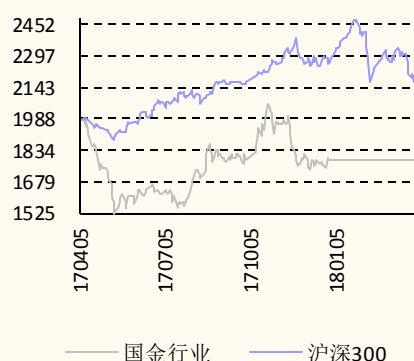


## 市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	16.1
国金快递物流指数	1788.1
沪深300指数	3898.1
上证指数	3168.1
深证成指	10868.1
中小板综指	10960.1



## 相关报告

1. 《物流迎来发展新机遇，“降本增效大趋势-快递物流行业点评”，2018.3.2
2. 《行业质变正在发生，重视优质快递物流行业点评》，2018.2.14
3. 《行业增速持续下滑，公司存在分化-物流行业点评》，2018.1.19
4. 《整顿拉低快递增速，行业走向规范-快递物流行业点评》，2017.12.19
5. 《10月快递业务量增速或受“双十一制，行业质变正在发生-快...”，2017.11.

**苏宝亮** 分析师 SAC 执业编号: S1130516010 (8610)66216815  
subaoliang@gjzq.com.cn

**赵令伊** 分析师 SAC 执业编号: S1130517090 zhaolingyi@gjzq.com.cn

**黄凡洋** 联系人 (8621)61038274  
huangfanyang@gjzq.com.cn

## 电商逐鹿物流地产，行业格局去向何处

## 投资建议

- **行业策略:** 中国财团收购普洛斯尘埃落定，普洛斯宣布退市，短期内物流地产行业将进入投资者视野，具有主题投资机会；长远来看，国内物流地产行业受电商及第三方物流崛起需求快速提升，但工业用地供给存在限制，行业供需缺口巨大，导致物流地产相比商业、住宅地产具有较高的投资回报率。
- **推荐组合:** 重点推荐**圆通速递**（产能培育成熟，已建成64个自营转运中心）、**苏宁易购**（社会化物流加速，仓储设施面积686万m<sup>2</sup>）、**顺丰控股**（国内综合物流领军企业）、**德邦股份**（快运龙头，并向快递扩展）、**中储股份**（仓储用地近500万m<sup>2</sup>）、**京东**（1000万m<sup>2</sup>中高端物流仓储设施）。

## 行业观点

- **电商及第三方物流发展带动物流地产行业高速增长:** 中国物流行业在经历十几年高速发展之后，正经历转型发展阶段，对于低成本、高效率的现代物流设施需求正逐年提升，从而带动物流地产的高发展。电商及第三方物流是高端仓储的主要需求方。电商方面，根据艾瑞咨询数据，2017年网络购物市场规模达到7.2万亿元，同比增长28%，预计2018年依旧有25%左右的增长；截至2016年第三方物流占比物流行业规模约为10.2%，逼近发达国家10.5%的水平。随着我国物流产业逐步成熟，近几年国内第三方物流收入规模也以10%左右的速度增长。电商和第三方物流成为近10年物流地产市场规模稳步增长的主要推动力量。
- **土地资源稀缺，推升物流地产投资回报率:** 从人均物流面积和市场集中度来看，高端物流市场在我国尚处于市场初期，提升空间充足。但是由于物流地产相比住宅和商业地产土地出让金低、税收贡献较低、土地利用率低，导致一线城市相应工业用地指标逐年下降，拿地难将成为制约物流地产快速发展的主要因素，尤其是一线城市土地资源稀缺，戴德梁行表示预计至2020年中国物流地产供应缺口超过1万亿平方米。长期的供需不平衡，致使仓储空置率逐年下降，租金上升，推动行业投资回报率上行。一线城市的物流地产投资净回报率在7%以上，远高于商业地产和住宅地产的2%-4%。
- **物流地产市场格局处于变化中，电商大举进入成为主要竞争者:** 中国财团116亿美元收购普洛斯落地，我国物流地产行业格局处于重塑之中，正在土地、资本、人才等方面展开激烈竞争。同时，电商竞争力的维持依靠物流的快速反应，仓储是影响物流成本和周转的重要因素，因此电商入局物流地产成为了主要竞争者。苏宁易购通过资产证券化、收购天天、联合菜鸟、设立物流地产基金、建设智能化云仓等方式，加速建设仓储，推进物流社会化；京东的物流体系以仓储为核心，提供仓配一体化服务，目前自建物流体系已达486个仓库，总面积超过1000万平方米，仓储、配送人员达12万；阿里通过依托菜鸟网络对接多方资源，“天地联动”构建综合性智能仓储物流体系，已在全国建立8个大型仓储物流基地，并在全球布局超级物流枢纽。预计未来电商将以物流地产为基础，向智能仓储继续前行，提高物流效率。

## 风险提示

- 土地政策风险；中小城市物流需求风险；电商增速放缓风险。

## 内容目录

电商及第三方物流发展提升物流地产需求 .....	5
居民消费水平提升成就物流市场蓬勃发展，现代物流兴起 .....	5
电商、第三方物流——积极的推动力量、强劲的增长需求 .....	6
需求旺盛供应不足，支撑物流地产市场长期发展 .....	9
高端仓储设施缺口巨大，市场集中度低 .....	9
土地成稀缺资源，供给受限 .....	9
物流地产市场格局突变，中国财团收购普洛斯落地 .....	11
价值链上的企业核心竞争力：土地、资本、人才 .....	11
物流地产市场主要参与者-四大家族 .....	12
中国财团 116 亿美元收购普洛斯终落地 .....	13
电商大举进入物流地产市场，成为主要竞争者 .....	15
苏宁易购：仓储建设加速，推进物流社会化 .....	15
京东：以仓储为核心的物流体系 .....	18
阿里：依托菜鸟网络对接多方资源 .....	20
苏宁 VS 阿里 VS 京东：物流为核心竞争力 .....	24
附件 1：普洛斯基本情况介绍 .....	26
普洛斯的运作模式——地产开发、地产运营和地产基金 .....	27
成熟的物流地产运作开发经验 .....	28
“一站式”物流地产平台：网络化增值效应吸引更多客户 .....	29
附件 2：相关公司盈利预测与估值 .....	30
风险提示 .....	30

## 图表目录

图表 1：物流市场规模及 GDP 增速 .....	5
图表 2：农村及城镇居民人均收入增长（元） .....	5
图表 3：2016 年各国物流市场规模（十亿美元） .....	5
图表 4：2016 年各国物流成本占 GDP 比重 .....	5
图表 5：2012-2014 年普洛斯在华各行业租户占比 .....	6
图表 6：电子商务市场规模 .....	6
图表 7：双十一天猫交易额 .....	6
图表 8：2016 年各国第三方物流占比 .....	7
图表 9：国内第三方物流收入总额（十亿美元） .....	7
图表 10：物流分类 .....	8
图表 11：第三方物流企业运作模式分类 .....	8
图表 12：德邦物流业务模式 .....	8
图表 13：传统的旧仓库和高标准的仓储设施有明显差距 .....	9

图表 14: 高端仓储设施缺口巨大.....	9
图表 15: 中美人均高端物流设施面积差距巨大.....	9
图表 16: 17 个主要城市收益风险评估.....	10
图表 17: 一线城市成交工业用地占地面积 (万平方米) .....	10
图表 18: 2016 年物流节点城市仓库租金大部分仍处增长态势.....	10
图表 19: 绝大多数物流节点城市仓库空置率下降 (%) .....	10
图表 20: 一线城市物流地产回报率趋势.....	11
图表 21: 一线城市地产项目投资回报水平.....	11
图表 22: 主要物流开发商全国城市节点.....	11
图表 23: 物流地产价值链.....	12
图表 24: 2015 年末主要物流地产商在中国所占的市场份额 (%) .....	13
图表 25: 普洛斯中国网络分布.....	14
图表 26: 普洛斯主要客户.....	14
图表 27: 苏宁全渠道 GMV 高速增长.....	15
图表 28: 苏宁物流仓储业务快速发展.....	15
图表 29: 仓储面积年增速高于 10%.....	16
图表 30: 苏宁 2017 年底物流仓储布局.....	16
图表 31: 6 处物业资产状况(亿元).....	16
图表 32: 苏宁、菜鸟、天天强强联合.....	17
图表 33: 苏宁物流能力显著提升.....	17
图表 34: 苏宁云仓技术先进.....	17
图表 35: 苏宁布局 12 个智能云仓.....	17
图表 36: 京东 GMV 突破 1.3 万亿.....	18
图表 37: 京东业务环节.....	19
图表 38: 京东物流覆盖区县城市数超 2600 .....	19
图表 39: 京东物流仓储面积及快递网点数不断上升.....	19
图表 40: 京东全球购仓储及物流布局不断扩大.....	20
图表 41: 天猫 GMV 占比不断扩大 .....	20
图表 42: 菜鸟股权结构.....	21
图表 43: 菜鸟天地联动示意图.....	21
图表 44: 菜鸟物流集成节点遍布全球.....	22
图表 45: 菜鸟物流配送示意图.....	22
图表 46: 菜鸟八大物流中心.....	23
图表 47: 阿里致力于物流生态体系的打造.....	23
图表 48: 阿里菜鸟五年规划: 智能化、生态化、全球化.....	24
图表 49: 全国性仓储布局 (2017 年) .....	25
图表 50: 自建/租赁面积情况 (2016 年) .....	25
图表 51: 阿里、京东、苏宁物流能力对比.....	25
图表 52: 三家陆续试水智能化仓储.....	26

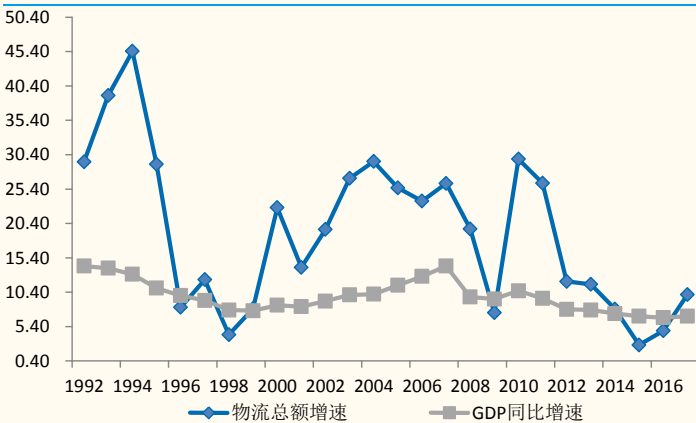
图表 53: 智能仓出库示意图 (亚洲一号) .....	26
图表 54: 国内主要高标准物流地产商 2017 年开发完成面积对比 (单位: 万平方米) .....	26
图表 55: 2017 普洛斯净资产分布.....	27
图表 56: 普洛斯资产分布 (billion US dollar) .....	27
图表 57: Prologis 运作模式.....	27
图表 58: GLP 基金类型对比 .....	28
图表 59: GLP 基金管理类型分布 .....	28
图表 60: GLP 中国地区出租率.....	28
图表 61: 标准化开发.....	29
图表 62: 一对一定制.....	29
图表 63: 2017 年 GLP 全球物业资源情况 (TOP5 规模: 百万平方米) .....	29
图表 64: GLP 中国客户行业分布 .....	30
图表 65: 京东租借规模情况.....	30
图表 66: 相关公司盈利预测与估值.....	30

## 电商及第三方物流发展提升物流地产需求

### 居民消费水平提升成就物流市场蓬勃发展，现代物流兴起

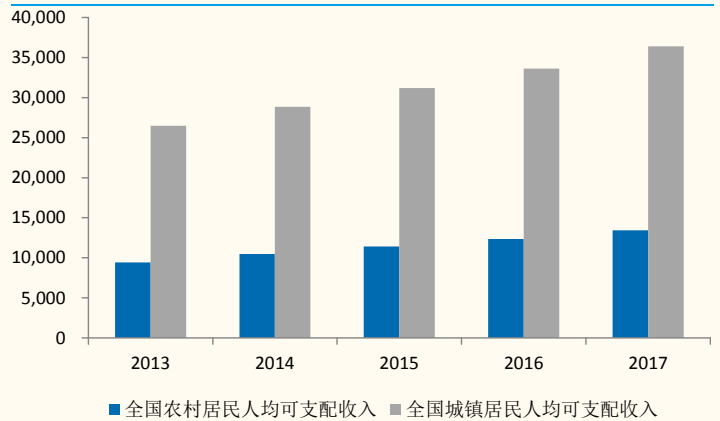
- 物流行业规模与经济增长速度及人均消费水平直接相关，所以近十几年我国物流行业得以快速发展。2017年中国人均GDP达到8836美元，特别是一线城市北上广深的人均GDP早就已经达到了世界银行制定的发达国家或地区标准的门槛。2017年城镇可支配收入36396元，增长8.3%；农村居民人均收入同样高增长，达到13432元，同增8.6%。在人均GDP和居民收入不断提升的同时，居民的消费需求也日趋强劲，尤其以高端制造、食品、药品、快速消费品等行业物流需求的明显增加。
- 国内物流市场规模早在2012年就超越美国位居世界第一，但是从物流成本及物流基础设施建设来看，整体物流效率依旧偏低。至2017年，中国物流业市场规模（用物流总成本衡量）达到约1.63万亿美元，稳坐世界第一大物流市场规模。纵观过去20年的中国物流行业发展，2000-2010年是中国物流高速发展的10年，这一阶段物流总费用年复合增速达到16%，而全球物流规模年增速仅在5%左右。但2016年中国物流成本占GDP比重占14.9%，远高于欧美国家10%以下的水平；而当前物流设施落后，中国有5.5亿平方米的物流设施，其中实现达到现代物流设施标准的只有不到1亿平方米。

图表 1：物流市场规模及 GDP 增速



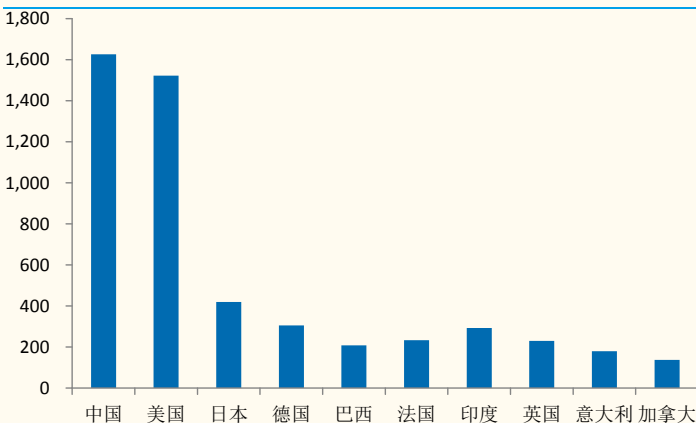
来源：Wind，国金证券研究所

图表 2：农村及城镇居民人均收入增长（元）



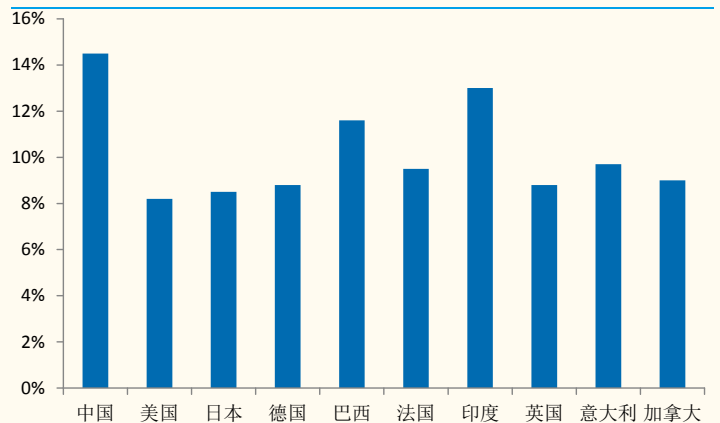
来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 3：2016 年各国物流市场规模（十亿美元）



来源：Armstrong & Associates Inc，国金证券研究所

图表 4：2016 年各国物流成本占 GDP 比重



来源：Armstrong & Associates Inc，国金证券研究所

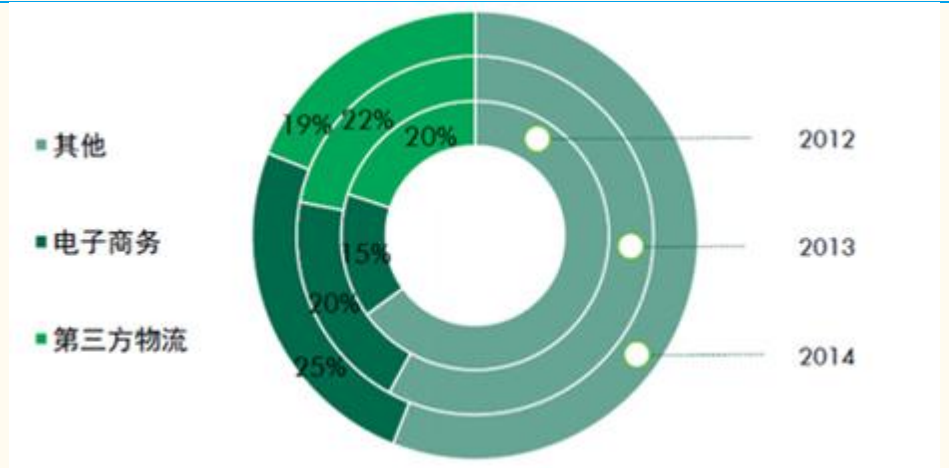
- 随着物流总量的不断增长，现代物流设施低成本、高效率的成本优势变得越来越明显，从而带动了近年来物流地产的投资机遇。为满足快速上升的物流需求以及降低自身物流成本的迫切需要，国内以京东为代表的电商企业开始打造自身物流体系、建设现代仓储设施。京东过去 2-3 年中京东的

自建物流仓储面积保持年均 50%左右的增速，同时其与国内最大的工业物业供应商之一的嘉民合作，承租了其于近期投入使用的嘉民青浦现代产业园内 63130 平方米空间，在此之前，京东商城已是天津嘉民陆路港、昆山嘉民陆家和成都嘉民新都北等产业园区的客户。而嘉民、普洛斯等地产巨头也开始加速布局二三线城市的物流地产。

**电商、第三方物流——积极的推动力量、强劲的增长需求**

- 从客户上看，物流地产市场的客户可以分为三类。最稳定的传统零售业如沃尔玛、家乐福、阿迪达斯、耐克，传统制造业如博世，施耐德，通用。它们主要出于盘活固定资产的考虑，已经没有较大的增长潜力。近 10 年来，物流地产市场规模稳步增长，主要得益于另两股推动力量——电商（阿里巴巴、京东、凡客）、第三方物流（德邦、顺丰、DHL）。

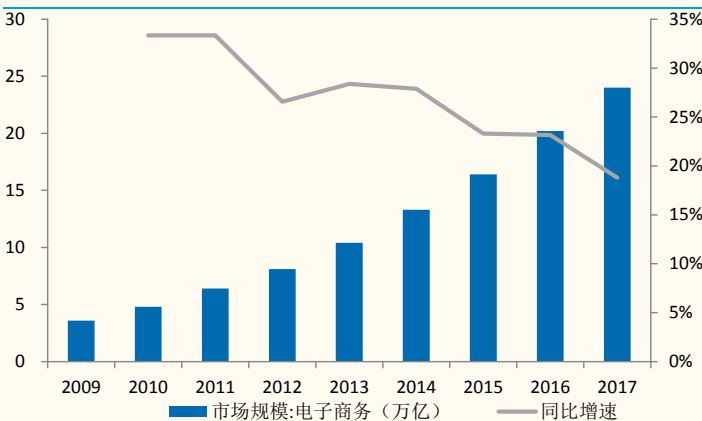
**图表 5：2012-2014 年普洛斯在华各行业租户占比**



来源：世邦魏理仕、国金证券研究所

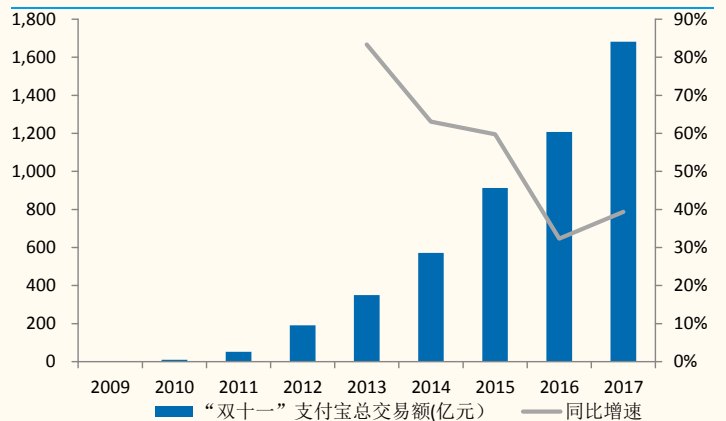
- **电商**--电商是新型的零售形态，在近几年得到了爆发式高速增长。2017 年，我国电子商务市场规模预计为 24 万亿元，同比增长约 18.8%。全国网络零售交易额为 7.18 万亿元，同比增长 39.1%，其中实物商品网上零售额超过 5 万亿元，同比增长 28%。全国快递服务企业业务量累计完成 400.6 亿件，同比增长 28.0%，其中约有 60-70%是由于国内电子商务产生的快递量。阿里巴巴旗下的天猫商城仅仅在 2016 年“双十一”1 天的交易额就达到 1682 亿元。

**图表 6：电子商务市场规模**



来源：wind，国金证券研究所

**图表 7：双十一天猫交易额**



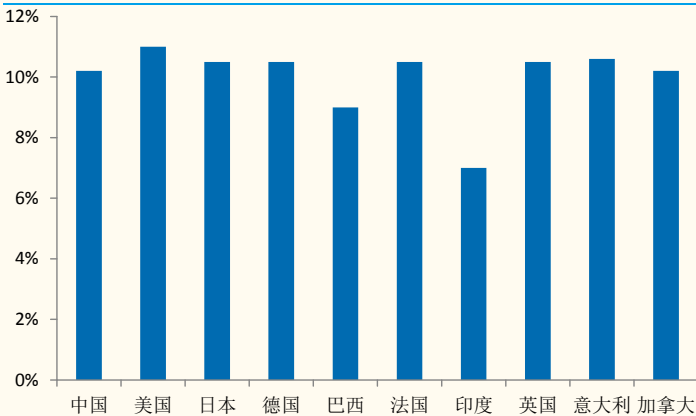
来源：wind，国金证券研究所

- 由于近几年国内网购交易额的爆炸式增长，原有的物流设施根本难以满足**电商的需求**。在物流领域，仓储信息化程度的要求在不断提高。信息技术为快递行业带来的变革主要存在于两个方面：运输的信息化管理和仓储的智能化操作。首先，对于**运输的信息化管理**，主要集中在途中对货物运输

进行实时监测。目前部分快递公司已采用站点登记后上传信息来进行追踪管理，但仍缺乏一定时效性，未来有望借助卫星定位和互联网技术的结合对运输状态进行实时追踪，更精确的把握运输时间，便于高效性业务管理。其次，对于仓储智能化操作，就是将自动化与信息化相结合，通过物联网及互联网技术对货物信息进行采集处理，计算机发出指令，实现无人化智能作业。目前大部分快递公司还停留在纯人工或者使用吊车等机械设备完成货物的搬运和分拣等操作，小部分技术先进的快递企业已建立自动化立体仓库，但真正智能化仓储操作还处于探索阶段。随着射频识别 RFID、传感系统等智能仓储核心技术逐渐成熟，仓储环节的操作将更高效。

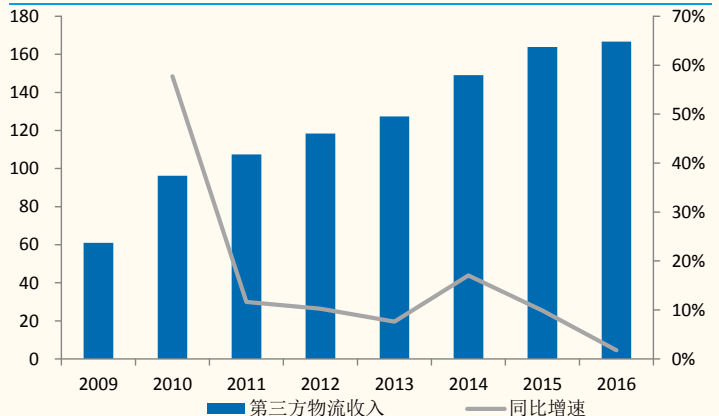
- 电子商务企业租赁现成物流地产的物业，有的也会根据需求定制仓库，同时还有部分电商选择自建，电商的仓库需求巨大。以京东、阿里为代表的电商企业采取部分自建仓储的模式缓解仓储资源缺口，但远远不能满足其需求，目前仍然有近一半的仓储设施来自外部租赁。而且物流地产的开发具有较陡的学习曲线，以电商自行开发的情况看，平均 4 年才能掌握成功的开发经验，因此相比于专业的物流地产商，电商直接进入依然有一定的技术壁垒。电商快速及时的配送以及高效的供应链都需要现代物流设施的支持，因此快速增长的电商零售额是目前现代物流仓储设施需求的重要驱动因素。
- 第三方物流--国内第三方物流发展较晚，不过发展迅速，截至 2016 年第三方物流占比物流行业规模约为 10.2%，略低于发达国家 10.5% 的水平。根据 Armstrong & Associates 的数据统计，按 2015 年收入总额排序，全球第三方物流前 20 中，中国只有中外运集团上榜。但是近几年，国内第三方物流收入规模也以 10% 左右的速度增长。第三方物流的发展标志着我国物流产业正逐步走向成熟，专业化的物流行业环境正在形成。

图表 8：2016 年各国第三方物流占比



来源：Armstrong & Associates Inc, 国金证券研究所

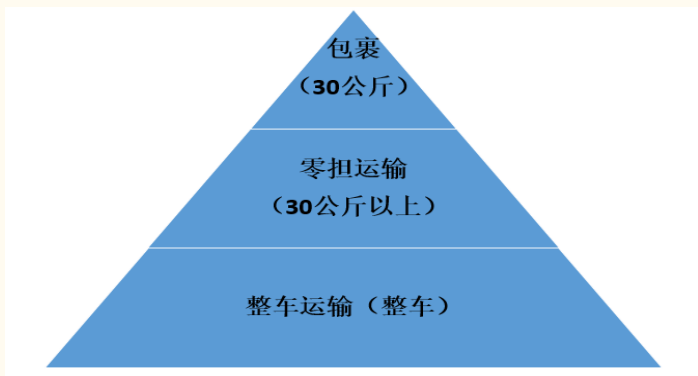
图表 9：国内第三方物流收入总额（十亿美元）



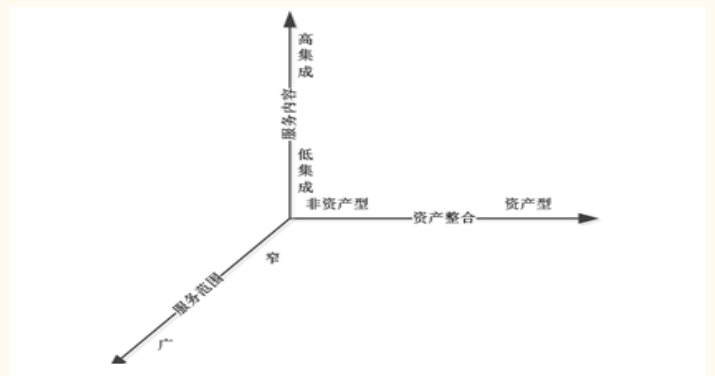
来源：Armstrong & Associates Inc, 国金证券研究所

- 第三方物流公司按装车货物区分可以分为包裹快递企业（30 公斤以下），零担物流（30 公斤到吨位级），整车物流（货物可装满一车）。整车物流是将同一类货物运往同一目的地，零担和快递物流则是将不同类货物运往不同地点的运送模式。第三方物流主要分为重资产自建网络型，如德邦物流，和轻资产平台整合型，如安能、卡型天下等两类。

图表 10：物流分类



图表 11：第三方物流企业运作模式分类



来源：中国电子商务研究中心、国金证券研究所

来源：中国电子商务研究中心、国金证券研究所

德邦从仓储、装卸、运输、收发货全链条全部自营，自己建立终端网络及运输车队的重资产模式。目前德邦拥有直营网点达 5243 多家，覆盖全国 34 个省级行政区，全国转运中心总面积超过 120 万平方米。自建物流对资金的需求较大，运输及管理技能的要求较严格，因此进入的门槛偏高，另一方面也使其扩张速度较慢于加盟模式。综合来看，零担物流的自建网络模式是一种重资产模式。

图表 12：德邦物流业务模式

来源：中国电子商务研究中心、国金证券研究所

另一种轻资产整合模式主要是通过整合公路港、IT 平台、运输卡车等资源，克服信息不对称、信息流动不畅带来的物流行业效率低下。信息系统建设功能重复、数据不规范、无法互联互通等问题促使物流行业对于行业资源的整合需求日益强劲。

- 电商行业的飞速发展、供应链效率的不断提升以及第三方物流行业的整合，意味着市场对现代物流地产供应商愈加倚重。业内预计未来几年中国在线零售行业发展依然将持续较高增速，物流行业进入转型升级阶段，现代物流需求将上升，尤其对于物流的自动化、机械化及智能化需求将日益增强。



## 需求旺盛供应不足，支撑物流地产市场长期发展

### 高端仓储设施缺口巨大，市场集中度低

- 随着我国步入服务消费社会，零售消费品及高端制造业的旺盛需求，高端设施的缺口变得十分巨大。而传统的旧仓库在各个方面和高标准的仓储设施有明显差距，建设标准和安保管理等很不规范，不能实现简单的替代改造，只能选择新建新的高标准仓储设施。

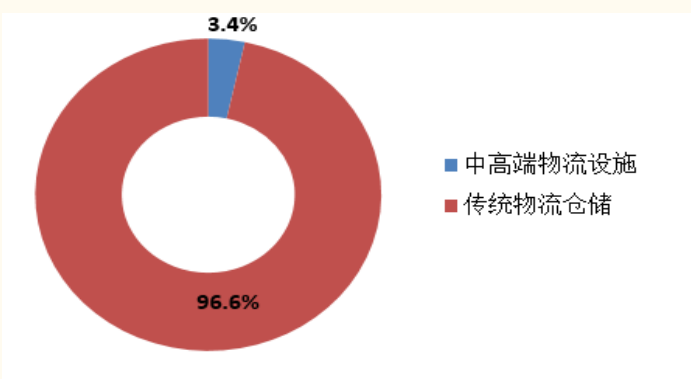
图表 13：传统的旧仓库和高标准的仓储设施有明显差距

	高标准仓储设施	传统仓储设施
主体架构	大于9米净高和12米*28米柱距，满足5层以上立体货架、物品布置的灵活性	框架柱或钢结构，操作空间简陋，仅提供堆放物品，无法布路标准货架或立体货架
安全措施	消防喷淋，保证库内货物、人员的作业安全；防撞杆设施，防止库内叉车装卸作业时对主体结构的碰撞破坏。	缺乏专门消防喷淋设施
卸货装置	1.3米高、4.5米宽专用卸货区，与大型货车箱平行，方便卸货；电动提升门、自动卸货平台，提高货物装卸的效率；6.5米宽雨棚，保证雨天也能够装卸货物。	缺乏与大型集卡、拖挂货柜车匹配的卸货平台，数量短缺，影响装卸货效率

来源：中国仓储业协会、国金证券研究所

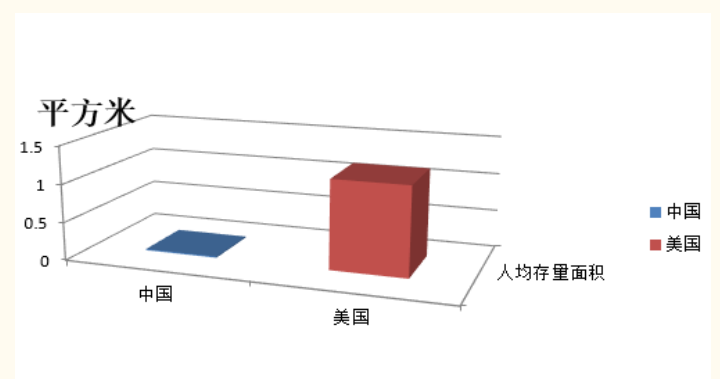
- 到2016年，全国营业性通用仓库面积达到9.98亿平方米，同比增速4.5%；高端仓储占比非常小，2016年底完工投入使用的高标准仓库面积约3000万平方米，并每年维持在40%-60%左右的增长速度；从人均来看，中国人均物流面积为0.43平方米，仅为美国的8%左右，并且中高标准物流设施人均面积不到0.015平方米，我国主要物流的供应商的市场份额不足3%，市场集中度很低。从人均物流面积和市场集中度来看，高端物流市场在我国尚处于市场初期，有很大的发展空间，提升空间十分充足，蕴含较多的投资机会。

图表 14：高端仓储设施缺口巨大



来源：世邦魏理仕、国金证券研究所

图表 15：中美人均高端物流设施面积差距巨大



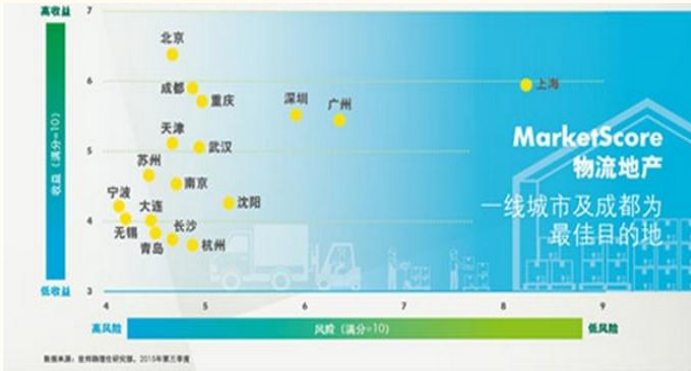
来源：世邦魏理仕、国金证券研究所

### 土地成稀缺资源，供给受限

- 物流地产是很大程度上依赖租金收益的行业，要满足目前需求的增长，需要大规模开发土地。我国的高端物流设施有超过60%集中在一线城市，拿地难的问题已经完全显现出来。一方面，政府积极推行集约用地，同时逐年下调城市工业用地指标。2014年9月1日施行的《节约集约利用土地

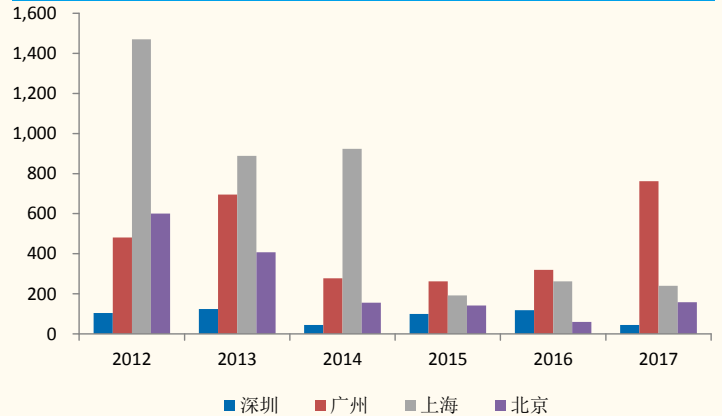
规定》中指出，对特大城市新增建设用地严格限制，并将逐渐减少。另一方面，物流地产相比住宅和商业地产土地出让金低、税收贡献较低、土地利用率低，因此政府为了把土地换成更多的财政收入，在项目审批的时候不大可能单独批准大片土地建设流基础设施。

图表 16：17 个主要城市收益风险评估



来源：世邦魏美仕、国金证券研究所

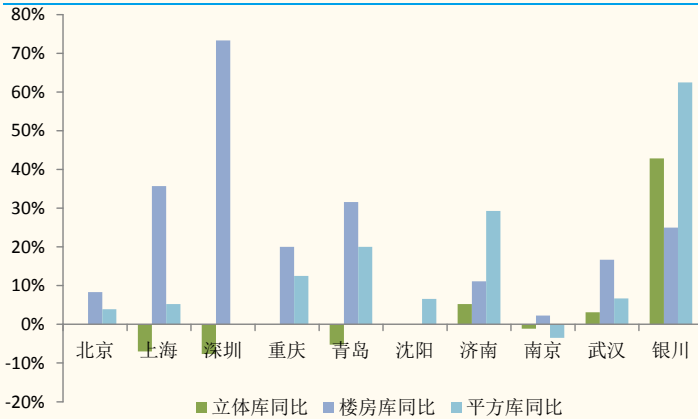
图表 17：一线城市成交工业用地占地面积（万平方米）



来源：wind、国金证券研究所

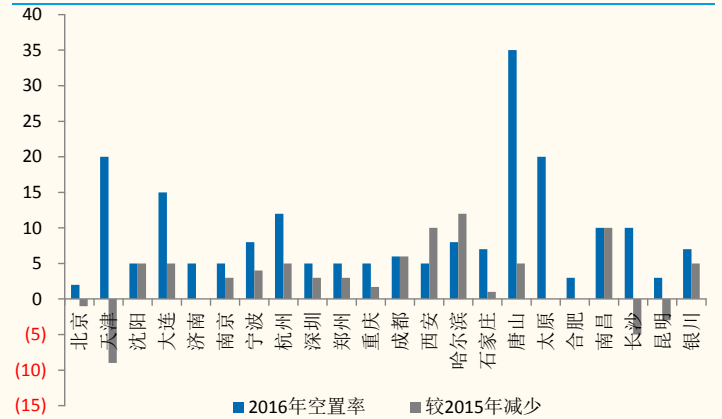
- 在一线城市，拿地难将成为制约物流地产快速发展的主要因素。一线城市短期内已经出现土地价格增长速度高于租金增长速度的现象。戴德梁行表示预计至 2020 年中国物流地产供给缺口超过 1 万亿平方米，长期的供需不平衡，使得物流用地的空置率迅速下降，租金直线上涨。而对其他的城市来说，尽管企业在拿地方面相对容易，由于市场还没有完全开发出来，物流需求量的不足，存在着空置率高和回报周期漫长等多种问题。

图表 18：2016 年物流节点城市仓库租金大部分仍处增长态势



来源：中国仓储与配送协会、国金证券研究所

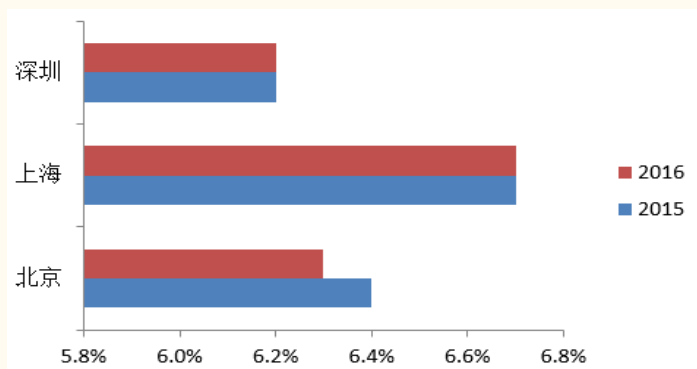
图表 19：绝大多数物流节点城市仓库空置率下降（%）



来源：中国仓储业协会、国金证券研究所

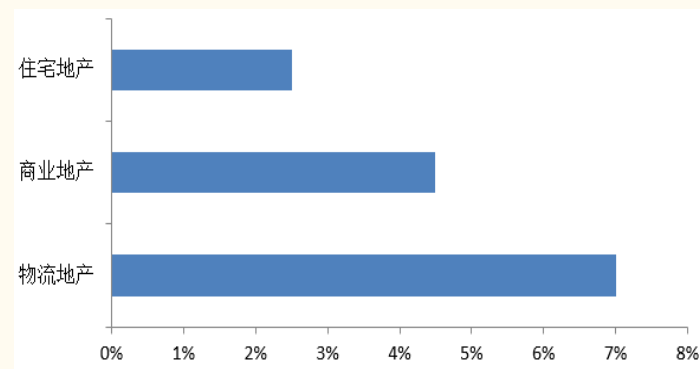
- 物流地产目前的需求集中在珠三角、长三角、环渤海和内陆大型城市，因此拿地相对容易、物流需求旺盛的一线城市的卫星城、热点二线城市以及重要的物流节点城市有着很大的市场增长潜力。
- 高租金推高物流地产投资回报率：市场的旺盛需求推动了优质物流仓储市场租金的稳步上涨，在过去 5 年，按同样本比较，上海优质物流仓储市场的租金年复合增长率达 5.8%，远高于住宅投资 2%左右的租金回报水平。与此同时，上海优质物流园区的空置率也下降到很低水平，市场整体空置率仅 9.1%。整个一线城市的物流地产投资净回报率在 7%以上，远高于商业地产和住宅地产在 2%-4%的投资回报率。

图表 20：一线城市物流地产回报率趋势



来源：世邦魏理仕、国金证券研究所

图表 21：一线城市地产项目投资回报水平



来源：世邦魏理仕、国金证券研究所

图表 22：主要物流开发商全国城市节点



来源：世邦魏理仕、国金证券研究所

### 物流地产市场格局突变，中国财团收购普洛斯落地

#### 价值链上的企业核心竞争力：土地、资本、人才

- 根据普洛斯的解释，物流地产就是建设、运营与管理专用物流设施，与制造商、物流公司、零售商等供应链环节上的客户建立合作关系，为相应的客户在对应的供应链环节上提供合适的现代物流设施。
- 物流地产价值链实质上是通过一系列的价值活动，实现对地产及其附加产品的增值，在价值链上盈利。但是并不是每一个活动都实际创造价值，只有真正创造价值的经营活动，才是价值链上的战略环节。企业要想在物流地产市场的竞争中获得优势，实际上就是要在这些战略关键环节拥有和其他企业与众不同的核心竞争力。

图表 23：物流地产价值链



来源：中国知网、国金证券研究所

- 土地作为稀缺资源，是物流地产企业最根本的利益所在。结合一线城市的供地紧张、政府出让意愿低、对工业用地的限制政策等因素，土地资源变得更加珍贵。缺乏土地储备的开发商，可谓是“巧妇难为无米之炊”。因此，土地获取能力是物流地产企业必不可少的首要核心能力，只有拥有丰富的土地储备、具有持续拿地能力的开发商才有可能取得竞争优势，获得长远发展。
- 物流地产属于资金密集性产业，在整个开发过程需要持续投入大量资金，相比商业地产和住宅地产投资回收期更长，仅仅依靠自有资金是远远不够的，需要有一个灵活有效的资本运作模式来筹措资金。它可以为开发项目提供足够的资金支持和财务保障，以较小的自有资本运营较大的开发资本链，获得预期收益。
- 人才也是一种核心竞争力。人才的竞争更突出的是高素质人才的竞争。尤其是管理团队对于企业核心竞争力的提升是非常关键的。一个优秀的物流地产管理团队可以为企业带来丰富的经营经验和先进的产品设计理念，甚至有拿地资源和高效资本运作方式的溢价。

#### 物流地产市场主要参与者-四大家族

##### 传统霸主外资家族：普洛斯、安博、嘉民

- 在国内物流地产的市场，以普洛斯、安博、嘉民为代表的外资企业占到了绝对的优势。自从 2003 年普洛斯进入中国市场以后，国内高标准物流仓储的建设标准基本参照普洛斯带来的国际标杆。戴德梁行发布的《中国高端物流市场 2015 年回顾》报告显示：以普洛斯(GLP)为标杆的国际性物流地产商在市场中依然占据了大部分市场份额，光普洛斯一家就占到了 55% 的市场份额。这些外资物流地产商，在资本运作、运营理念、产品设计等方面相对超前领先，因此能够占据巨大优势。普洛斯等外资企业只做基础的标准服务，不做更深的服务以增强客户粘性，却依然吸引了大量顾客。

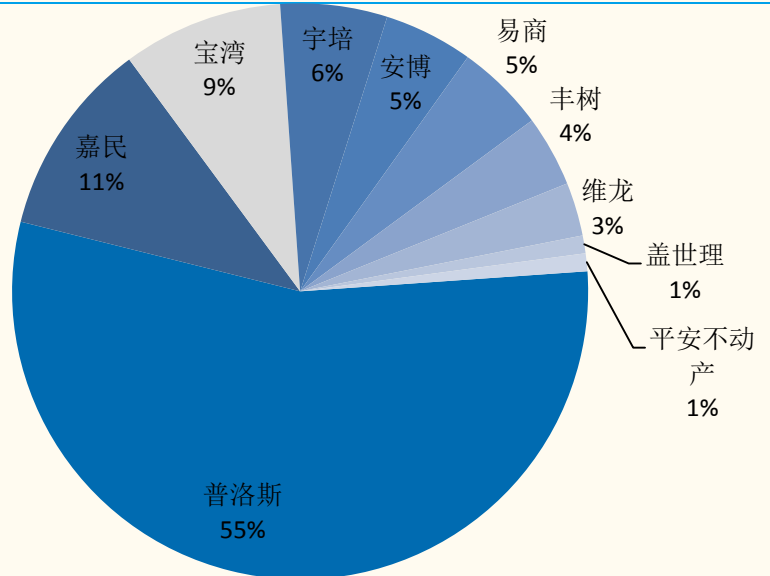
##### 异军突起的民营家族：宇培、易商

- 民营家族：之前在物流地产市场，中国本土企业相对空白。主要的原因有二，一是中国的商业消费文化在近些年来刚刚孕育，而国外非常发达，外资有着相关的经营经验，在进入中国市场的初期就做了提前布局，有着不可多得的先天优势。二是相比于住宅地产可以通过提高容积率、采取预售方式等方法在短期内获得回报，开发物流地产则主要是通过未来的成长带来长期的稳定回报。因此不为追求短期高收益的中国资本的青睐。不过，最近两年，宇培和易商的迅速崛起，在未来三年对市场份额形成实质性的影响，现已经挤入物流领域的前十名。目前两家企业都在积极进行资本化运作，除了向国内外资本大规模融资之外，还在谋划在港上市。

不可小视的国企业族和基金家族：中储股份、东百集团、平安不动产

- 国企业族：物流地产市场国企构成相对复杂，比较有代表性的转型国企——中储股份和东百集团正在向物流地产积极转型，通过与普洛斯等外资展开战略合作或者引入外资产管理团队，学习普洛斯等外资巨头先进的经营理念 and 经营方式，国企业族正快速崛起。
- 基金家族。基金家族除了老牌外资比如黑石、KKR、凯雷、华平、三菱、三井、汤森、RRJ 和淡马锡旗下的狮城控股、荷兰汇盈资产管理公司等外，平安成为一股新兴力量。平安不动产在成都从领盛投资手中收购了一处 9 万平方米的仓储物业之后，算是正式高调进入了物流地产领域，也在物流地产市场占据了一席之地。

图表 24：2015 年末主要物流地产商在中国所占的市场份额 (%)



来源：戴德梁行，国金证券研究所

中国财团 116 亿美元收购普洛斯终落地

- 2017 年 7 月 14 日，新加坡上市公司普洛斯及中国财团发布联合公告，由万科 (21.4%)、普洛斯 CEO 梅志明 (21.2%)、厚朴投资 (21.3%)、高瓴资本 (21.2%)、中银集团投资有限公司 (15%) 构成的投资团将以约 116 亿美元 (每股 3.38 新加坡元) 的价格收购普洛斯。2018 年 1 月 22 日，普洛斯 (GLP) 宣布从新加坡证券交易所退市，标志着其私有化进程全面完成。
- 普洛斯是全球知名的现代物流设施和工业基础设施的供应商。它的前身是全球工业物流龙头、美国的 Prologis 公司，主要从事物流地产的开发建设、运营出租、物流配套设施提供以及物流地产投资基金运作。其在中国的市场份额超过 50%，并且其净资产的 57% 也分布在中国。
- 此次中国财团收购普洛斯，投资团中以商业地产为主业的万科尤其受到关注，我们认为此次收购对于双方及市场主要由以下几点意义：
  - (1) 根据普洛斯 2017 年年报，普洛斯在中国现拥有资产 136 亿美元，其网络覆盖涉及中国 90% 的 GDP 生产；总建筑面积 2871 万平方米的物流基础设施，其中完工物业 1750 万方、计划开发 1120 万方、土地储备 1190 万方，并且主要集中在国内重点 1-2 线城市。在土地资源越来越紧缺，工业用地供给受限的情况下，万科借助普洛斯的土地资源，在物流地产领域将具备领先优势。截止 2016 年底，万科物流地产项目总建筑面积约 147 万方。

图表 25：普洛斯中国网络分布



来源：普洛斯中国官网，国金证券研究所

- (2) 物流地产对应的是 B2B 模式，普洛斯大部分客户为第三方物流及直营品牌商；而万科商业地产业务主要是 B2C 模式。比较而言，由于 B2B 一般是合同制并且具备一定的专业性，所以其行业的进入壁垒较高，客户具有一定的黏性；所以万科不仅仅可以学习普洛斯 B2B 的经营模式，更重要的是更方便快捷的切入该市场。而普洛斯也可以借助万科网络渗入 C 端。

图表 26：普洛斯主要客户



来源：普洛斯中国官网，国金证券研究所

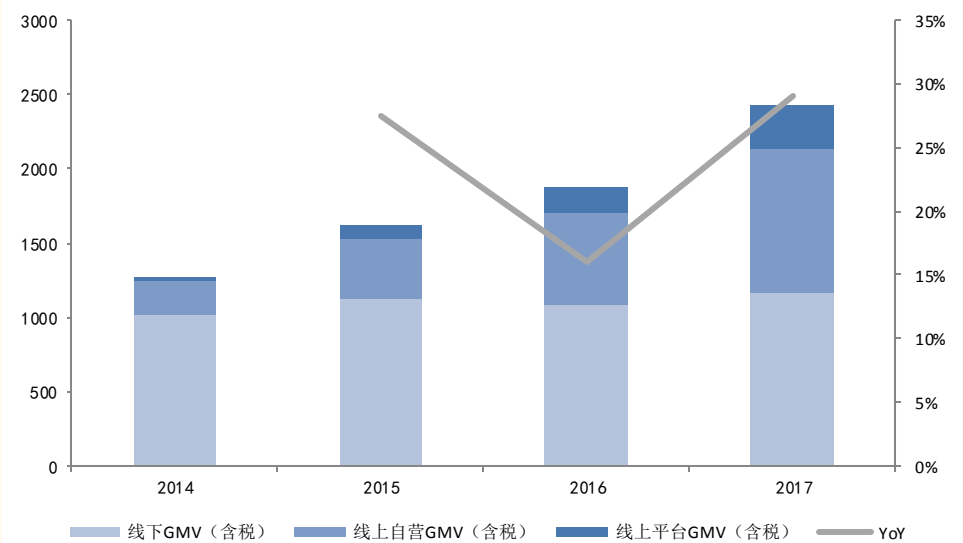
- (3) 此次对于普洛斯的收购，使得物流地产行业重新进入投资者的视野，物流地产以其海量需求、稳健投资收益及进入高壁垒将使现有市场参与者获得更大发展。

## 电商大举进入物流地产市场，成为主要竞争者

### 苏宁易购：仓储建设加速，推进物流社会化

- 苏宁 2009 年开始向线上转型，线上线下融合成效显著，苏宁易购发布 2017 年年报，公司全年实现营业收入为 1879.10 亿元，同比+26.47%。我们预计，线上实体商品交易规模为 1,266.96 亿元（含税），同比+57.37%；自营商品销售规模 974.60 亿元（含税），同比+57.52%；开放平台 GMV292.36 亿元（含税），同比 56.85%+。2017 年线下实现营业收入 1046.10 亿元，同比+9.31%，GMV 规模的持续扩大是物流仓储业务增长的基础。

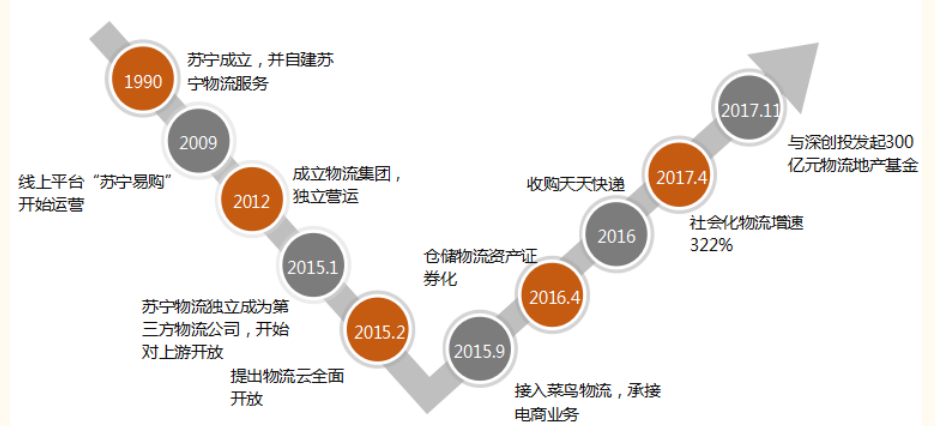
图表 27：苏宁全渠道 GMV 高速增长



来源：公司年报、国金证券研究所

- 苏宁在物流地产领域耕耘二十余年，经历了从内部服务到社会化物流的过程，物流仓储体系的构建与其业务发展密切相关。1990 年，随着苏宁的成立，其物流业务也随之上线，该阶段的物流仓储建设主要为满足其快速调货补货的需求。2009 年之后，苏宁开始向 O2O 转型，线上平台开始运营，对物流提出更高的要求。2012 年，物流业务独立出来成立集团。2015 年后，苏宁物流开始社会化，其主要表现为：1) 物流服务对外开放；2) 利用仓储证券化盘活资产；3) 收购天天，联合菜鸟，提升物流实力；4) 设立物流地产基金，进一步扩张仓储资源。

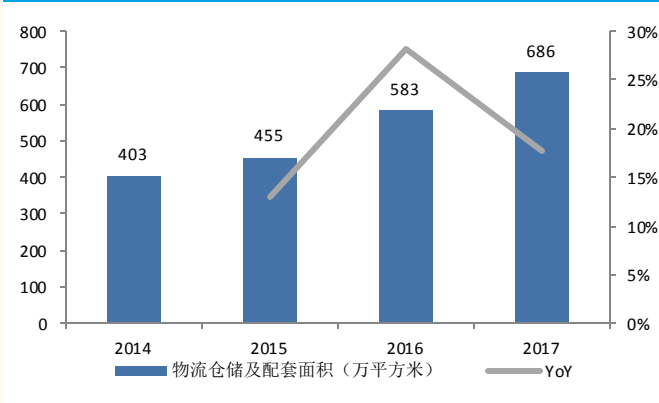
图表 28：苏宁物流仓储业务快速发展



来源：公开信息、国金证券研究所

- 截至 2017 年底苏宁物流共拥有仓储面积 686 万平方米（含天天），仓储面积年增速达 17.67%。公司已投入运营 8 个自动化拣选中心、37 个区域配送中心，另外有 4 个自动化拣选中心在建、扩建，20 个区域配送中心在建、扩建。公司物流网络覆盖到全国 352 个地级城市、2,908 个区县级城市、快递网点合计 20871 个。同时，社会化业务稳步提升，2017 年，社会化物流营业收入（不含天天快递）同比增长 135.76%。

图表 29：仓储面积年增速高于 10%



来源：公司年报、国金证券研究所

图表 30：苏宁 2017 年底物流仓储布局



来源：公司官网、国金证券研究所

- 以资产证券化盘活仓储资源。2016 年 5 月，苏宁将 6 处供应链仓储物业（成都物流基地、无锡物流基地、包头物流基地、青岛胶宁物流基地、南昌物流基地、广州物流基地）以不低于人民币 16.5 亿元转让给中信金石基金。该次转让表明苏宁开始建立“物流仓储地产开发——物流仓储地产运营——基金运作”的资产运营方式，盘活存量资产，快速实现资金回笼，并投入新物流地产项目。

图表 31：6 处物业资产状况(亿元)

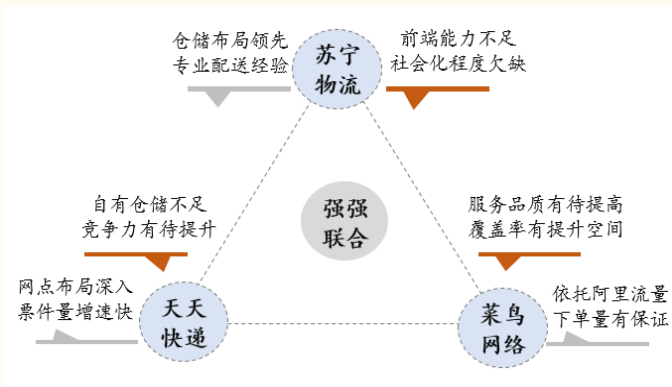
供应链仓储物业名称	资产原值	累计折旧、摊销	资产净值
成都物流基地	1.82	0.19	1.63
无锡物流基地	1.63	0.19	1.44
包头物流基地	1.66	0.08	1.58
青岛胶宁物流基地	3.16	0.41	2.75
南昌物流基地	2.01	0.1	1.91
广州物流基地	3.58	0.4	3.18

来源：公司公告、国金证券研究所

- 收购天天，联合菜鸟，物流仓储资源利用率提升。2015 年 9 月，苏宁物流正式接入菜鸟网络，完成后台系统全面对接。此次合作是双赢的选择，苏宁进一步提高物流社会化程度，提升仓配资源的利用率，菜鸟拓展仓储资源，并首次与“仓配一体”的伙伴展开合作。2017 年 4 月，苏宁出资人民币 29.75 亿元收购天天快递 70% 股份，并以股权方式购买剩余 30% 股份，对应的转让价款为 12.75 亿元。天天快递网络遍布国内 300 多个地级市和 2800 多个县，在全国拥有 61 个分拨中心，超过 10000 个配送网点。完成后将持有天天 100% 股权，苏宁易购仓储配送能力进一步提高。



图表 32：苏宁、菜鸟、天天强强联合



来源：根据公开资料整理、国金证券研究所

图表 33：苏宁物流能力显著提升

业务类型	业务概述	业务能力
次日达	苏宁自营商品，可次日送达	覆盖全国 319 个城市
半日达	小件商品 11 点前当日送达，大家电 11 点前订单当日送达	覆盖全国 319 个城市
准时达	在选择日期的指定时间段将包裹送达订单收货地址	在全国 9 个城市推出
代客检	收货 7 天内的退换货需求，提供上门取送、原厂授权检测	自营通讯类，全国开通
如约送	在订单确认页面显示的送货时间送达该商品，可另约时间	/
送装一体	针对平板电视、热水器特定型号推出送装一体特色服务	全国 114 城市推行

来源：公司公告、公司官网、国金证券研究所

- 设立物流地产基金，建立开发—运营—基金运作的资产运营模式。2017 年 11 月，苏宁物流与深创投联合发起设立物流地产基金 300 亿元。基金首期募集规模拟为 50 亿元，用于收购苏宁的成熟仓储设施、市场化收购及投资开发高标仓物流设施。有望拟实现管理仓储规模达到 1,200-1,500 万平米，是目前苏宁仓储面积的两倍。基金运作便于公司快速实现仓储扩张，盘活资产。
- 智能化云仓建设领先，科技赋能现代仓储。苏宁云仓是“亚洲最大智慧物流基地”，是苏宁在智能仓储上的里程碑。云仓建筑面积达 20 万平方米的苏宁云仓，由 5 个大型仓库组成（小件商品、中件商品、异形品、贵重品和温控商品），可存储 2000 万件商品，日处理包裹 181 万件。从订单生成到商品出库，最快的时间只要 30 分钟。在高密度自动储存系统、SCS 旋转库货到人系统、A-frame 拣选系统和高速分拨系统等技术支持下，发货能力提升 4.5 倍，拣选效率提高 10 倍，订单出库效率提高 5 倍，作业人员减少 60%。苏宁对 12 个全国级大仓进行了转型升级，形成一张智能云仓网。这是苏宁在仓储建设中的重要一步。

图表 34：苏宁云仓技术先进



来源：公开资料、国金证券研究所

图表 35：苏宁布局 12 个智能云仓



来源：公开资料、国金证券研究所

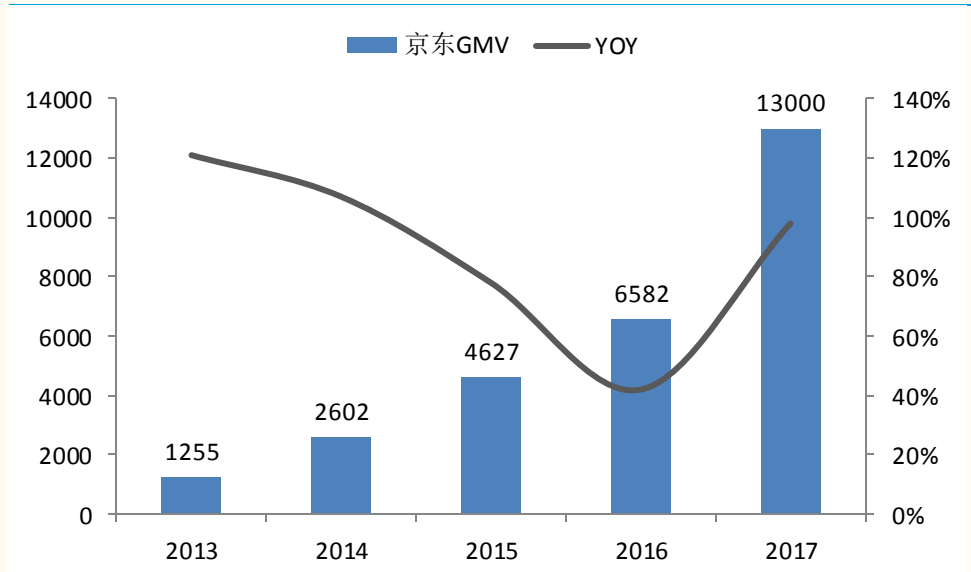
- 苏宁物流发展迅速，全面升级仓储。苏宁多年来坚持自建仓储，自建比例在 2016 年高达 80%。在仓储技术方面，苏宁不断探索新的科技，孵化出超级云仓、机器人仓、无人机等项目，做到快速准确地发货出库，是商业零售与物流地产结合的范本。目前，有 4 个自动化拣选中心在建、扩建，

20 个区域配送中心在建、扩建，2020 年将新建 40 座中大型仓库、50 个城市分拨中心，结合与天天快递各自的优势，在业务拓展、服务提升、产品创新等方面不断进步，形成苏宁特有的物流服务网络。

### 京东：以仓储为核心的物流体系

- 京东是中国最大的自营式电商企业，以 3C 产品齐备，目前销售超数万品牌、4020 万种商品，包括家电、手机、电脑、母婴、服装等 13 大品类。
- 京东自 2004 年起进入电子商务领域，2017 全年 GMV 突破 1.3 万亿，可比口径 2016 年 GMV 为 9391 亿，同比增速为 38%。2017 年总收入 3623 亿元，同比增长 39.3%。其中自营、平台收入分别为 3318、306 亿，增速分别为 40%、36%。2013-2016 年，京东 GMV 维持 40% 以上高增速，其中平台 GMV 占比不断攀升，京东开放平台业务的增长也拉动了京东毛利率的提升。

图表 36：京东 GMV 突破 1.3 万亿



来源：公司年报、国金证券研究所

- **自建物流起步，增加服务效率及用户粘性。** 京东自建物流起步于 2009 年，成立控股物流子公司。京东物流网络采用自建网络为主，第三方网络为辅的形式，覆盖全国，提供仓配一体化服务，包含仓储、运输、配送、售后等环节。在时效性上提供“211 限时达”“京准达”“夜间配”“极速达”等四种模式。京东快递于 2012 年获得快递牌照，可以保证 85% 以上的订单当日达或次日达，显著增加用户体验和粘性。
- **配送方式多元化，物流平台逐步开放。** 京东物流配送方式主要有四种：1) 自营、FBP (京东全权负责采购和销售) 2) LBP 模式，商品无需入库，用户下单后，由第三方卖家发货到京东分拣中心，京东开发票。3) SOPL 模式，商品无需入库，用户下单后由第三方卖家发货到京东分拣中心，商家开发票。4) SOP 模式，商家直接向消费者发货并开发票。

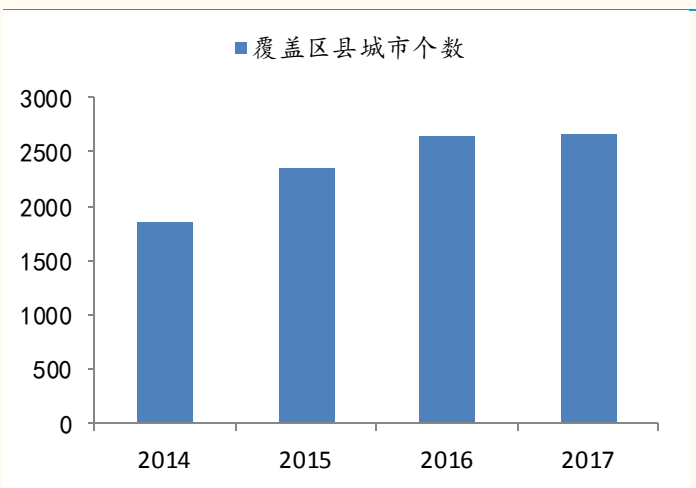
图表 37: 京东业务环节

平台	模式	线上	仓储	配送	配送速度	最后一公里
京东	自营、FBP	开放式（自营+第三方）	京东	京东	当日达、次日达	自提点、快递柜
	LBP/SOPL		卖家	京东	三日内	
	SOP		卖家	第三方（通达系、天天、顺丰）	三日内	菜鸟驿站、快递柜

来源：公司官网、国金证券研究所

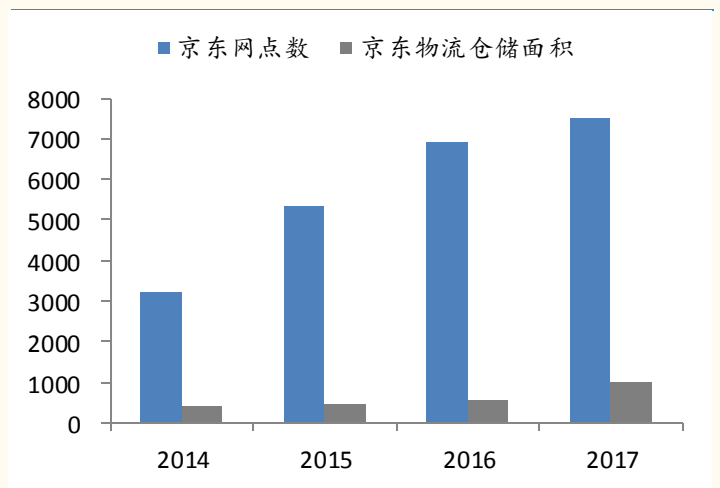
- 京东正在尝试将自身物流体系打造成一个开放的物流平台，提供第三方物流服务。从 2007 年融资以来，京东用了 10 年时间全面自建物流，“亚洲一号”、“快递网络”、“青龙系统”等已成为京东的核心竞争力。京东自建物流体系包括 486 个仓库，总面积超过 1000 万平米，仓储、配送人员达 12 万。目前京东在物流方面仍处于持续性高投入阶段，京东 2016 年用于物流的费用超过 209 亿人民币，较 2015 年的 140 亿元大幅提升。
- 京东物流独立运作，估值达 109 亿美元。2016 年 11 月 23 日，京东推出“京东物流”全新品牌标志，宣布物流全面社会化，对 B 端商家提供仓配一体化、智能供应链等服务。2017 年 4 月，京东集团宣布将正式组建京东物流子集团，将物流从京东内部服务体系剥离，正式独立运营。2017 年全年京东物流收入规模超 200 亿元，社会化物流收入增速高于自营配送，覆盖全国 98% 人口。目前京东物流估值已达 109 亿美元，未来有望独立上市。

图表 38: 京东物流覆盖区县城城市数超 2600



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 39: 京东物流仓储面积及快递网点数不断上升

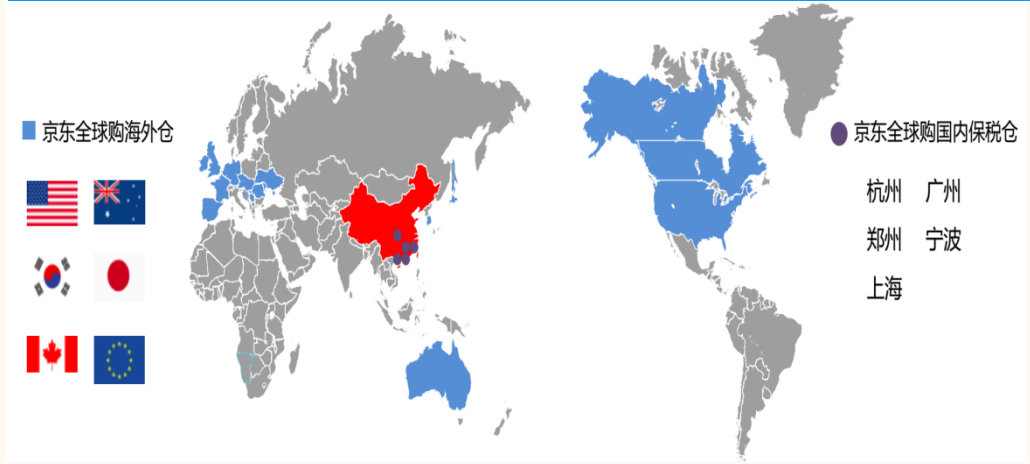


来源：公司公告、国金证券研究所

- 航线、仓储同步增加，京东全球购加快布局。京东全球购业务上线于 2015 年 4 月，截止 2016 年底京东全球购 SKU 超过 480 万个，店铺超 2000 家，覆盖美国、法国、德国、澳洲、日本等 40 多个国家和地区。到 2018 年初已开通 123 条海运、108 条空运路线。同时京东开展额跨境电商物流布局，在杭州、广州、郑州、宁波和上海、天津、重庆设立七大保税仓，在日本、韩国、澳洲、北美、欧洲设立海外仓。其海外 TC 仓具有货源地分货、多

地备货、集货、拼货功能。2018 年下半年，京东将发力美国市场，对抗其主要对手阿里巴巴和亚马逊。预计未来 10 年内，海外营收占比将提高到 50%。

图表 40：京东全球购仓储及物流布局不断扩大

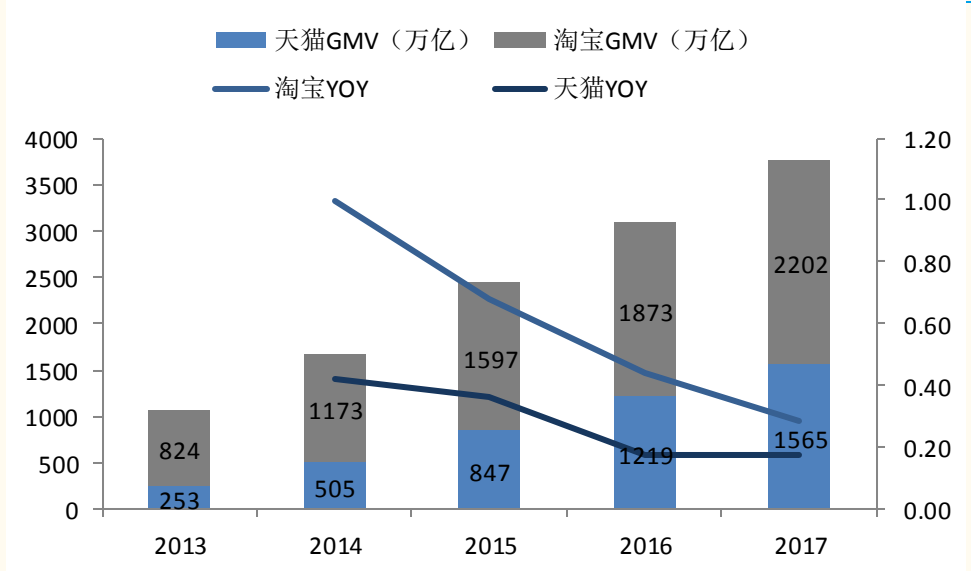


来源：京东全球购消费白皮书、国金证券研究所

阿里：依托菜鸟网络对接多方资源

- 阿里巴巴 2018 财年单三季度营收达到人民币 830.3 亿元，同比增长百分之 55.9%，环比增长百分之 50.6%。核心电商部门保持良好增长，实现收入 732 亿元，同比增长 57.3%，占总收入 88.2%。天猫 GMV 占比不断扩大，由 2013 年占比 23% 上升到 2017 年的 42%，各大品牌入驻天猫开店销售成为重要驱动力。

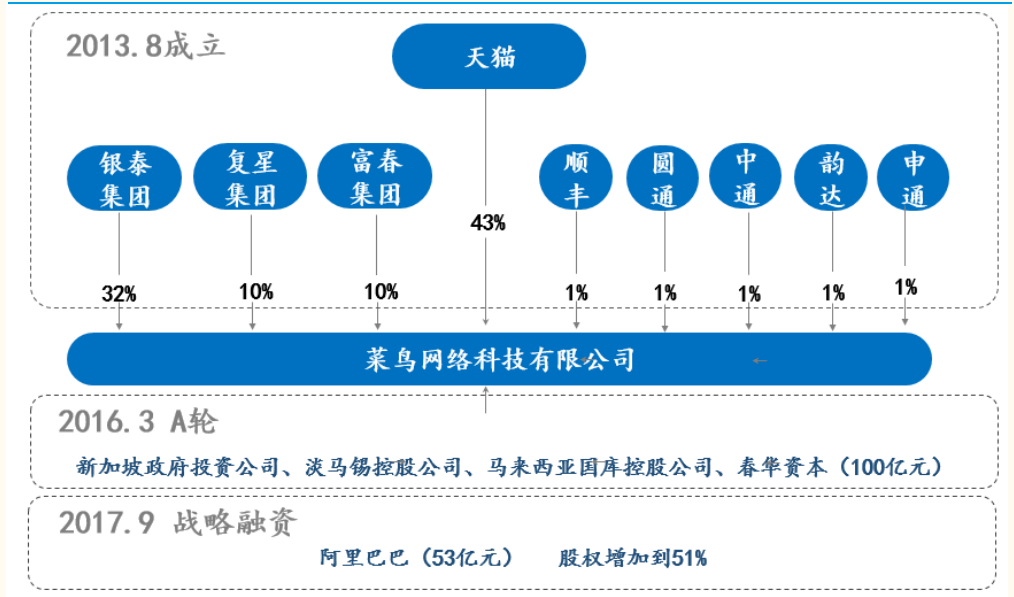
图表 41：天猫 GMV 占比不断扩大



来源：公司公告、国金证券研究所

- 阿里增持菜鸟股权，加大物流投入：2013 年 5 月，阿里巴巴、银泰集团联合复星集团、富春控股、顺丰、三通一达等共同组建“菜鸟网络”，总注册资本 50 亿元。其中天猫出资 24 亿元，占比 43%，成立以阿里为核心，整合上下游伙伴关系的纵向一体化平台型企业。2017 年 10 月，阿里巴巴投资 53 亿元人民币，增持菜鸟物流 4% 股权，增持后阿里持股 51%。

图表 42：菜鸟股权结构



来源：公司公告、东方财富网、国金证券研究所

- **菜鸟：天网+地网，大数据驱动的社会化协同平台。**“天网”为菜鸟根据天猫、淘宝的交易与物流信息组成的大数据网络；“地网”为全国重要物流区域搭建的数个大型物流仓储中心。“天地联动”改变了之前零散包裹互相独立，难以集约化和规模化运输的缺陷，缩短配送时长，降低运输成本。目前菜鸟拥有超过 3 万亩物流用地，已在全国设立八个大型仓储物流基地，主要负责家用电器产品配送，以应对 B2C 市场的配送。菜鸟“地网”中心仓，可以减少仓储成本，节省运输费用，同时也可以事先通过“天网”销售大数据库，用算法预测当地出货量，提前备货，缩短整体配送时间。

图表 43：菜鸟天地联动示意图



来源：公开资料、国金证券研究所

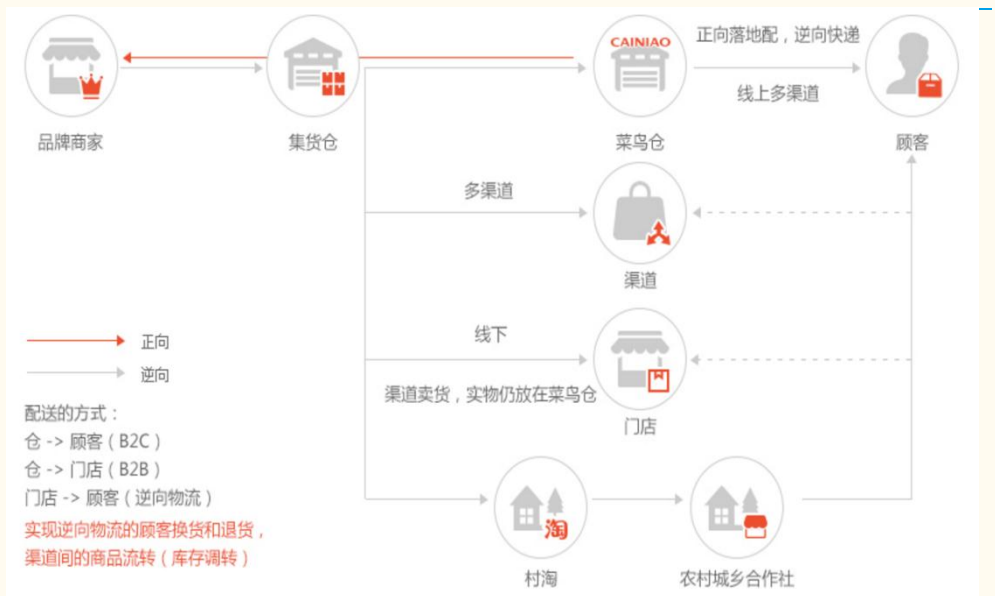
图表 44：菜鸟物流集成节点遍布全球



来源：菜鸟公司官网、国金证券研究所

- **数据化物流平台提高合作物流公司的运营、配送和仓储效率。**菜鸟通过构建智能仓储网络整合物流与电商资源，将原先单个包裹的零散独立配送集约规模化，大幅度提升物流配送效率。目前菜鸟业务体系包括“菜鸟驿站”“菜鸟乡村”“菜鸟物流云”“菜鸟 B2B”“菜鸟裹裹”，覆盖全球 224 个国家和地区，覆盖国内 2700 个县区，合作运输车辆 23 万辆，合作公司超 3000 家，覆盖中国快递 70%包裹数，有快递员 300 万人，开辟快递路线 609 万条。
- **立足物流地产，构建综合性智能仓储物流体系。**为解决仓储分拣运送，菜鸟不仅增强自身研发，还投资智能仓储设备公司，以人工智能算法的软件系统为核心，完成订单智能履约。同时联合上汽、东风等车企研发的新型智能物流汽车，生成最优配送路线。未来 5-8 年菜鸟将建造一个全国性超级物流网，支撑日均 300 亿元的巨量网络零售额。

图表 45：菜鸟物流配送示意图



来源：菜鸟公司网站、国金证券研究所

- **大数据赋能仓储布局，自建+租赁+收购快速扩张。**菜鸟网络的核心是通过大数据高效配置仓储库存资源，厂家可依据各地域销售情况进行预测提前备货，缩短用户下单到收货之间的等待时间。菜鸟期初规划针对华东、华南、华中、东北、华北、西南、西北等大区，建立 8 大仓储物流基地，分

别位于金华、广州、天津、武汉、成都、重庆、郑州。其中一级自建仓储中心总面积超过 100 万平方米，自建外还通过收购和租赁方式获取资源。2013 年借力银泰复星全国拿地布局物流地产，2014 年 2 亿元收购五洲在线，2015 年收购亚马逊 2 万平方米的仓储中心。

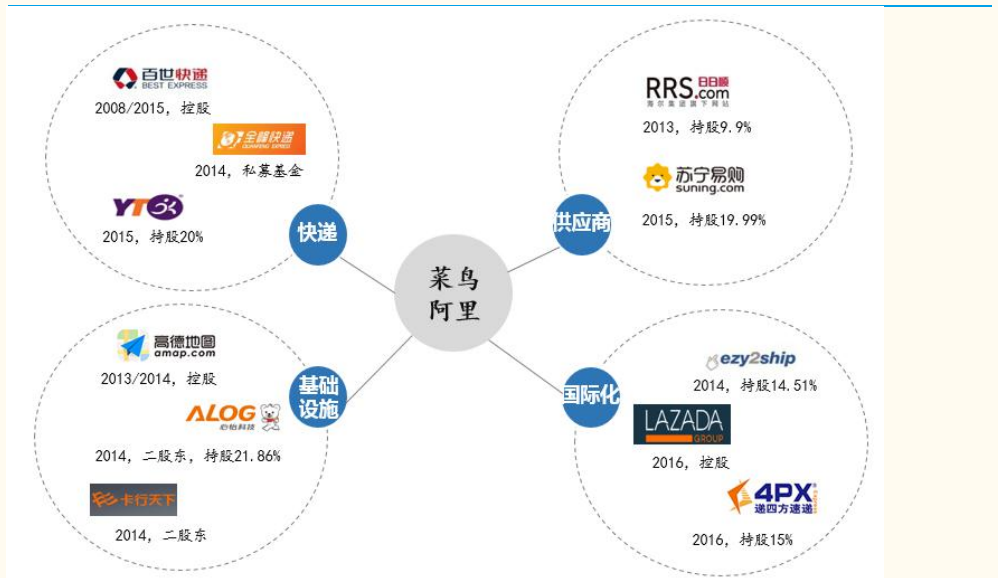
图表 46：菜鸟八大物流中心



来源：公开资料、国金证券研究所

- 阿里菜鸟致力于物流平台的打造，对接多方资源。从 2013 年成立伊始，阿里与菜鸟在物流仓储上的资源接入就动作不断。主要资源集中在四大方向。其一，对传统快递企业的整合。除了三通一达的战略合作外，2008-2015 年间，阿里以入股方式将百世快递、全峰快递和圆通快递纳入旗下；其二，对接大型企业的物流业务。阿里入股海尔日日顺与苏宁，获得大件商品配送和家电配送的优势，直接接入其线下的仓储和物流资源；其三，完善基础设施打造生态。通过入股高德地图和卡行天下等获取数据和资源调配能力，并且以心怡科技为依托实现了智能仓储和物流技术的研发应用；第四，加快国际化步伐。阿里已与包括 UPS、Fedex、俄罗斯的 ITELLA、东南亚的 4PX、大韩通运、德迅物流等在内的多个全球物流伙伴合作。并入股新加坡邮政、东南亚物流 LAZADA、跨境电商物流递四方，意在搭建全球化物流网络，为引进来和走出去提供坚实保障。

图表 47：阿里致力于物流生态体系的打造



来源：公司公告、公开资料、国金证券研究所

- **阿里斥资 53 亿增持菜鸟，开启新五年规划。**2017 年 9 月，阿里增持菜鸟，股权从 47% 增加到 51%，董事席位由 3 个增为 4 个，开启其重资产建设物流仓储战略。未来五年，阿里拟持续增资 1000 亿，重金打造全球物流网络。千亿资金主要集中于三方面应用，其一，进行数据技术等领域的研发和智能仓储配送的改造，从数据开放走向全面开放，拟改造 5000 万 m<sup>2</sup> 智能仓库，并为 10000 家中小企业提供智能化物流解决方案；其二，增加仓储面积，优化数据算法，提高高效配送覆盖范围。菜鸟目前已在全国建立 8 个大型仓储物流基地，并且在 14 个城市拿地，预计未来五年仓储面积将进一步提高。实现 5 亿消费者配送优化，国内中西部地区 24 小时送达，推动中国物流成本的降低；其三，在全球布局超级物流枢纽，建设物流基础设施，做到全球 72 小时必达。整体战略向智能化、生态化、全球化发展。

图表 48：阿里菜鸟五年规划：智能化、生态化、全球化



来源：公开资料、国金证券研究所

### 苏宁 VS 阿里 VS 京东：物流为核心竞争力

- 电商竞争力的维持依靠物流的快速反应速度，而仓储是影响物流成本和周转的重要因素。因此电商入局物流地产，并成为了主要竞争者。目前，菜鸟估值达 1325 亿，京东物流估值达 109 亿美元。
- 苏宁、阿里和京东在仓储布局上纷纷加大力度，均形成了遍布全国、分级完善的仓储网络。截止 2017 年底，京东仓储面积约 1000 万方，苏宁 686 万方。在自有仓储物业方面，苏宁为 350 万方，京东为 80 万方，菜鸟目前主要以自建形式扩张为 107 万方（截止 2016 年）。

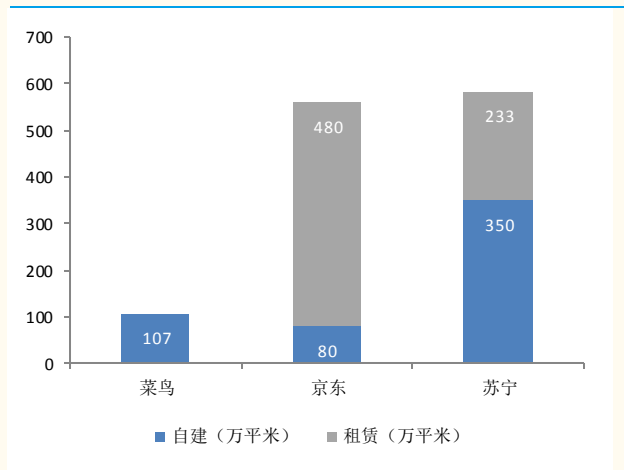


图表 49：全国性仓储布局（2017 年）

仓储面积	仓库个数	地区分布
菜鸟 250 万	2-3 级分仓，15 个仓储基地	以广州为主枢纽的华南快递服务配送网络；以上海为主枢纽的华东快递服务配送网络；以北京为主枢纽的华北快递服务配送网络；以武汉为主枢纽的华中快递服务配送网络，并延伸至西北区域、西南区域的综合性快递服务网络体
京东 1000 万+	256 个仓库	全国 7 个主要枢纽城市设了物流中心，在 25 个区域中心城市设前端分拨中心，另外在 22 个城市设有存放大件商品的独立仓库
苏宁 686 万	大件仓 50 多个 小件仓 8 个	8 个自动化拣选中心、47 个区域配送中心，在建 4 个自动化拣选中心，20 个区域配送中心，快递网点>20000

来源：公开资料、国金证券研究所

图表 50：自建/租赁面积情况（2016 年）



来源：公司公告、国金证券研究所

- **综合物流能力。**三家的配送范围相仿，基本可以覆盖大陆地区的所有城市和主要区县。相比而言，菜鸟更专注于信息平台 and 物流中心搭建，运输则采用社会资源；在配送人数上，京东要更为领先，是为其带来更快速处理订单能力的基础；苏宁在自建仓储优势明显。

图表 51：阿里、京东、苏宁物流能力对比

	阿里（菜鸟）	京东	苏宁（含天天）
配送范围	覆盖全国 250 个城市，2900 多个区县，配送线路超过 90000 条	自营配送能够覆盖全国约 98% 的人口，大件和中小件在大陆所有行政区县全覆盖	覆盖全国 352 个地级城市、2852 个区县城市
配送人员	200 万流动配送人员	9 万人	1 万+
配送速度	次日达覆盖全国 122 个城市，当日达覆盖全国 32 个城市	92% 配送订单当日达和次日达，246 个城市指定时间上门，北上广深可极速达，当日达，次日达覆盖 1410 个区县	“次日达”、“半日达”服务覆盖全国 319 个城市；“准时达”已在全国 9 个城市推出；“送装一体”已在全国 114 个城市推行

来源：公开资料、国金证券研究所

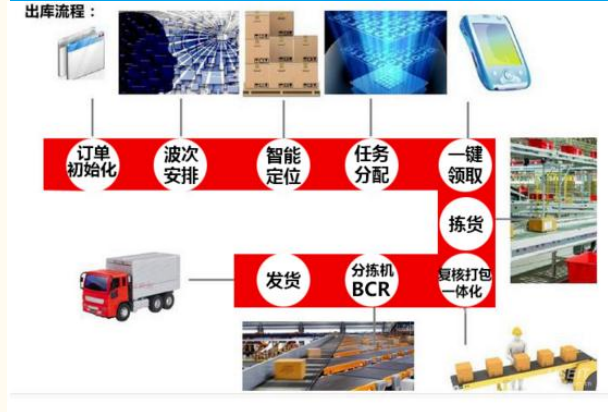
- **智能仓储成为电商主要发展方向。**仓储管理属于劳动密集型工作，在传统仓储中占据物流成本的 50%，是最为耗费的一个环节。因此，实现自动准确的订单处理和商品出库，不仅能将大部分成本削减，更能提高处理效率和服务满意度。京东的亚洲一号是最早采用全自动无人化的仓库，菜鸟和苏宁紧随其后。三者均在 2017 年成为国家智能化仓储物流示范基地。由先进物流技术入驻的智能仓库速度及准确度都远超出传统仓库，是未来仓库的发展方向。

图表 52：三家陆续试水智能化仓储



来源：公司公告、公开资料、国金证券研究所

图表 53：智能仓出库示意图（亚洲一号）

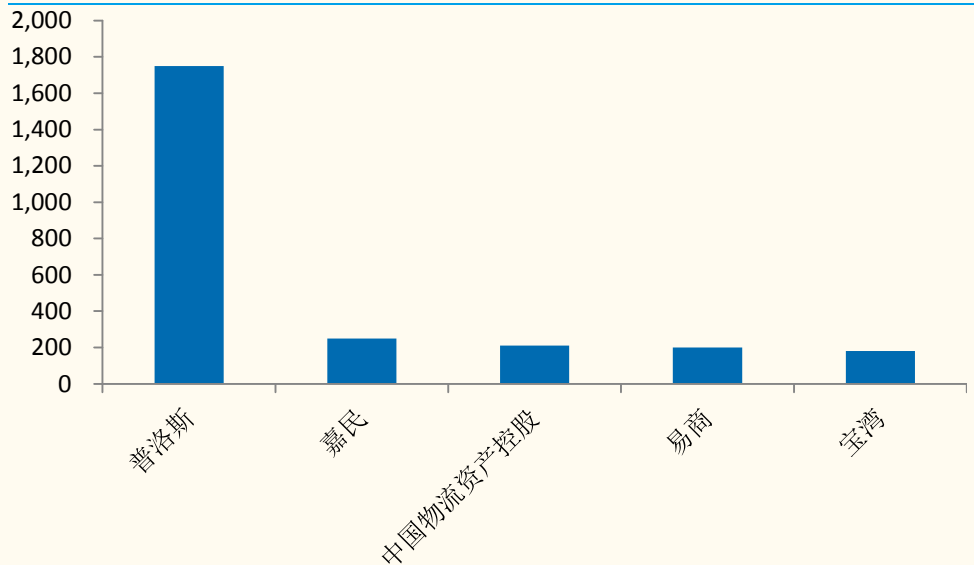


来源：公开资料、国金证券研究所

附件 1：普洛斯基本情况介绍

- 普洛斯是全球知名的现代物流设施和工业基础设施的供应商。它的前身是全球工业物流龙头、美国的 Prologis 公司，主要从事物流地产的开发建设、运营出租、物流配套设施提供以及物流地产投资基金运作。
- 2003 年进入中国后，受制于当时国内物流园区泛滥、土地政策趋严，Prologis 调整自己在中国的经营战略，通过与国内物流公司合资或入股的方式获取土地开发权，逐渐拓展其在中国大陆的物流网络。其后，凭借核心物流园区的表现得到地方政府的认可和拿地方面的支持，网络规模迅速扩大。

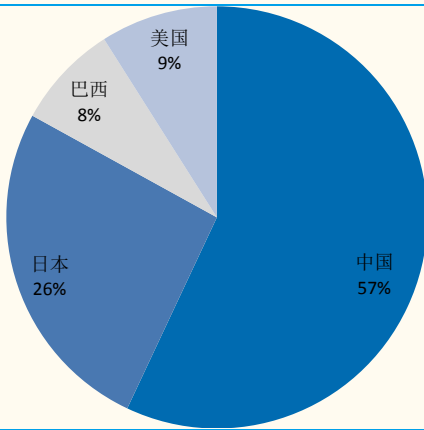
图表 54：国内主要高标准物流地产商 2017 年开发完成面积对比（单位：万平方米）



来源：普洛斯年报、国金证券研究所

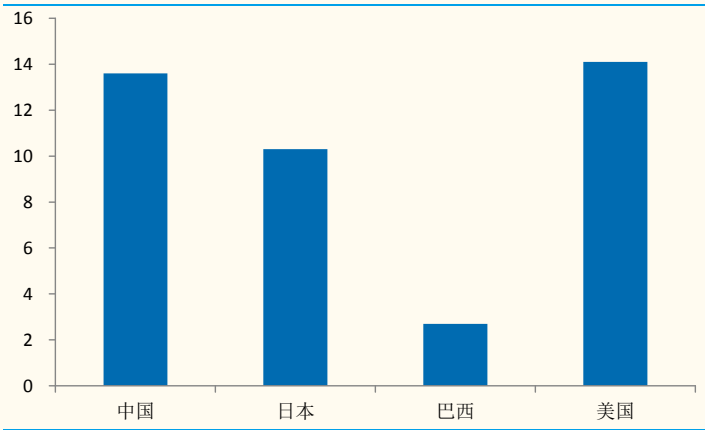
- 2008 年，国务院出台了《国务院关于促进节约集约用地的通知》，要求发挥市场配置土地资源作用，严格落实工业和经营性用地招标拍卖挂牌出让制度，提高建设用地利用效率。恰逢全球次贷危机，资金募集、客户需求、土地储备三个核心因素都在一定程度上影响了 Prologis 在中国的发展。随后公司不得不进行改革，由新加坡政府产业投资有限公司接手其在亚洲的资产和相应债务，该部分更名为 GLP，并于 2010 年在新加坡上市。

图表 55: 2017 普洛斯净资产分布



来源：普洛斯年报、国金证券研究所

图表 56: 普洛斯资产分布 (billion US dollar)

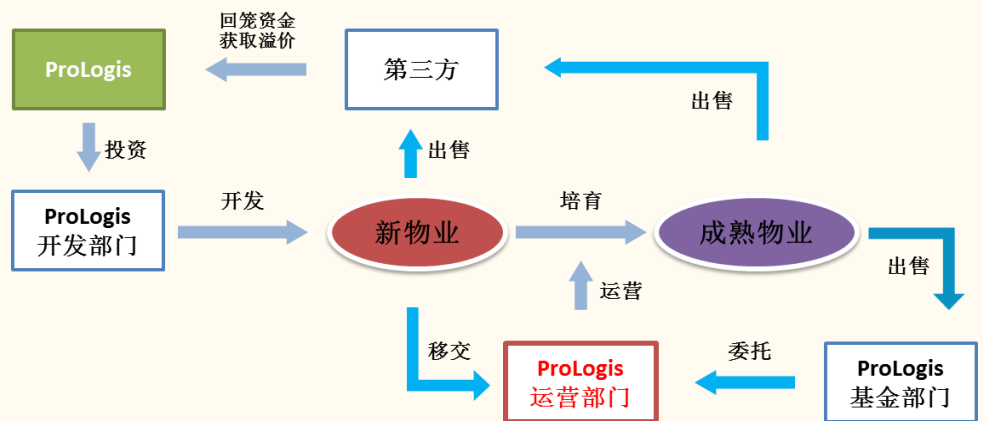


来源：普洛斯年报、国金证券研究所

### 普洛斯的运作模式——地产开发、地产运营和地产基金

- **地产开发**：地产开发部门负责物流园区类型土地开发，开发完成后可以卖给普洛斯基金或者第三方，以获得出售收入，也可以进入地产运营阶段获得出租收入。地产开发业务是普洛斯的**核心业务**，贡献了约**60%的主营业务收入**和**30%左右的主营业务利润**。开发周期一般为前期 3-6 月、建设 6-12 月。
- **地产运营**：地产管理部门在获得交付的物流园区后，出租取得租赁收入。地产运营虽然只贡献了**30%的主营业务收入**，却占到了整个**主营业务利润的 50%**。在成熟阶段，普洛斯的招租率普遍达到**90%以上**，租金回报率**7%以上**。
- **地产基金**：基金管理部门通过“**核心型基金**”购入成熟物业——实现**重资产剥离、回笼资金**。  
普洛斯管理的基金类型主要包括**核心型、增值型和机会型**，对应不同的投资标的类型。其中**核心型基金**用于购入物业管理部门**培育好的持续稳定经营的物业**，通过资产出表帮助公司回笼资金；**增值型基金**主要用于重新开放成熟物业，依托公司自身在**物流地产设计、评估的专业化优势**，实现低估物业的增值；而**机会型基金**一般会参与**物流地产的开发与建设**，补充开发阶段的**现金流**，并获取**较高风险的投资回报**。  
目前，GLP 管理的基金规模总共约**390 亿美元**，以**机会型、核心型**为主。其中，**机会型基金**主要投向**中国市场**，总规模**100 亿美元**。

图表 57: Prologis 运作模式








来源：Prologis 官网、国金证券研究所

图表 58: GLP 基金类型对比

基金类型	投资标的	风险与回报
核心型基金	购入持续稳定经营物业	低风险稳定回报
增值型基金	成熟物业的重新定位、开发	中等风险的物业增值回报
机会型基金	参与项目开发或持有新兴市场物业	高风险的物流地产投资回报

来源: 公司官网、国金证券研究所

图表 59: GLP 基金管理类型分布

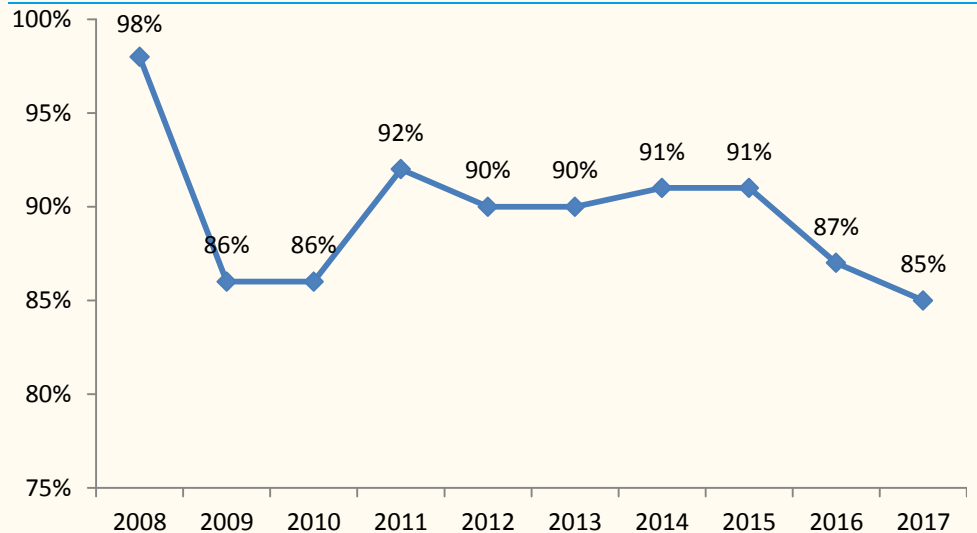
	CHINA 	JAPAN 	UNITED STATES 	BRAZIL 	TOTAL GLP 
FUNDS	<ul style="list-style-type: none"> <li>CLFI &amp; II</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>GLP Japan Development Venture I &amp; II</li> <li>GLP Japan Income Partners I</li> <li>GLP J-REIT (3281: Tokyo)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>GLP US Income Partners I, II &amp; III</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>GLP Brazil Development Partners I</li> <li>GLP Brazil Income Partners I &amp; II</li> </ul>	12
FUND MANAGEMENT AUM <sup>1</sup>	US\$10.0bn	US\$10.8bn	US\$14.8bn	US\$3.1bn	US\$38.7bn

来源: 普洛斯年报、国金证券研究所

### 成熟的物流地产运作开发经验

- GLP 出身于全球领先的工业物流设施提供商，定位高端物流，在 20 多年的发展过程中逐渐形成了一套成熟的物流地产运作开发模式，国内物业整体出租率稳定在 85% 以上。

图表 60: GLP 中国地区出租率



来源: GLP 年报、国金证券研究所

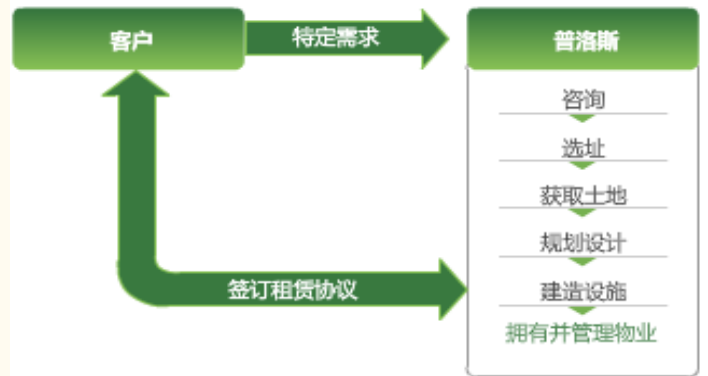
- 针对小租户和大客户的不同需求和承租能力提供物流园区和专属物流基地的开发和运营: 在物流地产的开发运作上, GLP 提供物流设施的标准化开发和一对一定制。一方面, 普洛斯根据自身积累的经验为中小客户提供方便、快捷、高效的物流园区设施服务, 另一方面针对较大的零售商、第三方物流企业等设计建设适应其业务运转特点的专属仓储。

- **高标准的专业化设计建设理念：**借助 Prologis Operation System，普洛斯从项目的选址、设计、评估、内审，施工成本、预算的控制，到客户签约和管理都遵循严格、精确的原则，保证项目的顺利实施。而在顺利实施的前提下，普洛斯在项目设计的每一个细节上尽可能依托自身的经验为客户提高效率和方便。

图表 61：标准化开发



图表 62：一对一定制



来源：GLP 官网、国金证券研究所

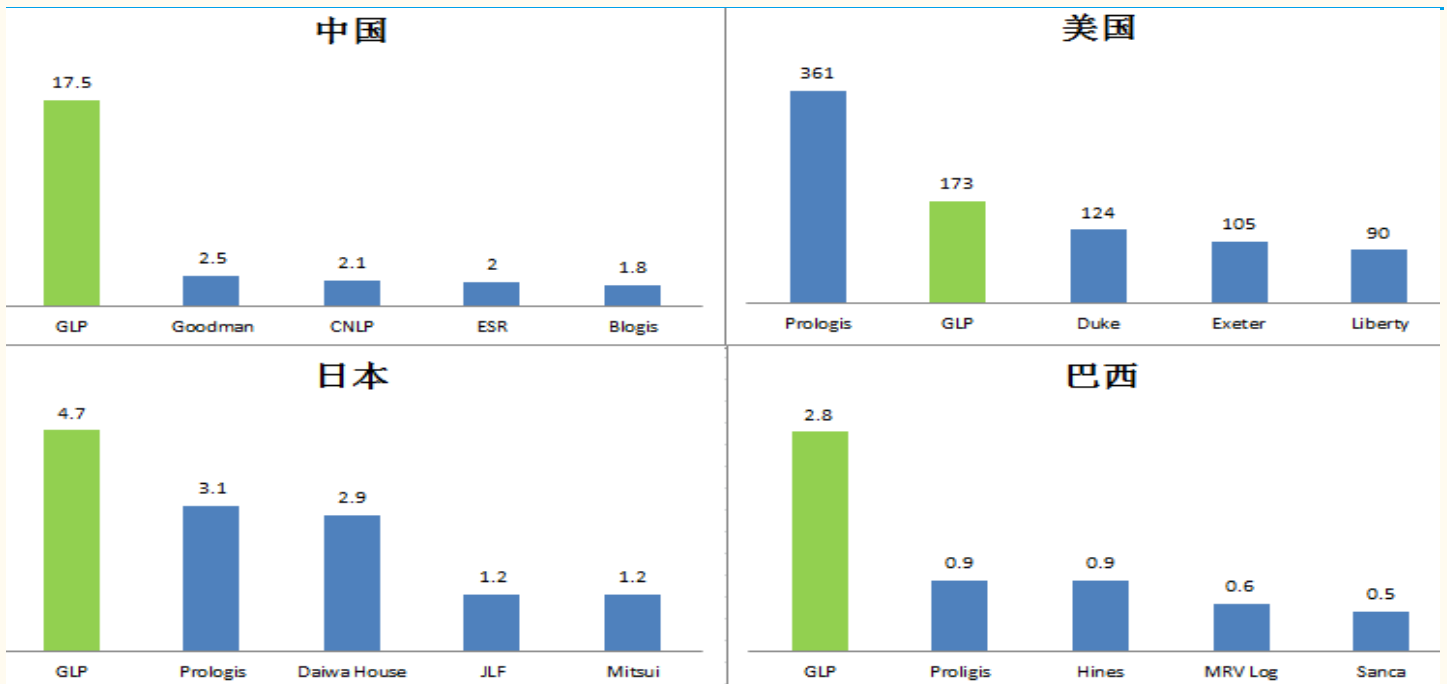
来源：GLP 官网、国金证券研究所

“一站式”物流地产平台：网络化增值效应吸引更多客户

- 零售、电商、快递等商品贸易和流通企业对于仓储设施的需求不仅仅在于其便利性和高效率，更多的是希望通过物流设施提供商旗下的仓储网络资源提高自身业务的经营效率，和拓展下游市场。

普洛斯目前在中国、日本、巴西和美国都拥有庞大的物流地产资源，在各个市场同行业中均排名领先。尤其是在中国市场，仓储基地分布在全国 38 个核心枢纽城市，2017 年管理完成物业规模达到 1750 万平米。市场份额远远领先于同行业其他公司，占据绝对的优势。

图表 63：2017 年 GLP 全球物业资源情况 (TOP5 规模：百万平方米)



来源：普洛斯年报、国金证券研究所

- 借助庞大的物流网络资源，普洛斯为客户提供了远超仓储作用的附加价值，吸引了快消、电商、快递、制造业等行业大多数龙头企业客户：

快消零售：阿迪、可口可乐、联合利华、沃尔玛

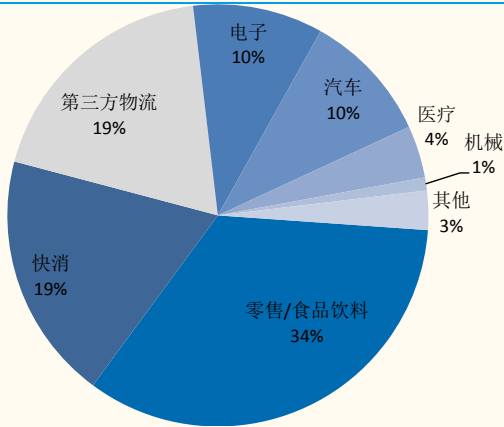
第三方物流：德邦、DHL

制造业：博世、上汽通用、三星

电商：天猫、京东、亚马逊

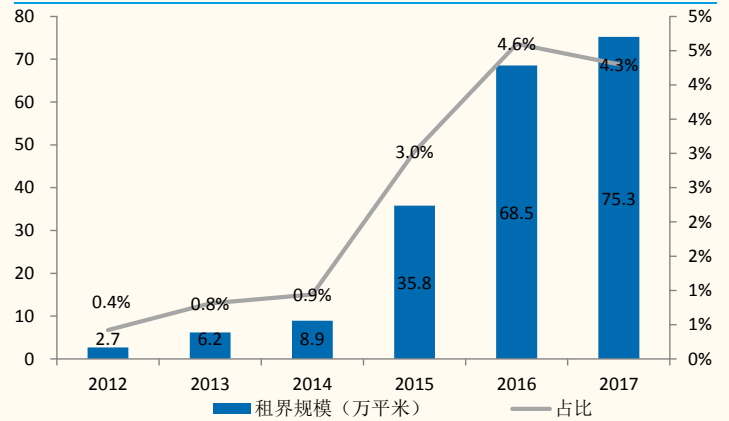
特别是近几年，我国电商规模迅速扩张，GLP 的客户群体中电商的比例已经从 2010 年 4% 提高到 2016 年 26%，2017 年前 5 大客户中电商席位达到 2 个（京东、唯品会）占比 6.9%。

图表 64：GLP 中国客户行业分布



来源：GLP 年报、国金证券研究所

图表 65：京东租借规模情况



来源：GLP 年报、国金证券研究所

## 附件 2：相关公司盈利预测与估值

图表 66：相关公司盈利预测与估值

公司	股价	EPS				PE		评级	
		17A	18E	19E	20E	18E	19E		
圆通速递	16.40	0.51	0.76	0.95	1.16	22	17	14	买入
苏宁易购	14.07	0.45	0.18	0.25	0.35	65	58	35	买入
顺丰控股	49.65	1.08	1.16	1.43	1.75	43	35	28	买入
德邦股份	21.55	0.605**	0.64	0.74	-	34	29	-	买入
中储股份	9.05	0.61	0.47	0.50	0.54	19	18	17	买入
京东*	40.49	-0.11	0.68	1.86	-	375	137	-	N. A.
阿里*	183.54	27.14	33.81	43.64	-	34	26	-	N. A.

\*为 Wind 一致预期 \*\*为预计值 股价为 2018 年 3 月 30 日收盘价

来源：Wind、公司公告、国金证券研究所

## 风险提示

- **土地政策风险。**物流地产建设需要土地政策支持，若相关公司无法在理想区域获得土地，或土地成本过高，或将抑制物流地产行业发展。
- **中小城市物流需求风险。**伴随电商发展，目前一线城市物流需求旺盛，但增速开始下滑。如果中小物流需求过早下滑，或将对物流地产建设需求及其发展产生负面影响。
- **电商增速放缓风险。**随着电商高速发展，网络购物渗透率不断提升，获客成本增加，或将带来电商发展增速放缓的影响。

**公司投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**行业投资评级的说明：**

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；  
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；  
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；  
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用;非国金证券客户中的专业投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH