



首次覆盖

安博

PLD US

顺丰房托

2191 HK

# 物流房地产 — 电商时代的 中流砥柱

谢骐聪 | 诸葛乐懿

- 我们首次覆盖物流房地产行业及两家企业——安博（PLD US）及顺丰房托（2191 HK）。
- 我们对行业的长期前景持乐观态度，考虑到未来几年有诸多需求增长动力和供需情况的改善。
- 与此同时，从租金增长和潜在资本收益两方面来看，物流物业较其他房地产资产的回报更加可观。
- 美联储进一步降息有望继续推动对物流地产房托的估值改善，并且支撑其在短期内跑赢大盘。

行业评级  
领先

2024 年 12 月 23 日

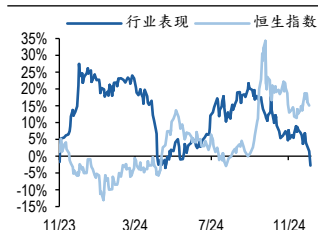
## 物流房地产行业

### 物流房地产 – 电商时代的中流砥柱

我们首次覆盖物流房地产行业，给予领先评级，并给予安博 (PLD US) 及顺丰房托 (2191 HK) 买入评级。考虑到未来几年多个需求增长动力和供求关系的改善，我们对行业的长期前景持乐观态度。我们还认为，从租金增长和潜在资本收益两方面来看，物流房地产可比其他房地产资产提供超额回报。我们认为，美联储进一步降息将继续推动物流房托基金 (REITs) 的重估，并在短期内表现领先。

- ⊕ **预计物流房地产将产生超额回报。** 世邦魏理仕预测，2024-28 年美国现代化物流房地产的总回报 CAGR 为 11.5%，在所有房地产类型中排名第一，这反映了现代化物流房地产租金持续增长的趋势，以及由于利率下调压缩资本化率而带来的潜在资本收益。
- ⊕ **降息启动后，REITs 将在 12-18 个月内表现领先。** 由于加息和高利率环境，全球 REITs 在 2022-24 年表现落后于大盘约 30%。然而，我们的研究表明，在过去三次主要的降息周期中，REITs 的表现在降息开始后逆转，特别是在降息周期开始后的 12-18 个月。
- ⊕ **需求持续增长，供求关系改善。** 我们认为，物流房地产需求将继续受到以下因素的推动：1) 电子商务的蓬勃发展和日益普及；2) 冷链物流需求不断增长；3) 外包物流利用率提高；以及 4) 为以满足自动化和 ESG 的要求，对现代化设施的需求日增。由于高利率环境打断了建设进度，许多国家的新开工项目也降至十年来的低点。我们预计，未来几年供应减少将支撑租金水平。
- ⊕ **主要风险：**1) 宏观不确定性导致需求减弱；2) 降息慢于预期；3) 重点城市土地资源稀缺；4) 建设和物流运营成本增加；5) 意外的供应链中断。

#### 行业与大盘一年趋势图



资料来源: FactSet

谢骏聪, CFA, FRM  
philip.tse@bocomgroup.com  
(852) 3766 1815

诸葛乐懿  
Gloria.Zhuge@bocomgroup.com  
(852) 3766 1845

本文翻译自报告“[Logistics Real Estate Sector - Logistics properties as the backbone of e-commerce era](#)”，原报告发布于 2024 年 11 月 15 日

#### 估值概要

公司名称	股票代码	评级	目标价	收盘价	---每股盈利---		---市盈率---		---市账率---		股息率 (%)
					FY24E	FY25E	FY24E	FY25E	FY24E	FY25E	
					(当地货币)	(当地货币)	(报表货币)	(报表货币)	(倍)	(倍)	(倍)
安博	PLD US	买入	134.94	112.75	3.431	3.896	33.0	29.1	2.04	2.05	3.4
顺丰房托	2191 HK	买入	4.59	2.99	0.291	0.324	10.2	9.2	0.56	0.56	9.7
Rexford	REXR US	未评级	NA	41.41	1.210	1.261	31.5	30.2	1.01	1.00	4.4
EastGroup	EGP US	未评级	NA	174.30	4.650	4.790	34.7	33.7	2.35	2.42	3.3
丰树物流信托	MLT SP	未评级	NA	1.29	0.068	0.069	18.7	18.4	0.93	0.93	6.3
ESR-LOGOS REIT	EREIT SP	未评级	NA	0.27	0.017	0.018	15.3	14.0	0.82	0.82	8.7
平均							23.9	22.4	1.29	1.30	6.0

资料来源: FactSet(未评级为一致预测)、交银国际预测(覆盖公司)

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

## 目录

投资亮点.....	4
降息提振物流房地产的投资回报.....	4
看好具有多重中长期催化剂的物流 REITs.....	5
点燃对物流房地产强劲需求的关键驱动因素.....	6
首次覆盖顺丰房托，评级为买入（2191 HK，目标价：4.59 港元）.....	8
首次覆盖安博，评级为买入（PLD US，目标价：134.94 美元）.....	9
现代化物流资产将在 2024-28 年实现房地产领域的最佳总回报.....	11
物流房地产为电商和网上零售的支柱.....	21
点燃物流房地产强劲需求的关键驱动因素.....	24
风险因素.....	36
公司分析.....	39
顺丰房托 (2191 HK)：盈利能力稳定，具有扩张空间；首予买入.....	40
安博 (PLD US)：全球最大的房地产信托基金，拥有多方位驱动力；首予买入.....	60

## 投资亮点

我们首次覆盖物流房地产行业，给予**领先**评级。鉴于以下因素，我们对该行业的长期前景持乐观态度：

- ⊕ 未来几年将有多种需求驱动因素，且供求关系不断改善；
- ⊕ 物流房地产可提供相较其他房地产的超额回报；和
- ⊕ 美联储降息将推动物流房托基金（REITs）重估并在短期内表现领先；

我们亦首次覆盖安博（PLD US）及顺丰房托（2191 HK），给予**买入**评级。安博是世界上最大的房地产信托基金，具备规模效益，并受益于降息。顺丰房托是唯一专注于物流房地产的 H-REITs，并有可能被纳入沪港通。（详情见公司报告部分）

## 降息提振物流房地产的投资回报

世邦魏理仕的研究表示，随着美联储迅速大幅加息，美国物流资产的资本化率在最近两年上升了约 200 个基点。然而，由于通胀前景缓和和劳动力市场的不确定性，美联储在 2024 年 9 月 FOMC 会议上开始下调联邦基金利率目标，首次下调幅度为 50 个基点。根据 2024 年 9 月 FOMC 会议声明的点阵图，美联储预计到 2024 年底降息 50 个基点（已经在 2024 年 11 月降息 25 个基点），到 2025 年底进一步再降息 100 个基点。由于利率与房地产估值之间高度负相关，我们预计物流房地产价格可能会在降息周期内反弹，同时流动性也会回流到该行业，这可能导致未来五年的资本化率压缩。

同时，世邦魏理仕预测，2024-28 年美国现代化物流房地产的总回报 CAGR 为 11.5%，是所有房地产资产中最高的，这反映了租金持续增长的趋势，以及现代化物流资产资本化率压缩带来潜在的资本价值增长。

## 看好具有多重中长期催化剂的物流 REITs

**底层资产需求强劲。**我们看好物流 REITs 的前景，其底层资产需求受到以下因素的推动：1) 电子商务持续增长所推动的强劲潜在需求；2) 过去几年在建项目大幅下降，新开工项目减少，未来供应有限支持较高的租金水平；3) 为满足现代技术和不同利益相关者对环境及可持续发展的要求，升级需求不断增加。同时，我们认为美联储可能在 2024 年下半年至 2026 年进一步降息，将为物流 REITs 的重估带来额外的催化剂。

**中国香港：供应偏紧。**香港物流房地产的租金在全球名列前茅，主要是受有限的供应和强劲的需求支撑。核心地段的主要现代化物流设施租金可达每月每平方米 10 港元以上（为美国主要城市约 2 倍，中国内地一、二线城市约 3-4 倍）。由于工业用地有限，加上数据中心对工业用地的竞争，可用于物流发展的土地供应受到限制，导致过去十年供应紧张，空置率较低，仅为约 3-5%。

同时，香港拥有多元化的租户基础，包括跨国公司、区域第三方物流提供商、电商公司和冷链运营商。这种多元化有助于降低风险，并为业主提供稳定、有韧性的现金流。我们也注意到，香港特区政府已实施多项措施，支持物流业发展，保持香港航空货运中心在全球的领先地位，提升香港物流业的整体竞争力和吸引力。

**中国内地：非核心城市供大于求，但在电子商务的支持下，一线城市的供求关系更好。**近几十年来，中国内地电商快速发展，推动了对仓储和配送设施的需求，特别是冷链物流行业所需的配备温控和自动化系统的设施。我们预计，对位于核心城市和沿海经济发达地区、且可以提供仓储、配送、增值服务，甚至配套零售和办公设施的大型综合物流园区的需求仍将强劲。

虽然一些偏远和内陆省份的物流设施供过于求，但高质量的现代化设施仍然短缺，尤其是在一、二线城市，这导致租金和出租率更加稳定（一线城市、经济特区和自由贸易区的出租率普遍超过 95%）。

政府出台的土地使用政策、自贸区发展等各种政策法规，也继续支持物流业发展。与此同时，根据第一太平戴维斯的数据，在他们监测的 31 个主要城市中，2022-23 年的物流总规划建筑面积与 2020-21 年相比下降了 20% 以上。以平均建设周期为 1-2 年计算，我们预计 2024-25 年的完工供应将放缓，这可能会缓解未来几年的租金压力。

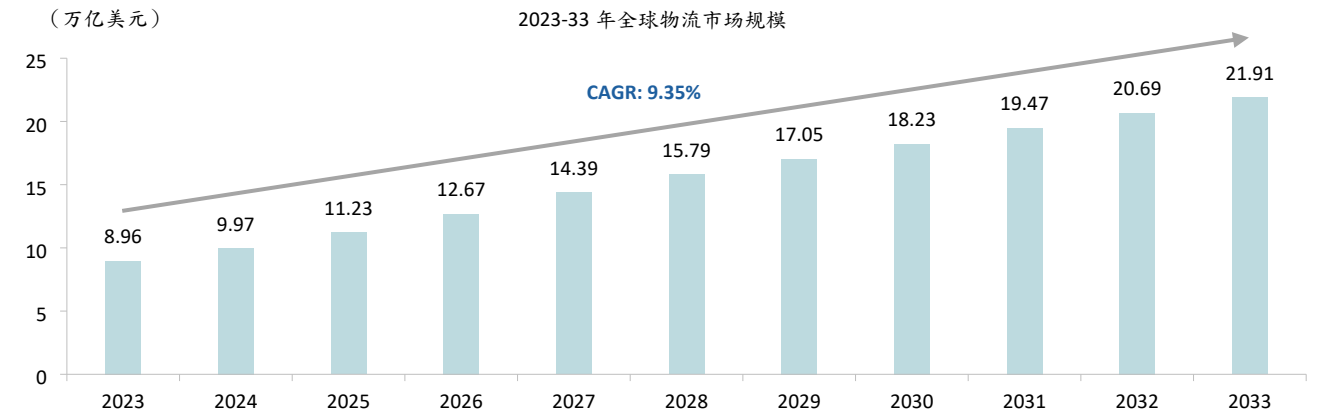
**亚太和全球：完工节奏放缓，支持租金温和增长。**至于其他亚太和西方国家，这些市场的增长动力略有不同。然而，我们认为，电子商务的持续增长以及生产商利用更多第三方物流服务的趋势将继续推动对物流房地产的需求。同时，美联储的快速加息打乱了建设和开发进度，导致自 2022 年下半年以来新开工大幅下降。我们已经看到美国的完工和交付量在 2024 年开始下降，预计未来 2-3 年的完工和新供应将减少。此外，我们预计物流房地产的高租金收益溢价、较长租期带来的租金稳定性以及较低的风险将继续吸引投资，尤其是在美联储开始降息进程后。因此，我们看好以全球物流为重点的 REITs 的潜在收益和财务改善，一方面持续的需求将增长推动收入和收益增长，另一方面中期潜在的降息将推动重估。

### 点燃对物流房地产强劲需求的关键驱动因素

根据 Precedence Market Research 的数据，2023 年全球物流市场规模估计约为 8.96 万亿美元，在以下强劲需求的推动下，预计到 2033 年将增长到 21.91 万亿美元，未来 10 年的 CAGR 为 9.35%：

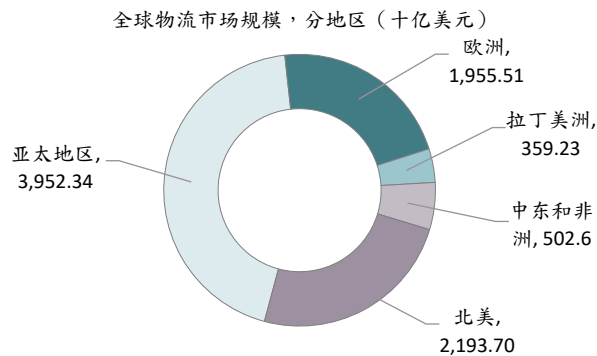
- 1) **电子商务的蓬勃发展**：根据 Statista 的数据，全球电商市场规模预计将从 2021 年的 5.2 万亿美元增长到 2026 年的 8.1 万亿美元，CAGR 为 9.3%。同时，Statista 估计，2024-29 年中国和全球零售电子商务销售额的 CAGR 分别为 10.0%和 9.5%。
- 2) **对冷链和温控物流的需求**：根据 Precedence Research 的数据，2023 年全球冷链物流市场的价值约为 3,428 亿美元，预计到 2033 年将超过 12,420 亿美元，相当于 2023-33 年的 CAGR 为 13.7%。我们认为，强劲的潜在需求将继续推动行业增长，并为物流设施的投资和需求提供支持。
- 3) **需要更多的物流外包以优化服务**：由于外包物流服务带来的多重成本和效率优势，我们预计第三方物流（3PL）增长将继续成为现代化物流房地产的主要需求驱动因素。根据 Precedence Research 的数据，2022 年全球物流外包市场规模估计为 12,064.4 亿美元，预计到 2033 年将达到 19,097.3 亿美元左右，在此期间的 CAGR 为 4.7%。
- 4) **技术进步和智能升级吸引新投资**：随着物流业快速发展，对现代化和技术先进的设施的需求不断增加。同时，租户也越来越需要满足企业的 ESG 目标。我们预计，为了满足数字化、自动化以及环境和可持续性方面的需求，对现代化物流设施的需求将继续增长。

图表 1：强劲的全球物流市场增长预计将推动物流房地产的需求



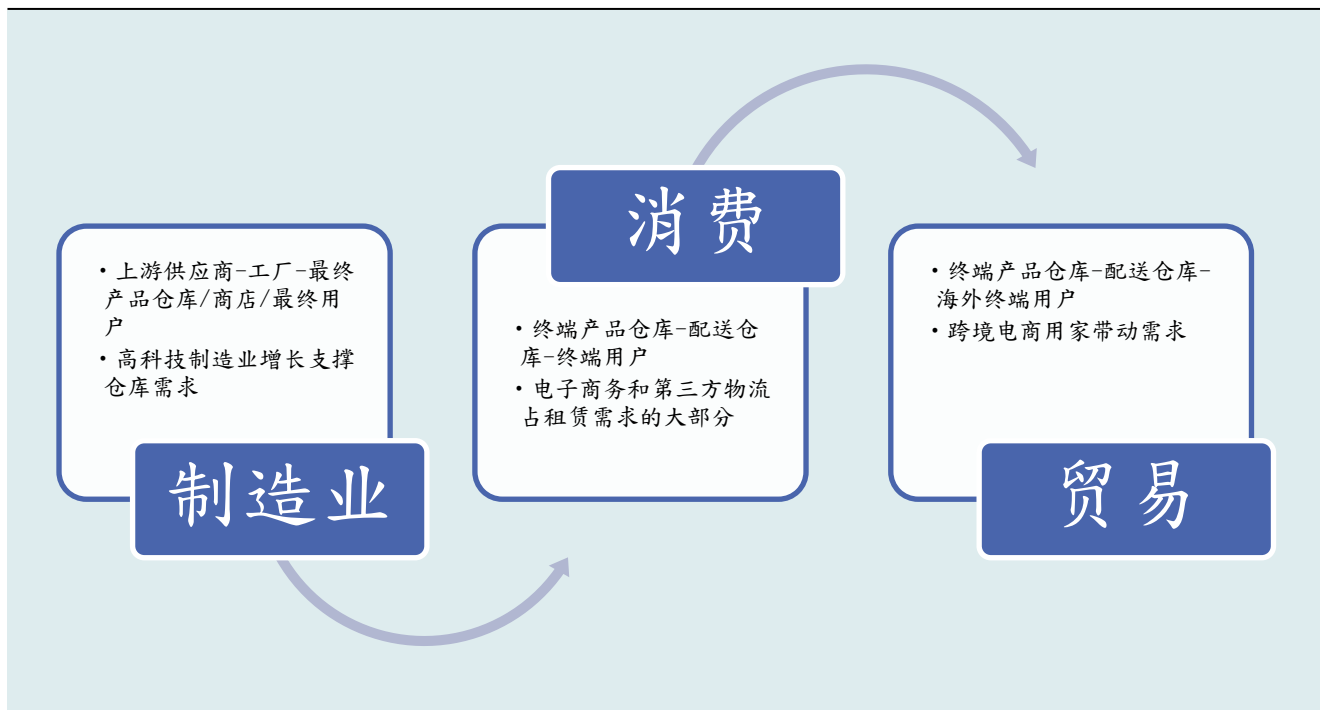
资料来源：Precedence Research，交银国际

图表 2：强劲的电商需求带动物流需求，使得亚太地区在 2023 年成为最大的物流市场



资料来源：Precedence Research，交银国际

图表 3：多重驱动因素催生物流房地产配套需求



资料来源：交银国际

### 首次覆盖顺丰房托，评级为买入（2191 HK，目标价：4.59 港元）

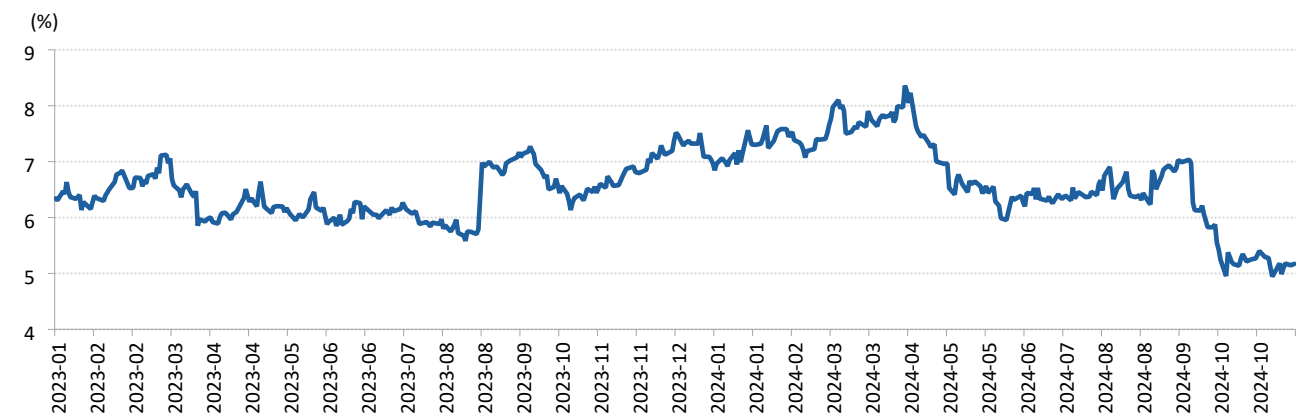
我们预计公司 2024/25/26 年每单位派息分别为 29.13/32.36/35.14 港仙。根据 DDM 模型，我们估计公司的公允价值为每股 7.65 港元，给予流动性折扣 40%，得出目标价 4.59 港元。首予买入评级。

**唯一在香港上市的物流 REIT。**其大部分总可租面积（GLA）出租给顺丰控股的子公司并由其运营，截至 2023 年底，顺丰控股占顺丰房托总 GLA 约 80.1%，占其 2023 年收入的约 73.8%。考虑到顺丰控股在中国物流业的领先地位及其快速增长的记录，我们相信顺丰房托与顺丰控股的合作将提供高收益可见性。

**前瞻性风险管理。**鉴于预期利率将持续较高，顺丰房托已协商下调三处内地物业的利率，加权平均利率由 2023 年的 4.65% 降至 2024 上半年的 4.2%。同时，公司通过签订港元贷款的短期和长期利率掉期合约，将对冲比率提高至 89%。我们认为，积极管理利率风险将有助顺丰房托稳定融资成本负担，提升分派稳定性。

**主要风险：**1) 对顺丰控股的租户依赖度高，第三方需求较弱；2) 未能实施收购；3) 降息速度慢于预期；4) 汇率波动。

图表 4：2023 年起顺丰房托股息率与 10 年期美国国债的息差



资料来源：彭博、交银国际

### 首次覆盖安博，评级为买入（PLD US，目标价：134.94 美元）

我们对安博（PLD）给予**买入**评级，并将目标价定为 134.94 美元，相当于 2025 年 PFFO 约 23 倍，与 10 年平均水平一致。按市值计算，公司目前是全球最大的房地产投资信托基金。截至 2024 年 3 季度末，公司在美国、欧洲和亚洲的 20 个国家拥有 12.49 亿平方英尺的物流投资组合，其中约 64.3% 位于美国（按净营业收入计算，占 86%）。

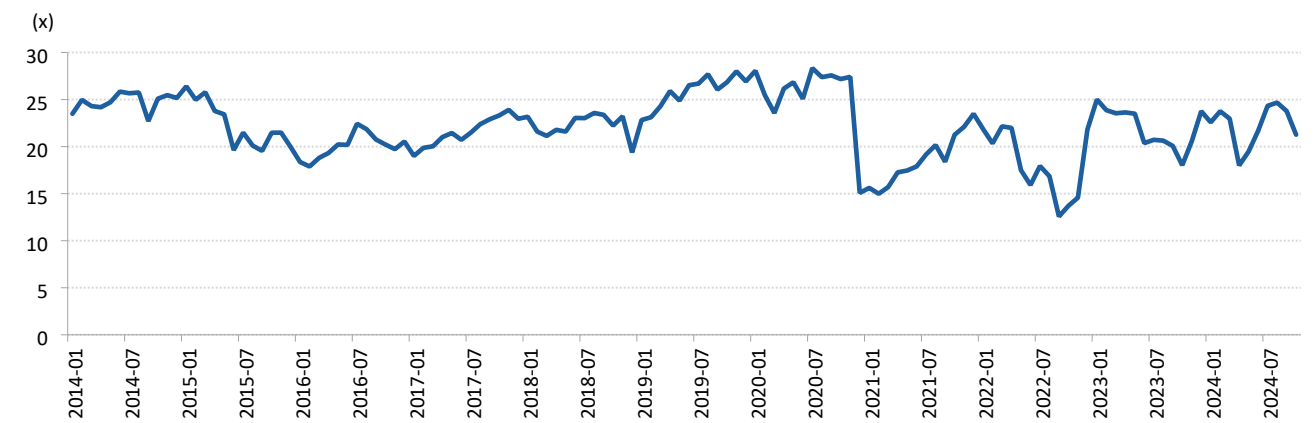
**强大的市场地位，并以最小的风险扩张。**凭借公司强大的品牌认知度和规模经济，该公司在过去五年中实现了高于同行的租金增长。同时，公司未来三年的到期租金远低于市值租金，可为租金上调提供支持。此外，公司采用 BTS（build-to-suit）模式，将租赁风险降至最低。BTS 项目占过去 5 年全部项目约 46%。

**供求关系改善。**随着 2022-23 年大幅加息，美国的新开工量降至十年来的最低水平，我们认为这将导致未来供应减少。公司也显示出需求复苏的迹象，租赁提案覆盖 2024 年 3 季度净可出租面积的 41%，高于 40% 的历史平均水平。新租约谈判酝酿期已缩短至 44 天，远低于 54 天的历史平均水平。

**预计 FFO 将在 2025/26 年度恢复增长势头。**虽然高利率仍将对 2024 年盈利产生负面影响，但我们相信随着持续降息，公司的增长将从 2025 年开始恢复。我们预计 2024/25/26 年公司核心 FFO/股将同比增长 -3.0%/7.9%/8.4% 至 5.44/5.87/6.36 美元。

**主要风险：**1) 市场波动和集中度风险；2) 降息时机和幅度的不确定性；3) 开发期间的需求和成本不确定；4) 技术和创新风险；5) 供应链中断。

图表 5: 2014-24 年，安博的平均 P/PFFO 为 22.1 倍



资料来源：彭博、交银国际

图表 6：主要房托的估值比较（截至 2024 年 11 月 12 日）

公司	股票代码	收盘价 (当地货币)	市值 (百万美元)	PFFO (x)			股息率 (%)			PB (x)		
				FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E
<b>美国主要物流/工业房地产投资信托基金</b>												
Prologis, Inc	PLD US Equity	112.75	104,396.5	20.76	19.21	17.68	3.39	3.60	3.83	1.97	1.93	1.97
Rexford Industrial Realty Trust	REXR US Equity	41.41	9,209.2	17.64	16.28	14.84	4.01	4.25	4.56	1.10	1.08	1.09
EastGroup Properties Inc.	EGP US Equity	174.3	8,628.8	20.89	19.35	17.72	3.03	3.21	3.36	2.68	2.61	2.54
First Industrial Realty Trust	FR US Equity	52.85	6,994.6	20.03	18.34	16.89	2.69	2.88	3.08	2.72	2.74	2.68
Stag Industrial, Inc.	STAG US Equity	36.79	6,844.5	15.32	14.65	13.70	3.72	3.83	3.96	0.97	0.99	1.01
<b>美国-平均</b>				<b>18.93</b>	<b>17.57</b>	<b>16.16</b>	<b>3.37</b>	<b>3.55</b>	<b>3.76</b>	<b>1.89</b>	<b>1.87</b>	<b>1.86</b>
<b>新加坡主要物流/工业房地产投资信托基金</b>												
丰树物流信托	MLT SP Equity	1.28	4,844.41	18.29	27.83	20.98	6.95	6.33	6.33	0.88	0.93	0.94
凯德腾飞房地产投资信托	CLAR SP Equity	2.62	8,640.08	18.71	16.69	16.90	5.73	5.95	6.22	1.15	1.15	1.14
星狮物流工业信托	FLT SP Equity	0.96	2,705.64	15.48	16.84	18.46	7.29	7.08	7.19	0.83	0.85	0.86
ESR-logos 房地产投资信托	EREIT SP Equity	0.265	1,589.21	N/A	N/A	N/A	8.30	7.92	7.92	0.85	0.85	0.85
<b>新加坡-平均</b>				<b>17.49</b>	<b>20.45</b>	<b>18.78</b>	<b>7.07</b>	<b>6.82</b>	<b>6.92</b>	<b>0.93</b>	<b>0.94</b>	<b>0.95</b>
<b>香港房地产投资信托基金</b>												
领展房托	823 HK Equity	36.00	11,922.78	14.17	13.09	13.14	7.16	7.39	7.49	0.50	0.53	0.53
顺丰房托	2191 HK Equity	2.99	311.68	N/A	N/A	N/A	10.64	9.58	8.82	0.59	0.59	0.59
<b>平均</b>				<b>17.92</b>	<b>18.03</b>	<b>16.70</b>	<b>5.72</b>	<b>5.64</b>	<b>5.71</b>	<b>1.29</b>	<b>1.29</b>	<b>1.29</b>

资料来源：彭博、交银国际

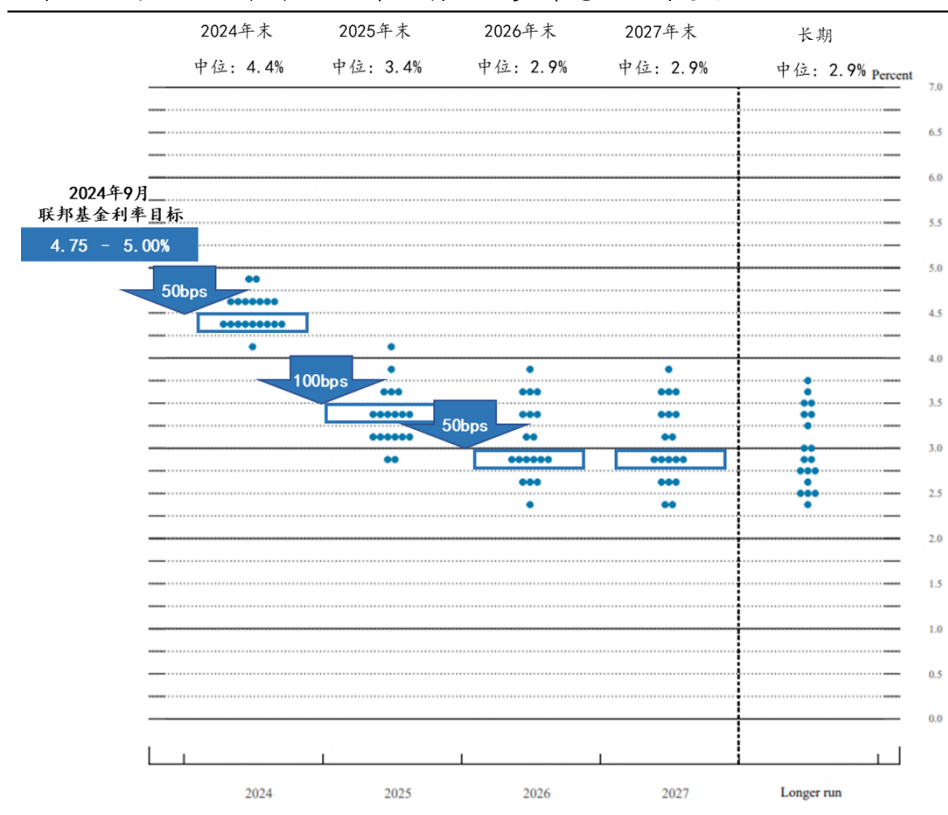
## 现代化物流资产将在 2024-28 年实现房地产领域的最佳总回报

### 资本化率在美联储降息下见顶

根据世邦魏理仕研究的数据，美国物流资产的资本化率从 2022 年的纪录低点已上升约 200 个基点，主要原因是美联储的快速加息导致美国国债收益率上升，因此需要更高的租金回报率。由于通胀前景缓和，劳动力市场不确定，美联储在 2024 年 9 月 FOMC 会议上开始降息，最初将联邦基金利率从 5.25-5.50% 下调 50 个基点至 4.75-5.00%，随后在 2024 年 11 月再次下调 25 个基点。美联储还在 9 月会议纪要的点阵图表中暗示，预计到 2024 年底降息 50 个基点（2024 年 11 月已经降息 25 个基点），到 2025 年底降息 100 个基点，到 2026 年底再降息 50 个基点。此外，根据彭博的一致预期，市场仍预计在 2024 年剩余时间内（在 2024 年 11 月降息 25 个基点后）再降息 25 个基点，到 2025 年底再降息 50 个基点。

由于利率与房地产估值高度负相关，我们预计在降息期间，房地产资产的资本价值将随着流动性回归该行业而反弹，从而导致未来 3-5 年的资本化率压缩。

图表 7：美联储预计到 2026 年底将进一步降息 200 个基点



资料来源：FOMC 9 月会议纪要，交银国际

图表 8：美联储近几个月对 2024 年经济预测的变化

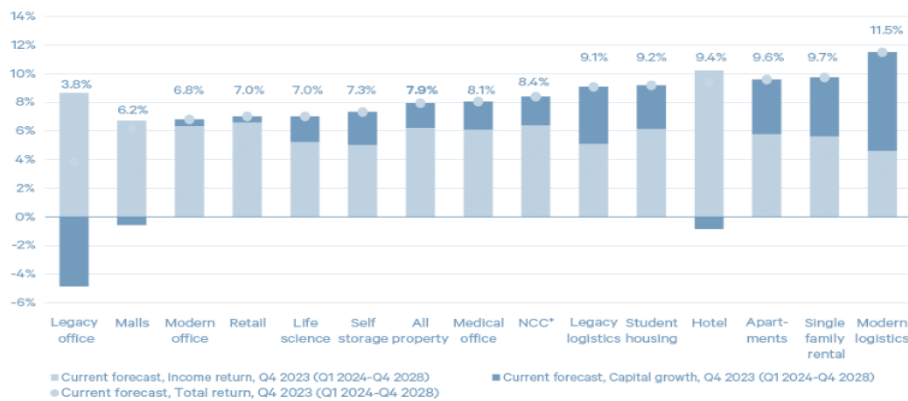
(%)		2024E	2025E	2026E	2027E	长期
实际 GDP 增长	9 月 24 日预测	2.0	2.0	2.0	2.0	1.8
	6 月 24 日预测	2.1	2.0	2.0		1.8
	3 月 24 日预测	2.1	2.0	2.0		1.8
失业率	9 月 24 日预测	4.4	4.4	4.3	4.2	4.2
	6 月 24 日预测	4.0	4.2	4.1		4.2
	3 月 24 日预测	4.0	4.1	4.0		4.1
PCE 通胀	9 月 24 日预测	2.3	2.1	2.0	2.0	2.0
	06 月 24 日预测	2.6	2.3	2.0		2.0
	3 月 24 日预测	2.4	2.1	2.0		2.0
核心 PCE 通胀	9 月 24 日预测	2.6	2.2	2.0	2.0	N/A
	6 月 24 日预测	2.8	2.3	2.0		N/A
	3 月 24 日预测	2.6	2.2	2.0		N/A
联邦基金利率	9 月 24 日预测	4.4	3.4	2.9	2.9	2.9
	6 月 24 日预测	5.1	4.1	3.1		2.8
	3 月 24 日预测	4.6	3.9	3.1		2.6

资料来源：美国联邦储备委员会、国会预算办公室、交银国际

**未来几年，现代物流房地产的总回报（租金+资本价值）高于其他房地产（美国）**

世邦魏理仕研究估计，在 2024-28 年的所有房地产类型中，现代物流在无杠杆总回报方面排名第一，其中包括估计的年化资本价值收益和租金回报。由于 2022-23 年的利率环境不断上升，所有房地产类型的回报率普遍为负，但鉴于物流业的收入潜力以及寻求增加对该行业敞口的资金量仍然强劲，物流业的相对表现优于其他行业。同时，世邦魏理仕预测，2024-28 年现代物流的总回报 CAGR 为 11.5%，传统物流的回报 CAGR 为 9.1%，这反映了现代物流租金持续增长的趋势，以及资本化率压缩带来的潜在资本收益。

**图表 9：世邦魏理仕预测 2024-28 年现代物流房地产将实现最高的总回报 CAGR**



资料来源：世邦魏理仕、交银国际

**潜在降息将推动物流业主的估值，其中物流房地产投资信托基金将跑赢大盘**

在经历了 2022 和 2023 年两年的加息后，10 年期美国国债收益率已从 2021 年的 1-1.5% 上升至 2023 下半年的 4.5% 以上。因此，全球 REITs 估值在此期间有所回落，表现不佳，2022 和 2023 年回报率分别为 -24.9% 和 11.4%，而标准普尔 500 指数分别为 -18.1% 和 +26.3%，道琼斯工业平均指数为 -6.9% 和 16.2%。

在美国联邦储备委员会暂停加息后，我们注意到 10 年期美国国债收益率在 2024 上半年内大多徘徊在 3.9-4.7% 左右。随着经济的不确定性和通胀前景的缓和，FOMC 于 2024 年 9 月开始降息进程，10 年期美国国债收益率一度在 2024 年 9 月中旬降至 ~3.6-3.7%。我们认为，最近 REITs 估值自 2024 年 3 季度以来的反弹也表明投资者情绪的转变。

## 房地产投资信托基金将在加息后表现优异

受加息逆风影响，过去两年 REITs 表现不佳

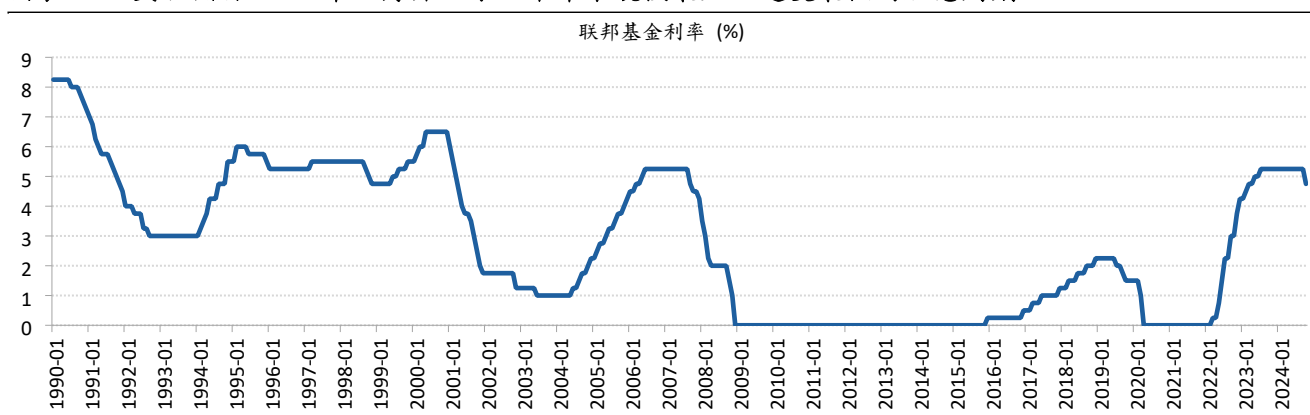
随着美联储终于启动降息进程，我们认为 REITs 估值的主要压力已经消除，唯一剩下的不确定性是进一步降息的时机和幅度。我们认为是时候重新审视 REITs 的表现。

图表 10:2022-23 年联邦基金利率变化

日期	利率变动	目标水平 (%)
2024 年 11 月 8 日至今	-25	4.50 - 4.75
2024 年 9 月 18 日	-50	4.75 - 5.00
2023 年 7 月 27 日	25	5.25 - 5.50
2023 年 5 月 4 日	25	5.00 - 5.25
2023 年 3 月 23 日	25	4.75 - 5.00
2023 年 2 月 2 日	25	4.50 - 4.75
2022 年 12 月 15 日	50	4.25 - 4.50
2022 年 11 月 3 日	75	3.75 - 4.00
2022 年 9 月 22 日	75	3.00 - 3.25
2022 年 7 月 28 日	75	2.25 - 2.50
2022 年 6 月 16 日	75	1.50 - 1.75
2022 年 5 月 5 日	50	0.75 - 1.00
2022 年 3 月 17 日	25	0.25 - 0.50

资料来源：美国联邦储备委员会

图表 11：美联储自 2022 年 2 月开始了几十年来规模最大、速度最快的加息周期

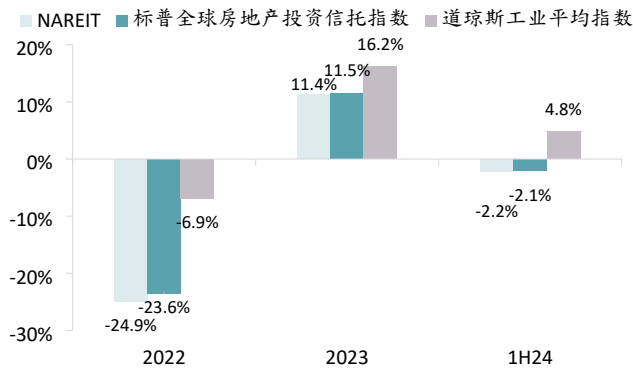


资料来源：美国联邦储备委员会、交银国际

### 2022-2024 下半年期间，全球 REITs 的表现落后于大盘约 30%

REITs 在过去两年中充满艰难，在整个加息周期中表现明显落后于大盘。追踪 REITs 的两个关键指数，即富时全美 REIT 指数和标普全球房地产投资信托指数，2022 年的回报率分别为-24.9%和-23.6%，2023 年回报率分别为 11.4%和 11.5%，2024 上半年回报率分别为-2.2%和-2.1%，而道琼斯工业平均指数同期的总回报率分别为-6.9%、16.2%和 4.8%。在 2022-2024 下半年期间，富时全美 REIT 指数和标普全球房地产投资信托指数的累计负回报分别为-18.3%和-16.6%，而道琼斯工业平均指数同期的总回报为 13.4%。

图表 12: 2022 年至 2024 上半年富时全美 REIT 指数和标普全球房地产投资信托的总回报明显低于道琼斯总回报指数



资料来源：彭博、交银国际

## 为什么 REITs 表现不佳，投资者在加息期间回避它们？

我们将 REITs 在利率上升环境下的股价表现不佳归因于对盈利基本面的不利影响和估值压缩：

### 1) 对投资者的吸引力降低

REITs 具有稳定的租金收入以支持派息，被广泛认为是具有固定收益性质的另类投资。然而，与债券等其他风险较低的固定收益证券相比，较高的利率只会降低 REITs 股息收益率的吸引力。对寻求稳定收入的投资者的吸引力较低，给 REITs 带来估值压力。

从估值角度来看，股息贴现模型（DDM）被广泛用于评估 REITs 的公允价值。无风险利率越高，公允价值就越低。此外，我们认为，投资者往往会为不确定的加息幅度留下一些缓冲，这可能导致股价下跌幅度超过公允价值的下跌幅度。

### 2) 资产估值压力大

加息可能会导致房地产投资和实际需求降温，从而拖累房地产价值。此外，房地产估价师可能采用更高的资本化率，这将降低 REITs 的资产净值。

### 3) 更高的融资成本

根据监管规定，大部分 REITs 必须将其净现金收入的 75-100%（香港：90-100%）分派给单位持有人。因此，大多数 REITs 必须通过借款为其收购融资，并优化其杠杆作用，以最大限度地提高可分派收入。然而，不断上升的利率环境直接增加债务中未对冲部分的融资成本，降低单位持有人的可分派收入和现金收益率。

### 4) 经营和战略扩张困难

REITs 通常通过三种方式增加租金收入：（i）在续约或更换租户期间提高租金；（ii）资产增值，收取更高的租金；以及（iii）通过新的收购来扩大投资组合。考虑到业务的不确定性，在加息的环境下，通常更难以谈判更高的租金。同时，由于 REITs 基本上将其全部或大部分现金收入支付给单位持有人，因此它必须为资产增值项目和收购的资本支出以更高的利息成本进行融资。较高的资金成本使得更难以合理的回报进行新的资产增值项目或收购。

图表 13：加息对 REITs 的多重不利影响



资料来源：交银国际

### 短期表现对利率预期更为敏感

我们研究了过去 30 年的历史数据，涵盖了几个主要的利率变化周期，包括 2000 年、2006 年和 2018 年的三个关键紧缩周期，以及 2001 年、2007 年和 2019 年的三个降息周期。

我们的实证数据表明，在美联储加息结束后，REITs 的短期相对不佳表现可能会逆转。通过对 REITs（富时全美 REIT 指数（NAREIT）和标普全球房地产投资信托指数）和大盘（道琼斯工业平均指数）的总回报进行分析，我们发现，在美联储暂停加息后的中短期内，REITs 的表现往往优于主要股指，并在未来 12-18 个月内产生超额回报。

图表 14：2000 年以来三次降息周期开始后的 12-18 个月内，REITs 的表现  
优于大盘

开始降息周期的 FOMC 会议日期	+ 6 个月	+ 12 个月	+ 18 个月	+ 24 个月
<u>2001 年 1 月 3 日</u>				
富时全美 REIT 指数 (NAREIT)	-1.6%	-1.5%	-0.3%	-0.6%
标普全球房地产投资信托基金指数	-1.6%	-1.5%	-0.7%	-0.7%
道琼斯工业平均指数 (DJI)	-3.1%	-3.2%	-2.2%	0.2%
<b>NAREIT vs DJI</b>	<b>1.4%</b>	<b>1.8%</b>	<b>1.9%</b>	<b>-0.8%</b>
<b>标普全球房地产投资信托基金 vs DJI</b>	<b>1.5%</b>	<b>1.7%</b>	<b>1.4%</b>	<b>-0.9%</b>
<u>2007 年 9 月 18 日</u>				
富时全美 REIT 指数 (NAREIT)	-1.5%	5.7%	4.5%	0.3%
标普全球房地产投资信托基金指数	0.1%	4.3%	2.2%	-1.4%
道琼斯工业平均指数	-3.2%	1.1%	0.5%	-0.3%
<b>NAREIT vs DJI</b>	<b>1.7%</b>	<b>4.6%</b>	<b>3.9%</b>	<b>0.6%</b>
<b>标普全球房地产投资信托基金 vs DJI</b>	<b>3.3%</b>	<b>3.2%</b>	<b>1.6%</b>	<b>-1.1%</b>
<u>2019 年 7 月 31 日</u>				
富时全美 REIT 指数 (NAREIT)	2.4%	2.8%	3.3%	5.3%
标普全球房地产投资信托基金指数	1.2%	1.3%	1.7%	2.9%
道琼斯工业平均指数	-1.7%	-3.4%	-3.3%	-2.4%
<b>NAREIT vs DJI</b>	<b>4.1%</b>	<b>6.2%</b>	<b>6.6%</b>	<b>7.7%</b>
<b>标普全球房地产投资信托基金 vs DJI</b>	<b>2.9%</b>	<b>4.7%</b>	<b>4.9%</b>	<b>5.3%</b>

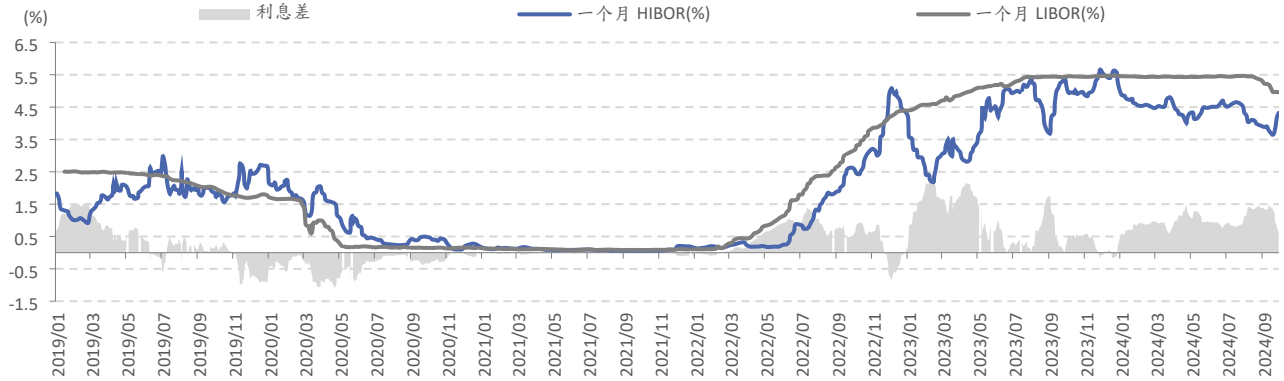
资料来源：彭博、交银国际

\*根据总回报计算：包括价格变动和股息回报

利率路径的转变成为 REITs 在未来 12-18 个月的领先表现铺平道路。即使有利率长期维持相对较高水平的预期，我们认为目前唯一的不确定性是美联储进一步降息的时机和幅度，这在很大程度上取决于此前加息对经济增长放缓的累积影响、美国的通胀前景和劳动力市场表现。

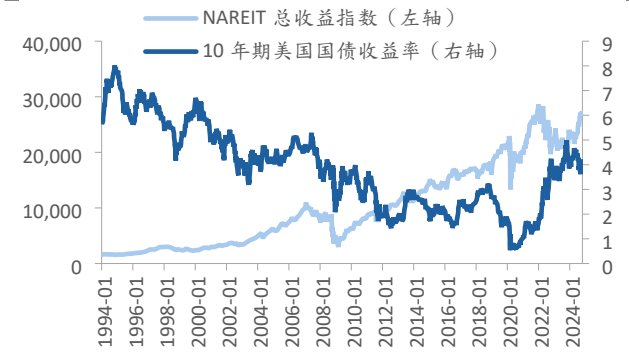
如上所述，根据彭博的一致预期，截至 2024 年 11 月 12 日，市场仍预计在 2024 年底和 2025 年底分别降息 25 个基点和 50 个基点，这与美联储点阵图预测基本一致。尽管时间和幅度预期的任何变化都将导致 REITs 股价波动，但我们认为主要 REITs 的重估周期才刚刚开始。

图表 15: 2019年以来的1个月 HIBOR 和 LIBOR



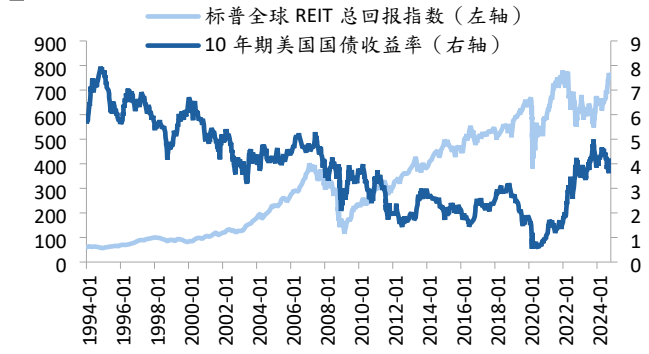
资料来源：彭博、交银国际

图表 16：过去 30 年 NAREIT 总收益指数与 10 年期美国国债收益率对比



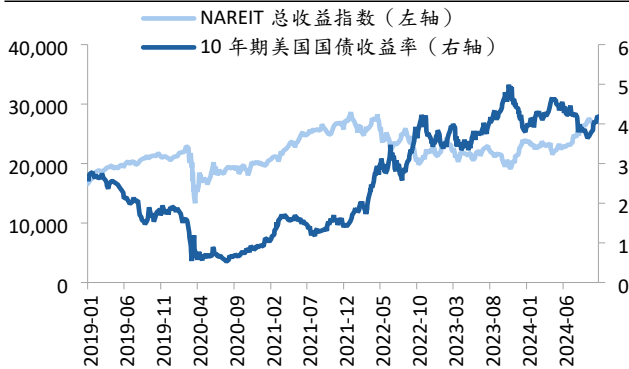
资料来源：彭博、交银国际

图表 17：过去 30 年标普全球房地产投资信托基金总回报指数与 10 年期美国国债收益率对比



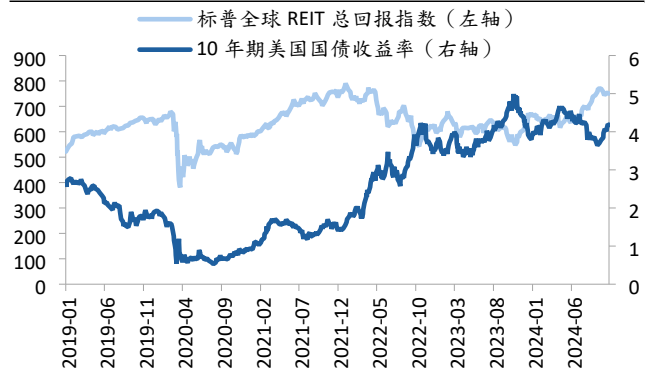
资料来源：彭博、交银国际

图表 18：过去 5 年 NAREIT 总收益指数与 10 年期美国国债收益率对比



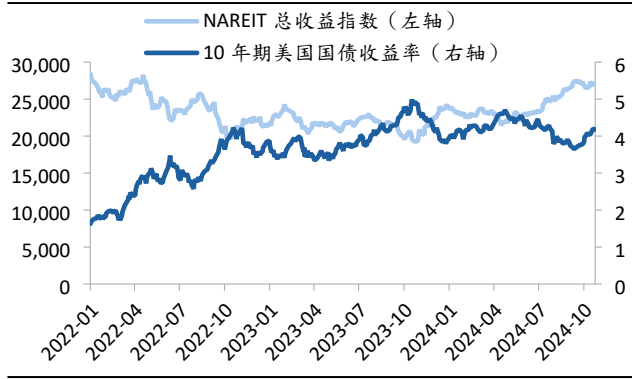
资料来源：彭博、交银国际

图表 19：过去 5 年标普全球房地产投资信托基金总回报指数与 10 年期美国国债收益率对比



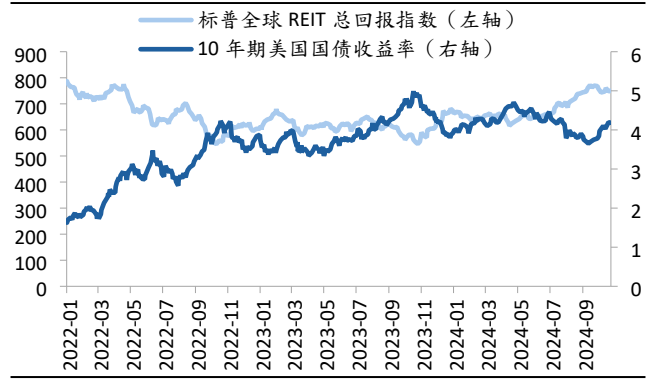
资料来源：彭博、交银国际

图表 20: 过去 2 年 NAREIT 总收益指数与 10 年期美国国债收益率对比



资料来源：彭博、交银国际

图表 21: 过去 2 年标普全球房地产投资信托基金总回报指数与 10 年期美国国债收益率对比



资料来源：彭博、交银国际

## 物流房地产为电商和网上零售的支柱

在 5G 和数据时代，包括零售商、制造商、制药公司、电商巨头在内的国际企业越来越多地通过线上渠道推动业务和销售。我们认为，电商成功的关键是一个高效、高性价比的物流网络，下游服务提供商可以通过这个网络驱动整个供应链，从原料供应的源头，到发货到分销商和零售商，最后到最终的客户和终端用户。

在整个物流网络和价值链中，各种要素和服务提供商为货物和材料的高效移动、存储和分销做出了贡献。主要的利益相关者和参与者包括物流房地产开发商和投资者（业主），物流运营商和租户（用户）以及支持公司（辅助服务供应商）。**在本报告中，我们将重点关注业主方**，鉴于强劲的下游需求和增长，即便在全球经济不确定的情况下，进一步降息的潜在催化剂将推动基础资产的资本价值和业主的估值。

- 1) **物流房地产开发商**：这些主要是房地产公司、房地产开发商和 REITs，专门从事物流设施的设计、开发、建设和管理，包括工业物业、仓库、配送中心和履行中心。
- 2) **物流房地产投资者**：这些是投资公司，房地产投资信托基金（REITs）和机构投资者，为收购和开发物流房地产提供资金。他们也专门从事物流房地产的运营。
- 3) **物流运营商和服务提供商**：这些公司租赁和经营物流设施，如第三方物流（3PL）供应商、电子商务履行公司、运输和分销公司。例如 DHL、联邦快递、亚马逊物流、京东物流、菜鸟和顺丰。
- 4) **租户**：这些是物流设施的终端用户，包括制造商、零售商、电子商务企业和其他需要仓储、分销和运输服务的公司。例子包括电子商务和零售公司、第三方物流供应商、餐饮公司、汽车和工业公司、科技和电子公司、制药和医疗保健公司以及消费品和服装公司。
- 5) **支持行业**：这包括支持物流房地产价值链的服务供应商，如建筑公司、物业管理公司、设施供应商、技术供应商（如仓库自动化、供应链软件）以及运输和物流服务供应商。

图表 22：现代物流价值链的主要参与者

物流房地产开发商	物流房地产投资者	物流运营商
安博	安博	马士基
Logistics Property Company	普洛斯	中国外运集团
嘉民集团	黑石	DHL
Panattoni	布鲁克菲尔德资产管理	FedEx
ESR	Logos Property	UPS
丰树物流	丰树物流	日本通运
ARA 物流	嘉民集团	京东物流
凯德物流	菜鸟	顺丰快递
万科物流	京东产发	嘉里物流联网

来源：交银国际

### 物流房地产的分类取决于设施的性质

如今，为整个物流供应链提供的物流服务类型很多，需要不同类型和规格的物流房地产/设施。一般来说，我们可以通过(1)服务的时间或紧迫性和(2)位置和功能来对这些需求和设施进行分类。

**服务的时间/紧迫性：飞机/机载/本地快递、航空货运、公路/铁路货运、海运等。**我们认为关键因素是所需的时间和从一个设施到下一个目的地的货物数量。对于城市门户和多市场配送中心，运输时间通常在一天内的卡车车程之内。同时，对于城市配送中心来说，许多配送中心的设计允许 1-2 天的运输或交货时间。另一方面，对于终端/最后一英里的设施，交货时间可以以小时为单位计算，且发货数量少。

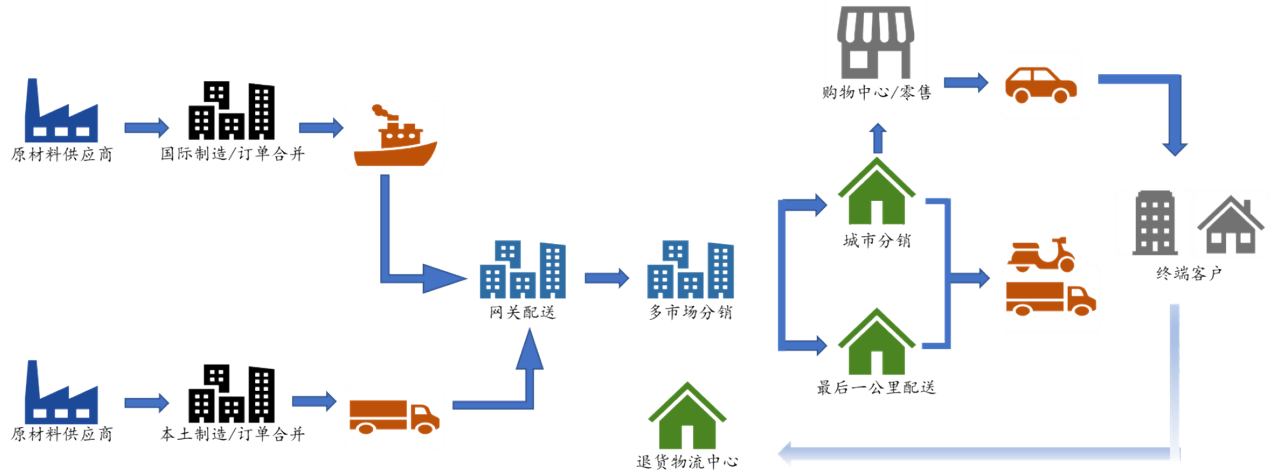
**地点和功能：国际、多市场、国内、最后一英里等。**

对于终端/最后一英里的配送，一个地点的效率可以设施和消费者家门口之间的时间来量化。考虑到所需的及时性，建筑规格往往是次于位置的考虑。

对于城市配送设施，用户通常将货物配送到家庭、零售商、办公室或购物中心。因此，位置仍然是效率的关键，但没有终端/最后一英里设施那么紧迫。

对于城市门户和多市场配送，相关基础设施的有效性和通往多个城市配送中心的交通通道变得更加重要。此外，考虑到储存和处理的货物数量和种类更大更多，建筑层面的设计将更加重要，如面积、净高、布局、停车场和门口。

图表 23：物流业的现代供应链



资料来源：交银国际

## 点燃物流房地产强劲需求的关键驱动因素

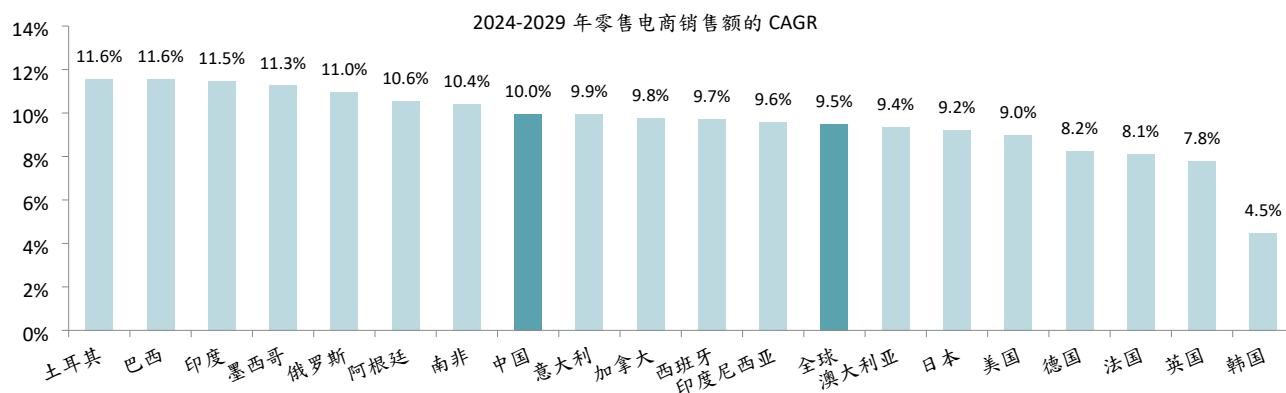
### 电子商务繁荣是物流业增长的支柱

我们认为，物流业增长的关键驱动力之一是电子商务的蓬勃发展，电子商务在过去二十年中取得了显著增长，在未来几十年仍有巨大的增长空间。如今，许多行业都依赖于通过自己的公司网站和在线平台进行网上购物，有些行业甚至大部分销售都是在网上完成的。此外，随着消费者偏好转向网上购物，对有效物流服务的需求也在上升。

### 预计 2021-26 年全球电子商务市场年 CAGR 达 9.3%

根据 Statista 的数据，全球电商市场预计将从 2021 年的 5.2 万亿美元增长到 2026 年的 8.1 万亿美元，CAGR 为 9.3%。同时，Statista 估计，2024-29 年中国和全球零售电商销售额的 CAGR 分别为 10.0% 和 9.5%。我们认为，中国内地和香港电子商务的快速扩张推动了对现代、技术支持的物流设施的需求，以支持在线零售的增长。因此，对高效配送中心、最后一英里配送和逆向物流的需求已成为物流房地产投资的重要推动力。

图表 24：预计 2024 年至 2029 年，中国零售电商销售增长将超过全球水平



资料来源：Statista

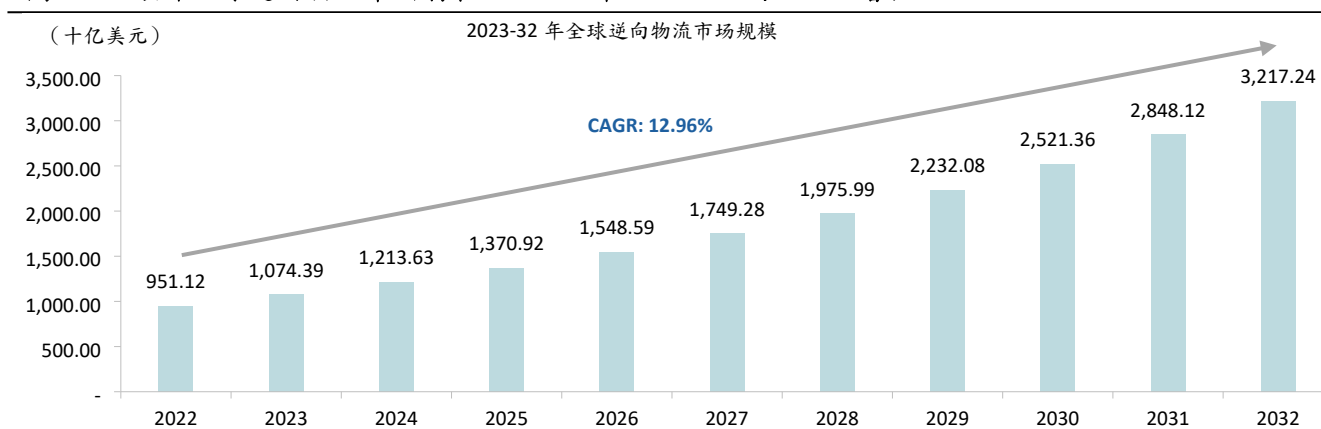
### 由于逆向物流的需要，对物流空间的需求不断涌现

电子商务正在成为一种双向交易，也需要逆向物流。逆向物流的关键功能是从最终目的地（主要是终端用户或最终消费者）运输货物，检索退货（主要是由 3PL 服务商提供），以及适当处理或处置的材料（回到制造商或销售商）。如今，许多活动都涉及逆向物流，如产品退回制造商、保修维修和产品的回收/处置。作为售后服务的一部分，我们相信逆向物流将成为物流空间需求的另一个未来驱动力。

据世邦魏理仕估计，一年内所有实体零售额的退货率为 8-10%，而电商退货率高达 30%。鉴于逆向物流的复杂性，许多零售商和制造商，尤其是那些供应链网络薄弱的零售商和制造商，都使用 3PL 服务商来管理退货，并为正向物流腾出优质空间。随着电子商务的发展，我们预计对逆向物流和 3PL 解决方案的需求也会增长。

根据 Precedence Research 的数据，2022 年全球逆向物流市场规模预计为 9,511.2 亿美元，预计到 2032 年将达到 32,172.4 亿美元，期间 CAGR 为 12.96%。

图表 25：预计全球逆向物流市场将在 2022-32 年以 12.96% 的 CAGR 增长



资料来源：Precedence Research 预测 (2024-32 年)，交银国际

## 中产对冷链和温控物流的需求不断增长

对冷链和温控物流的需求增长迅速，其驱动因素是1) 中产对温控商品的需求；2) 医疗保健行业的快速增长，特别是在疫情后，人们对疫苗接种和保健品的认识有所提高。

### 1. 中产消费者对易腐商品的需求增加

我们看到，中产阶级消费者对生鲜农产品、药品、酒类、冷冻食品等温控产品的需求不断增长。这推动了对专业冷链物流基础设施的需求。

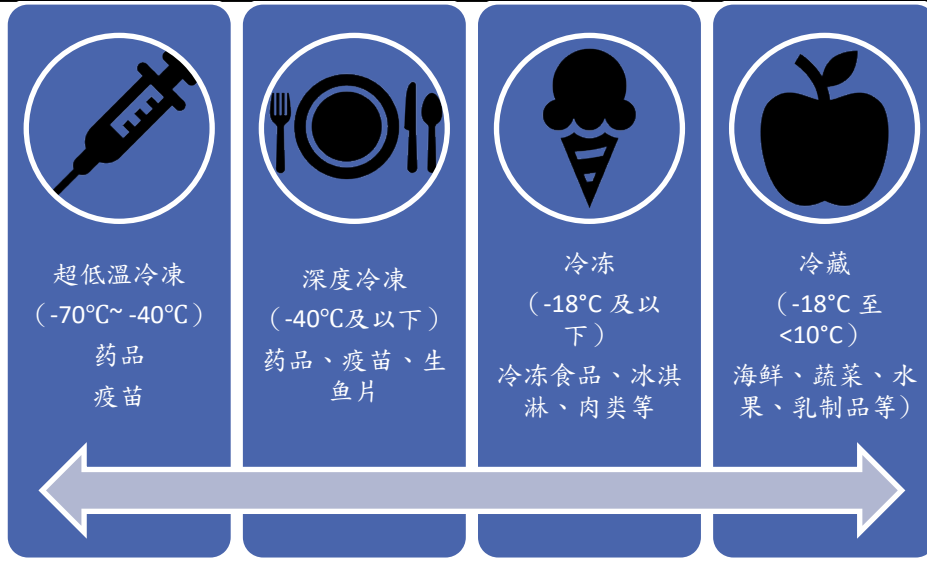
如今，冷链物流主要用于运输易腐烂的果蔬、乳制品、冰淇淋、糖果、肉类、海产品等。易腐食品、方便食品和非时令水果蔬菜的消费不断增长，推动了市场的增长。此外，冻干水果、蔬菜的使用增加以及个别其他速冻食品的应用是为各种市场参与者提供增长机会的两个关键因素。

农业领域也出现了从传统农产品转向园艺、肉类和家禽以及乳制品的转变，这些都属于易腐食品。城市人口对新鲜和加工水果和蔬菜的需求不断增加，以及消费习惯的变化也推动了市场的增长。

### 2. 疫情推动了药品需求

全球制药行业庞大而复杂，需要冷链物流将处理程序与设备和材料的精确运输同步，以高度符合法规。随着各种药品和保健产品的需求不断增长，以帮助对抗越来越多的慢性和与生活方式有关的疾病，整个供应链过程中对温度控制和监测的需求也在增加。此外，含有更多高价值活性成分、保质期更短、温度要求更严格的药物的开发也推动了对冷链物流的需求。此外，过去几年制药公司分发的疫苗进一步推动了对药品冷链解决方案的需求。此外，人们对疫苗接种和保健产品的认识不断提高，也带来了药品储存的额外需求，预计这将在很长一段时期内增加对冷链物流的需求。

图表 26：当前使用工业级制冷的各种普通杂货和产品



资料来源：交银国际

图表 27：主要亚太地区冷库供应情况

	悉尼和墨尔本	首尔	东京	上海
总库存	837 平方千米 (全澳大利亚)	1,216 平方千米 (首尔都市圈)	440 平方千米 (东京都市圈)	7,320 万吨 (全中国)
租金范围	116 - 157 美元/平方米	159 美元/平方米	160 美元/平方米	162 - 325 美元/平方米
租金与普通仓库对比	1.5 - 2.4 倍	1.7 - 2.0 倍	2.0 倍	2.9 倍
建筑成本	1,475 - 1625 美元/平方米	1,035 美元/平方米	~ 1,500 美元/平方米	900 - 1,000 美元/平方米
一般租赁期限 (年)	15 - 20	3 - 5	5 - 10	3 - 10

资料来源：仲量联行，交银国际

图表 28：冷库设施的典型建筑要求

具体要求	要求	重要性
位置	•距离主要基础设施节点 3 公里	中等 •取决于交通情况
建筑结构	•钢筋混凝土结构（限制凝结、更好的密封） •钢结构（更高成本效益、施工周期更短）	高 •影响库存货物和建筑设计
层高和载重	•天花板越高，投资回报率越高（最高为 4.5 米至 6 米） •结构载重要求比传统仓库更高	高 •对于人口密集的城市更为重要 •地面层对载重系数要求不高
空调和消防	•0°C~6°C（冰点以上） 气闸，普通洒水系统 •-15°C~0°C 气锁压缩机，预动作系统 •-15°C 及以下 气锁压缩机型，气体抑制/机架内系统	高 •对于低于-5°C 的房间，需要预动作或气体型防火压缩
电力供应	•两个要求：韧性和供应 •N+1（100%备份是通用标准）提供安全 •冷冻电源占总功率负载的 80-90%	高 •都市区稳定供电 •电力稳定性较差的地区将需要发电机组
装载/卸载	•最好是卡车到门 •电梯可以弥补多层场地	中等 •电梯尺寸和装载能力是高层的决定因素

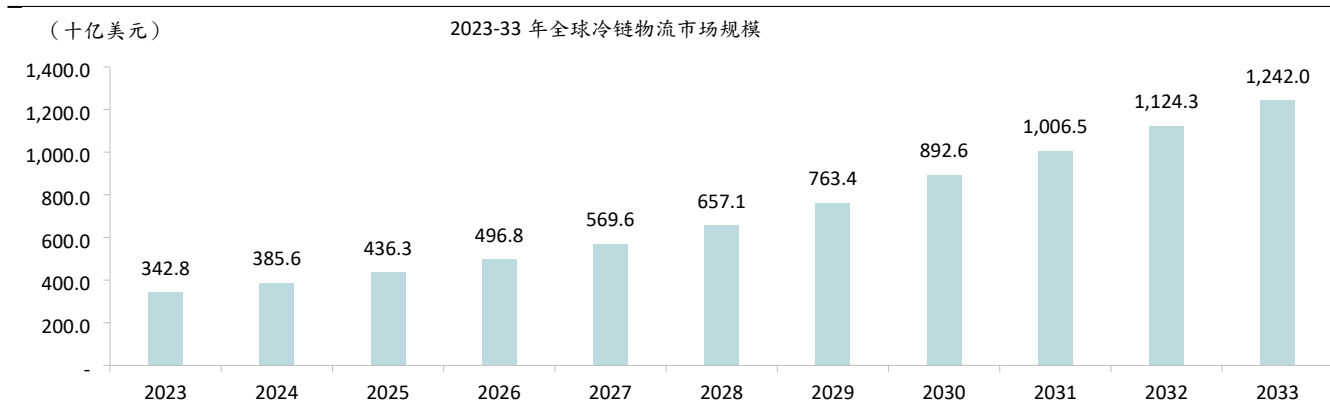
资料来源：仲量联行，交银国际

我们认为，冷库物流板块将继续受益于不断增长的需求。同时，我们预计将有更多的投资者被这一细分市场的机会所吸引，因为总体而言，较长的租期提供了更大的稳定性，以及所需更复杂的设施和先进技术带来了更高的入场门槛。

另一方面，尽管建筑、设施和设备的资本支出较高，由于向租户收取的租金较高，冷库资产的租金收益率通常比标准物流和工业设施高出 50-100 个基点。我们认为，这可能是支持冷库投资更快增长的关键因素，虽然实际降息时间和幅度仍存在不确定性。

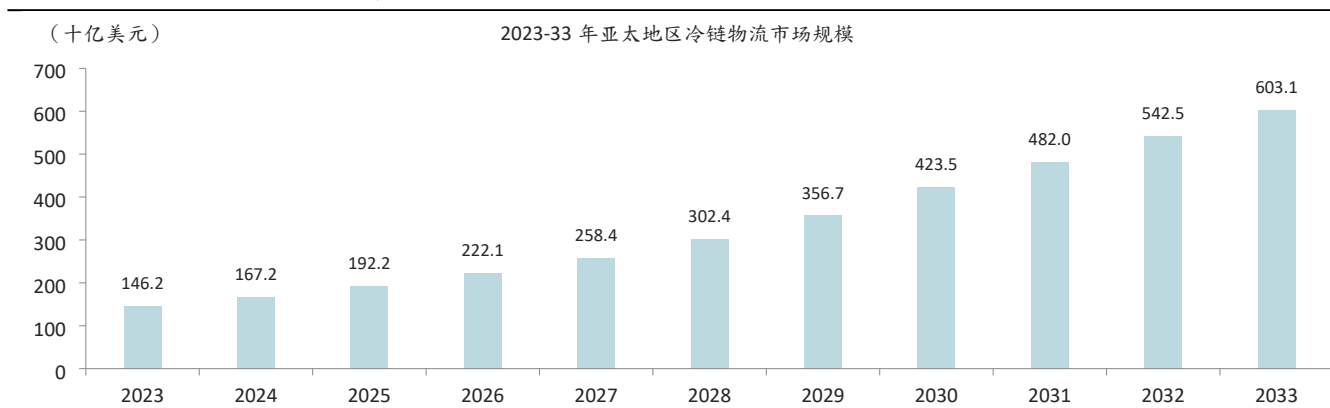
根据 Precedence Research 的数据，2023 年全球冷链物流市场的价值约为 3,428 亿美元，预计到 2033 年将超过 12,420 亿美元，2023-33 年的 CAGR 为 13.7%。根据同一项研究，亚太地区的增长预计将更加强劲，预计冷链物流市场规模将从 2023 年的 1,462 亿美元增长到 2033 年的 6,031 亿美元，CAGR 为 15.3%。我们相信，强劲潜在需求将继续推动该行业的增长，并为物流设施的投资和需求提供支持。

图表 29：全球冷链物流市场预计从 2023 年到 2033 年将以 13.7% 的 CAGR 增长



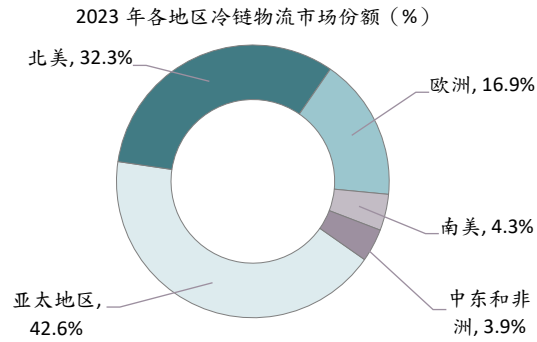
资料来源：Precedence Research (2024-33 年)，交银国际

图表 30：亚太地区冷链物流市场预计从 2023 年到 2033 年将以 15.3% 的 CAGR 增长



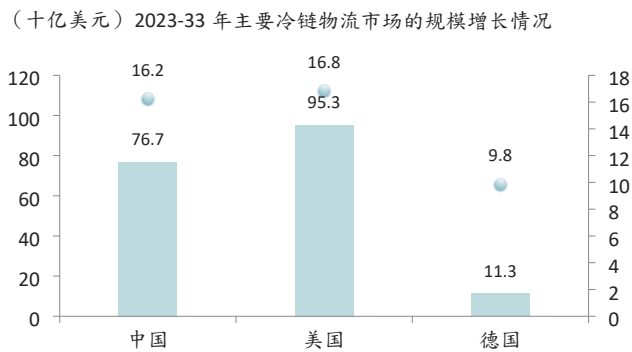
资料来源：Precedence Research (2024-33 年)，交银国际

图表 31：截至 2023 年，亚太地区在冷链物流行业中拥有最大的市场份额



资料来源：Precedence Research，交银国际

图表 32：2023-33 年间，中国和美国冷链物流市场预计增长最快

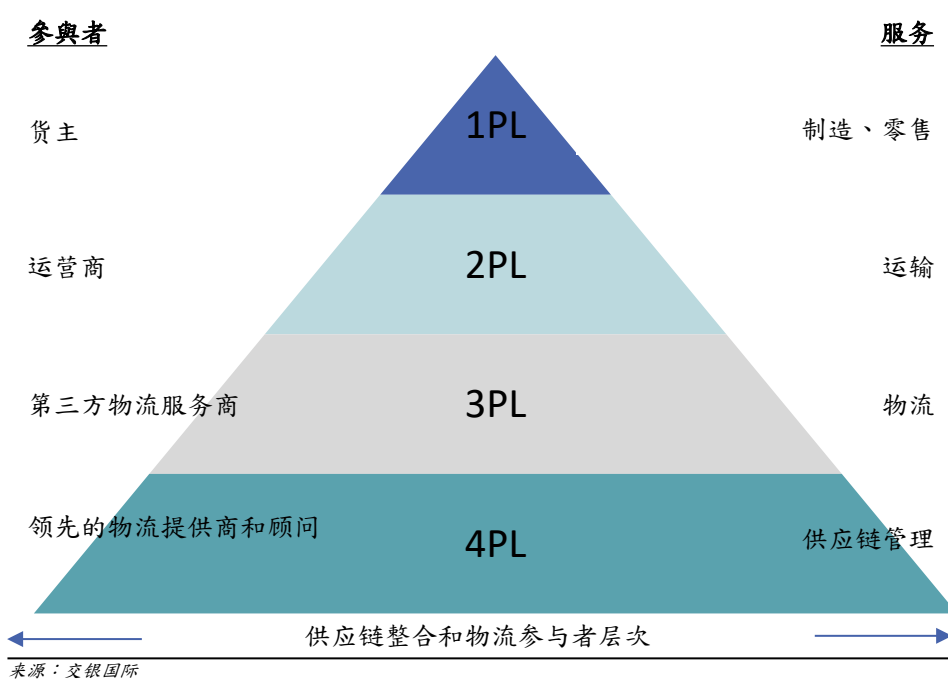


资料来源：Precedence Research，交银国际

### 物流外包日益盛行

在过去的二十年里，跨国公司和国内公司越来越多地将其物流职能外包给专业的第三方物流服务提供商，以满足对更高效和更具成本效益的物流服务的需求。根据世邦魏理仕的数据，在2023年，第三方物流占美国传统仓库和配送中心所有租赁交易的约41%，超过了“零售商和批发商”和“食品和饮料公司”分别占35.8%和8.7%的份额。我们认为第三方物流是当今全球物流房地产需求的主要驱动力，这为物流房地产创造了有吸引力的投资机会，特别是以信誉良好的第三方物流运营商为租户的物流房地产。

**图表 33：在整个物流价值链中，第三方物流服务提供商是物流需求的主要来源**



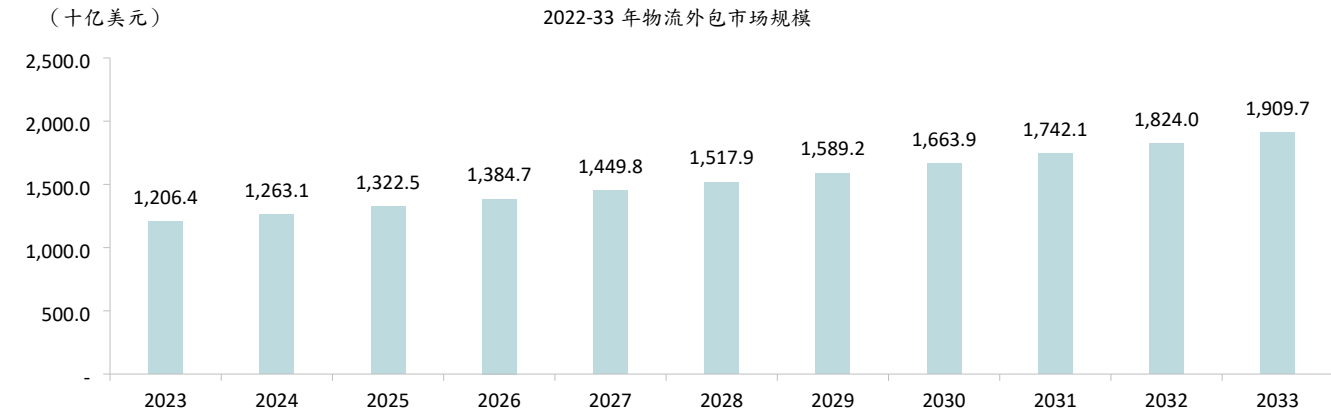
我们发现，企业雇佣第三方物流公司来处理其物流业务的原因有很多：

- 1) **节约成本。** 鉴于第三方物流的专业知识和规模经济，外包物流通常可以节省大量成本。通过汇总来自不同客户的需求，第三方物流可以与承运人和供应商协商更好的交易，并优化路线，为他们的用户降低运输成本和库存成本。另一方面，使用外包公司可以最大限度地减少前期成本和运营内部物流部门的经常性成本，并降低任何与物流相关的基础设施费用，如建设和运营配送中心、运输网络和仓库。

- 2) **风险管理。**凭借丰富的经验、资源和应急计划，第三方物流公司通常有能力处理供应链中断，如极端天气和设施运营中断。通过利用路线优化、存储/库存管理、需求估计和预测等领域的专业知识，以及对快速变化的监管环境的了解，第三方物流公司可以显著降低运营风险和监管风险。
- 3) **专业的物流支持。**许多第三方物流公司都有专门的工作人员从始至终 24/7 管理和监督货物，这确保了最佳的路线，并迅速解决运输过程中的任何问题。此外，这些管理人员通过与各方的透明沟通，帮助解决和处理任何物流挑战和困难。随着物流运作的日益复杂，终端用户可以将资源集中在其基础和核心业务上，以提高运营效率，而无需花费人力维持物流领域的客户满意度上。
- 4) **技术进步。**随着物流环境的快速发展，我们认为实时跟踪发货的能力不再仅仅是一种优势，而是一种必要。我们注意到大多数第三方物流公司已经部署了创新技术，以提供高水平的透明度和对物流过程的控制。通过参与第三方物流服务，企业可以让他们的客户几乎实时跟踪他们的货物，而无需额外的物流和人力投资。
- 5) **一些第三方物流公司拥有广泛的网络和自己的基础设施。**规模庞大、全球布局的第三方物流公司有助于他们的客户应对复杂的国际贸易，如海关法规、进出口限制和跨境运输协议。一些有资产支持的第三方物流合作伙伴还通过对自己的卡车和飞机车队的绝对控制，在运输基础设施方面提供高度的一致性和可靠性。我们认为这对于具有时间敏感性或高价值货物的企业来说尤为重要，能够减少延误和中断。

根据 Precedence Research 的数据，2023 年全球物流外包市场估计为 12,064.4 亿美元，预计到 2033 年将达到 19,097.3 亿美元左右，2023-33 年 CAGR 为 4.7%。我们预计 3PL 服务的强劲增长仍将是现代物流房地产需求稳定增长的主要驱动力。

图表 34：全球物流外包市场预计从 2023 年到 2033 年将以 4.7% 的 CAGR 增长



资料来源：Precedence Research (2024-33 年)，交银国际

## 现代化要求带动新建设施需求

虽然旧的物流和工业设施仍然可以满足仓储和大多数基本的物流功能，但我们看到了许多终端用户对现代化设施的需求日增，导致需求转向到新的现代物流设施，驱动业主投入更多的资本支出来升级设施以满足这些新要求。最常见的需求主要是 (i) 数字化和 IT 升级需求，尤其是第三方物流运营商；(ii) 大多数跨国公司的 ESG 目标：

### 1. 数字化和智能化升级推动了对现代物流设施的需求

这一趋势的主要驱动因素之一是电子商务的兴起以及对高效、高容量履行中心日益增长的需求。网上购物的激增导致了必须及时和具有成本效益的方式存储、处理和交付给客户的商品数量显著增加。为了满足这需求，物流房地产开发商和投资者正在为其设施的数字化和自动化大力投资。

如今，物流公司和服务提供商更多的采用物联网 (IoT)、人工智能 (AI)、机器学习和机器人等技术来简化操作、提高效率和降低成本。这些技术包括仓库自动化、自动驾驶、预测分析、库存管理等。这些智能系统利用数据分析、机器学习和机器人技术来优化物流流程的各个方面，从库存管理到订单履行和配送。通过自动化重复任务和简化操作，这些技术使物流运营商能够提高生产力，减少错误并提高客户满意度。

现代物流设施的另一个关键方面是它们能够与供应链的其他组成部分无缝整合。通过使用物联网传感器、云平台 and 实时数据共享，这些设施可以与运输提供商、供应商甚至客户进行通信和协作。这种级别的连接允许更高的透明度、敏捷性和反应能力，使物流运营商能够快速适应不断变化的市场条件和客户偏好。

同时，我们注意到更多的现代物流设施是为了满足电子商务巨头、第三方物流服务提供商、国际零售商和其他先进制造商的要求而特意建造的。

## 2. 可持续发展和环境考虑

租户也日益重视物流房地产的可持续性和环境绩效。在环境法规、企业可持续发展目标以及降低运营成本需求的推动下，物流房地产业主正在投资于可再生能源、先进的建筑管理系统和其他绿色技术的整合。这些智能升级不仅有助于降低碳足迹，而且还增强了物流房地产的可持续性和竞争力。

这些现代化的绿色物流设施通常包括绿色建筑认证、节能系统和可再生能源的整合等特征。一些租户也在寻找能够满足自身企业可持续发展目标的绿色功能，比如 LEED 认证和可再生能源的采用。符合这些标准的物流房地产对投资者和占用者的吸引力越来越大。

**图表 35：现代物流设施特征的一些例子**

具体要求	关键特性
增强供电	•可靠、安全且经济有效的电力供应，可适应输送带、卡车旋转台、电动车充电、电池储存能力、自动化和互联网连接
可再生能源	•利用屋顶太阳能电池板提供更可持续的解决方案，可以为高达 80% 的设施能源使用提供动力
屋顶荷载	•通常需要额外的具有适当吨位的屋顶单元，以提供人力资源的舒适性，并为设施中产品输送的重型机械系统提供冷却。相较于标准的 9-10 磅/平方英尺，超过 15 磅/平方英尺的屋顶负载正逐渐成为新的标准。
净高	•结构的净高决定了每立方可以储存的货物数量。与 18-32 英尺的旧设施相比，占用者现在更喜欢 36-40 英尺的净高设施。净高越高，以立方为基础可以存储的货物越多，从而提高效率并扩大经营利润率。
柱间距	•立柱或垂直支撑梁之间的距离决定了如何利用空间，可以存储货物的类型，以及如何轻松、高效和快速地访问和移动货物。此外，这对货架和输送机、人行道、拣货车道、接收和集结地的设计和定位也很重要。
增强公用设施	•一些大型和较高的建筑物需要足够的水压来支持喷水灭火系统，如洒水系统。
卡车通行	•通往每层楼的宽阔车道和匝道可以提高货物装卸效率，从而提高库存管理和运营效率。
加强设施	•设施丰富的建筑配有其他员工配套设施，如健身房、淋浴间、户外空间、便利店和餐厅，可以帮助减少员工缺勤并留住员工。

资料来源：世邦魏理仕、普洛斯、交银国际

## 风险因素

### 全球物流房地产行业面临的主要风险：

- ⊕ 由于城市中心附近的最后一英里交付和仓储需求增加，土地资源稀缺

电子商务的兴起推动了对靠近人口中心的仓库和配送空间的需求激增，以加快配送时间。这给主要城市及其周边地区的土地和房地产价格带来了压力，使得物流运营商很难找到负担得起的空间。数据中心快速增长的需求也导致了对主要城市周边工业用地的激烈竞争。

- ⊕ 对仓库自动化和技术的需求不断变化

对先进仓库自动化、机器人和数据分析以提高效率和生产力的需求正在增加。旧的物流设施可能无法适应这些新的技术要求，因此需要在升级或重建方面进行大量投资。

- ⊕ 转向多渠道分销

零售商和电商公司正在采用全渠道战略，需要灵活的仓库和物流设施，既可以处理电子商务的履行，也可以处理传统的实体分销。调整现有设施以满足这些不断变化的需求可能既复杂又昂贵。

- ⊕ 全球供应链中断

疫情、地缘政治紧张局势和极端天气事件等因素严重打断了全球供应链。这导致不确定性增加，需要更具弹性和多样化的物流网络，这可能需要投资新的设施或配送中心。

- ⊕ 可持续性和环境法规

随着法规和客户对可持续性、能源效率和减排的期望，物流业减少对环境影响的压力越来越大。改造现有设施或建设新的、更具可持续性的物流基础设施可能涉及大量资本支出。

- ⊕ 建设和运营成本不断上升

近十年来，全球的土地、劳动力、建筑材料成本不断上涨，物流房地产项目的盈利能力面临压力。此外，投资于自动化、技术和可持续性措施以保持竞争力的需求，可能会进一步推高物流设施运营商的运营成本。

中国内地物流房地产行业面临的具体风险：

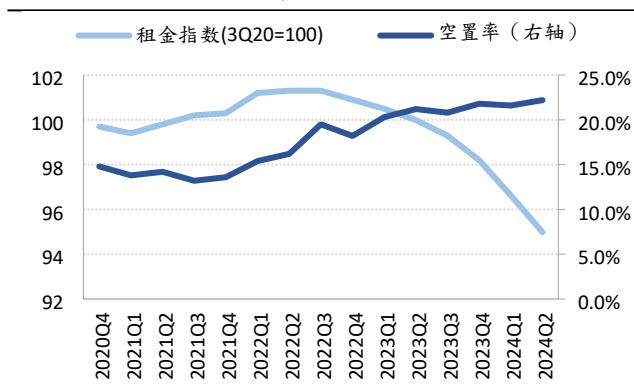
⊖ 电商增长降温

近年来，中国内地电子商务的快速扩张一直是物流房地产需求的重要推动力。然而，任何电商增长的放缓都可能导致新物流设施的建设放缓，并在某些地区出现潜在的供过于求。

⊖ 产能过剩和市场整合

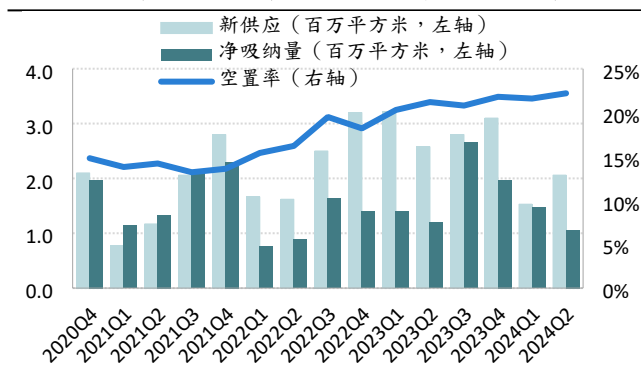
中国内地的物流房地产市场供应迅速增加，许多开发商和投资者争相追赶电商热潮的红利。这引发了对产能过剩的担忧，尤其是在二线和三线城市，这些城市的需求可能无法跟上新物流设施的供应。过去两年，物流设施供过于求的城市和地区，包括部分中西部地区以及非核心的 2/3 线城市，租金水平出现了明显的调整，部分城市空置率高达 20-30%，租金较过去三年的峰值调整了~30%。

图表 36：中国内地物流房地产租金在 2022 年见顶，主要受非核心城市拖累



资料来源：世邦魏理仕，韦克菲尔德，交银国际

图表 37：中国内地物流房地产空置率从 2020 年 13-14% 飙升至 2023 年的~20%，并在 2024 年企稳



来源：世邦魏理仕，交银国际

虽然我们预计沿海经济区和核心一线/二线城市的租金水平将更具韧性，但任何电商增长的放缓都可能使物流设施的需求降温。此外，行业内可能发生整合和重组，特别是对于盈利能力可持续性较低的小型 and 较弱的企业。任何对物流资产的甩卖也可能导致物流资产价值的下降。

### ⊖ 供应链战略的转变

持续的贸易紧张局势和全球供应链中断促使许多公司重新评估其供应链战略，包括物流设施的位置和配置。这可能会导致需求模式的转变，一些地区或城市对物流房地产投资的吸引力下降。

### 香港物流房地产行业业面临的具体风险：

#### ⊖ 来自其他区域物流枢纽的竞争加剧

亚太地区的其他城市，如新加坡、上海和深圳，正在积极发展其物流基础设施和能力。随着这些相互竞争的枢纽变得越来越有吸引力，香港在保持其作为主要物流中心的地位方面可能面临挑战，这可能会影响对物流房地产的需求。

#### ⊖ 土地短缺和成本上升

香港有限的土地资源和高企的物业价格，长期以来一直是物流业面临的挑战，很难找到价格合理且合适的物流设施用地。这可能会制约物流运营商拓展业务或升级设施的能力，阻碍行业整体竞争力的提升。

图表 38: 交银国际物流房地产行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
PLD US	安博	买入	103.91	134.94	29.9%	2024 年 11 月 15 日	物流房地产
2191 HK	顺丰房托	买入	3.12	4.59	47.1%	2024 年 11 月 15 日	物流房地产

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 收盘价截至 2024 年 12 月 19 日

2024 年 12 月 23 日  
物流房地产行业

## 公司分析

房地产	收盘价 港元 2.99	目标价 港元 4.59	潜在涨幅 +53.4%
-----	----------------	----------------	----------------

2024年12月23日

## 顺丰房托 (2191 HK)

### 盈利能力稳定，具有扩张空间；首予买入

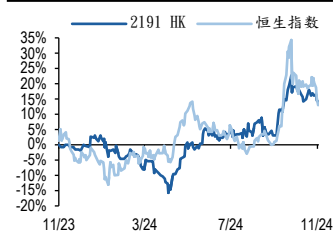
我们首次覆盖顺丰房托，给予买入评级，基于DDM的目标价为4.59港元。公司是由顺丰控股发起、专注于物流的房地产投资信托基金，在香港和中国内地拥有四处物流物业。我们相信中国内地的需求受到电商行业快速扩张的支撑。同时，由于香港独特的地理位置，加上未来三年供应有限而需求仍然强劲，供需不匹配将支持香港物流房地产的租金增长。

- 来自母公司的强大支持确保盈利可见性。顺丰房托大部分总可出租面积由顺丰控股的子公司租赁和运营，截至2023年底，顺丰控股占据顺丰房托的总可出租面积约80.1%，并贡献了其2023年收入的约73.8%。考虑到顺丰控股在中国物流行业的领先地位及其快速增长的记录，我们相信顺丰房托与顺丰控股的合作将带来较高的盈利可见度。
- 前瞻性风险管理。鉴于预期利率将持续较高，顺丰房托已协商下调三处内地物业的利率，加权平均利率由2023年的4.65%降至2024上半年的4.2%。同时，公司通过签订港元贷款的短期和长期利率掉期合约，将对冲比率提高至89%。我们认为，积极管理利率风险将有助顺丰房托稳定融资成本负担，提升分配稳定性。
- 估值不高。我们预计顺丰房托2024/25/26年每单位可分派（DPU）为29.13/32.36/35.14港仙。基于DDM模型，我们预计公司公允价值为7.65港元/股，给予流动性折价40%，目标价为4.59港元。首予买入评级。
- 风险：1) 对顺丰控股的租户依赖度高，第三方需求较弱；2) 未能实施收购；3) 降息速度慢于预期；4) 汇率波动。

### 个股评级

买入

### 1年单位价格表现



资料来源: FactSet

### 基金单位资料

52周高位 (港元)	3.20
52周低位 (港元)	2.20
市值 (百万港元)	2,439.51
日均成交量 (百万)	0.80
年初至今变化 (%)	11.99
200天平均价 (港元)	2.77

资料来源: FactSet

谢骥聪, CFA, FRM

philip.tse@bocomgroup.com  
(852) 3766 1815

诸葛乐懿

Gloria.Zhuge@bocomgroup.com  
(852) 3766 1845

### 财务数据一览

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入 (百万港元)	421	445	461	481	506
同比增长 (%)	72.5	5.6	3.6	4.4	5.1
物业收益净额 (百万港元)	344	358	371	389	407
同比增长 (%)	76.3	4.1	3.9	4.7	4.8
可分派收入 (百万港元)	222	230	235	263	288
每单位分派 (港元)	0.277	0.287	0.291	0.324	0.351
同比增长 (%)	60.9	3.3	1.6	11.1	8.6
每单位账面净值 (港元)	5.32	5.26	5.27	5.28	5.28
分派息率 (%)	9.3	9.6	9.7	10.8	11.8

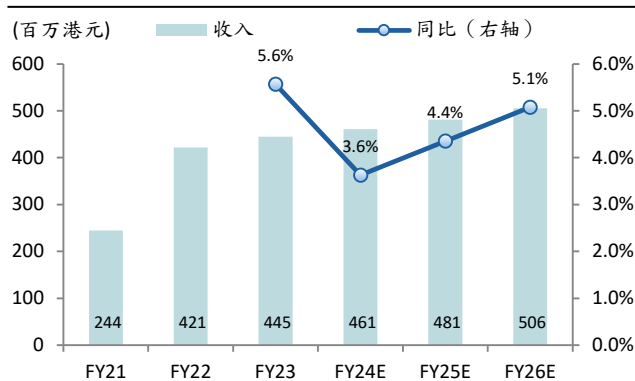
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

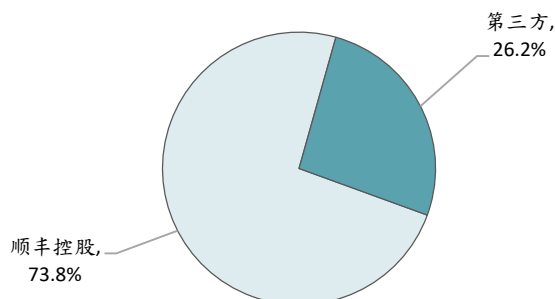
## 顺丰房托的六大关键图表

图表 39: 预计 2024-26 年收入将稳步增长



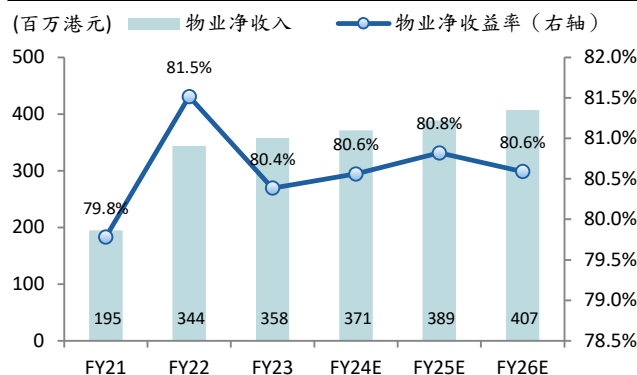
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 41: 2023 年约 74% 的收入来自顺丰控股



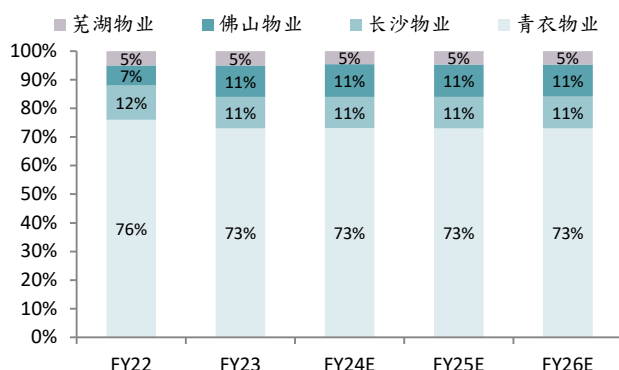
资料来源：公司资料，交银国际

图表 43: 物业净收入稳步增长



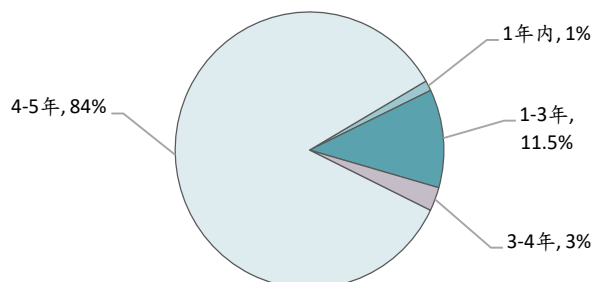
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 40: 预计 2024-26 年大部分收入将来自香港物业



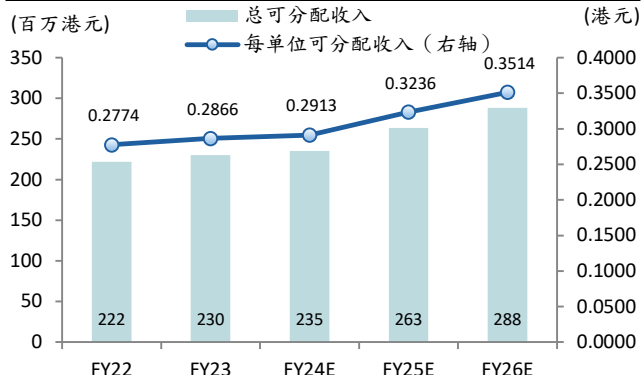
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 42: 84% 的租约期限为 4-5 年



资料来源：公司资料，交银国际

图表 44: 可支配收入和每单位可分派增长稳定



资料来源：公司资料，交银国际预测

## 香港首个以物流为重点的房地产投资信托基金，具有较高的分配可见性

顺丰房托是香港联交所首个以物流为核心的房地产投资信托基金，由顺丰控股（SFH）的资产分拆。公司的战略性投资组合目前包括四处物业，位于香港青衣以及中国内地的佛山、芜湖和长沙。我们认为顺丰房托的主要投资优势是：

- 1) 电商行业增长带动内地及香港物流物业需求强劲增长；
- 2) 来自顺丰房托发起人作为第一大租户的可持续收入；和
- 3) 顺丰房托的前瞻性风险管理，增强分配稳定性。

**需求增长保持韧性。**我们对中国内地和香港物流地产的需求增长前景持谨慎乐观态度。尽管过去几年宏观经济存在不确定性，但受中国内地电商渗透率较高的推动，核心城市和沿海经济地区的物流地产需求一直保持韧性，根据 Statista 数据，电商渗透率从 2015 年的 11% 增长至 2023 年的 28%。展望未来，我们认为直播电商、跨境电商等新兴消费模式将推动增长动力。至于香港，我们预计供需不匹配将支持租金增长，城市独特的地理位置导致需求强劲，而供应有限（2027 年前没有新供应）。

**强大的母公司为可持续收入提供保证。**顺丰房托最初是为了支持顺丰控股而分拆的，其大部分可出租面积已出租给顺丰控股的子公司并运营。截至 2023 年，顺丰控股约占顺丰房托可出租总面积约 80.1%，并贡献其 2023 年总收入的 73.8%。考虑到顺丰控股在中国物流行业的领先地位及其快速增长的记录，我们相信顺丰房托与其发起人之间的合作将保证盈利能力，并最大限度地减少市场波动的影响。

**首予买入评级。**我们相信，公司的优质资产能够很好地满足中国内地和香港不断扩张的电商行业对物流物业日益增长的需求。我们认为，如果美联储进一步降息，将成为顺丰房托中期重估的催化剂，而 H-REITs 纳入沪深港通可能有利于整个 H-REIT 行业，并起到短期催化剂的作用。我们预计公司 2024/25/26 年 DPU 分别为 29.13/32.36/35.14 港仙，目前股价对应 2024 年 DPU 收益率为 9.7%，与截至 2024 年 11 月 12 日的 10 年期美国国债收益率利差为 5.3%。根据我们的 DDM 模型，我们估计公司的公允价值为每股 7.65 港元，目标价 4.59 港元，代表 40% 的流动性折扣。

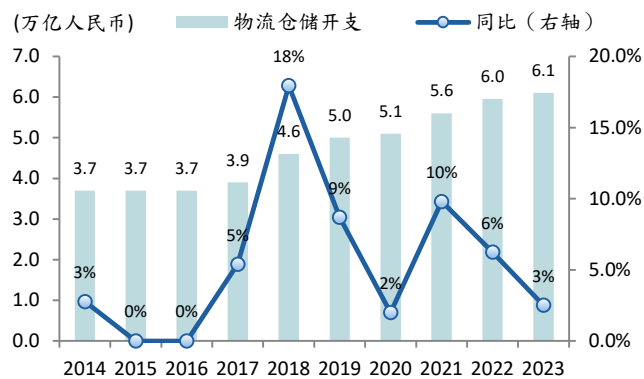
## 投资亮点一 — 需求增长强劲

### 中国内地：电商是物流物业需求的主要推动力

我们认为，电子商务仍然是中国内地物流地产行业需求的主要推动力，创造了从传统的线下零售分销到最后一英里配送的运输需求，这每个阶段均需要仓储和物流设施。据 Statista 预测，全球电商市场规模预计将从 2021 年的 5.2 万亿美元增长到 2026 年的 8.1 万亿美元，复合增长率为 9.3%。同时，Statista 预计 2024-29 年中国和全球零售电子商务销售额的复合年增长率将分别达到 10.0% 和 9.5%。此外，根据 Prologis 的实证数据，在同等零售额水平下，电商企业需要的物流空间是传统线下零售商的三倍。

据 Statista 统计，除了市场规模外，中国内地电商行业的渗透率（电商占社会消费品零售总额的比重）也快速扩张，从 2015 年的 11% 上升至 2023 年的 28%。尽管物流成本由于整个物流链中更有效的成本控制已经有所下降，中国内地的物流仓储开支仍呈现强劲增长趋势，2018-23 年的 5 年复合年增长率为 5.8%。

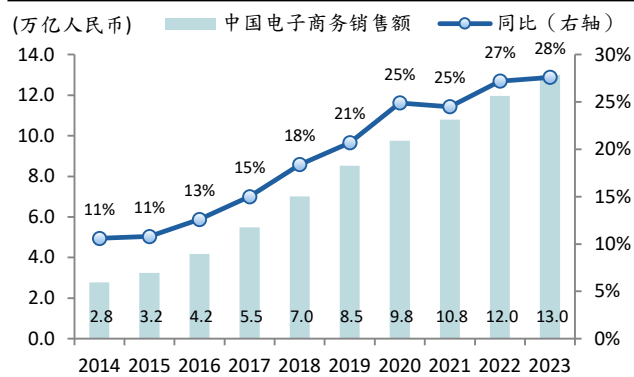
图表 45: 过去十年中国仓储开支



资料来源：Statista，交银国际

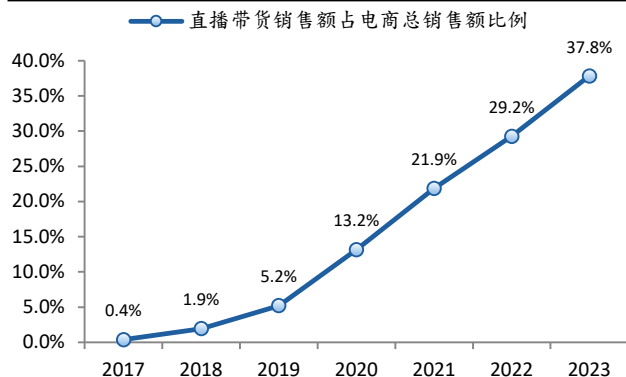
抖音、快手、小红书等平台直播带货等新消费模式的兴起，为电商行业带来进一步增长动力。在短视频内容、直播电商、跨境电商等新兴趋势的推动下，我们预计电商行业将持续扩张，进一步增加对物流地产的需求。

图表 46: 中国电子商务销售额及占社会消费品零售总额的比重



资料来源: Statista, 交银国际

图表 47: 直播带货销售额及占中国电子商务销售额的比重

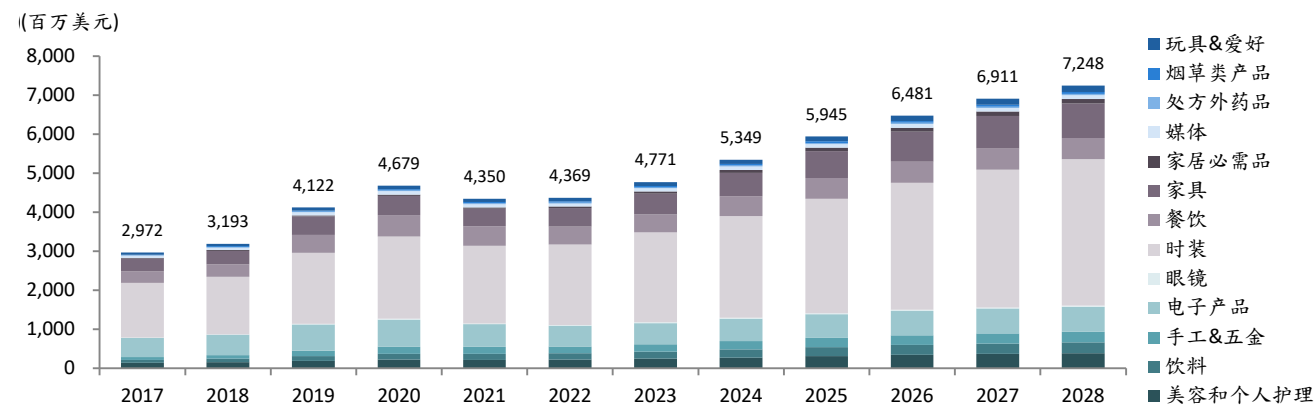


资料来源: Statista, 交银国际

### 香港: 供需不匹配导致租金溢价

至于香港, 得益于 2020-22 年消费者习惯的变化, 电商行业在过去几年也快速增长。根据 Statista 预测, 预计 2024 年香港电商市场的收入将达到 47.71 亿美元, 2024-29 年复合年增长率为 8.72%, 到 2029 年将达到 72.48 亿美元。

图表 48: 2017-29 年香港电子商务市场收入预测



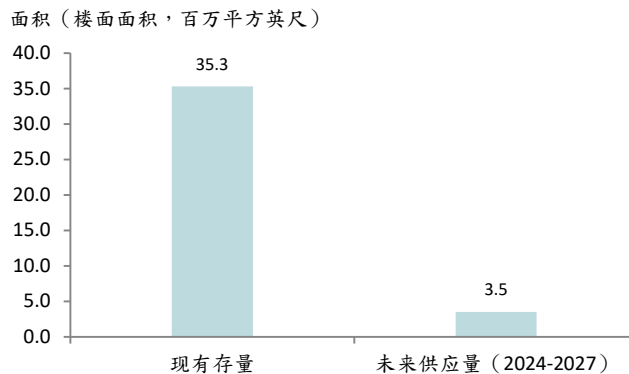
资料来源: Statista 预测, 交银国际

除此之外，作为通往中国内地的门户，香港受益于其独特的地理位置，能够抓住国内入境和国际出境贸易需求的增长。在航空物流方面，香港国际机场被评为 2023 年全球最繁忙的货运机场（按总量计算）。海运物流方面，香港国际港口 2023 年的货物吞吐量在全球排名第十。陆路运输方面，香港受益于便捷的公路和铁路网络，与中国内地和亚洲其他地区实现无缝连接。

与强劲的需求形成鲜明对比，香港的仓储空间供应紧张。根据戴德梁行研究的数据，截至 2023 年底，香港优质物流空间总存量约为 3,530 万平方尺（328 万平方米）。未来几年并无重大项目在筹建，葵涌（新界）的下一个仓库供应预计将于 2027 年完成，提供约 150 万平方尺（或 14 万平方米）的仓储空间。

由于供应有限而需求强劲，香港现代物流物业空置率持续保持较低水平，2019 年至 2023 年 3 季度稳定在 2-3%。根据戴德梁行的数据，2023 年 4 季度整体空置率上升至 7.5%，我们认为这主要是由于菜鸟智能网关于 2023 年 3 季度开业（总可租面积为 410 万平方尺或 38 万平方米）。随着总体需求继续超过供应，我们预计未来几年空置率将下降。

**图表 49: 香港物流物业的现有存量和未来供应量**



资料来源：戴德梁行，交银国际

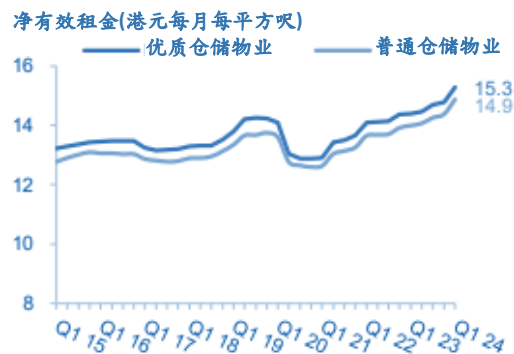
图表 50: 香港主要仓储物业空置情况



数据来源：戴德梁行、交银国际

至于租金水平，根据戴德梁行的数据，香港优质仓储物业租金在 2024 年 1 季度环比上涨 3.6% 至每月 15.3 港元/平方米。由于位置优越的物业和高品质建筑的供应有限，整体租金水平仍呈上升趋势。由于整体空置率较低（2027 年前没有计划新增仓库供应），我们预计租金水平总体将保持稳定增长。

图表 51: 总体和主要仓储物业租金



数据来源：戴德梁行、交银国际

## 投资亮点二 — 母公司实力雄厚，收入持续保障

截至 2023 年 12 月，顺丰房托的总可租面积 (GLA) 达 427,893 平方米，其中青衣、佛山、芜湖物业的仓库空间已全部出租，空置单位主要为这三个设施的附属办公室。同时，截至 2023 年底，长沙物业的出租率已达到 98.9% 的高水平。

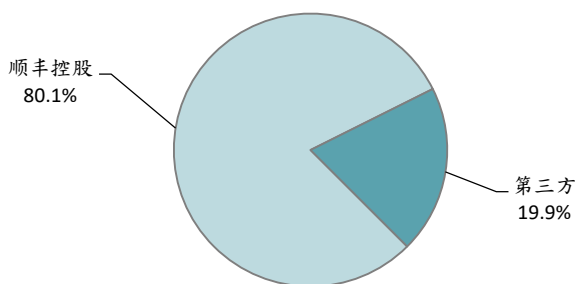
值得注意的是，顺丰房托最初的设立是为了支持顺丰控股的物流网络并促进其全球运营。顺丰房托的大部分总可出租面积已出租给顺丰控股的子公司并由其运营。截至 2023 年底，顺丰控股约占顺丰房托总可出租面积的 80.1%，并贡献了 2023 年总收入约 73.8%。考虑到顺丰控股是中国物流服务行业的主要参与者之一，拥有快速增长的同时，我们相信顺丰房托与其发起人之间的强有力合作将在收入和出租率方面提供高度的稳定性，从而将市场波动的影响降至最低。

图表 52: 顺丰房托截至 2023 年底的投资组合和运营概况

(截至 2023 年 12 月 31 日)	亚洲物流枢纽 - 顺丰中心	佛山桂城丰泰产业园	芜湖丰泰产业园	长沙丰泰产业园
地点	中国香港新界青衣	中国广东省佛山市	中国安徽省芜湖市	中国湖南省长沙市
竣工年份	2014	2021	2019	2019-2021
租户组合	物流: 78% 餐饮: 12% 医疗: 10%	物流: 100%	物流: 94% 其他: 6% (包括餐饮, 医疗用品, 工业)	物流: 76% 餐饮: 11% 科技与其他: 13%
可出租面积 (平方米)	160,322	119,922	84,951	62,698
出租率	97.3%	98.9%	100%	95.4%
内部租户数量	2	3	1	2
外部租户数量	5	11	1	12

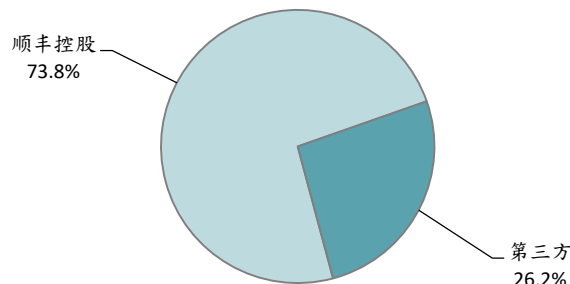
资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 53: 截至 2023 年底，顺丰控股是顺丰房托的最大租户 (按可出租面积计算)



资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 54: 2023 年约 74% 的收入来自顺丰控股

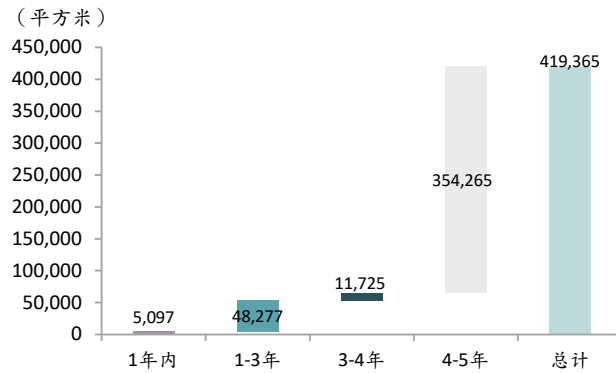


资料来源: 公司资料, 交银国际

此外，顺丰房托的投资组合租赁期限普遍较长，约 84% 的租赁期限在 4-5 年内。其中，顺丰房托与顺丰控股签订的租赁协议均为期 5 年，预计于 2026 年到期。在整个租赁期内，公司实行年度租金上涨，这使得公司能够享受正租金增长。2023 年，顺丰房托续租租金上调率约为 11%。我们认为，较长的租赁期限和租

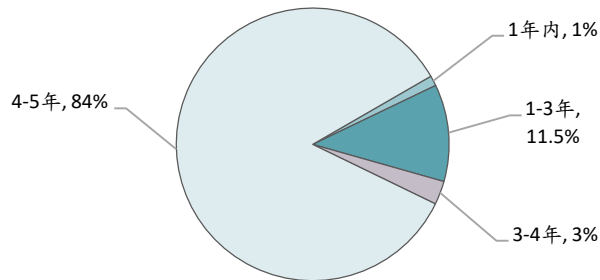
金上涨为收入增长提供了高度可见性，这可能会转化为未来几年单位持有人的分配增长。

图表 55: 租赁期限明细



资料来源：公司资料，交银国际

图表 56: 84% 的租赁期限为 4-5 年



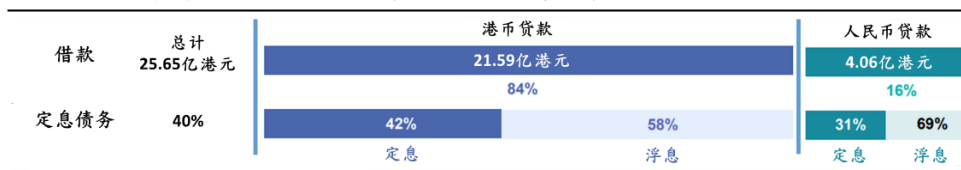
资料来源：公司资料，交银国际

### 投资亮点三 — 前瞻性风险管理降低盈利波动

受全球经济波动和高利率环境推动，顺丰房托 2023 年加权平均借款利率同比上升 137 个基点至 4.31%，导致财务成本同比上升 56% 至 1.13 亿港元。鉴于预期利率长期较高的环境，公司实施了前瞻性风险管理，以减轻未来利息成本上升的潜在不利影响。

截至 2023 年底，顺丰房托的债务总额为 25.6 亿港元，其中港元贷款 21.6 亿港元（占 84%），人民币借款 4.063 亿港元（占 16%）。境内借款方面，公司于 2023 年下半年成功将佛山及芜湖物业两笔 5 年期定期贷款（本金额：人民币 1.2 亿/1 亿元）的固定利率从 4.5% 下调至 3.95%。同时，长沙物业 8 年期定期贷款（本金 2.75 亿元）利率由 LPR+0.55% 协商下调至 LPR+0.2%。通过这些调整，境内贷款的整体平均借款利率预计将从 2023 年的 4.65% 降至 2024 年的约 4.2%。我们认为，鉴于 2025 年中国内地宽松的货币环境，境内融资成本可能会进一步降低。

图表 57: 顺丰房托的债务结构（截至 2023 年底）



资料来源：公司资料，交银国际

至于港元借款，公司于 2022 年初签订 IRS（利率掉期，于 2026 年 2 月到期），以对冲 9 亿港元的固定利率港元贷款。此外，公司于 2024 年 1 月通过短期 IRS 进一步对冲剩余的 12.6 亿港元贷款。截至 2024 年上半年末，顺丰房托境外贷款的利率对冲比率增至约 89%。

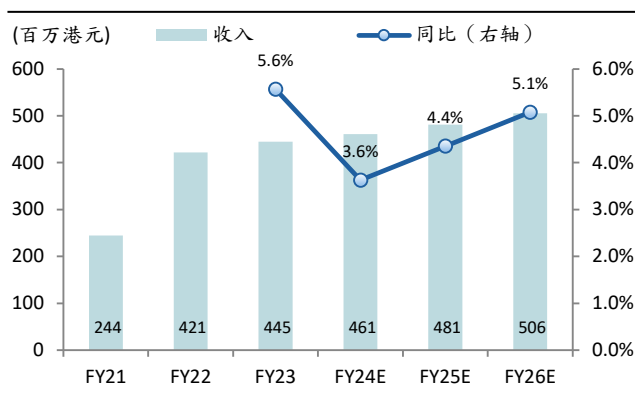
尽管美联储于 2024 年 9 月启动降息进程，但近期利率前景仍存在较大不确定性，降息幅度和节奏仍存在不确定性。我们认为，公司对利率风险的前瞻性管理将有助于减轻利率波动的影响，从而稳定公司的财务成本负担，提高分派的可见性。

## 财务预测

顺丰房托的收入来自其位于香港和中国内地的四处物业。截至 2023 年底，香港、佛山和芜湖物业的所有仓储空间均已出租。长沙物业是 2022 年新收购的，截至 2024 年上半年的出租率已高达 98.9%，我们认为，即使该物业出租率略有增加，对顺丰房托的收入影响也微乎其微。相反，由于每年可以上调租金，未来几年公司的收入将主要由租金增长驱动。

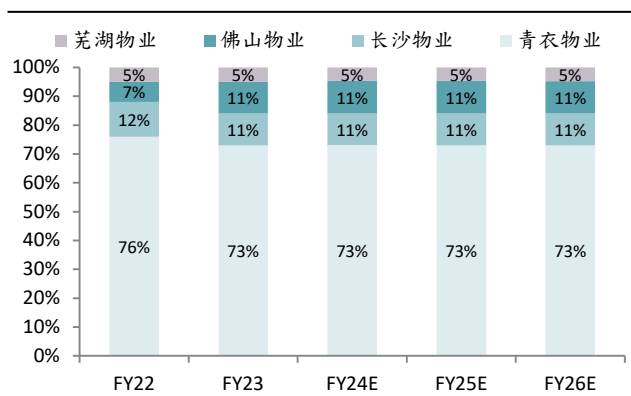
根据其大部分租赁条款，我们预计持续租赁的租金将按年上涨 4%，到期租赁的租金将上涨 9%。鉴于顺丰控股贡献了 2023 年总收入约 73.8%，且所有租约将于 2026 年到期，我们预计 2024-26 年收入将稳步增长，主要归因于年度租金小幅上涨。我们预计 2024/25/26 年收入将分别增长 3.6%/4.4%/5.1%。就收入贡献而言，我们预计 2024-26 年香港/长沙/佛山/芜湖的物业收入占比约为 73%/11%/11%/5%。

图表 58: 预计 2024-26 年收入将稳步增长



资料来源：公司资料，交银国际预测

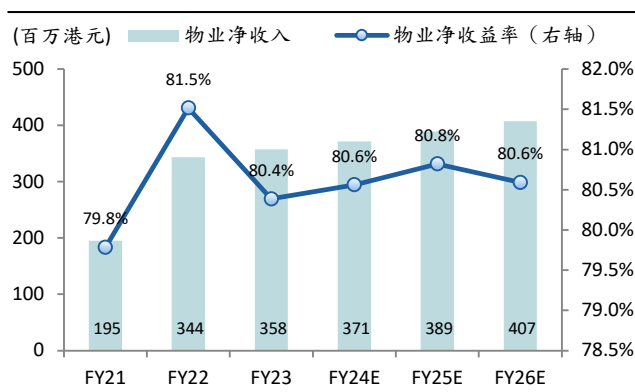
图表 59: 预计 2024-26 年大部分收入将来自香港物业



资料来源：公司资料，交银国际预测

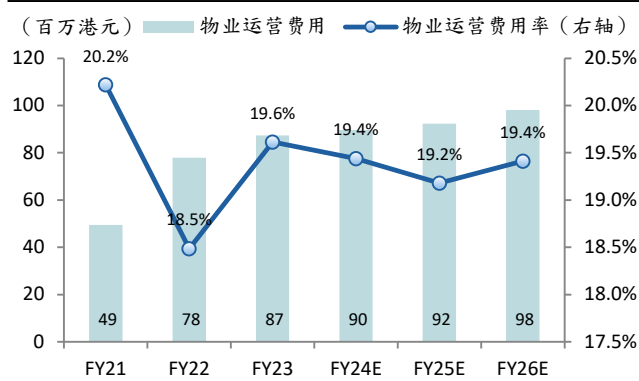
另一方面，鉴于公司有将大部分可变成本转移给租户，我们预计费用比率将基本保持稳定。我们预计 2024-26 年物业净收益率将基本稳定在 80.6-80.8%。因此，我们预计顺丰房托的物业净收入将从 2023 年的 3.58 亿港元增至 2024/25/26 年的 3.71 亿/3.89 亿/4.07 亿港元，同比分别增长 3.9%/4.7%/4.8%。

图表 60: 未来 3 年物业净收入将稳定增长



资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 61: 预计物业运营费用率将保持稳定，大部分可变成本将转嫁给租户

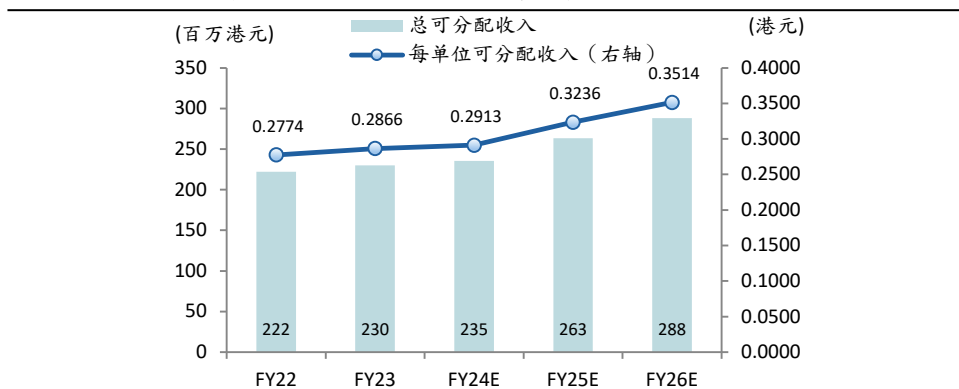


资料来源：公司资料，交银国际预测

我们根据平均未偿付息负债和假设利率来预测公司的融资成本。截至 2023 年底，顺丰房托的债务总额为 25.6 亿港元，其中港元贷款 21.6 亿港元（占 84%），人民币借款 4.063 亿港元（占 16%）。公司已协商下调三处内地物业的利率，将整体加权平均利率从 2023 年的 4.65% 降至 2024 上半年的 4.2%。同时，对于港元贷款，公司通过签订短期和长期 IRS 合同，将对冲比率提高至 89%。随着公司积极管理利率风险以及美联储进一步降息的预期，我们预计 2024-26 年公司总债务整体利率将分别降至 4.2%/4.0%/3.8%。

总而言之，我们预计公司 2024-26 年可支配收入分别为 2.35 亿/2.63 亿/2.88 亿港元。考虑到管理人费用的摊薄影响，我们预计顺丰房托的 DPU 将在 2024 年同比增长 2% 至 0.2913 港元，在 2025 年同比增长 11% 至 0.3236 港元，并在 2026 年进一步同比增长 9% 至 0.3514 港元。

图表 62: 2022-26 年可支配收入和 DPU 稳步增长



资料来源：公司资料，交银国际预测

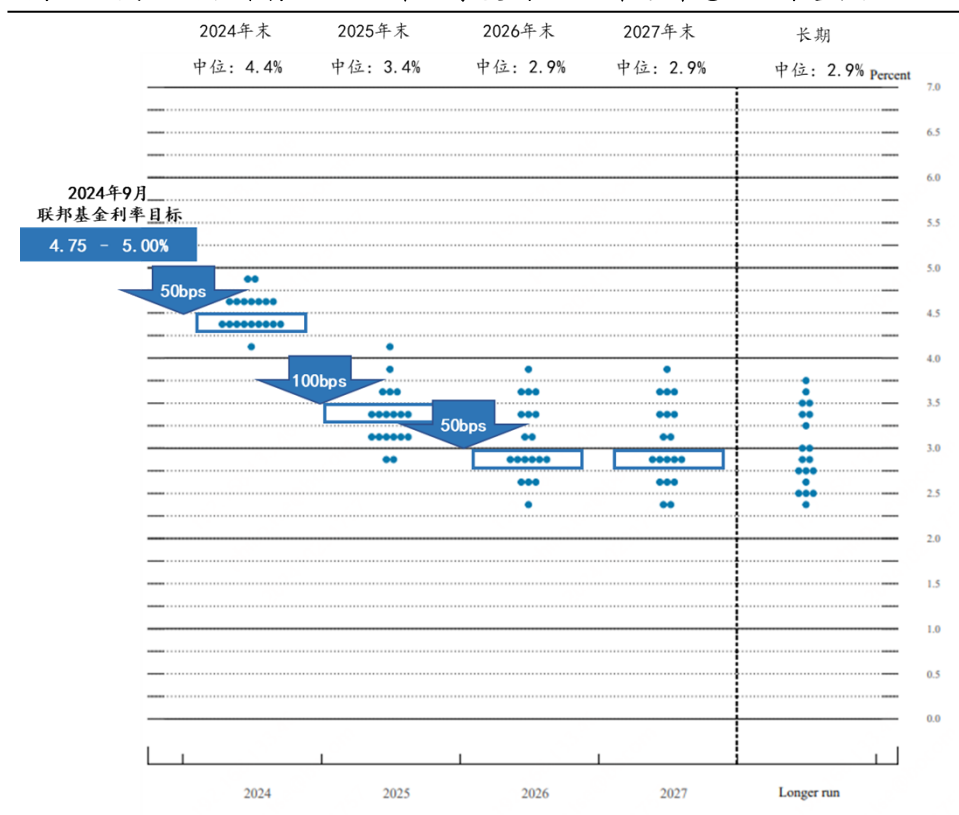
## 估值

我们相信，随着中国内地和香港电商行业扩张，公司的优质资产能够很好地满足物流物业日益增长的需求。

另一方面，我们预计美联储进一步降息将成为顺丰房托中期重估的催化剂。根据彭博的市场一致预期，截至 2024 年 11 月 12 日，市场预计到 2024 年底降息 25 个基点，到 2025 年底再降息 50 个基点。尽管时间和幅度仍不确定，但我们认为未来潜在降息将在两方面有利于顺丰房托：1) 降低财务成本以提高单位分配；2) 无风险利率下降，提高估值倍数。

此外，中国证监会于 2024 年 4 月发布公告，将 REITs 纳入沪深港通，进一步丰富交易选择。我们认为，从长远来看，H-REITs 纳入沪深港通将增强整个 H-REIT 行业的交易流动性，从而吸引更多南向投资者。我们认为整个 H-REIT 行业的潜在重新评级也可能有利于顺丰房托的估值。

图表 63: 美联储预计将从 2024 年 4 季度到 2026 年底降息 200 个基点



资料来源：FOMC 9 月会议纪要、交银国际

在我们 2024-26 年的预测期内，我们预计公司的 DPU 将分别增长 2%/11%/9% 至 29.13/32.36/35.14 港仙，目前股价对应 2024 年 DPU 收益率为 9.7%，与截至 2024 年 11 月 12 日的 10 年期美国国债的收益率利差为 5.3%，略低于公司 2021 年上市以来长期平均水平的 6.80%。然而，由于公司长期收入增长前景强劲，美联储降息的中期潜在催化剂以及 H-REITs 纳入沪深港通的短期催化剂，我们认为顺丰房托值得较低的收益率利差。我们采用 5 年期 DDM，得出顺丰房托的公允价值为 7.65 港元，目标价为 4.59 港元，较我们估计的公允价值折让 40%，主要反映交易流动性折让。我们的目标价较 2024 年 11 月 12 日收盘价上涨空间为 53.4%。我们首次覆盖给予**买入**评级。

我们通过以下假设得出目标价：1) 估计股权成本为 6.60% 及 2) 永续增长率为 2%。

**图表 64: 顺丰房托的详细估值假设**

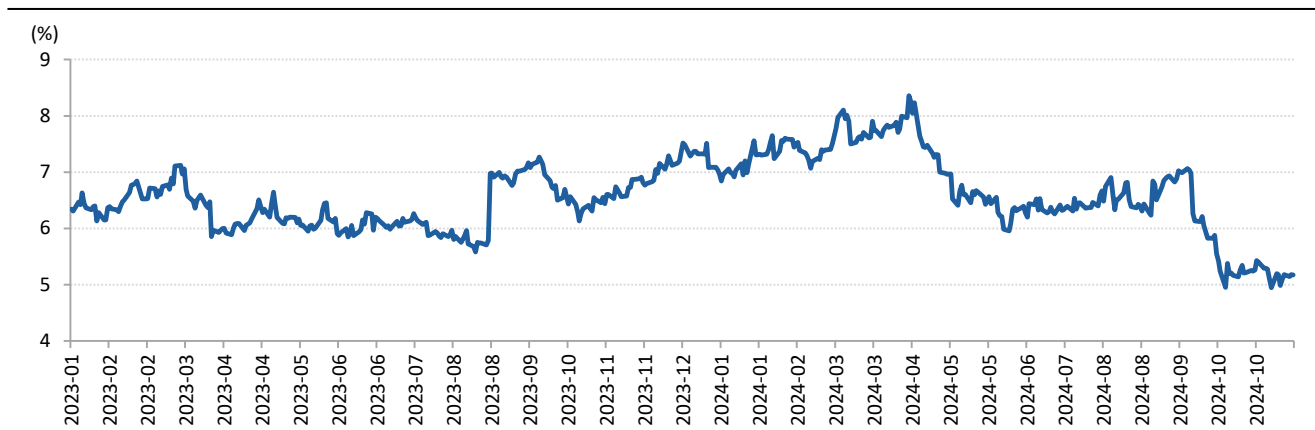
(%)	
无风险利率 (香港 10 年期债券收益率)	3.5
市场回报率	7.0
杠杆贝塔系数	0.89
股权成本	6.6
采用的折现率	6.6
长期增长率	2.0
流动性折扣	40.0

估值	(港元/股)
2024-28 年预测总分派现金流折现	1.42
折现终值 (2028 年后)	6.23
公允价值	7.65
<b>流动性折扣后的公允价值</b>	<b>4.59</b>

资料来源：公司资料，交银国际预测

**图表 65: 2023 年以来与 10 年期美国国债的收益率利差**



资料来源：彭博，交银国际

## 主要风险因素

**对顺丰控股的租户依赖度高。**顺丰房托的业绩与顺丰控股的运营密切相关，2021-23 年总收入约 76.6%/74.1%/73.8% 来自顺丰控股及其关联方。截至 2023 年，公司位于香港、长沙、佛山、芜湖的物业分别有 69.3%、75.4%、99.9%、90.0% 的总可租面积租赁给顺丰控股及其关联方。因此，如果他们决定提前终止合同或在续约期间大幅减少租赁面积，顺丰房托的收入可能会受到负面影响。

**未能实施收购。**收购对于公司未来的扩张具有重要作用。如果公司由于管理层判断不佳或不利的市场条件而未能收购新项目，可能会削弱投资者的信心。此外，由于公司目前分派年度可分派收入的 100%，未来的收购将需要高度依赖外部融资。外部融资困难可能会阻碍公司的增长前景。

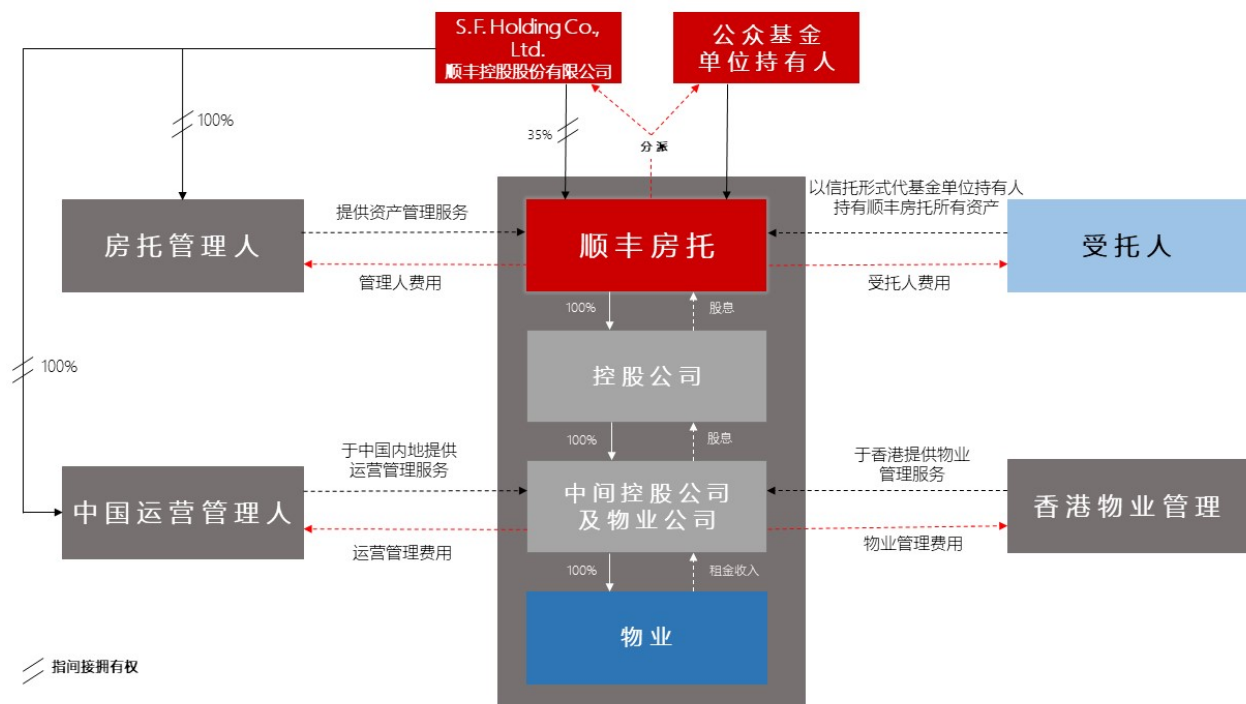
**利率在较长时间内保持较高水平。**利率与公司的现金融资成本以及估值呈正相关。因此，如果美联储降息速度慢于市场预期且利率维持较高水平的时间较长，公司的盈利能力和估值可能会受到负面影响。

**汇率波动。**公司在中国内地经营三处物业，收入以人民币为主。分派收益时，这部分收入需要折算成港元。因此，人民币贬值将对分派收入总额带来不利影响。

## 附录

顺丰房托 (2191 HK) 于2021年5月17日上市，是首个在香港联交所主板上市的物流类房地产投资信托基金，由顺丰控股保荐。首次上市时，顺丰房托的战略性投资组合包括位于香港青衣、中国内地广东省佛山市和安徽省芜湖市的三处物流物业。2022年6月，顺丰房托以5.02亿元人民币从发起人顺丰控股手中收购了位于长沙的一处现代物流物业，扩大了其投资组合。通过此次收购，顺丰房托目前拥有四处物流物业，其中一处位于香港，三处位于中国内地。

图表 66: 顺丰房托的公司结构



资料来源：公司网页，交银国际

图表 67: 顺丰房托董事会

名称	年龄	现时职位	背景
何捷	49	主席及非执行董事	何先生在审计、财务监控与企业融资及业务管理方面均拥有丰富经验。彼为顺丰控股股份的董事、副总经理兼财务负责人。彼亦为嘉里物流联网有限公司的非执行董事。在2021年9月加入顺丰控股股份之前，何先生于2014年4月至2021年9月间曾担任Fox Financial Technology Group Limited的首席执行官，及于2005年至2014年间曾于数间在纳斯达克上市的公司出任多个高级财务职位。何先生曾于2015年8月至2022年5月间担任长城证券股份有限公司的独立董事。
翟迪强	62	执行董事及行政总裁	翟先生在房地产及金融行业拥有丰富经验。彼于2010年6月加入领展房地产投资信托基金的管理人领展资产管理有限公司并于2018年12月离职时担任该公司的财务总监。彼于2010年9月至2018年8月间亦为该公司的负责人员之一。在此之前，彼曾于2007年4月至2010年5月间担任资本策略地产有限公司的执行董事。彼亦于1999年10月至2007年2月间在盈科拓展集团出任多个高级管理职位，并于2004年5月至2007年2月间担任盈科大衍地产发展有限公司的执行董事。彼现任贸易通电子贸易有限公司的独立非执行董事。上述提及的所有公司/房地产投资信托基金均于香港联交所上市。
黄美智	51	非执行董事	黄女士在企业财资、资金管理、金融服务方面均拥有丰富经验。彼为顺丰控股股份的资金管理负责人。彼亦为顺丰数科(深圳)技术服务有限公司的执行董事。彼亦为顺丰恒通支付有限公司的董事长、顺丰控股集团财务有限公司的董事长、顺丰保险代理(深圳)有限公司的执行董事(该三家公司均持有由国家金融监督管理总局发出的牌照)，该等公司均为顺丰控股股份的附属公司。彼亦为嘉里物流联网有限公司的非执行董事。于2010年9月加入顺丰控股股份之，黄女士于2006年至2010年间曾担任华为技术有限公司的总部区域资金总监及亚太区资金总监，并于1996年至2006年间在多家大型欧美跨国企业的企业财资与资金部门任职。
甘玲	49	非执行董事	甘女士在证券投资及企业融资方面拥有丰富经验。彼为顺丰控股股份的副总经理及董事会秘书，现同时担任深圳证券交易所上诉复核委员会委员。于2015年12月加入顺丰控股股份之前，甘女士于2010年至2015年间曾担任茂业国际控股有限公司(一间于香港联交所上市的公司)的副总经理，及于2011年至2015年间曾担任多家中国内地A股上市公司的董事。甘女士于2006年至2010年间在纽约老虎基金系列Coatue Management, L.L.C.(蔻图基金)任分析师。
饶群林	51	独立非执行董事	饶先生于房地产投资及金融方面拥有丰富经验。彼现为丰泰地产投资的董事总经理、中国区主管及投资组织者负责人。彼于2012年5月至2021年5月间曾任PAG Consulting Limited的董事总经理兼PAG Real Estate(太盟地产)的中国主管，而彼于任内拓展该公司在中国的投资足迹，并为该公司建立香港、上海及北京的投资及资产管理专业团队。饶先生亦曾任职于野村国际(香港)有限公司。
何立基	63	独立非执行董事	何先生在航运及海运行业以及在货物贸易及运输方面均拥有丰富经验。彼自1999年9月以来一直担任香港付货人委员会秘书处执行总干事。在此之前，彼任职于Swire Shipping (Agencies) Limited及太古货运服务有限公司直至1999年9月止及最后职衔为副董事总经理。彼于2023年5月退任贸易通电子贸易有限公司之独立非执行董事。何先生为市区更新基金董事及物流业行业培训咨询委员会、香港海运港口局的两个委员会、职业安全健康局及职业训练局商品贸易及电商训练委员会的成员。彼亦为香港总商会船务及运输委员会、香港贸易发展局物流服务咨询委员会及香港·台湾商贸合作委员会的成员。彼为香港物流管理人员协会现任理事长以及香港运输物流学会常务委员。何先生获委任为土地及建设咨询委员会及其土地小组委员会的非官方成员，任期由2021年7月1日起至2024年6月30日止。彼曾担任香港物流发展局、港口行动事务委员会及危险品常务委员会的成员。彼于1992年1月至1992年12月间以及于1993年1月至1995年12月间分别出任香港定期班轮协会的副主席及主席。彼于2005年6月及2014年4月曾两届获委任为深圳港口协会顾问。何先生于2011年、2016年及2021年获选为行政长官选举委员会委员。
陈明德	64	独立非执行董事	陈先生在房地产、企业融资、上市事宜及跨境交易方面拥有丰富的法律专业经验。彼于2010年8月至2019年12月间担任领展房地产投资信托基金的管理人领展资产管理有限公司的法务总监及公司秘书。在此之前，彼于2009年4月至2010年8月间在盈科大衍地产发展有限公司任职及最后职衔为法律事务总监。彼于2005年11月至2009年4月间曾担任嘉华国际集团有限公司的首席法律顾问及公司秘书。陈先生曾为香港执业律师。
郭淳浩	60	独立非执行董事	郭先生在金融服务及银行业拥有丰富经验，并曾于多家国际金融机构担任高级职务。彼现为阳光房地产投资信托基金的管理人恒基阳光资产管理有限公司以及易鑫集团有限公司的独立非执行董事。

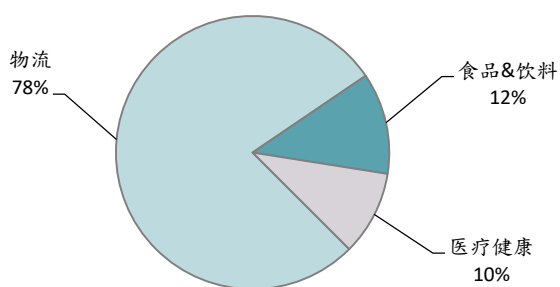
资料来源：公司资料，交银国际

图表 68: 顺丰房托的物业详情

(截至 2023 年 12 月 31 日)	资本化率	估值
青衣物业	4.25%	59.87 亿港元
长沙物业	5.25%	5.5 亿人民币
佛山物业	5.25%	4.98 亿人民币
芜湖物业	5.50%	2.26 亿人民币

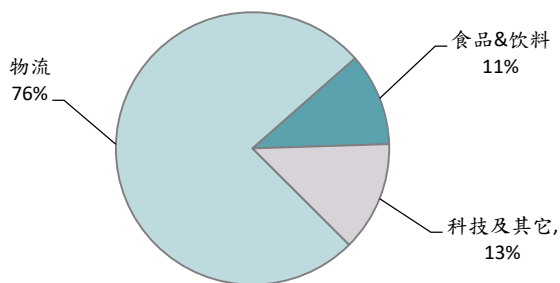
资料来源：公司资料，交银国际

图表 69: 香港物业 – 租户概况



资料来源：公司资料，交银国际

图表 71: 长沙物业 – 租户概况



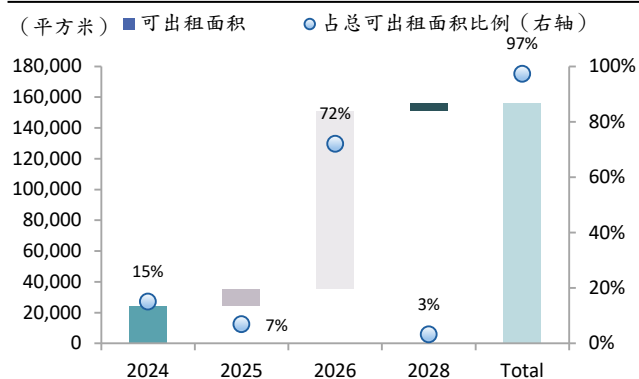
资料来源：公司资料，交银国际

图表 73: 佛山物业 – 租约到期情况

到期年份	可出租面积(平方米)	占可出租面积总额的百分比	每月租金(人民币)	占每月租金总额的百分比
2026	84,950.76	100%	3,908,560	100%
总计	84,950.76	100%	3,908,560	100%

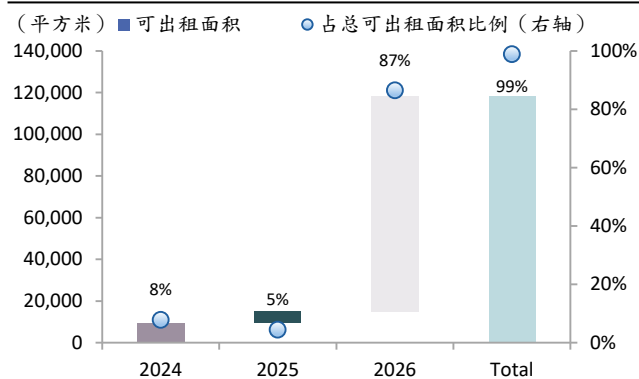
资料来源：公司资料，交银国际

图表 70: 香港房地产 – 租约到期情况



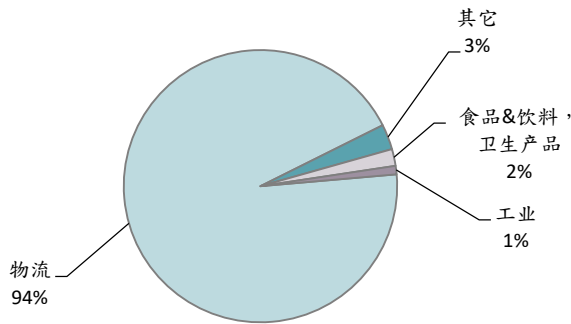
资料来源：公司资料，交银国际

图表 72: 长沙物业 – 租约到期情况



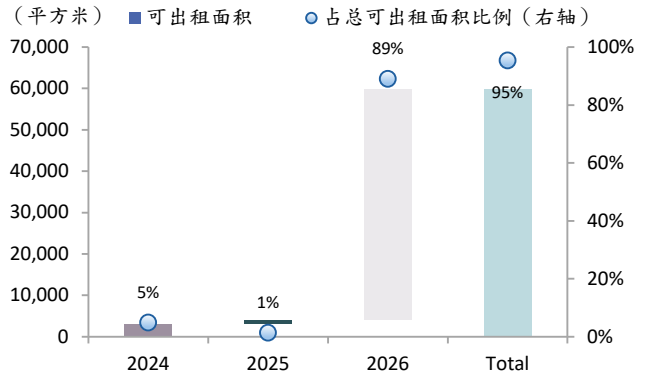
资料来源：公司资料，交银国际

图表 74: 芜湖物业 – 租户简介



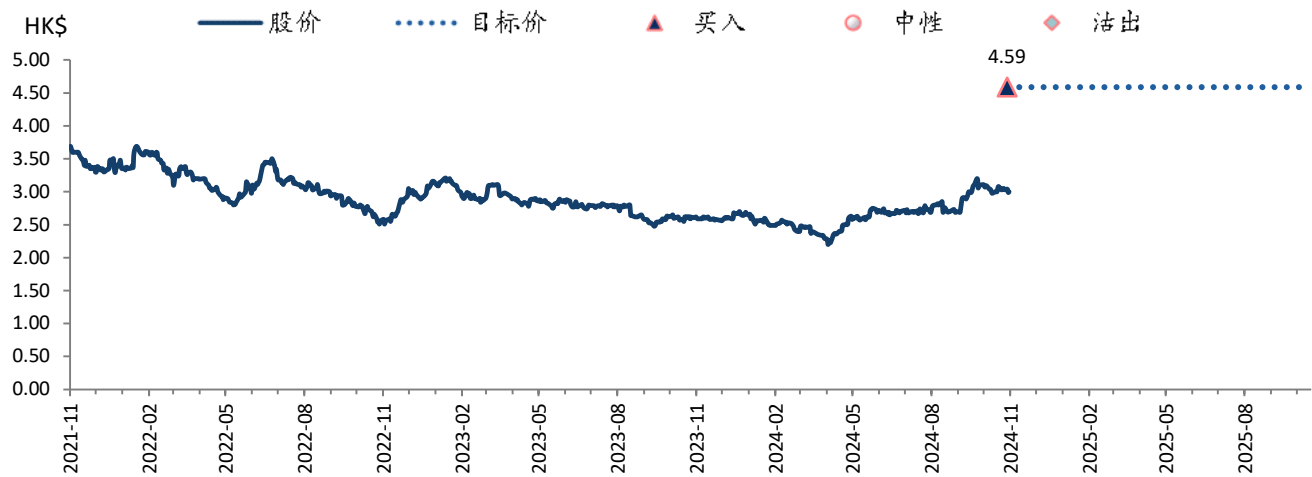
资料来源：公司资料，交银国际

图表 75: 芜湖物业 – 租约到期情况



资料来源：公司资料，交银国际

图表 76: 顺丰房托 (2191 HK) 目标价及评级



资料来源：FactSet，交银国际预测

## 财务数据

损益表(百万港元)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	421	445	461	481	506
主营业务成本	(78)	(87)	(90)	(92)	(98)
<b>毛利</b>	<b>344</b>	<b>358</b>	<b>371</b>	<b>389</b>	<b>407</b>
销售及管理费用	(32)	(37)	(37)	(38)	(40)
其他经营净收入/费用	302	58	61	67	73
<b>经营利润</b>	<b>614</b>	<b>378</b>	<b>395</b>	<b>417</b>	<b>440</b>
财务成本净额	(70)	(105)	(102)	(95)	(91)
<b>税前利润</b>	<b>544</b>	<b>273</b>	<b>293</b>	<b>322</b>	<b>350</b>
税费	(104)	(54)	(48)	(53)	(58)
<b>净利润</b>	<b>440</b>	<b>219</b>	<b>245</b>	<b>269</b>	<b>292</b>
作每股收益计算的净利润	222	230	235	263	288

资产负债表(百万港元)					
截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	274	190	190	191	192
应收账款及票据	2	2	2	2	2
其他流动资产	98	65	68	70	71
<b>总流动资产</b>	<b>374</b>	<b>257</b>	<b>260</b>	<b>263</b>	<b>266</b>
投资物业	7,378	7,388	7,424	7,465	7,514
物业、厂房及设备	14	14	14	14	15
无形资产	0	0	0	0	0
其他长期资产	52	34	34	34	34
<b>总长期资产</b>	<b>7,444</b>	<b>7,436</b>	<b>7,472</b>	<b>7,513</b>	<b>7,562</b>
<b>总资产</b>	<b>7,817</b>	<b>7,692</b>	<b>7,732</b>	<b>7,776</b>	<b>7,828</b>
短期贷款	48	47	0	2,286	0
应付账款	127	74	76	78	83
其他短期负债	82	87	90	95	99
<b>总流动负债</b>	<b>258</b>	<b>208</b>	<b>166</b>	<b>2,459</b>	<b>183</b>
长期贷款	2,602	2,516	2,563	279	2,565
其他长期负债	698	734	759	790	828
<b>总长期负债</b>	<b>3,299</b>	<b>3,250</b>	<b>3,322</b>	<b>1,069</b>	<b>3,393</b>
<b>总负债</b>	<b>3,557</b>	<b>3,459</b>	<b>3,489</b>	<b>3,528</b>	<b>3,576</b>
股本	4,260	4,234	4,243	4,248	4,252
<b>股东权益</b>	<b>4,260</b>	<b>4,234</b>	<b>4,243</b>	<b>4,248</b>	<b>4,252</b>
<b>总权益</b>	<b>4,260</b>	<b>4,234</b>	<b>4,243</b>	<b>4,248</b>	<b>4,252</b>

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表(百万港元)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	544	273	293	322	350
折旧及摊销	2	2	2	2	2
营运资本变动	(144)	(72)	26	36	46
利息调整	3	9	7	8	8
税费	(8)	(13)	(23)	(21)	(19)
其他经营活动现金流	(232)	47	42	29	17
<b>经营活动现金流</b>	<b>164</b>	<b>246</b>	<b>347</b>	<b>375</b>	<b>404</b>
资本开支	(2)	(5)	(0)	(0)	(0)
其他投资活动现金流	(185)	98	(36)	(42)	(48)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(187)</b>	<b>93</b>	<b>(36)</b>	<b>(42)</b>	<b>(49)</b>
负债净变动	221	(80)	0	2	0
股息	(247)	(230)	(202)	(230)	(255)
其他融资活动现金流	(72)	(113)	(109)	(104)	(99)
<b>融资活动现金流</b>	<b>(99)</b>	<b>(423)</b>	<b>(311)</b>	<b>(333)</b>	<b>(354)</b>
汇率收益/损失	(1)	(0)	0	0	0
<b>年初现金</b>	<b>397</b>	<b>274</b>	<b>190</b>	<b>190</b>	<b>191</b>
<b>年末现金</b>	<b>274</b>	<b>190</b>	<b>190</b>	<b>191</b>	<b>192</b>

财务比率					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>每股指标(港元)</b>					
核心每股收益	0.277	0.287	0.291	0.324	0.351
全面摊薄每股收益	0.277	0.285	0.289	0.321	0.349
每股股息	0.277	0.287	0.291	0.324	0.351
每股账面值	5.320	5.260	5.272	5.279	5.283
<b>利润率分析(%)</b>					
毛利率	81.5	80.4	80.6	80.8	80.6
净利率	104.3	49.3	53.1	55.8	57.8
<b>盈利能力(%)</b>					
ROA	4.2	4.2	4.3	4.5	4.7
ROE	10.5	5.2	5.8	6.3	6.9
<b>其他</b>					
净负债权益比(%)	55.8	56.1	55.9	55.9	55.8
流动比率	1.4	1.2	1.6	0.1	1.5
应收账款周转天数	56.9	49.4	47.2	48.3	48.0

房地产	收盘价 美元 112.75	目标价 美元 134.94	潜在涨幅 +19.7%
-----	------------------	------------------	----------------

2024年12月23日

## 安博 (PLD US)

### 全球最大的房地产信托基金，拥有多方位驱动力；首予买入

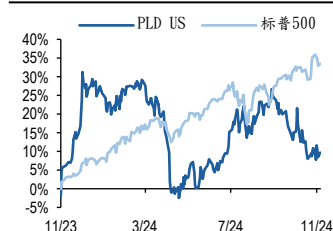
安博是目前全球市值最大的房地产投资信托基金。截至2024年3季度末，安博在美国、欧洲和亚洲中20个国家拥有以物流为中心的投资组合，面积达12.49亿平方尺，其中约64.3%在美国（按净营业收入计算，占86%）。随着需求复苏和进一步降息有利于REITs的估值，我们认为公司拥有多项投资优势和盈利驱动力。我们首予买入评级，并将目标价定为134.94美元，相当于2025年约23倍PFFO，与过去10年平均水平一致。

- ⊕ **市场地位稳固，以最小的风险进行扩张。** 凭借强大的品牌知名度和规模效应，安博在过去五年中实现了高于同行的租金增长。同时，公司未来三年的到期租金远低于市值租金，可为租金调升提供支持。此外，公司采用定制化（Build-to-suit, “BTS”）模式来最大限度地降低租赁风险。BTS项目过去五年约占稳定项目开发总量的约46%。
- ⊕ **供求关系改善。** 我们认为，随着2022-23年大幅加息，美国的新开工数降至十年来的最低水平，这将导致未来供应减少。公司也显示出需求复苏的迹象，租赁提案覆盖2024年3季度净可用可出租面积的41%，高于40%的历史平均水平。新租约谈判期已缩短至44天，远低于54天的历史平均水平。
- ⊕ **预计FFO（每股运营资金）将在2025/26年恢复增长势头。** 虽然高利率仍将对2024年盈利产生负面影响，但我们相信随着降息持续，公司将从2025年开始恢复增长。我们预计2024/25/26年公司每股核心FFO将同比增长-3.0%/7.9%/8.4%至5.44/5.87/6.36美元。
- ⊕ **主要风险：**1) 市场波动和集中度风险；2) 降息时机和幅度的不确定性；3) 开发期间的需求和成本不确定；4) 技术和创新风险；5) 供应链中断。

#### 个股评级

买入

#### 1年单位价格表现



资料来源: FactSet

#### 基金单位资料

52周高位 (美元)	137.12
52周低位 (美元)	101.88
市值 (百万美元)	105,676.00
日均成交量 (百万)	2.71
年初至今变化 (%)	(14.40)
200天平均价 (美元)	118.03

资料来源: FactSet

谢骥聪, CFA, FRM

philip.tse@bocomgroup.com  
(852) 3766 1815

诸葛乐懿

Gloria.Zhuge@bocomgroup.com  
(852) 3766 1845

#### 财务数据一览

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入 (百万美元)	4,913	6,819	7,749	8,454	9,209
同比增长 (%)	18.4	38.8	13.6	9.1	8.9
物业收益净额 (百万美元)	3,707	5,194	5,926	6,437	6,972
同比增长 (%)	19.3	40.1	14.1	8.6	8.3
可分派收入 (百万美元)	3,359	3,053	3,171	3,601	3,989
每单位分派 (美元)	3.480	3.582	3.873	4.186	4.494
同比增长 (%)	10.1	2.9	8.1	8.1	7.4
每单位账面净值 (美元)	65.59	55.88	55.54	55.21	54.88
分派息率 (%)	3.0	3.1	3.4	3.7	3.9

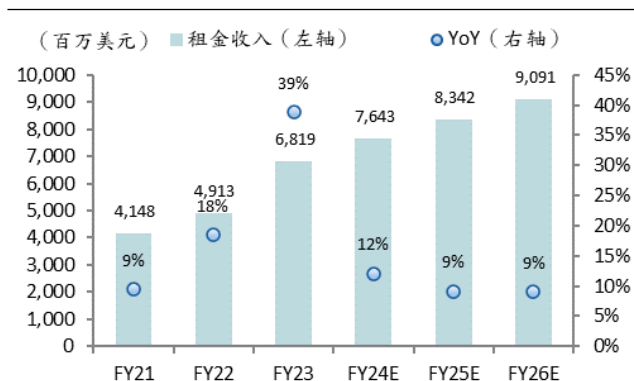
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

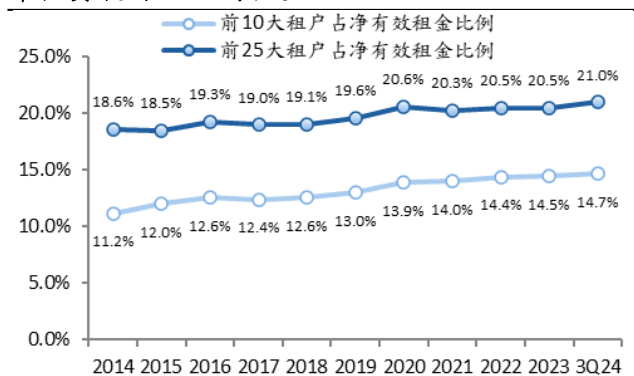
## 安博的六大关键图表

图表 77：预计 2024-26 年租金收入将稳定增长



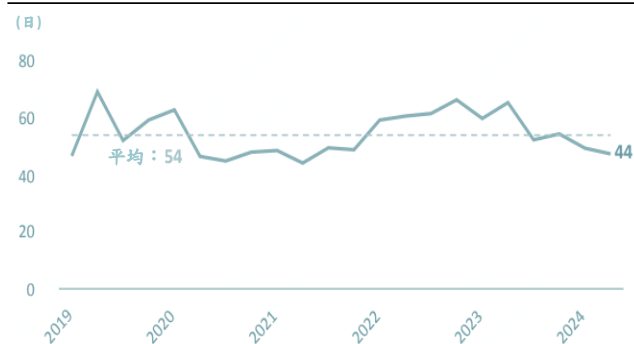
资料来源：公司资料、交银国际预测

图表 79：租户基础多元化，前 25 位租户在过去 5 年贡献约 20% 的租金



资料来源：公司资料

图表 81：2024 年 3 季度新租约谈判酝酿时间缩短引证需求复苏



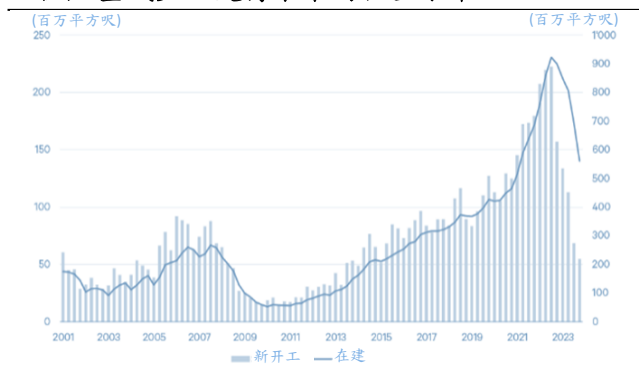
资料来源：公司资料

图表 78：未来 3 年到期租金远低于市值租金，支持续租租金上调

年份	按净有效租金 (安博份额)		
	到期租金 (千美元)	占总数的 (%)	租金单价 (美元/平方英尺/年)
2024	102,100	1.7	5.93
2025	579,127	9.7	6.74
2026	818,839	13.7	7.15
2027	911,202	15.2	7.80
2028	852,338	14.2	8.67
此后	2,721,756	45.5	9.16
<b>总计</b>	<b>5,985,362</b>	<b>100.0</b>	<b>8.20</b>

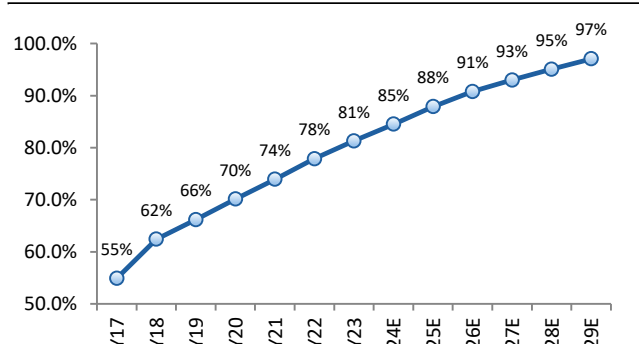
资料来源：公司资料，截至 2024 年 3 季度末

图表 80：新开工量下降；预计 2024-26 年美国竣工供应量减少，支持未来的租金水平



资料来源：世邦魏理仕；左：新开工，右：在建

图表 82：预计美国电子商务用户渗透率增加将支持长期需求



资料来源：公司资料, Structure Research 预测

## 全球最大的物流房地产投资信托基金，将受益于需求复苏和进一步降息

我们认为安博的主要投资优势包括：1) 领先地位，拥有规模庞大、定位良好且多元化的投资组合；2) 在传统发展模式的基础上，通过量身定制的方式战略性扩展业务，以最小的风险提高财务绩效；3) 供需动态改善，为中长期盈利增长提供动力。

安博目前是全球最大的以物流为重点的房地产投资信托基金（也是市值最大的房地产投资信托基金）。总部位于美国旧金山，成立于 1983 年，拥有 40 多年的历史，并在纽约证券交易所上市。公司拥有规模庞大的物流资产组合，截至 2024 年 3 季度末总面积达 12.49 亿平方尺，足迹遍布美国、欧洲和亚洲 20 个国家，其中约 64.3% 在美国（按面积计）。公司主要专注于物流设施的收购、开发和管理，服务于广泛的租户，包括主要电商企业、零售商、医疗保健公司和第三方物流服务提供商。

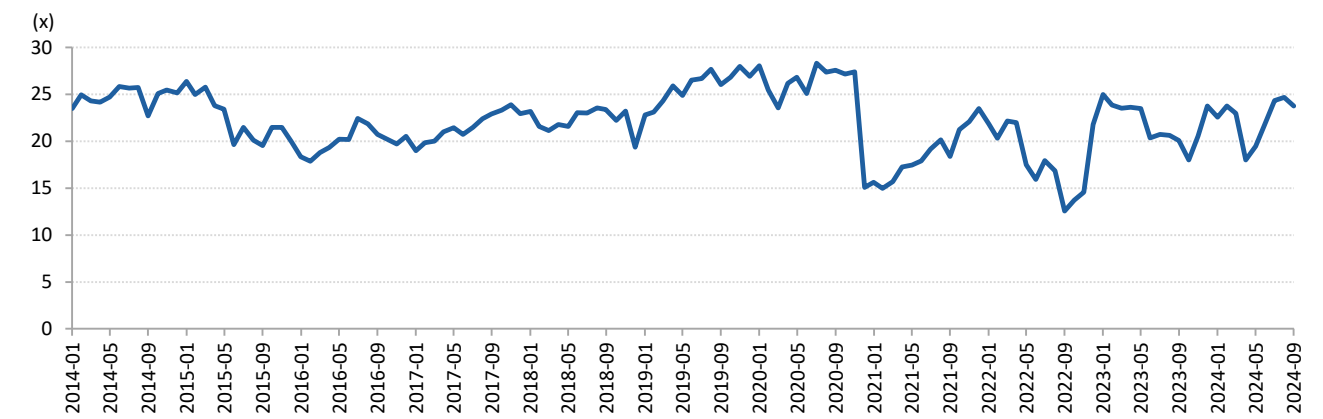
**市场地位强大，以最小的风险进行扩张。**虽然安博的大部分投资组合仍位于美国，但其业务已多元化至四大洲。此外，凭借其强大的品牌知名度和规模效益，安博成功实现了较高的租户留存率，从而促进了财务和盈利的稳定性。同时，公司已做好充分准备来应对市场趋势，通过积极与终端用户沟通以确定新的市场和技术需求，能够升级其现有资产并开发能够迎合新兴市场趋势的新设施。除了开发产品组合外，公司还采用量身定制（BTS）模式来最大限度地降低租赁风险。BTS 项目约占过去五年稳定项目开发总量的 46%。

**供需关系改善。**随着 2022-23 年期间的大幅加息，全球物流房地产行业的投资量有所下降，新开工量降至十年来的最低水平，尤其是在美国，我们认为这将导致 2024-26 年项目竣工交付量下降并缓解租金压力。同时，自 2023 年以来，安博已显示出需求复苏的迹象，租赁提案覆盖 2024 年 3 季度净可用可出租面积的 41%，略高于 40% 的历史平均水平。而且，新租约谈判酝酿期已缩短至 44 天，远低于 54 天的历史平均水平。我们认为，美国总统大选后各种政治因素的清除、经济前景的改善，以及美联储启动降息将继续改善营商环境，使租赁需求增加和租赁谈判周期缩短。

虽然高利率仍将对 2024 年预期盈利产生负面影响，但我们相信随着持续降息，安博将从 2025 年开始恢复增长。此外，我们相信公司的优质资产能够捕捉因美国和欧洲电商行业扩张而推动的物流房地产需求。同时，鉴于与许多其他发达国家相比，美国的电商和在线销售渗透率较低，我们预计公司可以受益于市场规模和市场深度的持续增长。

我们预计公司 2024/25/26 年核心每股 FFO 将分别同比增长 -3.0%/7.9%/8.4% 至 5.44/5.87/6.36 美元。我们将目标价设定为 134.94 美元，相当于 23 倍 2025 年 PFFO，与过去 10 年平均水平 22.1 倍一致。尽管我们认为估值略高于历史平均水平，但我们认为未来进一步降息将继续有利于公司的长期估值。我们的目标价较 2024 年 11 月 12 日收盘价上涨空间 19.7%。首予买入评级。

图表 83：2014-24 年安博的平均 PFFO 为 22.1 倍



资料来源：彭博、交银国际

## 投资亮点一 —— 定位良好且多元化的投资组合

我们认为，安博凭借其地域和客户多元化的产品组合而处于有利地位。过去二十年来，在不断增长的电子商务和线上商家活动的支持下，美国市场一直稳步增长，而安博的产品组合也随着地域多元化的增强而不断扩大。过去十五年中，安博的总可出租面积从 2008 年的 1.29 亿平方尺激增至 2024 年 3 季度末的约 12.49 亿平方尺，复合年增长率为 15.7%。

2010 年代初完成资产重新分配后，安博一直在实现资产多元化，在美国以外的贡献不断增加。如今，公司已战略性扩张至四大洲 20 个国家。美国仍然是其主要市场，按面积计算约占其投资组合的 64.3%（2014 年：70.6%），截至 2024 年 3 季度贡献了其净营业收入（NOI）的 86%。欧洲成为安博增长最快的地区，占公司投资组合面积的 20% 左右。

我们相信多元化的投资组合增强了安博对区域经济波动的抵御能力。例如，由于需求疲软和空置率上升，南加州（SoCal）的租金近几个季度一直在下降。然而，其他非南加州地区相对平稳的市场租金有助于减轻 SoCal 的负面影响。因此，我们相信公司产品组合的多元化性质将成为其区别于本地竞争对手的关键因素。

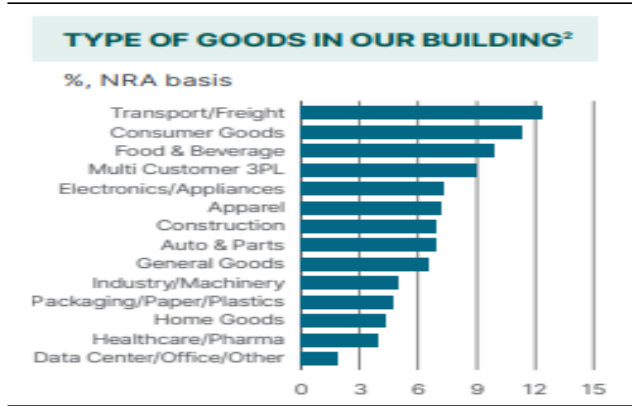
**图表 84：截至 2024 年 3 季度的安博运营组合**

	2008		3Q24		对 NOI 的贡献
	面积 (百万平方尺)	占总数的%	面积 (百万平方尺)	占总数的%	
美国	102	79.1%	800	64.3%	86%
欧洲	10	7.8%	247	19.7%	9%
亚洲	10	7.8%	114	9.2%	1%
其他美洲	7	5.4%	88	6.8%	4%
<b>总计</b>	<b>129</b>	<b>100.0%</b>	<b>1,249</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>

资料来源：公司资料、交银国际

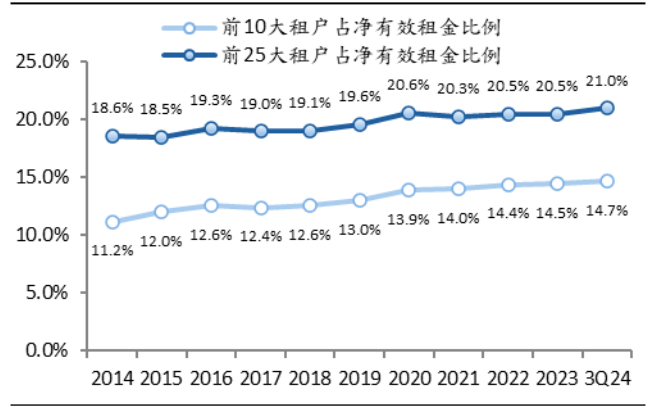
安博的客户群也高度多元化。截至 2024 年 2 季度，公司为约 6,700 家来自各行业的客户提供服务，包括运输货运、消费品、食品饮料等。值得注意的是，过去三年，公司对大客户的依赖程度一直保持在较低水平。截至 2024 年 3 季度，排名前 10/25 的客户贡献了总有效净租金的 14.7%/21.0%。我们相信安博客户行业的多样性及其对头部客户的低依赖可以增强其抵御任何单一行业风险的能力。

图表 85：安博物业中的商品类型



资料来源：公司资料、交银国际

图表 86：2021 年至 2024 年 3 季度安博对头部客户的依赖保持稳定



资料来源：公司资料、交银国际

2024 年 12 月 23 日

**安博 (PLD US)**
**投资亮点二 — 通过定制方式，以最小的风险提高业绩**

对于物流设施开发商和业主而言，领先于终端用户不断变化的需求是留住客户并为未来项目吸引新需求的关键。近年来，安博一直积极与客户互动，不断组织客户咨询委员会（CAB）会议，以了解和解决租户问题。公司 2019-23 年举行了 19 次主要 CAB 会议，其中 7 次在 2023 年举行。通过这些会议，公司更准确地了解客户需求，包括可预测的运营费用、关键仓库基础设施、可持续发展目标、地域扩张等，并相应地提供量身定制的解决方案。

**图表 87：2023 年召开的 CAB 会议和主要租户出席情况**

CAB Meeting	CAB Meeting	CAB Meeting	CAB Meeting	NextGen Innovation Summit	Energy and Sustainability Roundtable	3PL Executive Roundtable
Mexico	United States	Netherlands	Mexico	United States	United States	United States
						

资料来源：公司资料、交银国际

**图表 88：安博 CAB 会议提供的一些主要会议结果和解决方案**

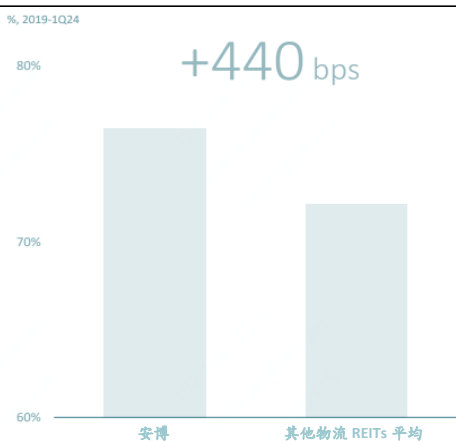
客户需求	安博提供方案
可预测的运营费用	→ 清晰的租约：更清晰的租约和条款，让租户对自己的费用有更可预测的了解
关键仓库基础设施	→ 运营要点：改善租户的基本运营设施和基础设施
可持续发展目标	→ 能源要点：提供节能举措，帮助租户实现可持续发展目标
地理扩张	→ 不可替代的投资组合和随时可开发的土地储备

资料来源：公司资料、交银国际

较高的租户留存率意味着更好的租赁业绩。我们注意到，安博对客户维护的工作有效转化为财务绩效。根据安博的投资者论坛，公司以客户为中心的方法不仅提高了租户留存率，而且提高了租金增长。在过去五年中，安博的前 100 名客户的租户留存率约为 75%，比其他主要物流 REITs 的平均水平高出 440 个基点。同时，过去五年加权平均净有效租金的变化也高于同期同业 930 个基点以上。

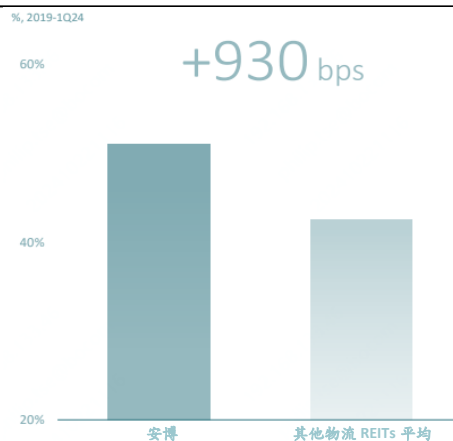
根据公司的租约到期概况，2028 年及其后到期租约的到期租金为每年每平方英尺 8.67 美元/9.16 美元。我们认为这些租约主要是在 2023 年和 2024 年年初签署的，因为其中大多数的平均租期为五年。与此同时，2024 年 4 季度和 2025 年的到期租金分别仅为每平方英尺 5.93 美元/年和每平方英尺 6.74 美元/年。我们认为，这些协议大多是在疫情前签署的。我们认为，市值租金水平远高于即将在 2024-26 年到期的租约租金水平，这将有力支持未来三年的租金上调。

**图表 89：过去 5 年加权平均留存率：安博较同行高 440 个基点**



资料来源：公司资料、交银国际\*数据自 2019 年至 2024 年 1 季度

**图表 90：过去 5 年加权平均租金变化：安博较同行高 930 个基点**



资料来源：公司资料、交银国际\*数据自 2019 年至 2024 年 1 季度

**图表 91：未来三年的到期租金远低于现租金水平，支持租金上升（截至 2024 年 3 季度）**

年	按净有效租金（安博份额）		
	到期租金 (千美元)	占总数的% (%)	租金单价 (美元/平方英尺/年)
2024	102,100	1.7	5.93
2025	579,127	9.7	6.74
2026	818,839	13.7	7.15
2027	911,202	15.2	7.80
2028	852,338	14.2	8.67
此后	2,721,756	45.5	9.16
<b>总计</b>	<b>5,985,362</b>	<b>100.0</b>	<b>8.20</b>

资料来源：公司资料，截至 2024 年 3 季度末

2024 年 12 月 23 日

安博 (PLD US)

量身定制的商业模式，最大限度地降低租赁风险。同时，我们还看到客户信任度的增加导致了更多 BTS 项目的出现。过去五年，安博已推出 154 个 BTS 项目，面积达 6,000 万平方尺，预计总投资（TEI）约为 64 亿美元，占开发总额的 46%，而这些项目基本上没有租赁风险，净利润率高达 42%。这些项目还可以带来更快的进驻率、更低的投资（仅投资于租户需要的设施）和更高的回报，从而帮助公司以更低的风险产生更高、更长期的回报。

图表 92：2019 年 9 月至 2023 年 9 月 安博定制项目记录

定制项目数量	154
面积	6,000 万平方尺
总投资	64 亿美元
预计总投资占开发总额	46%
净利润率	42%
预计创造价值	27 亿美元
定制市场份额	8.6%

资料来源：公司资料、交银国际

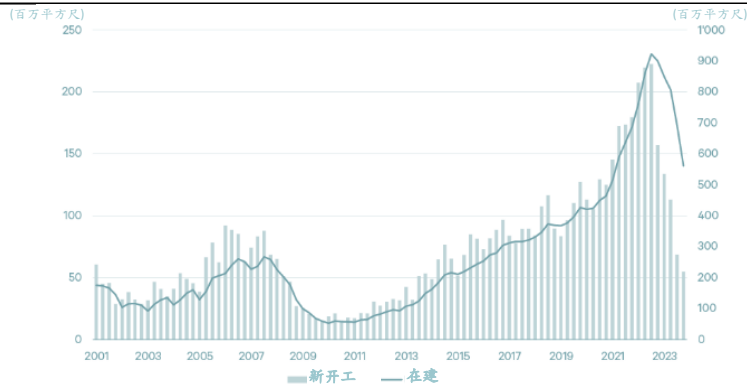
### 投资亮点三 — 供需关系改善

#### 供应：情况正在好转

2020-22 年，我们看到了因疫情导致的全球供应链中断和需求变化。另一方面，全球物流设施需求和使用的转变，以及 2022-23 年期间的大幅加息，也给全球物流房地产行业带来了挑战。

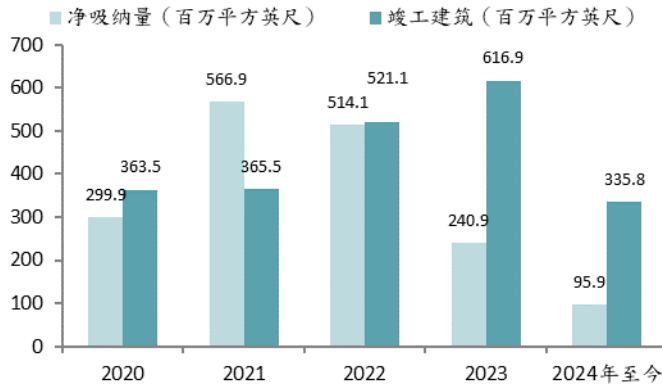
供应情况预计将改善，预计未来 2-3 年供应量将大幅减少。根据世邦魏理仕研究，近年来物流设施的开发受到各种因素的限制，例如利率飙升、信贷条件收紧以及房地产市场结构性因素，包括邻避主义的兴起、城市规划的困难、土地和建筑成本上升以及可供开发用地减少。美国物流开发新开工面积从 2023 年 3 季度的 1.8 亿平方尺下降到 2023 年 4 季度的 4,200 万平方尺，回到了全球金融危机后的水平。此外，在建物流空间也从纪录高位有所下降。因此，我们预计安博未来两年内交付的高质量新物流设施所面对的竞争有限。同时，市场上仓库的稀缺预计将推动价格上涨。

图表 93：美国新开工和在建项目数量自 2023 下半年以来大幅下降



资料来源：世邦魏理仕；左：新开工，右：在建

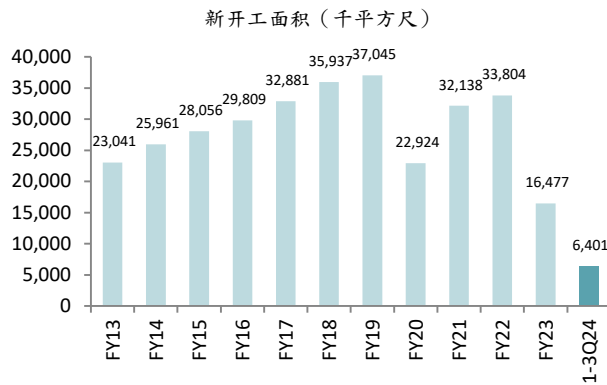
图表 94：2024 年至今，美国现代物流地产竣工量下降



数据来源：戴德梁行、交银国际

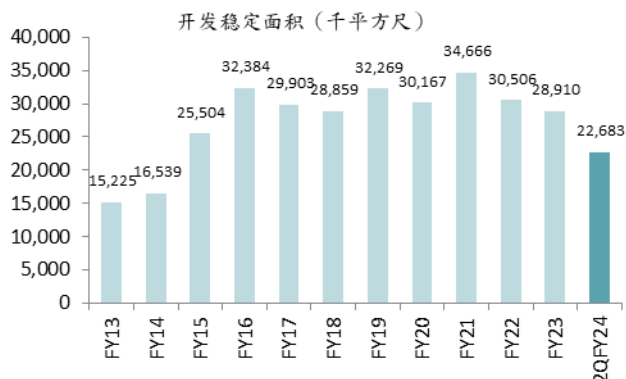
安博一直在积极降低投资，预计未来供应量将减少。2023年公司的新开工面积下降至1,650万平方英尺，创下十年来的新低，并延续到2024年，1-3季度的新开工面积仅为640万平方英尺。我们认为，新开工量的下降将导致2024年下半年至2025年的交付量下降，而公司将继续专注于精简现有项目的运营，以提高盈利和现金流。

图表 95：2013 年至 2024 年 3 季度安博新开工情况



资料来源：公司资料、交银国际

图表 96：2013 年至 2024 年第 2 季度安博稳定项目开发总量



资料来源：公司资料、交银国际

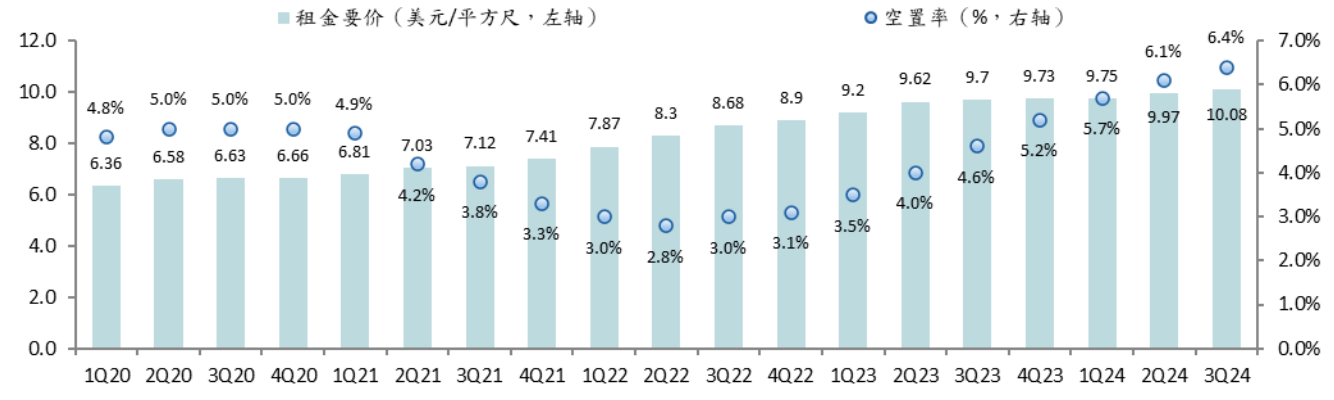
### 需求：电商支撑复苏

从美国整体市场的角度来看，戴德梁行的数据显示，3 季度工业板块整体空置率上升 30 个基点至 6.4%，主要是由于 3 季度超过 5,000 万平方尺的投机性交付空置导致。然而，30 个基点的增幅标志着自 2022 年底市场开始降温以来的最小季度涨幅。我们认为，与疫情以来头几年的历史最低水平相比，目前的空置率更符合 7% 的长期平均水平，而疫情时徘徊在 3% 左右的低空置率是不可持续的。

**2024 年 3 季度市场租金要价创历史新高。**另一方面，尽管空置率不断上升，美国 3 季度的平均租金要价仍同比上涨 4% 至 10.08 美元/平方尺，历史上首次突破 10 美元/平方尺的大关。尽管与 2022 和 2023 年的两位数增长相比，2024 年的租金增长有所放缓，但一些市场仍继续强劲增长。在美国追踪的 84 个市场中，58 个市场的租金同比增长，其中 12 个市场在 3 季度租金增长 10% 或以上。相反，有 26 个市场的年度租金下降，其中降幅最大的主要发生在西海岸的市场。

同时，随着新增供应减少和 2025 年需求反弹，戴德梁行预计空置率将在 2025 年中期达到 6.7% 的峰值（仍低于历史平均水平），然后呈下降趋势。

图表 97：尽管美国空置率持续正常化，但工业地产租金在 2024 年 3 季度仍达到历史高位

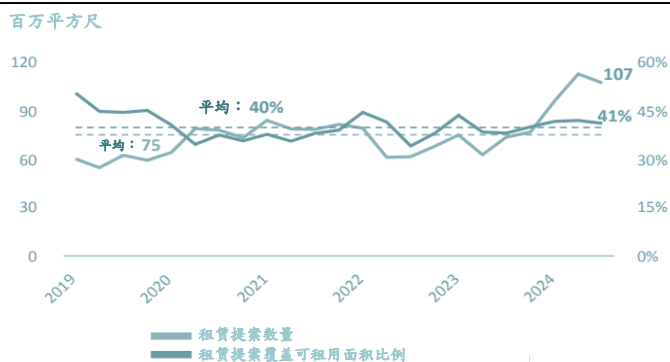


资料来源：戴德梁行、交银国际

在宏观经济的不确定性和不同国家之间的紧张局势下，我们认为租户租赁新空间的决策过程将会延长，导致需求减少，因为他们中的许多人选择在投入新空间之前优化现有的占地面积和运营。然而，鉴于其高质量和多样性，我们相信公司的产品组合能够更好地满足客户任何新的现代仓储需求，并且受整体市场需求疲软的影响较小。

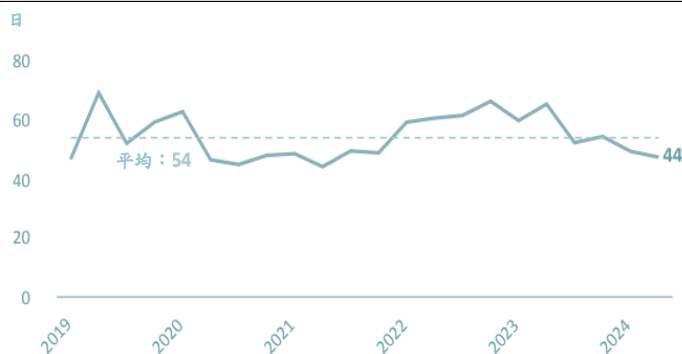
相反，自 2023 年以来，公司已显示出需求复苏的迹象。截至 2024 年 2/3 季度，租赁提案分别覆盖了净可用可出租面积的 42%/41%，略高于 40% 的历史平均水平。此外，新租约谈判酝酿期已缩短至 44 天，远低于 54 天的历史平均水平。据公司称，预计随着各种政治因素的清除和经济前景的改善，他们目前覆盖的市场（包括最弱的南加州）将在 2024 年下半年出现转机。

**图表 98：2024 年 2 季度/3 季度租赁提案覆盖了安博 42%/41%的可租用面积，略高于历史平均水平**



资料来源：公司资料

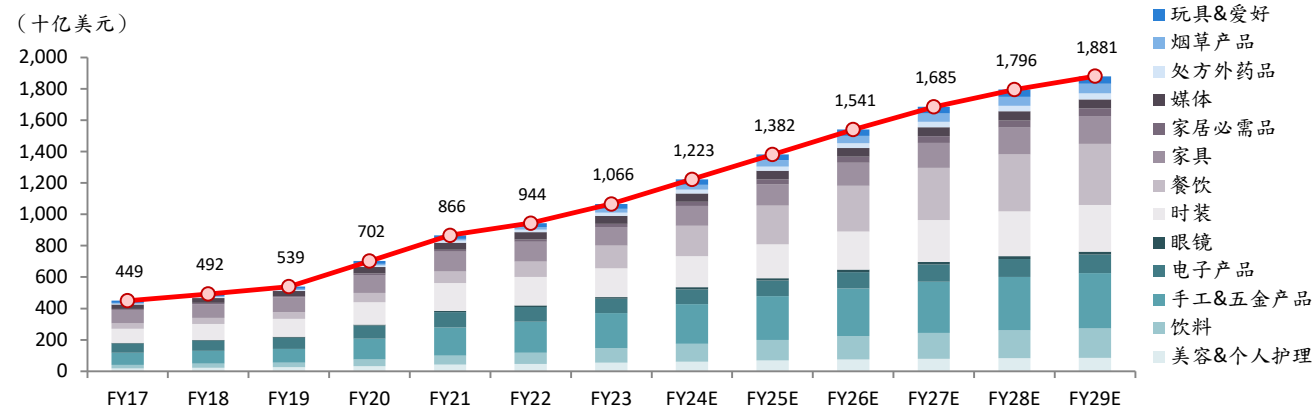
**图表 99：安博 2024 年 3 季度将租赁谈判周期缩短至 44 天**



资料来源：公司资料

此外，我们认为电商仍然是仓储空间的长期驱动力。根据 Statista 的数据，得益于疫情期间消费者习惯的培养，美国电商行业一直在加速扩张，年增长率（2018-23 年 CAGR）达到 16.7%。此外，据 Statista 预测，2024 年美国电商市场收入预计将达到 12,230 亿美元，并且预计 5 年 CAGR（2024-29 年）将达到 9.0%，从而预计到 2029 年市场规模将达到 18,810 亿美元。

图表 100：2017-29 年美国电子商务市场收入

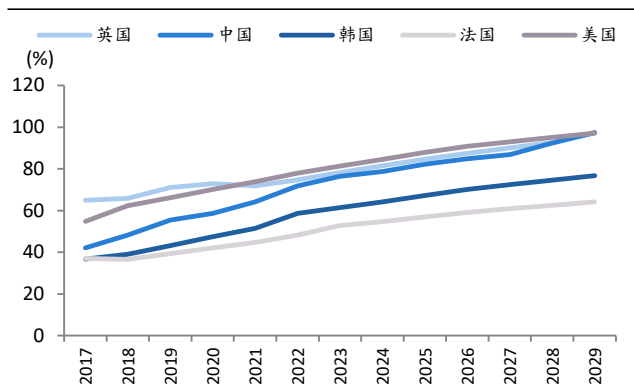


资料来源：Statista、交银国际 \*E=Statista 估计

据Statista统计，2023年美国电商用户渗透率位居全球第一。但据世邦魏理仕称，目前美国电商零售市场份额（电商占零售销售收入的份额）仍落后于韩国和新兴亚洲经济体如中国等国家。凭借如此高的用户渗透率，我们相信美国电商零售市场份额赶上其他国家只是时间问题。

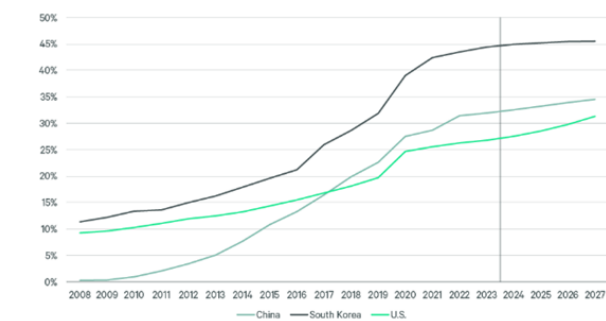
总体而言，根据安博的实证数据，在同等零售额下，电商企业所需的物流空间约为传统线下零售商的三倍，我们认为电商的持续增长仍将是未来5-10年物流空间需求的主要来源。

图表 101：2023 年美国电商用户渗透率全球第一



资料来源：Statista 估计、交银国际

图表 102：然而，美国电子商务零售额市场份额落后于韩国和中国（电子商务零售额占比）



数据来源：世邦魏理仕、交银国际

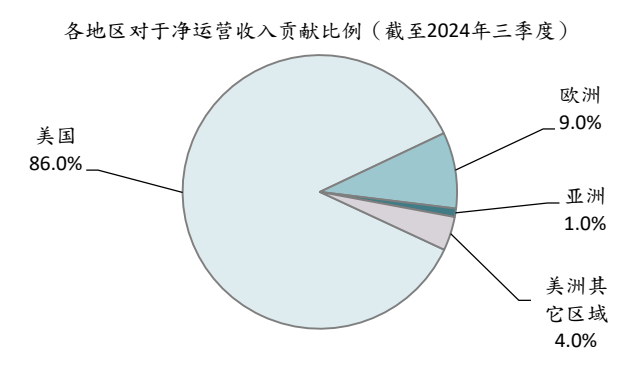
## 财务预测

安博的收入主要来自其美国投资组合和欧洲。截至 2024 年 3 季度，其 NOI 的 86% 和 9% 分别来自位于美国和欧洲的物业。因此，主要的收入和盈利驱动因素将是 1) 美国和欧洲对已竣工正在运营项目的需求；2) 现有投资组合的租金调升。同时，公司拥有庞大的在建开发和未来竣工的管道，将提供增量运营建筑面积，进一步推动收入增长。

截至 2023 年底，安博的投资组合出租率达到 97.7%，2019-23 年租户留存率保持在 73% 以上。至于 2024-26 年，公司预计到期面积约为 0.81/1.01/1.09 亿平方英尺。由于市值租金水平仍远高于现时租约租金水平，我们预计安博在续租时将连续获得显著的正租金调升率。考虑到到期租约的租金水平和到期情况，我们预计到 2024/25/26 年底，平均净有效租金将分别增至每年每平方尺约 6.22/6.52/7.01 美元，而 2023 年底为 6.17 美元。

另一方面，我们相信随着更多项目落成，截至 2024/25/26 年底，公司出租面积将达到 7.65/8.19/8.76 亿平方英尺，同比增长 6.0%/7.1%/7.0%，分别。此外，我们预计 2024-26 年出租率将保持在约 95-96% 的高水平。因此，我们预计 2024/25/26 年总租金收入将分别同比增长 12%/9%/9% 至 76.43 亿/83.42 亿/90.91 亿美元。

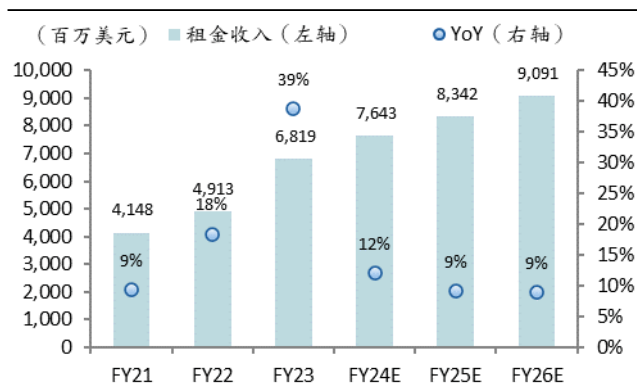
**图表 103：安博的大部分净运营收入来自美国和欧洲投资组合**



资料来源：公司资料、交银国际预测

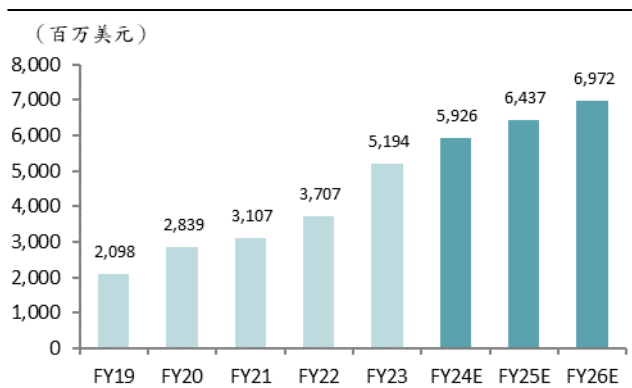
另一方面，鉴于公司有将大部分可变成本转移给租户，我们预计费用比率将大致保持稳定。我们预计 2024-26 年 NOI 利润率将基本稳定在 76.7-77.5%。因此，我们预计安博的 NOI 将从 2023 年的 51.94 亿美元增长至 2024/25/26 年的 59.26 亿/64.37 亿/69.72 亿美元，同比分别增长 14.1%/8.6%/8.3%。

**图表 104：预计 2024-26 年租金收入将稳步增长**



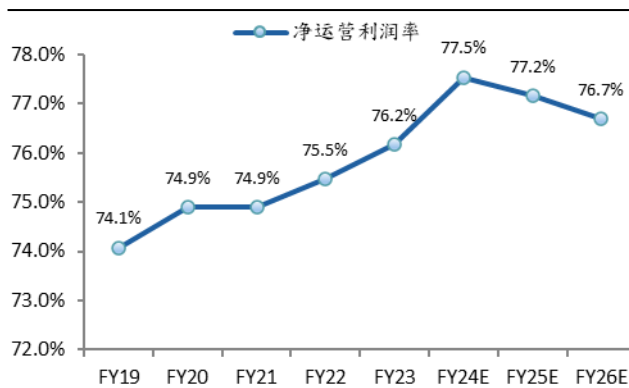
资料来源：公司资料、交银国际预测

图表 105：未来三年净营业收入将保持稳定增长



资料来源：公司资料、交银国际预测

图表 106：预计净运营利润率将保持稳定，大部分可变成本将转移给租户

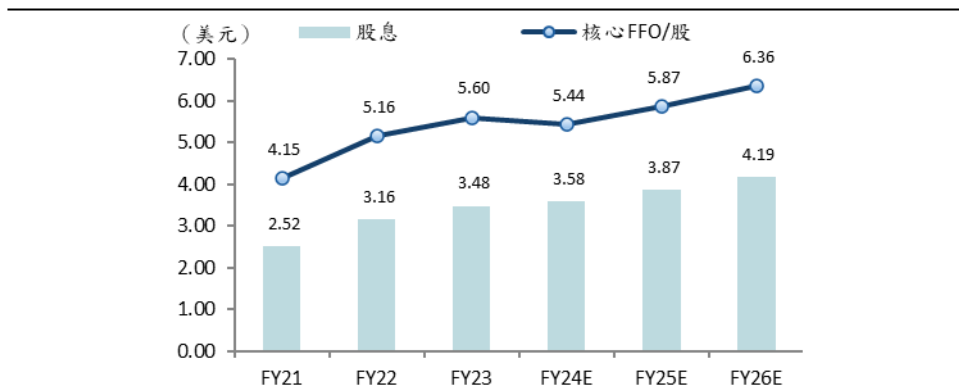


资料来源：公司资料、交银国际预测

我们根据平均未偿付有息负债和假设利率来预测公司未来的融资成本。截至 2023 年底，安博的总债务约为 290 亿美元，其中包括 259 亿美元的固定利率无担保高级债务、3.72 亿美元的固定利率有担保抵押贷款债务，以及其他浮动利率债务。鉴于美联储已开始降息，我们预计 2024 年公司平均利率将继续同比上升 50 个基点并达到峰值，然后在 2025 年同比下降 20 个基点，2026 年再同比下降 10 个基点。同时，随着投资组合的持续扩张和竣工管道的完成，我们预计安博的总债务水平将在 2024/25/26 年继续攀升至 321 亿/372 亿/425 亿美元。因此，我们预计 2024/25/26 年净利息支出将继续增加至 8.26 亿/8.67 亿/9.45 亿美元。

考虑到其他成本和税费，我们预计公司 2024/25/26 年将实现核心 FFO 分别为 51.75 亿/55.84 亿/60.51 亿美元，可分配收入分别为 31.71 亿/36.01 亿/39.89 亿美元，相当于 2024/25/26 年预期每股核心 FFO 5.44/5.87/6.36 美元和股息 3.58/3.87/4.19 美元。

图表 107：2021-26 年每股核心 FFO 及股息稳定增长



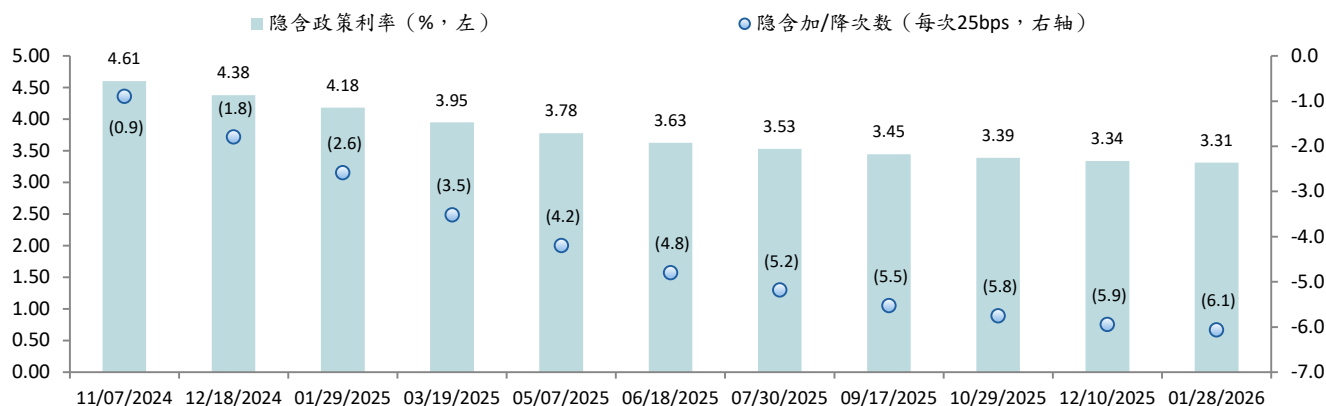
资料来源：公司资料、交银国际预测

## 估值

我们相信，由于美国和欧洲电商行业的扩张，公司的优质资产能够很好地满足对物流房地产日益增长的需求。同时，与许多其他发达国家相比，由于美国的电子商务和在线销售渗透率较低，我们预计公司可以利用市场规模和市场深度的持续增长。

另一方面，我们预计美联储进一步降息将成为安博中期重估的催化剂。根据彭博的市场一致预期，截至 2024 年 11 月 12 日，市场预计到 2024 年底降息 25 个基点，到 2025 年底再降息 50 个基点。尽管时间和幅度仍不确定，但我们认为未来降息的潜力将使安博受益于以下两方面：1) 降低财务成本以提高单位分派；2) 高估值倍数和较低的无风险利率。

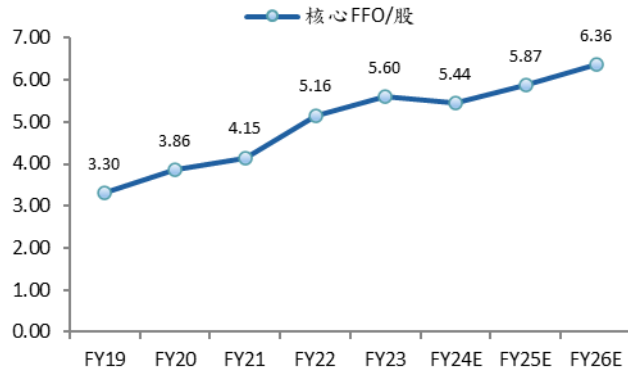
图表 108：市场预计到 2025 年底将进一步降息约 3 次



资料来源：彭博、交银国际

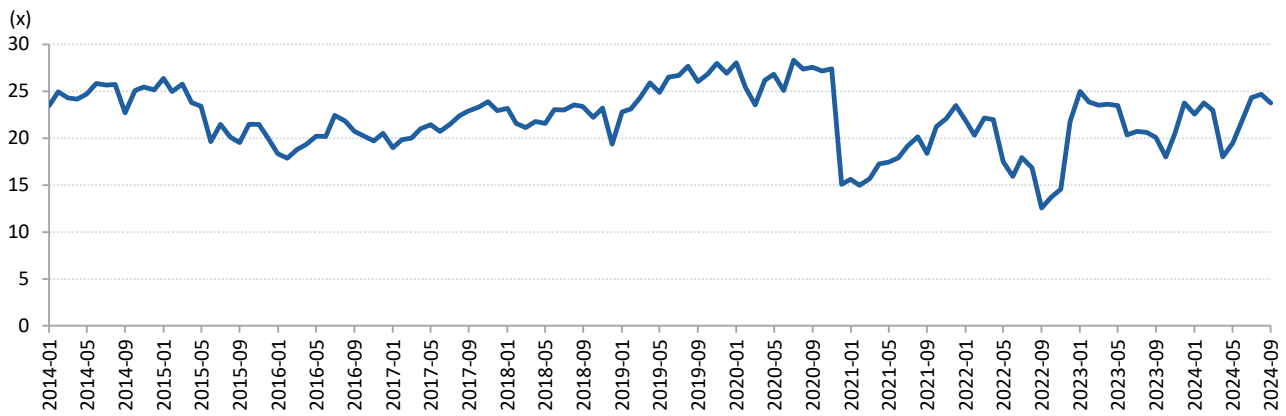
**首予买入。**在我们的 2024-26 年预测期内，我们预计公司的 FFO/股将同比增长 -3.0%/7.9%/8.4% 至 5.44/5.87/6.36 美元，每股股息将同比增长 2.9%/8.1%/8.1% 至 3.58/3.87/4.19 美元。据彭博报道，安博过去 10 年的平均 PFFO 为 22.1 倍。鉴于公司强劲的长期收入增长前景、与美国其他 REITs 相比 FFO 增长更快，以及美联储进一步降息的中期潜在催化剂，我们认为安博值得较低的收益率利差，以及较高的估值。我们将目标价定为 134.94 美元，相当于 2025 年 PFFO 约 23 倍，与过去 10 年平均水平 22.1 倍一致。我们认为未来进一步降息将继续有利于公司的长期估值。我们的目标价较 2024 年 11 月 12 日收盘价上涨空间 19.7%。首予买入评级。

图表 109：2019-26 年安博核心 FFO/股（美元）



资料来源：公司资料、交银国际预测

图表 110：2014-24 年，安博的平均 PFFO 为 22.1 倍



资料来源：彭博、交银国际预测

## 主要风险因素

**市场波动和集中度风险。**房地产市场相对不稳定，受到经济周期、人口趋势和消费者行为的影响。安博专注于物流和工业物业，这些领域较容易受到市场波动的影响。例如，在经济扩张时期，由于电商和零售活动的增加，对仓库空间的需求可能会激增。相反，在经济低迷时期，需求可能会减少，导致出租率下降和租金收入下降。投资者必须密切关注可能预示市场状况变化的整体经济指标。此外，我们注意到安博在美国的投资组合高度集中，86%的 NOI 仍来自其美国投资组合。美国经济的任何意外放缓都可能对公司的收入和盈利增长前景造成不利影响。

**降息时间和幅度不确定。**利率在安博等房地产投资信托基金的估值中起着至关重要的作用。较高的利率将导致借贷成本增加，从而挤压利润率和股息支付。同时，与房地产投资信托基金相比，较高的利率使另类投资更具吸引力，可能导致安博的股价下跌。尽管美联储已经启动降息程序，但降息时机和幅度仍取决于美国 and 全球经济以及美国的通胀前景。任何低于预期的降息进程或较高的通胀前景都将导致房地产投资信托基金行业的潜在估值受到挤压。

**技术和创新风险。**由于自动化、人工智能和电商解决方案等技术的进步，物流行业正在迅速发展。安博必须适应这些技术变革才能保持竞争力。未能将新技术融入其运营或物业可能会降低其设施对潜在租户的吸引力。此外，技术投资需要大量资金，错误判断技术趋势可能会导致资源浪费。

**供应链中断。**作为一家以物流为重点的房地产投资信托基金，安博直接受到供应链动态的影响。地缘政治事件、自然灾害或全球流行病造成的干扰可能会影响其租户的运营，从而影响公司的收入。由于供应链问题，租户在接收货物或管理库存方面面临任何挑战，他们支付租金的能力可能会受到影响，导致空置率增加和收入下降。

## 附录

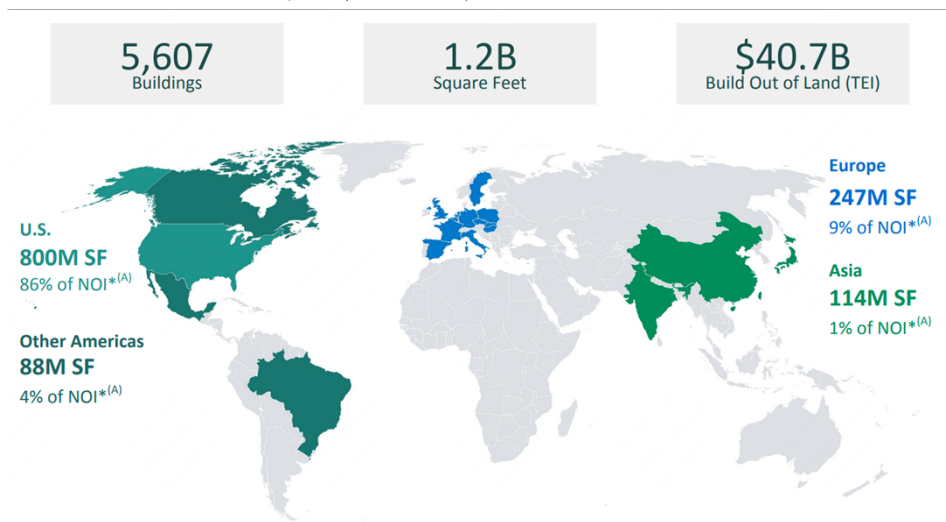
安博 (PLD US) 成立于 1983 年，总部位于旧金山，是全球领先的物流物业解决方案提供商。安博在纽约证券交易所上市，是目前全球市值最大的 REIT，也是全球最大的物流 REIT。截至 2024 年 3 季度，公司在四大洲 20 个国家以独资或联合投资方式拥有或投资过房地产和开发项目，预计总面积超过 12 亿平方尺（或 1.16 亿平方米）。公司向大约 6,700 名客户组成的多元化客户群租赁现代物流设施，主要涵盖两大类：企业对企业 and 零售/在线履行。

图表 111：截至 2024 年 2 季度安博业务模式和产品组合的主要亮点

业务分部	租赁业务	战略资本	开发平台
资产/投资组合	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 拥有和管理面积达 12 亿平方尺</li> <li>- 86% 在美国 / 14% 在美国以外</li> <li>- 平均租期为 5 年，年租金涨幅约为 3%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 总资产管理规模 880 亿美元（第三方资产管理规模 590 亿美元）</li> <li>- 10 只基金（5 只开放式基金、2 只公募基金、3 只封闭式基金）</li> <li>- 35% 在美国 / 65% 在美国以外</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 过去 20 多年开发了 460 亿美元价值 76 亿美元的开发组合</li> <li>- 67% 在美国 / 33% 在美国以外</li> </ul>
增长动力和战略	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 同店净营业收入有机增长</li> <li>- 按市价计算的租赁意味着每股收益和 FFO 增加 2 美元以上</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 定期资产管理费</li> <li>- 推广机会</li> <li>- 外汇管理</li> <li>- 允许资本循环利用</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 过去 20 多年估计创造 134 亿美元价值</li> <li>- 目前土地储备可支持约 407 亿美元的投资</li> </ul>

资料来源：公司资料、交银国际

图表 112：截至 2024 年 3 季度的安博投资组合



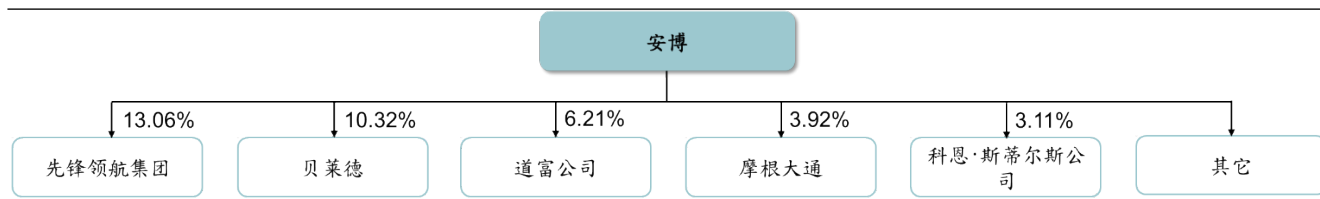
资料来源：公司资料、交银国际

图表 113：截至 2024 年 3 季度末按净有效租金排名的主要客户（包括自有和管理项目）

客户排名	客户	净有效净租金百分比	总面积（千平方尺）
1	亚马逊	5.0	45,636
2	家得宝	1.9	19,120
3	联邦快递	1.3	10,502
4	DHL	1.2	12,634
5	乔迪斯	1.1	15,618
6	CEVA 物流	1.0	13,183
7	GXO	0.9	10,368
8	UPS	0.8	9,302
9	马士基	0.8	6,896
10	DSV A/S	0.7	7,745
<b>前 10 名总计</b>		<b>14.7</b>	<b>151,004</b>
11	Kuehne + Nagel	0.6	7,119
12	沃尔玛	0.6	7,384
13	史泰博	0.5	5,198
14	NFI Industries	0.5	4,029
15	GigaCloud	0.5	3,147
16	百事可乐	0.4	4,031
17	Ryder	0.4	3,500
18	三星	0.4	4,823
19	ZOZO	0.4	4,886
20	DB Schenker	0.4	5,596
21	日本通运	0.4	4,017
22	Wayfair	0.3	5,783
23	美国政府	0.3	2,459
24	伯克希尔哈撒韦	0.3	3,085
25	Logisteed	0.3	3,797
<b>前 25 名总计</b>		<b>21.0</b>	<b>219,858</b>

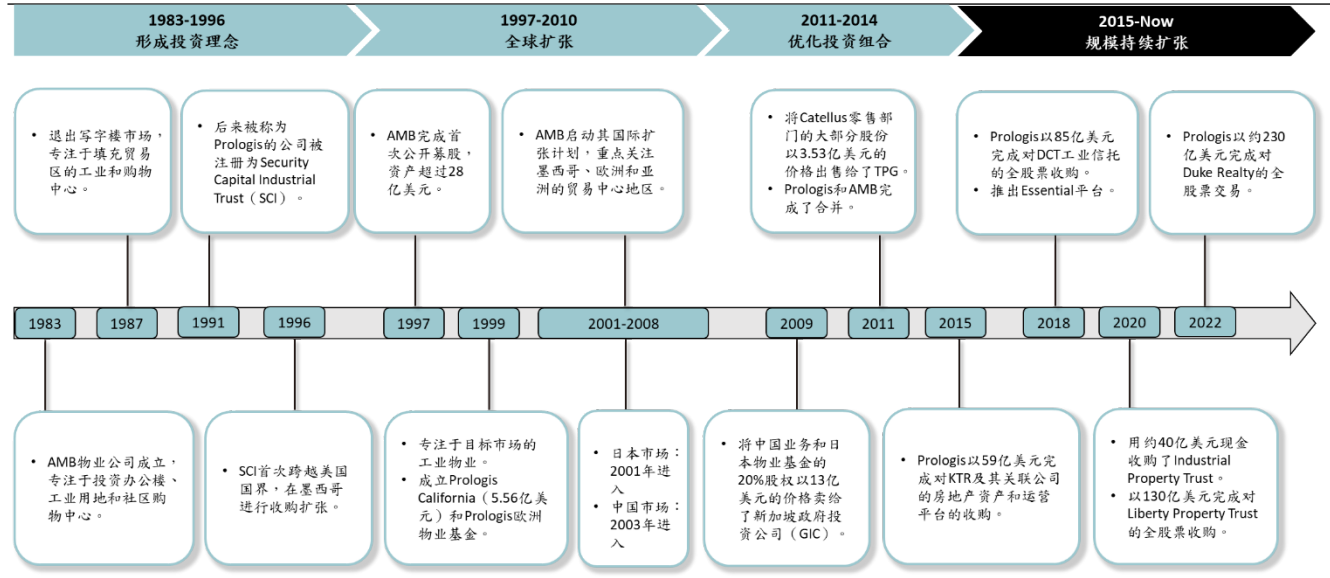
资料来源：公司资料、交银国际

图表 114：安博的企业架构



资料来源：公司网站、交银国际

图表 115：安博的历史



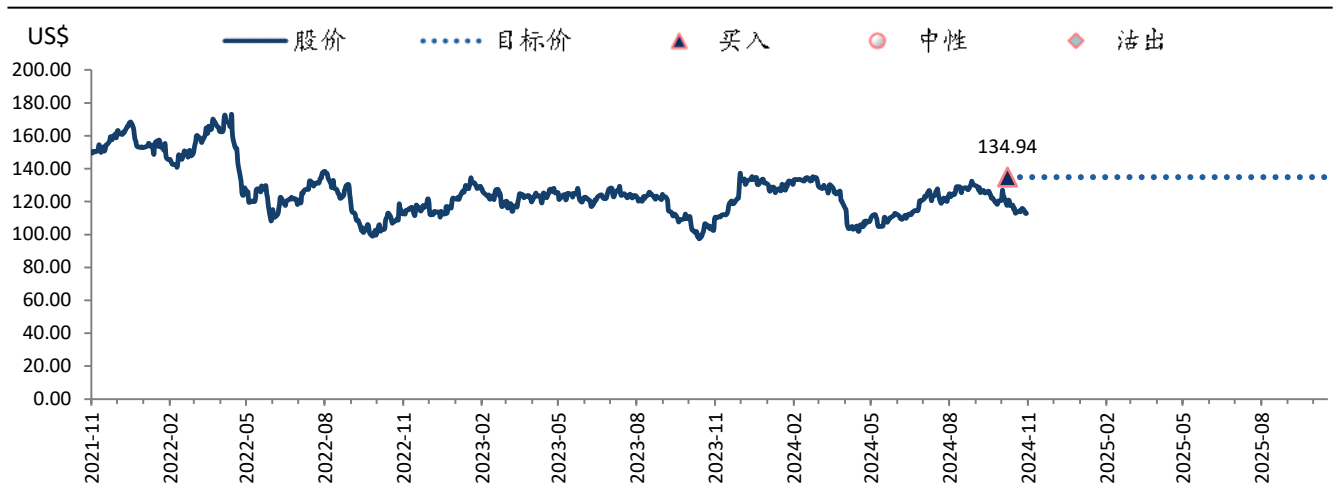
资料来源：公司网站、交银国际

图表 116: 安博的管理层

姓名	当前职位	背景
Hamid R. Moghadam	联合创始人、主席兼首席执行官 (CEO)	1983年, Moghadam先生共同创立了该公司的前身 AMB Property Corporation, 并在1997年领导其进行首次公开募股, 以及在2011年与 Prologis 进行合并。Moghadam先生获得了斯坦福大学商学院研究生院的工商管理硕士学位, 以及麻省理工学院的工程学士和硕士学位。
Carter Andrus	首席运营官 (COO)	Andrus先生负责普洛里斯房地产运营的全球战略, 包括其核心房地产组合, 涵盖12亿平方英尺, 并负责 Prologis 在20个国家的资本部署活动。他对推动普洛里斯的创新至关重要, 包括通过数据分析和人工智能。之前, Andrus先生担任全球运营负责人, 负责公司房地产运营的所有方面以及地区团队对辅助业务功能 (如 Essentials) 的责任。他拥有密歇根大学经济学学士学位。
Tim Arndt	首席财务官 (CFO)	Arndt先生于2004年加入了 AMB Property Corporation, 即 Prologis 的前身公司。自那时起, 他在公司中担任多种职务, 包括在公司的战略资本部门担任投资组合管理工作以及就战略财务和全球投资提供建议。最近, Arndt先生担任公司的财务主管, 负责全球资本筹集和规划, 并在公司的并购活动中发挥关键作用。他获得了托莱多大学的工商管理学士学位, 克利夫兰州立大学的工商管理硕士学位, 并完成了斯坦福大学商学院研究生院的斯坦福高级管理人员项目。
Joseph Ghazal	首席投资官 (CIO)	Joseph Ghazal 领导公司的全球投资战略, 包括管理投资委员会、执行部署活动和管道, 以及跨多个市场的投资组合收购和处置。之前, Ghazal先生担任全球资本部署负责人, 负责公司资本部署的所有方面, 并向公司总裁汇报。他拥有巴黎 ESCP 的 MBA 学位, 巴黎 ESTP 的土木工程硕士学位, 以及土木工程学位。
Karsten Kallevig	全球战略资本董事总经理	Karsten Kallevig 于2021年10月加入该公司, 负责公司的战略资本业务, 包括在美国、拉丁美洲、欧洲和亚洲的十个共同投资项目。此前, Kallevig先生从2010年起主导挪威中央银行投资管理 (NBIM) 的房地产项目, 并在随后的十年中建立了团队和一个300亿美元的房地产投资组合。Kallevig先生毕业于麻省理工学院, 获得材料科学与工程学士学位。
Dan Letter	主席	Dan Letter 于2004年加入 AMB, 目前负责公司在 Prologis 运营的20个国家的全球房地产运营和资本部署活动。在担任当前职务之前, 他曾担任资本部署的全球负责人, 负责公司的投资委员会、部署预测、部署管道管理以及跨多个市场的投资组合收购和处置。Letter先生拥有马凯特大学土木工程学士学位。
Colleen McKeown	首席人力资源官	Colleen McKeown 负责人力资源的所有方面。她负责北美的设施, 并领导与文化、薪酬、学习和发展、组织以及人员分析相关的全球人员战略。McKeown女士拥有塔夫茨大学的经济和历史双学士学位, 以及伊利诺伊大学厄巴纳-香槟分校的劳工和工业关系硕士学位。
Edward S. Nekritz	首席法务官兼总顾问	Ed Nekritz 负责全球范围内为普洛里斯提供所有法律服务。此外, 他领导普洛里斯的风险管理、环境和政府事务部门。Ed 致力于普洛里斯的战略倡议, 包括并购、全球投资基金和投资组合交易。他还担任普洛里斯董事会秘书。他获得芝加哥大学法学院的法学博士学位, 以及哈佛学院荣誉学士学位。
Susan Uthayakumar	首席能源和可持续发展官	Susan Uthayakumar 负责评估和扩展 Prologis 平台上现有和新兴的能源和移动解决方案。她还领导 Prologis 的社会责任和治理 (ESG) 团队, 指导战略、利益相关者参与以及相关倡议。Susan 拥有滑铁卢大学会计硕士 (MAcc) 和文学学士学位。

资料来源: 公司网站、交银国际

图表 117: 安博 (PLD US) 目标价和评级



资料来源: FactSet、交银国际预测

## 财务数据

损益表 (百万元美元)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	4,913	6,819	7,749	8,454	9,209
主营业务成本	(1,206)	(1,625)	(1,823)	(2,016)	(2,237)
<b>毛利</b>	<b>3,707</b>	<b>5,194</b>	<b>5,926</b>	<b>6,437</b>	<b>6,972</b>
销售及管理费用	(331)	(390)	(439)	(503)	(578)
其他经营净收入/费用	(785)	(1,412)	(2,046)	(2,095)	(2,064)
<b>经营利润</b>	<b>2,591</b>	<b>3,392</b>	<b>3,440</b>	<b>3,839</b>	<b>4,329</b>
财务成本净额	(309)	(641)	(826)	(867)	(945)
<b>税前利润</b>	<b>2,282</b>	<b>2,750</b>	<b>2,615</b>	<b>2,972</b>	<b>3,385</b>
税费	(135)	(211)	(213)	(242)	(276)
非控股权益	1,212	514	770	871	880
<b>净利润</b>	<b>3,359</b>	<b>3,053</b>	<b>3,171</b>	<b>3,601</b>	<b>3,989</b>
作每股收益计算的净利润	3,359	3,053	3,171	3,601	3,989

资产负债表 (百万元美元)					
截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	278	530	746	1,475	2,244
其他流动资产	5,333	5,211	5,848	6,467	7,175
<b>总流动资产</b>	<b>5,611</b>	<b>5,742</b>	<b>6,594</b>	<b>7,942</b>	<b>9,419</b>
物业、厂房及设备	72,587	77,735	79,082	82,505	86,018
其他长期资产	9,699	9,544	9,544	9,544	9,544
<b>总长期资产</b>	<b>82,286</b>	<b>87,279</b>	<b>88,626</b>	<b>92,049</b>	<b>95,562</b>
<b>总资产</b>	<b>87,897</b>	<b>93,021</b>	<b>95,221</b>	<b>99,991</b>	<b>104,981</b>
短期贷款	1,538	973	973	973	973
应付账款	6,158	6,197	6,197	6,197	6,197
<b>总流动负债</b>	<b>7,697</b>	<b>7,170</b>	<b>7,170</b>	<b>7,170</b>	<b>7,170</b>
长期贷款	22,338	28,027	30,546	35,632	40,932
<b>总长期负债</b>	<b>22,338</b>	<b>28,027</b>	<b>30,546</b>	<b>35,632</b>	<b>40,932</b>
<b>总负债</b>	<b>30,034</b>	<b>35,197</b>	<b>37,716</b>	<b>42,802</b>	<b>48,102</b>
股本	53,173	53,118	52,799	52,484	52,173
储备及其他资本项目	64	64	64	64	64
<b>股东权益</b>	<b>53,237</b>	<b>53,182</b>	<b>52,863</b>	<b>52,548</b>	<b>52,237</b>
非控股权益	4,626	4,642	4,642	4,642	4,642
<b>总权益</b>	<b>57,863</b>	<b>57,824</b>	<b>57,505</b>	<b>57,190</b>	<b>56,879</b>

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元美元)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	3,555	3,253	3,394	3,844	4,253
折旧及摊销	1,813	2,559	2,597	2,635	2,673
营运资本变动	38	255	(637)	(619)	(708)
税费	(59)	(17)	0	0	0
其他经营活动现金流	(1,220)	(678)	0	0	0
<b>经营活动现金流</b>	<b>4,126</b>	<b>5,373</b>	<b>5,354</b>	<b>5,860</b>	<b>6,219</b>
资本开支	(3,458)	(3,702)	(3,794)	(5,907)	(6,036)
投资活动	(732)	(2,853)	(150)	(150)	(150)
其他投资活动现金流	(310)	136	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(4,499)</b>	<b>(6,419)</b>	<b>(3,944)</b>	<b>(6,057)</b>	<b>(6,186)</b>
负债净变动	3,030	4,857	2,519	5,086	5,300
权益净变动	(28)	0	0	0	0
其他融资活动现金流	(66)	(116)	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>2,936</b>	<b>4,741</b>	<b>2,519</b>	<b>5,086</b>	<b>5,300</b>
<b>年初现金</b>	<b>556</b>	<b>278</b>	<b>530</b>	<b>746</b>	<b>1,475</b>
<b>年末现金</b>	<b>278</b>	<b>530</b>	<b>746</b>	<b>1,475</b>	<b>2,244</b>

财务比率					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>每股指标(美元)</b>					
核心每股收益	4.275	3.303	3.431	3.896	4.315
全面摊薄每股收益	4.138	3.208	3.332	3.783	4.191
每股股息	3.480	3.582	3.873	4.186	4.494
每股账面值	65.595	55.875	55.541	55.209	54.883
<b>利润率分析(%)</b>					
毛利率	75.5	76.2	76.5	76.1	75.7
EBITDA利润率	89.6	86.2	76.9	75.7	75.2
EBIT利润率	52.7	49.7	44.4	45.4	47.0
净利率	68.4	44.8	40.9	42.6	43.3
<b>盈利能力(%)</b>					
ROA	2.2	2.3	2.3	2.5	2.6
ROE	3.7	4.0	4.1	4.6	5.2
<b>其他</b>					
净负债权益比(%)	40.8	49.2	53.5	61.4	69.7
利息覆盖率	(14.3)	(9.2)	(7.2)	(7.4)	(7.3)
流动比率	0.7	0.8	0.9	1.1	1.3

## 交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼  
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

### 评级定义

#### 分析员个股评级定义：

- 买入**：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性**：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出**：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级**：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

#### 分析员行业评级定义：

- 领先**：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
  - 同步**：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
  - 落后**：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

## 分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

## 有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、武汉有机控股有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、山西省安集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司及草姬集团控股有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。



### 机构销售团队

熊璇

邓志恒

刘静

邵将星

罗圆

刘方舟

张家尔



(852) 3768 2850

(852) 3768 2795

(852) 3768 2969

(852) 3768 2962

(852) 3768 2783

(852) 3768 2782

(852) 3710 3206

@bocomgroup.com

xuan.xiong

alvin.tang

judy.liu

jensens.shaw

Jackie.Luo

Noah.Liu

William.Zhang