

物流地产:存量转型的崛起之路

地产运营商系列之一

分析日期 2019年03月25日

行业评级: 标配(40)
证券分析师: 刘振东

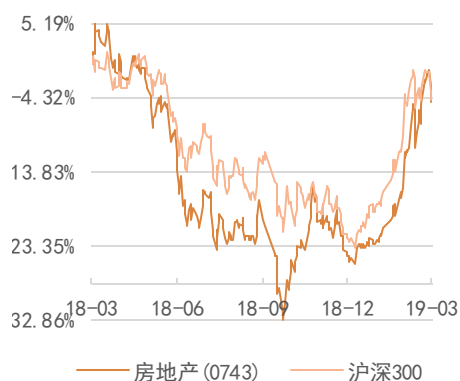
执业证书编号: S0630516090003

电话: 021-20333793

联系人: 符灿

电话: 021-20333532

邮箱: fucan@longone.com.cn

行业走势图

◎ 投资要点:

◆ **物流地产是房企转型轻资产运营的重要途径。**随着城市更新下产业进化,以及供给端土地供应整体受限、需求端的限购限售限贷等因素的综合作用下,传统增量开发面临估值和资源的双重约束,房地产商亟待从重资产到轻资产的多元化转型。近年来房企纷纷涉足物流地产,结合自身土地与资金的优势,进行多元化布局,拓展盈利渠道。物流地产作为物流服务与房地产服务一体化的产物,较增量开发不仅摆脱了土地政策的掣肘,享有政策红利;且盈利模式丰富,融资渠道畅通,享有稳定持续的租金及增值收益。

◆ **优质物流仓储匮乏,未来增长空间大。**随着我国电商零售、高端制造业和第三方物流的快速发展导致高端物流仓储需求高涨,然而我国高端仓储总量严重不足,远低于发达国家平均水平。供不应求下,现代化高标物流园区进入高速发展通道,社会物流费用总额由2007年的4.55万亿元增长至2018年底的13.3万亿元,年均复合增长率超过10%。

◆ **供需矛盾下租金持续上涨,物流地产较商业、住宅地产等投资回报率更高。**目前我国优质仓储布局以长三角、珠三角及渤海湾等三大都市圈为主,而投资回报上,核心城市如北上广深等的物流设施投资净回报率6-8%,也要高于商业地产的4-5%,住宅地产的2-3%。另据CBRE统计,物流地产租金自2009年起年化增幅保持在4.3%。

◆ **物流园区传统赢利模式主要为出租收入、服务费用、土地增值、项目投资收益及其他收益。**物流地产商通常以物流园区作为平台,将地产资源与其它资源整合,最大化供应链效率。

◆ **物流地产逐渐成为资本追逐热点。**近年来由于我国传统地产开发市场供需转弱,越来越多的产业资本和投资基金开始关注物流地产。此外政府供地趋紧下物流用地日益稀缺,物流地产商逐渐将目光转移至以存量资源为基础的如二手土地、持有物流物业等的ABS。市场上越来越多的物流地产商开始与投资商合作,存量工业用地及房屋设施等不动产通过金融产品运作实现增值溢价的可持续发展或是未来的主旋律。

◆ **目前国内房企涉足物流地产领域主要有四种类型。**按主导运营模式的不同可分为房企主导运营、收购参股物流企业、与传统物流企业合作、与电商企业合作这四种主流类型。在一二线城市高端仓储需求增加、住宅开发土地供应受限以及国家政策的支持下,包括万科、招商蛇口、南山控股、海航实业、碧桂园、绿地控股、华夏幸福、荣盛发展等在内的传统住宅开发企业都已对物流地产有所布局。

◆ **风险提示。**工业物流用地或因政策影响,供应受限。

正文目录

1. 崛起契机：多元化存量转型需求	4
1.1. 布局轻资产运营的重要战略路径	4
1.2. 物流红利政策频繁出台	5
2. 行业前景：供不应求下空间广阔	7
2.1. 未来优质物流仓储需求增长空间大	7
2.2. 供不应求下租金持续上涨，物流地产投资回报率相较更高	9
2.3. 互联网零售崛起将与物流地产相辅相成	10
2.4. 土地获取难度增大，或成物流地产发展阻力	11
3. 行业盈利模式及趋势	12
3.1. 物流地产运营模式	12
3.2. 传统盈利模式	14
3.3. 新兴投融资模式：REITS 等物流基金	16
3.3.1. 物流地产投资概况	16
3.3.2. 核心融资模式	17
4. 行业相关个股：涉及物流地产业务的典型房企	19
4.1. 房企主导运营：主流模式	19
4.1.1. 万科：抢占一二线物流资源，拓展基金等多融资渠道	19
4.1.2. 招商蛇口：湾区区位及产业地产定位双重优势	20
4.1.3. 光明地产：依托集团食品产业资源，发展高端冷链物流	21
4.2. 收购参股物流地产商：协同效应最大化	23
4.2.1. 万科：参股普洛斯发挥协同效应	23
4.2.2. 南山控股：吸收合并深基地 B，成为首支物流地产股	24
4.3. 与物流企业合作：资源互补	24
4.3.1. 绿地集团	24
4.4. 与电商企业合作：品牌集聚效应	25
4.4.1. 荣盛发展	25

图表目录

图 1 增量开发商到存量运营商的变迁路径.....	4
图 2 增量开发商到存量运营商的变迁路径.....	5
图 3 中美物流仓储面积对比 亿方.....	7
图 4 目前国内仓储供应类型分布情况.....	7
图 5 中国物流费用总额逐年攀升 亿元.....	8
图 6 中美物流成本占 GDP 比重对比.....	8
图 7 全国主要物流地产仓储分布及租金增长率.....	9
图 8 一线物流地产年化回报率明显高于其他物业.....	10
图 9 主流城市物流地产租金增长率.....	10
图 10 2018 年中国网络零售占比约 18.2%，远高于美国	10
图 11 中美第三方物流规模对比 亿美元	10
图 12 我国电商物流租赁占比明显过于他国	11
图 13 普洛斯中国电商租赁占比持续提升至 26%	11
图 14 国内工矿仓储用地占建设用地比例逐年下降	12
图 15 国有建设用地成交价款增速逐年下降	12

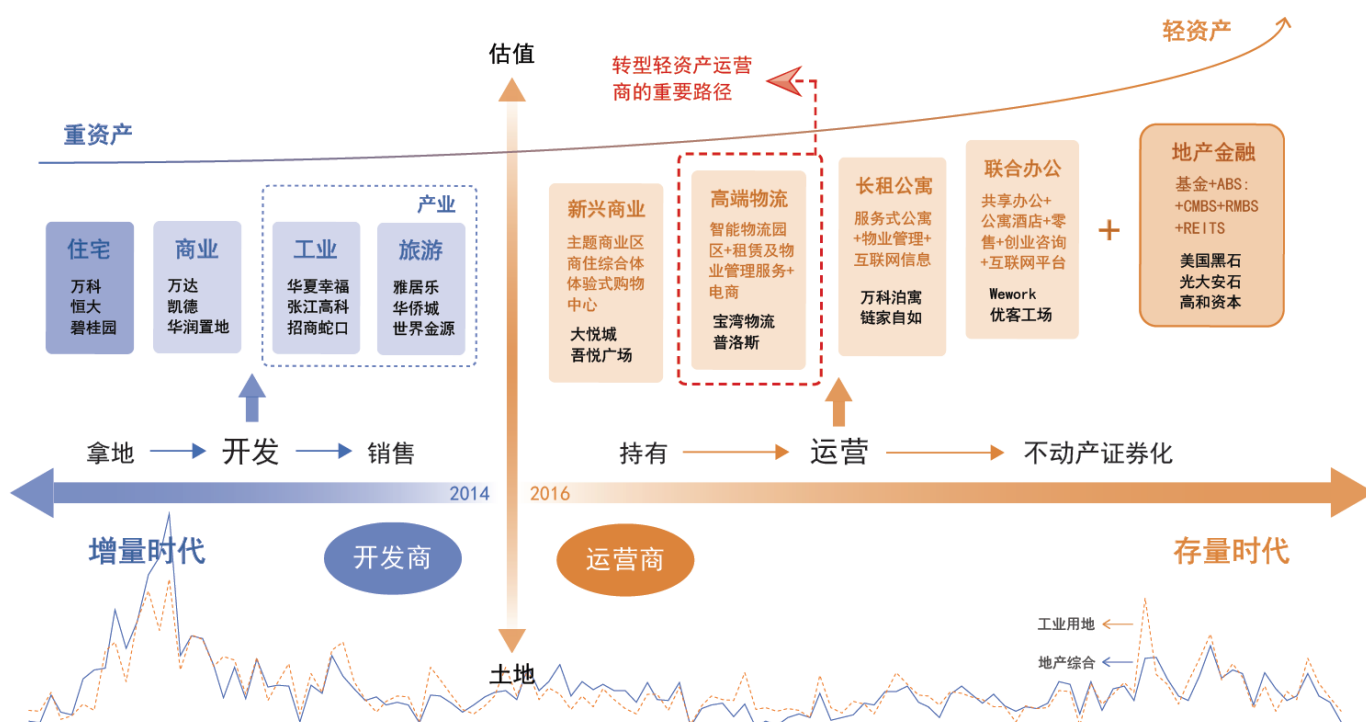
图 16 北京仓储物流用地供应情况	12
图 17 上海仓储物流用地供应情况	12
图 18 国内物流园区主要收入来源	14
图 19 物流地产投资回报率衡量标准	17
图 20 物流地产基金运作模式	18
图 21 招商物流地产布局网络	21
图 24 我国冷库供给与需求量 万吨	22
图 25 我国人均冷库容量远低于其他国家 kg/人	22
图 26 光明地产冷链物流产业链	22
图 22 普洛斯私有化后股权占比	23
图 23 普洛斯占据中国物流地产市场份额高达 56%	23
表 1 近年物流产业\工业用地相关政策	6
表 2 现代物流仓储与传统仓库对比	8
表 3 普洛斯租赁面积 TOP10 客户多为电商或第三方物流	11
表 4 物流地产不同投资和管理主题下的四类运营模式	13
表 5 物流地产各角色特征概述	13
表 6 通过物流园区的产业和设施可以获得长期稳定的现金流	15
表 7 各种增值服务目前是物流园区仅次于租金项的收入来源	15
表 8 国内外资与内资物流地产商业运营模式对比	16
表 9 近年物流地产行业投融资案例	16
表 10 物流园区投融资核心要素	17
表 11 REITs 与自持物业模式的对比：以普洛斯中国和宝湾物流为例	18
表 12 目前房企布局物流地产的主流模式与案例	19
表 13 万科 2015-2017 年新增物流地产投资（亿元、万平米）	20

1. 崛起契机：多元化存量转型需求

1.1. 布局轻资产运营的重要战略路径

目前阶段，我国房地产行业处于发展中期，即由地产开发商向地产运营商转型的过度时期。一方面是城市更新下产业进化的需求，另一方面则是供需压力下的被迫转型。自2016年开始，为控制房价上涨保障民生，政府对房地产业持续从严调控。在供给端土地供应转弱以及需求端的限购限售限贷等调控因素的综合作用下，致使传统的增量开发模式面临资源和估值的双重约束，房地产商亟待从重资产到轻资产的多元化转型，以拓宽融资及盈利途径，实现持续稳定的经营收益，修复估值。存量运营恰是以已持有的物业为基础条件，结合高专业度的租赁服务、招商运营、资产管理，推升物业价并结合不动产证券化产品盘活现金流实现轻资产化。较之增量开发，不仅摆脱了土地政策的掣肘，且盈利模式丰富，融资渠道畅通，享有稳定持续的收益。

图 1 增量开发商到存量运营商的变迁路径

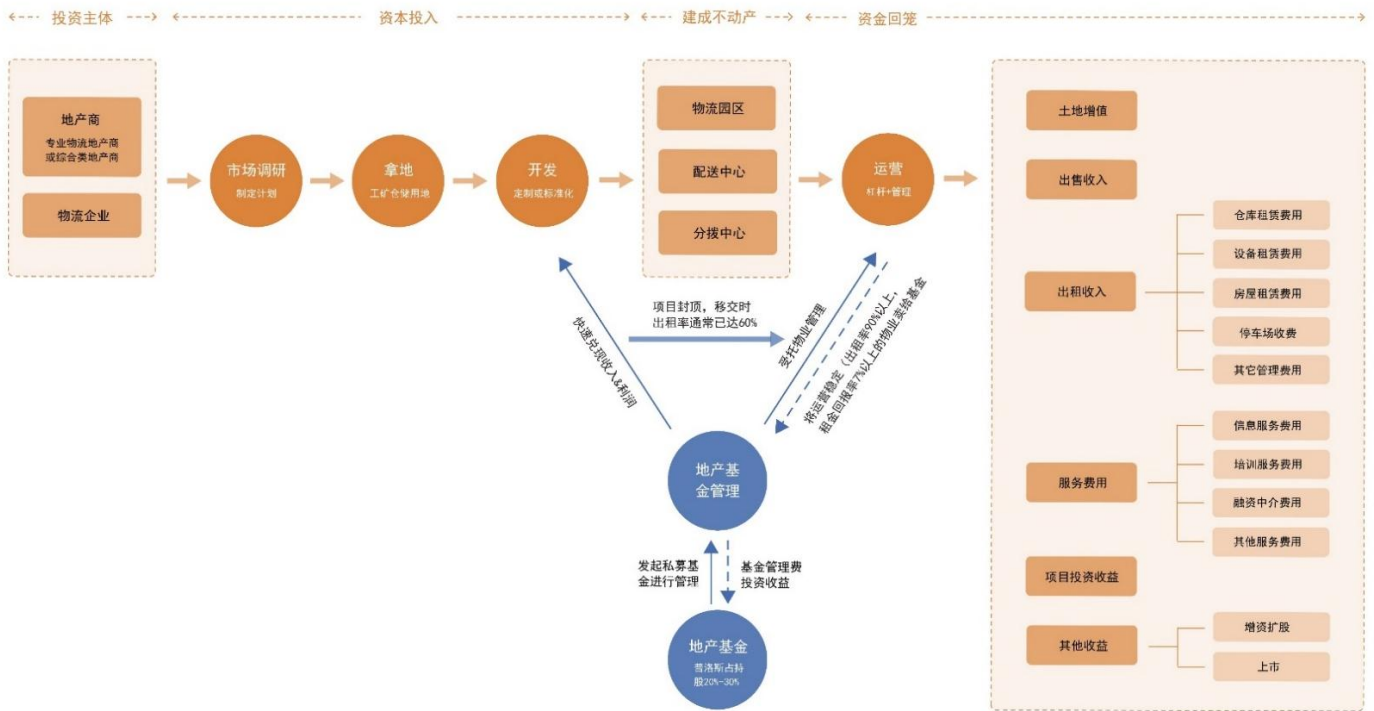


资料来源：东海证券研究所

物流地产分属工业地产，是房地产轻资产化的重要存量运营细分领域。由普洛斯公司于上世纪80年代率先提出并实践，指经营专业现代化的物流设施的不动产载体，服务于第三方生产经营活动，包括园区管理、仓储租赁、配送分拨、信息培训、基金运营等一系列增值项目。现代化物流地产商较传统地产开发商具备明显的存量优势。其一，盈利模式不仅仅依赖出售不动产以获得一次性收益，更注重通过持续的管理服务获得经营及其他增值收益，管理效率决定其规模与收益。其二，投资回报率较商办类持有物业更高。物流地产具备相对较强的客户黏着性、扩张动能以及网络延展

力，通过有效整合基础资源匹配机构客户需求，获取与制造商、零售商、物流商的高度业务绑定。尤其是以核心客户需求为驱动的高端定制仓储设施，较易跟随大客户的业务布局进行扩张，形成区域网络化的供应链布局。此外，物流地产较第三方物流的辅助运输模式，则具备规划建设专业化、资源整合（土地、客户）规模化、管理服务协同化的优势。

图 2 增量开发商到存量运营商的变迁路径



资料来源：东海证券研究所

1.2. 物流红利政策频繁出台

物流地产作为服务于实体经济生产经营活动的产业地产，近年来受到政府部门的高度重视。物流地产跨部门、跨行业、跨地区的交叉属性使其成为制造业、零售业、运输业等产业发展的重要枢纽，我国近年来多次出台土地、税收等优惠政策推动现代物流园区的建设发展。

早在 2012 年，财政部、国税总局就联合发布了税收优惠政策，在《关于物流企业大宗商品仓储设施用地城镇土地使用税政策的通知》中提及：“对物流企业自有的大宗商品仓储设施用地，按所属土地等级适用税额标准的 50% 计征城镇土地使用税。”其后，为了进一步推进物流业降本增效，为其建立良好的运营发展环境，2017 年国务院发布了《国务院办公厅关于进一步推进物流降本增效促进实体经济发展的意见》指出：“推动物流降本增效对促进产业结构调整 and 区域协调发展、培育经济发展新动能、提升国民经济整体运行效率具有重要意义。”而近期，为促进物流产业及物流枢纽城市群的加速发展，2018 年 12 月，发改委与交通部共同发布《国家物流枢纽布局和建设规划》，指出国家物流枢纽的重要性，并且明确对物流用地支持。

表 1 近年物流产业\工业用地相关政策

时间	政策	机构	内容
2004/08	《关于促进我国现代物流业发展的意见》	发改委 商务部等 九部委	促进现代物流业发展是一项跨行业、跨地区、跨部门的综合性工作，涉及面广、政策性强，需各地政府和各部门协同配合。
2005/12	《全国工业用地出让最低价标准》	国土资源部	工业用地须采用招标拍卖挂牌方式出让，工业项目必须依法申请使用城市建设用地范围内的国有用地，低于法定最高出让年期、价格和年租金按照还原利率修正到法定最高价格。
2008/11	《国务院关于加强土地调控有关问题的通知》	国务院	明确土地管理和耕地保护的责任；建立工业用地出让最低价标准统一公布制度；禁止擅自将农用地转为建设用地。
2009/03	《物流业调整和振兴规划》	国务院	各地区按照《规划》确定的目标、任务和政策措施，结合当地实际抓紧制定具体工作方案，切实组织实施，取得实效。
2012/02	《关于物流企业大宗商品仓储设施用地城镇土地使用税政策的通知》	财政部 国税局	自 2012 年 1 月 1 日起至 2014 年 12 月 31 日止，对物流企业自有的（包括自用和出租）大宗商品仓储设施用地， 减按所属土地等级适用税额标准的 50% 计征城镇土地使用税。
2012/06	《关于推进现代物流技术应用和共同配送工作的指导意见》	商务部	开展现代物流技术应用和配送工作，促进大中城市合理规划和布局城市物流节点、优化物流配送组织方式，形成布局合理、运行高效、通行有序、绿色环保的城市配送网络体系。
2012/08	《关于深化流通体制改革加快物流产业发展的意见》	国务院	2020 年我国流通产业发展总体目标：建立起统一开放、竞争有序、安全高效、城乡一体的现代流通体系，流通产业现代化水平大幅提升，对国民经济发展的贡献进一步增强。
2013/01	《关于促进仓储业转型升级的指导意见》	商务部	促进仓储业转型升级，引导仓储企业由传统仓储中心向多功能、一体化的综合物流服务商转型。
2013/10	《全国物流园区发展规划（2013-2020）》	发改委	园区布局城市可根据需要建设货运枢纽、商贸服务、生产服务、口岸服务、综合服务 etc 类型园区；着重物流基础设施的整合和建，优化空间布局， 国家级示范园区可获政策支持。
2014/09	《物流业发展中长期规划（2014-2020 年）》	国务院	物流业发展中长期规划：着力降低物流成本；着力提升物流企业规模化、集约化水平；加强物流基础设施网络建设。
2015/08	《关于继续实施物流企业大宗商品仓储设施用地城镇土地使用税优惠政策的通知》	财政部 国税局	物流企业大宗商品仓储设施用地城镇土地使用税政策通知：自 2015 年 1 月 1 日起至 2016 年 12 月 31 日止， 对物流企业自有的（包括自用和出租）大宗商品仓储设施用地，减按所属土地等级适用税额标准的 50% 计征城镇土地使用税。
2017/08	《国务院办公厅关于进一步推进物流降本增效促进实体经济发展的意见》	国务院	推动物流降本增效对促进产业结构调整 and 区域协调发展、培育经济发展新动能、提升国民经济整体运行效率具有重要意义。 要进一步推进物流降本增效，着力营造物流业良好发展环境，提升物流业发展水平，促进实体经济健康发展。
2018/06	《关于开展 2018 年流通领域现代供应链体系建设的通知》	商务部 财政部	强化物流基础设施建设，夯实供应链发展基础。 发展单元化流通，促进供应链标准化。加强信息化建设，发展智慧供应链。聚焦重点行业领域，提高供应链协同化、绿色化水平。
2018/12	《国家物流枢纽布局和建设规划》	发改委 交通部	指出国家物流枢纽的重要性，并明确对物流用地支持。 部分物流仓储建设用地经审批可使用预留国家计划；鼓励“先租后让”、“租让结合”等多种方式供应土地。 提出引导冷链物流设施向国家物流枢纽集聚，促进冷链物流规模化发展。

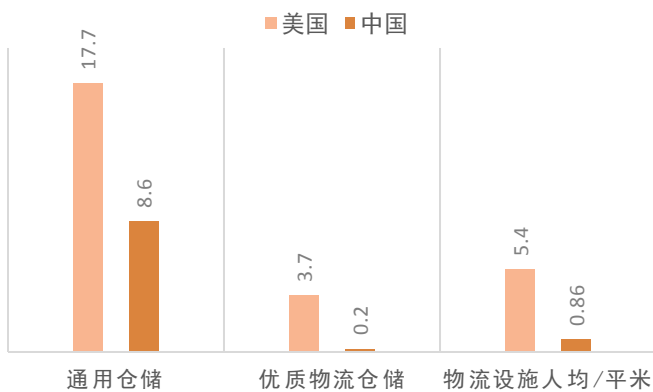
资料来源：国务院及各地方政府官网 东海证券研究所

2.行业前景：供不应求下空间广阔

2.1.未来优质物流仓储需求增长空间大

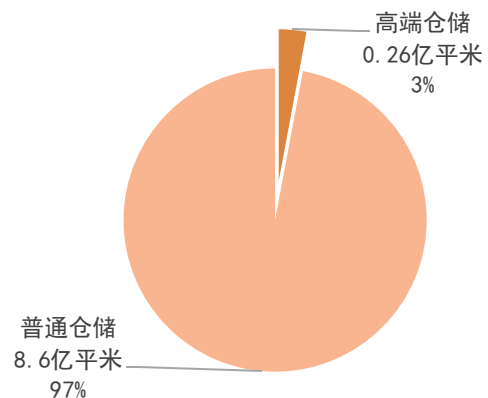
高端物流仓储设施供应不足。随着国民经济发展，消费升级下我国现有的传统物流仓储已经无法满足制造业、电商零售、运输业等发展需求，传统仓库亟待向多功能、一体化、智能化的现代综合物流园区进化。世邦魏理仕(CBRE)在其《中国物流地产投资发展报告》中指出，目前中国主要城市非自用中高标准物流设施面积仅约为 0.26 亿平米，通用仓储面积为 8.6 亿平米，相比之下美国分别为 3.7 亿平米、17.7 亿平米。人均面积则差值更大，我国人均优质物流设施面积约 0.015 平米，较美国的 1.17 平米人均相差约 77 倍；人均通用仓储面积美国为 5.55 平米，中国则为 0.66 平米，相差约 7.4 倍。同时 CBRE 指出，预计未来 5 年左右中国的物流设施需求或将保持超 20% 的年增长率。假设按照目前美国高端仓储占总量 20.9% 为标准计算，而我国占比仅为 2.33%，则我国高端物流至少能保持长达 10 年左右的高速增长区间。

图 3 中美物流仓储面积对比 亿方



资料来源：CBRE 东海证券研究所

图 4 目前国内仓储供应类型分布情况



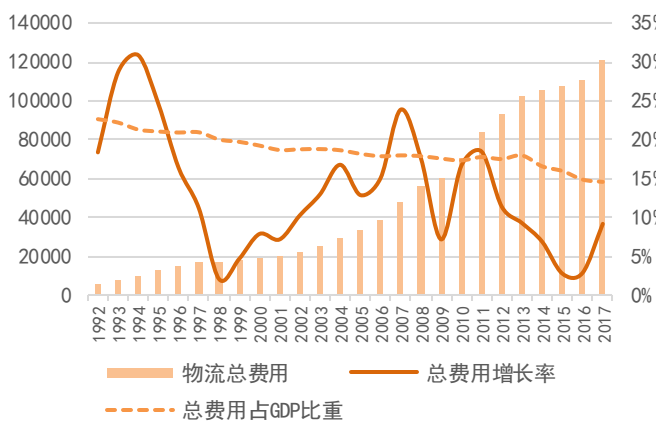
资料来源：戴德梁行 东海证券研究所

急需更新物流设施硬件，降低成本。据戴德梁行统计，我国现有的物流仓储设施约 70% 建于 90 年代之前，且其中有约 75% 难以满足现代企业的需求。换言之我国虽拥有足量的工业用地和仓库面积，但同时急需完成大量的物流硬件更新工作，促进物流供应链管理成熟化，完成产业结构升级。而现代高端仓储园区是物流供应链中资源整合的重要载体，建设标准化、仓储智能化、管理规模化，且通常选址于交通枢纽，通过网络化布局缩短运输距离。整体上有有效的降低了管理运营成本，提高了运输效率。根据普洛斯数据显示，高标仓储较传统仓库能有效降低 20% 左右的物流费用。

我国物流成本逐年攀升。近年随着零售业、制造业高速发展，我国物流需求攀升，成本也随之快速增长。截至 2017 年，国内物流费用总额为 12.08 万亿元，增长率达 9.2%；而我国物流成本占 GDP 比重则高达 14.5%，其中仓储成本占比达 4.7%。相比之下，目前美国占 GDP 比重为 7.7%，其中仓储占比 2.2%，成本控制上我国仅达到美国 80 年代的水准，同时也高出全球平均水平 (11%) 3.5pct。在国务院下发的 2014-2020 年《物流

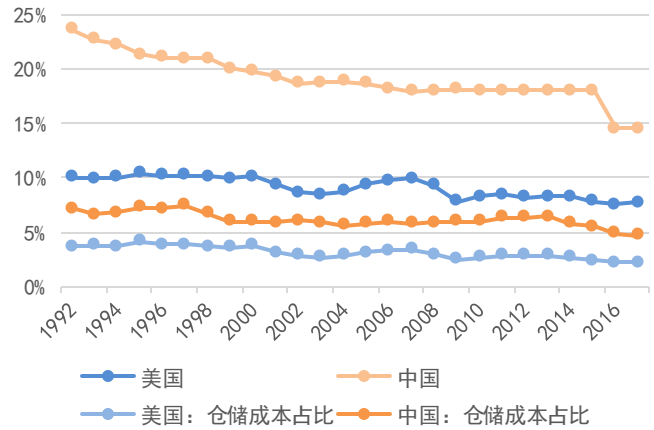
业发展中长期规划》中，首次强调要“着力降低物流成本；着力提升物流企业规模化、集约化水平”。2017年8月，为了进一步推进物流降本增效，国务院又发布《关于进一步推进物流降本增效促进实体经济发展的意见》。总体来说，以高标准优质物流仓储为核心的现代物流业既顺应了行业发展需求，也符合国家政策推进方向，大势所趋下发展空间无限。

图5 中国物流费用总额逐年攀升亿元



资料来源：Wind 东海证券研究所

图6 中美物流成本占GDP比重对比



资料来源：CBRE 东海证券研究所

表2 现代物流仓储与传统仓库对比

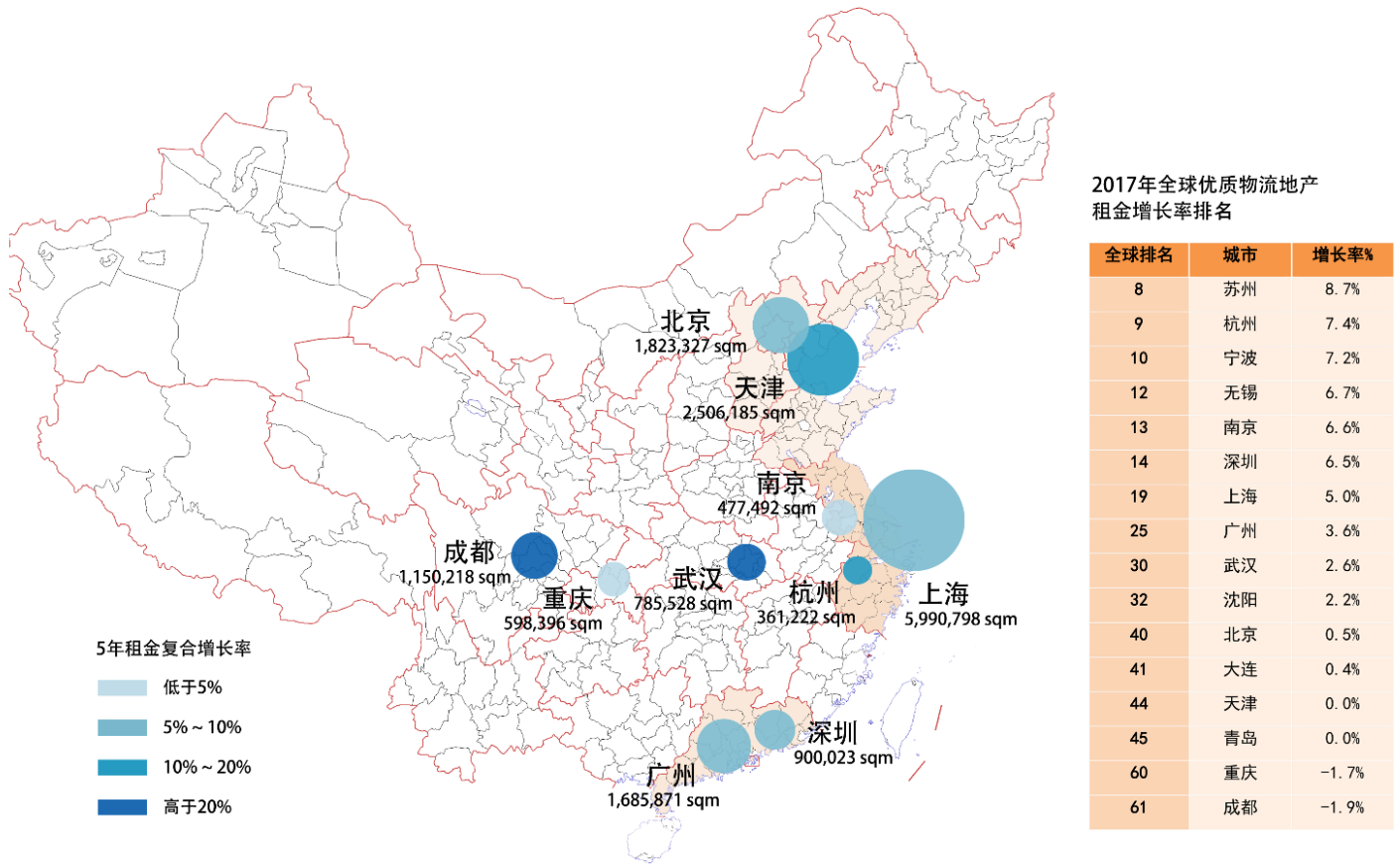
时间	现代集约物流仓储	传统仓库
选址	坐落于交通枢纽或城市中心区域	位于工业园区或港口
面积	1万平方米以上	1000~2000平方米
土地性质	预留物流用地，权属清晰	工业用地，权属不明晰
建设成本	2000元-3000元/平方米	500元/平方米
租金	约为传统仓库的2~5倍	租金低
投资周期	10年以上	3~5年
设备	主体架构	柱高柱距充足，满足5层以上立体货架，物品布置统一标准，空间布局灵活
	卸货装置	标准规格专用卸货区；高效率电动提升门、与大型货车匹配的自动卸货平台；配备防雨设施
	安全措施	仓库全封闭式管理，人货物分离，门禁验证系统；全自动监控设备，消防喷淋火警等
物业管理	信息网络辅助库存管理，服务效率提高	货品无规范堆放规则，响应速度较慢
配套设施	配备住宿、餐厅、便利店等公生活设施	无相关配套
智能化	具备无人库房、智能货架、装卸机器人、自动分拣、智能叉车、智能控温系统等，数据共享信息化，如高标仓典型代表冷链仓库等。	无任何现代科技管理系统

资料来源：网络公开资料整理 东海证券研究所

2.2.供不应求下租金持续上涨，物流地产投资回报率相较更高

供需矛盾下物流地产租金持续上涨。如前文所述，由于目前优质物流仓储的增速不能够满足我国商品零售业、制造业的快速增长需求，供需矛盾下空置率持续下降，而物流地产租金保持提升，投资回报率已高于其他类持有型物业。根据CBRE发布的《全球优质物流地产租金报告》，在新兴市场消费与生产稳定增长的需求推动下，全球供应链飞速发展，优质物流地产租金随之上涨。2017年亚太地区的净租金增幅为1.4%仅次于美洲地区的3.8%。而我国自2009年起年化增幅约为4.3%，并且截至2017年，平均空置率已经由2009年的28%降至17%。

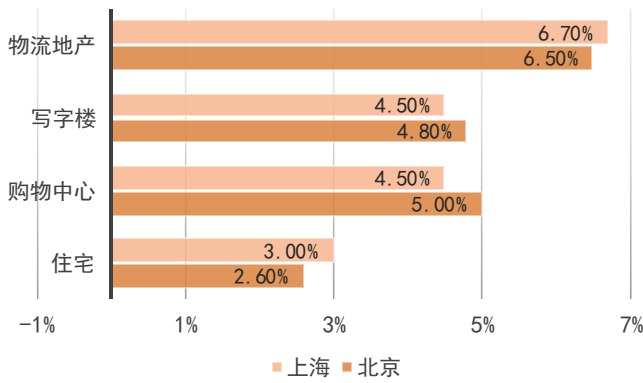
图7 全国主要物流地产仓储分布及租金增长率



资料来源：CBRE 东海证券研究所

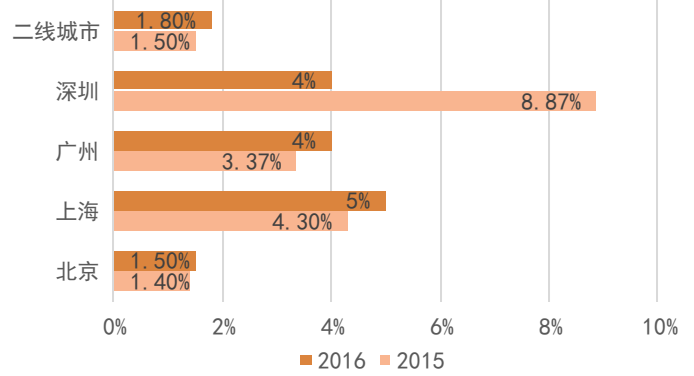
核心城市圈的物流地产较商业、住宅地产等投资回报率更高。据戴德梁行统计，区域布局上，目前我国优质仓储布局以长三角、珠三角及渤海湾等三大都市圈为主，其拥有的现代仓储量占全国的2/3。此外由于高标准仓储设施主要客户如零售电商、第三方物流以及现代制造等聚集于经济发达、人口密集的一线城市，故其租金涨幅高于二线城市。但由于核心城市土地资源稀缺，地价逐年走高，需求开始外溢至周边二三线城市，形成了物流枢纽辐射效应，如电商发达的长三角地区如上海（5.0%）、杭州（7.4%）、南京（6.6%）、苏州（8.7%）、宁波（7.2%）等城市其整体租金涨幅位居全国前列。而从投资回报上看，根据CBRE的统计报告，北京、上海、广州等一线城市物流设施投资净回报率6%-8%，要高于商业地产的4-5%，住宅地产的2-3%。而在融资及资产证券化方面，物流地产相比商业地产标准化高，证券化难度小，更受基金平台等投资渠道的欢迎。

图 8 一线物流地产年化回报率明显高于其他物业



资料来源：CBRE 东海证券研究所

图 9 主流城市物流地产租金增长率

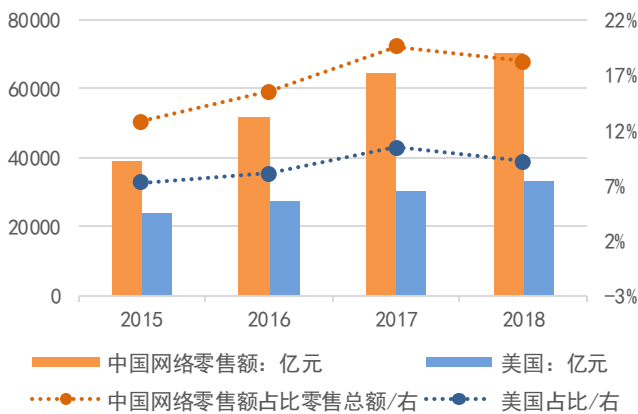


资料来源：CBRE 东海证券研究所

2.3. 互联网零售崛起将与物流地产相辅相成

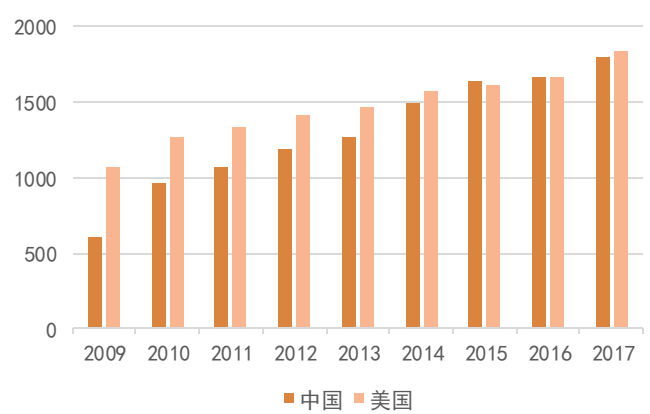
近年我国电商和第三方物流的崛起促使市场对高端物流仓储需求持续强劲，是现代物流地产行业快速发展的主要驱动力。近年国内消费水平不断提升，零售尤其是电商企业的交易规模呈爆发式增长，网络零售额由2011年的0.8万亿元增至2018年的9万亿元，年均复合增长率约35%。由于网络消费品特有的零售配送模式促使其对物流仓储及运输的需求激增，并且依托于现代化物流设施以提高供应链运转效率、配送分拣精度以降低行业成本提高利润率。因此电商企业或依赖如顺丰、申通等的第三方物流，或自建物流渠道如京东，但无论何种模式都极大推升了近年对专业化、规模化、集约化的高端物流园区的租赁需求。

图 10 2018 年中国网络零售占比约 18.2%，远高于美国



资料来源：Wind 东海证券研究所

图 11 中美第三方物流规模对比 亿美元



资料来源：Wind 东海证券研究所

据普洛斯 GLP 统计，同等交易规模下电商对物流仓储的需求远高于传统零售。由物流地产服务商龙头普洛斯统计，其中国园区的电商租赁占比近年逐步攀升远超其他发达国家，由2011年的10%持续提升至26%，且显著高于其他国家，如美国仅为10%。且同等交易规模下电商的仓储需求要高于传统零售业。其一，截至2018年，我国网络零售总额高达9万亿元而美国为3.5万亿元；其二，据普洛斯研究，同等交易量下电商对物流

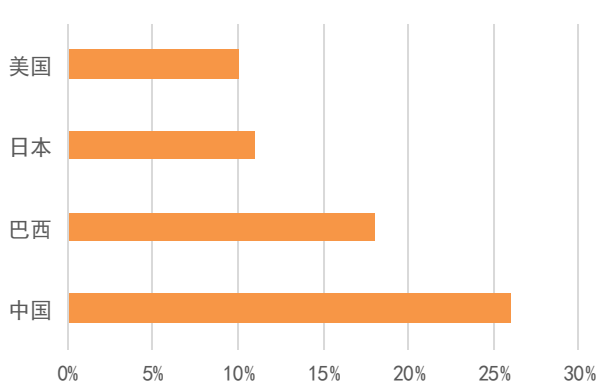
仓储的需求约为传统零售的3倍，急需高标仓储设施降低物流成本提高运输效率。故而今年中国区域已成长为普洛斯园区的主要租赁客户。此外，若按 GLP 标准计算，每平米物流仓储约对应7万元交易额，则以目前电商9万亿元的交易额，对高标仓库的需求在12857万平，故仅互联网零售行业的需求就超过了目前我国现存优质园区的总供给。

表3 普洛斯租赁面积TOP10客户多为电商或第三方物流

2013年			2015年		
租户	产业	面积/平米	租户	产业	面积/平米
亚马逊	电商	275,400	京东	电商	358,000
德邦	第三方物流	237,600	德邦	第三方物流	358,000
礼才物流 NiceTalent	第三方物流	113,400	百世物流	第三方物流	348,300
唯品会	电商	108,000	亚马逊	电商	290,300
DHL	第三方物流	91,800	礼才物流	第三方物流	183,800
拓领 TOLL	第三方物流	91,800	唯品会	电商	164,500
Schenker	第三方物流	86,400	日日顺 Goodaymart	第三方物流	135,500
凡客	电商	75,600	中国外运 Sinotrans	第三方物流	135,500
山九株式会社	第三方物流	70,200	Schenker	第三方物流	125,800
京东	电商	64,800	山九株式会社	第三方物流	116,100

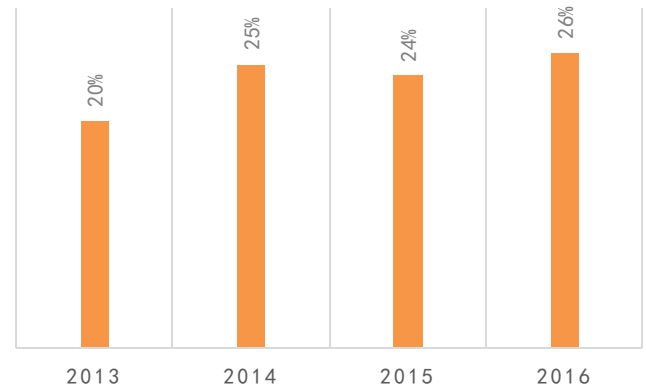
资料来源：普洛斯官网 东海证券研究所

图12 我国电商物流租赁占比明显高于他国



资料来源：普洛斯年报 东海证券研究所

图13 普洛斯中国电商租赁占比持续提升至26%



资料来源：普洛斯年报 东海证券研究所

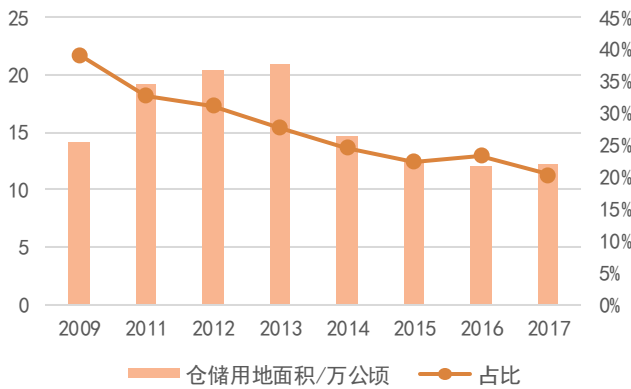
2.4.土地获取难度增大，或成物流地产发展阻力

供给端，近年国内用于仓储物流的土地供应绝对数量及占比呈持续下降趋势。导致物流园区土地供应下降的主要原因有二，一方面是我国目前已完成高速开发建设阶段，再加上对地产行业的宏观调控，土地市场供需整体转弱；另一方面则是物流用地划拨价格偏低，且用地经济效益和就业机会相对较低，对地方财政收入贡献有限。

需求端，在物流地产市场热度高涨供不应求的状态，土地资源竞争激烈。其中作为物流枢纽区域的一线城市供需不匹配的情况则更加严重，如

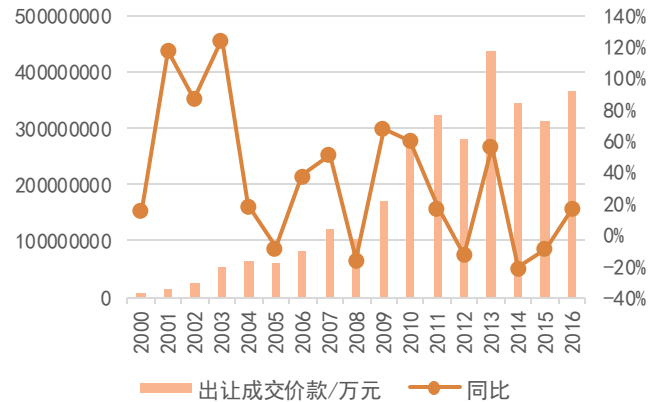
北京在 2012-2014 年仓储物流用地的供应占比从 19%下降至 8.7%。故未来物流地产竞争的焦点将逐步转移至二手土地的开发利用上。同时为了进一步解决物流用地问题，促进产业发展。2018 年底发改委出台了相关政策《国家物流枢纽布局和建设规划》，为部分仓储建设用地提供国家预留用地，同时鼓励“先租后让”、“租让结合”等多种方式供应土地。

图 14 国内工矿仓储用地占建设用地比例逐年下降



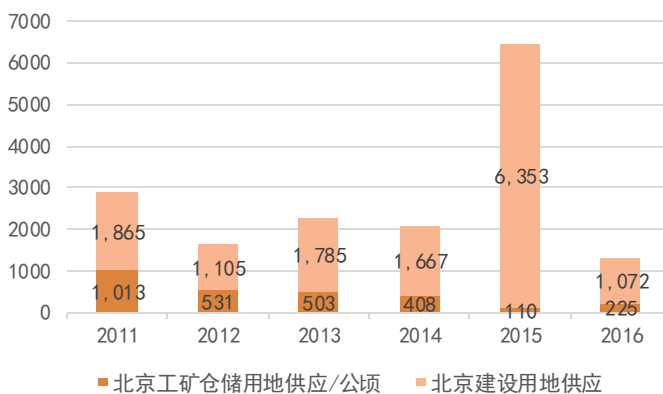
资料来源：国土资源部 东海证券研究所

图 15 国有建设用地成交价款增速逐年下降



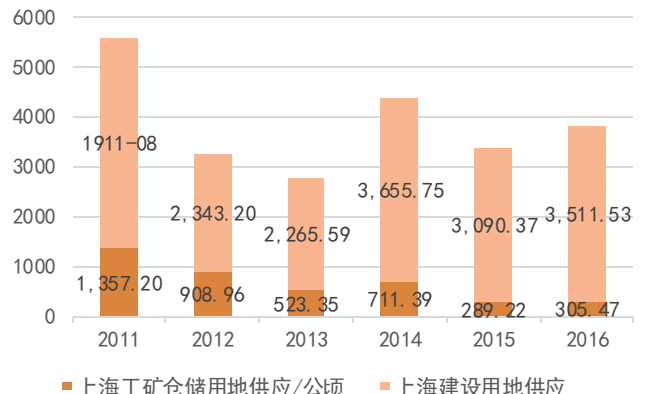
资料来源：国土资源部 东海证券研究所

图 16 北京仓储物流用地供应情况



资料来源：国土资源部 东海证券研究所

图 17 上海仓储物流用地供应情况



资料来源：国土资源部 东海证券研究所

3. 行业盈利模式及趋势

3.1. 物流地产运营模式

物流地产在不同投资和管理的主体下衍生出多种运营模式，其中有四类模式占据目前的主流市场。第一类，地产商作主导，租售给物流商并代其管理；第二类，物流商自有地产，自己经营管理；第三类，地产、物流商直接合作经营；第四类，由第三方牵头，联系物流商和地产商。

表 4 物流地产不同投资和管理主题下的四类运营模式

运营模式	开发主体	运营主体	优缺点	
地产商主导	房地产开发商是开发投资的主体,开发商选地建成相关物流设施后,再转租给物流企业。	日常物流业务由物流公司运营,房地产开发商只是负责投资开发和物业管理。	优: 有效帮助物流企业客户管理资金、降低成本,提高企业的核心竞争力。	缺: 对于小规模物流企业租金成本过高。
物流商自建	物流企业作为相关物流设施仓库等的投资建设主体。	物流商负责运营管理物流业务	优: 可节省部分租金,且物业折旧费用可以享受税收减。	缺: 产业管理水平低,资金运营成本高,建设非专业化下建设成本高。
地产商、物流商合作	物流商、地产商通过成立项目公司或协议、合同等其他契约方式共同出资、合作经营。	物流园运营过程中各自发挥相关领域的优势,项目建成投入使用后的收益按照协议分享同时共担风险。	优: 发挥地产商在拿地、建设等方面优势,以及物流商在物流效率设计、物流运营方面的优势,实现共赢。	缺: 双方合作前期面临信用风险,在后期利益分配问题、风险分担上或出现矛盾。
第三方中介	通过第三方将物流商和地产商各自的资源进行整合,同时对物流商和地产商的资格、实力进行审查,确保强强联合。	物业建成后由第三方中介组织对运营物流企业进行招标,企业收益也由第三方代为审查并根据协议分配。	优: 充分利用独立第三方的审查,避免了物流商和地产商的信用风险,同时避免了后期产生的矛盾	缺: 对第三方中介专业要求高,且要求中介市场有较高的行业自律,需社会信用档案的支持。

资料来源:网络公开资料整理 东海证券研究所

随着全球经济的持续发展,高端制造业、零售业等对物流供应链的效率需求持续提高,将会推动物流产业的进一步进化升级,物流地产未来将会呈现投资商、开发商、运营商和租赁者各角色专业分工趋于细化的合作模式,真正实现规范化、专业化、现代化的产业经营管理。

表 5 物流地产各角色特征概述

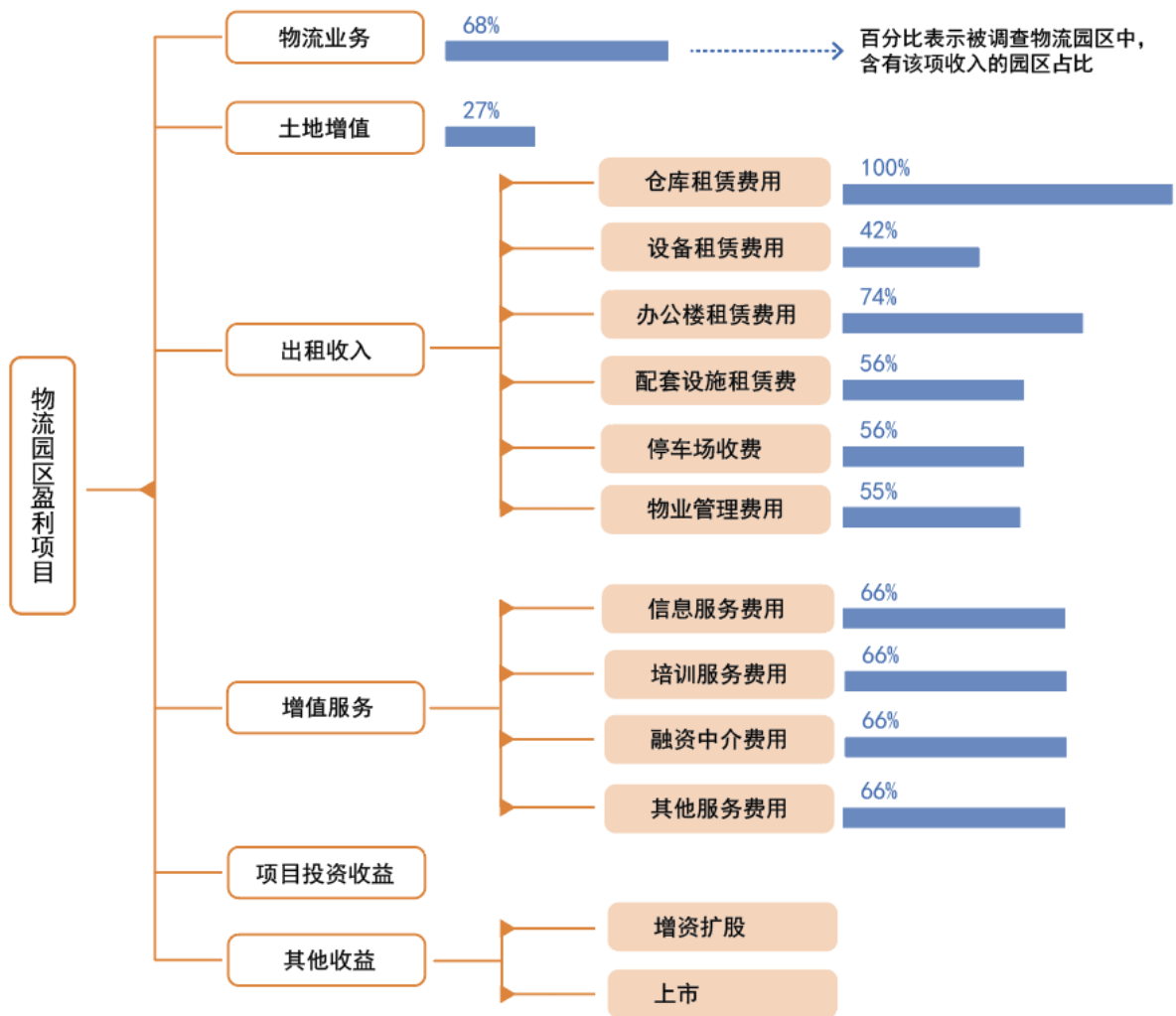
主体角色	代表企业	典型案例	特征
投资商	丰树、安博、嘉民、麦格里、平安不动产、普洛斯等	丰树物流房地产投资基金会收购上海浦东空港欧罗物流项目	独立的投资商角色目前在物流仓储设施的收购行为中得以凸显。
开发商	普洛斯、安博、新熙地等	普洛斯深圳盐田港项目、安博上海青浦物流中心	在我国物流地产投资开发建设实践中,开发商与投资商的角色往往合二为一
运营商	丰树、安博、嘉民、麦格里、平安不动产、普洛斯等	普洛斯等专业物流地产商采用“收购-回租”模式投资和运营物流仓储设施等	在我国物流地产投资建设与运营管理中,运营商或与投资商角色合二为一,或与投资商和开发商角色三者合一。
租赁者	第三方流:DHL、NAGEL等;电商:亚马逊、京东等大型企业自建物流仓储体系外需求	丰树、安博、嘉民、麦格里、普洛斯等专业物流地产投资建设和运营管理的物流仓储设施绝大多数是为制造业、流通企业、第三方物流企业客户需求服务的	通过租赁来满足自身对于物理仓储设施的需求,将会是大型先进企业和第三方企业的重要选择。

资料来源:仲量联行 东海证券研究所

3.2.传统盈利模式

物流地产商通常以物流园区作为平台，通过将地产资源与其它资源整合，以带动人流、物流、信息流、资金流的全面汇集，提高供应链效率，最终实现资源价值的最大化。总体上物流园区的赢利主要来自五个方面，即出租收入、服务费用、土地增值、项目投资收益及其他收益。

图 18 国内物流园区主要收入来源



资料来源：网络公开资料整理 东海证券研究所

一、租金收入

租金收入是物流地产主流的收入方式。租金收入主要包括仓库租赁费用、设备租赁费用、办公楼租赁费用以及停车场等配套设施收费等，其中仓库的租赁费用是租金的主要来源。

租金收入的持续增长也使其成为现代物流园区最为稳定的收入来源。根据普洛斯年报披露，2012-2017 中国区物流物业年均增长率在4%左右。园区租金收入虽然稳定但投资回收期偏长，需要较长时间的投入开发建设周期和较大规模以维持盈利。

表 6 通过物流园区的产业和设施可以获得长期稳定的现金流

仓库租赁费用	经营者将园区内所建的大型现代化仓储设施设备租给一些第三方物流商、生产型企业等，从中收取租金，这是 出租收入的主要来源之一 。
设备租赁费用	将一些交通设施设备如铁路专用线，物流设备如装卸、运输设备等租给园区内企业，收取租金。
房屋租赁费用	主要包含园区里面一些办公大楼及用作各种其余用途的房屋租金。
停车场收费	园区内一般会建造现代化停车场，也将收入一定停车费用。

资料来源：网络公开资料整理、东海证券研究所

二、 增值服务：信息培训+融资服务

根据平安证券一份针对国内物流地产收入来源的调研显示，有 66% 左右的物流园区的主要收入包括了各种增值服务如信息培训、融资中介、管理费等。

表 7 各种增值服务目前是物流园区仅次于租金项的收入来源

服务费用	很多仓库同时提供配套装卸、简单加工、配送等增值等业务。保税仓企业同时提供装卸、贴标、包装等附加业务。并代理保管、报检，收取服务费
金融服务	与银行等机构合作，在保税仓、仓单质押等供应链金融业务中提供库存质押货品的动态或静态监管和其他附加业务，收取管理费。或更进一步，仓储管理公司与银行合作，在仓储企业获得专项授信额度后，仓储企业直接自行对仓储企业放款，赚取利差。

资料来源：网络公开资料整理、东海证券研究所

三、 土地增值

对于国内大部分物流园区，**土地增值收入属于次要收入来源**。从收入结构上看仅有 27% 的园区将土地增值收入作为收入来源。由于物流用地属于国有建设工业用地，其溢价率和增值空间相对较低，故大部分物流地产公司并未将这部分收入计入核算。

但部分运营成熟，资本化程度较高的物流地产如普洛斯，则从选址立项时就将土地未来溢价率纳入了收入考量。由于普洛斯资本化程度成熟，并将不动产以及租金收益与 REITs 高度绑定后获得持续融资能力，故而普洛斯旗下的物流土地投资回报率叫其他企业更客观。在我国工业用地供应从紧的情况下，将土地这类重资产注入 ABS 产品或能助力物流地产企业巧妙地盘活存量获得稳定宽裕的现金流。

3.3.新兴投融资模式：REITS 等物流基金

3.3.1.物流地产投资概况

物流地产逐渐成为资本追逐热点。由于我国目前房地产市场整体上供需转弱，物流土地政策也随之日渐紧张，且传统融资模式如银行资金等监管趋严，物流地产商逐渐将目光转移至以存量资源为基础的如二手土地、持有物流物业等的 ABS、基金融资模式上。根据近几年物流地产行业部分的投融资案例统计，越来越多的产业资本和投资基金关注物流地产。并且政府供地趋紧下物流用地日益稀缺，市场上越来越多的物流地产商开始与投资商合作，存量工业用地及房屋设施等不动产通过金融产品运作实现增值溢价的可持续发展或是未来的主旋律。

表 8 国内外资与内资物流地产商业运营模式对比

性质	典型案例	商业模式	特征
外资	普洛斯	轻资产运营	经过拿地、建设、招商运营流程，待项目成熟后，发起基金收购手中成熟物业，基金到期后通过资产上市，或发起规模更大的新基金吸收合并旧基金，以推动基金模式的可持续发展，其自持仓储面积一般只在 20% 左右，记住基金信托实现 5-10 倍杠杆，实现项目快速周转，提升运营规模。
内资	宝湾物流	重资产运营	以自持物业为主，资金沉淀大，开发周期长，因此资产规模积累速度不如普洛斯等外资基金。

资料来源：网络公开资料整理 东海证券研究所

表 9 近年物流地产行业投融资案例

投资企业或机构	融资企业	投资金额	资金类型	时间
普洛斯	深基地 B (宝湾物流)	5.4 亿港币	产业资本	2010
	中储股份	20 亿 RMB	产业资本	2014/5
阿里巴巴	菜鸟网络	1000 亿 RMB	产业资本	2013/7
嘉民集团	国内物流地产	5 亿美元	产业资本	2013/7
凯雷投资	上海宇培	2 亿美元	投资基金	2013/8
阿里巴巴	日日顺物流	18.6 亿港币	产业资本	2013/12
中银集团、厚朴基金	普洛斯中国	23.5 亿美元	投资基金	2014/2
平安	平安不动产	30 亿 RMB	产业资本	2014/4
万科	万科物流地产		产业资本	2014/5
汇盈资管	易商	6.5 亿美元	养老基金	2014
RRJ 资本	上海宇培	2.5 亿美元	投资基金	2015

资料来源：网络公开资料整理 东海证券研究所

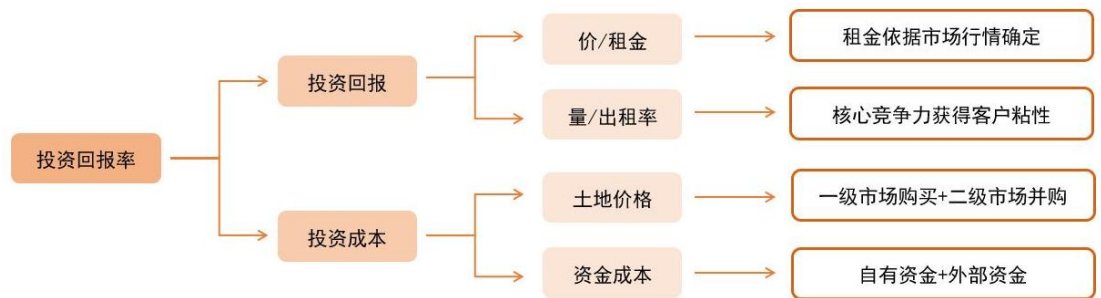
决定物流地产投资回报率的关键在于成本和利润，其中包括了资金流、拿地以及客户这些元素。

表 10 物流园区投融资核心要素

租金价格	市场需求迅速放量，未来租金价格维持上涨，但同时需要关注区域间的结构性涨幅，这将决定房企物业布局和拿地策略。
物业出租率	企业的运营能力决定企业能否通过提高出租率实现业务规模扩张，这也是如普洛斯等成熟外资物流地产的优势所在。
土地价格	企业获取土地的能力与拿地价格从成本端决定企业的投资回报率，这也是本土企业的优势所在。
资金成本	长周期投资对房产租赁企业的资金成本要求更高，因此需要关注企业的融资成本与财务风险。

资料来源：网络公开资料整理 东海证券研究所

图 19 物流地产投资回报率衡量标准



资料来源：网络公开资料整理 东海证券研究所

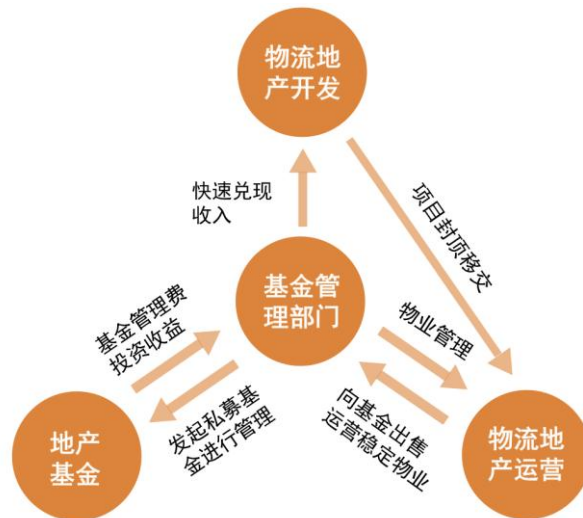
3.3.2. 核心融资模式

“物流+基金”的融资模式利于缩短投资回收期、减轻负债压力、提高资金运转效率，实现轻资产运营。在传统的物业开发模式下，物流园区由于开发建设投资成本高且周期长，房企只能通过租金上升以及土地溢价来逐步收回资金，周期较长下造成负债压力攀升。但在引入 REITs 等持有型物业基金的模式下，则完美完成了物业与资金的闭合循环，是享受地产增值收益的最佳方式。通过以园区物业作为基础资产，辅助资本运营管理，有助于提前兑现物业销售收入以及开发利润，缩短投资回收期。目前美日等国家的成熟物流地产基本都采用 REITs 模式，而我国也开始逐步由传统的增发、自有资金、银行借款等方式开始转向资产证券化的融资方式。

物流地产企业可以在开发建设，销售以及后期运营管理等各个环节引入基金以盘活现金流。首先在物流园区开发环节，企业与外部资金设立合资子公司或开发基金进行项目开发，以减少占用自有资金，有利于前期的迅速扩张。而在物业建成后的运营期，企业可以选择出售 REITs 份额获得流动资金继续扩张新项目，或者继续持有部分 REITs 份额，以获得基金运营管理的持续分红收益。

基金模式有利于物流企业增加收益、扩大规模布局以及分散风险。开发基金模式将企业自有资金的使用效率最大化，同等资金下加速实现规模扩张和全面的地域布局，为长期发展积蓄动能。同时，引入投资资金参与物业开发、运营管理等环节，可以有效的对冲企业风险，使其稳健发展。

图 20 物流地产基金运作模式



资料来源：网络公开资料整理 东海证券研究所

基金管理模式案例：普洛斯

基金管理模式融资优势：吸引第三方投资+资金杠杆效应+管理费收入。2012年普洛斯正式成立基金管理平台，引入第三方资本提高不动产收益，缩短资金回笼周期，并结合普洛斯自身在物流地产运营开发上的专业优势，加速拓展其物流地产版图。

据不完全统计，目前普洛斯基金管理平台已设立10支基金（中国3支、日本3支、巴西3支、美国1支），旗下管理资产规模（AUM）合计达到350亿美元，其中，第三方资本权益平均占比约为70%左右，充分体现金融杠杆的属性。据普洛斯年报统计，在过去5年间，其所持基金的年均收益约为1.6亿美元，包括基金管理费和业绩提成以及份额收益等，约占公司净经营利润的12-13%。

表 11 REITs 与自持物业模式的对比：以普洛斯中国和宝湾物流为例

普洛斯中国 REITs		宝湾物流 自持物业运营
普洛斯属于房地产租赁行业，税务成本较高	行业属性	宝湾侧重于物流园区运营，属于仓储行业，税务成本相对较低
普洛斯通过在境外发行 REITs 的方式募集资金，资金成本较低。利于企业携资本优势快速扩张	资金来源	宝湾一般自筹资金，资金来源主要依靠自由现金和银行借款。从资金规模来讲，较普洛斯有劣势
普普洛斯在境外发行基金，一是境外利率较低，投资者回报要求相对较低，二是人民币在过去若干年一直在升值通道	资金成本	宝湾的资金成本相对普洛斯优劣势，一是自由资金，二是银行借款，主要是国开行贷款，但利率相对其他国内企业较低
基金管理费+土地增值+运营收入。其中土地增值收益占比较大	收入来源	运营收入，土地价值变动未计入核算，也不存在基金管理费收入
普洛斯的物业产权归 REITs 所有，一般普洛斯占基金的权益 30%左右	物业权属	宝湾物流的物业基本上是自己开发建设，产权归宝湾所有
进取（激进）型	经营风格	稳健（保守型）

资料来源：物流指闻 东海证券研究所

4.行业相关个股：涉及物流地产业务的典型房企

近年来，在一二线城市高端仓储需求增加、住宅开发土地供应受限以及国家政策的支持下，包括万科、招商蛇口、南山控股、海航实业、碧桂园、绿地控股、华夏幸福、荣盛发展等房企在内的传统住宅开发企业或园区开发地产都纷纷开始布局物流地产领域。

目前国内房企进入物流地产领域，按照主导运营模式的不同可以分为房企主导运营、收购参股物流企业、与传统物流企业合作、与电商企业合作这四种主流类型。

表 12 目前房企布局物流地产的主流模式与案例

运营模式	房企布局物流地产案例
房企主导运营	万科开发运营物流地产、招商物流板块
收购参股物流企业	万科参股普洛斯、海航收购新加坡 CWT
与物流企业合作	碧桂园与中集产城、绿地与中远海运战略合作
与电商企业合作	荣盛与菜鸟网络、复星与国药控股、华夏幸福与京东

资料来源：CRIC 东海证券研究所

4.1.房企主导运营：主流模式

目前房企涉足物流地产较为主流的模式是以房企主导，通过设立独立的物流地产业务并结合自身开发建设经验来运营，如万科、招商蛇口等。

4.1.1.万科：抢占一二线物流资源，拓展基金等多融资渠道

万科从 2014 年便开始涉足物流地产，并于 2015 年正式成立物流地产发展有限公司，单设运营，目前旗下万纬物流运营平台已渐趋成熟。将旗下物流地产业务打造为行业龙头是万科多元化战略布局的重要目标之一。

凭借自身品牌优势，近年来万科不断新增物流仓储用地的投资布局，聚焦一二线优质资源，加速强化在物流地产市场的份额。截至 2019 年初，万科已累计获取物流地产项目 134 个并设立物流地产基金，运营及在建总面积达 1056 万平米，进驻城市 45 个，服务客户约 700 余家。万科旗下物流地产在区域布局上倾向于电商发达的一二线交通枢纽城市，尤其是长三角和中西部优势区域，园区建筑面积分别占到了 36.7%和 34.3%。此外万科作为地产开发行业一线龙头，借助其品牌优势以及出色的开发能力，不仅能获取长三角都市圈内如上海、杭州等热点园区土储，也能较易与品牌大客户如优质电商、高端制造商等形成绑定。为其打造高标准现代化物流仓储服务商的行业形象，抢占一二线核心城市的物流市场份额获取先机。

同时万科积极借力物流地产投资基金，加速物流地产业务扩张。如 2017 年 10 月，万科产业园认缴 15 亿元占股 25%与其余四家投资公司共同参设了一直专业物流地产投资基金，总额 60 亿元，用以投资其国内物流园区拟建、在建或已建成项目的运营管理。万科通过引入物流基金获得第三方投资，借资本杠杠有效实现资产周转，降低了物流地产较传统住宅

开发投资回报期长、资金需求大的风险，进一步助力其成为物流地产领域行业领先的战略目标。

表 13 万科 2015-2017 年新增物流地产投资（亿元、万平米）

新增项目	城市能级	2015	2016	2017	合计	占比
面积	一线	6.3	产业资本	2010	33.1	8.3%
	二线	44.4	产业资本	2014/5	264.8	66.6%
	三四线	0.0	产业资本	2013/7	99.6	25.1%
	合计	50.7	99.3	247.4	397.4	/
金额	一线	3.0	投资基金	2013/8	8.1	13.2%
	二线	3.8	产业资本	2013/12	41.5	67.9%
	三四线	0.0	投资基金	2014/2	11.5	18.9%
	合计	6.8	产业资本	2014/4	61.2	/
新增物流地产项目权益		50.4%	67.5%	83.3%	/	/

资料来源：CRIC 东海证券研究所

4.1.2. 招商蛇口：湾区区位及产业地产定位双重优势

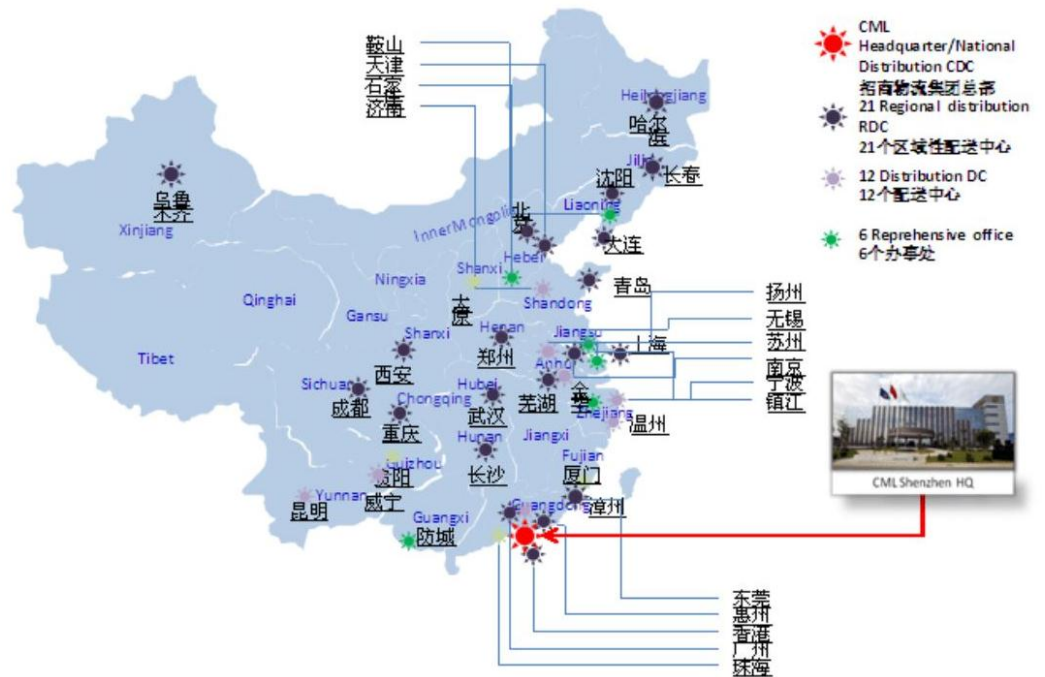
公司背靠大央企招商局集团，地处大湾区核心区域，以资源与产业双重禀赋涉足物流园区业务。公司扼守深圳自贸区核心位置前海片区（定位未来珠三角金融中心），并同时拥占据深圳蛇口港资源，粤港澳大湾区交通枢纽存量土地资源丰富，在物流园区开发业务方面具有先天禀赋。截至目前公司拥有前海物流园区土地使用权面积共计约 234 万平米。为落实公司 2016 年与深圳市国土资源和房产管理局、招商局集团共同签署的《关于组建合资公司推动前海蛇口自贸区管理体制创新的框架协议》，推动前海蛇口自贸区的开发建设以及物流业发展，公司与安通捷码头仓储服务、招商局物流集团有限公司共同投资设立合资公司深圳市招商前海投资控股有限公司，并将以招商局原前海湾物流园区 3.9 平方公里土地为合作基础，共同开发建设物流园区等产业地产项目。自此公司正式涉足集团的物流业务，这也是全国首例开放商和政府合作、合资的模式来共同开发的项目。

招商物流作为招商局子公司于 2000 年正式组建，是招商集团重要物流业务载体。目前招商物流在全国已拥有仓储面积共计 220 万平米，此外还有 57 万平在建仓库；在全国 32 个一二线城市设立了子公司，153 个城市建立了 818 个营业网点，网络化布局脉络清晰全面。招商物流还在白俄罗斯投资建设了招商局中白商贸物流园区，以打造欧亚物流大通道西段重要枢纽。（注：招商物流现更名为中外运物流公司，出于招商局集团物流业务整合战略需要，2015 年年底，国资委公告招商局集团与中外运长航集团实施战略重组，中外运长航集团整体并入招商局集团，其后招商物流并入中国外运。战略重组之后，招商局物流业务在综合物流、园区开发、冷链物流等多领域受益。）

此外，招商物流将信息化作为企业发展的核心竞争力。早在 2001 年就引进了国际领先的 SAP 系统，并在此基础之上融入招商物流经营管理理念，成功构建了以 SAP 为基础的业务财务一体化信息系统。经过二十年发展，目前公司在物流信息管理上已经实现了“数据集中化、系统集成化、操作统一化、业务财务一体化”的四化模式。能够为客户提供全面的物流

信息化服务，提高供应链运转效率，进一步助力其在全国范围内的物流布局网络化扩张。

图 21 招商物流地产布局网络



资料来源：中外运物流官网 东海证券研究所

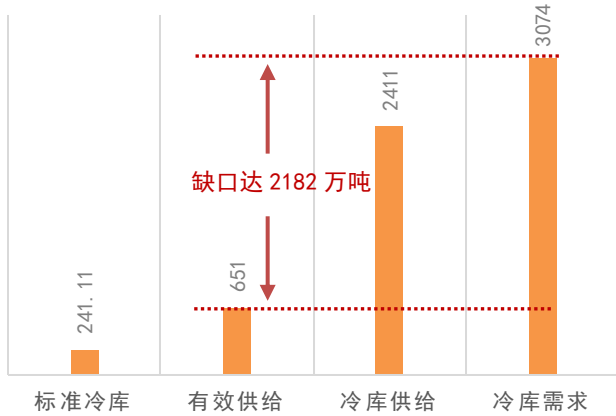
4.1.3. 光明地产：依托集团食品产业资源，发展高端冷链物流

除了标准的高标物流仓储市场外，房企还可选择通过更具专业性的特殊细分领域进入物流市场，如冷链物流等，从而避免了与先进入物流领域的成熟外资开发商以及龙头房企的正面竞争，同时也能提早占据其他行业先机，降低运营风险。

居民生活品质提升，消费升级下，再加上电商生鲜平台的高速发展，消费者对生鲜产品、冷冻食品等的配送需求不断增加，为能够较好保障食品安全以及运输速度冷链物流行业带来了发展契机。再加上我国高标冷库设施供应缺口较大，人均冷库容量仅为 7kg，远低于美国 69kg、德国 50kg，供应缺口下我国冷链物流业务进入一个相对高速增长时期，进一步推动生鲜行业标准、仓储设施、运输配送系统的建设完善。总体来说，国内当前还没有形成完整独立的冷链物流体系，冷链仓储在未来或将成为物流地产商和第三方物流企业的投资热点。

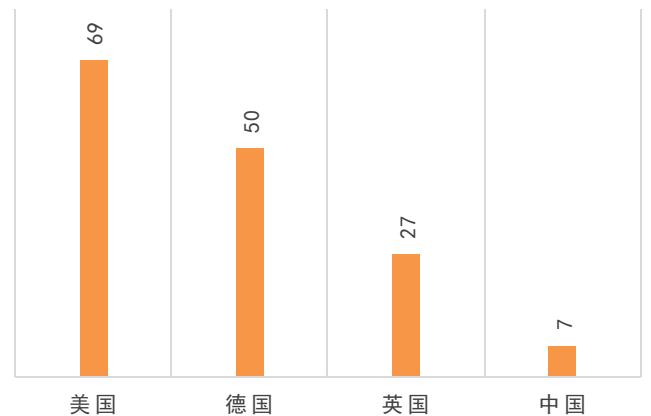
依托大股东光明集团丰富的食品产业链资源，公司近年积极打造冷链物流产业链闭环。公司控股股东光明食品集团具有完整食品产业链，集现代农业、食品加工制造、食品分销为一体，实力雄厚。受益于集团公司的上游资源，光明地产在下游环节如冷库仓储、冷链采购、物流贸易和生鲜电商等项目上保持高速发展。

图 22 我国冷库供给与需求量 万吨



资料来源：麦肯锡 东海证券研究所

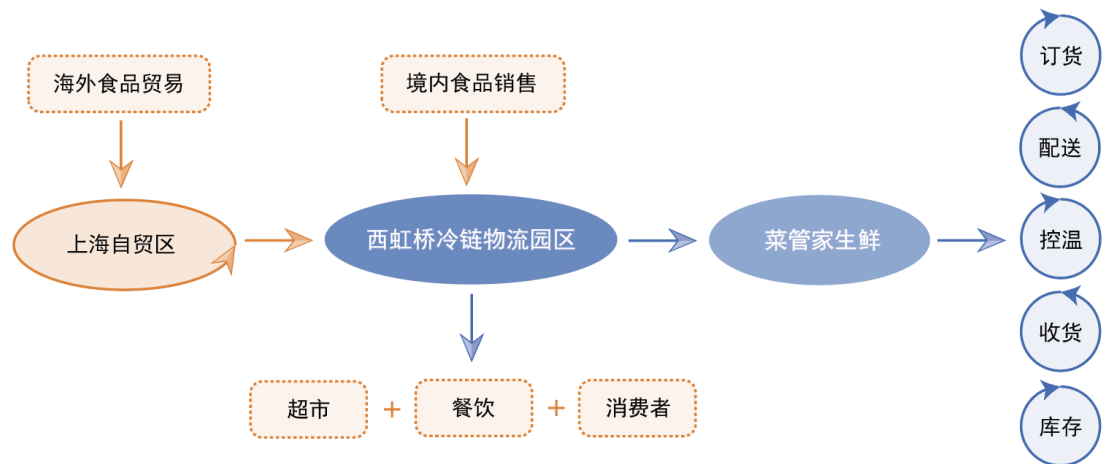
图 23 我国人均冷库容量远低于其他国家 kg/人



资料来源：IARW 东海证券研究所

公司以冷链产业为核心，以电商平台为枢纽，逐渐形成了全覆盖的冷链物流网络体系。公司于 2013 年开始布局冷链物流产业，目前拥有冷库规模居上海第二，在洋山自贸区、大虹桥等拥有较大规模的保税常温库和冷链物流园。比如其旗下的申宏冷藏现有安达路冷库和鹤岗路冷库，拥有约 2 万吨冷库容量；以及在建的海博西虹桥冷链物流园，将形成 6 万吨以上的低温冷库容量。同时，公司积极拓展食品贸易零售业务，目前已拥有自己的生鲜电商品牌“菜管家”，贯穿食品冷链物流的各个价值环节。通过最大化生鲜食品供应与冷链物流的协同效应，将进一步推动公司发展成为成熟的城市冷链配送服务商。

图 24 光明地产冷链物流产业链



资料来源：公司公告 东海证券研究所

4.2.收购参股物流地产商：协同效应最大化

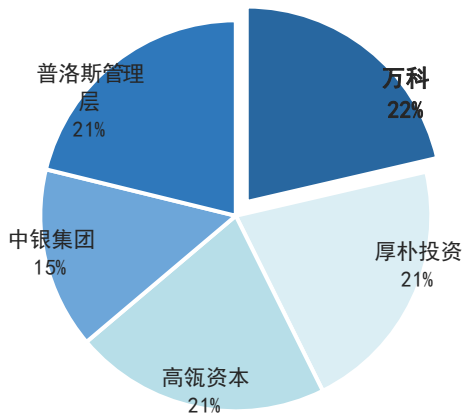
除了单独运营物流地产业务之外，房企还可以通过收购物流地产商股权，或与外资物流企业达成战略合作等方式布局物流地产。于传统的商住开发型房企而言，通过收购或者参股已经成熟的物流地产商来布局物流业务，既能够整合双方资源、优势互补，实现利润最大化，也能降低房企独立涉足物流新业务的经营风险。

4.2.1.万科：参股普洛斯发挥协同效应

参股普洛斯私有化与万科设立自有物流基金平台双管齐下，进一步完善物流领域布局，助力万科城市配套服务商战略。万科于2017年7月联合厚朴投资、高瓴资本、中银投以及新加坡普洛斯的创始人梅志明先生共同参与了普洛斯的私有化，交易总价约159亿新加坡元（合784亿元人民币），其中万科占股21.4%成为第一大股东。而普洛斯作为全球领先的现代物流商，其业务遍及中日美巴西等117个主要城市，服务于4000余家客户，拥有管理价值410亿美元资产近5500万平方米的物流基础设施。其中，中国市场占普洛斯总资产价值的57%，为普洛斯最大的市场。2017年底，普洛斯在中国进驻了38个城市，涵盖各一线物流枢纽，共计开发了254个物流园区，在建和完工总面积达2870万平米。

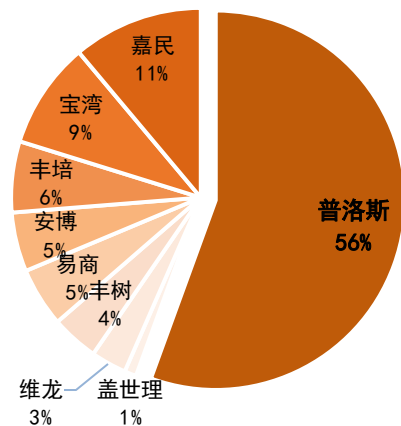
万科与普洛斯在中国物流地产领域或可相辅相成。万科进军物流地产的优势在于其品牌号召力、拿地能力与庞大的资金流，但在物流园区运营环节属于新手。而普洛斯作为领先的成熟物流地产商，其自身积累多年的客户资源、物流网络布局以及园区运营管理经验则恰恰与万科形成了完美的互补。换言之，双方在优势互补下可以为对方带来较大的价值增量。如万科作为本地地产商龙头可以为普洛斯提供丰富的土地资源，以及本地化客户网络的构建，助其迅速扩张国内业务；而普洛斯除了在物流地产的开发及运营方面拥有丰富的经验之外，其业务还涉及物流地产基金管理，可以为万科提供全方位的信息顾问服务，完善其物流产业布局。万科作为传统房企转型多元化运营的先行者，未来其物流业务板块在自有物流地产基金和参股普洛斯的协同效应下，可为其战略布局贡献极大助力。

图 25 普洛斯私有化后股权占比



资料来源：普洛斯年报 东海证券研究所

图 26 普洛斯占据中国物流地产市场份额高达 56%



资料来源：戴德梁行 东海证券研究所

4.2.2. 南山控股：吸收合并深基地 B，成为首支物流地产股

公司 2018 年 1 月 18 日公告，吸收合并深基地 B 预案已获证监会并购重组委无条件通过，同年 4 月收到外汇管理局批复。重组成功后，南山控股正式成为 A 股第一支物流地产标的。公司将承接深基地历经十几年来在全国布局的 50 多个物流园项目，其中包括上海、天津、广州、武汉、成都、重庆、南京、合肥等热点城市，在建及签约规划仓库面积达 556 万平方米，深基地本身具备的资源优势及品牌价值能更好地助力公司释放业绩潜能。

与深基地的重组助力公司推动“物流+地产”双轮驱动运营模式。一方面，公司将物流地产纳入版图可以进一步推动其产业结构升级，多元化布局下不再仅仅依赖于地产开发建设以及集成房屋业务的盈利来源。另一方面，随着国内地产金融的逐步发展，物流地产因其自身持有运营及可租赁的特性，具备可持续发展的融资潜质，助力公司进一步释放资本的流动价值。而深基地核心物流运营板块宝湾物流控股是内地物流产业的龙头，市占率在内资企业中排名第一，全国排名第三，是优质的资产证券化基础资产。如 2018 年公司与中保投招商国协仓储物流股权投资基金合作，共同投资开发、收购、持有及运营优质仓储物流项目。而 2019 年初，公司首单储架仓储物流 CMBS 项目“长江楚越-宝湾物流第 1 期资产支持专项计划”发行成功作为，发行规模达 17.89 亿元。南山控股或可以吸收深基地为契机，借助其物流产业宝湾物流打入资本市场，攫取新的资源基于，进一步推动公司多元化业务的快速发展。

4.3. 与物流企业合作：资源互补

房企还可通过与物流企业战略合作关系进军物流地产。房企一般会选择优质的具有一定规模的专业物流企业合作运营，但并不涉及股权收购，而是又双方各自出资用以建设经营各自负责的部分。如房企利用自身开发建设拿地等优势负责园区项目设施的建造；而物流商在项目建成后进行租赁并进行物流园区的运营和管理，形成了“房企-物流商-客户”的利益链绑定模式。

4.3.1. 绿地集团

2017 年 2 月，绿地控股与中远海运启动全面战略合作，双方拟在航运物流产业、物流地产开发、金融产业等领域开展全面合作。物流地产开发方面双方讲合作在全国主要港口城市开发建设物流产业园区。绿地集团表示该次合作“旨在整合中远海运在航运物流产业、航运金融、现有存量项目等方面的优势，以及绿地控股在地产、城市基础设施、金融、商业运营等方面的优势，推动产融结合，进一步提升企业的核心竞争力”。

具体项目上，绿地控股与中远海运将着重产业地产及城市更新项目的开发，如城市产业转型发展老厂房等工业工地的改造利用。目前首批合作的项目将落地包括美国、希腊等海外国家以及上海、武汉、天津、广州等国内主要港口城市。

4.4.与电商企业合作：品牌集聚效应

而今年随着电商零售配送行业的蓬勃壮大，房企与电商平台合作的模式兴起。同样的传统开发型房企业在合作中可以发挥在拿地建设、成本管控上的优势，而拥有庞大优质客户资源的电商平台的入驻则能起到品牌集聚的效应，从而进一步巩固园区“小资产-大客户”的运营模式。

4.4.1.荣盛发展

荣盛发展于2017年8月与菜鸟网络签订了战略合作，以进一步巩固公司京津冀区域发展战略及产业园板块的战略规划。随着京津冀一体化国家战略的稳步实施，荣盛兴城将与菜鸟网络携手在固安打造首个“京津冀智慧物流示范新城”，在智慧物流平台的投资建设上开展合作，以物联网、大数据、云计算、网络金融为核心，打造智慧物流科技园区。

根据《战略合作意向协议书》，荣盛兴城与菜鸟网络首个合作项目拟定于荣盛兴城旗下的固安产业园区，用地面积525亩，分两期进行。双方还将利用自身资源优势，对具有先进运营模式的优质企业进行孵化培训，促进其成长，塑造良好的中国电商企业发展环境。在此次合作中荣盛兴城负责园区一级开发并推进土地供应，并在项目建设过程中和项目建成后负责协助菜鸟网络，保障菜鸟网络的各项业务正常运营。同时，菜鸟网络的入园投资将带动越来越多的知名企业入住荣盛兴城产业园，助力固安及环京区域产业结构优化升级，也将提高园区税收收入及公司收入。

分析师简介:

刘振东, 刘振东: 英国格拉斯哥大学金融硕士, 2014年7月加入东海证券, 主要研究方向为采掘、化工

附注:

一、市场指数评级

看多——未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20%

看平——未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间

看空——未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%

二、行业指数评级

超配——未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10%

标配——未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间

低配——未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

三、公司股票评级

买入——未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15%

增持——未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间

中性——未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间

减持——未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间

卖出——未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15%

四、风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用, 并不构成对客户投资建议, 并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证, 建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

五、免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料, 但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断, 并不代表东海证券股份有限公司, 或任何其他附属或联营公司的立场, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下, 本公司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, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

分析师承诺“本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在利益关系”。本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

六、资格说明

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
电话: (8621) 20333619
传真: (8621) 50585608
邮编: 200215

北京 东海证券研究所

地址: 北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
电话: (8610) 66216231
传真: (8610) 59707100
邮编: 100089