

房地产行业

从美国经验看中国物流地产需求

核心观点:

● 物流提效、降本是推动美国高标仓储需求快速增长的核心逻辑

从美国发展经验来看,美国物流地产在高端制造业快速发展时期兴起,同时在零售连锁化时期得到快速发展,并且在电商兴起和快速发展时期保持高速增长。我们认为无论是工业物流(高端制造业)还是消费物流(零售连锁化及电商)对高标仓储需求旺盛的本质原因在于提高物流效率、降低物流成本的内在诉求。当然,政策配合推动也是物流地产发展的不可或缺的推动力。

● 高标仓储是重要的周转物流环节,可以极大提升企业库存周转效率

高标物流仓储作为供应链中的周转物流环节,在库存周转优势巨大,能够极大提高企业存货周转率,降低仓储成本。同时,高标仓储是整个供应链信息和资源整合的载体,有利于实现物流规模化,极大提升了运输货物周转能力及运输效率,同时高标仓储网络化的布局有利于缩短运输半径,对运输成本也起到明显降低作用。

● 高端制造业、零售业、电商及第三方物流将推动我国高标仓快速增长

通过对美国推动现代高标仓储需求因素的研究,结合我国物流地产发展的现状,我们认为未来我国高标仓储的需求增长将来自于以下几个方面:(1)高端制造业转向使用第三方物流带来对物流仓储需求的增长;(2)零售业的行业集中度提升,以及泛渠道化拓展所带来的对物流仓储的增长;(3)电商及由此带动的第三方物流的蓬勃发展,将极大推动物流仓储的需求增长。

● 持续看好物流地产行业景气度,推荐关注轻资产运营模式的公司

我国整体物流绩效偏低,但08年金融危机后,整个社会对于降本、提效的诉求逐步增强,带动高标仓储需求快速增长,但供给端看,我国物流仓储供给结构不均衡现象明显,存量总供给不足且高端仓占比较低,供需缺口巨大。我们认为未来物流地产是地产细分子行业中需求和供给关系最为健康的板块。

标的方面,我们重点看好采用轻资产、高周转运营模式的东百集团(经营模式采用基金实现资产后端退出,同时具备管理团队+上市平台+民企机制的自身优势)。

● 风险提示

物流仓储用地供应偏低,物流仓储需求低于预期,企业大量采用自建仓储模式,物流地产后端资产证券化存在不确定性。

行业评级

持有

前次评级

持有

报告日期

2017-03-01

相对市场表现



分析师: 乐加栋 S0260513090001



021-60750620



lejiadong@gf.com.cn

分析师: 郭镇 S0260514080003



010-59136622



guoz@gf.com.cn

分析师: 金山 S0260515090001



021-60750652



jinsan@gf.com.cn

相关研究:

房地产行业:经济圈的核三 2017-02-27

四线城市销售热度短期或将持续

房地产行业:地产行业资金加 2017-02-20

速收紧,小周期景气度继续下行

房地产行业:多政策调整,融资渠道大幅受限 2017-02-20

联系人: 李飞

gflifei@gf.com.cn

目录索引

美国物流地产之兴起与发展	5
企业提效降本诉求是推动美国高标仓储快速发展的核心逻辑	5
美国高标仓储需求结构伴随着经济结构变化而发生变化	10
从美国经验看中国物流地产	18
中国现代仓储现状	18
中国物流地产未来展望	21
两个值得关注的问题：政策支持以及自建仓储的漏斗效应	27
我国未来高标仓储市场规模预测	29
投资建议和行业评级	30

图表索引

图 1：现代化的高标仓储在供应链中的核心作用	6
图 2：现代高端仓储的货物周转率	6
图 3：现代高端仓储中搜索货物时间减少	6
图 4：自动化分拣系统运行模式	7
图 5：石油危机与美国经济增速	8
图 6：未广泛使用高标仓储前商品的成本构成	8
图 7：以汽车为例，70 年代美国车企面临强力挑战	8
图 8：80 年代美国仓储业增长与 GDP 增长对比	9
图 9：80 年代美国仓储业稳步增长	9
图 10：80 年后，专业的物流服务带来物流成本降低	9
图 11：1981-2005 年美国物流成本构成	10
图 12：80 年代以来美国物流成本各构成占 GDP 比重	10
图 13：制造业与物流供应链的一体化联动模式	11
图 14：五大产业使用第三方物流的比例（1997 年）	11
图 15：企业对第三方物流正效用的评价	11
图 16：90 年代美国计算机及电子行业快速发展	12
图 17：90 年代后计算机及电子行业与制造业年增速	12
图 18：90 年代以来高端制造业占比增加（十亿美元）	12
图 19：90 年代后对仓储的投资增长	12
图 20：戴尔的生产供应物流模式	13
图 21：戴尔的库存随公司发展而占比逐渐降低	13
图 22：戴尔的存货周转天数	13
图 23：美国单店经营占比变动	14
图 24：美国 100 个以上的大型连锁店占比变动	14
图 25：美国零售销售额及沃尔玛占比	15

图 26: 美国零售业集中度	15
图 27: 沃尔玛的物流配送中心持续增长	15
图 28: 沃尔玛物流中心运作图	15
图 29: 沃尔玛美国营业额及门店数量	16
图 30: 沃尔玛配送中心与存货周转率	16
图 31: 全球电商销售额 (万亿美元)	16
图 32: 美国电商销售额 (十亿美元)	17
图 33: 美国在线零售占总零售比例逐年提升	17
图 34: 电商相比于传统零售的特质	17
图 35: 每十亿美元销售额所需要的物流设施面积 (万方)	18
图 36: 中美物流成本占 GDP 比重对比 (%)	19
图 37: 中美 LPI 物流景气指数对比	19
图 38: 我国高标物流仓储设施需求情况 (百万方)	19
图 39: 中国物流成本各项目支出 (十亿元)	19
图 40: 中美物流仓储总量及人均情况对比	20
图 41: 中美高端物流设施各占总物流仓储比	20
图 42: 中美高端物流仓储总面积及人均面积对比	20
图 43: 我国物流地产市场格局	20
图 44: 我国物流仓储设施约 80% 市场份额由外资提供	20
图 45: 工业品物流占据社会物流的极大比例 (万亿)	21
图 46: 中国制造业自有物流设施比例较高	21
图 47: 中国工业企业库存率过高 (%)	21
图 48: 中国第三方物流市场占比仍然偏低	21
图 49: 2000 年后中国计算机及电子制造业总产值	22
图 50: 计算机及电子制造业的存货销售比逐步下降	22
图 51: 零售业步入新时期, 增速下滑	22
图 52: 中国连锁店销售占零售总额的百分比	23
图 53: 中美零售集中度对比	23
图 54: 中国零售上市公司净利润中位数 (亿元)	24
图 55: 2015 年我国批发和零售业并购情况 (起)	24
图 56: 中国互联网使用人数及渗透率	24
图 57: 中国网购人群数量及渗透率	24
图 58: 中美互联网及网购渗透率对比	25
图 59: 中国在线零售规模及增长率	25
图 60: 中国在线零售份额变化	25
图 61: 零售行业物流需求演变图	26
图 62: 亚马逊物流中心自持比例极低 (万平方英尺)	29
图 63: 京东在 15 年之后也逐步减少自建仓储规模	29
图 64: 中国低标仓储面积 (百万平米)	30
图 65: 美国物流成本占 GDP 比重	30

表 1: 现代高端仓储与传统普通仓储的性能及硬件对比	7
----------------------------------	---

表 2: 美国政府出台有关物流领域的政策措施	10
------------------------------	----

表 3: 连锁商店基本特征	14
表 4: 沃尔玛的成本控制情况	15
表 5: 各类网络零售商的物流仓储需求	18
表 6: 部分连锁超市配送模式一览表	23
表 7: 国内主要电商物流选择	25
表 8: 中央政府有关物流领域的政策	27
表 9: 地方政府有关物流领域的政策	28
表 10: 2020 年中国高标仓储面积敏感性测算	30

美国物流地产之兴起与发展

物流地产为客户提供物流基础设施开发和相配套的专业物业管理服务，属于工业地产领域一个垂直的细分领域。尽管物流地产是房地产行业的细分领域，但又区别于传统的住宅开发，物流地产是一个更加精细化的业务，涵盖了从设计-建设-采购-招商-资金运营-物业管理等完整的开发经营链条。

上世纪80年代，伴随着供应链管理思想在美国逐步推广，物流地产作为整个物流供应链中的周转物流环节，也由此迎来了快速发展，成为地产行业细分领域的蓝海市场。本篇报告作为我们物流地产行业的首篇报告，主要侧重物流仓储需求端的探讨，通过对美国物流地产发展历程的梳理，探讨了推动高标仓储需求快速增长的内在动力，并由此对应至中国，对我国未来高标仓储需求情况进行展望及大致判断。

企业提效降本诉求是推动美国高标仓储快速发展的核心逻辑

（1）高标仓储能够有效提高物流效率，降低物流成本

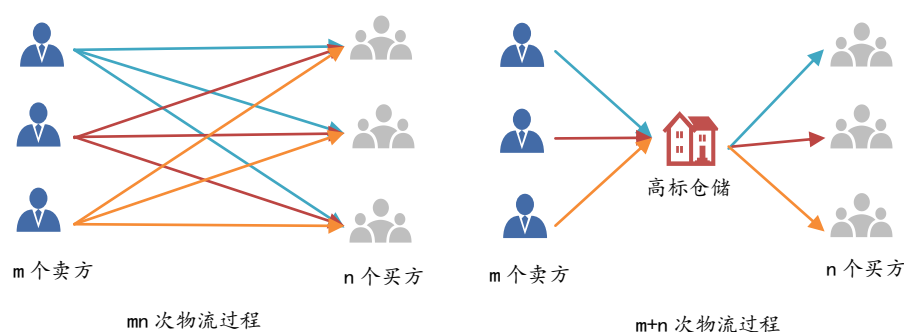
美国物流地产在高端制造业快速发展时期兴起，同时在零售连锁化时期得到快速发展，并且在电商兴起和快速发展时期保持高速增长。尽管，美国物流地产经历了不同发展时期，但企业的物流提效、降本诉求是推动物流地产能够在不同经济发展阶段均保持高速发展的核心逻辑。

为了整篇报告的可读性，我们先提前回答一个问题，即“高标仓储为什么能够提高物流效率、降低物流成本？”，然后再去梳理美国物流地产的发展历程。

首先，使用高标仓储能够实现物流规模化，提高物流效应，能够有效降低运输成本。具体来看，现代高标仓储得益于自身先进和完善的硬件设施，再加上计算机技术、自动识别等新技术的引入，使它能够在供应链管理中充分发挥调配分拨的作用，实现了对整个供应链的信息和资源的整合，为物流规模化提供了可能性，进而大幅提高了物流效益。以下用一个简化的例子来说明，现代化高标仓储如何提高物流效益。

传统模式下，老式仓库仅进行货物保管， m 个相互独立的卖方供货给 n 个相互独立的买方，整个市场需要进行 mn 次物流过程。而现代化高标仓储在保存货物之余，还具有分拨调配的作用。这样， m 个相互独立的卖方供货进入现代化高端仓储后，再由高端仓储中心根据物流信息分拨调配至 n 个相互独立的买方，整个市场仅需进行 $m+n$ 次物流过程。并且随着经济的发展，上下游的供应商及客户越呈现多样化，（也即 m 、 n 值越来越大），物流规模效应更加明显（本质是一种“共享经济”），物流效率提升也就更加显著（货车空载率下降，运输货物周转能力及运输效率提升）。从成本角度看，物流规模化有效提升了运输效应，同时高标仓储网络化的布局有利于缩短运输半径，对运输成本起到明显降低作用。

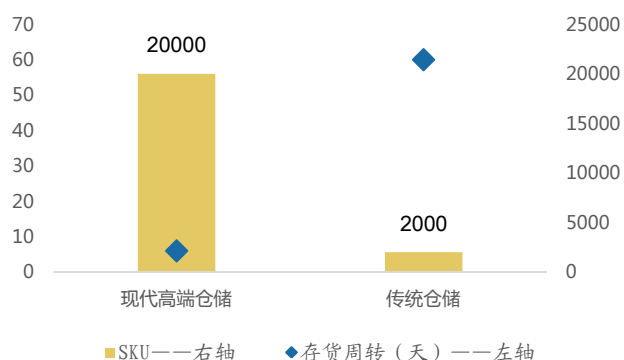
图1：现代化的高标仓储在供应链中的核心作用



数据来源：《WAREHOUSE & DISTRIBUTION SCIENCE》，广发证券发展研究中心

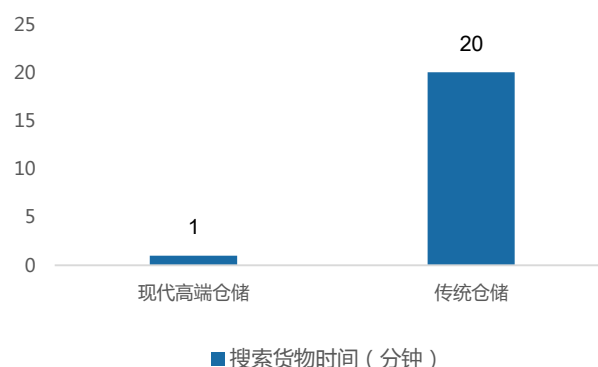
其次，使用高标仓储能够极大提高企业存货周转率，提高仓储的空间利用率，进而降低仓储成本，减少库存资金占用率。具体来看，在传统的仓库中，货物存放于货架或者托盘上，由人先找到对应货物，再进行货物搬运及其它操作。这个过程很容易造成人员的无效位移、过多的货品搜索和确认时间。而现代高端仓储利用信息技术、自动识别技术、机器人技术等，建立起物流信息规划系统和仓库管理系统，由工作人员通过计算机系统来计划安排自动升降台及物流搬运机器人的运作，以协助实施货物流转。另外，随着经济技术发展，企业的库存货物品类多、数量大，如果人工操作拣选，不仅效率低，而且出错概率很高。现代高标仓储通过引入信息技术以及自动化系统，借助现代计算机系统和自动化分拣机器，实现对货品的智能化批处理，可以大大提高分拣的效率和准确性，有效降低分拣错误率。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：现代高端仓储的货物周转率



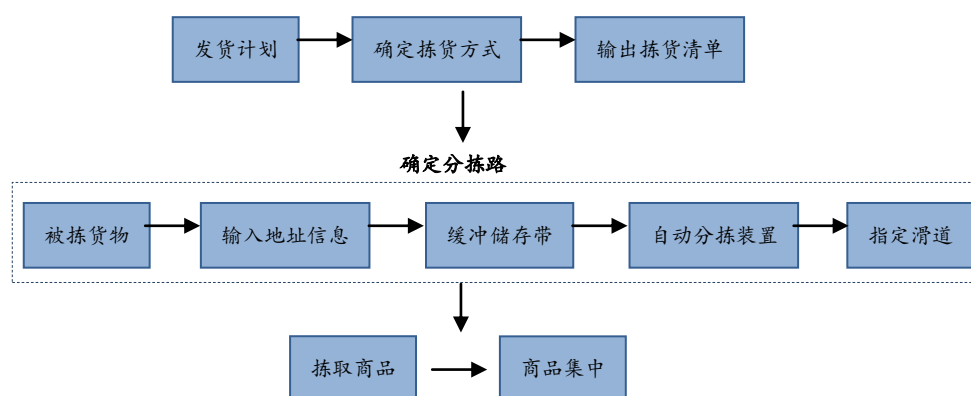
数据来源：世邦魏理仕，广发证券发展研究中心

图3：现代高端仓储中搜索货物时间减少



数据来源：《物流技术》，广发证券发展研究中心

图4：自动化分拣系统运行模式



数据来源：广发证券发展研究中心

表1：现代高端仓储与传统普通仓储的性能及硬件对比

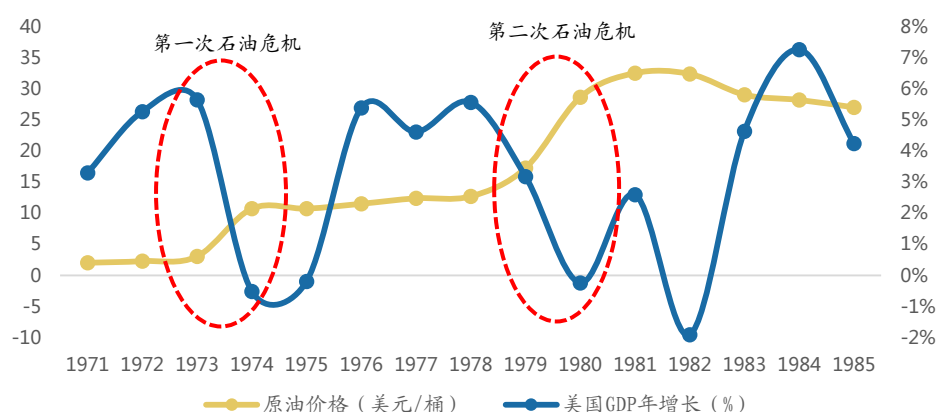
特征	现代高端仓储	传统普通仓储
人力资源	少	多
信息存量	高	低
作业速度	快	慢
作业灵活性	好	差
仓储空间利用率	高	低
信息准确性	高	低
信息实时性	好	差
建筑结构	单层：高品质钢结构； 多层：混凝土/钢结构，附带通道/电梯	非标准混凝土/钢结构 多层：无通道
屋顶净高（米）	≥8	4~7
总建面（平方米）	≥8000	规模不一（~4000）
立柱间距（米）	≥8	5~7
承载力（吨/平方米）	1楼：≥3 2楼：≥2	1楼：<3 其他楼层：<2

数据来源：广发证券研究中心

（2）企业降本提效诉求带动了美国高标仓储高速发展

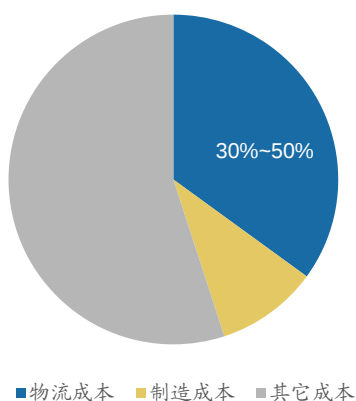
进入70年代，美国经济陷入滞涨泥潭，经济发展放缓，物价上涨，居民失业率上升。受1973年石油危机冲击的影响，美国作为一个石油消耗大国，其经济在1974、1975年甚至出现负增长。同期，随着日本、欧洲等国家则从二战重建后的再度崛起，美国出口受到挑战，而进口却不断增加。这一时期，美国企业除了要应对低迷的国内经济环境，还要面临来自欧日国家的竞争。

图5：石油危机与美国经济增速



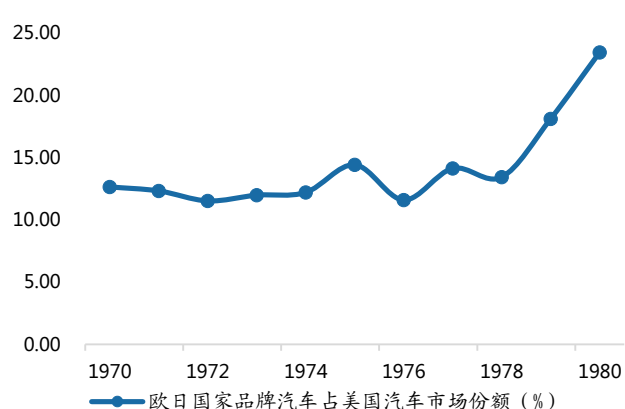
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图6：未广泛使用高标仓储前商品的成本构成



数据来源：中国知网，广发证券发展研究中心

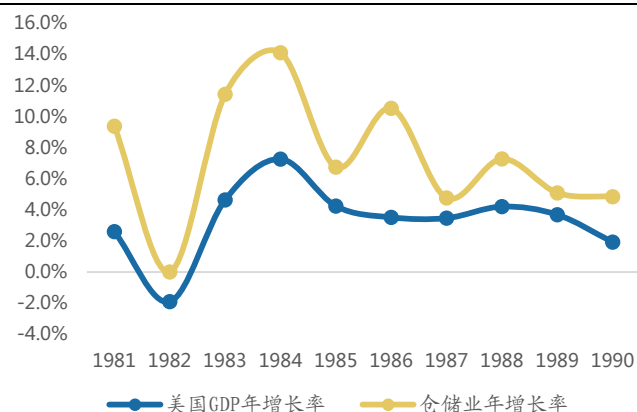
图7：以汽车为例，70年代美国车企面临强力挑战



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

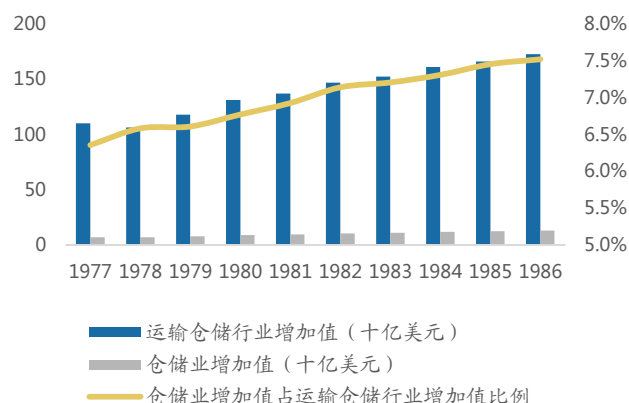
这种背景下，进入80年代，美国企业开始考虑挖掘商品流通领域的潜力，对物流提效、降本的需求愈加强烈，带动了物流供应链开始独立并且呈现专业化发展，第三方物流企业应运而生（多个美国第三方物流龙头企业均诞生在75年代之后）。企业通过将运输、仓储等物流环节外包给更专业的第三方物流公司，以达到节约成本和提高效率的目的，间接地推动了现代仓储需求的快速发展。

图8：80年代美国仓储业增长与GDP增长对比



数据来源：US Bureau，广发证券发展研究中心

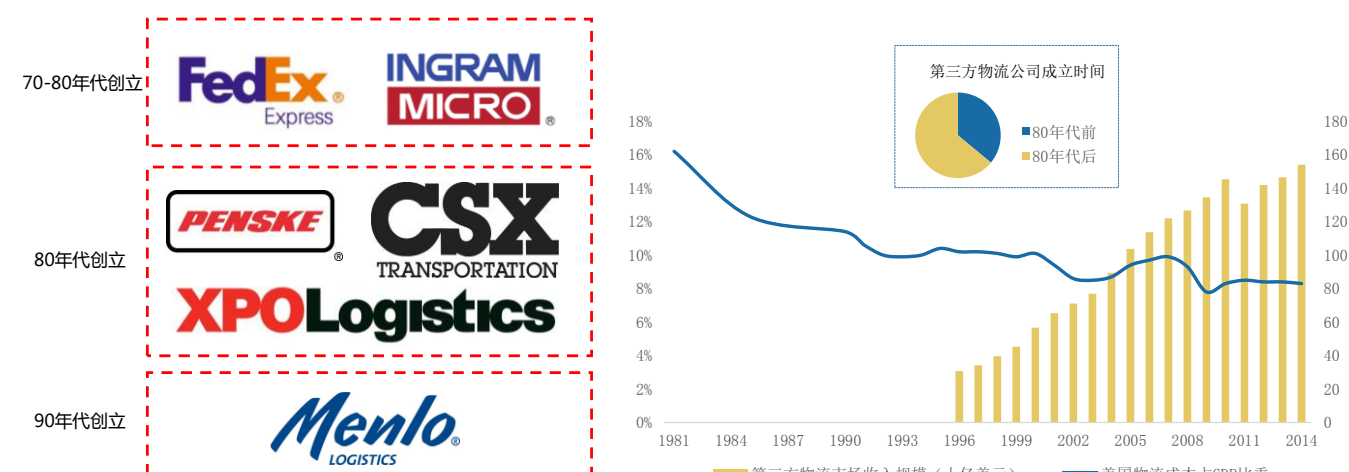
图9：80年代美国仓储业稳步增长



数据来源：US Bureau，广发证券发展研究中心

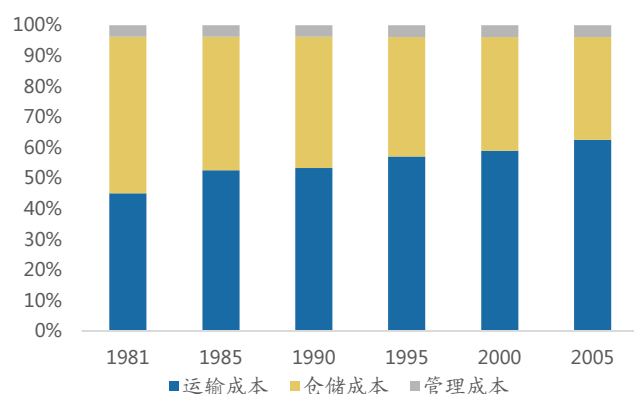
从实际情况来看，第三方物流广泛参与社会生产中，确实带来了物流成本的降低。1981年以来，美国物流成本占GDP比重持续降低，占比由80年代初期的16%降低至目前的8%-9%。第三方物流能够降低物流成本的主要原因在于使用高标仓储能够极大降低物流成本中的运输成本及仓储成本（从实际情况来看，80年后美国运输成本及仓储成本下降趋势确实更为明显）。我们认为运输成本的下行主要源于物流规模化，货车空载率下降，运输货物周转能力提升，加快了运输效率，同时高标仓储网络化的布局有利于缩短运输半径，进一步降低运输成本。而仓储成本的降低在于尽管使用高标仓会提高租金成本，但其能够极大提高企业存货周转率，进而推动仓储成本的降低（存货周转率的提高也降低了库存资金占用率）。

图10：80年后，专业的物流服务带来物流成本降低



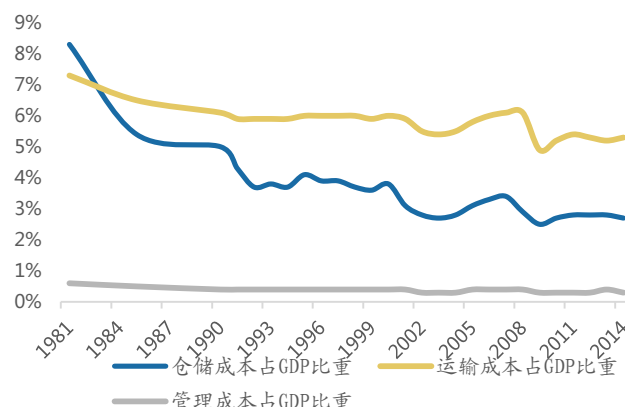
数据来源：Wind，《Inbound Logistics》，广发证券发展研究中心

图11: 1981-2005年美国物流成本构成



数据来源: 美国供应链管理协会, 广发证券发展研究中心

图12: 80年代以来美国物流成本各构成占GDP比重



数据来源: US Bureau, 广发证券发展研究中心

实际上, 自上世纪80年代起, 美国物流地产便开始呈现高速发展, 尽管后来, 随着经济发展及经济结构的变化, 物流仓储下游需求结构也发生了变化, 但我们需要指出的是, 无论是工业物流 (高端制造业) 还是消费物流 (零售连锁化及电商) 其对高标仓储需求旺盛的本质原因均在于提高物流效率、降低物流成本的内在诉求, 这是推动物流地产高速发展的内在核心动力。

当然, 需要指出的是, 政策配合推动也是物流地产发展的不可或缺的推动力。美国在80年代相继放开了对航运、铁路、公路等货物运输领域的管制, 在政策推动下, 民间资本大量进入物流领域, 从供给端极大地促进了物流及物流地产的发展。

表2: 美国政府出台有关物流领域的政策措施

时间	政策法规	政策内容
1976年	《铁路复兴和管理改革法》	收缩政府机构管理权限, 给予铁路企业自由的经营环境和更大的自主权。
1978年	《放松管制法》	全面解除对民航业的经济监管。
1980年	《机动运输工具法》	降低交通运输行业的运输费用和准入门槛
1980年	《斯坦格斯铁路法》	减少洲际商会的管制, 准许铁路公司自行商议合同价格
1987年	-	联邦政府出售联合铁路公司普通股

数据来源: 广发证券发展研究中心

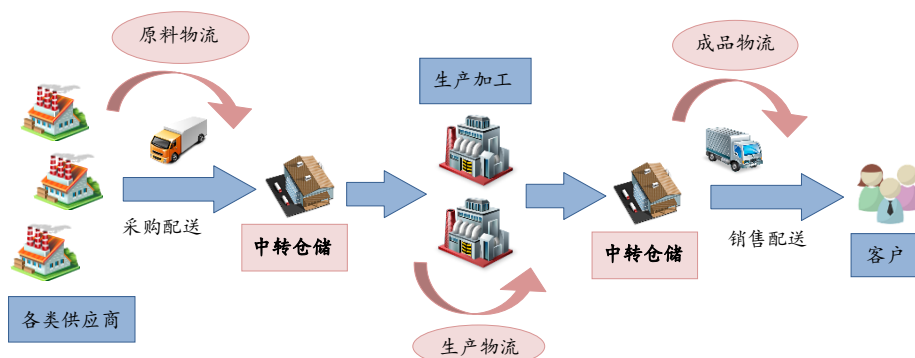
美国高标仓储需求结构伴随着经济结构变化而发生变化

(1) 制造业

从80年代开始, 为了提高物流效率, 降低成本, 越来越多的企业主动进行物流

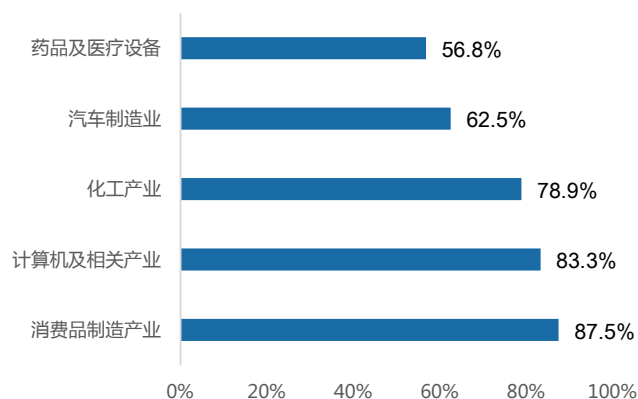
系统的改善。美国田纳西大学的物流学教授John langley于1997年对制造业的调查报告显示，五大产业已经普遍使用第三方物流服务，计算机产业、消费制造业使用第三方物流比例分别高达83.3%、87.5%。对于制造业而言，第三方物流公司为制造业提供专业优质的物流服务，可以在采购配送、生产加工、销售配送多个环节上提高制造业供应链效率，帮助企业降低成本。

图13：制造业与物流供应链的一体化联动模式



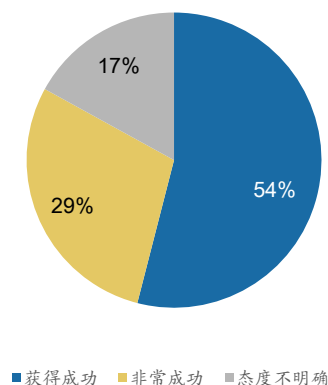
数据来源：广发证券发展研究中心

图14：五大产业使用第三方物流的比例（1997年）



数据来源：John langley，广发证券发展研究中心

图15：企业对第三方物流正效用的评价



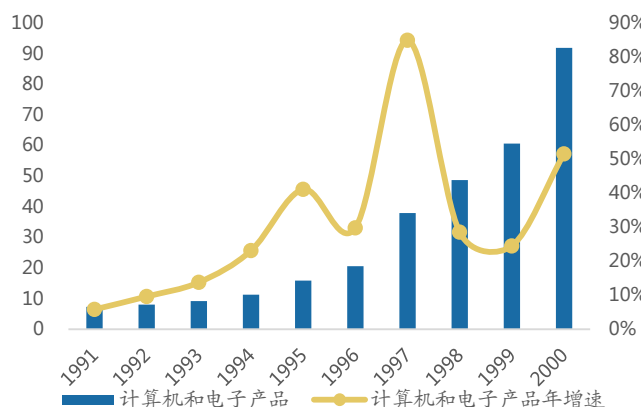
数据来源：John langley，广发证券发展研究中心

到了90年代，随着计算机技术的发展，美国计算机及电子等高端制造业步入快速发展阶段。我们以计算机、电子、电气设备及汽车业产值来代表高端制造业的产值，可以发现其整个制造业中占比不断提高。这类受益于科技发展而兴起的高端制造业的强劲增长，也成为推动物流服务的需求增长的重要因素。

以计算机及电子行业为例，在1991-2000年间，行业年均复合增长高达28.8%。不仅行业自身发展快会带来对物流的增量需求，更重要的是高端制造业本身对于提效降本的需求更为强烈：一方面，产品结构逐渐复杂、零部件品类更多，所涉及到的上下游生产商、供应商、批发商也随之增多，需要利用第三方物流实现物流规模效益；另一方面，从市场需求来看，计算机及电子类产品更新换代比传统工业品更

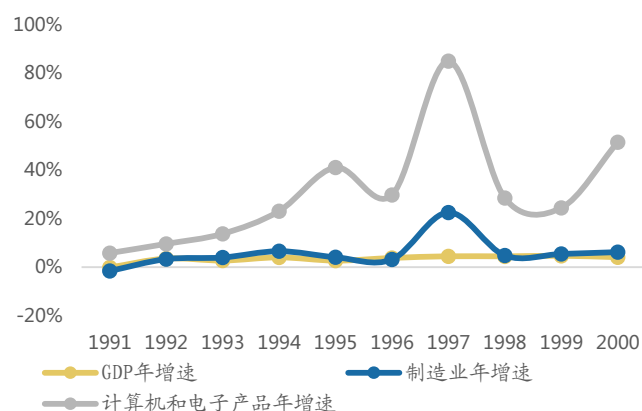
快，消费者更愿意追求新兴潮流的产品，这要求企业加快供应链反应速度，提高存货周转率，从而降低成本。所以，在这一时期乃至将来更长的时间，高端制造业都将是物流增量需求的主要来源，推动现代高标仓储设施的增长。

图16：90年代美国计算机及电子行业快速发展



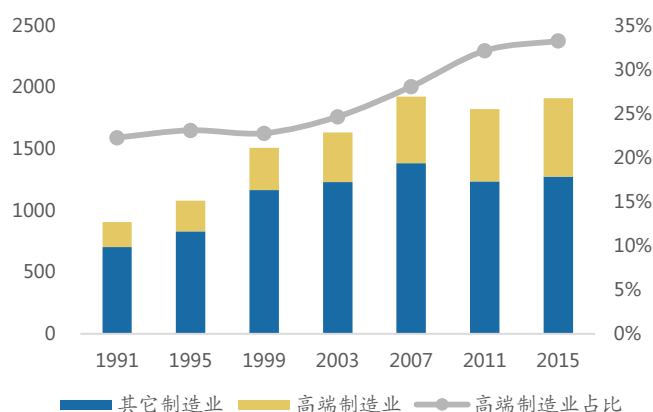
数据来源：US Bureau，广发证券发展研究中心

图17：90年代后计算机及电子行业与制造业年增速



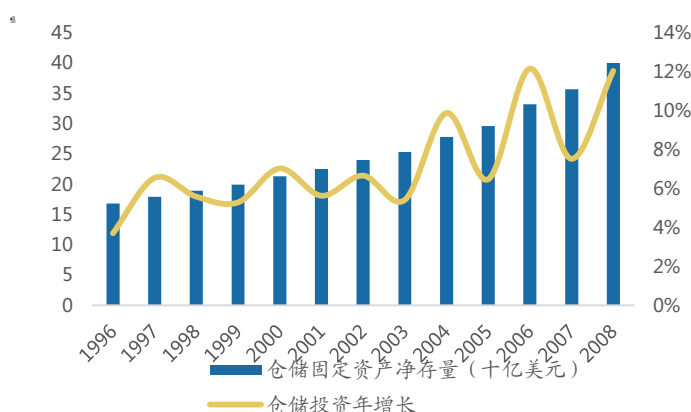
数据来源：US Bureau，广发证券发展研究中心

图18：90年代以来高端制造业占比增加（十亿美元）



数据来源：US Bureau，广发证券发展研究中心

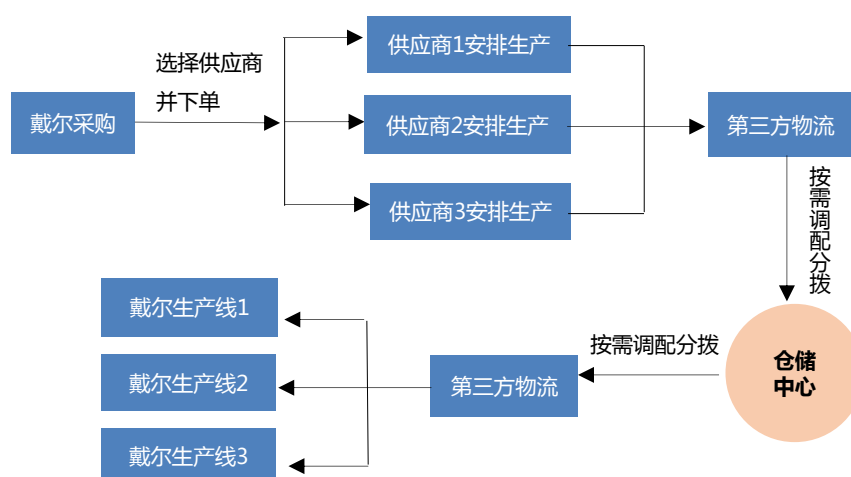
图19：90年代后对仓储的投资增长



数据来源：US Bureau，广发证券发展研究中心

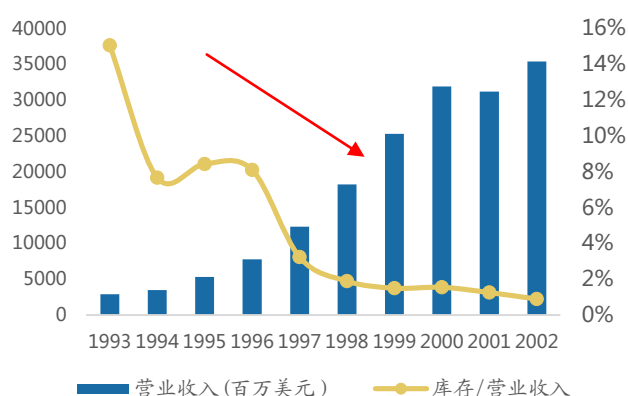
以戴尔公司为例，它是全美最大的计算机集团，通过将物流外包给FedEx、DHL等第三方物流公司来实现整个供应链的运作。传统情况下，众多供应商以不同货运途径将零部件运送到戴尔工厂，这种模式效率低而成本高。而采用第三方物流之后，首先，FedEx作为大型第三方物流公司，在全球拥有覆盖范围广泛的网络，戴尔可以充分利用FedEx在全球的网点，从而极大降低戴尔在各个市场之间的平均运输成本。其次，在第三方物流的每个网络节点都对应着物流分拨中心。通过中转仓储，戴尔和供应商实现物流信息的共享，供应商根据需求信息决定是否还需要向中转仓库发货，戴尔则按需直接提货。中转仓储的存在，大大提高了戴尔的存货周转效率。

图20: 戴尔的生产供应物流模式



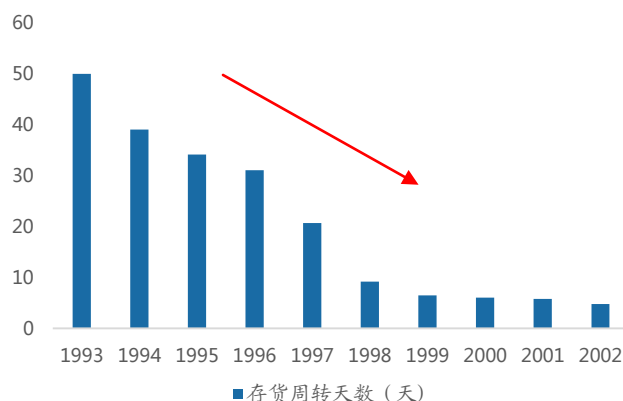
数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

图21: 戴尔的库存随公司发展而占比逐渐降低



数据来源: 戴尔年报, 广发证券发展研究中心

图22: 戴尔的存货周转天数



数据来源: 戴尔年报, 广发证券发展研究中心

总的来看, 美国物流业高度发达, 很多第三方物流公司都可以提供全面专业的工业物流服务。目前美国大部分制造业企业选择将物流业务外包给第三方物流。正是制造业的不断发展, 企业提效降本的需求强劲, 拉动了物流服务需求的增长, 进而催生对高端物流仓储的需求。这种需求伴随制造业发展而持续增长, 成为美国现代高端仓储发展的动力。

(2) 零售业

60、70年代, 数据显示, 美国零售业中单店经营所占比重从1963年的63%下降到1977年的52%。与此同时, 美国100个以上的大型连锁店所占比重则从15.8%上升到26.9%。传统零售业在连锁化进程中, 通过在多家连锁店中间设立物流中心、实行自我配送的方式, 打破流通分割的格局, 改变单店经营自设仓库及流通分散的落

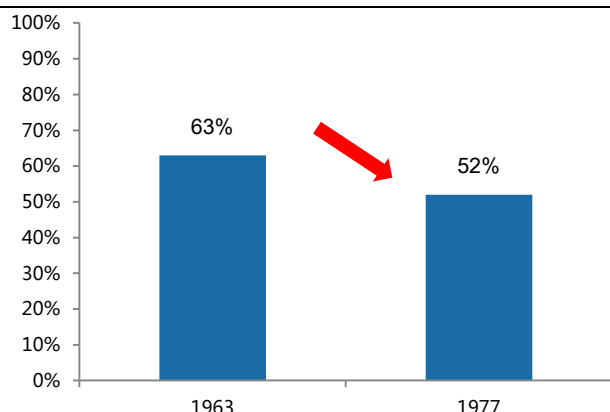
后状态，提高物流规模化程度，降低零售企业的边际成本。伴随着传统零售业连锁化程度的加深，对物流仓储的需求也随之加大，现代仓储行业得到进一步的发展。

表3: 连锁商店基本特征

基本特征	描述
管理标准化	连锁商店的各分店统一店名，使用统一的标识，进行统一的装修，在员工服饰、营业时间、广告宣传、商品价格方面均保持一致性。
分工专业化	连锁商店总部的职能是连锁，而店铺的职能是销售，这与单店经营具有质的差别，大大提高了企业管理水平。
进货集中化	连锁总部集中进货，商品批量大，可以以较低的价格从厂家进货，从而降低进货成本，取得价格竞争优势。同时，各店铺统一由总部进行管理，在进货上可以一定程度避免盲目性，减少商品库存，降低库存成本，加速商品周转。
作业简单化	由于连锁体系庞大，在各个环节的控制上都有一套特定的运作规程，精简不必要的过程，达到事半功倍的效果。

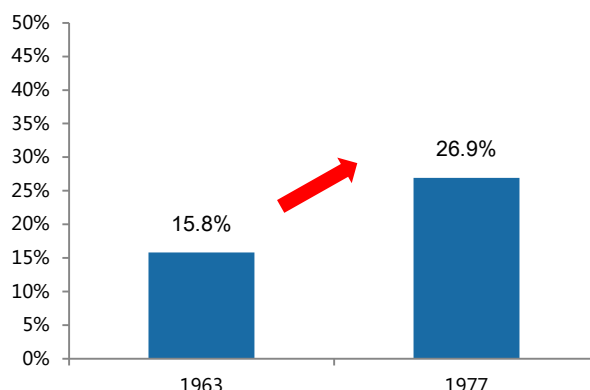
数据来源：中国知网，广发证券发展研究中心

图23: 美国单店经营占比变动



数据来源：人民论坛，广发证券发展研究中心

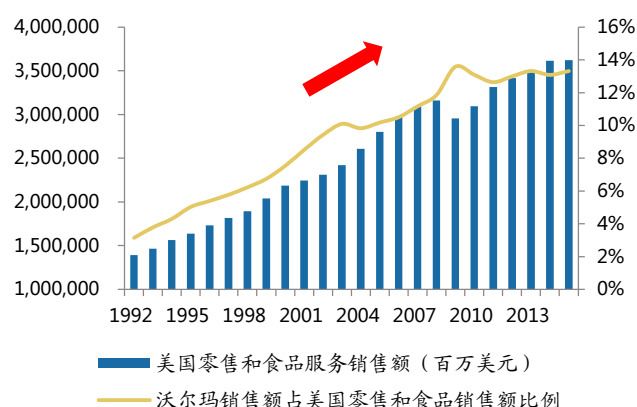
图24: 美国100个以上的大型连锁店占比变动



数据来源：人民论坛，广发证券发展研究中心

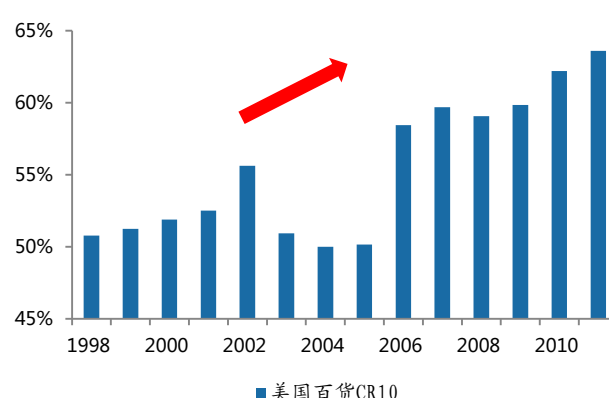
80年代后，零售业竞争加强，行业集中度不断提升，进一步带动了对高标仓储的需求。这是由于：一方面，大型连锁零售商广泛的网络化布局、商品种类的愈加繁多，使得连锁零售企业寻求物流规模化，降低物流成本的诉求强烈；而另一方面，高标仓储配合自动化、智能化硬件设施，可以实现多个连锁店的库存信息实时共享，进而提升货物周转效率、缩短存货在库时间。

图25: 美国零售销售额及沃尔玛占比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图26: 美国零售业集中度



数据来源: 天拓咨询, 广发证券发展研究中心

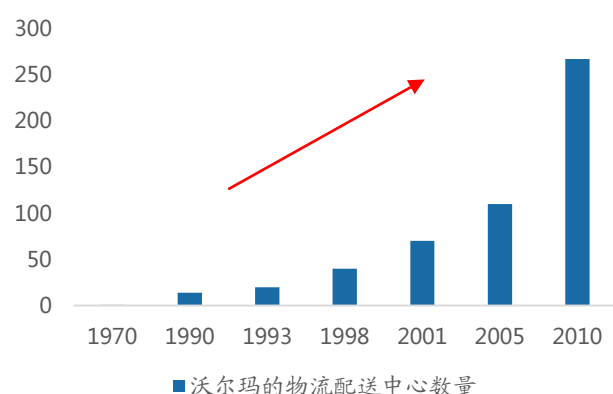
1962年成立的沃尔玛，其竞争策略最大的特点就是利用强大的仓储配送中心降低成本，进而降低售价。利用高补货频率来维持低存货量，既可以节约存贮空间又降低了库存成本，相比行业平均5天一次的补货频率，沃尔玛分店货架的补货频率达到2天一次。随着业务扩张，沃尔玛逐渐在全球范围建立了完善的物流体系。到2010年，沃尔玛在全球拥有267个物流配送中心，配送中心的平均面积为10万平方米。网络化的物流体系，加上专业化的物流管理，使沃尔玛最大限度地降低了商品库存和在途时间，大大提高了商品的运转效率，从而在激烈的竞争中占得先机。

表4: 沃尔玛的成本控制情况

项目	沃尔玛	行业水平
进货费用 (占商品总成本比例)	3%	4.5%-5%
补货时间 (商店开出订单到得到补货的平均时间间隔)	2 天	5 天
管理费用 (占销售额的比例)	2%	5%
商品损耗率	1.2%	3-5%

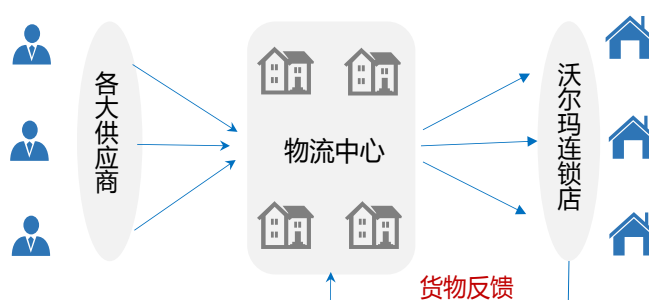
数据来源: 物流技术, 广发证券发展研究中心

图27: 沃尔玛的物流配送中心持续增长



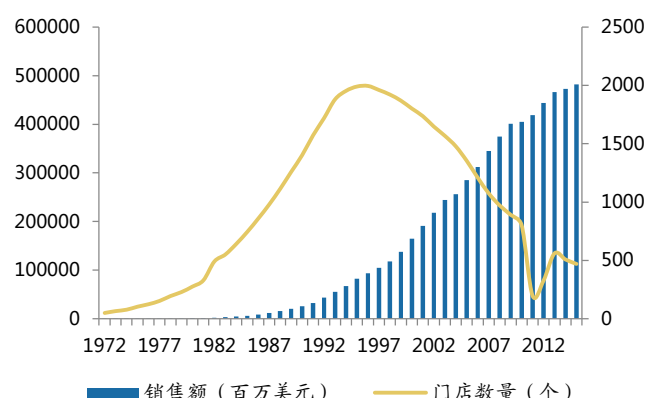
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图28: 沃尔玛物流中心运作图



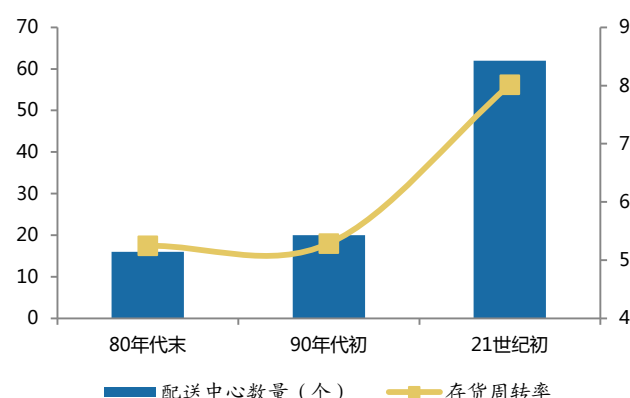
数据来源: 广发证券发展研究中心

图29: 沃尔玛美国营业额及门店数量



数据来源: 天拓咨询, 广发证券发展研究中心

图30: 沃尔玛配送中心与存货周转率

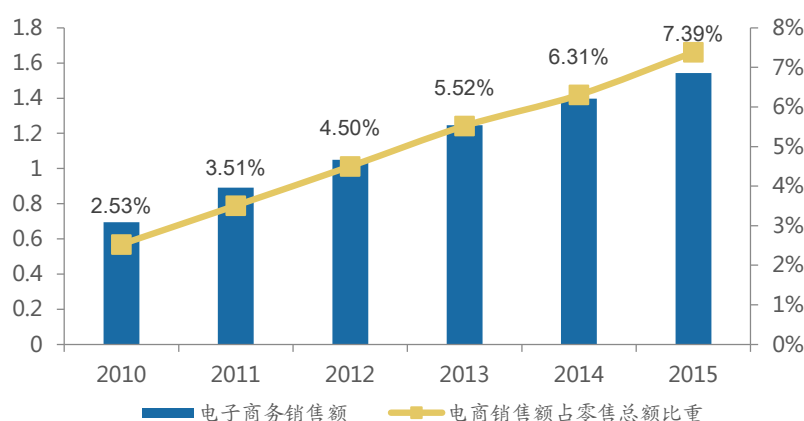


数据来源: 沃尔玛年报, 广发证券发展研究中心

(3) 电商

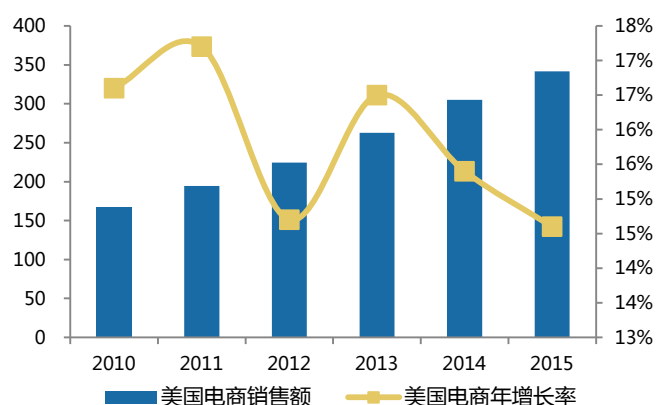
在线购物兴起于20世纪90年代, 进入21世纪开始快速发展。16年全球范围内, 电商尽管仅占整体零售额的8.6%, 但整个行业已经居于相当的规模, 15年全球电商销售额已经超过1.5万亿美元。作为电子商务起源最早和目前较为成熟的国家, 美国市场上电商销售额持续保持快速上涨趋势, 过去5年美国电商销售额平均每年增长速度为15.35%, 在线零售占整体零售额的比重也持续增加, 15年达到10.6%, 相比11年约提高4个百分点。

图31: 全球电商销售额 (万亿美元)



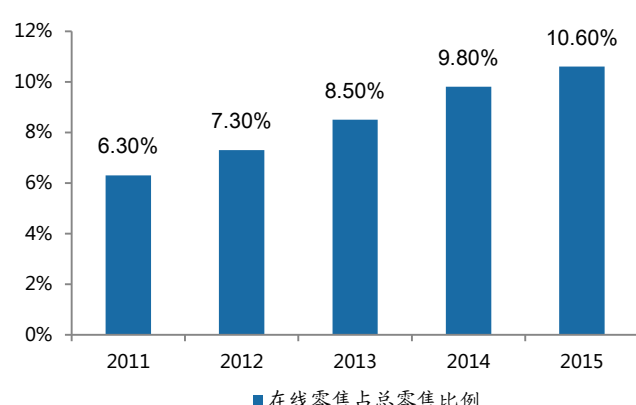
数据来源: e-Marketer, 广发证券发展研究中心

图32: 美国电商销售额 (十亿美元)



数据来源: 2016美国电商市场报告, 广发证券发展研究中心

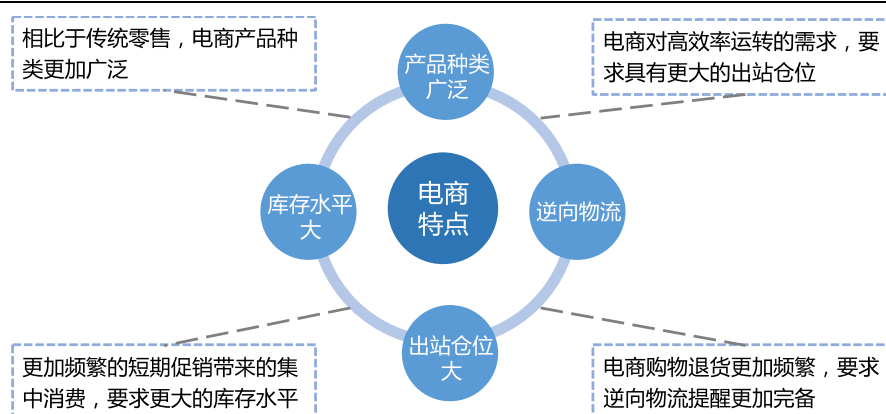
图33: 美国在线零售占总零售比例逐年提升



数据来源: Prologis官网, 广发证券发展研究中心

相比于传统零售, 线上零售具有不同的商业特质, 比如基于追求消费者用户体验而衍生出的更广泛的产品种类、更大的库存水平、更大的出站舱位需求以及更多的逆向物流 (过程返回)。这些需求进而促使电商在选择物流地产合作商时, 更加注重物流设施外在区位优势 and 内在仓储条件的选择。

图34: 电商相比于传统零售的特质



数据来源: Prologis官网, 广发证券发展研究中心

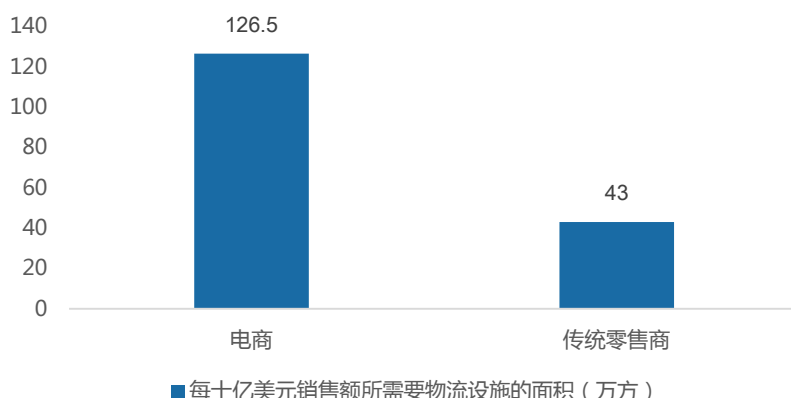
首先, 在物流地产区位的选择方面, 为了提高配送效率, 增加消费者用户体验, 电商需求的物流设施需要在距离终端消费者更近的中心区位落户, 更强调靠近或处于人口集中的地区。另一方面, 基于对成本的控制, 电商往往也倾向于选择劳动力成本低、或者能提供税收优惠的地区租赁仓储设施, 如美国电商不仅集中分布于城市或区域中心, 也分布在美国中部的一些税收优惠地区, 如印第安纳波利斯和哥伦布市。

其次, 在仓储条件的选择上, 美国第一大物流设施供应商安博公开资料称, 该公司电子商务客户多倾向于使用定制开发的物流设施。电商的运营规模、产品类型、产品价值和销售模式 (如: 纯粹的线上销售或全面销售) 等都影响着物流设施需求的类型。除了需求类型之外, 即使都是电子商务行业, 不同客户租赁面积需求也差

异较大，小到1万平方英尺，大到100万平方英尺。

对于物流设施质量的要求更高推动了电子商务客户群对现代高标仓储的需求（传统物流因其周转效率慢、人工效率不高、智能化程度低等特点，已经很难满足电商对物流设施的要求）。目前，美国市场上，电商已经成为使用高标仓储的主要客户群之一，电子商务正成为促进物流地产需求提升的越来越重要的驱动力。另一方面，美国物流地产巨头安博公布的数据表明，相比于传统零售商，电商每达到十亿美元的销售额需要约126万平方英尺物流设施面积，需求量是传统零售商的三倍。未来电商的快速发展将推动对高标仓储需求的增加。

图35：每十亿美元销售额所需要的物流设施面积（万方）



数据来源：Prologis官网，广发证券发展研究中心

表5：各类网络零售商的物流仓储需求

品类	企业类型	需求特点
超级品牌	全球性的网络零售商，如沃尔玛、亚马逊	需求量极大，定制化需求强烈；需要容量更大、功能化更强的物流仓储
大型品牌	区域性的大零售商，如 Tesco, Home Depot	需求量取决于自身业务规模，一般只需中型仓储
新兴品牌	新进的网络零售，如 Wayfair, HelloFresh	扩张性需求迫切，亟需进行渠道布局；实际使用仓储量相对小
中小型传统品牌	传统零售商拓展线上渠道	通过外包给第三方物流

数据来源：Prologis官网，广发证券发展研究中心

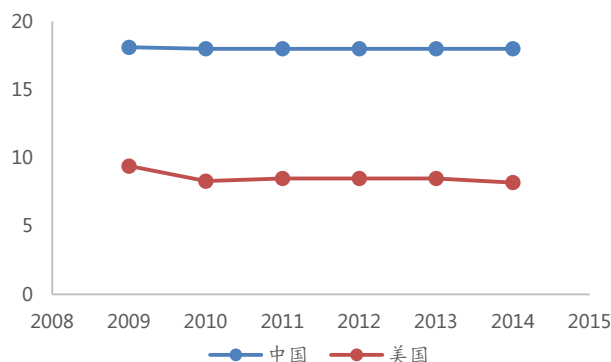
从美国经验看中国物流地产

中国现代仓储现状

根据世界银行发布的LPI（物流景气指数）来看，我国与美国在物流业还有很大差距。从物流成本占GDP比重来看，美国保持在8-10%之间，而我国却高达18%，还有很大的缩减空间。在2008年金融危机之后，中国企业对于降低物流成本的诉求

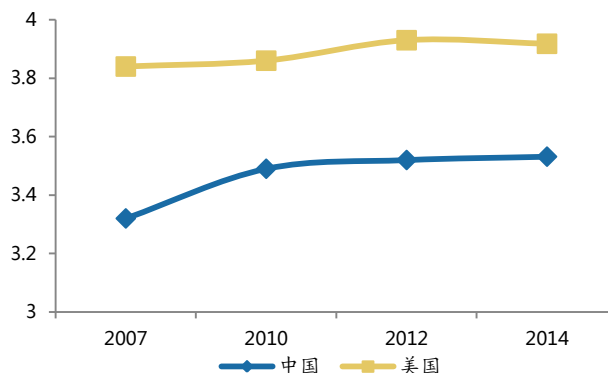
更为强烈。而从美国经验来看，驱动现代高端物流仓储增长的动力，直接来源于企业对物流服务需求的增加。因此，我们认为受益于物流服务的进一步发展，未来现代高端仓储设施随之也存在极大潜力。

图36：中美物流成本占GDP比重对比（%）



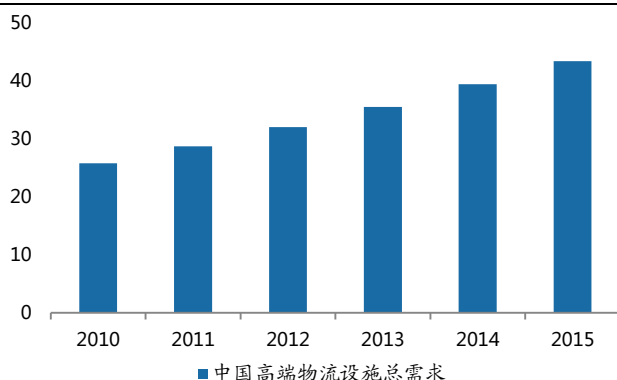
数据来源：Wind资讯，广发证券发展研究中心

图37：中美LPI物流景气指数对比



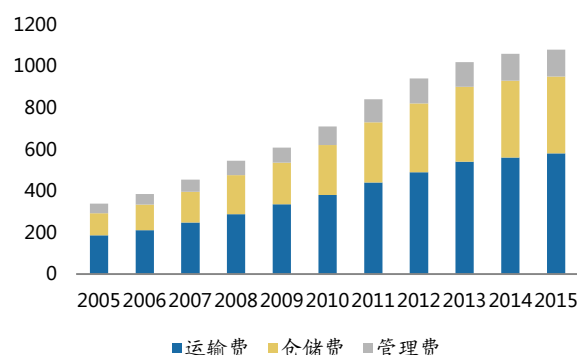
数据来源：世界银行，广发证券发展研究中心

图38：我国高标物流仓储设施需求情况（百万方）



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

图39：中国物流成本各项目支出（十亿元）

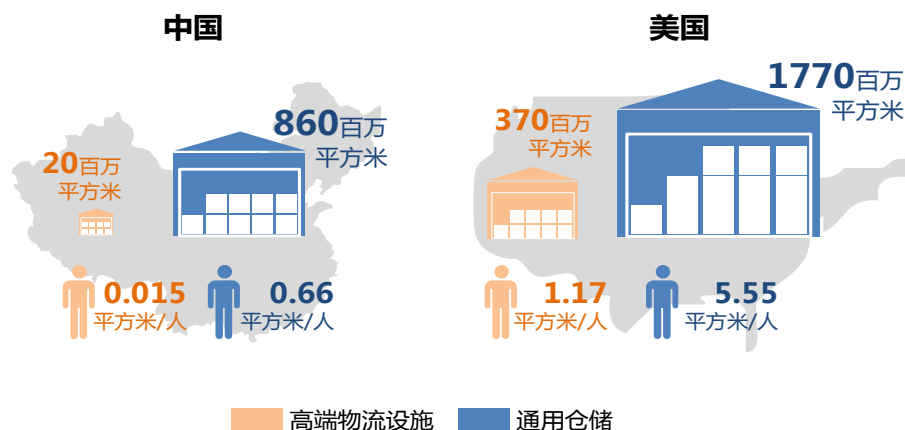


数据来源：统计局，中国仓储协会，广发证券发展研究中心

从目前物流仓储的存量来看，我国现代高端仓储尽管发展迅速，但是总量上与美国相比仍然较低，人均占有现代高端仓储面积更是差距巨大。根据世邦魏理仕数据，截至2015年第二季度，美国高端仓储总量3.7亿平方米，人均高端仓储面积高达1.17平方米；而我国高端仓储总量为0.2亿平方米，人均高端仓储面积仅0.015平方米。而从供给结构来看，现代高端仓储占物流仓储总量的比例偏低。截至2015年第二季度，我国高端仓储设施总量2000万方，仅占仓储总量的2.33%，远低于美国20.9%的占比。

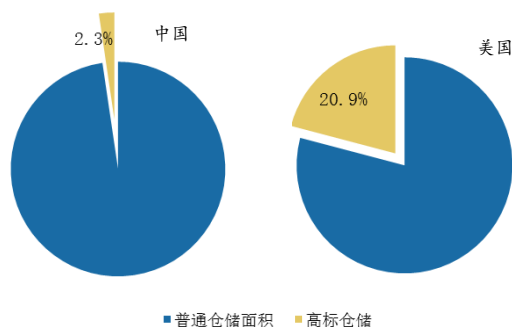
从供给格局上看，目前我国物流仓储设施的供应主体以外资为主，前十大供应商中有6个外资供应商，分别为普洛斯、嘉民、安博、丰树、维龙及盖世里，合计市场份额占比高达79.10%。而内资供应商仅有宇培、宝湾、易商及新进入的平安，合计市场份额仅为20.80%。未来随着内资开发商实力增强，对物流地产项目开发运营经验逐渐积累，凭借自身的本土化优势，预计未来内资物流地产商的份额有望提升。

图40：中美物流仓储总量及人均情况对比



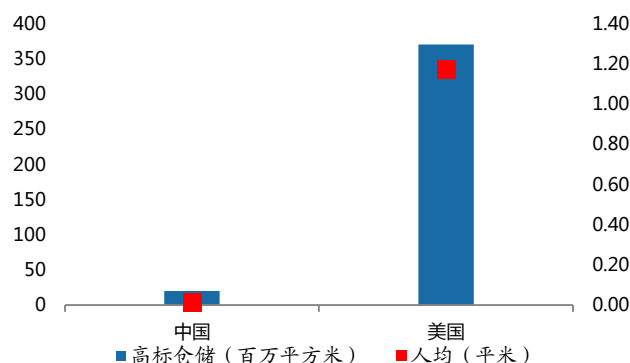
数据来源：世邦魏理仕，广发证券发展研究中心

图41：中美高端物流设施各占总物流仓储比



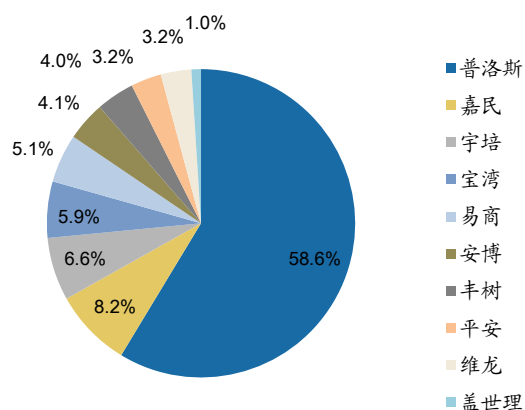
数据来源：世邦魏理仕，广发证券发展研究中心

图42：中美高端物流仓储总面积及人均面积对比



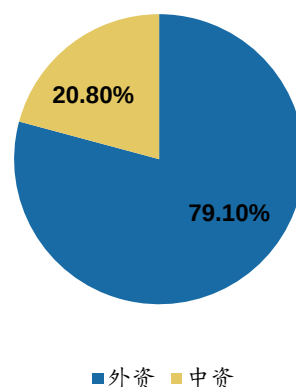
数据来源：世邦魏理仕，广发证券发展研究中心

图43：我国物流地产市场格局



数据来源：仲量联行，广发证券发展研究中心

图44：我国物流仓储设施约80%市场份额由外资提供



数据来源：世邦魏理仕，广发证券发展研究中心

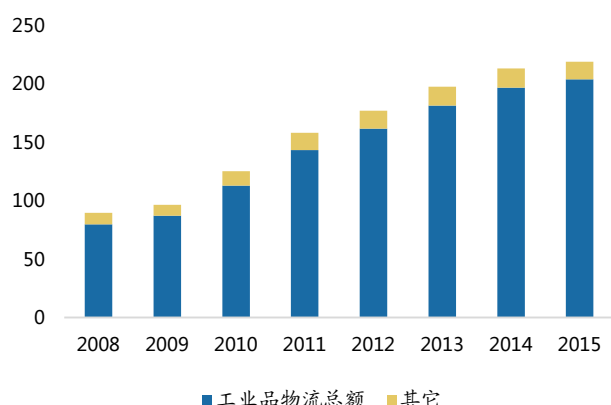
中国物流地产未来展望

通过对美国现代高标仓储需求推动因素的研究，结合我国物流地产发展现状，我们认为未来我国高标仓储的需求增长将来源于以下几个方面：（1）高端制造业转向使用第三方物流或自建仓储带来的需求增长；（2）零售业行业集中度提升，以及泛渠道化拓展带来的需求增长；（3）电商带动的第三方物流行业发展所带来的需求增长。

1. 高端制造业使用社会化物流比例的提升将间接推动现代仓储需求增加

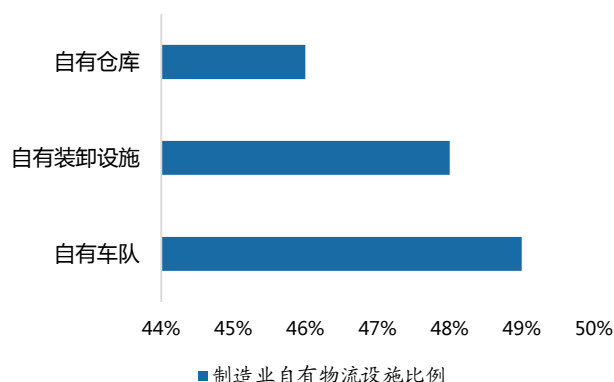
早在80年代，中国就从日本引入了物流业，但是国内企业当时还缺乏对现代物流的认识，没有“现代物流能够提高效率、降低成本”的观念。同时，巨大的廉价劳动力优势使得企业对于物流成本还不敏感，物流水平低在当时还不会导致竞争劣势，这些因素都导致了企业在使用物流外包服务时一直比较保守、意愿不高。这种环境下，80年代中国制造业企业多数选择自建物流。

图45：工业品物流占据社会物流的极大比例（万亿）



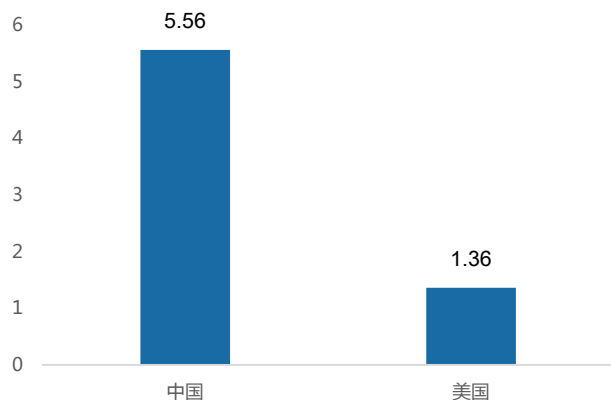
数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

图46：中国制造业自有物流设施比例较高



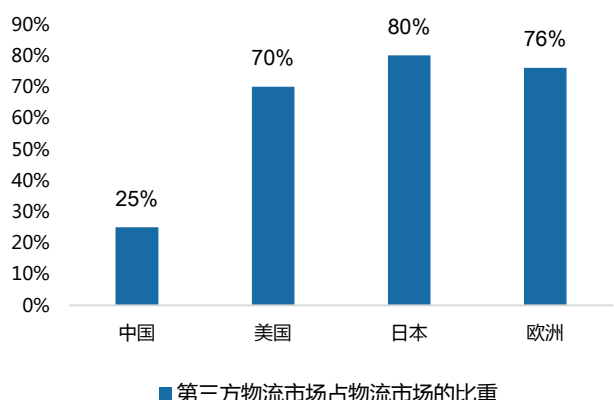
数据来源：中国仓储协会，广发证券发展研究中心

图47：中国工业企业库存率过高（%）



数据来源：US Bureau，广发证券发展研究中心

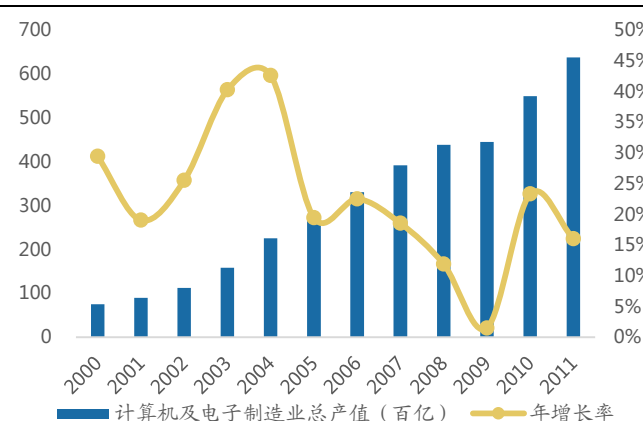
图48：中国第三方物流市场占比仍然偏低



数据来源：公开资料，广发证券发展研究中心

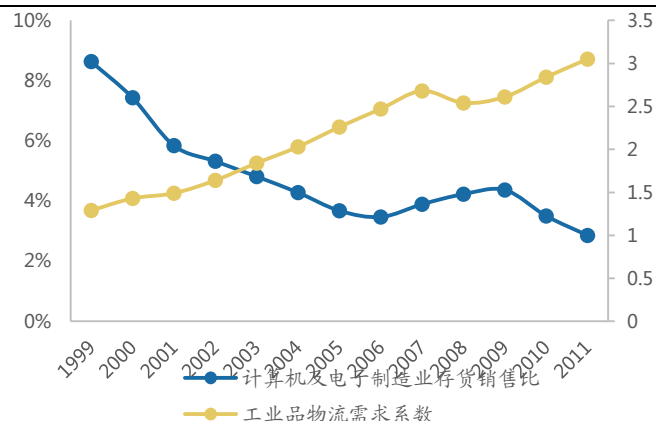
进入21世纪后，中国制造业生产商品的档次和附加值不断提高，从以前的纺织品、玩具、鞋服等低附加值产品，向手机、电脑、装备制造等高附加值产品转型升级。高端制造业因其自身资金密集、产品结构复杂等特征，过高的库存或者太慢的存货周转，都会对其资金链造成压力，因而存在对物流服务强烈的需求。专业的第三方物流所提供的物流服务，可以帮助高端制造业策划实施物流管理，提高企业存货周转率，降低库存水平，减少物流开支。我们认为，在中国第三方物流业的发展不断深入、“物流”概念逐渐为企业接受的趋势下，未来高端制造业企业也会转向使用第三方物流服务，从而推动对于物流设施的需求。

图49：2000年后中国计算机及电子制造业总产值



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

图50：计算机及电子制造业的存货销售比逐步下降

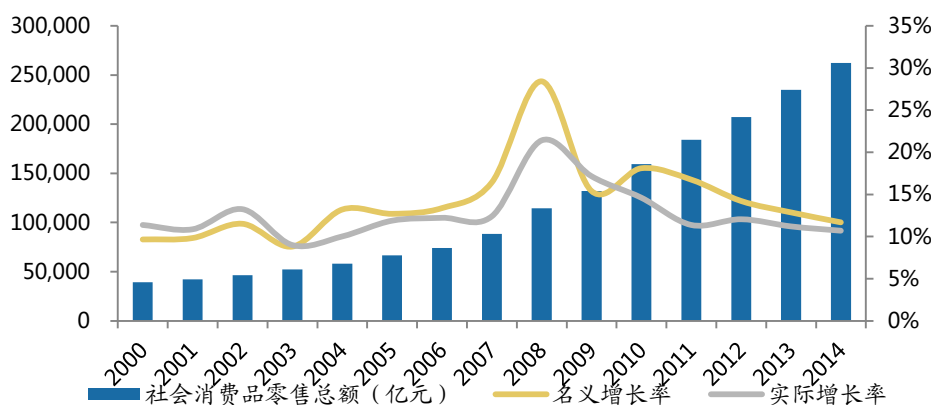


数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

2. 传统零售连锁化程度提升+电商快速发展是推动现代仓储需求的主要动力

20世纪90年代以前，中国零售市场上百货商店长期占据着主导地位。近年来，随着消费者需求的变化和零售市场竞争的加剧，大型连锁超市、便利店、专卖店等新型零售业态得到快速发展，成为中国零售业规模扩大的主要动力。

图51：零售业步入新时期，增速下滑



数据来源：中国产业信息网，广发证券发展研究中心

在传统零售商行业，从美国经验来看，伴随着连锁化程度的提升，大型零售企业对高标仓储需求也快速增长。而目前我国零售连锁化程度较低，仅为10%，远低于美国的65%，未来连锁化程度存在一定提升空间。同时，由于我国第三方物流起步晚仍不成熟，目前大多连锁超市采用自建物流配送中心的方式。行业集中度低、门店密度小使得超市自建配送中心的空置率高于30%，规模化经济效益难以实现。但是，从近年来并购数据来看，我国2015年批发和零售业发生并购的个数达88起，披露交易总金额达到1569.69亿元，较2014年批发零售业并购21起、涉及交易额70.99亿元的情况大幅提升，国内零售行业或已进入新一轮整合并购高潮期。连锁零售企业以联合采购，规模配送为运行基本特征，行业集中度提升，将带动仓储物流等相关供应链基础设施的需求进一步提升。

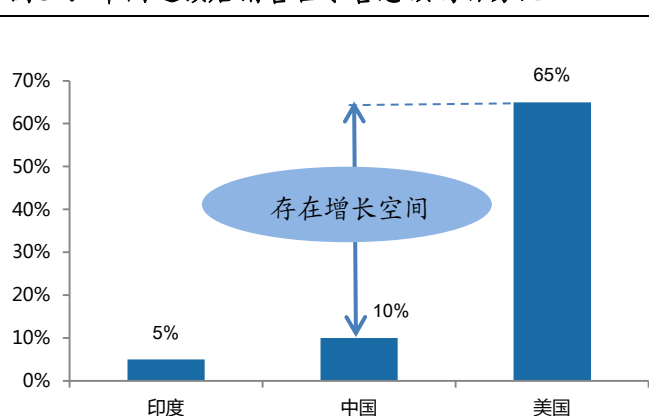
另外，受电商平台的冲击，传统零售商也开始转向线上拓展，以加速线上线下的融合，这种泛渠道的发展趋势也将引导原有传统零售商的物流体系向更加高效的物流体系转变，推动高标仓储需求的增长。

表6：部分连锁超市配送模式一览表

配送模式	连锁超市
自营配送	联华超市、华联超市、农工商超市、苏果超市、沃尔玛超市、麦德龙超市、易初莲花超市、乐购超市
第三方物流配送	物美超市、家得利超市
供应商直接配送	世纪联华超市、家乐福超市、欧尚超市

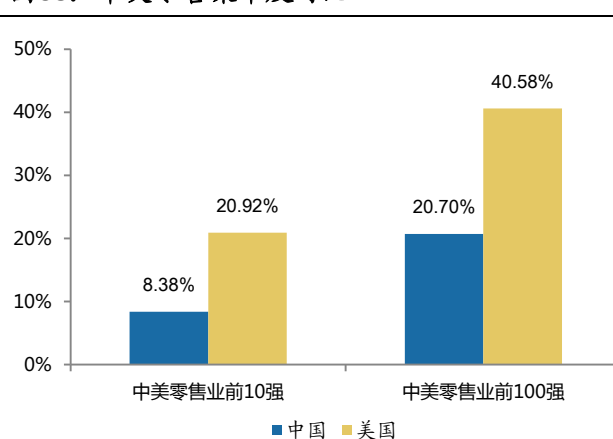
数据来源：公司报告，广发证券发展研究中心

图52：中国连锁店销售占零售总额的百分比



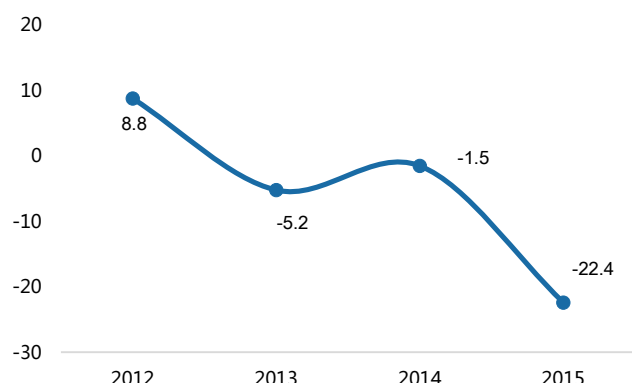
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图53：中美零售集中度对比



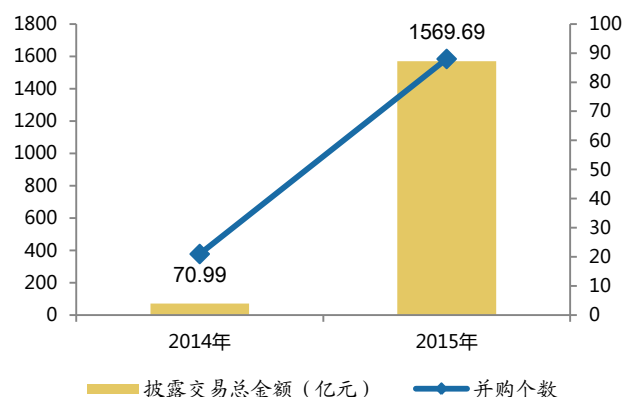
数据来源：中国产业信息网，广发证券发展研究中心

图54: 中国零售上市公司净利润中位数 (亿元)



数据来源: 中华全国商业信息中心, 广发证券发展研究中心

图55: 2015年我国批发和零售业并购情况 (起)

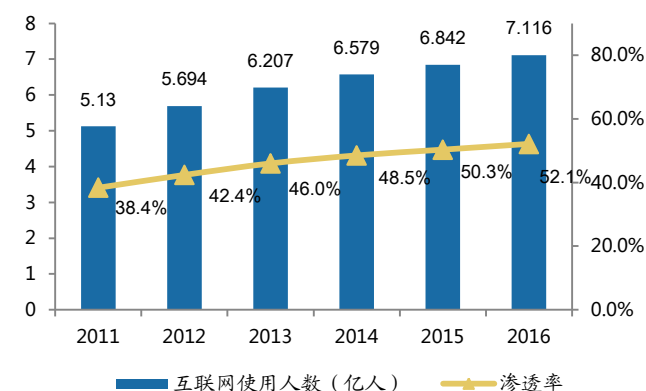


数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

对于在线零售商 (电商) 行业, 由于终端客户物流体验至关重要, 电商行业对物流提效的诉求更高, 传统物流因其周转效率慢、人工效率不高、智能化程度低等特点, 已经很难满足电商对物流设施的要求, 因此也催生了更多的现代高标仓储需求。

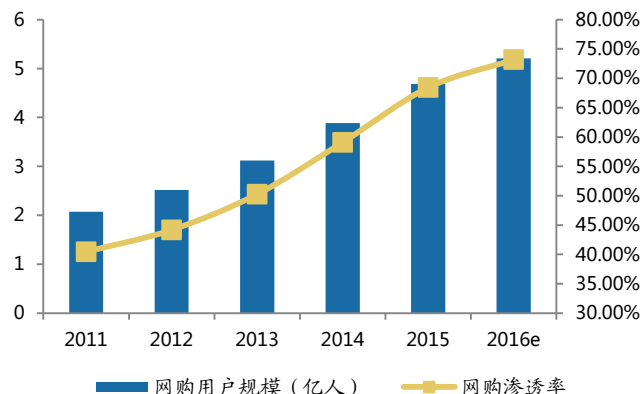
目前, 我国已成为交易额超过美国的全球最大线上零售市场, 网络购物也成为推动中国电子商务市场发展的重要力量, 预计未来一段时间仍会继续保持增长趋势。电子拍卖平台易趣网于1988年的诞生标志着电商的起步, 在线零售巨头的淘宝网于2003年成立, 我国的电商进入了快速发展阶段。之后, 中国电子商务交易规模一直保持较快增速, 年增速平均为 GDP (7%-9%) 的2-3倍。中国的网络零售额在2004年至2013年间复合年增长率达到80.5%, 预计2006到2017年11年间复合增长率将达到63%。目前我国目前的互联网用户约为7.1亿, 互联网使用渗透率达52.1%, 其中69%的用户是网购群体。

图56: 中国互联网使用人数及渗透率



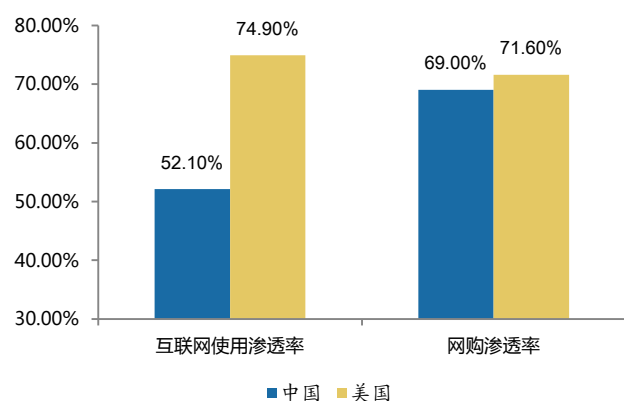
数据来源: eMarketer官网, 广发证券发展研究中心

图57: 中国网购人群数量及渗透率



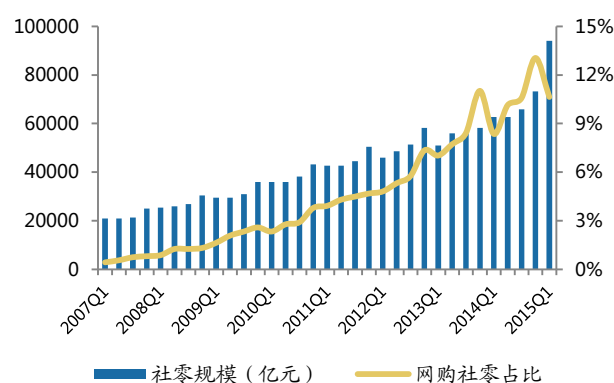
数据来源: 中国电子商务研究中心, 广发证券发展研究中心

图58：中美互联网及网购渗透率对比



数据来源：中华全国商业信息中心，广发证券发展研究中心

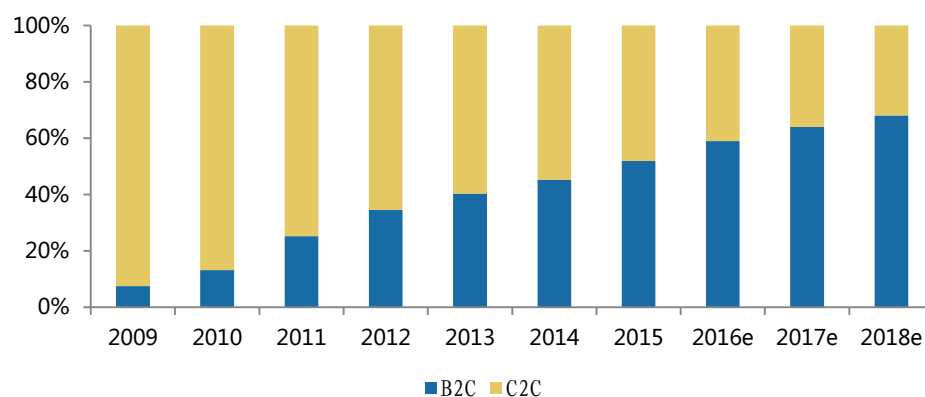
图59：中国在线零售规模及增长率



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

随着中国线上零售规模的持续扩大，电商及第三方物流行业带动了高端仓储快速发展。中国线上零售市场最早开始于C2C，随后B2C后来居上，2015年，B2C销售额首次超过C2C，占比51.9%。在物流方面，由于自建自营物流存在拿地难度高、承担资本投入大、时间成本高以及运营成本较大等问题，一些大型B2C电商巨头会选择直接向物流地产商定制或租赁高标仓储，并形成规模效应，因此B2C电商的自建比例不会过高。但对于中小型B2C以及C2C电商而言，考虑到自身很难形成物流规模效应，会优先选择使用第三方物流平台，进而间接推动对现代仓储的需求。

图60：中国在线零售份额变化



数据来源：艾瑞咨询，广发证券发展研究中心

表7：国内主要电商物流选择

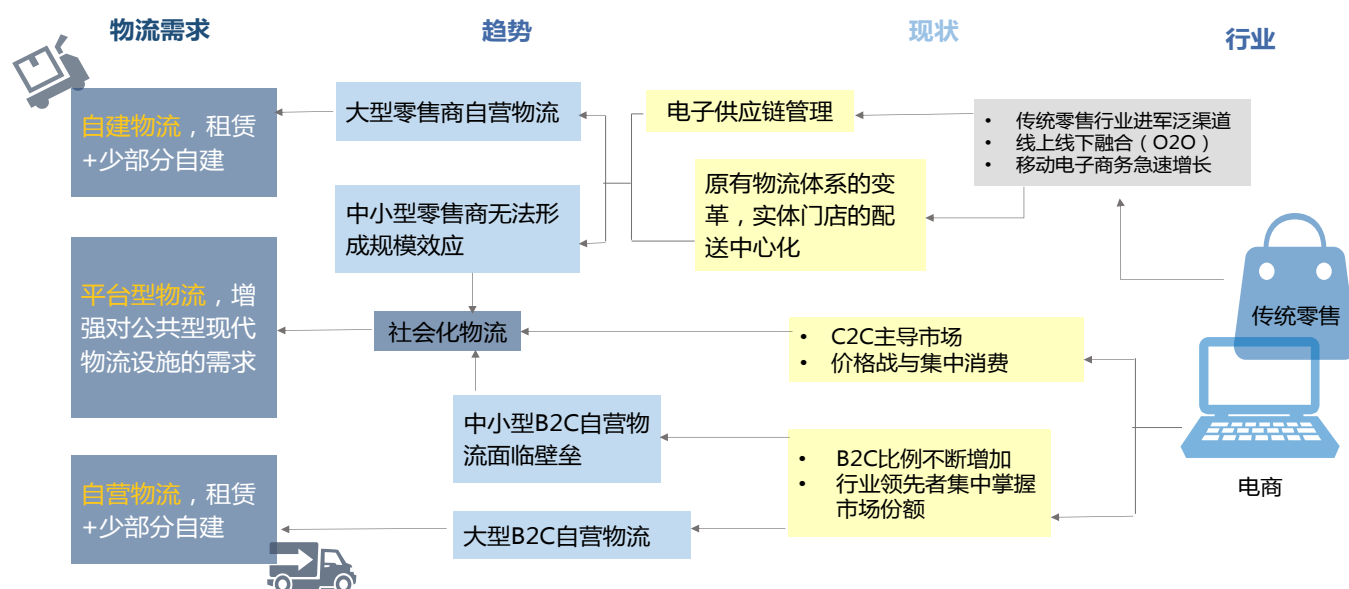
电商类型	电商企业	物流	配送	发展趋势（物流/配送）
C2C	淘宝网 Taobao.com	第三方+ 自营	第三方	- 正尝试自建自营及与海尔日日顺联合打造家电及大件商品的物流配送、安装体系 - 第三方配送。
B2B	阿里巴巴 Alibaba.com.cn	第三方+ 自营	第三方	- 正尝试自建自营及与海尔日日顺联合打造家电及大件商品的物流配送、安装体系 - 第三方配送。

B2C	VANCL 凡客诚品	自营	自营	- 截止 2012 年底已在北京、上海、广州、西安、成都、武汉等 10 地建立分仓，仓库面积超过 35 万平米。 - 由如风达负责配送，配送服务已向第三方开放。
	UNI QLO	第三方	第三方	- 第三方物流。 - 第三方配送。如 EMS、雅玛多宅急便、顺丰速递。
	Haier	自营	第三方+自营	- 日日顺物流。在全国拥有 9 个发运基地，90 个物流配送中心，仓储面积达 200 万平方米以上。 - 大家电由日日顺物流配送为主，小家电主要依托顺丰快递和 EMS 进行配送。
	JD. 京东 .COM	自营	第三方+自营	- 拥有 7 大物流中心，6 个一线分拣中心，在其他 21 座城市有大件商品单独仓库。 - 自建配送团队，大部分货物自行配送。于 2012 年 6 月获得快递牌照。
	苏宁易购 suning.com	自营	自营	- 截止 2013 年上半年已在 15 个城市建成物流基地并投入使用。有 14 个物流基地在建另有 13 个城市物流基地完成土地签约。正加快推进全国 12 个万件商品自动分拣仓库的建设。规划到 2015 年完成 60 个物流基地、12 个自动化仓库和 5 千个城市配送点。 2014 年 1 月获得国际快递业务经营许可，规划到 2015 年发展 5 万名快递员队伍。
	顺丰优选 sfbest.com	自营	自营	- 在全国 26 个城市建有库房，在华东、华南、华北三个综合型仓储中心内部配备有专业化多温控区间仓库。 - 顺丰快递。
	聚美优品 JUMEI.COM	第三方+自营	第三方+自营	- 在北京、上海、成都、广州四地投建超过 4 万平米恒温仓库。 - 目前北京为自建配送团队，其他地方均为第三方配送。

数据来源：世邦魏理仕，广发证券发展研究中心

同时，中国在线零售市场目前以及未来一段时间继续使用低价营销策略，短期促销带来的集中性消费将形成间歇的货物配送高峰，令物流需求的波动性以及不确定性提升，自建自营物流的经营风险提升。在这样的情况下，对于中小型电商企业以及计划短时间内扩张市场份额的平台电商，社会化及专业化的第三方物流和定制或租赁高端仓库成为必然选择。

图61：零售行业物流需求演变图



数据来源：世邦魏理仕，广发证券发展研究中心

展望未来，随着中国在线零售整体规模的继续扩大，电商及其带动行业将会驱动高端仓储快速增长。一方面，来自电商对现代物流仓储设施的直接需求不断增加；另一方面，通过电商行业与第三方物流市场联动发展的传导作用间接也会推动民营物流行业对现代仓储的需求。

两个值得关注的问题：政策支持以及自建仓储的漏斗效应

（1）政策面：顶层政策利好物流地产，但关键看地方落实情况

通过对美国物流市场的发展梳理，我们发现政府对于物流领域的支持性政策，是推动行业发展不可或缺的动力。实际上，我国从本世纪初以来，中央层面上出台了一系列的物流领域支持政策，涉及目标规划、税收优惠等多个方面。

但具体到物流地产领域，我们认为关键看地方的落实情况。由于物流地产业地价便宜、且对地方经济、税收没有明显的带动作用，各地方政府在对仓储土地的供应上，积极性不高，即使土地出让也常常设置了较为严苛的出让条件，比如在项目容积率、每亩投资强度以及每亩税收等多个方面均设置了硬性要求。（如何获取足够的土地储备是切入物流地产领域的关键能力之一，政府一手地供应偏少，导致越来越多的物流地产开发商寻求二级市场并购获取项目资源）。

表8：中央政府有关物流领域的政策

年份	政策	发文部门	重要内容
2004 年	《关于促进我国现代物流业发展的意见》	国家发展改革委、商务部、公安部、铁道部、交通部、海关总署、税务总局、民航总局、工商总局	政策从调整现行行政管理方式和完善物流企业税收管理两方面提出加快发展现代物流业
2009 年	《物流业调整和振兴规划》	国务院	为扩大物流市场需求、推进物流服务的社会化和专业化、促进物流业平稳较快发展等目标，制定加强组织和协调、改革物流管理体制等政策措施的行动方案
2012 年	《关于物流企业大宗商品存储设施用地城镇土地使用税政策的通知》	财政部、国家税务总局	提出“自 2012 年 1 月 1 日起至 2014 年 12 月 31 日止，对物流企业自有的（包括自用和出租）大宗商品仓储设施用地，减按所属土地等级适用税额标准 50% 计征城镇土地使用税。”
2012 年	《关于深化流通体制改革加快物流产业发展的意见》	国务院	提出“到 2020 年，我国流通产业发展的总体目标是：基本建立起统一开放、竞争有序、安全高效、城乡一体的现代流通体系，流通产业现代化水平大幅度提升，对国民经济社会发展的贡献进一步增强”的目标
2012 年	《关于推进现代物流技术应用和共同配送工作的指导意见》	商务部	为提高商贸物流技术应用水平，降低物流成本，提高流通效率，制定现代物流技术应用和共同配送工作的目标、任务等。
2012 年	《“十二五”综合交通运输体系规划》	国务院	提出“健全科技创新体系，完善科技创新机制，提高交通运输设施、装备、管理等技术创新能力”的要求对物流业的发展起到支持性作用
2013 年	《关于促进仓储业转型升级的指导	商务部	引导仓储企业由传统仓储中心向多功能、一体化的综合物流服务

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

	意见》		商转变
2013 年	《全国物流园区发展规划（2013-2020 年）》	国家发展改革委员会	提出“到 2015 年，基本建立物流园区建设局管理的有关制度”，“到 2020 年，物流园区的集约化水平大幅度提升，设施能力显著增强”等发展目标
2014 年	《物流业发展中长期规划（2014-2020 年）》	国务院	提出“到 2020 年，基本建立布局合理、技术先进、便捷高效、绿色环保、安全有序的现代物流服务体系。”
2015 年	《关于继续实施物流企业大宗商品存储设施用地城镇土地使用税优惠政策的通知》	财政部、国家税务总局	提出“自 2015 年 1 月 1 日起至 2016 年 12 月 31 日止，对物流企业自有的（包括自用和出租）大宗商品仓储设施用地，减按所属土地等级适用税额标准的 50% 计征城镇土地使用税。”

数据来源：发改委、财政部官网，广发证券发展研究中心

表9：地方政府有关物流领域的政策

城市	提出部门	文件	内容
上海	上海市城市规划设计研究院	《资源紧约束条件下超大城市的转型发展路径——上海市新一轮总体规划编制的若干思考》	工业仓储用地占全市建设用地比例控制在 10%-15%
北京	北京市政府	《北京市新增产业的禁止和限制目录（2014 版）》	未列入相关规划的区域性物流中心，以及建筑面积在 10,000 平方米以上的物流仓储设施，均在禁止新建和扩建之列
武汉	武汉市政府	《关于实施武汉市城镇土地级别与基准地价标准（2014）的通知》	物流用地的土地价格将按照工业用地基准地价的 1.5 倍系数来征收
成都	成都市政府	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	物流项目的物流仓储用地，参照工业项目用地的相关政策执行，土地出让起始价不得低于我市工业用地出让指导价标准。
杭州	杭州市政府	《关于杭州市现代物流发展规划的实施意见》	重点物流发展项目在符合本市土地总体利用规划和城市总体规划的前提下，政府按照“节约用地、集约用地”原则优先安排用地指标，其仓储用地可参照工业用地最低限价作为起价进行招拍挂。

数据来源：政府网站，广发证券发展研究中心

（2）自建仓储的漏斗效应

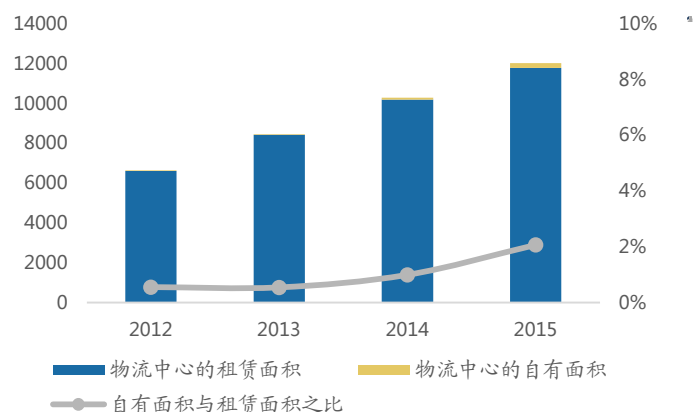
我们认为，未来企业会更多地选择租赁仓储，自建仓储对需求的漏斗效应并不明显，企业仅会出于对渠道网络的布局需求，在关键市场节点进行少比例的自建。

物流仓储本质上属于重资产，如果选择自建，则意味着较高的固定成本和资金占用。当企业自建仓储，需要投入大量资本，一定程度上会分散企业原本要投入到主营业务的资源，降低了整个自身资金的利益效率。另一方面，自建仓储涉及到设计-建设-采购-物业管理等精细化的专业工作，作为非专业的物流地产运营商，其运营能力有所欠缺。而另一方面，如果借助于物流地产商在各地的物流仓储网络，企业可以很快实现在各个地区的布局，从而迅速建立起自己的渠道网络，对自身的业务扩张起到积极的推动作用。

从具体的实例来看，例如，美国亚马逊的物流仓储中心就是以租赁为主，而自建比例极低，对于亚马逊而言，自建更多地是为了在关键渠道节点布局。而以我国的京东为例，尽管其在15年及之前，用于自建仓储的拿地规模呈现快速增长，但在

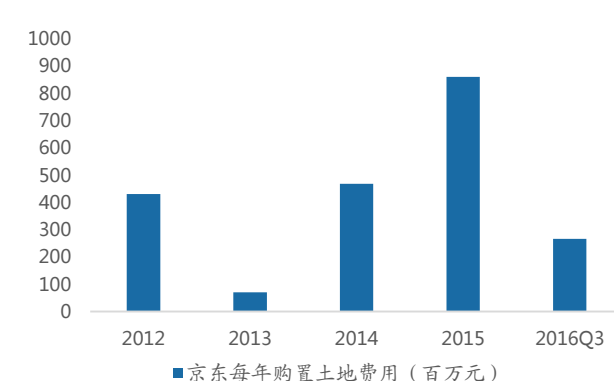
这一趋势在16年发生了明显变化，其拿地规模出现较为明显的萎缩。于此，同时，京东则是普洛斯最大的客户之一，从2011年到2014年，京东租赁普洛斯的仓储面积达到35.8万平方米，年均复合增速达137%，覆盖了全国10个城市。

图62：亚马逊物流中心自持比例极低（万平方英尺）



数据来源：亚马逊年报，广发证券发展研究中心

图63：京东在15年之后也逐步减少自建仓储规模



数据来源：京东年报，广发证券发展研究中心

我国未来高标仓储市场规模预测

我们摒弃了通过对各下游细分行业分别预测对现代仓储的拉动需求（涉及到对各个细分行业本身增速的预测，反而存在一定的不确定因素），而是从整个社会生产的物流成本未来必将趋势性降低的角度切入，并且我们认为，物流成本的降低必然是伴随着高标仓储占仓储总量比例的提升。据此，核心假设：

（1）（高标仓储与低标仓储之比值）与（物流成本与GDP之比值）成反比；

在前面我们已经指出，高标仓储的使用对整体社会提高物流效率、降低物流成本起到明显的推动作用，而对应到数值来看，也就是（高标仓储占低标仓储比值越高，物流成本占GDP比值将会越低，两者之间呈现一定的反比例关系。

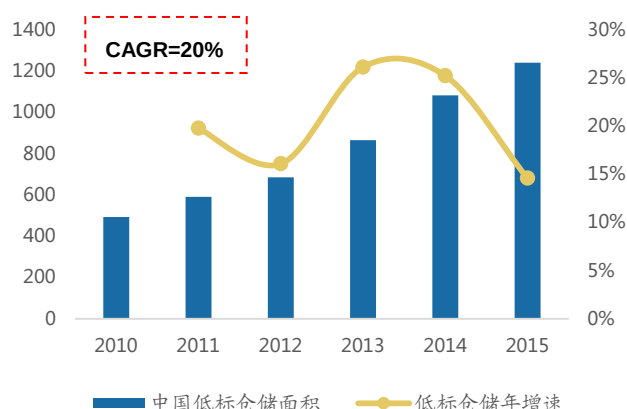
（2）保守估计低标仓储保持年均10%的增长；

根据戴德梁行数据,我国仓储扣除高标仓储以外的低标仓储面积从2010到2015的年均复合增长率为20%。考虑到2013年后，低标仓储面积增速持续下降至15%这一趋势。未来5年内，随着企业转向对高标仓储的建设，低标仓储面积增速恐进一步下降,我们保守估计低标仓储保持年均10%的增长。

（3）2020年，我国物流成本占GDP比值降至15%。

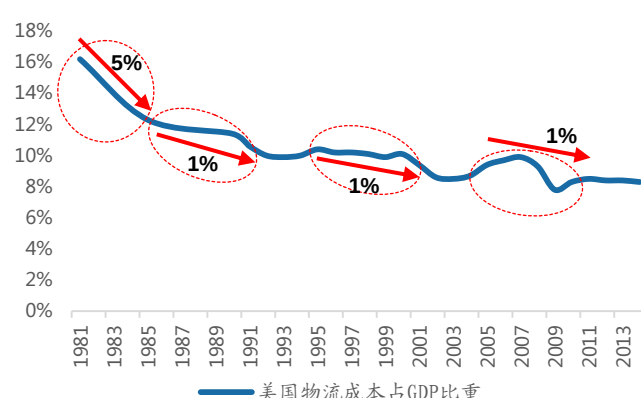
根据美国物流成本占GDP比重的变化，1981-1985年，是美国政府对物流领域的政策推动期，美国物流成本占GDP比重快速下降了5个百分点。而在之后的时间里，基本保持着每5年降低1%的降幅。故我们预计到2020年，我国物流成本占GDP比值降至15%（我国目前物流成本占GDP比值在16%）。

图64: 中国低标仓储面积 (百万平方米)



数据来源: 戴德梁行, 广发证券发展研究中心

图65: 美国物流成本占GDP比重



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

由以上假设, 得到测算结果: 到2020年, 我国高标仓储面积将达到1.47亿平方米。而供给端, 考虑到一方面政府供地偏少, 加上行业较高的进入壁垒 (对参与者的拿地能力以及运营管控能力要求较高), 未来供给不会爆发式增长, 行业供需关系不会突然发生逆转, 行业供需格局长期趋好, 行业高景气度持续可期。

表10: 2020年中国高标仓储面积敏感性测算

假设 2020 年, 物流成本/GDP=15%		低标仓储假设年均增速及相应 2020 年面积			
		6%	8%	10%	12%
		1660	1823	1998	2186
高标仓储面积/低标仓储面积	4%	74	81	88	97
	7%	123	135	147	161
	10%	172	188	206	226
	15%	245	269	295	323

数据来源: 广发证券发展研究中心

投资建议和行业评级

从美国物流地产发展历程来看, 尽管物流地产下游需求结构伴随着经济结构的变化而变化, 但无论是工业物流 (高端制造业) 还是消费物流 (零售连锁化及电商) 对高标仓储需求旺盛的本质原因均在于提高物流效率、降低物流成本的内在诉求。而我国物流行业来看, 整体物流绩效偏低, 08年金融危机后, 整个社会对于降本、提效的诉求逐步增强, 带动高标仓储需求快速增长, 但供给端看, 我国物流仓储供给结构不均衡现象明显, 存量总供给不足且高端仓占比较低, 供需缺口巨大。我们认为未来物流地产是地产细分行业中需求和供给关系最为健康的板块。物流地产行业首次覆盖给与“买入”评级, 地产大行业维持“持有”评级不变。

标的方面，我们重点看好采用轻资产、高周转运营模式的东百集团（经营模式采用基金实现资产后端退出，同时具备管理团队+上市平台+民企机制的自身优势）。

风险提示

物流仓储用地供应偏低，物流仓储需求低于预期，企业大量采用自建仓储模式，物流地产后端资产证券化存在不确定性。

广发房地产行业研究小组

- 乐加栋: 首席分析师, 复旦大学经济学硕士, 九年房地产研究经验, 2013 年进入广发证券发展研究中心。
- 郭 镇: 分析师, 清华大学工学硕士, 五年房地产研究经验, 2013 年加入广发证券发展研究中心。
- 金 山: 分析师, 复旦大学经济学硕士, 四年房地产研究经验, 2013 年进入广发证券发展研究中心。
- 李 飞: 研究助理, 中国科学技术大学金融工程硕士, 2015 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401	深圳福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 楼	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号震旦大厦 18 楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用, 否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。