仅供内部参考，请勿外传

证券研究报告

国内时刻效率优化，国际航班稳步恢复

2026年冬航季时刻计划详解

证券分析师：
郑逸欢 A0230526010001
闫海 A0230519010004
罗石 A0230524080012
王凯婕 A0230525110001
联系人：
郑逸欢 A0230526010001
2026.10.12

SWS RESEARCH

仅供内部参考，请勿外传

冬航季压虚稳实，国际航班稳步增加，国内时刻同比下降

- **核心解读：10月09日民航局发布2026年冬航季时刻计划，国内航司的国内客运时刻同比25年冬航季下降5.8%，同比19年增长13%；国际时刻同比25年继续增长，恢复至19年的89%；中国港澳台地区时刻同比25年下降，恢复率为19年的81%。**
- **整体观察：根据2026年冬航季计划，国内航司日均总时刻量为1.61万班，同比25年-4.5%，其中国内/国际/中国港澳台地区分别同比25年-5.8%/+11.0%/-3.6%。2026年冬航季国内航司客运及货运从国内机场起飞的总时刻日均为1.59万架次，同比19年+15%，同比25年-5%。**
  - **国内时刻同比下降，进一步提升时刻效率与质量。**2026冬航季国内客运时刻日均1.45万班次，同比25年下降5.8%。2026年全协调时刻日均7821班次（25年日均7909班次），同比25年-1%，同比19年+17%。
  - **国际航班稳步增加，总体计划航班时刻恢复至19年同期86%。**国内航司的国际及中国港澳台地区日均客运航班量为1559班，恢复到19年的86%，25年冬航季航班恢复率为81%；其中澳洲/北美/东南亚/中国港澳台地区/欧洲/日韩航线总体航班量计划恢复至19年的104%/29%/98%/81%/176%/57%，其他新兴市场超19年水平达到129%。
  - **投资分析意见：国际油价维持高位，航司经营仍承压。全球制造商飞机交付不及预期，航司飞机退出数量预计逐年增加，中长期供给偏紧格局明确。板块整体估值处于低位，推荐抗压能力较强的国泰航空、春秋航空、华夏航空、吉祥航空，关注中国东航、中国国航、南方航空等投资机会。**关注全球飞机租赁公司、航空发动机及维修厂商、关注业绩持续修复的机场板块。
  - **风险提示：**油汇大幅波动、经济增速不及预期、航空安全事故风险

表：2026国内航司冬航季日均时刻变化情况（班）

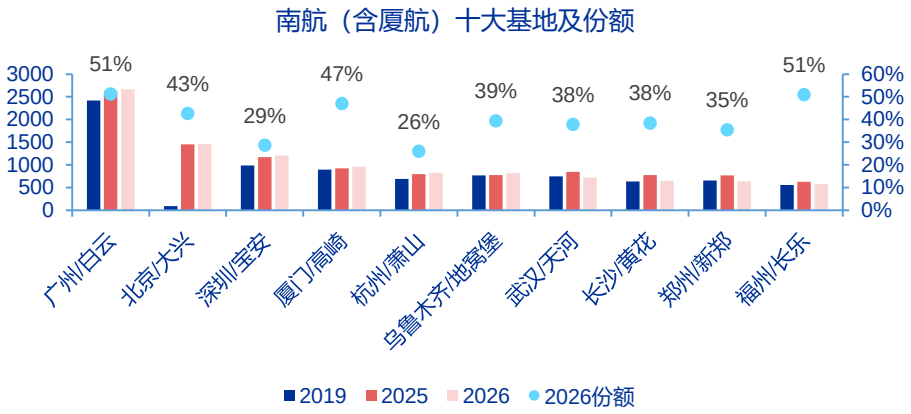
	2019	2025	2026	同比25	同比19
国内	12845	15439	14540	-5.8%	13%
国际	1585	1276	1417	11.0%	-11%
中国港澳台地区	234	195	188	-3.6%	-19%
总计	**14664**	**16911**	**16145**	**-4.5%**	**10%**

仅供内部参考，请勿外传

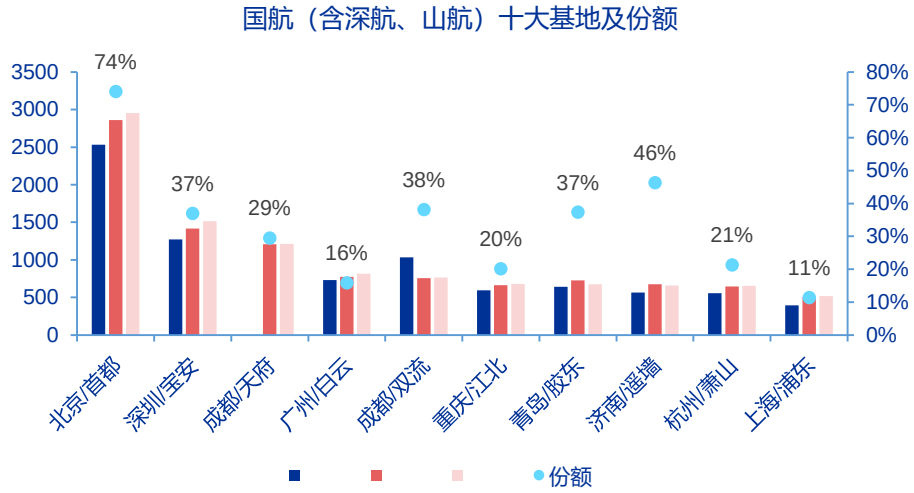
整体客运市场情况——航司十大机场及份额

- 各航司在主基地市场时刻量同比25年基本保持稳步增长，同比19年均有提升。中国国航、南方航空、中国东航在北京首都、广州白云、上海（浦东和虹桥）基地份额依然保持领先，分别占比达到74%、51%、49%。海南航空在海口美兰主基地占比为34% 、吉祥航空、春秋航空在上海两场主基地占比分别达到12%、9%。华夏航空在主基地重庆占比为7%。

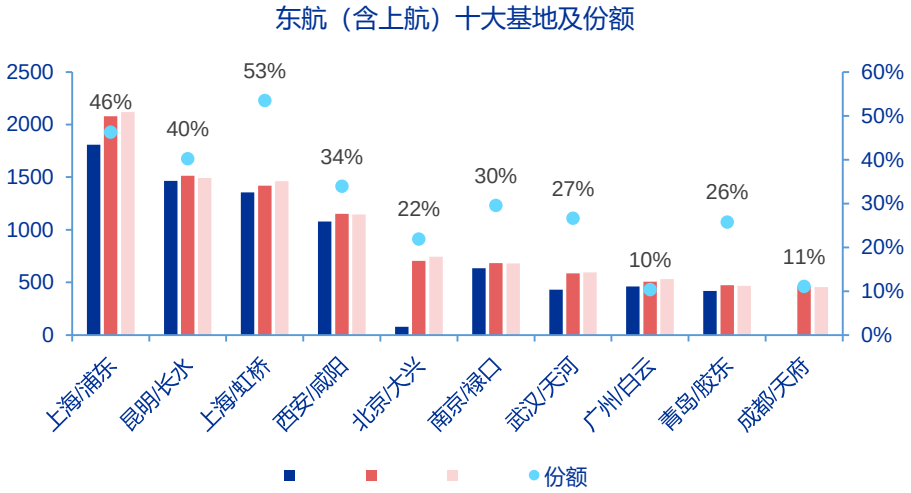
图：南方航空基地市场时刻及份额（对）



图：中国国航基地市场时刻及份额（对）



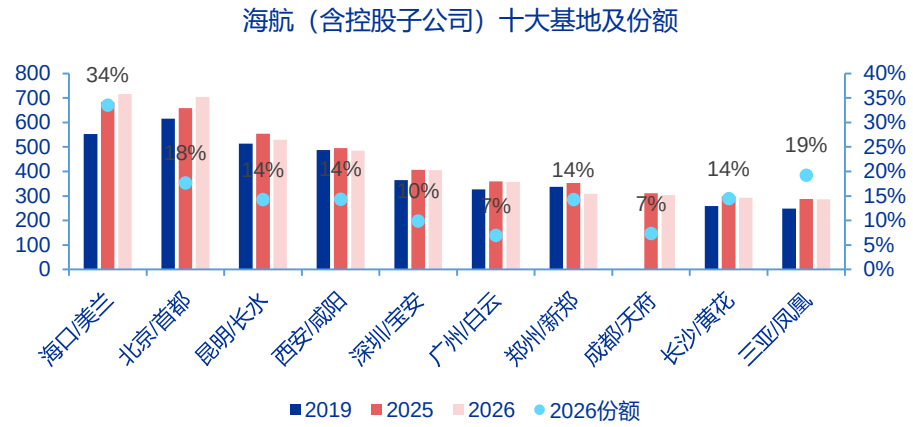
图：中国东航基地市场时刻及份额（对）



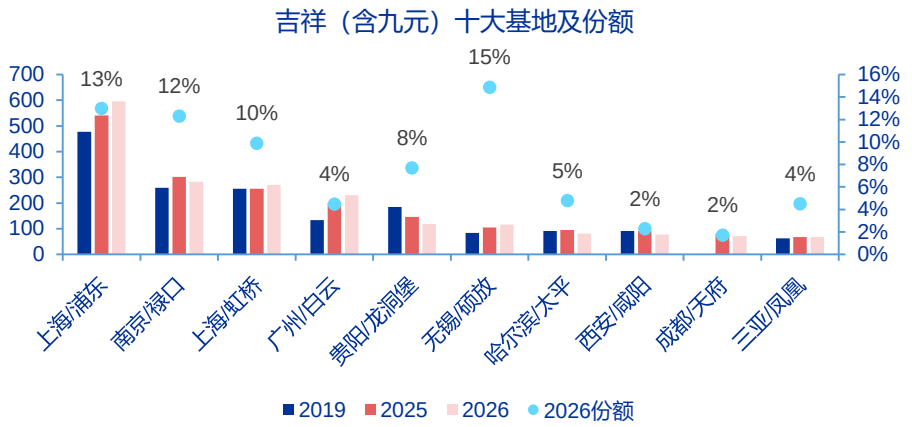
仅供内部参考，请勿外传

整体客运市场情况——航司十大机场及份额

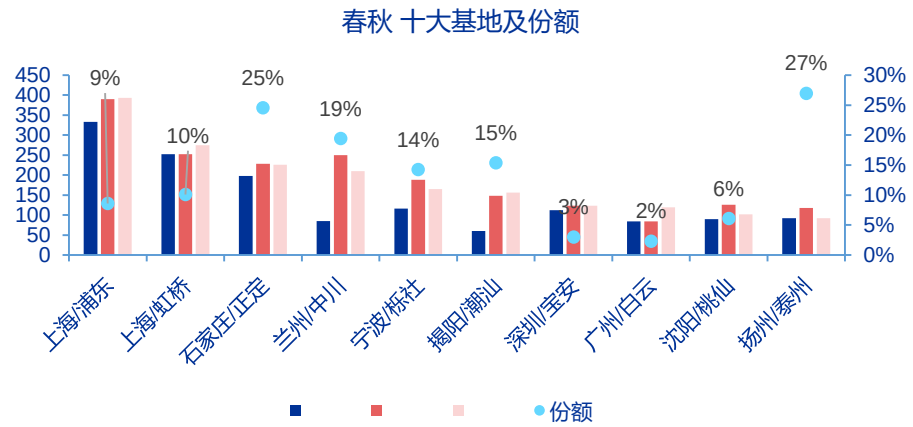
图：海南航空基地市场时刻及份额（对）



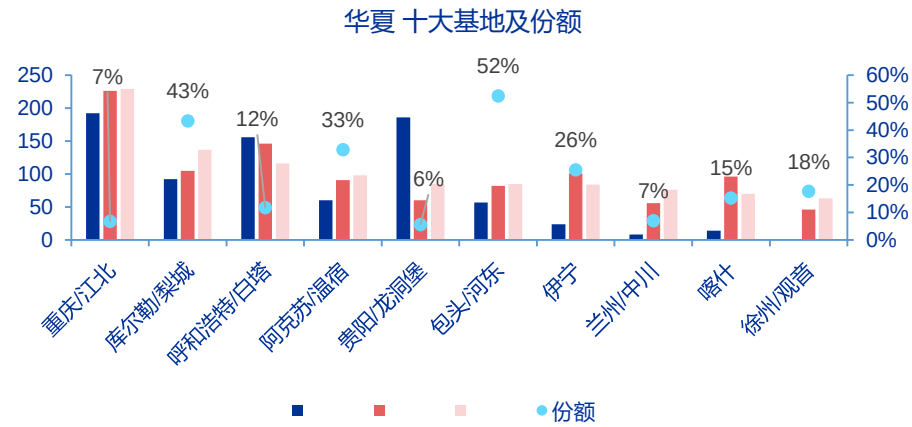
图：吉祥航空基地市场时刻及份额（对）



图：春秋航空基地市场时刻及份额（对）



图：华夏航空基地市场时刻及份额（对）



仅供内部参考，请勿外传

整体客运市场情况——重点机场观察

- **从全国机场角度来看，周度计划客运起降共22.2万班次，同比2025年冬航季下滑4.83%，其中41座千万级机场计划进出港周频达17.7万班次（同比下降2.59%），占全国机场总时刻的79.68%。**

图：千万级机场换季航班量（班）

三字码	千万级机场	W25周频	W26周频	同比	周频净增减量
CAN	广州白云	10728	11069	3.2%	341
PVG	上海浦东	10139	10481	3.4%	342
PEK	北京首都	8346	8703	4.3%	357
TFU	成都天府	8613	8432	-2.1%	-181
SZX	深圳宝安	8248	8438	2.3%	190
KMG	昆明长水	7688	7540	-1.9%	-148
XIY	西安咸阳	6949	6847	-1.5%	-102
PKX	北京大兴	6768	7122	5.2%	354
CKG	重庆江北	6881	6870	-0.2%	-11
HGH	杭州萧山	6350	6456	1.7%	106
SHA	上海虹桥	5430	5614	3.4%	184
WUH	武汉天河	4908	4565	-7.0%	-343
NKG	南京禄口	4872	4724	-3.0%	-148
CSX	长沙黄花	4632	4165	-10.1%	-467
CGO	郑州新郑	5018	4420	-11.9%	-598
TAO	青岛胶东	3973	3767	-5.2%	-206
XMN	厦门高崎	4024	4067	1.1%	43
URC	乌鲁木齐天山	3675	3990	8.6%	315

仅供内部参考，请勿外传

主要内容

1. 国内：同比下降，提升时刻效率与质量
2. 国际：航班稳步增加，恢复超19年八成
3. 投资分析意见及风险提示

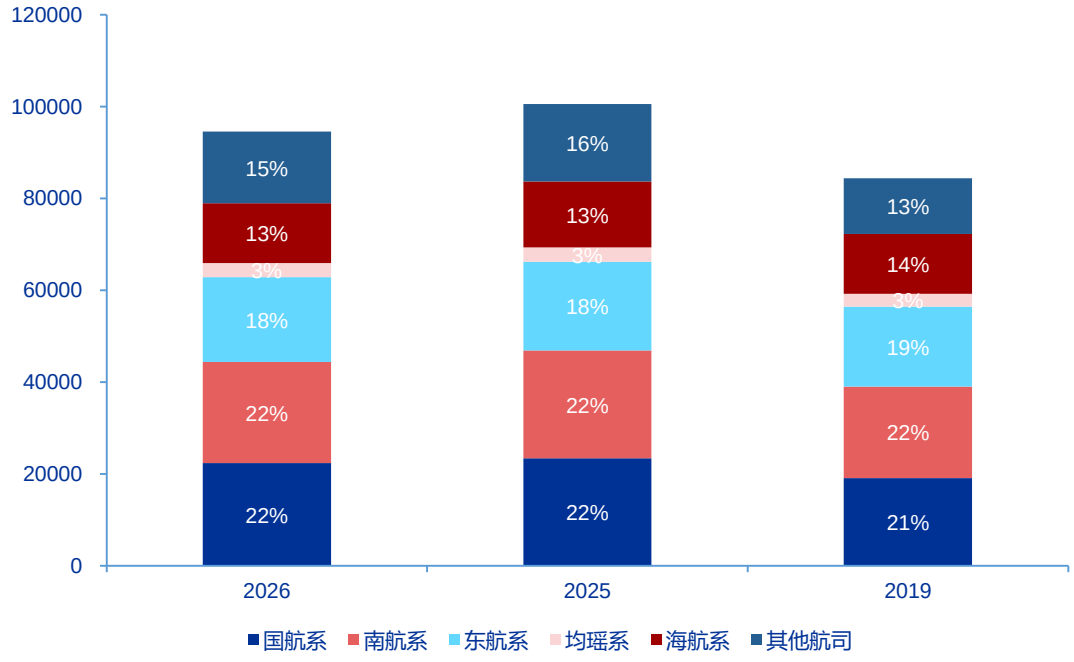
SWS RESEARCH

仅供内部参考，请勿外传

国内客运市场情况——国内整体观察

- 国内时刻统计口径：国内客运时刻+国际及地区航线的国内航段时刻
- 根据民航局预先飞行管理系统，2026年冬航季国内客运时刻日均1.46万班次（25年冬航季国内时刻日均1.54万班），同比19年+14%，同比25年-6%。2026年全协调时刻（即起降机场均为协调机场的时刻）日均7821班次（25年日均7909班次），同比19年+17%，同比25年-1%，占比54%（19年占比52%）。

图：各航空集团国内时刻份额基本稳定（班）



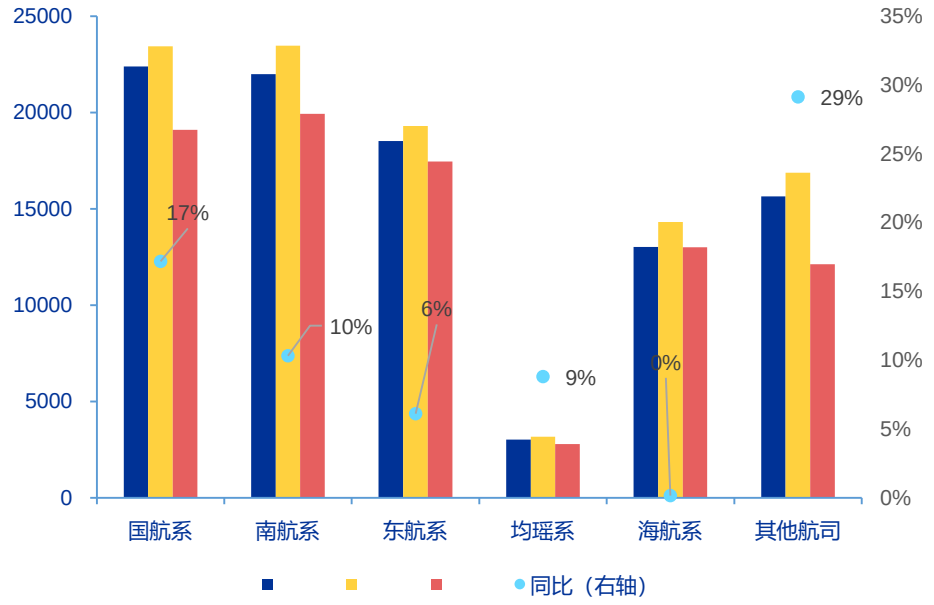
- 各航空集团航班量份额基本稳定，国航系、南航系、东航系航司计划航班量分别占比22%/22%/18%。
- 民营航司中，海航系、均瑶系、春秋、华夏计划航班量分别占比13%/3%/3%/3%。

仅供内部参考，请勿外传

国内客运市场情况——分航司观察

- 冬航季国内客运TOP10航班量航司：东方航空、南方航空、中国国航、深圳航空、海南航空、四川航空、厦门航空、山东航空、华夏航空、春秋航空。
- 与25年相比国内时刻量同比变化：南方航空（-6%）、东方航空（-3%）、中国国航（-1%）、海南航空（-5%）、深圳航空（-3%）、厦门航空（-10%）、山东航空（-13%）、春秋航空（-6%）、华夏航空（-1%）、吉祥航空（-3%）、上海航空（-13%）、九元航空（-8%）。

图：各航空集团国内时刻变化（班）



表：各航司总体时刻量变化（班）

	2026时刻量	同比25	同比19
东方航空	17815	-2.3%	8.4%
南方航空	17134	-4.7%	6.4%
中国国航	12670	0.6%	26.4%
深圳航空	5852	-2.7%	5.7%
海南航空	5783	-2.0%	1.2%
厦门航空	5421	-7.7%	8.0%
四川航空	5339	-3.8%	16.2%
山东航空	3985	-12.3%	-10.5%
春秋航空	3747	-5.1%	23.6%
华夏航空	3206	-1.4%	31.2%
吉祥航空	2659	-0.7%	-0.7%
成都航空	2614	9.4%	90.2%
天津航空	2603	-14.3%	0.5%
上海航空		-.%	-.%
长龙航空	2133	-5.7%	51.1%

仅供内部参考，请勿外传

国内客运市场情况——分航司观察（仅保留重点观察航司）

表：2026冬航季国内航司国内客运时刻变化（班次）

航司	总时刻数					协调机场时刻数				
	2026	2025	2019	同比25	同比19	2026	同比19	占比	2019	占比
国航系	**22380**	**23426**	**19098**	**-4%**	**17%**	**13000**	**23%**	**58%**	**10552**	**55%**
昆明航空	953	1086	900	-12%	6%	510	62%	54%	314	35%
山东航空	3728	4266	4010	-13%	-7%	2918	22%	78%	2398	60%
深圳航空	5372	5546	4940	-3%	9%	2546	12%	47%	2276	46%
西藏航空	1319	1444	1016	-9%	30%	188	-39%	14%	310	31%
中国国航	11008	11084	8232	-1%	34%	6838	30%	62%	5254	64%
南航系	**21990**	**23472**	**19932**	**-6%**	**10%**	**15462**	**15%**	**70%**	**13412**	**67%**
河北航空	910	862	926	6%	-2%	562	-	62%	484	52%
江西航空	574	544	364	6%	58%	342	38%	60%	248	68%
南方航空	15006	15970	13656	-6%	10%	10842	17%	72%	9274	68%
厦门航空	4668	5170	4308	-10%	8%	3306	6%	71%	3120	72%
重庆航空	832	926	678	-10%	23%	410	43%	49%	286	42%
东航系	**18523**	**19296**	**17457**	**-4%**	**6%**	**10138**	**26%**	**55%**	**8048**	**46%**
东方航空	15211	15704	13701	-3%	11%	8748	36%	58%	6418	47%
上海航空	1698	1950	2384	-13%	-29%	1078	-14%	63%	1260	53%
中联航	1614	1642	1372	-2%	18%	312	-16%	19%	370	27%
均瑶系	**3027**	**3165**	**2782**	**-4%**	**9%**	**1678**	**6%**	**55%**	**1578**	**57%**
吉祥航空	2265	2338	2170	-3%	4%	1359	10%	60%	1234	57%
九元航空	762	827	612	-8%	25%	319	-7%	42%	344	56%
川航系	**7508**	**7526**	**5523**	**0%**	**36%**	**3367**	**74%**	**45%**	**2702**	**49%**
成都航空	2574	2381	1364	8%	89%	754	56%	29%	482	35%
四川航空	4934	5145	4159	-4%	19%	2613	18%	53%	2220	53%
海航系	**13027**	**14322**	**13007**	**-9%**	**0%**	**7302**	**9%**	**56%**	**6715**	**52%**
北部湾航空	592	816	760	-27%	-22%	122	-	21%	-	-
大新华	84	84	84	0%	0%	-	-	-	-	-
福州航空	404	538	534	-25%	-24%	240	18%	59%	204	38%
桂林航空	286	342	350	-16%	-18%	0	-	0%	-	-
海南航空	5364	5643	5197	-5%	3%	4350	19%	81%	3653	70%
金鹏航空	420	359	418	17%	0%	262	20%	62%	218	52%
首都航空	1757	2174	1912	-19%	-8%	789	-27%	45%	1088	57%
乌鲁木齐航空	448	448	354	0%	27%	132	-12%	29%	150	42%
西部航空	1439	1622	1170	-11%	23%	577	-13%	40%	662	57%
祥鹏航空	1778	1842	1802	-3%	-1%	642	6%	36%	606	34%
长安航空	455	454	426	0%	7%	188	40%	41%	134	31%
其他航司	**15645**	**16868**	**12116**	**-7%**	**29%**	**3759**	**6%**	**24%**	**3530**	**29%**
春秋航空				-%	%		%			
华夏航空				-%	%					
总计	**102100**	**108075**	**89915**	**-6%**	**14%**	**55362**	**18%**	**54%**	**46817**	**52%**

资料来源： pre-flight（民航局预先飞行管理系统），申万宏源研究（包括国内航司飞中国港澳台地区、国际的国内段时刻）

仅供内部参考，请勿外传

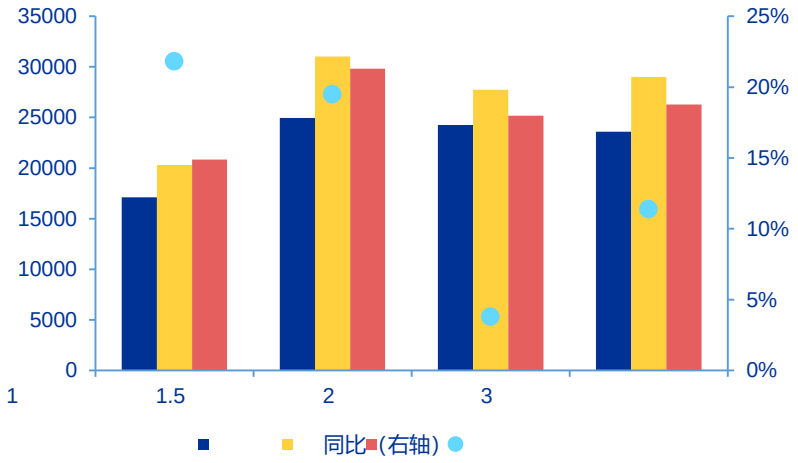
国内客运市场情况——分机场观察

表：协调机场国内时刻变化（起飞时刻，客运；班次）

四字码	协调机场	2019	2025	2026	同比25	同比19
ZGGG	广州/白云	3673	4363	4454	2%	21%
ZBAA	北京/首都	4378	3415	3466	1%	-21%
ZGSZ	深圳/宝安	3055	3717	3757	1%	23%
ZPPP	昆明/长水	3324	3521	3430	-3%	3%
ZLXY	西安/咸阳	3232	3365	3326	-1%	3%
ZUCK	重庆/江北	2931	3287	3220	-2%	10%
ZSPD	上海/浦东	2575	3167	3305	4%	28%
ZSHC	杭州/萧山	2361	2886	2898	0%	23%
ZSSS	上海/虹桥	2509	2555	2651	4%	6%
ZUTF	成都/天府		3879	3820	-2%	
ZBAD	北京/大兴	908	3095	3193	3%	252%
ZUUU	成都/双流	3158	1953	1990	2%	-37%
ZHCC	郑州/新郑	2107	2414	2154	-11%	2%
ZSNJ	南京/禄口	2072	2226	2163	-3%	4%
ZHHH	武汉/天河	1836	2372	2193	-8%	19%
ZJHK	海口/美兰	1728	2113	2069	-2%	20%
ZGHA	长沙/黄花	1724	2197	1984	-10%	15%
ZWWW	乌鲁木齐/地窝堡	1684	1799	1903	6%	13%
ZSAM	厦门/高崎	1715	1792	1790	0%	4%
ZUGY	贵阳/龙洞堡	1723	1821	1528	-16%	-11%
ZSQD	青岛/流亭	1558	1785	1652	-7%	6%
ZYHB	哈尔滨/太平	1464	1762	1670	-5%	14%
ZYTX	沈阳/桃仙	1390	1710	1640	-4%	18%
ZBTJ	天津/滨海	1526	1483	1387	-6%	-9%
ZJSY	三亚/凤凰	1305	1504	1492	-1%	14%
ZYTL	大连/周水子	1342	1456	1267	-13%	-6%
ZSJN	济南/遥墙	1209	1452	1372	-6%	13%
ZYCC	长春/龙嘉	1032	1469	1258	-14%	22%
ZLLL	兰州/中川	1120	1296	1079	-17%	-4%
ZBYN	太原/武宿	1143	1239	1076	-13%	-6%
ZSFZ	福州/长乐	989	1215	1129	-7%	14%
ZGNN	南宁/吴圩	1105	1058	988	-7%	-11%
ZSCN	南昌/昌北	1157	1069	896	-16%	-23%
ZBHH	呼和浩特/白塔	988	1092	984	-10%	0%
ZBSJ	石家庄/正定			-	-	
ZGSD	珠海/金湾					
ZBLA	呼伦贝尔/东山	111	212	188	-11%	69%

- **全国协调机场起飞客运时刻同比25年-3%，同比19年+14%。**
- **26冬航季时刻与19年同比变化：一线城市机场（+22%），新一线城市机场（+19%），二线城市机场（+4%），三线及以下城市机场（+11%）。**

图：各类城市机场时刻变化（班）

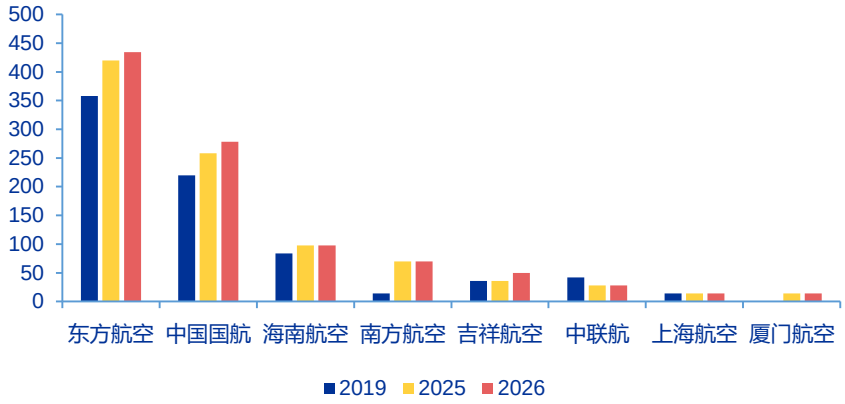


仅供内部参考，请勿外传

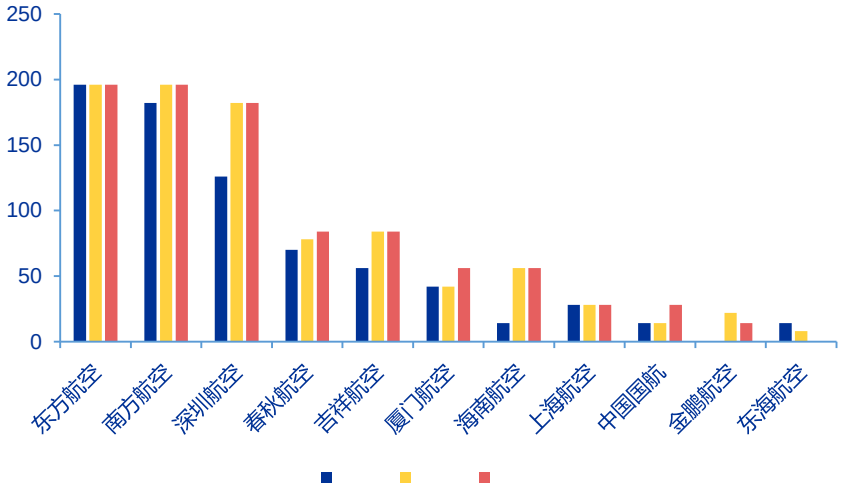
国内客运市场情况——冬航季重点航线航司分配

- **热门航线分配上主基地优势依然明显，三大航在各条航线上均占据较高份额。京沪、京深、沪深航线时刻量最高航司分别为中国东航、中国国航、南方航空/中国东航，占比分别达到44%、29%、21%。**

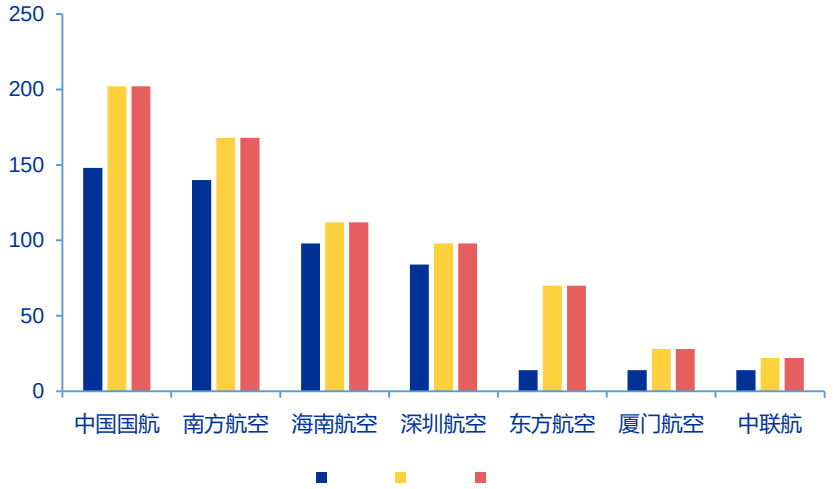
图：京沪线时刻分配（对）



图：沪深线时刻分配（对）



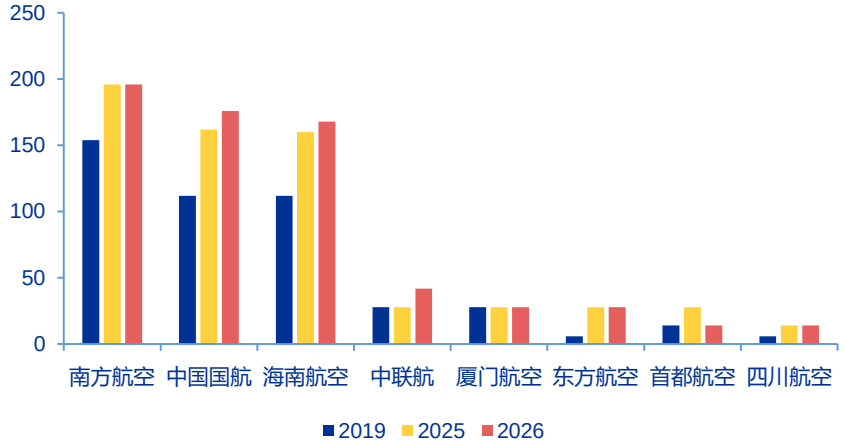
图：京深线时刻分配（对）



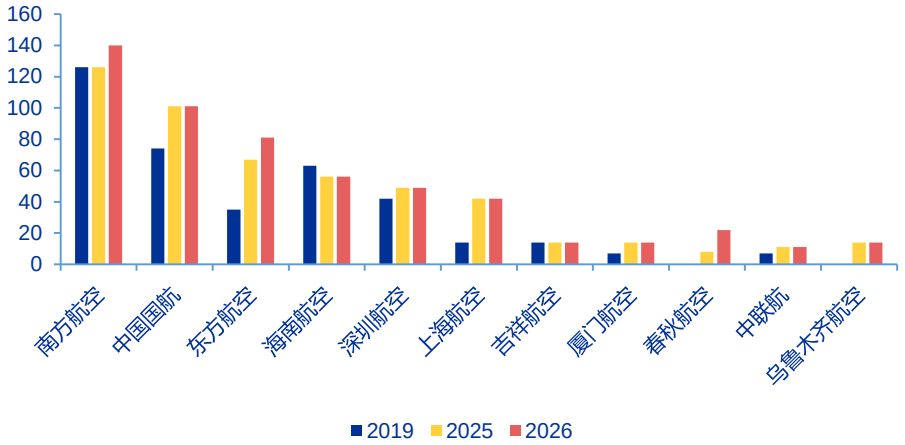
仅供内部参考，请勿外传

国内客运市场情况——冬航季重点航线航司分配

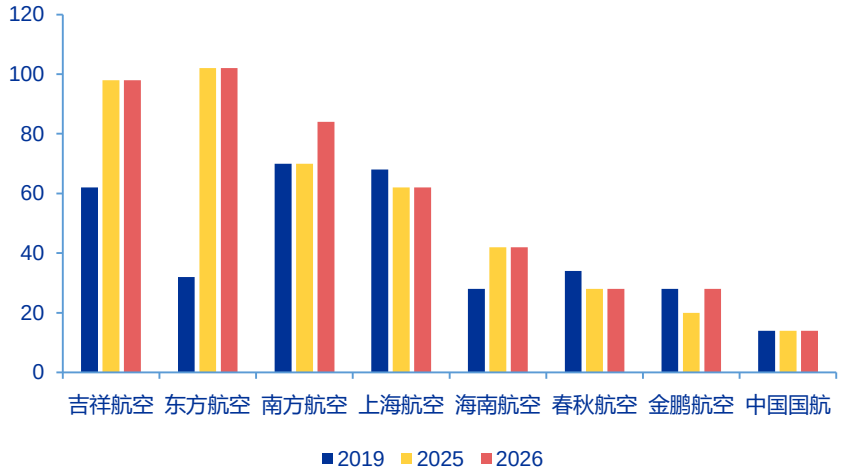
图：北京=三亚海口航线时刻分配（对）



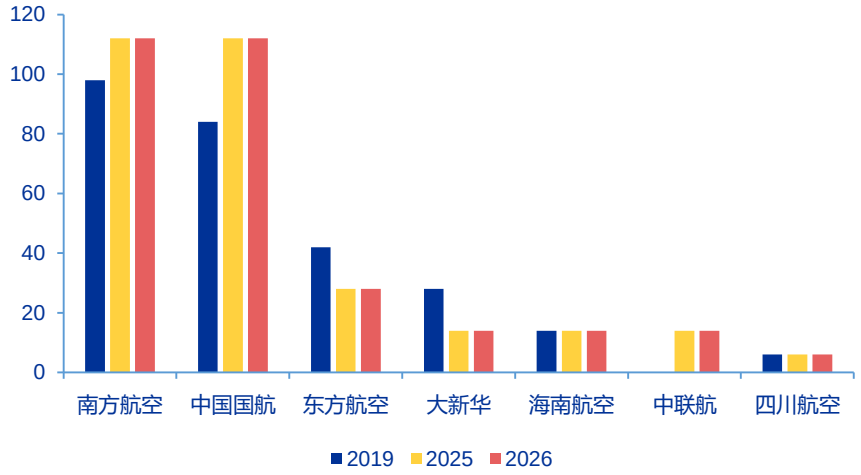
图：上海=乌鲁木齐航线时刻分配（对）



图：上海=三亚海口航线时刻分配（对）



图：北京=哈尔滨航线时刻分配（对）



仅供内部参考，请勿外传

主要内容

1. 国内：同比下降，提升时刻效率与质量
2. 国际：航班稳步增加，恢复超19年八成
3. 投资分析意见及风险提示

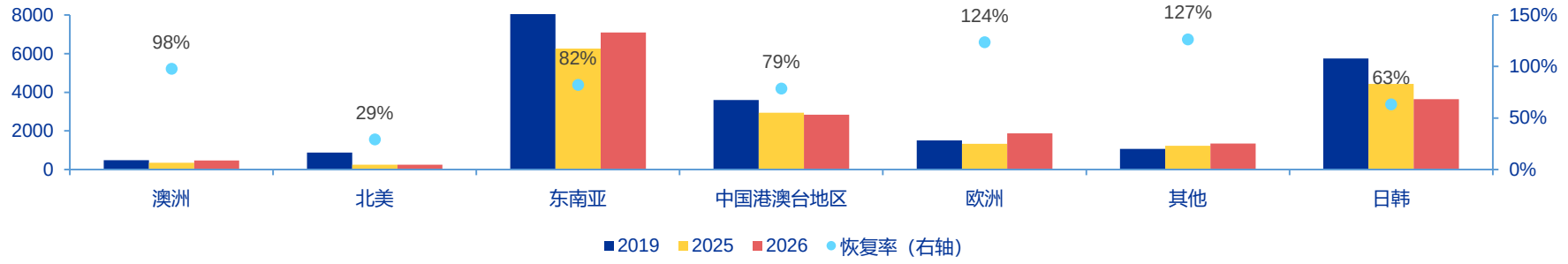
SWS RESEARCH

仅供内部参考，请勿外传

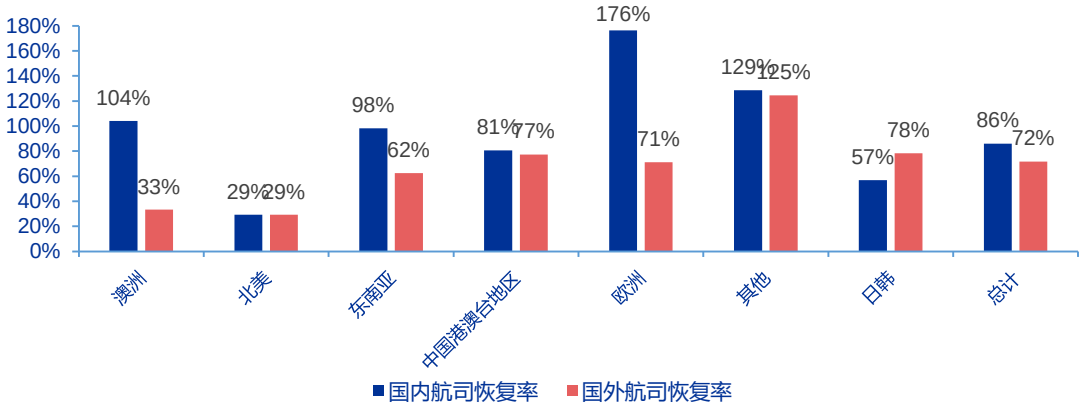
国际及地区客运市场情况——整体恢复率

- 根据2026年冬航季计划，国际及中国港澳台地区日均客运航班量为2503班，总体恢复到19年的80%（含国际及港澳台航司），25年冬航季恢复率为77%；其中澳洲/北美/东南亚/中国港澳台地区/欧洲/日韩航线总体航班量计划恢复至19年的98%/29%/82%/79%/124%/63%，其他新兴市场增投较多，恢复率超疫情前达到127%；国内航司及外航航班恢复率分别为为86%和72%（25冬航季国内航司恢复率为81%，外航恢复率为71%）。

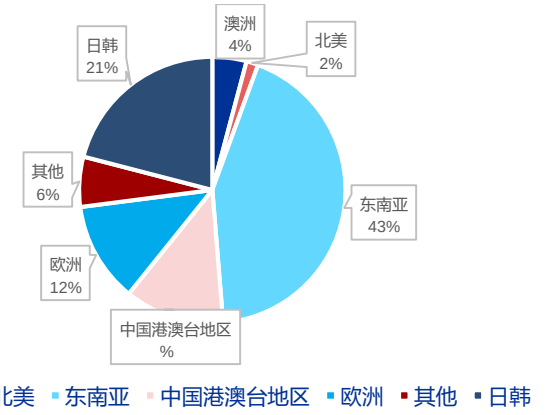
图：国际及中国港澳台地区计划航班量恢复情况（班）



图：国内外航司恢复情况比较（班）



图：国内航司国际时刻占比（26冬航季，班）

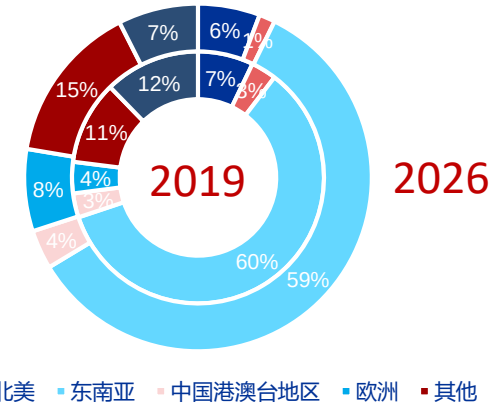


仅供内部参考，请勿外传

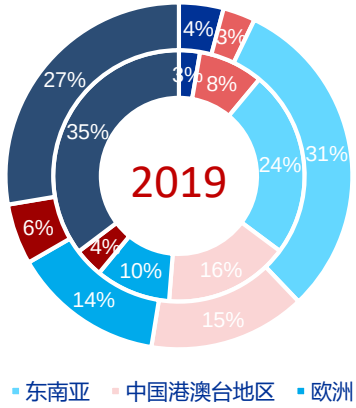
国际及地区客运市场情况——分机场观察

- 根据26年冬航季计划，各机场国际及地区计划航班量恢复比例分别为：广州白云机场（92%）、浦东机场（93%）、浦东加虹桥机场（93%）、首都机场（72%）、首都加大兴机场（97%）、深圳机场（87%）。

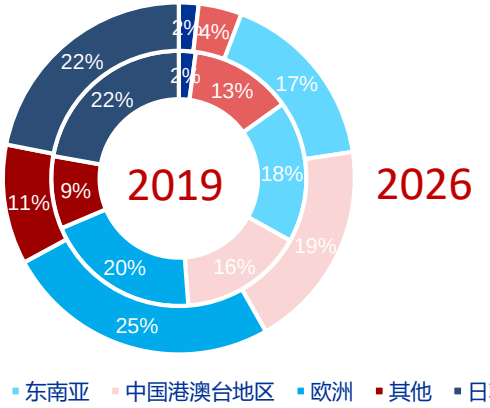
图：广州白云机场各国际及地区航线占比（班）



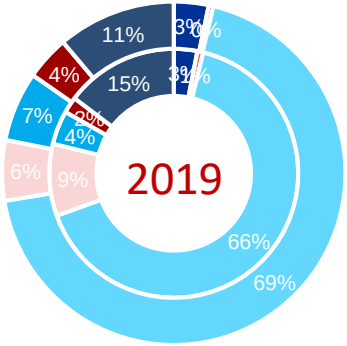
图：上海浦东机场各国际及地区航线占比（班）



图：北京首都机场各国际及地区航线占比（班）



图：深圳宝安机场各国际及地区航线占比（班）

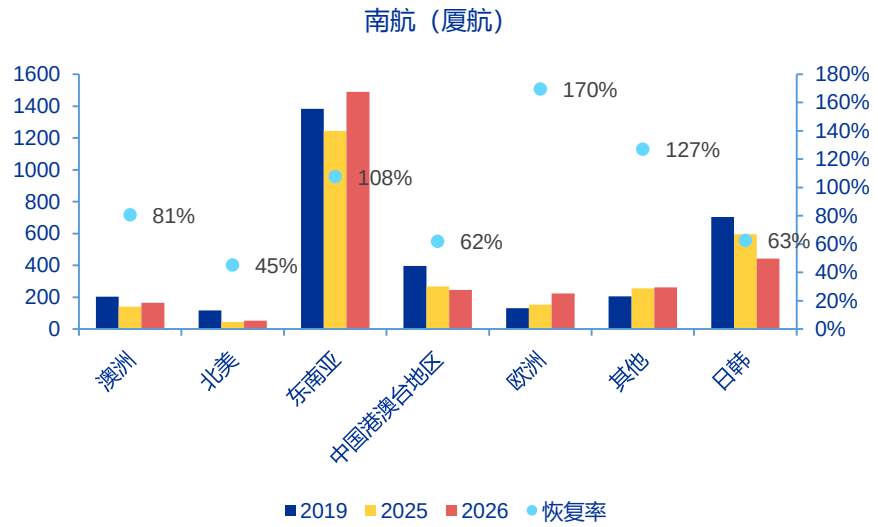


仅供内部参考，请勿外传

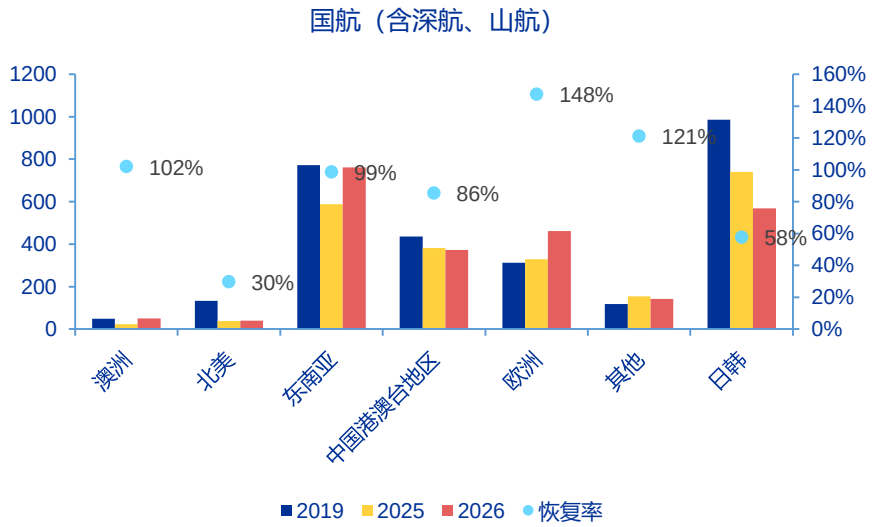
国际及地区客运市场情况——分航司观察

- **根据2026年冬航季计划，各国内航司国际及中国港澳台地区计划航班量稳步恢复：国航（含深航、山航）——85%（25年冬航季80%）、南航（含厦航）——92%（25年冬航季86%）、东航（含上航）——99%（25年冬航季95%）、吉祥（含九元）——77%（25年冬航季73%）、春秋——63%（25年冬航季64%）、海航（含控股子公司）——69%（25年冬航季59%）。**

图：南方航空各国际及地区航线分布（班）



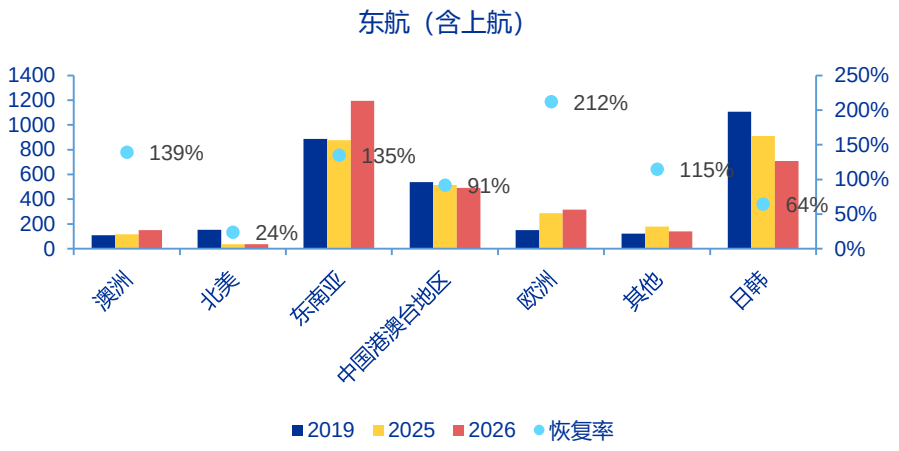
图：中国国航各国际及地区航线分布（班）



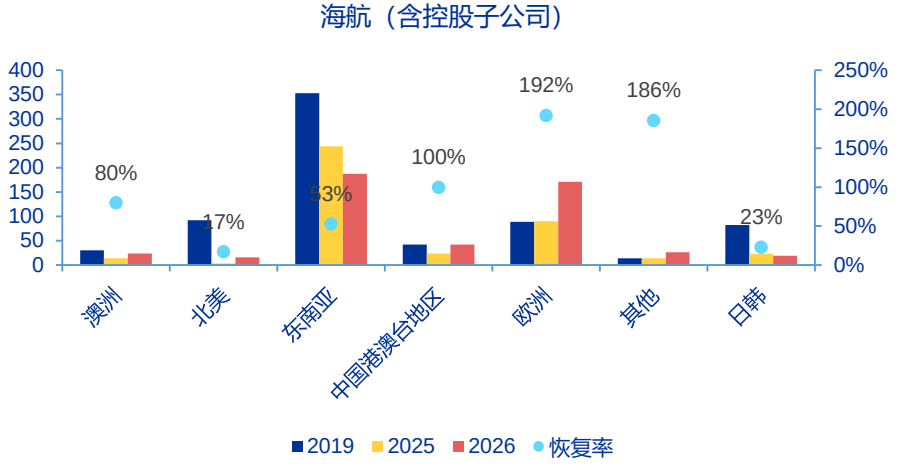
仅供内部参考，请勿外传

国际及地区客运市场情况——分航司观察

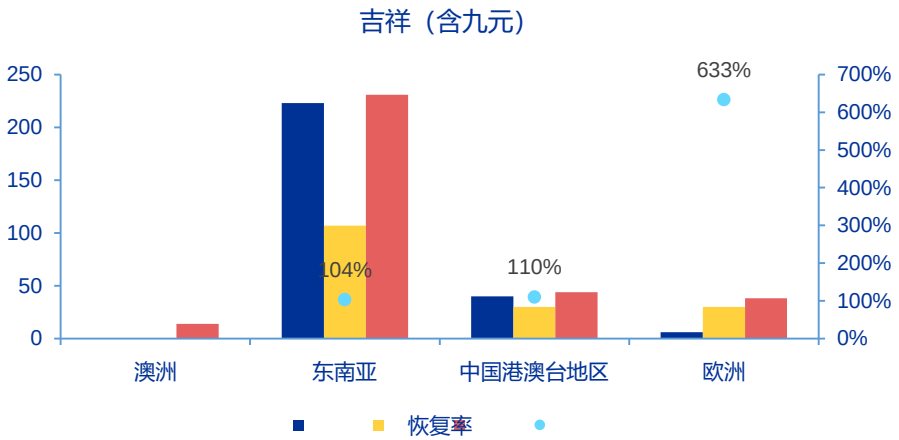
图：中国东航各国际及地区航线分布（班）



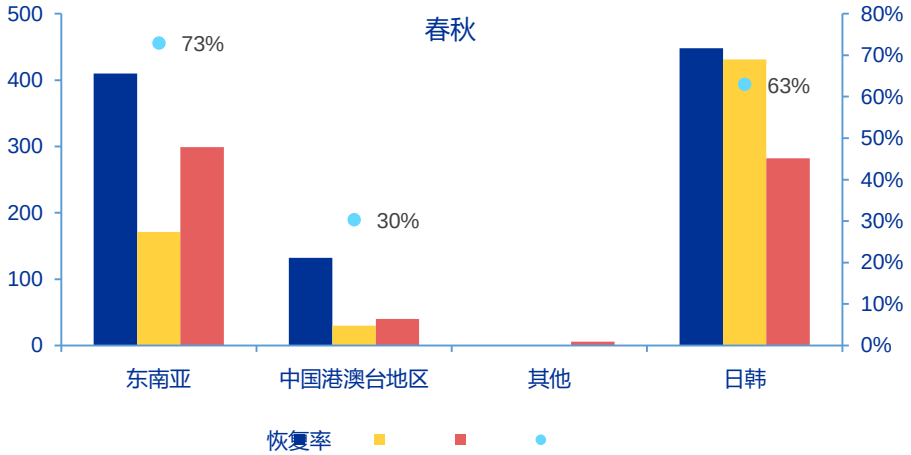
图：海南航空各国际及地区航线分布（班）



图：吉祥航空各国际及地区航线分布（班）



图：春秋航空各国际及地区航线分布（班）



仅供内部参考，请勿外传

主要内容

1. 国内：同比下降，验证国内供给进一步缓解
2. 国际：稳步增加，国内航司恢复超19年八成
3. 投资分析意见及风险提示

SWS RESEARCH

仅供内部参考，请勿外传

投资分析意见

- **投资分析意见：国际油价维持高位，航司经营仍承压。全球制造商飞机交付不及预期，航司飞机退出数量预计逐年增加，中长期供给偏紧格局明确。板块整体估值处于低位，推荐抗压能力较强的国泰航空、春秋航空、华夏航空、吉祥航空，关注中国东航、中国国航、南方航空等投资机会。关注全球飞机租赁公司、航空发动机及维修厂商，关注业绩持续改善的机场板块。**

表：航空机场行业重点公司估值表（A股标的单位为元，国泰航空为港元）

证券代码	证券简称	投资评级	2026/10/9		PB	申万预测EPS				PE		
			收盘价（元）	总市值（亿元）	2025A	2025	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
600029	南方航空	增持	4.85	879	3.92	0.05	-0.21	0.29	0.53	—	17	9
600115	中国东航	增持	3.30	729	8.26	-0.07	0.01	0.30	0.46	330	11	7
601021	春秋航空	增持	40.15	393	3.28	2.37	1.82	3.08	4.00	22	13	10
601111	中国国航	增持	5.78	1,184	3.53	-0.10	-0.11	0.28	0.55	—	21	11
603885	吉祥航空	买入	9.73	211	3.31	0.48	0.49	0.90	1.18	20	11	8
002928	华夏航空	增持	6.24	80	3.54	0.49	0.12	0.57	0.90	52	11	7
0293.HK	国泰航空	买入	14.12	859	1.39	1.66	2.01	1.92	2.07	7	7	7

仅供内部参考，请勿外传

风险提示

- **需求恢复不及预期，宏观经济增速不及预期。**

  航权谈判、宏观经济等因素行业整体需求长期无法得到释放，不利于航空公司消化业绩。

- **油价大幅上升，人民币汇率快速贬值。**

  目前燃油成本仍为航空公司的第一大成本，油价的快速上升虽然会触发更高标准的燃油附加费，但是同样也会因成本转嫁而对需求产生挤出效应，航司盈利持续恶化概率高。航空公司购买、租赁飞机、航油等主要使用外币支付，同时2021年开始实行新租赁准则，外币负债敞口显著放大，汇率贬值会带来巨额汇兑损失，严重影响航司当期利润。

- **航空安全事故风险。**

  空难等安全事故将对航空需求产生重大影响，同时会导致飞机停场时间拉长，有效飞行时间所分摊的各项成本将会提高，导致航空公司盈利环境快速恶化。

仅供内部参考，请勿外传

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过compliance@swsresearch.com索取有关披露资料或登录www.swsresearch.com信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东A组	陈陶	021-33388362	chentao1@swhysc.com
华东B组	谢文霓	021-33388300	xiewenni@swhysc.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swhysc.com
华南组	李昇	15914129169	lisheng5@swhysc.com

A股投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）	：相对强于市场表现20%以上；
增持（Outperform）	：相对强于市场表现5%～20%；
中性（Neutral）	：相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
减持（Underperform）	：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight）	：行业超越整体市场表现；
中性（Neutral）	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡（Underweight）	：行业弱于整体市场表现。
本报告采用的基准指数	：沪深300指数

港股投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（BUY）：	：股价预计将上涨20%以上；
增持（Outperform）	：股价预计将上涨10-20%；
持有（Hold）	：股价变动幅度预计在-10%和+10%之间；
减持（Underperform）	：股价预计将下跌10-20%；
卖出（SELL）	：股价预计将下跌20%以上。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight）	：行业超越整体市场表现；
中性（Neutral）	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡（Underweight）	：行业弱于整体市场表现。
本报告采用的基准指数	：恒生中国企业指数（HSCEI）

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

仅供内部参考，请勿外传

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司http://www.swsresearch.com网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示,本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。

仅供内部参考，请勿外传

简单金融 • 成就梦想

A Virtue of Simple Finance

申万宏源研究微信订阅号

申万宏源研究微信服务号

上海申银万国证券研究所有限公司
(隶属于申万宏源证券有限公司)