

金蝶國際 (268.HK)

雲端業務保持快速增長，惟估值偏高

香港 | 科技、媒體及通訊 | 公司研報

7 JUNE 2018

投資概要

2017年集團傳統ERP和雲端業務發展理想，隨著中國未來IT支出上升和SaaS市場持續增長，我們預期集團業務在未來應該能夠保持增長，2018/19年總收入增長為21.9%/22.2%。管理層亦預期雲端業務將會在2019年轉虧為益，並將在2021年取代傳統ERP成為主業務。雖然我們認為公司基本面良好，但基於採用分類加總估值法所得出的目標價8.94元，我們認為現時估值偏高，因此給予“中性”評級，並預期2.72%下行空間。(現價截至6月5日)

業績概況

集團在2017年的表現亮麗，將繼續重點發展雲端業務。營業額較2016年增長約23.7%，稅後盈利增長約80.8%至3.78億人民幣，營運現金流亦有34.6%增長至8.24億人民幣。期內，傳統ERP業務營業額增長約14.1%，稅後盈利增長約39.2%至2.89億人民幣；雲端業務營業額繼續強勁，增長約66.7%，至5.68億人民幣，然而，期內虧損擴大至1.13億人民幣。集團預計下年雲端業務將繼續錄得虧損，但會在2019年開始錄得淨利潤。研發成本上升至3.45億人民幣，但成本佔營業額輕微下降0.3%。

業務簡介

集團在 1993 年創立，主要開發財務軟件。1998 年，集團開始研發企業管理軟件(ERP)。在 2012 年發展雲服務，並將傳統 ERP 軟件雲端化。目前，集團主要在中國開發、製造及出售企業管理軟件產品、SaaS 雲端產品及提供軟件相關技術服務。

雲端業務

集團的雲端軟件產品主要為金蝶雲、精斗雲及管易雲。

金蝶雲的定位為針對中大型及快速成長型企業，主要由財務雲、供應鏈雲、全渠道雲、製造雲、及移動辦公雲五個模塊組成，未來可能推出的新模塊包括：人力資源雲、客戶關係雲等。金蝶雲的主要客戶為騰訊、華為、可口可樂和 OfO 等等。

中性 (首次)

現價 HKD 9.19

(現價截至 6 月 5 日)

目標價 HKD 8.94(-2.72%)

公司資料

普通股股東 (百萬股):	3,280
市值 (港幣百萬元):	30,083
52 周 最高價/最低價 (港幣):	10.00 / 2.98

主要股東, %

徐少春	26.28%
JD Oriental Investment Limited	9.93%

股價表現, %

	1 個月	3 個月	1 年
金蝶國際	17.43	60.48	197.41
恒生指數	3.73	4.04	20.22

股價 & 恒生指數



Source: Phillip Securities (HK) Research

財務資料

RMB mn	FY16	FY17	FY18E	FY19E
Revenue	1,862	2,303	2,807	3,429
Net Profit	288	310	266	335
EPS, RMB	0.100	0.110	0.081	0.102
PER, x	76.53	69.18	94.36	74.69
BVPS, RMB	1.22	1.83	1.63	1.73
P/BV, x	6.24	5.30	4.68	4.41
ROE, %	8.5	8.2	5.1	6.1

Source: Company reports, Phillip Securities Est.

研究分析員

李學滔

(2277 6527)

terryli@phillip.com.hk

模塊	功能
財務雲	- 同源分流，從業務到賬務實現多個平行核算體系 - 統一基礎架構、財務基礎資料及會計核算規則 - 支持多國會計準則 - 開放的稅務規則計算，支持多國稅制和稅種
供應鏈雲	- 對企業信息流、物流、資金流的全面有效管理及控制 - 與應收應付、組織間內部結算、存貨核算集成 - 了解存貨的明細信息 - 明晰化的庫存狀態
全渠道雲	- 促銷返利政策及時推送，優惠、打折立即執行 - 通過網上訂單實現快速訂貨、移動訂貨 - 客戶需求和客戶訂單，接入企業 ERP 系統 - 快速收集渠道庫存、渠道銷量信息 - 實時掌控商品銷售流向
製造雲	- 提供多種生產方式的製造策略 - 貫穿整個生產過程的批號和序列號管理能有效的進行質量跟蹤 - 按需求優先級佔用物料供給資源，實現插單和淨改變運算 - 規範的產品數據管理，實現集團企業內部組織間的工程數據分配和共享
移動辦公雲	- 直播會議，主持人模式，多種接入方式智能推薦 - 分時段提醒，根據角色推送待辦事項 - 短信、電話、微信催辦

Source: Company website, Phillip Securities (HK) Research

精斗雲為微型企業提供雲會計、雲進銷存、雲財貿、雲POS和雲電商。

產品	功能
雲會計	- 手機拍照自動生產憑證 - 賬簿、會計報表自動生成 - 營業收入、利潤、應收應付、費用統計等報表圖形化
雲進銷存	- 支持管理多倉庫、多門店、多分公司進銷存業務 - 及時查詢缺貨品，並對商品進行採購補貨
雲財貿	- 多分店業務可獨立運營，財務數據統一核算 - 業務單據自動生成記賬憑證 - 以銷定購，減低庫存積壓 - 支持多種支付方式
雲POS	- 支持掃碼條碼、觸屏選擇商品方式開零售單和退貨單 - 支持現金、微信、支付寶、銀行卡等多種支付方式
雲電商	- 支持多平台一體化管理 - 設置庫存警戒線預警，及時補充庫存 - 手機拍照上傳原始憑證，智能生成憑證 - 多渠道會員營銷管理

Source: Company website, Phillip Securities (HK) Research

管易雲的定位主要是電子商務客戶，提供自動化訂單管理，採購及庫存管理，賬務管理及統計報表，以及B2C商城系統，B2B獨立商城和BBC平台商城。

相比傳統 ERP, 雲端 ERP 對中小型企業更有吸引力

初期開支減少

一開始採用傳統ERP時，企業需要為軟件支付一次性軟件授權費，並要為數據庫和伺服器付費，之後再每年支付營運費用。相反，雲端ERP採用訂閱式付費，只需每年支付服務費，因此企業能大大減少初期開支，令IT開支有限的中小企業更願意採用。

維護成本較低

每當系統切換或有特殊要求時，傳統ERP用戶需要ERP系統顧問親身到場，因此成本較高。然而，雲端ERP只需服務供應商在線上直接更新，所以對中小企業來說成本較低。

雲端業務繼續迅速發展

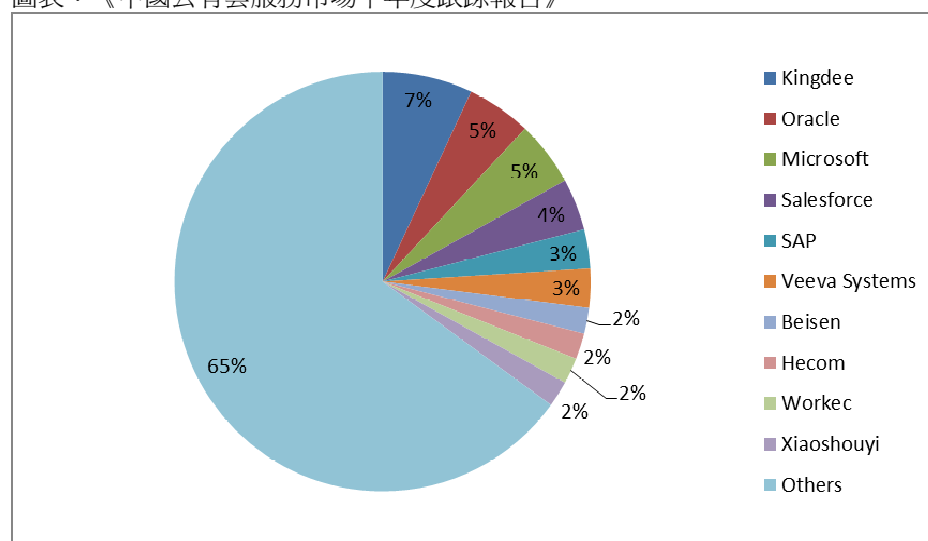
SaaS 市場增長強勁

根據 IDC 預測，直至 2021 年，中國 SaaS 市場規模將達到 48.9 億美元，2017-2021 年的年復合增長率將超過 40%。由於雲端 ERP 不需要為管理軟件、數據庫和伺服器付費，只需要支付服務費，因此能夠大幅降低首年投入成本。此外，並不需要聘請 ERP 軟件顧問親自來公司進行維護和升級，只需在線上進行便可，最終以五年計平均可減省成本 60-70%。所以，我們預計未來採用雲端 ERP 將會是大趨勢，並推動集團雲端業務繼續迅速發展。

穩健的產品優勢

集團早 2012 年已經開始轉型發展雲端業務，而競爭對手用友網絡(600588)在 2014 年才開始大力向雲端業務轉型，因此集團在雲端產品擁有一定競爭優勢。根據 IDC 在 2017 發表的《中國公有雲服務市場半年度跟踪報告》，金蝶在 2017 年上半年的整體 SaaS 市場以 7%市佔率蟬聯第一，還在 SaaS ERP 以 18.25%的市場份額比例繼續領先。此外，雲端產品的已支付用戶增長迅速，續費率亦高達 70-90%，加上，手持安踏、OfO、華為和招商局等客戶，證明其產品質素獲客戶認可。

圖表：《中國公有雲服務市場半年度跟踪報告》



Source: IDC China, Phillip Securities (HK) Research

圖表：雲端產品情況

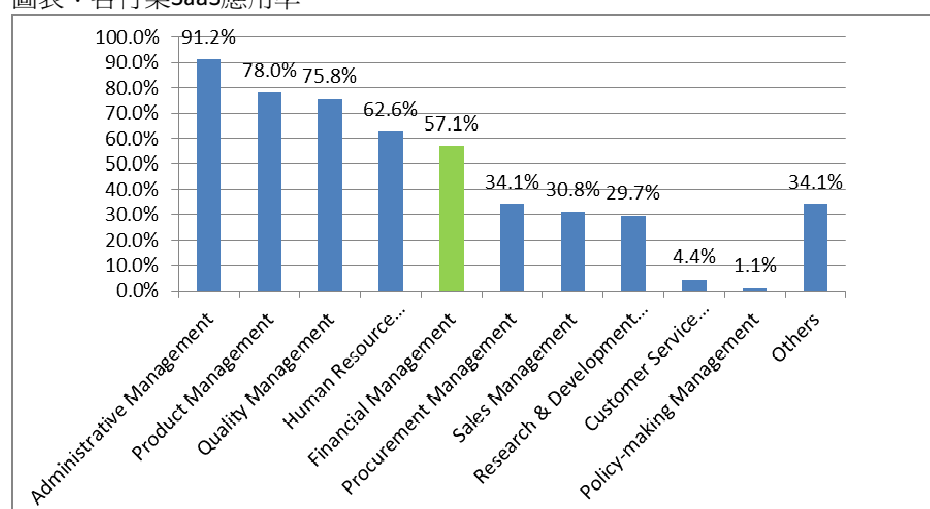
		2015	2016	2017
金蝶雲	已支付用家	1,000	2,500	5,500
	YoY		150%	120%
	續租率		90%	90%
精斗雲	已支付用家	65,000	85,000	150,000
	YoY		31%	76%
	續租率	75%	75%	70%
管易雲	已支付用家	3,600	5,000	6,200
	YoY		39%	24%
	續租率		N/A	70%

Source: Horizon insights, Company report, Phillip Securities (HK) Research

尚未飽和的SaaS市場

根據阿里雲發表的《2017中國SaaS用戶研究報告》，在受訪公司中，財務管理、採購管理和營銷管理等方面的應用率仍然低於60%，可見部份SaaS子市場在未來仍有很大發展空間。根據IDC，集團2017上半年在SaaS財務雲領域以46%的市佔率排名第一。由於集團以財務軟件起家，我們相信集團能在財務管理這個快速增長的子市場中繼續領先，令雲端業務在未來保持較快增長。

圖表：各行業SaaS應用率

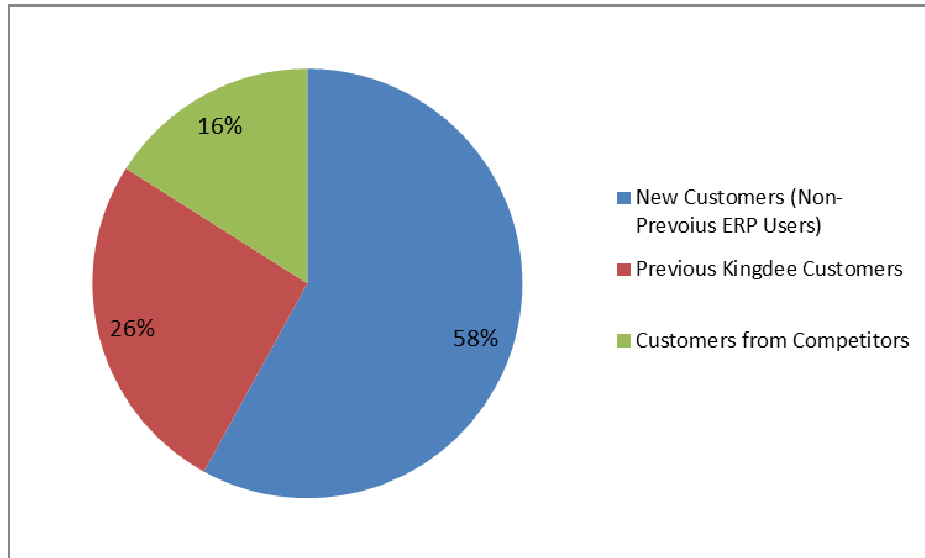


Source: Alibaba Cloud, Phillip Securities (HK) Research

金蝶雲客戶組合

由於雲端ERP和傳統ERP的部份功能重疊，因此有憂慮雲端ERP可能會把傳統ERP現有客戶搶走。然而，根據公司資料，金蝶雲現有客戶中有74%是新客戶，其中58%為全新客戶(未曾使用ERP)，只有26%來自金蝶傳統ERP用戶升級，反映出雲端ERP的需求並非單純來自傳統ERP用戶升級，更多用戶是因雲轉型所帶的成本下降而來，證明雲端ERP有助吸納新的客群。

圖表：金蝶雲客戶組合



Source: Company website, Phillip Securities (HK) Research

雲端服務轉盈可期

一般雲端業務在發展初期需要花費大量獲客成本，因此初期虧損將隨著收入擴大。然而，當業務達到一定的市場規模及客戶對產品出現依賴性時，便能逐漸盈利。目前，在集團產品續租率保持高企及市場份額領先下，我們相信雲端業務虧損即將收窄。同時，集團管理層表示亦有信心在2018年把虧損減至0.5-1億人民幣，並將會在2019年成功轉盈。

圖表：2018-2019 雲業務盈利預測



Source: Company website, Phillip Securities (HK) Research

傳統ERP業務

集團的ERP軟件產品為金蝶EAS、金蝶K/3 wise和金蝶KIS。

金蝶EAS目標客戶是大型企業，並協助客戶作出企業決策和日常運作管理。企業決策提供戰略目標管理、戰略績效管理、全面預算管理和決策支持；日常運作管理覆蓋價值鏈研發、採購、生產、庫存、銷售、分銷、等增值活動，並提供財務、人力資源、協同辦公等，業務創新平台，幫助企業快速響應客戶需求，提升企業經營效益。

金蝶K/3 wise目標客戶為中型企業，並提供財務管理系統給企業財務核算及管理人員，實現財務集中、全面預算、資金管理、財務報告的全面統一，幫助企業財務管理從會計核算型向經營決策型轉變。財務管理系統各模塊可獨立使用，同時可與業務系統無縫集成。主要有以下八大模塊子系統：財務管理、供應鏈管理、生產製造管理、銷售與分銷管理、辦公自動化、客戶關係管理、人力資源管理及商業智能。

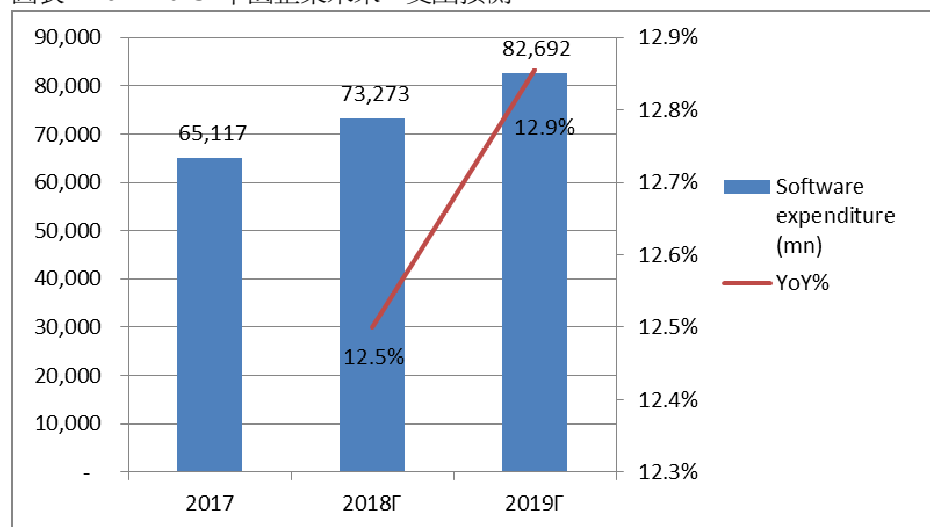
金蝶KIS目標客戶主要是小微型企業，為客戶構建以“客戶”為中心的全員業務協作能力，高效管理業務，清晰掌握庫存和資金等核心資產。金蝶KIS分為不同系，例如：財務系列、商貿系列、專業系列和及金蝶KIS旗艦系列。企業可以只選購自己的需要服務，大大減低開支。

傳統ERP業務將會保持平穩發展

中國經濟走勢樂觀，帶動未來IT支出

ERP軟件銷量和宏觀經濟相關性甚高，原因是在經濟不景時，公司傾向把IT等非必要支出盡量減低，因此對ERP軟件需求減少。在2012-2015年期間，由於中國經濟不明朗，集團在傳統ERP業務亦持續錄得負增長，直至2016年，才重新錄得正增長。現時，大部份公司對中國經濟走勢樂觀，因此願意投放更多IT支出。根據顧問公司Gartner預測，中國在2018年的軟件支出增長約12.5%，達至約700億人民幣，在2019年更會達至約800億人民幣。假如中國經濟走勢向好，我們相信將會繼續帶動未來IT支出，使傳統ERP軟件能保持穩定增長。

圖表：2017-2019 中國企業未來IT支出預測

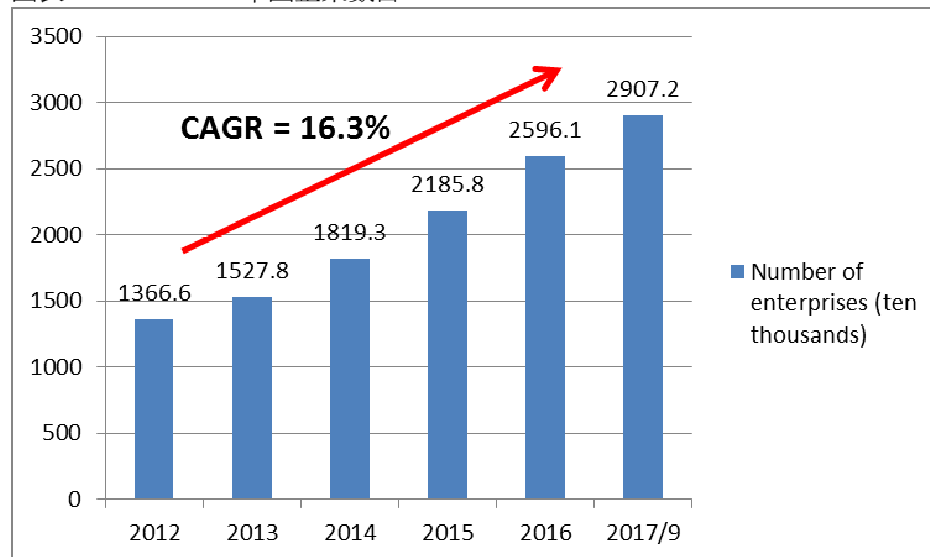


Source: Gartner, Inc., Phillip Securities (HK) Research

國內企業數目持續增長，刺激ERP軟件需求

由於傳統 ERP 軟件主要收入均為一次性，因此吸納新企業客戶對傳統 ERP 軟件收入增長十分重要。近年，中國企業數目持續增長，錄得 16.3% 複合增長率，並為傳統 ERP 軟件業務帶來不少潛在客戶。我們相信未來中國企業數目會保持增長，並令傳統 ERP 軟件業務維持穩定增長。

圖表：2012-2017/9 中國企業數目



Source: State Administration for Industry & Commerce of the People's Republic of China, Phillip Securities (HK) Research

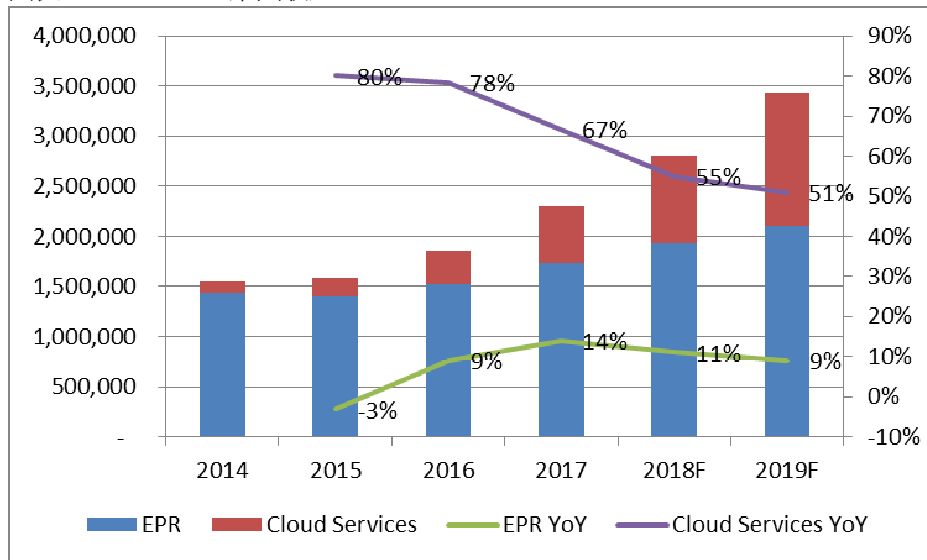
盈利預測

收入

集團未來將重點發展雲端業務，我們預計 2018/19 年雲端業務的收入增長為 55%/51%，至 8.8 億/13.3 億人民幣，因為 1) SaaS 市場增長強勁，2) 穩健的產品優勢，和 3) 尚未飽和的 SaaS 市場。假如，雲端業務保持增長速度，預期將會在 2021 年營業額首次超越傳統 ERP 業務。

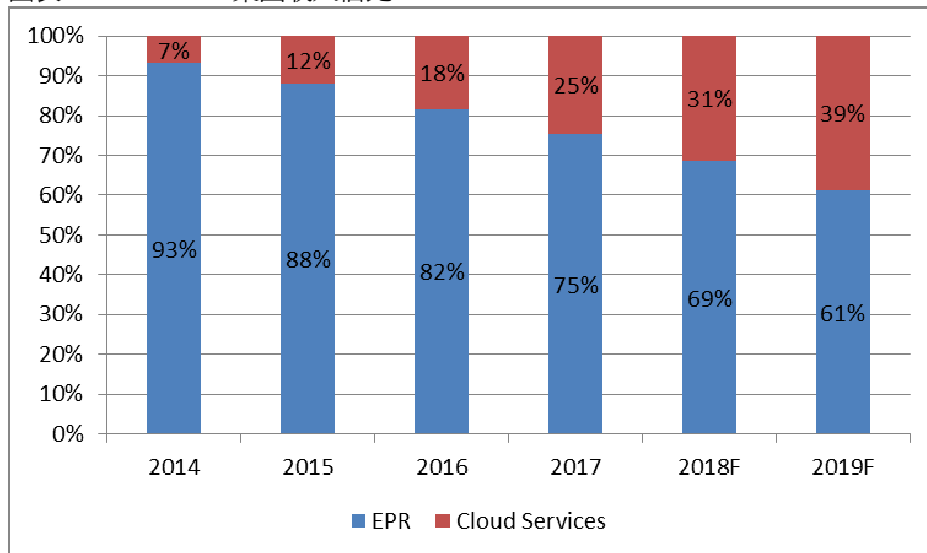
受惠於中國經濟好轉和企業數目增長，我們預期集團傳統 ERP 業務將穩步增長，並預計 2018/19 年的收入增長為 11%/9%，至 19.3 億/21.0 億人民幣。唯恐雲端業務快速發展可能會某程度上取代傳統 ERP，因為中小企基於成本考慮更傾向使用雲端，因此我們對傳統 ERP 業務作出一個比較保守的增長預測。

圖表：2014-2019F 集團收入



Source: Company reports, Phillip Securities (HK) Research

圖表：2014-2019F 集團收入佔比

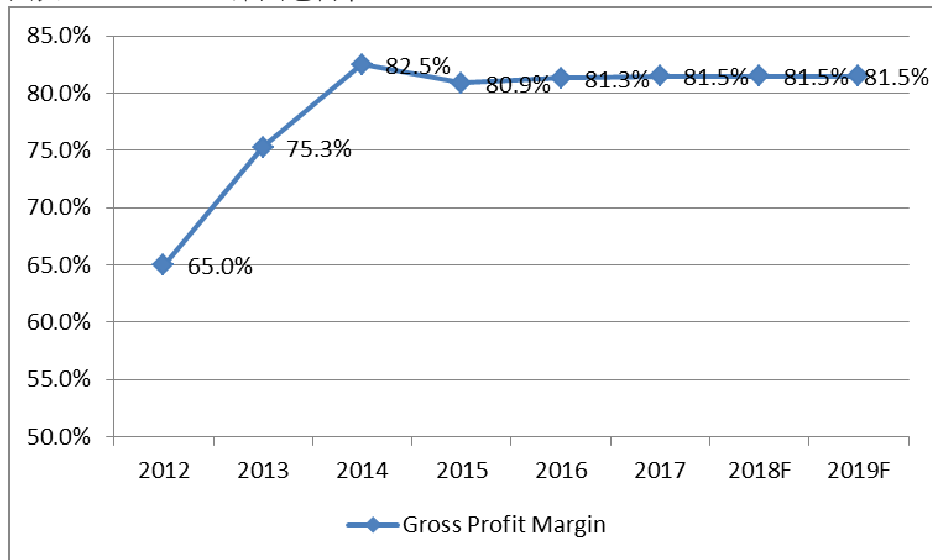


Source: Company reports, Phillip Securities (HK) Research

毛利率

集團在 2012 年對銷售渠道進行調整，加大分銷投入，並在 2013 年把金蝶 K/3 由直銷轉為分銷，使毛利率上升。直至 2014 年，集團毛利率趨向穩定，我們預測 2018/19 年並不會出現大改變，維持在 81.5%。

圖表：2014-2019F 集團毛利率

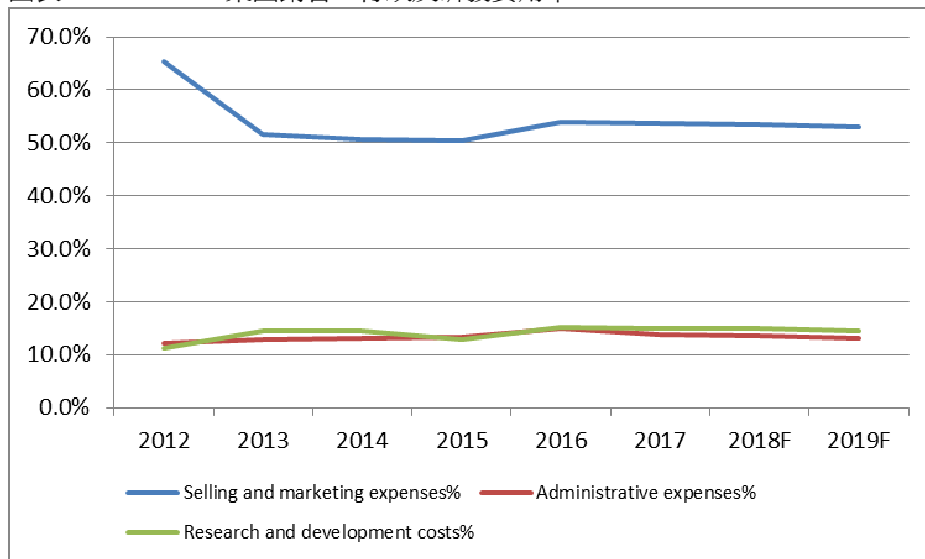


Source: Company reports, Phillip Securities (HK) Research

銷售、行政及研發費用

集團的銷售、行政及研發費用在過去跟收入的佔比相對穩定，在 2017 年分別為 53.7%、13.9% 和 15%。由於集團正在大力發展雲端業務，因此銷售費用率一直高企。此外，2014 至 2017 年的三項費用總和為 78.2%、76.8%、84% 及 82.5%。我們預計銷售及研發費用率在 2018/19 將逐步下降，分別 53.5%/53% 及 15%/14.5%，以反映雲端業務在 2019 年開始益利的假設。而行政費用率在 2018/19 則輕微下降，為 13.6%/13%。

圖表：2014-2019F 集團銷售、行政及研發費用率

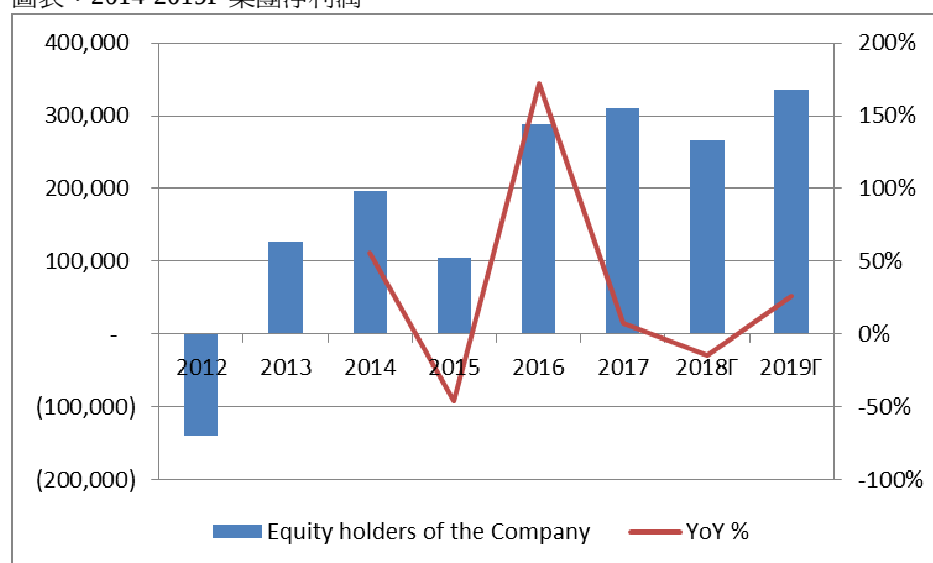


Source: Company reports, Phillip Securities (HK) Research

淨利潤

集團在 2015 年淨利潤出現倒退後，及後重拾升軌，2016/17 年收入增長為 172.5%/7.6%，達至 2.9 億/3.1 億人民幣。然而，我們預測 2018 年淨利潤將錄得 14.3% 倒退，原因是 2017 年集團錄得 0.96 億人民幣投資物業重估的非經常性收益，使該年淨利潤被高估。此外，我們預期 2019 年淨利潤將錄得 26.3% 增長，基於對雲端業務在 2019 年將首次錄得淨利潤的假設。

圖表：2014-2019F 集團淨利潤

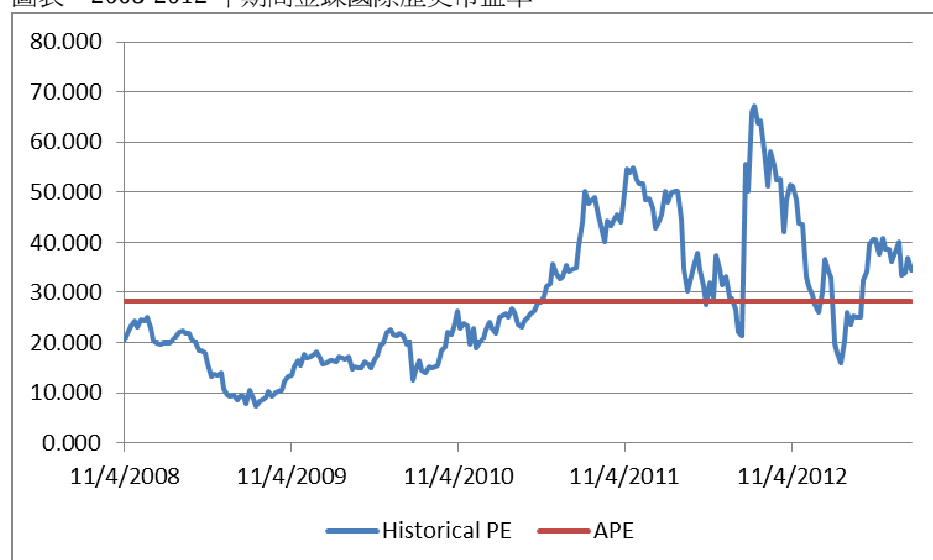


Source: Company reports, Phillip Securities (HK) Research

估值

我們採用分類加總估值法，把集團業務分成三部份：1)傳統ERP業務 (P/E)、2)雲端業務 (P/S)和3)投資房地產業務 (賬面估值)。我們預測2018年傳統ERP業務的每股盈利為RMB 0.096元，並給予目標市盈率28倍（相約於2008-2012年已調整歷史均值）；預測2018年雲端業務每股銷售為RMB 0.268元，並給予目標市銷率13倍(參考2006-2008年Salesforce的歷史市銷率)；對投資房地產業務則採用賬面估值，得出每股估價為RMB 0.52元。最後，加上2017年底每股淨現金RMB 0.58元(已把可換股債券轉換完成之影響計入)，及可供出售金融資產每股RMB 0.14元，得出目標價8.94元，給予“中性”評級。(匯率：0.8311)

圖表：2008-2012 年期間金蝶國際歷史市益率*



Source: Bloomberg, Company reports, Phillip Securities (HK) Research

*由於市場並沒有單一進行傳統 ERP 業務的公司作參考，我們選擇採用集團於2008-2012年期間的歷史市益率（已調整投資地產業務所帶來之收益），基於當時集團主要業務為傳統 ERP。

圖表:美國 SaaS 軟件市場供應商

		2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018F
NetSuite	PS	14.9	20.4	16.7	12.7	N/A	N/A	N/A
	Revenue Δ%	31%	34%	34%	33%	N/A	N/A	N/A
Salesforce	PS	10.2	8.8	8.7	8.4	8.3	7.4	7.77
	Revenue Δ%	37%	35%	33%	32%	24%	26%	25%
Servicenow	PS	6.1	12.9	19.1	16.4	11.1	12.4	12.48
	Revenue Δ%	163%	74%	61%	47%	38%	39%	34%
Zendesk	PS	N/A	N/A	6.4	9.6	10.0	8.5	10.41
	Revenue Δ%	N/A	88%	76%	64%	49%	38%	33%
Oracle	PS	4.2	4.3	4.6	5.0	4.5	4.7	4.85
	Revenue Δ%	4%	0%	3%	0%	-3%	2%	6%
SAP	PS	4.3	4.3	4.0	4.4	4.3	5.0	4.99
	Revenue Δ%	14%	4%	4%	18%	6%	6%	4%

Source: Bloomberg, Phillip Securities (HK) Research

風險提示

SaaS 發展不及預期

中國經濟走勢轉差

雲端 ERP 的出現令傳統 ERP 軟件受到一定打擊，尤其對中小企客戶

財務報告

FYE DEC	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18F	FY19F
Valuation Ratios						
P/E (X), adj	99.19	199.94	76.53	69.18	94.36	74.69
P/B (X)	9.79	6.51	6.24	5.30	4.68	4.41
Dividend Yield (%)	0.2%	0.0%	0.0%	0.2%	0.2%	0.2%
Per share data (RMB)						
EPS, (Basic)	0.077	0.038	0.100	0.110	0.081	0.102
EPS, (Diluted)	0.074	0.036	0.097	0.108	0.079	0.100
DPS (HKD)	0.015	0	0	0.016	0.015	0.018
BVPS	0.78	1.17	1.22	1.44	1.63	1.73
Growth & Margins (%)						
Grwoth						
Revenue	-3.5%	-1.9%	22.8%	23.7%	21.9%	22.2%
EBIT	25.7%	13.8%	-27.1%	69.0%	-14.0%	23.4%
Net Income (excluding gain/loss from discontinued operations)	67.8%	8.5%	-1.0%	50.4%	-14.5%	26.3%
Margins						
Gross margin	82.5%	80.9%	81.3%	81.5%	81.5%	81.5%
EBIT margin	19.4%	22.5%	13.4%	18.3%	12.9%	13.0%
Net Profit Margin	13.0%	14.3%	11.6%	14.0%	9.9%	10.2%
Key Ratios						
ROE	10.5%	4.0%	8.5%	8.2%	5.6%	6.1%
Income statement (RMB mn)						
Revenue	1,547	1,517	1,862	2,303	2,807	3,429
Gross Profit	1,276	1,227	1,514	1,876	2,288	2,795
EBIT	300	341	249	421	362	446
EBT	226	280	209	378	322	406
Net profit (excluding gain/loss from discontinued operations)	200	217	215	324	277	349
Minority Interest	3	(0)	1	14	11	14
Net profit for owners	197	106	288	310	266	335

Source: Company, Phillip Securities (HK) Research Estimates

匯率為 HKD/CNY1 年遠期合約 6 月 4 日成交價 (0.8311)

(財務資料截至 6 月 5 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