

華潤醫藥 (3320.HK)

中國領先綜合醫藥企業，內生外延助力業績增長

香港 | 醫藥 | 公司研報

August 5, 2019

投資概要

中國領先的綜合醫藥公司，多平台協同促進穩健內生增長

公司在中國醫藥行業的多個細分領域擁有領先地位，按 2018 年收益計算，公司是中國第五大醫藥製造商，是中國第三大醫藥分銷商，也是中國第一大非處方藥製造商，通過華潤三九、東阿阿膠、華潤紫竹及華潤雙鶴等品牌保持著市場領先地位。公司在滋補中藥、心血管藥、感冒及流感藥、大容量靜脈輸液及緊急避孕藥等方面亦擁有市場領先地位。公司於醫藥行業多元化的業務分部及產品組合，以及對醫療產業鏈的廣泛覆蓋，不僅有助於降低與個別產品領域有關的風險及不確定性，而且能夠有效發揮不同平台之間的協同作用。憑藉廣闊的客戶網絡，公司醫藥分銷業務定期協助製藥業務向醫院及其他醫療機構推廣公司的產品，公司的醫藥零售及分銷業務亦通過為集中招標過程中的招標策略以及非處方藥產品及營養保健品的零售藥房及其他門店的發展策略提供建議，協助製藥業務。公司內部業務之間的協同效應更為靈活，可有效提高供貨商的穩定性及效率。

憑藉強大整合能力，外延式發展不斷拓展增長空間

公司作為中國第五大醫藥製造商及第三大醫藥分銷商，擁有強大的資源整合能力及財務實力。近年來，公司於製藥、分銷等不同領域完成多次成功的併購整合案例，包括 2007 年重組三九企業集團，並將其定位為公司非處方藥及中藥的主要業務平台，實現了公司在非處方藥及中藥藥品的市場領先地位，華潤三九的純利由 2006 年至 2010 年增長 301.4%；另外，公司於 2010 年收購北京醫藥後，利用華潤醫藥商業對醫藥分銷業務進行整合，並通過收購 60 多家地區醫藥分銷商進一步拓展分銷網絡，2010 年至 2015 年，華潤醫藥商業的收入實現 54% 的年復合增長，純利實現 68% 的年復合增長。公司未來將充分利用中國醫藥行業整合的機遇期，利用醫藥產業基金在生物藥、創新藥、醫藥零售等領域實現前瞻性佈局，培育新的業務增長點。

工商業雙輪驅動，助力業績增長

公司是中國擁有最全面的醫藥產品組合之一的醫藥製造商，覆蓋一系列具有良好增長潛力的治療領域，例如心血管系統、感冒止咳、抗感染、生殖健康、消化道及新陳代謝、皮膚及兒科等。2018 年末，公司共生產超過 430 種產品，其中超過 260 種產品進入了國家醫保目錄；公司持續聚焦核心品類，優化產品結構，2018 年銷售收入超過億港元的產品有 49 個，相較去年增加 10 個，其中超過十億港元的產品有 7 個，與去年持平。另外，公司進一步優化分銷網絡佈局，持續提升終端覆蓋力。公司持續在廣度和深度方面優化醫藥分銷業務網路佈局，2018 年繼續推進在西部空白省份的佈局，新進入甘肅省，並加快滲透地市級市場，強化區域領先優勢。截至 2018 年末，分銷網路已覆蓋 28 個省份。2018 年終端覆蓋力持續提升，截至 2018 年末，下游客戶共計超過 9 萬家，其中等級醫院 6,581 家，基層醫療機構 51,505 家。

首次覆蓋給予“買入”評級，目標價 10.58 港幣

我們採用剩餘收益估值模型，假設要求回報率為 5.21%，抗衰減因子為 0.75，並考慮東阿阿膠事件的影響，我們得到目標價 11.31 港幣，對應 FY19/FY20/FY21 15.76x/13.17x/12.14x PE，較現價（HKD8.39 as of August 1, 2019）有+34.79%的升幅，首次覆蓋，給予“買入”評級。

買入（首次覆蓋）

現價 HKD 8.39

（現價截至 2019 年 8 月 1 日）

目標價 HKD 11.31 (+34.79%)

公司資料

普通股股東 (百萬股):	6,284.5
市值 (港幣百萬元):	52,727
52 周最高價/最低價 (港幣):	13.16/8.39

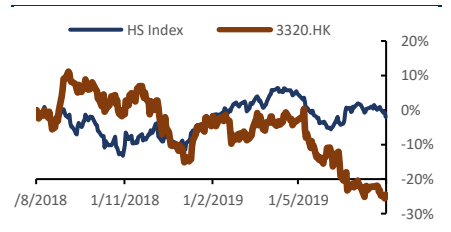
主要股東

華潤集團(醫藥)有限公司	53.04%
北京醫藥投資有限公司	17.42%

股價表現

	1 個月	3 個月	1 年
華潤醫藥	-7.19%	-24.80%	-24.66%
恆生指數	-4.54%	-5.63%	-0.54%

收益 & 恆生指數



Source: Phillip Securities (HK) Research

財務資料

mn HKD	FY17 A	FY18 A	FY19 E	FY20 E	FY21 E
Revenue	172.5	189.6	210.6	230.0	251.3
NP for Owners	32	89	98	92	03
EPS HKD	0.55	0.64	0.72	0.86	0.93
P/E	15.14	13.06	11.69	9.77	9.01
BVPS HKD	6.66	6.27	6.84	7.52	7.60
P/B	1.26	1.34	1.23	1.12	1.10
ROE	8.76%	9.94%	10.95%	11.96%	12.88%

Source: Company, Phillip Securities (HK) Research

研究分析員

段煉 (+852 2277 6515)

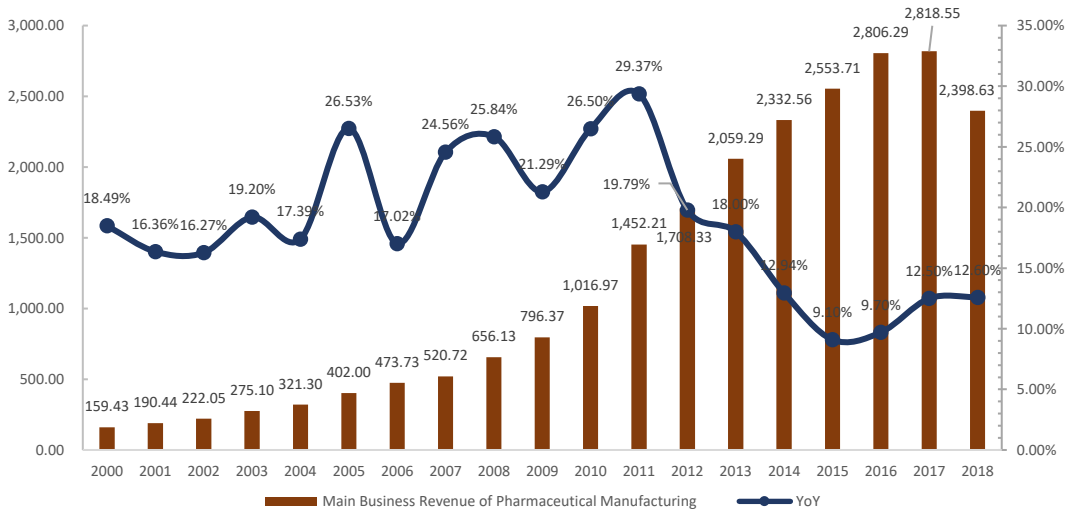
leonduan@phillip.com.hk

行業分析

製藥行業保持快速增長

中國製藥行業近年快速增長。根據弗若斯特沙利文的資料，中國製藥行業的三大領域（即化學藥品、中藥及生物醫藥）按批發價計的市場規模迅速增長，由 2011 年的人民幣 7,431 億元增至 2015 年的人民幣 12,207 億元，複合年增長率為 13.2%，預計於 2020 年將進一步增至人民幣 17,919 億元，複合年增長率為 8.0%。根據 Wind 數據顯示，中國醫藥製造業主營業務收入自 2000 年至 2018 年的年復合增長率為 16.25%，總體保持高速增長態勢。我們認為，製藥行業快速增長的主要動力源於中國城鎮及農村地區人口的個人可支配收入迅速增加，對醫療產品和服務的負擔能力提高，人口迅速老齡化加上預期壽命不斷延長推動對醫療產品及服務的需求以及中國的醫療改革。

圖-1: 中國醫藥製造業主營業務 (萬元)

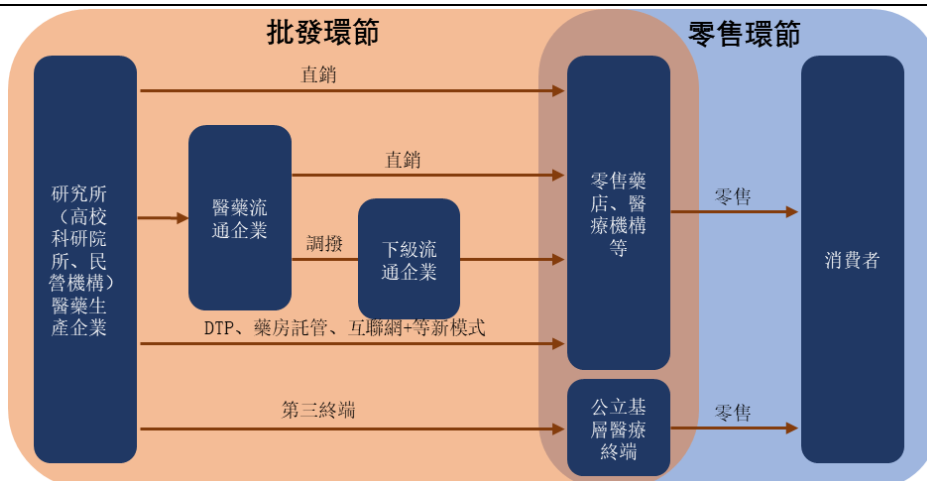


Source: Phillip Securities (HK), Wind

藥品流通行業主要模式

商品流通的一般渠道可分為兩個環節，一是批發（分銷）環節，二是零售環節。藥品市場的流通渠道，也是由生產商通過批發商銷售給零售商（包括醫院藥房）。具體來看，分銷環節主要是由醫藥製造企業或醫藥流通企業將藥品銷售給零售藥店、終端醫療機構等，分為醫院純銷、商業調撥、第三終端等；而零售環節主要是通過單體藥店、連鎖藥店及公立醫療終端將藥品售賣給個人消費者。除此之外，也有各類新興的流通模式，如 DTP 藥房、藥房託管、院外處方流轉平台等。

圖-2: 醫藥流通主要環節



Source: Phillip Securities (HK), 數觀天下諮詢

DTP (Direct to Patient) 藥房模式是一種新型的醫藥商業模式，即藥店獲得製藥企業產品經銷權，患者在醫院獲得處方後從藥店直接購買藥品並獲得專業指導與服務的模式。根據前瞻經濟學人，DTP 藥房主要銷售高毛利專業藥物、新特藥、自費藥等，並配備執業藥師提供專業指導意見及服務，是零售藥店的進階模式。DTP 藥房完整串聯了藥品供給端（製藥企業），處方端（醫院）以及需求端（患者），並結合藥品配送物流職能，成為藥品流通過程中的最核心角色。根據中國醫藥商業協會，預計到 2020 年，DTP 藥房市場規模將達 6,100 億元，潛力巨大。

表-1: 零售藥店不同業態對比

業態形式	特徵	主要經營品類
藥診店、國醫館、中藥房	擁有具備處方權的坐堂醫生，以中醫居多，提供看病處方、代客煎藥等服務。	處方藥、中藥飲片、中成藥為主
網上藥店、O2O 藥店	無實體門店，或採用 O2O 形式，滿足忙碌的白領及習慣網購人群需求。	高檔 OTC 藥品、特殊功能化妝品、保健品、健美器材
專科藥店	專注經營某類疾病相關商品，以專科藥齊全吸引特定患者。	某類疾病藥品齊全，配以該類疾病的保健治療預防用的保健品、食品、外用藥、器械等
藥妝店	兼營藥品及各類化妝用品，以藥妝品齊全為特色，主要針對人群為 20-40 歲女性。	OTC 藥品、各種特殊功能化妝品、日常化妝品、各種個人清潔及護理用品、健美器材
DTP 藥房	以銷售專業新特藥、自費藥為主，為特定慢病患者長期用藥需求，並提供專業服務及配送服務為特色。	抗腫瘤、抗丙肝等特定領域處方藥、新特藥
其他	包括超市店中店、短期炒作型廣播廣告藥品店等形式。	OTC 藥品、各種特殊功能化妝品、日常化妝品、食字號、醫療器械、消字號產品、民族藥

Source: Phillip Securities (HK) Research, Forward The Economist

藥品流通市場規模保持穩定增長

據商務部藥品流通統計系統資料顯示，2019 年 1 季度全國七大類醫藥商品銷售總額 5,966 億元（含稅），扣除不可比因素，同比增長 8.65%，增速較同期上升 0.72 個百分點，其中藥品零售市場 1,193 億元，同比增長 9.70%，增速上升 0.6 個百分點。其中，藥品流通直報企業（1071 家）主營業務收入為 4,268 億元（不含稅），扣除不可比因素，同比增長 9.63%，增速上升 0.93 個百分點；實現利潤 73 億元，扣除不可比因素，同比增長 8.84%，增速上升 5.62 個百分點；平均毛利率約為 8.45%，同比上升 1.07 個百分點；平均費用率為 6.88%，同比上升 0.71 個百分點；平均利潤率為 1.71% 左右，與去年基本持平。2018 年 1-4 季度全國七大類醫藥商品銷售總額 21,688 億元（含稅），扣除不可比因素，同比增長 7.51%，增速較同期下降 1.03 個百分點，其中藥品零售市場 4,338 億元，同比增長 8.88%，增速下降 0.07 個百分點。總體來看，藥品流通市場規模保持穩定增長，從 2007 年至 2018 年，市場規模年復合增長率達 16.54%，近年來雖然增幅略有下降，但總體增長態勢仍保持穩定。

藥品流通行業集中度存較大提升空間

根據《全國藥品流通行業發展規劃（2016—2020 年）》總體目標，到 2020 年，藥品流通行業將培育形成一批網路覆蓋全國、集約化和資訊化程度較高的大型藥品流通企業：藥品批發百強企業年銷售額將占藥品批發市場總額 90% 以上，藥品零售百強企業年銷售額將占藥品零售市場總額 40% 以上，藥品零售連鎖率將達 50% 以上。該發展規劃同時鼓勵實行批零一體化、連鎖化經營，發展多業態混合經營。目前來看，藥品零售連鎖率的目標已經提前完成，根據 CFDA 發佈的《食品藥品監管統計年報》顯示，截至 2018 年 11 月底，全國共有藥品零售連鎖企業 5671 家，相比去年增加 262 家；零售連鎖企業門店 25.5 萬家，相比去年增加 2.6 萬家；零售藥店 23.4 萬家，相比去年增加 0.9 萬家；藥店零售連鎖率 52.1%，相比去年增加 1.7%。我們預計，在醫藥流通領域管理趨嚴，規模化效應逐漸凸顯，行業規範性提高的情況下，藥品分銷百強市佔率、藥品零售連鎖率都將保持上升趨勢。

圖-3: 藥品流通市場整體規模 (億人民幣) 及增速

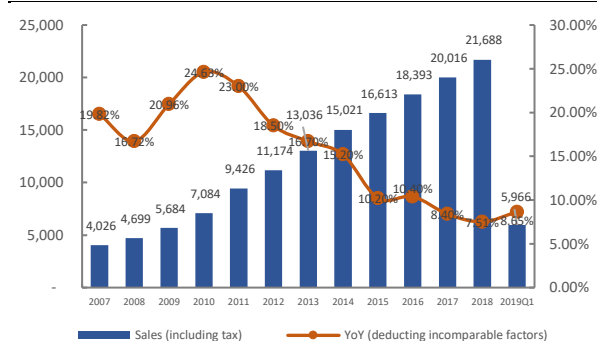
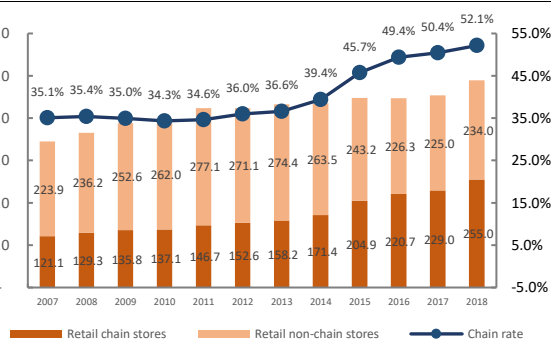


圖-4: 零售藥店數量變化 (千家) 及連鎖率



Source: Phillip Securities (HK), 商務部《藥品流通行業運行統計分析報告》,CFDA 2007-2018 Annual Reports on Food & Drug Administration Statistics

根據國家商務部市場秩序司發佈的《2017 年藥品流通行業運行統計分析報告》顯示，藥品分銷及零售藥店行業仍然較分散，2017 年銷售額前 100 位的藥品零售企業擁有零售門店總數 58355 家，占全國零售藥店門店總數的 12.9%；銷售總額 1,232 億元，占零售市場總額僅 30.75%，同比增長 15.04%，首次突破 30%。2017 年藥品批發企業主營業務收入前 100 位佔同期全國醫藥市場總規模的 70.7%，同比下降 0.2%；其中，4 家全國龍頭企業佔比 37.6%，同比上升 0.2%；30 家區域龍頭企業（排名 5-34 位）佔比 24.5%，同比下降 0.1%。我們認為，隨著新醫改政策的推行，藥品流通行業的競爭壓力將進一步加大，“兩票製”改革使得分銷企業銷售增幅變緩，醫療機構處方外配也使得患者向零售藥店流動，從而導致大型藥品流通企業及零售連鎖企業不斷通過兼並重組的外延式增長，增強企業自身分銷能力，也促進了零售連鎖率的提升。

表-2: 2017 年中國醫藥零售十強

排名	公司名稱	銷售總額 (億元)
1	國藥控股大藥房有限公司 Guoda Drugstore	110.80
2	中國北京同仁堂 (集團) 有限責任公司 Beijing Tongrentang Group Co., Ltd.	91.20
3	雲南鴻翔一心堂藥業 (集團) 股份有限公司 Yunnan Hongxiang Yixintang Pharmaceutical Co., Ltd.	85.09
4	老百姓大藥房連鎖股份有限公司 Lbx Pharmacy Chain Joint Stock Company	83.33
5	大參林醫藥集團股份有限公司 DaShenLin Pharmaceutical Group Co., Ltd.	83.08
6	重慶桐君閣大藥房連鎖有限責任公司 Chongqing Tongjunge Pharmacy Franchises Co., Ltd.	72.50
7	益豐大藥房連鎖股份有限公司 Yifeng Pharmacy Chain Co., Ltd.	56.01
8	上海華氏大藥房有限公司 Shanghai Huashi Pharmacy Co., Ltd.	41.66
9	湖北同濟堂藥房有限公司 Ready Medicine Co., Ltd.	38.21
10	遼寧成大方圓醫藥連鎖有限公司 Liaoning Chengda Fangyuan Pharmacy Chains Co., Ltd.	36.26

Source: Phillip Securities (HK) Research, Ministry of Commerce

表-3: 2017 年中國藥品批發企業十強

排名	公司名稱	主營業務收入 (億元)
1	中國醫藥集團有限公司	3,214
2	華潤醫藥商業集團有限公司	1,264
3	上海醫藥集團股份有限公司	1,218
4	九州通醫藥集團股份有限公司	737
5	廣州醫藥有限公司	384
6	中國醫藥健康產業股份有限公司	301
7	華東醫藥股份有限公司	278
8	南京醫藥股份有限公司	274
9	康德樂股份 (香港) 有限公司	263
10	重慶醫藥 (集團) 股份有限公司	211

Source: Phillip Securities (HK) Research, Ministry of Commerce

圖-5: 2011-2017 年中國醫藥零售集中度變化

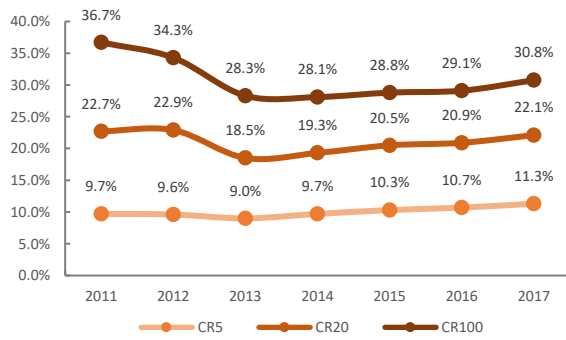
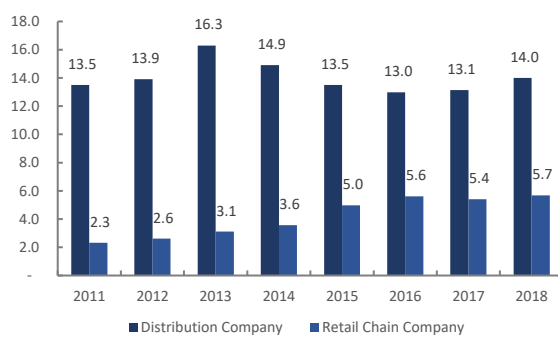


圖-6: 2011-2018 年中國醫藥分銷及零售企業數量 (千家)



Source: Phillip Securities (HK) Research, 商務部《藥品流通行業運行統計分析報告》, 藥監局《藥品監管統計年報》

“兩票制”改革促進流通行業整合

醫藥流通領域“兩票制”是指藥品生產企業直接開票到流通企業，流通企業再開票（發貨）到醫院，一共開兩次發票。在“兩票制”的影響下，純銷和調撥業務出現兩極分化，純銷業務由於符合“兩票制”醫改政策方向得以快速增長，而調撥業務，即以中間商的形式將庫存藥品分撥給下級分銷商，所佔比例則急速下降，導致行業銷售增速進一步下滑。此外，由於“兩票制”為企業帶來更大的資金周轉壓力，醫藥商業領域的並購整合將成為新的發展趨勢。我們認為，隨著國家醫改政策的實施及資本的推動，未來藥品流通行業集中度及連鎖率將進一步提高。

圖-7: “兩票制”模式圖解

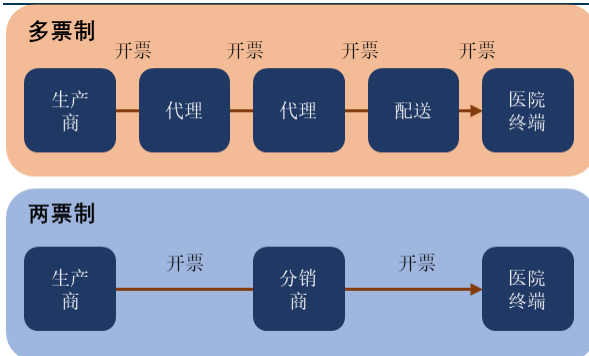
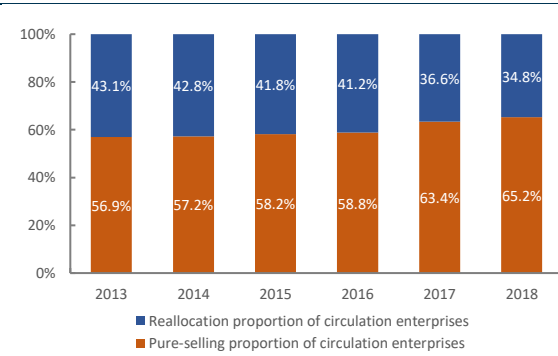


圖-8: 2013-2018 年中國醫藥流通企業純銷與調撥業務佔比



Source: Phillip Securities (HK) Research, Forward The Economist

公司分析

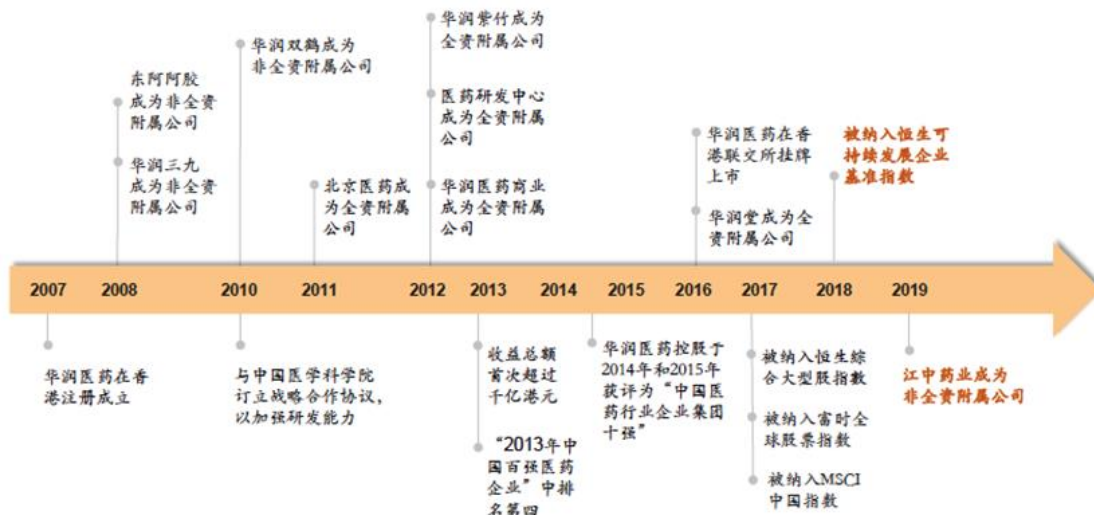
公司介紹

公司在 2016 年 10 月 28 日於香港聯交所掛牌上市（股份代號：3320），是中國領先的綜合醫藥公司，業務範疇覆蓋醫藥及保健產品的生產、分銷及零售。公司成立於二零零七年，現已發展成中國第五大醫藥製造商兼中國第三大醫藥產品分銷商。公司現已被納入摩根士丹利資本國際(MSCI)中國指數、富時全球股票指數（大型股）、恒生綜合大型股指數成份股、恒生可持續發展企業基準指數等多項資本市場指數。

公司的製造業務涵蓋研發、生產及銷售醫藥產品。公司生產超過 430 種藥品，產品組合包括化學藥品、中藥、生物製劑以及營養保健品，覆蓋廣泛治療領域，包括心血管、消化道和新陳代謝、大容量靜脈注射液、兒科、呼吸系統等。此外，公司擁有多個馳名品牌，包括「三九」、「東阿阿膠」、「雙鶴」、「江中」及「紫竹」。同時，公司經營著一個由 170 個物流中心構成的全國性分銷網絡，戰略性覆蓋中國 28 個省、直轄市及自治區，向中國醫院及其他醫療機構直接分銷產品。另外，公司經營中國最大零售藥房網絡之一，以「華潤堂」、「醫保全新」、「禮安連鎖」和「同德堂」等全國或地區性的優質品牌來經營超過 850 家零售藥房。

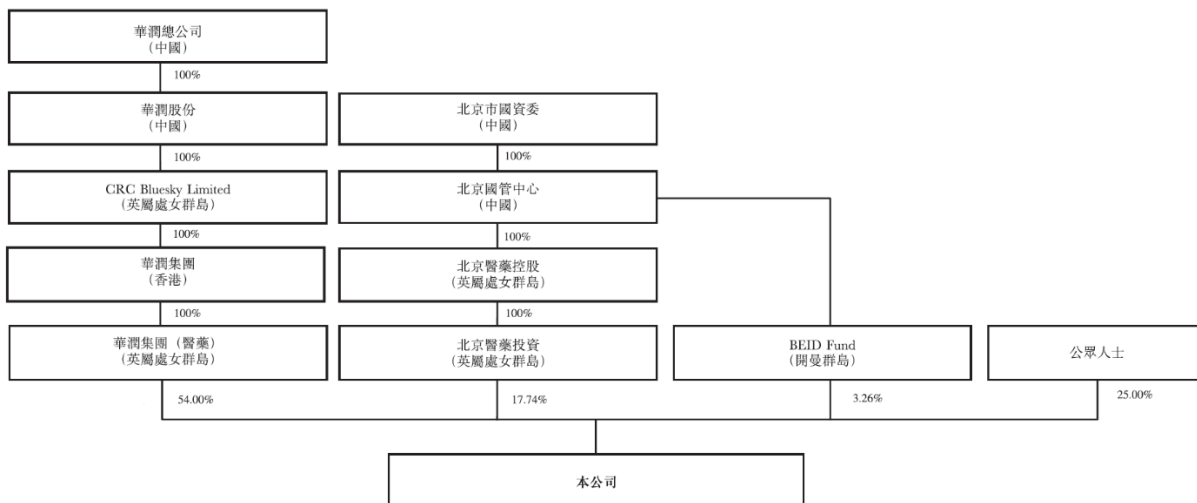
公司 2018 年錄得營業收入 1896.89 億港元，同比增長 9.9%；實現毛利 349.30 億港元，同比增長 23.5%；實現本公司擁有人應佔溢利為 40.38 億港元，同比增長 15.9%。

圖-9：公司發展里程碑



Source: Phillip Securities (HK) Research, Company Report

圖-10：公司股權架構



Source: Phillip Securities (HK) Research, Company Prospectus

業務分析

公司是中國領先的綜合醫藥公司，從事研發、製造、分銷及零售種類繁多的醫藥及其他營養保健品。公司主要業務包括三個分部：製藥、醫藥分銷及藥品零售。

1、製藥業務

公司是中國最大的醫藥製造商之一，也是中國第一大非處方藥製造商。截至 2018 年 12 月 31 日，公司生產和營銷超過 430 種醫藥產品，共有 49 種醫藥產品的年度收益超過 1 億港元，其中有 7 種醫藥產品的年度收益超過 10 億港元。公司製藥業務主要分為化學藥品、中藥、生物藥及營養保健品四個分部。

公司的化學藥品主要由華潤雙鶴及華潤紫竹製造及營銷，涵蓋三個主要領域：(i) 慢性病（例如心腦血管疾病及糖尿病）藥品的研發、製造及銷售；(ii) 輸液治療業務，主要是大劑量靜脈注射液；(iii) 專業治療領域，如兒科、腎科及生殖健康。華潤三九是以中藥為業務重心的製造附屬公司，亦製造及營銷少量化學藥品，主要是抗感染以及皮膚病用藥。2018 年公司化學藥品錄得收益 155.84 億港元，同比增長 34.2%，主要受益於抗感染藥物、輸液產品、以及慢病與專科用藥的收益增加。

中藥主要由華潤三九及東阿阿膠製造及營銷，涵蓋三個主要領域：(i) 自我診療產品，即主要為非處方藥物，涵蓋感冒藥、消化道及新陳代謝及骨科等治療領域；(ii) 中藥處方藥，涵蓋心腦血管系統和腫瘤等治療領域；及(iii) 阿膠產品系列，為傳統中藥。製造附屬公司華潤雙鶴主要關注化學藥品，還生產並銷售有限數量的中藥，覆蓋的治療領域包括心腦血管系統、骨科和兒科等。2018 年公司中藥錄得收益 168.93 億港元，同比增長 10.6%，主要因為多個品類的中藥 OTC 產品以及中藥配方顆粒的收益增加。

公司生物藥由東阿阿膠生產的其他主要生物製劑：(i) 注射用重組人促紅素（佳林豪），用於治療腎功能不全導致的貧血；(ii) 注射用重組人組織型纖維溶原激活劑衍生物（瑞通立），一種治療心肌梗塞的溶栓藥；及(iii) 注射用重組人白介素-11（百傑依），一種治療癌症病人在化療後血小板減少症的藥物。2018 年公司生物藥業務實現收益 1.70 億港元，同比增長 14.8%。

公司的主要營養保健產品是桃花姬，該產品由阿膠中藥產品系列衍生而來，2018 年營養保健品錄得收益 7.84 億港元，同比增長 58.3%，主要受益於保健品品類的豐富。

公司 2018 年製藥業務實現分部收益 350.44 億港元，同比增長 19.5%；實現分部毛利為 226.91 億港元，同比增長 27.2%；分部毛利率為 64.8%，同比增長 4%，主要得益於製藥業務的轉型升級，產品組合的持續優化，以及生產流程的改進。

圖-11：2014-2018 製藥業務營業收入及增速

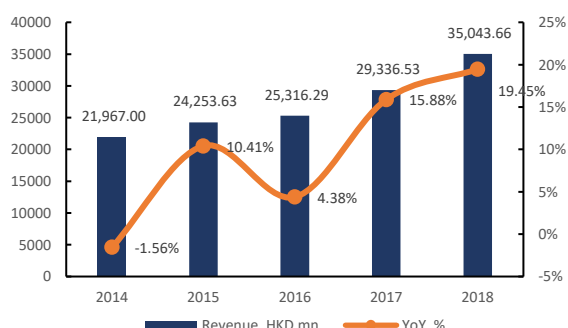
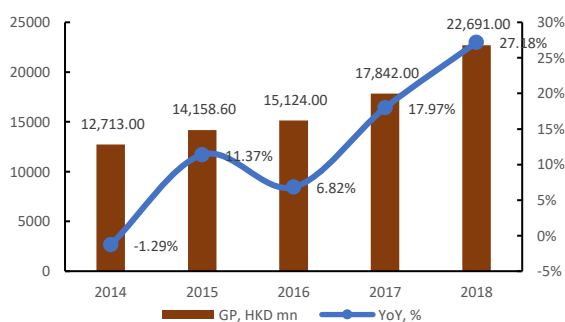


圖-12：2014-2018 製藥業務毛利及增速



Source: Phillip Securities (HK) Research, Company Report

2、醫藥分銷業務

公司是中國第三大醫藥分銷商，分銷各類產品約 17 萬種，其中包括 5 萬種處方藥、約 2 萬種非處方藥。截至 2018 年 12 月 31 日，公司醫藥分銷網絡已覆蓋至全國 28 個省、直轄市及自治區，客戶中包括二、三級醫院 6,581 家，基層醫療機構 51,505 家，

以及零售藥房 26,964 家；擁有物流中心達 170 個；已累計向約 300 家醫院提供醫院物流智能一體化(HLI)服務，並累計實施數十個區域藥品智能化管理(NHLI)項目。

公司 2018 年醫藥分銷業務實現分部收益 1553.29 億港元，同比增長 7.4%；實現分部毛利為 113.65 億港元，同比增長 18.0%；分部毛利率為 7.3%，同比增長 0.6%。

圖-13: 2014-2018 分銷業務營業收入及增速

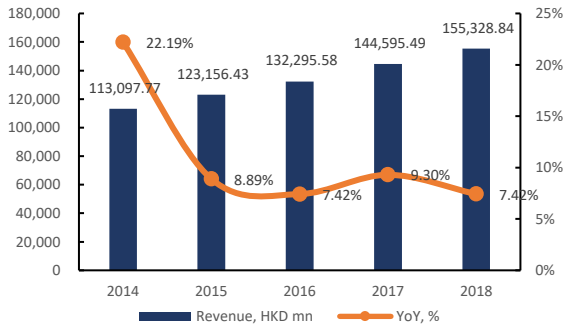
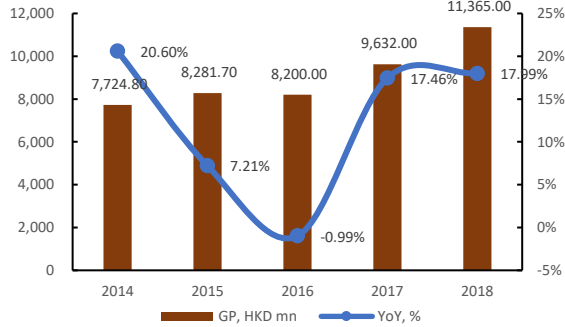


圖-14: 2014-2018 分銷業務毛利及增速



Source: Phillip Securities (HK) Research, Company Report

3、醫藥零售業務

截至 2018 年 12 月 31 日，公司共有 853 家零售藥房，其中 DTP 藥房已達 140 家，覆蓋中國 66 個城市。公司同時擁有多個優質品牌，包括華潤堂、醫保全新、禮安連鎖和同德堂。

公司 2018 年醫藥零售業務實現分部收益 54.55 億港元，同比增長 28.5%；實現分部毛利為 7.96 億港元，同比增長 7.3%；分部毛利率為 14.6%，同比下降 2.9%，毛利率水準的下降主要因為利潤率相對較低的高值藥品直送業務(DTP)的快速增長。

圖-15: 2014-2018 零售業務營業收入及增速

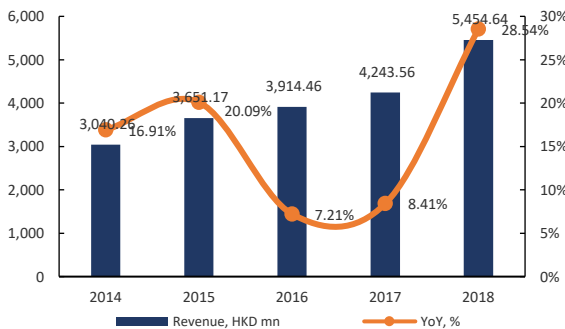
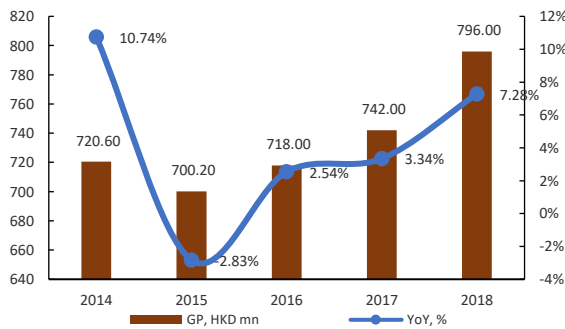


圖-16: 2014-2018 零售業務毛利及增速



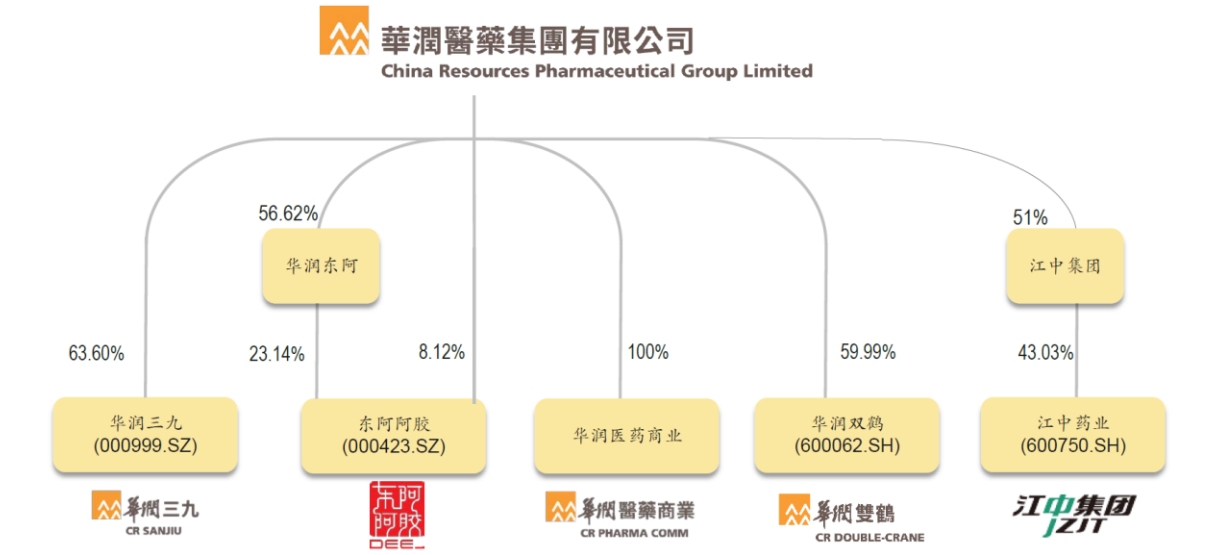
Source: Phillip Securities (HK) Research, Company Report

公司亮點

中國領先的綜合醫藥公司，多平台協同促進穩健內生增長

公司在中國醫藥行業的多個細分領域擁有領先地位，按 2018 年收益計算，公司是中國第五大醫藥製造商，是中國第三大醫藥分銷商，也是中國第一大非處方藥製造商，通過華潤三九、東阿阿膠、華潤紫竹及華潤雙鶴等品牌保持著市場領先地位。公司在滋補中藥、心血管藥、感冒及流感藥、大容量靜脈輸液及緊急避孕藥等方面亦擁有市場領先地位。

圖-17: 公司主要業務架構



Source: Phillip Securities (HK) Research, Company Report

公司於醫藥行業多元化的業務分部及產品組合，以及對醫療產業鏈的廣泛覆蓋，不僅有助於降低與個別產品領域有關的風險及不確定性，而且能夠有效發揮不同平台之間的協同作用。憑藉廣闊的客戶網絡，公司醫藥分銷業務定期協助製藥業務向醫院及其他醫療機構推廣公司的產品，公司的醫藥零售及分銷業務亦通過為集中招標過程中的招標策略以及非處方藥產品及營養保健品的零售藥房及其他門店的發展策略提供建議，協助製藥業務。公司內部業務之間的協同效應更為靈活，可有效提高供貨商的穩定性及效率。

圖-18: 公司廣泛的業務覆蓋 (2018 年)



Source: Phillip Securities (HK) Research, Company Report

公司近年來業績保持穩健增長，2018 年公司錄得收入港幣 1,896.9 億元，較 2017 年增加 9.9%（以人民幣口徑較上年同期增加 6.9%）。2018 年公司製藥、醫藥分銷、藥品零售三個主要業務分部佔比分別為 16.8%、80.2%以及 2.9%。自 2013 年至 2018 年，公司收入年復合增長率為 10.16%，近年保持在 10%左右，公司業務收入保持快速增長。2018 年公司實現毛利港幣 349.3 億元，同比增長 23.5%，整體毛利率為 18.4%，同比增加 2%。自 2013 年至 2018 年，公司毛利年復合增長率為 11.63%，略高於收入的增速。我們認為，公司的穩健增長得益於公司持續優化業務及產品結構，聚焦核心產品，整合分銷零售資源並不斷推進 DTP 業務的發展，我們相信，公司高質量穩健的內生增長將持續促進公司未來的業績增長。

圖-19: 公司核心業務經調整後收入 (百萬港元)

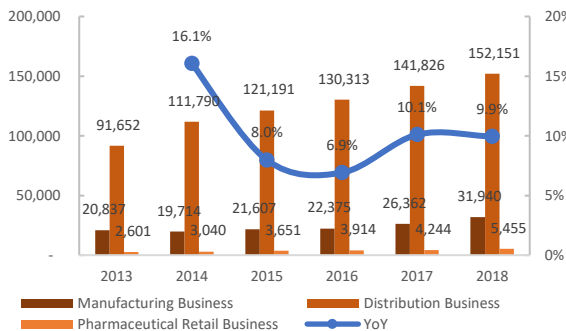
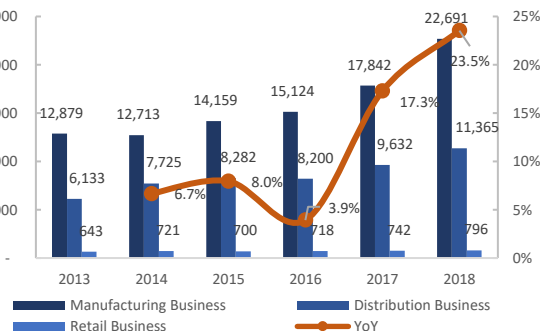


圖-20: 公司核心業務毛利 (百萬港元)



Source: Phillip Securities (HK) Research, Company Report

憑藉強大整合能力，外延式發展不斷拓展增長空間

公司作為中國第五大醫藥製造商及第三大醫藥分銷商，擁有強大的資源整合能力及財務實力。近年來，公司於製藥、分銷等不同領域完成多次成功的併購整合案例，包括 2007 年重組三九企業集團，並將其定位為公司非處方藥及中藥的主要業務平台，實現了公司在非處方藥及中藥藥品的市場領先地位，華潤三九的純利由 2006 年至 2010 年增長 301.4%；另外，公司於 2010 年收購北京醫藥後，利用華潤醫藥商業對醫藥分銷業務進行整合，並通過收購 60 多家地區醫藥分銷商進一步拓展分銷網絡，2010 年至 2015 年，華潤醫藥商業的收入實現 54% 的年復合增長，純利實現 68% 的年復合增長。

公司未來將充分利用中國醫藥行業整合的機遇期，利用醫藥產業基金在生物藥、創新藥、醫藥零售等領域實現前瞻性佈局，培育新的業務增長點。製藥業務方面將通過戰略性投資心血管、抗腫瘤、生物藥、大健康等高增長治療領域，重點關注獨家品種或技術門檻較高的具有競爭力的品種，選擇性收購擁有差異化產品組合或是與現有核心產品形成互補的企業標的。醫藥分銷與零售業務方面，將通過投資或收購具有優質客戶資源的分銷企業，以及優質醫藥零售企業，進一步鞏固行業領先地位。

表-4: 公司近期收購事項

時間	收購事項
2018	華潤醫藥控股與江中集團原有股東訂立協議，以 30.99 億元認購江中集團 51% 股份，江中集團持有江中藥業 43.03% 股份
	華潤雙鶴共收購湘中製藥 85.65% 股權；華潤雙鶴收購其下屬公司雙鶴利民 40% 小股權，達到 100% 控股
	增持東阿阿膠約 960 萬股股份，于東阿阿膠的直接股權增加至 8.12%，控制東阿阿膠的股權比例達 31.26%
	華潤醫藥商業擬認購浙江英特非公開發行股票，認購完成後持有浙江英特股份比例可達 16.67%；新增覆蓋甘肅省，並完成多個地市級並購項目以推動網路下沉
2017	華潤醫藥產業投資基金已在中藥、醫療器械、生物藥等領域完成多項投資，基金在 Pre-IPO 階段作為戰略投資者投資的福森藥業 2018 年 7 月在香港上市；投資項目在研發、製藥、分銷等方面與華潤醫藥實現了協同
	華潤三九完成收購金富康藥業以及山東聖海保健品有限公司；華潤雙鶴完成收購海南中化聯合製藥
	加快推進全國佈局，進入江西、海南、青海、新疆四個空白省份；並完成多個地市級並購項目、鞏固區域競爭優勢
	認購華潤租賃 40% 經擴大之股權，進入融資租賃領域
2016	累計增持東阿阿膠約 1,216 萬股股份，于東阿阿膠的直接股權增加至 6.86%，控制東阿阿膠的股權比例達 30%
	成立華潤醫藥產業投資基金，主要從事中國醫藥行業股權投資，基金一期規模為人民幣 25 億元。將構建包含不同階段的生物藥、化藥、中藥、藥品流通等標的的投資組合
	收購天麥生物 20% 股權
	華潤雙鶴收購海南中化聯合製藥的 100% 股權
	華潤三九收購聖火藥業，豐富其心腦血管領域產品線；華潤三九收購金復康藥業的 65% 股權，補充其抗腫瘤領域產品組合

	華潤醫藥分銷業務覆蓋 23 個省份；進入雲南、重慶、廣西、四川，在 4 個空白成分成功進行佈局
	在東阿阿膠的直接股權增加至 5%，控制東阿阿膠的股權比例達 28.14%
2015	華潤九新收購浙江眾益的 62.9% 權益
	華潤九新收購北京百奧特生物工程有限公司（該公司持有浙江眾益餘下 37.1% 權益）的 100% 權益
	華潤三九收購雅安雨禾藥業有限公司的 90.09% 權益
	華潤醫藥收購華潤醫藥零售集團的 100% 權益，該公司全資擁有華潤堂
	華潤雙鶴收購濟南利民合共 60% 的權益
2014	華潤三九收購吉林華潤和善堂人參有限公司（前稱吉林省宏久和善堂人參有限公司）的 100% 權益
	華潤三九收購杭州老桐君製藥有限公司的 100% 權益
2013	華潤醫藥商業收購華潤湖南瑞格醫藥 51% 的權益
	華潤三九收購桂林華潤天和合共 98.54% 的權益
2012	華潤蘇州禮安收購華潤南通醫藥 100% 的權益
2011	華潤醫藥分別向北京醫藥控股及華潤總公司進一步收購北京醫藥 49% 及 1% 的權益，北京醫藥成為全資附屬公司
	通過收購北京醫藥，華潤雙鶴（為北京醫藥當時擁有 49.12% 的附屬公司）成為非全資附屬公司。截至最後可行日期，公司持有華潤雙鶴 59.99% 權益
	通過收購北京醫藥，公司亦收購華潤醫藥商業（北京醫藥當時的附屬公司）82.48% 權益，隨後公司進一步收購華潤醫藥商業剩餘權益，華潤醫藥商業於 2012 年成為公司的全資附屬公司
	通過收購北京醫藥，公司收購華潤紫竹（北京醫藥當時的附屬公司）47.28% 權益，2012 年進一步收購華潤紫竹剩餘權益，華潤紫竹成為公司的全資附屬公司
2008	華潤醫藥控股完成從三九企業集團收購華潤三九 66.98% 的權益
	公司向華潤股份收購華潤東阿（為華潤股份與聊城市國資委成立的合營企業）56.62% 的權益，截至最後可行日期，公司控制東阿阿膠 27.80% 的權益

Source: Phillip Securities (HK) Research, Company Report

工商業雙輪驅動，助力業績增長

公司是中國擁有最全面的醫藥產品組合之一的醫藥製造商，覆蓋一系列具有良好增長潛力的治療領域，例如心血管系統、感冒止咳、抗感染、生殖健康、消化道及新陳代謝、皮膚及兒科等。2011 年至 2016 年，華潤三九連續六年入選 WPP 發佈的“中國最有價值品牌”榜單；而東阿阿膠因其產品的高品牌知名度及市場份額，2014 年及 2015 年被 Interbrand 評選為 50 個“最佳中國品牌”之一。2018 年末，公司共生產超過 430 種產品，其中超過 260 種產品進入了國家醫保目錄；公司持續聚焦核心品類，優化產品結構，2018 年銷售收入超過億港元的產品有 49 個，相較去年增加 10 個，其中超過十億港元的產品有 7 個，與去年持平。

2018 年公司持續加大研發投入，截至 2018 年底，公司有在研項目 222 個，其中包括創新藥在研項目 32 個，主要涉及心血管系統、代謝及內分泌、呼吸系統、腫瘤及免疫、精神神經系統、抗感染、血液、泌尿生殖系統等研發領域，其中一個抗腫瘤藥物處於 II 期臨床階段，一個呼吸系統 1 類創新藥已啟動美國 FDA IND (Investigational New Drug) 申請程序。公司在國家藥品監督管理局處於註冊審批階段的項目共 11 個。2018 年公司獲得專利授權 33 項；10 個產品獲得國家藥品監督管理局核發的臨床批件，4 個產品獲得生產批件。同時，公司與中國科學院國家納米科學中心、協和藥物所、南開大學、藥明康德、日本富士膠片集團、康龍化成、北京大學藥學院等合作夥伴開展新藥開發等合作，治療領域涉及抗腫瘤、免疫系統、抗感染、呼吸系統等；自國外引進多個具有臨床價值和市場價值的在研品種，其中有兩個 1 類化學創新藥、一個生物仿製藥，主要涉及呼吸系統、消化系統等治療領域，並自瑞典 Xbrane 公司引進在研品種長效曲譜瑞林微球注射劑。公司重點推進的一致性評價項目超過 40 個，8 個品種已經完成了生物等效性臨床試驗。

公司是中國領先的醫藥供應鏈解決方案供應商，為上游供貨商及下遊客戶提供醫藥商品的物流配送、營銷推廣以及其他增值服務。公司進一步優化分銷網絡佈局，持續提升終端覆蓋力。公司持續在廣度和深度方面優化醫藥分銷業務網絡佈局，2018 年繼續推進在西部空白省份的佈局，新進入甘肅省，並加快滲透地市級市場，強化區域領先優勢。截至 2018 年末，分銷網絡已覆蓋 28 個省份。2018 年終端覆蓋力持續提升，截至 2018 年末，下游客戶共計超過 9 萬家，其中等級醫院 6,581 家，基層醫療機構 51,505 家。另外，2018 年，隨著兩票制全面實施，公司進一步調整優化業務結構，向醫療機構直銷收益占分銷業務收益的比例已增加至 75%，同比增加 9%。

公司亦不斷改善服務模式，製造新的利潤增長點：公司就高端特藥產品採用自知名跨國醫藥公司引進的“高值藥品直送”服務模式（即 DTP 模式），有效提升了單個藥房毛利潤；

公司於 2015 年上線面向河南省的線上綜合服務平台-潤藥商城，向分銷商客戶和藥房客戶提供線上訂購和線下採購服務，有效拓展當地業務。

圖-21: 2018 年優質產品研發

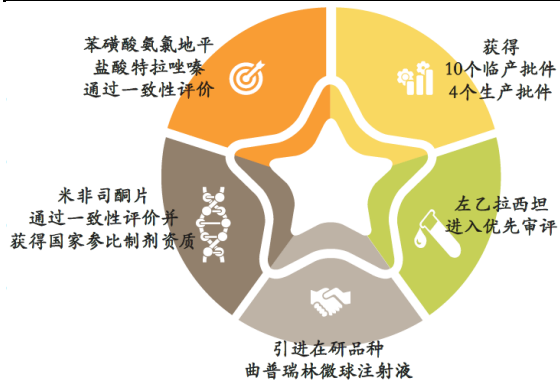
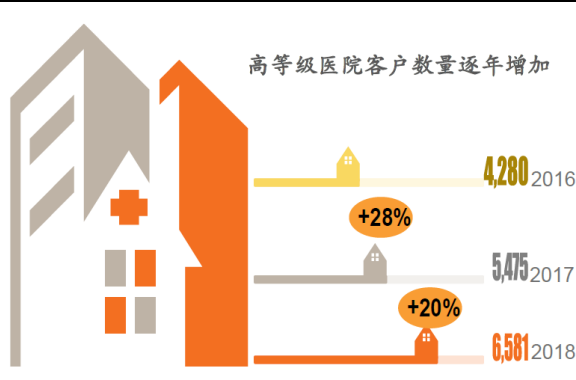


圖-22: 2018 年高等級醫院終端覆蓋



Source: Phillip Securities (HK) Research, Company Report

圖-23: 2018 年公司產品組合

中藥及保健品:

主要产品	治疗领域	主要产品	治疗领域
阿胶块及复方阿胶浆	滋阴润燥 补气养血	骨通贴膏、天和追风膏、壮骨系列	骨科
感冒灵、复方感冒灵、强力枇杷露	感冒治疗及止咳	参附注射液、参麦注射液、生脉注射液	心血管系统
正天产品系列	头痛	华蟾素、鸦胆子油软胶囊	抗肿瘤
三九胃泰、气滞胃痛和茵栀黄	消化道及新陈代谢	包括超过600种产品的中药配方颗粒组合	中药配方颗粒
小儿感冒颗粒、小儿止咳糖浆	儿科	血塞通软胶囊(理血王)	心血管系统
健胃消食片	消化道及新陈代谢	桃花姬、真颜阿胶糕、自阿胶中药产品系列衍生而来	保健品
复方草珊瑚合片	咽喉类	营养补充剂、核心中药治疗领域衍生的保健食品	保健品

化學藥:

主要产品	治疗领域	主要产品	治疗领域
复方利血平氨氯地平片(降压0号)	心脑血管系统	注射用五水头孢唑林钠(新泰林)	抗感染
苯磺酸氨氯地平片(压氏达)	心脑血管系统	腹膜透析液	肾科
缬沙坦胶囊(穗悦) 缬沙坦氢氯噻嗪片(复穗悦)	心脑血管系统	注射用牛肺表面活性剂(珂立苏)	儿科
匹伐他汀钙片(冠爽)	心脑血管系统	小儿复方氨基酸注射液	儿科
格列喹酮片(糖适平) 二甲双胍缓释片(卜可)	消化道与新陈代谢(糖尿病治疗)	左炔诺孕酮片(毓婷和金毓婷)	生殖健康
五种基础静脉注射溶液容器系统	大容量静脉输液	复方醋酸地塞米松乳膏(皮炎平)	皮肤科

Source: Phillip Securities (HK) Research, Company Report

財務預測及估值

財務表現

公司 2018 年錄得營業收入 1,896.89 億港元，同比增長 9.94%；實現毛利 349.30 億港元，同比增長 23.5%；實現毛利率 18.41%，同比增加 2.03%；實現本公司擁有人應佔溢利為 40.38 億港元，同比增長 15.9%。從歷史數據看，公司利潤水平總體保持穩定增長，其中，毛利率由 2013 年的 17.23% 增長到 2018 年的 18.41%，這主要是因為公司不斷優化產品結構及業務結構，特別是受到製藥和分銷業務毛利率提升的影響，其中製藥業務毛利率由 2013 年的 57.72% 顯著增加到 2018 年的 64.75%，分銷業務毛利率由 2013 年的 6.63% 增加到 2018 年的 7.32%，這也顯示了公司兩大核心主業具有很好的盈利能力。

圖-24: 公司利潤率保持穩定增長

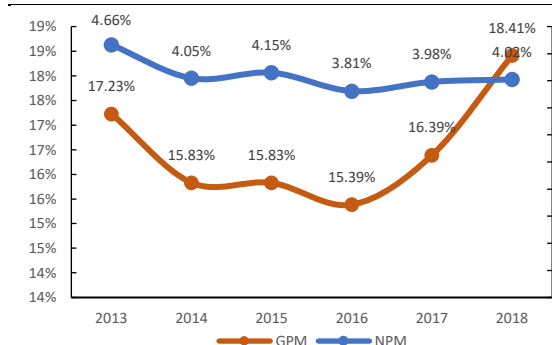
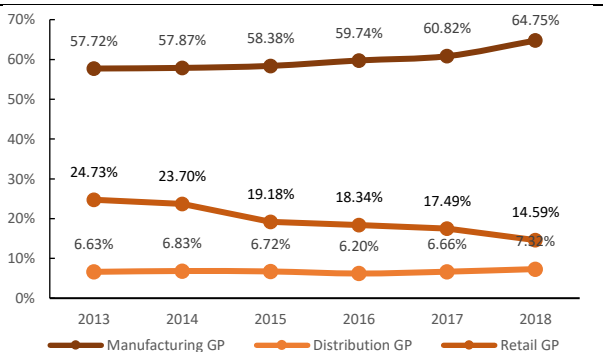


圖-25: 各業務分部毛利率



Source: Phillip Securities (HK) Research, Company Report

圖-26: 製藥業務不同品類收入 (百萬港元)

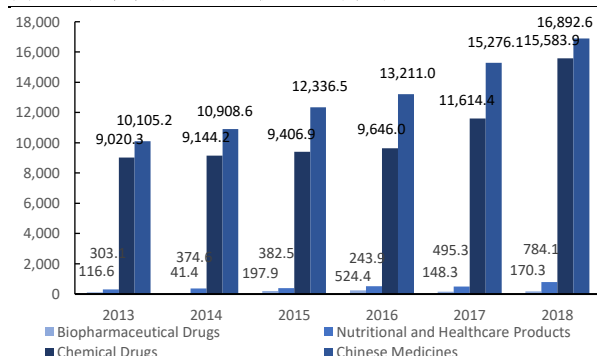
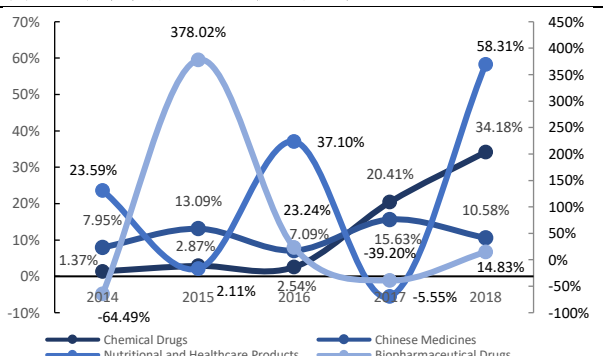


圖-27: 製藥業務不同品類收入增長率



Source: Phillip Securities (HK) Research, Company Report

公司於 2016 年上市後整體負債水平跌至 59.47%，近年逐步提升並接近上市前水平。據公司管理層介紹，公司長期負債水平將保持在 50% 以下。費用率方面，公司整體費用率水平呈穩中上升趨勢，其中主要受“兩票製”的影響，公司銷售費用有較大幅度上升，2018 年為 9.67%。而受益於公司有效的內部成本管控，行政費用得到小幅下降，研發費用佔比則總體保持穩定。

圖-28: 公司總負債比率

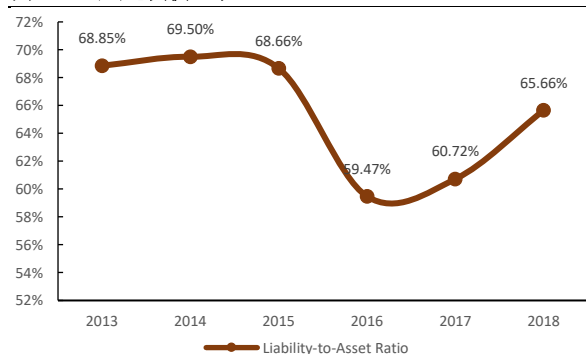
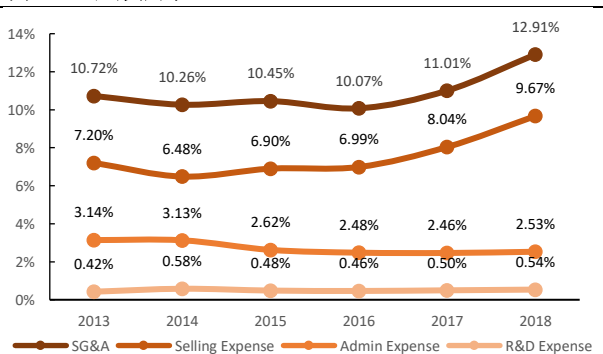


圖-29: 公司費用率



Source: Phillip Securities (HK) Research, Company Report

表-5: 公司過去五年財務表現

HKD in million		FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018
Pharmaceutical Manufacturing Business	Revenue before adjust	21,967.0	24,253.6	25,316.3	29,336.5	35,043.7
	YoY	-1.56%	10.41%	4.38%	15.88%	19.45%
	Revenue after adjust	19,714.0	21,607.0	22,375.0	26,362.0	31,940.0
	GPM	57.87%	58.38%	59.74%	60.82%	64.75%
Pharmaceutical Distribution Business	Revenue before adjust	113,097.8	123,156.4	132,295.6	144,595.5	155,328.8
	YoY	22.19%	8.89%	7.42%	9.30%	7.42%
	Revenue after adjust	111,790.0	121,191.0	130,313.0	141,826.0	152,151.0
	GPM	6.83%	6.72%	6.20%	6.66%	7.32%
Pharmaceutical Retail Business	Revenue before adjust	3,040.3	3,651.2	3,914.5	4,243.6	5,454.6
	YoY	16.91%	20.09%	7.21%	8.41%	28.54%
	Revenue after adjust	3,040.0	3,651.0	3,914.0	4,244.0	5,455.0
	GPM	23.70%	19.18%	18.34%	17.49%	14.59%
Others	Revenue before adjust	1,205.3	119.4	102.7	99.7	144.1
	YoY	-35.24%	-90.10%	-14.00%	-2.88%	44.53%
	Revenue after adjust	1,205.0	119.0	103.0	100.0	143.0
Total	Revenue before adjust	139,310.3	151,180.6	161,629.0	178,275.3	195,971.2
	Elimination of inter-seg sales	-3,561.1	-4,612.5	-4,923.8	-5,743.1	-6,282.1
	Revenue after adjust	135,749.2	146,568.1	156,705.2	172,532.2	189,689.1
	YoY	16.07%	7.97%	6.92%	10.10%	9.94%
	GP after adjust	21,490.0	23,198.9	24,109.1	28,276.1	34,930.4
	GPM	15.83%	15.83%	15.39%	16.39%	18.41%

Source: Phillip Securities (HK) Research, Company Report

盈利預測

我們預測公司 FY19/FY20/FY21 年營業收入分別為港幣 2,107/2,301/2,513 億元，同比增長 11.08%/9.20%/9.22%；毛利為港幣 392/437/488 億元，同比增長 12.29%/11.50%/11.50%；股東應佔淨利為港幣 45/54/64 億元，同比增長 11.67%/19.70%/18.92%；對應 EPS 分別為港幣 0.72/0.86/0.93 元。公司作為中國領先的綜合醫藥企業，將繼續堅持內生增長與外延併購相結合，保持工業及商業雙輪驅動，不斷優化產品組合及業務模式，繼續加強對相關產業的整合，我們對公司未來的發展持樂觀態度。

表-6: 公司盈利預測

HKD in million	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019E	FY2020E	FY2021E
Revenue	135,749.2	146,568.1	156,705.2	172,532.2	189,689.1	210,698.2	230,092.2	251,303.0
COS	-114,259.2	-123,369.2	-132,596.1	-144,256.1	-154,758.7	-171,475.7	-186,361.0	-202,542.3
GP	21,490.0	23,198.9	24,109.1	28,276.1	34,930.4	39,222.5	43,731.2	48,760.7
Operating Profit	7,557.05	7,879.27	8,322.93	9,287.49	10,444.22	12,194.13	14,214.90	16,523.54
EBIT	9,057.37	10,100.76	9,838.73	10,813.30	12,439.40	14,461.00	16,793.28	19,459.05
EBT	6,922.77	8,050.29	8,042.67	8,582.35	9,242.76	11,130.75	13,323.82	15,844.56
NP	5,491.87	6,082.23	5,968.09	6,866.87	7,632.61	9,191.70	11,002.72	13,084.33
NP attributable to shareholders	2,645.94	2,850.08	2,821.41	3,483.04	4,037.89	4,508.97	5,397.37	6,418.50
YoY	0.24%	7.72%	-1.01%	23.45%	15.93%	11.67%	19.70%	18.92%
EPS (Basic)	0.57	0.62	0.57	0.55	0.64	0.72	0.86	0.93

Source: Phillip Securities (HK) Research, Company Report

估值

我們採用剩餘收益估值模型，假設要求回報率為 5.21%，抗衰減因子為 0.75，並考慮東阿阿膠事件的影響，我們得到目標價 11.31 港幣，對應 FY19/FY20/FY21 15.76x/13.17x/12.14x PE，較現價（HKD8.39 as of August 1, 2019）有+34.79%的升幅。Wind 顯示公司 2019 年預期市盈率為 11.59x，相較於同業 26.27x 平均市盈率，同樣具吸引力，首次覆蓋，給予“買入”評級。

表-7: 剩餘收益估值模型

HKD	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026	FY2027	FY2028
EPS	0.72	0.86	0.93	0.82	0.90	0.97	1.06	1.15	1.25	1.36
DPR	20.23%	20.23%	20.23%	20.23%	20.23%	20.23%	20.23%	20.23%	20.23%	20.23%
DPS	0.15	0.17	0.19	0.17	0.18	0.20	0.21	0.23	0.25	0.27
Add R/E PS	0.57	0.69	0.74	0.66	0.71	0.78	0.84	0.92	1.00	1.08
BPSt	6.84	7.52	7.60	8.26	8.97	9.75	10.59	11.51	12.51	13.59
BPS0	6.27	6.84	7.52	7.60	8.26	8.97	9.75	10.59	11.51	12.51
ROE0	11.45%	12.56%	12.38%	10.85%	10.85%	10.85%	10.85%	10.85%	10.85%	10.85%
Re	5.21%	5.21%	5.21%	5.21%	5.21%	5.21%	5.21%	5.21%	5.21%	5.21%
RI	0.39	0.50	0.54	0.43	0.47	0.51	0.55	0.60	0.65	0.71
Persistent factor	0.75									
Terminal Vaue	1.75									
PV	0.37	0.45	0.46	0.35	0.36	0.37	0.39	0.40	0.41	1.48
BPS0	6.27									
TP	11.31									

Source: Phillip Securities (HK) Research

風險提示

1. 醫藥行業政策性風險
2. 外延拓展不及預期

財務報告

表-8: 財務數據

FYE DEC	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
Valuation Ratios					
P/E	15.14	13.06	11.69	9.77	9.01
P/B	1.26	1.34	1.23	1.12	1.10
Dividend Yield	1.31%	1.55%	1.73%	2.07%	2.25%
Per Share Data in HKD					
EPS	0.55	0.64	0.72	0.86	0.93
DPS	0.11	0.13	0.15	0.17	0.19
BVPS	6.66	6.27	6.84	7.52	7.60
Growth & Margins (%)					
Growth					
Revenue	10.10%	9.94%	11.08%	9.20%	9.22%
Operating Profit	11.59%	12.45%	16.75%	16.57%	16.24%
Net Profit	15.06%	11.15%	20.43%	19.70%	18.92%
Margins					
Gross Margin	16.39%	18.41%	18.62%	19.01%	19.40%
Operating Profit Margin	5.38%	5.51%	5.79%	6.18%	6.58%
Net Profit Margin	3.98%	4.02%	4.36%	4.78%	5.21%
Key Ratios					
ROA	2.36%	2.40%	2.39%	2.62%	2.97%
ROE	8.76%	9.94%	10.95%	11.96%	12.88%
Income Statement in mn HKD					
Revenue	172,532.20	189,689.11	210,698.17	230,092.20	251,302.98
Gross Profit	28,276.15	34,930.38	39,222.51	43,731.16	48,760.71
EBIT	10,813.30	12,439.40	14,461.00	16,793.28	19,459.05
EBT	8,582.35	9,242.76	11,130.75	13,323.82	15,844.56
Net Profit	6,866.87	7,632.61	9,191.70	11,002.72	13,084.33
Minority Interest	3,383.83	3,594.72	4,682.72	5,605.35	6,665.83
Net Profit for Owners	3,483.04	4,037.89	4,508.97	5,397.37	6,418.50

Source: Company, Phillip Securities (HK) Research
(財務資料截至 8 月 1 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>.

© 2019 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