

| 证券研究报告 |

深化改革大有可为，择优布局未来可期

铁路行业专题报告

2024.09.24

杜冲 (分析师)

S0740522040001

duchong@zts.com.cn

邵美玲 (研究助理)

shaoml@zts.com.cn

深化改革大有可为，择优布局未来可期

投资要点及亮点：

铁路改革：道阻且长，行则将至。2013年以来，以“政企分开”为标志，以铁路企业化、市场化为主线，以股份制改造为牵引，我国铁路管理体制及市场化改革取得积极进展，但在投资运营各项机制、盘活铁路存量资产等方面仍有优化空间。目前，国铁集团以铁路客货运输为主业，实行多元化经营；同时负责铁路运输统一调度指挥，统筹安排路网性运力资源配置，承担国家规定的公益性运输任务，负责铁路行业运输收入清算和收入进款管理。“网运合一”高度融合的经营管理体制使得路网的垄断性与运营的竞争性、路网的公益性与运营的商业性相互交织、相互掣肘，“网运分离”可能成为未来改革方向。

国铁集团：深化改革，势在必行。1) 债务压力较大。随着铁路建设的持续推进，国铁集团负债规模逐渐增加。2024年6月末，国铁集团负债总额达到**6.21**万亿元，资产负债率为**64.55%**；2024年H1，国铁集团偿还债务所支付的现金为**3064**亿元。2) 利润率水平较低。2024年H1，国铁集团实现营业总收入**5794**亿元，净利润**17.37**亿元，净利率约为**0.30%**。3) 预计投资规模维持高位。截至2023年底，全国铁路营业里程达到**15.9**万公里，其中高铁达到**4.5**万公里；而根据《新时代交通强国铁路先行规划纲要》，到2035年，全国铁路网达到**20**万公里左右，其中高铁**7**万公里左右。国铁集团后续铁路投资建设任务仍重，高负债低盈利处境下，需要提升自身造血功能。

投资建议：择优布局，未来可期。2024年7月，《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》提出：“推进能源、铁路、电信、水利、公用事业等行业自然垄断环节独立运营和竞争性环节市场化改革”。一石激起千层浪，深化铁路改革有望加速，建议重视铁路行业的投资机会。1) 盈利能力提升视角下：建议关注高铁票价市场化改革助力发展的**京沪高铁**、由普速向高铁逐步转型的**广深铁路**。2) 红利资产配置视角下：建议关注当前股息率具备一定吸引力的大**大秦铁路**。3) 释放经营活力视角下：建议关注铁路特种集装箱业务优势显著的**铁龙物流**、国铁集团旗下专业物流服务供应商的**中铁特货**。

风险提示：宏观经济下行、行业政策调整、铁路建设不及预期、改革推进不及预期、其他运输方式竞争、使用信息数据更新不及时风险

目录

CONTENTS

中泰证券研究所

专业 | 领先 | 深度 | 诚信

01. 铁路改革：道阻且长，行则将至

02. 国铁集团：深化改革，势在必行

03. 投资建议：择优布局，未来可期

04. 风险提示



1

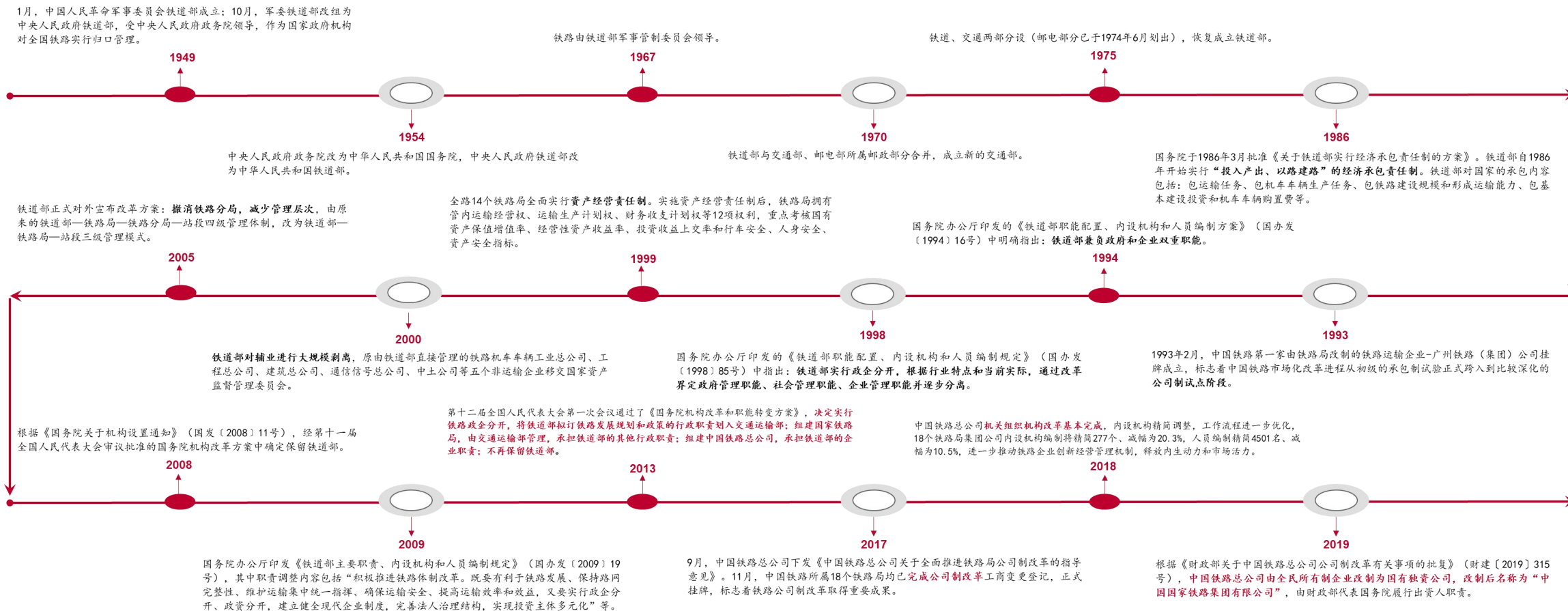
铁路改革：道阻且长，行则将至

领先

1.1 体制改革：实行政企分开，明确职责分工

► 2013年3月，第十二届全国人民代表大会第一次会议通过了《国务院机构改革和职能转变方案》，决定实行铁路政企分开，**将铁道部拟订铁路发展规划和政策的行政职责划入交通运输部；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；组建中国铁路总公司，承担铁道部的企业职责；不再保留铁道部。**通过政企分开改革，铁路行业进一步明确了政府与企业之间的职责边界，促进了政府职能转变和铁路企业市场化经营。

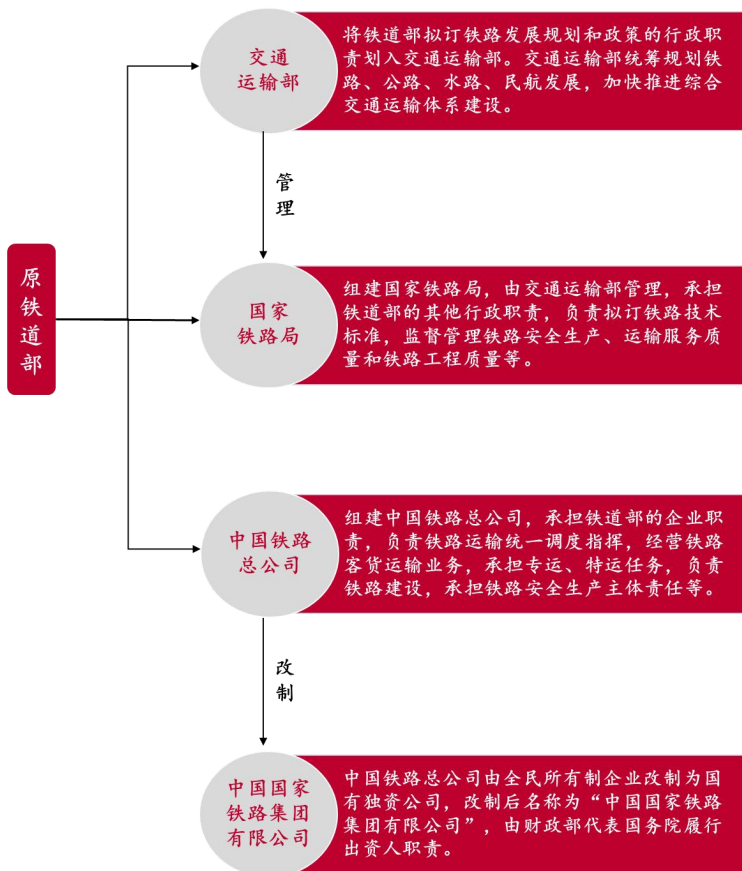
图表：铁路改革发展历程梳理（不完全统计）



1.1 体制改革：公司制三步走，成立国铁集团

► 2017年3月，中国铁路总公司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，第三步则是中国铁路总公司本身进行公司制改革。2019年6月，中国铁路总公司改制成立中国国家铁路集团有限公司，目前下设18个铁路局集团公司、3个专业运输公司以及其他多个公司等，初步建立了现代企业制度。国铁集团以铁路客货运输为主业，实行多元化经营；同时负责铁路运输统一调度指挥，统筹安排路网性运力资源配置，承担国家规定的公益性运输任务，负责铁路行业运输收入清算和收入进款管理。“网运合一”高度融合的经营管理体制使得路网的垄断性与运营的竞争性、路网的公益性与运营的商业性相互交织、相互掣肘，“网运分离”可能成为未来改革方向。

图表：中国国家铁路集团有限公司历史沿革



图表：中国国家铁路集团有限公司股权结构及所属企业（截至2024年6月末）

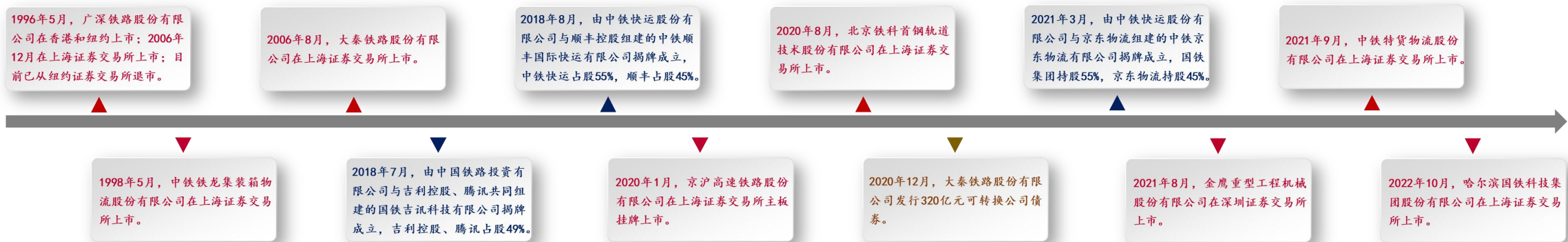


来源：中国政府网、中国国家铁路集团有限公司中期票据募集说明书、中国国家铁路集团有限公司官网、中国国家铁路集团有限公司中期票据信用评级报告、中泰证券研究所

1.1 体制改革：深化混合所有制，推动股份制改造

► **铁路资产资本化、股权化、证券化取得实质性成果。** 1) **推动高铁主营业务板块、专业运输板块和铁路工业及科创板优质企业股改上市。** 2020年以来，京沪高铁、铁科轨道、金鹰重工、中铁特货、哈铁科技先后成功上市；大秦铁路成功发行可转债。2) **推动国铁资本和社会资本融合发展。** 国铁集团还分层分类组建了“国铁吉讯”“中铁顺丰”“中铁京东”等混合所有制企业，从而通过引入战略投资者来拓展市场。截至2023年末，国铁集团下属8家上市公司资产合计值约占国铁集团总资产的6.2%，国家铁路资产证券化率仍有进一步增长空间。

图表：中国国家铁路集团有限公司混合所有制改革成果梳理（不完全统计）



图表：中国国家铁路集团有限公司及其下属上市公司经营情况梳理

公司名称	主营业务	国铁集团持股比例 (截至2023年末)	资产合计(亿元) (截至2023年末)	负债合计(亿元) (截至2023年末)	营业收入(亿元) (2023年度)	归母净利润(亿元) (2023年度)
广深铁路股份有限公司	主要经营深圳-广州-坪石客货运输业务及部分长途旅客列车运输服务，并与香港铁路公司合作经营广九直通车旅客运输业务。	37.12%	372.35	108.83	261.95	10.58
大秦铁路股份有限公司	由中国铁路太原局集团有限公司控股，以西煤东运为主要业务的铁路运输公司。	59.70%	2076.73	552.66	810.20	119.30
中铁铁龙集装箱物流股份有限公司	由中铁集装箱运输有限责任公司控股，以铁路货物运输主要业务的铁路运输公司。	30.01%	100.10	29.52	146.93	4.71
京沪高速铁路股份有限公司	主营业务为高铁旅客运输，具体主要包括：（1）为乘坐担当列车的旅客提供高铁运输服务并收取票价款；（2）其他铁路运输企业担当的列车在京沪高速铁路上运行时，向其提供线路使用、接触网使用等服务并收取相应费用等。	43.39%	2922.20	743.08	406.83	115.46
北京铁科首钢轨道技术股份有限公司	由中国铁道科学研究院集团有限公司控股，致力于高铁工务工程领域研发的公司。	37.50%	37.79	6.34	16.37	2.91
金鹰重型工程机械股份有限公司	由中国铁路武汉局集团有限公司控股，专注于轨道工程装备产品及技术的研究与探索。	75.00%	50.03	24.77	30.59	2.96
中铁特货物流股份有限公司	由中国铁路投资集团有限公司控股，致力于大件货物物流、冷链物流、商品汽车物流的公司。	76.50%	204.03	17.23	106.82	6.27
哈尔滨国铁科技集团股份有限公司	由中国铁路哈尔滨局集团有限公司控股，致力于轨道交通安全监测检测的国家高新技术企业。	63.42%	40.53	6.22	9.69	1.11
中国国家铁路集团有限公司	以铁路客货运输为主业，实行多元化经营。负责铁路运输统一调度指挥，统筹安排路网性运力资源配置，承担国家规定的公益性运输任务，负责铁路行业运输收入清算和收入进款管理。	---	93509.80	61281.76	12453.94	33.04

来源：中国国家铁路集团有限公司中期票据募集说明书、中国铁路微信公众号、大秦铁路公告、人民资讯、中泰证券研究所

1.1 体制改革：开放投资与运营市场，“有形门”已被拆除

- 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》中提出，“**推进铁路投融资体制改革，多方式多渠道筹集建设资金。向地方政府和社会资本放开城际铁路、市域（郊）铁路、资源开发性铁路和支线铁路的所有权、经营权，鼓励社会资本投资建设铁路。**”
- 2015年7月，《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》中提出，“**全面开放铁路投资与运营市场。积极鼓励社会资本全面进入铁路领域，列入中长期铁路网规划、国家批准的专项规划和区域规划各类铁路项目，除法律法规明确禁止的外，均向社会资本开放。**”
- 2021年3月，《国务院办公厅转发国家发展改革委等单位关于进一步做好铁路规划建设工作的通知》中提出，“**分类分层建设。干线铁路由中央与地方共同出资，中国国家铁路集团有限公司发挥主体作用，负责项目建设运营，效益预期较好的项目要积极吸引社会资本参与。城际铁路、市域（郊）铁路、支线铁路及铁路专用线以有关地方和企业出资为主，项目业主可自主选择建设运营方式。**”

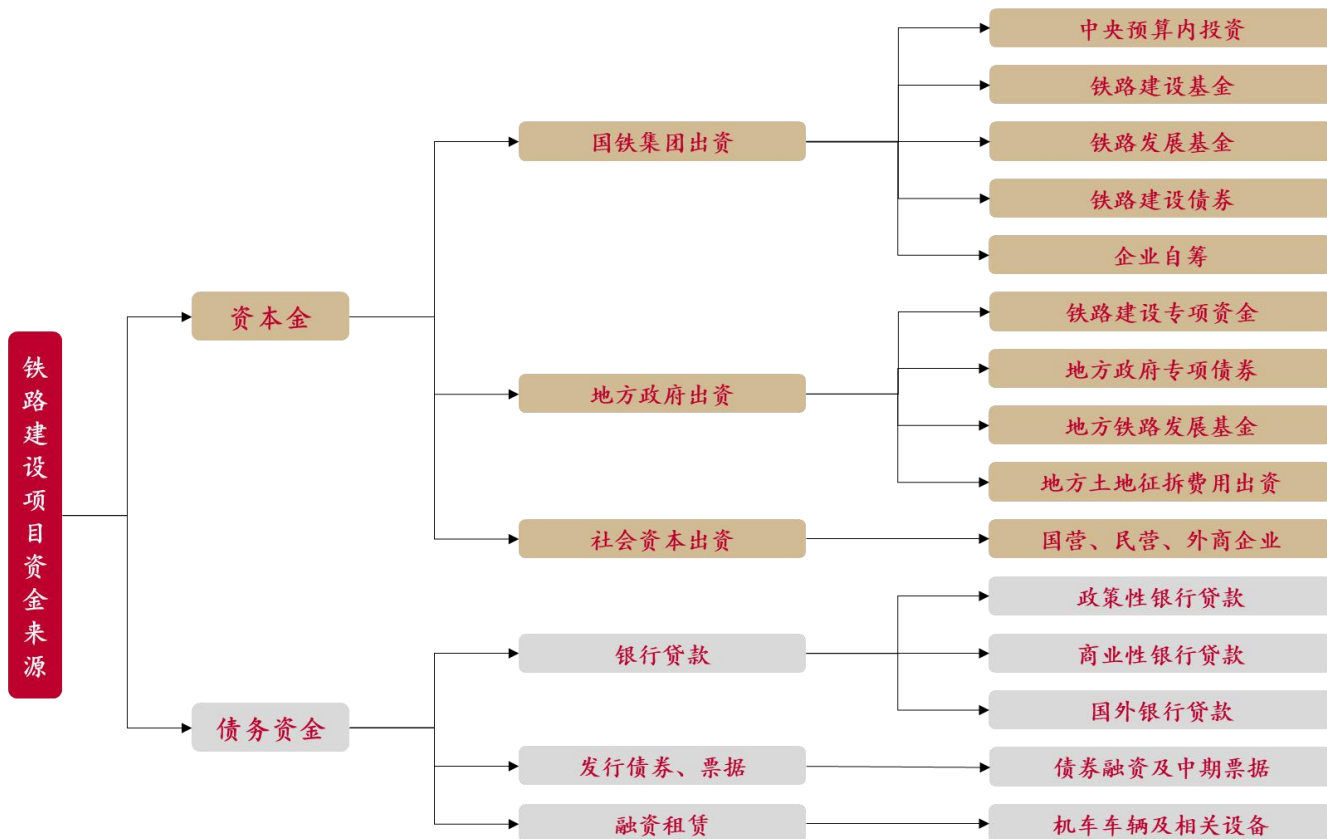
图表：铁路投融资体制改革相关政策梳理（不完全统计）

时间	政策或文件	相关内容
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。按照“统筹规划、多元投资、市场运作、政策配套”的基本思路，完善铁路发展规划，全面开放铁路建设市场，对新建铁路实行分类投资建设。 向地方政府和社会资本放开城际铁路、市域（郊）铁路、资源开发性铁路和支线铁路的所有权、经营权，鼓励社会资本投资建设铁路。 研究设立铁路发展基金，以中央财政性资金为引导，吸引社会法人投入。铁路发展基金主要投资国家规定的项目，社会法人不直接参与铁路建设、经营，但保证其获取稳定合理回报。“十二五”后三年，继续发行政府支持的铁路建设债券，并创新铁路债券发行品种和方式。
2015年7月	《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。 （一）积极鼓励社会资本全面进入铁路领域，列入中长期铁路网规划、国家批准的专项规划和区域规划的 各类铁路项目，除法律法规明确禁止的外，均向社会资本开放。 （二）重点鼓励社会资本投资建设和运营城际铁路、市域（郊）铁路、资源开发性铁路以及支线铁路，鼓励社会资本参与投资铁路客货运输服务业务和铁路“走出去”项目。支持有实力的企业按照国家相关规定投资建设和运营干线铁路。 推进投融资方式多样化。 （三）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。（四）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。（五）支持铁路总公司以股权转让、股权置换、资产并购、重组改制等资本运作方式盘活铁路资产，广泛吸引社会资本参与，扩大铁路建设资金筹集渠道，优化存量资产结构。（六）拓宽铁路发展基金吸引社会资本的渠道，扩大基金募集规模。按照特事特办的原则，支持通过设立专项信托计划和公募基金产品募集铁路发展基金，各类社会资金和基金投资铁路发展基金，按照约定获得合理稳定回报。
2021年3月	《国务院办公厅转发国家发展改革委等单位关于进一步做好铁路规划建设工作的通知》	分类分层建设。干线铁路由中央与地方共同出资，中国国家铁路集团有限公司发挥主体作用，负责项目建设运营，效益预期较好的项目要积极吸引社会资本参与。城际铁路、市域（郊）铁路、支线铁路及铁路专用线以有关地方和企业出资为主，项目业主可自主选择建设运营方式。 创新投融资体制。 全面开放铁路建设运营市场，深化铁路投融资体制改革，分类分步推进铁路企业股份制改造和优质资产上市。制定公开透明、公平合理的路网使用、车站服务、委托运输等费用清算和收益分配规则，保障路网资源统筹配置、公平共享，确保投资者参与项目决策、建设、运营的合法权益。借鉴城市轨道交通开发模式，加强土地综合开发，既有可开发用地可依法依规变更用途，通过转让、出租等方式加快盘活，新增铁路综合开发用地要遵循国土空间规划，与城市建设统一规划、统筹建设、协同管理。

1.1 体制改革：积极拓宽融资渠道，“玻璃门”问题逐步解决

➤ 多方式多渠道筹集建设资金，逐步消除社会资本融资壁垒。“十三五”期间地方政府和企业对铁路的基本建设投资累计完成11397亿元，年均达2279亿元，较“十二五”期间增长111.2%，出资比例从“十二五”末的26.7%增长至“十三五”末的41.2%，投入资金量和所占比重明显提高，其中投入地方铁路项目累计达2001亿元，较“十二五”期间增长3.1倍，有力推动了地方铁路项目建设。2015年12月，国家发改委发布《关于做好社会资本投资铁路项目示范工作的通知》，决定在铁路领域推出一批社会资本投资示范项目；2022年1月，我国首条民营控股高铁—杭绍台铁路开通运营，其中民营联合体占股51%；项目采用建设—拥有—运营—移交（BOOT）模式运作，PPP合作期限为34年，其中建设期4年，运营期30年，项目公司在运营期内可获得铁路运输收入与多元开发收入等，并设置了“使用者付费+可行性缺口补助”的回报机制。

图表：铁路建设项目资金来源



图表：社会资本投资铁路示范项目

序号	项目名称	所在省(区)	项目类型
1	济南至青岛高速铁路	山东	高速铁路
2	武汉至十堰铁路	湖北	
3	杭州至温州铁路	浙江	
4	廊涿城际铁路	河北	城际铁路
5	重庆主城至合川铁路	重庆	
6	合肥至新桥机场至六安铁路	安徽	
7	杭绍台城际铁路	浙江	地方铁路
8	三门峡至禹州铁路	河南	

图表：杭绍台铁路股权结构及股东出资情况

序号	名称	股比/%	出资额/亿元
1	民营社会资本	51	63.06
2	国铁集团	15	18.55
3	省政府出资代表	13.6	16.81
4	台州市出资代表	10.2	12.61
5	绍兴市出资代表	10.2	12.61
合计		100	123.64

来源：《铁路建设资金筹措模式研究》、国家发改委、《杭绍台铁路PPP项目投融资创新实践与启示》、中泰证券研究所

1.2 价格改革：优化调整铁路运价体系

- 我国铁路客货运价政策主要依据《铁路法》《价格法》《中央定价目录》、国家发展改革委（原国家计委）有关文件以及省级地方定价目录等规定，根据运输服务产品的不同，实行不同的价格政策。货运方面，铁路货运价格实行政府指导价和市场调节价相结合的管理模式，其中煤、石油、粮食、化肥品类整车货物实行政府指导价。客运方面，普通旅客列车硬座、硬卧票价实行政府指导价；高铁动车组列车票价、普通旅客列车的软席票价由铁路运输企业依法自主制定。
- 2021年3月，《国务院办公厅转发国家发展改革委等单位关于进一步做好铁路规划建设工作的通知》提出，“进一步理顺铁路运价体系，完善客运票价浮动机制，健全货运价格形成机制”。

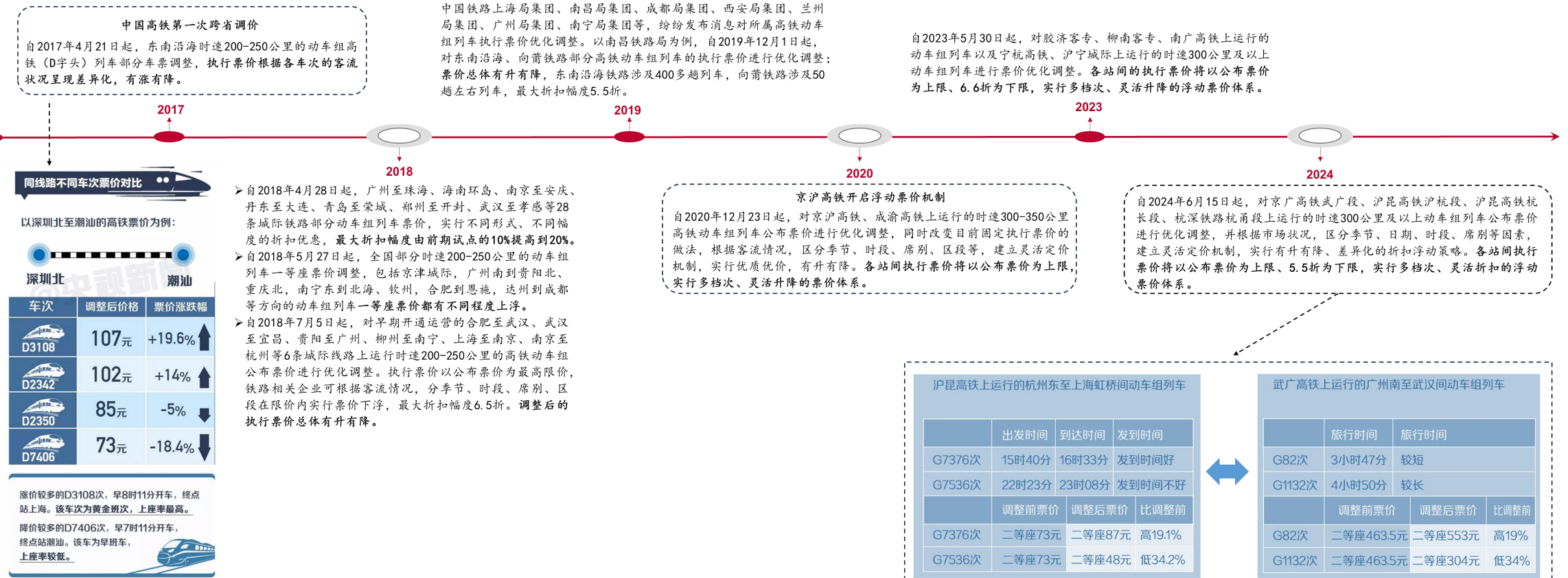
图表：铁路运价机制改革相关政策梳理（不完全统计）

时间	政策或文件	部分相关内容
2007年3月	《关于动车组票价有关事项的通知》	按《国家计委关于高等级软座快速列车票价问题的复函》（计价管〔1997〕1068号）的规定，旅行速度达到每小时110公里以上的动车组列车软座票价基准价：每人公里一等座车为0.3366元，二等座车为0.2805元，可上下浮动10%。 按《国家计委关于广深铁路运价的复函》（计价管〔1996〕261号）的规定，广深线开行的动车组列车票价可在国铁统一运价为中准价上下浮动50%的基础上再上下浮动50%，由企业自主定价。
2014年12月	《国家发展改革委关于放开部分铁路运输产品价格的通知》	铁路散货快运价格、铁路包裹运输价格，以及社会资本投资控股新建铁路货物运价、社会资本投资控股新建铁路客运专线旅客票价实行市场调节价，铁路运输企业可以根据生产经营成本、市场供求和竞争状况、社会承受能力等，自主确定具体运输价格。
2015年1月	《国家发展改革委关于调整铁路货运价格进一步完善价格形成机制的通知》	国家铁路货物统一运价率平均每吨公里提高1分钱，即由现行14.51分钱提高到15.51分钱，并作为基准价，允许上浮不超过10%，下浮仍不限。在上述浮动范围内，铁路运输企业可以根据市场供求状况自主确定具体运价水平。
2015年10月	《中共中央国务院关于推进价格机制改革的若干意见》	逐步放开铁路运输竞争性领域价格，扩大由经营者自主定价的范围；完善铁路货运与公路挂钩的价格动态调整机制，简化运价结构；构建以列车运行速度和等级为基础、体现服务质量差异的旅客运输票价体系。
2015年12月	《国家发展改革委关于改革完善高铁动车组旅客票价政策的通知》	一、对在中央管理企业全资及控股铁路上开行的设计时速200公里以上的高铁动车组列车一、二等座旅客票价，由铁路运输企业依据价格法律法规自主制定；商务座、特等座、动卧等票价，以及社会资本投资控股新建铁路客运专线旅客票价继续实行市场调节，由铁路运输企业根据市场供求和竞争状况等因素自主制定。 二、铁路运输企业制定高铁动车组一、二等座旅客票价时，应当制定无折扣的公布票价同时，可根据运输市场竞争状况、服务设施条件差异、客流分布变化规律、旅客承受能力和需求特点等实行一定折扣，确定实际执行票价。
2016年6月	《国家发展改革委关于完善铁路普通旅客列车软座、软卧票价形成机制有关问题的通知》	一、在中央管理企业全资及控股铁路上开行的普通旅客列车软座、软卧票价，由铁路运输企业依法自主制定；普通旅客列车高级软卧包房票价继续实行市场调节价。 二、铁路运输企业制定上述铁路普通旅客列车软座、软卧票价时，应当制定无折扣的公布票价，同时可根据运输市场竞争状况、服务设施条件差异、客流分布变化规律、旅客承受能力和需求特点等实行一定折扣，确定实际执行票价。
2017年12月	《国家发展改革委关于深化铁路货运价格市场化改革等有关问题的通知》	一、铁路集装箱、零担各类货物运输价格，以及整车运输的矿产品建筑材料、金属制品、工业机械等12个货物品类运输价格实行市场调节，由铁路运输企业依法自主制定。 二、将执行国铁统一运价电气化路段收取的电力附加费并入国铁统一运价，不再单独收取。实行政府指导价的整车运输各货物品类基准运价不变，铁路运输企业可以国家规定的基准运价为基础，在上浮不超过15%、下浮不限的范围内，根据市场供求状况自主确定具体运价水平。
2020年3月	《中央定价目录》	自2020年5月1日起： 中央管理企业全资及控股铁路普通旅客列车硬座、硬卧票价的定价部门为国务院价格主管部门（定价范围不包括动车组列车、社会资本投资控股新建铁路客运专线）。 中央管理企业全资及控股铁路大宗货物、行李运价率的定价部门为国务院价格主管部门（定价范围为整车运输的煤、石油、粮食、化肥等货物和行李运价率。社会资本投资控股新建铁路货物运输除外）。
2021年3月	《国务院办公厅转发国家发展改革委等单位关于进一步做好铁路规划建设工作的通知》	进一步理顺铁路运价体系，完善客运票价浮动机制，健全货运价格形成机制。

1.2 价格改革：完善客运票价浮动机制

► **高铁市场化票价机制或将愈加完善。**2020年以来，先后有京沪高铁、厦深高铁、成渝高铁、南广高铁、京广高铁京武段等多条线路实行了市场化票价机制。2024年6月15日起，京广高铁武广段、杭深铁路杭甬段和沪昆高铁沪杭段、杭长段4条高铁上运行的时速300公里及以上动车组列车，由原来的固定、单一票价机制优化调整为灵活折扣、有升有降的市场化票价机制；**调整后，对一些停站较多、方便沿线旅客的列车车票进行较大幅度打折，最低折扣5.5折、较原票价低34%；对一些旅速较快、长期供不应求的列车车票不打折，较原票价高20%。建立以市场为导向的票价机制，有利于提升铁路运输企业市场化经营水平。**

图表：2017年以来铁路客运票价调整情况（不完全统计）

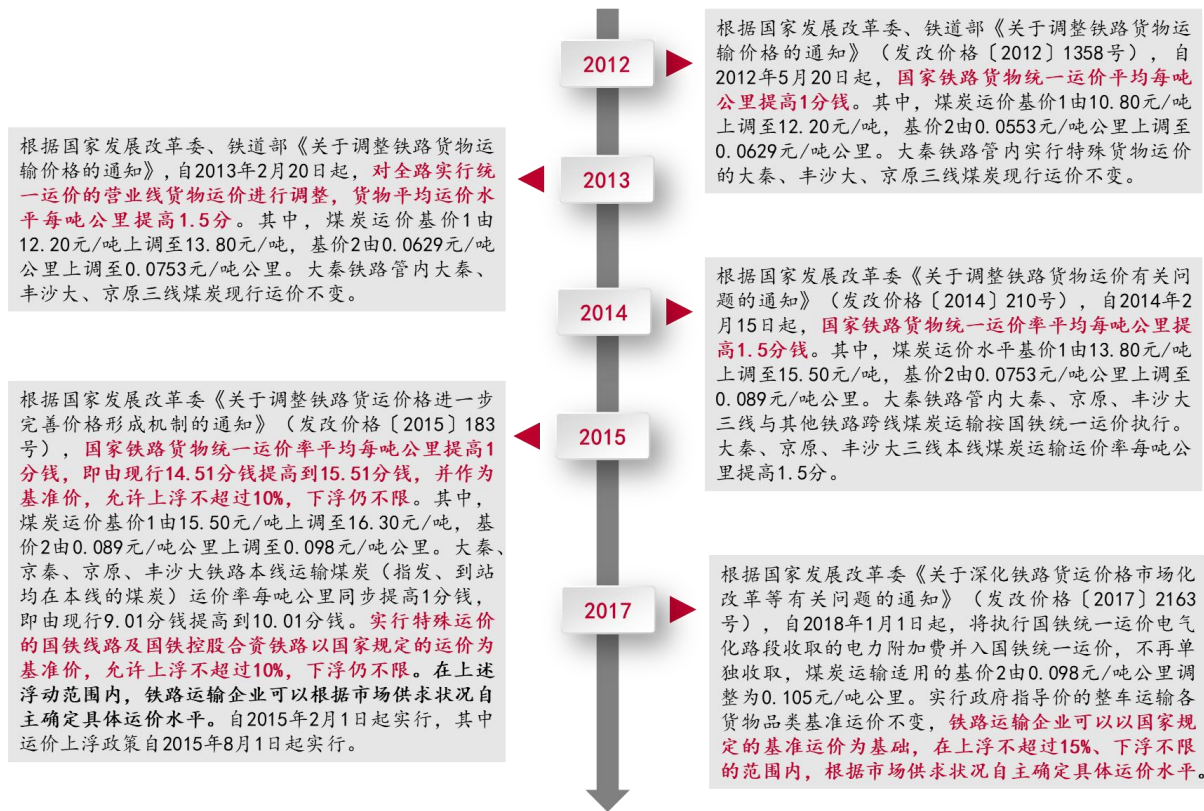


来源：中国政府网、大众日报、12306、界面新闻、中国铁路微信公众号、中泰证券研究所

1.2 价格改革：健全货运价格形成机制

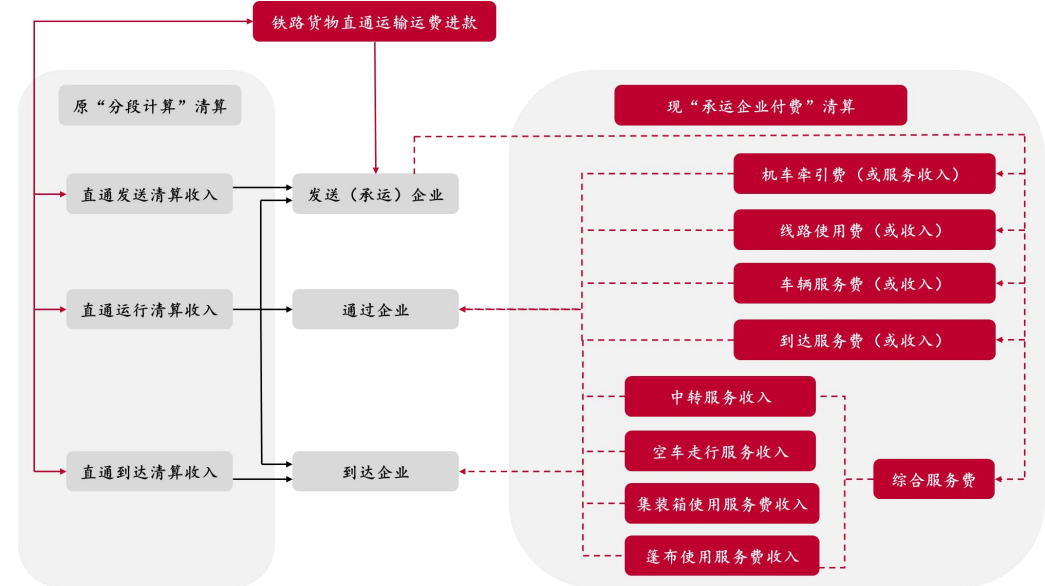
➢ **铁路货运价格形成机制有望愈加有效。**根据国家发改委《关于深化铁路货运运价市场化改革等有关问题的通知》（发改价格〔2017〕2163号），自2018年1月1日起，实行政府指导价的整车运输各货物品类基准运价不变，**铁路运输企业可以以国家规定的基准运价为基础，在上浮不超过15%、下浮不限的范围内，根据市场供求状况自主确定具体运价水平。**同时，自2018年1月1日起，我国铁路货运开始执行《铁路货物运输进款清算办法（试行）》（铁总财〔2017〕333号），**以承运企业为核算主体，对以货运装车为主的铁路运输企业产生积极影响。收入端扣除铁路建设基金等费用外全部计入承运企业收入，而成本端则相对固定，按照规定计费方式向过路局支付机车牵引费、线路使用费、车辆服务费、到达服务费和综合服务费等。**收入端运价折扣直接影响承运企业收入，由单一重视提高运量向量价均衡转变，实现提质增效，避免铁路货运需求下滑时，非理性降价对毛利率的影响。

图表：2012年以来铁路货运价格调整情况（不完全统计）



图表：铁路货运清算内容主要变化情况

时间	相关文件	清算原则	货运收入计算方法	
2018年前	《铁路运输进款清算办法》	分段计算、管内归己、直通清算	管内	$(\text{基价1} + \text{基价2} \times \text{运价公里}) \times (1 + \text{加减成率}) \times \text{计费重量}$
			直通	$(\text{基价1} + \text{基价2} \times \text{本段里程}) \times (1 + \text{加减成率}) \times \text{计费重量}$
2018年1月1日起	《铁路货物运输进款清算办法（试行）》	承运企业取得全程货物运费进款，按计费工作量和对应清算单价按票向提供服务企业付费	$(\text{基价1} + \text{基价2} \times \text{运价公里}) \times (1 + \text{加减成率}) \times \text{计费重量} - (\text{机车牵引费} + \text{线路使用费} + \text{车辆服务费} + \text{到达服务费} + \text{综合服务费等})$	





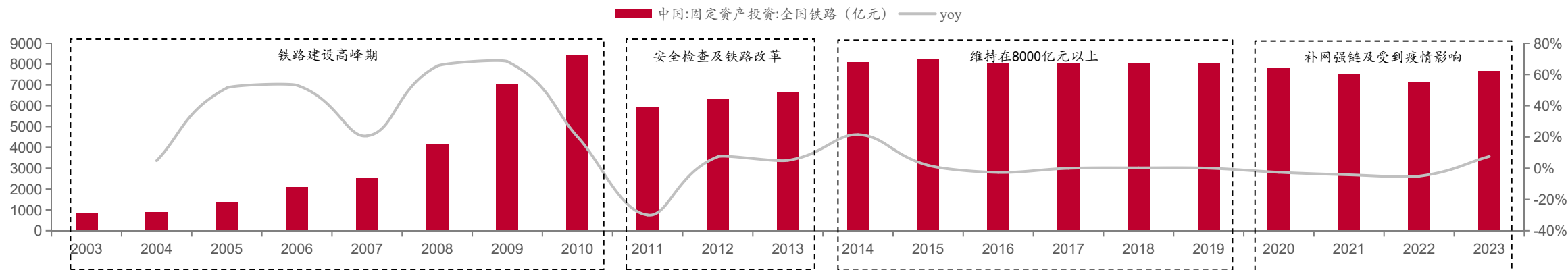
2

国铁集团：深化改革，势在必行

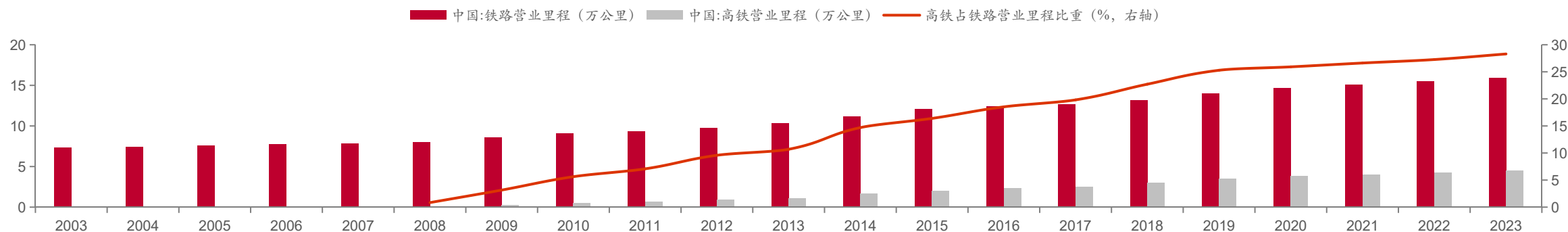
2.1 国铁集团：铁路建设持续推进

- 2003年，原铁道部提出了实现铁路跨越式发展思路；2004年，国务院审议通过《中长期铁路网规划》。自**2003年到2010年铁路建设高峰期**，铁路建设项目批复投资总规模超过**4万亿元**。
- 2011年7月，甬温线发生特别重大铁路交通事故；2011年8月，国务院常务会议决定开展高速铁路及其在建项目安全大检查，适当降低新建高速铁路运营初期的速度，对拟建铁路项目重新组织安全评估。**2011年，全国铁路固定资产投资同比下降约30%**。
- 2013年，铁路改革取得重大进展，投资建设加快。**2014-2019年，全国铁路固定资产投资规模均稳定维持在8000亿元以上**。
- “十四五”以来，铁路建设逐步向联网补网强链转变，叠加新冠疫情因素，整体投资节奏较“十三五”时期趋缓。**截至2023年底，全国铁路营业里程达到15.9万公里，其中高铁达到4.5万公里。**

图表：2003-2023年全国铁路固定资产投资及其同比变化情况



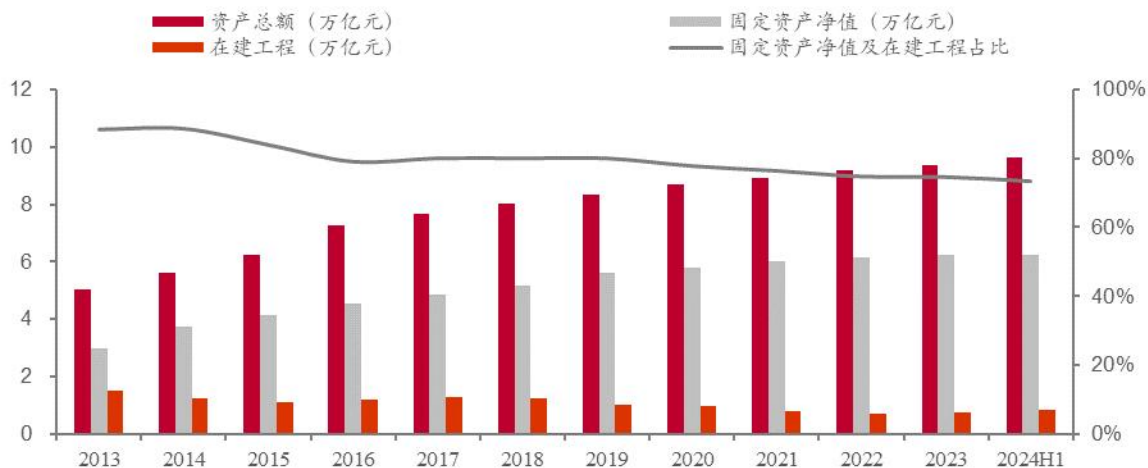
图表：2003-2023年全国铁路及高铁营业里程变化情况



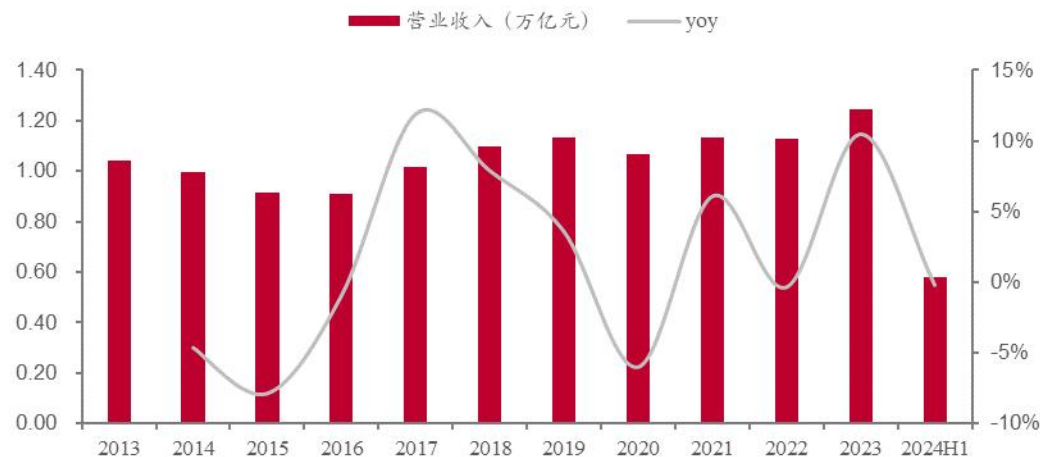
2.2 国铁集团：资产规模持续增长

资产规模持续增长，经营情况有所波动。重资产行业具有投入高回报慢的特点，铁路作为一种基础设施，其建设和运营需要大量的初始投资，并且新投入的资产在初期往往无法直接产生经济效益，需要经过一段时间的培养和运营才能逐渐实现盈利。随着铁路建设的持续推进，国铁集团资产规模持续增长，资产构成以固定资产和在建工程为主。2024年6月末，国铁集团资产总额达到9.62万亿元，较上年末增长2.88%，资产结构较上年末变化不大。收入端，受铁路客货运输业务发展情况等影响，近年来国铁集团运输收入有所波动；成本端，受新线交付运营带来的折旧和财务费用增长等因素影响，近年来国铁集团运输成本呈逐步增长趋势。2024年H1，国铁集团实现营业总收入5794亿元，同比下降0.2%，其中运输收入4841亿元，同比增长4.7%；营业总成本5670亿元，同比下降2.2%，其中运输成本4837亿元，同比增长2.8%。

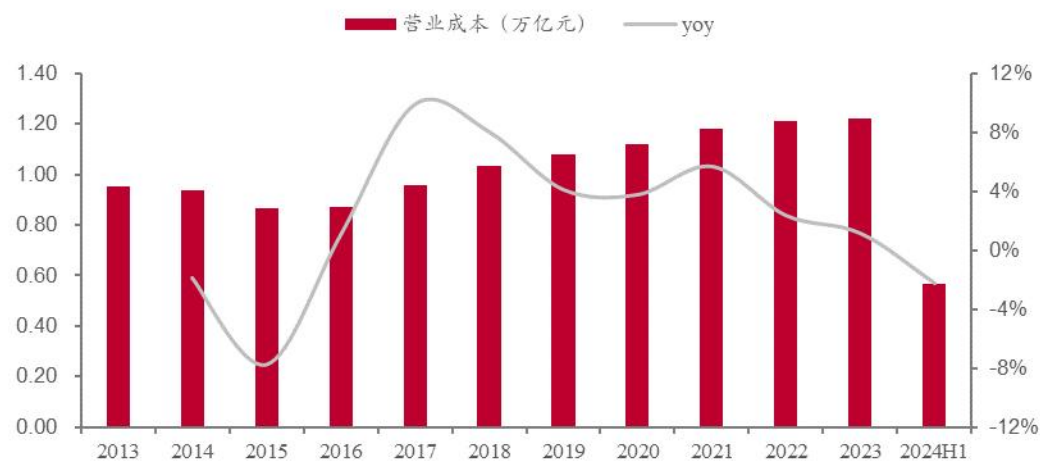
图表：2013-2024H1国铁集团资产总额及资产构成情况



图表：2013-2024H1国铁集团营业收入及同比情况



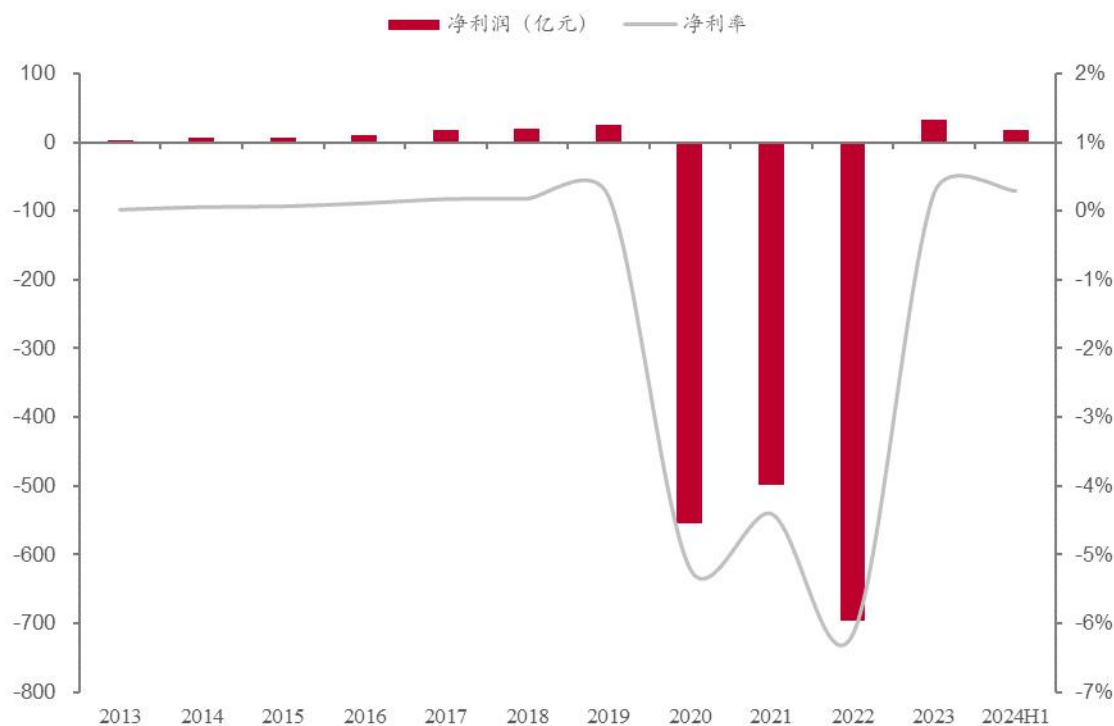
图表：2013-2024H1国铁集团营业成本及同比情况



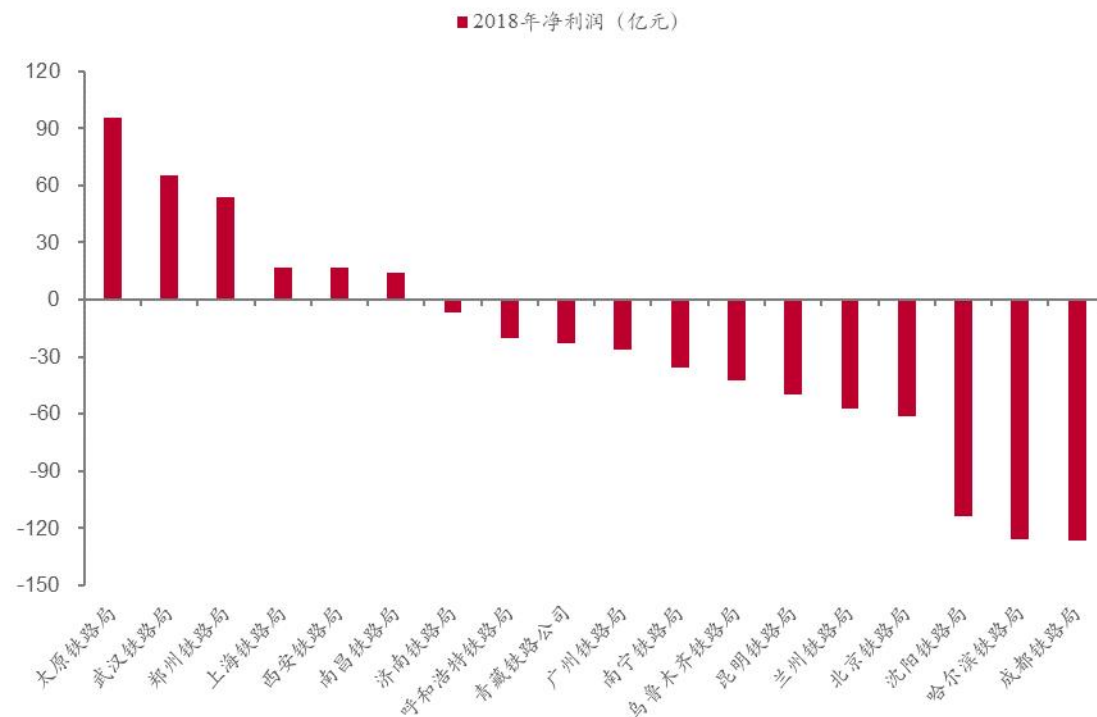
2.3 国铁集团：利润率水平仍较低

整体净利率仍较低，不同路局盈利能力差异较大。2019年，国铁集团实现净利润25.24亿元，净利率约为0.22%；2020-2022年，国铁集团客运收入受疫情等因素影响承压严重，但计提折旧和还本付息均为刚性支出，整体的经营业绩呈现为大额亏损；2023年，受益于国内铁路客运需求快速回弹和货运市场增运上量，国铁集团成功扭亏为盈，实现净利润33.04亿元，净利率约为0.27%，净利润规模超过2019年，净利率水平有提升但整体仍较低；2024年H1，国铁集团实现净利润17.37亿元，净利率约为0.30%。受所处区位、资产情况等因素影响，预计国铁集团旗下各铁路局盈利能力差异较大，根据京沪高铁招股说明书中披露的数据，2018年18家铁路局中仅6家实现盈利。

图表：2013-2024H1国铁集团净利润及净利率情况



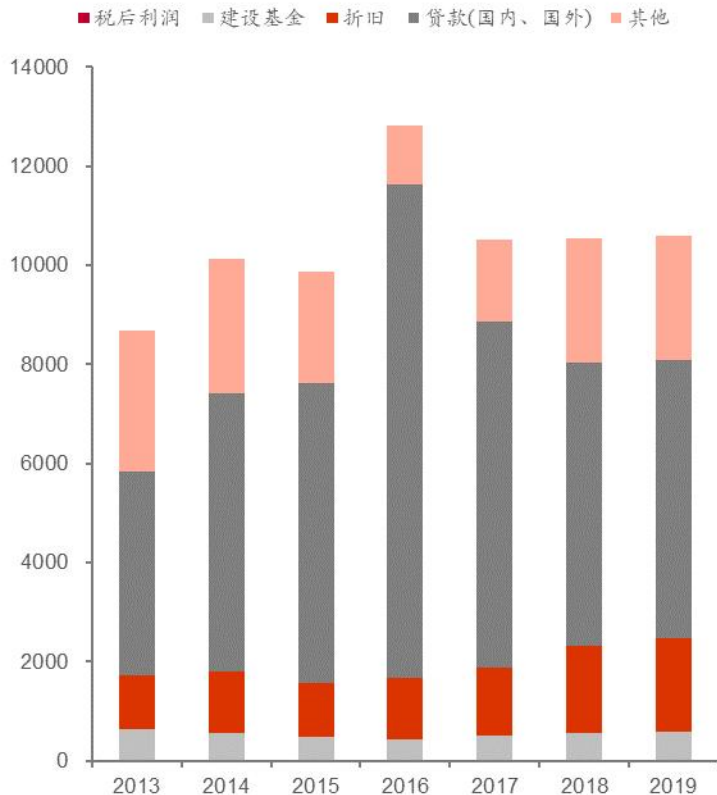
图表：2018年国铁集团旗下各路局盈利情况



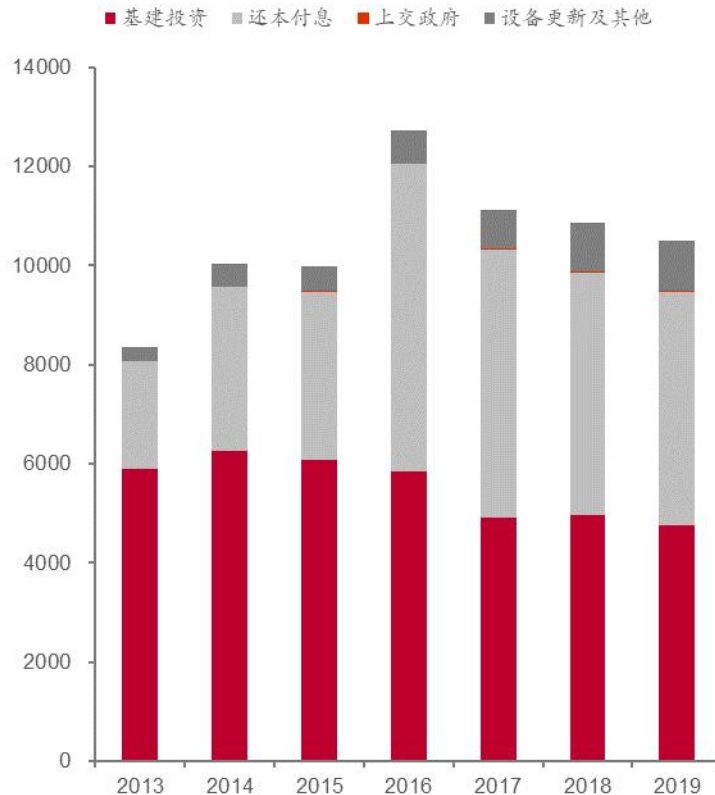
2.4 国铁集团：负债突破6万亿元

建设资金需借助债务融资，资产负债率在60%以上。铁路建设资金的主要来源为国内外银行借款、铁路建设基金和铁路发展基金；资金的运用主要是基建投资、对债务融资的还本付息和设备更新。随着铁路建设的持续推进，国铁集团整体负债规模逐渐增加，近年来资产负债率在60%以上。2024年6月末，国铁集团负债总额达到6.21万亿元，较上年末增长1.33%；资产负债率为64.55%，较上年末下降0.99个百分点。

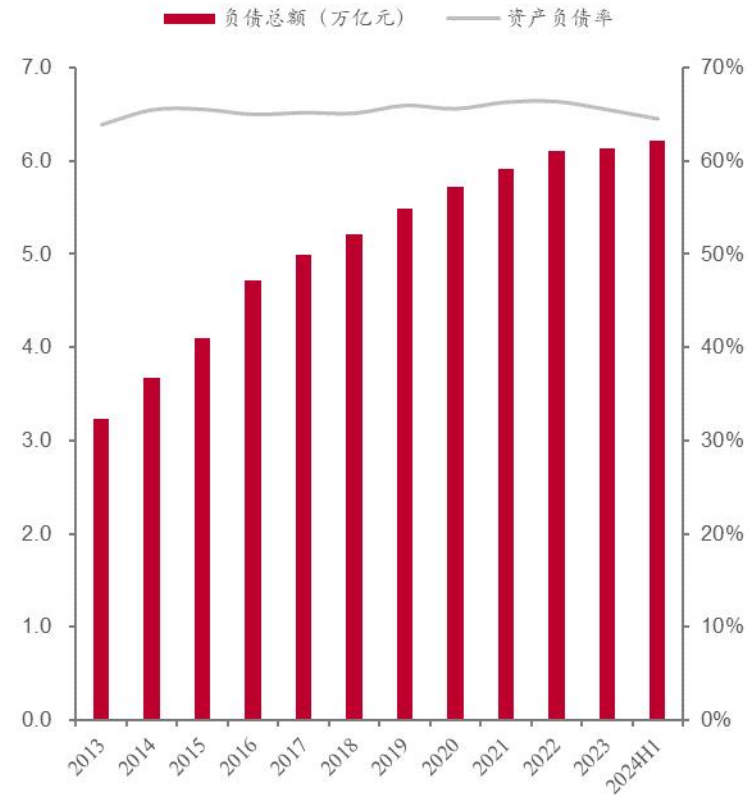
图表：2013-2019年国铁集团资金来源（亿元）



图表：2013-2019年国铁集团资金运用（亿元）



图表：2013-2024H1国铁集团资产负债率

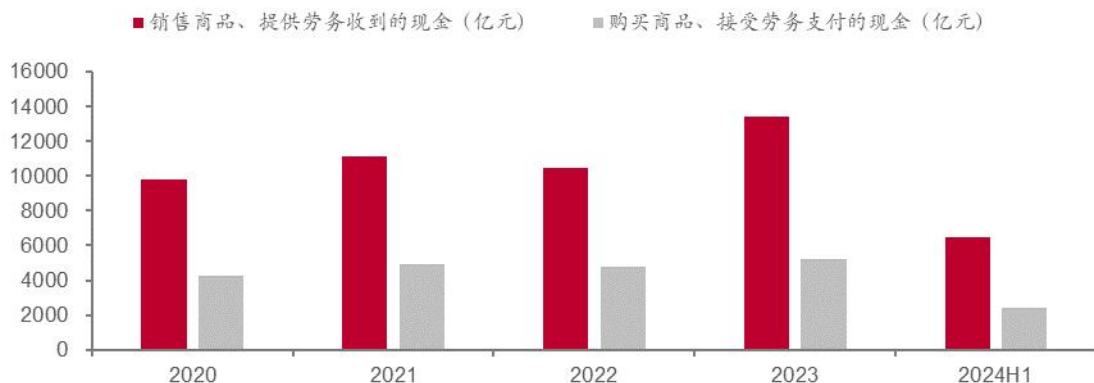


来源：中国铁路总公司中期票据募集说明书、中国国家铁路集团有限公司中期票据募集说明书、中国国家铁路集团有限公司中期票据信用评级报告、中泰证券研究所

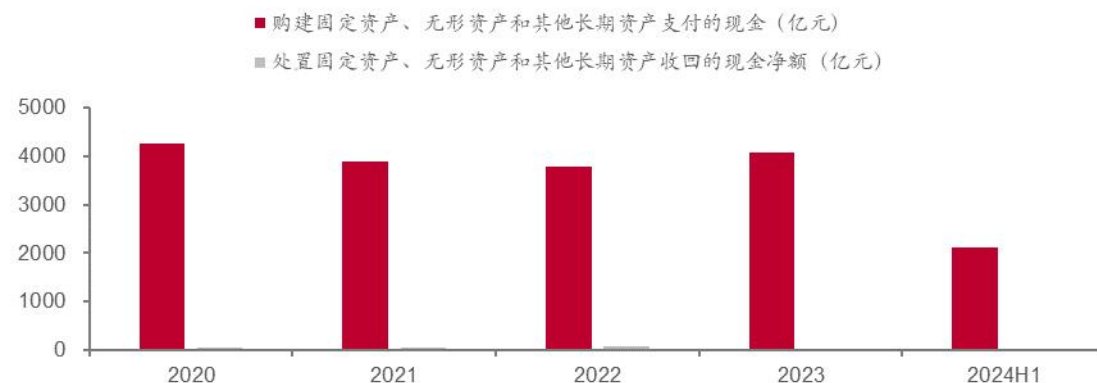
2.5 国铁集团：投资规模维持高位

投资规模维持高位，仍需借助筹资活动。2020-2023年，国铁集团经营活动现金流量净额持续增长，经营获现能力较强；随着铁路建设的持续推进，国铁集团投资活动现金持续净流出，且净流出规模较大；整体来看，经营活动现金流量净额仍不能覆盖投资活动支出，国铁集团对筹资活动仍有一定依赖。2024年1-6月，国铁集团经营活动现金流量净额为1916.90亿元，投资活动现金流量净额为-2110.81亿元，筹资活动现金流量净额为462.59亿元。

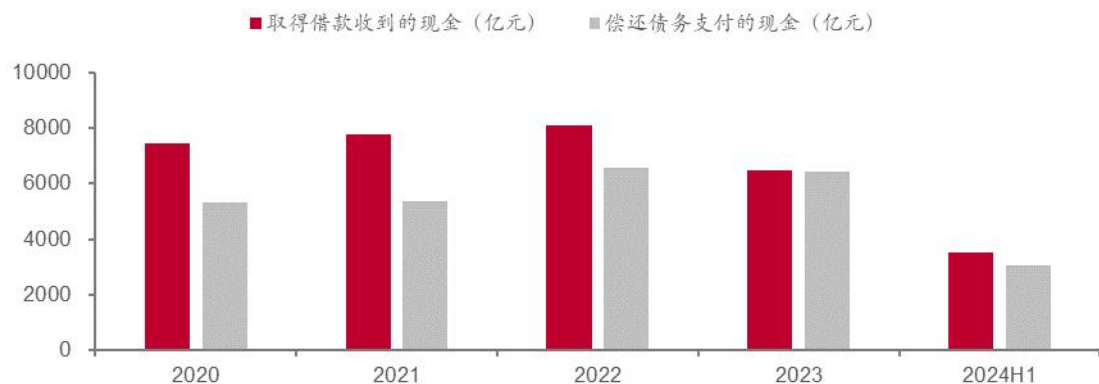
图表：2020-2024H1国铁集团经营活动主要现金流入流出情况



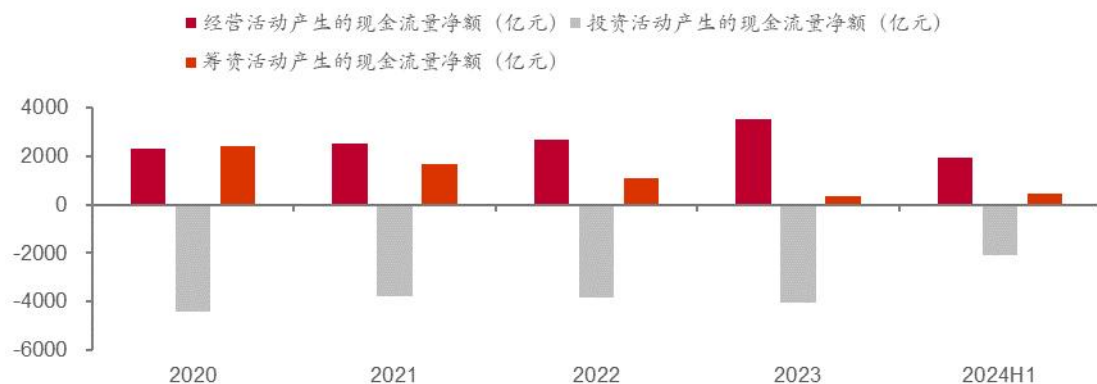
图表：2020-2024H1国铁集团投资活动主要现金流入流出情况



图表：2020-2024H1国铁集团筹资活动主要现金流入流出情况



图表：2020-2024H1国铁集团现金流量净额情况



2.6 国铁集团：融资需求仍然较大

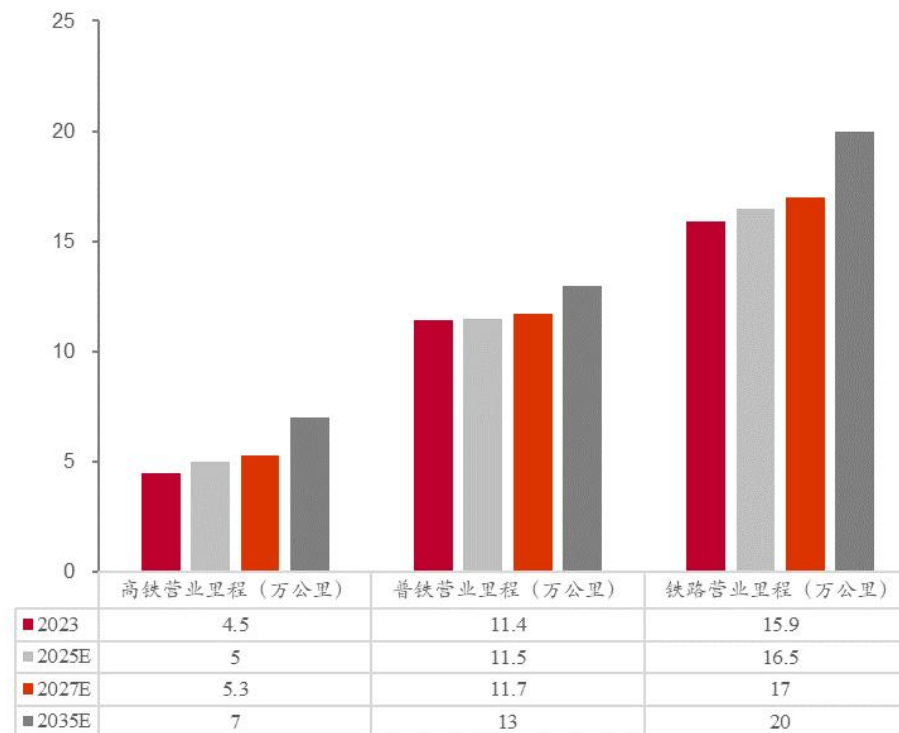
展望后续：

从营业里程规划上来看，铁路建设仍将持续推进。1) 根据2022年1月发布的《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》，到2025年，铁路营业里程预计达到16.5万公里，其中高速铁路营业里程预计达到5万公里。2) 根据2023年3月发布的《加快建设交通强国五年行动计划（2023-2027年）》，到2027年，全国铁路营业里程达到17万公里左右，其中高速铁路5.3万公里左右。3) 根据2020年8月和2021年2月分别发布的《新时代交通强国铁路先行规划纲要》和《国家综合立体交通网规划纲要》，到2035年，全国铁路网达到20万公里左右，其中高铁7万公里左右。

图表：铁路建设规划相关政策梳理（不完全统计）

时间	政策或文件	相关内容
2022年1月	《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》	以“八纵八横”高速铁路主通道为主骨架，以高速铁路区域连接线衔接，以部分兼顾干线功能的城际铁路为补充，主要采用250公里及以上时速标准的高速铁路网对50万人口以上城市覆盖率达到95%以上，普速铁路瓶颈路段基本消除。到2025年，铁路营业里程预计达到16.5万公里，其中高速铁路营业里程预计达到5万公里。
2023年3月	《加快建设交通强国五年行动计划（2023—2027年）》	到2027年，“全国123出行交通圈”和“全球123快货物流圈”加速构建，有效服务保障全面建设社会主义现代化国家开局起步。一流设施方面，综合交通基础设施布局、结构、功能持续优化，系统集成水平有效提升。全国铁路营业里程达到17万公里左右，其中高速铁路5.3万公里左右。
2020年8月	《新时代交通强国铁路先行规划纲要》	到2035年，全国铁路网达到20万公里左右，其中高铁7万公里左右。20万人口以上城市实现铁路覆盖，其中50万人口以上城市高铁通达。全国1、2、3小时高铁出行圈和全国1、2、3天快货物流圈全面形成。
2021年2月	《国家综合立体交通网规划纲要》	到2035年，国家综合立体交通网实体线网总规模合计70万公里左右（不含国际陆路通道境外段、空中及海上航路、邮路里程）。其中，高速铁路7万公里（含部分城际铁路），普速铁路13万公里（含部分市域铁路），合计20万公里左右。形成由“八纵八横”高速铁路主通道为骨架、区域性高速铁路衔接的高速铁路网；由若干条纵横普速铁路主通道为骨架、区域性普速铁路衔接的普速铁路网；京津冀、长三角、粤港澳大湾区、成渝地区双城经济圈等重点城市群率先建成城际铁路网，其他城市群城际铁路逐步成网。

图表：铁路营业里程及建设预期



2.6 国铁集团：融资需求仍然较大

展望后续：

从固定资产投资规模上来看，预计后续资金需求仍较大。2022年1月19日，国铁集团发展改革委副主任赵长江在新闻发布会上表示，结合在建和拟建项目安排，预计“十四五”全国铁路固定资产投资总规模与“十三五”总体相当，继续保持平稳态势。2016-2020年，全国铁路固定资产投资总规模约为3.99万亿元；2021-2023年已完成全国铁路固定资产投资约为2.22万亿元，假设“十四五”全国铁路固定资产投资总规模与“十三五”相等，则2024-2025年需完成全国铁路固定资产投资约为1.77万亿元，平均每年在8000亿元以上。2024年1-8月，全国铁路完成固定资产投资4775亿元，同比增长10.5%。

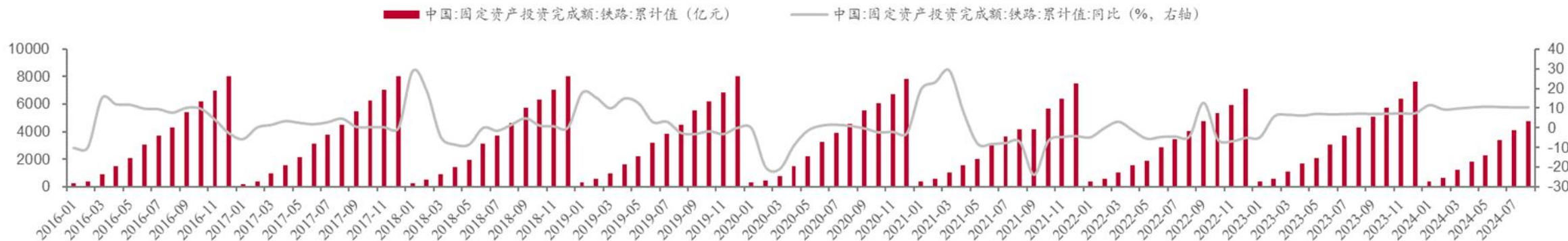
图表：“十三五”时期全国铁路固定资产投资情况

时间	全国铁路固定资产计划投资情况		全国铁路固定资产实际投资额
	来源	目标	
2016	《政府工作报告》	完成铁路投资8000亿元以上	8015亿元
2017	《政府工作报告》	完成铁路建设投资8000亿元	8010亿元
2018	《政府工作报告》	完成铁路投资7320亿元	8028亿元
2019	《政府工作报告》	完成铁路投资8000亿元	8029亿元
2020	《全国交通运输工作会》	完成铁路投资8000亿元	7819亿元

图表：国铁集团2024年主要在建铁路项目情况

铁路建设项目名称	总投资(亿元)	资本金比例	资本金到位情况(亿元)	已完成投资(亿元)	2024年计划投资(亿元)	建设期限
川藏铁路雅安至林芝段	3198.00	100%	655.76	725.28	266.00	2020-2032年
上海至南京至合肥高速铁路	1800.20	50%	390.71	388.00	396.00	2021-2028年
重庆至昆明高速铁路	1416.20	50%	547.10	583.18	221.00	2019-2026年
西安至重庆高速铁路安康至重庆段	1237.22	50%	125.48	115.00	258.00	2022-2028年
天津至潍坊高速铁路	1145.40	50%	102.64	103.00	184.49	2022-2027年

图表：2016-2024年8月全国铁路固定资产投资及同比情况





3

投资建议：择优布局，未来可期

3.1 催化剂：“三中全会”释放积极信号，深化铁路改革有望加速

- ▶ 党的十八大以来，党中央高度重视垄断行业改革和健全自然垄断环节监管工作，深入推进能源、铁路、电信、水利、公用事业等重点行业改革，深化以政企分开、政资分开、特许经营、政府监管为主要内容的改革，根据行业特点实行网运分开、主辅分离、放开竞争性业务。重点行业自然垄断环节独立运营和竞争性环节市场化改革在推进过程中，虽然取得积极进展，但还存在一些问题：**一些行业自然垄断环节与竞争性环节尚未有效分离，自然垄断环节总体功能定位不清晰，对自然垄断环节监管不到位；部分行业竞争性环节没有充分放开，有效竞争的市场格局尚未形成。**
- ▶ 2024年7月，中国共产党第二十届中央委员会第三次全体会议通过的《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》中提出：“推进能源、**铁路**、电信、水利、公用事业等行业**自然垄断环节独立运营和竞争性环节市场化改革**”。这些行业具有共同特征，上中下游各环节呈现出不同的经济特性和发展规律。行业中游的网络型基础设施具有明显的规模经济和范围经济特性，需要集中建设运营才能更好发挥效益，具有自然垄断属性，属自然垄断环节；行业上下游生产、销售、运输服务、设备制造等环节可以有效发挥市场机制作用，实现资源优化配置，属竞争性环节。**对于重点行业自然垄断环节，要统筹推进自然垄断环节独立运营和加强自然垄断环节监管，推动重点行业自然垄断环节在国家监管下独立运营。对于重点行业竞争性环节要进一步放开，稳步推进行政职能与竞争性业务剥离，激发各类经营主体活力，更好发挥市场机制作用。**
- ▶ 今年以来，国铁集团持续深化运输供给侧结构性改革，优化客货运输产品供给。**货运领域，加快推动铁路货运向现代物流转型，构建以铁路为骨干的现代物流体系。**大力发展全程物流，推动公转铁运输和多式联运发展；深化铁路货运价格市场化改革，加快构建政府指导价和市场调节价相结合的铁路货运价格体系；加快货运场站转型升级和专用线建设，全面支撑物流服务提质升级。**客运领域，优化客运产品供给体系，开发更多适应市场需求的客运产品。**

图表：深化铁路改革相关指引梳理（不完全统计）

时间	政策或文件	相关内容
2013年11月	《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》	国有资本继续控股经营的自然垄断行业，实行以政企分开、政资分开、特许经营、政府监管为主要内容的改革，根据不同行业特点实行网运分开、放开竞争性业务，推进公共资源配置市场化。推进水、石油、天然气、电力、交通、电信等领域价格改革，放开竞争性环节价格。政府定价范围主要限定在重要公用事业、公益性服务、网络型自然垄断环节，提高透明度，接受社会监督。
2016年3月	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》	面向社会资本扩大市场准入，加快开放电力、民航、 铁路 、石油、天然气、邮政、市政公用等行业的 竞争性业务 。 推进铁路市场化改革。
2021年3月	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	深入推进铁路企业改革。 推进能源、铁路、电信、公用事业等行业 竞争性环节市场化改革 ，放开竞争性业务准入，进一步引入市场竞争机制，加强对自然垄断业务的监管。
2024年7月	《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》	推进能源、 铁路 、电信、水利、公用事业等行业 自然垄断环节独立运营和竞争性环节市场化改革 。深化综合交通运输体系改革， 推进铁路体制改革。

3.2 看点一：票价市场化改革助力本线业务发展

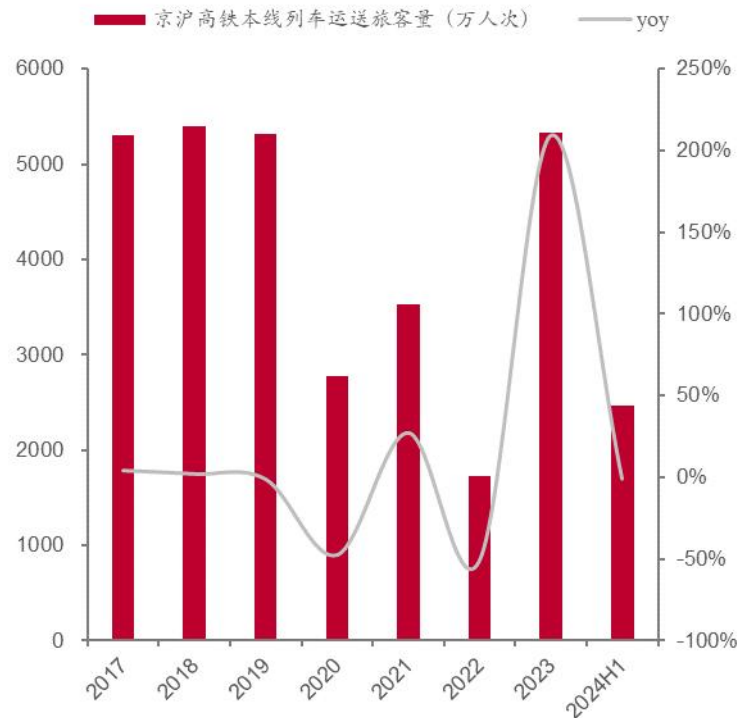
本线为全国高铁大干线，票价市场化改革助发展。公司客运业务的客户为旅客，主要收入为票价款，因此担当列车的开行数量、客座率、车型以及票价等因素直接影响旅客运输收入。

- ▶ **量：**京沪高速铁路纵贯北京、天津、上海三大直辖市和河北、山东、安徽、江苏四省，承担着高铁大干线的角色，本线客运量主要受沿线经济发展以及人们出行需求变化的影响。疫情期间，受客运需求下降等影响，公司客运量及客运收入有所下滑。2023年国内客运市场形势向好恢复，全年京沪高铁本线列车运送旅客5325.2万人次，同比增长209.1%，已与2019年同期相当；公司实现客运收入160.8亿元，同比增长215.6%，相较于2019年增长约2.8%。2024年H1，京沪高铁本线列车运送旅客2470.9万人次，同比下降1.1%。
- ▶ **价：**京沪高铁自2011年6月30日开通运营后的九年多始终执行单一票价，定价的市场化程度不高。2020年底，公司公告对京沪高铁上运行的时速300-350公里高铁动车组列车公布票价进行优化调整，改变执行固定票价的做法，实行优质优价、灵活的浮动票价机制；2021年中，公司将“五档票价”进一步优化调整为“七档票价”，北京南站-上海虹桥站全程列车二等座最高执行票价提升至662元，较2020年调整后的最高执行票价598元上涨约11%，较2020年调整前的固定票价553元上涨约20%。**展望后续，高铁市场化票价机制有望进一步的优化，且随着铁路产品的更新升级预计票型也有优化空间。**

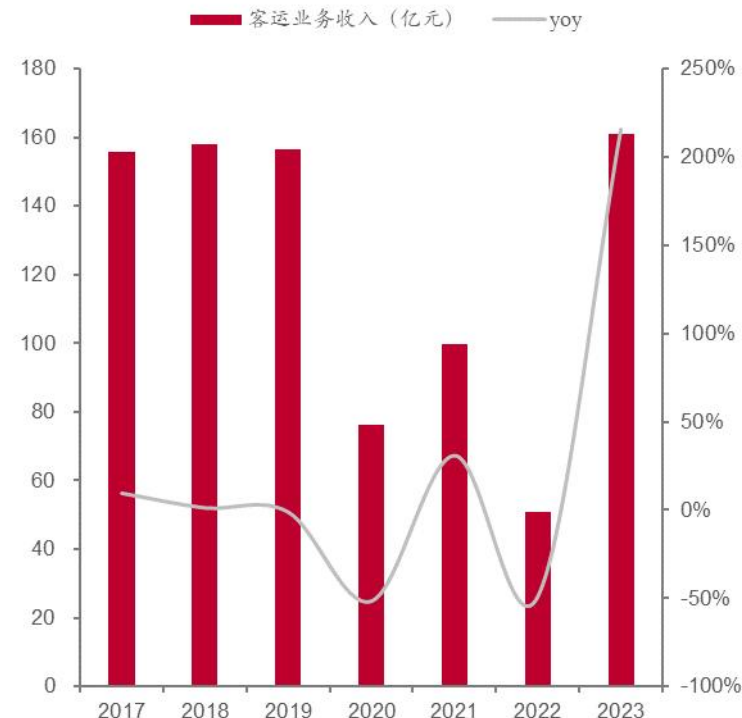
图表：京沪高铁线路示意图



图表：2017-2024H1京沪高铁本线客运量及同比



图表：2017-2023年京沪高铁客运业务收入及同比



3.2 看点二：网络效应下跨线业务具备增长潜力

网络效应有望持续显现，跨线业务具备增长潜力。公司路网服务的客户为其他铁路运输企业，收入包括线路使用服务收入、接触网使用服务收入等，与非担当列车的开行数量、运行公里数等相关。

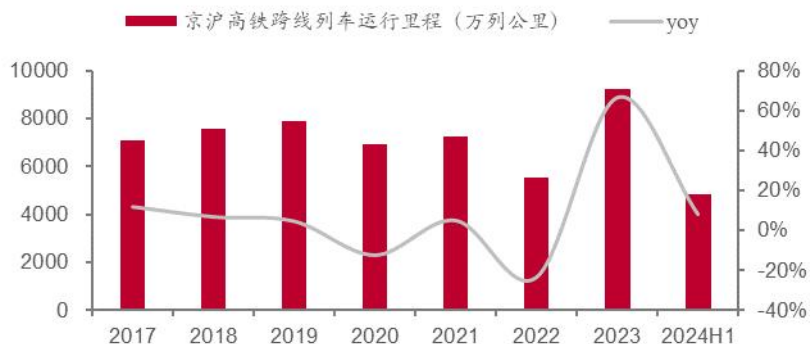
- ▶ 京沪高速铁路与京哈、太青、徐兰、沪汉蓉、沪昆等其他高速铁路相连接，合蚌客专、合福铁路安徽段、商合杭铁路安徽段、郑阜铁路安徽段等线路分别与京沪通道、沿江通道、沪昆通道、陆桥通道、京港澳通道等高速铁路主干线相连，且京福安徽公司管辖线路与京沪高铁技术标准统一，具备显著的网络优势。随着全国铁路建设愈发完善，公司路网服务收入有望持续增长。2023年，京沪高铁跨线列车运行里程同比增长66.2%；京福安徽公司管辖线路列车运行里程同比增长53.7%；公司路网服务收入同比增长75%。2024年H1，京沪高铁跨线列车运行里程同比增长7.9%；京福安徽公司管辖线路列车运行里程同比增长10.5%。
- ▶ 京福安徽公司管辖线路合计营业里程约1182公里，其中郑阜铁路和商合杭北段2019年12月开通运营，商合杭南段2020年6月开通运营。在营业里程与京沪高铁（全长1318公里）相差不大的情况下，2023年全年京福安徽公司管辖线路列车运行里程完成3559.5万列公里，仅为同期京沪高铁跨线列车运行里程的39%，预计整体仍处于上量阶段。京福安徽公司2023年实现净利润-9.68亿元，相较于2022年大幅减亏；2024年H1实现净利润-1.48亿元，亏损进一步收窄；随着产能逐步爬坡，后续有望实现扭亏为盈进而成为公司新的利润贡献点。

图表：京沪高铁及京福安徽线路图

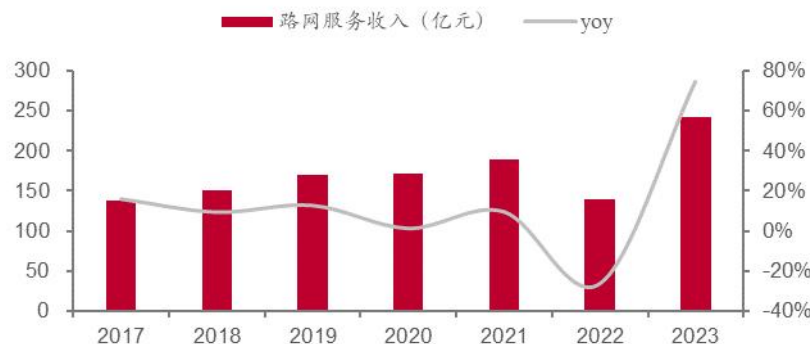


来源：京沪高铁招股说明书、京沪高铁公告、Wind、中泰证券研究所

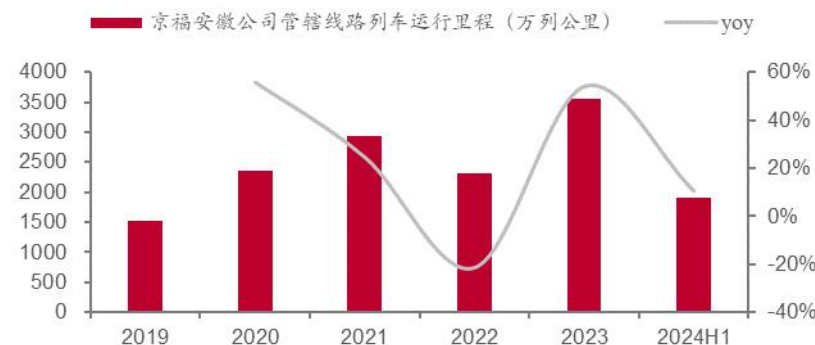
图表：2017-2024H1京沪高铁跨线列车运行里程及同比



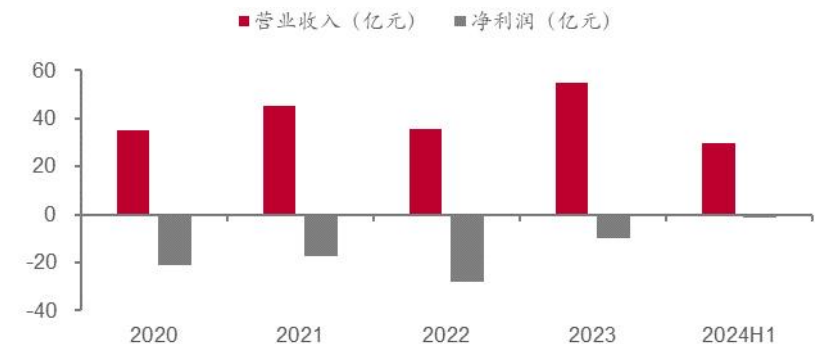
图表：2017-2023年京沪高铁路网服务收入及同比



图表：2019-2024H1京福安徽公司跨线列车运行里程及同比



图表：2020-2024H1京福安徽公司营业收入及净利润

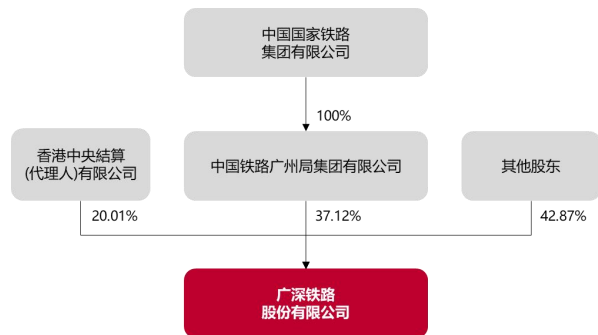


3.3 广深铁路：粤港澳大湾区重要资产

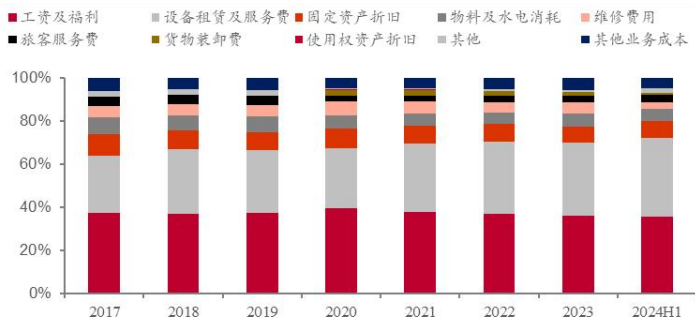
资产区位优势显著，客流恢复盈利向好。广深铁路股份有限公司主要经营铁路客货运输业务及与香港铁路有限公司合作经营过港直通车旅客列车运输业务，并为国内其他铁路公司提供铁路运营服务。公司独立经营的深圳—广州—坪石铁路，营业里程481.2公里，纵向贯通广东省全境，其中广坪段为中国铁路南北大动脉—京广线南段，广深段是中国内陆通往香港的主要铁路通道之一，整体区位优势显著。

- **收入端**：客运、路网清算及其他运输服务贡献主要营收，2023年两项业务营收分别占公司总营收的41%、46%。
- **成本端**：工资及福利、设备租赁及服务费用占比较高，2023年两项成本分别占公司主营业务成本的38%、36%。
- **盈利端**：受疫情等因素的影响，公司2020-2022年为亏损状态；随着需求逐步恢复，2023年成功实现扭亏为盈，2024年H1归母净利润同比增长约35%。

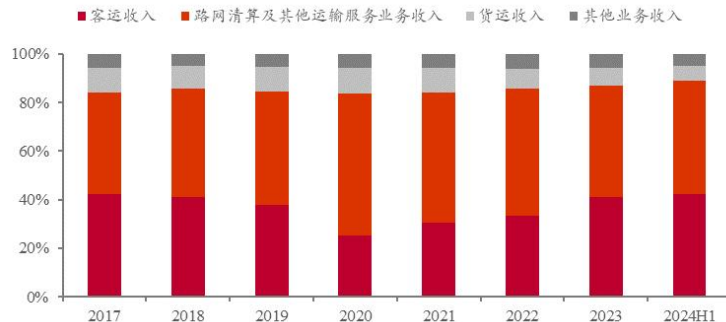
图表：广深铁路股权结构（截至2024年H1）



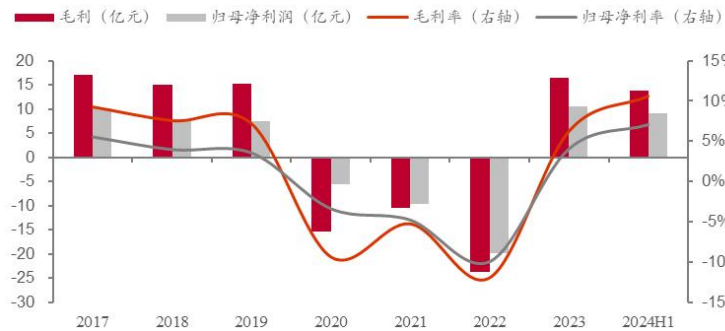
图表：2017-2024H1广深铁路营业成本结构



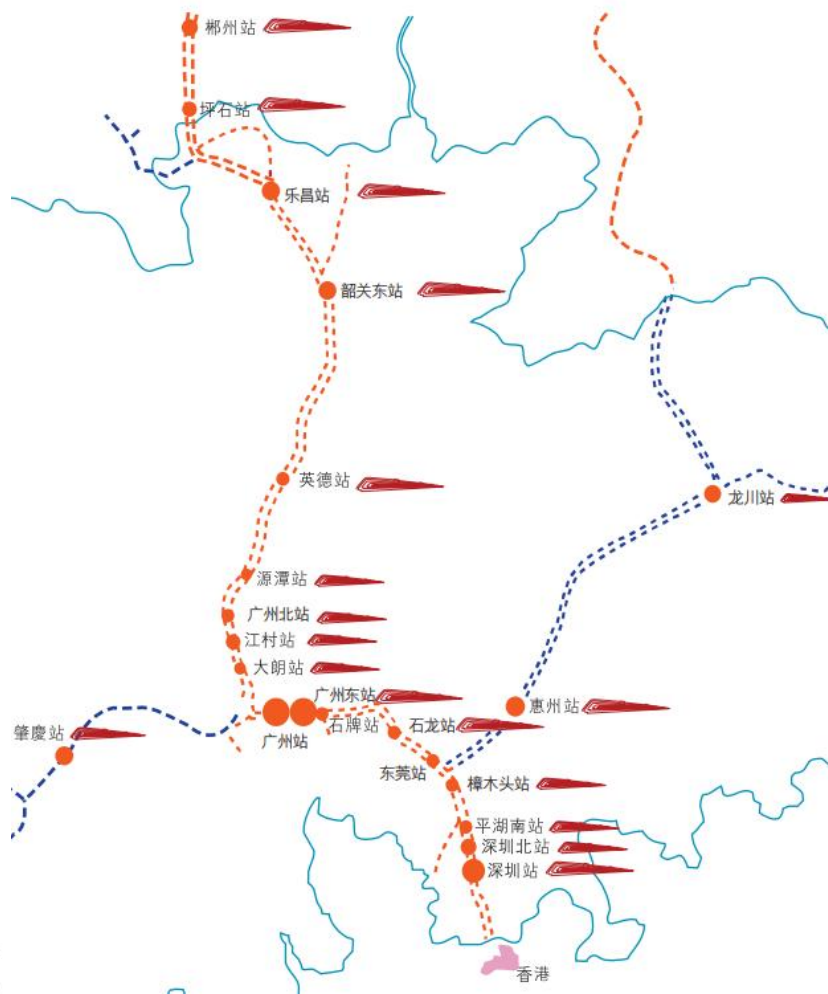
图表：2017-2024H1广深铁路营业收入结构



图表：2017-2024H1广深铁路盈利情况



图表：广深—广坪—广九—列车途经主要站点分布图

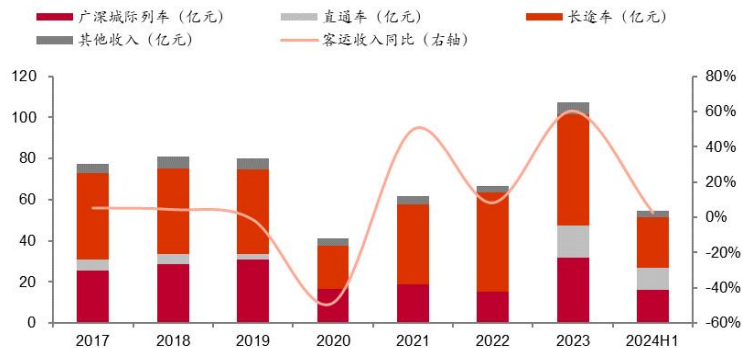


3.3 看点一：由普速向高铁逐步转型

由普速向高铁逐步转型，运营升级打开成长空间。公司在投资者互动平台表示：“拥有高铁资产或者公司线路与高铁线路互联互通，两种情形下皆可实现客运普速业务向高铁业务逐渐转型。公司在未拥有高铁资产的情况下，利用高铁线路与公司线路互联互通及过港直通的机会逐渐介入高铁承运，目前已开展的承运业务包括但不限于跨贵广线至怀集，跨南广线至郁南、北海，跨广汕线、厦深线至潮汕地区，过港至昆明、重庆、北京、厦门、潮汕、湛江、肇庆、广州”。

- **积极增开跨线动车组列车。**2021年12月10日，**赣深高铁开通运营并与广深城际铁路实现互联互通**，公司陆续开行部分前往赣深高铁方向的跨线长途动车组列车。2024年H1，公司长途车收入同比下降18.37%，主要因公司组织开行的京广-广深港跨线动车对数同比减少。
- **过港直通车转为高铁运行。**因疫情而停运近3年的广深港高铁于2023年1月15日起恢复通车，**并且新增从广州东站到香港西九龙站的直达高铁列车**。2024年H1，公司直通车收入同比增长99.69%，具备盈利增长潜力。

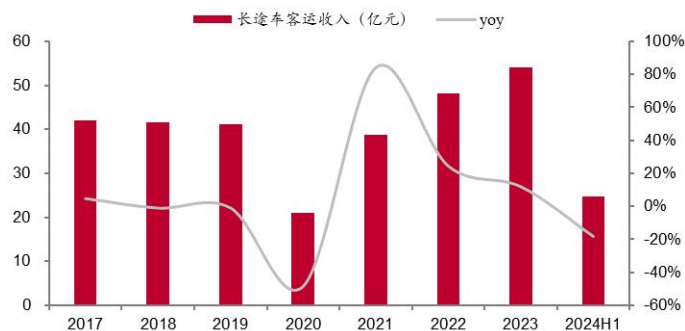
图表：2017-2024H1广深铁路客运收入及同比



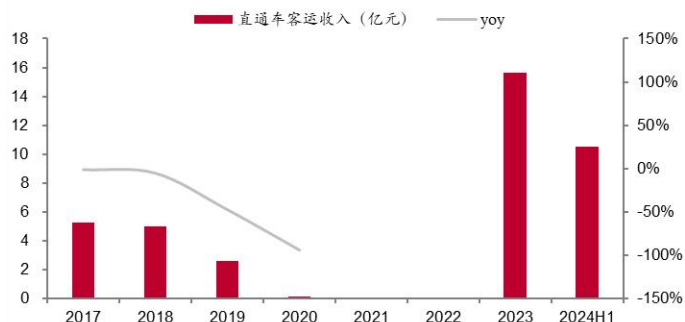
图表：从广九铁路到广九高铁直通车



图表：2017-2024H1广深铁路长途车收入及同比

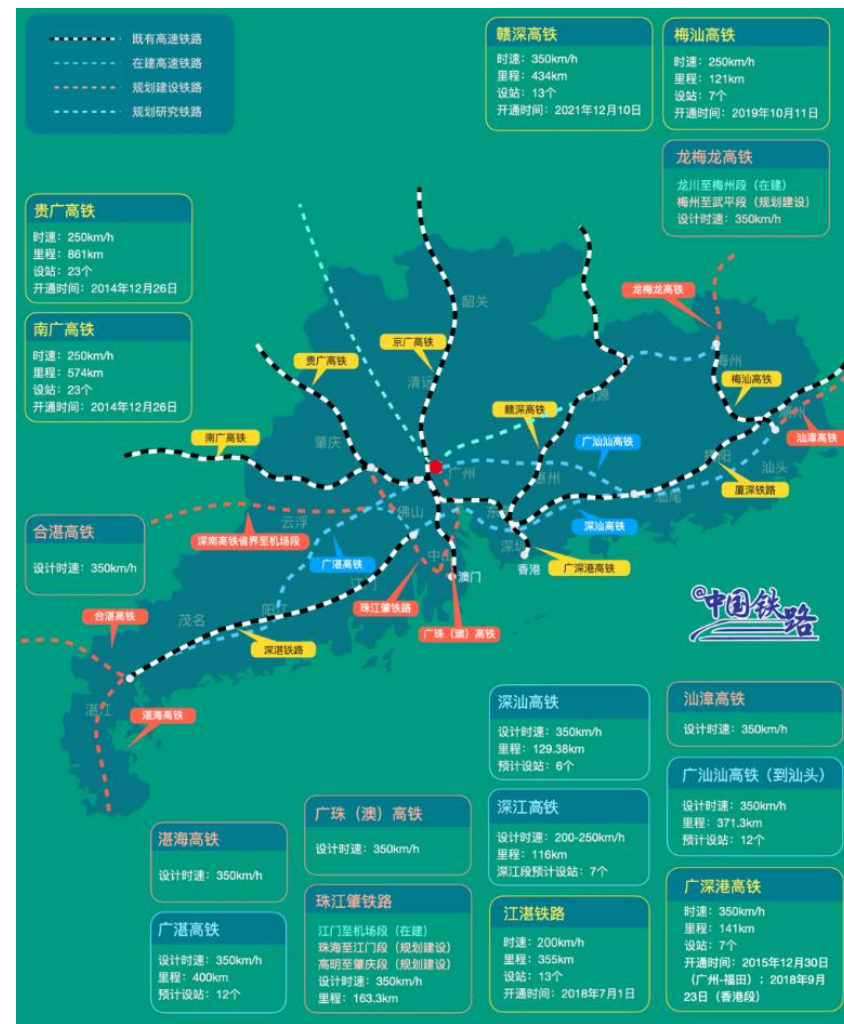


图表：2017-2024H1广深铁路直通车收入及同比



来源：广深铁路公告、中国铁路微信公众号、广州交通微信公众号、香港文汇报微信公众号、中泰证券研究所

图表：“十三五”期间广东多层次铁路网络初具雏形



3.3 看点二：有望全面迈入高铁运营

广州、广州东站改造在即，有望全面迈入高铁运营。《广州市城市基础设施发展“十四五”规划》中提出，建设“五主四辅”铁路客运枢纽；实施广州铁路枢纽能级提升工程，建成白云站并改造广州站、广州东站，构建广州站、广州东站、白云站“三站一体”的中心组合枢纽；实施广州东至新塘五六线、广州至广州东三四线，提升枢纽联动调度灵活性；加快建设广州至广州南联络线，新建鱼珠站，增强高铁进中心城区能力。

- 2023年12月26日，广州白云站正式投入运营，将承接办理既有广州站、广州东站的普速车，是广州站和广州东站更新改造的前置条件，为广州“高铁进城”腾出空间。
- 2023年9月27日，广州站至广州南站联络线正式开工，建设工期4年，计划在2027年9月竣工，建成后可连通广州站、广州白云站、广州南站等枢纽主客站，连接起京广普速铁路、京广高铁、广深港高铁、贵广高铁、南广高铁、广汕高铁、广珠城际、广佛肇城际等线路。
- 根据《广东省2024年重点建设项目计划表》，广州东站改造及广州东至新塘五六线项目的建设起止年限为2024-2029年。广州、广州东站改造完成之后，公司资产有望迎来价值重估。

图表：广州铁路枢纽能级提升工程



图表：广州铁路枢纽广州东站至新塘站五六线工程

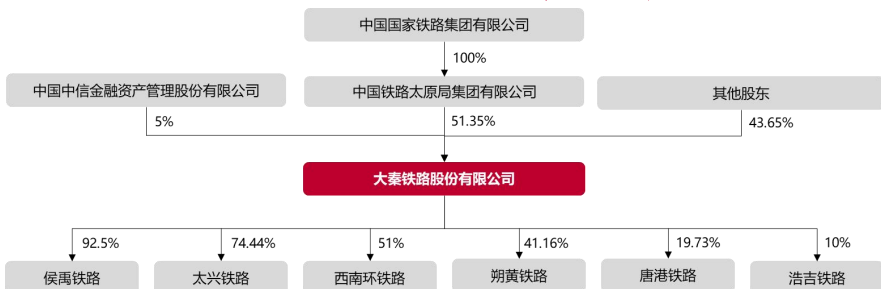


3.4 大秦铁路：“西煤东运”重要通道

拥有“西煤东运”重要铁路线，重载技术领先集疏运系统完备。大秦铁路股份有限公司主要经营铁路客、货运输业务，同时向国内其他铁路运输企业提供服务，拥有大秦、北同蒲、南同蒲、侯月、石太、太焦、京原、丰沙大、宁晋、介西、口泉、忻河等铁路线路，并控股侯禹铁路、太兴铁路、西南环铁路、唐港铁路，参股朔黄铁路、浩吉铁路等公司。

- **收入端：**货运业务是公司业务收入的主要来源，2023年货运收入占公司总营收的76%。公司运输的货物以动力煤为主，2023年煤炭发送量占公司货物发送总量的85.5%，其他货物还包括焦炭、钢铁等大宗货物，以及集装箱、零散批量货物。
- **成本端：**人员费用及货运服务费为公司主要成本，2023年两项成本分别占公司总营业成本的34%、26%。2018年1月1日起执行新货运清算办法后，针对由公司作为始发承运企业的货运业务，公司将取得全程货物运费进款，并按计费工作量和对应清算单价向提供服务企业付费，因此公司货运服务费大幅增长。
- **盈利端：**影响公司业绩的因素主要包括业务量的波动、铁路运价调整及经营成本的控制等，煤炭市场供需状况与公司业务经营相关度较高。2023年，公司实现归母净利润119.30亿元，同比增长6.55%；大秦线完成货运量4.22亿吨，同比增长6.4%。2024年H1，公司实现归母净利润58.64亿元，同比下降22.21%；大秦线完成货运量1.93亿吨，同比下降7.05%。

图表：大秦铁路股权结构图（截至2024年H1）



图表：大秦铁路本级管辖的主要线路情况

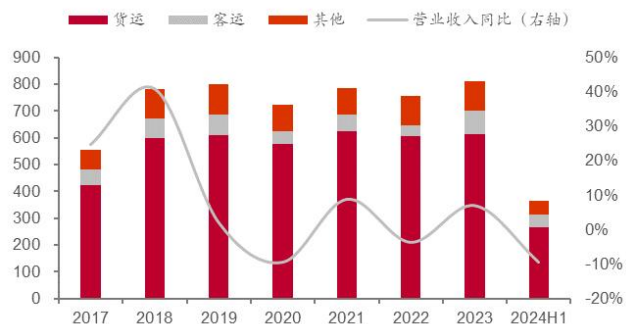
线路名称	线路起终点	里程(公里)	级别	正线数目	牵引种类
大秦线	韩家岭(不含)-柳村	658.0	I级	双线	电气化
北同蒲线	大同-皇后园	334.7	I级	双/单线	电气化
南同蒲线	榆次-风陵渡	478.3	I级	双/单线	电气化
侯月线	侯马北-嘉峰(不含)	150.3	I级	双线	电气化
石太线	赛鱼(不含)-皇后园	113.5	I级	双线	电气化
京原线	灵丘-薛孤	174.7	II级	单线	电气化
丰沙大线	郭磊庄(不含)-大同	155.5	I级	双线	电气化
太焦线	修文-夏店(不含)	190.7	II级	单线	内燃
宁晋线	宁武-一岗岚	95.4	I级	单线	电气化
口泉线	平旺-口泉	9.7	I级	双线	电气化
介西线	介休-阳泉曲	46.9	II级	双/单线	电气化
忻河线	忻州-河边	39.9	III级	单线	内燃
兰村线	汾河(不含)-上兰村	12.7	III级	单线	内燃
玉门沟线	太原西(不含)-白家庄	12.9	III级	单线	电气化/内燃

注1：大秦线营业里程658.0公里中含秦皇岛港区秦皇岛东—秦皇岛南6公里的联络线。

注2：除上述主要线路外，公司所辖线路还包括120.3公里的联络线。

来源：Wind、大秦铁路债券募集说明书、大秦铁路公告、中泰证券研究所

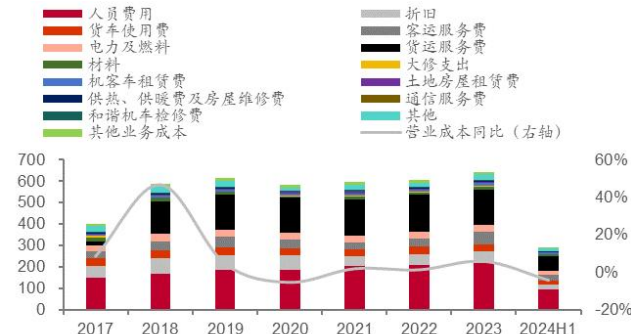
图表：2017-2024H1大秦铁路营业收入及同比（亿元）



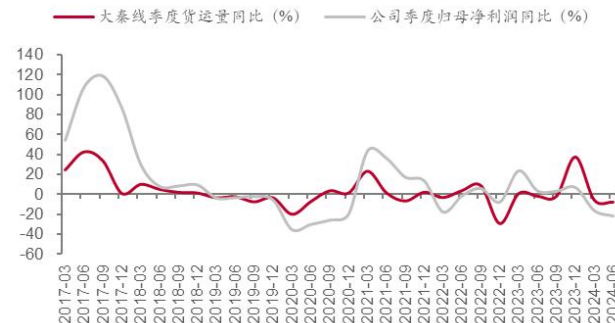
图表：2017-2024H1大秦铁路盈利情况



图表：2017-2024H1大秦铁路营业成本及同比（亿元）



图表：大秦铁路经营业绩与煤炭运输情况相关

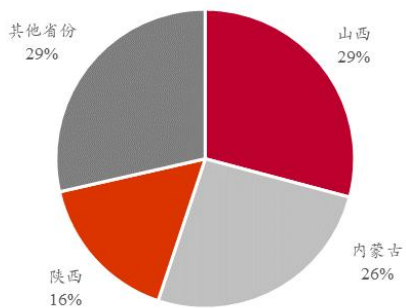


3.4 看点一：铁路货运改革下运输需求有望提升

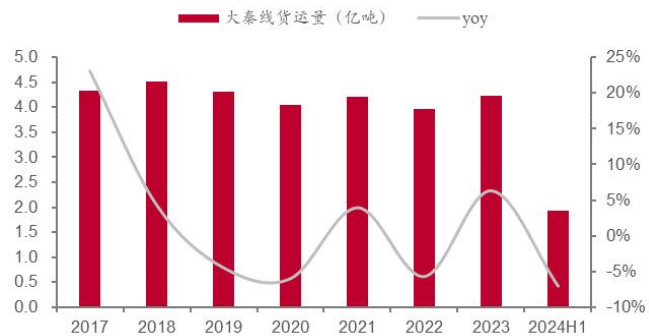
区位优势有力保障煤炭供应，货运改革下运输需求有望提升。

- 根据国家能源发展战略布局，国内煤炭生产重心有序向中西部地区转移，公司主要货源地煤炭资源集中度持续提升。2023年，公司主要货源地晋陕蒙三省区原煤产量占全国煤炭总产量的比重约为71%。
- 《中共中央、国务院关于全面推进美丽中国建设的意见》中提出：到2035年，铁路货运周转量占总周转量比例达到25%左右，而2023年仅约为15.2%，**运输结构调整优化空间依旧较大，推动“公转铁”大有可为。**
- 根据公司公告，公司加快推进物流中心由铁路承运人向多式联运经营人、物流全链条服务商转型，深度融入上下游企业产业链、供应链，打造以铁路运输为主导的现代物流和多式联运龙头企业。**随着改革效应的释放，公司铁路货运资产的价值有望提升。**

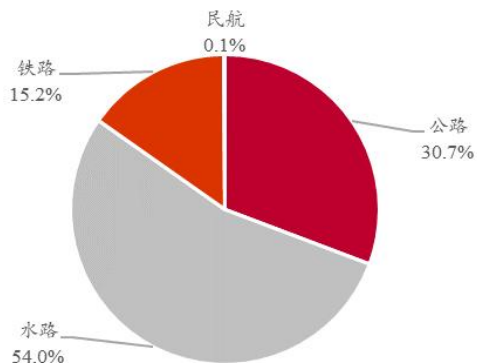
图表：2023年全国原煤产量分布



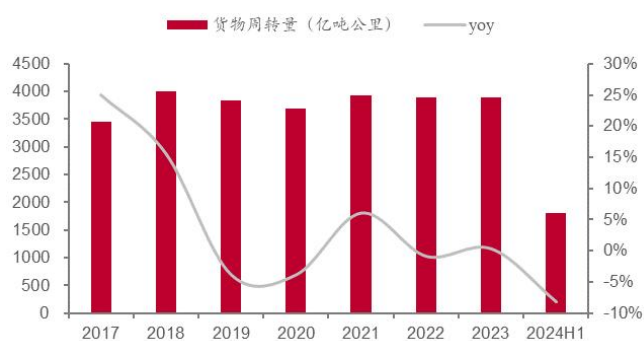
图表：2017-2024H1大秦线货运量及同比



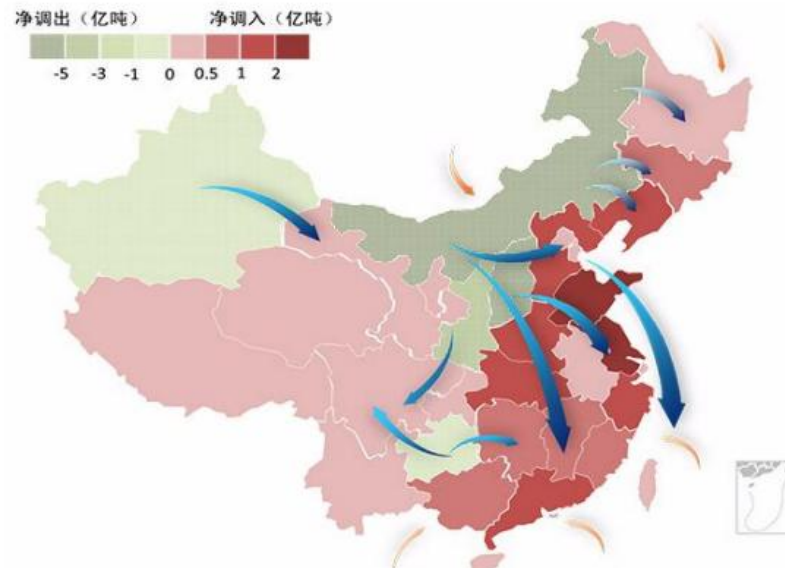
图表：2023年交通运输行业货运周转量构成



图表：2017-2024H1大秦铁路货运周转量及同比



图表：2020年我国煤炭跨区域调运规划示意图



图表：大秦铁路通道集疏运示意图



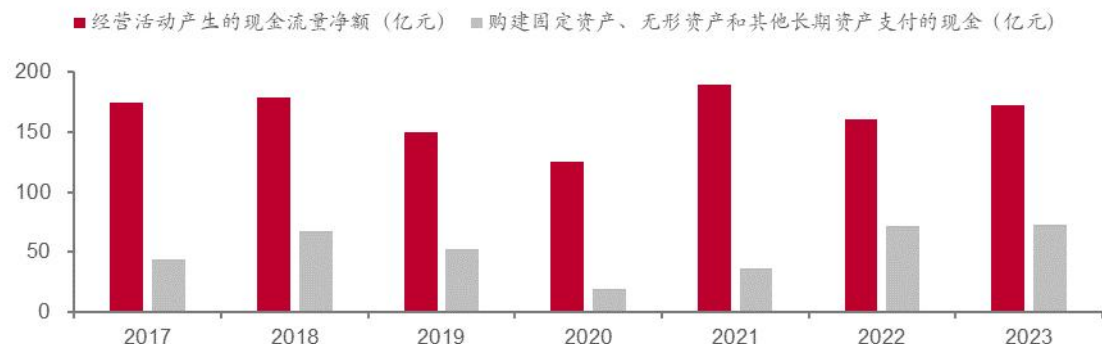
3.4 看点二：红利资产视角下股息率具备吸引力

提质增效重回报，股息率具备吸引力。2020年4月，公司发布《未来三年（2020年-2022年）股东分红回报规划》，“除特殊情况外，公司每年应当采取现金方式分配股利，每股派发现金股利原则上不低于2018年度，即0.48元/股（含税）”。2024年4月，公司发布《三年（2023年-2025年）股东分红回报规划》，“除特殊情况外，公司每年应当采取现金方式分配股利，现金分红比例不低于当年归母净利润总额的55%”。自2023年12月31日至2024年7月2日，公司总股本因“大秦转债”转股有所变更，按照分配总额不变的原则，公司将2023年每股派发现金红利由0.44元（含税）调整为0.38193元（含税），合计派发现金红利（含税）占2023年归母净利润的58%；2024年上半年公司拟每股派发现金红利0.13元（含税），合计拟派发现金红利（含税）占公司2024年上半年归母净利润的40.24%。以2023年每股派发现金红利（含税）金额以及2024年9月23日收盘价为基础进行测算，公司股息率约为6.3%，仍具备一定的吸引力。

图表：2017-2023年大秦铁路资产负债率变化



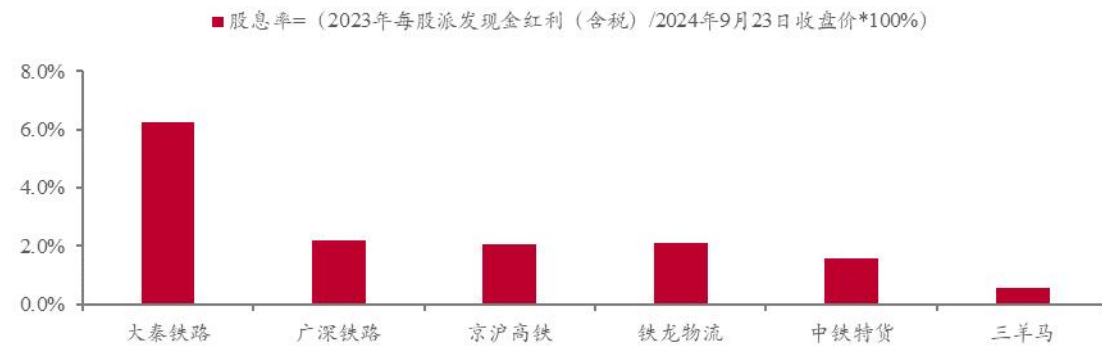
图表：2017-2023年大秦铁路经营现金流及资本开支变化



图表：2017-2023年大秦铁路现金分红变化



图表：大秦铁路股息率表现优于SW铁路运输板块其他上市公司

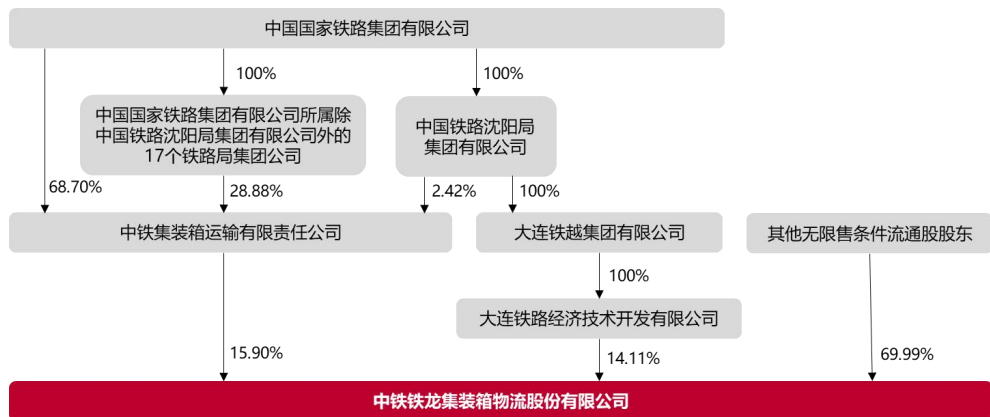


3.5 铁龙物流：国铁集团旗下大型现代化物流运输企业

国铁集团旗下大型现代化物流运输企业。 中铁铁龙集装箱物流股份有限公司依托于铁路运输系统，主要从事以特种集装箱、铁路货运及临港物流为核心的铁路服务业务。

- 公司2006年收购中铁集装箱公司全部铁路特种集装箱资产及业务，开始经营铁路特种集装箱运输物流业务并逐步成为公司的战略性核心业务板块；2005年收购连接哈大铁路干线沙岗站与营口鲅鱼圈港的沙鲅铁路支线，开展铁路货运及仓储、短途运输等物流延伸业务，后续又对该铁路支线进行两次扩能改造，运能从2400万吨/年提升至8500万吨/年，2021年大连冷链物流基地投入实际运营；2014年开始开展钢材委托加工贸易业务，2020年将委托加工贸易业务优化为大宗物资贸易等供应链管理业务。此外，房地产业务属于公司风险控制型的业务板块。
- 2024年H1，公司实现归母净利润2.84亿元，同比下降11.35%，其中对房产存货计提减值0.87亿元，若剔除该事项，则同比增长15.75%；从结构上看，铁路特种集装箱业务、铁路货运及临港物流业务、供应链管理业务实现的毛利分别占总毛利的66%、25%、8%。

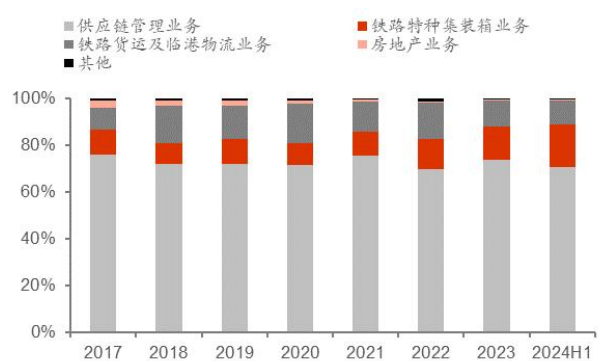
图表：铁龙物流股权结构图（截至2024年3月底）



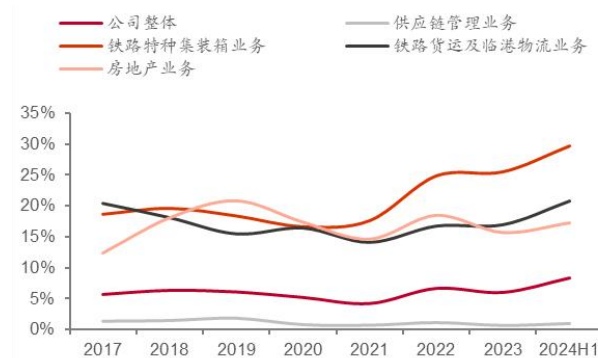
图表：对铁龙物流2024H1净利润影响达到10%以上的子公司情况

子公司名称	业务性质	持股比例	2023H1净利润(万元)	2024H1净利润(万元)
北京中铁铁龙多式联运有限公司	物流	100%	13,588.84	16,182.39
铁龙营口实业有限责任公司	临港物流	100%	3,826.35	3,388.74
中铁铁龙(营口)国际物流贸易有限公司	贸易、物流	100%	2,966.94	3,204.90
中铁铁龙(大连)房地产开发有限公司	房地产	100%	-296.43	-9,131.52
中铁铁龙冷链发展有限公司	仓储、物流	96.77%	-3,796.47	-3,726.88

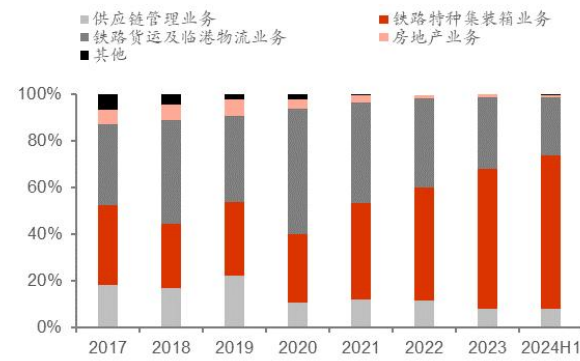
图表：2017-2024H1铁龙物流营收结构



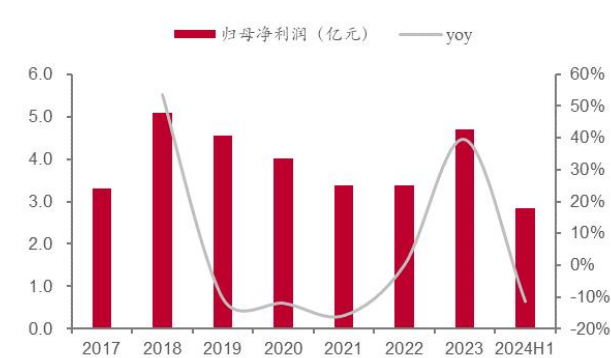
图表：2017-2024H1铁龙物流主要业务毛利率



图表：2017-2024H1铁龙物流毛利结构



图表：2017-2024H1铁龙物流归母净利润及同比



3.5 铁龙物流：铁路货运及临港物流业务受区域环境影响较大

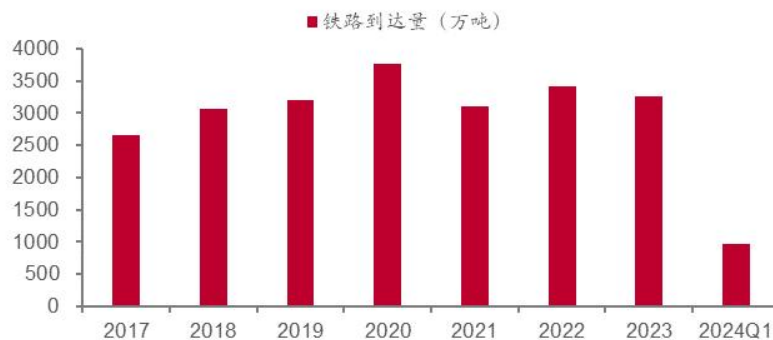
铁路货运及临港物流业务：受区域环境影响较大，弱需求强竞争背景下盈利减少。

- 经营模式方面，公司以铁路承运人的身份与托运人签订货物运输合同，办理承运、货物运输和交付业务并收取运费；同时，公司对营口港和营口经济技术开发区各企业单位到发货物提供仓储、转运、装卸等各项业务，收取各项服务费用。成本构成方面，铁路货运及临港物流业务主要成本为营运成本，主要为运贸成本等物流成本。
- 沙鲅铁路主要运输产品包括煤炭、铁矿石、集装箱、钢材、化肥等，受宏观经济影响较大。2018年1月1日起执行新货运清算办法后，公司货运收入受到沙鲅铁路鲅鱼圈车站作为始发站货物运输规模及全程运输距离等因素影响，按照全程运输距离确认运费收入较大幅度提高了公司铁路运输业务的收入及利润水平。2019年沙鲅铁路积极应对区域市场货源下降和公路运输竞争等因素影响，采取以价保量等策略；2020年公司合理利用价格杠杆，稳固既有货源，承接新增货源、最大限度实现保量增收；2021年以来，受运输需求下滑等因素影响，公司铁路货运及临港物流业务有所承压。2024年H1，沙鲅铁路到发量合计完成2633.74万吨，同比减少5.67%；公司铁路货运及临港物流业务实现收入7.02亿元，同比减少13.26%；实现毛利1.46亿元，同比减少9.49%。

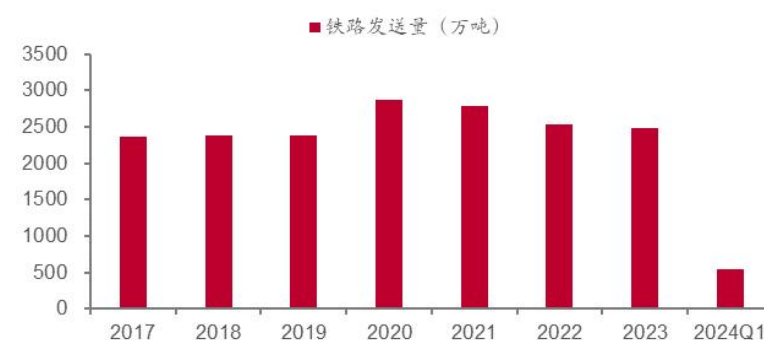
图表：沙鲅铁路示意图



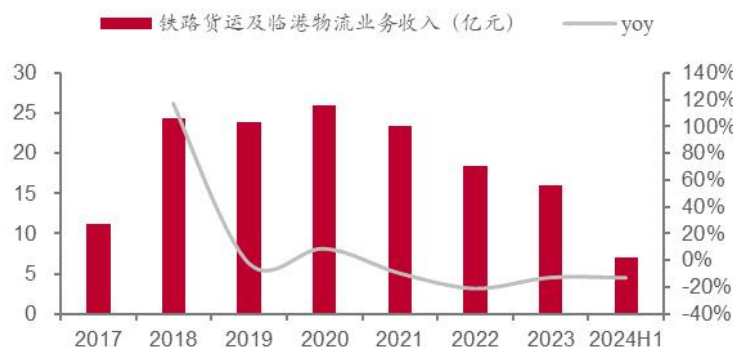
图表：2017-2024Q1年铁路货运及临港物流业务到达量



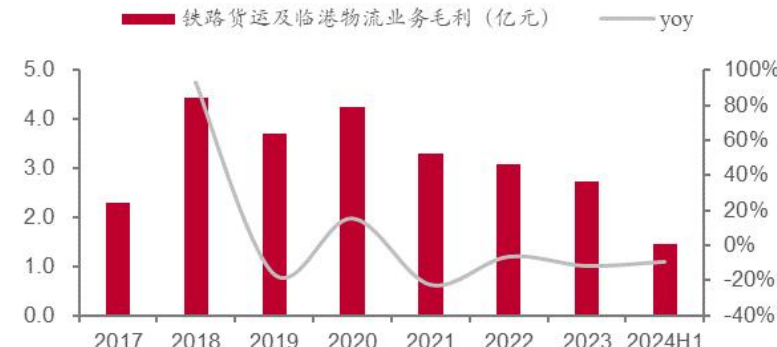
图表：2017-2024Q1年铁路货运及临港物流业务发送量



图表：2017-2024H1年铁路货运及临港物流业务营收及同比



图表：2017-2024H1年铁路货运及临港物流业务毛利及同比



来源：铁路规划建设微信公众号、铁龙物流跟踪评级报告、Wind、中泰证券研究所

3.5 看点：深化改革下铁路特种集装箱业务有望释放经营活力

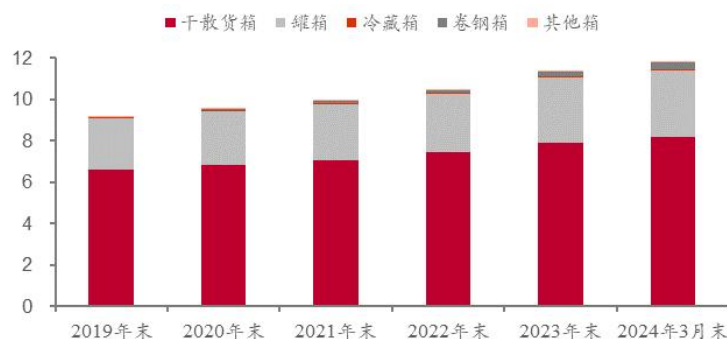
铁路特种集装箱业务：优化资产结构拓展业务规模，经营业绩有望实现稳步增长。

- ▶ 公司铁路特种集装箱业务主要分为铁路线上经营业务和现代物流服务业务两种，目前运营的铁路特种集装箱主要包括各类干散货集装箱、各类罐式集装箱、冷藏箱、卷钢箱等。截至2023年底，公司特种集装箱保有量为11.36万只，较上年底增长8.72%。目前，公司特种集装箱种类和保有量均居国内首位，竞争优势显著。同时，公司在2024年5月的股东大会上审议并通过了公司使用自有资金14.3亿元（含税）购置约3.49万只各类特种集装箱的议案，这批特种箱将根据市场和客户需求变化，及时调整购箱数量、种类及进度，有序投入经营使用。收费方面，公司向货主收取的特种集装箱使用费标准按照《铁路货物运价规则》及国铁集团有关规定执行，不同的集装箱适用费率不同。运营成本方面，公司根据与国铁集团签署的《铁路特种集装箱服务协议》，向国铁集团支付综合服务费用（特种箱使用费收入总额的20%），同时承担与特种箱资产相关的折旧、维修费、运营管理费用、研发费用等。2024年H1，公司铁路特种集装箱业务完成发送量95.63万TEU，同比增长10.62%；实现收入13.11亿元，同比增长20.79%；实现毛利3.89亿元，同比增长27.06%。
- ▶ 公司第一大股东为中铁集装箱公司，拥有显著的铁路集装箱资源优势和场站优势，同时是国铁集团中欧班列统一经营服务平台。深化改革背景下，随着“公转铁”“散改集”等运输结构调整和多式联运工作的持续推进，公司铁路特种集装箱业务有望进一步释放经营活力。

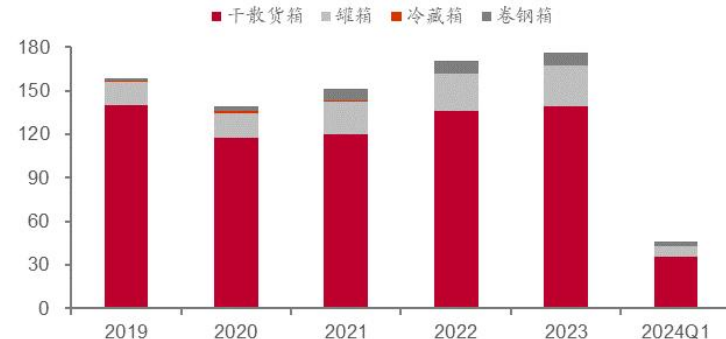
图表：铁路特种集装箱业务经营模式及结算方式

铁路特种集装箱业务	
经营模式	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 铁路特种集装箱的铁路线上经营业务：由托运人或发货地外运机构依照铁路运输计划的安排，填写铁路运单并办理托运交货、装箱、交付运输费用后，公司作为代理方进行发车准备并完成铁路线上运输，最终由收货人依据铁路货运单据到铁路系统指定地点进行货物验收及提取，特种集装箱使用费由货运办理站根据货票收取并上缴国铁集团后由国铁集团向公司结算； ▶ 特种集装箱现代物流服务业务：即提供“门对门”的现代物流服务，特种箱现代物流服务业务环节除包括集装箱的铁路线上运输部分外，还包括客户开发、物流方案策划、门到门短途汽车运输等。
结算方式	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 对于特种集装箱铁路线上经营业务部分，特种集装箱使用费由货运办理站根据货票收取并全部上缴国铁集团，由国铁集团在特种集装箱使用费基础上扣除20%的综合服务费后向公司清算； ▶ 对于特种集装箱物流业务，公司主要通过预收运费的方式进行结算。 ▶ 对于部分与公司有长期稳定业务合作的客户，公司一般采用定期结算的方式，予以1-2个月的账期。公司通过建立客户信用评级体系，按照客户信用评级决定是否给予账期及相应期限。

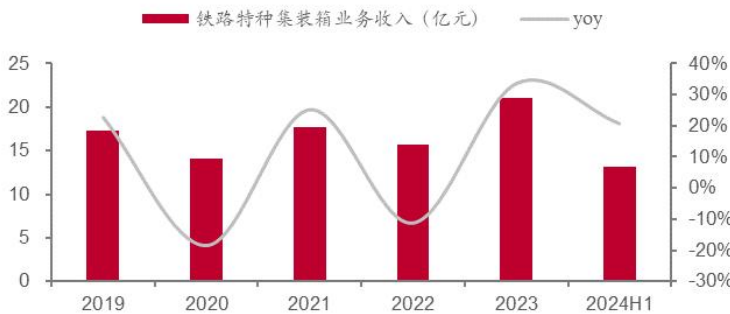
图表：2019-2024Q1铁龙物流特种集装箱数量变化（万只）



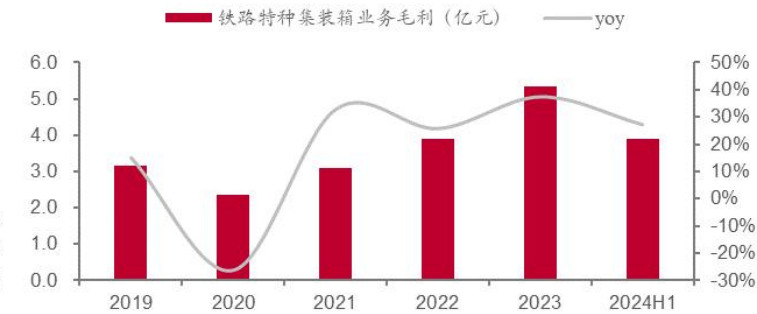
图表：2019-2024Q1铁龙物流特种集装箱发送量（万TEU）



图表：2019-2024H1年铁路特种集装箱业务营收及同比



图表：2019-2024H1年铁路特种集装箱业务毛利及同比



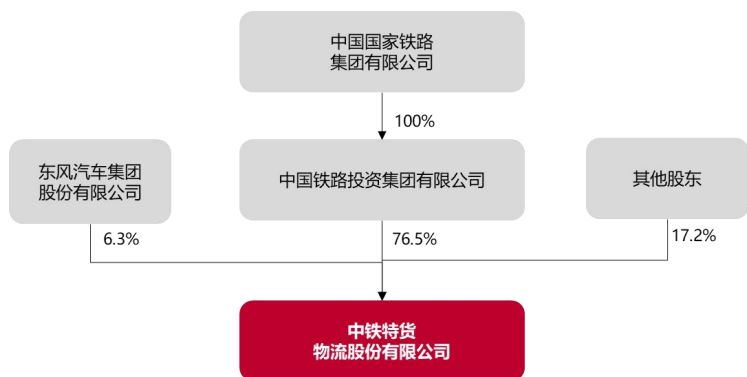
来源：铁龙物流债券募集说明书、铁龙物流跟踪评级报告、Wind、中泰证券研究所

3.6 中铁特货：国铁集团旗下专业物流服务供应商

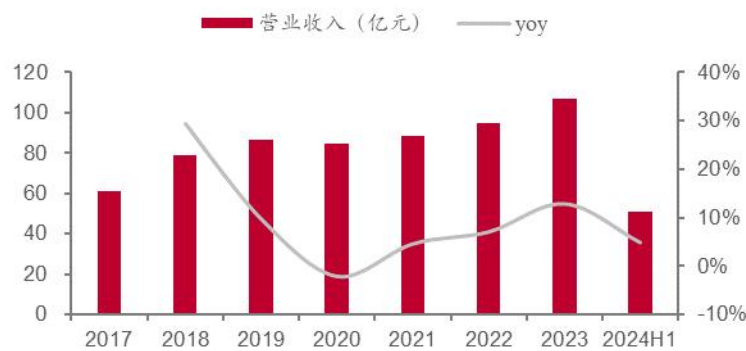
国铁集团旗下专业物流服务供应商。 中铁特货物流股份有限公司依托铁路运输资源优势，主要从事商品汽车物流、冷链物流和大件货物物流等业务。截至2020年末，公司拥有铁路商品汽车专用运输车辆共19979辆；铁路冷链专用运输车辆共3658辆；铁路大件专用运输车辆共1104辆。2024年H1，公司实现营业收入50.79亿元，同比增长4.82%；实现归母净利润4.52亿元，同比增长34.50%。

- 商品汽车物流业务：公司依托京广、京沪、陇海等运输干线，规划设计开发专线产品；组织开行零部件+整车班列；加强国铁汽车托运平台推广力度。2024年H1，公司共计运输商品汽车336.55万台，同比增长10.74%；商品汽车物流业务实现营业收入43.41亿元，占总营业收入的85%，实现毛利5.50亿元，占总毛利的93%。
- 冷链物流业务：公司积极拓展国内外运输需求，不断优化中老铁路冷链国际联运经营方案。2024年H1，公司完成冷链货物发送106.11万吨，同比增长33.46%。

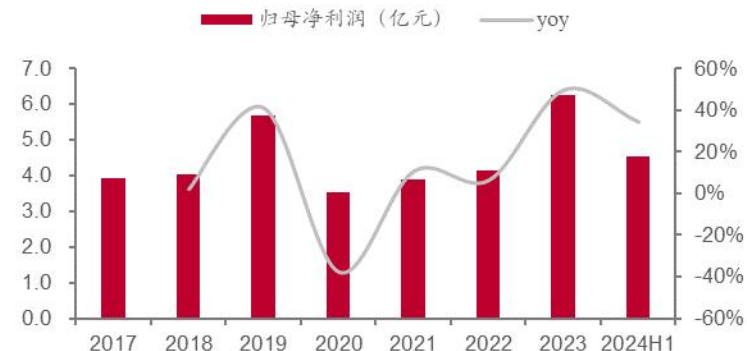
图表：中铁特货股权结构图（截至2024年H1）



图表：2017-2024H1 中铁特货营业收入及同比



图表：2017-2024H1 中铁特货归母净利润及同比



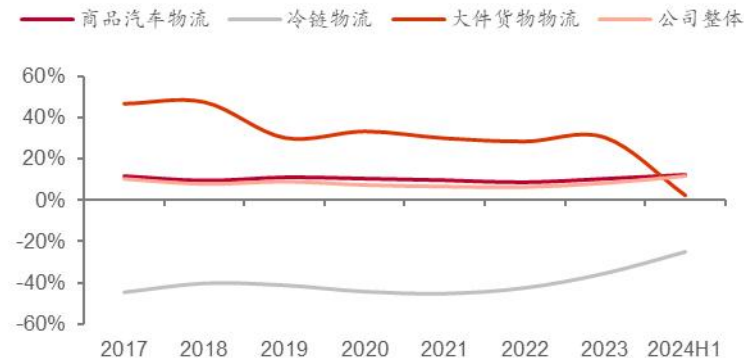
图表：2017-2024H1 中铁特货分业务营收情况（亿元）



图表：2017-2024H1 中铁特货分业务毛利情况（亿元）



图表：2017-2024H1 中铁特货分业务毛利率情况



投资建议：择优布局，未来可期

★ **投资建议：择优布局，未来可期。**随着铁路改革的逐步深化，投资运营各项机制、盘活铁路存量资产等方面有望愈加完善，相关铁路资产有望迎来价值重估，建议重视铁路行业的投资机会。

- 盈利能力提升视角下：建议关注高铁票价市场化改革助力发展的**京沪高铁**、由普速向高铁逐步转型的**广深铁路**；
- 红利资产配置视角下：建议关注当前股息率具有一定吸引力**大秦铁路**；
- 释放经营活力视角下：建议关注铁路特种集装箱业务优势显著的**铁龙物流**、国铁集团旗下专业物流服务供应商的**中铁特货**。

图表：铁路公司盈利预测与估值表

代码	名称	收盘价（元）	PB	每股收益（元）				市盈率PE			
		2024/9/23		23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
601816.SH	京沪高铁	5.38	1.3	0.24	0.27	0.31	0.34	22.4	19.9	17.4	15.8
601333.SH	广深铁路	3.17	0.8	0.15	0.20	0.22	0.24	21.1	15.9	14.4	13.2
601006.SH	大秦铁路	6.11	0.8	0.76	0.56	0.62	0.65	8.0	10.9	9.9	9.4
600125.SH	铁龙物流	5.20	0.9	0.36	0.38	0.45	0.50	14.4	13.7	11.6	10.4

来源：Wind、中泰证券研究所
注：以上公司EPS来自Wind一致预期（180天）。



4

风险提示

领先一步

风险提示

- 宏观经济下行风险
- 行业政策调整风险
- 铁路建设不及预期风险
- 改革推进不及预期风险
- 其他运输方式竞争风险
- 使用信息数据更新不及时风险

谢谢观赏



投资评级说明

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来6~12个月内相对同期基准指数涨幅在15%以上
	增持	预期未来6~12个月内相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
	持有	预期未来6~12个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来6~12个月内相对同期基准指数跌幅在10%以上
行业评级	增持	预期未来6~12个月内对同期基准指数涨幅在10%以上
	中性	预期未来6~12个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来6~12个月内对同期基准指数跌幅在10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的6~12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明

- 中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。
- 本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。
- 市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。
- 投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。
- 本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。