

中信金融资产（02799.HK）2025 年中报点评

收入利润增加，信用成本上升

中性

核心观点

上半年收入和净利润均增加。中信金融资产 2025 年上半年实现营业收入（含联营及合营公司业绩）402 亿元，同比增长 19.9%；实现持续经营活动净利润 55 亿元，同比增长 19.7%；实现归属于母公司普通股股东净利润 62 亿元，同比增长 15.7%。上半年年化 ROE 为 21.1%，ROA 为 1.1%。

资产规模较年初小幅增长。公司 2025 年二季度末资产总额 1.01 万亿元，较年初增长 2.7%，同比下降 4.2%。从分部经营业绩来看，期末不良资产经营分部总资产较年初增长 2.7%，资产管理和投资分部总资产较年初增长 1.6%。其中，上半年收购处置业务资产、纾困盘活业务资产、股权业务资产较年初增长，收购重组业务资产收缩，主要是公司主动调整资产结构，持续压降收购重组业务资产规模。

不良资产经营分部收入增长，资产管理和投资分部收入下降。从分部经营业绩来看，上半年不良资产经营分部收入同比增长 58.3%，主要得益于对中国银行和光大银行投资确认的约 213 亿元收入；资产管理和投资分部收入同比下降 85.1%，在集团抵消前收入中的占比降至 5.6%。不良资产分部中，收购处置业务收入、收购重组业务收入同比下降，纾困盘活业务、股权业务收入同比增加。

信用成本同比上升，增强风险抵御能力。使用“资产减值损失/以摊余成本计量的债务工具期初余额”测算的上半年信用成本率为 15.3%，同比大幅上升。从资产减值损失细项来看，信用成本上升主要是因为以摊余成本计量的债务工具信用减值增加。大量计提减值增强了公司的风险抵御能力，2025 年 6 月末，公司以摊余成本计量的债务工具和以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的债务工具整体拨备覆盖率为 270%，较年初提高 44 个百分点。

投资建议：我们预计公司 2025-2027 年普通股股东净利润 104/109/110 亿元，同比增长 8.5%/4.1%/1.1%，EPS 分别为 0.13/0.14/0.14 元，对应 PE 为 7.6/7.3/7.3 倍，PB 为 1.70/1.38/1.16 倍。综合绝对估值和相对估值，我们认为公司合理股价在 1.16-1.28 港元，相较 9 月 12 日收盘价有 6% 到 17% 溢价空间，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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	70,551	113,338	68,042	55,564	55,364
(+/-%)	106.8%	60.6%	-40.0%	-18.3%	-0.4%
普通股股东净利润(百万元)	1,766	9,618	10,433	10,862	10,976
(+/-%)	-	444.6%	8.5%	4.1%	1.1%
摊薄每股收益(元)	0.02	0.12	0.13	0.14	0.14
总资产收益率	0.18%	0.99%	1.05%	1.05%	1.01%
净资产收益率	6.1%	29.7%	25.0%	20.7%	17.3%
市盈率(PE)	45.2	8.3	7.6	7.3	7.3
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
市净率(PB)	2.84	2.18	1.70	1.38	1.16

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·财报点评

银行·其他银行 II

证券分析师：王剑
021-60875165
wangjian@guosen.com.cn
S0980518070002

证券分析师：陈俊良
021-60933163
chenjunliang@guosen.com.cn
S0980519010001

基础数据

投资评级	中性(首次)
合理估值	
收盘价	1.09 港元
总市值/流通市值	87469/38545 百万港元
52 周最高价/最低价	1.41/0.33 港元
近 3 个月日均成交额	202.40 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

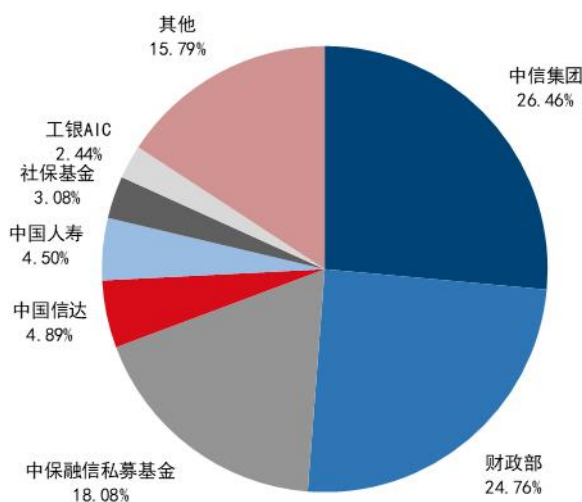
公司概况

中信金融资产是一家不良资产管理公司，目前聚焦不良资产经营主业。中信金融资产的前身是 1999 年成立的四大 AMC 之一中国华融，2012 年公司整体改制为股份有限公司，2015 年在港交所上市。中国华融一度因风险暴露引发大额亏损，2021 年引入中信集团等新股东，2022 年公司党委划转至中信集团党委管理，2024 年更名为中国中信金融资产管理股份有限公司。公司 2022 年之后剥离了多元金融业务，聚焦不良资产经营主业，在全国各地设有 33 家分公司和融德公司、实业公司、国际公司、汇通资产等子公司。

目前，公司主要股东包括中国中信集团有限公司、财政部、中保融信私募基金有限公司、中国人寿保险（集团）公司等。

公司现任董事长、总裁均来自中信集团。公司现任董事长、执行董事刘正均先生于 2022 年起担任董事长、执行董事，此前任职于审计署、中信集团。公司总裁、执行董事李子民先生 2022 年起担任公司执行董事、总裁，此前任职于中信信托。

图1：中信金融资产主要股东持股情况（截至 2025 年中报）



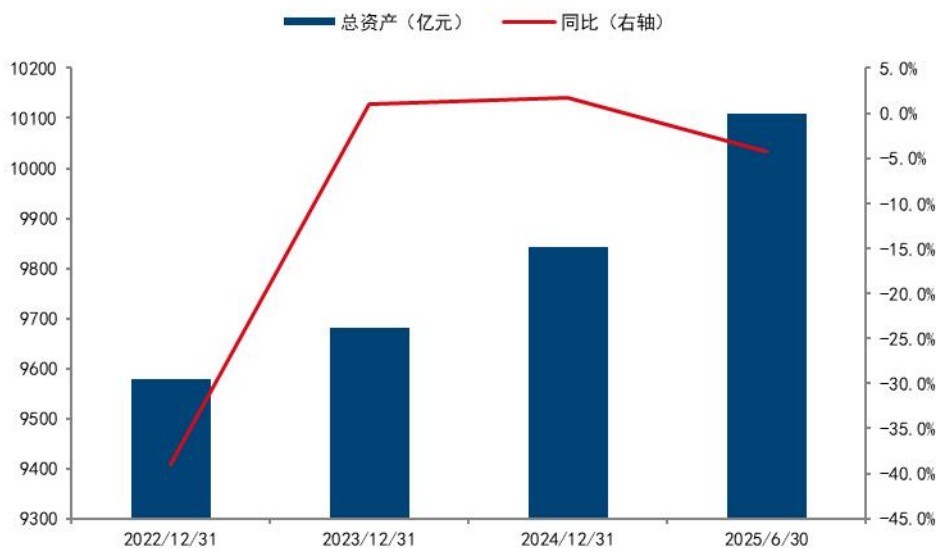
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

财务表现：持续化解自身风险

2022 年中信金融资产明确了“一三五”战略，即“一年走上正轨、三年质效显著提升、五年成为行业标杆”。从主要财务数据来看，公司回归不良资产经营主业，持续化解自身风险，2023 年扭亏为盈后持续实现盈利。

- 从总资产来看，公司在 2022 年出售了银行、证券、信托、消费金融等子公司，大幅“瘦身”，此后资产规模稳中略有增长。

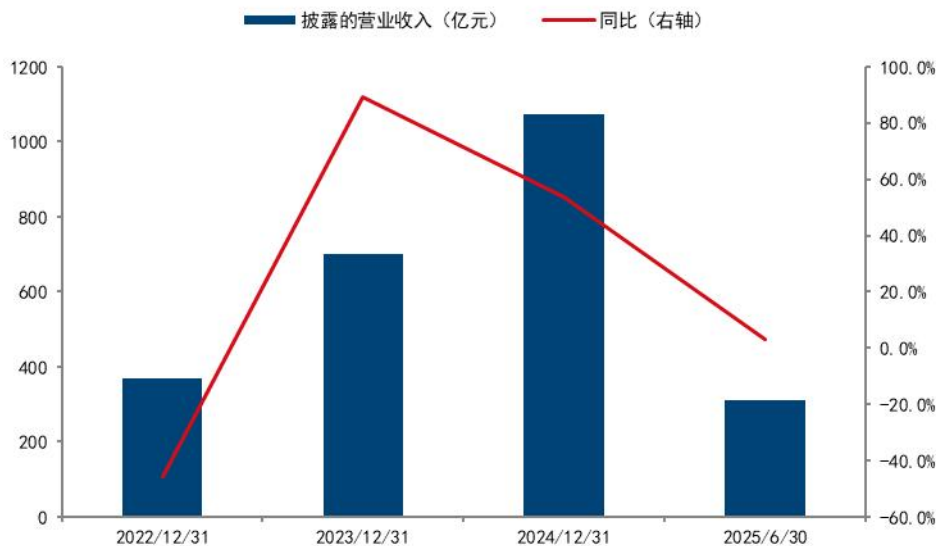
图2：中信金融资产总资产增长情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

- 从收入来看，得益于对中国银行、中信股份、光大银行等投资产生的收益，公司在 2023 年和 2024 年收入规模大幅增长。

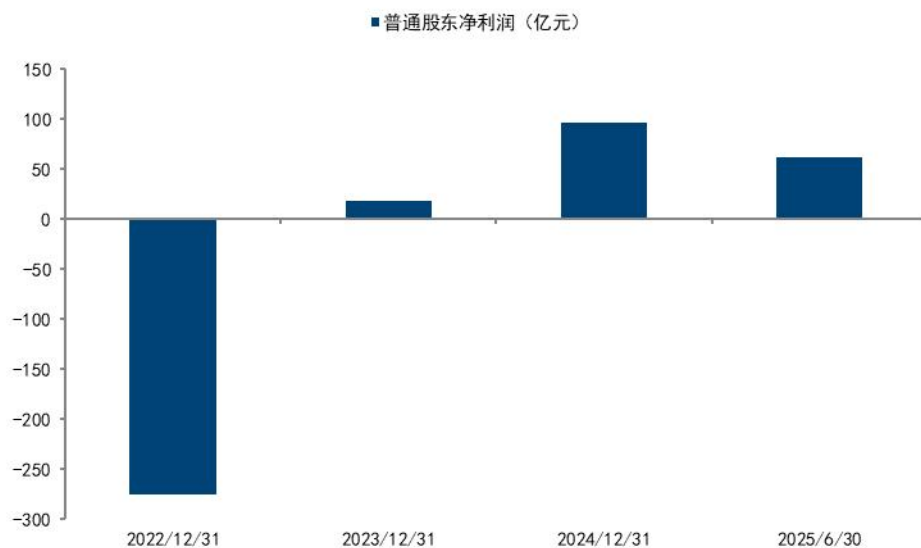
图3：中信金融资产营业收入增长情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

- 从归属于普通股股东的净利润来看，公司 2022 年大幅亏损，2023 年以来则扭亏为盈。

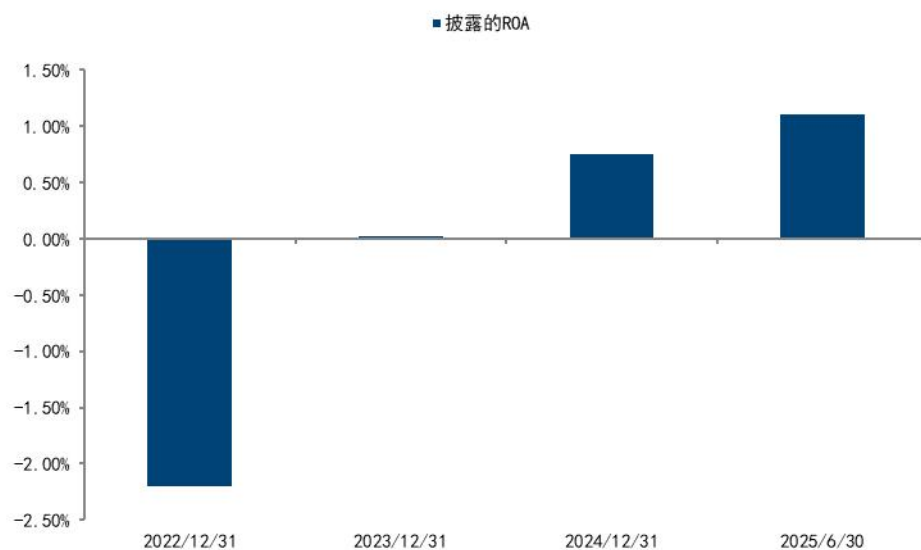
图4: 中信金融资产普通股股东净利润情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

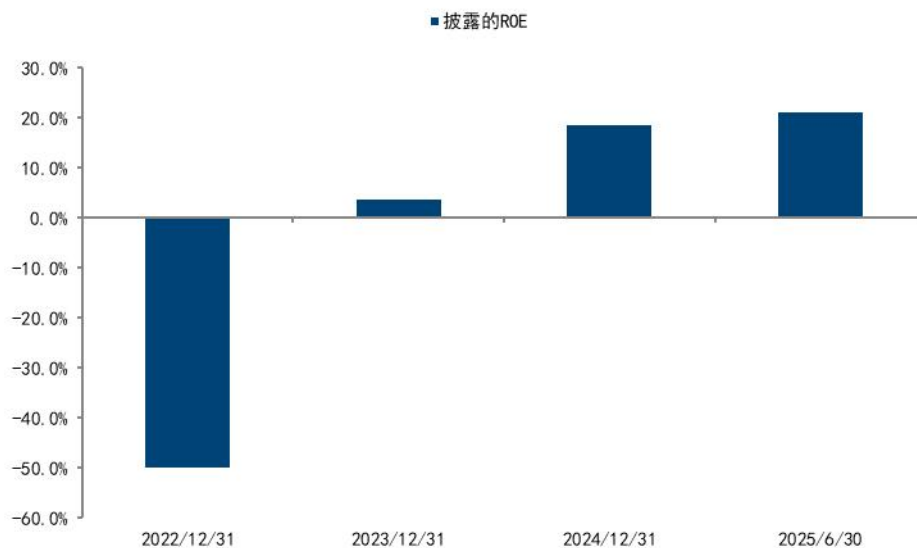
➤ 从盈利能力来看, 公司 2025 年上半年年化 ROA1.1%, 年化 ROE21.1%。

图5: 中信金融资产 ROA



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图6: 中信金融资产 ROE

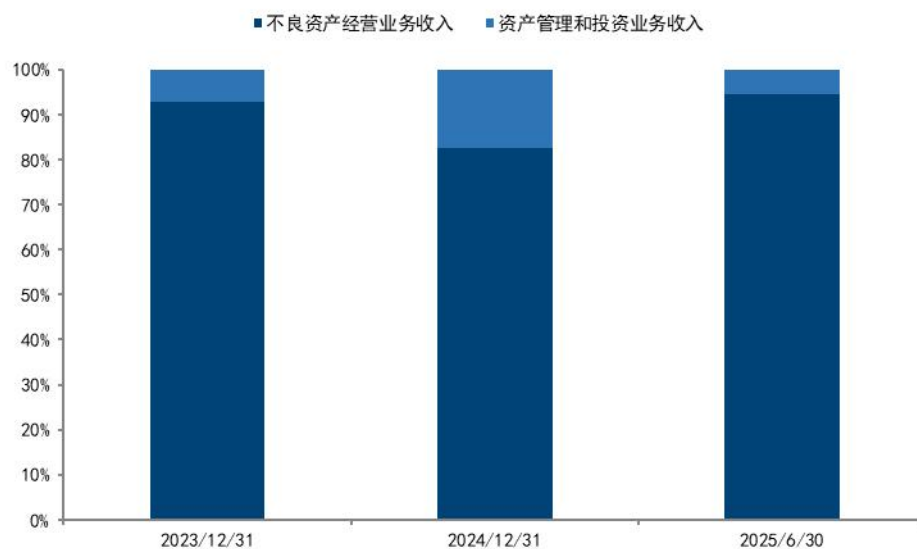


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

收入端：专注不良资产主业

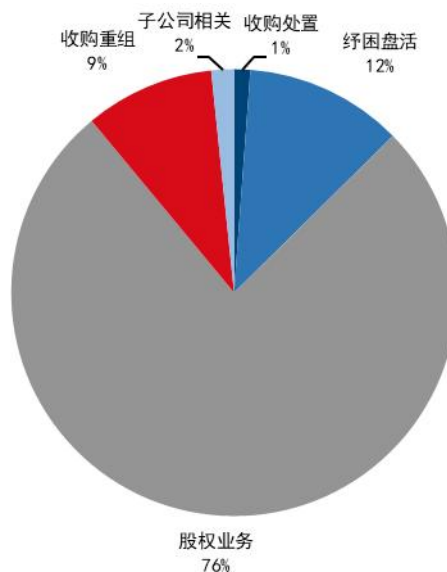
公司目前聚焦不良资产主业。公司的业务分为两个分部，一是不良资产经营，二是资产管理和投资。公司于今年上半年对披露口径进行了调整，将不良资产经营业务划分为收购处置业务、纾困盘活业务、股权业务、收购重组业务、子公司不良资产相关业务。2025 年上半年，公司不良资产经营分部收入 306 亿元，资产管理和投资分部收入仅 18 亿元。

图7: 中信金融资产收入结构拆分



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图8：中信金融资产不良资产经营业务收入结构拆分：2025 年上半年

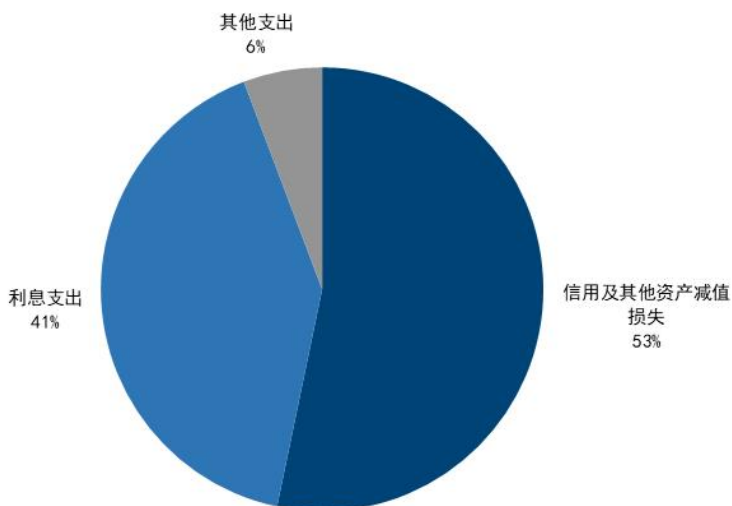


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

成本端：关注资产减值损失情况

从成本结构来看，公司的成本主要来自资产减值损失（包括信用减值损失和其他资产减值损失）和利息支出。

图9：2025 年上半年中信金融资产成本结构

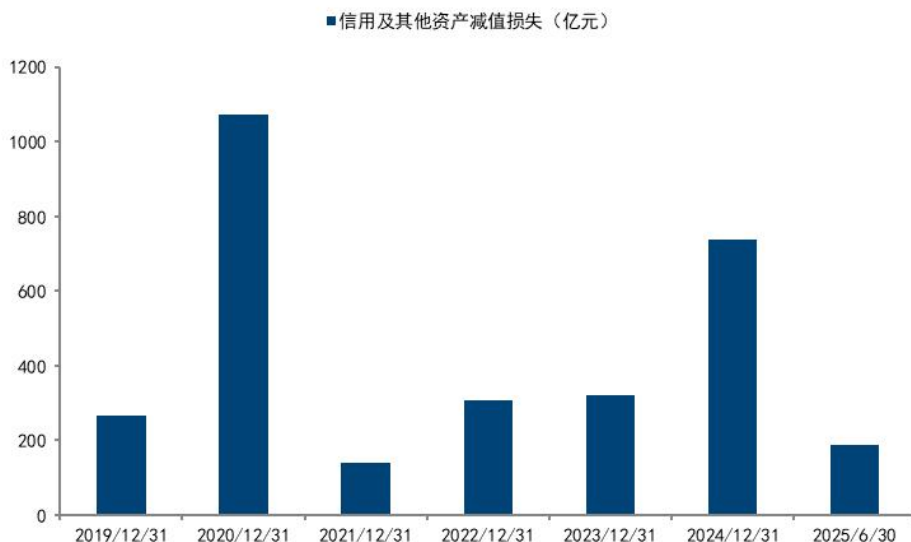


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

- 资产减值损失主要是以摊余成本计量的债务工具产生的减值，来源包括收购重组类业务的不良债权资产和纾困盘活、固定收益投资等形成的债权资产。

公司以摊余成本计量的债务工具在总资产中的占比趋于下降，主要跟收购重组类资产规模收缩有关。公司在 2024 年大幅增加了资产减值损失的计提，加快风险化解。公司资产减值损失计提情况对后续业绩表现会有很大影响，这取决于公司的风险出清情况。

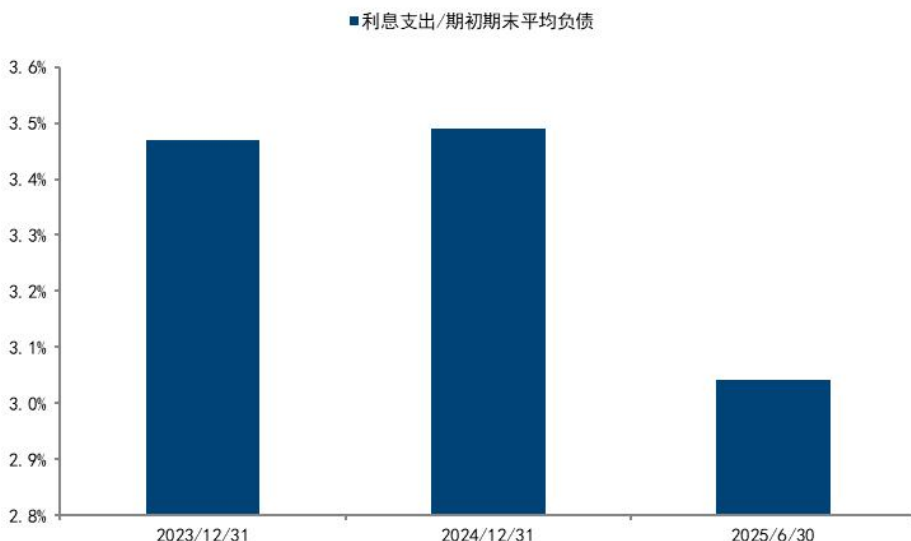
图10: 中信金融资产历年资产减值损失计提情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

- 中信金融资产的负债大部分都是计息负债，今年上半年使用“利息支出/期初期末平均负债”简单衡量的负债成本随着市场利率的下行而有所降低。

图11: “利息支出/期初期末平均负债”情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

盈利预测

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) 不良资产经营业务：目前银行不良生成率有所上升，为不良资产收购提供了充足供给。我们预计公司的收购处置业务资产、纾困盘活业务资产、股权业务资产规模稳中有升，收购重组业务则继续调整、规模收缩。目前宏观经济稳中有进，预计公司收购处置业务收益率有所回暖，纾困盘活业务、收购重组业务收益率大体稳定，股权业务收益率则随着对中国银行、光大银行等的投资额度减少而回落。

(2) 资产管理和投资业务：我们假设资产管理和投资业务规模平稳增长，收益率保持稳定。

(3) 成本端：公司过去几年进行了大量拨备计提，随着风险不断出清，预计信用成本即“资产减值损失/期初以摊余成本计量的债务工具规模”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“其他支出/营业收入”保持基本稳定。

(4) 公司目前权益乘数较高，预计后续利润将主要留存用于提升净资产水平，因此我们假设公司后续不进行现金分红。

未来三年业绩预测简表

按上述假设条件，我们得到公司 2025-2027 年营业收入（含联营及合营公司业绩）分别为 680/556/554 亿元，同比增速分别为-40.0%/-18.3%/-0.4%，归属母公司普通股股东净利润 104/109/110 亿元，同比增速分别为 8.5%/4.1%/1.1%。

表1：未来三年业绩预测简表

利润表（百万元）	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（含联营及合营公司业绩）	70,551	113,338	68,042	55,564	55,364
其中：收购处置业务收入	-	-	1,813	5,711	5,996
纾困盘活业务收入	-	-	9,368	11,190	12,569
股权业务收入	-	-	41,276	25,981	25,297
收购重组业务收入	-	-	6,787	3,393	1,697
资产管理和投资业务收入	-	-	9,818	10,309	10,824
营业成本	69,725	113,165	60,660	41,735	40,729
其中：减值损失	31,919	73,874	29,391	10,320	8,078
利息支出	31,750	32,356	27,187	28,082	29,329
其他成本	6,056	6,935	4,083	3,334	3,322
减：所得税	885	-6,680	-776	2,967	3,659
减：非普通股股东利润	-1,554	-2,274	-2,274	0	0
加：终止经营活动税后利润	271	491	0	0	0
普通股股东净利润	1,766	9,618	10,433	10,862	10,976
营业收入同比	106.8%	60.6%	-40.0%	-18.3%	-0.4%
营业成本同比	0.7%	62.3%	-46.4%	-31.2%	-2.4%
普通股股东净利润同比	-	444.6%	8.5%	4.1%	1.1%

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2：敏感性分析结果

(单位：百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
乐观预测：“资产减值损失/期初以摊余成本计量的债务工具规模”快速降至正常水平，参考中国信达的历史数据，假设 2025-2027 年分别为 10%、3%、2%					
普通股净利润	1,766	9,618	14,147	14,073	14,191
YoY	-	444.6%	47.1%	-0.5%	0.8%
中性预测：“资产减值损失/期初以摊余成本计量的债务工具规模”在 2025-2027 年分别为 12%、5%、4%					
普通股净利润	1,766	9,618	10,433	10,862	10,976
YoY	-	444.6%	8.5%	4.1%	1.1%
悲观预测：“资产减值损失/期初以摊余成本计量的债务工具规模”保持高位，在 2025-2027 年分别为 15%、8%、7%					
普通股净利润	1,766	9,618	4,861	6,044	6,154
YoY	-	444.6%	-49.5%	24.3%	1.8%

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

由于公司没有分红，因此我们采用 FCFE 估值方法。根据以下主要假设，得到公司的合理价值区间为 1.36-1.52 元，按最新人民币汇率中间价（1 港元对人民币 0.91193 元）折合 1.49-1.67 港元。

我们对公司近三年净利润增速按前文盈利预测进行假设。我们假设中间阶段收入增速、总资产及以摊余成本计量的债务工具增速与永续增长率一致，假设负债成本、“其他支出/营业收入”、信用成本即“资产减值损失/期初以摊余成本计量的债务工具规模”均保持稳定，假设所得税率保持在 25%。综合来看，我们的思路是假设公司整体经营平稳。我们假设永续增长率是 2%。

公司作为金融企业，折旧摊销、营运资金等非常少，我们将变动其忽略。但是金融企业会有资本补充需求，与非金融企业的资本开支类似。参考经营业绩相对平稳的中国信达，其近几年以“总资产/普通股净资产”计算的权益乘数大致在 10 倍左右，而中信金融资产这一指标目前为 25 倍，我们假设其后续将加大资本补充使得该指标降至 10 倍以下，这将减少公司的自由现金流。

表3：盈利预测主要假设

	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
营业收入增长率	60.6%	-40.0%	-18.3%	-0.4%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
总资产/以摊余成本计量的债务工具增长率	1.7%	1.7%	6.7%	3.9%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
信用成本	18.9%	12.0%	5.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
利息支出/平均负债	3.5%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%
其他支出/营业收入	6.1%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
所得税税率	-3861%	-10.5%	21.5%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

表4: 折现率假设

	假设值
无风险利率	2.0%
股票风险溢价	9.0%
有杠杆 Beta	1.9
Ke	19.1%

资料来源: 国信证券经济研究所假设

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5: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析

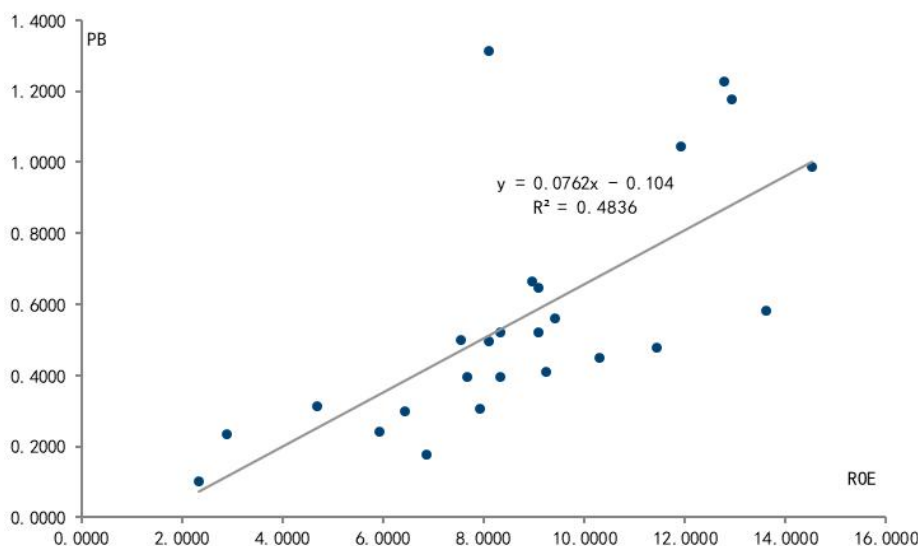
(单位: 元)		折现率				
		17.1%	18.1%	19.1%	20.1%	21.1%
永续 增长 率	2.50%	1.62	1.53	1.45	1.37	1.31
	2.25%	1.61	1.52	1.44	1.37	1.30
	2.00%	1.61	1.52	1.44	1.37	1.30
	1.75%	1.60	1.51	1.43	1.36	1.30
	1.50%	1.59	1.51	1.43	1.36	1.30

资料来源: 国信证券经济研究所分析

相对估值

中信金融资产的直接可比公司很少, 考虑到其业务为重资产业务, 与商业银行模式接近, 我们将其与商业银行进行横向比较, 按 PB-R0E 估值。中信金融资产 2025 年上半年年化 ROE 为 21.1%, 按 PB-R0E 估值大约为 1.5-1.6x, 对应每股价格为 0.75-0.80 元, 折合 0.82-0.88 港元。

图12: 港股上市银行 PB-R0E 情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理。注: 数据基于 2025 年 9 月 12 日收盘价计算。

投资建议

综合考虑估值测算，绝对估值在 1.49–1.67 港元，相对估值在 0.82–0.88 港元，取平均值后我们认为公司合理股价在 1.16–1.28 港元，相较于当前股价 1.09 港元（2025 年 9 月 12 日收盘价）有 6%到 17%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。

此外，由于公司没有分红，因此我们采用了 FCFE 模型进行估值，但该模型未考虑公司对自由现金流的真实分配情况，相较 DDM 模型可能存在高估的风险。

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，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。

我们在中性情景下预计随着风险出清，公司信用成本下降将推动业绩改善，若风险出清进度低于预期，可能会导致公司业绩低于我们的预测值。

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。

财务预测与估值

每股指标 (元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
EPS	0.02	0.12	0.13	0.14	0.14
BVPS	0.35	0.46	0.59	0.72	0.86

资产负债表 (百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
总资产	968,103	984,329	1,000,575	1,067,350	1,108,458
其中: 收购处置业务资产	-	181,298	190,363	199,881	209,875
纾困盘活业务资产	-	126,171	157,714	181,371	199,508
股权业务资产	-	188,225	263,515	316,218	347,840
收购重组业务资产	-	113,111	56,556	28,278	0
资产管理和投资业务资产	-	174,754	183,492	192,666	202,300
总负债	920,066	934,565	940,378	996,292	1,026,424
所有者权益	48,037	49,764	60,197	71,058	82,034
其中: 总股本	80,247	80,247	80,247	80,247	80,247
普通股股东净资产	28,095	36,596	47,029	57,890	68,866

总资产同比	-	1.7%	1.7%	6.7%	3.9%
权益乘数	-	26.9	21.3	18.4	16.1
ROA	0.18%	0.99%	1.05%	1.05%	1.01%
ROE	6.1%	29.7%	25.0%	20.7%	17.3%

利润表 (百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (含联营及合营公司业绩)	70,551	113,338	68,042	55,564	55,364
其中: 收购处置业务收入	-	-	1,813	5,711	5,996
纾困盘活业务收入	-	-	9,368	11,190	12,569
股权业务收入	-	-	41,276	25,981	25,297
收购重组业务收入	-	-	6,787	3,393	1,697
资产管理和投资业务收入	-	-	9,818	10,309	10,824
营业成本	69,725	113,165	60,660	41,735	40,729
其中: 减值损失	31,919	73,874	29,391	10,320	8,078
利息支出	31,750	32,356	27,187	28,082	29,329
其他成本	6,056	6,935	4,083	3,334	3,322
减: 所得税	885	-6,680	-776	2,967	3,659
减: 非普通股股东利润	-1,554	-2,274	-2,274	0	0
加: 终止经营活动税后利润	271	491	0	0	0
普通股股东净利润	1,766	9,618	10,433	10,862	10,976

营业收入同比	106.8%	60.6%	-40.0%	-18.3%	-0.4%
营业成本同比	0.7%	62.3%	-46.4%	-31.2%	-2.4%
普通股股东净利润同比	-	444.6%	8.5%	4.1%	1.1%
分红率	0%	0%	0%	0%	0%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032