

推荐 (上调)

铁路改革，他山之石可以攻玉

2019 年 09 月 06 日

铁路改革专题报告

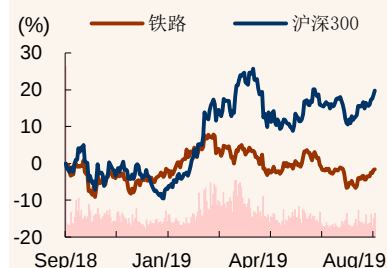
上证指数 3000

行业规模

		占比%
股票家数 (只)	4	0.1
总市值 (亿元)	1466	0.3
流通市值 (亿元)	1466	0.3

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	0.9	-8.2	-3.7
相对表现	-5.9	-11.1	-22.7



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

苏宝亮

subaoliang@cmschina.com.cn
S1090519010004

本篇报告回顾了我国铁路改革历程，并通过对国外铁改的基本路径总结，分析了我国未来铁路改革可选的方向路径。**投资建议：**当前国企改革是大势所趋，我们预计未来 3 年铁路行业改革进程将明显加快，上调对行业的投资评级至“推荐”。**重点推荐大秦铁路、广深铁路、铁龙物流。**

- **2019 年将是铁路改革全面落地之年。**回顾过去改革历程，我国在政企分离、投融资体制改革等方面取得较好成果，16 年实行了七领域混改，17 年开展了三领域深化，18 年开始加快推进铁总股份制改造。当前铁路改革预期再起，未来有望在混合所有制改革、投资项目市场化经营、资产证券化等多方面取得实质性进展。
- **股份制改革将引领 2020 年总方向，铁路混改将持续有序推进。**针对当前投融资问题，股份制改革将拓宽融资渠道、纾解融资压力。股份制改革有望在 2019 年底至 2020 年年初成为改革重头戏。随着腾讯、吉利、顺丰入局铁路混改，未来两年社会资本有望增强在铁路建设上的参与性，并进一步提升我国铁路运营效率。
- **借鉴国外经验，市场化经营性项目保证盈利，多元化发展将成亮点。**依据国外经验，我们预计铁总将加大经营性项目吸引直接投资的力度，更多地吸引社会资本投资建设，推进单价承包、EPC 工程总承包、专业分包等试点工作。并且大力开展多元化经营（大力发展客货运输核心业务，积极拓展站车商业和旅行服务），开辟新的业绩增长点，提升公司毛利率。
- **京沪高铁启动上市，未来资产证券化将继续推进。**2019 年 2 月 26 日，中国证监会北京监管局网站刊登了京沪高铁上市辅导备案表，京沪高铁正式启动 A 股上市工作。目前铁总负债率维持高位，优质铁路资产上市，有望优化负债结构，提升经济效益。我们预计，未来优质铁路资产证券化将持续推进。京沪高铁等优质铁路资产陆续上市或者铁路资产收购都将提振相关铁路股。
- **风险提示：**经济下行拖累铁路客货运量、改革进程不及预期、重大安全事故

重点公司主要财务指标

	股价	19EPS	20EPS	21EPS	19PE	20PE	PB	评级
大秦铁路	7.88	0.97	0.99	0.99	8.1	8.0	1.1	强烈推荐-A
广深铁路	3.20	0.22	0.17	0.18	14.8	18.8	0.8	强烈推荐-A
铁龙物流	6.21	0.43	0.49	0.56	14.6	12.8	1.4	强烈推荐-A

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

一、铁路改革全面落地之年	4
1. “政企分离”落地实施	4
2. 投融资改革拓宽铁路融资渠道	5
二、从财报看铁总盈利与发展	6
三、回顾历史，中国铁路改革经历 3 个阶段	9
1. 初步市场化(1991—2002 年)	9
2. 主辅分离(2003—2010 年)	9
3. 后铁道部时期：政企分离为起点，多重改革并行(2011 年至今)	10
四、股份制改革成为关键一步，混改试点有序推进	11
五、他山之石：国外典型改革历程	12
1. 美国：客货分离、社会资本主导	12
2. 德国：网运分离	14
3. 英国：国有民营	17
4. 日本：区域公司	19
六、铁路改革未来发展方向看点	20
1. 多元化经营将成为盈利重点	20
2. 盈利刺激社会资本引进，资产证券化将成未来看点	23
七、风险提示	25

图表目录

图 1：政企分开实行方案	5
图 2：近 10 年总收入及增速	7
图 3：近 10 年运输收入及增速	7
图 4：近 10 年各项收入增速	7
图 5：近 10 年各项收入占比	7
图 6：近 10 年净利润及增速	7
图 7：近 10 年净资产收益率	7
图 8：近 10 年折旧及增速	8
图 9：近 10 年利息支出及增速	8
图 10：两类债务占比	8

图 11: 两类债务增速	8
图 12: 2008-2018 年资产负债率	9
图 13: 有息负债占比	9
图 14: 我国铁路改革三阶段	10
图 15: 京沪高铁效益	11
图 16: 美国铁路改制前后市场变化	13
图 17: 美国铁路货运价格政策	13
图 18: 美国铁路客运价格政策	13
图 19: 1980 年成为美国铁路投资回报率的拐点	14
图 20: 德国铁路改革进程	15
图 21: 德国铁路技术标准体系	16
图 22: 德国铁路 4.0 战略	16
图 23: 德国铁路数字化发展举措	16
图 24: 英国铁路改革进程	17
图 25: 日本铁路重组结构图	19
图 26: 客货运输核心业务多元化发展	21
图 27: 铁路其他业务多元化发展	22
图 28: 上市部分铁路货运量与全国比较	24
图 29: 铁路行业历史 PEBand	25
图 30: 铁路行业历史 PBBand	25
表 1: 投融资改革相关文件梳理	6
表 2: 美国联邦政府在放松管制时期颁布的三部铁改法案	12
表 3: 推进多式联运相关政策文件	22
表 4: 铁路总公司优质资产	25

一、铁路改革全面落地之年

铁路作为国民经济大动脉是国家的重要基础设施，是国有经济的支柱。铁路行业具有自然垄断性，在承担大量公益性任务的同时，又要在市场竞争中实现自我发展，行业内在矛盾不断显现。近年来，铁路行业出现了巨额负债、效率效益较低、体制僵化等几大问题。因此，铁路改革势在必行。

回顾过去改革历程，我国在政企分离、投融资体制改革等方面取得较好成果，16 年实行了七领域混改，17 年开展了三领域深化，18 年开始加快推进铁路股份制改造。当前铁路改革预期再起，未来有望在混合所有制改革、投资项目市场化经营、资产证券化等多方面取得实质性进展。

1. “政企分离”落地实施

政企分离成为铁路运输政治体制改革的第一步。2013 年 3 月，中国铁路总公司成立。根据《国务院机构改革和职能转变方案》，铁路实行政企分开：

- 1) 将铁道部拟定铁路发展规划和政策的行政职责划入交通运输部，交通运输部统筹规划铁路、公路、水路、民航发展，加快推进综合交通运输体系建设；
- 2) 组建国家铁路局，由交通运输部管理，承担铁道部的其他行政职责，负责拟订铁路技术标准，监督管理铁路安全生产、运输服务质量和铁路工程质量等；
- 3) 组建中国铁路总公司，承担铁道部的企业职责，负责铁路运输统一调度指挥，经营铁路客货运输业务，承担专运、特运任务，负责铁路建设，承担铁路安全生产主体责任等；
- 4) 不再保留铁道部。原铁道部对所属 18 个铁路局(含广州铁路集团公司、青藏铁路公司)、3 个专业运输公司及其他企业的权益作为中国铁路总公司的国有资本。

政企分离之后，国家铁路局能更好地履行好政府监管、行业管理职能，而铁路总公司也能更好发挥市场主体地位、提高经济效益。

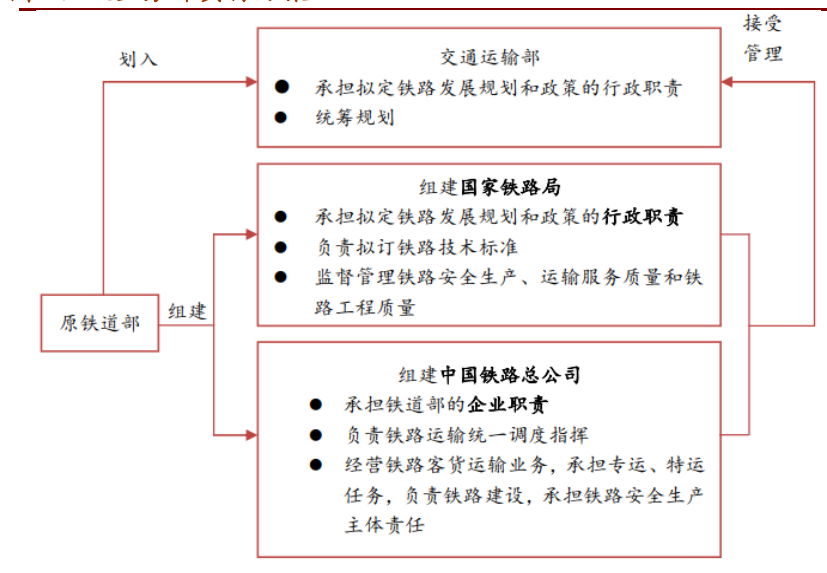
从各铁路局集体更名到铁总更名，从全民所有制转变为公司制，铁路政企分离改革完成。2017 年 3 月，铁总初步确定改革计划分为三步走，**第一步**是对中国铁路建设投资公司等非运输类企业进行公司制改革，**第二步**是让全国 18 家铁路局进行公司制改革，而**第三步**就是铁总本身进行公司制改革。

2017 年 11 月 19 日，铁总公司 18 个铁路局完成企业身份转换，改制为集团有限公司，标志着铁路公司制改革取得重要成果，国铁也向现代运输经营型企业发展迈进。

2018 年 12 月 5 日，据工商总局网站公告显示，铁路总公司更名为中国国家铁路集团有限公司已通过名称变更核准，这一名称变更标志公司制改革最后一步的完成，这意味着 2013 年开始的铁路“政企分开”改革将告一段落，昔日政府部门彻底变身为市场竞争主体。这一改革明晰了职能定位，厘清了管理关系和方式，建立了管理制度体系，初步形成了上下贯通、法治化市场化经营体制。

五年来，政治体制改革取得良好成果，铁路政企分开的顺利实施为混改奠定基础。经过五年的运作，新体制正在日趋完善，原铁道部作为政府职能部门的现状被彻底改变。铁路行业的管理者和组织运营的企业角色分离，有效解决了多年来制约铁路发展的体制性问题，为进一步深化铁路企业混合所有制改革创造了良好条件。

图 1：政企分开实行方案



资料来源：招商证券

2. 投融资改革拓宽铁路融资渠道

政企分开为铁路投融资体制改革创造了良好条件。铁路运输的投融资改革是经济体制改革的一部分。在原有政企不分的模式下，投融资模式为传统的部省合作模式。政企分开致使原有投融资模式的基础瓦解。目前，铁路行业市场化程度低，铁路建设融资方式单一，主要为贷款及债券融资。固定资产投资的资金需求、大量在建项目的后续资金补充使得现有融资模式难以为继，投融资模式改革势在必行。

支线铁路、城际铁路、资源开发性铁路所有权、经营权率先向社会资本开放，吸引社会资本进入铁路领域。从 2005 年以来，国家不断鼓励和支持非公有制经济参与铁路建设经营，同时开放部分铁路所有权、经营权，进一步深化铁路投融资改革，拓宽铁路投融资渠道。

当前投融资改革成效显著，未来社会资本的进入将有效提高我国铁路经营效率。2018 年全年，全国铁路固定资产投资完成 8028 亿元，其中国家铁路完成 7603 亿元，新开工项目 26 个，新增投资规模 3382 亿元。吸纳社会资本进入有效提高了资源配置的效率，未来，社会资本进入渠道有望更加畅通。

表 1：投融资改革相关文件梳理

发布时间	文件名称	主要内容
2005 年 7 月	《关于鼓励支持和引导非公有制经济参与铁路建设经营的实施意见》	按照平等准入、公平待遇原则，凡是允许外资进入的铁路建设、运输经营及运输装备制造领域， 也允许国内非公有资本进入 ，并适当放宽条件
2006 年 6 月	《“十一五”铁路投融资体制改革推进方案》	改革将按照“政府主导、多元化投资、市场化运作”的基本思路，努力构建投资主体和产权主体多元化、资金来源多渠道和融资方式多样化、项目建设法人制和市场化的铁路投融资体制新格局
2012 年 5 月	《铁道部关于鼓励和引导民间资本投资铁路的实施意见》	鼓励和引导 民间资本 依法合规进入铁路领域、深入推进铁路投融资体制改革、 进一步减少和规范铁路行政审批事项等
2013 年 5 月	《关于 2013 年深化经济体制改革重点工作的意见》	提出 改革铁路投融资体制 ，建立公益性运输补偿制度、经营性铁路合理定价机制，为社会资本进入铁路领域创造条件。 支线铁路、城际铁路、资源开发性铁路所有权、经营权率先向社会资本开放 ，通过 股权置换 等形式引导社会资本投资既有干线铁路
2013 年 8 月	《国务院关于改革铁路投融资体制加快推进铁路建设的意见》	推进铁路投融资体制改革，多方式多渠道筹集建设资金；不断完善铁路运价机制，稳步理顺铁路价格关系；建立铁路公益性、政策性运输补贴的制度安排，为社会资本进入铁路创造条件；加大力度盘活铁路用地资源，鼓励土地综合开发利用
2015 年 7 月	《发改委关于进一步鼓励和扩大社会资本投资建设铁路的实施意见》	全面开放铁路投资与运营市场；推进投融资方式多样化；完善社会资本投资的实施机制；进一步改善社会资本投资环境
2016 年 7 月	《国务院关于深化投融资体制改革的意见》	加快推进铁路、石油、天然气、电力、电信、医疗、教育、城市公用事业等领域改革，规范并完善政府和社会资本合作、特许经营管理，鼓励社会资本参与

资料来源：中国政府网、招商证券

二、从财报看铁总盈利与发展

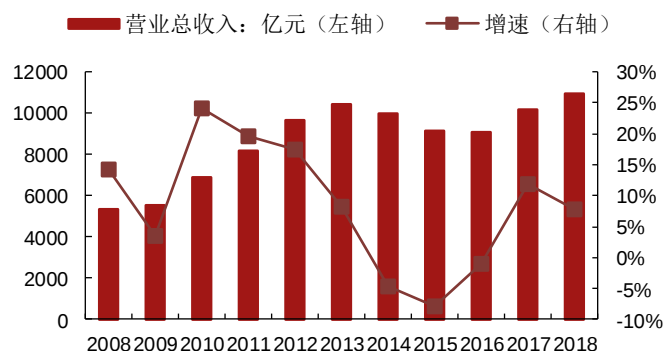
较低的盈利质量与较高的收入增速不匹配，凸显成本短板。由于铁路具有独特的运输优势，随着国民经济持续发展，公司近年来整体收入水平较高。2018 年公司实现收入合计 10,955.31 亿元，创历史新高，同比增长 7.89%；其中运输收入持续增加，同比增长 10.31%。近十年来，铁总营收从 5,334 亿元增长到 10,955 亿元，复合增长率为 7.46%；运输收入从 3,436 亿元增长到 7,659 亿元，复合增长率为 8.35%。

近十年来客运收入增速及比重提升。通过对 2008 年~2018 年的收入拆分，我们发现货运收入复合增速为 5.37%，客运收入复合增速为 14.40%，其他运输复合增速 3.09%；收入构成方面，静态看，各项收入相对均衡，客运与货运各占 1/3；动态看，客、货运

收入占比稳中有升，客、货运收入增速放缓。

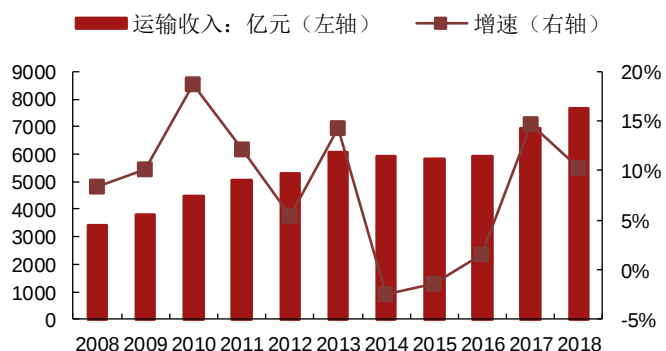
虽然铁总收入持续攀升，但实际上盈利质量较差，年均净利润不到 20 亿元。

图 2：近 10 年总收入及增速



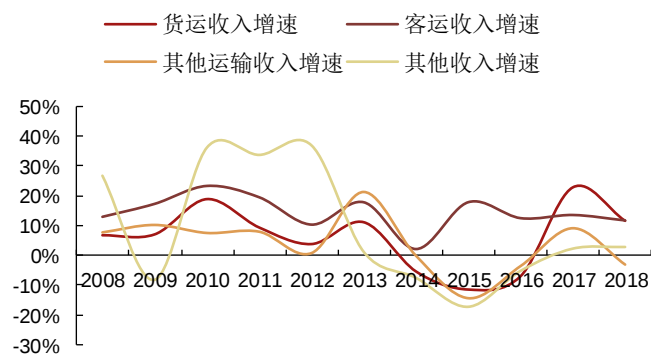
资料来源：铁路总公司、招商证券

图 3：近 10 年运输收入及增速



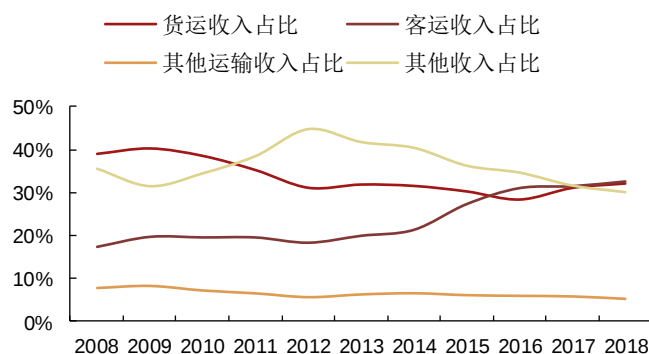
资料来源：铁路总公司、招商证券

图 4：近 10 年各项收入增速



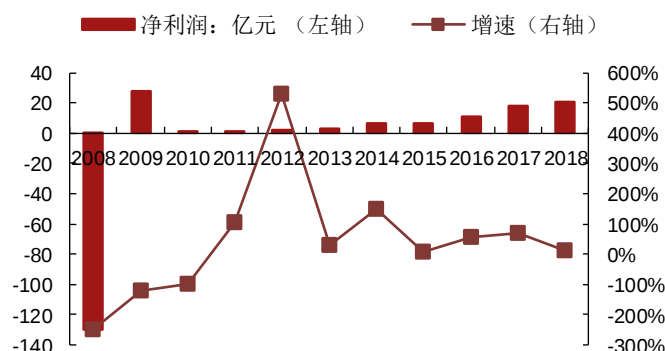
资料来源：铁路总公司、招商证券

图 5：近 10 年各项收入占比



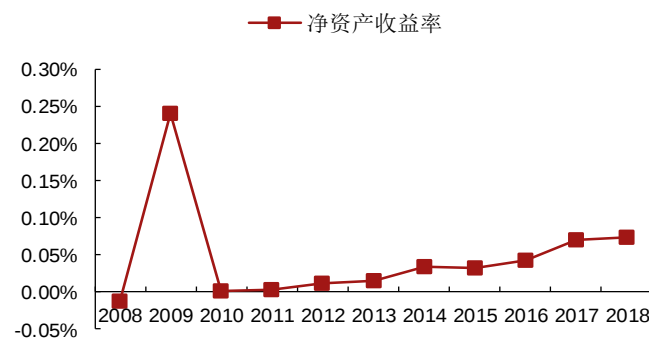
资料来源：铁路总公司、招商证券

图 6：近 10 年净利润及增速



资料来源：铁路总公司、招商证券

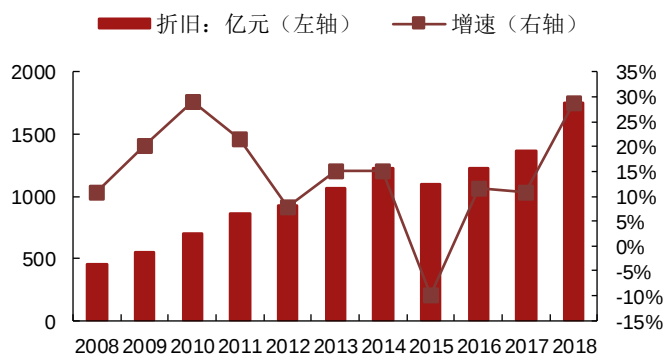
图 7：近 10 年净资产收益率



资料来源：铁路总公司、招商证券

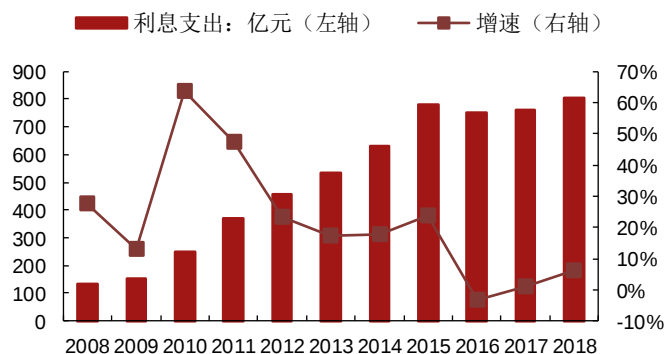
成本短板主要源自利息与折旧，在快速扩张的大背景下，融资及资本支出周期长，利息和折旧费用高企。2008 年~2018 年间，利息支出从 135.09 亿元增长到 806.68 亿元，复合增长率为 19.57%；折旧从 454.54 亿元增长到 1753.73 亿元，复合增长率为 14.46%。当前折旧+利息成本合计约占营收 23%，较高的成本在一定程度上拖累铁总持续发展。

图 8：近 10 年折旧及增速



资料来源：铁路总公司、招商证券

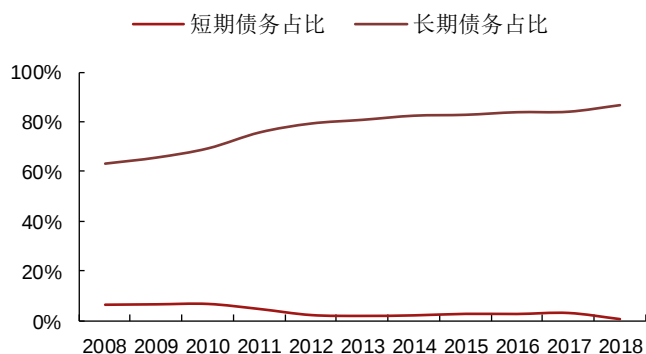
图 9：近 10 年利息支出及增速



资料来源：铁路总公司、招商证券

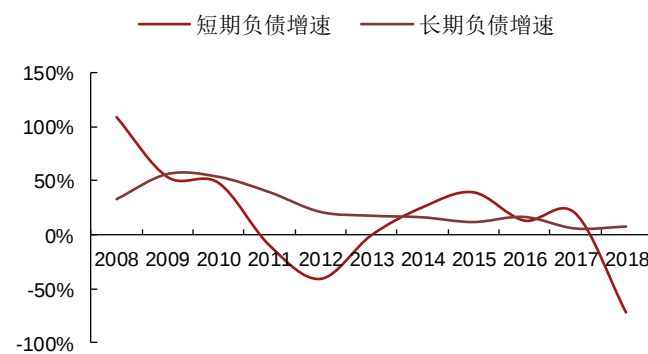
前期铁路建设投资过大造成债务压力，当前用长债替换短债推进债务结构优化。2018 年铁总负债达到 52133.79 亿元，而根据 2019 年一季报显示，截至 2019 年 3 月 31 日，铁总负债已经攀升至 52683.72 亿元，巨额债务主要系前期高铁建设的固定资产投资所致。2008 年-2018 年，长期负债占比从 63.14% 上升 86.61%，相应地，短期负债占比从 6.60% 下降至 0.88%，长期负债增速高于短期负债增速，用长债替换短债有效改善了债务层面压力，降低了利息负担。2015~2018 年 4 年间，中铁总负债率均维持在 65% 的水平，债务风险总体安全可控。

图 10：两类债务占比



资料来源：铁路总公司、招商证券

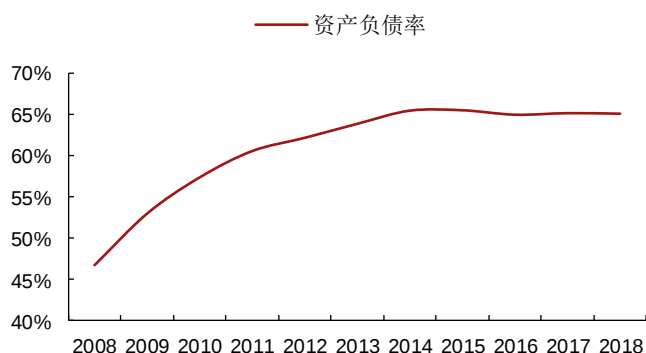
图 11：两类债务增速



资料来源：铁路总公司、招商证券

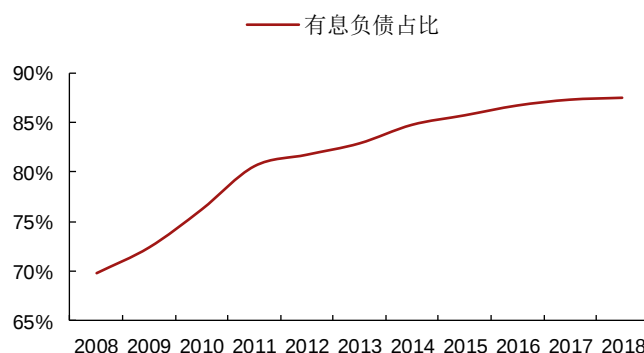
近年杠杆逐渐稳定，但有息负债占比仍较大，未来资产证券化和投融资改革将成为纾解债务压力的有效途径。随着铁道建设的持续推进，债务融资规模上升，带息负债占比仍维持在 85% 左右且呈现上升势头。短期内铁总依靠利润难以缓解债务偿还压力，资产证券化和投融资改革将成为未来纾解债务压力的主要渠道。

图 12: 2008-2018 年资产负债率



资料来源: 铁路总公司、招商证券

图 13: 有息负债占比



资料来源: 铁路总公司、招商证券

三、回顾历史，中国铁路改革经历 3 个阶段

2018 年是改革开放第 40 周年，这 40 年也是中国铁路主动求变、突破藩篱，改革传统体制，由国民经济“瓶颈”成为国民经济“引擎”，由落后时代到引领创新，由追赶先进到世界领先的历史进程。中国铁路改革从时间点上可分为三大过程。

1、初步市场化(1991—2002 年)

在“八五期间”铁路改革初步尝试市场化方向，部分试点单位进行政企分离尝试。铁道部希望通过融入市场经济改革解决对国家财政依赖的现状。中共十四大召开后，社会主义市场经济体制逐渐建立，改革开放和现代化建设进入新阶段，1993 年 1 月，铁道部全国铁路领导干部会议确立了铁路改革的基本思路，核心是把铁路传统的计划经济体制转换成市场经济体制。为了深化铁路改革，铁道部制定了《关于贯彻党的十四届三中全会决定，深化铁路改革若干问题的意见》，确立了铁路深化改革的总体目标：“在国家宏观调控下，发挥市场对铁路运力等资源配置的基础性作用，建立适应社会主义市场经济的铁路管理体制和运行机制，加快铁路建设，扩大运输能力，改善经营管理，提高经济效益，更好地为国民经济和社会发展服务”。

1993 年 2 月，经国务院批准，在原广州铁路局基础上成立了广州铁路（集团）公司（以下称广铁集团），广铁集团是全路第一家铁路运输企业集团。1996 年广铁集团创建了全路第一家股份制运输企业——广深铁路股份有限公司，并在香港和纽约成功发行 H 股，2006 年 12 月 22 日在上海证交所成功发行 A 股。

2、主辅分离(2003—2010 年)

铁路改革的第二阶段围绕着“主辅分离”的思想展开。2003 年底，中国铁路剥离了集装箱、特种货物、行包行邮等资产，成立了中铁集装箱、中铁特货和中铁快运三大专业运输公司。2005 年底，铁道部已将下属的 826 所中小学、65 所职业学校、208 所医院和 225 所幼儿园全部移交地方政府管理。2005 年铁道部撤销了铁路分局，实行铁路局直接管理站段体制，2009 年“主辅分离”改革继续推进，铁路开始将公、检、法部分移交地方政府。虽然大部分职能机关拥有了独立法人，但是从本质上并没有充分的独立

自主权，“主辅分离”改革方向并未从实质上改变政企合一的状况。

前两阶段改革的失败，主要是都是铁道部的自我改革为主，并未真正从根源上做到政企分离，对铁道部的核心体制并未触及。

3、后铁道部时期：政企分离为起点，多重改革并行(2011 年至今)

现阶段我国即将进入铁路改革新纪元，随着铁路财务状况不断恶化，现在进入体制化改革不但是提高铁路效率的最优选择，也是在强大的财务压力下不得不做的动作。2011 年以来，政府不断的提出铁路改革的总体方案，确立铁路的市场地位，使改革进入突破性阶段。

2012 年国务院发布《关于改革铁路投融资体制 加快推进铁路建设的意见》，该《意见》主要从推进铁路投融资体制改革，多方式多渠道筹集建设资金、不断完善铁路运价机制、建立铁路公益性政策性运输补贴的制度安排、加大力度盘活铁路用地资源、强化企业经营管理提高资产收益水平、加快项目前期工作形成铁路建设合力等六方面提出具体要求。该意见对于推进铁路市场化有着标志性的作用。于 2016 年初，发改委公布全面放开高铁公交车票价定价权，改由中国铁路总公司自行定价，这是铁路票价市场化的一个重要标志。

2013 年政企分开后，改革开放以来困扰铁路多年的“政企不分”问题开始进入实质性解决与实施阶段，后铁道部阶段，铁路改革的重点逐步转向深化运输供给侧结构性改革。

图 14：我国铁路改革三阶段



资料来源：百科、招商证券

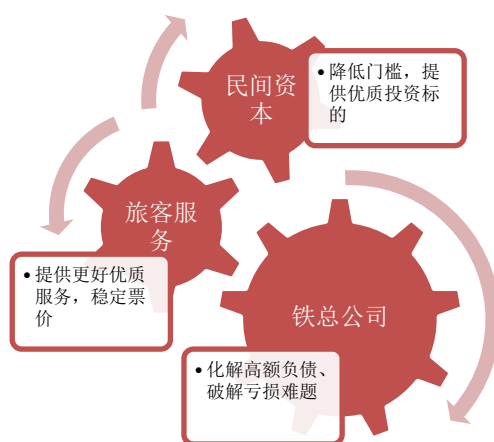
四、股份制改革成为关键一步，混改试点有序推进

股份制改革将有突破性进展，有望引领 2019 年总方向。2018 年 12 月，中央经济工作会议指出要加快国资国企改革，坚持政企分开、政资分开和公平竞争原则，做强做优做大国有资本，加快实现从管企业向管资本转变，改组成立一批国有资本投资公司，组建一批国有资本运营公司，积极推进混合所有制改革，加快推动中国铁路总公司股份制改造。2019 年 1 月，中国铁路总公司工作会议提出，加快推进铁总股份制改造为牵引，深化以经济效益为导向的制度改革。股份制是有效的资产组织形式，可以快速集聚社会资本，可以改善公司的资产基本面状况，同时，针对当前投融资问题，股份制改革将拓宽融资渠道、纾解融资压力。股份制改革有望在 2019 年成为改革重头戏。

腾讯、吉利、顺丰入局铁路混改，基于推动股份制改造之上的混改试点将有序推进。2018 年 4 月，腾讯和吉利控股组成的联合体成功拿下动车网络 49% 股权，成交价为 43 亿元，吉利控股占股 39%，腾讯占股 10%，中铁总公司占股 51%。7 月 5 日，国铁吉讯科技有限公司正式揭牌成立。2017 年 12 月，动车网络成立，中铁总公司确定的下属企业中唯一经营动车组 Wi-Fi 的企业。2018 年 8 月 29 日，中铁顺丰国际快运有限公司在深圳揭牌成立，中铁快运占股 55%，顺丰占股 45%。

京沪高铁启动上市，铁路资产证券化有望提速。2 月 26 日，北京证监局官网公布了《中信建投证券关于京沪高铁首次公开发行股票并在主板上市辅导基本情况表》，这意味着中国铁路总公司控股企业京沪高速铁路股份有限公司正式启动 A 股上市工作。京沪高铁被誉为“世界上最赚钱的高铁”，因此 IPO 上市率极高，2015~2017 年间，已连续三年盈利，每年盈利分别为 65.81 亿元、95.27 亿元、127.16 亿元，符合主板上市条件。京沪高铁全长 1318 公里，纵贯北京、天津、河北、山东、安徽、江苏、上海等七省市，连接“京津冀”和“长三角”两大经济区，是我国“八纵八横”高速铁路主通道的重要组成部分，若 IPO 上市成功，将优化负债结构，进一步增强盈利能力，也将产生良好的社会经济效应，有望出现中国铁总、铁路旅客、民间资本三方共赢的局面。同时，本次启动上市，将为未来优质国有基础设施资产证券化探路。

图 15：京沪高铁效益



资料来源：招商证券

未来混改力度加大，助力铁路建设。中国铁路总公司有望继中国联通之后，成为又一家在集团层面引入非国有资本、组建混合所有制股权结构的中央企业。按照《中长期铁路网发展规划》，到 2020 年，铁路网规模达到 15 万 km，其中高速铁路 3 万 km；到 2025 年，铁路网规模达到 17.5 万 km 左右，其中高速铁路 3.8 万 km 左右。我们可以预见未来十年仍是铁路建设的高峰期，资金需求仍然巨大。通过混合所有制改革引入非国有资本，是解决铁路建设尤其是支线铁路建设的资金来源的一条重要途径。混改有利于稳定铁路的总负债和杠杆率，也有利于引入市场化运营机制，提升运营管理效率。

五、他山之石：国外典型改革历程

西方国家铁路行业改革的基本路径是在实现政企分开后，通过放松政府规制，适度引入竞争，激发铁路企业的经营潜力，进而推进铁路行业的市场化、私有化。尽管各国国情不同，发展条件各异，不存在普适性的改革模板，但其中的逻辑、做法与经验，可为我国铁路行业的善治提供借鉴。

1. 美国：客货分离、社会资本主导

管制力度和体制架构方面，政府采取一系列措施放松铁路管制、推动产业复兴。改革前，美国铁路几乎没有国有化的经历，一直由私人经营，但铁路的自主经营受到美国政府严格管制，铁路经营积极性下降，运输效率和服务质量降低，运输成本增加，许多公司濒临倒闭。货运占主导，客运占比小且一直处于亏损状态。从 1970 年开始，联邦政府采取措施，推动管理体制变革。客运方面，1970 年收购其他客运公司，成立 Amtrak 公司负责全国铁路客运业务。货运方面，1973 年颁布《区域重组法》、1976 年颁布《铁路复兴和规制改革法》以及 1980 年颁布《斯塔格斯铁路法》全面放松了对铁路运输业的管制，把市场竞争作为铁路运价和开展业务的最有效调节手段。

表 2：美国联邦政府在放松管制时期颁布的三部铁改法案

发布时间	改革法案	主要内容
1973 年	《区域铁路重组法》	为处于破产边缘的铁路公司提供临时救助，允许部分不盈利的区域支线放弃运营，成立美国铁路协会
1976 年	《铁路复兴和管制改革法》	进一步放开铁路运价，允许铁路公司兼并重组、组建联合铁路公司，拨款资助无利润的铁路运营线
1980 年	《斯塔格斯铁路法》	放开铁路运价限制，允许自主定价；放松对资产重组管制

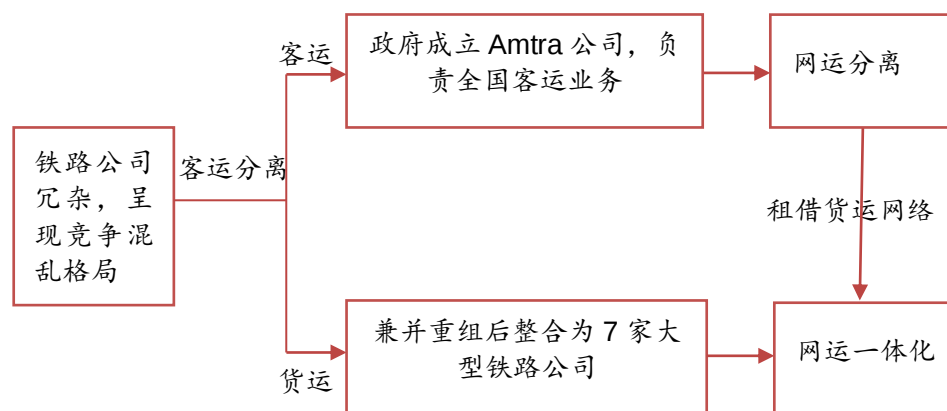
资料来源：百科、招商证券

网运结构上，放松资产重组限制，实现客货分离。放松管制改革后，美国铁路实现客货分离模式，由货运公司管理路网，客运向货运租借路网。货运方面，采取网运一体化模式，各大铁路公司自己拥有完整的运营网络，自成体系，能独立完成覆盖区域的货运业务。客运方面，成立全国性客运公司，采用“网运分离”模式，客运业务向铁路货运公司租借线路。

图 16：美国铁路改制前后市场变化

改革前：市场较为混乱

改革后：客货分离，集中度提高



资料来源：招商证券

定价机制上，放宽价格限制，实现市场化定价。铁路公司可以根据市场情况自主定价，ICC 只起到监管职能。货运方面，在按照货物类别、距离、重量确定基本运价，铁路公司与货主协商签订运输合同，目前 60% 的铁路运量(UP 公司达 80%)通过签订运价合同的方式来完成，运价政策都体现“多运低价”的特点。客运方面，Amtrak 客运票价除按照长短途分类定价外，还通过“收入管理”系统预测需求、根据距发车时间长短和客流情况制定票价，并加以灵活的票价优惠措施，提供商业折扣和福利折扣。

图 17：美国铁路货运价格政策

货运运价政策	主要内容
激励运价	单车按载重分段计价，低吨位高价位，高吨位低价位，规定了最小装载重量
整车运价	低于非整车运输运价，但规定了整车运输的最小装载重量。
多车运价	适用于 5 车以上、25 车以下的运量，多车运输的改编成本低。规定了最小装载重量
混装运价	不同类别的货物混装比单独装载某类货物的运价低，专门为与卡车竞争而制定
整列运价	铁路为货主提供优惠运价，但货主必须保证一定的运量，一旦开出即按整列计算

资料来源：百科、招商证券

图 18：美国铁路客运价格政策

客运运价政策	主要内容
基础运价分类	短途列车票价分高峰和非高峰两类，每类又分为预定和非预定票价；长途列车分为卧铺、公务席、座席 3 种席别，分别对应全额票价和三档折扣票价。
收入管理法	类似于航空订票系统的计算机预定系统，对客票预定情况和需求进行预测，根据客流情况确定票价
商业折扣	对特定时间、旅行次数和团体购票给予商业折扣
福利折扣	对老年人、小孩、学生、军人、残疾人等给予福利折扣

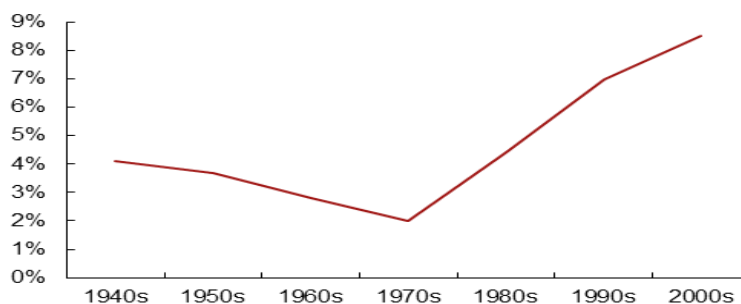
资料来源：百科、招商证券

投融资上，强调公益性，引入社会资本，政府起引导扶持作用。美国政府通过立法和政策，从建设、运营、资本投入等方面对铁路投融资给予支持，保障铁路发展。铁路行业管理机构联邦铁路管理局（FRA）下设铁路发展办公室，专管联邦政府投资铁路行业资本援助等事务。政府财政援助重点以客运和小型货运铁路为主，加强在客货运基础设施，铁路线路改造和灾后重建等方面的援助，强调公益性、提供基础性资金扶持，发挥资金的杠杆作用。美国铁路货运一开始就以私有制为主，具有很大的开放性。放松管制后，一级铁路公司通过发行股票、债券，抵押贷款等多种方式筹集资金，直接投资已成为辅助方式。铁路建设、运营和维护等都是依靠公司自筹资金完成，而不是政府补助。

市场化的运营机制极大提升了美国铁路的运营效率。与 1980 年相比，2000 年的综合

生产率增长了 173%，铁路市场份额从 1978 的 35% 逐步提升到 40% 左右。大量低效益的铁路和公司被淘汰。1970-1990 年，一级铁路运营里程从 19.65 万英里下降到了 11.98 万英里。近年来美国各铁路公司资本回报率总体呈现上升趋势。

图 19：1980 年成为美国铁路投资回报率的拐点



资料来源：谷歌、招商证券

2、德国：网运分离

上世纪末，随着高速公路、航空、管道等运输工具的迅速崛起，欧盟各国铁路在运输市场所占份额急剧萎缩，出现严重亏损。大多铁路依靠国家高额财政补贴维持正常运营，僵硬的管理体制使铁路运输业步入死胡同。1991 年，欧共体发布要求成员国铁路一律实行网运分离的 91/440 号指令，以便打破行业垄断和封闭状况，引入私营企业、跨境经营者的竞争及各国间铁路运输的畅通。并规定在 2000 年前各成员国铁路必须完成“网运分离”改革，最起码是“会计分离”。由此，欧盟各成员国开始对铁路实行改革，其中，德国改革案例最为典型。

“两步走”：职权关系上实行政企分开，业务结构上实现网运分离。1992 年，德国交通部提出方案，建议将铁路专用资产分为三部分，即基础设施、货运和客运。1993 年，通过了《基本法修正案》和《铁路新秩序法》。在方案指导和法规规制下，德国铁路行业改革采取“两步走拆分”模式。第一步即先拆分政府与企业的职权关系，将原西德联邦铁路(DB)和原东德国家铁路(DR)合并，成立德国铁路股份公司(DBAG)，新组建联邦铁路管理局和联邦铁路资产局处理铁路公司中具有政府属性的事务，免除旧债务，并以法律形式确认。第二步核心是拆分铁路基础设施与专业运输业务，将铁路股份公司改为控股公司，对原有的基础设施、货运、长短途客运等进行公司化改组，分别组建为路网、货运、长途客运、短途客运、车站服务等五个子公司，各公司间独立核算，实现“网运分离”。

图 20：德国铁路改革进程



资料来源：招商证券

从立法到建立技术标准体系，为铁改奠定坚实基础。由国会和政府通过了一系列有关铁路改革的法律法规，包括修订《基本法》和制定《铁路新秩序法》。《铁路新秩序法》主要包括《联邦铁路合并与重组法》、《德国铁路股份公司组建法》、《通用铁路法》、《联邦对铁路交通运输管制法》、《联邦铁路线路扩建法》、《短途客运地方化法》、《乡镇公共交通筹资法》等。这些法律法规的颁布实施，不仅为德国铁路改革规定了目标、任务和实施步骤，而且为铁路重组、建设投资财政保证、线路维修财政来源、旧债务处理、铁路管理机构、政府管制及铁路公司的权限等一系列问题做出明确规定，为德国铁路改革奠定了坚实的法律基础。在政企分开后，德国铁路建立了完整的技术标准体系。第一级为联邦铁路管理局颁布的法律、规定、职责条例和规程；第二级为德国国家规范 DIN（类似于我国的国家标准）；第三级为 DB 集团的规定、规章和规程。作为国家铁路法，《AEG：一般铁路法》是最高法律，规定了铁路的地位、作用等，适用标准为德国铁路技术管理规程（EBO）及各专业规范（DS、Ril）系列。DS、Ril 系列与工业标准 DIN 规范相互兼容，只补充与 DIN 规范不同或缺少的约定。随着欧洲的一体化，其部分标准由于通用性强，已纳入欧洲标准（EN）或与欧洲标准（EN）等效。

图 21：德国铁路技术标准体系

联邦铁路管理局颁布的基本法律、规定、条例和规程

- 一般铁路法（AEG）
- 铁路建设和运营条例（EBO）
- 作业保护法律（ArbSchG）
- 联邦空气排放保护法律（BImSchG）

联邦铁路管理局颁布的铁路事故级别 UUK 的规程和指令

- 铁路事故保护条例（GUV5.6）
- 在轨道范围内作业的保护条例（GUV5.7）

德国国家规范 DIN 系列

- 混凝土（DIN EN 197）
- 钢筋混凝土（DIN 488）
- 混凝土和钢筋混凝土：设计和施工（DIN 1045）
- 混凝土检验办法（DIN 1048）

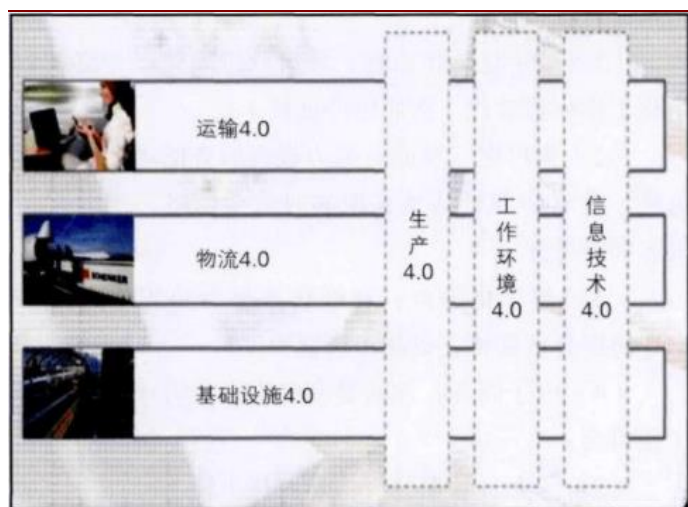
DB 集团的规定、规章的规程（DS 和 Ril 系列）

- 德国联邦铁路规范：铁路隧道的设计、施工和养护（Richtlinie 853）
- 铁路工程设计，一般设计原则（DS 800 01）
- 联邦德国铁路新线设计规范（DS 800 02）

资料来源：谷歌、招商证券

未来德国铁路将向 4.0 战略迈进。为应对由于共享用车平台、长途公共汽车运输和廉价航空引起的市场变化，DB 将数字化进程视为发展契机，实施铁路 4.0 战略，该战略包括运输 4.0、物流 4.0、基础设施 4.0，并以生产 4.0、工作环境 4.0 和信息技术 4.0 作为支撑；推出新型运输产品、服务和跨模式的联网方式；建立数字化客户界面用于实时信息推送；积极发展学术性合作伙伴。为实现铁路 4.0 战略，DB 启动了一系列项目，投入大量精力来推进铁路运输和运营的数字化发展。主要包括建立多模式约车平台、为物流业务开发手机应用、为顾客提供智能行程和列车线路规划等服务；推出在线机车诊断工具、基础设施建设项目虚拟规划与管控系统、使用数字化设备进行维护工作等，逐渐形成智能化运营体系；通过建立相关实验室、组织“创业夏令营”等措施促进铁路研究创新工作发展。

图 22：德国铁路 4.0 战略



资料来源：《德国铁路改革》、招商证券

图 23：德国铁路数字化发展举措



资料来源：《德国铁路改革》、招商证券

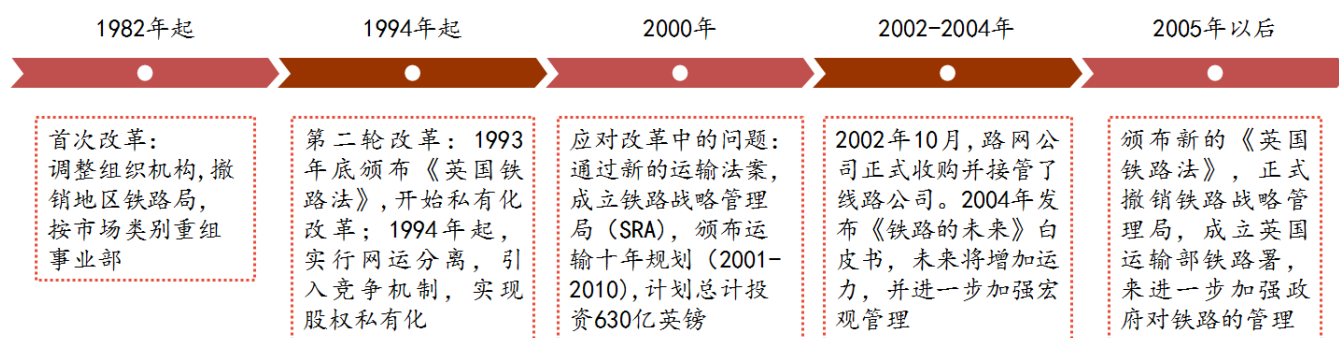
3、英国：国有民营

英国的改革是欧洲铁路改革的另一个重要环节。由于受到公路、民航等其他运输方式的竞争冲击、铁路运营公司之间的激烈竞争等原因的影响，英国铁路曾遭遇经营亏损和业务萎缩的现象。英国从 1982 年起开始进行第一轮铁路改革，调整组织架构，撤销地区铁路局，废除了沿用 30 多年的分区管理体制，成立城市客运、东南路网客运、地方短途客运、整车货运、集装箱运输、行包运输 6 大业务部门，进行按市场专业部门分工的条块相结合的业务管理。但各事业部并不拥有基础设施，使用费高昂，因此改革成效未达预期，未从根本上解决国有铁路效率低下的问题。而最值得瞩目和借鉴的是 1994 年开展的第二轮改革。目前，英国已是欧盟各国中实施铁路网运分离改革最快最彻底的国家。

激进、短时间内实施重组和私有化改造，实现经营民营化。过去英国政府直接管理和经营铁路，政企不分，效率低下；而在第二轮改革中，则将铁路行业交由非国有企业来经营，并引入竞争机制和目标管理机制，吸引各种资本，切实实现了政企分离。具体举措有：

- 重新组建 25 个列车运营公司(TOCs)经营客运业务，并在特许经营办公室(OPRAF)领导下通过特许经营实现私有化。25 个特许经营权被卖给 11 个集团公司。出售后的列车运营公司将转化为私营企业，购买者将负责管理其所收购的列车运营公司；
- 货物和包裹的运输直接通过出售实现私有化；
- 组建三个机车车辆租赁公司(ROSCOs)，并使其私有化；
- 组建 50 多个铁路辅助服务公司，并使其实现私有化。

图 24：英国铁路改革进程



资料来源：英国铁路改革评述、招商证券

转换经营机制，开展多元化经营业务。1994 年私有化改革重要的一环便是经营机制转换，但由于市场化节奏操之过急、覆盖面过广，因此，改革成效不佳，部分路网公司出现资不抵债的现象；2002 年，新的路网公司(Network Rail)成立后，统一制定运营计划，个子公司积极开展客货运输及非运输业务，新一轮经营机制转换措施启动。具体多元化措施包括：

- 开发车站多元化经营业务。将车站建成城市的交通中转站，并对车站周边进行改造，使之成为一体化的现代交通运输枢纽。除开大型车站，余下的租给运营公司，进行

商铺租赁、写字楼租赁，并发展广告、电影、零售业，同时提供岗位；

- 开拓铁路修理领域。在转换经营机制之前，铁路修理领域都是各运营子公司自己负责的，权责不明，效率低下。现在，运营公司根据自身的优势，调整经营重点，从单一的客货运业务向铁路维修领域拓展，由此拓宽了收入来源；
- 提供灵活的车次和票价结构。推行了各种优惠车票政策，提供火车票查询与预定等服务；
- 调整基础设施维修公司组织结构，进行市场化经营。将原来一体管理的基础设施维修机构分解为能够分清责任、实行独立核算的公司，维持原有的基层维修人员管理体制及基本架构，但取消最高管理层、调整中层管理架构。

维持政府有限资助阶段，保持铁路产业长期高效运作。2004 年英国运输部发表《铁路的未来》白皮书，提出未来目标：政府有限资助，保持铁路产业长期高效运作；

- 政府将接管铁路的战略规划职责，继续保留一个独立的监管机构 ORR 来保护投资者、消费者的权益，监督公益性服务的政府购买价格，并负责管理路网公司和特许运营公司的合同条款；
- 新的路网公司（Network Rail）将承担路网运营和状况的责任，路网公司将对列车运行的安全可靠全面负责，通过与政府订立合同，向客货运公司提供可靠的服务组建三个机车车辆租赁公司(ROSCOs)，并使其私有化；
- 组建铁路辅助服务公司，并使其实现私有化。密切路网公司和列车运营公司的联系。通过新的地方性条约，明确双方的职责，加强激励机制；
- 强化并发挥苏格兰、威尔士政府、伦敦和英格兰地方政府的决策地位和作用。

未来发展计划遵循“投资要针对主要问题”原则，环保目标成为发展重点之一。英国铁路遵循“投资要针对主要问题”的原则来制定未来发展计划。未来增加铁路运力的最好选择是通过能力、投资收益和环境效益三者衡量后开通新的普速服务和经营废弃的现有的路线。

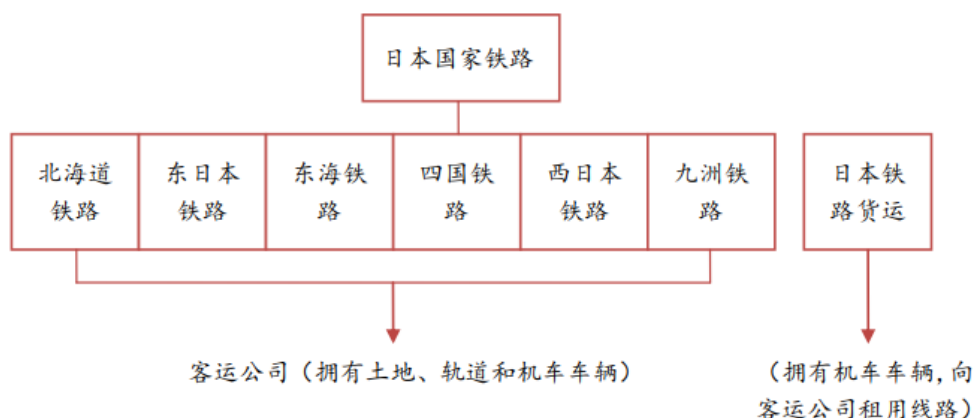
- 增加铁路运能，缓解线路拥挤。至 2014 年前英国铁路的投资优先安排在运力的提高，筹资购买 1300 节新的车厢，满足客运需求。在 2015 年底前完成泰晤士联线，使之成为贯穿伦敦南北的通道。从 2015 年起，英国旗舰城际特快列车将在东海岸铁路和大西部铁路承担主要的客运服务工作。
- 改善基础设施，提高交通可达性。遵循“旅行计划”的原则，用 1.5 亿英镑来改善全国 150 个车站的基础设施工作，极大改善乘客进出车站的路径，为骑自行车的人提供更好的换乘服务；
- 组建铁路辅助服务公司，并使其实现私有化。密切路网公司和列车运营公司的联系。通过新的地方性条约，明确双方的职责，加强激励机制；
- 制订减排目标，加强环境保护。政府在环境保护方面制订计划，制定二氧化碳减排目标。政府在环境保护方面制订计划，制定二氧化碳减排目标，发掘铁路行业的环保潜力，增加运力来满足人们选择铁路这种绿色出行方式的需求。通过将环保目标写入客运专营条例、向环保研究拨款等手段来鼓励环保工作。2014 年以后，英国

铁路发展的重点之一是发掘铁路的环保潜力。

4、日本：区域公司

国家统一管辖下实行铁路系统拆分，减轻政府管制压力。二战后，日本对铁路实行了国有国营的管理模式。1949 年，日本国有铁路成为“公共企业”，政府直接控制包括运价、投资、工资等方面的决策权。从 20 世纪 50 年代末 60 年代初，铁路开始逐步失去在运输市场的份额，国有铁路僵化管理体制使得铁路部门面对此种情况束手无策，60 年代末到 80 年代初，日本政府多次试图进行日本国铁的内部改组和制度改革，但都未成功。20 世纪 80 年代，日本铁路在坚持国有化的前提下，确立了“分割+民营化”的改革方案。为解决政府管制过细过多、铁路经营每况愈下的问题，日本按照“自立自主、自主经营”的改革方向，将日本铁路系统拆分为 6 家客运公司和 1 家货运公司，施行以客运为主，客运与路网合一，货运向客运租用线路并支付使用费的运作模式，客货运公司拥有经营权和独立的市场主体地位。

图 25：日本铁路重组结构图



资料来源：招商证券

政府角色转变，激励性管制开始实施。日本铁路改革前，涉及运价调整、年度预算、对外投资等项目，均需上报批准。改革后，政府由经营主体转变为监督主体，经营性事务由市场主体负责，仅负责审查勘察报告、工程核算等涉及基建的业务，同时负责制定技术标准、安全规范和防范市场竞争的业务。调整运价，实施以综合成本价格为基准的最高限价制，运价调整仅需运输大臣批准。

引入民间资本解决投资问题。日本政府采取了“官民合作”的开发框架解决了国铁改革后投资不足的问题。在新干线的修建中，由国家承担一半的建设费用，另一半的建设费用由企业承担。而政府承担的建设费用由中央政府和地方政府分担：公益性较弱的新干线，中央政府承担 40%，地方承担余下的 10%；公益性强的新干线，中央和地方各承担 20%。新干线建设完成后，各 JR 公司通过缴纳租赁费的方式取得新干线的运营权，同时该费用将留存作为下一条新建线路的建设资金。

结合国情实施合理市场化竞争。日本国铁改革时，并非直接引入多家公司共同竞争以提高效率，而是结合了当时的实际国情。国铁改革前，国铁所有的线路中，客流需求旺盛的线路大多都有私铁线路的参与，而客流需求较少的线路，大多都是间距短、旅速低的

公益性线路。若在客流需求旺盛的线路上引入多家公司竞争，各公司在利益驱动下使得车票互认存在阻碍，可能造成旅客出行不便，致使客流流向私铁公司；而客流稀少的公益性线路上，由于政府补贴的存在，客运公司为了优先增加班次或实施排他性经营，往往会向政府报出更低的补贴要求，而收入的减少只能通过降低成本来弥补，最终导致铁路安全投资的缩减。为此，政府结合实际，将改革后的竞争形式规定为：改革后的 JR 各公司，在客流需求旺盛的线路上由私铁公司与其竞争；在客流需求少的线路上，由公路客运与其竞争。并令各公司获得运输的自主定价权，以促进市场化竞争。

以法律形式为改革保驾护航。颁布《国有铁道改革法》，为日本铁路系统的分割和民营化改造奠定了法律基础，并以法律形式确立了“日本国有铁道清算事业团”等特殊法人企业的责任，以组织化的方式解决剩余人员的安置、流转和再就业问题，有效降低了改革风险。经此调整，政府对铁路的直接管制和财政补贴都随之大幅减少，几家公司的市场化运作和财务收支状况良好，铁路运营和路网建设的整体水平持续提升。

六、铁路改革未来发展方向看点

1. 多元化经营将成为盈利重点

非主营业务发展迅速，贡献大部分盈利增长

非主营业务在近几年从总体上已经成为收入的主要来源之一，大概占总收入的约 40% 以上，近几年虽然业务增长表现不佳，但是总体上强于主营业务的发展。2012-2014 年均非主营业务贡献收入约有 4000 亿，较 2010 年水平增长了一倍。

多元化经营打造未来铁路盈利增长点

在政企分开的模式下，市场竞争过程中就会有不同的需求，供给这就会根据需求的变化提供不同的产品和服务。不论是客货运输的核心业务及其他相关性的业务，均可以在市场的刺激下，寻求及开发出适应市场需求发展的多元化业务。

多元化战略经营是铁路改革的重点内容之一。为加快多元化发展，原铁道部下发了《关于推进铁路多元化经营的意见》，意见提出铁路多元化改革包括以下几点，分为有关客货运核心业务及其他相关业务多元化：

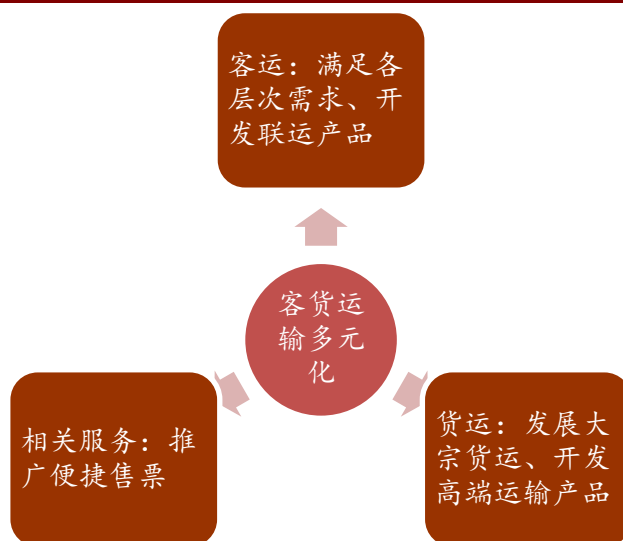
大力发展客货运输核心业务

在客运上，形成高速、快速、普速合理匹配、适应旅客不同层次需求的铁路客运产品，扩大铁路客运市场。还有可能开发出联运产品，如空铁联运，做到无缝连接，使旅客出行更加方便。

在货运上，大力发展大宗货物运输，开发快捷运输、集装箱运输、多式联运等高端货物运输产品，拓展铁路货运市场。

加快客货营销由传统方式向电子商务的转变，实现铁路与客户远程直接服务；积极推广电话订票、互联网售票、电子客票、银行卡购票、自动售检票，网上受理货运及物流需求，最大限度地方便旅客和货主。

图 26：客货运输核心业务多元化发展



资料来源：交通部、招商证券

其他相关业务多元化

加快发展现代物流。适应城市布局调整和区域经济规划，统筹优化铁路场站和物流基地功能布局，推进专用线、专用铁路、物流基地等设施建设，拓展铁路货运服务功能。通过铁路货运客户服务系统，统一受理接取、装卸、仓储、包装、加工、配送等服务业务，实行“一站式”办理、“一条龙”服务，实现由“站到站”到“门到门”服务的拓展，提高物流管理水平，融入客户供应链管理，降低社会物流成本，更好地满足市场需求。

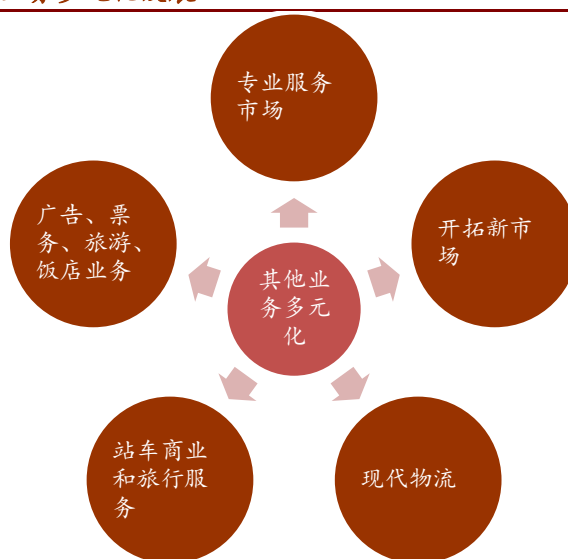
积极拓展站车商业和旅行服务。适应旅客多样化、个性化要求，统筹规划车站商业经营项目，提升服务档次，丰富服务内容，为旅客旅行提供全方位全过程服务。依法合规进行合资铁路新线新站商业服务项目开发。推行站车商品集中采购和统一配送，建设站车餐饮采购、加工、配售经营网络。

统筹发展广告、票务、旅游、饭店业务。统一组织开发利用车站、列车、铁路建筑物等受众多、适宜开发广告的资源，推进专业化、规模化经营。优化客票代售点布局，拓展飞机票、汽车票等代售业务。开行铁路特色旅游列车，开发网络性旅游产品和站车旅游商品，推动旅行社网络化、规模化经营。推进饭店业连锁经营。

努力扩大专业服务市场。鼓励铁路运输企业组建专业化企业，在依法合规、规范运作的基础上，参加路内外建设工程设计、材料制作、物资供应、监理等项目竞争。发挥车、机、工、电、辆等铁路专业优势，盘活用好资源，拓展地方铁路、专用线、专用铁路机车牵引、运营、大修、维护等市场，开发城市轨道交通运营及设备检修等业务，扩大自备机车、货车、客车检修业务。

创新开拓新的市场。综合利用既有信息资源，开发信息增值服务，发展电子商务。统筹利用铁路土地和房产资源发展房地产业务，拓展路内外物业管理服务，探索开发保险业务。

图 27：铁路其他业务多元化发展



资料来源：铁道路、招商证券

在服务类型上，随着铁路运输结构的进一步调整，发展多式联运成为大势所趋

从产品服务方面分析看，铁路两大主要产品之一的客运板块以商旅经济为核心，营业收入超过铁路货运。客运的商旅化发展前景好。但是以现代物流为核心的货运板块，产品和服务体系不清，市场份额缩减，特别是白货领域所占比例更少。所以，铁路在货运方面，发展空间巨大，应以发展现代物流为重点，加快铁路供给侧结构性改革。加快与公路、海运、水运等其他运输方式的相关企业战略重组，推动中国国际化的多式联运平台建设。2019年2月14日，中铁总旗下中铁特货运输有限责任公司在上海联合产权交易所顺利完成股权转让。东风汽车、北京汽车、中车资本、京东物流、普洛斯、中集投资6家企业取得中铁特货15%的股权，成交金额为23.65亿元。中集集团是全球领先的物流装备和能源装备供应商，在基于铁路冷链的多式联运物流服务领域经验丰富，随着国家正加大天然气布局，铁路LNG物流业务正成为LNG多式联运运输方式的重要环节，中集与中铁特货的合作，有望在多式联运方面进一步布局。

表 3：推进多式联运相关政策文件

发布时间	文件名称	主要内容
2015 年	关于开展多式联运示范工程的通知	大力发展多式联运，着力构建以设施高效衔接为基础、以站场快速转运为重点、以各种联运形式竞相发展为路径、以信息资源整合共享为支撑、以设施设备及服务标准化为保障的多式联运组织体系
2016 年	营造良好市场环境推动交通物流融合发展实施方案	到 2018 年，全国 80% 左右的主要港口和大型物流园区引入铁路，集装箱铁水联运量年均增长 10% 以上，铁路集装箱装车比率提高至 10% 以上。到 2020 年，集装箱铁水联运量年均增长 10% 以上，铁路集装箱装车比率提高至 15% 以上
2017 年	关于进一步鼓励开展多式联运工作的通知	加快多式联运发展，构建高效顺畅的多式联运系统，解决我国多式联运发展水平仍然较低，协同衔接不顺畅、市场环境不完善、法规标准不适应、先进技术应用滞后等突出问题。力争

		2020 年多式联运量比 2015 年增长 1.5 倍
2017 年	《“十三五”铁路集装箱多式联运发展规划》	到 2020 年，集装箱运量达到铁路货运量 20% 左右，集装箱铁水联运量年均增长 10% 以上，中欧班列年开行 5000 列左右
2018 年	《2018-2020 年货运增量行动方案》	2018-2020 年，铁路集装箱多式联运量年均增长 30% 以上
2018 年	《推进运输结构调整三年行动计划（2018—2020 年）》	全国多式联运货运量年均增长 20%，重点港口集装箱铁水联运量年均增长 10% 以上

资料来源：交通运输部、招商证券

在经营范围上，拓展多元化经营，土地综合开发、盘活土地资源将成为未来看点

铁路土地综合开发是铁路改革另一重要领域。2013 年 8 月，国务院即颁发《关于改革铁路投融资体制加快推进铁路建设的意见》，提出鼓励社会资本投资建设铁路、完善铁路运价体制、鼓励土地综合开发利用。为切实落实该《意见》，国务院在 2014 年又颁布《国务院办公厅关于支持铁路建设实施土地综合开发的意见》，明确支持盘活存量铁路用地，鼓励新建铁路站场实施土地综合开发。

除去传统出让土地获利，铁路土地综合开发，可以与开发商合作，开发铁路沿线和车站周边的地产，铁路公司与开发商分享一定利润。或者借鉴机场商业租赁收入模式，向进驻车站和铁路的商家收取租金、广告和物业管理费等。

通过推进铁路土地综合开发，可以盘活土地资源、实现增收创效，城市综合服务功能也将得到提升，促进新型城镇化发展，是新常态下深化铁路多元化经营的必然选择。多元化经营后，开发铁路沿线将成为全国各大房地商追逐的热点；在不远的将来，景观式线路、花园式别墅、现代化工厂，在铁路沿线将落地生根开花。

2. 盈利刺激社会资本引进，资产证券化将成未来看点

市场化经营性项目保证盈利，盈利刺激社会资本引进

原在政企合一的环境下，即使引进民间资本，但是铁路部门依然以统一调度机安全为由，托由铁路部门管理运营，民间资本只是按照约定拿到指定回报。该机制对民间资本的吸引有限。在政企分离之后，民间资本对独立经营的铁路企业将具有谈判权，经营权及决策权，将更激发民间投资热情。

随着铁路投融资改革的不断推进，我国铁路建设投资多元化格局已经逐步确立，济青高铁、汉十城际、合安高铁等一批地方控股项目管理规范、征拆迅速、资金到位及时，尤其是杭绍台高铁，由复星集团牵头的民营联合体与浙江省政府签署“杭绍台铁路 PPP 项目”投资合同，开辟了铁路 PPP 项目发展的新起点，对推动投融资体制改革、拓宽投融资渠道、完善投资环境以及推动铁路事业加快发展有重要的示范意义。

未来，铁总将加大经营性项目吸引直接投资力度，更多地吸引社会资本投资建设，推进单价承包、EPC 工程总承包、专业分包等试点工作。实施雄安高铁投融资改革试点，探索运用融资租赁等方式。支持社会资本以独资、合资等多种投资方式建设和运营铁路，向社会资本开放铁路所有权和经营权。推广政府和社会资本合作（PPP）模式，运用特

许经营、股权合作等方式，通过运输收益、相关开发收益等方式获取合理收益。

股份制改革将成改革的关键一步，资产证券化未来将持续推进

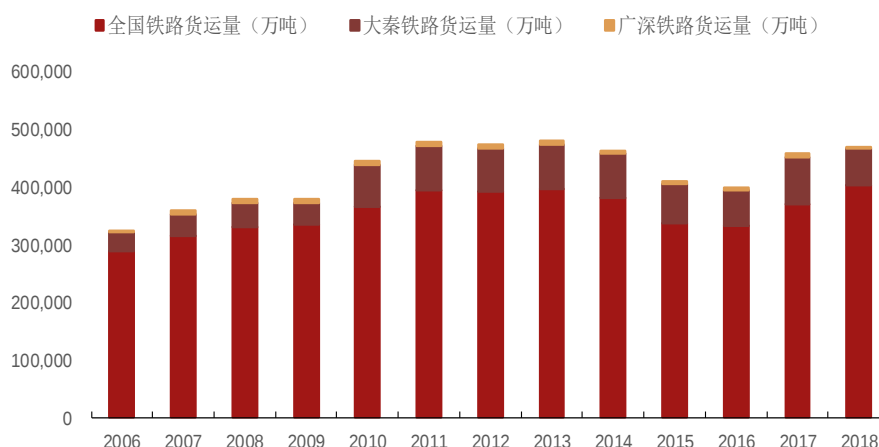
从美国铁路公司上市经验来看，上市不仅为铁路公司提供了新的融资渠道，还可以通过资本市场优化资本结构、规范管理体制和提升运营效率等。

目前，铁路总公司仍拥有较多具备上市潜力的优质资产，如京沪、京广深等高铁资产、中铁快运等专业运输公司、张唐铁路等煤炭运输资产和其他优质客货运资产。高铁票价较高，随着客运偏向高铁，将在未来具备持续盈利能力。资产打包上市，进行权益融资，可以优化资本结构，降低杠杆水平。目前，已经上市的铁路资产有广深铁路、大秦铁路、铁龙物流。

其中，广深铁路公司成立于 1984 年，在 1996 年改制为股份公司，经营广九直通车，以及广深铁路、京广铁路南段的铁路客货运输业务，是中国目前唯一同时在上海、香港及美国纽约证券交易所上市的铁路运输公司。2010 年，大秦铁路收购太原铁路局运输主业相关资产和股权，太原铁路局借此实现运输主业资产整体上市，收购完成后，大秦铁路公司拥有的铁路资产从单一煤运线路扩大为区域铁路网，除掌握山西和内蒙古煤炭外运主要通道外，扩大到客货运业务。铁龙物流公司已形成以铁路特种集装箱物流业务、铁路货运及临港物流业务、铁路客运业务为主的多元化经营格局。

京沪高铁作为国内唯一盈利的铁路线，其社会投资方平安资管与社保基金近几年一直希望推动公司上市，在当前中央深入推进去杠杆等供给侧结构性改革，以及铁路企业深化体制改革的要求下，中铁总开始筹划京沪高铁公司的上市之路，并计划将其作为铁路优质资产资本化、证券化的样板。2019 年 2 月 26 日，中国证监会北京监管局网站刊登了京沪高速铁路股份有限公司上市辅导备案表，中国铁路总公司控股企业京沪高速铁路股份有限公司正式启动 A 股上市工作，有望于 2019 年内完成辅导验收。未来，铁路资产证券化将迈出重要一步。

图 28：上市部分铁路货运量与全国比较



资料来源：Wind、招商证券

表 4：铁路总公司优质资产

资产类型	资产内容
三大专业运输公司	中铁集装箱、中铁特货、中铁快运
高铁资产	京沪高铁、沪宁高铁、京广深高铁、哈大高铁等
煤炭运输资产	晋中南煤炭运输通道、集张-张唐煤运通道，内蒙古和陕西地区优质铁路煤运资产
其他客运和货运资产	京广线、京沪线、陇海线

资料来源：铁路总公司、招商证券

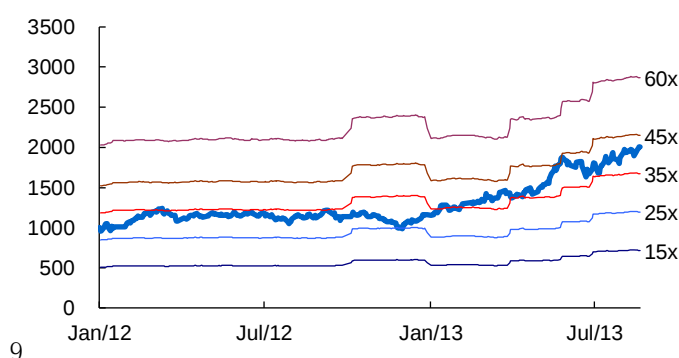
七、风险提示

宏观经济下行拖累铁路客货运量：铁路客货运输与宏观经济密切相关，如果整体宏观经济超预期下滑，铁路客货运量将受到较大影响，公司业绩将受到较大打击。

改革进程不及预期：铁路的发展一直以来受政策影响较大，如果铁路改革实施进度不及预期，那么公司发展速度将会大打折扣。

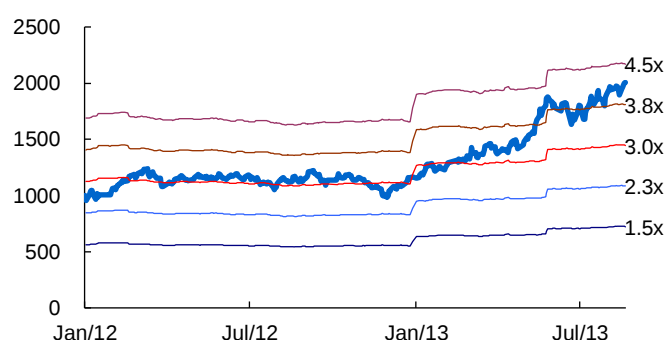
重大安全事故：铁路客运关系国计民生，如果出现重大运输安全事故，公司经营将会受到较大影响。

图 29：铁路行业历史PEBand



资料来源：贝格数据、招商证券

图 30：铁路行业历史PBBand



资料来源：贝格数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

苏宝亮：清华大学硕士，曾在中国国航、中信证券等单位工作 10 多年。2018 年加入招商证券研发中心，现为招商证券交运行业首席分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。