

慧聰集團 (2280.HK)

向垂直 B2B 轉型帶來新增長動力

香港 | 科技、媒體及通訊 | 公司研報

13 November 2018

投資概要

慧聰集團(慧聰)為國內信息服務及 B2B 電子商務服務公司，主要業務包括：交易、數據及信息服務。假設 2018 年市盈率為 22 倍(過去五年之平均值為 24 倍，我們認為 22 倍為合理區間內)，我們得出目標價\$6.58 港元，並給予“買入”評級，潛在回報約 34.8%。(現價截至 11 月 9 日)

迎合 B2B 平台改革，附加多種配套服務

鑑於單純依靠信息為企業提供買賣方接合服務的平台在過往證實並沒有很成功，只有引入物流及資金流來進一步滲入交易才可以加強客戶粘性。集團順應趨勢，主打三大垂直 B2B 平台，包括：買化塑、棉聯及中模國際。該平台提供物流、支付、倉儲、金融及數據服務等，以深度滲入企業的整個交易流程，並解決現時 B2B 領域痛點，以增加平台價值。

交易服務紅利將散放到信息及數據

集團現時的利潤主要來自信息服務，但未來重心將會放在交易服務上，並透過交易帶來流量及數據，把交易優勢帶到信息及數據服務上。隨著交易額逐步加大，集團的 B2B 平台就能掌握龐大的用戶及市場數據，以發展平台上的廣告及數據分析業務。

中期業績收入及溢利大增，惟毛利率大跌

公司中期業績收入至 37.9 億人民幣，同比大增 182.3%；公司權益持有人應佔溢利為 1.9 億人民幣，同比上升 77.6%。惟由於交易板塊毛利率偏低，集團毛利率從 49.2% 大跌至 17.7%。今年 5 月，集團公布增持棉聯至 51%，並正式併表。在下半年，中模國際亦會併入合併財務報表。

公司概覽

慧聰成立於 1992 年，為國內信息服務業及 B2B 電子商務服務公司。在 1994 年，集團與富國公司簽定獨家代理《個人電腦》及《電子與電腦》廣告的協議，進入工商業目錄及黃頁目錄業務。在 2013 年 12 月，集團在香港聯合交易所創業板掛牌上市。隨著互聯網的崛起，集團在 2004 年 3 月將慧聰商務網正式更名為慧聰網，開通 40 多個行業頻道及 76 個行業搜索引擎。同年 9 月，慧聰網與騰訊科技合作，推出即時通訊工具“買賣通 TM”，為集團向線上信息平台轉型打下基礎。在 2014 年，集團成功到香港聯交所主板上市。2015 年 3 月，慧聰以 15 億人民幣，收購 ZOL 中關村在線，成為集團第二個主打線上信息平台。惟在 2015 年，互聯網業務開始見頂，營收及利潤均出現倒退。在 2017 年 10 月，劉軍出任慧聰集團 CEO，並提出「專注」和「聚焦」兩大方針，把業務集中在信息服務、交易服務和數據服務三大業務板塊，並把公司定位為用互聯網和數據賦能傳統產業的中國產業互聯網領先者。在 2018 年 8 月，集團更委任紫光集團前執行副總裁張永紅出任聯席總裁。

買入 (首次)

現價 HKD 4.88

(現價截至 11 月 9 日)

目標價 HKD 6.58 (+34.8%)

公司資料

普通股股東 (百萬股):	1,120
市值 (港幣百萬元):	5,466
52 周 最高價/最低價 (港幣):	6.60 / 4.22

主要股東, %

神州控股	30.44
郭江	15.36
劉軍	6.91

股價表現, %

	1 個月	3 個月	1 年
慧聰集團	-3.75	2.95	-24.34
恒生指數	-2.18	-10.51	-12.13

股價 & 恒生指數



Source: Phillip Securities (HK) Research

財務資料

RMB mn	FY16	FY17	FY18E	FY19E
Revenue	1,958	3,702	10,948	20,336
Net Profit	301	317	350	338
EPS, RMB	0.181	0.247	0.266	0.256
PER, x	23.97	17.58	16.33	16.94
BVPS, RMB	2.98	3.37	3.61	3.99
P/BV, x	1.46	1.29	1.20	1.09
ROE, %	6.7	8.1	7.2	6.0

Source: Company reports, Phillip Securities Est.

研究分析員

李學滔 (2277 6527)

terryli@phillip.com.hk

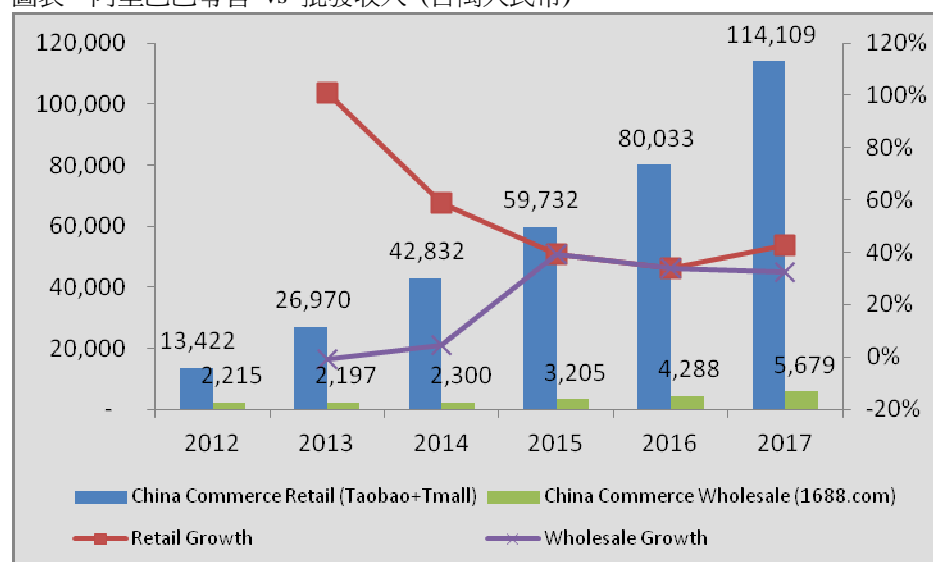
行業分析

為何在過去 B2B 平台並沒有如 B2C 般成功?

在中國 B2C 領域中，出現天貓及京東兩大領先巨頭，而 B2B 領域亦有出現阿里巴巴 1688 等領先者，但為何這領域的領先者並沒有如 B2C 的般成功呢？以阿里巴巴為例，在 2017 年，B2C 平台天貓的收入估計約四百億人民幣(由於阿里巴巴把淘寶和天貓的收入合併公布，我們根據已往天貓 GMV 的佔比來假設天貓收入約佔 35%)；B2B 平台 1688 收入只錄得約五十六億人民幣，B2C 平台收入基本是 B2B 的七倍。然而，在 2017 年，中國 B2B 市場的交易規模卻反而是 B2C 的五倍。到底是甚麼因素使一個規模更大的 B2B 市場出現不到如天貓及京東等規模的平台？

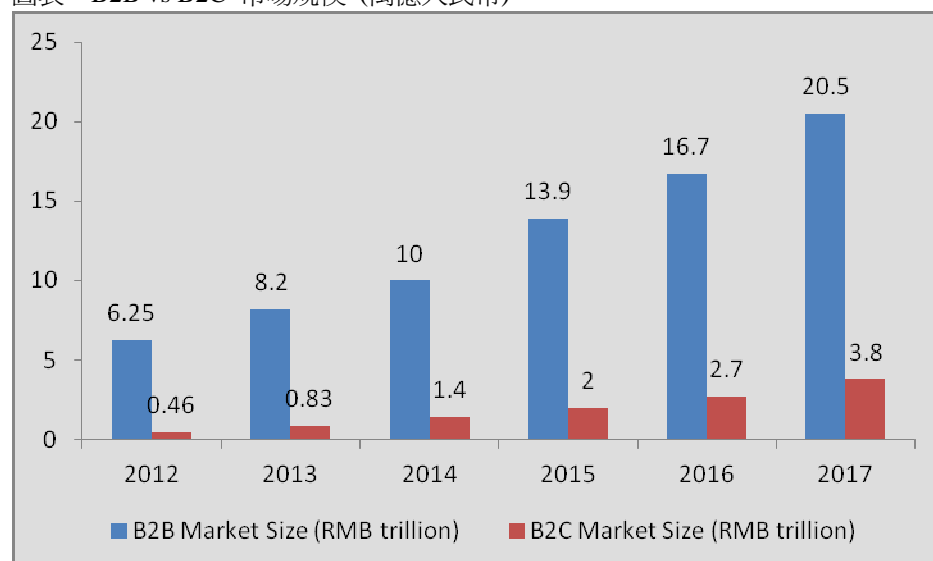
我們認為是 B2B 和 B2C 模式本質上的分別所做成。在以往的電商盈利模式中，這兩類平台都是透過線上平台來接合買賣方需求及供應，平台再從中收取會員費或廣告費等等。然而，從本質上看，這類盈利模式其實不太適合 B2B 領域，相反，這模式更適合 B2C 領域。B2B 平台的特點是買家更理性，十分重視賣家產品的質素及其誠信，因為產品交付延遲會對公司營運生產造成影響，因此單純線上廣告及促銷很難直接促成交易。另外，企業之間上下游的關係較穩定，所以進駐企業在 B2B 平台中一旦接觸客戶後，下一次交易就可以私下進行，不再需要依賴信息平台。同時，B2B 客戶數目較少，但有更大重覆消費傾向，所以只要企業在平台獲得足夠數量的重覆消費客戶後，對 B2B 平台的接合需求亦會減少。相反，B2C 平台中，買家購買行為主要靠慾望和喜好需求來決定，較感性衝動，對賣家產品的質素及誠信不如企業般重視，利用節日促銷活動和廣告等方法刺激用戶的效果理想。另外，企業與消費者的關係並不如企業與企業之間般穩定，重覆消費的客戶數量亦較少，因此企業需要留在平台裏吸納新的消費者來維持經營。換言之，在信息時代下(提供廣告信息將買賣方接合)，B2C 平台的客戶粘性 & 效果都比 B2B 平台更高，解釋了為何 B2C 領域會比 B2B 出色。

圖表：阿里巴巴零售 vs 批發收入 (百萬人民幣)



Source: Company report, Phillip Securities (HK) Research

圖表：B2B vs B2C 市場規模 (萬億人民幣)



Source: 易觀, 電子商務數據中心, Phillip Securities (HK) Research

B2B 1.0 到 B2B 2.0

單純依靠信息為企業提供買賣方接合服務的平台在過往證實並沒有十分成功，哪到底甚麼 B2B 平台才會成功呢？

我們認為(1) 提供額外增值服務及(2) 選擇合適的產品行業才能使 B2B 成功。

1. 額外增值服務

為了增加平台的用戶粘性，平台需要進一步滲入交易的物流及資金流，即是要從 B2B 1.0 (信息)升級至 2.0 (信息+物流+資金)。基於 B2B 客戶自身特點，單單在信息流上提供服務並不足夠，只有幫助企業解決痛點才能帶來更大價值。在金融方面，中小企業固定資產等抵押擔保品少及缺乏合規財務報表，所以進行銀行融資比較困難，所以假如平台能夠協助平台企業融資，這有助增加平台粘性；在數據方面，上游企業往往缺乏下游需求數據，使計劃未來產量變得困難，同時，對於大宗商品，價格數據對商家以言也是十分重要，所以如平台能夠提供相關數據，將可提升平台價值。只有通過深度滲入企業的整個交易流程，包括：物流、支付、倉儲、金融及數據等及解決現時 B2B 領域痛點，B2B 平台才能成功。

2. 選擇合適的產品行業

根據我們前述 B2B 買家的特性，以現時 B2B 平台功能其實比較難滿足大型企業的要求。一般大型企業和供應商合作的過程是首先對樣品進行測試，然後小批量試用，並反復溝通和磨合，最後才簽署正式的採購協議。由於採購過程複雜，所以較少大型企業單靠線上 B2B 平台進行採購。有鑑於此，我們認為在買家多為小型企業的行業裏經營線上 B2B 平台將會更容易成功。原因是小型企業的購買模式比較接近個人消費者，所以相比大型企業，他們的採購過程更為簡單，所以會較願意在線上 B2B 平台進行採購。例如，大型企業的採購決定會由多個部門共同決定，而小型企業的採購決定可能只是由老闆決定。

此外，交易產品為標準化商品亦會比較容易成功，因為這表示上游的供應商並不會有太大的議價能力，下游可以通過在線上 B2B 平台聯合採購降低成本。另外，假如產業供應鏈冗長，B2B 平台的功效也會相對明顯。

業務分析

集團業務聚焦三大板塊，包括交易服務、數據服務及信息服務，及希望利用互聯網及數據賦能傳統產業，打造「產業互聯網」。

交易服務

買化塑

「買化塑」在 2015 年 3 月上線，定位於化工及塑料等大宗商品、次大宗商品及精細化工。平台匹配採購商及供應商進行現貨交易，並為供應商和用戶提供融資及物流服務等以解決售後問題。由於化塑市場是大型供應商面對小型採購商，所以平台採用集採的方式營運。平台先從下游收集離散訂單，然後拼單並向上游採購，從而降低下游購買成本，抽佣率約 0.5%-1.5%。買化塑是慧聰內部建立的 B2B 平台，創始人郭喜鴻亦在慧聰擁有多年化塑 B2B 行業經驗。目前，平台擁用近 100 萬家企業、800 萬網站會員，及入駐供應商超過 8 萬家，SKU 亦超過 100 萬。另外，買化塑在華南、華東和華北設立了分公司，為廣州、順德、東莞、深圳、上海、寧波、杭州、無錫、北京、天津等城市提供落地撮合服務。同類型競爭平台有化塑匯及買塑網等。

圖表：買化塑營運模式



Source: Company report, Phillip Securities (HK) Research

棉聯

「棉聯」成立於 2015 年 8 月及在 2016 年 4 月上線，定位為棉花現貨交易平台。平台提供在線交易、支付結算、物流、倉儲及在線金融等服務。由於棉花一般都出產自西北，但紡織企業大部份卻位於南方，對於沒有採購團隊的小型紡織廠只能向貿易商購買已經過多重提價及轉售的生產原料，供應鏈冗長，成本比較高。另外，棉花市場主要是由小型供應商面對小型採購商，因此平台採用代採的方式營運。棉聯幫助採購商直接接合供應商，避開貿易商多層加價，令採購商成本下降。採購商亦可以集合多家一起運送，從而以降低運輸成本。集團在今年 4 月注資 5000 萬人民幣，合共持有約 51% 股權。2016 年全年，棉聯交易量達到 2.58 萬噸，共 GMV3.78 億元，月均交易額增長率高達 34%。2017 年，棉聯 GMV 已突破 10 億元，會員數目亦達到 3800 餘家、上下游活躍會員數 1000 家，達到日均掛牌量 10 萬噸的規模。另外，棉聯創始人兼 CEO 龔文龍擁用豐富棉花行業經驗，亦為中國棉花網及國家棉花監測系統的創辦人。

圖表：棉聯營運模式



Source: Company report, Phillip Securities (HK) Research

中模國際

「中模國際」定位為建築模架物資銀行，覆蓋物資包括：升降腳手架、鋁合金模板、玻纖模板、建築智能裝備等。透過中模自家的 SaaS 系統平台「雲租賃」，用戶可以租借或寄租鋁模板和爬架等物資。由於建築模架物資的運輸成本高，假如前後建築項目地點距離太遠，建築分包商會傾向把物資在現時項目地點租出，再在下一個項目地點再把物資租入，降低運輸成本。除此之外，中模亦提供設計、安裝、維修翻新及供應鏈金融等服務。隨著建築工地安全要求更嚴格，分包商需要提高質素的模板及爬架設計才能夠在總包商手中取得項目。因此，中模提供解決方案，如制作建築資訊模型，幫助分包商爭取項目。另外，設備也需要反覆翻新，由於規模效應下，中模能夠以更便宜的開支進行維修翻新。雖然業務有部份是自營租賃，即自己購下物資再出租獲利，惟佔比較少。現時，集團股持 57%，並將在 2018 下半年併表；市場上亦未出現競爭者，因此利潤較集團其他平台高。

圖表：中模國際營運模式



Source: Company report, Phillip Securities (HK) Research

我們認為集團的 B2B 平台合符我們前述一個成功的 B2B 平台需要擁有的元素。就買化塑而言，化塑產品高標準化，市場由大型供應商及小型採購商組成，因此有利進行聯合採購；平台有提供物流、融資及數據等服務，符合 B2B 2.0 的大方向。另外，就棉聯而言，棉花產品標準化較高，市場上買賣家都偏向小型，而且供應鏈亦比較冗長，線上 B2B 平台功效會較明顯。同時，棉聯亦有提供支

付結算、物流、倉儲及在線金融等額外服務。此外，就中模國際而言，雖然平台要是轉租為主，但除了信息撮合服務，亦提供有多種增值服務，如設計、安裝、維修翻新及供應鏈金融，合符 B2B 2.0 趨勢。

數據服務

兆信

兆信股份在內地新三板上市(430073)，業務為透過雲平台，並利用大數據、物聯網、區塊鏈等技術，輔以數字碼、二維碼、RFID 等標籤，向客戶提供防偽、溯源、供應鏈管理及數據營銷等服務。兆信已在防偽行業經營 20 多年，擁有 30 項防偽技術，並服務 4 萬多家客戶，包括：三星電子、索尼、LG 電子及小米等，其中兆信已成功應用區塊鏈技術在同仁堂、宏濟堂、德州扒雞及露露集團的項目中。兆信得到系統質檢總局認證；山東省中藥材升級項目中，客戶東阿阿膠、福牌阿膠及宏濟堂阿膠的追溯升級系統均評為優秀。兆信 2018 年業績理想，營收達到 7,900 萬人民幣，同比增長 63%；歸母淨利潤為 870 萬人民幣，同比上升 54%。集團長遠看好兆信業務發展，並已在今年增持至 79.51%。

圖表：兆信產品服務



Source: Company report, Phillip Securities (HK) Research

慧嘉互動

慧嘉互動是國內跨界整合營銷平台，借助網絡廣告、市場數據分析為客戶提供定制、精準的整合營銷服務。慧嘉提供微信營銷管理、電商管理、活動管理及經銷商管理。慧嘉於 2017 年第三季與聯通大數據中心和清華大學成立三方數據研究機構，向數據營銷發展。

圖表：慧嘉互動產品

產品	內容
微信營銷管理	可將自身的微信公眾賬號與微信助理進行綁定，獲得微信營銷管理平台所提供的微信管理、微站建設、以及微信應用等服務
電商管理	標準化電商管理解決方案，擁有強大的商品及訂單管理功能，支持智能拆單和三級返利推廣，通過管理平台，可快速搭建適合於自身的電商系統
活動管理	基於微信企業號，輕鬆管理全部會議活動所需的流程、環節、互動、數據、通知、服務等
經銷商管理	對經銷商進行客戶、系統、微信平台、運營、訂單及財務管理

Source: Company website, Phillip Securities (HK) Research

信息服務

中關村在線

中關村在線為內地領先的科技綜合 2C 網站平台，含蓋十多個種產品，包括：手機、手提電腦、數碼產品及家電等。網站不但為用戶提供產品規格、產品評測、產品比較及產品最新消息等等，同時提供全國四十多個城市的電子產品報價。網站在每種產品都擁用自己的編輯團隊來制作內容，以吸引流量。目前，每天 PC 端及移動端的流量約 1.5 億次，有逾 4,000 萬名註冊用戶；每天文章閱讀量 100 萬以上和視頻播放次數超過 2 萬。網站現時市佔率約 62%，為現時中國科技門戶網站領先者。網站會把用戶引流到天貓及京東等平台進行購買，或者作為三、四線城市分銷商的線上入口，由當地分銷商發貨，並從中收取廣告收入。

圖表：中關村在線網站



Source: Company website, Phillip Securities (HK) Research

慧聰網

慧聰網為集團核心線上 2B 信息服務平台，專注於工業品，與阿里巴巴 1688 模式相似。平台提供產品及服務包括買賣通、互通寶、品牌廣告、商盈通及標王，主要收入來自會員費及廣告費。慧聰網未來會加強制作內容，會類似中關村在線的模式，以增加用戶粘性。有鑑於此，集團將慧聰網及中關村在線的員工搬到一起，希望透過此帶來協同效應。

圖表：慧聰網產品

產品	收入類型	內容
買賣通	會員費	可在慧聰網設立線上商店，提供如產品展示與搜索、需求速配、行業新聞和在線行業活動等綜合電子商務服務；分為免費會員及付費會員，付費會員可享有更多功能，例如：第三方權威機構認證、優先展示及更多商品發布等
互通寶	免費展示，按點擊量收費	幫助客戶鎖定關鍵詞，了解客戶來源及詢盤信息，有助精準調整投放策略；實時監控曝光次數和轉化率
品牌廣告	廣告費	主網站上提供網絡廣告服務；子網站和各行業網站和各行業內知名企業建立戰略合作，幫助企業全方位推廣品牌和產品服務
標王	一次性收費	商戶產品會出現在搜尋引擎(包括百度、360 搜索及今日頭條)及慧聰網內的的當眼位置，以增加曝光率
商盈通	會員費	幫助中小企業從信息加廣告的營銷模式轉型成為以交易為核心的服務模式，提供建立網上商店及內容設計、撮合交易、線上認證、線上展覽、企業電子 App 及商務培訓等

Source: Company website, Phillip Securities (HK) Research

中關村在線+融商+家電匯

有鑑於現時中國農村內的鄉鎮夫妻店營運仍相當落後，集團希望利用中關村在線，家電匯(慧聰旗下電器電商平台)及融商(慧聰投資的一家 SaaS 研發公司)打造一個能夠提升傳統的鄉鎮夫妻店營運效率的業務。集團會免費為夫妻店安裝 SaaS 系統。系統將提供採購、經營、物流及金融等服務，從而提升營運效率。例如，集團透過集結來自夫妻店的採購訂單便能夠壓低成本，使夫妻店的利潤提升。現時，集團已為 1,000 家夫妻店安裝系統，我們相信這塊業務再需要多幾年時間才會成形，但潛力可期。

總結，集團現時的利潤主要來自信息服務，但未來重心將會放在交易服務上，並透過交易帶來流量及數據，把交易優勢帶到信息及數據服務上。以買化塑為例，隨著交易額逐步加大，平台已經掌握擁大的用戶及市場數據，並會開始發展平台上的廣告及數據分析業務。我們相信集團其餘的 B2B 平台將會以差不多的邏輯發展，把交易紅利散發到信息及數據上。

盈利預測

收入

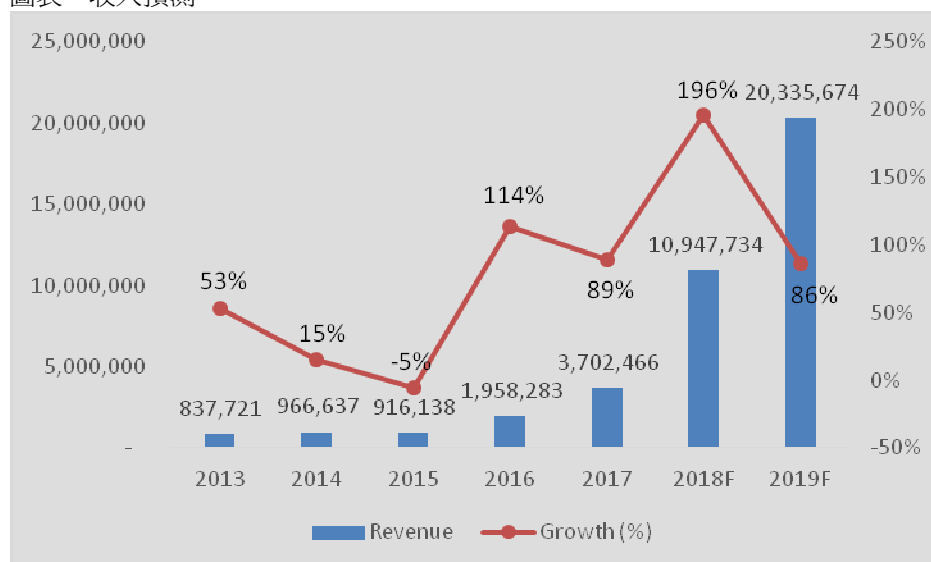
我們預測 2018/19 年的交易服務營收將達至 92.7 億/185.3 億人民幣。對比 2017 全年及 2018 年上半年，營收有大幅度上升的原因是因為我們相信集團的三大 B2B 平台將能保持增長，以及棉聯和中模國際分別在 5 月和下半年才併表，因此 2018 年下半年和 2019 年的增長將會十分強勁。

數據服務方面，我們預期 2018/19 年的營收將達到 5.1 億/6.6 億人民幣，由於預計兆信將會進一步在防偽及溯源上使用區塊鏈技術及隨著交易板塊的流量提升，集團將會在 B2B 平台推出更多數據服務。

信息服務方面，我們估計 2018/19 年的營收為 10.4 億/11.3 億人民幣。我們預計慧聰網及中關村在線將會維持緩慢增長，但隨著交易板塊交易量上升，集團將會在 B2B 平台推出更多廣告服務，使該板塊增速上升。

O2O 業務方面，管理層表示由於在 2019/20 年集團因合約規定不能出售該板塊下的物業，因此估計收入將大減。我們假設 2018/19 年的收入為 1.4 億/0.07 億人民幣。

圖表：收入預測

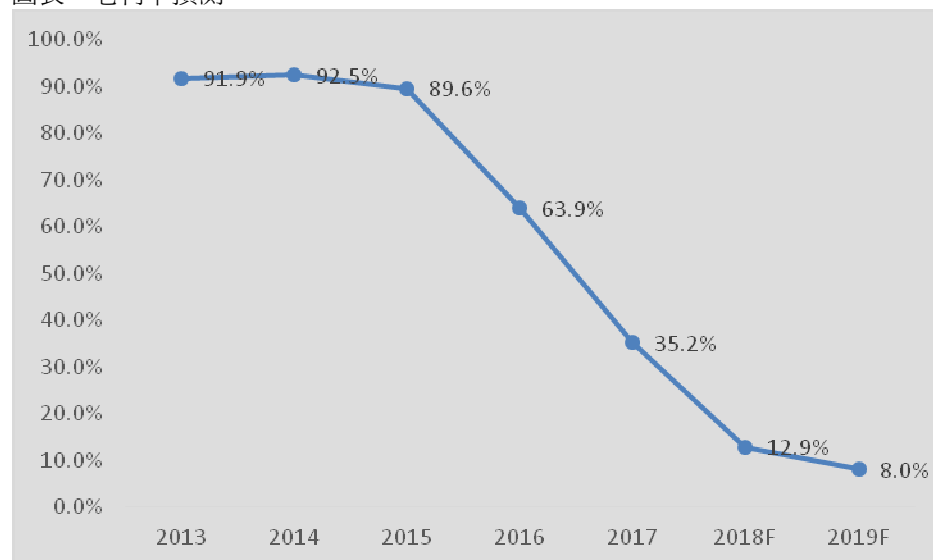


Source: Company report, Phillip Securities (HK) Research

毛利率

由於交易服務毛利率低，隨著交易量上升，我們估計毛利率將進一步下降，預計在 2018/19 年為 12.9%/8.0%。

圖表：毛利率預測

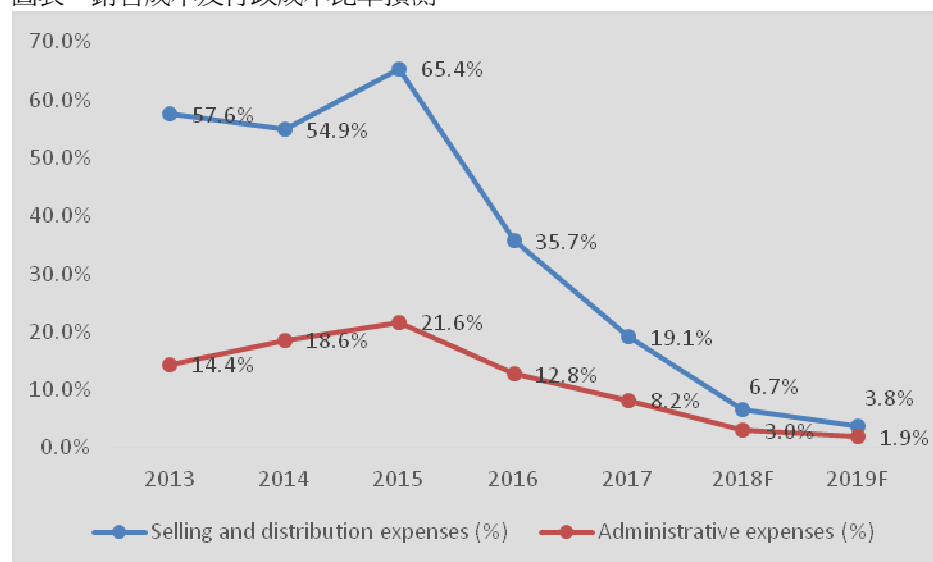


Source: Company report, Phillip Securities (HK) Research

銷售及行政成本

我們預測銷售成本及行政成本佔收入比在 2018/19 年將保持平穩，但由於營收大幅上升，我們估計在 2018/19 年銷售成本佔收入為 6.7%/3.8%；行政成本佔收入為 3.0%/1.9%。

圖表：銷售成本及行政成本比率預測

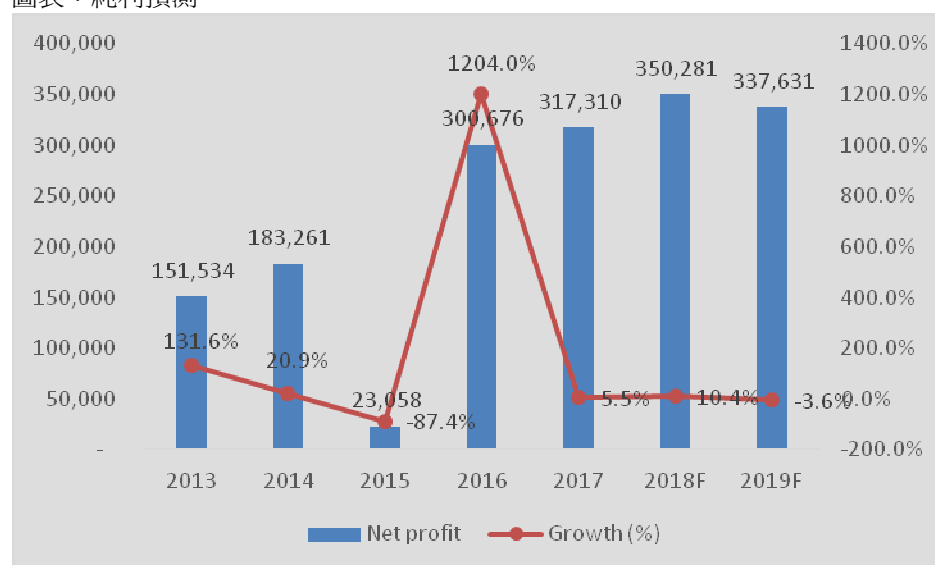


Source: Company report, Phillip Securities (HK) Research

純利

基於上述假設，我們預計純利增長在 2018/19 年分別為 10.4%/-3.6%，達至 3.5/3.4 億人民幣。2019 年負增長主要因為我們估計 2019 年不會如 2018 年般錄得巨額其他收入。

圖表：純利預測



Source: Company report, Phillip Securities (HK) Research

估值

我們相信慧聰向垂直 B2B 平台轉型將會帶來新的增長點。然而，現時交易服務只是發展只是轉型的第一步，未來交易所帶來的數據才是最有價值的。雖然集團的商業模式已經改變，但我們認為過往數據仍有一定參考價值。假設市盈率為 22 倍(過去五年之平均值為 24 倍，我們認為 22 倍為合理區間內)，我們得出目標價\$6.58 港元，並給予“買入”評級，潛在回報約 34.8%。(HKD/CNY=0.889)

風險提示

市場出現相同功能的 B2B 平台
 商品因經濟變壞而需求大減
 平台供應商拒絕與集團合作

財務報告

FYE DEC	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18F	FY19F
Valuation Ratios						
P/E (X), adj	15.43	74.29	23.97	17.58	16.33	16.94
P/B (X)	2.49	1.58	1.46	1.29	1.20	1.09
Dividend Yield (%)	N/A	N/A	1.0%	0.4%	0.3%	0.3%
Per share data (RMB)						
EPS, (Basic)	0.281	0.058	0.181	0.247	0.266	0.256
EPS, (Diluted)	0.271	0.057	0.178	0.239	0.258	0.249
DPS (HKD)	N/A	N/A	0.05	0.020	0.015	0.014
BVPS	1.74	2.74	2.98	3.37	3.61	3.99
Growth & Margins (%)						
Grwoth						
Revenue	15.4%	-5.2%	113.8%	89.1%	195.7%	85.8%
EBIT	14.1%	-85.6%	1439.0%	17.5%	6.6%	-0.6%
Net Profit	20.9%	-87.4%	1204.0%	5.5%	10.4%	-3.6%
Margins						
Gross margin	92.5%	89.6%	63.9%	35.2%	12.9%	8.0%
EBIT margin	20.1%	3.0%	21.9%	13.6%	4.9%	2.6%
Net Profit Margin	19.0%	2.5%	15.4%	8.6%	3.2%	1.7%
Key Ratios						
ROA	7.0%	0.5%	5.0%	4.7%	4.2%	3.5%
ROE	18.2%	2.9%	6.7%	8.1%	7.2%	6.0%
Income statement (RMB mn)						
Revenue	967	916	1,958	3,702	10,948	20,336
Gross Profit	894	821	1,252	1,305	1,408	1,636
EBIT	194	28	429	505	538	535
EBT	221	33	394	416	438	422
Net Profit	183	23	301	317	350	338
Minority Interest	(4)	(29)	119	50	53	51
Net profit for owners	188	53	182	268	298	287

Source: Company, Phillip Securities (HK) Research Estimates

匯率為 HKD/CNY1 年遠期合約 11 月 9 日成交價 (0.8890)

(財務資料截至 11 月 9 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 10, 330 Collins Street,
Melbourne, VIC 3000, Australia
Tel (613) 86339803
Fax (613) 86339899
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