

## 物流地产行业全球龙头系列研究 之二

---

# ESR：三板块协力，轻资产扩张

陈聪，扈世民  
联系人：李金哲  
中信证券研究部

2020年7月28日

# CONTENTS

## 目录

---

1. 公司概况：专注亚太区的基金化物流地产平台
2. 深耕于亚太区，充分享受地区发展红利
3. 内部三大部门，组成有效资本循环通道
4. 高杠杆轻资产，快发展的规模扩张之路

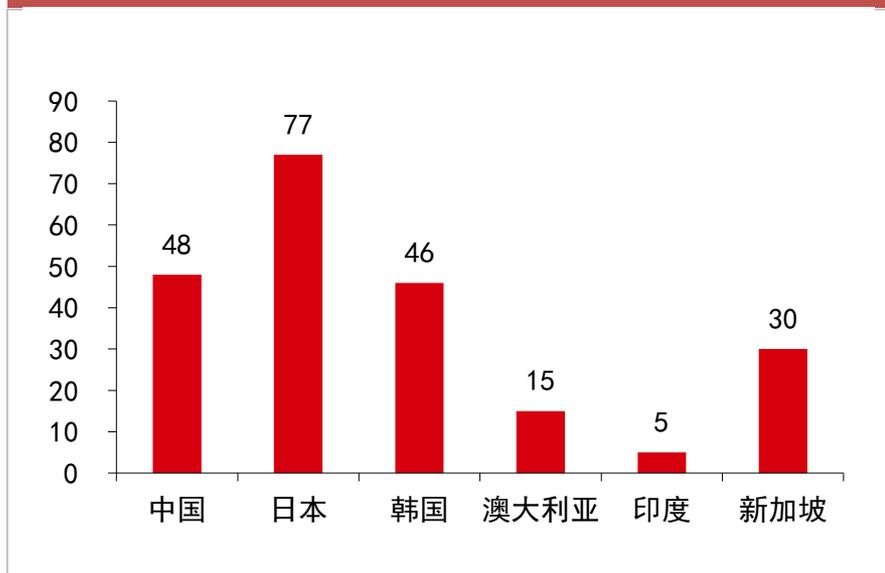
# 1. 公司概况：专注亚太区的基金化物流地产平台

# 1.1 自有+投资组合打造亚太区领先物流地产平台

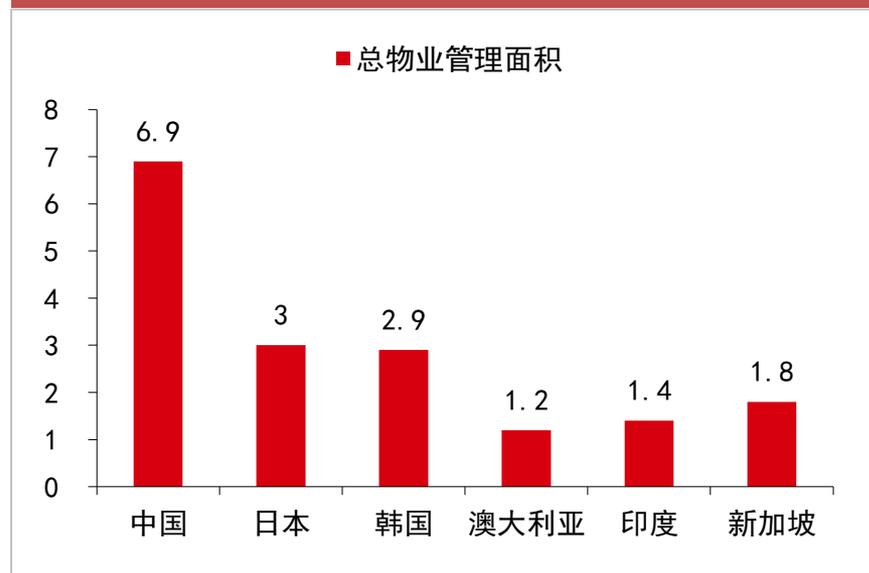
## ■ 专注于亚太区：

- 中国、日本、韩国、新加坡、澳大利亚和印度六个国家；
- 截至2019年有物业在管面积17.2百万平方米，价值221亿美元；
- 于2019年11月1日在港交所挂牌（01821.HK）。

管理物业的账面价值 亿美元

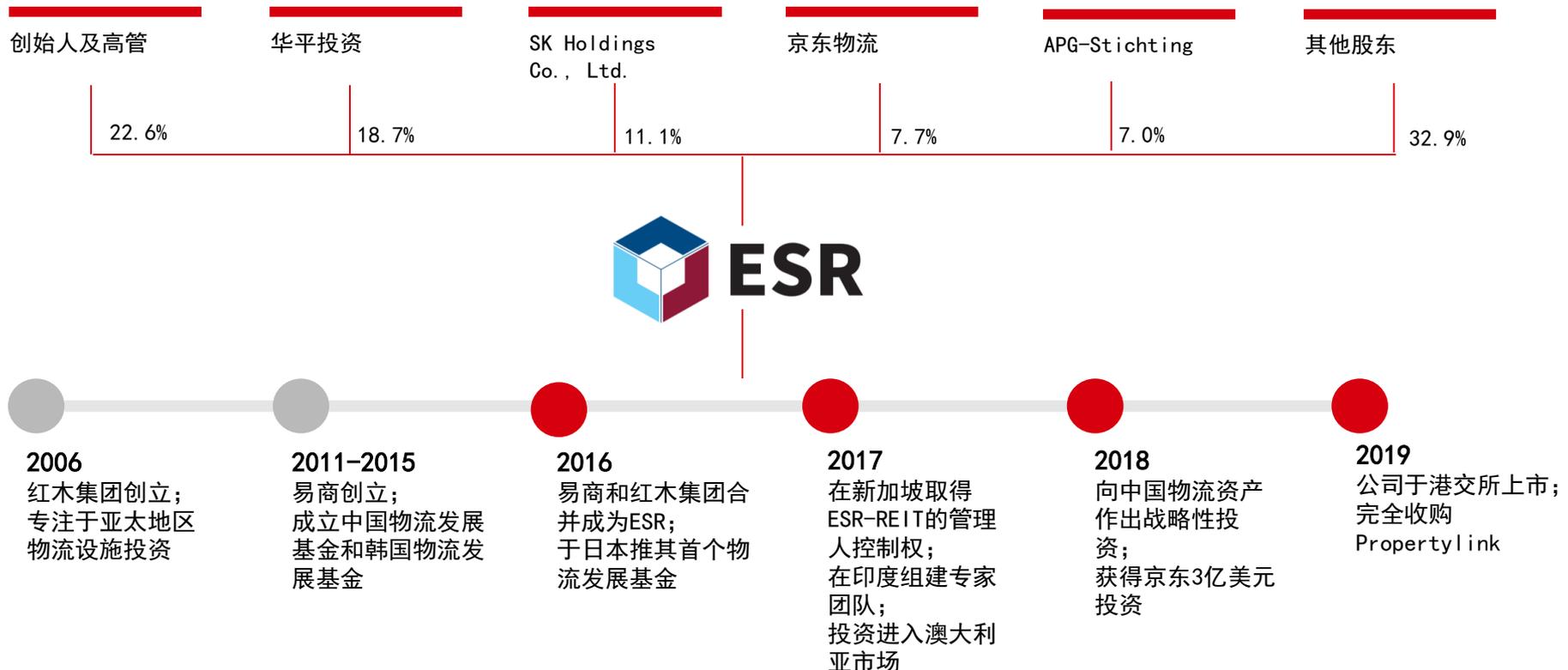


总物业管理面积 百万平方米



# 1.2 股权结构相对分散，股东背景提供有力战略支持

- ESR在2016年由红木集团和易商合并而来；
- 战略股东：SK集团持股11.1%，京东持股7.7%，锁定大客户；
- 于2015年11月及2017年11月分别批准一级雇员持股计划以及KM雇员持股计划。



## 1.3 管理层经验丰富



### ■ 沈晋初先生

- 执行董事，联合创始人兼联席首席执行官
- 拥有超过20年的中国工业地产经验；
- 曾任Prologis中国区高级副总裁，负责监管华东地区；
- 曾任戴德梁行中国区物流调研总监。



### ■ Stuart Gibson先生

- 执行董事，联合创始人兼联席首席执行官
- 拥有超24年亚太区房地产投资经验；
- 曾任Prologis（日本）总裁；
- 曾任日本AMB BlackPine的联合创始人（后并入Prologis）

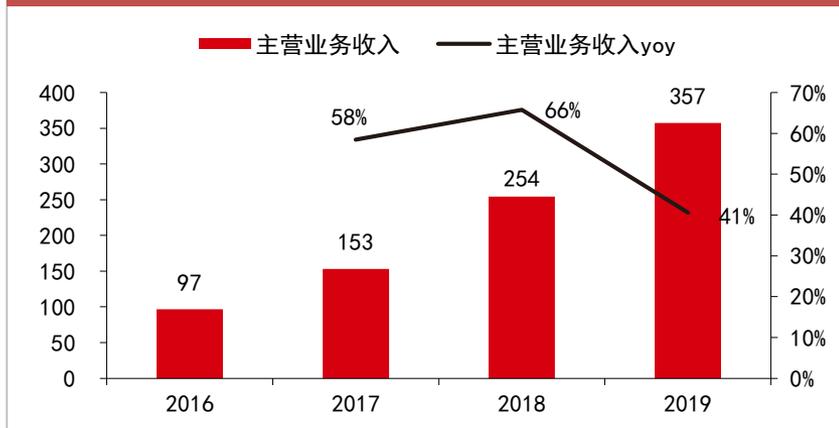


### ■ Charles Alexander Portes先生

- 执行董事，联合创始人兼总裁
- 拥有超23年房地产投资经验，19年亚太区工业地产经验；
- 曾任Prologis（日本）的日本收购事务负责人与亚洲资本总监；
- 曾任日本AMB BlackPine的联合创始人（后并入Prologis）

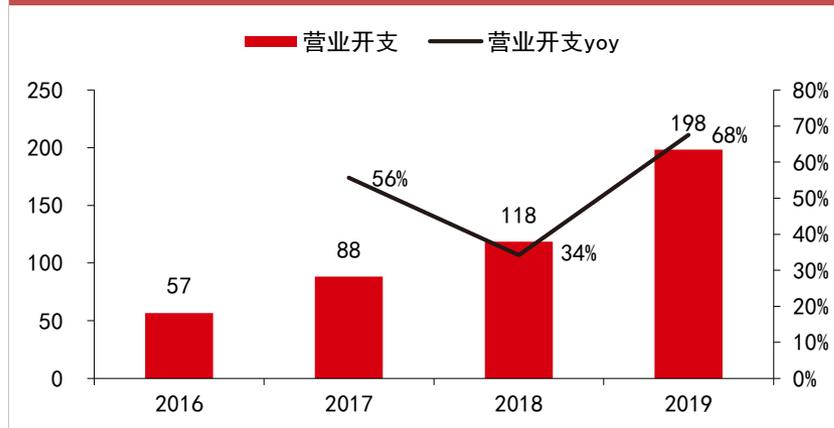
# 1.4 业绩增长迅猛，2016至今营收CAGR55%

### 主营业务收入及同比 百万美元



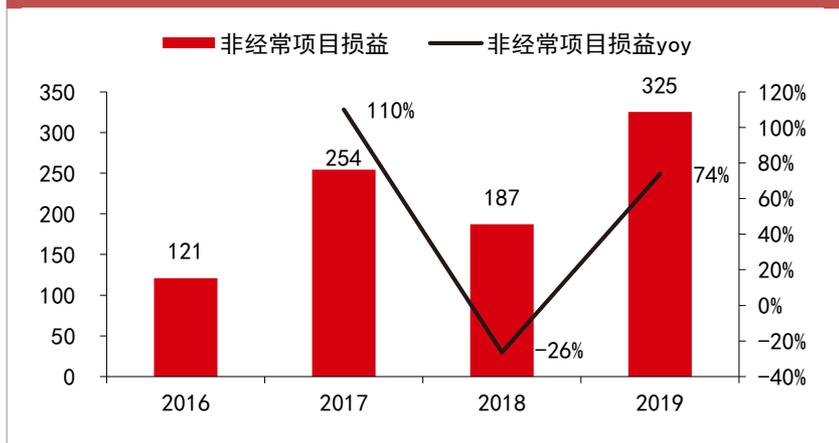
资料来源：公司公告，中信证券研究部

### 营业开支及同比 百万美元



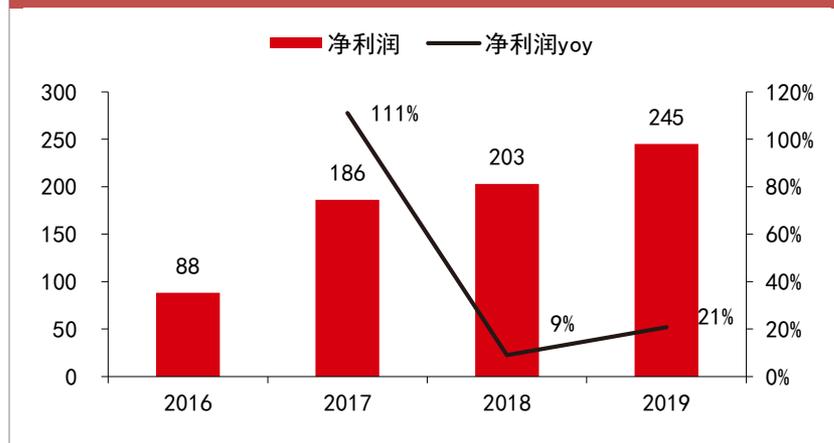
资料来源：公司公告，中信证券研究部

### 非经常项目损益及同比 百万美元



“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>

### 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

# 1.5 公司三大业务板块协力公司发展

- 发展部门：建设、发展项目；
- 基金部门：管理基金；
- 投资部门：自持物业，投资收入。

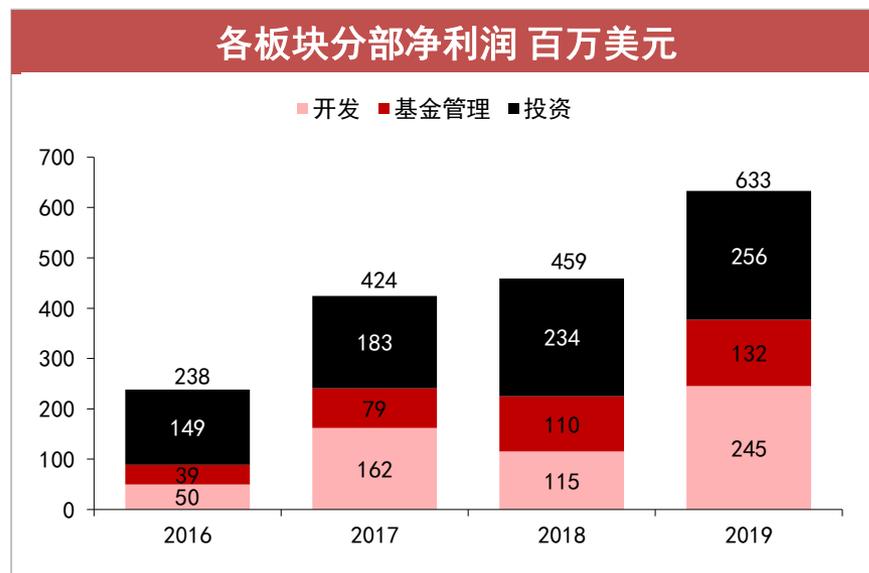
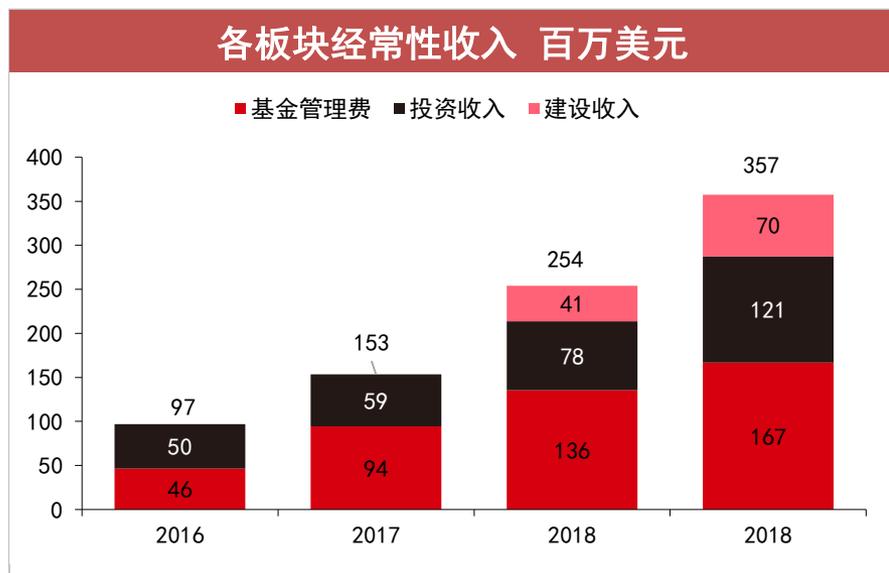
## 三大支柱业务的主要推动力

	开发	基金管理	投资
收益	<ul style="list-style-type: none"><li>· 在建物业的重估收益</li><li>· 销售物业的出售收益</li><li>· 建设收入</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>· 基金管理费</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>· 自持物业的租金收入</li><li>· 投资于基金和证券的收益</li><li>· 太阳能（铺设于房顶）收入</li></ul>
开支	<ul style="list-style-type: none"><li>· 建筑成本</li><li>· 行政开支</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>· 行政开支</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>· 直接成本</li><li>· 行政开支</li></ul>
主要推动力	<ul style="list-style-type: none"><li>· 大量储备项目</li><li>· 开发后将物业注入基金的资金循环</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>· 基金管理规模增长强劲</li><li>· 大量储备项目</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>· 租金增长和高租用率</li></ul>

资料来源：公司公告，中信证券研究部

# 1.5 公司三大业务板块协力公司发展

- 以经常性收入衡量，基金管理费贡献绝大部分收益，2019年占比47%
- 但自持物业有重估价值收益，发展部门和投资部门分部净利润2019年各占约40%

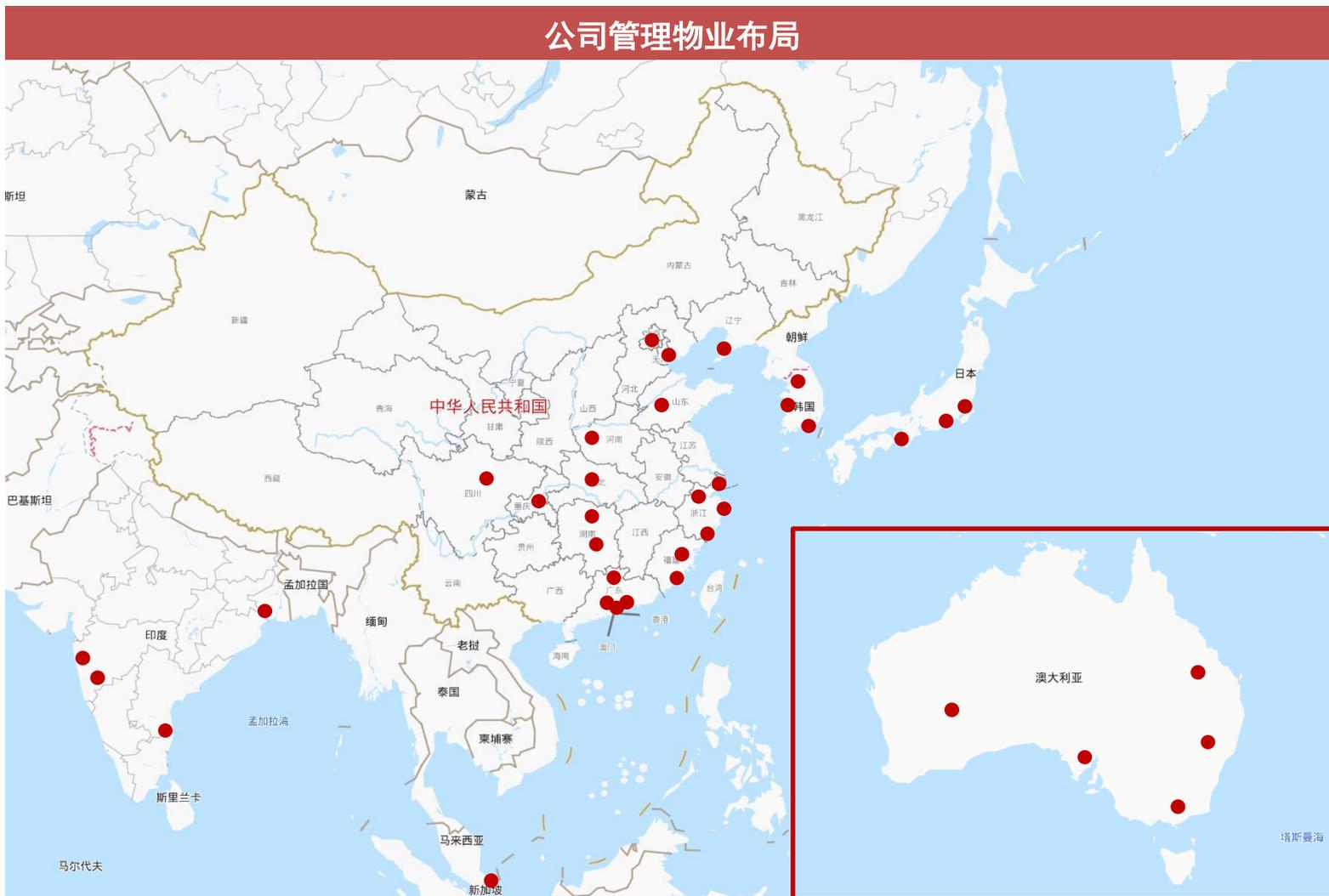


“慧博来源”专业的投资研究数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

资料来源：公司公告，中信证券研究部

# 1.6 公司管理物业布局



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>

## 2. 深耕于亚太区，充分享受地区发展红利

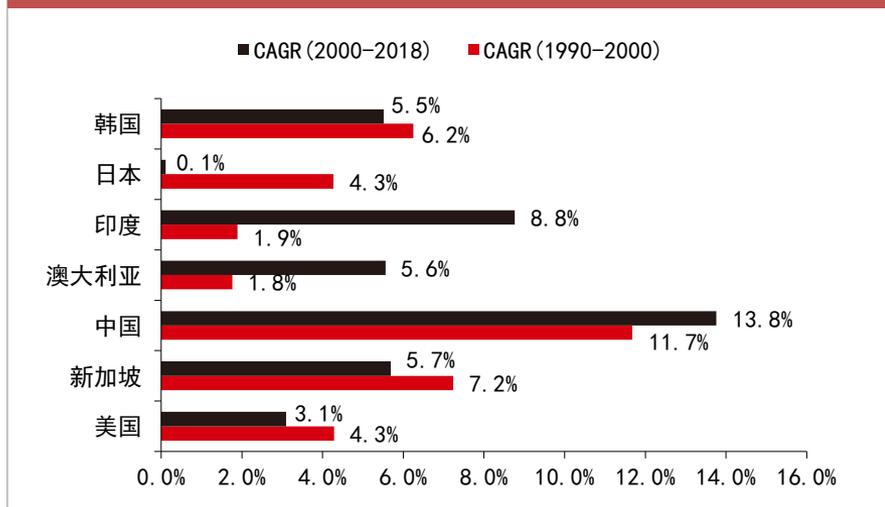
---

## 2.1 亚太地区物流地产供需缺口大

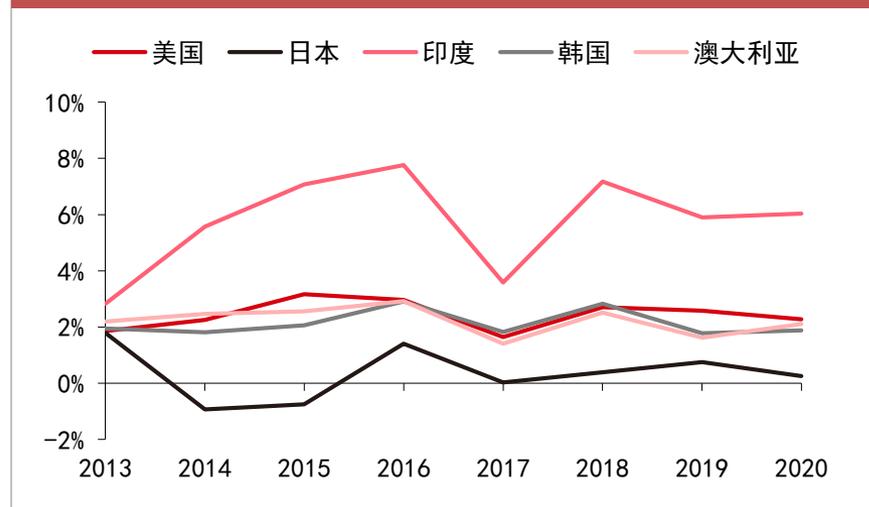
### 2.1.1 21世纪以来亚太区逐渐成为全球经济增长驱动器

- 中国、韩国、印度、澳大利亚、新加坡5个地区的人均GDP年复合增长率均高于美国；
- 经济增长带动消费的提升，拉动对物流地产的需求。

#### 美国及亚太六国人均GDP年复合增速



#### 私人消费支出实际增长率

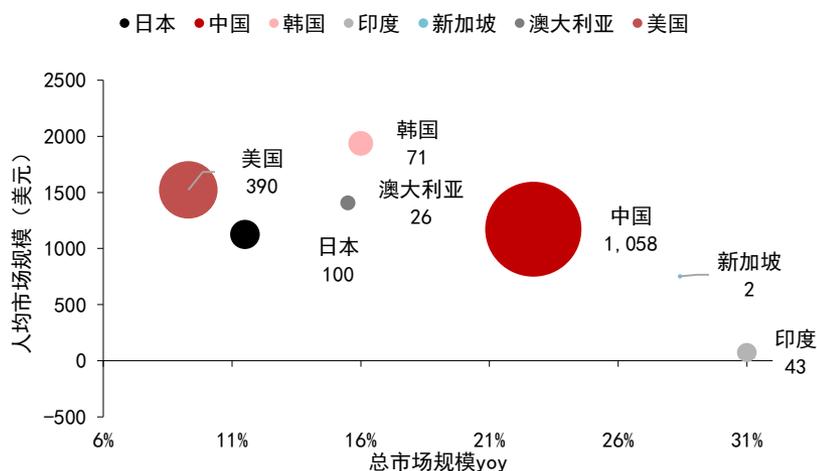


## 2.1 亚太地区物流地产供需缺口大

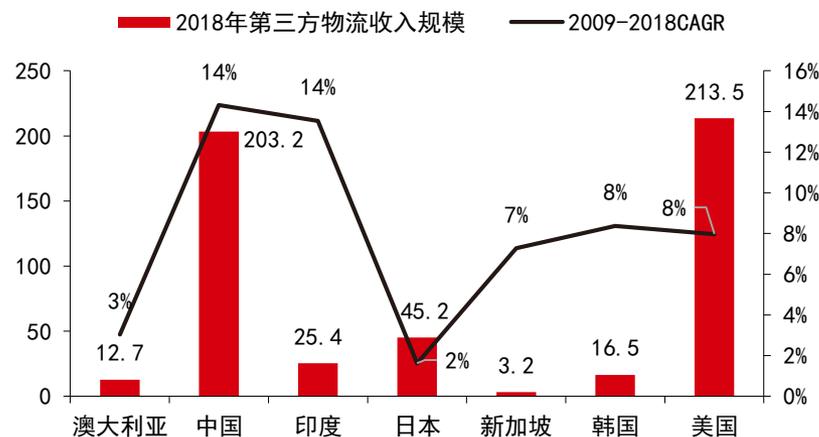
### 2.1.2 需求侧：电子商务蓬勃发展拉动物流地产需求

- 预计2020年亚太六国电子商务市场规模同比均超10%
- 中国及印度第三方物流CAGR达14%

#### 2020年电子商务市场情况预测



#### 第三方物流收入规模及CAGR 十亿美元



“慧博来源” 专业的投资研究大数据分享平台 资料来源: Statista 预测, 中信证券研究部 分享平台 泡大小表示总规模, 十亿美元

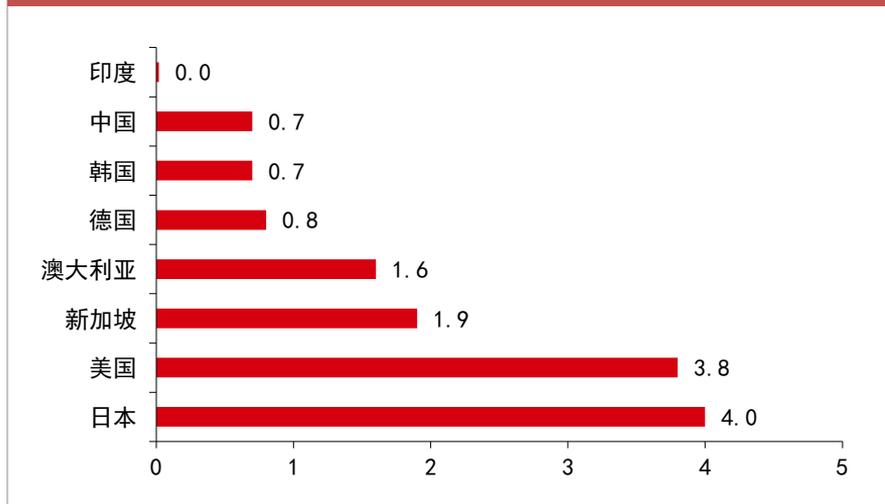
资料来源: wind, 中信证券研究部 (新加坡2018年沿用2017年数据)

## 2.1 亚太地区物流地产供需缺口大

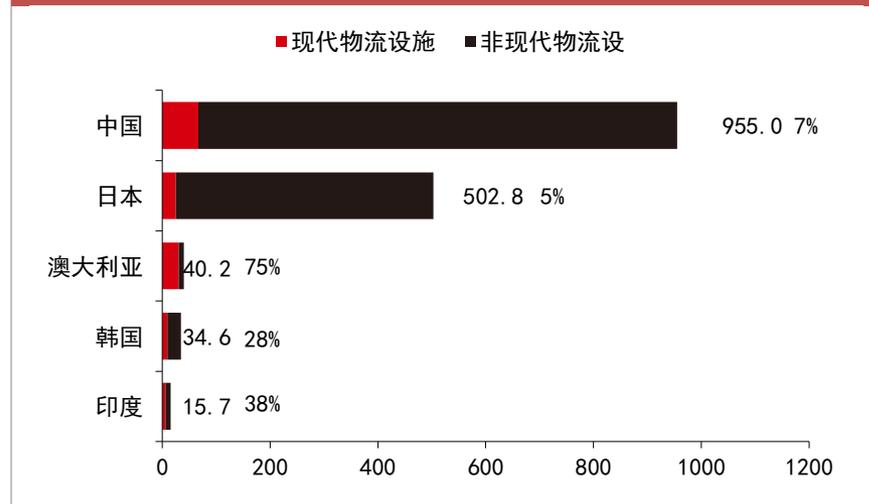
### ■ 2.1.3 供给侧：区域之间成熟度差异较大

- 中国、印度：人均物流地产空间落后；
- 日本：人均物流地产空间领先，但现代物流设施占比较少（仅5%）；
- 澳大利亚：人均地产空间中等水平，但75%都是现代物流设施。

人均总物流地产面积 平方米



总物流地产面积和现代物流地产占比 百万平方米



资料来源：仲量联行、公司研究、大数据证券研究部

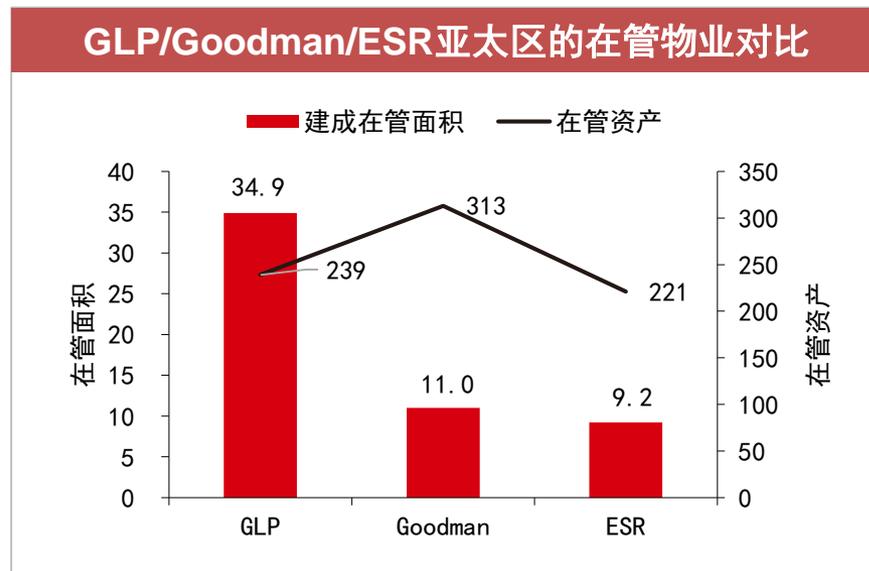
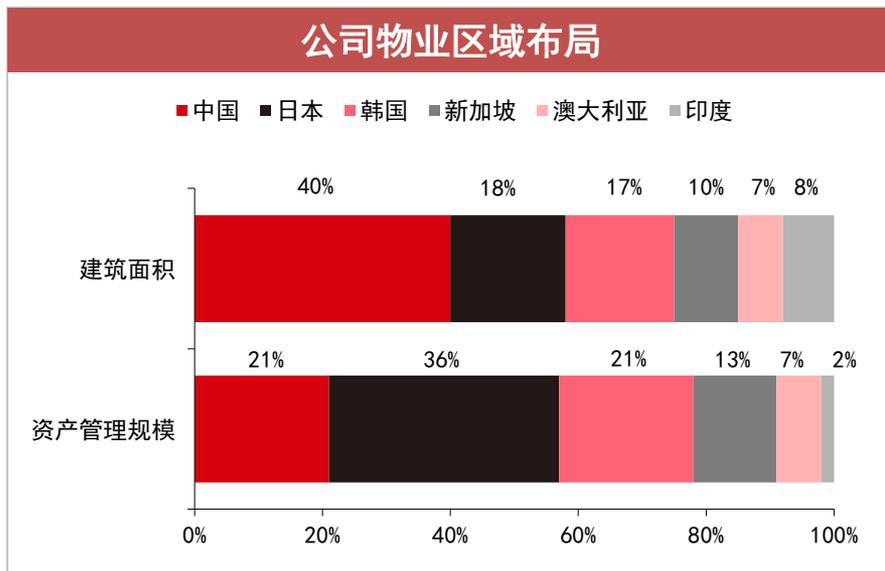
资料来源：仲量联行，公司公告，中信证券研究部

## 2.2 ESR深耕于亚太地区物流地产

### 2.2.1 公司亚太区物业规模与Goodman（嘉民）同处第二梯队

公司布局国家	市场地位
日本	拥有东京圈和大阪圈最大的储备发展项目（按建筑面积）
韩国	拥有首尔圈最大的物流存量及储备发展项目（按建筑面积）
中国	拥有大上海、大北京及大广州第二大物流物业组合（按建筑面积，包括储备面积）
新加坡	拥有第三大工业不动产投资信托资金（按资产数目）

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（单位：百万平方米，亿美元）

## 2.2 ESR深耕于亚太地区物流地产

### 2.2.2 物业布局把握经济主动脉，聚焦商业支柱地区

国家	区域	主要布局城市	区域核心驱动力
中国	大北京	北京、天津、廊坊等	华北地区的零售和电商需求
	大上海	上海、嘉兴、太仓、昆山等	长三角地区的零售和电商需求
	大广州	广州、佛山、东莞	华南地区的零售和电商需求
	武汉	武汉	华中地区的零售和电商需求
日本	东京圈	东京、神奈川、千葉、埼玉、茨城	劳动力短缺对现代仓库的需求
	大阪圈	大阪、神戸、京都、和歌山	劳动力短缺对现代仓库的需求
韩国	大首尔	首尔、仁川、京畿道	电商及三方物流需求

资料来源：公司公告，中信证券研究部

#### 公司在中国大北京、大上海、大广州的业务布局

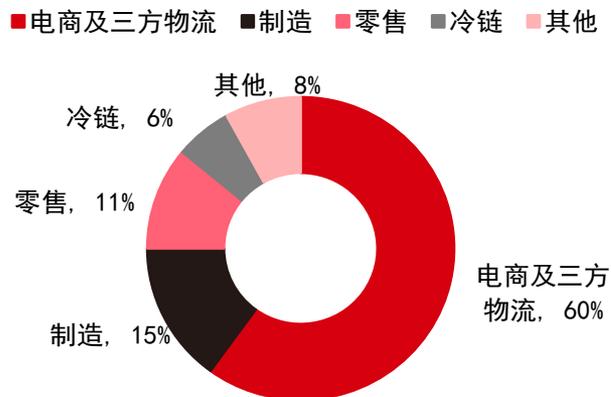


## 2.2 ESR深耕于亚太地区物流地产

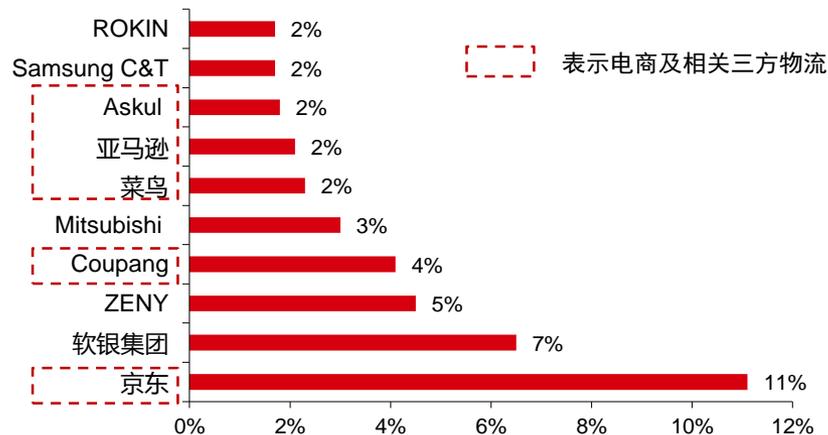
### 2.2.3 公司积极把握电子商务机会

- 电商及三方物流收入占比达60%；
- 1.6百万平方米由京东、菜鸟（阿里）、亚马逊等电商平台租赁；
- 是京东在长三角地区最大的外部业主。

#### 按收入各行业占比



#### 按收入占比前十大客户



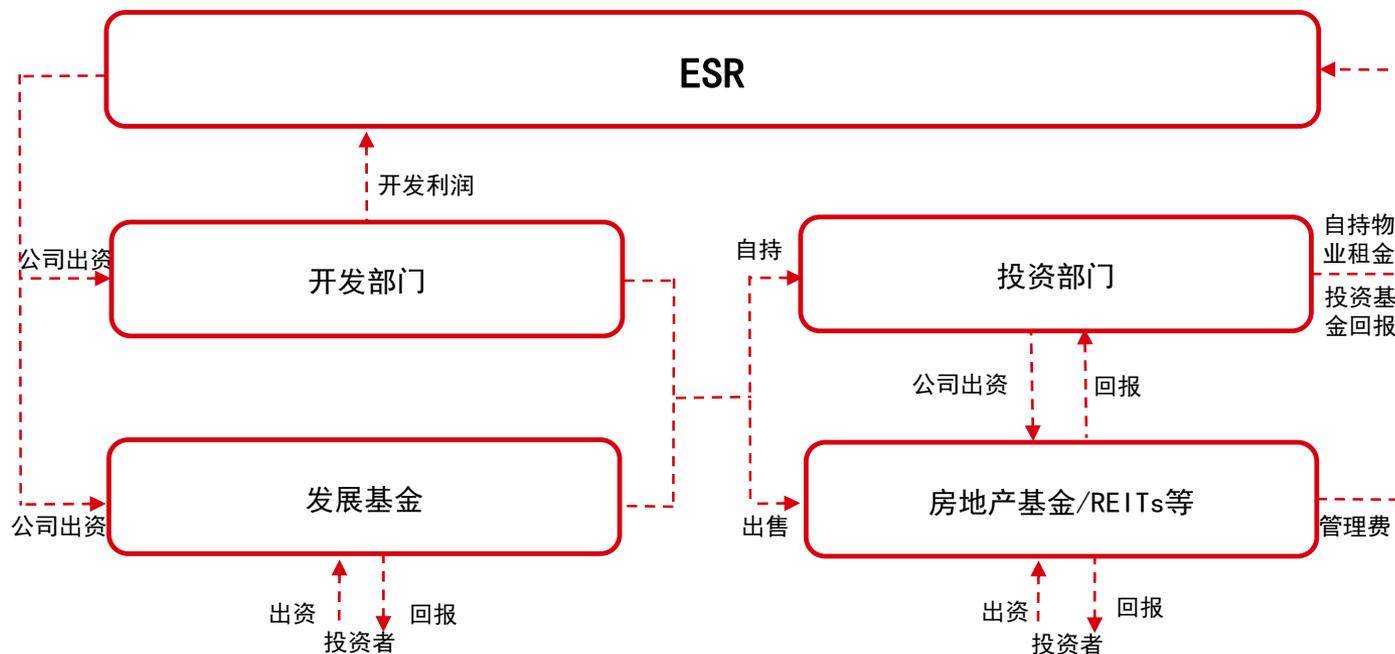
## 3.内部三大部门，组成有效资本循环通道

---

# 3.0 公司三大业务部门构成有效资本循环通道

- 由发展部门开发完成前，可转给发展基金
- 开发完成后，可转给
  - 1) 投资部门，即公司自持，赚取租金并待日后择机出售；
  - 2) 基金管理部门，即房地产基金或REITs，赚取开发利润实现资金回笼。

公司资金循环模式

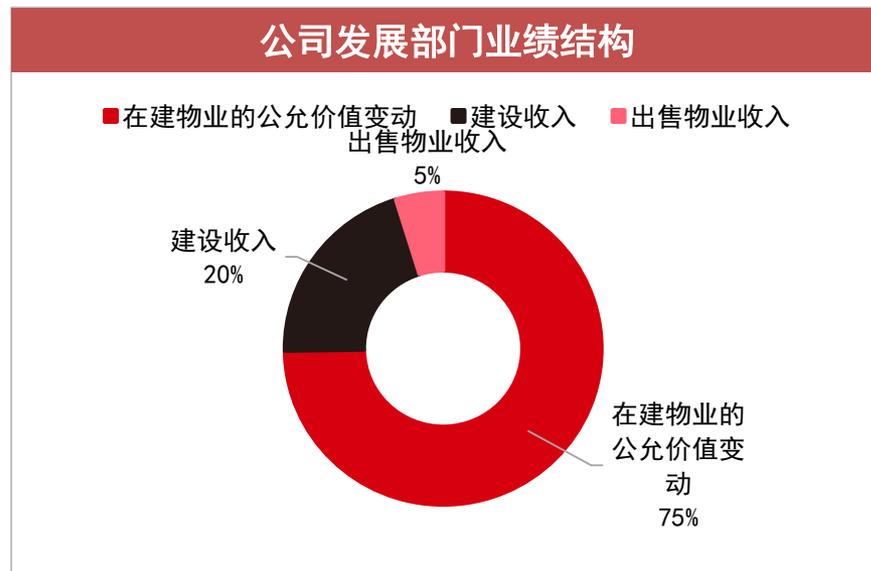
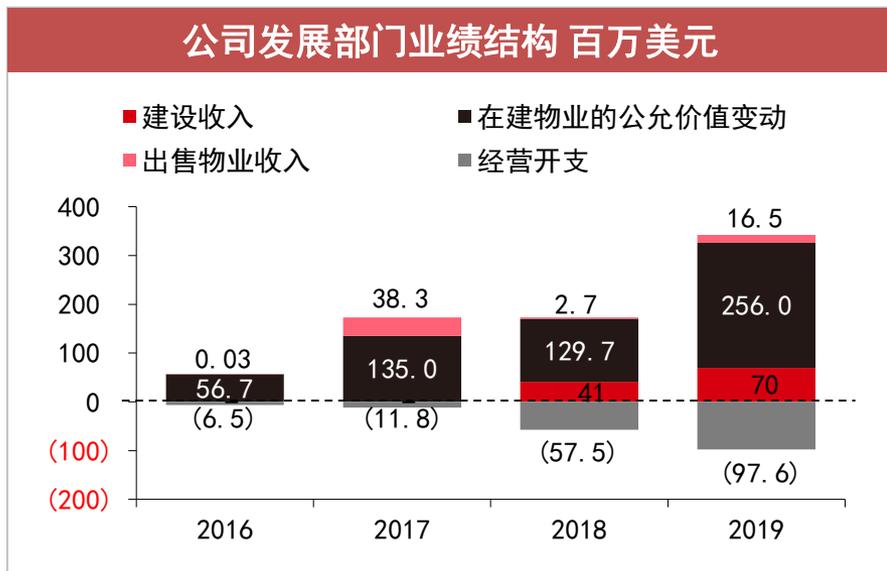


“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

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

# 3.1 发展部门：业绩主要来源于重估价值收益

- 发展部门业绩结构：
  - 将物业转给公司所管基金或第三方所得销售收益；
  - 收购CIP公司后获得建设能力所得建设收入；
  - 在建物业的重估价值收益。



“慧博来源”专业的投资研究报告数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

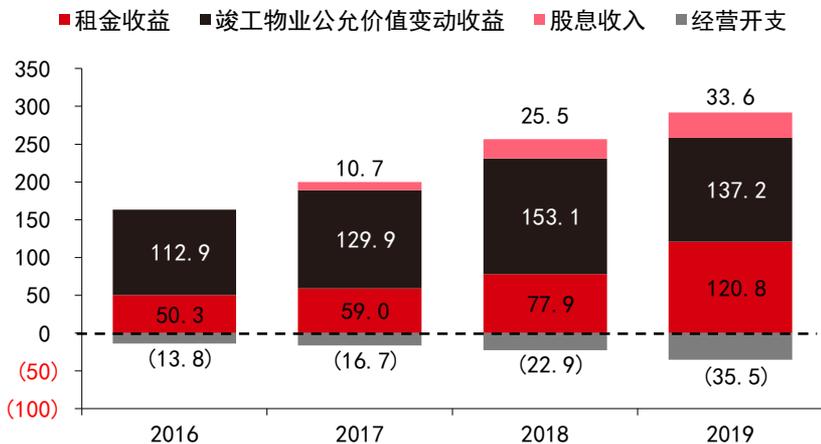
资料来源：公司公告，中信证券研究部

## 3.2 投资部门：丰富自持物业为管理基金提供备选标的

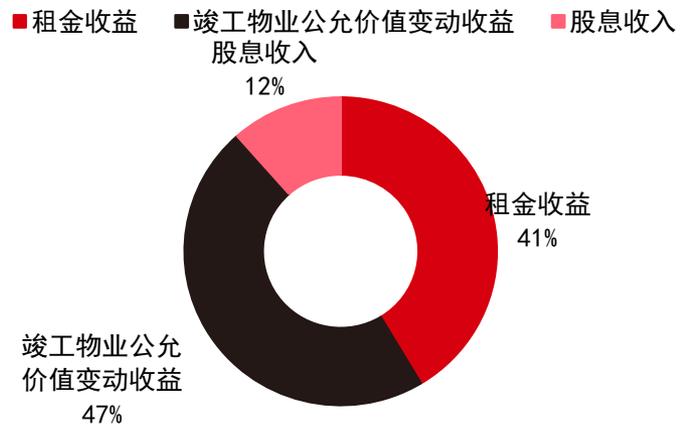
### 3.2.1 投资部门业绩结构：

- 租金：2019上半年公司物业平均租金收益率达到12.5%
- 重估价值收益：2019年公司已竣工物业公允价值变动收益1.3亿，主要受到区域租金上涨的原因
- 公司所投资的基金、REITs等所得回报
- 其他投资：包括公司在中国物流资产（1589.HK）有13.7%的股权投资

公司投资部门业绩结构 百万美元



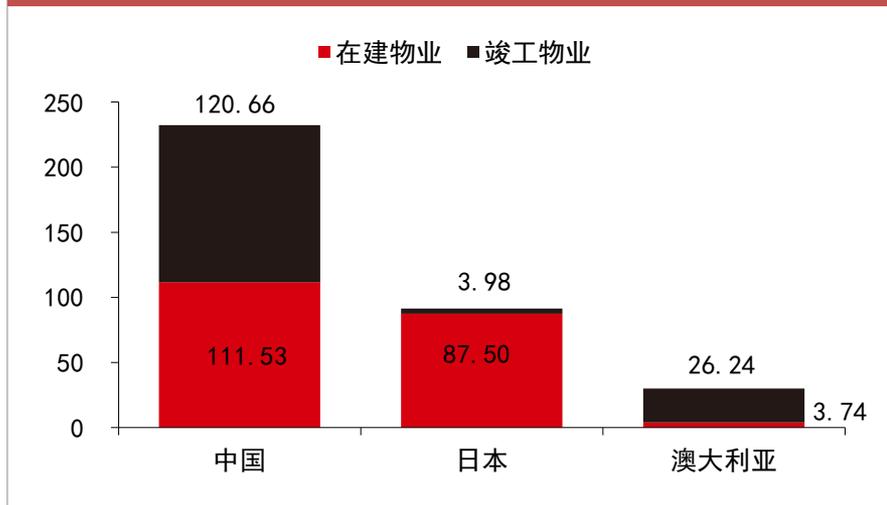
公司投资部门业绩结构



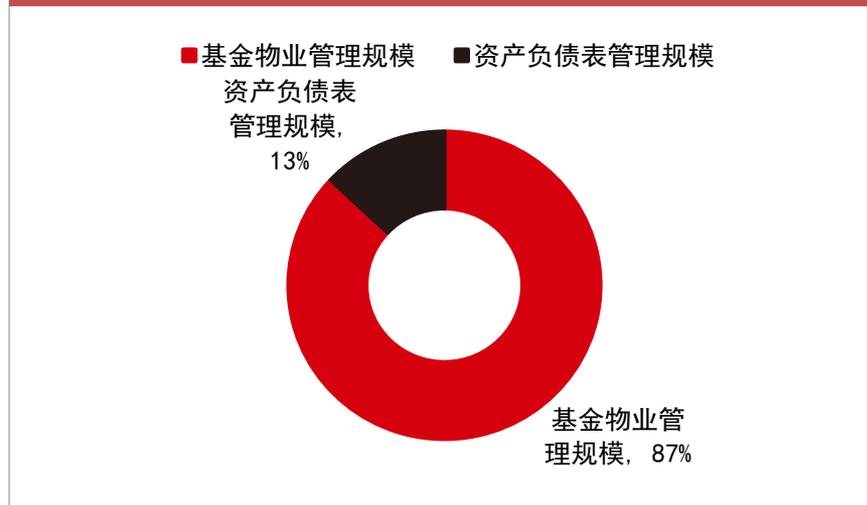
## 3.2 投资部门：丰富自持物业为管理基金提供备选标的

- 3.2.2 公司丰富的自持物业可以为所管理基金提供备选投资标的，成为基金强大后盾
  - 公司将现在不符合基金投资标准但日后可用于投资的物业纳入表内；
  - 丰富的备选标的可为投资人提供美好愿景，有利于基金集资；
  - 2019年，公司资产负债表所持物业规模29亿美元，占总管理规模的13%。

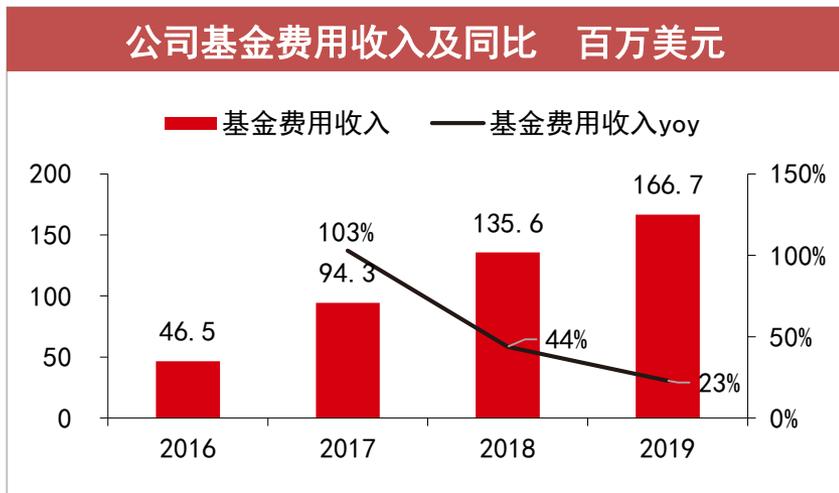
### 公司自持的表内物业 万平方米



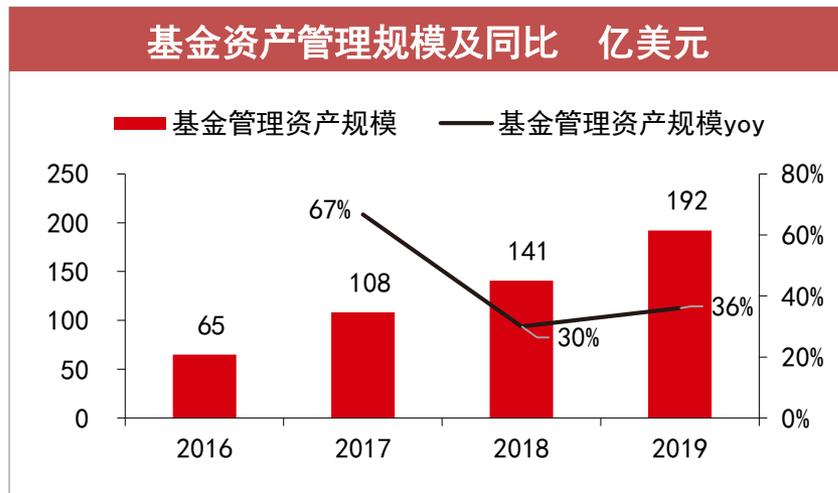
### 公司资产负债表物业占比



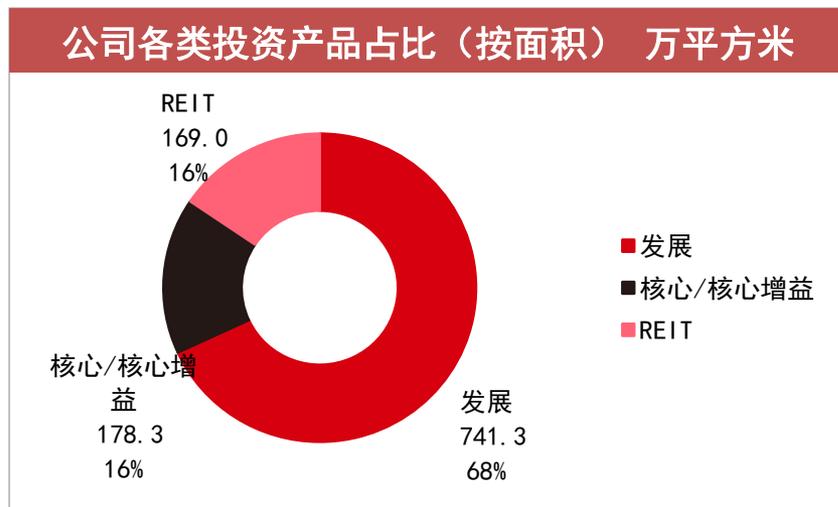
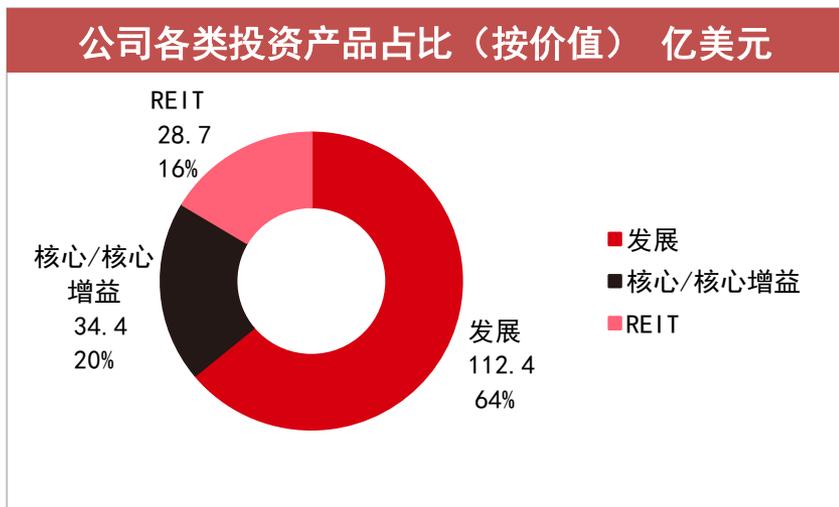
### 3.3 基金部门：提供资金循环同时，管理费成为新的利润增长点



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



### 3.3 基金部门：提供资金循环同时，管理费成为新的利润增长点

#### ■ 公司管理基金

投资公司	成立日期	承诺期（年）	基金资产管理规模（mm\$）	建筑面积（千平方米）	类别
<b>中国</b>					
e-Shang Star Cayman Limited	2014.5	3	1,734.7	2,087.8	发展
Redwood China Logistics Fund Limited Partnership	2012.7	3	685.4	1,229.1	发展
China Invesco Core Fund	2017.10	--	325.7	370.9	核心
新华保险核心基金	2019.1	--	274.9	325.4	核心
<b>日本</b>					
Redwood Japan Logistics Fund II Limited Partnership	2016.3	3	1,269.7	777.0	发展
日本核心基金	2018.12	--	1,011.6	420.6	核心
RJLF III	2019.6	4	1,707.6	196.6	发展
其他投资公司	--	--	2,940.7	840.1	发展
<b>韩国</b>					
Sunwood Star Pte. Ltd	2015.11	3	2,417.8	1,773.7	发展
韩国核心基金	2018.7	--	1,174.1	353.8	核心/核心增益
TE Logis	--	--	31.6	26.3	--

资料来源：公司公告，中信证券研究部（截至2019年6月）

“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 基金部门：提供资金循环同时，管理费成为新的利润增长点

#### ■ 公司管理基金

投资公司	成立日期	承诺期（年）	基金资产管理规模（mm\$）	建筑面积（千平方米）	类别
<b>新加坡</b>					
ESR信托	2006	--	2,227.8	1,310.0	REITs
胜宝工业信托	2010	--	644.2	380.0	REITs
<b>澳大利亚</b>					
PEP	2016.8	7	62.8	47.2	核心增益
50 Ann PEP	2017.5	7	114.3	25.5	核心增益
PAIP II	2015.9	6	226.1	194.9	核心增益
PCII	2015.11	5	22.8	9.6	核心
PCP III	2019.2	4	88.0	20.0	核心增益
PACT	2017.12	5	137.7	14.7	核心增益
<b>印度</b>					
印度基金	2018.11	4	480.8	508.5	发展

资料来源：公司公告，中信证券研究部（截至2019年6月）

## 4.高杠杆轻资产，快发展的规模扩张之路

---

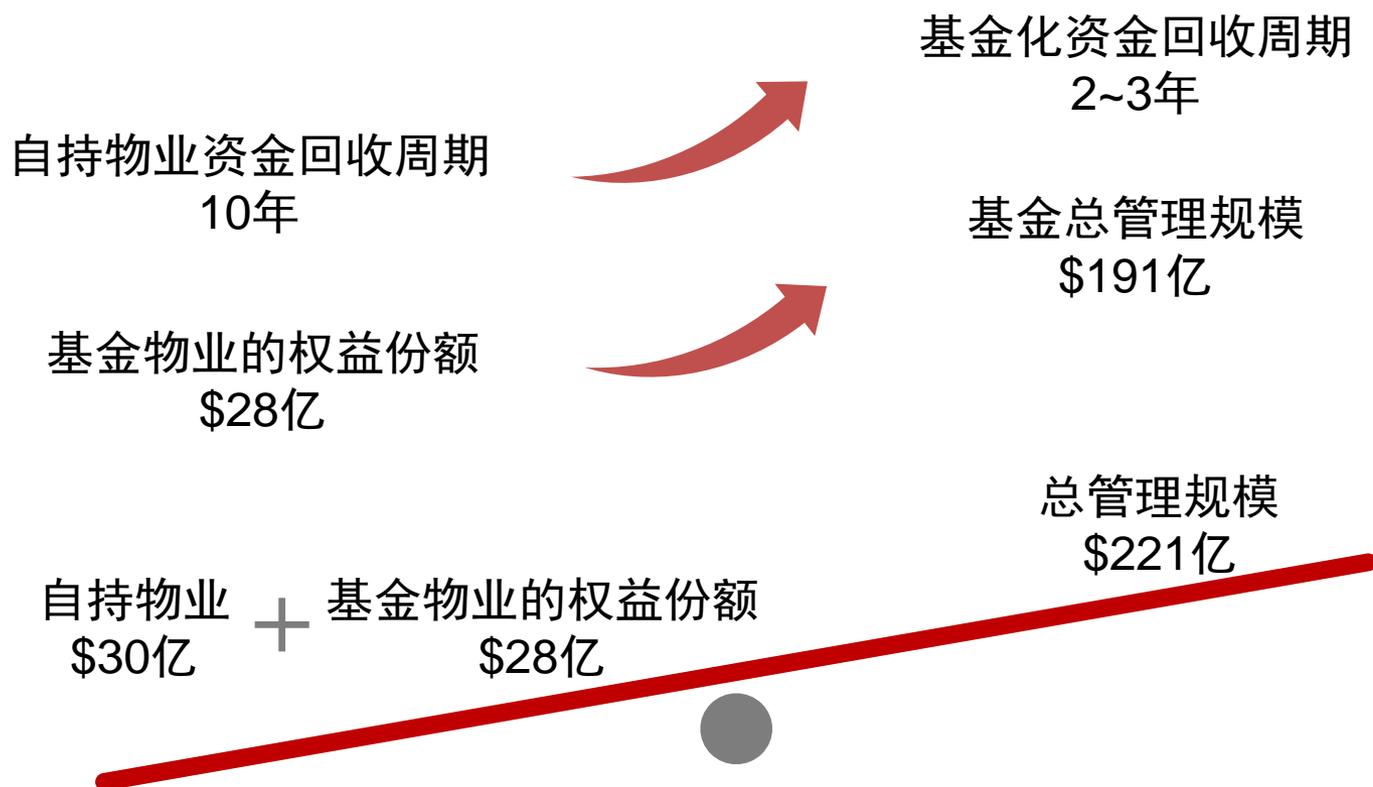
# 4.1 基金化模式打造轻资产高杠杆的物流地产模式

- 基金化运作撬动股权杠杆，叠加债务杠杆至6.8x总杠杆
  - 公司在所管基金中权益物业占比约14.7%，即6.8x股权杠杆
  - 基金下物业权益份额+公司自持物业后，杠杆被稀释到3.8x左右
  - 叠加债务杠杆至总杠杆6.8x左右
- 公司总管理物业资产/净资产=6.8x

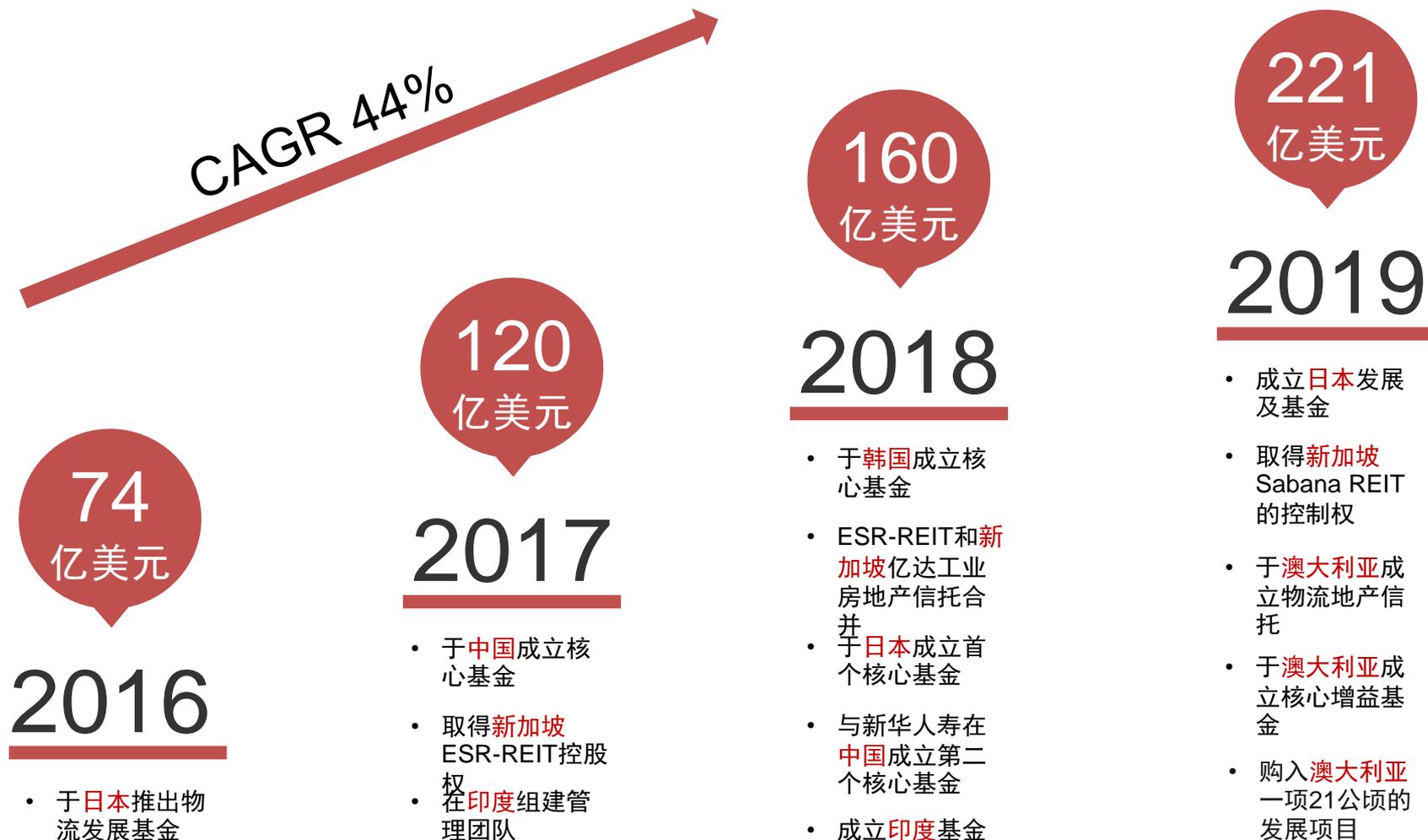
	2016	2017	2018	2019
基金股权杠杆	6.79	6.79	6.79	6.79
总管理规模/（自持物业+基金权益物业）	3.98	4.34	4.01	3.86
（自持物业+基金权益物业）/净资产	2.19	1.62	1.72	1.76
总管理规模/净资产	8.70	7.03	6.90	6.80

资料来源：公司公告，中信证券研究部，假设前三年股权杠杆与19年相同

## 4.1 基金化模式打造轻资产高杠杆的物流地产模式



## 4.2 资产管理规模扩张之路



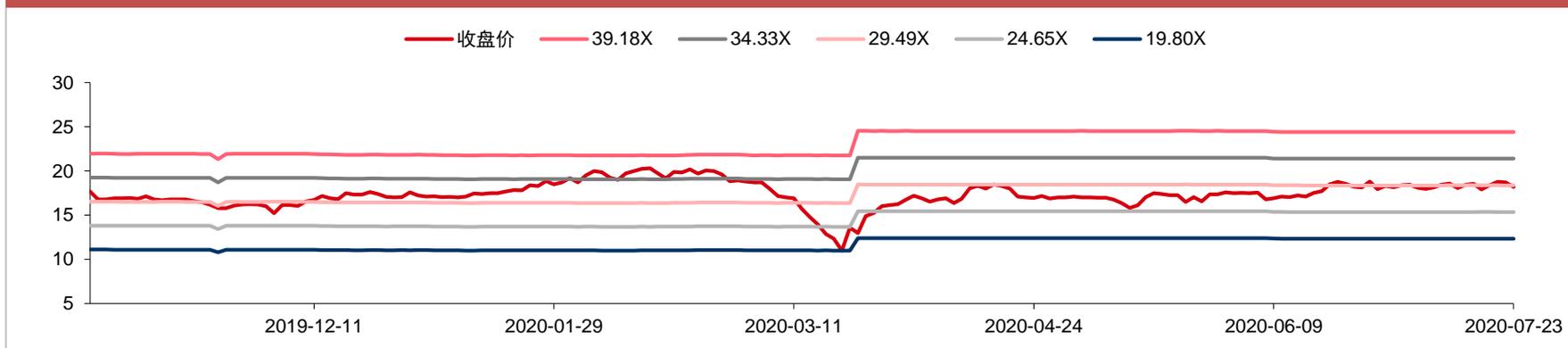
## 4.3 公司历史估值及股价走势

### 上市以来公司股价与恒生指数走势



资料来源: Wind, 中信证券研究部

### 公司PE-Band



资料来源: Wind, 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>



# 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

## 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
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
		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Dalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；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INM000010619，作为研究分析商的INH00000113）；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）规则（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) 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由荷兰金融行为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”分发及分发。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在提供本研究报告时，其内容包含任何投资建议，该机构对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。