

睿見教育 (6068.HK)

受惠大灣區概念，看好廣東民辦教育

香港 | 教育 | 公司研報

18 July 2018

投資概要

睿見教育主要在華南地區經營高端民辦教育，分別在東莞、惠州、盤錦、濰坊及揭陽經營七所學校，提供小學、初中、高中及國際課程。由於廣東省經濟快速增長，大灣區未來的發展以及睿見的高質素教育，我們相信睿見能夠成為教育板塊中增長最快的K12營運商。因此，我們給予睿見“增持”評級，並得出目標價7.81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35%），潛在上升空間為13.2%。（現價截至7月16日）

公司概況

睿見教育成立於2003年，在東莞，惠州，揭陽，濰坊和盤錦經營七所學校，為國內課程提供私立高等教育，包括小學、初中及高中。除了國內課程，睿見同時為高中生提供國際課程。睿見致力為學生提供廣泛的課程，如體育、藝術、音樂和中國文化，以促進學生的全面發展。

1) 東莞市光明中學

成立於2003年，位於東莞，提供中國課程和國際課程。截至2017年9月1日，初中和高中部分共有10,507名學生。學校的已開發土地面積約為137,645.2平方米，與東莞光明小學位於同一校園內。

2) 東莞市光明小學

成立於2004年，位於東莞，僅提供小學教育。截至2017年9月1日，共有5,970名學生。學校會為所有學生提供英語口語課程，以鼓勵學生熟練掌握英語。學校的已開發土地面積約為24,192平方米，與東莞光明學校位於同一校園內。

3) 東莞市光正實驗學校

這所學校的名字原為東莞市華南師大嘉瑪學校，在2013年被收購後更改為現時的名稱。學校位於東莞，提供國內課程和國際課程。截至2017年9月1日，共有10,620名學生入讀小學、初中和高中。學校已開發的總面積約為193,265.3平方米。

4) 惠州市光正實驗學校

成立於2014年，位於惠州，並提供小學、初中和高中教育。截至2017年9月1日，學校共有6,011名小學，中學和高中學生。學校已開發的總面積約為64,321.1平方米。

增持（首次）

現價 HKD6.90

（現價截至7月16日）

目標價 HKD7.81 (+13.2%)

公司資料

普通股股東（百萬股）：	2,043
市值（港幣百萬元）：	14,096
52 周 最高價/最低價（港幣）：	7.50 / 2.72

主要股東， %

劉學斌先生	45.61
李素文女士	27.95

股價表現， %

	1 個月	3 個月	1 年
新意網	-0.43	15.00	140.00
恒生指數	-5.84	-5.86	8.15

股價 & 恒生指數



Source: Aastocks, Phillip Securities

財務資料

RMB mn	FY16	FY17	FY18E	FY19E
Revenue	701	979	1253	1588
Net Profit	154	200	307	399
EPS, RMB	0.103	0.110	0.148	0.192
PER, x	57.58	53.83	40.17	30.92
BVPS, HKD	0.55	0.96	0.94	1.06
P/BV, x	10.70	6.17	6.28	5.60
ROE, %	20.5	15.5	16.4	19.2

Source: Company reports, Phillip Securities Est.

研究分析員

李學滔 (2277 6527)

terryli@phillip.com.hk

5) 盤錦光正實驗學校

於 2014 年正式開始營運，位於盤錦，提供小學、初中和高中教育。截至 2017 年 9 月 1 日，學校的小學，初中和高中學生總數為 2,170 人。學校的已開發的總面積約為 206,340.7 平方米。由於足球在遼寧省是一項熱門的運動，因此校園內設有寬廣的足球場，為學生提供足球課程。

6) 濰坊光正實驗學校

於 2016 年開始運營，並位於濰坊市。學校提供小學、初中和高中教育。截至 2017 年 9 月 1 日，學生總數為 1,401，學校已開發的總面積約為 104,758.0 平方米。

7) 華南師大粵東實驗學校 (揭陽學校)

學校位於揭陽，於2017年9月睿見正式收購學校的65%股權。它提供小學、初中和高中教育。截至2017年9月1日，學生總人數為4,501人。

圖表:學校位置

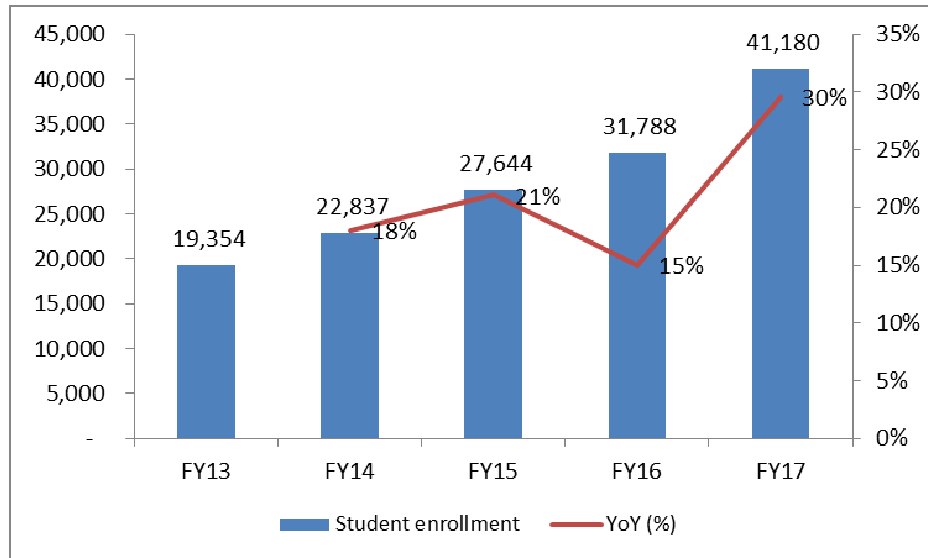


Source: Company report, Phillip Securities (HK) Ltd.

截至9月1日的入學人數從2013年的19,354人攀升至2017年的41,180人，複合增長率為21%。初中生仍然佔最大的部分，在2013-17年約為40%，這表明了初中部分對睿見的重要性。由於東莞光正、惠州、盤錦和濰坊學校的容量增加，2017

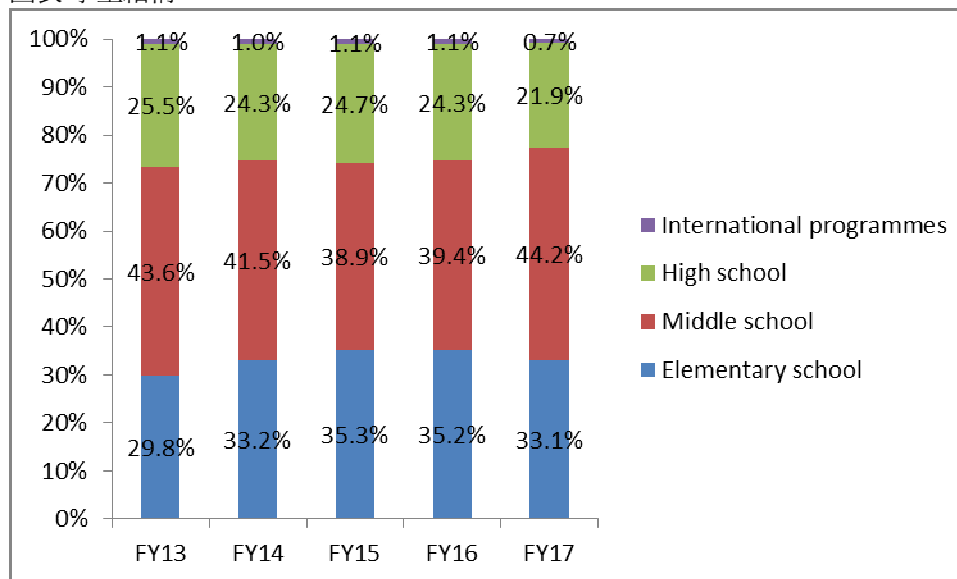
年使用率大幅下降至82.7%。截至2017年9月1日，教師人數為2,580人，師生比例保持在1:16左右，相信睿見將會保持在這比例，以提供高質素教育。在2016/2017學年，大約九成小學畢業生會入讀睿見的初中學校，而大約六成的初中畢業生會進入睿見的高中。

圖表:學生人數



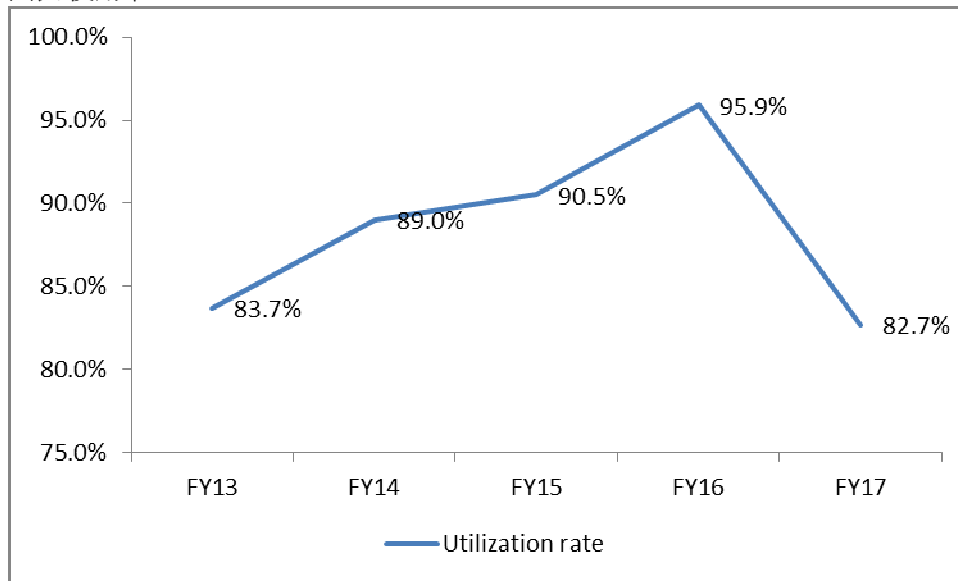
Source: Company report, Phillip Securities (HK) Ltd.

圖表:學生結構



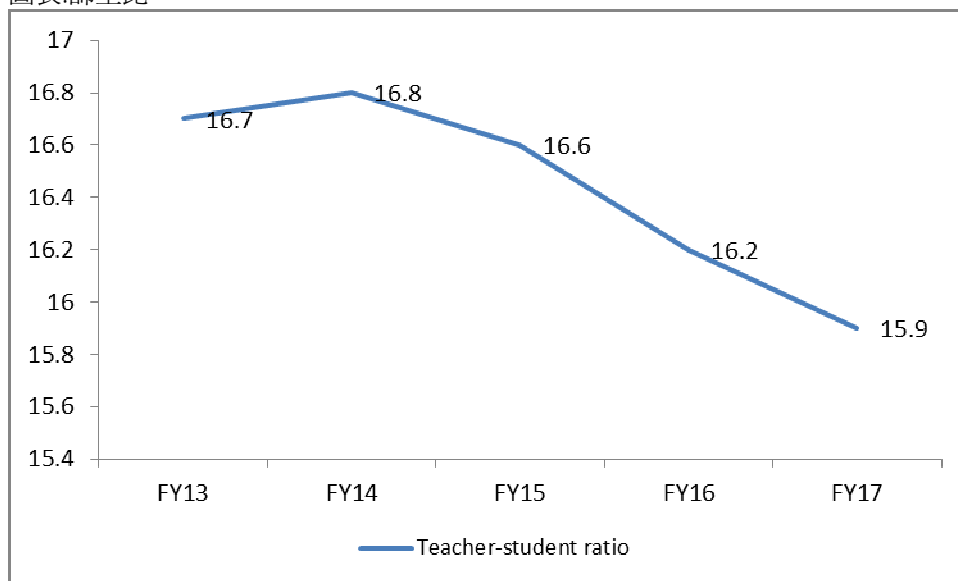
Source: Company report, Phillip Securities (HK) Ltd.

圖表:使用率



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

圖表:師生比



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

每名學生的平均學費和寄宿費（ARPU）增加6.1%，達到21,114元人民幣。睿見所有的學校都在2017年提升了學費，其中東莞光明學校的學費增幅最大，約為11.7%。除學費和寄宿費外，輔助服務收入在2017年亦大幅增加至3.08億元人民幣，同比增長104.5%，其佔總收入比例由2014年的22%增加至2017年的31.5%，因為睿見希望開拓新的收入來源，並同時提高其服務水平。

圖表: 每名學生的平均學費和寄宿費

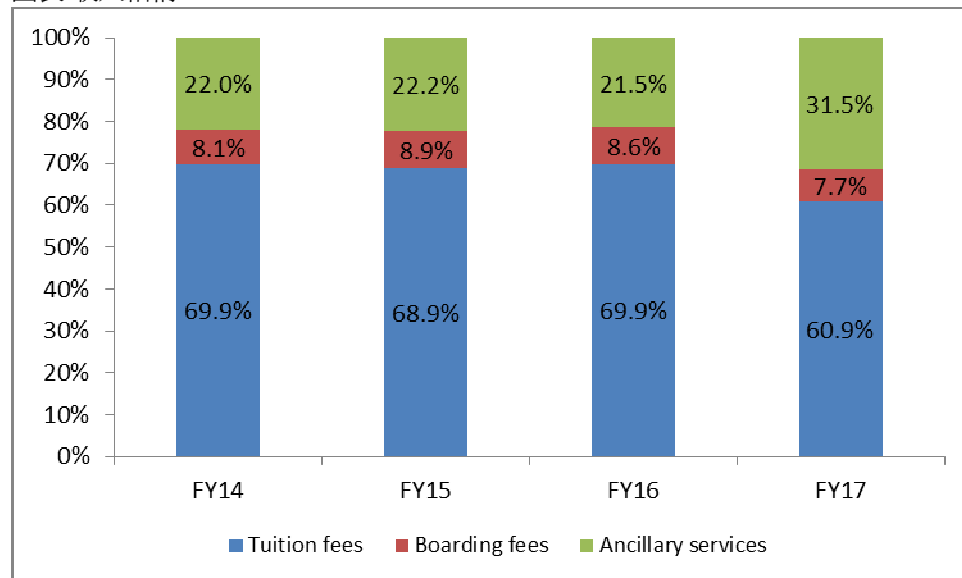
	FY16	FY17
Dongguan Guangming School	20,909	23,348
Dongguan Guangming Primary School	19,402	20,153
Dongguan Guangzheng Preparatory School	20,030	21,809
Huizhou Guangzheng Preparatory School	18,847	19,261
Panjin Guangzheng Preparatory School	13,983	14,293

Weifang Guangzheng Preparatory School - 12,769

Overall **19,900** **21,114**

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

圖表:收入結構



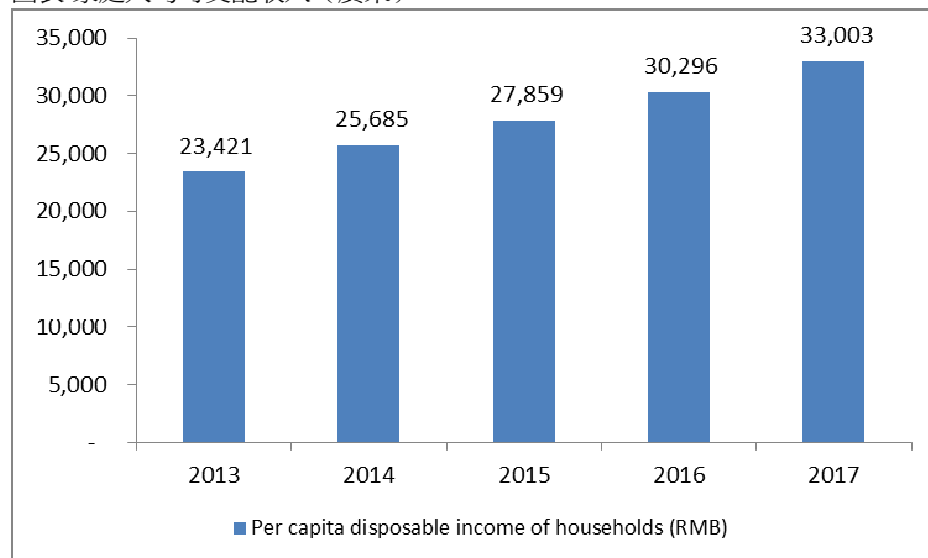
Source: Company report, Phillip Securities (HK) Ltd.

行業分析

經濟發展及出生率回升擴大廣東省私立基礎教育市場規模

由於廣東經濟增長強勁，家庭人均可支配收入由2013年的23,421元增加至2017年的33,003元，2013 - 17年的複合年增長率為9%。隨著廣東居民越來越富裕，父母可能更有能力將孩子送到私立學校，以提供比公立更高質素的教育。

圖表:家庭人均可支配收入（廣東），2013-2017

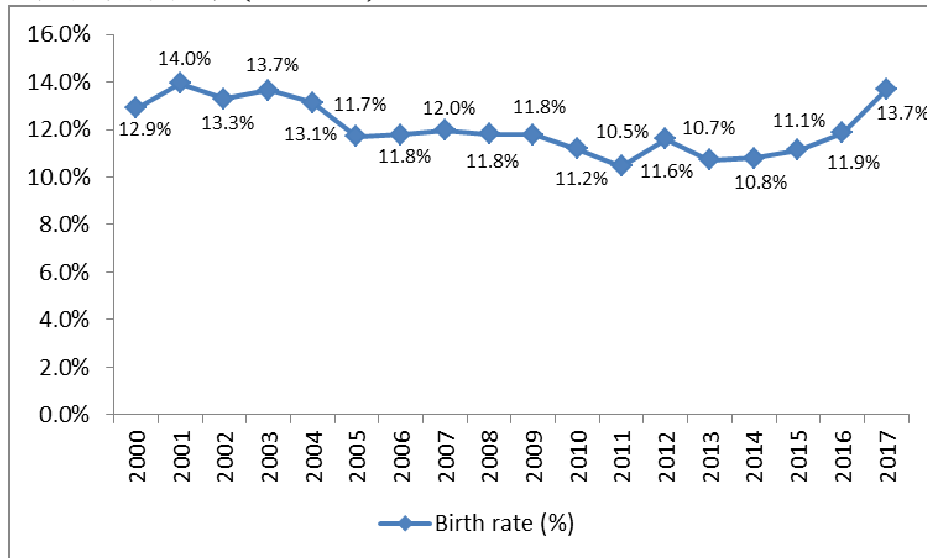


Source: National Bureau of Statistics of China, Phillip Securities (HK) Ltd.

2016年，政府推出二孩政策來取代一孩政策。2017年廣東的出生率大幅上升至13.7%，亦高於過去的十三年。另外，出生人口為151萬，同比增加22萬。雖然2017年中國的出生率下降了，但我們看好廣東未來的出生率，因為廣東省的家庭一般比其他欠發達的省份有更多資源照顧多於一個孩子。我們預計，一旦

獲得法律許可，許多在廣東省的父母都願意擁有一個以上的孩子。

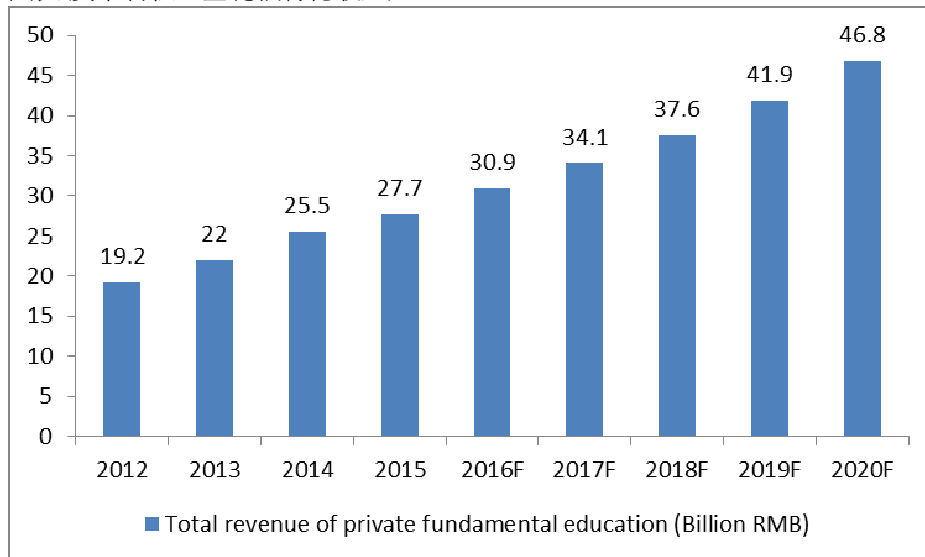
圖表:廣東省出生率 (2000-2017)



Source: National Bureau of Statistics of China, Phillip Securities (HK) Ltd.

由於廣東的經濟發展和出生率回升，我們預計廣東的私立教育市場規模將會擴大。據Frost & Sullivan預測，2020年廣東省私立基礎教育總收入將達到468億元人民幣，2016 - 2020年的複合年增長率為10.9%。私營教育運營商肯定能夠受益於這趨勢。

圖表:廣東省私立基礎教育總收入, 2012-2020E

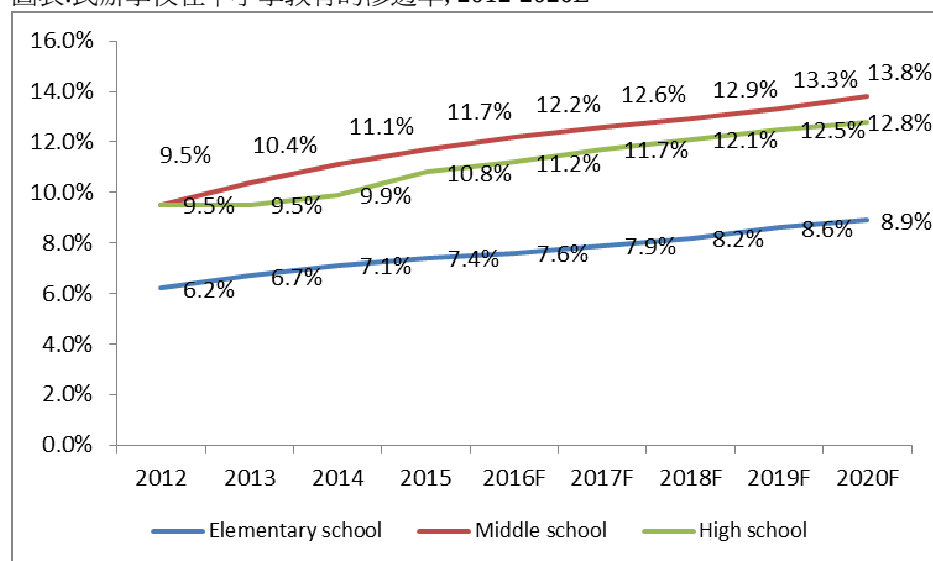


Source: Frost & Sullivan, Phillip Securities (HK) Ltd.

民辦學校在中小學教育的滲透率不斷提高

民辦學校在教育角色日漸重要。據Frost & Sullivan稱，2012-2015年，小學、初中和高中的滲透率保持上升。預計到2020F，小學/中學/高中的比率將分別達到8.9%/ 13.8%/ 12.8%。民辦學校的快速增長可歸功於其高於公立學校的教學質素。民辦學校具有應對市場動態及作出改善的更強動力，以收取更高的學費；而公立學校的行動通常由政府指導。此外，民辦學校可以調整課程或推出不同課程令其更多樣化，以提供更廣泛和靈活的課程，吸引高素質的學生，但公立學校卻由於受政府限制無法做到。

圖表:民辦學校在中小學教育的滲透率, 2012-2020E



Source: Frost & Sullivan, Phillip Securities (HK) Ltd.

進入壁壘

漫長而冗雜的監管批准

在中國建立民辦學校，經營者需要從《中華人民共和國教育法》，《民辦教育促進法》及《中華人民共和國民辦教育促進法實施條例》取得相關政府機關的批文。獲得相關批文的過程漫長而冗雜，為潛在的運營商創造了進入障礙。

大量初期投資

建立民辦學校需要在土地使用權及校園投放大量初期資本投資，還需要進行持續投資，例如翻新或設施升級，從而給新運營商帶來進入障礙。

土地的可用性

充足的土地面積對建立學校和其發展十分重要，因為土地會直接影響到班級規模和教育質素。由於土地價格飆升，在發達城市獲取土地是非常困難，因此土地會成為潛在的運營商創造了進入障礙。

禁止外國投資者

根據《外商投資產業指導目錄》（2015年修訂），外國投資者被禁止投資中小學。他們只能通過與國內機構合作投資學前、高中及高等教育，國內機構更需要擔當主導角色。禁止外國投資者有助減少來自海外的競爭，保護行業中現有的運營商。

長期增長動力

位於廣東省頂級城市，受惠於粵港澳大灣區

粵港澳大灣區是廣東省城市群發展計劃，包括香港，澳門，廣州，深圳，珠海，佛山，中山，東莞，肇慶，惠州和江門。大灣區已成為中國的重點發展戰略之一，並使具有較強競爭力的勞務力流入廣東省。我們認為經濟發展和人才流入可以推動民辦高端教育的需求。

目前，睿見7所學校中有4所位於大灣區，分別是東莞光明中學，東莞光明小學，東莞廣正和惠州廣正。另外，睿見亦確認在將會在江門建立了一所學校，

但尚未透露預期的完成日期。此外，睿見在揭陽，潮州和雲浮的學校亦位於大灣區附近，即使這些學校不在大灣區，相信亦能夠受益。管理層確認他們未來將專注在廣東省，以使抓住大灣區的這個機會。

品牌效應隨著複製運營模式而蔓延

東莞光明中小學是目前廣東的頂尖學校之一。在2017/2018學年，近20,000名學生申請900個小一學位，反映出了家長對學校高度的認可。我們相信如果其運營模式可以複製到其他城市的學校，那麼睿見在光明的品牌效應使可以延申出去。為了做到這一點，睿見將其在舊學校的管理層員工派到新學校，並在新學校實施其運營模式。此外，它還對教師招聘的要求標準化，以確保學校的教育質素。在2017年中華人民共和國高等教育入學考試中，清華大學錄取的10名學生中有4名來自東莞光明學校以外的學校（惠州廣政3所，東莞廣正1所），表明東莞光明學校的成功在其他學校逐漸展現。

優秀的畢業生記錄

父母會為高質素教育支付昂貴的學費，因此我們認為教育質素是民辦教育運營商的關鍵競爭優勢之一。在過去的四個學年（2013/14, 2014/15, 2015/16和2016/17），睿見超過90%的高中畢業生獲國內大學取錄。2016/17學年，大約25%的畢業生被廣東省教育考試局頒發的“廣東省大學申請和入學指南”中的一級大學錄取。此外，睿見的畢業生也取得了令人矚目的成就。在2016年和2017年的中華人民共和國高等教育入學考試中，10名畢業生被北京大學和清華大學錄取。其中一名高中畢業生在2016年的總考試成績中排名前10名，而另一名則在廣東省排名前20名。睿見的優秀畢業生記錄證明其高質素教育，這令睿見比其他民辦高教更出眾。

充夠的容量以應付未來需求

除了東莞光明中小學外，睿見的學校都有額外土地來擴展以應對未來的需求。雖然東莞光明中小學沒有額外的土地擴建，但睿見已經購買了一個靠近東莞光明的校園，以作為其額外的校園，預計將增加1000個學位。目前睿見目標總容量（假設所有土地已經開發）為112,928，而截至2017年9月1日的現有學生為41,180，利用率僅為37%。這代表即使沒有新的學校項目或收購，睿見仍有足夠的容量來應對即將到來的需求。

圖表: 目標總容量 vs 現有學生 (截至 2017 年 9 月 1 日)

School	Existing students as of 1 Sep 2017	Target total capacity
Existing Schools		
Dongguan Guangming Secondary and Primary School	16,477	17,804
Dongguan Guangzheng Preparatory School	10,620	18,000
Huizhou Guangzheng Preparatory School	6,011	9,464
Panjin Guangzheng Preparatory School	2,170	6,200
Weifang Guangzheng Preparatory School	1,401	8,000
Jieyang School	4,501	18,000
Greenfield Schools Under Construction		
Yunfu Guangzheng Preparatory School	N/A	10,680
Guang'an Guangzheng Preparatory School	N/A	9,280
Proposed New Schools Under Planning		
Chaozhou	N/A	8,000
Jiangmen	N/A	7,500
Total	41,180	112,928

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

增加輔助服務的比例

由於睿見所有學校都是寄宿學校，學生必須長期留在校園裡。爲了創造除學費和寄宿費之外的新的收入來源，睿見提供多項輔助服務，例如超市，校車，校服購買或遊學團。隨著入學人數的增加，輔助服務的收入也會相應增加。管理層預測輔助服務佔總收入的比例最終可達到40%。

盈利預測

我們預測 2018/19 年的學生入學率爲 51,932 / 58,731，同比增長 20.1%/ 13.1%。

Figure: Student enrollment forecast

Student enrollment	2018/9F	2019/9F
Dongguan Guangming Secondary and Primary School	17,630	17,630
Dongguan Guangzheng Preparatory School	12,213	13,923
Huizhou Guangzheng Preparatory School	7,814	9,377
Panjin Guangzheng Preparatory School	2,713	3,255
Weifang Guangzheng Preparatory School	2,242	2,466
Weifang Weizhou Foreign Language School	2,194	2,347
Jieyang School	5,626	6,020
Yunfu Guangzheng Preparatory School	750	1,125
Guang'an Guangzheng Preparatory School	750	1,088
Chaozhou School	-	750
Jiangmen School	-	750
Total	51,932	58,731
YoY (%)	20.1%	13.1%
Student enrollment (YoY%/Number)	2018/9F	2019/9F
Dongguan Guangming Secondary and Primary School	7.0%	0.0%
Dongguan Guangzheng Preparatory School	15.0%	14.0%
Huizhou Guangzheng Preparatory School	30.0%	20.0%
Panjin Guangzheng Preparatory School	25.0%	20.0%
Weifang Guangzheng Preparatory School	60.0%	10.0%
Weifang Weizhou Foreign Language School	7.0%	7.0%
Jieyang School	25.0%	25.0%
Yunfu Guangzheng Preparatory School	750	50.0%
Guang'an Guangzheng Preparatory School	750	45.0%
Chaozhou School	0	750
Jiangmen School	0	750

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

我們預計 ARPU 將上漲 5%左右，因爲睿見確認他們將在 18/19 學年提高學費，並將反映在 2019 財政年度。

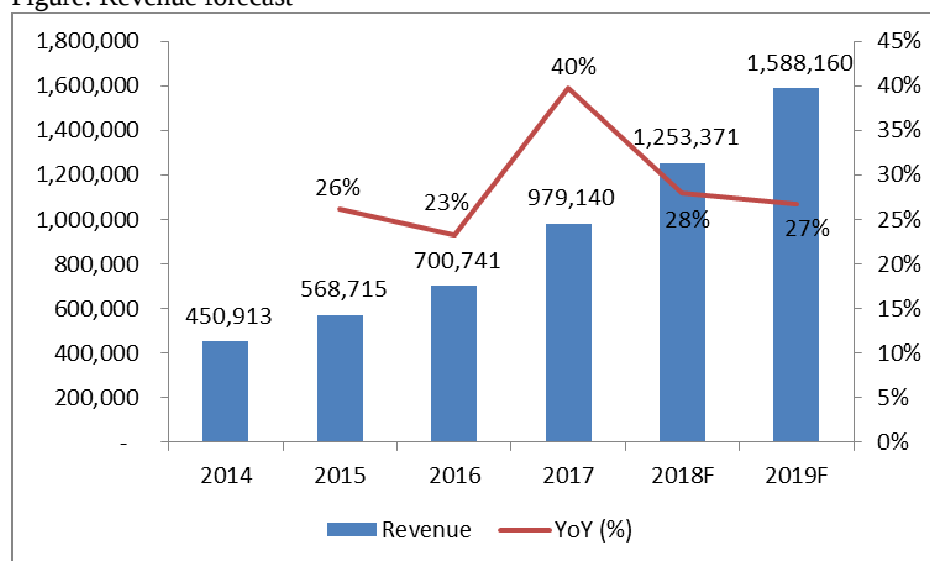
Figure: ARPU forecast

Average revenue per student	2018F	2019F
Dongguan Guangming Secondary and Primary School	22,077	23,181
Dongguan Guangzheng Preparatory School	22,136	23,243
Huizhou Guangzheng Preparatory School	19,550	20,527
Panjin Guangzheng Preparatory School	14,507	15,233
Weifang Guangzheng Preparatory School	12,961	13,609
Weifang Weizhou Foreign Language School	13,000	13,650
Jieyang School	10,467	10,990
Yunfu Guangzheng Preparatory School	10,000	10,500
Guang'an Guangzheng Preparatory School	10,000	10,500
Chaozhou School	-	10,000
Jiangmen School	-	10,000
Average	14,966	14,676

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

我們預計收入為 1.25 / 15.9 億元人民幣，2018 / 19F 年增長率為 28%/ 27%。

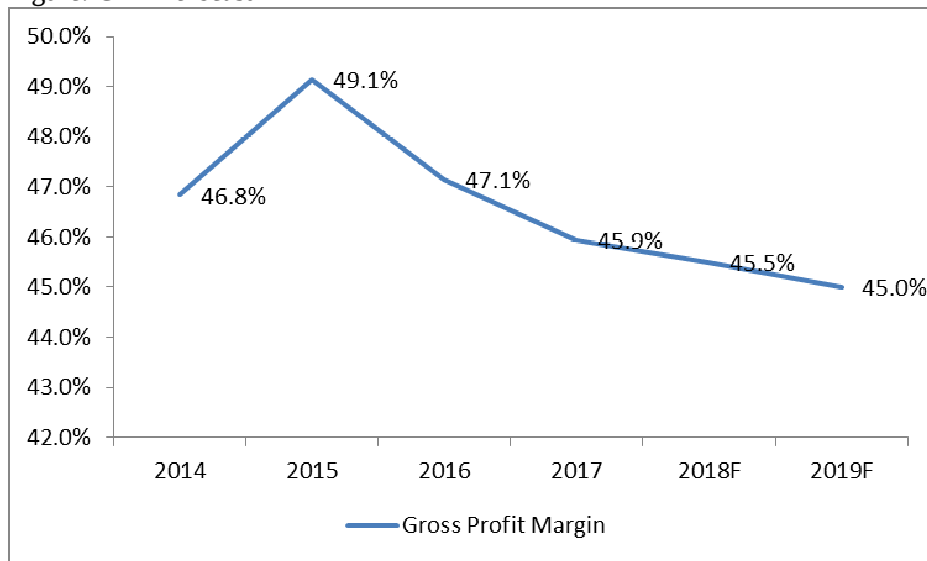
Figure: Revenue forecast



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

由於輔助服務的毛利率低於學費，我們預計隨著輔助服務比例的增加，毛利率將降至 45.5%/ 45%。

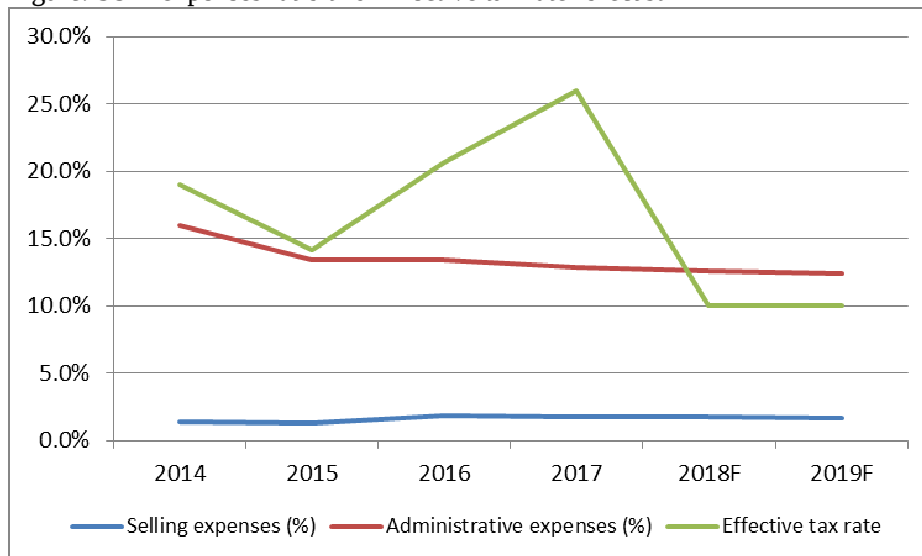
Figure: GPM forecast



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

由於經營槓桿，我們預計 2018 / 19F 的銷售費用率為 1.6% / 1.5%；而 2018 / 19F 的行政費用比率為 12.6% / 12.4%。Wisdom 將其學校歸類為非營利性，因此我們預測 2018 / 19F 年的有效稅率為 10%。

Figure: S&A expenses ratio and Effective tax rate forecast



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

估值

由於廣東省經濟快速增長，大灣區未來的發展以及睿見的高質素教育，我們相信睿見能夠成為教育板塊中增長最快的K12營運商。因此，我們給予睿見“增持”評級，並得出目標價7.81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35%），潛在上漲空間為13.2%。（CNY/HKD = 1.16）

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	FY15	FY16	FY17	FY18F	FY19F
Valuation Ratios					
P/E (X), adj	48.76	57.58	53.83	40.17	30.92
P/B (X)	13.16	10.70	6.17	6.28	5.60
Dividend Yield (%)	N/A	N/A	0.8%	1.0%	1.3%
Per share data (RMB)					
EPS, (Basic)	0.122	0.103	0.110	0.148	0.192
EPS, (Diluted)	0.122	0.103	0.110	0.147	0.191
DPS	0	0	0.05	0.059	0.077
BVPS	0.45	0.55	0.96	0.94	1.06
Growth & Margins (%)					
Grwoth					
Revenue	26.1%	23.2%	39.7%	28.0%	26.7%
EBIT	44.0%	-0.7%	40.7%	43.4%	25.3%
Net Income	100.5%	-15.3%	29.7%	53.6%	29.9%
Margins					
Gross margin	49.1%	47.1%	45.9%	45.5%	45.0%
EBIT margin	35.4%	28.6%	28.8%	32.2%	31.9%
Net Profit Margin	32.1%	22.0%	20.4%	24.5%	25.2%
Key Ratios					
ROE	30.7%	20.5%	15.5%	16.4%	19.2%
Income statement (RMB mn)					
Revenue	569	701	979	1,253	1,588
Gross Profit	280	330	450	570	715
EBIT	201	200	282	404	506
EBT	212	195	270	342	444
Net profit	182	154	200	307	399
Minority Interest	(0)	(0)	(0)	6	8
Net profit for owners	182	154	200	301	391

Source: Company, Phillip Securities (HK) Research Estimates

匯率為 HKD/CNY1 年遠期合約 7 月 16 日成交價 (0.8588)

(財務資料截至 2018 年 7 月 16 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