

交通运输行业 2016年日常报告

评级：买入 上调评级

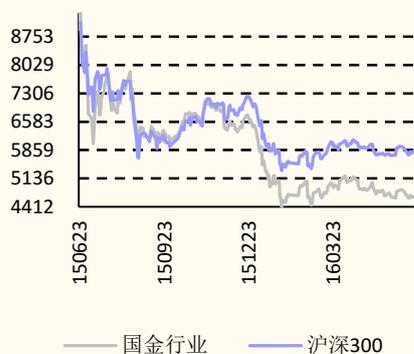
行业深度研究

长期竞争力评级：高于行业均值

物流地产：价值投资洼地，群雄逐鹿花落谁家

市场数据(人民币)

行业优化平均市盈率	20.02
市场优化平均市盈率	15.85
国金交通运输指数	4666.93
沪深300指数	3112.67
上证指数	2888.81
深证成指	10221.85
中小板综指	11268.04



相关报告

- 1.《放平心态，回归低估值稳增长品种-交通运输行业行业研究周报》，2016.6.19
- 2.《5月份快递行业持续高增长，顺丰借壳引爆板块-快递行业月报》，2016.6.17
- 3.《通航将起飞，新蓝海淘金-日常航空运输行业行业深度研究》，2016.6.15
- 4.《迪斯尼将开园，大上海交通只会更加拥挤-交通运输行业行业研究周报...》，2016.6.12
- 5.《继续推荐航空板块，关注超跌物流股-交通运输行业行业研究周报》，2016.6.5

行业观点

- **物流地产市场需求旺盛，高端仓储供给缺口巨大：**伴随着我国人均 GDP 和城乡居民收入的长期持续增长，居民的消费需求也日趋强劲，2015 年中国物流业的市场规模居全球第一占到 20%左右的份额。中国落后的物流基础设施和物流业市场全球第一的规模不相适应。到 2015 年，中国中高标准物流设施人均面积不到 0.015 平方米，仅为美国的 8%，主要物流的供应商的市场份额不足 3%，市场集中度很低。高端物流市场在我国尚处于市场初期，有很大的发展空间。
- **物流地产成投资新宠：**市场的旺盛需求推动了优质物流仓储市场租金的稳步上涨，全国整体优质仓储物业的平均租金已连续 18 个季度上涨。整个一线城市的物流地产投资净回报率在 7%以上，远高于商业地产和住宅地产在 2%-4%的投资回报率。机构投资者和大型地产商加紧合作，GAW Capital Partners 和维龙成立合资公司；继 2014 年 4 月份首次注资后，RRJ 再次向宇培投资 2.5 亿美元；万科也于同期联手黑石首次宣布成立物流公司。
- **物流地产市场格局，外资优势巨大：**在物流地产市场，光普洛斯一家外资就占到 55%的市场份额。各个企业纷纷围绕以土地、人才、资金为核心的物流地产价值链来打造自己的核心竞争力。普洛斯以成熟的物流地产运作开发经验、“一站式”物流地产平台吸引到更多顾客，同时地产基金的运作模式提高了资金的利用效率。近年来迅速崛起的本土企业宇培、易商也不断进行多轮融资、合并等资本运作，加快赴港上市的步伐。
- **传统国企转型发力，抢滩物流地产。**在光明的市场前景下，一些传统国企纷纷向物流地产积极转型。国内传统传统仓储龙头企业中储股份通过定向增发引入全球顶级物流地产商普洛斯，实现公司由传统仓储向高标准仓储的物流业务转型升级。原来的福州百货巨头东百集团引入经验丰富、了解市场的前安博管理团队来经营物流地产，并给予十分充分的股权激励。

投资建议

- 物流地产预期在中长期内依然会持续发展，土地资源的受限使得丰富的土地资源和拿地能力成为首要核心竞争力。我们看好拥有较多土地储备并积极向物流地产转型的企业，推荐**中储股份（定增引入普洛斯）、东百集团（前安博管理团队）**。

风险提示

- 土地政策风险；中小城市物流需求风险。

盈利预测与估值

公司	股价	EPS						PE		评级	
		13A	14A	15A	16E	17E	18E	16E	17E		18E
中储股份	7.2	0.43	0.32	0.33	0.28	0.29	0.31	26.0	25.2	23.6	买入
东百集团	6.3	0.16	0.43	0.11	0.16	0.23	0.34	39.3	27.3	18.5	增持

注：东百集团的 EPS 预测为 wind 一致预测。

苏宝亮 分析师 SAC 执业编号：S1130516010003
(8610)66216815
subaoliang@gjzq.com.cn

内容目录

物流地产成投资新宠.....	5
物流总量爆发增长，现代物流成本优势愈发显现.....	5
仓储租金稳步上升，物流地产回报可观.....	6
新的投资风口，机构投资者和大型地产商加紧合作.....	6
需求旺盛供应不足，支撑物流地产市场长期发展.....	6
居民收入水平提升，消费能力增强.....	6
电商、第三方物流——积极的推动力量、强劲的增长需求.....	7
高端仓储设施缺口巨大，市场集中度低.....	10
土地成稀缺资源，供给受限.....	10
物流地产价值链中的企业核心竞争力.....	12
物流地产价值链——价值活动的组合.....	12
价值链上的企业核心竞争力：土地、资本、人才.....	12
物流地产市场的主要参与者——物流地产四大家族.....	13
传统霸主外资家族：普洛斯、安博、嘉民.....	13
异军突起的民营家族：宇培、易商.....	13
不可小视的国企家族和基金家族：中储股份、东百集团、平安不动产.....	13
物流地产巨头普洛斯.....	14
普洛斯的运作模式——地产开发、地产运营和地产基金.....	15
成熟的物流地产运作开发经验.....	17
“一站式”物流地产平台：网络化增值效应吸引更多客户.....	17
迫切的土地资源需求.....	19
宇培和易商：行业本土翘楚.....	19
宇培集团——中国的普洛斯.....	19
易商——专注打造亚洲领先物流地产平台.....	21
投资建议：关注标的中储股份、东百集团.....	22
中储股份——定增引入普洛斯，资源和经验优势互补.....	22
东百集团——福州百货龙头，进军物流地产.....	25

图表目录

图表 1：中国物流成本居高不下.....	5
图表 2：中国和美国物流总费用占 GDP 比重对比.....	5
图表 3：物流总费用构成占比.....	5
图表 4：一线城市物流地产回报率趋势.....	6
图表 5：一线城市地产项目投资回报水平.....	6
图表 6：我国城乡居民收入水平持续增长（单位：元）.....	7
图表 7：2012-2014 年普洛斯在华各行业租户占比.....	7
图表 8：中国网购交易额急速增长.....	8

图表 9: 天猫商城双 11 交易额 (单位: 亿元)	8
图表 10: 智能仓储系统构架	8
图表 11: 仓储信息化	8
图表 12: 物流分类	9
图表 13: 第三方物流企业运作模式分类	9
图表 14: 德邦物流业务模式	9
图表 15: 传统的旧仓库和高标准的仓储设施有明显差距	10
图表 16: 高端仓储设施缺口巨大	10
图表 17: 中美人均高端物流设施面积差距巨大	10
图表 18: 17 个主要城市收益风险评估	11
图表 19: 一线城市成交工业用地	11
图表 20: 2014 年 29 个物流节点城市仓库租金均有增长	11
图表 21: 绝大多数物流节点城市仓库空置率下降	11
图表 22: 主要物流开发商全国城市节点	12
图表 23: 物流地产价值链	12
图表 24: 2015 年末主要物流地产商在中国所占的市场份额	14
图表 25: 国内主要高标准物流地产商 2015 年开发完成面积对比 (单位: 万平方米)	14
图表 26: 普洛斯净资产分布	15
图表 27: 普洛斯资产和物流基础设施分布	15
图表 28: GLP 中国 EBIT 拆分	15
图表 29: 影响 GLP 盈利的因素	15
图表 30: Prologis 运作模式	16
图表 31: GLP 基金类型对比	16
图表 32: GLP 基金管理类型分布 (单位: 亿美元)	16
图表 33: GLP 中国地区出租率	17
图表 34: 标准化开发	17
图表 35: 一对一定制	17
图表 36: 2014 年 GLP 全球物业资源情况 (TOP5 规模: 百万平米)	18
图表 37: GLP 中国客户行业分布	19
图表 38: 京东租借规模情况	19
图表 39: 2011 年以来普洛斯的土地投建情况 (单位: 百万平米)	19
图表 40: 宇培集团未来 3-5 年的全国战略布局	20
图表 41: 宇培的园区网络	20
图表 42: 中国物流资产公司开发流程	20
图表 43: 易商昆山花桥物流园	21
图表 44: 红木大阪南港配送中心	21
图表 45: 易商的全国布局	22
图表 46: 中储股份主营业务收入及变动	22

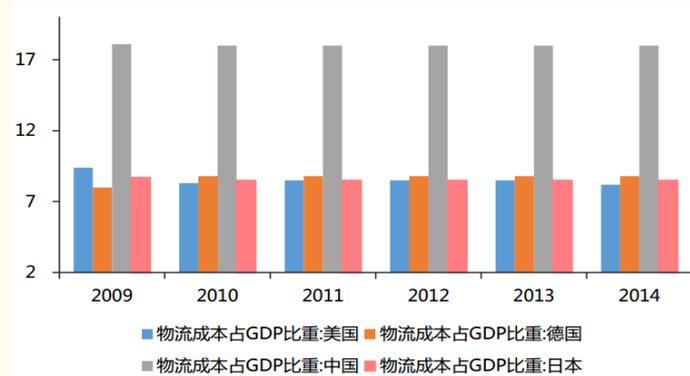
图表 47: 中储股份主营业务收入结构	22
图表 48: 中储股份净利润及变动	23
图表 49: 中储股份毛利率水平	23
图表 50: 引入普洛斯投资前后股权变化	23
图表 51: 中储现有土地储备及地理优势 (单位: 万平米)	24
图表 52: 大股东有待注入的优质土地资源	24
图表 53: 东百集团大楼	25
图表 54: 三水工业园区地块位置	26

物流地产成投资新宠

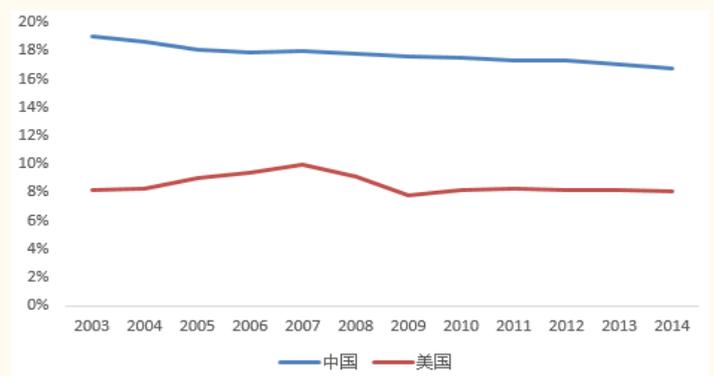
物流总量爆发增长，现代物流成本优势愈发显现

- 目前，中国物流成本占 GDP 比重占 17.8%，为美国的两倍多，远高于美国 8.3% 的水平，体现了物流运行的低效率。这主要是当前物流设施落后的表现。中国有 5.5 亿平方米的物流设施，其中实现可以达到现代物流设施标准的只有不到 1 亿平方米。与落后物流设施相对应的是中国近年来物流总量的爆发增长，早在 2012 年中国的物流业市场规模就超越美国位居全球第一，在超过美国的第二年也就是 2013 年中国物流业的市场规模达 1.59 万亿美元，占全球的 18.6%。

图表 1：中国物流成本居高不下



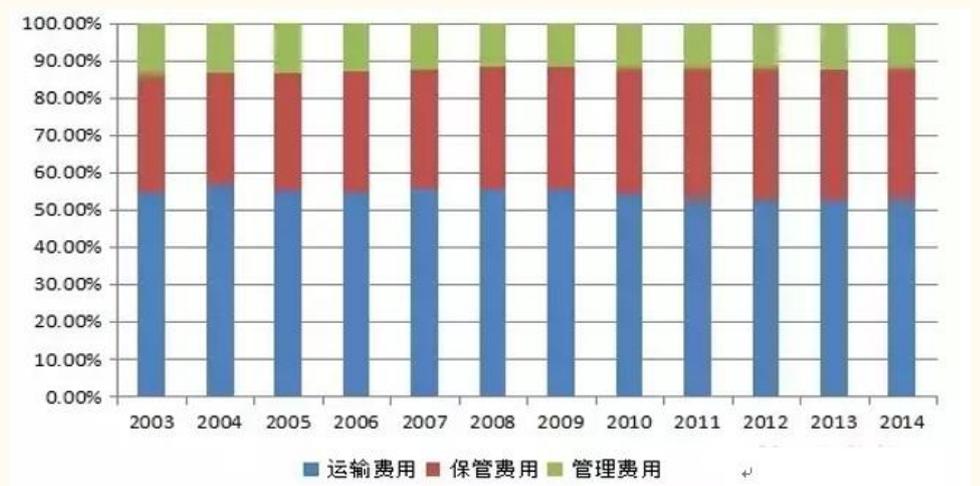
图表 2：中国和美国物流总费用占 GDP 比重对比



来源：Wind、国金证券研究所

来源：中国电子商务研究中心、国金证券研究所

图表 3：物流总费用构成占比



来源：中国电子商务研究中心、国金证券研究所

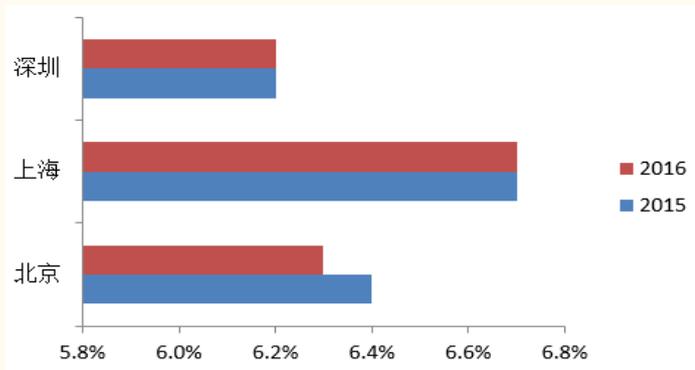
- 随着物流总量的不断增长，现代物流设施低成本、高效率的成本优势变得越来越明显，从而带动了近年来物流地产的投资机遇。为满足快速上升的物流需求以及降低自身物流成本的迫切需要，国内以京东为代表的电商企业开始打造自身物流体系、建设现代仓储设施。京东过去 2-3 年中京东的自建物流仓储面积保持年均 50% 左右的增速，同时其与国内最大的工业物业供应商之一的嘉民合作，承租了其于近期投入使用的嘉民青浦现代产业园内 63130 平方米空间，在此之前，京东商城已是天津嘉民陆路港、昆山

嘉民陆家和成都嘉民新都北等产业园区的现有客户。而嘉民、普洛斯等地产巨头也开始加速布局二三线城市的物流地产。

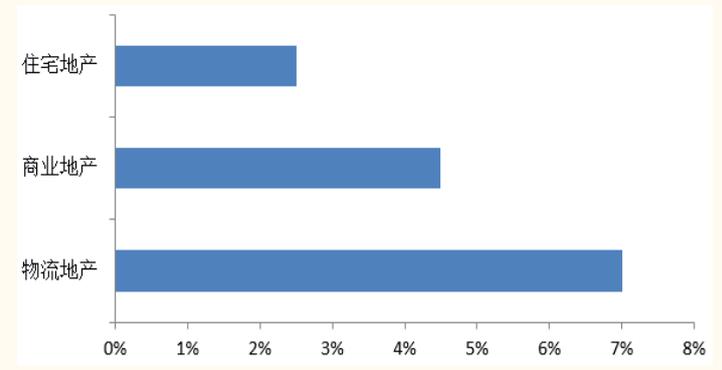
仓储租金稳步上升，物流地产回报可观

- 住宅地产投资回报率较低，而商业地产项目风险大、门槛高、模式复杂。相比较而言，物流地产有着统一的建设标准属于标准化产品、流动性较好、收益稳定，而且得益于整个行业的快速增长，投资回报率水平也十分可观。
- 市场的旺盛需求推动了优质物流仓储市场租金的稳步上涨，全国整体优质仓储物业的平均租金已连续 18 个季度上涨。在过去 5 年，按同样本比较，上海优质物流仓储市场的租金年复合增长率达 5.8%，远高于住宅投资 2% 左右的租金回报水平。与此同时，上海优质物流园区的空置率也下降到很低水平，市场整体空置率仅 9.1%。整个一线城市的物流地产投资净回报率在 7% 以上，远高于商业地产和住宅地产在 2%-4% 的投资回报率。

图表 4：一线城市物流地产回报率趋势



图表 5：一线城市地产项目投资回报水平



来源：世邦魏理仕、国金证券研究所

来源：世邦魏理仕、国金证券研究所

新的投资风口，机构投资者和大型地产商加紧合作

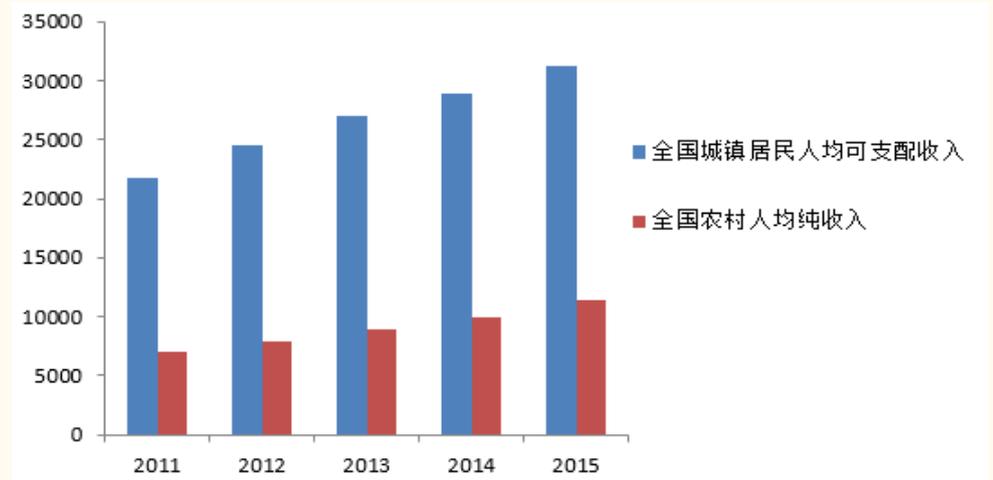
- 机构投资者与大型物流开发商合作的案例不断增多。GAW Capital Partners 和维龙成立合资公司；继 2014 年 4 月份首次注资后，RRJ 再次向宇培投资 2.5 亿美元；万科也于同期联手黑石首次宣布成立物流公司。此外，普洛斯于去年 7 月宣布设立 70 亿美元基金布局中国物流市场。

需求旺盛供应不足，支撑物流地产市场长期发展

居民收入水平提升，消费能力增强

- 随着中国经济的不断增长，2015 年中国人均 GDP 达到 8016 美元，特别是一线城市北上广深的人均 GDP 早就已经达到了世界银行制定的发达国家或地区标准的门槛。2015 年城镇可支配收入 31195 元，增长 8.1%；农村人均纯收入也首次突破万元门槛，达到 11422 元。在人均 GDP 和居民收入不断提升的同时，居民的消费需求也日趋强劲，尤其以高端制造、食品、药品、快速消费品等行业物流需求的明显增加，拉动了高端物流设施建设的增长。

图表 6：我国城乡居民收入水平持续增长（单位：元）



来源：国家统计局、国金证券研究所

电商、第三方物流——积极的推动力量、强劲的增长需求

- 从客户上看，物流地产市场的客户可以分为三类。最稳定的传统零售业如沃尔玛、家乐福、阿迪达斯、耐克，传统制造业如博世，施耐德，通用。它们主要出于盘活固定资产的考虑，已经没有较大的增长潜力。近 10 年来，物流地产市场规模稳步增长，主要得益于另两股推动力量——电商（阿里巴巴、京东、凡客）、第三方物流（德邦、顺丰、DHL）。

图表 7：2012-2014 年普洛斯在华各行业租户占比



来源：世邦魏理仕、国金证券研究所

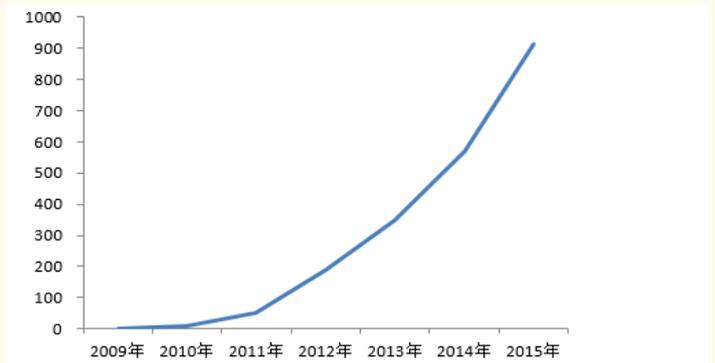
- 电商是新型的零售形态，在近几年得到了爆发式高速增长。2015 年，我国电子商务交易额预计为 20.8 万亿元，同比增长约 27%。全国网络零售交易额为 3.88 万亿元，同比增长 33.3%，其中实物商品网上零售额为 32424 亿元，同比增长 31.6%。全国快递服务企业业务量累计完成 206.7 亿件，同比增长 48%，其中约有 70%是由于国内电子商务产生的快递量。阿里巴巴旗下的天猫商城仅仅在 2015 年“双十一”1 天的交易额就达到 912 亿。

图表 8：中国网购交易额急速增长



来源：艾瑞咨询、国金证券研究所

图表 9：天猫商城双 11 交易额（单位：亿元）



来源：国金证券研究所

由于国内网购交易额在近几年的爆炸式增长，原有的物流设施根本难以满足电商的需求。在物流领域，仓储信息化程度的要求在不断提高。信息技术为快递行业带来的变革主要存在于两个方面：运输的信息化管理和仓储的智能化操作。首先，对于运输的信息化管理，主要集中在途中对货物运输进行实时监测。目前部分快递公司采用站点登记后上传信息来进行追踪管理，但仍缺乏一定时效性，未来有望借助卫星定位和互联网技术的结合对运输状态进行实时追踪，更精确的把握运输时间，便于高效性业务管理。其次，对于仓储智能化操作，就是将自动化与信息化相结合，通过物联网及互联网技术对货物信息进行采集处理，计算机发出指令，实现无人化智能作业。目前大部分快递公司还停留在纯人工或者使用吊车等机械设备完成货物的搬运和分拣等操作，小部分技术先进的快递企业已建立自动化立体仓库，但真正智能化仓储操作还处于探索阶段。随着射频识别 RFID、传感系统等智能仓储核心技术逐渐成熟，仓储环节的操作将更高效。

图表 10：智能仓储系统构架



来源：公开资料、国金证券研究所

图表 11：仓储信息化

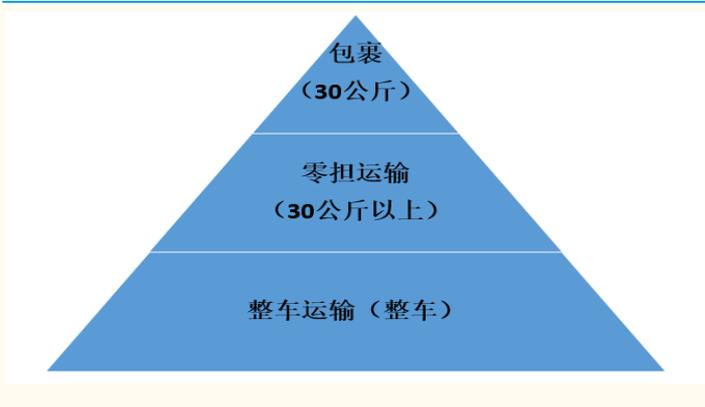


来源：公开资料、国金证券研究所

电子商务企业租赁现成物流地产的物业，有的也会根据需求定制仓库，同时还有部分电商选择自建，电商需求明显。以京东、阿里为代表的电商企业采取部分自建仓储的模式缓解仓储资源缺口，但远远不能满足其外部需求，目前仍然有近一半的仓储设施来自外部租赁。而且物流地产的开发具有较陡的学习曲线，以电商自行开发的情况看，平均 4 年才能掌握成功的开发经验，因此相比于专业的物流地产商，电商直接进入依然有一定的技术壁垒。电商快速及时的配送以及高效的供应链都需要现代物流设施的支持，因此快速增长的电商零售额是目前现代物流仓储设施需求的重要驱动因素。

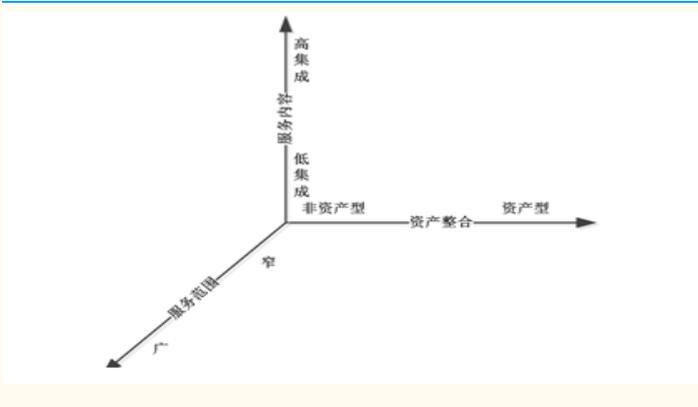
- 第三方物流市场同样发展迅速，过去五年全年复合增长在 20% 以上。第三方物流公司按装车货物区分可以分为包裹快递企业（30 公斤以下），零担物流（30 公斤到吨位级），整车物流（货物可装满一车）。整车物流是将同一类货物运往同一目的地，零担和快递物流则是将不同类货物运往不同地点的运送模式。第三方物流主要分为重资产自建网络型，如德邦物流，和轻资产平台整合型，如安能、卡型天下等两类。

图表 12：物流分类



来源：中国电子商务研究中心、国金证券研究所

图表 13：第三方物流企业运作模式分类



来源：中国电子商务研究中心、国金证券研究所

德邦从仓储、装卸、运输、收发货全链条全部自营，自己建立终端网络及运输车队的重资产模式。目前德邦拥有直营网点达 6100 多家，网点辐射全国 90% 以上的经济中心，并在全国 20 多个经济中心城市设有大型的货物中转基地。自建物流对资金的需求较大，运输及管理技能的要求较严格，因此进入的门槛偏高，另一方面也使其扩张速度较慢于加盟模式。综合来看，零担物流的自建网络模式是一种重资产模式。

图表 14：德邦物流业务模式



来源：中国电子商务研究中心、国金证券研究所

另一种轻资产整合模式主要是通过整合公路港、IT 平台、运输卡车等资源，克服信息不对称、信息流动不畅带来的物流行业效率低下。信息系统建设功能重复、数据不规范、无法互联互通等问题促使物流行业对于行业资源的整合需求日益强劲。

- 电商行业的飞速发展、供应链效率的不断提升以及第三方物流行业的整合，意味着市场对现代物流地产供应商愈加倚重。业内预计中国在线零售行业将飞速发展，并在未来三年内（2015-2018 年）实现 31% 的年复合增长率。

高端仓储设施缺口巨大，市场集中度低

- 随着我国步入服务消费社会，零售消费品及高端制造业的旺盛需求，高端设施的缺口变得十分巨大。而传统的旧仓库在各个方面和高标准的仓储设施有明显差距，建设标准和安保管理等很不规范，不能实现简单的替代改造，只能选择新建新的高标准仓储设施。

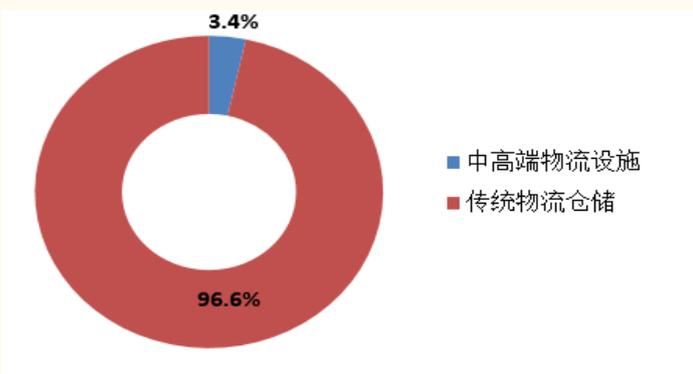
图表 15：传统的旧仓库和高标准的仓储设施有明显差距

	高标准仓储设施	传统仓储设施
主体架构	大于 9 米净高和 12 米*28 米柱距，满足 5 层以上立体货架、物品布置的灵活性	框架柱或钢结构，操作空间简陋，仅提供堆放物品，无法布路标准货架或立体货架
安全措施	消防喷淋，保证库内货物、人员的作业安全；防撞杆设施，防止库内叉车装卸作业时对主体结构的碰撞破坏。	缺乏专门消防喷淋设施
卸货装置	1.3 米高、4.5 米宽专用卸货区，与大型货车箱平行，方便卸货；电动提升门、自动卸货平台，提高货物装卸的效率；6.5 米宽雨棚，保证雨天也能够装卸货物。	缺乏与大型集卡、拖挂货柜车匹配的卸货平台，数量短缺，影响装卸货效率

来源：中国仓储业协会、国金证券研究所

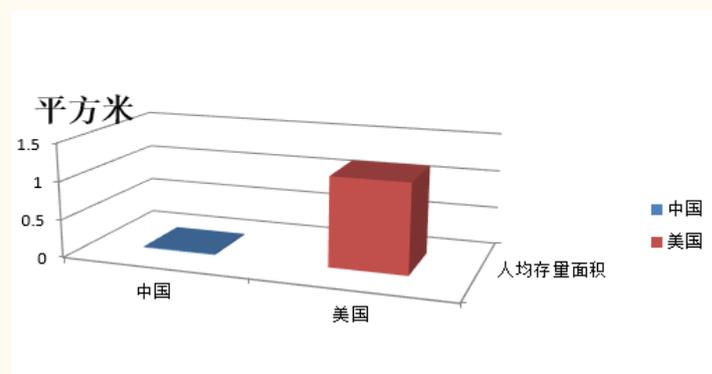
- 到 2015 年，中国人均物流面积为 0.43 平方米，仅为美国的 8% 左右，而中高端物流设施人均面积不到 0.015 平方米，我国主要物流的供应商的市场份额不足 3%，市场集中度很低。从人均物流面积和市场集中度来看，高端物流市场在我国尚处于市场初期，有很大的发展空间，提升空间十分充足，蕴含较多的投资机会。

图表 16：高端仓储设施缺口巨大



来源：世邦魏理仕、国金证券研究所

图表 17：中美人均高端物流设施面积差距巨大



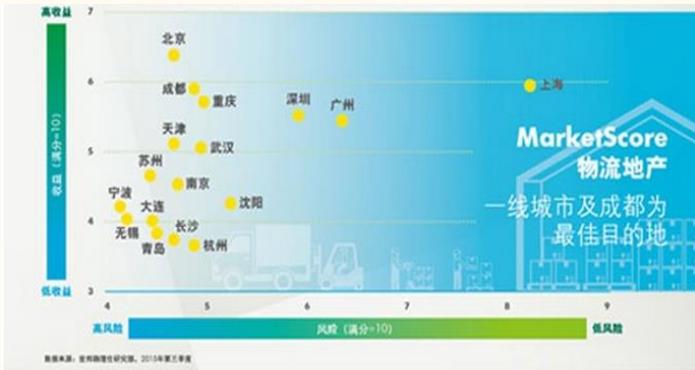
来源：世邦魏理仕、国金证券研究所

土地成稀缺资源，供给受限

- 物流地产是很大程度上依赖租金收益的行业，要实现这个规模需要大规模开发土地。我国的高端物流设施有超过 60% 集中在一线城市，拿地难的问题已经完全显现出来。一方面，政府积极推行集约用地同时逐年下调城市

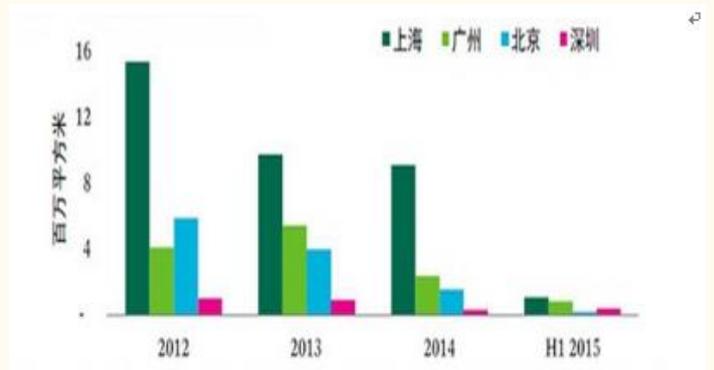
工业用地指标。2014年9月1日施行的《节约集约利用土地规定》中指出，对特大城市新增建设用地严格限制，并将逐渐减少。另一方面，物流地产相比住宅和商业地产土地出让金低、税收贡献较低、土地利用率低，因此政府为了把土地换成更多的财政收入，在项目审批的时候不大可能单独批准大片土地建物流基础设施。

图表 18: 17 个主要城市收益风险评估



来源：世邦魏美仕、国金证券研究所

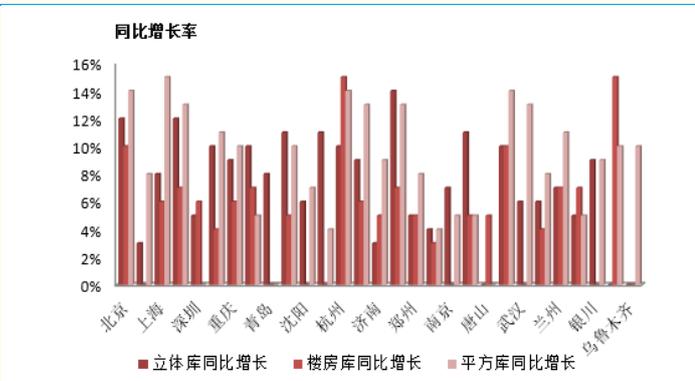
图表 19: 一线城市成交工业用地



来源：世邦魏美仕、国金证券研究所

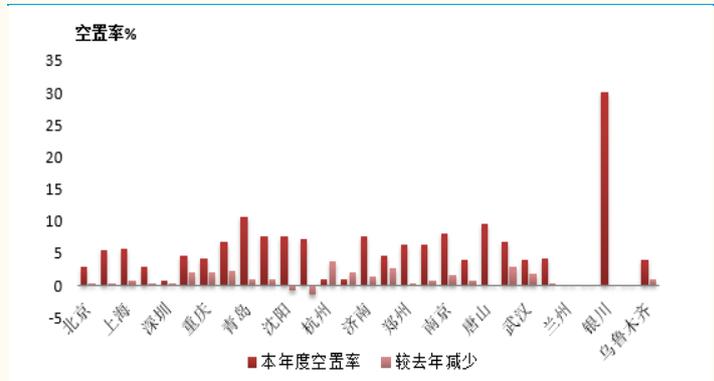
- 在一线城市，拿地难将成为制约物流地产快速发展的主要因素。一线城市短期内已经出现土地价格增长速度高于租金增长速度的现象。我国目前物流土地供应缺口在 1.8 亿平方米左右，长期的供需不平衡，目前物流用地的空置率迅速下降，租金直线上涨。而对其他的城市来说，尽管企业在拿地方面相对容易，由于市场还没有完全开发出来，物流需求量的不足，存在着空置率高和回报周期缓慢等多种问题。

图表 20: 2014 年 29 个物流节点城市仓库租金均有增长



来源：中国仓储业协会、国金证券研究所

图表 21: 绝大多数物流节点城市仓库空置率下降



来源：中国仓储业协会、国金证券研究所

- 物流地产目前的需求集中在珠三角、长三角、环渤海和内陆大型城市，因此拿地相对容易、物流需求旺盛的一线城市的卫星城、热点二线城市以及重要的物流节点城市有着很大的市场增长潜力。

图表 22：主要物流开发商全国城市节点



来源：世邦魏理仕、国金证券研究所

物流地产价值链中的企业核心竞争力

物流地产价值链——价值活动的组合

- 根据普洛斯的解释，物流地产就是建设、运营与管理专用物流设施，与制造商、物流公司、零售商等供应链环节上的客户建立合作关系，为相应的客户在对应的供应链环节上提供合适的现代物流设施。
- 物流地产价值链实质上是通过一系列的价值活动，实现对地产及其附加产品的增值，在价值链上盈利。但是并不是每一个活动都实际创造价值，只有真正创造价值的经营活动，就是价值链上的战略环节。企业要想在物流地产市场的竞争中获得优势，实际上就是要在这些战略关键环节拥有和其他企业与众不同的核心竞争力。

图表 23：物流地产价值链



来源：中国知网、国金证券研究所

价值链上的企业核心竞争力：土地、资本、人才

- 土地作为稀缺资源，是物流地产企业最根本的利益所在。结合一线城市的供地紧张、政府出让意愿低、对工业用地的限制政策等因素，土地资源变得更加珍贵。缺乏土地储备的开发商，可谓是“巧妇难为无米之炊”。因此，土地获取能力是物流地产企业必不可少的首要核心能力，只有拥有丰富的土地储备、具有持续拿地能力的开发商才有可能取得竞争优势，获得长远发展。
- 物流地产属于资金密集性产业，在整个开发过程需要持续投入大量资金，相比商业地产和住宅地产投资回收期更长，仅仅依靠自有资金是远远不够的，需要有一个灵活有效的资本运作模式来筹措资金。它可以为开发项目提供足够的资金支持和财务保障，以较小的自有资本运营较大的开发资本链，获得预期收益。
- 人才也是一种核心竞争力。人才的竞争更突出的是高素质人才的竞争。尤其是管理团队对于企业核心竞争力的提升是非常关键的。一个优秀的物流地产管理团队可以为企业带来丰富的经营经验和先进的产品设计理念，甚至有拿地资源和高效资本运作方式的溢价。

物流地产市场的主要参与者——物流地产四大家族

传统霸主外资家族：普洛斯、安博、嘉民

- 在国内物流地产的市场，以普洛斯、安博、嘉民为代表的外资企业占到了绝对的优势。自从 2003 年普洛斯进入中国市场以后，国内高标准物流仓储的建设标准基本参照普洛斯带来的国际标杆。戴德梁行最新发布的《中国高端物流市场 2015 年回顾》报告显示：以普洛斯(GLP)为标杆的国际性物流地产商在市场中依然占据了大部分市场份额，光普洛斯一家就占到了 55% 的市场份额。这些外资物流地产商，在资本运作、运营理念、产品设计等方面相对超前领先，因此能够占据巨大优势。普洛斯等外资企业只做基础的标准服务，不做更深的服务以增强客户粘性，却依然吸引了大量顾客。

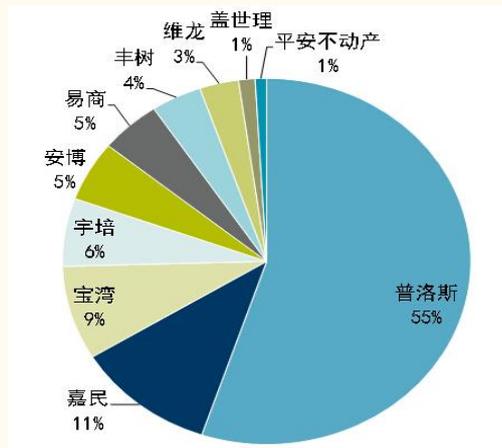
异军突起的民营家族：宇培、易商

- 民营家族：之前在物流地产市场，中国本土企业相对空白。主要的原因有二，一是中国的商业消费文化在近些年刚刚孕育，而国外非常发达，外资有着相关的经营，在进入中国市场的初期就做了提前布局，有着不可多得的先天优势。二是相比于住宅地产可以通过提高容积率、采取预售方式等方法在短期内获得回报，开发物流地产则主要是通过未来的成长带来长期的稳定回报。因此不为追求短期高收益的中国资本的青睐。不过，最近两年，宇培和易商的迅速崛起，在未来三年对市场份额形成实质性的影响，目前已经挤入物流领域的前十名。目前两家企业都在积极进行资本化运作，除了向国内外资本大规模融资之外，还在谋划在港上市。

不可小视的国企家族和基金家族：中储股份、东百集团、平安不动产

- 国企家族：物流地产市场国企构成相对复杂，比较有代表性的转型国企——中储股份和东百集团正在向物流地产积极转型，通过与普洛斯等外资展开战略合作或者引入外资产管理团队，学习普洛斯等外资巨头先进的经营理念和经营方式。
- 基金家族。基金家族除了老牌外资比如黑石、KKR、凯雷、华平、三菱、三井、汤森、RRJ 和淡马锡旗下的狮城控股、荷兰汇盈资产管理公司等外，平安成为一股新兴力量。平安不动产刚刚在成都从领盛投资手中收购了一处 9 万平方米的仓储物业，算是正式高调进入了物流地产领域，也在物流地产市场占据了一席之地。

图表 24：2015 年末主要物流地产商在中国所占的市场份额

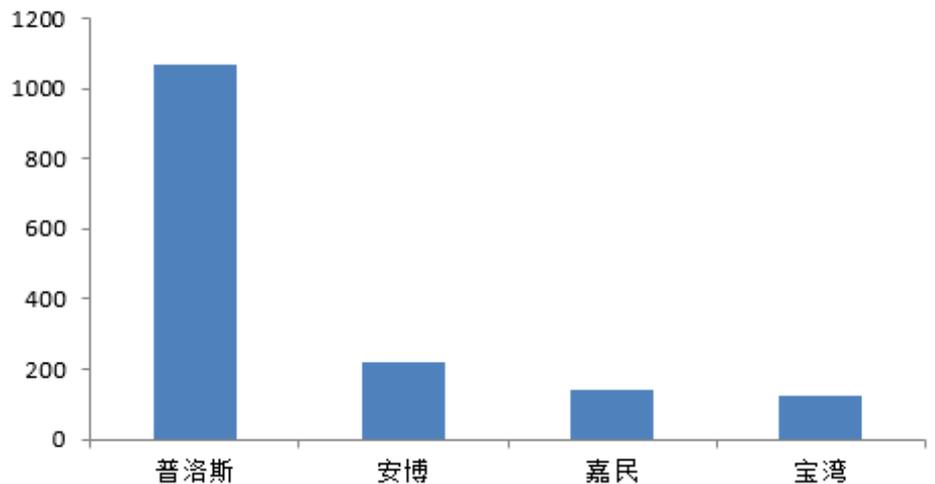


来源：戴德梁行，国金证券研究所

物流地产巨头普洛斯

- 普洛斯是全球知名的现代物流设施和工业基础设施的供应商。它的前身是全球工业物流龙头、美国的 Prologis 公司，主要从事物流地产的开发建设、运营出租、物流配套设施提供以及物流地产投资基金运作。
- 2003 年进入中国后，受制于当时国内物流园区泛滥、土地政策趋严，Prologis 调整自己在中国的经营战略，通过与国内物流公司合资或入股的方式获取土地开发权，逐渐拓展其在中国大陆的物流网络。其后，凭借核心物流园区的表现得到地方政府的认可和拿地方面的支持，网络规模迅速扩大。目前在全国拥有个 185 园区，建成物业近 1300 万平方米。

图表 25：国内主要高标准物流地产商 2015 年开发完成面积对比（单位：万平方米）

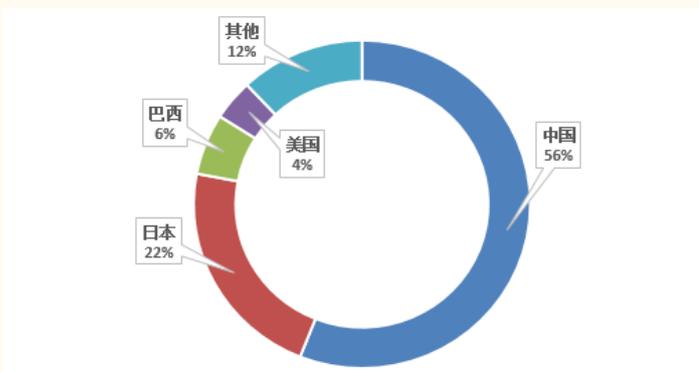


来源：中国仓储业协会、国金证券研究所

- 2008 年，国务院出台了《国务院关于促进节约集约用地的通知》，要求发挥市场配置土地资源作用，严格落实工业和经营性用地招标拍卖挂牌出让制度，提高建设用地利用效率。恰逢全球次贷危机，资金募集、客户需求、土地储备三个核心因素都在一定程度上影响了 Prologis 在中国的发展。随后公司不得不进行改革，由新加坡政府产业投资有限公司接手其在亚洲的资产和相应债务，该部分更名为 GLP，并于 2010 年在新加坡上市。

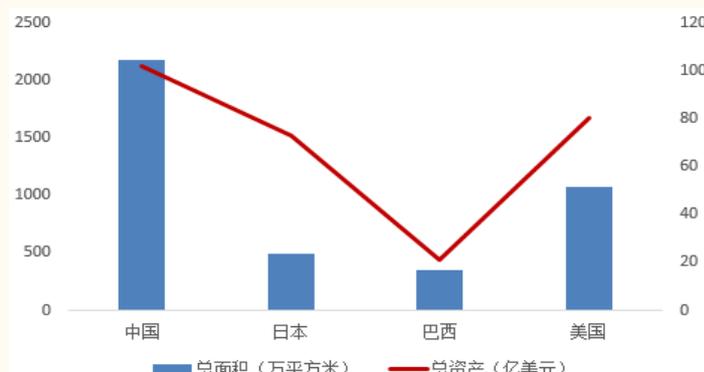
- 普洛斯目前拥有总资产 290 亿美元，主要分布在中国、日本、美国和巴西，在这四个国家总计约 4200 万平方米的物流基础设施。

图表 26：普洛斯净资产分布



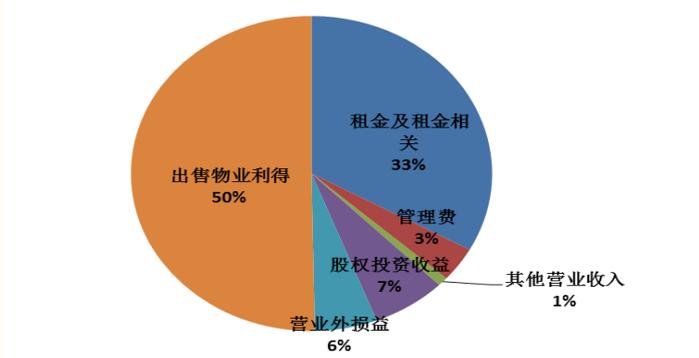
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 27：普洛斯资产和物流基础设施分布



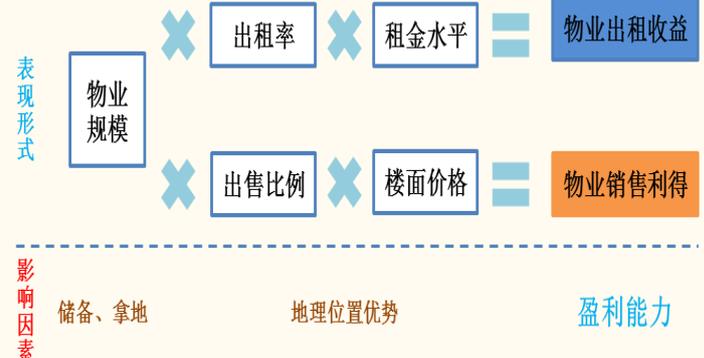
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 28：GLP 中国 EBIT 拆分



来源：GLP 年报、国金证券研究所

图表 29：影响 GLP 盈利的因素



来源：国金证券研究所

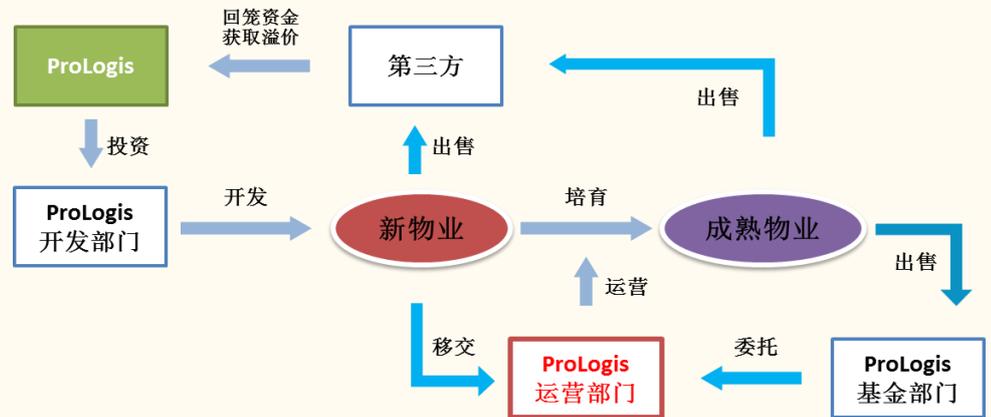
普洛斯的运作模式——地产开发、地产运营和地产基金

- **地产开发**：地产开发部门负责物流园区类型土地开发，开发完成后可以卖给普洛斯基金或者第三方获得出售收入，也可以进入地产运营阶段获得出租收入。地产开发业务是普洛斯的核​​心业务，贡献了约 60% 的主营业务收入和 30% 左右的主营业务利润。开发周期一般为前期 3-6 月、建设 6-12 月。
- **地产运营**：地产管理部门在获得交付的物流园区后，出租取得租赁收入。地产运营虽然只贡献了 30% 的主营业务收入，却占到了整个主营业务利润的 50%。在成熟阶段，普洛斯的招租率普遍达到 90% 以上，租金回报率 7% 以上。
- **地产基金**：基金管理部门通过“核心型基金”购入成熟物业——实现重资产剥离、回笼资金。
 普洛斯管理的基金类型主要由三种核心型、增值型和机会型，对应不同的投资标的类型。其中核心型基金用于购入物业管理部​​门培育好的持续稳定经营的物业，通过资产出表帮助公司回笼资金；增值型基金主要用于重新开放成熟物业，依托公司自身在物流地产设计、评估的专业化优势，实现低估物业的增值；而机会型基金一般会参与物流地产的开发与建设，补充

开发阶段的现金流，并获取较高风险的投资回报。

目前，GLP 管理的基金规模总共约 211 亿美元，以机会型、核心型为主，分布占 61.6%和 29.9%。其中，机会型基金主要投向中国市场，总规模 100 亿美元：一期成立于 2013 年 11 月，规模 30 亿，GLP 占 55.9%，已经投资约 13 亿；二期成立于 2015 年 7 月，规模 70 亿，GLP 投入 56.4%，尚未进行投资。

图表 30: Prologis 运作模式



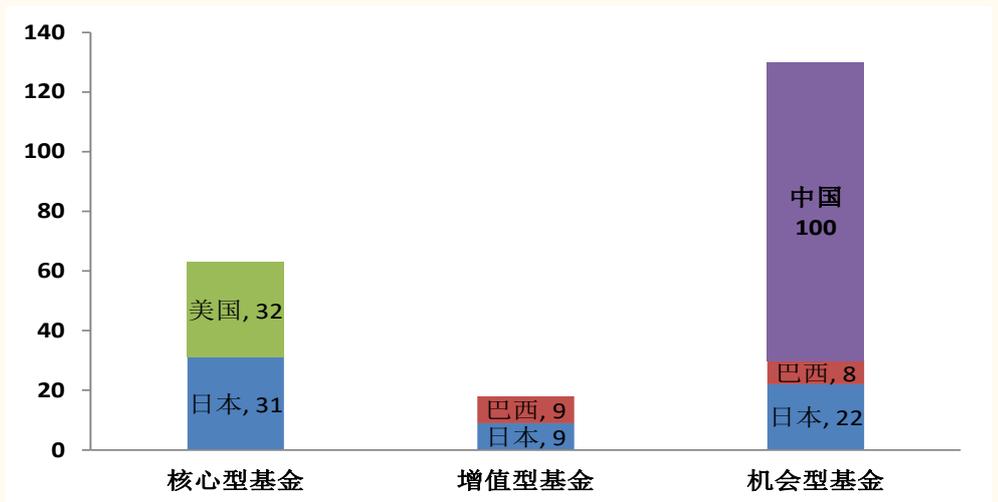
来源：Prologis 官网、国金证券研究所

图表 31: GLP 基金类型对比

基金类型	投资标的	风险与回报
核心型基金	购入持续稳定经营物业	低风险稳定回报
增值型基金	成熟物业的重新定位、开发	中等风险的物业增值回报
机会型基金	参与项目开发或持有新兴市场物业	高风险的物流地产投资回报

来源：公司官网、国金证券研究所

图表 32: GLP 基金管理类型分布 (单位: 亿美元)

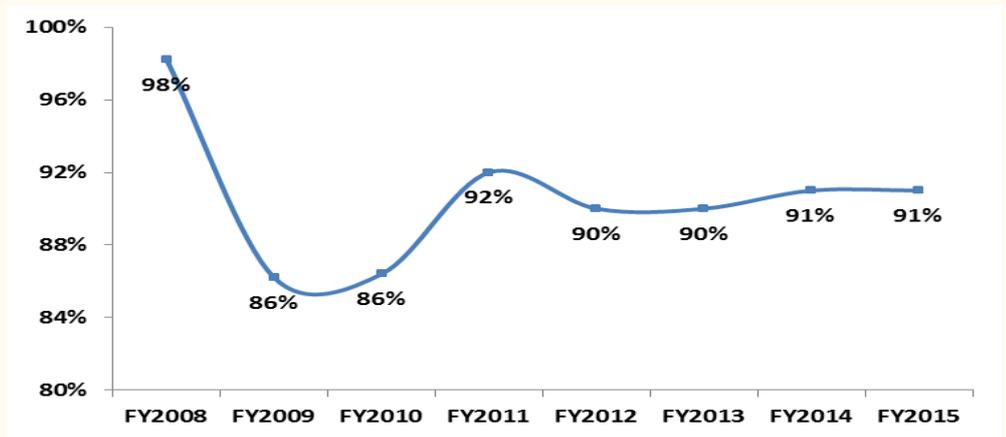


来源：GLP 公告、国金证券研究所

成熟的物流地产运作开发经验

- GLP 出身于全球领先的工业物流设施提供商，定位高端物流，在 20 多年的发展过程中逐渐形成了一套成熟的物流地产运作开发模式，国内物业整体出租率稳定在 90% 以上。

图表 33: GLP 中国地区出租率



来源: GLP 年报、国金证券研究所

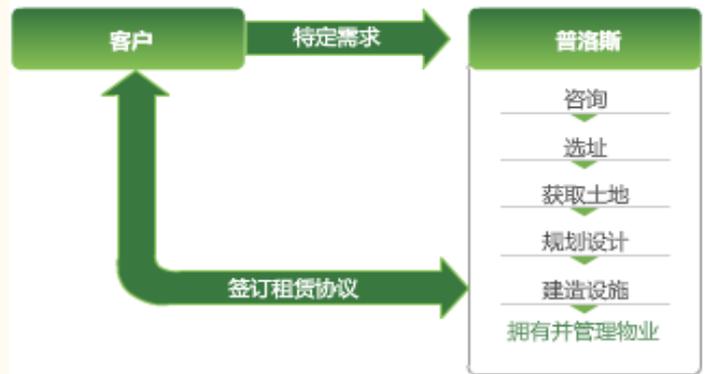
- 针对小租户和大客户的不同需求和承租能力提供物流园区和专属物流基地的开发和运营: 在物流地产的开发运作上, GLP 提供物流设施的标准化开发和一对一定制。一方面, 普洛斯根据自身积累的经验为中小客户提供方便、快捷、高效的物流园区设施服务, 另一方面针对较大的零售商、第三方物流企业等设计建设适应其业务运转特点的专属仓储。
- 高标准的专业化设计建设理念: 借助 Prologis Operation System, 普洛斯从项目的选址、设计、评估、内审, 施工成本、预算的控制, 到客户签约和管理都遵循严格、精确的原则, 保证项目的顺利实施。而在顺利实施的前提下, 普洛斯在项目设计的每一个细节上尽可能依托自身的经验为客户提高效率和方便。

图表 34: 标准化开发



来源: GLP 官网、国金证券研究所

图表 35: 一对一定制



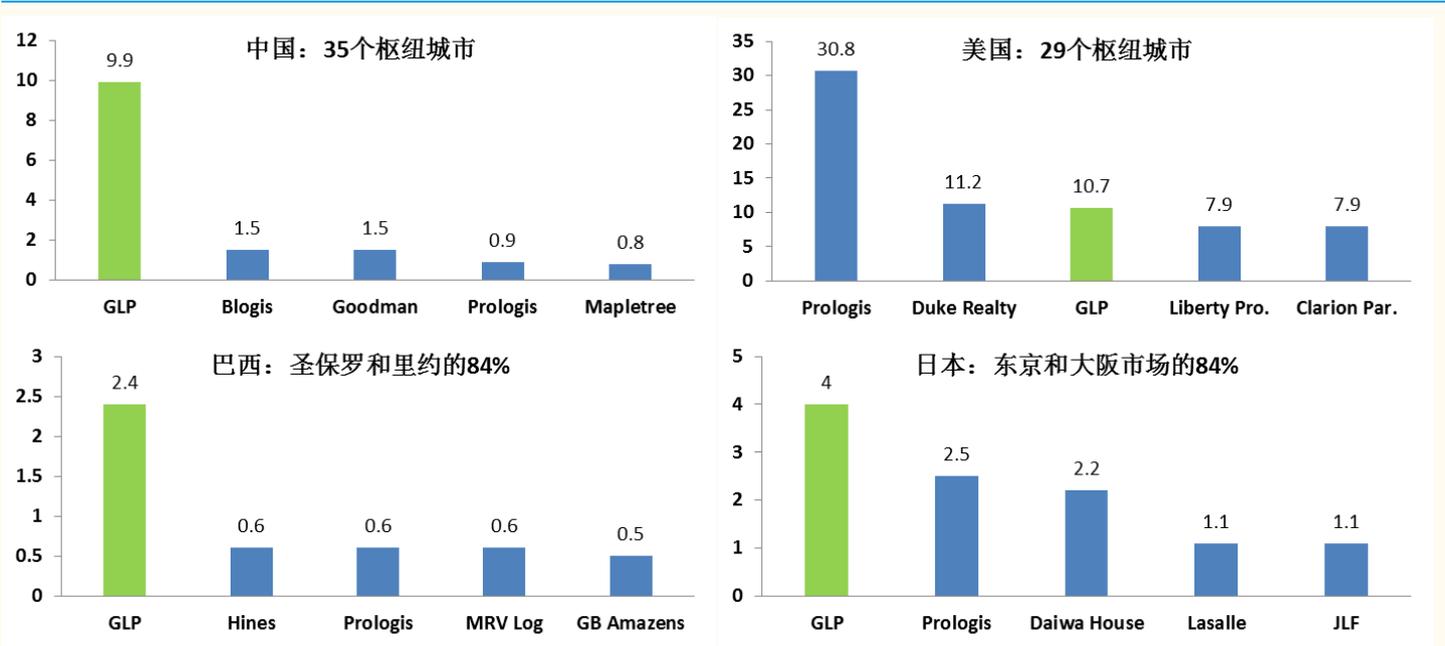
来源: GLP 官网、国金证券研究所

“一站式”物流地产平台: 网络化增值效应吸引更多客户

- 零售、电商、快递等商品贸易和流通企业对于仓储设施的需求不仅仅在于其便利性和高效率，更多的是希望通过物流设施提供商旗下的仓储网络资源提高自身业务的经营效率，和拓展下游市场。

普洛斯目前在中国、日本、巴西和美国都拥有庞大的物流地产资源，在各个市场同行业中均排名领先。尤其是在中国市场，仓储基地分布在全国 35 个核心枢纽城市，2014 年管理物业规模达到 990 万平方米，是排名第二的宝湾物流 6 倍（同时普洛斯还间接持有宝湾物流 19.9% 的股权）。市场份额远远领先于同行业其他公司，占据绝对的优势。

图表 36：2014 年 GLP 全球物业资源情况 (TOP5 规模：百万平米)



来源：GLP 年报、国金证券研究所

- 借助庞大的物流网络资源，普洛斯为客户提供了远超仓储作用的附加价值，吸引了快消、电商、快递、制造业等行业大多数龙头企业客户：

快消零售：阿迪、可口可乐、联合利华、沃尔玛

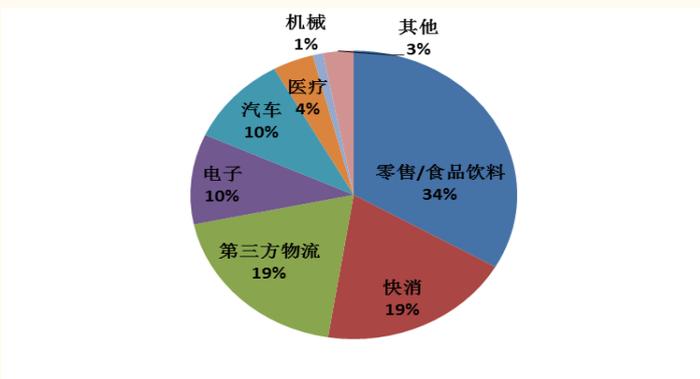
第三方物流：德邦、DHL

制造业：博世、上汽通用、三星

电商：天猫、京东、亚马逊

特别是近几年，我国电商规模迅速扩张，GLP 的客户群体中电商的比例已经从 2010 年 4% 提高到 2014 年 24%，京东（360buy 合资）租用的物业规模已经超过德邦等第三方物流，占比达到 3.7% 成为普洛斯最大的客户。TOP10 中，电商席位达到 3 个（亚马逊、唯品会）占比 8.4%，整个市场中电商租借物业规模比例达到 24%。

图表 37: GLP 中国客户行业分布



来源: GLD 年报、国金证券研究所

图表 38: 京东租借规模情况



来源: GLD 年报、国金证券研究所

迫切的土地资源需求

- 从对普洛斯的年报中披露的财务数据拆分, EBIT 主要由租金及租金相关收益、出售物业利得两部分组成, 分别占 33%和 50%。可见影响 GLP 盈利的主要因素就是土地资源, 具体表现为物业规模、租金水平、楼面价格等。
- 为了获取更多优质的土地资源、拓展自身物流网络, 普洛斯通过直接参股或间接控股本土知名物流仓储企业, 并借助 12-14 年国内电商的迅猛发展, 逐渐成长为中国乃至亚洲最大的物流地产提供商和服务商, 已投入运营的物业规模达到 1360 万平方米。
- 2010 年, 普洛斯收购了深基地 19.9%的股权, 后者为中国第二大物流设施供应商, 拥有国内 8 个主要物流港的 12 个优质项目; 2011 年, 收购了中国港航发展 53%股权, 进而获得了 79.3 万平方米的土地储备; 同年, 通过收购诚泰企业 100%股权间接持有规模最大的物流供应商——上海宇培集团, 增加了 122 万平方米的土地。

图表 39: 2011 年以来普洛斯的土地投建情况 (单位: 百万平方米)

时间	已完成	新增规模	在建	新开工	土地储备	新增土地储备	总规模
FY2011	4.0	-	4.0	1.2	5.7	-	13.7
FY2012	6.4	2.4	2.1	0.6	8.8	3.7	17.4
FY2013	7.6	1.2	3.1	2.2	10.5	3.9	21.3
FY2014	9.5	1.9	9.2	7.9	12.8	10.2	31.5
FY2015	11.8	2.3	10.0	3.1	12.1	2.4	33.9
截止目前	13.6	1.8	11.8	3.6	12.6	4.1	38.0

来源: 公司年报、国金证券研究所

宇培和易商: 行业本土翘楚

宇培集团——中国的普洛斯

- 上海宇培(集团)有限公司成立于 2000 年, 是经上海市外经委批准成立, 由上海宇硕投资控股有限公司和美国 Equity International 公司共同投资设立的中美合资企业。公司注册资本为 4.36 亿元, 投资总额 12.5 亿元。公司主营与运输业务相关的仓储设施建设、经营, 是中国民营物流仓储物业开发及营运商。
- 从 2009 年开始, 宇培展开了全国范围内的市场布局, 凭借与日俱增的品牌知名度和影响力, 与国内各主要物流节点城市的地方政府有关部门进行卓有成效的对接洽谈, 签署了多份项目投资协议。截止到 2015 年年底,

宇培的运营和新开工面积将达到 300 万平方米，约占 10% 的市场份额。预计到 2016 年年底达到 450 万平方米。已构建一个全国性甲级物流设施组合，包括八个省份或直辖市运营中的总建筑面积 1.0 百万平方米，发展中面积 1.1 百万平方米。网络的广阔地域覆盖面及我们甲级物流设施的质量营造出强大的“网络效应”。

图表 40：宇培集团未来 3-5 年的全国战略布局



来源：公司网站、国金证券研究所

图表 41：宇培的园区网络



来源：公司网站、国金证券研究所

图表 42：中国物流资产公司开发流程



来源：公司网站、国金证券研究所

- 2010 年，宇培集团在上海安亭开发建设的上海宇航物流园已经成为日本知名企业 Uniqlo 在华东地区的电子商务业务的经营中心；2011 年开发建设的沈阳宇航物流园成为国内最大的 B2C 电子商务运营商--京东商城[微博]东北区运营中心；正在开发建设的位于北京通州的华北电子商务分拨结算中心也吸引了许多电商的纷纷加盟。这标志着宇培集团与电子商务运营商的合作达到了一个新的高度。
- 宇培集团十分重视与客户间的战略合作，致力于为客户提供优质的一站式服务，尽力通过上下游产业链的资源整合，满足客户多元化的商务需求，在此基础上，与伊藤忠物流、顶新物流、京东商城、第一货物、中外运、顺丰速递等一大批国际国内知名的优质客户建立了长期战略合作伙伴关系，成为这些企业仓储设施租赁的优先选择。
- 公司自 2008 年起一直与世界著名的财务投资者（如 Equity International、凯雷及 RRJ Capital）组成合作关系，以确保公司的可持续快速增长。宇培集团旗下的中国物流资产控股有限公司（CNLP）在 2014 年携手全球另类资产管理公司凯雷投资集团（Carlyle）和汤森集团（Townsend）共同投资的 4 亿美元后，在去年 6 月又获得 RRJ 资本 2.5 亿美元的注资，两轮获

得融资 6.5 亿美元。“中国物流资产控股有限公司”实际是宇培集团在境外的控股公司，也是未来在香港拟上市的壳公司。目前公司已经正式启动 2016 的上市冲刺。

易商——专注打造亚洲领先物流地产平台

- 易商已经于今年 1 月 22 日和另一家大型物流地产商红木集团宣布合并。两家公司已经达成一项全股票合并协议。合并完成后，新集团易名为易商红木集团，成为亚洲区域最大的物流地产平台之一。新集团不仅在中日韩三国市场持有多项大型地产资产，目前旗下持有和在建的项目面积已超过 350 万平方米，并从香港和新加坡两地运营基金管理业务。

两家公司合并后，易商红木集团将在其原有的每个优势本地市场拥有最大的物流地产项目储备（共达约 800 万平方米），其租户包括多家著名跨国品牌和企业，例如亚马逊、京东、一号店、H&M、家乐福、德铁信可、戴姆勒、爱速客乐等，以及多元化的国际著名机构投资者，包括荷兰汇盈、荷兰 PGGM、加拿大养老基金、摩根士丹利和高盛等机构。

- 易商集团于 2011 年由国际私募股权投资巨头美国华平投资集团和两名资深地产企业家联合创建，在中国和韩国进行高质量的仓储设施开发。公司目前已拥有逾 20 个电子商务、零售和冷配送中心、在中国和韩国运营和在建项目面积超过 230 万平方米为第三方物流服务商、零售企业和电商企业服务。易商是目前中国最大的第三方电商仓储业主，也是最大的冷链物业业主，跻身中国最大的现代仓储开发商行列。易商在电商方面的重心仍然在与京东的仓储合作上。目前易商是京东在中国最大的第三方仓储合作伙伴，未来在电子商务领域有更深入合作值得期待。在冷链物流领域，公司目前拥有零售分拨中心和冷链食品中心仓储面积近 150 万平方米。

图表 43：易商昆山花桥物流园



来源：公司网站、国金证券研究所

图表 44：红木大阪南港配送中心



来源：公司网站、国金证券研究所

图表 45: 易商的全国布局



来源: 公司网站、国金证券研究所

- 除联合创始投资机构华平外，易商此前还获得了包括高盛、荷兰汇盈和加拿大养老基金等国际顶尖投资机构的投资。2014 年，易商成功进军韩国市场，和两名韩国企业家成立 Kendall Square Logistics Properties (KLSP) 公司，目前在建的项目面积为 60 万平方米，储备项目面积逾 100 万平方米。2015 年 11 月，易商宣布获得荷兰汇盈和加拿大养老基金 5 亿美元投资，进一步推进其在韩国的物流地产开发。

投资建议：关注标的中储股份、东百集团

中储股份——定增引入普洛斯，资源和经验优势互补

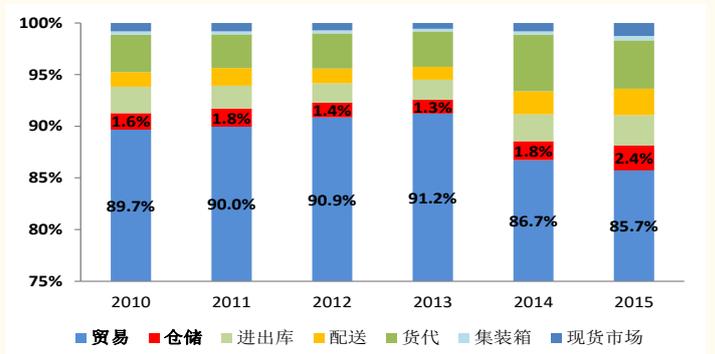
- 中储股份是国内传统传统仓储龙头企业，拥有国内最大的仓储物流体系。随着全球经济增速放缓，大宗商品价格、需求均持续低迷，受此影响，中储股份总收入 85.7% 的商品贸易业务下滑明显，同比下滑 18.8%。公司的传统仓储亟待进行转型。

图表 46: 中储股份主营业务收入及变动



来源: Wind、国金证券研究所

图表 47: 中储股份主营业务收入结构



来源: Wind、国金证券研究所

图表 48：中储股份净利润及变动



来源：Wind、国金证券研究所

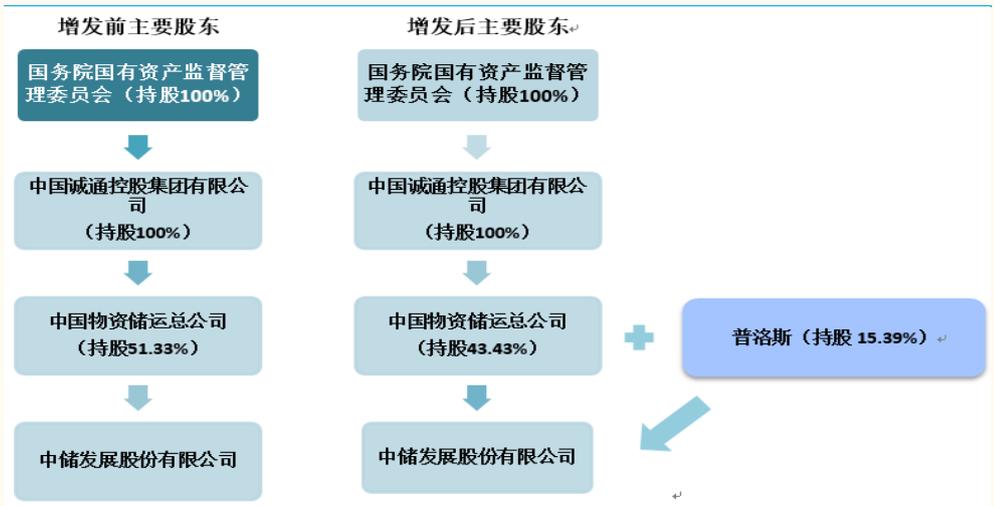
图表 49：中储股份毛利率水平



来源：Wind、国金证券研究所

- 为了实现公司由传统仓储向高标准仓储的物流业务转型升级，中储股份通过定向增发引入全球顶级物流地产商普洛斯。中储股份向普洛斯定向增发人民币普通股（A股）合计 33824 万股。定增完成后，普洛斯将持有中储股份 15.39% 的股份，成为中储股份的第二大股东，并在 11 个董事会席位中获得 3 个席位。此次二者将通过合作进行为期 2-3 年的项目开发建设，定增所募集的约 20 亿人民币资金将用于物流基地建设和物流网项目。

图表 50：引入普洛斯投资前后股权变化



来源：Wind、国金证券研究所

- 中储目前土地储备丰富，而且区位优势明显。中储拥有土地面积超过 700 万平方米，权益土地约 450 万平方米（其余部分中，200 万平方米来自中储总公司）。在中储目前运营的仓储基地中，绝大多数分布在一二线城市、毗邻火车站、机场、高速公路、物流园区等交通便利或产业集中度高位置，具有较高的再次开发价值。大股东中储总公司目前仍有 200 多万平方米的土地资源尚未注入，其中约 90 万平方米的土地同样具备高端物流地产的升级改造条件。

图表 51: 中储现有土地储备及地理优势 (单位: 万平方米)

分布	仓库	主要地理位置优势	占地	货场	库房
天津	南仓分公司	钢铁物流园区	66.0	38.0	5.9
	新港分公司	保税区、津滨高速、京津塘高速	21.5	23.9	2.7
	唐家口分公司	中环线交通枢纽、国际机场	6.2		2.3
	塘沽分公司	天津港、京津塘高速、国际机场	17.0	5.5	3.2
	廊坊分公司	京山铁路、京津塘高速公路	29.5	20.0	5.0
上海	大场分公司	上海铁路桃浦站	28.6	7.2	8.4
	吴淞分公司	杨行国际物流园区	12.5	3.8	1.8
	临港奉贤基地	浦东铁路四团车站、芦潮港、保税区	21.8	2.0	4.8
	临港合庆基地	合庆工业园区、浦东机场、保税区	5.3		3.0
辽宁	铁西分公司	沈山铁路大成站	6.0	0.4	2.1
	沈北分公司	203 国道、虎石台火车站	14.0	6.0	2.7
	大连分公司	大连北站	58.3	30.0	4.0
河南	洛阳分公司	洛阳东站	9.3	4.1	1.9
	郑州南阳寨分公司	京广铁路、三环内	20.0	10.0	6.3
	平顶山分公司	市内货运主干道	42.8	6.0	4.7
	郑州物流中心	物流基地	32.9	21.9	3.2
陕西	西安分公司	二环内	34.0	15.0	6.6
	西安东兴分公司	货运站场	4.3	3.5	5.0
	咸阳物流中心	陇海线、312 国道、咸阳国际机场	14.0	2.0	2.0
江苏	南京滨江物流中心	长江口岸	26.7	7.0	5.0
	无锡物流中心	京杭运河	31.0	12.0	7.0
四川	成都天一分公司本部		8.0		5.0
	天一汇津基地	成都新津物流园区	26.0	9.0	9.0
	天一青白江基地		77.1		5.0
	天一绵阳华青基地		4.7	4.0	0.3
	成都天二分公司		10.0	1.5	3.7
山东	青岛分公司	火车站、济青高速	11.0	4.0	3.0
	青州分公司	港口、火车站	17.0	3.0	5.4
武汉	汉口分公司	长江口岸	36.0	11.4	3.5
	衡阳分公司	湘桂铁路、潭衡西高速	25.0	10.0	4.0
合计			716.5	257.7	126.5

来源: 公司官网、国金证券研究所

图表 52: 大股东有待注入的优质土地资源

仓库	主要地理资源优势	占地	货场	库房
中国物资储运寿阳公司	307 国道、太旧高速公路	43.0	17.0	4.2
中国物资储运总公司沈阳东站仓库	102 国道	5.4	1.0	2.5
青岛中储物流有限公司	铁路集装箱中心站、胶东国际机场	36.0	18.0	5.0
中国物资储运武汉江北公司	长江口岸	7.0		3.2
合计		91.4	36.0	14.9

来源: 中储总公司官网、国金证券研究所

- 2014 年 8 月 GLP 通过旗下地产基金 CLH 12 (HK) 以现金 20 亿参与中储定增, 并签订《战略合作协议》。双方根据协议成立合资公司, 中储持股 51%, 普洛斯 49% (但拥有 1% 股权的回购权)。目前主要是在不影响中储原有业务的前提下, 通过合资公司进行首批约 355 万平方米土地项目的开发。未来或将进一步探寻中储自身物流资产和运营分离的试点改造。

协议的核心要点是“双赢”：(1) 给予 GLP 对合资公司运作的一定掌控：根据《协议》拥有中储 2 名董事会席位（独立董事和副董事长），且有权任命一名人员担任中储的副总经理职位；合资公司董事长由中储委派，总经理由 GLP 委派；合资公司设立投资委员会，且 GLP 方委派人员要比中储多一人；(2) 给予中储自身传统业务的一定帮助：GLP 将协助优化中储内部管理；GLP 将为中储提供资本市场的相关建议和帮助；GLP 将帮助中储开拓海外业务。

两巨头合作实现双赢局面已经可以期待，预计中储股份优质的土地资源和普洛斯在物流地产先进的开发模式和丰富的经营经验将实现优势互补，帮助中储股份在物流地产市场建立起新的盈利增长点。

东百集团——福州百货龙头，进军物流地产

- 公司前身为 1957 年成立的福州东街口百货商店。1993 年公司股票在上海证券交易所挂牌上市，成为福建省内首家上市的商业企业。东百集团是福建省的百货龙头企业，主营业务收入突破 20 亿，纳税总额在福建省百货零售企业中排名第一。东百集团目前拥有 5 家综合百货商场（包括东百东街店、东百元洪购物广场、东方百货东街店、东方百货群升店、厦门东百购物中心）和一个星级酒店（即福建洲际大酒店），经营面积 32 万平方米。目前公司考虑到物流地产市场的投资前景，同时考虑到公司自身经营商业地产的特点，决定向物流地产转型。

图表 53：东百集团大楼



来源：公司网站、国金证券研究所

- 引入前安博管理团队，市场经验丰富，激励机制到位。公司目前在物流地产方面的管理团队，以负责人前安博中国区高级副总裁王黎民为代表，共包含安博总监及以上管理人员 7 人。管理团队有着丰富的从物业开发、运营、退出的完整流程经验，相对于传统地产商对中国物流地产市场了解更为透彻，由于在业界多年在各级政府也有着很强的资源。

公司为物流地产成立的子公司东百睿信分配给核心管理团队 10% 的股权份额和 30% 的收益份额，激励机制十分到位，同时实现利益的绑定，在很大程度上解决委托-代理问题，实现对管理团队最有效的激励。

公司在进军物流地产的初期可能先利用来自银行和其他投资者的杠杆资金，或者引入其他的战略合作者。有鉴于公司物流地产核心团队的外资背景，预计在逐步成熟的未来模仿类似普洛斯的基金模式，证券化之后出售给机构投资者，提高资金的利用效率。

- 考虑到公司物流地产管理团队的经验和资源，公司将具有较强的拿地能力。公司在未来可能主要采取收购而不是公开招拍挂来获取土地。例如东百睿信通过收购间接获得佛山睿优工业投资管理有限公司 100% 股权，后者于 2015 年 11 月 23 日取得了位于广东佛山三水工业园区南边 E 区 3 号地块占地面积为 199,777.30 平方米的仓储用地，使用年限 50 年，用以建设高端物流仓储项目。

图表 54：三水工业园区地块位置



来源：国金证券研究所

未来公司仍然会布局一线城市及其卫星城、热点二线城市以及重要的物流节点城市，包括北上广深、宁杭汉蓉、廊坊、昆山、佛山等，积极拿地，扩大土地储备。预计到今年年底，拿地 60 万平方米左右，在未来 3 年内完工及在建面积达到 200 万平方米以上。

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15% 以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5% 以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5% 以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝,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。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用;非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD