

阅文集团 (00772.HK) 2018 年中报暨重大事项点评

付费阅读经历增长波动期，拟并购新丽深度布局 IP 运营

2018 年 8 月 14 日

投资要点

- ❖ **付费阅读业务收入增速减缓，盈利能力提升超预期。**2018 年上半年，公司实现营业收入 22.8 亿元，同比增长 18.6%；实现经营盈利 5.7 亿元，同比增长 142.2%；实现归母净利润 5.04 亿元，同比增长 136.2%；非通用准则下，公司实现归母净利润 4.8 亿元，同比增长 59.2%。报告期内，公司盈利保持高速增长，核心来自于毛利率提升和费用率下降。但收入增长有所下滑，核心原因来自于付费用户规模有所下滑所致。
- ❖ **MAU、ARPU 增速符合预期，MPU 由于新用户还在转化当中有所下滑。**2018H1 公司整体 MAU 达到 2.13 亿 (yoy+11.3%)，其中自有平台 1.06 亿 (yoy+20%)，腾讯侧 1.07 亿 (yoy+3.5%)，核心驱动来自于自有平台用户增长和腾讯侧渠道拓展 (腾讯视频等)；MPU (月付费用户) 为 1070 万 (yoy-7.0%)，月付费用户占比 5.0% (yoy-1pct)，月付费用户下滑主要原因来自于腾讯侧渠道数据下滑，且获取的新用户付费转化还需要一定时间；月付费 ARPU 为 24.4 元 (yoy+19.0%)，显示了核心用户付费意愿持续提升的趋势。考虑到公司用户基数仍然在上升，下半年将深度布局预装、微信等新渠道，中长期我们仍然预期付费率会重回上升轨道。
- ❖ **内容优势继续巩固，版权运营业务保持高速增长。**2018H1，公司平台拥有作家 730 万 (yoy+14%)，作品总数 1070 万部 (yoy+11%)，原创作品数量 1020 万部 (yoy+11%)，公司网络文学内容地位稳固。版权业务 2018H1 实现收入 3.17 亿元 (yoy+103.6%)，主要得益于公司优质 IP 价格持续提升的趋势 (为主) 以及部分影视项目投资收益的确认。我们认为，公司 IP 运营业务仍然是公司中长期空间所在，未来一方面优质 IP 价格和授权还有一定上升空间，另一方面 IP 运营的项目也将逐步为公司贡献更多营收。
- ❖ **拟收购新丽传媒深度布局 IP 运营产业链，腾讯泛娱乐生态又一重要布局。**公司拟以不高于 155 亿价格收购新丽传媒，约 70% 采用股份分期支付，30% 采用现金分期支付，股份支付价格确定为 80 港币/股。新丽传媒是国内领先影视内容制作商之一，此次收购一方面将有望帮助阅文拥有顶级 IP 运营全产业链开发的能力，另一方面新丽内容能力也将有助于增强公司 IP 授权业务，从而反哺整个作者生态系统。中长期来看，此次并购战略意义在于打通了阅文顶级 IP 储备，新丽顶级内容制作能力以及腾讯顶级渠道，若协同得当，阅文+新丽组合未来有望成为腾讯生态重要布局。
- ❖ **风险因素。**竞争加剧风险；付费阅读发展不达预期；IP 变现不达预期风险。
- ❖ **盈利预测及估值。**暂不考虑新丽收购和并表，公司新业务付费转化经历波动期，我们下调公司 2018-20 年营业收入预测至 48.8/62.1/79.0 亿元 (原预测为 57.7/78.5/96.2 亿元)；公司毛利率和费用率改善超我们预期，我们调整公司 2018-20 年 EPS 预测至 1.07/1.45/1.95 元 (原预测 0.93/1.46/1.78 元)。考虑到公司网文行业发展趋势没有扭转，公司龙头地位没有改变，且未来 IP 业务还有较大提升和发展空间，我们维持“增持”评级。

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2,556.87	4,095.07	4,880.40	6,209.81	7,899.53
营业收入增长率	59.14%	60.16%	19.18%	27.24%	27.21%
净利润(百万元)	36.68	556.13	967.36	1,313.67	1,764.02
净利润增长率	N/A	1416.04%	73.95%	35.80%	34.28%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.05	0.74	1.07	1.45	1.95
毛利率%	41.26%	50.68%	53.00%	53.00%	53.00%
净资产收益率 ROE%	0.71%	4.41%	7.12%	8.82%	10.58%
PE	1,145	77	51	38	28
PB	10	4	4	3	3

资料来源：中信证券数量化投资分析系统
 注：股价为 2018 年 8 月 13 日收盘价，除非特别标明，本文货币单位均为人民币

注：股价为 2018 年 8 月 13 日收盘价，除非特别标明



增持 (维持)

当前价：67 港元

中信证券研究部

唐思思

电话：021-20262142

邮件：tangsi@citics.com

执业证书编号：S1010517080007

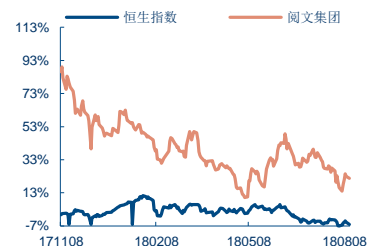
肖俨行

电话：010-60836817

邮件：xiaoyan@citics.com

执业证书编号：S1010517070001

相对指数表现



资料来源：中信证券数量化投资分析系统

主要数据

恒生指数	27936.57 点
总股本/港股流通股	906.42/906.42 百万股
近 12 月最高/最低价	104.0 港元/60.55 港元
近 1 月绝对涨幅	-11.2%
近 6 月绝对涨幅	-6.94%
今年以来绝对涨幅	-19.62%
12 个月日均成交额	313.55 百万港元

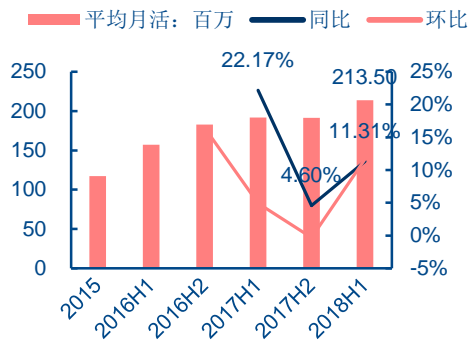
相关研究

1. 阅文集团 (0772.HK) 2017 年年报点评—规模效应持续显现，2018 年 IP 运营业务蓄势待发(2018-03-20)
2. 阅文集团 (00772.HK) 投资价值分析报告—网文绝对龙头，东方“漫威”横空出世(2017-12-29)

财报要点分析

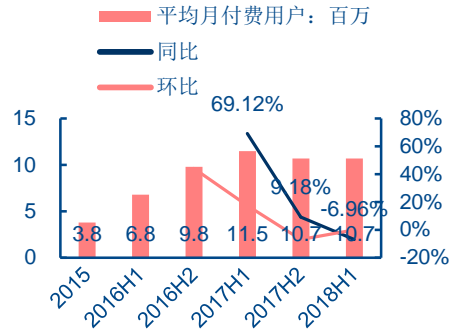
营收增长三驾马车：2018H1 MAU 2.13 亿，同比增长 11.31%；MPU1070 万，同比下滑 7%，环比持平；月付费用户占比进一步下滑之 5%，去年同期为 6%，2017H2 为 5.6%；2018H1 平均 ARPU 为 146 元，同比增长 19.22%，环比基本持平。

图 1：阅文集团 MAU 数据



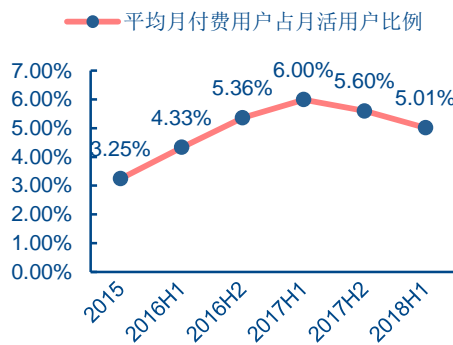
资料来源：公司财报，中信证券研究部

图 2：阅文集团 MPU 数据



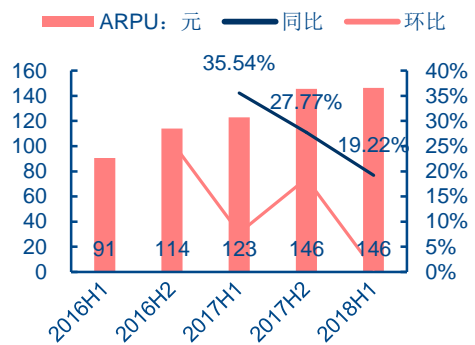
资料来源：公司财报，中信证券研究部

图 3：阅文集团月付费/MAU 用户占比



资料来源：公司财报，中信证券研究部

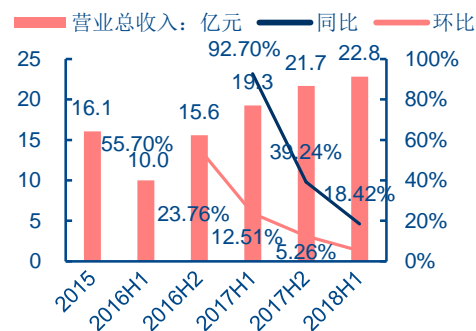
图 4：阅文集团 ARPU 值



资料来源：公司财报，中信证券研究部

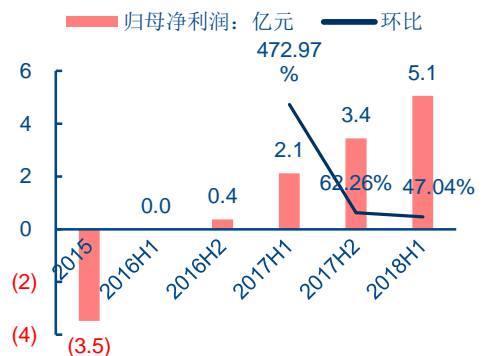
营收情况：2018H1 实现影业收入 2.8 亿元，同比增长 18.42%，环比增长 5.26%，增速有所减缓。归母净利润为 5.1 亿元，同比增长 138.59%，环比增长 47%；其中 Non-GAPP 归母净利润 4.82 亿元，同比增长 59.2%。

图 5：阅文集团营业收入数据



资料来源：公司财报，中信证券研究部

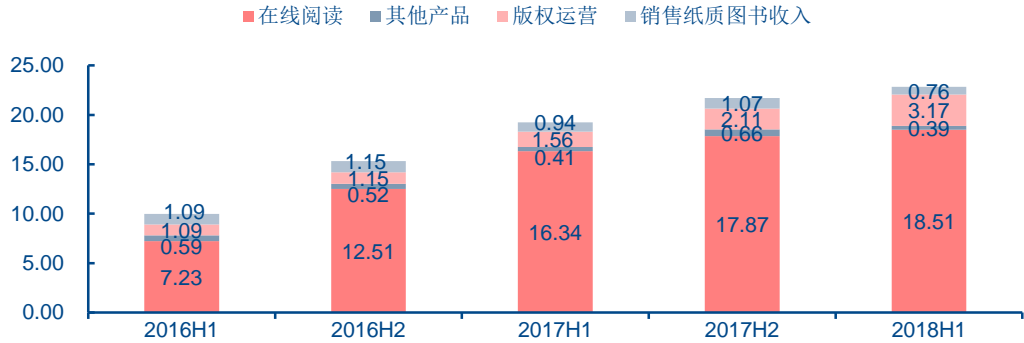
图 6：阅文集团归母净利润数据



资料来源：公司财报，中信证券研究部

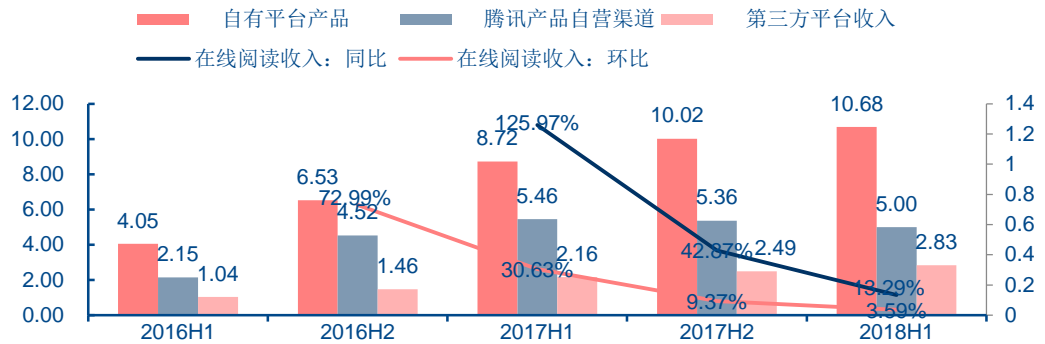
营收结构：付费阅读业务 2018H1 实现营收 18.5 亿元，同比增长 13.3%，营收占比为 81.1%。其中自有平台收入 10.68 亿元，同比增长 22.5%；腾讯侧平台收入 5 亿元，同比下滑 8%；第三方平台收入 2.83 亿元，同比增长 30.7%。版权运营业务实现收入 3.17 亿元，同比增长 103.6%，收入占比提升至 13.9%。

图 7：阅文集团收入结构（亿元）



资料来源：公司财报，中信证券研究部

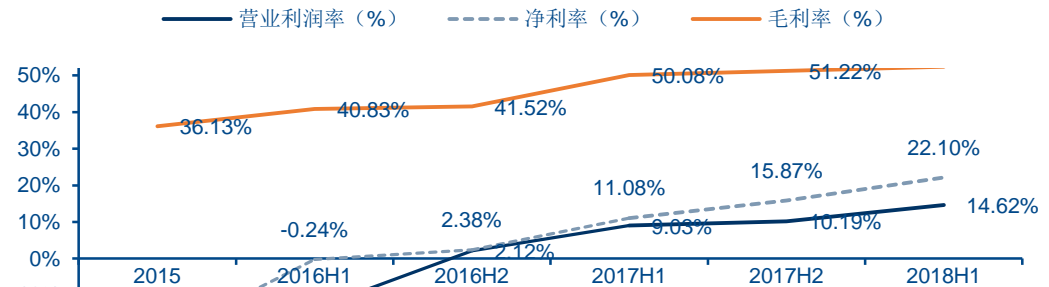
图 8：阅文集团付费阅读业务收入结构（左轴：亿元）



资料来源：公司财报，中信证券研究部

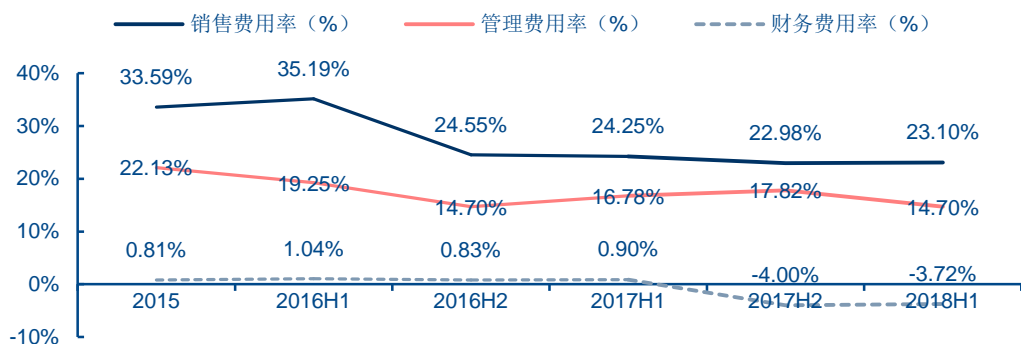
利润率和费用率：2018H1，毛利率进一步提升至 51.22%；净利润率提升至 22.10%；营业利润率提升至 14.62%。费用率方面，销售费用率微升至 23.1%，管理费用率大幅下降至 14.7%；财务费用率基本保持稳定。

图 9：阅文集团利润率走势



资料来源：公司财报，中信证券研究部

图 10: 阅文集团费用率走势



资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

阅文收购新丽传媒情况梳理

交易方案: 股份支付 70%, 现金支付 30%

8 月 13 日晚, 阅文集团公布拟购买新丽传媒 100% 的股权的交易方案, 作价不超过 115 亿元。本次交易采取发行股份和现金支付相结合的方式, 对于 **Tencent Mobility** 采取股票支付, 对于包括管理层的其他持股方 (合称为管理层卖方) 支付 50% 的股票和 50% 的现金。

表 1: 交易前 新丽传媒股东情况

卖方	目标股份数目及类别	相关股份类别于目标公司的股权百分比
Tencent Mobility	23,065,815 股系列 A 优先股	系列 A 优先股的 100%
创办人特殊目的公司	56,032,020 股普通股	普通股的 60.73%
曲女士特殊目的公司	25,184,940 股普通股	普通股的 27.30%
管理层特殊目的公司	11,046,299 股普通股	普通股的 11.97%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

上市公司向 **Tencent Mobility** 共支付现金对价合计 52.3 亿元, 占总对价的 34.1%, 收购腾讯股份交易价格为 72.73 元/股。公司将向管理层卖方共支付对价 102.1 亿元, 占总对价的比 65.9%。其中一半发行股份, 一般现金支付。公司一共发行新股最多 153,936,541 股, 占目前上市公司已发行股本的 16.98%, 占发行后总股本的 14.52%。收购事项的代价股份将按每股 80 港元的价格发行, 较 8 月 13 日收市价 67 港元的相同价格溢价约 19.40%。

表 2: 重组交易对价支付细节

卖方	每股目标公司普通股 代价 (RMB, 按转换 后全面摊薄基准计算)	代价总值 (RMB)	占比	结算方式
Tencent Mobility	72.73	5,289,944,800	34.1%	于完成时以 100% 代价股份结算
管理层卖方	110.66	10,210,055,200	65.9%	以 50% 现金及 50% 代价股份结算, 并根据获利计酬机制下的延误支付表支付
合计		15,500,000,000	100%	

资料来源: 公司公告, 中信证券研究

收购的支付对价设立“获利计酬机制”(业绩承诺), 新丽传媒承诺万达影视 2018 年~2020 年度承诺净利润数分别不低于 5 亿元、7 亿元、9 亿元, 按照对应年份实际完成业绩情况, 分期支付现金和股份。如果未达到业绩承诺, 将扣减应付价款。

考虑到公司约 70% 交易对价采用股份支付, 且股份支付定价相对较高, 我们认为公司此次收购方案从定价来看并不存在如市场预期显著虚高的情况。此外, 设立对赌业绩, 股份

和现金分期支付（股份有锁定期，2020 年解禁，此后每年仅解禁 20%），也最大化考虑到了收购风险控制。

表 3：新丽传媒获利计酬机制（业绩承诺）和分期付款

单位：RMB 元	交易完成时付款	2018 年底	2019 年底	2020 年底	合计
对应业绩承诺		5 亿	7 亿	9 亿	21 亿
应付现金占比	15.00%	15.00%	10.00%	10.00%	50.00%
应付股份占比	25.00%	5.00%	10.00%	10.00%	50.00%

资料来源：公司公告，中信证券研究部

新丽传媒：国内领先影视泛娱乐内容制作公司

新丽传媒成立于 2007 年，是国内一流的影视剧制作公司，主要从事电视剧、网络剧及电影的制作和发行。新丽传媒拥有一批才华横溢且广受好评的编剧、导演及制片人。2015 年至 2017 年期间，新丽传媒播出十部电视剧及一部网络剧。该等电视剧均由目标集团担任其主要制片人或联合制片人，包括《我的前半生》、《白鹿原》、《风筝》、《女医明妃传》及《余罪》等。同期，新丽传媒参与出品推广发行的九部电影包括《悟空传》、《情圣》、《羞羞的铁拳》及《夏洛特烦恼》等。

图 11：新丽传媒主要作品



资料来源：新浪娱乐，中信证券研究部

公司公告显示新丽传媒最新财务数据：新丽传媒 2017 年除税后纯利为 3.76 亿元，2016 年除税后纯利为 1.6 亿元。截至 2017 年底，新丽传媒的资产总值及资产净值分别为 41.18 亿元及 12.99 亿元。

表 4：新丽传媒近两年财务状况

截至十二月三十一日止年度	除税前纯利 (RMB 千元)	除税后纯利 (RMB 千元)
二零一七年	419,387	376,672
二零一六年	215,664	161,083
	总资产 (RMB 千元)	净资产 (RMB 千元)
2017 年末	4,118,488	1,299,268

资料来源：公司公告，中信证券研究部

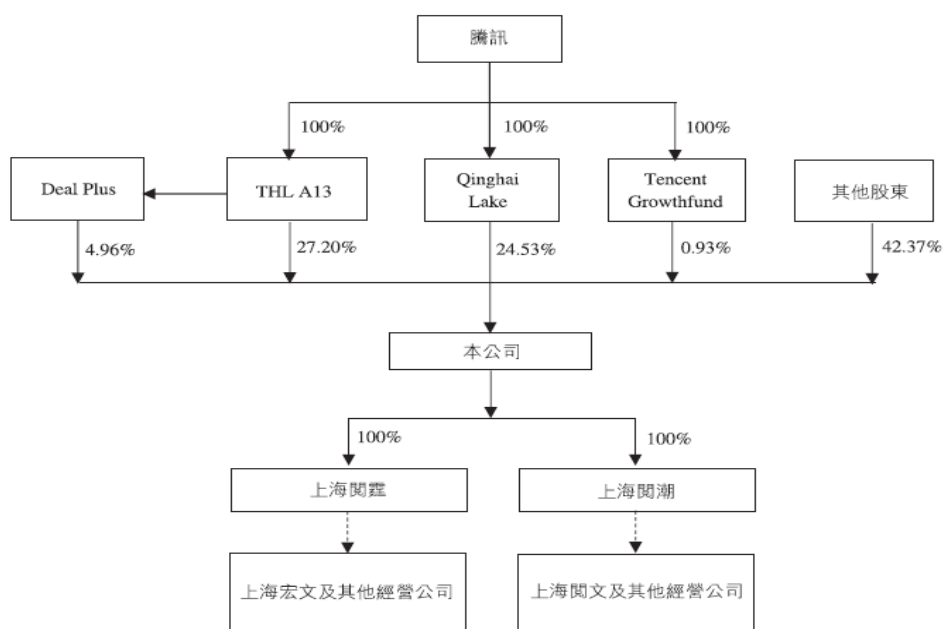
我们认为，本次并购显著属于战略并购，新丽传媒是国内领先影视内容制作商之一，此次收购一方面将有望使得阅文拥有顶级 IP 运营全产业链开发的能力，另一方面新丽内容能力也将有助于增强公司 IP 授权业务，从而反哺整个作者生态系统。中长期来看，此次并购战略意义在于打通了阅文顶级 IP 储备，新丽顶级内容制作能力以及腾讯顶级渠道，若协同得当，阅文+新丽组合未来有望成为腾讯生态重要布局。

最后，此次收购也符合腾讯内部“赛马机制”，未来阅文+新丽，腾讯影业和企鹅影业将成为腾讯泛娱乐内容重要布局，进一步夯实自身泛娱乐生态。

阅文集团收购后股权结构：腾讯仍然持股 54.3%

在交易之前，腾讯通过 THL A13, Qinghai Lake, Tencent Growthfund 合计持有阅文集团 52.66% 的股份，其中 THL A13 还持有 Deal Plus 48.90% 的股份。

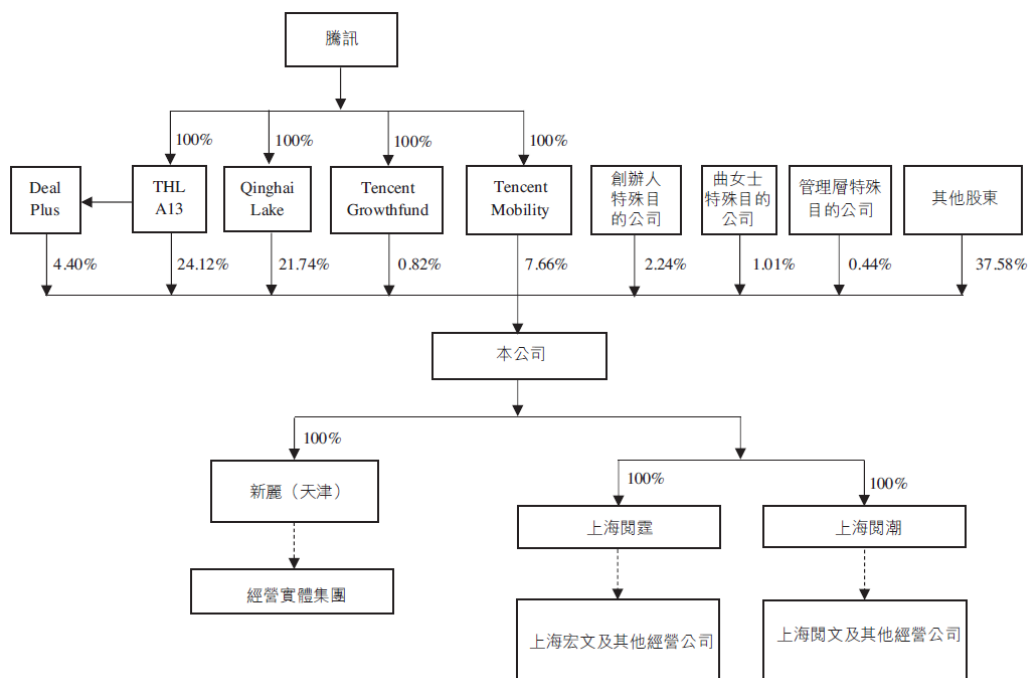
图 12：阅文集团原股权结构及子公司



资料来源：公司公告，中信证券研究部

交易完成后，新丽传媒创始人曹华益将通过旗下公司持有阅文集团 2.24% 的股权，新丽传媒其他原股东将共持有阅文集团 1.45% 的股权，而腾讯对阅文集团的持股比例由 52.66% 进一步增加至 54.34%。

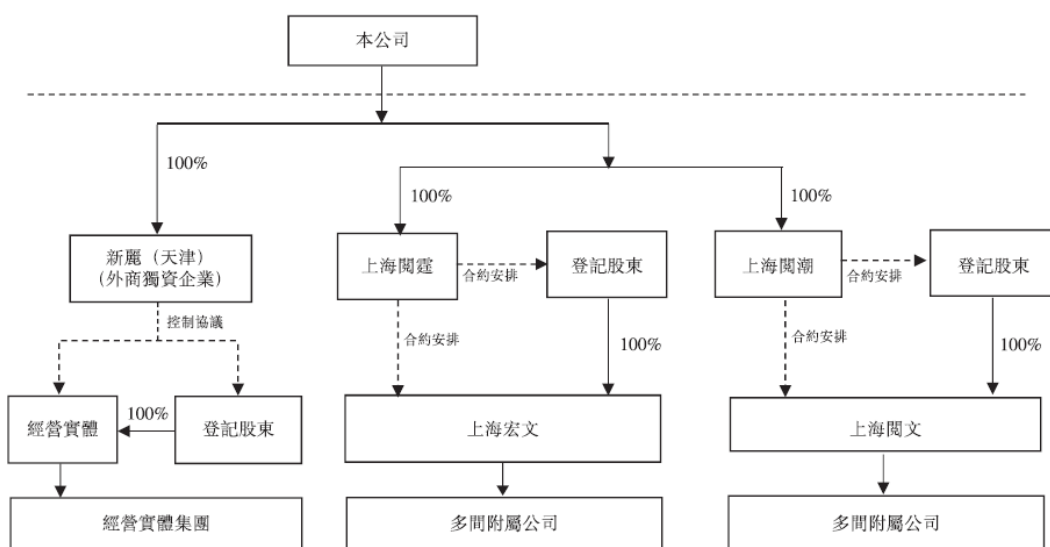
图 13: 阅文集团收购新丽传媒后结构及子公司



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

值得注意的是, 阅文集团是注册于开曼群岛的境外公司, 由于中国法律规定, 新丽传媒设计的广播电视节目的制作及经营 (包括有关节目的引进)、电影制作、电影发行、电影引进及院线等业务是外商投资的**禁止类业务**, 新丽传媒涉及的演出经纪业务属于**受限制业务**; 因此阅文集团透过外商独资企业控制及管理经营实体集团 (新丽传媒) 在中国从事此前的**禁止类业务及受限制业务**, 有关控制协议将于收购交易完成日期后生效。

图 14: 阅文集团收购新丽传媒后经营实体的结构



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

利润表 (百万元)

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	2,557	4,095	4,880	6,210	7,900
营业成本	(1,502)	(2,020)	(2,294)	(2,919)	(3,713)
毛利率	41.26%	50.68%	53.00%	53.00%	53.00%
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	(734)	(965)	(1,074)	(1,304)	(1,580)
营业费用率	-28.71%	-23.57%	-22.00%	-21.00%	-20.00%
管理费用	(421)	(710)	(683)	(745)	(869)
管理费用率	-16.48%	-17.34%	-14.00%	-12.00%	-11.00%
财务费用	(23)	69	101	114	139
财务费用率	-0.91%	1.68%	2.06%	1.84%	1.76%
投资收益	28	66	33	43	47
营业利润	(96)	535	964	1,399	1,924
营业利润率	-3.74%	13.06%	19.75%	22.52%	24.36%
营业外收入	134	111	150	132	131
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	38	646	1,114	1,530	2,055
所得税	(8)	(83)	(156)	(230)	(308)
所得税率	-20.77%	-12.86%	-14.00%	-15.00%	-15.00%
少数股东损益	(6)	7	(10)	(13)	(17)
归属于母公司股东的净利润	37	556	967	1,314	1,764
净利率	1.43%	13.58%	19.82%	21.15%	22.33%

现金流量表 (百万元)

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	38	646	1,114	1,530	2,055
所得税支出	-8	-83	-156	-230	-308
折旧和摊销	207	-	150	192	182
营运资金的变化	-62	-	-636	47	32
其他经营现金流	11	323	67	71	91
经营现金流合计	186	886	540	1,612	2,052
资本支出	133	-	-110	-110	-110
投资收益	28	66	33	43	47
其他投资现金流	-625	-499	0	0	0
投资现金流合计	-464	-433	-77	-67	-63
发行股票	652	6,725	0	0	0
负债变化	-252	-	0	0	0
股息支出	0	-	0	0	0
其他融资现金流	-40	-	-101	-114	-139
融资现金流合计	360	6,725	-101	-114	-139
现金及现金等价物净增加额	82	7,178	362	1,430	1,851

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

资产负债表 (百万元)

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	773	8,156	8,518	9,948	11,799
存货	138	222	265	309	410
应收账款	1,172	1,056	1,220	1,552	1,975
其他流动资产	32	0	0	0	0
流动资产	2,115	9,434	10,003	11,810	14,184
固定资产	45	36	41	46	49
长期股权投资	127	342	342	342	342
无形资产	4,682	4,501	4,455	4,369	4,294
其他长期资产	163	824	824	824	824
非流动资产	5,016	5,703	5,663	5,581	5,509
资产总计	7,132	15,137	15,666	17,390	19,693
短期借款	542	0	0	0	0
应付账款	797	1,377	1,314	1,737	2,289
其他流动负债	320	388	20	22	26
流动负债	1,658	1,764	1,335	1,759	2,315
长期借款	0	475	475	475	475
其他长期负债	265	236	236	236	236
非流动性负债	265	711	711	711	711
负债合计	1,923	2,475	2,045	2,469	3,025
股本及储备	211	310	1,277	2,591	4,355
资本公积	5,311	12,143	12,143	12,143	12,143
归属于母公司所有者权益合计	5,166	12,621	13,589	14,902	16,666
少数股东权益	42	42	32	19	1
股东权益合计	5,208	12,663	13,621	14,921	16,668
负债股东权益总计	7,132	15,137	15,666	17,390	19,693

主要财务指标

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	59.14%	60.16%	19.18%	27.24%	27.21%
营业利润	N/A	N/A	80.13%	45.13%	37.56%
净利润	N/A	1416.04%	73.95%	35.80%	34.28%
毛利率	41.26%	50.68%	53.00%	53.00%	53.00%
EBITDA Margin	8.31%	13.23%	21.77%	22.39%	22.48%
净利率	1.43%	13.58%	19.82%	21.15%	22.33%
净资产收益率	0.71%	4.41%	7.12%	8.82%	10.58%
总资产收益率	0.51%	3.67%	6.17%	7.55%	8.96%
资产负债率	0.27	0.16	0.13	0.14	0.15
所得税率	-20.77%	-12.86%	-14.00%	-15.00%	-15.00%
股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024 11 2017。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2018 版权所有。保留一切权利。