

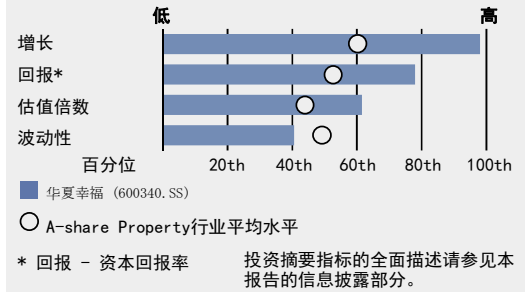


## 雄安新区设立的主要潜在受益者；加入强力买入名单

## 建议理由

政府宣布在河北省设立雄安新区，我们认为此举是2014年年初习近平主席宣布的几项重大国家战略当中京津冀协调发展计划的重要一步。2016年，华夏幸福约80%的房地产销售位于京津冀地区。我们将2017-2019年每股盈利预测上调了1%/8%/11%，并将基于贴现现金流的12个月目标价格上调了34%至人民币42元（隐含54%的上涨空间），以计入我们将2017-2019年房地产销售预测上调20%、并将净利润率均值预测从9%上调至12%的因素。

## 投资摘要



## 推动因素

除房地产销售有望改善外，华夏幸福还可能受益于其当前与地方政府在新区的合作：1) 2014年公司与保定市政府签署了合作协议，开发总面积为300平方公里的白洋淀科技城。2) 2015年公司与雄县政府签署了合作协议，开发面积为181平方公里的工业园区。这两个区域均属于新设立的雄安新区，但目前仍在规划中，可能正在等待中央的主体规划。即使短期内这两个工业区对盈利的积极影响有限，但华夏幸福凭借其在河北省的稳固根基会在中长期内受益（见2015年3月30日发表的“北京经济圈增长的主要受益者；首次覆盖评为买入”）。

## 估值

截至3月31日最新收盘价，华夏幸福股价对应9.4倍/2.5倍的2017年预期市盈率/市净率，2017-2019年净资产回报率均值为30%，而内地上市开发商均值分别为9.2倍、1.6倍和17%。重申买入评级并加入强力买入名单。

## 主要风险

政府控制河北房地产价格/销售以防止投机；河北工业园区开发竞争加剧。

## 主要数据

	当前
股价 (Rmb)	27.26
12个月目标价格 (Rmb)	42.00
市值 (Rmb mn / US\$ mn)	80,551.8 / 11,688.1
外资持股比例 (%)	--

	12/16	12/17E	12/18E	12/19E
每股盈利 (Rmb) 新	2.20	2.90	3.96	4.92
每股盈利调整幅度 (%)	0.0	1.0	8.0	11.2
每股盈利增长 (%)	21.1	31.9	36.6	24.3
每股摊薄盈利 (Rmb) 新	2.20	2.90	3.96	4.92
市盈率 (X)	11.6	9.4	6.9	5.5
市净率 (X)	3.1	2.5	1.9	1.4
EV/EBITDA (X)	11.5	9.7	5.5	3.3
股息收益率 (%)	2.6	1.1	1.5	1.8
净资产回报率 (%)	34.3	30.3	31.3	29.6

## 股价走势图



## 股价表现 (%)

	3个月	6个月	12个月
绝对	14.1	(3.4)	12.3
相对于沪深300指数	11.2	(9.1)	4.7

资料来源：公司数据、高盛研究预测、FactSet (股价为3/31/2017收盘价)

## 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

王逸, CFA 执业证书编号: S1420510120004  
+86(21)2401-8930 yi.wang@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。

# 华夏幸福：财务数据概要

损益表(Rmb mn)	12/16	12/17E	12/18E	12/19E	资产负债表(Rmb mn)	12/16	12/17E	12/18E	12/19E
<b>主营业务收入</b>	<b>53,820.6</b>	<b>73,174.4</b>	<b>106,667.3</b>	<b>156,206.7</b>	现金及等价物	43,324.7	33,415.5	63,035.4	92,418.2
主营业务成本	(39,179.9)	(53,672.1)	(79,864.8)	(119,352.0)	应收账款	16,629.7	19,347.9	23,159.2	31,345.7
销售、一般及管理费用	(4,710.9)	(6,240.1)	(8,890.7)	(15,912.6)	存货	147,344.7	184,346.8	217,279.5	229,085.4
研发费用	0.0	0.0	0.0	0.0	其它流动资产	16,262.0	16,262.0	16,262.0	16,262.0
其它营业收入/(支出)	0.0	0.0	0.0	0.0	<b>流动资产</b>	<b>223,561.2</b>	<b>253,372.3</b>	<b>319,736.2</b>	<b>369,111.3</b>
<b>EBITDA</b>	<b>9,929.7</b>	<b>13,262.2</b>	<b>17,911.9</b>	<b>20,942.1</b>	固定资产净额	6,008.6	10,642.2	17,302.4	21,631.2
折旧和摊销	(787.1)	(1,386.4)	(1,736.9)	(1,218.5)	无形资产净额	7,869.9	7,043.7	6,217.4	6,137.4
<b>EBIT</b>	<b>9,142.7</b>	<b>11,875.8</b>	<b>16,175.0</b>	<b>19,723.6</b>	长期投资	2,555.4	2,555.4	2,555.4	2,555.4
利息收入	279.8	433.2	334.2	630.4	其它长期资产	9,908.2	9,908.2	9,908.2	9,908.2
财务费用	(842.9)	(827.8)	(827.8)	(875.1)	<b>资产合计</b>	<b>249,903.3</b>	<b>283,521.7</b>	<b>355,719.7</b>	<b>409,343.6</b>
联营公司	(59.3)	0.0	0.0	0.0	应付账款	32,277.0	36,761.7	54,701.9	81,747.9
其它	455.2	0.0	0.0	0.0	短期贷款	17,520.9	17,520.9	17,520.9	17,520.9
<b>税前利润</b>	<b>8,975.5</b>	<b>11,481.3</b>	<b>15,681.4</b>	<b>19,478.9</b>	其它流动负债	109,901.3	131,329.4	175,061.3	188,551.2
所得税	(2,807.4)	(2,858.5)	(3,925.0)	(4,875.6)	<b>流动负债</b>	<b>159,699.3</b>	<b>185,612.0</b>	<b>247,284.2</b>	<b>287,820.0</b>
少数股东损益	323.5	0.0	0.0	0.0	长期贷款	51,633.0	51,633.0	51,633.0	51,633.0
<b>优先股股息前净利润</b>	<b>6,491.6</b>	<b>8,622.8</b>	<b>11,756.3</b>	<b>14,603.3</b>	其它长期负债	539.3	539.3	539.3	539.3
优先股股息	0.0	(61.0)	(61.0)	(61.0)	长期负债	52,172.4	52,172.4	52,172.4	52,172.4
<b>非经常性项目前净利润</b>	<b>6,491.6</b>	<b>8,561.8</b>	<b>11,695.3</b>	<b>14,542.3</b>	<b>负债合计</b>	<b>211,871.6</b>	<b>237,784.4</b>	<b>299,456.6</b>	<b>339,992.4</b>
税后非经常性损益	0.0	0.0	0.0	0.0	<b>优先股</b>	<b>1,000.0</b>	<b>1,000.0</b>	<b>1,000.0</b>	<b>1,000.0</b>
<b>净利润</b>	<b>6,491.6</b>	<b>8,561.8</b>	<b>11,695.3</b>	<b>14,542.3</b>	<b>普通股权益</b>	<b>24,360.9</b>	<b>32,066.5</b>	<b>42,592.3</b>	<b>55,680.4</b>
每股基本盈利(非经常性项目前)(Rmb)	2.20	2.90	3.96	4.92	少数股东权益	12,670.8	12,670.8	12,670.8	12,670.8
每股基本盈利(非经常性项目后)(Rmb)	2.20	2.90	3.96	4.92	<b>负债及股东权益合计</b>	<b>249,903.3</b>	<b>283,521.7</b>	<b>355,719.7</b>	<b>409,343.6</b>
每股摊薄盈利(非经常性项目后)(Rmb)	2.20	2.90	3.96	4.92	<b>每股净资产(Rmb)</b>	<b>8.24</b>	<b>10.85</b>	<b>14.41</b>	<b>18.84</b>
每股股息(Rmb)	0.66	0.29	0.40	0.49	<b>评估净资产价值(Rmb mn)</b>	--	--	--	--
股息支付率(%)	30.0	10.0	10.0	10.0	<b>评估每股净资产(Rmb)</b>	--	--	--	--
自由现金流收益率(%)	4.5	(3.3)	37.9	38.3					
<b>增长率和利润率(%)</b>	<b>12/16</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>	<b>12/19E</b>	<b>比率</b>	<b>12/16</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>	<b>12/19E</b>
主营业务收入增长率	40.4	36.0	45.8	46.4	净资产回报率(%)	34.3	30.3	31.3	29.6
EBITDA增长率	40.9	33.6	35.1	16.9	总资产回报率(%)	3.1	3.2	3.7	3.8
EBIT增长率	35.8	29.9	36.2	21.9	平均运用资本回报率(%)	12.8	12.2	16.8	27.2
净利润增长率	35.2	31.9	36.6	24.3	存货周转天数	1,155.0	1,127.8	917.8	682.5
每股盈利增长	21.1	31.9	36.6	24.3	应收账款周转天数	87.6	89.7	72.7	63.7
毛利率	27.2	26.7	25.1	23.6	应付账款周转天数	263.3	234.8	209.0	208.6
EBITDA利润率	18.4	18.1	16.8	13.4	净负债/股东权益(%)	67.9	78.1	10.9	(33.5)
EBIT利润率	17.0	16.2	15.2	12.6	EBIT利息保障倍数(X)	16.2	30.1	32.8	80.6
<b>现金流量表(Rmb mn)</b>	<b>12/16</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>	<b>12/19E</b>	<b>估值</b>	<b>12/16</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>	<b>12/19E</b>
优先股股息前净利润	6,491.6	8,622.8	11,756.3	14,603.3	基本市盈率(X)	11.6	9.4	6.9	5.5
折旧及摊销	787.1	1,386.4	1,736.9	1,218.5	市净率(X)	3.1	2.5	1.9	1.4
少数股东权益	(323.5)	0.0	0.0	0.0	EV/EBITDA(X)	11.5	9.7	5.5	3.3
运营资本增减	2,426.1	(9,794.4)	28,941.1	24,785.8	股息收益率(%)	2.6	1.1	1.5	1.8
其它	(1,618.2)	1,982.9	575.4	651.4					
<b>经营活动产生的现金流</b>	<b>7,763.1</b>	<b>2,136.6</b>	<b>42,948.8</b>	<b>41,197.9</b>	<b>核心估值</b>	<b>12/16</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>	<b>12/19E</b>
资本开支	(3,820.0)	(5,193.7)	(7,570.9)	(5,467.2)	核心利润(Rmb mn)	6,491.6	8,561.8	11,695.3	14,542.3
收购	(12,699.9)	0.0	0.0	0.0	每股核心盈利(Rmb)	2.20	2.90	3.96	4.92
剥离	0.0	0.0	0.0	0.0	核心净资产回报率(%)	34.3	30.3	31.3	29.6
其它	(8,542.4)	0.0	0.0	0.0	核心总资产回报率(%)	3.1	3.2	3.7	3.8
<b>投资活动产生的现金流</b>	<b>(25,062.3)</b>	<b>(5,193.7)</b>	<b>(7,570.9)</b>	<b>(5,467.2)</b>	核心平均运用资本回报率(%)	12.8	12.2	16.8	27.2
支付股息的现金(普通股和优先股)	(5,442.4)	(6,852.0)	(5,758.0)	(6,347.9)	核心市盈率(X)	11.6	9.4	6.9	5.5
借款增减	22,670.0	0.0	0.0	0.0	核心股息支付率(%)	30.0	10.0	10.0	10.0
普通股发行(回购)	0.0	0.0	0.0	0.0	每股核心盈利增长率(%)	21.1	31.9	36.6	24.3
其它	8,200.3	0.0	0.0	0.0					
<b>筹资活动产生的现金流</b>	<b>25,427.9</b>	<b>(6,852.0)</b>	<b>(5,758.0)</b>	<b>(6,347.9)</b>					
<b>总现金流</b>	<b>8,128.7</b>	<b>(9,909.1)</b>	<b>29,619.9</b>	<b>29,382.8</b>					

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

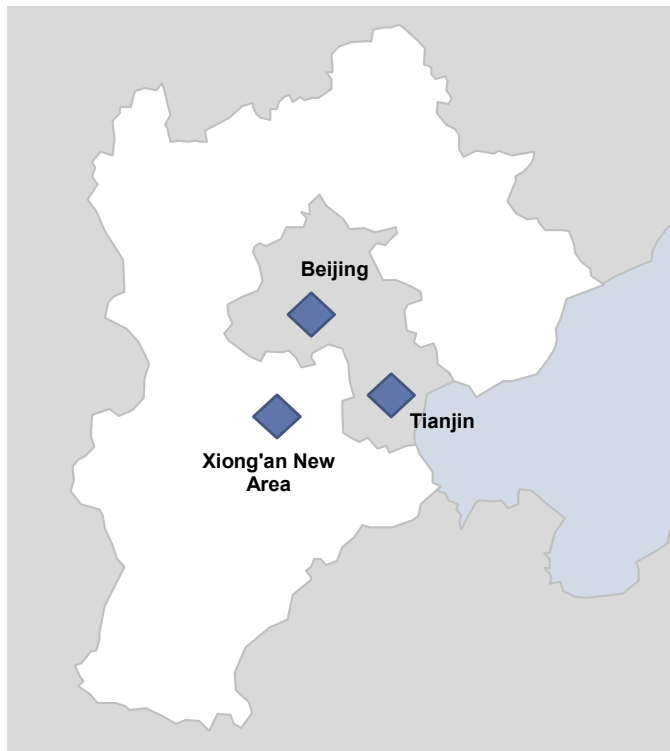
王逸, CFA

yi.wang@ghsl.cn

## 京津冀协调发展的主要受益者

2017年4月1日习近平主席宣布设立雄安新区后，我们将华夏幸福(600340.SS)纳入我们的强力买入名单。京津冀协调发展是2014年习主席提出的几项国家战略之一（规格类似“一带一路”），设立雄安新区是此项中央政府战略的重要一步。

图表1: 毗邻北京的雄安新区简图



资料来源：中央政府、高华证券研究

政府发布的信息显示，雄安新区是继深圳经济特区和上海浦东新区之后又一具有全国意义的新区，起步区面积约100平方公里，中期发展区面积约200平方公里，远期控制区面积约2,000平方公里。政府发布的通知称，这是“以习近平同志为核心的党中央作出的一项重大的历史性战略选择”。目前雄安新区规划范围涉及河北省雄县、容城、安新3县，距北京/天津约100-200公里，2016年经济总量为人民币200亿元。习主席还指出了规划建设雄安新区要突出七个方面的重点任务：**1) 建设绿色智慧新城；2) 打造优美生态环境；3) 发展高端高新产业；4) 提供优质公共服务；5) 构建快捷高效交通网；6) 推进市场机制改革；7) 扩大全方位对外开放。**

华夏幸福为地方政府提供房地产开发、基础设施开发和一站式产业园区委托服务，帮助将中国的县镇转型为新兴工业区。公司业务起步于河北省固安县，此后一直主要集中在河北省，我们认为这一定位将使得公司能够凭借其与地方政府建立的关系而受益于新的政策举措：

- 2014年华夏幸福与保定市政府签署了合作协议，开发总面积为300平方公里的白洋淀科技城。
- 2015年华夏幸福与雄县政府签署了合作协议，开发面积为181平方公里的工业园区。

这两个区域均属于新设立的雄安新区，但目前仍在规划中，可能正在等待中央政府的主体规划。虽然短期内这两个工业区对盈利的积极影响有限（我们对这两个工业区的投资金额假设保持未变），但中长期内华夏幸福凭借其在河北省的稳固根基仍应会受益。

不过，鉴于京津冀地区房地产开发在公司房地产总体销售中占比 78%、房地产销售毛利在 2017-2019 年预期毛利中占比 58%、房地产业务估值在贴现现金流估值中占比 45%，我们认为今后华夏幸福将受益于河北省总体房价的上涨（CREIS 和中原地产数据显示当前河北省房价仍处于天津的 65%、北京的 17%）。

### 盈利预测和估值调整

我们将 2017-2021 年房地产销售预测上调了 20%（但维持 2022-2031 年预测不变），并将净利润率预测将从 9%上调至 12%（峰值为 2011 年的 17.4%和 2012 年的 14.8%）。因此，我们将 2017-2019 年每股盈利预测上调了 1%/8%/11%，并将基于贴现现金流的 12 个月目标价格上调了 34%至人民币 42 元，较最新收盘价的上涨空间为 54%。我们的贴现现金流假设保持未变（加权平均资本成本为 10%，估算了现有园区在委托期内到 2031 年的自由现金流，假设无永续增长）。我们预计 2017-2019 年华夏幸福将实现 30%的净资产回报率（2014-2015 年为 40%以上）。

图表2: 每股盈利、估值和目标价格调整概览

Fully diluted EPS (Rmb)	Old	New	Change
2017E	2.87	<b>2.90</b>	1%
2018E	3.66	<b>3.96</b>	8%
2019E	4.43	<b>4.92</b>	11%
<b>Valuation</b>	<b>End-17E</b>	<b>End-17E</b>	<b>0%</b>
DCF, Rmb mn	<b>129,887</b>	<b>161,107</b>	24%
Industrial park operation	87,277	89,129	2%
Infrastructure & property development	42,610	71,979	69%
Investment property (NAV, Rmb mn)	170	170	0%
Hotel (NAV, Rmb mn)	19	19	0%
Net cash/(debt) (Rmn mn)	(24,651)	(24,651)	0%
Minority interests (Rmb mn)	(12,671)	(12,671)	0%
Valuation attributable to equity shareholders (Rmn mn)	92,754	123,975	34%
No. of shares	2,955	2,955	
Target price (Rmb)	31.40	42.00	34%

资料来源: 高华证券研究

**主要风险**

1) 在过去的两天内，政府已经宣布冻结雄安新区内所有房产交易及过户以防止投机。如果此类限制措施持续存在，则华夏幸福的房地产销售和我们对该股的估值将受到影响。

2) 鉴于华夏幸福拥有将欠发达地区改造为工业园区的强劲执行记录，公司在获得工业园区开发项目方面确立了竞争优势。但考虑到雄安新区正成为所有相关投资方的焦点，我们预计华夏幸福在该地区面临的竞争将趋于激烈。如果公司未能在该地区进一步拓展业务机会，则中长期增长前景将受到冲击。

高华证券感谢高盛分析师池浩成和陈晓舟在本报告中的贡献。

## 信息披露附录

### 申明

本人, 王逸, CFA, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述公司或其证券的个人看法。此外, 本人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

王逸, CFA: A 股房地产、中国房地产行业、中国金融。

A 股房地产: 华夏幸福、招商蛇口、万科(A)、金地集团、保利地产、世茂股份、华侨城。

中国金融: 农业银行(A)、农业银行(H)、中国银行(A)、中国银行(H)、交通银行(A)、交通银行(H)、南京银行、宁波银行、中信银行(A)、中信银行(H)、建设银行(A)、建设银行(H)、招商银行(A)、招商银行(H)、重庆农村商业银行、华夏银行、工商银行(A)、工商银行(H)、兴业银行、平安银行、邮储银行、浦发银行。

中国房地产行业: 雅居乐房产、中国恒大、中国金茂控股、中海宏洋、中国海外、华润置地、万科(H)、碧桂园、绿城中国、富力地产、大悦城、合景泰富、龙湖地产、保利置业、红星美凯龙、世茂房地产、瑞安房地产、远洋地产、SOHO 中国、融创中国、仁恒置地。

#### 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: 华夏幸福 (Rmb27.26)

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: 华夏幸福 (Rmb27.26)

#### 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总体潜在回报决定。任何未获得买入或卖出评级且拥有活跃评级(即不属于暂停评级、暂无评级、暂停研究或没有研究的股票)的股票均被视为中性评级。每个地区投资评估委员会会根据 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, 在某一特定分析师所覆盖行业中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。此外, 每个地区投资评估委员会管理着地区强力买入或卖出名单, 该名单以总体潜在回报规模和/或实现回报的可能性为主要依据确立各自研究范围内的投资建议。将股票加入或移出此类强力买入或卖出名单并不意味着分析师对这些股票的投资评级发生了改变。

**总体潜在回报:** 代表当前股价低于或高于一定时间范围内预测目标价格的幅度, 包括所有已付或预期股息。分析师被要求对研究范围内的所有股票给出目标价格。总体潜在回报、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:** 每个行业研究的所有股票名单可登陆 <http://www.gs.com/research/hedge.html> 通过主要分析师、股票和行业进行查询。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盛的政策予以除去。

**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 © 2017 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。**