



# 业绩分析 招商银行(A) (600036.SS)

买入

证券研究报告

## 拨备前营业利润/手续费收入推动业绩高于预期,不良贷款生成放缓;强力买入

### 与预测不一致的方面

招商银行 2016 年一季度税后净利润同比上升 7% 至人民币 184 亿元, 占我们/彭博市场全年预测的 31%, 因为强于预期的手续费收入和稳健的成本控制措施推动拨备前营业利润好于预期 (同比上升 19%, 占我们全年预测的 30%), 抵消了信贷成本高企和净息差收窄的不利影响。不良贷款生成率有所放缓。

**主要积极因素:** 1) 一季度手续费同比强劲增长 28% (我们预测 2016 年全年同比增长 12%), 虽然市场对于 2015 年一季度的高基数和基金/信托分销手续费收入的疲弱走势感到担心, 但是银行理财和保险产品成为了增长引擎, 反映出该行在理财方面强劲的业务实力。非利息收入对总收入的贡献占比达到了 41%。2) 成本控制措施依然稳健, 成本收入比同比下降 2.8 个百分点。3) 我们估算的不良贷款生成率从 2015 年下半年的 247 个基点降至 167 个基点, 其原因可能在于招商银行灵活地退出了高风险贷款、在上一季度主动进行了不良贷款确认以及有所回升的企业盈利。4) 资产负债状况改善, 表现为 253 个基点的信贷成本推动不良贷款拨备覆盖率季环比上升 4 个百分点至 183%、拨贷比上升 0.3 个百分点至 3.3%。5) 核心一级资本充足率季环比显著提高 1.3 个百分点至 12.1%, 应收款项类投资/总资产分别下降 4%/1%, 净资产回报率达到了高于同业的 19.8%。**主要不利因素:** 受重新定价的影响, 基于日均余额的净息差季环比下降 15 个基点至 2.62%。

### 投资影响

我们认为一季度业绩凸显出招行在零售和理财产品方面的稳健业务实力, 而且该行正在推进去风险策略。我们的预测、基于剩余收益模型计算的 A/H 股 12 个月目标价格以及评级均保持不变; 我们的 A/H 股目标价格分别人民币 18.70 元/17.16 港元, 评级分别为买入 (位于强力买入名单)/中性。主要风险: 资产质量弱于/强于预期 (资产质量弱于预期为 H 股面临风险); 零售/业务转型。

### 招商银行 2016 年一季度业绩概览

(%)	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16
净息差	2.60	2.72	2.69	2.54
不良贷款率	1.50	1.60	1.68	1.81
信贷成本	2.48	2.17	2.17	2.53
拨贷比	3.06	3.12	3.00	3.32

资料来源: 公司数据、高华证券研究

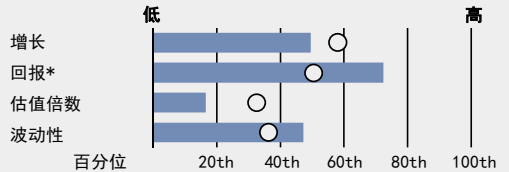
### 所属投资名单

亚太买入名单  
亚太强力买入名单

### 行业评级: 中性

李南, CFA 执业证书编号: S1420513110001  
+86(10)6627-3021 nan.li@ghsl.cn 北京高华证券有限责任公司  
吴双 执业证书编号: S1420514080001  
+86(10)6627-3487 jessica.wu@ghsl.cn 北京高华证券有限责任公司

### 投资摘要



招商银行(A) (600036.SS)  
○ 亚太银行行业平均水平

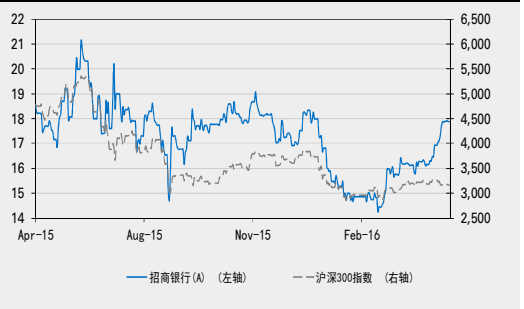
\* 回报 - 资本回报率 投资摘要指标的全面描述请参见本报告的信息披露部分。

### 主要数据

当前	12/15	12/16E	12/17E	12/18E
股价 (Rmb)	2.29	2.38	2.59	2.75
12个月目标价格 (Rmb)				18.70
3968.HK 股价 (HK\$)	2.29	2.38	2.59	2.75
3968.HK 12个月目标价格 (HK\$)				17.16
市值 (Rmb mn / US\$ mn)				450,933.6 / 69,447.1
外资持股比例 (%)				--

每股盈利 (Rmb)	2.29	2.38	2.59	2.75
每股盈利增长 (%)	3.2	4.2	8.5	6.2
3968.HK 每股盈利 (Rmb)	2.29	2.38	2.59	2.75
3968.HK 每股盈利增长 (%)	3.2	4.2	8.5	6.2
市盈率 (X)	7.5	7.5	6.9	6.5
3968.HK 市盈率 (X)	7.1	5.9	5.4	5.1
股息收益率 (%)	4.0	4.0	4.3	4.6
净资产回报率 (%)	17.1	15.7	15.3	14.6

### 股价走势图



### 股价表现 (%)

	3个月	6个月	12个月
绝对	21.5	0.1	(2.6)
相对于沪深300指数	9.7	11.7	46.1

资料来源: 公司数据、高盛研究预测、FactSet (股价为4/28/2016收盘价)

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。

# 招商银行(A): 财务数据概要

损益表(Rmb mn)	12/15	12/16E	12/17E	12/18E	资产负债表(Rmb mn)	12/15	12/16E	12/17E	12/18E
净利息收入	136,729.0	140,015.0	149,035.0	159,983.5	总贷款	2,824,286.0	3,134,059.3	3,462,641.6	3,807,818.9
非利息收入	65,150.0	74,033.4	85,511.7	97,530.2	不良贷款	47,410.0	65,735.7	86,192.9	108,907.0
营业收入	201,879.0	214,048.4	234,546.6	257,513.6	贷款损失准备	84,842.0	114,131.2	146,634.4	185,924.8
非利息费用	(67,670.0)	(72,354.9)	(78,672.4)	(85,172.5)	<b>总生息资产</b>	<b>5,345,023.0</b>	<b>5,891,268.0</b>	<b>6,476,257.9</b>	<b>7,118,149.3</b>
拨备前营业利润	134,209.0	141,693.4	155,874.2	172,341.2	其它无息资产	129,955.0	149,971.0	180,442.3	222,485.5
总拨备支出	(59,266.0)	(64,559.4)	(72,125.8)	(83,369.1)	<b>资产合计</b>	<b>5,474,978.0</b>	<b>6,041,239.0</b>	<b>6,656,700.1</b>	<b>7,340,634.8</b>
联营公司	136.0	163.2	187.7	215.8	客户存款	3,571,698.0	3,870,123.5	4,168,696.6	4,476,602.2
税前利润	75,079.0	77,297.2	83,936.1	89,187.9	总计息负债	4,899,189.0	5,394,632.0	5,930,705.2	6,528,089.7
税金	(17,061.0)	(16,773.2)	(18,213.8)	(19,353.4)	<b>股东权益合计</b>	<b>361,758.0</b>	<b>404,493.8</b>	<b>451,730.5</b>	<b>501,470.6</b>
少数股东损益	(322.0)	386.4	444.4	511.0					
<b>净利润</b>	<b>57,696.0</b>	<b>60,137.6</b>	<b>65,277.9</b>	<b>69,323.5</b>	<b>CAMEL比率(%)</b>	<b>12/15</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
股息	(17,401.8)	(18,041.3)	(19,583.4)	(20,797.0)	C: 核心资本充足率	10.8	11.0	11.1	11.3
股息支付率(%)	30.2	30.0	30.0	30.0	C: 权益贷款比	13.2	13.4	13.6	13.8
					C: 权益资产比	6.6	6.7	6.8	6.8
					A: 不良贷款率	1.7	2.1	2.5	2.9
					A: 贷款损失拨备/不良贷款	179.0	173.6	170.1	170.7
					E: 净息差	2.70	2.45	2.36	2.30
					E: 非利息收入/营业收入	32.27	34.59	36.46	37.87
					E: 费用收入比	33.5	33.8	33.5	33.1
					E: 平均总资产回报率	1.13	1.04	1.03	0.99
					L: 贷存比率	76.7	78.0	79.5	80.9
					<b>贷款结构(%)</b>	<b>12/15</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
					商业/企业贷款	75.8	75.8	75.6	76.5
					个人住房贷款	20.6	20.6	20.7	20.0
					消费贷款	24.2	24.2	24.4	23.5
					<b>估值(当前股价计算)</b>	<b>12/15</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
					基本市盈率(X)	7.5	7.5	6.9	6.5
					市净率(X)	1.20	1.12	1.00	0.90
					股价/拨备前营业利润	3.4	3.2	2.9	2.6
					股息收益率(%)	4.0	4.0	4.3	4.6
					每股基本盈利(Rmb)	2.29	2.38	2.59	2.75
					每股摊薄盈利(Rmb)	2.29	2.38	2.59	2.75
					每股基本盈利增长(%)	3.2	4.2	8.5	6.2
					每股摊薄盈利增长(%)	3.2	4.2	8.5	6.2
					每股净资产(Rmb)	14.31	16.00	17.87	19.85
					每股股息(Rmb)	0.69	0.72	0.78	0.82

盈利增长动力(%)	12/15	12/16E	12/17E	12/18E
净息差	2.70	2.45	2.36	2.30
拨备支出/总贷款	2.16	2.14	2.18	2.30
<b>同比增长(%)</b>				
客户存款	8.1	8.4	7.7	7.4
贷款	11.9	10.2	9.8	9.2
净利息收入	16.7	2.4	6.4	7.3
手续费及佣金收入	35.3	12.2	15.6	13.8
非利息收入	33.4	13.6	15.5	14.1
营业收入	21.6	6.0	9.6	9.8
营业费用	(10.8)	(6.9)	(8.7)	(8.3)
<b>拨备前营业利润</b>	<b>27.9</b>	<b>5.6</b>	<b>10.0</b>	<b>10.6</b>
拨备支出	84.0	8.6	11.4	15.4
税前利润	2.2	3.0	8.6	6.3
净利润	3.2	4.2	8.5	6.2
每股盈利	3.2	4.2	8.5	6.2
每股股息	3.0	3.7	8.5	6.2

市场指标	12/15	12/16E	12/17E	12/18E
机构数量	--	--	--	--
员工数量(000)	--	--	--	--
每员工创造收入(US\$)	NM	NM	NM	NM
每员工创造净利(US\$)	NM	NM	NM	NM

杜邦分析(%)	12/15	12/16E	12/17E	12/18E
<b>净资产回报率</b>	<b>17.1</b>	<b>15.7</b>	<b>15.3</b>	<b>14.6</b>
x 杠杆比率	6.6	6.6	6.7	6.8
<b>=总资产回报率</b>	<b>1.13</b>	<b>1.04</b>	<b>1.03</b>	<b>0.99</b>

占资产比例	12/15	12/16E	12/17E	12/18E
净利息收入	2.68	2.43	2.35	2.29
手续费及佣金收入	1.05	1.04	1.09	1.13
非利息收入	1.28	1.29	1.35	1.39
营业收入	3.96	3.72	3.69	3.68
营业费用	1.33	1.26	1.24	1.22
拨备前营业利润	2.63	2.46	2.46	2.46
贷款损失拨备	1.13	1.08	1.10	1.15
税前利润	1.47	1.34	1.32	1.27
税金	0.33	0.29	0.29	0.28

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

## 对此报告有贡献的分析师

李南, CFA

nan.li@ghsl.cn

吴双

jessica.wu@ghsl.cn

**图表1: 招商银行 2016 年一季度税后净利润同比上升 7%，占我们/彭博市场全年预测的 31%，拨备前营业利润同比上升 19%，得益于手续费收入和成本控制措施抵消了信贷成本高企和净息差收窄的不利影响。不良贷款生成率有所放缓，资产负债状况改善**

人民币 百万元	季度业绩						全年业绩		
	1Q15	4Q15	1Q16	QoQ (%) 1Q16	YoY (%) 1Q16	1Q16 as of 2016E	2015	2016E	YoY (%) 2016E
<b>利润表</b>									
净利息收入	33,579	35,570	34,306	-4	2	25	136,729	140,015	2
非利息收入	17,198	9,820	23,968	144	39	32	65,150	74,033	14
净手续费佣金收入	15,446	8,442	19,824	135	28	33	53,419	59,956	12
其他非息收入	1,752	1,378	4,144	201	137	29	11,731	14,077	20
<b>营业收入</b>	<b>50,777</b>	<b>45,390</b>	<b>58,274</b>	<b>28</b>	<b>15</b>	<b>27</b>	<b>201,879</b>	<b>214,048</b>	<b>6</b>
营业费用	15,402	19,131	16,041	-16	4	22	67,670	72,355	7
<b>拨备前利润</b>	<b>35,375</b>	<b>26,259</b>	<b>42,233</b>	<b>61</b>	<b>19</b>	<b>30</b>	<b>134,209</b>	<b>141,693</b>	<b>6</b>
拨备费用	12,744	15,314	18,516	21	45	29	59,266	64,559	9
税前利润	22,696	10,943	23,796	117	5	31	75,079	77,297	3
所得税费用	5,393	1,857	5,377	190	0	32	17,061	16,773	-2
<b>净利润</b>	<b>17,220</b>	<b>9,050</b>	<b>18,350</b>	<b>103</b>	<b>7</b>	<b>31</b>	<b>57,696</b>	<b>60,138</b>	<b>4</b>
<b>资产负债表</b>									
总资产	4,908,944	5,474,978	5,432,042	-1	11	90	5,474,978	6,041,239	10
贷款总额	2,622,736	2,824,286	2,932,746	4	12	94	2,824,286	3,134,059	11
不良贷款	32,587	47,410	53,066	12	63	81	47,410	65,736	39
贷款损失准备	72,921	84,842	97,250	15	33	85	84,842	114,131	35
客户存款	3,332,170	3,571,698	3,579,090	0	7	92	3,571,698	3,870,124	8
所有者权益	331,305	361,758	380,051	5	15	94	361,758	404,494	12
总生息资产	4,852,509	5,429,865	5,386,408	-1	11	90	5,429,865	6,005,399	11
<b>占生息资产比例</b>									
贷款总额	54.0	52.0	54.4	2.4	0.4	2.3	52.0	52.2	0.2
证券投资	23.3	26.3	27.0	0.7	3.7	-0.4	26.3	27.3	1.0
存放同业	10.2	10.9	7.5	-3.4	-2.7	-2.4	10.9	10.0	-0.9
现金及存放央行	12.4	10.8	11.1	0.3	-1.4	0.6	10.8	10.5	-0.3
<b>CAMEL比例(%)</b>									
<b>资本充足</b>									
股东权益/总资产	6.7	6.6	7.0	0.4	0.2	0.3	6.61	6.70	0.1
股东权益/贷款	12.6	12.8	13.0	0.2	0.3	0.1	12.81	12.91	0.1
<b>资产质量</b>									
不良贷款率	1.24	1.68	1.81	0.1	0.6	-0.3	1.68	2.10	0.4
贷款损失准备/不良贷款	224	179	183	4.3	-40.5	9.6	178.95	173.62	-5.3
贷款损失准备/贷款总额	2.78	3.00	3.32	0.3	0.5	-0.3	3.00	3.64	0.6
信贷成本	1.94	2.17	2.53	0.4	0.6	0.5	2.04	1.99	0.0
<b>盈利</b>									
净息差	2.82	2.69	2.54	-0.15	-0.28	0.1	2.70	2.45	-0.26
非息收入/营业收入	33.9	21.6	41.1	19.5	7.3	6.5	32.3	34.6	2.3
成本收入比	30.3	42.1	27.5	-14.6	-2.8	-6.3	33.5	33.8	0.3
拨备前利润资产收益率	2.94	1.96	3.10	1.13	0.16	0.6	2.63	2.46	-0.17
资产收益率	1.43	0.68	1.35	0.67	-0.08	-0.7	2.26	2.09	-0.17
净资产收益率	21.3	10.2	19.8	9.6	-1.5	4.1	17.0	15.7	-1.4
<b>流动性</b>									
贷存比	78.7	79.1	81.9	2.9	3.2	1.0	79.07	80.98	1.9
有效税率	23.76	16.97	22.60	5.6	-1.2	0.9	22.72	21.70	-1.0
<b>均值</b>									
资产均值	4,820,387	5,348,635	5,453,510	2	13	95	5,103,404	5,758,109	13
股东权益均值	323,183	355,360	370,905	4	15	97	338,409	383,126	13

资料来源：公司数据、高华证券研究

高华证券感谢高盛分析师李雯和陈之伊在本报告中的贡献。

# 信息披露附录

## 分析师申明

我们, 李南, CFA、吴双, 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多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及净资产回报率。**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之间的公司之间进行比较。

## 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

李南, CFA: 中国券商、中国金融行业。吴双: 中国金融行业。

中国券商: 银河证券、中金公司、招商证券、中信证券(A)、中信证券(H)、光大证券、广发证券(A)、广发证券(H)、海通证券(A)、海通证券(H)、华泰证券(A)、华泰证券(H)。

中国金融行业: 农业银行(A)、农业银行(H)、北京银行、中国银行(A)、中国银行(H)、重庆银行、交通银行(A)、交通银行(H)、南京银行、宁波银行、青岛银行、中国信达、中信银行(A)、中信银行(H)、建设银行(A)、建设银行(H)、光大银行、中国华融、中国人寿(A)、中国人寿(H)、招商银行(A)、招商银行(H)、民生银行(A)、民生银行(H)、中国太保(A)、中国太保(H)、中国太平、浙商银行、重庆农村商业银行、远东宏信、华夏银行、工商银行(A)、工商银行(H)、兴业银行、新华保险(A)、新华保险(H)、人保集团、人保财险、平安银行、中国平安(A)、中国平安(H)、浦发银行、环球医疗。

### 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。

高盛高华在过去 12 个月中曾从下述公司获得投资银行服务报酬: 招商银行(A) (Rmb17.75)、招商银行(H) (HK\$17.06)

高盛高华在今后 3 个月中预计将从下述公司获得或寻求获得投资银行服务报酬: 招商银行(A) (Rmb17.75)、招商银行(H) (HK\$17.06)

高盛高华在过去 12 个月中与下述公司存在投资银行客户关系: 招商银行(A) (Rmb17.75)、招商银行(H) (HK\$17.06)

### 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。除了与高盛相关的披露, 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。报告中的信息、观点、估算和预测均截至报告的发表日, 且可能在不事先通知的情况下进行调整。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告所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。我们的资产管理部门、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股票要约。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。**