

买
入

华夏幸福 (600340.SS)

将核心市场的成功复制到其他主要地区；恢复评级为买入

600340.SS 12个月目标价格: Rmb44.80 股价: Rmb37.95 上涨空间: 18.1%

我们恢复对华夏幸福的评级并评为买入，基于部分加总法的12个月目标价格为人民币44.8元，潜在上行空间18%。华夏幸福正在本土市场（京津冀）以外大力推进产业新城开发业务，以期实现可持续的长期盈利增长。公司的京津冀业务仍稳步扩张，来自其他重点区域（如长江经济带）的贡献也迅速上升，表明公司独特的业务模式在新市场得以成功复制。

独特业务模式和在核心市场的成功经验

华夏幸福向地方政府提供一站式园区托管服务，帮助将经济落后的乡村/地区打造成为充满活力的产业园，主要侧重于“新经济”领域的开发。华夏幸福在将固安和河北省其他地区转变成为现代化产业园的过程中展现了雄厚实力，此项业务收入从五年前的人民币56亿元升至2017年预期的人民币200亿元左右，年均复合增速约37%。计入以上述园区为核心的房地产开发业务，华夏幸福2013-2017年预期每股盈利年均复合增速为30%，我们预计2017-2019年这一增速将保持在29%的高位。

需要大量资金以支撑本土市场以外的迅速扩张

2012/2013年以来华夏幸福将其业务模式复制到了其他地区，起初侧重于长江经济带，随后是一带一路沿线。快速的业务扩张受到房地产开发业务和各种融资活动带来的现金流支撑。但产业新城需要一两年时间才能发展成熟并显著贡献收入，因此近年来融资需求迅速上升。雄安新区建设计划宣布后河北省政府实施了严格的限购政策（见2017年4月4日发表的报告“华夏幸福 (600340.SS) 买入：雄安新区设立的主要潜在受益者；加入强力买入名单”），房地产开发业务创造的现金流入放缓。这在最近几个季度对公司财务状况产生了负面影响，净负债率（净负债权益比）从2016年末的67%升至2017年三季度末的106%（若将永续资本证券计作债务）。我们预计近期投资后截至2017年末净负债率进一步升至171%。2018年负债率走势将取决于公司房地产销售在核心市场（京津冀）以外的扩张速度以及产业新城的开发进度。假设从现在开始没有新的园区投资、2018年和2019年合同销售为2017年的50%（以反映京津冀地区持续的严格限购），我们预计未来两年负债率将维持在200%以上。

王逸, CFA (分析师)

执业证书编号:S1420510120004
+86(21)2401-8930 | yi.wang@ghsl.com
北京高华证券有限责任公司

李薇 (分析师)

执业证书编号:S1420510120012
+86(21)2401-8926 | vicky.li@ghsl.com
北京高华证券有限责任公司

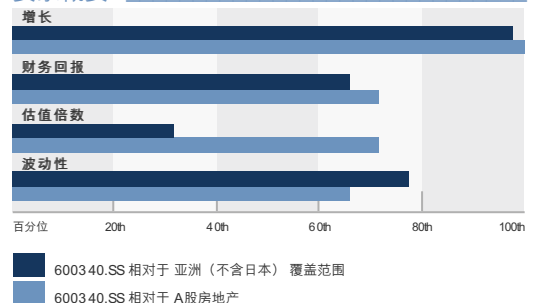
主要数据

市值: Rmb112.1bn / \$17.3bn
企业价值: Rmb186.9bn / \$28.7bn
3个月日均成交量: Rmb699.0mn / \$106.2mn
中国
A股房地产
并购概率: 3

预测

	12/16	12/17E	12/18 E	12/19 E
主营业务收入 (Rmb mn) 新	53,820.7	59,854.0	13,682.7	106.3
主营业务收入 (Rmb mn) 旧	53,820.6	75,409.4	99,206.0	135,786.8
EBITDA (Rmb mn)	9,929.7	14,078.8	19,621.8	25,540.2
每股盈利 (Rmb) 新	2.20	2.90	3.71	4.80
每股盈利 (Rmb) 旧	2.20	2.90	3.90	5.13
市盈率 (X)	11.6	13.1	10.2	7.9
市净率 (X)	3.1	3.7	2.9	2.3
股息收益率 (%)	2.6	2.3	2.9	3.8
自由现金流收益率 (%)	4.5	(9.3)	24.3	(1.2)
	9/17	12/17E	3/18 E	6/18 E
每股盈利 (Rmb)	0.29	0.79	0.61	1.78

要素概要



资料来源: 公司数据、高盛研究预测

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。



买入

华夏幸福 (600340.SS)

评级自2018年1月9日

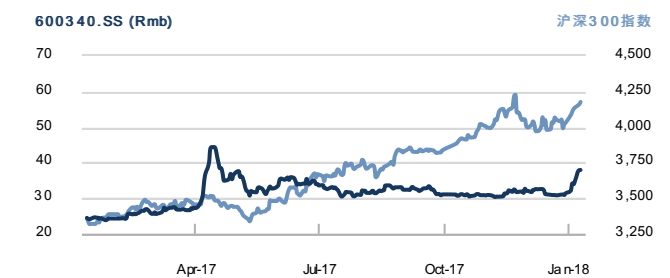
比率和估值

	12/16	12/17E	12/18 E	12/19 E
市盈率 (X)	11.6	13.1	10.2	7.9
市净率 (X)	3.1	3.7	2.9	2.3
自由现金流收益率 (%)	4.5	(9.3)	24.3	(1.2)
EV/EBITDA (X)	11.5	13.3	10.3	10.2
CROCI (%)	12.7	13.6	12.9	12.0
净资产回报率 (%)	34.3	31.3	32.1	33.0
净负债/股东权益 (%)	67.9	113.8	124.9	188.4
利息保障倍数 (X)	10.8	12.3	12.3	11.5
存货销售天数	840.8	814.4	654.8	391.1
应收账款周转天数	87.6	84.7	73.3	60.7
应付账款周转天数	263.3	232.1	193.8	166.9
杜邦净资产回报率 (%)	17.1	15.7	17.6	19.7
周转率 (X)	0.2	0.2	0.3	0.4
杠杆比率 (X)	6.6	5.9	5.6	4.9

增长率和利润率 (%)

	12/16	12/17E	12/18 E	12/19 E
主营业务收入增长率	40.4	41.2	33.4	45.1
EBITDA增长率	40.9	41.8	39.4	30.2
每股盈利增长	21.1	32.0	28.0	29.3
每股股息增速	9.4	31.9	28.0	29.3
EBIT利润率	17.0	16.8	16.6	14.8
EBITDA利润率	18.4	18.5	19.4	17.4
净利润率	12.1	11.3	10.8	9.6

股价走势图



	3个月	6个月	12个月
绝对	22.3%	16.1%	53.4%
相对于 沪深300指数	13.6%	1.6%	23.5%

资料来源: 公司数据、高盛研究预测、FactSet (股价为2018年1月9日收盘价)

损益表 (Rmb mn)

	12/16	12/17E	12/18 E	12/19 E
主营业务收入	53,820.6	75,985.4	101,368.2	147,106.3
主营业务成本	(39,179.9)	(55,006.7)	(73,264.3)	(109,561.1)
销售、一般及管理费用	(4,710.9)	(6,899.9)	(8,482.1)	(12,005.0)
研发费用	0.0	0.0	0.0	0.0
其它营业收入/(费用)	--	--	--	--
员工持股计划支出	--	--	--	--
EBITDA	9,929.7	14,078.8	19,621.8	25,540.2
折旧和摊销	(787.1)	(1,327.2)	(2,749.8)	(3,764.7)
EBIT	9,142.7	12,751.5	16,871.9	21,775.5
净利息收入/(支出)	(563.0)	(604.0)	(945.5)	(1,422.9)
联营公司损益	(59.3)	--	--	--
税前利润	8,975.5	11,901.7	15,577.7	19,859.3
税项拨备	(2,807.4)	(2,855.5)	(3,894.4)	(4,964.8)
少数股东损益	323.5	--	--	--
优先股息	--	(474.6)	(713.6)	(713.6)
非经常性项目前净利润	6,491.6	8,571.5	10,969.7	14,180.9
税后非经常性损益	--	--	--	--
非经常性项目后净利润	6,491.6	8,571.5	10,969.7	14,180.9
EPS (基本, 扣非前) (Rmb)	2.20	2.90	3.71	4.80
EPS (摊薄, 扣非前) (Rmb)	2.20	2.90	3.71	4.80
EPS (基本, 扣非后) (Rmb)	2.20	2.90	3.71	4.80
EPS (摊薄, 扣非后) (Rmb)	2.20	2.90	3.71	4.80
EPS (摊薄, 剔除ESO) (Rmb)	--	--	--	--
每股股息 (Rmb)	0.66	0.87	1.11	1.44

资产负债表 (Rmb mn)

	12/16	12/17E	12/18 E	12/19 E
现金及等价物	43,324.7	42,091.0	46,454.0	38,283.2
应收账款	16,629.7	18,624.0	22,072.1	26,818.6
存货	147,344.7	191,738.1	171,949.8	143,285.8
其它流动资产	16,262.0	16,262.0	16,262.0	16,262.0
流动资产	223,561.2	268,715.2	256,737.9	224,649.6
固定资产净额	6,008.6	36,185.3	71,214.3	112,122.7
无形资产净额	7,869.9	7,043.7	6,217.4	5,391.2
投资总额	2,555.4	2,555.4	2,555.4	2,555.4
其它长期资产	9,908.2	9,908.2	9,908.2	9,908.2
资产合计	249,903.3	332,407.8	346,633.2	354,627.1
应付账款	32,277.0	37,675.8	40,144.8	60,033.5
短期债务	17,520.9	22,520.9	22,520.9	22,520.9
其它流动负债	109,901.3	127,506.9	119,584.5	47,763.2
流动负债	159,699.3	187,703.7	182,250.3	130,317.6
长期债务	51,633.0	81,633.0	101,633.0	151,633.0
其它长期负债	539.3	539.3	539.3	539.3
长期负债	52,172.4	82,172.4	102,172.4	152,172.4
负债合计	211,871.6	269,876.1	284,422.7	282,490.0
优先股	1,000.0	11,500.0	11,500.0	11,500.0
普通股权益	24,360.9	30,360.9	38,039.7	47,966.3
少数股东损益	12,670.8	12,670.8	12,670.8	12,670.8
负债及股东权益合计	249,903.3	332,407.8	346,633.2	354,627.1
调整后净负债	26,829.3	73,563.0	89,200.0	147,370.8
平均已动资本	51,031.1	9,022.9	128,252.6	173,959.2
重估净资产价值	--	--	--	--
每股净资产 (Rmb)	8.24	10.27	12.87	16.23

现金流量表 (Rmb mn)

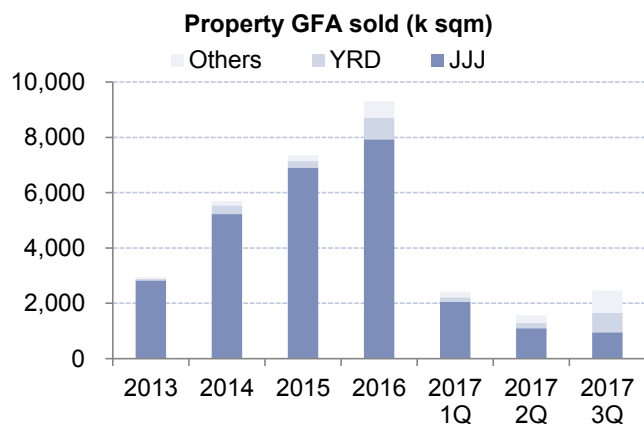
	12/16	12/17E	12/18 E	12/19 E
净利润	6,491.6	8,571.5	10,969.7	14,180.9
折旧及摊销加回	787.1	1,327.2	2,749.8	3,764.7
少数股东权益加回	(323.5)	--	--	--
运营资本增减净额	2,426.1	(18,354.7)	17,511.2	(18,865.2)
其它经营性现金流	(1,618.2)	8,907.7	1,360.6	1,637.7
经营活动产生的现金流	7,763.1	(7,565.3)	32,591.2	718.0
资本开支	(3,820.0)	(4,011.0)	(2,285.8)	(2,246.9)
收购	(12,699.9)	(26,666.7)	(34,666.7)	(41,600.0)
剥离	--	--	--	--
其它	(8,542.4)	--	--	--
投资活动产生的现金流	(25,062.3)	(30,677.7)	(36,952.5)	(43,846.9)
支付的股息 (普通股和优先股)	(5,442.4)	(8,490.7)	(11,275.8)	(15,041.9)
借款增减	22,670.0	35,000.0	20,000.0	50,000.0
其它融资性现金流	8,200.3	10,500.0	0.0	0.0
筹资活动产生的现金流	25,062.3	37,009.3	8,724.2	34,958.1
总现金流	8,128.7	(1,233.7)	4,363.0	(8,170.8)
自由现金流	3,943.0	(1,576.3)	30,305.4	(1,528.9)

资料来源: 公司数据、高盛研究预测

在新市场的初步成功将推动中长期内更具可持续性的增长

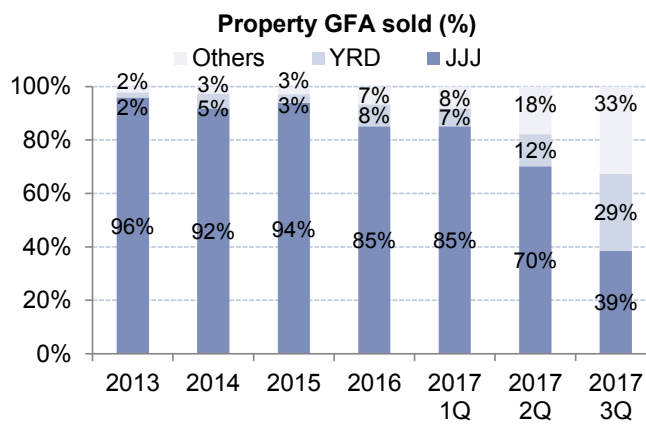
我们认为，华夏幸福一直在灵活调整其战略性重心和业务侧重，其在嘉善和来安等河北省以外的产业新城开发取得了初步成功（吸引新投资），而且在京津冀地区以外的房地产销售贡献不断上升。我们认为，随着越来越多的产业园发展成熟并贡献收入，华夏幸福30%的历史每股盈利年均复合增速将在中长期内基本得以保持（我们预计2017-2019年为29%并将在下节中解释为何我们预计2020年盈利将同比下滑）。

图表 1: 华夏幸福在京津冀地区以外的业务扩张
各地区销售面积明细



资料来源：公司数据

图表 2:
各地区销售面积明细（占比）



资料来源：公司数据

主要推动因素

我们认为，证明华夏幸福有能力在核心市场以外成功开展业务（包括房地产开发和园区托管业务）的更多迹象将推动该股估值重估。我们预计：1) 京津冀地区以外的销售贡献持续上升将缓解市场对于公司财务状况将难以支撑业务进一步扩张的担忧。我们预计我们当前的2018/2019年合同销售预测（超过人民币500亿元）面临的上行风险将大于下行风险；2) 未来几个季度公司在产业新城（尤其是在长江经济带）创造的收入将加速增长。

盈利预测和估值

预测：我们预计2017-2019年每股盈利同比增速为32%/28%/29%，主要受到过去两年园区开发业务收入平均增长12%和房地产销售表现强劲带动房地产结算收入平均增长50%的推动。我们的2020年每股盈利预测为人民币4.09元，同比下降15%，主要归因于我们在2018-2020年预测中未计入新收购土地（与我们对研究范围内其他开发商采用的方法相一致）导致房地产开发收入大幅下降。

估值：我们基于部分加总法的12个月目标价格为人民币44.8元（总股权价值为人民币1,325亿元），详见下文图表3。

图表 3: 基于部分加总估值法的12个月目标价格为人民币44.8元
华夏幸福估值明细

Valuation	End-18E
Industrial park operation DCF valuation	104,473
Property development GAV	206,307
Property development (ST - until 2021E)	70,591
Property development (LT - until 2022-2031E)	135,715
Price target at discount to NAV (Existing land bank)	15%
Price target at discount to NAV (future land bank)	60%
Property development valuation	114,289
Net cash/(net debt)	(73,563)
Minority interests (Rmb mn)	(12,671)
Valuation attributable to equity shareholders (Rmn mn)	132,528
No. of shares	2,955
Target price (Rmb)	44.80

资料来源: 高华证券研究

图表 4: 贴现现金流估值: 采用10%的加权平均资本成本
华夏幸福的加权平均资本成本计算

WACC calculation	
Equity component	
Equity market premium	6.5%
Risk free rate	3.5%
Beta	1.22
Cost of equity	11.4%
Debt component	
Cost of debt	7.3%
Tax rate	25.0%
After-tax cost of debt	5.5%
Long-run debt-to-capital ratio	30%
WACC	10%

资料来源: 高华证券研究

华夏幸福估值具有吸引力, 与我们A股上市开发商均值相对持平 (2018年预期市盈率为10.3倍, 2017年预期市净率为3.7倍, 而A股上市开发商均值分别为11.0倍和2.3倍), 但2018-19年预期净资产回报率为32%, 高于19%的A股上市开发商均值。我们重申买入评级。

并购框架: 我们对研究范围内开发商给予了1至3分的并购评分, 1分代表并购可能性较高 (30%-50%), 2分代表可能性适中 (15%-30%), 3分代表可能性较低 (0%-15%)。

我们对华夏幸福的并购评分为“3”, 以反映公司由单一大股东持股的所有权结构、稳健的财务状况及管理层较低的并购意愿。对于评分为“3”的公司, 根据研究部的相关指引, 我们不会在目标价格中计入并购因素。有关并购框架详情, 请参见我们2017年2月3日发表的报告“保利置业: 潜在并购带来的资产价值显现有望带动估值重估; 上调评级至买入”。

主要风险

河北省楼市调控政策持续。如图表2所示，京津冀（华夏幸福主要面向河北省）仍仅占到2017年三季度公司销量的39%，较2017年之前逾85%的占比显著下滑。尽管公司在2017年达成了销售目标，但考虑到公司在河北的土地储备规模较大（占比70%以上），河北省楼市调控持续可能对公司中长期销售增长构成挑战。

过于激进的规模扩张令财务状况过度承压。如果公司房地产业务因政策调控而显著放缓，则公司需要调整对产业新城的投资进度。产业新城开发在创造可观收入之前需要大规模的前期资本投入，因此需要来自房地产开发业务的稳定或不断增加的现金流以维持财务状况稳健。

高华证券感谢高盛分析师陶丹在本报告中的贡献。



信息披露附录

申明

我们，王逸，CFA、李薇，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。

并购评分

在我们的全球覆盖范围内，我们使用并购框架来分析股票，综合考虑定性和定量因素（各行业和地区可能会有所不同）以计入某些公司被收购的可能性。然后我们按照从1到3对公司进行并购评分，其中1分代表公司成为并购标的的概率较高(30%-50%)，2分代表概率为中等(15%-30%)，3分代表概率较低(0%-15%)。对于评分为1或2的公司，我们按照研究部统一标准将并购因素体现在我们的目标价格当中。并购评分为3被认为意义不大，因此不予体现在我们的目标价格当中，分析师在研究报告中可以予以讨论或不予讨论。

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是一项侧重于通过发现优质行业领先企业而实现长期超额收益的全球投资策略。GS SUSTAIN 50关注名单列出了我们认为凭借出色的资本回报、具有可持续性的竞争优势和对ESG（环境、社会和企业治理）风险的有效管理而有望在长期内相对于全球同业表现出色的行业领军企业。候选企业主要基于对企业在这三方面表现的综合量化分析筛选而出。

相关的股票研究范围

王逸，CFA：A股房地产、中国房地产行业。李薇：A股房地产、中国房地产行业。

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、龙光地产、龙湖地产、保利置业、红星美凯龙、世茂房地产、远洋地产、SOHO中国、仁恒置地。

信息披露

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： 华夏幸福 (Rmb39.47)

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 (Rmb39.47)

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 (Rmb39.47)

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、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，或在本文中讨论交易策略，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，将不时地根据适用的法律和法规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求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求购买要约。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。

全球投资研究部提供的不同服务层级：根据您对接收沟通信息的频率和方式的个人偏好、您的风险承受能力、投资重心和视角（例如整体市场、具体行业、长线、短线）、您与高华证券的整体客户关系的规模和范围、以及法律法规限制等各种因素，高华证券全球投资研究部向您提供的服务层级和类型可能与高华证券提供给内部和其他外部客户的服务层级和类型有所不同。例如，某些客户可能要求在关于某个证券的研究报告发表之时收到通知，某些客户可能要求我们将内部客户网上提供的分析师基本面分析背后的某些具体数据通过数据流或其它途径以电子方式发送给他们。分析师基本面研究观点（如股票评级、目标价格或盈利预测大幅调整）的改变，在被纳入研究报告、并通过电子形式发表在内部客户网上或通过其它必要方式向有权接收此类研究报告的所有客户大范围发布之前，不得向任何客户透露。

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。有关一个或多个证券、市场或资产类别（包括相关服务）的研究报告、模型或其它数据，请联络您的高华销售代表。

北京高华证券有限责任公司版权所有 © 2018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。

