过将 15 倍的 EV/EBITDA 退出估值倍数应用于 2024 年、并以 9.4% 的股权成本贴现回 2016 年计算得出。

主要风险

电影票房/银幕数量增长不及预期；并购执行风险。

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)	104.00
12个月目标价格 (Rmb)	135.00
市值 (Rmb mn / US\$ mn)	119,064.4 / 18,267.3
外资持股比例 (%)	--

	12/14	12/15E	12/16E	12/17E
每股盈利 (Rmb) 新	1.60	1.08	1.95	2.60
每股盈利调整幅度 (%)	0.0	(0.4)	2.1	2.1
每股盈利增长 (%)	32.9	(32.7)	81.1	33.3
每股摊薄盈利 (Rmb) 新	1.60	1.08	1.95	2.60
市盈率 (X)	NM	96.5	53.3	40.0
市净率 (X)	NM	23.9	18.8	14.7
EV/EBITDA (X)	--	60.5	34.8	25.1
股息收益率 (%)	NM	0.4	0.8	1.0
净资产回报率 (%)	30.8	30.9	39.5	41.3
CROCI (%)	40.3	31.9	44.2	43.8

股价走势图



股价表现 (%)

	3个月	6个月	12个月
绝对	27.6	(5.3)	--
相对于上证A股指数	18.6	6.3	--

资料来源：公司数据、高盛研究预测、FactSet (股价为1/05/2016收盘价)

万达院线：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	5,339.0	7,774.8	13,636.3	18,394.1	现金及等价物	1,746.0	3,262.7	3,358.0	3,606.7
主营业务成本	(3,509.2)	(5,012.4)	(8,620.2)	(11,622.9)	应收账款	152.9	222.7	390.5	526.8
销售、一般及管理费用	(880.7)	(1,282.6)	(2,249.5)	(3,034.3)	存货	39.5	56.4	97.0	130.8
研发费用	--	--	--	--	其它流动资产	40.1	540.1	1,040.1	1,540.1
其它营业收入/(支出)	(26.9)	(5.0)	(5.0)	(5.0)	流动资产	1,978.5	4,081.8	4,885.6	5,804.4
EBITDA	1,283.4	1,914.5	3,321.3	4,596.3	固定资产净额	1,267.7	1,416.6	2,225.6	3,064.3
折旧和摊销	(361.1)	(439.7)	(559.7)	(864.4)	无形资产净额	62.4	94.6	204.8	314.4
EBIT	922.2	1,474.9	2,761.7	3,731.9	长期投资	0.0	0.0	0.0	0.0
利息收入	22.3	26.2	48.9	50.4	其它长期资产	1,265.2	1,504.5	2,599.6	3,713.8
财务费用	(7.5)	(2.0)	(2.0)	(2.0)	资产合计	4,573.8	7,097.5	9,915.7	12,896.9
联营公司	0.0	0.0	0.0	0.0	应付账款	1,046.9	1,495.4	2,571.8	3,467.6
其它	120.4	128.4	136.4	144.4	短期贷款	0.0	0.0	0.0	0.0
税前利润	1,057.4	1,627.5	2,945.0	3,924.7	其它流动负债	514.2	607.7	1,007.7	1,305.1
所得税	(254.8)	(392.2)	(709.8)	(945.9)	流动负债	1,561.2	2,103.1	3,579.5	4,772.7
少数股东损益	(1.6)	(1.6)	(1.6)	(1.6)	长期贷款	0.0	0.0	0.0	0.0
优先股股息前净利润	801.0	1,233.6	2,233.6	2,977.2	其它长期负债	9.2	9.2	9.2	9.2
优先股股息	0.0	0.0	0.0	0.0	长期负债	9.2	9.2	9.2	9.2
非经常性项目前净利润	801.0	1,233.6	2,233.6	2,977.2	负债合计	1,570.4	2,112.3	3,588.7	4,782.0
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	801.0	1,233.6	2,233.6	2,977.2	普通股权益	2,998.1	4,978.3	6,318.5	8,104.8
每股基本盈利(非经常性项目前)(Rmb)	1.60	1.08	1.95	2.60	少数股东权益	5.2	6.9	8.5	10.1
每股基本盈利(非经常性项目后)(Rmb)	1.60	1.08	1.95	2.60	负债及股东权益合计	4,573.8	7,097.5	9,915.7	12,896.9
每股摊薄盈利(非经常性项目后)(Rmb)	1.60	1.08	1.95	2.60	每股净资产(Rmb)	6.00	4.35	5.52	7.08
每股股息(Rmb)	0.80	0.43	0.78	1.04					
股息支付率(%)	49.9	40.0	40.0	40.0					
自由现金流收益率(%)	--	0.6	0.5	1.0					
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	32.7	45.6	75.4	34.9	CROCI (%)	40.3	31.9	44.2	43.8
EBITDA增长率	34.2	49.2	73.5	38.4	净资产回报率(%)	30.8	30.9	39.5	41.3
EBIT增长率	36.1	59.9	87.2	35.1	总资产回报率(%)	20.0	21.1	26.3	26.1
净利润增长率	32.9	54.0	81.1	33.3	平均运用资本回报率(%)	69.3	81.7	93.8	78.7
每股盈利增长	32.9	(32.7)	81.1	33.3	存货周转天数	3.7	3.5	3.2	3.6
毛利率	34.3	35.5	36.8	36.8	应收账款周转天数	8.0	8.8	8.2	9.1
EBITDA利润率	24.0	24.6	24.4	25.0	应付账款周转天数	97.3	92.6	86.1	94.8
EBIT利润率	17.3	19.0	20.3	20.3	净负债/股东权益(%)	(58.1)	(65.4)	(53.1)	(44.4)
					EBIT利息保障倍数(X)	NM	NM	NM	NM
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	801.0	1,233.6	2,233.6	2,977.2	基本市盈率(X)	NM	96.5	53.3	40.0
折旧及摊销	361.1	439.7	559.7	864.4	市净率(X)	NM	23.9	18.8	14.7
少数股东权益	1.6	1.6	1.6	1.6	EV/EBITDA(X)	--	60.5	34.8	25.1
运营资本增减	56.8	361.8	867.9	725.8	企业价值/总投资现金(X)	--	29.3	18.4	13.1
其它	40.9	(500.0)	(500.0)	(500.0)	股息收益率(%)	NM	0.4	0.8	1.0
经营活动产生的现金流	1,261.4	1,536.7	3,162.8	4,069.0					
资本开支	(672.3)	(860.0)	(2,574.0)	(2,926.8)					
收购	(16.1)	0.0	0.0	0.0					
剥离	0.0	0.0	0.0	0.0					
其它	0.0	0.0	0.0	0.0					
投资活动产生的现金流	(688.4)	(860.0)	(2,574.0)	(2,926.8)					
支付股息的现金(普通股和优先股)	0.0	(400.0)	(493.5)	(893.5)					
借款增减	0.0	0.0	0.0	0.0					
普通股发行(回购)	0.0	1,240.0	0.0	0.0					
其它	(2.3)	0.0	0.0	0.0					
筹资活动产生的现金流	(2.3)	840.0	(493.5)	(893.5)					
总现金流	570.8	1,516.7	95.3	248.7					

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

图表1: 2020年中国票房增长预测

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2020E		
							基准情形	乐观情形	悲观情形
票房收入	10172	13115	17073	21769	29639	43882	108446	131707	88224
							24%	28%	20%
占GDP比例(%)	0.26	0.28	0.33	0.38	0.47	0.64	1.17	1.43	0.96
GDP总量(十亿元)	39798	47310	51932	56884	63646	68435	92332	92332	92332
观影人次(百万)	286	370	460	613	830	1261	3026	3329	2724
平均票价(元)	35.6	35.4	37.1	35.5	35.7	34.8	35.8	39.6	32.4
相对全国总人口观影次数	0.21	0.27	0.34	0.45	0.61	0.92	2.15	2.36	1.93
总人口(百万)	1341	1347	1354	1357	1368	1375	1409	1409	1409
电影院数量	2000	2800	3680	4583	5598	7018	14421	15732	13111
新增	313	800	880	903	1015	1420	7403	8714	6093
院线数量	38	39	45	45	45	45			
平均每影院银幕	3.1	3.3	3.6	4.0	4.3	4.6	5.2	5.2	5.1
新增每影院银幕	4.9	3.7	4.5	5.6	6.0	5.8	5.7	5.7	5.7
平均每影院票房	5.1	4.7	4.6	4.7	5.3	6.3	7.5	8.4	6.7
银幕数量	6256	9200	13118	18195	24304	32487	74686	82155	67217
新增	1533	2944	3918	5077	6109	8183	42199	49668	34730
平均每银幕票房	1.63	1.43	1.30	1.20	1.22	1.35	1.45	1.60	1.31
平均每银幕人次	45.7	40.2	35.1	33.7	34.2	38.8	40.5	40.5	40.5
每银幕人口(千人)	214.4	146.5	103.2	74.6	56.3	42.3	18.9	17.2	21.0
国产片票房	5734	7031	8273	12768	16155	27207	59646	72439	48523
占票房比例	56%	54%	48%	59%	55%	62%	55%	55%	55%
进口片票房	4438	6084	8800	9001	13484	16675	48801	59268	39701
占票房比例	44%	46%	52%	41%	45%	38%	45%	45%	45%

资料来源: 中国电影出版社、高华证券研究

图表2: 我们预计 2015-17 年万达院线收入/净利润的年均复合增长率将为 54%/55%
损益表, 人民币百万元

人民币百万元	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	
营业收入	3,031	4,023	5,339	7,775	13,636	18,394	
票房	2,456	3,087	4,105	6,029	10,086	13,621	
卖品	332	478	631	851	1,563	2,139	
其他	243	458	603	895	1,987	2,635	
收入增速	37%	33%	33%	46%	75%	35%	
票房	38%	26%	33%	47%	67%	35%	
卖品	62%	44%	32%	35%	84%	37%	
其他	11%	88%	32%	48%	122%	33%	
毛利	1,031	1,399	1,830	2,762	5,016	6,771	
毛利率	34.0%	34.8%	34.3%	35.5%	36.8%	36.8%	
票房	23%	20%	20%	22%	21%	21%	
卖品	68%	70%	69%	70%	71%	72%	
其他	95%	96%	97%	95%	90%	90%	
营业税金及附加	225	257	257	374	656	885	
	<i>占营业收入比重</i>	7.43%	6.40%	4.81%	4.81%	4.81%	4.81%
销售费用	146	202	286	416	730	984	
	<i>占营业收入比重</i>	4.8%	5.0%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%
管理费用	191	257	338	492	863	1,165	
	<i>占营业收入比重</i>	6.3%	6.4%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%
财务费用	3	(5)	(15)	(24)	(47)	(48)	
利润总额	526	789	1,057	1,627	2,945	3,925	
减: 所得税	135	184	255	392	710	946	
净利润	388	603	801	1,234	2,234	2,977	
减: 少数股东损益	2	2	2	2	2	2	
归属于母公司所有者的净利润	388	603	801	1,234	2,234	2,977	
	<i>同比增长</i>	27%	55%	33%	54%	81%	33%
	<i>净利润率</i>	12.8%	15.0%	15.0%	15.9%	16.4%	16.2%
基本每股收益	0.78	1.21	1.60	1.08	1.95	2.60	

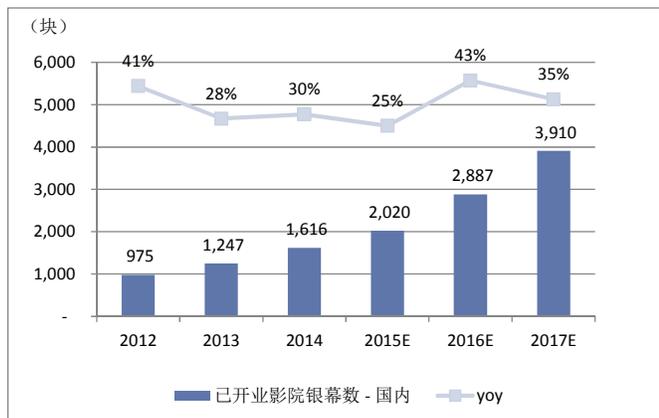
资料来源: 公司数据, 高华证券研究

图表3: 我们估算到 2017 年万达院线的市场份额将小幅升至 17.5%
主要假设, 万达院线, 人民币百万元

国内票房收入预测	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
财务指标						
营业收入	2,456	3,087	4,105	5,867	9,055	12,509
同比增长	38%	26%	33%	43%	54%	38%
营业成本	1,881	2,462	3,297	4,712		
毛利	575	625	808	1,154		
毛利率	23.4%	20.3%	19.7%	19.7%	21%	21%
国内票房收入预测						
电影票房市场规模	17,073	21,769	29,639	43,895	57,064	71,330
yoy	30%	28%	36%	48%	30%	25%
万达国内市场份额	14.39%	14.52%	14.20%	13.37%	15.87%	17.54%
市场份额变动	0.78%	0.13%	-0.32%	-0.83%	2.50%	1.67%
万达国内总票房价值	2,457	3,161	4,209	5,867	9,055	12,509
yoy	38%	29%	33%	39%	54%	38%
影院运营						
已开业影院数	113	142	182	225	318	426
新增影院数			40	43	93	108
每年新增影院数 - 内生	30	29	40	43	75	90
新增影院数 - 并购					18	18
平均每个影院的CAPEX	18	19	17	20	21	21
收购影院平均成本				56	56	56
银幕运营						
已开业影院银幕数 - 国内	975	1,247	1,616	2,020	2,887	3,910
yoy	41%	28%	30%	25%	43%	35%
平均每个影院银幕数	8.6	8.8	8.9	9.0	9.1	9.2
单银幕票房						
单银幕票房	2.52	2.53	2.60	2.90	3.14	3.20
yoy	-2.2%	0.6%	2.7%	11.5%	8.0%	2.0%
卖品						
营业收入	332	478	631	851	1,563	2,139
营业成本	106	142	197	255	453	599
毛利	226	336	435	595	1,110	1,540
毛利率	68.0%	70.3%	68.9%	70.0%	71.0%	72.0%
增长指标						
营业收入	62%	44%	32%	35%	84%	37%
卖品收入占票房收入比	14%	15.1%	15.0%	14.5%	15.5%	15.7%
每人消费卖品金额	5.69	6.14	6.20	6.18	7.50	7.58
其他						
营业收入	243	458	603	895	1,987	2,635
广告收入	77	157	216	307	501	733
广告收入增速	24%	104%	37%	42%	63%	46%
每人广告收入	1.3	2.02	2.12	2.2	2.4	2.6
逾期电影券收入	36	59	60	60	63	66
场地租赁收入	20	29	39	49	59	70
优享卡收入	53	137	198	277	444	577
其他	57	76	86	106	212	425
营业成本	12	20	15	45	199	263
毛利	231	438	588	850	1,788	2,371
毛利率	95.0%	95.7%	97.5%	95.0%	90.0%	90.0%

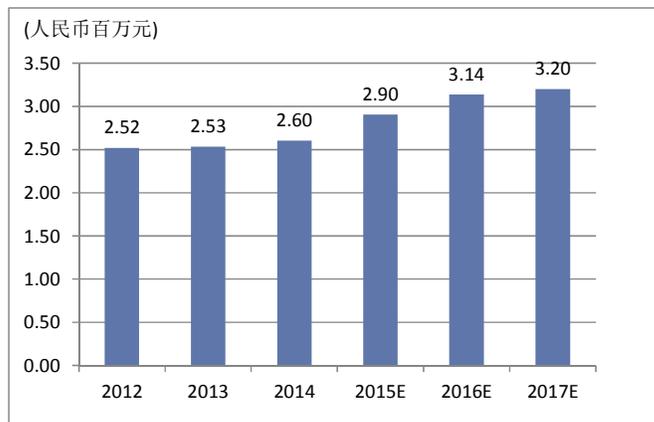
资料来源: 公司数据、高华证券研究

图表4: 万达院线的银幕数量快速增长
万达院线的银幕数量



资料来源: 公司数据、高华证券研究

图表5: 我们预计万达院线的单银幕产出将保持强劲
万达院线的单银幕产出



资料来源: 公司数据、高华证券研究

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，我们的薪金的任何部分不曾与，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：万达院线 (Rmb104.00)

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提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 © 2016 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。