

## 物流仓储行业——

# 高标仓整体供不应求，业务布局重视项目选址和开发商竞争力

■ **整体供需：**需求旺盛而供给有限，高标仓市场有望延续高景气。相比传统仓储，高标仓具有空间利用率高、项目选址优越、自动化水平先进和合规属性强等特点，能有效提升企业供应链效率。目前我国高标仓面积约 4900 万平米，整体处于供不应求的状态。下游客户（主要为电商企业、传统零售、高端制造和第三方物流）的规模扩张、行业整合和仓储置换需求有望带动高标仓市场保持 10%以上的增速；供给层面，新建项目主要受制于地方政府供地意愿不足，短期难以上量，传统仓升级改造则面临资金成本高昂和改造流程复杂等难点。根据戴德梁行预计，2020 年我国高标仓供需缺口在 1 亿平米左右，市场整体有望延续高景气。

■ **区域分布：**选址是仓储项目成败关键，得地利者得天下。①**长三角：**经济、产业、交通等先天条件优越，有效支撑高标仓需求。上海作为核心城市长期供不应求，外溢需求驱动苏州、嘉兴等周边城市快速发展；②**珠三角：**经济、产业基础扎实，交通布局改善有望催化高标仓发展，广深供应稀缺，莞佛惠潜力可期；③**环渤海：**经济结构失衡状态逐步缓解，叠加北京主动疏解非首都功能，天津、廊坊等周边城市迎来发展窗口；④**中西部：**长期需求庞大，短期需警惕过热风险，成都重庆去化压力大，西安郑州仍有扩容需求，其它中小城市空间有限。

■ **市场竞争：**专业物流开发商占据主导，房企巨头潜力可期。拿地、融资和招商运营是高标仓开发商的核心竞争力。综合而言，传统物流地产开发商（普洛斯、易商等）先发优势明显，无突出短板，预计未来仍将占据主导地位；房地产企业（万科等）拿地能力强、融资方式灵活，迅速跻身行业前列，但招商运营能力仍有提升空间；电商企业（阿里、京东等）尽管近年来投资激进，但基于战略规划和资源合理利用的考虑，我们认为租赁仓储仍将是其主要模式；基金机构（平安不动产等）匮乏项目经营能力，预计未来主要扮演投资人角色。

■ **业务布局：**建议重点关注项目选址区位和开发商竞争力。高标库行业整体供不应求的局面有望延续，但是短期过热和竞争加剧也给局部市场造成不确定性。因此，业务布局建议围绕两个维度综合评估：①项目选址区位要素，重点评级指标包括选址区域、选址城市、产业结构和交通枢纽距离；②项目开发竞争要素，重点评级指标包括土地储备、融资渠道、融资成本、人才团队和客户网络等。

■ **行业风险：**消费增速放缓；容积率政策变动风险；盲目开发致使部分区域供需失衡加剧；电商持续大规模投入自建；新技术、新模式降低对高标仓的需求。

王海量

研究院行业分析员

☎：0755-83076585

✉：hailiang\_wang@cmbchina.com

付佳宝

战略客户五部物流团队联络人

☎：0755-88026524

✉：fujiabao@cmbchina.com



## 目录

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 市场供需：高标仓储需求强劲，供给短板明显 .....            | 1  |
| 需求层面：高标仓降本增效作用明显，市场需求旺盛 .....         | 2  |
| 供给层面：仓储用地供给紧张+存量改造难度大，高标仓稀缺性凸显 .....  | 7  |
| 区域分布：选址是仓储项目成败关键，得地利者得天下 .....        | 11 |
| 长三角：上海高标仓供需两旺，周边城市承接外溢需求 .....        | 11 |
| 珠三角：交通一体化是高标仓发展的最强催化剂 .....           | 13 |
| 环渤海：区域不平衡局面有望缓解，北京疏解非首都功能推动周边发展 ..... | 15 |
| 中西部：经济崛起创造长期空间，短期存在过热风险 .....         | 16 |
| 市场竞争：专业物流开发商占据主导，房企巨头潜力可期 .....       | 18 |
| 传统阵营：外资领跑，中资企业逐步崛起 .....              | 19 |
| 房地产企业：拿地和融资有优势，招商运营能力待提升 .....        | 22 |
| 电商：短期自建仓储投资激进，长期预计仍以租赁为主 .....        | 23 |
| 布局建议及风险因素 .....                       | 25 |
| 布局建议 .....                            | 25 |
| 风险因素 .....                            | 26 |

## 图目录

|                                                   |    |
|---------------------------------------------------|----|
| 图 1: 高标仓 VS 传统仓储 .....                            | 1  |
| 图 2: 相比美国和英国, 中国的物流成本偏高 .....                     | 2  |
| 图 3: 我国仓储成本占物流费用比重近四成 .....                       | 2  |
| 图 4: 高标仓的长期使用成本低于传统仓 .....                        | 3  |
| 图 5: 高标仓能提升货物周转率 .....                            | 3  |
| 图 6: 普洛斯下游租户占比 .....                              | 3  |
| 图 7: 网络购物市场规模持续扩张 .....                           | 4  |
| 图 8: 网购 B2C 占比持续扩大 .....                          | 4  |
| 图 9: 电商是高标仓的主要需求方 .....                           | 4  |
| 图 10: 京东租赁普洛斯仓储面积持续增长 .....                       | 4  |
| 图 11: 连锁零售百强中 CR10 市场份额提升 .....                   | 5  |
| 图 12: 沃尔玛成本控制情况 .....                             | 5  |
| 图 13: 第三方物流市场规模 .....                             | 6  |
| 图 14: 第三方物流企业租赁仓储情况 .....                         | 6  |
| 图 15: 高标仓需求增速预测 .....                             | 7  |
| 图 16: 工矿仓储用地供给紧张 .....                            | 7  |
| 图 17: 一线城市仓储用地供应紧张 .....                          | 7  |
| 图 18: 地方政府针对仓储用地的政策解读 .....                       | 8  |
| 图 19: 物流地产投融资案例 .....                             | 9  |
| 图 20: 传统非高标仓改造成本测算 .....                          | 9  |
| 图 21: 高标仓供需缺口预计持续扩大 .....                         | 10 |
| 图 22: 长三角电商销售及快递业务量占比约 40% .....                  | 12 |
| 图 23: 长三角高端制造业整体呈现扩张态势 .....                      | 12 |
| 图 24: 长三角主要城市高标仓供给量 .....                         | 12 |
| 图 25: 长三角主要城市租金及出租率表现 .....                       | 12 |
| 图 26: 珠三角 GDP 增速领跑全国 .....                        | 13 |
| 图 27: 珠三角的高铁密度存在提升空间 .....                        | 13 |
| 图 28: 深中通道、虎门二桥、赣深高铁、广深高铁有望在 2024 年之前陆续建成开通 ..... | 14 |
| 图 29: 珠三角主要城市高标仓供给 .....                          | 15 |
| 图 30: 珠三角主要城市租金及出租率表现 .....                       | 15 |
| 图 31: 环渤海地区高端制造业正在快速发展 .....                      | 16 |
| 图 32: 环渤海的交通呈现以北京为中心的辐射状 .....                    | 16 |
| 图 33: 环渤海主要城市高标仓供给 .....                          | 16 |
| 图 34: 环渤海主要城市租金与出租率表现 .....                       | 16 |
| 图 35: 中西部重要节点城市成为仓储投资热点 .....                     | 17 |



|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 图 36: 中西部主要省份高标仓存量及增量占比 .....   | 17 |
| 图 37: 中西部主要城市租金及出租率 .....       | 17 |
| 图 38: 物流地产开发能力核心环节 .....        | 18 |
| 图 39: 物流地产主要参局者核心优势分解 .....     | 19 |
| 图 40: 物流地产行业格局（截至 2015 年） ..... | 19 |
| 图 41: 物流地产行业格局（截至 2018Q3） ..... | 19 |
| 图 42: 物流地产开发商存量情况 .....         | 20 |
| 图 43: 轻重结合的资产运作模式 .....         | 21 |
| 图 44: 房企入局物流地产运营模式介绍 .....      | 22 |
| 图 45: 万科物流地产项目数量 .....          | 23 |
| 图 46: 万科物流地产建筑面积持续增长 .....      | 23 |
| 图 47: 电商巨头物流地产布局 .....          | 23 |
| 图 48: 大型电商自建仓储的优劣对比 .....       | 24 |
| 图 49: 亚马逊的物流中心以租赁为主 .....       | 24 |
| 图 50: 物流地产开发商综合要素评估表 .....      | 26 |



## 市场供需：高标仓储需求强劲，供给短板明显

现代仓储不是传统意义上的“仓库”或者“仓库管理”，是利用自建或者租赁库房或场地，进行储存保管、装卸搬运、配送货物的现代化物流活动，在供应链中扮演者资源提供者的独特角色。按照仓储的水平高低，可将仓储划分为高标仓和传统仓，高标仓和传统仓存在明显的差异，主要表现在如下方面：

**空间利用：**高标仓储的规划容积率较高，部分项目的容积率达到 2.5-3，空间使用效率是传统仓储的 3 倍左右，可大幅降低土地成本。

**项目选址：**高标仓储选址靠近公路、机场、港口等交通枢纽地段，交通便捷，其辐射区域更为广泛，能够降低运输成本。

**自动化水平：**高标仓储可实现作业高机械化和自动化，既提高了运行效率，又减少了人工需求，降低了综合管理成本。

**合规属性：**高标仓项目所有权属清晰、土地性质明确，可避免投资开发和运营管理中产生纠纷，保障仓储项目的顺利推进。

图 1：高标仓 VS 传统仓储

|       | 高标仓                          | 传统仓                     |
|-------|------------------------------|-------------------------|
| 选址    | 靠近城市中心或交通枢纽（机场、港口、公路）        | 多位于工业园区和港口附近            |
| 结构    | 单层：高品质钢结构；多层：混凝土/钢结构，附带通道/电梯 | 非标准混凝土/钢结构；多层：无通道       |
| 总建筑面积 | ≥ 8,000平方米                   | 规模不一，一般<4,000平方米        |
| 屋顶净高  | ≥ 8米                         | 4-7米                    |
| 承载力   | 1楼：≥ 3吨/平方米；2楼：≥ 2吨/平方米      | 1楼：<3吨/平方米；其他楼层：<2吨/平方米 |
| 立柱间距  | ≥ 8米                         | 5-7米                    |
| 操作设备  | 双边装卸月台及可升降平台、硬化防尘地坪、叉车充电间    | 物卸货平台及卡车装卸区域            |
| 消防    | 消防栓、灭火器、火灾报警装置、自动防火洒水系统      | 消防栓                     |
| 地面漆   | 耐磨性环氧树脂/混凝土地面涂装工程            | 非标准，无水泥地面或素填土           |
| 监控系统  | 24小时安保及集中监控服务                | 公共警卫或尚无                 |
| 采光顶   | 装备条形照明灯的天花板                  | 非标准                     |
| 所有权归属 | 经过政府正规土地出让程序，权属清晰，性质为物流用地    | 可能存在土地权属不清晰，性质不明确等问题    |

资料来源：戴德梁行，国金证券，招商银行研究院

## 需求层面：高标仓降本增效作用明显，市场需求旺盛

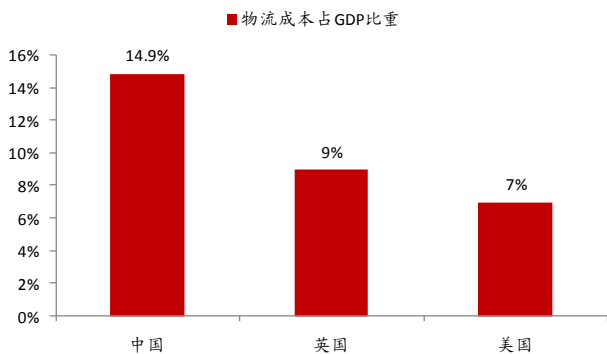
### 高标仓最主要的作用是降本增效

最近 20 年以来，我国物流成本一直处于居高不下的状态。根据 2017 年“三亚·财经国际论坛”的数据，我国物流成本占 GDP 比重约为 15%，英国为 9%，美国约 7%。除了产业结构、物流货值等方面的差异以外，我们认为仓储效率低下也是造成我国物流成本高企的主要因素之一。

由于特定的历史原因，我国现代化仓储业起步较晚，大部分仓储设施都是在 90 年代以前建设。仓库类型以传统仓为主，占总面积 80% 以上，占货运吞吐量的 90% 以上。传统仓存在功能延展性不强、结构不合理、存储品类有限、土地性质有瑕疵等缺陷，大幅增加了物流过程中的运营成本以及安全隐患。相比之下，高标仓得益于自身先进和完善的建筑结构，加上计算机、通讯和机器人技术的使用，辅以流畅的物流信息规划系统，能够实现物流规模化效应、提高拣选效率和准确性，从而减低仓储成本并减少库存资金占用率。

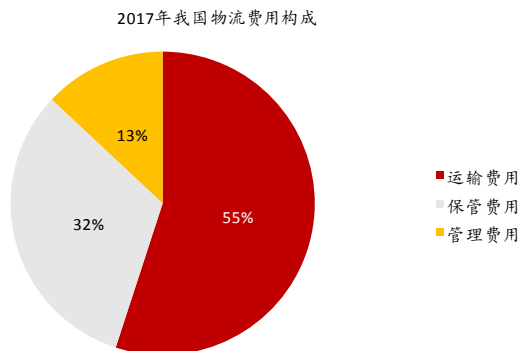
根据中国仓储协会调研，以 20 年为测算期间，使用高标仓的投入成本，比使用传统仓的成本降低约 20%。从具体的存货周转数据来看，现代化高端仓储的存货周转天数不到传统仓储的 10%，库存 SKU 能够达到传统仓储的 10 倍，搜索清点货物时间比传统人工方式减少 95%。

图 2：相比美国和英国，中国的物流成本偏高



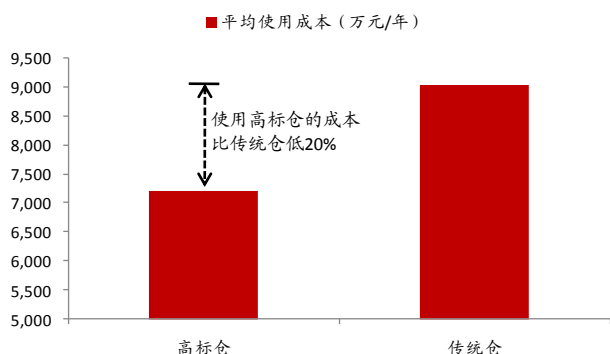
资料来源：三亚·财经国际论坛，招商银行研究院

图 3：我国仓储成本占物流费用比重近四成



资料来源：国家统计局，招商银行研究院 注：仓储成本主要包括保管费用和部分管理费用，可以大致估算仓储成本占整体物流成本的比重约 40%

图 4：高标仓的长期使用成本低于传统仓



资料来源：中国仓储与配送协会，今天国际招股说明书，招商银行研究院

图 5：高标仓能提升货物周转率

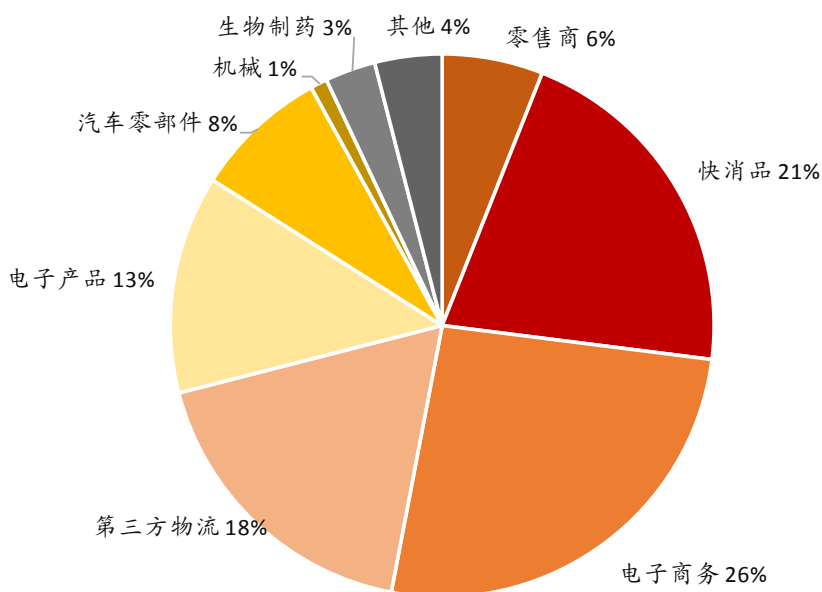
|         | 高标仓    | 传统仓   |
|---------|--------|-------|
| SKU存储数量 | 20,000 | 2,000 |
| 搜索货物时间  | 1分钟    | 20分钟  |
| 存货周转天数  | 5-10天  | 60天   |

资料来源：世邦魏理仕，《物流技术》，招商银行研究院

## 消费、第三方物流、高端制造等三大租户持续扩张，高标仓需求坚挺

目前我国高标仓的面积约为 4900 万平方米，其下游租户主要为消费企业、高端制造业和第三方物流。以普洛斯为例，其租户结构中，消费型企业占比为 53%（电商、传统零售分别为 26%、27%），高端制造业约为 25%，第三方物流为 18%。由于目前我国电商份额正在快速扩张、传统零售集中度持续提升、第三方物流业务繁荣发展以及制造业向高端化升级，我们预计未来国内高标仓需求有望表现坚挺。

图 6：普洛斯下游租户占比



资料来源：普洛斯年报，招商银行研究院

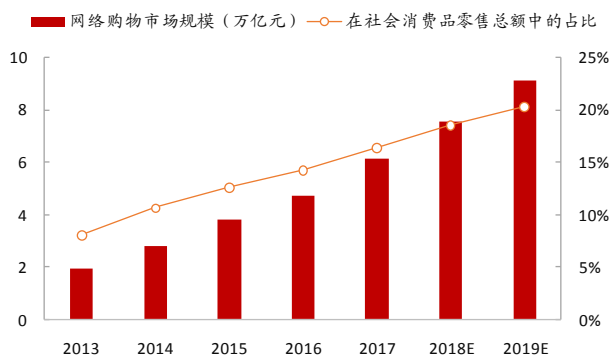


### 消费：电商份额扩张与零售集中度提升驱动高标仓需求

终端客户的购物体验对于电商至关重要，因此电商企业常常需要提供丰富的商品种类、高效的配送服务，以及任劳任怨地应对退货需求，造成其对仓储管理水平的要求极为严格，所以天猫、京东等电商经常直接租用高标仓作为其大型订单处理中心。根据普洛斯的研究，同等交易规模下电商对物流仓储的需求是传统零售的 3 倍左右。

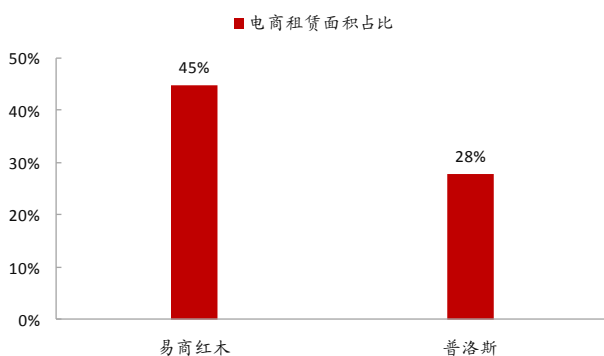
近年来我国网购市场增长势头迅猛，占社零比重持续提升。艾瑞咨询测算 2019 年网购规模占社零比重将超过 20%，这将直接推升电商对高标仓储的需求。电商模式的变迁也可能进一步刺激行业需求。目前 B2C 已经超过 C2C 成为我国主要的网购模式，B2C 物流呈现多批量、小批次的特点，对高标仓的需求相对 C2C 更高。当日达、次日达和同城配送等时效产品的兴起，也亟需高标仓作为后台运营支撑。

图 7：网络购物市场规模持续扩张



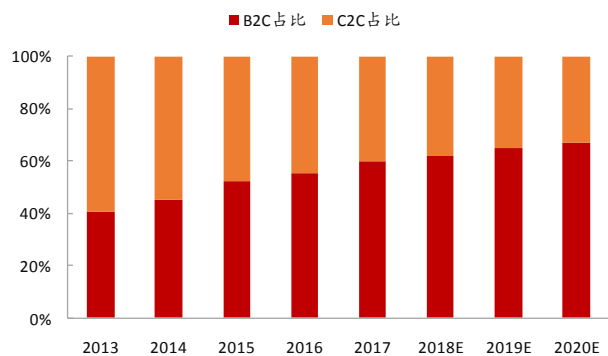
资料来源：艾瑞咨询，招商银行研究院

图 9：电商是高标仓的主要需求方



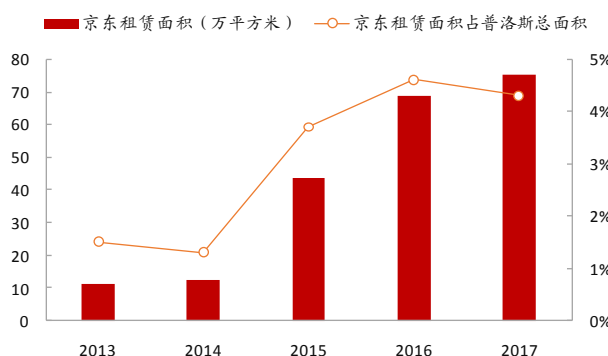
资料来源：公司公告，招商银行研究院

图 8：网购 B2C 占比持续扩大



资料来源：艾瑞咨询，招商银行研究院

图 10：京东租赁普洛斯仓储面积持续增长



资料来源：普洛斯，招商银行研究院

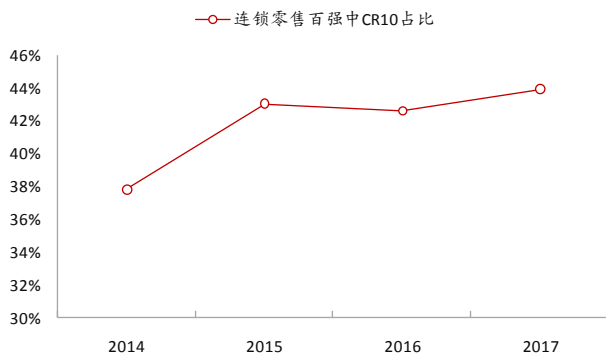
零售业集中度逐步提升，有序的商品组织状态需依托先进的高标仓体系。在夫妻老婆店的经营模式下，商品组织呈现零散、无序的状态，传统仓即可满足其商品贮存需求。但是，随着零售集中度的提升，大型连锁业态大量涌现，商品的组织流通将从“无序”向“有序”升级，表现在联合采购、规模配送、精细管理。只能履行商品存放、设施老旧、管理水平低下的传统仓已很难有所



作为，高标仓的作用进一步凸显。

以沃尔玛为例，作为美国零售领域的后来者（80 年代以前，Kmart 的市场份额远超沃尔玛），其通过优质的仓储设施，提高了运转效率，在激烈的行业竞争环境中筑就壁垒，成为全球领先的零售巨头。

图 11：连锁零售百强中 CR10 市场份额提升



资料来源：CCFA，招商银行研究院

图 12：沃尔玛成本控制情况

| 项目             | 沃尔玛    | 行业水平    |
|----------------|--------|---------|
| 仓储配送中心数（2010年） | 267个   | -       |
| 仓储配送中心平均面积     | 10万平方米 | -       |
| 平均补货时间         | 2天     | 5天      |
| 进货费用/商品总成本     | 3%     | 4.5%-5% |
| 配送费用/销售额       | 2%     | 10%     |
| 管理费用/销售额       | 2%     | 5%      |
| 商品损耗率          | 1.20%  | 3%-5%   |

资料来源：广发证券，招商银行研究院

### 第三方物流：承接电商外包需求，间接拉动高标仓市场

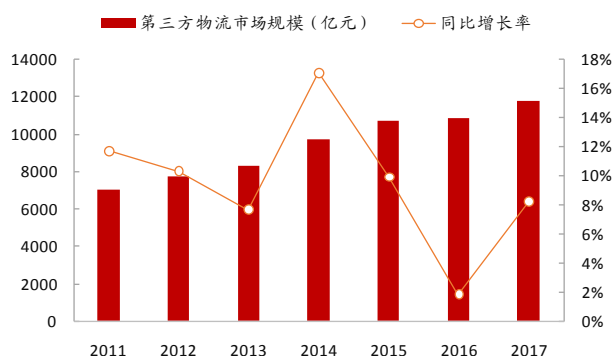
电商不仅直接租用仓储需求，还通过将业务外包给第三方物流，间接拉动我国高标仓市场发展。

从运作流程来看，电商的发展将使得三种不同类型的物流设施需求上升：1）储存和挑拣商品的大型订单处理中心；2）对订单进行排序的包裹分拣中心，从而将订单派往相关包裹配送中心；3）向客户进行“最后一公里”配送的包裹配送中心。大型电子商务公司通常承接为自己所用的大型订单处理中心的建设及运营，包裹分拣中心及包裹配送中心则依赖第三方物流供应商。

从资金成本来看，仓储属于重资产项目，目前仅有少数行业巨头会选择自建仓储，大多数中小型企业由于难以承担巨额的投入，因此会优先选择将仓储和配送业务外包给第三方物流企业。

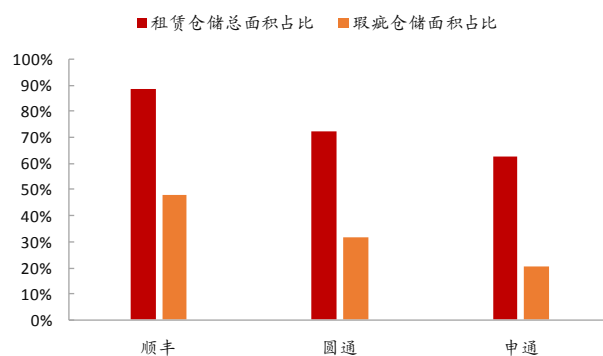
我们梳理了顺丰、圆通、申通三家快递企业的仓储设施情况，其租赁的总面积中，瑕疵房屋面积比重均超过 20%（瑕疵房屋一般为年代久远或集体用地、国有土地划拨等权属不明的厂房、旧式仓库），预计未来第三方物流企业的置换需求也将成为高标仓行业发展的主要驱动力。

图 13：第三方物流市场规模



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 14：第三方物流企业租赁仓储情况



资料来源：公司公告，招商银行研究院

### 制造业：高端化升级推动高标仓需求

进入 21 世纪后，我国制造业逐步从传统低端制造业向高端制造业转型升级。相比于传统制造业，汽车、机械、电子通讯、医药等高端制造业的产品结构较为复杂、供应商众多、产品更新迭代快，因此供应链效率尤为重要，这导致**高端制造业也成为了高标仓的重要租户群体**。2010 年至 2016 年间，制造业租赁普洛斯的面积从 290 万平米增长至 530 万平米，年复合增速 12.4%。

以汽车行业为例，汽车售后服务存在服务范围广、零件品类繁多、大小形状各异、操作难度大的特点，对物流设施要求非常高。众多汽车行业客户之所以选择将仓储需求外包给普洛斯这类高标仓开发商，一是其全国性网络规模可以满足汽车企业对零部件配送中心的选址需求，二是其具备根据不同客户的个性化需求，定制设计、开发高标准物流仓储设施的能力。

2015 年 4 月，普洛斯为华晨宝马量身定制的宝马上海新零件配送中心投入使用。1) 空间设计：大面积单体库房，层高经过特别设计，可提供充足的存储空间和扩展空间；2) 库区设计：装配可上人阁楼式货架，方便对零配件进行分门别类的摆放、拣取；3) 场地建设：装卸货平台、地坪、周边道路等方面均进行标准化建设，满足客户对于零部件管理、配送的需要。该零部件配送中心位于上海普洛斯临港国际物流园，既能满足上海、浙江、江苏等东部经销商的需求，也能承接来自全国其它区域经销商的紧急订单，可以快速实现零配件货物送达，运营效率提升了 20%左右。

### 高标仓需求测算

电商、传统零售商、高端制造业以及第三方物流已成为高标仓的主要需求方，我们预计高标仓的需求有望保持 10%以上的年均增速。测算假设如下：

- 1) 电商：需求占比 30%，网络购物规模未来年平均增速为 20%；
- 2) 传统零售：需求占比 15%，社零总额增速放缓，预计年平均增速为 5%；
- 3) 第三方物流：需求占比 30%，预计年平均增速为 10%；
- 4) 高端制造业：需求占比 25%，预计年平均增速为 10%。

图 15：高标仓需求增速预测

| 高标仓租户 | 租赁占比 | 年平均增速 | 增速贡献   |
|-------|------|-------|--------|
| 电商    | 30%  | 20%   | 6.00%  |
| 传统零售商 | 15%  | 5%    | 0.75%  |
| 高端制造业 | 25%  | 10%   | 2.50%  |
| 第三方物流 | 30%  | 10%   | 3.00%  |
| 合计    | 100% |       | 12.25% |

资料来源：戴德梁行，招商银行研究院

## 供给层面：仓储用地供给紧张+存量改造难度大，高标仓稀缺性凸显

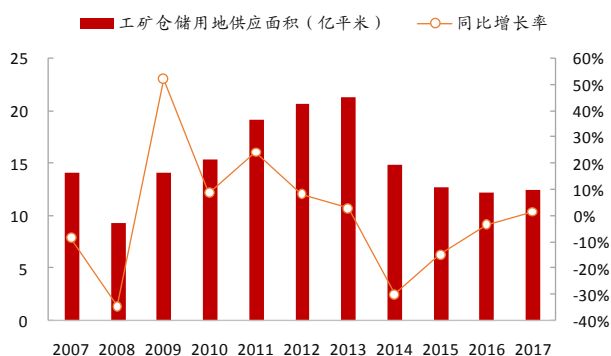
截至 2017 年底，国内营业性通用仓储面积达 10.38 亿平方米，如果算上国家各类国家各类储备仓库、特种仓库、工商企业内部自用仓库等，国内的仓库总量已达到 17 亿平方米。然而，高标仓在仓储总供给量中的比例不足 5%，难以满足强劲增长的需求，究其原因主要有：1）仓储用地供应紧张，高标仓开发难以获得新增用地；2）存量非高标仓升级改造难度大。

### 仓储用地获取难度大是高标仓扩张的最大掣肘

用于建设高标库的土地性质为工矿仓储用地，长期以来，仓储用地对政策风向就较为敏感。由于仓储用地价格较低，并且仓储项目对地方税收和就业的带动作用小，地方政府对仓储用地的供应较为保守，并且针对仓储用地的供应出台了较为严苛的政策，限制了我国仓储用地的供给。

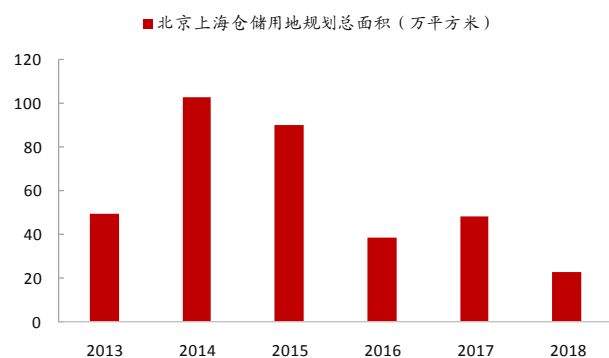
数据上看，近年来我国工矿仓储用地的供应量逐年减少。这在一线城市表现尤为明显，2014 年以来北京上海仓储用地的规划总面积持续收缩。

图 16：工矿仓储用地供给紧张



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 17：一线城市仓储用地供应紧张



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 18：地方政府针对仓储用地的政策解读

| 地点 | 政策时间    | 政策名称                                 | 内容解读                                                                                                                                                                  |
|----|---------|--------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 北京 | 2017.09 | 《北京城市总体规划（2016年—2035年）》              | 提出北京每年要减少城乡建设用地存量30平方公里。城乡建设用地规模到2020年减到2860平方公里左右，到2035年减到2760平方公里左右。这就意味着，分布在昌平、顺义、房山等地的建设用地和现有工业仓储用地将会从总量上进一步缩减，一大批拆迁和产业转移势在必行。《规划》还表示， <b>严禁在三环路内新建和扩建物流仓储设施。</b> |
|    | 2018.03 | 《建设项目规划使用性质正面和负面清单》                  | 限制三环路以内的各类用地调整为仓储物流设施； <b>首都功能核心区</b> 内鼓励工业、仓储批发市场等用地调整为中央党政军领导机关办公和配套用房                                                                                              |
| 上海 | 2017.05 | 《上海市土地资源利用和保护“十三五”规划》                | 到2020年，全市工业用地总规模控制在550平方公里左右，占建设用地比重从25%下降到17%左右，且 <b>工业用地指标向制造业、高新技术产业倾斜，可用于物流仓储的比例更加缩减</b>                                                                          |
| 武汉 | 2015.09 | 《市人民政府关于实施武汉市城镇土地级别与基准地价标准（2014）的通知》 | <b>物流用地的土地价格将按照工业用地基准地价的1.5倍来征收</b>                                                                                                                                   |
| 成都 | 2015.07 | 关于贯彻省政府《关于进一步加强土地出让管理规定》的实施意见        | 商业用地（物流交易用地）用地面积不得超过项目用地总面积（净用地）的30%， <b>只具有物流交易功能且独立成宗的物流项目用地，采取挂牌或拍卖方式出让，按商服用地归类进行地价评估，土地出让的起始（叫）价不得低于评估价的70%（含持证准用价款）</b>                                          |

资料来源：招商银行研究院

### 非优仓储改造难度大，存量转型有阻碍

国内仓储供给侧结构严重缺失，存量以低端仓、农民仓等非高标仓为主，在仓储用地供应持续紧张的背景之下，加快存量仓储向高标仓的改造升级成为重要出路，然而，存量仓储转型升级之路却存在诸多阻碍。

首先，高标仓开发商难以获得存量仓储进行改造升级。目前国内大部分传统仓掌握在一些传统的国营企业、蔬菜公司、建材公司手中，这类群体通常具有通过土地变性以博取增值收益的心态，因此交易并不活跃。此外，传统仓储的行业集中度偏低，且单体面积较小，这加大了开发商获取存量的难度和成本，降低了升级改造的经济性。就目前市场的投融资案例来看，被投资标的主要集中在高标仓开发商，鲜有传统仓储企业的参与。

图 19：物流地产投融资案例

| 投资企业       | 被投资企业      | 投资金额     | 时间      | 交易模式     |
|------------|------------|----------|---------|----------|
| 普洛斯        | 深基地B（宝湾物流） | 5.4亿港元   | 2010.12 | 股权投资     |
| 阿里巴巴       | 菜鸟网络       | 1000亿人民币 | 2013.07 | 股权投资     |
| 嘉民集团       | 国内物流地产     | 5亿美元     | 2013.07 | 战略投资     |
| 凯雷投资       | 上海宇培       | 2亿美元     | 2013.08 | 战略投资     |
| 中资财团       | 普洛斯中国      | 25亿美元    | 2014.02 | 股权投资     |
| 平安         | 平安不动产      | 30亿人民币   | 2014.04 | 子公司投资    |
| RRJ资本、淡马锡  | 上海宇培       | 2.5亿美元   | 2014.04 | 战略投资     |
| 万科         | 万科物流地产     | 不详       | 2014.05 | 子公司投资    |
| 汇盈资管       | 易商         | 6.5亿美元   | 2014.05 | 股权投资     |
| 普洛斯        | 中储股份       | 20亿人民币   | 2014.08 | 股权投资     |
| 中资财团       | 普洛斯中国      | 8.75亿美元  | 2014.09 | 股权投资     |
| RRJ资本      | 上海宇培       | 2.5亿美元   | 2015.06 | 战略投资     |
| 中资财团       | 易商红木       | 3亿美元     | 2017.01 | 上市前优先股融资 |
| 以万科为首的中国财团 | 普洛斯        | 116亿美元   | 2017.07 | 收购       |
| 苏宁、深创投     | 物流地产基金     | 300亿人民币  | 2017.11 | 战略投资     |
| 普洛斯        | 平安不动产      | 不详       | 2017.12 | 战略投资     |
| 京东         | 易商红木       | 3.06亿美元  | 2018.05 | 上市前优先股融资 |

资料来源：招商银行研究院

注：表中数据为不完全统计

其次，传统仓持有者自发进行升级改造的动力也不充足。由于传统仓的建筑结构、设施配套与高标仓的要求相去甚远，升级改造需投入大量资金。以 2 万平方米的旧式仓储改造为例，放弃一年 400 多万的租金收入已相当难受，更遑论 3000 万元的改造投入将给持有者带来明显的资金压力。此外，传统仓持有者普遍缺乏对高标仓的专业运营能力，即使改建成功，也未必能够顺利招商并收回改建成本。

图 20：传统非高标仓改造成本测算

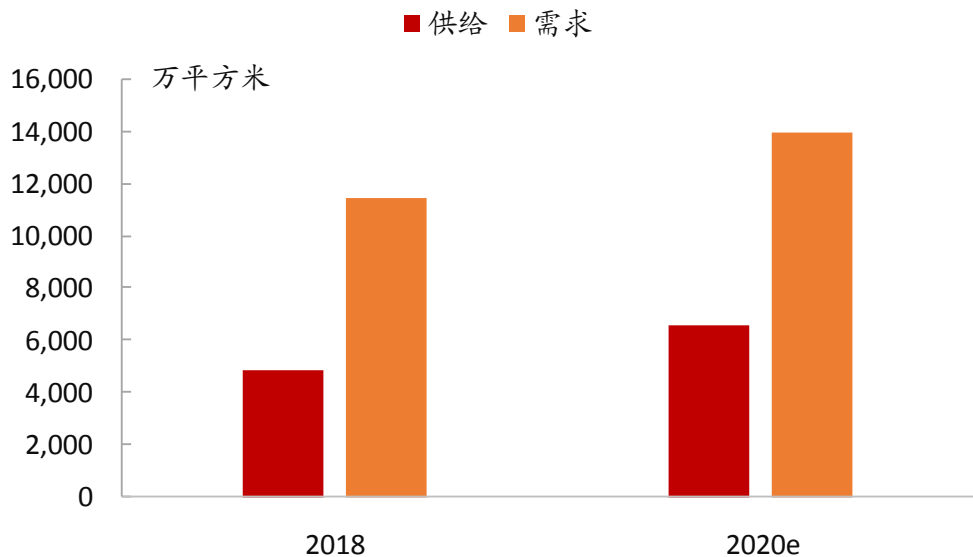
|        |           |           |
|--------|-----------|-----------|
| 假设条件   | 改造期       | 12个月      |
|        | 总建筑面积     | 20,000平方米 |
|        | 改造前月租金    | 18元/平方米   |
|        | 单位基建改造成本  | 1500元/平方米 |
| 改造投入测算 | 基建改造投入    | 3000万     |
|        | 改造期减少租金收入 | 432万      |
|        | 合计        | 3432万     |

资料来源：招商银行研究院测算

在新增仓储用地供应紧俏和存量改造难的双重压力下，高端仓储市场的供

需缺口将进一步扩大。根据戴梁德行测算，到 2020 年，我国高标仓储的需求将达到 1.4 亿-2.1 亿平方米，到时供给量或只有 5600-6600 万平方米，在相当长一段时间内，国内高标仓市场将维持供不应求的态势。

图 21：高标仓供需缺口预计持续扩大



资料来源：戴德梁行，招商银行研究院



## 区域分布：选址是仓储项目成败关键，得地利者得天下

纵观全球，仓储项目发展的首要条件是选址，仓储项目能否取得成功与所处区域的经济发展水平、产业结构和交通布局网络密切相关。以德国为例，德国是欧洲第一大物流中心，其过半的优质仓储集中于汉堡、法兰克福、柏林和慕尼黑等地区。

由于区域发展差异，目前我国超过 2/3 的高标仓分布于长三角、珠三角和环渤海区域，整体出租情况良好；中西部目前投资力度大，已成为供给增量的主力来源。分城市看，北上广深等一线城市需求强劲，有望长期维持良好的出租率和租金水平；一线城市周边卫星城受益于需求外溢，区域型枢纽城市受益于核心的地理位置，也有望迎来稳健发展；部分城市不具备产业和交通优势，对高标仓的吸纳量有限。

### 长三角：上海高标仓供需两旺，周边城市承接外溢需求

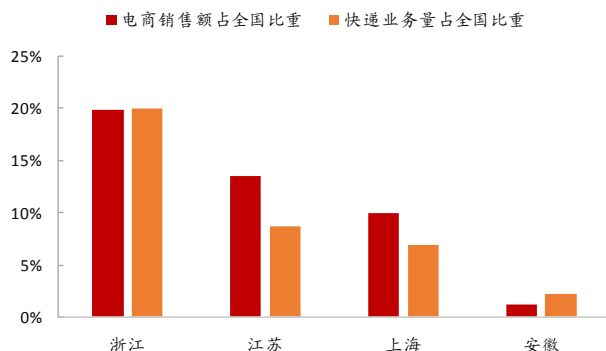
长三角城市群包括上海市、江苏省东南部、浙江省东北部、安徽省皖江地区，是中国经济最发达的城市群，“一带一路”与长江经济带的重要交汇地带，目前已形成立体化的综合交通网络。无论是地理位置、经济水平还是交通建设，长三角都具有得天独厚的先天优势，为高标仓市场创造庞大的发展前景。目前长三角高标仓面积存量约 2077 万平米，占全国比重 43%。

- **产业基础扎实：**长三角是我国电商重镇，阿里巴巴、苏宁易购等电商总部均驻扎于此，区域内淘宝村密布，义乌小商品、海宁皮革、绍兴轻纺等特色产业集群也为电商交易提供了丰富的品类。据统计，2018 年长三角的电商销售额、快递业务量分别占全国比重 40% 左右，由此催生了广阔的高标仓需求。此外，长三角的高端制造业也正在逐步扩张，工业机器人、新能源电池、集成电路等产业发展迅速。
- **交通四通八达：**长三角地区交通高速化、网络化，可达性水平较高，区域内有 12 个沿海内河主要港口，大小共有 22 个民用机场，上百条高等级公路和 20 条铁路干线（包含在建和规划），四通八达的交通网扩大了长三角地区仓储设施的辐射范围，促进了全区域的高标仓市场的扩张。



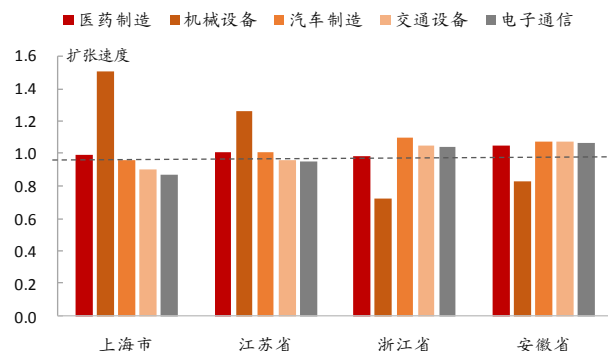


图 22：长三角电商销售及快递业务量占比约 40%



资料来源：电商魔镜，中商产业研究院，招商银行研究院

图 23：长三角高端制造业整体呈现扩张态势

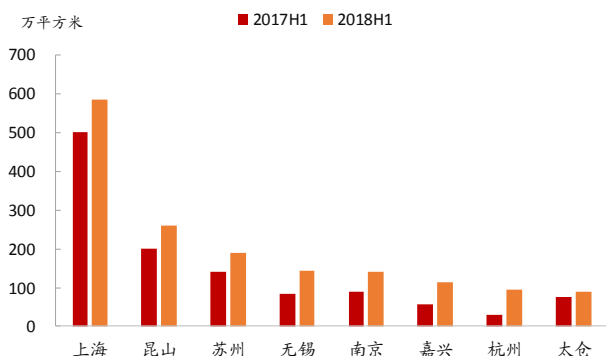


资料来源：中经网，招商银行研究院 注：扩张速度>1 表示呈现扩张趋势

上海作为长三角的中心城市，高标仓市场呈现出供需两旺的局面。得益于人口、交通、经济实力等因素支撑，上海仓储行业获得了各类企业青睐。截至 2018 年 6 月底，上海高标仓面积存量 585 万平方米，总体出租率 92%，日租金水平 1.48 元/平方米。我们认为，随着产业升级、拆违治乱和城区功能调整，上海的仓储资源将越来越紧缺，高标仓总体供不应求，市场租金将维持上涨态势。

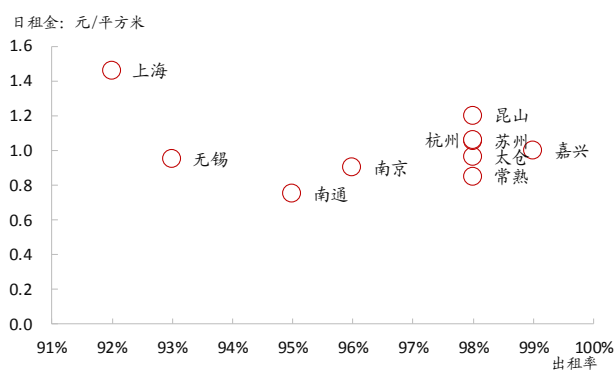
苏州、杭州、嘉兴等周边城市承接上海外溢需求，市场有望保持高景气。上海仓储用地供应减少的趋势预计在短期内难以扭转，较高的地价和租金迫使租户逐步转向苏州、杭州、嘉兴等周边城市，外溢需求使得这些城市的仓储市场迅速发展。目前此类城市的高标仓平均出租率达到 95%，日租金水平为 1.0-1.2 元/平方米。长远来看，随着仓储市场的扩容，我们预计这类城市的土地瓶颈也可能逐步显现，地价和租金存在继续上行的可能。

图 24：长三角主要城市高标仓供给量



资料来源：高力国际，招商银行研究院

图 25：长三角主要城市租金及出租率表现



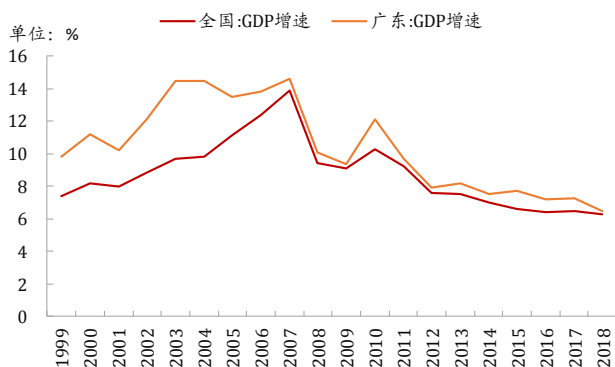
资料来源：高力国际，招商银行研究院

## 珠三角：交通一体化是高标仓发展的最强催化剂

珠三角与港澳为邻，和东南亚隔海相望，是南方地区对外开放的门户，海上丝绸之路的起点，全国经济增长的重要引擎，辐射带动华南、华中和西南地区发展。2018 年珠三角实现 GDP8.1 万亿元，占全国比重 9.7%。优越的区位环境和快速增长的经济规模，带动了珠三角对高标仓的需求，目前珠三角高标仓面积存量约 610 万平米，占全国比重 12.4%。

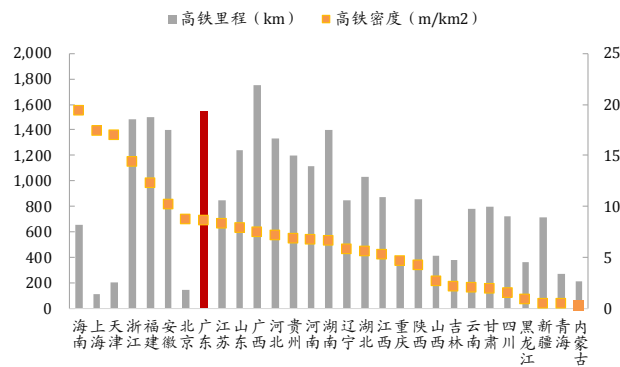
- **产业结构：创新转型带动经济增速持续领跑，打造高标仓需求基础。**  
2008 年遭遇金融危机冲击后，珠三角采取“腾笼换鸟”和“凤凰涅槃”战略，持续推进产业结构调整与转型升级。经历十余年产业结构调整转型后，创新已成为珠三角未来发展的重要驱动力。其中，电子商务的表现最为抢眼，2018 年电商销售额占比为 27.8%，发展指数领跑全国。我们认为，随着创新升级的持续推进，未来珠三角的经济增速有望继续领跑全国，为高标仓市场发展打造坚实基础。
- **交通情况：政策扶持驱动 1 小时通达圈形成，催化高标仓潜力释放。**  
受制于政府关系松散、发展起步晚等因素，目前珠三角的交通密度和长三角存在较大差距，交通结构仍以公路为主导，高铁网络通达性较低，珠江两岸交通便利性较差。2019 年中共中央、国务院发布《大湾区建设规划纲要》，对交通一体化建设做出明确要求，未来区域内有望构建起以高速铁路、城际铁路和高等级公路为主体的城际快速交通网络，实现 1 小时通达，释放高标仓需求。

图 26：珠三角 GDP 增速领跑全国



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 27：珠三角的高铁密度存在提升空间



资料来源：搜狐，招商银行研究院



图 28：深中通道、虎门二桥、赣深高铁、广深高铁有望在 2024 年之前陆续建成开通

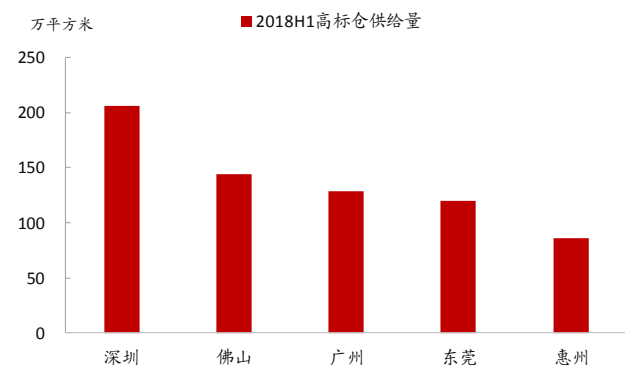


资料来源：CBRE，艾媒咨询，招商银行研究院

广深两地仓储供应紧俏，一库难求局面仍将持续。相较于上海，广深仓储供应量尤为紧俏，两地合计存量仅 335 万平方米，加之部分项目因功能转型或城市更新原因退出市场，加剧高标仓储供不应求的局面，租金水涨船高，其中深圳日租金水平全国最高，为 1.6 元/平方米。随着粤港澳大湾区建设的推进，广深两地作为区域核心城市，我们预计其一库难求的局面仍将延续，推动租金水平稳步上涨。

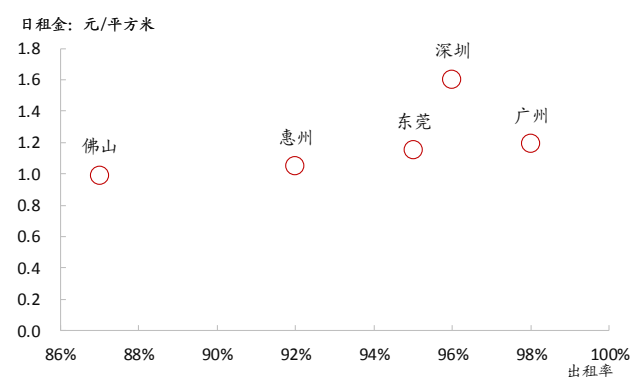
东莞区位优势最佳，佛山惠州受益交通一体化的弹性最大，中山珠海有望成为新增长点。综合城市定位、区域位置、土地供应等因素，我们预计佛莞惠将是广深高标仓需求外溢的最大受益者，但发展趋势将存在差异。东莞位处广深中间地带，是区位优势最佳的城市，未来出租率和租金有望继续保持较高的水平；佛山和惠州虽各自位处广州西侧和深圳东侧，区位优势不如东莞，但交通一体化将缩小这一差距，为其高标仓发展贡献充足的弹性。此外，中山和珠海也可能成为高标仓新增长点，目前其市场存量较小，但随着港珠澳大桥和深中通道的开通，未来高标仓潜力也有望获得重视。

图 29：珠三角主要城市高标仓供给



资料来源：高力国际，招商银行研究院

图 30：珠三角主要城市租金及出租率表现



资料来源：高力国际，招商银行研究院

## 环渤海：区域不平衡局面有望缓解，北京疏解非首都功能推动周边发展

环渤海地区包括京津冀、辽东半岛和山东半岛三大区域，目前区域内高标仓存量约为 1014 万平方米，占全国比重为 21%。

- **产业联动性逐步增强，高技术产业释放高标仓需求。**由于政治重心、战略定位、资源禀赋等差异，环渤海的产业发展存在结构失衡的现象，北京在高端产业方面独占鳌头，天津、山东、辽宁和河北等地则相对依赖资源、劳动密集型产业。但是，随着“一带一路”、京津冀协同发展等多重战略的共同推进，未来环渤海产业联动有望逐步增强。近年来天津、保定、雄安等地的高新技术产业相继落地，有望驱动来自机械装备、电子信息和生物医药等产业的仓储需求。
- **港口优势得天独厚，基建加码有助于区域整合。**环渤海地区拥有 40 多个港口，是中国最为密集的港口群，为高标仓建设提供了得天独厚的优势（以普洛斯为例，其项目大多都是临港而建，世界前 75 大港口中的 18 个港口都有普洛斯的项目布局）。陆地交通方面，环渤海的布局呈现出明显的以北京为中心的辐射状，而其他城市之间的交通网络较为稀疏。未来 3 年多个城际高铁和高速公路项目将投入使用，区域内通勤时间有望减少 1/3，届时区域内的经济互动将更频繁，促进高标仓需求释放。

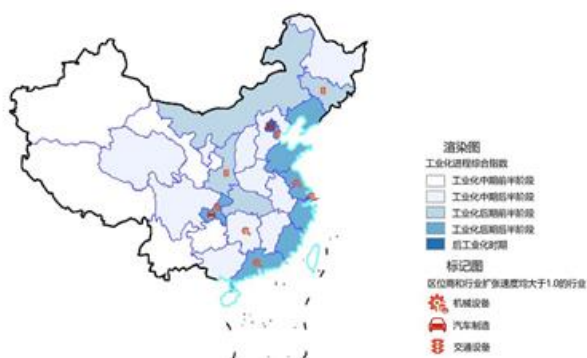
**北京主动疏解非首都功能，天津崛起有望成为区域物流中心。**北京市政府近年出台和实施了多项措施以疏解非首都功能，其物流中心地位不断弱化，预计未来新增仓储用地供给将极为有限，存量项目方面，近期也有不少项目逐步撤离北京市区。长期来看，我们认为北京的仓储市场将供不应求，出租率和租金维持较高水平。与此同时，天津作为环渤海区域的副中心城市，经济、区位和交通都占据相对优势，具备较好的替代基础，未来有望崛起成为区域物流中心（目前天津的高标仓供应量约 305 万平方米，仅次于上海）。





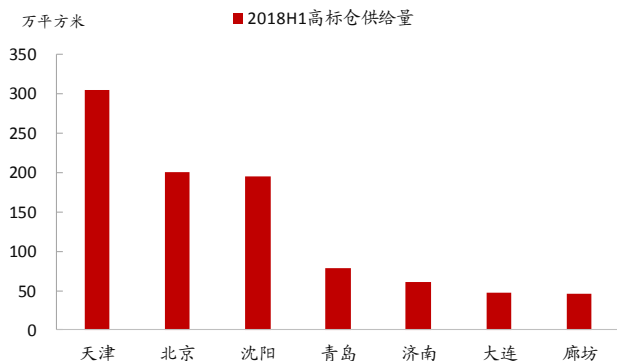
廊坊、保定受益需求外溢，青岛、济南自身内需旺盛，沈阳、大连静待观察。廊坊、保定等周边城市受益于充足的土地面积和低廉的租金价格，成为北京需求外溢的重要流向，整体出租率较高；青岛、济南是山东省核心城市，依托扎实的经济基础、优越的地理位置和产业升级的趋势，高标仓市场也表现出色，预计未来发展仍稳健；沈阳、大连等老工业城市，产业转型升级相对缓慢，短期内需求不强劲，我们预计其租金和出租率难有大幅提升空间。

图 31：环渤海地区高端制造业正在快速发展



资料来源：中经网，招商银行研究院

图 33：环渤海主要城市高标仓供给



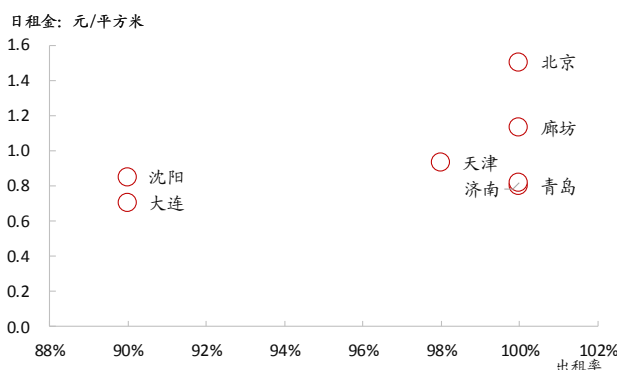
资料来源：高力国际，招商银行研究院

图 32：环渤海的交通呈现以北京为中心的辐射状



资料来源：百度地图，招商银行研究院

图 34：环渤海主要城市租金与出租率表现



资料来源：高力国际，招商银行研究院

## 中西部：经济崛起创造长期空间，短期存在过热风险

中西部地区幅员辽阔，区域面积占比近 80%，但是其高标仓占比仅 22.4%，发展明显滞后于长三角、珠三角和环渤海地区。相对于东部地区，中西部发展高标仓的最大优势在于其对外部产业的吸引力正逐步增强。近年来中西部的人力、土地成本优势正持续凸显，叠加中部崛起、西部大开发等国家战略的照顾，目前部分产业已经出现向中西部迁移的趋势。英特尔、富士康、Aerospool 飞机、OPPO、VIVO 等企业纷纷在成都、重庆和郑州等地设厂，电商巨头和第三方物流也加大在中西部城市的拿地力度，纷纷落子物流基地建设，中西部的高标仓有望迎来长期发展良机。



但是，从短期的视角来看，中西部的高标仓市场也存在投资过热的风险。近年来中西部大量建设高标仓项目，导致整体供过于求，尽管产业迁移将创造庞大的潜在需求，但这并非一蹴而就的过程，短期内市场仍有较大的去化压力，目前平均出租率低于 90%。

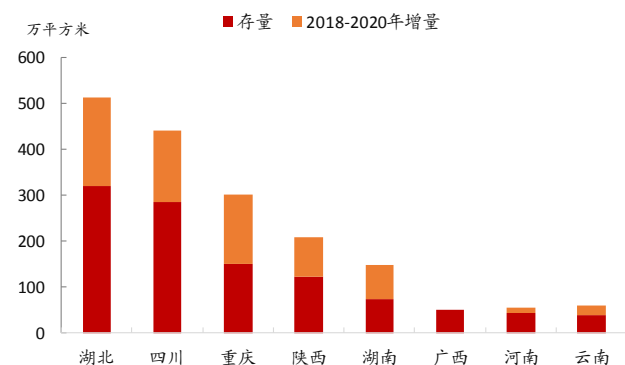
区分不同城市进行分析，成都、重庆的高标仓供给短期内集中上市，预计需要较长时间进行存量消化；西安、郑州等地仓储供应紧张，市场仍有扩容需求；昆明、贵阳等城市由于区位欠佳、人口基数小、产业结构偏传统，高标仓市场有限。

图 35：中西部重要节点城市成为仓储投资热点

| 企业       | 行业 | 城市 | 项目            | 定位                                            |
|----------|----|----|---------------|-----------------------------------------------|
| 阿里巴巴     | 电商 | 西安 | 西北总部          | 打造中国智能骨干网西北核心节点                               |
| 京东       | 电商 | 郑州 | 亚洲1号          | 建设全国性物流中心                                     |
| 苏宁       | 电商 | 兰州 | 苏宁兰州彭家坪物流基地二期 | 甘青宁三省的逆向物流集散中心                                |
| 海航现代物流   | 物流 | 西安 | 物流总部          | 以西安为重点支点，连接国内、国际重要枢纽航点，构建国际货运航线网络，实现货物的全球快速送达 |
| 申通快递等    | 物流 | 郑州 | 中国（郑州）冷链交易中心  | 进口食品交易，以及河南农产品跨境出口                            |
| 圆通、中通、韵达 | 物流 | 兰州 | 通韵快递电商产业园     | 首个快递物流园区，打造甘肃省电子商务快件的枢纽中心                     |

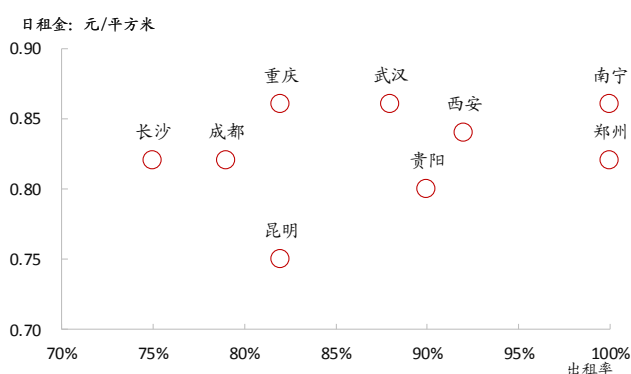
资料来源：公开资料，CBRE，招商银行研究院

图 36：中西部主要省份高标仓存量及增量占比



资料来源：戴德梁行，招商银行研究院

图 37：中西部主要城市租金及出租率

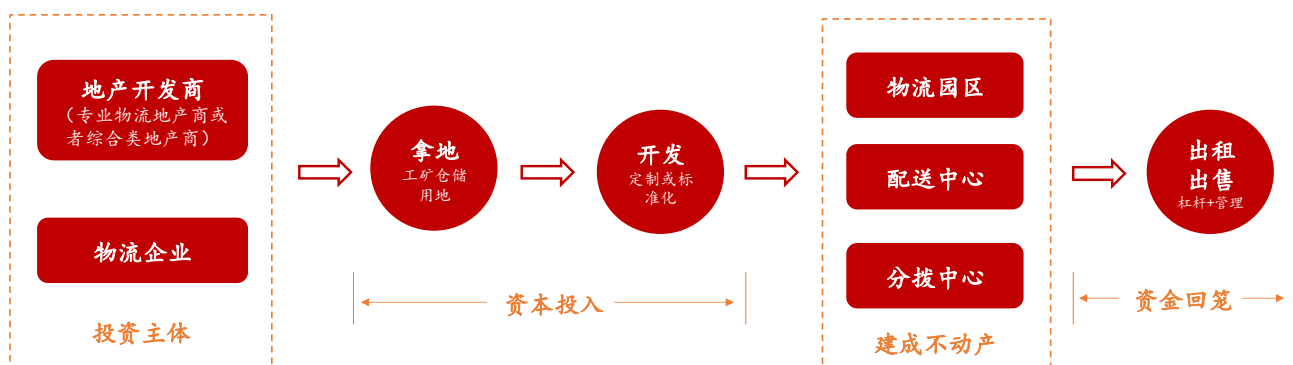


资料来源：高力国际，招商银行研究院

## 市场竞争：专业物流开发商占据主导，房企巨头潜力可期

目前高标库项目主要由物流地产开发商进行投资建设。不同于商业地产和住宅地产，物流地产在投资开发和盈利模式上有着自身的特点，可概括为拿地难度大、开发模式灵活、投资回收期长。从整个运作流程来看，物流地产开发商的核心竞争要素包括拿地能力、融资能力以及招商运营能力。

图 38：物流地产开发能力核心环节



资料来源：公开资料，招商银行研究院

- **拿地能力：**物流地产的扩张需要大规模开发土地，当前仓储用地供应日趋紧张，加之地方政府对物流仓储行业供地谨慎，拿地能力已成为物流地产参局者规模扩张的最大门槛。目前市场上主流的拿地方式有三种：以宝湾物流为代表的中资企业，主要通过招标挂获取土地；房地产和电商等行业巨头主要依托产业优势，与政府达成相对有利的谈判条件以获取土地；以普洛斯为代表的外资企业则主要通过合资、战略合作、入股及公开竞地等方式获取土地。
- **融资能力：**物流地产属于资金密集型产业，物流地产开发商主要通过持有并经营物业获得持续性的租金收入和管理收入，投资回收期一般超过 10 年，需要使用灵活的资本运作来盘活资产。根据中国物流与采购联合会的调研结果，国内物流地产商的融资渠道匮乏，来自银行贷款的比例约 70%，借款成本高且期限较短，难以完全覆盖物流地产商的融资需求。
- **招商运营能力：**一般来说，物流仓储设施在 5%左右的空置率下才能保证 10%的回报，一旦空置率达到 15%以上，经营利润就会被高空置率挤压殆尽，因此开发商的招商运营能力就显得尤为重要。一般而言，具备专业运营团队、项目布局实现广泛覆盖、客户合作关系良好的开发商在招商运营方面具有先发优势。

得益于良好的市场前景和可观的投资回报率，目前我国物流地产行业的参与者众多，竞争格局复杂，包括传统物流地产开发商（外资/国资/民营）、房



地产开发商、电商企业和基金机构等。综合前述核心竞争力，我们判断：未来物流地产行业仍将由传统物流地产开发商占据主导；房地产企业综合实力不俗，增长潜力不俗；电商企业近年来表现激进，但项目运作短板也较为明显；基金机构匮乏项目经营能力，预计未来主要扮演投资人角色。

图 39：物流地产主要参局者核心优势分解

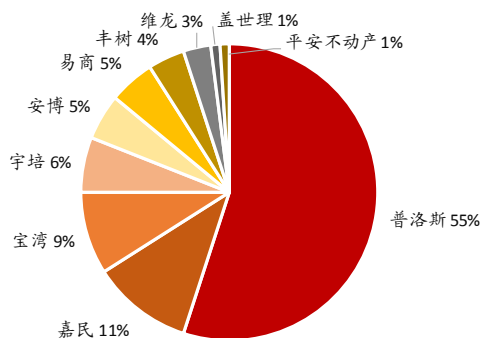
|           | 拿地能力  | 融资能力  | 招商运营能力 |
|-----------|-------|-------|--------|
| 外资物流地产开发商 | ☆☆☆   | ☆☆☆☆☆ | ☆☆☆☆☆  |
| 国资物流地产开发商 | ☆☆☆☆☆ | ☆☆☆☆  | ☆☆☆    |
| 民营物流地产开发商 | ☆☆☆☆  | ☆☆☆   | ☆☆☆☆   |
| 房地产企业     | ☆☆☆☆  | ☆☆☆   | ☆☆☆    |
| 电商企业      | ☆☆☆   | ☆☆    | ☆☆☆    |
| 基金机构      | ☆☆    | ☆☆☆☆☆ | ☆      |

资料来源：招商银行研究院

## 传统阵营：外资领跑，中资企业逐步崛起

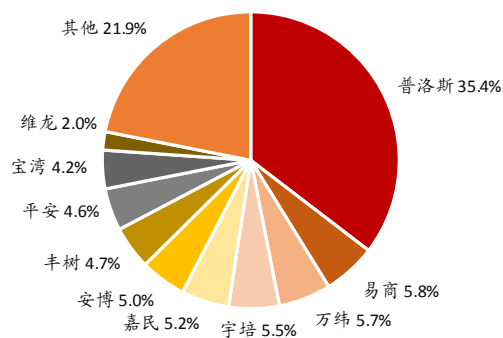
传统物流地产开发商主要可分为两类：外资企业和中资企业。外资物流地产商采取灵活的轻重结合模式，且具有丰富的融资渠道，在国内物流地产的发展早期快速实现规模扩张，占据市场过半份额；中资开发商以自持模式为主，扩张速度相对缓慢，但得益于天然的拿地优势和运营能力的提升，已逐步形成崛起之势，市场规模持续提升。

图 40：物流地产行业格局（截至 2015 年）



资料来源：戴德梁行，招商银行研究院

图 41：物流地产行业格局（截至 2018Q3）



资料来源：戴德梁行，招商银行研究院

图 42：物流地产开发商存量情况

|       | 建设总面积 | 已建成面积 | 在建面积 | 储备面积 | 项目个数（包含在建） | 经济性质   | 截至时间    |
|-------|-------|-------|------|------|------------|--------|---------|
| 普洛斯   | 2870  | 1750  | 1120 | 1190 | 280        | 外资     | 2017年   |
| 万纬    | 918   | 415   | 503  | -    | 118        | 中资（民营） | 2019年1月 |
| 宝湾    | 470   | 220   | 250  | 130  | 58         | 中资（国企） | 2018年   |
| 安博    | 383   | 183   | 200  | 74   | 33         | 外资     | 2018年   |
| 宇培    | 350   | 260   | 90   | 80   | 65         | 中资（民营） | 2018年   |
| 平安不动产 | 300   | -     | -    | -    | -          | 中资（基金） | 2017年   |
| 易商    | 291   | 291   | -    | -    | 36         | 中资（民营） | 2018年   |
| 丰树    | 282   | 231   | 51   | 12   | 38         | 外资     | 2017年   |
| 嘉民    | 268   | 97    | 171  | -    | 25         | 外资     | 2018年   |
| 外高桥   | 185   | 138   | 47   | 5    | -          | 中资（国企） | 2017年   |
| 维龙    | 119   | 113   | 5    | -    | 14         | 外资     | 2018年   |

资料来源：公司官网，公司年报，招商银行研究院

注：面积单位为万平方米

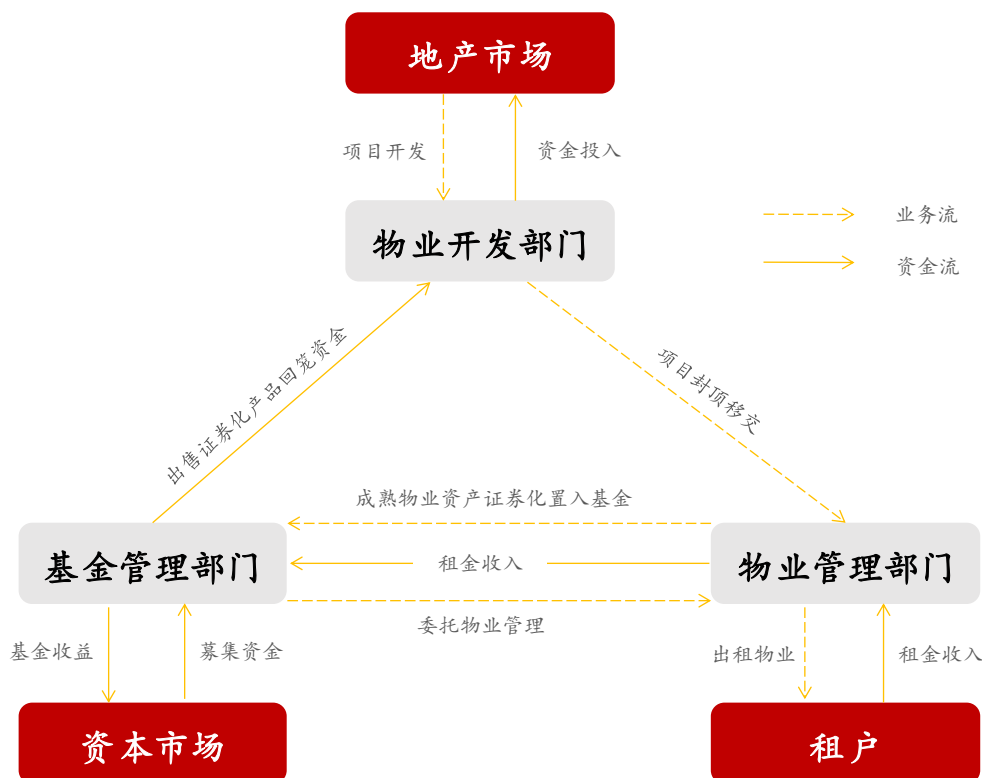
## 外资开发商：“轻重结合”助力快速扩张，但可能面临拿地瓶颈

轻重结合模式是指物流地产开发商将成熟物业置入基金产品，同时自身持有基金产品部分份额。在这种模式下，物业开发、物业管理和基金管理可以构建业务流、资金流的闭合循环。

- **开发环节：**开发商联合外部资金进行项目开发，以减少自有资金的占用，把握更多的设施开发机会，实现迅速的战略布局；
- **招商阶段：**依托自身长期积累的项目经验，快速完成招商和运作。普洛斯等外资开发商的成熟项目，综合出租率基本稳定在 90%以上。
- **资金回笼：**项目运营成熟后，公司把物业出售给 Reits 实现资金回笼，自持基金部分份额并承担代管角色，享受租金收益、管理收入和项目增值。

**轻重结合的模式具有三大显著优势：**1）撬动杠杆力量，资金实力成倍扩大，快速实现高标仓的全国化布局，有助于丰富项目经验并提升客户粘性；2）在项目转让给基金产品后，开发商仍然承担着重要的管理人角色，能通过增值服务拓展收入来源；3）开发商通过自持基金产品的部分份额，享受后期项目增值收益。在初始投入相同的背景下，假设轻重结合的开发模式能够实现资金完全滚动，我们测算其相对重资产模式能取得近 9%的超额收益。

图 43：轻重结合的资产运作模式



资料来源：公开资料，招商银行研究院

普洛斯、嘉民等外资开发商都通过“轻重结合”的模式实现快速扩张。以普洛斯为例，在其基金管理池中，自有资金比例为 20%-30%，叠加 50%的债务杠杆，最终杠杆可高达 10 倍之多。在我国物流地产发展的早期阶段，土地充足而资金紧缺，这一模式助力普洛斯在物流地产领域一路高歌，目前仍占据市场近 4 成份额。

但是，外资的轻重结合模式也将逐步面临着土地紧缺的瓶颈。轻重结合优于单纯重资产模式的核心逻辑在于：资金完全滚动，即成熟项目转手后，回笼的资金能在短时间内投入到新的优质项目。但是，当土地供应出现瓶颈时，开发商将可能面临着再投资风险，陷入有钱没地的窘境，导致项目开发断档。

### 中资开发商：凭借拿地优势和经验积累逐步崛起，自持模式优势逐步凸显

中资物流地产开发商可细分为两类：一是国企物流地产开发商，以宝湾物流和中储股份为代表的国企开发商在拿地方面具有天然优势，并且积极引进专业的开发运营理念，处于快速崛起的过程中；二是民营物流地产开发商，以宇培和易商为代表的民企企业依托先进的运营管理水平快速发展，目前份额已超越安博和嘉民，紧跟普洛斯占据市场第二、四位。

国内的物流地产商大部分采用自持模式，缺地时代能充分享受租金上涨和

**项目红利。**具体而言，物流地产商以自有资金或借款进行物业开发，在物业建成后，将物业移交至公司内部的物业管理部门进行管理和运营。在整个业务流程中，物业产权不发生变动，始终由物流地产商所持有。在缺地时代，高标仓供不应求的局面预计将延续，自持模式的优势将逐步凸显，充分享受租金上涨和项目增值的红利。

## 房地产企业：拿地和融资有优势，招商运营能力待提升

随着传统商品房开发销售模式逐步接近其发展瓶颈，我国房企逐步将业务延伸至其他领域，具有高回报率特征的物流地产成为其重要的战略方向。2014年开始，万科、绿地、海航、华夏幸福等大型房企先后进军物流地产。

**房企入局物流地产的优势在于拿地和融资。**一方面，我国房企普遍具有多年的住宅地产和商业地产开发经历，政府关系良好且拿地经验丰富，无论是通过公开土地市场拿地，还是通过收购合并拿地，其优势均较为明显；另一方面，房企具有雄厚的资金实力，并掌握灵活的资本运作模式，可快速盘活物流地产项目，加快物流地产业务的网络化布局。

**招商运营是房企的短板。**房企之前的项目经验主要集中在住宅和商业项目，而物流地产项目需深入电商、第三方物流和高端制造商的后端运营，房地产开发商普遍缺乏此类服务经验，导致招商运营能力落后于传统的物流地产开发商。因此国内房企除了自身主导开发运营之外，大多会选择与专业的物流地产开发商、物流企业亦或是电商企业进行战略合作，提高专业化程度。

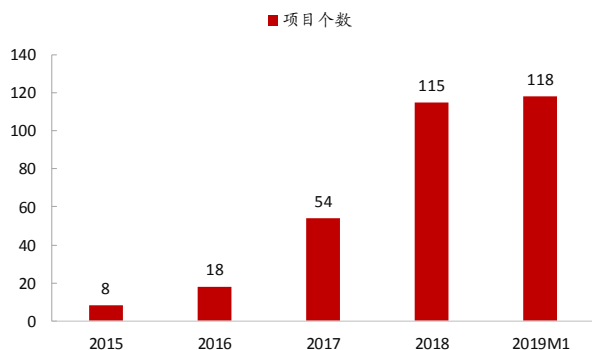
以万科为例，2015年正式入局物流地产行业后便开始快速扩张，2018年市占率5.7%，跻身行业第三。2018年1月，由万科、厚朴投资、高瓴资本、中银投组成的财团以790亿元完成对新加坡物流巨头普洛斯的收购，其中万科持有普洛斯21.4%的股份，是其第一大股东。未来双方有望强强联合，协同拿地、资金和招商运营等优势，巩固市场地位并提升项目运营水平。

图 44：房企入局物流地产运营模式介绍

| 运营模式      | 案例                   | 特点                                                |
|-----------|----------------------|---------------------------------------------------|
| 房企主导运营    | 万科开发运营物流地产、招商物流板块    | 以房企为主导，通过规模化布局谋得发展                                |
| 收购参股物流地产商 | 万科参股普洛斯、海航收购新加坡CWT   | 依托物流地产开发商专业的运作能力，提高市场影响力                          |
| 与物流企业合作   | 碧桂园与中集产城、绿地与中远海运战略合作 | 房企负责开发，建成后由物流企业负责租赁、运营和管理                         |
| 与电商企业合作   | 荣盛与菜鸟网络、华夏幸福与京东      | 房企发挥在园区投资建设和成本管控的优势，电商平台则凭借良好的客户口碑，达到项目招商和品牌集聚的效果 |

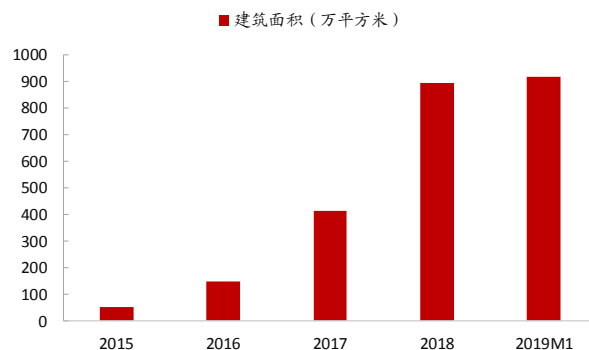
资料来源：CRIC，招商银行研究院

图 45：万科物流地产项目数量



资料来源：公司公告，招商银行研究院

图 46：万科物流地产建筑面积持续增长



资料来源：公司公告，招商银行研究院

## 电商：短期自建仓储投资激进，长期预计仍以租赁为主

随着电子商务的发展，消费者对商品质量和服务水平的要求越来越高，物流作为网络购物的核心环节，对于提升消费者体验尤为重要。因此阿里、京东、苏宁等大型电商纷纷采取自建物流体系的战略，仓储作为物流体系中的重要基础设施，也获得了电商的巨额投入，目前菜鸟、京东和苏宁的自建仓储面积均超过了 200 万平米。

图 47：电商巨头物流地产布局

| 电商企业 | 仓储面积 (万平方米) | 自建仓储面积 (万平方米) | 仓库个数          | 地区分布                                                      |
|------|-------------|---------------|---------------|-----------------------------------------------------------|
| 菜鸟   | 315         | >255          | 22个仓储基地       | 全国五大区域华南、华中、华东、华北、华西共17个城市布局物流园区                          |
| 京东   | 1190        | >255          | 550个仓库        | 全国7个主要枢纽城市设置了物流中心，在25个区域中心城市设前端分拨中心，另外在22个城市设有存放大件商品的独立仓库 |
| 苏宁   | 686         | 350           | 大件仓50多个，小件仓8个 | 8个自动化拣选中心、47个区域配送中心，在建4个自动化拣选中心，20个区域配送中心，快递网点>20000个     |

资料来源：公开资料，公司公告，招商银行研究院

我们认为，电商巨头自建仓储可能会在短期内分流市场需求，但基于战略规划和资金效率的角度，长期而言电商的仓储需求仍将以租赁为主。

1) 电商巨头并无意于将物流地产打造成为公司主业。首先，国内电商采取自建的战略意义在于控制物流核心节点，提升供应链效率，而如果打造仓储主业将面临外部招商、团队管理和设施维护等运营难题，有可能造成适得其反的效果。根据亿欧报道，京东物流目前主要满足于内部需求，80%的订单来自

于京东商城；另一方面，电商的发展高度依赖资本市场融资，将仓储开发打造成为主业将可能压制其市场估值，进而拖累其融资能力。

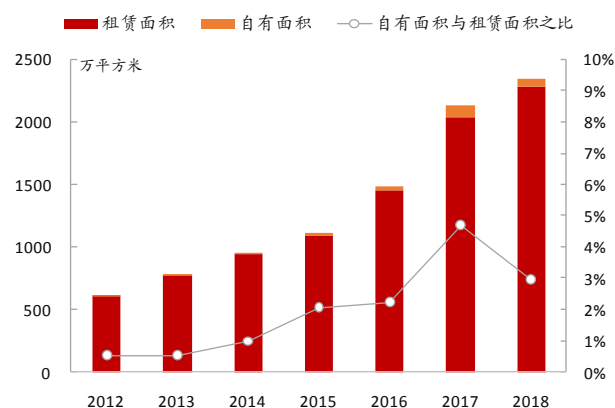
2) 物流地产属于重资产项目，长时间的资金挤占可能产生负面冲击。以 10 万平方米的仓储项目为例，自建仓储的资金投入约在 4-5 亿元（京东的建设成本更高）。虽然从长期来看，自建仓储能够缓解租金上涨压力，还能够享受土地增值带来的收益，但是前期资金占用仍将对电商资金链造成巨大压力，不利于主业发展。近期京东物流因资金压力取消快递员底薪，在市场上引起轩然大波，折射出自建仓储的挤占问题已产生不良反应。与之相反，亚马逊在自建仓储方面较为保守，2018 年自建面积仅 3%，因此在云计算、科技创新和行业整合等战略业务的投入更为游刃有余。

图 48：大型电商自建仓储的优劣对比

|    | 自建               | 租赁           |
|----|------------------|--------------|
| 租金 | 资产折旧取代租金；可享受增值收益 | 租金存在上涨压力     |
| 控制 | 仓储运营主动性强，系统响应敏捷  | 受制于仓储供应商运营能力 |
| 人员 | 需配备仓储运营人员        | 无需单独配备团队     |
| 招商 | 客户结构较单一，资源利用率偏低  | 不存在招商压力      |
| 风险 | 自行承担运营风险         | 风险转嫁给业主      |

资料来源：物联云仓，招商银行研究院

图 49：亚马逊的物流中心以租赁为主



资料来源：亚马逊，招商银行研究院



## 布局建议及风险因素

### 布局建议

目前我国高标库行业处于高景气阶段，整体供不应求的局面有望延续，支撑租金收益和出租率维持在较高的水平。但是，局部市场投资过剩、竞争格局变化也造成一定的不确定性。综上，我们建议在业务布局过程中从两个维度对物流地产开发商进行综合评估：（1）项目选址区位要素；（2）项目开发商竞争要素。我们认为具有以下特征的开发商有望在竞争中胜出：

**开发商的高标库项目具有显著的区位优势。**1）选址区域和城市是决定项目成败的关键，在经济发展、需求稳定的大环境里，我们判断长三角、珠三角等发达区域的高标库项目将长期享受租金上涨红利；2）物流地产项目的发展水平有赖于产业结构驱动，快速发展的电商、高端制造业和第三方物流能够为高标库项目带来源源不断的需求，保障稳定的出租率水平；3）交通通达性是单体项目发展的重要支撑，紧邻港口、机场、铁路等核心交通枢纽的项目与运输环节衔接紧密，且辐射区域更广，有望获得更多下游客户的青睐。

**开发商在拿地、资金和招商运营方面具备突出竞争力。**丰富的土地资源、较强的拿地能力、以及灵活的资本运作模式是物流地产开发商快速建立网络化布局的核心因素，当仓储形成规模效应并实现协同管理时，开发商能够明显降低成本并提高效率；同时，优质的仓储设施和专业高效的管理服务是开发商竞争的重要筹码，广泛的客户网络、健全的客户结构、良好的客户关系将有助于提高开发商运营项目的出租率和续租率，创造稳定的项目回报。



图 50：物流地产开发商综合要素评估表

| 要素评级   | A                                          | B                                 | C                                         | D                                |
|--------|--------------------------------------------|-----------------------------------|-------------------------------------------|----------------------------------|
| 项目选址   |                                            |                                   |                                           |                                  |
| 选址区域   | 长三角                                        | 珠三角、环渤海                           | 成渝地区、长江中下游                                | 其他区域                             |
| 选址城市   | 北上广深等一线城市                                  | 一线核心城市卫星城<br>(苏州、昆山、东莞、天津等)       | 交通枢纽型的二三线城市<br>(成都、重庆、武汉、青岛等)             | 其他城市                             |
| 产业结构   | 电商增速高于全国平均；<br>高端制造业基础雄厚                   | 电商发展与全国平均水平相当；<br>制造业逐步向高端制造业转型升级 | 电商发展低于全国平均水平；<br>制造业向高端化转型升级进程缓慢          | 产业结构以重化工等传统工业为主                  |
| 交通枢纽   | 紧邻港口、机场、铁路枢纽或高速<br>出口<br>(距离小于5km)         | 与港口、机场、铁路枢纽或高速出<br>口的距离为5km-20km  | 与港口、机场、铁路枢纽或高速出<br>口的距离为20km-50km         | 周边无核心交通枢纽                        |
| 开发商竞争力 |                                            |                                   |                                           |                                  |
| 拿地能力   | 土地储备丰富；具有公开竞地优势<br>、具有强大的收购整合能力            | 土地储备量较小，但可以通过与政<br>府谈判达成有利条件来获取土地 | 在一级市场拿地优势不明显，主要<br>通过收购合并、战略合作等方式获<br>取土地 | 在一级市场和二级市场均无明显的<br>拿地优势，主要依赖现有储备 |
| 资本运作   | 基金融资为主，项目周转快；具备<br>股权融资、债券发行等资金渠道          | 具有股权融资、债券发行等资金渠<br>道              | 银行贷款利率较低（如国资开发商<br>等）                     | 融资渠道受限，银行授信额度不充<br>足且资金期限短       |
| 运营能力   | 拥有专业的运营管理团队，具备提<br>供定制服务的能力                | 积极引入外资先进运营理念，具备<br>提供多元化服务的能力     | 管理运营团队专业化水平中等，以<br>提供标准化仓储服务为主            | 缺乏专业的运营管理团队，仅能提<br>供满足客户低水平要求的服务 |
| 客户网络   | 客户类型涵盖电商、零售、制造业<br>和物流等，客户粘性强，续租率高<br>于70% | 客户类型多元化，客户粘性较强，<br>续租率50%-70%     | 客户类型单一，续租率保持在50%<br>以上                    | 客户结构变动大，客户粘性小，续<br>租率低于50%       |

资料来源：招商银行研究院

## 风险因素

### 风险点一：消费增速放缓，需求动力不足

网络购物和第三方物流已成为我国高标库快速发展的核心驱动力，尽管我国网络购物和第三方物流的市场规模仍处于扩张阶段，但增速有所放缓。若未来其增长进一步放缓，甚至出现收缩迹象，则高标库的需求将受到一定抑制。

### 风险点二：仓储土地容积率政策变动风险

受土地政策限制，目前高标仓项目的容积率普遍在 1 左右，但近年来更高容积率的仓储项目也有所增加，部分项目的最高容积率达到了 2.5-3。若未来高容积率成为仓储用地常态，则有可能大幅增加市场供给，加剧市场竞争。

### 风险点三：盲目开发致使部分区域供需严重失衡

近年来大量企业和资本涌入物流地产行业，掀起高标库建设高潮。部分区域仓储供给集中上市，需求端未能完全消化，造成租金下行和大面积空置。若

未来盲目开发的现象加剧，则供需失衡的现象可能恶化。

#### **风险点四：自建仓储分流需求，行业竞争加剧**

出于战略发展重心和资金使用效率的考虑，我们判断电商不会大规模投建高标库项目。但如果其采取激进的方式进行项目建设，并向外部市场投放，将可能对市场产生两方面影响：一是大幅增加市场供给，冲击市场供需关系，造成现有项目的租金和出租率波动；二是分流当前市场玩家的业务订单，加剧行业竞争。

#### **风险点五：新技术、新模式的出现降低对高标库的需求**

由于商品从生产到销售存在时滞，这个过程库存周转催生了对仓储的需求，即仓储行业的本质实际上是为了解决供应链流程中的时间错配。自动化生产技术和新型商业模式的出现（如先下单后生产的定制模式），将可能缩短全社会的库存周转期限，造成高标库需求的长期下降。

## 免责声明

本报告仅供招商银行股份有限公司（以下简称“本公司”）及其关联机构的特定客户和其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。本公司可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

**市场有风险，投资需谨慎。**投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经招商银行书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“招商银行研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

未经招商银行事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

招商银行版权所有，保留一切权利。

## 招商银行研究院

地址深圳市福田区深南大道 7088 号招商银行大厦 16F（518040）

电话 0755-83195702

邮箱 zsyhyjy@cmbchina.com

传真 0755-83195085



更多资讯请关注招商银行研究微信公众号  
或一事通信息总汇