

买入

京东方A (000725.SZ)

成为华为Mate 20 Pro的OLED主供应商，具有里程碑意义；重申买入评级

000725.SZ 12个月目标价格: Rmb4.50 股价: Rmb2.65 上涨空间: 69.8%

京东方宣布首次成为旗舰智能手机的柔性OLED显示屏主供应商，搭载在华为Mate 20 Pro智能手机上。我们认为这对于京东方今后成为值得信赖的OLED供应商具有重要的里程碑意义。在我们看来，华为在其高端旗舰机型上搭载京东方OLED显示屏意味着对京东方OLED技术、良率、产品质量和量产能力的认可。我们认为，在京东方获得这一设计订单后，我们对2018年全年出货量300万片的预测应可实现。更为重要的是，获得这一设计订单有望为2019年以后国内安卓手机制造商搭载京东方的OLED显示屏铺平道路，支持了我们认为OLED将从2020年开始为京东方贡献盈利的观点。我们重申对京东方的买入评级，12个月目标价格仍为人民币4.5元，上涨空间70%。本文列出了我们对京东方的OLED资本支出计划和出货量的预测。

最新动态

华为于10月16日正式推出了Mate 20系列旗舰智能手机。京东方管理层表示，华为已将京东方作为Mate 20 Pro智能手机的柔性OLED显示屏主供应商，京东方计划在今年发货300万片。据CINNO信息显示，Mate 20 Pro的第二家OLED供应商是LG Display，其产量有限，而去年推出的Mate 10 Pro的OLED供应商（例如三星电子）仅向Mate 20X（面向小众市场）提供硬屏OLED。

Mate 20 Pro的显示屏性能较上一代Mate 10 Pro大幅改善：纵横比更高、分辨率/PPI大幅提升、屏占比更高、具有凹口设计/曲线边缘。此外，Mate 20 Pro是全球首款同时搭载屏下指纹识别芯片和3D人脸识别芯片的智能手机机型；这些高度集成的解决方案加大了显示屏模组的制造难度。此外，若将华为Mate 20 Pro的显示屏性能与三星Galaxy S9和iPhone XS Max相比较（后两者均采用了三星电子的高质量OLED智能手机显示屏），会发现差异不大。我们看到实际上Mate 20 Pro的PPI高于iPhone XS Max。

胡玲玲 (分析师)

执业证书编号:S1420511100002
+86(10)6627-3520 | lingling.hu@ghsl.cn
北京高华证券有限责任公司

主要数据

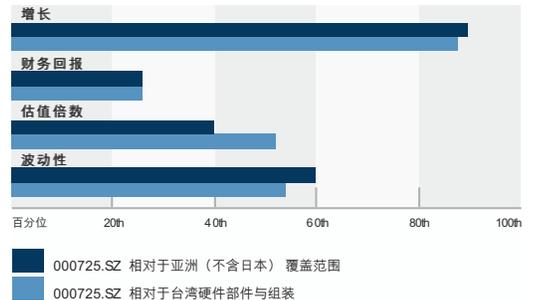
市值: Rmb92.2bn / \$13.3bn
企业价值: Rmb184.4bn / \$26.6bn
3个月日均成交量: Rmb1.4bn / \$197.7mn
中国
台湾硬件部件与组装
并购概率: 3

预测

	12/17	12/18 E	12/19 E	12/20 E
主营业务收入 (Rmb mn)	93,800.5	95,392.7	136,924.0	160,381.1
EBITDA (Rmb mn)	24,915.7	20,587.5	29,284.9	36,656.5
每股盈利 (Rmb)	0.22	0.15	0.27	0.37
市盈率 (X)	19.5	17.1	9.7	7.2
市净率 (X)	1.7	1.0	1.0	0.9
股息收益率 (%)	1.2	1.3	2.4	3.2
净负债/EBITDA (X)	2.1	3.0	2.3	1.8
CROCI (%)	12.7	11.0	9.9	11.1
自由现金流收益率 (%)	(12.9)	(10.4)	1.1	2.6

	6/18	9/18 E	12/18 E	3/19 E
每股盈利 (Rmb)	0.03	0.04	0.03	0.04

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

京东方A (000725.SZ)

评级自2018年9月20日

比率和估值

	12/17	12/18 E	12/19 E	12/20E
市盈率 (X)	19.5	17.1	9.7	7.2
市净率 (X)	1.7	1.0	1.0	0.9
自由现金流收益率 (%)	(12.9)	(10.4)	1.1	2.6
EV/EBITDA (X)	6.6	9.0	6.5	5.3
CROCI (%)	12.7	11.0	9.9	11.1
净资产回报率 (%)	9.3	6.2	10.3	12.6
净负债/股东权益 (%)	51.2	51.9	53.0	48.1
利息保障倍数 (X)	5.0	2.4	3.9	4.6
存货销售天数	32.7	33.0	32.2	32.0
应收账款周转天数	69.6	69.6	69.6	69.6
应付账款周转天数	161.6	161.6	161.6	161.6
杜邦净资产回报率 (%)	7.3	4.5	7.5	9.1
周转率 (X)	0.4	0.3	0.4	0.5
杠杆比率 (X)	2.5	2.5	2.6	2.4

增长率和利润率 (%)

	12/17	12/18 E	12/19 E	12/20E
主营业务收入增长率	36.1	1.7	43.5	17.1
EBITDA增长率	70.4	(17.4)	42.2	25.2
每股盈利增长	305.2	(28.7)	77.2	33.8
每股股息增速	67.9	(28.9)	77.2	33.8
EBIT利润率	13.8	7.5	9.7	10.7
EBITDA利润率	26.6	21.6	21.4	22.9
净利润率	8.1	5.6	7.0	8.0

股价走势图



	3个月	6个月	12个月
绝对	(24.7)%	(43.0)%	(49.9)%
相对于沪深300指数	(15.1)%	(29.5)%	(35.1)%

资料来源: 公司数据、高盛研究预测、FactSet (股价为2018年10月18日收盘价)

损益表 (Rmb mn)

	12/17	12/18 E	12/19 E	12/20E
主营业务收入	93,800.5	95,392.7	136,924.0	160,381.1
主营业务成本	(70,282.5)	(76,199.7)	(105,642.2)	(121,900.6)
销售、一般及管理费用	(10,546.9)	(12,037.1)	(17,999.2)	(21,330.7)
研发费用	0.0	0.0	0.0	0.0
其它营业收入/(费用)	-	-	-	-
EBITDA	24,915.7	20,587.5	29,284.9	36,656.5
折旧和摊销	(11,944.5)	(13,431.7)	(16,002.2)	(19,506.7)
EBIT	12,971.2	7,155.9	13,282.7	17,149.8
净利息收入/(支出)	(1,928.1)	(2,384.4)	(2,746.2)	(3,025.2)
联营公司损益	0.2	(39.1)	(70.6)	(94.0)
税前利润	9,741.1	6,397.5	11,587.2	15,409.8
税项拨备	(1,880.7)	(1,214.1)	(2,250.0)	(2,945.7)
少数股东损益	(292.7)	200.0	200.0	300.0
优先股息	-	-	-	-
非经常性项目前净利润	7,567.8	5,383.5	9,537.3	12,764.1
税后非经常性损益	-	-	-	-
非经常性项目后净利润	7,567.8	5,383.5	9,537.3	12,764.1
EPS (基本, 扣非前) (Rmb)	0.22	0.15	0.27	0.37
EPS (摊薄, 扣非前) (Rmb)	0.22	0.15	0.27	0.37
EPS (基本, 扣非后) (Rmb)	0.22	0.15	0.27	0.37
EPS (摊薄, 扣非后) (Rmb)	0.22	0.15	0.27	0.37
每股股息 (Rmb)	0.05	0.04	0.06	0.08
股息支付率 (%)	23.0	23.0	23.0	23.0

资产负债表 (Rmb mn)

	12/17	12/18 E	12/19 E	12/20E
现金及等价物	47,913.3	51,397.1	53,731.0	58,525.5
应收账款	17,165.1	19,196.8	32,996.0	28,138.1
存货	8,957.7	8,292.9	15,850.2	12,310.2
其它流动资产	25,744.2	27,177.4	27,177.4	27,177.4
流动资产	99,780.3	106,064.1	129,754.6	126,151.2
固定资产净额	139,386.5	164,975.5	177,106.7	188,734.9
无形资产净额	3,560.5	6,602.3	5,975.6	5,348.8
投资总额	9,085.4	9,946.3	16,158.2	18,049.8
其它长期资产	4,296.0	5,296.9	5,296.9	5,296.9
资产合计	256,108.7	292,885.0	334,291.9	343,581.6
应付账款	32,795.7	34,658.4	58,859.0	49,050.9
短期债务	12,359.4	12,359.4	15,359.4	17,359.4
其它流动负债	4,581.0	4,078.8	5,033.8	5,775.7
流动负债	49,736.2	51,096.7	79,252.3	72,186.0
长期债务	88,940.1	100,940.1	105,940.1	108,940.1
其它长期负债	13,148.2	21,606.8	21,606.8	21,606.8
长期负债	102,088.3	122,546.9	127,546.9	130,546.9
负债合计	151,824.5	173,643.6	206,799.2	202,732.9
优先股	-	-	-	-
普通股权益	84,809.8	88,955.6	96,300.1	106,129.6
少数股东损益	19,474.4	30,285.9	31,192.6	34,719.1
负债及股东权益合计	256,108.7	292,885.0	334,291.9	343,581.6
总现金投资, 名义 (剔除现金)	219,162.1	263,524.9	293,444.5	326,512.7
调整后净负债	53,386.3	61,902.4	67,568.6	67,774.1
平均已动资本	134,387.4	169,407.2	188,102.6	201,842.0
每股净资产 (Rmb)	2.44	2.56	2.77	3.05

现金流量表 (Rmb mn)

	12/17	12/18 E	12/19 E	12/20E
净利润	7,567.8	5,383.5	9,537.3	12,764.1
折旧及摊销加回	11,944.5	13,431.7	16,002.2	19,506.7
少数股东权益加回	292.7	(200.0)	(200.0)	(300.0)
运营资本增减净额	3,675.6	495.9	2,844.0	(1,410.3)
其它经营性现金流	2,786.4	6,063.7	70.6	94.0
经营活动产生的现金流	26,267.0	25,174.8	28,254.1	30,654.4
资本开支	(47,741.9)	(37,920.9)	(26,957.3)	(27,348.3)
收购	-	-	-	-
剥离	6.9	-	-	-
其它	(11,327.0)	(5,041.6)	(12,788.8)	(15,144.6)
投资活动产生的现金流	(59,062.0)	(42,962.5)	(39,746.2)	(42,492.9)
支付的股息 (普通股和优先股)	(1,046.6)	(1,739.9)	(1,237.7)	(2,192.7)
借款增减	34,769.1	12,000.0	8,000.0	5,000.0
其它融资性现金流	(2,369.0)	11,011.4	7,063.7	13,825.7
筹资活动产生的现金流	31,353.5	21,271.5	13,825.9	16,632.9
总现金流	(1,441.5)	3,483.8	2,333.9	4,794.5
自由现金流	(21,474.9)	(12,746.1)	1,296.8	3,306.2

资料来源: 公司数据、高盛研究预测

图表 1: Mate 20 Pro的显示屏性能较上一代机型显著改善, 京东方与三星在OLED显示屏质量方面的差距大幅缩小
Display performance comparison by smartphone models

Display features	Huawei Mate 20 Pro	Huawei Mate 10 Pro	Samsung Galaxy S9	iPhone XS Max
Launch time	16-Oct-18	16-Oct-17	16-Mar-18	13-Sep-18
Display supplier	BOE	Samsung Electronics	Samsung Electronics	Samsung Electronics
Display type	Flexible AMOLED	Flexible AMOLED	Flexible AMOLED	Flexible AMOLED
Size	6.39 inches	6.0 inches	5.8 inches	6.5 inches
Aspect ratio	19.5:9	18:9	18.5 : 9	19.5:9
Resolution	3120 x 1440	2160 x 1080	2960 x 1440	2688 x 1242
PPI	538	402	570	458
Notch design	Yes	No	No	Yes
Curved edge	Yes	No	Yes	No
Under Display fingerprint sensor	Yes	No	No	No

资料来源: 公司数据

超出我们预期之处

首先, 我们此前预计京东方因良率和量产能力弱于三星而只能成为华为Mate 20 Pro的第二供应商, 但现在京东方已取代三星电子成为向该机型供货的主供应商。我们认为华为在其高端旗舰机型上搭载京东方显示屏意味着对京东方OLED技术、良率、产品质量以及量产发货能力的认可。

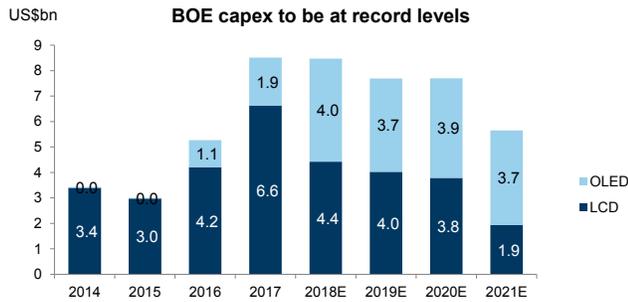
其次, 华为Mate 20 Pro与三星Galaxy S9/iPhone XS Max在显示屏性能方面的差距不大, 表明京东方与三星在OLED技术和产品质量上的差距已明显缩小。虽然京东方要证实其OLED产品质量实力和稳定性尚需时日, 但我们认为被Mate 20 Pro采用对于京东方雄心勃勃的OLED战略具有里程碑意义。

投资影响和分析

如我们此前所述, OLED的较高价位(尤其是柔性OLED)和以三星电子作为单一主供应商隐含的风险可能是国内手机品牌大规模采用OLED的障碍。我们认为国内供应商正在期待更多的价位更低的多样化OLED显示屏供应, 尤其是来自国内显示屏供应商(参见2018年9月20日发表的报告“中国 电子元件: 雄图大略展现 - 首次覆盖中国显示行业; 买入京东方”)。

我们预计, 在京东方被华为认可并用于Mate 20 Pro之后, 从2019年开始越来越多的国内手机品牌新旗舰机型将追随华为, 采用京东方的OLED显示屏, 进而将带动OLED渗透率上升和发货量增长(我们预计OLED在全球智能手机市场的渗透率将从2017年的26%升至2020年的42%)。如我们此前所述, 京东方领先的资本开支显示了其雄心勃勃的OLED发展愿景(参见2018年9月20日发表的报告“京东方A (000725.SZ): LCD行业的结构性赢家, 日渐壮大的OLED供应商; 首次覆盖评为买入”)。我们预计京东方将成为全球范围内继韩国三星电子和LG Display之后的下一个值得信赖的移动产品OLED供应商。基于产能爬坡和良率提升计划, 我们预计到2021年京东方在全球移动产品OLED市场上所占份额将达到11%, OLED将从2020年开始贡献盈利。

图表 2: 京东方发展OLED雄心勃勃, 投资处于领先地位
京东方平板显示屏资本支出



Note: Above numbers include total CAPEX invested for BOE FPD fabs by BOE itself, government or third parties.

资料来源: 公司数据、高盛全球投资研究、高华证券研究

图表 3: 我们预计到2021年京东方在全球移动设备OLED市场上的份额将达到11%, OLED将从2020年开始贡献盈利
京东方OLED业务板块概览

		2018E	2019E	2020E	2021E
Unit shipment	mn pieces	3	25	59	106
Y/Y Growth (%)			633%	135%	81%
Market share in China OLED smartphone					
Market share in China OLED smartphone	%	2%	12%	22%	30%
Market share in Global OLED smartphone					
Market share in Global OLED smartphone	%	1%	4%	8%	11%
Unit ASP	US\$ per piece	60	57	55	53
Y/Y Growth (%)			-5%	-3%	-3%
Unit COGS	US\$ per piece	66	48	40	37
Y/Y Growth (%)			-27%	-17%	-8%
Unit COGS: Depreciation	US\$ per piece	28	17	12	11
Y/Y Growth (%)			-41%	-25%	-10%
Unit COGS: non-Depreciation	US\$ per piece	38	32	28	26
Y/Y Growth (%)			-17%	-12%	-8%
Unit GP	US\$ per piece	(7)	8	15	16
Y/Y Growth (%)				72%	12%
Gross profit margin	%	-11.2%	14.9%	26.6%	30.6%

资料来源: 高盛全球投资研究、高华证券研究

对三星电子而言, 我们认为公司业内领先的OLED技术、产能、经验以及成熟的供应链体系将确保公司仍是高端和大众级移动产品OLED面板的领军供应商。我们在本报告中并未调整我们的整体市场份额假设。但是我们认为, 随着快速增长的OLED市场中涌现新的竞争对手, 中长期内三星电子的市场份额将逐渐下降, 在低端领域尤其如此。

估值: 我们并未调整盈利预测和目标价格。我们的12个月目标价格仍为人民币4.5元, 隐含约70%的上行空间(我们使用15.8倍的市净率-净资产回报率3年均值, 得出1.6倍的市净率目标, 然后应用于2019年预期每股账面价值计算得出目标价格)。该股当前股价对应1.0倍的12个月预期市净率, 低于其1.3倍的5年历史均值。鉴于净资产回报率改善, 我们认为该股估值具吸引力。重申买入评级。主要风险: (1) 供应过剩导致LCD定价走弱; (2) OLED爬坡慢于预期; (3) 政府补助减少; (4) 颠覆性技术的进展加快。

高华证券感谢高盛分析师陈思维和李龙金对本报告的贡献。

信息披露附录

申明

本人，胡玲玲，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。

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的公司之间进行比较。

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

胡玲玲：台湾硬件部件与组装。

台湾硬件部件与组装：AAC Technologies、Acer、ASUSTeK Computer、BOE Technology Group (A)、Casetek Holdings、Catcher Technology、Compal Electronics、Dongxu Optoelectronic Technology Co.、GoerTek Inc.、Hon Hai Precision、HTC Corp.、Largan Precision、Lenovo Group、Pegatron、Quanta Computer、Shenzhen Luxshare Precision Ind、Shenzhen O-Film Tech Co.、Shenzhen Sunnypol Optoelectronics Co.、Sunny Optical Technology Group、Tianma Microelectronics Co.、Tongda Group、TPK Holding、Wistron。

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。

没有对下述公司的具体信息披露：BOE (B) (HK\$4.83)、BOE Technology Group (A) (Rmb2.65)

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，该名单对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未来前景的看法。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空头或空头寸，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。