

合興集團 (47.HK)

中國北方領先的連鎖速食品牌經營者

香港 | 餐飲 | 公司研報

16 October 2017

投資概要

- 迅速擴張的外賣服務及店鋪網路
- 產品組合不斷豐富，員工激勵計畫具有吸引力
- 餐飲業可能受惠於區域經濟發展

公司背景

公司基本資料

合興集團目前主要在中國北部從事連鎖速食品牌經營。2011年公司通過發行可轉債收購了連鎖飯類品牌“吉野家”、霜淇淋品牌“冰雪皇后”在中國北方的特許經營權，由此，公司逐漸從原本專注食用油生產的企業轉型為速食品牌的經營者。截止至2017年6月30日，公司在中國北部經營481家速食店，覆蓋北京、天津、河北、遼寧、吉林、黑龍江及內蒙古七個省市。在未來，公司會繼續致力於擴大銷售網路，豐富運營的店鋪品牌，為顧客提供種類更豐富的食品。

公司發展歷程

1932	在汕頭開始食用油業務
1983	涉足中國食用油市場，出口其品牌食用油往中國
1988	在香港聯合交易所上市；成立合營企業廣州廣興食品有限公司
1990	廣州廣興食品有限公司於中國廣州棠下開設其生產設施
1992	成立汕頭經濟特區合福盛油脂有限公司
1993	成立兩間合營企業以進行食油提煉活動
1997	在廣東省番禺興建先進綜合製造設施；獲得ISO 22000食品安全管理體系及HACCP 體系認證
1999	於中國番禺興建第三組煉油廠工程竣工，並投入商業生產
2006	獅球嘜及駱駝嘜獲廣州市工商行政管理局頒發“廣州市著名商標”
2012	集團收購日本飯類速食連鎖“吉野家”品牌及霜淇淋零售商“冰雪皇后”的在華北地區的特許經營權
2013	分拆食用油業務出售
2014	網上點餐系統上線
2016	開始新品牌“芳叔”的運營
2017	在中國北部經營481家包括吉野家、冰雪皇后在內的連鎖餐飲店

Source: Company data, Phillip Securities

增持 (首次)

現價: HKD 0.217

(價截至 10 月 12 日)

目標價: HKD 0.24 (+11%)

公司資料

普通股股東 (百萬股):	10,070
市值 (港幣百萬元):	2,185
52 周 最高價/最低價 (港幣):	0.29 / 0.11

主要股東, %

Hung Family	74.5
Arisaig Partner Ltd.	9.9

股價表現, %

	1 個月	3 個月	1 年
合興集團	-1.36	3.83	82.35
恒生指數	2.03	8.02	23.57

股價 & 恒生指數



Source: Phillip Securities (HK) Research

財務資料

HKD mn	FY15	FY16	FY17E	FY18E
Net Sales	2,050	2,091	2,160	2,259
Net Profit	66	125	167	173
EPS, HKD	0.007	0.013	0.017	0.017
PER, x	36.95	19.34	14.65	14.08
BVPS, HKD	0.042	0.045	0.054	0.071
P/BV, x	5.78	5.38	4.47	3.43
ROE, %	15.65	27.82	23.39	19.57

Source: Company reports, Phillip Securities Est.

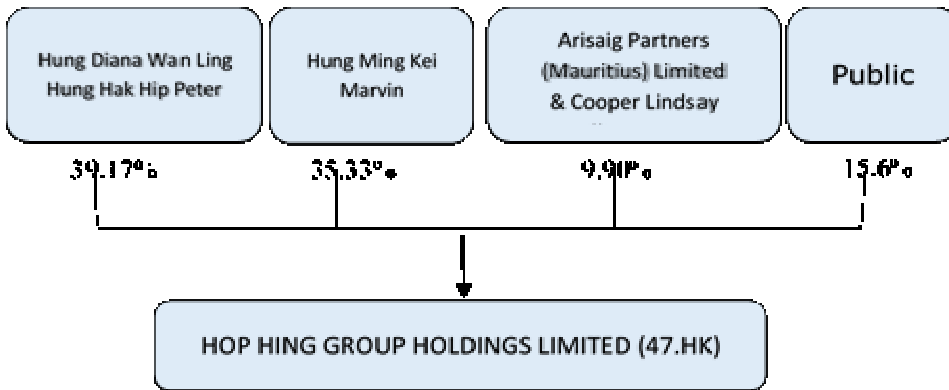
研究分析員

周霖

(2277 6515)

euruzhou@phillip.com.hk

股權結構



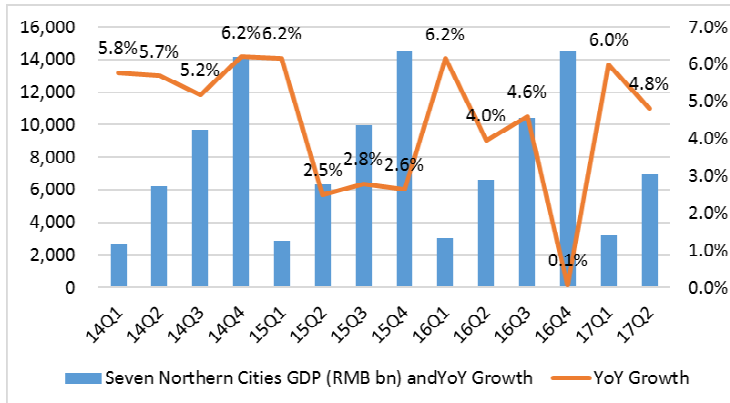
Source: HKEX, Phillip Securities

行業概覽

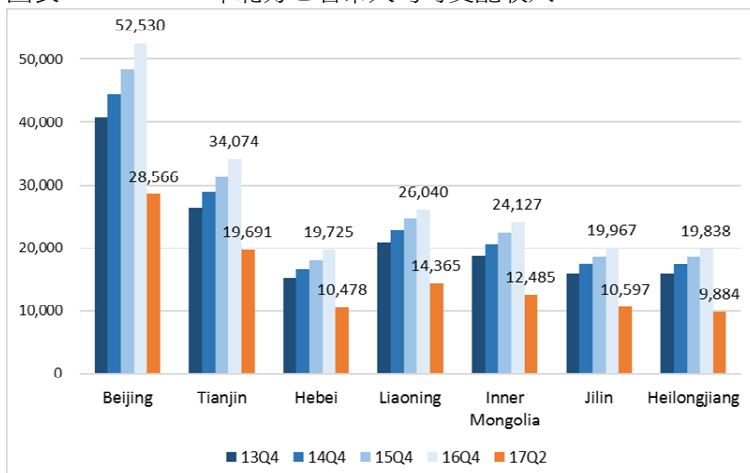
中國北方七省市經濟概覽

合興專注於中國北方七個主要省市，包括北京、天津、河北、遼寧、吉林、黑龍江及內蒙古。近年來七個省市的經濟增長放緩，但在 2017 上半年出現回升跡象。中國政府實施的“京津冀一體化”戰略有利於區域經濟功能重新佈局，在未來三到五年內該區域經濟可能釋放較大發展潛力。合興所覆蓋的七個北方省市居民的人均可支配收入不斷提高。2016 年北京的人均可支配收入達到人民幣 52,530 元，三年複合增長率達 8.76%，天津和內蒙古的年複合增長率也達到 8.9%。

圖表：北方七省市的 GDP 增長狀況



圖表：2013-2017 年北方七省市人均可支配收入

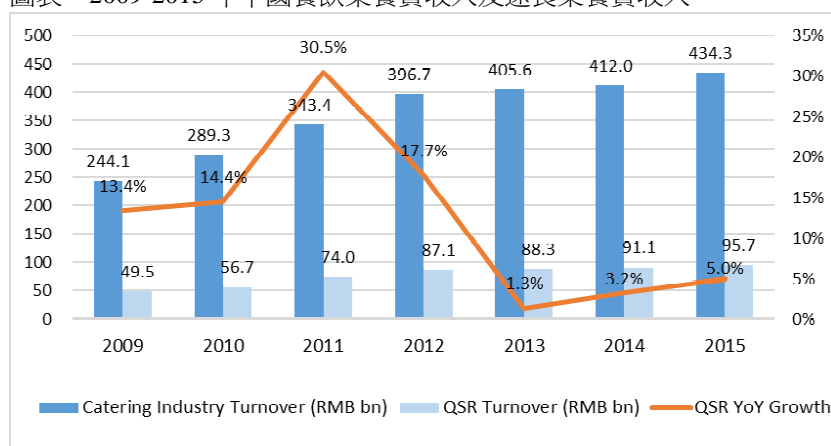


Source: NBS of PRC, Phillip Securities

中國餐飲行業概覽

根據中國國家統計局的資料，2015 年中國餐飲行業餐費收入及速食業餐費收入分別為人民幣 4343 億、957 億。從 2009 到 2015 年中國餐飲行業年均複合增長率達到 9.12%，速食行業年均複合增長率 12%。資料顯示，在經過 2012 年到 2014 年的疲弱狀態後，從 2015 年開始餐飲業的餐費收入、速食業餐費收入回升。由於速食餐費收入僅占餐飲行業餐費收入的 22%，對比美國餐飲業的速食占比大概在 50% 左右，我們認為中國的速食市場仍然有很大的發展空間。

圖表：2009-2015 年中國餐飲業餐費收入及速食業餐費收入

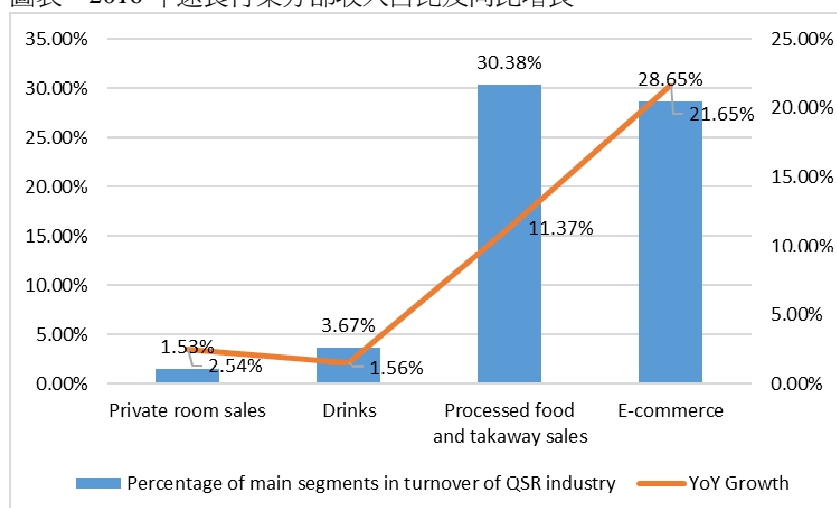


Source: NBS of PRC, Phillip Securities

中國速食行業發展狀況

中國飯店協會在 2017 年發佈的餐飲行業報告顯示，2016 年中國的速食消費實現 11% 的同比增長。在主要的速食行業中，加工食品及外賣銷售佔據速食行業總銷售很大部分，這是由快節奏的生活方式、城市餐飲服務的便捷度提升帶來的。同時，隨著流通服務的發展，網絡速食銷售也發展迅速（2016 年同比增長 21.65%）。

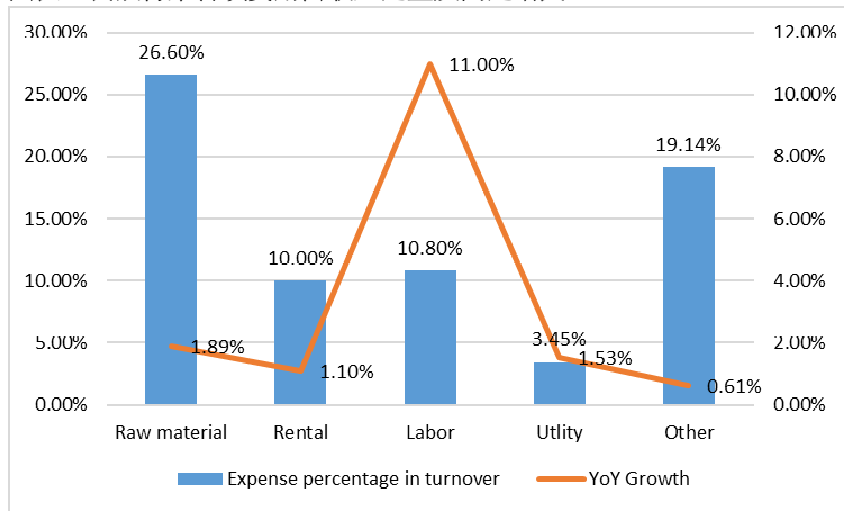
圖表：2016 年速食行業分部收入占比及同比增長



Source: China Hotel Association, Phillip Securities

傳統的“四高”（高原材料價格、高勞動力成本、高租金、高能源成本）持續影響速食企業的盈利能力。在 2016 年，“四高”支出佔據速食行業收入的 50% 左右。勞動力成本上升最顯著，同比增長 10.8%，原材料與房租也呈現輕微上浮。

圖表：餐飲行業各項費用占收入比重及同比增長

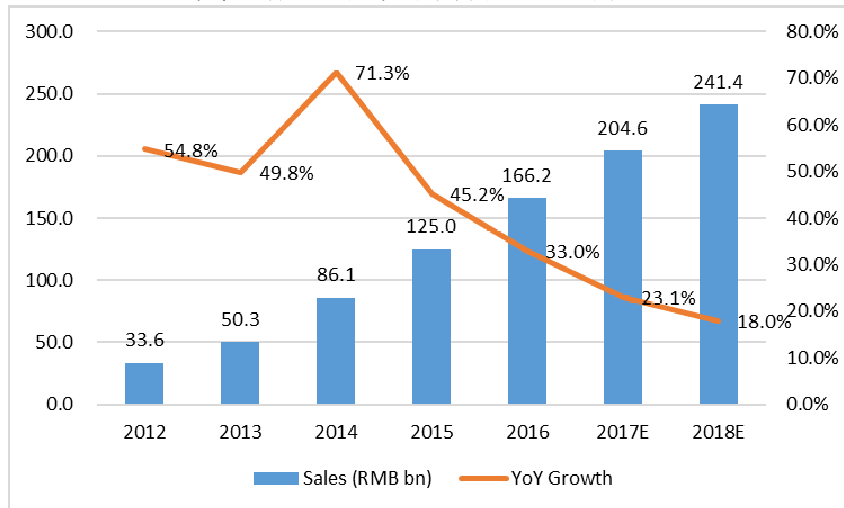


Source: China Hotel Association, Phillip Securities

中國線上訂餐市場迅速崛起

“互聯網+”時代的到來掀起中國餐飲行業的變革。中國線上訂餐市場自 2011 年開始迅速成長。根據 iiMedia Research 的資料，2016 年線上點餐銷售達到 1662 億元，同比增長率 33%，2011-2016 年均複合增長率達 50%。調查顯示，45% 左右的客戶在網上訂外賣的次數達到每週四次以上。很多消費者指出選擇外賣的原因是外賣更加節省時間，並且可以有很多的消費選擇。大約 35% 的顧客選擇外賣是因為享受獨自就餐和私人時光。在未來，預計線上點餐市場會繼續平穩增長，在 2018 年可能實現 2414 億元的銷售收入。

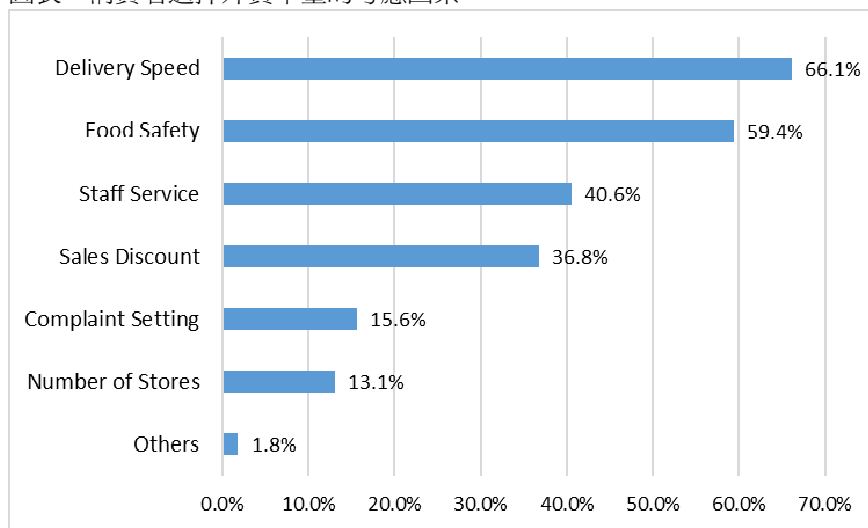
圖：2011-2018 年中國線上點餐市場銷售額及同比增長



Source: iiMedia Research, Phillip Securities

在選擇網路外賣平臺時，消費者最注重送餐速度與食品安全。iiMedia Research 的調查顯示，66% 的受訪者認為送餐速度是選擇平臺的最重要因素，59.4% 的受訪者認為食品安全是最應該考慮的問題，因為他們擔心外賣食品不夠衛生。據此來看，為了滿足客戶需求、獲得更多的市場份額，市場參與者應該更加重視提高配送效率，確保食品安全，為消費者提供更好的產品與服務。

圖表：消費者選擇外賣平臺的考慮因素



Source: iiMedia Research, Phillip Securities

監管措施日益完善，促進行業健康發展。在 2016 年 7 月，中國食品與藥品監督管理部門發佈了《網絡食品安全違法行為查處辦法》，完善對網絡食品銷售的監管，明確銷方在生產、銷售、運輸中的責任。《辦法》要求網絡食品銷售者建立原材料與產品的資訊追溯系統，沒有實體店與經營許可的企業應被取締。這些監管條例旨在提高食品銷售運輸中的安全與品質，保障消費者權益。隨著監管環境日益完善，合格的餐飲企業將從更有序、健康的競爭環境中受益。

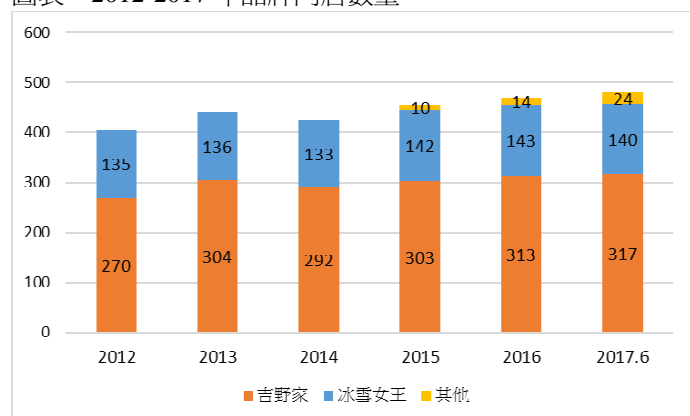
稅收政策利好餐飲企業。中國政府從 2016 年 5 月開始全面落實“營改增”試點，這減輕了餐飲企業的稅務負擔，因為增值稅要求企業繳納進項稅與銷項稅之間的差額，而不是對營業額整體徵收 5% 的營業稅。這一舉措取消了重複徵稅，將幫助餐飲企業節省更多資金用於擴大經營規模。

業務分析

概覽

截止至 2017 年，合興集團共運營 481 家店鋪，包括“吉野家”“冰雪女王”等品牌。合興集團的收入主要來自京津冀地區。在 2017 年上半年，來自京津冀地區的銷售占集團收入的 75%，來自東三省及內蒙古的銷售占 25%。若按品牌劃分，在今年上半年，吉野家銷售額達到 15.72 億元人民幣，占收入的 85%。冰雪女王收入達 1.72 億元，占集團收入 11% 左右。同時，集團在北京、大連、瀋陽、天津及呼和浩特等地建有配送物流中心，負責在經營地區對食品進行再加工、二次包裝及運送。

圖表：2012-2017 年品牌門店數量



圖表：門店數量與地區分佈

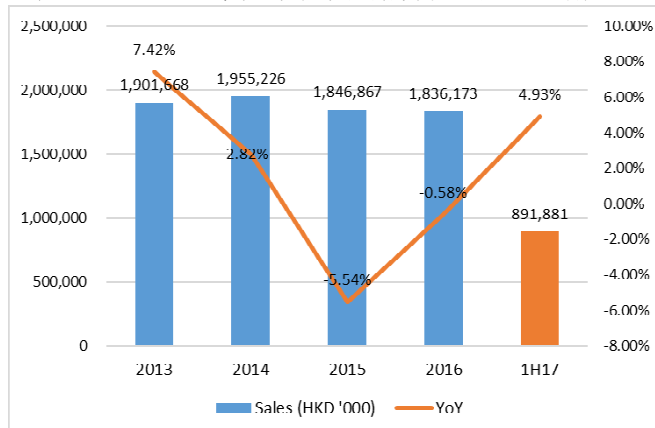
(RMB)	吉野家	冰雪女王	其他
2016 年銷售額	15.72 億元	1.72 億元	-
占收入比重	87.80%	9.60%	-
區域店鋪數量			
京津冀	216	102	23
遼寧	77	20	1
內蒙古	12	7	-
黑龍江	10	8	-
吉林	2	3	-
總計	317	140	24

Source: Company, Phillip Securities

吉野家業務：中國北部領先的日式速食連鎖店

吉野家是擁有百年歷史的日式連鎖速食品牌，提供各種飯類產品，它以日式牛肉飯“牛丼”聞名，還提供各種飯類產品，包括雞肉飯、豬肉飯等。吉野家面向年輕的中低收入消費群體，每客消費在人民幣 30 元左右。合興集團目前在北部中國運營 317 家吉野家店鋪。然而，受宏觀經濟疲弱影響，吉野家的銷售從 2013 到 2016 年呈現些微負增長。

圖表：2012-2016 年吉野家業務銷售收入及同比增長



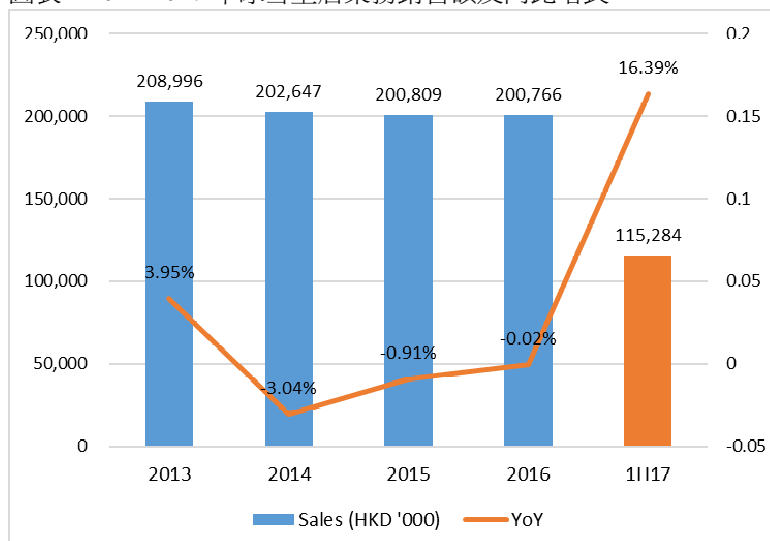
Source: Company, Phillip Securities

在 2017 上半年，吉野家銷售收入按港幣口徑達 8.9 億元，同比增長 4.93%，我們認為增長主要由三個因素帶來：外賣業務的發展，店鋪網路擴張，產品組合豐富。1) 外賣業務的鋪開：外賣銷售目前佔據吉野家營業額的 30% 左右。合興集團持續推進自有外賣平臺建設，並與第三方外賣平臺合作，不斷提高市場滲透程度，擴大品牌影響力。在北京（吉野家最主要的市場），吉野家品牌擁有達千人的配送員團隊負責外賣產品的配送，覆蓋 200 個門店的經營區域，保證食品品質與服務質素。2) 店鋪網路擴張：公司採取“三線”開店策略：開設旗艦店、體驗店為更多客戶提供給產品與服務，在街邊開設外賣店以擴大配送範圍。開設街邊小店有利於提高運營效率，這不僅可以擴大配送的覆蓋範圍，還可以減低人工開支與租金。3) 不斷豐富的產品組合：公司不斷豐富現有產品組合，增加熱狗、特別飲品及早餐服務，持續為顧客提供更多樣的消費選擇，滿足更多年輕顧客的喜好。

冰雪皇后：不斷完善的門店網絡與更好的餐飲體驗

公司的冰雪皇后門店為顧客提供霜淇淋、霜淇淋蛋糕、飲品以及熱狗等速食。該品牌面向具有較高消費能力並且尋求更好消費體驗的顧客。合興集團將冰雪皇后商店開設在交通便利的大型購物中心，以適應中國市場餐飲消費形態的變化。2012 到 2016 年，冰雪皇后的收入呈現輕微下降，但在 2017 年上半年出現回升。

圖表：2012-2017 年冰雪皇后業務銷售額及同比增長



Source: Company, Phillip Securities

公司不斷改善冰雪皇后的店鋪網絡，關閉虧損門店，開設新的盈利的店鋪。2016 年冰雪皇后開始提供霜淇淋蛋糕的外賣服務。公司加強與第三方外賣平臺的合作，不斷擴大配送區域，加強社交平臺管理，提升品牌知名度，實現外賣業務的快速成長。同時，公司引進新的產品與元素，滿足年輕人的消費需求。公司未來還將通過開設提供舒適座位的 DQ 旗艦店來提升消費體驗。

圖表：合興集團運營品牌的開店策略

品牌	旗艦店	體驗店	外賣店
吉野家	200-250 m ²	100-150 m ²	面積小，投入少
冰雪皇后	50-100 m ²	kiosk – 30 m ²	
功能定位	提供舒適的環境、更好的就餐體驗	常規店鋪，滿足顧客就近就餐需求	提供外送服務；少座位或無座位

Source: Company, Phillip Securities

多品牌策略和日益完善的產品組合

公司致力於引入新的優質品牌。公司於 2016 年引入“芳叔”，開始在中國北部銷售經典的港式小吃（包括蛋撻、雞蛋仔）。該品牌專注於小店經營模式，投入成本小，回收投資期短。同時，合興集團根據客戶的飲食喜好持續引入新產品，不斷豐富菜單，提高客戶忠誠度。公司借助來自網絡平臺的大數據，開發具有高毛利的新產品。隨著先進技術在經營管理中的運用，有利於公司緊跟不斷變化的市場需求、消費趨勢，提供給客戶更好更豐富的產品。

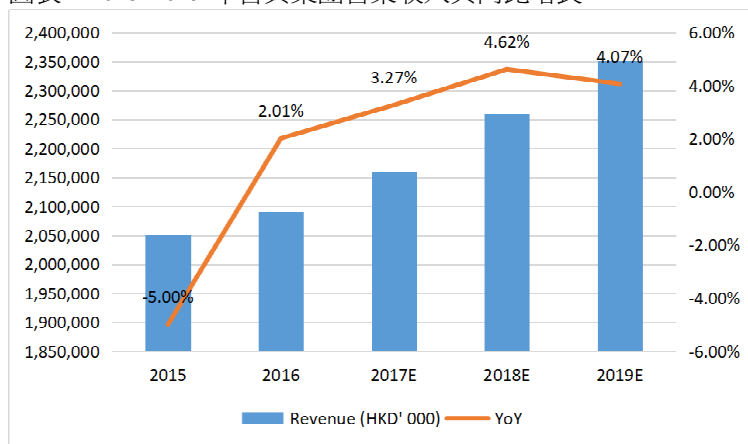
員工激勵政策提高運營效率

公司採取具有競爭力的員工激勵政策並且提供職業培訓以穩定人才隊伍。於 2015 年公司在所有店鋪開展“模擬老闆計畫”，旨在讓店鋪管理者能夠從店鋪所有者的角度出發進行運營管理。這個政策使店鋪管理者將店鋪視為自己的產業，激勵他們以更有效率的方式運營店鋪。這個政策允許店鋪管理者與公司分享經營成果，因為超過目標銷售額的部分公司會與店長進行分成。店長提高運營效率、節約店鋪成本的措施，幫助公司在經營環境惡化的情況下能夠生存並實現利潤穩定增長，近年來公司的其他經營開支穩步下降也是證明。

財務分析

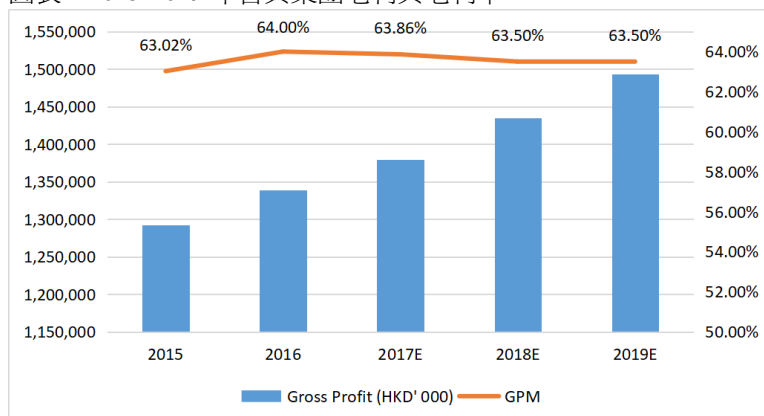
營業收入：2012-2016 年合興集團的收入以 1.49% 的年均複合增長率增長，預計 2017-2019 實現年均 XXX% 複合增長率。公司將 2015 年的負增長歸咎於經營環境惡化，並通過關閉虧損門店、開設新店來調整店鋪網路。我們認為未來的增長動能來自：1) 外賣街店的鋪開，不斷提高的市場覆蓋率。我們瞭解到公司將在 2017 年新開店鋪 70 家左右（上半年已開設 29 家，關閉 18 家門店）。我們預計新增的小型街店會以更具成本效益的方式，不斷擴大配送覆蓋區域。2) 不斷完善、豐富的飲食產品以及來自新品牌的貢獻。3) 員工激勵計畫提高員工積極性，降本增效，促進營業收入增長。我們注意到公司在 2017 年上半年，已經實現 10.48 億元港幣的營業收入，按人民幣口徑同比增長 8.1%。考慮到季節影響，我們預計公司下半年有更好的表現。

圖表：2015-2019 年合興集團營業收入與同比增長

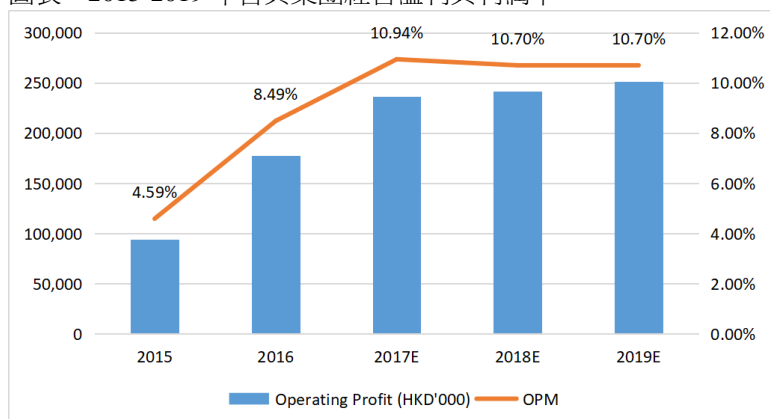


利潤率：2012-2016 年公司毛利實現年均複合增長率 3.1%，毛利率基本保持穩定。原材料和人工成本構成銷售成本最主要的部分。我們估計在今明兩年原材料價格將保持相對穩定，而人工開支會因員工激勵計畫上揚。經營溢利雖然在 2012-2016 年呈現波動，但 2014 年開始呈穩步增加。我們預期員工激勵計畫和成本控制措施會持續提高經營效益。淨利潤自 2013 年開始平穩上升。

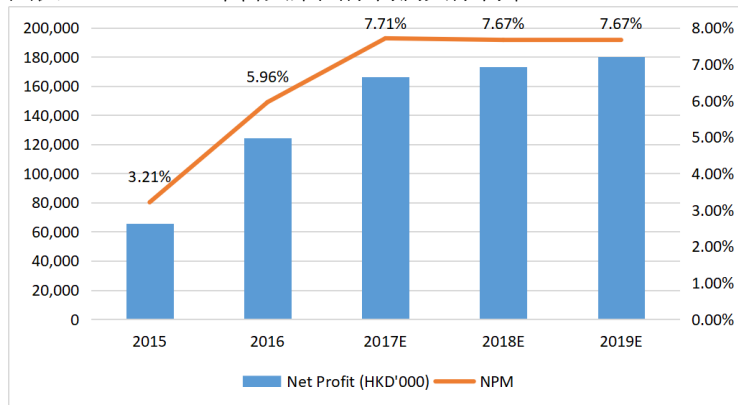
圖表：2015-2019 年合興集團毛利與毛利率



圖表：2015-2019 年合興集團經營溢利與利潤率



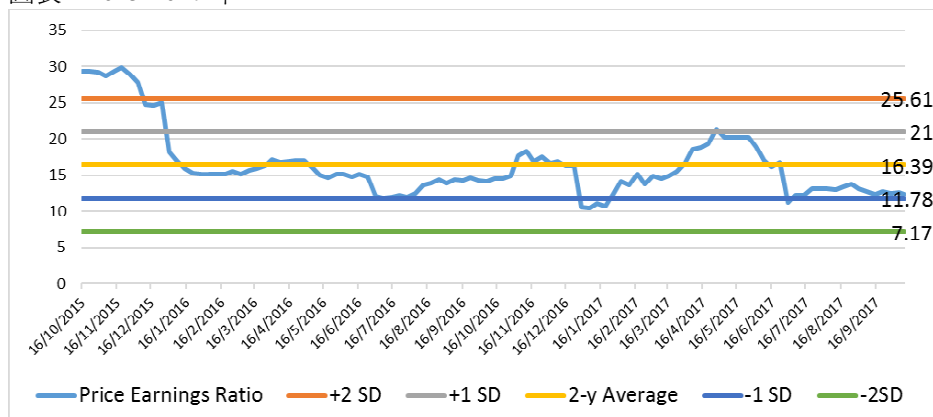
圖表：2015-2019 年合興集團淨利潤與淨利率



估值和風險

我們的估值模型顯示目標價為 0.24 港元：我們預計京津冀一體化發展將為區域經濟增長帶來巨大潛力。作為北方領先的連鎖速食經營者，隨著不斷擴張銷售網絡、提高經營管理效益，合興集團有可能在區域經濟發展、居民消費能力提高的大環境下實現更好的發展。我們假設 2017、2018 年淨新增店鋪分別為 39、18 家，並結合每個品牌的店均銷售額來預測營業收入。我們首次覆蓋給予“增持”評級，目標價 0.24 港幣，預計上升空間 11%。

圖表：2015-2017 年 PE



下行風險

- (1): 新店開設速度低於預期
- (2): 餐飲行業的激烈競爭及食品安全問題
- (3): 區域經濟發展滯後

財務報告

FYE	FY2015	FY2016	FY2017E	FY2018E	FY2019E
Valuation Ratios					
Price to Earnings (P/E)	33.1	17.3	13.1	12.6	12.1
Price to Book (P/B)	5.2	4.8	4.0	3.1	2.5
Per Share Data (Cents)					
EPS	0.66	1.25	1.65	1.72	1.79
Book Value Per Share	4.19	4.50	5.42	7.07	8.79
Dividend Per Share	0.25	0.62	0.83	0.86	0.90
Growth & Margins (%)					
Growth					
Revenue	-5.00	2.01	3.27	4.62	4.07
Growth Profit	-3.59	3.59	3.05	4.02	4.0
Operating Income	94.89	88.58	33.17	2.30	4.0
Net Profit	3.21	5.96	33.66	4.02	4.07
Margins					
Gross Profit Margin	63.02	64.00	63.86	63.50	63.50
Operating Profit Margin	4.59	8.49	10.94	10.70	10.70
Net Profit Margin	3.21	5.96	7.71	7.67	7.67
Key Ratios					
ROE (%)	15.65	27.82	23.39	19.57	16.92
ROA (%)	14.69	22.85	12.58	10.52	9.10
Income Statement (HKD Mn)					
Revenue	2,050.05	2,091.31	2,159.66	2,259.35	2,351.20
- Cost of Goods Sold	(758.06)	(752.89)	(780.48)	(824.66)	(858.19)
Gross Income	1,292.00	1,338.43	1,379.18	1,434.69	1,493.01
- Operating Expenses	(1.20)	(1.16)	(1.14)	(1.19)	(1.24)
Operating Income	94.10	177.45	236.31	241.75	251.58
- Income Tax Expenses	(26.80)	(52.00)	(68.67)	(67.37)	(70.11)
Net Profit	65.79	124.62	166.56	173.25	180.29

Source: Company, Phillip Securities (HK) Research Estimates
(財務資料截至 2017 年 10 月 12 日)

PHILLIP RESEARCH STOCK SELECTION SYSTEMS

Total Return	Recommendation	Rating	Remarks
>+20%	Buy	1	>20% upside from the current price
+5% to +20%	Accumulate	2	+5% to +20% upside from the current price
-5% to +5%	Neutral	3	Trade within $\pm 5\%$ from the current price
-5% to -20%	Reduce	4	-5% to -20% downside from the current price
<-20%	Sell	5	>20% downside from the current price

We do not base our recommendations entirely on the above quantitative return bands. We consider qualitative factors like (but not limited to) a stock's risk reward profile, market sentiment, recent rate of share price appreciation, presence or absence of stock price catalysts, and speculative undertones surrounding the stock, before making our final recommendation

GENERAL DISCLAIMER

This publication is prepared by Phillip Securities (Hong Kong) Ltd ("Phillip Securities"). By receiving or reading this publication, you agree to be bound by the terms and limitations set out below.

This publication shall not be reproduced in whole or in part, distributed or published by you for any purpose. Phillip Securities shall not be liable for any direct or consequential loss arising from any use of material contained in this publication.

The information contained in this publication has been obtained from public sources which Phillip Securities has no reason to believe are unreliable and any analysis, forecasts, projections, expectations and opinions (collectively the "Research") contained in this publication are based on such information and are expressions of belief only. Phillip Securities has not verified this information and no representation or warranty, express or implied, is made that such information or Research is accurate, complete or verified or should be relied upon as such. Any such information or Research contained in this publication is subject to change, and Phillip Securities shall not have any responsibility to maintain the information or Research made available or to supply any corrections, updates or releases in connection therewith. In no event will Phillip Securities be liable for any special, indirect, incidental or consequential damages which may be incurred from the use of the information or Research made available, even if it has been advised of the possibility of such damages.

Any opinions, forecasts, assumptions, estimates, valuations and prices contained in this material are as of the date indicated and are subject to change at any time without prior notice.

This material is intended for general circulation only and does not take into account the specific investment objectives, financial situation or particular needs of any particular person. The products mentioned in this material may not be suitable for all investors and a person receiving or reading this material should seek advice from a financial adviser regarding the suitability of such products, taking into account the specific investment objectives, financial situation or particular needs of that person, before making a commitment to invest in any of such products.

This publication should not be relied upon as authoritative without further being subject to the recipient's own independent verification and exercise of judgment. The fact that this publication has been made available constitutes neither a recommendation to enter into a particular transaction nor a representation that any product described in this material is suitable or appropriate for the recipient. Recipients should be aware that many of the products which may be described in this publication involve significant risks and may not be suitable for all investors, and that any decision to enter into transactions involving such products should not be made unless all such risks are understood and an independent determination has been made that such transactions would be appropriate. Any discussion of the risks contained herein with respect to any product should not be considered to be a disclosure of all risks or a complete discussion of such risks.

Nothing in this report shall be construed to be an offer or solicitation for the purchase or sale of a security. Any decision to purchase securities mentioned in this research should take into account existing public information, including any registered prospectus in respect of such security.

Disclosure of Interest

Analyst Disclosure: Neither the analyst(s) preparing this report nor his associate has any financial interest in or serves as an officer of the listed corporation covered in this report.

Firm's Disclosure: Phillip Securities does not have any investment banking relationship with the listed corporation covered in this report nor any financial interest of 1% or more of the market capitalization in the listed corporation. In addition, no executive staff of Phillip Securities serves as an officer of the listed corporation.

Availability

The information, tools and material presented herein are not directed, intended for distribution to or use by, any person or entity in any jurisdiction or country where such distribution, publication, availability or use would be contrary to the applicable law or regulation or which would subject Phillip Securities to any registration or licensing or other requirement, or penalty for contravention of such requirements within such jurisdiction.

Information contained herein is based on sources that Phillip Securities (Hong Kong) Limited ("PSHK") believed to be accurate. PSHK does not bear responsibility for any loss occasioned by reliance placed upon the contents hereof. PSHK (or its affiliates or employees) may have positions in relevant investment products. For details of different product's risks, please visit the Risk Disclosures Statement on <http://www.phillip.com.hk>.

© 2017 Phillip Securities (Hong Kong) Limited

Contact Information (Regional Member Companies)

SINGAPORE

Phillip Securities Pte Ltd
Raffles City Tower
250, North Bridge Road #06-00
Singapore 179101
Tel : (65) 6533 6001
Fax : (65) 6535 6631
Website: www.poems.com.sg

HONG KONG

Phillip Securities (HK) Ltd
Exchange Participant of the Stock Exchange of Hong Kong
11/F United Centre 95 Queensway
Hong Kong
Tel (852) 22776600
Fax (852) 28685307
Websites: www.phillip.com.hk

INDONESIA

PT Phillip Securities Indonesia
ANZ Tower Level 23B,
Jl Jend Sudirman Kav 33A
Jakarta 10220 – Indonesia
Tel (62-21) 57900800
Fax (62-21) 57900809
Website: www.phillip.co.id

THAILAND

Phillip Securities (Thailand) Public Co. Ltd
15th Floor, Vorawat Building,
849 Silom Road, Silom, Bangrak,
Bangkok 10500 Thailand
Tel (66-2) 6351700 / 22680999
Fax (66-2) 22680921
Website: www.phillip.co.th

UNITED KINGDOM

King & Shaxson Capital Limited
6th Floor, Candlewick House,
120 Cannon Street,
London, EC4N 6AS
Tel (44-20) 7426 5950
Fax (44-20) 7626 1757
Website: www.kingandshaxson.com

AUSTRALIA

PhillipCapital Australia
Level 12, 15 William Street,
Melbourne, Victoria 3000, Australia
Tel (613) 96188238
Fax (613) 92002272
Website: www.phillipcapital.com.au

MALAYSIA

Phillip Capital Management Sdn Bhd
B-3-6 Block B Level 3 Megan Avenue II,
No. 12, Jalan Yap Kwan Seng, 50450
Kuala Lumpur
Tel (603) 21628841
Fax (603) 21665099
Website: www.poems.com.my

JAPAN

PhillipCapital Japan K.K.
Nagata-cho Bldg.,
8F, 2-4-3 Nagata-cho,
Chiyoda-ku, Tokyo 100-0014
Tel (81-3) 35953631
Fax (81-3) 35953630
Website: www.phillip.co.jp

CHINA

Phillip Financial Advisory (Shanghai) Co. Ltd
No 436 Hengfeng Road,
Greentech Unit 604,
Postal code 200070
Tel (86-21) 51699400
Fax (86-21) 63532643
Website: www.phillip.com.cn

FRANCE

King & Shaxson Capital Limited
3rd Floor, 35 Rue de la Bienfaisance 75008
Paris France
Tel (33-1) 45633100
Fax (33-1) 45636017
Website: www.kingandshaxson.com

UNITED STATES

Phillip Futures Inc
141 W Jackson Blvd Ste 3050
The Chicago Board of Trade Building
Chicago, IL 60604 USA
Tel +1.312.356.9000
Fax +1.312.356.9005