



## 中信证券研究部



陈聪

基础设施和现代服务产业首席分析师  
S1010510120047



张全国

房地产和物业服务行业联席首席分析师  
S1010517050001

## 核心观点

**物流地产行业正在经历供需结构性调整，行业发展空间仍然存在，我们看好落位于核心区域、经济活动发达、存在刚性仓储需求区域的优质高标仓物流资产的发展前景及头部平台的竞争优势。**

- **供给侧结构性缺口持续存在。**当前我国存量高标仓占总物流仓储设施的比重仅 8%，长期视角下我国高标仓市场发展空间充足。现代化高标仓（含冷库仓）建设规划要求高，存量低标资产改扩建难度大、成本高。而近年来部分区域物流仓储供地相较以往大幅提升，客观上造成了不同区域间供给量的结构性差异，对底层资产运营造成了一定冲击，而高线发达城市供地依然稀缺，租金基础也相对更高。
- **物流仓储下游需求依然稳固。**电商物流行业发展空间仍然稳定，根据我们测算，动态来看，电商物流租户对高标仓的租赁需求缺口持续存在，且下游其他各类租户预计也将继续贡献需求增量。冷库用仓供不应求，在生鲜电商市场高速增长、存量供给稀缺的背景下，需求成长动能充足。
- **竞争结构变化中凸显成长机遇。**我国物流地产行业竞争日益多元化，除早期依托境外募资进行提前布局的专业型物流地产服务商外，我们预计电商物流企业在未来市场中也将占据一定的市场份额。当前已经具备一定规模的头部物流地产企业，基于网络效应和募资优势，有望进一步强化先发竞争优势。在美国加息背景下，境外资金募集受到一定阻力，但同时我国 REITs 市场方兴未艾，为物流仓储行业提供了新的发展空间。
- **风险因素：**部分区域结构性超量供应影响市场净吸纳量，物流仓储设施短期内经营指标受到负面冲击的风险。点状疫情影响下部分租户业务承压，续租意愿不强、租金提价不及预期的风险。
- **看好核心资产和头部平台优势。**物流地产行业正在经历供需结构性调整，行业发展空间仍然存在，我们看好落位于核心区域、经济活动发达、存在刚性仓储需求区域的优质高标仓物流资产的发展前景，及头部平台的竞争优势。在物流地产行业结构变革过程中，普洛斯、东久新宜、万纬、ESR 等位于行业竞争领先地位的专业化平台公司在一级二级市场均有丰富投资机遇。底层资产优质、供给稀缺的物流仓储 REITs 也具备配置价值。二级市场投资标的中，我们看好区位优势明显、具备专业化平台运营能力的普洛斯 REIT；建议关注万纬物流的发展潜力；我们也推荐兼具规模和专业性优势的 ESR 集团。

## 房地产和物业服务行业

评级

强于大市（维持）

## 目录

<b>物流仓储资产的两大供给缺口</b> .....	<b>5</b>
专业门槛加持，改造困难所带来的品类结构性缺口 .....	5
产业发展变局和不平衡的区域政策.....	7
从绝对稀缺到差别发展.....	9
<b>需求侧稳定发展，空间稳定</b> .....	<b>12</b>
电商物流助推行业成长，长期发展空间稳定 .....	12
冷库市场方兴未艾，行业发展动能充足 .....	13
<b>竞争结构变局中，寻找成长机会</b> .....	<b>14</b>
跨境不动产基金孵化的市场.....	14
物流电商龙头的积极入局 .....	16
金融地产背景的公司持续探索 .....	18
先发公司的巨大优势 .....	19
公募 REITs 的变局和机遇.....	20
<b>风险因素</b> .....	<b>21</b>
<b>看好核心资产，看好平台优势</b> .....	<b>22</b>

## 插图目录

图 1: 物流仓储设施分类.....	1
图 2: 开发建设现代物流仓储设施的主要流程——以普洛斯为例 .....	1
图 3: 高标仓存量市场规模及测算 .....	1
图 4: 仓储物流设施总量及高标仓占比测算.....	1
图 5: 中国冷库分类（按温区划分）（截止 2021 年 11 月） .....	1
图 6: 截止 2021 年中国冷库分类及结构 .....	1
图 7: 2011-2021 年社会物流总费用及其占 GDP 比重 .....	1
图 8: 2011-2021 年物流总费用中保管费用规模及其占总费用比重.....	1
图 9: 河北省推进物流商贸行业发展的努力.....	1
图 10: 2017-2Q22 我国不同区域高标仓存量结构变化 .....	1
图 11: 截止 2022 年上半年中国部分城市物流仓储租金情况.....	1
图 12: 中国冷库区域分布（截止 2021 年 11 月） .....	1
图 13: 重点城市冷库租金情况（元/托/天）（截止 2021 年 11 月） .....	1
图 14: 截止 2Q22 中国物流市场主要区域存量及供应情况 .....	1
图 15: 截止 2Q22 中国物流市场主要城市存量及供应情况 .....	1
图 16: 1Q18-1H22 全国物流用地成交规划建面分线城市统计 .....	1
图 17: 1Q18-1H22 全国物流仓储用地成交规划建面分线城市结构.....	1
图 18: 1Q18-1H22 全国物流仓储用地成交均价分线城市统计 .....	1
图 19: 我国社会消费品零售总额整体保持增长趋势 .....	1
图 20: 实物商品网上零售额（亿元）占比持续提升（YoY 需复查） .....	1
图 21: 全国冷库供给和需求（万立方米） .....	1
图 22: 城市居民人均冷库容量（立方米） .....	1
图 23: 2016-2021 年中国生鲜电商网络零售交易规模（亿元） .....	1
图 24: 中国生鲜农产品损耗率远高于发达国家（2018 年） .....	1
图 25: 冷链物流市场规模及预测（亿元） .....	1
图 26: 中国物流地产行业发展历程 .....	1
图 27: 各物流地产运营商存量占有率（4Q18） .....	1
图 28: 各物流地产运营商存量占有率（1Q22） .....	1
图 29: Amazon 仓储、数据中心及其他设施使用面积（千平方英尺） .....	1
图 30: Amazon 仓储费用及占营收比重（百万美元，%） .....	1
图 31: “菜鸟地网”全方位服务能力.....	1
图 32: 截止 2021 年底头部高标冷库企业市场份额（按已交付面积） .....	1
图 33: 截止 1H22 全球冷链市场竞争格局（按容积量） .....	1
图 34: 万纬成都冷链园为沃尔玛提供收货、分拣、发货服务 .....	1
图 35: 万纬自动化立体库内设施.....	1
图 36: REITs 产品组合走势 .....	2
图 37: 各 REIT 产品 2022E 预期现金流分派率.....	2
图 38: REITs 总市值构成（按资产类别） .....	2
图 39: REITs 流通市值构成（按资产类别） .....	2
图 40: 普洛斯中国经营情况 .....	2
图 41: 普洛斯中国资产组合情况（万平方米） .....	2
图 42: 截止 1H22 普洛斯中国前十大租户情况.....	2
图 43: 截止 1H22 普洛斯中国完工稳定物业出租情况.....	2
图 44: 东久新宜主要业务内容.....	2

---

图 45: 万纬物流发展历程.....	2
图 46: 万科 A 物流业务 (万纬物流) 持有项目情况 .....	2
图 47: 万科 A 物流业务 (万纬物流) 营收 (亿元) .....	2
图 48: ESR 的资金循环模式 .....	2
图 49: ESR 分部业绩总额 (EBITDA) .....	2
图 50: ESR 持有物业组合出租率情况.....	2
图 51: ESR1H22 按收入划分的物业组合出租状况 .....	2
图 52: ESR1H22 按收入划分的物业组合十大租户 .....	2

## 表格目录

表 1: 中国现代物流仓储与非现代物流仓储的定义差别.....	1
表 2: 中国冷库标准 .....	1
表 3: 近年来物流仓储行业发展规划.....	1
表 4: 实物网上零售额增长所带来的高标仓需求规模测算 .....	1
表 5: 普洛斯集团投资管理的物流及不动产基金类型 .....	1
表 6: 截止 1H22 普洛斯集团管理的基金.....	1
表 7: 顺丰房托投资组合包含四项现代物流物业 (截止 2022 年 6 月 30 日) .....	1
表 8: 中国物流资产已竣工物流园统计 (截止 2021 年 12 月 31 日) .....	1
表 9: 2021 年以来物流地产交易案例 (不完全统计) .....	2
表 10: 各 REITs 历史行情总结 (元) .....	2
表 11: 截止 1H22 普洛斯中国分区域土地储备情况 (万平方米) .....	2
表 12: 物流仓储 REITs 底层资产汇总 .....	2
表 13: 普洛斯 REIT 盈利预测 .....	2
表 14: 重点公司盈利预测、估值及投资评级.....	2

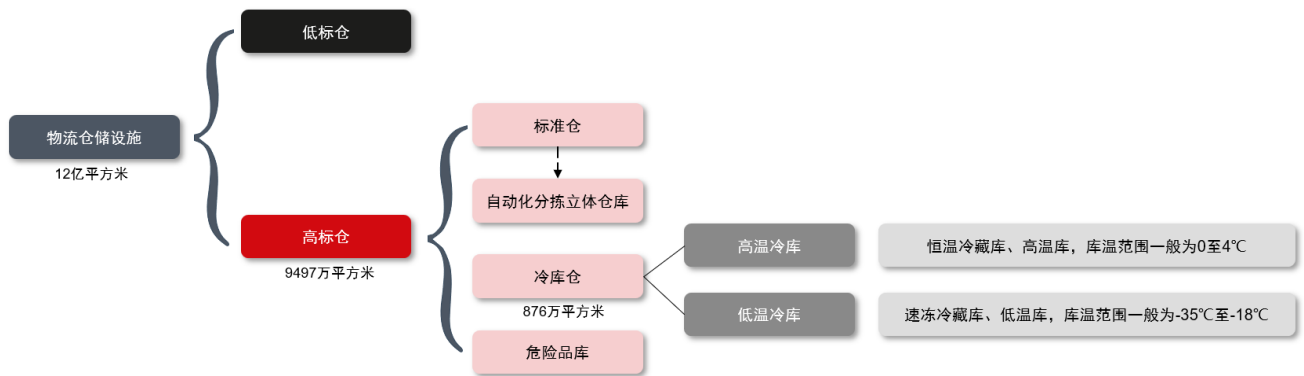
近年来，我国物流仓储设施建设标准逐步提升，资本市场关注度快速增加，是不动产资产投资人最优选的标的品类之一，物流仓储行业的快速发展为国民经济高质量发展提供了重要的战略支撑。本文聚焦物流仓储行业，探讨相关领域的投资机会。

## 物流仓储资产的两大供给缺口

### 专业门槛加持，改造困难所带来的品类结构性缺口

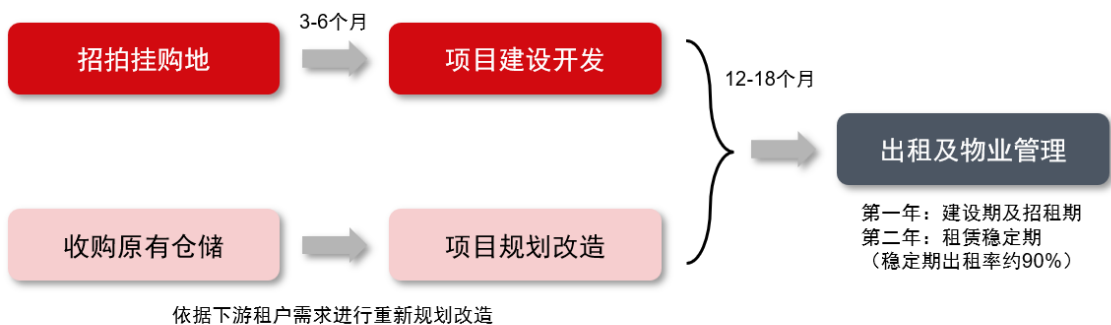
按建设规范，我国物流仓储设施可分为低标仓和高标仓两大类。其中，高标仓按用途可分为标准仓、自动化分拣立体仓、冷库仓、危险品库等。我们通常讨论的现代物流基础设施，多指高标仓。低标仓即非高标库的其他仓库。

图 1：物流仓储设施分类



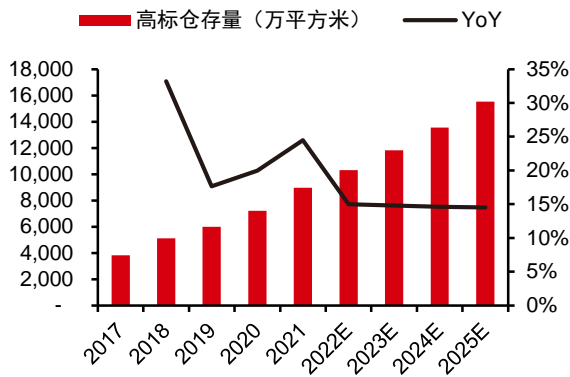
一般而言，物流地产企业可从拿地阶段开始介入资产建设运营流程（如招拍挂拿地和收购存量仓储设施），根据规划设计开发建设成为对应的标准仓或定制仓，经过一定时间的招商运营后进入稳定期，成熟物业持续贡献租金收入和管理服务费用。

图 2：开发建设现代物流仓储设施的主要流程——以普洛斯为例



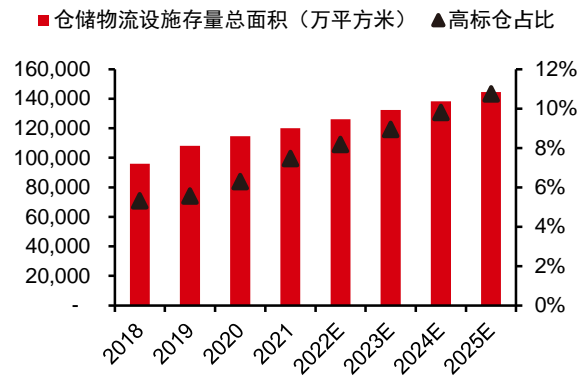
根据中国仓储与配送协会统计，截止 2021 年，我国物流仓储设施总面积达 12 亿平方米，截止 2022 年 2 季度，戴德梁行统计数据 displays，中国内地高标仓存量面积达 9497 万平方米。我们测算，当前高标仓存量占总物流仓储设施比重仅约 8%，行业仍有巨大的结构调整空间，未来高标仓将是租户的核心需求方向，占比料将持续提升。但将一般的物流仓储改造成高标仓并不容易。一方面，地块大小可能先天制约这种改造的开展；另一方面，高标仓的建设开发所需投入并不低，且有一定的专业门槛。

图 3：高标仓存量市场规模及测算（万平方米）



资料来源：戴德梁行，中信证券研究部预测

图 4：仓储物流设施总量及高标仓占比测算（万平方米）



资料来源：中国仓储与配送协会，世界银行，仲量联行，戴德梁行，中信证券研究部预测

表 1：中国现代物流仓储与非现代物流仓储的定义差别

	非现代物流仓储	现代物流仓储（高标仓）
总面积	<8000 平方米	≥8000 平方米
净高	1 楼：≥6 米；其他楼层：≥4.5 米	至少 9-12 米，单层楼宇更高； 多层：1 楼及 2 楼≥9 米，3 楼≥7 米
地板承重	1 楼：≥2 吨/平方米；其他楼层：≥0.6 吨/平方米	1 楼及 2 楼：≥3 吨/平方米
结构类型	常用砖混、砖木及钢筋混凝土结构	单层：优质混凝土、钢结构 多层：混凝土、钢结构，附带通道、电梯
装卸平台	无可用装卸码头或可用码头数量有限	多个配备液压装卸跳板的装卸码头
消防	无	喷水灭火装置、消防栓，配有应急物资及储水系统
天窗采光	不适用	屋顶面积的 3%
空气循环	不适用	控制室内空气质量

资料来源：仲量联行，中信证券研究部

我国冷库行业统一标准也尚未形成。一般而言，可通过温控区间将冷库划分为冷冻、冷藏、恒温等类别，也可按照建筑标准和规格分类为国际标准专业冷库、高标干仓及厂房改造冷库、传统农民仓等。

从结构来看，根据 CBRE 监测评估，当前全国高标库（A 类与 B 类冷库）合计面积 876 万平方米，存量冷库仓中有 68% 仍为传统农业批发市场用仓，后者建设标准低、能耗高、仓储效率不佳，未来高标冷库仓市场规模有望持续扩张，但对存量资产的改扩建也同样面临难度大、成本高等困难。



图 5：中国冷库分类（按温区划分）（截止 2021 年 11 月）

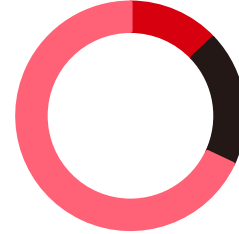
■ 冷冻库（-18℃以下）
 ■ 冷藏库（0℃-10℃）  
■ 恒温库及其他



资料来源：CBRE，中信证券研究部注：冷冻库一般存储速冻食品、冰激凌、薯条、冷冻肉和水产品等；冷藏库一般存储蔬菜、酸奶、巴氏奶、水果、冷鲜肉等；恒温库及其他一般存储酒水、巧克力、生物医药制品等

图 6：截止 2021 年中国冷库分类及结构

■ A类：国际标准设计和建造的专业冷库  
■ B类：高标准干仓或优质厂房参照专业标准改造的冷库  
■ C类：传统农批市场，农民仓



资料来源：CBRE，中信证券研究部

表 2：中国冷库标准

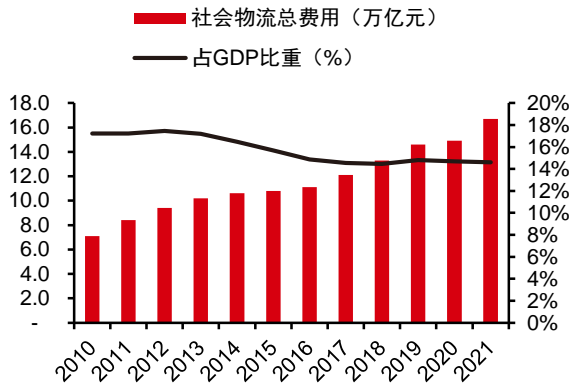
主要指标	A 类	B 类	C 类
建筑形态	单层库，多层电梯库，多层坡道库 按专业冷库进行设计和建造	单层库，多层电梯库，多层坡道库 由高标准干仓或优质厂房改造成冷库	单层库，多层电梯库 部分由旧厂房、仓库改造成冷库
冷库层高	楼库净高一般为 9 米以上 高位库净高可达 20 米以上	高标准干仓层高一般为 9 米以上	高度不一
地面承重	首层承重一般为 5 吨	首层承重一般为 3 吨，改造中需增加结构承重	地面承重不一
电力供应	具备配套的电力供应	部分干仓改造中需进行电力扩容	部分冷库需电力扩容
温区设计	一般为“三温区”设计（冷冻、冷藏、常温），部分冷库可实现“四温区”（冷冻、冷藏、常温、恒温） 库内温差控制在±1℃以内	一般为“三温区”设计 库内温差控制在±1℃以内	冷库以冷冻温区为主 库内温差可达±3℃，部分冷库穿堂不制冷
冷库面积	冷库面积较大，单体冷库一般为 1 万平方米以上，园区一般为 2 万平方米以上	根据可用资源进行改造，冷库面积大小不一	冷库面积大小不一
ESG	部分冷库通过权威机构认证，如 LEED、绿色建筑认证等	通过技术优化实现节能降耗	保温和制冷系统较为陈旧，能耗偏高
优劣势对比	优势：手续合法合规，冷库运营效率较高，设施设备使用寿命较长，资产价值高 劣势：从拿地、建造到交付的周期较长，造价偏高	优势：选址灵活，改造周期短，造价适中 劣势：若未提前预留设备安装空间，改造后层高受限，空间利用效率低；部分冷库改造存在合规性风险	优势：造价较低 劣势：冷库运营效率低，设施设备使用寿命短，能耗高，部分冷库存在合规性风险

资料来源：CBRE，中信证券研究部

## 产业发展变局和不平衡的区域政策

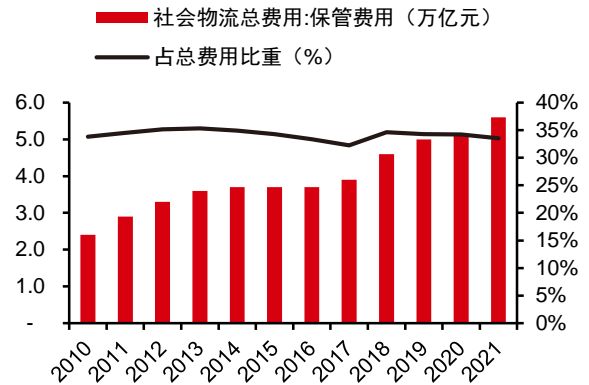
历史上，物流仓储的基础设施成为了物流行业发展的瓶颈。物流仓储土地为当地贡献的 GDP 相对较低，绝大多数地方无意大批量出让物流用地。过去绝大多数地方对商贸物流行业的重视程度较低，这客观上也使得物流仓储资产在相当长时间内租金表现出色，成为诸多以稳定收益为目标的房地产基金首选重要资产。

图 7：2011-2021 年社会物流总费用及其占 GDP 比重



资料来源：中国物流与采购联合会，Wind，中信证券研究部

图 8：2011-2021 年物流总费用中保管费用规模及其占总费用比重



资料来源：中国物流与采购联合会，Wind，中信证券研究部

近年来，从中央到地方的政策发生积极的变化。我国物流保管费占 GDP 的比重长期稳定在 5% 左右，而高标仓的建设运营可以有效压降全社会物流仓储成本。中央积极制定优化仓储物流综合发展的产业规划，一些区域也在积极打造物流枢纽。不过，这种供给增加仍然存在不均衡的问题。随着一些地方过快供给商贸物流用地，强调鼓励发展商贸物流，部分区域的物流仓储空置率有上升趋势，租金则可能承压。另外一些地方，则又显然缺乏仓储设施用地，导致租金上涨较快。仓储用地和其他不动产一样，不可移动。

表 3：近年来物流仓储行业发展规划

时间	部门	政策名称	主要内容
2018 年 1 月	国务院办公厅	《国务院办公厅关于推进电子商务与快递物流协同发展的意见》	推动电子商务园区与快递物流园区发展，形成产业集聚效应，提高区域辐射能力。引导国家电子商务示范基地、电子商务产业园区与快递物流园区融合发展。鼓励传统物流园区适应电子商务和快递业发展需求转型升级，提升仓储、运输、配送、信息等综合管理和服务水平。鼓励仓储、快递、第三方技术服务企业发展智能仓储，延伸服务链条，优化电子商务企业供应链管理。发展仓配一体化服务，鼓励企业集成应用各类信息技术，整合共享上下游资源，促进商流、物流、信息流、资金流等无缝衔接和高效流动，提高电子商务企业与快递物流企业供应链协同效率。
2019 年 2 月	国家发展改革委，中央网信办，工业和信息化部等	《关于推动物流高质量发展促进形成强大国内市场的意见》	鼓励企业利用产地现有常温仓储设施改造或就近新建产后预冷、贮藏保鲜、分级包装等冷链物流基础设施，开展分拣、包装等流通加工业务。支持物流园区和大型仓储设施等应用物联网技术，鼓励货运车辆加装智能设备，加快数字化终端设备的普及应用，实现物流信息采集标准化、处理电子化、交互自动化。发展机械化、智能化立体仓库，加快普及“信息系统+货架、托盘、叉车”的仓库基本技术配置，推动平层仓储设施向立体化网格结构升级。
2021 年 3 月	国家发展改革委	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	加强农产品仓储保鲜和冷链物流设施建设；建设高标准粮仓，实施粮食绿色仓储提升工程，整合布局一批大型粮食物流枢纽和园区；建设 30 个全国性和 70 个区域性农产品骨干冷链物流基地，提升田头市场仓储保鲜设施，改造畜禽定点屠宰加工厂冷链储藏和运输设施。
2021 年 12 月	国务院办公厅	《“十四五”冷链物流发展规划》	构建全国性、多层级数字冷链仓库网络，完善专业冷链物流信息平台。鼓励企业加快传统冷库等设施智慧化改造升级，推广自动立体货架、智能分拣、物流机器人、温度监控等设备应用，打造自动化无人冷链仓。物流企业冷库仓储用地符合条件的，按规定享受城镇土地使用税优惠政策。



时间	部门	政策名称	主要内容
			拓展冷链物流企业投融资渠道，鼓励银行业金融机构等对符合条件的冷链物流企业加大融资支持力度，完善配套金融服务。
2022年4月	交通运输部，铁路局，民航局，邮政局，国铁集团	《关于加快推进冷链物流运输高质量发展实施意见》	强化政策支持。利用现有资金渠道和政策，对具有冷链物流功能的综合货运枢纽给予补助。 完善产销冷链运输设施网络。改善农产品产地“最初一公里”冷链物流设施条件。鼓励生鲜电商、寄递物流企业加大城市冷链前置仓等“最后一公里”设施建设力度，在社区、商业楼宇等设置智能冷链自提柜等，提升便民服务水平。依托城市绿色货运配送示范工程，在冷链产品消费和中转规模较大的城市，推进建设销地冷链集配中心。

资料来源：中央人民政府网站，国家发展和改革委员会网站，中信证券研究部

图 9：河北省推进物流商贸行业发展的努力



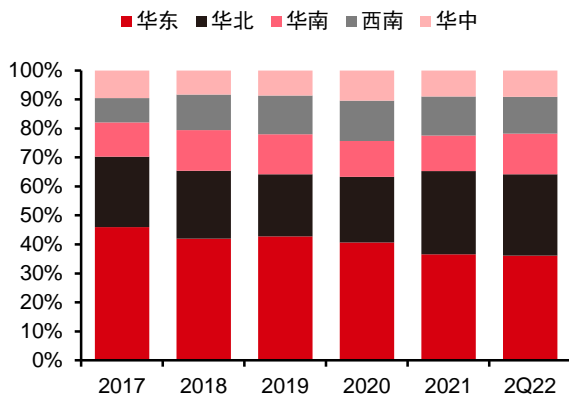
资料来源：河北省商务厅网站，河北省人民政府网站，中信证券研究部

## 从绝对稀缺到差别发展

主要由于供地数量的不同，各地的物流仓储设施的租金呈现不同的变化。新投放的土地常常位于一些供给已经较多的区域，故而历史上土地储备较多的平台仍然占据优势。目前来看，华东、华北、华南、西南、华中各区域高标仓存量面积占比已由 2017 年的 46%、24%、12%、8%、10% 分别变化为 36%、28%、14%、13%、9%，华北部分省份（如河北等）供给上升明显。

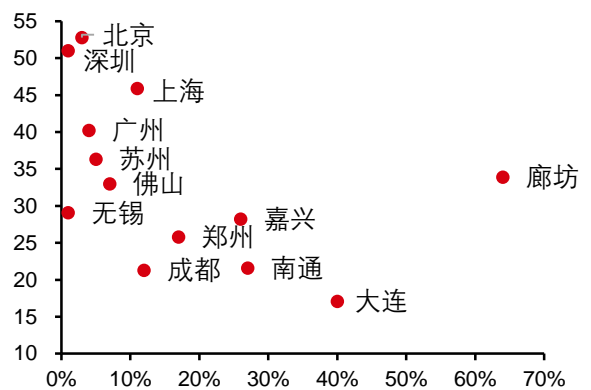
从租金表现来看，廊坊、大连、南通等地的空置率较高，租金可能相对承压。北京、深圳的绝对租金很高，但空置率极低，无锡、广州等地空置率也较低。供给因素（而不是需求）对租金和空置率起到决定性作用。

图 10: 2017-2Q22 我国不同区域高标仓存量结构变化



资料来源: 戴德梁行, 中信证券研究部注: 华北指北京、天津、河北、山东、辽宁、吉林、黑龙江、陕西、山西; 华东指上海、江苏、浙江、安徽; 华中指河南、湖北、湖南、江西; 华南指广东、福建、广西; 西南指四川、重庆、云南、贵州

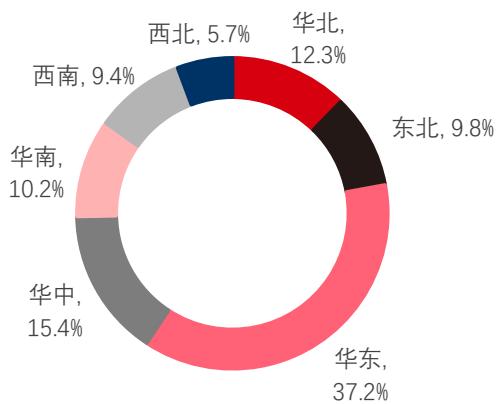
图 11: 截止 2022 年上半年中国部分城市物流仓储租金情况



资料来源: 高力国际, 中信证券研究部注: 横轴为空置率(%), 纵轴为净有效租金(元/平方米/月); 净有效租金为 2022 年上半年统计数据, 不包含税费、物业管理费及免租期; 默认物业管理费为 0.07 元/平方米/天

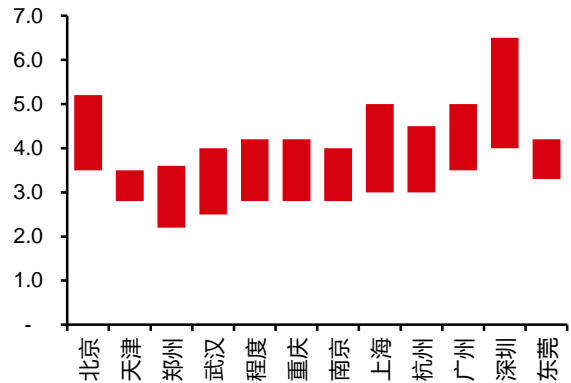
冷库也存在区域特征, 高线城市由于需求广阔, 租金明显高于低线城市。

图 12: 中国冷库区域分布 (截止 2021 年 11 月)



资料来源: 中物联冷链委, CBRE, 中信证券研究部注: 华北指北京、天津、河北、山西、内蒙古; 东北指辽宁、吉林、黑龙江; 华东指上海、江苏、浙江、安徽、福建、江西、山东、台湾; 华中指河南、湖北、湖南; 华南指广东、广西、海南、香港、澳门; 西南指重庆、四川、贵州、云南、西藏; 西北指陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆

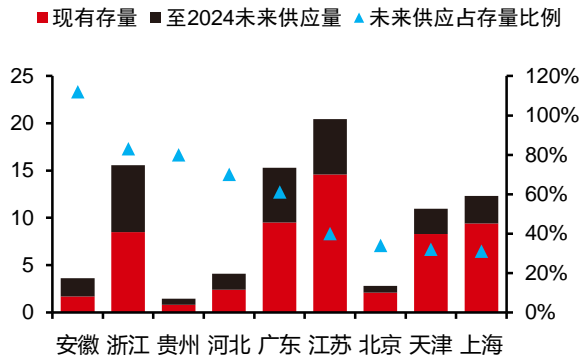
图 13: 重点城市冷库租金情况 (元/托/天) (截止 2021 年 11 月)



资料来源: CBRE, 中信证券研究部注: 北京辐射环京地区, 上海辐射环沪地区; 冷库租金包含电费、物业费及增值税, 不含免租期

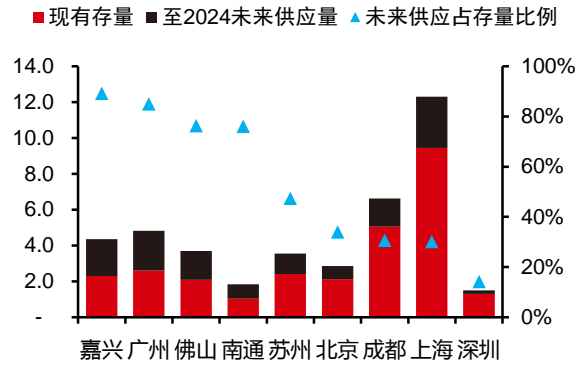
由于供给受产业政策影响, 尤其是地方土地出让意愿决定的, 所以这一因素往往并不会突然变化。存量供给过多的区域可能未来供给仍然较多, 而现有供给稀缺的区域由于产业政策的原因, 往往很难出让大量的物流仓储设施用地。和住宅用地不同, 物流仓储用地只要围绕核心都市圈, 需求侧仍然稳定, 则供给侧的变化很可能决定土地质量的好坏。甚至在同一个省份, 不同物流节点的仓储用地价值都完全不同。

图 14: 截止 2Q22 中国物流市场主要区域存量及供应情况 (百万方)



资料来源: 戴德梁行, 中信证券研究部

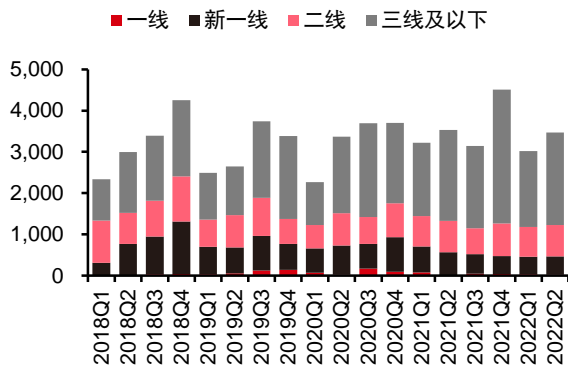
图 15: 截止 2Q22 中国物流市场主要城市存量及供应情况 (百万方)



资料来源: 戴德梁行, 中信证券研究部

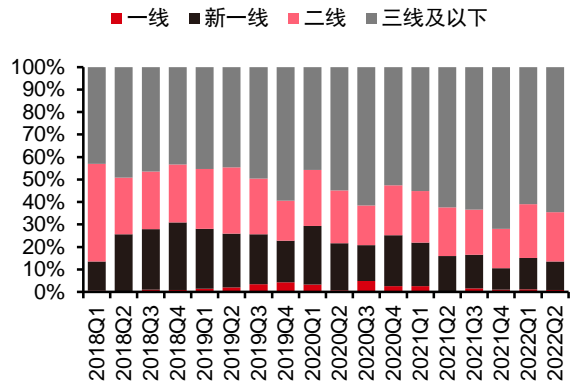
如果按照城市能级划分, 一线城市和新一线城市物流仓储用地供给的稀缺是常态。二三线的仓储用地供给是不均衡的, 并非所有二三线城市都存在供给过多的问题。不过无论如何, 核心城市的物流仓储资产具备稀缺性价值, 也有长期的提价预期。

图 16: 1Q18-1H22 全国物流用地成交规划建面分线城市统计 (万方)



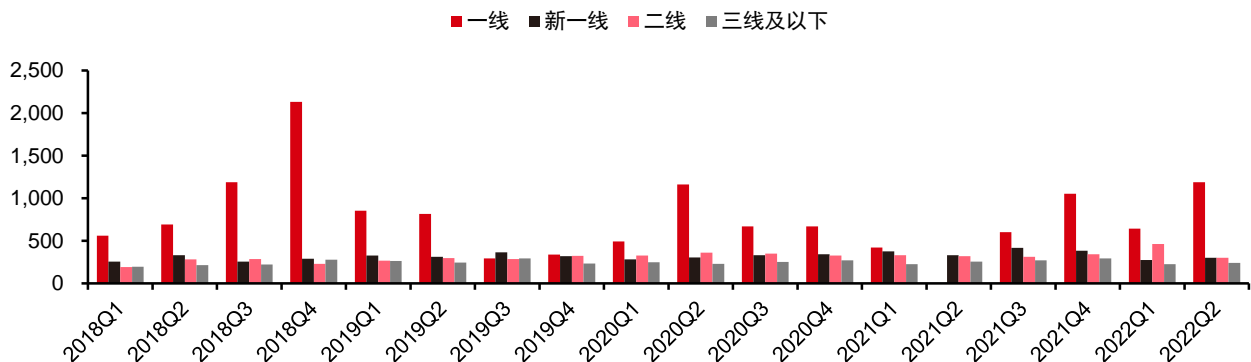
资料来源: 中指数据, 中信证券研究部

图 17: 1Q18-1H22 全国物流仓储用地成交规划建面分线城市结构



资料来源: 中指数据, 中信证券研究部

图 18: 1Q18-1H22 全国物流仓储用地成交均价分线城市统计 (元/平方米)



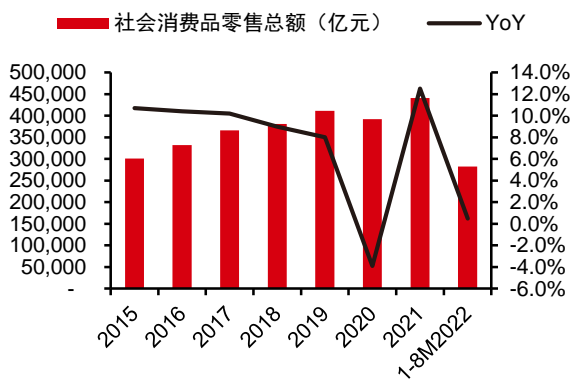
资料来源: 中指数据, 中信证券研究部

## 需求侧稳定发展，空间稳定

### 电商物流助推行业成长，长期发展空间稳定

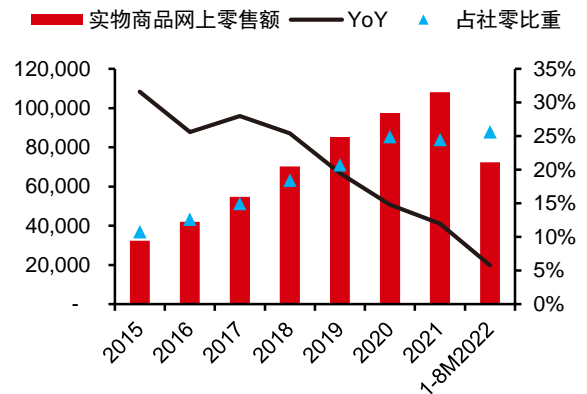
近年来我国社会消费品零售总额持续增长，2021年全国社零超44万亿元，2015-2021年CAGR达6.6%，而其中实物网上零售额占比快速提升，从2016年的13%提升至2021年的25%（2022年前8个月累计为26%），网上零售已经成为社会消费的重要形式（2015-2021年CAGR为22.2%），预计未来仍有稳定发展空间，仓储物流需求也将持续稳固。

图 19：我国社会消费品零售总额整体保持增长趋势



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 20：实物商品网上零售额（亿元）占比持续提升（YoY 需复查）



资料来源：国家统计局，Wind，中信证券研究部

我们参考 CBRE 对电商销售额带来仓储需求的预测，即“每新增 10 亿美元的电商销售额将创造 100 万平方英尺的仓储需求”，分情景假设对我国未来实物网上零售额进行预测并模拟测算其对应的高标仓需求。

表 4：实物网上零售额增长所带来的高标仓需求规模测算

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
<b>中性假设（2021-2025 实物网上零售额 CAGR 为 8%）</b>									
实物网上零售额（亿元）	54,806	70,198	85,240	97,590	108,042	114,525	125,977	137,315	148,301
YoY	28%	25%	20%	15%	12%	6%	10%	9%	8%
模拟高标仓需求（万平方米）	7,986	10,229	12,421	14,220	15,743	16,688	18,357	20,009	21,610
较当期高标仓存量缺口（万平方米）	4,157	5,129	6,421	7,022	6,784	6,116	6,220	6,295	6,113
<b>乐观假设（2021-2025 实物网上零售额 CAGR 为 10%）</b>									
实物网上零售额（亿元）	54,806	70,198	85,240	97,590	108,042	115,605	129,478	143,721	158,093
YoY	28%	25%	20%	15%	12%	7%	12%	11%	10%
模拟高标仓需求（万平方米）	7,986	10,229	12,421	14,220	15,743	16,845	18,867	20,942	23,036
较当期高标仓存量缺口（万平方米）	4,157	5,129	6,421	7,022	6,784	6,274	6,731	7,228	7,540
<b>保守假设（2021-2025 实物网上零售额 CAGR 为 6%）</b>									
实物网上零售额（亿元）	54,806	70,198	85,240	97,590	108,042	113,445	122,520	129,871	135,066
YoY	28%	25%	20%	15%	12%	5%	8%	6%	4%
模拟高标仓需求（万平方米）	7,986	10,229	12,421	14,220	15,743	16,530	17,853	18,924	19,681
较当期高标仓存量缺口（万平方米）	4,157	5,129	6,421	7,022	6,784	5,959	5,717	5,210	4,184

资料来源：Wind，戴德梁行，中信证券研究部预测

根据我们的预测，即便是在保守假设情况下（2021-2025 实物网上零售额 CAGR 为 6%），仅考虑实物网上零售额（对应电商及物流类型租户）的情况下，相较对应期间的高

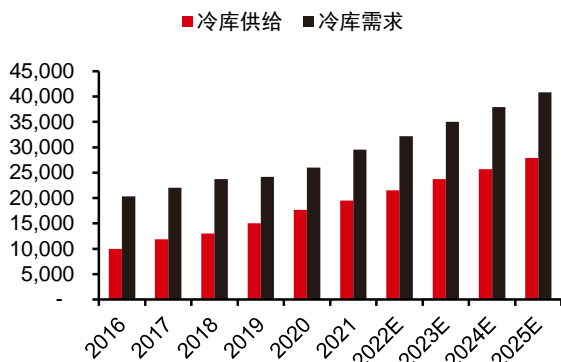
标仓存量规模，都持续存在 4000 万平方米左右的需求缺口，若再考虑到制造业、零售商和其他类型租户的持续贡献，动态视角下我国未来高标仓存量需求总量缺口将继续存在。

### 冷库市场方兴未艾，行业发展动能充足

全国范围内，冷库需求长期高于供给。中物联冷链委披露，2020 年中国冷库容量 1.77 亿立方米，2021 年突破 1.95 亿立方米，根据 CBRE 对冷库库容和面积的换算，截止 2021 年全国冷库对应总面积 2746 万平方米，占物流仓储总存量面积比重约 2.2%。在需求侧，根据 CBRE 推测，截止 2021 年我国冷库潜在需求约为 2.95 亿立方米，CBRE 预计未来五年我国冷库需求面积增速或将保持 8-9%。

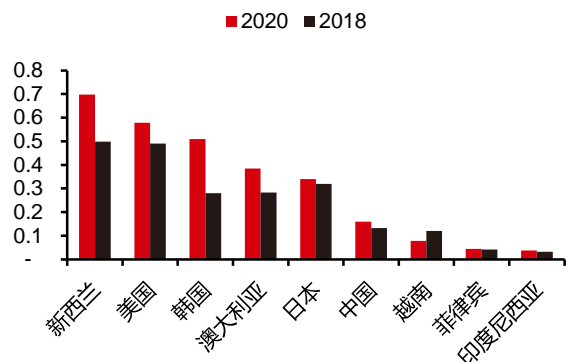
据全球冷链联盟 2020 年数据，全球冷库库容达 7.19 亿立方米，较 2018 年提升 16.7%，其中中国库容位列第三，但我国人均冷库容量较发达经济体而言仍然差距较大，仅为美国的四分之一和日本的二分之一。当前国内农产品及食品冷库仓储设施设备相对落后，集中度较低，未来整合提升空间巨大。

图 21：全国冷库供给和需求（万立方米）



资料来源：中物联冷链委，CBRE（含预测），中信证券研究部

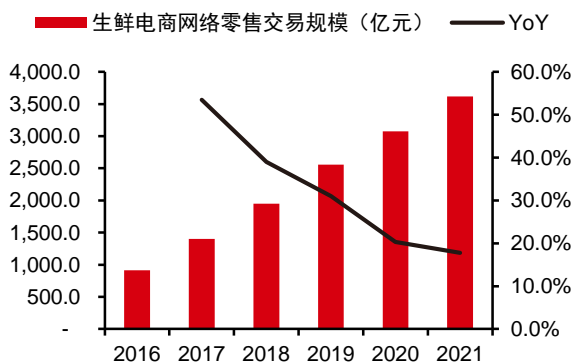
图 22：城市居民人均冷库容量（立方米）



资料来源：CBRE，中信证券研究部

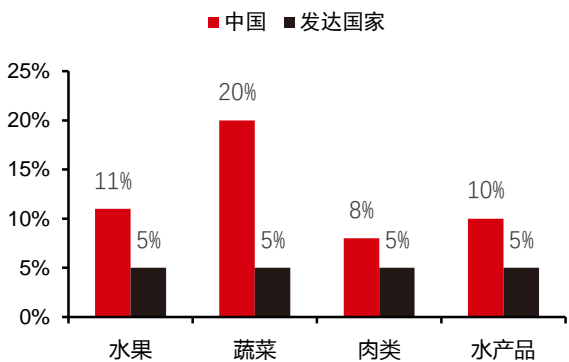
据 CBRE 调研统计，我国冷库 90%以上需求来自于各类生鲜和冷冻食品，我国作为农产品生产和消费大国，发展潜力巨大。中物联冷链委数据显示，2018 年我国水果、蔬菜、肉类、水产品损耗率分别为 11%、20%、8%、10%，显著高于发达国家 5%的损耗率水平，未来在冷链物流全环节仍有巨大改进余地。

图 23：2016-2021 年中国生鲜电商网络零售交易规模（亿元）



资料来源：中物联冷链委，CBRE（含预测），中信证券研究部

图 24：中国生鲜农产品损耗率远高于发达国家（2018 年）



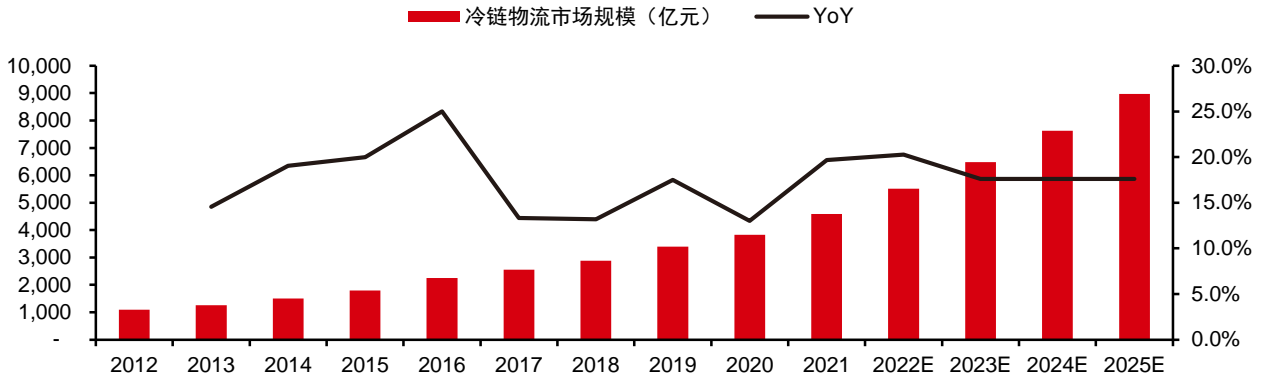
资料来源：中物联冷链委，CBRE（含预测），中信证券研究部

资料来源：中商产业研究，戴德梁行，中信证券研究部

资料来源：中物联冷链委，CBRE，中信证券研究部

根据中物联冷链委数据，截止 2021 年底，我国冷链物流市场规模 4586 亿元，2012-2021 年 CAGR 为 17%，根据高力国际预测，未来五年我国冷链物流市场预计仍将保持高速增长，到 2025 年市场规模或将近 9000 亿元。

图 25：冷链物流市场规模及预测（亿元）



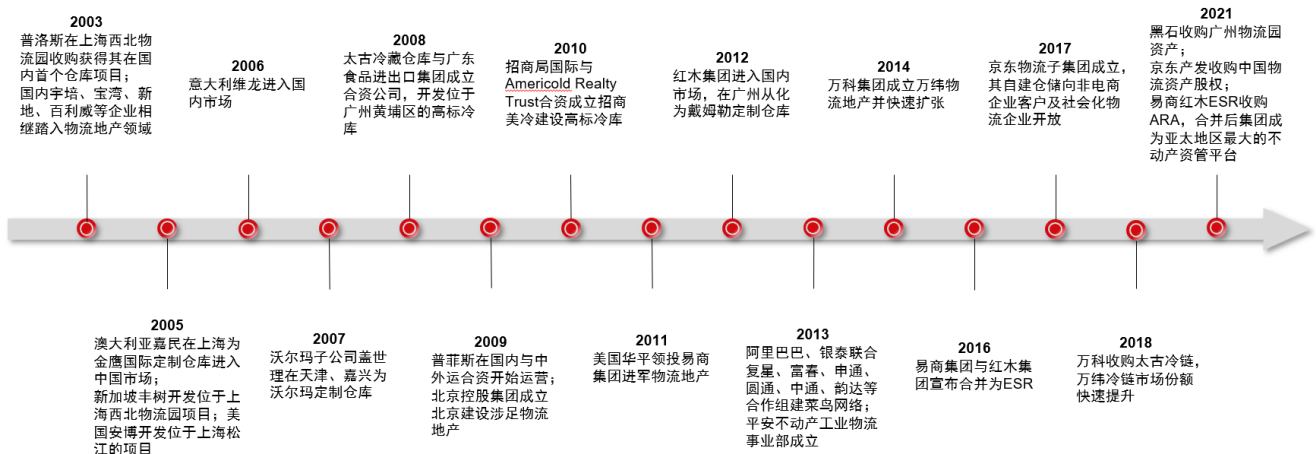
资料来源：高力国际（含预测），中国物流与采购联合会，中物联冷链委，中信证券研究部

## 竞争结构变局中，寻找成长机会

### 跨境不动产基金孵化的市场

我国物流仓储行业发展起步较晚、发展快。历史上，由于基金化募资市场不发达，一度形成了海外基金主导的市场竞争格局。尤其是普洛斯（GLP）在历史上获得了一批优质的土地储备。尽管这几年新增土储方面普洛斯较其他公司更为慎重，但存量土地的平均质量可能更高。根据戴德梁行统计数据，行业龙头普洛斯的市占率已经从 2018 年 4 季度的 34% 调整至 2022 年一季度的 23%，市场集中度 CR5 也从 2018 年 4 季度的 57% 下降到 2022 年一季度的 47%（统计未包含电商自建库和冷链库）。

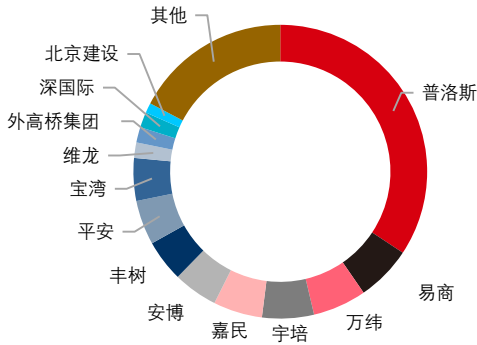
图 26：中国物流地产行业发展历程



资料来源：戴德梁行，CBRE，仲量联行，中信证券研究部

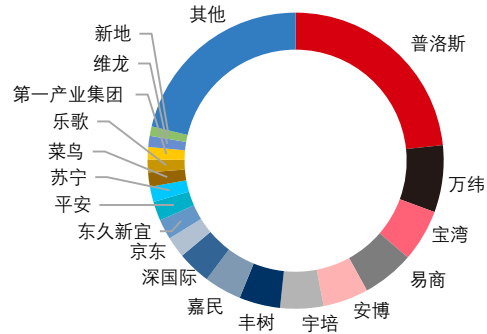


图 27：各物流地产运营商存量占有率（4Q18）



资料来源：戴德梁行，中信证券研究部注：上述存量未包含电商自建仓库；未包含仓储物流行业参与者所持有之产业园、冷链仓储等类别资产；按内地物流地产运营商存量占有率>1%

图 28：各物流地产运营商存量占有率（1Q22）



资料来源：戴德梁行，中信证券研究部注：上述存量未包含电商自建仓库；未包含仓储物流行业参与者所持有之产业园、冷链仓储等类别资产；按内地物流地产运营商存量占有率>1%

跨境的不动产基金一般不会只专注于物流仓储领域，而是会在不同的领域布局资产，尤其是 IDC、生命科学园等新经济领域，更是跨境的不动产基金关注的重点。不过，这些基金公司耕耘多年（新兴公司虽然发展历史短，但创始人却在业内往往背景悠久），在物流地产领域专业度也较高。此外，这些全球配置资产的不动产基金业务也不仅仅限于中国。

表 5：普洛斯集团投资管理的物流及不动产基金类型

类型	特征
核心型	核心不动产基金旨在获得长期稳定、波动浮动较小的收益，所投资的资产设计和品质高水准
增值型	增值型不动产基金收购价值打折的资产，提供资金改造升级，优化运营业绩，从而创造价值
机会型	机会型不动产基金通过开发高质量、大规模、位置优越、按照客户需求设计建造的现代物流设施，获得投资回报

资料来源：普洛斯集团官网，中信证券研究部

表 6：截止 1H22 普洛斯集团管理的基金

国家	基金名称	发行时间	类型
中国	GLP China Logistics Fund II	2015	机会型
	GLP China Value-Add Venture I	2017	增值型
	GLP China Value-Add Venture II	2018	增值型
	GLP China Value-Add Venture III	2020	增值型
	GLP China Income Fund I	2020	核心+
	GLP China Income Fund II	2021	核心+
	GLP China Income Fund III	2021	核心+
	GLP China Income Fund IV	2021	核心+
	GLP China Logistics Fund III	2021	机会型
	GLP China Co-op Development Fund	2021	机会型
	GLP C-REIT	2021	核心型
	GLP China Income Partners V	2022	核心+
日本	GLP J-REIT	2012	核心型
	GLP Japan Development Venture II	2016	机会型
	GLP Japan Development Partners III	2018	机会型
	GLP Japan Income Fund	2020	核心型
	GLP Japan Income Partners I	2021	核心型
	GLP Japan Development Partners IV	2021	机会型

国家	基金名称	发行时间	类型
巴西	GLP Brazil Development Partners I	2012	机会型
	GLP Brazil Income Partners I	2012	增值型
	GLP Brazil Income Partners II	2014	增值型
	GLP Brazil Development Partners II	2019	机会型
欧洲	GLP Europe Income Partners I	2017	核心型
	GLP Europe Development Partners I	2017	机会型
	GLP Continental Europe Development Partners I	2018	机会型
	GLP Europe Income Partners II	2020	核心+
	GLP Europe Income Partners III	2021	核心+
印度	IndoSpace Logistics Parks II	2013	机会型
	IndoSpace Logistics Parks III	2017	机会型
	IndoSpace Logistics Parks Core	2017	核心型
越南	GLP Vietnam Development Partners I	2022	机会型
	GLP Vietnam Strategic Partners I	2022	增值型

资料来源：普洛斯集团公司公告，中信证券研究部

但是，跨境的不动产基金正在面临募资的巨大挑战。在美元升值、汇率波动的大背景之下，我们认为海外募资会在一段时间内处于较为困难的阶段。即便如此，我们认为跨境的不动产基金未来仍将在我国物流仓储行业竞争中扮演重要角色，而内资基金在管理和制度安排上，也会常常仿效跨境公司。

### 物流电商龙头的积极入局

我国物流仓储行业和海外的一个重大差异，在于海外的仓储公司往往和物流公司不是一回事，仓储和物流配送、电商平台公司专业能力不同，资金利用效率不同，科技赋能不同，往往并不会出现贯通产业链条的物流电商巨头大规模介入仓储领域的现象。例如，亚马逊的自有仓库实际上很少，仓储费用实际上是亚马逊重要的成本项目。

我国的电商龙头积极介入仓储行业，其核心原因，我们认为是地方供地时偏好具备一体化供应链的综合电商企业，而相对不偏好专业型的仓储物流基金平台。京东、顺丰、阿里等公司虽然在仓储领域起步并不早，但目前已经积累了相当规模的资产。电商龙头纷纷推动物流仓储业务的独立性，资产证券化十分常见，相关业务单元分拆整合盛行，甚至也开始自身的基金化运作。

图 29: Amazon 仓储、数据中心及其他设施使用面积（千平方英尺）

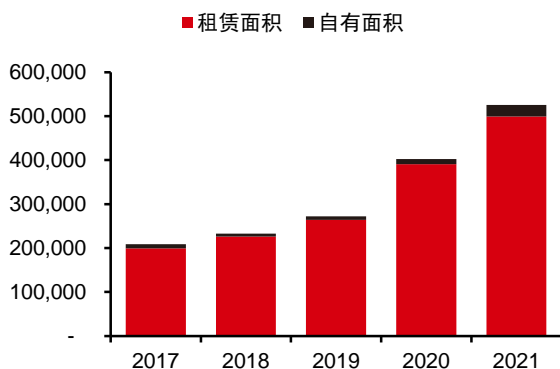
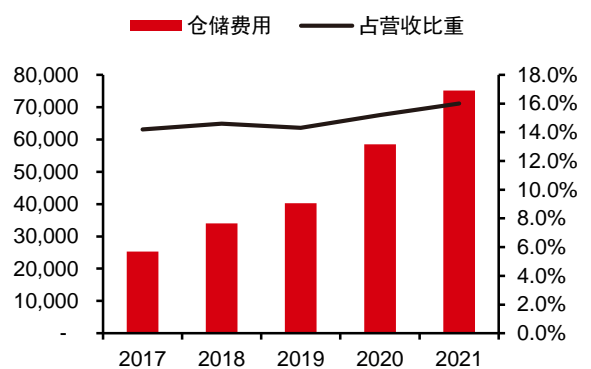


图 30: Amazon 仓储费用及占营收比重（百万美元，%）



阿里通过菜鸟集团搭建布局“菜鸟地网”，菜鸟物流园目前覆盖全国 30 多个城市，持有园区项目 50 余个，布局在物流作业相对集中的区域，承接电商和传统商业对物流的需求。公司目前积累了丰富的物流基础设施投资、开发、运营管理及资本对接经验，通过全方位基金投资管理服务 and 个性化解决方案的提供，提高管理资产价值、实现投资者要求的回报水平。

图 31：“菜鸟地网”全方位服务能力



资料来源：菜鸟地网官方公众号

顺丰通过旗下上市的房地产投资信托基金顺丰房托盘活物流资产，增强公司现金流，持续扩大规模提升经营能力。截止 2022 年中期，顺丰房托旗下持有 4 项现代物流物业资产，物业组合整体运营稳定，整体出租率超过 98%，物业估值约 73.57 亿港元。

表 7：顺丰房托投资组合包含四项现代物流物业（截止 2022 年 6 月 30 日）

物业名称	地区	租期/土地使用权	可出租面积 (平方米)	出租率	顺丰控股股份 集团所占可出 租面积比重	资本化率	估值(百 万港元)
亚洲物流中心-顺丰大厦	香港新界	2061 年	160,322	97.3%	65.9%	4.25%	5859.0
佛山桂城丰泰产业园	广东省佛山市	2049 年	84,951	100.0%	99.9%	5.25%	581.7
芜湖丰泰产业园	安徽省芜湖市	2066 年	62,569	96.2%	89.2%	5.50%	263.1
长沙丰泰产业园	湖南省长沙市	由 2066 年至 2068 年	119,964	98.8%	75.5%	5.25%	653.0
<b>投资组合合计</b>			<b>427,806</b>	<b>98.1%</b>	<b>78.8%</b>		<b>7,356.8</b>

资料来源：顺丰房托基金公告，中信证券研究部

京东则分拆成立了京东产发集团，后者是专注于提供基础设施建设、资产管理和综合服务的专业化仓储物流服务商，其凭借在核心地段的设施布局 and 智能一体化解决方案，可满足租户全网供应链布局需求，助力企业降本增效。

2021 年 9 月起，京东产发要约收购上市公司中国物流资产已发行股本 26.38% 股权(对应宇培国际售出其持有的全部股份)，收购对价 39.87 亿港元，后又多次提出强制性要约收购，2022 年 7 月，京东产发对中国物流资产强制收购已完成，后者目前已从联交所退

市。京东产发对中国物流资产的收购象征着拥有一体化供应链物流运营经验的产业资本对存量物流资产的积极布局，也为京东集团直接提供了一定规模的优质物流设施资源。

表 8：中国物流资产已竣工物流园统计（截止 2021 年 12 月 31 日）

物流园	建筑面积（平方米）	物业估值（百万元）
北京宇培林海滩物流园	83,329	821
上海宇航黄渡物流园	35,083	285
苏州宇培物流园	118,613	904
武汉宇培汉南物流园	73,098	340
沈阳宇培浑北物流园	84,621	380
沈阳宇培经开区物流园	40,262	170
郑州宇培华正道物流园	31,166	180
滁州宇航物流园—一期及二期	63,568	220
芜湖宇培物流园	90,304	297
郑州宇培物流园	112,081	636
天津宇培物流园	96,407	506
合肥宇航物流园	56,014	308
苏州宇庆物流园	171,108	1,146
长春宇培物流园	63,347	283
成都宇航物流园	113,132	606
无锡宇培物流园—一期	61,609	314
嘉兴宇培物流园	130,874	784
常州宇培物流园	82,712	371
南通宇培物流园	41,449	163
苏州宇臻物流园	175,434	1,155
哈尔滨宇培物流园	80,948	336
无锡宇培物流园—二期	124,392	614
淮安宇培物流园	57,689	197
肇庆宇培物流园	104,857	589
大连宇培物流园一期	139,785	533
咸阳宇培物流园	112,731	563
宇培舟山电子商务物流产业园	91,057	310
昆明宇培物流园	102,454	509
无锡宇培物流园三期	201,023	986
漯河宇培物流园	58,804	215
重庆宇培西彭物流园	151,443	719
宇航舟山产业园	25,801	99
大连宇培物流园二期	74,297	282
长沙宇培物流园	119,843	661
贵阳宇培物流园	169,437	766
青岛宇航物流园	85,816	412
蚌埠宇培物流园	55,032	230
<b>合计</b>	<b>3,479,620</b>	<b>17,890</b>

资料来源：中国物流资产公司公告，中信证券研究部

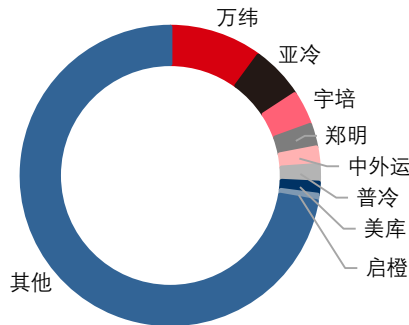
## 金融地产背景的公司持续探索

相比跨境的不动产基金和专业化的物流电商龙头，金融地产背景的公司切入物流仓储赛道也有一段时间，但专业能力尚在积累中，政策友好度并不占明显优势。

在冷库的赛道，万纬暂时居于相对优势位置。从市场份额看，截止 2021 年，万纬物流在我国冷库市场中市占率排名第一，达 10.1%，明显高于其他竞争企业（截止 2022 年上半年，万纬位列全球冷库企业容量排名第七）。但当前我国冷库行业市场集中度不高，CR8 仅占比 27.8%。相比之下，根据美冷公司 2022 年中期公告，北美冷库市场中，龙头企业 Lineage Logistics 和美冷在北美市场的份额占比已分别达到 27.7%，18.1%，若对标

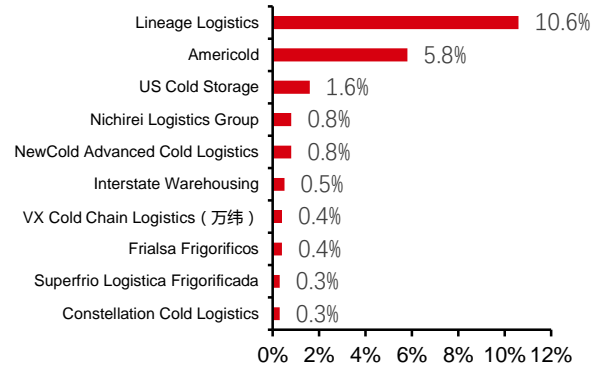
国外成熟市场情况作为头部企业市场份额发展上限，国内冷库市场还有很大整合集中的空间，行业竞争格局尚未确定。

图 32：截止 2021 年底头部高标冷库企业市场份额（按已交付面积）



资料来源：CBRE，中信证券研究部

图 33：截止 1H22 全球冷链市场竞争格局（按容积量）



资料来源：Americold 公司公告，中信证券研究部

图 34：万纬成都冷链园为沃尔玛提供收货、分拣、发货服务



资料来源：万纬物流公司官网

图 35：万纬自动化立体库内设施



资料来源：万纬物流官方微信公众号

## 先发公司的巨大优势

物流仓储行业地域性强、运营周期较长、资金需求量大，对企业项目选址、土地拓展、设计开发、招商租赁、管理运营、资本运作等能力要求较高，优先入局的头部企业，具备明显的规模优势，基于网络效应和募资优势，占据发展先机，并不断加强固化竞争优势。

一方面，基于庞大的规模基数，龙头企业的仓储设施租赁业务具备明显的网络效应。物流仓储的大型租户往往需要跨区域配置物流资源，且对仓储设施位置、运营服务品质、管理质量等都有要求，头部企业在重要交通枢纽区域持有仓储设施资产，可为大型客户迅速布局物流仓储网络，与租户建立长期合作关系。

另一方面，头部企业往往已经打通了资产开发运营管理的“投、融、管、退”全渠道，在物流设施全生命周期布局了丰富的基金产品，灵活运用资本工具融资，融资成本低，投资回收期短，在实现资本快速回收的同时充分满足不同投资者的投资需求，并进行滚动投资，扩大资产管理规模，形成良性循环。



表 9：2021 年以来物流地产交易案例（不完全统计）

时间	交易内容
2021 年 1 月	黑石以 11 亿美元收购富力集团“空港物流园”70%的股权
2021 年 3 月	苏宁易购控股子公司苏宁易达物流、南京宁昌与普洛斯投资（上海）有限公司的关联方珠海普实、CLH88（HK）Limited 四方共同认缴“珠海普易物流产业投资合伙企业”份额
2021 年 6 月	远洋资本收购红星美凯龙旗下物流地产包
2021 年 6 月	保德信、新宜中国共同完成了两笔中国物流地产项目的收购交易
2021 年 6 月	深圳国际控股 16 亿收购上海、天津、重庆三处物流高标仓项目
2021 年 7 月	高盛联合新宜中国共同收购两批位于重要物流枢纽城市的物流地产项目
2021 年 9 月	京东智能产业发展向中国物流资产控股提出要约，以现金代价 39.87 亿港元收购公司 26.38%已发行股本
2021 年 12 月	黑石以 34 亿人民币（5.4 亿美元）收购尚未拥有的广州物流园区剩余 30%的权益
2021 年 10 月	凯德中国信托宣布与非关联第三方达成协议，收购位于上海、昆山、武汉和成都的四个优质物流资产
2021 年 11 月	远洋集团以 7.8 亿元认购远洋物流地产
2022 年 2 月	ESR 宣布集团与一家全球领先的机构投资者合作，完成一个优质物流及工业资产组合的收购（11 个已竣工的物流及工业资产，总建筑面积逾 55 万平方米）
2022 年 5 月	东百集团拟将旗下 3 家全资子公司 100%股权转让予领展房产基金（REITs），转让对价 9.47 亿元
2022 年 6 月	顺丰控股拟以人民币 4.932 亿元向子公司顺丰房托出售长沙产业园 100%股权
2022 年 3 月	京东物流以人民币 89.7 亿元收购德邦物流 66.5%股份
2022 年 5 月	新创建集团向嘉民集团收购位于中国成都和武汉的 6 项物流资产组合，总代价 22.9 亿元
2022 年 6 月	摩根士丹利收购位于长三角地区 21 万平方米的资产组合，覆盖南通、太仓、苏州和嘉兴

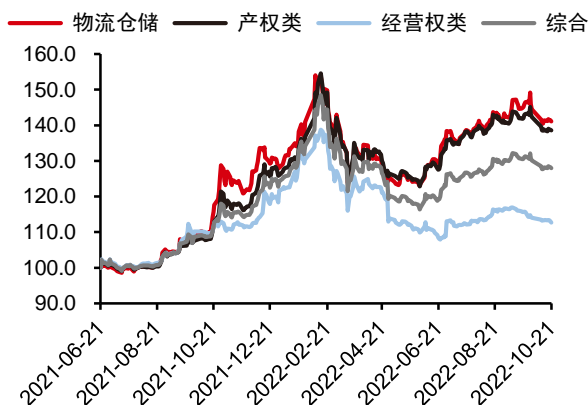
资料来源：仲量联行，戴德梁行，观点指数，各公司公告，中信证券研究部

## 公募 REITs 的变局和机遇

跨境投资的投融资链条可能面临巨大的挑战，人民币汇率的变化，美国的加息和地缘格局百年未遇的变局，为资产证券化的国际化退出前景蒙上一层阴影。但境内资本市场迅速发展，物流仓储资产成为基础设施 REITs 的合规底层资产，且境内 REITs 不仅收益率要求低，且市场规模发展快。这打开了物流仓储行业发展的全新空间。

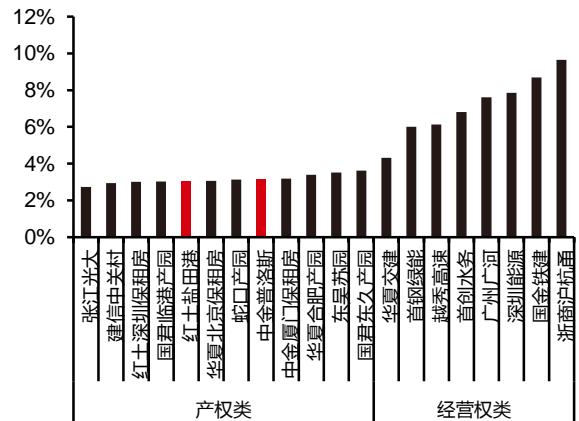
2021 年 6 月 21 日至 2022 年 10 月 21 日，REITs 市场综合总回报收益率 28.9%，产权类 REITs 总回报收益率 40.1%，物流仓储 REITs 板块总回报收益率 43.4%。

图 36：REITs 产品组合走势



资料来源：Wind，中信证券研究部注：截至 2022 年 10 月 21 日

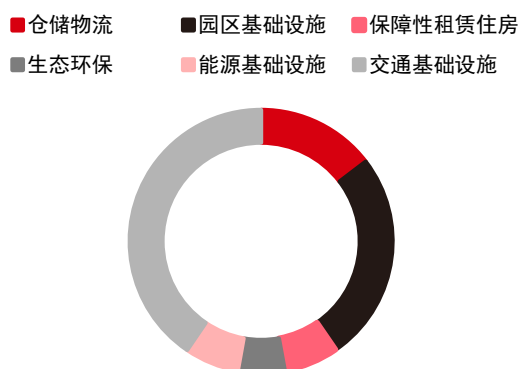
图 37：各 REIT 产品 2022E 预期现金流分派率



资料来源：Wind，中信证券研究部测算注：股价为 2022 年 10 月 21 日收盘价；预期现金流分派率为中信证券研究部根据各 REIT 公告的预期可供分配金额测算得出

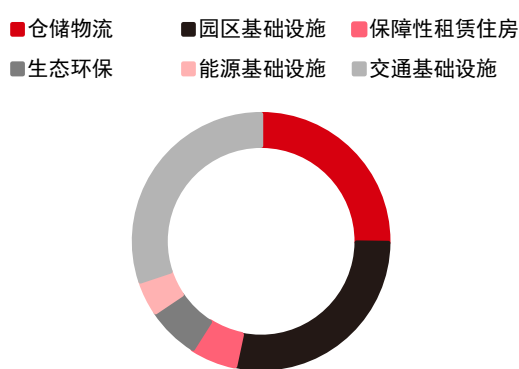


图 38: REITs 总市值构成 (按资产类别)



资料来源: Wind, 中信证券研究部注: 截至 2022 年 10 月 21 日

图 39: REITs 流通市值构成 (按资产类别)



资料来源: Wind, 中信证券研究部注: 截至 2022 年 10 月 21 日

表 10: 各 REITs 历史行情总结 (元)

产品	本周收盘价	较首日收盘价	较发行价	历史最高收盘价	历史最低收盘价	历史最大回撤	类型
中金普洛斯	5.33	39.2%	36.9%	5.64	3.69	-14.1%	产权
红土盐田港	3.33	43.1%	44.9%	4.06	2.22	-29.4%	产权
东吴苏园产业	4.80	25.6%	23.8%	5.37	3.72	-19.6%	产权
华安张江光大	4.43	44.9%	48.3%	4.50	2.90	-22.2%	产权
博时蛇口产业园	3.29	26.5%	42.3%	3.64	2.29	-21.3%	产权
建信中关村	4.71	14.5%	47.2%	5.49	4.11	-21.9%	产权
华夏合肥产业园	2.64	-7.3%	20.5%	2.85	2.64	-7.3%	产权
国君临港产业园	5.71	6.6%	38.6%	5.71	5.35	-0.3%	产权
国君东久产业园	4.09	5.9%	34.6%	4.09	3.86	-0.1%	产权
红土深圳保租房	3.25	0.7%	31.0%	3.43	3.23	-5.1%	产权
中金厦门保租房	3.26	-3.5%	25.4%	3.46	3.26	-5.8%	产权
华夏北京保租房	3.24	-0.7%	29.1%	3.41	3.24	-5.1%	产权
中航首钢绿能	17.00	26.8%	27.1%	18.73	12.71	-15.3%	经营权
富国首创水务	4.93	35.9%	33.3%	7.26	3.57	-36.0%	经营权
鹏华深圳能源	8.10	13.0%	37.4%	8.36	7.17	-4.0%	经营权
浙商沪杭甬	8.96	9.2%	2.7%	9.92	7.86	-18.0%	经营权
平安广州广河	11.75	-2.6%	-9.7%	13.70	11.50	-17.8%	经营权
华夏越秀高速	8.37	-1.0%	17.9%	9.67	7.82	-19.1%	经营权
华夏中国交建	9.35	-1.8%	-0.5%	9.79	9.34	-4.5%	经营权
国金中国铁建	9.82	2.2%	2.5%	10.21	9.60	-3.8%	经营权

资料来源: Wind, 中信证券研究部注: 截至 2022 年 10 月 21 日

## ■ 风险因素

部分区域结构性超量供应影响市场净吸纳量, 物流仓储设施短期内经营指标受到负面冲击的风险。

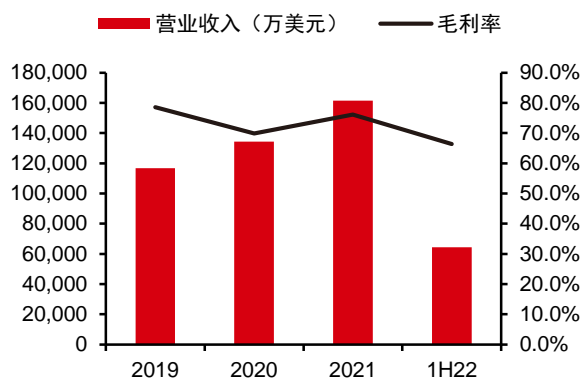
点状疫情影响下部分租户业务承压, 续租意愿不强、租金提价不及预期的风险。

## ■ 看好核心资产，看好平台优势

物流地产行业正在经历供需结构性调整，行业发展空间仍然存在，我们看好落位于核心区域、经济活动发达、存在刚性仓储需求区域的优质高标仓物流资产的发展前景。在物流地产行业结构变革过程中，普洛斯、东久新宜、万纬、ESR 等位于行业竞争领先位置的专业化平台公司在二二级市场均有丰富投资机遇。

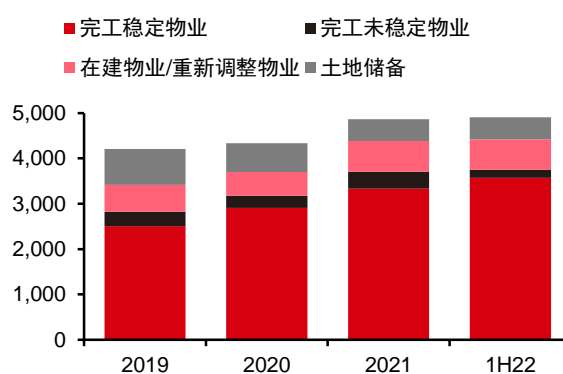
**普洛斯中国**是普洛斯集团（全球领先的物流仓储设施运营商）于中国境内的现代物流及工业基础设施提供商和服务商，截止 2022 年上半年，普洛斯中国拥有已建成仓储面积超过 3.7 千万平方米，在中国的资产管理规模达 720 亿美元。

图 40：普洛斯中国经营情况



资料来源：普洛斯中国公告，中信证券研究部

图 41：普洛斯中国资产组合情况（万平方米）



资料来源：普洛斯中国公告，中信证券研究部注：完工稳定物业指已完工达到一年或是出租率达到 90% 以上的项目，满足两个条件之一即可认为是完工稳定物业；完工未稳定物业指完工未达一年且出租率未达到 90% 以上的项目，行业内一般用此两种表述介绍物业的状态

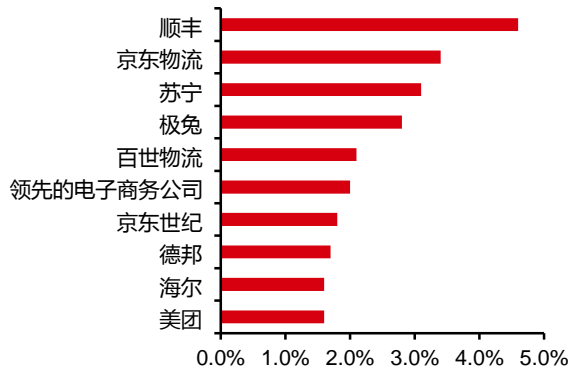
表 11：截止 1H22 普洛斯中国分区域土地储备情况（万平方米）

区域	土地储备建筑面积	土地储备占地面积
北部	203.4	233.9
东部	149.0	130.7
南部	57.4	36.3
中西部	77.5	110.4
合计	487.3	511.4

资料来源：普洛斯中国公告，中信证券研究部注：北部指北京、天津、辽宁、黑龙江、吉林、河北等省或直辖市；东部指山东、上海、江苏、浙江、安徽等省或直辖市；南部指广东、广西、福建等省；中西部指四川、陕西、重庆、湖南、河南、湖北、贵州、云南等省或直辖市

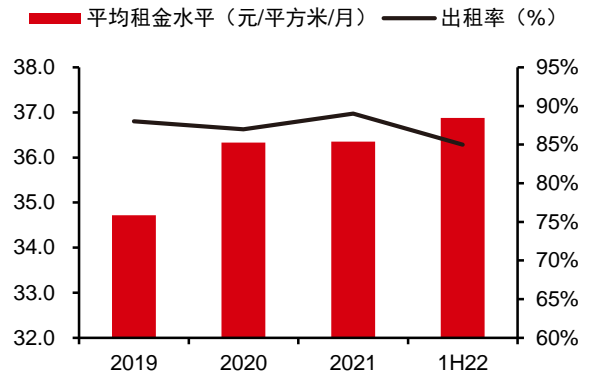
公司在中国拥有 15 年以上的现代仓储行业开发运营经验，专注现代仓储开发、经营和管理，重点服务第三方物流企业、零售业、制造业等租户。截止 2022 年 6 月 30 日，公司在中国境内的租户超过 3700 家，其中前 10 大仓储租户占总租赁面积 24.8%，租户结构分散，不存在对单一租户的过度依赖问题。

图 42：截止 1H22 普洛斯中国前十大租户情况



资料来源：普洛斯中国公告，中信证券研究部

图 43：截止 1H22 普洛斯中国完工稳定物业出租情况

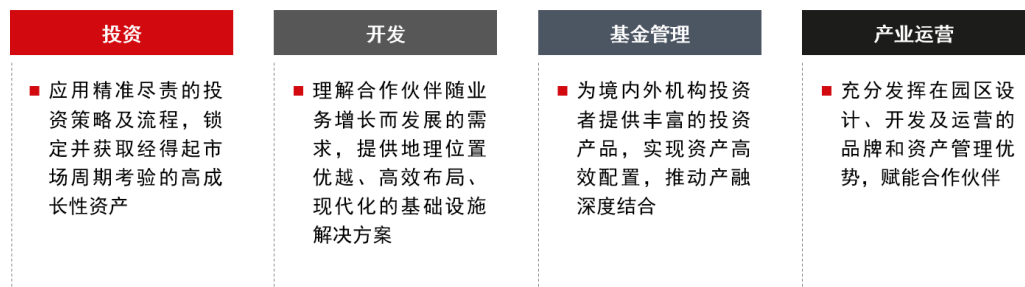


资料来源：普洛斯中国公告，中信证券研究部

**东久新宜**是中国领先的新经济基础设施投资者及开发运营服务商，于 2021 年由东久中国与新宜中国合并成立。截至目前，东久新宜总资产管理规模超过 1,000 亿人民币，总建筑面积超过 1,200 万平方米。公司展现出良好的资本工具运用能力，2022 年 10 月 14 日，东久 REIT 作为全国首批标准厂房基础设施公募 REITs 之一在上交所成功发行上市，总募集规模 15.175 亿元，上市首日涨幅 27.15%。同日，中国人寿和公司合作发起的投资标的为长三角区域智能制造产业园区的 Pre-REIT 基金完成签约，总投资规模近 30 亿元。

东久新宜致力于为新经济客户提供全方位一体化的基础设施运营服务与解决方案，满足其在研发、生产、仓储和总部办公等多样化的需求，新经济合作伙伴超 700 家，旗下包括智慧物流与冷链、工业与生物医药园区、城市更新、数据科技四大业务板块，以及私募股权投资平台东久新宜资本。

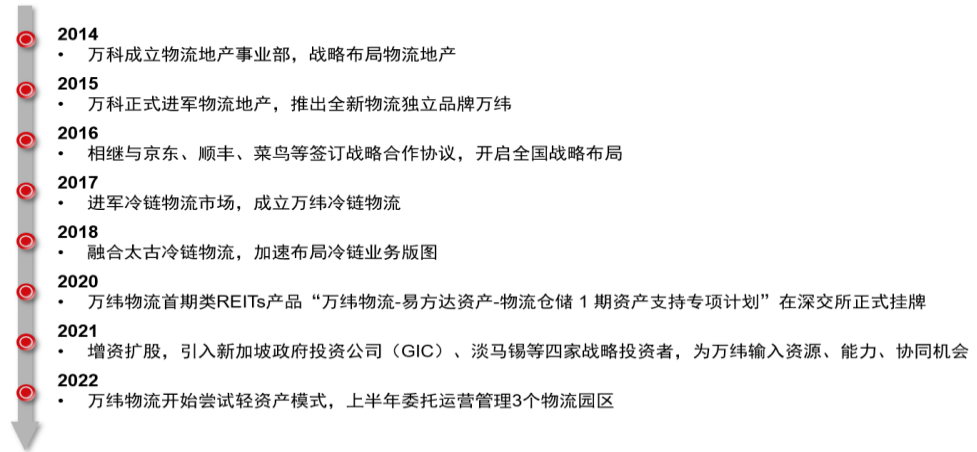
图 44：东久新宜主要业务内容



资料来源：东久新宜公司官网，中信证券研究部

万纬物流是万科集团旗下物流仓储服务及供应链解决方案平台，自 2015 年品牌成立至今，万纬物流已经逐步形成全国性的仓网布局，业务内容也从单一的仓储空间租赁发展成为仓储、配送、运营一体化的供应链服务。公司在 2017 年正式进入冷链物流领域，2018 年融合太古冷链物流，目前万纬冷库业务市场份额全国领先。

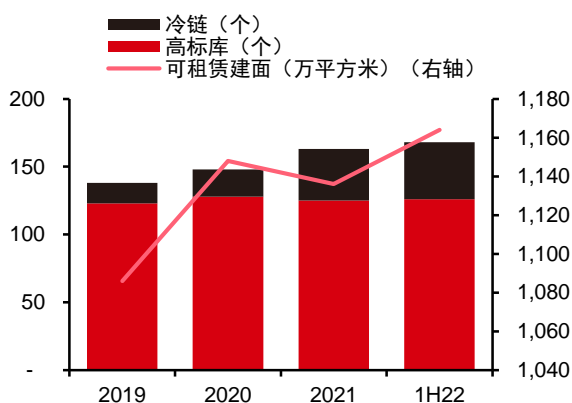
图 45: 万纬物流发展历程



资料来源：万纬物流官网，万科 A 公司公告，中信证券研究部

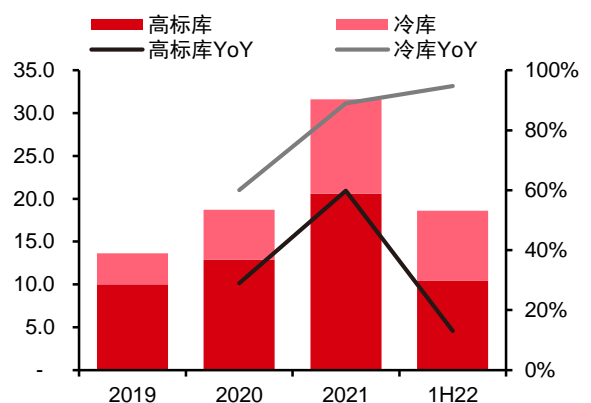
截止 2022 年上半年，万纬物流在全国 47 个城市内运营管理 157 个项目（包括 126 个高标库和 42 个冷链园区），可租赁面积 1164 万平方米。2022 年上半年，万纬物流通过委管方式管理 3 个物流园区，开始尝试轻资产模式。截止 2022 年上半年，万纬高标库营收 10.4 亿，同比增长 13%，冷库营收 8.2 亿，同比增长 94.7%。公司物业资产运营稳定，截止 2022 年中期，高标库稳定期出租率 91%，冷链园区使用率 78%。

图 46: 万科 A 物流业务（万纬物流）持有项目情况



资料来源：万科 A 公司公告，中信证券研究部

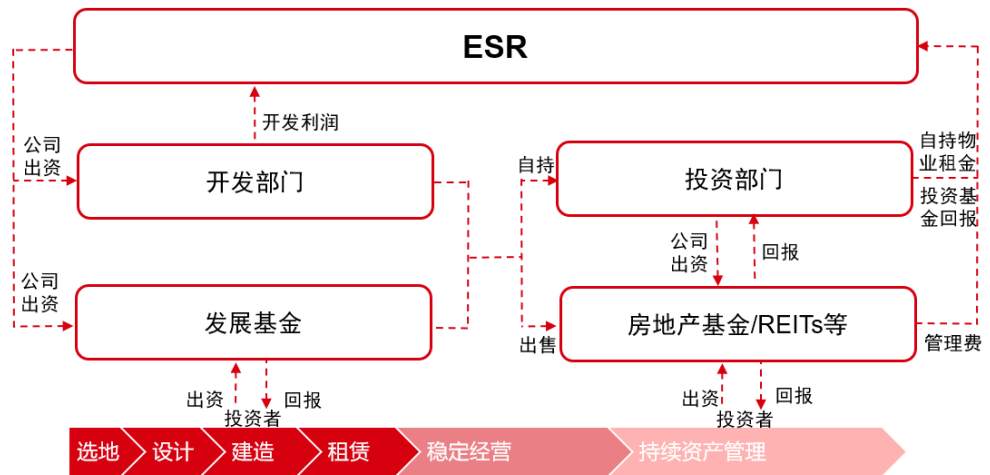
图 47: 万科 A 物流业务（万纬物流）营收 (亿元)



资料来源：万科 A 公司公告，中信证券研究部

ESR 集团是亚太地区最大的不动产管理公司及全球第三大上市地产投资管理公司。公司以新经济业务（物流设施及数据中心）为驱动，重点布局亚太市场。截止 2022 年中期，公司资产管理规模 1490 亿美元，其中新经济业务达 670 亿美元。ESR 集团业务覆盖物流设施开发建设全生命周期，透过旗下管理基金，为投资者提供全方位的不动产投资方案和新经济开发机会。

图 48：ESR 的资金循环模式

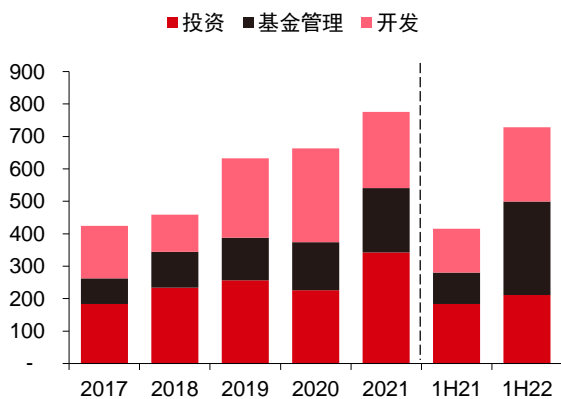


资料来源：ESR 公司公告，中信证券研究部绘制

ESR 集团业务包括开发、投资、基金管理三大分部，公司于 2022 年初成功收购完成资产管理公司 ARA，基金管理能力明显增强，进一步强化了其独特的不动产投资闭环解决方案生态系统。

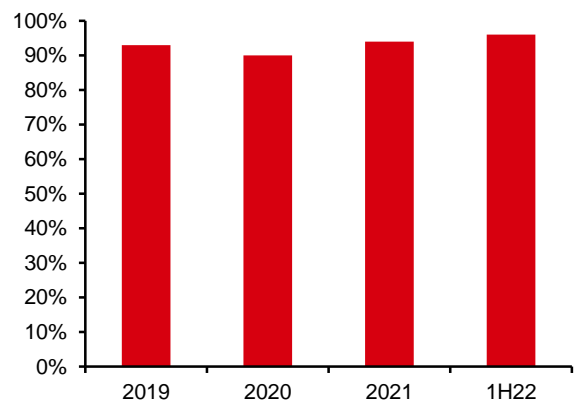
公司持有物业出租率多年来维持高位，截止 2022 年中旬，持有物业组合出租率 96%，2022 年上半年，物业组合收入中超过六成来自电商及第三方租户，集团前十大租户中有九名为电子商务相关公司，展望未来，亚太地区电商及物流市场潜在的高速发展将对公司物流物业资产的稳定运营和资产增值创建优质的业务环境。

图 49：ESR 分部业绩总额（EBITDA）（百万美元）



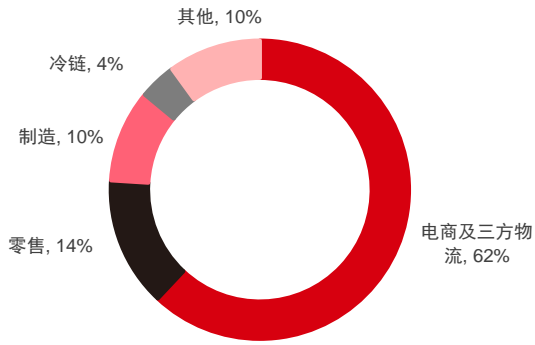
资料来源：ESR 公司公告，中信证券研究部

图 50：ESR 持有物业组合出租率情况



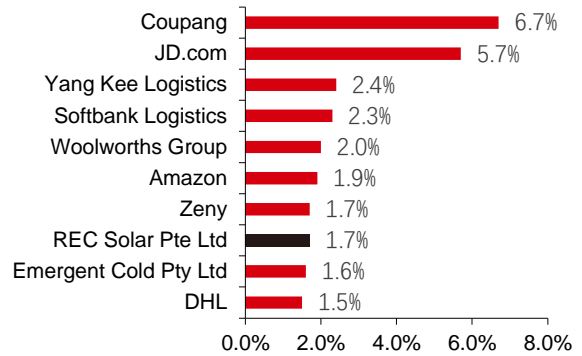
资料来源：ESR 公司公告，中信证券研究部

图 51: ESR1H22 按收入划分的物业组合出租状况



资料来源: ESR 公司公告, 中信证券研究部

图 52: ESR1H22 按收入划分的物业组合十大租户



资料来源: ESR 公司公告, 中信证券研究部注: 红色为电子商务相关公司, 即集团十大租户中九名为电子商务相关公司

在 REITs 市场, 我们看好底层资产位于核心区域的 REIT 产品的成长潜力, 建议关注物流仓储板块存量 REITs 产品的扩募进展和新增申报项目的打新认购机会。

表 12: 物流仓储 REITs 底层资产汇总

REITs 名称	项目名称	招募书	2021 年报	增值率	租金		出租率		位置
		评估结果	评估结果		(元/平方米/月)				
		(万元)	(万元)		2021A	1H22	2021A	1H22	
中金普洛斯	普洛斯北京空港物流园	163,700	168,000	2.63%	69.58	70.87	97.71%	93.72%	北京
	普洛斯通州光机电物流园	48,900	48,900	0.00%	70.20	70.26	98.05%	36.95%	北京
	普洛斯广州保税物流园	20,100	20,300	1.00%	25.86	29.01	100.00%	100.00%	广东广州
	普洛斯增城物流园	88,900	89,700	0.90%	42.61	43.49	100.00%	100.00%	广东广州
	普洛斯顺德物流园	58,700	59,600	1.53%	35.89	36.23	100.00%	100.00%	广东佛山
	普洛斯淀山湖物流园	103,400	104,100	0.68%	30.86	32.86	97.24%	97.24%	江苏昆山
	苏州望亭普洛斯物流园	50,900	51,400	0.98%	35.14	35.72	100.00%	100.00%	江苏苏州
	<b>合计</b>	<b>534,600</b>	<b>542,000</b>	<b>1.38%</b>	<b>42.92</b>	<b>43.00</b>	<b>98.78%</b>	<b>94.56%</b>	
红土盐田港	盐田港现代物流中心	170,500	172,810	1.35%	39.32	39.07	99.00%	99.00%	广东深圳

资料来源: 中金普洛斯 REIT 公告, 红土盐田港 REIT 公告, 中信证券研究部

在二级市场具体投资标的中, 我们推荐底层资产区位优势明显、具备专业化平台运营能力的普洛斯 REIT, 建议关注具备物流地产开发能力的万科 A 旗下物流品牌万纬物流的发展潜力, 我们也推荐具备规模优势和专业化新经济地产运营平台 ESR。

表 13: 普洛斯 REIT 盈利预测

项目/年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	329	210	382	420	454
营业收入增长率 YoY	-0.9%	N/A	N/A	10.0%	8.0%
净利润(百万元)	121	15	31	32	33
净利润增长率 YoY	8.9%	N/A	N/A	2.1%	5.4%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.08	0.01	0.02	0.02	0.02
毛利率	60.9%	24.0%	23.7%	25.0%	26.0%
净资产收益率 ROE	8.9%	0.3%	0.5%	0.5%	0.6%
每股净资产(元)	0.91	3.85	3.86	3.86	3.85
PB	5.9	1.4	1.4	1.4	1.4

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测注: 股价为 2022 年 10 月 21 日收盘价; 2021 年普洛斯 REIT 基金合同期为 6 月 7 日-12 月 31 日, 因此前后皆不可同比; 基金成立后 2021 年相关会计科目有所调整, 故与 2020 年口径存在不一致的情况



表 14：重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	收盘价 (交易币种)	EPS (元)				PE				评级
		21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E	
万科 A	16.19	1.94	2.10	2.26	2.54	8.4	7.7	7.2	6.4	买入
ESR	16.46	0.89	1.24	1.41	1.58	18.5	13.3	11.6	10.4	买入

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为 2022 年 10 月 21 日收盘价；ESR 股价及 EPS 为港币计价

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问 <https://research.citicsinfo.com/disclosure>。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由 CLSA Europe BV 分发；在英国由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国大陆：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**中国香港：**本研究报告由 CLSA Limited 分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA 客户应联系 CLSA Limited 的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则界定且 CLSA Americas, LLC 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所述任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas, LLC（在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及 CLSA 的附属公司。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系 CLSA Singapore Pte Ltd.，地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就 CLSA Singapore Pte Ltd. 可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd 豁免遵守《财务顾问法》（第 110 章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA 业务条款的新加坡附件中证券交易服务 C 部分所披露）的某些要求。MCI（P）085/11/2021。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**英国：**本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由 CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。

**欧洲经济区：**本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的 CLSA Europe BV 分发。

**澳大利亚：**CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

**印度：**CLSA India Private Limited，成立于 1994 年 11 月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ000001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH000001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA 及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA 及其关联方在过去 12 个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解 CLSA India“关联方”的更多详情，请联系 [Compliance-India@clsa.com](mailto:Compliance-India@clsa.com)。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2022 版权所有。保留一切权利。