



ESR - IPO 点评

报告摘要

公司概况

- 易商红木 (ESR) 是一家物流地产商, 旨在为亚太区为21世纪商业建立现代物流基础设施, 以满足电子商务公司、第三方物流供应商、实体零售商、生产商、冷链物流供应商等企业的需求。
- 公司主要发展亚太区一二线城市的物流地产, 战略选址定位在中国、日本、韩国、新加坡、澳大利亚及印度的主要物流枢纽、重要海港、机场、交通枢纽及工业区附近。公司业务分为3部分: 1) 发展, 即建造物流地产并售出; 2) 基金管理, 即通过管理物流地产基金及投资公司, 赚取手续费收入; 3) 投资, 即从资产负债表内的物业或已投资物业中赚取租金收入、升值收入、股息收入或分成盈利等收入。
- FY2016-FY2018, 公司营收分别为0.97亿美元、1.53亿美元及2.54亿美元; 净利润分别为1.05亿美元、2.01亿美元及2.13亿美元。需要注意的是, 公司的利润大多来自投资物业的公允价值变动收益和分占合营企业及联营公司利润及亏损, 不产生实际的现金流, 且在物业的估值发生变化时对公司净利润有重大影响。

行业状况及前景

- 根据仲量联行报告, 亚太区的广大中产人口加上迅速发展的经济及持续上升的收入, 预期有助支持区内不断增长的消费水平。
- 根据仲量联行报告, 亚太区的现代物流地产 (特色包括大幅楼面、挑高的天花板、宽敞的现代化装卸码头、更强的安全系统等) 面积占总面积的比例与美国相比较低, 因此有发展空间, 尤其是第三方物流行业及电子商务平台的需求不断增加。

优势与机遇

- 融资能力强;
- 拥有整合发展平台, 项目发展能力优秀, 资本循环策略高效;
- 公司的基金管理平台提供独立于物业价值的高利润率及稳定的费用收入。

弱项与风险

- 公司的利润大多来自投资物业的公允价值变动收益和分占合营企业及联营公司利润及亏损, 在物业的估值发生变化时, 对公司净利润有重大影响;
- 宏观经济下行的风险, 会带来物业资产的价值重估;
- 行业竞争日趋激烈, 面临其他大型国内外物流设施发展商的竞争。

投资估值

- 根据招股书定价 (16.2-17.4港元) 计算, 公司当前市净率P/B为2.39x-2.53x。对比同类公司普洛斯 (已退市)、中国物流资产 (1589.HK)、深圳国际 (0152.HK), 二级市场给出的P/B估值在0.8x-1.2x之间; 相对而言, ESR的IPO估值较高。综合考虑, 我们给予易商红木 (ESR) IPO专用评级“4”。

IPO 专用评级: 4

-- 评级分为 0 至 10, 10 为最高

-- 评级基于以下标准:

1. 公司营运 (0-3): 1
2. 行业前景 (0-3): 2
3. 招股估值 (0-2): 0
4. 市场情绪 (0-2): 1

主要发售统计数字

上市日期	6月20日
发行股数 (百万股)	560.7
-- 当中旧股数目及占比	234; 41.7%
发行后总股本 (百万股)	3045
发行价范围 (港元)	16.2-17.4
发行后市值 (亿港元)	493.2-529.9
备考预测盈利 (百万港元)	--
备考预测全市盈率 (倍)	--
备考每股净资产 (港元)	6.77-6.89
备考市净率 (倍)	2.39-2.53

保荐人 德意志银行, 中信里昂

账簿 花旗, 瑞士信贷, 星展亚洲, 高盛, 法国
管理人 巴黎银行, 中金公司, 东方汇理银行, 未来资产, 大华继显

会计师 安永

资料来源: 公司招股书

李想 行业分析师

+86-21-35082569

lixiang7@essence.com.cn

客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010