

2025年2月20日

中国信达 (01359.HK)

中性

受益经济复苏，业绩筑底

核心观点

中国信达是一家以不良资产经营为核心业务的综合性金融集团。目前公司的业务包括不良资产经营和金融服务业务，业务涵盖不良资产经营、银行、证券、金融租赁、信托等。公司披露数据显示，不良资产经营业务分部在2024年上半年的收入占比为53%，金融服务业务分部收入占比为48%。

公司近几年规模稳定，但收入和净利润下滑。近几年中国信达的资产总额基本稳定在1.5万亿元上下，营业收入则有所减少，普通股股东净利润下降明显。2024年二季度末总资产1.58万亿元，2024年上半年营业收入（含所占联营及合营公司业绩）374亿元，普通股股东净利润16亿元。2023年ROE为2%，2024年估计将降至1%左右。

不良资产业务回归本源，收购经营类业务收益率有望受益经济复苏。公司的不良资产经营业务主要包括母公司的收购经营类业务、收购重组类业务、债转股业务、其他不良资产业务，以及通过子公司开展的不良资产业务，近几年收购重组类业务规模持续压降，不良资产经营业务回归本源。收购经营类业务收益率企稳，后续有望继续受益于经济复苏。

金融服务业务牌照齐全。中国信达通过四家金融子公司开展金融服务业务，业务范围涵盖银行、证券、期货、公募基金、信托和融资租赁等领域，金融牌照齐全。其中信达证券ROE处于较高水平，金谷信托管理规模快速增长，信达金租资产规模有所下降但ROE提升，这三家子公司表现稳中向好；南商银行则面临不良率上升压力，ROE回落，2024年上半年年化ROE为5.1%。

关注经济复苏背景下风险出清情况。公司的资产减值损失主要是贷款和以摊余成本计量的金融资产产生的减值，主要来自南商银行、信达金租和不良资产经营相关业务。后续随着经济复苏，存量风险出清后资产减值损失减少或推动业绩改善。

盈利预测与估值：经济复苏背景下公司业绩有望筑底，预计2024-2026年普通股股东净利润24/40/47亿元，同比增长-43%/67%/16%，EPS分别为0.06/0.11/0.12元，对应PE为18/11/9倍，PB为0.27/0.27/0.26倍。通过多角度估值，预计公司合理估值1.27-1.62港元，相对目前股价有2%-30%溢价，首次覆盖给予“中性”评级。

风险提示：估值的风险、盈利预测的风险、财务风险、市场风险等。

盈利预测和财务指标

| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 89,971 | 82,602 | 77,937 | 77,986 | 78,498 |
| (+/-%) | -13.1% | -8.2% | -5.6% | 0.1% | 0.7% |
| 普通股股东净利润(百万元) | 5,302 | 4,264 | 2,421 | 4,048 | 4,694 |
| (+/-%) | -52.0% | -19.6% | -43.2% | 67.2% | 16.0% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.14 | 0.11 | 0.06 | 0.11 | 0.12 |
| 总资产收益率 | 0.33% | 0.27% | 0.15% | 0.25% | 0.29% |
| 净资产收益率 | 3.4% | 2.7% | 1.5% | 2.5% | 2.8% |
| 市盈率(PE) | 8.3 | 10.3 | 18.1 | 10.8 | 9.3 |
| 股息率 | 4.3% | 4.0% | 2.3% | 3.8% | 4.4% |
| 市净率(PB) | 0.28 | 0.27 | 0.27 | 0.27 | 0.26 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告 银行·其他银行II

证券分析师：王剑

021-60875165

wangjian@guosen.com.cn

证监会中央编号：BPC378

证券分析师：陈俊良

021-60933163

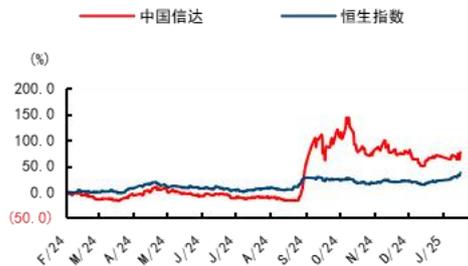
chenjunliang@guosen.com.cn

证监会中央编号：BPB885

基础数据

| | |
|------------|------------------|
| 投资评级 | 中性(首次) |
| 合理估值 | 1.27 - 1.62 港元 |
| 收盘价 | 1.25 港元 |
| 总市值/流通市值 | 47706/16960 百万港元 |
| 52周最高价/最低价 | 2.10/0.57 港元 |
| 近3个月日均成交额 | 172.26 百万港元 |

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

内容目录

| | |
|---------------------------|----|
| 公司概况：以不良资产经营为主业的金融集团..... | 5 |
| 基本经营情况：资产规模稳定，收入利润减少..... | 6 |
| 不良资产业务：回归本源，受益经济复苏..... | 9 |
| 收购经营类业务：规模稳定，收益率企稳..... | 9 |
| 收购重组类业务：规模压降，回归本源..... | 11 |
| 债转股业务：收益率挂钩煤炭行业..... | 12 |
| 其他不良资产业务：规模和收益率较为稳定..... | 12 |
| 不良资产子公司：规模稳定，收入减少..... | 14 |
| 金融服务业务：牌照齐全..... | 15 |
| 成本项目：关注资产减值损失..... | 19 |
| 盈利预测：业绩筑底..... | 22 |
| 假设前提..... | 22 |
| 未来三年业绩预测简表..... | 23 |
| 盈利预测的敏感性分析..... | 23 |
| 估值与投资建议..... | 24 |
| 绝对估值..... | 24 |
| 绝对估值的敏感性分析..... | 24 |
| 相对估值..... | 24 |
| 投资建议..... | 26 |
| 风险提示..... | 27 |
| 估值的风险..... | 27 |
| 盈利预测的风险..... | 27 |
| 财务风险..... | 27 |
| 市场风险..... | 27 |
| 附表：财务预测与估值..... | 28 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1: 中国信达主要股东持股情况 (截至 2024 年中报) | 5 |
| 图 2: 中国信达收入结构: 金融服务业务收入占比提升 | 6 |
| 图 3: 中国信达总资产增长情况: 规模较为稳定 | 7 |
| 图 4: 中国信达营业收入增长情况: 有所下降 | 7 |
| 图 5: 中国信达普通股股东净利润增长情况: 下滑明显 | 8 |
| 图 6: 中国信达分红率较为稳定 | 8 |
| 图 7: 中国信达 ROE 回落 | 9 |
| 图 8: 收购经营类业务的商业模式 | 9 |
| 图 9: 收购经营类不良债权资产的规模小幅增长 | 10 |
| 图 10: 收购经营类业务的内部收益率, 以及按照“收入/期初不良资产”计算的简单收益率企稳 | 11 |
| 图 11: 收购重组类不良债权资产规模持续下降 | 11 |
| 图 12: 中国信达“债转股业务收入/债转股资产期初账面价值”与煤炭行业上市企业平均 ROE 相关性较高 | 12 |
| 图 13: 其他不良资产业务投资余额 | 13 |
| 图 14: 使用“其他不良资产业务收入/其他不良资产期初投资余额”计算的收益率大约在 4%左右 | 13 |
| 图 15: 其他不良资产新增投放集中在四大领域 (2024 上半年) | 14 |
| 图 16: 南商银行资产规模增速放缓 | 16 |
| 图 17: 南商银行近几年 ROA、ROE 回落 | 16 |
| 图 18: 南商银行不良贷款率提升 | 17 |
| 图 19: 信达证券资产规模持续增长 | 17 |
| 图 20: 信达证券 ROA、ROE 处于较高水平 | 18 |
| 图 21: 金谷信托管理资产余额在 2024 年上半年大幅增长 | 18 |
| 图 22: 信达金租资产规模下降 | 19 |
| 图 23: 信达金租 ROA 与 ROE 回升 | 19 |
| 图 24: 2024 上半年中国信达成本结构 | 20 |
| 图 25: “资产减值损失/期初贷款和 AG” 近几年在 2%左右 | 20 |
| 图 26: “利息支出/期初期末平均负债” 近两年在 3.1%左右 | 21 |
| 图 27: 信达地产毛利率收窄 | 21 |
| 图 28: “员工薪酬及其他成本/营业收入 (含联营及合营公司业绩)” 在 14%左右波动 | 22 |
| 图 29: 2024 年二季度末中国信达的普通股股东净资产构成 | 1 |
| 图 30: 港股上市银行 PB-ROE 情况 | 26 |

| | |
|----------------------------------|----|
| 表 1: 中国信达不良资产业务子公司情况 | 15 |
| 表 2: 中国信达金融服务业子公司情况 | 15 |
| 表 3: 未来三年业绩预测简表 | 23 |
| 表 4: 敏感性分析结果 | 23 |
| 表 5: 一、二阶段假设 | 24 |
| 表 6: 其他假设 | 24 |
| 表 7: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 | 24 |
| 表 8: 信达证券和信达地产在港股市场的公允价值估算 | 25 |

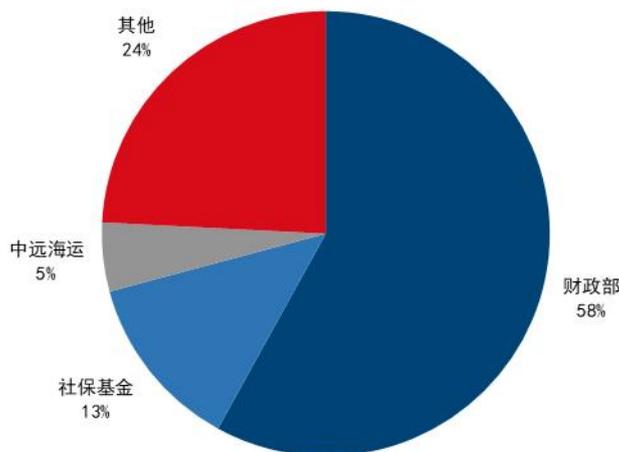
公司概况：以不良资产经营为主业的金融集团

中国信达是一家以不良资产经营为核心业务的综合性金融集团。中国信达的前身是 1999 年成立的我国首家金融资产管理公司（AMC）中国信达资产管理公司，从事政策性业务，主要处置建设银行和国开行的不良资产。2004-2005 年期间，公司逐步进行商业化转型，通过创新交易结构和竞标等方式收购了建设银行、工商银行等的不良资产。2010 年改制为中国信达资产管理股份有限公司，同年以 486 亿元向财政部收购了政策性业务的剩余资产，自行承担该等资产的盈亏，从而终止了政策性业务。2012 年，公司引入了社保基金等四家战略投资者。2013 年，中国信达在港交所上市。目前公司的业务包括不良资产经营和金融服务业务，在全国各地设有 33 家分公司和 9 家直接管理的从事不良资产经营和金融服务业务的平台子公司，包括南洋商业银行（以下简称“南商银行”）、信达证券、金谷信托、信达金租、信达香港、信达投资、信达地产、信达资本和中润发展等，员工数量 1.4 万人。

汇金公司将成为实际控制人。中报数据显示公司主要股东包括：财政部持有公司 58.00% 的股份，是公司的实际控制人；社保基金持有 12.81% 的股份，是第二大股东；中远海运通过子公司持有 5.00% 的股份，是第三大股东。2 月 14 日公司公告称接到财政部通知，财政部拟将其持有的全部股份无偿划转至汇金公司，因此汇金公司将成为公司未来的实际控制人。

主要管理层从业经验丰富。公司现任董事长、执行董事张卫东先生长期任职于中国信达，1999 年就加入公司，2022 年起担任董事长。公司总裁、执行董事梁强先生也长期任职于中国信达，1999 年加入公司，2022 年起担任公司执行董事、总裁。

图 1：中国信达主要股东持股情况（截至 2024 年中报）

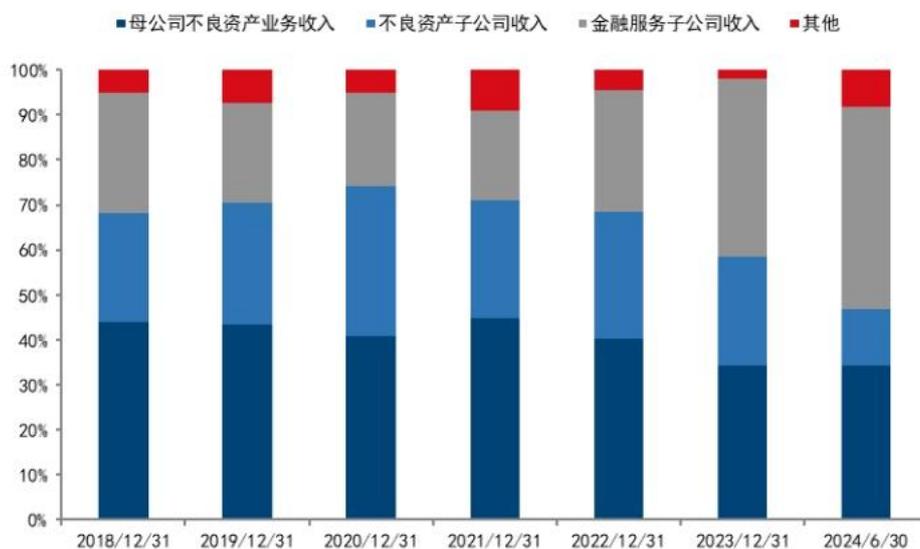


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理。注：2 月 14 日公司公告称接到财政部通知，财政部拟将其持有的全部股份无偿划转至汇金公司。

基本经营情况：资产规模稳定，收入利润减少

金融服务业务收入占比提升。中国信达旗下子公司较多，因此合并财务报表比较复杂，我们从业务条线出发重构了其资产负债表和利润表，以方便分析。2024年上半年，公司营业收入（含所占联营及合营公司业绩）374亿元，其中来自母公司的不良资产经营业务收入（包括收购经营类、收购重组类、债转股、其他不良资产业务收入）128亿元，占比34%；不良资产子公司（包括信达香港、信达投资、中润发展、信达地产）收入47亿元，占比13%；金融服务子公司（包括南商银行、信达证券、信达金租、金谷信托）收入169亿元，占比45%。从趋势来看，近几年金融服务业务收入占比不断提升。但需要指出的是，重构的数据未考虑分部间抵消等项目，因此会有一定误差，而根据公司直接披露的分部信息数据，不良资产经营业务分部在2024年上半年的收入占比为53%，金融服务业务分部收入占比为48%。

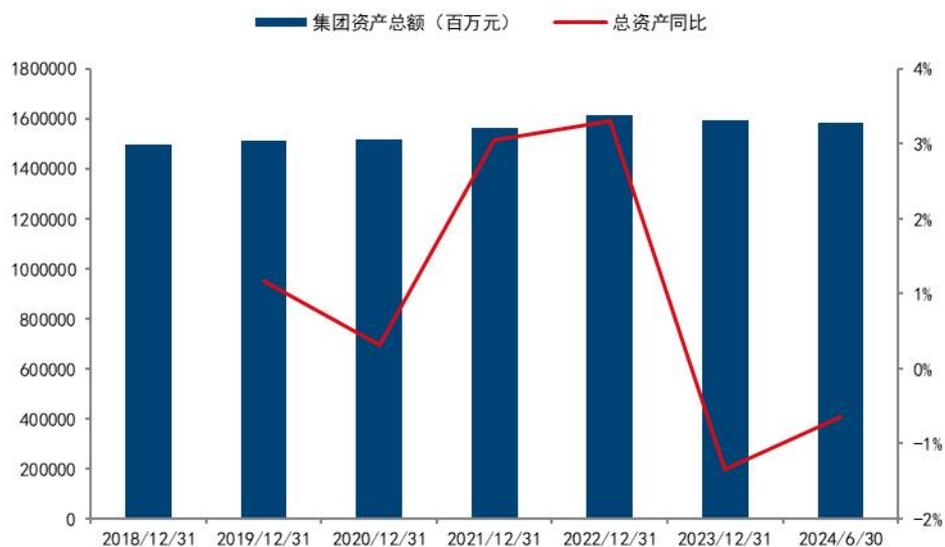
图2：中国信达收入结构：金融服务业务收入占比提升



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

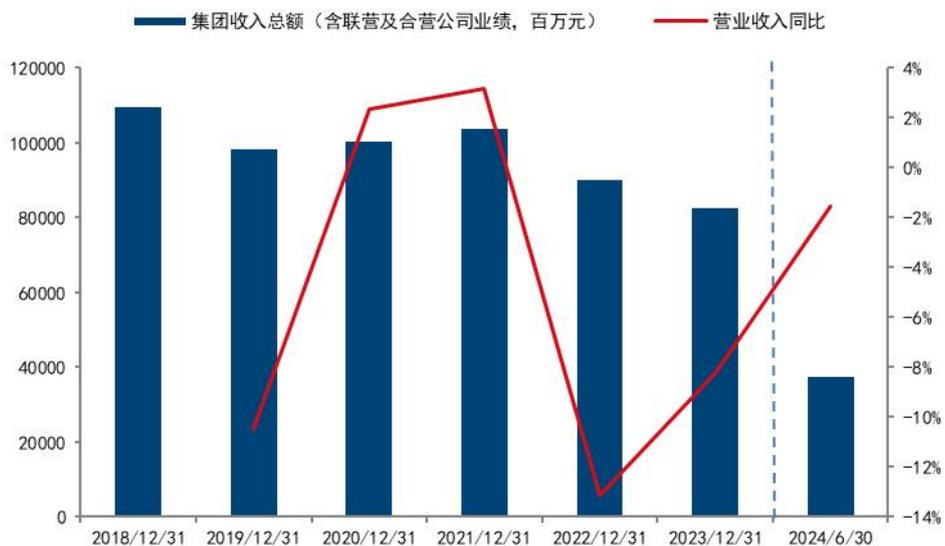
公司近几年资产规模稳定，收入和净利润下滑。近几年中国信达的资产总额基本稳定在1.5万亿元上下，营业收入则有所减少，普通股东净利润下降明显。其中，2024年二季度末总资产1.58万亿元，同比下降0.6%；2024年上半年营业收入（含所占联营及合营公司业绩）374亿元，同比下降1.6%；2024年上半年普通股东净利润16亿元，同比下降53.9%。公司近期发布盈利警告，预计2024年全年净利润同比下降40-50%。

图3：中国信达总资产增长情况：规模较为稳定



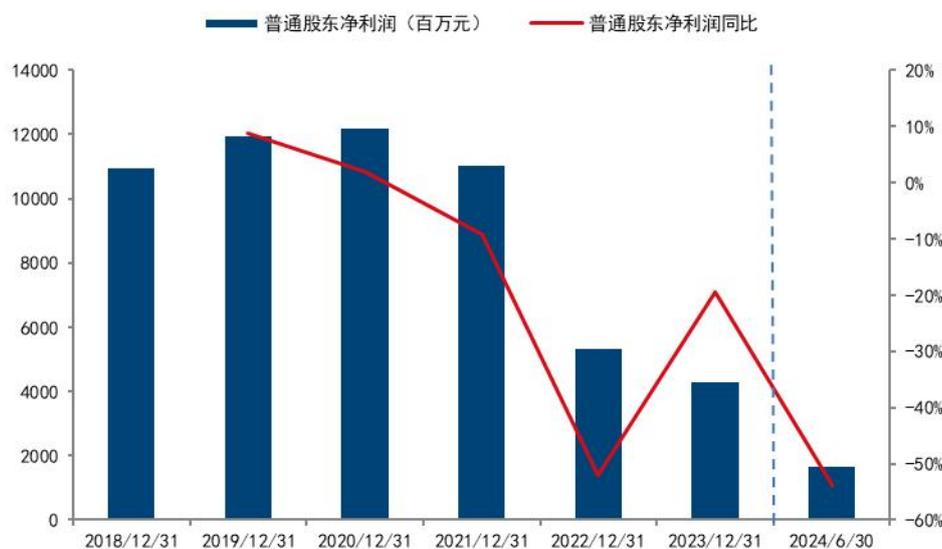
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：中国信达营业收入增长情况：有所下降



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

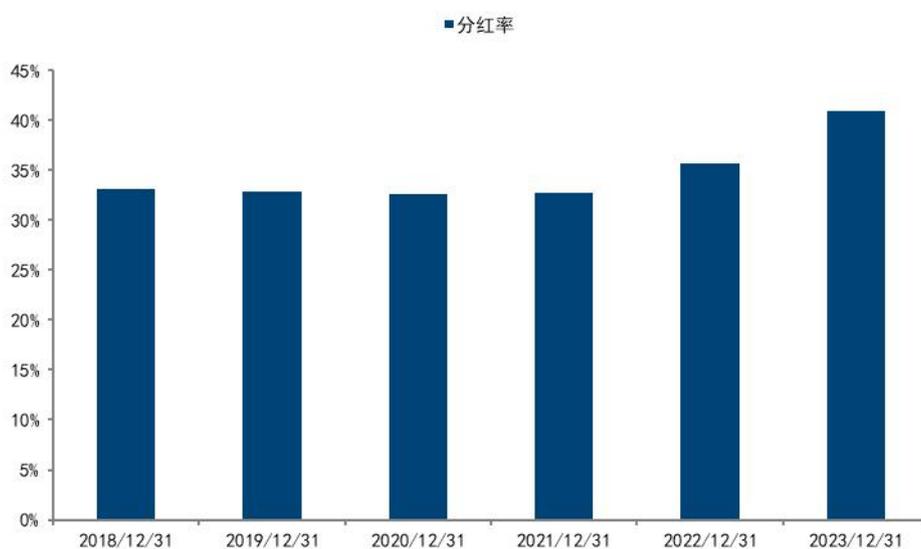
图5：中国信达普通股东净利润增长情况：下滑明显



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司保持了较为稳定的分红率记录。随着普通股东净利润减少，中国信达的分红总额有所下降，但从分红率来看，近几年比较稳定。

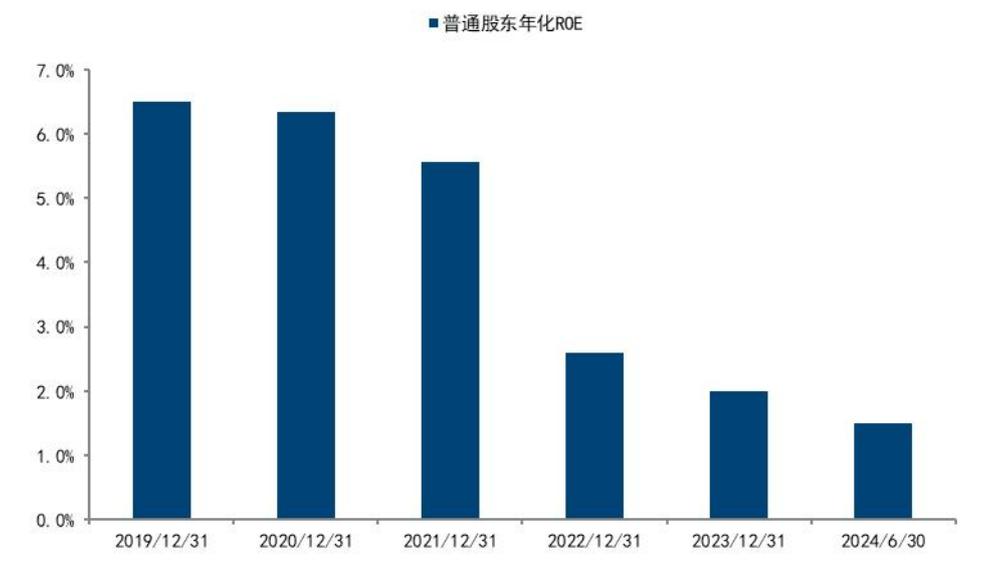
图6：中国信达分红率较为稳定



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

随着净利润下滑，盈利能力回落至低位。2023年使用期初期末数据计算的公司的ROE为2.0%，2024年估计将降至1%左右。

图7：中国信达 ROE 回落



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

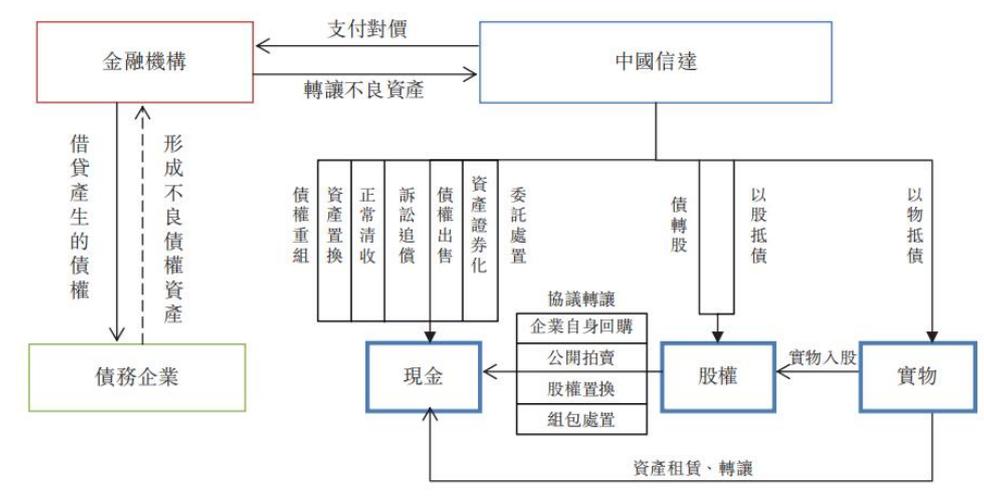
不良资产业务：回归本源，受益经济复苏

公司的不良资产经营业务主要包括母公司的收购经营类业务、收购重组类业务、债转股业务、其他不良资产业务，以及通过子公司开展的不良资产业务。

收购经营类业务：规模稳定，收益率企稳

收购经营类不良资产业务是指公司通过参与竞标、竞拍、摘牌或协议收购等方式收购不良债权资产，并根据资产特点运用多种处置手段（包括债权重组、债转股、资产置换、以股抵债、诉讼追偿和出售等）提升资产价值，实现现金回收的业务。

图8：收购经营类业务的商业模式



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

从经营数据来看，2018-2023 年，中国信达每年新增收购的收购经营类不良资产规模大概在 450-750 亿元之间，主要来自银行业金融机构，处置资产的账面成本在 350-500 亿元之间，收购经营类不良债权资产净额小幅增长。受宏观经济下行影响，资产处置难度增加，收购经营类业务的内部收益率以及使用“收购经营类业务收入/期初不良资产”计算的简单收益率近几年都有所下滑，但 2024 年上半年企稳。随着各项稳增长政策落地，我们预计 2025 年我国经济将稳步向好，银行处置不良的压力减轻，公司收购经营类不良资产规模预计保持稳定，收购经营类业务收益率则有望企稳回升。

图9：收购经营类不良债权资产的规模小幅增长



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 10: 收购经营类业务的内部收益率, 以及按照“收入/期初不良资产”计算的简单收益率企稳

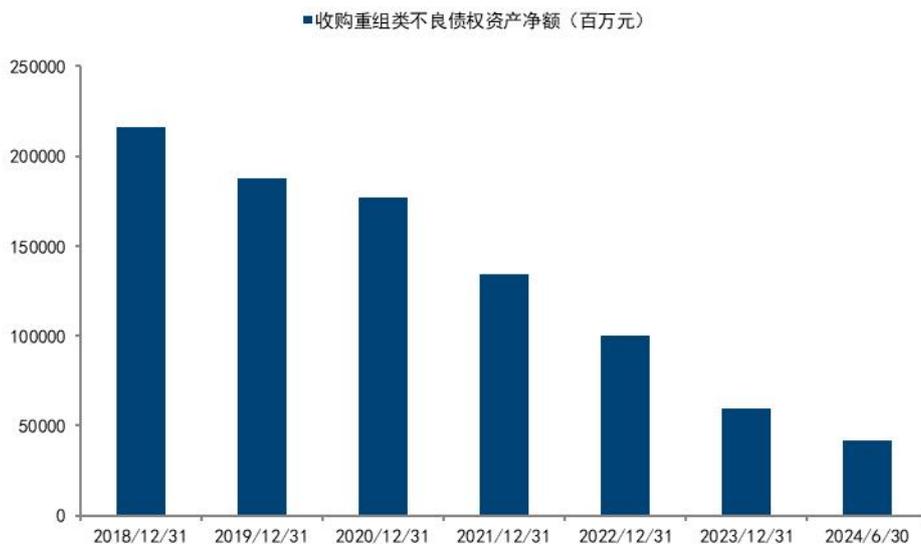


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

收购重组类业务: 规模压降, 回归本源

对于收购重组类业务, 公司在收购时就与债权人及债务人三方达成协议, 通过确定还款金额、还款方式、还款时间及担保抵押等一系列的重组安排, 投放资金帮助盘活企业存量资产, 最后实现债权回收并取得目标收益。公司的收购重组类不良资产自 2023 年开始已经基本上没有新增收购, 2024 年二季度末的存量规模约 523 亿元、净额 414 亿元, 其中大部分分布于房地产行业。随着存量资产到期, 这部分不良资产规模将继续减少。

图 11: 收购重组类不良债权资产规模持续下降



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

债转股业务：收益率挂钩煤炭行业

公司通过债转股、以股抵债和其他不良资产经营相关的交易获取债转股资产。债转股业务资产主要分布于煤炭、化工等行业。债转股业务的收入波动性相对较大，使用“债转股业务收入/债转股资产期初账面价值”计算的简单收益率与煤炭行业平均 ROE 相关性较高。

图 12: 中国信达“债转股业务收入/债转股资产期初账面价值”与煤炭行业上市企业平均 ROE 相关性较高



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

其他不良资产业务：规模和收益率较为稳定

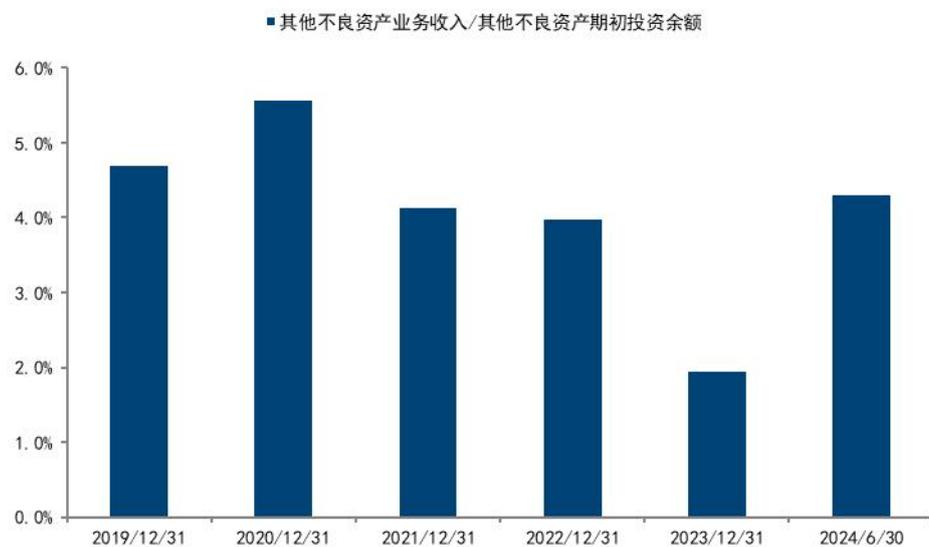
公司还围绕问题机构救助和问题资产盘活，将自有或管理的资金投入特定目标，化解投资目标风险，改善企业经营状况，适时退出并获取投资收益，这类业务划分为其他不良资产业务，其中主要标的包括非标债权和股权、资管产品、证券化产品和债券等。公司的其他不良资产业务主要涵盖能源及基础产业结构调整、不动产风险化解、新质生产力转型升级、央地国企改革化险等四大业务板块。使用“其他不良资产业务收入/其他不良资产期初投资余额”计算的收益率较为稳定，大约在 4%左右。

图 13: 其他不良资产业务投资余额



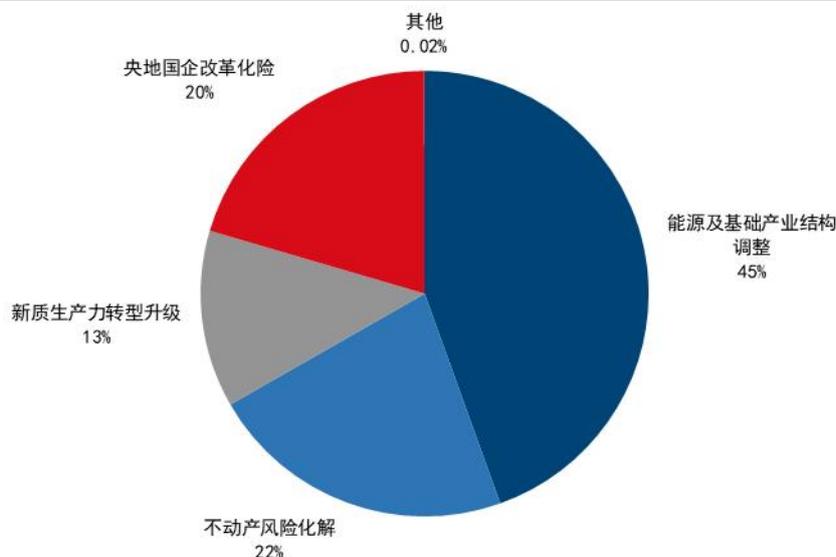
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 14: 使用“其他不良资产业务收入/其他不良资产期初投资余额”计算的收益率大约在 4%左右



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 15: 其他不良资产新增投放集中在四大领域 (2024 上半年)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

不良资产子公司: 规模稳定, 收入减少

除母公司外, 中国信达还通过子公司开展不良资产业务, 主要有四个子公司。近几年受宏观经济影响, 不良资产子公司的整体资产规模稳定, 收入则持续减少。

- 信达香港是中国信达的全资子公司, 重点开展有境内外联动特性的跨境不良资产投资和境外中资机构不良资产收购处置等业务, 逐步成为中国信达跨境不良资产主业经营协同平台、境外资产管理平台和境外流动性管理平台。除不良资产业务外, 其业务还包括投资类业务、融资类业务以及跨境资金服务。公司披露的信达香港其他不良资产业务投资余额近几年较为稳定, 收入则有所减少。
- 信达投资是中国信达的全资子公司, 主要发挥境内持股平台和不良资产经营管理平台功能作用, 在能源资源、高新技术等实体经济行业形成较为成熟的业务模式和盈利模式, 建设纾困救助问题机构领域高度专业的一流投资机构。公司披露的信达投资的其他不良资产业务投资余额和业务收入近几年大致稳定。
- 中润发展是中国信达的全资子公司 (于 2023 年成为信达投资的全资子公司), 专注于企业破产重整和危困企业救助, 业务规模相对较小。
- 信达地产作为集团房地产专业平台, 采用收购、并购、代建、联建、监管、受托管理、咨询等多种模式参与集团不动产业务协同。信达地产是 A 股上市公司, 中国信达通过信达投资持有信达地产 54.45% 的股权。受房地产行业景气下行影响, 信达地产近几年资产规模较为稳定, 但收入明显减少。

表1：中国信达不良资产业务子公司情况

| (单位:百万元) | 2018/12/31 | 2019/12/31 | 2020/12/31 | 2021/12/31 | 2022/12/31 | 2023/12/31 | 2024/6/30 |
|-------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-----------|
| 信达香港 | 59330 | 44100 | 62220 | 42400 | 41950 | 42970 | 49460 |
| 同比 | | -26% | 41% | -32% | -1% | 2% | 22% |
| 信达投资 | 54200 | 54000 | 54100 | 60890 | 62020 | 59410 | 59910 |
| 同比 | | 0% | 0% | 13% | 2% | -4% | 0% |
| 中润发展 | 2310 | 1690 | 3110 | 3060 | 3040 | 2420 | 1990 |
| 同比 | | -27% | 84% | -2% | -1% | -20% | -27% |
| 信达地产(资产总额) | 101483 | 98605 | 94279 | 86922 | 88406 | 82655 | 79288 |
| 同比 | | -3% | -4% | -8% | 2% | -7% | -10% |
| 不良资产子公司其他不良资产投资余额 | 217,323 | 198,395 | 213,709 | 193,272 | 195,416 | 187,455 | 190,648 |
| 同比 | | -9% | 8% | -10% | 1% | -4% | 0% |
| 信达香港 | 3110 | 2410 | 3160 | 190 | 2570 | 3440 | 570 |
| 同比 | | -23% | 31% | -94% | 1253% | 34% | -52% |
| 信达投资 | 4500 | 4400 | 3920 | 4510 | 4140 | 4960 | 1390 |
| 同比 | | -2% | -11% | 15% | -8% | 20% | -21% |
| 中润发展 | 180 | 150 | 420 | 390 | 360 | 110 | 160 |
| 同比 | | -17% | 180% | -7% | -8% | -69% | 167% |
| 信达地产(房地产销售收入) | 17438 | 18155 | 24079 | 20371 | 16068 | 9502 | 2597 |
| 同比 | | 4% | 33% | -15% | -21% | -41% | 22% |
| 不良资产子公司其他不良资产业务收入 | 25,228 | 25,115 | 31,579 | 25,461 | 23,138 | 18,012 | 4,717 |
| 同比 | | 0% | 26% | -19% | -9% | -22% | -8% |

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

金融服务业务：牌照齐全

中国信达通过四家金融子公司开展金融服务业务，业务范围涵盖银行、证券、期货、公募基金、信托和融资租赁等领域，金融牌照齐全。公司此前还拥有保险牌照，但2020年已经完成出售。金融服务业务均为顺周期行业，其后续发展取决于经济周期以及资本市场情况。

表2：中国信达金融服务业务子公司情况

| (单位:百万元) | 收入 | 占比 | 税前利润 | 占比 | 总资产 |
|----------|-------|-----|------|-----|--------|
| 南商银行 | 11824 | 70% | 1642 | 54% | 503028 |
| 信达证券 | 2350 | 14% | 624 | 20% | 77390 |
| 金谷信托 | 727 | 4% | 375 | 12% | 11082 |
| 信达金租 | 1962 | 12% | 417 | 14% | 79050 |

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

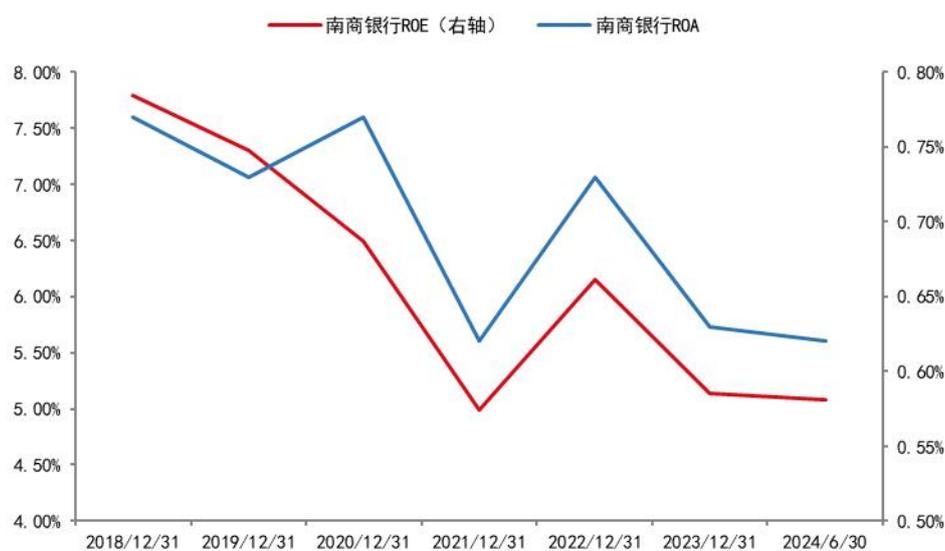
- 南商银行是中国信达的全资子公司，主要包括南商香港及南商中国。2023年末，南商银行在香港使用之贷款总额占全部贷款总额的42%。2024年二季度末，南商银行资产总额5030亿元，不良贷款率2.84%，上半年年化ROE为5.1%。

图 16: 南商银行资产规模增速放缓



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 17: 南商银行近几年 ROA、ROE 回落



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

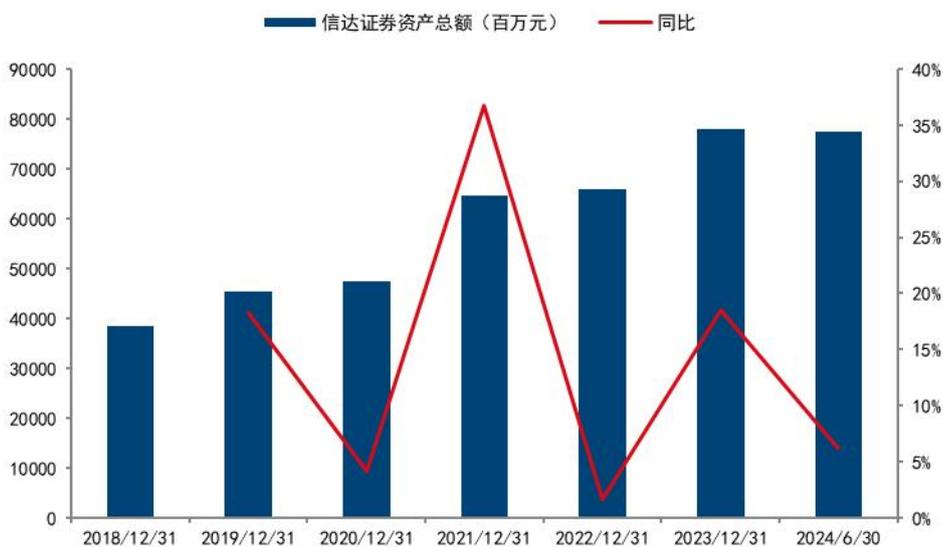
图 18: 南商银行不良贷款率提升



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

- 中国信达通过信达证券及其子公司开展证券、期货及基金管理业务。信达证券是 A 股上市公司，中国信达持有其 78.67% 的股份。2024 年三季度末，信达证券资产总额 852 亿元，前三季度年化 ROE 为 6.5%。信达证券的主要收入来自经纪业务、自营业务和资管业务。

图 19: 信达证券资产规模持续增长



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

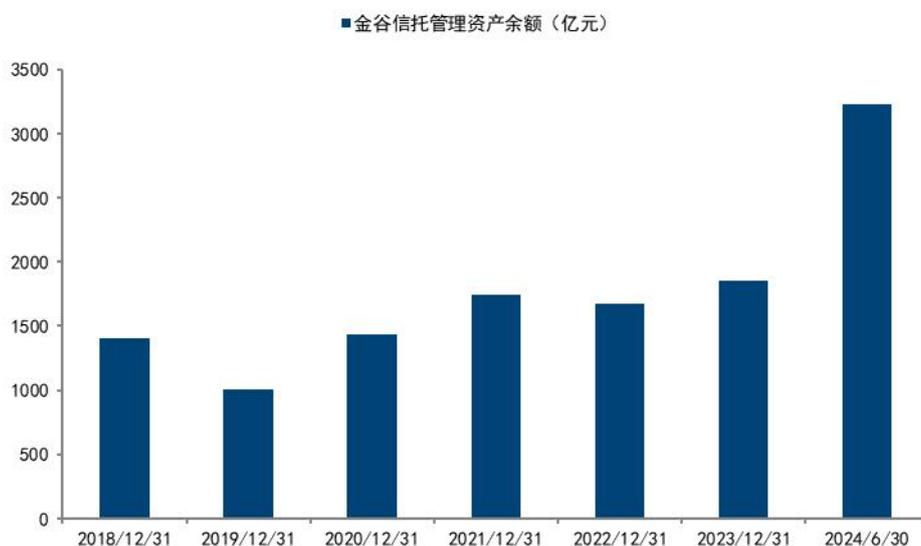
图 20: 信达证券 ROA、ROE 处于较高水平



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

- 中国信达通过金谷信托开展信托业务，持有其 93.75% 的股份。2024 年二季度末，金谷信托管理资产余额为 3229 亿元，实现手续费收入 6 亿元。

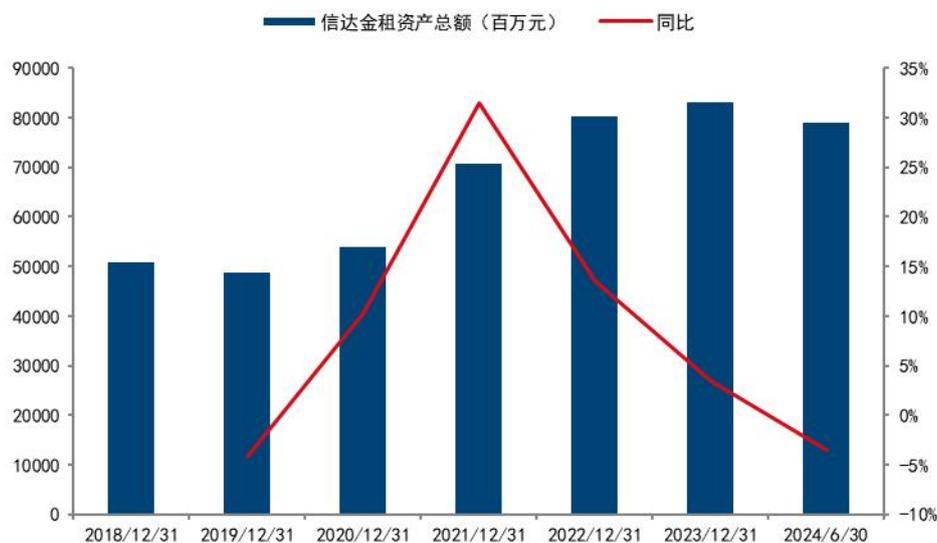
图 21: 金谷信托管理资产余额在 2024 年上半年大幅增长



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

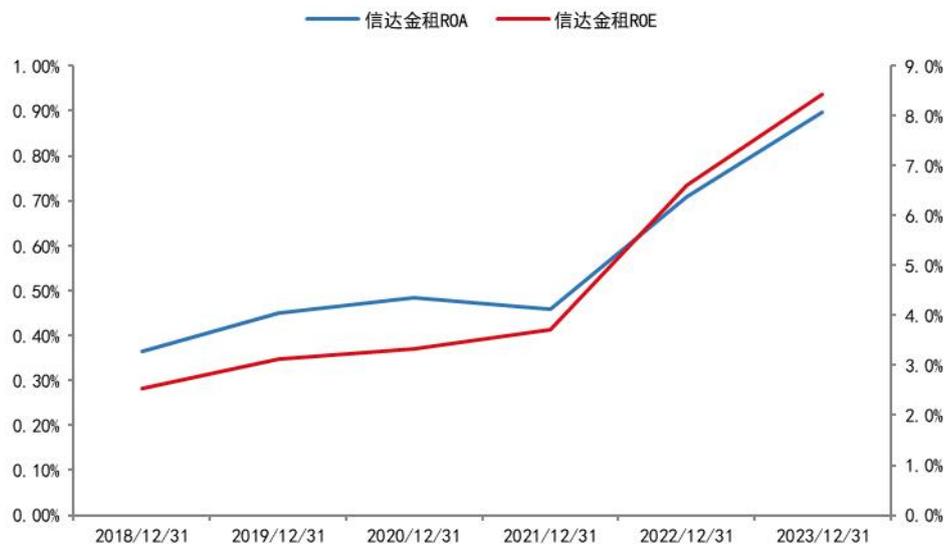
- 中国信达通过信达金租开展信托业务，持有其 99.98% 的股份。2024 年二季度末，信达金租的资产规模为 791 亿元，较年初有所回落。2023 年 ROA 为 0.90%，ROE 为 8.4%。

图 22: 信达金租资产规模下降



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 23: 信达金租 ROA 与 ROE 回升

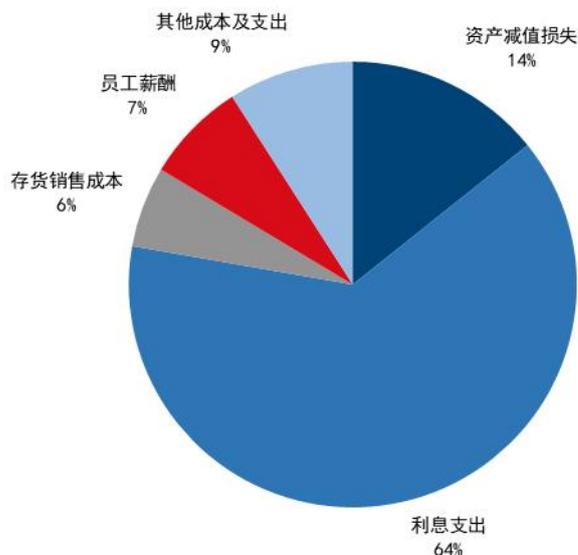


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

成本项目：关注资产减值损失

从成本结构来看，公司的成本由资产减值损失（包括信用减值损失和其他资产减值损失）、利息支出、存货销售成本、员工薪酬和其他成本构成。

图 24: 2024 上半年中国信达成本结构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

- 资产减值损失主要是贷款和以摊余成本计量的金融资产（AC）产生的减值，主要来自南商银行、信达金租和不良资产经营相关业务。随着收购重组类业务收缩，贷款和 AC 占总资产的比例近几年有所下降，但仍然占总资产的 30%，且目前收购重组类不良债权资产规模已经很小，因此后续规模收缩对占比的影响将不大，预计贷款和 AC 占总资产的比重将保持稳定。使用“资产减值损失/期初贷款和 AC”简单衡量的信用成本近几年平均在 2%左右。

图 25: “资产减值损失/期初贷款和 AC” 近几年在 2%左右



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

- 利息支出来自各个条线。中国信达的负债几乎都是计息负债，使用“利息支出/期初期末平均负债”简单衡量的负债成本近几年大约在 3.1%左右。

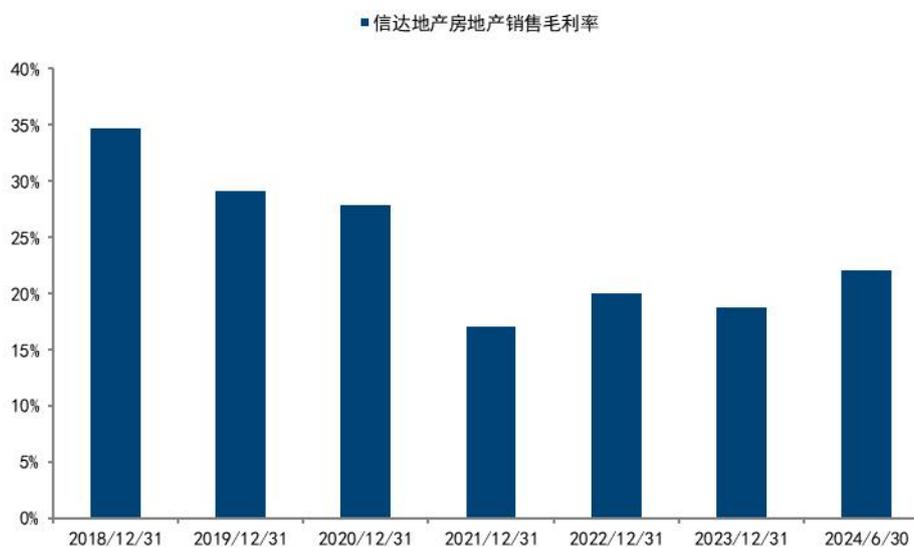
图 26: “利息支出/期初期末平均负债” 近两年在 3.1%左右



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

- 存货销售成本来自信达地产。近几年受房地产行业需求下滑影响, 信达地产的毛利率明显收窄, 目前约 20%左右。

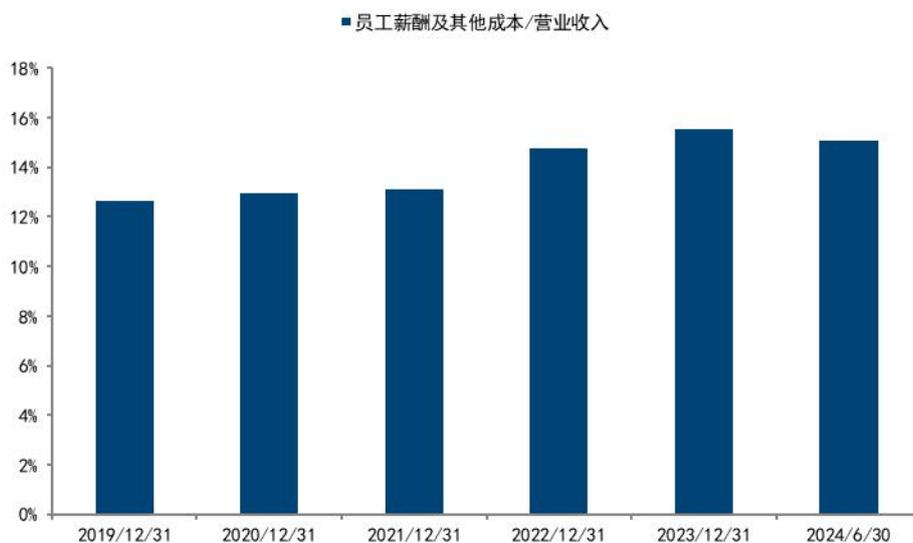
图 27: 信达地产毛利率收窄



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

- 最后, “员工薪酬及其他成本/营业收入(含联营及合营公司业绩)” 在 14%左右波动, 占比相对稳定。

图 28：“员工薪酬及其他成本/营业收入（含联营及合营公司业绩）”在 14%左右波动



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

盈利预测：业绩筑底

假设前提

我们对公司盈利增长的关键驱动因素假设如下：

（1）收购经营类业务：我们预计 2025 年我国经济将稳步向好，银行处置不良的压力减轻，公司收购经营类不良资产规模预计保持稳定，收购经营类业务收益率则有望企稳回升。

（2）收购重组类业务：随着存量资产到期，这部分不良资产规模将继续减少。随着市场利率下行，预计收益率也将有所下滑。

（3）债转股业务：债转股业务规模增长较慢。使用“债转股业务收入/债转股资产期初账面价值”计算的简单收益率与煤炭行业平均 ROE 相关性较高，Wind 一致预测显示未来几年煤炭行业 ROE 保持稳定，因此预计债转股业务收益率将保持较为稳定的水平。

（4）其他不良资产业务：近几年规模增长较为稳定，收益率也比较稳定，假设未来继续保持平稳。

（5）不良资产子公司：过去几年其他不良资产投资余额增长缓慢，收入下滑。随着我国经济好转，预计不良资产业务收入将企稳，信达地产的销售收入降幅收窄、毛利率企稳。

（6）金融服务子公司：目前南洋商行不良上升较快，预计将拖累未来的资产扩张速度，此外金租行业目前也处于收缩期，整体而言我们预计金融服务子公司未来的资产规模将缓慢增长，收入假设跟随规模小幅增长。

（7）成本项：2024 年受消化历史存量不良以及信达地产减值增加影响，预计信用成本维持高位，2025 年随着经济复苏，预计信用成本率将逐步回落；预计随着市场利率下行，负债成本略有回落；假设员工薪酬及其他成本/营业收入保持稳定。

（8）其他如分红率、资产和收入轧差项、所得税率以及非普通股股东净利润占比等均假设保持不变。

未来三年业绩预测简表

按上述假设条件，我们得到公司 2024-2026 年营业收入（含联营及合营公司业绩）分别为 779/780/785 亿元，同比增速分别为-5.6%/0.1%/0.7%，归属母公司普通股股东净利润 24/40/47 亿元，同比增速分别为-43.2%/67.2%/16.0%。

表 3：未来三年业绩预测简表

| （单位：百万元） | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（含联营及合营公司业绩） | 89,971 | 82,602 | 77,937 | 77,986 | 78,498 |
| 其中：收购经营类业务收入 | 9,974 | 9,934 | 10,197 | 11,192 | 11,192 |
| 收购重组类业务收入 | 10,071 | 6,084 | 3,439 | 1,709 | 570 |
| 债转股业务收入 | 9,772 | 8,755 | 3,324 | 3,490 | 3,665 |
| 母公司其他不良资产业务收入 | 6,450 | 3,630 | 7,625 | 8,006 | 8,407 |
| 不良资产子公司不良资产业务收入 | 23,138 | 18,012 | 14,885 | 14,077 | 14,077 |
| 金融服务子公司收入 | 24,255 | 32,565 | 34,845 | 35,890 | 36,967 |
| 营业成本 | 79,467 | 74,397 | 73,278 | 70,197 | 69,466 |
| 其中：减值损失 | 13,258 | 9,749 | 11,479 | 10,096 | 8,760 |
| 利息支出 | 40,081 | 44,081 | 42,809 | 41,791 | 42,315 |
| 存货销售成本 | 12,860 | 7,717 | 6,865 | 6,179 | 6,179 |
| 减：所得税及非普通股股东利润等 | 5,202 | 3,941 | 2,238 | 3,741 | 4,339 |
| 普通股股东净利润 | 5,302 | 4,264 | 2,421 | 4,048 | 4,694 |
| 营业收入同比 | -13.1% | -8.2% | -5.6% | 0.1% | 0.7% |
| 营业成本同比 | -5.6% | -6.4% | -1.5% | -4.2% | -1.0% |
| 普通股股东净利润同比 | -52.0% | -19.6% | -43.2% | 67.2% | 16.0% |

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

盈利预测的敏感性分析

对金融企业而言，资产减值计提对盈利预测影响很大，但存在较大的不确定性。我们在不同情景下进行如下敏感性分析。

表 4：敏感性分析结果

| （单位：百万元） | 2020A | 2021A | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|--|-------|-------|--------|--------|--------|--------|-------|
| 乐观预测：“资产减值损失/期初贷款和 AC”降至近几年低点，参考 2019 年水平为 1.5% | | | | | | | |
| 普通股股东净利润 | 12158 | 11035 | 5302 | 4263 | 2421 | 5558 | 5478 |
| YoY | 1.9% | -9.2% | -52.0% | -19.6% | -43.2% | 129.6% | -1.5% |
| 中性预测：“资产减值损失/期初贷款和 AC”在 2025 年为 2.1% · 2026 年进一步降至 1.8% | | | | | | | |
| 普通股股东净利润 | 12158 | 11035 | 5302 | 4263 | 2421 | 4048 | 4694 |
| YoY | 1.9% | -9.2% | -52.0% | -19.6% | -43.2% | 67.2% | 16.0% |
| 悲观预测：“资产减值损失/期初贷款和 AC”升至近几年高点，参考 2020 年水平为 2.5% | | | | | | | |
| 普通股股东净利润 | 12158 | 11035 | 5302 | 4263 | 2421 | 3040 | 2897 |
| YoY | 1.9% | -9.2% | -52.0% | -19.6% | -43.2% | 25.6% | -4.7% |

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

估值与投资建议

我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值

我们使用三阶段 DDM 模型进行估值，相关假设如下：

表 5：一、二阶段假设

| (单位：百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E | 2031E | 2032E | 2033E | 2034E | 2035E | 2036E |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 净资产 | 160081 | 160756 | 163813 | 166849 | 169903 | 172666 | 175594 | 178699 | 181989 | 185477 | 189175 | 193094 | 197248 | 201652 |
| 摊薄 ROE | 2.7% | 1.5% | 2.5% | 2.8% | 2.9% | 3.1% | 3.2% | 3.3% | 3.5% | 3.6% | 3.7% | 3.9% | 4.0% | 4.2% |
| 归母净利润 | 4264 | 2421 | 4048 | 4694 | 4976 | 5274 | 5591 | 5926 | 6282 | 6659 | 7058 | 7482 | 7931 | 8406 |
| 同比 | -19.6% | -43.2% | 67.2% | 16.0% | 6% | 6% | 6% | 6% | 6% | 6% | 6% | 6% | 6% | 6% |
| 分红率 | 41% | 41% | 41% | 41% | 50% | 50% | 50% | 50% | 50% | 50% | 50% | 50% | 50% | 50% |
| 股利 | 1746 | 991 | 1657 | 1922 | 2511 | 2662 | 2822 | 2991 | 3171 | 3361 | 3563 | 3776 | 4003 | 4243 |

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表 6：其他假设

| | | | |
|---------|------|---------|-----|
| 无风险收益率 | 1.6% | 第二阶段增长率 | 6% |
| 风险溢价率 | 5% | 第二阶段分红率 | 50% |
| β | 1.3 | 永续增长率 | 2% |
| COE | 8% | 永续分红率 | 60% |

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

根据以上主要假设条件，采用三阶段 DDM 估值方法，得出公司价值区间为 1.31-1.65 港元。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于折现率和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表 7：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析

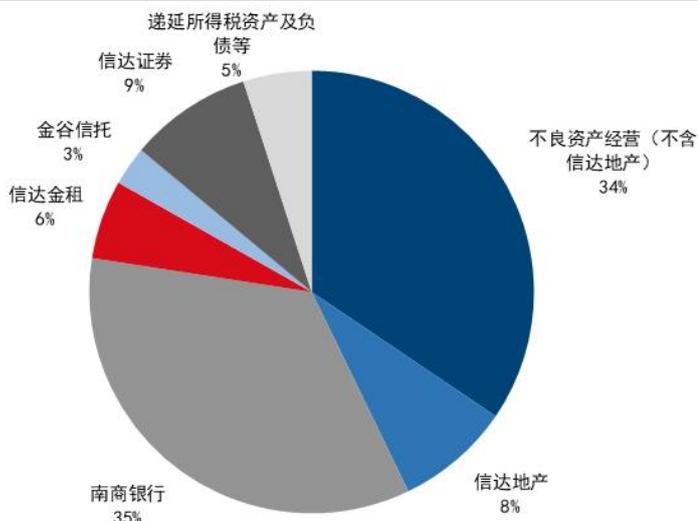
| (单位：港元) | | 折现率变化 | | | | |
|---------------------|-------|-------|------|------|------|------|
| | | 7.0% | 7.5% | 8.0% | 8.5% | 9.0% |
| 永续 增长 率变 化 | 1.50% | 1.67 | 1.52 | 1.39 | 1.28 | 1.19 |
| | 1.75% | 1.72 | 1.56 | 1.42 | 1.31 | 1.21 |
| | 2.00% | 1.77 | 1.60 | 1.46 | 1.34 | 1.23 |
| | 2.25% | 1.83 | 1.65 | 1.49 | 1.37 | 1.26 |
| | 2.50% | 1.90 | 1.70 | 1.54 | 1.40 | 1.28 |

资料来源：国信证券经济研究所分析。注：按 1 港元兑 0.92 元人民币折算。

相对估值

中国信达的直接可比公司很少。从普通股东净资产结构来看，除规模较小的金谷信托外，中国信达的主要业务均为重资产业务，我们将其与商业银行进行横向比较。其中，中国信达旗下的信达地产、信达证券净资产规模较大且为 A 股上市公司，我们将其单独按市场公允价值估值，递延所得税资产及负债等按账面价值估值，其余部分则按照 PB-ROE 估值。

图 29：2024 年二季度末中国信达的普通股东净资产构成



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

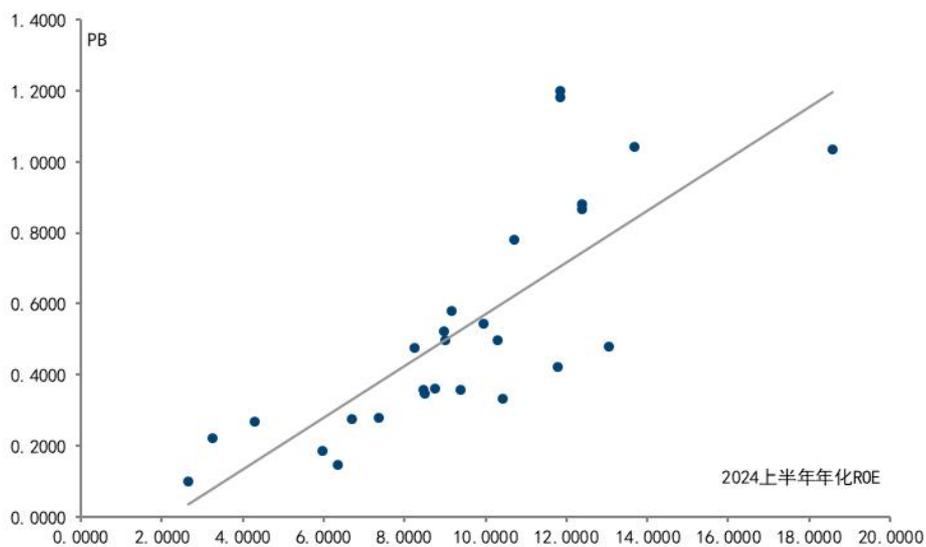
按照前述思路，以 2 月 18 日收盘价计算，信达证券和信达地产在港股市场的公允价值约为 224 亿元；剔除信达地产和信达证券后，中国信达剩余业务的 2024 年上半年年化 ROE 为 1.8%，按 PB-ROE 估值大约为 0.1-0.2x，对应合理价值 125-250 亿元，递延所得税资产及负债等估值 80 亿元，相加后的合理价值区间为 429-554 亿元人民币，约合 466-602 亿港元，对应每股价格为 1.22-1.58 港元。

表 8：信达证券和信达地产在港股市场的公允价值估算

| (单位：亿元) | 2 月 18 日总市值 | 中国信达持股比例 | 同行业上市公司 AH 股平均溢价率 | 合理估值 |
|---------|-------------|----------|-------------------|------|
| 信达证券 | 496 | 78.67% | 108% | 188 |
| 信达地产 | 133 | 54.45% | 102% | 36 |

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 30: 港股上市银行 PB-ROE 情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

投资建议

综合考虑估值测算, 绝对估值在 1.31-1.65 港元, 相对估值在 1.22-1.58 港元, 取平均值后我们认为公司合理股价在 1.27-1.62 港元, 相较当前股价 1.25 港元 (2025 年 2 月 18 日收盘价) 有 2%到 30%溢价空间, 首次覆盖给予“中性”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司折现率的假设和永续增长率的假定，都加入了很多主观判断：（1）市场上投资者众多，不同投资者的投资期限、资金成本、机会成本等均不一致，因此每名投资者可能会有其自身对折现率的取值，这可能导致市场对公司内在价值的一致判断跟我们所得到的结论不一致。为此我们进行了敏感性分析，但敏感性分析未必能够全面反映所有投资者对折现率的取值；（2）我们对公司永续增长率的假设比较主观。我们对此进行了敏感性分析，但真实情况有可能落在敏感性分析区间之外；（3）相对估值时可能未充分考虑市场整体估值波动的风险，即贝塔的变化。

盈利预测的风险

对公司未来盈利预测存在不确定性，主要是宏观经济周期变化波动，相应的不良资产处置收益、权益类资产投资收益、信用成本等均存在较大不确定性，加之信用成本可能存在主观调节空间，以及各子公司经营情况很难全面详细分析等，因此可能导致实际情况与我们假设情况差别较大。对于信用成本的敏感性，我们在前面进行了情景分析。

我们在中性情境下预计随着经济复苏，公司不良资产处置收益增加、信用成本下降将推动业绩改善，若宏观经济复苏程度低于预期，可能会导致公司业绩表现低于我们的预测值。

财务风险

公司权益乘数较高，资产的流动性相对较差，但计息负债的偿还是刚性的，若财务管理不当，可能存在短期流动性风险。

市场风险

公司所从事的业务均为高风险业务，包括信用风险、利率风险和流动性风险等。宏观环境、利率环境的变化可能会对公司财务数据产生不利影响。

附表：财务预测与估值

| 每股指标（元） | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 利润表（百万元） | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| EPS | 0.14 | 0.11 | 0.06 | 0.11 | 0.12 | 营业收入（含联营及合营公司业绩） | 89,971 | 82,602 | 77,937 | 77,986 | 78,498 |
| BVPS | 4.07 | 4.19 | 4.21 | 4.29 | 4.37 | 其中：收购经营类业务收入 | 9,974 | 9,934 | 10,197 | 11,192 | 11,192 |
| DPS | 0.05 | 0.05 | 0.03 | 0.04 | 0.05 | 收购重组类业务收入 | 10,071 | 6,084 | 3,439 | 1,709 | 570 |
| 资产负债表（百万元） | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 债转股业务收入 | 9,772 | 8,755 | 3,324 | 3,490 | 3,665 |
| 总资产 | 1,615,989 | 1,594,357 | 1,602,486 | 1,622,305 | 1,643,512 | 母公司其他不良资产业务收入 | 6,450 | 3,630 | 7,625 | 8,006 | 8,407 |
| 其中：收购经营类不良资产 | 241,034 | 248,707 | 248,707 | 248,707 | 248,707 | 不良资产子公司不良资产业务收入 | 23,138 | 18,012 | 14,885 | 14,077 | 14,077 |
| 收购重组类不良资产 | 100,221 | 59,173 | 32,545 | 16,273 | 0 | 金融服务子公司收入 | 24,255 | 32,565 | 34,845 | 35,890 | 36,967 |
| 债转股资产 | 97,004 | 100,881 | 105,925 | 111,221 | 116,782 | 营业成本 | 79,467 | 74,397 | 73,278 | 70,197 | 69,466 |
| 母公司其他不良资产 | 186,700 | 190,630 | 200,162 | 210,170 | 220,678 | 其中：减值损失 | 13,258 | 9,749 | 11,479 | 10,096 | 8,760 |
| 不良资产子公司不良资产投资余额 | 195,416 | 187,455 | 187,455 | 187,455 | 187,455 | 利息支出 | 40,081 | 44,081 | 42,809 | 41,791 | 42,315 |
| 金融服务子公司总资产 | 635,344 | 672,706 | 692,887 | 713,674 | 735,084 | 存货销售成本 | 12,860 | 7,717 | 6,865 | 6,179 | 6,179 |
| 总负债 | 1,407,994 | 1,377,201 | 1,384,655 | 1,401,417 | 1,419,588 | 减：所得税及非普通股股东利润等 | 5,202 | 3,941 | 2,238 | 3,741 | 4,339 |
| 所有者权益 | 207,995 | 217,156 | 217,831 | 220,888 | 223,924 | 普通股股东净利润 | 5,302 | 4,264 | 2,421 | 4,048 | 4,694 |
| 其中：总股本 | 38,165 | 38,165 | 38,165 | 38,165 | 38,165 | 分红总额 | 1,894 | 1,746 | 991 | 1,657 | 1,922 |
| 普通股净资产 | 155,458 | 160,081 | 160,756 | 163,813 | 166,849 | 分红率 | 36% | 41% | 41% | 41% | 41% |
| 总资产同比 | 3.3% | -1.3% | 0.5% | 1.2% | 1.3% | 营业收入同比 | -13.1% | -8.2% | -5.6% | 0.1% | 0.7% |
| 权益乘数 | 10.4 | 10.0 | 10.0 | 9.9 | 9.9 | 营业成本同比 | -5.6% | -6.4% | -1.5% | -4.2% | -1.0% |
| ROA | 0.33% | 0.27% | 0.15% | 0.25% | 0.29% | 普通股股东净利润同比 | -52.0% | -19.6% | -43.2% | 67.2% | 16.0% |
| ROE | 3.38% | 2.70% | 1.51% | 2.49% | 2.84% | | | | | | |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

Information Disclosures

Stock ratings, sector ratings and related definitions

Stock Ratings:

The Benchmark: Hong Kong Hang Seng Index

Time Horizon: 6 to 12 months

| | |
|-------------------|--|
| Buy | Relative Performance > 20%; or the fundamental outlook of the company or sector is favorable. |
| Accumulate | Relative Performance is 5% to 20%; or the fundamental outlook of the company or sector is favorable. |
| Neutral | Relative Performance is -5% to 5%; or the fundamental outlook of the company or sector is neutral. |
| Reduce | Relative Performance is -5% to -20%; or the fundamental outlook of the company or sector is unfavorable. |
| Sell | Relative Performance < -20%; or the fundamental outlook of the company or sector is unfavorable. |

Sector Ratings:

The Benchmark: Hong Kong Hang Seng Index

Time Horizon: 6 to 12 months

| | |
|---------------------|---|
| Outperform | Relative Performance > 5%; or the fundamental outlook of the sector is favorable. |
| Neutral | Relative Performance is -5% to 5%; or the fundamental outlook of the sector is neutral. |
| Underperform | Relative Performance < -5%; or the fundamental outlook of the sector is unfavorable. |

Interest disclosure statement

The analyst is licensed by the Hong Kong Securities and Futures Commission. Neither the analyst nor his/her associates serves as an officer of the listed companies covered in this report and has no financial interests in the companies.

Guosen Securities (HK) Brokerage Co., Ltd. and its associated companies (collectively "Guosen Securities (HK)") has no disclosable financial interests (including securities holding) or make a market in the securities in respect of the listed companies. Guosen Securities (HK) has no investment banking relationship within the past 12 months, to the listed companies. Guosen Securities (HK) has no individual employed by the listed companies.

Disclaimers

The prices of futures and options may move up or down, fluctuate from time to time, and even become valueless. Losses may be incurred as well as profits made as a result of buying and selling futures and options.

The prices of securities may fluctuate up or down. It may become valueless. It is as likely that losses will be incurred rather than profit made as a result of buying and selling securities.

The content of this report does not represent a recommendation of Guosen Securities (HK) and does not constitute the forecast on any futures and/or options. Guosen Securities (HK) may be seeking or will seek investment banking or other business (such as placing agent, lead manager, sponsor, underwriter or proprietary trading in such securities) with the listed companies. Individuals of Guosen Securities (HK) may have personal investment interests in the futures and/or options mentioned in this report.

The content of this report does not represent a recommendation of Guosen Securities (HK) and does not constitute any buying/selling or dealing agreement in relation to the securities mentioned. Guosen Securities (HK) may be seeking or will seek investment banking or other business (such as placing agent, lead manager, sponsor, underwriter or proprietary trading in such securities) with the listed companies. Individuals of Guosen Securities (HK) may have personal investment interests in the listed companies.

This report is based on information available to the public that we consider reliable, however, the authenticity, accuracy or completeness of such information is not guaranteed by Guosen Securities (HK). This report does not take into account the particular investment objectives, financial situation or needs of individual clients and does not constitute a personal investment recommendation to anyone. Clients are wholly responsible for any investment decision based on this report. Clients are advised to consider whether any advice or recommendation contained in this report is suitable for their particular circumstances. This report is not intended to be an offer to buy or sell or a solicitation of an offer to buy or sell the securities mentioned.

This report is for distribution only to clients of Guosen Securities (HK). Without Guosen Securities (HK)'s written authorization, any form of quotation, reproduction or transmission to third parties is prohibited, or may be subject to legal action. Such information and opinions contained therein are subject to change and may be amended without any notification. This report is not directed at, or intended for distribution to or use by, any person or entity who is a citizen or resident of or located in any jurisdiction where such distribution, publication, availability or use would be contrary to applicable law or regulation or which would subject Guosen Securities (HK) and its group companies to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.

研究报告仅代表分析员个人观点，请务必阅读正文之后的免责声明。

注：以上数据均来自官方披露、公司资料，国信证券股份有限公司 - 经济研究所（简称：“国信证券经济研究所”）整理

信息披露

公司评级、行业评级及相关定义

公司评级

参考基准：香港恒生指数

评级区间：6 至 12 个月

| | |
|----|--------------------------------|
| 买入 | 相对表现超过 20%，或公司、行业基本面良好。 |
| 增持 | 相对表现介于 5%至 20%之间，或公司、行业基本面良好。 |
| 中性 | 相对表现介于-5%至 5%之间，或公司、行业基本面中性。 |
| 减持 | 相对表现介于-5%至-20%之间，或公司、行业基本面不理想。 |
| 卖出 | 相对表现低于-20%，或公司、行业基本面不理想。 |

行业评级

参考基准：香港恒生指数

评级区间：6 至 12 个月

| | |
|------|---------------------------|
| 跑赢大市 | 相对表现超过 5%，或行业基本面良好。 |
| 中性 | 相对表现介于-5%至 5%之间，或行业基本面中性。 |
| 跑输大市 | 相对表现低于-5%，或行业基本面不理想。 |

利益披露声明

报告作者为香港证监会持牌人士，分析员本人或其有联系者并未担任本研究报告所评论的上市法团高级管理人员，也未持有其任何财务权益。

本报告中，国信证券（香港）经纪有限公司及其所属关联机构（合称国信证券（香港））并无持有该公司须作出披露的财务权益（包括持股），在过去 12 个月内与该公司并无投资银行关系，亦无进行该公司有关股份的庄家活动。本公司员工均非该上市公司的雇员。

免责条款

期货及期权价格可升可跌，亦不时波动甚大，甚至变成毫无价值。买卖期货及期权未必一定能赚取利润，反而可能会招致损失。

证券价格有时可能非常波动。证券价格可升可跌，甚至变成毫无价值。买卖证券未必一定能够赚取利润，反而可能会招致损失。

本研究报告所涉及的内容既不代表国信证券（香港）的推荐意见，也不构成针对任何期货和 / 或期权的预测。国信证券（香港）或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务（例如配售代理、牵头经办人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票）。国信证券（香港）不排除其员工有个人投资于本报告内所提及的期货和 / 或期权。

本研究报告内容既不代表国信证券（香港）的推荐意见，也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易要约。国信证券（香港）或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务（例如配售代理、牵头经办人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票）。国信证券（香港）不排除其员工有个人投资于本报告内所提及的上市法团。

报告中的资料均来自公开信息，我们力求准确可靠，但对这些信息的正确性、公正性及完整性不做任何保证。本报告没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，并不构成个人投资建议，客户据此投资，责任自负。客户在阅读本研究报告时应考虑报告中的任何意见或建议是否符合其个人特定状况。本报告并不存在招揽或邀约购买或出售任何证券的企图。

本报告仅向特定客户传送，未经国信证券香港书面授权许可，任何人不得引用、转载以及向第三方传播，否则可能将承担法律责任。研究报告所载的资料及意见，如有任何更改，本司将不作另行通知。在一些管辖区域内，针对或意图向该等区域内的市民、居民、个人或实体发布、公布、供其使用或提供获取渠道的行为会违反该区域内所适用的法律或规例或令国信证券（香港）受制于任何注册或领牌规定，则本研究报告不适用于该等管辖区域内的市民、居民或身处该范围内的任何人或实体。

研究报告仅代表分析员个人观点，请务必阅读正文之后的免责声明。

注：以上数据均来自官方披露、公司资料，国信证券股份有限公司 - 经济研究所（简称：“国信证券经济研究所”）整理