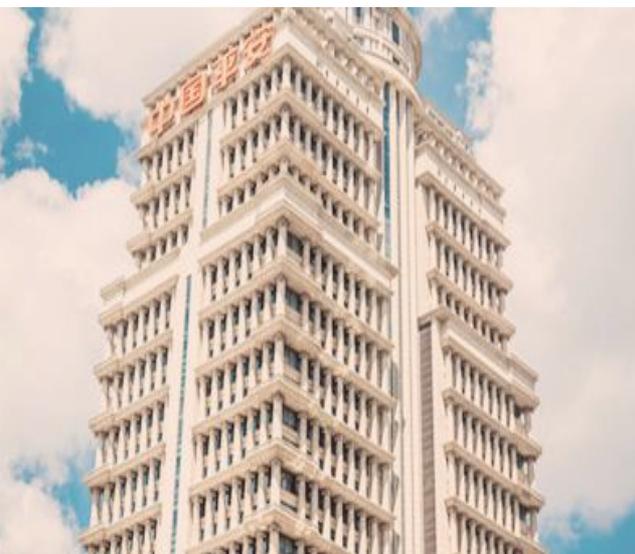


证券研究报告 行业：房地产

评级：强于大市（维持）

物流地产行业专题研究

“零售+第三方物流+高端制造”多重驱动，高端物流仓储发展将提速



平安证券股份有限公司

平安证券研究所

2019年6月5日



杨侃 投资咨询资格编号 S1060514080002
0755-22621493
YANGKAN034@PINGAN.COM.CN

吴佳鹏 投资咨询资格编号 S1060519010001
WUJIAPENG804@PINGAN.COM.CN

郑茜文 一般从业资格编号 S1060118080013
ZHENGXIWEN239@PINGAN.COM.CN

投资要点

- **“零售+第三方物流+高端制造”三轮驱动，高标仓储需求快速增长：**一方面，消费升级及新零售概念的兴起推动线上线下渠道融合，提前备货和仓储功能需求明显提升，与此同时电商的成长和渗透过程对物流配套设施的要求也逐步提高；其次，伴随工业、批发和零售业物流外包比例提升（16年为65.3%），快递业务快速增长（17年快递企业收入与业务量同比增长22%/ 27%），第三方物流收入规模稳步扩张，支撑物流仓储需求放量；此外，高新技术产业与装备制造业的高速发展，为物流地产的成长提供新动力。
- **高标仓紧缺与简易仓大量空置长期共存，行业格局一超多强：**我国物流地产行业存在较为突出的结构问题，大量简易仓库长期闲置与高标仓库供不应求的局面长期共存。与其他国家对比来看，虽然我国物流地产存量（约9.55亿平米）处于领先地位，但是优质物流设施占存量物流设施比重仍较低（约5%）。从行业竞争看，目前行业参与者主要有物流地产商、传统房企、电商企业、快递企业和金融机构五大类，形成了以普洛斯（2018年市占率35.4%）领衔的“一超多强”的行业格局。近年来国内物流地产企业发展提速，打破了以外资为主的行业格局，其中易商、万纬、宇培、平安等国内企业市场份额不断提升。
- **“拿地+运营+资金成本”构筑物流地产核心竞争力：**目前，物流地产企业主要存在PE模式与自持物业两种运作模式，其中PE模式（以普洛斯为代表）主要通过将运营成熟项目通过物流基金（REITs）或其他方式打包出售，提前兑现物业销售收入和开发利润；而自持物业模式以自有资金或借款购置物业，获取全周期的运营利润回报，适合有长期廉价资金支持的企业，参与者多为国企及保险背景开发商。综合以上两种模式，土地资源获取能力、运营招商能力与较低资金成本成为构筑物流地产核心竞争力的关键所在。
- **投资建议：**伴随物流地产需求的持续释放以及物流地产行业支持政策的不断加码，物流地产行业有望加速发展。展望未来，我们认为土地资源获取能力、运营能力和资金成本将成为物流地产企业做大做强的关键点所在。我们预计，资金实力较强，运营服务水平较高的物流地产开发商有望脱颖而出。
- **风险提示：**1、国内经济增速回落，消费增速大幅下行；2、政府工业仓储用地供给收紧；3、利率水平大幅上行。

Contents

- 01 什么是物流地产？
- 02 “零售+第三方物流+高端制造”
三轮驱动，高标仓储需求快速增长
- 03 高标仓紧缺与简易仓大量空置长期
共存，行业格局一超多强
- 04 物流地产怎么做：“拿地+运营+
资金成本”构筑核心竞争力
- 05 投资建议



一、什么是物流地产？

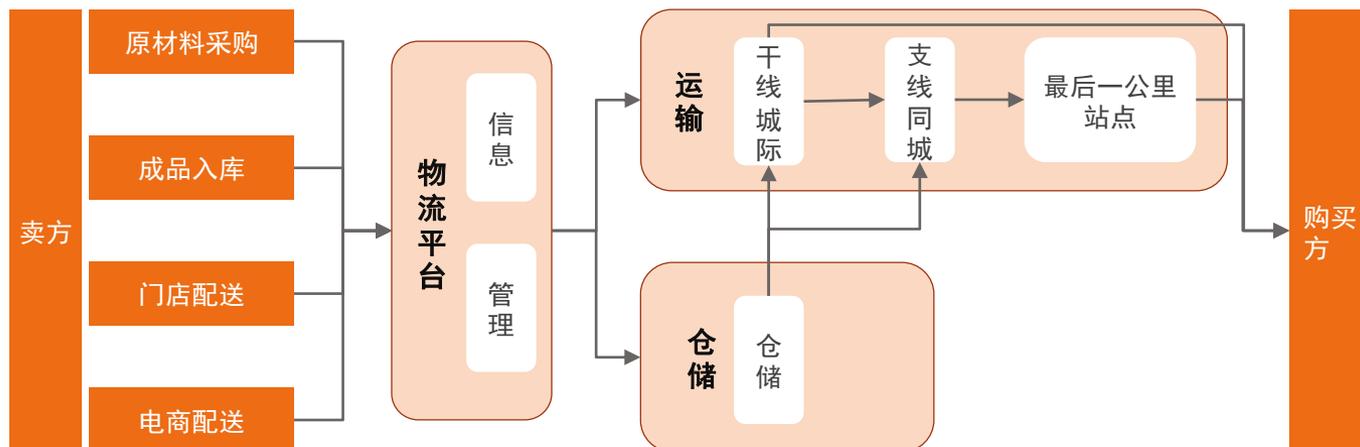
1.1 物流地产的定义

物流行业，是指物流供应方通过对运输、储存、装卸、搬运、包装、流通加工、配送和信息管理等基本功能的组织与管理，为客户提供物流服务，实现货物从供应地向接收地的流通。其中，运输、仓储和物流平台是物流的三个核心环节。

其中，**物流地产**是企业经营专业现代化物流设施的载体。物流地产开发商根据物流企业客户的需要，选择合适的地点，投资和建设企业业务所需的专业现代化物流设施。

现代**物流地产**以物流园区为核心载体，建设、运营与管理物流仓库、配送中心、分拨中心等专用物流设施，并与制造企业、物流企业、零售企业等供应链环节上的客户建立合作关系，提供包括园区租赁、园区运营、配送服务等在内的增值服务。物流地产主要经营环节包括选址拿地、开发建设、运营管理以及基金运作等。

物流地产产业流程





一、什么是物流地产？

1.1 物流地产的定义

我国物流地产市场存在较为严重的结构问题，高标仓库的紧缺与简易仓库的高空置率长期共存。从广义角度看，当前我国已存在相当规模的工业仓储用地与仓库设施，然而大多数为低水平的简易仓库，无法满足现代制造业、流通企业与第三方物流企业需求，重复建设现象较为突出。

综上，本文将主要针对高标准的现代物流仓储设施开展研究。

现代物流仓储设施



非现代物流仓储设施



现代仓库与非现代仓库对比

	非现代仓库	现代仓库
规格	<8000平米	≥8000平米
净高	1楼:≥6米; 其他楼层:≥4.5米	至少9-12米, 单层楼宇更高; 多层: 1楼及2楼≥9米, 3楼≥7米
地板承重	1楼:≥2吨/平米;	1楼及2楼:≥3吨/平米;
结构类型	常用砖混、砖木及钢筋混凝土结构	单层:优质混凝土、钢结构; 多层:混凝土、钢结构, 附带通道、电梯;
码头	无可用码头或可用码头数量有限	多个配备液压装卸跳板的装卸码头
消防	无	喷水灭火装置、消防栓, 配有应急物资及储水系统
天窗采光	不适用	屋顶面积的3%
空气循环	不适用	控制室内空气质量

不同类型物流地产项目的投资强度与物流强度对比

指标	货运服务型	生产服务型	贸易服务型	综合服务型
投资强度 (万元/亩)	空港型	≥100		
	海港型	≥120	≥80	≥60
	陆港型	≥80		
物流强度 (万吨/km²/年)	空港型	≥50		
	海港型	≥5000	≥250	≥150
	陆港型	≥500		≥300

数据来源: 仲量联行, 运联研究院, 平安证券研究所



一、什么是物流地产？

1.2 支持政策持续加码，提升物流地产热度

2018年12月，国家发改委与交通运输部发布《国家物流枢纽布局和建设规划》，将建设共212个国家物流枢纽。由于现有物流设施缺少系统性规划，各地产企业都采用自主开发建设的方式，分布散乱不均。此次物流枢纽的建设规划，有效地整合物流资源完善物流设施网络，提高整体运行效率。未来通过建设多个辐射能力强、运作水平高、连接紧密的国家物流枢纽，提高区域内、区域与区域之间互相协作的效率，推动组织化运营。

时间	发布部门	政策名称	政策主要内容
2013-01	商务部	《关于促进仓储业转型升级的指导意见》	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。
2014-09	国务院	《物流业发展中长期规划<2014-2020年>》	到2020年，基本建立布局合理、技术先进、便捷高效、绿色环保、安全有序的现代物流服务体系。重点着力降低物流成本，增强物流企业竞争力，着力提升物流企业规划化、集约化水平，加强物流基础设施网络建设。
2015-10	国务院	《关于促进快递业发展的若干意见》	培育壮大快递企业；推进“互联网+”快递；构建完善服务网络；衔接综合交通体系；加强行业安全监管。到2020年，基本建成普惠城乡、技术先进、服务优质、安全高效、绿色节能的快递服务体系，形成覆盖全国、联通国际的服务网络。
2016-07	发改委	《“互联网+”高效物流实施意见》	推动传统物流活动向信息化、数据化方向发展，构建物流信息互联共享体系；完善智能仓储配送设施网络，提升仓储配送智能化水平；依托互联网等先进信息技术，创新物流企业经营模式和服务模式；加大资金、土地、税收、金融等政策支持力度。
2017-04	财政部、税务总局	《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》	自2017年1月1日起至2019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	《关于进一步推进物流降本增效促进实体经济发展的意见》	提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。
2018-05	国务院	国务院常务会议	从2018年5月1日至2019年12月31日，对物流企业承租的大宗商品仓储设施用地减半征收城镇土地使用税。提出推动取消高速公路省界收费站，简化物流企业分支机构设立手续，积极发展公路、铁路、水运多式联运。
2018-06	财政部	《关于开展2018年流通领域现代供应链体系建设的通知》	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，提高供应链标准化水平。加强信息化建设，发展智慧供应链。聚焦重点行业领域，提高供应链协调化水平，推广绿色技术模式。
2018-12	发改委、交通部	《国家物流枢纽布局和建设规划》	提出鼓励和支持具备条件的企业通过战略联盟、资本合作等方式打造优势互补、业务协同的合作共同体，提升物流一体化组织效率；在物流用地上，鼓励通过“先租后让”、“租让结合”等多种方式供应土地。

Contents

01

什么是物流地产？

02

“零售+第三方物流+高端制造”
三轮驱动，高标仓储需求快速增长

03

高标仓紧缺与简易仓大量空置长期
共存，行业格局一超多强

04

物流地产怎么做：“拿地+运营+
资金成本”构筑核心竞争力

05

投资建议



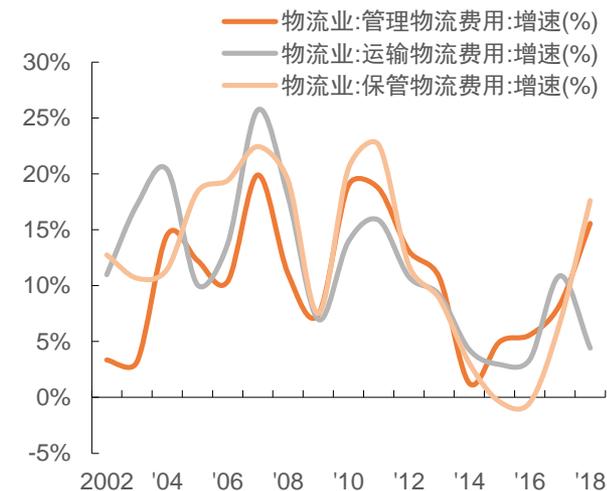
二、“零售+第三方物流+高端制造”三轮驱动，高标仓储需求快速增长

2.1 国内物流市场规模持续扩张，整体效率有待提升

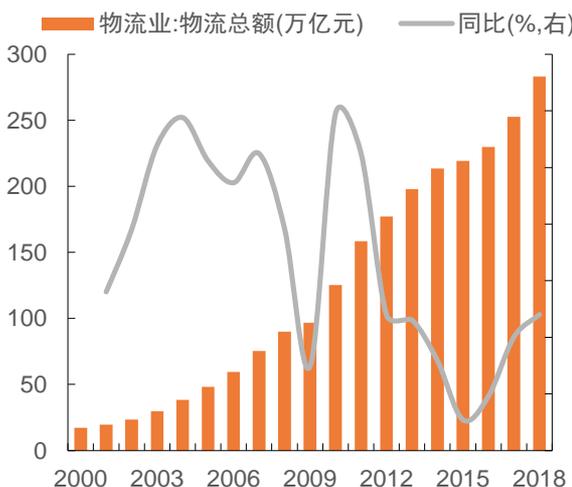
2000年以来，我国物流市场快速发展，截至2018年，全国物流总额达到283.1万亿元，同比增长12.0%，全年物流总费用达到13.3万亿元，同比增长10.1%。

从结构上看，2018年物流费用中保管物流费用、运输物流费用、管理物流费用占比分别为34.6%、51.9%、13.5%。

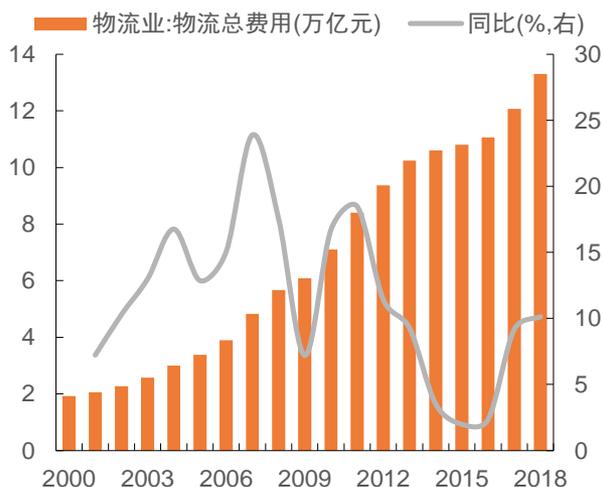
物流业分项费用增速对比



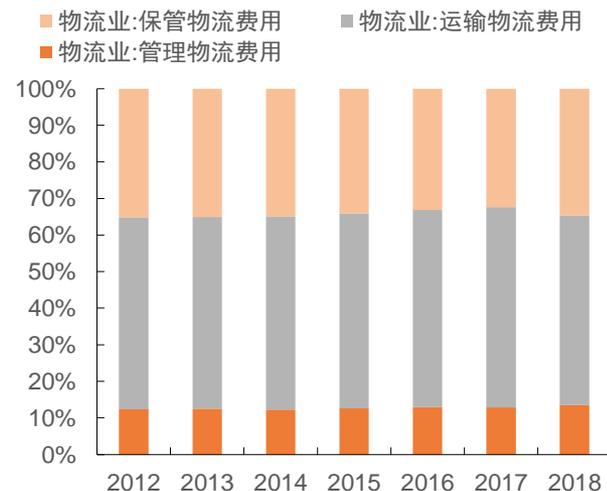
2018年全国物流总额同比增长12%



2018年国内物流总费用增长10.1%



物流业分项费用占比





二、“零售+第三方物流+高端制造”三轮驱动，高标仓储需求快速增长

2.1 国内物流市场规模持续扩张，整体效率有待提升

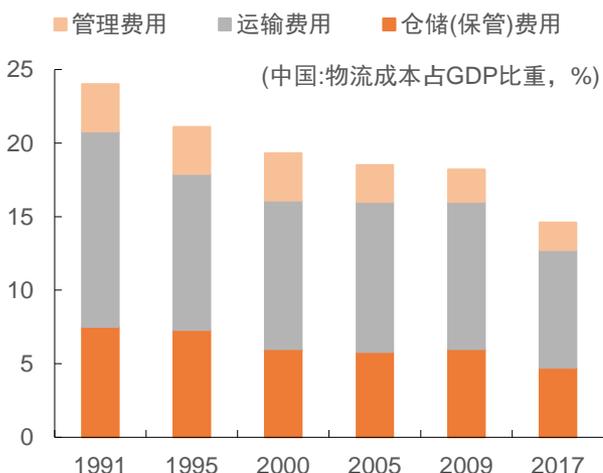
目前，我国物流行业市场规模已位居世界第一，但从物流成本与物流基础设施建设水平看，整体物流效率仍有待提升。2017年，我国物流成本占GDP比重达到14.5%，远高于欧美国家10%以下的水平。

其中，受益近年来中国物流地产建设大量开展，2017年中国物流费用中仓储（保管）费用占GDP比重为4.7%，较2009年下降1.3个百分点；但横向对比看，美、日两国仓储费用占GDP比重分别仅为2.2%与3.0%左右，中国仓储费用占比下降仍有空间。

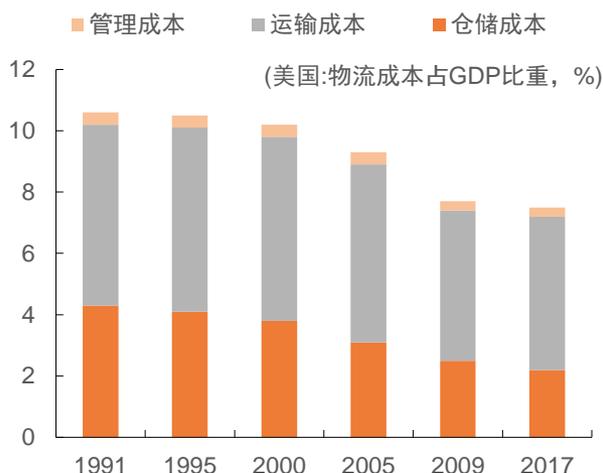
主要国家物流成本情况



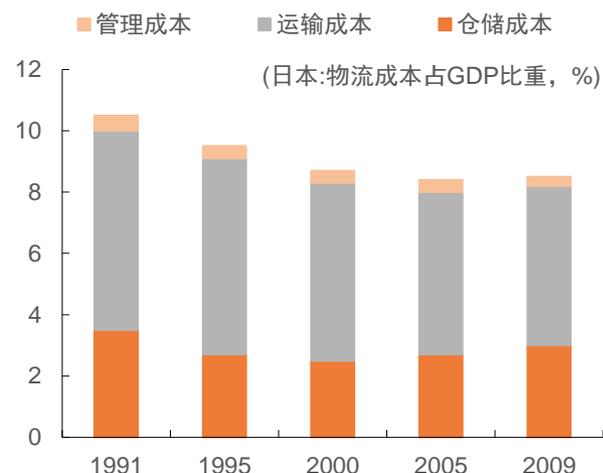
中国各项物流成本占GDP比重情况



美国各项物流成本占GDP比重情况



日本各项物流成本占GDP比重情况



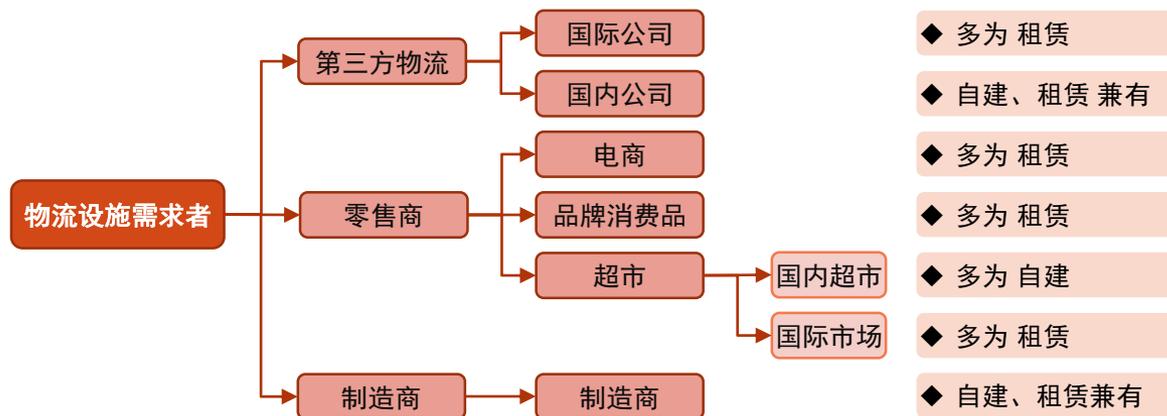


二、“零售+第三方物流+高端制造”三轮驱动，高标仓储需求快速增长

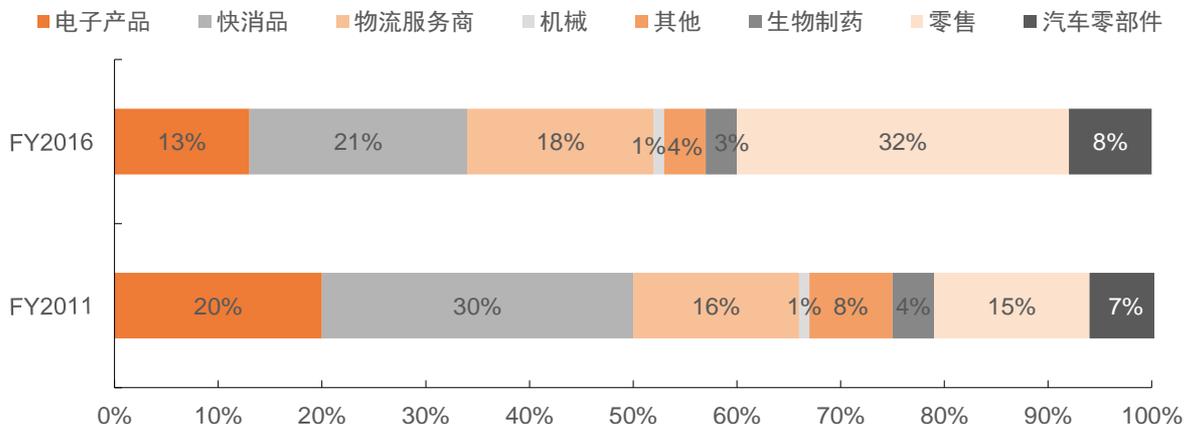
2.2 “零售+3PL+高端制造”共同发力，拉动物流地产需求

目前，高端仓储的需求方可大致分为零售商、第三方物流、高端制造三大类，其中零售商包括快消品、电商以及零售与快餐行业，高端制造主要由汽车、电子、机械制造以及医药、医疗器械制造构成。不同需求方对于仓储投入的考虑不尽相同，但目前多数仍采取轻资产模式，以租赁为主。从普洛斯的客户结构可以看出，占比较高的有物流服务商（18%），制造业中的电子产品（13%）、汽车零部件（8%）、生物制药（3%），零售（32%）和快消品（21%）。

不同需求方对于仓储投入的考虑



普洛斯物流地产项目的客户结构





二、“零售+第三方物流+高端制造”三轮驱动，高标仓储需求快速增长

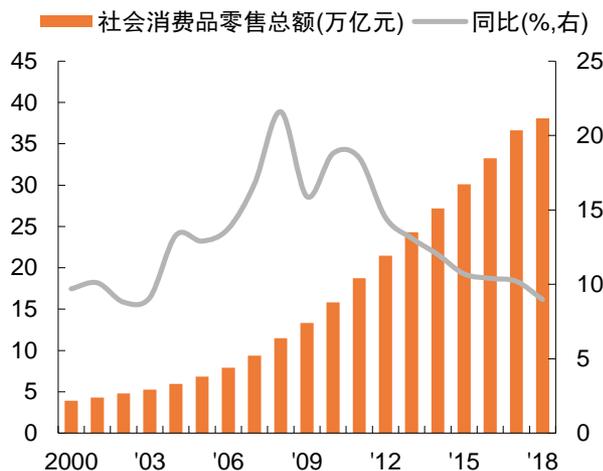
2.2 “零售+3PL+高端制造”共同发力，拉动物流地产需求

(1) 传统零售消费稳定增长，电商仓储需求强劲

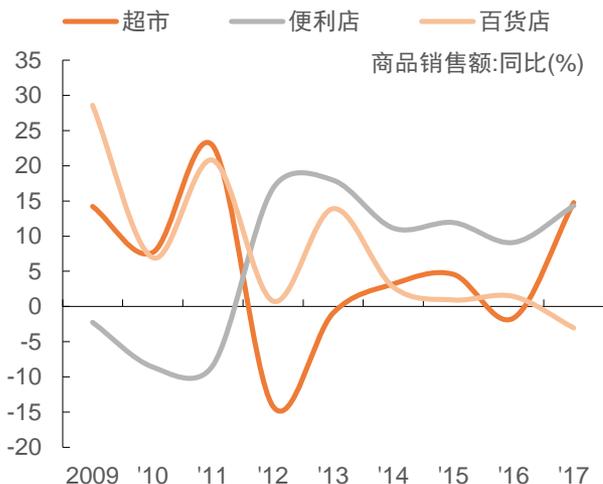
传统零售行业始终是对现代物流仓储设施需求占比较高的领域。伴随着消费升级和新零售概念的兴起，消费品类多样、品质提升，人、货、场等商业要素原有的次序被打乱，供应链得到重构，线上线下渠道融合打破了原有的分销体系，在缩短物流时间的同时更加强调提前备货和仓储功能，尤其是分钟级的即时配送推动前置仓的广泛应用。

与此同时，伴随生鲜产品、跨境商品等细分消费市场持续火热，保税仓库、冷库设施等仓储需求迅速增加。作为提升上游供应商和为下游消费者体验的重要一环，物流基础设施能力日益受到重视。

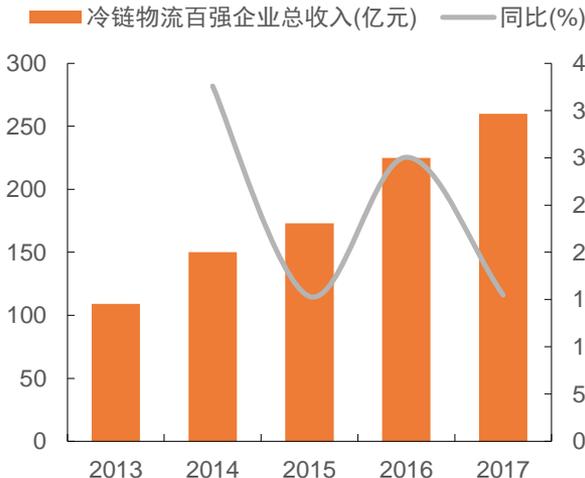
2018年社零总额达38.1万亿元



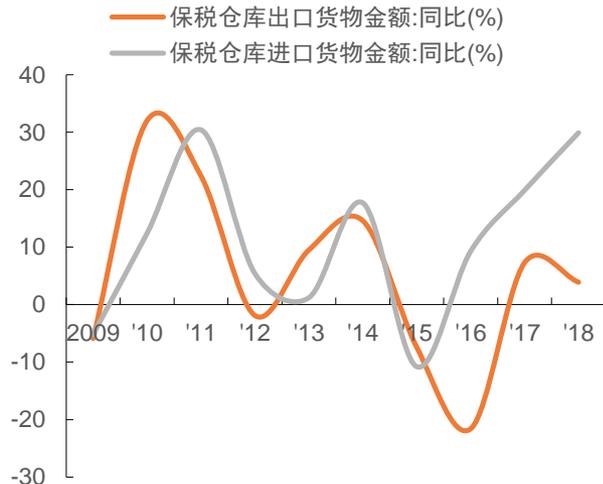
超市、便利店销售额保持快速增长



冷链百强企业收入保持稳健增长



保税仓库进出口金额增速情况





二、“零售+第三方物流+高端制造”三轮驱动，高标仓储需求快速增长

2.2 “零售+3PL+高端制造”共同发力，拉动物流地产需求

(1) 传统零售消费稳定增长，电商仓储需求强劲

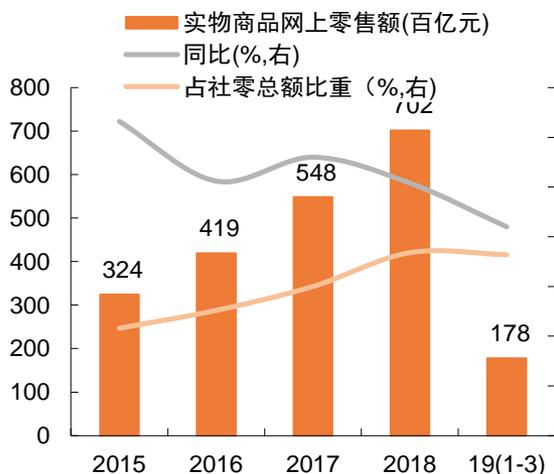
受益计算机技术与信息技术普及，过去十年来我国电商行业实现飞速发展。2018年，我国实物商品网上零售额达7.02万亿元，同比增长25%，CAGR 2015-2018超过25%，实物商品网上零售额占社零总额比重稳步提升，2018年达18%，较2015年提升7个百分点。

电商的成长和渗透过程对物流配套设施的要求也逐步提高，高效及时的供应链配送需要现代物流设施的支持，因此其在仓储领域也通过自建、租赁和按需定制的方式进行扩张。

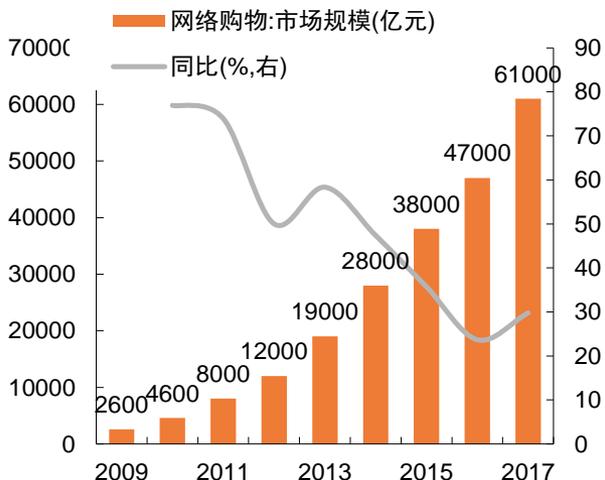
从网络购物模式上看，B2C模式占比持续提升，截至2017年底达61.7%。而标准化、规模化、自营化的B2C平台愈加注重供应链的效率、稳定性和客户体验，对高端仓储需求旺盛。



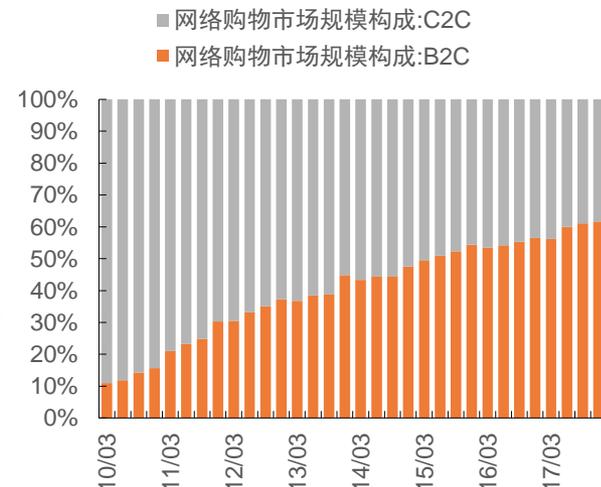
实物商品网上零售额占社零比重提升



网络购物市场规模保持快速增长



网络购物B2C模式占比不断提升





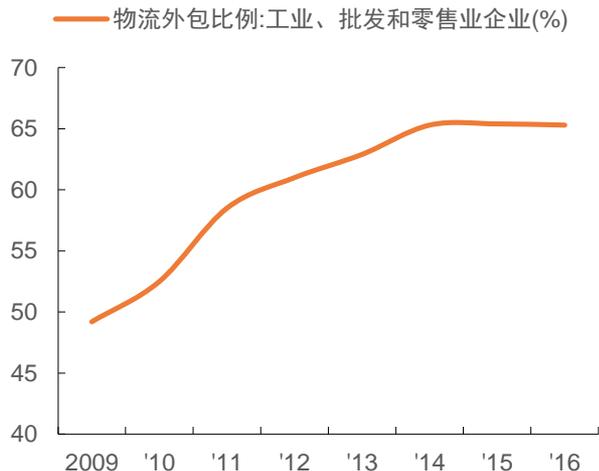
二、“零售+第三方物流+高端制造”三轮驱动，高标仓储需求快速增长

2.2 “零售+3PL+高端制造”共同发力，拉动物流地产需求

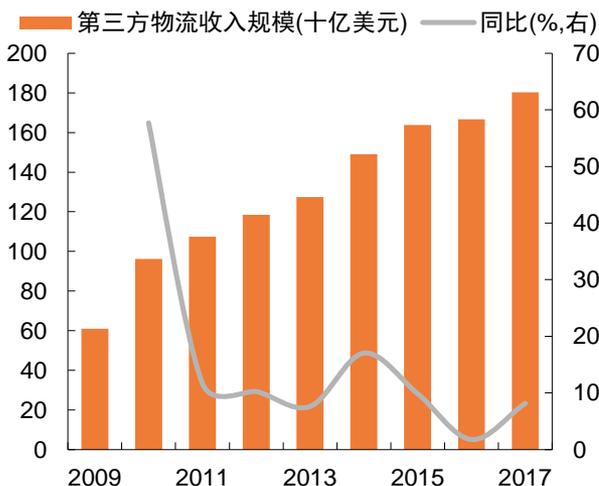
(2) 快递业务放量引领第三方物流发展，支撑仓储需求扩容

近年来，随着信息技术与经济的快速发展，我国工业、批发和零售业企业物流外包比例不断提升，2016年达到65.3%，较2009年提高了16.1个百分点。2017年我国第三方物流（3PL）收入规模达1800亿美元，CAGR 2009-2017 达到14.5%，整体规模与美国相当。从渗透率看，2016年以来我国第三方物流收入占物流成本比重同比明显提升，2017年达10.3%，与日本基本相当，但较美国（11.6%）仍有提升空间。

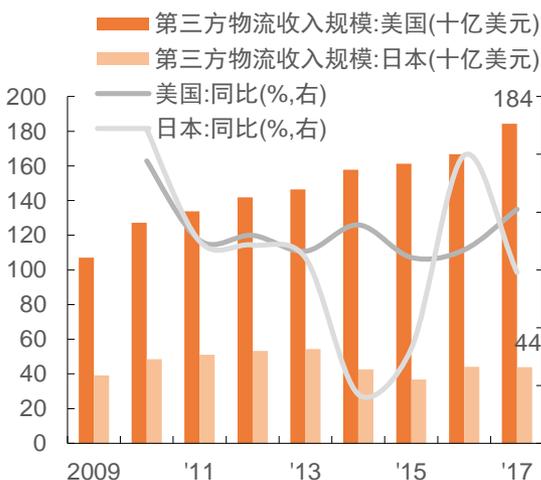
工业、批发和零售业物流外包比例提升



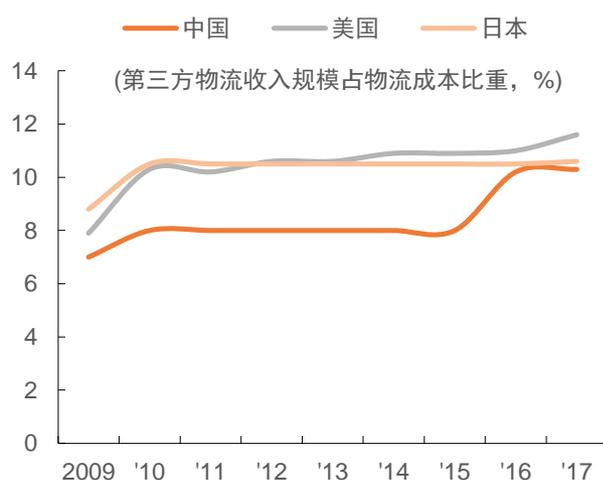
第三方物流收入规模稳定增长



美、日第三方物流收入规模情况



中、美、日第三方物流收入规模占比



数据来源: Wind, 平安证券研究所



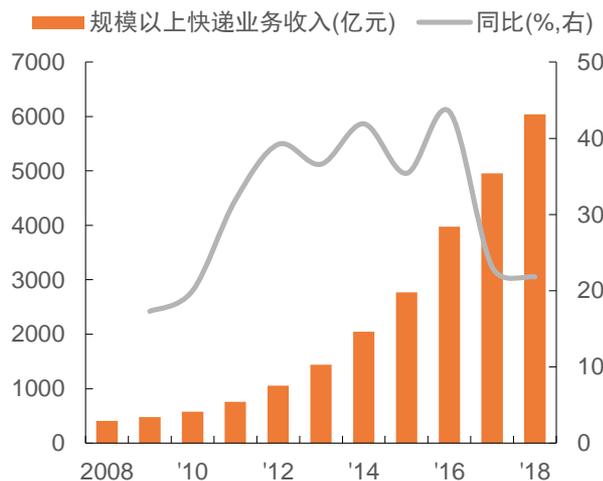
二、“零售+第三方物流+高端制造”三轮驱动，高标仓储需求快速增长

2.2 “零售+3PL+高端制造”共同发力，拉动物流地产需求

(2) 快递业务放量引领第三方物流发展，支撑仓储需求扩容

受电商快速发展推动，近年来国内快递业务量保持高速增长，2017年规模以上快递企业收入与业务量同比分别增长22%和27%。受此推动，快递企业管理仓库面积（多为租赁）快速增长，为物流地产需求提供重要支撑。

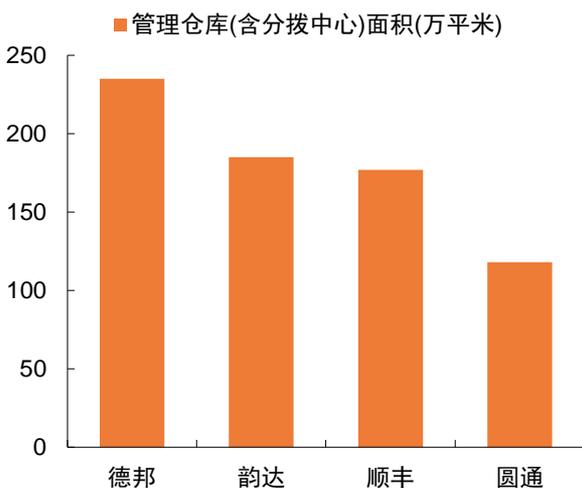
规模以上快递业务收入保持快速增长



百世快递管理仓库面积快速增长



部分物流企业管理仓库面积对比



规模以上快递业务量保持快速增长



数据来源: 百世快递, Wind, 平安证券研究所



二、“零售+第三方物流+高端制造”三轮驱动，高标仓储需求快速增长

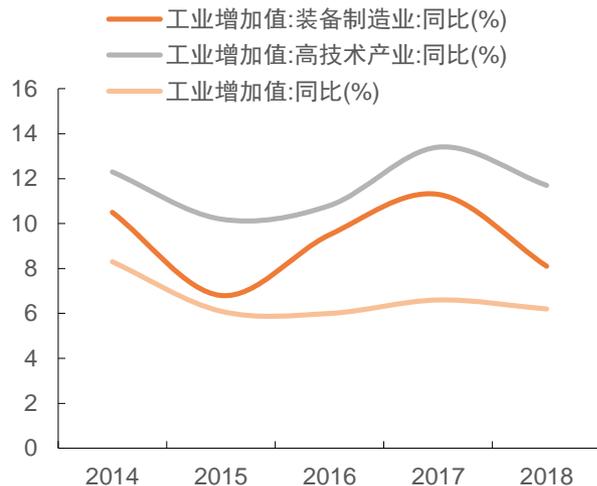
2.2 “零售+3PL+高端制造”共同发力，拉动物流地产需求

(3) 高端制造业增长平稳，产业升级带来新机遇

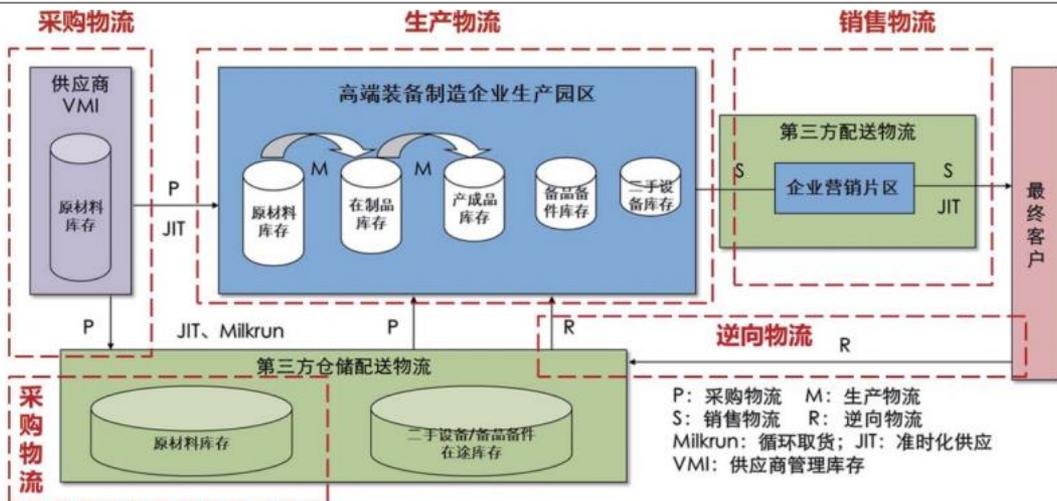
近年随着我国科学技术水平的不断进步，我国制造业逐步向产业价值链的中高端迈进，2018年我国装备制造业、高技术产业增加值同比分别增长8.1%和11.7%，增速较工业增加值增速分别高出1.9个百分点和5.5个百分点。

受产业升级因素影响，我国工业品物流结构不断优化，高新技术和装备制造业等新兴动力在增强，物流需求同比增速显著高于工业品物流总额同比增速，其中：2018年交通运输制造业、电器机械制造和电子通信技术制造物流需求分别增长13.8%、10.1%和10.5%，较工业品物流总额增速（9.5%）分别高出4.3个百分点、0.6个百分点和1.0个百分点。高新技术产业与装备制造业的发展为物流地产的成长提供充足动力。

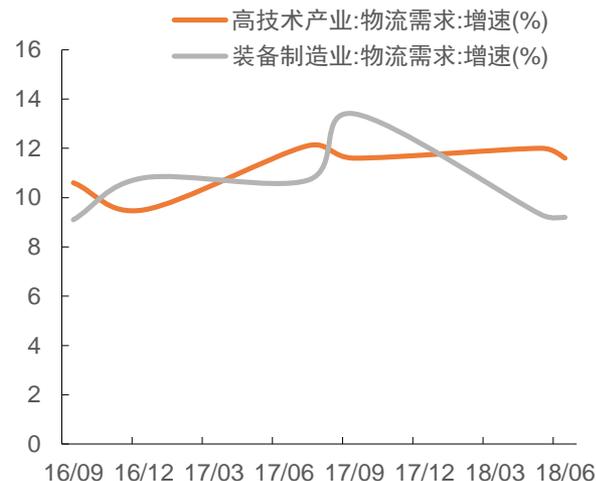
装备制造业与高技术产业工业增加值增速



高端制造业供应链构成情况



高技术产业与装备制造业物流需求增速



数据来源：政府官网，Wind，中国知网，平安证券研究所



二、“零售+第三方物流+高端制造”三轮驱动，高标仓储需求快速增长

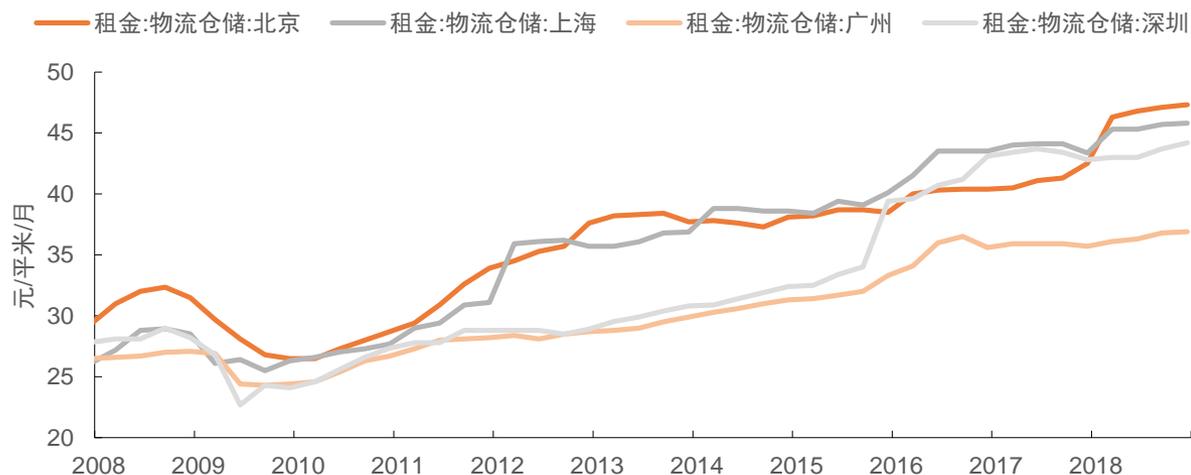
2.3 高端仓储需求释放推动租金上涨，投资回报率优势明显

当前，我国高标仓库供不应求，2018年我国主要城市高标仓库当期吸纳量明显高于当期新增供应，推动主要城市物流仓储平均空置率稳步下行，2018年主要城市物流仓储平均空置率仅为9.0%，处于2009年以来低位。

租金方面，伴随我国经济持续稳健增长，我国一线城市物流地产租金持续上涨，均创历史新高。

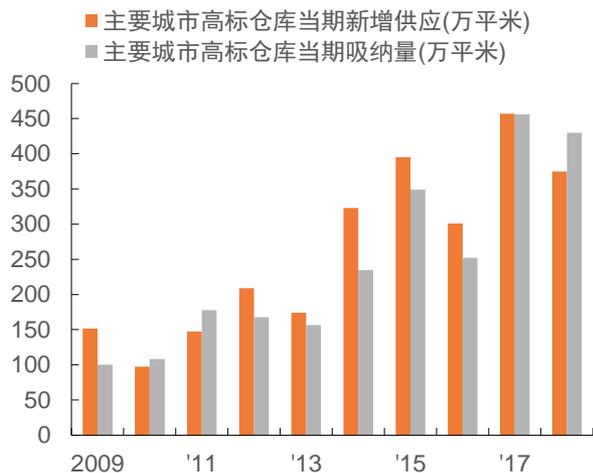
备注：主要城市包括北京、天津、大连、沈阳、青岛、上海、南京、杭州、宁波、苏州、无锡、广州、深圳、成都、重庆、武汉等16城。

一线城市物流地产租金持续上涨

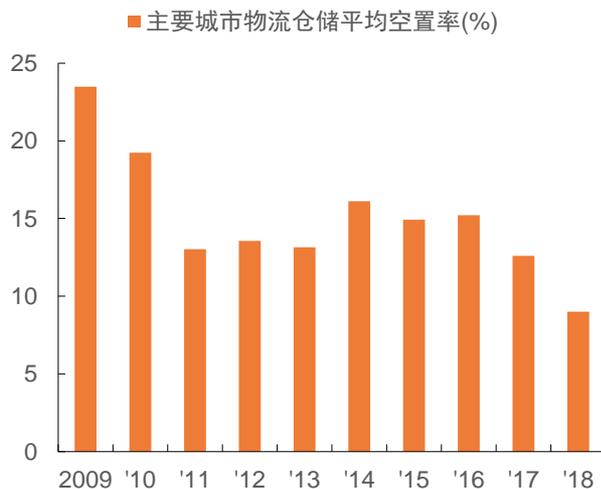


数据来源：Wind, CBRE, 仲量联行, 平安证券研究所

主要城市高标仓库供不应求



主要城市物流仓库平均空置率持续下行





二、“零售+第三方物流+高端制造”三轮驱动，高标仓储需求快速增长

2.3 高端仓储需求释放推动租金上涨，投资回报率优势明显

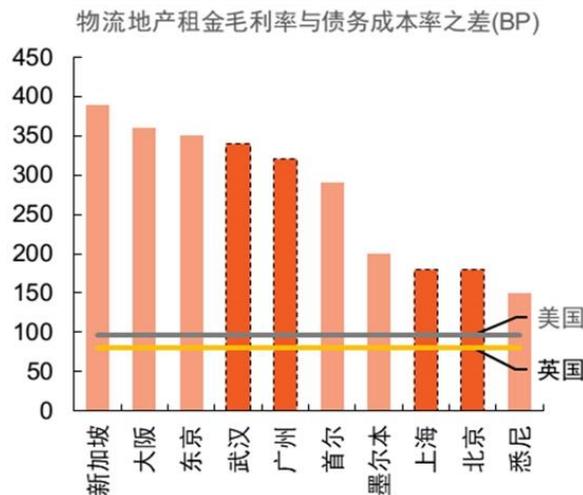
从全国范围内看，长三角、珠三角、京津冀周边地区为供需矛盾较为突出的地方，物流地产平均空置率位于低位，虽有一定数量新增项目入市，但仍难缓解长期供需矛盾。一线城市及卫星城市地区高标仓库项目消化时间短，租金上涨仍存空间，租户议价能力有限；其次，受到外溢效应的周边卫星城，高标仓库租赁需求旺盛，租金涨幅较快。

从全球范围内看，我国一线城市物流地产投资回报率处于领先地位，其中北上广地区的租金毛利率与债务成本率之差明显高于美国，且物流地产资本化率差（物流地产-办公楼）也高于美日发达国家。

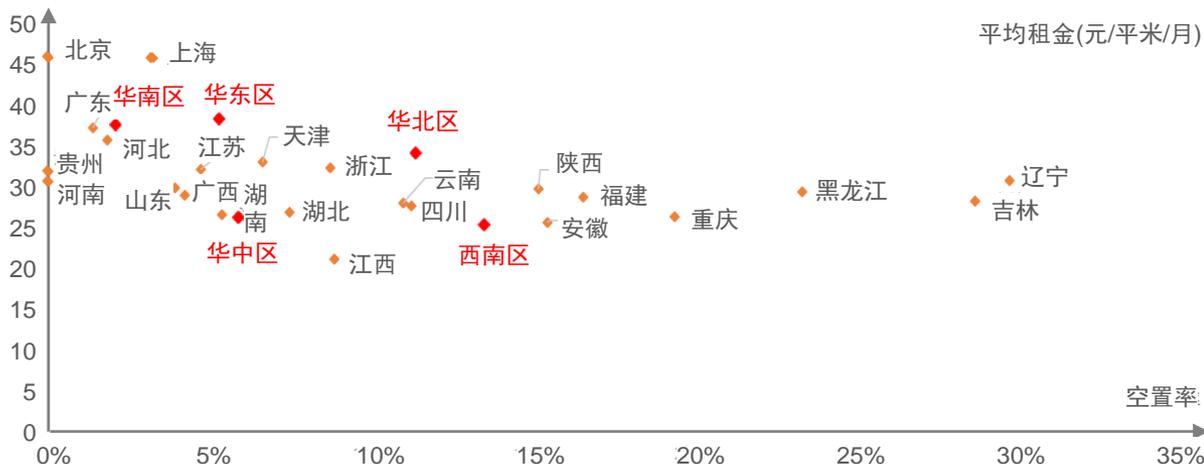
备注：主要城市包括北京、天津、大连、沈阳、青岛、上海、南京、杭州、宁波、苏州、无锡、广州、深圳、成都、重庆、武汉等16城。



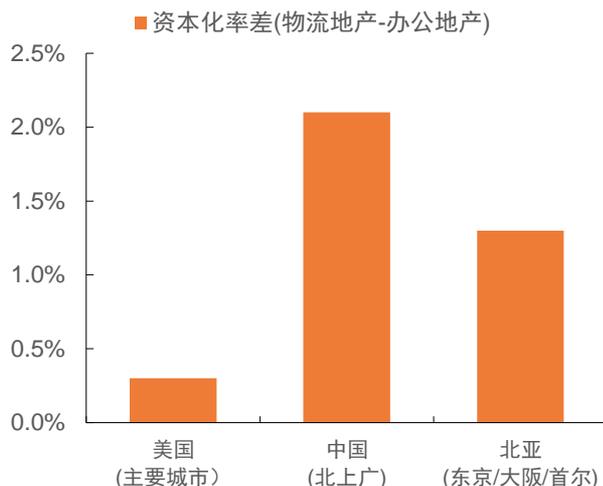
主要城市高标仓库供不应求



全国各地物流地产租金水平与空置率水平对比



全国主要国家/地区资产化率差对比



Contents

- 01 什么是物流地产？
- 02 “零售+第三方物流+高端制造”
三轮驱动，高标仓储需求快速增长
- 03 高标仓紧缺与简易仓大量空置长期
共存，行业格局一超多强
- 04 物流地产怎么做：“拿地+运营+
资金成本”构筑核心竞争力
- 05 投资建议



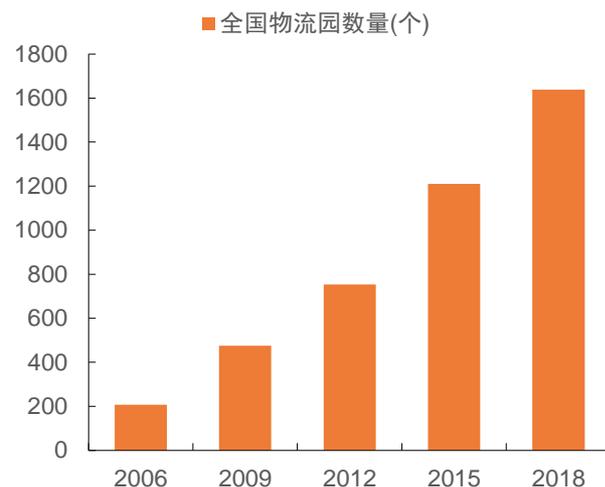
三、高标仓储供不应求，行业格局一超多强

3.1 全国物流仓储面积稳定增长，人均水平较美日存在较大差距

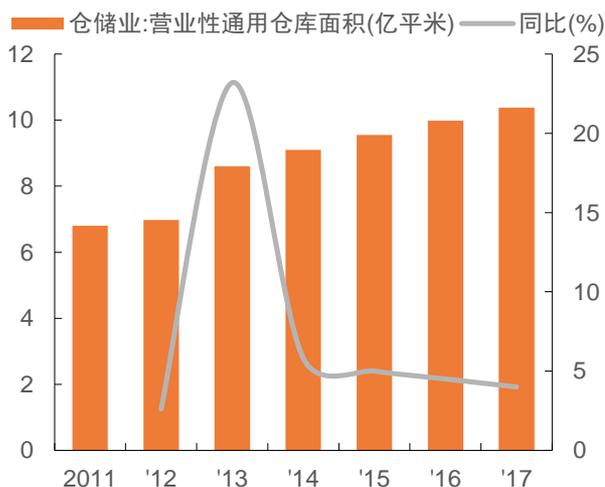
过去十年，伴随我国经济腾飞，国内物流业快速发展，物流仓储设施建设持续推进。据中国仓储协会统计，截止2018年，我国拥有物流园数量达1638个，2015-2018年复合增速达10.6%。截止2017年，全国营业性通用仓库面积为10.38亿平米，同比增长4.0%。2015年以来，我国仓储业固定资产投资维持高位，2017年达6767亿元。

从人均水平看，截止2018年上半年，我国人均物流地产空间仅为0.7平米/人，显著低于日本（4平米/人）与美国（3.7平米/人）。

全国物流园数量达1638个



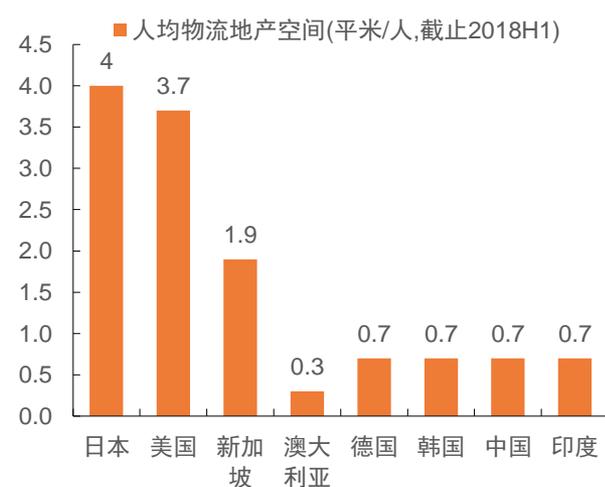
全国营业性通用仓库面积稳定增长



仓储业固定资产投资维持高位



主要国家人均物流地产面积对比





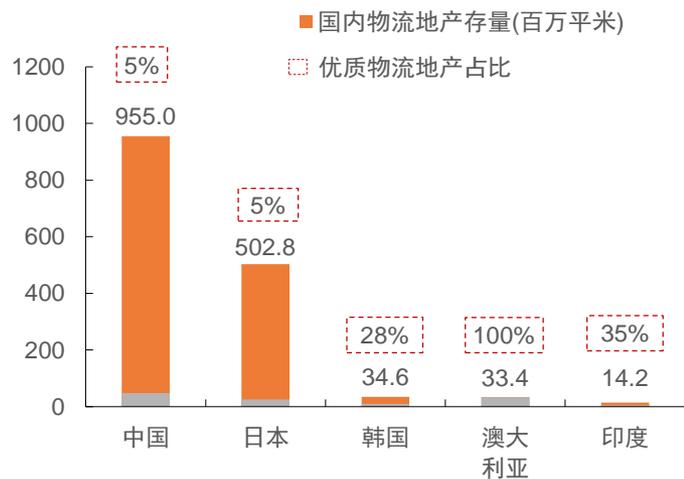
三、高标仓储供不应求，行业格局一超多强

3.2 高端物流仓储供给不足，未来市场空间广阔

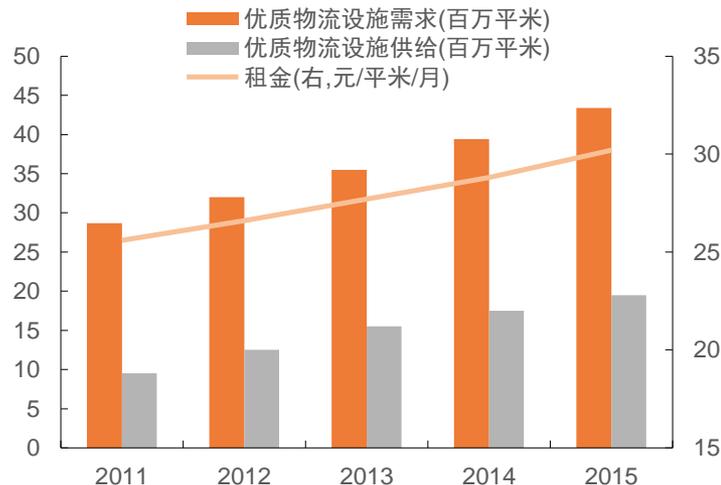
总体来看，我国物流地产行业供给结构性问题较为突出，大量低端仓库长期闲置与高端仓储供不应求的局面长期存在。一方面，虽然我国已存在大量的工矿仓储用地与仓库面积，但多数仍是低端的简易仓库，在选址、建设标准和管理运营上与现代高端仓储设施存在明显差距。

另一方面，与其他国家对比来看，虽然我国物流地产存量（约9.55亿平方米）已处于领先地位，但是优质物流设施占存量物流设施比重仍较低（约5%）。伴随近年来电商以及高端制造业的发展，国内对优质物流设施的需求不断提升，优质物流设施的供给缺口不断扩大，未来高标仓储设施市场空间广阔。

国内优质物流设施占比较小



优质物流设施缺口巨大



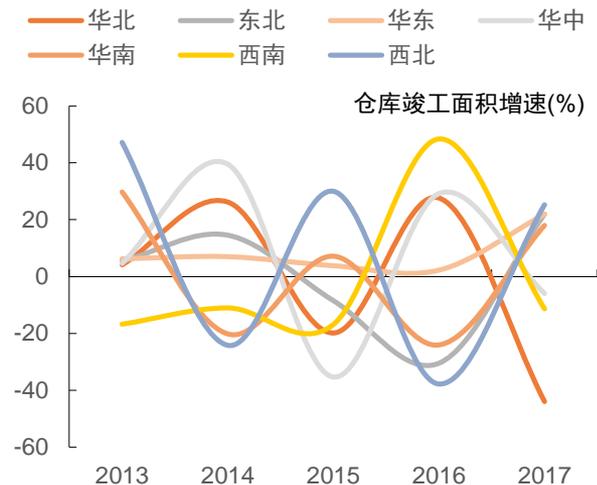


三、高标仓储供不应求，行业格局一超多强

3.3 土地供给有限加速行业整合，企业合作日趋紧密

2015年以来，我国工矿仓储用地供应持续处于低位，其中2018年为13.2万公顷，同比增长7.2%，但相比2013年高峰（21万公顷）仍明显下滑。2014年以来，我国年度仓库竣工面积保持稳定，2018年为3109万平方米，与2017年持平。分区域看，竣工面积占比较高的地区分别为华东（65%）、华中（12%）、西南（6%）、东北（5%）。

分区域仓库竣工面积增速对比



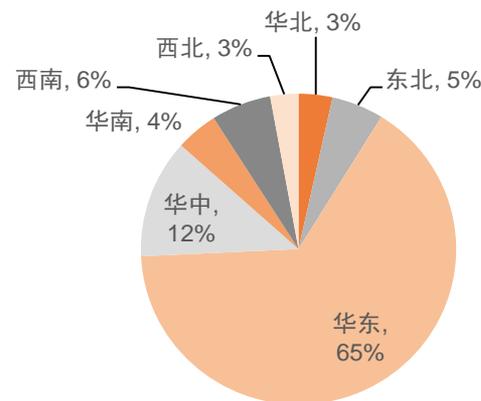
工矿仓储用地供应有限



全国每年仓库竣工面积保持稳定



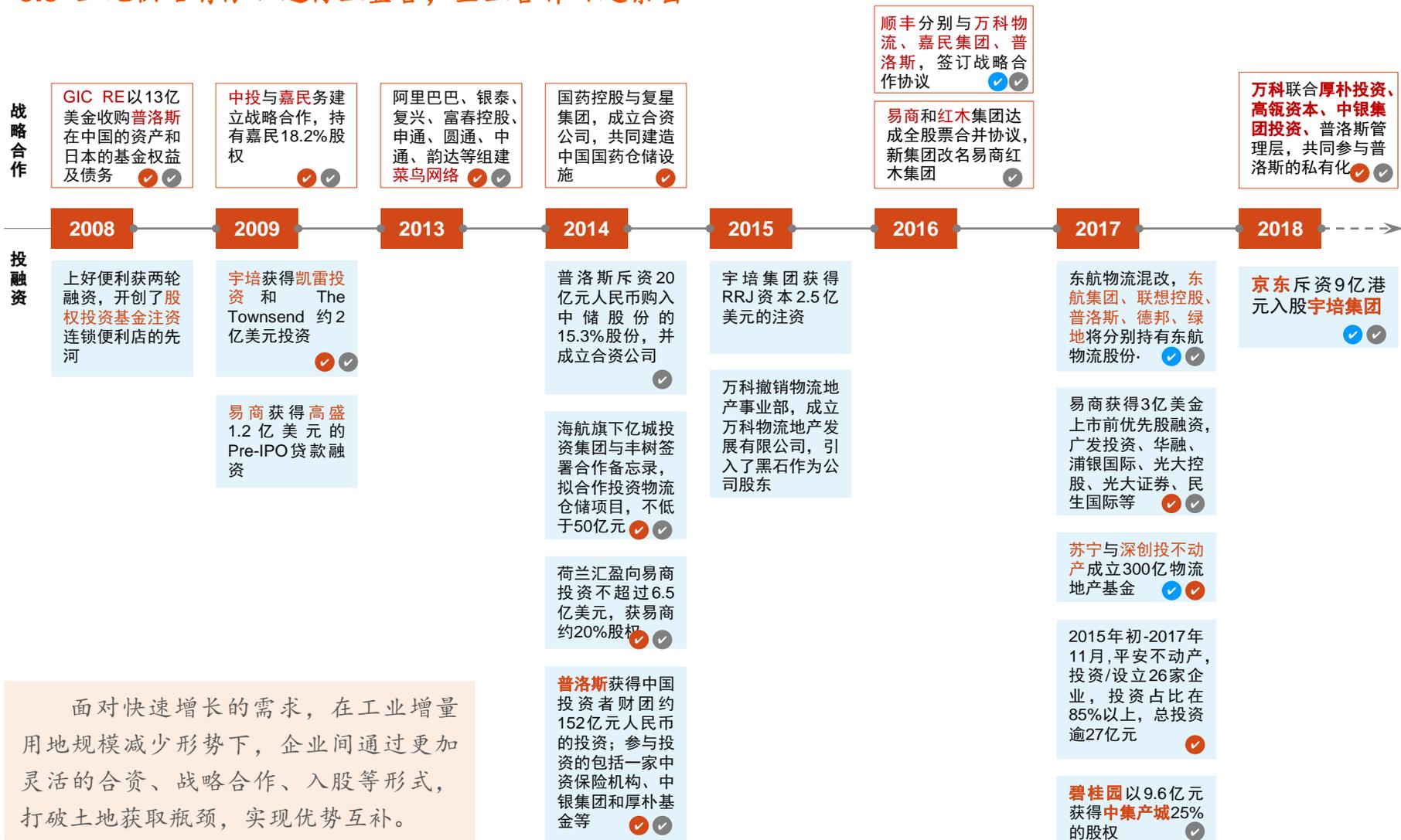
2017年仓库竣工面积分区域占比情况





三、高标仓储供不应求，行业格局一超多强

3.3 土地供给有限加速行业整合，企业合作日趋紧密



数据来源：久谦研究，平安证券研究所



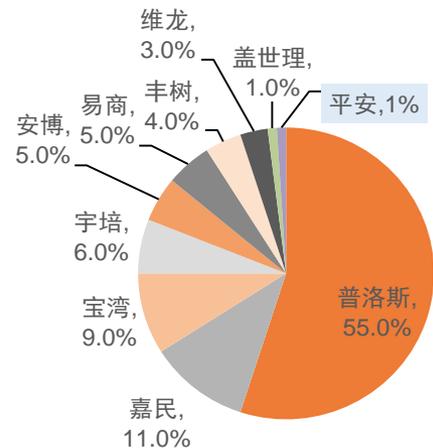
三、高标仓储供不应求，行业格局一超多强

3.4 行业格局“一超多强”，国内物流地产企业发展提速

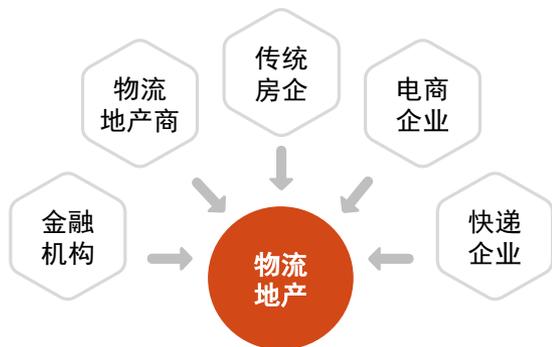
物流地产行业主要玩家可以分为五类企业：物流地产商、传统房企、电商企业、快递企业和金融机构。目前，物流地产行业形成“一超多强”的行业格局，截止2018年，普洛斯市场份额达到了35.4%，稳居第一宝座。除此之外，易商（5.8%）、万纬（5.7%）、宇培（5.5%）、嘉民（5.2%）、安博（5.0%）、丰树（4.7%）、平安（4.6%）、宝湾（4.2%）在国内物流地产市场均占有一席之地。

从纵向发展看，由于国外商业消费更发达，外资很早就前瞻性提前布局物流仓储，早期拿地在成本与规模上有优势，外资占领国内物流地产领域半壁江山。近年以来国内物流地产企业发展提速，打破了物流地产企业以外资为主的行业格局，其中易商、万纬、宇培、平安等国内企业市场份额不断提升。

2015年主要物流地产商市场占有率对比



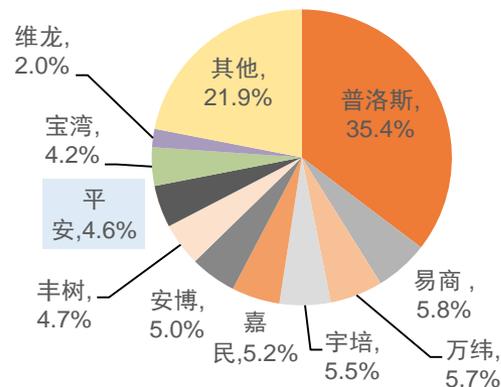
物流地产行业主要玩家



主要物流地产企业区域布局情况

布局地区	涵盖城市	布局企业
华东地区	上海、南京、苏州、杭州、温州等	普洛斯、万纬、宝湾、宇培、安博、易商、丰树、平安等
京津冀地区	北京、天津、廊坊、济南、青岛、大连	普洛斯、万纬、嘉民、宝湾、宇培、安博、丰树、平安等
长江中游地区	武汉、长沙、合肥、西安、郑州等	普洛斯、嘉民、宝湾、宇培等
成渝地区	成都、重庆	普洛斯、万纬、嘉民、宝湾、宇培、安博、易商、丰树、平安等
泛珠三角地区	广州、深圳、珠海、佛山、南宁等	普洛斯、万纬、宝湾等

2018年主要物流地产商市占率对比



Contents

01

什么是物流地产？

02

“零售+第三方物流+高端制造”
三轮驱动，高标仓储需求快速增长

03

高标仓紧缺与简易仓大量空置长期
共存，行业格局一超多强

04

物流地产怎么做：“拿地+运营+
资金成本”构筑核心竞争力

05

投资建议

四、物流地产怎么做：“拿地+运营+资金成本”构筑核心竞争力

4.1 物流地产商业模式分析

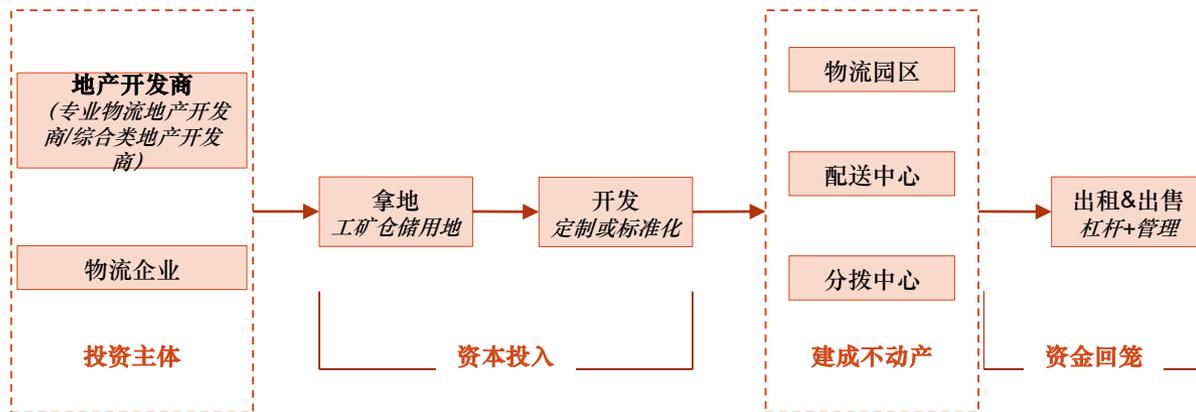
(1) 项目开发特点与盈利来源

从开发流程看，物流地产较商住类项目在土地获取与盈利方面有其自身特点。首先，物流地产项目用地为仓储用地，由于地价格便宜，供应十分有限，如何获取土地十分关键。

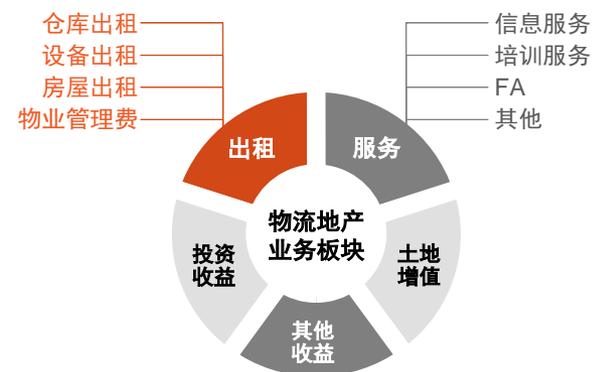
其次，物流地产收入来自五个方面，出租业务（基础）、服务管理业务、项目投资业务、土地增值及其他收益。其中，服务管理业务包括信息提供、培训、FA融资咨询等等。由于不同类型的物流客户对仓储条件要求不尽相同，因此参与物流地产项目的开发商需深入物流产业链条，形成较强的运营能力，与客户达成紧密合作，才能形成竞争力。

再次，物流地产项目金融属性较强，由于其回报周期长，多数开发商会通过私募基金、资产证券化、Reits等方式加快资金流转速度，提高资金利用效率。

物流地产开发流程



物流地产主要收入来源



四、物流地产怎么做：“拿地+运营+资金成本”构筑核心竞争力

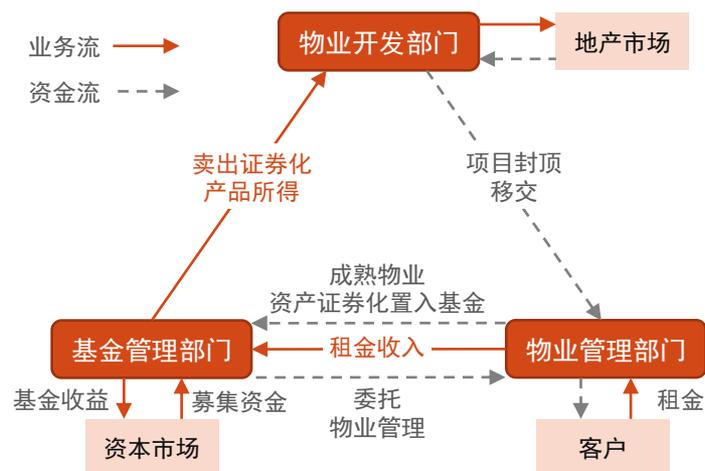
4.1 物流地产商业模式分析

(2) 运营模式

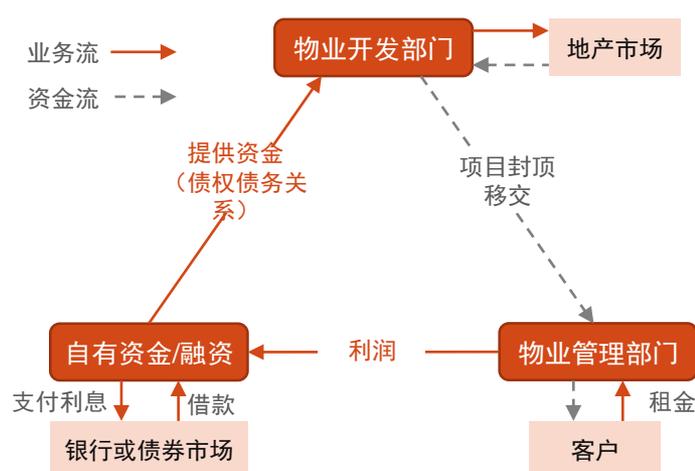
1) **PE模式**：该模式下，公司与外部资金设立合资子公司或开发基金进行项目开发，以减少自有资金的占用，把握更多的设施开发机会，以实现迅速的战略布局。项目完工后，物业开发部门将项目移交给运营部门管理，运营部门通过进一步的招租和服务完善，使项目达到稳定运营状态。此后，基金管理部门负责将达到稳定运营状态的成熟物业置入旗下物流地产基金。该项目的盈利主要来自上市或REITS后获取投资价差，因此企业更加注重自持物业的开发变现速度和项目资产升值能力。

2) **自持物业模式**：该模式是指物流地产商以自有资金或借款购置物业，在业务流程中，物业产权不发生变动，始终由物流地产商所持有。自持模式可以获取全周期的运营利润回报，但造成较高的资金沉淀成本，降低ROE水平，适合有长期廉价资金支持的企业，参与者多为国企及保险背景开发商。与PE模式相比，自持模式的企业更致力于提供专业、稳定的物流园区管理服务，有利于沿产业链发展增值业务，拓展利润来源。

房地产信托基金 (REITs) 模式



自持物业模式



四、物流地产怎么做：“拿地+运营+资金成本”构筑核心竞争力

4.2 普洛斯：物流地产+金融双轮驱动，轻资产模式成就行业龙头

普洛斯是中国最大的现代产业园提供商和服务商，也是中国最早启动智慧物流及相关产业生态系统的打造者和促进者。截止2019年2月，普洛斯及旗下品牌环普，在42个战略性的区域市场投资、开发并管理着336个物流园、工业园及科创园，物业总面积达3,740万平方米。

普洛斯提供高附加值服务获得差异化竞争优势，布局整个物流生态圈。除了为物流企业提供仓库、办公楼以及物流基础设施外，还布局金融平台为中小企业客户解决资金难题以及提供设备、系统、配送、运输等服务。同时，普洛斯还基于支持物流、新能源及科技产业的发展，通过股权投资、金融服务及数据科技平台领域，积极打造领先的产业发展生态体系。

普洛斯中国物流地产布局（截止19年2月）



普洛斯生态圈闭环



部分物流企业管理仓库面积对比



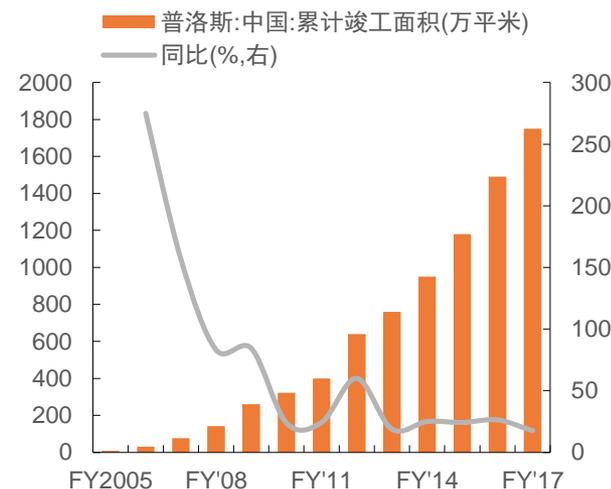
四、物流地产怎么做：“拿地+运营+资金成本”构筑核心竞争力

4.2 普洛斯：物流地产+金融双轮驱动，轻资产模式成就行业龙头

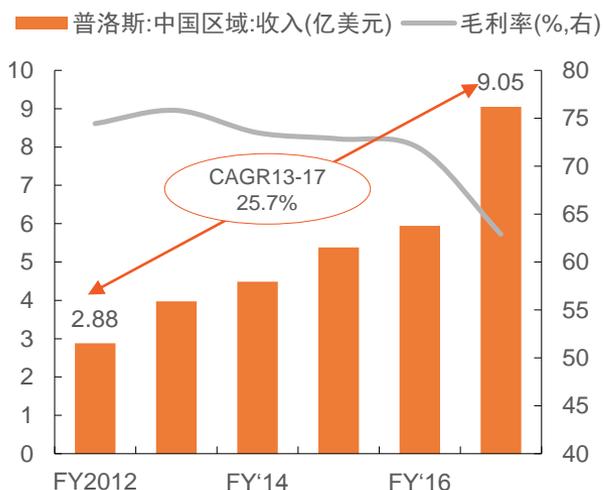
2017财年，普洛斯中国公司实现收入9.05亿美元，CAGR 2012-2015达25.7%，实现净利润为16.5亿美元（含投资性房地产公允价值变动），CAGR 2012-2015达42.4%。

公司拥有物流地产面积保持快速增长，截止2018/03，公司累计竣工面积1750万平米，同比增长17.4%，CAGR 2007-2017达36.7%。受新完工物业体量较大以及市场竞争加剧影响，2016财年以来公司平均租金水平有所下滑，2017财年为32元/平米/月，同比减少7.0%。公司完工稳定物业仓储出租率呈波动上升趋势，其中2015-2017财年分别为87%、85%、89%。

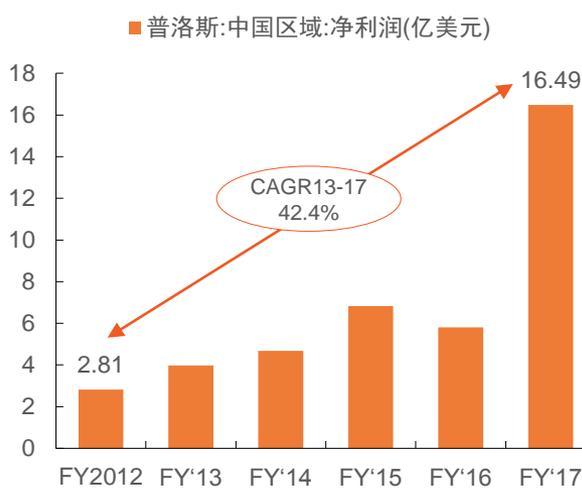
普洛斯中国区域累计竣工面积情况



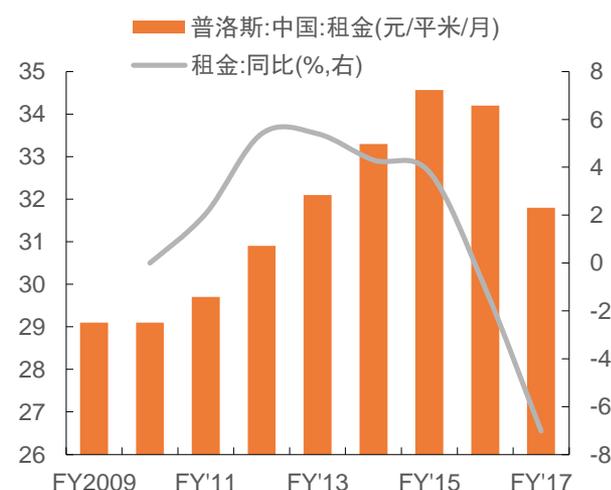
普洛斯中国区域历年营业收入情况



普洛斯中国区域历年净利润情况



普洛斯中国区域租金水平情况



数据来源: Wind (图中年份为财年, 例: FY2017为2017/4/1-2018/3/31)

四、物流地产怎么做：“拿地+运营+资金成本”构筑核心竞争力

4.2 普洛斯：物流地产+金融双轮驱动，轻资产模式成就行业龙头

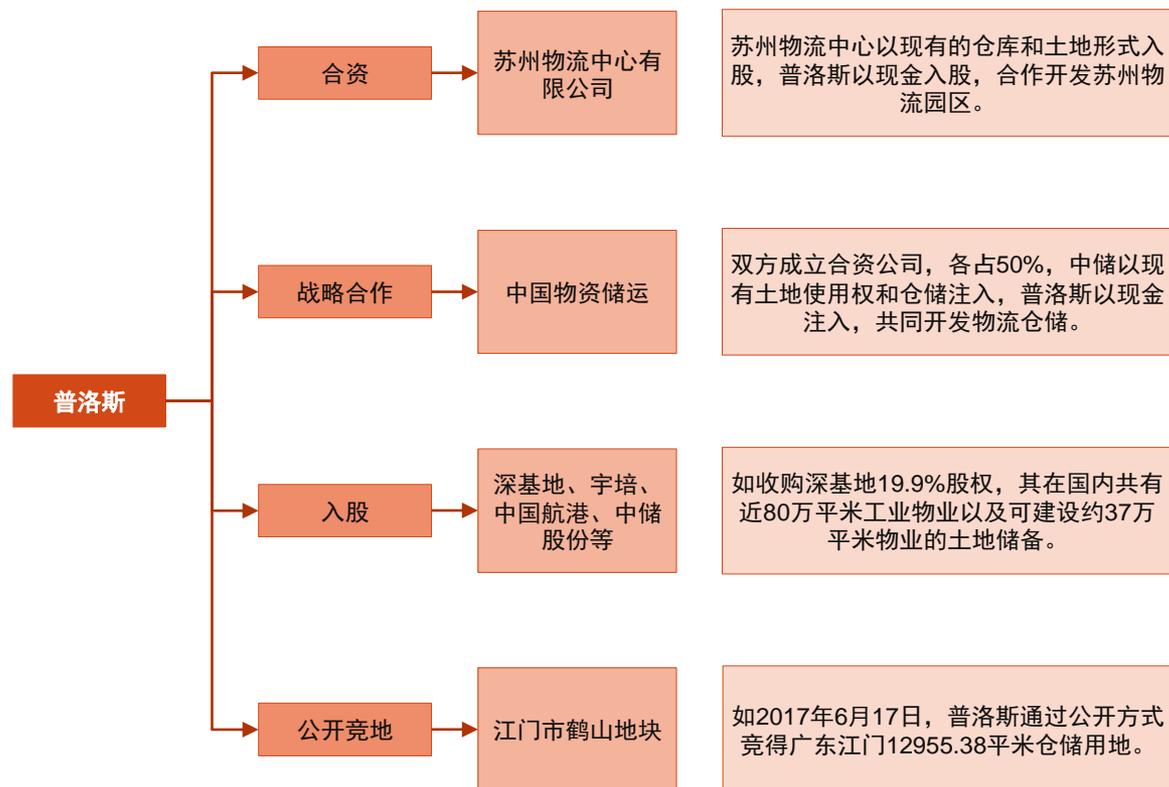
普洛斯自2003年进入中国以来，积极把握住了国内物流地产行业爆发的机遇，实现快速发展。在土地获取方面，公司多措并举：

1) 在土地一级市场获取土地难度较大的背景下，公司积极与拥有土地资源的中国企业开展合作，通过合资获取土地；

2) 同时，普洛斯亦直接参股国内仓储物流企业，其中公司于2015年参股央企中储股份，持股15.45%成为其第二大股东；

3) 引入自身资源丰富的投资者：公司自2010年以来积极在中国引进实力较强的股东，以寻求业务协调效应，目前万科控股基金已成为普洛斯第一大股东，持股21.4%。

 普洛斯通过多种方式获取土地



四、物流地产怎么做：“拿地+运营+资金成本”构筑核心竞争力

4.3 宝湾物流：国资背景企业，自持物业的重资产模式代表

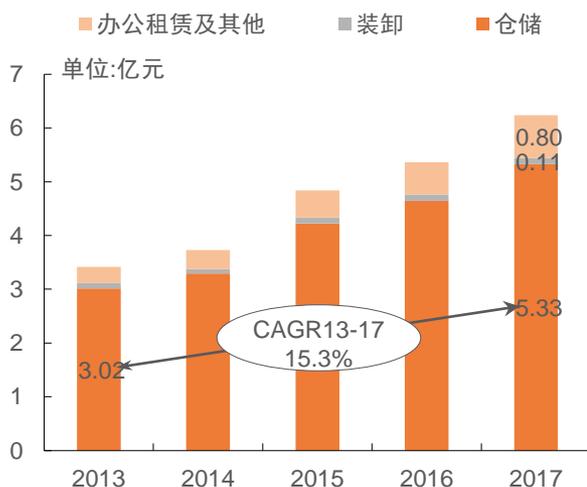
宝湾物流控股有限公司，是深圳市新南山控股（集团）股份有限公司与中国南山开发（集团）股份有限公司共同投资成立的高端物流设施投资平台。公司成立于2011年7月，目前已在中国34个经济热点城市战略性布局了58个高端物流园区，构筑了规模强大的物流设施服务网络。

运营模式：宝湾控股在建设物流园区的过程中，主要通过招拍挂、合作或收购等方式获取项目。

盈利模式：宝湾控股主要依靠物流园区日常运营获取长期稳定的仓储服务收入，扣除日常运营成本费用及利息费用及税金支出，获取稳定现金盈余，同时也根据客户需要为客户提供一站式供应链平台服务。依靠前期项目现金盈余及一定财务杠杆，滚动开发新的物流园项目。

公司营业收入保持稳定增长，2017年仓储业务实现收入5.33亿元，同比增长14.9%，CAGR 2013-2017为15.3%。公司运营仓库面积持续增加，截至2017年底达201万平方米，同比增长24%，CAGR 2013-2017为18.2%。公司仓库使用率维持稳定，其中受2017年新增运营仓库面积较多影响，2017年仓库使用率下滑至86.1%。

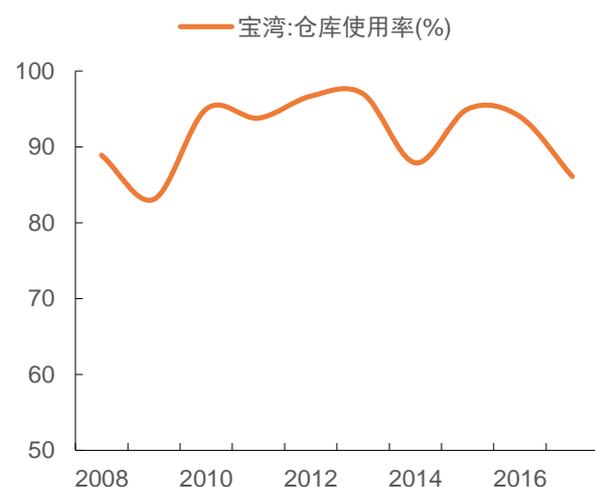
宝湾物流历年各项收入增长情况



宝湾历年运营仓库面积情况



宝湾历年仓库使用率



四、物流地产怎么做：“拿地+运营+资金成本”构筑核心竞争力

4.4 万科：传统地产跨界玩家，内生外延并举实现快速成长

2015年，万科集团正式推出独立物流品牌万纬物流，专注于高标仓储投资、开发选址、招商运营、资产管理等环节。截至目前，万纬物流运营及在建总面积达1056万平方米，进驻城市45个，服务客户超过700家。

2018年，公司一方面通过收购融合太古冷链物流，实现冷链规模及运营能力的升级。截至目前，万纬冷链已累计进入11个城市，覆盖国内一线城市及内陆核心城市，提供一站式温控物流解决方案服务。另一方面，公司参与财团于2018年1月完成对在新加坡交易所上市的普洛斯（GLP）的私有化，普洛斯当日从新加坡交易所主板退市。公司控股的联接基金拥有 GLP Holdings L.P. 约 21.4% 的权益，成为 GLP Holdings L.P. 及其普通合伙人权益的单一最大持有人。

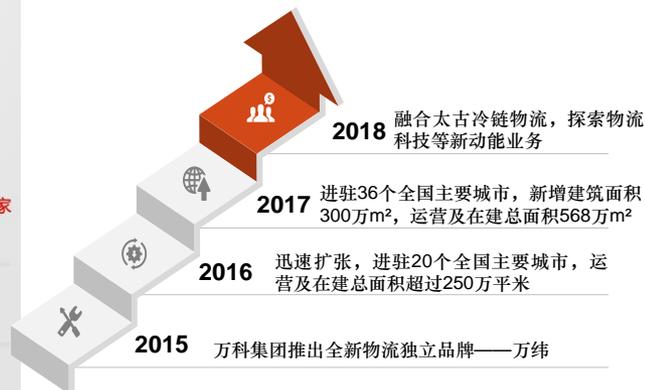
2018年万科新增物流地产494万平方米



万科物流地产网络布局情况



万科万纬发展历程



四、物流地产怎么做：“拿地+运营+资金成本”构筑核心竞争力

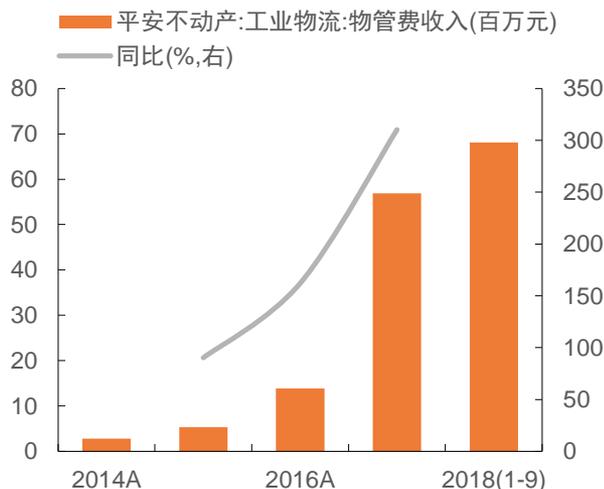
4.5 平安不动产：背靠险资积极扩张，深入产业助力综合金融发展

- ◆ 公司于2013年开始从事工业物流投资业务，运营主体为全资子公司深圳平安不动产工业物流有限公司和平安不动产（香港）有限公司。工业物流投资业务主要为平安集团保险资金做好在物流地产领域的资产配置孵化。
- ◆ 商业模式：“开发管理+长期持有”模式，即首先公司利用自有资金和外部融资完成项目的开发，获取开发利润，待项目成熟后，以合理的溢价转让给平安集团寿险资金为主的持有型基金长期持有，之后保险资金委托公司进行项目的运营管理。
- ◆ 开发方式：公司利用自有资金，通过自主开发、第三方合作开发或并购等方式投资工业物流园项目。第三方合作开发方面，公司向合作方转让一定的股份，交由合作方共同进行开发，待项目建成后，公司将股份进行回购，对项目运营进行培育，项目运营较为成熟后，以合理溢价转让给平安集团寿险资金为主的持有型基金长期持有，之后保险资金委托公司进行项目的运营管理。
- ◆ 业务发展战略：通过拓展物流地产业务，一方面为集团保险资金提供期限较长，且回报稳定的优质资产，另一方面通过与物流地产客户开展深度合作，可以为集团综合金融业务开辟新的接口，发挥业务协同效应。

平安不动产工业物流租赁收入快速增长



平安不动产物管费收入快速增长



Contents

01

什么是物流地产？

02

“零售+第三方物流+高端制造”
三轮驱动，高标仓储需求快速增长

03

高标仓紧缺与简易仓大量空置长期
共存，行业格局一超多强

04

物流地产怎么做：“拿地+运营+
资金成本”构筑核心竞争力

05

投资建议



五、投资建议

伴随物流地产需求的持续释放以及物流地产行业支持政策的不断加码，物流地产行业有望加速发展。展望未来，我们认为土地资源获取能力、运营能力和资金成本将成为物流地产企业做大做强的关键点所在。我们预计，资金实力较强、运营服务水平较高的物流地产开发商有望脱颖而出。



六、风险提示

- 1、**国内经济增速回落，消费增速大幅下行：**近年来物流地产行业需求的一大部分自于电商行业的快速发展，如果未来经济增速持续回落，导致消费增速下行，将对物流地产的需求产生负面影响；
- 2、**政府工业仓储用地供给收紧：**由于当前我国存量的简易仓库改造难度较大，新增工业仓储用地成为物流地产项目开发的主要土地来源，如果未来工业仓储用地供给收紧，将对物流地产行业发展形成负面影响；
- 3、**利率水平大幅上行：**物流地产作为一项长期投资，其收益水平受利率影响较为显著，如果未来利率大幅上升，将影响物流地产开发商的资金成本与项目退出时的售价，拉低物流地产的投资回报率。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数20%以上）
- 推 荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数10%至20%之间）
- 中 性（预计6个月内，股价表现相对沪深300指数在±10%之间）
- 回 避（预计6个月内，股价表现弱于沪深300指数10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于沪深300指数5%以上）
- 中 性（预计6个月内，行业指数表现相对沪深300指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于沪深300指数5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2019版权所有。保留一切权利。

谢谢阅读!

