

## 铁路改革推进 混改和土地综合开发是关键词

### 报告摘要：

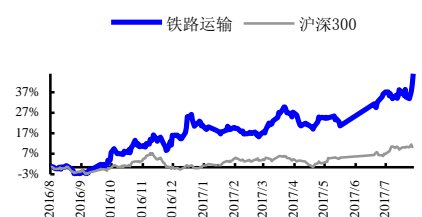
**政策措施持续出台，铁路改革更加迫切。**自从铁路实现政企分开之后，铁路陆续出台改革铁路投融资体制、实施土地综合开发、设立铁路发展基金、鼓励和扩大社会资本投资铁路建设等一系列政策措施。目前铁路将重点从社会化、市场化、国土开发三个维度重新定位，进行公司化改革。铁总市场化改革将在理顺产权关系的基础上进行投融资体制改革、公司化改革和价格改革。铁路投融资体制改革的前置条件是价格改革，铁路市场化改革相对走在前列，其他改革更加迫切。

**铁总混改不断升温，方案出台预期加强。**下半年，铁总党组书记、总经理陆东福连续会见了多家公司一把手，并就业务合作和参与铁路混改达成共识。7月下旬，国家发改委政策研究室主任兼新闻发言人严鹏程在发布会上透露，重点领域混合所有制改革将再进一步，今年3月启动的第二批10家混改试点工作将在近期批复，预计年内将取得阶段性进展。按照国家发改委给出的时间表，预计央企混合所有制改革将在今年四季度进入实施阶段，未来两个月各央企改革方案或将密集出台，重点完成国有资本与民间资本、社会资本的混合，铁总混改方案也有望在这预期当中实现。

**铁路用地规模巨大，土地综合开发提速。**国务院以及相关部们先后发布《关于改革铁路投融资体制加快推进铁路建设的意见》、《关于支持铁路建设实施土地综合开发的意见》，实施铁路用地及站场毗邻区域土地综合利用政策，支持铁路建设。作为破解铁路投融资难题的三个方向，盘活铁路用地资源是一个相对较优的选择，并且铁路土地综合开发的规模也非常可观，可盘活的区域包括客运站、货运站以及铁路沿线，当下铁路土地综合开发已经提速。

**投资建议：铁路改革加速推进，铁路发展空间巨大。**作为重要的传统的陆路运输方式，铁路在过去的经济发展当中发挥了巨大的作用，承担了大量的客货运输业务。在经济发展新阶段，铁路将继续发挥其不可替代的作用，高铁为居民出行提供了更加高效、舒适、快捷的交通工具，成为满足消费升级需求的有效供给，路网的完善、动车的加密将更好的发挥高铁的优势。铁路货运也在积极转型，为社会提供更加符合需求的产品，包括冷链、危化品等高端物流，既有路线客运运力的释放为货运提供了更多的空间来完善供给。我们可以看到，每一次铁路运行图的调整都在不断完善铁路的产品供给，其低成本、大运量、体系化等优势将继续发挥，伴随铁路改革的推进，铁路的发展空间将更加巨大，经济效益将更加显著。我们继续重点推荐大秦铁路、广深铁路和铁龙物流。

### 历史收益率曲线



涨跌幅（%）	1M	3M	12M
绝对收益	8.36%	17.18%	44.35%
相对收益	6.79%	8.05%	34.03%

### 重点公司

### 投资评级

广深铁路	买入
大秦铁路	买入
铁龙物流	买入

### 相关报告

《铁路客运定价市场化改革渐行渐近》

2017-02-27

《铁路客票价格改革方向的简单推算》

2016-12-05

《铁路行业点评：改革进入“可预期”阶段，大呼红利明显盲动》

2016-10-25

### 证券分析师：瞿永忠

执业证书编号：S0550515110002  
(021)20361103 quyz@nesc.cn

### 证券分析师：王晓艳

执业证书编号：S0550515100001  
(010)63210895 wangxiaoyan@nesc.cn

### 研究助理：明兴

执业证书编号：S0550116060004

### 研究助理：陈照林

执业证书编号：S0550116070020

## 目 录

<b>1. 铁路市场化改革顶层改革已经完成.....</b>	<b>5</b>
1.1. 政企分离是核心矛盾处理.....	5
1.1.1. 政企分离改革首先解决顶层矛盾.....	5
1.1.2. 铁总成立开始落实政企分离改革.....	5
1.1.3. 铁总目前处在改革过渡安排阶段.....	6
1.2. 国家铁路局三定方案体现铁总市场化改革取向.....	6
1.2.1. 国家铁路局三定方案明确，铁路政企分离改革基本落实.....	6
1.2.2. 三定方案实现了“精政简权”指导思想.....	6
1.2.3. 国家铁路局和 7 个地区铁路监督管理局的安排已经为“公司化改革”做好准备.....	7
<b>2. 深化经济体制改革重点工作，投融资体制率先部署.....</b>	<b>7</b>
2.1. 我国铁路管理体制改革的历程.....	7
2.2. 近五年深化经济体制改革重点工作.....	8
2.3. 近四年铁总年度工作中铁路改革主要内容.....	9
<b>3. 铁道部政企分离改革后，运价市场化改革走在前列.....</b>	<b>9</b>
3.1. 运输价格改革是重要内容，其进程制约铁路可持续发展.....	9
3.1.1. 运输组织改革已经为运价改革“开山让路”.....	10
3.1.2. 货运组织改革渐入佳境.....	10
3.1.3. 铁路价格市场化定价初见成效.....	10
3.2. 铁路客运市场化改革起步.....	12
3.2.1. 铁路客运价格管理的三个阶段.....	12
3.2.2. 高端铁路客运市场化先行.....	13
3.3. 低端客运需要涨价弥补亏损.....	15
3.3.1. 铁路低端客运“公益价格”补偿.....	15
3.3.2. 低端客运的“社会公益性”特征显著.....	15
3.3.3. 铁路客运全面涨价只是时间问题.....	16
<b>4. 铁路改革进入攻坚期，公司化改革仍需推进支持.....</b>	<b>18</b>
4.1. 铁总混改持续推进，与多家公司达成共识和战略合作协议.....	18
4.2. 铁路用地可开发空间巨大，铁路土地综合开发加速.....	20
4.2.1. 铁路用地可开发空间巨大.....	20
4.2.2. 土地开发，政策先行.....	21
4.2.3. 铁路土地综合开发正式亮相.....	22
4.2.4. 上市公司土地情况.....	22
<b>5. 重点公司投资机会分析.....</b>	<b>23</b>
5.1. 大秦铁路：经营稳健，优质的战略投资标的.....	23
5.2. 广深铁路：提价、改革，后期想象空间巨大.....	24
5.3. 铁龙物流：业绩筑底，特种集装箱加快转型.....	24

<b>6. 风险提示 .....</b>	<b>25</b>
6.1. 经济增速低于预期.....	25
6.2. 政策推进速度低于预期.....	25
6.3. 改革进程低于预期.....	25
<b>7. 附录.....</b>	<b>26</b>
7.1. 附录 1: 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.....	26
7.2. 附录 2: 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.....	29
7.3. 附录 3: 铁路发展基金管理办法.....	31

## 图表目录

图 1: 铁路大部制改革后顶层职能归属.....	6
图 2: 铁路货运量增速 .....	12
图 3: 铁路煤炭运量增速.....	12
图 4: 我国现行主要动车, 高铁和城际客车票价水平 .....	14
图 5: 铁路客运量增速 .....	15
图 6: 铁路高铁客运量及其占比 .....	15
图 7: 高铁八纵八横网络.....	15
图 8: 20 年期间我国 CPI 累计上涨 44.9%.....	16
图 9: 20 年期间我国 PPI 累计上涨 17.1% .....	16
图 10: 铁路客运基价已经连续 20 年未调整.....	17
图 11: 各国铁路客运运价水平对比 (元/公里) .....	17
表 1: 近五年深化经济体制改革重点工作中关于铁路改革的内容一览表.....	8
表 2: 近四年铁总年度工作会议中关于铁路改革的内容一览表.....	9
表 3: 铁总与多家公司达成共识和战略合作协议.....	18
表 4: 大秦铁路主要财务数据 .....	24
表 5: 广深铁路主要财务数据 .....	24
表 6: 铁龙物流主要财务数据 .....	25

## 1. 铁路市场化改革顶层改革已经完成

### 1.1. 政企分离是核心矛盾处理

#### 1.1.1. 政企分离改革首先解决顶层矛盾

铁路市场化改革的核心矛盾处理是进行政企分离，这是整个铁路改革的大前提。只有分离铁道部政府职责，让铁路回归企业，恢复铁路系统的企业属性和市场化功能，放松运价管制，才能真正的迈向市场化。两会大部制改革将铁道部一分为三，新成立中国铁路总公司承担铁道部的企业职责，负责铁路的调度、运营、建设等主要任务，其余职能（综合管理、安全生产监管等）分别归进交通运输部和国家铁路局。从顶层设计来看，铁路市场化改革已经迈出政企分离最重要的一步。

#### 1.1.2. 铁总成立开始落实政企分离改革

2013年3月14日，中国铁路总公司成立。中国铁路总公司是经国务院批准，依据《中华人民共和国全民所有制工业企业法》设立，由中央管理的国有独资企业，由财政部代表国务院履行出资人职责，交通运输部、国家铁路局依法对公司进行行业监管。

按照前期国务院机构改革的要求，铁道部政企分离改革方案是在交通部管辖内组建“国家铁路局+中国铁路总公司”，即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，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。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。中国铁总公司成立，表明改革方案已经基本落实。

中国铁路总公司的经营范围和主要职责是：以铁路客货运输服务为主业，实行多元化经营。负责铁路运输统一调度指挥，负责国家铁路运输经营管理，承担国家规定的公益性运输，保证关系国计民生的重点运输和特运、专运、抢险救灾运输等任务。负责拟定铁路投资建设计划，提出国家铁路网建设和筹资方案建议。负责建设项目前期工作，管理建设项目。负责国家铁路运输安全，承担铁路安全生产主体责任。

中国铁路总公司所属企业包括：

1、铁路局（公司）（18个）：哈尔滨铁路局，沈阳铁路局，北京铁路局，太原铁路局，呼和浩特铁路局，郑州铁路局，武汉铁路局，西安铁路局，济南铁路局，上海铁路局，南昌铁路局，广州铁路（集团）公司，南宁铁路局，成都铁路局，昆明铁路局，兰州铁路局，乌鲁木齐铁路局，青藏铁路公司。

2、专业运输公司（3个）：中铁集装箱运输有限责任公司，中铁特货运输有限责任公司，中铁快运股份有限公司。

3、其他企业（17个）：中国铁路建设投资公司，中国铁道科学研究院，中国铁路经济规划研究院，铁总服务中心，中国铁路信息技术中心，中国铁道出版社，《人民铁道》报社，中国铁路专运中心，中国铁路文工团，中国火车头体育工作队，铁道第三勘察设计院集团有限公司，中铁银通支付有限公司，中国铁路发展基金股份有限公司，中国铁路国际有限公司，中国铁路财产自保有限公司，中国铁路财务有限责任公司，中国铁路网络有限公司。

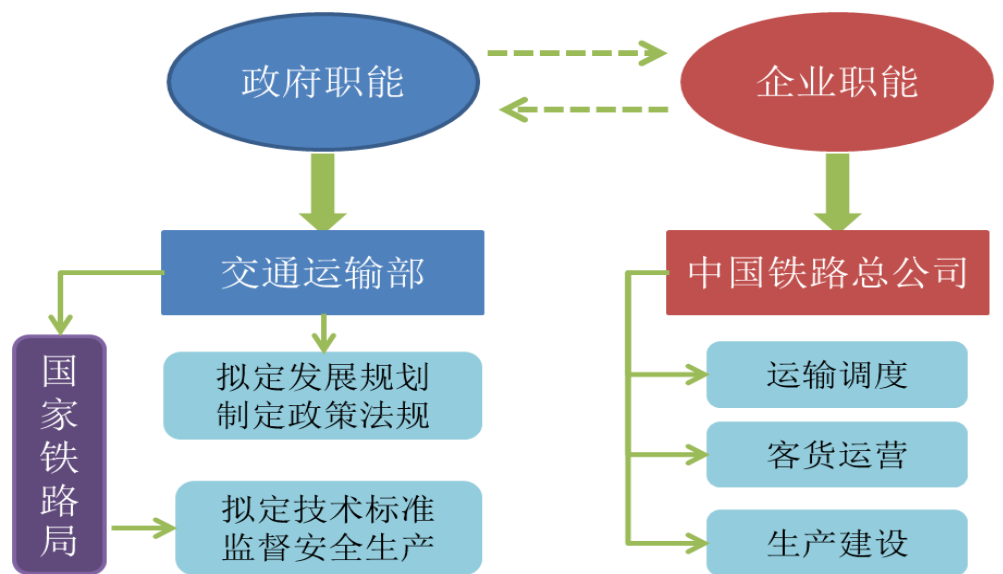


### 1.1.3. 铁总目前处在改革过渡安排阶段

中国铁路总公司是由中央管理的国有独资企业，由财政部代表国务院履行出资人职责，交通运输部、国家铁路局依法对公司进行行业监管。中国铁路总公司注册资金为 10360 亿元人民币，不进行资产评估和审计验资；实有国有资本数额以财政部核定的国有资产产权登记数额为准。财务关系在财政部单列。将原铁道部对所属 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。出于以下几个方面的考虑，这种安排是铁道部实体转换为公司的过渡状态的安排：

- 铁总的资产不清：目前铁总资产没有经过现代企业会计制度进行审计；
- 铁总的债务重如泰山：目前铁总的总负债达到 4.7 万亿，虽然负债率不到 70%，但是相对铁总每年处于盈亏平衡边缘的收支状况，公司经营难以为继；
- 公司化改革后，发改委对铁总的计划性价格管制需要调整；
- 公司化改革后，对财政部的接口也需要进行市场化改革，如建设基金，营改增税收改革等；
- 公司化改革后，公益性服务的政府补贴问题如何解决等等。

图 1：铁路大部制改革后顶层职能归属



资料来源：东北证券

## 1.2. 国家铁路局三定方案体现铁总市场化改革取向

### 1.2.1. 国家铁路局三定方案明确，铁路政企分离改革基本落实

根据《国务院机构改革和职能转变方案》，原铁道部的拆分其实是三种职能的剥离：一部分企业职能剥离出来，成立铁路总公司；一部分综合性管理职能，划给交通运输部；一部分安全生产监管职能，专门成立副部级的国家铁路局，由交通运输部管理。从目前改革方案来看，交通部大部制基本确立，即实现综合交通统一综合管理；国家铁路局的职能主要以行政和监管为主；铁路总公司基本回归企业主体位置。

### 1.2.2. 三定方案实现了“精政简权”指导思想

新成立的国家铁路局取消了 15 项职责。其中包括取消开行客货直通列车、办理军事运输和特殊货物运输审批，企业自备车辆参加铁路运输审批，企业铁路专用线与国铁接轨审批，设置或拓宽铁路道口人行过道审批，铁路货物装载加固方案审批等审批职能。包括取消铁路计算机信息系统安全保护措施审批，铁路工程及设备报废审批，铁路日常清产核资项目审批，印刷铁路客货运输票据审批，铁路基建大中型项目工程施工、监理、物资采购评标结果审批等审批职能。另外还包括取消铁路超限超长超重集重承运人资质许可、铁路工业产品制造许可证核发、铁路运输管理信息系统认定、铁道计算机连锁设备制造许可证核发等 4 项认证核发职能。以上这些审批权限取消，将直接“下放”权限到公司，为下一步总公司和 18 路局的“公司化改革”打下了良好基础。

### 1.2.3. 国家铁路局和 7 个地区铁路监督管理局的安排已经为“公司化改革”做好准备

国家铁路局的主要职责以监测、监察、监督和监管为主，具体包括：1、起草铁路监督管理的法律法规、规章草案，参与研究铁路发展规划、政策和体制改革工作，组织拟订铁路技术标准并监督实施。2、负责铁路安全生产监督管理，制定铁路运输安全、工程质量和设备质量监督管理办法并组织实施，组织实施依法设定的行政许可。组织或参与铁路生产安全事故调查处理。3、负责拟订规范铁路运输和工程建设市场秩序政策措施并组织实施，监督铁路运输服务质量和铁路企业承担国家规定的公益性运输任务情况。4、负责组织监测分析铁路运行情况，开展铁路行业统计工作。5、负责开展铁路的政府间有关交流合作与合作等等。

国家铁路局下设沈阳、上海、广州、成都、武汉、西安、兰州 7 个地区铁路监督管理局。这种安排从机构和职能上实现了国家政府对铁路的行政监管，这样的剥离有利于铁路局更专注于安全监督和技术监管，有利于铁路安全性的进一步提升。在这样管理体系下，铁路总公司和 18 个路局将可以依据市场和运营内在需要进行重组和划分，并进一步进行公司化改革。

## 2. 深化经济体制改革重点工作，投融资体制率先部署

经济体制改革是全面深化改革的重点。我们预计铁路改革将分为三个层面来推进：体制改革、运营体系改革和公司化改革。

### 2.1. 我国铁路管理体制改革的历程

1986 年，铁道部就曾启动“大包干”，将计划、财务、劳资、物资、人事等方面的权力下放到下属路局，试行全行业的经济责任大包干，但 6 年后，以“安全运行”为由终止。

1993 年开始尝试在铁路系统建立现代企业制度试点，到 1998 年工程、建筑、工业、物资、通信五大总公司与铁道部签订了资产经营责任书，实施结构性分离。

从 2000 年开始，改革目光投向了“网运分离”。其内容主要为“根据运输市场的区域性特点，组建 3 个客货网合一的区域公司，确立企业的市场主体地位；组建国家铁路控股公司，实现铁路政企分开；调整铁道部内设机构，构建垂直的政府监管体系；实行铁路分类建设政策，形成新的建设和投融资体制。”2003 年，“网运分离”方案被否定，取而代之的是“跨越式发展”思路，即集中人力、物力、财力，着力推动大规模的铁路建设，在短期内解决铁路运输能力与日益增长的国民经济发展需要的不适应。高铁建设成为铁道部的工作重心。

从 2003 年至今，铁道部进行了主辅分离、撤销铁路分局、投融资体制等多项改

革，多种改革仍在尝试。我国铁路改革的总体要求是：加快转变铁路发展方式，按照中央关于政企分开、政资分开的要求，充分考虑我国国情和铁路行业特点，转变铁道部职能，扩大铁路运输企业经营自主权，推动铁路运输经营机制转换，积极构建具有我国铁路行业特色、适应社会主义市场经济要求的铁路管理体制和运行机制。

## 2.2. 近五年深化经济体制改革重点工作

自从铁路实现政企分开之后，铁路重点从社会化、市场化、国土开发三个维度重新定位，进行公司化改革。在近五年，我国深化经济体制改革重点工作中，铁路改革已经愈来愈急迫，屡次提及投融资体制改革、价格市场化改革、混改等重点领域。

**表 1: 近五年深化经济体制改革重点工作中关于铁路改革的内容一览表**

年度	主要内容
2013 年	◇ 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。
	◇ 继续推进国有企业改革。推动大型国有企业公司制股份制改革，大力发展混合所有制经济。推进国有经济战略性调整和国有企业并购重组，着力培育一批具有国际竞争力的大企业。完善各类国有资产监督管理制度。加快解决国有企业办社会负担和历史遗留问题。
	◇ 7 月 24 日，国务院常务会议部署改革铁路投融资体制，要按照统筹规划、多元投资、市场运作、政策配套的基本思路，推进铁路投融资体制改革，全面开放铁路建设市场，优先建设中西部和贫困地区的铁路及相关设施。一要多方式多渠道筹集建设资金，以中央财政性资金为指导，吸引社会资本投入，设立铁路发展基金。创新铁路债券发行品种和方式。二要向地方和社会资本开放城际铁路、市域(郊)铁路、资源开发性铁路等的所有权和经营权。三要加大力度盘活铁路用地资源，搞好综合开发利用，以开发收益支持铁路发展。
2014 年	◇ 深化国有企业改革，深入研究和准确定位国有企业的功能性质，区分提供公益性产品或服务、自然垄断环节、一般竞争性行业等类型，完善国有企业分类考核办法，推动国有经济战略性调整，增强国有经济的市场活力和国际竞争力。以管资本为主加强国有资产监管，推进国有资本投资运营公司试点。遵循市场经济规律和技术经济规律，有序推进电信、电力、石油、天然气等行业改革。
	◇ 加快发展混合所有制经济。推进国有企业股权多元化改革，建立政府和社会资本合作机制。除少数涉及国家安全和投资运营公司可采用国有独资形式外，其他行业和领域国有资本以控股或参股形式参与经营。加快清理限制非公有制经济发展的法律、法规、规章和规范性文件，推动非国有资本参与中央企业投资和进入特许经营领域。放开包括自然垄断行业竞争性业务在内的所有竞争性领域，为民间资本提供大显身手的舞台。发展混合所有制经济要依法合规、规范运作，有效防止国有资产流失。
2015 年	◇ 4 月 3 日，国务院常务会议确定了深化铁路投融资体制改革、筹措和落实建设资金的政策措施，主要包括：一是设立铁路发展基金，拓宽建设资金来源。吸引社会资本投入，使基金总规模达到每年 2000-3000 亿元。二是创新铁路建设债券发行品种和方式，今年向社会发行 1500 亿元，实施铁路债券投资的所得税优惠政策。三是引导银行等金融机构积极支持铁路建设，扩大社会资本投资规模。四是对铁路承担的公益性、政策性运输任务，中央财政在一定期限内给予补贴，逐步建立规范的补贴制度。五是加强统筹协调，保证在建项目顺利实施，抓紧推动已批复项目全面开工，尽快开展后续项目前期工作，确保铁路投资稳定增长和铁路建设加快推进。
	◇ 稳步分批放开竞争性商品和服务价格，放开部分铁路运价，下放一批基本公共服务收费定价权。
2016 年	◇ 以用好铁路发展基金为抓手，深化铁路投融资改革。
	◇ 推进铁路运价形成机制改革，扩大铁路运输企业自主定价范围。
	◇ 推进国有企业混合所有制改革。在电力、石油、天然气、铁路、民航、电信等重点领域，选择一批国有企业开展混合所有制改革试点示范，推动集团公司整体上市，支持具备条件的上市企业引入合格战略投资者，进一步放大国有资本功能，提高国有资本配置和运行效率。研究提出公有制经济之间股权多元化改革方案。开展混合所有制企业实行企业员工持股试点。支持地方国有企业因地制宜开展混合所有制改革试点。



◇ 深化国有企业混合所有制改革。按照完善治理、强化激励、突出主业、提高效率的要求，深化混合所有制改革，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，严格规范混合所有制改革操作流程和审批程序，严格执行重大事项请示报告制度，在引入合格非国有战略投资者、完善法人治理结构、建立市场化激励约束机制和薪酬管理体系、探索实行国家特殊管理股制度、探索企业法人治理结构与党建工作有机结合的途径和方式等方面，形成可复制可推广的经验。指导推动各地积极稳妥开展混合所有制改革试点。在纳入首批试点的中央企业所属子企业和地方国有企业，规范推进国有控股混合所有制企业员工持股试点，成熟一户、开展一户，及时进行阶段性总结。支持非公有制企业、股权投资基金等各方参与国有企业混合所有制改革，主业处于充分竞争行业和领域的商业类国有企业，积极引入其他国有资本或各类非国有资本实现股权多元化，国有资本可以绝对控股、可以相对控股，也可以参股。

资料来源：东北证券整理

## 2.3. 近四年铁总年度工作中铁路改革主要内容

表 2: 近四年铁总年度工作会议中关于铁路改革的内容一览表

年度	主要内容
2014 年	加快推进铁路投融资体制改革，确保全面完成建设任务。
2015 年	深化铁路投融资体制改革，加大铁路建设组织实施力度，提升建设管理水平，确保铁路建设安全有序高效推进。
2016 年	深化铁路投融资体制改革。实行铁路分类投资建设，扩大铁路建设债券发行规模，发挥铁路发展基金平台作用，吸引地方政府和社会企业投资铁路，拓展资金来源渠道，保证铁路建设资金需求。加强合资铁路管理，提高合资铁路经营效益。
2017 年	落实经营权责，提高铁路资本经营效益。规范和落实铁路两级主体企业权责，推进铁路资产资本化经营，开展混合所有制改革，加大综合经营开发力度，努力提高铁路企业经营效益。

资料来源：东北证券整理

按照国务院的改革要求：铁路总公司要有序推进铁路建设，按期完成“十二五”规划建设任务。要根据国家产业政策，完善路网结构，优化运输组织，强化安全管理，提升服务质量，提高运输效率和效益，不断增强市场竞争力。要继续深化铁路企业改革，按照建立现代企业制度的要求，推进体制机制创新，逐步建立完善的公司法人治理结构，不断提高管理水平和市场竞争力。从铁总近四年的年度工作总结和安排中，铁路投融资体制改革和铁路投资建设也是每年必会提及的两大主题词。进入 2017 年，铁路混改成为重点推进的工作之一。

## 3. 铁道部政企分离改革后，运价市场化改革走在前列

铁路运输企业运营机制重塑包括投融资体制改革、公司化改革和价格改革。铁路陆续出台改革铁路投融资体制、实施土地综合开发、设立铁路发展基金、鼓励和扩大社会资本投资铁路建设等一系列政策措施。

铁路实行政企分开之后，铁总改革的方向是市场化，市场化改革的基石是价格管制转换到市场定价为主。除了公益性运输服务方面亏损要政府补贴外，其他改革方向均是市场化，铁总市场化改革将在理顺产权关系的基础上进行投融资体制改革、公司化改革和价格改革。

### 3.1. 运输价格改革是重要内容，其进程制约铁路可持续发展

相比较而言，铁路投融资体制改革的前置条件是价格改革，没有价格改革，铁路

建设资金筹集将难以全面改观，铁路线路的所有权和经营权开放将无人问津。铁路货运和客运市场化改革相对走在前列。

### 3.1.1. 运输组织改革已经为运价改革“开山让路”

铁路运输组织涉及运力计划-货运计划-运输组织和行车组织多个环节。2012 年底，发改委下放“电煤运力计划”为此推进一大步，下一步“运力计划”将逐渐从铁总放权到运输企业，使各个铁路局成为“具有运力支配权”的市场主体，这是路局一切改革启动的基础，再此基础上才能有运价改革、产品创新和服务创新。

2013 年开始，国家发改委已经完成煤炭产运需衔接改革，核心政策包括三点：首次取消煤炭重点合同；首次放开铁路运力配置；继续完善煤电联动机制。这一政策安排打破了铁路货运的计划性体制。此外，铁路货运对民营企业歧视性待遇大幅改善，铁路货运管理也更加规范化。

在铁道部“实货制”平台上，电煤运力开放，将提升铁路“抢运”公路运量，长期看来为铁路电煤运价放开打下基础。长期而言，国家不再分配煤炭运力以后，煤电双方需要拿着合同自己与铁路部门去谈，有利于铁路系统统筹安排运输，并为运输价格开放打下一定的基础。

服务模式也将按照市场发展趋势进行改革。2013 年，铁路确定年度工作任务之一是一一大力实施运输组织改革，推动铁路全方位走向市场。一是全面实施货运组织改革，以网上受理、实货制运输和全程物流服务为重点，推进货运组织改革，确保货运市场开发实现重大突破。二是进一步深化客运组织改革，在总结客运组织改革经验的基础上，推动铁路客运工作实现新发展。三是推动运输业和非运输业融合发展，按照“一体化、网络化、规范化和高度融合”的要求，在推进运输组织改革，大力发展运输业的同时，做强做大非运输业务。

### 3.1.2. 货运组织改革渐入佳境

国家发改委、铁总先后发布了《关于清理规范涉及铁路货物运输有关收费的通知》、《关于公布铁路货运门到门运输收费项目》、《收费标准及有效收费文电目录的通知》、《铁路门到门运输一口价实施办法(暂行)》等通知，并且在 2017 年 6 月下调铁路电气化附加费，8 月取消 8 项货运收费项目、合并 3 项杂费项目、下调一项计费标准。到目前为止，货运组织改革已经基本根除“表外加价”和“点装费”，货运价格市场化的最大障碍已经消除。

铁路货运组织改革是客户服务界面到后端运输组织的全程生产改革，目标是向现代物流服务接轨。一是改革货运受理方式。简化手续，拓宽渠道，敞开受理，随到随办，给广大客户提供最直接、最方便、最快捷的服务。二是改革运输组织方式。根据客户的运输需求编制运输计划，及时安排装运，提高运输效率。三是清理规范货运收费。严格执行国家的运价政策，坚持依法合规、公开透明收费。四是大力发展铁路“门到门”全程物流服务。构建“门到门”接取送达网络，实行“门到门”全程“一口价”收费，推动铁路货运加快向现代物流转变。

铁路货运组织改革和铁路货运价格改革互相匹配，同步驱动。货运组织改革是要扩大运输服务产品的内涵，提高服务品质。相应地，铁路货运价格改革是要提高过低的货运价格，降低寻租空间，把表外收入转为表内收入，公开透明化。整体上，两方面的改革将加快铁路货运市场化，同全社会物流接轨。

### 3.1.3. 铁路价格市场化定价初见成效

从铁路货运价格的历次调整情况来看，由于我国铁路运价一直以来管理权限高度集中，再加上定价机制采用平均成本定价理论，历次调价也是为覆盖成本要素价格上涨，调价频繁却不灵活，也较为滞后，仍然没有摆脱严格的“价格管制”范围。我们认为运价市场化改革的最终目标应该要逐步取消“价格管制”，参考公路和民航运价体系市场化改革经验，倾向于走向基于“上限管制”的浮动价格和局部管制，建立灵活的区间范围。

2014年12月23日，国家发改委发布《关于放开部分铁路运输产品价格的通知》，明确：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。上述铁路散货快运指采取快速货运组织方式、提供散货快捷运输及全程物流服务的铁路运输产品。社会资本投资控股铁路、铁路客运专线指除各级人民政府财政性资金，以及中国铁路总公司及其所属、控股企业，各级人民政府铁路（交通）投资公司投资以外，由其他经济组织投资控股的铁路或铁路客运专线。铁路真正成为市场竞争的主体，这4项运输产品价格实行市场调节成为铁路走向市场的关键一步，而放开社会资本投资控股的新建铁路及新建客专的货客运价格，则有利于铁路引入社会资本。

2015年1月29日，国家发展改革委发布《关于调整铁路货运价格 进一步完善价格形成机制的通知》，进一步推动铁路货运价格市场化，适当调整铁路货运价格，并建立上下浮动机制，基准价允许上浮不超过10%，下浮仍不限，运价上浮政策自2015年8月1日起实行。这次调整铁路货物运价，重在完善运价形成机制，进一步增加运价弹性，为铁路运输企业灵活应对市场环境变化，提高经营管理水平、服务能力创造更为宽松的政策环境和运作空间，有利于促进铁路投融资体制改革，进一步吸引社会资本投入铁路建设，增加运力供给，拉动投资需求回升；有利于促进铁路和其他运输方式发挥各自比较优势，构建合理分工、有序竞争、协调发展的综合运输体系，提高运输效率；有利于促进生产性服务业发展和产业结构调整，保持国民经济持续健康发展。

到此为止，铁路基本上具备实行市场化定价的基本条件。2012年至2015年，我国铁路货运量连续下降，并在2015年呈现加速下滑态势，在2016年2月，铁路货运量跌幅达到12.3%。2016年下半年之后，在经济回暖、公路治超、环保力度加大等因素的共同作用下，铁路货运趋势开始回暖，跌幅不断收窄。2017年，铁路货运量在连续下跌近5年后开始正增长。从2012年到2017年，铁路货运量出现了较大的波动，铁路市场化定价在这个过程中具有明显的表现，能够在一定范围内根据市场需求相应调整价格，提高了铁路企业的运营管理能力和市场竞争能力，铁路货运的市场化定价机制已经初见成效。在国民经济的发展中，铁路仍将赋以重任，有效的市场化运营能力将为铁路提升盈利水平奠定良好的基础。

图 2: 铁路货运量增速



数据来源: 东北证券, WIND

图 3: 铁路煤炭运量增速



数据来源: 东北证券, WIND

## 3.2. 铁路客运市场化改革起步

### 3.2.1. 铁路客运价格管理的三个阶段

回顾我国铁路客运价格管理的过程, 大约经历了三个阶段:

第一个阶段: 高度集中与管制阶段

1949-1982 年, 政府逐渐对铁路采取了政企合一、高度计划和集中统一的管理模式, 在运价方面实行较为严格的管制政策。

- 中国铁路运价的统一是在 1955 年完成的, 统一后的铁路旅客运价平均为 1.49 分/人公里。

第二个阶段: 集中统一下的放松管制阶段

1982-2002 年, 铁路运价形式和内容逐步向多元化和多层次化方向发展, 打破过去单一、固定不变的运价体制。

- 1985 年 5 月 15 日, 经国务院批准, 铁路再次提高短途货物运价, 同时提高短途旅客运价。此次调价是为进一步解决铁路短途运价偏低的问题。调价的主要内容是: 铁路旅客运输, 100 公里以内硬座票价由 1.755 分/人公里提高到 2.4 分/人公里, 软座票价由 3.07 分/人公里提高到 4.2 分/人公里, 增长幅度分别为 36.75% 和 36.8%。
- 1989 年 9 月 5 日, 国务院决定较大幅度提高铁路旅客运价, 以解决铁路旅客运价长期冻结所积蓄的问题。调价的方案是: 基本票价率由 1.755 分/人公里提高到 3.861 分/人公里, 上调幅度为 120%, 100 公里以内的短途票价, 1985 年已上调了 36.75%, 这次只上调 60.8%。100 公里以上的票价和市郊票价均提高 120%。各种票价上调总幅度为 112.79%。外国旅客票价调整为国内旅客票价的 170%。行李、包裹运价以及与客运相关的杂费同时作相应调整。
- 1995 年 10 月 1 日, 继 1989 年后铁路第二次较大幅度提高旅客运价, 调价幅度为: 铁路客运基价, 即普通旅客列车硬座票价由 3.861 分/人公里提高到 5.861 分/人公里, 快车和行李、包裹等运价同幅度调整。硬座、软座、硬卧、软卧的席别比价由原来的 1: 1.75: 1.8: 3.85 调整到 1: 2.0: 2.2: 3.85, 中



外旅客实行同一票价。同日，铁路开始实行《优质优价旅客列车管理办法》。优质优价旅客列车系指新型空调列车、旅游列车。根据规定，新型空调列车票价最高上浮 50%，旅游列车票价最高上浮 30%。1996 年以后中国的铁路客运基准价格就没有上调过。

- 2002 年，原国家计委颁布了《关于公布部分旅客列车票价实行政府指导价执行方案的通知》，允许铁路旅客票价在春运、暑运和“黄金周”期间根据实际情况适当浮动：春运期间，经过运输能力紧张线路、图定客车能力不能满足客流需要方向的旅客列车，在其中的客流高峰期允许票价上浮，全列空调客车票价可在 20%、其他客车票价可在 30% 的幅度内浮动。暑运和“五一”、“十一”等主要节日期间，经过运输能力紧张线路、图定客车能力不能满足客流需要方向的旅客列车，在其中的客流高峰期允许票价上浮，硬座票价可在 15%、其他席别票价可在 30% 的幅度内浮动。

#### 第三个阶段：高铁动车组旅客票价政策不断完善阶段

- 2012 年 5 月 18 日起至 6 月 20 日，沪宁、沪杭高铁本线运行的部分高铁列车将根据周一至周日不同时段实行特惠票价；部分高铁列车将根据购票时间早晚实行分时段特惠，即在预售期 1 至 6 天内（含当天，下同）购票不实行特惠票价，在预售期 7 至 12 天内购票实行特惠票价。实行特惠票价的优惠幅度分别为：商务座 30%、特等座 10%。
- 2016 年 1 月 1 日起，高铁动车组旅客票价政策进一步完善，主要包括两个方面：1、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；2、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。

铁路客票价格曾在 2002 年春运期间有过上浮 15% 尝试，而广深铁路的广坪段则允许在国铁基准价格上浮 50%。“上限管制”和局部管制尽管不是完全的市场化，但有利于在保持运价稳定的大前提下，刺激铁路内部经济活力、优化新增运能的使用和经济收益、提高铁路营业收入，形成良性循环。

#### 3.2.2. 高端铁路客运市场化先行

当前，我国主要高铁和动车组实行市场化定价办法，运价由相关铁路运输企业根据航空/高铁的合力比较关系而制定，并报国务院审批确定。

我国动车组二等座平均定价为 0.31 元/公里，一等座平均定价为 0.37 元/公里，分别相当于当前公路客运的 124% 和 148%，而高铁二等座平均定价为 0.45 元/公里，一等座平均定价为 0.77 元/公里，分别相当于航空（1000 公里左右航线）的 52% 和 90%。但是鉴于高铁因运行速度的调整，实际定价水平是低于上述平均定价水平的，我们从下表中可见一斑。



图 4：我国现行主要动车，高铁和城际客车票价水平

线路	里程 (km)	时间 (h)	二等座 (元)	一等座 (元)	二等座票价水平 (元/公里)	一等座票价水平 (元/公里)
京津城际	120	1	55	66	0.46	0.55
广深城际	139	1	80	100	0.58	0.72
京沪动车组	1318	9	309		0.23	
京沪高铁	1318	5	553	933	0.42	0.71
京广高铁	2298	8	862	1380	0.38	0.60
郑西高铁	505	3	229	369	0.45	0.73
哈大高铁	947	4	403	646	0.43	0.68
合蚌高铁	132	1	61	102	0.46	0.77
沪宁高铁	301	1	140	220	0.47	0.73
沪宁动车	301	2	96	116	0.32	0.38
石太客专（动车）	225	2	68	82	0.30	0.36

数据来源：铁路总公司，东北证券

从现有高铁主要线路运行状况来看，其经济效益和社会效益已经超出预期。事实上，鉴于当前高铁最高速度只有 300 公里/小时，相当一部分高铁运行速度远远低于预期，在很大程度上缩小了高铁在时效性上的优势。如果高铁恢复到 350，甚至达到 380 这一最初的设计，那么高铁绝对优势距离将增加到 1000 公里，相对优势距离将增加到 1500 公里。在此基础之上，即便高铁的价格相应上调，其高端市场的定位也足以支撑其发展，高铁将具有更大的竞争优势。根据市场观点，在 500 公里以内高铁对民航的冲击达到 50%以上；500-800 公里高铁对民航的冲击达到 30%以上，1000 公里以内高铁对民航的冲击大约是 20%，1500 公里大约是 10%，1500 公里以上没有影响。当前条件下，高铁就已经对中短距离的航空造成了一定的影响，随着高铁成网、规模化优势加大以及高铁提速的落地，竞争力水平将进一步提升，在高端客运市场有望获得更多的市场份额。

随着一大批新建高铁的建成投产，我国高铁逐步形成网络，旅客发送量将成倍，甚至几倍的增长。这些新生成的、快速增长的出行客流已经表明，随着人们对高铁的认知度和满意度的提升，企业和个人已经开始改变既有的出行方式，充分利用高铁这种新的交通运输工具的优势。长远来看，随着高铁网络的不断完善和时效性的逐步提升，高铁将给区域带来更广泛的经济效益，给个人带来更美好的用户体验，高铁的成长空间非常显著。

自高铁网络不断完善以来，铁路部门也持续优化客运产品供给，增加部分客运需求较大的高铁运能，动车组运量比重持续攀升，由 2016 年的 52%进一步提高到 2017 年的 56.3%，其中“四纵四横”高铁网增量占到动车增量的 60%以上。

图 6: 铁路高铁客运量及其占比



数据来源：东北证券，WIND

### 3.3.1. 铁路低端客运“公益性价格”补偿

### 3.3.2. 低端客运的“社会公益性”特征显著

1955 年统一全国铁路运价之后，很长时间内实行的都是单一的低基价率政策。至今共有两次大幅提高铁路客运基价率，分别是 1989 年 9 月 5 日、1995 年 10 月 1 日。1997、1998、2000、2001、2004、2007 铁路六次大提速，铁路客运实行“提速不提价”政策，依旧沿用 1995 年的基价。1997 年 4 月在《关于高等级软座快速列车票价问题

的复函》中，对于速度是 110 公里以内和以上的基价进行了重新的规定。第六次大提速后开行的动车组也按照高等级软座快速列车规定的基价进行定价。

目前我国铁路客运平均价格水平是公路的 68%左右，剔除高铁，普铁价格是公路的 48%，是航空客运平均价格水平的 25%左右，高铁是航空的 52%左右。长期低价政策成为铁路盈利困难的主要原因之一。我国目前铁路低端客运价按软座票价为 0.1172 元/人千米，其服务水平和普通大巴座位相当，后者的一般票价为 0.25 元/人千米；目前铁路运输时效一般高于高速大巴，而后者在换乘上也没有优势。这样，要铁路和大巴之间形成合理的比价关系，低端客运整体涨价空间在 100%以上。

另外，在运输成本占用上，客运单位人公里产品比货运单位产品吨公里成本高：一方面，铁路客运列车占用线路能力一般是货车的两倍；另一方面，货运重载后一般牵引定数超过 3000 吨，也就说一列火车平均载重大约在 3000 吨以上，而客运车一般不超过 1800 个座位；再者，货运列车的整备、维修和清洗等运营维护成本比客运车低。等等。综合各方面因素，铁路客运人公里产品单价应该高于货运产品吨公里单价 1 倍以上比较合理，也就说目前铁路客运票价在 0.25 元/人千米比较合适。

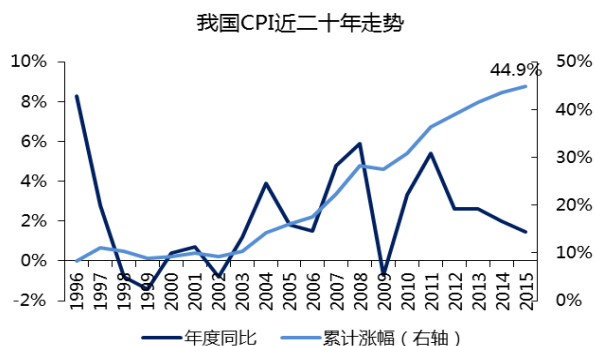
一般来讲，目前铁路货运价格是略有盈余的价格水平。换句话，通过以上计算，我们可以简单判断，铁路低端客运价按软座票价为 0.18-0.20 元/人千米可以基本实现盈亏平衡。这样目前低端客票价格至少要涨价 50%来弥补亏损，或者需要同样量的政府补贴来弥补亏损。

### 3.3.3. 铁路客运全面涨价只是时间问题

未来五年铁路面临每年 8000 亿的投资建设需求，资金缺口的增加迫切需要铁路客货运业务盈利水平的提升，铁路运输产品完善升级、运输价格改革进一步提上日程。

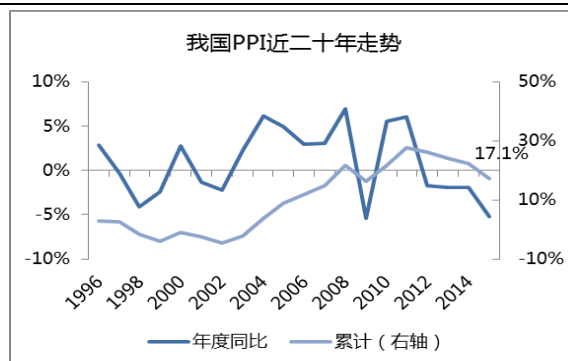
在过去 20 年期间，我国 CPI 和 PPI 上涨幅度（简单累计）分别为 44.9%和 17.1%；以购买力指数来衡量已经翻几倍了，但是从铁路客运价格而言，普铁运价二十年没有变化，动车组价格相对偏低。即便是定价相对较高的高铁，与国际上其他国家相比也是最低水平，伴随高铁竞争力的逐步提升，高铁票价存在市场化调节的必要性和合理性。

图 8：20 年期间我国 CPI 累计上涨 44.9%



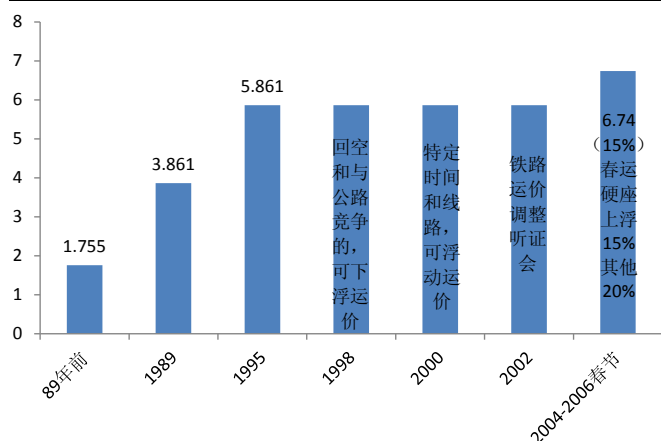
数据来源：Wind，东北证券

图 9：20 年期间我国 PPI 累计上涨 17.1%



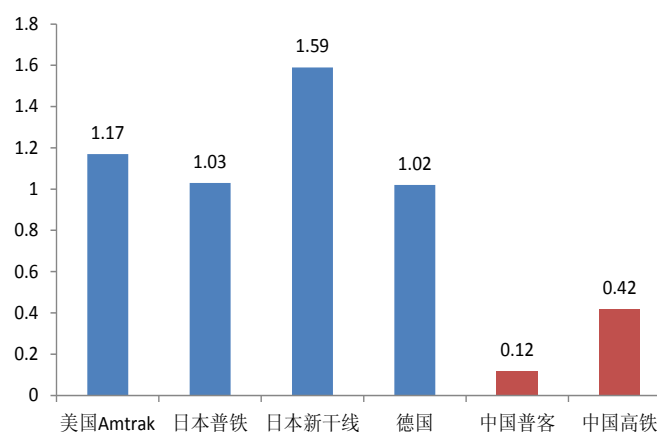
数据来源：Wind，东北证券

图 10: 铁路客运基价已经连续 20 年未调整



数据来源: 铁路总公司, 上市公司, 东北证券

图 11: 各国铁路客运运价水平对比 (元/公里)



数据来源: 铁路总公司, 上市公司, 东北证券

2013 年, 国务院下发的《关于改革铁路投融资体制加快推进铁路建设的意见》明确指出, “不断完善铁路运价机制, 稳步理顺铁路价格关系。” “创造条件, 将铁路货运价格由政府定价改为政府指导价, 增加运价弹性。”

2015 年 1 月 4 日, 国家发改委对外公布《关于放开部分铁路运输产品价格的通知》, 宣布放开四项具备竞争条件的铁路运输价格, 即铁路散货快运价格、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, 交由铁路运输企业自主定价。

2016 年 1 月 1 日起, 国家发改委对外公布《关于改革完善高铁动车组旅客票价政策的通知》, 高铁动车组旅客票价政策进一步完善, 宣布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。

2016 年 12 月 1 日, 国家发改委对外公布《铁路普通旅客列车运输定价成本监审办法 (试行)》, 并向社会公开征求意见。在《铁路普通旅客列车运输定价成本监审办法 (试行)》起草说明中, 发改委明确提到, 按照《中共中央国务院关于推进价格机制改革的若干意见》(中发[2015]28 号)要求, 政府定价范围主要限定在重要公用事业、公益性服务和网络型自然垄断环节; 对于极少数保留的政府定价项目, 要推进规范定价程序, 制定成本监审规则, 加强成本监审, 坚决管细管好管到位。而铁路普通旅客列车运输具有网络型自然垄断经营特征, 公共服务属性较强, 其硬座、硬卧等席别主要满足人民群众基本出行需求, 票价需要政府进行必要监管。《国家发展改革委定价成本监审目录》(发改价格[2015]3000 号)将“中央管理企业全资及控股铁路普通旅客列车票价率成本”列入定价成本监审目录。《办法》提出通过完善成本核算, 实现按照列车速度等级准确记录和合理归集普客运输成本, 铁路普客运输定价成本项目包括主营业务成本、管理费用、财务费用和销售费用等, 营业外支出、资产减值损失等与普通旅客列车运输无关的费用都不能纳入成本内。其中主营业务成本指铁路运输企业在铁路普通旅客列车运输生产过程中发生的各项费用, 包括职工薪酬、固定资产折旧费、固定资产修理费、燃料动力费、运行作业费以及其他生产费。按照 2016 年 6 月



下发的《关于加强政府定价成本监审工作的意见》，政府定价未经成本监审，不得制定或调整价格。随着普客成本监审办法的出台，普铁价格调整将具备基础。不过根据文件内容，未来普铁运价将由政府监管，而非完全放开给市场或者铁路总公司决定，由此可见，普铁价格经调整之后仍将在一定时期内维持相对稳定。

2017年2月，发改委正式发布《普客运输定价成本监审办法》，普铁运价将根据运输成本进行调整。按照去年6月下发的《关于加强政府定价成本监审工作的意见》，政府定价未经成本监审，不得制定或调整价格。随着普客成本监审办法的出台，普铁价格调整将具备基础。

2017年4月21日起，依据《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》，我国东南沿海高铁的部分车票进行浮动调整，铁路票价市场化起步。根据新政，该铁路线上的不少高铁票价均出现上涨，其中二等座涨幅在25%-30%区间，与此同时，部分车次也实施打折降价。8月17日，甬温线高铁推出票价打折，从9月1日起，每天8点56分从宁波发车到温州南的G7501次，二等座为92元；每天9点13分发车的G7543次，二等座为77元，打折幅度分别为9.5折和8折。高铁动车“浮动票价”进一步推进。

综上所述，铁路客运全面涨价只是时间问题，预计提价将分为以下几个层面来进行：动车组价格偏低将直接涨价；300km/h的高铁将伴随提速并涨价；普通客运将依据成本定价。同时要注意的是，客运价格改革后，低端长途客运仍将保持公益性，在一定时期内很难有再次大幅涨价的空间。

## 4. 铁路改革进入攻坚期，公司化改革仍需推进支持

### 4.1. 铁总混改持续推进，与多家公司达成共识和战略合作协议

今年初，铁总党组书记、总经理陆东福在工作会议上指出，2017年将探索股权投资多元化的混合所有制改革新模式，对具有规模效应、铁路网络优势的资产资源进行重组整合，吸收社会资本入股，建立市场化运营企业。进入下半年，铁总混改不断升温，陆东福连续会见了多家公司一把手，并就业务合作和参与铁路混改达成共识。

表 3: 铁总与多家公司达成共识和战略合作协议

公司	主要内容
5月15日 阿里集团	◇ 双方已经在支付宝应用、实名信息核验服务、车站导航等方面有合作。
	◇ 铁总希望未来双方在高铁快运、国际物流、电子支付以及混合所有制改革等领域深化合作，推进供给侧结构性改革，实现高铁网与互联网“双网融合”，全力打造智慧铁路，并希望阿里能够参与铁路优质资产资本化、股权化、证券化。
	◇ 阿里巴巴集团希望未来能够把自身在大数据、云计算、电商服务等方面的技术优势和铁路的资产、资金、市场资源优势有机结合起来，打造新的业态和经营模式，具体提出在高铁电子商务服务试点以及“一带一路”中欧班列境外货源组织和市场开拓工作等合作方向。
7月14日 腾讯集团	◇ 铁总提出推进高铁网与互联网双网融合，既是时代发展、科技进步的必然趋势，也是双方实现优势互补、互利共赢的战略选择。双方深化合作将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、新品质，便民利民，推动中国高铁和互联网产业走向世界。
	◇ 铁总正在探索推进优质资产资本化、股权化、证券化，欢迎腾讯公司参与铁路企业混合所有制改革，进一步放大高铁的溢出效应。



	<ul style="list-style-type: none"> <li>◇ 腾讯希望在既有合作的基础上,充分发挥腾讯公司的技术优势,深化与铁路总公司的合作,积极主动适应铁路需求,调集优秀团队力量,有针对性地开展技术研发,支持铁路服务更加智能化、便捷化,推动高铁网和互联网“双网融合”,助力打造智慧铁路。</li> </ul>
7月20日 一汽集团	<ul style="list-style-type: none"> <li>◇ 铁总将进一步健全与一汽集团的合作机制,充分利用信息化、大数据等先进技术手段,提升铁路商品汽车运输的硬件水平和服务能力,为客户提供优质的物流解决方案,助力一汽开发国内国际市场。根据一汽集团的产业布局和运输需求,双方可采取多种方式,加强专用线等基础设施建设,深入开展商品汽车零部件物流合作,探索利用中欧班列、中亚班列开展商品汽车国际运输。铁总欢迎一汽集团参与铁路优质资产资本化、股权化、证券化和铁路企业混合所有制改革,共享国企改革红利。</li> <li>◇ 一汽集团将以此次签署战略合作协议为新的起点,整合资源,与铁路密切配合,积极推进汽车生产企业铁路专用线建设,深化在汽车整车和零部件物流、资本经营等领域的合作,推动双方合作不断迈上新的台阶。</li> <li>◇ 双方签署《中国第一汽车集团公司 中国铁路总公司战略合作协议》。</li> </ul>
7月21日 东风汽车	<p>21日下午,中国铁路总公司党组书记、总经理陆东福在铁路总公司会见了东风汽车公司董事长、党委书记竺延风一行,双方就加强战略合作举行会谈并签署合作协议。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>◇ 铁总将进一步完善与东风汽车公司的合作机制,拓展合作领域,推动铁路与汽车两大关系国计民生的重要产业融合发展。建议双方在开展整车运输合作的基础上,充分发挥各自优势,采取灵活多样的合作方式,积极推进铁路专用线进厂、汽车零部件物流、资本经营开发,探索利用中欧班列和中亚班列拓展商品汽车国际市场,扩大铁路商品汽车运量,降低东风汽车生产制造和物流成本,把双方互利合作提升到新的高度。</li> <li>◇ 东风汽车将与铁路总公司密切合作,认真抓好双方在规划层面的对接,全面深化铁路专用线进厂、资本经营等方面的合作,推动整车和零部件运输回归铁路,不断扩大合作成果。借助遍布全国的高铁网络,与铁路合作开展高铁车站共享汽车服务,携手打造高铁旅行全程运输服务链条,打通旅客出行“最前和最后一公里”,开创“高铁+共享汽车”的出行新模式。</li> <li>◇ 双方签署了《东风汽车公司中国铁路总公司战略合作协议》。</li> </ul>
7月28日 上汽集团	<ul style="list-style-type: none"> <li>◇ 铁总将进一步完善与上汽集团的合作机制,加强在规划层面的对接,促进铁路物流基地与上汽生产布局相互契合,实现铁路运输供给与商品汽车物流需求的紧密衔接。双方充分发挥各自资源优势,加强在商品汽车、汽车零部件等方面的合作,积极开发“高铁+共享汽车”等新的合作领域,携手开拓国际物流和商品汽车运输市场,探索资本经营领域合作开发,推动铁路产业与汽车产业融合发展,不断拓展双方战略合作的深度和广度。</li> <li>◇ 上汽集团将充分发挥自身资源效用,深化与铁路总公司的合作,抓好汽车生产布局与铁路物流基地布局的衔接,全面深化商品汽车运输等方面的合作,增加整车和零部件铁路运输份额,不断扩大合作成果。上汽集团作为上市公司,在资本运营方面有成功实践,愿意与铁路总公司共同探索在资本方面进行多种形式的合作,进一步提高资产收益。</li> <li>◇ 双方共同签署了《上海汽车集团股份有限公司 中国铁路总公司战略合作协议》。</li> </ul>
7月28日 建设银行	<ul style="list-style-type: none"> <li>◇ 铁总与建设银行进一步加强战略合作,以更加开阔的视野和思路,采取更加灵活的方式,探索多种融资方式,进一步加强在信贷、债券等铁路融资业务,以及电子支付、企业年金管理等方面的合作,提升合作水平。铁总拥有大量优质资产,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。</li> <li>◇ 建设银行将一如既往地把铁路作为优先支持的行业,充分运用各种资源保障铁路总公司融资需求,努力为铁路建设发展提供资金支持;针对铁路行业特点,积极创新金融产品,为铁路提供更加优质的金融服务,帮助铁路降低融资成本。希望铁路总公司在企业年金管理、海外项目融资等方面支持建设银行开展业务,在探索推进债转股、混合所有制改革等方面加强与铁路总公司的合作,推动双方合作不断迈上新的台阶。</li> </ul>

资料来源:东北证券整理

7月下旬,国家发改委政策研究室主任兼新闻发言人严鹏程在发布会上透露,重点领域混合所有制改革将再进一步,今年3月启动的第二批10家混改试点工作将在近期批复,预计年内将取得阶段性进展。

中国铁路总公司有 7.2 万亿的总资产和 4.7 万亿的负债，体量巨大，具有广阔的改革空间。去年底召开的中央经济工作会议上，铁路等七大领域被列为国家混合所有制改革的重点领域，但是之前铁路混改推进步伐相对缓慢。按照国家发改委给出的时间表，预计央企混合所有制改革将在今年四季度进入实施阶段，未来两个月各央企改革方案或将密集出台，重点完成国有资本与民间资本、社会资本的混合。铁总混改方案也有望在这预期当中实现。

## 4.2. 铁路用地可开发空间巨大，铁路土地综合开发加速

### 4.2.1. 铁路用地可开发空间巨大

根据《铁路用地管理办法》，铁路用地是指铁路部门依法取得使用权的土地，包括留用和征（拨）用的运输生产用地、辅助生产用地、生活设施用地及其他用地。铁路用地既是铁路经营活动和运输生产的重要载体，也是保障铁路生产安全、运输畅通的必要条件。根据资料统计，截至 2011 年底，我国铁路用地总面积为 50.1 万公顷，其中，运输生产用地 47.5 万公顷，辅助生产用地 908 公顷，生活设施用地 1.9 万公顷，其他用地 0.6 万公顷，分别占铁路用地总量的 94.8%、0.2%、3.8%和 1.2%。

土地是铁路企业重要的资产和资源。我国铁路经过多年的建设和发展，其利用现状和设计功能的发挥情况已经发生了一些变化，存在着面积较大的预留用地、低效用地和变更用地。例如：

- 一些线路和场站在日常运输生产过程中仍保留原运输生产功能，但功能发挥不充分、利用结构不合理，需要进一步提升；
- 满足铁路后续发展需求而预留的土地，在一定时间内闲置。未来铁路建设依旧是大规模推进，铁路用地仍将不断增长。根据 2016 年度全国土地变更调查结果，2016 年铁路等基础设施项目用地面积增加突出，增幅达到 102.8%，主要集中在西部地区；
- 部分铁路用地曾经承担工业生产及交通运输任务，后因规划变更、产业转移等原因废置不用；
- 行政结构调整带来相关用地变化。此前，铁路 54 个铁路分局撤并站段形成 18 个分局，相关配套用地可以用来再次开发；
- 城市快速发展，产业结构变化，铁路货场关闭或者需要重新择地，向外迁移，原来货场的土地闲置；
- 铁路系统拥有大量土地，除了线路、站点使用外，还包括生产和管理用地、员工生活居住用地、后勤保障用地等。这部分存量土地今后可在符合规划的前提下改为商业、住宅等经营性用途使用。
- 火车站商业开发需求。国内大部分火车站功能突出体现为交通枢纽，浪费了车站所带来的大量人流，未来的车站将会把单一的交通枢纽功能转化为集交通、商业、娱乐等于一体的综合性开发，充分发挥车站土地的开发利用价值。

盘活铁路用地资产就是对这些因运输生产、功能设计改进、经营格局调整或地方城市规划发展需要，重新优化调整铁路用地资产，包括暂未利用的铁路用地资产、撤销运输生产功能的铁路站段厂所等单位所占用的铁路用地资产、需要改变用途提高土地利用价值的铁路用地资产等。

盘活铁路用地资产的主要途径有 3 个：第一，提高容积率带来的增值收益。铁路用地的一个显著特点是容积率低，80% 以上的铁路用地都是计划经济时代形成的，

许多货运中心、仓储物流中心都是低建筑物。如果可以把容积率提高 50-100%，充分利用上盖建筑和地下空间，可以获取很大的一块增值收益。第二，改变土地用途带来的增值收益。铁路用地原先都是无偿划拨的交通运输用地，但长年以来，围绕铁路沿线兴建了许多公共服务机构和建筑物，这些土地的产权仍然是无偿划拨的非经营性用地，铁总可以补交一些出让收入，把相当一部分非经营性用地变成住房、商业等经营性用地。第三，铁路存量用地盘活与节约集约用地。未来可以盘活的重点区域是客运站、货运站以及铁路沿线站点的房屋、建筑物等等。作为破解铁路投融资难题的三个方向，盘活铁路用地资源是一个相对较优的选择。

#### 4.2.2. 土地开发，政策先行

2013 年、2014 年，国务院以及相关部门先后发布实施铁路用地及站场毗邻区域土地综合开发利用政策，支持铁路建设。2014 年，铁总已经将铁路沿线土地资产经营开发确定为当年铁路改革的重点任务之一。

2013 年 8 月 9 日，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》，对铁路总公司开展各类投资经营业务、多元化经营、铁路土地综合开发以及市域、支线铁路改革发展提供了政策支持。中央的要求和国家的制度性安排，为铁路资产经营开发指明了方向，为铁路资产经营开发营造了良好的政策环境。该意见对既有土地和新线建设新增土地的综合经营开发都分别提出了明确的支持政策，提出铁总要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。根据该意见，中国铁路总公司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，由中国铁路总公司依法盘活利用。

2014 年 1 月 26 日，中国铁路总公司为了摸清家底，重估和盘活资产，通过中国铁路招标网发布了《中国铁路总公司土地评估和土地授权经营资产处置项目评估机构选聘招标公告》和《资产评估项目招标公告》，分别涉及土地资产的评估和路局及其附属公司的资产评估。根据《公告》，本次招标范围将包括全国 18 个铁路局、3 个直属专业运输公司，包括中铁快运股份有限公司、中铁特货运输有限责任公司、中铁集装箱运输有限责任公司和铁道科学研究院。本次招标分为 6 个包，其中北京铁路局、太原铁路局、呼和浩特铁路局为第一包；哈尔滨铁路局、沈阳铁路局为第二包；济南铁路局、上海铁路局、南昌铁路局为第三包；郑州铁路局、武汉铁路局、广州铁路（集团）公司、南宁铁路局为第四包；西安铁路局、成都铁路局、昆明铁路局为第五包；兰州铁路局、乌鲁木齐铁路局、青藏铁路公司为第六包。根据初步统计，共有 18719 宗、近 36 万公顷铁路用地拟被纳入授权经营范围，划拨土地使用权评估总地价约为 4966 亿元，授权经营土地使用权评估总地价约为 7974 亿元。其中，成都铁路局 1479 宗、24147 公顷土地拟纳入授权经营范围，划拨土地使用权评估总地价约为 435 亿元，授权经营土地使用权评估总地价约为 637 亿元。

2014 年，铁路总公司加快铁路土地综合开发部署，要求各铁路局优化重组地产置业企业或集团公司，并组织、指导铁路局和项目业主单位编制了 18 个新、改（扩）建项目的综合经营开发方案。铁总内部研究形成了在全国范围实施“铁路城镇综合体”开发的方案，具体包括：第一，抓好土地综合开发规划编制，确定开发用地规模和利用政策。综合开发规划要以车站及其周边土地和铁路沿线土地为主要范围，其主要内容包括投资规模、效益分析、开发时序、土地规模、土地供应政策等要素。要以新建铁路项目财务收支平衡为条件，争取地方在城市规划、土地利用规划、土地规模及其利用政策上给予支持，以协议约定用地规模和供应方式以及城市规划、土地利用规划等支持条件。第二，运用支持政策，组织铁路城镇综合体投资建设、开发运营，最大限度地取得土地增值收益和投资开发收益。第三，铁路局、项目法



人要按照总公司的部署和要求，组织新站区、沿线资源与市场调查，分析投资与开发机会，合理选择开发项目，开展综合经营开发规划方案编制。

2014年8月11日，为落实《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》，实施铁路用地及站场毗邻区域土地综合开发利用政策，支持铁路建设，国务院办公厅发布了《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》。根据该意见，土地综合开发应坚持三项基本原则：一、支持铁路建设与新型城镇化相结合。二、政府引导与市场自主开发相结合。三、盘活存量铁路用地与综合开发新老站场用地相结合。

#### 4.2.3. 铁路土地综合开发正式亮相

2017年8月，铁路部门先后在上海和北京举办铁路土地综合开发项目推介会，与上百家大型企业进行了交流和沟通，分别推出了21个和11个土地综合开发项目，总面积达26241.37亩，项目类型包括商品住宅、车站商业、城镇综合体、物流园区、旅游地产、休闲旅游园区、养老社区等。具体包括：

- 武汉市武昌旧城改造项目；
- 连云港市铁路货场地块综合开发项目；
- 深圳市平湖南方公司地块综合开发项目；
- 桂林市桂海线观光旅游列车及沿线土地综合开发项目；
- 西昌市邛海 A09 地块综合开发项目；
- 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；
- 新建临沧市火车站土地综合开发项目；
- 南宁沙井铁路物流园区；
- 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；
- 哈尔滨市铁路群力居住区住宅项目；
- 田园牧歌二期房地产开发项目；
- 沈铁达观住宅开发项目；
- 北京市明光村地块综合开发项目；
- 涿州市涿州货场地块综合开发项目；
- 呼和浩特市东站商品房项目；
- 北京市潮白河养老社区项目；
- 汉中市勉西铁路地区空置资产开发项目；
- 兰州高铁西客站商业综合体项目；
- 乌鲁木齐市高铁站 68 亩配套设施用地开发项目；
- 大同晋北铁路物流区。

推介会上，铁路部门与社会资本进行了深入交流和沟通，多个项目达成合作意向。下一步，相关铁路局、合资铁路公司将通过产权交易机构，做好项目产权转让和招商工作。从项目类型中，我们看到目前铁路综合开发的几个方向：第一，大中城市以及商业综合体是当下铁路土地综合开发项目的主要方向；第二，货运一直是铁路混改的突破口，铁路物流中心等基础设施的建设经营等也会是方向之一；第三，铁路沿线拥有很多旅游资源，涉及旅游地产的项目意味着铁路部门将和拥有强大的旅游资源开发和运营的企业合作，深度拓展旅游资源。

#### 4.2.4. 上市公司土地情况

铁路板块共有四家上市公司，拥有土地面积较大的公司主要是广深铁路和大秦

铁路。

广深铁路：截止 2006 年 11 月 10 日，广深铁路使用的土地共 125 宗，总面积 1181 万平方米；已经办理土地使用权证的共 113 宗，面积 1085 万平方米。公司管内共有 13 个货运营业站，其中，专业货运站 9 个，客货业务站 4 个。货运专用线 41 条，拥有货场 15 个，总面积为 87 万平方米，其中有 5 个百万吨以上的货场；堆场 10 万平方米。此外，广铁集团与广深股份公司签订《土地租赁协议》，协议于 2007 年 1 月 1 日生效，协议规定广深铁路向广铁集团租赁面积约 2819 万平方米的土地使用权，租赁期限为 20 年，双方确定每年租金最高不超过人民币 7,400 万元。

大秦铁路：根据《大秦铁路股份有限公司关于规范位于北京地区部分土地权证办理承诺事项的公告》，大秦铁路的土地资源总共 6023 万平米（289 宗），北京局范围 2952 万平米（128 宗），太原局范围 3071 万平米（161 宗）。

## 5. 重点公司投资机会分析

作为重要的传统的陆路运输方式，铁路在过去的经济发展当中发挥了巨大的作用，承担了大量的客货运输业务。在经济发展新阶段，铁路将继续发挥其不可替代的作用，高铁为居民出行提供了更加高效、舒适、快捷的交通工具，成为满足消费升级需求的有效供给，路网的完善、动车的加密将更好的发挥高铁的优势。铁路货运也在积极转型，为社会提供更加符合需求的产品，包括冷链、危化品等高端物流，既有路线客运运力的释放为货运提供了更多的空间来完善供给。我们可以看到，每一次铁路运行图的调整都在不断完善铁路的产品供给，其低成本、大运量、体系化等优势将继续发挥，伴随铁路改革的推进，铁路的发展空间将更加巨大，经济效益将更加显著。我们继续重点推荐大秦铁路、广深铁路和铁龙物流。

### 5.1. 大秦铁路：经营稳健，优质的战略投资标的

铁路货运市场化定价机制逐步成熟。近十年来，铁路货运价格基本每年调整一次，经过 12 次运价上调之后，按照《铁路运输基准运价率表》，煤炭执行 4 号运价，为 0.098 元/吨公里。2014 年以来，铁路货运量出现持续下滑，2016 年 2 月，铁路货运首次下调，此次调价令煤炭运价下浮 10%，此外，各路局还根据运输需求对价格进行了不同水平的下浮。2016 年 8 月以后，随着经济的逐步回暖以及公路超载超限的严厉打击，铁路运量开始持续提升，铁路运力甚至出现紧张状态，铁路的运价开始回升，先后两次对之前下浮的运价进行了调整，煤炭铁路运价目前处于基准运价上浮 10% 的水平。铁路货运自改革以来，已经开始逐步结合市场需求，对价格进行市场化调节，市场化定价机制逐步成熟。而大秦铁路目前定价为基准运价水平，在需求提升的情况下，依然还有提价空间。倘若提价，将直接为公司带来大量的收入和利润增长。

降成本、重环保，公路货运回流铁路。随着公路货运超限超载治理工作的推进和铁路货运新业务的拓展，铁路在长距离运输上的效率和运价优势逐步显现，国内长距离公路货物运输逐步向铁路转移，铁路货运迎来了新一轮的发展。2017 年 1-6 月，大秦线累计完成货物运输量 21004 万吨，同比增长 33.16%。在公路治超、环保力度加大、电气附加费下调带来铁路运费下降等因素的共同作用下，公路乃至铁路货源不断向大秦线回流，大秦铁路需求将继续保持旺盛。

大秦铁路量价齐升，战略投资价值更加凸显。按照大秦线全年实现 4.2 亿吨运量，运价保持基准运价的水平，我们预计公司 2017 年有望实现业绩提升 70% 左右，PE 回落到 10 倍左右，股息率达到 5% 左右，大秦铁路战略投资价值更加凸显。预计公司 2017、2018、2019 年实现每股收益 0.83 元、0.84 元、0.85 元，PE 分别为 11.1x、



10.9x、10.8x，考虑大秦线的战略地位和公司较高的股息率以及后期铁路改革带来的成长空间，维持“买入”评级。

**表 4：大秦铁路主要财务数据**

财务摘要 (百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	52,531	44,625	53,086	54,425	54,172
(+/-)%	-2.67%	-15.05%	18.96%	2.52%	-0.46%
归属母公司净利润	12,648	7,168	12,293	12,529	12,711
(+/-)%	-10.84%	-43.32%	71.49%	1.92%	1.45%
每股收益 (元)	0.85	0.48	0.83	0.84	0.85
市盈率	10.83	19.10	11.14	10.93	10.77
市净率	1.49	1.48	1.39	1.30	1.23

## 5.2. 广深铁路：提价、改革，后期想象空间巨大

客运提价将带来收入增长。公司 2016 年底每日开行旅客列车 253 对。由于增开 5 对广州东至潮汕的跨线动车组和 1 对深圳至乌鲁木齐的长途车、平湖站自 2016 年 9 月 26 日起重新办理城际客运业务、广九直通车在 2015 年 7 月 15 日开始上调票价（涨幅约 10%）等原因，虽然客运量因分流、赴港旅客下降等因素下降 0.55%，但是客运收入同比增加 5.16%。未来铁路客运提价将成为公司业绩提升的催化剂。

运营和运输服务带来业绩增长点。公司为武广铁路、广珠城际、广深港铁路、广珠铁路、厦深铁路、赣韶铁路、南广铁路、贵广铁路和珠三角城际等提供铁路运输和运输服务。随着泛珠三角地区高速铁路和城际铁路的陆续建成并投入运营，公司提供铁路运营服务的区域范围将更加广泛，铁路运营服务将成为公司新的业务增长点，预计近两年该项业务增速可以继续保持 30% 左右。

铁路货运逐步回暖转正。公司目前已经形成了比较完善的铁路专用线、货运设施和网络，可以进行各类铁路运输业务。伴随经济回暖，铁路货运业务增长，运价有所回升，铁路货运业务整体好转，全国铁路完成货运发送量 26.5 亿吨，其中：集装箱、商品汽车、散货快运量同比分别增长 40%、53% 和 25%。公司通过开行白货特需班列，增加白货运量，拓展白货市场，预计全年业务量有望实现正增长。

长线资金可积极配置。铁路客运业务周期性相对弱化，公司业绩稳定增长，后续具有铁路改革利好，土地开发空间显著，派息率在 50% 左右，可作为长期投资配置。不考虑客运提价，预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.20、0.21 和 0.24 元，PE 分别为 27.9x、26.1x 和 3.0x，维持“买入”评级。

**表 5：广深铁路主要财务数据**

财务摘要 (百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	15,725	17,281	17,955	18,620	19,477
(+/-)%	6.25%	9.89%	3.90%	3.70%	4.61%
归属母公司净利润	1,071	1,158	1,408	1,502	1,713
(+/-)%	61.75%	8.16%	21.55%	6.71%	14.01%
每股收益 (元)	0.15	0.16	0.20	0.21	0.24
市盈率	36.71	33.94	27.92	26.17	22.95
市净率	1.43	1.40	1.37	1.34	1.30

## 5.3. 铁龙物流：业绩筑底，特种集装箱加快转型

公司是国内铁路特种集装箱唯一运营企业，业务资源的稀缺性为公司带来垄断性优势。未来随着我国铁路集装箱运输的基础设施完善，公司液体危险品化工物流

和海铁多式联运将逐步发力，有 10 倍以上增长空间。公司处于发展的重要拐点期，未来看多三年以上发展。

铁路改革尤其是铁路货运市场化改革将推进公司特种箱业务发展和全程物流发展：目前铁路整体运能将从“运力紧张”逐渐过渡到“供需平衡甚至略有富裕”，铁路货运发展的主要方向之一是“大物流”；基于危险品液体化工箱的特箱业务将逐渐获得“审批松绑”，全程物流发展方向将为铁路系统的楷模。

铁龙物流的平台价值日渐突出。铁道部整合专业物流资产进程加快，按照铁总“大物流战略”和“货运市场化改革”战略方向，我们认为铁总专业物流资产将整合为一体，成为铁路物流公司，旗下铁龙物流的平台价值日渐突出。

特箱业务爆发将令公司进入成长轨道。公司特种箱业务已经形成了以罐式箱、干散货箱和冷藏箱为载体的一系列全程物流服务，与中石化、中石油、鞍钢、营口港、张裕集团、信发集团等企业建立了长期稳定的合作关系，并逐步进行特种箱型的更新换代。公司正在推进煤化工、食品、氧化铝、冷链物流等项目，高端物流将带来更高的毛利率和盈利能力，全程物流服务稳定增长。未来集装箱运输是铁路运输的增长点之一，适箱货物的增加将推动公司业务量的增长，我们继续看好公司的特种箱业务。

预计公司 2017 年、2018 年和 2019 年 EPS 分别为 0.24 元、0.27 元、0.31 元，PE 分别为 53x、46x 和 40x。我们看好铁总改革中后期公司平台成为铁路专业物流资产整合唯一上市平台的潜在巨大价值，维持“买入”评级。

**表 6：铁龙物流主要财务数据**

财务摘要（百万元）	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	6,316	6,312	7,292	8,075	8,886
(+/-)%	6.95%	-0.06%	15.51%	10.74%	10.05%
归属母公司净利润	281	242	308	357	408
(+/-)%	-17.72%	-14.07%	27.43%	16.05%	14.27%
每股收益（元）	0.22	0.19	0.24	0.27	0.31
市盈率	58.05	67.56	53.01	45.68	39.98
市净率	3.34	3.24	3.05	2.86	2.67

## 6. 风险提示

### 6.1. 经济增速低于预期

铁路运输行业和国民经济具有密切的联系，经济增速的变化将对行业带来巨大的影响，我们对行业的预期当中都包含了对经济增速的预期假设。倘若经济增速低于预期，那么与当下经济增长关系密切的行业需求将出现低于预期的结果，行业的供需将出现失衡乃至严重失衡的局面，企业盈利空间有所下降乃至亏损。

### 6.2. 政策推进速度低于预期

近年来，交通运输行业得益于政策的推出和落实，政策的推进速度将影响相关行业和企业的成长空间和增长速度。

### 6.3. 改革进程低于预期

改革将赋予经济以更大的增长空间，并给交通运输行业注入新的发展动力。我们对铁路改革寄予厚望，多数公司都会或多或少地受到改革的影响。倘若改革进程低于预期，行业和公司的发展将会在一定程度上受制于此，并低于预期。

## 7. 附录

### 7.1. 附录 1: 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

国办发〔2014〕37 号

各省、自治区、直辖市人民政府，国务院各部委、各直属机构：

为落实《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），实施铁路用地及站场毗邻区域土地综合开发利用政策，支持铁路建设，经国务院同意，现提出以下意见：

#### 一、土地综合开发的基本原则

（一）支持铁路建设与新型城镇化相结合。按照新型城镇化要求，在保障铁路运输功能和运营安全的前提下，坚持“多式衔接、立体开发、功能融合、节约集约”的原则，对铁路站场及毗邻地区特定范围内的土地实施综合开发利用。通过市场方式供应土地，一体设计、统一联建方式开发利用土地，促进铁路站场及相关设施用地布局协调、交通设施无缝衔接、地上地下空间充分利用、铁路运输功能和城市综合服务功能大幅提高，形成铁路建设和城镇及相关产业发展的良性互动机制，促进铁路和城镇化可持续发展。

（二）政府引导与市场自主开发相结合。相关部门和地方政府要遵循铁路建设发展规律，坚持依法行政，完善土地综合开发相关管理制度，建立公平公开、有序竞争的市场环境。地方政府要在符合土地利用总体规划和城乡规划的前提下，统筹铁路站场及毗邻地区相关规划，合理确定土地综合开发的边界和规模，通过综合开发用地供应与铁路建设联动等措施，引导市场主体实施铁路用地及站场毗邻区域土地综合开发，有力有序推进铁路建设。

（三）盘活存量铁路用地与综合开发新老站场用地相结合。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，促进铁路建设投资等主体对新建铁路站场及毗邻地区实施土地综合开发，提高铁路建设项目的资金筹集能力和收益水平。

#### 二、支持盘活现有铁路用地推动土地综合开发

（四）科学编制既有铁路站场及周边地区改建规划。地方政府应主动与铁路运输企业协商，统筹编制既有铁路站场及毗邻地区相关规划，加强功能调整和空间优化，完善交通组织、用地布局和设施条件，增强铁路站场和周边地区的承载能力和服务功能，指导站场改建及周边地区土地综合开发，促进地上地下统一规划、统筹开发建设，实现对外交通与城市道路、公共交通一体化。

（五）给予既有铁路站场综合开发用地政策支持。支持铁路运输企业利用自有土地、平等协商收购相邻土地、依法取得政府供应土地或与其他市场主体合作，对既有铁路站场地区进行综合开发。市、县国土资源部门要依法为铁路运输企业利用自有土地进行土地产权整合和宗地合并、分拆等提供服务。政府供应既有铁路站场综合开发范围内的用地，应将综合开发的规划要求和铁路建设要求一并纳入土地供应的前提条件。

（六）促进铁路运输企业盘活各类现有土地资源。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。

（七）鼓励提高铁路用地节约集约利用水平。利用铁路用地进行地上、地下空间开发的，在符合规划的前提下，可兼容一定比例其他功能，并可分层设立建设用



地使用权。分层设立的建设用地使用权，符合《划拨用地目录》的，可按划拨方式办理用地手续；不符合《划拨用地目录》的，可按协议方式办理有偿用地手续。

### 三、鼓励新建铁路站场实施土地综合开发

（八）支持新建铁路站场与土地综合开发项目统一联建。新建铁路建设项目的投资主管部门、机构应与沿线地方政府按照一体规划、联动供应、立体开发、统筹建设的原则，协商确定铁路站场建设需配套安排的土地综合开发事项，明确土地综合开发项目与对应铁路站场、线路工程统一联建等相关事宜。

（九）合理确定土地综合开发的边界和规模。地方政府应按照新建铁路站场地区土地综合开发的基本要求，综合考虑建设用地供给能力、市场容纳能力、铁路建设投融资规模等因素，依据土地利用总体规划和城市、镇规划，合理划定综合开发用地边界。扣除站场用地后，同一铁路建设项目的综合开发用地总量按单个站场平均规模不超过 50 公顷控制，少数站场综合开发用地规模不超过 100 公顷。

（十）明确站场建设和土地综合开发的规划要求。地方政府在编制土地利用总体规划和城市总体规划时，要根据新建铁路线路和站场的选址，做好用地控制和预留。城乡规划部门要加强对站场建设与土地综合开发的规划管理，在编制铁路站场及周边地区的控制性详细规划时，应同步组织开展修建性详细规划编制或城市设计工作，深化建筑空间组织、道路交通规划、开发强度、建设时序等要求，大力推进铁路与城市轨道交通、公共交通、出租车等各类交通方式的无缝衔接，促进综合交通枢纽建设，方便乘客出行和换乘。在综合开发用地供应前，城乡规划部门应依据控制性详细规划提出规划设计条件。未确定规划条件的地块，不得供应。

（十一）采用市场化方式供应综合开发用地。新建铁路站场地区综合开发用地采用市场化方式供应，供地公告时间不得少于 60 个工作日。新建铁路项目未确定投资主体的，可在项目招标时，将土地综合开发权一并招标，新建铁路项目中标人同时取得土地综合开发权，相应用地可按开发分期约定一次或分期提供，供地价格按出让时的市场价确定。新建铁路项目已确定投资主体但未确定土地综合开发权的，综合开发用地采用招标拍卖挂牌方式供应，并将统一联建的铁路站场、线路工程及相关规划条件、铁路建设要求作为取得土地的前提条件。土地由铁路建设投资主体取得的，铁路建设和土地综合开发应统筹推进；土地由其他市场主体取得的，其他市场主体应与铁路建设投资主体协商安排铁路建设与土地综合开发相关事宜，确保铁路等各项建设按规划有序进行。

### 四、完善土地综合开发配套政策

（十二）统筹土地综合开发相关规划管理。地方政府应在编制土地利用总体规划和城市规划时，统筹考虑铁路用地及站场毗邻区域土地综合开发利用需求，并据此及时组织编制土地综合开发相关规划。如确需调整既有法定规划的，应按程序报批。严格建设工程设计总平面图审查。相关部门要完善土地综合开发规划管理方式，促进土地综合开发规范有序进行。

（十三）完善综合开发用地供应模式。土地综合开发可分期供应，分期供应的土地可成片提供，成片供应的土地应根据城市规划和实际情况进行分宗，按宗地用途和有关规定，核发划拨决定书或签订有偿使用合同。

（十四）落实综合开发用地指标支持政策。铁路建设项目配套安排的土地综合开发所需新增建设用地指标，经省级人民政府严格审核后，暂由国土资源部予以计划单列。

（十五）完善相关工程建设标准规范。有关部门要根据铁路与其他交通运输方式接驳、综合交通枢纽建设、站场设施功能混合、地上地下立体开发等需要，梳理、完善有关标准规范，加强各类标准的衔接协调。

#### 五、加强土地综合开发的监管和协调

(十六) 实行备案管理制度。供应与新建铁路站场统一联建的综合开发用地前，市、县国土资源部门应将土地综合开发的位置、规模、用地需求、规划条件及拟安排的供应分期等向国土资源部备案，并抄送住房城乡建设部。

(十七) 严格土地开发利用管理。相关市、县国土资源部门应与取得综合开发使用权的主体签订土地综合开发利用协议，明确约定铁路站场、线路工程应先于土地综合开发项目建设。取得综合开发用地的主体未按约定优先建设铁路站场、线路工程的，不得为其办理土地、房产手续。

(十八) 切实加强建设管理。对铁路站场、线路工程建设及土地综合开发涉及的各项建设项目，相关政府部门应加强项目资本金、土地使用标准及建设标准、质量和施工安全等方面的监督管理工作。取得综合开发使用权的主体应严格遵守房地产开发项目建设管理等相关规定。

实施铁路用地及站场毗邻区域土地综合开发利用，是加快铁路投融资体制改革和铁路建设的重要举措，是促进新型城镇化发展和节约集约用地的有力抓手，各地区、各有关部门要高度重视，认真落实本意见精神，在严格管理的前提下，积极稳妥予以推进。

国务院办公厅

2014 年 7 月 29 日



## 7.2. 附录 2：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

各省、自治区、直辖市人民政府，国务院各部委、各直属机构：

铁路是国家重要的基础设施和民生工程，是资源节约型、环境友好型运输方式。改革铁路投融资体制，加快推进铁路建设，对于加快工业化和城镇化进程、带动相关产业发展、拉动投资合理增长、优化交通运输结构、降低社会物流成本、方便人民群众安全出行，都具有不可替代的重要作用。近年来，我国铁路发展取得了显著成就，但与经济社会发展需要、其他交通方式和国外先进水平相比，铁路仍然是综合交通运输体系的薄弱环节，发展相对滞后。当前，铁路管理体制进行了重大改革，实现了政企分开，为深化铁路投融资体制改革，更好地发挥政府和市场的作用，促进铁路持续发展创造了良好条件。

面对铁路发展的新形势新要求，综合考虑铁路建设项目储备、前期工作和施工力量等条件，应加快“十二五”铁路建设，争取超额完成 2013 年投资计划，切实做好明后两年建设安排。优先建设中西部和贫困地区铁路及相关设施，大力推动扶贫攻坚，促进区域协调发展，积极稳妥推进城镇化，顺应群众改善生产生活条件、增加收入的迫切期盼。为确保在建项目顺利推进，投产项目如期完工，新开项目抓紧实施，全面实现“十二五”铁路规划发展目标，现提出以下意见：

一、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。（发展改革委、财政部、交通运输部、人民银行、银监会、工商总局、铁路局、中国铁路总公司负责）

二、不断完善铁路运价机制，稳步理顺铁路价格关系。坚持铁路运价改革市场化取向，按照铁路与公路保持合理比价关系的原则制定国铁货运价格，分步理顺价格水平，并建立铁路货运价格随公路货运价格变化的动态调整机制。创造条件，将铁路货运价格由政府定价改为政府指导价，增加运价弹性。（发展改革委负责）

三、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。对于铁路承担的学生、伤残军人、涉农物资和紧急救援等公益性运输任务，以及青藏线、南疆线等有关公益性铁路的经营亏损，要建立健全核算制度，形成合理的补贴机制。在理顺铁路运价、建立公益性运输核算制度之前，为解决中国铁路总公司建设项目资本金不足、利息负担重等问题，考虑到铁路运输公益性因素，中央财政将在 2013 年和明后两年对中国铁路总公司实行过渡性补贴。（财政部、铁路局、中国铁路总公司负责）

四、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。中国铁路总公司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，由中国铁路总公司依法盘活利用。参照《国务院关于城市优先发展公共交通的指导意见》（国发〔2012〕64 号），按照土地利用总体规划和城市规划统筹安排铁路车站及线路周边用地，适度提高开发建设强度。创新节地技术，鼓励对现有铁路建设用地的地上、地下空间进行综合开发。符合划拨用地目录的建设用地使用权可继续划拨；开发利用授权经营土地需要改变土地用途或向中国铁路总公司以外的单位、个人转让的，应当依法办理出让手续。地方政府

要支持铁路企业进行车站及线路用地一体规划，按照市场化、集约化原则实施综合开发，以开发收益支持铁路发展。（国土资源部、住房城乡建设部、财政部负责）

五、强化企业经营管理，努力提高资产收益水平。中国铁路总公司要坚持企业化、市场化运作，推进现代企业制度建设，改善经营、增收节支，依托干线铁路陆续开通、运力大幅增长等有利条件，千方百计扩大市场份额，依托运输主业开展物流等增值服务，力争客运年均增长 10% 以上、货运实现稳步增长。建立完善成本核算体系、绩效考核体系，有效控制建设和运营成本，提高经营效益。要在抓紧清理资产的基础上，全面开展资产评估工作，摸清底数，盘活存量，优化增量，增强企业自我发展能力。要抓紧实现建设项目投产运行，做好站点设施和运营设备的配套，充分发挥铁路网络整体效益，提高增量资产收益。（中国铁路总公司、财政部、铁路局负责）

六、加快项目前期工作，形成铁路建设合力。中国铁路总公司、地方政府等项目业主要加强组织领导，密切协调配合，加大工作力度，切实做好建设方案、资金筹措和社会稳定风险分析等前期工作。中国铁路总公司要会同有关部门加强施工监管和运营管理，确保工程质量和运行安全。发展改革、国土资源、环境保护等部门要加强沟通协调，建立联动机制，加快项目审核，加快中西部地区和贫困地区铁路建设，确保“十二五”规划确定的铁路重点项目及时开工，按合理工期推进。银行等金融机构要根据自身承受能力继续积极支持铁路重点项目建设。中国铁路总公司继续享有国家对原铁道部的税收优惠政策，国务院及有关部门、地方政府对铁路实行的原有优惠政策继续执行。（中国铁路总公司、发展改革委、财政部、国土资源部、环境保护部、交通运输部、人民银行、税务总局、银监会负责）

国务院

2013 年 8 月 9 日

### 7.3. 附录 3: 铁路发展基金管理办法

#### 第一章 总则

第一条 为规范铁路发展基金管理,根据国家有关法律法规及《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)、《国务院关于铁路发展基金设立方案的批复》(国函〔2014〕52号)的要求,制定本办法。

第二条 铁路发展基金是中央政府支持的、以财政性资金为引导的多元化铁路投融资市场主体。基金的设立和运作要按照加快完善现代市场体系和加快转变政府职能的要求,充分考虑铁路行业特点和发展实际,发挥市场配置资源的决定性作用,发挥政府的积极引导和监督管理作用,保护投资人合法权益。发展基金税收政策按国务院财政、税务主管部门有关规定执行。

第三条 铁路发展基金要遵循市场经济规律,吸引社会资金投入,扩大铁路建设资本金来源,贯彻国家战略意图,围绕国家发展规划目标,主要投资国家批准的铁路项目。

第四条 铁路发展基金存续期 15-20 年。中国铁路总公司作为政府出资人代表,以及铁路发展基金主发起人,积极吸引社会投资人,依照《公司法》通过约定和承诺共同发起设立中国铁路发展基金股份有限公司(以下简称“基金公司”)。中国铁路总公司与社会投资人签订出资人协议,确定双方的权利、责任、义务,管理基金公司,保证社会投资人按约定取得稳定合理回报。社会投资人作为优先股股东,不直接参与铁路发展基金经营管理。

第五条 铁路发展基金投资必须符合国家规定的投资方向,主要用于国家批准的铁路项目资本金,规模不低于基金总额的 70%;其余资金投资土地综合开发等经营性项目,提高整体投资效益。

#### 第二章 股东

第六条 投入铁路发展基金的中央财政性资金,记作中国铁路总公司的国家资本金,资金来源包括铁路建设基金、中央预算内投资、车辆购置税。

第七条 中国铁路总公司作为中央政府的出资人代表,是基金公司的普通股股东,主要职责包括:

(一)负责筹备设立铁路发展基金。

(二)按照《公司法》、与社会投资人签订的出资人协议、基金公司章程和国家有关规定,行使权利和履行义务。

(三)按照国家铁路投资政策和铁路发展基金投资方向,提出铁路发展基金年度募集规模建议,落实国家关于铁路项目批复要求和年度投资计划安排,提出铁路发展基金年度投资项目安排意见并备案。

(四)与社会投资人协商约定稳定合理回报水平,并承诺社会投资人及时足额获得约定回报。

(五)向社会投资人提供铁路发展基金存续期满时回购其出资的承诺,并按规定进行回购。

(六)接受基金公司委托,作为铁路建设项目的投资管理人,行使相应的权利,承担相应的责任和义务。

第八条 社会投资人作为基金公司优先股股东,按约定优先获得稳定合理的投资回报,享有基金公司章程规定的表决权、收益权等权利,履行基金公司章程规定的义务。

第九条 中国铁路总公司会同社会投资人按照《公司法》和本办法签订出资人协议,制定公司章程。

#### 第三章 基金公司

第十条 基金公司履行以下主要职责：

（一）按照有关要求，制定铁路发展基金年度募集方案、年度投资计划并组织实施。

（二）按照国家批准的铁路建设项目投资要求，委托中国铁路总公司进行投资管理。

（三）制定土地综合开发等经营性项目的投资方案并组织实施。

（四）负责铁路发展基金日常管理和核算，编制财务会计报告、投资报告等。

（五）编制铁路发展基金财务预算、财务决算，制订收益分配、社会投资人退出基金等方案。

（六）及时、足额向社会投资人支付稳定合理回报。

第十一条 基金公司可以通过增资方式或设立子基金等方式筹集资金，子基金采用有限合伙制（GP/LP）等方式设立。基金公司可以通过发行期限不超过一年期的债券或银行流动资金贷款等方式筹集资金，用于弥补因日常运营产生的流动性缺口。

第十二条 基金公司首次发行、增资扩股均按股份票面金额发行股份。

第十三条 基金公司优先股发行条件、投资回报等按国函[2014]52 号文件规定执行。

#### 第四章 投资管理

第十四条 铁路发展基金以委托投资管理人运作为主。

第十五条 铁路建设项目的投资管理人为中国铁路总公司，基金公司与投资管理人签订《委托投资管理协议》，明确双方的权利和义务等内容。

第十六条 基金公司对所投资的经营性项目可自行管理或实行委托投资管理，投资铁路土地综合开发等项目。

铁路发展基金不得用于担保、期货交易、衍生金融产品等高风险领域，临时闲置资金可以存款形式存放于银行和开展银行间市场业务。

第十七条 中国铁路总公司的在建合资铁路项目中，需由铁路发展基金出资的，在履行相关审批程序后，由基金公司按其剩余出资金额和股比完成后续出资。

#### 第五章 收益分配

第十八条 中国铁路总公司保证社会投资人获得稳定合理回报，具体回报水平按照募集时的市场等情况，与社会投资人协商确定。

第十九条 社会投资人根据约定优先获得稳定合理的投资回报，不再参与剩余利润的分配。基金公司股东取得的投资回报为税后分红。

第二十条 基金公司当期自身可分配收益不足以支付社会投资人约定回报时，中国铁路总公司对基金公司予以补足。

第二十一条 基金公司自身可分配收益超过社会投资人约定回报后，超出部分先补偿铁路总公司累计承担补足部分，其余留作中国铁路总公司对铁路发展基金的新增资本金，待清算时上缴国库。

#### 第六章 退出

第二十二条 铁路发展基金存续期内，中国铁路总公司不得退出，社会投资人出资到位一年后可以依法转让。

第二十三条 铁路发展基金存续期满时，由中国铁路总公司提出续期或清算方案建议，由国家发展改革委、财政部报国务院批准后实施。

第二十四条 铁路发展基金续期的，社会投资人有权选择退出；需要清算的，按批准的清算方案实施。中国铁路总公司按原始投资额以现金方式回购社会投资人出资。



## 第七章 财务会计和监管

第二十五条 基金公司应当执行企业会计准则，中国铁路总公司对其实行预算管理。

第二十六条 基金公司按规定编制财务会计报告，年度财务会计报告需经会计师事务所进行审计。中国铁路总公司向国家发展改革委、财政部和交通运输部报送中国铁路发展基金年度投资报告。

第二十七条 国家发展改革委会同财政部、交通运输部对发展基金资金投向和年度安排等情况进行监管。

## 第八章 附则

第二十八条 基金公司按照本办法和基金公司章程的规定，制定基金公司内部管理制度。

第二十九条 本办法由国家发展改革委会同财政部、交通运输部负责解释，自发布之日起施行。

### 分析师简介:

王晓艳, 东北证券研究咨询分公司交通运输行业分析师, 10年从业经验。拥有多家企业、城市物流咨询和规划项目经验, 深入理解物流系统的构建和运行脉络, 并以此判断行业和公司的发展趋势和成长性。

瞿永忠, 东北证券研究咨询分公司总经理助理。10年实业工作经验, 深厚铁路、供应链物流和制造业工作经验。从业经验5年, 荣获多次新财富、金牛奖和水晶球最佳分析师。负责交运和战略新兴产业研究。

明兴, 同济大学管理学硕士, 行业研究助理。

陈照林, 复旦大学金融学硕士, 行业研究助理。

### 重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

### 投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 15% 以上。
	增持	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 5% 至 15% 之间。
	中性	未来 6 个月内, 股价涨幅介于市场基准-5% 至 5% 之间。
	减持	在未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 5% 至 15% 之间。
	卖出	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 15% 以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

### 东北证券股份有限公司

#### 中国 吉林省长春市

生态大街6666号  
 邮编: 130119  
 电话: 4006000686  
 传真: (0431)85680032  
 网址: <http://www.nesc.cn>

#### 中国 北京市西城区

锦什坊街28号  
 恒奥中心D座  
 邮编: 100033  
 电话: (010)63210800  
 传真: (010)63210867

#### 中国 上海市浦东新区

杨高南路729号  
 邮编: 200127  
 电话: (021)20361009  
 传真: (021)20361258

#### 中国 深圳南山区

大冲商务中心1栋2号楼24D  
 邮编: 518000

### 机构销售

#### 华北地区

销售总监 李航  
 电话: (010) 63210890  
 手机: 185-1501-8255  
 邮箱: [lihang@nesc.cn](mailto:lihang@nesc.cn)

#### 华东地区

销售总监 袁颖  
 电话: (021) 20361100  
 手机: 136-2169-3507  
 邮箱: [yuanying@nesc.cn](mailto:yuanying@nesc.cn)

#### 华南地区

销售总监 邱晓星  
 电话: (0755) 33975865  
 手机: 186-6457-9712  
 邮箱: [qiuxx@nesc.cn](mailto:qiuxx@nesc.cn)