

(报告出品方/作者：中信证券，扈世民、汤学章)

核心观点：

公募 REITs 上市渐行渐近，可持续盈利、稳定现金流和专业的运营团队，铁路有望成为重要的底层资产。化解铁路融资困局的同时，倒逼铁路运输企业提升经营效率、经营机制更加灵活。对比海外基础设施 REITs，IRBIF 上市 3 年股息率 10.4%~12.0%，颇具吸引力，期待我国第一单铁路公募 REITs 横空出世。

铁路既有融资方式亟待改变，REITs 落地提供新机遇。近 20 年来铁路跨越式发展成为推动区域经济增长的强大引擎，同时还本付息和基建投资占国铁集团资金支出超过 90%，以银行贷款为主的铁路投融资亟需改变。我国铁路仍处于建设发展期，料十四五期间铁路基建年化投资将维持在 6000 亿~7000 亿元。公募 REITs 有望提供新的融资渠道，落实防风险、去杠杆、稳投资、补短板决策的有效工具，同时倒逼铁路运输企业提升经营效率、经营机制更加灵活，激活优质资产潜力。

REITs 为我国铁路建设提供新的融资途径，有望优化铁路资产负债表，进一步提升优质资产运营能力。近 10 年我国高铁客运量复合增速 37.6%，高出总体铁路客运量 28.5pcts。高铁作为铁路最优质资产，未来有望持续通过 IPO 或公募 REITs 提升证券化率。公募 REITs 可更大限度吸引社会投资者参与铁路建设和运营，盘活存量资产和增加资产价值。募集资金可用于新项目资本金，降低铁路资产负债率和优化资本结构。截至 2020Q3 我国铁路资产证券化约 5.4%，远低于美、日 83%和 60%水平，REITs 落地有望进一步加速铁路资产证券化进程。

可持续盈利、稳定现金流和专业的运营团队，铁路有望成为公募 REITs 的重要底层资产。铁路资产具有可持续的盈利、长期稳定的现金流、专业的运营团队等符合 REITs 长期稳定回报、风险波动较小的特点。未来十四五《立体交通网络规划》和“碳达峰”等顶层设计有望进一步提升铁路运输需求。初步选择沪汉蓉铁路湖北段、粤海铁路轮渡、广珠城际铁路等先行开展 REITs 试点。其中沪汉蓉铁路湖北段地处沿江通道的重要组成部分，2019 年实现净利润 11 亿元，净资产收益率 ROE 为 6.2%，有望成为后续公募 REITs 铁路项目的标杆。

对比海外基础设施 REITs，IRBIF 上市 3 年股息率 10.4%~12.0%，颇具吸引力，期待我国第一单铁路公募 REITs 横空出世。对比海外，IRBIF 以印度境内 7 条收费公路为底层资产，上市以 3 年来股息率 10.4%~12.0%，颇具吸引力。高股息、稳定收益吸引机构投资者，截至 2020 年末前 10 大股东中机构投资者持有股权 38.9%。相对于高速公路基础设施 REITs，铁路可实现永续经营，与 REITs 长期稳定回报、风险波动较小的要求相契合。至少每年分配一次，分配比例不低

于合并后基金年度可供分配金额的 90%，期待我国第一单铁路公募 REITs 横空出世。

一、铁路融资方式亟待改变，REITs 落地提供新机遇

料十四五基建投资维持高位，铁路网络仍处建设期

铁路作为网络型基础设施产业，具有企业性、公益性和外部经济效应的特征，仍处建设发展期。

铁路是国民经济大动脉、关键基础设施和重大民生工程，属于网络型基础设施产业。铁路运输是综合交通运输体系的骨干，具有企业性、公益性和外部经济效应的特征。“十三五”期间我国铁路建设高质量推进，完成固定资产投资约 4 万亿左右，同比增长 13.3%；新线投产 2.53 万公里，增长 20.9%，其中高铁增长 91.4%，截至 2020 年末我国铁路通车里程 14.6 万公里，其中高铁通车里程 3.8 万公里，八纵八横高铁网络加密基本成型。

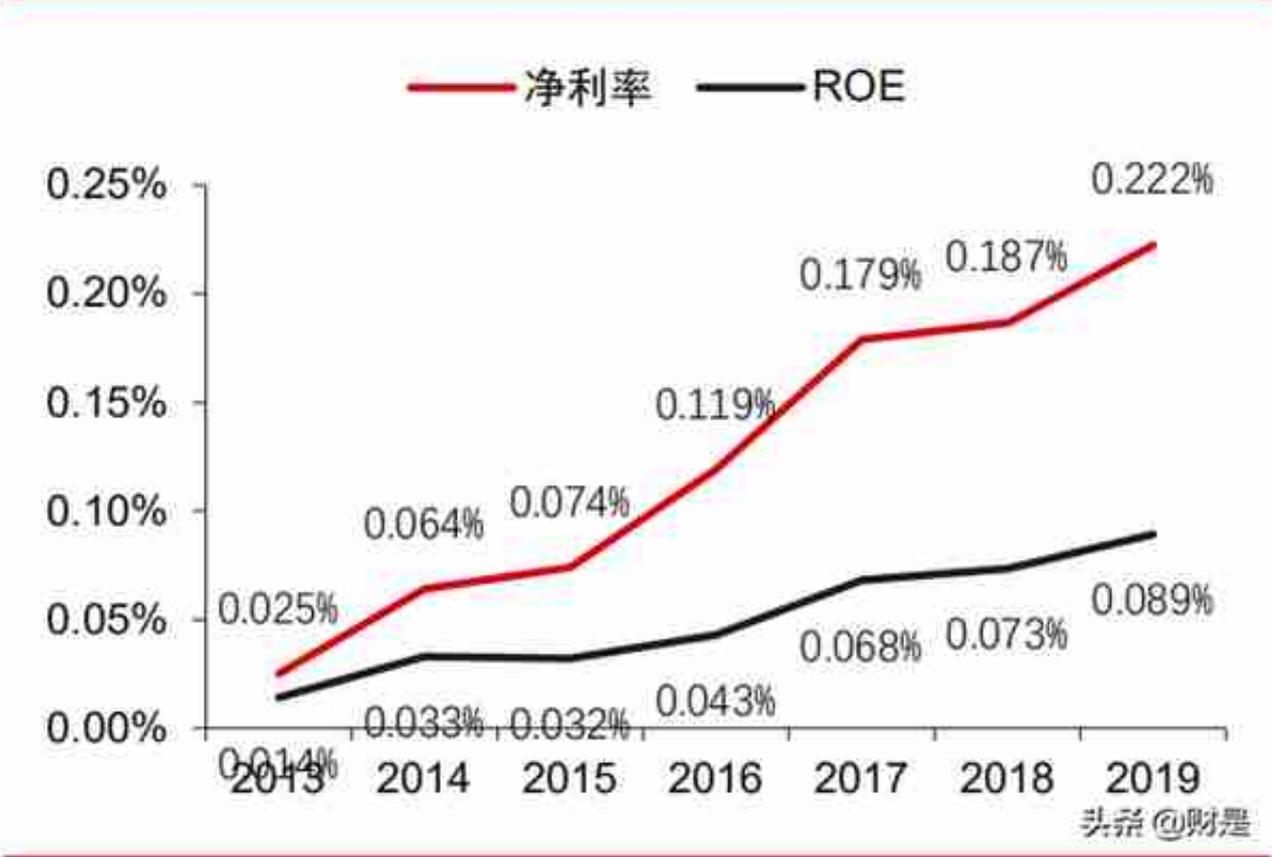
根据国家发改委《中长期铁路网规划》，至 2030 年，我国铁路运营里程至 20 万公里，其中高速铁路 4.5 万公里。2021 年 2 月 24

日，中共中央、国务院印发了《国家综合立体交通网规划纲要》，提出 2035 年高速铁路里程升至 7 万公里，全国铁路通车里程提升至 20 万公里左右，我国铁路基础设施仍处于建设发展期。

2014~2020 年铁路每年固定资产投资 7800 亿~8300 亿，预计 2021 年铁路基建投资规模或 7000 亿元左右。2008

年我国第一条高铁—京津城际投入运营，铁路建设迎来跨越式发展的历史机遇，铁路固定资产投资自 2008 年 4168 亿提升至 2010 年 8427 亿的历史峰值。2014 年以来我国铁路基建投资维持 8000 亿左右的高位运行，其中 2019 年、2020 年完成投资额 8029 亿、7819 亿。2021 年 1 月 4 日国铁集团年度工作会议中提出计划 2021 年投产新线 3700 公里，预计 2021 年铁路基建投资规模或在 7000 亿元左右。

图 10: 2019 年国铁集团 ROE 升至 0.089%



截至 2020 年 9 月国铁资产规模超 8 万亿，银行贷款为主的融资模式或难以为继。目前国铁集团承担铁路建设和运营两大任务，我国铁路仍处于建设发展期，预计未来 5 年年化新增运营里程 4000~6000 公里。随着新投路产转固，截至 2020 年 9 月国铁集团资产规模提升至 8.5 万亿，2011 年以来国铁集团资产规模年均复合增速 8.7%。目前我国铁路建设融资模式以银行贷款为主，叠加建设基金、铁路建设债券占比近 80%。近 5 年来，国、内外银行贷款在国铁集团资金来源占比均为 50%以上，还本付息压力较大、铁路固定资产投资高企导致资金缺口大，现有的铁路建设投融资模式或难以为继。

固定资产占比超六成，还本付息和基建投资举步维艰。铁路属于网络型基础设施产业，具有投资规模大、回收周期长特点。作为典型重资产行业，2020 年 1-9 月国铁集团固定资产占比 66.2%，叠加在建工程占比近 80%。基建投资和还本付息占铁路资金运用超 90%，2020 年 1-9 月两项占比 91.6%。既有融资模式导致国铁集团还本付息压力沉重，2020 年 1-9 月银行还款利息和本金分别为 548 亿、3799 亿，仅利息一项即为 2019 年净利润

38.4 倍，还本付息压力沉重。

运输主业盈利能力偏弱背景下，考虑建设投资高位运行和还本付息压力，铁路现有的融资模式亟需改变。2014 年~2019 年铁路基建投资均在 8000 亿以上，国铁集团负债规模 年均复合增速 7.18%。2020 年 1-9 月国铁集团负债规模提升至 5.57 万亿，其中长期负债 占比提升至 85.3%，预计主要国、内外贷款增加导致。2008 年铁路建设跨越式发展以来，国铁集团资产负债率持续上行，2020 年 1-9 月提升至 66%，与 2019 年基本持平。在运输 主业盈利能力偏弱背景下，考虑建设投资高位运行和还本付息压力，铁路现有的融资模式 亟需改变。

REITs

为我国的铁路建设提供新的融资途径，优化铁路资产负债表，优质资产运营能力有望进一步释放。

通过将资产打包上市聚集投资者的资金，再将资产的综合收益按比例 分配给 REITs 份额的持有人。来自投资者的资金能够缓解铁路资产原始权益人的存量负债 和增量付债的压力，降低资产负债率、改善资产负债表；对现有路产地及时退出将有效地缩短铁路建设的投资回收年限，加速下一轮投资的进行；REITs 份额的上市流通能够盘活 铁路存量资产，提高流动性，放大资产价值；债务压力减轻，资产运营收到市场监督，将进一步释放资产管理人的运营能力，进一步发挥优秀资产的潜力。中国公募 REITs 的落地 为铁路建设融资提供创新的途径，有效扩宽融资渠道。

二、REITs 或为提升铁路证券化率的重要抓手

公司制改革加速资产证券化，沪汉蓉湖北段等成为 REITs 试点

铁路改革持续推进，沪汉蓉铁路湖北段等 3 条铁路成为 REITs 试点。根据《国务院机 构改革和职能转变方案》，2013 年铁道部撤销，原有职能一分为三，组建中国铁路总公司 承担企业职能，包括铁路建设、运营和统一调度；拟订铁路发展规划和政策行政职能划入 交通运输部；组建国家铁路局承担原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。铁路实现政企分开，向市场化改革迈出关键一步。2020 年 9 月 27 日，中国 REITs 论坛中国国家铁路集团有限公司副总经理黄民表示，初 步选择沪汉蓉铁路湖北段、粤海铁路轮渡、广珠城际铁路等 3 条铁路线中优质资产，先行 开展 REITs 试点。铁路基础设施 REITs 试点，利好贯彻落实防风险、去杠杆、稳投资、补 短板决策部署的有效工具，对推进铁路资产证券化具有现实意义。

国铁集团股份制改造落地，中国国家铁路集团正式成立，公司制改革助力资产证券化加速。2017年9月国铁集团发布《关于全面推进铁路局公司制改革的指导意见》，吹响国铁集团公司制改革号角。铁路的公司制改革分三步走，从非运输企业→18家铁路局+3家专业运输公司→国铁集团自身，2019年6月中国国家铁路集团正式改组成立，公司制改革助力资产证券化加速，国铁集团股份制改革迈出实质步伐，进一步深化铁路管理体制和运行机制改革。

公司制改革加速资产证券化，优质资产是市场化重要推手。国铁集团公司制改革完成后，资产证券化进程显著提速。目前国铁集团旗下共有5家上市平台：大秦铁路、广深铁路、铁龙物流、京沪高铁、铁科轨道，其中前四者为客货运企业，而铁科轨道主营业务为以高铁扣件为核心的高铁工务工程产品的研发、生产和销售，2020年9月于科创板挂牌交易。2020年6月中铁特货已报送招股说明书申报稿，金鹰重工已进入深交所问询阶段，预计国铁集团旗下优质资产或将陆续加速实现资产证券化，成为铁路投融资市场化的重要推手。

对比海外铁路证券化率仍偏低，REITs落地提供提升新动力

我国铁路系统资产证券化率低，对比海外优质路产存较大提升空间，REITs有望加速资产证券化进程。

对比海外，我国铁路系统政企分离启动较晚。为缓解国家铁路的巨额债务压力和提高广为诟病的运营效率，日本1987年开启国铁私营化改革，组建6家区域性客运公司和1家全国性货运公司，目前经营状况较好的4家JR已完成上市。美国7家I级铁路货运公司均已公开上市（其中BNSF于2009年金融危机冲击后被伯克希尔私有化而退市）。截至2020Q3末我国铁路资产证券化率约5.4%，相比于美国、日本83%和60%的资产证券化率水平、仍相去甚远。截至2020年9月国铁集团资产规模提升至8.5万亿，其中净资产2.9万亿元，资产证券化还有很大空间。集团旗下众多盈利出色、现金流稳定的优质资产均有较大的市场化潜力。除IPO上市外，REITs落地后或能够通过提供新途径、进一步加速铁路系统的资产证券化进程。

三、铁路或成为公募REITs重要的底层资产

国之命脉，有能力稳定回报投资者，与REITs底层资产契合度高

权属清晰、近 3

年内总体保持盈利或经营性净现金流为正等试点项目细则明确。2020 年 4 月 30 日，中国证监会、国家发展改革委联合发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》，相较于之前 40

号文进一步明确具体要求，

确保试点项目能够持续良好经营，并为投资者带来稳健回报。我国基础设施 REITs 试点项目的底层资产总体要求权属清晰、具备成熟的经营模式和市场化运营能力、已产生持续稳定的收益及现金流、投资回报良好且能够持续经营、原始权益人及运营企业信用稳健等。

铁路在我国运输业格局中占据举足轻重的地位，是经济发展的大动脉，承担 43% 的旅客周转量和 21% 的货物周转量。截至 2020 年底，我国铁路运营里程 14.6 万公里，高铁 3.8 万公里，分别位列世界第二（仅次于美国）、第一，其中我国高铁运营里程为世界其他国家的 2 倍左右。2020 年全国铁路承担全国旅客周转量 8266 亿人公里，占比 42.9%，所有交通方式中最高。横向对比美国，铁路旅客周转量占比仅为 0.6%，90% 以上的周转量由公路完成。2020 年铁路货物周转量 3.04 万亿公里，占比 20.8%，低于美国的 33%。

图 38: IRBIF 在 2019 年 3 月、2020 年 3 月分红对应高股息率 12.0%、10.4%



详见报告原文。

(本文仅供参考，不代表我们的任何投资建议。如需使用相关信息，请参阅报告原文。)

精选报告来源：【未来智库官网】。