

環球醫療 (2666.HK)

前三季度業績增長穩健，未來打造一流醫療健康產業集團

香港 | 租賃及醫療 | 公司研報

6 November 2018

投資概要

公司公告第三季度除稅前盈利增長20%以上，我們預計全年營收及淨利潤增長在25%左右。醫院投資管理業務進一步推進，融資租賃業務繼續擴張，未來公司將建成綜合化醫療健康產業集團。我們採用分部估值法，分別給予融資租賃業務7倍目標市盈率、醫院投資管理業務15倍目標市盈率，得到目標價8.62港元，“買入”評級。(現價截至2018年11月2日)

公司概況

前三季度業績增長強勁，預計全年營收增速在25%以上。公司最新公告顯示，第三季度除稅前溢利同比增速在20%以上。回顧上半年，公司實現營業收入20.9億人民幣，同比增長26.7%，毛利增長22.9%至13.27百萬元，淨利潤增長26.7%至7.33百萬元。ROE同比提升近2個百分點至19.17%。預計2018年全年營業收入與淨利增速有望維持在25%左右，其中，新的醫院投資管理業務收入估計在1億元左右。

融資租賃業務：生息資產收益率略降，負債端成本穩定。上半年融資租賃業務收入為1,499.78百萬元，同比增長26%，毛利同比增長22.4%至8億元。公司採取更加嚴格的風險控制措施，把控客戶資信品質、監測客戶資信變化情況。醫療融資租賃的市場需求依然強勁，但由於公司選擇與資信更優的客戶開展融資租賃業務，此類客戶議價能力較強，預計下半年資產端的收益率有小幅下降。我們強調，更嚴格的風控措施使得整體生息資產品質、應收賬款回收得到保障。公司積極應對利率環境變化，預計全年負債端借貸成本會保持相對平穩。

國家政策支援推進醫院投資管理運營業務。中國政府發佈134號文規定，2018年前完成國有企業辦醫療機構剝離改革工作。今年下半年以來，在有關部門的推動下，國企醫院剝離進程加速，預計年底會有更多醫院與接收單位簽署合作意向。環球醫療大股東通用技術集團是國資委批准的以醫療健康產業為核心主業的中央企業，環球醫療作為其醫療板塊的主要運營實體，目前正與多家醫院接觸洽談，預計2018年底、2019年將有更多醫院合作項目消息公佈。

致力於打造一流醫療健康產業集團。根據公司規劃的業務版圖，未來公司要建成集醫療金融服務、醫療技術服務、醫院投資管理服務、醫院資訊化服務四大業務的一流醫療健康產業集團。現時，公司順應國內居民對醫療服務需求上升的趨勢，抓住國企醫院剝離的時機，收購醫院資產，並通過推動醫院改擴建、建設新醫院，擴大醫院投資管理業務版圖；未來，公司將利用自身資金、技術優勢，推動醫院規模升級、技術水準升級、效率提高、盈利改善。

買入

現價 HKD6.19
(現價截至 2018 年 11 月 2 日)
目標價：8.62 港元

公司資料

普通股股東 (百萬股):	1,716
市值 (港幣百萬元):	10,624
52 周 最高價/最低價 (港幣):	8.02 / 5.43

主要股東， %

China General Tech.	34.03
Brandes Investment	5.11
CG HK	3.70

股價表現， %

	1 個月	3 個月	1 年
環球醫療	3.51	-0.65	-21.87
恒生指數	-2.24	-4.30	-7.12

股價 & 恒生指數



Source: Phillip Securities (HK) Research

財務資料

RMB mn	FY16	FY17	FY18E	FY19E
Net Sales	2,700.9	3,418.8	4,307.1	5,619.1
Net Profit	872.3	1,148.7	1,471.0	1,819.6
EPS, RMB	0.51	0.67	0.86	1.07
PER, x	12.14	9.24	7.18	5.80
BVPS, RMB	3.83	4.34	4.95	5.54
P/BV, x	1.62	1.43	1.25	1.12
ROE, %	14.01	16.35	17.43	19.28

Source: Company reports, Phillip Securities Est.

周霖 (2277 6515)
euruzhou@phillip.com.hk

前三季度業績增長強勁，預計全年營收增速在 25% 以上。公司最新公告顯示，第三季度除稅前溢利同比增速在 20% 以上。回顧上半年，公司實現營業收入 20.9 億人民幣，同比增長 26.7%，毛利增長 22.9% 至 13.27 百萬元，淨利潤增長 26.7% 至 7.33 百萬元。ROE 同比提升近 2 個百分點至 19.17%。預計 2018 年全年營業收入與淨利增速有望維持在 25% 左右，其中，除原有融資租賃業務以外，醫院投資管理業務收入估計在 1 億元左右。

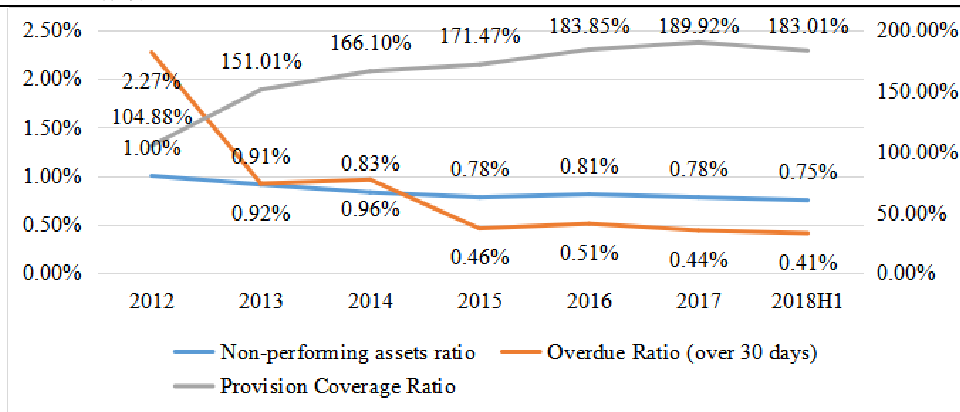
圖表：2018 年上半年業績

RMB mn	18H1	17H1	Change
Revenue	2,094.8	1,653.9	+26.66%
-Finance lease income	1,499.8	1,190.3	+26.00%
-Industry, equipment and financing advisory	429.6	352.0	+22.04%
-Clinical department upgrade services	108.3	84.4	+28.24%
-Hospital investment and management	57.0	24.9	+129.01%
Gross profit	1,327.0	1,079.6	+22.91%
GPM	63.35%	65.28%	-1.93ppt
-Finance lease income	800.0	653.8	+22.36%
<i>GPM</i>	<i>53.34%</i>	<i>54.93%</i>	<i>-1.59ppt</i>
-Industry, equipment and financing advisory	429.6	352.0	+22.04%
<i>GPM</i>	<i>100.00%</i>	<i>100.00%</i>	<i>--</i>
-Clinical department upgrade services	93.2	69.3	+34.34%
<i>GPM</i>	<i>86.02%</i>	<i>82.11%</i>	<i>+3.91ppt</i>
-Hospital investment and management	4.1	2.2	+85.10%
<i>GPM</i>	<i>7.13%</i>	<i>8.82%</i>	<i>-1.69ppt</i>

Source: Company, Phillip Securities

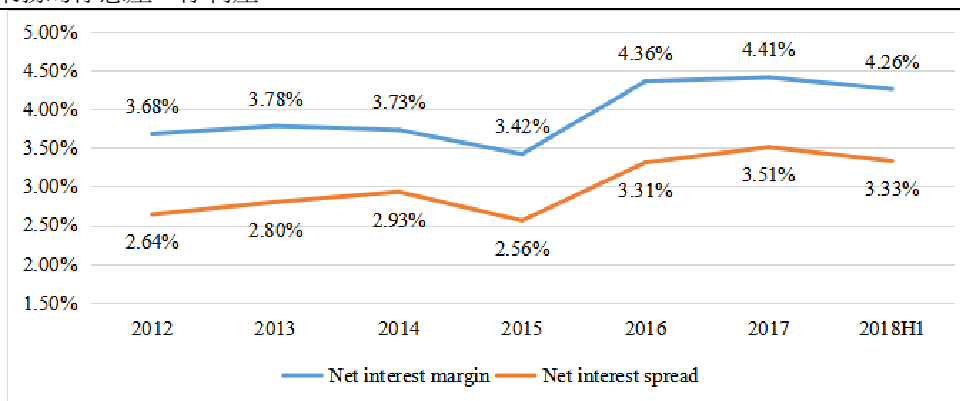
融資租賃業務：生息資產收益率略降，負債端成本穩定。2018 年上半年，公司資產規模穩步增長，資產總額達到 42,948.7 百萬元，較 2017 年末增長了 13.8%。融資租賃業務收入為 1,499.78 百萬元，同比增長 26%，毛利同比增長 22.4% 至 8 億元。應收融資租賃款 407.3 百萬元，其中 75% 來自醫療行業。不良資產率從 0.78% 下降至 0.75%，逾期 30 天以上應收租賃款比率從 0.44% 降至 0.41%。公司採取更加嚴格的風險控制措施，把控客戶資信品質、監測客戶資信變化情況。我們瞭解到，醫療融資租賃的市場需求依然強勁，但由於公司選擇與資信更優的客戶開展融資租賃業務，此類客戶議價能力較強，故生息資產平均收益率下調至 7.96%，較去年同期的 8.28% 下降了 0.32 個百分點。預計下半年這一趨勢仍將延續，資產端收益率將承壓。但嚴格的風控措施保障整體生息資產品質、應收賬款回收效率。公司積極應對利率環境變化，調整融資策略、優化債務結構，努力降低計息負債成本率，預計全年負債端借貸成本會保持相對平穩（上半年計息負債成本為 4.63%）。

圖片：環球醫療資產質量指標



Source: Company, Phillip Securities

圖表：融資租賃業務的淨息差、淨利差



Source: Company, Phillip Securities

醫院投資管理業務貢獻收入將從 2019 年大幅增長。2017 年、2018 年上半年，醫院投資管理業務分別實現收入 77.47 百萬元、56.98 百萬元，毛利潤 9.7 百萬、4.06 百萬元，毛利率分別為 7.77%、7.13%。根據目前的項目進展，預計 2018 年醫院投資管理業務的收入將為 1 億元左右，主要來自西安交大附一院的供應鏈業務。我們估計從 2019 年開始，西安交大附一院、邯鄲市一院的供應鏈業務將更多地併入上市公司營業收入。

下半年政府加速推進國企醫院剝離。中國政府於 2017 年 8 月發佈《關於國有企業辦教育醫療機構深化改革的指導意見》（134 號文）規定，2018 年前完成國有企業辦醫療機構剝離改革工作，並提出支援以健康產業為主業的國有企業對國有企業辦醫療機構進行資源整合。今年下半年以來，在有關部門的推動下，國企醫院剝離進程加速，預計年底會有更多醫院與接收單位簽署合作意向。環球醫療大股東通用技術集團是國資委批准的以醫療健康產業為核心主業的中央企業，環球醫療作為其醫療板塊的主要運營實體，目前正與多家醫院接觸洽談，預計 2018 年底、2019 年將有更多醫院合作項目消息公佈。

2018 年簽約邯鄲、北大荒、煙臺海港醫院項目。根據已披露的資訊，公司已經簽署正式合作協議的有西安國際陸港醫院項目、邯鄲市第一醫院東部院區、煙臺海港醫院重組項目，簽署了合作框架協議的涉及黑龍江北大荒農墾集團、黑龍江森工集團、鞍鋼集團等。我們注意到，公司新簽合作項目採用股權投資方式。我們認為股權投資方式將使公司對醫療機構的控制力更強，對醫院管理的話語權更大，從而更有效地去推進醫院重組改革事宜、提高醫院管理運營效率、升級醫院技術水準。

圖表：公司的醫院投資管理項目

項目	簽約時間	合作內容	未來收益來源	進度
陝西西安國際陸港醫院	2016.8	PPP 模式。設立項目公司負責醫院建設及供應鏈。出資 20 億元，享有 25 年權益。	特許建設及經營服務費；醫院供應鏈收入	簽署正式協議；交接原有醫院供應鏈業務；新醫院已開工建設，預計 2021 年完成
河南邯鄲一院東院區	2018.8	PPP 模式。設立項目公司負責醫院建設及供應鏈。出資 20 億元，享有 30 年權益。	特許建設及經營服務費；醫院供應鏈收入	簽署正式協議，交接原有醫院供應鏈
黑龍江北大荒農墾集團總公司旗下醫院	2018.8	股權投資。	-	簽署合作框架協議
黑龍江森工集團旗下醫療機構	2018.8	股權投資。	-	簽署合作框架協議
山東煙臺海港醫院	2018.9	股權投資。設立項目公司（占股 65%）繼承煙臺海港醫院的全部執業許可、資質、管理團隊和全部業務資源。	-	簽署正式協議
遼寧鞍山鞍鋼集團總公司旗下醫院	2018.10	股權投資。	-	簽署合作框架協議

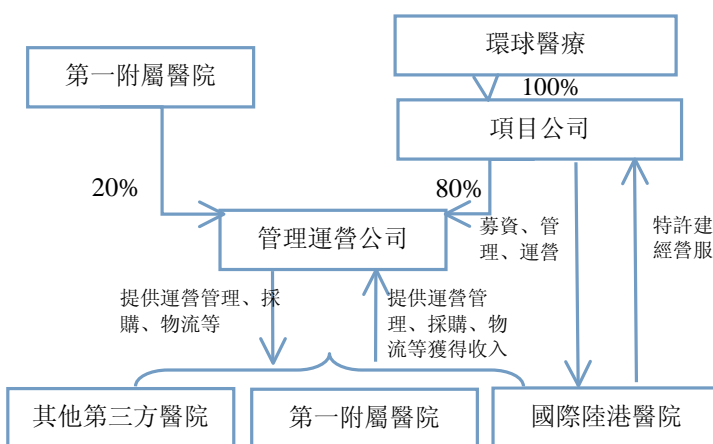
Source: Company, Internet, Phillip Securities

西安國際陸港醫院：西安交大一附院是國家衛生健康委員會委管的大型綜合性三級甲等醫院。2016 年 8 月公司公告與西安交大第一附屬醫院簽署協議，公司為西交大附一院修建新院國際陸港醫院，並通過項目公司為交大附一院及國際陸港醫院提供供應鏈服務。國際陸港醫院定位為非營利性綜合性三級醫院，一期工程核定床位 1000 張。環球醫療的未來收益將來自收取新醫院一定比例的利潤作為特許建設及經營服務費，供應鏈公司的收益分紅。公司將為項目投入不超過人民幣 20 億元。目前，公司已完成西安交大一附院採購品種、藥品配送企業及上游生產企業的全部梳理，並於 2018 年 8 月上旬與西安交大一附院共同簽訂了《陽光採購服務協議》，預計在 2021 年以前將全面接手西安交大一附院供應鏈管理工作；同時，國際陸港醫院目前已完成總體規劃及建築平面佈局方案，高壓線遷改和施工等相關工作正在進行中。下半年，公司一方面將繼續推動國際陸港醫院建設工程，另一方面加快推進供應鏈業務運營實施工作。

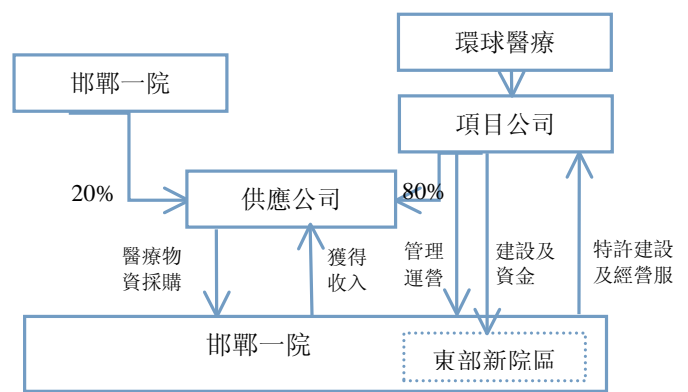
邯鄲醫院東院區：8月公告顯示，公司與邯鄲衛生計生委及邯鄲市第一醫院簽訂合作合同。邯鄲市第一醫院是邯鄲市一家領先的綜合性三級甲等醫院，環球醫療將與邯鄲一院共同建設及運營一個東部新院區。規劃的東部新院區將成為邯鄲一院新分院，擁有編制床位 2,000 張。根據合同，公司將為建設東部新院區提供資金共計不超過 20 億元現金，並參與邯鄲一院（包括本院及東部新院區）的管理及運營，以及出資不超過 2,800 萬元（占股 80%）與邯鄲一院共同成立一家合資公司醫療供應公司，向醫院提供醫療物資採購服務。項目完成後，公司收入將來自向醫院（本院及新院）收取特許建設及經營服務費，收取供應鏈公司的分紅。

圖表：西安項目

圖表：邯鄲項目



Source: Company, Phillip Securities



Source: Company, Phillip Securities

煙臺海港醫院：公司 9 月公告與煙臺港集團簽訂《關於煙臺海港醫院重組合作協議》，約定由環球醫療子公司以現金出資、煙臺港集團以經評估的煙臺海港醫院淨資產出資，共同成立合資公司，環球醫療將持股 65%，煙臺港集團將持股 35%。合資公司將繼承原煙臺海港醫院的全部執業許可、資質、管理團隊和全部業務資源。煙臺海港醫院是隸屬於煙臺港集團的非營利性二級甲等醫院，編制床位 500 張。未來，由環球醫療投入的合資公司資本金將用於進一步的床位擴建、設備配置等，環球醫療還將通過學科提升、技術引進、人才培養、管理和機制優化等多種方式，系統性地提升醫院技術水準和服務能力。我們估計，若未來條件允許將海港醫院成功改制成盈利性醫院，則未來收益將來自於醫院盈利分紅，及供應鏈業務等收入；若改制不成功，環球醫療也可能參照其他醫院投資管理業務，收取管理費或享受供應鏈業務分成等。

除上述三個項目以外，公司還與黑龍江北大荒農墾集團、黑龍江森工集團、遼寧鞍山鞍鋼集團確立了合作意向，正式協議尚待簽署。

黑龍江北大荒農墾集團旗下醫院：。2018 年 8 月，環球醫療與北大荒集團簽署合作框架協議，將結合北大荒集團旗下各單體醫院的現有基礎和發展需求，通過資金投入、技術引進、硬體更新等方式，提升醫院的技術水準和服務能力。黑龍江北大荒農墾集團總公司下轄 9 個管理局、113 個農牧場，983 家國有及國有控股企業。北大荒集團旗下醫療機構眾多，合計床位超過 1 萬張，覆蓋從三級醫院到基層醫院各個層級，是服務於北大荒集團職工並有效覆蓋墾區周圍民眾的主要醫療資源集群。

黑龍江森工集團旗下醫院：黑龍江省森林工業總局是中國最大的國有林區和森林工業集團，出產 120 多種藥用植物，現下屬有 8 個衛生系統單位。環球醫療與龍江森工集團的合作，將利用雙方的優勢資源，通過設立醫療康養股份制平臺公司，促進醫療康養產業發展，實現互利共贏。

遼寧鞍山鞍鋼集團醫院。2018 年 10 月，環球醫療與鞍鋼集團健康產業有限公司就鞍鋼集團醫療健康產業重組改制舉行框架協議簽約儀式，未來將鞍鋼集團健康產業醫療機構打造成具有技術創新能力、可持續發展能力、差異化經營管理能力的國內醫院集團化管理樣板。

致力於打造一流醫療健康產業集團。根據公司規劃的業務版圖，未來公司要建成集醫療金融服務、醫療技術服務、醫院投資管理服務、醫院資訊化服務四大業務模組的一流醫療健康產業集團。現時，公司順應國內居民對醫療服務需求上升的趨勢，抓住國企醫院剝離的時機，收購醫院資產，並通過推動醫院改擴建、建設新醫院，擴大醫院投資管理業務版圖；未來，公司將利用自身資金、技術優勢，推動醫院規模升級、技術水準升級、效率提高、盈利改善，形成全國具規模的、技術先進的醫療健康產業集團。

圖表：四大業務模組

Hospital Investment & Management	Medical Finance
Handan project contract completed; Xijiao Project well under way; M&A of SOE hospitals; Construction of resources internally and externally.	Growing asset size; Better liability structure; Excellent profitability and asset quality.
Medical Technology	Medical Digitalization
Expanding healthcare resources; More innovative solutions in clinical department upgrade; Registration and introduction of medical equipment.	Online healthcare; Medical big data; Medical AI based on big data.

Source: Company, Phillip Securities

估值及風險

我們認為，公司現有的融資租賃業務市場需求強勁、資產品質良好、風險控制得當，有望保持穩健增長。並且，我們看好公司的醫院投資管理業務，公司有望憑藉國企背景和優秀的醫療技術資源獲得更多的國企醫院項目，並可能在未來持續收購具有潛力的私立醫院，打造一流的醫療管理集團。同時，醫院資源將反哺公司的金融、資訊化、行業諮詢等業務，形成良性迴圈。

我們基於分部業務估值法給予目標價8.62港元。我們分別估計這兩部分業務的增速與利潤，得到2018/19年醫療融資租賃業務的每股盈利為0.863/元1.072元，醫院投資管理業務的每股盈利為0.003/0.01元。公司的醫療融資租賃業務資產品質良好，不良資產率、30天逾期率呈下降趨勢，壞賬率在可比公司中處於低位，歷史上未核銷過一筆壞賬，給予目標市盈率7倍；醫院投資管理業務取行業平均預期市盈率15倍，得到公司股價應為**8.62**港元，“買入”評級。

圖表：估值結論

	2018E	2019E	1y Target PE	1y Target Price
Non-Hospital Business EPS RMB	0.863	1.072	7x	7.507
Hospital Business EPS RMB	0.003	0.010	15x	0.147
Target price RMB	7.65	0.888 RMB/HKD	Target price HKD	8.62

Source: Phillip Securities estimated.

圖表：股價與營收增速敏感測試

Revenue Growth 19E	Total	Financial Lease	Advisory Business	Clinical Department Upgrade	Hospital Business
Bearish	16.70%	15.00%	11.00%	17.00%	100.00%
Average	30.46%	25.00%	21.00%	27.00%	243.33%
Bullish	16.70%	35.00%	31.00%	37.00%	350.00%
EPS 19E RMB	Total	Non-Hospital Business	Hospital Business	Target Price HKD	Upside
Bearish	0.992	0.986	0.006	7.87	27.13%
Average	1.082	1.072	0.010	8.62	39.23%
Bullish	1.171	1.159	0.013	9.14	47.60%

Source: Phillip Securities (Base on Nov 2nd Closing Price HKD6.19)

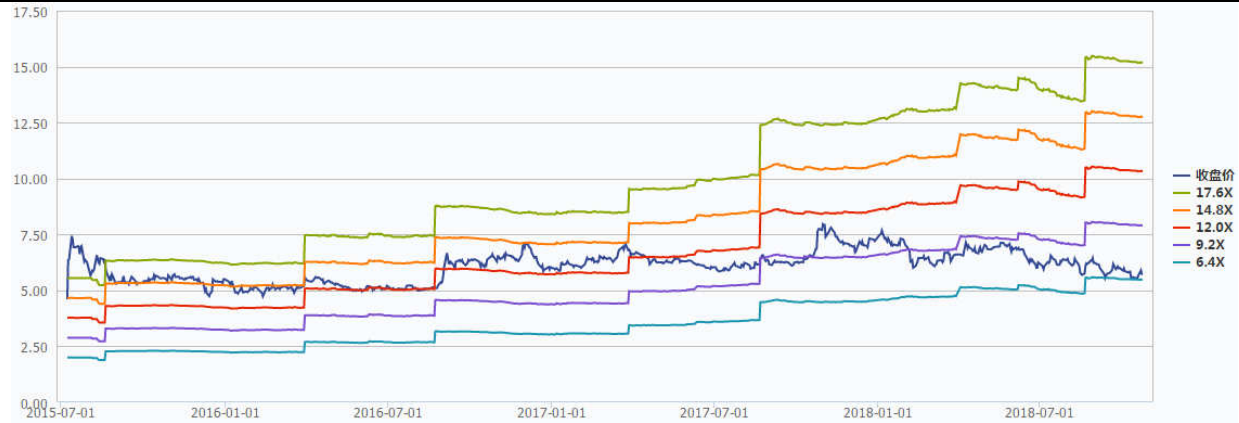
圖表：同業關鍵指標比較

Code	Firm	Market Cap HKD'mn	PE(TTM)	18E PE	19E PE	PB (MRQ)	17A Div Rate%	18H1 ROE%	18H1 ROA%	12 mon Rev Growth
2666.HK	環球醫療	9,817.3	6.34	6.21	5.04	1.06	4.20	9.61	1.82	26.6
	Average		7.15	7.28	6.48	1.25	5.18	8.10	1.13	26.2
2588.HK	中銀航空租賃	38,760.5	7.67	8.32	7.57	1.24	4.15	7.61	1.79	22.65
3360.HK	遠東宏信	29,096.5	6.78	6.73	5.81	0.94	4.08	7.83	0.80	34.82
1848.HK	中國飛機租賃	5,560.4	7.00	6.79	6.05	1.58	7.31	8.85	0.79	21.12
	Average		10.00	18.61	15.06	2.39	2.46	1.30	1.36	22.76
1515.HK	華潤醫療	7,883.8	22.30	15.88	14.01	1.20	1.81	3.67	2.90	18.57
2138.HK	香港醫思醫療	4,112.1	14.73	12.06	10.33	5.01	6.46	-	-	36.51
3309.HK	希瑪眼科	3,457.3	129.04	38.00	27.44	4.29	-	2.49	2.16	25.40
1518.HK	新世紀醫療	3,111.7	50.88	-	-	2.17	0.79	2.17	1.79	9.30
2120.HK	康寧醫院	3,099.3	40.45	22.48	18.53	2.41	0.45	3.93	2.46	57.98
3689.HK	康華醫療	2,404.3	11.91	12.39	10.35	1.50	2.78	6.55	4.80	11.89

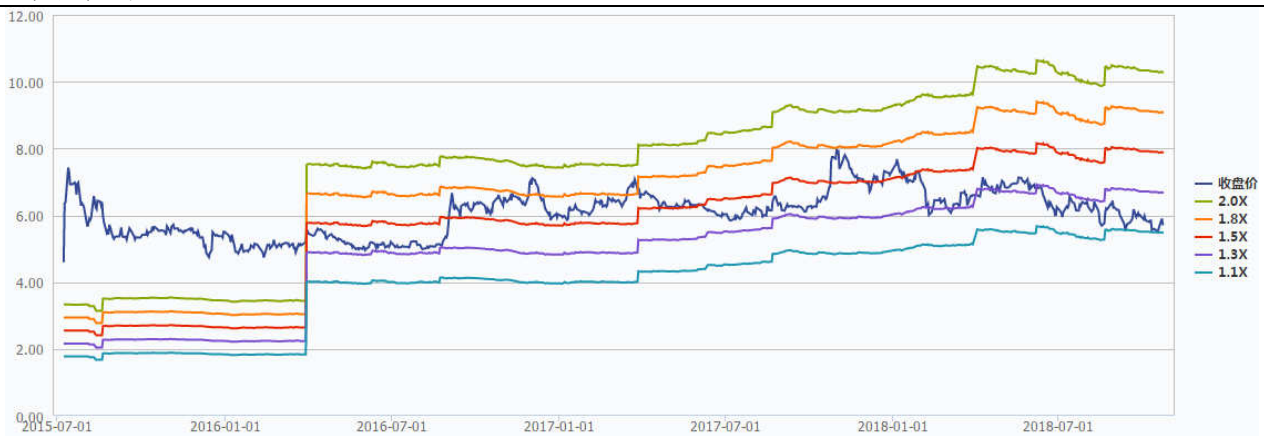
1526.HK	瑞慈醫療	2,388.1	-22.22	-	-	2.40	-	-7.80	-3.21	15.13
1509.HK	和美醫療	1,698.9	-154.48	10.84	9.69	1.10	-	-1.90	-1.41	7.47
8143.HK	華夏醫療	287.5	-2.66	-	-	1.43	-	-	-	22.6

Source: Wind (as at Oct 24), Phillip Securities

圖表：市盈率區間



圖表：市賬率區間



Source: Wind, Phillip Securities

財務報告

	2015	2016	2017	2018E	2019E
Valuation Ratios					
P/E	11.96	12.14	9.24	7.18	5.80
P/B	1.80	1.62	1.43	1.25	1.12
Per Share Data (RMB)					
EPS	0.52	0.51	0.67	0.86	1.07
Book Value Per Share	3.43	3.83	4.34	4.95	5.54
Dividend Per Share	0.13	0.17	0.24	0.25	0.28
Growth & Margin(%)					
Growth					
Revenue	41.27	23.14	26.58	25.98	30.46
Gross Profit	40.24	32.59	25.32	25.11	25.52
Operating Income	47.32	33.95	30.73	26.09	23.70
Net Profit	44.21	32.46	31.68	28.06	23.70
Margins					
Gross Profit Margin	59.66	64.24	63.59	63.15	60.76
Operating Profit Margin	41.04	44.65	46.11	46.15	43.76
Net Profit Margin	30.02	32.30	33.60	34.15	32.38
Key Ratios					
ROE (%)	15.85	14.01	16.35	17.43	19.28
ROA (%)	3.29	3.32	3.71	3.49	3.86
Income Statement (RMB Mn)					
Revenue	2,193.4	2,700.9	3,418.8	4,307.1	5,619.1
- Cost of Goods Sold	(884.9)	(966.0)	(1,244.6)	(1,587.0)	(2,204.9)
Gross Income	1,308.5	1,734.9	2,174.2	2,720.1	3,414.2
- Operating Expenses	(408.3)	(529.0)	(597.6)	(732.2)	(955.2)
Operating Income	900.3	1,205.9	1,576.6	1,987.9	2,458.9
- Income Tax Expenses	(241.7)	(333.6)	(427.8)	(516.8)	(639.3)
Net Profit	658.5	872.3	1,148.7	1,471.0	1,819.6

Source: Company, Bloomberg, Phillip Securities (HK) Research Estimates
(財務資料截至 2018 年 11 月 2 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