

对外开放再谱新篇，上海迈向全球型城市



东方证券
ORIENT SECURITIES

核心观点

- **以开放促改革，以改革谋发展，上海改革开放成就辉煌。**上海的发展分为3个阶段：1978~1989年，扮演了改革开放的“后卫”角色，开放力度不够大，改革步子比较缓。1990~2002年，以浦东开发开放为标志，从改革开放的“后卫”转成“前锋”，承担起改革开放排头兵的责任。2002~2018年，以加入世贸组织为标志，进入建设具有全球影响力的世界级城市阶段。在不同的阶段，发展情况各有不同，但一个明确的趋势就是，开放的力度不断加大，而不断的开放则促进改革不断推进，两者形成上海发展的合力。2018年上海的GDP3.3万亿元，人均GDP13.5万元，首次突破2万美元，达到发达经济体的标准。经济结构也持续优化，当前上海GDP中第三产业占比为69.9%，已经形成了服务型经济的特点。改革开放40年来，上海能够屡创辉煌的根本经验就在于坚持了改革开放，贯彻以开放促改革，以改革谋发展。
- **新时代上海将成为对外开放新高地，全国全面深化改革排头兵，城市发展将迎来历史性机遇，城市价值将再迎飞跃。**2018年11月进博会以后，上海承担起长三角一体化、增设自由贸易区和设立科创板并试点注册制三项任务，标志着上海将谱写新时代改革开放的新篇章。长三角一体化战略在上升为国家战略之后，正从共识走向现实，长三角作为全国经济领先区域，其一体化发展将提升区域内要素流动效率和产业有序分布。上海发挥龙头作用，引领整个一体化战略，为全国其他区域战略提供可借鉴可复制的经验。增设自由贸易区则意味着要将上海建设成新时代对外开放的新高地，而不仅仅是地理面积的扩大。它体现了中国新时代对外开放的新特征，出口与进口并重，营商制度环境改革与吸引外资并重。2018年中国FDI金额为1390亿美元，同比增长3.7%，而同期全球FDI下降13.3%，全球营商环境排名也提升到31位，较2017年上升15位。充分反映了国际社会对于中国持续改革开放的认可。

投资建议与投资标的

- 上海作为社会主义新时代的开放新高地，开放的广度与深度不断提升，在开放驱动之下，改革也持续推进，上海的本地企业也将受益于此。具体可以关注以下两条主线：1) 区域内提供各类园区服务的企业，受益于开放程度的扩大和科创板设立，科创企业数量增多和经营更活跃后将产生更多的经营场所和支持服务的需求；2) 上海市内拥有较多土地储备的企业，受益于相关片区价值的提高。建议关注：上海临港(600848，未评级)、张江高科(600895，未评级)、市北高新(600604，未评级)

风险提示

- 宏观经济下行压力超预期。
- 国际经贸摩擦超预期。
- 政策落地执行低于预期。

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国

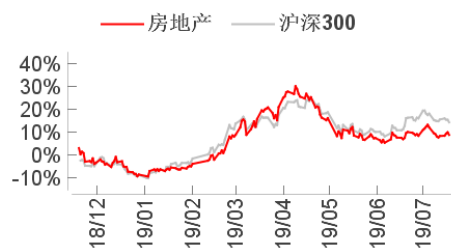
行业

房地产行业

报告发布日期

2019年11月17日

行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

竺劲

021-63325888*6084

zhujing1@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860514060003

证券分析师

房诚琦

021-63325888*6202

fangchengqi@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860518070003

联系人

马晓东

maxiaodong@orientsec.com.cn

目 录

1 光荣与梦想：上海四十年改革开放历程	4
1.1 辉煌成就，上海已达到发达经济体水平	4
1.2 以开放促改革，以改革谋发展	6
2 新时代谱写新篇章，成为全国开放新高地.....	10
2.1 长三角一体化，促进区域要素流动	10
2.2 增设自贸新片区，塑造开放新格局	11
3 投资建议：关注上海本地园区服务企业	13
3.1 上海临港：受益于自贸区科创板，着力打造园区品牌价值.....	13
3.2 张江高科：产业集群效应突显，投行定位发挥优势	15
3.3 市北高新：地产+投资综合运营，打造大数据产业新高地.....	16
风险提示.....	17

图表目录

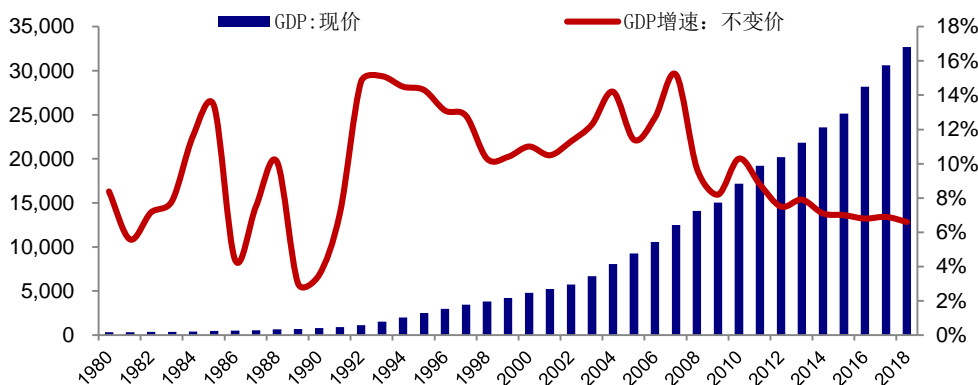
图 1：上海 1980 年以来 GDP 增长变化 单位：亿元.....	4
图 2：上海人均 GDP 已经达到发达经济体水平.....	4
图 3：上海城镇和农村军民人均可支配收入变化.....	4
图 4：上海经济结构持续不断升级优化.....	5
图 5：上海关区进出口贸易总额突破 8000 亿美元.....	6
图 6：上海全社会研发投入持续上升.....	6
图 7：上海市城镇人均住房建筑面积.....	6
图 8：上海轨道交通运营里程数持续增长.....	6
图 9：上海改革开放 40 年的发展阶段.....	7
图 10：80 年代上海工业增加值占全国比重.....	7
图 11：中央正式宣布浦东开发开放.....	8
图 12：浦东新区开发办公室正式成立.....	8
图 13：上海实际使用外资在浦东开放后迅速提升.....	9
图 14：上海的非公有制经济占比明显提升.....	9
图 15：浦东新区 GDP 快速增长，成为上海经济的组成部分.....	9
图 16：自贸区工业产值持续增加.....	10
图 17：负面清单项目数持续下降.....	10
图 18：长三角一体化主要协同区域.....	11
图 19：淀山湖战略协同区示.....	11
图 20：上海自由贸易区产业分布.....	12
图 21：中国营商环境排名持续提升.....	12
图 22：全球 FDI 变化和中国占比变化.....	13
图 23：上海临港营业收入.....	14
图 24：上海临港归母净利润.....	14
图 25：张江高科营业收入.....	15
图 26：张江高科归母净利润.....	15
图 27：张江高科投资收益.....	16
图 28：张江高科融资成本.....	16
图 29：市北高新营业收入变化.....	17
图 30：市北高新归母净利润.....	17
表 1：长三角一体化部分已出台文件.....	11
表 2：上海临港旗下主要园区.....	14

1 光荣与梦想：上海四十年改革开放历程

1.1 辉煌成就，上海已达到发达经济体水平

改革开放以来，上海发展日新月异，目前已经成为了一流的超大型城市。1980~1989年，上海GDP从312亿增长至697亿，以不变价计算，年均复合增速为7.8%。这一增长水平已经非常出色，1990年浦东开发开放以后，增长速度进一步提升。1990~2018年，GDP从782亿跃升至3.3万亿，以不变价计算，年均复合增速为10.6%。

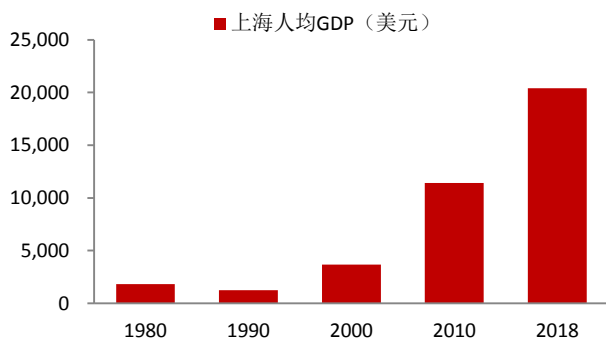
图1：上海1980年以来GDP增长变化 单位：亿元



数据来源：Wind、东方证券研究所

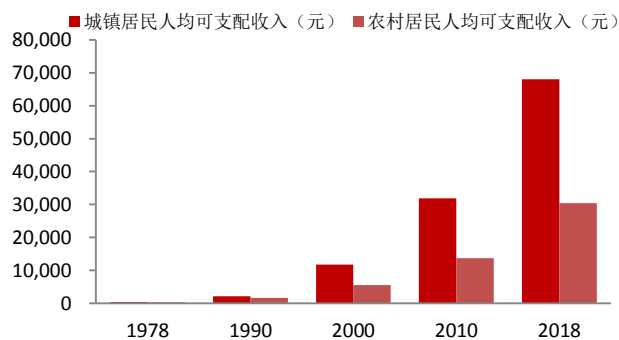
改革开放以来，上海不仅实现了经济总量的跨越式发展，人均GDP也有了质的飞跃。1980年上海市人均GDP为2725元/人，到2018年人均GDP已经增至13.5万元/人，首次达到2万美金的发达经济体标准。上海的居民收入水平也显著提高，2018年上海城镇和农村居民人均可支配收入分别为68034元和30375元，分别是1978年的168倍和105倍，年均增长13.7%和12.3%。

图2：上海人均GDP已经达到发达经济体水平



数据来源：Wind、东方证券研究所

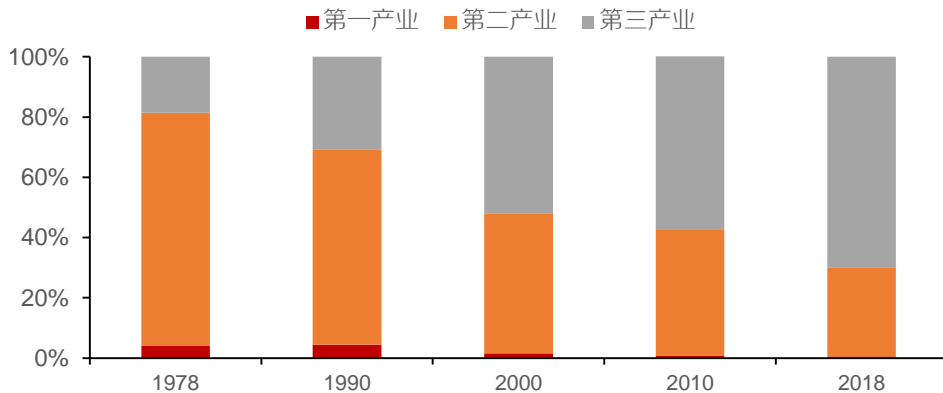
图3：上海城镇和农村居民人均可支配收入变化



数据来源：上海统计年鉴、东方证券研究所

上海的发展不仅有总量和人均 GDP 的提升，结构上也保持着持续的优化与改进。按照第一、二、三产业来进行划分，2018 年上海生产总值当中，一、二、三产的占比分别为为 0.3%、29.8%、69.9%。改革开放之初（1978），一产占比为 4.0%、二产占比为 77.4%、三产占比为 18.6%。四十年最大的变化就是第三产业占比的显著提升，反映出上海已经形成了以服务业为主的产业结构。

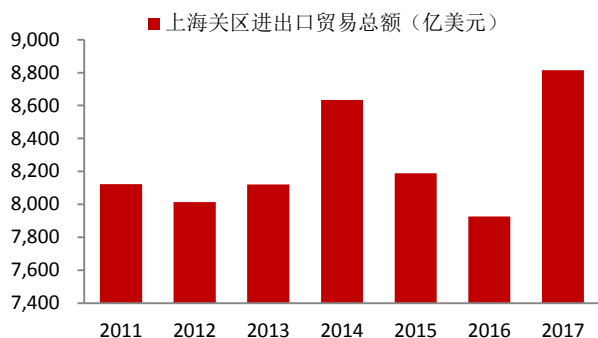
图 4：上海经济结构持续不断升级优化



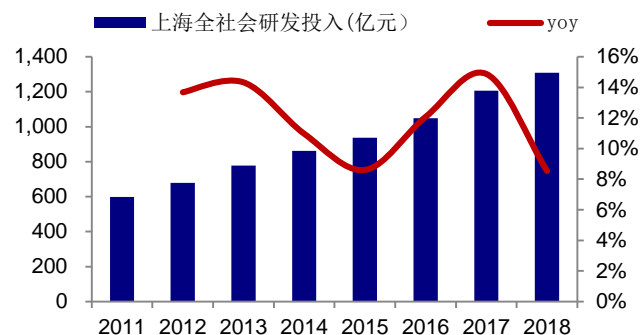
数据来源：Wind、东方证券研究所

上海经济高速和高质量的发展，带来的城市软硬实力的飞跃。四十年春华秋实，现在的上海已经成为全国最大的经济中心城市，以不到全国千分之一的土地面积，贡献了 1.4 万亿税收收入，占全国税收总收入的近 1/10。经济结构也不断优化，现代服务业为主体、战略性新兴产业为引领、先进制造业为支撑的现代产业体系初步形成。

经济跃迁的同时，城市功能也实现全面提升，加速向金融中心、贸易中心、科创中心进军。在 2018 年 GFCI 全球金融中心指数排名中，上海稳居第五名，金融市场交易额达到 1646 亿元，同比增长 15.2%。口岸货物进出口贸易总额雄踞全球城市第一，2018 年达到 8.5 万亿元，占全国的 27.9%、全球的 3.4%。集装箱吞吐量 4201 万国际标准箱，连续九年位居全球第一，货邮和航空旅客吞吐量则分别位居世界第三、第四。2018 年，全社会研发经费支出为 1308 亿，占 GDP 的比重为 4%，每万人口发明专利拥有量达到 47.5 件，技术合同成交额超过 1300 亿元。科技创新投入力度和活跃度持续提升，向着具有全球影响力的科创中心大踏步前进。

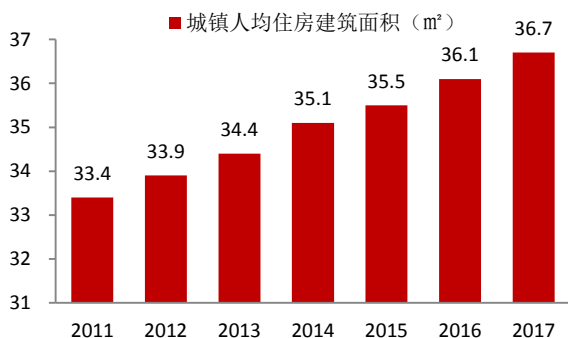
图 5：上海关区进出口贸易总额突破 8000 亿美元


数据来源：上海统计公报、东方证券研究所

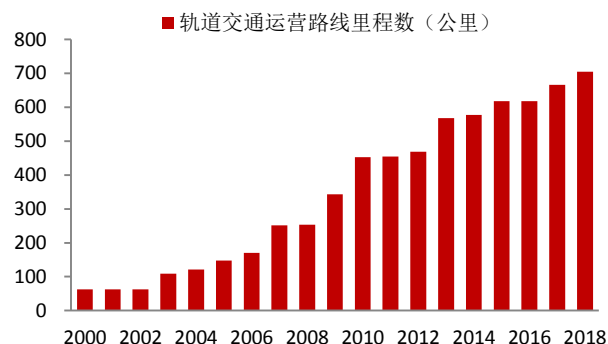
图 6：上海全社会研发投入持续上升


数据来源：《2018 上海科技创新中心指数报告》、东方证券研究所

上海在民生建设成就令人瞩目，在政府的大力发展下，轨道交通的运营里程数已经达到 704.9 公里，在全球各大城市中位列第一，2000~2018 年间，轨道交通的运营里程年均复合增速为 14.4%。人均期望寿命从 73.35 岁提高到 83.63 岁，已经达到世界先进水平。人民居住环境大幅改善，人均居住面积从 7.4 平方米提升至 36.7 平方米。

图 7：上海市城镇人均住房建筑面积


数据来源：上海历年统计公报、东方证券研究所

图 8：上海轨道交通运营里程数持续增长


数据来源：Wind、东方证券研究所

1.2 以开放促改革，以改革谋发展

上海辉煌成就取得的最主要经验就是始终不渝的坚持改革开放，以开放促改革，以改革谋发展。上海自改革开放以后，一直是“吃改革饭、走开放路、打创新牌”，改革开放已经成为上海最鲜明的特质。上海发展能取得辉煌成就，主要就是发挥开放优势，释放改革动力。回顾改革开放以来 40 年的发展之路，我们大致可以将上海的发展分为 3 个阶段：1978~1989 年，扮演了改革开放的“后卫”角色，开放力度不够大，改革步子比较缓。1990~2002 年，以浦东开发开放为标志，从改革开放的“后卫”转成“先锋”，承担起改革开放排头兵的责任。2002~2018 年，以加入世贸组织为标志，进入建设具有全球影响力的世界级城市阶段。在不同的阶段，发展情况各有不同，但一个明确

的趋势就是，开放的力度不断加大，而不断的开放则促进改革不断推进，两者形成上海发展的合力。

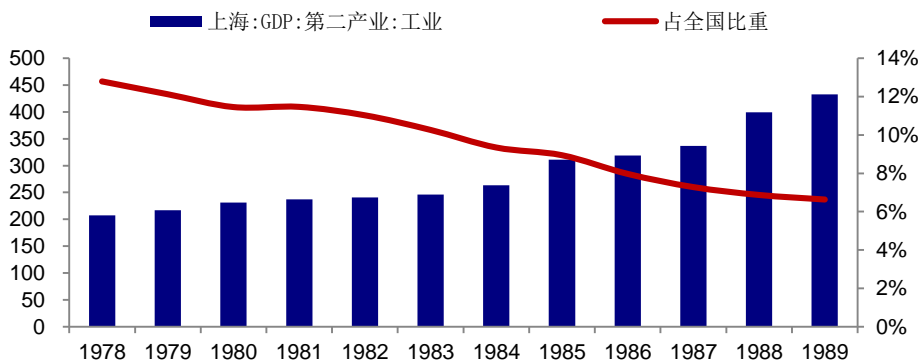
图 9：上海改革开放 40 年的发展阶段



数据来源：Wind、互联网、东方证券研究所

上海在 80 年代成为改革开放“后卫”是由其当时特殊的经济地位所导致。70 年代末，我国提出的改革开放战略在是一场伟大的社会实验，在当时仍然存在一定的不确定性。上海当时作为全国主要的工业产品基地，又是中央财政收入的重要来源地，在深圳、珠海、厦门、汕头进行改革开放试验的情况下，上海要发挥压舱石的作用，为刚拉开帷幕的改革开放伟大试验保驾护航。其次，上海国有企业较多，计划经济思维影响较为深远，直接在上海成立经济特区所面临的阻力相对会大于深圳等地。第三，1985 年以后由于工业效益和财政收入下滑，城市建设投入相对滞后，上海进入发展的相对困难期。

图 10：80 年代上海工业增加值占全国比重 单位：亿元



数据来源：Wind、东方证券研究所

如果说 20 世纪 80 年代，中国改革开放的主角是深圳，上海相比之下有所失色。那么 90 年代上海则成为了无可争议的主角之一。1990 年，第三次在上海过春节的总设计师说“浦东开发晚了，但

还来得及”，由此开启了上海命运的转折。1990年4月18日，党中央、国务院正式宣布浦东开发开放。同年5月3日，上海市人民政府浦东开发办公室成立。

图 11：中央正式宣布浦东开发开放



数据来源：互联网、东方证券研究所

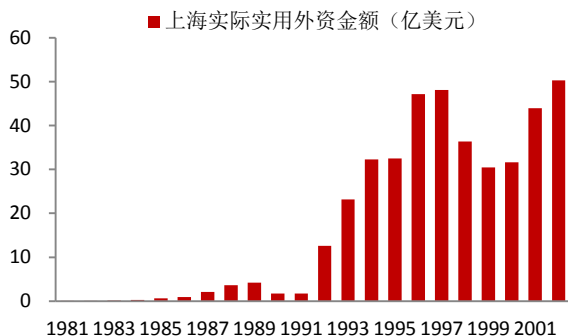
图 12：浦东新区开发办公室正式成立



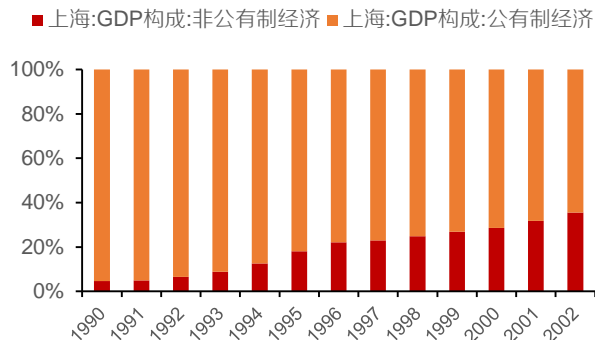
数据来源：互联网、东方证券研究所

浦东的开发开放在邓小平南巡讲话之后，进入大踏步前进阶段。邓小平明确了上海全国改革开放和经济发展中心的地位，并且为上海发展指明了具体做法：1、“抓紧浦东开发，不要动摇，一直到建成”；2、“金融很重要，是现代经济的核心。金融搞好了，一着棋活，全盘皆活。上海过去是金融中心，是货币自由兑换的地方，今后也要这样搞”；3、“只要守信用，按照国际惯例办事，人家首先会把资金投到上海，竞争就要靠这个竞争。”1992年10月，中共十四大明确提出“以上海浦东开发开放为龙头，进一步开放长江沿岸城市，尽快把上海建成国际经济、金融、贸易中心之一，带动长江三角洲和整个长江流域地区经济的新飞跃。”即“一个龙头，三个中心”的发展战略。90年代，围绕中央对上海的定位与总体战略，上海对于自身经济与城市定位的研究比较有代表性的报告为蔡来兴主持完成的《迈向现代化的抉择——就是年代上海经济发展大思路》和徐匡迪主持完成的《迈向21世纪的上海：1996—2010年上海经济社会发展战略》。前者提出了上海发展的三大战略思路：贸易兴市、调整中心城区功能、以东带西。后者则提出到2010年基本建成国际经济、金融、贸易中心之一，浦东基本建成具有世界一流水平的外向型、多功能、现代化新区，上海崛起成为又一国际经济中心城市。1994年12月，中共上海市委六届三次会议报告中正式写入国际经济中心的战略目标。

在中央和上海市政府的正确规划下，以浦东开发开放为抓手，整个上海的开放程度不断提高，上海的发展也日新月异，可以说是一年一个样，三年大变样。在浦东开发开放的引领下，上海引进外资达到了一个高峰。从实际使用外资金额来看，1979~1992年上海实际使用外资金额为28.2亿美元，而1993~2002年实际使用外资金额达到376亿美元。截至2002年底，落户上海的外资企业达到了675家，其中的汽车、家电、电梯、通讯设备后来都成为上海的支柱性产业，出现了上汽集团、上海三菱等龙头合资企业。这些优秀的企业拥有先进的技术，带动了上海经济结构的调整和发展，推动了上海产业的技术进步。开放力度的加大，推动着改革的前进，上海进行了多种所有制经济的有益探索，非公有制经济在上海经济中所占的比重持续提高。

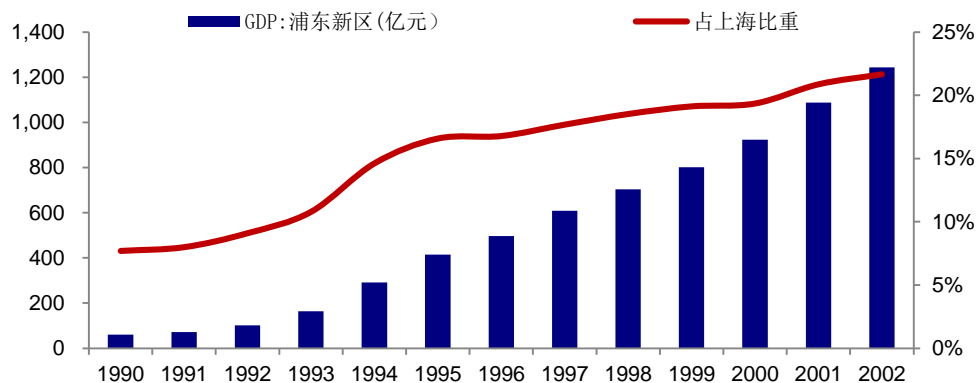
图 13：上海实际使用外资在浦东开放后迅速提升


数据来源：Wind、东方证券研究所

图 14：上海的非公有制经济占比明显提升


数据来源：Wind、东方证券研究所

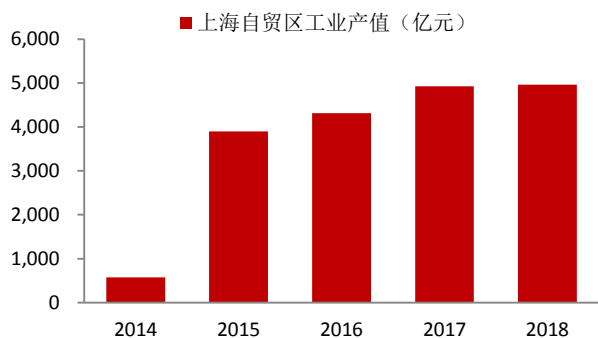
在上海成为改革开放先锋的阶段，浦东振兴上海，服务全国的效应日渐显现。1990~2002 年，浦东新区的 GDP 从 60.2 亿元增长至 1244.0 亿元，年均复合增速 28.7%。浦东新区的 GDP 占全市的比重也由 7.7% 提升至 21.7%。陆家嘴地区、金桥加工区、外高桥保税区、张江高科技园区等热点小区创造出发展新优势。陆家嘴金融中心区初具雏形，集聚了大批外资银行和金融机构。金桥加工区则吸引了日本索尼公司、新加坡立时集团等一批跨国公司。外高桥保税区内保税商品市场日渐壮大，形成了铁路器材、机械产品、纺织配件、邮电通讯等 9 个保税交易市场。张江科技园引进的罗氏制药、美敦力等世界著名制药公司相继投产。

图 15：浦东新区 GDP 快速增长，成为上海经济的组成部分


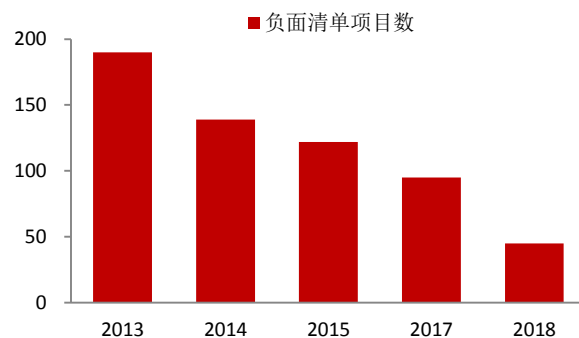
数据来源：Wind、东方证券研究所

中国加入 WTO 之后，上海以浦东综合配套改革为契机，进一步扩大对外开放的广度和深度，积极推动自身向全球型城市发展。2003~2018 年，上海的增长速度或有放缓，但发展质量持续提高，也进一步的发挥了改革开放排头兵的作用。2013 年 8 月，国务院正式批准设立中国（上海）自由贸易试验区，标志着上海的开放进入新阶段，也是以上海开放带动全国开放的一着先手棋。自贸区设立以来发展迅。2018 年，上海自贸区实现规模以上工业总产值 4965 亿元，占全市 14.3%。实现外贸进出口额 1.46 万亿元，占全市 42.8%。全年新设外资企业近 1300 家，在自贸试验区新

设企业数的占比由试验区成立前的 5.2% 上升至目前的 18.2%。2018 年，自贸试验区实到外资额 67.7 亿美元，占全市 39.1%。自贸区同时加大制度层面创新，在浦东诞生了中国有史以来首份投资管理负面清单，并且这份负面清单逐年缩短，反映出开放对改革的促进。自贸区为我国经济体制改革的核心问题——政府与市场的关系界定，提供了有效的借鉴经验。

图 16：自贸区工业产值持续增加


数据来源：上海统计公报、东方证券研究所 注：2017 和 2018 为规上工业产值

图 17：负面清单项目数持续下降


数据来源：上海政府官网、东方证券研究所

2 新时代谱写新篇章，成为全国开放新高地

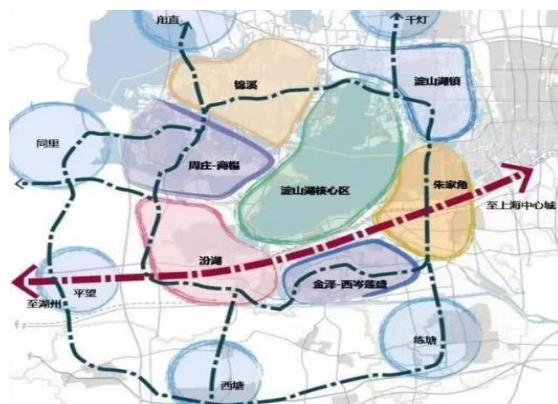
2018 年 11 月的上海进博会，总书记宣布三件大事：长三角一体化上升为国家战略、增设上海自由贸易试验区新片区、设立科创板并试点注册制，掀开了社会主义新时代改革开放的新篇章。这三件重要的任务都将由上海来承担，这也意味着上海成为了全国开放的新高地，为上海在社会主义新时代带来了更多的发展机遇。长三角一体化促进了区域要素流动，自贸区的扩容则进一步加大了上海的开放程度，科创板的设立和注册制的试点则有机会为上海吸引更多的科创企业，提高上海的整体创新能力。

2.1 长三角一体化，促进区域要素流动

长三角区域是全国经济最发达的区域，土地面积占全国面积的 1/26，产生了近 1/4 的国内生产总值、近 1/3 的税收收入。在总书记的布局 and 推动下，长三角一体化发展逐步从共识变成现实。区域一体化的核心要促进要素自由、有效率的流动，提高区域整体发展质量。目前，以上海为核心的“上海大都市圈”已经进入初步规划阶段，上海周边的城市已经开始与上海进行对接，积极推动融合发展。根据“上海大都市圈”规划显示，将覆盖上海、苏州、无锡、南通、嘉兴、宁波、舟山、湖州等 8 个市，陆地面积达到 4.9 万平方公里，常住人口约 6500 万人。长三角区域一体化战略的实施有利于发挥上海龙头带动作用，扬苏浙皖三省之所长，实现区域内产业的合理转移和分布，推动有序和高质量发展。同时，长三角一体化如果能取得成功，将为国内其他的区域协同发展战略提供可复制、可推广的经验和做法，在新一轮的改革开放中扮演标兵的角色。

图 18：长三角一体化主要协同区域


数据来源：《上海城市总体规划（2017-2035）》、东方证券研究所

图 19：淀山湖战略协同区示


数据来源：《上海城市总体规划（2017-2035）》、东方证券研究所

在 2018 年 11 月，习近平总书记宣布将长三角一体化上升为国家战略后，中央与地方各部委积极协调推进落地。2019 年 7 月 2 日，上海市长应勇宣布，由国家发改委牵头，会同国家有关部委和上海市、江苏省、浙江省、安徽省拟定的《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》已正式审议通过并印发。《纲要》明确了长三角“一极三区一高地”的战略定位，通过区域一体化发展，使长三角成为全国经济的强劲增长极。在实际落地层面，长三角一体化目前先围绕以下四个战略协同区推进，目前环淀山湖战略协同区推进力度相对更大。现阶段融合力度较大的包括：青浦区的朱家角、练塘、金泽；嘉善县的姚庄镇；吴江区的同里镇；昆山市的花桥镇、淀山湖镇、干灯镇等地区。

表 1：长三角一体化部分已出台文件

政策文件	政策内容	地方政府
《长三角湖区旅游联盟合作备忘录》	联动推进环淀山湖地区古镇和环太湖古镇群开发，共同打造世界级水乡古镇文化休闲区和生态旅游度假区	青浦区、昆山市、吴江区、嘉善县
《青昆吴善水域保洁一体化协作框架协议》	共同做好水葫芦等季节性水生植物污染治理	青浦区、昆山市、吴江区、嘉善县
《青昆吴善环淀山湖气象部门战略协同发展框架协议》	共同建立气象监测、预报、预警信息互通机制，加强灾害性天气预防联防	青浦区、昆山市、吴江区、嘉善县
《青浦区快递物流集群发展趋势及产业提升对策研究》	联合打响会展、物流、文旅健康、智慧服务等上海服务品牌；高端信息技术、高端智能制造等上海制造品牌；时尚购物等上海购物品牌；江南文化等上海文化品牌	青浦区、昆山市、吴江区、嘉善县
《产业协同发展战略合作框架协议》	聚焦产业规划衔接、产业平台合作、产业链分工协同、重点产业领域合作等多个领域	青浦区、嘉兴市
《环淀山湖岸线贯通实施方案》	共同推动淀山湖岸线利用管理规划编制	青浦区、昆山市

数据来源：政府官网、东方证券研究所

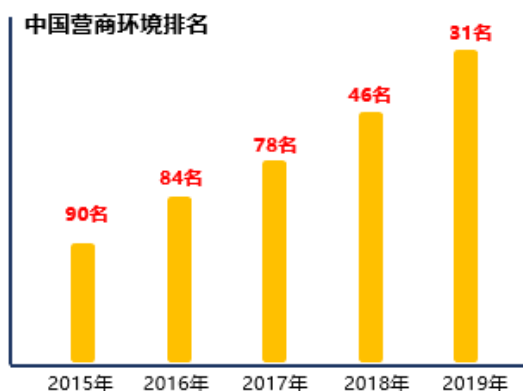
2.2 增设自贸新片区，塑造开放新格局

自贸区从 2013 年 9 月 29 日上海自贸试验区正式成立之初的 28.8 平方公里，后续又增加至 5 个片区，面积扩张至 120.7 平方公里，再到现在增设新片区。自贸区并非是简单的物理面积扩张，更重要的是功能拓展和制度创新，塑造开放新格局，使上海成为新时代开放新高地。上海市委书记李强对于自贸区曾表示，“充分认识增设上海自贸试验区新片区是开放的深化、功能的强化、布局的优化、动力的转化，是全方位、深层次、根本性的制度创新变革。要坚持对标国际一流，加强研究、拓宽视野、打开思路，持续深化自贸试验区改革创新，在推进投资和贸易自由化、便利化方面大胆创新探索，为推动新一轮高水平对外开放作出新的贡献。”

在上海市政府 2019 年的工作报告中，针对对外开放，提出了更为具体的工作认为，要求对外资进一步放宽市场准入，缩减负面清单。2019 年自贸区外资准入负面清单条目减至 37 项，较 2018 年压减 17.8%。根据 2019 年版负面清单，交通运输、增值电信、基础设施等领域，以及制造业、采矿业、农业领域均推出了新的开放措施，在更多领域允许外资控股或独资经营。根据世界银行发布的《2020 年营商环境报告》，中国营商环境排名已经上升至 31 名，充分体现了国际社会对于中国制度改革和开放创新的认可。

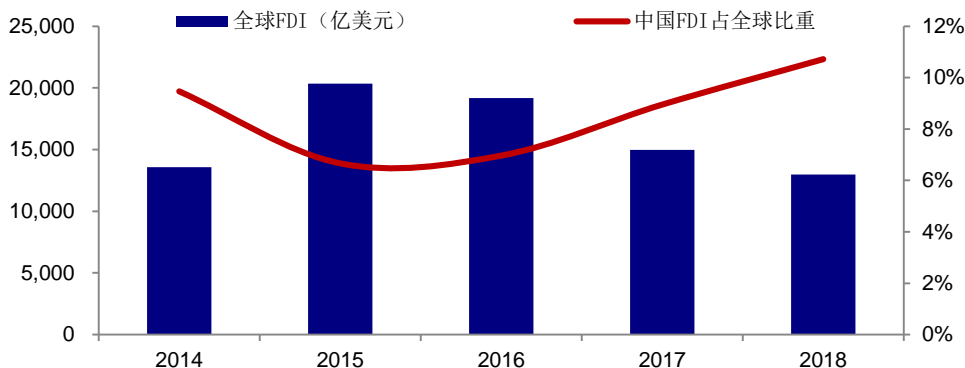
图 20：上海自由贸易区产业分布


数据来源：上海自由贸易区官网、东方证券研究所

图 21：中国营商环境排名持续提升


数据来源：世界银行、东方证券研究所

在全球经济格局变化，逆全球化趋势抬头，自贸区的建设成为中国进一步扩大开放，深化改革的风向标，有力带动了全球资本向中国的流入。根据联合国《世界投资报告》，全球 FDI 金额为 12972 亿美元，同比下降 13.4%，但中国却实现了逆势增长，吸引外资总量达到 1390 亿美元，同比增长 3.7%，占全球比重达到 10.7%，较 2017 年提高 1.7 个百分点。

图 22：全球 FDI 变化和中国占比变化


数据来源：《世界投资报告 2019》、东方证券研究所

在上海成为开放新高地之际，越来越多的高质量创新型企业进入上海，科创板的推出让资本市场更好的服务于实体经济。当前正处于新一轮结构转型和科技创新的机遇期，上海通过设立科创板这一资本市场的创新，进一步提高资源配置效率，发挥要素市场集聚辐射功能。由于科创板的设立，更多具备核心竞争力的科创企业将落户上海，它们所具备的先进技术和持续的投融资需求，将有力带动整个城市的发展。

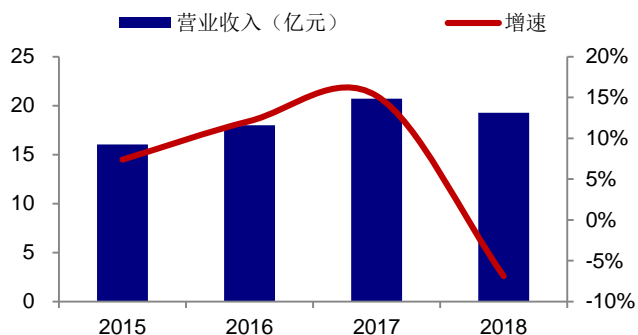
2019 年 11 月召开的第二届进博会，再次将中国的开放推向新高度。习近平总书记在开幕式上发表主旨演讲，并提出 3 点倡议：1、共建开放合作的世界经济；2、共建开放创新的世界经济；3、共建开放共享的世界经济。中国的对外开放将推进至更高水平，外商投资法将于明年 1 月 1 日起实行。

3 投资建议：关注上海本地园区服务企业

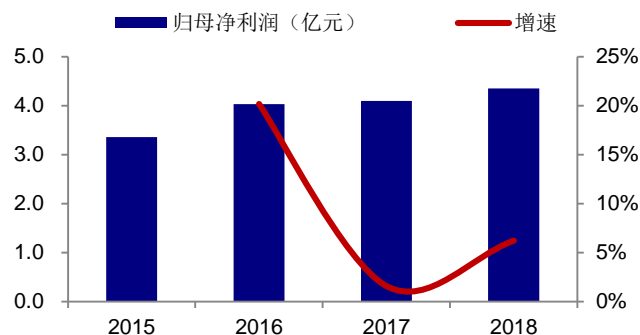
上海作为社会主义新时代的开放新高地，开放的广度与深度不断提升，在开放驱动之下，改革也持续推进，上海的本地企业也将受益于此。具体可以关注以下两条主线：1）区域内提供各类园区服务的企业，受益于开放程度的扩大和科创板设立，科创企业数量增多和经营更活跃后将产生更多的经营场所和支持服务的需求；2）上海市内拥有较多土地储备的企业，受益于相关片区价值的提高。

3.1 上海临港：受益于自贸区科创板，着力打造园区品牌价值

旗下各园区蓬勃发展，深耕产业塑造品牌效应。公司依托“漕河泾”及“临港”等成熟的园区开发品牌，深耕产业园区开发业务，在科技创新、金融服务、知识产权、人才发展、产业推进等方面持续完善园区服务体系，搭建多样化创新服务平台，着力打造一流的园区开发品牌。公司近年来在浦东、松江、奉贤以及上海自贸区洋山片区合作开发的产业园区齐头并进，形成了相当规模的高端产业集聚，助力城市产业升级，取得了良好的经济效益及社会口碑，使得供公司品牌影响力进一步加强。公司 2018 年实现营业收入 19.29 亿元，同比下降 6.9%，归母净利润 4.35 亿元，同比增长 6.2%，毛利率 56.6%，净利率 22.2%。2015-2018 年营业收入、归母净利润年复合增速分别为 6.3% 和 9.0%。

图 23：上海临港营业收入


数据来源：Wind、东方证券研究所

图 24：上海临港归母净利润


数据来源：Wind、东方证券研究所

紧跟国家发展战略，积极参与自贸区改革及为科创企业提供支持服务。公司多个园区是国家重点战略的重要承载区，在“一带一路”、具有全球影响力的科创中心建设、自由贸易试验区建设、长江经济带和长三角一体化战略、G60 科创走廊建设等诸多重点战略中发挥了积极作用。其中自贸区（洋山）陆域部分持续推进全球供应链亚洲枢纽建设，推动上海自贸区深化改革，依托洋山保税港区货物状态分类监管、内外贸易一体化等政策优势，自贸区（洋山）陆域部分已成为长三角及中国区域的进口商品集散地，并向着全球跨境分拨中心、全球供应链亚洲枢纽建设迈进。其他园区则积极丰富科创内涵，通过搭建“基金”+“基地”的联动发展平台，在人工智能、医药研发、智能制造、新材料、时尚消费等新兴领域布局产业投资。以漕河泾园区为例，园区通过服务探索孵化服务新模式，强化知识产权保护等方式，推动区域创新创业快速发展，开创了独具特色的“漕河泾科创模式”，截至 2019 年上半年，园区内国家级高新技术企业已达 423 家，建成和引进国家级孵化器 6 家，市级孵化器 6 家，孵化培育企业 917 家，园区入驻企业澜起科技已在科创板上市。

表 2：上海临港旗下主要园区

园区	园区产业特色
松江园区	G60 科创走廊桥头堡，全国首个国家级工业互联网创新示范基地，聚焦工业互联网、人工智能、时尚消费、新能源、生物医药等主导产业、优势产业
浦江园区	2018 年新增科创转化平台 2 个、科创转化项目 20 余个、自主拥有知识产权数 900 多个、高新企业 30 余家、上市公司 3 家，同时新引进了一批涵盖人工智能、检验检测、健康管理、医药研发、时尚消费品等细分领域的优质企业
康桥园区	围绕“新材料、人工智能”两大产业板块，相继引入多家龙头企业，并着力打通上下游产业链，形成相关产业高地
南桥园区	以“生物医药、智能物联”为主导的产业布局，智能网联汽车平台、生物医药、新材料、体检中心等一批优质产业项目纷纷落地，东方美谷核心区呈现良好发展态势
自贸区（洋山）陆域部分	持续推进全球供应链亚洲枢纽建设，同时依托政策优势积极发展船运物流、大宗商品贸易及离岸金融业务

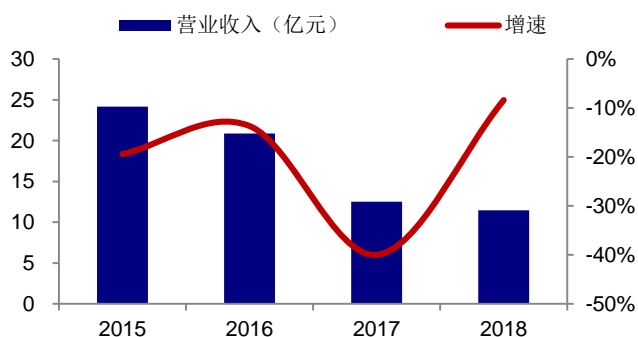
金山园区	全力推进临港枫泾智能制造园一期和先进制造业基地二期项目的开发建设，在人工智能、新能源等领域接洽了多个项目，并与中国机械行业联合会、中科智谷等产业平台建立初步合作意向
嘉定园区	制定组建“5+10+X”园区服务体系，帮助上海市存量工业用地转型升级

数据来源：公开资料、东方证券研究所

3.2 张江高科：产业集群效应突显，投行定位发挥优势

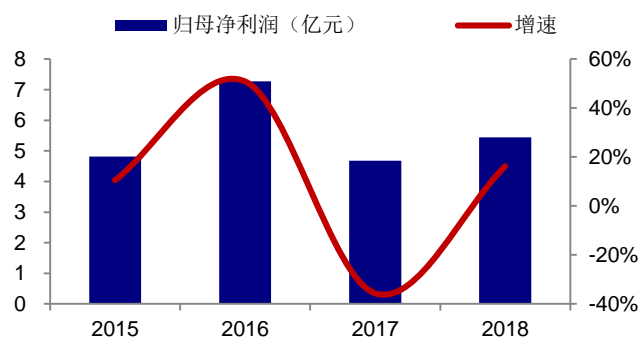
公司在集成电路、生物医药等高科技产业已拥有完整布局，建立起全国一流的产业集群。公司作为张江科学城开发建设主力军之一，自身定位为全产品线的科技地产商、全创新链的产业投资商及全生命周期的创新服务商的“新三商”，致力于科学城的物业开发与运营，科技创新类企业投资孵化，打造高端产业集群和构建开放式创新生态圈。目前，张江科学城已建立起以信息技术、生物医药、文化创意为主导产业，以人工智能、航空航天、低碳环保为新兴产业的“三大、三新”产业格局。其中，集成电路产业拥有中国大陆产业链最完整的集成电路布局。生物医药产业是中国研发机构最集中、研发链条最完善、创新活力最强、新药创制成果最突出的标志性区域。

图 25：张江高科营业收入



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 26：张江高科归母净利润



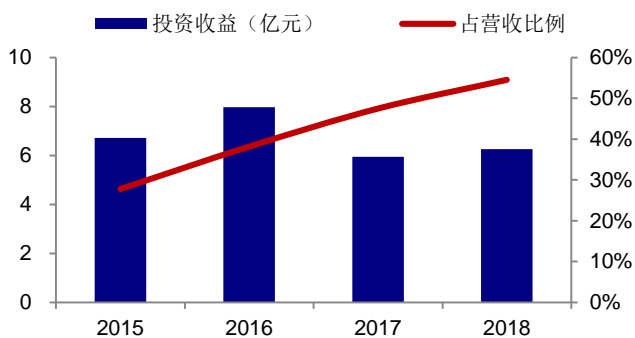
数据来源：Wind、东方证券研究所

专业化投资团队精准布局，资源渠道优势创造收益。公司通过直投、创投、设立基金等方式，已经参投了诸多项目，同时借助银行、证券、保险、天使投资、风险投资、股权投资等科技金融机构的牵引作用，整合科技金融服务资源，实施从天使、VC、PE 到产业并购的投资链布局。2018 年，公司通过 FOF 模式已累计参与了 15 只基金的投资，同时年内完成投资项目储备近 100 个。公司参股投资的七牛信息、天天果园、喜马拉雅、云从科技等项目都完成了新一轮融资，迈瑞医疗、哔哩哔哩成功上市。公司 2018 年实现营业收入 11.5 亿元，投资收益 6.3 亿元，投资收益占营业收入比重达到 54.5%，产业投资在公司整体经营中的贡献愈发重要。

公司发挥资本市场资源及通道优势，提供多元金融服务，保证资本通道畅通。张江高科积极探索与银行、券商、保险等金融机构开展合作，利用其金融资源和专业优势，结合张江高科产业资源优势，为科技创新主体提供孵、投、贷、保联动金融服务。公司拥有全资创投公司平台，参股有上海股权

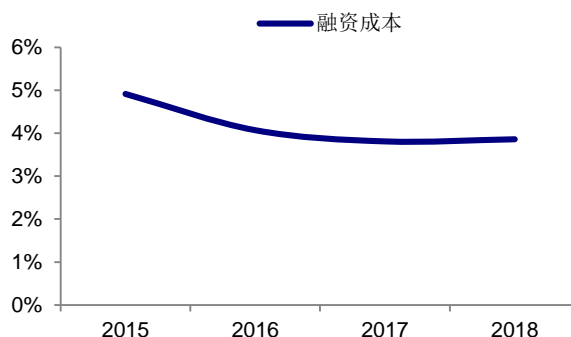
托管交易中心、张江小额贷款公司、上海金融发展投资基金、上海市科创母基金等，能够保证资本市场通道畅通。2018 年公司综合融资成本为 3.86%，融资成本呈逐年降低态势，融资能力逐渐增强。

图 27：张江高科投资收益



数据来源：公司年报、东方证券研究所

图 28：张江高科融资成本

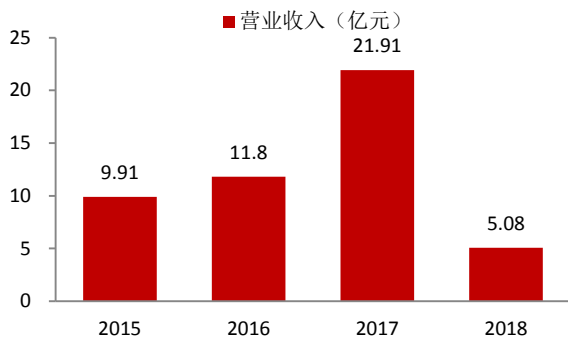


数据来源：公司年报、东方证券研究所

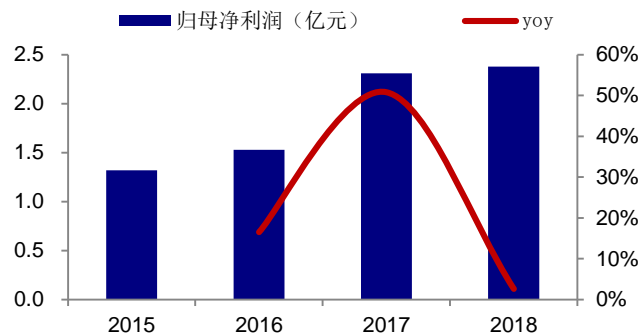
3.3 市北高新：地产+投资综合运营，打造大数据产业新高地

区位优势构筑精品化产业载体，创新运营模式优化产业投资。公司主营的市北高新园区位于上海市静安区，地处上海市中心城区，区位优势明显。公司目前在市北高新园区已打造了一批符合园区产业发展定位的定制化产业载体，包括已建成的市北总部经济园、市北·新中新等产业载体项目，以及正在建设中的市北·壹中心、市北·聚能湾创新社区等项目和筹备建设中的静安市北国际科创社区。投资方面，公司推进落实“孵化+融资”、“基地+基金”的创新运营模式，与知名券商、律所、会所及投资机构深度合作，搭建产业投资和金融服务全方位链条，与亚马逊 AWS 联合创新中心等知名孵化机构进行深度合作，构建全周期的创新创业投资孵化体系，充分发挥园区产业投资的服务优势。

大数据全产业链布局，打造国家级大数据产业基地。公司主营的市北高新园区作为上海中心城区的国家级高新技术产业开发区和上海唯一的大数据产业基地，近年来通过对“数据采集、数据分析、数据应用”的全产业链布局，打造出了上海首张数据智能产业链图谱。园区共集聚了 196 家大数据、人工智能相关的企业与机构，例如上海市大数据中心、上海信投、亚马逊 AWS 联合创新中心等国际国内资源平台，也包括了小鹏汽车、洋码头等备受资本市场关注的独角兽企业，形成了良好的大数据产业集聚。

图 29：市北高新营业收入变化


数据来源：Wind、东方证券研究所

图 30：市北高新归母净利润


数据来源：Wind、东方证券研究所

风险提示

宏观经济下行压力超预期：宏观经济下行压力持续加大，企业经营困难增加，盈利能力受到影响，区域内的园区入驻率下降。

国际经贸摩擦超预期：国际经贸摩擦加大，中国的对外开放可能受到外部不利环境影响。

政策落地执行低于预期：战略顶层设计确定之后，在执行落地层面可能低于预期，导致区域一体化和对外开放战略未能取得预期效果。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

