



物流仓储行业——

高标仓：当前的项目估值水平几何？

■ **资本化率 (Cap Rate) 是对高标仓估值的常用指标，用于衡量投资人对具体项目所要求的收益率水平。** 高标仓项目的估值 $Current\ Value = NOI / Cap\ Rate$ 。净营运收入 NOI 取决于租金和出租率等因素，在评估期间内表现相对稳定；Cap Rate 则由投资人自主设定，与其对物业质地、市场交易和风险偏好的综合评估相关，是高标仓估值短期波动的主要因素。当市场 Cap Rate 处于低位时，意味着投资回报率要求较低，市场愿意支付高溢价，从而驱动项目价格上涨；反之则反。

■ **当前高标仓的 Cap Rate 已经接近市场下限，未来估值的上涨将由运营驱动。** 2014 年以来，我国高标仓估值快速拔高，Cap Rate 相对购物中心、写字楼的优势明显收窄。综合比较各类物业、全球市场以及大类资产收益率，我们认为本轮估值上涨是市场资金逐步重视高标仓资产所引发的估值修复过程。但是，目前的 Cap Rate 已经逐步接近市场底线，短期内通过压低 Cap Rate 以继续抬高估值的可能性不大，未来项目价格的上涨将主要由运营情况驱动。北上广深及其周边城市租赁需求稳健，有望成为资金布局的首选市场。

■ **流动性不足导致高标仓资产长期折价，目前情况正在逐步改善。** 随着近年来高标仓成为投资机构多元化配置的重要选择，流动性已经有所改善，退出渠道日益丰富。1) 收购整合：普洛斯、万科等物流地产开发商表现积极，房地产基金规模快速增长；2) 资产证券化：2016 年以来苏宁、顺丰、菜鸟、宝湾的高标仓 ABS 产品陆续上市，为发行人提供项目经验；3) REITs：境外市场是当前主要的发行渠道，中国内地积极推进公募 REITs 也有望创造新通道。

■ **关注 2019-2021 年新增供应和需求波动对高标仓估值产生的冲击。** 1) 市场总供应增加：目前我国的高标仓存量面积约 5100 万平米，2019-2021 年将新增 2000 万平米，其中 2019 年 1000 万平米，预计将对租金和出租率的提升造成阻力；2) 电商需求转移：目前电商仍是高标仓主要租户，但需求正逐步往自建仓迁移。2019-2020 年主要电商预计将有 380 万平米的自建仓逐步交付，对租赁需求的冲击仍将延续。

■ **业务建议和风险提示。** 请查阅 PDF 版本报告，如需全文请联系招商银行研究院研究管理团队。

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

曾文光

授信执行部

☎: 0755-88026587

✉: zengwg@cmbchina.com

授信执行部

: 0755-88026587

: zengwg@cmbchina.com



目录

资本化率是对高标仓进行估值的常用指标	1
高标仓 Cap Rate 接近短期下限，未来估值上涨将由运营情况驱动	2
国际经验：高标仓相比购物中心、写字楼具有估值吸引力，但是优势已经大幅缩小.....	3
大类资产：债券和股票市场流动性好，但收益率略逊于工业物流项目	6
北上广深及其周边城市是资金布局的首选市场，环渤海、中西部的部分城市短期供应过剩.....	8
流动性不足导致高标仓长期折价，目前情况正在逐步改善	11
并购整合、资产证券化是目前国内工业物流项目退出的主要渠道	11
国内 REITs 尚未正式成形，境外 REITs 为退出提供可行选择	12
关注 2019-2021 年新增供应和需求波动对项目估值产生的冲击	14
业务建议和风险提示	16
业务建议	错误!未定义书签。
风险提示.....	错误!未定义书签。



图目录

图 1: 物流不动产的估值方式.....	1
图 2: 北上广深高标仓项目的 Cap Rate 优势持续缩小	2
图 3: 国内工业用地价格涨势缓慢	3
图 4: 2015 年以前国内企业甚少参与高标仓市场	3
图 5: 近年来物流地产的投资并购趋于活跃	3
图 6: 北上广深高标仓、购物中心和写字楼等物业的 Cap Rate	4
图 7: 澳大利亚、德国、英国的高标仓、购物中心、写字楼估值情况.....	5
图 8: 中国、澳大利亚、德国、英国的高标仓租金年涨幅（2011-2018）	6
图 9: 国债当期收益率.....	7
图 10: 公司债当期收益率	7
图 11: 港股分红收益率数据	8
图 12: 国内各个区域高标仓的 Cap Rate.....	10
图 13: 国内各个城市高标仓的年租金涨幅（2011-2018）	10
图 14: 高标仓具有稳定的收益来源，是多元化品配置的优秀标的.....	11
图 15: 投资人配置高标仓资产的意向持续增强	11
图 16: 中国大宗商业地产交易金额.....	12
图 17: 投资于亚太区的房地产基金募集规模	12
图 18: 国内的物流仓储资产证券化产品.....	12
图 19: 华联股份 REITs 产品交易结构.....	13
图 20: 高标仓存量市场及新增供应.....	14
图 21: 2019 年一季度空置率水平略有提升.....	14
图 22: 主要电商所购土地可建仓库面积.....	15
图 23: 高标仓新增租户中电商占比下降.....	15



资本化率是对高标仓进行估值的常用指标

4 月份我们发布专题报告《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》，围绕供需格局、区域情况、开发商竞争力等角度对高标仓的长期基本面进行详细分析。随后在与读者的交流中，我们发现除了基本面以外，高标仓的估值由于和投资回报、风险敞口等因素直接相关，也成为众多读者的关注焦点。本期报告我们尝试从大类资产对比、国际经验的视角，描述国内高标仓市场的估值情况，为业务布局提供量化参考。

高标仓作为工业物流项目，资本化率（Cap Rate）是投资者对其进行估值时常用的指标，用于衡量投资人对某个具体项目所要求的收益率水平。

在该估值框架下，项目价格 $Current\ Value = NOI / Cap\ Rate$ ，即物业的净营运收入 NOI 和资本化率 Cap Rate 之间的比值。投资人可以根据被评估物业质地、周边市场情况和个人风险偏好，综合设定自身所要求的资本化率，即 Cap Rate 的波动区间，据此得到物业的定价范围。Cap Rate 上行时，意味着市场对项目的资本化率要求变高，项目估值下跌；Cap Rate 处于下行阶段时，意味着市场对项目的资本化率要求下降，项目估值上涨。

除此之外，高标仓的估值方法还包括市场法、成本法、现金流折现等，但在使用时常常面临模型参数复杂、应用场景局限等痛点。

图 1：物流不动产的估值方式

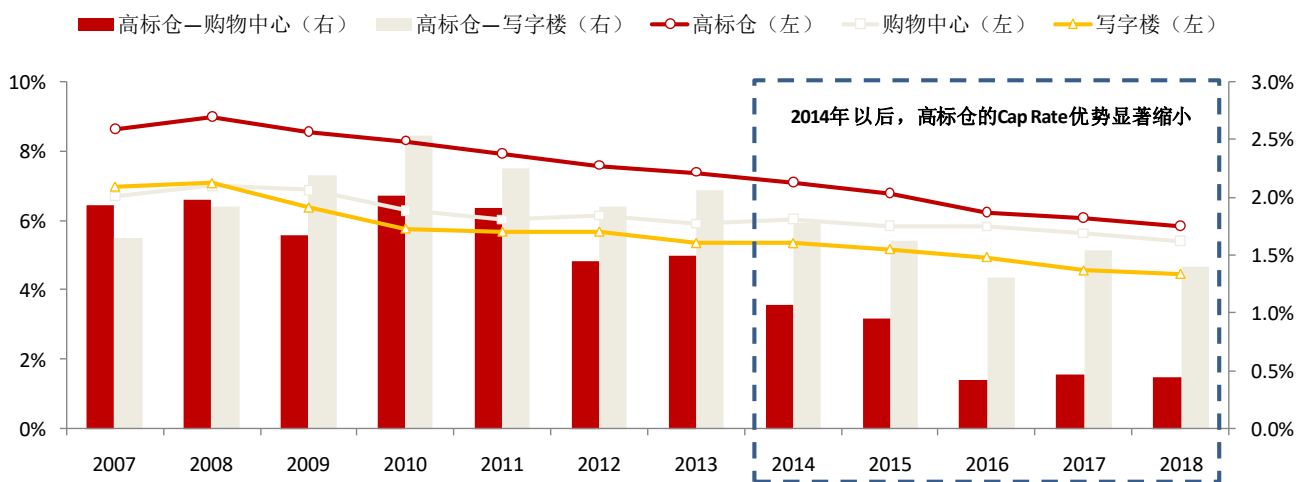
序号	估值方法	估值原理	方法优点	方法缺点	应用范围
1	Cap Rate法	Current Value=NOI/Cap Rate, 投资人根据项目质地和个人风险偏好，综合设定Cap Rate的波动范围，据此得到物业的估值区间	使用方法简单，NOI确定性强，第三方机构的Cap Rate数据丰富	评估过程具有一定的主观性	可适用范围较广泛
2	市场法	以近期市场上的交易案例作为估值基础，对当前项目进行评估	使用方法简单、价值评估公允	项目估值受地理位置、物业类型、建筑质量、权益状况等因素影响，缺乏同质的可比标的	流动性充裕、交易案例丰富的成熟市场
3	成本法	利用重置成本来衡量被评估物业的价值，即项目价值=土地取得成本+建设成本+管理费用+销售费用+投资利息+销售税费+开发利润-折旧	使用方法简单、测算指标容易获取	测算过程未考虑项目的运营情况和预期收益，容易低估成熟物业的溢价	市场前景尚不明朗的开发类项目
4	现金流折现	根据项目初始投资支出以及评估期限内的营收、成本计算净现金流，设定折现率来计算净现值	估算模型完整，逻辑被广泛认可	计算复杂，参数繁琐，缺乏针对特定项目的模型体系	可适用范围较广，但是需要和敏感性分析匹配使用

资料来源：招商银行研究院

高标仓 Cap Rate 接近短期下限，未来估值上涨将由运营情况驱动

2014 年以来，我国高标仓市场经历了一轮快速的估值拔高过程，高标仓的 Cap Rate 相对购物中心、写字楼等物业的领先幅度快速收窄。2014 年之前，高标仓 Cap Rate 相对购物中心的领先幅度维持在 1-2pct 的范围，2014 年以后迅速压缩至 0.5pct 左右；高标仓与写字楼的 Cap Rate 差距，也从领先 1.5-2.5pct，压缩至 1.5pct 以下。随着资金持续涌入、市场供应放量、电商自建仓的分流，目前投资人对于国内高标仓价格快速上涨所带来的潜在下行风险存在担忧。

图 2：北上广深高标仓项目的 Cap Rate 优势持续缩小

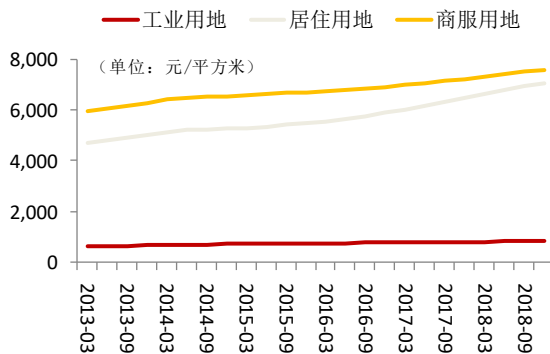


资料来源：Bloomberg，高力国际，招商银行研究院 注：市场上的第三方咨询机构一般将高标仓项目纳入工业物流不动产进行统计，如无特殊说明，本文数据均采用工业物流不动产的 Cap Rate 代替高标仓 Cap Rate。由于各家咨询公司的统计样本和计算口径存在差异，因此其计算的 Cap Rate 存在小幅差异，高力国际计算得到的 Cap Rate 最高，世邦魏理仕、戴德梁行次之。但是，从变动趋势而言，各咨询公司的统计结果均反映我国高标仓市场的 Cap Rate 逐年下行。

综合比较各类型物业、全球市场经验以及大类资产的收益情况，我们认为，目前国内高标仓的估值还谈不上泡沫化，前期高标仓价格的上涨更有可能是一轮估值修复。从发展历史来看，2014 年以前国内的资金长期关注商业住宅、购物中心和写字楼等物业，因此高标仓的价值并未得到充分认识，造成价格长期低估。这一现象可以从土地价格的涨幅以及市场的竞争格局获得佐证。随着国内城镇化进程走入下半场、房地产市场调控趋严以及购物中心/写字楼的投资回报率下行，国内大型开发商、市场主流资金逐步将目光转向物流地产市场，积极开展投资并购，导致 2014 年以来高标仓项目的价格增长显著高于租金增长，驱动了本轮估值修复。

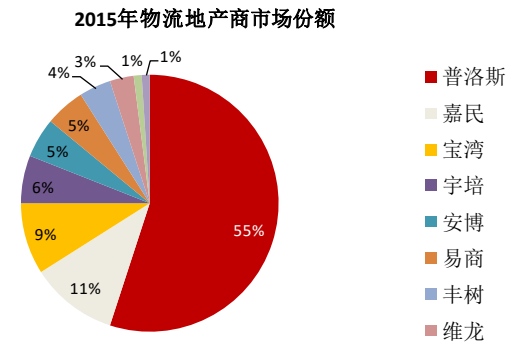


图 3：国内工业用地价格涨势缓慢



资料来源：中经网，招商银行研究院

图 4：2015 年以前国内企业甚少参与高标仓市场



资料来源：戴德梁行，招商银行研究院

图 5：近年来物流地产的投资并购趋于活跃

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	不详	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

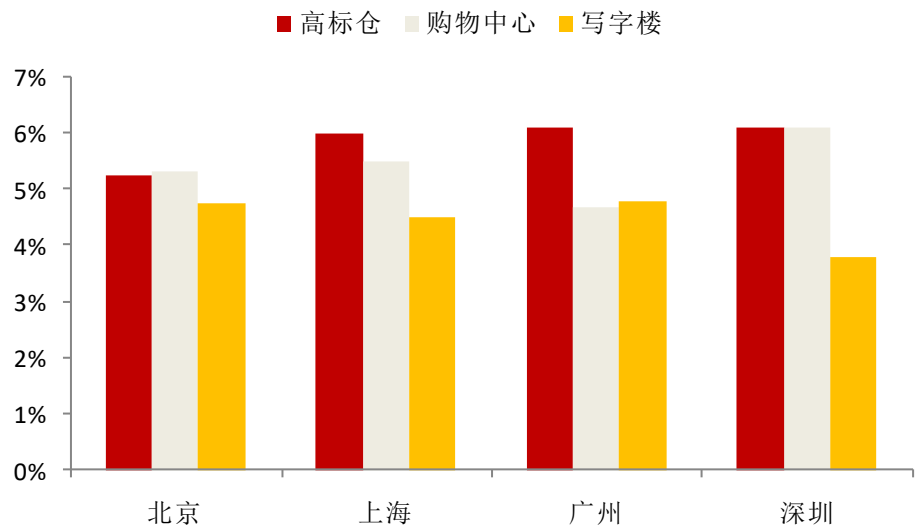
但是，经历本轮估值修复后，目前的 Cap Rate 可能已经接近其短期下限，市场接受更低收益率的意愿不高，因此通过压低 Cap Rate 来抬高高标仓价格的可能性较小。我们预计未来 cap rate 保持平稳态势的概率更大，高标仓项目价格的上涨将主要由运营情况驱动。

国际经验：高标仓相比购物中心、写字楼具有估值吸引力，但是优势已经大幅缩小

根据高力国际的统计，截至 2018 年底北上广深等一线城市的工业物流地产收益率处于 5%-6% 的范围；购物中心的收益率虽然与之接近，但是波动幅度较

大，目前处于 4.5%-6% 的范围；写字楼的 Cap Rate 较低，仅 3.5%-5% 左右。可见，尽管 2014 年以来我国工业物流地产的项目价格快速上涨，导致其估值优势阶梯式下行，但是相对于购物中心和写字楼等物业，高标仓仍然可以贡献超额回报。

图 6：北上广深高标仓、购物中心和写字楼等物业的 Cap Rate



资料来源：Bloomberg，高力国际，招商银行研究院

高标仓享有超额回报是一般规律，跌破这一底线意味着风险积聚

纵观全球的重要物流市场，其高标仓与购物中心、写字楼等资产之间的回报率差距微小，甚至为负值。新加坡、荷兰和新西兰等国家（或地区）表现较为明显。我们认为这些国家（或地区）具有相对特殊性，经济结构、区域定位以及土地供应等因素独特，导致高标仓项目具有稀缺性且 Cap Rate 低于其他类型物业。

澳大利亚、欧洲的产业结构、土地资源与我国相对接近，土地面积辽阔且高标仓项目的建设更加依赖自身土地，因此可作为合理的参照标的。从变动模式上看，澳大利亚和欧洲的高标仓收益率和我们国家较为相近，近年来处于下行态势，但是相对购物中心、写字楼仍然享有超额回报。在这两个国家的重点城市中，高标仓与购物中心的 Cap Rate 基本持平，领先写字楼约 0.6pct。

综合上述国家的表现，我们认为，工业物流项目收益率高于购物中心、写字楼的水平是一般规律，跌破现象少有。即使高标仓的 Cap Rate 跌破这一底线并不意味着绝对的泡沫，但也预警着风险积聚。



图 7：澳大利亚、德国、英国的高标仓、购物中心、写字楼估值情况

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
澳大利亚							
高标仓	8.0%	7.8%	7.4%	7.0%	6.5%	5.9%	5.7%
购物中心	5.7%	5.6%	5.8%	5.4%	5.3%	4.8%	4.7%
写字楼	6.9%	6.8%	6.5%	5.9%	5.6%	5.2%	5.0%
德国							
高标仓	7.1%	6.9%	6.4%	6.0%	5.5%	4.7%	4.5%
购物中心	5.8%	5.6%	5.5%	5.5%	5.2%	4.9%	4.7%
写字楼	5.1%	4.7%	4.6%	4.3%	3.8%	3.3%	3.2%
英国							
高标仓	6.8%	6.3%	5.6%	5.1%	4.9%	4.6%	4.4%
购物中心	5.4%	5.4%	5.3%	4.9%	4.5%	4.5%	4.7%
写字楼	5.6%	5.3%	4.8%	4.5%	4.5%	4.4%	4.5%
平均值							
高标仓	7.3%	7.0%	6.5%	6.0%	5.6%	5.1%	4.9%
购物中心	5.6%	5.5%	5.5%	5.3%	5.0%	4.7%	4.7%
写字楼	5.9%	5.6%	5.3%	4.9%	4.6%	4.3%	4.2%
高标仓相对购物中心	1.7%	1.4%	1.0%	0.8%	0.6%	0.3%	0.1%
高标仓相对写字楼	1.4%	1.4%	1.1%	1.2%	1.0%	0.8%	0.6%

资料来源：Bloomberg，高力国际，招商银行研究院 注：澳大利亚我们选取悉尼、墨尔本作为统计样本，进行算数平均；德国、英国的样本分别为柏林、法兰克福和伦敦、曼彻斯特

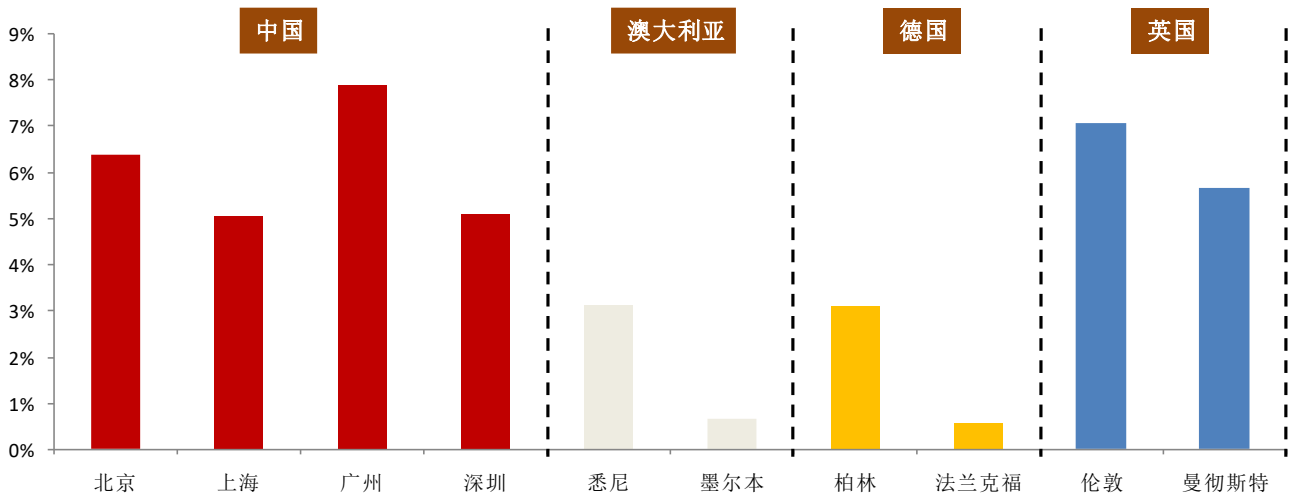
中国高标仓项目的超额回报幅度更大，市场风险相对温和

我们以平均值作为参照基准，目前澳大利亚、德国和英国的高标仓项目相对购物中心已经没有超额回报，而国内北上广深等一线城市的超额回报约为 0.5pct；澳大利亚、德国和英国的高标仓项目相对写字楼的超额回报为 0.6pct，而北上广深等城市约 1.4pct。国内高标仓项目更高的超额回报意味着，我国物流地产相对这三个国家估值仍有上升空间，风险相对较低。

更乐观的是，国内高标仓的租金涨幅持续领跑澳大利亚、德国、英国等国家，对估值的消化能力更强。2011 年-2018 年间，澳大利亚、德国、英国的工业物流项目租金年复合增速分别为 1.9%/1.8%/6.4%，北上广深的年租金涨幅为 6.1%。考虑到我国物流地产发展起步晚，市场存量尚小，整体处于供不应求的状况，我们预计租金持续领跑其他国家是大概率事件。那么，如果高标仓项目的价格在当前水平上保持不变，随着时间推移和租金上涨，那么我国高标仓项目的超额回报将进一步凸显。



图 8：中国、澳大利亚、德国、英国的高标仓租金年涨幅（2011-2018）



资料来源：Bloomberg，高力国际，招商银行研究院

大类资产：债券和股票市场流动性好，但收益率略逊于工业物流项目

北上广深的工业物流项目投资回报高于国债和信用债

在债券估值指标中，当期收益率是和工业物流的 Cap Rate 较为接近的概念，即年息票利息和债券现价之间的比例。由于工业物流具有租金收入稳定、持有期限长等特征，因此我们选取剩余期限为 10-15 年、票息固定的国债和信用债作为参照对象。

- 符合标准的国债共 10 只，票面利率处于 3.8%-4.8% 的范围，价格区间 98.0 元-112.5 元，对应的当期收益率区间为 3.7%-4.2%，总体上低于北上广深的各类型物业；
- 符合标准的公司债共 7 只，发行主体为广东省路桥建设发展有限公司，广东省高速公路有限公司，广东省公路建设有限公司。票面利率处于 3.69%-4.90% 的范围，价格区间 89.1 元-108.2 元，对应的当期收益率区间为 3.65%-4.81%。

可见，无论是对于国债还是公司债，即使我们不考虑未来的租金上涨空间，目前北上广深高标仓的收益率也具有吸引力。这当中固然存在资产信用和流动性等因素的影响，但我们认为，在政府供地政策没有明显变化的背景下，北上广深稀缺的土地资源实际上也间接提供了可靠的信用和流动性保障。目前市场上存在 4 支以物流仓储项目为底层资产的资产证券化产品，评估机构对于其优先级份额都给出了 AAA 评级。



图 9：国债当期收益率

证券代码	证券简称	到期日期	剩余期限 (年)	利率类型	票面利率	收盘价 (2018-12-31)	当期收益率 (2018-12-31)
130009.IB	13付息国债09	2033-04-22	13.9	固定	3.99%	107.52	3.71%
100029.IB	10付息国债29	2030-09-02	11.2	固定	3.82%	101.36	3.77%
090020.IB	09付息国债20	2029-08-27	10.2	固定	4.00%	105.77	3.78%
120006.IB	12付息国债06	2032-04-23	12.9	固定	4.03%	104.29	3.86%
110010.IB	11付息国债10	2031-04-28	11.9	固定	4.15%	107.39	3.86%
100009.IB	10付息国债09	2030-04-15	10.8	固定	3.96%	102.35	3.87%
130016.IB	13付息国债16	2033-08-12	14.2	固定	4.32%	110.82	3.90%
120018.IB	12付息国债18	2032-09-27	13.3	固定	4.10%	104.84	3.91%
110010X.IB	11付息国债10(续)	2031-04-28	11.9	固定	4.15%	97.98	4.24%
140009.IB	14付息国债09	2034-04-28	14.9	固定	4.77%	112.49	4.24%

资料来源：Wind，招商银行研究院

图 10：公司债当期收益率

证券代码	证券简称	到期日期	剩余期限	利率类型	票面利率	收盘价 (2018-12-31)	当期收益率 (2018-12-31)
136709.SH	16粤桥02	2031-09-23	12.3	固定利率	3.69%	100.98	3.65%
136495.SH	16粤高01	2031-06-16	12.0	固定利率	4.10%	108.20	3.79%
136621.SH	16粤高02	2031-08-11	12.2	固定利率	3.57%	93.37	3.82%
136532.SH	16粤桥01	2031-07-12	12.1	固定利率	4.00%	92.75	4.31%
155039.SH	18粤桥02	2033-11-20	14.4	固定利率	4.70%	100.50	4.68%
122460.SH	15粤路建	2030-12-11	11.5	固定利率	4.25%	89.11	4.77%
143515.SH	18粤桥01	2033-08-16	14.2	固定利率	4.90%	101.81	4.81%

资料来源：Wind，招商银行研究院

港股的分红收益率和工业物流项目持平，但是历史分红情况极不稳定

港股市场机构投资者多、平均持有期限长、重视分红收益，因此和工业物流市场具有较高可比性。我们选取分红收益率作为对照指标，即年度现金分红和股票市值的比值。我们将港股市场中的地产发展和地产投资板块纳入统计范围，同时剔除 2018 年未进行现金分红的标的，符合标准的公司共 42 家。

截至 2018 年底，42 家港股公司的分红收益率为 5.5%，与国内整体物流工业项目的租金收益率接近。但值得注意的是，2018 年是港股地产公司的分红大年，中国恒大、碧桂园两大龙头分红阔绰，导致板块分红达到 681 亿港元，而



2015-2017 年板块的平均分红金额仅为 320 亿港元。因此，如果以历史平均水平进行计算，则港股的分红收益率将大打折扣。

我们进一步考虑低流动性的港股标的（年度换手率低于 20%，即一次完整的换手需要至少 5 年），符合标准的公司共 12 家，对应的分红收益率约 5.5%。历史年份同样存在明显波动，2015 年/2016 年/2017 年的分红收益率分别为 3.0%/5.1%/4.3%。表明缺乏流动性的港股标的，其收益率水平也低于工业物流项目。

图 11：港股分红收益率数据

证券代码	证券简称	城市	2018年换手率	2018年分红 (亿港元)	总市值 (2018-12-31) (亿港元)	分红收益率
平均值	-	-	54.2%	16.21	395.11	5.5%
低换手率	共12家	-	0.0%—19.5%	0.30—10.55	7.7—496.47	0.6%—13.0%
3639.HK	亿达中国	大连市	0.0%	2.53	60.21	4.2%
2118.HK	天山发展控股	石家庄市	2.6%	0.30	24.04	1.3%
2286.HK	辰兴发展	晋中市	4.6%	1.00	7.70	13.0%
1232.HK	金轮天地控股	南京市	6.5%	0.91	13.52	6.8%
0798.HK	中电光谷	武汉市	8.6%	1.53	32.76	4.7%
6166.HK	中国宏泰发展	北京市	12.7%	4.95	60.77	8.2%
0095.HK	绿景中国地产	苏州市	13.8%	2.47	110.21	2.2%
2098.HK	卓尔智联	武汉市	14.1%	3.01	496.47	0.6%
1107.HK	当代置业	北京市	14.7%	1.64	26.78	6.1%
2329.HK	国瑞置业	北京市	17.3%	3.59	88.44	4.1%
1238.HK	宝龙地产	上海市	17.3%	10.55	123.12	8.6%
0832.HK	建业地产	郑州市	19.5%	4.97	78.66	6.3%
高换手率	共30家	-	24.0%-185.5%	0.25—167.80	4.56—3076.19	0.5%—12.8%

资料来源：Wind，招商银行研究院

北上广深及其周边城市是资金布局的首选市场，环渤海、中西部的部分城市短期供应过剩

纵观全球，高标仓的需求情况与区域经济、产业结构和交通水平密切相关，如美国的高标仓项目大部分位于东西两岸，欧洲的高标仓项目则集中在德国，而柏林、慕尼黑和法兰克福这三大城市又聚集了德国超过 50% 的仓储项目。

长三角和珠三角的高标仓市场表现坚挺，环渤海和中西部短期存在供给过剩现象。受益于得天独厚的经济、产业和交通条件，长三角和珠三角的高标仓市场发展较为成熟，出租情况保持良好态势；环渤海次之；中西部的经济和产业基础相对落后，局部市场短期存在供应过剩风险，出租情况欠佳。因此，长



三角和珠三角的整体估值相对环渤海和中西部更高。分城市来看，一线城市及其周边城市的高标仓项目供给紧缺，项目估值较高，二三线城市次之。

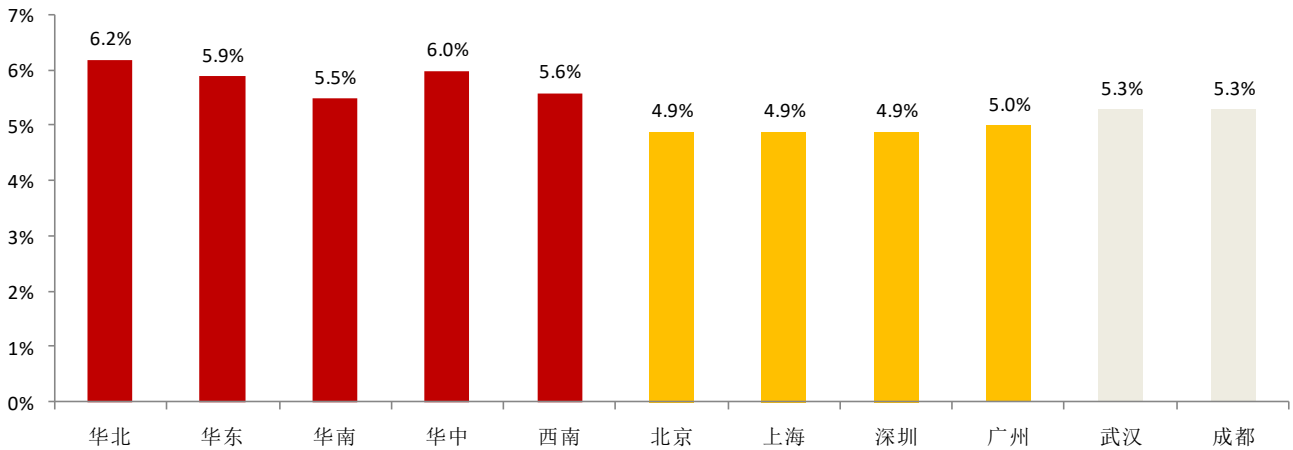
北上广深是资金布局的首选市场，外溢需求驱动周边城市发展。北上广深等城市的市场需求预计将长期保持旺盛，高标仓市场发展的主要掣肘在于供给端而非需求端。

- **北京：**高标仓的出租率自 2011 年以来维持在 90%以上的水平，租金年复合增速超过 6%。但是，目前北京正在逐步疏解其非首都功能，未来物流仓储用地将受到严格限制；
- **上海：**租赁需求同样旺盛，但根据城市规划，未来其物流用地将在当前的存量基础上保持不变，意味着市场上将缺乏新增的土地供应；
- **广深：**作为大湾区两大中心城市，其 GDP 总量超过上海，但是高标仓面积合计低于上海，未来市场增长动力强劲。

我们认为，一线城市供给紧缺的现象难以在短期扭转，其需求将逐步外溢并带动周边市场快速发展，因此，昆山、太仓、东莞等地也成为资金布局的热点区域。



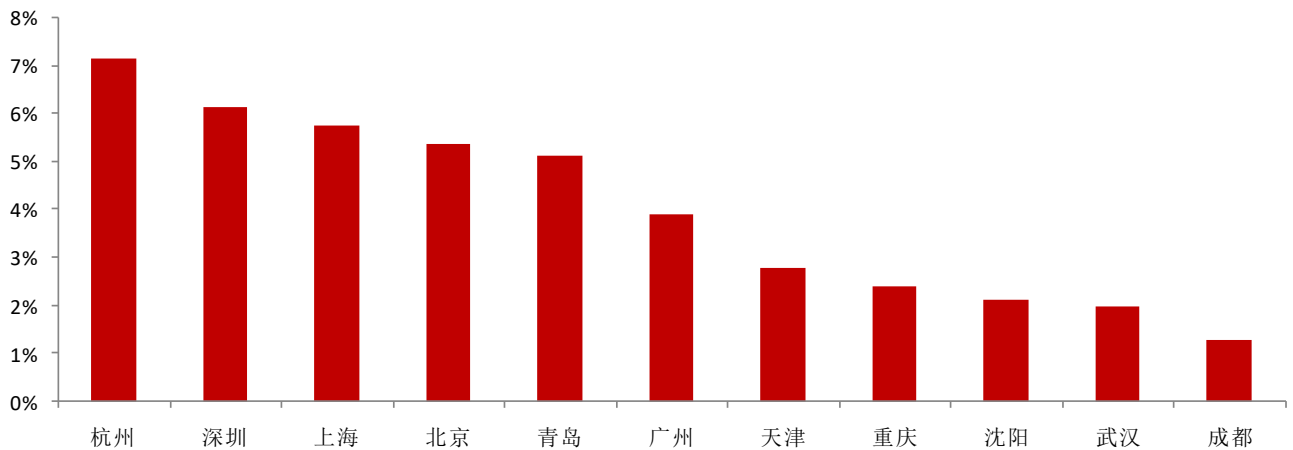
图 12：国内各个区域高标仓的 Cap Rate



资料来源：戴德梁行，招商银行研究院

注：由于各家机构的统计样本和计算口径并不一致，因此图 2 和图 12 的 Cap Rate 存在差异

图 13：国内各个城市高标仓的年租金涨幅（2011-2018）



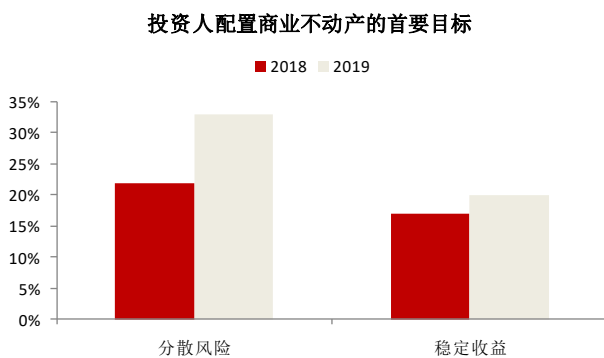
资料来源：Wind，DBS，世邦魏理仕，招商银行研究院

注：由于各家机构的统计样本和计算口径并不一致，因此图 8 和图 13 的租金涨幅存在差异

流动性不足导致高标仓长期折价，目前情况正在逐步改善

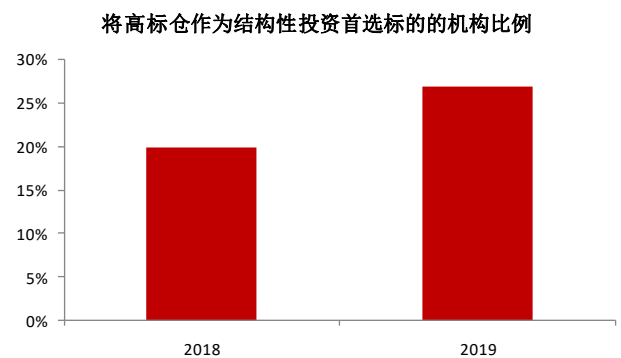
由于早期市场关注度不足、参与机构数量少、单体项目规模较大，因此高标仓整体流动性表现欠佳，投资者在布局高标仓项目时往往要求更高的投资回报率，导致高标仓项目长期折价。但是，近年来随着购物中心、写字楼等项目空置率攀升和收益率下行，工业物流得益于稳定的现金表现，已成为开发商和投资人多元化配置的重要选择。此外，资产证券化和 REITs 等创新产品的进展也为高标仓的交易提供更丰富的渠道。

图 14：高标仓具有稳定的收益来源，是多元化品配置的优秀标的



资料来源：世邦魏理仕，招商银行研究院

图 15：投资人配置高标仓资产的意向持续增强



资料来源：世邦魏理仕，招商银行研究院

并购整合、资产证券化是目前国内工业物流项目退出的主要渠道

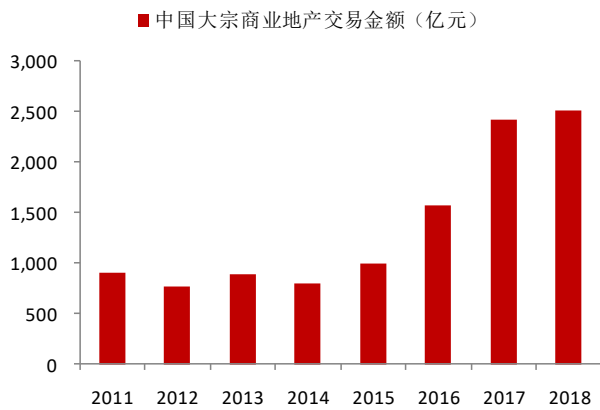
传统开发商的并购整合。由于大多数城市对工业物流项目的供地意愿不足，开发商拿地瓶颈逐步凸显，其发展战略逐步从一级市场的招拍挂转向合作拿地或者存量项目收购改造，通过优势互补实现规模扩张。典型案例如以万科为首的中资财团以 800 多亿元的价格参与普洛斯的私有化、普洛斯 20 亿元入股中储股份等。

保险或私募基金并购。保险和私募基金的资金成本低且期限长，与物流地产的稳定回报、长周期等特性较为匹配，是物流地产的活跃买家。以外资的美元为例，根据世邦魏理仕的统计，2018 年以亚太区为投资目标区域的房地产基金募资大幅增长，仅前三季度就达近 200 亿美元，同比增长 116%；2019-2023 年间，预计将有 620 亿美元地产基金进入房地产市场，其中超过 350 亿美元瞄准中国市场。

资产证券化。资产证券化产品具有高收益、低流动性和低风险的特点，成为金融机构配置的重要资产。2013 年以来国内 ABS 产品的存量规模实现快速增长，从 2013 年的不足 500 亿元扩容至 2018 年的 2.67 万亿元。自从 2016 年苏宁

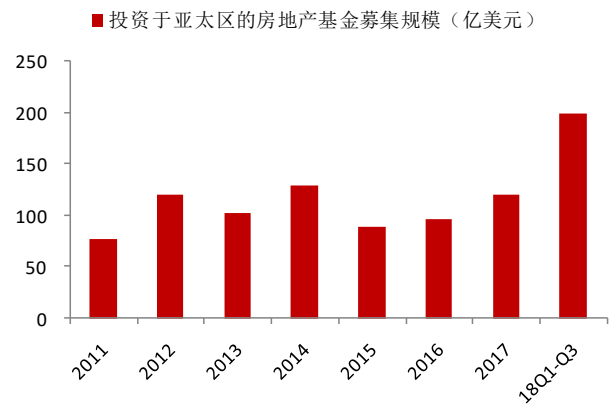
易购首创仓储资产证券化的先例以来，目前以不动产为基础资产的 ABS 产品也逐步活跃。2018-2019 年顺丰、菜鸟、宝湾物流也纷纷将旗下部分产业园通过资产证券化进行转让。

图 16: 中国大宗商业地产交易金额



资料来源: 世邦魏理仕, 招商银行研究院

图 17: 投资于亚太区的房地产基金募集规模



资料来源: 世邦魏理仕, 招商银行研究院

图 18: 国内的物流仓储资产证券化产品

债券代码	债券名称	发起机构	发行日期	优先级份额 (亿元)	优先劣后比例	债项评级
119411.SZ	云享优先	苏宁易购集团股份有限公司	2016-06-24	12	1.85:1	AAA
119461.SZ	顺丰01优	丰泰电商产业园资产管理有限公司	2018-12-11	11.2	1.54:1	AAA
139439.SZ	宝湾01优	宝湾物流控股有限公司	2019-01-18	16.99	18.88:1	AAA
156900.SH	菜鸟19优	上海菜鸟管理咨询有限公司	2019-03-20	6.7	1.68:1	AAA

资料来源: Wind, 招商银行研究院

国内 REITs 尚未正式成形，境外 REITs 为退出提供可行选择

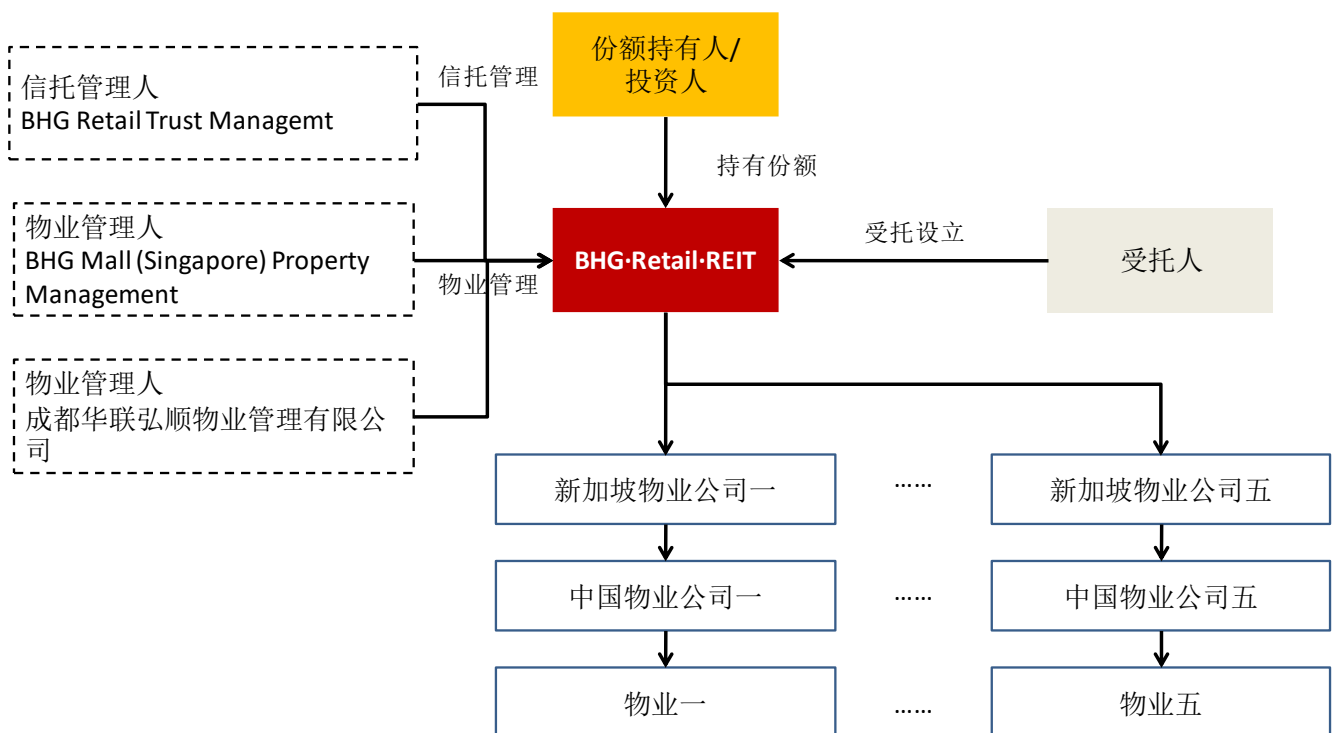
REITs (房地产信托投资基金) 是一种以发行收益凭证的方式汇集特定多数投资者的资金，由专门投资机构进行房地产投资经营管理，并将投资综合收益按比例分配给投资者的一种信托基金。由于 REITs 在优化商业地产市场资本结构、促进商业地产专业化运营等方面具有积极作用，目前全球已有 30 多个国家开展了 REITs 业务，总市值超过 1.8 万亿美元。在中国，由于税收障碍的存在，极大程度压制了资产收益率，致使国内尚未真正意义上的 REITs 难产。

但是，这一状况也在逐步获得改善，一是国内多个监管机构和地方政府正在积极推进公募 REITs 的筹划工作，上交所、深交所等均表示将研究推进公募

REITs 工作。伴随着监管层的政策突破以及上位法层面不断趋于完善，对 REITs 载体的法律地位、设立条件、物业估值、投资要求、分红比例、各方主体债责、信息披露、税收优惠以及监管协调等内容作出统一规定，则国内 REITs 市场有望释放出庞大的发展潜力，进一步为我国不动产市场注入流动性。

二是在中国内地 REITs 市场正式成形之前，境外市场也是中国内地企业可以选择的发行渠道，例如新加坡与中国香港就允许投资境外物业的 REITs 上市发行。2015 年 12 月，北京华联商厦股份有限公司将其旗下五个物业打包以 REITs 形式于新加坡证券交易所主板上市，成为中国内地第一家在新加坡上市的房地产投资信托。

图 19：华联股份 REITs 产品交易结构



资料来源：搜狐，招商银行研究院

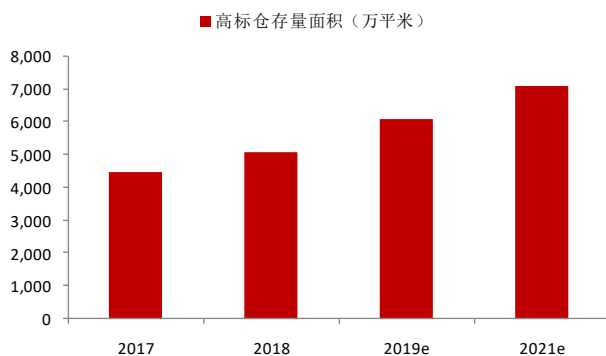
关注 2019-2021 年新增供应和需求波动对项目估值产生的冲击

除了 Cap Rate 以外，平均租金和出租率也是影响项目估值的重要因素。回顾估值框架 $Current\ Value = NOI / Cap\ Rate$ ，平均租金和出租率主要通过两条途径影响项目价值：1) 项目净营运收入 NOI 和平均租金、出租率直接相关，高租金和出租率对应高估值，反之则反；2) 当市场预期平均租金和出租上行时，资金入场情绪高涨，愿意接受更低的 Cap Rate，驱动估值上涨；反之则将提出更高的回报率要求，驱动估值下跌。

2019-2021 年将有大量新增供应投入市场，有可能冲击当前的租金和出租率水平。根据戴德梁行的统计，目前我国的高标仓存量面积约为 5100 万平方米左右，2019-2021 年将新增 2000 万平米入市，其中 2019 年 1000 万平米，2020 年/2021 年合计 1000 万平米。尽管随着下游企业降本增效的诉求增强，高标仓的需求有望保持长期增长（戴德梁行测算国内高标仓的供需缺口在 1 亿平方米左右），但是，短期内过于密集的新增投放也有可能分流市场需求，对平均租金和空置率产生负面影响。2019 年一季度已经出现了新增供应大于吸纳量的现象，重庆、成都等中西部城市是新增供应较快的区域。

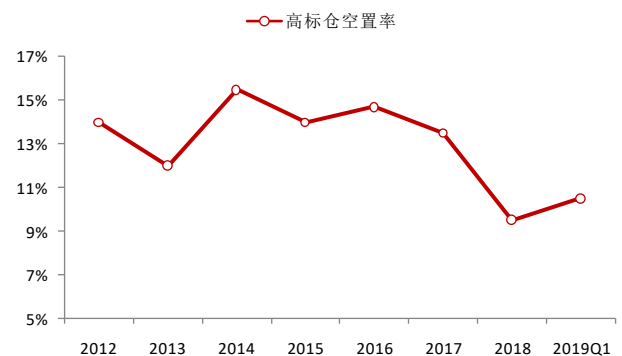
电商企业从租赁仓转向自建仓，也会影响短期租赁需求。电商是高标仓市场的租赁需求主力，普洛斯、易商等高标仓开发商的电商客户占比均超过 30%。但是，电商根据自身战略需要，也在积极自建仓储。根据世邦魏理仕统计，2009 年至今阿里、京东、苏宁和唯品会等电商企业储备的可建面积超过 4000 万平方米，电商自建仓库对物流仓库租赁市场的影响已经逐步显现。2018 年多个城市已出现电商租户从租赁仓库中退租搬迁至自建仓库的案例，预计 2019-2020 年主要电商自建库的交付面积将达到 380 万平方米左右，对租赁需求的影响仍将延续。电商的新增投放主要集中在成都、杭州、武汉、青岛等城市。

图 20：高标仓存量市场及新增供应



资料来源：戴德梁行，招商银行研究院

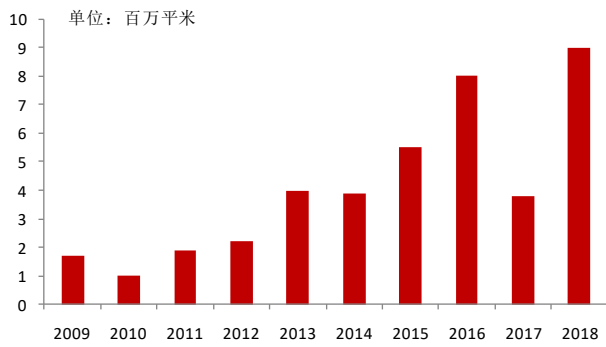
图 21：2019 年一季度空置率水平略有提升



资料来源：世邦魏理仕，招商银行研究院

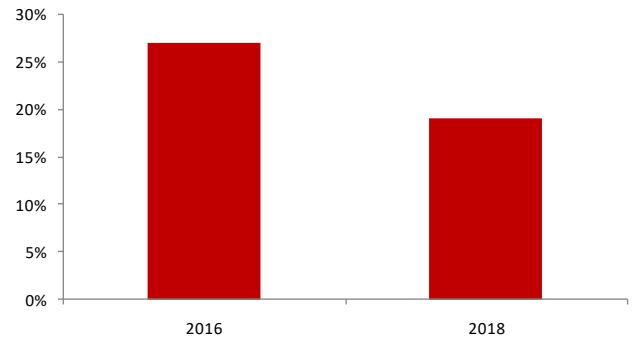


图 22：主要电商所购土地可建仓库面积



资料来源：世邦魏理仕，招商银行研究院

图 23：高标仓新增租户中电商占比下降



资料来源：世邦魏理仕，招商银行研究院



业务建议和风险提示

请查阅 PDF 版本报告。如需全文请联系招商银行研究院研究管理团队。



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