

特别评论

2023 年 3 月

目录

要点	1
主要关注因素	2
结论	12



铁路投资类企业：投产节奏整体趋缓，投融资体制改革持续推进

2022 年全国铁路固定资产投资持续缩减，预计“十四五”后期铁路营业里程整体投产节奏趋缓；面对铁路建设存在的问题，应科学编制分层分类规划体系，大力推进国有资本布局调整，丰富铁路建设融资模式；省级铁路投资平台资产规模逐年增长，财务杠杆水平较为稳定，铁路运输业务利润规模较小，盈利能力提升对其他业务以及政府补贴依赖较大。

要点

- “十四五”以来，随着高铁“八纵八横”主要构架逐步搭建完成，叠加新冠疫情因素，铁路固定资产投资额呈下降趋势，2022 年全国铁路固定资产投资降至 2014 年以来最低点，预计“十四五”后期铁路营业里程整体投产节奏较“十三五”时期趋缓，但 2023 年铁路投资仍是扩大内需的重要支撑。
- 针对铁路建设面临的高速与普速、客运与货运、干线与支线的结构性矛盾问题，应强化规划的指导和约束作用，优化路网布局结构，统筹客货协调发展，坚持以需求为导向、效益为根本，科学编制铁路中长期、五年发展规划以及城际、市域（郊）等区域性铁路发展规划，形成分层分类、功能互补的规划体系。
- 目前我国铁路项目建设主要采取分类投资建设的模式——国铁集团（代表中央政府）主要投资于国家铁路网的干线通道项目，其他项目主要依靠地方政府和社会资本建设；在存量铁路项目上，国铁集团及地方政府大力推进国有资本布局调整，推动国铁资本向国家铁路网干线集中，整体形成干线铁路由国铁控股、地方铁路由地方铁路公司和企业控股的格局；此外，社会资本对铁路建设运营的整体参与度仍不达预期。
- 经过一系列演变，目前我国铁路项目建设资本金比例最低要求为 20%，在实际建设过程中资本金比例可达到约 50%；随着分类投资建设模式推进，资本金来源日益丰富，资本金出资方包括中央政府、地方政府及社会资本方，除此之外资产证券化也为铁路建设融资提供新思路。但是随着铁路项目建设推进，铁路债务规模逐年增长，防范债务风险、压降融资成本至关重要。
- 随着铁路项目建设推进，省级铁路投资公司资产规模逐年增长，主要由参股及控股的铁路资产构成，整体呈现以非流动资产为主的资产结构；随着铁路项目建设推进，省级铁投公司债务规模不断上涨，同时受到建设资本金比例约束，资本实力也不断提升，财务杠杆水平较为稳定，整体维持在合理水平。此外，铁路收益主要体现为铁路运输收入及投资收益，但受到行业属性影响规模较小，盈利指标提升对其他业务开展以及政府补贴依赖较大。



主要关注因素

一、“十四五”以来，随着高铁“八纵八横”主要构架逐步搭建完成，叠加新冠疫情因素，铁路固定资产投资额呈下降趋势，2022年全国铁路固定资产投资降至2014年以来最低点，预计“十四五”后期铁路营业里程整体投产节奏较“十三五”时期趋缓，但2023年铁路投资仍是扩大内需的重要支撑。

铁路是国民经济大动脉、关键基础设施和重大民生工程，是综合交通运输体系的骨干和主要交通方式之一，在我国经济社会发展中的地位和作用至关重要。铁路对经济发展具有先导性作用，由于中国幅员辽阔、内陆深广，资源分布及工业发展存在不平衡现象，铁路运输不仅可以承担起大量大宗货物运输和中长途旅客运输的任务，还能提升路网及途径区域整体功能的完善，带动区域经济发展。

为推动我国铁路发展，中央逐步下放地方铁路的运营权，自2013年国务院发布《关于改革铁路投融资体制加快推进铁路建设的意见》全面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以来，地方政府、社会资本方参与铁路建设的积极性大幅提高，铁路行业经历了长达8年的投资高峰期，2014~2019年，全国铁路投资均稳定维持在8,000亿元以上，铁路投资产生了巨大的直接和间接经济社会效益，呈现出强大的发展潜力和带动作用，已成为国家现代化建设的重要标志性工程。

但“十四五”以来，随着高铁“八纵八横”主要构架逐步搭建完成，目前铁路行业主要聚焦完善路网架构、加强中西部地区铁路建设等方面，故近年来铁路固定资产投资额呈下降趋势；另外，叠加2020年新冠疫情爆发等因素，地方债务压力增加，铁路项目推进有一定难度，铁路投资下降态势愈发明显，2022年，全国铁路完成固定资产投资7,109亿元，降至2014年以来最低点。从各类交通运输方式来看，货运受疫情影响较小，客运受各地疫情防控政策影响较大，但与公路客运量相比，铁路客运量对疫情的冲击相对较小，2021年，客运量整体同比下降14.10%，公路客运量同比下降26.22%，铁路客运量同比增长18.53%，实现逆势增长，对国民经济稳定运行形成有力支撑；2022年末，国务院联防联控机制相继发布《进一步优化疫情防控的二十条措施》、《关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知》，从政策上逐步解除了疫情对人员流动的限制，铁路客运量有望进一步回升。

运营里程方面，全国铁路营业里程从2010年的9.12万公里增长至2021年的15.07万公里，其中高铁营业里程已达4.00万公里，高铁占比快速增加。根据《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》（以下简称《“十四五”规划》），规划总体目标为到2025年铁路网规模达到16.5万公里，其中高速铁路5万公里，按此目标测算，2023~2025年，年均铁路投产里程预计约3,300~3,400公里，年均高铁投产里程年均均在2,600~2,700公里，整体投产节奏预计较“十三五”时期趋缓。

2022年12月，中央经济工作会议指出2023年经济工作在扩大国内需求方面，要通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资，加快实施“十四五”重大工程，加强区域间基础设施联通。政策性金融要加大对符合国家发展规划重大项目的融资支持。鼓励和吸引更多民间资本参与国家重大工程和补短板项目建设。铁路对区域间基础设施联通起到重要作用，铁路投资对扩大内需起到支撑作用。从2023年1月陆续召开的地方两会来看，各地政府工作报告对铁路重点项目都有具体罗列，例如，广东省政府工作报告提出总投资均超过500亿元的深江高

铁、狮子洋通道2022年开工建设，建成后将为珠江口东西两岸融合发展开辟新的重要通道；北京市政府工作报告提出2023年要深入推进“3个100”市重点工程，其中包括扎实推进京津冀协同交通一体化，搭建市郊铁路“一干多支、对角交叉”主骨架，新建市郊铁路亦庄线工程等2项，续建城际铁路联络线（一期）等4项；四川省政府工作报告提出2023年将着力推动“四向八廊”对外通道建设，加快推进川藏铁路、成渝中线高铁、成达万高铁、西渝高铁、渝昆高铁和成渝高速扩容等重点项目建设，确保成兰铁路（成都至川主寺段）、隆黄铁路（叙永至毕节段）、内江至大足高速公路建成通车。

图 1：2013~2022 年中国铁路固定资产投资完成情况

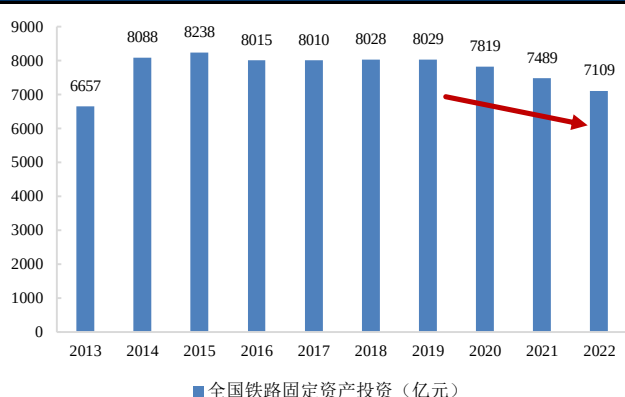
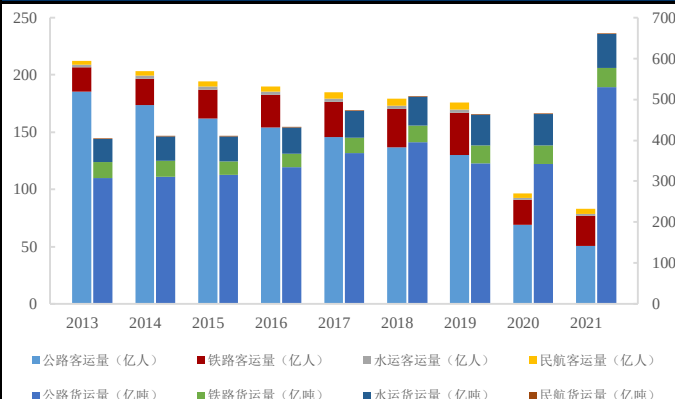


图 2：2013~2021 年中国各类交通运输方式运量情况



资料来源：公开资料，中诚信国际整理

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

图 3：2010~2020 年中国铁路运营里程情况及目标

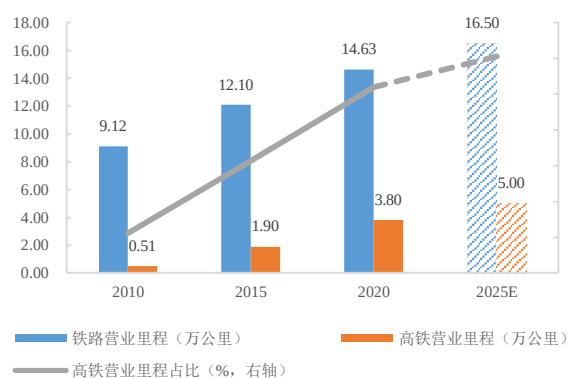
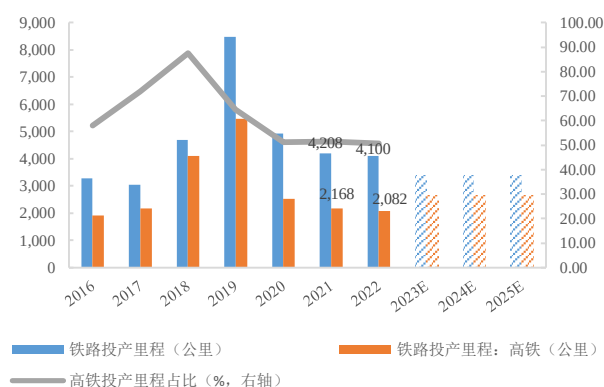


图 4：2016~2022 年中国铁路投产里程情况及预测



资料来源：公开资料，中诚信国际整理

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

二、针对铁路建设面临的高速与普速、客运与货运、干线与支线的结构性矛盾问题，应强化规划的指导和约束作用，优化路网布局结构，统筹客货协调发展，坚持以需求为导向、效益为根本，科学编制铁路中长期、五年发展规划以及城际、市域（郊）等区域性铁路发展规划，形成分层分类、功能互补的规划体系。

针对铁路建设面临的高速与普速、客运与货运、干线与支线的结构性矛盾问题，应突出规划引领，强化规划的指导和约束作用，根据国家经济社会发展和军民融合需要，综合考虑铁路与公路、水运、民航、城市交通等关系，加强与国土空间规划、区域发展规划的统筹衔接，科学编制铁路发展规划，形成分层分类、功能互补

的规划体系。

国家级铁路发展规划要合理布局现代综合交通枢纽，优化高速铁路与普速铁路结构，促进客运与货运协调发展。国家级铁路发展规划包括铁路中长期规划和铁路五年发展规划。铁路中长期规划主要明确发展战略、网络骨架、通道功能等，确定基础设施空间布局，为铁路长远发展留出空间。铁路五年发展规划主要明确发展任务、项目安排、建设标准等，安排铁路规划建设阶段性工作。

铁路中长期规划方面，2004年，国务院批准实施《中长期铁路网规划》。2016年7月，为加快构建布局合理、覆盖广泛、高效便捷、安全经济的现代铁路网络，更好发挥铁路骨干优势作用，推进综合交通运输体系建设，支撑引领我国经济社会发展，在深入总结原规划实施情况的基础上，结合发展新形势新要求，发展改革委修编了《中长期铁路网规划》（以下简称《中长期规划》）。《中长期规划》针对我国铁路存在的区域布局不均衡、重点区域及主要城市群之间的快速通道通而不畅、网络层次不够清晰、铁路建设资金筹集难度增加债务攀升等问题，提出了中国铁路展望到2030年的发展目标，并制定了新的规划方案：在高速铁路网方面，构筑“八纵八横”高速铁路主通道，拓展区域铁路连接线，发展城际客运铁路；在普速铁路网方面，扩大中西部路网覆盖，完善东部网络布局，形成区际快捷大能力通道，面向“一带一路”国际通道，推进我国与周边互联互通，促进脱贫攻坚和国土开发铁路，强化铁路集疏运系统；在综合交通枢纽方面，统筹运输网络格局，按照“客内货外”的原则，优化铁路枢纽布局，完善系统配套设施，修编铁路枢纽总图。2020年8月，中国国家铁路集团有限公司出台《新时代交通强国铁路先行规划纲要》（以下简称《规划纲要》），提出了中国铁路2035年、2050年发展目标和主要任务，并明确了11个方面工作任务，细化了工作措施：一是建设发达完善的现代化铁路网；二是发展自主先进的技术装备体系；三是创新优质高效的运输服务供给；四是厚植效率效益优良的经营实力；五是提升持续可靠的安全发展水平；六是强化科技创新的支撑引领能力；七是改革创新科学高效的现代治理体系；八是发挥节能环保的绿色铁路优势；九是拓展互利共赢的开放合作空间；十是突出精良专业的人才队伍建设；十一是当好经济社会发展的支撑引领。

铁路五年发展规划方面，2021年12月国务院印发《“十四五”规划》，在中长期规划的基础上，进一步明确了发展任务和项目安排。“十四五”期间我国铁路建设工作将主要围绕战略骨干通道建设、现代化铁路网建设和城市群一体化交通网建设三个方面开展，高速铁路和普速铁路建设将向西倾斜，城际铁路和市域（郊）铁路建设将加快推进。

表 1：近年来国家级铁路分层规划体系及目标

规划类型	规划名称	发布时间	规划目标
中长期规划	《中长期铁路网规划》	2004 年	到 2020 年，全国铁路营业里程达到 10 万公里，主要繁忙干线实现客货分线，复线率和电化率均达到 50%，运输能力满足国民经济和社会发展需要，主要技术装备达到或接近国际先进水平。
	《中长期铁路网规划》修编	2016 年	到 2020 年，铁路网规模达到 15 万公里，其中高速铁路 3 万公里，覆盖 80%以上的大城市。到 2025 年，铁路网规模达到 17.5 万公里左右，其中高速铁路 3.8 万公里左右。展望到 2030 年，基本实现内外互联互通、区际多路畅通、省会高铁连通、地市快速通达、县域基本覆盖。
	《新时代交通强国铁路先行规划纲要》	2020 年	到 2035 年，铁路网运营里程达到 20 万公里左右，其中高速铁路 7 万公里左右；20 万人口以上城市实现铁路覆盖，50 万人口以上城市高铁通达。到 2050 年，将全面建成更高水平的现代化铁路强国，全面服务和保障社会主义现代化强国建设。
五年发展规划	《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》	2021 年	到 2025 年，铁路营业里程达 16.5 万公里，其中高速铁路 3 万公里，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。展望 2035 年，现代化高质量国家综合立体交通网基本建成，“全国 123 出行交通圈”和“全球 123 快货物流圈”基本形成，基本建成交通强国。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

区域性铁路发展规划方面，各地要根据国家级铁路发展规划，按照需求导向、效益为本的原则，编制城际、市域（郊）等区域性铁路发展规划；建立健全铁路建设规划管理机制，科学论证项目建设时机和方案；加强与国家铁路企业的沟通协调，统筹推进干线铁路、城际铁路、市域（郊）铁路和城市轨道交通多网融合、资源共享、支付兼容；严禁以新建城际铁路、市域（郊）铁路名义违规变相建设地铁、轻轨。

三、目前我国铁路项目建设主要采取分类投资建设的模式——国铁集团（代表中央政府）主要投资于国家铁路网的干线通道项目，其他项目主要依靠地方政府和社会资本建设；在存量铁路项目上，国铁集团及地方政府大力推进国有资本布局调整，整体形成干线铁路由国铁控股、地方铁路由地方铁路公司和企业控股的格局；此外，社会资本对铁路建设运营的整体参与度仍不达预期。

我国早在上世纪八十年代就开始了对于铁路建设投融资体制改革的探索，一些新建铁路项目采取铁道部与地方政府合资建设和经营的合资铁路模式，于是出现了合资建路的雏形，这个时期我国新建的合资铁路包括南防铁路和三茂铁路等。1992年在总结合资建路经验的基础上，国务院批转了原国家计委、原铁道部《关于发展中央和地方合资建设铁路的意见》（国发[1992] 44号），充分肯定了合资铁路的发展方向，鼓励中央和地方合资建设铁路。自此，经过多年探索，我国铁路项目逐步形成了目前分类投资建设的模式。

由于以战略骨干通道为主的国家铁路具有政治及经济层面的重要意义，因此我国国家铁路均由国铁集团控股，与沿线各省级铁投主体合资成立项目公司具体负责铁路项目投融资及建设，项目资本金由国铁集团和省级铁投主体共同出资解决，其中省级铁投承担的出资部分由省政府和沿线市、区（县）级政府按一定比例分担，省级政府一般以财政预算资金出资，市、区（县）级政府部分出资由地方政府自筹，资金通常用于铁路项目沿线的征地拆迁；项目公司则在国铁集团的统一指导和安排下，负责剩余资金缺口的筹资。

随着我国现代化建设推进，城际铁路、都市圈交通网等区域交通网络建设需求增加，为避免投资压力阻碍铁路建设与发展，我国铁路发展亟需注入市场活力。2013年8月，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》（国发[2013] 33号），全面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。据统计，我国2020年新建铁路项目资本金中地方政府和社会资本出资比例已达到59%；“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11,397亿元，年均达2,279亿元，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，有力推动了地方铁路项目建设，对优化完善地方铁路网络布局、加快区域铁路网发展做出了重要贡献。截至2021年末，我国地方铁路营业里程达到1.95万公里，较2012年增加1.22万公里，增长1.67倍。2021年，国务院办公厅发布《关于进一步做好铁路建设规划工作的意见》，进一步明确了我国铁路项目分类投资建设模式——干线铁路由中央和地方共同出资，国铁集团负责项目运营，支线铁路以有关地方和企业出资为主。随着我国现代化铁路网建设推进，预计未来地方政府及社会资本对铁路项目建设资本金的出资比例及规模将进一步上升。

表 2：铁路建设及投融资政策梳理

时间	文件号	文件名称	主要内容
2005 年	铁政法[2005] 123 号	《关于鼓励支持和引导非公有制经济参与铁路建设经营的实施意见》	鼓励非公有资本以投资参股、项目融资以及合作、联营等方式，参与铁路干线、铁路支线、地方铁路的建设
2012 年	铁政法[2012] 97 号	《铁道部关于鼓励和引导民间资本投资铁路的实施意见》	鼓励民间资本投资参与建设铁路干线、客运专线、城际铁路、煤运通道和地方铁路、铁路支线、专用铁路、企业专用线、铁路轮渡及其场站设施等项目
2013 年	国发[2013] 33 号	《关于改革铁路投融资体制加快推进铁路建设的意见》	明确提出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
2017 年	发改基础[2017] 1173 号	《关于促进市域（郊）铁路发展的指导意见》	明确市域（郊）铁路的责任主体是城市政府，铁路企业作为公共交通服务的参与方，应该获得提供服务的收益，这是路地双方协商的基础，协商的内容包括建设方案、初期投资和运营补贴政策等
2019 年	国办发[2019] 33 号	《交通运输领域中央与地方财政事权和支出责任划分改革方案》	适当下划部分财政事权，将铁路领域“干线铁路”的组织实施从中央财政事权调整为中央与地方共同财政事权
2020 年	发改基础[2020]1008 号	《关于支持民营企业参与交通基础设施建设发展的实施意见》	坚持各类投资主体一视同仁，破除市场准入隐性壁垒，保障民营企业平等享有资金、用能等要素支持，引入市场竞争，构建合理盈利参与机制
2020 年	国办函[2020] 116 号	《关于推动都市圈市域（郊）铁路加快发展的意见》	明确都市圈所在地城市政府是发展市域（郊）铁路的责任主体；支持城市政府与企业共同出资成立一体化投资主体，吸引包括民间资本、外资在内的社会资本参与投资建设和运营管理
2021 年	国办函[2021] 27 号	《关于进一步做好铁路规划建设工作的意见》	进一步明确干线铁路由中央与地方共同出资，国铁集团负责项目建设运营，支线铁路以有关地方和企业出资为主
2022 年	发改投资[2022] 1652 号	《国家发展改革委关于进一步完善政策环境加大力度支持民间投资发展的意见》	再次明确支持民营企业参与铁路建设，推动民间投资项目加快实施、引导民间投资高质量发展

资料来源：中诚信国际整理

由于地方政府及社会资本参与铁路建设基本采用按项目组建项目公司的模式，即“一项目一合资公司”模式，随着我国路网建设日益成型，多个合资公司分段建设与铁路一体化运营的矛盾逐渐凸显，为提高整体运营效率，解决项目公司规模过小、层次过多、管理分散等问题，国铁集团和地方政府开始推进合资铁路公司的重组整合。

自2017年开始，国铁集团及地方政府开始推进以“分类投资建设和分层管理”为指导思想的合资铁路改革，目前整合的基本做法分为两种，第一种，按照国家干线线路进行整合，形成由国铁集团控股的“一干线一公司”，在现有干线公司的基础上整合干线通道合资铁路，主要通过国铁集团用支线线路股权一比一置换地方政府干线铁路股权实现，首批纳入干支线股权置换改革的省份有湖南、河南、广东、浙江、江西五省。第二种，按照区域进行整合，形成地方政府及企业控股的“一省一公司”，主要通过地方政府接手原国铁集团控股支线铁路资产实现，目前已有多个省份完成“一省一公司”整合。

表 3：完成“一省一公司”重组的省份和企业

省份	企业名称	股东	持股比例（%）
海南省	海南铁路有限公司	中国铁路广州局集团有限公司	58.95
		海南省发展控股有限公司	30.94
		中国铁路发展基金股份有限公司	8.37
		广东省铁路建设投资集团有限公司	1.71
		海南海控资产管理有限公司	0.03
吉林省	长吉城际铁路有限责任公司	中国铁路沈阳局集团有限公司	58.68
		吉林省交通投资集团有限公司	30.73
		中国铁路发展基金股份有限公司	10.59
江苏省	江苏高速铁路有限公司	江苏省铁路集团有限公司	51.23

		中国铁路上海局集团有限公司	26.04
		中国铁路发展基金股份有限公司	22.73
重庆市	重庆铁路投资集团有限公司	重庆发展投资有限公司	75.78
		中国铁路成都局集团有限公司	24.22
山东省	山东铁路有限公司	山东铁路投资控股集团有限公司	42.29
		中国铁路济南局集团有限公司	40.00
		山东铁路发展基金有限公司	14.29
		中国铁路发展基金股份有限公司	3.42
黑龙江省	黑龙江铁路发展有限公司	黑龙江省交通投资集团有限公司	41.61
		中国铁路发展基金股份有限公司	40.51
		中国铁路哈尔滨局集团有限公司	17.88
浙江省	浙江省铁路发展控股集团有限公司	浙江省交通投资集团有限公司	64.80
		中国铁路上海局集团有限公司	27.82
		中国铁路发展基金股份有限公司	7.38
广东省	广东铁路有限公司	中国铁路广州局集团有限公司	73.06
		广东省铁路建设投资集团有限公司	25.96
		韶关市交通旅游投资集团有限公司	0.50
		赣州市地方铁路建设投资有限公司	0.23
		广东粤财资产管理有限公司	0.17
		广东粤财创业投资有限公司	0.08

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

对既有项目进行整合形成“一干线一公司”、“一省份一公司”进一步落实了我国铁路项目分类投资建设模式，对于国铁集团而言，实现了铁路集约化管理，有利于优化财务报表表现、改善铁路经营效益；对于地方政府而言随着整合推进，加强了地方与国铁集团在铁路建设方面的合作，有利于统筹省内铁路及相关资源，加快省内铁路建设、发挥铁路在省内经济社会发展中的支撑作用。

四、经过一系列演变，目前我国铁路项目建设资本金比例最低要求为20%，在实际建设过程中资本金比例可达到约50%；随着分类投资建设模式推进，铁路项目建设资本金来源日益丰富，出资方包括中央政府、地方政府及社会资本方，除此之外资产证券化也提供了融资新思路。但是随着铁路项目建设推进，铁路债务规模也逐年增长，防范债务风险、压降融资成本至关重要。

铁路项目建设总投资规模较大，项目资金来源包括项目资本金和债务性资金两类。资本金方面，自1996年我国建立固定资产项目资本金制度以来，铁路项目建设资本金的比例经历了一系列演变，根据《国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，目前铁路项目建设资本金最低为20%。但是，由于铁路项目投入规模大、回报周期长、盈利能力弱，我国铁路项目建设资本金所占比例一般在50%左右，对于中西部铁路项目，国家更是发布《进一步做好铁路规划建设工作的意见》明确权益性资本金比例原则上不低于50%。

表 4：资本金比例演变过程（%）

文件号	文件名	最低资本金比例
国发[1996] 35 号	国务院关于固定资产投资试行政资本金制度的通知	35
国发[2009] 27 号	国务院关于调整固定资产投资项目资本金比例的通知	25
国发[2015] 51 号	国务院关于调整和完善固定资产投资项目资本金制度的通知	20
国发[2019] 26 号	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	20，下调不得超过 50 个百分点

资料来源：中诚信国际整理

随着我国铁路分类投资建设模式推进，根据不同铁路项目建设主体责任划分，铁路建设资本金的主要来源包括国铁集团出资、地方政府出资以及社会资本出资，其中社会资本出资是铁路投融资体制改革的一个重要内容，自国务院鼓励民间资本参与铁路建设开始，基本上铁路投融资相关的改革均会涉及到鼓励社会资本参与的

内容。具体来看，国铁出资来源主要包括中央预算内投资、铁路建设基金等；地方政府出资包括铁路建设专项资金、地方政府专项债券等；我国社会资本投资铁路项目的方式主要有政府和社会资本合作（PPP）以及社会资本投资铁路发展基金。

但同时值得关注的是，随着铁路所有权及经营权的开放，路外社会资本投资铁路占比不断增加，但仍主要以地方政府为主，社会资本方对我国铁路建设和运营的整体参与度仍不达预期，2013~2017年国家铁路及合资铁路公司基建资金中，社会企业出资额仅占1.73%、0.45%、1.47%、1.79%和2.26%。自2015年国家发改委发布《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》以来，我国铁路行业准入基本放开，社会资本投资铁路项目不存在法律和政策障碍，导致其参与度低的原因主要有收益性低、运行规则不透明、独立性难以保障以及退出机制不健全产生的壁垒。通过铁路沿线资源多元化经营、制定公开透明的市场化运行规则、强化国铁集团与社会资本沟通合作等，对于提升社会资本投资收益、保障其合法权益，进而提升其投资积极性及参与度具有重要意义。

表 5：我国铁路建设资本金部分来源及途径分类

出资方	资金来源或途径	说明
国铁集团	中央预算内资金	由国铁集团编制每年审计计划，符合特定方向的项目才能申请，目前主要投向东北骨干通道、边疆国防保障通道等
	铁路建设基金	由铁路运输企业在核收铁路货物运费时一并核收，“以收定支”，为国铁集团发行的铁路建设债券提供担保
地方政府	铁路建设专项资金	为加快地方铁路建设，部分省市出台相关文件，明确安排资金专项用于铁路建设
	地方政府专项债券	2019 年国家首次明确专项债可用于铁路项目资本金
社会资本方	政府和社会资本合作（PPP）	社会资本方与政府出资人代表直接出资成立铁路建设项目公司
	铁路发展基金	2014 年《铁路发展基金管理办法》正式推出了铁路发展基金，国铁集团为发起人吸引社会投资人共同发起设立

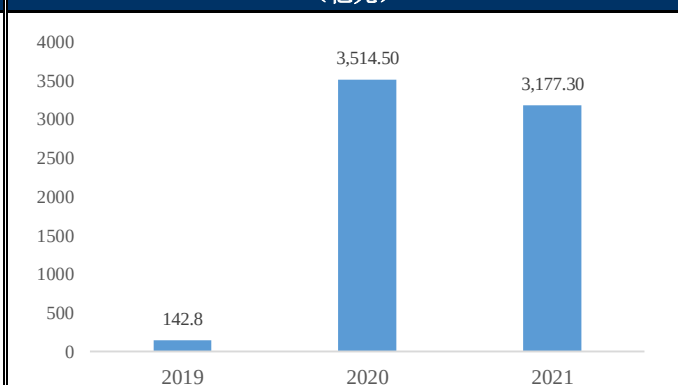
资料来源：中诚信国际整理

图 5：近年来中央预算内铁路运输支出规模（亿元）



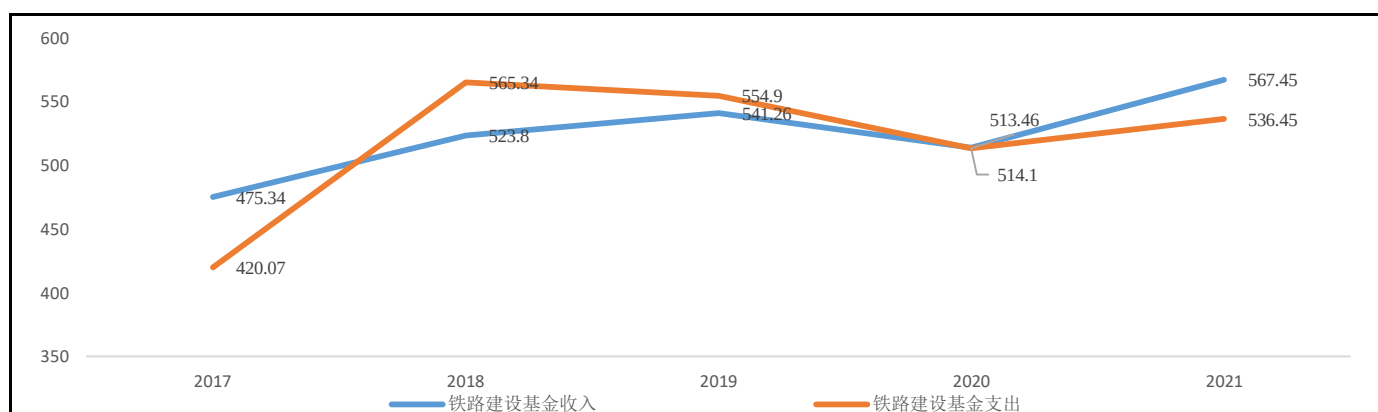
资料来源：财政部中央基本建设支出决算，中诚信国际整理

图 6：近年来募集铁路项目资本金发行的地方政府专项债规模（亿元）



资料来源：Choice，中诚信国际整理

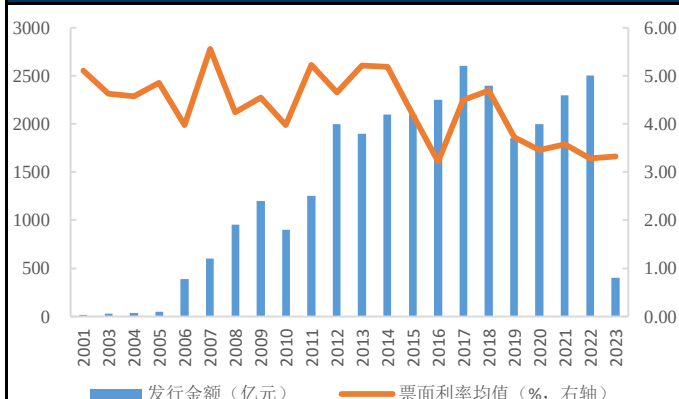
图 7：近年来铁路建设基金收入与支出规模（亿元）



资料来源：财政部，中诚信国际整理

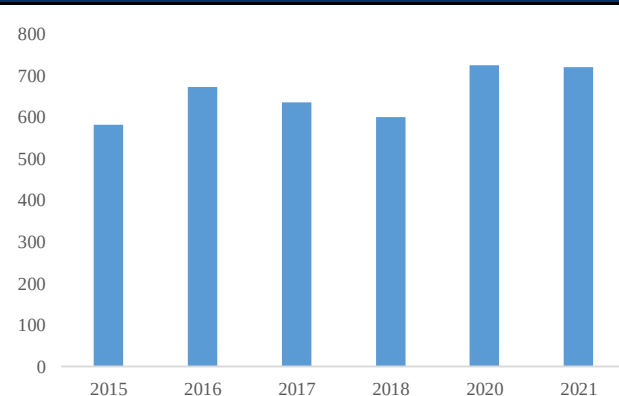
配套债务性融资方面，国铁集团控股的项目公司配套融资主要分为银行信贷和以国铁集团为主体发行的铁路建设债券；由地方控股或社会资本方控股的项目公司配套融资一般以固定资产贷款、铁投平台发行信用债、融资租赁等方式筹措。自2001年以来，国铁集团发行的铁路建设债券规模大幅扩张，受铁路投资建设放缓等因素规模有所波动；此外，近年来样本省级铁路投资平台应付债券余额也维持较大规模，是我国铁路建设资金的重要来源。

图 8：2001~2023 年国铁集团铁路债券发行金额及利率情况



资料来源：公开资料，中诚信国际整理

图 9：近年来省级铁路投资平台应付债券余额情况（亿元）



资料来源：公开资料，中诚信国际整理

除此之外，我国铁路建设也积极探索创新资产证券化等融资方式。2006年大秦铁路股改上市融资150亿元；同年，广深铁路回归A股上市融资103亿元，成为国内首家实现同时在纽约、香港、上海三地上市的铁路股。2020年1月，京沪高铁股份有限公司在上海证券交易所主板挂牌上市；同年8月，北京铁科首钢轨道交通技术股份有限公司在上海证券交易所科创板挂牌上市；2020年9月，国铁集团宣布以沪汉蓉铁路湖北段、粤海铁路轮渡和广珠城际铁路开展铁路基础设施 REITs 试点，进一步提升铁路资产证券化水平；2021年9月8日，国铁集团下属中铁特货物流股份有限公司在深圳证券交易所主板成功挂牌上市。根据国铁集团发布的数据显示，国家铁路资产证券化比率已经从2019年末的1.3%上升至截至2021年末的6.36%，股改上市及REITs试点等铁路资产证券化工作的推进，有利于盘活存量铁路资产，放大铁路资产价值，拓宽铁路建设融资渠道。

值得关注的是，由于中央财政出资有限、社会资本投资铁路意愿不强，随着我国铁路建设推进，铁路债务

规模呈现持续增长态势，虽然国铁集团高度重视债务问题，控制资产负债率增幅，但是债务负担仍相对较重，根据国铁集团财务审计报告显示，截至2021年末，国铁集团总资产规模89,228.07亿元，债务规模49,827.85亿元，资产负债率为66.33%，近年来财务杠杆呈现持续上升态势，防范化解债务风险至关重要。《关于进一步做好铁路规划建设工作的意见》也提出，在丰富铁路建设资本金来源的同时，要建立补贴长效机制、建立健全债务风险检测预警机制，坚决防止隐患演变为重大风险。

图 10：2013~2021 年国铁集团资产负债情况



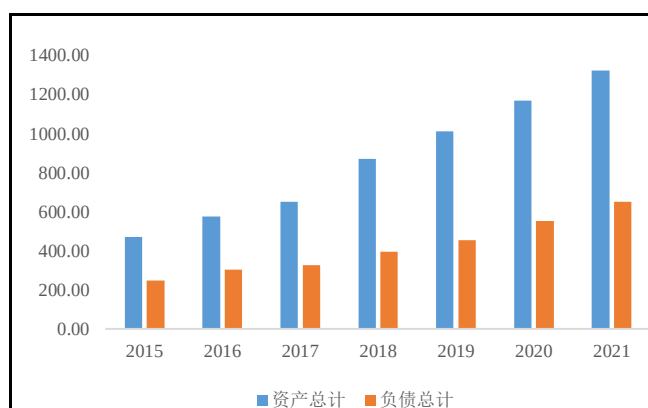
五、随着铁路项目建设推进，省级铁路投资公司资产规模逐年增长，主要由参股及控股的铁路资产构成，整体呈现以非流动资产为主的资产结构；省级铁投公司债务规模不断上涨，同时受到建设资本金比例约束，资本实力也不断提升，整体财务杠杆水平较为稳定，且维持在合理水平。此外，铁路收益主要体现为铁路运输收入及投资收益，但受到行业属性影响整体规模较小，盈利指标提升对其他业务开展以及政府补贴依赖较大。

中诚信国际以公开市场存续且铁路投资业务比重较为突出的13家省级铁路投资平台（不完全统计，详见附表1）为样本，对省级铁路投资平台财务指标进行分析。

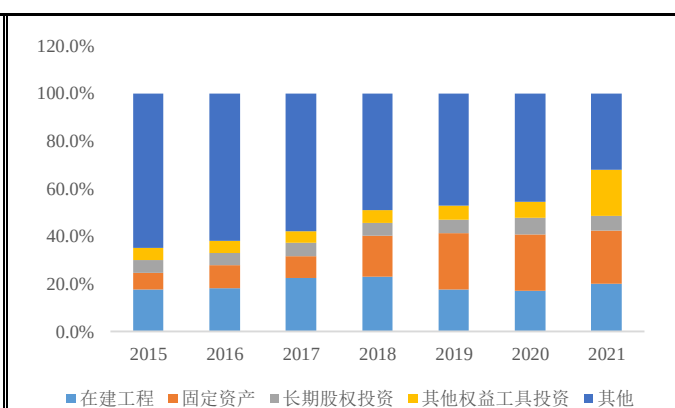
资产规模与结构方面，随着铁路项目持续推进、建设重点向区域交通铁路网络倾斜，近年来省级铁路投资平台资产规模持续增长；根据我国铁路项目分类建设模式，省级铁投平台一般以控股模式参与支线铁路建设、以参股形式参与干线铁路建设，因此资产一般以控股铁路形成的在建工程、固定资产和参股铁路形成的长期股权投资及其他权益工具投资构成，整体呈现以非流动资产为主的结构。此外，资产收益性方面，受铁路开通期限、所在位置、政府补贴等因素影响，铁路资产可为公司贡献的现金流及投资收益规模差异较大。

图 11：近年来省级铁路投资平台资产负债规模情况（亿元）

图 12：2021 年省级铁路投资平台资产结构情况（%）



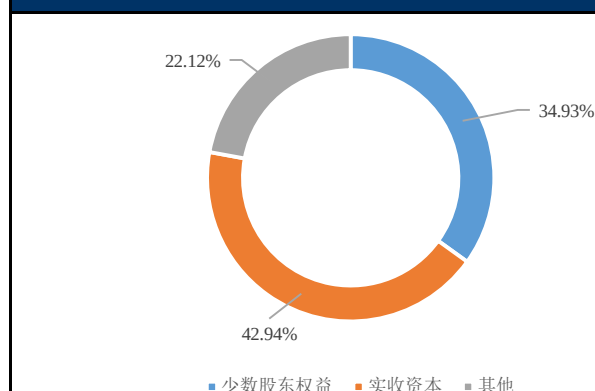
资料来源：公开资料，中诚信国际整理



资料来源：公开资料，中诚信国际整理

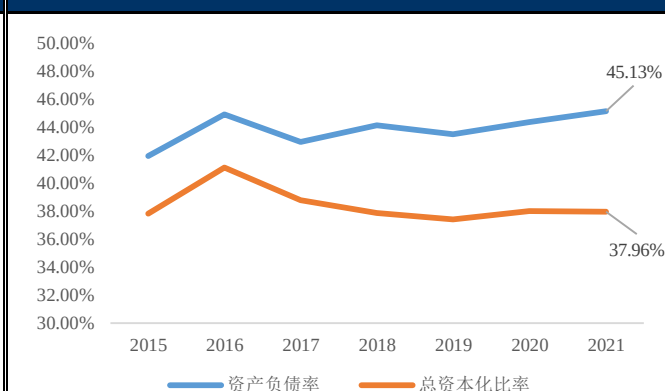
资本实力与财务杠杆方面，随着铁路建设推进、资本金不断到位，省级铁投平台的所有者权益规模不断扩张、资本实力持续提升；由于铁投平台普遍参股干线铁路项目，因此少数股东权益在所有者权益中占有较大比重。受到项目建设资本金比例限制，随着铁路建设项目推进，铁投公司债务规模虽持续增长，但得益于股东支持以及资本金到位，财务杠杆整体增幅不大，截至2021年末，样本铁投平台平均资产负债率和总资本化比率分别为45.13%和37.96%。

图 13: 截至 2021 年末省级铁投公司所有者权益构成（%）



资料来源：公开资料，中诚信国际整理

图 14: 近年来省级铁投公司财务杠杆情况（%）



资料来源：公开资料，中诚信国际整理

盈利能力方面，省级铁路公司控股及参股的铁路收益分别在营业收入及投资收益中体现，其中大部分铁投公司铁路运输收入规模及占比较小，营业收入主要由依托铁路运输开展的贸易、物流以及土地综合开发收入等构成，样本中仅有广西省铁路建设投资集团有限公司以及江苏省铁路集团有限公司铁路运输收入规模在营业收入中占比较大。同时，铁投平台参股铁路产生的投资收益规模亦较小，且部分企业存在投资亏损的情况，其中广东省铁路建设投资集团有限公司亏损较为严重，2019年~2021年实现的投资收益分别为-5.56亿元、-15.84亿元和-11.58亿元。整体来看，基于行业属性，省级铁路投资公司盈利能力整体较弱，盈利能力提升对地方政府运营补贴依赖程度较高，以江苏省铁路集团有限公司（以下简称“江苏铁集”）为例，2021年江苏铁集实现营业利润-35.96亿元，获得政府补助80.00亿元计入营业外收入，实现净利润42.91亿元。

六、结论

“十四五”以来，随着高铁“八纵八横”主要构架逐步搭建完成，叠加新冠疫情因素，铁路固定投资额呈下降趋势，2022年全国铁路固定资产投资降至2014年以来最低点，预计“十四五”后期铁路营业里程整体投产节奏较“十三五”时期趋缓。铁路建设存在片面追求高标准、重高速轻普速、重投入轻产出等情况以及铁路企业面临的经营压力较大、债务负担较重等问题，应在顶层规划方面强化指导和约束作用。我国铁路建设投融资体制经过多年探索与改革，形成了目前分类投资建设的模式，干线铁路由国铁控股、地方铁路由地方铁路公司和企业控股的格局逐渐成型；建设资金来源也日益丰富，为推进铁路建设提供多渠道资金支持，但提高社会资本参与度仍是改革重点。随着铁路项目建设推进，铁路投资公司资产规模逐年增长，参股及控股的铁路资产在总资产中占比逐年提升；同时，省级铁投的债务规模不断上涨，但受到建设资本金比例约束，资本实力也不断提升，整体财务杠杆水平较为稳定。此外，收到行业属性影响，铁路运输收益整体规模较小，省级铁投平台盈利指标的提升对其他业务开展以及政府补贴依赖较大。

附 1：省级铁路投资平台 2021 年主要财务指标情况（亿元、%）

公司名称	总资产	所有者权益	总债务	资产负债率	总资本化比率	营业总收入	投资收益	净利润
广东省铁路建设投资集团有限公司	3,339.23	1,166.76	1,843.96	65.06	61.25	36.87	-10.77	-84.88
广西铁路投资集团有限公司	1,668.94	716.66	785.06	57.06	52.28	315.95	11.21	0.80
贵州铁路投资集团有限责任公司	708.25	401.66	278.29	43.29	40.93	69.85	-0.34	3.12
河北建投交通投资有限责任公司	790.96	424.77	353.00	46.30	45.39	38.77	--	4.19
河南省铁路建设投资集团有限公司	759.98	514.82	227.74	32.26	30.67	25.78	0.10	-11.36
湖南铁路建设投资有限公司	598.44	516.80	78.05	13.64	13.12	0.27	--	-0.28
华远国际陆港集团有限公司	1,301.21	457.92	653.75	64.81	58.81	384.23	2.59	2.90
江苏省铁路集团有限公司	2,910.52	1,784.16	765.80	38.70	30.03	53.71	7.28	42.90
江西省铁路航空投资集团有限公司	898.59	438.57	328.42	51.19	42.82	76.20	3.25	3.66
京津冀城际铁路投资有限公司	626.15	365.77	254.96	41.58	41.07	0.00	--	0.01
山东铁路投资控股集团有限公司	1,572.15	909.22	361.91	42.17	28.47	32.41	-2.58	-8.96
天津铁路建设投资控股(集团)有限公司	474.10	339.60	100.34	28.37	22.81	0.03	--	0.11
云南省铁路投资有限公司	696.60	379.28	305.95	45.55	44.65	6.13	--	6.67

中诚信国际信用评级有限责任公司（以下简称“中诚信国际”）对本文件享有完全的著作权。本文件包含的所有信息受法律保护。未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、删改、截取、或转售，或为上述目的存储本文件包含的信息。如确实需要使用本文件上的任何信息，应事先获得中诚信国际书面许可，并在使用时注明来源，确切表达原始信息的真实含义。中诚信国际对于任何侵犯本文件著作权的行为，都有权追究法律责任。

本文件上的任何标识、任何用来识别中诚信国际及其业务的图形，都是中诚信国际商标，受到中国商标法的保护。未经中诚信国际事先书面允许，任何人不得对本文件上的任何商标进行修改、复制或者以其他方式使用。中诚信国际对于任何侵犯中诚信国际商标权的行为，都有权追究法律责任。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在信息时效性及其他因素影响，上述信息以提供时状态为准。中诚信国际对于该等信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，a)中诚信国际不对任何人或任何实体就中诚信国际或其董事、高级管理人员、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中造成的任何损失或损害承担任何责任，或 b)即使中诚信国际事先被通知前述行为可能会造成该等损失，对于任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失，中诚信国际也不承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中的信用级别、财务报告分析观察，并不能解释为中诚信国际实质性建议任何人据此信用级别及报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。投资者购买、持有、出售任何金融产品时应该对每一金融产品、每一个发行人、保证人、信用支持人的信用状况作出自己的研究和评估。中诚信国际不对任何人使用本文件的信用级别、报告等进行交易而出现的任何损失承担法律责任。

作者	部门	职称
仝雨凡	政府公共评级部	分析师
尹洁	政府公共评级部	分析师



中诚信国际信用评级有限责任公司
地址：北京市东城区南竹杆胡同2号
银河 SOHO 5 号楼
邮编：100010
电话：(86010) 66428877
传真：(86010) 66426100
网址：<http://www.ccxi.com.cn>

CHINA CHENGXIN INTERNATIONAL CREDIT RATING CO.,LTD
ADD:Building 5,Galaxy SOHO.
No.2 Nanzhuagan Lane, Chaoyangmennei Avenue,
Doncheng District, Beijing,PRC.100010
TEL: (86010) 66428877
FAX: (86010) 66426100
SITE: <http://www.ccxi.com.cn>