

中國鐵塔 (788 HK)

獨一無二的護城河 全力支撐 5G 建設

香港 | 通信行業 | 首次覆蓋

15 Oct 2020

投資概要

中國鐵塔股份有限公司（下稱「公司」）成立於 2014 年。中國鐵塔是一家中國的通信鐵塔基礎設施服務提供商。該公司主營業務包括基於站址資源與通信運營商開展塔類業務、室分業務、以及向不同行業客戶提供站址資源服務和基於站址的信息服務。

獨一無二的資產型護城河

中國鐵塔是全球規模最大的通信鐵塔基礎設施服務提供商。根據沙利文報告，截至 2017 年 12 月 31 日，按站址數量、租戶數量和收入計，公司在全球通信鐵塔基礎設施服務提供商中均位列第一。截至 2017 年 12 月 31 日，以站址數量計，公司在中國通信鐵塔基礎設施市場中的市場份額 96.3%，而以收入計，公司的市場份額則為 97.3%。換言之，公司是壟斷的行業龍頭享受獨一無二的優勢。

實施「一體兩翼」發展戰略提升增長

公司提出一體兩翼發展戰略，即以面向運營商開展塔類業務為主體，以室分業務和跨行業應用服務為翼。公司可以利用自身廣泛的站址資源，向通信運營商提供服務，收取穩定租金。同時，公司可向不同行業的客戶提供基礎設施，電力服務，以及通過整合數據採集設備、傳輸網絡、數據平臺及其他資源提供包括數據採集、數據傳輸、數據分析與數據應用在內的基於站址的信息服務。為公司產生穩定現金流同時拓展跨行業應用服務實現高增長，提升共享效率，從而提升單站址收入和毛利提升。

以「共享」為核心的商業模式

截至 2020 年 6 月底，公司塔類站址數 201.5 萬個，運營商塔類租戶達到 312.4 萬個。塔類站均租戶數只有 1.64。由於這個行業會享有極高的續租率（主要是由於(i)客戶難以找到可用的替代站址，(ii)更換使用中的站址將產生額外的費用及成本，以及(iii)更換使用中的站址可能令網絡覆蓋質量在搬遷期間受到影響。），所以隨着時間公司可以找到更多租戶，從而提升共享率。而且公司新增客戶邊際成本很低，在同一個站址上增加一個額外租戶通常僅需對站址進行相對簡單的改造，該等改造所需的資本開支遠低於自建站址，從單租戶變為多租戶，考慮共享折扣後收入增幅仍遠高於其成本增長。所以提升共享率可以帶動單站毛利率的提升從而縮短每個基站的回本周期。

估值與投資建議

公司現正處於歷史市帳率的底部，我們認為基於公司基本面良好是行業龍頭亦有壟斷地位，我們預計 2020 年會因疫情影響而增長緩慢但 2021-2022 年隨著 5G 建設的需求增加而回復高單位增長，現價下行風險不大。我們預計公司 2020/2021/2022 年每股資產帳面淨值為 1.06/1.08/1.14 元人民幣，給予十二個月目標價為 1.54 港元，對應 2020/2021/2022 每股資產帳面淨值的市帳率為 1.24x/1.17x/1.09x。首次覆蓋給予增持評級。

風險因素

1) 國內疫情再次爆發 2) 5G 發展不及預期 3) 租戶數增速不及預期

增持（首次）

現價 HKD1.39
(現價截至 10 月 12 日)
目標價 HKD 1.54 (+10.8%)

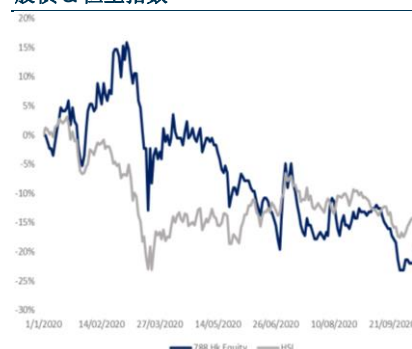
公司資料

普通股股東 (百萬股):	176,008
市值 (港幣百萬元):	17,432
52 周 最高價/最低價 (港幣元):	2.04/1.30

主要股東 %

中國移動集團公司	27.93
中國聯通集團公司	20.65
中國電信集團公司	20.50

股價 & 恒生指數



Source: Wind, PSHK

財務資料

CNYmn except per share data	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
Net Sales	76,428	79,765	84,256	91,720
Net Profit	5,221	5,565	7,866	9,585
EPS, CNY	0.03	0.03	0.05	0.06
P/E x	40.86	38.34	27.12	22.26
BVPS, CNY	1.06	1.08	1.14	1.22
P/BV, x	1.17	1.15	1.08	1.01
ROE%	2.89	3.00	4.00	4.54
ROA%	0.84	1.54	1.87	2.49

Source: Company reports, PSHK
(現價截至 10 月 12 日)

研究員

陳柏嘉 (+ 852 2277 6527)

parkerchan@phillip.com.hk

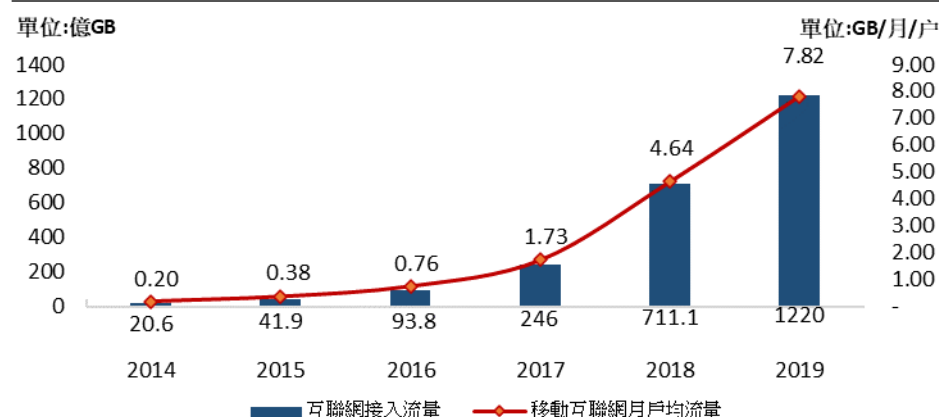
行業概況及預測

通信鐵塔基礎設施行業是指通信鐵塔基礎設施服務提供商向通信運營商及其他客戶提供站址資源及相關服務的市場。通信運營商需要站址安裝通信設備，以便向移動通信用戶提供移動通信服務。為減輕資本支出及經營成本壓力，越來越多的通信運營商選擇將其站址資源及相應資產拆分或出售予通信鐵塔基礎設施服務提供商。

數據流量增長推動網絡覆蓋需求增加

近年來，移動應用、電子商務、網絡遊戲及視頻流服務需求在中國加速增長，使中國市場的移動通信數據流量大幅增長。根據工信部，2014 年至 2019 年，互聯網接入流量由 20.6 億 GB 上升到 1220 億 GB，複合年均增長率為 126%，移動互聯網月戶均流量亦由 0.2GB/月/戶上升到 7.82GB/月/戶。複合年均增長率為 108%。線上線下服務融合創新保持活躍，各類互聯網應用加快向四五線城市和農村用戶滲透，使移動互聯網接入流量消費保持較快增長。

圖一：2014-2019 年移動互聯網流量及月戶均流量增長情況



資料來源：中國工信部，PSHK

5G 發展帶動新一輪組網需求

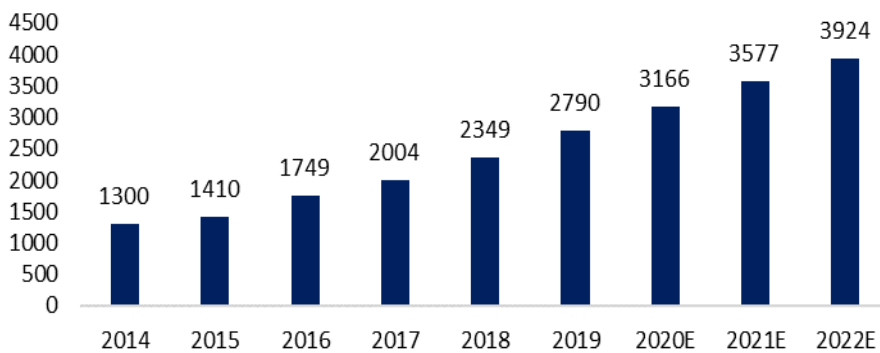
由於速率及頻率的提高，5G 信號的傳輸距離相較 4G 信號有所降低。相同環境下，相同功率的 5G 基站的單站覆蓋半徑預計將遠低於 4G 基站。因此，通信運營商將需要更加密集的 5G 基站部署。根據工信部，截至 2019 年，國內 4G 基站達到 544 萬座。我們預計如果要實現同等覆蓋，需要加建現時 4G 基站的 1.1 倍，預計將有至少 600 萬 5G 宏站會建設。我們預計 2021-2022 5G 基站會隨着新基建的提倡而加速建成。

推進「平安城市」加速視頻監控市場發展

隨着中國政府、公用事業及石油、電力等工商業的通信網投入不斷增加，中國政府推進「平安城市」、「智慧城市」的建設，預計其視頻監控市場會迅速發展。根據中商產業研究院，2014 至 2019 年，中國視頻監控市場規模由 1300 億元人民幣上升到 2790 億元人民幣。複合年均增長率為 16.5%。根據沙利文報告，預計 2022 年中國視頻監控市場規模會達到 3922 億元人民。

圖二. 中國視頻監控市場規模

人民幣億元



資料來源: 中商產業研究院, 弗若斯特沙利文, PSHK

公司概況

中國鐵塔是一家中國的通信鐵塔基礎設施服務提供商。2014 年 7 月 15 日，中國三大通信運營商（中國移動、中國聯通和中國電信）發起設立「中國通信設施服務股份有限公司」。2014 年 9 月，公司正式更名為「中國鐵塔股份有限公司」。2015 年 12 月，中國鐵塔進行增資擴股，分別向中國三大通信運營商及中國國新發行新股。增資擴股後，中國移動、中國聯通、中國電信及中國國新分別持有中國鐵塔 38.0%、28.1%、27.9%和 6.0%股份。公司主營業務包括 1)塔類業務、2)室分業務、3)跨行業業務以及 4)能源業務。

1) 塔類業務指基於鐵塔站址，公司與通信運營商開展宏站與微站業務。

宏站業務是向通信運營商提供包括鐵塔及機房或機櫃在內的站址空間，並裝載其天線或其他宏站設備。從而幫助通信運營商實現通信網絡在中國的廣泛覆蓋。

圖三. 普通地面塔



資料來源：公司網站，PSHK

微站業務是向通信運營商提供包括杆塔、其他公共基礎設施資源以及機櫃在內的站址空間，並裝載其微站設備。

圖四. 各種微站類型

杆塔微站：通過自建地面簡易杆、小杆塔或共用已有的各類地面塔站址資源，滿足電信企業客戶微站建設需求。



抱杆微站：通過自建或共用已有樓面抱杆站址資源，滿足電信企業客戶微站建設需求。高度從 1-6 米不等，造型簡潔、安裝方便、是一種通信天線通用載體，具有易施工、易安裝、易搬遷、造價低的特點，廣泛應用於各類建築樓頂。



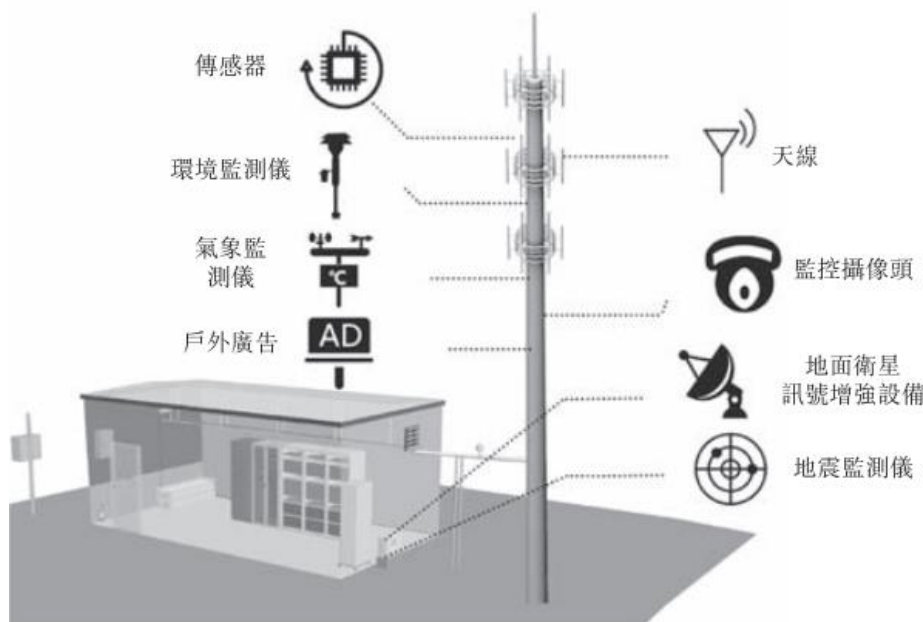
社會共用微站：通過共用使用各類燈杆、監控杆、電力塔、看板、傳輸杆、公共建築物外立面、橋樑等社會資源，滿足電信企業客戶微站建設需求。



資料來源: 公司網站, PSHK

- 2) 室分業務指向通信運營商提供室內分佈式天線系統並連接其通信設備。通過室分業務，公司幫助通信運營商實現樓宇與隧道中室內區域的深度覆蓋。
- 3) 跨行業業務指公司利用自己多個站址資源提供不同行業的客戶服務，例如空氣品質監測，地震監測，火災監測等等。

圖四. 跨行業站址應用與信息業務的簡要示意圖



資料來源: 公司招股說明書, PSHK

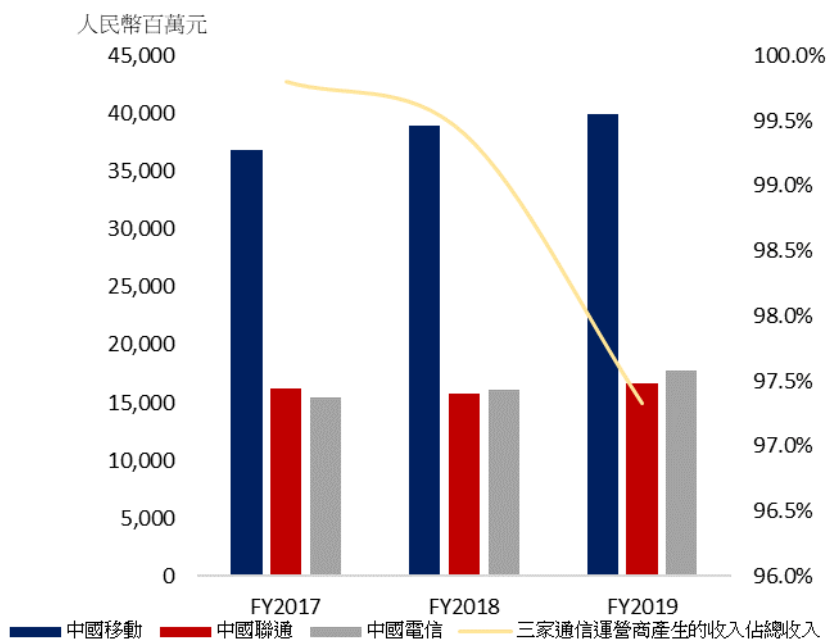
- 4) 能源業務指基於站址的電力保障和備電服務能力向客戶提供多元化能源服務，包括提供備電、發電、換電、售電等業務。公司亦建設退役動力電池回收利用體系。

公司競爭優勢

獨一無二的資產型護城河

中國鐵塔是全球規模最大的通信鐵塔基礎設施服務提供商。根據沙利文報告，截至 2017 年 12 月 31 日，按站址數量、租戶數量和收入計，公司在全球通信鐵塔基礎設施服務提供商中均位列第一。截至 2017 年 12 月 31 日，以站址數量計，公司在中國通信鐵塔基礎設施市場中的市場份額 96.3%，而以收入計，公司的市場份額則為 97.3%。換言之，公司是壟斷的行業龍頭享受獨一無二的優勢。截至 2020 年 6 月底，公司塔類站址數達到 201.5 萬個，資產規模 3381 億人民幣而且公司主要客戶為中國三大通信營運商，他們擁有較高的信用評級、良好的付款能力和充足的流動資金，優質的客戶資源能為公司提供穩定的盈利和現金流。2017-2019 年來自上述三家通信運營商產生的收入佔總收入分別為 99.8%、99.4%、97.33%。

圖四. 公司來自最大客戶的收入情況



資料來源: 公司年報, PSHK

實施「一體兩翼」發展戰略提升增長

公司提出一體兩翼發展戰略,即以面向運營商開展塔類業務為主體,以室分業務和跨行業應用服務為翼。公司可以利用自身廣泛的站址資源,向通信運營商提供服務,收取穩定租金。同時,公司可向不同行業的客戶提供基礎設施,電力服務,以及通過整合數據採集設備、傳輸網絡、數據平臺及其他資源提供包括數據採集、數據傳輸、數據分析與數據應用在內的基於站址的信息服務。為公司產生穩定現金流同時拓展跨行業應用服務實現高增長,提升共享效率,從而提升單站址收入和毛利提升。

鐵塔可成為各感測器的載體,為不同行業的客戶提供視頻監控服務,例如空氣品質監測,地震監測,火災監測等等。根據沙利文報告,預計 2022 年中國視頻監控市場規模會達到 3922 億元人民幣,預計 2019-2022 年,複合年均增長率為 12%。隨著中國政府推進「平安城市」即不僅需要滿足治安管理、城市管理、交通管理、應急指揮等需求,而且還要兼顧災難事故預警、安全生產監控等方面對圖像監控的需求。預計於可預見未來,其跨行業應用服務將維持快速增長。

能源經營業務方面,公司於 2019 年開始在備電、發電、充電、換電等業務開拓發展機會。例如,公司為美團、餓了麼、蜂鳥等外賣配送人員,郵政、順豐、京東、申通快遞、圓通快遞、中通快遞、匯通快遞和韻達快遞等快遞配送人員電動車動力電池換電服務。雖然公司於 2019 年能源經營業務收入只達到 1.93 億元,只佔總收入 0.25%。但隨著新能源產業蓬勃發展,相信其能源經營業務會達到高速增長,為公司帶來可觀收入增長。

以「共享」為核心的商業模式

截至 2020 年 6 月底,公司塔類站址數 201.5 萬個,運營商塔類租戶達到 312.4 萬個。塔類站均租戶數只有 1.64。由於這個行業會享有極高的續租率(主要是由於(i)客戶難以找到可用的替代站址,(ii)更換使用中的站址將產生額外的費用及成本,以及(iii)更換使用中的站址可能令網絡覆蓋質量在搬遷期間受到影響。),所以隨着時間公司可以找到更多租戶,從而提升共享率。而且公司新增客戶邊際成本很低,在同一個站址上增加一個額外租戶通常僅需對站址進行相對簡單的改造,該等改造所需的資本開支遠低於自建站址,從單租戶變為多租戶,考慮共享折扣後收入增幅仍遠高於其成本增長。所以提升共享率可以帶動單站毛利率的提升從而縮短每個基站的回本周期。

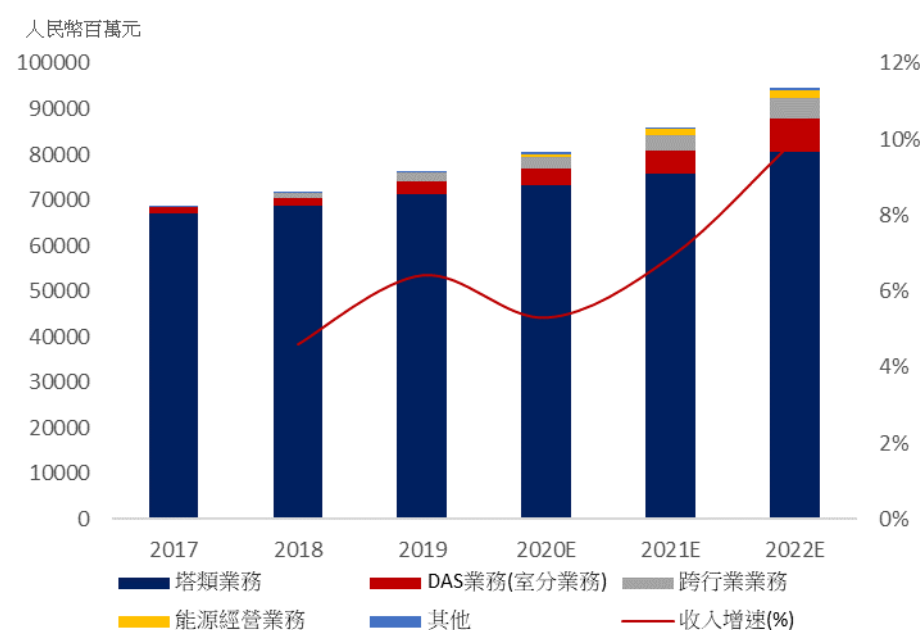
財務分析及預測

收入分析

公司的收入主要分成 4 部分，包括 1) 塔類業務、2) 室分業務、3) 跨行業業務以及 4) 能源業務。其中，公司於塔類業務收入從 2017 年的 67.1 億元人民幣增長到 2019 年的 71.4 億元人民幣，年均複合增長率為 2.1%。由於之前大部分的 5G 基站建設是通過在原有 4G 基站站址改造完成的，而公司對升級後的基站僅收取少量費用，甚至不收取，因而導致 2017-2019 年的塔類業務收入增長慢。我們預計 2020 年會因疫情影響而增長緩慢但 2021-2022 年隨著 5G 建設的需求增加，未來各大運營商將會新建基站，提高 5G 基站覆蓋密度，再加上新建基站亦在陸續起租。所以我們預計 2021-2022 會加速增長。綜上，我們預計公司 2020/2021/2022 的塔類業務收入分別為 714/739/775 億元人民幣，按年上升 1.45%/1.97%/4.95%。

另一方面，結合前文我們對公司的“一體兩翼”戰略的分析，我們預計公司 2020/2021/2022 年的室分業務，跨行業業務以及能源業務會加速增長，我們預計室分業務會分別按年上升 42%/41%/40%，跨行業業務分別按年上升 34%/32%/30%，能源經營業務分別按年上升 226%/100%/50%。總括而言，公司 2020/2021/2022 的預測總收入分別為 797/842/917 億元人民幣。分別同比增長 4.37%/5.63%/8.86%。

圖六. 公司收入情況和預測



資料來源：公司年報，PSHK

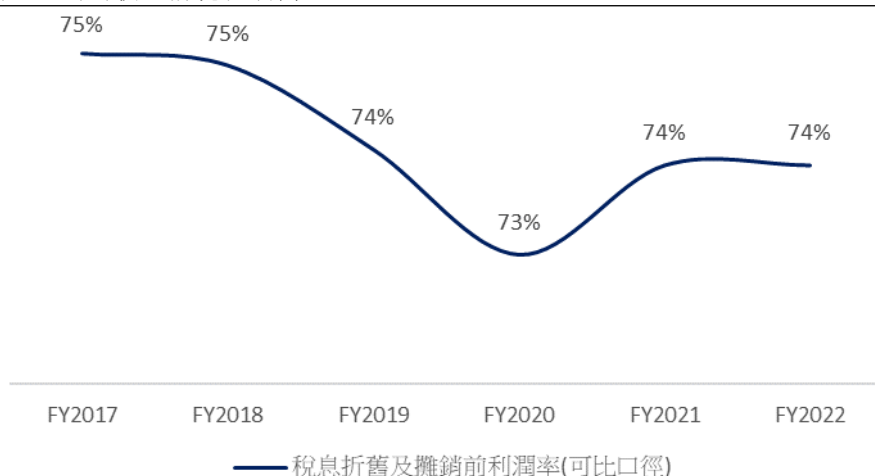
成本和費用

公司主要的成本為折舊及攤銷、維護修理費、人工成本、其他營業開支。2019 年，它們分別為 454/60/58/72 億元人民幣，佔收入 59.42%/7.8%/7.7%/9.5%。折舊及攤銷方面，考慮到公司於 2018 年開始把新建地面塔的預計可使用年期由 10 年更改為 20 年，故此，我們預計 2020-2022 年公司的折舊及攤銷佔收入會漸漸下降，它們分別為 58%/57%/56%。而維護修理費、人工成本、其他營業開支我們認為將保持穩定的佔收入比率。基於以上，我們預計 2020-2022 公司的營運成本為 682/699/752 億元人民幣。

稅息折舊及攤銷前利潤率分析

公司的稅息折舊及攤銷前利潤率於過去 3 年保持穩定，由 2017 年的 75.28%(經調整至可比口徑)稍微下降到 2019 年的 74.18%。主要是因為 2019 年相關拓展行業及能源經營業務發展成本上升及因股票激勵計劃而導致人工成本上升。我們預計 2020 年因疫情關係人工成本及新業務發展會繼續令稅息折舊及攤銷前利潤率繼續受壓到 72.98%而 2021-2022 年會因業務回復正常和折舊及攤銷佔收入比率下降而稍微上升回 74%。

圖七. 公司收入情況和預測



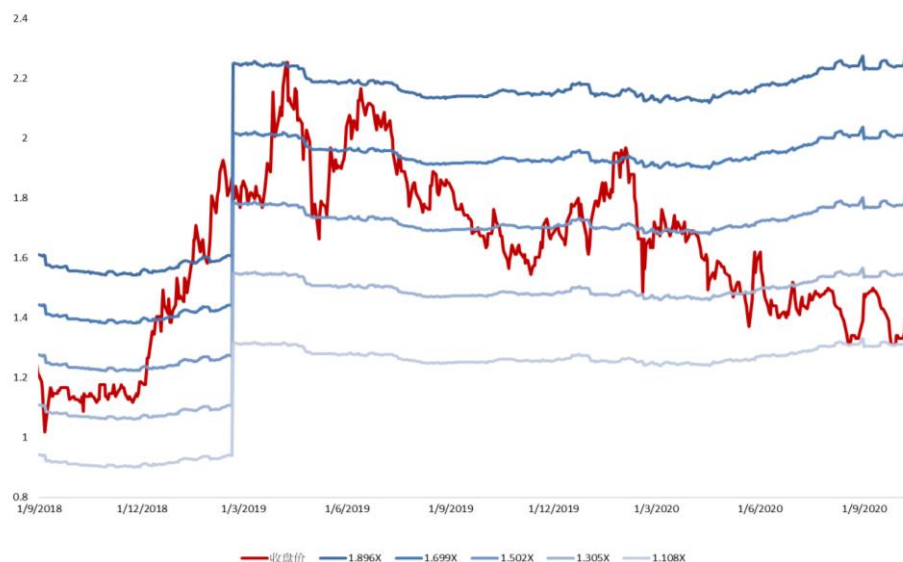
資料來源: 公司年報, PSHK

估值

截止 10 月 12 日收市價，公司現時最近財政年度(2020 1H)的 PB 為 1.16，公司現正處於歷史市帳率的底部，我們認為基於公司基本面良好，公司是行業龍頭亦有壟斷地位，現價下行風險不大。我們給予公司 2021 年目標市帳率 1.20x。

我們預計公司 2020/2021/2022 年每股資產帳面淨值為 1.08/1.14/1.22 元人民幣，目標價為 1.54 港元，對應 2020/2021/2022 每股資產帳面淨值的市帳率為 1.27x/1.20x/1.12x。首次覆蓋給予增持評級。(匯率: 0.89 人民幣/港元)(現價截至 10 月 12 日)

圖八. 中國鐵塔歷史市帳率通道(TTM)



資料來源: Wind, PSHK

圖九. 同行比較

Company	Ticker	Closing Price(LCY)	Market Cap	P/E			P/B			EV/EBITDA		
				TTM	2020	2021	TTM	2020	2021	TTM	2020	2021
(million RMB)												
美股												
AMERICAN TOWER(美國發射塔公司)	amt us equity	243.56	732,293	55.8x	58.2x	47.6x	30.0x	38.2x	65.0x	28.1x	26.8x	24.9x
CROWN CASTLE(冠城國際公司)	cci us equity	165.78	473,894	90.8x	71.1x	53.4x	8.5x	7.5x	8.4x	27.5x	26.4x	24.8x
印度股												
Bharti Airtel (巴帝電信有限公司)	bharti in equity	425.20	209,677	-	-	-	2.96x	2.64x	3.27x	10.56x	10.01x	8.24x
港股												
China Tower (中國鐵塔)	788 hk equity	1.39	212,995	37.5x	38.3x	27.1x	1.16x	1.15x	1.08x	3.89x	3.17x	2.80x
			Average	61.4x	55.9x	42.7x	10.7x	12.4x	19.4x	14.0x	13.2x	11.9x
			Median	55.8x	58.2x	47.6x	5.7x	5.1x	5.8x	19.0x	18.2x	16.5x

現價截至 10 月 12 日

資料來源: Bloomberg, PSHK

風險因素

1) 國內疫情再次爆發 2) 5G 發展不及預期 3) 租戶數增速不及預期

財務報表

財務摘要

FYE DEC	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
Valuation Ratio					
P/E ratio	80.51	40.86	38.34	27.12	22.26
P/B ratio	1.18	1.17	1.15	1.08	1.01
Per share data (RMB)					
EPS	0.02	0.03	0.03	0.05	0.06
Book value per share	1.05	1.06	1.08	1.14	1.22
Growth & Margin					
Revenue growth	5%	6%	4%	6%	9%
Operating income growth	18%	24%	2%	25%	15%
EBITDA growth	4%	36%	2%	7%	9%
Net profit growth	36%	97%	7%	41%	22%
Operating income margin	13%	15%	14%	17%	18%
Adjusted EBITDA margin*	75%	75%	74%	73%	74%
Net profit margin	4%	7%	7%	9%	10%
Key Ratios					
ROE	1.5%	2.9%	3.0%	4.0%	4.5%
ROA	0.6%	0.8%	1.5%	1.9%	2.5%

現價截至 10 月 12 日

*EBITDA Margin is adjusted by PSHK

合併綜合收益表

(RMB million)						
Fiscal year	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
Fiscal year end date	12/31/17	12/31/18	12/31/19	12/31/20	12/31/21	12/31/22
Revenue	68,665	71,819	76,428	79,765	84,256	91,720
Operating expenses						
Depreciation and amortization	(32,642)	(32,692)	(45,415)	(46,518)	(48,026)	(51,363)
Site operating lease charges	(11,336)	(12,196)	(639)	-	-	-
Repairs and maintenance	(6,156)	(6,165)	(5,993)	(6,002)	(5,898)	(6,420)
Employee benefits and expenses	(4,229)	(4,917)	(5,863)	(7,298)	(7,583)	(8,255)
Other operating expenses	(6,587)	(6,768)	(7,237)	(8,448)	(8,426)	(9,172)
Operating expenses	(60,950)	(62,738)	(65,147)	(68,266)	(69,933)	(75,210)
Operating profit (EBIT)	7,715	9,081	11,281	11,499	14,324	16,510
Interest income	104	248	63	63	215	471
Interest expense	(5,559)	(6,171)	(4,801)	(4,572)	(4,537)	(4,729)
Other gains	425	317	294	294	294	294
Pretax profit	2,685	3,475	6,837	7,284	10,295	12,545
Taxes	(742)	(825)	(1,616)	(1,719)	(2,430)	(2,961)
Net income	1,943	2,650	5,221	5,565	7,866	9,585
Net profit margin(%)	2.83%	3.69%	6.83%	6.98%	9.34%	10.45%
EPS (RMB\$ cent)	1.13	1.54	3.03	3.23	4.56	5.56

合併資產負債表

(RMB million)

Fiscal year	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
Fiscal year end date	12/31/17	12/31/18	12/31/19	12/31/20	12/31/21	12/31/22
Non-current assets						
Property, plant and equipment	258,138	249,055	239,925	231,276	223,252	215,434
Construction in progress	10,930	12,193	12,263	12,798	13,519	14,717
Long-term prepayments	9,910	13,216	-	-	-	-
Deferred income tax assets	689	706	1,199	1,251	1,322	1,439
Other non-current assets	12,459	8,395	7,545	6,485	6,485	6,485
Right-of-use assets	-	-	36,140	33,868	31,596	29,324
	292,126	283,565	297,072	251,811	244,578	238,074
Current assets						
Cash and cash equivalents	7,852	4,836	6,223	9,757	32,742	60,339
Trade and other receivables	15,262	19,158	26,258	27,405	28,948	31,512
Prepayments and other current assets	7,403	7,805	8,514	8,886	9,386	10,217
	30,517	31,799	40,995	46,047	71,076	102,068
Total assets	322,643	315,364	338,067	297,859	315,653	340,142
Non-current liabilities						
Borrowings	43,793	19,064	8,480	12,856	12,856	9,116
Deferred revenue	1,314	1,039	800	835	882	960
Lease liabilities	-	-	17,862	16,678	15,494	14,310
	45,107	20,103	27,142	30,369	29,232	24,386
Current liabilities						
Borrowings	95,260	79,946	87,019	76,893	81,222	88,417
Deferred considerations payables	17,252	382	-	-	-	-
Accounts payable	31,906	30,591	29,313	30,593	32,315	35,178
Accrued expenses and other payables	5,400	3,263	4,641	4,844	5,116	5,570
Current income tax payable	223	577	399	416	440	479
Lease liabilities	-	-	6,992	6,868	6,744	6,620
	150,041	114,759	128,364	119,614	125,838	136,263
Total liabilities	195,148	134,862	155,506	112,330	118,654	129,164
Common stock	129,345	176,008	176,008	176,008	176,008	176,008
(Accumulated deficits)/Retained earnings	(1,850)	4,494	6,551	9,521	20,991	34,970
Non-controlling interests	-	-	2	1	1	1
Total equity	127,495	180,502	182,561	185,529	196,999	210,978
BVPS (RMB)	0.74	1.05	1.06	1.08	1.14	1.22

綜合現金流量表

(RMB million)

Fiscal year	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
Fiscal year end date	12/31/17	12/31/18	12/31/19	12/31/20	12/31/21	12/31/22
Net income	9,298	9,861	10,981	5,565	7,866	9,585
Depreciation and amortization	32,642	32,692	45,415	46,518	48,026	51,363
Decreases / (Increases) in working capital assets	(4,857)	(7,470)	(7,809)	(1,518)	(2,043)	(3,395)
Increases / (Decreases) in working capital liabilities	915	2,652	343	1,500	2,019	3,355
Decrease/ (Increase) in other non current assets	(3,063)	7,805	1,005	(1,060)	-	-
Other non current liabilities	-	-	-	-	-	-
Cash from operating activities	34,935	45,540	49,935	51,005	55,867	60,907
Cash from investing activities	(51,915)	(32,923)	(28,136)	(37,869)	(40,002)	(43,545)
Cash from financing activities	7,583	(15,634)	(20,412)	(9,601)	7,120	10,235
Net change in cash during period	(9,397)	(3,017)	1,387	3,534	22,985	27,597
Cash and cash equivalents at beginning of year	17,249	7,852	4,836	6,223	9,757	32,742
Effect of changes in foreign exchange rates on cash and cash equivalents	-	1	-	-	-	-
Cash and cash equivalents at end of year	7,852	4,836	6,223	9,757	32,742	60,339

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>.

© 2020 Phillip Securities (Hong Kong) Limited

Contact Information (Regional Member Companies)
SINGAPORE
Phillip Securities Pte Ltd

250 North Bridge Road, #06-00 Raffles City Tower,
Singapore 179101

Tel : (65) 6533 6001 Fax: (65) 6535 3834

www.phillip.com.sg

INDONESIA
PT Phillip Securities Indonesia

ANZ Tower Level 23B, Jl Jend Sudirman Kav 33A,
Jakarta 10220, Indonesia

Tel (62) 21 5790 0800 Fax: (62) 21 5790 0809

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 2268 0999 Fax: (66) 2 2268 0921

www.phillip.co.th

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

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 (60) 3 2162 8841 Fax (60) 3 2166 5099

www.poems.com.my

CHINA
Phillip Financial Advisory (Shanghai) Co. Ltd.

No 436 Heng Feng Road, Green Tech Tower Unit 604
Shanghai 200 070

Tel (86) 21 5169 9400 Fax: (86) 21 6091 1155

www.phillip.com.cn

FRANCE
King & Shaxson Capital Ltd.

3rd Floor, 35 Rue de la Bienfaisance
75008 Paris France

Tel (33) 1 4563 3100 Fax : (33) 1 4563 6017

www.kingandshaxson.com

AUSTRALIA
PhillipCapital Australia

L Level 10, 330 Collins Street

Melbourne VIC 3000 Australia

Tel: (61) 3 9618 8238 Fax: (61) 3 9200 2277

www.phillipcapital.com.au

HONG KONG
Phillip Securities (HK) Ltd

11/F United Centre 95 Queensway Hong Kong

Tel (852) 2277 6600 Fax: (852) 2868 5307

www.phillip.com.hk

JAPAN
Phillip Securities Japan, Ltd

4-2 Nihonbashi Kabutocho, Chuo-ku
Tokyo 103-0026

Tel: (81) 3 3666 2101 Fax: (81) 3 3664 0141

www.phillip.co.jp

INDIA
PhillipCapital (India) Private Limited

No. 1, 18th Floor, Urmi Estate, 95 Ganpatrao Kadam Marg,
Lower Parel West, Mumbai 400013

Tel: (9122) 2300 2999 Fax: (9122) 6667 9955

www.phillipcapital.in

UNITED KINGDOM
King & Shaxson Ltd.

6th Floor, Candlewick House, 120 Cannon Street
London, EC4N 6AS

Tel (44) 20 7929 5300 Fax: (44) 20 7283 6835

www.kingandshaxson.com

SRI LANKA
Asha Phillip Securities Limited

Level 4, Millennium House, 46/58 Navam Mawatha,
Colombo 2, Sri Lanka

Tel: (94) 11 2429 100 Fax: (94) 11 2429 199

www.ashaphillip.net/home.htm