

0772.HK 阅文集团

建议：积极申购

网络文学绝对王者

2017年10月26日

招股数据

日期	2017.10-26
招股价(港元)	48-55
总股本(亿股)	9.06
发行后市值(亿港元)	435.08-498.53
每股净资产(元)	6.77
PB (IPO后)	6.03-6.91

数据来源：招股说明书

相关报告

投资要点

- **阅文集团是最大的网络文学公司，“文学内容+在线阅读”双角色合一。** 网络阅读的产业链可简单描述为“内容提供方—阅读软件方—读者”，读者充值的金钱一部分作为内容版权费成为内容提供方收入，另一部分作为渠道费成为阅读软件方收入。阅文集团一方面拥有庞大的文学库，是内容提供方，另一方面公司拥有QQ阅读等面向读者在线阅读软件。
- **腾讯旗下唯一文学内容公司，得腾讯强势渠道之利。** 上市后腾讯直接持有公司52.67%股份，是公司最大股东。阅文集团文学库是微信读书、腾讯新闻、手机QQ、QQ浏览器的作品来源，腾讯渠道可以直接连接大量用户，极大地增加了阅文集团作品阅读人数。2017H来自腾讯自营渠道的付费阅读收入是阅文自有平台的63%。
- **盈利期已来，建议积极申购。** 受益于网络文学正版化和居民消费升级，在线阅读公司付费率和单人ARPU值近年来双双上升。阅文集团受益于行业趋势变化，在经过前几年投入期后已迎来回报期：公司2014/15/16/17H收入分别为4.7/16.1/25.6/19.2亿元，净利润分别为-0.21/-3.54/0.30/2.13亿元。再考虑到公司的行业地位和背靠腾讯的优势，建议积极申购。
- **风险提示：** 1) 传媒类行业监管政策风险；2) 腾讯母公司提告腾讯自有渠道的渠道费用；3) 大众在线阅读习惯改变；4) 文学内容成本提升过快。

海外 TMT 研究

分析师：

张忆东

兴业证券研究所副总经理

zhangyd@xyzq.com.cn

SFC: BIS749

SAC: S0190510110012

联系人：

安一夫

anyf@xyzq.com.cn

公司名称	阅文集团
股票代码	0772.HK
招股截止时间	2017年10月31日
上市日期	2017年11月8日
发行股数(亿股)	1.51
--香港发售数(亿股)	0.15
--国际配售数(亿股)	1.36
发行后总股本(亿股)	9.06
发行价范围(港元/每股)	48-55
发行后市值(亿港元)	435.08-498.53
联席保荐人	摩根士丹利, 美林, 瑞信等
联席账簿管理人	摩根士丹利, 美林, 瑞信, J.P. 摩根等
会计师	罗兵咸永道会计师事务所

报告正文

1、阅文集团：腾讯旗下网络文学公司

阅文集团是中国最大的网络文学公司。

- 阅文集团体系内中文网最早成立于 2002 年，起点中文网是中国网络文学开拓者之一，2009 年盛大集团通过海外控股公司 Cloudary 收购了起点中文网，包括红袖添香网、小说阅读网、榕树下、言情小说吧、潇湘书院、晋江文学城（部分股权）等网站的盛大文学成立，至被腾讯收购前，市占率超 50%。
- 腾讯阅读前身“腾讯阅读中心”成立于 2004 年，于 2013 年在开曼成立有限责任公司，但在收购盛大文学前，其内容积累量远低于盛大文学。2014 年，腾讯文学收购包括起点中文网在内的盛大文学，后腾讯文学于 2015 年与盛大文学正式合并成为阅文集团。根据阅文招股书中对 Frost&Sullivan 数据的披露，2016 年阅文集团提供的网络文学作品占文学作品总数的份额为 72%（不去重），无疑是国内最大的网络文学公司。

表 1、阅文集团发展历程

时间	事件
2002	起点中文网创立
2004	腾讯阅读前身“腾讯阅读中心（book.qq.com）”推出
2009	Cloudary（盛大文学海外控股公司）收购起点中文网
2013	腾讯文学在开曼成立有限责任公司
2014	收购 Cloudary（盛大文学）及相关业务
2015	盛大文学与腾讯文学正式合并形成新的阅文集团； 公司推出新一代 QQ 阅读平台
2016	公司与《福布斯杂志》共同推出“中国原创文学风云榜”

资料来源：招股说明书，兴业证券研究所

现任董事会及管理层

公司董事会由 9 位董事组成，包括 2 位执行董事、4 位非执行董事和 3 位独立非执行董事。2 位执行董事均曾管理原盛大文学；4 位非执行董事中，3 位来自腾讯，1 位来自凯雷集团。

表 2、公司主要董事会成员及高管

人员	职位	负责事物	履历
吴文辉	执行董事兼联席首席执行官	集团整体战略规划及业务方向	2004.10-2013.3 担任起点中文网首席执行官，被合并后成为盛大文学总裁； 2014.1-2015.3 为腾讯文学首席执行官，合并后成为合并后的阅文集团的执行董事兼联席首席执行官
梁晓东	执行董事兼联席首席执行官	集团整体战略规划及业务方向	2002.9-2007.7 担任上海盛大投资总监， 2009.3-2013.12 担任盛大文学首席财务官， 2014.11-2015.3，担任盛大文学首席执行官，合并后成为合并后的阅文集团的执行董事兼联席首席执行官
商学松	总裁	集团整体运营	2004.9-2013.3 为盛大文学旗下起点中文网总经理，

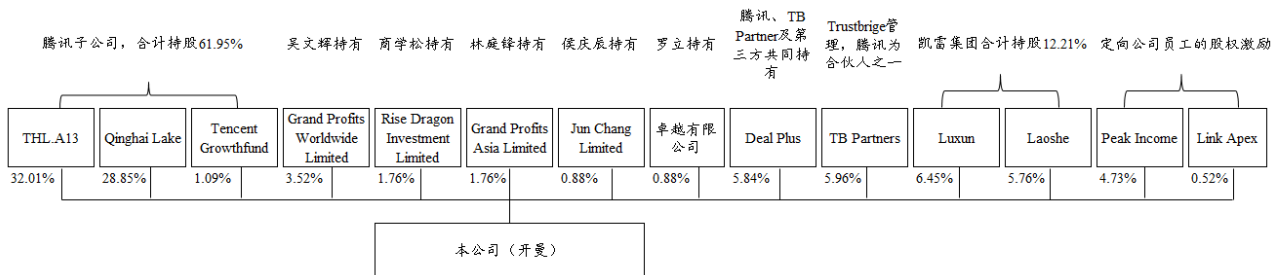
2014.4-2015.3 为腾讯文学总裁，
合并后成为合并后的阅文集团的总裁

资料来源：招股说明书，兴业证券研究所

股权架构

- 公司上市前，共有 7.7 亿股，其中 7.3 亿股是上市前较早发行的股份，0.4 亿股是在 IPO 之前对公司员工定向发行的股权激励性质股份。
- 腾讯通过三家子公司 THL.A13、Qinghai Lake、Tencent Growthfund 合计直接持有公司 61.95% 股份，同时通过 Deal Plus（占公司 IPO 前股份 5.84%，THL.A13 持有其 48.9% 股权）和 TB partners（占公司 IPO 前股份 5.96%，腾讯一家子公司是合伙人之一）间接持股，是公司绝对控股人和实际控制人。
- 凯雷集团通过旗下 Luxun 和 Laoshe 合计持有上市公司 IPO 前 12.21% 股份，上市公司第二大股东。

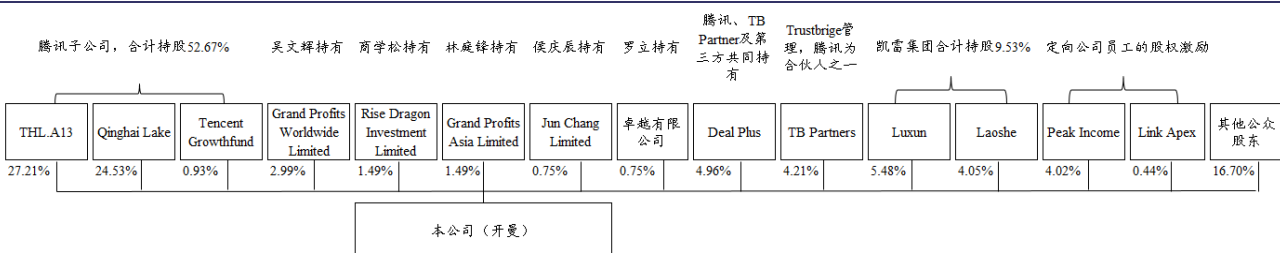
图 1、阅文集团上市前股权架构



资料来源：招股说明书，兴业证券研究所

- 公司 IPO 将发行 1.51 亿股，其中 1.36 亿股为新发行股份，0.15 亿股为老股转让（凯雷旗下 Laoshe 转让 767 万股，TB Partners 转让 776 万股）。上市后腾讯直接持有公司 52.67% 股份，凯雷集团将持有公司 9.53% 股份，公司大股东和实际控制人地位不变。

图 2、阅文集团上市后股权架构



资料来源：招股说明书，兴业证券研究所

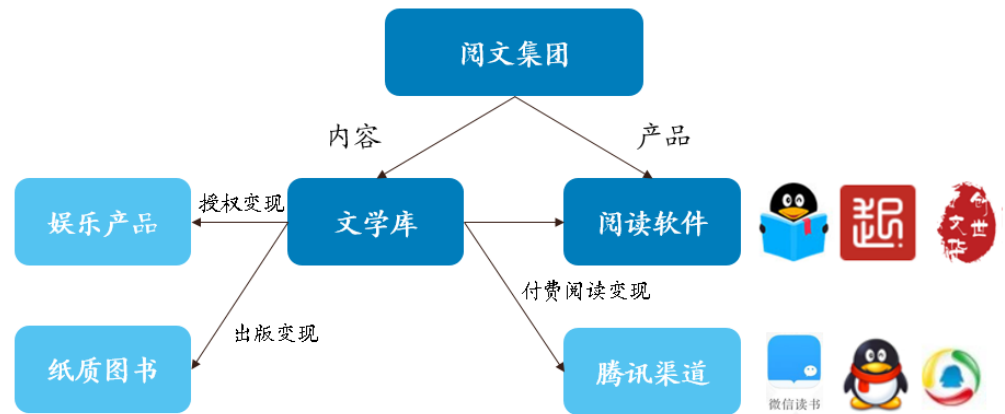
2、公司业务：“文学内容+在线阅读”双角色合一

阅文集团兼具文学内容提供方和在线阅读产品方两个角色。[网络阅读的产业链简](#)

单可归纳为“内容提供方——阅读软件方——读者”，读者充值的金钱一部分作为内容版权费成为内容提供方收入，另一部分作为渠道费成为阅读软件方收入。阅文集团一方面拥有庞大的文学库，是内容提供方，文学库中的网络文学作品除去通过付费阅读（通过自有产品、腾讯渠道产品、第三方产品等渠道）方式获取版权费，还可以通过版权授权（电影电视游戏等）、纸质图书出版等方式变现，是公司收入利润的基础。另一方面公司拥有自身在线阅读软件 QQ 阅读、起点中文网等，直接面向读者，将渠道费收入也纳入公司体内。

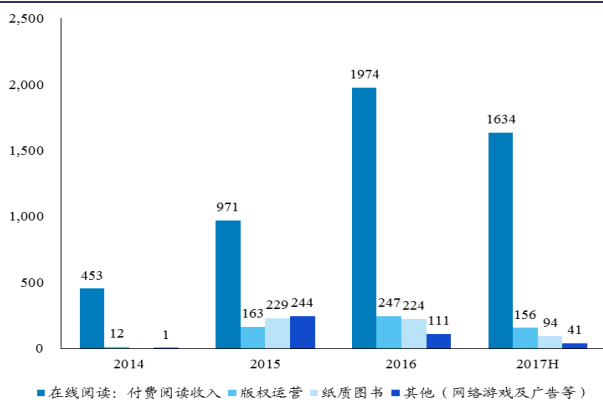
公司收入主要来自付费阅读，2014/15/16/17H 年收入占比分别为 97%/60%/77%/85%；付费阅读中主要来自公司自有产品和腾讯自营渠道。2015 年与盛大文学合并后形成新的阅文集团后，公司新增版权运营、纸质图书、网络游戏、广告等基于文学库的衍生业务。

图 3、阅文集团同时拥有“内容”和“产品”两个角色



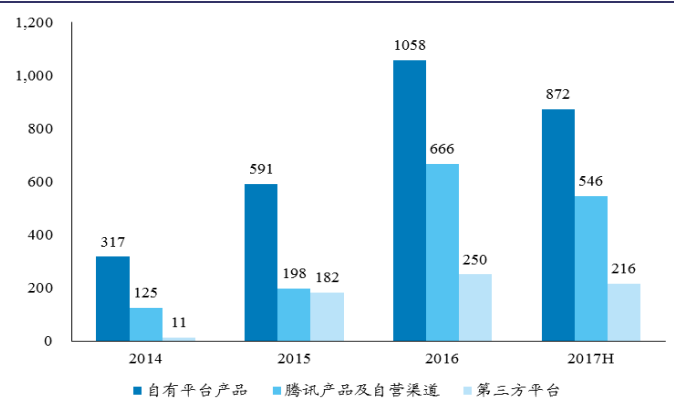
资料来源：阅文集团招股书，兴业证券研究所

图 4、阅文集团收入细分项



资料来源：阅文集团招股书，兴业证券研究所

图 5、其中在线阅读部分收入细分项



资料来源：阅文集团招股书，兴业证券研究所

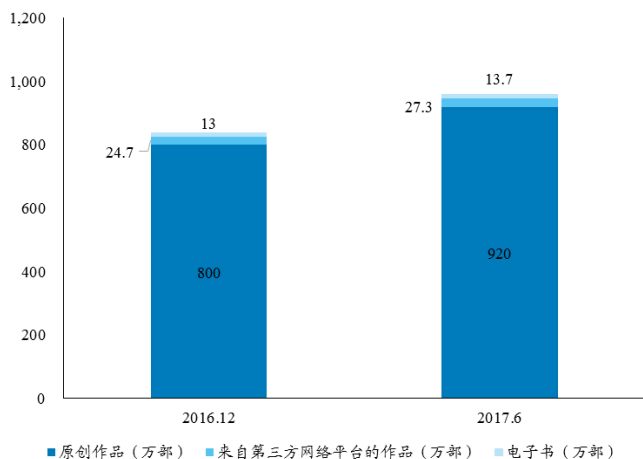
文学内容库：公司开展在线阅读及内容授权等业务的基础。

- **数量巨大：**公司的文学内容库包括自有原创作品、来自第三方网络平台的作品和电子书，截止 2017.6，公司拥有 960 万部作品，其中原创作品 920 万部，

来自第三方网络平台的作品 27.3 万部，电子书 13.7 万部。

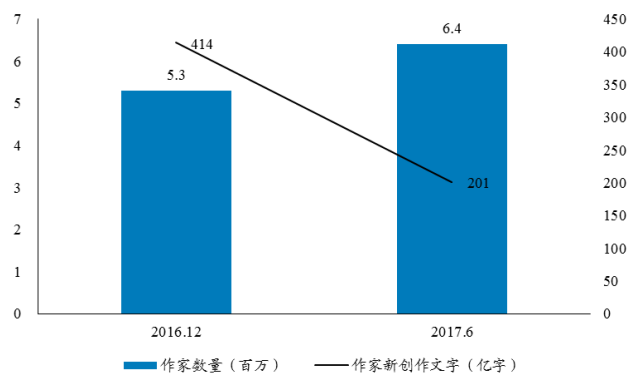
- **作家是创造新文学内容的源泉**，截止 2017.6，公司共有 640 万位作家，2016 年一年和 2017 年上半年，公司作家分别为公司新创作 414 亿字和 201 亿字。

图 6、阅文文学内容库规模



资料来源：阅文集团招股书，兴业证券研究所

图 7、阅文作家数量



资料来源：阅文集团招股书，兴业证券研究所

- **公司文学作品质量优秀**。根据阅文招股书，2016 年百度搜索量最大的前十部作品中，有九部来自阅文集团。

表 3、2016 年百度网络文学搜索前十名

排名	作品	是否属于阅文集团
1	大主宰	是
2	完美世界	是
3	雪鹰领主	是
4	龙王传说	是
5	武炼巅峰	是
6	择天记	是
7	一念永恒	是
8	玄界之门	是
9	超品相师	是
10	永夜君王	否

资料来源：阅文集团招股书，兴业证券研究所

在线阅读产品：公司平台产品优秀，腾讯自营渠道是重要补充。

- 公司自身共有 9 种主要产品，其中 QQ 阅读是最主要的拳头产品，其综合了各产品的优质内容。公司大部分产品均有 PC 版和移动版，而由于目前读者基本通过手机阅读网络文学，公司拳头产品 QQ 阅读只有移动版。公司自有平台产品 2017.6 的月活跃用户达 0.88 亿人，

表 4、阅文集团自有阅读产品

名称	载体	产品类型
----	----	------

QQ 阅读	手机端	综合产品优质内容的一站式商店
起点中文网	手机端, wap, PC	主要吸引各年龄群体的男性读者,以玄幻、都市、仙侠及历史小说而出名,典型作品包括《盗墓笔记》、《斗破苍穹》及《全职高手》
起点女生网	手机端, wap, PC	主要吸引各年龄群体的女性读者,主打古代及玄幻言情小说
创世中文网	wap, PC	专注于年轻男性读者最感兴趣的内容,都市及玄幻类型而出名,典型作品包括《择天记》
云起书院	wap, PC	迎合各年龄群体的女性读者,因现代言情、玄幻言情及古代言情小说而出名
潇湘书院	手机端, wap, PC	专注于古代言情小说,典型作品包括《凰权》及《特工皇妃楚乔传》
红袖添香	手机端, wap, PC	主要吸引白领女性读者,因现代言情及家庭类型而出名,典型作品包括《路从今夜白》
小说阅读网	手机端, wap, PC	主要吸引校园女性读者,因校园生活及现代言情文学作品而出名
言情小说吧	手机端, wap, PC	主要吸引年轻女性读者,因现代言情小说而出名

资料来源: 阅文集团招股书, 兴业证券研究所

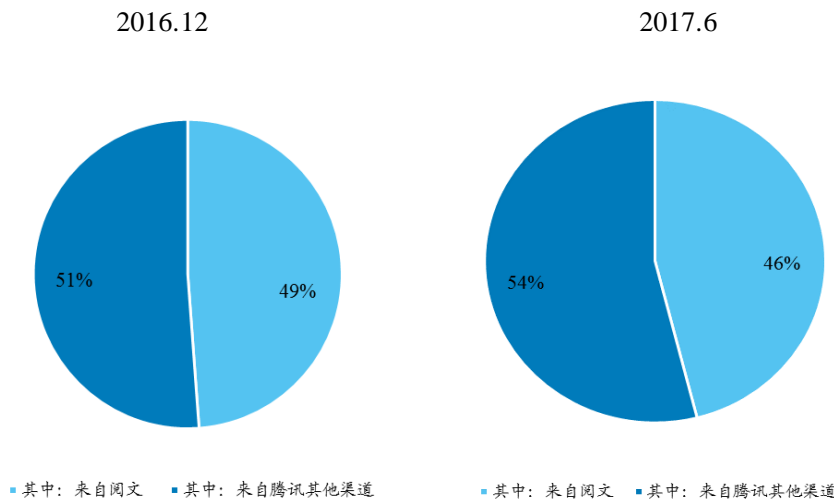
图 8、阅文集团产品界面



资料来源: 阅文集团招股书, 兴业证券研究所

- **腾讯自营渠道虽然不在公司体内, 但同属于腾讯旗下, 是公司文学内容连接读者的重要渠道。** 阅文集团文学库是微信读书、腾讯新闻、手机 QQ、QQ 浏览器的作品来源, 腾讯渠道可以直接连接大量用户, 极大地增加了阅文集团作品阅读人数, 特别是 2016 年以来微信读书的快速发展尤为重要——2016.12 阅文月活跃用户中来自腾讯渠道的比例为 51%, 2017.6 上升至 54%。2017.6 来自腾讯渠道的月活跃用户人数为 1.04 亿人。

图 9、阅文月活跃人数来自自有平台和腾讯渠道的比例



资料来源：阅文集团招股书，兴业证券研究所

图 10、微信读书界面



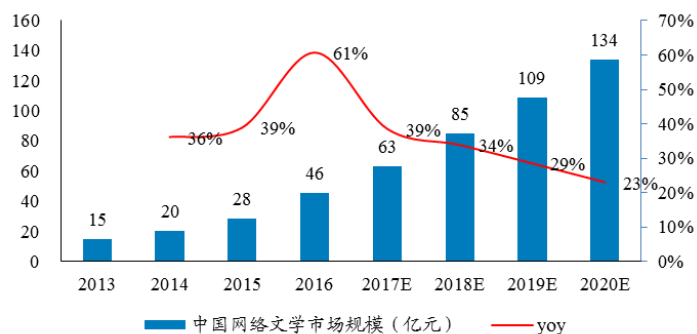
资料来源：阅文集团招股书，兴业证券研究所

3、在线阅读行业：用户规模与 ARPU 齐升，推动市场规模持续增长

整个数字阅读行业 2016 年行业规模约 120 亿元，其中纯在线阅读部分约 46 亿元。整个中国文学市场可以分为数字阅读和纸质图书，数字阅读行业又可以分为网络文学（纯订阅付费阅读）、电子书、版权授权及其他衍生部分（游戏、广告等）。综合上市公司及多家第三方统计机构数据后，我们认为：

- 根据阅文招股书中对 Frost&Sullivan 数据的披露，网络文学（不含电子书）2016 年行业市场规模为 45.7 亿元，预计 2017 年达到 63 亿元，并将于 2020 年达到 134 亿元。网络文学市场中最大的两家公司为阅文集团和掌阅科技，两家公司 2016 年靠订阅服务获得的收入合计为 24.3 亿元，占 Frost&Sullivan 所估测市场规模的 53%，因此我们可以认为 Frost&Sullivan 所估测的市场规模可信度较高。

图 11、网络文学（纯订阅付费阅读）市场规模

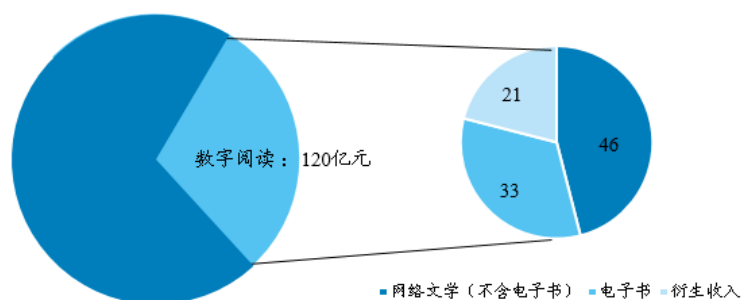


资料来源：阅文集团招股书，兴业证券研究所

- **包括电子书、版权、其他衍生业务等在内的数字阅读行业市场规模约为 120 亿元。**根据掌阅科技招股说明书里对中国音像与数字出版协会《2016 年中国数字阅读白皮书》数据的披露，2015/16 年整体数字阅读市场为 96/120 亿元；而根据中信出版集团姜峰 2016 年演讲时对《开卷 2015 中国图书零售市场报告》数据的引用，2015 年包括电子书在内的电子书阅读市场总额为 108 亿元。因此我们认为 2016 年包括电子书在内的数字阅读行业市场行业规模大致为 120 亿元。
- **电子书市场估计为 33 亿元。**根据《2016 年中国数字阅读白皮书》，除去版权等衍生产品的行业规模为 99 亿元，按照纯在线阅读部分 46 亿元估算，电子书市场规模大约为 33 亿元。而版权、游戏、广告等部分市场规模为 21 亿元。
- **整体中国文学市场（不包括教育出版物）规模估计为 300-400 亿元。**根据 Frost&Sullivan 数据，中国文学整体市场 2016 年规模为 403 亿元（仅包括文学性质的纸质书）；根据国家新闻出版总署数据，2016 年除去教辅类和文化教育的纸质出版物总额为 197 亿元，加上数字阅读部分共 317 亿元。因此我们估计整体中国文学市场（不包括教育出版物）市场规模在 300-400 亿元之间。

图 12、整体中国文学市场规模细拆估算（单位：亿元人民币）

中国文学市场（不包括教育出版物）：300-400亿元

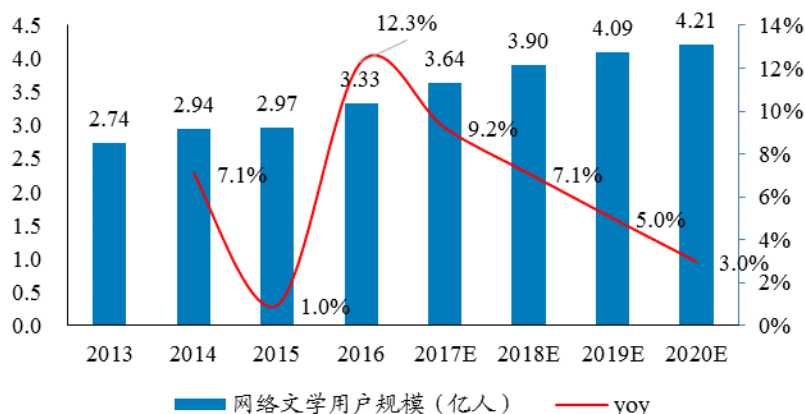


资料来源：阅文集团招股书，掌阅科技招股说明书，网络公开资料，兴业证券研究所

用户规模和 ARPU 双双提升，促进网络文学市场出现高速增长。

- **用户规模持续增长。**根据 Frost&Sullivan 和 CNNIC《中国互联网络发展状况统计报告》的一致数据，中国网络文学用户规模从 2013 年的 2.74 亿人增长到 2016 年的 3.33 亿人，CAGR 6.69%；预计到 2020 年用户总数将达到 4.21 亿人。2016 年用户规模实现 12.3% 的快速增长，我们认为可能是网络文学公司大力开拓新用户所致，例如腾讯旗下微信阅读凭借流量优势，通过“免费试读”可吸引大量新用户。

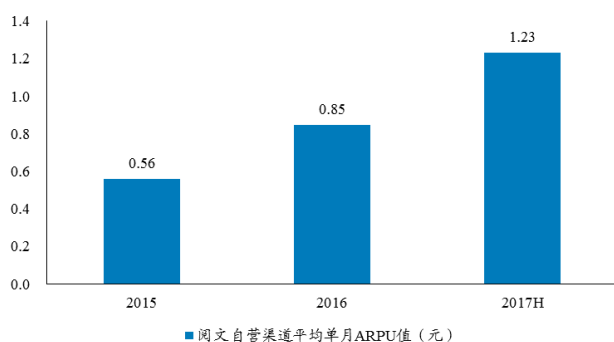
图 13、网络文学用户数持续增长



资料来源：阅文集团招股书，兴业证券研究所

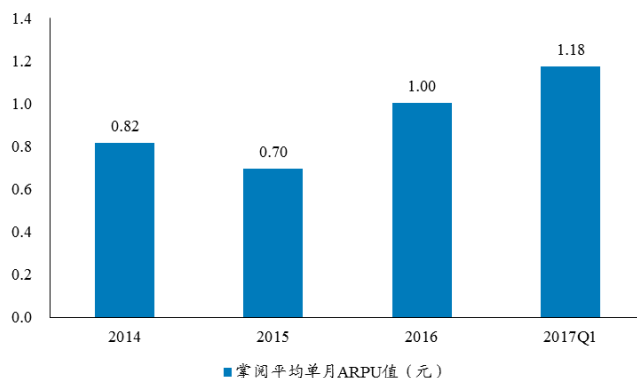
- **2016年起龙头公司 ARPU 值显著提升。**消费升级的大环境下，用户对正版文学和对付费阅读的接受度提升，加之大公司对盗版文学作品的打击力度加大，2016年起越来越多的用户开始选择付费阅读。
 - 数字阅读领军公司是阅文集团和掌阅科技，阅文集团来自自身平台产品和腾讯自营渠道的2015/2016/2017H网络文学平均单月 ARPU 值(ARPU 值=报告期收入/月活跃用户数/报告期对应月数)分别为 0.56/0.85/1.23 元，2016 年增长 51%。
 - 掌阅科技 2014/2015/2016/2017Q1 平均单月 ARPU 值分别为 0.82/0.70/1.00/1.18 元，2015 年产生下降的原因在于总体月活人数增加，但付费人数并没有增加；但到 2016 年，月活人数开始有效转化为付费用户，ARPU 值同比提升 44%。

图 14、阅文集团单月 ARPU 值



资料来源：阅文集团招股书，兴业证券研究所

图 15、掌阅科技单月 ARPU 值

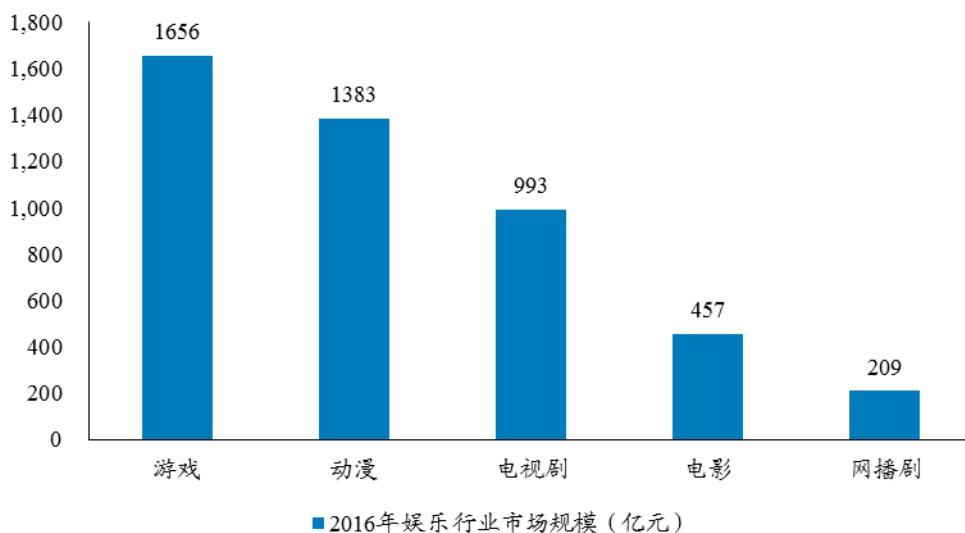


资料来源：掌阅科技招股书，兴业证券研究所

更长远看，文学 IP 版权衍生市场仍有大量可挖掘空间。我们估算 2016 年文学 IP 衍生市场规模为 21 亿元，其中包含游戏、动漫、网/台电视剧、电影等，而以上所述的整个大娱乐行业在 2016 年的总时长规模为 4698 亿元。在娱乐内容纷纷改编自网络文学 IP 的当下，若娱乐行业收入的 1% 作为版权费付给文学 IP 方，2016

年文学 IP 版权授权就有超过一倍的潜在空间，因此 IP 版权衍生可挖掘的空间巨大。

图 16、娱乐行业市场巨大，网络文学版权授权市场大有发展空间

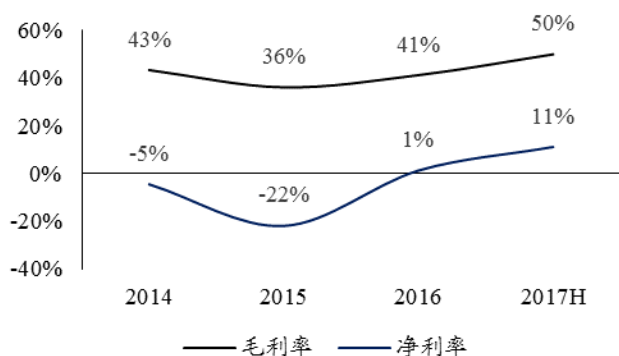


资料来源：阅文集团招股书，兴业证券研究所

4、财务分析：回报期来临

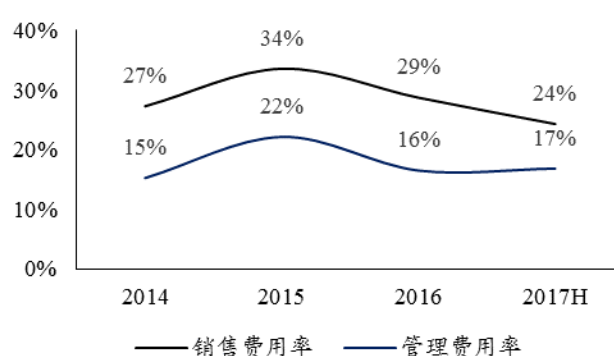
财务分析：公司毛利率持续走高，之前亏损主要由于合并费用及前期投入的销售费用较大。2015 年公司合并盛大文学后，公司活跃用户持续上升，用户付费率和平均付费金额也持续上升，总体高于内容等成本的增长速度，因此毛利率得以持续上升。但由于 2015-2016 年是新闻阅文集团投入期，销售费用率较高，加上 2015 年合并产生整合费用，2015-2016 年公司属于亏损到微盈的水平。到 2017 年上半年，随着公司毛利率持续上升和规模效应导致的销售费用率持续下降，公司净利率大幅提升，开始大幅盈利。

图 17、阅文文学内容库规模



资料来源：阅文集团招股书，兴业证券研究所

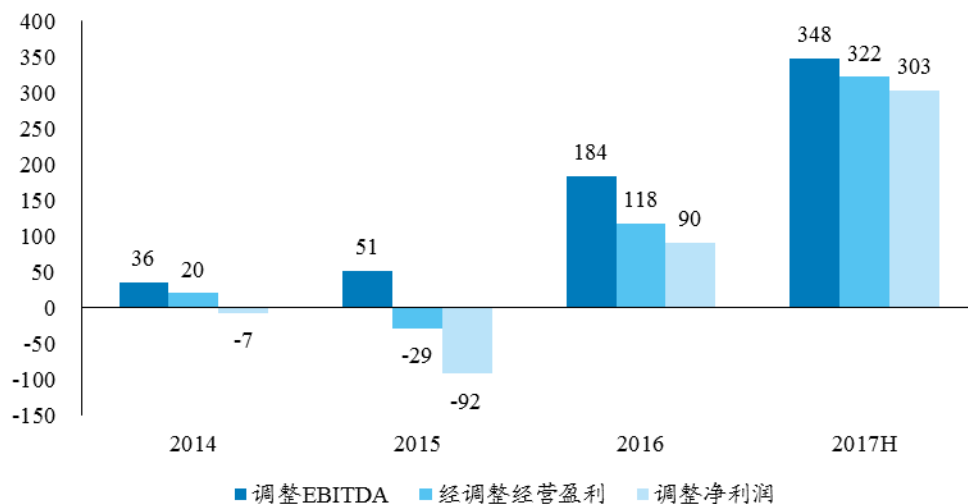
图 18、阅文作家数量



资料来源：阅文集团招股书，兴业证券研究所

如果除去股份酬金、一次性上市开支、可转换债等影响，阅文集团自 2015 年开始经调整的 EBITDA、经营盈利、净利润均稳定上升，表明公司的经营状况确实持续向好。

图 19、阅文集团调整 EBITDA、调整经营盈利和调整净利润



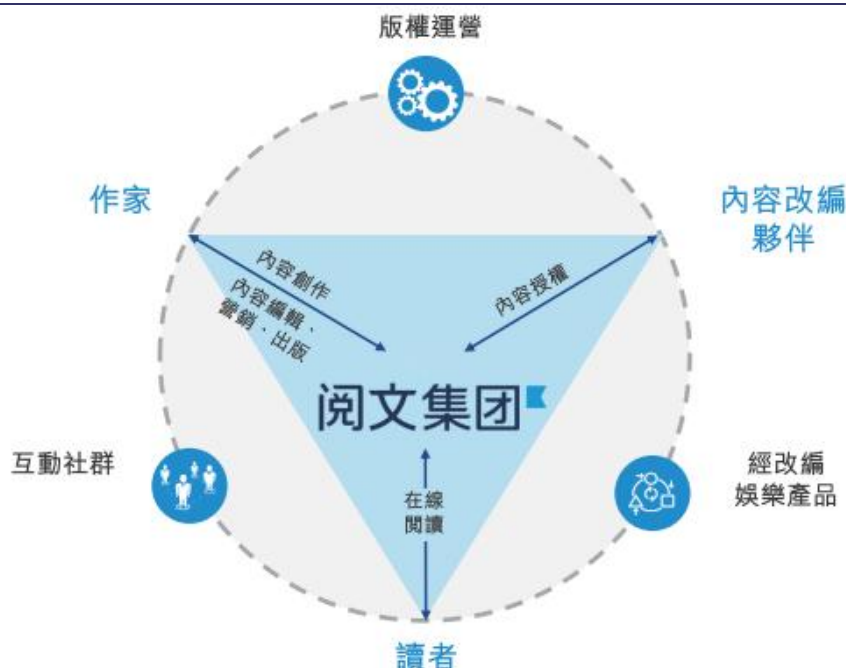
资料来源：阅文集团招股书，兴业证券研究所

5、未来计划及募集资金用途

未来战略：扩张囊括作家、读者、内容改编伙伴在内的全产业链生态。

- 作家为阅文集团创作文学内容，阅文则提供内容编辑、营销、出版等在内的服务反馈给作家；对于内容改编伙伴，阅文集团将自己平台的文学作品授权给他们，获得授权费；对于读者，读者在公司平台上在线阅读。
- 作家、读者、内容改编者之间可以分别通过互动社群、改编娱乐作品、版权运营相互联系，而阅文集团恰是给了三方相互联系的平台，通过优秀的运营能力吸引更多相关方进入，打造更大的阅文集团生态体系。

图 20、阅文集团生态体系



资料来源：阅文集团招股书，兴业证券研究所

募集资金用途：公司预计将从全球发售收取的所得款项净额合计约 67 亿港元，其中：

- 约 20.2 亿港元（约人民币 17.1 亿元，占所得款项净额 30%）将用于精准化技术提升：即通过识别、培育及推广优秀的作家，扩大文学体裁的宽度和增加平台的文学作品数量；通过增强编辑能力、通过改善功能及服务以提升移动应用程序的用户体验、提升公司个性化而精准的文学内容推荐功能；拓展销售及营销活动以扩大用户基础及提升用户参与度，尤其是借着分析读者的行为数据举办目标明确的营销及推广活动；
- 约 20.2 亿港元（约人民币 17.1 亿元，占所得款项净额 30%）将用于文学内容方面的收购：资助公司对可以扩大内容创作、作品来源、发行及改编能力以及增强科技能力的各类公司的潜在投资、收购及战略联盟；
- 约 20.2 亿港元（约人民币 17.1 亿元，占所得款项净额 30%）将用于衍生品制作：通过主动参与设定制作、发布及推广内容改编产品的时间表（如电影、电视及网络连续剧、网络游戏及动画等）加大力度参与开发以公司的网络文学作品改编的衍生娱乐产品，投资于改编电视剧及网络剧、加强与互联网视频平台、电影创作和制作公司的合作、提高公司的动画制作能力；
- 其余约 6.75 亿港元（相当于约人民币 5.69 亿元，占所得款项净额不超过 10%）预计将用作营运资金及一般企业用途。

5、申购建议

公司是中国最大的网络文学公司，完全覆盖从文学内容提供到在线阅读产品的全产业链。

文学内容方面，公司作品存量和增量俱佳旗下起点中文网已有 15 年积累，加之其他作品，截至 2017.6 公司文学作品数达到 960 万部；同时公司有 640 万位作家，2016 全年和 2017 上半年能以年均 400 亿字左右的速度更新文章。

阅读渠道方面，公司以 QQ 阅读为代表的自有平台产品 2017.6 的月活跃用户达 0.88 亿人，来自腾讯渠道的月活跃用户人数为 1.04 亿人。阅文集团母公司腾讯的用户渠道优势无人可及，能极好地为阅文集团的文学作品提供阅读渠道，提升公司收入。

考虑到公司绝对龙头的行业地位和腾讯的渠道优势，我们建议投资者积极申购

6、风险提示

公司风险来自以下几方面：1) 传媒类行业监管政策风险；2) 腾讯母公司提高腾讯自有渠道的渠道费用；3) 大众在线阅读习惯改变；4) 文学内容成本提升过快。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间
中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% ;
减 持: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人			邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn	冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn
			杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
			李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn	胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn
			曹静婷	021-68982274	caojt@xyzq.com.cn
姚丹丹	021-38565778	yaodandan@xyzq.com.cn	卢俊	021-68982297	lujun@xyzq.com.cn
			张馨月	13167227339	zhangxinyue@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-68583167					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn	苏蔚	010-66290190	suwei@xyzq.com.cn
			朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn
			吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
袁博	15611277317	yuanb@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
陈姝宏	15117943079	chenshuhong@xyzq.com.cn	王文凯	010-66290197	wangwenkai@xyzq.com.cn
地址: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱元戩	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn
李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23826027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn	王留阳	13530830620	wangliuyang@xyzq.com.cn
张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					

国际机构销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	0755-23826028	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
马青岚	021-38565909	maql@xyzq.com.cn	曾雅琪	18817533269	zengyaqi@xyzq.com.cn
申胜雄	021-20370768	shensx@xyzq.com.cn	陈俊凯	021-38565472	chenjunkai@xyzq.com.cn
俞晓琦	021-38565498	yuxiaoqi@xyzq.com.cn	蔡明珠	021-68982273	caimzh@xyzq.com.cn
王奇	14715018365	kim.wang@xyzq.com.cn			
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层（200135）传真：021-68583167					
港股机构销售服务团队					
机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
王文洲	18665987511	petter.wang@xyzq.com.hk	郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk
晁启浚 Evan	(852) 67350150	evan.chao@xyzq.com.hk	段濛濛	13823242912	duanmm@xyzq.com.hk
钟骏 Stephen	(852) 53987752	stephen.chung@xyzq.com.hk	陈振光	13818288830	chenzg@xyzq.com.hk
张蔚瑜 Nikola	(852) 68712096	nikola.cheung@xyzq.com.hk	孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk
周围	13537620185	zhouwei@xyzq.com.hk			
地址：香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真：(852) 3509-5900					
私募及企业业务负责人			刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn
私企销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn	唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn
管庆	18612596212	guanqing@xyzq.com.cn	黄谦	18511451579	huangq@xyzq.com.cn
金宁	18810340769	jinning@xyzq.com.cn	陈欣	15999631857	chenxintg@xyzq.com.cn
彭蜀海	0755-23826013	pengshuhai@xyzq.com.cn	陶醉	0755-23826015	taozui@xyzq.com.cn
李桂玲	021-20370658	ligl@xyzq.com.cn	袁敏	021-20370677	yuanmin@xyzq.com.cn
晏宗飞	021-20370630	yanzongfei@xyzq.com.cn	徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层（200135）传真：021-68583167					
证券与金融业务负责人			张枫	021-38565711	zhangfeng@xyzq.com.cn
证金销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
周子吟	021-38565485	zhouziyin@xyzq.com.cn	吴良彬	021-38565799	wulb@xyzq.com.cn
双星	021-38565665	shuangxing@xyzq.com.cn	黄梅君	021-38565911	huangmj@xyzq.com.cn
张力	021-68982272	zhanglil@xyzq.com.cn	王方舟	021-68982302	wangfangzhou@xyzq.com.cn
罗敬云	021-20370633	luojy@xyzq.com.cn	李晓政	021-38565996	lixzh@xyzq.com.cn
束海平	021-68982266	shuhp@xyzq.com.cn			
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层（200135）传真：021-68583167					

【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求，并以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【有关财务权益及商务关系的披露】

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与光大证券股份有限公司、闽港控股有限公司和五菱汽车集团控股有限公司、大森控股集团有限公司、兴证国际金融集团有限公司、尚捷集团控股有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、立高控股有限公司、中国和谐新能源汽车控股有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、中国万桐园(控股)有限公司、众诚能源控股有限公司、高萌科技集团有限公司、德斯控股有限公司和海天能源国际有限公司有投资银行业务关系。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料，本公司未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的，纯粹为了收件人的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。