

交通运输

证券研究报告

2019年03月28日

自贸专题：从开放向更开放，看好上海再迎黄金期！

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

姜明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516110002
jiangming@tfzq.com

黄盈 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080007
huangying1@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《交通运输-行业研究周报:夏秋时刻同比增9%，盐城事件推动危化物流强监管》 2019-03-24
- 2 《交通运输-行业点评:时刻略有放量，执行率触顶压缩供给空间》 2019-03-22
- 3 《交通运输-行业研究周报:波音事件影响航空供给，1-2月快递单量增速22%》 2019-03-17

回顾过去四十年历史，中国经济腾飞伴随着逐步的市场开放，从八十年代初对外开放4个城市，再到沿海开放14个港口、而后92年邓小平同志南巡、加入世贸组织、成立自贸区，中国的开放，是由点到线再到面的扩大与深化，并深入参与到国际供应链条当中。当前我们认为：

中美贸易摩擦是持续开放的大背景：中美贸易之间的摩擦已接近一年，期间不时出现摩擦缓和、再度摩擦等各种反复，我们认为中美作为世界第一二大经济体之间，牵涉到的各类问题纷繁复杂，战线可能较长，在这一阶段，我国必须要充分利用好各类经济资源发展自身经济，走持续开放的发展道路。

自贸区建设已初见成效：我国的自由贸易试验区建设从2013年上海自贸区开始，随后铺开至形成“1+3+7+1”格局，自贸区建设迄今为止已初见成效，过去的自贸区建设有望成为今后持续开放的伏笔。

上海拥有极佳的软硬件基础：纵观当前自贸区，我们认为上海区域在软硬件实力上最为优良，土地方面上海位于长江经济带下游，成为长江经济带与一带一路之间关键节点，背靠深厚腹地，坐拥全球最大的集装箱港口；劳动力方面上海劳动力产出水平远高于全国平均，985-211高校数量仅次于北京；而在资本方面，上海更是中国金融重镇。我们认为上海拥有极佳的基础条件，成为中国开放深化的排头兵。

上海具有巨大的成长空间：横向对比海外核心城市，上海在中国经济版图中的地位仍然有提升空间。贸易大国如日本、美国、英国，其核心城市东京、纽约、伦敦GDP占本国的GDP比重较高，尤其东京/日本接近20%，最低的纽约/美国也接近10%，但上海当前占全国GDP比值仅3.6%，我们认为随着未来政策逐步引导+城市化进程深入，上海将会也应该在中国的经济版图中发挥更重要的作用，继续以贸易、金融、高端制造等产业带动发展。

洋山临港位置优越，税收汇率政策有望逐步放开：就上海自身而言，如果持续开放进一步强调“港口”与“贸易”，我们认为上海深水港洋山港将会是核心区域，考虑配套和交通问题，洋山周边的临港区域也可能是重点区域。此外，参考新加坡香港成熟的自由贸易港管理，多为免除流转税（关税、增值税、消费税）和降低所得税（企业+个人）方案，同时进一步对货币进出开放，考虑国务院《全面深化中国（上海）自由贸易试验区改革开放方案》中的指导：“到2020年，率先建立同国际投资和贸易通行规则相衔接的制度体系”，我们期待上海未来持续开放的政策能进一步向国际靠拢。

投资建议与标的：自上而下地，我们从中美贸易摩擦可能的长期拉锯来理解新一轮的深化开放，过去的自贸区探索已经打下了基础，但开放仍有扩大的空间，因此我们看好自贸区或自由贸易港的进一步探索。地域选择上，上海作为当年首批自贸区，叠加自身优秀的软硬件实力和串联整个长三角与海上丝绸之路的区位，我们认为是绝佳的试验田，而参照海外大城市的经济地位，上海未来在中国的经济版图中，仍有非常大的地位提升空间。我们认为洋山+临港区域会是优质的自由贸易港试验田，未来在税收、货币等方面都存在超预期的可能！从主营业务与地理位置，核心标的上港集团、华贸物流，关注上海临港、强生控股、大众交通、锦江投资。

风险提示：自由贸易区建设政策低于预期；宏观经济大幅波动

内容目录

1. 我们的观点.....	4
2. 中美贸易摩擦：进程或许崎岖，持续开放以应.....	5
2.1. 进程或许是崎岖的.....	5
2.2. 以开放应对摩擦，过去的自贸区建设成为今日伏笔.....	5
3. 自贸区历史回顾：初见成效，对比海外仍存进步空间.....	6
3.1. 自贸区的速度：从提出到成立仅耗时 6 个月.....	6
3.2. 自贸区的广度：已经形成“1+3+7+1”的网络格局.....	6
3.3. 自贸区的深度：可复制可推广试点经验初见成果.....	7
3.4. 以上海为例，看国内自贸区与国际先进自贸港的差距.....	8
4. 为什么看好上海：自身禀赋优异，对比海外仍有开阔空间.....	9
4.1. 政策：鼓励上海探索建设自由贸易港.....	9
4.2. 资源：从土地、劳动力与资本看上海资源禀赋.....	10
4.2.1. 纵向：三时期发展，已形成现代产业结构.....	12
4.2.2. 横向对比海外：大国与“小城”.....	13
4.3. 猜想：上海自贸区政策将如何深化？.....	14
4.3.1. 地理位置：港口保税为先.....	14
4.3.2. 开放政策：税收、金融、支柱产业.....	16
4.3.3. 总结.....	17
5. 投资建议与标的.....	17
6. 风险提示.....	18

图表目录

图 1：本轮中美贸易摩擦重要时间轴.....	5
图 2：2017 中国出口地占比（%）.....	5
图 3：中国对美进出口金额占比（%）.....	5
图 4：上海自贸区成立时间轴.....	6
图 5：我国自贸区建设形成“1+3+7+1”的格局.....	7
图 6：长江经济带沿途省市.....	10
图 7：长江经济带联结一带一路.....	10
图 8：全国主要城市 211 大学&985 大学数量.....	11
图 9：上海 VS 全国全员劳动生产率（元/人·年）.....	12
图 10：上海科技活动人员数量（万人）&研发费用占 GDP 比重（%）.....	12
图 11：上海市金融业单位数（个）.....	12
图 12：上海市 GDP /第一、二、三产业 GDP 占全国比重变化图（%）.....	13
图 13：2018 上海 6 大重点工业行业产值占全市工业总产值比重（%）.....	13
图 14：2017 上海第三产业结构（%）.....	13
图 15：中国单位面积 GDP 产出（截止 2011）.....	14

图 16: 美国单位面积 GDP 产出 (截止 2011)	14
图 17: 第一大经济城市占全国 GDP 比重 (%)	14
图 18: 美国 GDP 占比 (橙色与蓝色区域各自代表美国 50% 的 GDP)	14
图 19: 上海自贸区地图	15
图 20: 临港区位	16
图 21: 洋山当前利用情况	16
图 22: 新加坡自由贸易区地图	16
表 1: 自由贸易试验区成功案例一览	8
表 2: 中国自贸区与香港自贸港的政策对比	9
表 3: 长江经济带历年相关政策	10
表 4: 中国集装箱港口吞吐量排名	11
表 5: 同盛物流所有的土地使用权情况	18

1. 我们的观点

回顾过去四十年历史，中国经济腾飞伴随着逐步的市场开放，从八十年代初对外开放 4 个城市，再到沿海开放 14 个港口、而后 92 年邓小平同志南巡、加入世贸组织、成立自贸区，中国的开放，是由点到线再到面的扩大与深化，并深入参与到国际供应链条当中。当前我们认为：

- **中美贸易摩擦是持续开放的大背景：**自美国总统特朗普去年三月宣布向中国 600 亿商品增收关税之后，中美贸易之间的摩擦已接近一年，期间不时出现摩擦缓和、再度摩擦等各种反复，我们认为中美作为世界第一二大经济体之间，牵涉到的各类问题纷繁复杂，战线可能较长，在这一阶段，过去四十年改革开放的成功经验已经证明了开放经济带来的好处，当前我国必须要充分利用好各类经济资源发展自身经济，走持续开放的发展道路以应对摩擦风险。
- **自贸区建设已初见成效：**我国的自由贸易试验区建设从 2013 年上海自贸区开始，随后铺开至形成“1+3+7+1”格局，自贸区建设迄今为止已初见成效，过去的自贸区建设有望成为今后持续开放的伏笔。
- **上海拥有极佳的软硬件基础：**纵观当前的自贸区中，我们认为上海区域在软硬件实力上最为优良，政策上，十九大之后关于上海继续深化探索自由贸易区的吹风已经不断出现。**土地方面**，上海位于长江经济带下游，成为长江经济带与一带一路之间关键节点，背靠整个长江经济带的支持，坐拥全球最大的集装箱港口；**劳动力方面**，上海劳动力产出水平远高于全国平均，985-211 高校数量仅次于北京；而在**资本方面**，上海更是中国金融重镇。**我们认为上海拥有极佳的基础条件，成为中国开放深化的排头兵。**
- **上海具有巨大的成长空间：**横向对比海外核心城市，上海在中国经济版图中的地位仍然有提升空间。发达国家如美国，50%的 GDP 由几个核心城市贡献，产业向核心城市集聚的趋势明显；而贸易大国如日本、美国、英国，其核心城市东京、纽约、伦敦 GDP 占本国的 GDP 比重较高，尤其东京/日本接近 20%，最低的纽约/美国也接近 10%，但上海当前占全国 GDP 比值仅 3.6%，我们认为随着未来政策逐步引导+城市化进程深入，上海将会也应该在中国的经济版图中发挥更重要的作用，继续以**贸易、金融、高端制造等产业带动发展。**
- **洋山临港位置优越，税收汇率政策有望逐步放开：**就上海自身而言，如果持续开放进一步强调“港口”与“贸易”，我们认为上海深水港洋山港将会是核心区域，考虑配套和交通问题，洋山周边的临港区域也可能是重点区域。此外，参考新加坡香港成熟的自由贸易港管理，多为免除流转税（关税、增值税、消费税）和降低所得税（企业+个人）方案，同时进一步对货币进出开放，考虑国务院《全面深化中国（上海）自由贸易试验区改革开放方案》中的指导：“到 2020 年，率先建立同国际投资和贸易通行规则相衔接的制度体系”，我们期待上海未来持续开放的政策能进一步向国际靠拢。
- **投资建议与标的：**自上而下地，我们从中美贸易摩擦可能的长期拉锯来理解新一轮的深化开放，过去的自贸区探索已经打下了基础，但开放仍有扩大的空间，因此我们看好自贸区或自由贸易港的进一步探索。地域选择上，上海作为当年首批自贸区，叠加自身优秀的软硬件实力和串联整个长三角与海上丝绸之路的区位，我们认为**是绝佳的试验田**，而参照海外大城市的经济地位，上海未来在中国的经济版图中，仍有非常大的地位提升空间。**我们认为洋山+临港区域会是优质的自由贸易港试验田，未来在税收、货币等方面都存在超预期的可能！从主营业务与地理位置，核心标的上港集团、华贸物流，关注上海临港、强生控股、大众交通、锦江投资。**

2. 中美贸易摩擦：进程或许崎岖，持续开放以应

2.1. 进程或许是崎岖的

中美贸易摩擦作为当今世界第一与第二大经济体之间的摩擦，牵涉到美国贸易逆差、市场准入、知识产权保护等诸多问题，相当复杂，而回顾 2018 年 3 月起，美国总统特朗普对中国 600 亿美元商品征收关税以来，时间已经过去一年，期间谈判经历，也多次出现了短暂和解和再次反复，双方的摩擦预计也将是一个反复且长期的过程。

图 1：本轮中美贸易摩擦重要时间轴

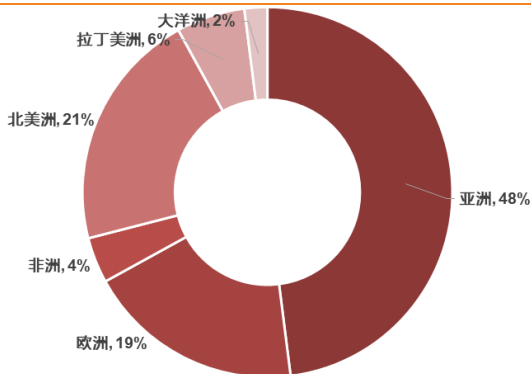


资料来源：新浪财经，天风证券研究所

2.2. 以开放应对摩擦，过去的自贸区建设成为今日伏笔

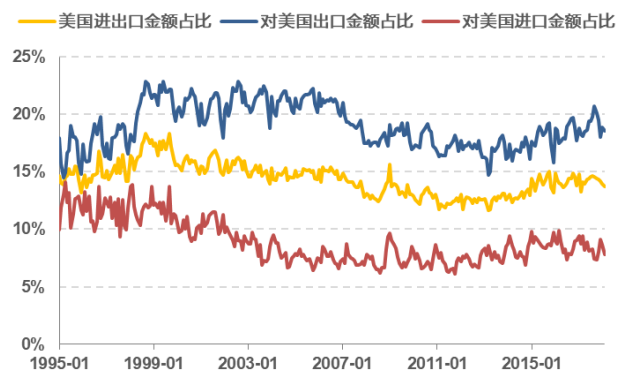
商品出口在中国经济中占据重要地位。就中国的出口地而言，亚洲占比接近一半，北美洲占比 21% 位居第二，而近年中国对美国的出口金额占整体出口接近 20%，进口接近 10% 水平。

图 2：2017 中国出口地占比 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：中国对美进出口金额占比 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

中国改革开放成功的四十年历史，印证了市场化与开放化所带来的红利，我国利用广阔的土地资源、更高的劳动生产率和资本回报率换取了 40 年奇迹般的经济发展。时至今日，中国已经成为了无法取代的制造业大国，并且深入国际供应链条。因此当美国主动竖起贸易

易壁垒之际，持续地走过去四十年的开放道路，将成为应对摩擦的重要举措。

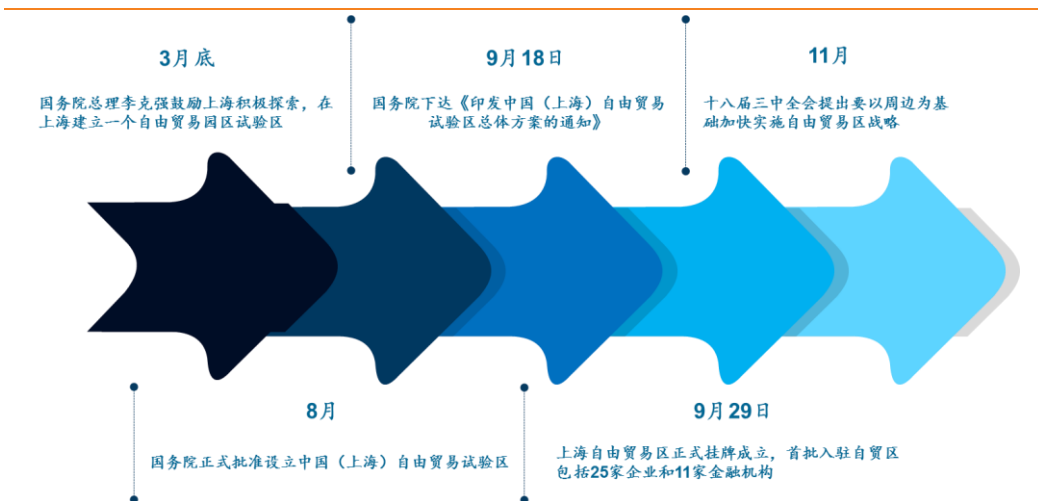
在中美贸易摩擦强调进一步开放的大背景下，2月商务部新闻发布会上，商务部副部长钱克明表示，将推进自贸试验区建设和探索自由贸易港，扩大全方位开放，推动商品和要素流动型开放向规则等制度型开放转变，我们认为前期自贸区的建设已经为当前的进一步开放埋下了伏笔。回顾我国当前自贸区建设的历史，我们从当前禀赋、发展空间的角度，都认为上海是深化自贸区改革的优质区域，很有可能成为探索深化自贸制度的标杆。

3. 自贸区历史回顾：初见成效，对比海外仍存进步空间

3.1. 自贸区的速度：从提出到成立仅耗时 6 个月

从李克强总理视察并提出自贸区到上海自贸区挂牌成立仅耗时 6 个月，推进速度迅猛。2013 年 3 月底，国务院总理李克强在上海调研期间考察了位于浦东的外高桥保税区，并表示鼓励支持上海积极探索，在现有综合保税区基础上，研究如何试点先行在 28 平方公里内建立一个自由贸易园区试验区，进一步扩大开放，推动完善开放型经济体制机制。同年 8 月，国务院正式批准设立中国（上海）自由贸易试验区。9 月 18 日国务院下达《印发中国（上海）自由贸易试验区总体方案的通知》。9 月 29 日，上海自由贸易区正式挂牌成立。

图 4：上海自贸区成立时间轴



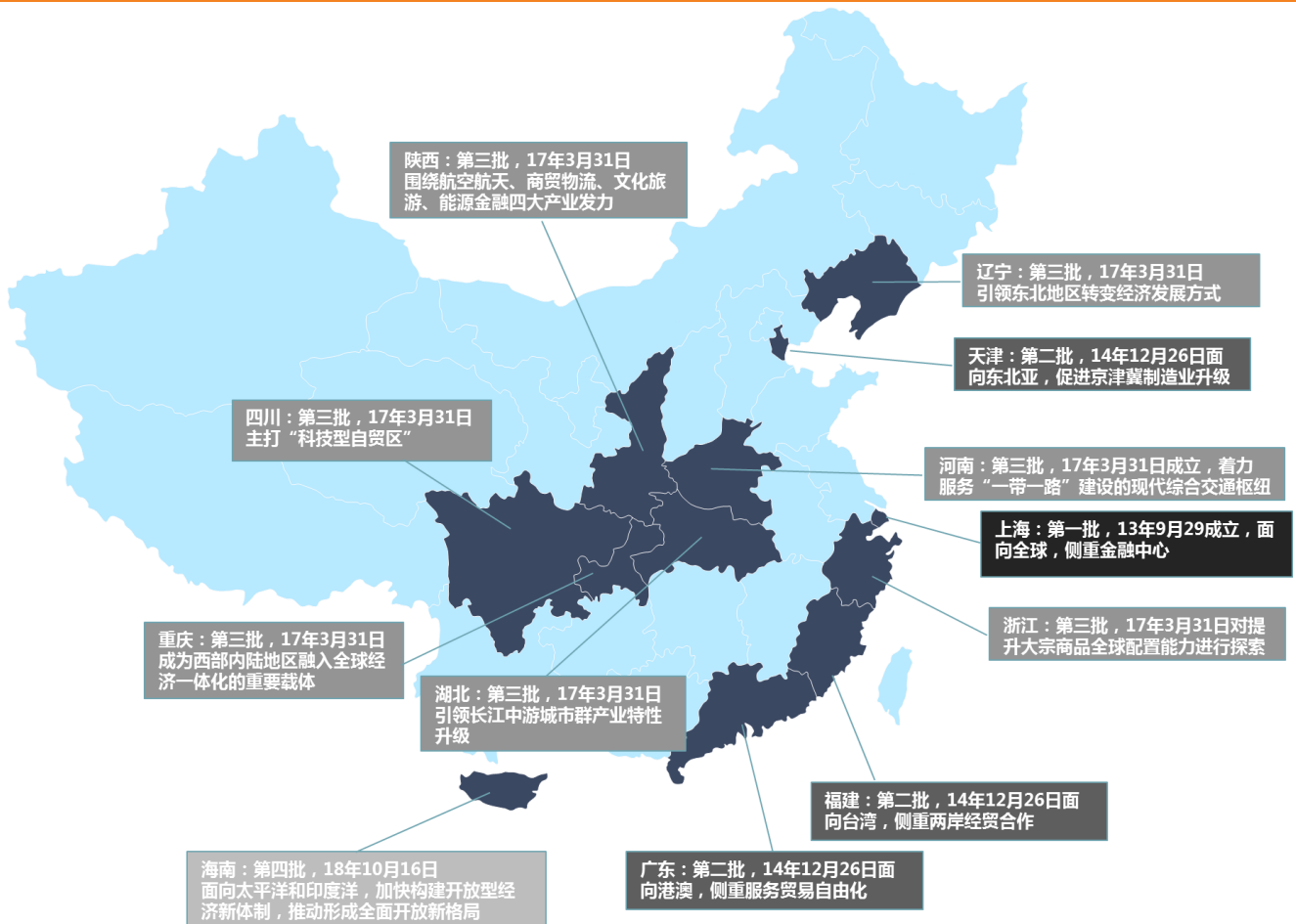
资料来源：上海自贸区官网，天风证券研究所

3.2. 自贸区的广度：已经形成“1+3+7+1”的网络格局

5 年以来，我国自贸区战略建设已经形成“1+3+7+1”网络格局，覆盖我国从南到北、从沿海到内陆的广大区域：

- 1) 13 年 9 月，上海自贸区正式挂牌成立；
- 2) 14 年底，为了与上海形成对比、互补试验，中央决定在广东、天津、福建设立自贸区，并于 15 年 4 月同时挂牌；
- 3) 17 年 3 月，国务院批复设立 7 个自贸区（辽宁、浙江、河南、湖北、四川、陕西、重庆），并印发第三批各自自贸区总体方案。
- 4) 18 年 10 月，国务院发布《国务院关于同意设立中国（海南）自由贸易试验区的批复》，实施范围为海南岛全岛。

图 5：我国自贸区建设形成“1+3+7+1”的格局



资料来源：新华网、人民网、中国网、天风证券研究所

3.3. 自贸区的深度：可复制可推广试点经验初见成果

根据新华网，截至 2018 年上半年，自贸区已经向全国或特定区域复制推广改革试点经验 153 项，总体上达到了预期目标。以上海、海南自贸区为例，我国先行自贸区在多个领域制度创新已经取得明显成效：

- **上海方面：**截至 2018 年 6 月底，上海自贸试验区累计新设企业逾 5.5 万户，杠杆效应显著。具体来看，上海自贸试验区的占地面积仅为上海市的 2%，但是创造了全市 25% 的 GDP 以及 40% 的贸易额。在推进长三角经济带高质量一体化发展过程中发挥了龙头带动作用，在与兄弟省市的对接合作、优势互补、改革创新方面开辟了先河，为其他区域提供了宝贵的可复制可推广经验，为国家经济创新力和竞争力的提升作出更大贡献。
- **海南方面：**作为最新一批自贸区，海南政府表示到 2020 年努力建成投资贸易便利、法治环境规范、金融服务完善、监管安全高效、生态环境质量一流、辐射带动作用突出的高标准高质量自贸试验区，一步一个脚印逐步探索、推进海南自由贸易港建设，面向太平洋和大西洋，加快构建开放型经济新体制，推动形成全面开放新格局，争取为扩大对外开放的作出先锋示范作用。

表 1：自由贸易试验区成功案例一览

自贸区	成功案例	涉及领域
上海	搭建全功能型跨境双向人民币资金池	金融创新
	上海期货交易所开展天然橡胶品种“保险+期货”精准扶贫试点项目	
	个人其他经常项下人民币结算业务	
广东	外商投资企业外汇资本金意愿结汇等	金融开放创新
	CEPA 框架下率先放宽金融机构外资持股比例上限	
	全国首创央地合作私募基金信息监管服务平台	
	全国首创“全线上自助式小额循环”贷款产品“微粒贷”	
福建	全国首单依托交易平台实现的不良资产跨境转让项目	投资管理
	搭建全国首个金融创新知识产权运营交易平台	
	支持建设整车进口口岸创新发展平台，实现整车进口快速通关通检	
天津	推进“一表申报、一口受理、一照一码”登记制度改革	贸易便利化
	推出“办税一网通 10+10”等创新税收服务措施，其中“一掌通”3A 移动税务平台、国地税协同开展重点税源直报、涉税电子文书网上送达等三项为全国首创	
四川	京津冀区域检验检疫一体化新模式	贸易便利化
	四川自贸区川南临港片区企业准入“单一窗口”正式上线试运行	投资管理

资料来源：新华网、人民网、中国政府网等、天风证券研究所

3.4. 以上海为例，看国内自贸区与国际先进自贸港的差距

如上文介绍的，我国自贸区已取得部分成绩，但是目前的自贸区与国际先进水平自贸港（Free Trade Zone）仍存在一些可改进空间。以相对较为完善的上海自贸区为例，我们认为我国在企业登记政府职能、投资自由化、金融自由化、贸易自由化、监管环境等方面仍有较大的改善空间。

- **企业登记注册方面的政府职能仍有可优化空间。**上海自贸区内企业注册程序基本达到国际先进水平，工商登记“一口受理”、注册资本认缴登记、“先照后证”、年度报告公示制等已经开始实施，但企业税负仍然偏高，对企业经营业务范围仍存在一定限制，注册资本要求较高，距离国际先进自贸港仍有一定可改善空间。此外，上海自贸区目前由 4 块彼此独立的区域组成，管理上虽然完成了“单一窗口”，但是由于分散和开放，流程并未得到实质简化，名义大于实际。
- **投资自由化与国际先进水平有较大差距。**上海自贸区在投资准入方面已经实施负面清单管理，但负面清单所列项目有待进一步简化。具体来看，自贸区内企业境外投资管理制度改革尚处于起步阶段，随着近年两会《外商投资法》的通过，跨境投资管理制度、促进体系、配套服务体系都有望进一步建立和完善，在反垄断和国家安全审查领域的监管亦有望进一步提高。
- **金融自由化水平相对不高。**受央行政策影响，人民币在资本项目下仍受到严格管制，自贸区在融资便利、汇兑自由、人民币跨境使用、放开利率、外汇管制等政策上具备进一步放开的空间。提升金融自由化的战略意义不可小觑，一方面可以促进金融创新，推动经济发展，另一方面有望促进金融机构监管，完善金融风险防范能力。
- **贸易自由化水平仍可提升。**与常规海关监管、进出口存在配额限制不同，上海自贸区已经启动“先入区、后报关”“分送集报、自行运输”等模式，为外贸事业发展提供了相当的便利。但由于人手短缺，在通关效率、货物分类监管、港区联动等方面仍具备改善空间。在航运服务、结算汇兑、贸易融资等贸易服务体系和贸易促进政策方面还可以进一步优化。

- **监管环境有待完善。**上海自贸区在监管模式上突出“一线放开”与“二线安全高效管住”“区内自由流动”相结合，但是当前政策掣肘了通关便利性、区内货物自由流动、各部门协同监管等方面的效率提升，在管理水平和监管方案上与国际先进水平的自贸港存在较大差距。

表 2：中国自贸区与香港自贸港的政策对比

政策法规	香港	上海自贸区
公司注册	基本无限制，最低注册资本仅 10000 港币	暂停三部外资企业法的实施，取消大部分限制，拟实行负面清单管理
税收政策	无流转税，所得税率 17.5%	预计取消流转税，对区内注册企业按减 15% 的税率征收企业所得税，且取得的境外收益可以分期缴纳所得税，能否及时退税减少占有企业资金的流动有待解决
金融政策	离岸金融中心，资金可以自由流动，管制较少，但人民币兑换仍受限制	争取资金自由流动，构建离岸金融中心，人民币资本项目已提交预案
贸易政策	基本无管制，离岸贸易、转口贸易中心	建立离岸贸易、转口贸易中心，试点期货交易、报税期货贸易
航运政策	自由港，船舶注册免税，航运体制与国际接轨	延续此前建设国际航运中心的政策，完善航运服务功能

资料来源：《中国（上海）自由贸易试验区与中国香港、新加坡自由港政策比较及借鉴研究》，天风证券研究所

4. 为什么看好上海：自身禀赋优异，对比海外仍有开阔空间

政策上，上海在探索自由贸易港方面受到中央鼓励；资源上，如果我们将单个地区的禀赋笼统为土地、劳动力与资本的话，上海能够对应上优质的港口资源、更高的劳动力生产率以及资本投入，每一项禀赋都能获得高分，是绝佳的自贸区试验田；同时横向对比海外，上海在经济上的空间还尚未完全发挥，因此我们看好上海成为自由贸易区深化的排头兵。

4.1. 政策：鼓励上海探索建设自由贸易港

上海拥有绝佳的软硬件实力。从政策上，在积累了数年自贸区建设经验之后，关于自由贸易港的建设则在随后的几年内被提出。十九大之后，自由贸易港的预期开始逐步浓烈，其中包括：

- 1) 2017 年的十九大报告中提出：要赋予自由贸易试验区更大改革自主权，探索建设自由贸易港；
- 2) 2017 年 10 月 19 日，时任上海市委书记韩正指出，上海正在按照中央部署筹划建立自由贸易港；
- 3) 2017 年 11 月，中共中央政治局常委、国务院副总理汪洋在《人民日报》发表署名撰文，如此定义自由港：“自由港是设在一国（地区）境内关外、货物资金人员进出自由、绝大多数商品免征关税的特定区域，是目前全球开放水平最高的特殊经济功能区。香港、新加坡、鹿特丹、迪拜都是比较典型的自由港”；
- 4) 2018 年 11 月，习近平主席在首届中国国际进口博览会开幕式主旨演讲中表示，将增设中国上海自由贸易试验区的新片区，鼓励和支持上海在推进投资和贸易自由化便利化方面大胆创新探索，同时，将在上海证券交易所设立科创板并试点注册制，支持长江三角洲区域一体化发展并上升为国家战略；
- 5) 2018 年 11 月，《国务院关于支持自由贸易试验区深化改革创新若干措施的通知》。

4.2. 资源：从土地、劳动力与资本看上海资源禀赋

■ 土地：串联长江经济带与一带一路，拥有中国最大的集装箱港口

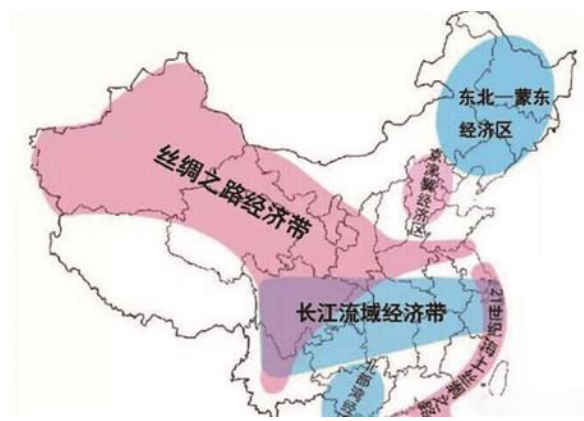
从区位角度考虑，上海位于长江入海口，正是长江经济带的终点，连接丝绸之路经济带与海上丝绸之路的重要位置。我们认为随着长江经济带各项政策文件的推进和成熟，在运输上，水路运输可以发挥出其运输量大、成本低廉的优势，从地理上串联起长江流域，增强上中下游城市的群整体化效应，实现长江经济带与上海自贸区的联动，从而扩大上海的需求腹地和供给来源。

图 6：长江经济带沿途省市



资料来源：新浪财经，天风证券研究所

图 7：长江经济带联结一带一路



资料来源：新浪财经，天风证券研究所

表 3：长江经济带历年相关政策

时间	文件/举措	出台单位	内容
2014.9.25	《长江经济带综合立体交通走廊规划（2014—2020 年）》	国务院	为统筹长江经济带交通基础设施建设，加强各种运输方式有机衔接，完善综合交通运输体系，特编制长江经济带综合立体交通走廊规划。规划期为 2014—2020 年。
2014.9.25	《国务院关于依托黄金水道推动长江经济带发展的指导意见》	国务院	提升长江黄金水道功能、建设综合立体交通走廊。
2014.12.1	12 海关启动长江经济带区域通关一体化改革	海关	海关总署决定 12 月 1 日启动长江经济带海关第二轮区域通关一体化改革，将改革措施推广到长江经济带的 12 个海关。
2015.3.26	《长江中游城市群发展规划》	国务院	《规划》明确了六个方面的重点任务。一是城乡统筹发展；二是基础设施互联互通；三是产业协调发展；四是共建生态文明；五是公共服务共享；六是深化对外开放。
2015.5.28	《长江经济带综合立体交通走廊建设中央预算内投资安排工作方案》	国家发改委	为发挥中央资金对地方和社会资金的引导和带动作用， <u>国家发展改革委从中央预算内投资中设立专项，用于补助长江经济带综合立体交通走廊相关项目建设，着力提高长江干支航道通过能力。</u>
2016.10.11	《长江经济带发展规划纲要》	国家发改委	发挥上海及长江三角洲地区的引领作用。加快复制推广上海自贸试验区改革创新经验。
2017.3	《推动长江经济带交通运输发展 2017 年工作方案》	湖南省交通厅	加快长江黄金水道建设、推进港口转型升级、推进船型标准化、完善公路网建设、促进多式联运发展
2018.5	《交通运输部贯彻落实习近平总书记推动长江经济带发展重要战略思想的工作方案》	交通运输部	重点做好干支航道整治、三峡枢纽运输制约疏解、港口资源整合、集疏运通道建设等工作，真正使黄金水道产生黄金效益。

资料来源：发改委、国务院、交通部网站，天风证券研究所

就上海自身而言，上海港是中国乃至全世界最大的集装箱港，市内港区包括黄浦江沿岸的龙吴路、军工路码头、外高桥港区，以及深水良港洋山港区。上海港的集装箱吞吐量位列全球与全国第一，2017 年达到 4018 万 TEU，全国 17%的集装箱在上海港吞吐。

表 4：中国集装箱港口吞吐量排名

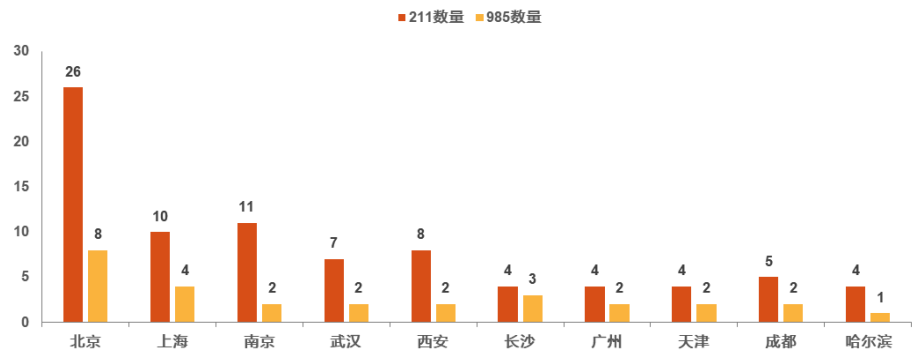
港口	累计集装箱吞吐量（万 TEU）	占比
上海	4,018	17.0%
深圳	2,525	10.7%
宁波-舟山	2,464	10.4%
广州	2,010	8.5%
青岛	1,830	7.7%
天津	1,504	6.4%
厦门	1,040	4.4%
大连	970	4.1%
营口	627	2.6%
连云港	472	2.0%
全国主要港口集装箱吞吐量	23,680	73.7%

资料来源：wind，天风证券研究所

■ 劳动力：远高于平均的劳动生产率

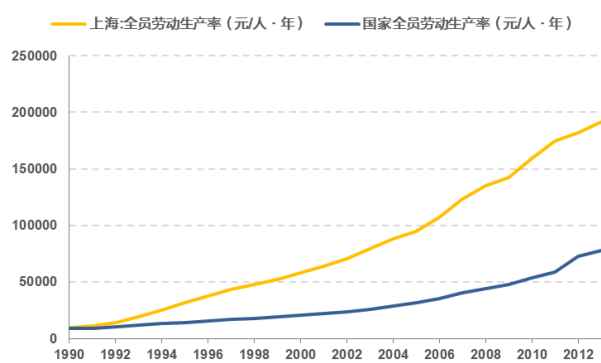
从劳动力禀赋而言，上海同样具备区位优势。作为中国重要的优质高校聚集地，上海能够产出大量优质的应届毕业生，带来更高的劳动生产率：回顾过去三十年，上海的全员劳动生产率在 1990 年之后快速超越全国，并在 2013 年达到全国平均水平的 2.5 倍；与此相对应的，上海市的科技活动人员数量在 16 年达到 49.88 万人，研发费用占 GDP 比重 3.93%，水平相当之高。

图 8：全国主要城市 211 大学&985 大学数量



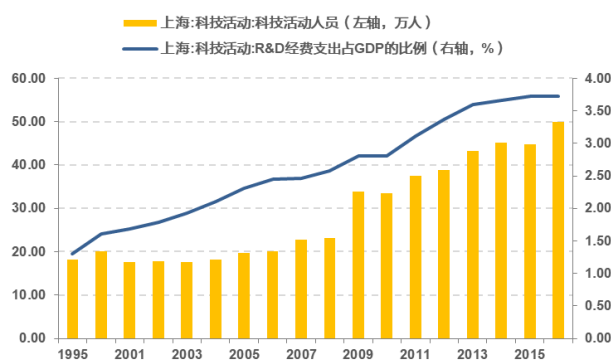
资料来源：搜狐教育，天风证券研究所

图 9：上海 VS 全国全员劳动生产率（元/人·年）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 10：上海科技活动人员数量（万人）&研发费用占 GDP 比重（%）



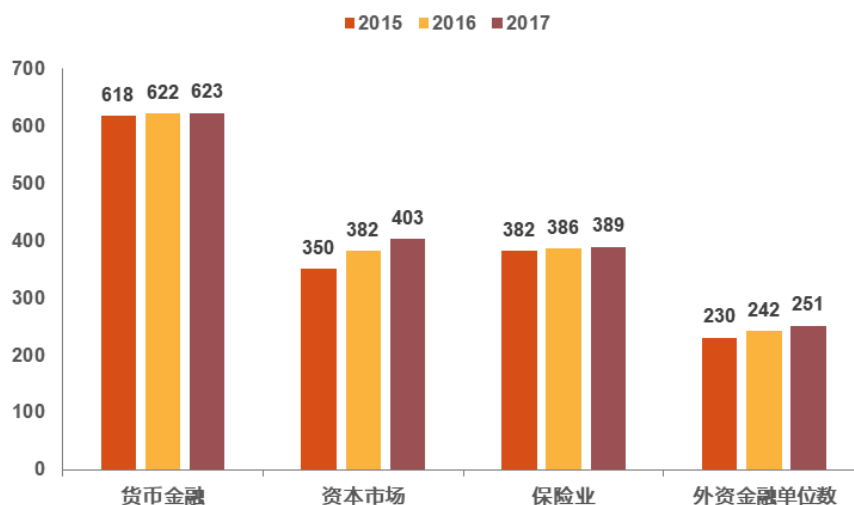
资料来源：wind，天风证券研究所

■ 资本：金融重镇

上海是我国的金融重镇。2018 年，上海全年实现金融业增加值 5781.63 亿元，比上年增长 5.7%。全年金融市场交易总额达到 1645.78 万亿元，比上年增长 15.2%。上海证券交易所总成交额 264.62 万亿元，比上年下降 13.6%。

正如纽约湾区聚集了美国 1/3 的证券金融机构总部，旧金山湾区 PE/VC 投资总额超过全美的 1/2，上海与北京是中国两大金融中心，就上海而言，上交所、上期所、黄金交易所均位于此，也汇聚了大量金融机构总部。

图 11：上海市金融业单位数（个）



资料来源：上海市统计局，天风证券研究所

但与先天的优良禀赋相矛盾的是，上海市的经济地位不论是纵向或横向都尚未发挥出其全部潜力，尤其从横向来看，经济强国往往体现出“大国大城”的模式，即规模而论，往往集中于某几大城市，其中最典型的为日本的东京都市圈，因此从空间上，上海仍然有极大的红利可以释放。

4.2.1. 纵向：三时期发展，已形成现代产业结构

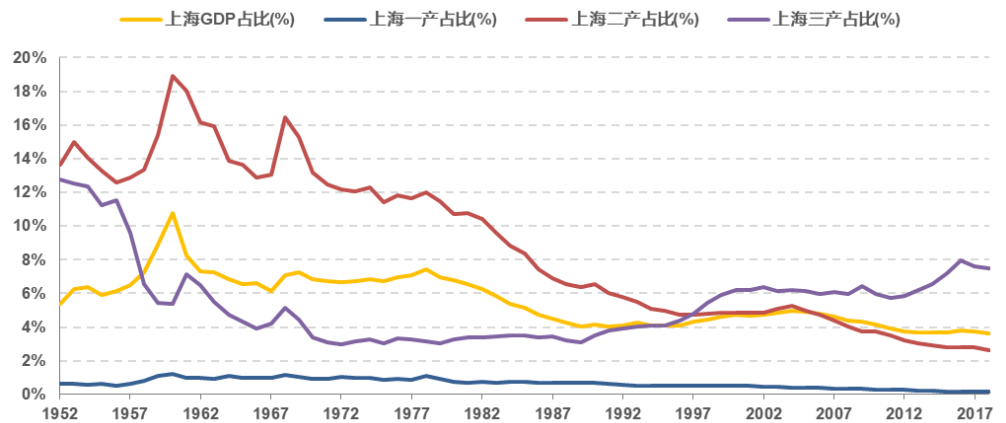
纵向看上海自身的历史，大致可以笼统地分为三个阶段：

1) **建国初期**，上海市的经济地位达到最高，在峰值的 1960 年，上海市 GDP 占全国 GDP

比重达到 10.8%，其中第二产业占比达到 18.9%；

- 2) **改革开放后**，这样的地位在改革开放后受到动摇，随着开放政策逐步深入，各地开始发挥其各自的优势，上海市占全国 GDP 比重、第二产业占全国比重均开始迅速走低；
- 3) **转折始于 90 年代后**，上海市第三产业占全国比重开始快速攀升并超越二产，加入世贸组织后，依托于港口海运发展的贸易和金融业的蓬勃，2018 年上海市第三产业占全国比重达到 7.5%。

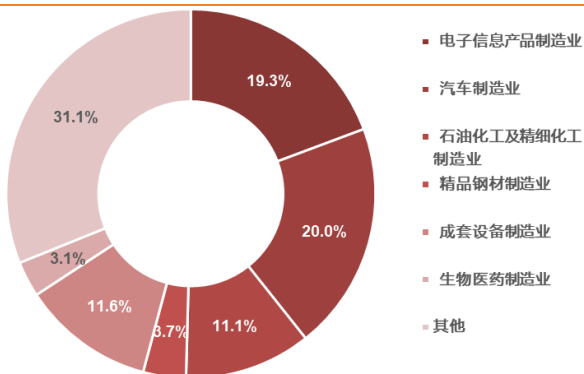
图 12：上海市 GDP /第一、二、三产业 GDP 占全国比重变化图（%）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

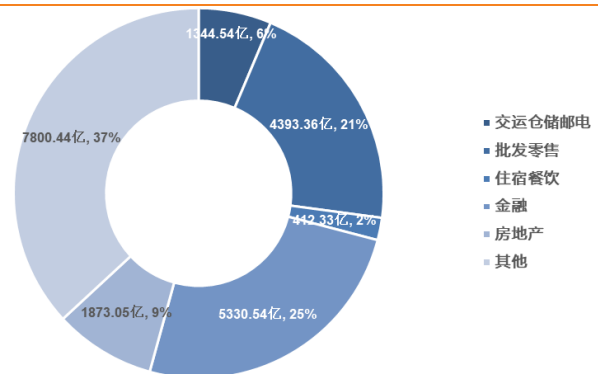
时至今日，工业制造中，上海六大重点工业行业分别为电子信息、汽车、石化精细化工、精品刚才、成套设备与生物医药，其中前二者占比合计接近全市工业产值的 40%；第三产业中，金融与批零成为三产支柱。上海的结构已经相对比较现代化。

图 13：2018 上海 6 大重点工业行业产值占全市工业总产值比重(%)



资料来源：上海市统计局，天风证券研究所

图 14：2017 上海第三产业结构 (%)



资料来源：上海市统计局，天风证券研究所

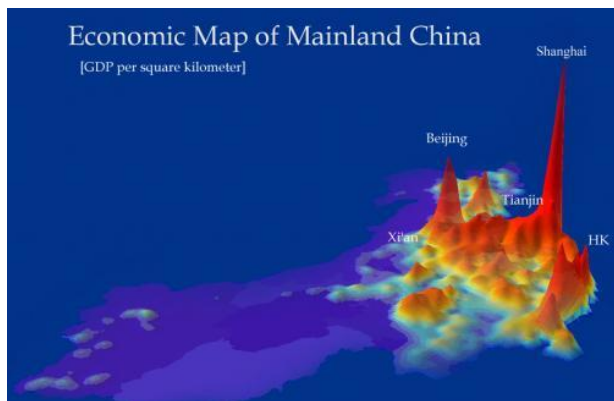
4.2.2. 横向对比海外：大国与“小城”

横向对比海外，尽管上海禀赋优越、产业基础较好，但论重点城市对全国经济的带动能力，中国的城市还是较弱，反之随着政策进一步放开，我们认为上海仍然有足够的发展空间。我们来看几个对比：

- 1) **中美的经济地图，也就是单位面积上 GDP 的产出**：可以看到尽管上海一骑绝尘，但整体来看，中国的经济柱状图仍然是相对平均的，这与追求总量、人口流动与政策引导都有可能相关；但美国的 GDP 产出则大部分集中在东西海岸，其广袤的内陆地区对经济的贡献较少；

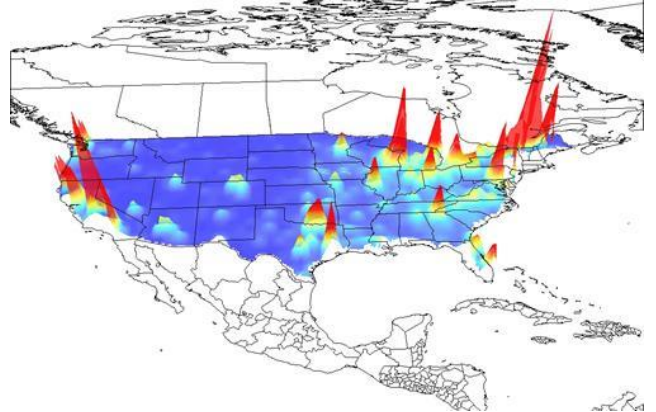
- 2) **美国的 GDP 结构:** 橙色部分所代表的几个城市贡献出全美 50% 的 GDP, 经济产出极其集中;
- 3) **重要港口城市占全国 GDP 的比重:** 港口城市受益于进出口贸易集聚, 往往是其所在国的经济中心, 横向对比东京 (19.6%)、巴黎 (28.5%)、伦敦 (16.6%)、纽约都市圈 (9.8%), 上海 GDP 占全国比重仅 3.6%, 远低于其他国家的大都市, 我们认为随着中国城市化进程的进一步推进, 上海在全国经济版图中的地位有望持续提升。

图 15: 中国单位面积 GDP 产出 (截止 2011)



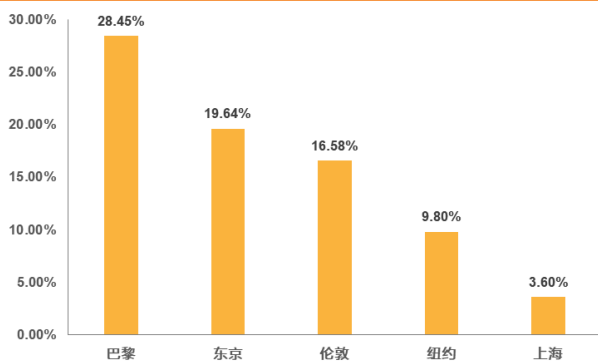
资料来源: Gecon.Yale, 天风证券研究所

图 16: 美国单位面积 GDP 产出 (截止 2011)



资料来源: Gecon.Yale, 天风证券研究所

图 17: 第一大经济城市占全国 GDP 比重 (%)

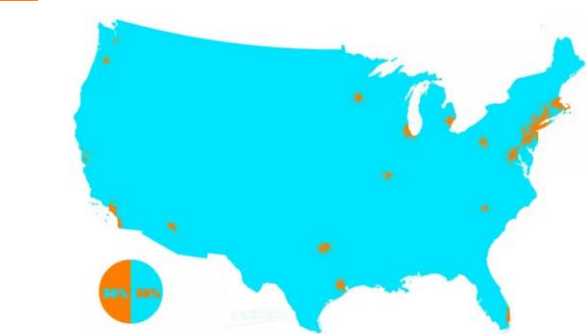


资料来源: wind, BEA, 天风证券研究所

注 1: 其他城市为 2015 年数据; 上海占比为 2018 年数据

注 2: 此地美国纽约数据采用纽约纽瓦克都市圈占全美 GDP 比重

图 18: 美国 GDP 占比 (橙色与蓝色区域各自代表美国 50% 的 GDP)



资料来源: Gecon.Yale, 天风证券研究所

4.3. 猜想: 上海自贸区政策将如何深化?

前文已叙, 上海自贸区在企业登记政府职能、投资自由化、金融自由化、贸易自由化、监管环境等方面仍有较大的改善空间。而在中美贸易摩擦、迎来新一轮深化开放的背景下, 我们在此对未来上海自贸区的深化做出进一步的猜想。

4.3.1. 地理位置: 港口保税为先

从上海自贸试验区的地理构成来看, 分别定位了贸易 (外高桥、洋山与浦东机场)、金融 (陆家嘴)、高新 (张江高科与金桥), 涵盖了上海最具竞争力的诸多方面, 但目前的政策还难以与国际上几大自由贸易港相比拟。在积累了数年自贸区建设经验之后, 十九大之后, 自由贸易港的预期开始逐步浓烈:

- 2017 上半年公布的《全面深化中国（上海）自由贸易试验区改革开放方案》提出，在洋山保税港区和上海浦东机场综合保税区等海关特殊监管区域内，设立自由贸易港区，对标国际最高水平，实施更高标准的“一线放开”、“二线安全高效管住”贸易监管制度。
- 2017 年 11 月，中共中央政治局常委、国务院副总理汪洋在《人民日报》发表署名撰文，如此定义自由港：“自由港是设在一国（地区）境内关外、货物资金人员进出自由、绝大多数商品免征关税的特定区域，是目前全球开放水平最高的特殊经济功能区。香港、新加坡、鹿特丹、迪拜都是比较典型的自由港。”

参考国际其他自由贸易港的设置，相比于自贸试验区的概念，“港”更加强调贸易的作用。自由贸易港的建立从贸易转运开始，到吸引外资加工制造再到国际金融中心，这是一个政策与市场相辅相成的过程，其基础在于港口贸易功能的发挥。

图 19：上海自贸区地图



资料来源：财经网，天风证券研究所

因此从功用和地理划分来看，过去上海的自由贸易试验区并未着重强调港口功能，我们以新加坡为例，其自由贸易区是基于空港与海港而设立的，当前新加坡的 8 个自贸区中，5 个归属新加坡港务集团有限公司管理（海港码头及各类集货站），2 个由樟宜机场集团管理（空港物流园和货运中心），1 个由裕廊海港私人有限公司管理。

基于本文的大背景，我们认为关于上海新的自贸港政策有可能更强调贸易，即强调“港”对于货物的集散功能。且在《全面深化中国（上海）自由贸易试验区改革开放方案》中，也明确提出要在洋山保税港区和浦东机场设立自由贸易港区。

洋山是上海最好的深水良港，也是当前大型远洋船舶主要靠泊码头，但洋山地区已经规划了 1-4 期码头，一方面土地资源有限，另一方面与大陆仍有一桥之隔，交通不便，而从地

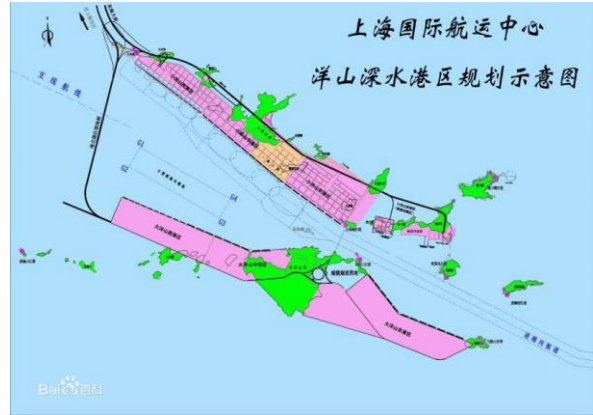
理位置看，洋山保税港区的陆域部分本身就毗邻临港新城，因此我们认为相关的仓储、加工、制造，大概率需要溢出到周边区域，我们认为与之隔桥相望的临港地区将会是地理上最能与洋山港呼应的区域。另外值得一提的是，新加坡的自贸区都以围墙与外界隔离，进出自贸区的通道由海关查检站管理，进出人员和车辆都必须接受检查。

图 20：临港区位



资料来源：临港奉贤，天风证券研究所

图 21：洋山当前利用情况



资料来源：民航资源网，天风证券研究所

图 22：新加坡自由贸易区地图



资料来源：盛裕控股，天风证券研究所

4.3.2. 开放政策：税收、金融、支柱产业

从功能上，港口服务于贸易，而在贸易之上，制造和金融是其进阶。我们参考国务院《全面深化中国（上海）自由贸易试验区改革开放方案》中的指导：“到 2020 年，率先建立同国际投资和贸易通行规则相衔接的制度体系，把自贸试验区建设成为投资贸易自由、规则开放透明、监管公平高效、营商环境便利的国际高标准自由贸易园区……”，我们提取其中的关键词“同国际衔接的制度体系”，对未来开放政策作出一定猜想。

■ 促进自由贸易与出口加工：税收优惠为主

按照国际惯例，税收优惠主要体现在流转税（关税、增值税、消费税）以及所得税（企业 & 个人）上。

1) 一线放开，扩大商品开放，且无关税：按照《全面深化中国（上海）自由贸易试验区

改革开放方案》中“一线放开”的原则，“一线”海关监管的国际惯例包含了3个方面：
①允许进出口的商品可自由进入自由贸易区，且不受数量、途经、关税、原产地、起运国或指运国限制；②**进入自由贸易区的商品不缴纳关税和其他进出口税，也不办理海关手续**；③海关对进入自由贸易区的货物，不要求出具担保；

2) **增值税**：无增值税；

3) **所得税**：另外在配套上，个人和企业所得税税制简单，税负较低。香港利得税的税率分别为16.5%（适用于有限公司）和15%（适用于非有限公司），新加坡公司税税率为17%，且前30万新元应税所得部分有免征待遇。

■ 金融

同样是借鉴成熟自贸区香港与新加坡的案例，香港对货币买卖和国际资金流动完全没有限制；新加坡也完全没有外汇管制，资金可以自由流入流出，企业在新加坡自由贸易区可以开设新元、美元、港币、欧元、澳元等账户并且自由决定结算货币种类。

根据《进一步推进中国（上海）自由贸易试验区金融开放创新试点加快上海国际金融中心建设方案》，上海将加快构建面向国际的金融市场体系，建设人民币全球服务体系，我们期待上海自贸区在放开汇率管制方面能有进一步的探索。

4.3.3. 总结

结论上，我们从地理与政策角度对未来可能的上海自由贸易港做出猜想：地域上，洋山+临港将会是最能着重强调港口与贸易的区域；而在政策上，参照国际成熟自由贸易港的政策，税收减免、放松外汇管制等都是可能的方向。

5. 投资建议与标的

自上而下地，我们从中美贸易摩擦可能的长期拉锯来理解新一轮的深化开放，过去的自贸区探索已经打下了基础，但开放仍有扩大的空间，因此我们看好自贸区或自由贸易港的进一步探索。地域选择上，上海作为当年首批自贸区，叠加自身优秀的软硬件实力和串联整个长三角与海上丝绸之路的区位，我们认为是绝佳的试验田，而参照海外大城市的经济地位，上海未来在中国的经济版图中，仍有非常大的地位提升空间。我们认为洋山+临港区域会是优质的自由贸易港试验田，未来在税收、货币等方面都存在超预期的可能！

具体从标的上看，我们从地理位置和主营业务两角度筛选出核心标的：

- **华贸物流**：公司主营跨境现代综合第三方物流，具体提供以国际货代为核心的跨境现代综合物流服务和供应链贸易服务；同时随着兼并收购德祥集团，公司提升仓储配置服务能力。受益于自贸区仓储政策倾斜，公司仓储第三方物流业务有望快速增长。公司在多处保税区设有仓库，其中洋山港仓储物流项目位于临港转运物流园区 C1401-1 地块，总建筑面积达 3.6 万平方米；上海空运仓库位于浦东机场海天一路 528 号，为进一步提升引进优质客户，提升仓储盈利能力，公司现对仓库进行改造升级。
- **上港集团**：公司为上海区域港口上市主体，港区横跨洋山、外高桥港区，直接受益于潜在的上海自贸港区政策，有望刺激公司箱量增长加速；另外从土地上，公司在收购同盛物流 100% 股权、港政置业 100% 股权与盛港能源 40% 股权后，相当于拥有洋山港区较多地块，包括通过出让得到的同顺大道 777 号 5.5 万平方米工业用地，以及更多的为直接划拨所得的划拨工业用地，面积达到 110 万平方米。

表 5：同盛物流所有的土地使用权情况

土地权证编号	土地位置	用地性质	开发程度	面积 (m ²)
沪房地浦字(2012)第 275848 号	同顺大道 777 号	出让工业	五通一平	55,191.40
沪房地南字(2008)第 001914 号	老港镇瑞兴路 58 号	划拨工业	五通一平	104,567.20
沪房地南字(2008)第 001915 号	老港镇顺运路 389 号	划拨工业	五通一平	149,632.10
沪房地南字(2008)第 020276 号	524 街道 002 街坊 41/10 丘	划拨工业	五通一平	30,654.10
沪房地浦字(2012)第 266244 号	顺运路 100 号	划拨工业	五通一平	227,751.00
沪房地浦字(2012)第 266242 号	业盛路 66 号	划拨工业	五通一平	141,098.00
沪房地浦字(2012)第 266243 号	业盛路 77 号	划拨工业	五通一平	155,813.00
沪房地浦字(2013)第 233853 号	广祥路 25 号, 洋浩 路 1358 号	划拨工业	五通一平	93,906.00
沪房地浦字(2011)第 218765 号	书院镇 0039 街坊 15/8 丘	划拨工业	五通一平	142,229.10
合计				1,100,841.90

资料来源：公司公告，天风证券研究所

- 另外，建议关注上海临港，公司在浦东、松江、奉贤以及上海自贸区洋山片区合作开发的产业园区均形成了相当规模的高端产业集聚。以及上海本地股强生控股、大众交通、锦江投资。

6. 风险提示

自由贸易区建设政策低于预期；宏观经济大幅波动

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com