

## 铁路公路

投资建议：强于大市（维持）

上次建议：强于大市

### 铁路市场化持续推进，看好板块β向上

#### ➤ 货运需求：基于发电量与宏观经济增速需求预计保持平稳增长

我国铁路货运运输以大宗商品为主，其中煤炭占比最高，在大宗运量中占比超过50%。我国煤炭产地集中在“三西”地区，产量占比约为70.5%，消费地则高度聚集在华东和华南地区。煤炭生产和消费的不均衡分布，使我国形成了“西煤东送、北煤南运”的货运格局。铁路货运量、发电量、第二产业GDP增速三者走势总体上保持一致，伴随我国宏观经济温和复苏，以及“公转铁”持续推进，预计2024年货运需求将恢复至5%左右的增速。

#### ➤ 货运价格弹性：运价浮动机制下货运企业业绩弹性有望增强

2018年起，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，可根据市场供求状况自主确定具体运价水平。铁路货运价格经多次调整，由传统的运输成本定价方法，转变为按照与公路货运方式保持合理比价关系的定价方法，建立运价浮动机制，增强价格弹性。2013年至今铁路货运历经三次整体提价，铁路货运主体有望受益于灵活定价增强业绩弹性。

#### ➤ 客运需求：出行需求释放叠加趋势性变化驱动客运景气持续上行

我国高铁营业里程达4.5万公里，占铁路营业里程比重接近30%，跨越式发展使高铁成为旅客出行重要交通方式。且在400-800KM中长途路线结构中，高铁具有显著的出行优势。伴随疫情影响因素消除，2023年高铁客运量同比2019年预计增长约24%，高铁客运量在整体客运量中占比预计超过30%，其中长假期间客运复苏情况相对更优。2024年预计铁路客运出行回归平稳增长态势，我们预计高铁客运量仍将维持15%-20%的增速。

#### ➤ 客运票价弹性：浮动定价机制下收益管理效果更加显著

历经多次调整，自2020年起，动车组列车执行票价以公布票价为上限、5.5折为下限，分时段、席别、区段实行多档次的票价浮动策略。票价浮动主要体现在部分高峰时段和直达列车的票价有所上浮，部分平峰时段以及运行时效偏低的车次执行票价下浮。担当模式下，担当列车的票价政策直接影响客票收入，随着进行价格调整的客运线路范围持续扩大，价格调整频率逐渐提升，客运定价市场化程度深化有望显著增厚相关主体利润。

#### ➤ 投资建议：关注景气上行与高股息方向

2024年预计铁路客运出行需求持续释放，货运方面或主要受宏观经济环境影响，建议关注分红稳健、高股息特征显著的大秦铁路，线路区位显著、有望持续受益于铁路运行线路调整以及票价市场化改革的京沪高铁，以及掌握粤港澳大湾区核心铁路资产、有望继续增开跨线动车组列车的广深铁路。

**风险提示：**宏观经济增速放缓；空铁竞争风险。

#### 相对大盘走势



#### 作者

分析师：田照丰

执业证书编号：S0590522120001

邮箱：tianzhf@glsc.com.cn

分析师：李蔚

执业证书编号：S0590522120002

邮箱：liwyj@glsc.com.cn

#### 相关报告

1、《铁路公路：2024年春运出行系列之二：高铁客运景气持续上行》2024.01.26

## 投资聚焦

### 核心逻辑

我国铁路建设发展至今已有 40 余年，伴随投资进度的加快与铁路网络规模的扩大，我国铁路货运量由 2000 年的 17.8 亿吨增长至 2023 年的 50.1 亿吨，年均复合增长率约为 4.6%，为推动工业化提供了基本条件。同时，随着高速铁路网的完善以及技术的不断提升，高铁成为民众出行选择的主要交通方式之一，2009-2019 十年间，我国高铁客运量年均复合增速约为 42.9%，高铁客运量占铁路客运量的比重也从 3% 上升至 64%。在本篇报告中，我们分别从铁路客运与货运两个维度，基于供需角度、运营机制、票价机制等方面，对影响行业利润的核心要素进行全方位分析。

### 不同于市场的观点

铁路作为交通基础设施行业之一，市场上采用公用事业角度看待铁路行业的投资。我们认为，在目前票价机制市场化改革正逐步深入、线路格局正加密布局的情况下，铁路行业仍然具备一定成长性，同时部分分红稳健、现金流充足的高股息标的也值得关注。

### 投资看点

2024 年预计铁路客运出行需求持续释放，货运方面或主要受宏观经济环境影响。建议关注景气上行与高股息方向。

建议关注分红稳健、高股息特征显著的大秦铁路，线路区位显著、有望持续受益于铁路运行线路调整以及票价市场化改革的京沪高铁，以及掌握粤港澳大湾区核心铁路资产、有望继续增开跨线动车组列车的广深铁路。

## 正文目录

1. 铁路货运：需求主要取决于发电与宏观经济增速	4
1.1 货量结构：煤炭运输为主体	4
1.2 下游需求：货运量与发电量增速基本一致	5
1.3 线路格局：以“北煤南运、西煤东调”为主	6
1.4 定价机制：由政府定价向市场化定价演变	7
1.5 成本拆解：以人工与折旧成本为主	9
2. 铁路客运：业绩弹性主要取决于票价市场化改革	10
2.1 线路供给：六次大提速为基，八纵八横为网	10
2.2 客运需求：高铁客运出行占比持续创新高	11
2.3 运营模式：合资铁路多采用委托运输管理模式	13
2.4 票价机制：市场化改革持续推进	16
3. 投资建议：关注景气上行与高股息方向	18
3.1 大秦铁路	18
3.2 京沪高铁	19
3.3 广深铁路	20
4. 风险提示	21

## 图表目录

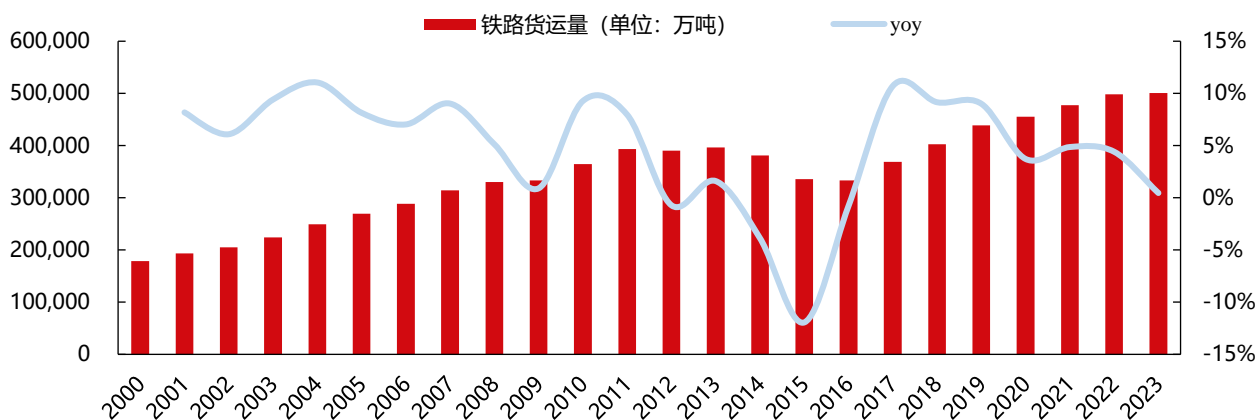
图表 1：2000-2022 年铁路货运量	4
图表 2：2000-2022 年大宗商品铁路运输量（单位：万吨）	4
图表 3：“公转铁”部分相关政策	5
图表 4：货运量与用电量增速基本一致	5
图表 5：各省份的煤炭消费量与原煤产量比较（以 2019 年为例）	6
图表 6：主要煤炭运输通道	7
图表 7：铁路货运价格组成	7
图表 8：铁路货运价格机制调整政策	8
图表 9：2011-2022 年大秦铁路主营业务成本构成	9
图表 10：我国铁路六次大提速	10
图表 11：2008-2023 年高铁营业里程	11
图表 12：2008-2022 年高铁密度	11
图表 13：2008-2023 年高铁客运量情况	11
图表 14：2008-2023 年高铁旅客周转量情况	11
图表 15：2008-2023 年高铁客运量占比情况	12
图表 16：铁路客运 VS 公路客运运营方式比较	12
图表 17：高铁对民航替代效应的分析	12
图表 18：2023 年公共假期铁路客运量同比 2019 年变化情况	13
图表 19：2024 年铁路春运客流量情况（单位：万人）	13
图表 20：铁路客运收入划分机制	14
图表 21：京沪高铁本线/跨线模式下收支构成	15
图表 22：跨线列车提供路网服务价格	15
图表 23：铁路客运价格机制调整政策	16
图表 24：铁路客运部分调价线路	17
图表 25：广深铁路客运票价	18
图表 26：京沪高铁七档浮动票价机制	18
图表 27：大秦铁路盈利预测	19
图表 28：京沪高铁盈利预测	20
图表 29：广深铁路盈利预测	21

## 1. 铁路货运：需求主要取决于发电与宏观经济增速

### 1.1 货量结构：煤炭运输为主体

伴随经济的快速发展，我国铁路货运量由 2000 年的 17.8 亿吨升至 2023 年的 50.1 亿吨，年均复合增长率约为 4.6%。2014-2016 年，受经济增长放缓及供给侧改革影响，铁路货运量有所下滑。

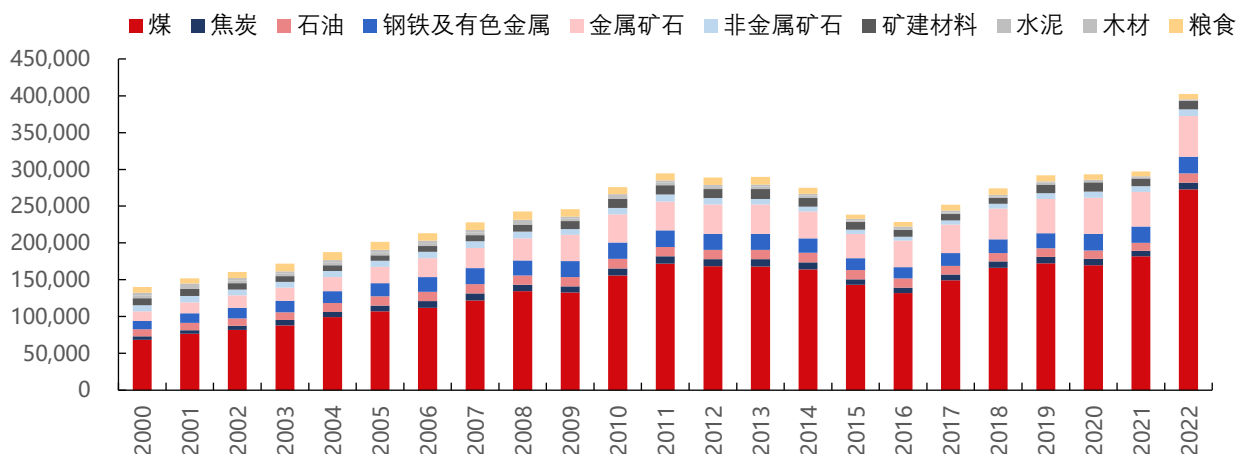
图表1：2000-2022 年铁路货运量



资料来源: wind, 国联证券研究所整理

我国铁路货运运输以大宗商品为主，大宗商品铁路货运量占比基本维持在 70%-80%左右。其中煤炭占比最高，在大宗商品货运量中占比超过 50%，其中以发电用煤为主体。

图表2：2000-2022 年大宗商品铁路运输量 (单位: 万吨)



资料来源: wind, 国联证券研究所整理

我国公路建设起步相对较早，且公路网络相对更加成熟完善。对于铁路货运来说，最主要的竞争来自于公路运输，但公路货运导致大量污染排放，2018 年<sup>1</sup>全国以柴油

<sup>1</sup> <http://legal.people.com.cn/GB/n1/2018/0804/c42510-30209062.html>

车为主的公路运输承担约 78.8%的旅客运输和 76.8%的货物运输，其中柴油货车的污染量占到全国机动车污染排放总量 60%以上。为保护环境和降低物料成本，2018 年起，国家相继出台调整货物运输结构的相关政策，全面促进煤炭运输“公转铁”。

图表3：“公转铁”部分相关政策

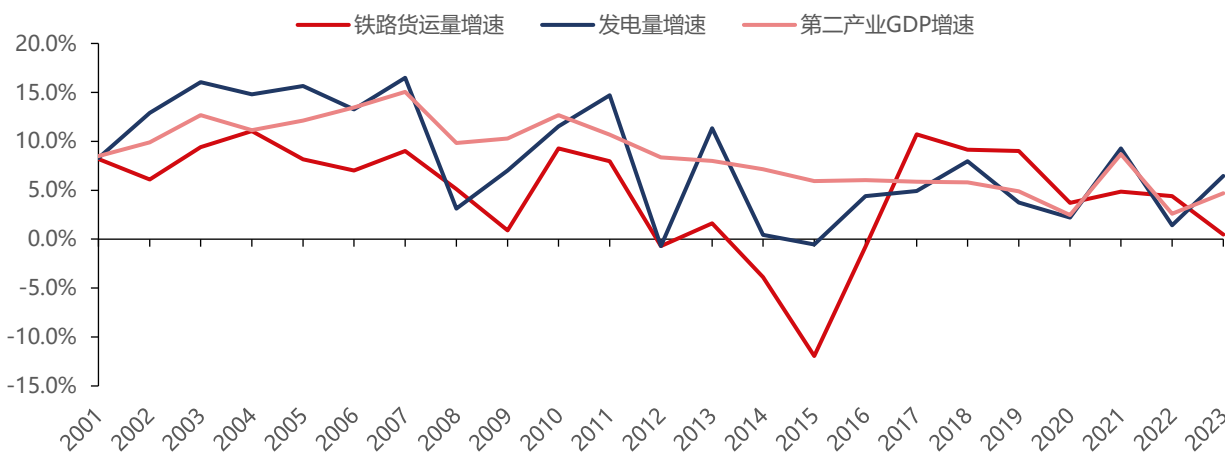
日期	机构	文件	具体政策
2018. 6. 27	国务院	《打赢蓝天保卫战三年行动计划》	优化调整货物运输结构，大幅提升铁路货运比例。
2018. 10. 26	交通运输部、发改委等九部门	《推进运输结构调整三年行动计划（2018—2020年）》	大宗货物年运量 150 万吨以上的，铁路专用线接入比例达到 80%以上；重点区域具有铁路专用线的，大宗货物铁路运输比例达到 80%以上。
2020. 5. 20	交通运输部、发改委	《关于进一步降低物流成本的实施意见》	加大对铁路专用线、多式联运场站等物流设施建设的资金支持力度，加快推动大宗货物中长距离运输“公转铁”、“公转水”
2022. 1. 7	国务院	《推进多式联运发展优化调整运输结构工作方案（2021—2025年）》	推动大宗物资“公转铁、公转水”。到 2025 年，晋陕蒙煤炭主产区大型工矿企业中长距离运输的煤炭和焦炭中，铁路运输比例力争达到 90%
2024. 1. 11	国务院	《中共中央国务院关于全面推进美丽中国建设的意见》	大力推进“公转铁”、“公转水”，加快铁路专用线建设，提升大宗货物清洁化运输水平。

资料来源：国务院、交通运输部、发改委，国联证券研究所整理

## 1.2 下游需求：货运量与发电量增速基本一致

从铁路货运量、发电量、第二产业 GDP 增速来看，三者走势总体上是一致的。在经济上行期，发电量增速普遍快于工业 GDP 增速，而铁路货运量受制于铁路运力限制，增速基本上低于工业 GDP 增速。

图表4：货运量与用电量增速基本一致



资料来源：wind，国联证券研究所整理

2000-2007 年，我国工业 GDP 同比增速由 8.5%提高至 15.1%，同期发电量增速与铁路货运量增速总体上呈现波动上升的态势；2008 年，受国际金融危机冲击，我国经济增速有所回落，发电量与铁路货运量增长同步回落，铁路货运量增速回落时间相对更久；在刺激性政策的作用下，2009-2010 年，我国经济增速回升，发电量与铁路

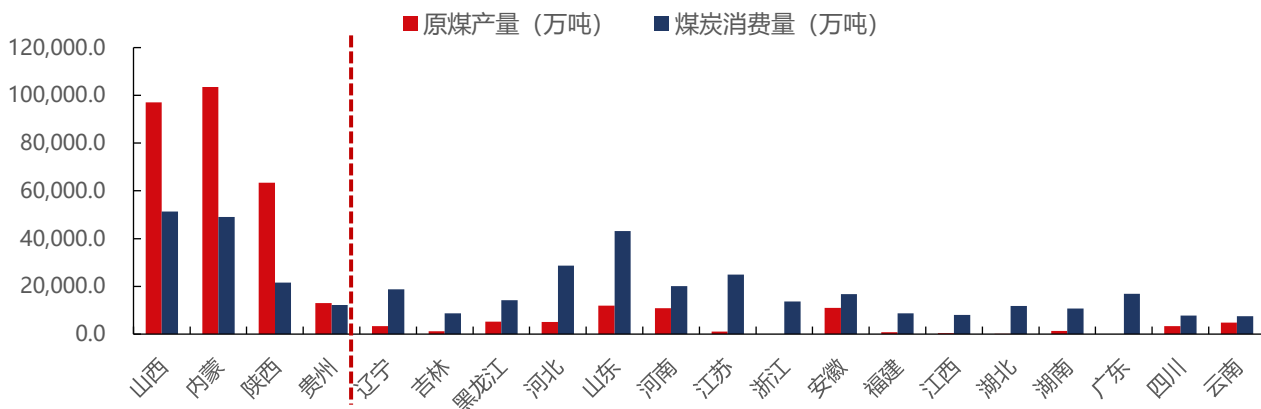
货运量增速加快；2015年后，随着经济增速趋缓，发电量与铁路货运量增速也整体呈现放缓态势。2017-2019年铁路货运量高于发电量与工业GDP增速估计主要系2016年三季度末起公路超载治理力度加大导致货源回流铁路。

### 1.3 线路格局：以“北煤南运、西煤东调”为主

我国煤炭生产主要集中在以内蒙古、山西和陕西为主的“三西”地区，而煤炭的消费地则高度聚集在华东和华南地区。煤炭生产和消费的逆向分布，使我国形成了“西煤东送、北煤南运”的物流格局。

为剔除疫情影响，以2019年为例，内蒙古、山西和陕西原煤产量分别为10.35亿吨、9.71亿吨和6.34亿吨，合计占全国原煤产量比重为70.5%。

图表5：各省份的煤炭消费量与原煤产量比较（以2019年为例）



资料来源：wind，国联证券研究所整理

2016年12月末，国家发改委、国家能源局制订并印发《煤炭工业发展“十三五”规划》，提出全国形成“九纵六横”的煤炭物流通道网络。其中铁路运输通道主要包括晋陕蒙外运通道、蒙东外运通道、云贵外运通道和新疆外运通道。

晋陕蒙外运通道可通过北、中、南三大横向运输通道等铁路将煤炭运输至东部沿海地区，西煤东运运力相对充足。北通路约承担西煤东运总运量的55%，除供应京津冀地区外，大部分在秦皇岛港转海运，并部分运往东北地区。中通路约承担西煤东运总运量的25%，大部分经石德铁路转青岛港海运。南通道约承担西煤东运总运量的20%，经新菏兖日线自日照港转海运。北煤南运运量大、运距长，主要采用铁路、海运和内河水路运输，其中铁路运输主要通过焦柳、京九、京广、蒙西至华中、包西等主要线路。

蒙东外运通道主要覆盖东北地区，因此主要依靠横向的锡乌线与巴新线。由于云贵地区煤炭主要供本地及周边省份需求，运力相对充足，外运通道主要为沪昆横向通路和南昆纵向通路。新疆产煤区距离煤炭消费地区普遍较远，外运通道主要依靠兰新、兰渝两条纵向通路。

图表6：主要煤炭运输通道

主通道	纵向	横向	覆盖区域
晋陕蒙外运通道	焦柳、京九、京广、蒙西至华中（浩吉铁路）、包西	北通路（大秦、朔黄、蒙冀、丰沙大、集通、京原）	京津冀、华东、华中和东北地区
		中通路（石太、邯长、山西中南部、和邢）	
		南通路（侯月、陇海、宁西）	
蒙东外运通道	/	锡乌线、巴新线	东北地区
云贵外运通道	南昆线	沪昆线	湘粤桂川渝地区
新疆外运通道	兰新线、兰渝线	/	新疆煤炭外运

资料来源：《煤炭工业发展“十三五”规划》，国联证券研究所整理

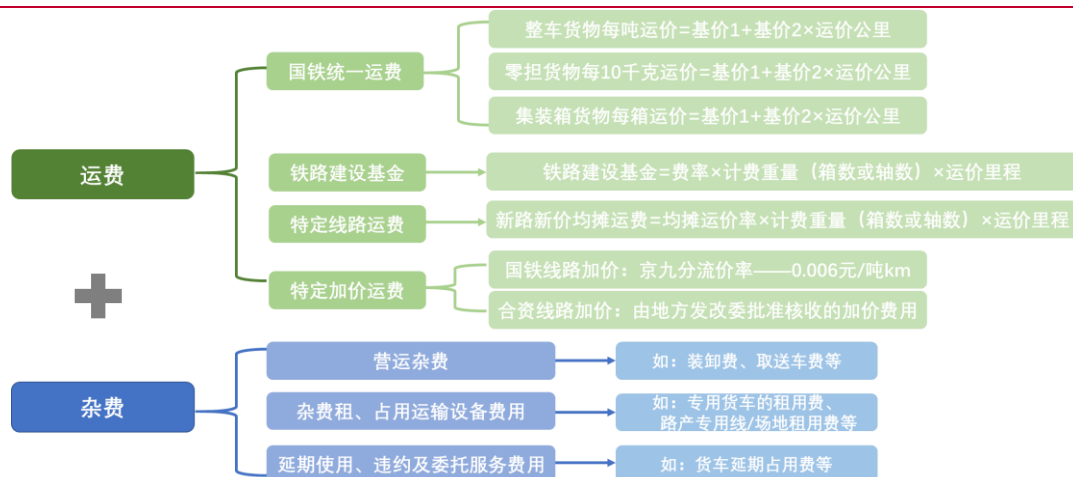
### 1.4 定价机制：由政府定价向市场化定价演变

我国铁路货物运价主要由运费和杂费两部分组成，运费主要指站到站间干线运输产生的费用，杂费主要包括运输物流辅助服务所产生的费用。

运费主要包括国铁统一运费、铁路建设基金、特定线路运费、特定加价运费。其中国铁统一运费由基价1和基价2两部分组成，按货物运输种类划分为整车货物运价、集装箱货物运价和零担货物运价。铁路建设基金是经国家批准在铁路货运价格基础上收取的专门用于铁路建设的专项行业发展基金，主要为补偿铁路建设费用，由铁路运输企业在核收铁路货物运费时一并核收。特定线路运费主要指的是新路新价均摊运费，执行单一运价费率并进行分段计费，费率水平一般相对较高。特定加价运费指的是在部分国铁线路及合资铁路批准核收的加价费用。

目前杂费共有26项，主要包括11项营运杂费、7项租/占用运输设备费用和8项延期使用、违约及委托服务费用，按照当日发生的费率向托运人或收货人核收。对于不允许浮动的杂费项目，杂费费率按照国铁集团基准费率执行；对于国铁集团允许浮动的杂费项目，杂费费率执行铁路局浮动后费率。

图表7：铁路货运价格组成



资料来源：《铁路货物运价规则》，国联证券研究所整理

我国铁路货运运价长期以来以政府定价为主，定期根据能源、材料等成本的上升幅度，对铁路货运价格进行调整，单次提价幅度较小。2013年2月20日，国家发改委和铁道部对全国实行统一运价的营业线货物运价进行调整，国家铁路货物统一运价平均每吨公里提高1.5分钱，即由现行11.51分钱提高至13.01分钱。胶新线、临沂北线、西合线、南阳西线等8条线货运价按国铁统一运价执行，大秦、丰沙大、京原等4条线煤炭现行运价不变。

2014年2月15日起，铁路货运价格由政府定价改为政府指导价，并对全路实行统一运价的营业线货物运价进行调整，货物运价水平提高1.5分/吨公里，即由现行13.01分钱提高至14.51分钱，上调幅度为11.5%。大秦、京秦、京原、丰沙大等铁路与其他铁路跨线煤炭运输，西康铁路、益湛铁路永马段、集通铁路、萧甬铁路与其他铁路跨线货物运输，以及喀什—和田铁路、京广铁路广坪段货物运输执行国家铁路货物统一运价。

2015年2月，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。大秦、京秦、京原、丰沙大铁路本线运输煤炭运价率每吨公里同步提高1分钱，即由现行9.01分钱提高到10.01分钱。

**图表8：铁路货运价格机制调整政策**

日期	机构	文件	具体政策
2013.8	国务院	《关于改革铁路投融资体制加快推进铁路建设的意见》	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。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。
2014.2	发改委	《关于调整铁路货物运价有关问题的通知》	2014年2月15日起，国铁货物统一运价由13.01分/吨公里，提高至14.51分/吨公里。铁路运价由政府定价改为政府指导价。
2014.12	发改委	《关于下放和放开部分交通运输服务价格的通知》	指导地方放开延伸服务收费，由相关经营者根据用户需求以及生产经营成本、市场供求和竞争状况、社会承受能力等情况，自主确定收费项目和收费标准。
2014.12	发改委	《关于放开部分铁路运输价格的通知》	铁路散货快运、铁路包裹运输价格，以及社会资本投资控股新建铁路的货物运价、客运专线旅客票价实行市场调节价，由铁路运输企业根据生产经营成本、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。
2015.2	发改委	《关于调整铁路货运价格进一步完善价格形成机制的通知》	2015年2月1日起，国铁货运统一运价上调为15.51分/吨公里。 2015年8月1日起，可按基准价上浮不超过10%。
2015.10	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。
2017.12	发改委	《关于深化铁路货运价格市场化改革等有关问题的通知》	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。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。

资料来源：国务院，发改委，国联证券研究所整理



2018 年起，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，可根据市场供求状况自主确定具体运价水平。

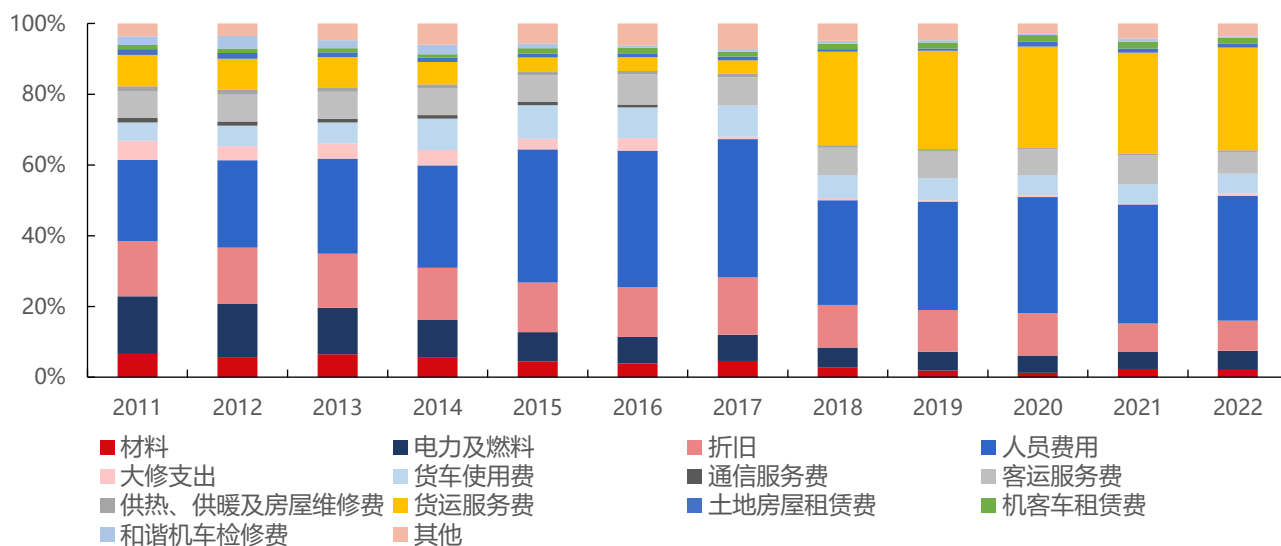
铁路货运价格经多次调整，逐步改变传统的运输成本定价方法，形成按照与公路货运替代运输方式保持合理比价关系原则制定铁路货运的价格机制，建立运价浮动机制，增强价格弹性，逐渐缩小特殊运价线路范围，推动运价向透明化、市场化转变。

### 1.5 成本拆解：以人工与折旧成本为主

对于铁路货物运输公司而言，公司向客户提供承运、装车、编组、运输、到达、卸车及交付等相关服务，并向客户收取的铁路货物营运收入、铁路建设基金和货运杂费收入。其中铁路货物营运收入、货运杂费收入为公司主要收入来源，铁路建设基金是政府性基金，由公司收取后汇缴至国铁集团。

而成本端则主要包括能源费用、折旧费用、人员费用、运营维修等费用。以铁路货运上市公司大秦铁路为例，大秦铁路的主营业务成本主要由材料、电力及燃料、折旧、人员费用、大修支出、货车使用费、通信服务费、客货运服务费、供热供暖等费用组成。

图表9：2011-2022 年大秦铁路主营业务成本构成



资料来源：wind，国联证券研究所整理

主营业务成本中人员费用、折旧、维修支出、能源支出等可视为固定成本，客货运服务费可视为变动成本。固定成本中以人工成本和折旧为主，二者在总成本中占比约为 44%，能源及材料成本占比约为 7%。

变动成本以货运服务费为主，主要是使用其他铁路运输企业提供的货运服务（包括货运机车牵引服务费、线路使用费、车辆服务费、到达作业服务费、综合服务费和货运接触网使用费等）产生的支出。自 2018 年起，国铁集团实行货物承运清算，由

运输承担企业取得全部运输收入，对于接受其他运输单位提供运输服务的部分，由运输承担企业向其支付运输服务费用。受该清算规则变更的影响，自 2018 年起，货运服务费占比明显增加，平均成本占比约为 28%。

## 2. 铁路客运：业绩弹性主要取决于票价市场化改革

### 2.1 线路供给：六次大提速为基，八纵八横为网

1997-2007 年，我国铁路进行了六次大提速。在大幅增加提速线路资源的同时，也相应提高了列车运行的最高速度。全国铁路客运网络规模迅速扩大，高铁建设达到世界领先水平。

图表10：我国铁路六次大提速

日期	重点提速范围	全国平均时速	线路延展里程
1997.04	京广、京沪、京哈三大干线	54.90 公里/小时	允许时速超过 120 公里的线路延长为 1398 公里，时速超过 140 公里的线路延长为 588 公里，时速超过 160 公里的线路延长为 752 公里
1998.10	京广、京沪、京哈三大干线	55.16 公里/小时	允许时速超过 120 公里的线路延长为 6449 公里，时速超过 140 公里的线路延长为 3522 公里，时速超过 160 公里的线路延长为 1104 公里
2000.10	陇海线、兰新线、京九线和浙赣线	60.30 公里/小时	允许时速超过 120 公里的线路延长为 9581 公里，时速超过 140 公里的线路延长为 6458 公里，时速超过 160 公里的线路延长为 1104 公里
2001.10	京九线、武昌—成都（汉丹、襄渝、达成）、京广线南段、浙赣线和哈大线	61.60 公里/小时	允许时速超过 120 公里的线路延长为 13166 公里，时速超过 140 公里的线路延长为 9779 公里，时速超过 160 公里的线路延长为 1104 公里
2004.04	京广、京沪、京哈等干线	65.70 公里/小时	京沪、京广、京哈等干线部分地段线路基础达到时速 200 公里的要求，提速网络总里程达到 1.65 万公里，其中时速超过 160 公里的线路延长为 7700 公里
2007.04	京哈、京沪、京广、陇海、沪昆、胶济、广深、京九、兰新等 18 条线路	70.18 公里/小时	允许时速超过 120 公里的线路延长为 2.2 万公里，时速超过 160 公里的线路延长为 1.6 万公里，时速超过 200 公里的线路延长为 6003 公里，时速达到 250 公里的线路延长为 846 公里

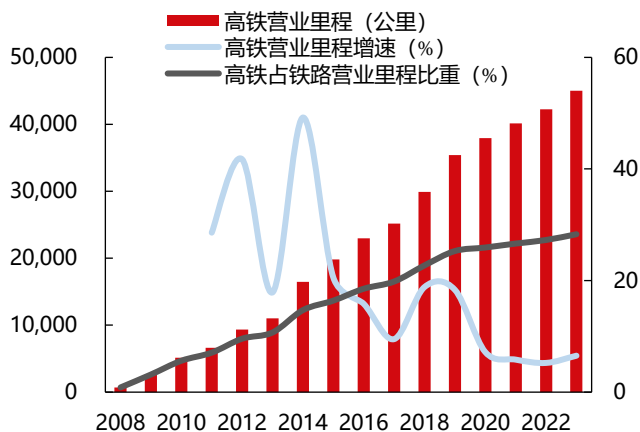
资料来源：中国铁路网，新华社，国联证券研究所

2004 年 1 月，国务院常务会议通过《中长期铁路网规划》，提出建设包括“四纵四横”客运专线及三个城际客运系统在内的高速铁路骨干网络。2016 年 6 月，国务院常务会议通过新版《中长期铁路网规划》，本次规划提出在“四纵四横”高速铁路的基础上，形成以“八纵八横”主通道为骨架、区域连接线衔接、城际铁路补充的高速铁路网。

其中，“八纵”通道为：沿海通道、京沪通道、京港（台）通道、京哈-京港澳通道、呼南通道、京昆通道、包（银）海通道、兰（西）广通道；“八横”通道为：绥满通道、京兰通道、青银通道、陆桥通道、沿江通道、沪昆通道、厦渝通道、广昆通道。

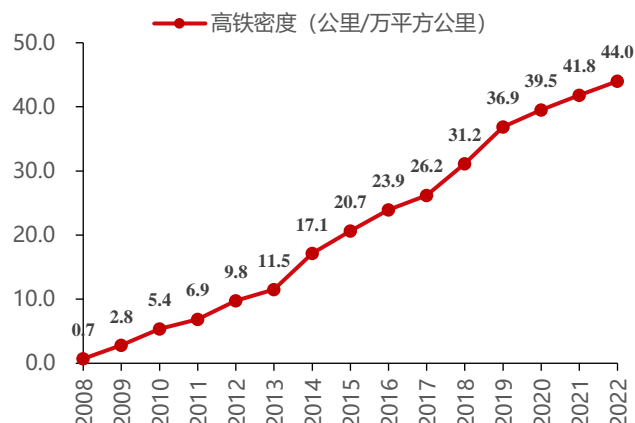
在铁路建设规划的目标指引下，我国高铁建设规模在过去近 15 年间实现了高速增长。高铁密度从 2008 年的 0.7 公里/万平方公里上升至 2022 年的 44.0 公里/万平方公里。截至 2023 年末，我国高铁营业里程达到 4.5 万公里，占铁路营业里程比重为 28.3%。2008-2023 年，高铁营业里程年均复合增速达到 32.4%。

图表 11：2008-2023 年高铁营业里程



资料来源：wind，国联证券研究所

图表 12：2008-2022 年高铁密度

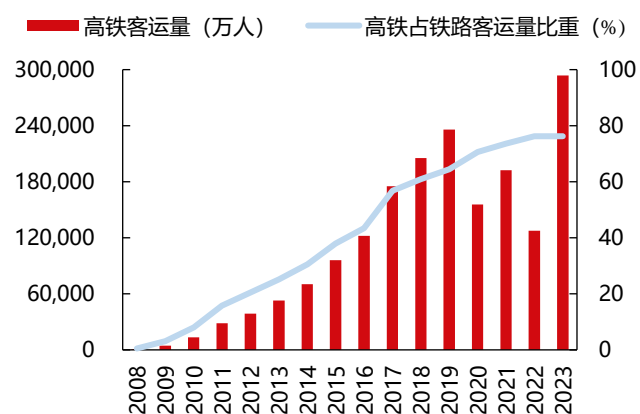


资料来源：wind，国联证券研究所

## 2.2 客运需求：高铁客运出行占比持续创新高

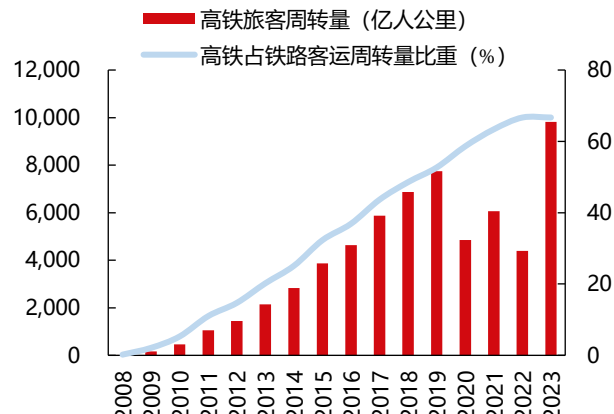
随着高速铁路网的完善以及技术的不断提升，高铁成为民众出行选择的主要交通方式之一。剔除疫情影响，2009-2019 十年间，我国高铁客运量年均复合增速约为 42.9%，高铁客运量占铁路客运量的比重也从 3% 上升至 64%，到 2022 年该比重已上升至 76%。2023 年，我国铁路客运量约为 38.5 亿人，如高铁占铁路客运量的比重仍为 76%，则高铁客运量约为 29.4 亿人，同比 2019 年增长约 24%。

图表 13：2008-2023 年高铁客运量情况



资料来源：wind，国联证券研究所 (2023 年高铁客运量未公布，为估计值)

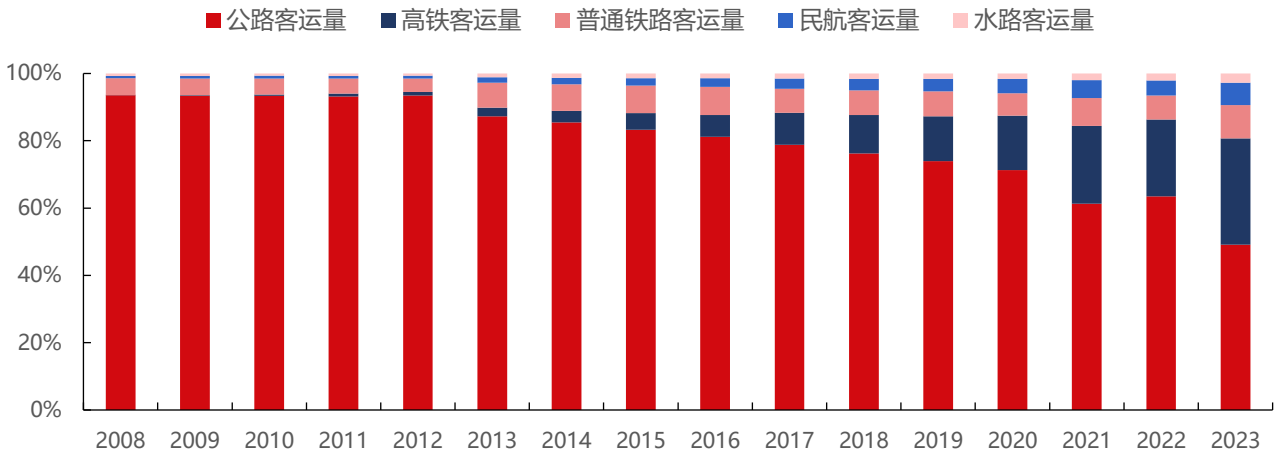
图表 14：2008-2023 年高铁旅客周转量情况



资料来源：wind，国联证券研究所 (2023 年高铁客运量未公布，为估计值)

从客运量整体结构来看，高铁客运量在整体客运量中的占比在持续提升。(2013 年公路客运量骤降主要系统计口径改变，城市公交和出租车不再计入公路运输量)截至 2022 年，高铁客运量占比为 22.8%，2023 占比预计超过 30%。

图表15：2008-2023年高铁客运量占比情况



资料来源：wind，国联证券研究所(2023年高铁客运量未公布，为估计值)

民众出行对时效性和便利性的需求与日俱增，随着高速铁路技术的更新迭代不断加快，在400-800KM等中途或中长途路线结构中，高铁具有显著的优势。

与公路客运方式相较，一方面，伴随汽车保有量的提升，营业性客运车辆运送旅客人数在下降，另一方面，在200km以上的中长途路线，高铁以其舒适性和便利性具备相对优势。

与航空客运方式相较，飞机(800-1000km/h)运输速度为高铁(200-350km/h)的3-4倍。考虑登机手续和机场距离，高铁2个小时内的行程具有绝对优势；高铁4个小时行程与飞机2小时内行程耗时相当；高铁4个小时以上的行程效率低于飞机。因此，高铁对于航空客运的替代效应主要集中在500-800km区间。

图表16：铁路客运 VS 公路客运运营方式比较

运距	路线结构	公路客运特点	铁路客运特点	适合运输方式
100km以下	短途	点对点、门到门、面广、灵活	短途火车班次有限	公路客运
100-200km	中短途	班次密集，快客舒适性、经济性与动车近似	舒适、安全，大节点可公交化，小节点班次有限	公路客运有相对优势
200-400km	中长途	价格高，舒适性差，但支线市场有优势	动车舒适安全，高铁价格劣势	铁路客运有相对优势

资料来源：汽车总站网，国联证券研究所

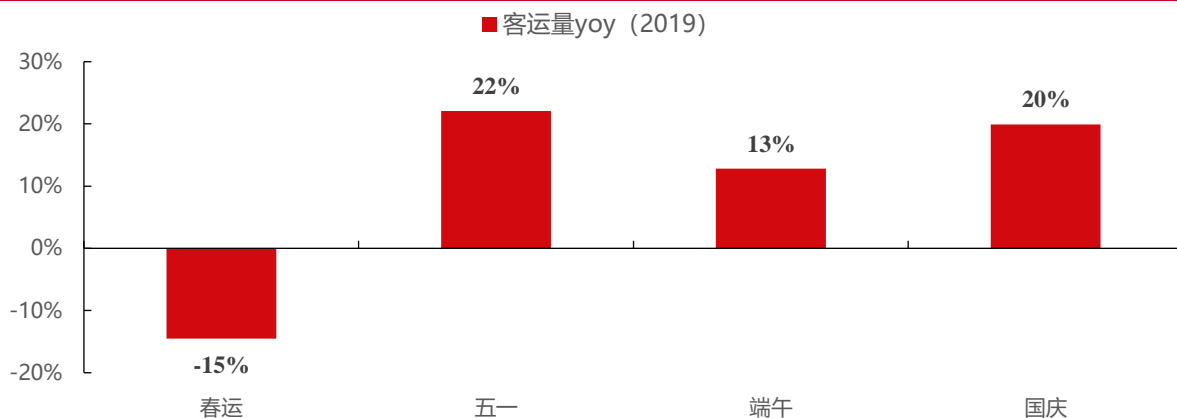
图表17：高铁对民航替代效应的分析

运距	高铁对民航份额冲击
500km	>50%
500-800km	>30%
1000km	20%
1500km	10%

资料来源：民航局，国联证券研究所

从假期出行情况来看，2023年疫情因素消除后，伴随探亲、出游等出行需求的释放，铁路客运迅速复苏。2023年五一/端午/国庆铁路客运量同比2019年分别变动22%/13%/20%，长假期间客运复苏情况相对更优。

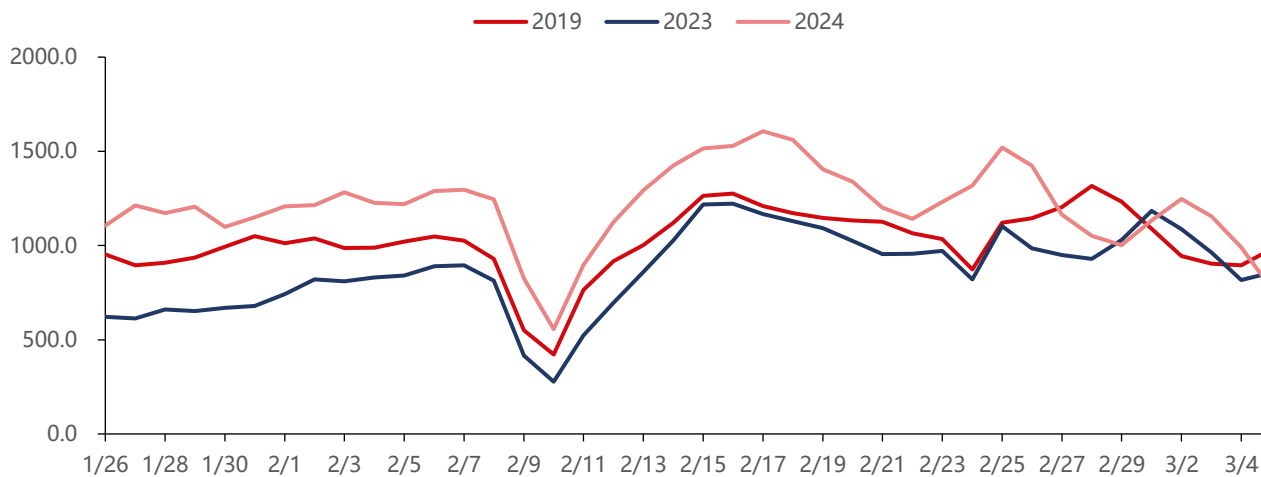
图表18：2023年公共假期铁路客运量同比2019年变化情况



资料来源：交通运输部，央视网，国联证券研究所

2024年春运铁路客运表现持续亮眼。春运40天铁路累计发送旅客4.8亿人次，同比2023年增长39.0%，同比2019年增长18.8%，超过交通运输部早前预测值18.0%。2024年春节假期天数较往年增加1天，且是恢复常态化后的首个春运，叠加探亲、旅游等多种出行因素，春节8天假期期间出行持续旺盛，铁路旅客量同比2019年增长24.7%，其中旅游出行或贡献主要增量。

图表19：2024年铁路春运客流量情况（单位：万人）



资料来源：wind，国联证券研究所

2023年随着疫情等不确定因素的消除，客运需求得到集中释放，2024年预计铁路客运出行将回归平稳增长态势，我们预计高铁客运量仍将维持15%-20%的增速。

### 2.3 运营模式：合资铁路多采用委托运输管理模式

我国新建铁路大都采用合资建设的模式，即国家铁路部门与地方政府、企业或其他投资单位共同投资建设、经营的铁路路网干线或重要支线，经营模式也由早期单一的自营模式向自营模式与委托运输管理模式并存方向转变。

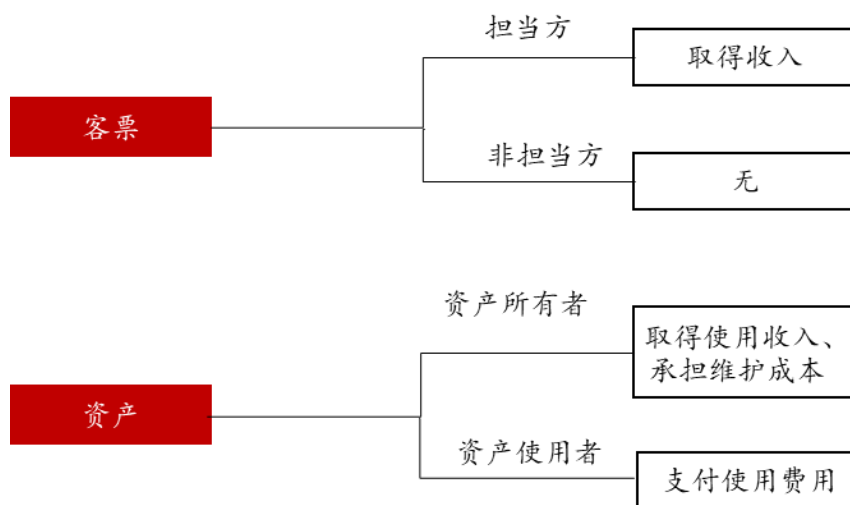
自营模式指合资铁路全面负责铁路运输即全部相关业务，包括线路设施运营维护、编制列车运行图、统一调度指挥等。委托运输管理模式是指路网公司将部分业务主要是运输相关业务委托给相关地方铁路局（运输公司），按协议接受服务和付费的方式，实现“网运分离”。

目前全国范围内 95%以上的合资铁路项目采用的是委托运输管理模式，合资公司作为委托人委托地方铁路局进行铁路运营。

以京沪高铁为例，京沪高铁将京沪高速铁路的运输组织管理、运输设施设备管理、运输移动设备管理等委托给沿线的北京局集团、济南局集团、上海局集团管理，并向其支付委托运输管理相关费用。

根据京沪高铁与北京局、济南局、上海局签署的《京沪高铁列车担当协议》，京沪高铁本线上开行的动车组列车由京沪高铁公司担当，并取得担当收入；京沪高铁跨线开行的动车组列车由其他铁路运输企业担当，并取得担当收入。其中担当特指“收入担当”，指由某一铁路运输企业取得旅客列车开行的客票收入并承担列车开行的成本。

图表20：铁路客运收入划分机制



资料来源：京沪高铁招股说明书，国联证券研究所整理

在担当模式下，公司为乘坐担当列车的旅客提供高铁运输服务并收取票价款；由受托铁路局集团向公司提供动车组使用服务并提供相应的动车组司机、动车组乘务人员，为公司担当的列车提供服务，公司向受托铁路局集团支付相关动车组使用费及动车组列车服务费。

在非担当模式下，其他铁路运输企业担当的列车在京沪高速铁路上运行时，公司向其提供线路使用、接触网使用等服务并收取相应费用。

**图表21：京沪高铁本线/跨线模式下收支构成**


资料来源：京沪高铁招股说明书，国联证券研究所整理

对于在京沪高铁线路上开行的非担当列车，京沪高铁向开行该列车的铁路运输企业提供线路使用服务、接触网使用服务、车站旅客服务、售票服务、车站上水服务等路网服务，并按照国铁集团统计的销售量及统一清算单价确定销售金额，通过国铁集团资金清算中心按月进行结算。

**图表22：跨线列车提供路网服务价格**

项目	提供路网服务价格
线路使用服务	北京南-天津南区段为特一类特别繁忙第一档，单组动车组为 101.7 元/列车公里，重联动车组为 152.7 元/列车公里；徐州东-蚌埠南为特一类特别繁忙第二档，单组动车组为 105.5 元/列车公里，重联动车组为 158.4 元/列车公里；其余线路段为特一类繁忙线路，单组动车组为 94.2 元/列车公里，重联动车组为 141.4 元/列车公里。夜间车按现行标准 40% 计算
接触网使用服务	700 元/万总重吨公里（含电费），夜间车按现行标准（不含电费）40% 计算
车站旅客服务	北京南站和南京南站为繁忙车站第一档，高速动车组的清算标准为 8 元/人；上海虹桥站为繁忙车站第二档，高速动车组的清算标准为 9 元/人；其余车站为 5 元/人（高速动车组）、3 元/人（其他）
售票服务	旅客票价收入的 1%
车站上水服务	始发及上水站停车的旅客列车 20.00 元/列次，单组动车组（仅指始发）为 24.00 元/列次，重联动车组（仅指始发）为 48.00 元/列次

资料来源：京沪高铁招股说明书，国联证券研究所整理

因此在此种模式下，担当模式下，担当列车的开行数量、客座率以及票价政策会直接影响客票收入。非担当模式下，路网服务收入主要基于非担当列车在京沪高铁的开行公里数计算，因此与列车开行数量以及开行密度直接相关。

而从成本端来看，折旧、运维、部分委托运输管理费成本相对较为固定，能源、动车组费用、高铁运输能力保障费等属于变动成本。变动成本中，高铁运输能力保障费用与公司营业收入呈正比关系，动车组费用则主要与列车开行数量相关。

## 2.4 票价机制：市场化改革持续推进

长期以来，我国铁路客运票价的制定主要是按照公里数乘固定的基准价。在 2007 年原铁道部发布的《铁运电〔2007〕75 号》文件中，规定了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，如二等座票为每公里 0.2805 元，在此基础上可上下浮动 10%。

2015 年 12 月，发改委下发《关于改革完善高铁动车组旅客票价政策的通知》，自 2016 年 1 月 1 日起放开高铁动车票价，改由中国铁路总公司自主定价，对设计时速 200 公里以上的高铁动车组列车，一、二等座票价由铁路运输企业制定，商务座、特等座、动卧等票价继续执行市场调节价，可以上下浮动。

2019 年 12 月，国铁集团发布《关于规范和完善动车组列车执行票价市场化灵活浮动机制的通知》，自 2020 年起，动车组列车执行票价以公布票价为上限、5.5 折为下限，实行灵活浮动调整。

图表 23：铁路客运价格机制调整政策

日期	机构	文件名称	具体政策
2015.12	发改委	《关于改革完善高铁动车组旅客票价政策的通知》	从 2016 年 1 月起，放开高铁动车票价，改由中国铁路总公司自主定价。
2016.6	发改委	《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》	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
2017.4	发改委	《关于完善高铁动车组旅客票价政策的通知》	4 月 21 日起，我国东南沿海时速 200~250 公里的动车组高铁（D 字头）列车部分车票将调整。
2018.9	国铁集团	《铁路客运价格管理办法》	铁路运输企业负责本企业权限内的铁路客运价格浮动方案，自主确定在本企业管内运输且对其他铁路运输企业没有影响的旅客列车执行票价浮动方案。
2019.12	国铁集团	《关于规范和完善动车组列车执行票价市场化灵活浮动机制的通知》	自 2020 年起，动车组列车执行票价可综合考虑区域经济发展水平、市场供求状况和客流变化规律等，以公布票价为上限、5.5 折为下限，实行灵活浮动调整。

资料来源：发改委，国铁集团，国联证券研究所整理

自此我国铁路客运价格票价机制实施差异化的浮动定价机制，即主要依据市场供求关系和客流规律，以公布票价为最高限价，分时段、席别、区段实行多档次、有高有低的票价浮动策略。票价浮动时动车组列车以公布票价、其他列车以联合票价表为基础进行计算，当浮动幅度为  $\alpha$  ( $\alpha > -1$ ) 时，票价浮动计算公式为：

$$\text{浮动票价} = \text{票价} + \text{票价} \times \alpha$$

自 2018 年以来，多条客运线路执行票价浮动方案，调价线路的公布票价即最高限价普遍上涨，在最高限价的基础上，折扣幅度也从早期的 9 折下浮到 6.5-6.6 折。票价浮动主要体现在部分高峰时段和直达列车的票价有所上浮，而部分平峰时段以及运行时效相对偏低的车次执行票价下浮。



**图表24：铁路客运部分调价线路**

日期	客运线路	具体政策
2018.4	广州至珠海、海南环岛、南京至安庆等 28 条城际铁路部分动车组	票价实行不同形式、不同幅度的折扣优惠，最大折扣幅度由前期试点的 10% 提高到 20%
2018.7	合肥至武汉、武汉至宜昌、贵阳至广州、柳州至南宁、上海至南京、南京至杭州等 6 条城际线路上运行时速 200~250 公里的高铁动车组	执行票价以公布票价为最高限价，铁路相关企业可根据客流情况，分季节、时段、席别、区段在限价内实行票价下浮，最大折扣幅度 6.5 折。
2019.8	青荣城际、济青高铁和青盐线部分高铁、动车组列车	在济青高铁和青盐铁路区段部分高铁每周一至周四、周六实行票价下浮，下浮幅度为 20%；周五、周日票价不下浮。在青荣城际运行区段部分高铁实行票价下浮，下浮幅度为 20%。
2022.1	邕北高铁	各站间执行票价将以公布票价为上限、6.7 折为下限，实行多档次、灵活升降的浮动票价体系。
2022.4	海南环岛、宁安城际	各站间执行票价将以公布票价为上限、6.6 折为下限，实行多档次、灵活升降的浮动票价体系。
2022.5	郑渝高铁渝万段	各站间执行票价将以公布票价为上限、6.68 折为下限，实行多档次、灵活升降的浮动票价体系。
2023.5	胶济客专、柳南客专、南广高铁上运行的动车组列车以及宁杭高铁、沪宁城际上运行的时速 300 公里及以上动车组列车	各站间的执行票价将以公布票价为上限、6.6 折为下限，二等座最低票价较现票价低 21%，实行多档次、灵活升降的浮动票价体系。

资料来源：12306 官网，国联证券研究所整理

从上市公司标的广深铁路和京沪高铁来看：

广深铁路是国家铁路的特定运营线，旅客列车票价分为国铁通算票价、国地铁分段计费票价、广深本线票价。

国铁通算票价：绝大部分长途旅客列车实行的是与国铁统一票价，没有实行广深特殊票价政策；国地铁分段计费票价：①经京九线运行距离不超过 2000 公里的直通旅客列车实行京九线国地铁分段计费票价；②跨广深本线广铁集团管内旅客列车执行广深特殊运价政策，即进行分段计费，在国铁票价基础上上浮 50% 再上浮 30%；③经京广线运行的长途旅客列车，按国铁票价分段计算，未实行票价上浮；广深本线票价：①广九直通车执行协议价格；②广深高速列车按广深特殊运价政策由广深公司自主定价；③广深普速列车按广深特殊运价政策，第二个上浮率只上浮到 30%，未达到 50% 的上限。

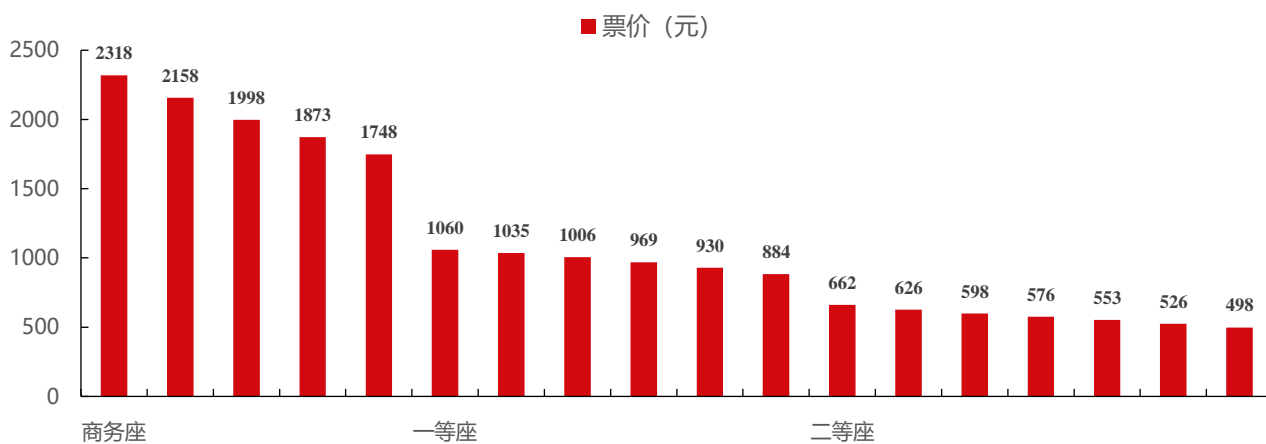
图表25：广深铁路客运票价

票价类别	票价政策
国铁通算票价	绝大部分长途旅客列车实行的是与国铁统一票价，没有实行广深特殊票价政策
国地铁分段计费票价	经京九线运行距离不超过 2000 公里的直通旅客列车实行京九线国地铁分段计费票价
	跨广深本线广铁集团管内旅客列车执行广深特殊运价政策，即进行分段计费，在国铁票价基础上上浮 50%再上浮 30%
广深本线票价	经京广线运行的长途旅客列车，按国铁票价分段计算，未实行票价上浮
	广九直通车执行协议价格
	广深高速列车按广深特殊运价政策由广深公司自主定价
	广深普速列车按广深特殊运价政策，第二个上浮率只上浮到 30%，未达到 50%的上限

资料来源：广深铁路招股说明书，国联证券研究所整理

京沪高铁自 2020 年 12 月 23 日起实行浮动票价机制，对时速 300~350 公里高铁动车组列车票价进行优化调整，以现行执行票价为基准价实行上下浮动，将北京南站至上海虹桥站全程列车二等座最高执行票价调整为 598 元，最低执行票价调整为 498 元，并采取五档浮动制差异化定价。2021 年 6 月，京沪高铁二等座票价提高至 662 元，并进一步将票价分为七档浮动并延续至今。

图表26：京沪高铁七档浮动票价机制



资料来源：12306 官网，国联证券研究所整理

### 3. 投资建议：关注景气上行与高股息方向

#### 3.1 大秦铁路

##### ➤ 看点1：

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。其中货运业务是公司业务收入的主要来源，货运收入约占公司主营业务收入的 78%。公司运输的货品以动力煤为主，主要承担晋、蒙、陕等省区的煤炭外运任务。公司管辖大秦、北同蒲、南同蒲、侯阎、侯月、石太、太焦等铁路线路，路网衔接我国北方地区核心煤炭供应区域和中转枢纽，主要货源地山西、内蒙古、陕西煤炭资源丰富，是我

国最重要的煤炭产销区域。客运业务主要担当开行多列以太原、大同等车站为始发终到的旅客列车，客运收入占公司主营业务收入的 10%。2023 年公司货源、运量均较为稳定，受益于客运复苏客流增长支撑公司客运收入表现相对更优。2024 年宏观经济运行预计呈现企稳回升态势，预期煤炭市场积极稳定，外运需求稳中有升。

### ➤ 看点 2:

2018-2022 年，公司保持每年每股派发现金股利 0.48 元/股，对应约 60%的分红比例。公司基本面保持稳健，业绩确定性较强，未来大概率延续前期高分红政策。假设公司仍按 0.48 元/股分红，现价（股价取 2024 年 3 月 7 日收盘价）对应 2023/2024 年股息率为 6.5%/6.5%，高股息率具备吸引力，防御性投资价值突出。

### ➤ 盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 814.88/837.04/860.03 亿元，同比增速分别为 7.56%/2.72%/2.75%；归母净利润分别为 125.23/129.02/133.24 亿元，同比增速分别为 11.85%/3.03%/3.27%；EPS 分别为 0.73/0.75/0.77 元。参考可比公司估值，给予公司 2024 年 11 倍 PE，对应目标价 8.3 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 27：大秦铁路盈利预测

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	78682	75758	81488	83704	86003
增长率（%）	8.79%	-3.72%	7.56%	2.72%	2.75%
EBITDA（百万元）	23314	22005	27894	28338	28837
归母净利润（百万元）	12181	11196	12523	12902	13324
增长率（%）	11.80%	-8.09%	11.85%	3.03%	3.27%
EPS（元/股）	0.71	0.65	0.73	0.75	0.77
市盈率（P/E）	10.49	11.42	10.21	9.91	9.59
市净率（P/B）	1.1	1.0	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	4.2	4.5	2.7	2.4	2.4

资料来源：iFind，国联证券研究所整理，股价取 2024 年 3 月 7 日收盘价

➤ **风险提示：**宏观经济增速放缓；货运量增速不及预期。

## 3.2 京沪高铁

### ➤ 看点 1:

公司是国内资产规模最大、运营里程最长的路网运营高铁公司。京沪高铁是“八纵八横”高速铁路网的组成部分，与京哈、太青、徐兰、沪汉蓉、沪昆等其他主要高铁线路相衔接，连接“京津冀”和“长三角”两大经济区，沿线主要交通枢纽为我国

东部地区的人流汇聚与疏散的交通要冲，具有良好的客流基础。2023年，铁路出行需求快速修复，京沪高铁本线及跨线车流量显著复苏，推动公司营收同比明显增长。前三季度公司实现收入308.8亿元，同比增长102.8%，同比2019年同期增长17.0%；实现归母净利润89.1亿元，同比2019年同期微降0.4%。随着铁路客流持续稳健提升，公司盈利有望保持上行趋势。

#### ➤ 看点2:

公司本线收入主要受担当列车的开行数量、客座率以及票价政策的影响，跨线收入主要受列车开行数量以及线路密度的影响。基于铁路客运需求的增长以及票价市场化改革深化，本线有望迎来量价齐升，对业绩的提振作用将逐步显现。伴随路网格局完善和长途列车开行的加密，公司资产利用率亦将持续提升。此外，京福安徽线路具备明显网络优势和良好业绩增长潜力，后续伴随产能利用率持续爬坡，加速释放协同效应，有望为公司业绩增厚提供动能。

#### ➤ 盈利预测、估值与评级

我们预计公司2023-2025年营业收入分别为413.42/452.87/496.12亿元，同比增速分别为113.81%/9.54%/9.55%；归母净利润分别为113.41/132.42/152.20亿元，同比增速分别为-16.76%/14.93%，EPS分别为0.23/0.27/0.31元。参考可比公司估值，给予公司2024年23倍PE，对应目标价6.2元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表28：京沪高铁盈利预测

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	29305	19336	41342	45287	49612
增长率（%）	16.11%	-34.02%	113.81%	9.54%	9.55%
EBITDA（百万元）	15257	7796	40535	43231	46184
归母净利润（百万元）	4816	-576	11341	13242	15220
增长率（%）	49.15%	-111.96%	-	16.76%	14.93%
EPS（元/股）	0.10	-0.01	0.23	0.27	0.31
市盈率（P/E）	51.39	-429.56	21.82	18.69	16.26
市净率（P/B）	1.3	1.3	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	21.8	42.7	7.3	6.1	5.0

资料来源：iFind，国联证券研究所整理，股价取2024年3月7日收盘价

➤ **风险提示：**旅客出行需求下滑；票价政策变化风险。

### 3.3 广深铁路

#### ➤ 看点1:

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。公司独立经营深圳—广州—坪石铁路，营业里程 481.2 公里，其中广坪段为京广线南段，广深段是中国内陆通往香港的主要铁路通道之一。客运业务是公司最主要的运输业务，担当开行广深城际列车、长途车和过港直通车等，可担当非自身线路车次。2023 年 1 月过港直通车复开后升级为高铁直通车，同时公司增开多对开往香港的高铁列车，2023 年上半年公司直通车收入较 2019 年同期增长约 211%，为业绩贡献显著增量。

### ➤ 看点 2:

2021 年底，赣深高铁开通，广深铁路经 4 条联络线于东莞南站接入赣深高铁，自此公司正式接入全国高铁网络并以承运担当形式运营高铁列车。2023 年 9 月，广汕高铁开通，公司获得往潮汕、厦门方向高铁承运资格，同时广湛高铁预计在 2025 年开通，通过广州站与广深铁路连接，线路密度的提升有望带来可观业绩增量。2027 年广州站和广州东站计划改建为高铁站，公司有望全面迈入高铁运营领域，长期来看公司开行列车数量与客运量增长空间较大，业绩成长潜力有望得到进一步释放。

### ➤ 盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 262.92/281.33/296.54 亿元，同比增速分别为 31.83%/7.00%/5.41%；归母净利润分别为 10.89/13.22/14.11 亿元，同比增速分别为 -/21.34%/6.75%，EPS 分别为 0.15/0.19/0.20 元。参考可比公司估值，给予公司 2024 年 18 倍 PE，对应目标价 3.4 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 29：广深铁路盈利预测

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	20206	19943	26292	28133	29654
增长率（%）	23.59%	-1.30%	31.83%	7.00%	5.41%
EBITDA（百万元）	656	-621	3984	4463	4767
归母净利润（百万元）	-973	-1995	1089	1322	1411
增长率（%）	-74.43%	-104.98%	-	21.34%	6.75%
EPS（元/股）	-0.14	-0.28	0.15	0.19	0.20
市盈率（P/E）	-21.18	-10.33	18.92	15.59	14.61
市净率（P/B）	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	25.2	-29.5	2.5	2.1	2.2

资料来源：iFind，国联证券研究所整理，股价取 2024 年 3 月 7 日收盘价

➤ **风险提示：**新开线路运能不及预期；路网分流。

## 4. 风险提示

宏观经济增速放缓：若经济复苏程度不及预期，运输需求将受到负面影响；

空铁竞争风险：若民航对高铁旅客的分流效应增强，高铁客运行业将受到负面影响。

### 分析师声明

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

### 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

### 一般声明

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

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

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

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

### 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

### 联系我们

**北京：**北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼  
**无锡：**江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼  
 电话：0510-85187583

**上海：**上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼  
**深圳：**广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼