

铁路运输

铁改信号密集释放，推荐攻守兼备铁路股！

证券研究报告

2019年01月04日

投资评级

行业评级

强于大市(首次评级)

上次评级

作者

黄盈

分析师

SAC 执业证书编号: S1110518080007

huangying1@tfzq.com

姜明

分析师

SAC 执业证书编号: S1110516110002

jiangming@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 1 《铁路运输-行业点评:普客价格监管再进一步!再论为什么我们看好铁路》2017-11-08
- 2 《铁路运输-行业点评:铁总改革复兴加密,产业链迎来重大利好!》2017-09-14
- 3 《铁路运输-行业点评:东南沿海高铁先动!客运提价又一先声》2017-02-14

事件

2019年1月2日,中国铁路总公司工作会议在京召开。首要的两件大事即为:办好规划建设川藏铁路和加快推动中国铁路总公司股份制改造两件大事,确保党中央重大决策部署落实落地。会议同时强调以铁路总公司股份制改造为牵引,进一步深化铁路管理体制和运行机制改革。

政策:自上而下推进公司制、股份制改革

2016-2018,铁路领域相关的改革连续三年被中央经济工作会议所提及。表述对于铁路领域改革的指示逐渐深入,更重要的是逐步细化。而此后的动作也逐步从会面转为协议落地,由虚入实的变化明显。

在2019年中铁总工作会议上,更进一步的股份制改造获得高亮,其中重点在于“通过多层次、多渠道的股份制改造,加快构建现代企业法人治理体系”。我们认为随着股份制改革的逐步推进,铁路过去政企不分的特点将会削弱,进一步朝现代企业靠拢,企业对于财务指标改善的诉求将会加强。

财务目标:开源节流,改善现状

铁路总公司当前的财务问题一方面在于现金创造上,收入来源不够丰富、融资形式也过于单一;另一方面,铁路总公司承担了大量投资任务,客运上高铁是主力的运输形式,货运上则拥有多条命脉干线,短期内铁路投资恐难减少,因此从未来来看,改善现金流的来源会是改善铁总三张表的主要方式。具体落地上,改善经营性现金流(土地项目推进与客票价格浮动)、融资性现金流(在盈利改善的前提下拓宽融资渠道,引入混改、资产证券化)的方式将会是较好的解决方案。

投资建议

铁路改革动作逐渐密集,且铁路股均处于估值较低位置,存在较强的安全边际,因此关于改革的预期变化带来的弹性很可能超出预期,我们当前重点提示铁路改革可能带来的投资机会,推荐三只铁路股。

- 1) **广深铁路**:公司是基本上与铁路改革关联度较大的一家。地处广深地区,土地开发的商业价值较高,而当前石牌东货场收储落地,广州东货场也在循序渐进,低成本入账的土地有望撬动较高的收入与利润;另一方面,普客提价一旦落地,业绩弹性较大。公司动车组大修在18年已经完成,我们预计19年维修成本压力将会相对放松;估值上公司PB当前0.78x,处于较低的历史区间,继续推荐。
- 2) **铁龙物流**:从过去改革所带来的弹性而言,以小博大的铁龙物流弹性较大。基本上,今年继续受益于公转铁、沙鲛线有望量价齐升释放业绩弹性,另外公司运营铁路特种集装箱业务,业务拓展空间较大,随着股价逐步回落,2018年业绩估值降至18倍;
- 3) **大秦铁路**:受益于公转铁带来的煤炭运输增量,大秦铁路17年以来维持了较高的景气度,在当前的大环境下,高股息率品种和稳健业绩显得尤为珍贵,我们认为大秦会是19年的稳健品种。

风险提示:铁路改革进度低于预期;公司业绩低于预期

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2019-01-03	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
601333.SH	广深铁路	3.20	买入	0.14	0.16	0.26	0.19	22.86	20.00	12.31	16.84
600125.SH	铁龙物流	6.96	买入	0.25	0.38	0.44	0.51	27.84	18.32	15.82	13.65
601006.SH	大秦铁路	8.09	买入	0.90	1.01	1.02	1.02	8.99	8.01	7.93	7.93

资料来源:天风证券研究所,注:PE=收盘价/EPS



内容目录

1. 事件	4
2. 政策：自上而下推进公司制、股份制改革	4
2.1. 中央经济工作会议连续三年提及铁路改革	4
2.2. 公司制改革，奠定后续工作基础	5
3. 财务目标：开源节流，改善现状	7
3.1. 当前状况：融资渠道单一，投资任务艰巨	7
3.1.1. 现金创造：当前能力较弱	7
3.1.1.1. 整体收入曾经历负增长，17年后重回增长通道	7
3.1.1.2. 运输毛利率逐年走低	8
3.1.2. 现金开支高企	8
3.2. 融资渠道拓宽与盈利改善并举	11
3.2.1. 资产证券化信号	11
3.2.2. 价格制定与土地开发是改善手段	11
3.2.2.1. 土地开发	11
3.2.2.2. 客票提升：提升客运方面的经营性现金流	14
4. 投资建议	14
5. 风险提示	15

图表目录

图 1：2016&2017 年末的中央经济工作会议后，铁路相关领域的改革动作都有推进深化	5
图 2：2008-2017 中铁总收入（亿）及增长（%）	7
图 3：2008-2018Q3 中铁总资产总计（亿元）及增长（%）	7
图 4：中铁总运输收入&其他主营业务收入结构变化（亿元&%）	8
图 5：铁路总公司综合/运输业务/其他主营业务毛利率（%）	8
图 6：中铁总运输收入（亿元）与运输业务毛利率（%）	8
图 7：中铁总货运收入及其增速（%）	8
图 8：2008-2018Q3 固定资产与在建工程在总资产比（%）	9
图 9：2008-2018Q3 中铁总资产周转率（x）	9
图 10：3Q2018 三家铁路公司资产/净资产之和 VS 铁总资产/净资产（亿元）	10
图 11：2018 年 1-3Q 中铁总现金来源（亿元）	10
图 12：2018 年 1-3Q 中铁总现金使用（亿元）	10
图 13：2008-2018Q3 中铁总资产负债率（%）	10
图 14：中铁总单季度现金流差额（亿元，资金来源-资金运用）	10
图 15：铁路普客票价基价提价历程（分/人·公里）	14
表 1：2016-2018 中央经济工作会议对铁路改革的表述	4
表 2：铁总公司制改革三部曲	6

表 3: 铁总公司制混改相关行动	6
表 4: 铁路十三五规划	9
表 5: 中铁特货股权结构	11
表 6: 国务院关于铁路土地改革的两篇纲领性文件	12
表 7: 上海产权交易所挂牌的铁路系统土地开发详情	13

1. 事件

2019年1月2日，中国铁路总公司工作会议在京召开。在其规划的2019年重点抓好的十六个方面的工作中，首要的两件大事即为：办好规划建设川藏铁路和加快推动**中国铁路总公司股份制改造**两件大事，确保党中央重大决策部署落实落地。

其他重要工作还包括：坚决落实中央加强铁路补短板建设和防范金融风险的决策部署，科学有序稳步推进铁路建设；大力强化铁路科技创新，巩固扩大中国高铁领先优势；**以铁路总公司股份制改造为牵引，进一步深化铁路管理体制和运行机制改革。**

就铁路总公司层面的股份制改造工作，重点工作包含：

- 1) **降低资产负债率**：进一步扩大优质存量资产债转股、股权资本上市融资和吸引增量资本直接投资比重，切实降低资产负债率；
- 2) **理顺管理机制**：通过多层次、多渠道的股份制改造，加快构建现代企业法人治理体系，理顺控股投资公司与资本运营公司的权责与管理关系，着力推进法治化市场化经营管理机制建设；
- 3) 探索多元投资、股权监管与专业化经营管理优势互补、优化资本经营效率效益的实现形式，进一步增强国铁资本的影响力和控制力，创新体制机制，促进铁路高质量发展。

链接：<http://kuaixun.stcn.com/2019/0102/14771078.shtml>

<https://www.yicai.com/news/100090553.html>

2. 政策：自上而下推进公司制、股份制改革

2.1. 中央经济工作会议连续三年提及铁路改革

纵观所有的运输板块，铁路板块历来是管制方面最为严格的一部分，未来的改革空间同样也较大。铁路行业的管制主要体现在行业参与者，即铁路总公司的高度垄断，以及行业价格上的重重管制。

2016-2018，铁路领域相关的改革连续三年被中央经济工作会议所提及。其描述分别为“在混合所有制改革领域迈出实质性步伐”、“深化铁路行业改革”以及“推动铁路总公司股份制改造”，表述对于铁路领域改革的指示逐渐深入，更重要的是逐步细化。

表 1：2016-2018 中央经济工作会议对铁路改革的表述

时间	表述
2016.12	混合所有制改革是国企改革的重要突破口，……， 在电力、石油、天然气、铁路、民航、电信、军工等领域迈出实质性步伐。
2017.12	深化电力、石油天然气、 铁路等行业改革 ，降低用能、物流成本。
2018.12	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。

资料来源：新华网，天风证券研究所

我们整理了 16 与 17 年末中央经济工作会议之后，铁路总公司在改革领域所迈出的步伐，其中包括了混改、盘活土地资产、增加收入来源等个类型。我们大致可以看到，17 年的动作大多在会面层面，尤其是与阿里、腾讯以及京东的会谈，而到了 18 年，改革进度显著

深化，与深交所、上交所、建行的合作协议落地，子公司中铁快运与顺丰的合作也正式确立。

图 1：2016&2017 年末的中央经济工作会议后，铁路相关领域的改革动作都有推进深化



资料来源：铁路总公司，天风证券研究所

长远来看，铁路改革一方面是一个自上而下的过程，当前的铁总在制度等方面仍有政企不分的情形，长期来看，公司制、股份制改革已经是方向，基于此才能进一步改善铁总的三张报表，可以期待我们在未来见到一个越来越市场化的铁路总公司。

2.2. 公司制改革，奠定后续工作基础

随着 17-18 年先后完成了铁路系统子公司的公司制改革，19 年的重点工作回到总公司层面。在 2019 中铁总工作会议上，更进一步的股份制改造获得高亮，其中重点在于“通过多层次、多渠道的股份制改造，加快构建现代企业法人治理体系”。而在此之前，铁路总公司也已经先后多次接触外部企业。我们认为随着股份制改革的逐步推进，铁路过去政企不分的特点将会削弱，进一步朝现代企业靠拢，企业对于财务指标改善的诉求将会加强。

表 2：铁总公司制改革三部曲

时间	改革内容	完成标志/现阶段进度	具体内容
2017/11/14	第一步: 推进非运输企业公司制改革	中铁总对铁科院、网络公司、银通公司这三家非运输型企业的领导班子进行调整	中铁总旗下中国铁道科学研究院官方微信发布《铁科院、网络公司、银通公司召开干部大会》消息，中铁总对这三家非运输型企业的领导班子进行调整，并指出此次领导班子调整，是对铁科院实施公司制改革，对网络公司、银通公司股权依法依规进行调整做出的决定。陆东福在召开中铁总机关月度例会时明确非运输企业改革时间表，要指导总公司所属非运输企业加快推进公司制改革工作，条件成熟的要在年底前完成。
2017/11/15	第二步: 对全国 18 家铁路局和 3 家专业运输公司进行公司制改革	所属 18 个铁路局均已完成公司制改革工商变更登记, 同月 19 日正式挂牌	<p>(1) 多家改革的铁路局已经任命集团公司董事长。</p> <p>(2) 不设股东会，由铁总行使出资人职权，明确了企业的国有资产投资主体。</p> <p>(3) 在领导体制方面，实行“双向进入、交叉任职”的领导体制。即符合条件的党委委员通过法定程序进入董事会、监事会和经理层；董事会、监事会和经理层中符合条件的党员依照有关规定和程序进入党委会。</p> <p>(4) 在决策机制方面，将党委会研究讨论作为董事会、经理层决策重大问题的前置程序，充分发挥董事会的决策作用、经理层的经营管理作用、监事会的监督作用。</p> <p>(5) 3 家专业运输公司的高管人员配置中包含了董事与监事，虽然部分公司并未公布董事长。组建由董事会、经营层和监事会组成的机构。</p>
2018/12/5	第三步: 对中铁总公司的公司制改革	“中国国家铁路集团有限公司”正式完成更名登记	<p>(1) 人员: 内设机构精简调整，机关部门、二级机构、人员编制分别精简 10.3%、26.6%、8.1%，工作流程进一步优化。</p> <p>(2) 新公司设董事会，现任中国铁路总公司党组书记、总经理陆东福改任董事长。国家铁路局局长杨宇栋调任中国铁路总公司任总经理。</p>

资料来源：中铁总，天风证券研究所

表 3：铁总公司制混改相关行动

时间	事件	具体内容
2017/5/15	会见了阿里巴巴集团董事局主席马云一行，双方就深化路企国际国内合作举行会谈	铁路总公司正探索推进优质资产资本化、股权化、证券化，欢迎阿里巴巴集团积极参与。在巩固支付宝应用、实名信息核验服务以及车站导航等方面合作的基础上，以战略眼光拓展更为广阔的合作平台，在高铁快运、国际物流、电子支付以及混合所有制改革等领域深化合作
2017/7/15	陆东福在总公司会见腾讯公司董事局主席兼首席执行官马化腾	双方深化合作，着眼于推动高铁网与互联网服务平台和服务内容的深度融合，将双方的网络资源优势转化为旅行生活新方式
2017/11/23	与京东集团董事局主席兼 CEO 刘强东进行了会谈	前期，铁路系统的企业与京东进行了良好合作，下一步，双方可以充分利用高铁网络优势和快捷优势，合作开发高铁快运等现代物流业务。发挥京东在自营电商、网络和金融服务等方面的优势，创新高铁服务模式。
2017/5/13	中国铁路总公司与中国工商银行股份有限公司签订《中国铁路总公司 中国工商银行股份有限公司战略合作协议》	以签订战略合作协议为契机，发挥双方各自优势，在加强存贷款、铁路建设债券投资等常规金融业务合作的基础上，进一步拓展合作领域，在铁路债转股、走出去项目投融资、土地综合开发、移动设备租赁融资、大数据开发、企业财务咨询等方面积极开展合作，探索推进铁路资产资本化、股权化、证券化，放大高铁等铁路优质资产的溢出效应，实现双方互利共赢，共享铁路改革发展红利。
2017/5/11	中国铁路总公司与国家开发银行签订《中国铁路总公司 国家开发银行开发性金融合作协议》	国家开发银行与中国铁路总公司在京举行高层联席会并签署《开发性金融合作协议》。根据协议，国开行与铁路总公司将重点在铁路基础设施建设、机车车辆、铁路沿线土地综合开发、铁路物流、铁路“走出去”等方面深化银企合作，共同服务国家战略、助力铁路行业发展。
2017/7/31	中国铁路总公司与中国建设银行就深化银企合作举行会谈	铁路总公司拥有大量优质资产，正在推进资产资本化、股权化、证券化和混合所有制改革，欢迎建设银行发挥优势、积极参与相关的改革，共享铁路改革发展红利。

2017/7/29	中国铁路总公司与中远海运集团签署战略合作协议	达成并签署了战略合作协议，加强在多式联运基础设施建设、多式联运业务、中欧班列开行、携手实现“走出去”等领域合作，共同开创水铁联运新局面。
2018/5/10	签署《中国民用航空局 中国铁路总公司推进空铁联运战略合作协议》	完善空铁联运基础设施、创新空铁联运产品、提升空铁联运服务、扩大空铁联运信息共享、推动空铁联运示范工程等五个方面，深化民航与铁路的合作。

资料来源：中铁总，天风证券研究所

3. 财务目标：开源节流，改善现状

3.1. 当前状况：融资渠道单一，投资任务艰巨

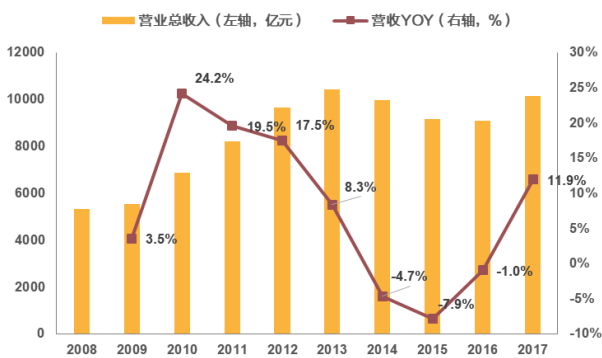
如果按照一个公司的标准，铁路总公司在过去未能给出一份优质答卷，我们看到的是一家现金流紧张、开支高企、负债率较高的公司，究其原因，一方面在于现金创造上，收入来源不够丰富、融资形式也过于单一；另一方面，铁路总公司承担了大量投资任务，客运上成为客运量的主力承载，货运上则拥有多条命脉干线，意义重大，这也决定了短期内铁路投资恐难减少，因此从未来来看，改善现金流的来源会是改善铁总三张表的主要方式。

3.1.1. 现金创造：当前能力较弱

3.1.1.1. 整体收入曾经历负增长，17年后重回增长通道

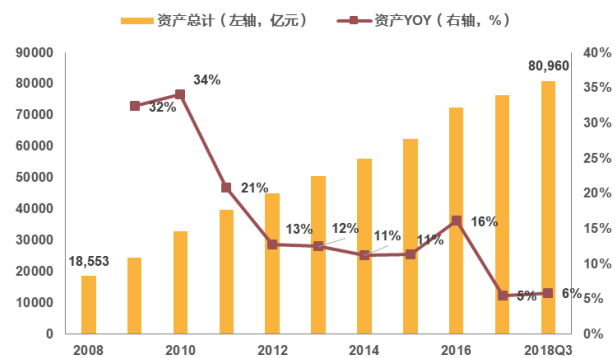
铁路总公司对收入和利润的创造能力都较为薄弱。2008年之后，由于进入高铁时代，铁路总公司曾经历过10-13年的收入快速增长期，2014年后，由于货运收入与其他主营收入的减少，铁路总公司的收入经历衰退，收入减少的趋势直到进入2017年公转铁起效，使得货运量恢复之后才终止，这也使得铁总2017年的收入体量尚不及2013年。

图 2：2008-2017 中铁总收入（亿）及增长（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

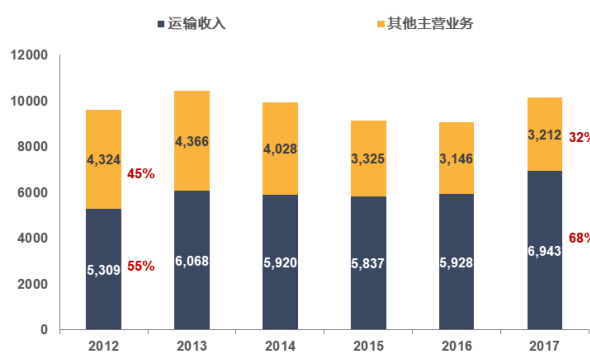
图 3：2008-2018Q3 中铁总资产总计（亿元）及增长（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

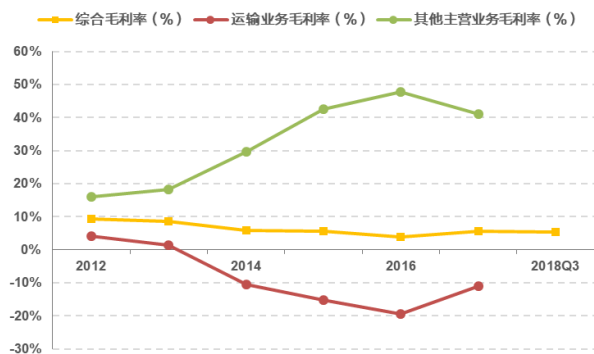
而从收入的结构上看，以物流辅助、广告、出租资产等构成的其他主营业务，在过去也曾占据铁总收入的近半体量，这一部分的毛利率远远高于铁总的运输服务，17年达到40%。但随着过去运输服务收入占比的逐步攀升，其他主营收入的增长有限，叠加运输业务毛利率本身的恶化，铁总整体毛利率趋势向下，截止2018Q3，综合毛利率为5%。

图 4：中铁总运输收入&其他主营业务收入结构变化（亿元&%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：铁路总公司综合/运输业务/其他主营业务毛利率（%）



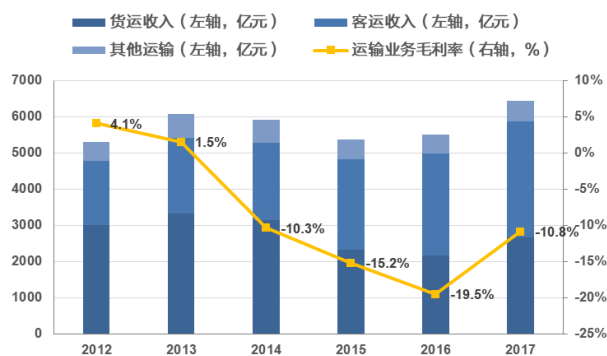
资料来源：wind，天风证券研究所

3.1.1.2. 运输毛利率逐年走低

细看运输业务本身，过去的第一个变化是货运收入占比的减少，主因是来自于公路货运的分流。在货量的影响下，2014-2016 三年，铁路总公司的货运收入连续三年负增长，降幅分别是 6%、26%与 7%，与此同时，随着高铁开行加密，客运收入在整个运输收入比重中的占比开始逐年扩大，国家铁路客货收入比例从 12 年的 57:33 变为 41:50。

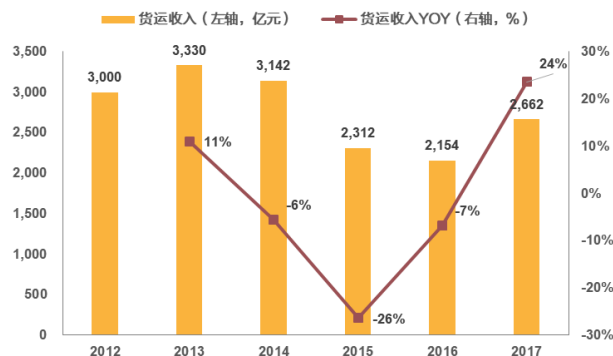
货运收入占比的减少对运输业务的毛利率存在负面影响。传统意义上，由于客运具备一定公益属性，收入多年未调整，导致中国铁路以货补客的现象严重。而随着国家铁路货运量减少带来装载率下降，货运收入与毛利双降，另外新开行的高铁线路与车皮折旧都远高于普客，在产能爬坡期对于利润的负面影响更大，运输业务毛利率在 2016 年触底，为 -19.5%。

图 6：中铁总运输收入（亿元）与运输业务毛利率（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：中铁总货运收入及其增速（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

而从未来的计划来看，环保政策力推的公转铁将会持续，2018-2020E 的铁路货运量预计将会进入上升通道，这也带来了 17 年之后铁路总公司利润表的改善，我们认为这样的改善将会持续，但由于高铁网络的密集化趋势不可逆，长期看铁总的盈利能力在现有的价格体系+资产利用率之下，基本很难有大幅度提升的可能。

3.1.2. 现金开支高企

在整体薄弱的造血能力下，铁路系统却身肩投资重任。在 2017 年 17.3 万亿的基建投资额中，铁路总公司贡献了 7320 亿，按照发改委最新公布的铁路十三五规划，预计 2020 年全国铁路营业里程将达到 15 万公里（+2.9 万公里），高速铁路营业里程达到 3 万公里（+1.1 万公里）。对比十二五期间，铁路整体营业里程增加 3.5 万公里，高铁营业里程增加 1.8 万公里。因此，越来越密集的高铁线路以及与之配套的车辆，是铁总在未来自一段时

间偏刚性的投资支出。

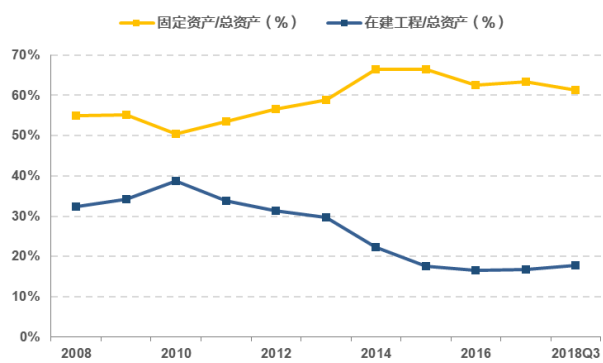
表 4: 铁路十三五规划

指标	2020 年	五年增加值	年均增长率(%)
营业里程(万公里)	15	2.9	4.8
# 高速铁路营业里程(万公里)	3	1.1	11.6
复线率(%)	60	7	>2.0
电气化率(%)	70	9	>2.5
客运量(亿人)	40	14.6	9.5
货运量(亿吨)	37	3.4	2
# 国家铁路货运量(亿吨)	30	2.9	2.1
旅客周转量(亿人公里)	16000	4040	6
货运周转量(亿吨公里)	25780	2030	1.7
# 国家铁路货运周转量(亿吨公里)	23500	1902	1.8

资料来源: 国家发改委, 天风证券研究所

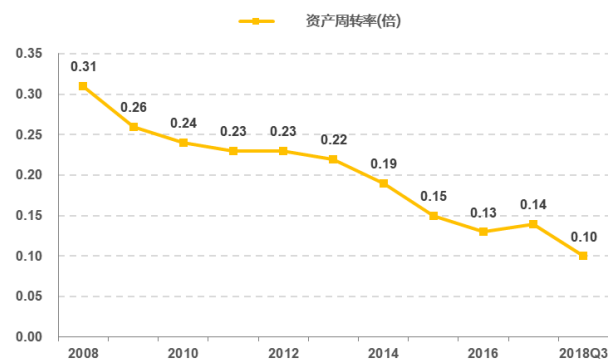
相应地, 过去的十年也是国家铁路系统大规模进行产能扩张的十年, 铁路总公司的资产和负债规模则是日渐膨胀, 尤其在 09-1 年间经历过了几年 20% 以上的规模扩张, 而后也维持了多年的双位数增长, 总资产规模自 08 年的 1.86 万亿扩张至 18Q3 结束时的 8.1 万亿, 这也使得铁路总公司的资产周转率一路走低, 最低即为当前的 0.1x。

图 8: 2008-2018Q3 固定资产与在建工程在总资产比 (%)



资料来源: wind, 天风证券研究所

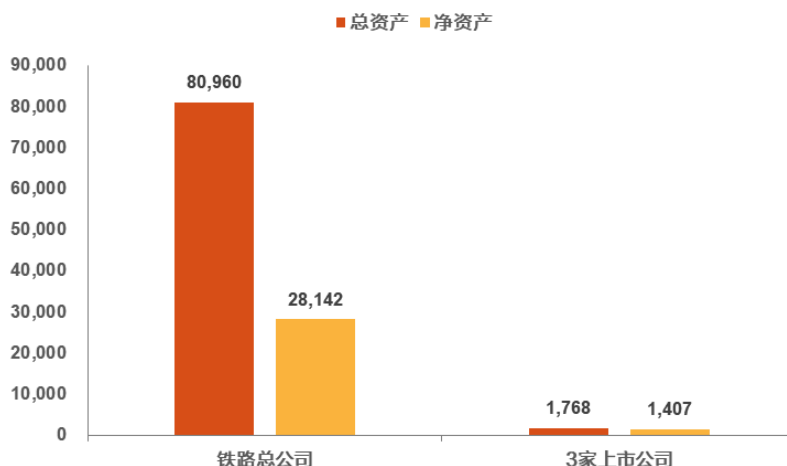
图 9: 2008-2018Q3 中铁总资产周转率 (x)



资料来源: wind, 天风证券研究所

在资本开支难以降低的前提下, 与之对应的经营性现金流受到铁总本身盈利能力的制约, 无法成为现金的主要来源; 而融资性现金流方面, 铁路上市的股权是典型的“大集团小公司”, 背靠整个铁路总公司 8.1 万亿的总资产, 上市的 3 家铁路企业 (大秦铁路+广深铁路+铁龙物流) 18Q3 的资产总和仅为 1768 亿, 占总资产比重仅 2.2%, 净资产占比则仅为 5.0%。铁总旗下的资产上市比例低, 我们认为也与其相对薄弱的盈利能力相关: 仅有运营成熟的优质资产存在了上市可能。

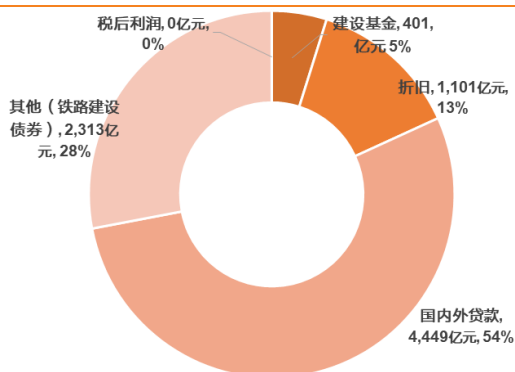
图 10: 3Q2018 三家铁路公司资产/净资产之和 vs 铁总总资产/净资产 (亿元)



资料来源: 铁路总公司, 上市公司财报, 天风证券研究所

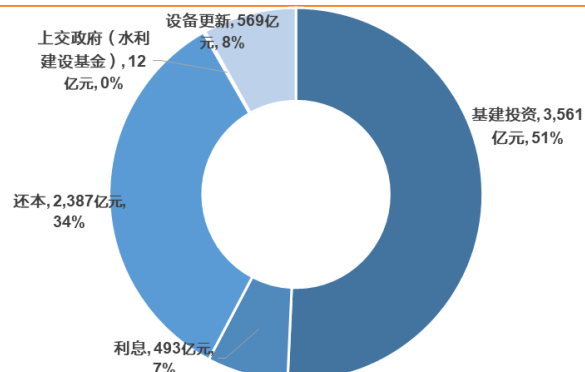
在直接融资占比较小的情况下, 铁路总公司的先进来源主要为有息负债, 国内外贷款+债权的比例超过 80%, 这使得在中铁总的现金支出中, 18Q3 有超过 40%的部分用于了还本+付息, 体量接近 3000 亿。而通过有息负债支撑高额投资的模式, 带来的结果就是在过去多个季度内现金流表现不佳以及资产负债率走高, 只在铁路货运重回景气的 18 年后, 单季度现金流差额才开始持续转正。

图 11: 2018 年 1-3Q 中铁总现金来源 (亿元)



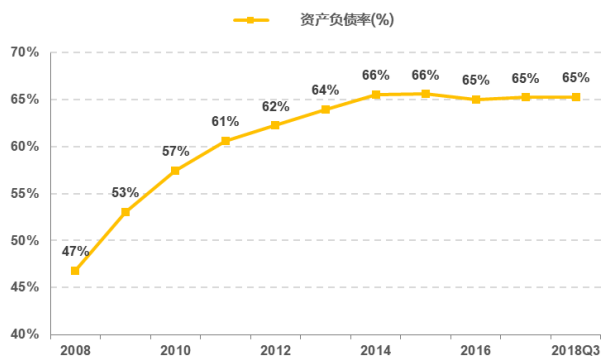
资料来源: 铁路总公司财报, 天风证券研究所

图 12: 2018 年 1-3Q 中铁总现金使用 (亿元)



资料来源: 铁路总公司财报, 天风证券研究所

图 13: 2008-2018Q3 中铁总资产负债率 (%)



资料来源: 铁路总公司财报, 天风证券研究所

图 14: 中铁总单季度现金流差额 (亿元, 资金来源-资金运用)



资料来源: 铁路总公司财报, 天风证券研究所

3.2. 融资渠道拓宽与盈利改善并举

我们认为，不论是政策上对于混改的方向指引，还是铁总自身对现金流状况的改善需求，都指向了拓宽融资渠道、投融资体制改革的方向。

3.2.1. 资产证券化信号

上文已叙，当前仅有大秦铁路、广深铁路以及铁龙物流三家铁路公司实现 A 股上市，对比整个铁路总公司的资产体量，上市部分的总资产与净资产的占比仅分别为 2.2%与 5.0%。绝大多数的铁路体系资产尚未实现资产证券化。

从政策角度，十三五规划中明确提及的是“东部地区有**稳定现金流、资产质量优良的高速铁路企业资产证券化和优质资产股改上市等相关工作**”，政策方面对于铁路资产证券化一事明确支持。

2018 年年末，中铁总旗下优质资产上市事宜释放出新信号。铁总的全资子公司中铁特货运输有限责任公司在上海联合产权交易所挂牌出让其 20% 股权（拆成 20 份 1% 股权）。再其股权转让公告中明确表示，本次股权转让之后，中铁特货将会在 2019 年启动股份制改革，并且申报 IPO。中铁特货 17 全年实现的净利润达到 5.82 亿，18Q1-3 则实现 4.38 亿净利。

表 5：中铁特货股权结构

序号	股东名称	持股比例
1	中国铁路投资有限公司（中铁总全资子公司）	91.79%
2	中国铁路广州局集团有限公司	1.01%
3	中国铁路成都局集团有限公司	1.01%
4	中国铁路上海局集团有限公司	0.67%
5	中国铁路济南局集团有限公司	0.50%
6	中国铁路呼和浩特局集团有限公司	0.50%
7	中国铁路郑州局集团有限公司	0.50%
8	中国铁路北京局集团有限公司	0.50%
9	中国铁路沈阳局集团有限公司	0.50%
10	中国铁路哈尔滨局集团有限公司	0.50%

资料来源：上海联合产权交易所，天风证券研究所

3.2.2. 价格制定与土地开发是改善手段

铁路系统中存在部分质地优良的成熟路产，但对于其余大部分铁路资产而言，正如我们在前文中所说的，制约其大规模资产证券化的根本原因在于**其盈利能力较差，导致社会资本不具备参与意愿**。因此，要进一步推广资产证券化，提升铁路的盈利能力是重中之重。长期来看，铁路盈利能力提升的主要路径包括两条：一是土地开发，二是提升票价，两种路径都是希望公司的经营性现金流有所改善。

3.2.2.1. 土地开发

■ 2013：自上而下的纲领性支持

2013 年铁道部改制为铁路总公司之后，国家就铁路土地开发事宜连发两篇纲领性文件：分别是著名的 13 年 33 号文以及 14 年 37 号文，明确表态支持国家铁路土地以自主开发、

转让、租赁等多种方式盘活。然而在此之后，或许是由于国务院并未给出明确的开发指导细则，铁路土地开发的进程推动反而略显停滞。

表 6：国务院关于铁路土地改革的两篇纲领性文件

时间	文件	内容
2013.8	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(国发[2013]33号)》	加大力度盘活铁路用地资源，鼓励土地综合开发利用。
		支持铁路车站及线路用地综合开发。 中铁总作为国家授权投资机构，其原铁路生产经营性划拨土地，可采取授权经营方式配置，由中铁总依法盘活利用。
2014.8	《关于支持铁路建设实施土地综合开发的意见(国办发[2014]37号)》	支持铁路运输企业以自主开发、转让、租赁等多种方式盘活利用现有建设用地 鼓励铁路运输企业对既有铁路站场及毗邻地区实施土地综合开发
		铁路运输企业依法取得的划拨用地，因转让或改变用途不再符合《划拨用地目录》的，可依法采取协议方式办理用地手续。 经国家授权经营的土地，铁路运输企业在使用年限内可依法作价出资(入股)、租赁或在集团公司直属企业、控股公司、参股企业之间转让。

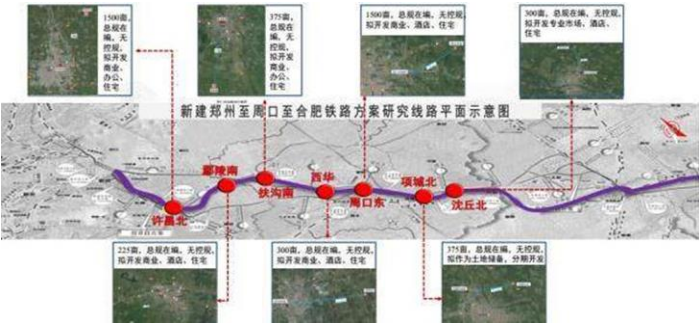
资料来源：国务院官网，天风证券研究所

■ 2017：上海北京产权交易所两次土地推介

铁路系统的土地开发，从政策鼓励到实际落地之间大约经历了 3-4 年的停滞，破冰于 2017 年 8 月上海与北京的两次密集启动：

- 1) 2017 年 8 月 8 日，中国铁路总公司委托上海联交所，后者与中国铁路建设投资公司联合举办“铁路土地综合开发项目推介会”，对首批铁路土地综合开发项目进行了集中推介，涉及土地 20552 亩。**中国铁路总公司、各有关路局和中国铁路建设投资公司相关领导莅临推介会。**恒大、万科、碧桂园、华夏幸福基业、中铁建、融创中国、海航地产、龙湖地产等 143 家房地产开发和投资企业参加了本次推介会；

表 7：上海产权交易所挂牌的铁路系统土地开发详情

项目目录	开发方向	方案
武汉市武昌旧城改造项目	住宅开发	项目拟以高端居住、文化旅游为核心，打造集居住、旅游、商务、教育、配套等功能于一体的都市商住文游综合体。
连云港市铁路货场地块综合开发项目	住宅开发	本项目总用地面积为 151686 平方米。其中经济适用房面积为 35565 平方米，限价房地面面积为 19285 平方米，商品房用地面积为 96836 平方米。
深圳市平湖南方公司地块综合开发项目	住宅开发	-
桂林市桂海线观光旅游列车及沿线土地综合开发项目	旅游开发	该项目建成后将成为桂林市首个观光小火车，串联旅游区众多旅游项目。
西昌市邛海 A09 地块综合开发项目	旅馆用地	依托西昌养生气候资源、湖度假资源、少数民族文化体验资源、航天科技文化体验资源等丰富的旅游资源体系及面向川、渝、云、贵广阔的消费腹地空间，抓住中国旅游行业升级转型的契机，利用宗地周边丰富的景观、景点资源，打造攀西走廊湿地生态度假酒店公园。
郑州至合肥铁路高速铁路（河南段）许昌北、鄢陵南、扶沟南、西华、周口东、项城北、沈丘北铁路土地综合开发项目	住宅开发	
新建临沧市火车站土地综合开发项目	新建车站	临沧站车场规模近期为 2 台 6 线，远期为 3 台 8 线，目前正在进行建筑概念设计方案征集阶段。
南宁沙井铁路物流园区	物流园区	其中属于在建云贵项目建设的沙井铁路货运中心用地 5174 亩，配套仓库及房屋总建筑面积约 10 万平方米。货运中心工程截至目前已完成原设计批复的路基工程 95%、轨道工程 80%，变更设计批复后将实施调整内容，预计 2017 年 8 月完成建设。
滇越铁路（云南段）开行观光旅游列车及沿线土地综合开发项目	旅游地产	拟利用米轨滇越铁路（云南段）昆明至河口 465 公里运营线路及既有土地资源，结合百年米轨历史文化资源及线路通过区域的自然、人文风光开行旅游观光列车，并对沿线土地进行综合开发。

资料来源：搜狐财经，澎湃新闻，天风证券研究所

- 2017 年 8 月 18 日，中国铁路总公司在北京产权交易所举行铁路土地综合开发项目推介会，共推出了 11 个土地综合开发项目，面积达 5689.37 亩，**项目类型包括商品住宅、城镇综合体、物流园区、休闲旅游园区、养老社区等。**中铁总资本运营和开发部副主任在推介会上表示，18 日推介的项目只是其中一部分，今后中铁总还将陆续推出更多项目。

■ 2018：地方政策配套与收入体现

在此之后，江西、广东等省级政府亦出台了相关文件，支持铁路土地综合开发，以广东为例，粤府办〔2018〕36 号《关于支持铁路建设推进土地综合开发的若干政策措施》，当中包含了保证土地综合开发用地、加强规划编制和衔接、促进土地复合开发利用等措施。地方政府颁布政策保驾护航，有助于简化铁路土地使用过程中的性质变更、规划设计等流程，提升地方政府与铁总（路局集团）之间的配合度。

除政策外，2018 年铁总也确实实现了土地综合开发的相关收入。根据第一财经，该方面

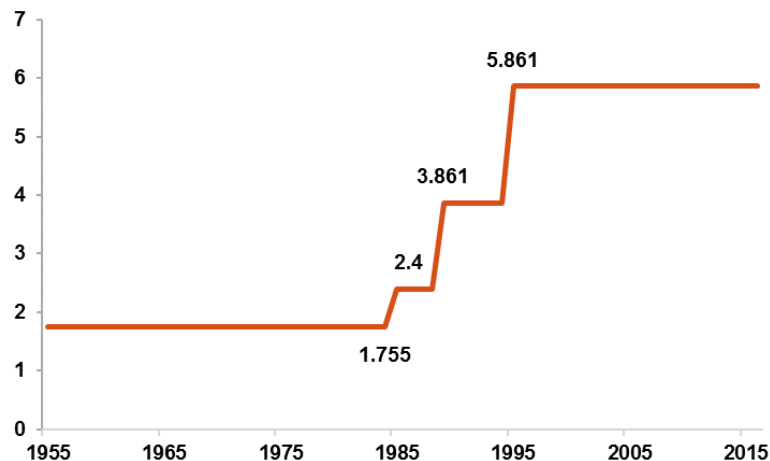
收入金额达到 205.8 亿元。尽管这在铁路总公司万亿级别的收入体量中仅占比了 2-3%，但我们需要意识到的一点是，铁路网络是全国性的，价值含金量最高的土地当前大多集中在发达地区，我们认为在发达区域的土地收入贡献比例高于全国，例如 2018 年上海局的土地开发收入占营收比接近 6%左右。

3.2.2.2. 客票提升：提升客运方面的经营性现金流

2017 年 4 月东南沿海票价的调整，是铁路总公司获得高铁定价权之后的首次价格尝试。而在 2017 年 10 月 27 日中铁总的电视电话会议上，铁总总经理陆东福也明确表示了要加快实施灵活的高铁价格策略，探索高铁快运新模式。**未来高铁在定价上的浮动灵活，为整个客运票价市场化打开了足够空间。**

中国铁路普通客运票价基价已经超过 20 年没有提价，因此我们预计未来涨价空间较大。1955 年 6 月，国务院规定了全国统一铁路基价为 1.755 分/人公里，1985 年 5 月国务院提高铁路基价至 2.4 分/人公里，1989 年国务院同意调整铁路基价至 3.861 分/人公里，1995 年国务院再次调整铁路基价至 5.861 分/人公里。自 1995 年以后，铁路基价已经近 20 年没有进行调整，相比航空燃油附加费的随时调整，铁路基价的调整严重滞后。2016 年底国家发改委印发《铁路普通旅客列车运输定价成本监审办法（试行）》，**未来普客调价大概率会沿着确定成本监审办法→重新核定成本→提价的路线进行，普客价格改革呼之欲出。目前正对铁路总公司及其所属 18 个子分公司开展普通旅客列车运输定价成本监审，现进入起草最终监审报告的阶段。**

图 15：铁路普客票价基价提价历程（分/人·公里）



资料来源：Wind，天风证券研究所

4. 投资建议

铁路改革动作逐渐密集，且铁路股均处于估值较低位置，预期变化带来的弹性很可能超出预期，我们当前重点提示铁路改革可能带来的投资机会，推荐三只铁路股。

- **广深铁路**：公司是基本上与铁路改革关联度较大的一家。土地上，地处广深地区，土地开发的商业价值较高，而当前石牌东货场收储落地，广州东货场也在循序渐进，低成本入账的土地有望撬动较高的收入与利润；另一方面，尽管普客提价事项进程较缓，但一旦落地，业绩弹性较大。从当前公司业绩与估值来看，动车组大修在 18 年已经完成，我们预计 19 年维修成本压力将会相对放松，利好主业；估值上公司 PB 当前 0.78x，处于较低的历史区间，继续推荐。
- **铁龙物流**：从过去改革所带来的弹性而言，以小博大的铁龙物流弹性与波动较大。基

本面上，今年继续受益于公转铁、沙鲛线有望量价齐升释放业绩弹性，另外公司运营铁路特种集装箱业务，业务拓展空间大，随着股价逐步回落，2018 年业绩估值降至 18 倍；

- **大秦铁路：**受益于公转铁带来的煤炭运输增量，大秦铁路 17 年以来维持了较高的景气度，在当前的大环境下，高股息率品种和稳健业绩显得尤为珍贵，我们认为大秦会是 19 年的稳健品种。

5. 风险提示

铁路改革进程低于预期；公司业绩低于预期

分析师声明

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

一般声明

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

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

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

特别声明

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

投资评级声明

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

天风证券研究

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