

楓葉教育 (1317.HK)

輕資產模式驅動，內地國際學校前景看好

香港 | 教育 | 公司研報

5 July 2018

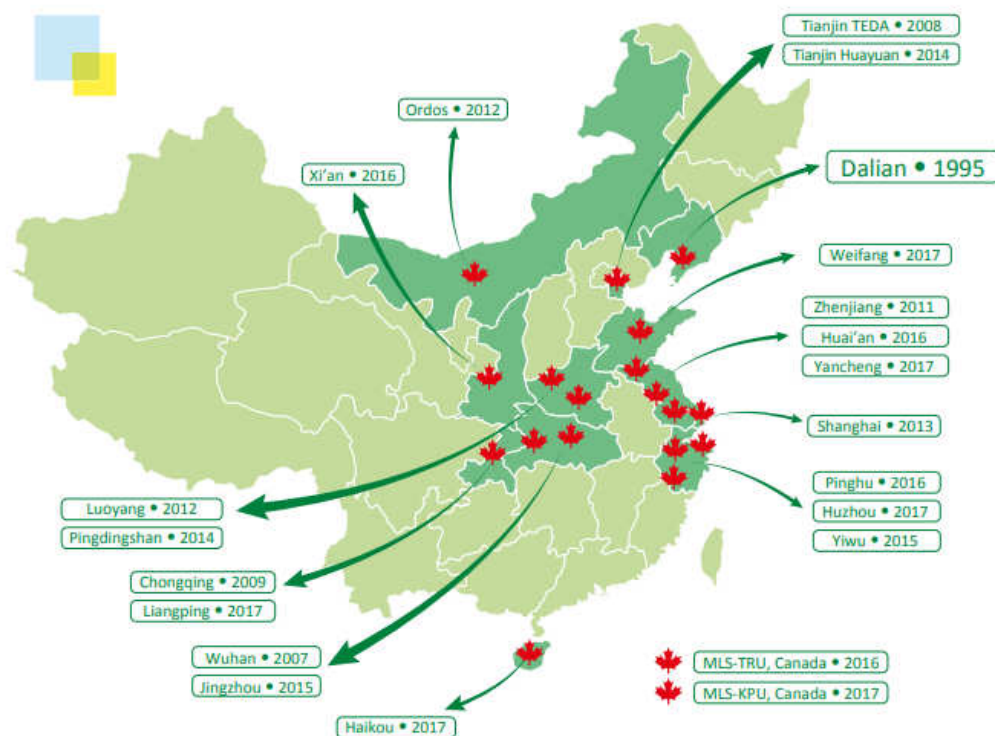
投資概要

楓葉教育是一家在中國領先的學前教育到12年級教育（K-12）國際學校運營商。由於中國中產階級的崛起，輕資產發展模式和獨特的雙文憑課程，我們相信楓葉將成為中國教育界最有前途的公司之一。因此，我們給予楓葉“增持”評級，並得出目標價15.68港元，基於2019年純利，並假設1倍PEG（2018-20年的盈利複合增長率為30%），潛在上漲空間為9.7%。（現價截至7月3日）

公司概況

楓葉教育是一家在中國領先學前教育到12年級教育（K-12）的國際學校運營商。公司成立於1995年，並在大連，武漢，天津，重慶，鎮江，洛陽，上海，深圳等地開辦了82所學校（其中5所是新收購，尚未併表）。近年，集團加快學校擴展，2018年3月淨增17個，不包括5個新收購。目前，集團擁有13所高中（10至12年級學生），21所中學（7至9年級學生），21所小學（1至6年級學生），19所幼兒園及3所外籍人員子女學校。

圖表：學校位置（2017年底）



Source: Company report, Phillip Securities (HK) Ltd.

增持（首次）

現價 HKD 14.30
 （現價截至7月3日）
 目標價 HKD 15.68 (+9.7%)

公司資料

普通股股東（百萬股）：	1,490
市值（港幣百萬元）：	21,301
52周 最高價/最低價（港幣）：	15.26 / 6.04

主要股東，%

任書良先生	49.99
-------	-------

股價表現，%

	1個月	3個月	1年
楓葉教育	-2.46	35.93	119.33
恒生指數	-7.91	-5.42	10.71

股價 & 恒生指數



Source: Aastocks, Phillip Securities

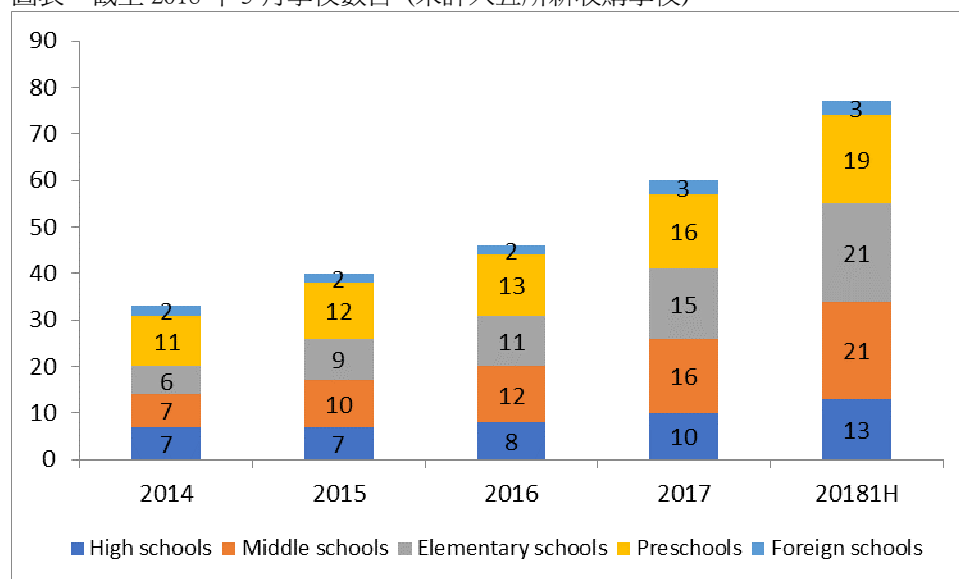
財務資料

RMB mn	FY16	FY17	FY18E	FY19E
Revenue	830	1083	1454	1868
Net Profit	308	414	513	674
EPS, RMB	0.226	0.298	0.341	0.448
PER, x	54.11	41.10	35.85	27.32
BVPS, RMB	1.49	1.76	2.36	2.61
P/BV, x	8.23	6.95	5.17	4.68
ROE, %	16.0	18.4	17.1	18.0

Source: Company, Wind, Phillip Securities Est.

研究分析員
 李學滔 (2277 6527)
 terryli@phillip.com.hk

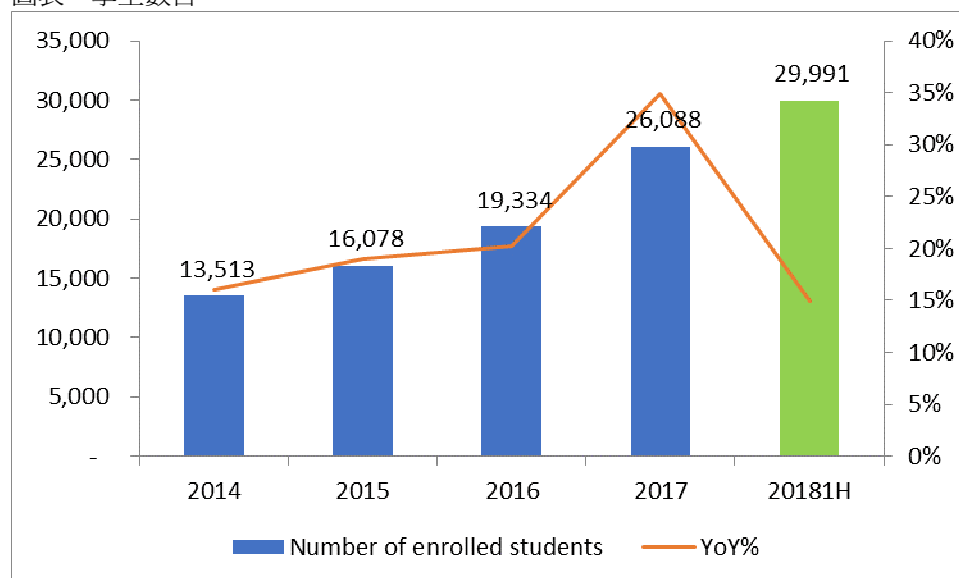
圖表：截至 2018 年 3 月學校數目 (未計入五所新收購學校)



Source: Company reports, Phillip Securities (HK) Research

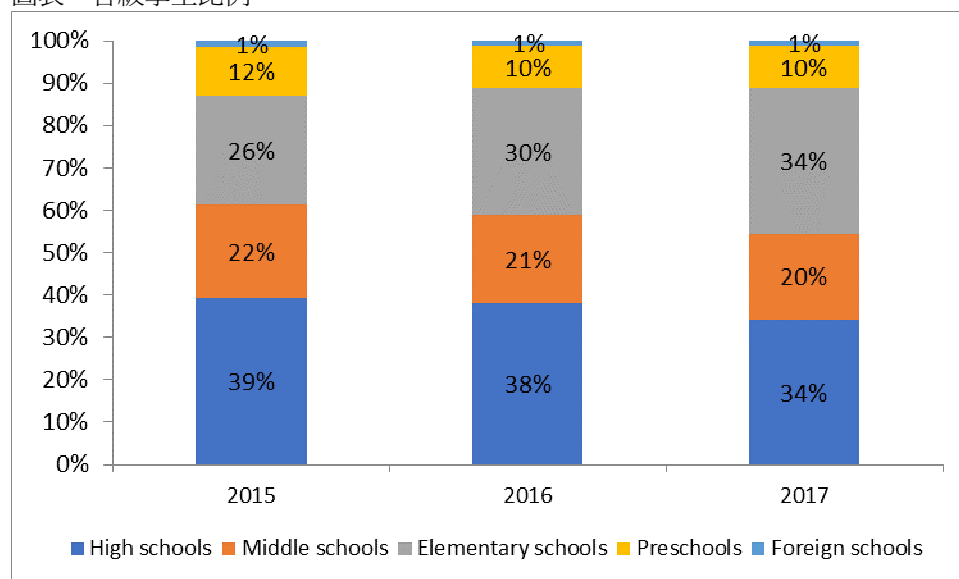
截至 2018 年 3 月，集團共有 29,991 名學生。在過去的三年半內，學生數目的複合增長率為 26%。由於集團希望打造一個小學到高中的金字塔型入學結構，小學學生的比例從 2015 年的 26% 上升到 2017 年的 34%；而高中學生從 2015 年的 39% 則下降到 2017 年的 34%，表明集團決心擴大義務教育業務。

圖表：學生數目



Source: Company reports, Phillip Securities (HK) Research

圖表：各級學生比例



Source: Company reports, Phillip Securities (HK) Research

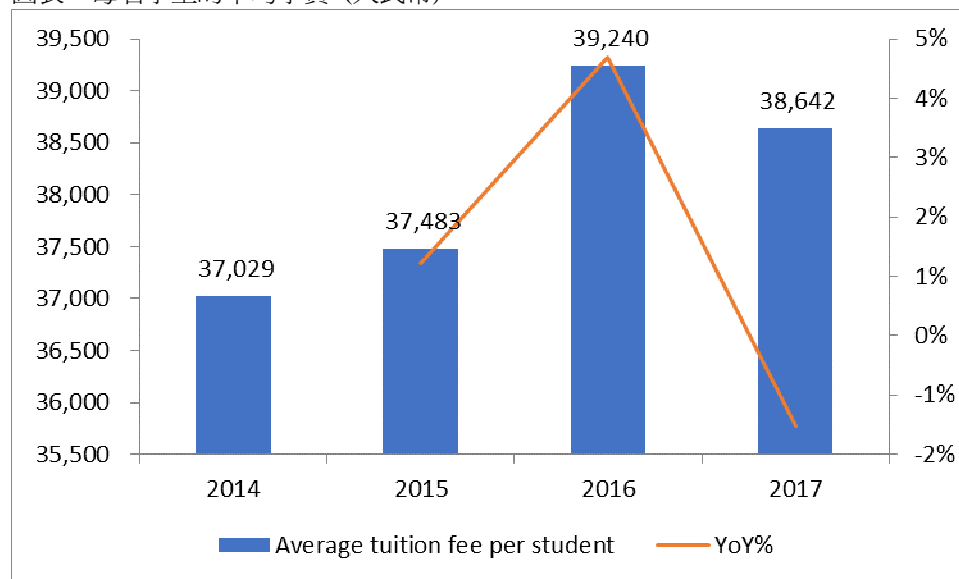
幼兒園/小學/中學/高中的平均學費和寄宿費分別為 29,000 / 44,850 / 47,588 / 86,833 元人民幣。2017 年每名學生的平均學費則為 38,642 元人民幣，同比下降 2%，主要原因是收取較低學費的小學生比例增加。

圖表：中國籍學生學費和寄宿費 (人民幣)

City	Preschools	Elementary schools	Middle schools	High schools
Dalian		34,000	34,000	74,000
Wuhan		35,000	39,000	74,000
Tianjin Teda	40,000	43,000	48,000	93,000
Tianjin Huayuan		48,000	50,000	
Chongqing		28,000	34,000	65,000
Luoyang		23,000	25,000	59,000
Pingdingshan	18,000	18,000	21,000	
Zhenjiang		26,000	34,000	74,000
Shanghai			43,000	100,000
Ordos		22,000	29,000	
Yiwu		39,000	42,000	74,000
Jingzhou		22,000	25,000	
Xi'an	20,000	29,000	34,000	59,000
Pinghu	27,668	36,000	40,000	
Huai'an		22,000	29,000	
Huzhou	32,000	36,000	40,000	
Liang Ping	23,000	22,000	29,000	
Weifang	25,000	28,000	33,000	
Yancheng		22,000	34,000	74,000
Hainan		Meihua: 9,850 Meishe: 14,700 Meiwen: 14,700	Meishe: 16,700	Domestic curriculum: 21,000 BC curriculum: 60,000
Shenzhen		137,000	177,000	207,000

Source: Company website, Phillip Securities (HK) Research

圖表：每名學生的平均學費（人民幣）



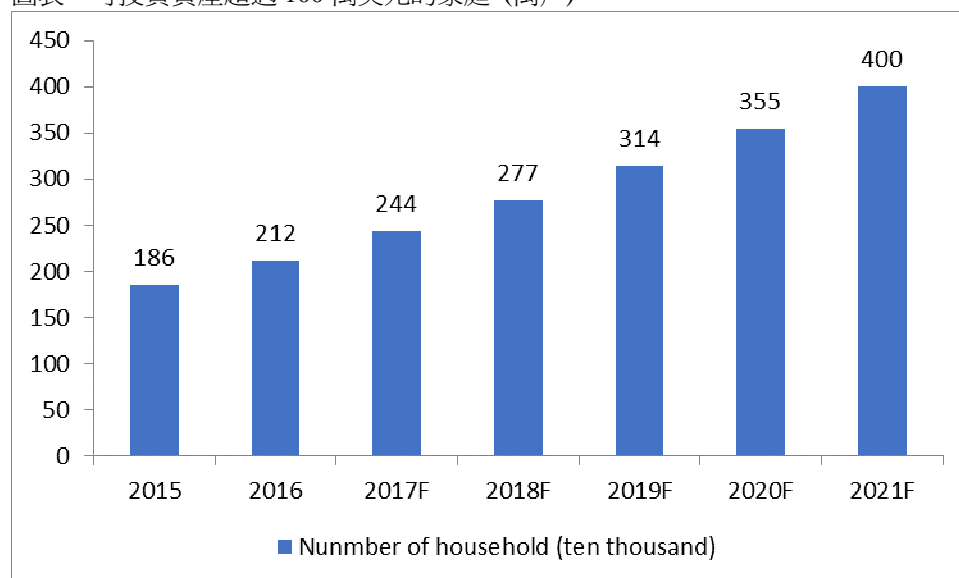
Source: Company reports, Phillip Securities (HK) Research

行業概況

中國中產階級崛起

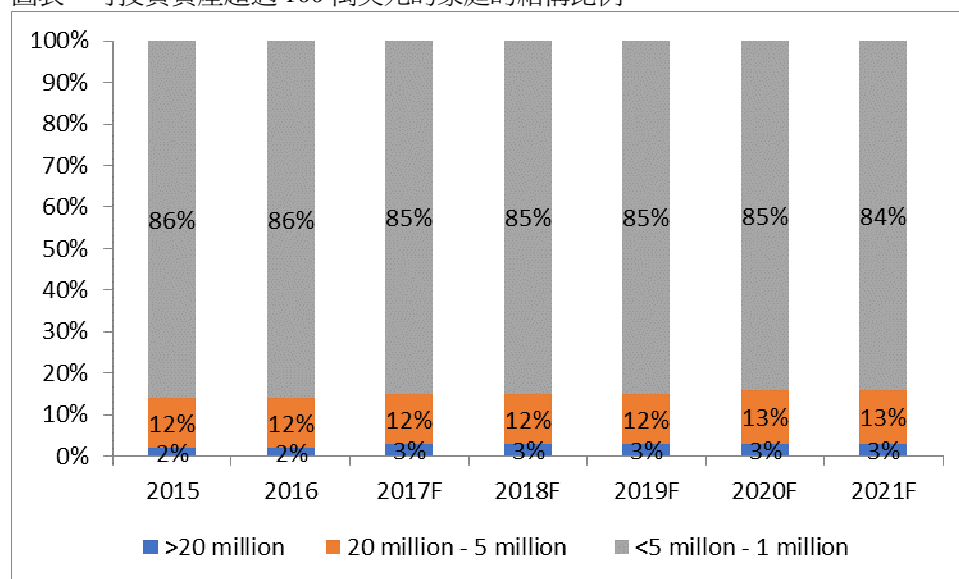
經濟改革後，中國成為僅次於美國的世界第二大經濟體。隨著經濟發展，中產階級的數量也在不斷增加。根據波士頓諮詢公司的數據，2021 年中國可投資資產超過 100 萬美元的家庭將達到 4 百萬戶，複合增長率為 13.6%。擁有超過 500 萬美元可投資資產的家庭比例也預計從 2015 年的 14% 上升到 2021 年的 16%。中產階級的崛起將對國際學校產生巨大需求，因為父母能夠負擔得起學費。

圖表：可投資資產超過 100 萬美元的家庭（萬戶）



Source: BCG, Phillip Securities (HK) Research

圖表：可投資資產超過 100 萬美元的家庭的結構比例

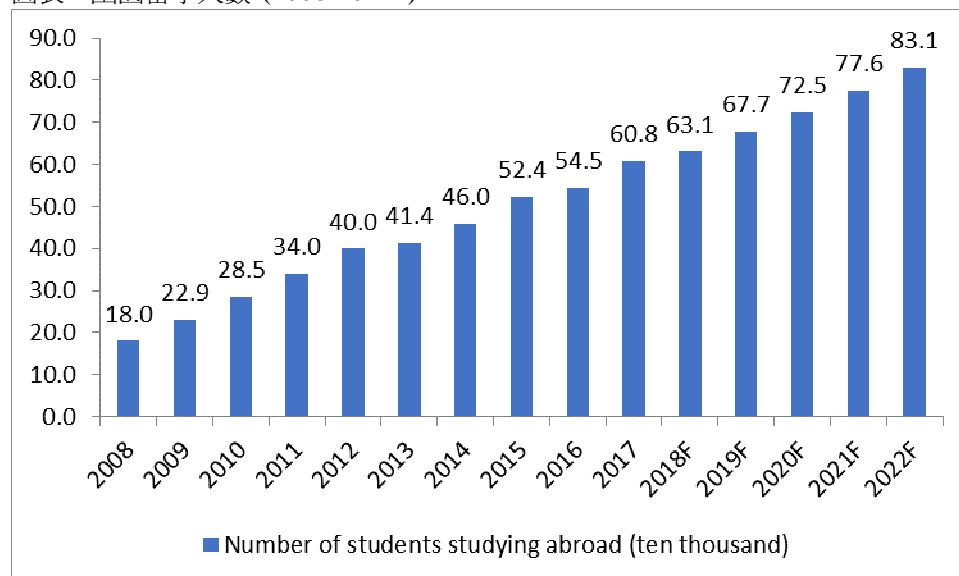


Source: BCG, Phillip Securities (HK) Research

留學生人數穩步上升

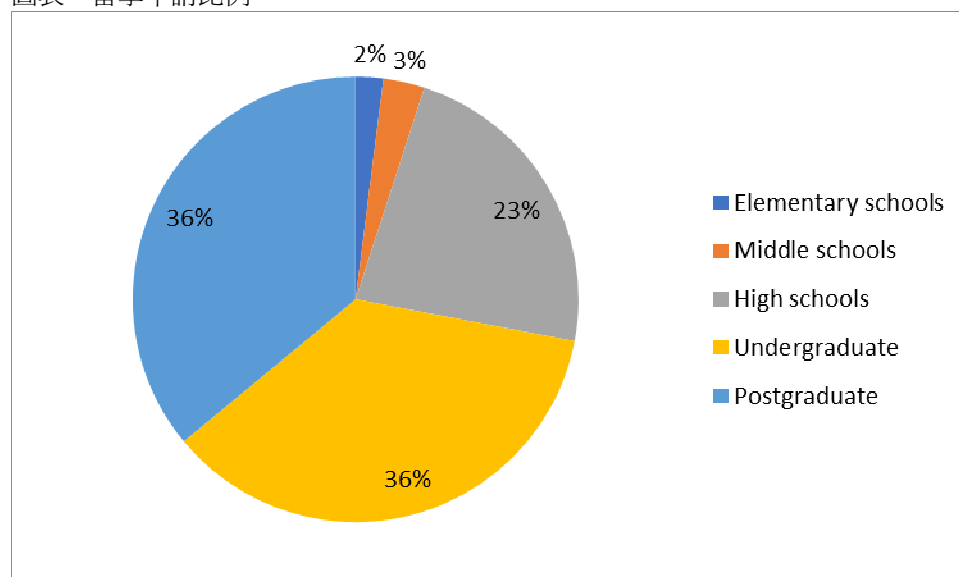
由於父母渴望為子女提供更好的教育，出國留學在中國越來越受歡迎。根據中華人民共和國教育部統計，出國留學人數從 2008 年的 17.98 萬人增加到 2017 年的 60.84 萬人，年復合增長率達 14.5%。Frost & Sullivan 預測 2022 年該數字將會達到 83.05 萬人，2018 年至 2022 年的複合增長率為 7.1%。大部分留學申請都是本科生和研究生，兩者均佔 36%。這表明家長傾向讓孩子在出國留學前完成 K-12 教育。這將有利於本土的 K-12 國際學校，因為這些學校都是主要幫助學生準備出國留學，如楓葉教育。

圖表：出國留學人數 (2008-2022F)



Source: Ministry of Education of the People's Republic of China, Frost & Sullivan, Phillip Securities (HK) Research

圖表：留學申請比例

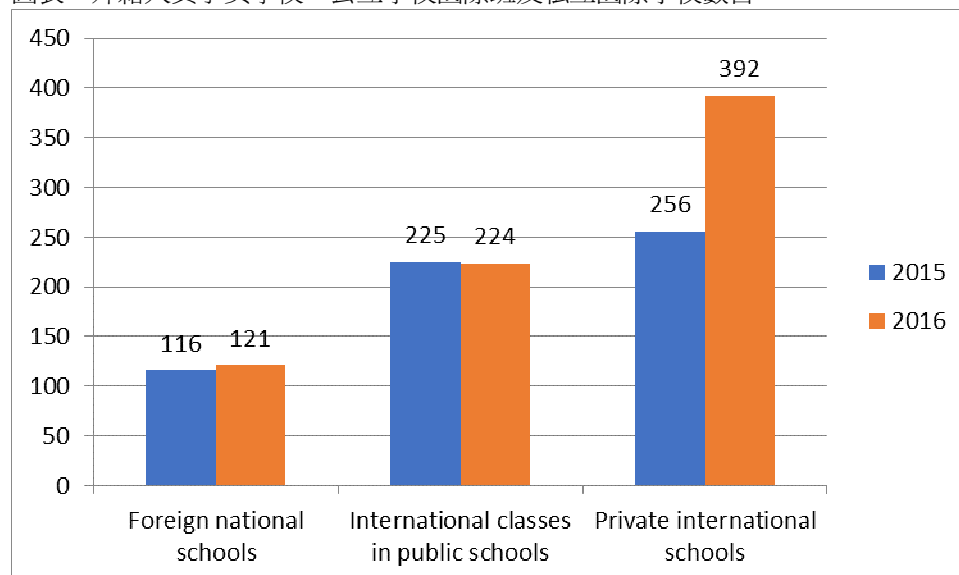


Source: JIL Oversea Education, Phillip Securities (HK) Research

公立學校國際班的限制為私立國際學校提供機會

2013 年，中國政府實施了《高中階段國際項目暫行管理辦法》，以限制公立學校的國際課程供應。市政府停止批出新的國際班。2016 年國際班數目下降 1 個至 224；2016 年國際私立學校數量則增加了 136 間至 392。由於國際班是私立國際學校的替代品，國際班供應限制將減少該行業的競爭程度。

圖表：外籍人員子女學校、公立學校國際班及私立國際學校數目



Source: 中國教育在線, Phillip Securities (HK) Research

長期發展動力

輕資產發展模式

自 2012 年以來，集團開始以輕資產模式發展。輕資產發展模式代表集團與第三方合作，主要是地方政府[如果第三方是政府，便會是公私合作夥伴關係 (PPP)]，其中第三方提供土地或學校設施，而集團負責日常營運，包括：教師、教材或設施翻新。合作模式可以是租賃或利潤分享。在租賃模式中，費用

通常取決於學生人數或特定事件的觸發因素。在利潤分享模式中，利潤通常與第三方分享一半利潤。

輕資產發展模式的優勢在於：1) 投資回收期縮短，2) 加速擴張。

首先，與第三方合作，集團可以節省大量在土地和學校設施的初期資本投資，這將使投資回收期能從兩年以上（自有學校）縮短到一年左右。另外，這種模式亦可以充分利用集團豐富的運營經驗。

其次，在初期資本支出減少和地方政府幫助下，集團可加快擴張並擴大經營規模。透過規模增大，集團可以通過在學校之間共享資源來提升運營效率，並提高校譽，從而向地方政府爭取更多的 PPP 項目。

截至 2017 年 9 月，集團 54% 的學校分別屬於租賃或利潤分享模式。我們預計這戰略將繼續推行，使租賃和利潤分享模式的學校比例在未來幾年內繼續上升。

圖表：學校營運模式比例 (截至 2017 年 9 月)

CHINA SCHOOLS	Leased	Profit Shared	Owned
China Pre-Schools	14		
Chongqing	3		3
Dalian	2		4
Haikou			4
Huai'an, Jiangsu	2		
Huzhou		3	
Jingzhou, Hubei			2
Luoyang, Henan		3	
Ordos, Inner Mongolia	2		
Pingdingshan, Henan			3
Pinghu, Zhejiang			2
Shanghai			2
Tianjin	2		3
Weifang, Shandong		3	
Wuhan, Hubei			4
Xi'an, Shannxi		3	
Yancheng, Jiangsu		2	
Yiwu, Zhejiang			4
Zhenjiang, Jiangsu			3
INTERNATIONAL SCHOOLS			
Kamloops (B.C. Canada)	1		
Richmond (B.C. Canada)	1		
Singapore			1
Total	27	14	35
Percentage (%)	36%	18%	46%

Source: Company website, Phillip Securities (HK) Research

擴展至頂級一線城市

集團首先選擇聚焦在一線，二線，三線和四線城市，然後才擴展至頂級一線城市。剛開始，集團難以在頂級一線城市與北京國際學校、北京德威學校等知名學校競爭。然而，隨著在中等城市積累更多運營經驗和校譽，它為集團進軍頂級一線城市打下基礎。2013年，集團在第一個頂級一線城市——上海建立了第一所國際學校，並於2017年收購了深圳市伊思敦龍崗學校55%的股權，成為集團第二所位於頂級一線城市大城市的學校。我們預計集團將通過併購或自建學校，逐步擴大在頂級一線城市的網絡。

圖表：學校所在城市

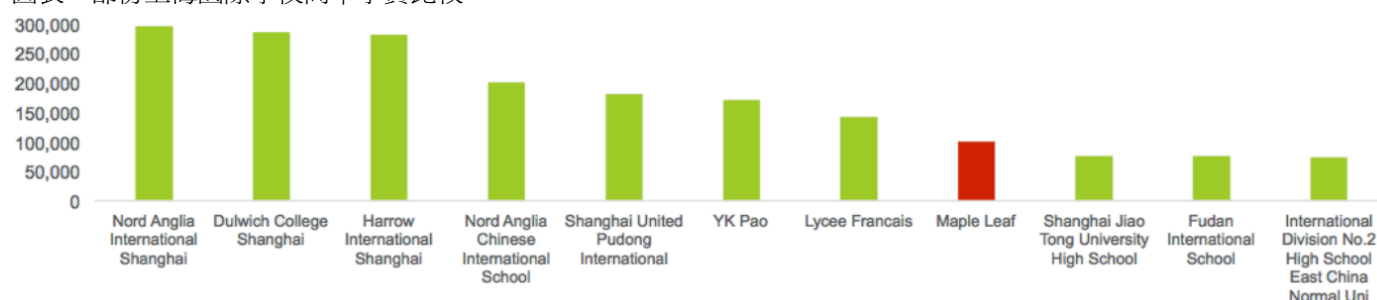
City	Year of entry	Tier
Shanghai	2013	Top first
Shenzhen	2017	Top first
Wuhan	2007	First
Tianjin Teda	2008	First
Chongqing	2009	First
Tianjin Huayuan	2014	First
Xi'an	2016	First
Dalian	1995	Second
Weifang	2017	Second
Zhenjiang	2011	Third
Luoyang	2012	Third
Yiwu	2015	Third
Jingzhou	2015	Third
Huai'an	2016	Third
Yancheng	2017	Third
Huzhou	2017	Third
Haikou	2017	Third
Ordos	2012	Fourth
Pingdingshan	2014	Fourth
Pinghu	2016	Fourth
Liangping	2017	Fourth

Source: 新一線城市研究, Company website, Phillip Securities (HK) Research

學費上漲加上額外收入來源

集團已確認將於2018年9月在大連，重慶，武漢，鎮江，天津和洛陽提高學費25%。管理層稱其他學校也有可能在9月份提高學費，但需要進一步確認。雖然新的學費只適用於新生，所以我們相信對收入和毛利率的影響將會在未來幾年逐步體現出來。儘管學費上漲了25%，但我們認為與其他國際學校相比，集團的學費仍然具有競爭力，因為集團的學費在過去遠低於其競爭對手。

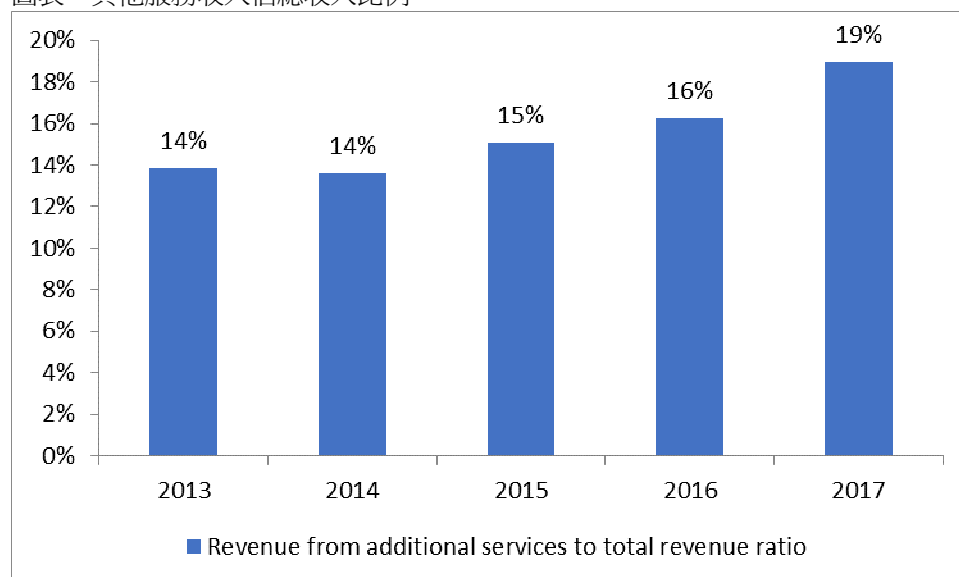
圖表：部份上海國際學校高中學費比較



Source: Company website, Phillip Securities (HK) Research

此外，集團亦通過提供海外學習諮詢服務、遊學團、教育假期活動和教育書籍租賃等其他服務來開拓更多的收入來源。其他服務收入佔總收入比例從 2013 年的 14% 上升至 2017 年的 19%。通過為學生提供更多增值服務，學生不僅可以受惠，集團還可以獲得額外收入。

圖表：其他服務收入佔總收入比例



Source: Company report, Phillip Securities (HK) Research

雙文憑課程 - 中國及不列顛哥倫比亞省(BC)高中文憑

集團的高中已獲得加拿大不列顛哥倫比亞省教育部和中國政府的認證。畢業生將獲得中華人民共和國和加拿大不列顛哥倫比亞省高中畢業證書，這為畢業生在選擇上提供更大靈活性。

學校需要六個步驟才可得到 BC 離岸認證；1) 興趣表達，2) 面試，3) 申請，4) 申請審查，5) 前期認證，6) 認證。首先，申請人需要聯繫工作人員表達其興趣，然後教育部將審查提交的內容。其次，教育部的代表將進行面對面訪談，以評估申請人的動機、經營離岸學校的能力及學校的目標和計劃。第三，申請人需要提交文件，包括：離岸學校的商業計劃、已審計財務報表、開支預算及地方政府批准。第四，教育部將任命考察團對其學校進行現場檢查。第五，如果申請人通過檢查，他們將與教育部簽署為期一年的前期認證協議。教育部將根據考察團的建議以及學校是否符合前期認證協議中規定的要求，決定是否對學校進行認證。最後，通過前期認證後，申請人將與教育部簽署一年的認證協議。另外，為認證續期，申請人需要通過年度實地檢查。

我們相信嚴格的 BC 認證過程，將為潛在申請人製造進入壁壘，以保護現有離岸學校運營商的優勢 — 楓葉教育。

據 BCMOE 稱，中國 38 所離岸學校中有 13 所屬於楓葉教育，佔學校總數的三分之一。

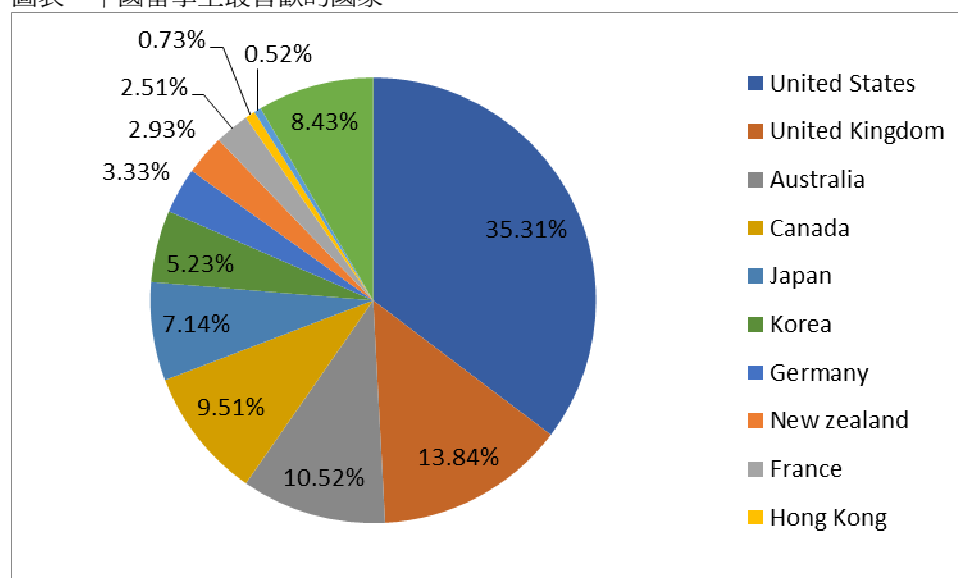
圖表：中國 BC 認證離岸學校

School operators in China	Number
China Maple Leaf Educational Systems Ltd.	13
Beijing Kezhi Times International Consulting Co. Ltd.	6
Canadian-Sino Education Exchange Centre	4
CINEC Education Group Ltd.	4
Beijing Sino Bright Education Co. Ltd.	2
Nanning Gaojie Education Consultant Co. Ltd.	1
Grand Canadian Academy (Asia) Ltd.	1
Heilongjiang Zhongshi Group Ltd.	1
Canada Horizon International Education Inc.	1
MeiLun International Centre	1
Nanjing Foreign Language School	1
Xiehe Education Group	1
Feng Hua Investment Group Inc.	1
Ge Cui Bing Suzhou Industrial Park Oriental Education Investment Co. Ltd	1
Total	38

Source: BCMOE, Phillip Securities (HK) Research

畢業生可以憑藉 BC 高中畢業證書進入頂級大學，特別是加拿大的大學。由於 BC 高中文憑是加拿大認證的文憑。相比其他文憑的畢業生，如 IB，AP 或 A-level，BC 文憑的畢業生會更容易被加拿大的大學取錄。根據 JJI 海外教育的研究，加拿大在中國留學生最喜歡的國家中排名第四，佔 9.51%，僅落後於美國，英國和澳洲。我們相信集團的 BC 認證離岸學校對希望在加拿大留學的學生有一定吸引力。

圖表：中國留學生最喜歡的國家



Source: JJI Oversea Education, Phillip Securities (HK) Research

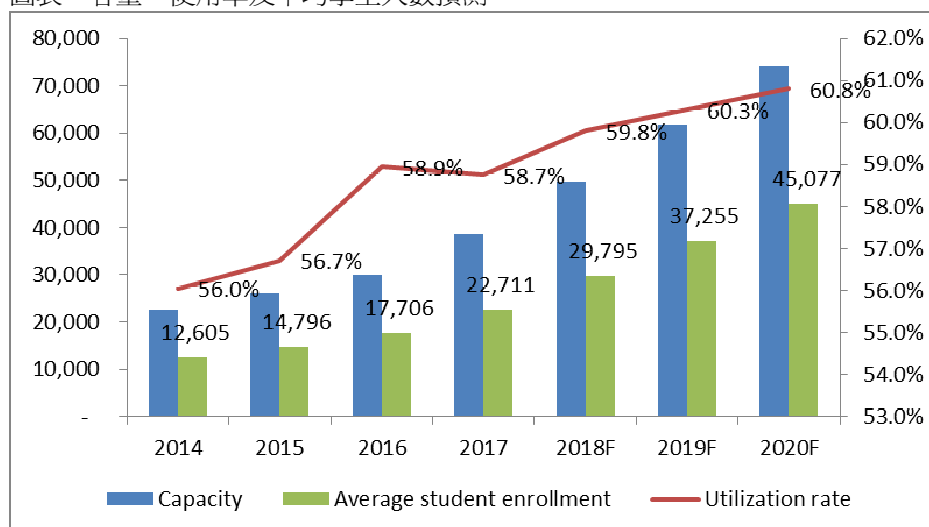
畢業生優秀的入學記錄

根據楓葉全球百強大學指南（美國《新聞周刊》全國類大學排名前 30 位、美國《新聞周刊》精英文理學院排名前 10 位、英國《泰晤士報》高等教育專刊英國大學綜合排名前 20 位、加拿大《麥考林》雜誌教育專刊大學醫博類排名前 10 位、加拿大《麥考林》雜誌教育專刊綜合類排名前 10 位、QS 世界大學綜合排名最高的 10 所澳洲大學和 QS 排名最高的 10 所新加坡、中國香港、愛爾蘭和新西蘭大學），截至 2017 年 8 月 31 日止，1,807 名畢業生中有 56% 獲得了楓葉全球 100 強大學的錄取，其中 46 人更得到了全球十大學校的錄取通知書，包括：倫敦帝國學院及倫敦大學學院。畢業生優秀入學記錄成績反映了良好的教育質素，並為集團強大的競爭優勢。

盈利預測

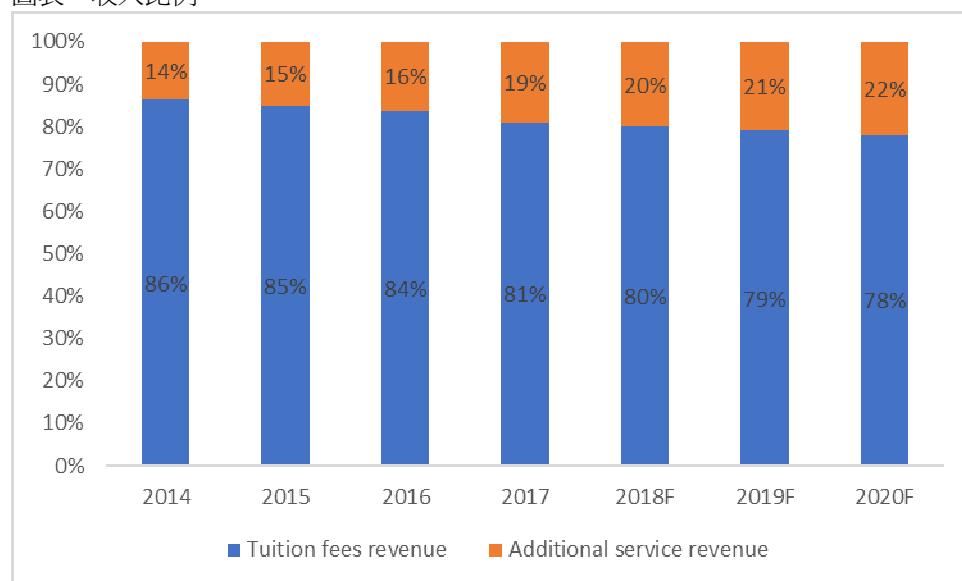
我們預計未來三年的容量增長將會保持強勁，但會逐步下降，並主要通過實現 PPP、併購或自建，分別為 28.9%/24%/20%。同時，預計使用率將從 2017 年的 58.7 上升至 2020 年的 60.8%。由於容量增長強勁，我們在此並沒有很進取的假設。平均學生人數將從 2017 年的 22,711 人增加到 2020 年的 45,077 人。此外，由於集團將繼續為學生提供更多額外服務，我們預計其他服務的收入比例將從 2017 年的 19% 上升至 2020F 的 22%。為了反映從 2018 年 9 月起學費上漲，我們預計 2018F-20F 學生的平均學費將會上升 1%/ 1.5%/ 2.5%。因此，我們預計 2018F-20F 的收入增長率分別為 34.2%/ 28.5%/ 25.6%。

圖表：容量、使用率及平均學生人數預測



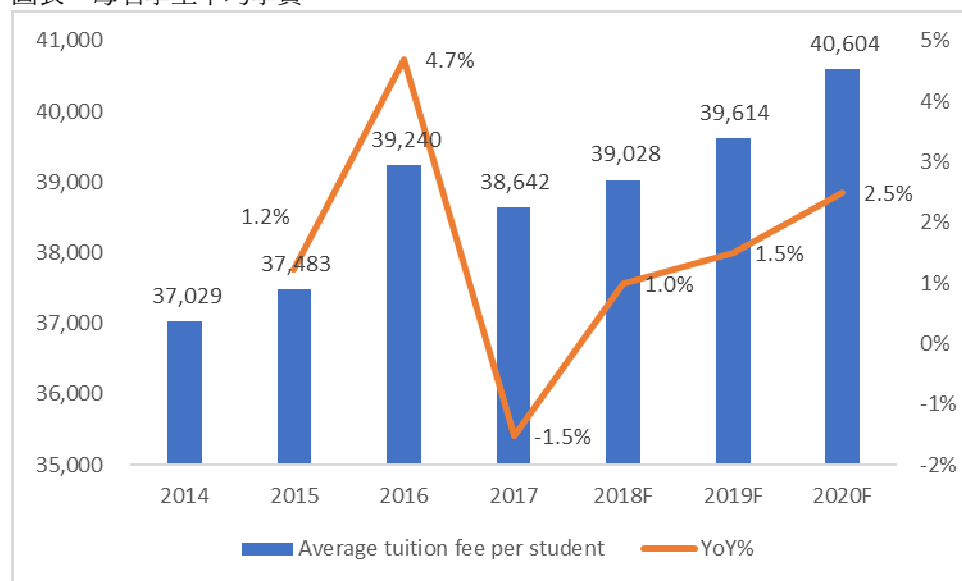
Source: Phillip Securities (HK) Research

圖表：收入比例



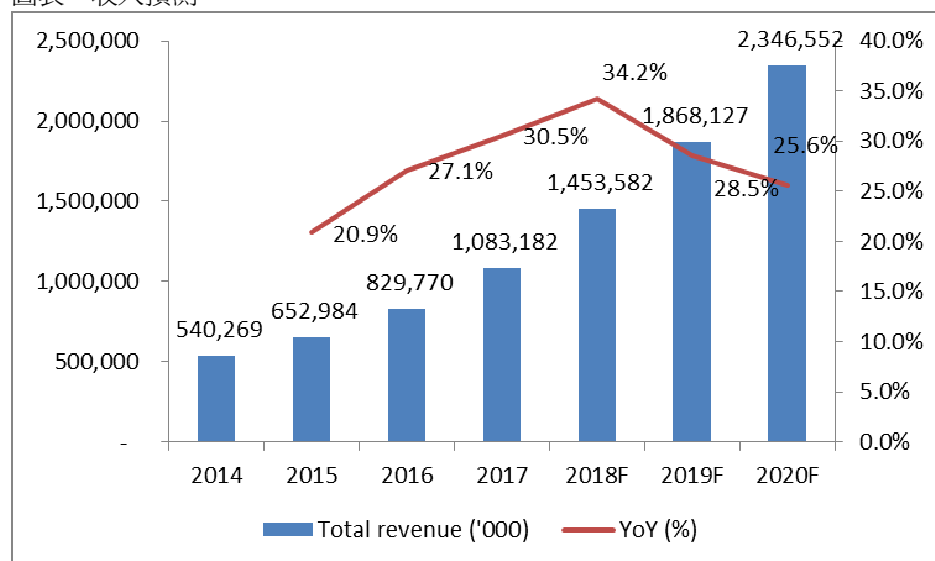
Source: Phillip Securities (HK) Research

圖表：每名學生平均學費



Source: Phillip Securities (HK) Research

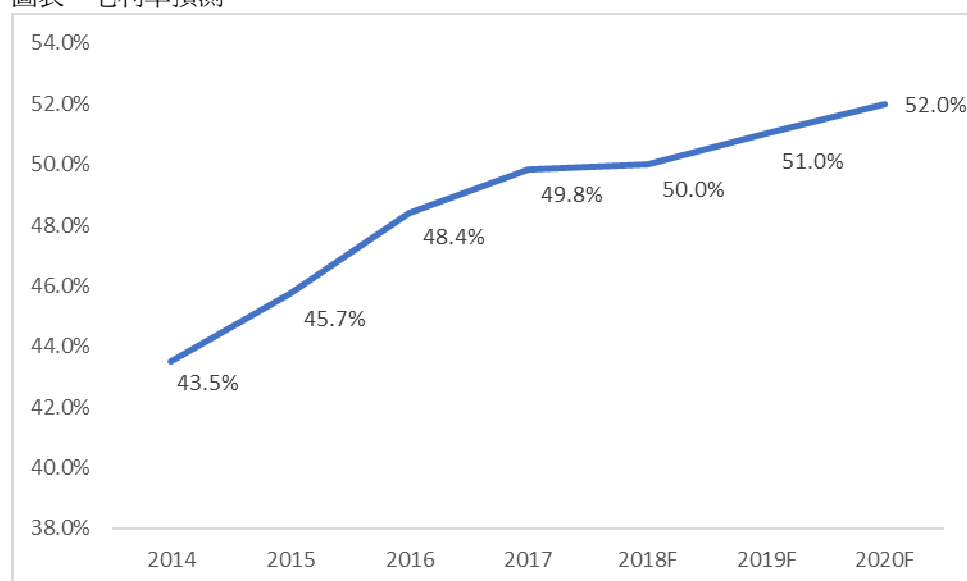
圖表：收入預測



Source: Phillip Securities (HK) Research

隨著學費上漲，我們預計毛利率將從 2017 年的 49.8% 上升至 2020F 的 52%。

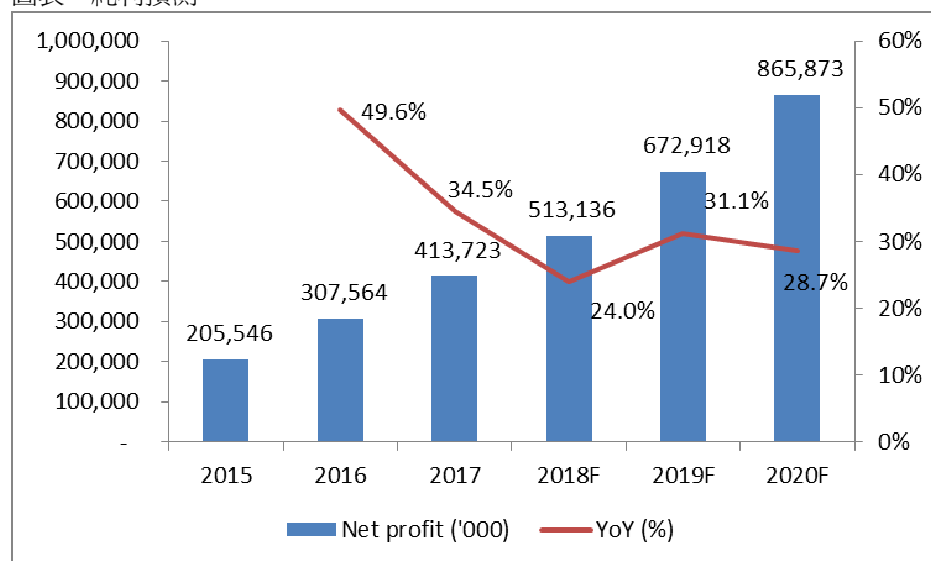
圖表：毛利率預測



Source: Phillip Securities (HK) Research

我們預計 2018F-20F 的增長率將達到 24%/31.1%/28.7%，這要歸功於毛利率和學生入學人數的增加。

圖表：純利預測



Source: Phillip Securities (HK) Research

估值

由於中國中產階級的崛起，輕資產發展模式和獨特的雙文憑課程，我們相信楓葉將成為中國教育界最有前途的公司之一。因此，我們給予楓葉“增持”評級，並得出目標價15.68港元，基於2019年純利，並假設1倍PEG（2018-20年的盈利複合增長率為30%），潛在上漲空間為9.7%。（CNY/HKD = 1.17）

風險提示

VIE 結構在中國被禁止
 新收購學校未能為集團帶來價值

財務報告

FYE AUG	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18F	FY19F
Valuation Ratios						
P/E (X), adj	240.07	80.91	54.11	41.10	35.85	27.32
P/B (X)	20.57	9.18	8.23	6.95	5.17	4.68
Dividend Yield (%)	N/A	0.7%	0.7%	1.0%	1.3%	1.6%
Per share data (RMB)						
EPS, (Basic)	0.051	0.151	0.226	0.298	0.341	0.448
EPS, (Diluted)	0.051	0.151	0.226	0.298	0.341	0.448
DPS (HKD)	0	0.095	0.1	0.146	0.180	0.236
BVPS	0.59	1.33	1.49	1.76	2.36	2.61
Growth & Margins (%)						
Grwoth						
Revenue	14.7%	20.9%	27.1%	30.5%	34.2%	28.5%
EBIT	12.6%	245.7%	47.5%	37.7%	24.0%	30.5%
Net Income	20.7%	413.4%	49.6%	34.5%	24.1%	31.2%
Margins						
Gross margin	43.5%	45.7%	48.4%	49.8%	50.0%	51.0%
EBIT margin	11.8%	33.8%	39.3%	41.4%	38.3%	38.9%
Net Profit Margin	7.4%	31.5%	37.1%	38.2%	35.3%	36.1%
Key Ratios						
ROE	9.0%	18.0%	16.0%	18.4%	17.1%	18.0%
ROA	2.1%	8.5%	10.2%	10.8%	9.9%	10.6%
Income statement (RMB mm)						
Revenue	540	653	830	1083	1454	1868
Gross Profit	235	299	402	540	727	953
EBIT	64	221	326	449	556	726
EBT	48	217	326	441	546	717
Net profit	40	206	308	414	513	674
Minority Interest	0	0	0	3	5	7
Net profit for owners	40	206	308	410	508	667

Source: Company, Wind, Phillip Securities (HK) Research Estimates

匯率為 HKD/CNY1 年遠期合約 7 月 3 日成交價 (0.8553)

(財務資料截至 2018 年 7 月 3 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>.

© 2018 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