

突破估值约束，物流地产空间广阔

投资要点

- 本文作为经营性地产系列报告的第二篇，主要探讨我国物流地产的推动因素、行业空间以及竞争格局。
- 由于土地供应整体受限等因素，增量开发面临天花板和明显的估值约束。传统的商品房开发销售模式利润点主要来自开发周期内土地的增值、产品的差异化和存货的周转速度。但面临的问题也是显然的：土地资源的可获得性、变现价格的实现、土地成本和变现周期的控制、可利用的财务杠杆等。这些方面会影响地产公司的估值水平。而存量经营是以达到使用条件的经营性不动产为基础条件、运营商或服务商为主导、以租赁使用和相关服务为主、意在持续稳定变现的商业行为，因此估值不受明显约束。
- 物流地产是房地产运营 ToB 端的重要细分领域，电商高速发展催生物流地产的快速发展。物流地产不同于一般的产业或科创园区，核心客户需求和网络化布局的内在需求驱动力较强，其运营管理能力比开发能力更为重要，甚至决定了物流开发商的发展规模以及整体收益。自 2012 年以来，电商市场交易规模一直保持高速增长，年复合增长率超 30%。电商配送需求的激增成为优质物流设施市场的关键推动因素，促进物流地产行业的快速发展。
- 高端物流仓储极度匮乏，行业空间广阔。目前中国高端物流设施面积为 0.2 亿方，通用仓储面积为 8.6 亿方，而美国分别为 3.7 亿方、17.7 亿方。现有的物流仓储设施约 70% 建于 90 年代之前，难以满足现代企业的需求，高端物流仓储供应显著不足导致物流园区回报率显著高于其他业态。以中美商贸零售总额测算市场空间，中国合理高端仓储面积为 2.8 亿方，仍需增加 13 倍后才能够匹配消费带来的高端仓储需求。
- 一家独大，百家争鸣。由于中国的定制和高标仓储设施严重不足，而电商和消费需求在持续增长，物流地产的发展空间不可限量，目前主要参与者可以分为资源驱动型（以宝湾物流为代表）、基金驱动型（以普洛斯为代表）和产业链驱动型（以京东物流为代表）。
- 目前物流地产相关个股受到市场高度关注，我们建议关注物流地产潜在受益标的南山控股（002314.SZ）、物流地产新锐东百集团（600693.SH）等。
- 风险提示：政策利好或低于预期、行业空间或低于预期等。

西南证券研究发展中心

分析师：胡华如
执业证号：S1250517060001
电话：0755-23900571
邮箱：hhr@swsc.com.cn

联系人：郭泰
电话：0755-23618550
邮箱：gtai@swsc.com.cn

行业相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

股票家数	130
行业总市值(亿元)	26,717.21
流通市值(亿元)	25,762.81
行业市盈率 TTM	16.7
沪深 300 市盈率 TTM	13.7

相关研究

1. 房地产行业周报：行业估值提升，政策约束减弱 (2017-09-17)
2. 房地产行业周报：深汕合作区点燃板块投资热情 (2017-09-10)
3. 房地产行业专题报告：从增量开发到存量运营，地产变局来临 (2017-09-05)
4. 房地产行业 2017 年半年报点评：盈利能力企稳回升，龙头表现依旧亮眼 (2017-09-05)
5. 房地产行业周报：中报略超预期、销售环比回升 (2017-09-03)
6. 房地产行业政策点评：利用集体建设用地，租赁住房空间大开 (2017-08-29)

目 录

1 存量经营估值不受明显约束	1
2 物流地产——房地产运营 ToB 端重要领域	4
2.1 物流地产成为行业新风口	4
2.2 电商高速发展催生物流地产的快速发展	6
2.3 高端物流仓储极度匮乏，供不应求致租金稳步增长	7
2.4 以商品零售额衡量市场空间，中国高端物流设施发展空间大	10
2.5 一家独大，百家争鸣	10
3 物流地产的典型代表及经营模式	13
3.1 资源驱动型代表-宝湾物流	13
3.2 基金驱动型代表-普洛斯	15
3.3 产业链驱动型代表-京东物流	17
4 相关受益标的梳理	19
5 风险提示	19

图 目 录

图 1: 经营性地产的表现形态、盈利模式和企业行为	2
图 2: 存量经营模式下的资产、内容和服务划分	2
图 3: 物流地产属于“小资产-大客户”业态模式	3
图 4: 物流地产业务流程图	4
图 5: 中国网络零售额占比约 13.4%	6
图 6: 中国第三方物流收入规模与美国相当	6
图 7: 电商租赁占比显著高于其他国家	7
图 8: 普洛斯中国电商租赁占比持续提升至 26%	7
图 9: 现代物流仓储范例	7
图 10: 旧式仓库范例	7
图 11: 中国高端物流设施供应总量为 0.2 亿方, 人均 0.015 方	8
图 12: 中国、美国物流仓储面积对比	8
图 13: 中国物流设施人均面积显著低于美日	8
图 14: 物流地产年化回报率明显高于其他物业(2008-2013 年)	9
图 15: 北京物流仓储用地成交统计(2008 年-2016 年)	9
图 16: 一、二线城市租金逐渐拉开差距	9
图 17: 中国地区物流仓储空置率持续下降	9
图 18: 中美两国消费品零售额	10
图 19: 中国高端物流设施面积合理值应为 2.8 亿方	10
图 20: 物流公司角色分类	11
图 21: 宝湾、宇培、普洛斯营业收入对比	11
图 22: 宝湾、宇培、普洛斯净利率对比	11
图 23: 中国物流市场普洛斯遥遥领先	11
图 24: 龙头物流公司增长均十分迅速	11
图 25: 宝湾物流布局全国	13
图 26: 宝湾物流的经营模式(从开发到运营的重资产模式)	14
图 27: 宝湾物流营业收入稳步提升	15
图 28: 宝湾物流进驻企业	15
图 29: 普洛斯净资产价值全球分布情况	16
图 30: 物流地产属于“小资产-大客户”业态模式	16
图 31: 普洛斯为客户提供物流相关的综合解决方案	16
图 32: 普洛斯在中国在营物流设施面积绝对龙头(百万方)	16
图 33: 普洛斯通过基金放大杠杆实现资金快速周转	17
图 34: 普洛斯的网络规模效应通过循环持续扩大	17
图 35: 京东物流与配送服务不可分割	17
图 36: 京东物流多仓合一保证供货速度	17
图 37: 京东物流依赖互联网大数据和物流网络提供上门接货服务	18

表 目 录

表 1: 增量开发 vs 存量经营.....	1
表 2: 历年物流政策梳理.....	5
表 3: 物流地产主要收购案例列表, 管理面积每平方米估值一般在 2000-5000 元左右	9
表 4: 国内重要物流地产商对比.....	12
表 5: 宝湾物流部分运营项目经营指标.....	14
表 6: 相关标的估值表.....	19

1 存量经营估值不受明显约束

由于土地供应整体受限等因素，增量开发面临天花板和明显的估值约束。传统的商品房开发销售模式利润点主要来自开发周期内土地的增值、产品的差异化和存货的周转速度。但面临的问题也是显然的：土地资源的可获得性、变现价格的实现、土地成本和变现周期的控制、可利用的财务杠杆等。这些方面会影响地产公司的估值水平。而存量经营是以达到使用条件的经营性不动产为基础条件、运营商或服务商为主导、以租赁使用和相关服务为主、意在持续稳定变现的商业行为，因此估值不受明显约束。

表 1：增量开发 vs 存量经营

类别	增量开发	存量经营
前置条件	新增建设用地指标、房屋的重新建造	达到运营条件的不动产、达到一定规模的客户细分群体
主导企业	开发商	运营商/服务商
盈利模式	土地的快速变现	资产的使用、人工服务和衍生服务
收入形式	销售收入	租金差、管理费、服务费、居间费用
利润来源	开发过程中地价的增长、产品和策略差异化形成的极差地租等	特定需求匹配、管理效率提升、平台流量变现等
典型企业	万科、碧桂园、新城控股等	陆家嘴、链家、Redfin、GLP 等

数据来源：西南证券整理

经营性地产的概念与存量经营密切相关。

- 1) 从表现形态上看，经营性地产是投资性不动产的升级版，是房屋、设施、土地和相关空间的有机组合，不仅包括传统意义上的写字楼、商场商铺、厂房仓库、酒店会展，还包括园区（比如产业园区、物流园区、主题公园等）、持续经营的住宅类产品（长租公寓、养老社区等）、以场景和空间为主的营地（教育营地、体育拓展营地）等，形态上十分丰富。
- 2) 从盈利模式上看，经营性地产明显有别于传统的住宅开发销售的盈利模式，并不是通过不动产权益的转移获取一次性收益，而是通过不动产及相关设施的租赁使用、人员的管理服务、特定需求的匹配满足或相关衍生服务带来稳定的或持续放大的收益。
- 3) 从企业行为上看，经营性地产可以指开发经营性不动产或建造相关设施的开发类企业，也可以单指租赁经营性资产进行维护改造投入使用的运营类企业，也可以指依赖信息平台、金融服务和人力资源服务资产持有者的服务类企业或平台类企业。

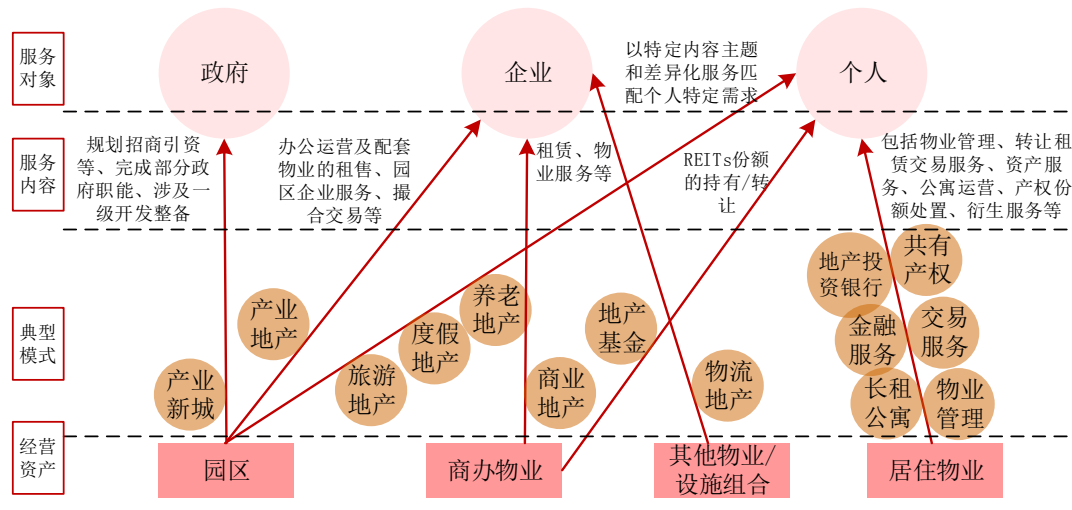
图 1：经营性地产的表现形态、盈利模式和企业行为

表现形态	可出租的零星物业： 写字楼、商场商铺、酒店会展、厂房仓库等	持续经营的类住宅： 长租公寓、养老社区、分时度假社区等	服务企业/个人的园区： 产业园区、科创园区、物流园区、主题公园等	以土地/空间设施为主的营地：教育营地、体育拓展营地、训练营地等
盈利模式	租金（差）收入：来自不动产及相关设施的使用	管理服务费用：来自人员的例行管理或日常服务等	满足特定需求的额外服务费用：解决客户痛点、提升交易效率	以网络布局、平台信息或客户群体为基础的各类衍生服务收入
企业行为	商办物业/物流仓储设施开发商	不持有物业，通过租用物业改造投入使用的运营商	服务开发商、运营商或资产使用客户群体的服务商	以信息平台、人力资源或客户群体等为基础的平台企业

数据来源：西南证券

存量经营涉及到各类不动产（土地、园区、固定设施、房屋等）、多种客户（个人、企业和政府）、不同参与者（不动产所有者、运营商、服务商等）和不同服务（租赁、佣金、管理费、居间费用、服务费等），其盈利模式的核心要素要丰富的多，投资逻辑也与增量开发存在显著的不同。

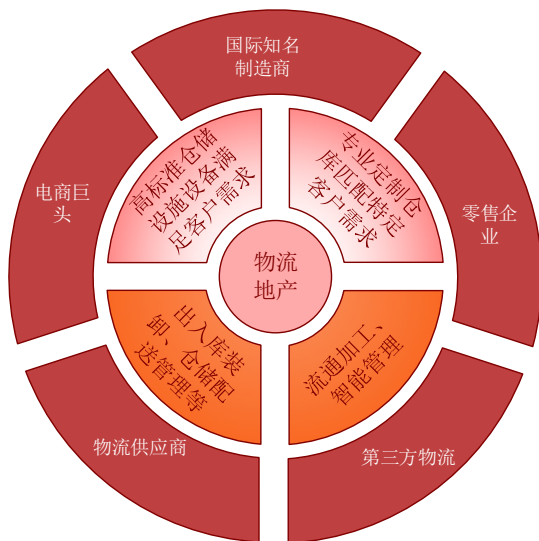
图 2：存量经营模式下的资产、内容和服务划分



数据来源：西南证券整理

以持有的资产组合为基础，匹配机构客户需求的经营业态。物流地产特别是跟随核心客户的开发运营商，表现为“小资产、大客户”的特征，比如高端和定制仓储设施，具有很强的扩张动能，后期可形成网络化布局和大客户高度绑定，是典型的直接受机构客户需求驱动的开发运营商。

图 3：物流地产属于“小资产-大客户”业态模式



数据来源：西南证券（金色底纹表示的是服务而非设施设备）

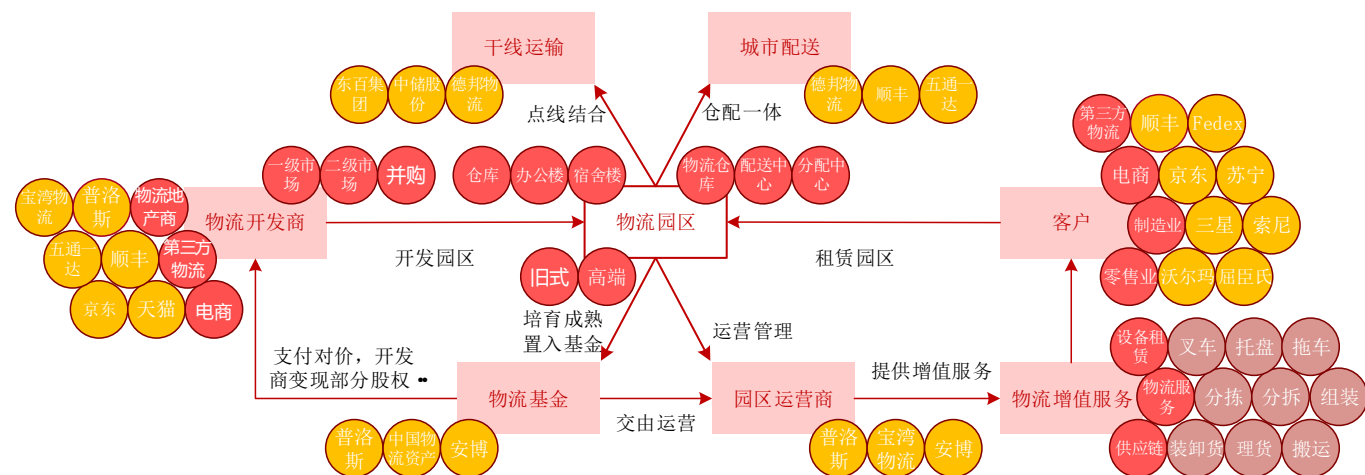
2 物流地产——房地产运营 ToB 端重要领域

2.1 物流地产成为行业新风口

物流地产是房地产运营 ToB 端的重要细分领域，主要指以物流园区为核心载体延伸的系列 ToB 服务，主要包括：园区租赁、园区运营、配送服务、增值服务、基金运营等。物流地产开发商主要开发经营物流地产，与传统地产开发销售不同，大部分物流地产在开发后不会进行销售，会持续运营几十年，因此后续的运营管理能力将比开发能力更为重要，决定物流地产开发商规模以及收益。而物流地产经营与写字楼、商铺等经营也不尽相同，物流地产的内生扩张欲望显著强于写字楼和商铺，因为物流地产的连续性以及对大客户的黏性更强。相比于第三方物流、电商而言，物流地产开发商更为专注、服务性更强，第三方物流以及电商自建仓均用于辅助物流运输以及电商零售等主营业务。

物流地产是房地产运营 ToB 端的重要细分领域，可以通过物流设施组合载体延伸出系列 ToB 的服务，主要包括：园区租赁、园区运营、配送服务、增值服务、基金运营等。物流地产后续的运营管理能力比开发能力更为重要，甚至决定了物流开发商的发展规模以及整体收益，原因之一在于土地的变现在短期内实现收益较难，之二在于运营水平直接决定了出租率的维持，如果仓储设施空置率低于 15% 则很难保证即期的回报率。

图 4：物流地产业务流程图



数据来源：西南证券整理

2017 年 8 月底，国务院发文进一步推进物流降本增效，物流地产迎市场高度关注。国务院办公厅日前印发《关于进一步推进物流降本增效促进实体经济发展的意见》。意见指出，推动物流降本增效对促进产业结构调整和区域协调发展、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。

表 2：历年物流政策梳理

日期	发布单位	文件	内容
2003.7	国务院	《关于清理整顿各类开发区加强建设用地管理的通知》	清理整顿开发区要依据国家有关法律法规、土地利用总体规划和城市总体规划，纠正越权审批、违规圈占土地、低价出让土地
2004.8	发改委、商务部等九部委	《关于促进我国现代物流业发展的意见》	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，需要各地政府和各有关部门协同配合
2005.12	国土资源部	《全国工业用地出让最低价标准》	工业用地必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土地利用总体规划确定的城市建设用地范围内的国有建设用地，低于法定最高出让年期出让价格和年租金按照一定的还原利率修正到法定最高出让年期的价格
2008.11	国务院	《国务院关于加强土地调控有关问题的通知》	进一步明确土地管理和耕地保护的责任；切实保障被征地农民的长远生计；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
2009.3	国务院	《物流业调整和振兴规划》	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，切实抓好组织实施，确保取得实效
2012.2	财政部、国税局	《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》	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。
2012.6	商务部	《关于推进现代物流技术应用和共同配送工作的指导意见》	通过开展现代物流技术应用和共同配送工作，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
2012.8	国务院	《关于深化流通体制改革加快物流产业发展的意见》	到 2020 年，我国流通产业发展的总体目标是：基本建立起统一开放、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。
2013.1	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
2013.10	发改委	《全国物流园区发展规划（2013-2020）》	物流园区布局城市可根据实际需要建设货运枢纽型、商贸服务型、生产服务型、口岸服务型、综合服务型等不同类型物流园区；以物流基础设施的整合和建设为重点，优化空间布局；严控数量规模，防止圈占土地，国家级示范物流园区可获政策支持
2014.9	国务院	《物流业发展中长期规划（2014-2020 年）》	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；着力加强物流基础设施网络建设。
2015.8	财政部、国税局	《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》	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。
2017.8	国务院	《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》	推动物流降本增效对促进产业结构调整和区域协调发展、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。

数据来源：各政府网站、西南证券整理

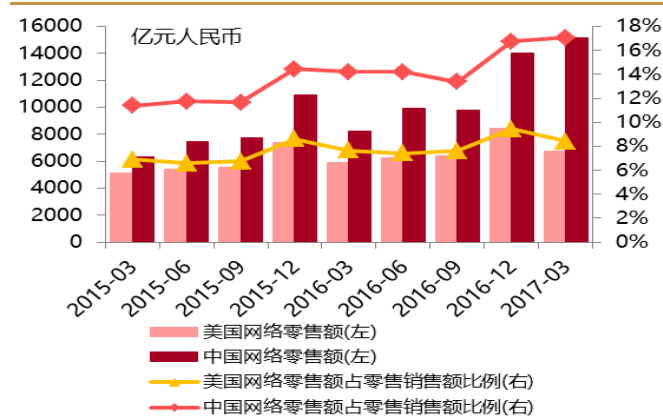
2.2 电商高速发展催生物流地产的快速发展

自 2012 年以来，电商市场交易规模一直保持高速增长，年复合增长率超 30%。一方面电商企业自身对物流仓储设施的需求逐步提升，比如电商一部分会自建物流渠道，以京东、当当为代表；另一方面也带动了为其服务第三方物流如快递及干线运输企业对物流设施的需求，大部分电商企业高度依赖第三方物流进行配送，以淘宝、唯品会为代表，由于自建物流设施对于电商的资金要求较高，因此自建物流渠道的电商通常会采取租赁物流设施的方式。因此电商配送需求的激增成为优质物流设施市场的关键推动因素，促进物流地产行业的快速发展。

2009 年至 2015 年中国第三方物流收入规模年复合增长率达 18%，2015 年中国、美国第三方物流收入规模总量已基本相当，均在 1640 亿美元左右，第三方物流规模的扩大增加了对物流设施的需求。因此不论电商是否自建物流设施，其高速发展均会直接、间接地增加对高端物流设施的需求。第三方物流及电商配送由于数量较大且更为零散因此对物流设施的要求更高，只有现代化物流设施能够提高物流系统运转效率、配送分拣精度、降低物流成本，因此现代化物流是满足第三方物流以及电商的配送要求必不可少的要素。

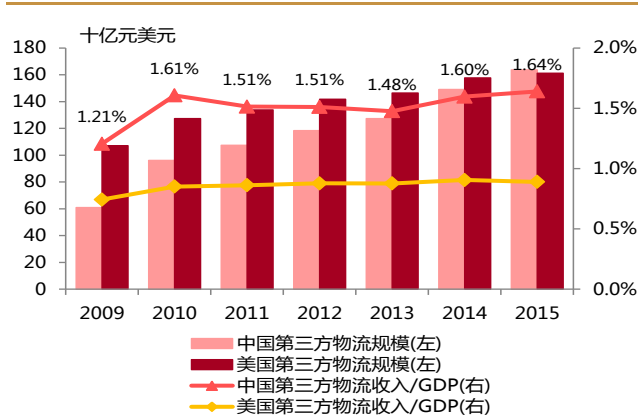
电商对现代化物流基础设施的依赖可由 GLP 普洛斯园区电商租赁比例窥见一斑。根据 GLP 普洛斯年报显示，GLP 普洛斯中国管理园区中电商租赁占比自 2011 年的 10% 持续提升至 26%，而该比例显著高于其他国家，如美国仅为 10%。美国、中国网络零售额分别为 2.4、3.2 万亿元，按该比值，中国电商租赁占比应为 13.3%，导致这一差异主要是由于 GLP 普洛斯以提供现代化物流设施为主，迎合了电商对于物流设施的要求，因此吸引了更大比例的电商租赁，导致占比出现显著差异。

图 5：中国网络零售额占比约 13.4%



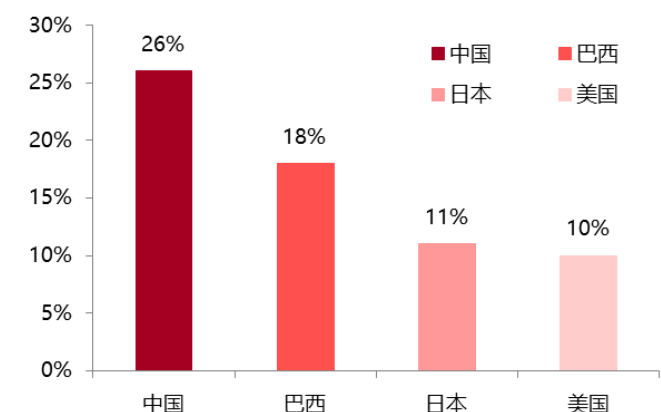
数据来源：中国电子商务研究中心、西南证券整理

图 6：中国第三方物流收入规模与美国相当



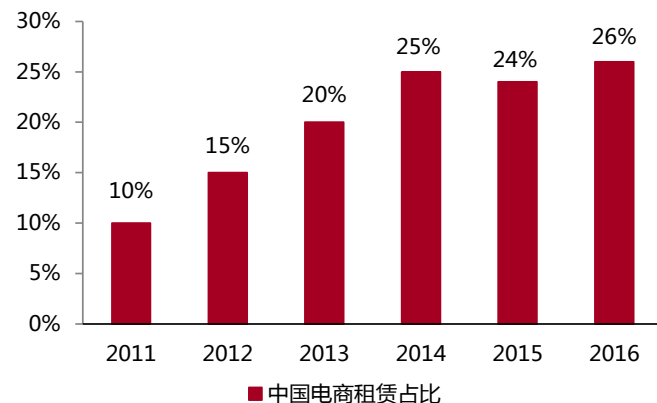
数据来源：wind、西南证券整理

图 7：电商租赁占比显著高于其他国家



数据来源：GLP 普洛斯年报、西南证券整理

图 8：普洛斯中国电商租赁占比持续提升至 26%



数据来源：GLP 普洛斯年报、西南证券整理

2.3 高端物流仓储极度匮乏，供不应求致租金稳步增长

高端物流仓储极度匮乏，根据 CBRE 研究报告显示，中国高端物流设施面积为 0.2 亿方，通用仓储面积为 8.6 亿方，而美国分别为 3.7 亿方、17.7 亿方。从人均数据上相差更为惊人，美国人均高端物流设施面积为 1.17 平方米，中国则为 0.015 平方米，相差约 77 倍；美国人均通用仓储面积为 5.55 平方米，中国则为 0.66 平方米，相差约 7.4 倍。根据戴德梁行统计，我国现有的物流仓储设施约 70% 建于 90 年代之前，难以满足现代企业的需求，高端物流仓储供应显著不足。

图 9：现代物流仓储范例



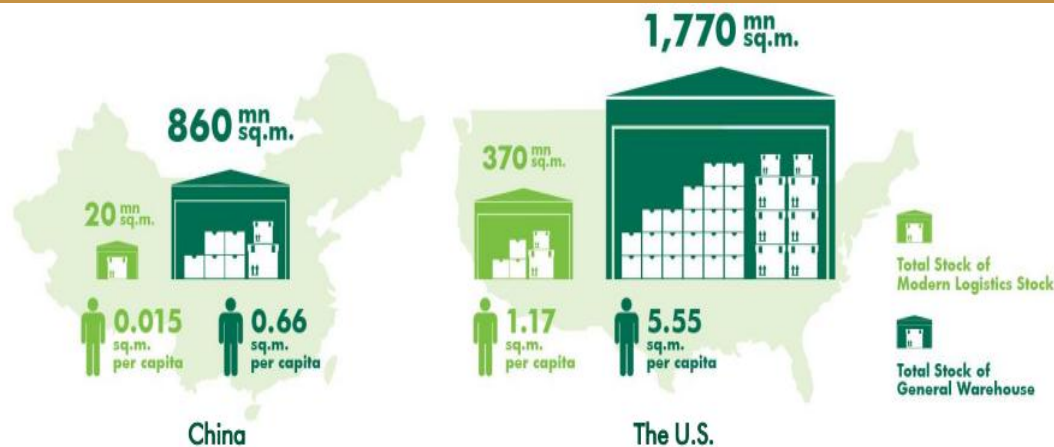
数据来源：宝湾物流官网、西南证券整理

图 10：旧式仓库范例



数据来源：百度图片、西南证券整理

图 11：中国高端物流设施供应总量为 0.2 亿方，人均 0.015 方

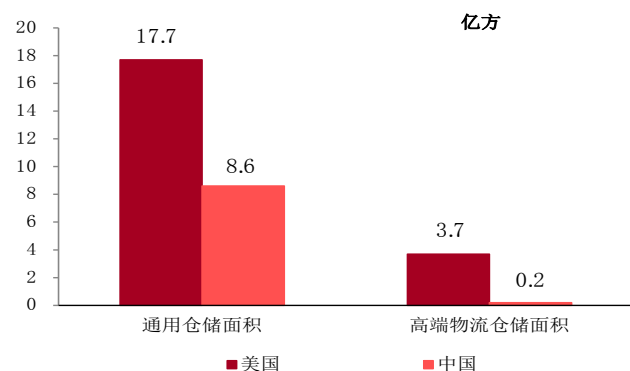


数据来源：国家统计局、中国仓储协会、安博、CoStar、美国统计局、CBRE、西南证券整理

第三方物流、电子商务的快速发展导致高端物流仓储需求持续强劲，2016 年年吸纳量约 300 万方，接近 2015 年录得的历史新高。而一级市场物流地产的供应则寥寥无几，以北京为例，近三年出让的物流地块仅 2 块，总建面约 35 万方，二级市场并购与旧改已成为物流开发商获取资源的主要方法。

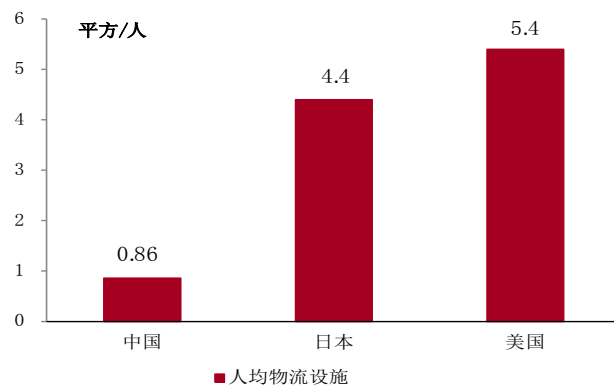
由于供不应求的矛盾短期内难以缓解，物流地产租金稳步提升，空置率持续下降，回报率明显高于其他类型物业。根据 CBRE 的报告，物流地产（包括普通以及高端物流仓储地产）租金自 2009 年起持续上涨，年化增幅约为 4.3%。平均空置率持续下降，截至 2017 年第一季度，平均空置率约 17.7%。2008 年-2013 年北京上海物流地产的年化回报率分别达到 6.5%、6.7%，而高端物流地产的回报率达 8%；同时期住宅的回报率为 2.6%、3%，主要原因是物流地产的供需矛盾突出导致租金持续提升。

图 12：中国、美国物流仓储面积对比



数据来源：CBRE、西南证券整理

图 13：中国物流设施人均面积显著低于美日

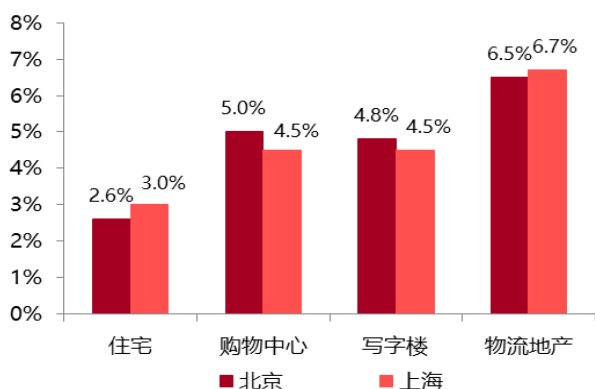


数据来源：戴德梁行、西南证券整理

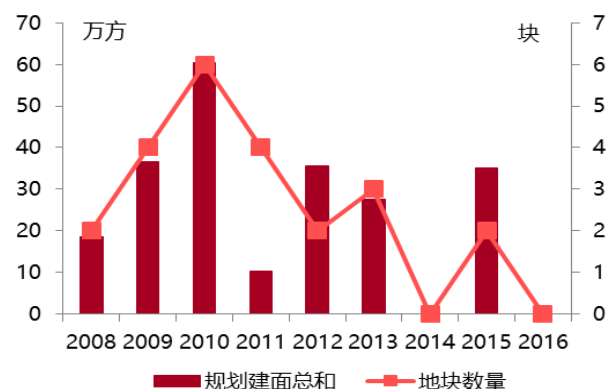
表 3：物流地产主要收购案例列表，管理面积每平方米估值一般在 2000-5000 元左右

日期	被收购方	股权比例	收购方	收购金额	管理面积 (万方)	每平方估 值(元/方)
2017 年 7 月	普洛斯	100%	厚朴投资(占股 21.3%)、万科(21.4%)、高瓴资本(21.2%)、中银集团(15%)、普洛斯管理层	787 亿元	5500	1430
2014 年 12 月	美国最大之一的物流地产组合	100%	普洛斯、GIC	81 亿美元	1100	5081
2014 年 8 月	中储股份	15.5%	普洛斯	20 亿元	900	1434
2014 年 5 月	易商	20%	荷兰汇盈资产 APG	6.5 亿美元	150	14950
2012 年 11 月	Prosperitas 公司两个投资组合	100%	普洛斯、中投公司、CPPIB、GIC	14.5 亿美元	196.7	5086
2011 年 8 月	宇培集团	49%	普洛斯	5360 万美元	25.3	2984
2011 年 1 月	航港股份 ACL	53%	普洛斯	14.03 亿元	79.3	3338
2010 年 12 月	宝湾物流 BLOGIS	19.9%	普洛斯	5.39 亿港元	115	2096

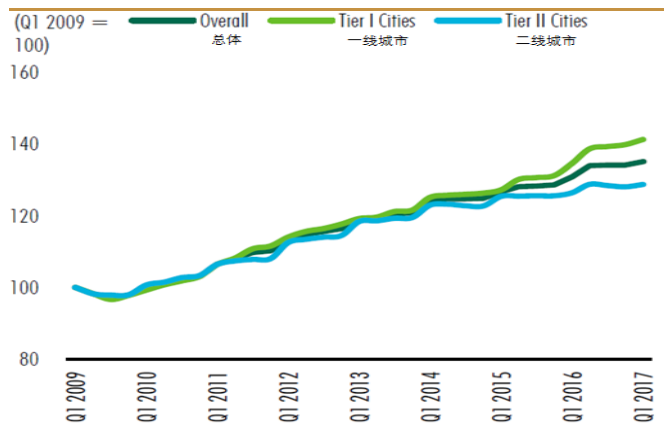
数据来源：西南证券整理

图 14：物流地产年化回报率明显高于其他物业(2008 -2013 年)


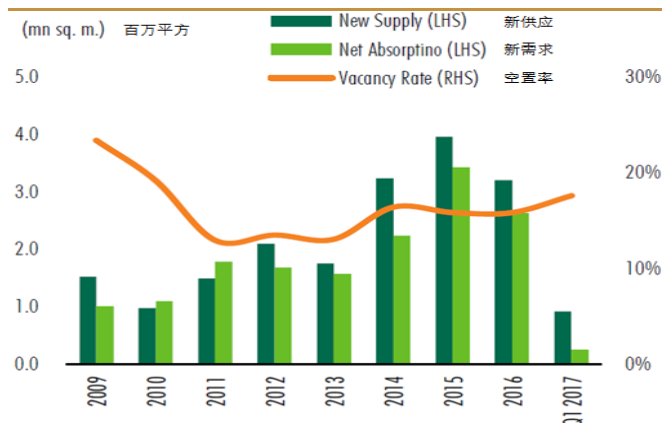
数据来源：CBRE、西南证券整理

图 15：北京物流仓储用地成交统计(2008 年-2016 年)


数据来源：wind、西南证券整理

图 16：一、二线城市租金逐渐拉开差距


数据来源：CBRE、西南证券整理

图 17：中国地区物流仓储空置率持续下降


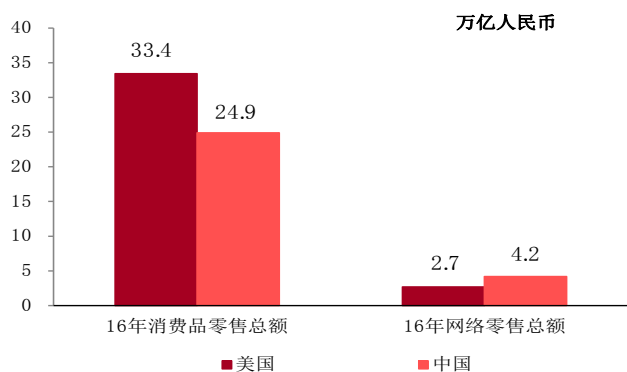
数据来源：CBRE、西南证券整理

2.4 以商品零售额衡量市场空间，中国高端物流设施发展空间大

人均高端物流设施面积能够反映出短缺这个问题，但并不能够衡量我国物流地产的短缺程度，由于我国人口基数较大以及两国人均消费的差异可能会高估市场的空间，例如美国的人均高端物流设施面积约 1.17 平方米，中国的人均高端物流设施面积仅为 0.015，若以人均数值来衡量稀缺程度，那么中国达到美国人均 1.17 平方米高端物流设施，全中国高端物流设施的总量将达到 15 亿方，这显然是不合理的。

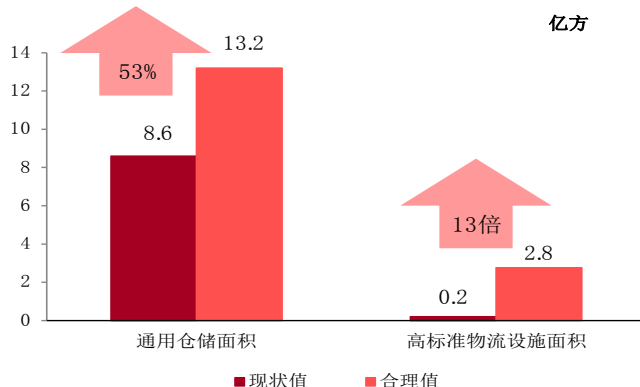
由于制造业、电商、连锁零售、第三方物流等企业均需要使用物流仓储设施，并且第三方物流多数需求来自电商消费，那么我们使用消费品零售总额作为需求口径来估算中国物流仓储的合理面积。2016 年美国、中国消费品零售总额分别为 33.4、24.9 万亿元（按人民币兑美元 6.9: 1 进行换算），中国为美国的 74.5%。根据 CBRE 研究报告中的数据，目前美国高端仓储为 3.7 亿方、通用仓储为 17.7 亿方，按此比例计算得中国合理的高端仓储面积为 2.8 亿方，通用仓储面积为 13.2 亿方，分别较当前高端仓储 0.2 亿方、通用仓储 8.6 亿方增加 1279%、53%。中国高端物流设施面积仍需增加 13 倍后才能够匹配消费带来的高端仓储需求。

图 18：中美两国消费品零售额



数据来源：wind、西南证券整理

图 19：中国高端物流设施面积合理值应为 2.8 亿方



数据来源：CBRE、wind、西南证券整理

2.5 一家独大，百家争鸣

目前中国物流地产市场可以用一家独大百家争鸣来概括，国内物流地产运营商中龙头当之无愧为普洛斯，截至 2017 年 6 月运营面积（包括正在运营、在建以及储备建面）超 4000 余万方，市场份额遥遥领先其他物流地产商。宝湾、嘉民、易商、宇培等运营面积处于 200-500 万方，归属为二线龙头。

物流地产对大客户的黏性更强、存在很强的网络布局的内生扩张动能。相比于第三方物流、电商而言，物流地产商更为专注、服务更专业，第三方物流以及电商自建仓均用于辅助物流运输以及电商零售等主营业务。从参与模式来看，目前市场的参与者可以分为三类：第一，以重资产运营为核心专注物流园区及相关设施组合开发和运营的企业，以国内物流地产商宝湾物流、万科物流等为代表；第二，以高杠杆扩张为特征的基金驱动型企业，以国际物流地产商为代表，例如普洛斯、嘉民等；第三，以打造生态圈、完善供应链或物流运输为主切入物流领域，如中储股份、京东物流等。

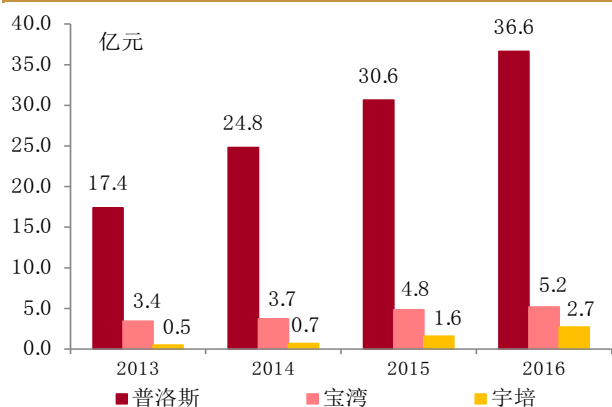
物流园区土地是开展业务的基础条件，因此早期进入行业的物流地产商拥有绝对优势，体现在获取土地的成本、园区区位以及园区规模等方面，从而在租赁费用以及获取大客户方面拥有绝对的成本优势，大客户的持续合作也将成为物流地产开发商与当地政府的纽带。未来高端物流仓储行业容量将迅速扩大，早期物流地产开发商普洛斯、宝湾、嘉民、安博等均会享受到市场规模扩张带来的红利，并将在行业中持续保持领先。

图 20：物流公司角色分类



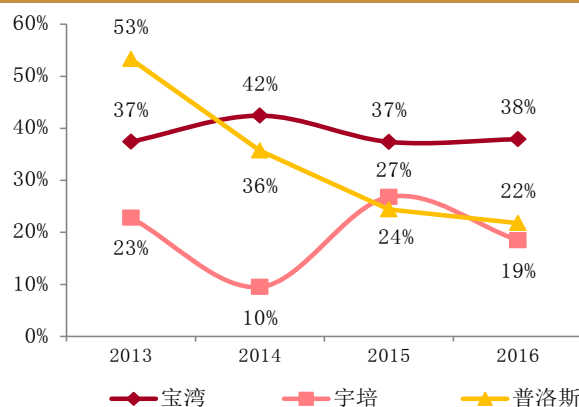
数据来源：西南证券整理

图 21：宝湾、宇培、普洛斯营业收入对比



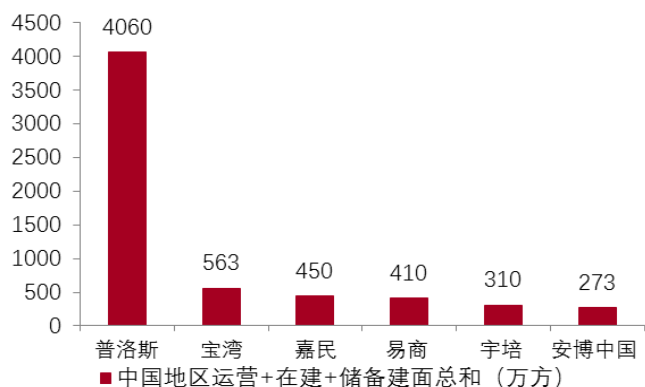
数据来源：wind、西南证券整理

图 22：宝湾、宇培、普洛斯净利率对比



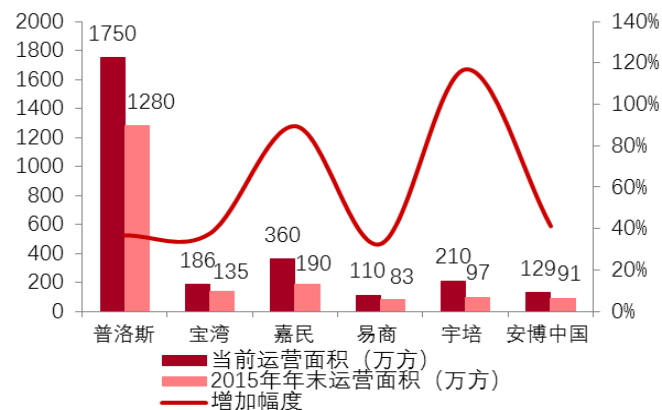
数据来源：wind、西南证券整理

图 23：中国物流市场普洛斯遥遥领先



数据来源：各物流公司官网、西南证券整理

图 24：龙头物流公司增长均十分迅速



数据来源：各物流公司官网、西南证券整理

表 4：国内重要物流地产商对比

公司名称	项目分布城市 (个)	项目个数 (个)	运营建面 (万方)	在建建面 (万方)	储备建面 (万方)	项目建面总和 (万方)	出租率	资产管理总值 (亿元)
普洛斯	38	252	1750	1120	1190	4060	91.0%	9384
宝湾	28	46	186	81	296	563	95.0%	/
嘉民	18	47	360	90	/	450	96.2%	414
易商	/	/	110	300	/	410	/	/
宇培	/	24	210	40	60	310	86.6%	/
安博中国	/	59	129	144	/	273	/	104

数据来源：普洛斯、宝湾、嘉民、易商、宇培、安博中国公司官网、西南证券整理

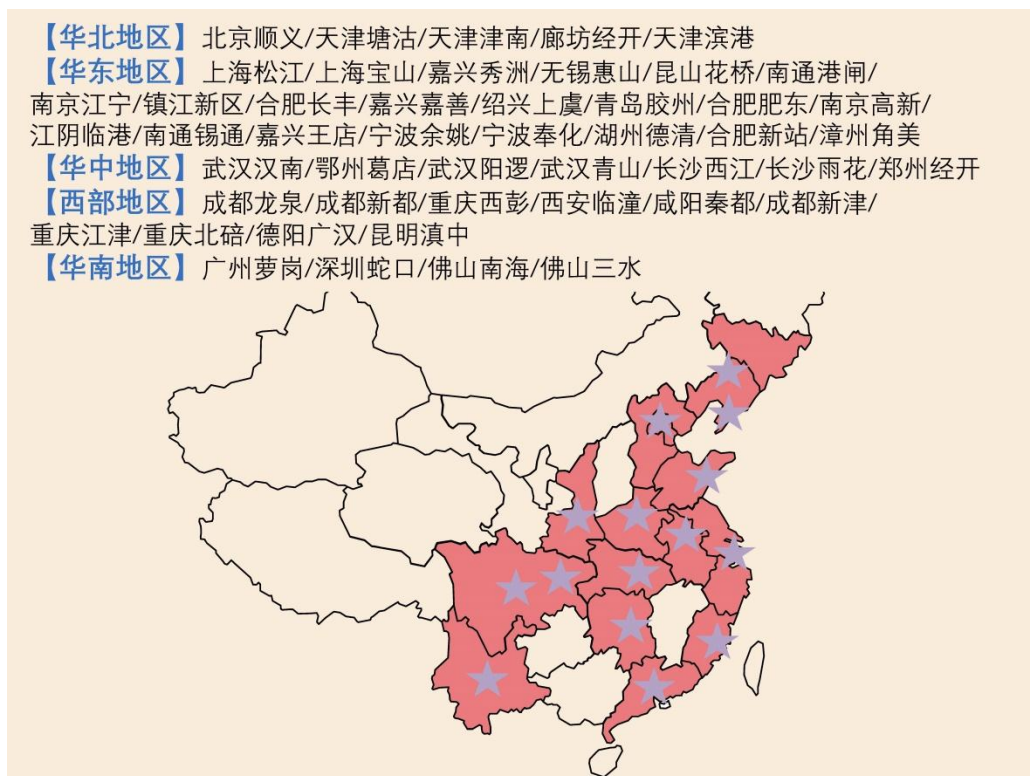
3 物流地产的典型代表及经营模式

3.1 资源驱动型代表-宝湾物流

宝湾物流控股有限公司（BLOGIS Holding Ltd.，简称“宝湾物流”）是深圳赤湾石油基地股份有限公司（简称“深基地”）的高端物流设施投资平台，成立于 2011 年 7 月，注册资本 5 亿元人民币。中国南山开发(集团)股份有限公司持有深基地 52% 股权。宝湾物流是国内知名的物流园区开发商和运营商，在物流园区选址、开发建设、运营管理等方面均积累了丰富的经验。作为自有核心仓储资产的物流服务商、行业领先的国际物流园区开发商和运营商，宝湾物流致力于打造综合化、专业化、标准化的物流服务体系，不断丰富和创新业务模式，充分满足第三方物流企业、商贸零售企业、电子商务企业和生产制造企业对仓储设施在运作效率、安全和环境等多方面的要求，并积极开展并购、合资、定制等多种仓储物流开发与运营模式。主要业务包括：物流运营管理、标准设施开发与运营、定制仓储设施、运输与配送、电子商务仓储服务、供应链金融服务、冷链物流、医药物流等。

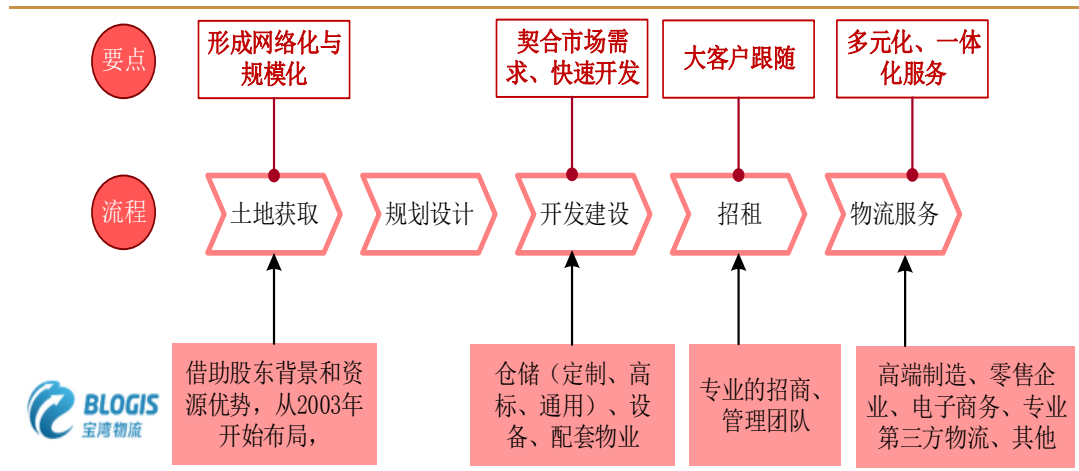
宝湾物流在上海、天津、广州、武汉、成都、重庆等 28 个核心物流节点城市运营管理 46 个项目，目前已经形成环渤海、长三角、珠三角及中西部地区的物流地网。截止到 2016 年末，在营高端仓储设施达到 186 万方，在建达到 81 万方，规划中的仓储设施面积达到 296 万方。

图 25：宝湾物流布局全国



数据来源：宝湾物流官方网站、西南证券整理

图 26：宝湾物流的经营模式（从开发到运营的重资产模式）



数据来源：深基地 B 公告、西南证券整理

宝湾物流从物流园区项目的资源获取、项目的规划设计、再到具体的开发建设、后期的招租和提供物流服务都有参与，是典型的开发、持有和运营服务商的重资产模式。受益于进入市场的时间较早（2003 年 8 月最早开发上海宝山宝湾物流园）和专业的招商运营团队，宝湾物流的网络化布局和运营效率优势十分明显。

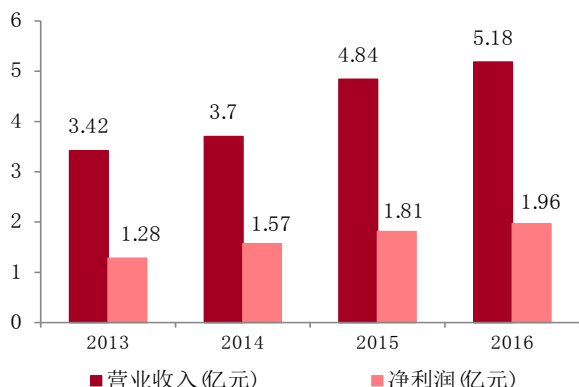
宝湾物流基本可保证运营 1 年之后达到 90% 的出租率，目前综合出租率超 95%，显著高于行业均值。合同期限长中短均衡配比，以服务为核心，积极孵化包括电商物流、仓配一体化在内的新型业务，增强宝湾物流园区的资源 and 税收集聚功能，增强各地政府与宝湾物流的合作意愿，增加客户黏性。

表 5：宝湾物流部分运营项目经营指标

园区名称	简介	仓储面积	2016 收入	2016 净利润	使用率	单方月租金
上海宝山宝湾物流园	占地 582 亩，18 栋高标仓、办公楼、包装车间、停车场和集装箱堆存场地	20 万方	9621 万	4760 万	100%	40.1 元
廊坊经开宝湾物流园	占地 260.4 亩，10 栋轻钢结构高架库、办公楼、包装车间、停车场和集装箱堆存场地	8.65 万方	2889 万	947 万	96%	27.8 元
成都龙泉宝湾物流园	占地 411 亩，9 栋高标轻钢结构仓库、装卸平台、办公楼等	13 万方	6324 万	1911 万	98%	40.5 元（含配送）
广州萝岗宝湾	占地 200 多亩，7 栋标准高架库等	13.2 万方	5393 万	1983 万	100%	34.0 元

数据来源：宝湾物流官网、深基地 B 公告，西南证券整理

图 27：宝湾物流营业收入稳步提升



数据来源：wind、西南证券整理

图 28：宝湾物流进驻企业



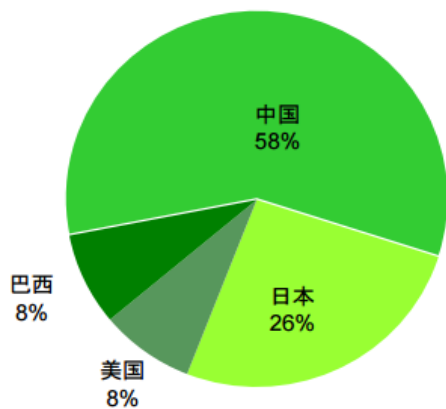
数据来源：宝湾物流官网、西南证券整理

3.2 基金驱动型代表-普洛斯

普洛斯有限公司 (Global Logistic Properties Ltd., 简称“普洛斯”) 是全球领先的现代物流设施及解决方案开发、运营和基金管理者，业务遍及中国、日本、美国和巴西的 118 个主要城市，拥有并管理约 5,600 万平方米的物流基础设施，形成了一个服务于 4000 余家客户的高效物流网络。通过标准设施开发、定制开发、收购与回租等灵活的解决方案，普洛斯致力于为全球最具活力的制造商、零售商和第三方物流公司不断提高供应链效率，达成战略拓展目标。此外，普洛斯有 390 亿美元的基金管理平台支持未来的发展 (含 280 亿美元的投资，110 亿美元未缴资本)。

2003 年普洛斯中国成立，创始团队梅志明在中国运作项目，开始进入上海、苏州、广州等城市；2005-2007 年，普洛斯已经在中国进入了 18 个主要城市；2008 年普洛斯被中国奥组委指定为奥运会物流配送唯一供应商；2010 年 10 月普洛斯在新加坡证券交易所上市；之后普洛斯入股宝湾物流的母公司、收购中国航港发展有限公司股权、收购物流地产开发商维龙股份，推出中国物流基金等等，使得物流项目加速拓展。截止到 2017 年上半年末，普洛斯在中国进入了 38 个城市，园区数量为 252 个，总建面约 2870 万方 (不含土地储备，其中运营物业约 1750 万方、计划开发约 1120 万方)，另外土地储备约 1190 万方。

图 29：普洛斯净资产价值全球分布情况



数据来源：普洛斯官网，西南证券整理

图 30：物流地产属于“小资产-大客户”业态模式



数据来源：普洛斯官网，西南证券整理

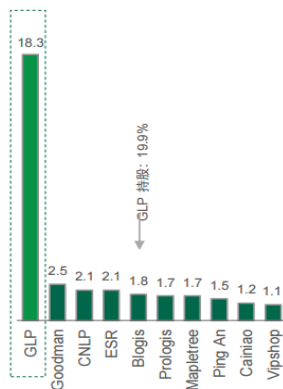
国际资本代表普洛斯与宝湾物流在中国起步的时间比较接近，但在中国的在营面积将近后者的十倍，核心原因在其通过基金模式放大股权杠杆并实现项目投入资金的快速回笼，通过轻资产的模式实现快速扩张。普洛斯开拓新型市场很多时候是直接受大客户的定制要求所驱动，充分证明了物流地产存在很强的客户需求直接驱动的特征。比如 2002 年普洛斯根据其核心客户 DHL（敦豪）的要求在日本定制开发物流园区并由此进入亚洲市场，2003 年又因为其核心客户联合利华的仓储需求，在中国拓展长三角拓展物流园区业务。而密集的园区开发需要在前期投入较多的资金，1999 年普洛斯启动了基金管理模式，成立了第一支私募基金（Prologis European Fund），从 19 位机构投资者募集 10 亿欧元，用于收购普洛斯手中的成熟物业（之后普洛斯不再直接控股这些物业，但通过与基金公司签订管理协议，仍然负责物业的长期运营并适当收取管理费用，同时也作为基金的发起人和一般合伙人获取业绩提成），腾出资金去开拓新兴市场。

图 31：普洛斯为客户提供物流相关的综合解决方案



数据来源：普洛斯官网，西南证券整理

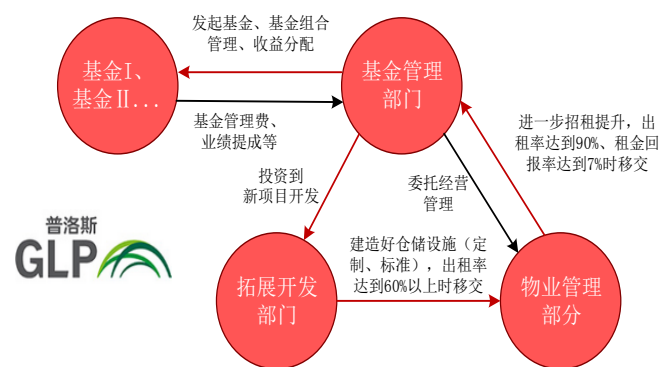
图 32：普洛斯在中国在营物流设施面积绝对龙头（百万方）



数据来源：普洛斯官网，西南证券整理

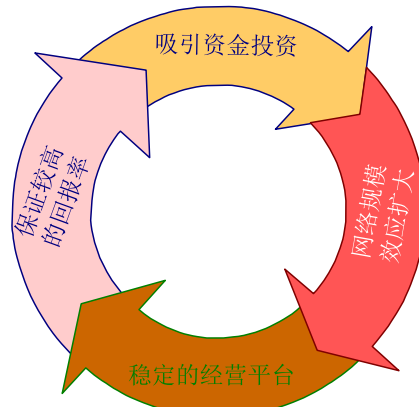
普洛斯的经营模式有两个关键点：其一，通过基金管理平台收购稳定的物业实现项目开发投入资金的回笼，基金到期后通过资产的上市或发起更大规模的基金吸收合并旧基金实现资金模式的持续循环；其二，物流设施的网络布局具有显著的规模效应，在成本改善、运营效益和租金溢价方面会越来越占据优势，规模效应更能保证较为稳定的租金回报率。

图 33：普洛斯通过基金放大杠杆实现资金快速周转



数据来源：普洛斯官网，西南证券整理

图 34：普洛斯的网络规模效应通过循环持续扩大



3.3 产业链驱动型代表-京东物流

京东（JD.com）是中国领先的自营式电商企业和中国收入规模最大的互联网企业，京东为消费者提供愉悦的在线购物体验，以富有竞争力的价格提供具有丰富品类及卓越品质的商品和服务，并且以快速可靠的方式送达消费者。京东物流隶属于京东集团，以打造客户体验最优的物流履约平台为使命，通过布局全国的自建仓配物流网络，为商家提供一体化的物流解决方案，实现库存共享及订单集成处理，可提供仓配一体、快递、冷链、大件、物流云等多种服务。

截至 2016 年第三季度，京东物流在全国范围内有 7 大物流中心，运营仓库数量达 254 个，覆盖全国 2646 个区县，拥有 6780 个配送站和自提点，在电商行业里面物流设施体量较大。

图 35：京东物流与配送服务不可分割

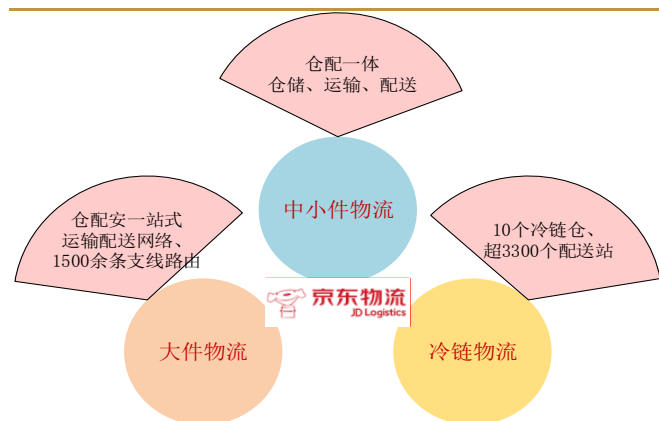
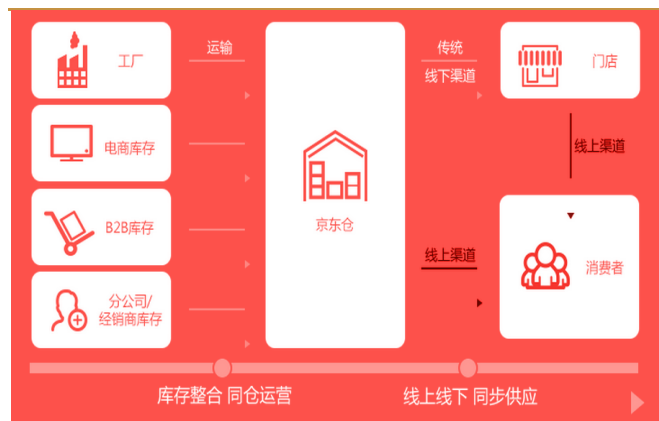


图 36：京东物流多仓合一保证供货速度



京东自从 2007 年底拿到第一笔融资开始就在筹划自建物流，自建物流的出发点之一是给京东下单客户及时的收货体验，出发点之二是降低物流成本（物流成本居高不下，通过顺丰等成本不可控），出发点之三是通过消费大数据和自建网络减少物品的流动。京东物流的最大特点就是仓配一体化，即充分利用互联网大数据平台的支撑，对不同品类商品在全国地域、时间等维度进行精准的销售预测，通过智能仓储系统，将商品在全国范围内进行智能分货，商品提前配送至距离消费者最近的城市仓。

2009 年京东物流正式布局，在全国 40 多个城市开始建立配送站；2010 年京东在上海嘉定建设华东物流仓储中心。2016 年 11 月京东物流宣布开放服务体系，承接第三方的物流配送业务（包括仓配一体化的供应链服务、京东快递服务和京东物流云服务）。2017 年 4 月京东物流宣布独立，成立了物流子集团，京东物流由单一服务京东商城成为社会化的商业基础设施，成为一项公共服务。未来可以预期，京东物流的经营模式中自营配送模式的占比将会持续降低，第三方物流模式占比会不断提升。

图 37: 京东物流依赖互联网大数据和物流网络提供上门接货服务



数据来源：京东物流官网，西南证券整理

4 相关受益标的梳理

目前物流地产相关个股受到市场高度关注，我们建议关注物流地产潜在受益标的南山控股（002314.SZ）、物流地产新锐东百集团（600693.SH）等。

表 6：相关标的估值表

公司代码	股票简称	当前价格 (元)	投资评级	EPS(元)				PE			
				16A	17E	18E	19E	16A	17E	18E	19E
001979	招商蛇口	20.19	增持	1.21	1.49	1.73	2.04	16.7	13.6	11.7	9.9
002146	荣盛发展	10.64	买入	0.95	1.22	1.61	2.02	11.2	8.7	6.6	5.3
002314	南山控股*	6.31	未评级	0.28	0.34	0.39	0.45	22.5	18.6	16.2	14.0
600693	东百集团*	10.90	未评级	0.11	0.31	0.57	0.74	99.1	35.2	19.1	14.7

数据来源：wind，西南证券整理（标*个股盈利预测来自万得一致预期）

5 风险提示

政策利好或低于预期、行业空间或低于预期等。

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	机构销售	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn

请务必阅读正文后的重要声明部分