

## 物流地产行业全球龙头系列研究 之一

---

# ProLogis：全球物流地产领导者

陈聪，扈世民  
联系人：李金哲

2020年7月25日

# CONTENTS

## 目录

---

1. 全球物流地产REITs领导者
2. 三部门支撑未来强劲增长
3. 优质物业助降低公司风险

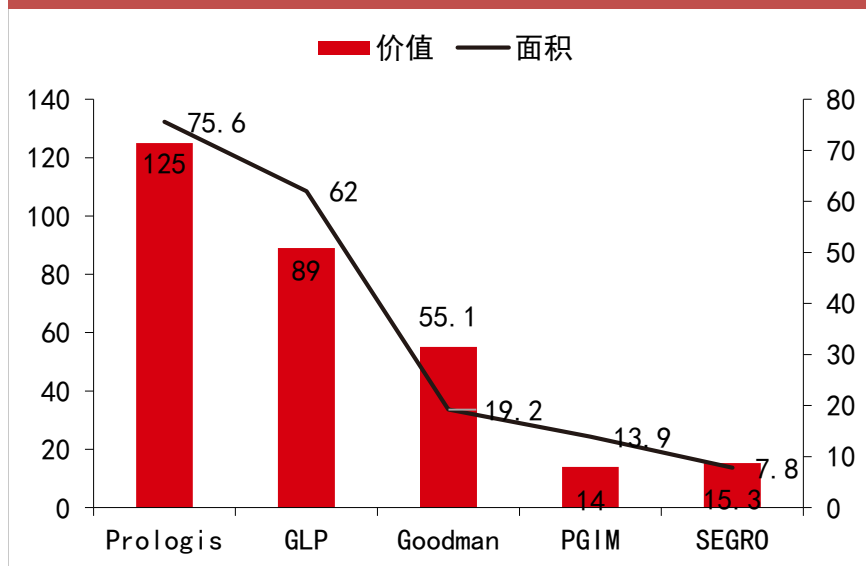
# 1.公司概况：全球物流地产REITs领导者

---

# 1.1 全球物流地产行业领导者

- **ProLogis（安博）是全球物流地产行业的领导者，具有REITs架构**
  - 75.6百万平方米的物业面积
  - 物业个数达4660个（建筑物）
  - 客户达5500个

### 2019年全球物流地产领导公司管理资产



资料来源：各公司公告，中信证券研究部（十亿美元，百万平方米）

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

### 2019年北美物流地产领导公司管理物业

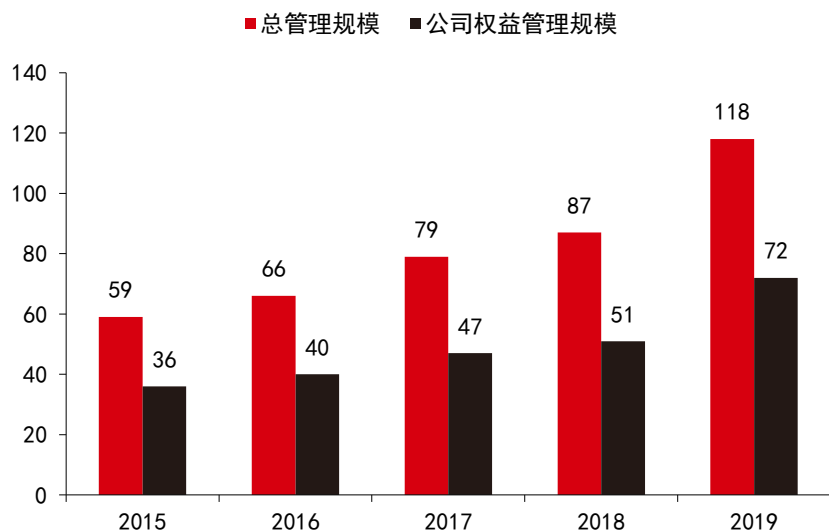


资料来源：彭博，中信证券研究部（百万平方米）

# 1.1 全球物流地产行业领导者

- 在管资产超1180亿美元，2015-2019 CAGR 19%
- 在管面积75.6百万平方米，2015-2019 CAGR 8%

### 公司资产管理规模

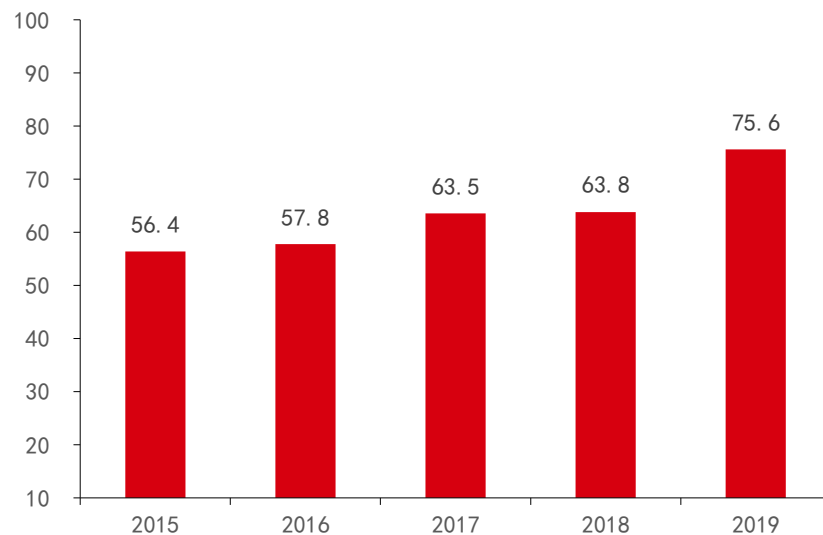


资料来源：公司公告，中信证券研究部（十亿美元）

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

### 公司在管面积情况

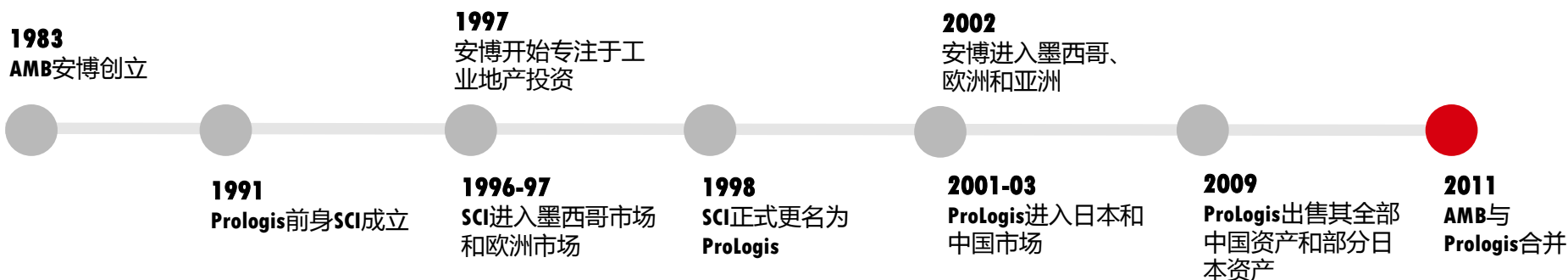


资料来源：彭博，中信证券研究部（百万平方米）

## 1.2 现ProLogis由安博和前ProLogis合并而来

- 安博（AMB）于1983年创立；ProLogis前身SCI于1991年创立
- 受金融危机影响，ProLogis于2009年出售其中国全部资产和部分日本资产，后来这部分资产成为现今的普洛斯（GLP），而ProLogis则不得再使用普洛斯的中文名字进行经营
- 2011年AMB与ProLogis合并，ProLogis以安博的中文名字重返中国市场

### 公司历史沿革

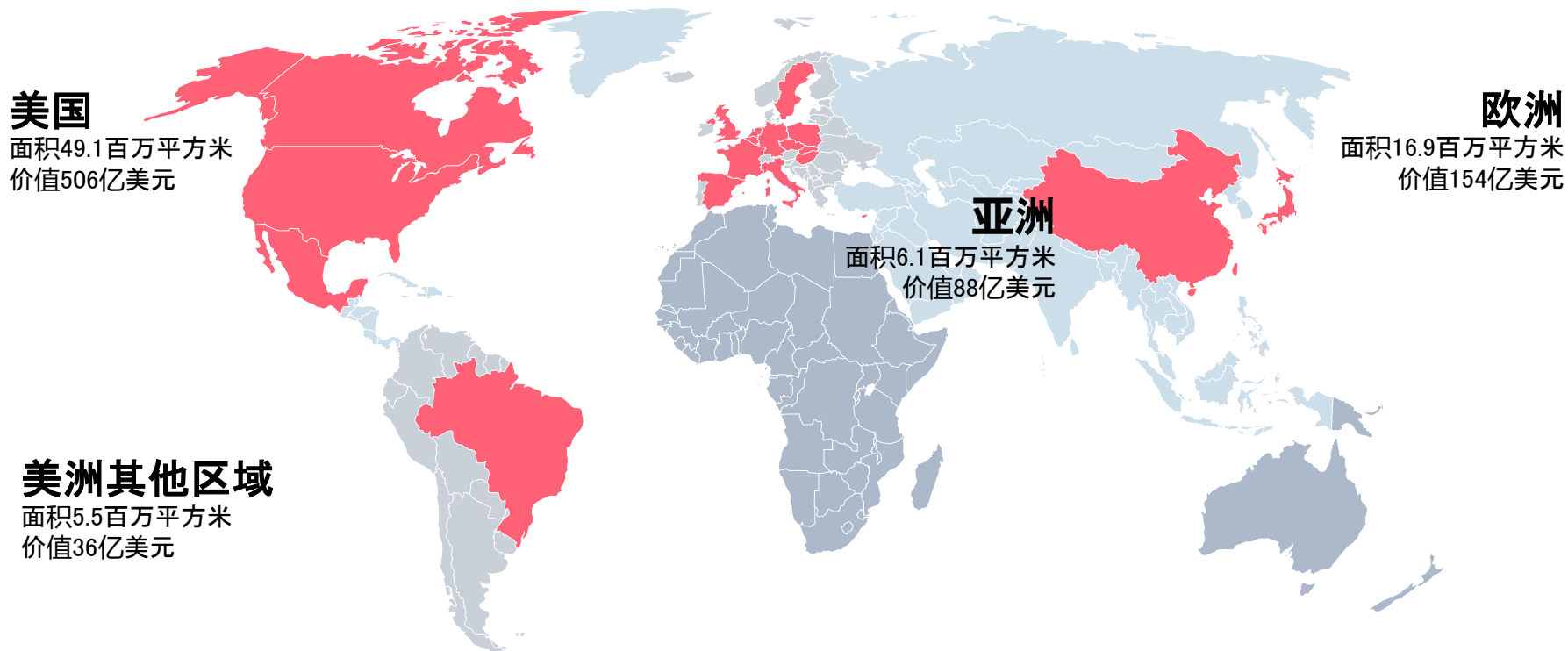


资料来源：公司公告，中信证券研究部  
 “慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

# 1.3 管理物业遍布全球19个国家

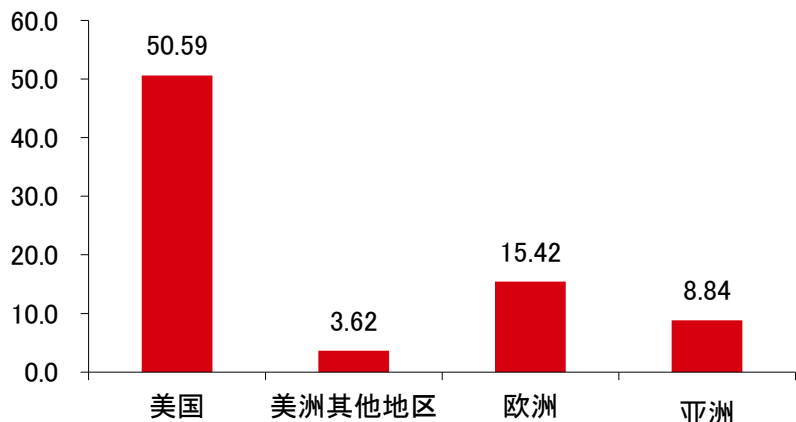
## ProLogis运营物业布局



资料来源：公司公告，中信证券研究部（截至2020Q1，物业价值不包括开发中物业和土地储备）

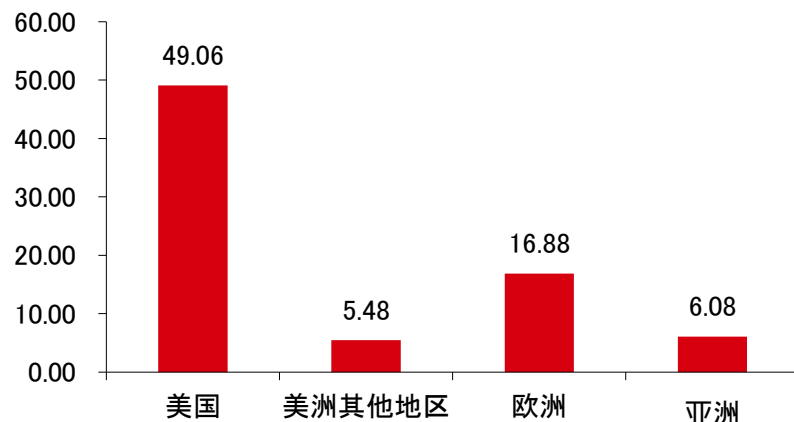
# 1.3 管理物业遍布全球19个国家

### 2019年公司运营资产分布（账面价值）



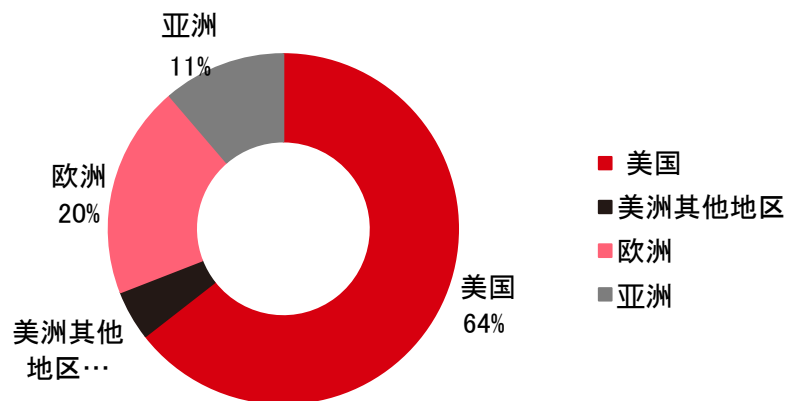
资料来源：公司公告，中信证券研究部（十亿美元）

### 2019年公司运营资产分布（面积）

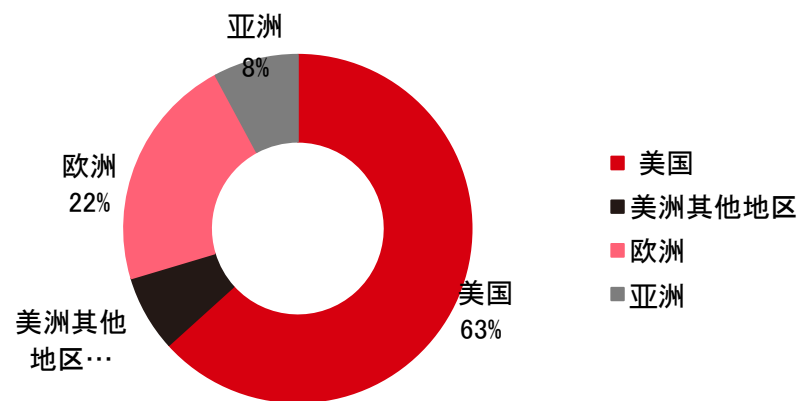


资料来源：公司公告，中信证券研究部（百万平方米）

### 2019年公司运营资产分布（账面价值）



### 2019年公司运营资产分布（面积）

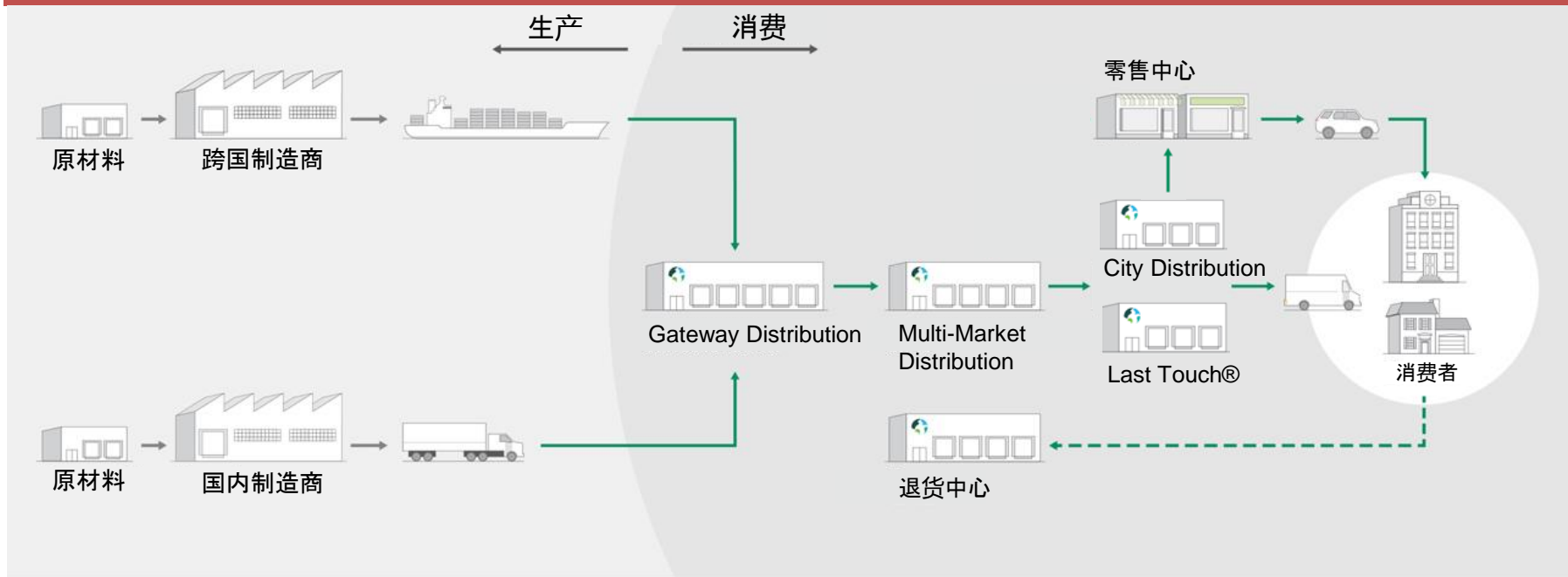


资料来源：公司公告，中信证券研究部



# 1.4 现代物流地产定义者

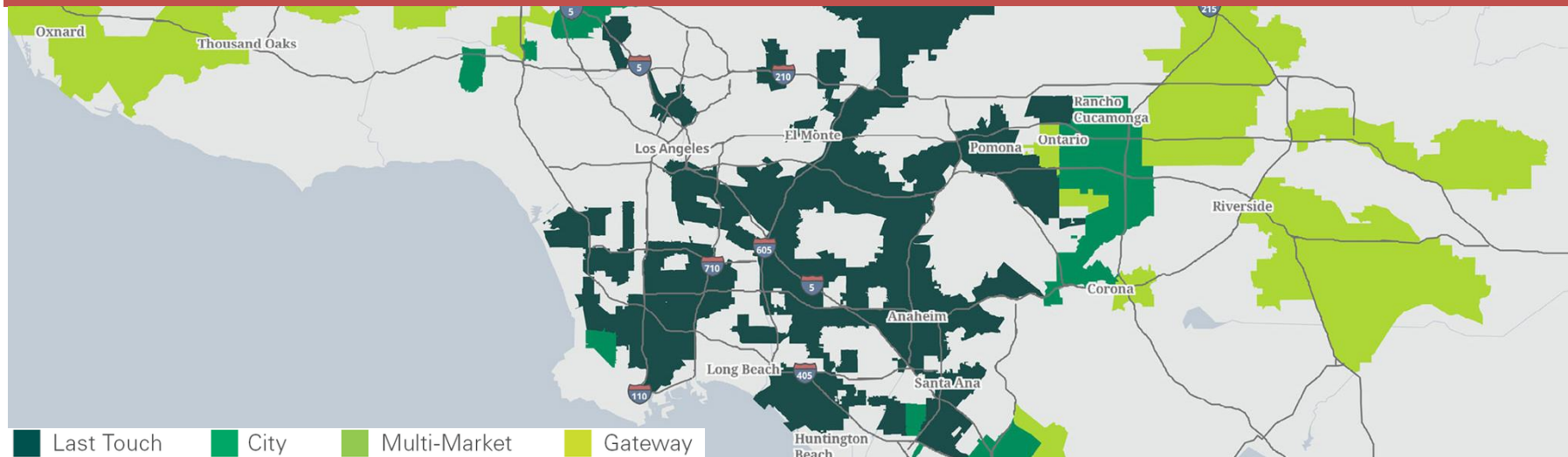
ProLogis对现代物流地产的定义框架



物业类型	下一目的地	位置特征	仓库面积特征	占比(美国)
Gateway Distribution	Multi-Market Distribution	临近适于国际运输的口岸等	面积较大	45%
Multi-Market Distribution	City Distribution or Last Touch®	覆盖多市场, 位于主要交通枢纽	面积较大	20%
City Distribution	零售中心或上门入户	距离下一目的地1-2天运输路程	面积较小	25%
Last Touch®	上门入户	距离下一目的地几小时运输路程	面积最小	10%

# 1.4 现代物流地产定义者

### 美国南加州（部分）的物流物业分布



资料来源：公司公告

### 公司拥有的各种类物业



Last Touch®

City Distribution

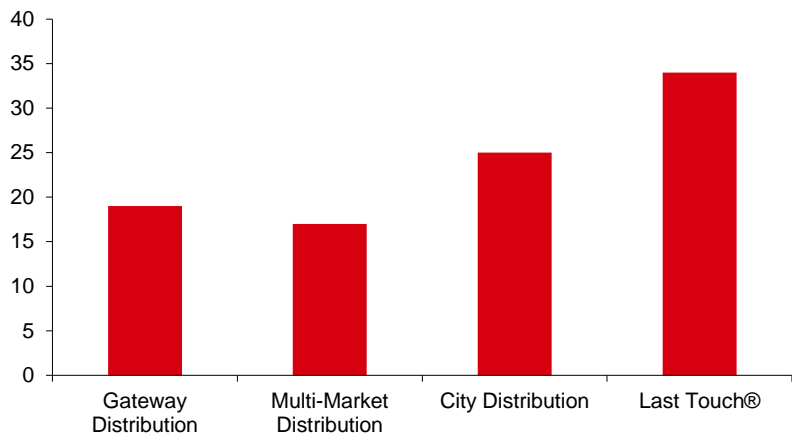
Gateway/Multi-Market Distribution

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

资料来源：公司公告、中信证券研究部  
点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

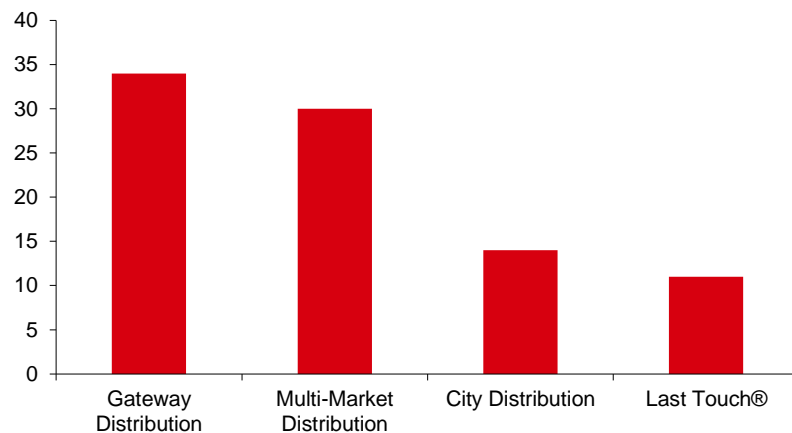
# 1.4 现代物流地产定义者

### 2019年不同类型物业建筑物年龄



资料来源：公司公告，中信证券研究部（年）

### 2019年不同类型物业建筑物面积



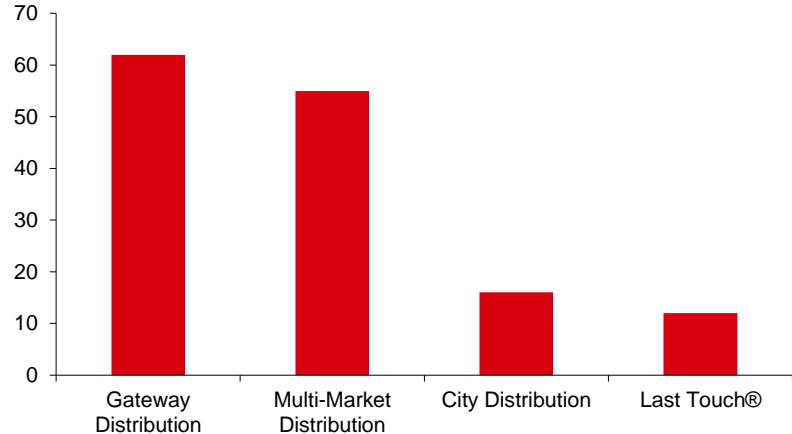
资料来源：公司公告，中信证券研究部（千平方米）

### 2019年不同类型物业净高



资料来源：公司公告，中信证券研究部（米）

### 2019年不同类型物业卡车停车位数量



资料来源：公司公告，中信证券研究部

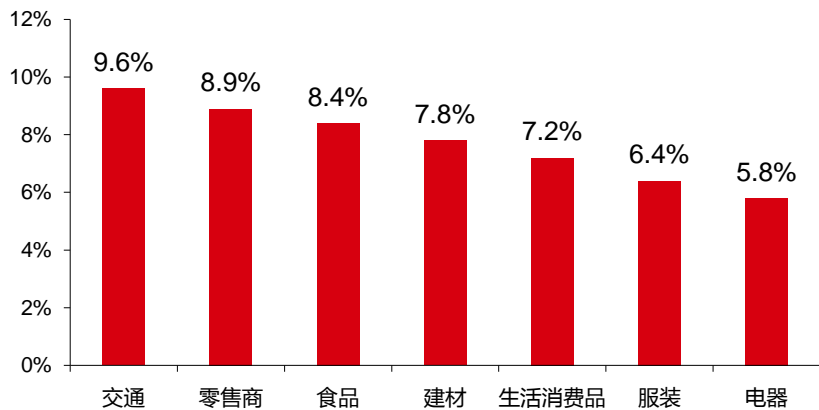
# 1.5 强大的客户关系

## 公司部分客户



资料来源：公司公告，中信证券研究部

## 各主要类型商品租占比（按年有效租金）

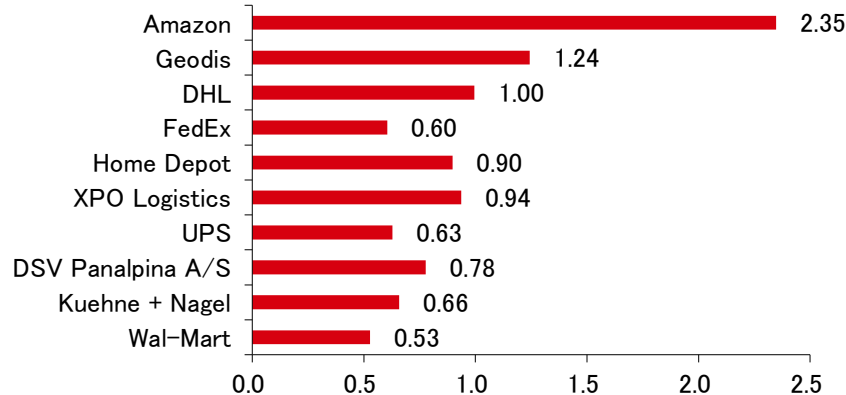


资料来源：公司公告，中信证券研究部

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

## 公司前十大客户租用面积



资料来源：公司公告，中信证券研究部（百万平方米）

# 1.5 强大的客户关系

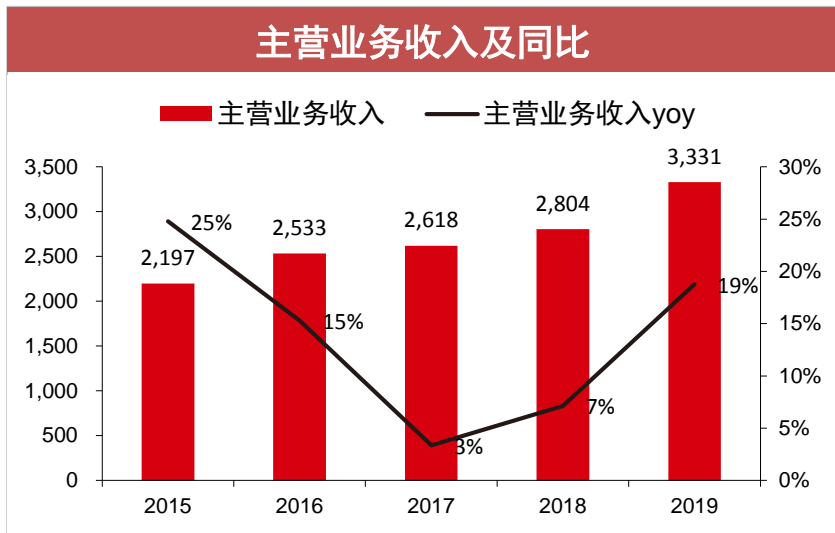
公司前20大客户	行业类型	净有效租金占比%	面积（百万平方米）
1 Amazon	电商	3.7	2.35
2 Geodis	物流	1.3	1.24
3 DHL	物流	1.3	1.00
4 FedEx	物流	1.2	0.60
5 Home Depot	家装零售商（全球第一大）	1.2	0.90
6 XPO Logistics	物流	1.1	0.94
7 UPS	物流	0.9	0.63
8 DSV Panalpina A/S	物流	0.9	0.78
9 Kuehne + Nagel	物流	0.8	0.66
10 Wal-Mart	零售商（全球第一大）	0.7	0.53
<b>前10大客户合计</b>		<b>13.1</b>	<b>9.62</b>
11 CEVA Logistics	物流	0.6	0.54
12 ZOSO, Inc.	服装	0.6	0.28
13 Hitachi	物流	0.6	0.33
14 J Sainsburys	零售（英国第二大超市）	0.6	0.32
15 菜鸟（阿里巴巴）	物流	0.5	0.48
16 BMW	汽车	0.5	0.40
17 DB Schenker	物流	0.5	0.42
18 U. S. Government	政府	0.5	0.15
19 Ingram Micro	供应链服务	0.4	0.38
20 Panasonic	电器	0.4	0.19
<b>前20大客户合计</b>		<b>18.3</b>	<b>13.11</b>

资料来源：公司公告，中信证券研究部 2019年

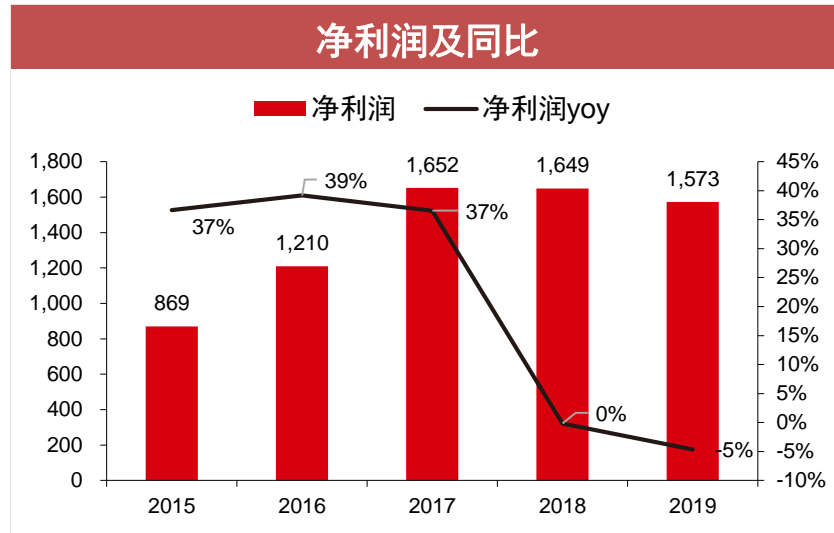
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

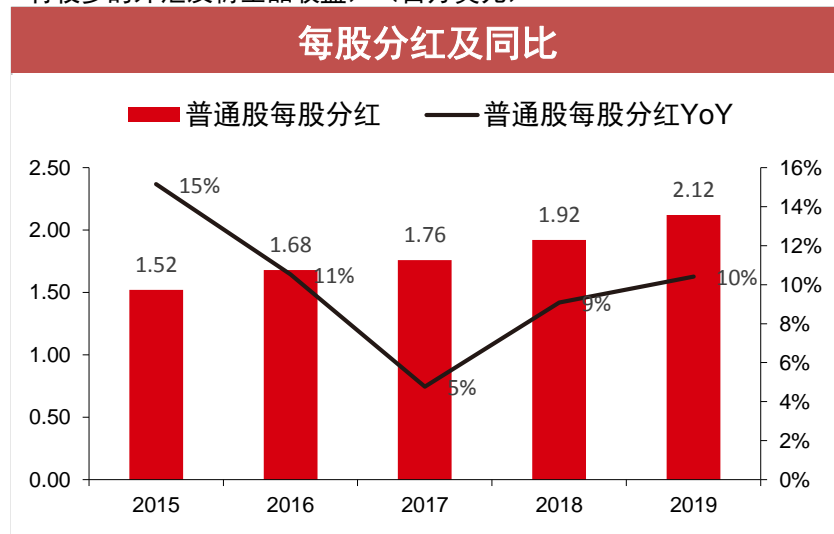
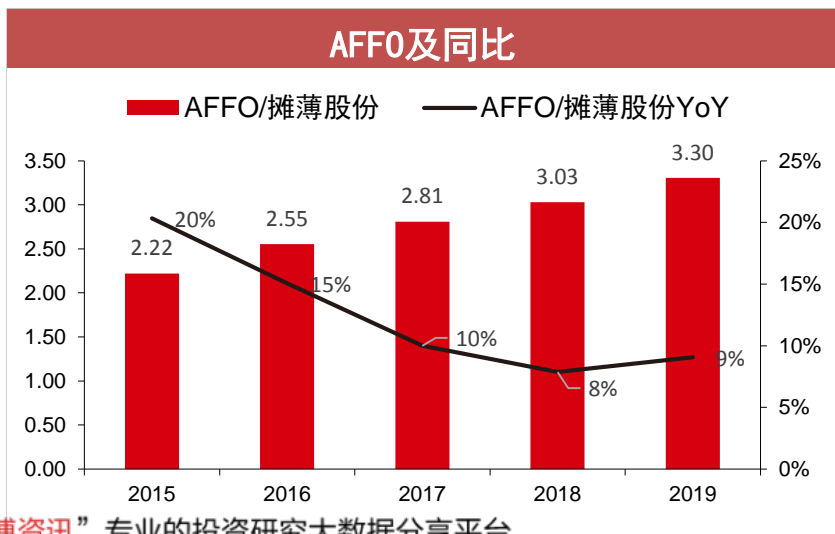
# 1.6 2015-19年营收CAGR11%



资料来源：彭博，中信证券研究部（百万美元）



资料来源：彭博，中信证券研究部（19年净利润下滑主要由于18年有较多的外汇及衍生品收益）（百万美元）



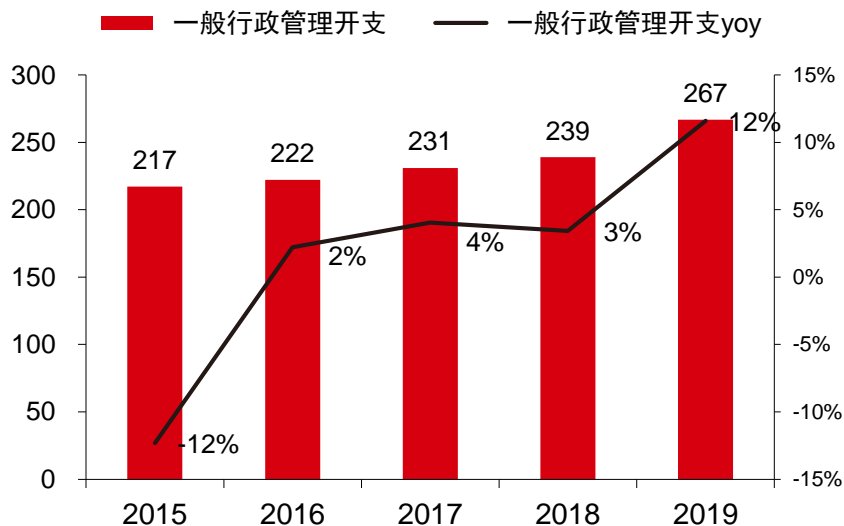
资料来源：彭博，中信证券研究部（百万美元）

# 1.7 持续优化G&A

## ■ 公司持续优化行政费用

➢ 按行政费用/在管资产，公司管理效率持续优化

### 公司G&A及同比

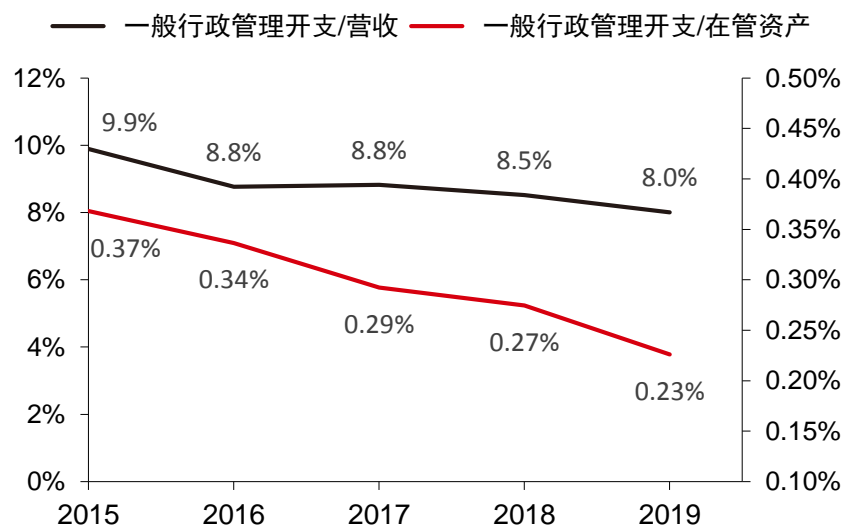


资料来源：彭博，中信证券研究部（百万美元）

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

### 行政费用与在管资产或营收之比



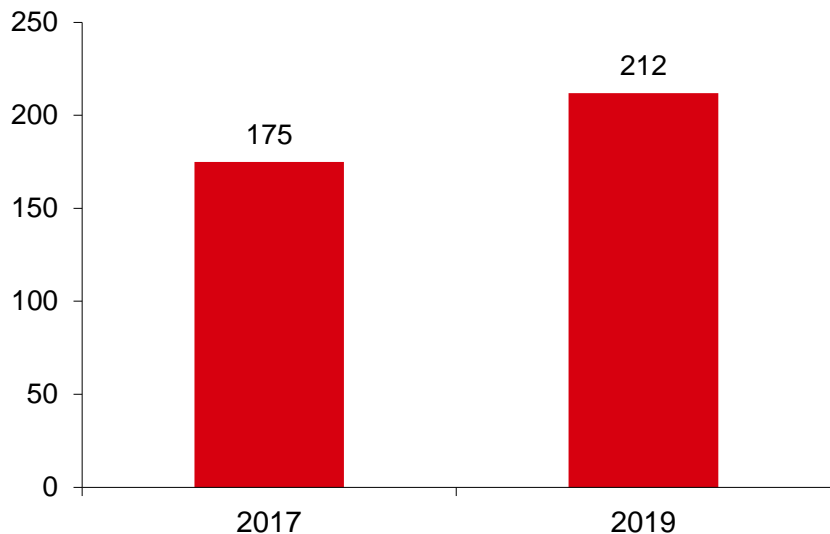
资料来源：彭博，中信证券研究部

# 1.8 ESG管理打造独特优势

## ■ 公司可为客户提供更加环保节能的物流设施

- 2015-2019年平均为客户节省45%的耗能（相比于行业平均）
- 公司太阳能发电装机在美国所有非专业太阳能发电公司中排名第三（前二为Target和Walmart，即公司在所有地产企业中排名第一）
- 节能设施规模效应逐渐显现，LED节能灯成本下降

### 物业太阳能发电装机容量

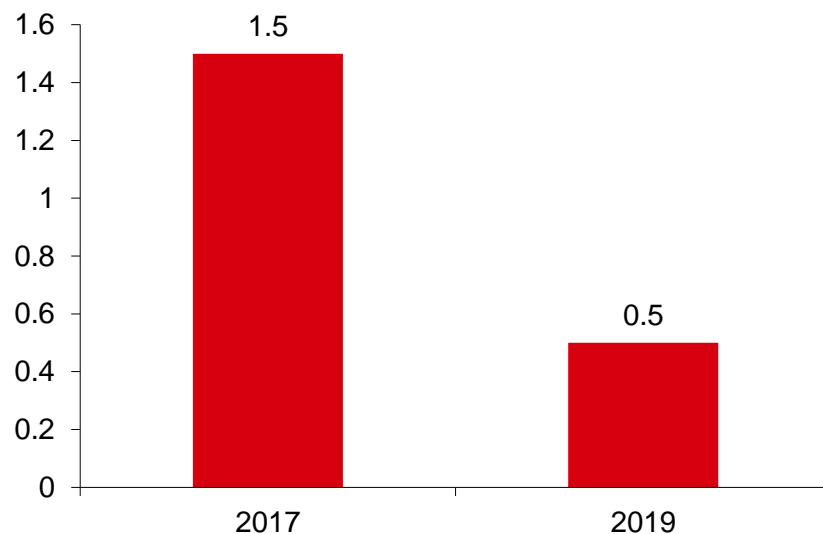


资料来源：公司公告，中信证券研究部（兆瓦）

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

### 物业LED节能灯成本下降



资料来源：公司公告，中信证券研究部（美元/平方英尺）



## 1.8 ESG管理打造独特优势

- 公司可为客户提供更加环保节能的物流设施
  - 2015-2019年平均为客户节省45%的耗能（相比于行业平均）
  - 公司太阳能发电装机在美国所有非专业太阳能发电公司中排名第三（前二为Target和Walmart，即公司在所有地产企业中排名第一）
  - 节能设施规模效应逐渐显现，LED节能灯成本下降

公司物业加装的太阳能装置



LED加装改造



资料来源：公司公告  
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

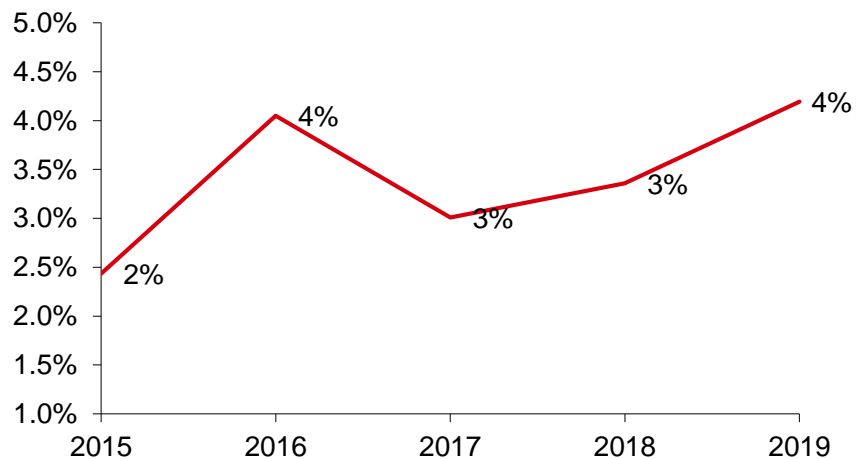
点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

资料来源：公司公告，中信证券研究部

# 1.9 REITs身份在享受税收优惠的同时提供高分红

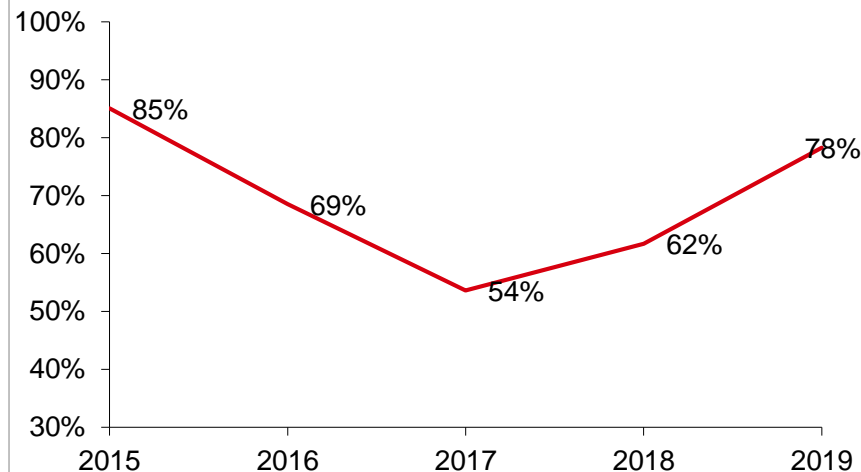
- Prologis的REITs身份使之免交美国的所得税
- 维持REITs的免税身份需满足IRS规定的利润表和资产负债表的诸多要求
  - 每年须至少分配90%的应纳税所得（Taxable Income）作为分红
  - 总资产至少75%投资于房地产
  - 总收入至少75%来源于租金等房地产相关收入

### 公司有效税率



资料来源：公司公告，中信证券研究部

### 公司股利/税前利润



资料来源：公司公告，中信证券研究部

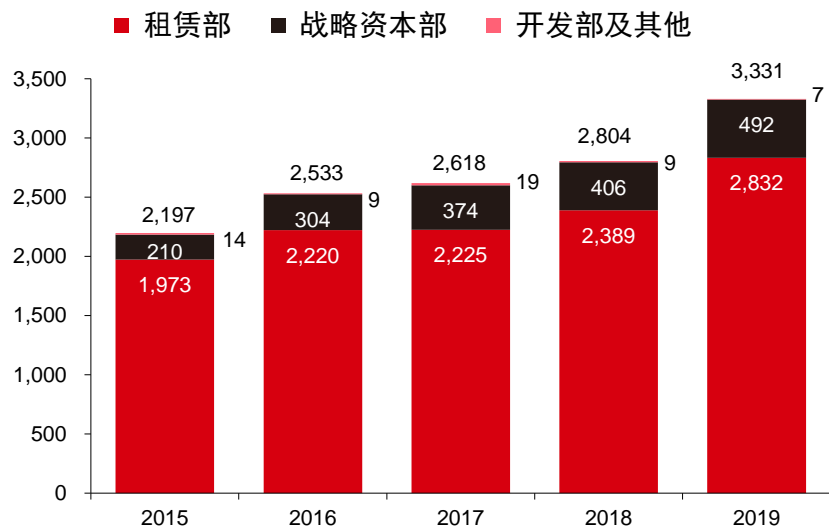
## 2. 三部门支撑未来强劲增长

---

## 2. 公司两大部门下共有三个分部

- **地产运营部（Real Estate Operations）** 下分两个分部：
  - 租赁部门（Rental）：贡献85%-90%的收入，主要负责租赁，收取租金
  - 开发部门（Development）：为客户开发适合其需求的物流地产
- **战略资本部（Strategic Capital）**：从合资公司中收取管理费用、激励分红等

### 2019年分部门营收

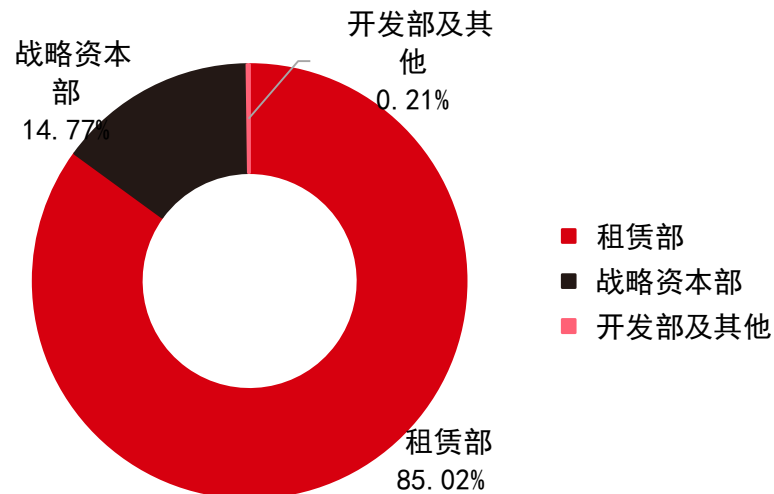


资料来源：公司公告，中信证券研究部（百万美元）

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

### 2019年各部门营收占比

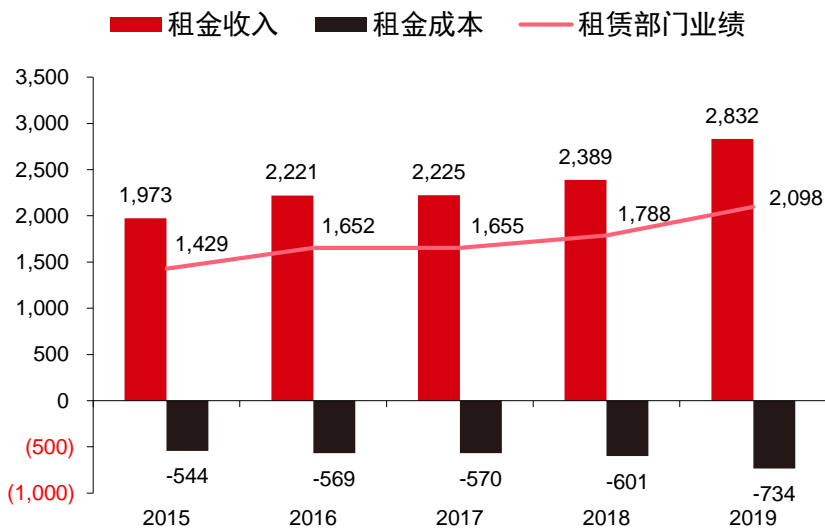


资料来源：公司公告，中信证券研究部

## 2.1 租赁部门：高租金和出租率提供稳定增长

- 租赁部门是公司收入的主要来源，2019年租金收入占总收入的85%
- 租赁部门收入保持稳健增长，近五年CAGR 9%
- 以租金收入减租金成本表示租金部门业绩（NOI, Net Operating Income），2019年21亿美元，同比17%

### 租赁部门业绩

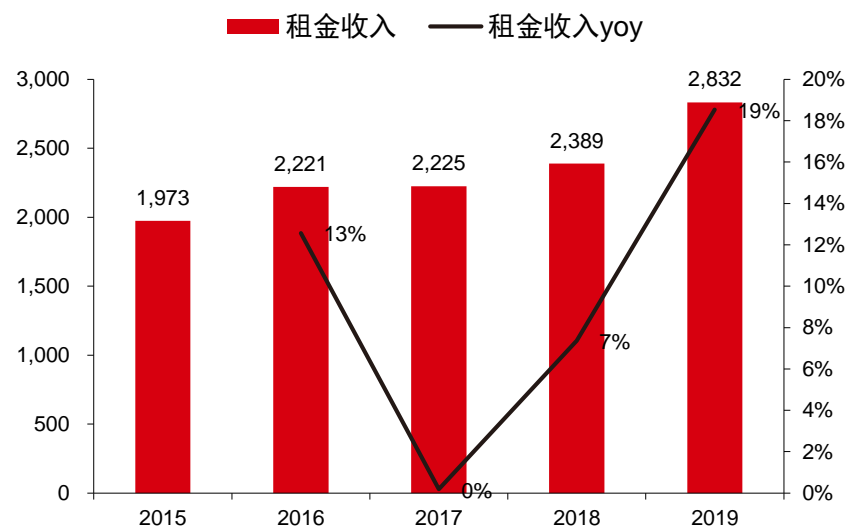


资料来源：公司公告，中信证券研究部（百万美元）

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

### 租赁部门收入及同比



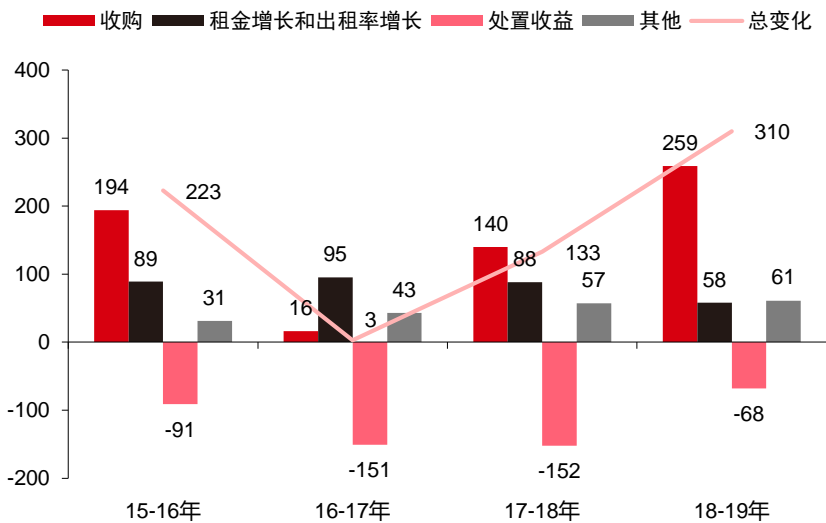
资料来源：公司公告，中信证券研究部（百万美元）

## 2.1 租赁部门：高租金和出租率提供稳定增长

### ■ 租赁部门业绩增长主要来源于两个因素：

- 租金的提升：估计15%+的现有租约低于市场租金，续约时会逐渐释放使平均租金上涨
- 保持较高的出租率

### 租赁部门业绩增长因素

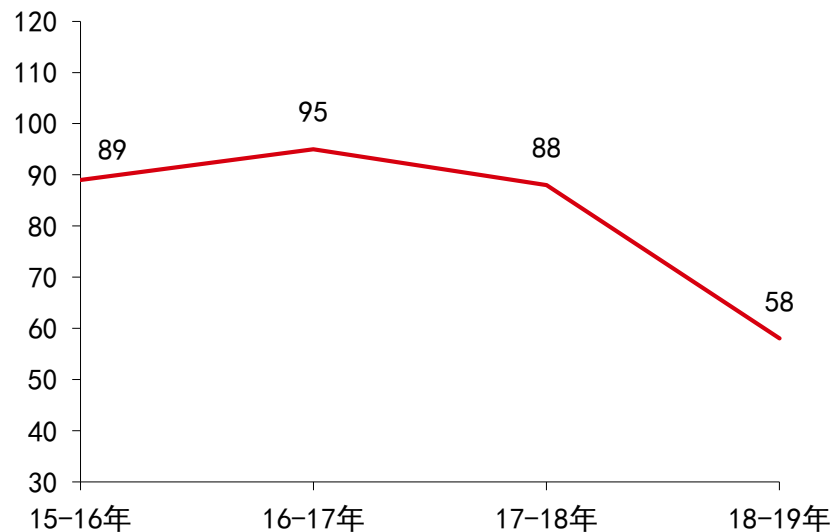


资料来源：公司公告，中信证券研究部（百万美元）

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

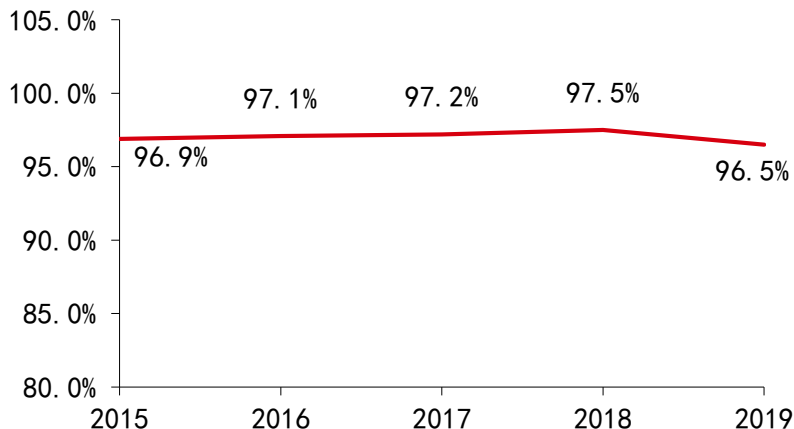
### 由出租率提升和租金提升所贡献的业绩增长



资料来源：公司公告，中信证券研究部（百万美元）

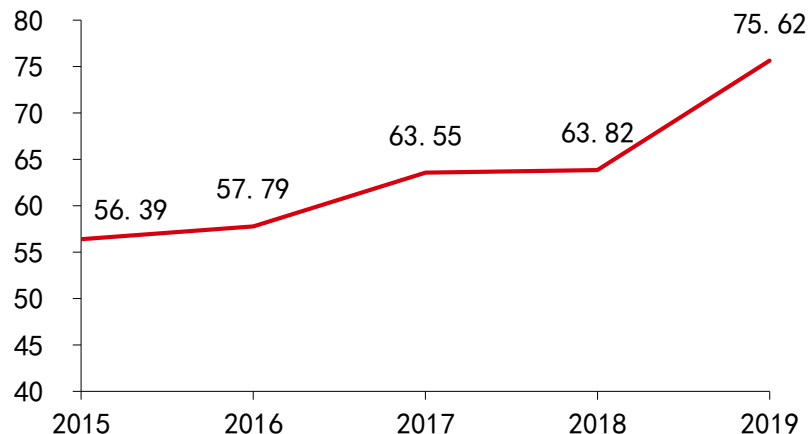
## 2.1 租赁部门：高租金和出租率提供稳定增长

### 出租率



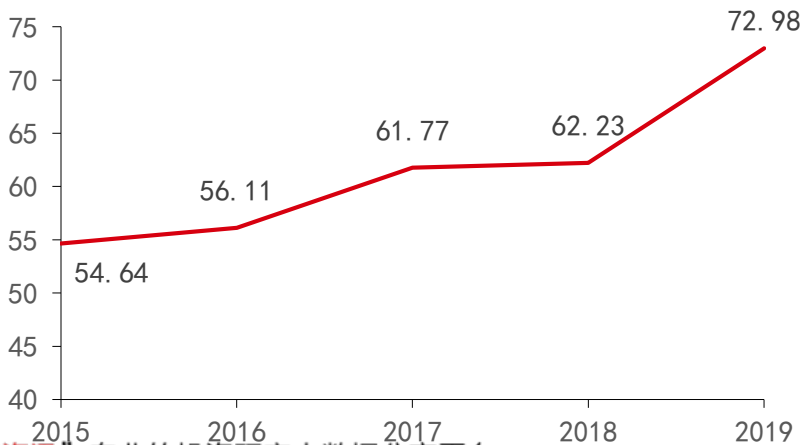
资料来源：彭博，中信证券研究部

### 可出租面积

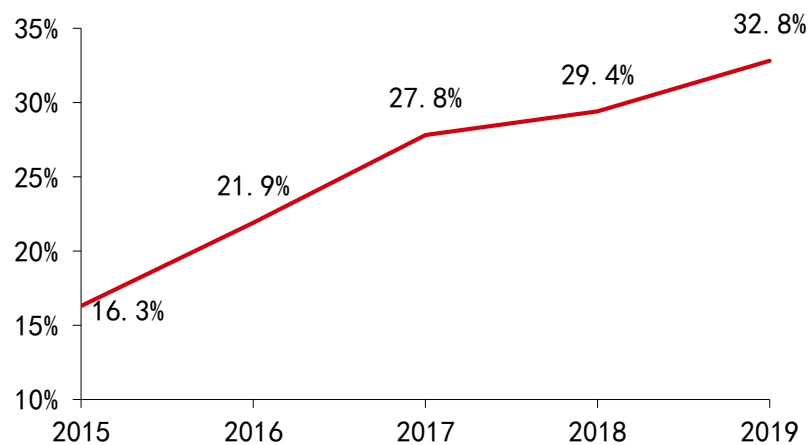


资料来源：彭博，中信证券研究部（百万平方米）

### 已出租面积



### 租金同比

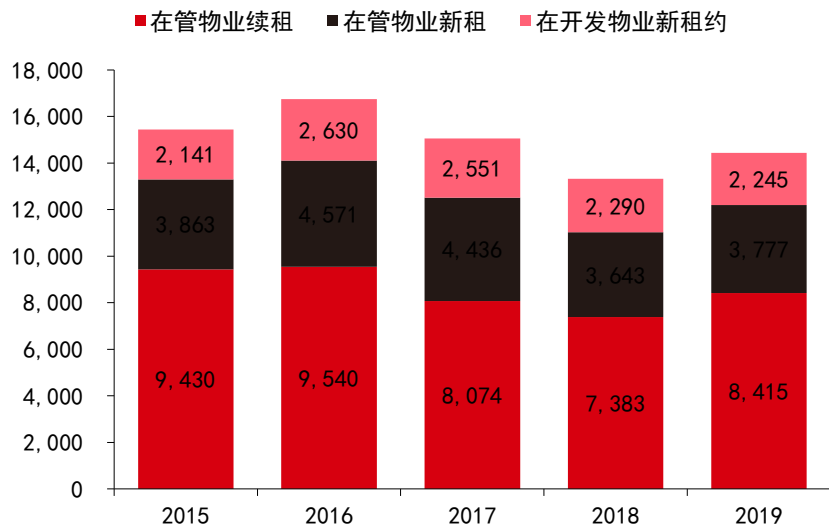


资料来源：公司公告，中信证券研究部（租金指NER: Net Effective Rent）

## 2.1 租赁部门：高租金和出租率提供稳定增长

- 高出租率的核心驱动：客户粘性
  - 在每年的新签租约中，客户续约占大多数
  - 2019年客户保留率82%（生效租约/到期租约）

### 2019年公司新签租约结构

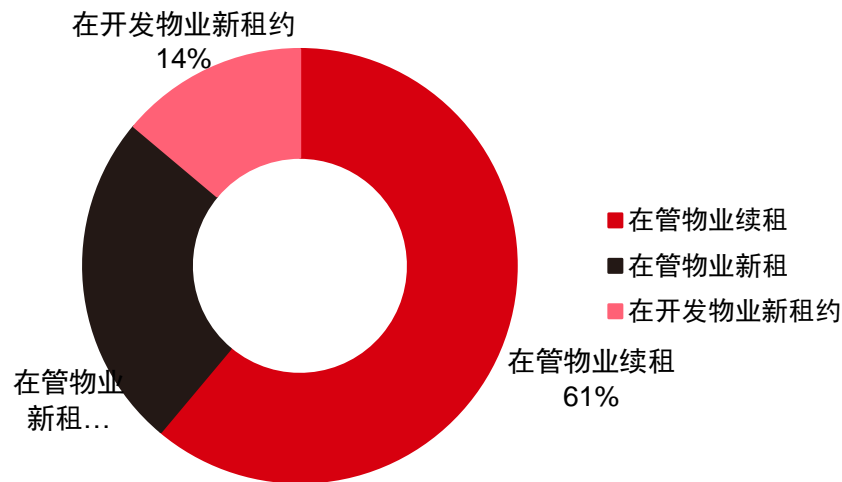


资料来源：公司公告，中信证券研究部（平方米）

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

### 2019年公司新签租约结构占比



资料来源：公司公告，中信证券研究部

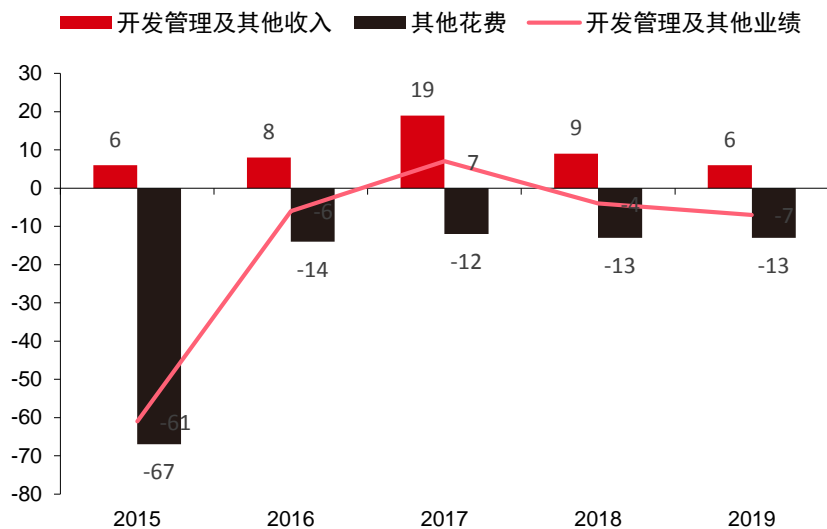


## 2.2 开发部门：通过丰富的土地储备为公司创造价值

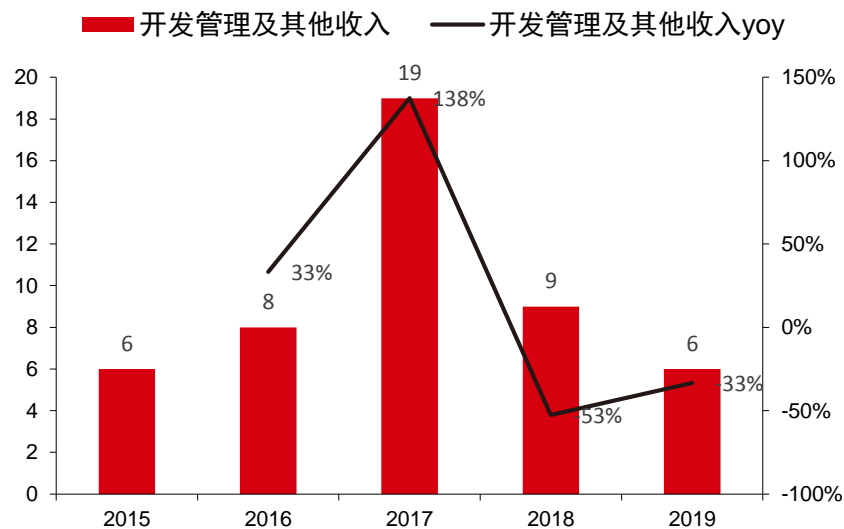
### ■ 开发部门不是公司利润的直接创造者

- 通过开发账面价值小于其完工价值的土地储备为公司提供价值
- 核心是公司的战略眼光

### 开发部门业绩



### 开发部门收入及同比

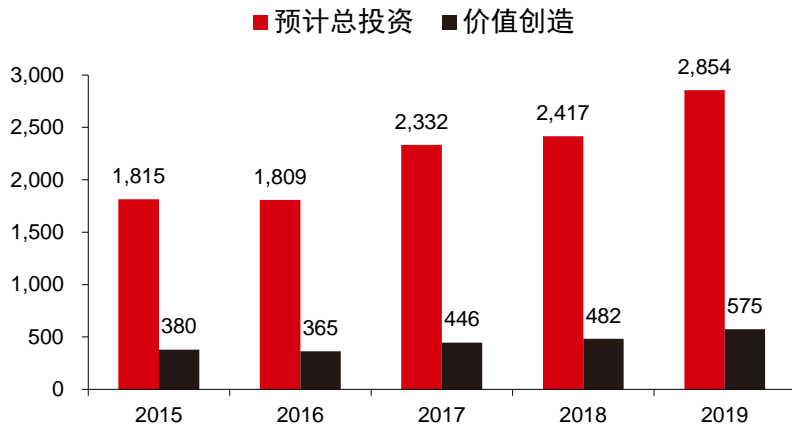


资料来源：公司公告，中信证券研究部（包括地产运营部门的其他收入和开发支出）  
“慧博财经”专业的投资研究大数据分享平台

资料来源：公司公告，中信证券研究部（百万美元）

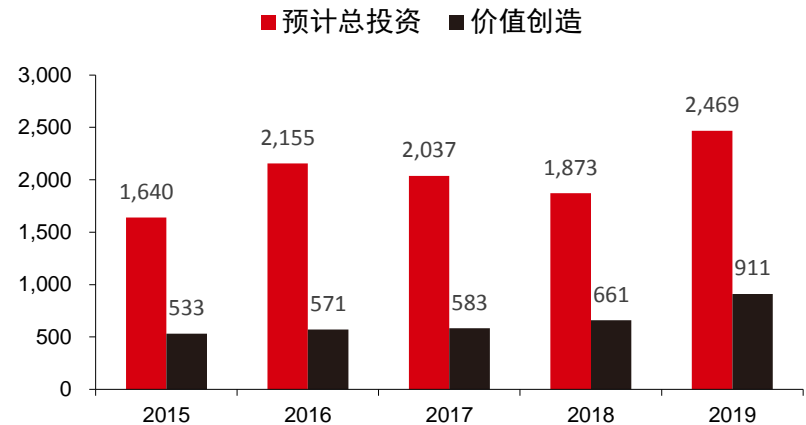
## 2.2 开发部门：通过丰富的土地储备为公司创造价值

### 开发初期物业预计投资及估计创造的价值



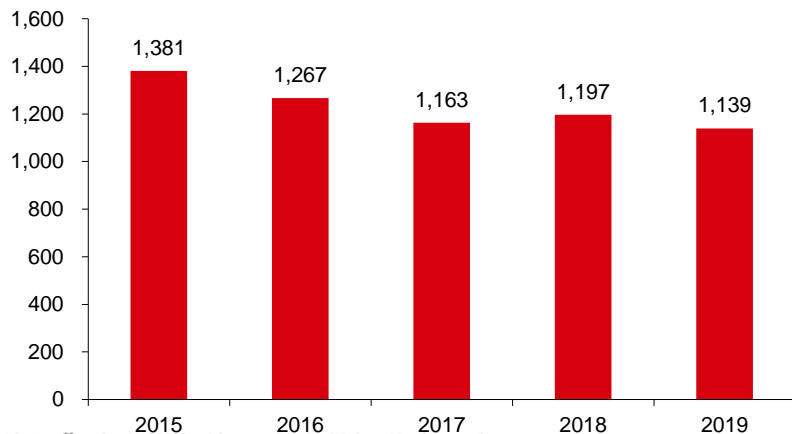
资料来源：公司公告，中信证券研究部（创造价值指建成价值减预计投资，百万美元）

### 开发稳定期物业预计投资及估计创造的价值



资料来源：公司公告，中信证券研究部（开发稳定指出租率超过90%或距离建成不到1年，百万美元）

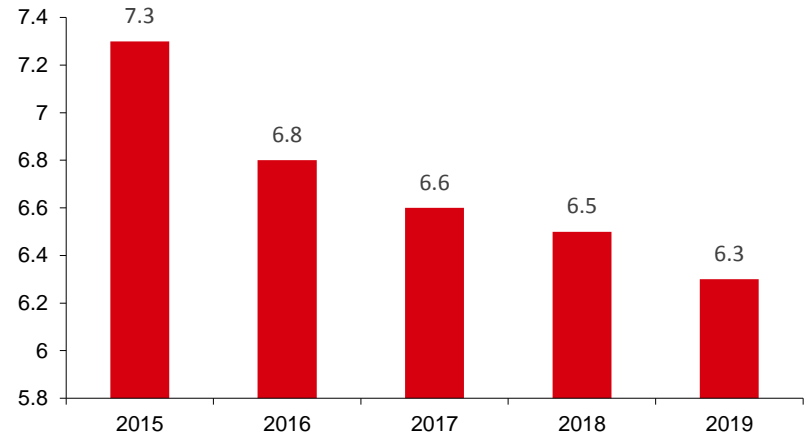
### 公司土地储备



“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

资料来源：公司公告，中信证券研究部（百万美元）  
点击进入：<http://www.hibor.com.cn>

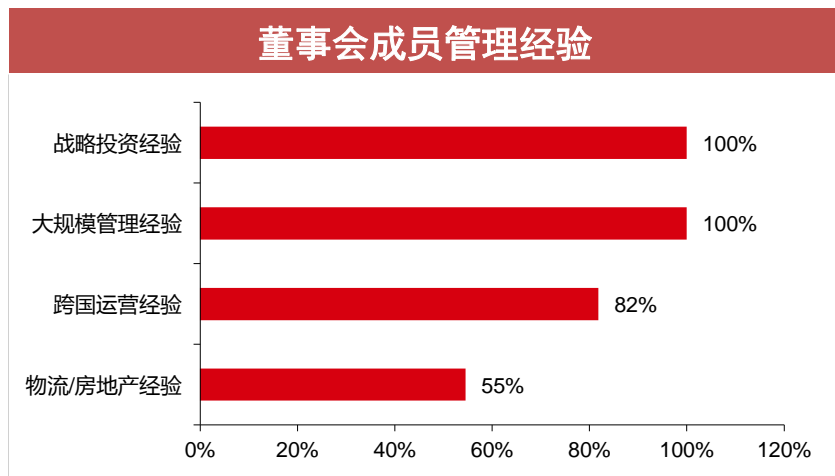
### 稳定后物业收益率 %



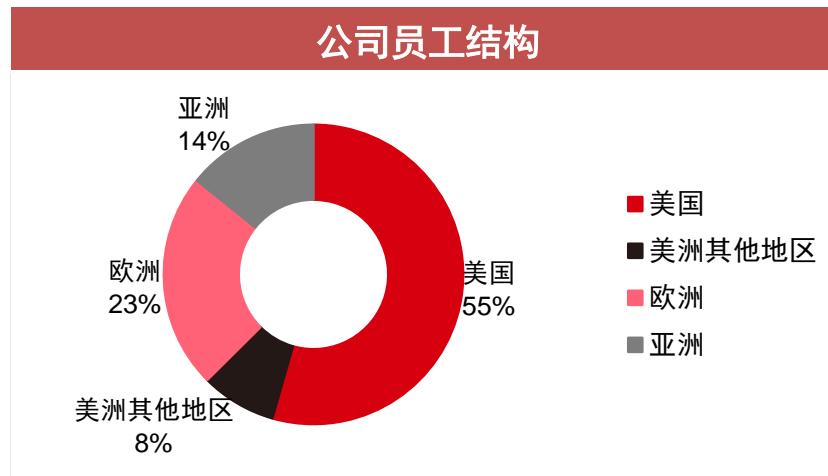
资料来源：公司公告，中信证券研究部（收益率指预计每年物业的业绩贡献/预计总投资）

## 2.2 开发部门：通过丰富的土地储备为公司创造价值

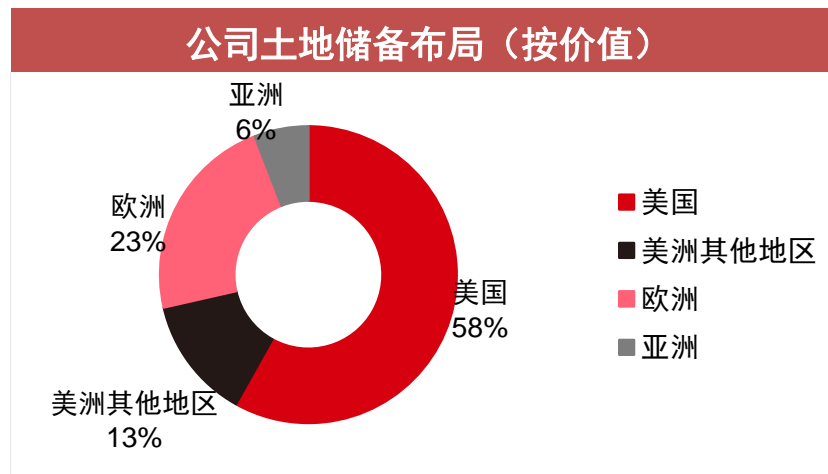
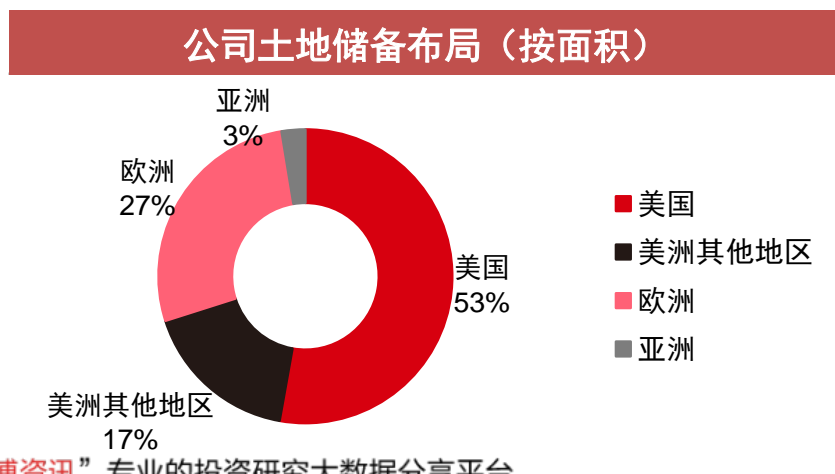
### 价值创造的核心驱动：专业团队（战略眼光&积极使用本土团队）+土地储备（2019年）



资料来源：公司公告，中信证券研究部



资料来源：公司公告，中信证券研究部

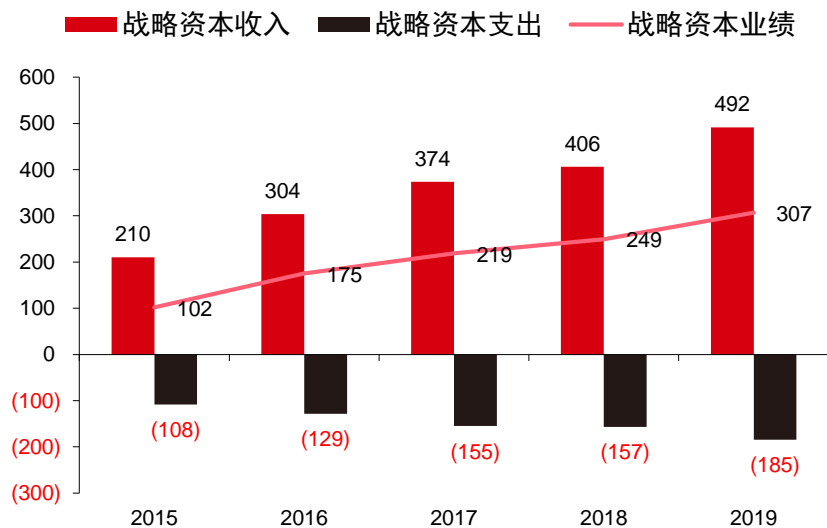


资料来源：公司公告，中信证券研究部

## 2.3 战略资本部门：管理费提供新的收入增长点

- 战略资本部通过收取资产管理费和激励分红等创造收益，2019年占总收入的15%
- 目前通过合资公司在管资产44.37百万平方米，价值445亿美元
- 公司权益在15%~55%

### 战略资本部业绩

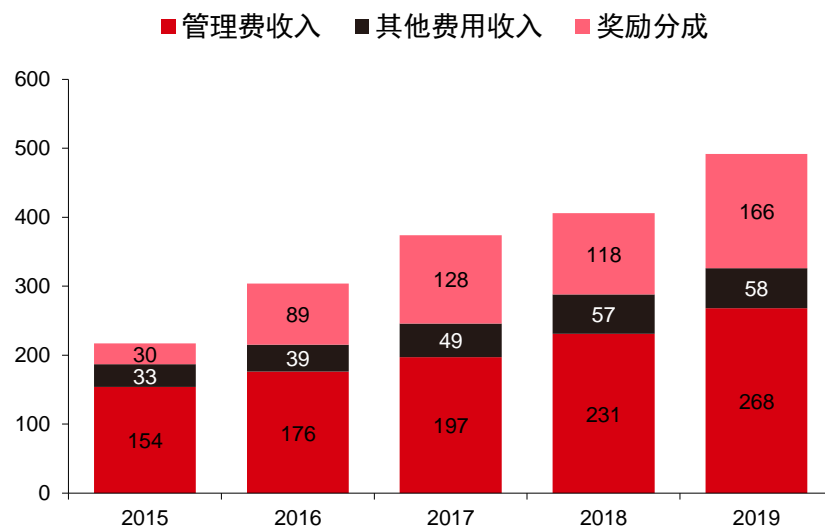


资料来源：公司公告，中信证券研究部）（百万美元）

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

### 战略资本部收入结构

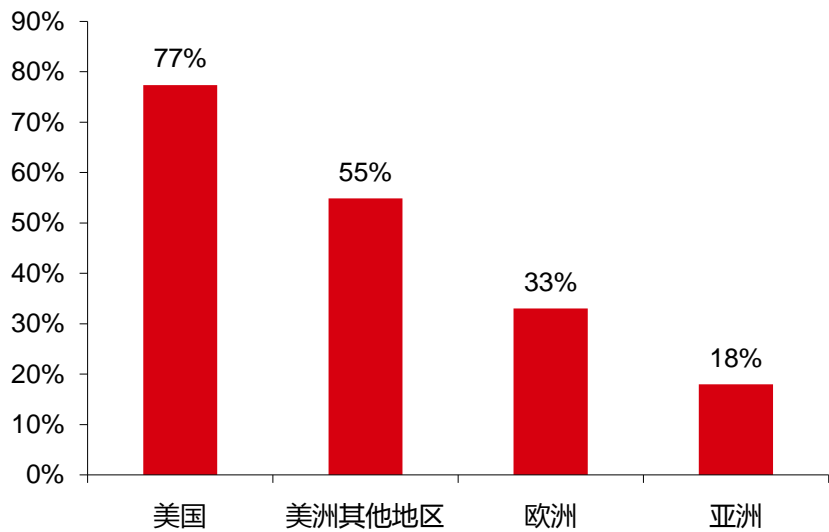


资料来源：公司公告，中信证券研究部）（百万美元）

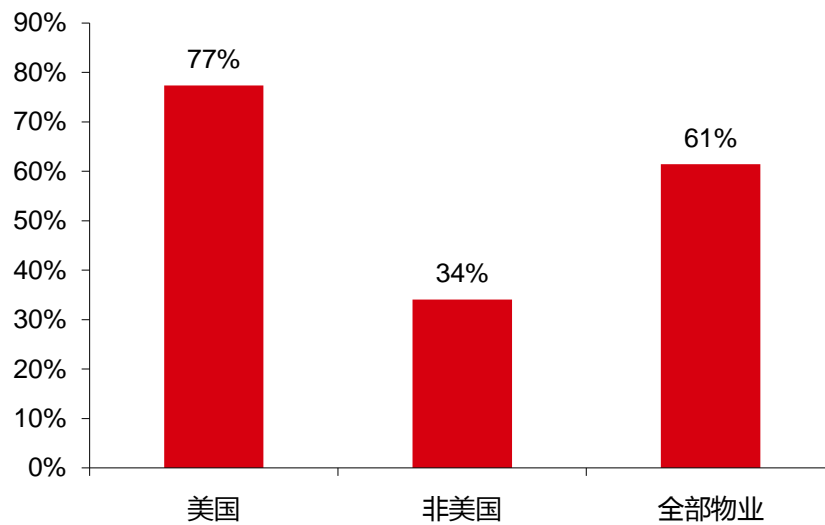
## 2.3 战略资本部门：管理费提供新的收入增长点

- 公司在美国物业主要自持（表内），非美国物业主要通过合资（表外）
  - 有利于降低外汇风险
  - 有利于利用本地资源

2019年表内+表外物业公司权益占比



2019年表内+表外物业公司权益占比



资料来源：公司公告，中信证券研究部

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

资料来源：公司公告，中信证券研究部

## 2.3 战略资本部门：管理费提供新的收入增长点

### ■ 公司联合投资项目汇总（2019财年末）

联合投资项目	地理布局	类型	成立时间	公司权益	物业面积(百万平方米)	在管价值(百万美元)
Prologis U.S. Logistics Venture	美国	核心	2014	55.0%	7.36	7,775.46
Prologis Targeted U.S. Logistics Fund	美国	核心	2004	24.8%	10.44	10,363.48
FIBRA Prologis	墨西哥	核心	2014	46.8%	3.24	2,096.27
Prologis Brazil Logistics Venture and other joint ventures	巴西	核心/发展	2019	20.0%	0.91	486.27
Prologis European Logistics Fund	欧洲	核心	2007	24.0%	11.33	10,694.47
Prologis European Logistics Partners	欧洲	核心	2013	50.0%	4.83	3,834.43
Prologis UK Logistics Venture	欧洲	核心/发展	2017	15.0%	0.37	632.56
Nippon Prologis REIT	日本	核心	2013	15.1%	3.27	6,526.31
Prologis China Core Logistics Fund	中国	核心	2019	16.0%	2.03	1,711.84
Prologis China Logistics Venture	中国	发展	2011	15.0%	0.59	294.39
<b>合计</b>					<b>44.37</b>	<b>44,415.49</b>

资料来源：公司公告，中信证券研究部

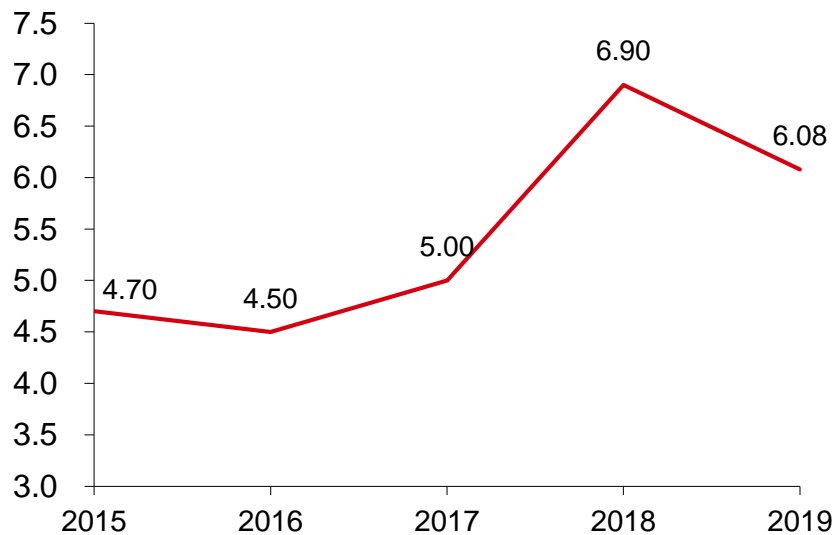
## 3. 优质物业助降低公司风险

---

## 3.1 优质物业降低经营风险

- 2019年平均租期6.08年
- 强客户粘性保证稳定经营

### 平均租期

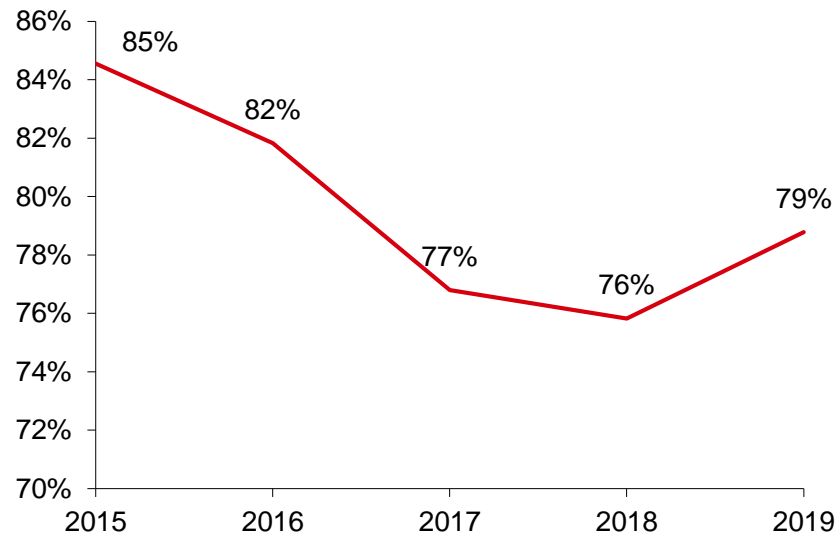


资料来源：彭博，中信证券研究部（年）

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

### 客户保留率



资料来源：公司公告，中信证券研究部（四季度平均）



## 3.1 优质物业降低经营风险

### ■ 公司未来将到期租约情况

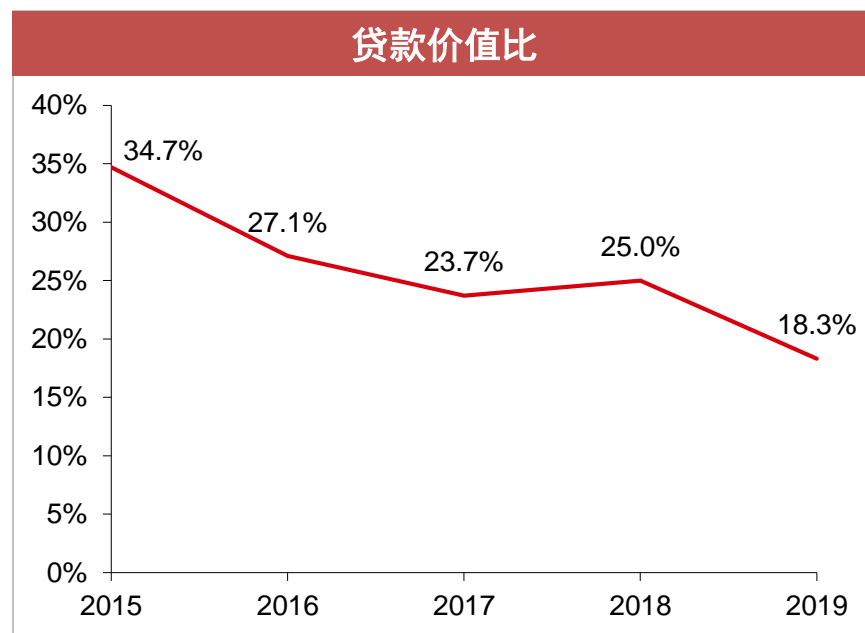
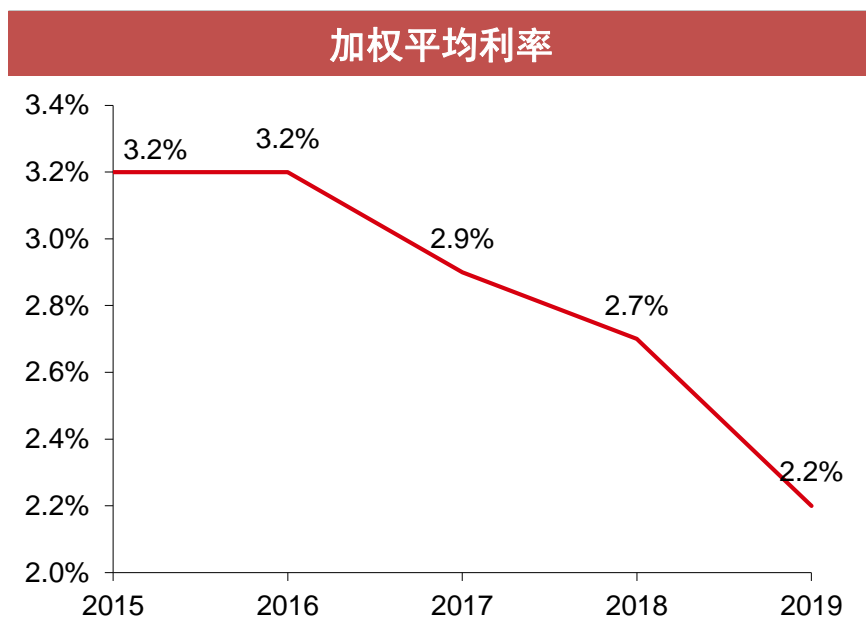
	租约数	面积 (百万平方米)	有效租金 (NER)		
			百万美元	占比	美元/平方米
2020	635	3.34	210	10%	62.75
2021	800	5.02	299	14%	59.63
2022	749	5.20	321	15%	61.68
2023	618	4.27	276	13%	64.58
2024	609	4.37	298	14%	68.24
2025	219	2.23	154	7%	69.10
2026	120	1.77	118	6%	66.84
2027	95	1.21	80	4%	66.20
2028	70	1.11	82	4%	73.52
2029	89	1.58	119	6%	75.35
2030~	62	1.77	144	7%	81.59
总计	4066	31.87	2101	100%	65.98

资料来源：公司公告，中信证券研究部  
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

## 3.2 加权平均利率和贷款价值比持续降低

- 2019年公司穆迪和标普评级分别为A3和A-
  - 公司加权平均利率持续降低
- 公司贷款价值比 (Loan-to-Market Value, LTV)持续降低



资料来源：公司公告，中信证券研究部

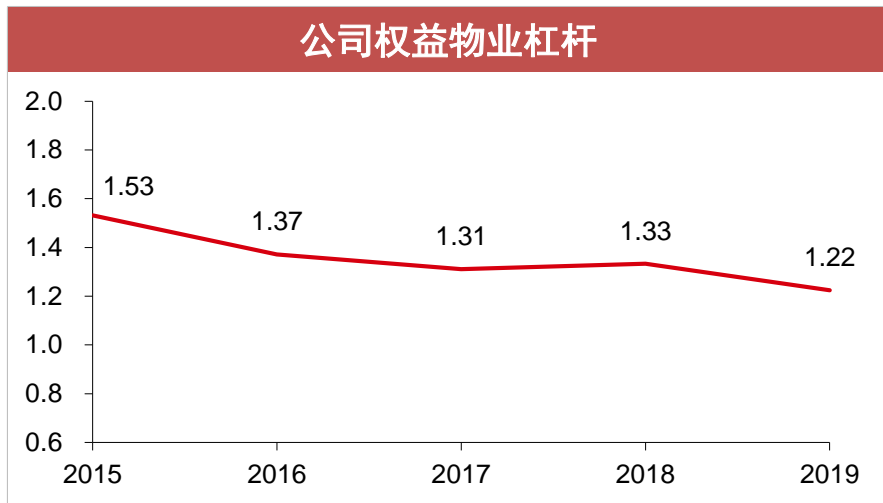
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

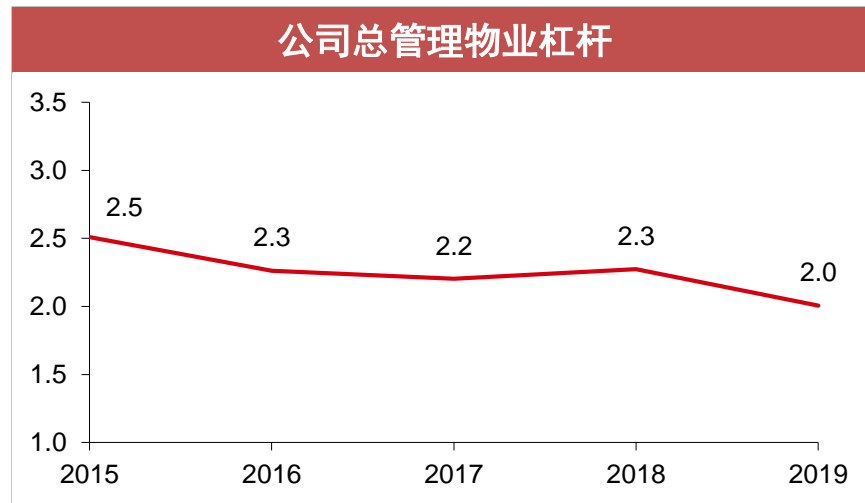
资料来源：公司公告，中信证券研究部

## 3.2 加权平均利率和贷款价值比持续降低

### ■ 公司杠杆风险持续下降



资料来源：公司公告，中信证券研究部（测算： $1/(1-LTV)$ ）



资料来源：公司公告，中信证券研究部（测算如下表）

	2015	2016	2017	2018	2019
总管理物业资产（十亿美元）	59	66	79	87	118
公司权益物业资产（十亿美元）	36	40	47	51	72
公司权益债务（十亿美元）	12.5	10.8	11.1	12.8	13.2
公司权益物业净资产（十亿美元）	24	29	36	38	59
总管理物业资产/权益物业净资产	2.5	2.3	2.2	2.3	2.0

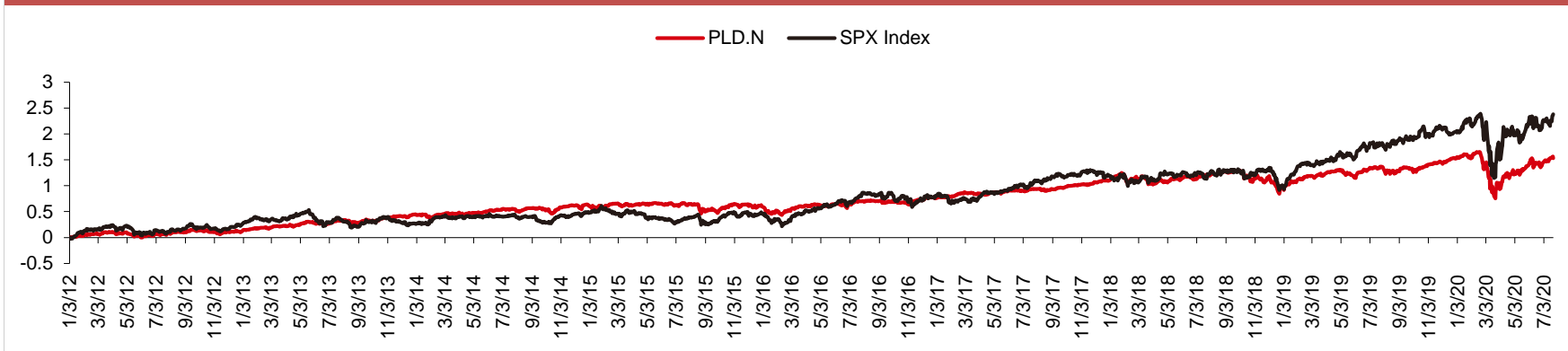
资料来源：公司公告，中信证券研究部

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

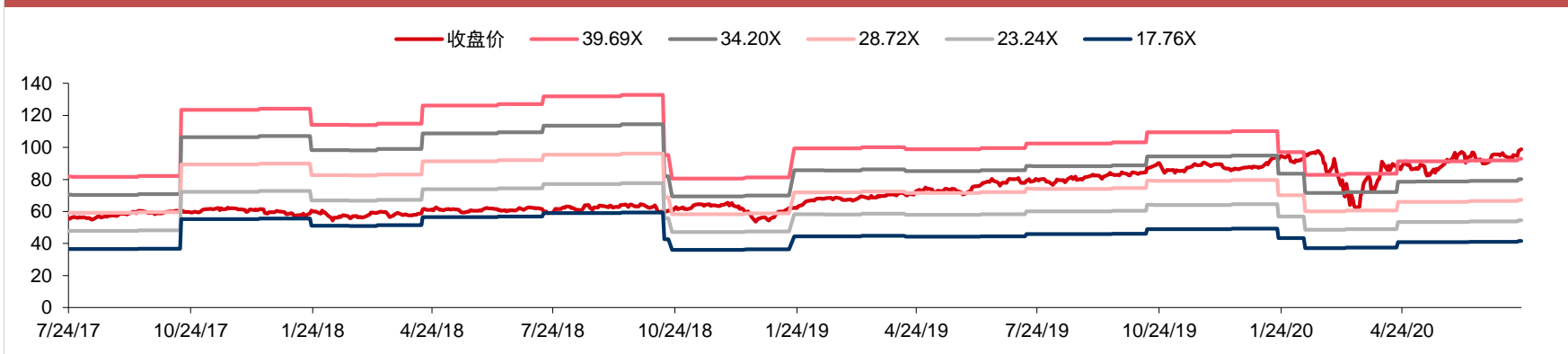
### 3.3 公司历史估值及股价走势

#### 2012年以来公司股价与标普500走势



资料来源：彭博，中信证券研究部

#### 公司PE-Band



资料来源：彭博，中信证券研究部



# 感谢您的信任与支持！

## THANK YOU

陈聪 (首席基地产业分析师)

扈世民 (交运行业分析师)

联系人：李金哲

执业证书编号：S1010510120047

执业证书编号：S1010519040004

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

# 免责声明

证券研究报告 2020年7月25日

## 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为：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Dalalal 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INZ00001735，作为商人银行的INM00010619，作为研究分析商的INH00001113）；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）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.4（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.。如对本报告有任何疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

**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均不对该机构为本报告提供或传播之内容产生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。 [www.hibor.com.cn](http://www.hibor.com.cn)