

中信证券研究部

核心观点



杨帆  
首席政策分析师  
S1010515100001



联系人：于翔

**区域战略是高质量发展重要抓手，国家主席习近平在 2018 年 11 月进博会上宣布支持长三角一体化升级为国家战略。作为中国经济总量最大、产业体系最完善的世界级城市群，预计长三角在加快一体化进程中将实现制度创新突破、基础设施互联、产业升级协同。重点投资机会聚焦在三大维度：①区域交通、能源、水利、信息四张网的基建投资；②新一代信息技术、新能源、新材料、高端装备制造、生物医药等先进制造业；③医疗、养老、旅游等现代服务业。**

■ **发展城市群是我国当前城镇化和产业阶段的必然选择，长三角一体化近期被按下加速键和升级键。**2018 年我国城镇化率接近 60%，根据城镇化 S 型发展理论，60%-70% 的阶段特征为人口结构性向城市群流动，与此前 30%-60% 时期的大中小城市普遍快速发展有极大区别。城市群一方面是投资和消费的着力点拉动内需；另一方面实现更有效的要素集聚和资源配置以带动产业升级。2019 年中央经济工作会议提出推动京津冀、粤港澳、长三角三大城市群成为引领高质量发展的重要动力源。2018 年沪苏浙皖三省一市积极推出长三角一体化三年行动计划，国家级区域战略规划《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》预计也将于今年年内发布。

■ **首先，长三角地区有望成为要素自由流动的制度创新高地，通过一体化发展示范区和上海自贸区扩容，发挥以点带面、示范引领作用。**一体化的核心是推动人、地、钱等生产要素的自由流动，这离不开中央级别的顶层推动，借鉴京津冀、粤港澳经验，预计也将成立长三角一体化领导小组，从两方面协调破除壁垒。一是从改革维度看，江浙沪交界处的长三角一体化发展示范区先行先试，预计在户籍、医疗、财税、土地制度等要素流动痛点上或有突破，未来可能扩大范围，最终推广至全境。从开放维度上，上海自贸区扩容在面积扩大之外预计也将在贸易、投资、金融、财税、信息、人才流动等多方面大力改革，为逐步推广全国积累试点经验。

■ **其次，预计基础设施方面将有超万亿投资，交通、信息、能源、水利四网建设或将提速。**交通方面，轨交上的长三角、高速路网改扩建、世界级的机场群和港口群加速建设。信息方面，长三角预计未来 4 年将有 2,000 亿投向 5G 建设，北斗、智慧交通、工业互联网、泛在电力物联网等应用也将受益。能源和水利方面，继续完善 LNG 接收储运为重点的油气管网建设，特高压、柔直项目试点、电网升级改造等预计加速，清淤疏浚、供水、生态修复等水利项目也继续推进。根据 2019 年地方两会及 2016 年城市群规划重点项目进度，我们测算交通、信息、能源、水利的部分可查项目投资空间分别为 11,000 亿元、2,000 亿元、300 亿元、750 亿元以上，整体预计更高。

■ **最后，通过加强协同和创新，先进制造业集群在长三角有望率先发展。**长三角目前仍是以投资驱动的发展模式，从纽约和东京经验来看，城市群发展一是要发挥核心城市科技、金融等先进要素的外溢效应，二是有合理的产业协同和分工布局。长三角制造业链条完整，产学研体系完善，G60 科创走廊被工信部赛迪咨询评为全国十大先进制造业集群之首，有望效仿波士顿 128 公路等沿交通线路实现集聚发展的模式，多政策集中落地得到率先发展，在产业发展上推动传统制造升级、突出先进制造业优势；在产业协同上完善产业链分工布局、转移一般性制造业产能。同时，金融服务实体经济料将强化，包括自贸区金融创新推广、上交所加大区域支持、千亿级别投资基金等。

■ **投资策略：基础设施四张网需求扩张利好区域龙头，在软硬件双维度支持下先进制造业预计将快速发展，要素自由流动的制度完善将长线利好现代服务业。**首先，预计建筑、建材相关龙头、公路、轨交、港口、航空等交运区域龙头、LNG 能源储存运营方、特高压及配网等电力设备方将直接受益；而得益于 5G 等信息基础完善，通信建设及相关智慧应用产业链有望获得利好。其次，我们将科创板等金融政策和 G60 走廊等产业政策的支持行业取交集，认为区域内新一代信息技术、高端装备制造、新能源、新材料和生物医药五大产业有良好协同的优质明星企业将成为发展重点。最后，一体化示范区和自贸区扩容等制度创新将释放长三角内需，尤其严重的老龄化或将加快跨省就医直接结算等试点推广，促进医疗、养老等产业发展。

■ **风险因素：**政策力度与执行不达预期，宏观经济下行，企业经营风险。

## 目录

|  |    |
|--|----|
| <b>中国将进入城市群时代，长三角一体化当仁不让</b> .....       | 1  |
| 我国城镇化率接近 60%，城市群成为当前阶段特征 .....           | 1  |
| 城市群与中国产业升级阶段相匹配，是未来经济发展的火车头 .....        | 2  |
| 三大城市群均列入国家级区域战略，长三角独具优势 .....            | 4  |
| 长三角一体化历时多年，十九大后被按下加速键 .....              | 7  |
| <b>统一开放的市场体系亟待形成，制度创新为全国改革提供示范</b> ..... | 9  |
| 人地钱尚未自由流动，长三角应为改革前沿 .....                | 9  |
| 中央级别领导小组预计将成立，加强协调以破除要素壁垒 .....          | 9  |
| 自改革维度看，一体化示范区先行先试进而以点带面 .....            | 10 |
| 从开放维度看，上海自贸区扩容成为抓手，促进要素进一步加速内外流动 .....   | 12 |
| <b>基础设施力求互联互通，交通信息能源水利建设加速</b> .....     | 13 |
| 长三角基础设施网络化不足，交通信息能源水利四大板块建设或加速 .....     | 13 |
| 加强协作、完善布局，打造陆水空综合交通体系 .....              | 14 |
| 新一代信息基础设施和数据统一应用预计率先在长三角发力 .....         | 16 |
| 油气、电力等能源基础设施提供支持保障，水利工程建设提上日程 .....      | 17 |
| <b>以科技助力产业升级，先进制造业集群或加快发展</b> .....      | 18 |
| 长三角目前仍以投资驱动发展，科技潜力尚未完全释放 .....           | 18 |
| 长三角为我国先进制造业重地，产学研生产力高度集聚 .....           | 20 |
| G60 科创走廊已初具规模，是产业协同和创新的重要抓手、先行试点 .....   | 21 |
| 金融进一步服务实体经济，可提供更多平台和资金支持集聚 .....         | 23 |
| <b>投资策略与精选个股</b> .....                   | 24 |
| 基础设施四张网得益政策和需求支持，区域龙头或将受益 .....          | 24 |
| 软硬件政策叠加发力，先进制造业有望加速发展 .....              | 25 |
| 受益于要素自由流动制度创新，区域内现代服务业获长线利好 .....        | 26 |
| <b>风险因素</b> .....                        | 27 |

## 插图目录

|   |    |
|---|----|
| 图 1 : 城镇化发展的 S 型曲线 .....  | 1  |
| 图 2 : 我国城镇化率前十的省份 .....   | 2  |
| 图 3 : 2017 年各省常住人口/户籍人口比 .....                                  | 2  |
| 图 4 : “十三五” 规划城市群空间分布示意图 .....                                  | 3  |
| 图 5 : 2018 年中国已有 16 座 GDP 万亿级城市 .....                           | 3  |
| 图 6 : 我国各区域经济发展不平衡较为严重, 而在发达地区和重点城市群的增速并不迟缓, 呈现马太效应 .....       | 3  |
| 图 7 : 优先级重点区域战略: “一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带、粤港澳大湾区、长三角一体化、海南自贸港 ..... | 4  |
| 图 8 : 2017 年长三角城市群的 26 市 GDP 及增速 (气泡大小表示人均 GDP) .....           | 5  |
| 图 9 : 2017 年粤港澳大湾区 “9+2” GDP 及增速 (气泡大小表示人均 GDP) .....           | 6  |
| 图 10 : 2017 年京津冀各市 GDP 及增速 (气泡大小表示人均 GDP) .....                 | 6  |
| 图 11 : 2018 年百强县集中于江浙 .....                                     | 7  |
| 图 12 : 2018 年京津冀与长三角产业结构对比 .....                                | 7  |
| 图 13 : 上海、江苏、浙江交界处将设立长三角一体化示范区, 青浦、吴江、嘉善可能成为示范区范围 .....         | 10 |
| 图 14 : 从改革和开放两个维度, 均是从试点起步进而以点带面, 促进要素流动自由的制度创新 .....           | 12 |
| 图 15 : 基础设施各类项目个数及施工情况统计 .....                                  | 14 |
| 图 16 : 长三角城市群综合交通网规划示意图 .....                                   | 15 |
| 图 17 : 工业互联网产业地图分布 .....  | 17 |
| 图 18 : 2017 年三大城市群所在省的财政收入与支出 .....                             | 19 |
| 图 19 : 2017 年三大城市群所在省的债务限额与余额 .....                             | 19 |
| 图 20 : 2015-2017 年各省地方政府隐性债务 (如城投债等) 及复合增速 .....                | 19 |
| 图 21 : 独角兽数量上北京遥遥领先 .....                                       | 20 |
| 图 22 : 截至 2013 年各城市风投投资项目数 .....                                | 20 |
| 图 23 : 长三角双一流高校数量仅次于京津冀 .....                                   | 21 |
| 图 24 : 各省市高新技术开发区数量对比 .....                                     | 21 |
| 图 25 : 长三角的产学研政策抓手均有布局, 未来需进一步加强政策协调 .....                      | 21 |
| 图 26 : G60 科创走廊 .....   | 22 |
| 图 27 : G60 科创走廊是产业升级和协同的重要抓手和先行试点 .....                         | 23 |

## 表格目录

|  |    |
|--|----|
| 表 1 : 三大城市群是全国发展的领头羊 .....                               | 4  |
| 表 2 : 长三角城市群和世界主要城市群对比 (长三角数据为 2017 年, 其余为 2015 年) ..... | 5  |
| 表 3 : 长三角历史上的一体化进展 .....                                 | 7  |
| 表 4 : 2018 年后长三角一体化明显加快 .....                            | 8  |
| 表 5 : 与京津冀相比, 长三角地方协调机制较为完善, 缺乏中央级高级别统一协调机构 .....        | 9  |
| 表 6 : 一体化示范区预计将在规划监管、环境、土地、资金、人员等多方面均进行要素流动自由的先行先试 ..... | 11 |
| 表 7 : 自贸区在扩容的同时可能也会进行政策的进一步放宽 .....                      | 12 |
| 表 8 : 可查询项目的剩余投资空间测算 .....                               | 14 |
| 表 9 : 打造以 5G 为引领的长三角新一代信息基础设施体系 .....                    | 16 |
| 表 10 : 截至 2018 年底, 正在建设的较为重要的储气站项目 .....                 | 17 |
| 表 11 : 长三角主要城市的代表产业 .....                                | 20 |
| 表 12 : G60 科创走廊 9 城市重点发展的产业 .....                        | 22 |
| 表 13 : 2018 年以来长三角金融一体化实践 .....                          | 24 |
| 表 14 : 交通、信息、能源、水利四张网基础设施建设相关重点关注个股及投资逻辑 ..              | 25 |
| 表 15 : 先进制造业是长三角重点发展方向, 或为未来一体化产业协同重点 .....              | 26 |
| 表 16 : 代表性先进制造业相关重点关注个股及投资逻辑 .....                       | 26 |
| 表 17 : 现代服务业相关重点关注个股及投资逻辑 .....                          | 27 |

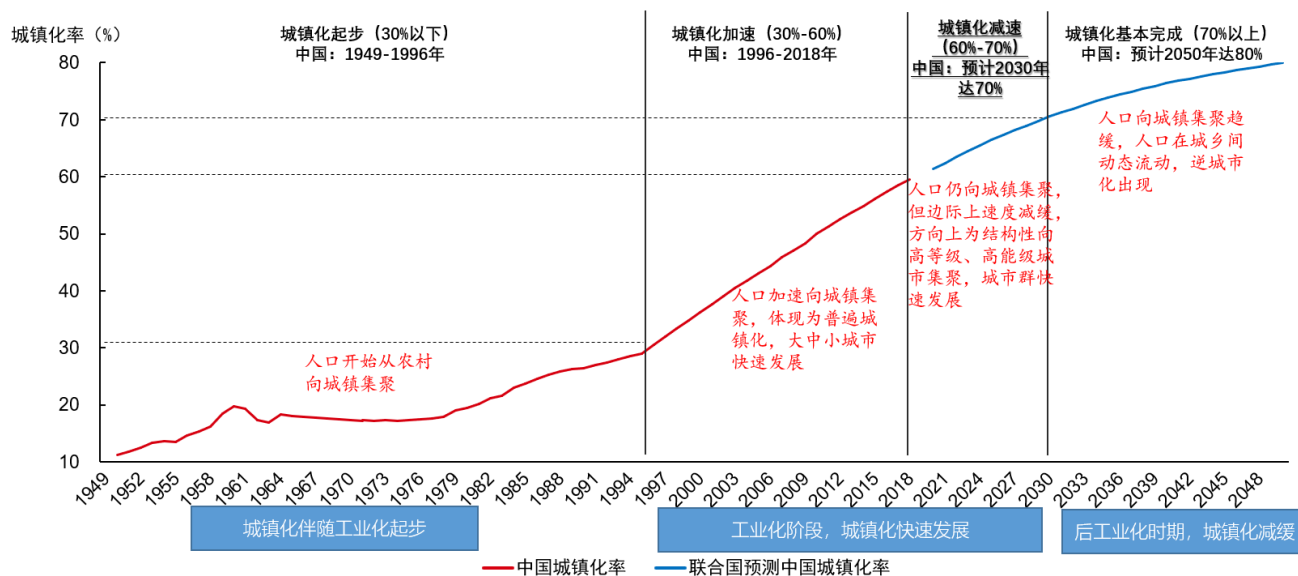
2018年11月5日，国家主席习近平在首届进口博览会开幕式上表示，将支持长江三角洲区域一体化发展并上升为国家战略，着力落实新发展理念，构建现代化经济体系，推进更高起点的深化改革和更高层次的对外开放，同“一带一路”建设、京津冀协同发展、长江经济带发展、粤港澳大湾区建设相互配合，完善中国改革开放空间布局。2019年地方两会上，上海、江苏、浙江、安徽的政府工作报告均提出将深度参与长三角区域一体化。长三角一体化被同时按下了升级键和快进键，政策落实预期明显加强。

## 中国将进入城市群时代，长三角一体化当仁不让

### 我国城镇化率接近60%，城市群成为当前阶段特征

城镇化发展具备S型特征，我国目前城镇化率接近60%，仍处在快速发展区间。根据联合国《城乡人口预测方法》的总结，城镇化发展阶段与产业发展相一致，大体可分为起步（0-30%）、快速发展（30%-70%）、基本完成（70%及以上）三个阶段。改革开放40年来，中国实现了大规模快速城镇化。国家统计局数据显示，2018年我国城镇常住人口8.32亿人，比上年末增加1,790万人，城镇化率为59.58%，比上年末提高1.06个百分点，比1978年时的18%提高了四十多个百分点。按照城镇化阶段划分，我国目前仍处于城镇化率30%~70%的快速发展区间。考虑到我国户籍人口城镇化率2017年仅为42.35%，农民工为代表的大量流动人口仍未真正实现城镇化，以及新增开发区、撤县设区、撤镇设办等人为扩大城镇区域带来的被动城镇化，我国城镇化远未结束。

图1：城镇化发展的S型曲线



资料来源：Urban Economics，联合国《城乡人口预测方法》，中信证券研究部

城市群是我国城镇化的当前阶段特征，人口加速向大中城市群流动。在城镇化率为30%-70%的快速发展区间中可细分为加速阶段和减速阶段，特征分别表现为普遍和结构性的城镇化：

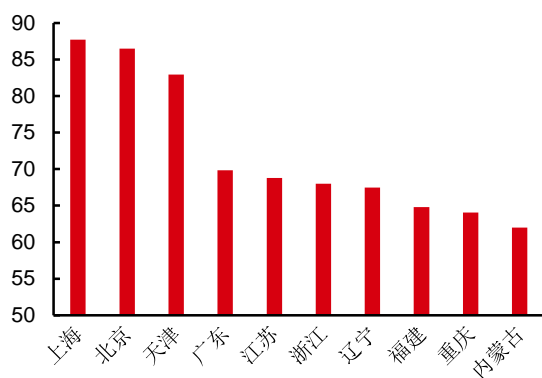
- 30%-60%是城镇化加速发展区间。人口伴随产业发展快速集聚，体现为城镇数

量增加，大中小城市均得到快速发展；

- **60%-70%仍是城镇化快速发展阶段，但进入减速区间。**城镇化增长中的结构性变化将逐渐突出，人口继续向城市集中的同时，将借助城市群向更高能级、更高等级的城市集中。

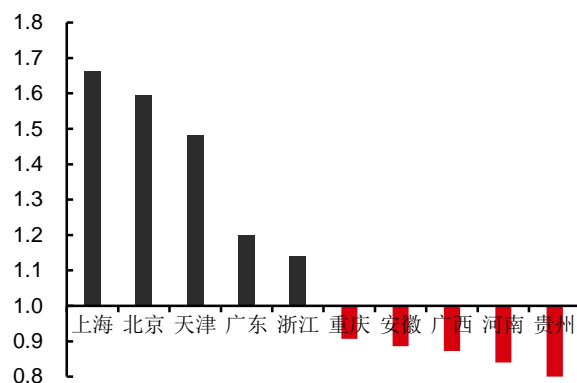
目前近 60%的城镇化率表明我国已进入城镇化减速阶段，考虑到我国经济增速趋缓、市民化质量要求提高、城镇劳动力和土地等要素价格的上涨，未来城镇化增速或略有放缓。东部发达地区中，京津沪城镇化率超过 80%，浙江、江苏、广东城镇化率也接近 70%，随着这一阶段人口将加速从中小城市流向中心大城市，再考虑到外来人口持续流入发达地区，长三角、京津冀、粤港澳等龙头城市群的集聚效应预计将进一步强化。

图 2：我国城镇化率前十的省份（单位：%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 3：2017 年各省常住人口/户籍人口比



资料来源：Wind，中信证券研究部

## 城市群与中国产业升级阶段相匹配，是未来经济发展的火车头

**城市群成为激发内需、拓展投资和消费的重要载体。**内需是我国经济发展的根本动力，2018 年最终消费支出对国内生产总值增长的贡献率为 76.2%。利用城市群地区在基础设施、公共服务的高密度、高质量先发优势，从而使市民群体不断扩大、消费结构不断升级、消费潜力不断释放，也会带来城市基础设施、公共服务设施和住宅建设等巨大投资需求。

**产业升级背景下，现代服务业、高端制造业等所需的科技、资本等要素将更集中地配置在城市群。**产业结构转型升级是转变经济发展方式的战略任务，加快发展现代服务业和先进制造业是主攻方向。城市群带来人口集聚，根据经合组织（OECD）报告，发达国家城市人口翻一番可以使生产率提高 2%-5%。生活方式的变革、生活水平的提高都会扩大生活性服务需求；产业的联动、分工的细化，也会扩大生产性服务需求。新兴产业对土地、劳动力等要素需求逐渐弱化，以信息、知识和技术为核心的现代竞争力需要在城市群落地。

**城镇化始终与产业发展阶段相匹配，中国已形成粤港澳、京津冀、长三角为代表的多个城市群，在高质量发展阶段，预计各区域经济增长将出现分化，重点城市群仍将保持较高增速，成为带动经济增长的火车头。**“十三五”规划中提及 19 个城市群以形成更多支撑

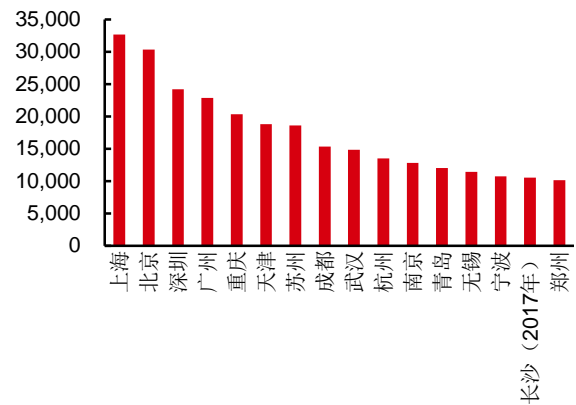
区域发展的增长极。根据 2018 年 11 月《中共中央 国务院关于建立更加有效的区域协调发展新机制的意见》，“建立以中心城市引领城市群发展、城市群带动区域发展新模式，推动区域板块之间融合互动发展。以北京、天津为中心引领京津冀城市群发展，带动环渤海地区协同发展。以上海为中心引领长三角城市群发展，带动长江经济带发展。以香港、澳门、广州、深圳为中心引领粤港澳大湾区建设，带动珠江—西江经济带创新绿色发展。以重庆、成都、武汉、郑州、西安等为中心，引领成渝、长江中游、中原、关中平原等城市群发展，带动相关板块融合发展”。

图 4：“十三五”规划城市群空间分布示意图



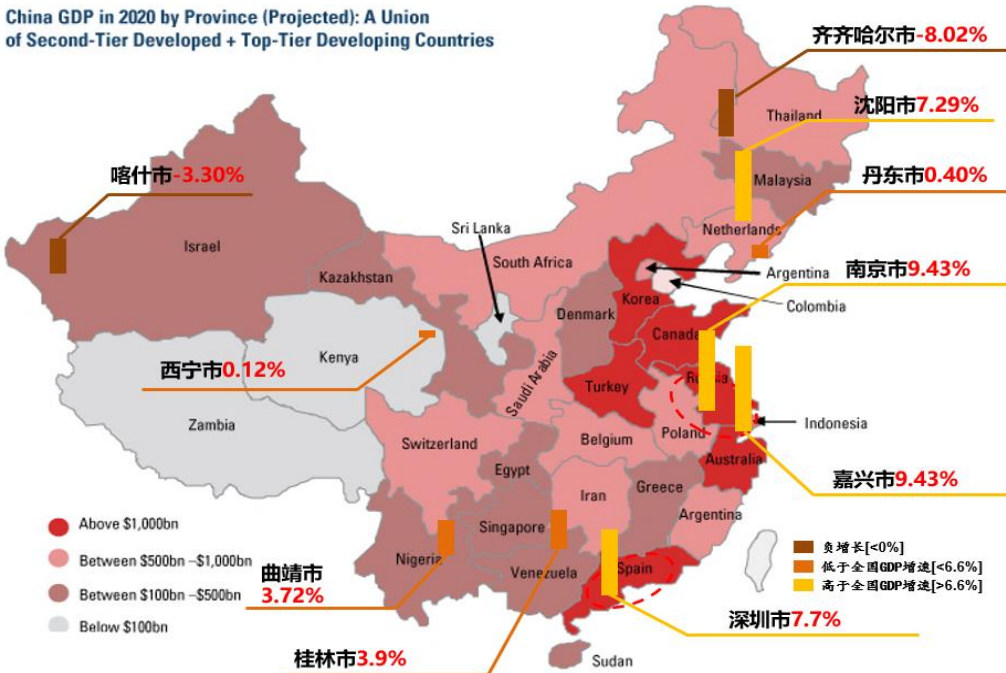
资料来源：“十三五”规划，中信证券研究部

图 5：2018 年中国已有 16 座 GDP 万亿级城市（单位：亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 6：我国各区域经济发展不平衡较为严重，而在发达地区和重点城市群的增速并不迟缓，呈现马太效应



资料来源：CEIC, HSBC, IMF, Wind, 中信证券研究部政策组

注：底图为 HSBC 与 IMF 共同预计的 2020 年各省 GDP 情况及其与体量类似的世界其他国家。选择部分城市，观察其 2018 年 GDP 体量和增速，体现各地区、各城市发展的差异性

### 三大城市群均列入国家级区域战略，长三角独具优势

京津冀协同发展、粤港澳大湾区、长三角一体化战略均升为国家级区域战略，政策叠加潜力巨大。2019 年中央经济工作会议特别指出，“目前京津冀、粤港澳大湾区、长三角等地区发展呈现出许多新特点，规模经济效应开始显现，基础设施密度和网络化程度全面提升，创新要素快速集聚，新的主导产业快速发展，要推动这些地区成为引领高质量发展的重要动力源”。三大城市群以 5% 的国土面积占比，集聚了近四分之一的人口，产出了超过四成的 GDP，是我国经济发展的绝对核心。区域战略是我国经济政策的重要抓手，十八大以来，国家确立了“一带一路”建设、京津冀协同发展、长江经济带发展三大国家级区域战略，而伴随粤港澳大湾区、长三角一体化的战略升级，我国区域发展“三大战略”在空间布局上进一步优化为“五大战略”，此外海南中国特色自由贸易港战略有可能是排位第六的重点区域战略，这些优先级别更高的战略区域将成为全面深化改革开放的重要依托。

表 1：三大城市群是全国发展的领头羊

|      | 城市数量     | 面积 (万平方公里) | 面积 全国占比 | 2017 年 GDP (万亿元) | GDP 全国占比 | 2017 年 常住人口 (亿) | 常住人口 全国占比 |
|------|----------|------------|---------|------------------|----------|-----------------|-----------|
| 长三角* | 26       | 21.2       | 2.2%    | 16.54            | 20.2%    | 1.52            | 10.9%     |
| 粤港澳  | 11 (9+2) | 5.6        | 0.6%    | 10.2             | 12.4%    | 0.69            | 5.0%      |
| 京津冀  | 13       | 21.5       | 2.2%    | 8.18             | 10.0%    | 1.10            | 7.9%      |
| 合计   | 50       | 48.3       | 5.0%    | 34.92            | 42.5%    | 3.31            | 23.8%     |

资料来源：国家统计局，Wind，中信证券研究部

注：长三角相关数据，以 2016 年《长江三角洲城市群发展规划》的 26 个城市为统计基础进行统计

图 7：优先级重点区域战略：“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带、粤港澳大湾区、长三角一体化、海南自贸港



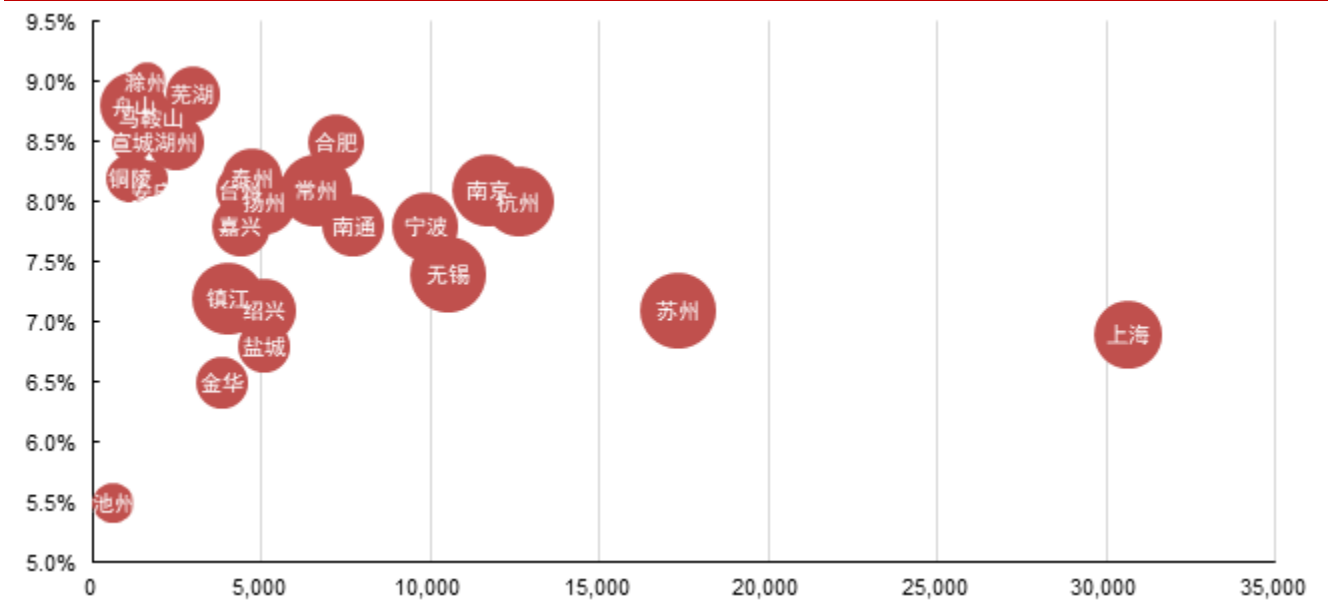
审图号：GS (2018) 2512号

资料来源：民政部，中信证券研究部政策组



长三角区位优势显著，基础设施完善，是对外开放高地，量级上已经接近世界一流城市群。长三角是我国不可多得的工业化、信息化、城镇化、农业现代化协同并进区域，为“一带一路”和长江经济带的交汇之处，位于东亚航线要冲，拥有现代化江海港口群，上海港、宁波舟山港分别为全球最大的集装箱港口与散货港口，两大港口 2017 年港口货物总吞吐量占全国 20%，其中上海港一地的集装箱吞吐量就占全国的 32%。高速公路网和机场群比较健全，铁路交通干线密度全国领先。2017 年长三角地区公路里程、高速公路里程、铁路里程和机场旅客吞吐量分别占到全国的 10%、11%、8%和 15%，公路路网密度 1.5 公里/平方公里，远高于全国均值 0.5 公里/平方公里。国际化程度高，2018 年长三角地区进出口总额占到全国的 36%，2016 年长三角三省一市（上海、江苏、浙江、安徽）实际利用外资总额占全国 60%。根据法国地理学家简·戈特曼对城市群的定义，即至少 2500 万人口规模和每平方公里 250 人以上的人口密度，目前全球有 6 大公认的世界级城市群，分别是：美国东北部大西洋沿岸城市群、北美五大湖城市群、日本太平洋沿岸城市群、英伦城市群、欧洲西北部城市群、长三角城市群。从经济总量等指标来看，2017 年长三角 26 城 GDP 总量为 16.54 万亿元，按照当年汇率平均中间价折算，约为 2.45 万亿美元，与其他城市群处于同一级别。

图 8：2017 年长三角城市群的 26 市 GDP 及增速（单位：亿元，%，气泡大小表示人均 GDP）



资料来源：Wind，中信证券研究部

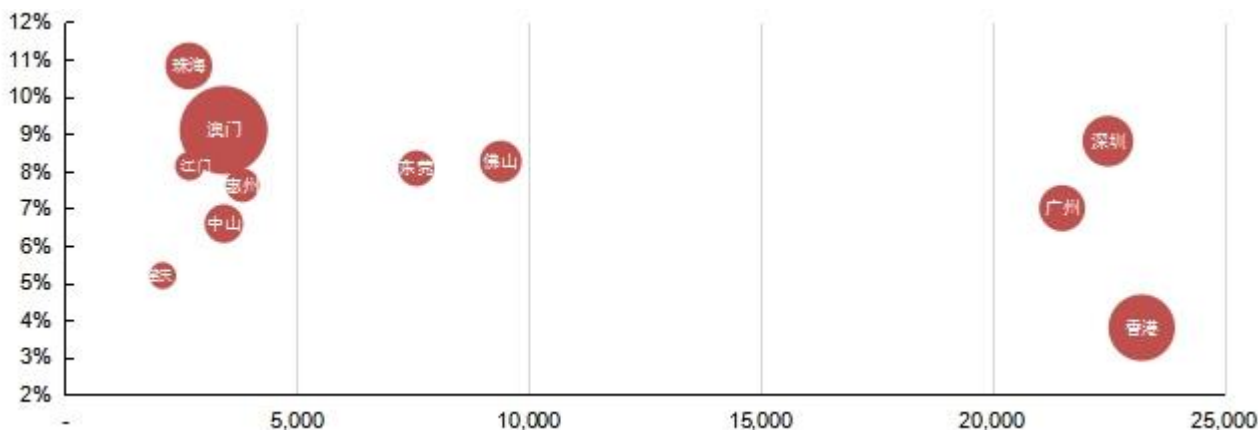
表 2：长三角城市群和世界主要城市群对比（长三角数据为 2017 年，其余为 2015 年）

| 城市群            | 长三角城市群 | 美国东北部大西洋沿岸城市群 | 北美五大湖城市群 | 日本太平洋沿岸城市群 | 欧洲西北部城市群 | 英国伦敦城市群 |
|----------------|--------|---------------|----------|------------|----------|---------|
| 面积（万平方公里）      | 21.2   | 13.8          | 24.5     | 3.5        | 14.5     | 4.5     |
| 人口（亿人）         | 1.52   | 0.65          | 0.50     | 0.70       | 0.46     | 0.37    |
| GDP（万亿美元）      | 2.45   | 4.03          | 3.36     | 3.38       | 2.10     | 2.01    |
| 人均 GDP（美元/人）   | 16,093 | 62,030        | 67,200   | 48,315     | 45,652   | 55,305  |
| 经济密度（万美元/平方公里） | 1,146  | 2,920         | 1,370    | 9,662      | 1,448    | 4,485   |

资料来源：Wind，国务院《长江三角洲城市群规划》，中信证券研究部

**粤港澳大湾区存在一国两制的协同难题。**考虑到港澳独特的政治经济制度，粤港澳大湾区涉及到一个国家、两种制度、三个关税区、三种货币，协同的难度更大。粤港澳与长三角相比，主要得益于对外开放的门户地位，整体经济腹地相对受限，长三角为长江经济带龙头，中游的武汉城市群、上游的成渝城市群均受到经济辐射。长三角城市群大中小城市布局较为合理，上海以超 3 万亿元 GDP 位居全国第一的同时，区域内也有 4 个城市 GDP 超过 1 万亿元，7 个城市超过 5,000 亿元。相比之下，粤港澳地区则有香港、深圳、广州三大强势城市，GDP 均在 2 万亿元左右，核心城市间实力较为接近。

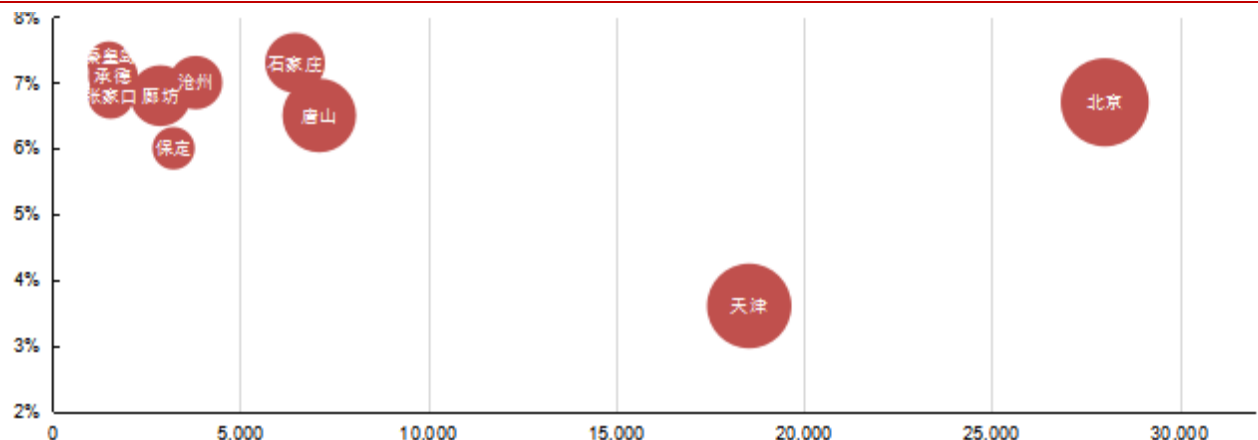
图 9：2017 年粤港澳大湾区“9+2” GDP 及增速（单位：亿元，%，气泡大小表示人均 GDP）



资料来源：Wind，中信证券研究部

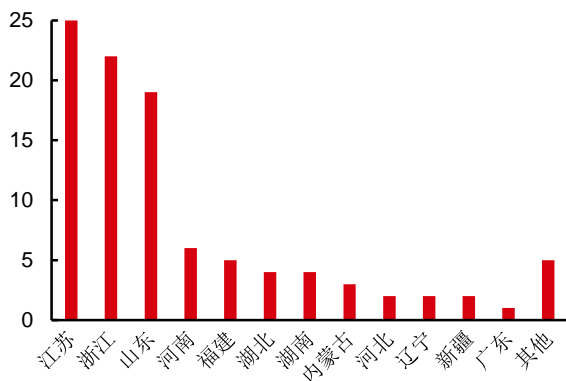
**京津冀地区北京作为政治科技中心辐射能力有限，产业协同性弱。**京津冀双城驱动，区域内领头羊城市北京定位为政治科技中心，在给其他地区提供降低交易成本、改善经济外溢效应方面存在较大空间，疏解非首都功能、加强辐射是其未来方向；与存在区域发展不平衡的京津冀相比，得益于发达的县域经济以及较发达的中型城市，长三角地区各城市发展差距较小。北京第三产业占比超过 80%，以金融、科技等服务业为主，服务业相比于制造业的辐射扩散能力较弱，而天津、河北则有较高的第二产业占比，且河北以传统低效能的钢铁等产业为主，与北京之间出现了产业断档，彼此产业协同较差。

图 10：2017 年京津冀各市 GDP 及增速（单位：亿元，%，气泡大小表示人均 GDP）



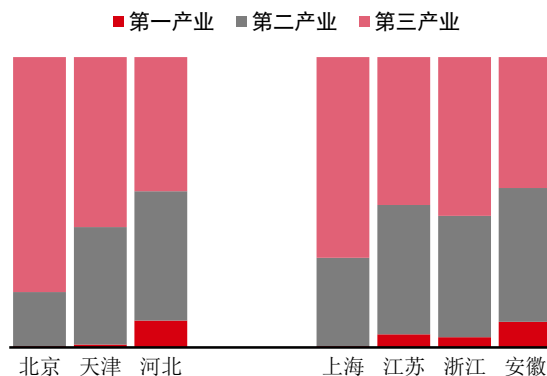
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 11：2018 年百强县集中于江浙（单位：个）



资料来源：工信部赛迪顾问，中信证券研究部

图 12：2018 年京津冀与长三角产业结构对比（单位：%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

## 长三角一体化历时多年，十九大后被按下加速键

长三角一体化探索跨时已久，战略不断升级。长三角地区地域相邻、人缘相亲、文化相融、经济相通，长三角一体化探索也逐步升级。上个世纪 80 年代上海经济区的概念就被提出；90 年代以浦东新区开发为契机，1994 年由上海牵头建立了长三角城市协作部门主任联席会议。“十一五”规划提及长三角一体化后，2005 年，首次长三角两省一市主要领导座谈会召开，2008 年安徽加入，三省一市合作机制正式形成。2008 年国务院发布《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》，以及随之的阶段性规划——2010 年国务院正式批准实施《长江三角洲地区区域规划》(规划期 2009-2015 年)；2016 年《长江三角洲城市群发展规划》(规划期 2015-2030 年)，不仅在一体化的定义上更为清晰，而且区域也扩张至 26 城。规划提出培育更高水平的经济增长极，到 2030 年全面建成具有全球影响力的世界级城市群。

表 3：长三角历史上的一体化进展

| 时间      | 部门或会议       | 相关政策和内容   |
|---------|-------------|---|
| 1982-12 | 国务院         | 国务院发出《关于成立上海经济区和山西能源基地规划办公室的通知》提出“以上海为中心建立长三角经济圈”，范围是以上海为中心，包括苏州、无锡、常州、南通、杭州、嘉兴、湖州、宁波、绍兴等       |
| 1983-03 | 上海市         | 上海经济区规划办公室在上海正式建立，负责全面规划的任务   |
| 1983-08 | 上海经济区规划工作会议 | 第一次上海经济区规划工作会议召开，建立上海、江苏和浙江的“首脑”会议制度、10 市市长联席会议制度   |
| 1984-12 | 国务院         | 国务院决定将上海经济区的范围扩大为上海、江苏、浙江、安徽、江西一市四省   |
| 1985-02 | 国务院         | 党中央、国务院批转《长江、珠江三角洲和闽南厦漳泉三角地区座谈会纪要》，提出要应该开放珠江三角洲和长江三角洲，进而陆续开放辽东半岛、胶东半岛，北起大连港，南至北海市，构成一个对外开放的经济地带 |
| 1988-06 | 国家计委        | 由于国务院机构改革要裁减一批机构，五省一市间巨大的经济社会发展差距和利益冲突，国家计委撤销了上海经济区规划办公室，上海经济区以“流产”而告终                          |
| 1990-04 | 国务院         | 中共中央、国务院作出开发开放上海浦东重大决策，长三角区域一体化发展重新提上议事日程   |
| 1992-06 | 长三角经济规划座谈会  | “长江三角洲及长江沿江地区经济规划座谈会”建立长江三角洲协作办(委)主任联席会议  |
| 2004-11 | 国家发改委       | 将长三角纳入“十一五”规划，指出“已形成城市群格局的长江三角洲等区域，要继续发挥带动和辐射作用，加强城市群内各城市的分工协作和优势互补，增强城市群的整体竞争力”                |
| 2008-09 | 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》，提出优化产业结构，提高服务业比  |

| 时间      | 部门或会议 | 相关政策和内容   |
|---------|-------|---|
|         |       | 重，增强创新能力，提升科技进步贡献率，合理布局区域和产业，遏制环境恶化   |
| 2010-05 | 国务院   | 国务院正式批准实施《长江三角洲地区区域规划》，将长三角区域范围界定为苏浙沪全境内的 25 个地级市   |
| 2010-06 | 国家发改委 | 发改委《长江三角洲地区区域规划（2011-2020）》，明确长三角发展战略定位；到 2020 年，基本形成经济充满活力，高端人才汇聚、创新能力跃升、空间利用集约高效的世界级城市群 |
| 2014-09 | 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》，打造长江黄金水道，全面推进长江干线航道系统治理，统筹推进支线航道建设，促进港口合理布局，加强集疏运体系建设            |
| 2016-05 | 国常会   | 国常会通过《长江三角洲城市群发展规划》，区域扩张至 26 城，将安徽省的 8 个城市纳入长江三角洲城市群。提出探索建立自由贸易港区，促进产业发展，建成有全球影响力的世界级城市群  |
| 2017-12 | 上海市   | 上海市制定《上海市城市总体规划（2017-2035 年）》，提出上海主动融入长三角区域协同发展，构建上海大都市圈，打造具有全球影响力的世界级城市群                 |

资料来源：新华社，中信证券研究部

**2018 年至今，一体化战略升级至国家战略，地方也响应频频。**十九大报告中，区域协调发展战略被列入“建设现代化经济体系”六大方面之一，长三角决策层开启了一体化“加速键”。在 2018 年三省一市将推进长三角一体化发展写入当地政府工作报告，2018 年 3 月，长三角区域合作办公室正式宣告成立。2018 年 6 月《长三角地区一体化发展三年行动计划（2018-2020 年）》发布，标志着一体化发展已进入具体规划期。在 11 月习近平主席宣布支持长三角一体化发展并升级为国家战略后，三省一市共同发布《关于支持和保障长三角地区更高质量一体化发展的决定》以积极响应。2019 年地方两会上又积极提出“全力推进”、“全面实施”一体化等表态。在 2018 年 11 月中国城市规划年会上，中科院研究员陈雯透露，国家发改委已启动编制《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》；长三角区域合作办公室也透露，规划纲要预计在 2019 年能够发布。

表 4：2018 年后长三角一体化明显加快

| 时间      | 部门或会议                 | 相关政策和内容   |
|---------|-----------------------|---|
| 2018-06 | 三省一市<br>(上海、江苏、浙江、安徽) | 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）》，到 2020 年，长三角地区要基本形成世界级城市群框架，并建成全面贯彻新发展理念的引领示范区、全球资源配置的大门户、具有全球竞争力的世界级城市群    |
| 2018-11 | 上海进博会                 | 习近平主席出席首届中国国际进口博览会开幕式并发表主旨演讲并提出， <b>将支持长江三角洲区域一体化发展并上升为国家战略</b> ，完善中国改革开放空间布局   |
| 2018-11 | 三省一市                  | 提出《关于支持和保障长三角地区更高质量一体化发展的决定》，明确了总体要求和推进机制，明确以法治力量支持和保障三省一市规划对接、法治协同、市场统一、生态保护和共建共享                                    |
| 2018-11 | 国务院                   | 发布《关于建立更加有效的区域协调发展新机制的意见》，建立健全区域合作、互助、利益补偿机制、促进协调区域分化差距，避免无序开发和恶性竞争，缓解区域发展不平衡和不充分问题，完善区域发展机制                          |
| 2018-12 | 发改委                   | 启动编制《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》。将注重推动长三角地区三省一市间产业融合和创新发展，并通过打造长三角未来发展示范区，为跨省市产业布局和区域融合发展探索新模式                                  |
| 2019-01 | 江苏省十三届人大二次会议          | 江苏省省长吴政龙在政府工作报告中提出，认真落实“一带一路”建设、长江经济带发展、长三角区域一体化发展三大国家战略，为高水平全面建成小康社会收官打下决定性基础  |
| 2019-01 | 安徽省十三届人大二次会议          | 安徽省省长李国英在政府工作报告中提出，加快长三角更高质量一体化发展。深度参与长江三角洲区域一体化发展国家战略规划纲要编制，制定安徽实施方案。推进长三角科技创新共同体和产业合作示范基地建设                         |
| 2019-01 | 上海市十五届人大二次会议          | 上海市市长应勇在政府工作报告中提出要坚定推进改革开放再出发，实施长三角区域一体化国家发展战略，大力推动长三角更高质量一体化发展，发挥龙头带动作用  |
| 2019-01 | 浙江省十三届人大二次会议          | 浙江省省长袁家军在政府工作报告中提出加快落实长三角一体化发展国家战略，坚持全省域全方位融入长三角，充分发挥浙江体制机制、对外开放、数字经济、绿水青山、民营经济等优势，制定浙江推进长三角一体化发展行动纲要，共同打造长三角一体化发展示范区 |

资料来源：新华社，国务院，地方政府官网，中信证券研究部

## ■ 统一开放的市场体系亟待形成，制度创新为全国改革提供示范

### 人地钱尚未自由流动，长三角应为改革前沿

长三角诸侯经济特征显著，存在行政区划壁垒和公共服务资源分配问题。真正严重影响区域一体化发展进程的是行政约束，其他非行政因素都多会影响发展效率。长三角在发展中的乡镇企业模式、工业园区模式等都需要地方政府的主动积极，不少地方“强政府、弱市场”，但有为的地方政府在一体化问题上，会因“诸侯经济”难以达成多地“割肉之疼”的利益调整。想要促进人力、资本、科技等要素在区域内的流动，必须提供相应的公共服务均衡化、联动化。由于我国较严厉的户籍制度、社保制度等壁垒设置，城市之间的要素流动受到限制；由于城市发展和行政体制问题，医疗、教育等资源严重不均。

长三角应成为一体化机制创新的前沿先锋，努力降低制度性成本，率先形成统一开放的市场体系。要素自由流动是深化市场体系改革的重要方向。十八届三中全会指出，“建设统一开放、竞争有序的市场体系，是使市场在资源配置中起决定性作用的基础。必须加快形成商品和要素自由流动、平等交换的现代市场体系，着力清除市场壁垒，提高资源配置效率的效率”。长三角作为中国经济最发达、一体化实践最长的区域，应当作为改革的突破区域消除行政壁垒，主要包括三方面举措：高级别的长三角一体化领导小组；以一体化示范区为先行试点逐步推广落实；借助上海自贸区扩容以更深层次开放倒逼改革。

### 中央级别领导小组预计将成立，加强协调以破除要素壁垒

规划监管方面，需要以专业机构加强统一协调。成立较高级别的统一领导机构以协调各类规划监管是区域破除行政壁垒的重要前提。旧金山湾区的区域治理机制涵盖基础设施、生态保护、空气质量等多方面推动协调；英国政府成立“巴罗委员会”编制规划，奠定大伦敦都市区的空间格局。2008年起，长三角实行决策层、协调层和执行层“三级运作”的区域合作机制，确立了“主要领导座谈会明确任务方向、联席会议协调推进、联席会议办公室和重点专题组具体落实”的机制框架，并在2018年成立长三角区域合作办公室。

借鉴京津冀协同和粤港澳大湾区，长三角一体化领导小组预计也会设立并统一协调部署。成立更高行政级别的协调小组是提高行政效率的关键。按《人民日报》的说法，“小组治大国，大事建小组”早已成为我国治理惯例，参考京津冀协同发展，2014年国务院成立京津冀协同发展领导小组由时任中央政治局常委、副总理张高丽担任组长，之后三地协同明显加快，北京对非首都功能疏解高度重视，雄安、通州建设也快速推进。粤港澳大湾区建设领导小组也在2018年成立，组长为中央政治局常委、副总理韩正。

表 5：与京津冀相比，长三角地方协调机制较为完善，缺乏中央级高级别统一协调机构

| 区域  | 行政体制            | 细节  |
|-----|-----------------|---|
| 京津冀 | 京津冀协同发展领导小组及办公室 | 2014年成立，原中共中央政治局常委、国务院副总理张高丽担任京津冀协同发展领导小组组长，目前组长为中共中央政治局常委、国务院副总理韩正。并设立办公室，负责人为发改委主任，从中央高度统一协调部署雄安新区、通州北京副中心等项目 |
|     | 各地区协同发展领导小组     | 由各地常务副市长、副区长担任组长  |

| 区域  | 行政体制                           | 细节   |
|-----|--------------------------------|--|
| 长三角 | 决策层：明确任务方向<br>长三角地区主要领导座谈会     | 沪苏浙皖三省一市省（市）委书记、省（市）长出席，三省一市常务副省（市）长、党委和政府秘书长、党委和政府研究室主任、发展改革委主任和副主任列席                                     |
|     | 协调层：协调推进<br>长三角地区合作与发展联席会议     | 沪苏浙皖三省一市常务副省（市）长参加   |
|     | 研究执行层：研究规划及统筹<br>长三角区域合作办公室    | 2018 年最新成立，负责研究拟订长三角协同发展的战略规划，以及体制机制和重大政策建议，协调推进区域合作中的重要事项和重大项目，统筹管理合作基金、长三角网站和有关宣传工作                      |
|     | 执行层：具体落实<br>联席会议办公室<br>重点合作专题组 | 沪苏浙皖三省一市分别在发展改革委（或合作交流办）设立“联席会议办公室”，分管副主任兼联席办主任<br>设立了交通、能源、信息、科技、环保、信用、社保、金融、涉外服务、城市合作、产业、食品安全 12 个重点合作专题 |

资料来源：新华社，北京发改委网站，上海发改委网站，中信证券研究部

### 自改革维度看，一体化示范区先行先试进而以点带面

长三角一体化发展示范区率先落地将成为重要的试点突破口。以具体项目推动、小规模试点提供载体的方式是一体化实践的重要手段，参考欧洲一体化进程，开始时抓住煤钢和原子能利用等领域，在法国、德国、意大利、比利时、荷兰和卢森堡等六国内部建立没有关税、没有配额、没有其他进入壁垒的市场，进而逐步发展形成区域统一市场。2019 年 1 月，上海和浙江在地方两会指出要合力推进长三角一体化发展示范区建设，预计是未来试点推动的着力点。上海市委书记李强 3 月 6 日在上海市代表团全体会议上表示，上海、江苏、浙江交界处将设立长三角一体化示范区，上海正紧锣密鼓与江苏、浙江研究示范区相关规划和制度设计。

图 13：上海、江苏、浙江交界处将设立长三角一体化示范区，青浦、吴江、嘉善可能成为示范区范围



资料来源：《青浦、吴江、嘉善 2019 年一体化发展工作方案》，中信证券研究部

一体化发展示范区重点在制度创新，或总结各类改革举措实现综合性区域创新，进而以点带面逐步推动更大范围的要素自由流动。作为改革创新先行示范区，长三角一体化发展示范区重点在于突破行政壁垒和体制机制障碍，按照市场化要求共同建立统一的区域大市场，加强在规划、投资、财税、人员、医疗、教育、环境、土地等多个制度方面的

一体化衔接，2019年1月三省一市地方政府联合签署的《长三角地区市场体系一体化建设合作备忘录》相关内容有望在示范区率先落地，未来示范区可能有结合其他改革试验的经验如自贸区、雄安新区、“三块地”改革试点等，提出更为突破的改革创新。而从长期来看，示范区必然“一石激起千层浪”，在试点之后区域有望继续扩大，最终相关创新举措将覆盖长三角全境乃至全国。

表 6：一体化示范区预计将在规划监管、环境、土地、资金、人员等多方面均进行要素流动自由的先行先试

| 要素类别 | 一体化方向    | 具体措施  | 参考文件或已有行动  |
|------|----------|---|--|
| 规划监管 | 规划协调     | 区域规划共同编制、共同批准、联合印发  | 长三角已实现各政府在制定规划时加强协同在此基础上各省市间加强合作；参考京津冀，《京津冀协同发展交通一体化规划》共同编制联合印发  |
|      | 标准统一互认   | 实现食品安全、信用体系、环境保护、高新技术成果、执法监控等领域的标准统一和资格互认                             | 2016年《长江三角洲城市群发展规划》提出这些领域要资格互认，近年来已经在食品安全、生态监督等领域实现了标准统一；《长三角地区市场一体化建设合作备忘录》抓紧研究共认“一个章”，整体优化长三角营商环境  |
| 环境   | 产权交易     | 建立水权、排污权、知识产权、用能权、碳排放权等初始分配与跨省交易制度                                    | 《长江三角洲城市群发展规划》就已经提出，目前在碳排放方面已有实践   |
|      | 生态补偿     | 建立开发地域、受益地区和保护地区的生态补偿机制，实现生态保护激励相容                                    | 在新安江流域水环境补偿试点中，下游的浙江省给上游的安徽省提供补偿，专项用于水环境保护和水污染治理，可在示范区推广   |
| 土地   | 用地指标     | 实现耕地占补平衡指标和新增建设用地指标跨省交易   | 《跨省域补充耕地国家统筹管理办法》和《城乡建设用地增减挂钩节余指标跨省域调剂管理办法》建立新增耕地指标、城乡建设用地增减挂钩节余指标跨省域调剂机制，目前主要是向“三区三州”贫困地区进行交易，未来或实现区域内跨省交易  |
|      | 城乡土地市场统一 | 三块地改革试点得到推广，如农村集体经营性建设用地出让、租赁、入股等，实现城乡统一的建设用地市场                       | 《浙江省推动非户籍人口在城市落户工作方案》指出，完善农村土地三权分置改革，不强制要求落户农民转让其在农村的土地承包经营权、宅基地使用权和集体收益分配权；将城市建设用地增加规模和县农业转移人口落户数量挂钩，按照以人定地、人地和谐的原则，保障农业转移人口在城市落户的合理用地需求                        |
| 资金   | 财政投资     | 区域内重大基础设施建设、园区合作进行成本分担；建立统一的城市投资建设平台公司，探索发行区域专项债券                     | 长三角城市群一体化发展基金将重点投向跨区域基础设施建设；雄安新区发行专项债，首批300亿元已经发行  |
|      | 税收分配     | 对于区域内企业税收按比例分成，激励地方政府推动产业转移；实现税收优惠协调，避免招商引资优惠政策的恶性竞争；税收征管统一大数据，实现通行通办 | 《京津冀协同发展产业转移对接企业税收收入分享办法》规定迁出企业三年内的增值税、企业所得税和营业税在迁入地区和迁出地区之间按50%:50%比例分享；《长三角一体化发展统计合作方案》一方面抓紧推动基础数据库的建设，把各自的政务数据、行业数据、社会数据统一按标准进库；另一方面依托统一的数据共享平台，实现跨部门、跨省市共享应用 |
|      | 金融       | 推进区域支付清算、异地存储、信用担保等业务同城化  | 京津冀开发银行成立，有望实现区域支付清算、异地存储、信用担保等业务同城化   |
| 人员   | 户籍制度     | 进一步放开区域内一般县城和建制镇甚至绝大多数中小城市的落户限制，完善上海、南京、杭州等特大城市的积分落户制度                | 《浙江省推动非户籍人口在城市落户工作方案》和《长江三角洲城市群发展规划》均指出这一改革方向，也符合发改委2018年的城镇化要求目标  |
|      | 人才认证     | 减少人事关系、身份户籍的限制，在资格证书、职称标准等实现互认  | 2018年长三角合作与发展人社专题组工作要点指出，通过推进人才互认共享、社会保障互联互通、劳动关系等，共同促进长三角地区人力资源的有效流动和优化配置，提升公共服务便利化水平   |
|      | 社会保障     | 建立社保一卡通制度，实现区域内社保账户互认互通；  | 2018年长三角合作与发展人社专题组工作要点指出，保障养老保险、医疗保险和失业保险在长三角各省市间转移接续规范有序，提高工作效率   |
|      | 医疗结算     | 实现医保异地结算；实现目录如药品、疾病等方面的统一   | “长三角”异地就医门诊直接结算已有试点，滁州市、马鞍山市、南通市、盐城市、徐州市、嘉兴市、宁波市、省本级等7个统筹地区的参保人员可以在上海门诊就医可以直接结算；目前药品目录等实现了省内统一，可适当进行创新   |

| 要素类别  | 一体化方向  | 具体措施                         | 参考文件或已有行动   |
|-------|--|------------------------------|---|
| 医疗    | 治疗   | 跨区域医疗联合体就医,提供更多可选医院,建设更多分院协同 | “长三角城市群医院协同发展战略联盟”成立。由上海市第一人民医院、江苏省人民医院、浙江省人民医院与安徽省立医院共同牵头发起,目前已覆盖 26 个城市的 112 家医院,协力筑起“六张网”(急危重症救治网、慢病防治网、专科联盟网、异地医保结算网、远程门诊网、空中救援天网);上海交通大学医学院附属仁济医院宁波医院、宁波市第二医院杭州湾院区、宁波市杭州湾医院开业试运营,同时推进的还有医联体云平台建设,今后将共享两地电子病历 |
| 异地养老  | 老人卡、市民卡可互用,信息互通等                               |                              | 推动养老服务信息互通、信用体系互认,推动区域内异地居住老年人养老政策“通关”,推进解决涉及长三角一体化养老的具体问题;青浦、昆山、吴江、嘉善四地共同签署《环淀山湖战略协同区一体化发展合作备忘录》,在养老服务方面强化协同合作,共建区域养老服务业联合平台   |
| 教育均等化 | 对于区域内基本公共服务质量低于平均水平的地区予以投入倾斜,同时完善分布学区资源,加强师资流动 |                              | 三省一市共同签署《长三角地区教育更高质量一体化发展战略协作框架协议》和《长三角地区教育一体化发展三年行动计划》,率先在高教、职教、师资等若干领域深化协作、重点发力   |

资料来源:新华社,上观新闻,各政府官网,中信证券研究部

## 从开放维度看,上海自贸区扩容成为抓手,促进要素进一步加速内外流动

上海自贸区作为对外开放的前沿阵地,直接对标国际最高标准进一步扩容,促进要素进一步自由流动。2019 年政府工作报告提出,赋予自贸试验区更大改革创新自主权,增设上海自贸试验区新片区。作为我国首个自由贸易试验区,上海市政府工作报告提出,上海自贸区将对标国际上公认的竞争力最强的自由贸易区,实施具有较强国际市场竞争力的开放政策和制度,建设更具国际市场影响力和竞争力的“特殊经济功能区”。我们预计将在贸易、投资、财税、金融、人员、信息等要素开放方面取得进一步进展。同样,自贸区先行先试之后,长期来看,也会产生以点带面、由线到面的效果,例如在区域内选择部分区域承接与自贸区相同的政策优惠,进而相关政策经过实践后覆盖长三角全境乃至全国。

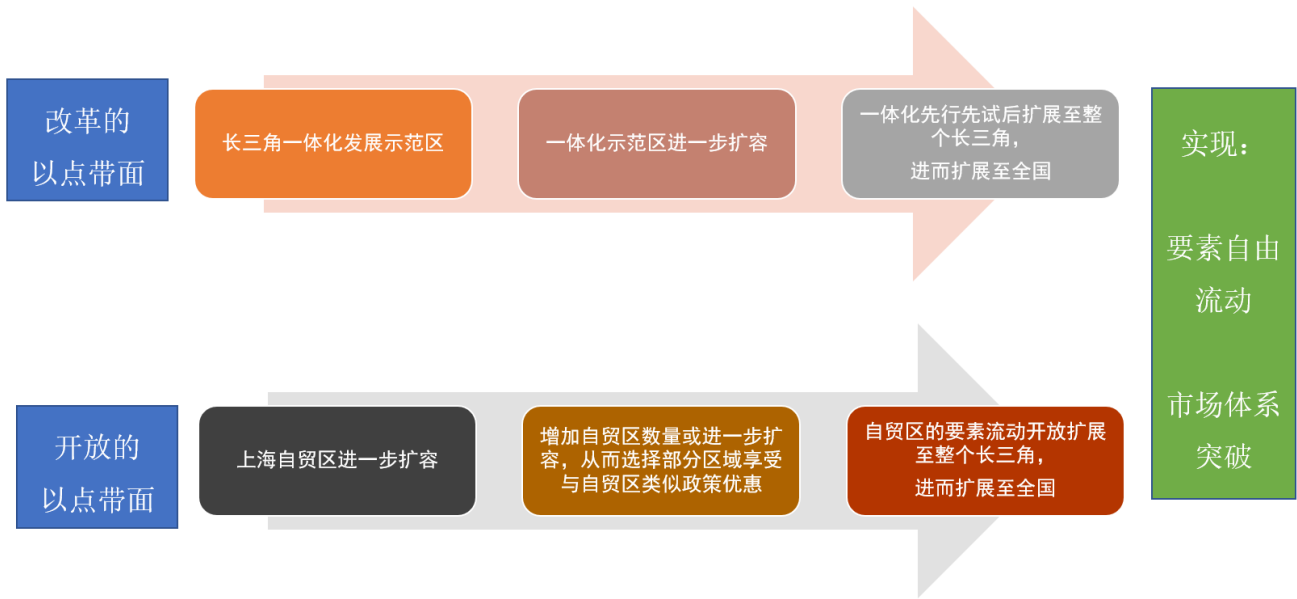
表 7: 自贸区在扩容的同时可能也会进行政策的进一步放宽

|    | 上海、浙江自贸区  | 上海自贸区扩容可能完善方向                                      |
|----|---|--|
| 贸易 | 已实现一线进境货物当天入区,上海口岸 95%的货物申报、全部船舶申报通过国际贸易“单一窗口”办理        | 在货物贸易发达的基础上,进一步发展服务贸易,如跨境电商、医疗健康等                  |
| 投资 | 设立自贸区外商投资负面清单   | 再进一步放宽外资限制,包括业务范围、投资占比等                            |
| 金融 | 自由贸易账户本外地一体化  | 发展跨境金融和离岸金融,努力实现区内境内外资金自由流动                        |
| 财税 | 确保各项税制改革、税收优惠政策落到实处;对自贸区内生产企业和生产性服务业企业进口所需的机器、设备等货物予以免税 | 对接国际零关税、零补贴的标准;出口增值税减免可进一步扩张范围;投资相关的减税、服务相关业务的进口减税 |
| 人员 | 外国人永久居留证(“中国绿卡”)主要集中在外籍高层次人才,集中在科技领域                    | 在出入境、永久居留证等领域放宽标准限制,增加额度,统一标准;双重国籍方面的讨论;进一步改善服务    |
| 信息 | 目前信息开放方面只有部分企业许可  | 在符合标准情况下,互联网领域实现接轨世界                               |

资料来源:上海自贸区官网,中信证券研究部政策组预测

图 14: 从改革和开放两个维度,均是从试点起步进而以点带面,促进要素流动自由的制度创新





资料来源：中信证券研究部政策组整理

## ■ 基础设施力求互联互通，交通信息能源水利建设加速

### 长三角基础设施网络化不足，交通信息能源水利四大板块建设或加速

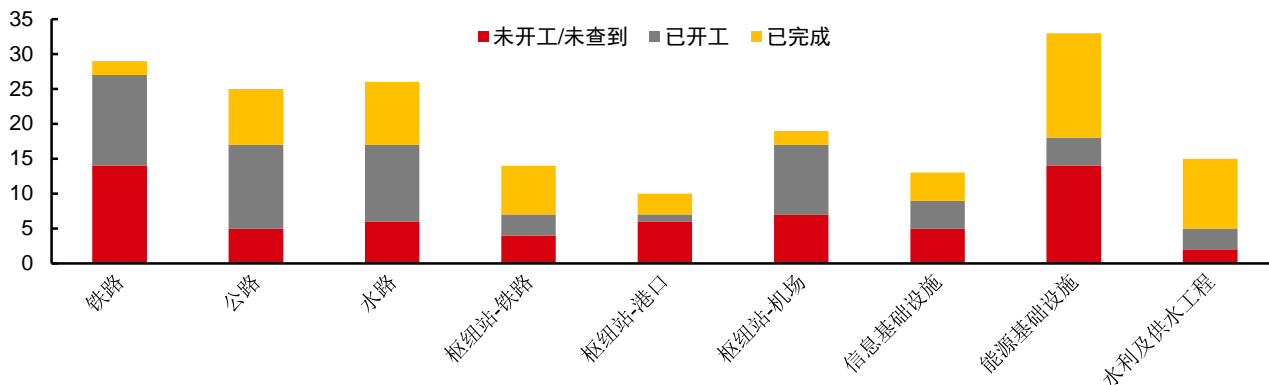
基础设施互联互通能促进核心城市与周边中小城市及广阔腹地的良性互动。基础设施呈现网络化布局有助于降低运输成本、促进资源自由流动。例如东京 23 区 450 平方公里有 62 条轨道交通线路；大东京区域内运营总里程达 4,714.5 km，拥有 882 个换乘车站，日均超过 4 千万的客流量。

基础设施上，长三角尚未形成网络化基础设施体系，建设断点较多、竞争大于合作。即使是实现区域一体化发展的最基本的跨地区基础设施，迄今也没有完全真正实现战略规划目标的要求。虽然长三角基建密度领先全国，但城市间互联互通并不充分，在 2018 年总共排出 36 条省际断头路。基础设施缺乏整体规划，以《第一财经日报》在 2014 年对长三角地区的机场建设问题的报道为例，当时由于全球 IT 装配主要集中在苏南，特别是昆山、苏州工业园区一带，因此江苏方面非常希望上海虹桥机场能够有更多的国际航线，尽快扩建。在上海转而建设浦东国际机场后，江苏修建了苏南硕放国际机场，但很快上海又回头建设虹桥枢纽，造成了资源的浪费和苏沪间的竞争。

参照《长江三角洲城市群发展规划》和 2019 年三省一市地方两会内容，我们测算交通、信息、能源、水利投资空间分别至少在 11,000 亿元、2,000 亿元、300 亿元、750 亿元以上。基础设施一体化预计提速，我们通过整理 2016 年发布的《长江三角洲城市群发展规划》及 2019 年地方两会提及的基建项目，发掘潜在投资空间。具体测算方式如下，按照项目清单一一查询各项目的开工时间、预计施工完成时间和预计总投资额，如果在 2019 年 2 月 20 日之前已经完成，则记录为“已完成”；如果在 2 月 20 日前已经施工但尚未到预计完工时间，则记录为“已开工”，由于具体投资进度无法得知，我们以日期推算

进度；如果未查询到项目进展，或项目尚未开始施工，则记录为“未开工/未查到”。我们根据能查询到的部分项目投资额及相关进度，测算出各类投资的部分投资空间。

图 15：基础设施各类项目个数及施工情况统计（单位：个）



资料来源：《长江三角洲城市群发展规划》，地方政府官网，搜狐财经，中信证券研究部

表 8：可查询项目的剩余投资空间测算

| 类别      | 可查询项目剩余投资空间测算 | 代表项目   |
|---------|---------------|--|
| 铁路      | 8,000 亿元以上    | 合新高铁、沪苏湖铁路、盐泰锡宜城际铁路、北沿江高铁、杭绍台城际铁路、宁扬高城际等                         |
| 公路      | 1,000 亿元以上    | 合肥—六安—大顾店高速公路改扩建、G2 新沂至江都段改扩建、G3 铜陵长江公铁大桥、G25 浙江段改扩建、杭绍甬高速公路杭绍段等 |
| 水路      | 1,000 亿元以上    | 引江济淮工程、大芦线、湖嘉申线嘉兴段等  |
| 枢纽站-铁路  | 100 亿元以上      | 合肥北站、上海东站、南通西站等  |
| 枢纽站-港口  | 100 亿元以上      | 苏州港太仓港区集装箱四期、池州港牛头山港区公用码头二期等                                     |
| 枢纽站-机场  | 750 亿元以上      | 丽水机场建设、杭州萧山机场改扩建、上海浦东机场改扩建等                                      |
| 信息基础设施  | 2000 亿元以上     | 5G 网络建设、新跨太平洋国际海底光缆建设等   |
| 能源基础设施  | 300 亿元以上      | 宁国抽水蓄能电站、环杭州湾沿海内陆主干管网等   |
| 水利及供水工程 | 750 亿元以上      | 长江口综合整治开发工程、舟山大陆引水三期工程投资等  |

资料来源：《长江三角洲城市群发展规划》，地方政府官网，搜狐财经，中信证券研究部测算

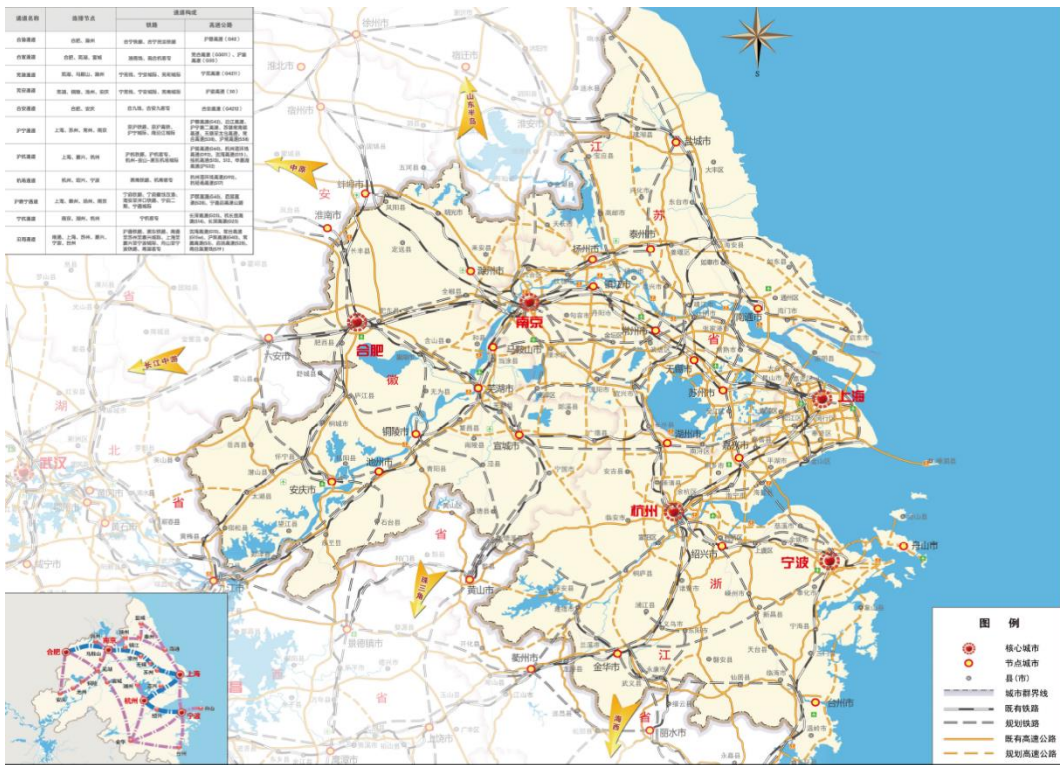
## 加强协作、完善布局，打造陆水空综合交通体系

城际铁路（包含高铁）、轨道交通（例如地铁）建设是提升一体化效率的重要保证。城际铁路方面，长江一体化具有长足发展潜力。中信证券研究部建筑组对长三角及周围辐射区域的重要城际铁路进行了梳理，目前处于开工建设状态的线路里程达 4,288 公里，在全国范围内处于领先地位；从“十三五”建设规划以及铁路中长期规划来看，长三角及辐射区域规划建设线路里程达 8,335 公里，约为目前在建里程的 1.9 倍，其中建筑组认为有 5,181 公里属于重点开工项目，预计在 2025 年前将逐步落地。轨道交通建设方面，未来长三角的轨道交通增量与全国平均水平相当，但在重点城市上有长远发展空间。根据中信证券研究部建筑组对长三角城市轨道交通建设规划的梳理，目前长三角有轨交规划的 13 市中，批复在建的轨道交通总里程约为 1,181 公里，而总批复规划的里程为 1,671 公里，批复/在建比例为 1.41，与全国平均水平（1.29）相当。但在上海、南京、苏州等重点城市上，批复/在建比例较高，在现规划中仍有项目继续落地的空间；中长期看，这些城市的财

务状况较好，随着新一轮轨交规划得到批复，轨交密度仍有继续上升空间。城际铁路每公里造价 1.2-1.8 亿元，轨道交通每公里造价 8-9 亿元，预计 2025 年前有超过 8,000 亿元投资空间。

**高速公路短期从打通断头路开始，未来预计将继续改扩建重点高速和增加跨海过江通道。**2018 年 6 月，长三角三省一市签署了《长三角地区打通省际断头路合作框架协议》，第一批重点推进 17 个重点项目，断头路如同肠梗阻，打通将极大提升效率。另外，随着需求日益提高，高速改扩建和跨江跨海重点项目仍将继续推进。而 2019 年政府工作报告中提到的取消省际收费站，也可能在力图驱动一体化的长三角率先实现。

图 16：长三角城市群综合交通网规划示意图



资料来源：《长江三角洲城市群发展规划》，中信证券研究部

**长三角打造世界级机场群，需进一步合理分工、改善布局。**2017 年 3 月，国家发改委、中国民航局印发《全国民用运输机场布局规划》，提出到 2025 年新增机场 136 个，建成京津冀、长三角地区和珠三角地区三大世界级机场群。《2018 年中国 235 个机场吞吐量排名》显示，2018 年在全国 37 个千万级机场中，长三角地区有上海浦东、上海虹桥、杭州萧山、南京禄口、宁波栎社、温州龙湾、合肥新桥 7 个机场吞吐量迈入千万级行列。2018 年 1 月在长江三角洲地区主要领导座谈会上《关于共同推进长三角地区民航协同发展 努力打造长三角世界级机场群合作协议》签署，提出各方将以提升上海国际航空枢纽功能和国际竞争力为主，推动区域内各机场的合理分工定位、差异化经营，加快形成良性竞争、错位发展的格局。以上海浦东机场和虹桥机场为例，其合计年客运总量极值是 1.2 亿人次，2018 年这一数字已超过 1.1 亿人次。根据《上海市城市总体规划（2017-2035 年）》，至 2035 年，上海航空枢纽设计年客运吞吐能力 1.8 亿人次左右，上海国际航空枢纽需要新机场。

**世界级港口群呼之欲出，加强协作、相互入股是重要抓手。**联动协作正成为推动长三角现代化港口群建设的重要抓手，上海港 60%的集装箱货源来自长三角地区，因此上海港、舟山宁波港等全球重要港口均需重视与周边省市和兄弟港口的联动和协作。2018 年 10 月，浙江海港集团以现金 50 亿元人民币对上港集团全资子公司上海盛东国际集装箱码头有限公司进行增资。上港集团与浙江海港集团两家分别持有盛东公司 80%和 20%股权，沪浙开始联手全面加快推进小洋山北侧开发建设。

## 新一代信息基础设施和数据统一应用预计率先在长三角发力

**5G、IPV6、量子通信等信息基础设施将加快建设。**以 5G 为例，2018 年 6 月，中国电信、中国移动、中国联通、中国铁塔宣布未来四年将在长三角三省一市投入 2000 亿元建设 5G。2018 年 11 月《长三角 5G 协同发展白皮书》发布，根据计划，2018 年底上海、杭州、南京、苏州、宁波等地将率先建成 5G 外场技术试验网，5G 网络下载速度达到 1Gbps，基站数量超 500 站。2019 年底，长三角 26 城进一步扩大试点规模，在医院、交通枢纽等场所推进 5G 网络试商用，下载速度达 1.5Gbps，基站超 5000 站。2020 年底，完成 5G 网络部署，成为国内首批正式商用地区之一，基站超 10 万站，覆盖率达 98%，工业无线以太网依托 5G 实现规模商用。

表 9：打造以 5G 为引领的长三角新一代信息基础设施体系

| 5G 的建设方面  | 细节及阶段计划   |
|-----------|---|
| 长三角新连接建设  | 2018 年建成国内规模最大的 5G 外场技术试验网，2019 年率先在国内开展试商用，2020 年成为国内首批正式商用的地区之一，同步推进 5G 应用及产业链协同发展。到 2021 年，长三角城市群基本实现千兆到户覆盖，城域物联网基本实现长三角城市群全覆盖             |
| 长三角枢纽建设   | 以上海亚太信息通信枢纽和南京、杭州等国家级互联网骨干直连点为基础，加快区域通信枢纽和骨干网建设，打造世界级信息通信枢纽。力争到 2021 年，长三角地区国际通信出口容量达到 50Tbps，国际出口带宽能级超过 10Tbps。在苏浙沪毗邻区探索建设直连的信息枢纽港区          |
| 长三角新计算建设  | 优化长三角互联网数据中心布局，推动长三角存算资源同城化。数据中心基地化、园区化发展，PUE 力争低于 1.3。同步部署向人工智能的计算加速器资源，区域计算加速资源超 20 万核，数据中心存储容量实现 Z 级突破。到 2021 年长三角主要城市群城镇化地区基本实现移动边缘计算节点部署 |
| 长三角感知建设   | 打造深度覆盖的物联专网，推动长三角智能物联平台互联互通，聚焦区域管理和社会治理，形成基于算法模型和人工智能的物联专网协同服务模式。引导城市群建设基于物联、数联、智联的城域物联专网，部署物联传感“神经网络”，探索建设集管理、应用、决策功能的“区域大脑”平台               |
| 长三角信息安全建设 | 促成网络空间可识、可控、可管、可响应，基本形成区域联动、行业统筹、专业智能的安全即服务的信息安全保障体系。加强互联网信息内容管理和推动互联网信息传播制度建设。探索建立长三角城市级安全态势感知中心。推动长三角城市群量子保密通信干线网络建设                        |

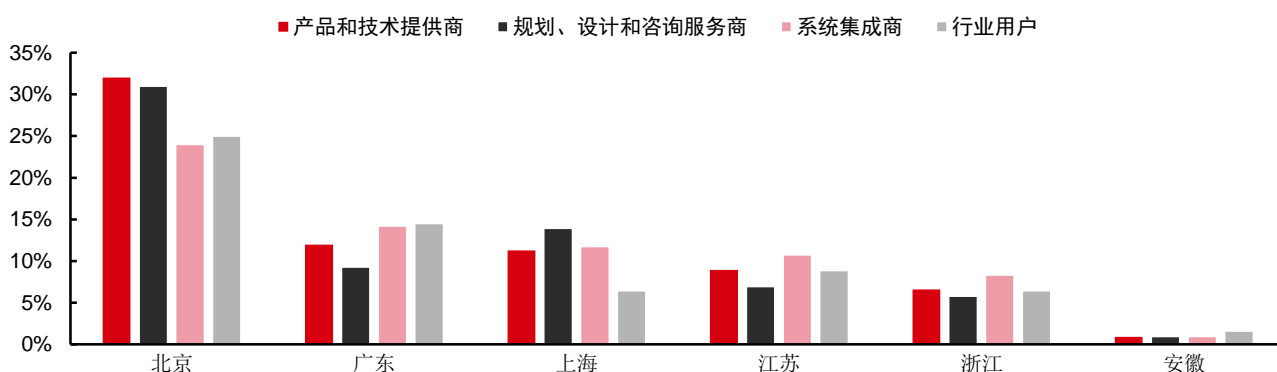
资料来源：上海市经信委，中信证券研究部

**智慧应用如政务数据互联网+、北斗导航、智慧城市智慧交通、泛在电力物联网等也将在信息设施完善基础上进一步发展，促进公共管理完善。**5G 等信息基础设施给予城市在公共管理和公共服务领域的数据处理能力。首先，体现在互联网+的政务处理上，无论是企业事务“一网通办”，还是居民网上缴费，都会得到快速发展。其次，北斗系统已经在长三角进行了海事航运、交通管理、环境监测治理等多项服务，预计长三角也会在北斗导航系统上先行一步。第三，智慧城市的发展需要信息的支持，2018 年 4 月《长三角区域信息化合作“十三五”规划(2016-2020 年)》发布，提出建成一体化智能交通、环保、教育、医疗、社保体系，电网、铁路、公路、港口等传统公共基础设施的智能化和集约化水平大幅提升。第四，大数据、云计算、物联网、移动互联网、智慧城市等先进信息通信

技术，实现用能、运维成本不断降低，也更好满足用户对多种能源的需求。2019年3月8日国网召开“泛在电力物联网”专项部署工作会议，董事长寇伟表示国网“最紧迫、最重要的任务就是加快推进泛在电力物联网建设”。

**工业互联网、云计算等将在信息基础上助力经济发展。**2018年，长三角工业互联网平台助力百万企业“上云上平台”服务倡议正式启动，提出力争到2020年实现新增“上云上平台”企业百万家，运营成本降低20%以上，生产效率提高20%以上，促进产业链、供应链高效协同和资源配置优化。2019年长三角地区上海、江苏、浙江、安徽三省一市共同起草了《推进互联网平台集群联动的合作框架协议》，重点支持智能云科、上海宝信、江苏徐工信息、浙江阿里云、安徽合力等工业互联网平台企业，力争在全国率先建成区域性工业互联网平台集群。根据协议，2019年三省一市将制定区域性扶持政策，培育万个工业App；打造一批基于工业互联网平台创新应用的标杆工厂和园区。

图 17：工业互联网产业地图分布



资料来源：工业互联网产业联盟，中信证券研究部

### 油气、电力等能源基础设施提供支持保障，水利工程建设提上日程

**油气管网统一规划和建设，重点增加 LNG 接收站和储备中心项目。**长三角满足能源需求需要进一步推动管道建设和互联互通，尤其是 LNG 接收站、储存站的建设应进一步加快。全国来看地下储气库、沿海 LNG 接收站、陆上 LNG 和 CNG 储配中心建设严重落后。2018年4月《关于加快储气设施建设和完善初期调峰辅助服务时长机制的意见》提出2020年供气企业储气能力要不低于其年合同销售量的10%，城镇燃气企业储气能力不低于其年用气量的5%，县级以上地方政府形成不低于本区域日均3天需求量的储气能力。

表 10：截至 2018 年底，正在建设的较为重要的储气站项目

| 接收站                 | 建设规模, 万吨/年 | 建设规模总计 | 投产时间   | 项目业主 | 状态 |
|---------------------|------------|--------|--------|------|----|
| 启东 LNG 分销转运站        | 115        | 115    | 2018 年 | 广汇   | 扩建 |
| 浙江 LNG 接收站          | 300        | 300    | 2020 年 | 中海油  | 扩建 |
| 浙江独山港 LNG 项目        | 100        | 100    | 2020 年 | 协鑫   | 在建 |
| 江阴液化天然气集散中心 LNG 储配站 | 200        | 200    | 2018 年 | 中天能源 | 在建 |
| 大麦屿能源 LNG 中转储运项目    | 200        | 200    | 2020 年 | 君安能源 | 在建 |
| 江苏滨海 LNG 项目         | 300        | 300    | 2021 年 | 中海油  | 在建 |
| 合计                  |            | 2805   |        |      |    |

资料来源：各公司年报，中信证券研究部石油石化组

**电网建设向智能化与物联网加速发展，为长三角发展添砖加瓦。**根据中信证券研究部电力设备与新能源组的观点，电网建设方面，首先，长三角地区年内有望迎来白鹤滩两条特高压直流线路落地，江苏、浙江，区域内电量调配需求进一步提升，因此从未来应用角度来看，其一华东环网可能进一步扩容，或向华中、华北地区延展，长三角区域内 GIL 管廊应用可能视需求有所拓展；其二，柔直项目试点可能加速落地，既推进相关核心设备加速国产化，又提升短端输电效率，为苏浙沿海海上风电的调配助力；其三，调度系统更新周期大背景下，区域内调度系统智能化升级将加速，延伸向国网“三型两网”建设目标，长三角有望在智能化升级和电力自动化信息通信方面加速技术试点应用和规模化推广。此外，京杭大运河和长江沿线岸电系统的升级改造工作有望加速落地，协助区域内航运发展，为未来海运岸电升级积累经验。

**水利工程保证顺利开工，实现水利综合管理。**首先，河坝海坝整治仍要求达标提标；其次，淮河、太湖重点流域的疏浚清淤等仍是治理重点；最后，以湖泊为重点的供水维护和生态涵养将维持投入。2019 年 1 月江苏省水利厅宣布，今年全省初步安排重点水利工程建设 126 亿元，近 20 项工程将启动和推进。

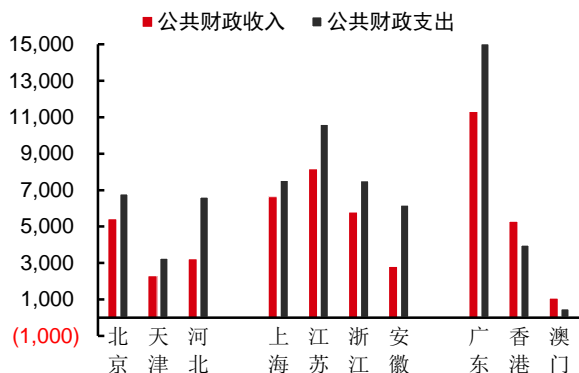
## ■ 以科技助力产业升级，先进制造业集群或加快发展

### 长三角目前仍以投资驱动发展，科技潜力尚未完全释放

**城市群**的产业发展依托于两大特点，一是合理的产业协同和分工布局，二是发挥**核心城市先进要素的外溢效应**。一方面，城市群内部要素分布和要素价格存在差异，需要进行合理布局以形成链条式发展。以日本为例，东京中心城区重点布局高附加值、高成长性的服务性行业，而周边横滨、川崎等则成为制造中心；关东地区的六大港口之间贸易上互有侧重，避免互相过度竞争。另一方面，核心城市是区域龙头，高端生产要素（科技、金融）的集聚作用应当充分发挥外溢效果。以纽约为例，华尔街金融区面积不足 1 平方公里，集中了超过 240 万人、3,000 多家银行、交易所、保险公司等金融机构；纽约仰赖华尔街成为全球金融中心，并使得纽瓦克等诸多卫星城成为金融服务中心的一部分。

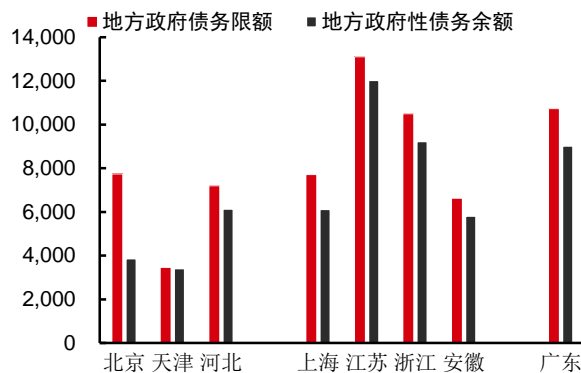
**产业发展上，长三角此前有过度依赖债务驱动的缺点，亟需实现向高质量发展的转变。**江苏的地方政府债务限额和余额均是全国最高，根据中信证券研究部固定收益组的测算，江浙两省在 2015-2017 年的城投等隐性地方债务的增速超过 50%，安徽甚至超过 70%。考虑到长三角巨大的经济体量和财政收入，地方债问题虽有压力但当前并不造成严重问题。而从债务数据和财政数据来观察，一方面，体现了长三角在经济上有较强的一体化特征，尤其是向发展快速的城市积极学习，例如此前的苏州工业园区模式在苏南地区快速推广。另一方面，也体现出长三角亟待进行发展模式的转型升级，减少对固定资产投资的依赖，发掘科技、金融等生产要素的增长潜力，从而实现高质量发展。

图 18: 2017 年三大城市群所在省的财政收入与支出 (单位: 亿元)



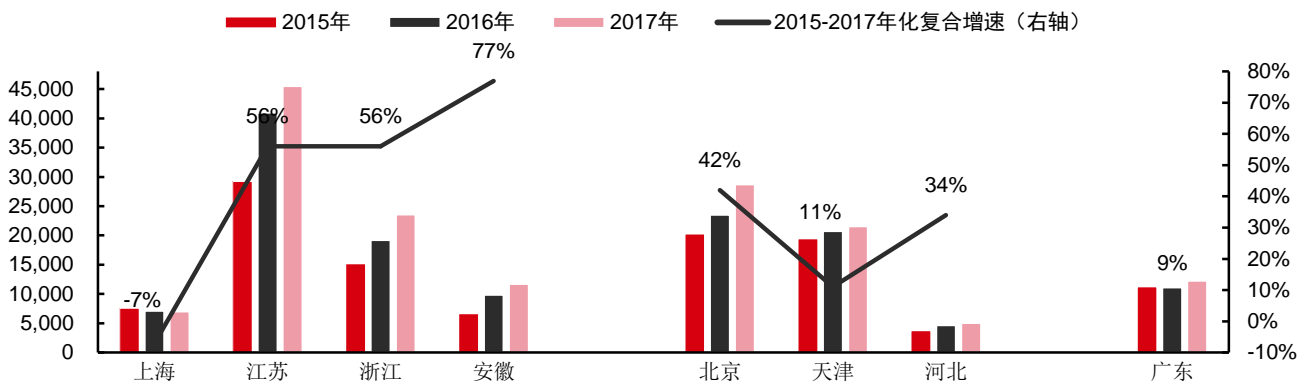
资料来源: Wind, 国家统计局, 中信证券研究部

图 19: 2017 年三大城市群所在省的债务限额与余额 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 各省政府官网, 财政部, 中信证券研究部

图 20: 2015-2017 年各省地方政府隐性债务 (如城投债等) 及复合增速 (单位: 亿元, %)



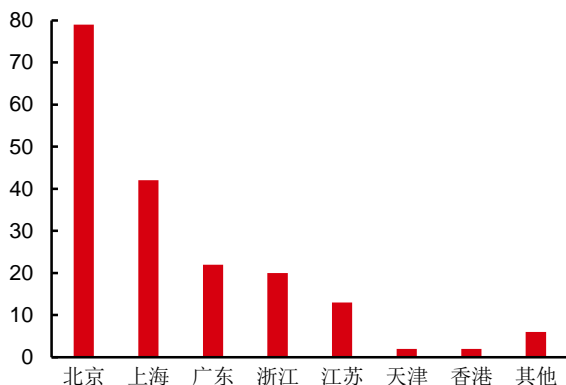
资料来源: Wind, 中信证券研究部固定收益组测算

注: 相关债务数据并不包含计划单列市情况, 如浙江宁波市, 广东深圳市

长三角已在产业链集聚和区域差别竞争进行了布局, 但仍存在严重的地区间竞争。产业集聚不是简单的重复和集中, 而是要达到优势互补、错位竞争、链接发展, 进而提升整体竞争力。作为中国重要的汽车、石化、纺织基地, 长三角整体产业基础完备, 城市间产业分工明确且工业水平差距不大。例如, 上海致力于打造国际经济中心、国际金融中心、国际贸易中心、国际航运中心; 南京、苏州是全国先进制造业中心; 杭州是“互联网+”双创中心, 拥有全新的商业模式以及阿里巴巴、网易等知名互联网企业; 宁波是重要的港口城市和制造业基地; 合肥初步形成了以电子等战略性新兴产业为先导的制造业体系。

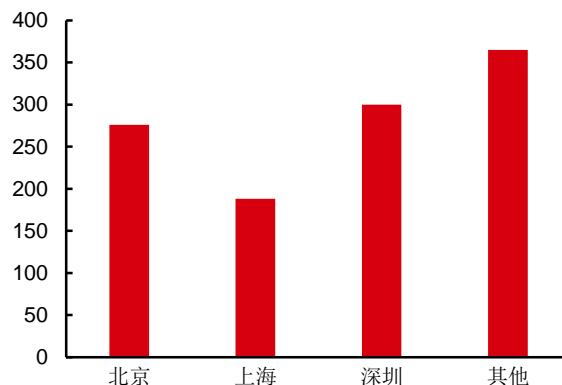
长三角金融发达、对外开放高地的优势没有与实体产业紧密结合; 上海等核心城市创新能力略有落后, 科技红利亟待释放。当下实现整体升级, 需要金融、科技等生产要素的积极参与, 需要核心城市发挥带动作用。一方面, 上海作为全球金融机构最集中、金融要素市场最齐备的城市之一, 对区域内支持力度不足, 尚未将开放优势转化, 区域内产业大基金等方式刚刚启动。另一方面, 长三角拥有多个国家高新技术开发区, 并有以“华东五校”为代表的高水平人才储备, 但在新经济领域, 北京、深圳抢走了众多资源, 长三角内仅有阿里巴巴、网易等明星企业坐镇的杭州有极大竞争力。

图 21: 独角兽数量上北京遥遥领先 (单位: 个)



资料来源:《2018 胡润大中华区独角兽指数》(胡润研究院), 中信证券研究部

图 22: 截至 2013 年各城市风投投资项目数 (单位: 个)



资料来源: Pan, F., Zhao, S. X. B., & Wójcik, D. (2016). The rise of venture capital centres in china: a spatial and network analysis, 中信证券研究部

### 长三角为我国先进制造业重地, 产学研生产力高度集聚

长三角在我国众多关键制造领域占比极高, 地位突出。长三角整车产能占全国比重达到 21%, 零部件企业数量和产量占全国比重均超过 40%, 新能源汽车市场份额将近 30%; 生物医药产值接近全国的 30%, 位列中国医药百强企业达到 29 家; 集成电路产业规模占全国比重达到 45%, 集聚了中芯、华虹等一批龙头企业, 有设计-制造-封测完整的产业链。此外, 沪苏浙三地造船产量占全国 2/3, 软件信息服务占全国 1/3。长三角地区的工业互联网、人工智能等新兴领域发展也走在全国前列。

表 11: 长三角主要城市的代表产业

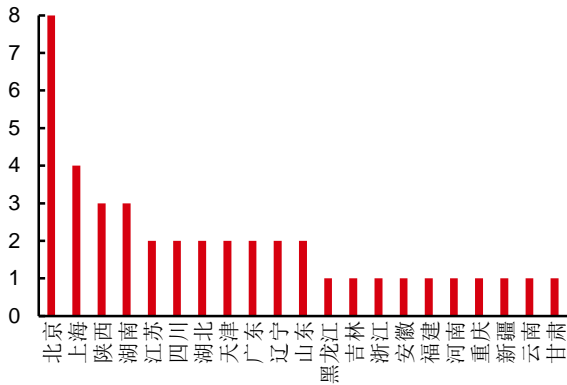
| 城市等级    | 城市名称 | 主要产业                                     |
|---------|------|--|
| 超大城市    | 上海   | 金融业, 批发和零售业, 电子、汽车制造业、成套设备制造业            |
| 特大城市    | 南京   | 金融业、文化产业、旅游业、信息技术、智能电网、节能环保、高端装备制造、新能源   |
| I 型大城市  | 杭州   | 信息、传输软件和信息技术服务业、电子商务、文创产业、旅游业、金融业        |
|         | 合肥   | 汽车及零部件、装备制造、家用电器、食品及农副产品加工、平板显示及电子信息、光伏  |
|         | 苏州   | 电子、电器、钢铁、通用设备、化工、纺织、电子商务                 |
| II 型大城市 | 无锡   | 纺织服装、精密机械及汽车配套零部件、电子信息及家电业、冶金、精细化工及生物医药业 |
|         | 宁波   | 纺织服装业、日用家电业、输变电设备制造业、机械工业、汽车配套产业、石化工业    |
|         | 常州   | 装备制造、新能源、输变电设备、电子、化工、纺织业                 |

资料来源: 各城市统计局, 中信证券研究部

科学创新实力突出, 在各项科技工程中占据重要位置, 科技成果转化也走在前列。综合性国家科学中心作为我国科技发展的最高水准的区域代表, 全国总共有上海张江、安徽合肥、北京怀柔获批, 长三角占据两个, 南京也在积极申报。而在“十三五”计划确立的一百个国家重大战略项目和国务院 2018 年提出的国际大科学计划和大科学工程方面, 健康、能源、材料、空间、天文、农业、信息等各个方面都离不开长三角的科技支持。在科技成果转化方面, 截止到 2018 年 5 月, 国务院共批准建设了 9 家国家科技成果转移转化示范区, 其中长三角就有 4 家, 而宁波为首批的两个试点之一。

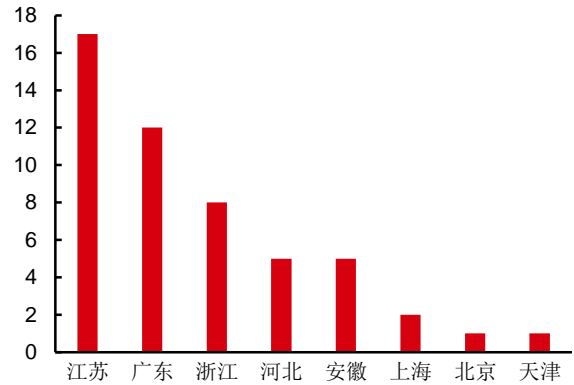


图 23：长三角双一流高校数量仅次于京津冀（单位：所）



资料来源：教育部《关于公布世界一流大学和一流学科建设高校及建设学科名单的通知》，中信证券研究部

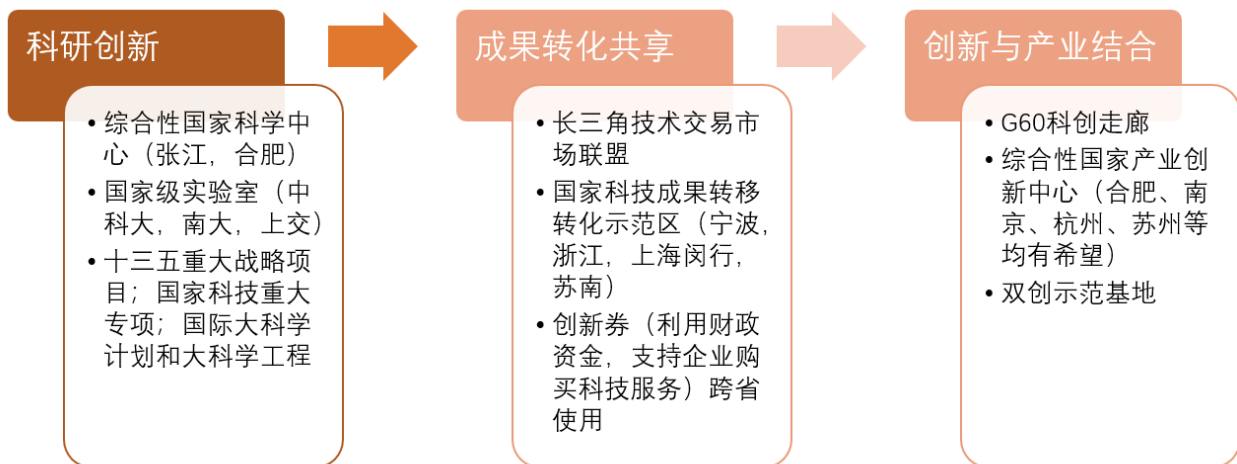
图 24：各省市高新技术开发区数量对比（单位：个）



资料来源：商务部《中国开发区审核公告目录（2018 年版）》，中信证券研究部

**产学研结合已有体系政策，未来一体化会加强协同，释放潜力。**总结来看，在科研创新、成果转化、与产业结合三个环节均有相关政策抓手，预计长三角将在一体化中打造产业创新的一体化。

图 25：长三角的产学研政策抓手均有布局，未来需进一步加强政策协调

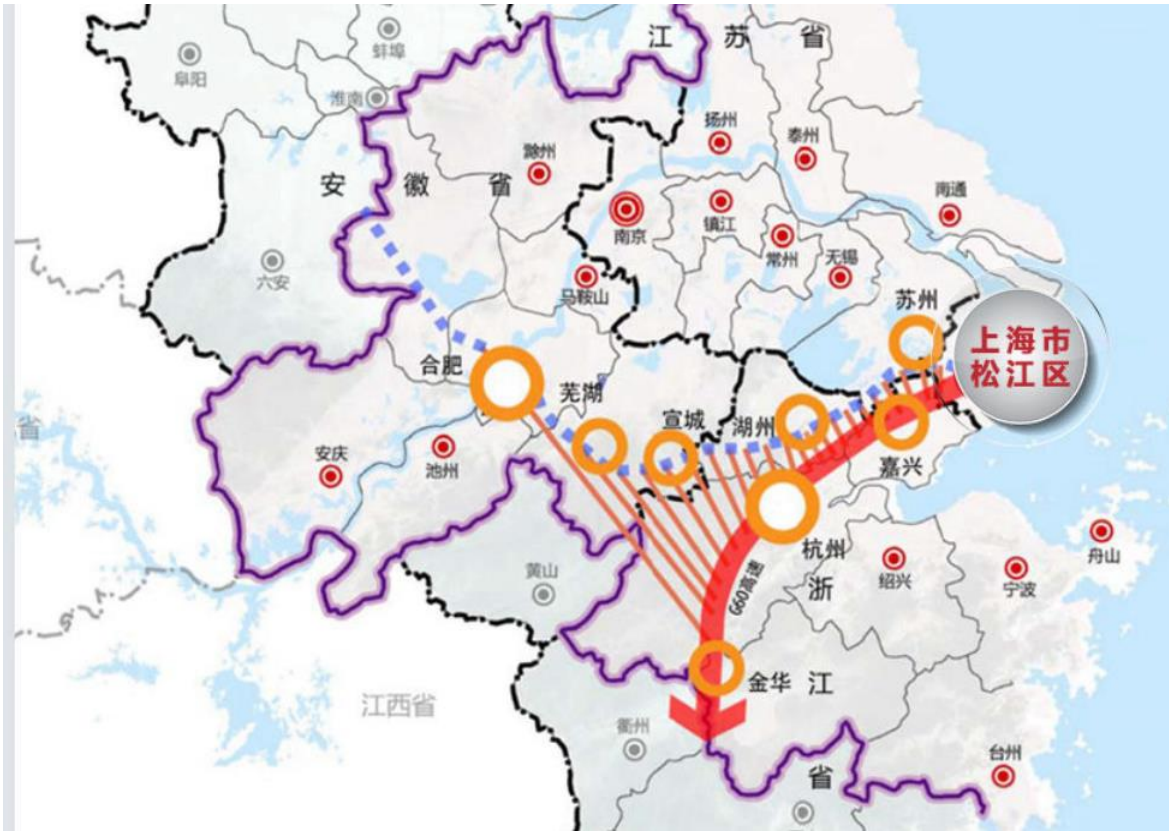


资料来源：《长江三角洲城市群规划》，2019 年地方政府两会，中信证券研究部

### G60 科创走廊已初具规模，是产业协同和创新的重要抓手、先行试点

**G60 科创走廊成为发挥科技红利、促进长三角高质量一体化重要抓手。**美国硅谷、波士顿 128 公路，日本的东京-筑波创新带等国际知名的科创走廊的显著特点就是依托科技创新核心城市向外辐射，沿着交通干线布局扩散发展。沪昆高速公路在公路网编号为 G60，始于上海松江区，途经浙江，止于云南昆明。G60 科创走廊在两年多里，从上海松江区的 1.0 版本，到沪嘉杭联动的 2.0 版本，再到 2018 年 6 月，上海松江与嘉兴、杭州、金华、苏州、湖州、宣城、芜湖、合肥九地宣布共建共享面向长三角的 G60 科创走廊。7 月 G60 科创走廊联席会议办公室就在松江挂牌运行。

图 26: G60 科创走廊



资料来源: G60 科创走廊联席会议办公室网站, 中信证券研究部

**G60 科创走廊产业基础雄厚, 被工信部赛迪咨询评为十大先进制造业集群之首。**根据新华社新闻, 2018 年, 九城(区) GDP 占长三角三省一市总量近 1/4, 研发投入达到 1,598 亿元, 发明专利授权 3.8 万项, 高新技术企业 15,816 家, 借助长三角的创新基础, 是最有条件打造“中国制造”迈向“中国创造”的示范走廊之一。2 月 15 日, 上海证券交易所宣布设立“上证 G60 指数”, 并提出在条件成熟时推出包含未来科创板上市企业的成份指数 ETF 产品。长三角产业一体化和科创板建设得到深度融合。

表 12: G60 科创走廊 9 城市重点发展的产业

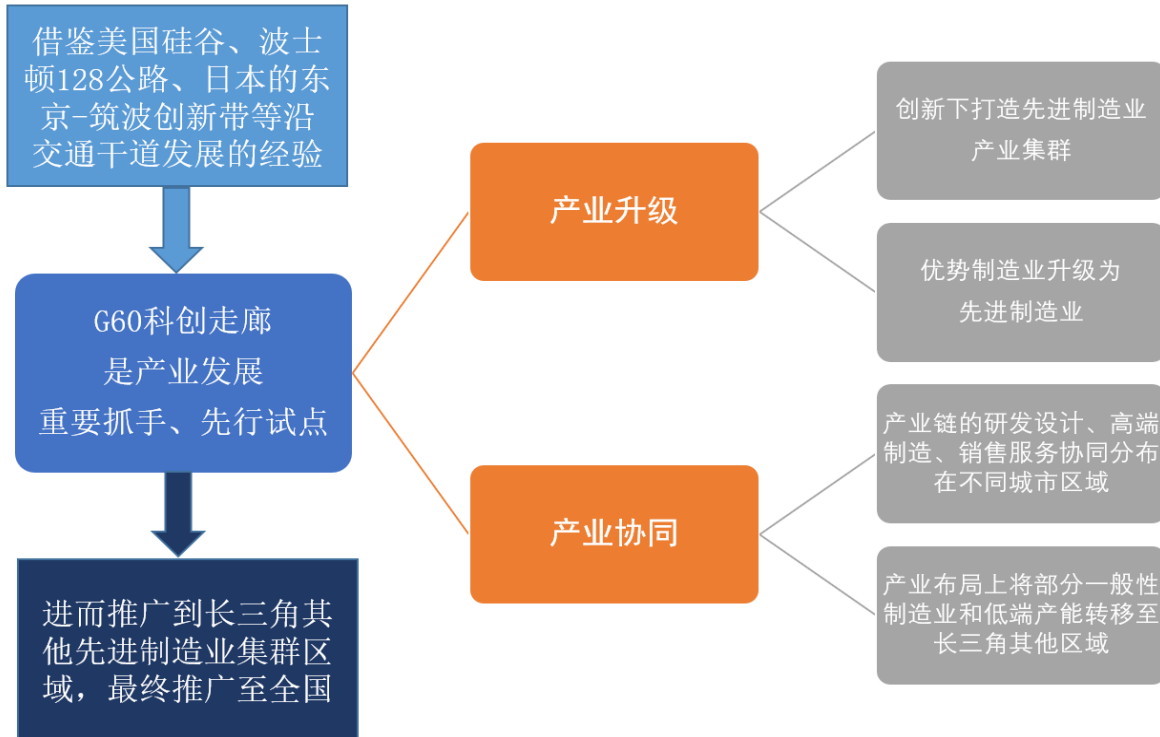
| 城市     | 先进产业集群                      |
|--------|-----------------------------|
| 上海(松江) | 智能制造、集成电路、生物医药、新能源、新材料、智能安防 |
| 杭州     | 互联网+、汽车、高端装备、智能制造、生物医药      |
| 合肥     | 新型显示、人工智能、新能源、家用电器          |
| 苏州     | 生物医药、高端装备、智能制造、互联网+         |
| 嘉兴     | 高端装备、智能制造、新能源、汽车、环保产业       |
| 湖州     | 汽车、智能制造、互联网+、生物医药           |
| 金华     | 先进装备、生物医药、汽车                |
| 芜湖     | 汽车、机器人、电子电器、智能制造            |
| 宣城     | 汽车、集成电路、生物医药、智能制造           |

资料来源: G60 科创走廊官网, 中信证券研究部

**G60 科创走廊将起到很好的产业协作和产业创新的先行先试作用。**一方面, G60 科创走廊上的城市拥有良好的产业基础, 可以在集成电路、新型显示、大数据、人工智能、大

飞机等多个领域加强先进制造业产业集群；同时也能在汽车、高端装备、新材料等制造领域通过合作进行产业升级成为先进制造业。另一方面，产业布局也将得到完善，在上海、杭州等核心城市应充分发挥研发设计、服务销售的作用，而在苏州、常州等城市则要发挥高端制造能力，实现产业链合理布局；同时将部分一般制造业产业转移出科创走廊。

图 27：G60 科创走廊是产业升级和协同的重要抓手和先行试点



资料来源：中信证券研究部政策组绘制

### 金融进一步服务实体经济，可提供更多平台和资金支持集聚

长三角地区金融合作将进一步深化，推动区域金融改革创新。长三角本土的优质企业将有望受惠于一级市场和二级市场更强的金融支持，如科创板、协同优势产业基金等。长三角在自贸区金融创新、科技金融服务、融资服务、绿色金融、民生金融等多个方面均有一体化空间。根据上海市委书记李强 2018 年 6 月在陆家嘴论坛的讲话，在深化长三角地区金融合作方面，抓好几件重点事项：

- 一是推动上海期货交易所与浙江自贸试验区合作建设油品交割基地，加强期现对接，共同建设多层次油品交易市场；
- 二是推动上海证券交易所服务基地建设，搭建企业上市服务咨询平台，支持优质创新型企业上市；
- 三是支持长三角地区发债主体来上海发行债券，支持设立各类产业投资基金、股权投资基金；

- 四是全国首个信用建设区域合作示范区建设。

表 13：2018 年以来长三角金融一体化实践

| 领域          | 时间      | 事件                                    | 细节  |
|-------------|---------|---------------------------------------|---|
| 金融监管        | 2018-12 | 《推进长三角金融一体化战略合作框架协议》                  | 浦东、南京、淮安、扬州、镇江、泰州、宿迁、芜湖、马鞍山、滁州、宣城 11 个城（区）签署，将就加强地方金融监管合作、支持金融机构交流合作以及防范化解区域金融风险等方面进行深度合作尝试   |
| 自贸区金融创新     | 2018-12 | 浙江自贸区与上海期货所战略合作                       | 油品全产业链合作，批准舟山作为上海期货交易所的交割仓库   |
| 证券交易所支持实体经济 | 2018-11 | 上交所在长三角设立 5 家服务基地                     |   |
|             | 2018-11 | 上交所与浦东新区人民政府签署战略合作备忘录和长三角资本市场服务基地共建协议 | 服务基地将落户张江科学城  |
|             | 2019-1  | 设立科创板并试点注册制                           | 重点支持新一代信息技术、高端装备、新材料、新能源、节能环保以及生物医药等高新技术产业和战略性新兴产业上市  |
|             | 2019-2  | 支持 G60 科创走廊建设                         | 上海证券交易所宣布设立“上证 G60 指数”，并在条件成熟时推出包含未来科创板上市企业的成份指数 ETF 产品   |
| 产业基金、投资基金   | 2018-3  | 长三角联合股权投资基金                           | 由上海政府成立，专注投资于长三角股权市场和新三板市场  |
|             | 2018-11 | 长三角上市公司高质量发展基金                        | 安徽省投资集团与海通证券共同发起，基金总规模 100 亿元（海通证券承诺筹集 50 亿元），首期规模 30 亿元，其中，省投资集团负责筹集 15 亿元、海通证券负责在沪等地筹集 15 亿元。基金主要投向区域内优质但暂处困境的上市公司、战略性新兴产业、重要行业龙头公司等，基金由省投资集团进行管理 |
|             | 2018-12 | 长三角协同优势产业基金                           | 总规模 1,000 亿元，首轮封闭期开启时的规模为 70 亿元以上，预计到 6 个月后首轮封闭期结束时基金规模可达到 100 亿元。基金将通过“硬科技”（比如，人工智能、生物技术、物联网等）等方向的重点投资，加速长三角产业链深度融合                                |
|             | 2018-12 | 长三角产业创新股权投资基金                         | 以构建长三角区域产业更高质量一体化发展的新生态为目标，由国盛集团联合发起设立，基金总规模 100 亿，首期规模 25 亿。基金将聚焦区域内龙头公司的并购重组、国企混改、股权投资等，引领区域产业资源、创新资源的优化、整合、协同，促进产城乡一体化融合，推动长三角更高质量一体化发展          |
|             | 正在落地    | 长三角一体化发展投资基金                          | 三省一市政府联合相关金融机构，共同发起长三角一体化发展投资基金，重点投向跨区域重大基础设施、生态环境治理等领域，充分发挥基金对一体化发展的促进作用   |

资料来源：新华社，第一财经，中信证券研究部

## ■ 投资策略与精选个股

### 基础设施四张网得益政策和需求支持，区域龙头或将受益

随着一体化战略逐渐深入，长三角互联互通预计加快落实，从而助力打造全球级枢纽和城市群。根据《长江三角洲城市群发展规划》的重点划分，首先，完善城际间综合交通网络，以上海为核心，南京、杭州、合肥等城市为副中心，搭建高速铁路、城际铁路、高速公路和长江黄金水道为主通道的多层次综合交通网络；其次，按照“零距离换乘，无缝化衔接”的要求，着力打造集铁路、公路、民航、城市交通于一体的综合客运和货运枢纽，打造机场群和港口群；最后，集中于都市圈的交通完善和对外运输的畅通，在重点城市和

对外连接节点进行重点投资。此外，在油气管网、能源储备、电网完善、水利设施等领域的建设也会带来投资需求。

**考虑到大通关建设、自贸区扩容、产业协作加强和行政壁垒的减少等一体化举措，基础设施需求也在提升。**万亿投资额或利好公路、轨交、港口、航空等多行业区域龙头，建筑建材相关龙头将直接受益。

**信息基础设施为代表的新基建是重点发展领域。**包括 5G、IPV6 等基础建设及相关数据应用预计爆发。数据应用领域包括政务数据、智慧交通、北斗、工业互联网等。重点关注个股如下表：

表 14：交通、信息、能源、水利四张网基础设施建设相关重点关注个股及投资逻辑

| 细分项目     | 受益概念                   | 投资逻辑   | 推荐个股   |
|----------|------------------------|--|--|
| 建筑       | 基础设施施工                 | 需求带来订单，尤其利好区域龙头和头部企业                                   | 隧道股份（600820.SH）  |
| 建材       | 基础设施原料                 | 带来原料需求，尤其利好区域龙头和头部企业                                   | 中国建材（3323.HK）（000672.SZ），海螺水泥（600585.SH、0914.HK），东方雨虹（002271.SZ） |
| 地产       | 都市圈发展                  | 受益于城市群建设加速，区域尤其是二三线城市布局的区域龙头或将受益                       | 中南建设（000961.SZ）  |
| 轨道交通     | 轨交上的长三角                | 高铁网络、城际铁路尚未实现完全互联互通，大批项目预计加速落地施工                       | 恒立液压（601100.SH），中国通号（3969.HK），中国中车（601766.SH）                    |
| 高速公路     | 网络化的公路体系               | 高速公路首先是连接省际断头路，继而加速公路项目建设以实现道路一体化                      | 宁沪高速（600377.SH）  |
| 机场航空     | 世界级机场群                 | 机场群规划将更为合理，机场群建设将加速                                    | 上海机场（600009.SH）  |
| 港口物流     | 世界级港口群；自由贸易区扩容         | 市场准入一体化尤其是大通关建设有效提高了物流效率，自贸区的辐射效应也将增强；港口群实现协同需要进一步改造建设 | 上港集团（600018.SH），中集集团（000039.SZ）                                  |
| 油气储存     | LNG 接收站                | 在三桶油之外，民营资本进入 LNG 储存领域                                 | 新奥股份（600803.SH），广汇能源（600256.SH）                                  |
| 电力设备与新能源 | 电力通道完善；特高压；配电网改造       | 能源基础设施重要一环，跨区电力项目或突破                                   | 国电南瑞（600406.SH），平高电气（600312.SH）                                  |
| 水利工程     | 疏浚清淤，生态涵养              | 水利工程重点河流、湖泊有大量清淤、疏浚需求，区域内水环境综合治理预计保持投资强度               |  |
| 通信       | 5G，IPV6 等              | 长三角为 5G 建设示范区，4 年 2000 亿投入将利好通信产业链                     | 移为通信（300590.SZ）（002384.SZ），天孚通信（300394.SZ）                       |
| 数据应用     | 北斗、智慧交通、工业互联网、泛在电力物联网等 | 基于信息基础设施完善，智慧应用或将发展                                    | 高新兴（300098.SZ），宝信软件（600845.SH），岷江水电（600131.SH）                   |

资料来源：中信证券研究部

## 软硬件政策叠加发力，先进制造业有望加速发展

**创新驱动发展、产业协同升级成为一致共识，金融支持、公共服务、行政保障等软性制度优化将助力赋能。**无论是征税便利化、减少区划间不当费用还是共同谋划产业园区等制度完善，都将改善营商环境。而更为重要的是充分发挥长三角的金融优势，通过自贸区金融创新推广以提升金融效率，通过监管体系和信用体系一体化来降低区域信用风险，通过上交所主板和科创板对区域重点科创型企业扶持，通过产业优势协同基金等各类投资基金加大产业支持力度，更好实现金融服务实体经济，服务产业升级和创新驱动。

**G60 科创走廊等一系列协同项目预计将成为支持重点产业发展的重要载体。**在软性制度保障之外，实现产业升级需要落地载体，正如此前分析的，G60 科创走廊效仿发达国家

经验，以交通为纽带加强区域创新资源整合优化区域创新组织方式，深化区域创新研发、集成应用、成果转化协作。长三角内有张江、苏南、杭州、合芜蚌等国家自主创新示范区，和一大批优质企业，产学研协同下有望实现产业升级突围，带来发展新动力。

**通过软硬件支持方向取交集，新一代信息技术、高端装备、新能源、新材料、生物医药等五个方向的战略性新兴产业或为发展重点。行业筛选和重点关注个股如下：**

表 15：先进制造业是长三角重点发展方向，或为未来一体化产业协同重点

|              | 部分重要政策指引                         | 具体产业   |
|--------------|----------------------------------|--|
| 软性支持         | 科创板支持的六大产业方向                     | 新一代信息技术、高端装备、新材料、新能源、节能环保以及生物医药                                  |
|              | 1000 亿长三角协同优势产业基金投向              | 人工智能、生物技术、物联网等“硬科技”  |
| 发展载体         | G60 科创走廊重点产业                     | 智能制造、集成电路、生物医药、新能源、新材料、智能安防、互联网+、汽车、高端装备、新型显示、人工智能、家用电器、机器人、电子电器 |
|              | 张江国家自主创新示范区发展产业                  | 新一代信息技术、高端装备制造、生物产业、新能源、新材料、节能环保、新能源汽车                           |
| <b>重点集中在</b> | <b>新一代信息技术、高端装备、新材料、新能源、生物医药</b> |  |

资料来源：中信证券研究部

表 16：代表性先进制造业相关重点关注个股及投资逻辑

| 具体行业    | 细分行业     | 投资逻辑  | 推荐个股  |
|---------|----------|---|---|
| 新一代信息技术 | 大数据及人工智能 | 首先，政务数据互联互通带来新业务机会；其次，金融、智慧医疗等一体化需要大数据支持；人工智能将广泛地为产业发展赋能      | 科大讯飞（002230.SZ），海康威视（002415.SZ），大华股份（002236.SZ），恒生电子（600570.SH） |
|         | 电子       | 长三角是电子生产重地，拥有众多知名企业，产业链完善                                     | 中芯国际（0981.HK），华虹半导体（1347.HK）                                    |
| 新能源     |          | 长三角有完善的新能源产业链   | 三花智控（002050.SZ），杉杉股份（600884.SH），上汽集团（600104.SH），吉利汽车（0175.HK）   |
| 新材料     |          | 长三角地区是我国新材料产业基地数量最多的地区。目前已经形成了包括航空航天、新能源、电子信息、新兴化工等领域的新材料产业集群 | 飞凯材料（300398.SZ），强力新材（300429.SZ）                                 |
| 高端装备制造  |          | 上海及苏南地区是我国重要的先进制造业基地，拥有众多明星企业和完善的产业链                          | 浙江鼎力（603338.SH），先导智能（300450.SZ），上海机电（600835.SH），克来机电（603960.SH） |
| 生物医药    |          | 长三角生物产业发达，医药研发为发展重点   | 恒瑞医药（600276.SH）   |

资料来源：中信证券研究部

## 受益于要素自由流动制度创新，区域内现代服务业获长线利好

**要素自由流动的改革将会打破公共服务壁垒，利好现代服务业发展。**从短期的长三角一体化发展示范区和上海自由贸易区扩容出发进行制度创新，区域一体化的长期目标是实现区域内要素自由流动，公共服务进一步完善，居民幸福感显著加强。现代服务业如养老、医疗、旅游等长期利好。从短期来看，更多投资机会在于基础设施与产业发展方面；但从长期来看，伴随一体化提升经济效率，居民的生活质量得以改善，将极大释放出顶级城市群的内需潜力，促进一系列现代服务业的发展。

**长三角老龄化问题严重，异地医疗结算、医疗联合体扩容、智慧医疗等一系列可能从试点扩容发展的医疗一体化政策将利好医疗、养老相关产业发展。**作为国内老龄化最为严重的地区之一，长三角常住人口中，60 岁及以上老年人口总规模从 2010 年的 3,253.45 万人，快速扩张至 2015 年的 3,976.14 万人，长三角如果未来能够实施医疗异地结算和社保互联互通，将有效促进医疗、养老相关产业发展。

长三角消费意识领先，消费能力强，在一体化基础上，区域内的文化旅游或将受益；而随着自贸区的扩容，预计如跨境电商、服务贸易等领域也将受益。“地强民富”的特点在长三角极为突出。2018年长三角26城社会消费品零售总额6.3万亿元，占全国17.2%，居民消费意愿强烈，消费能力突出，尤其是在新兴消费、服务消费领域。根据京东DB研究院发布的《服务消费引领者——长三角精致生活一体化报告》，2018年前10个月长三角在京东平台的线上订单量增长超31%，电商消费水平持续位居全国前列，服务型消费成为重点。根据首届长三角文化金融合作论坛发布的《2018长三角文化金融发展报告》，长三角地区年人均文化娱乐消费支出2015年起便突破1000元大关，超出同期全国居民1.4倍。

表 17：现代服务业相关重点关注个股及投资逻辑

| 细分行业 | 投资逻辑  | 推荐个股                            |
|------|---|---------------------------------|
| 医疗   | 自贸区医疗服务创新推广；<br>智慧医疗或将推广；<br>医药零售区域龙头或受益于医疗异地结算等一体化政策 | 益丰药房（603939.SH），卫宁健康（300253.SZ） |
| 旅游   | 考虑到强大的服务消费能力，区域内短途游将受益                                | 中青旅（600138.SH），宋城演艺（300144.SZ）  |

资料来源：中信证券研究部

## ■ 风险因素

政策力度与执行不达预期，宏观经济下行，企业经营风险。

## ■ 相关研究

- 高质量发展系列报告之十一赤字率 2.8%与减税降费 2 万亿的平衡 (2019-03-05)
- 高质量发展系列报告之九一政治局集体学习聚焦金融，金融供给侧改革或将发力 (2019-02-28)
- 高质量发展系列报告之八一社融反弹号角响，基建加码正当时 (2019-02-25)
- 政策沙盘—鸡尾酒继续加码，稳金融层层发力 (2019-02-15)
- 政策沙盘—鸡尾酒再度调制，稳增长多头并举 (2019-01-28)
- 国企改革系列报告之六一央企薪酬制度或将突破，“两类公司”与混改试点激励效果凸显 (2019-01-19)
- 国企改革系列报告之五一国改进入第三阶段，“两类公司”或成综合改革平台(2019-01-17)
- 高质量发展系列报告之七一弥补赤字猜想：压减行政支出与提升国企利润上缴 (2019-01-07)
- 高质量发展系列报告之六一减税组合拳探讨：论企业所得税提升门槛的减税空间 (2018-12-03)
- 高质量发展系列报告之五一2019 年基建投资展望：预计反弹，力补短板 (2018-11-29)
- 高质量发展系列报告之四一资本市场如何高质量发展？短期质押排雷与中长期制度改革 (2018-10-25)
- 高质量发展系列报告之三一增值税并档降率，助力高质量发展 (2018-10-22)

- 乡村振兴系列重大事项点评—规划文件即印发，乡村振兴号角响 (2018-09-27)
- 高质量发展系列报告之二：重大事项点评—深改委会议抓改革落实，高质量发展为根本要求 (2018-09-25)
- 高质量发展系列报告之一—高质量发展下的稳增长和稳投资 (2018-09-25)



## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

| 投资建议的评级标准   | 评级   | 说明                             |
|---|------|--------------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。 | 买入   | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；        |
|   | 增持   | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间    |
|   | 持有   | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间   |
|   | 卖出   | 相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；        |
| 行业评级  | 强于大市 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；        |
|   | 中性   | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间； |
|   | 弱于大市 | 相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上         |

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ00001735，作为商人银行的INM00010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。