

买入 BUY

目标价格：0.88 新加坡元

▲ 19.7%

运通网城房地产信托

ECWREIT SP

2018年4月16日



报告作者

Tan Cheng Wee, 特许另类投资分析师协会
 +65 6671 8112
 chengwee.tan@sccmasia.com

杭州物流飞速发展的主要受益方

于2016年7月在新加坡证券交易所上市的运通网城房地产信托(“ECW”)在中国高规格的电子商务仓库行业中大放异彩。基于其投资者网络和发展轨道,我们深信ECW已蓄势待发,准备从中国不断发展的电子商务市场中受益(~29%的参与率),同时其专业化的物流资产能确保ECW能够获得稳定的分配收益。我们进行了初步的买入评估,基于股息贴现模型的目标价格为0.88新加坡元/单位。

→**在武汉的首次并购:** 2018年2月,ECW签订了第三方资产武汉梅洛特地产的并购协议,这是ECW自上市以后签订的首笔交易。尽管并购的收益率为4.9%,但我们预计到财务年度2018年年底,稳定收益率将达到6.3%。并购后的杠杆比率仍然较低,维持在29%,这意味着对于未来的并购而言,它仍有2.24亿新加坡元的债务净空(最高杠杆比率40%)。

→**发起人的优先购买权资产已时机成熟:** 其发起人富春控股集团有限公司(“富春”)通过两处现成资产的优先购买权,为ECW提供了非自然增长的机会。在我们看来,富州电商房地产3期于2017年启动,现已时机成熟,可以开始注入ECW,它可以让ECW的资产增长34%。

→**利用发起人的发展轨道:** 富春的一站式智能仓储和物流服务平台-如意仓正在全国范围内快速发展。ECW可以通过并购资产的方式,以如意仓作为资产的经营商,利用如意仓不断崛起的发展轨道(轻资产经营模式)。我们预计,近期ECW在电子商务行业的参与度将从当前的29%上升至40%。

→**初步买入评估:** 随着在电子商务领域的参与度的不断上升,以及由稳定的主租赁协议资产带来的收益(总租金收入的~60%),我们进行初步的买入评估,目标价格为0.88新加坡元/单位。ECW新加坡房地产信托在财务年度2018年末的收益率将非常可观,达到8.4%,从财务年度2017年至2020年末,每单位分配收益的年均复合增长率为3.8%。它目前以行业最低0.79x股价/账面价值进行交易。

收盘价(2018年4月13日)

0.735 新加坡元

市值

577 新加坡元

440 美元

流通股

7.85 亿

自由流通量

41.2%

3个月的平均日交易量/

价值 20 万新加坡元/ 20 万美元

52 周最高 52 周最低

0.81 新加坡元 0.73 新加坡元

财务数据摘要

年末, 12月31日 (百万新加坡元)	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E	FY21E
收入	91	101	106	109	111
分配收入	47	49	52	54	56
已发行股票 (M)	785	792	800	808	816
每单位分配收益 (新加坡分)	6.0	6.1	6.5	6.7	6.8
每单位分配收益增长 (%)	NA	2.4%	5.5%	3.5%	1.5%
收益率 (%)	8.2%	8.4%	8.8%	9.1%	9.3%
每股账面价值	0.91	0.90	0.88	0.87	0.85
市净率 (x)	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9

资料来源: 公司, SCCM, 截止至2018年4月13日的价格

目标价格, 0.88 新加坡元



主要催化剂和风险

图 1-催化剂和风险

催化剂	评论
参与到蒸蒸日上的电子商务行业	杭州作为阿里巴巴等电子商务巨头的家乡，其电子商务产业园的数量也居中国首位。杭州具有庞大的市场下游区，ECW 可以从这些行业基础中获益，并且具有良好的长期上升趋势。在目前配套物流设施供应紧张的环境下，ECW 的电子商务物流资产有可能会迎来未来的租金调升。
港口资产带来稳定的分配收入	崇贤港投资拥有杭州最大的钢铁港口和相关仓库，拥有其长期主租赁协议支持（占到了投资组合价值的 34%）。该资产将继续保持高利用率，因此我们预计，关于该财产的业务将继续保持稳健，并且稳定地产生收入。我们审慎乐观地预估，当主租赁协议在 2020 年末到期后，有可能意味着潜在的租金调升空间。我们预计，未来 3 年，ECW 的混合占用率将保持在 95% 以上。
随着主租赁协议的租金调升，自然增长已成定式。	在 ECW 当前的投资组合中，有三个资产已签订主租赁协议，并且签约中包括了租金的固定增长。因为这些主租赁协议占到 EWC 的总租金收入的 60%，所以它们确保了 EWC 分配收入的稳定性和自然增长，同时其多租户资产也可能出现租金调升。我们预计，未来 3 年，EWC 的投资组合的混合租金调升将达到+4-5%。
实力雄厚发起人的大力支持	我们认为其发起人，富春，实力雄厚并且在发起人层面的资金管理方面积极主动，比如与信达的合资企业可以提供一条非常不错长期资产注入途径。就近期而言，目前已经有一条现成的非自然增长机会途径，发起人提供了两处可产生收入的优先购买权资产，建筑面积达 300,000 平方米。尽管我们认为北港物流 2 期的并购前景仍然渺茫，但富州电商地产第 3 期的注入时机已成熟，它可以使 ECW 的投资组合扩大~34%。此外，其中极有可能存在电子商务资产的并购机会，因为作为资产所有者的 ECW 正借力其发起人的一站式智能仓储和物流特服平台如意仓的迅速发展。
风险	评论
受中国政策的影响	ECW 在中国采取单一业务战略。考虑到政府政策严重影响着中国的大部分行业，任何政策变动都有可能影响到 ECW 的租客所从事的行业，从而影响租金。但是，鉴于中国政府高度重视电子商务行业，所有与政府政策相关的任何潜在风险可能性都是极低的。因为政府对于电子商务项目的积极态度，ECW 的发起人通过电子商务项目可以更好的获得土地（其他项目获得类似的开发用地相对少见）。
利率风险	作为一家房地产投资信托，ECW 很大程度上依赖融资以支持其运营和并购。如果出现超过预期的利率上调，将对其回报、单位资产净值，以及房地产投资信托的现金流产生的负面影响。100%的 ECW 离岸新加坡币借款均采用固定利率，以应对该风险，同时也正在争取将境内贷款的利率也固定下来。
竞争	考虑到高质量且收益不断增长的资产属于竞争性市场，所有无法保证 ECW 可以达成高收益增长的并购，实现稳健的非自然增长。
货币风险	ECW 的经营现金流采用人民币，而其股息分配采用新加坡币。投资者会面临人民币兑新加坡币的币值波动风险，进而可能影响到该房地产投资信托的业绩。为了减轻该风险，对于其人民币来源收入，ECW 将采用一个滚动的 6 个月外汇对冲策略。

资料来源: SCCM Research

公司简介

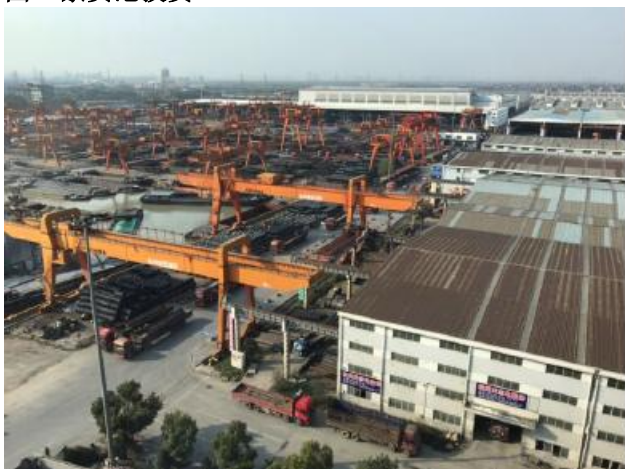
■ 运通网城房地产信托 (“ECW”) 于 2016 年 7 月在新加坡证券交易所上市，它是一个新加坡房地产投资信托公司，最初的投资组合为六个专业地产。其地产涉及电子商务地产、专业物流设施和港口资产，详情见图 2 中所列。其最初的投资组合地产位于杭州，截止至 2017 年 12 月 31 日，其总估值为 65.2 亿元人民币 (13.4 亿新加坡元)。另外，ECW 最近进行了它的首次并购，以 1.71 亿元人民币并购了武汉梅洛特地产。在完成并购后，ECW 的投资组合总结如下：

图 2-投资组合总结

名称	类型	估值 (百万人民币)	净资产收 益率 (%)	净租赁面 积 (平方米)	地契到期	租约类型
崇贤港投资	港口	2,128	6.3%	112,726	2055 年	主租赁协议
崇贤港物流	港口仓库	854	5.6%	125,856	2055-2060 年	多租户
富卓实业	港口	114	2.0%	7,128	2055 年	多租户
北港物流一期	电子商务物流	1,296	4.6%	120,449	2051 年	主租赁协议
富恒仓储	电子商务物流	577	8.3%	94,287	2058 年	主租赁协议
恒德物流	专业物流	1,463	6.8%	238,032	2053-2059 年	多租户
武汉梅洛特	电子商务物流	171*	4.9%	48,695	2065 年	多租户
投资组合		6,603	6.1%	747,173		

来源：SCCM Research，公司；() 截止至财务年度 2017 年 (*) 并购价格 1.45 亿元人民币

图 3-崇贤港投资



资料来源：SCCM Research

图 4-北港物流



资料来源：SCCM Research

图 5-富恒仓储



资料来源: SCCM Research

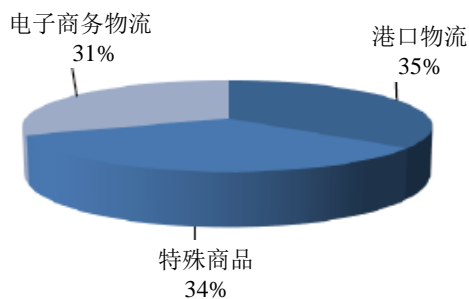
图 6-恒德物流



资料来源: SCCM Research

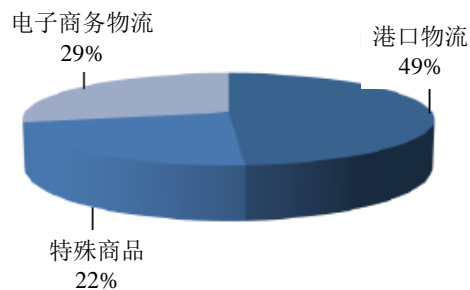
- 在完成武汉梅洛特并购之前, 截止到财务年度 2017 年, 投资组合的加权平均租赁期限(按总租金收入)保持在 3 年, 投资组合的最终租户占用率达 97.5%。对于投资组合情况, 我们看好电子商务资产富恒仓储, 通过优先购买权资产提供的现成路径, 以及发起人的其它潜在电子商务物流资产, ECW 的电子商务的参与率预计会继续提高。
- 目前, 专业物流设施(恒德物流)和港口资产(崇贤港投资、崇贤港物流和富卓实业)是其投资组合的主体。在武汉梅洛特并购完成之前的投资组合分解如下:

图 7-基于净租赁面积的投资组合分解



资料来源: SCCM Research,公司

图 8-基于价值的投资组合分解



资料来源: SCCM Research,公司

投资亮点

首次并购开启了 ECW 的非自然增长途径。

- 首次并购规模虽不大，但第三方交易展示了 ECW 的执行能力。ECW 并购第三方资产武汉梅洛特地产，签署了它上市以后的首笔交易。并购价格为 1.45 亿元人民币，现金已全部到位，以并购收益率 4.9% 计算，它预计将会为 ECW 带来 0.8% 的增长。尽管该首次并购规模不大，只带来了边缘增长，我们看到了 ECW 在此次第三方交易中展示出来的交易执行能力，这标志着 ECW 正在其非自然增长途径上迈进。

图 9-武汉梅洛特财产概要

位置	湖北省武汉市
建成年份	2017 年
剩余的土地所占年限	48 年（2065 年到期）
总建筑面积/净租赁面积	49,861 平方米/48,695 平方米
加权平均租赁期限（总租金收入/净租赁面积）	2.3 年/2.4 年
占用率	82.2%
净资产收益率	4.9%

资料来源：公司，SCCM Research

- 武汉梅洛特地产：**该地产是位于工业城市武汉的新资产，于 2017 年 5 月开始运营。该资产主要租给京东、当当等电商，租约牢靠，当前的占用率为 82%。

目前的并购收益率不高，但我们估计近期，在占用率上升后，收益率将会稳定上升，达到 6.3%

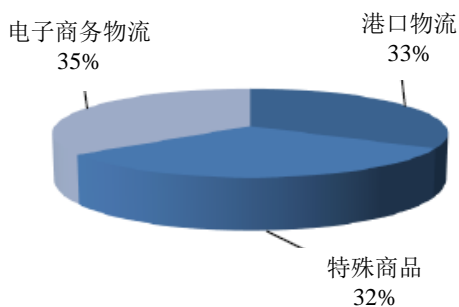
图 10-武汉梅洛特地产



资料来源：公司

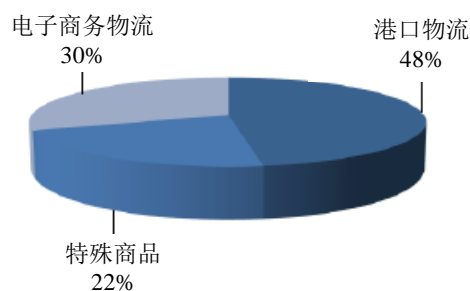
- 潜在的占用率上升会拉动资产收益率的上升：**尽管当前资产 4.9% 的净资产收益率并不可观，但是因为占用率很可能出现上升，资产收益率也会有上升趋势。我们了解到，目前剩余空间的租赁也相当活跃，随着新租客的入住，其占用率很有可能会提升至 90%。我们估计初步稳定之后的并购收益率将稳定在 6.3%，相比初期并购收益率，它将为 ECW 带来更快的增长。

图 11-按并购后净租赁面积分解



资料来源: SCCM Research, 公司

图 12-按并购后估值分解



资料来源: SCCM Research, 公司

优先购买权资产注入时机已成熟, 电子商务的参与度上升

■ ECW 的发起人富春, 通过优先购买权为 ECW 提供了非自然增长机会。ECW 有可能会并购其发起人的两处已产生收入的资产, 总建筑面积达 300,000 平方米, 进而实现 54.8% 的投资组合增长。我们认为目前北港物流二期的并购前景仍然渺茫。但是, 在参观了富州电商地产第 3 期后, 我们认为在 2017 年开始运营后, 该资产的注入时机已成熟。

我们参观了富州电商地产第 3 期, 并且认为资产注入时机已成熟。

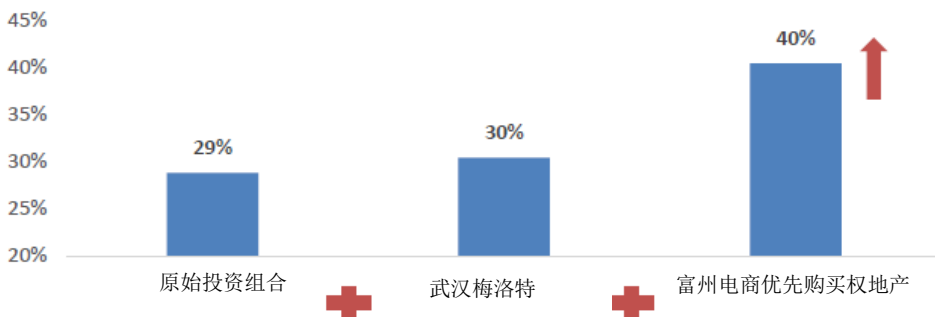
图 13 - 优先购买权资产

序号	物业	总建筑面积 (平方米)	状态	出资人的实际权益 (%)
1	富州电商地产	215,643	该地产已完工, 并于 2017 年开始运营。	58
2	北港物流二期 (9 号至 17 号)	100,777	9 号至 14 号 建筑已完工, 并且发起人正在商议资产策略 15 至 17 号 建筑仍然在施工之中	100

来源: SCCM Research, 公司

■ 如果假定并购收益率为 6%, 此途径能够使 ECW 的近期标的资产总建筑面积增加 34%, 并且根据我们的预估, ECW 的电子商务参与度也将提升至 40%。在我们看来, 尽管 ECW 的潜在收益可能会有所压缩, 电子商务参与度不断上升, 对于投资者而言还是利好的事情。我们没有将富州电商优先购买权地产的潜在收益率增加纳入我们的预估中, 因为其结果和交易细节尚未确定。

图 14-投资组合中的电子商务参与度 (按估值)



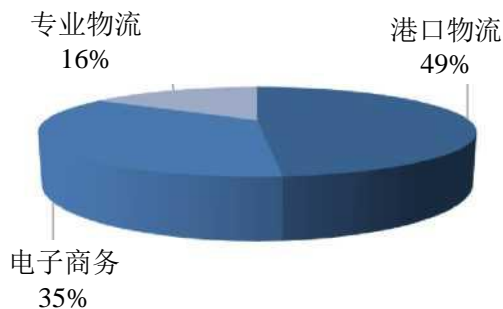
资料来源: SCCM Research, 公司

港口和专业物流资产确保稳定的投资组合收入

- 随着电子商务参与度的逐渐上升，投资组合呈增长趋势，同时投资组合中的港口和专业物流资产确保了ECW的稳定分配收入(70%的投资组合估值，预计65%的收入)，进而确保了投资组合的稳定。

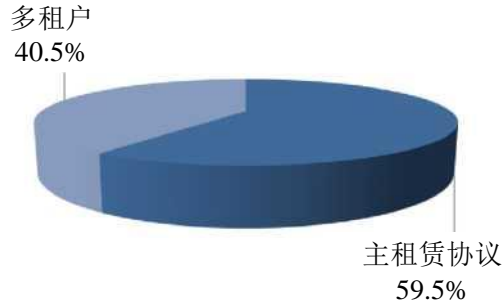
专业物流和港口资产都可以实现自然增长，确保稳定的分配收入。

图 15-按部门划分的 FY18E 收入分解



资料来源: SCCM Research, 公司

图 16-按租赁类型划分的 FY18E 收入分解



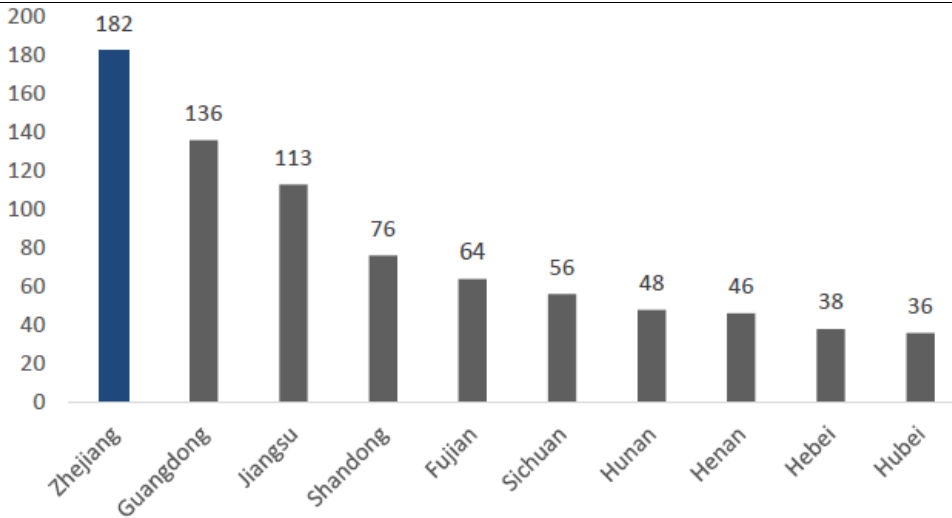
资料来源: SCCM Research, 公司

- 在 ECW 的投资组合中，我们预计崇贤港投资（预计 32% 的收入）将继续保持充分利用率，并且在 2020 年主租赁协议到期后，还极有可能会租金调升，同时目前的租约中还规定了~3-5% 的固定租金增加，以及 100% 的承诺入住率。
- 根据我们的实地考察，崇贤港物流的租户需求极大，房地产投资信托经理将会逐步努力缩短租赁期限，进而实现更高的租金调升。我们预计，未来 3 年，租金将上升~5-15%，占用率为 100%。
- 恒德物流是高规格仓库，目前出租给浙江中烟工业有限责任公司，用于储存其需要在受控环境下存放的价值 100 多亿的人民币的烟叶。我们预计，该未来 3 年，该资产的占用率为 100%。根据我们的实地考察，我们了解到，储存的烟草通常需要在能够进行温度和湿度控制的仓库中进行 2 年的调制。因为仓库存放的是需要长期存放的高价值货物，所以我们预计其潜在租赁收入稳定，并且租约关系牢靠，在期满后，续约可能性非常大。

主要优势和机会

投身蒸蒸日上的电子商务行业

图 17-中国 10 大电子商务省份的电子商务产业园分布



资料来源: Savills, 注: ECW 的 2 大主要电子商务资产: 富恒仓储和北港物流位于浙江杭州。

- 目前对于一站式电子商务枢纽的需求旺盛, 加上与之相匹配的物流设施供应短缺, ECW 的电子商务/物流地产极有可能会迎来租金调升。
- 我们了解到, 目前潜在行业基础大好, 政府政策大力支持电子商务和物流业的发展, 所以从长远看, 行业前景可观。在未来的电子商务项目中, ECW 可以联手其发起人, 争抢杭州地区的市场。

实力雄厚发起人的大力支持

- ECW 的发起人是富春集团, 它是中国著名的综合地产集团, 在电子商务物流领域, 拥有强大的地位和实力。除开电子商务, 富春也是房地产、工业、物流和金融领域的佼佼者。在中国, 它已有 20 余年的港口设施运营经验, 包括投资和建设崇贤港设施, 该项目被中华人民共和国政府评为省级和国家级重点建设项目, 并且其规格居中国内陆港口的前三甲 (除开长沙沿岸港口)。
- 富春也是崇贤港设施的经营者之一, 在对当前工业地产和港口物流的运营进行战略重组, 转变成电子商务模式的过程中, 富春发挥了关键作用。因此, ECW 在开展地产开发时, 也能够利用其发起人在电子商务领域的知识、经验和能力, 以及其业务网络和市场覆盖范围的优势。
- 发起人也已经开始启动资金项目, 着手电子商务物流和仓储资产投资, 从长远看, 这也为 ECW 提供了并购途径。2018 年 3 月, 富春刚刚宣布与供应链管理公司新加坡叶水福物流集团签订了谅解备忘录, 共同管理一个价值 1.5 亿美元的 BRI 物流房地产私募股权基金, 在中国和东南亚进行仓储和物流资产投资。

从长远看, 发起人的资金项目有可能会为 ECW 提供已建成的资产。

如意仓，关键“内容”优势

- 强大的一站式平台：三年前，富春通过启动一站式智仓储与物流服务平台-如意仓，为不同层次的制造商、贸易商和电商提供服务，将其运营延伸至中国日益壮大的电子商务市场。如意仓是国内领先的专业电子商务仓储物流运营商，它通过自主开发的仓储物流系统，为电子商务客户提供专业且高效的包装服务，以及仓库和分销服务，填补了从最后一公里派送至终端客户的关键空白。

图 18-与发起人的共生关系



资料来源：公司

- **与如意仓的共生关系：**如意仓为其发起人的一站式智能仓储与物流服务平台，为不同层次的制造商、贸易商和电商提供服务，目前正在快速发展，并且预计未来几年，每年将需要新增 20-30 个场地（每个场地预计 30,000 平方米）。在这种共生关系中，如意仓为资产运营者（轻资产），而 ECW 则为资产所有者。
- 如意仓的发展得益于电子商务的繁荣，而 ECW 可以通过成为如意仓运营过程中使用场地的资产所有者，加入其中，借力发展。通常，项目开发和资产并购中存在的挑战是为项目注入“内容”。这也是我们看到 ECW 具有的关键“内容”优势，它拥有实力雄厚的发起人作为后盾，这个飞速发展的资产运营者已准备好入住这些资产。
- 此外，富春还是菜鸟网络科技有限公司（与阿里巴巴的合资企业）、银泰商业集团有限公司、富春集团、富春控股集团，以及其它五个物流公司（顺丰、申通、中通、圆通和韵达）的创建成员之一。菜鸟网络科技有限公司经营着中国智能物流网络，该网络的建立旨在通过建设一个开放、透明的数据共享平台，促进中国物流基础设施的改革，进而为中国的电商企业、物流公司、仓储公司、第三方物流服务提供商和供应链管理提供者提供服务。

“内容”是项目的关键，而其核心优势在于拥有如意仓的发起人即可成为现成的经营者

稳健的资产负债表，仍有并购净空

- 截止到 2017 年 12 月 31 日，在合理的低杠杆率 29.2% 情况下，ECW 保持着 8% 以上的收益率，这意味着高收益率不是通过高杠杆率实现的，而是主要通过标的资产收益实现。假定目标杠杆率为 40%，我们估计在未来的并购中，它有 14 亿人民币的债务净空，无需进行现金筹集。这也让 ECW 可以更灵活地利用内部现金或者债务融资去处理未来的潜在交易，特别是需要在更短的排他谈判期进行尽职调查和执行的第三方交易。

在我们看来，ECW 已具备充足的债务净空，进行优先购买权并购。

- 考虑到可用的债务净空, 我们认为 ECW 目前做好了充分的准备, 完全通过债务融资并购优先购买权资产, 富州电商地产第三期, 并且, 如前所述, 此举还能提升 ECW 的电子商务参与度。我们认为电子商务参与度的潜在增长, 对于投资者而言也是利好的事情, 同时, 这对房地产投资信托可能会产生收益压缩。

跨境管理经验丰富的管理团队

- ECW 的管理团队在跨境新加坡房地产投资信托和海外资产的管理, 以及不稳定外汇市场相关风险的管理方面的经验丰富。其中有代表性的为首席执行官吴多深先生, 他拥有许多年的中国地产市场经验, 以及唐振维先生, 他曾担任过多家上市公司的首席财务官, 这些公司都拥有大量的海外资产。
 - > **吴多深先生, 执行董事/首席执行官,** 吴多深先生是信托管理公司的执行董事和首席执行官。吴多深先生在中国有超过 20 年以上的工业园管理, 房地产开发管理及商业管理经验。在加入运通网城资产管理公司之前, 他是新加坡跨国企业吉宝集团驻中国首席代表, 负责政企关系和业务发展。在加入吉宝集团之前从 2006 年 7 月至 2009 年 11 月, 吴先生曾是新加坡吉宝集团旗下惠升置业有限公司的总裁。该公司在中国天津, 江阴和常州都有房地产开发项目。在该公司, 吴先生负责公司常务事务, 包括企业战略, 土地和项目的收购及物业开发。吴先生在 2004-2006 年期间, 任新加坡知名房地产开发商腾飞中国 (Ascendas China) 的总裁, 负责管理腾飞集团在中国地区的业务。他拓展了腾飞集团在中国多个城市的业务, 如上海, 杭州, 大连, 西安和南京。他在 1994 年 8 月至 2003 年底曾是中新苏州工业园区开发有限公司的副总裁, 负责基础设施开发, 财务和政企关系。吴多深先生拥有法国国立电信学院授予的工程工科学士学位, 和欧洲工商管理学院授予的工商管理硕士学位。
 - > **唐振维先生, 财务总监,** 唐振维先生于 2017 年一月正式加盟 EC World REIT 并出任首席财务官。唐先生在他超过 25 年的财务经验中担任过多个高级财务职位。在早期财务生涯中, 唐先生曾就职于新加坡金融管理局, SBC 华宝和野村证券。他还在 SilkRoute 控股和 Freight Link Express 控股(在收购上市公司之后)担任高级管理职位。在这之后他加入了 RGM 国际公司(一家以资源为基础的印度尼西亚联合企业), 在担任公司财务副总裁期间, 他监管了数个全球并购及在中国筹建炼油厂的筹资过程。于 2006 年, 他同时担任 Ascendas 印度, Ascendas 印度信托和 Ascendas 印度基金的首席财务官, 在 Ascendas 印度信托成功上市新加坡证券交易所过程中发挥了重要作用, 并管理信托/基金的所有筹款活动。他后来在 Keppel REIT 和英利国际房地产担任集团首席财务官职务。唐振维先生持有新加坡南洋理工大学会计学荣誉学士学位。
 - > **李晋波, 投资, 资产管理和投资者关系总监负责,** 李晋波先生负责运通网城房地产投资信托基金的企业战略的制定和执行, 包括收购, 出售和资产管理的相关业务。李先生同时也是基金经理人和投资各界人士的主要联系人, 专注于维护和加强与机构投资者、散户投资者以及研究分析师和媒体的关系。在加入 EC World REIT 之前, 李先生曾在德意志银行和渣打银行的投资银行部工作。在他的投行工作中, 李先生向多个行业的客户(特别是房地产行业)提供了关于资本市场融资, 兼并和收购交易的财务咨询服务。李先生从花旗银行(新加坡)开始他的职业生涯。李先生毕业于新加坡国立大学, 获得工业与系统工程(荣誉)学位。

财务情况

财务年度 2017 年的业绩回顾-首个全年业务

- ECW 最近公布了 2017 年财务年度的业绩，其总收入为 9140 万新加坡元，净资产收益为 8270 万新加坡元，略高于首次公开募股预测。其总收入略超预期的主要原因是崇贤港投资的资产扩建带来（免税仓库的建设）的额外租金收入。净资产收益的正差异与人民币的坚挺有关。
- 我们认为在预期目标实现方面，ECW 有了一个非常不错的开始。考虑到其实力雄厚的发起人提供的潜在注入资产，并且它的~60%的租金收入来自自主租赁协议，我们有理由相信其增长轨道是可持续的。

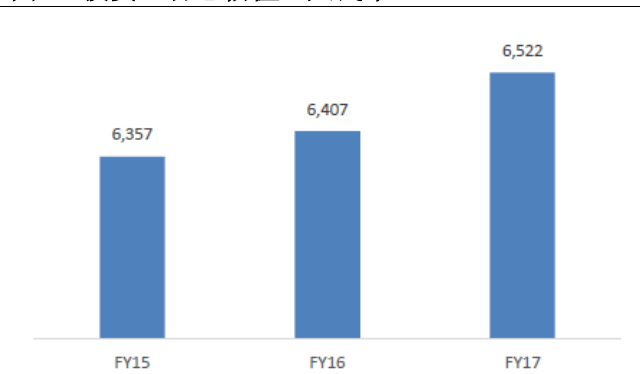
图 19-ECW 财务年度 2017 年的业务与首次公开募股预测比较

时期	FY17
总收入（新加坡元 百万）	91.4 (+1.0% 差异)
净资产收入（新加坡元 百万）	82.7 (+0.9% 差异)
每单位分配收益（新加坡分）	6.025 (+1.5% 差异)
单位资产净值（新加坡元）	0.91
市净率	0.84x
占用率	100%（潜在租赁占用率 97.5%）
杠杆率	29.2%
债务成本	5.3%

资料来源：SCCM Research，公司

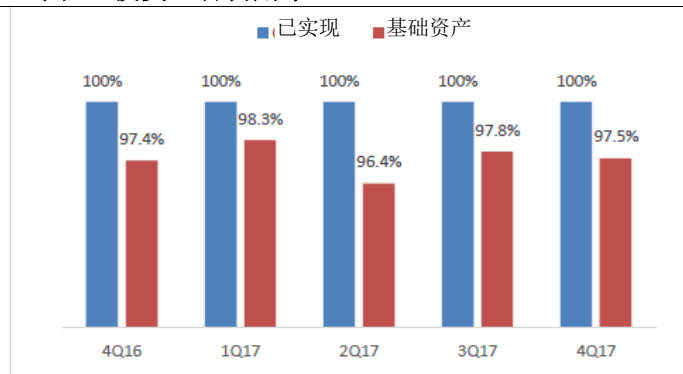
- 在经营方面，投资组合的占用率保持在 100%，最终端租客占用率为 97.5%，投资组合的加权平均租赁期限达到 3.0 年（根据总收入）。可支配收入和每单位分配收益都略高于预期，分别比首次公开募股的预测值高 1.3% 和 1.5%。
- 按人民币计算，投资组合总估值的年增长率为+1.8%，达到 6.522 亿元人民币（按新加坡币计算，增长率为+2.8%），这归源于潜在的市场租金率上升趋势，并且与经营业绩的小幅增长相符。在财务年度 2017 年，ECW 的每单位分配收益为 6.025 新加坡分，而 2017 年末的收盘价格为 0.76 新加坡元/单位，这意味着年度收益率为 7.9%。

图 20-投资组合总估值（人民币）



资料来源：公司

图 21-投资组合占用率



资料来源：公司

- ECW 一直保持非常低的杠杆率 29.2%，因此这也为现成的资产注入留下了大量的杠杆率净空，达 2.24 亿新加坡元。我们认为，基于当前的资产负债表，ECW 可以非常灵活的寻找并购机会。
- 截止到财务年度 2017 年，其境内债务融资为人民币 9.936 亿元，境外融资为 2.38 亿美元，所有融资均采用新加坡币。100% 的境外新加坡币融资都采用固定利率。公司已签订外汇远期合约，用以固定其收入来源的新加坡币与人民币之间的兑换。年度总利率成本为 5.3%。

预测和假设

- 关于损益的核心假设如下：

- 我们的模型假定从财务年度 2018 年末至 2020 年末，投资组合资产的租金上涨为+4-5%。对于多租户地产，我们采用统一增长，而对于主租赁协议地产，我们采用合同约定租金增长。
- 未来 3 年，投资组合的占用率至少在 95% 以上。随着富恒仓储的成熟，占用率将进一步提升。
- 我们预计，从财务年度 2017 年至 2020 年末，总收入和净资产收入的复合年增长率将达到 6.1%，每单位收益的复合年增长率将达到 3.8%。

我们预计，投资组合资产近期将保持稳定，并且多个现成资产注入的发展潜力强劲。

图 22-综合损益表

年末, 12 月 31 日 (新加坡币 百万元)	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E	FY21E
总收入	91.4	101.0	105.8	109.1	111.1
总收入增长率		10.5%	4.8%	3.1%	1.9%
资产费用	(8.7)	(9.5)	(10.2)	(10.4)	(10.6)
净财产收入	82.7	91.5	95.5	98.7	100.5
其它经营收入					
信托管理人费用	(5.3)	(5.2)	(5.9)	(5.9)	(5.8)
托管人费用	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
信托及行政管理费用	(1.5)	(1.4)	(1.4)	(1.4)	(1.4)
其它费用					
息税前利润	75.7	84.6	88.0	91.1	93.0
息税前利润率	82.8%	83.4%	83.2%	83.2%	83.5%
非经营收入					
利息收入	1.5	0.2	0.2	0.2	0.2
利息费用	(25.8)	(25.8)	(25.8)	(25.8)	(25.8)
联营公司或合资公司的收入份额					
例外收益/ (损失)	(1.6)				
净收入	49.7	59.0	62.3	65.4	67.4
税费	(23.8)	(15.4)	(16.3)	(17.1)	(17.6)
少数股权					
净收入	25.9	43.5	46.1	48.4	49.9
来自资产再评估的净收益	21.7				
年度总收益	47.6	43.5	46.2	48.4	49.9
可用于分配的投资收入	47.1	48.7	51.8	54.2	55.6
每单位收益 (分)	6.0	6.1	6.5	6.7	6.8
每单位收益增长率		2.4%	5.5%	3.5%	1.5%

资料来源: SCCM Research

■ 关于资产负债表的核心假设如下:

- 我们的模型假设股份基数由财务年度 2017 年的 7.847 亿扩大至 2020 年末的 8.081 亿。这是基于 100% 的管理人费用都应按单位支付。
- 我们的模型预测, 武汉梅洛特并购项目将在财务年度 2018 年开始对 ECW 的投资性房地产产生影响。该并购价格为 1.45 亿元人民币, 全部采用现金支付。
- 我们预计, 在可预见的将来, 其杠杆率仍然会稳定在 29% 左右。我们的模型尚未将武汉梅洛特之后的任何重要并购作为因素计入。

我们认为, 武汉梅洛特并购仅仅只是其发展的起步。

图 23-资产负债表

年末, 12 月 31 日 (新加坡币 百万元)	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E	FY21E
现金	138.6	117.5	111.9	106.5	101.0
应收款项	35.6	39.3	41.2	42.5	43.3
流动资产	174.2	156.9	153.1	148.9	144.2
投资性房地产	1,337.0	1,367.3	1,367.3	1,367.3	1,367.3
其它长期资产	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
非流动资产	1,337.2	1,367.4	1,367.4	1,367.4	1,367.4
总资产	1,511.4	1,524.3	1,520.6	1,516.4	1,511.7
应付账款	24.6	27.2	28.5	29.4	29.9
未偿还和短期债务	40.1	40.1	40.1	40.1	40.1
税收准备金		15.4	16.3	17.1	17.6
其它短期负债 流动负债	11.2	11.2	11.2	11.2	11.2
流动负债	75.9	93.9	96.1	97.7	98.8
长期债务	395.4	395.4	395.4	395.4	395.4
延期付款 (超过 12 个月)	263.2	263.2	263.2	263.2	263.2
其它长期负债	59.3	59.3	59.3	59.3	59.3
非流动负债	717.9	717.9	717.9	717.9	717.9
总负债	793.8	811.8	813.9	815.6	816.7
总股东权益	717.6	712.5	706.6	700.8	695.0
总负债和权益	1,511.4	1,524.3	1,520.6	1,516.4	1,511.7

来源: SCCM Research

初步的买入评估, 目标价格为 0.88 新加坡元/单位

- 在我们看来, 一家房地产投资信托的价值在于其长期的可分配收入。因此, 我们使用股利贴现模型对 ECW 进行估值。我们采用保守的终端增长率 1%、贴现率 8.4%、无风险折现率 3.8%、贝塔系数 0.8 和 5.9% 的股权风险溢价, 得出的目标价格为 0.88 新加坡元/单位, 这意味着截止至财务年度 2019 年末, 我们预计的 7.4% 的收益率是相对容易实现的。

我们得出的目标价格 0.88 新加坡元/单位, 意味着 20% 的增长; 初步评估为买入

图 24 - 股利贴现模型估值

年份	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	最终价值
	1	2	3	4	5	
每单位分配收益 (新加坡元)	0.06	0.06	0.07	0.07	0.07	
贴现的每单位分配收益 (人民币)	0.30	0.31	0.32	0.33	0.33	
	0.27	0.26	0.25	0.24	0.22	4,450
终端增长	1.0%					
权益成本	8.5%					
最终价值的票面价值 (人民币)	2.96					
总权益价值 (人民币)	4.20					
目标价格 (新加坡元)	0.88					
中国无风险折现率 (中国 10 年)	3.8%					
中国股权风险溢价	5.9%					
贝塔系数	0.8					

来源: SCCM Research

- 股利贴现模型推导出的目标价格 0.88 新加坡元/单位, 意味着与收盘价格 0.74 元相比, 增长了 19.7%, 并且 ECW 的当前交易收益率可达 8.2%, 这是相当有吸引力的。我们对 ECW 的初步评估为买入。

图 25-敏感性分析

		最终增长				
		0.50%	0.75%	1.00%	1.25%	1.50%
权益资本成本	5.5%	1.34	1.40	1.47	1.54	1.62
	6.5%	1.12	1.16	1.20	1.25	1.30
	7.5%	0.96	0.98	1.01	1.05	1.08
	8.5%	0.84	0.86	0.88	0.90	0.93
	9.5%	0.74	0.76	0.77	0.79	0.81
	10.5%	0.67	0.68	0.69	0.71	0.72
	11.5%	0.61	0.62	0.63	0.64	0.65

来源: SCCM Research

- 总而言之, 我们对于 ECW 的主要考量如下:
 - > ECW 是一家房地产投资信托, 其投资组合由电子商务地产、港口资产和专业物流地产组成。电子商务地产是其投资组合中我们看好的部分。尽管目前其电子商务的参与率 (按估值划分为 29%) 不是其投资组合的主要部分, 但我们认为从长远来看, ECW 的电子商务参与率很可能会继续上升。我们认为, 基于市场发展情况, 我们对于 ECW 电子商务参与率提升的观点将会得到验证, 并且在 ECW 通过非自然增长成功实现电子商务参与率的提升, 并且取得了不错的业绩后, 会出现收益压缩的情况。

我们对于 ECW 电子商务参与率提升的态度积极, 其参与率有望提升至投资组合估值的 40%。

- > 此外, 我们认为电子商务参与率的增长在近期就会出现。根据我们的实地考察, 我们认为富州电商地产第3期在于2017年开始运营后, 现在并购时机已成熟, 并且 ECW 的资产负债表中拥有投资资金, 同时也有留给并购的债务净空。根据我们的估算, 此举将使 ECW 的电子商务参与率达到 40%。
- > 除开电子商务参与率的不断提升, ECW 的专业物流设施和港口资产的租约中都有含有逐步增长租金的条约, 为 ECW 提供了自然增长, 确保稳定的分配收入。

同业比较

- 因为 ECW 的大部分资产都在中国, 我们很难找到一个可比性非常强的工业房产基金。目前, 就市值而言, ECW 仍是一家比较小的房地产投资信托, 以 0.8 市净率进行交易, 收益率超过 8%, 并且一直保持相对较低的杠杆率 (30%)。而与之相对的其它新加坡工业房地产投资信托, 其财务年度 2018 年的平均收益率为 6.5%。

图 26-与其他新加坡房地产投资信托的比较

彭博代码	缩写	市净率 (x)	市值 (美元 百万)	FY17-20E 每单位 分配收益 增长率(%)	每股派息率 (%)	
					FY18E	FY19E
ECWREITSP	EC WORLD REIT	0.79	441.3	3.8	8.37	8.83
AREIT SP	ASCENDAS REAL ES	1.29	5,983.8	2.8	5.97	6.19
AAREIT SP	AIMS AMP CAPITAL	1.03	724.3	(0-2)	7.41	7.91
CACHE SP	CACHE LOGISTICS	1.16	676.9	1.1	7.59	7.83
MINT SP	MAPLETREE INDUST	1.43	2,917.8	4.8	5.91	6.21
MLT SP	MAPLETREE LOG TR	1.21	2,961.2	3.0	5.98	6.22
SBREIT SP	SOILBBUILD BUSIN	1.05	533.5	(3.1)	7.52	7.52
KDCREIT SP	KEPPEL DC REIT	1.51	1,254.8	5.7	5.34	5.48
平均 (不包括 ECWREIT)		1.18		2.0	6.53	6.77

资料来源: SCCM Research, 彭博社, 截止至 4 月 13 日的价格

图 27-与中国房地产投资信托 (在新加坡上市) 的比较

彭博代码	缩写	市净率 (x)	市值 (美元 百万)	FY17-20E 每单位分 配收益 增长率(%)	每股派息率 (%)	
					FY18E	FY19E
ECWREITSP	EC WORLD REIT	0.79	434.7	3.8	7.80	8.28
CRCT SP	CAPITALAND RETAIL	0.95	1,133.2	2.9	6.84	7.04
DASIN SP	DASIN RETAIL	0.58	373.9	不适用	11.01	10.11
BHGREIT SP	BHG RETAIL	0.93	290.7	不适用	不适用	不适用
SASSR SP	SASSEUR REAL	1.02	716.4	不适用	不适用	不适用
平均 (不包括 ECWREIT)		0.87		2.9	8.88	8.53

来源: SCCM Research, 彭博社, 截止至 4 月 13 日的价格

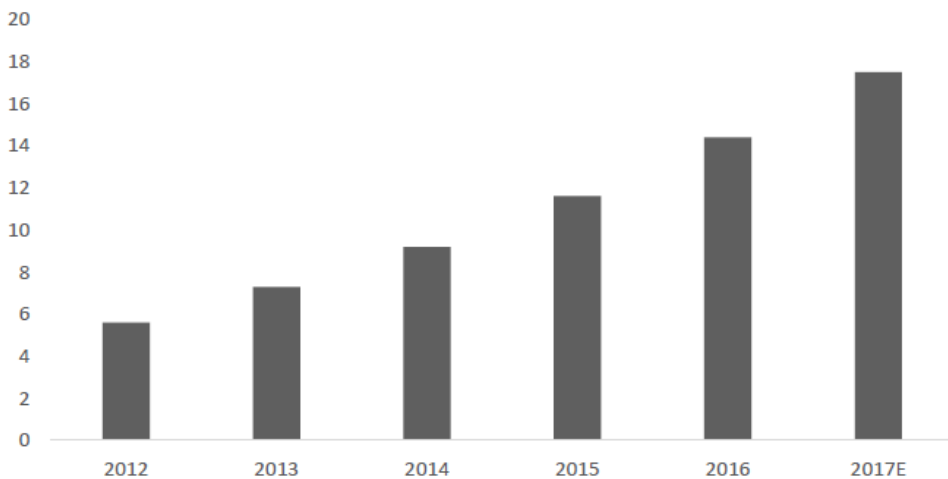
附录：电子商务展望

中国电子商务持续发展

- 中国整个 B2B 电子商务市场一直在飞速增长，并且未来还将继续保持稳定增长。企业发展也从线下转向线上，并且 B2B 线上服务正在成为部分产业链的标准。在这种长期发展趋势下，中国电子商务市场的交易额已经达到了 14.4 万亿元人民币，年增长率为 23.9%，并且在 2017 年年增长率预计会增长到 22.1%，达到 17.5 万亿元。

电子商务将成为推动中国物流行业发展的主要力量，而 ECW 已做好借力这一趋势的完全准备。

图 28-中国 B2B 电子商务的总交易额（人民币 万亿）



资料来源：中国电子商务 B2B 市场分析，Savills

- 中小型 B2B 企业和大型 B2B 企业是整个电子商务市场中的最大组成部分，其中 7 大核心 B2B 企业占有 60.8% 的市场份额。毫无疑问，阿里巴巴位居榜首，占有最大的市场份额 43%，远远领先于其它 6 大核心 B2B 企业。

图 29-中国 7 大核心 B2B 企业

级别	企业	市场份额	业务重点
1	阿里巴巴	43%	综合业务，包括服装、美容产品、医疗产品、母婴护理等
2	慧聪网	7.5%	综合业务，包括服装、医疗产品、电器等
3	环球资源 global source	4.1%	多渠道 B2B 媒体公司，主要关注外贸
4	焦点科技	2.6%	综合业务，全球企业寻找业务的平台
5	我的钢铁网 Mysteel.com	1.4%	主要关注钢铁和相关业务交易
6	慧聪网	1.2%	综合业务，包括家具、汽车配件、电器等
7	Toocle 全球通	1%	主要关注计算机和相关的信息技术服务

资料来源：中国电子商务 B2B 市场分析，Savills

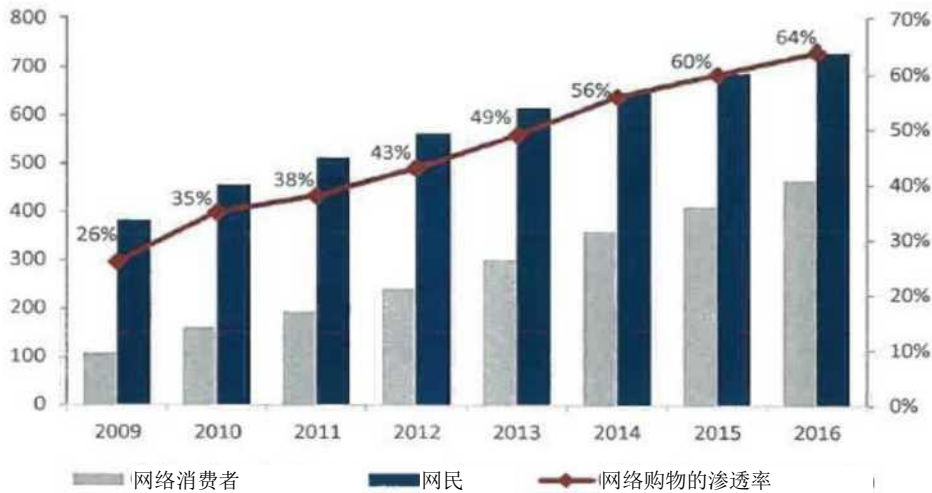
- 由于行业趋于稳定，进入 B2B 行业的公司的增长率已大大降低，但是这些企业在运营精度、地区性发展和产业链服务方面进行深度开发，进而继续保持快速的运营收入增长。

随着网民的增多，网络消费者的渗透率仍然保持稳健增长

- 随着互联网普及率的大幅提升，以及中产阶级家庭的快速发展，在过去几年，中国的电子商务市场飞速发展。2016 年，中国的网民增长了 4300 万人，达到 7.31 亿，其中进行网购的网民人数达 4.67 亿，并且网购网民的比例从 2009 年的 26% 上升至 2016 年的 64%。尽管如此，现在仍然还有增长空间。一线和二线城市消费者正在成为精明的网络消费者，但是网络销售仍然极具潜力，特别是在三、四线城市。三、四线城市的网络消费者群达 2.57 亿人，居世界前列。目前仍然存在巨大的发展潜力。

网民群体的增长进一步巩固了 B2B、B2C 和 C2C 商务活动。我们预计，近期电子商务将会有稳健的增长。

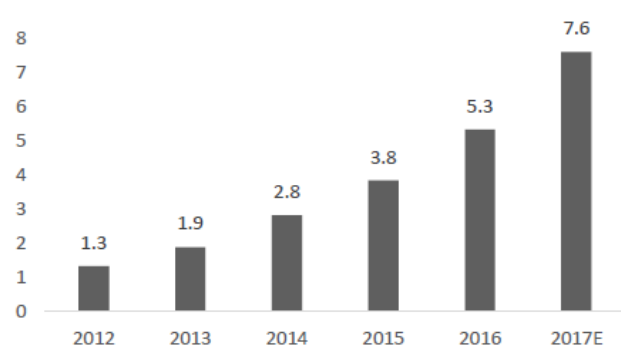
图 30-中国网民数量



资料来源：中国电子商务 B2B 市场分析，Savills

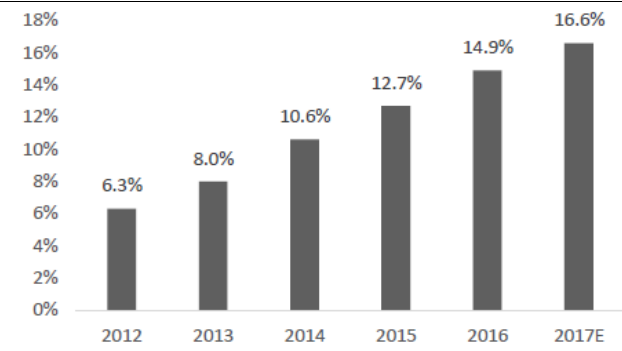
- 这也导致了中国网上零售额在总零售额中的占比不断增长，从 2008 年的 1.1% 增长至 2016 年的 16.6%。尽管网络购物对于中国消费者而言，属于较新潮的事物，但是他们已占到近全球在线零售额的一半，并且这一数字还在不断增长。总而言之，随着电子商务业务的发展，B2B 电子商务行业正处于高速增长阶段，并且它对传统制造业及其相关的经济链产生了影响，并带来了范式变化。
- 新概念和流行词不断演变成规范，同时无处不在的渠道（线上和线下渠道）战略和大数据的使用正在不断发展。电子商务也正在代替传统市场，家乐福和沃尔玛等大型超市已经关闭了多家店面，因为越来越多的消费者选择从网上购买产品，包括那些在实体店购买不到的产品（比如：有机食品、来自海外的奢侈品）。

图 31-网上零售市场的销售额（人民币 万亿）



资料来源: EC Research, Savills

图 32-网上零售额在总零售额中的占比 (%)



资料来源: EC Research, Savills

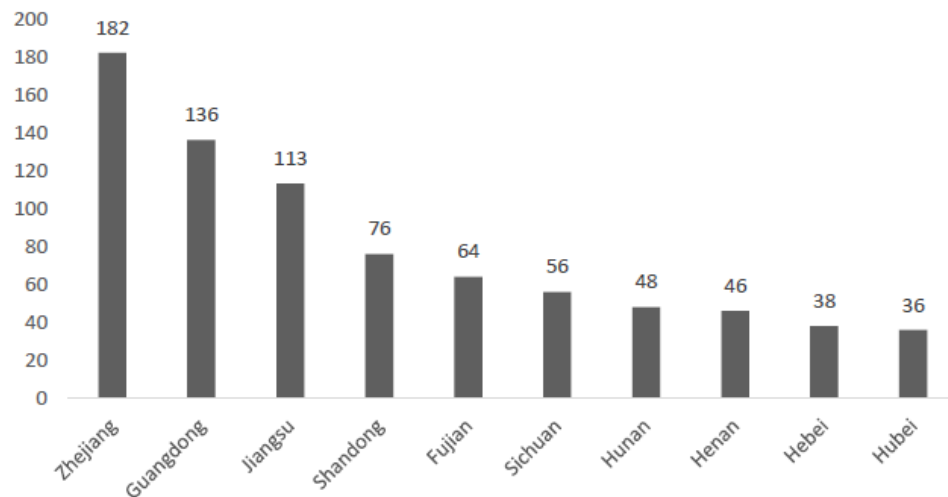
- 随着网上购物种类的扩展、售后服务升级、物流，以及对产品和服务质量的重视，电子商务行业也在不断成熟。中国网上购物的飞速发展表明了其典型消费者的收入增长、教育程度提升，以及消费方式更趋复杂。由于网络零售和配套物流服务的发展扩大，电子商务已经走在中国消费增长的前沿。

位于“中国电子商务之都”的区位优势

- 随着电子商务行业的飞速发展，对于电子商务产业园的需求也不断增加。根据 AliResearch，电子商务产业园数量的年增长速度达到了 120%，2016 年第 1 季度，产业园的数量已达到 1122 个，并且电子商务产业园的建设仍然呈上升趋势。在其分布方面，70% 以上的电子商业产业园集中在 5 大省份，分别是浙江、广东、江苏、福建和山东。被标榜为“中国电子商务之都”的浙江省省会杭州共有 182 个电子商务产业园，数量居全国之首。

我们认为，ECW 的战略投资组合有利于在不均衡的基础设施与三、四线城市的网民爆炸型增长和随之飞速发展的电子商务之间架起一座桥梁。

图 33-中国 10 大电子商务省份的电子商务产业园分布



资料来源: 中国电子商务 B2B 市场分析, Savills

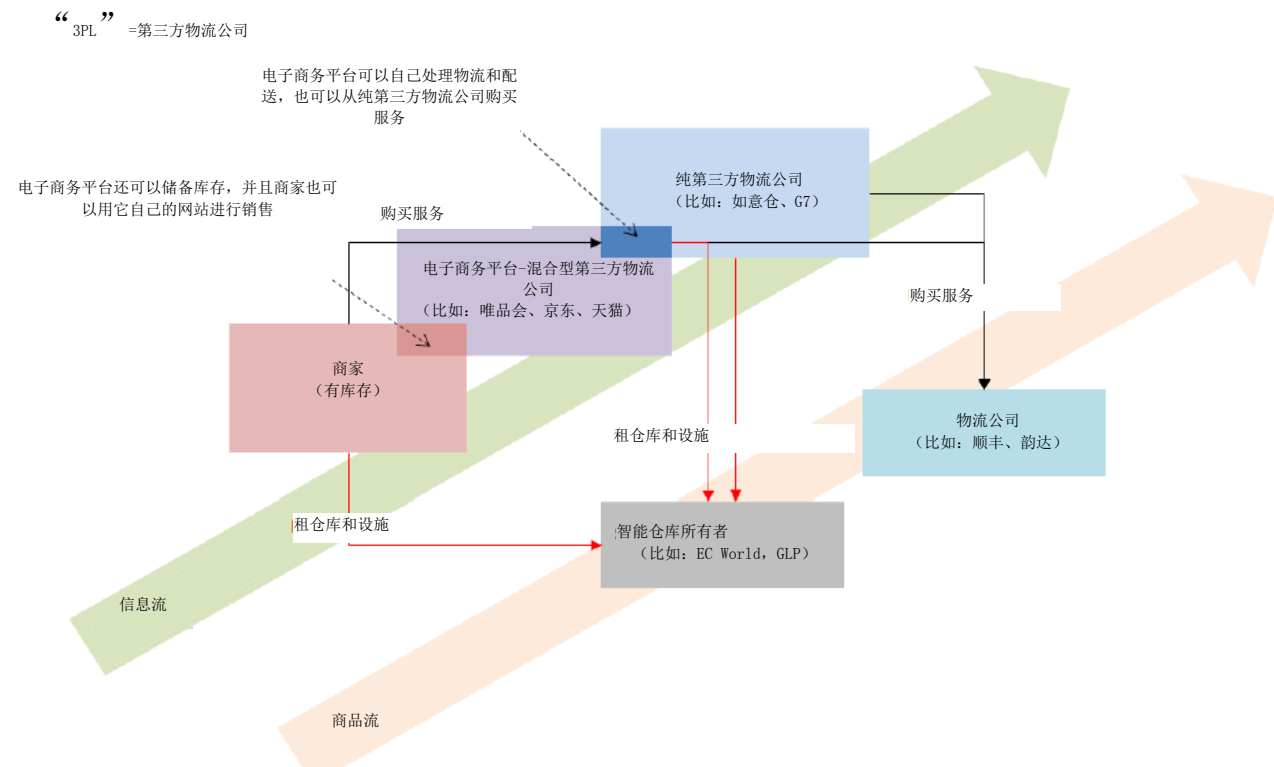
- ECW 通过其在杭州的物流和电子商务资产，已充分准备好借力“电国电子商务之都”的电子商务发展和对电子商务产业园的需求。

处于电子商务企业资产所有者的最佳位置

- 为了应对不断增长的电子商务交易需求，越来越多的 B2B、B2C 和 C2C 电子商务平台提供商选择与第三方物流服务提供商合作，以确保更高效地完成对最终用户的交货。通过利用物流服务提供者的基础设施和网络分布，电子商务公司还可以以更合理的成本，确保大宗订单以及小数目订单的交付。
- 除开与物流服务提供商合作，中国的 B2B 电子商务平台提供商还正在探索通过提供仓储和物流服务，融合其下游业务的可能性。B2C 和 C2C 公司通过利于四类物流配送方法，自建系统、自建系统与实体店网络相结合、使用第三方提供商，以及建立物流联盟。不管哪种方式，从近期看来，都需要投资物流基础设施，以便获得电子商务企业的合约。而作为电子商务企业资产所有者的 ECW 占据最佳位置，它能够利用这种长期趋势，实现自然和非自然增长。

我们认为，ECW 专注于电子商务物流和专业物流领域，有利于它实现可持续发展。

图 34-第三方物流公司对智能物流设施的需求不断增长



资料来源：SCCM Research

附录：现金流量表

图 25-现金流量表

年末, 12月31日 (新加坡元 百万)	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E	FY21E
税前利润	49.7	59.0	62.3	65.4	67.4
已缴税款		0.0	(15.4)	(16.3)	(17.1)
折旧和摊销	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
联营公司和合资公司	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其它非现金调整	4.0	0.0	0.0	0.0	0.0
非现金运营资本的变化	7.3	(1.2)	(0.6)	(0.4)	(0.2)
来自运营的现金	61.0	57.8	46.3	48.8	50.1
房地产投资的净变化	(2.1)	(30.3)	0.0	0.0	0.0
投资的净变化		0.0	0.0	0.0	0.0
联营公司和合资公司的净变化		0.0	0.0	0.0	0.0
来自联营公司和合资公司的股息		0.0	0.0	0.0	0.0
其它投资活动	7.7	0.0	0.0	0.0	0.0
来自投资活动的现金	5.6	(30.3)	0.0	0.0	0.0
单位持有人的收益分配	(46.7)	(48.7)	(51.9)	(54.2)	(55.6)
总负债的净变化	35.8	0.0	0.0	0.0	0.0
股份发行 (扣除费用)	0.1				
其它金融活动	(61.7)	0.0	0.0	0.0	0.0
来自金融活动的现金	(72.5)	(48.7)	(51.9)	(54.2)	(55.6)
现金的净变化	(7.2)	(21.1)	(5.6)	(5.5)	(5.5)

来源: SCCM Research

重要披露

本报告由东吴中新资本(亚洲)有限公司(公司注册号: 201726618K) (“SCCM”)编制、审批、出版和发行, 该公司是一家位于美国之外的公司。根据在任何给定时间内的任何适用法律和法规, SCCM、其附属公司, 或者与之相关的公司或个人(共同称之为“关联公司”)可以做出与本报告中所述的建议或观点不一致的投资决定; 并且可以持有多头或空头仓位; 可以不时购买或出售(作为委托人或代理人)任何提及证券或相关证券, 或者拥有此类证券的重大权益; 或者可以或已经与本文中提及的实体、顾问和/或任何其它关联方建立业务或财务关系, 或者可以或已经向它们提供投资银行、资本市场和/或其它服务。因此, 本报告的接收方应了解, 关联公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

如果实用, 请参见附加披露声明中的“特殊披露”。

本报告仅在投资专家和机构投资者中发行。

分析师资质认证

对于本报告中指定的每位分析师分析的公司或证券, 各分析师证明(1)本报告中表述的观点反映的他或她对于主体公司和证券的个人观点, 并且(2)不得直接或间接根据本报告中的具体建议或观点, 要求他或她赔偿。

分析师和战略家的部分薪酬是参照 SCCM 的盈利能力支付。

股票评价定义如下:

建议 解释

建议	12 个月的预期绝对回报率 (%)
购买	15% 以上
持有	15% 至 -5% 之间
出售	小于 -5%

除非另有规定, 否则预期绝对回报率是以收盘时的股份为基础。股票推荐是以绝对上升(下降)为基础, 并且有 12 个月的期限。我们的目标价格代表分析师判定的股票公允价值。请注意, 未来价格波动会导致股票的上升/下降与我们的建议之间出现短暂的不匹配。

研究冲突管理政策

SCCM 研究根据我们的冲突管理政策发行, 我们可应要求提供冲突管理政策。

免责声明

如果在任何地方、州、国家或其它司法管辖区内, 本报告的发行、出版、提供或使用违反了法律或法规, 或者 SCCM 在此类司法管辖区内需要进行任何注册或者许可批准, 则本报告不会发送给此类地方、州、国家或其它司法管辖区内的公民或居民, 或者计划在它们之间发行, 或者供它们使用。本报告严格保密, 并且仅供您参考。除非另有规定, 否则 SCCM 享有本报告中的所有材料的版权。未征得 SCCM 事先明确书面允许, 不得通过任何方式改变材料、内容, 或者任何材料副本或内容, 也不得通过任何形式传送、复印或复制给任何第三方。除非另有说明, 否则本报告中使用的所有商标、服务标志和徽标均为 SCCM 或其附属公司的商标或服务标志, 或者注册商标或服务标志。

本报告中提到的信息、工具和材料仅供您参考, 并且不得用于, 或者考虑将其用于出售、购买或认购证券或其它金融票据的出价或征价。SCCM 没有采取任何措施, 确保本报告中提及的证券适合于任何具体投资人。SCCM 不会因为接收人接收了此报告, 而将其当成自己的客户。本报告包含或提及的投资或服务可能并不适合您, 如果您对此类投资或服务存在疑问, 请咨询独立投资顾问。此外, 本报告的任何内容都不能构成投资、法律、会计或税务建议, 或者表明任何投资或战略适合您的个人情况的陈述, 或者构成对您的个人建议。

本报告中出现的信息和观点是从 SCCM 认为可靠的来源获得或推断, 但是对于它们的准确性、完整性或正确性, SCCM 不会做出任何明示或默示的陈述或保证。对于因本报告材料的使用而产生损失, SCCM 不承担责任, 但是适用于 SCCM 的具体法令或法规下责任, 本免责条款不适用。本报告不得用于替代独立判断。SCCM 可能已经发布, 或者可能会在未来发布关于本证券的交易期权。交易要求是基于市场活动和催化剂的短期交易机会, 而股票评级反映的是基于披露部分定义的 12 个月期限的预期绝对回报率的投资建议。因为交易建议和股票评级反映的是不同的假设和分析方法, 所以交易建议与股票评级会产生方向性的不同。

过去的业绩不能表明或保证未来的业绩, 并且本文没有做出关于未来业绩的明示或默示陈述或保证。本报告中的信息、观点和估算仅反映出 SCCM 在原发行日期的判断, 如果变化, 恕不事先通知。本报告提及的任何证券或金融票据的价格、价值和其产生的收入有可能下降, 也有可能升高。证券和金融票据的价值受汇率波动的影响, 它可能对此类证券或金融票据的价值或其产生的收入产生正面或负面影响。美国存托凭证等证券的价值受货币波动的影响, 此类证券的投资者应承担该风险。

SCCM 是新加坡资本市场服务许可证持有者, 同时也新加坡豁免财务顾问, 由其发行的本报告仅针对(ii)具有新加坡证券期货法 (“SFA”) 第 289 章第 4A(1)项所定义的“机构投资者”或“合格投资者”的个人。

当 SCCM 在向合格投资者或者“海外投资者”提供任何财务咨询服务时, 根据新加坡财务顾问条例 (“FAR”) 的第 33、34 和 35 条, 新加坡财务顾问法第 110 章第 25、27 和 36 项不适用于 SCCM。关于与出版物/沟通而产生的或者与之相关的任何事项, 新加坡的个人应联系 SCCM。如果您想要达成一笔交易, 除非适用法律另有要求, 否则请联系您所在的司法管辖地内的相关关联公司。如果在管辖地内, 关联公司没有注册或被授权进行证券交易, 则交易只会受到适用的证券立法影响, 并且不同的司法管辖区内, 法律会存在差异, 并且有可能会要求根据适用的豁免注册或授权要求进行交易。

SCCM 及关联公司可以与本研究报告中的公司开展业务往来, 或者力争与它们开展业务往来。因此, 投资者应了解, 此类公司可能存在影响 SCCM 所进行的研究客观性的利益冲突。投资者在做投资决定时, 本报告仅能当作一个考虑因素。

本报告中所提及的第三方研究材料或任何其它报告仅代表各研究机构或出版者的估算和观点, 并不代表 SCCM 的观点, 并且对于其准确性或正确性, SCCM 及其管理人员和员工不承担责任。本报告可能会提供网址, 或者包含某些超链接。除开本报告中提到的 SCCM 自己网站上的材料, SCCM 对其中的内容不承担责任。此类网址或超链接(包括 SCCM 自己网站资料的网址或超链接)仅出于方便考虑, 并且无论如何, 链接网址上的信息和内容都不会成为本报告的组成部分。进入此类网站或者通过本报告或者 SCCM 网站进行此类链接的风险由自己承担。

仅美国人

本报告出版 SCCM, 它是编制本研究报告的研究分析员的雇主。本研究报告的研究分析师在美国之外, 并且不属于任何受美国监管的经纪人的相联者, 因此该分析师不受美国经纪人监管, 并且不要求符合美国金融业监管局的监管许可要求, 也不要求遵守关于与主体公司沟通、公开亮相和研究分析师账户中的交易证券相关的美国规则和法规。

SCCM 没有计划将本报告在美国发行。

特殊披露(如果适用)

不适用