

推荐 (维持)

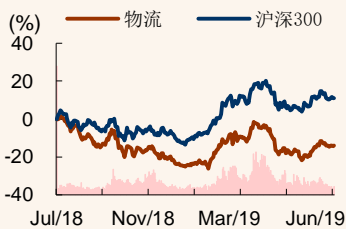
快递物流潮起潮落，物流地产走上前台

2019年07月18日

物流地产专题报告

上证指数	2901
行业规模	占比%
股票家数 (只)	33 0.9
总市值 (亿元)	4357 0.8
流通市值 (亿元)	1958 0.4

行业指数			
%	1m	6m	12m
绝对表现	7.6	11.8	-14.4
相对表现	3.5	-10.4	-24.7



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《快递行业跟踪报告—诱人的估值，躁动的情绪》2019-02-11
- 2、《2月快递发展指数速评—淡季增速回升改善预期，推荐电商快递》2018-03-12
- 3、《招商交运快递行业月报(2017.9)——同城异地增速环比回落，关注提价效果》2017-10-18

苏宝亮

subaoliang@cmschina.com.cn
 S1090519010004

本篇报告分析了物流行业以及下属各个子板块的发展现状，同时梳理了当前国有仓储企业土地资源，未来仓储资源将加快盘活，加快转型升级，逐步向成熟的物流地产运营商。维持对行业的“推荐”评级。战略关注中国物流地产(HK01589)、中储股份、东百集团(零售组覆盖)和南山控股(地产组覆盖)。

- **物流行业发展稳健，各板块齐头并进。**全国物流需求总体保持平稳增长，2018年全国社会物流总费用为13.3万亿元，占GDP比重为14.8%，物流运行效率稳中上升，但与美国等发达国家相比还有较大差距。从细分板块来看，快递行业发展换挡降速，但仍能保持约20%的业务量增速，行业竞争进入白热化。
- **仓储行业供不应求，物流地产走上前台。**需求：近年来宏观经济稳健增长，电商和第三方物流迅速成长，市场逐步提升现代物流地产要求。供给：当前高端仓储设施缺口大，土地稀缺，物流地产供给受到明显限制。长期供需不平衡，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。
- **国企仓储资源雄厚，混改推行有利于地产盘活。**总体来看当前三大国企合计拥有仓储土地资源超过1310万平方米，仓库面积586万平米，处于行业中上游水平，合计口径大致能位于行业第四。当前国企混改逐步推行，国企土地资源有望加快整合并进行升级改造，提升仓储竞争优势。
- **以普洛斯为标杆，探寻仓储业未来发展路径。**19年6月黑石收购普洛斯在美物流资产，普洛斯将扩大基金管理平台，战略重点将向亚太地区转移。当前国有仓储物流业发展水平低，学习普洛斯能够：1)充分发挥国企资源优势，提升拿地能力；2)加快管理体制变革，切实提升运营效率。
- **投资建议：**当前仓储行业供不应求，且高端仓储设施缺口较大，物流地产在中长期内依然会持续发展。同时土地资源紧缺使得丰富的土地资源和拿地能力成为核心竞争力。随着国企改革持续推行，地产盘活指日可待。**重点推荐中国物流地产、中储股份(占地830万m²，定增引入普洛斯)、东百集团(前安博管理团队)、持续关注南山控股。**
- **风险提示：**土地政策风险、宏观经济超预期下滑、国企混改推行不畅。

重点公司主要财务指标

	股价	18EPS	19EPS	20EPS	19PE	20PE	PB	评级
中储股份	5.45	0.47	0.49	0.51	11.6	11.1	1.1	强烈推荐-A
东百集团	5.29	0.29	0.30	0.32	18.1	17.4	2.0	强烈推荐-A
南山控股	3.04	0.22	0.25	0.29	13.6	12.1	1.0	强烈推荐-A

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

一、物流行业发展稳健，各版块齐头并进	6
1. 物流是国民经济运行体系中重要一环	6
(1) 物流基本概况	6
(2) 物流需求平稳增长，运行效率有待提高	7
2. 快递：竞争进入白热化，机会与威胁并存	9
(1) 快递行业当前竞争力分析	9
(2) 快递行业发展趋势	11
3. 快运：协同性强，融合发展大势所趋	15
(1) 快运业当前发展现状	15
(2) 快运业未来发展展望	15
4. 冷运：生鲜&医药冷链发展潜力较大	16
(1) 冷运业当前发展现状	16
(2) 冷运业未来发展展望	17
5. 仓储：供需矛盾加剧，未来增长潜力较大	17
(1) 仓储业当前发展现状	17
(2) 物流地产需求稳健增长	19
(3) 物流地产供给不足	23
二、国企混改逐步推行，仓储地产加快转型	26
1. 国企仓储资源雄厚，但运行效率较低	26
(1) 中储股份：占地面积 830 万平方米	26
(2) 东百集团：占地面积 100 万平方米	27
(3) 南山控股：占地面积 380 万平方米	28
2. 国企混改持续推行，地产盘活指日可待	30
(1) 国企改革制度介绍	30
(2) 国企混改实例：以中储股份为例	32
3. 以普洛斯为标杆，探寻仓储业未来发展路径	33
(1) 中国财团收购普洛斯落地，仓储业格局重塑	33
(2) 普洛斯在美物流资产被黑石收购，战略中心向亚太转移	34
(3) 普洛斯基本情况梳理	35

(4) 土地、资本、人才是行业价值链中的核心竞争力	39
三、投资建议	40
四、风险提示	41

图表目录

图 1: 物流环节贯穿商品流通全过程	6
图 2: 现代物流产业链全景	7
图 3: 物流需求总体保持平稳增长	7
图 4: 社会物流总额构成	7
图 5: 单位与居民物品物流总额增速大幅领先于社会物流总额增速	8
图 6: 社会物流总费用与 GDP 比率总体稳中下行	8
图 7: 社会物流总费用构成	8
图 8: 中国和美国物流成本占 GDP 比重对比	9
图 9: 快递业务平均单价逐渐下降	10
图 10: 快递企业净利率情况	10
图 11: 沃尔玛的高周转模式	10
图 12: 沃尔玛股价长期回报极为突出	10
图 13: 美日中快递企业集中度情况对比	11
图 14: 我国快递企业集中度指数 CR8	11
图 15: 快递行业业务量累计增速趋缓	11
图 16: 大快递企业市占率变化情况	11
图 17: 中国网上零售交易额规模	12
图 18: 拼多多 GMV 增长迅猛	12
图 19: 中西部业务量增速提升	13
图 20: 2014-2018 农村网络零售额	13
图 21: 2015-2018 年海关跨境电商零售进出口额	14
图 22: 2013-2018 年人口结构变化图	14
图 23: 2013-2018 年出生人口增长率下降	14
图 24: 2013-2018 家电网购市场规模	15
图 25: 2017-2018 主要大家电网络销售额及增速	15
图 26: 2012-2017 年生鲜电商交易额迅速增长	16

图 27: 2013-2017 年医药冷链物流市场规模逐步增长	16
图 28: 仓储业固定资产投资额及增速	17
图 29: 营业性通用 (常温) 仓库面积及增速	18
图 30: 冷库总容量及增速	18
图 31: 仓储物流发展五阶段	19
图 32: 智能仓储系统构成	19
图 33: 城镇及农村人均可支配收入平稳增长	20
图 34: 社会物流总额及人均 GDP 增速对比	20
图 35: 普洛斯在华各行业租户占比 (2012-2014 年)	20
图 36: 电子商务交易总额快速增长	21
图 37: 全国网络零售额迅速增长	21
图 38: 快递业务量快速增长	21
图 39: 天猫商城双 11 交易额	21
图 40: 仓储智能化	21
图 41: 2009-2020 年中国第三方物流市场规模走势及前景预测	22
图 42: 第三方物流行业主要参与者	23
图 43: 17 个主要城市收益风险评估	24
图 44: 一线城市成交工业用地占地面积 (万平方米)	24
图 45: 物流节点城市仓库租金整体呈增长态势 (2016)	25
图 46: 物流节点城市仓库空置率整体呈下降态势 (2016)	25
图 47: 物流节点城市仓库租金显著上涨	25
图 48: 部分物流节点城市仓库空置率下降	25
图 49: 主要物流开发商全国城市节点	25
图 50: 17 个主要城市收益风险评估	25
图 51: 一线城市地产项目投资回报水平	26
图 52: 中储现有土地储备及地理优势 (单位: 万平方米)	27
图 53: 2018 年东百现有土地储备及地理优势 (单位: 万平方米)	28
图 54: 东百仓储资源布局	28
图 55: 2018 年宝湾现有土地储备及地理优势 (单位: 万平方米)	29
图 56: 宝湾仓储资源布局	29
图 57: 全国通用仓储企业排名 (2017)	30

图 58: 国企改革阶段划分.....	31
图 59: 国有企业结构调整基金股东及出资额	32
图 60: 国企结构调整基金重点关注六大投资方向	32
图 61: 普洛斯中国网络分布	33
图 62: 普洛斯主要客户	34
图 63: 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) .	35
图 64: 普洛斯净资产分布 (2017)	36
图 65: 普洛斯资产分布 (billion US dollar)	36
图 66: Prologis 运作模式.....	36
图 67: GLP 基金类型对比.....	37
图 68: GLP 基金管理类型分布	37
图 69: GLP 中国地区出租率.....	37
图 70: 标准化开发.....	38
图 71: 一对一定制.....	38
图 72: 2017 年 GLP 全球物业资源情况 (TOP5 规模: 百万平米)	38
图 73: 物流地产价值链	39
图 74: 物流行业历史 PEBand	41
图 75: 物流行业历史 PBBand	41
表 1: 智能仓储优势.....	19
表 2: 传统的旧仓库和高标准的仓储设施有明显差距.....	23
表 3: 公司估值对比表 (截至 2019/07/18)	40

一、物流行业发展稳健，各版块齐头并进

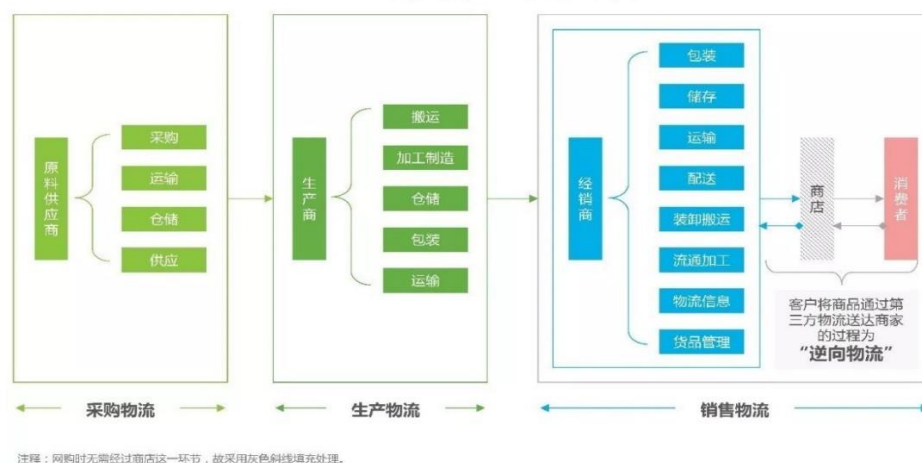
1. 物流是国民经济运行体系中重要一环

(1) 物流基本概况

美国物流管理协会对物流的最新定义为，物流是供应链的一部分，是为了满足客户的需求而对商品、服务及相关信息从原产地到消费地的高效率、高效益的正向和反向流动及储存进行计划、实施与控制过程。

从采购、生产到销售，物流环节贯穿商品流通全过程。

图 1：物流环节贯穿商品流通全过程



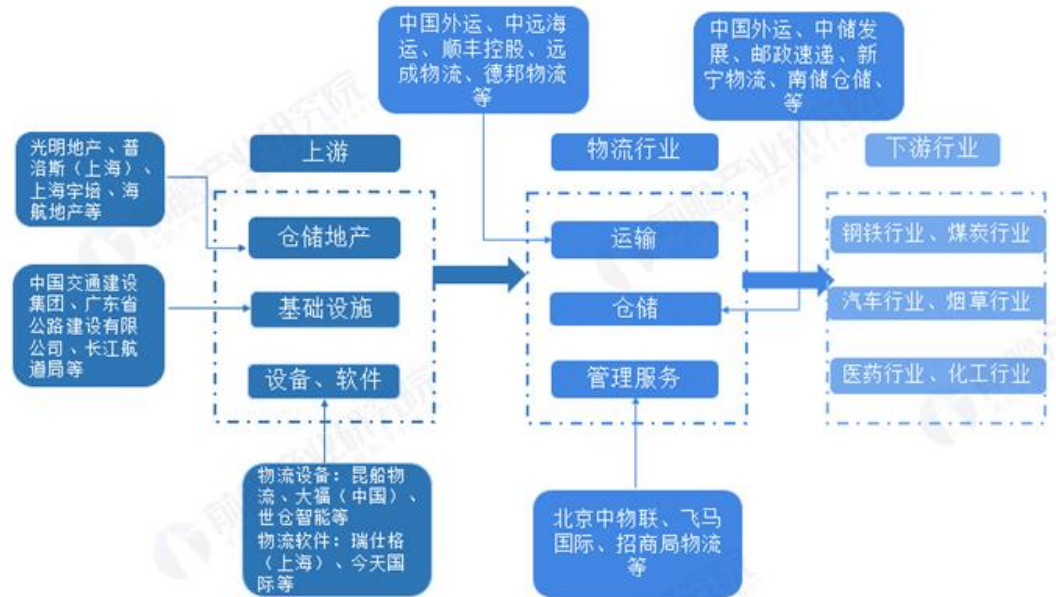
资料来源：艾瑞咨询、招商证券

从产业链角度来看，物流产业上游主要为提供物流业发展的基础设施和设备的行业，包括道路基础设施建设行业、仓储地产业、以及物流设备制造业；中游包括提供运输、仓储以及物流管理服务的物流企业，下游主要为对仓储、运输等服务有需求的行业或个人。

从企业来看，上游涉及到仓储地产投资运营企业，公路、铁路、航道投资建设企业，物流硬件和软件制造企业；在物流行业中，又可以分为主要从事运输业务的企业和以仓储为核心的企业以及提供物流管理与服务的企业。

从分支来看，物流行业下属于子版块分别有快递、零担快运、冷链物流、仓储、供应链等。

图 2：现代物流产业链全景

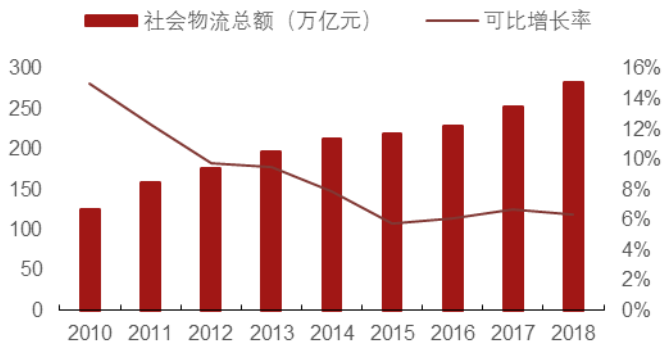


资料来源：前瞻产业研究院、招商证券

(2) 物流需求平稳增长，运行效率有待提高

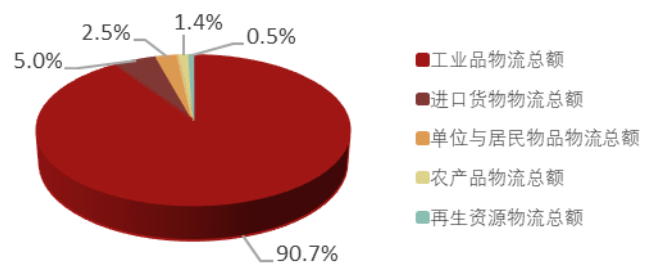
物流需求总体保持平稳增长。2018 年，全国社会物流总额为 283.1 万亿元，同比增长 6.4%，受宏观经济下行压力影响，增速较上年同期小幅回落 0.2 个百分点。从构成看，工业品物流总额 256.8 万亿元，占比 90.7%，按可比价格计算，同比增长 6.2%，增速与上年同期持平；进口货物物流总额 14.1 万亿元，增长 3.7%，受国际贸易影响，增速比上年同期回落 5 个百分点；农产品物流总额 3.9 万亿元，增长 3.5%，增速比上年同期回落 0.4 个百分点；单位与居民物品物流总额 7 万亿元，增长 22.8%；再生资源物流总额 1.3 万亿元，增长 15.1%。

图 3：物流需求总体保持平稳增长



资料来源：中国物流与采购联合会、招商证券

图 4：社会物流总额构成

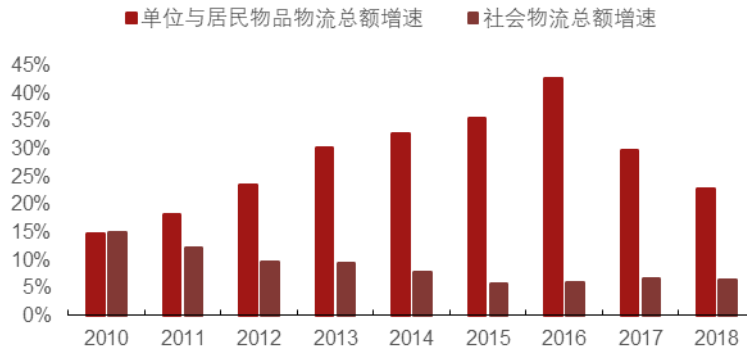


资料来源：中国物流与采购联合会、招商证券

消费与民生领域物流需求成为物流需求增长的重要驱动力。单位与居民物品物流总额增速长期大幅领先于社会物流总额增速。2018 年单位与居民物品物流总额同比增长

22.8%，比社会物流总额增速高出 16.4 个百分点。

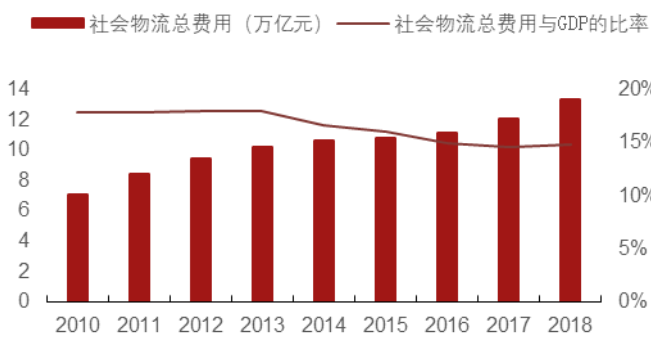
图 5：单位与居民物品物流总额增速大幅领先于社会物流总额增速



资料来源：中国物流与采购联合会、招商证券

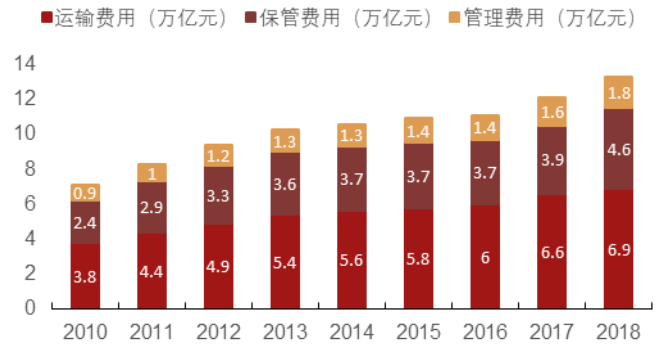
社会物流总费用与 GDP 比率总体稳中下行。近几年来，社会物流总费用与 GDP 比率进入下降通道。2018 年社会物流总费用为 13.3 万亿元，同比增长 9.8%，增速比上年同期提高 0.7 个百分点。作为衡量社会物流运行效率的主要指标，2018 年，社会物流总费用与 GDP 的比率为 14.8%，比上年同期上升 0.2 个百分点，在下行过程中出现波动，但属正常走势变化，不改变物流运行效率提高、社会物流费用水平整体下降的基本判断。从构成看，运输费用（6.9 万亿元）与 GDP 的比率为 7.7%，比上年同期下降 0.3 个百分点。保管费用（4.6 万亿元）和管理费用（1.8 万亿元）同比增长较快，占 GDP 的比率有不同程度的上升，保管费用上升 0.4 个百分点，管理费用上升 0.1 个百分点。

图 6：社会物流总费用与 GDP 比率总体稳中下行



资料来源：中国物流与采购联合会、招商证券 注：2014 年统计口径调整

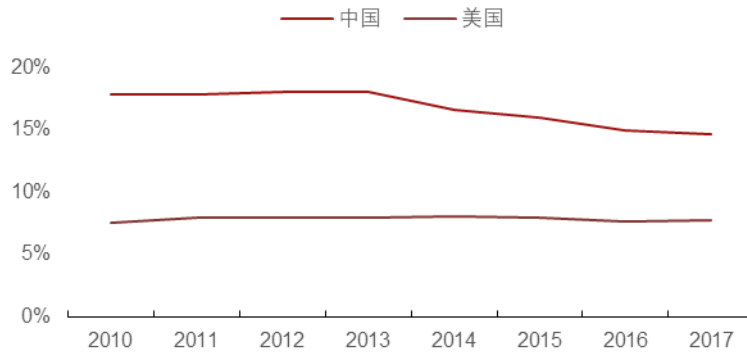
图 7：社会物流总费用构成



资料来源：中国物流与采购联合会、招商证券

中国物流运行效率仍处于较低水平。中国物流成本占 GDP 比重从 2010 年的 17% 左右下降到 2017 年的 14.6%，全社会物流运行效率得到改善，但是与美国相比该有较大差距。2017 年美国物流成本占 GDP 的比重为 7.7%，同期中国物流成本占 GDP 的比重（14.6%）为美国的 1.9 倍，物流运行效率与发达国家相比还有较大差距。

图 8：中国和美国物流成本占 GDP 比重对比



资料来源：中国物流与采购联合会、美国物流报告、招商证券 注：2014 年中国统计口径调整

2. 快递：竞争进入白热化，机会与威胁并存

(1) 快递行业当前竞争力分析

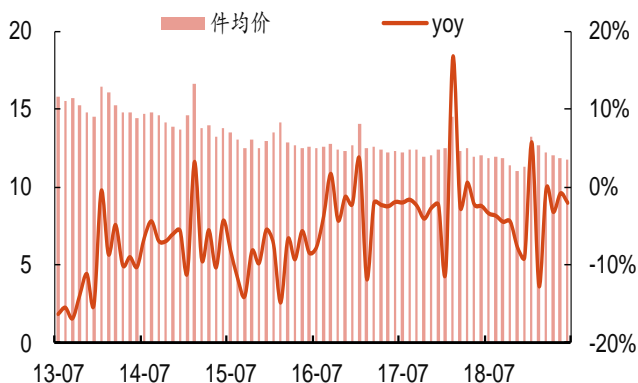
快递目前属于物流板块的一个重要分支，当前市场竞争较为激烈。总体来看，快递行业进入壁垒高，替代品威胁小，因此市场存在继续发展的空间；但同时该行业对下游议价能力较弱，同业竞争者的竞争程度激烈，成本端竞争尤为重要。

竞争态势分析如下：

供应商议价能力一般。快递公司的上游企业主要有一些运输车辆生产商，燃油供应商。运输成本对于快递公司来说，一直是成本控制的重点。为了降低成本、加强对车辆的管控力度，越来越多的快递公司用自有车辆来代替外部车辆，高端的运输车辆一般都需要提前预订，快递公司对高端运输车辆的议价能力一般。另外，油品属于大宗商品，快递企业的议价能力较弱，属于价格接受者，油价的波动对运输成本影响较大。总体来说，快递行业的上游企业议价能力一般。

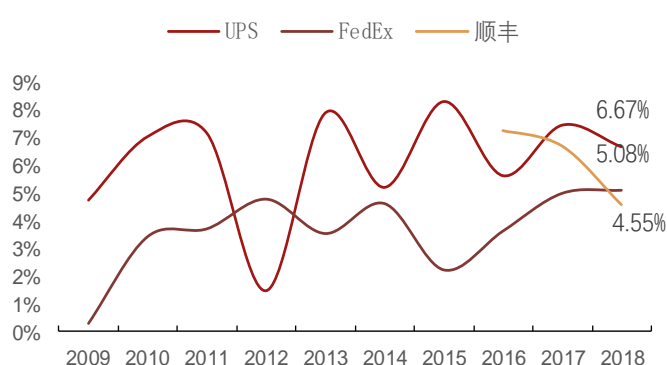
购买者议价能力强。快递服务同质化严重，差异性小，并且购买者的转换成本较小，议价能力较强。这种情况造成了快递企业普遍通过价格战来吸引顾客，采用薄利多销的模式赚取利润。从海外经验来看，快递行业公司的净利率普遍不高，美国的 UPS 和 FedEx 的销售净利率维持在 4%-7% 左右。快递业务平均单价从 13 年的 15 元以上下降到 2019 年 6 月的 11.78 元，价格下降趋势越发明显，随着龙头公司挑起价格战，行业洗牌加速来临。

图 9：快递业务平均单价逐渐下降



资料来源：Wind、招商证券

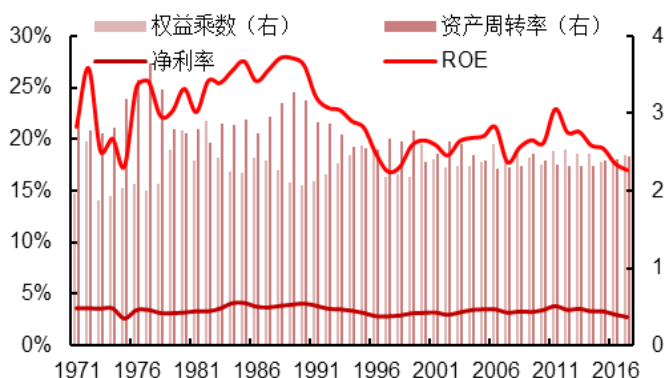
图 10：快递企业净利率情况



资料来源：Wind、招商证券

当然，低毛利率和净利率并不意味着低 ROE。沃尔玛以极低的毛利率和净利率为投资者带来丰厚回报，即通过资产周转率和财务杠杆率提升 ROE。如果快递行业市场竞争格局逐渐稳定叠加公司出色管理和运营能力，快递企业有望提升 ROE 水平。

图 11：沃尔玛的高周转模式



资料来源：Wind、招商证券

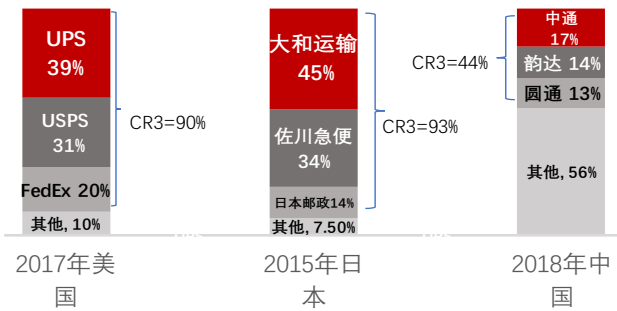
图 12：沃尔玛股价长期回报极为突出



资料来源：Wind、招商证券

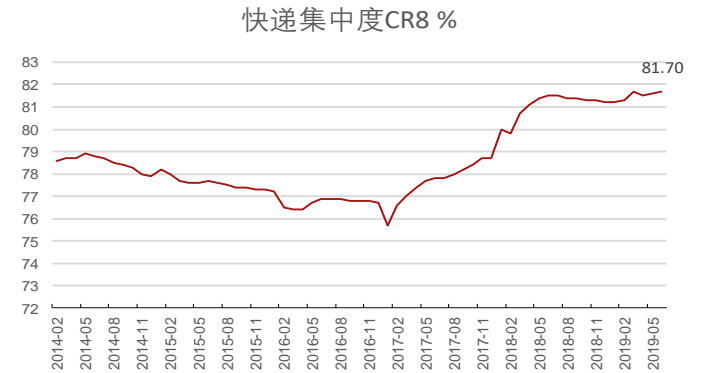
新进入者的威胁小。快递服务特性比较特殊，该行业中的企业首先需要建立跨地域的服务网络，网点铺设前期投入较大，进入壁垒高，因此受到新进入者的威胁较小，容易形成垄断。目前来看，海外快递市场普遍形成寡头垄断格局：2017 年美国 CR3=90%，日本 2015 年日本 CR3=93%。当前国内 CR3 仅有 44%，集中度偏低，这是由于当前国内快递业务量基数巨大，短期内很难由 2-3 家承担 90% 以上的业务。但是由图 3 可以看出，当前我国快递行业集中度指数 CR8 逐步上升，从 17 年的 76 上升到现在的 81.7；当前快递龙头公司挑起价格战，行业洗牌加速到来，未来将会形成类似于美日的寡头垄断格局。

图 13: 美日中快递企业集中度情况对比



资料来源: Wind、公司公告、公司官网、招商证券

图 14: 我国快递企业集中度指数 CR8

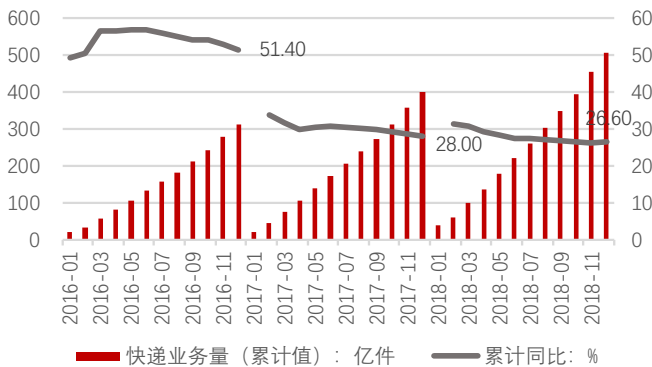


资料来源: 国家邮政局、招商证券

替代品的威胁小。由于快递服务具有特殊性,市场上很难有其他的能代替快递服务,顾客对该服务依赖性较强,转换成本很高,目前来看,快递行业的替代品威胁较小。

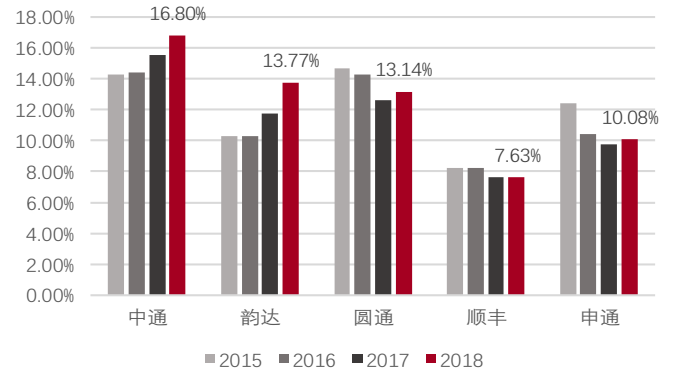
同业竞争者的竞争程度激烈。同样由于快递服务同质化严重,技术门槛低,较难实现差异化;再加上产业逐步趋于成熟(快递行业服务质量水平逐步提高,集中度不断提升),业务量增速放缓(行业整体增速从 16 年的 51% 下降到 18 年的 26%),快递行业的竞争程度异常激烈。近三年来,龙头公司市场格局加速变化:中通、韵达的市占率逐步提升,分列这 5 家快递公司的第一、第二;圆通、申通的市占率先降后升,分列第三、第四;顺丰市占率则保持在 7.63% 左右。

图 15: 快递行业业务量累计增速趋缓



资料来源: 国家邮政局、招商证券

图 16: 大快递企业市占率变化情况

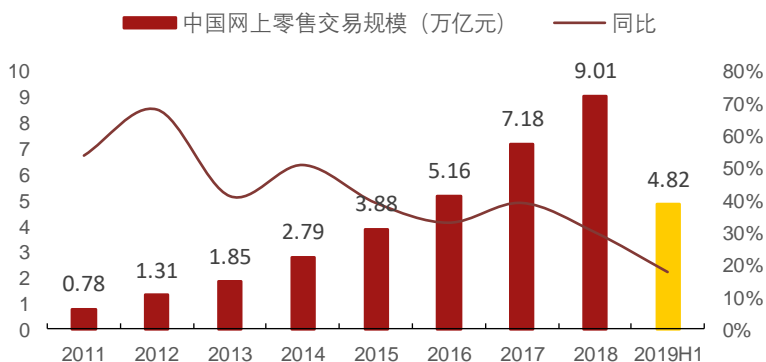


资料来源: 国家邮政局、招商证券

(2) 快递行业发展趋势

电商增速趋缓但韧性仍在。过去几年,我国的快递市场跟随电商经历了爆发式的增长。根据商务部《中国电子商务报告 2017-2018》数据显示,2011 年-2018 年,我国网络零售额持续增长,2018 年达到 9.01 万亿元,复合增速高达 42%,2019 年上半年,全国网上零售额达 4.81 万亿元,同比增长 17.8%,保持较强韧性。

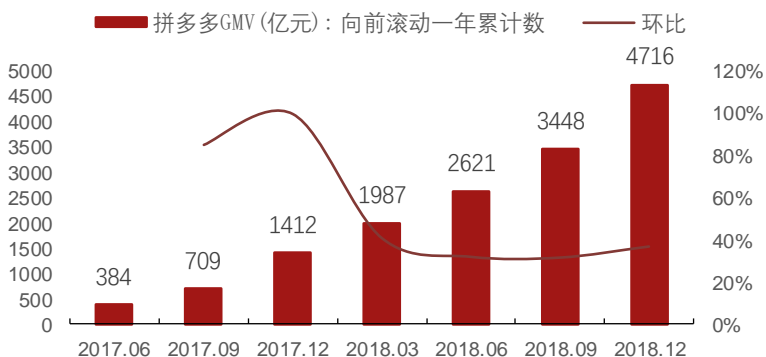
图 17: 中国网上零售交易额规模



资料来源:《中国电子商务报告 2018》、商务部、招商证券

电商新贵拼多多的崛起提供业务增量。在消费升级的背景下,天猫、京东等平台逐渐向高端游走,为中低端市场留出了空间,主打高性价比的拼单电商拼多多很好地挖掘了这块蛋糕,捕获互联网的长尾利基市场,业务量呈爆发式增长。截止 2018 年底,拼多多活跃买家屡创新高,达到 4.18 亿人;2018 全年 GMV 达到 4716 亿元,累计环比增速保持在 36%左右,增长迅猛;件量为 121 亿件,占国内快递件量的 26.7%左右。预计拼多多 2019 年 GMV 有望增长 90%至 9000 亿元;但同时受制于活跃买家和人均消费额增速放缓,预计拼多多 20/21 年 GMV 增速放缓至 29%/20%。

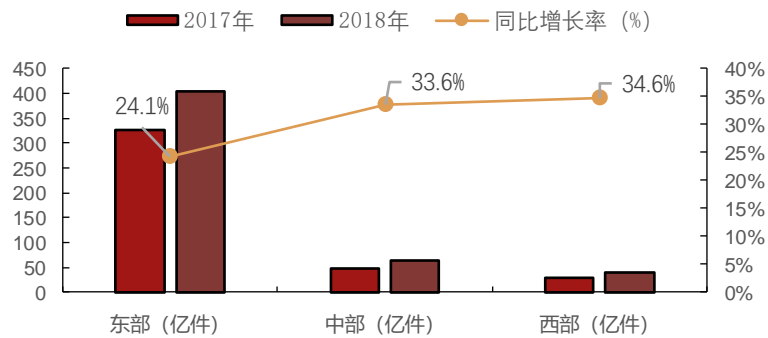
图 18: 拼多多 GMV 增长迅猛



资料来源:公司公告、招商证券

中西部发展存在巨大潜力。当前我国快递需求和快递企业主要集中于东部,而中西部地区由于经济发展水平较低,快递需求较为疲软,行业的区域发展不平衡。但目前来看,中西部地区快递需求潜力巨大。18 年来,中部和西部地区的快递量明显加速提升,业务量和收入占比也有所增加。据国家邮政局数据,2018 年东、中、西部地区快递业务量比重分别为 79.9%、12.3%和 7.8%,业务收入比重分别为 80%、11.2%和 8.8%;与去年同期相比,东、中、西部地区的业务量增速分别为 24.1%、33.6%和 34.6%,而全国整体增速为 26%,东部地区低于整体增速,而中、西部地区分别高于整体增速 7.6 和 8.6 个百分点。目前,中西部地区的快递需求仍未被充分发掘,未来,随着线上消费不断向中西部地区渗透,该地区有望带来较大的业务增量,成为新的增长点。

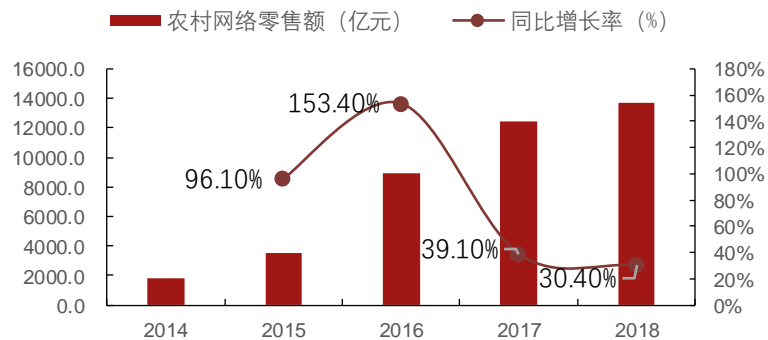
图 19：中西部业务量增速提升



资料来源：国家邮政局、招商证券

农村发展存在巨大潜力。中国互联网络信息中心的数据显示，截止到 2018 年 12 月，我国农村网民规模达到 2.22 亿人，体量规模巨大。另一方面，从互联网普及率来看，中国农村地区互联网普及率仅为 38.4%，虽然同比提升 3pcts，但仍远低于城镇普及率，农村电商更是一片蓝海。而定位低端电商市场的拼多多的爆发，也是农村电商市场潜力的缩影。商务部数据显示，2018 年全国农村实现网络零售额达 1.37 万亿元，同比增长 30.4%。

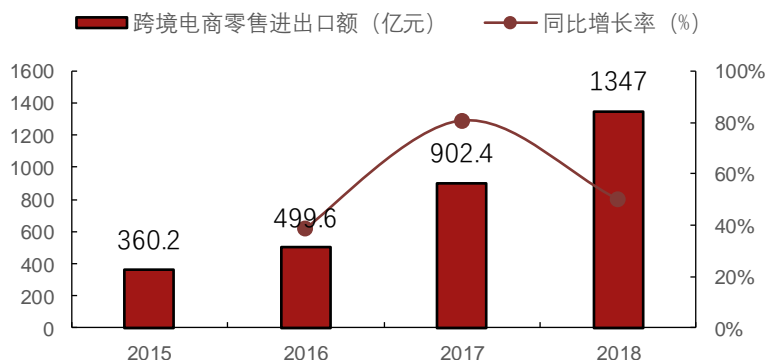
图 20：2014-2018 农村网络零售额



资料来源：中国互联网络信息中心、招商证券

跨境物流发展迅猛。2018 年我国跨境电商持续快速发展，跨境网络零售迅速增长。2018 年中国海关验放的跨境电商零售进出口额为 1347 亿元，同比增长 50%，其中出口 561.2 亿元，增长 67%，进口 785.8 亿元，增长 39.8%。近 3 年中国海关跨境电商零售进出口额年均增长率在 50% 以上。跨境电商的快速增长为带动跨境寄递服务的迅猛发展奠定了良好的基础。据阿里研究院预测，2020 年我国跨境电商零售进出口额将分别达到 1.5 万亿和 2.2 万亿，巨大的市场增量对跨境快递业务的带动作用值得期待。

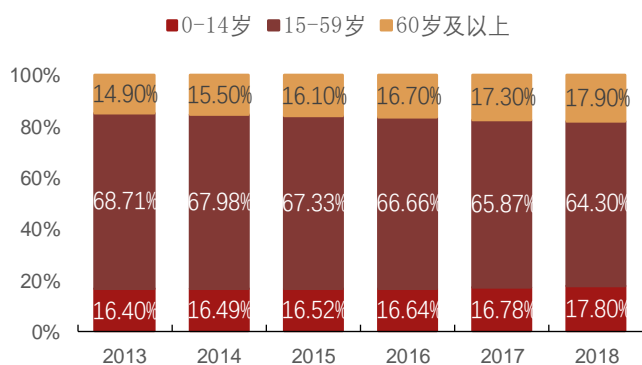
图 21: 2015-2018 年海关跨境电商零售进出口额



资料来源:《中国电子商务报告 2018》、招商证券

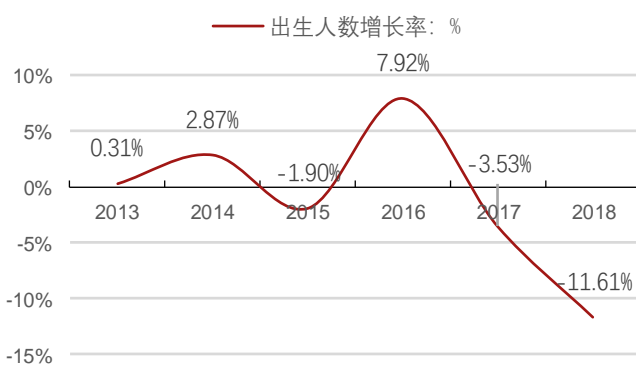
人口红利消失，需求端和成本端承压。从需求端来说，人口红利的消失意味着业务增量减少。2013 年-2018 年我国出生人口增长率呈现下降趋势，2018 年出生人口更是同比下降 11.61%，未来我国人口数量将会面临拐点，需求端承压。从成本端来说，高密度和低廉的人工成本也许以后将不复存在。当前我国 15-59 岁人口占比从 68.71% 下降到 64.3%，60 岁以上人口占比升至 17.9%，劳动人口占比下降，老龄化趋势显现。我们可以预见，未来各快递企业的人力成本将有显著提升，利润端承压。

图 22: 2013-2018 年人口结构变化图



资料来源: Wind、招商证券

图 23: 2013-2018 年出生人口增长率下降



资料来源: Wind、招商证券

社保费用提升，人力成本承压。短期来看，国家暂缓实施实缴社保的举措，舒缓了市场对于快递公司成本大幅增加的担忧；但是社保实缴势在必行，长远来看，这些社保成本最终会转嫁到产业链中的最终用工单位上。未来，快递行业的毛利将会进一步收窄。

总体来看，快递行业的发展机会与威胁并存。如何抢占拼多多市场，如何有效拓宽企业护城河，如何应对未来的成本压力，只有解决好这三大问题的快递企业才有可能获得长足的发展。

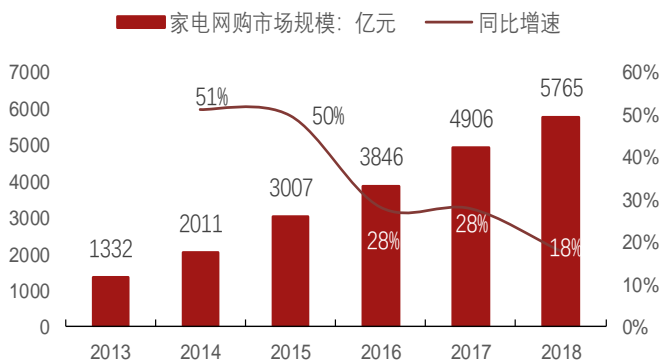
3. 快运：协同性强，融合发展大势所趋

(1) 快运业当前发展现状

快运是一个新兴的细分货运行业，零担快运与快递业务的区别主要在于提供服务的具体操作方式及承运货物的类型和重量不同。

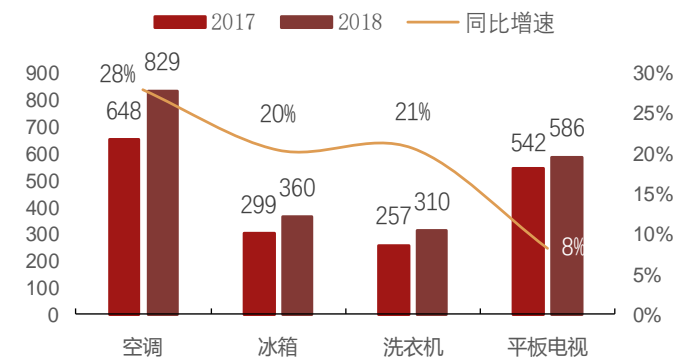
零担市场规模大。根据罗克博物流研究院的数据，2016 年我国零担市场规模在 1 万亿以上，是单年快递业务收入的两倍以上。另外，近年来由于大家电和家居行业网购的兴起，叠加大件快递物流运输的改善，大件快递业务量增长较快。据工业和信息化部赛迪研究院、中国电子报社发布的《2018 家电网购分析报告》，2013-2018 年家电网购市场规模从 1332 亿元增长到 5765 亿元，18 年同比增速达 18%。另外，主要大家电中，空调、冰箱、洗衣机的网络销售同比增速都达到 20%+，高于家电平均增速。零担快运市场由原来的 B 端主导逐渐向 C 端过渡。

图 24：2013-2018 家电网购市场规模



资料来源：《2018 家电网购分析报告》、招商证券

图 25：2017-2018 主要大家电网络销售额及增速



资料来源：《2018 家电网购分析报告》、招商证券

零担市场目前进入壁垒低，行业集中度低。零担行业目前主要客户为 B 端，个性化需求较低、进入门槛低（与快递业务需要取得相关资质不同，零担行业门槛低），行业竞争较为激烈，集中度不高，CR10 约为 3.4%。

在高度集中的市场格局下，龙头企业的收入和盈利体量更为庞大。根据 SJ 咨询的数据，2016 年美国零担物流行业规模为 349 亿美元，换算成人民币约合 2264 亿元，明显小于我国零担行业的 2016 总规模 1.1 万亿元。但由于市场集中度更高，300 多亿美元的零担市场就培育出了 11 家收入规模超过 10 亿美元的企业，其中有 8 家企业收入超过德邦 2016 年零担业务（102.82 亿元，即 1584.89 百万美元）的营业额。这意味着，未来随着我国零担市场集中度的提升，零担龙头企业在体量上仍然有着非常可观的增长空间。如果对照第一名 FedEx Freight 的市场份额（2016 年为 16.99%），按照零担行业 1.1 万亿的行业规模估算，我国零担第一企业的营业额有望达到 1870 亿元以上。

(2) 快运业未来发展展望

零担与快递相互渗透，但快递企业切入零担难度更小。随着大件电商件的业务量持续增长，快运业务向 C 端渗透，零担快运业务与快递业务边界日益模糊，快递企业可以依托原有的运输网络快速切入零担物流市场。主要着眼点在于最后一公里的派件能力，toB

向 toC 渗透时,需要加大在碎片化派送端的投入,以及增强大件快递所涉及的安装能力。目前来说,快递公司拥有大量干线、转运中心和网点,在进行全供应链覆盖时,相对于企业客户向个人用户端渗透,比逆向渗透的可行性更高。因此,运力互联、业务互通的网络化运营是零担快运的第一步,有利于实现网络和客户上的协同效应;标准化产品则为服务质量和可持续发展提供保障。

未来零担快运业务的着眼点。1) 加快配备大件重货分拨设备。目前大件重货的分拨设备与小件分拨设备难以兼容,各公司需要加大对重货自动化分拣的投入,提升规模效应,完善“最后一公里”重货配送。2) 重点发展重货快运,加快航空运力与地面资源的对接。重货快运业务主要针对 3C、新零售等中高端客户,毛利较高,继续保持优质的服务质量需要加强航空货运的发展。3) 延伸产业链条,拓展增值服务。以客户为中心,为客户提供仓储管理、商业智能、销售预测、大数据分析、供应链金融等一体化的综合物流服务,满足客户多元化需求,增强客户粘性。

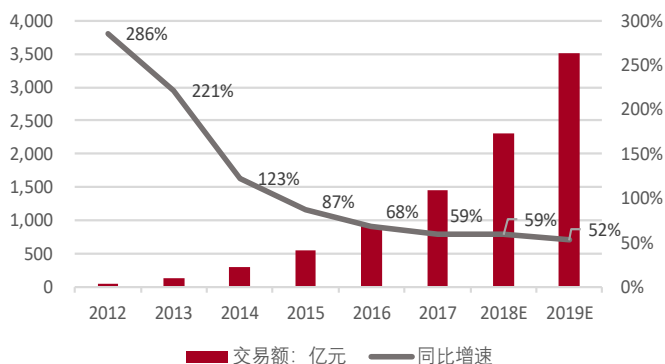
4. 冷运：生鲜&医药冷链发展潜力较大

(1) 冷运业当前发展现状

冷运物流指的是在运输贮藏的过程中,运用制冷技术保证低温从而防止物品腐坏。

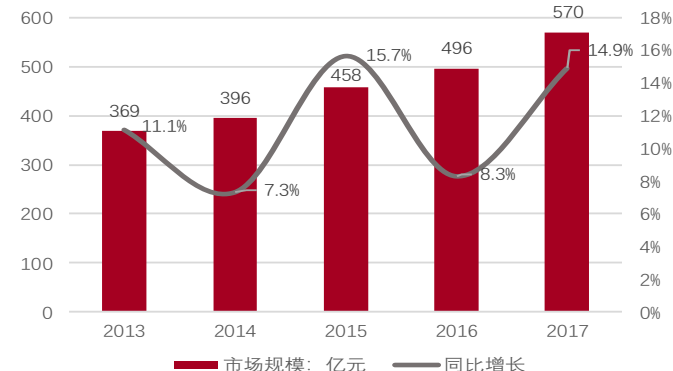
当前冷运行业市场规模大。据易观分析,2017 年我国冷运市场规模约 2000 亿,预计 2020 年规模约 4300 亿元,GAGR 超 20%。冷运市场规模庞大,一是得益于新零售业态下我国生鲜市场(生鲜常温下容易腐烂变质,损耗率高)的迅速发展,二是得益于我国庞大的医药消费市场(流通环节中药材尤其是疫苗需要全程冷运,否则疫苗容易变质失效),而且近年来国家出台不少涉及医药流通的政策也支持了医药冷运行业的快速成长。

图 26: 2012-2017 年生鲜电商交易额迅速增长



资料来源: 易观分析、招商证券

图 27: 2013-2017 年医药冷链物流市场规模逐步增长



资料来源: 易观分析、招商证券

行业处于成长期,集中度比较低。根据中物联,2017 年全国冷链物流百强企业收入为 259.83 亿元,仅占全国冷链物流的 27.52%。在百强企业中,营收口径衡量的 CR20 市占率为 66.64%, CR10 占比 55.11%。我国的冷链物流行业中小企业占据多数,行业面临着散、小、杂的特点。

行业进入壁垒高。无论是食品生鲜的冷运,还是医药物品的冷运,冷运行业都是一个进入壁垒比较高的行业。一是冷链物流对仓库及车辆有特殊要求,成本较高,二是为了控

制商品不腐坏，需要监控、需要打造全流程的冷链物流手段，成本较高。三是需要一定的技术以及相关的资质认证。因此只有**规模大、资金实力强、技术实力过硬**的企业才能在冷运行业脱颖而出。

(2) 冷运业未来发展展望

随着冷链物流行业竞争的不断加剧，大型冷链物流企业间并购整合与资本运作日趋频繁，国内冷链物流生产企业愈来愈重视对行业市场的研究，特别是对企业发展环境和客户需求趋势变化的深入研究。

顺丰较早的发现了冷链物流庞大的市场规模，运用当前自身实力进行前瞻性的布局，迅速抢占市场。以顺丰为例，**未来冷运业务发展的方向是：1) 逐步完善网络搭建**。当前冷运仓库网和冷运干线网还存在进一步铺设的空间；**2) 加强技术设备更新**。逐步完善全程温控技术，低温仓库建设，专业冷藏车配备。**3) 加强并购重组，资源整合**。由于冷链物流网前期投资较大，如果物流企业联合起来发展共同配送，一起建设冷链网络，可以有效提升资源配置效率，降低物流成本。

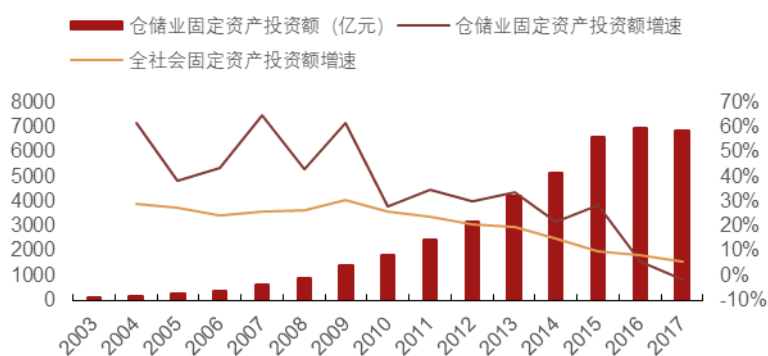
5. 仓储：供需矛盾加剧，未来增长潜力较大

(1) 仓储业当前发展现状

仓储是商品流通的重要环节之一，也是物流活动的重要支柱，在国民经济中占有重要的地位和作用。现代仓储是以满足供应链上下游的需求为目的，在特定的有形或无形的场所、运用现代技术对物品的进出、库存、分拣、包装、配送及其信息进行有效的计划、执行和控制的物流活动。

仓储业固定资产投资增长迅速，增速长期高于全社会固定资产投资增速，近几年增速趋缓。进入 21 世纪后，我国仓储业发展迅猛，各类仓储企业在政策引导和市场推动下纷纷加大投资。2015 年以前，仓储业固定资产投资额（固定资产投资额均不含农户）增速始终领先于全社会固定资产投资额增速，2003-2015 年，仓储业固定资产投资额 CAGR 达 40.14%，同期固定资产投资（不含农户）CAGR 为 23.04%。自 2010 年起，仓储业投资增速已有放缓趋势。2017 年，仓储业固定资产投资额为 6855.78 亿元，同比下降 1.8%，为近 20 年首次负增长。

图 28：仓储业固定资产投资额及增速

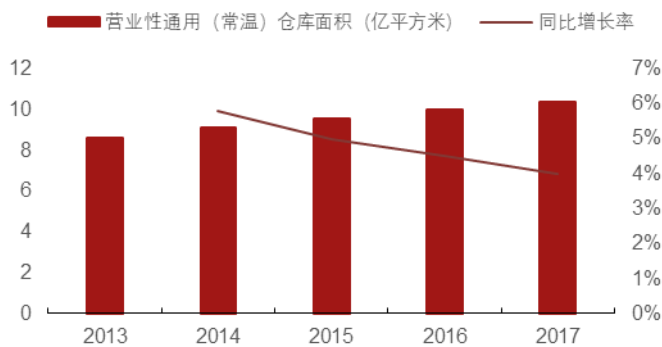


资料来源：国家统计局、招商证券

仓储业投资增速趋缓的原因主要有以下方面：1) 一二线城市清理低端、不合规传统仓库；2) 城市土地价格不断上涨，投资建设仓储设施的成本高昂，严重影响仓储企业的经营效益，降低仓储企业的经营韧性；3) 城市范围内的仓储设施建设用地日趋紧张，大部分城市仓储用地供应稀缺；4) 业内投资转向库内功能完善、信息化、智慧化（云仓储、大数据、物联网）等方面，导致投资增幅放缓。

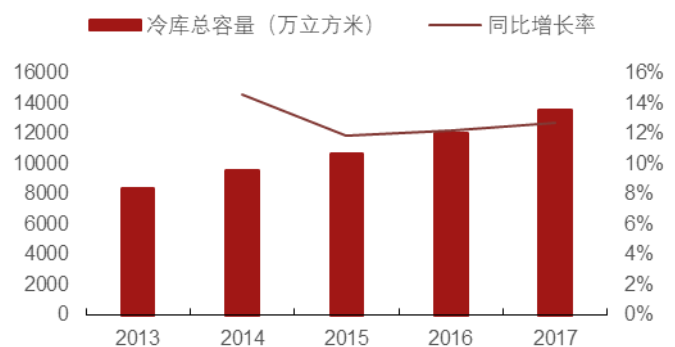
仓库面积飞速扩大。与仓储业大量固定资产投资相对应，自 21 世纪初以来，我国仓库面积飞速扩大，从原来的沿海港口城市（如上海、深圳）延伸至每一个主要的一线及二线城市。仓库设施建设呈现大型化、网络化趋势，电商仓库成为建设热点。截至 2017 年底，我国营业性通用（常温）仓库面积达 10.38 亿平方米，同比增长 4%，其中立体库约占 26.4%，平方米库约占 58%，楼房库约占 15.6%；冷库总容量为 13531.87 万立方米，同比增长 12.7%，其中冻结物冷库容量为 9671.62 万立方米，冷却物冷库（含气调库）容量为 3860.25 万立方米。

图 29：营业性通用（常温）仓库面积及增速



资料来源：中国仓储与配送协会、招商证券

图 30：冷库总容量及增速



资料来源：中国仓储与配送协会、招商证券

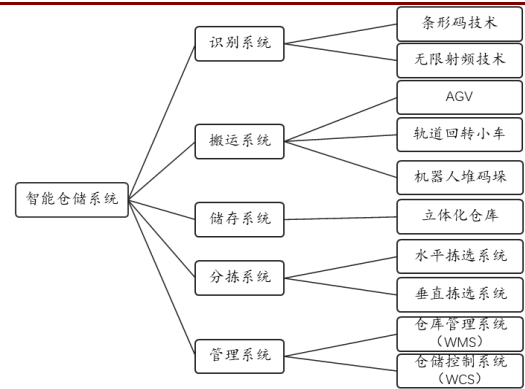
当前我国智能仓储还有较大发展空间。仓储物流发展可分为人工仓储、机械化仓储、自动化仓储、集成自动化仓储、智能自动化仓储五个阶段。人工仓储即物资的输送、存储、管理和控制主要靠人工实现；机械化仓储，则以运输车、堆垛机、升降机等机械设备代替人工为主要特点；自动化仓储则在机械化仓储的基础上引入了 AGV(自动导引小车)、自动货架、自动存取机器人、自动识别和自动分拣等先进设备系统；集成自动化仓储则以集成系统为主要特征，实现整个系统的有机协作；智能仓储系统是运用软件技术、互联网技术、自动分拣技术、光导技术、射频识别(RFID)、声控技术等先进的科技手段和设备对物品的进出库、存储、分拣、包装、配送及其信息进行有效的计划、执行和控制的物流活动。

图 31：仓储物流发展五阶段



资料来源：百度、招商证券

图 32：智能仓储系统构成



资料来源：百度、招商证券

智能仓储相较于传统仓储在空间利用率、储存量、储存形态、作业效率、人工成本、环境要求等方面均具备优势。

表 1：智能仓储优势

	智能仓储	传统仓储
空间利用	充分利用仓库的垂直空间	需占用大面积土地，空间利用率低
储存量	远远大于普通的单层仓库，节约 70% 以上的土地	单层仓库
储存形态	动态储存：货物在仓库内能够按需要自动存取	静态储存：只是货物储存的场所，保存货物是其唯一的功能
作业效率	货物在仓库内按需要自动存取	主要依靠人力，货物存取速度慢
人工成本	可以带来 80% 左右劳动力成本的节约	人工成本高
环境要求	能适应黑暗、低温、有毒等特殊环境的	受黑暗、低温、有毒等特殊环境影响

资料来源：百度百科、招商证券

智能仓储与大数据、云计算等新一代互联网技术深度融合。在“互联网+”战略的带动下，国内智能仓储与大数据、云计算等新一代互联网技术深度融合，整个行业都迅速地向运行高效、流通快速的方向迈进。另外国家供给侧改革，工业 4.0 和中国制造 2025 的驱动，“互联网+”仓储 4.0 概念催生，为网络与智能仓储硬件的高度融合、也为智能仓储发展指明了方向。

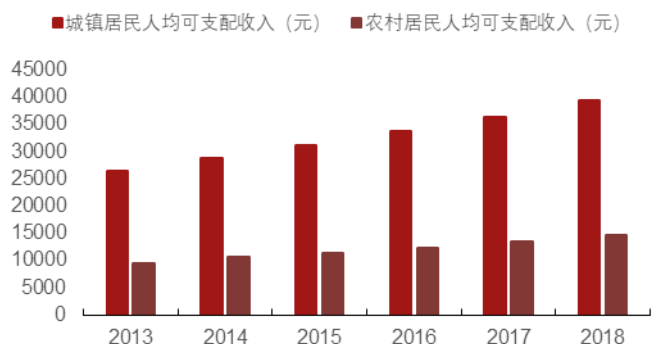
当前我国仓储业发展程度较为落后，运行效率低下，制约了物流的快速发展；未来智能仓储有助于改善分拣和出库效率，促进物流产业提质增效。

(2) 物流地产需求稳健增长

宏观经济增长奠定了物流需求快速增长的基础。随着中国经济的不断增长，2018 年中国人均 GDP 达到 64644 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。2018 年城镇居民人均可支配收入 39251 元，同比增长 7.8%；农村居民人均可支配收入达 14617 元，同比增长 8.8%。在人均 GDP

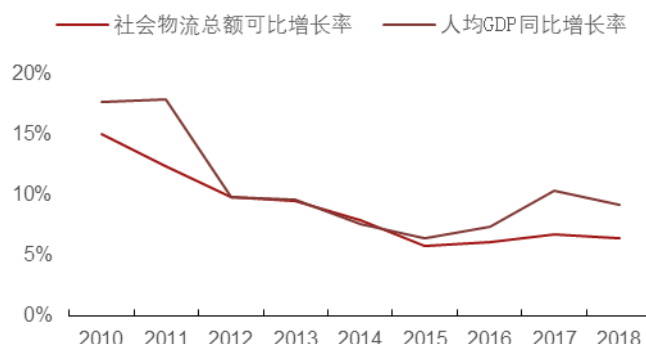
和居民收入不断提升的同时，居民的消费需求也日趋强劲，尤其是高端制造、食品、药品、快速消费品等行业的物流需求明显增加，这也对物流仓储提出了更高的要求。

图 33：城镇及农村人均可支配收入平稳增长



资料来源：国家统计局、招商证券

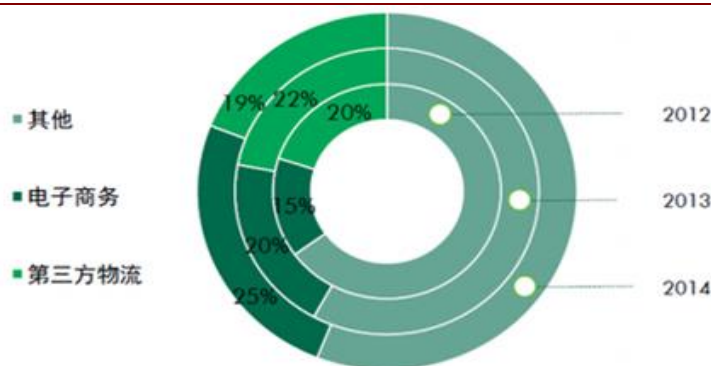
图 34：社会物流总额及人均 GDP 增速对比



资料来源：国家统计局、中国物流与采购联合会、招商证券

电子商务及第三方物流成为物流地产业的推动力量。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。它们主要是物流地产企业出于盘活固定资产的考虑，已经没有较大的增长潜力。近年来，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 35：普洛斯在华各行业租户占比（2012-2014 年）

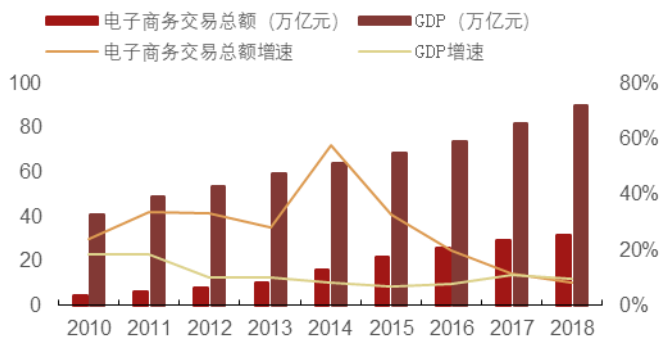


资料来源：世邦魏理仕、招商证券

1) 电商近年仍呈现稳健增长态势。2018 年，我国电子商务交易额为 31.63 万亿元，同比增长 8.5%。全国网络零售交易额突破 9 万亿元，同比增长 25.4%，其中实物商品网上零售额为 7 万亿元，同比增长 27.7%，占社会消费品零售总额的比重达 18.4%。2010-2018 年间，电子商务交易额 CAGR 为 27.4%，同期国内生产总值 CAGR 为 10.3%。此外，网络零售交易额 CAGR 为 41.8%，同期社会消费品零售总额 CAGR 为 10.7%。2018 年，全国快递服务企业业务量累计完成 507.1 亿件，同比增长 26.6%，其中约有 70%是由于国内电子商务产生的快递量。阿里巴巴旗下天猫商城仅仅在 2018 年“双十一”1 天的交易额就达到 2135 亿。

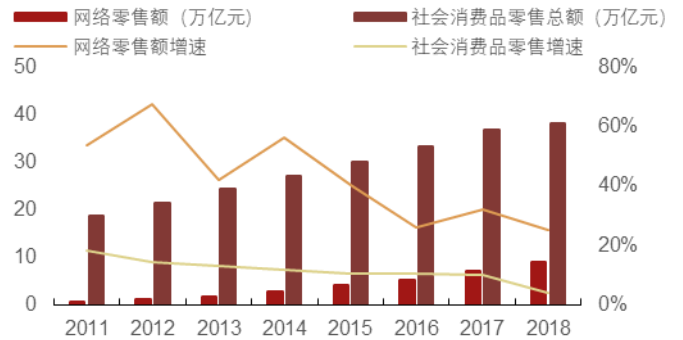
虽然电商发展已过了 30%-50% 的高速增长阶段，但是随着电商新贵拼多多的崛起，未来增速韧性增强，预计仍能保持 20% 的较快增长。

图 36: 电子商务交易总额快速增长



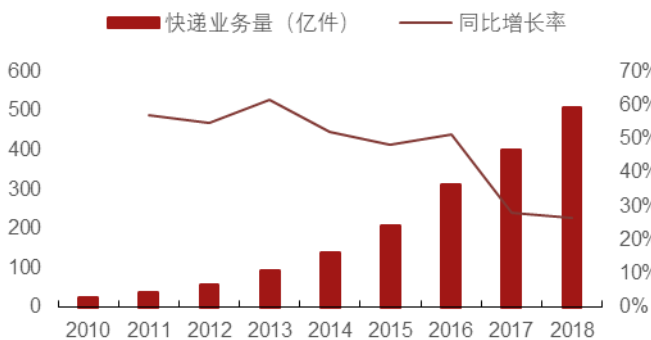
资料来源: 国家统计局、中国商务部、招商证券

图 37: 全国网络零售额迅速增长



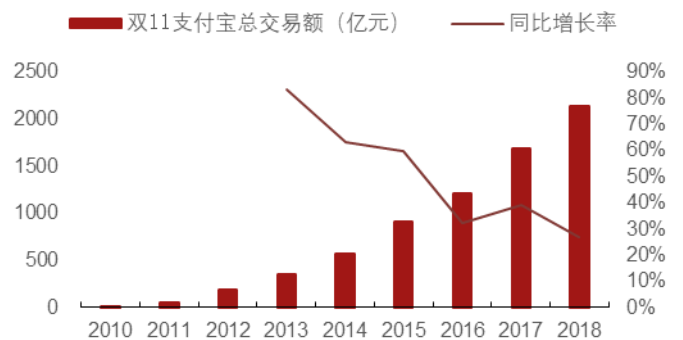
资料来源: 国家统计局、中国商务部、招商证券

图 38: 快递业务量快速增长



资料来源: Wind、招商证券

图 39: 天猫商城双 11 交易额



资料来源: Wind、招商证券

由于国内网购交易额在近几年的爆炸式增长,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。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。目前真正智能化仓储操作还处于探索阶段。

图 40: 仓储智能化

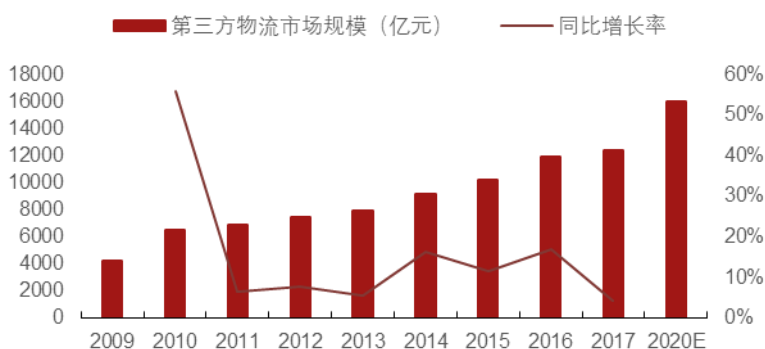


资料来源: 百度图片、招商证券

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，目前仍然有相当部分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。

- 2) **第三方物流同样发展迅速。**第三方物流是指在物流渠道中以合同的形式在一定期限内，由专业企业提供物流服务的一种物流形态。在竞争日趋激烈及专业化分工趋势下，企业必须将主要精力集中在核心业务中，而将运输、仓储等物流的部分或全部交由更专业的物流企业进行操作，以确保企业竞争优势。由此，第三方物流便出现且迅速发展起来。自上世纪 90 年代中期，第三方物流伴随现代物流理念传入我国以来，已经有了长足发展。自 2009 年至 2017 年，中国第三方物流收入呈现快速增长态势。短短八年间，总量由最初的 4167 亿元增加到 12411 亿元，远超日本及其他欧洲国家，同时与美国的差距也在不断缩小，在未来或超过美国位列全球第一。未来，随着我国企业对第三方物流需求的不断增加，预计到“十三五”末期市场规模将达到 16000 亿元左右。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 41：2009-2020 年中国第三方物流市场规模走势及前景预测



资料来源：前瞻产业研究院、招商证券

目前，在我国第三方物流市场上总共有四类企业参与竞争，分别为经改造转型而来的传统仓储、运输企业；新创办的国有或国有控股的新型物流企业；外资和港资物流企业；民营物流企业。

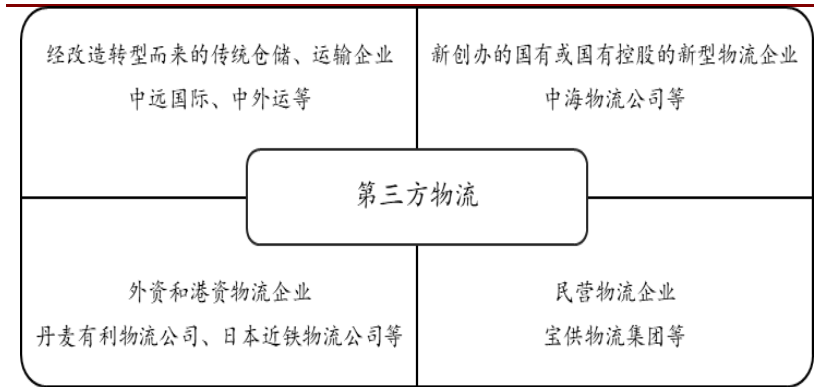
由传统仓储和运输企业转型改造而来的第三方物流企业，凭借原有的物流业务基础和在市场、经营网络、设施、企业规模等方面的优势，在市场中占据主导地位，代表公司有中远国际、中外运等。

新创办的国有或国有控股的新型物流企业是现代企业改革的产物，以中海物流公司为代表，这类企业管理机制比较完善，发展比较快，正占据越来越多的份额。

外资和港资物流企业利用其经营理念、经营模式和优质服务吸引中国企业，从而不断向中国第三方物流市场渗透，市占率提升较快，代表性公司有丹麦有利物流公司、日本近铁物流公司。

民营物流企业具有机制灵活、管理成本低等特点，以宝供物流企业集团有限公司为代表，是我国物流行业中最具朝气的第三方物流企业，有望成为第三方物流行业的中坚力量。

图 42：第三方物流行业主要参与者



资料来源：前瞻产业研究院、招商证券

当前我国第三方物流市场高度分散，即将迎来新一轮行业整合。在 1 万至 1.5 万家第三方物流企业中，没有一家企业能占到 2% 以上的市场份额。而美国第三方物流行业发展相对成熟，仅 C.H.Robinson 一家占据 7% 份额，前十企业占总体市场 36% 份额，前五十企业占总体市场 67% 份额。

总体来看，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。

(3) 物流地产供给不足

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需求旺盛，高端设施的缺口变得十分巨大。CBRE 早前发布的《全球优质物流地产租金报告》显示，中国主要城市非自用高标准物流设施存量累计仅约 2600 万平方米，人均面积不到 0.015 平方米，而美国高标准物流设施总存量约为 3.7 亿平方米，折合人均面积达 1.17 平方米，为中国的 78 倍，国内高标准物流设施有广阔的增长空间。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。

表 2：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
主体结构	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，仅能提供堆放物品，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	缺乏专门消防喷淋设施

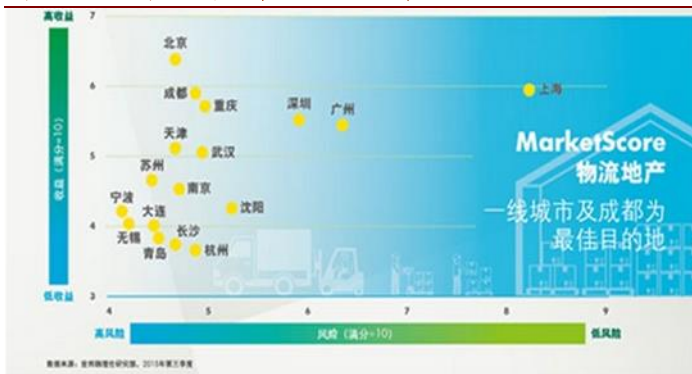
	高标准仓储设施	传统仓储设施
卸货装置	1.3米高、4.5米宽专用卸货区，与大型货车箱平行，方便卸货；电动提升门、自动卸货平台，提高货物装卸的效率；6.5米宽雨棚，保证雨天也能够装卸货物	缺乏与大型集卡、拖挂货柜车匹配的卸货平台，数量短缺，影响装卸货效率

资料来源：百度百科、招商证券

此外，我国主要物流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。

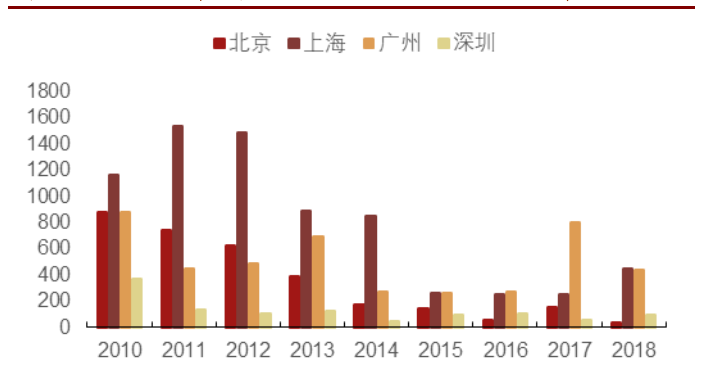
土地成稀缺资源，供给受限。物流地产很大程度上依赖租金收益的行业，要实现这个规模需要大规模开发土地。我国的高端物流设施有超过60%集中在一线城市，拿地难的问题已经完全显现出来。一方面，政府积极推行集约用地同时逐年下调城市工业用地指标。2014年9月1日施行的《节约集约利用土地规定》中指出，对特大城市新增建设用地严格限制，并将逐渐减少。另一方面，物流地产相比住宅和商业地产土地出让金低、税收贡献较低、土地利用率低，因此政府为了把土地换成更多的财政收入，在项目审批的时候不大可能单独批准大片土地建物流基础设施。

图 43：17 个主要城市收益风险评估



资料来源：世邦魏理仕、招商证券

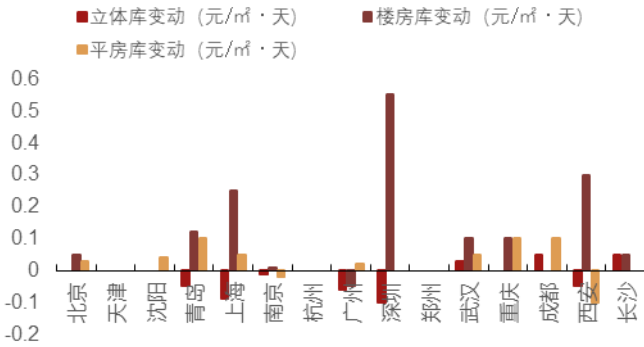
图 44：一线城市成交工业用地占地面积（万平方米）



资料来源：Wind、招商证券

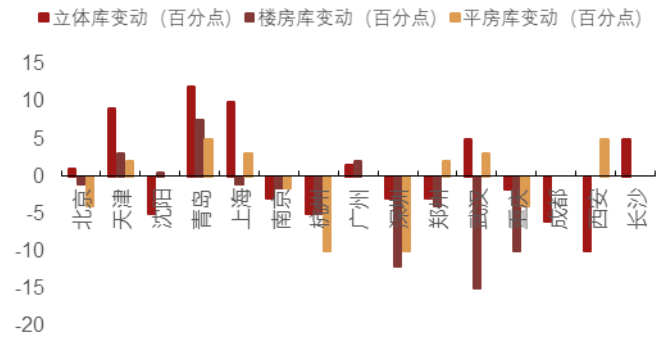
在一线城市，拿地难将成为制约物流地产快速发展的主要因素。一线城市短期内已经出现土地价格增长速度高于租金增长速度的现象。我国目前物流土地供应缺口巨大，长期的供需不平衡，致使租金直线上涨，物流用地的空置率下降。而对其他的城市来说，尽管企业在拿地方面相对容易，但市场还没有完全开发出来，物流需求量不足，存在着空置率高和回报周期缓慢等多种问题。

图 45: 物流节点城市仓库租金整体呈增长态势 (2016)



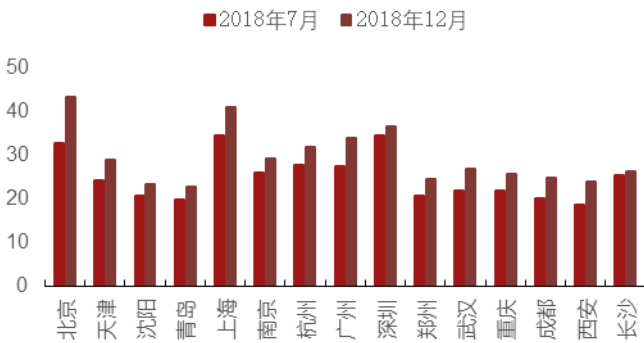
资料来源: 中国仓储与配送协会、招商证券

图 46: 物流节点城市仓库空置率整体呈下降态势 (2016)



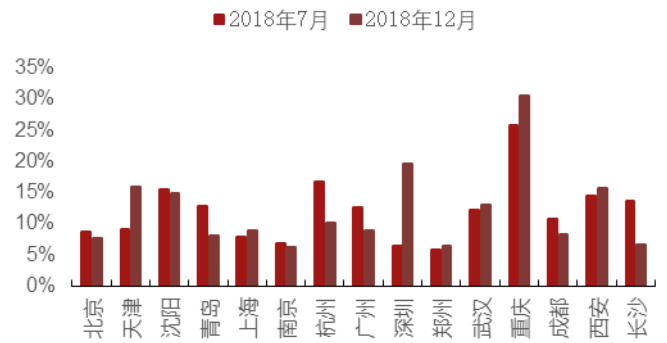
资料来源: 中国仓储与配送协会、招商证券

图 47: 物流节点城市仓库租金显著上涨



资料来源: 物联云仓、招商证券

图 48: 部分物流节点城市仓库空置率下降



资料来源: 物联云仓、招商证券

注: 物联云仓自 2018 年 7 月起发布该数据, 受季节性因素影响, 2018 年 12 月数据与 2018 年 7 月数据可比性不强, 对比仅供参考。

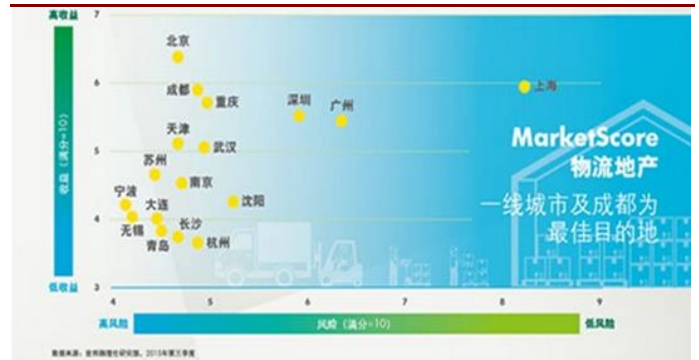
仓储资源目前的需求集中在珠三角、长三角、环渤海和内陆大型城市, 因此拿地相对容易、物流需求旺盛的一线城市的卫星城、热点二线城市以及重要的物流节点城市有着很大的市场增长潜力。

图 49: 主要物流开发商全国城市节点



资料来源: 世邦魏理仕、招商证券

图 50: 17 个主要城市收益风险评估

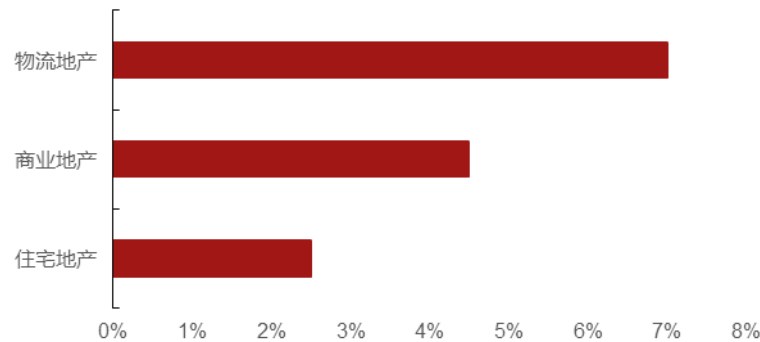


资料来源: 世邦魏理仕、招商证券

高租金推高物流地产投资回报率: 需求旺盛, 供给不足推动了优质物流仓储市场租金的稳步上涨。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%-5% 的投资回报率。此外，分城市来看，尽管部分二线及环一线的卫星城市物流地产的绝对租金水平低于一线城市，但考虑到其土地成本也相对较低，从收益率角度来看，供需格局较好的二线及环一线的卫星城市物流地产的回报率也较高。

图 51：一线城市地产项目投资回报水平



资料来源：世邦魏理仕、招商证券

二、国企混改逐步推行，仓储地产加快转型

1. 国企仓储资源雄厚，但运行效率较低

(1) 中储股份：占地面积 830 万平方米

中储股份公司基本情况：中储股份是业务涵盖期现货交割物流、大宗商品供应链、互联网+物流、工程物流、消费品物流、金融物流等领域的现代综合物流企业，为我国特大型全国性仓储物流企业。公司仓储网络覆盖亚洲、欧洲、美洲等世界主要经济区域，在国内 20 多个省、直辖市和自治区投资运营了物流园区，形成了立足中国、服务全球的仓储物流服务能力，能够为中外企业的全球化经营提供物流支持。

现有资源：中储目前拥有土地面积超过 830 万平米，权益土地超 450 万平米（其余部分中，300 万平米来自中储总公司）。在中储目前运营的仓储基地中，绝大多数分布在一二线城市、毗邻火车站、机场、高速公路、物流园区等交通便利或产业集中度高的位置，具有较高的再次开发价值。另外，公司拥有近 50 条专用线，累计长度近 40 公里，具备公、铁运输转换的重要条件；公司天津、青岛、上海等地区分子公司拥有靠近港口的优势，无锡、南京等地区分公司拥有货运码头，有利于形成水、公、铁运输方式的转换及联运。公司拥有固定式起重设备（龙门吊、行车、葫芦吊等）342 台，流动式起重设备 31 台（集装箱正面吊和汽车吊），叉车 373 台，运输车辆 297 辆，剪切生产线 18 条，装载机 13 台。

图 52：中储现有土地储备及地理优势（单位：万平米）

分布	仓库	主要地理位置优势	占地	货场	库房
天津	南仓分公司	钢铁物流园区	66	38	5.9
	新港分公司	保税区、津滨高速、京津塘高速	21.5	23.9	2.7
	唐家口分公司	中环线交通枢纽、国际机场	6.2		2.3
	塘沽分公司	天津港、京津塘高速、国际机场	17	5.5	3.2
	廊坊分公司	京山铁路、京津塘高速公路	29.5	20	5
上海	大场分公司	上海铁路桃浦站	28.6	7.2	8.4
	吴淞分公司	杨行国际物流园区	12.5	3.8	1.8
	临港奉贤基地	浦东铁路四团车站、芦潮港、保税区	21.8	2	4.8
	临港合庆基地	合庆工业园区、浦东机场、保税区	5.3		3
辽宁	铁西分公司	沈山铁路大成站	6	0.4	2.1
	沈北分公司	203国道、虎石台火车站	14	6	2.7
	大连分公司	大连北站	58.3	30	4
	沈阳智运仓储有限公司	102国道、沈阳二环路	5.4	1	2.5
	沈阳物流中心	沈阳市高兴技术开发区	36	15	10
河南	郑州南阳寨分公司	京广铁路、三环内	20	10	6.3
	平顶山分公司	市内货运主干道	42.8	6	4.7
	郑州物流中心	物流基地	32.9	21.9	3.2
陕西	西安分公司	二环内	34	15	6.6
	西安东兴分公司	货运站场	4.3	3.5	5
	咸阳物流中心	陇海线、312国道、咸阳国际机场	14	2	2
江苏	南京滨江物流中心	长江口岸	26.7	7	5
	无锡物流中心	京杭运河	31	12	7
四川	成都天一分公司本部	成都新津物流园区	8		5
	天一汇津基地		26	9	9
	天一青白江基地		77.1		5
	天一绵阳华青基地		4.7	4	0.3
	成都天二分公司		10	1.5	3.7
山东	青岛分公司	火车站、济青高速	11	4	3
	青岛中储物流有限公司	铁路集装箱中心站、胶东国际机场	36	18	5
	青州分公司	港口、火车站	17	3	5.4
武汉	汉口分公司	长江口岸	36	11.4	3.5
	衡阳分公司	湘桂铁路、潭衡西高速	25	10	4
	武汉江北公司	长江口岸	7		3.2
山西	寿阳公司	307国道、太旧高速公路	43	17	4.2
	平阳物流公司	市区主干道长风街和滨河路	1		1
合计			835.6	308.1	150.5

资料来源：公司官网、招商证券

注：中储总公司官网数据更新至 2017 年 12 月

表中标记蓝色的为中储主要的期货交割仓，且交割库容占比较大、土地使用率较高；标记红色的为主要的商品现货交易场所、或有特殊用途的稀缺仓库（如危险品仓库）；这些仓库并不适合转型物流地产；其余部分土地面积约 500 万平方米（略高于 GLP 最近两年新开工规模），未来存在被改造升级的可能性，实现物流资产和运营分离。

（2）东百集团：占地面积 100 万平方米

东百集团公司基本情况：东百集团的前身是 1957 年成立的福州市东街口百货大楼，1993 年在上交所挂牌上市，1997 年东百集团正式成立。经过 60 年的成长变革，东百集团由单一的百货零售商发展为集商贸、地产、酒店管理、广告信息等多业态为一体的大型商业集团。公司经营重心从零售到商业地产再到如今的物流地产，其商业基础设施运营的核心本质不变。

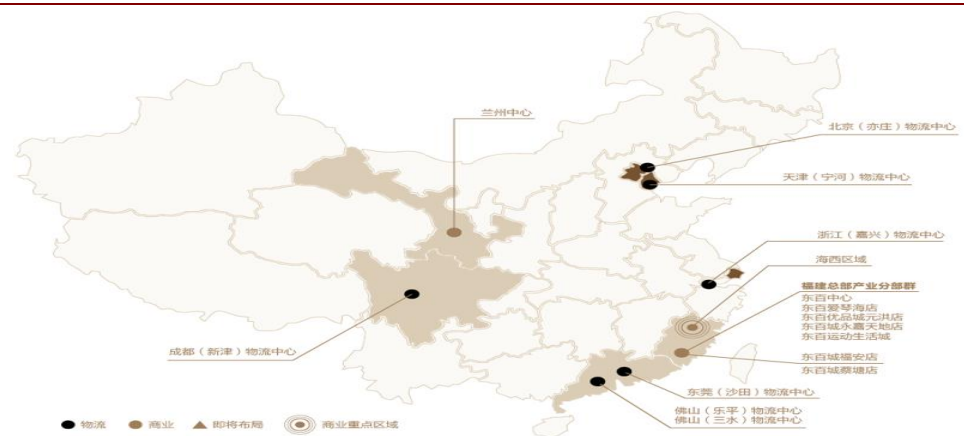
现有资源及运营现状:公司目前已取得全国核心区域近 100 万平方米的仓储物流用地, 已建在建面积约 70 万平方米, 未来仓储占地面积有望达到 170 万平方米以上。公司仓储物流服务主要是对仓储物流设施的开发和运营, 提供标准化的物流设施和高标准的服务, 采用以“投-建-管-退”的闭环运作模式及轻资产运营的思路, 通过对各仓储物流项目的投资、开发、运营和退出, 滚动经营, 实现资金闭环。合作对象主要为京东等大型电商及第三方物流企业, 以及国内外大型产业基金。

图 53: 2018 年东百现有土地储备及地理优势 (单位: 万平米)

分布	仓库	地理区位优势	占地面积	可租面积
四川	成都新津物流中心	成都新津县, 京昆高速、双流机场	15.5	10
北京	北京亦庄物流中心	南苑机场、大广高速、地铁站	3.3	4.7
广东	佛山三水物流中心	白云机场、广州北站	18.7	15.8
	佛山乐平物流中心	白云机场、广州北站	19.9	11.8
	东莞沙田物流中心	深圳机场、东莞火车站	6.55	未披露
浙江	浙江嘉兴物流中心	沪杭高速、上海虹桥气、嘉兴南站	11.7	10
天津	天津宁河物流中心	G205国道、京津高速、滨海机场	21	14
合计	8个		96.65	66.3

资料来源: 公司官网、招商证券

图 54: 东百仓储资源布局



资料来源: 公司公告、招商证券

(3) 南山控股: 占地面积 380 万平方米

南山控股公司基本情况:公司前身是雅致集成房屋(集团)股份有限公司, 于 2009 年 12 月在深圳证券交易所上市。2015 年, 公司发行股份购买资产并募集配套资金的重大资产重组事项完成, 公司更名为深圳市新南山控股(集团)股份有限公司。2018 年, 南山控股吸并深基地 B, 成为一家以房地产开发为核心, 集成房屋、船舶舾装相结合的企业集团。宝湾物流控股有限公司, 是南山控股与中国南山开发(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, 成立于 2011 年 7 月, 注册资本 25 亿元人民币。发展至今, 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。

现有资源以及运营现状:宝湾物流在全国高端物流仓储占地面积达到 380 万平米, 仓

储面积达到 220 万平方米，在建仓储设施面积 250 万平方米，规划中的仓储设施面积达 130 万平方米，形成了一个覆盖主要物流枢纽的高效物流网络。当前宝湾物流除了为顾客开发物流基础设施之外还提供以下四种增值服务：1) 物流租赁业务，提供物流园区及仓储租赁和设备租赁；2) 物流增值服务，提供分拣、分拆、贴标签、流通加工等服务；3) 供应链延伸服务，如库存管理和仓库操作等；4) 物流核心业务，提供以物流园区为中心的干线运输与城市配送业务。

图 55：2018 年宝湾现有土地储备及地理优势（单位：万平方米）

分布	仓库	地理区位优势	占地面积	仓储面积
北京	北京顺义宝湾物流园区	京平高速	8.3	5
天津	天津宝湾国际物流园区	滨海新区、天津港保税区	32	15.6
	天津（津南）宝湾国际物流园区	津南区微电子工业区	10	6.49
河北	廊坊宝湾国际物流园区	廊坊市开发区科技谷	17.3	8.65
上海	上海松江宝湾国际物流园区	G1501 上海绕城高速、沪昆高速、机场	21.4	12
	上海宝湾国际物流园区	港口、机场	38.8	20
江苏	无锡惠山宝湾国际物流园区	G42 沪蓉高速、G48 沪宜高速	19.9	11.5
	昆山宝湾国际物流园区	交通干线	26.7	14
	南通宝湾国际物流园区	南通火车站、通宁高架	10.8	6.2
	南京宝湾国际物流园区	交通干线	19.2	11.1
	镇江新区宝湾国际物流中心	铁路干线	25.7	15
安徽	合肥宝湾国际物流中心	合肥主城区、北部新城交汇中心	21.9	13
山东	青岛胶州宝湾国际物流中心	渤海湾、港口	26.5	16
湖北	宝湾物流（武汉）	交通干线	13	7.8
四川	成都龙泉宝湾国际物流园区	交通干线	27.4	13
	成都新都宝湾国际物流园区	交通干线	16.1	6.7
陕西	咸阳宝湾国际物流园区	交通干线	22	11.4
广东	广州宝湾物流园区	广州出口加工区	14	13.1
	深圳宝湾国际物流园区	交通干线	5	4.2
合计	19个		376	210.7

资料来源：公司官网、招商证券

注：仓储面积统计与公司公告有差距是因为部分园区数据尚未在官网中更新

图 56：宝湾仓储资源布局



资料来源：公司官网、招商证券

总体来看，当前三大国企仓储土地资源合计超过 1310 万平方米，仓库面积约 586 万平方米，处于行业中上游水平。据中国仓储与配送协会发布《中国仓储业蓝皮书（2018）》

显示，通用仓储中苏宁物流面积排名第一。通用仓储排名前五的企业分别为江苏苏宁物流有限公司、中国外运长航集团有限公司、青岛日日顺物流有限公司、安得智联科技股份有限公司和厦门象屿股份有限公司，其中苏宁物流集团仓储面积达到 1343 万平方米。据悉未来三年，苏宁物流计划加速实现 2200 万平方米仓储面积的目标，五年成为中国最大的消费品仓储服务商。

图 57：全国通用仓储企业排名（2017）

名次	企业名称	仓库面积（万平方米）
1	江苏苏宁物流有限公司	1343
2	中国外运长航集团有限公司	700
3	青岛日日顺物流有限公司	600
4	安得智联科技股份有限公司	585
5	厦门象屿股份有限公司	449
6	百世物流科技（中国）有限公司	420
7	深圳越海全球供应链有限公司	301.1
8	中储发展股份有限公司	300
9	顺丰速运集团	280
10	招商局物流集团有限公司	240

资料来源：公开资料、招商证券

冷链仓储方面，上海郑明现代物流有限公司冷库面积达 538 万平米，位居业内第一。冷链仓储面积超过 100 万平米的有 8 家。郑明现代物流成立于 1994 年，目前已成长为中国领先的第三方物流提供商。在 2011 年红杉资本进行 A 轮投资后，郑明物流大量投资于温控基础设施，包括冷藏仓库、卡车及 IT 系统。郑明 75% 的业务为冷链物流，主要运输对象包括奶制品、肉类、海鲜、高端蔬菜、水果、餐饮及化学物品等。

仓储地产方面，近几年，我国仓储地产企业快速发展，仓库网点逐步向二、三线城市延伸。以普洛斯为代表的仓储地产企业推动着我国仓库设施向立体化、大型化、网络化方向发展，2017 年普洛斯仓库容积达 3300 万立方米，市场占有率大幅领先，稳居第一。

但是，当前这三大国企的仓储资源中有些仓库设施还比较落后，自动化设备配备不足，物流运行效率较为低下，并且企业在物流地产开发与运营环节与普洛斯等成熟的物流地产商相比还有较大差距，盈利能力较弱。因此，仓储物流业的国有企业改革势在必行。

2. 国企混改持续推行，地产盘活指日可待

（1）国企改革制度介绍

国有企业改革是中央实施做强做大国有企业方针的重大战略步骤，是传统国有企业在体制、机制以及管理制度等方面为适应社会主义市场经济体制而进行的改革。其中心环节和核心内容是建立现代企业制度，增强国有企业活力，提高国有企业的经济效益。最终实现国有资本保值增值，提高国有经济竞争力，放大国有资本功能。

我国国有企业改革经历了五个阶段。

第一阶段（1978—1980）以扩大企业自主权试点为突破口，主要内容是扩权、减税、让利，给企业一定的自主财产和经营权利。

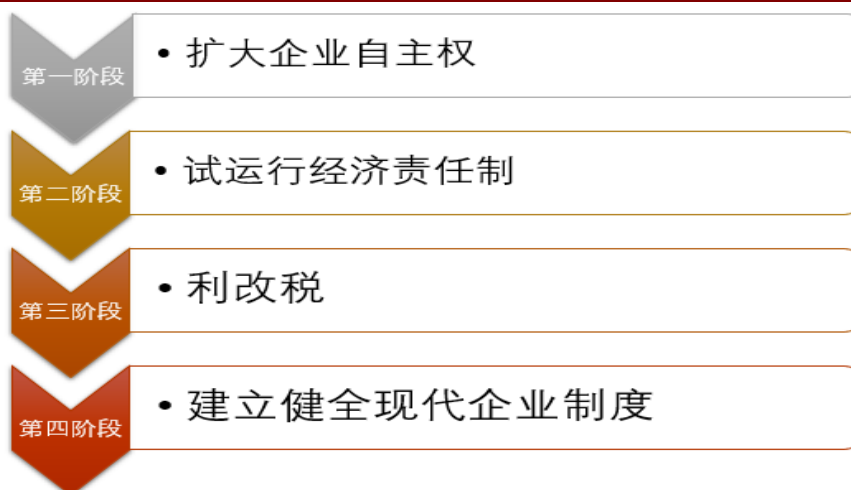
第二阶段（1981—1982）的主要内容是试运行经济责任制。1980年开始在部分地区企业试行多种形式的盈亏包干责任制和记分计工资、计件工资、浮动工资等办法，把生产责任制同经济效益结合起来，并逐渐形成责权利相结合的经济责任制。

第三阶段（1983—1986）的主要内容是利改税。1983年6月在各地试点基础上实行税利并存的第一步利改税。1984年9月，税利并存过渡到完全的税代利，从而促进国家财政收入的增长。

第四阶段（1987—1991）的主要内容是完善企业的经营机制，实行以“包死基数、确保上交、超收多留、歉收自补”为主要内容的承包制，从而打破了大锅饭，调动了企业和职工的积极性，促进了企业生产的发展。

第五阶段（1992年后）是以建立健全现代企业制度为目标的改革。中共十四届三中全会确立了建立按照“产权清晰、权责明确、政企分开、管理科学”现代企业制度的国有企业改革方向，使企业真正成为市场主体。

图 58：国企改革阶段划分



资料来源：公开资料、招商证券

中共中央、国务院 2015 年 9 月中旬印发了《关于深化国有企业改革的指导意见》（以下简称《指导意见》）。《指导意见》共分 8 章 30 条，从改革的总体要求到分类推进国有企业改革、完善现代企业制度和国有资产管理体制、发展混合所有制经济、强化监督防止国有资产流失、加强和改进党对国有企业的领导、为国有企业改革创造良好环境条件等方面，全面提出了新时期国有企业改革的目标任务和重大举措。根据《指导意见》，到 2020 年将在国企改革重要领域和关键环节取得决定性成果，形成更加符合我国基本经济制度和社会主义市场经济发展要求的国有资产管理体制、现代企业制度、市场化经营机制，国有资本布局结构更趋合理，造就一大批德才兼备、善于经营、充满活力的优秀企业家，培育一大批具有创新能力和国际竞争力的国有骨干企业，国有经济活力、控制力、影响力、抗风险能力明显增强。

2018 年 10 月，全国国有企业改革座谈会在北京召开，会议传递出多个重要改革信息。其中，“伤其十指不如断其一指”“一个行动胜过一打纲领”“改革乘数效应最大”等提法令人耳目一新，耐人寻味。下一步，国企改革部署将紧扣重点，务求实效。在实践层面，新启动的国企改革“双百行动”正紧锣密鼓推进，新一批国有资本投资公司试点有望尽快推

出。种种信号显示，深化国企改革将重拳出击，有望取得突破性进展。

2019 年以来，国企并购行情持续升温，目前沪深两市多家国有企业正处于停牌阶段，预计今年国企股权(国有资产)有望进入市场化定价的新阶段；国企改革已拉开新帷幕，第四批试点名单呼之欲出。我们预计未来国有仓储企业将会迎来发展新阶段。

(2) 国企混改实例：以中储股份为例

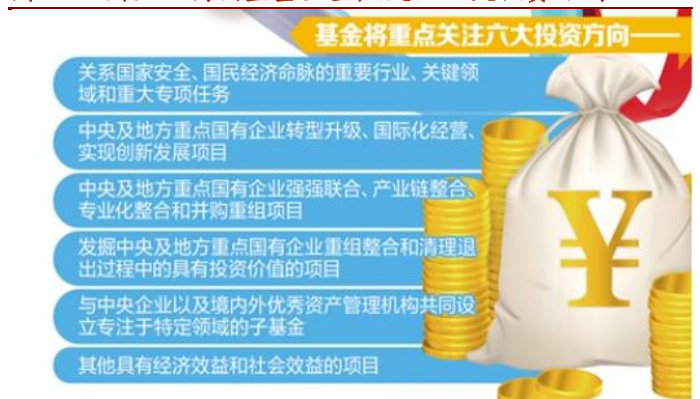
国有结构调整基金有利于国企转型升级。中储股份目前是中国诚通物流业务在 A 股的唯一上市平台。而中国诚通于 2016 年被确定为中央企业国有资本运营公司试点。国有资本运营公司通过股权运作、价值管理、有序进退等方式，投资、持有和运营国有股权，这是《中共中央、国务院关于深化国有企业改革的指导意见》中的重要举措。并且于 2016 年 9 月 26 日，中国诚通牵头成立了中国国有企业结构调整基金股份有限公司，基金总规模为 3500 亿元。该基金将重点投资于中央企业产业结构调整，包括企业提质增效、转型升级、科技创新、国际化经营和不良资产重组等项目。这将充分发挥国有资本杠杆放大作用、多种所有制资本相互促进作用和国有资本在结构调整中的引导作用，突破行业发展瓶颈，提升国有资本使用效率。

图 59：国有企业结构调整基金股东及出资额

发起人	出资额：亿元
中国诚通	300
中国邮储银行	500
招商局集团	200
中国兵器工业集团	50
中国石化	50
神华集团	50
中国移动	50
中国中车	50
中国交通建设集团	50
北京金融街(集团)	50

资料来源：公司官网、招商证券

图 60：国企结构调整基金重点关注六大投资方向



资料来源：公司官网、招商证券

普洛斯参与中储定增，有利于引入先进管理经验。2014 年 8 月 GLP（普洛斯）通过旗下地产基金 CLH 12 (HK) 以现金 20 亿参与中储定增，并签订《战略合作协议》。目前 GLP 以 15.45% 的股权比例成为中储的第二大股东。双方根据协议成立合资公司，中储持股 51%，普洛斯 49%（但拥有 1% 股权的回购权）。目前主要是在不影响中储原有业务的前提下，通过合资公司进行首批约 355 万平米土地项目的开发。未来或将进一步探寻中储自身物流资产和运营分离的试点改造。这也意味着，中储股份拥有物流资产所有权，但是委托普洛斯管理，此次合作能够提升中储股份的管理效率，并让公司学习先进的物流地产运营经验，推动公司转型升级，最终提升物流地产业务 ROE。

我们判断，随着未来国企混改持续推行，中储股份、东百集团、南山控股仍然会继续加强与民营资本或者外资合作，优化管理结构、提升管理效率，充分盘活土地资源，促进产业转型升级。

3.以普洛斯为标杆，探寻仓储业未来发展路径

(1) 中国财团收购普洛斯落地，仓储业格局重塑

中国财团收购普洛斯落地。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。

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有以下几点意义：

(1) 根据普洛斯 2017 年年报，普洛斯在中国拥有资产 136 亿美元，其网络覆盖涉及中国 90% 的 GDP 生产，物流基础设施总建筑面积为 2871 万平方米，其中完工物业 1750 万方、计划开发 1120 万方，另有土地储备 1190 万方，均主要集中在国内重点 1-2 线城市。万科自 2014 年开始物流地产业务规划，并于 2015 年成立专门物流地产公司，拥有“万纬物流地产”品牌。截至 2016 年底，万科物流地产项目总建筑面积约 147 万方，至 2018 年 3 月 27 日报告披露日，总建筑面积为 482 万平方米，至 2019 年 3 月 26 日，总建筑面积为 971 万平方米。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。

图 61：普洛斯中国网络分布



资料来源：普洛斯中国官网、招商证券

(2) 物流地产对应的是 B2B 模式，普洛斯主要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 62：普洛斯主要客户



资料来源：GLP 年报、招商证券

(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。

(2) 普洛斯在美物流资产被黑石收购，战略中心向亚太转移

2019年6月2日，黑石集团以187亿美元收购普洛斯在美物流资产。本次交易包括普洛斯美国1.8亿平方英尺的仓储面积，涉及1300座物流物业，其最大的租户是亚马逊和惠而浦，其他租户还包括联邦快递、家得宝、欧莱雅、UPS，星巴克和特斯拉。这笔交易价格里还包括约80亿美元的债务，黑石计划对这些债务进行再融资。此次的交易由其旗下的两支基金共同完成，其中Blackstone Real Estate的机会型地产基金BREP策略将以134亿美元收购1.15亿平方英尺，包括西雅图、迈阿密、新泽西和俄勒冈州的波特兰市，以及旧金山湾区和洛杉矶地区等高增长市场。另外，黑石房地产收入信托基金(BREIT)将出资53亿美元收购6400万平方英尺(约合590万平方米)物流地产，跨越了达拉斯-沃思堡地区、芝加哥、宾夕法尼亚州中部、亚特兰大以及佛罗里达州的南部和中部。

我们认为黑石集团收购普洛斯物流资产主要有以下原因：

- 1) 当前物流地产被业界普遍认为是战略性投资的核心重资产，发展空间巨大。
- 2) 物流地产是盈利的“法门”，同时能够抵抗国际风险。

在中美贸易摩擦持续发酵，美国利率上升以及外国投资回落的大背景下，美国其他类型的商业房地产交易正在放缓，而物流地产投资收益率保持坚挺，这导致更多投资者进入了物流地产市场。

本次交易完成后黑石将跻身美国最大仓储物流业主之一。黑石官网显示，此次收购的物流资产总规模约 1.79 亿平方英尺（约合 1680 万平方米），这几乎是黑石在美国现有工业资产的两倍，如果收购成功，黑石会一跃成为全美仓储物流产业第二名。

本次交易完成后，普洛斯将扩大基金管理平台，战略重点将向亚太地区转移。2015 年普洛斯完成收购美国 IndCor 公司，资料显示，IndCor 公司隶属于黑石集团。上述人士表示，在该笔收购案后普洛斯在美国又进行了数次小规模收购和投资，最终形成了此次又重新卖给黑石的近 1.8 亿平方英尺不动产包。此次交易的完成意味着黑石集团以近两倍的价格将四年前出售的资产包重新购置了回来。对于普洛斯来说，通过此次收购，其基金管理平台也扩大至美国。交易完成后，普洛斯基金管理平台将增长 61%，达到 213 亿美元；另外，出售在美资产后，普洛斯战略重心也更向亚太地区转型。

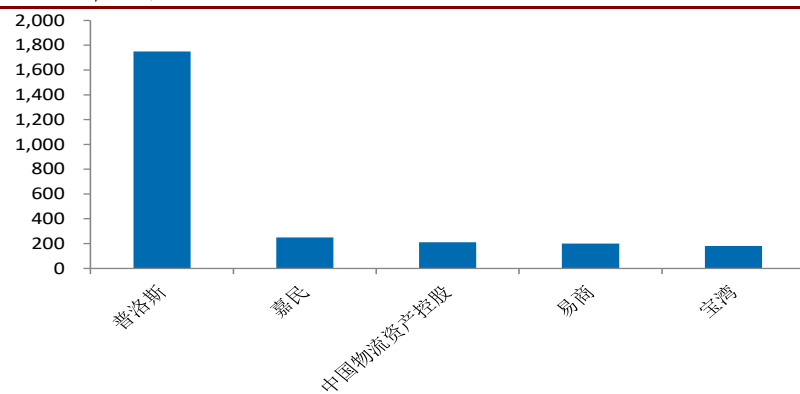
（3）普洛斯基本情况梳理

历史沿革：

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。

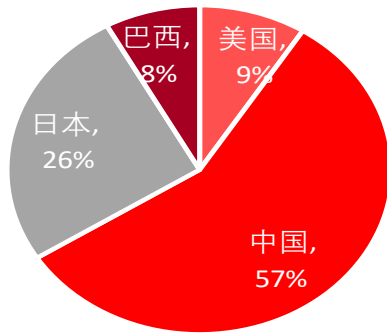
图 63：国内主要高标准物流地产商 2017 年开发完成面积对比（单位：万平方米）



资料来源：中国仓储业协会、招商证券

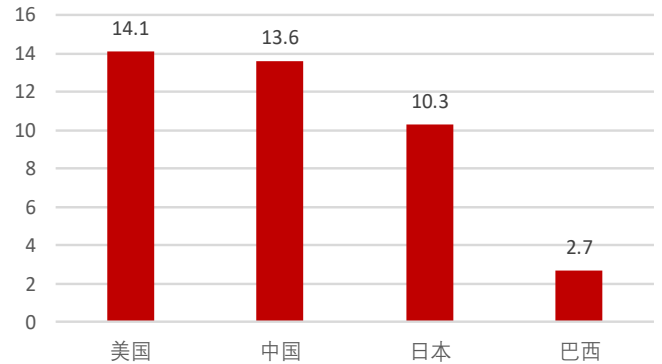
2008 年，国务院出台了《国务院关于促进节约集约用地的通知》，要求发挥市场配置土地资源作用，严格落实工业和经营性用地招标拍卖挂牌出让制度，提高建设用地利用效率。恰逢全球次贷危机，资金募集、客户需求、土地储备三个核心因素都在一定程度上影响了 Prologis 在中国的发展。随后公司不得不进行改革，由新加坡政府产业投资有限公司接手其在亚洲的资产和相应债务，该部分更名为 GLP，并于 2010 年在新加坡上市。

图 64：普洛斯净资产分布（2017）



资料来源：普洛斯年报、招商证券

图 65：普洛斯资产分布（billion US dollar）



资料来源：普洛斯年报、招商证券

商业运作模式：

当前普洛斯运作模式主要分为以下三个部分：

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**。

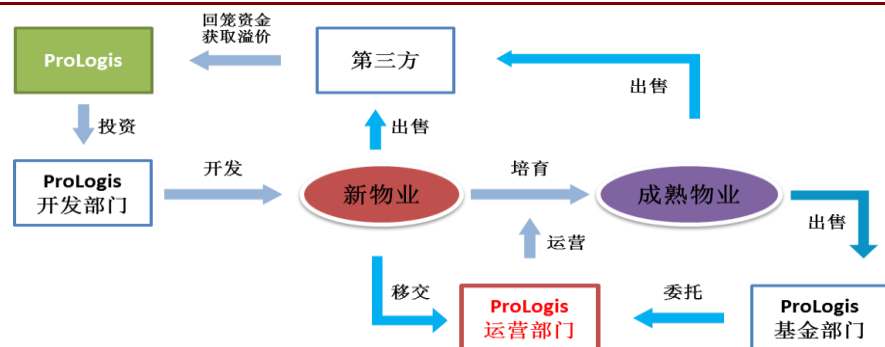
地产运营：地产管理部门在获得交付的物流园区后，出租取得租赁收入。地产运营虽然只贡献了**30%**的主营业务收入，却占到了整个主营业务利润的**50%**。在成熟阶段，普洛斯的招租率普遍达到**90%**以上，租金回报率**7%**以上。

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 66：Prologis 运作模式



资料来源：Prologis 官网、招商证券

图 67: 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

资料来源: 公司官网、招商证券

图 68: GLP 基金管理类型分布

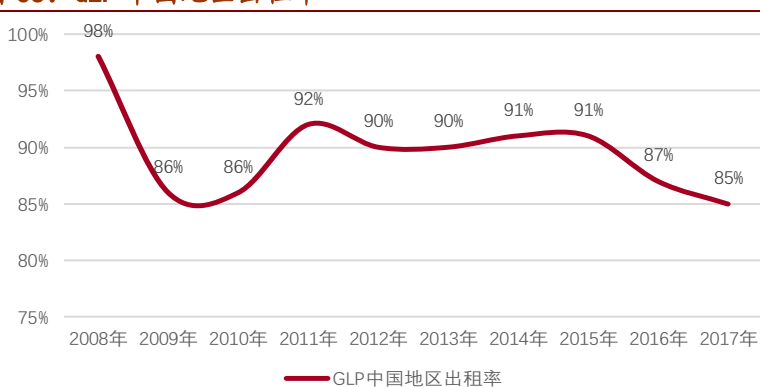
	CHINA	JAPAN	UNITED STATES	BRAZIL	TOTAL GLP
FUNDS	<ul style="list-style-type: none"> CLFI & II 	<ul style="list-style-type: none"> GLP Japan Development Venture I & II GLP Japan Income Partners I GLP J-REIT (3281: Tokyo) 	<ul style="list-style-type: none"> GLP US Income Partners I, II & III 	<ul style="list-style-type: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

资料来源: 普洛斯年报、招商证券

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 69: GLP 中国地区出租率



资料来源: GLP 年报、招商证券

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 OperationSystem, 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

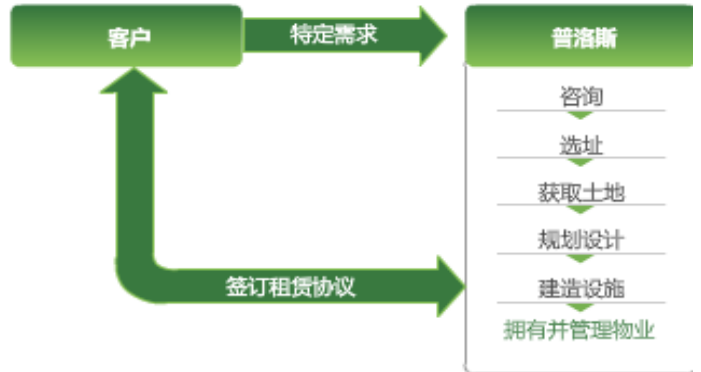
则，保证项目的顺利实施。而在顺利实施的前提下，普洛斯在项目设计的每一个细节上尽可能依托自身的经验为客户提高效率和方便。

图 70：标准化开发



资料来源：GLP 官网、招商证券

图 71：一对一定制



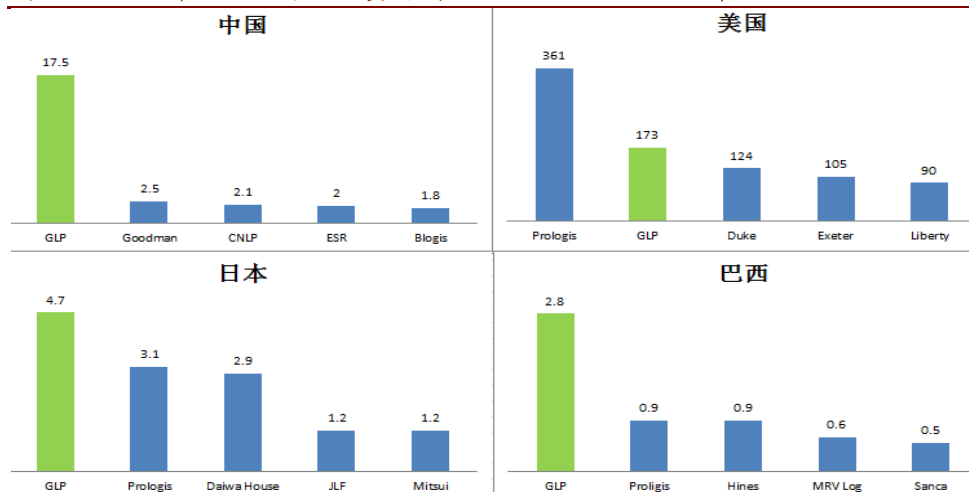
资料来源：GLP 官网、招商证券

“一站式”物流地产平台：

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 万平方米。市场份额远远领先于同行业其他公司，占据绝对的优势。

图 72：2017 年 GLP 全球物业资源情况 (TOP5 规模：百万平米)



资料来源：普洛斯年报、招商证券

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：1) 快消零售：阿迪、可口可乐、联合利华、沃尔玛；2) 第三方物流：德邦、DHL；3) 制造业：博世、上汽通用、三星；

4) 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%。

(4) 土地、资本、人才是行业价值链中的核心竞争力

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，就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 73：物流地产价值链



资料来源：中国知网、招商证券

价值链上的企业核心竞争力：土地、资本、人才。

土地：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。

资本：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：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。

未来发展方向:

通过对企业价值链以及普洛斯运营模式的分析,我们认为国有仓储企业未来的发展方向如下:

- 1) **充分发挥国企资源优势,提升重点地域拿地能力。**国有企业一般拥有雄厚的资本优势和政策优势,未来企业可以强化这一核心竞争力,同时网罗优秀团队,提高在重点地域(如交通干线附近、港口周围)的拿地能力,以获得长足发展。
- 2) **加快国企管理模式改革,提升管理效率,增强员工积极性,增强人才吸引力。**加快公司治理改革,建立健全现代企业制度,裁撤冗杂部门,提高企业管理效率。增强员工激励措施,加快企业文化建设,提升员工忠诚度和积极性同时增强物流地产人才吸引力,巩固核心竞争力。
- 3) **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。**仿照普洛斯业务模式,下设基金管理部门,购入成熟物业,实现重资产出表。逐步降低资产负债率,快速回笼资金,提升资金运营效率。
- 4) **切实提升项目运作开发能力,更好的满足客户需求。**认真研究不同客户的需求,并且针对不同客户的需求提供相应的物流设施,例如可以为小客户提供更便捷的物流设施服务,为大客户设计符合条件的专属仓储(如乳制品企业可以定制专属低温冷库)。未来国有仓储企业可以加强定制化水平,提升服务质量,树立品牌效应,增强客户粘性。
- 5) **加快仓库升级改造,加快智能化+信息化仓储设施布局。**当前国企中还有很多仓库是用来储存大宗商品,且储存条件和自动化程度都比较差;当前快递等小包裹也成为物流运输的主流,因此部分仓库要加快升级改造,例如加高加宽仓库整体架构,并且引入AGV(自动导引小车)、自动货架、自动存取机器人、自动识别和自动分拣等先进设备系统,节约人工成本,提升物流运作效率,满足日益增长的快递物流需求。
- 6) **延伸产业链条,提供更多附加服务,培育新的利润增长点。**延伸产业链条,可以提供例如库存管理,需求预测,供应链金融和仓配一体等增值服务,进一步拓展客户需求,培育新的利润增长点,最终有助于提升长期 ROE 水平。

三、投资建议

当前仓储行业供不应求,且高端仓储设施缺口较大,物流地产在中长期内依然会持续发展。同时土地资源紧缺使得丰富的土地资源和拿地能力成为核心竞争力。随着国企改革持续推行,地产盘活指日可待。**重点推荐中储股份(占地 830 万 m^2 ,定增引入普洛斯)、东百集团(前安博管理团队)、持续关注南山控股。**

表 3: 公司估值对比表 (截至 2019/07/18)

公司	股价	EPS			盈利增长率			PE		PB (MRQ)	ROE (TTM)	市值 (亿元)
		19E	20E	21E	19E	20E	21E	19E	20E			
中储股份	5.45	0.47	0.49	0.51	5%	4%	5%	11.6	11.1	1.09	4.4%	120
东百集团	5.29	0.29	0.30	0.32	0%	4%	4%	18.1	17.4	2.02	11.2%	48
南山控股	3.04	0.22	0.25	0.29	20%	12%	16%	13.6	12.1	1.04	5.2%	82
平均								14.4	13.5	1.4		

资料来源: 公司数据、招商证券 注: 中储股份数据来自招商证券预测, 东百集团、南山控股数据来自 Wind 一致预期

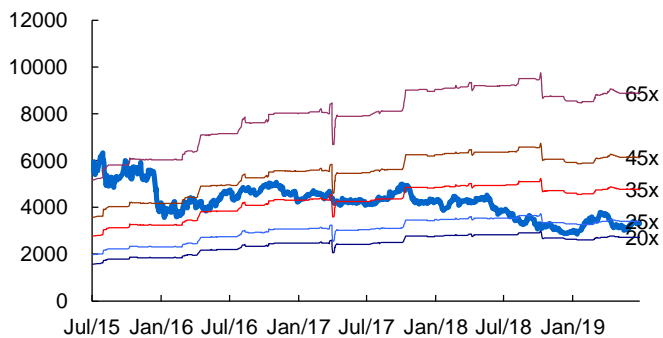
四、风险提示

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。

宏观经济超预期下滑。如果宏观经济超预期下滑,那么物流需求将会受到较大影响,进而影响仓储企业业绩。

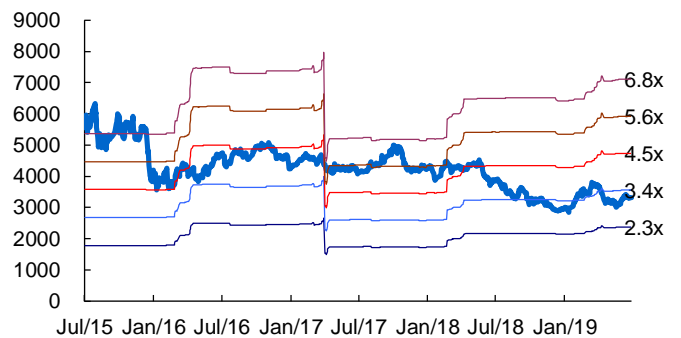
国企混改推行不畅。如果国企混改推行不畅,协同效应较差,那么土地资源将得不到充分利用,进而影响物流地产行业发展。

图 74: 物流行业历史PEBand



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 75: 物流行业历史PBBand



资料来源: 贝格数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

苏宝亮：清华大学硕士，曾在中国国航、中信证券等单位工作 10 多年。2018 年加入招商证券研发中心，现为招商证券交运行业首席分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20% 以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20% 之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5% 以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。