



Research and
Development Center

空铁客运各有优势，长期发展仍有空间

交通运输

2024年09月10日

证券研究报告

行业研究

行业专题研究（深度）

交通运输

投资评级 看好

上次评级 看好

匡培钦 交通运输行业首席分析师

执业编号：S1500524070004

邮箱：kuangpeiqin@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦
B座

邮编：100031

空铁客运各有优势，长期发展仍有空间

2024年09月10日

本期内容提要：

- **铁路及民航出行已成为国内中长途最主要的客运出行方式。**综合1978~2023年，总客运周转量年均复合增速达到6.4%，其中铁路/民航周转量增速分别为5.9%/14.0%。铁路中的高铁出行在2008~2019年旅客周转量年均复合增速高达75.8%，远高于同期铁路增速6.0%。**客运量占比上**，2012年起铁路客运量占比迅速提升，由5.0%增至41.4%；民航客运量占比仅有6.7%。**周转量占比上**，至2023年，铁路周转量占比增至51.5%居首位，民航占比提升至第二，达到36.0%。
- **铁路客运概况：路网规模不断完善，量价均有增长空间。**
 - 1) **产业结构：铁路网络运营及管理高度集中，高铁网络持续扩大。**铁路产业由政府主导，国家铁路局（行政职能）和铁路总公司（企业职能，即国铁集团）共同规划安排铁路客运工作，铁路的工程建设和设备制造大多由国资委旗下的国有企业负责。铁路网络则是四纵四横构建高铁客运网络主骨架，连接主要城市，2021年全面建成；“八纵八横”高铁网正加密成型，高铁已覆盖全国92%的50万人口以上城市。
 - 2) **票价机制：铁路时速提高，票价市场化持续。**国内高铁线路可分为主干线、区域连接线和其他城际铁路三类，时速300~350km的线路多为长途线路，连接众多省会及大城市群；时速200~250km的线路多为区域城际线。2016年起高铁动车组客运票价定价权由政府部门转交至原铁路总公司，逐渐实施浮动票价机制，但整体票价水平仍然较低。
 - 3) **客流需求：铁路网络密度仍有提升空间，高铁承运量高增速有望持续。**铁路路网密度上，以2021年情况为例，中国铁路线路密度约10~25km/1000平方公里，密度小于日韩及欧洲地区。**客流密度上**，国内高铁客流总体平均密度已从2008年的223万人次增至超2300万人次，约为欧洲高铁客流密度的两倍，但还只是日本新干线系统全网客流密度的三分之二。
 - 4) **建造成本：国内高铁建造平均成本较国外水平更低，投资额保持高基数。**高铁供应链多由国有企业负责，时速越高的线路建造成本越高；2019年前铁路年均总固投额基本保持在8000亿。高铁线路建造成本上，时速350公里的双向轨道高铁线路平均成本约为1.39亿元/公里，比欧洲的建造成本至少低40%。同一条线路，采用时速350公里的轨道标准成本要比时速250公里的成本高出10%~30%。
- **航空客运概况：票价市场化程度较高，后续旅客量增长潜力深厚。**
 - 1) **产业结构：中国民用航空局负责民航领域的发展规划，监管航空、机场。**中国民航产业结构包括航空运输、服务、制造、基建等多方面。中国民用航空局主管民用航空事务，对国内民用航空活动进行规划、监管与服务。三大航等航空公司提供航空运输服务，控股多家地方航空公司；航空制造商有国有企业、海外制造商，且海外制造商产业供应链相对成熟。

2) 票价机制: 航空票价市场化改革持续, 机票已经过多轮提价。自 2004 年起, 国内票价管控放开, 越来越多航线开始实施市场化定价, 实行市场调节价的航线比例提升, 航线全票价上涨幅度明显。2014 年 12 月至 2020 年 11 月, 实行市场调节价的国内航线占当年全部国内航线的比例由 13.8% 增至 36.2%。从具体航线价格情况看, 2017-2023 年, 经过多轮提价, 主要商务干线航线票价累计涨幅均超过 70%, 票价市场化改革持续深化。

3) 需求空间: 航空旅客量后续增长潜力大。2006~2019 年间, 中国民航旅客运输量由 1.60 亿人次增至 6.60 亿人次, 年均增长率高达 11.5%。根据空客发布的《全球市场预测 (2023-2042) 》, 未来 20 年全球客运需求年均增速预计+3.6%, 中国年均增长率将达到 5.2%, 为超过全球平均水平。同时, 预计中国的人均乘机次数将由 2019 年的 0.5 次增至 2042 年的 1.7 次。(2019 年, 我国人均乘机次数仅为 0.47 次。对比世界平均值 0.87 次、美国 2.48 次)。

4) 扩张成本: 机场平均造价水平低于高铁线路。机场造价方面,按照地理位置、机场规模、设计标准等价格有所不同。新建机场中, 北京大兴机场民航部分投资达到 1167 亿人民币, 成都天府国际机场造价约 750 亿元; 西部地区单个机场投资约为 10 亿元, 相当于 10 多公里高铁的价格。**飞机购买价方面,**航司采购价通常有相应折扣, 参考三大航以往购买飞机公告, 购买 A320neo 的平均价格约 1.28 亿美元/架, 折合人民币约 8.8 亿元。

➤ **铁路客运及航空客运核心因素对比**

1) 盈利模式对比: 铁路客运公司收入及成本可控性较强, 相对稳定; 航空客运公司收入及成本影响因素较多。

2) 出行里程是铁路及航空竞争优势划分的核心因素: 中国高铁出行影响距离可超 1000 公里, 150~800 公里路段基本由高铁出行方式主导; 800~1200 公里区间, 民航和高铁则存在较激烈竞争关系; 1200 公里以上距离, 则以民航出行主导。

3) 人均可支配收入水平影响着出行方式的选择。受到收入水平限制, 出行距离较远的旅客可能会愿意牺牲较长出行时长来换取更实惠的出行花费, 且这一因素对旅客选择出行方式的影响程度较大。

➤ **核心结论: 当前铁路客运发展快于空运, 中长期航空客运发展空间或更广阔**

➤ **投资建议:** 看好航空及高铁出行的持续复苏, 建议重点关注中国国航、南方航空、春秋航空、吉祥航空、中国东航、京沪高铁。

➤ **风险因素:** 出行需求恢复不及预期, 国际航线恢复不及预期, 油价大幅上涨风险, 人民币大幅贬值风险, 行业竞争加剧风险等。

目录

1 中国旅客运输行业概况.....	6
1.1 铁路及民航出行已成为国内中长途最主要的客运出行方式	6
1.2 铁路客运发展特点：铁路客运持续向高铁动车组转移	8
1.3 航空客运发展特点：区域发展不平衡，运力增速明显放缓	8
1.4 交通运输行业未来规划：铁路和民航运输仍有建设空间	10
2 铁路客运及航空客运发展现状	11
2.1 铁路客运概况：路网规模不断完善，量价均有增长空间	11
2.1.1 产业结构：铁路网络运营及管理高度集中，高铁网络持续扩大.....	11
2.1.2 票价机制：铁路时速提高，票价市场化持续	11
2.1.3 客流需求：铁路网络密度仍有提升空间，高铁承运量高增速有望持续.....	13
2.1.4 建造成本：国内高铁建造平均成本较国外水平更低，投资额保持高基数.....	14
2.2 航空客运概况：票价市场化程度较高，后续旅客量增长潜力深厚.....	15
2.2.1 产业结构：中国民用航空局负责民航领域的发展规划，监管航司、机场.....	15
2.2.2 票价机制：航空票价市场化改革持续，机票已经过多轮提价.....	15
2.2.3 需求空间：航空旅客量后续增长潜力大	17
2.2.4 扩张成本：机场平均造价水平低于高铁线路	17
3 铁路客运及航空客运核心因素对比	18
3.1 铁路及航空客运盈利模式对比.....	18
3.2 出行里程是铁路及航空竞争优势划分的核心因素	19
3.3 人均可支配收入水平影响出行方式的选择	21
4 结论：当前铁路客运发展快于空运，中长期航空客运发展空间或更广阔	22
5 风险因素.....	23

表目录

表 1：2024 年以来节假日出行情况一览	7
表 2：交通行业未来行动计划目标	10
表 3：中国高铁网络中的高铁线路分类	11
表 4：中国铁路客运票价政策推进进程	12
表 5：中国高铁票价概况（2016 年前）	12
表 6：其他国家及地区高铁票价情况	12
表 7：中国高铁线路不同时速的平均建造成本	14
表 8：民航国内航空运价政策演进	16
表 9：国内机场造价水平情况	17
表 10：北京-上海（1300 公里左右）飞机及高铁出行方式不同指标对比	20
表 11：重点公司盈利预测及估值汇总（截至 2024/9/9）	22

图目录

图 1：铁路和民航周转量一直保持较快增长	6
图 2：至 2023 年，公路和铁路客运量占比位居前二	6
图 3：铁路和民航超越公路，周转量占比位居前二	6
图 4：对比 2019 年同期，铁路客运量增速一直快于民航	7
图 5：三月和四月，铁路客运量增速与民航的比值增大	7
图 6：至 2023 年，高铁营业里程占比提升至 28.3%	8
图 7：至 2023 年，高铁旅客周转量占比增至 66.7%	8

图 8: 西部地区民用航空通航机场数约占全国的一半	9
图 9: 东部地区机场吞吐量占比最高, 显著高于西部地区	9
图 10: 2019 年后, 运输飞机架数增速明显放缓	9
图 11: 中国铁路四纵四横网络示意图	11
图 12: 2021 年全球各区域铁路路网密度 (公里/千平方公里)	13
图 13: 2023 年, 中国铁路路网密度达到 16.5 公里/千平方公里	13
图 14: 中国铁路及高铁客流密度变化	13
图 15: 2013~2023 年间, 铁路固定资产投资平均完成额超 7700 亿	14
图 16: 中国民航行业部门结构	15
图 17: 国内航线飞行条数增长迅速	15
图 18: 2020 年后实行市场调节价的国内航线占比增至 36%	16
图 19: 主要航线票价在 2017-2023 年累计涨幅均在 70% 以上	16
图 20: 2006~2019 年, 民航客运量年均增速+11.5%	17
图 21: 2023~2042 年, 中国民航客运量预计 CAGR+5.2%	17
图 22: 铁路客运盈利模式关键因素拆解-以京沪高铁为例	18
图 23: 航空客运盈利模式关键因素拆解	18
图 24: 高铁开通后, 广州到长沙及武汉的月度航班数量变化	19
图 25: 高铁开通后不同路段民航乘客量变化	19
图 26: 不同出行里程时, 空铁客运竞争优势对比	20
图 27: 京沪高铁二等座全票价对飞机经济舱全票价折扣幅度加大至三折	20
图 28: 不同地区人均可支配收入水平相差较大	21
图 29: 东部地区机场吞吐量占比明显更高, 西部地区占比增加	21
图 30: 铁路乘客收入分布及月收入 (2015 年)	21

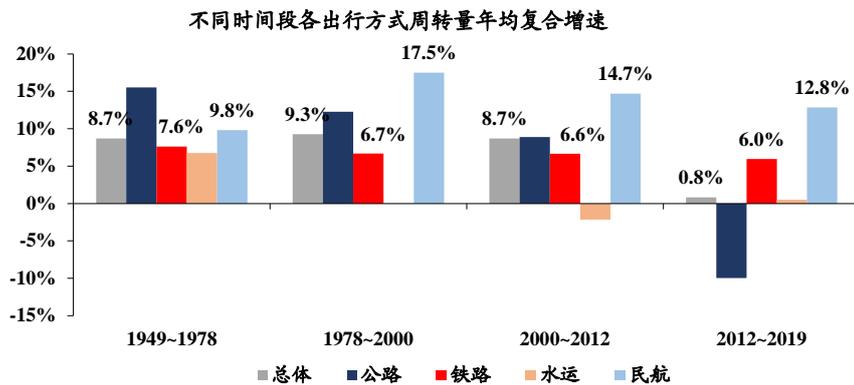
1 中国旅客运输行业概况

1.1 铁路及民航出行已成为国内中长途最主要的客运出行方式

铁路路网的完善带动高铁客运及周转量占比不断提升，民航成为周转量占比第二的出行方式。1978 年改革开放后，随综合交通运输体系不断完善，各类交通方式出行旅客量及周转量均大幅提升。分不同时间段看，民航周转量年均复合增速在 1978 年后一直是最快的，且增速保持在 10% 以上，铁路周转量年均复合增速基本在 6%~8% 左右。

综合 1978~2023 年，总客运周转量年均复合增速达到 6.4%，其中铁路、民航周转量增速最快，分别为 5.9%、14.0%。细分铁路出行中的高铁出行情况看，高铁在 2008~2019 年旅客周转量年均复合增速高达 75.8%，远高于同期铁路周转量复合增速 6.0%。

图1：铁路和民航周转量一直保持较快增长

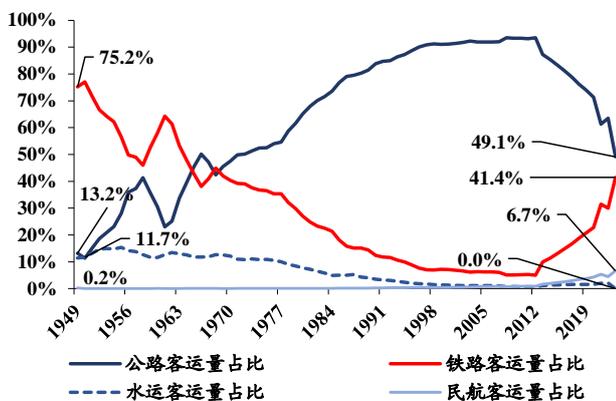


资料来源：iFind，国家统计局，信达证券研发中心

铁路客运量占比回升，公路仍占据主导。对比不同出行方式的客运量占比，2012 年起为拐点回升态势巩固，至 2023 年，铁路客运量占比迅速提升，由 5.0% 增至 41.4%；民航客运量占比则仍然较低，达到 6.7%。但从客运量角度，公路当前占比 49.1% 仍占主导地位。

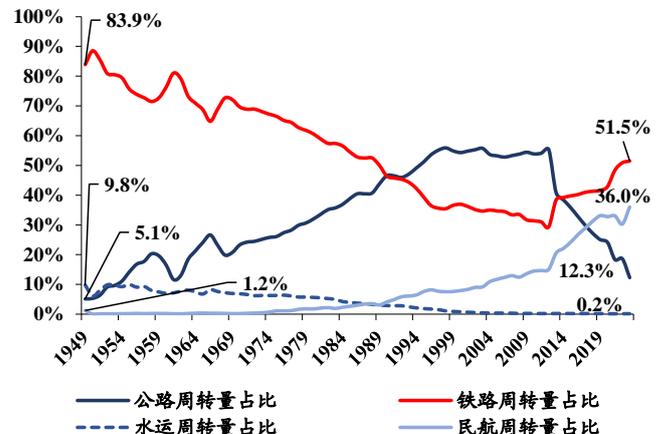
铁路周转量占比超越公路重回第一，民航占比也已超过公路。2012 年后，铁路建设投资持续加大，周转量快速增长，重新成为大众最主要的出行方式。至 2023 年，铁路周转量占比提升至 51.5%，民航占比提升至第二，达到 36.0%。

图2：至 2023 年，公路和铁路客运量占比位居前二



资料来源：iFind，国家统计局，信达证券研发中心

图3：铁路和民航超越公路，周转量占比位居前二



资料来源：iFind，国家统计局，信达证券研发中心

2024年各节假日的营业性出行方式中，基本上铁路日均客流量较2019年同期增速最快，且明显高于民航出行增速。从全社会跨区域人员流动量看，2024年以来各个节假日，民航出行的客流量较2019年同期均保持稳增；与2023年对比，五一和端午假期民航客流量在高基数情况下仍实现一定增长，出行需求表现较强。

整体出行结构看，出行方式或偏向消费水平更低的高铁出行。出行结构看，铁路客运量增速整体快于民航，淡季期间二者差距加大。2024年3月和4月，铁路/民航客运量增速比值分别为2.08和3.37，比值扩大。商旅出行整体疲弱背景下，出行方式或也有结构性调整，民航出行转为消费水平更低的高铁出行。出行仍有需求，但出行消费水平下降。

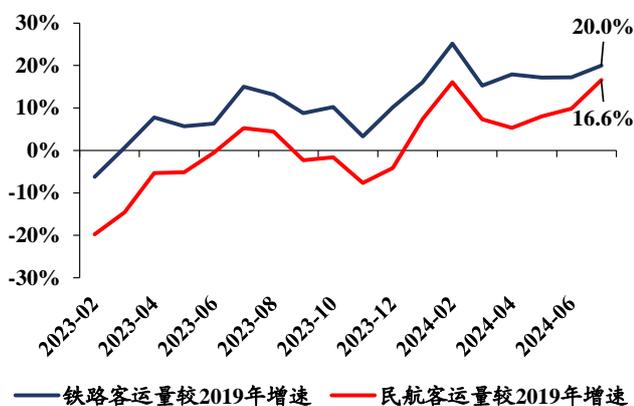
表1：2024年以来节假日出行情况一览

节日假期	全社会跨区域 人员流动总量/ 万人次	日均人流 量/万人 次	铁路日均 客流量/万 人次	公路日均 客流量/ 万人次	其中：非 营业性小 客车	其中：营 业性客流	民航日均 客流量/ 万人次	水路日均 客流量/万 人次
端午假期（3天）	63762	21253.9	1534.9	19437.0	15841.0	3596.0	184.3	97.6
较2023年同比	9.4%	9.4%	5.1%	9.5%	7.2%	21.3%	7.9%	4.4%
较2019年增速	16.6%	16.6%	18.6%	16.9%	28.0%	-15.6%	7.5%	-34.7%
五一假期（5天）	135846	27169.3	1835.3	24995.4	21518.4	3477.0	199.4	139.1
较2023年同比	2.1%	2.1%	1.4%	2.1%	1.4%	6.5%	8.1%	6.0%
较2019年增速	23.7%	23.7%	23.3%	24.4%	39.2%	-25.1%	11.1%	-31.3%
清明假期（3天）	74039	24679.5	1656.1	22764.0	19291.3	3472.7	167.8	91.6
较2023年同比	53.5%	53.5%	75.1%	52.3%	54.5%	41.3%	21.9%	84.9%
较2019年增速	18.9%	18.9%	20.6%	19.6%	32.0%	-21.4%	0.3%	-51.2%
春运期间（40天）	842172	21054.3	1208.9	19564.3	16793.1	2771.2	208.6	72.5
较2023年同比	9.8%	9.8%	39.0%	8.0%	5.3%	27.6%	51.1%	29.2%
较2019年增速	7.1%	7.1%	18.8%	6.8%	31.2%	-49.8%	14.5%	-50.0%
元旦假期（3天）	12813	4270.9	1473.4	/	/	2566.6	173.0	57.9
较2023年同比	78.4%	78.4%	177.5%			46.1%	140.3%	72.9%
较2019年增速	-0.1%	-0.1%	0.9%			-0.5%	1.8%	-9.0%

资料来源：交通运输部，新华网，中国政府网，信达证券研发中心

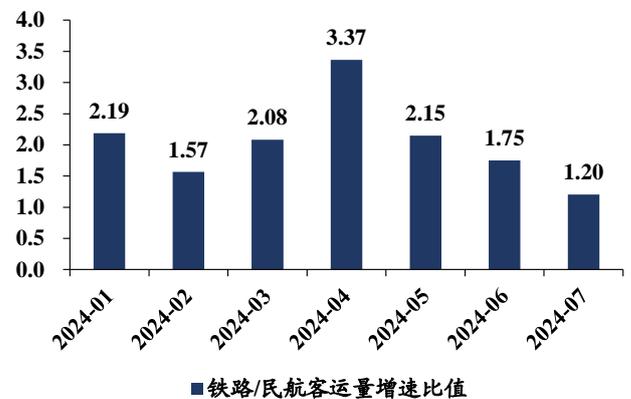
注：自2024年春运起，整体人流量统计口径变更为全社会跨区域人员流动量，元旦假期总人流量为旧口径，未统计非营业性小客车人流量

图4：对比2019年同期，铁路客运量增速一直快于民航



资料来源：iFind，国家统计局，交通运输部，国家铁路局，中国民用航空局，信达证券研发中心

图5：三月和四月，铁路客运量增速与民航的比值增大

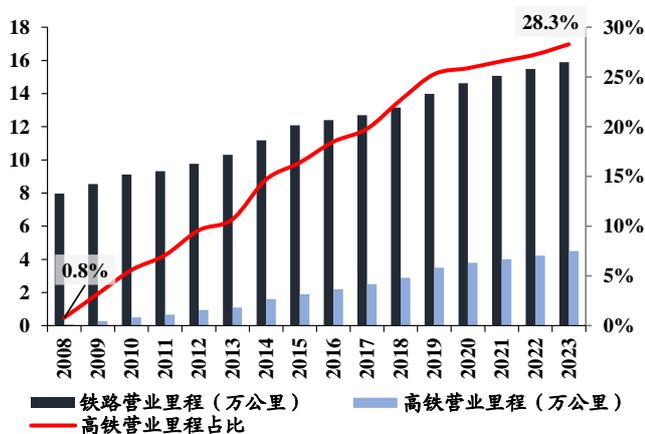


资料来源：iFind，国家统计局，交通运输部，国家铁路局，中国民用航空局，信达证券研发中心

1.2 铁路客运发展特点：铁路客运持续向高铁动车组转移

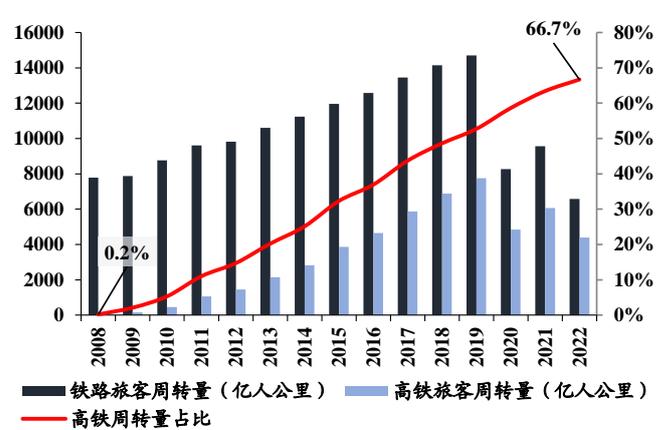
2008年以来，铁路营业里程稳步增长，高速铁路营业里程快速攀升，高铁出行大众化普遍化的程度持续扩大。2008~2023年，铁路营业里程年均增速为4.7%，高速铁路营业里程年均增速高达32.0%。截至2023年末，铁路营业里程增长至15.9万公里，其中高速铁路营业里程增至4.5万公里，占比达到28.3%，对比2008年高铁营业里程占比0.8%提升显著。高铁在铁路中的旅客周转量占比从2008年的仅有0.2%快速增加至2023年的66.7%，铁路客运持续向高铁动车组转移，高铁客运运力实现高速释放。

图6：至2023年，高铁营业里程占比提升至28.3%



资料来源：iFind，交通运输部，国家统计局，信达证券研发中心

图7：至2023年，高铁旅客周转量占比增至66.7%

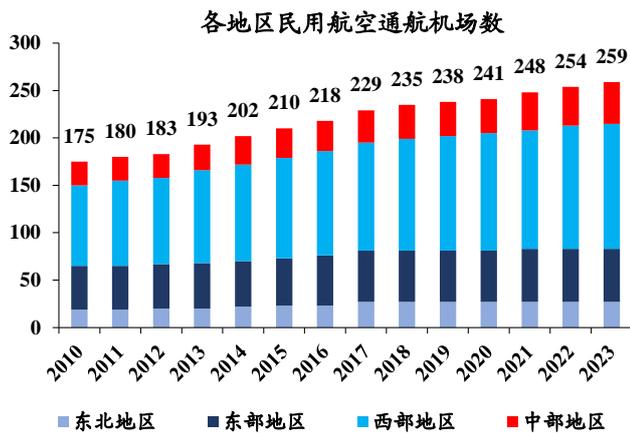


资料来源：iFind，交通运输部，国家统计局，信达证券研发中心

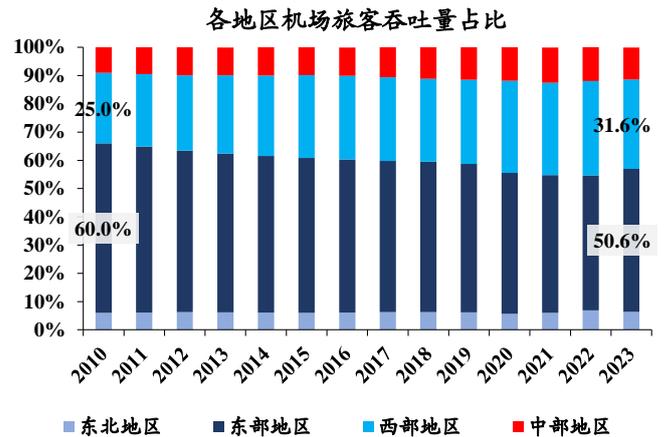
1.3 航空客运发展特点：区域发展不平衡，运力增速明显放缓

各地区机场分布与吞吐量占比不匹配，飞机运力增速显著放缓。对比不同地区机场数与旅客吞吐量的情况，至2023年，国内民用航空通航机场数增至259个，西部/东部/中部/东北地区分别有132/56/44/27个，东部机场数不到西部地区的一半；旅客吞吐量上，东部占比显著高于西部，二者分别占比50.6%/31.6%，其中西部地区吞吐量主要由云贵川等地贡献，贡献占比约60%。各区域间机场数与旅客吞吐量规模存在明显不匹配。

飞机运力方面，2000~2023年，飞机运输架数由527架增至4270架，年均复合增速达到9.5%；2019年起，飞机运输架数增速明显放缓，运力提升变慢。

图8：西部地区民用航空通航机场数约占全国的一半


资料来源：iFind，中国民用航空局，信达证券研发中心
 注：东部地区是指北京、上海、山东、江苏、天津、浙江、海南、河北、福建和广东 10 省市；东北地区是指黑龙江、辽宁和吉林 3 省；中部地区是指江西、湖北、湖南、河南、安徽和山西 6 省；西部地区是指宁夏、陕西、云南、内蒙古、广西、甘肃、贵州、西藏、新疆、重庆、青海和四川 12 省（区、市）

图9：东部地区机场吞吐量占比最高，显著高于西部地区


资料来源：iFind，中国民用航空局，信达证券研发中心

图10：2019年后，运输飞机架数增速明显放缓


资料来源：iFind，国家统计局，信达证券研发中心

1.4 交通运输行业未来规划：铁路和民航运输仍有建设空间

我国交通运输网络建设已较为完善，未来针对不同运输方式设定了相应建设目标，铁路和民航运输仍有发展空间。

表2：交通行业未来行动计划目标

类别	《加快建设交通强国五年行动计划（2023-2027年）》行动目标	2023年现状
公路	国家高速公路里程达到约13万公里，普通国道里程约27万公里	公路营业里程543.7万公里，高速公路营业里程18.4万公里，国家高速公路里程12.23万公里
铁路	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，普速铁路11.7万公里左右	铁路营业里程15.9万公里，高铁营业里程4.5万公里
民航	民用颁证运输机场数量约280个；枢纽机场轨道交通接入率超过80%	民用航空运输机场259个
水运	国家高等级航道里程达到约1.9万公里；沿海主要港口铁路进港率超过95%	全国内河航道通航里程12.82万公里，其中三级及以上航道通航里程1.54万公里

资料来源：交通运输部，科创中国官网，信达证券研发中心

2 铁路客运及航空客运发展现状

2.1 铁路客运概况：路网规模不断完善，量价均有增长空间

2.1.1 产业结构：铁路网络运营及管理高度集中，高铁网络持续扩大

铁路产业由政府部门主导，四纵四横通道连接主要城市。铁路产业结构上，2013 年铁道部拆分为国家铁路局（行政职能）和铁路总公司（企业职能，即国铁集团）。铁总负责几乎全部公共铁路网络的管理和安全生产工作，地方铁路局维护铁路网络并提供列车服务。铁路的众多工程建设和设备制造则大多由国资委旗下的众多国有企业负责。铁路网络则是四纵四横构建高铁客运网络主骨架，2021 年全面建成；“八纵八横”高铁网正加密成型，高铁已覆盖全国 92% 的 50 万人口以上城市。

图11：中国铁路四纵四横网络示意图



资料来源：央视新闻，华夏时报，21 世纪经济报道，原铁道部，新华社，信达证券研发中心

2.1.2 票价机制：铁路时速提高，票价市场化持续

国内主要城市基本已接入时速 200km 以上高铁线路，2016 年起铁路定价逐渐实施浮动票价机制。国内高铁线路可分为主干线、区域连接线和其他城际铁路三类，时速各有不同，均在 200km/h 以上。时速 300~350km 的线路多为长途线路，连接众多省会及大城市群，如京沪线，存在长途列车和短途列车的混合；时速 200~250km 的线路多为区域城际线，服务频次较高，主要运送中短途旅客。

表3：中国高铁网络中的高铁线路分类

类别	设计时速	运营时速	适用性	技术标准
300~350km/h	350	300~350	主干线	高速铁路设计规范
	250	200~250	区域连接线	高速铁路设计规范
200~250km/h	200	200	城际铁路	城际铁路设计规范

资料来源：国家铁路局，世界银行，信达证券研发中心

高铁票价实施市场化时间较短，整体票价水平仍然较低。2016年前，中国铁路定价实施政府指导价；2015年末，国务院发改委将高铁动车组客运票价定价权交给原铁路总公司；此后，铁总（现在的国铁集团）及旗下各铁路局开始根据各车次客流状况、运营成本等，进行差异化的票价调整，浮动的差异化市场调价机制逐渐推广开来。对比其余国家及地区，中国高铁票价水平长期较低，票价几乎为大多数其他国家高铁票价的四分之一。浮动票价机制实施后，部分线路二等座上上涨幅度达到20%，但票价水平仍然较低。

表4：中国铁路客运票价政策推进进程

时间	出台部门	政策通知	重点内容
2007年	原铁道部	《关于动车组票价有关事项的通知》	<ul style="list-style-type: none"> 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为每公里一等座0.3366元/人公里、二等座0.2805元/人公里，允许铁路运输企业在上下10%范围内自主确定具体票价水平。 广深线上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。
2008年	国家发改委 原铁道部	《国家发展改革委、铁道部关于京津城际轨道交通运价有关问题的通知》	京津城际轨道交通新开行的时速300-350公里动车组列车实行试行运价。试行运价水平由京津城际铁路有限公司根据市场供求状况自主确定
2015年	国家发改委	《关于改革完善高铁动车组旅客票价政策的通知》	铁路运输企业获得了对设计时速200公里以上的高铁动车组列车一、二等座旅客票价的自主制定权，自2016年1月1日起执行
2016年	国家发改委	《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》	将普速旅客列车软座、软卧票价定价权交由铁路运输企业自主制定，自2016年6月20日起执行
2017年	国铁集团前身中国铁路总公司	铁总公告	2017年4月21日起，东南沿海高铁时速200至250公里动车组列车的票价将进行调整，中国高铁第一次跨省调价

资料来源：中国铁路客户服务中心官网，国家发改委，新华网，新华社，中国政府网，信达证券研发中心

表5：中国高铁票价概况（2016年前）

类别时速 (km/h)	一等座票价 (元/公里)	二等座票价 (元/公里)	美元/公里
300~350	0.74	0.46	0.043~0.069
200~250	0.35	0.29	

资料来源：国家发改委，中国铁路客户服务中心官网，世界银行，信达证券研发中心

表6：其他国家及地区高铁票价情况

美元/公里	法国	德国	日本	中国台湾
票价水平	0.24~0.31	0.34	0.29~0.31	0.13
中国大陆最高票价对应折扣幅度	22.3%	20.3%	22.3%	53.1%

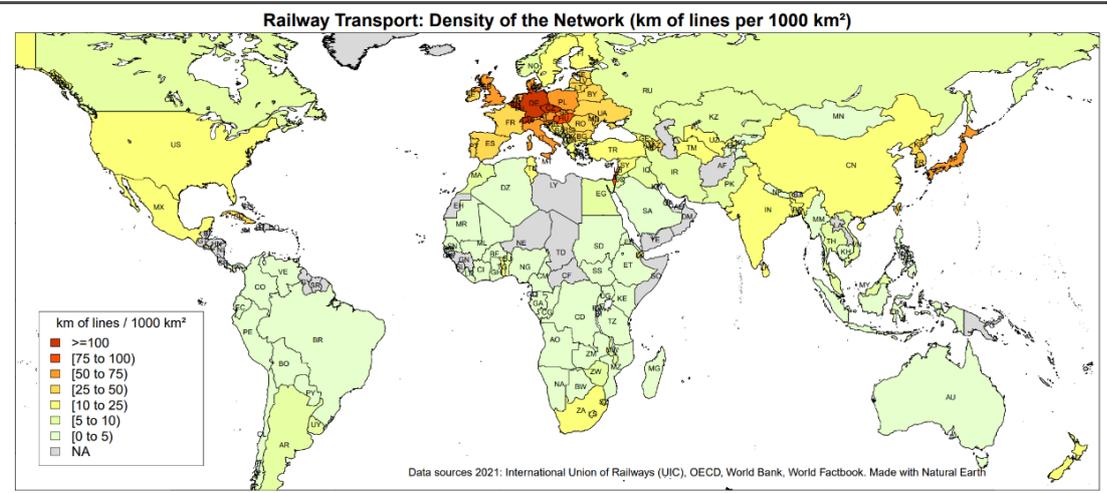
资料来源：国家发改委，中国铁路客户服务中心官网，世界银行，信达证券研发中心

2.1.3 客流需求：铁路网络密度仍有提升空间，高铁承运量高增速有望持续

铁路路网密度和客流密度均有提升空间。以 2021 年情况为例，中国铁路线路密度约 10~25km/1000 平方公里，密度小于日韩及欧洲地区。2008 年时，高铁营业里程/客运量仅在铁路中占比 0.8%/0.5%，至 2022 年，高铁营业里程占比提升至 27.3%，客运量占比增至 76.2%，承载了近八成铁路旅行，高铁客运量/周转量年均增速分别高达 44.5%/49.6%。

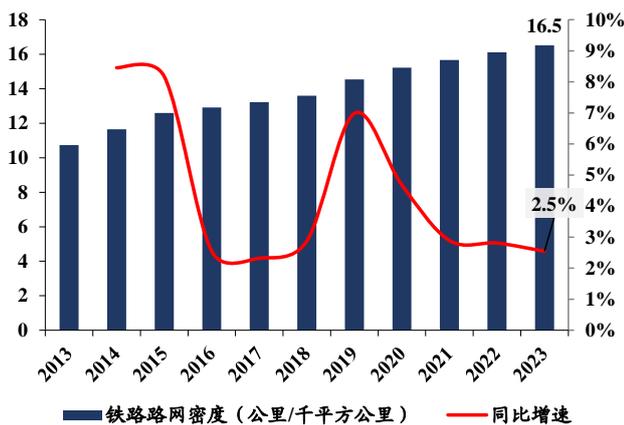
客流密度上，2018 年高铁客流平均密度达到 2370 万人公里/公里，其中国内高铁主干线（如京沪线和京广线）、长三角和珠三角地区城际线的年平均客流密度超过 5000 万人次。高铁客流总体平均密度已从 2008 年的 223 万人次增至超 2300 万人次，约为欧洲高铁客流密度的两倍，但还只是日本新干线系统全网客流密度的三分之二。

图12：2021 年全球各区域铁路路网密度（公里/千平方公里）



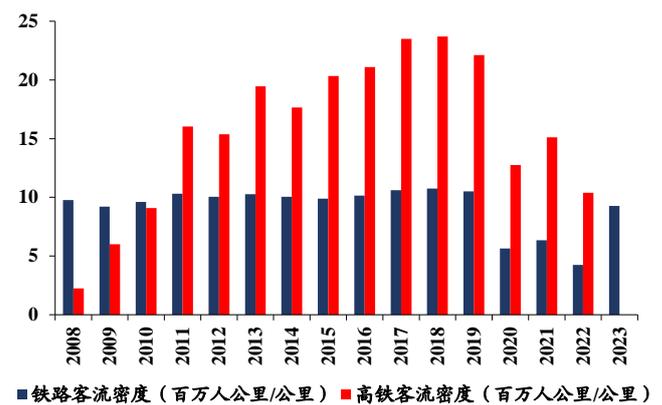
资料来源：UIC 国际铁路联盟，OECD，世界银行，World Factbook，信达证券研发中心

图13：2023 年，中国铁路路网密度达到 16.5 公里/千平方公里



资料来源：iFind，交通运输部，信达证券研发中心

图14：中国铁路及高铁客流密度变化



资料来源：iFind，交通运输部，国家统计局，信达证券研发中心

2.1.4 建造成本：国内高铁建造平均成本较国外水平更低，投资额保持高基数

高铁供应链多由国有企业负责，时速越高的线路建造成本越高；2019年前铁路年均总固投额基本保持在8000亿。国内高铁供应链包括工程建设、装备制造、技术研发和运营管理等环节。高铁线路的建设和管理由相关合资公司（国有企业）负责；设备制造企业由国家铁路局（NRA）发放许可，中国中车负责电力动车组制造，高速列车的成本仅为海外同类产品的三分之一到一半；技术研发多由企业、科研院所、高等院校三方组成。

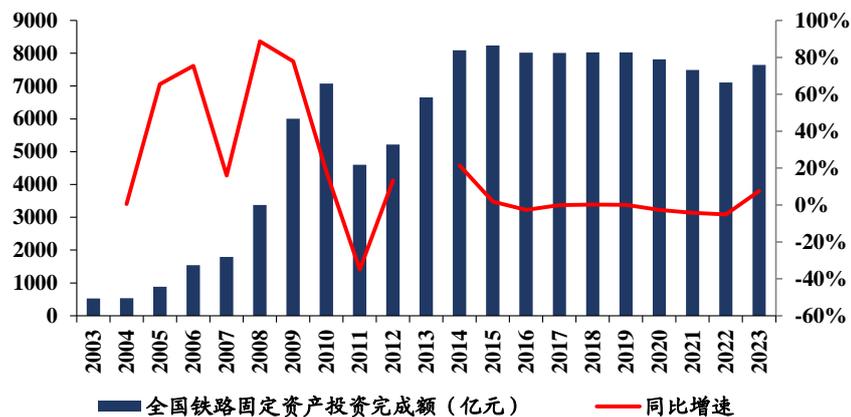
高铁线路技术规范是标准化的，针对不同时速铁路技术标准均有明确规定。高铁线路建造成本上，时速350公里的双向轨道高铁线路（包括信号、电气化和设施）平均成本约为1.39亿元/公里，时速250公里成本约为1.14亿元/公里，时速200公里约为1.04亿元/公里，比欧洲的建造成本至少低40%。同一条线路，采用时速350公里的轨道标准成本要比时速250公里的成本高出10%~30%。回顾过去国内铁路固定资产投资额，基本维持高基数。2013~2023年间，铁路固定资产投资平均完成额超7700亿。

表7：中国高铁线路不同时速的平均建造成本

时速 (km/h)	双向轨道高铁线路（包括信号、电气化和设施）平均成本（亿元/公里）	较欧洲的建造成本
350	1.39	-40%
250	1.14	
200	1.04	

资料来源：国家铁路局，世界银行，信达证券研发中心

图15：2013~2023年间，铁路固定资产投资平均完成额超7700亿



资料来源：iFind，国家铁路局，信达证券研发中心

注：2012年及之前铁路固定资产投资完成额仅包含基本建设投资

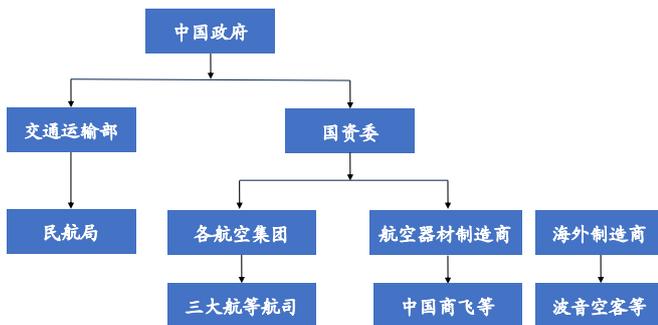
2.2 航空客运概况：票价市场化程度较高，后续旅客量增长潜力深厚

2.2.1 产业结构：中国民用航空局负责民航领域的发展规划，监管航司、机场

中国民用航空局统领国内民航业，监管和促进中国航空业全面发展。中国民航产业结构是多元化多层次的体系，涵盖了航空运输、航空服务、航空制造、航空基础设施建设等多个方面。

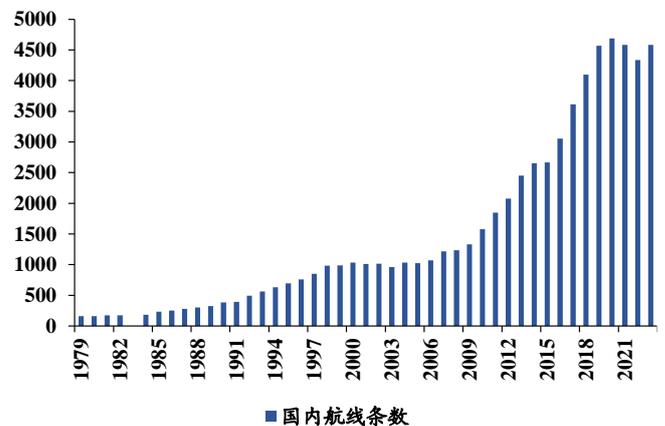
民航业规划及监管者为中国民用航空局。中国民用航空局作为国务院主管民用航空事务的部门，负责在全国范围内的民用航空活动进行规划、监管与服务。职责包括制定和更新航空行业的政策法规标准，对航司、机场等进行安全监管，以及审批航司运营许可等。三大航等航空公司提供航空运输服务，控股多家地方航司，行业也存在民营航司，如春秋航空、吉祥航空等。航空制造商有国有企业、海外制造商，且海外制造商产业供应链相对成熟。从航线数量看，国内航线飞行条数增长迅速。至 2023 年，航线条数已增至 4583 条，1979 年时仅 159 条。

图16：中国民航行业部门结构



资料来源：信达证券研发中心

图17：国内航线飞行条数增长迅速



资料来源：iFind，国家统计局，信达证券研发中心

2.2.2 票价机制：航空票价市场化改革持续，机票已经过多轮提价

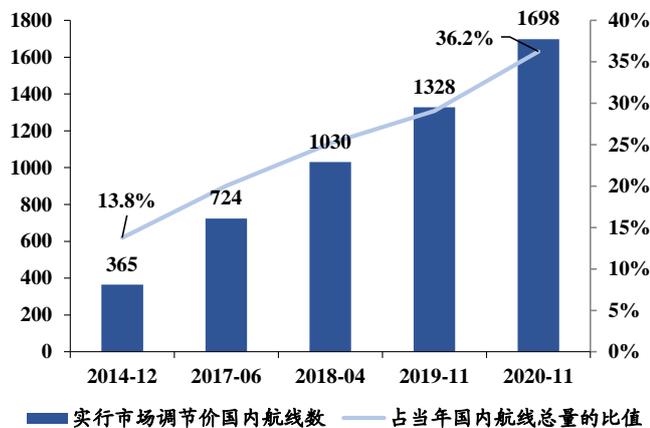
国内民航票价市场化改革逐步推进。自 2004 年起，国内票价管控放开，越来越多航线开始实施市场化定价。2004 年，政府价格主管部门由核定航线具体票价的直接管理改为对航空运输基准价和浮动幅度的间接管理；2010 年对头等舱和公务舱开始实施市场调节价；2013 年 10 月起由实行政府指导价改为市场调节价；2016 年 9 月起，进一步扩大市场调节价航线范围，800 公里以下航线、800 公里以上与高铁动车组列车形成竞争航线旅客运输票价交由航空公司依法自主制定；2020 年 12 月 1 日起，3 家以上（含 3 家）航司参与运营的国内航线实行市场调节价。

实行市场调节价的航线比例提升，航线全票价上涨幅度明显。2014 年 12 月至 2020 年 11 月，实行市场调节价的国内航线从 365 条增至 1698 条，占当年全部国内航线的比例由 13.8% 增至 36.2%。从具体航线价格情况看，2017-2023 年，主要航线中京沪航线、北京-深圳航线、上海-广州航线票价分别从 1240 元、2080 元、1350 元增加至 2150 元、3650 元、2350 元，累计涨幅分别为 73.4%、75.5%、74.1%，均超过 70%，票价市场化改革持续深化。

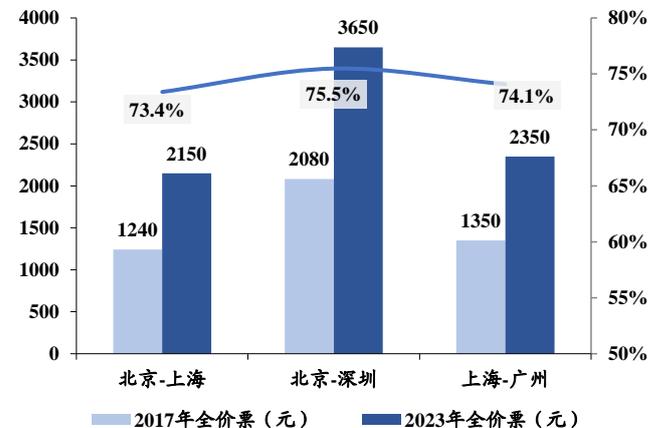
表8：民航国内航空运价政策演进

发布时间	文件名	具体内容摘要
2004.3	《民航国内航空运输价格改革方案》	国内航空运价以政府指导价为主，政府价格主管部门由核定航线具体票价的管理改为对航空运输基准价和浮动幅度的间接管理(基准价平均每公里0.75元+上浮不超过基准价25%/下浮不超过45%)
2010.4	《关于民航国内航线头等舱、公务舱票价有关问题的通知》	自2010年6月1日起，民航国内航线头等舱、公务舱票价实行市场调节价，具体价格由各运输航空公司自行确定。
2013.10	《关于完善民航国内航空旅客运输价格政策有关问题的通知》	对实行政府指导价的国内航线，均取消票价下浮幅度限制；对部分与地面主要交通运输方式形成竞争，且由两家（含）以上航空公司共同经营的国内航线，由实行政府指导价改为市场调节价。
2016.9	《关于深化民航国内航空旅客运输票价改革有关问题的通知》	进一步扩大市场调节价航线范围，800公里以下航线、800公里以上与高铁动车组列车形成竞争航线旅客运输票价交由航空公司依法自主制定。
2017.12	《关于进一步推进民航国内航空旅客运输价格改革有关问题的通知》	5家以上（含5家）航空运输企业参与运营的国内航线，国内旅客运价实行市场调节价，由航空运输企业依法自主制定。 每家航司每航季上调实行市场调节价的航线条数，原则上不得超过本企业上航季运营实行市场调节价航线总数的15%（不足10条航线的最多可以调整10条）；每条航线每航季无折扣公布运价上调幅度累计不得超过10%。
2020.11	《关于进一步深化民航国内航线运输价格改革有关问题的通知》	2020年12月1日起，3家以上（含3家）航司参与运营的国内航线，国内运价实行市场调节价。

资料来源：中国民用航空局，信达证券研发中心

图18：2020年后实行市场调节价的国内航线占比增至36%


资料来源：中国民用航空局，人民网，证券日报，中国新闻网，中国民用航空网，Wind，信达证券研发中心

图19：主要航线票价在2017-2023年累计涨幅均在70%以上


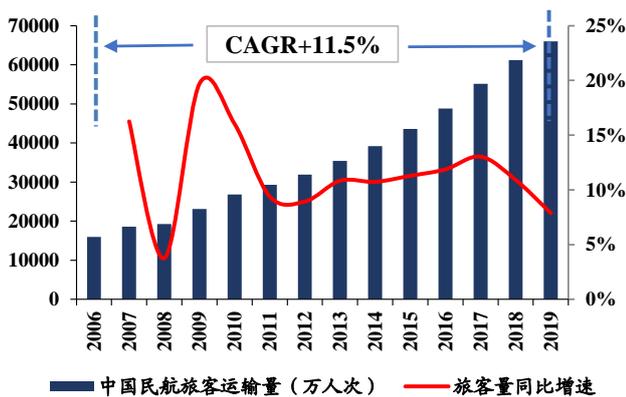
资料来源：携程网，中国新闻网，第一财经，民航资源网，信达证券研发中心

2.2.3 需求空间：航空旅客量后续增长潜力大

中国航空运输业仍在发展，且潜力深厚。过去民航旅客量年均增速迅猛。回顾疫情前中国民航运输情况，2006~2019年间，中国民航旅客运输量由1.60亿人次增至6.60亿人次，年均增长率高达11.5%。

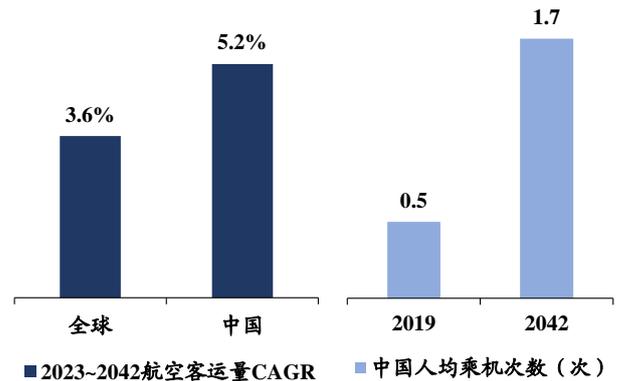
未来二十年中国空运需求增速预计是全球增速的1.4倍。根据空客发布的《全球市场预测（2023-2042）》，未来20年全球客运需求年均增速预计+3.6%，中国将成为全球最大航空服务市场之一，年均增长率将达到5.2%，超过全球平均水平。至2042年，人均乘机次数预计增加超两倍。预计中国的人均乘机次数将由2019年的0.5次增至2042年的1.7次。（2019年，我国人均乘机次数仅为0.47次。对比世界平均值0.87次、美国2.48次）。

图20：2006~2019年，民航客运量年均增速+11.5%



资料来源：iFind，中国民用航空局，信达证券研发中心

图21：2023~2042年，中国民航客运量预计CAGR+5.2%



资料来源：空客，新京报，北京日报，信达证券研发中心

2.2.4 扩张成本：机场平均造价水平低于高铁线路

国内机场造价随规模大小从十亿至千亿不等，窄体机购置价约7~10亿人民币。机场造价方面，按照地理位置、机场规模、设计标准等价格有所不同。新建机场中，北京大兴机场民航部分投资达到1167亿人民币；厦门新建T1航站楼机场工程费用约147亿元；成都天府国际机场造价约750亿元。拥有较多支线机场的西部地区，单个机场投资约为10亿元，相当于10多公里高铁的价格；省内支线机场的造价一般在几亿至十几亿元人民币。

飞机购买价方面，窄体机A320neo目录价约1.05亿美元至1.36亿美元（空客2020年1月目录价），按汇率6.9换算成人民币约为7.25亿至9.38亿元，航司采购价通常有相应折扣；参考三大航以往购买飞机公告，购买A320neo的平均价格约1.28亿美元/架，折合人民币约8.8亿元。

表9：国内机场造价水平情况

类别	机场	造价金额 (亿元)	航站楼面积 (万平方米)	跑道数量 (条)
大型机场	北京大兴国际机场	民航部分 1167	78	6
大型机场	成都天府国际机场	750	71	3
小型机场	厦门新机场 T1 航站楼	147	55	2

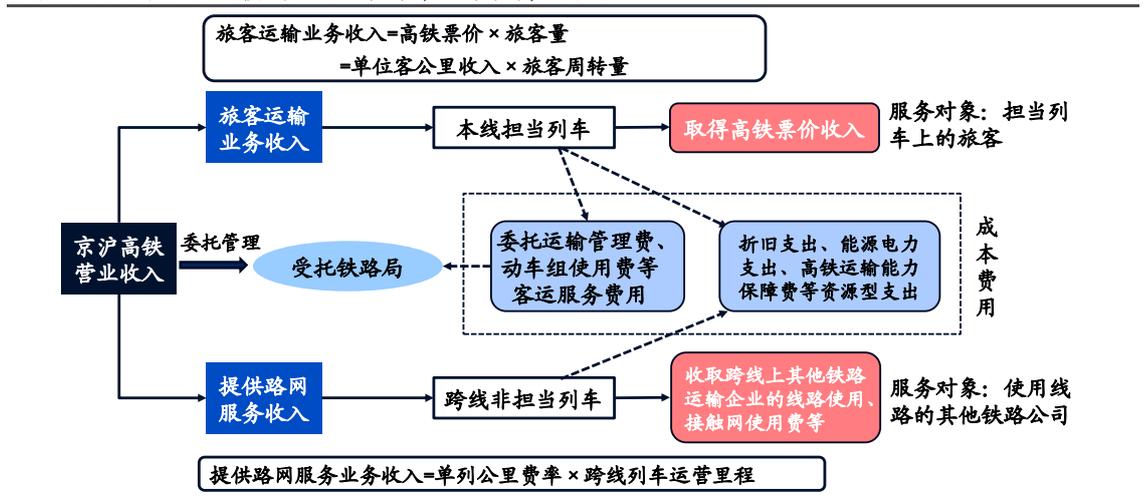
资料来源：中国新闻网，中国政府网，新华社，人民日报，航空知识，澎湃新闻，澎湃新闻，信达证券研发中心

3 铁路客运及航空客运核心因素对比

3.1 铁路及航空客运盈利模式对比

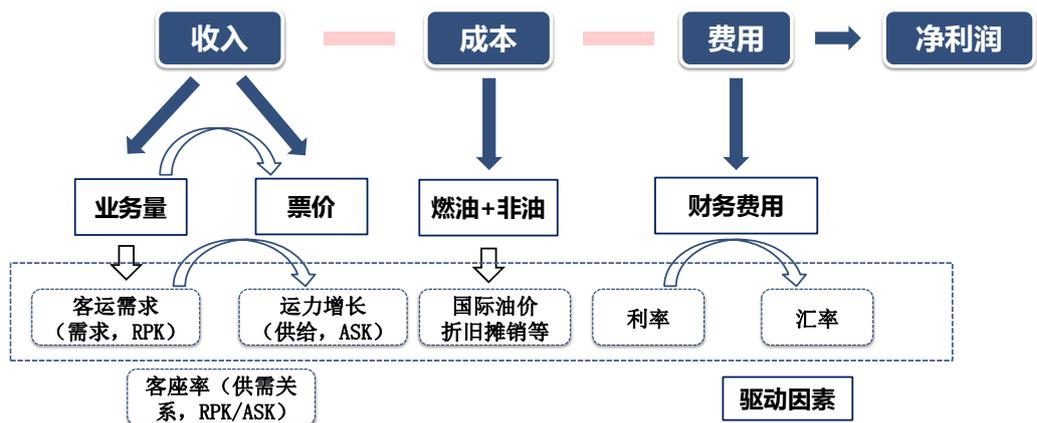
铁路客运公司收入及成本可控性较强，相对稳定；航空客运公司收入及成本影响因素较多。铁路客运企业收入源自公司担当列车的旅客票款收入以及其余铁路运输企业使用公司线路时缴纳的相应线路使用费等，票价市场化水平不高；成本则主要是线路及设备等服务费用、维护费用等，且定价标准多为国家部门指导定价。航空客运公司收入主要是航线旅客的票款收入，票价受行业供需关系影响，市场化程度高，票价变动灵活。成本及费用端则受到油价及汇率影响，影响程度及方向的不确定性较高。

图22：铁路客运盈利模式关键因素拆解-以京沪高铁为例



资料来源：京沪高铁公司公告，信达证券研发中心

图23：航空客运盈利模式关键因素拆解



资料来源：信达证券研发中心

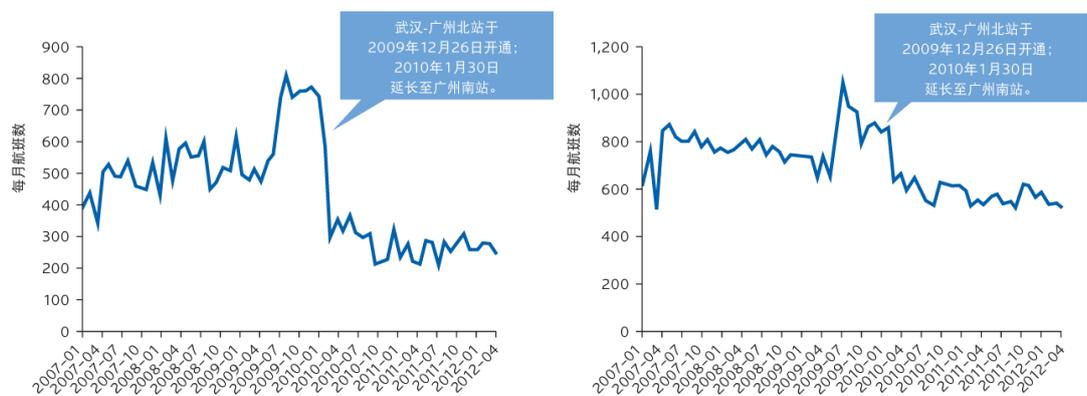
3.2 出行里程是铁路及航空竞争优势划分的核心因素

民航出行在 1000 公里航距以上航线具备较明显优势。

1. 高铁线路开通后，不同长度路段的民航航班量及乘客量均有不同程度减少。民航和高铁出行存在一定竞争关系，高铁开通后，对许多航线客流产生较大影响。一些短程航空服务在高铁开通后完全取消；另外一些则采取票价打折，或者将服务减少到每天一至两个航班。

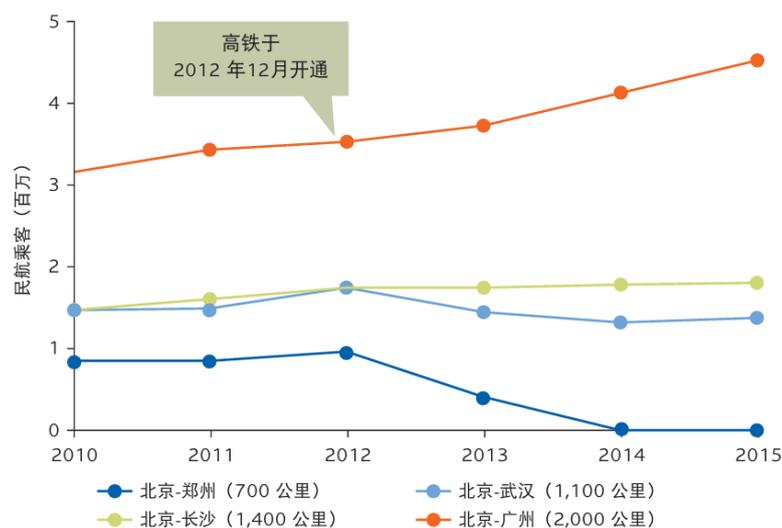
具体线路看，以广州至长沙（约 600 公里）和广州至武汉（900 公里）之间航线为例，高铁开通后，飞往长沙的航班减少约三分之二，飞往武汉的航班减少近一半。从北京至不同距离城市的路段表现看，高铁对北京-广州航线（2000 公里航程）没有明显影响，航线客运量继续增长；对北京-长沙航班（1400 公里）需求继续增长，但速度较慢；北京-武汉航线（1100 公里）客运量略有下降；北京-郑州航线（700 公里左右）客运量下降幅度很大。

图24：高铁开通后，广州到长沙及武汉的月度航班数量变化



资料来源：世界银行，信达证券研发中心

图25：高铁开通后不同路段民航乘客量变化

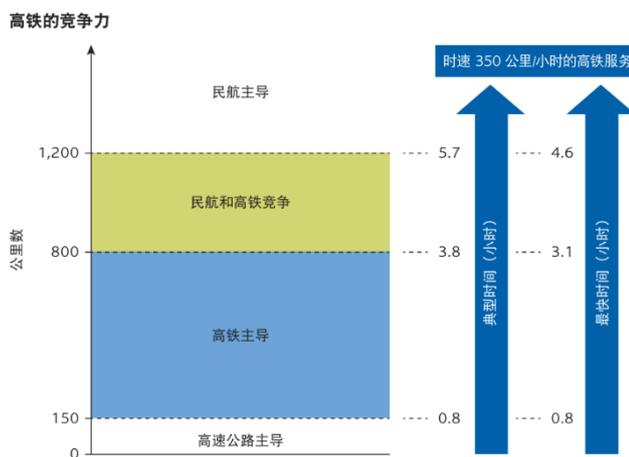


资料来源：世界银行，信达证券研发中心

2. 中国高铁出行影响距离可超 1000 公里，150~800 公里路段基本由高铁出行方式主导。按照不同距离路段对比高铁及民航出行方式，中国高铁出行产生显著影响的距离可达到 1200 公里（3~4 小时）。150 公里以下短途出行主要以公交车和小汽车出行为主，且随着私家车的普及，公共汽车出行量也在下降；150~800 公里（基本最多 4 小时），高铁占据主导地位；800~1200 公里区间，民航和高铁则存在较激烈竞争关系，虽然民航飞行时间更短，但考虑到候机及抵达机场时长，民航的时间优势并不非常显著，高铁则在票价上具备明显性价比；1200 公里以上距离，则以民航出行主导。

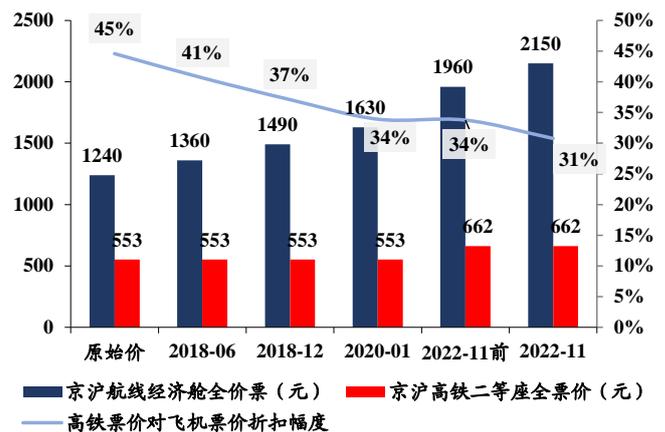
以京沪线（1318 公里）为例对比不同出行方式，综合时间成本和票价水平考虑，上海至北京主要交通方式中，高铁与航空耗时低且成本高，相对较为可比。京沪高铁实施浮动票价前后，对比航空公司票价均具备较强价格优势。对比京沪高铁二等座全票价看，仅在 2020 年 12 月 23 日起，票价由 553 元上调至 662 元，涨幅为 19.7%。高铁票对飞机票的折扣幅度由此前的 45% 加大至 31%，价格优势更加显著；且高铁提速后，京沪高铁线全程用时最快可以达到 4 小时 18 分，时间效率也有较大提升。

图26：不同出行里程时，空铁客运竞争优势对比



资料来源：世界银行，信达证券研发中心
 注：此处以时速 300~350 公里高铁为竞争力对比研究样本

图27：京沪高铁二等座全票价对飞机经济舱全票价折扣幅度加大至三折



资料来源：中国铁路客户服务中心官网，澎湃新闻，中国民用航空网，第一财经，中国消费者报，信达证券研发中心

表10：北京-上海（1300 公里左右）飞机及高铁出行方式不同指标对比

交通方式	起点	终点	运输用时	市内交通+候车用时	总用时	全票价 (元)
高铁	上海虹桥站	北京南站	4.3h	1.7h	6h	662
飞机	上海浦东机场	北京首都机场	2.5h	2.5h	5h	2150

资料来源：中国铁路客户服务中心官网，中国民用航空网，第一财经，锦观新闻，携程，高德地图，信达证券研发中心
 注：此处以时速 300~350 公里高铁为竞争力对比研究样本

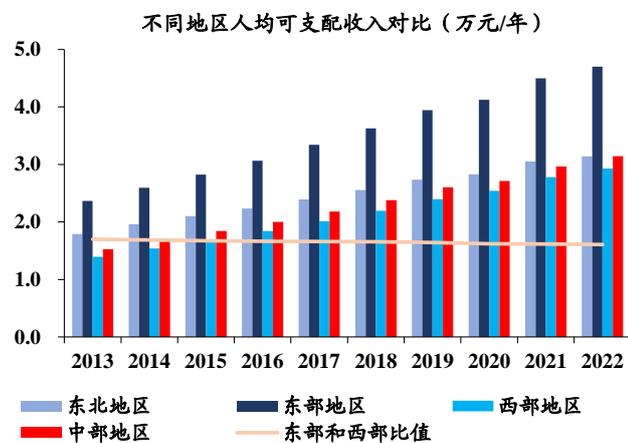
3.3 人均可支配收入水平影响出行方式的选择

我国不同地区人均可支配收入水平相差较大，收入水平影响交通方式选择，各区域机场吞吐量分布不均。人均可支配收入水平会对出行方式有较大影响，虽然民航出行在 1000 公里以上路段具备明显竞争优势，但地区人均可支配收入水平也会影响到交通运输方式选择。我国东部、西部地区分别为人均可支配收入最高和最低的两个区域，西部地区机场数量最多，且出行距离较远，但旅客吞吐量并非最高。

就铁路出行方式中的旅客收入结构看也可以发现，票价平均水平更高的高铁出行中，旅客收入平均水平也更高，平行的普速列车乘客收入约为高铁乘客收入的 65-75%：高铁旅客中，月收入 1w 以上的旅客群体比重明显增加，收入更高的群体选择高铁出行的比例更高。高铁对商务旅客出行的吸引力更大。

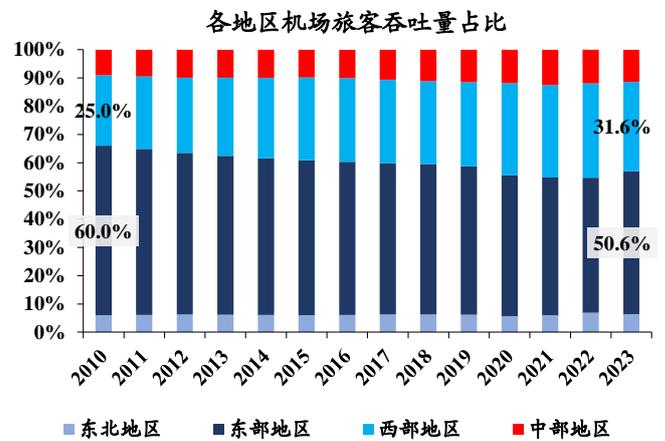
综上所述，受到收入水平限制，出行距离较远的旅客可能会愿意牺牲较长出行时长来换取更实惠的出行花费，且这一因素对旅客选择出行方式的影响程度较大。

图28：不同地区人均可支配收入水平相差较大



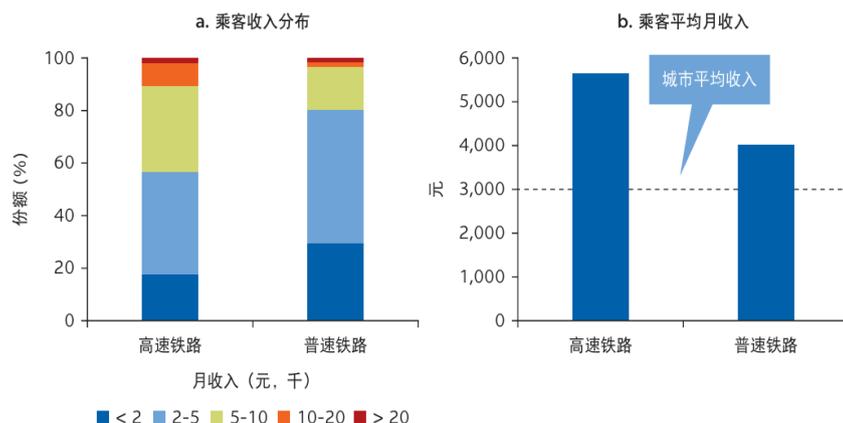
资料来源：国家统计局，信达证券研发中心
 注：各区域划分情况同此前注释内容

图29：东部地区机场吞吐量占比明显更高，西部地区占比增加



资料来源：iFind，中国民用航空局，信达证券研发中心

图30：铁路乘客收入分布及月收入（2015年）



资料来源：世界银行，信达证券研发中心

4 结论：当前铁路客运发展快于空运，中长期航空客运发展空间或更广阔

当前国情下，铁路客运发展快于空运，中长期航空客运发展空间或更加广阔。

未来旅客量增长空间：过去民航周转量年均增速基本保持在 10% 以上，显著快于铁路。2008~2019 年间，高铁/航空周转量年均增速分别 75.8%/13.6%，高铁旅客量增幅更为显著。未来高铁客运量年均增速或仍有 20% 以上，但 2019 年民航人均乘机次数仅为 0.47 次，对比世界平均值 0.87 次、美国 2.48 次，后续民航旅客量也有望维持不低增速。

定价能力：铁路客运定价权现已交付于铁路局，逐渐开始实施浮动票价，当前四纵四横高铁干线二等座平均费率约 0.48 元/公里，票价水平显著低于海外水平，提价受限因素较多。航空客运定价更为市场化，2020 年已有近四成航线实施市场化定价，调价基本跟随市场供需关系变动，调价更为灵活。

不同距离竞争优势对比：时速 350 公里的高铁对 1200 公里以内的行程路段均有竞争力，因而非常适用于人数多旅行需求高的中距离市场。高铁在 150-800 公里（约 3-4 小时）的距离上竞争优势最明显，800~1200 公里区间，民航和高铁则存在较激烈竞争关系，1200 公里以上长距离则由民航出行方式主导。

建造成本对比：铁路客运向着高铁客运方向发展，高铁线路造价约 1~1.5 亿元/公里，单个中小机场平均造价约十几亿元，每架窄体机购置价约 7~10 亿人民币。

人均可支配收入与出行时间考量：虽然民航出行在 1200 公里以上行程路段基本占据主导，国内西部偏远地区机场数量占比也达到全国一半水平，但选择民航出行方式的旅客仍然主要集中在东部地区。受到可支配收入水平等因素影响，旅客选择出行方式时需衡量时间与票价的性价比问题，当前高铁票价水平显著高于机票，铁路客运出行竞争力更加凸显。此外，普通铁路列车仍有众多旅客群体，其票价为高铁票价 1/3 左右，普通列车旅客量约为铁路总旅客量的 30~40%，一定程度上也印证了收入水平对出行方式选择的影响。

投资角度：2024 年以来，春运表现亮眼，探亲及旅游出行需求旺盛特点突出，因私出行需求坚挺。清明小长假、五一小长假、端午假期出行表现良好，较 2019 同期增长明显。虽然旅游消费略有下滑，但旅游出行仍有需求，我们预计暑运等后续节假日出行需求或有亮眼表现。此外，国际航线仍在持续恢复，航班量及人流量双回升，国内外航线供需均加速修复，支撑票价市场化持续的同时，有望带动客座率上行，航司未来业绩弹性可期。中长期看好航空及高铁出行的持续复苏，建议重点关注中国国航、南方航空、春秋航空、吉祥航空、中国东航、京沪高铁。

表 11：重点公司盈利预测及估值汇总（截至 2024/9/9）

证券代码	公司简称	市值/亿元	归母净利润/亿元				PE				PB(LF)	
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	TTM	2024E	2025E		2026E
601111	中国国航	1,113	-10.46	77.35	134.89	165.52	-106.4	-294.4	14.4	8.3	6.7	3.04
600029	南方航空	1,008	-42.09	69.37	123.78	155.33	-23.9	-39.3	14.5	8.1	6.5	2.84
600115	中国东航	829	-81.68	54.44	97.34	123.76	-10.2	-17.7	15.2	8.5	6.7	4.80
601021	春秋航空	486	22.57	29.16	37.58	46.16	21.5	17.5	16.7	12.9	10.5	3.09
603885	吉祥航空	232	7.51	16.96	22.60	30.28	30.8	20.0	13.7	10.2	7.6	2.74
601816	京沪高铁	2,637	115.46	138.73	162.07	187.81	22.8	20.7	19.0	16.3	14.0	1.34

资料来源：iFind，信达证券研发中心

注：盈利预测均取自 iFind 一致预期

5 风险因素

出行需求恢复不及预期: 宏观经济不及预期、收入下滑、人们出行意愿降低等因素, 致使出行需求恢复不及预期。

国际航线恢复不及预期: 国际航线为重要客收来源, 若国际航线恢复节奏不及预期, 航司国际客运收入回升过慢, 预期对整体业绩将产生较大影响。

油价大幅上涨风险: 航油成本为航司重要营业成本之一, 航司整体业绩受油价波动影响较大, 若平均航油价格上升过快, 预计航油成本大幅提升致使营业成本提升, 从而影响整体收益水平。

人民币大幅贬值风险: 航司若干租赁负债、银行贷款及其他贷款主要以美元为单位, 以及若干国际收入、费用亦以人民币以外的货币为单位, 汇率波动将致使航司产生汇兑损益。

行业竞争加剧风险: 铁路客运与公路客运、航空客运等运输方式存在差异化竞争, 若后续公路路网持续扩张完善、航空客运服务质量不断提高, 或影响旅客出行方式选择。

研究团队简介

匡培钦，现任信达证券交运首席分析师，上海交通大学本硕，先后就职于申万研究所及浙商研究所担任交运首席分析师，专注于交通运输物流行业的产业链研究，深耕快递、物流、公路、铁路、港口、航空、海运等大交通领域，2021年/2022年新财富入围，2022年金牌分析师交运行业第一名，2022年金麒麟新锐分析师第一名。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。