

投资评级:增持(维持)

计算机行业专题报告

我国个人征信行业发展研究

最近一年行业指数走势



联系信息

赵成

分析师

SAC 证书编号: S0160517070001

zhaoc@ctsec.com

相关报告

- 《世界人工智能在沪落幕: 尖端企业悉数亮相: 计算机行业周报 (18/9/17-18/9/23)》 2018-09-25
- 《互联网医疗新政具象化推进, 布局相关的好时机: 计算机行业周报 (18/9/10-18/9/16)》 2018-09-16
- 《百度云收入较去年翻四倍, 云计算行业动能足: 计算机行业周报 (18/9/3-18/9/9)》 2018-09-11

投资要点:

● 行业总空间接近千亿

美国个人征信行业经过近百年的充分竞争, 发展成如今艾可菲、益佰利和全联三巨头垄断的局面, 由 TOP3 市场份额测算出 2017 年美国个人征信市场规模为 1015 亿元, 近 4 年 CAGR 保持在 5% 以上。

按每个成年人查询频率为 7 次/年, 再据人口总数、城镇化率、成年比率、查询单价、收费次数来测算我国个人征信行业潜在市场空间可达 1000 亿元左右。

● 百行征信将独占鳌头

我国个人征信行业发端于 2004 年, 经过 2013 年管理条例颁布、2014 年开始收费、2015 年开展试点等关键节点, 2018 年 2 月央行正式下发首张个人征信行业牌照给百行征信。

百行征信作为央行基础数据库的补充, 联合原 8 家试点机构力量, 将建立起覆盖全社会的个人征信系统, 降低社会风控成本。

短期内我们还未看到有竞争对手出现, 因此我们推断在相当长的一段时间内, 百行征信将独占鳌头。

● 多力量推动快速崛起

来自消费信贷、新金融的大量需求和应用场景的拓展推动我国个人征信行业快速崛起。2017 年消费信贷 (不含房贷) 余额达 9.8 万亿元, 增速达 66%, 场景日趋丰富; P2P 平台频频爆雷折射出新金融背后隐含巨大风险。

移动互联网高速渗透, 催生出各类电商、移动支付、O2O 等场景的实时动态数据, 促使征信产品和应用场景也加速转移到移动终端, 来自移动端的供与需都会在未来呈指数式增长。海量数据带来的增值服务收入亦是百行征信未来发展的主要看点。

● 投资建议

我们建议关注主营业务均稳健发展、通过控股及联营企业间接取得稀缺性个人征信牌照的银之杰 (300085.SZ) (持有华道征信 40% 股份) 和拓尔思 (300229.SZ) (参股考拉征信)。

风险提示: 征信行业发展不及预期; 经济下行; 信息泄露风险。

表 1: 重点公司投资评级

| 代码 | 公司 | 总市值 (亿元) | 收盘价 (09.27) | EPS (元) | | | PE | | | 投资评级 |
|--------|-----|-------------|----------------|---------|-------|-------|--------|--------|-------|------|
| | | | | 2017A | 2018E | 2019E | 2017A | 2018E | 2019E | |
| 300085 | 银之杰 | 67.70 | 9.58 | 0.03 | 0.08 | 0.14 | 319.33 | 119.75 | 68.43 | 中性 |
| 300229 | 拓尔思 | 41.78 | 8.90 | 0.34 | 0.44 | 0.56 | 26.18 | 20.23 | 15.89 | 中性 |

数据来源: Wind, 财通证券研究所

内容目录

| | |
|---------------------------|----|
| 1、 “花落”百行 | 4 |
| 1.1 我国征信行业回顾 | 4 |
| 1.2 “花落”百行 | 5 |
| 1.3 百行征信刚起步 | 6 |
| 2、 百行征信更侧重商业化 | 7 |
| 2.1 央行征信司发展概况 | 7 |
| 2.2 央行对百行征信的定位 | 8 |
| 3、 美国个人征信持续发展壮大 | 10 |
| 3.1 美国征信体系历史悠久 | 10 |
| 3.2 美国个人征信行业规模和格局 | 10 |
| 3.3 艾可菲 (Equifax) | 12 |
| 3.4 益佰利 (Experian) | 14 |
| 3.5 全联 (TransUnion) | 16 |
| 3.6 美国个人征信行业运作模式 | 17 |
| 4、 多因素促进我国征信业快速崛起 | 18 |
| 4.1 消费信贷高度发展 | 18 |
| 4.2 P2P 爆雷凸显征信紧迫性 | 19 |
| 4.3 数据来源逐步移动化 | 21 |
| 4.4 国家高度重视 | 21 |
| 4.5 我国个人征信行业空间测算 | 23 |
| 5、 上市公司梳理 | 24 |
| 5.1 银之杰 | 24 |
| 5.2 拓尔思 | 25 |
| 6、 风险提示 | 26 |

图表目录

| | |
|--------------------------------|----|
| 图 1: 我国个人征信体系发展过程 | 4 |
| 图 2: 人民银行个人征信系统机构接入数 (家) | 8 |
| 图 3: 人民银行企业征信系统机构接入数 (家) | 8 |
| 图 4: 中国征信体系层次图 | 9 |
| 图 5: 人民银行个人征信系统收录的自然人数量 | 9 |
| 图 6: 中美社会信用体系发展对比 | 10 |
| 图 7: 美国征信行业竞争格局 | 11 |
| 图 8: 美国个人征信行业空间测算 | 11 |
| 图 9: 艾可菲业绩情况 | 13 |
| 图 10: 艾可菲 2017 年业务区域结构 | 13 |
| 图 11: 艾可菲业务类型结构 (2017 年) | 13 |
| 图 12: 艾可菲 2017 年收入来源 | 13 |
| 图 13: 益佰利业绩情况 | 15 |
| 图 14: 益佰利 2018 年客户占比 | 15 |
| 图 15: 益佰利业务类型结构 (2018 年) | 15 |
| 图 16: 益佰利 2018 年业务区域结构 | 15 |
| 图 17: 全联业绩情况 | 16 |
| 图 18: 全联 2017 年业务区域 | 16 |
| 图 19: 全联细分业务收入 (亿元) 及增速 | 17 |
| 图 20: 全联细分业务营业利润率 | 17 |

| | |
|--------------------------------------|----|
| 图 21: 美国个人征信公司现行运作流程 | 18 |
| 图 22: 我国消费信贷规模及增速 | 18 |
| 图 23: 中美消费信贷占 GDP 占比 | 18 |
| 图 24: 消费信贷场景日趋丰富 | 19 |
| 图 25: 消费信贷用户 24-30 岁群体占比最高 | 19 |
| 图 26: 我国 P2P 规模占消费信贷比重 | 20 |
| 图 27: P2P 平台规模 | 20 |
| 图 28: 我国 P2P 平台频频爆雷 | 20 |
| 图 29: 2018 年 7 月问题平台类型 | 20 |
| 图 30: 中国 2016 年智能手机渗透率稍高于全球平均 | 21 |
| 图 31: 铁路部门规定七种失信行为 | 23 |
| 图 32: 其他个人征信涉及场景 | 23 |
| 图 33: 银之杰业绩情况 | 24 |
| 图 34: 银之杰分业务结构 | 24 |
| 图 35: 银之杰全牌照布局 | 25 |
| 图 36: 拓尔思业绩情况 | 25 |
| 图 37: 拓尔思 2017 年收入结构 | 25 |
| | |
| 表 1: 百行征信八大等权股东情况 | 5 |
| 表 2: 百行征信主要成员 (排名不分先后) | 6 |
| 表 3: 百行征信招标动态 | 7 |
| 表 4: 美国个人三大征信巨头基本情况对比 (2017 年) | 12 |
| 表 5: 艾可菲产品服务提供情况 (2017 年) | 14 |
| 表 6: 中国征信相关法律法规 | 22 |
| 表 7: 我国个人征信行业潜在空间测算 | 23 |

1、“花落”百行

1.1 我国征信行业回顾

我国个人征信行业发端于 2004 年初中央人民银行成立银行信贷征信服务中心，2006 年央行个人征信数据库正式运营，至今已有 14 年，数据库逐年完善。

中华人民共和国国务院于 2013 年 1 月 21 日发布、2013 年 3 月 15 日起施行的《征信业管理条例》，主要是为规范征信活动，保护当事人合法权益，引导、促进征信业健康发展，推进社会信用体系建设制定的，解决了我国征信业“无法可依”的问题，对行业的规范发展起到较为关键的作用。

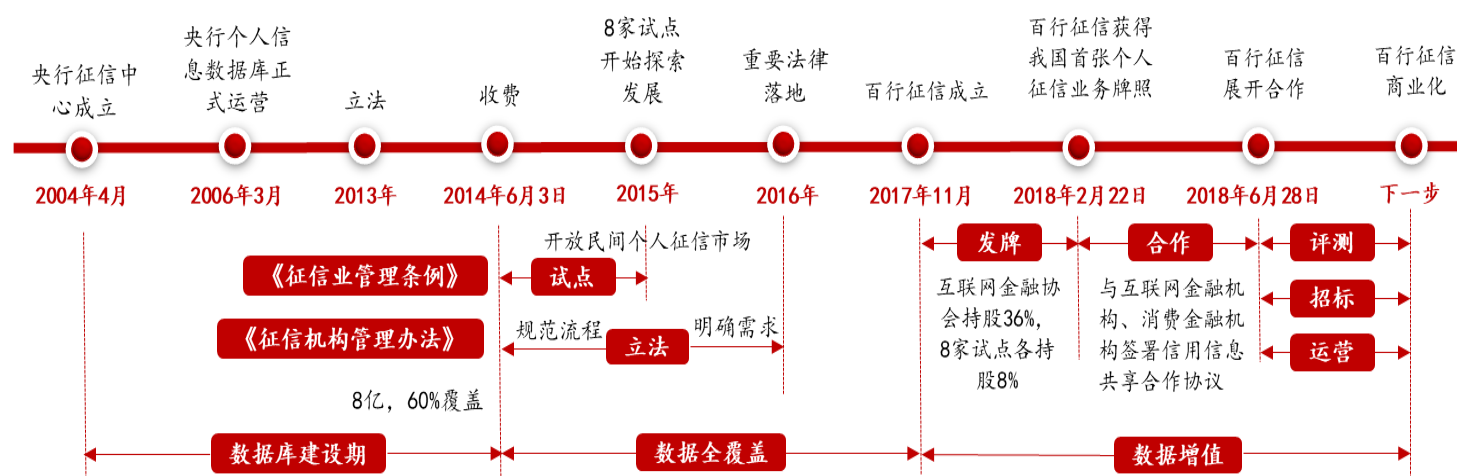
自 2014 年 6 月 3 日开始，中国人民银行征信中心开始对个人查询本人信用报告实施收费，即个人查询本人信用报告每年前 2 次免费，第 3 次及以上的每次收取服务费 25 元（2017 年降费通知已将该费用下调至 10 元）。

2015 年央行下发《关于做好个人征信业务准备工作的通知》，同意 8 家征信机构“进行个人征信工作准备”，分别是芝麻信用管理有限公司、腾讯征信有限公司、深圳前海征信中心股份有限公司、考拉征信有限公司、鹏元征信有限公司、中诚信征信有限公司、中智诚征信有限公司、北京华道征信有限公司。

但 8 家企业均未能达到央行要求，2017 年 11 月百行征信应运而生，2018 年 2 月获得我国首张个人征信业务牌照，5 月正式营业，由互联网金融协会牵头的百行征信通过股权将原 8 家试点公司纳入征信体系内，拧成一股强劲的力量，从而形成了央行主打基础业务、百行征信主导增值业务的中国个人征信行业的格局。

在个人征信机构试点已推进多年，牌照下发一度陷入瓶颈的背景下，首张个人征信业务牌照“花落”百行意义重大，体现我国建立覆盖全社会个人征信系统的决心，从降低社会风控成本走向数据增值，百行征信的舞台将异彩纷呈。

图1：我国个人征信体系发展过程



数据来源：网络资料整理、财通证券研究所

1.2 “花落”百行

百行征信的股权结构较为清晰,中国互联网金融协会占 36%股权,腾讯征信、芝麻信用、前海征信、中诚信征信、中智诚征信、鹏元征信、考拉征信、华道征信各持 8%的股权。

中国互联网金融协会是牵头机构,2015 年 7 月 18 日该机构经党中央、国务院同意,根据《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》要求,由中国人民银行会同银监会、证监会、保监会等国家有关部委组织建立国家级互联网金融行业自律组织。2015 年 12 月 31 日,经国务院批准,民政部通知中国互联网金融协会准予成立。中国互金协会汇聚了多种国家力量,能够从金融机构、运营商、公安部、工商总局等协调各种数据的获取和处理权限。

八家等权股东中,腾讯征信和芝麻信用是依托互联网巨头成立的征信机构,拥有海量的电商和社交数据;前海征信、考拉征信和华道征信是依托金融巨头成立的征信机构;中诚信征信、鹏元征信、中智诚征信则是三家老牌征信机构,主要覆盖我国主要企业的经营数据,有较强的企业主行为画像能力。

表 1: 百行征信八大等权股东情况

| 征信机构 | 主要股东 | 数据来源 | 优势 | 面向客户 |
|-------|----------------------|---|--|-----------|
| 芝麻信用 | 阿里巴巴旗下蚂蚁金服 | 支付宝、借呗、花呗、淘宝、天猫等电商数据、互联网金融数据、用户上传数据以及多领域合作平台与机构,覆盖大部分消费者 | 蚂蚁金服旗下独立的第三方征信机构,推出的芝麻信用分含金量高,已可用于办理部分国家签证 | To C |
| 腾讯征信 | 腾讯集团 | 微信和财付通支付数据、用户上传数据、京东等第三方合作平台;在金融领域完成第三方支付平台、银行、征信、保险、券商、小贷等牌照布局 | 法人是马化腾;拥有 9 亿微信日活跃用户数,日产数十亿条信息;拥有大量央行征信中心无记录或很少记录的社交数据 | To C |
| 前海征信 | 平安集团 | 覆盖保险、银行、投资、租赁等全金融产品线,银联、腾讯等外部合作机构,小贷、P2P、中小金融机构等应用公司 | 老牌征信机构,在数据处理方面具领先优势,对金融行为风险管理理解深入,擅长精耕细作 | 重点是金融机构 |
| 鹏元征信 | 鹏元资信评估 15%, 谷国良 6.3% | 深圳周边等区域信用信息、政府、公共事业单位、合作银行和小贷公司 | 拥有政府背景,行业经验丰富,拥有独立研发的征信系统,同时是深圳市人才引进专用诚信记录平台 | To B、To C |
| 中诚信征信 | 中诚信投资、西藏智象投资 | 多年积累的政府、银行、医疗、保险、电商等信息及 P2P 平台、小贷公司等地方性中小金融机构和企业平台 | 拥有政府背景,前身是经央行总行批准设立的中国诚信证券评估有限公司,国内评级规范化鼻祖 | To B |
| 考拉征信 | 拉卡拉信用管理 | 拉卡拉集团下属的个人支付、企业支付、小贷、保理等信用服务及 P2P 平台、O2O 社区电商、银联等合作机构,共享通信(梅泰诺)、税务(旋极信息)、职场招聘(前程无忧)等方面的数据 | 拉卡拉联合蓝色光标、拓尔思、梅泰诺、旋极信息、广联达、北京润安等公司出资成立,股东引入资源丰富。已提供相关贷款业务,推出职业诚信 | To C、To B |
| 中智诚征信 | 盛希泰 40% | 合作的 P2P 平台和其他第三方机构 | 专注反欺诈云平台;董事长盛希泰是全国青联常委并金融界副秘书长,培育了蓝色光标、大族激光等数十家行业领先的上市公司 | To B |

| | | | | |
|------|---------------------------------|--|---|-----------|
| 华道征信 | 银之杰 40%，创恒鼎盛 30%，清控三联、新奥资本各 15% | 银行信贷（银之杰金融服务体系）、公安司法、运营商（亿美软通移动商务平台）、公共事业数据（新奥燃气居民信息）及其他合作第三方机构的数据 | 大股东银之杰是创业板挂牌上市的第一家银行信息化领域的软件公司，清控三联前身是央行研究生部，央行行长周小川任荣誉院长。发起建立 P2P 同业征信联盟，是唯一一家专注于租房及其他细分市场公司 | To B、To C |
|------|---------------------------------|--|---|-----------|

数据来源：财通证券研究所整理

百行征信的设立旨在建立一个全面的信息共享网，打破征信市场的“数据孤岛”现象，三方征信机构可以带来场景、技术和风险管理的融合，实现信用信息的有效整合和充分利用，提升行业风险定价能力和风险防控水平，降低全社会融资成本，打击“多头借贷”等乱象。

在拟任百行征信董监事人员方面，现任汇达资产托管有限公司董事长朱焕启担任百行征信董事长兼总裁，同时也明确了八家股东企业的利益分配。八大等权股东中，有五家公司高管担任董事职位，三家公司高管担任监事职位。

表 2：百行征信主要成员（排名不分先后）

| 姓名 | 担任职位 | 履历 |
|-----|----------|--|
| 朱焕启 | 董事长（兼总裁） | 现任汇达资产托管有限责任公司（国有独资非银行金融机构）董事长，早期任职于央行货币政策司，后调任央行大连市中心支行行长 |
| 许其捷 | 董事 | 中国互联网金融协会信息科技部主任 |
| 陈向军 | 董事 | 银之杰科技股份有限公司董事长、技术总监 |
| 唐凌 | 董事 | 拉卡拉支付有限公司高级副总裁、拉卡拉小额贷款有限责任公司监事 |
| 李臣 | 董事 | 蚂蚁财富（上海）金融信息服务有限公司董事 |
| 杨彬 | 董事 | 中国互联网金融协会业务三部主任 |
| 郇永达 | 董事 | 中国外汇交易中心信息部主管 |
| 奚波 | 董事 | 中国人民银行清算中心办公室主任 |
| 邱寒 | 董事 | 前海征信总经理 |
| 郑浩剑 | 董事 | 腾讯征信总经理、腾讯支付基础平台与金融应用线副总经理 |
| 盛泰希 | 监事 | 中智诚征信董事长 |
| 谷国良 | 监事 | 鹏元征信总经理 |
| 毛振华 | 监事 | 中诚信集团创始人、黑龙江亚布力阳光度假村董事长 |
| 陈波 | 监事 | 中国金融电子化公司总经理 |

数据来源：财通证券研究所整理

1.3 百行征信刚起步

中央人民银行将首张个人征信牌照下发给百行征信，主要目的是在将个人征信范围拓展至网络借贷等领域，与人民银行征信中心运维的国家金融信用信息基础数据库形成错位发展、功能互补的市场格局，将缺乏银行信贷记录的“长尾”客户纳入征信服务范围，扩展征信覆盖人群。

2018年6月28日，百行征信与15家互联网金融机构和消费金融机构举行信用信息共享合作签约仪式，根据协议，该15家机构将向百行征信报送征信信息。首批接入的机构网络小贷包括：重庆百度小贷、重庆三快小贷、重庆苏宁小贷、吉安市分期乐小贷；消费金融公司包括：捷信、中银、招联、马上、苏宁、中原；汽车金融公司包括：一汽汽车金融、东风标致雪铁龙汽车金融；网络借贷信息中介包括：宜人贷、拍拍贷。

截至目前，百行征信已与120余家互联网金融和消费金融机构签订了信用信息合作共享协议，与50余家机构达成了合作意向。

百行征信已完成生产机房的租赁定标工作，中国电信拟在深圳辖区为百行承担IDC机房服务。

表 3：百行征信招标动态

| | | 成交公告 | |
|-------|------------------|---|--|
| 定标日期 | 采购项目 | 成交供应商 | |
| 7月19日 | 采购代理机构项目 | 广东采联采购招标有限公司 中化国际招标有限责任公司 深圳市东方招标有限公司 | |
| | 生产机房租赁服务项目 | 中国电信集团系统集成有限公司 | |
| | | 招标公告 | |
| 招标日期 | 招标项目 | 项目预算 | 采购内容 |
| 8月14日 | 虚拟化Vmware产品及服务采购 | 75万人民币 | |
| 8月17日 | 企业邮箱系统建设项目 | 25万人民币 | |
| | 第三方测试项目 | 45万人民币 | |
| 8月20日 | 第一包网络设备采购 | 200万人民币 | 服务器负载均衡*4，链路负载均衡*2，认证系统*1，NTP时间服务器，VPN设备 |
| | 第二包安全设备采购 | 110万人民币 | 抗DDoS设备*2，IPS设备*2，堡垒机*2，上网行为管理*2 |

数据来源：百行征信官网、财通证券研究所

百行征信于近期陆续公布招聘启事，主要招聘技术类、业务类、合规类三大类人才，其中大数据相关的岗位需求量很大，工作内容包括：征信数据采集、整理、加工、保存和服务核心业务，以及增值服务等领域的软件研发、测试、工程实施、数据治理、安全保障、运行维护等；信息安全岗的内容包括检查各部门信息安全保密措施等。从招聘启事的内容我们也可以看出百行征信商业化的动向。

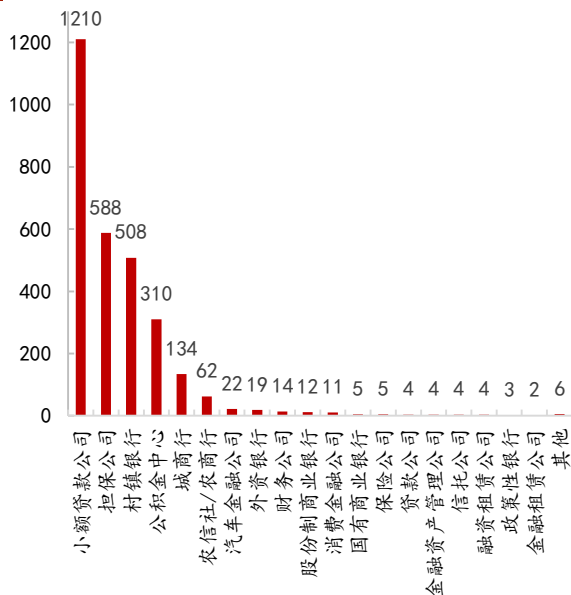
2、百行征信更侧重商业化

2.1 央行征信司发展概况

我国央行个人征信系统采集的信息覆盖个人贷款、信用卡、担保等信贷信息，以及个人住房公积金缴存信息、社会保险缴存和发放信息、车辆交易和抵押信息、法院判决和执行信息、税务信息、电信信息、个人低保救助信息、执业资格和奖惩信息共8类公共信息，涉及的数据项超过80项。

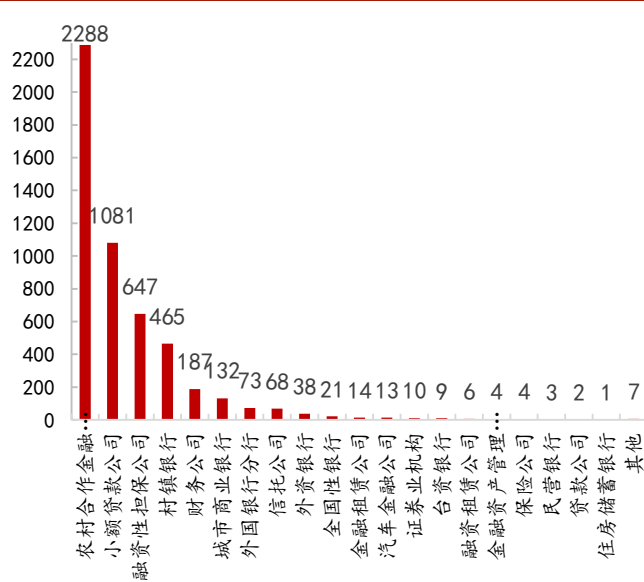
截止 2016 年 9 月初，个人征信系统共有 2927 家接入机构，收录自然人数 8.99 亿，其中 4.12 亿人有信贷业务记录，开通查询用户 39.07 万个，从 2004 年上线至今，信用报告累计查询 33.78 亿次。

图 2：人民银行个人征信系统机构接入数（家）



数据来源：中国社会信用体系发展报告 2017、财通证券研究所

图 3：人民银行企业征信系统机构接入数（家）



数据来源：中国社会信用体系发展报告 2017、财通证券研究所

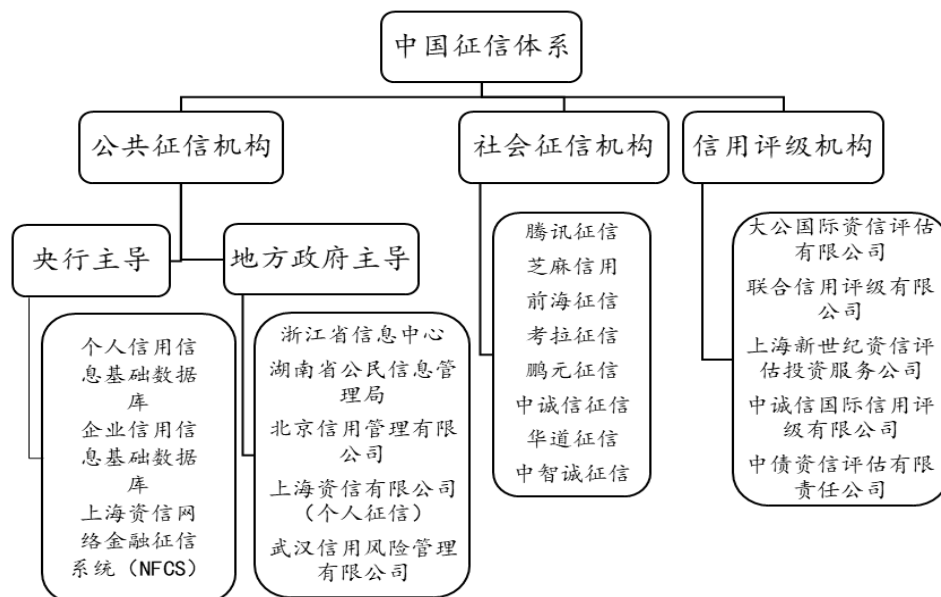
企业征信系统采集的信贷信息基本覆盖金融机构所经营的对公授信业务，包括贷款、保理、票据贴现、贸易融资、信用证、保函、银行承兑汇票、公开授信等信贷业务，以及与之相关的担保、垫款、欠息、资产介入及资产处置、养老保险参保缴费、住房公积金缴费等信息，涉及的数据项超过 200 项。

截止 2016 年 9 月初，企业征信系统共有 2023 家接入机构，收录企业共计 2828.0 万户，其中 420.3 万户有信贷业务记录，开通查询用户 4.5 万个，从 2006 年上线至今，累计受理查询 66911.7 万次。

2.2 央行对百行征信的定位

我国征信体系为政府主导制。央行征信中心运维的国家金融信用信息基础数据库在覆盖面上有先天优势；互联网金融、消费金融等非银行金融爆发式增长带来长尾用户群体数据的海量增长，市场化征信机构作为央行数据库的补充发展空间极大，百行征信作为民间征信的极大成体，获得牌照的同时也意味着其承担起完善我国“政府+市场”双轮驱动征信框架大局的重要使命。

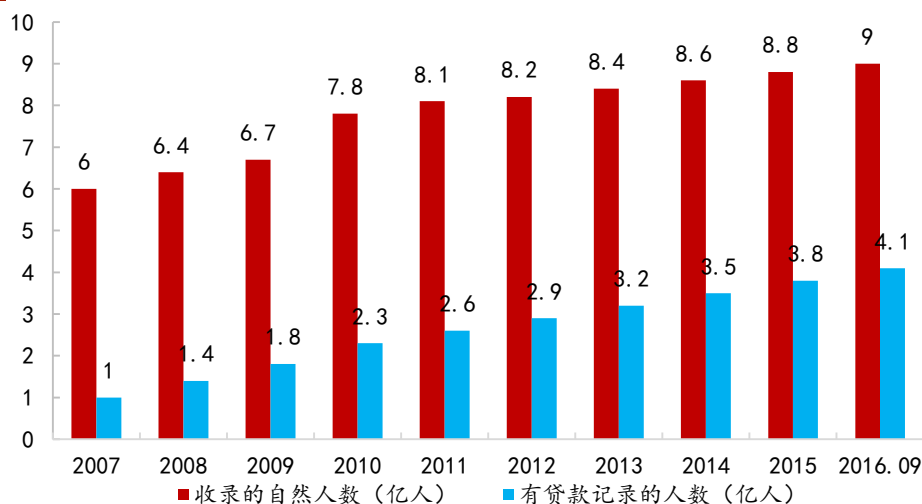
图 4：中国征信体系层次图



数据来源：财通证券研究所整理

从信息主体的有效覆盖范围看，中国人民银行的征信数据覆盖面不足。截止 2016 年 9 月初，人民银行征信系统收录的自然人数量已超过 9 亿，但拥有信贷记录的仅有 4.1 亿人，不足全国总人口数的三分之一；企业数量 1828 万家，只有 420.3 万户有信贷业务记录，而这些企业中大部分是大型国有企业，并未覆盖广泛的中小型民营企业。大部分居民和企业还未能通过有效的征信数据和手段纳入征信体系，大量用户金融需求由此被排除在外。

图 5：人民银行个人征信系统收录的自然人数量



数据来源：中国社会信用体系发展报告 2017、财通证券研究所

目前，百行征信正在统筹研发、有序推出新金融展业所期待的基础征信服务，建设先进性与安全性有机结合的数据库系统，设计扩大征信有效供给与信息安全和保护有机结合的产品序列，研究提出促进发展与业务规范有机结合的行业标准。

3、美国个人征信持续发展壮大

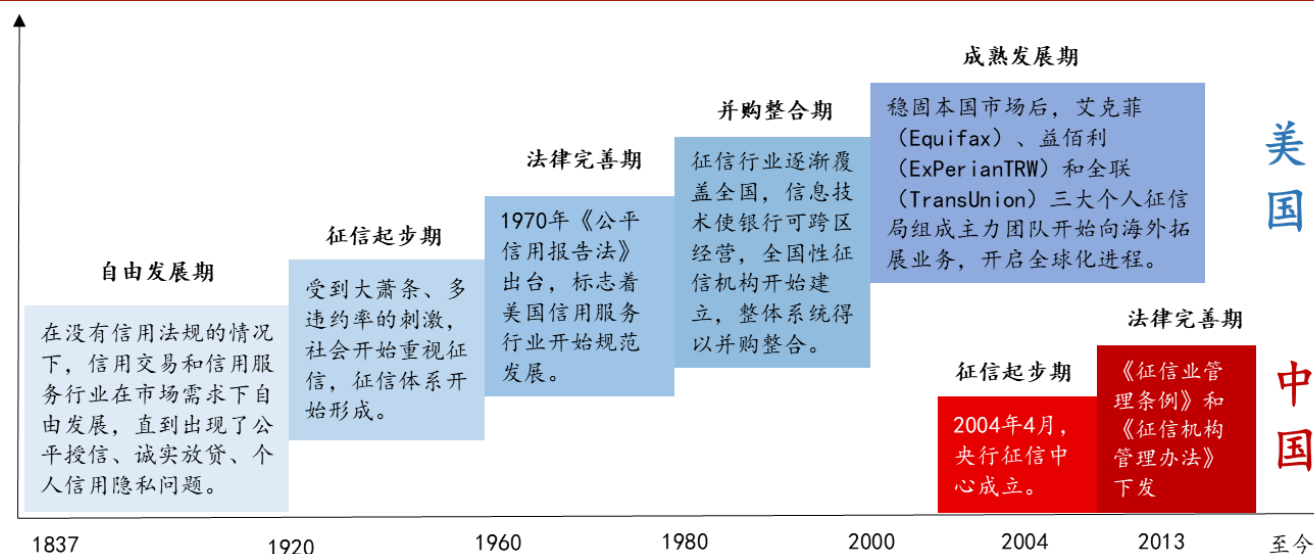
3.1 美国征信体系历史悠久

美国的征信业发展过程大致经历了四个阶段——征信起步期、法律完善期、并购整合期及成熟发展期。征信起步期始于 20 世纪 20 年代，由于经济大萧条，个人违约率不断上升，征信逐渐受到社会重视，征信体系开始形成并得到快速发展。

法律完善期始于 20 世纪 60 年代，在这个阶段，包括《公平信用报告法》等 17 部法律相继出台，奠定了征信市场的法律基石。并购整合期始于 20 世纪 80 年代，征信行业随着银行的全国化进程也迈入了并购整合期，全国性征信机构开始建立，机构数量从顶峰的 2200 家减至目前的 400 家左右。2000 年至今，美国征信市场逐步迈入成熟发展期，三大征信巨头在稳固本国市场之后开始迈向专业化和全球化的征程。

相较美国征信业自下而上逐渐整并的发展历程，我国征信业由央行起头，起步发展较晚，在我国征信体系建设过程中，可由发展已成熟的美国征信体系得到启发和借鉴。

图 6：中美社会信用体系发展对比



数据来源：网络资料整理、财通证券研究所

3.2 美国个人征信行业规模和格局

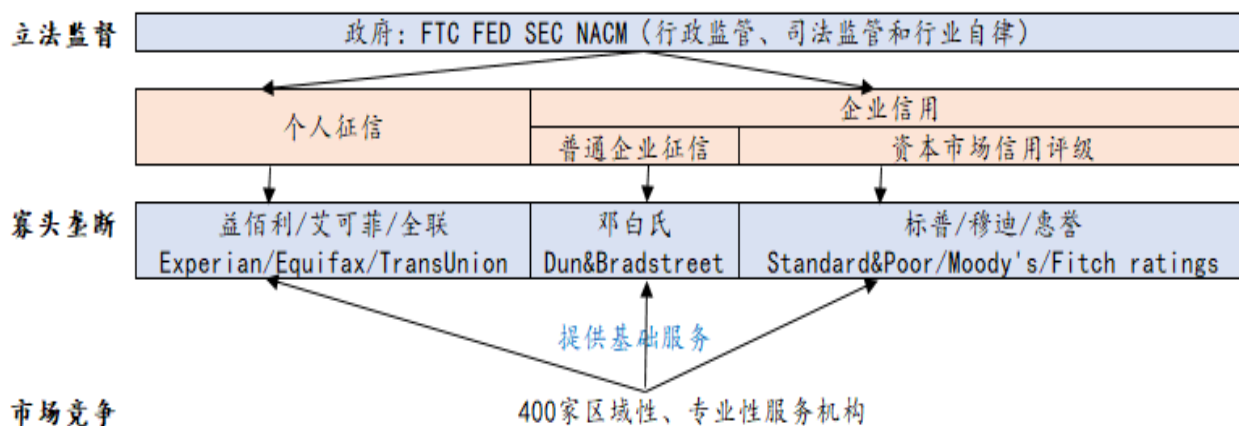
美国征信系统在长久的历史发展中自下而上逐步建立，总体分为行业运作部门和行业监管协会，其中行业运作部门分为个人信用和机构信用。

个人信用方面，以 Experian, Equifax, TransUnion 为主的 3 大信用局面向在美国境内居住的居民和在业经营的中小型企业，三家征信巨头掌握了超过一半的美国国内个人征信市场份额。

机构信用又分为针对企业的征信企业和针对上市公司和债券等的信用评级机构。针对企业的征信市场几乎被邓白氏垄断。标准普尔(S&P),穆迪(Moody's),惠誉(Fitch Group)的信用评级体系构成全球资本市场的基石,主要面向参与资本市场融资运作的企业和金融机构,垄断全美机构信用评级的市场。

基础服务方面,在这七大机构之外,美国有400多家地区性、专业性信用局,他们或依附于上述七大机构,或向上述机构出售基础信用数据。

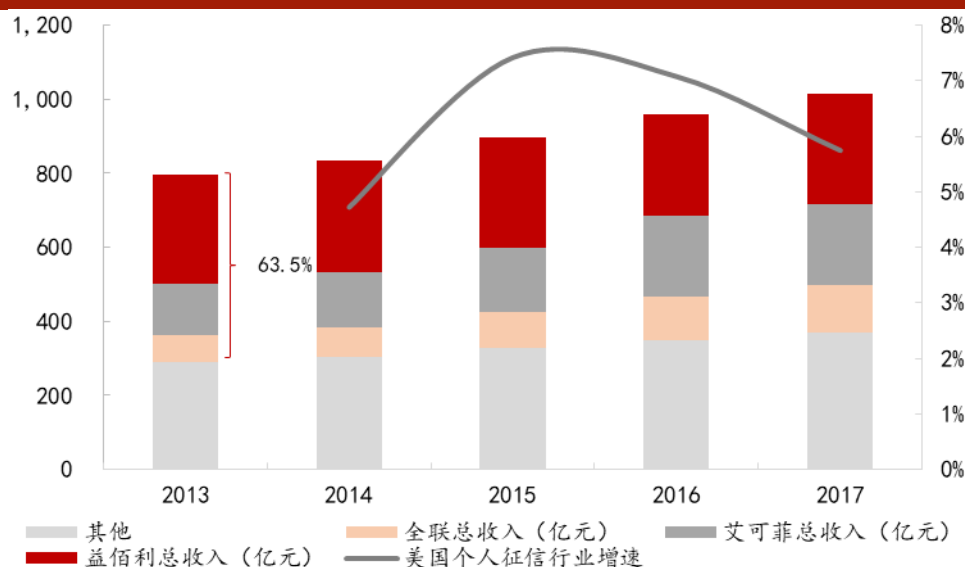
图7: 美国征信行业竞争格局



数据来源: 财通证券研究所整理

自美国个人征信业诞生以来,相关企业数量从巅峰时期的2200多家经过几十年的充分竞争,发展成如今三巨头垄断的局面。根据BCG 2015年的征信行业报告,益佰利、艾可菲和全联3家公司2013年的总收入占据了全美个人征信市场收入总额的63.5%。基于美国个人征信行业已充分竞争、TOP3市场份额变动不大的假设,我们可以测算出2017年美国个人征信市场规模为1015亿元,近四年CAGR保持在5%以上。

图8: 美国个人征信行业空间测算



数据来源: wind、BCG 2015年征信报告、财通证券研究所

从三家巨头的对比情况来看, Experian 的营收规模最大、覆盖范围最广;从净利率指标看, TransUnion 的净利率最高, Equifax 的最低;从业务布局上看, Experian 更擅长数据分析和处理, Equifax 产品更加丰富, 并且可以对无信用消费者进行信用评估, 而 TransUnion 则是在风险管理上存在优势。

表 4: 美国个人三大征信巨头基本情况对比 (2017 年)

| | Experian | Equifax | TransUnion |
|--------------|---|--|--|
| 成立时间 | 1996 年 | 1899 年 | 1968 年 |
| 覆盖消费者人数 (全球) | 近 10 亿 | 5 亿 | 10 亿 |
| 覆盖企业总家数 | 1.1 亿 | 8000 万 | 65000 |
| 覆盖国家 | 37 | 24 | 30 |
| 员工人数 | 16300 | 10300 | 5100 |
| 2017 年财务数据 | 营收: 298.5 亿元 净利润: 59.6 亿元 净利率: 19.97% | 营收: 220 亿元 净利润: 38.38 亿元 净利率: 17.45% | 营收: 126 亿元 净利润: 28.83 亿元 净利率: 22.88% |
| 特色 | 美国和英国最大 擅长征信评估、数据处理、 精准营销 | 美国第二 产品丰富, 可以对无信用 消费者进行信用评估 | 美国第三 擅长响应管理、防盗保护等 多维度定制管理; 专业征信 技术的研发和创新能力强 |

数据来源: 各公司 2017 年年报、财通证券研究所

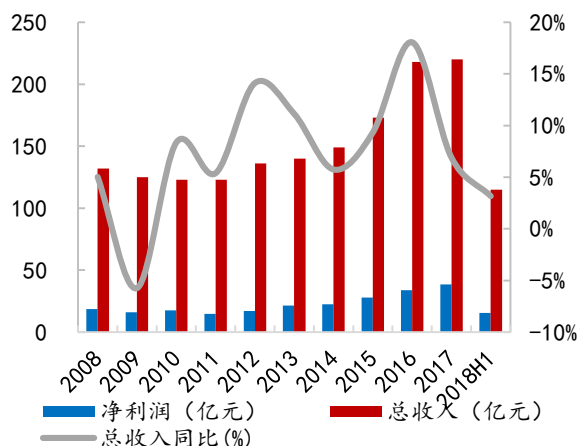
3.3 艾可菲 (Equifax)

艾可菲成立于 1899 年, 是一家为企业提供信息解决方案和人力资源业务流程外包服务的全球领先供应商, 运营范围遍及 18 个国家, 提供全球 5 亿多个人信用数据和全球 8000 多万家企业数据; 2007 年艾可菲收购就业验证服务公司 TALX, 至今已有超过 2.5 亿现有/历史就业记录。

公司自 2008 年金融危机之后, 营收一直保持同比 5-15% 的平稳增长, 2017 年艾可菲总收入超过 200 亿元 (人民币, 下同), 净利润接近 40 亿元。2016 年艾可菲完成对 Veda 的收购, 打通亚太地区 (包括澳大利亚和新西兰) 的全业务线, 协同来自抵押、政府、医疗保健和经销商垂直市场的收入, 2016 年营收较 2015 年同期增加 18%, 增速达到历史最高点。

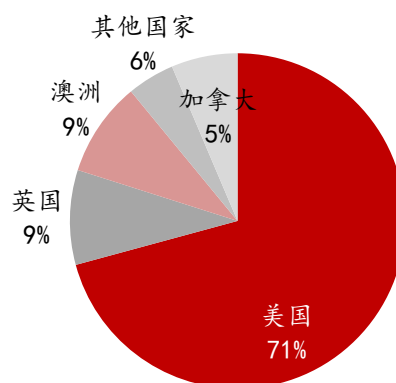
从区域维度看, 2017 年美国国内贡献 71% 的总收入, 英国、澳洲等国家占 9% 比重。

图 9：艾可菲业绩情况



数据来源：wind、财通证券研究所

图 10：艾可菲 2017 年业务区域结构

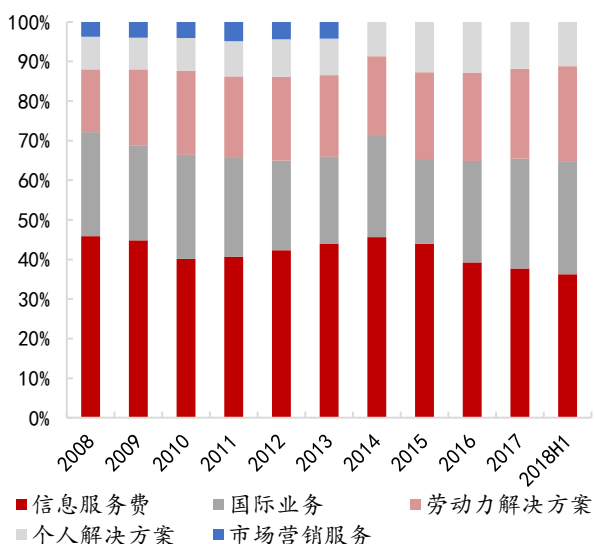


数据来源：wind、财通证券研究所

从业务类型维度看，公司收入主要来自信息服务费、国际业务、个人解决方案、劳动力解决方案和市场营销服务。信息服务费占比有逐年下降的趋势，从 2008 年的 46.2% 下降到 2017 年的 37.7%；劳动力解决方案相反，从 2008 年的 15.9% 提升到 2017 年的 22.7%。

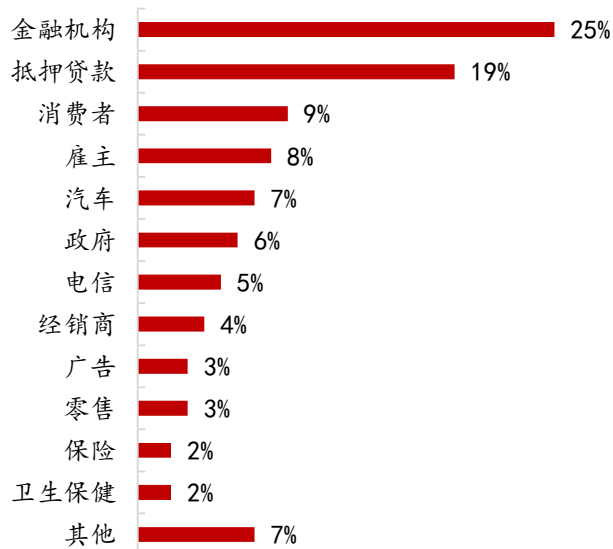
公司的服务范围向各种垂直行业逐年加速渗透，已完成从一个简单消费信贷局向多元化风险管理解决方案提供商的转变，2017 年公司收入主要来自金融机构 (25%)，抵押贷款 (19%)，其余客户包括消费者，雇主，汽车，州及联邦政府，电信，经销商，广告，零售，保险和卫生保健。收入来源高度多元化，来自最大客户提供的收入不到总收入的 3%。

图 11：艾可菲业务类型结构 (2017 年)



数据来源：wind、财通证券研究所

图 12：艾可菲 2017 年收入来源



数据来源：艾可菲 2017 年年报、财通证券研究所

业务细分来看，公司主要提供 10 种产品和服务类型，针对不同业务部门提供不同的服务。美国信息解决方案中最大的子细分业务“在线信息解决方案”为客户提供的服务包括：消费者信用报告、评分和分析及抵押贷款、身份鉴别和防欺

诈等金融服务，其中评分服务覆盖全部事业部；第二大子细分业务提供定制的抵押贷款服务，包括资本市场产品和未公开的债务监控；第三大子细分业务金融营销服务包括信用卡预筛选、投资组合风险评估和其他信用分析等相关的信用营销服务。

公司于 2014 年第一季度收购英国数据科技及服务公司 TDX，通过分析、数据交换和技术平台开拓债务催收和恢复管理业务，进一步丰富业务线。

表 5：艾可菲产品服务提供情况（2017 年）

| 产品类别 | 美国信息解决方案 | | | 国际业务部 | | | 劳动力解决方案 | | 全球个人解决方案 | |
|--------------|----------|--------|------|-------|----|----|---------|------|----------|-------|
| | 在线信息解决方案 | 金融营销服务 | 抵押服务 | 欧洲 | 亚太 | 拉美 | 加拿大 | 修正服务 | | 劳动力服务 |
| 在线数据 | 提供 | | 提供 | 提供 | 提供 | 提供 | 提供 | 提供 | | 提供 |
| 投资组合管理服务 | 提供 | 提供 | 提供 | 提供 | 提供 | 提供 | 提供 | 提供 | | |
| 评分和分析服务 | 提供 | 提供 | 提供 | 提供 | 提供 | 提供 | 提供 | 提供 | 提供 | 提供 |
| 技术服务(决策平台) | 提供 | | 提供 | 提供 | 提供 | 提供 | 提供 | | | |
| 身份鉴别和防欺诈 | 提供 | | | 提供 | 提供 | 提供 | 提供 | 提供 | | 提供 |
| 营销服务 | | 提供 | 提供 | | 提供 | 提供 | 提供 | | | |
| 面向消费者信用实时监控 | | | | | 提供 | | | | | 提供 |
| 职业、收入和身份修正服务 | | | | | 提供 | | | 提供 | | |
| 业务流程外包 | | | | | 提供 | | | 提供 | 提供 | |
| 债务催收软件、服务和分析 | | | | 提供 | 提供 | 提供 | 提供 | | | |

数据来源：艾可菲年报、财通证券研究所

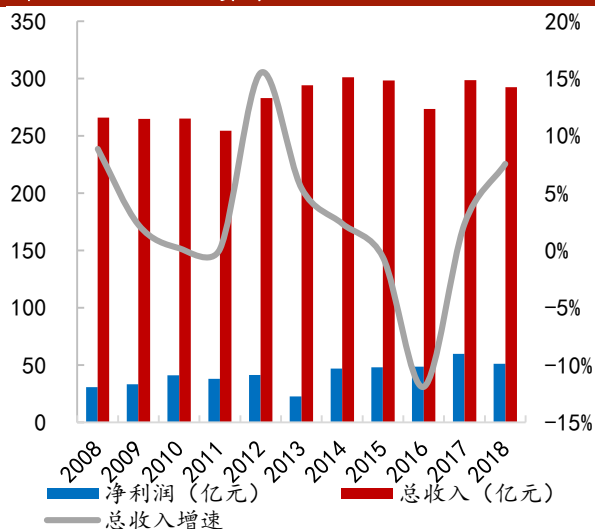
3.4 益佰利 (Experian)

益佰利公司是全球领先的公司和消费者信息解决方案提供商，通过提供信息、解决方案和信息处理服务，帮助消费者了解、管理和保护私人信息和财产，帮助各公司挖掘、发展和管理可获利的客户关系。如今，益佰利覆盖近 10 亿全球消费者，覆盖企业总家数达 1.1 亿家，行业涉及政府部门、金融服务、医疗机构、软件及专业服务、汽车、零售、保险、电信、媒体技术等。公司在 39 个国家共拥有员工 16,300 多名。

益佰利为现今美国个人征信三大巨头中体量最大的一家，受其余两家巨头美国本土信息服务营收上涨和 2015 年益佰利消费端业务转型的影响，益佰利

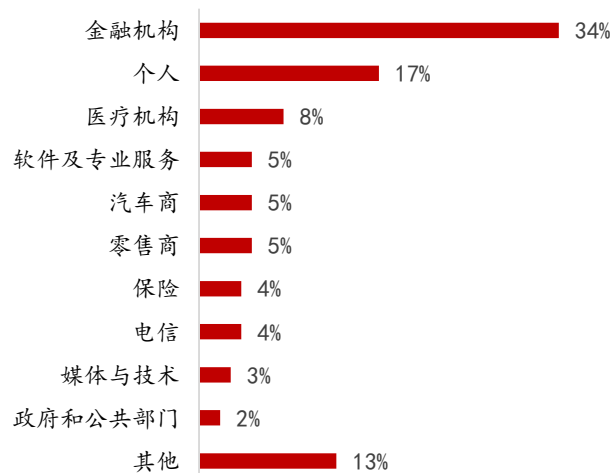
2015-2016 年营收和净利润有所下滑，自 2017 年好转，2018 年营收增速已回归至 5% 以上。

图 13: 益佰利业绩情况



数据来源: wind、财通证券研究所

图 14: 益佰利 2018 年客户占比



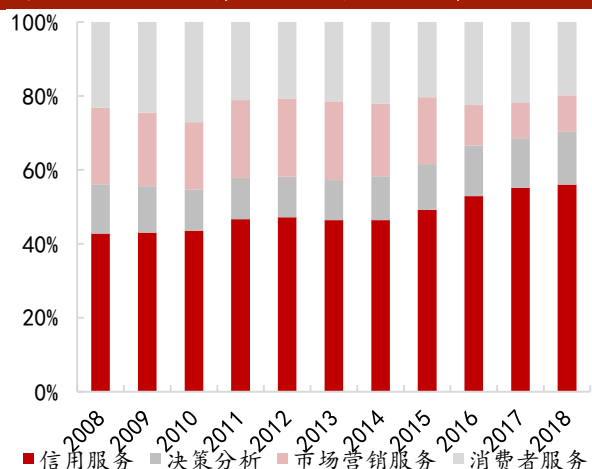
数据来源: wind、财通证券研究所

公司的产品和服务分为: 信用服务, 决策分析, 市场营销服务和消费服务, 2018 年收入占比分别为 56%、14%、10%和 20%。信用服务收入大于其他三类营收总额, 并且呈现连年增长的趋势, 反观消费者服务和市场营销呈逐年下降的趋势。

信用服务即为金融等信用报告使用机构提供消费者信用报告、消费者信息甄别服务; 决策分析和市场营销服务服务对象是企业, 前者是输出公司自身建模和软件, 类似管理咨询, 后者主要采集个人征信数据; 消费者服务主要指以年费形式提供针对个人的信用欺诈、信用监控服务, 及时知会消费者, 也包含提供增加个人信用分数的建议。

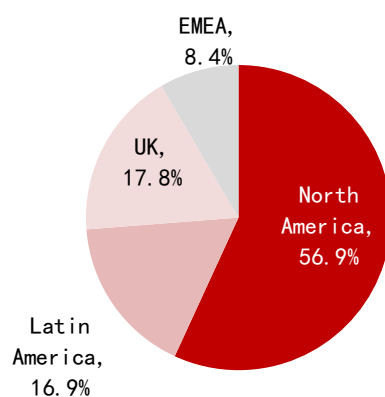
从地区收入结构来看, 美国国内收入占 56.9% 的比重, 英国、拉丁美洲和 EMEA 各占 17.8%、16.9%和 8.4%, 公司在美国和英国均为最大的个人征信机构。

图 15: 益佰利业务类型结构 (2018 年)



数据来源: wind、财通证券研究所

图 16: 益佰利 2018 年业务区域结构



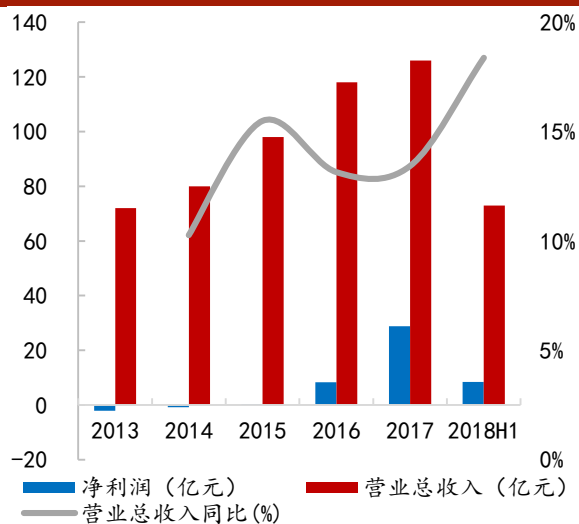
数据来源: wind、财通证券研究所

3.5 全联 (TransUnion)

全联成立于1968年，是一家领先的信息服务公司，1988年开始提供个人征信服务，在吞并40个地方信用局之后成为美国第3大个人征信公司，是当时并购的典型。2015年6月25日，全联以每股22.50美元的价格上市，上市以后业绩一直呈加速上涨的态势。公司在30多个国家开展业务，拥有5100名员工，并提供来自全球超过10亿消费者产生的90,000个数据来源。从2010年起从这些数据源提炼加工出的数据以超过25%的年增长率增长，为保证数据的时效性，公司2017年每月大约更新48亿条数据，该数据在2012年年报中显示仅每月20亿条更新，它在数据源上的优势很大程度上来源于其在不同领域的垂直发展，例如在金融、保险和医疗领域的深耕。

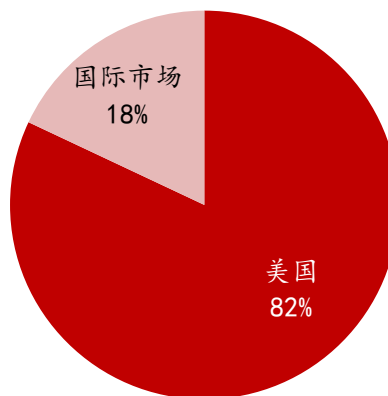
公司2017年在美国地区的营业收入占公司总营收的82%。

图 17：全联业绩情况



数据来源：wind、财通证券研究所

图 18：全联 2017 年业务区域

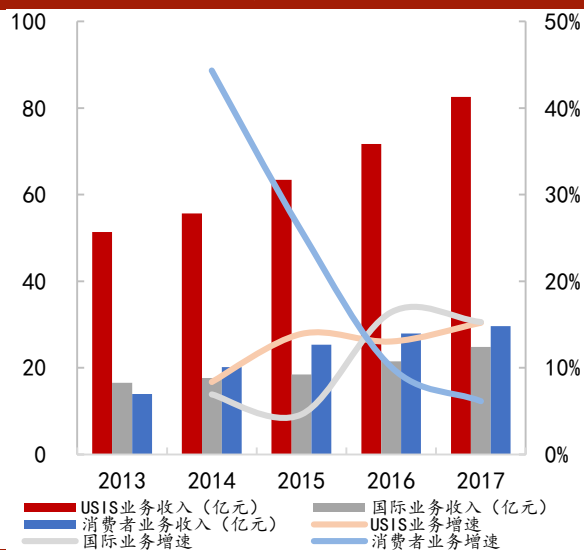


数据来源：wind、财通证券研究所

公司细分业务可分为：USIS 业务 (U. S. Information Services, 面向企业)，国际业务和消费者业务 (面向个人)。其中公司的机构业务 USIS 的功能包括为客户分析消费者信用状况、在前者基础上为客户提供精准营销和催收方案、反欺诈等。

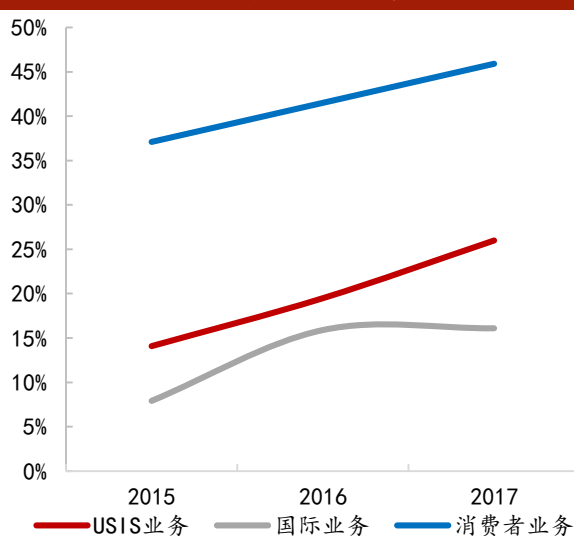
消费者业务在2016年以前保持超高速增长，增速在2014年达到近45%，之后一路下滑至2017年的6%；USIS 机构业务及国际业务增速缓步增长，于2016年赶超消费者业务增速，均在2017年达到15%。

图 19：全联细分业务收入（亿元）及增速



数据来源：capital IQ、财通证券研究所

图 20：全联细分业务营业利润率



数据来源：公司 2017 年年报、财通证券研究所

三项业务的营业利润率一直呈逐年增长态势，国际业务近两年稳定在 15% 左右，消费者业务营业利润率一直保持最高，于 2017 年达到 45.9%，是公司表现最好的业务；USIS 营业利润率增速最大，从 2016 年的 19.5% 增长 6.5 个 pct 至 2017 年的 26.0%。

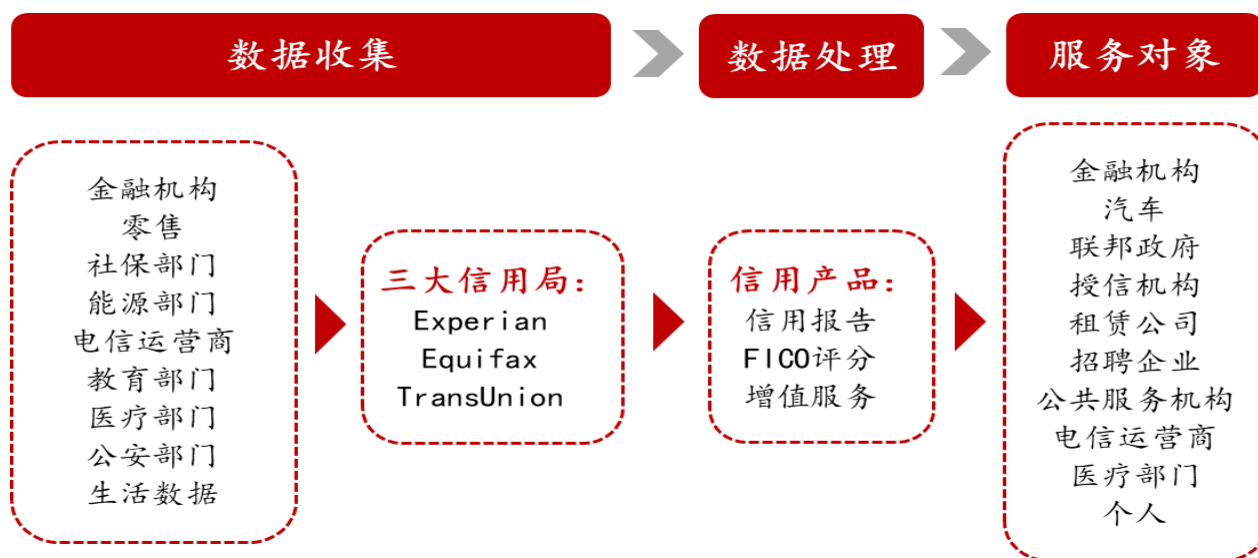
3.6 美国个人征信行业运作模式

美国个人征信市场经过近百年的探索发展，已形成较为成熟的产业链，从数据收集、数据处理和产品销售 3 个环节都有明确的分工。

数据收集主要来自金融机构、零售机构、公共部门、其他征信机构和主动调查。金融、零售等机构(免费)；大多数公共部门的信息通过行业内第 3 方公司进行简单数据处理和加工后提供给征信局，收取一定费用；征信公司之间共享信息也需费用；征信公司也会主动到相关企业或个人工作地进行调查。这些信息都以固定频率、格式的统一标准传递给个人征信机构。

数据经过处理之后再送入数据库，加以应用数据库技术、个人数据配对处理、特征变量技术和数据库分析技术得到数据价值。数据库技术的核心掌握在 Oracle、IBM、SAP 等公司手中，数据分析技术掌握在 FICO 等公司手中，征信公司本身掌握个人数据配对技术和特征变量生成技术，在对外服务过程中大多是以特征变量的形式提供。

图 21：美国个人征信公司现行运作流程



数据来源：财通证券研究所整理

4、多因素促进我国征信业快速崛起

4.1 消费信贷高度发展

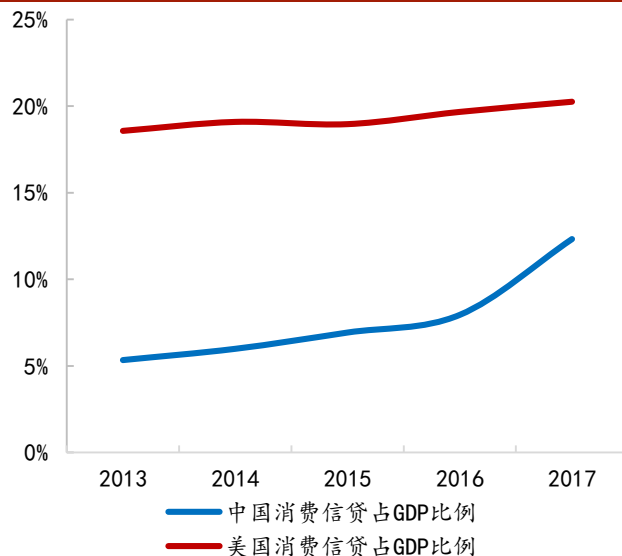
个人征信报告可帮助机构辨别消费者信用风险，是消费信贷交易过程中最重要的环节。近年来消费升级、政策推动、金融科技等共同推动我国消费信贷市场的发展，2017年消费信贷（不含房贷）余额达9.8万亿元，增速达66%；消费信贷占GDP比例（12%）虽相较美国（20%）仍存在很大差距，但近年来增速很快，未来发展潜力巨大。

图 22：我国消费信贷规模及增速



数据来源：央行、财通证券研究所

图 23：中美消费信贷占 GDP 占比



数据来源：央行、国家统计局、美联储、财通证券研究所

消费信贷场景日趋丰富，覆盖率越来越高，包括电商、旅游、教育、汽车、家装等，各种场景的消费信贷向垂直细分市场快速发展。

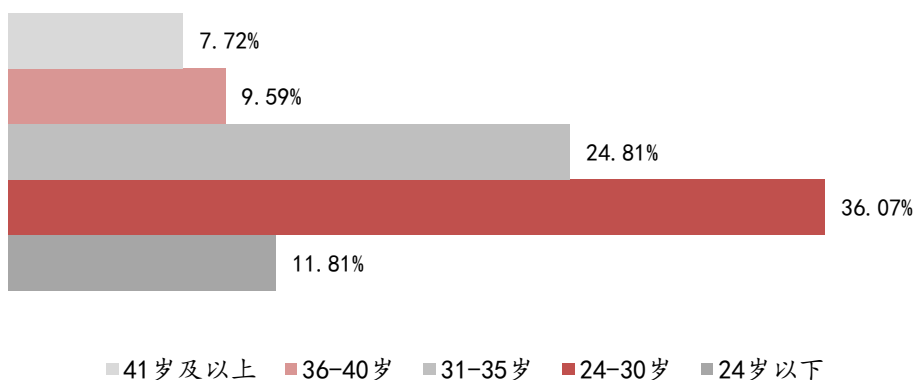
图 24：消费信贷场景日趋丰富



数据来源：易观、财通证券研究所

根据《2017 中国消费信贷市场研究》，从年龄分布来看，24-30 岁的用户占比最大为 36.07%，其次是 31-35 岁用户占比为 34.81%。

图 25：消费信贷用户 24-30 岁群体占比最高



数据来源：易观、财通证券研究所

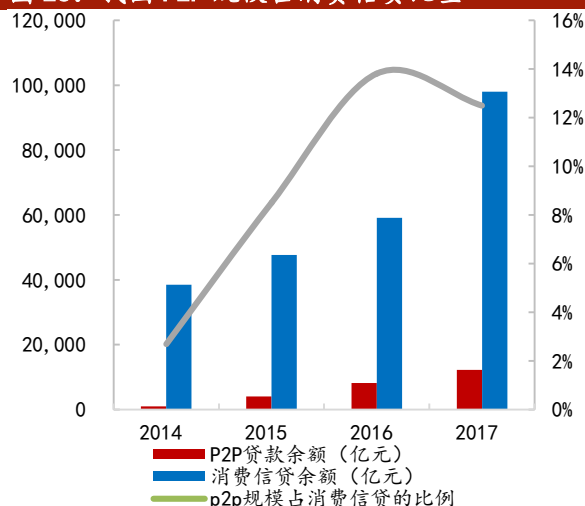
4.2 P2P 爆雷凸显征信紧迫性

P2P (Peer to Peer) 信贷是互联网金融的一种形式，个体和个体之间通过互联网平台可以实现直接借贷。P2P 在近年来大受追捧的原因在于门槛低、方便快捷和提高资金利用率，属于传统银行之外的普惠金融领域，2017 年 P2P 贷款余额达 12246 亿元，占同期消费信贷余额 98000 亿元的 12.50%。P2P 平台数在 2015 年曾达到历史峰值 3500 家，但随着近年问题平台层出不穷，平台总数呈逐

年下降趋稳的态势。

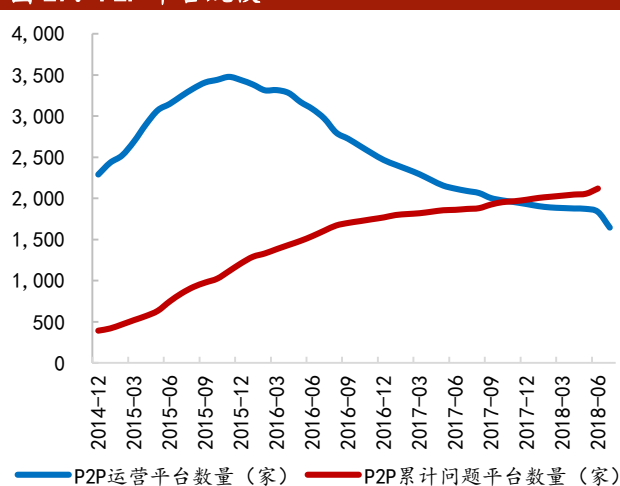
对比美国成功上市的最大 P2P 平台 Lending Club，究其根本，我国 P2P 行业健康发展受阻的主要原因是美国有完整的信用评分体系，而目前我国民间个人征信系统非常薄弱，数据范围局限，从而导致国内众多 P2P 平台在无法实现用户风险分析管控的处境下，纷纷采取与第三方担保和线下小贷公司合作的方式。我国征信系统的完善将会大大减少 P2P 平台的还款风险，也直接大大降低 P2P 平台的经营压力，市场空间将进一步被开拓。

图 26：我国 P2P 规模占消费信贷比重



数据来源：wind、财通证券研究所

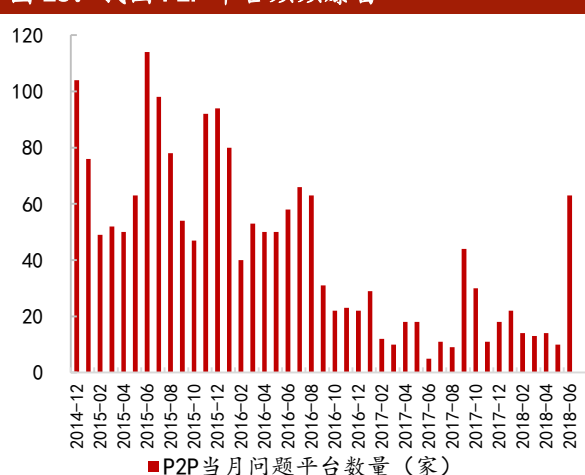
图 27：P2P 平台规模



数据来源：wind、财通证券研究所

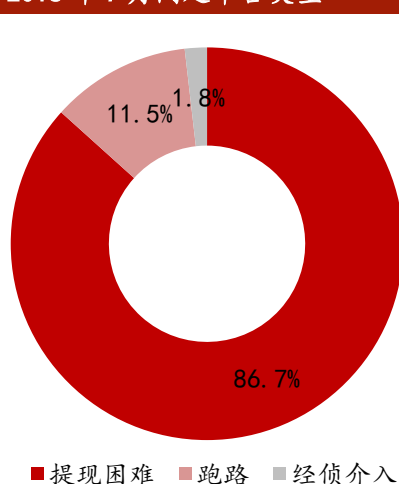
据网贷之家研究中心不完全统计，2018 年 7 月共出现 165 家问题平台。从问题平台事件类型来看，出现提现困难的平台最多，有 143 家，占当月问题平台总数的 86.67%；其次是跑路平台，占比为 11.51%，有 19 家；3 家平台被经侦介入。

图 28：我国 P2P 平台频频爆雷



数据来源：wind、财通证券研究所

图 29：2018 年 7 月问题平台类型



数据来源：网贷之家研究中心、财通证券研究所

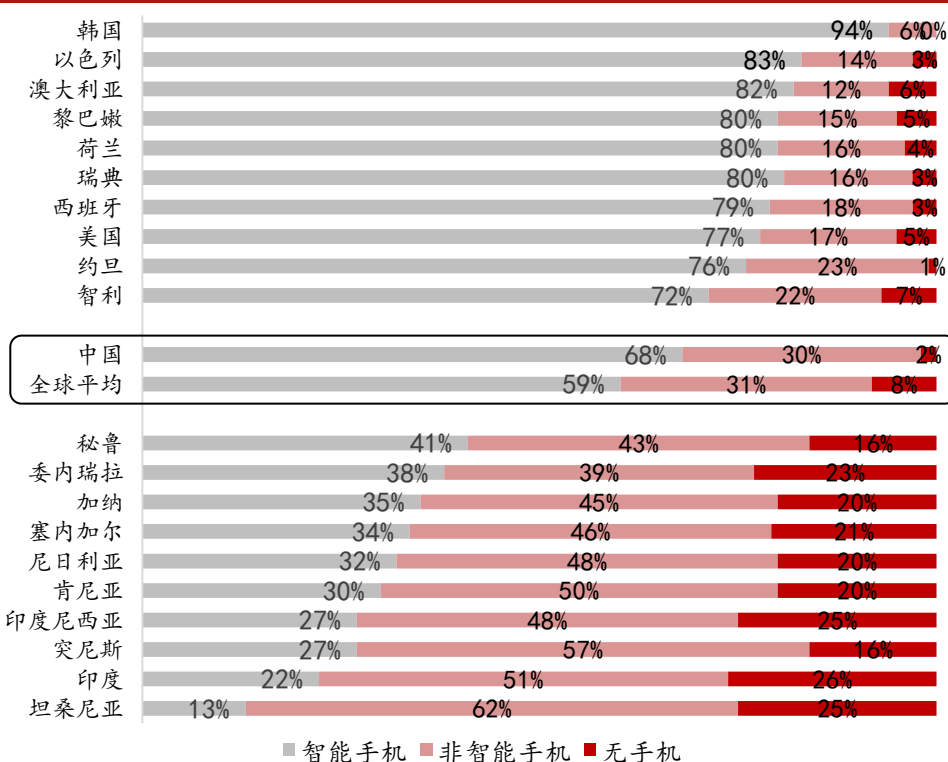
4.3 数据来源逐步移动化

根据 Pew Research 数据,2016 年智能手机在我国成年人中的渗透率为 68%,位于榜单中等水平,略高于全球平均水平 59%。

此外,根据《青少年蓝皮书:中国未成年人互联网运用和阅读实践报告(2017-2018)》的数据,2017 年底被调查未成年人中,拥有自己的手机的比率达到 73.1%,互联网运用的总体普及率高达 98.1%。

未成年人的互联网高普及率叠加我国智能手机加速渗透,不仅催生出各类电商、移动支付、O2O 等场景的实时动态数据,征信产品、服务和应用场景也加速转移到移动终端,移动端带来的供与需都会在未来呈指数式增长。

图 30: 中国 2016 年智能手机渗透率稍高于全球平均



数据来源: Pew Research、财通证券研究所

4.4 国家高度重视

1966 年银行卡联盟在美国出现并逐渐盛行,金融机构疯狂发卡的行为导致获取信息鱼龙混杂,信用欺诈屡见不鲜,美国国会于 1970 年制定并在 1971 年 4 月正式生效的《公平信用报告法》开启了美国规范征信行业的征程。此后,美国各州和司法机关陆续发布并依据 17 项法律对征信机构、征信报告使用方和征信数据提供方进行法律监管,非常注重对个人隐私和基本权利的保护,做到商业利益和个人隐私的平衡。

我国国务院 2013 年下发的《征信业管理条例》和《征信机构管理办法》奠

定了我国征信体系的基石，随后央行下发的《征信机构监管指引》进一步明确了征信机构的运行规范。但相较于欧美成熟市场，我国征信业立法还处于框架构建阶段，未来有望在规范授信、平等授信、失信惩戒、个人隐私保护等方面加强立法，行业法律体系有待进一步完善。

表 6：中国征信相关法律法规

| 时间 | 事件 |
|-------------|---|
| 2003 年 3 月 | 十届全国人大一次会议审议通过“2003 年政府工作报告”，首次提出“加快建立社会信用体系” |
| 2004 年 4 月 | 人民银行成立银行信贷征信服务中心 |
| 2006 年 3 月 | 央行设立中国人民银行征信中心，央行征信中心信用信息基础数据库实现全国联网查询 |
| 2009 年 2 月 | 央行发布《征信数据元 信用评级数据元》和《征信数据交换格式 信用评级违约率数据采集格式》两项行业标准 |
| 2013 年 3 月 | 国务院下发《征信业管理条例》并正式实施，对征信活动中信息采集、信息使用做出了规范 |
| 2013 年 12 月 | 央行发布《征信业管理办法》，进一步细化《条例》涉及征信机构管理的条款，规范征信机构的设立、变更和终止程序 |
| 2014 年 6 月 | 央行公布首批 26 家企业征信备案机构名录 |
| 2014 年 12 月 | 央行发布《征信机构信息安全规范》，从安全管理、安全技术和业务运作三个方面明确不同安全保护等级征信系统的安全要求 |
| 2015 年 1 月 | 央行下发《关于做好个人征信业务准备工作的通知》，要求芝麻信用等八家机构做好准备工作 |
| 2015 年 12 月 | 央行发布《征信机构监管指引》，对征信机构的许可和备案、保证金提取、非现场监管和现场检查办法等方面做出规定 |
| 2016 年 6 月 | 央行下发《征信业务管理办法（草稿）》，拟对征信机构的信息采集、整理、保存、加工、对外提供、征信产品、异议和投诉及信息安全等征信业务的各个环节作出规范，强调信息保护，征信产品时候备案等 |
| 2016 年 11 月 | 央行下发《关于加强征信合规管理工作的通知》，要求各相关机构开展征信合规的自查自纠工作，加强个人信息保护 |
| 2017 年 7 月 | 最高人民法院、最高人民检察院发布《关于办理侵犯公民个人信息刑事案件适用法律若干问题的解释》，对侵犯公民个人信息犯罪的定罪量刑标准和有关法律适用问题作了规定 |

数据来源：网络资料整理、财通证券研究所

更多场景被纳入失信行为

互联网金融各业态规模迅速扩张，为现有征信体系提出严峻挑战。以 P2P 网贷平台为例，按照规定，P2P 平台目前既不能直接接入央行征信中心查询客户信用信息，也不能在征信中心报送借款人的相关信贷信息，大大增加了平台运营风险，较容易出现在不同平台间重复借贷、只贷不还仍能贷款的问题，以致出现暴雨不断的乱象。2018 年 8 月 8 日，互联网金融风险专项整治工作领导小组办公室下发《关于报送 P2P 平台借款人逃废债信息的通知》，全国整治办将协调征信管理部门将上述逃废债信息纳入征信系统和“信用中国”数据库，对相关逃废债行为形成制约。

除此之外，中国铁路总公司依据国务院《征信业管理条例》、国家发展改革委等五部委《关于加强交通出行领域信用建设的指导意见》等相关法律规定，制定了《铁路旅客信用记录管理办法（试行）》，对动车组列车上吸烟或者在其他列

车的禁烟区域吸烟；持伪造、过期等无效车票或冒用挂失补车票乘车等七种失信行为将纳入个人信用记录。铁路旅客信用信息记录保存期限为5年，铁路部门将严格按规定向国家、地方相关部门和有关征信机构提供。生活中诸如欠缴水电费、闯红灯、酒驾、拖欠等场景均会被计入个人征信档案。

图 31：铁路部门规定七种失信行为



数据来源：网络资料、财通证券研究所

图 32：其他个人征信涉及场景



数据来源：网络资料、财通证券研究所

4.5 我国个人征信行业空间测算

根据 2017 年 6 月 28 日国家发改委按照“补偿成本、收支平衡”的原则发布关于央行征信中心服务降费的通知，商业银行等机构查询个人信用报告基准服务费为 4 元，且可以根据历史查询总量调降系数，最低系数可达 0.05，优惠力度很大；农村商业银行、农村合作银行、农村信用社、村镇银行、小额贷款公司、消费金融公司、融资租赁公司、融资性担保公司和民营银行等 9 类金融机构查询个人信用报告为每份 1 元。

由于商业银行端贡献的查询收入均摊到个人极低，农商行、民营银行等金融机构数据较难获得，故我们对个人自查部分的潜在空间进行测算。假设每个成年人查询频率为每年 7 次，再根据人口总数、城镇化率、成年比率、查询单价、收费信用报告查询次数来测算，我国个人征信行业潜在市场空间达到千亿元左右。

表 7：我国个人征信行业潜在空间测算

| 人口数 (亿人) | 城镇 化率 | 成年 比率 | 有完整信用 记录成年人 (亿人) | 个人查询 频率(次/ 年) | 总次数 (亿次) | 收费次 数(亿 次) | 查询单价(元/次) | 空间 (亿元) |
|-------------|-------------------|----------|------------------------|---------------------|-------------|------------------|--|------------|
| 13.90 | 2023 年： 65% | 80% | 7.23 | 假设为 7 | 51 | 37 | 免费 2 次，第 3 次及以上： 10 元/次+增值服务， 均价在 30 元 | 1110 |

数据来源：财通证券研究所整理

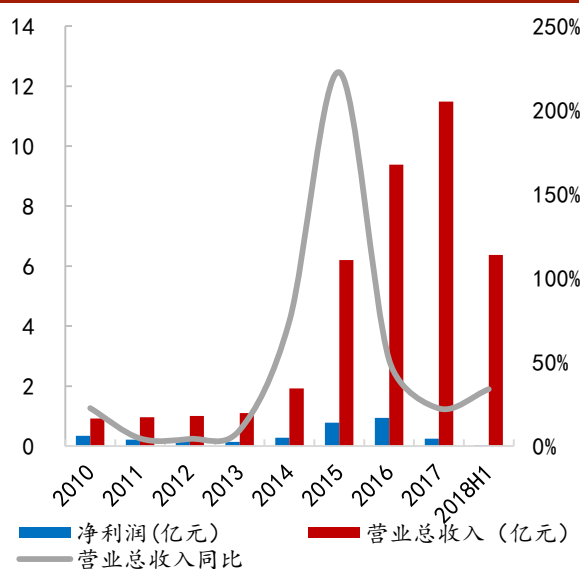
5、上市公司梳理

5.1 银之杰

公司是一家老牌金融 IT 企业，业绩增速自 2015 年随行业达到顶峰之后，近几年一直呈稳定增长态势，主营业务包括金融信息化服务、移动商务服务、电子商务三大业务领域。

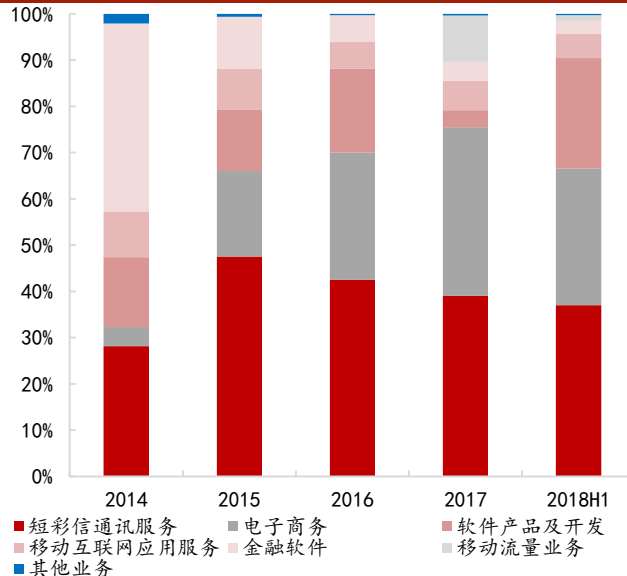
在金融信息化领域，公司在银行影像应用软件领域处于行业领先的地位，客户涵盖三大政策性银行、五大国有商业银行、主要全国性股份制银行等，覆盖超过 8 万个银行营业网点，约占全国金融机构营业网点总数的 40%。在移动商务服务领域，子公司亿美软通已为超过 50 万家企业提供移动通信、大数据运营服务，服务数据覆盖 7 亿人群，客户资源居行业领先地位，为今后业务持续发展打下坚实基础。

图 33：银之杰业绩情况



数据来源：wind、财通证券研究所

图 34：银之杰分业务结构



数据来源：wind、财通证券研究所

2013 年，公司与清控三联等股东合作，发起设立了个人征信公司华道征信，其中银之杰占股 40%，为华道征信第一大股东。2015 年 1 月华道征信被央行列为首批开展个人征信业务准备工作的 8 家征信公司之一。以华道征信为平台，公司与清华五道口金融学院联合成立了互联网金融实验室，并由华道征信发起成立了同业征信联盟，现有成员企业 50 余家。

2018 年年初华道征信参股百行征信的征信牌照获批，至此公司及子公司已经取得证券、征信、保险等主要业务及创新业务的牌照许可，在金融严监管大背景下，稀缺性价值凸显，以金融科技为基础的综合金融生态服务体系构建日渐完善，随着市场情绪回暖，公司业绩长线看好。

图 35: 银之杰全牌照布局

增值电信

•2014 全资收购亿美软通，在此基础上发展大数据业务。亿美软通曾是益佰利控股的企业。

保险

•2015 年由银之杰（占股 15%）、深圳光汇石油集团股份有限公司等 7 家公司共同发起筹建易安财产保险

券商

•2017 年由东亚银行、银之杰（26.10%）及其他出资人共同发起申请设立东亚前海

个人征信

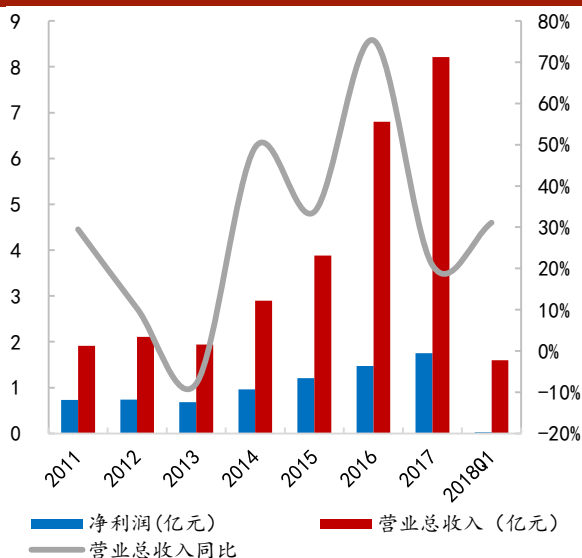
•2013 年与清控三联等股东合作，发起设立了个人征信公司华道征信，其中银之杰占股 40%，为最大股东。2018 年华道征信参股的百行征信获得首张个人征信牌照

数据来源：公司官网、财通证券研究所

5.2 拓尔思

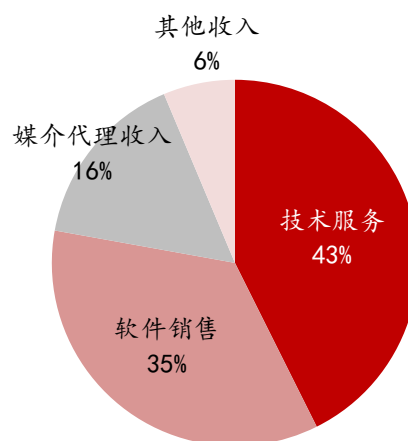
公司是国内领先的人工智能和大数据技术及数据服务提供商，是一家拥有人工智能和大数据自主核心技术的技术驱动型创新企业。公司主要核心业务包括软件平台产品研发、行业应用系统解决方案和大数据 SaaS/DaaS 云服务三大板块，涵盖大数据、人工智能、互联网内容管理、网络信息安全和互联网营销等领域方向。公司业绩保持稳步增长。

图 36: 拓尔思业绩情况



数据来源：财通证券研究所

图 37: 拓尔思 2017 年收入结构



数据来源：财通证券研究所

下一步公司将持续投入人工智能和大数据核心技术研究，挖掘贴近用户需求和业务场景的行业应用价值点，进行创新型应用产品开发，布局大数据和人工智能技术成果的产品化和行业化，同时公司参股的拉卡拉信用管理公司全资子公司考拉征信拥有稀缺征信牌照，公司将共享牌照红利。

6、风险提示

征信行业发展不及预期；经济下行；信息泄露风险。

信息披露**分析师承诺**

作者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，具备专业胜任能力，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。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、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邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而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应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。