

交通运输

证券研究报告

2019年04月15日

东西两线多位一体，自贸创新独领风骚

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:重申上海板块投资机会,航空逐季改善安全边际渐强》 2019-04-14
- 2 《交通运输-行业研究周报:上海自贸区或将升级,737-MAX8 停飞影响供给》 2019-03-31
- 3 《交通运输-行业深度研究:自贸专题:从开放向更开放,看好上海再迎黄金期!》 2019-03-28

放眼全球,凡大国必有其大城,美国有纽约-纽瓦克都市圈,日本则是一都三县(东京+神奈川&千叶&埼玉),均是经济中心团结了周边区域,实现人口、资本等各方面的自由流动,共生发展。中国在过去有较为明显的区域保护特色,但近来关于区域发展的政策频出,长三角一体化更是上升至国家级战略,今后资源向大都市持续集聚的效应或将更加明显。

开埠以来,上海经历过两次空间拓展:一次是在19世纪中叶,跨越苏州河,上海由此步入了“沪北沪东时代”,并在20世纪的30年代初,迎来了当时的“大上海建设计划”;二次是跨越黄浦江,黄浦江东西两岸连为一体,黄浦江也成为了上海的“内河”,上海再次成为亚太地区排名前列的大城市。未来随着长三角一体化提升至国家级战略,我们认为上海有望将迎来再一次的空间变迁,核心在于:其东,自贸区面向国际;其西,大虹桥串联长三角。

大虹桥串联长三角:长三角一体化上升至国家级战略,大虹桥是上海的西大门,北连苏州,南衔杭州,区位十分重要,而上海的青浦、苏州的昆山&吴江、浙江的嘉善四区共同环绕的淀山湖或成为上海与周边城市形成大都市圈的那个“眼”,天生区位优势,便于承接上海高新技术与科创产业,当前看,已有华为与其供应商落地正在推进,我们看好大虹桥领衔的长三角一体化战略蓬勃发展。

自贸区面向国际:临港洋山地理位置优越,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:我们认为上海东向的自贸区或将出台新政,该区域承接了二次开放的功能转换,或将在税收、货币兑换等政策上有超预期的可能,关键字在于制度创新;而西向的科技走廊(媒体提法科创硅谷)是以上海为龙头、辐射长三角的突破试点,包括行政审批、科技引入等等,关键字在于科技创新;两者以“对外开放,对内联动”的方式完成互动,继而拉动经济增长、产业升级;相对而言,我们更为关注东线洋山临港区域,该区域或将出台的新政不仅代表上海,更是代表中国在全球贸易摩擦的纷争下的大国胸怀,也会和一带一路、中美贸易谈判、长三角一体化等其它国策形成多位一体的联动;

基于上述逻辑演绎以及过去区域主题的投资特点,受益标的包括**地产、港口物流以及该区域的其他上市公司**(西线包括江苏部分标的),具体来看:

东线关注临港区域:**地产**-上海临港、光明地产;**物流**:上港集团、华贸物流、密尔克卫、上海雅仕、安通控股、中远海控;**其他**:翔港科技

西线关注青浦苏州区域:**地产**-上实发展、苏州高新;**物流**:圆通、申通、韵达快递;保税科技、新宁物流、万林物流、飞力达;**其它**:巴安水务、康力电梯

风险提示:长三角一体化建设低于预期;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. 东西串联，“大上海都市圈”雏形将成	4
2. 大虹桥在西：长三角一体化的“飓风眼”	5
2.1. 区位：上海青浦、苏州吴江&昆山、浙江嘉善环绕一湖——淀山湖	5
2.2. 定位：高端制造，科创为先	7
2.2.1. 上海自身鼓励发展高端制造	7
2.2.2. 新时代下以科创引领为先	8
2.3. 总结	9
3. 自贸区在东：开放面向世界，政策或超预期	9
3.1. 以开放应对摩擦，过去的自贸区建设成为今日伏笔	9
3.2. 回顾自贸区的速度、广度、深度	10
3.3. 以上海为例，看国内自贸区与国际先进自贸港的差距	12
3.4. 猜想：上海自贸区政策将如何深化？	13
3.4.1. 地理位置：港口保税为先	13
3.4.2. 开放政策：税收、金融、支柱产业	15
3.4.3. 总结	16
4. 投资建议与标的	16
5. 风险提示	16

图表目录

图 1：可能的长三角一体化发展规划方向	6
图 2：大虹桥整体格局	6
图 3：青浦与江浙直接接壤	6
图 4：2013-2018 年上海市一二三产业增速（%）	7
图 5：2013-2018 年上海市一二三产业占比（%）	7
图 6：2018 上海 6 大重点工业行业产值占全市工业总产值比重（%）	8
图 7：2018 上海第三产业结构（%）	8
图 8：华为上海青浦研发基地	9
图 9：本轮中美贸易摩擦重要时间轴	10
图 10：上海自贸区成立时间轴	11
图 11：我国自贸区建设形成“1+3+7+1”的格局	11
图 12：上海自贸区地图	14
图 13：临港区位	15
图 14：洋山当前利用情况	15
图 15：新加坡自由贸易区地图	15
表 1：长三角一体化相关政策	5
表 2：一体化发展示范区发展建设相关政策	7

表 3：一体化发展示范区发展建设相关政策.....	9
表 4：自由贸易试验区成功案例一览.....	12
表 5：中国自贸区与香港自贸港的政策对比.....	13

1. 东西串联，“大上海都市圈”雏形将成

放眼全球，凡大国必有大城，美国有纽约-纽瓦克都市圈，日本则是一都三县（东京+神奈川&千叶&埼玉），均是经济中心团结了周边区域，实现人口、资本等方面的自由流动，共生发展。中国在过去有较为明显的区域保护特色，但近来关于区域发展的政策频出，长三角一体化更是上升至国家级战略，今后资源向大都市持续集聚的效应或将更加明显。

当我们把视线落向上海，会发现自开埠以来，上海经历过两次空间拓展。

一次是在 19 世纪中叶，跨越苏州河，城北租界兴起，一场绵延了整条苏州河的造桥运动，将苏州河变为了上海的内河，城市空间向北大拓展，上海由此步入了“沪北沪东时代”，并在下个世纪的 30 年代初，迎来了当时的“大上海建设计划”，上海一跃成为了远东第一大都市。

二次是跨越黄浦江，造桥凿洞的场景换到了黄浦江上，南浦、杨浦、徐浦、奉浦大桥，以及十多条越江隧道，将黄浦江东西两岸连为一体，黄浦江也像一百年前的苏州河一样，成为了上海的“内河”。浦东新区则用上海 1/5 的面积、1/4 的人口创造了 1/3 的 GDP。上海再次成为亚太地区排名前列的大城市。

“上海”这个词的范围扩大，既是循序渐进、也是以五口通商、90 年代开放背景为标志开始加速的，上海的兴起和扩大，本身就是伴随中国全球化进程一同前进。随着长三角一体化提升至国家级战略，我们认为上海有望将迎来再一次的空间变迁，核心在于：其东，自贸区面向国际；其西，大虹桥串联长三角。

- **大虹桥串联长三角：**长三角一体化上升至国家级战略，大虹桥是上海的西大门，北连苏州，南衔杭州，区位十分重要，而上海的青浦、苏州的昆山&吴江、浙江的嘉善四区共同环绕的淀山湖或成为上海与周边城市形成大都市圈的那个“眼”，天生区位优势，便于承接上海高新技术与科创产业，当前看，已有华为与其供应商落地正在推进，我们看好大虹桥领衔的长三角一体化战略蓬勃发展。
- **自贸区面向国际：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：**长三角一体化、大虹桥规划、一带一路、自贸区升级，看似概念的几个名词，其实质均聚焦上海，我们认为随着近来关于政策的密集出台，我国关于大城市群的规划已经逐渐清晰，上海未来在空间、产业等方面都极具拓展空间。未来方向上，我们预判：上海西有大虹桥，以淀山湖为中心，周围团结上海青浦、苏州吴江昆山、浙江嘉善，共建科创硅谷；东有自贸区，直接面向全球，以临港洋山为支点，航运、贸易、金融发力，税收与货币政策都有超预期可能。**从主营业务与地理位置，核心标的上港集团、华贸物流，上海方面标的关注上海雅仕、畅联股份、上海临港、强生控股、大众交通、锦江投资；江浙标的包括南京港、连云港、苏州高新、巴安水务。**

2. 大虹桥在西：长三角一体化的“飓风眼”

11月5日，在首届中国国际进口博览会开幕式上，国家领导人发表主旨演讲时指出，决定将支持长江三角洲区域一体化发展并上升为国家战略，在此前后相关配套文件密集发布。

表 1：长三角一体化相关政策

时间	部门	文件/举措	内容
2018.12.6	交通部、三省一市	《关于协同推进长三角港航一体化发展六大行动方案》	通过推进内河航道网络化、区域港口一体化等方式，实现长三角港航高质量一体化发展
2018.11.23	三省一市	《关于支持和保障长三角地区更高质量一体化发展的决定》	加强三省一市紧密协作，通过区域协同创新、基础设施互联互通、生态环境联防联控、民生工程共建共享等重点工程，推动长三角地区一体化发展
2018.6.1	长三角地区主要领导座谈会	《长三角地区一体化发展三年行动计划(2018-2020年)》	围绕长三角地区实现更高质量的一体化发展要求，做好规划对接、加强战略协同、深化专题合作、统一市场建设、创新合作机制，到 2020年，长三角地区要基本形成世界级城市群框架
2016.5.12	国家发改委	《长江三角洲城市群发展规划》	以改革创新推动长三角城市群协调发展，加快农业发展，促进宁杭合锡甬协同发展，实现综合交通体系互联互通，探索自由贸易港规划设计，辐射带动周边区域和中西部地区发展。
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》	构建现代化综合交通运输体系，推动沿江产业结构优化升级，优化港口功能布局，培育全方位对外开放新优势，打造世界级产业集群
2010.6.7	国家发改委	《长江三角洲地区区域规划(2011-2020)》	加快完善区域创新体系，促进产业升级，围绕上海国际经济、金融、贸易和航运中心进行建设，建成较强国际竞争力的世界级城市群
2008.9.7	国务院	《关于进一步推进长江三角洲地区改革开放和经济社会发展的指导意见》	加快发展现代服务业，推进工业结构优化升级，加速建成创新型区域，推进重大基础设施一体化建设，把长江三角洲地区建设成全球重要的先进制造业基地

资料来源：国务院、发改委网站等，天风证券研究所

2.1. 区位：上海青浦、苏州吴江&昆山、浙江嘉善环绕一湖——淀山湖

为落实长三角一体化国家战略，目前国家有关部门正编制长三角一体化发展规划纲要，从顶层设计描绘长三角发展蓝图。规划纲要中的一个重要内容就是长三角一体化发展示范区。

上海市在长三角一体化发展建设中扮演重要角色，在《上海 2035 规划》中，明确提出了要考虑长江三角洲区域的整体发展，充分发挥上海中心城市的作用，加强与周边城市的分工协作，**构建上海大都市圈，打造具有全球影响力的世界级城市群。而从区位角度，我们认为优先发展的核心地带将会是淀山湖区域。**

图 1：可能的长三角一体化发展规划方向



资料来源：上海市城市规划 2035，天风证券研究所

上海的西大门是大虹桥，紧密串联江浙的“飓风眼”则是淀山湖，围绕该湖的青浦、苏州吴江、嘉兴嘉善等有望是核心区域。大虹桥的概念突破了传统的行政区划，上海虹桥商务区规划面积约 86 平方公里，分别涉及青浦区、长宁区、嘉定区、闵行区四个行政区域。其中青浦区部分即为西虹桥商务区，最重要的是，青浦是唯一直接连接江浙地区的行政区，堪称上海与江浙的结合部，直接接壤苏州昆山市、苏州吴江区与浙江嘉善县，而在这四者之间，则是淀山湖。

图 2：大虹桥整体格局



资料来源：上海西虹桥商务开发有限公司，天风证券研究所

图 3：青浦与江浙直接接壤



资料来源：新浪看点，天风证券研究所

在过往的行动中，淀山湖是长三角一体化的核心区域，青浦、嘉善、吴江等以上几地也开始了各类一体化的筹备动作，包括：

- 1) 机构改革：青浦区政府在新一轮机构改革中，专门成立区域发展办公室。
- 2) 积极表态：4 月 3 日召开的青浦区政府第八次全体（扩大）会议上，青浦区区长余旭峰表示，青浦要以积极主动的姿态做好融入长三角一体化发展的大文章，在规划研究、产业梳理、空间腾退、项目推进等方面进一步下功夫，争取取得明显进展；
- 3) 行政服务：近日，青浦、吴江、嘉善三地均设立了“长三角一体化”服务专窗，并建立起三地联络小组；准入一体化：三地在“准入一体化”的基础上，通过“跨区域通

办”模式，为“一体化”区域内企业提供绿色通道服务，实现企业常态化开办一日办结；

- 4) **做好土地保障工作**: 青浦完成朱家浜、淀山湖大道八号地块等五个存量基地征收工作；吴江汾湖高新区全年盘活存量用地 1501 亩，2019 年吴江汾湖高新区目标腾出 2425 亩土地。

表 2：一体化发展示范区发展建设相关政策

时间	文件/举措	内容
2018.12.26	《青浦区“一带三中心”科技创新三年行动计划(2018-2020)》	加快形成青浦“一带三中心”创新发展战略格局
2018.6.5	《关于青浦区深度融入长三角一体化发展的若干意见》	意见重点围绕推动规划契合、设施汇合、产业耦合、功能聚合、治理融合、环保联合六大领域。
2017.12.15	《上海市城市总体规划（2017-2035 年）》	规划明确青浦、虹桥的发展模式、空间格局、发展任务和主要举措
2017.12.21	《上海虹桥商务区促进现代服务业发展的政策意见》	重点扶持促进虹桥商务区主功能区域内现代服务业发展和具有影响力的重大项目。
2016.6.7	《青浦区加快发展现代服务业实施细则》	加快推进青浦现代服务业发展，由区财政每年安排现代服务业发展专项资金，支持和鼓励服务业企业加快创新发展，提升经营能力，做大做强。
2015.12.4	《青浦区关于加快推进电子商务发展的实施意见》	推进青浦区电子商务发展，优化电子商务发展环境，加快区域产业结构调整和经济发展方式转变
2015.12.4	《青浦区关于加快民用航空产业发展的实施意见》	推进青浦区电子商务发展，优化电子商务发展环境，加快区域产业结构调整和经济发展方式转变
2014.7.22	《青浦区关于促进快递业健康发展的若干意见》	改善快递业在青浦集聚发展的环境，将青浦打造成为全国快递业的发展高地、亚太地区的快递门户，强化青浦区快递总部经济效应
2012.5.29	《虹桥商务区产业发展重点支持目录》	实现虹桥商务区的功能定位，形成以总部经济为核心，以 高端商务商贸和现代物流为重点 ，以 会展、商业为特色 ，其他配套产业协调发展的产业格局

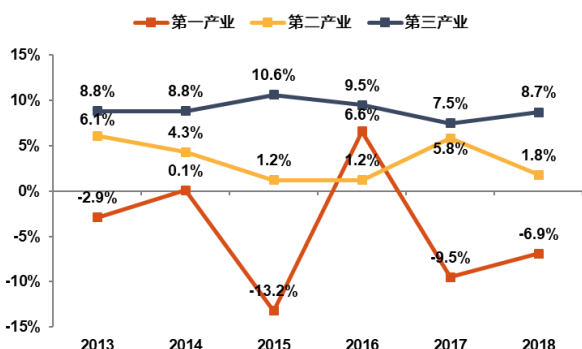
资料来源：上海青浦区政府，上海市人民政府，上海虹桥商务区管理委员会，天风证券研究所

2.2. 定位：高端制造，科创为先

2.2.1. 上海自身鼓励发展高端制造

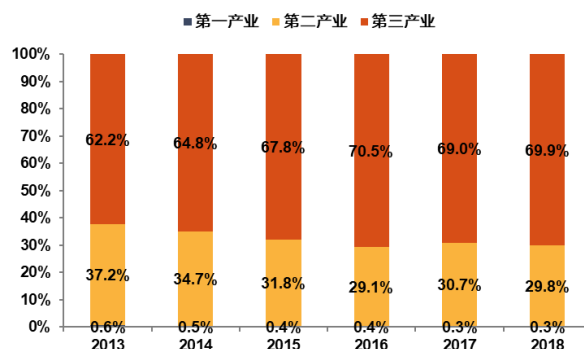
上海产业以第三产业为主，第二产业中主要扶持高端制造。据上海统计局披露，2018 年上海第三产业增加值增速 8.7%，大幅高于第二产业增加值 1.8%的增速，第三产业占比也较去年提高 0.9 个百分点，达 69.9%。

图 4：2013-2018 年上海市一二三产业增速（%）



资料来源：上海统计局，天风证券研究所

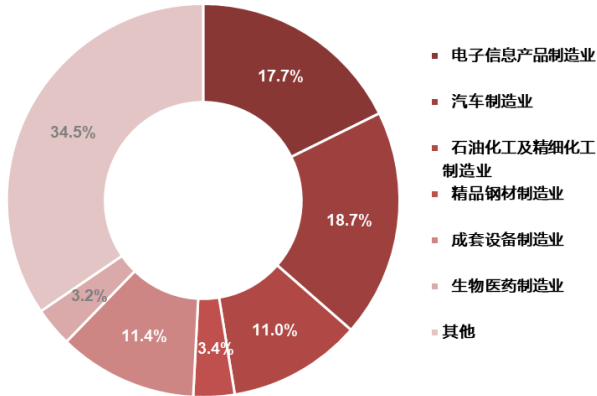
图 5：2013-2018 年上海市一二三产业占比（%）



资料来源：上海统计局，天风证券研究所

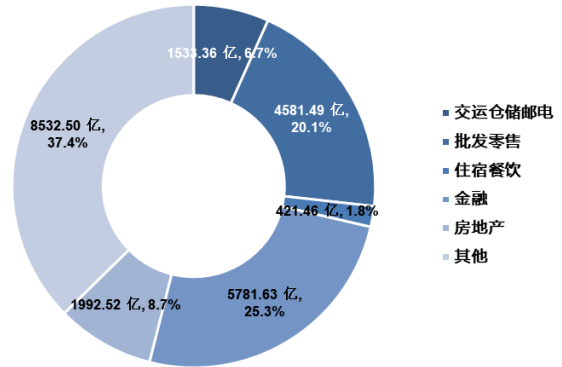
时至今日，工业制造中，上海六大重点工业行业分别为电子信息、汽车、石化精细化工、精品钢材、成套设备与生物医药，其中前二者占比合计接近全市工业产值的 40%；第三产业中，金融与批零成为三产支柱。上海的结构已经相对比较现代化。

图 6：2018 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 7：2018 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

2.2.2. 新时代下以科创引领为先

■ 科创板与科创硅谷

从定位看，我们认为长三角一体化核心区域的定位将会是科创。一方面，科创板于上交所设立；另一方面，截止 4 月 9 日，已有 57 家企业申报科创板上市获受理。从地域分布看，注册地在上海的公司为 11 家，与北京并列第一。

与此同时，长三角区域合作办公室处长江振林在上海自贸区基金主题论坛上表示，产业层面要按照打造发展强劲活跃增长极的要求，加快培育一批科创板上市企业，并发挥科创板上市企业对区域科技创新能力提升的带动作用，培育长三角的科创“硅谷”。我们认为长三角科创硅谷的定位，与环淀山湖的区域较为契合。

■ 加速培育明星企业，华为项目逐步推进

根据青浦区科委制订的《青浦区“一带三中心”科技创新三年行动计划(2018-2020)》，青浦将加速培育产业重点明星企业。《青浦、吴江、嘉善 2019 年一体化发展工作方案》指出，三地将推动华为青浦基地和人才公寓基地年内开工，促进亨通光电、京东方等华为核心供应企业共同打造万亿级信息产业集群。另外华为青浦研发基地项目正在逐步推进中。

近期，华为上海青浦研发基地近期顺利完成土地摘牌，华为此次摘牌的项目位于上海市青浦区科创走廊建设的发展主轴，总用地面积近 100 公顷，总投资近 100 亿元，将打造成全中国乃至全世界范围内具有领先地位的研发中心。该项目预计用 3-5 年时间建设，一期占地面积为 94.7 万 m²，共可容纳办公人数达 1.5 万人，这将约占华为全球员工的 8.3%。华为淀山湖项目投资与当年松山湖接近，均为 100 亿。

图 8：华为上海青浦研发基地



资料来源：观察者网，天风证券研究所

表 3：松山湖与淀山湖特征对比

	松山湖	淀山湖
地理优势	广深港科技走廊腹地，粤港澳大湾区	上海唯一——一个同时接壤江浙的地区，江浙沪三省教会，长三角一体化的上海之门
区域定位	国家级高新技术产业新区定位	上海 2035 规划重点打造的“世界创新湖区”，升级版中国硅谷
政策扶持	大量工业用地，各大优惠政策支持创新产业发展	重点技术改造、产业技术创新等专项资金政策，鼓励企业技术创新、转型升级
生态环境	东莞打造“一心四区”全域旅游大格局	水网密布，平苑广阔，三省协同打造高品质旅游目的地

资料来源：观察者网，天风证券研究所

2.3. 总结

长三角一体化上升至国家级战略，大虹桥是上海的西大门，北连苏州，南衔杭州，区位十分重要，而上海的青浦、苏州的昆山&吴江、浙江的嘉善四区共同环绕的淀山湖或成为上海与周边城市形成大都市圈的那个“眼”，天生区位优势，便于承接上海高新技术与科创产业，当前看，已有华为与其供应商落地正在推进，我们看好大虹桥领衔的长三角一体化战略蓬勃发展。

3. 自贸区在东：开放面向世界，政策或超预期

3.1. 以开放应对摩擦，过去的自贸区建设成为今日伏笔

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会是一个反复且长期的过程。

图 9：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

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。

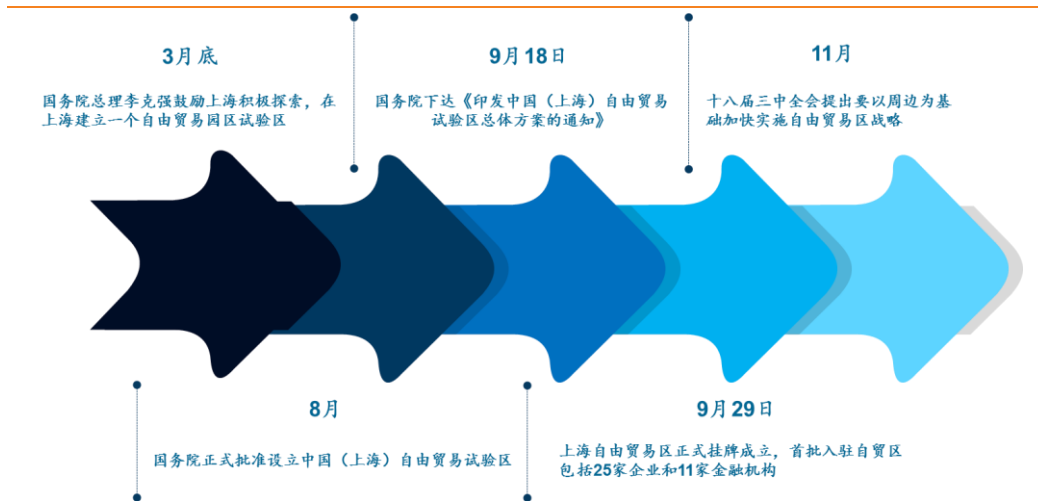
在中美贸易摩擦强调进一步开放的大背景下，2 月商务部新闻发布会上，商务部副部长钱克明表示，将推进自贸试验区建设和探索自由贸易港，扩大全方位开放，推动商品和要素流动型开放向规则等制度型开放转变，我们认为前期自贸区的建设已经为当前的进一步开放埋下了伏笔。回顾我国当前自贸区建设的历史，我们从当前禀赋、发展空间的角度，都认为上海是深化自贸区改革的优质区域，很有可能成为探索深化自贸制度的标杆。

3.2. 回顾自贸区的速度、广度、深度

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。

- 1) 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；
- 2) 同年 8 月，国务院正式批准设立中国（上海）自由贸易试验区；
- 3) 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 10：上海自贸区成立时间轴

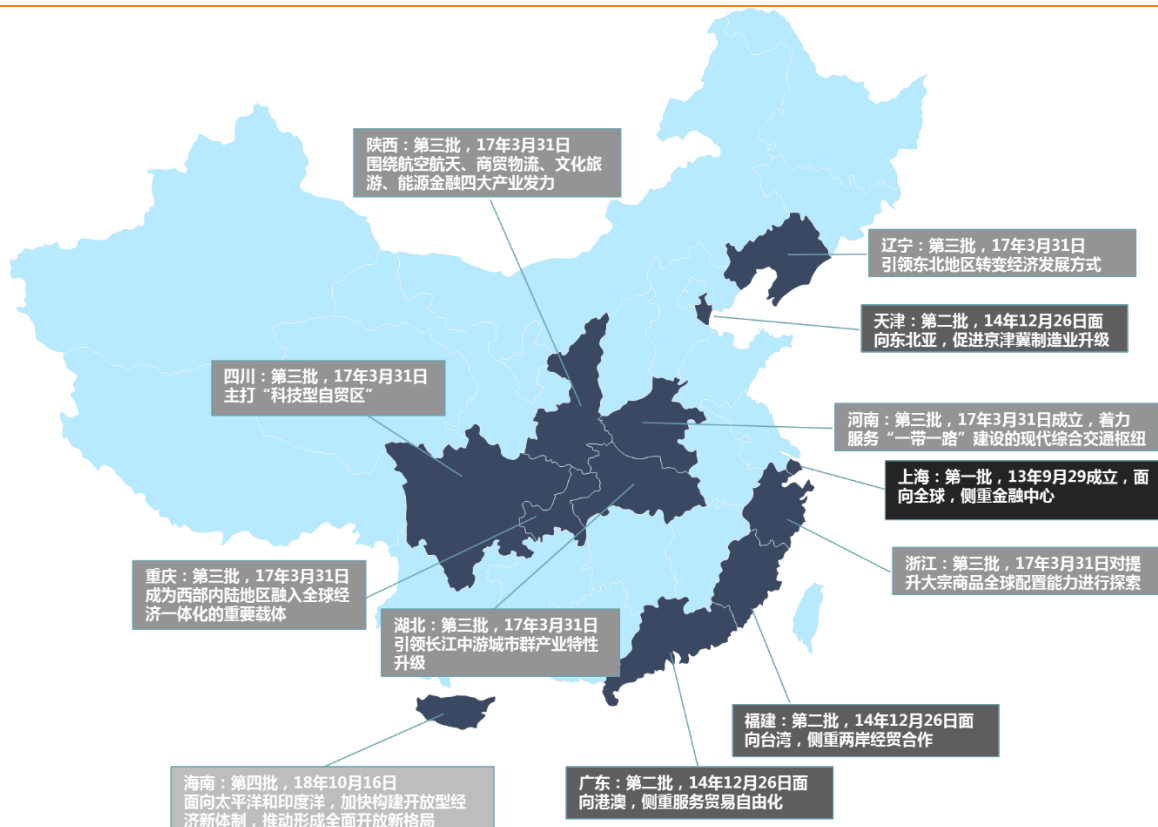


资料来源：上海自贸区官网，天风证券研究所

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 11：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

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。

表 4：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	贸易便利化
	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	投资管理
	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

3.3. 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 5：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、保税期货贸易
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

3.4. 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。

3.4.1. 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 12：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。

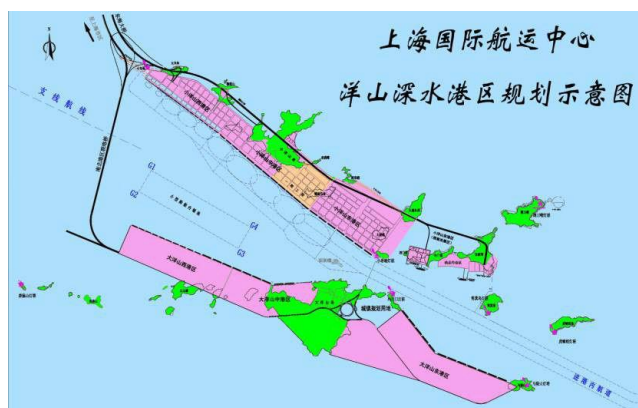
洋山是上海最好的深水良港，也是当前大型远洋船舶主要靠泊码头，但洋山地区已经规划了 1-4 期码头，一方面土地资源有限，另一方面与大陆仍有一桥之隔，交通不便，而从地理位置看，洋山保税港区的陆域部分本身就毗邻临港新城，因此我们认为相关的仓储、加工、制造，大概率需要溢出到周边区域，我们认为与之隔桥相望的临港地区将会是地理上最能与洋山港呼应的区域。另外值得一提的是，新加坡的自贸区都以围墙与外界隔离，进出自贸区的通道由海关检查站管理，进出人员和车辆都必须接受检查。

图 13：临港区位



资料来源：临港奉贤，天风证券研究所

图 14：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 15：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

3.4.2. 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。

3.4.3. 总结

结论上，我们从地理、政策和区域扩展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。

4. 投资建议与标的

我们认为上海东向的自贸区或将出台新政，该区域承接了二次开放的功能转换，或将在税收、货币兑换等政策上有超预期的可能，关键字在于制度创新；而西向的科技走廊（媒体提法科创硅谷）是以上海为龙头、辐射长三角的突破试点，包括行政审批、科技引入等等，关键字在于科技创新；两者以“对外开放，对内联动”的方式完成互动，继而拉动经济增长、产业升级；相对而言，我们更为关注东线洋山临港区域，该区域或将出台的新政不仅代表上海，更是代表中国在全球贸易摩擦的纷争下的大国胸怀，也会和一带一路、中美贸易谈判、长三角一体化等其它国策形成多位一体的联动；

基于上述逻辑演绎以及过去区域主题的投资特点，受益标的包括地产、港口物流以及该区域的其他上市公司（西线包括江苏部分标的），具体来看：

- **东线关注临港区域**：**地产**—上海临港、光明地产；**物流**：上港集团、华贸物流、密尔克卫、上海雅仕、安通控股、中远海控；其他：翔港科技
- **西线关注青浦苏州区域**：**地产**-上实发展、苏州高新；**物流**：圆通、申通、韵达快递；保税科技、新宁物流、万林物流、飞力达；**其它**：巴安水务、康力电梯

5. 风险提示

长三角一体化进程低于预期；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/或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/或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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com