

中信证券研究部


陈聪
 首席基地产业
 分析师
 S1010510120047



张全国
 地产分析师
 S1010517050001



李金哲
 地产分析师
 S1010520090001

核心观点

物流资产属于需求旺盛而天然稀缺的资产，公司作为先发者，能力全面，壁垒稳固，我们看好公司的长期发展。我们采用分部估值法，得出公司目标价 32.65 港元，首次覆盖，给予“买入”的投资评级。

■ **公司是亚太领先的现代物流地产开发商和基金管理人。**公司核心管理团队均具有丰富物流地产从业经历，也深谙物流地产经营的成功经验。在优秀管理团队的加持之下，公司自成立以来，便获得顶级长线投资人青睐，管理规模提升迅速。截止 2020 年 6 月 30 日，公司已经成为专注于亚太区的第一大物业地产运营商，资产网络遍布于中国、日本、韩国、新加坡、澳大利亚及印度，总资产管理规模达 265 亿美元，总建筑面积 1,870 万平方米。

■ **天然的稀缺资产，自稳固的护城河。**现代物流地产具有诸多优点。其往往处于现代物流的干线运输核心节点，出租率高，稳定性亦强，抗经济波动能力强。并且由于供需的存在结构性矛盾，属于天然的稀缺资产。在资产壁垒，规模经济和网络效应的共同作用下，形成稳固的行业护城河，后发者难以超越。

■ **投融资管退能力全面，资本循环顺畅。**公司搭建了三大板块构成的业务模型。形成了畅通的资金循环，实现轻资产平台发展模式的同时也为公司提供高度独立于物业价值的稳定费用收入。相较于传统的“开发-培育-出售”模式，公司在开发环节就开始募集资金，进一步提高了资本运作效率，也给股东带来更多回报弹性。公司凭借优秀历史业绩和丰富管理经验，深得机构投资者信任，基金募资、债券募资均通道顺畅，质地优良。

■ **公司亦拥有高效率的资产运营体系。**作为底层资产顺利经营的基础，公司拿地、建设、招商能力均突出，可满足速度和质量的双重需求。以最快的速度使建设物业达到稳定期或者出表标准，实现出表并回笼资金。

■ **风险提示：**各国团队独立经营的管控风险；净利润的再投资风险；供给侧供应结构性增加的风险；网络零售增长不及预期的风险。

■ **公司能力领先，资产稀缺，给予“买入”的投资评级。**物流资产属于需求旺盛而天然稀缺的资产，公司作为先发者，能力全面，壁垒稳固。我们对公司轻重资产进行分部估值，得出公司目标价为 32.65 港元，首次覆盖，给予公司“买入”的投资评级。

ESR	01821.HK
评级	买入（首次）
当前价	25.25 港元
目标价	32.65 港元
总股本	3,060 百万股
港股流通股本	3,060 百万股
52周最高/最低价	25.5/11.0 港元
近 1 月绝对涨幅	0.99%
近 6 月绝对涨幅	35.66%
近 12 月绝对涨幅	46.77%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万美元)	261.34	359.94	426.61	496.95	552.86
营业收入增长率	70.23%	37.73%	18.52%	16.49%	11.25%
净利润(百万美元)	203.04	245.18	266.04	304.44	333.89
净利润增长率	9.01%	20.75%	8.51%	14.44%	9.67%
EPS(基本)(美元)	0.07	0.08	0.09	0.10	0.11
毛利率%	83.26%	77.45%	78.69%	78.72%	77.41%
净资产收益率 ROE%	9.71%	8.10%	8.08%	8.50%	8.52%
每股净资产(美元)	0.68	0.99	1.08	1.17	1.28
PE	48.86	40.38	37.32	32.57	29.70
PB	4.75	3.27	3.01	2.77	2.53

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 12 月 21 日收盘价

目录

亚太领先的现代物流地产运营商	4
天然的稀缺资产，自稳固的护城河	7
何为现代物流地产	7
供需结构矛盾，天然稀缺资产	9
规模经济+网络效应，自稳固的护城河	14
经营管理能力全面，资本循环顺畅	15
规模优势初成	15
管理经验丰富，国际资本加持	16
三大板块协同，形成畅通的资本循环	17
四大能力均衡，高效率的资产运营	18
轻重结合，打开股东回报弹性	20
风险提示	24
盈利预测与公司评级	24
盈利预测	24
分部估值法	25

插图目录

图 1: 公司资产管理规模及同比 (亿美元)	5
图 2: 公司资产地域分布 (亿美元)	5
图 3: 公司营收及同比 (百万美元)	6
图 4: 公司历年毛利率 (%)	6
图 5: 公司归母净利润及同比 (百万美元)	6
图 6: 公司历年净利率	6
图 7: 公司股权结构图架构 (截至 2020 年 12 月 20 日)	7
图 8: 现代物流仓储所处的物流业环节	8
图 9: 万纬昆山花桥园区紧邻成交高速公路	8
图 10: 嘉民浦东空港物流中心毗邻浦东国际机场	8
图 11: 全国历年社会物流总额走势及增速 单位: 万亿元	9
图 12: 社会物流总费用: 保管费用 单位: 万亿元	9
图 13: 通用仓库总面积走势 单位: 亿平方米	10
图 14: 2019 年主要物流节点城市平均租金与平均空置率 单位: 元/月·平方米, %	10
图 15: 我国人均仓储及现代化仓储面积较为稀缺 (平方米/人)	10
图 16: 典型的现代物流仓储设施	10
图 17: 全国各类土地出让平均单价走势 单位: 元/平方米	11
图 18: 2018 年各类用地的地均税收及固定投资贡献	11
图 19: 2003-2018 年全国土地出让结构	11
图 20: 某典型低标仓: 面积 500 平方米的农民自建仓	12
图 21: 某典型低标仓: 某工业园区配套的小型仓库	12
图 22: 国内电商实物商品零售增长情况	12
图 23: 国内快递行业件量增长情况	12
图 24: 菜鸟针对电器行业的供应链解决方案	13
图 25: 菜鸟的机器人仓管体系对仓库本身提出了高要求	13
图 26: 重点监测城市主要资产类别的投资净回报率	14
图 27: 物流地产行业的经营特性	14
图 28: 公司物业管理面积 (百万平方米)	15
图 29: 公司亚太区地区的在管面积仅次于普洛斯	15
图 30: 公司开发项目储备 (百万平方米)	15
图 31: 公司开发项目储备结构	15
图 32: 2019 年按收入划分前十大客户	16
图 33: 公司物流地产布局示意图	16
图 34: 公司三大业务板块及主要推动力	18
图 35: 公司历年收入结构	18
图 36: 公司 2020 年上半年收入结构	18
图 37: 公司在 11 个月内完成建设并交付 Kunshan Friend I 设施	19
图 38: 公司建设的亚太区最大单体仓储项目-尼崎配送中心	19
图 39: 公司土地储备规模 (百万平方米)	19
图 40: 公司新开工项目规模 (十亿美元)	19
图 41: 公司物业组合租率	20
图 42: 公司客户行业出租面积结构	20

图 43: 公司债务结构 (截至 2020H1)	20
图 44: 公司银行贷款及其他借款货币结构 (截至 2020H1)	20
图 45: 公司资本循环示意图	21
图 46: 公司资产管理规模	21
图 47: 公司资产管理规模结构	21
图 48: 公司基金权益份额	22
图 49: 公司总资产管理规模/净资产	22
图 50: 总资产周转率	23
图 51: 净资产收益率 (平均)	23
图 52: 公司治理结构及区域资产的轻重分布	23

表格目录

表 1: 易商集团的历次融资情况	4
表 2: 公司主要创始人及管理层简历	4
表 3: 公司发展期间重大事件及进军各国市场时间	5
表 4: 中国现代物流地产与非现代物流地产的定义差别	9
表 5: 亚太地区电商渗透率有望在疫情之后进一步提升	13
表 6: 公司的战略股东简介	17
表 7: 公司近两年成立的基金和投资公司	17
表 8: 公司借款成本有所下降	20
表 9: 公司整体经营杠杆率估算	22
表 10: 公司 20H1 在管基金及投资公司	23
表 11: 基金管理费的收费概览	25
表 12: 公司分业务收入及毛利率预测汇总 单位: 百万美元	25
表 13: 公司分部 EBITDA 测算表	25
表 14: ESR 分部估值表	26

■ 亚太领先的现代物流地产运营商

公司全称易商红木(E-Shang Redwood),是亚太领先的现代物流地产运营商,于2016年1月由易商集团与红木集团合并而成。

公司前身易商(E-Shang)集团成立于2011年,由知名机构华平投资集团与沈晋初、孙冬平联合创立。易商成立之时,正值中国电商腾飞伊始,易商创始团队瞄准电商飞速发展带来的仓储物流需求,大举进入物流地产行业。易商的创业团队经验丰富,沈晋初先生时任物流地产巨头 Prologis(中国)高级副总裁,孙冬平先生则时任深创投副总裁,以物流地产项目运作见长。

红木(Redwood)集团则成立于2006年,由时任 Prologis(日本)主管 Charles Alexander Portes 先生与时任 Prologis(日本)欧洲与亚洲收购与资本事务负责人 Stuart Gibson 先生创立。

公司核心管理团队均具有丰富物流地产从业经历,也深谙行业巨头 Prologis 的成功经验。正是在这样优秀管理团队的加持之下,公司自成立以来,便获得顶级投资人青睐,特别是深受国际长线投资机构的信任。

表 1: 易商集团的历次融资情况

融资轮次	融资时间	投资机构	融资金额(亿美元)
天使轮	2011年6月	华平投资	逾2亿(其后又陆续投资)
A轮	2014年5月	荷兰汇盈资产管理公司(养老基金)	1.6
B轮	2016年12月	华融资产、浦发银行、光大控股、光大证券、民生银行、广发证券	3.0
C轮	2017年7月	SK集团	3.3
D轮	2017年11月	美国行健资本(Stepstone)	0.9
	2017年11月	通用电气养老金信托	0.5
Pre-IPO轮	2018年5月	京东物流集团	3.1
	2018年5月	Montsoreau Investment Limited(中信里昂证券旗下私募基金)	0.4
基石投资	2019年11月	OMERS(安大略省市政雇员退休系统,养老基金)	5.9

资料来源:公司公告,华平投资官网,中信证券研究部

表 2: 公司主要创始人及管理层简历

姓名	年龄	职位	管理经验
沈晋初	47	执行董事,联合创始人兼联席首席执行官	超20年中国工业地产经验,曾任 Prologis(中国)高级副总裁
Stuart Gibson	56	执行董事,联合创始人兼联席首席执行官	超24年亚太区房地产开发投资经验,曾任 Prologis(日本)主管
Charles Alexander Portes	51	执行董事,联合创始人兼总裁	超19年亚太区工业地产经验,曾任 Prologis(日本)的欧洲与亚洲收购与资本事务负责人

资料来源:公司公告,中信证券研究部

在顶级资本的加持之下,公司发展迅猛,管理面积规模一跃而起。公司尤为重视国际

化的发展机会，先后择机进入韩国、日本、新加坡等国，重视并购整合当地龙头团队，实现跨国界的快速扩张。

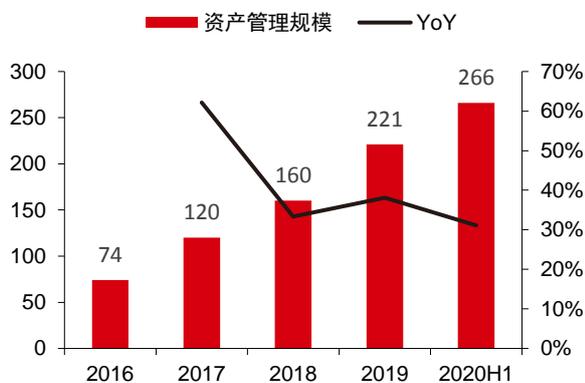
表 3：公司发展期间重大事件及进军各国市场时间

时间	国家市场	事件详情
2011 年 7 月	中国	上海益商仓储服务有限公司正式成立
2014 年	韩国	公司向韩国拓展业务，次年成立韩国物流发展基金 Sunwood Star
2016 年 1 月	日本	易商集团与红木集团合并，本公司当前主体诞生。获得日本市场资源。
2016 年 5 月	中国	收购普凯投资基金资产包，总对价 5.88 亿人民币
2017 年 1 月	新加坡	取得剑桥工业信托及管理人控制权（现 ESR 信托），进军新加坡市场
2017 年	印度	进入新加坡市场后，公司又迅速向印度拓展业务。
2017 年 10 月	澳大利亚	收购 Propertylink（于澳交所上市的不动产投资信托，专注澳大利亚工业及办公室投资）的少数股权及 Centuria（于澳交所上市的物业基金经理）的股权，进军澳大利亚市场
2018 年 5 月	新加坡	ESR 信托收购亿达工业房地产信托，扩大新加坡市场管理组合
2018 年 8 月	澳大利亚	收购 CIP（澳大利亚综合开发集团），进一步扩大澳大利亚市场
2018 年 11 月	澳大利亚	要约收购 Propertylink，并于次年 4 月完成 Propertylink 的私有化
2019 年 6 月	新加坡	收购胜宝工业信托管理人及胜宝工业信托 21.2% 份额

资料来源：公司招股说明书，公司公告，中信证券研究部

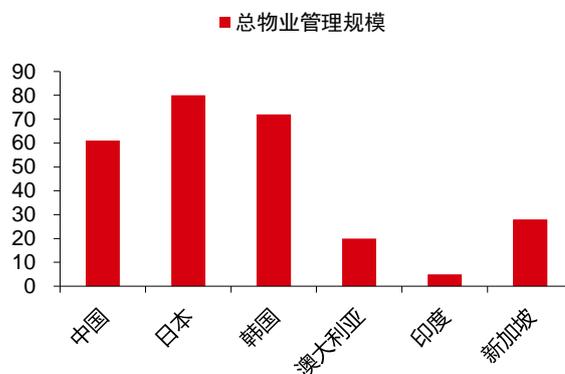
截止 2020 年 6 月 30 日，公司资产网络遍布于中国、日本、韩国、新加坡、澳大利亚及印度，总资产管理规模达 265 亿美元，总建筑面积 1,870 万平方米。

图 1：公司资产管理规模及同比（亿美元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 2：公司资产地域分布（亿美元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

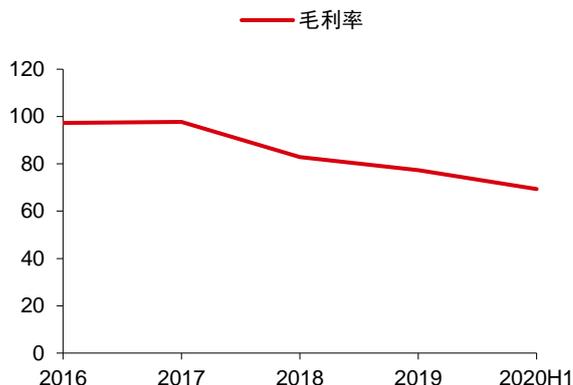
2019 年公司营收 357.4 百万美元，同比增长 41%。EBITDA 达 549.1 百万美元，同比上升 43%。归母净利润为 245.2 百万美元，较去年上升 21%。2020 年上半年，公司营收 197.6 百万美元，同比增长 27%，归母净利润 133.0 百万美元，同比增长 75%。

图 3: 公司营收及同比 (百万美元)



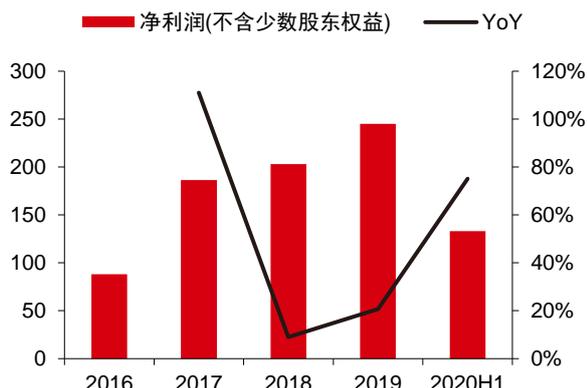
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 4: 公司历年毛利率 (%)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 5: 公司归母净利润及同比 (百万美元)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 6: 公司历年净利率



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

公司创始人及管理团队, 在公司发挥了巨大影响力。公司其余大股东中, 长线金融投资机构以财务投资为主, 产业投资者则是在经营上有所协同。

公司在上市之后, 公司创始股东之一华平投资亦实现了财务退出, 上市后陆续减持 2.56% 的股份。2020 年 7 月 20 日, 华平投资又协议转让 7.0% 于 OMERS, 完成了单一第一大股东的更迭, 由此公司股权比例由上市后的 18.66% 降至 9.1%。2020 年 11 月 24 日, 华平投资又公告计划配售减持, 完成后本轮将减持至 4.56%。

截至目前, 公司三位创始人共计持股 22.65%, 产业投资者 SK 集团、京东物流持股比例达 18.64%, 在战略上亦有充分协同优势。

图 7：公司股权结构图架构（截至 2020 年 12 月 20 日）



资料来源：公司公告，中信证券研究部 注：公司目前第一大股东为 OMERS（加拿大安大略省市政雇员退休系统，养老基金）；华平投资的股权比例预计将进一步下降至 4.56% 以下。而 Redwood 有意承接华平投资本轮减持股份，其股权比例有望上升。12 月 21 日公司公告，OMERS 出售 1% 股份于 Redwood，交易预计于 12 月 23 日完成。

■ 天然的稀缺资产，自稳固的护城河

公司在过去 10 年中实现飞速发展，离不开顶级管理团队，亦是行业腾飞的缩影。

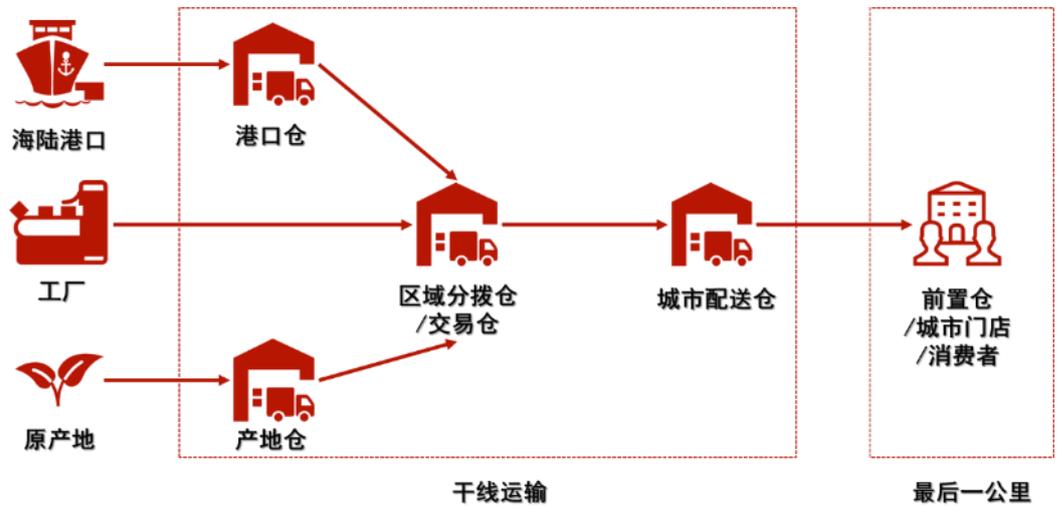
公司所处的仓储业不是一个新行业，物资在存储、转运、分发环节中，均需要实体的空间进行存放，中国过去亦有大量的存量通用仓库。但现代物流业兴起之后，对效率与环境的要求进一步提升，亦给仓储业提出了新要求，现代物流地产至此应运而生。

何为现代物流地产

一般投资者所提到的物流地产，是物流地产的狭义概念，即现代物流仓储设施（亦称“高标仓库”），也是仓储设施中最精华的一部分。如果做一个类比，现代物流地产之于传统通用仓库的区别，就是“购物中心”之于“露天市集”。

现代物流地产具有诸多优点。其往往处于现代物流的干线运输核心节点，出租率高，稳定性亦强，抗经济波动能力强。其根据所处的物流节点不同，主要又被分为产地仓、交易仓、区域分拨仓、城市配送仓等。

图 8：现代物流仓储所处的物流业环节



资料来源：中信证券研究部绘制

现代物流地产，在拿地选址、开发建设、配套设施、招商运营等环节均有较高的要求。

时效性是现代物流业的立身之本，为了满足快速运送需要，现代物流地产往往选址在城市周边的海陆港口、交通干线附近。

图 9：万纬昆山花桥园区紧邻成交高速公路



资料来源：万纬物流官网

图 10：嘉民浦东空港物流中心毗邻浦东国际机场



资料来源：嘉民官网

现代物流地产，为满足日益增长的物流运输效率要求，往往有更开阔的空间，也有更完善的交通运输设施方便货物的装卸，满足快速的中转需求。

在建筑上，亦有更高的标准，对于净高、地基承重、消防、采光、空气循环等都有更高要求。

表 4：中国现代物流地产与非现代物流地产的定义差别

指标	通用仓库	
	非现代物流地产	现代物流地产（高标仓）
总面积	<8000 平方米	≥8000 平方米
净高	1 楼：≥6 米；其他楼层：≥4.5 米	至少 9-12 米，单层楼宇更高； 多层：1 楼及 2 楼≥9 米，3 楼≥7 米
地板承重	1 楼：≥2 吨/平方米；其他楼层：≥0.6 吨/平方米	1 楼及 2 楼：≥3 吨/平方米
结构类型	常用砖混、砖木及钢筋混凝土结构	单层：优质混凝土、钢结构 多层：混凝土、钢结构，附带通道、电梯
装卸平台	无可用装卸码头或可用码头数量有限	多个配备液压装卸跳板的装卸码头
消防	无	喷水灭火装置、消防栓，配有应急物资及储水系统
天窗采光	不适用	屋顶面积的 3%
空气循环	不适用	控制室内空气质量

资料来源：仲量联行，中信证券研究部

现代物流仓储设施存放的货物也相对高端。主要是高净值的工业制成品和快递等。而非大宗商品。

供需结构矛盾，天然稀缺资产

过去，我国物流地产长期保持“总量充足，高标仓稀缺”的竞争格局。而行业的供需错配，进一步激化了行业的供需结构。

一方面，近年物流业需求的持续高速增长，2019 年全国社会物流总额达到 298 万亿元，社会物流总费用达到 14.6 万亿元。2015-2019 年的复合增长率达到 8.0%。

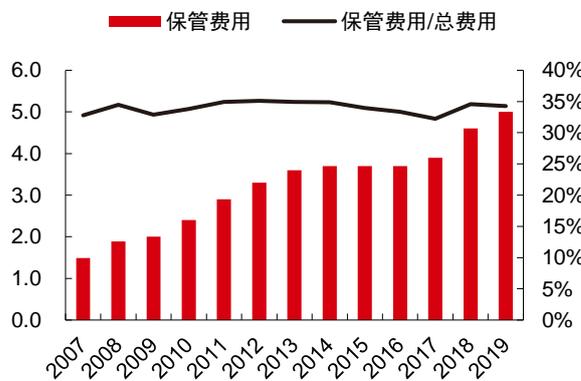
而在供给端，仓储设施面积增速持续放缓，根据中国仓储与配送协会推算，截至 2019 年底，我国营业性通用（常温）仓库面积 10.8 亿平方米，同比增长 1.9%，增速逾 6 年持续下降。2015-2019 年的复合增长率仅为 3.1%。

图 11：全国历年社会物流总额走势及增速 单位：万亿元



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

图 12：社会物流总费用：保管费用 单位：万亿元

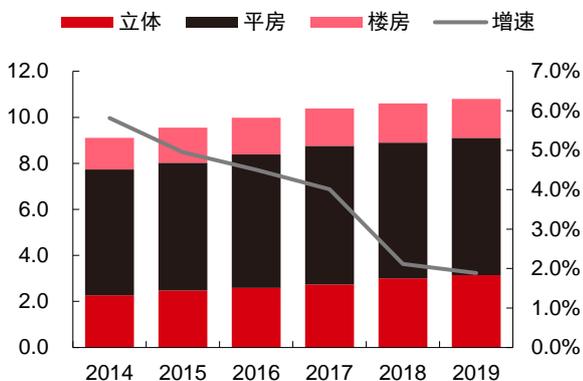


资料来源：国家统计局，中信证券研究部

由于供求错配，物流仓储的经营环境持续向好。2019 年我国主要物流节点仓库平均

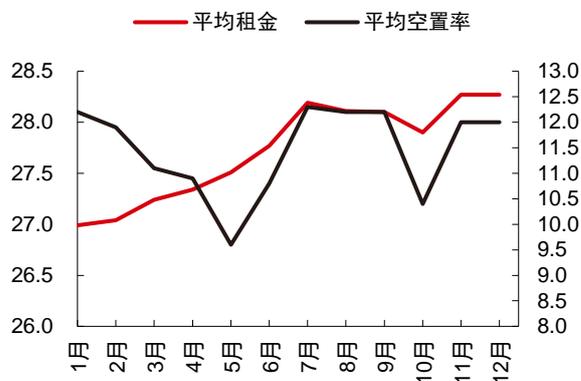
租金为 27.73 元/平方米·月，同比增长 3.5%；主要物流节点城市仓库平均空置率 11.5%，同比降低 0.3%

图 13：通用仓库总面积走势 单位：亿平方米



资料来源：中国仓储业协会，中信证券研究部

图 14：2019 年主要物流节点城市平均租金与平均空置率 单位：元/月·平方米，%

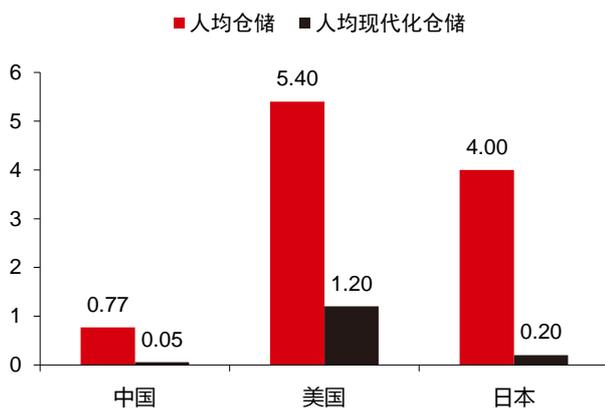


资料来源：中国仓储业协会，中信证券研究部

而这还是通用仓库（包含高标仓和低标仓）的数字，现代物流地产（高标仓）市场存量更为稀缺，截至 2019 年 6 月末，我国现代物流仓储设施面积占总物流仓储设施面积的比例仅约 7%。

非现代仓库往往由零散厂房、“农民仓”等构成，持有相对分散，少有大公司存在。单个面积较大，易形成网络效应的现代物流地产亦是上市物流地产商的主要持有资产。

图 15：我国人均仓储及现代化仓储面积较为稀缺（平方米/人）



资料来源：CIA The World Factbook, CBRE, GLP estimates, 中国仓储与配送协会，中信证券研究部

图 16：典型的现代物流仓储设施



资料来源：嘉民官网

这样的供需关系，长期而言也很难缓和。

一方面，土地端供不应求，低标仓难以改造。近几年，地方政府对于物流仓储用地的出让比例和绝对数量均呈下降趋势。其原因有二：一方面是物流仓储用地已经完成了大量出让阶段；另一方面，物流用地性价比相对较低，不仅出让划拨价格低，而且对当地贡献

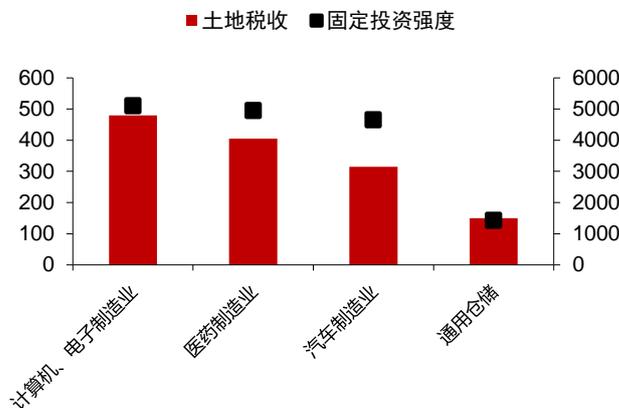
的地均税收、固定投资、GDP 增长和就业人口均低，地方政府出让物流仓储用地动力弱。因而，物流地产土地市场供不应求，土地资源竞争激烈，短期难以改善。

图 17：全国各类土地出让平均单价走势 单位：元/平方米



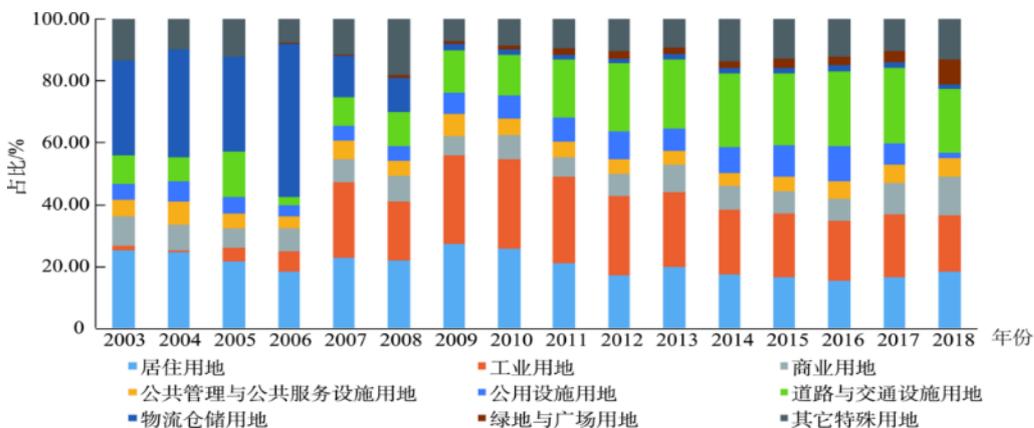
资料来源：地球信息科学学报

图 18：2018 年各类用地的地均税收及固定投资贡献



资料来源：《江西省建设用地指标（2018）》，自然资源部，中信证券研究部 注：此数据为江西省出让土地要求的最低限度，实际值应大于该数据，单位：万元/公顷·年，万元/公顷

图 19：2003-2018 年全国土地出让结构



资料来源：地球信息科学学报 注：2007 年之前，工业用地与仓储用地应合并计算

另一方面，低标仓改造为高标仓亦困难重重。一是大量的低标仓库是零散的小型仓库，其本身所有土地面积已不足以支持改建；二是即是有足够大的面积，改建过程亦需要重新规划审批，其效率相对亦较慢。

图 20: 某典型低标仓: 面积 500 平方米的农民自建仓



资料来源: 物联云仓

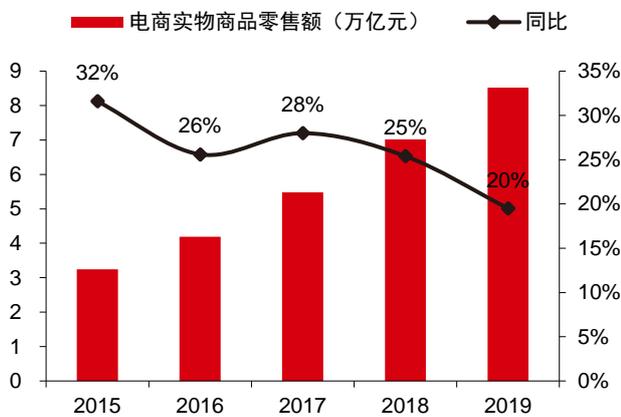
图 21: 某典型低标仓: 某工业园区配套的小型仓库



资料来源: 物联云仓

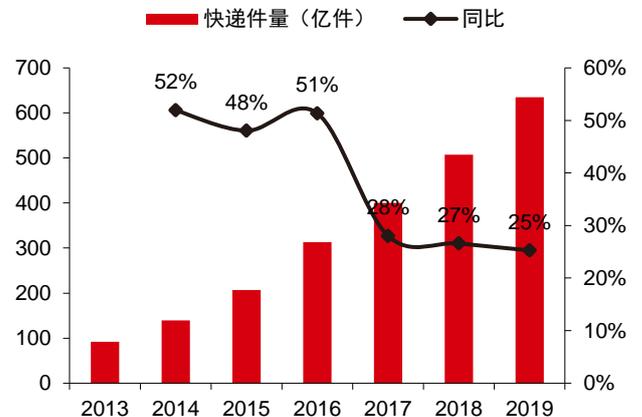
而需求端, 随着互联网零售崛起, 高标仓储需求与日俱增。而受益于 B2C 电商快速发展、叠加零售端渠道变革, 仓储需求增长迅速。过去几年, 电商渗透率持续提升, 电商零售及快递业务量均保持中高速增长趋势。B2C 电商的发展叠加仓配物流业务的扩大, 电商行业对仓储物流的需求持续增长, 中大型电商商家逐步将待售商品放到第三方的仓储中进行管理。同时线下零售分销渠道层级不断缩减、新零售前置仓模式的兴起等零售渠道的变革, 进一步催生了高端仓储物流需求。

图 22: 国内电商实物商品零售增长情况



资料来源: 国家统计局, 中信证券研究部

图 23: 国内快递行业件量增长情况



资料来源: 国家邮政局, 中信证券研究部

图 24：菜鸟针对电器行业的供应链解决方案



资料来源：菜鸟官网

图 25：菜鸟的机器人仓管体系对仓库本身提出了高要求



资料来源：菜鸟网络

特别是在疫情得到控制后，我们亦可以看到整个亚太地区网络零售继续提升，物流地产也因此成为了全球范围内表现最为优秀的基础资产。

表 5：亚太地区电商渗透率有望在疫情之后进一步提升

	中国	印度	新加坡	韩国	日本	澳大利亚
2019	28.20%	4.70%	9.20%	28.20%	9.10%	10.80%
2024E（疫情前）	40.40%	8.50%	14.50%	38.20%	11.60%	14.00%
2024E（疫情后）	40.40%	11.20%	17.50%	39.40%	12.70%	15.00%

资料来源：公司公告（含预测），中信证券研究部

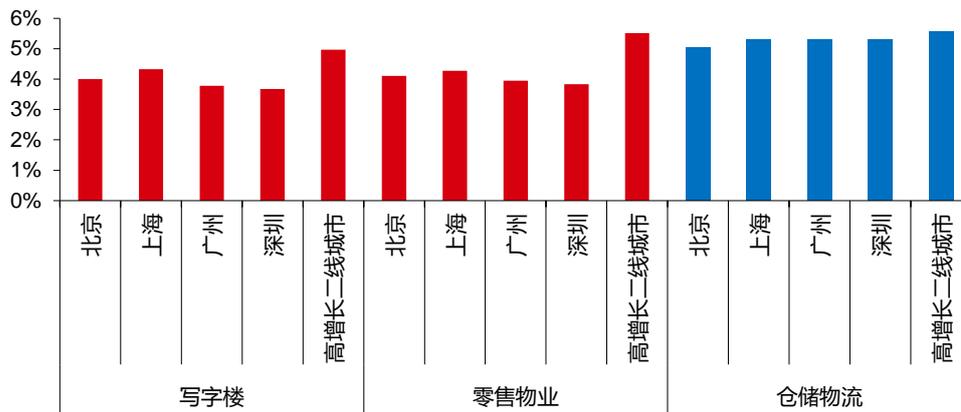
表 6：今年以来各类大类资产 REITs 收益率

	写字楼	零售	酒店	物流	数据中心
中国香港	-28.30%	-23.80%	-45.20%	19.80%	-
美国	-27.80%	-52.90%	-50.50%	10.00%	28.30%
欧洲	-34.80%	-61.10%	-38.00%	12.10%	-
日本	-27.60%	-30.10%	-37.20%	23.00%	-
新加坡	-20.20%	-24.10%	-35.90%	13.20%	25.50%
澳大利亚	-28.70%	-34.80%	-	38.90%	-

资料来源：公司公告，中信证券研究部 注：收益率截止至 2020 年 8 月 14 日

总而言之，我们看好高标准物流仓储设施的需求持续性。目前的现代物流仓储设施供需关系持续优化。现代仓储无法满足上游产业日益增长的需求，物流仓储空置率持续下降；而短期供给无法迅速放大，这将进一步推高物流仓储资产的租金回报率。

图 26：重点监测城市主要资产类别的投资净回报率



资料来源：CBRE，中信证券研究部

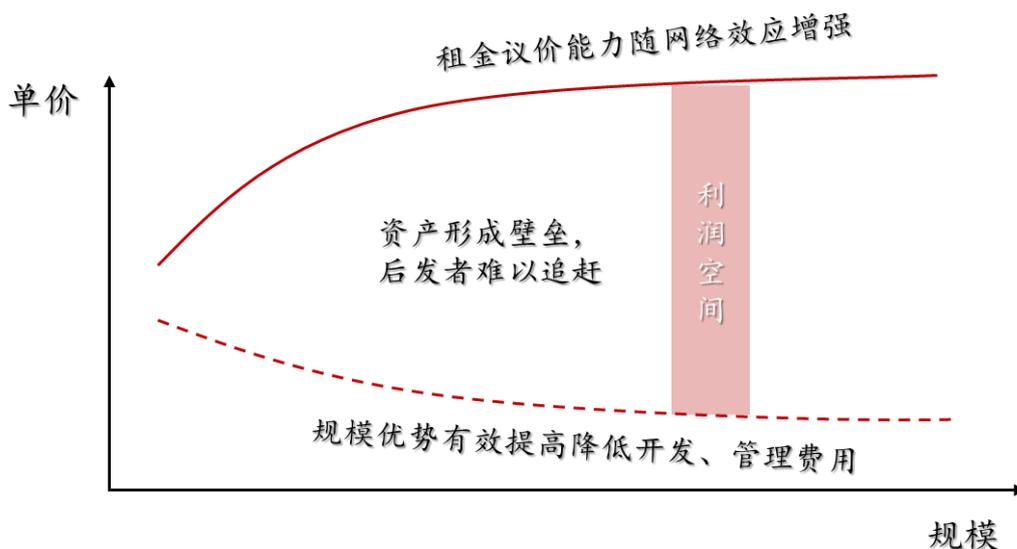
规模经济+网络效应，自稳固的护城河

而由于现代物流地产供给稀缺的先天特点，物流地产是一个强者恒强的行业，现在已经入局且形成了一定规模的公司具有规模上的先发优势。

物流地产极为重视位置，而在供给有限的情况下，已经持有的资产形成壁垒，后发者难以替代。

庞大的规模还可以在协商建设合约及设施管理合约，以及优化人力资源时有效控制成本，形成规模经济。除此以外，庞大的规模和宽广的布局可以帮助公司形成网络效应，有利于公司获取客户资源。

图 27：物流地产行业的经营特性



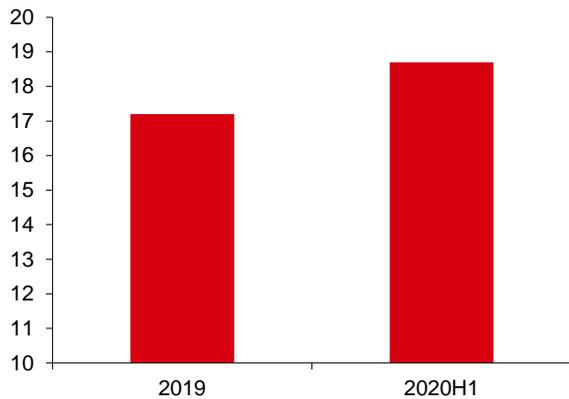
资料来源：中信证券研究部绘制

■ 经营管理能力全面，资本循环顺畅

规模优势初成

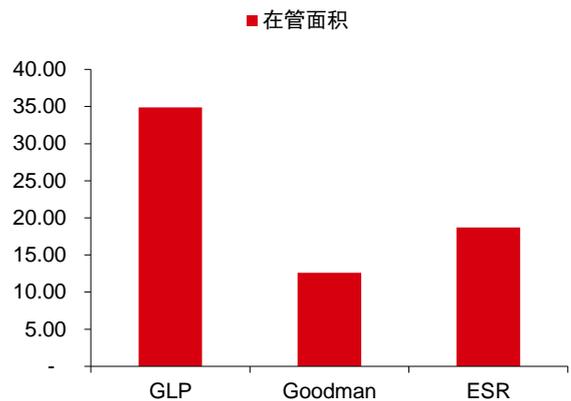
公司 20H1 总资产管理规模达 265 亿美元，总 GFA1,870 万平方米。在亚太地区按照总规模口径，已经是专注于亚太区的第一大物业地产运营商。而按照在管面积口径，也已经超过 Goodman 的 12.6 百万平方米，仅次于普洛斯。

图 28：公司物业管理面积（百万平方米）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

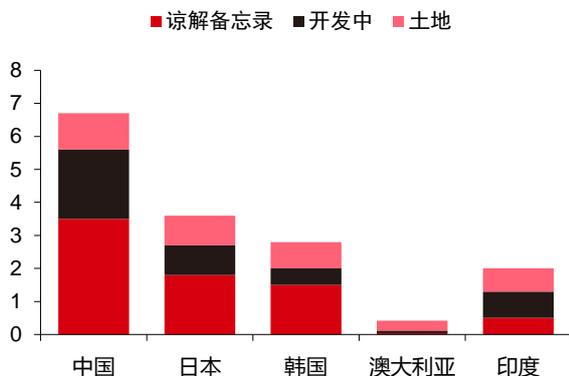
图 29：公司亚太区地区的在管面积仅次于普洛斯



资料来源：各公司公告，中信证券研究部，注：GLP 截至 2017 年，Goodman 截至 20 年 8 月，ESR 截至 20 中报

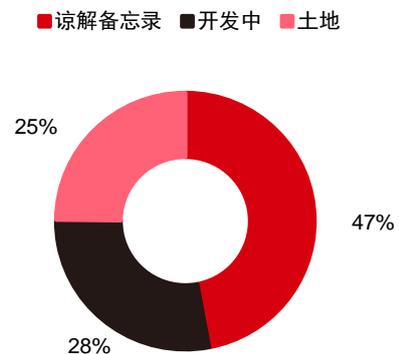
公司亦拥有丰厚储备资源用于发展。公司也是中国（北京、上海、广州城市圈）、东京城市圈、大阪城市圈及首尔储备开发项目量最多的公司。截至 2020 年 6 月，公司旗下组合的开发项目储备超过 15.3 百万平方米，当中包括土地储备超过 3.8 百万平方米。

图 30：公司开发项目储备（百万平方米）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 31：公司开发项目储备结构

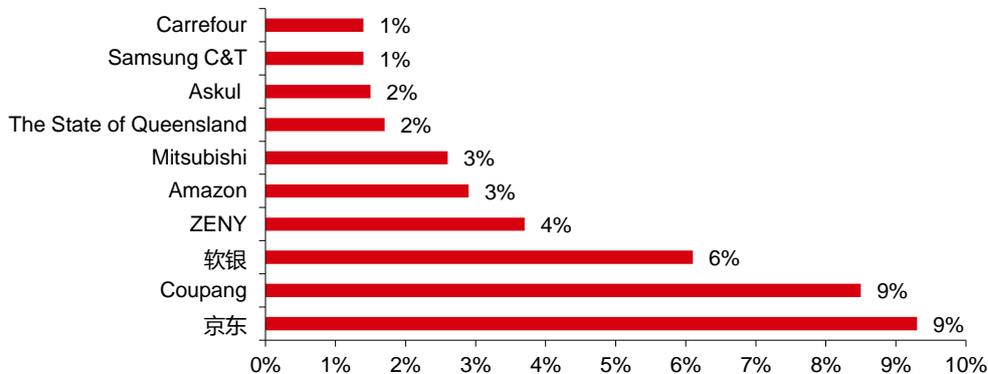


资料来源：公司公告，中信证券研究部

公司庞大的规模和广阔的布局形成了相当的网络效应。网络效应可以使公司随着租户的业务增长和扩张为其提供最佳的区域解决方案，而这一特性将会吸引更多的优质国际客

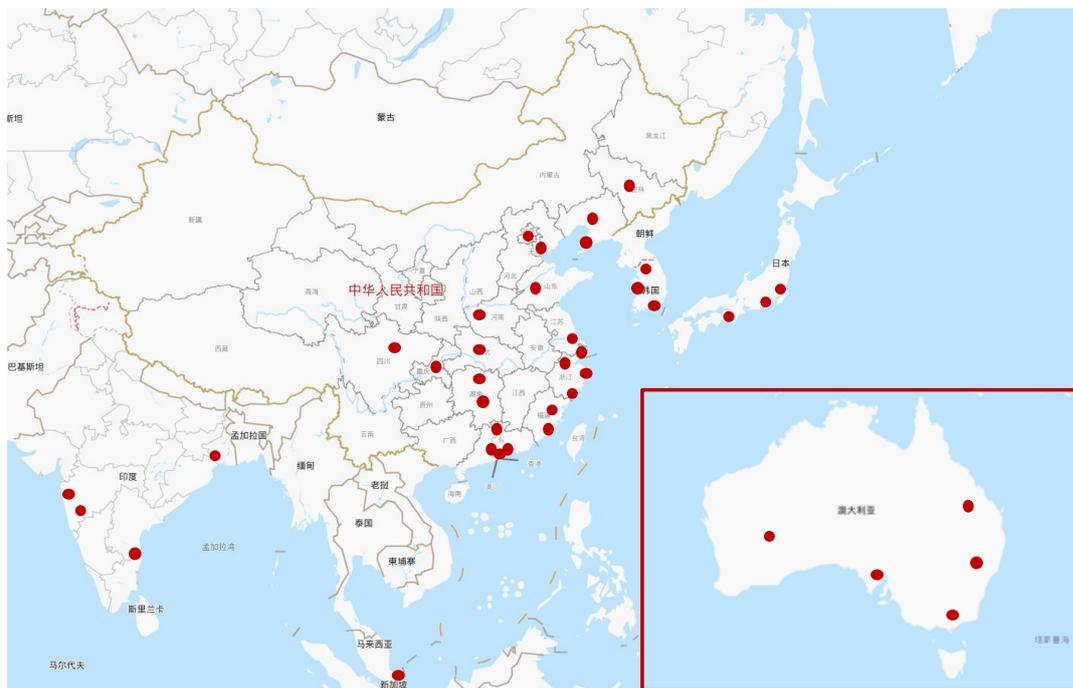
户。目前，公司拥有大量客户资源，其中包括京东、亚马逊、Coupang、宝马、三星等优质客户。

图 32：2019 年按收入划分前十大客户



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 33：公司物流地产布局示意图



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

而公司从亚太地区物流地产的后起之辈成长为如今的一哥，与公司本身的极致、专业的运营管理和经营模式也密不可分。

管理经验丰富，国际资本加持

公司三位创始人都曾供职于 Prologis，其中沈晋初先生在 2004 年从戴德梁行转入

Prologis，而彼时 Prologis 刚刚进入中国开展业务不到一年的时间，可以说是 Prologis 中国区业务的创业元老级人物。三位创始人丰富的经验和资源有力助推 ESR 成长为如今的亚太第一的物流地产平台。

来自于外资的先进理念和公司国际化的布局也成功吸引了国际金融市场的关注，战略股东中不仅有联合创始人美国大型私募基金华平投资，还不乏 APG、OMERS、高盛、通用电气养老信托等国际知名机构。

表 6：公司的战略股东简介

机构	简介
华平投资	美国大型私募，联合创始人
京东物流	京东集团旗下物流公司
SK 集团	SK 集团，韩国第三大跨国企业
OMERS	加拿大最大的养老基金之一
APG	荷兰养老基金投资管理公司
Goldman Sachs	国际领先的投资银行
通用电气养老信托	通用电气旗下养老信托

资料来源：公司公告，中信证券研究部

公司成立的基金和投资公司中的合作方往往是国内外知名的长线投资机构，例如 GIC、CPP（加拿大养老基金）、新华保险等。

表 7：公司近两年成立的基金和投资公司

时间	地域	基金/合资企业/REITs	规模（百万美元）
2020 年	中国	与 GIC 成立合资企业	500
2020 年	中国	与宏利成立核心基金	-
2020 年	澳大利亚	与 GIC 成立 EALP	416
2020 年	韩国	与 APP 和 CPP 成立开发基金	1,000
2020 年	韩国	ESR Kendall Square REIT	327
2020 年	日本	与 AXA 成立合资企业	257
2019 年	中国	与新华保险成立核心基金	277
2019 年	澳大利亚	EALT 物流信托	120
2019 年	澳大利亚	EOP IV 投资基金	94
2019 年	日本	RJLF III	1,800

资料来源：公司公告，中信证券研究部

三大板块协同，形成畅通的资本循环

公司搭建了三大板块构成的业务模型。形成了畅通的资金循环，实现轻资产平台发展模式的同时也为公司提供高度独立于物业价值的稳定费用收入。

公司以三大板块作为业务支柱，分别为投资部门、基金管理部门和发展部门。其中投资部门主要收益为租金、基金投资收益和物业公允价值变动收益；基金管理部门收益主要为管理费用；发展部门收益主要为开发建设收入和出售开发物业的收入。

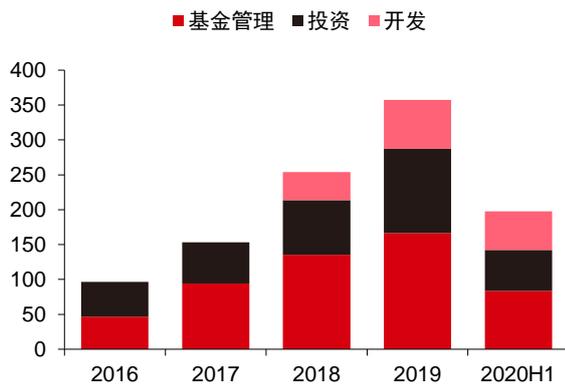
图 34：公司三大业务板块及主要推动力



资料来源：公司公告

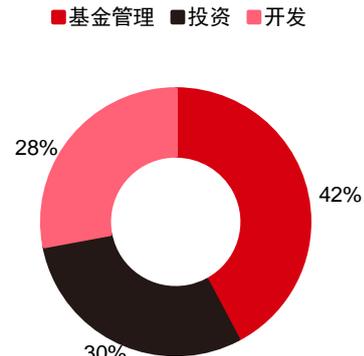
三大板块业务在构筑资金循环的同时也多样化了公司的收入结构，2020 年上半年，投资、基金管理和开发收入分别占总收入的 30%/42%/28%。

图 35：公司历年收入结构



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 36：公司 2020 年上半年收入结构



资料来源：公司公告，中信证券研究部

四大能力均衡，高效率的资产运营

运营能力是底层资产顺利经营的基础，公司拥有高效率的资产运营体系。

建设能力强，可满足速度和质量的双重需求。一般来讲，基于市场及物业类型，公司通常需约 12 至 24 个月开发（自收购土地至稳定营运）投资组合资产，符合业内标准。另外，公司建设能力亦能满足现代物流设施的高标准，为租户提供高质量的物流地产项目。

图 37：公司在 11 个月内完成建设并交付 Kunshan Friend I 设施



资料来源：公司公告

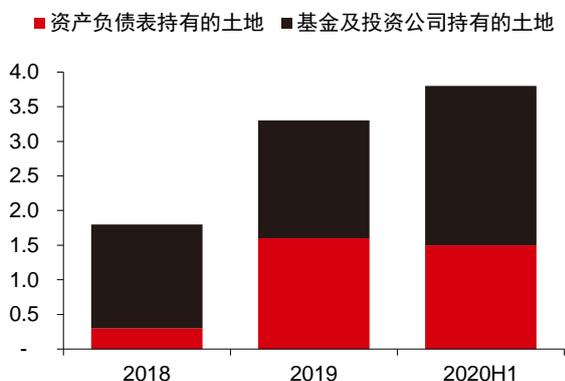
图 38：公司建设的亚大区最大单体仓储项目-尼崎配送中心



资料来源：公司公告

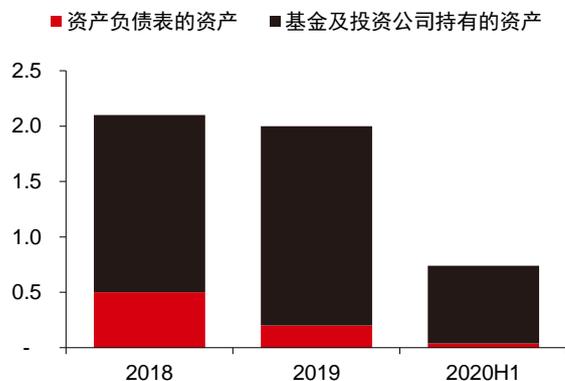
土储能力保障未来顺畅发展。公司近年一直保持稳定土储规模增长，能够保证开发需求，2020 年上半年土地储备 3.8 百万平方米，较 2019 年增加 1 百万平方米，投资节奏渐升。

图 39：公司土地储备规模（百万平方米）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

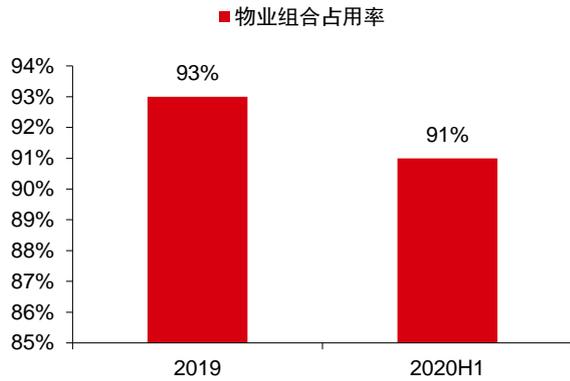
图 40：公司新开工项目规模（十亿美元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部；注：按估计投资价值

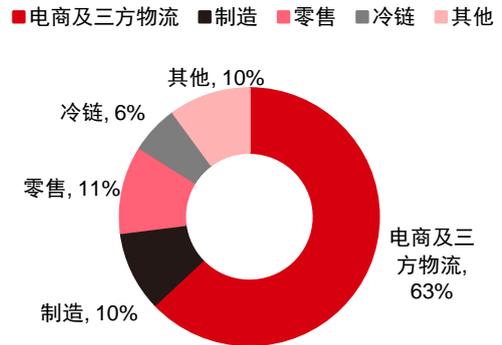
强大客户资源保障招商运营能力。一方面，公司拥有长期稳定的战略合作伙伴（如京东），另一方面，公司客户资源中电商占比较高，相对来讲更加优质。公司优质且稳定的客户储备可以保证建成物流地产快速进入稳定期，达到出表标准，且在其后能够将出租率稳定在较高水平。2019 年公司表内稳定期物业出租率达 93%，20 上半年受疫情影响微降至 91%。

图 41: 公司物业组合租率



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 42: 公司客户行业出租面积结构



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

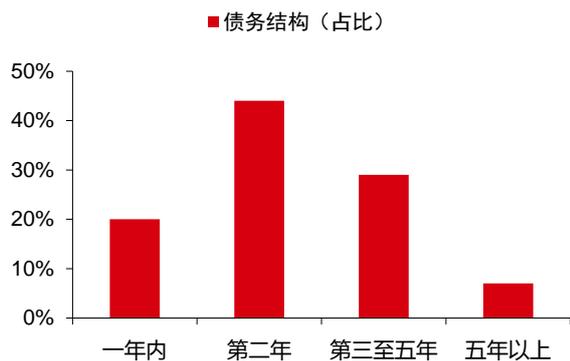
多元化资金来源强化融资能力。公司 2020 年上半年加权平均利率保持在 5.0%，处于合理水平。同时，公司保持合理的债务结构以及多元化的货币结构，保证持续发展、对冲外汇风险。

表 8: 公司借款成本有所下降

时间	融资项目	年利率
2019 年 2 月	350 百万新加坡元固定利率票据	6.75%
2019 年 4 月	425 百万美元固定利率票据	7.875%
2020 年 2 月	225 百万新加坡元五年期票据	5.10%
2020 年 3 月	250 百万美元三年期有期贷款	Libor+3%

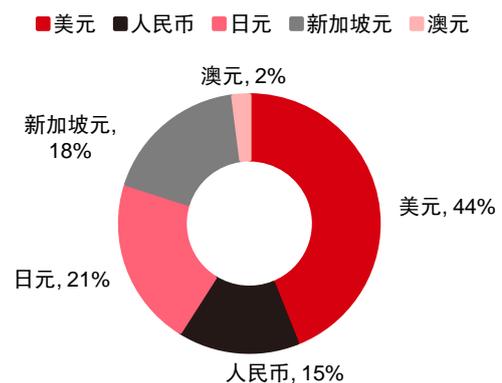
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 43: 公司债务结构 (截至 2020H1)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 44: 公司银行贷款及其他借款货币结构 (截至 2020H1)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

轻重结合, 打开股东回报弹性

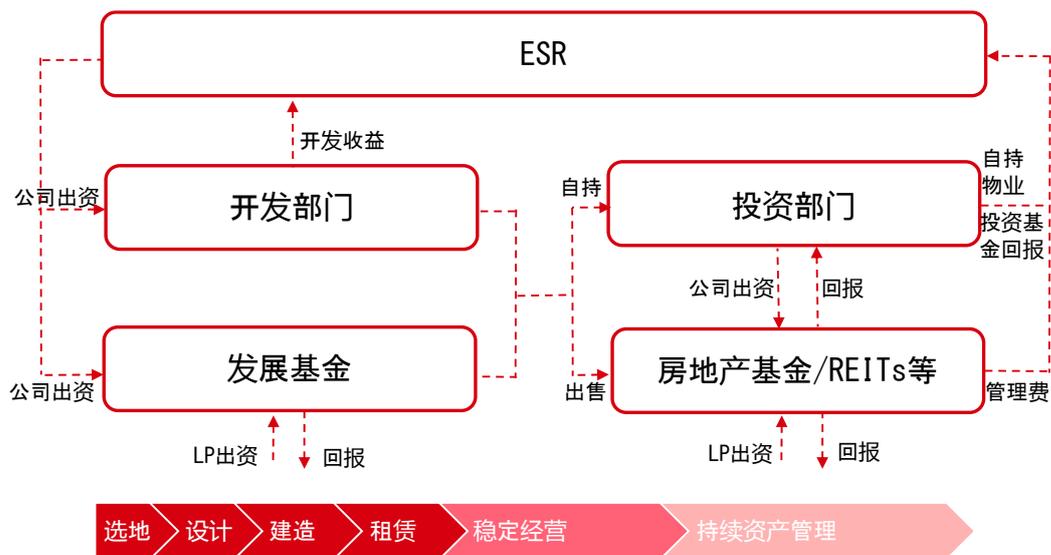
公司不仅在资产运营层面有高效和极致的运营效率, 在股东回报方面, 公司亦有独特之处。其可以用最快的速度使建设物业达到稳定期或者出表标准, 实现出表并回笼资金,

这是公司资本运作的重要一环。

相较于传统的“开发-培育-出售”模式，公司在开发环节就开始募集资金，进一步提高了资本运作效率。

具体来说，公司以三大板块构建资金循环通道，利用自身发展部门物色、设计、建设资产，并将营运稳定的资产售予公司所管理管理的基金及投资公司（亦可能售予不动产投资信托基金），以实现发展利润，实现资金回流，用作日后项目发展。

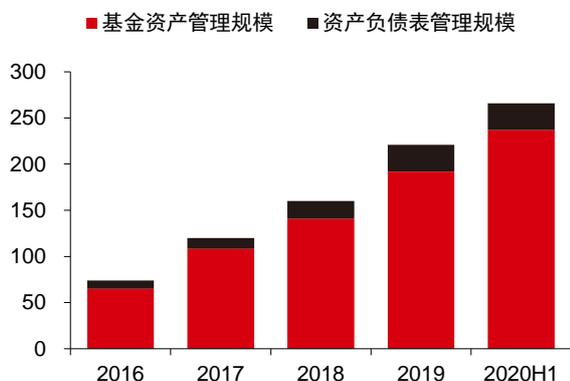
图 45：公司资本循环示意图



资料来源：中信证券研究部绘制

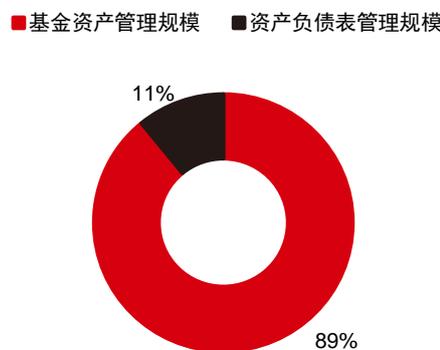
公司顺畅的资本运作模式放大了经营杠杆，使公司以极少的资本撬动了庞大的在管规模，实现更高的经营回报。2020 年上半年，公司总在管规模达到 265 亿美元，其中 237 亿美元为基金管理，29 亿美元为公司表内资产，分别占在管总资产的 89%/11%。

图 46：公司资产管理规模



资料来源：公司公告，中信证券研究部

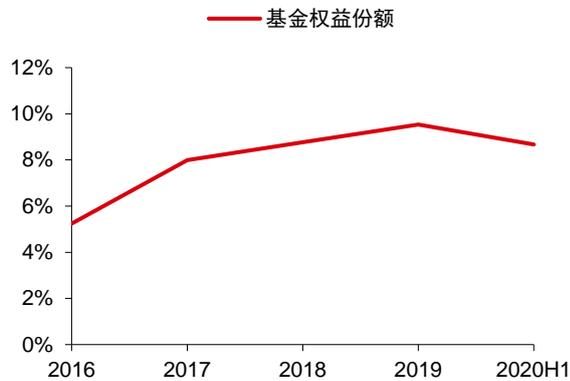
图 47：公司资产管理规模结构



资料来源：公司公告，中信证券研究部

根据资产负债表口径估算，2020年上半年公司总资产管理规模/净资产比例为 8.3。其中基金权益份额占基金管理规模比例为 9%，也就是说，由基金平台撬动的杠杆能够达到 11.5x。

图 48：公司基金权益份额



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 49：公司总资产管理规模/净资产



资料来源：公司公告，中信证券研究部

表 9：公司整体经营杠杆率估算

	2016	2017	2018	2019	2020H1
投资性房地产	9.4	11.9	18.9	27.9	25.9
基金权益资产	3.4	8.6	12.3	18.3	20.6
其中：					
于联合营公司之权益	2.0	3.1	4.1	7.0	9.1
按公允价值计入其他全面收益之金融资产			4.8	5.4	5.3
按公允价值计入损益之金融资产	1.4	3.6	3.4	5.9	6.1
可供出售投资	0.0	1.9			
表内资产及权益份额	12.8	20.5	31.2	46.2	46.4
表内资产及权益资产/净资产	1.5	1.2	1.3	1.4	1.5
基金在管规模/基金权益份额	19.1	12.5	11.4	10.5	11.5
总资产管理规模/净资产	8.7	7.0	6.9	6.8	8.3

资料来源：公司公告，中信证券研究部

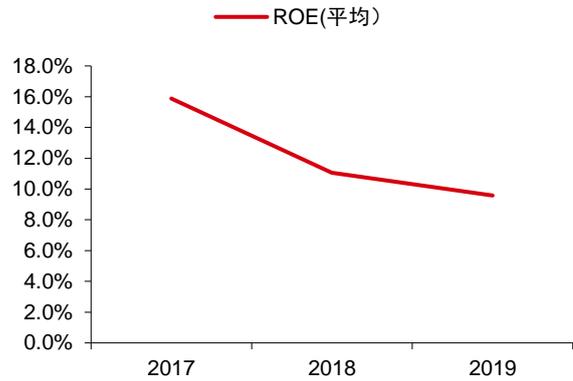
极致的资本运作叠加高效的经营运转效率，公司可实现很好的经营回报。2019 年，公司总资产周转率 7%，ROE 达到 9.58%。

图 50: 总资产周转率



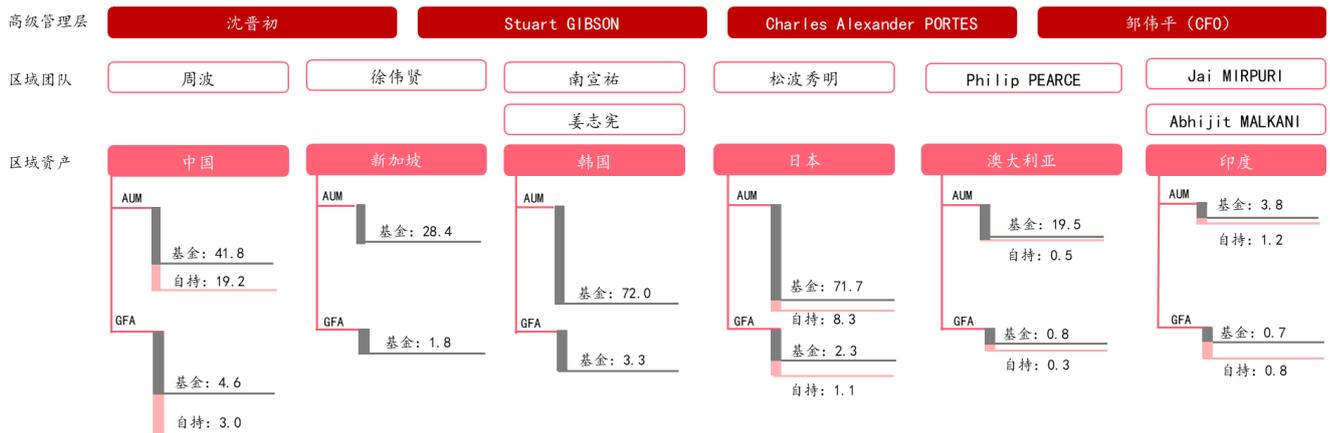
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 51: 净资产收益率 (平均)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 52: 公司治理结构及区域资产的轻重分布



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

表 10: 公司 20H1 在管基金及投资公司

	成立日期	分类	AUM (百万\$)	股本承诺 (百万\$)	未催缴股本 (百万\$)	ESR 权益份额 (%)	GFA (千 sqm)
中国							
e-Shang Star Cayman Limited	2014	发展	1,827	863	156	25.6	2,017
RCLF I	2012	发展	685	440	-	2.3	1,009
China Invesco Core Fund	2017	核心	323	190	-	16.3	371
NCI Core Fund	2019	核心	275	159	-	10	325
GIC	2019	发展	899	500	396	51	637
Manulife	2020	核心	168	265	93	1.5	219
日本							
RJLF II	2018	发展	1,650	582	109	0	587
ESR Japan Core Fund	2018	核心	1,025	396	-	17	421

RJLF III	2019	发展	1,661	703	537	20	318
其他	-	发展	2,836	1,134	504	-	1,016
韩国							
South Korea Development Fund I	2015	发展	3,224	1,150	337	20	2,356
South Korea Core Fund	2018	核心/核心增益	1,248	500	153	10	613
South Korea Development Fund JV 2	2020	发展	2,466	1,000	978	20	160
AMC Projects	-	核心	260	NA	NA	NA	186
新加坡							
Sabana REIT	2006	REIT	601	NA	NA	20.9	383
ESR REIT	2010	REIT	2,240	NA	NA	9.3	1,403
澳大利亚							
PEP	2016	增值	3	48	0	25	3
50 Ann PEP	2017	核心增益	137	62	0	25	26
PAIP II	2015	核心增益	221	99	0	17.5	150
PCII	2015	核心	24	10	0	7.5	10
POP III	2019	核心增益	90	41	0	11.2	20
PACT	2017	增值	216	54	0	15	15
EALT	2019	核心增益	232	121	55	20	94
EOP IV	2019	核心增益	103	45	0	11.2	22
EALP	2020	核心增益	925	416	187	55	465
印度							
ESR India Logistics Fund	2018	发展	378	226	95	50	664
合计			23,718	9,003	3,601		13,488

资料来源：公司公告，中信证券研究部

■ 风险提示

公司跨国经营，各国团队独立性较强，缺乏协同的管控风险；物流地产土地获取困难，公司净利润的再投资风险；部分区域物流用地供应结构性增加的风险；网络零售增长不及预期的风险。

■ 盈利预测与公司评级

盈利预测

我们对于公司未来的盈利做出预测。

公司的营业收入由三大板块构成：

基金管理业务；开发业务营业收入主要包括开发基金出售资产收入以及出售资产负债表上资产收入。公司投资业务营业收入包括自持项目中租金收入、投资收入、参股基金份额中对应的股息和分成收入。

表 11: 基金管理费的收费概览

管理费类型	具体标准
基本管理费	基金承诺期的基本管理费通常介乎承诺或投资资本的 1%至 2% (每年), 基金承诺期届满后通常为投入资本的 1%至 2% (每年)
资产管理费	为投入资本的 1% (每年) 或相关基金所拥有物业资产总值的 0.5% (每年)
开发费	介乎物业建设及开发总成本 (不包括土地成本及融资成本) 的 4%至 5%
收购费	土地收购的收购费通常介乎土地成本的 1%至 1.75%, 物业收购的收购费则通常介乎物业成本的 0.5%至 1.75%。
租赁佣金	租金视乎租期通常介乎 1 至 2.5 个月的平均租金。

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

表 12: 公司分业务收入及毛利率预测汇总 单位: 百万美元

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
营业收入	254.15	357.37	426.61	496.95	552.86	615.42
YoY	66%	41%	19%	16%	11%	11%
基金管理	135.58	166.72	207.36	248.83	273.72	301.09
YoY	44%	23%	24%	20%	10%	10%
投资分部	77.90	120.79	138.91	159.74	183.71	211.26
YoY	32%	55%	15%	15%	15%	15%
发展分部	40.66	69.86	80.34	88.37	95.44	103.08
YoY		72%	15%	10%	8%	8%
毛利	210.41	276.20	335.70	391.20	427.97	499.91
毛利率(%)	82.79	77.29	78.69	78.72	77.41	81.23

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

分部估值法

分部估值法是目前市场最广泛接受的物流地产估值框架。我们也对不同板块采用不同 EV/EBITDA 倍数, 得出公司的企业价值, 再剔除净负债和少数股东权益, 得出公司的股权价值。

表 13: 公司分部 EBITDA 测算表

科目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
基金管理					
收入	135.58	166.72	207.36	248.83	273.72
YoY	44%	23%	24%	20%	10%
EBITDA	110	132	166	199	219
YoY	38%	20%	26%	20%	10%
基金资产管理规模	140.8	192.0	230.4	276.5	304.1
YoY	30%	36%	20%	20%	10%
开发部门					
收入	40.7	69.9	80.3	88.4	95.4
YoY		72%	15%	10%	8%
经营开支	-57.54	-97.58	-112.22	-123.44	-133.32
投资物业公允价值变动	63	158	165	215	258
按公允价值计的金融负债及资产公允价值变动	32	39	43	47	51
分占合营联营公司盈利及亏损	35	60	62	63	65
EBITDA	116	245	238	290	336

科目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
投资部门					
收入	77.90	120.79	138.91	159.74	183.71
YoY	32%	55%	15%	15%	15%
经营开支	-22.89	-35.46	-40.78	-46.90	-53.93
投资物业公允价值变动	110	69	69	69	69
按公允价值计的金融负债及资产公允价值变动	13	36	36	36	36
分占合营联营公司盈利及亏损	30	33	38	43	48
股息收入	26	34	44	52	58
YoY	139%	32%	30%	20%	10%
EBITDA	234	256	284	312	340
其他损益变动					
外汇收益	-0.87	-1.11	0.82	-0.39	-0.23
其他未分配收益	7.19	11.12	6.18	8.17	8.49
其他未分配开支	-57.65	-75.15	-59.92	-64.24	-66.44
以权益结算的购股权开支	-23.16	-18.47	-17.85	-19.83	-18.71
总 EBITDA	384.21	549.09	616.98	725.47	818.14

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

物业发展板块我们参考行业主流开发建设类公司采用 8 倍 EV/EBITDA 估值。对基金管理和投资板块的估值我们参考行业内可比物流地产公司的 25 倍。

我们通过分部估值法得出 ESR 目标价为 32.65 港元，首次覆盖，给予公司“买入”的投资评级。

表 14：ESR 分部估值表

科目	2021E EBITDA	EV/EBITDA 倍数	分部企业价值
基金部门	199.1	25.0	4,977
开发部门	311.5	8.0	2,492
投资部门	312.4	25.0	7,811
未分配成本	-76.3	6.0	-458
企业价值			14,651
净负债			1,687
少数股东权益			225
股权价值			12,740
股数（百万股）			3,060
美元兑港币汇率			7.83
每股股价（港元）			32.65

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

利润表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	261	360	427	497	553
营业成本	(44)	(81)	(91)	(106)	(125)
毛利率	83.26%	77.45%	78.69%	78.72%	77.41%
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	0	0	0	0	0
营业费用率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
管理费用	(155)	(198)	(237)	(276)	(307)
管理费用率	59.14%	55.13%	55.52%	55.52%	55.52%
财务费用	(103)	(172)	(144)	(185)	(235)
财务费用率	39.57%	47.90%	33.86%	37.20%	42.46%
投资收益	94	143	110	166	183
营业利润	271	360	378	428	478
营业利润率	103.54%	100.11%	88.56%	86.11%	86.44%
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	271	360	378	428	478
所得税	(58)	(82)	(89)	(96)	(110)
所得税率	-21.33%	-22.74%	-23.52%	-22.53%	-22.93%
少数股东损益	10	33	23	27	34
归属于母公司股东的净利润	203	245	266	304	334
净利率	77.69%	68.12%	62.36%	61.26%	60.39%

资产负债表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	581	884	1,067	1,242	1,382
存货	0	0	0	0	0
应收账款	288	218	310	409	398
其他流动资产	0	94	94	94	94
流动资产	869	1,196	1,471	1,745	1,874
固定资产	21	31	55	75	91
长期股权投资	414	698	698	698	698
无形资产	374	445	445	445	445
其他长期资产	2,753	3,982	4,908	5,958	7,021
非流动资产	3,562	5,156	6,106	7,175	8,254
资产总计	4,432	6,352	7,577	8,921	10,128
短期借款	436	232	199	932	603
应付账款	112	211	667	440	587
其他流动负债	307	45	39	39	41
流动负债	855	489	904	1,412	1,231
长期借款	1,024	2,339	2,839	3,339	4,339
其他长期负债	234	273	293	312	331
非流动性负债	1,258	2,612	3,131	3,651	4,670
负债合计	2,114	3,101	4,035	5,062	5,901
归属于母公司所有者权益合计	2,090	3,026	3,294	3,583	3,918
少数股东权益	228	225	248	275	309
股东权益合计	2,318	3,251	3,542	3,858	4,228
负债股东权益总计	4,432	6,352	7,577	8,921	10,128

现金流量表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	271	360	378	428	478
所得税支出	58	82	89	96	110
折旧和摊销	10	16	8	12	16
营运资金的变化	11	27	356	324	159
其他经营现金流	133	212	258	293	337
经营现金流合计	79	56	395	274	207
资本支出	121	478	31	31	31
投资收益	94	143	110	166	183
其他投资现金流	760	422	614	719	655
投资现金流合计	787	756	536	584	503
发行股票	361	601	2	15	1
负债变化	585	2,080	467	1,233	671
股息支出	0	0	0	0	0
其他融资现金流	257	1,657	144	185	235
融资现金流合计	689	1,024	324	1,033	437
现金及现金等价物净增加额	19	324	182	176	140

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	70.23%	37.73%	18.52%	16.49%	11.25%
营业利润增长率	-0.95%	33.17%	4.85%	13.25%	11.68%
净利润增长率	9.01%	20.75%	8.51%	14.44%	9.67%
毛利率	83.26%	77.45%	78.69%	78.72%	77.41%
EBITDA Margin	143.3%	143.3%	118.9%	120.2%	125.5%
净利率	77.69%	68.12%	62.36%	61.26%	60.39%
净资产收益率	9.71%	8.10%	8.08%	8.50%	8.52%
总资产收益率	4.58%	3.86%	3.51%	3.41%	3.30%
资产负债率	47.7%	48.8%	53.3%	56.7%	58.3%
所得税率	21.33%	22.74%	23.52%	22.53%	22.93%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH11994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行家的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号 53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。