

银之杰 (300085)

Fintech 引领科技金融生态圈布局

买入 (维持)

2016年6月3日

投资要点

- 申请券商牌照，综合科技金融生态圈布局日趋完善：**银之杰近期公告拟与东亚银行合资设立东亚前海证券，公司持股 26.1%。目前公司已拥有互联网保险、征信牌照，取得券商牌照后，稀缺性金融牌照再下一城，且未来变现渠道更加多元化，综合科技金融生态圈布局日趋完善，发展前景可期。未来公司将以征信、大数据、支付为三大支柱，形成风险定价和精准营销两大核心能力，在此基础上推进与券商、保险、银行、财富管理等金融服务融合发展，打造 Fintech+综合金融的闭环生态圈。
- 易安保险开业经营，征信业务准备就绪：**公司参与设立的易安保险（持股 15%）已正式开业，成为全国第四家专业互联网保险公司，截至 4 月末累计实现保费收入 75.63 万元，目前已推出财产险、银行卡盗刷险等，预计未来将进一步拓宽险种范围。此外，公司旗下华道征信（持股 40%）准备就绪，静待央行下发首批民营征信牌照，公司征信业务将对接电信运营商、银行卡、航旅、电商消费等数据源，开发个人租房信用分、小额消费贷模型等创新产品，未来有望充分受益征信蓝海市场，并与保险、银行、券商等相关业务实现融合发展。
- 亿美软通、智能印章机业绩爆发，16 年有望超预期：**子公司亿美软通充分利用客户资源及上市公司平台优势在移动商务服务领域不断渗透，推动业绩高速增长，15 年净利润同比大幅增长 91.64% 至 8434 万元，且其大数据质量优异，有望与公司征信业务实现协同。公司金融信息化创新产品智能印章机市场推广取得突破性成效，带动 15 年金融设备收入大增 185%，未来业绩有望持续超预期。此外，公司公告拟定增募资 7.6 亿元用于银行数据分析应用系统建设项目，将大数据、云计算等技术融入传统银行信息化主业，进而与征信等业务融合发展，推动公司整体产品、服务转型升级，并充分受益银行业信息化大发展机遇。

投资建议

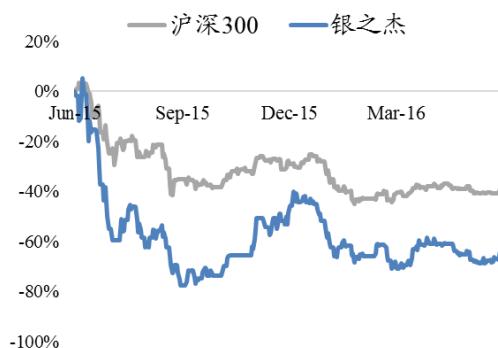
科技金融新时代下，公司互联网保险、征信及申请中的券商牌照极具价值，且不断完善综合金融生态圈布局，基于“大数据+征信+支付”三大支柱推进互联网保险、证券、银行、财富管理等业务融合发展。随着子公司亿美软通业绩爆发式增长，及智能印章机产品推广取得突破，公司 2016 年业绩有望超预期。预计公司 16、17 年归母净利润分别为 1.29、1.62 亿元，公司合理市值 280 亿元，对应目标价 41 元/股，维持公司“买入”评级。

风险提示：1) 竞争对手切入加剧竞争；2) 新业务推广情况不及预期。

首席证券分析师 **丁文韬**
 执业资格证书号码：S0600515050001
dingwt@dwzq.com.cn

证券分析师 **王维逸**
 执业资格证书号码：S0600515050002
wangwy@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据 (2016年6月3日)

收盘价 (元)	32.35
市盈率 (2015)	232.2
市净率 (2015)	18.9
流通 A 股市值 (百万元)	10558

基础数据 (2015)

每股净资产 (元)	1.71
资产负债率 (%)	22.8
总股本 (百万股)	684
流通 A 股 (百万股)	326

相关报告

1. 银之杰：2016 年一季报点评-互金布局完善，期待业绩落地
2. 银之杰：2015 年年报点评-互联网金融布局日趋完善
3. 银之杰：2015 年三季报点评-并表带动业绩大增，互联网金融生态圈积极推进
4. 银之杰：2015 年半年报点评-大数据+稀缺性牌照打造金融生态圈
5. 银之杰：互联网保险牌照获批，大数据+两张稀缺性牌照价值巨大

目 录

1. 银之杰：综合科技金融生态圈成型	4
1.1. 最完善的综合科技金融布局	4
1.2. 设立合资券商，稀缺性金融牌照有望再下一城	5
1.3. 易安保险起航，入股保交所前景可期	7
1.4. 华道征信准备就绪，静待央行下发正式牌照	8
2. 亿美软通、智能印章机带动业绩大增	10
2.1. 股东齐心协力，外延+内生推动业绩增长	10
2.2. 亿美软通爆发，与征信融合发展	11
2.3. 金融信息化业务大增，智能印章机取得突破	12
3. 行业分析：征信未来蓝海，互联网保险方兴未艾	15
3.1. 征信：未来蓝海，牌照极具价值	15
3.2. 互联网保险：保费增长迅猛，场景+创新带来增量	17
4. 投资建议：维持“买入”评级	21
5. 风险提示：	21

图表目录

图表 1: 银之杰科技金融生态圈战略布局.....	4
图表 2: 银之杰主要参股公司.....	5
图表 3: 银之杰金融牌照布局.....	5
图表 4: 设立合资证券公司的新、旧政策对比.....	6
图表 5: 新政策下设立的全牌照合资证券公司名录及审批状况.....	6
图表 6: 2012-2015 年合资券商营业收入、净利润及占比.....	7
图表 7: 2015 年合资券商经营业绩 (单位: 亿元)	7
图表 8: 易安保险概况.....	8
图表 9: 上海保险交易所主要股东.....	8
图表 10: 华道征信股权结构.....	9
图表 11: 华道征信业务筹备工作进展.....	9
图表 12: 首批获准开展个人征信业务准备工作的机构名单.....	9
图表 13: 银之杰股权结构 (截至 2016 年一季度末)	10
图表 14: 2011-2015 年银之杰业绩表现.....	10
图表 15: 2014、2015 年银之杰业务结构.....	11
图表 16: 2012-2015 年亿美软通业绩表现	11
图表 17: 亿美软通重点客户概览.....	12
图表 18: 2011-2015 年银之杰金融信息化业务收入.....	12
图表 19: 2011-2015 年银之杰金融专用设备业务收入.....	13
图表 20: 银之杰银行客户覆盖情况.....	13
图表 21: 2012-2018E 年中国银行业信息化投资规模.....	14
图表 22: 2012-2018E 年中国银行业 IT 解决方案市场规模.....	14
图表 23: 2008-2016.04 人民币消费信贷余额	15
图表 24: 2008-2014 年信用卡发卡量	15
图表 25: 2012-2019E 中国 P2P 贷款交易规模.....	16
图表 26: 2015 年以来重大互联网金融风险事件频发.....	16
图表 27: 个人征信业务相关政策方针.....	17
图表 28: 2011-2015 年互联网保险保费及增速.....	17
图表 29: 2011-2015 年经营互联网保险业务的公司数量	18
图表 30: 2015 年互联网保险分险种保费结构.....	18
图表 31: 专业互联网保险公司经营情况.....	18
图表 32: 2011-2015 年互联网人身险保费收入.....	19
图表 33: 2015 年互联网寿险分险种保费结构.....	19
图表 34: 2011-2015 年互联网财产险保费收入.....	20
图表 35: 碎片化场景创新型保险产品.....	20
图表 36: 银之杰盈利预测.....	21

1. 银之杰：综合科技金融生态圈成型

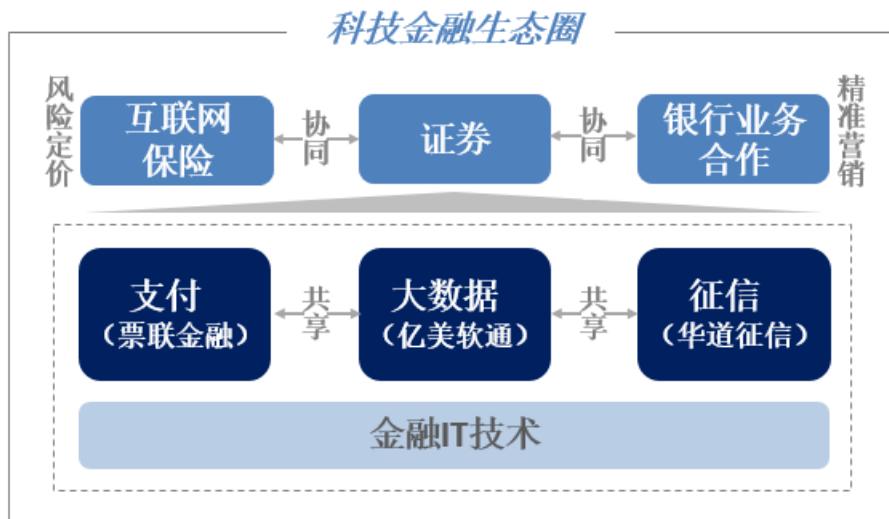
1.1. 最完善的综合科技金融布局

银之杰自成立以来深耕银行业金融 IT 市场，近年来公司通过外延式扩张，业务结构多元化。公司致力于打造最完善的科技金融生态圈，并已取得征信、互联网保险两张稀缺性牌照，且正在申请合资券商牌照，Fintech+牌照优势推动综合科技金融布局日趋完善。

基于大数据、支付、征信三大支柱，完善综合科技金融布局。公司成立以来深耕金融信息服务领域，未来将基于 Fintech，以个人征信、大数据和支付为三大支柱，形成风险定价和精准营销的两大核心能力，在此基础上提供银行、证券、保险、财富管理等相关金融综合服务。

目前，公司综合科技金融生态圈布局各线齐头并进，随着布局日趋完善，发展前景可期：1) 票据支付业务(票联金服)进展顺利；2) 互联网保险(易安保险)已开业经营；3) 征信业务(华道征信)在获得央行首批牌照资格后静待央行正式下发批文；4) 与东亚银行共同发起设立东亚前海证券正按计划推进；5) 拟定增募资 7.6 亿元用于银行数据分析应用系统建设项目，将大数据、云计算等技术融入传统银行信息化主业。

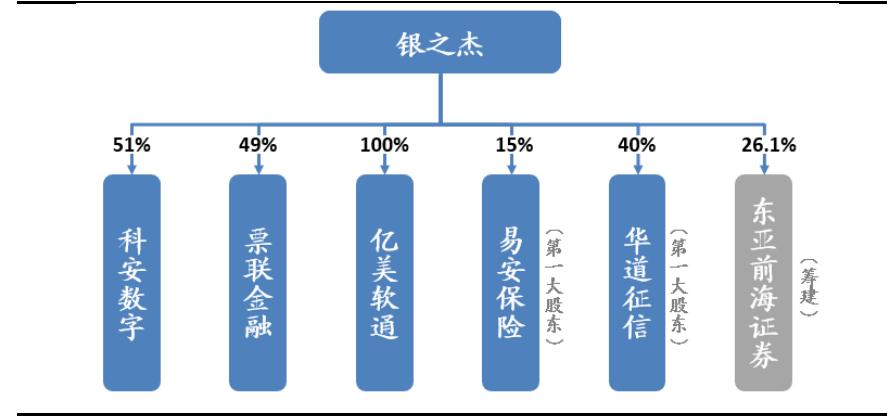
图表 1：银之杰科技金融生态圈战略布局



资料来源：公司报告，东吴证券研究所

牌照为王，坚定不移推进综合科技金融发展战略。随着互联网金融监管趋紧，行业进入规范发展新时代，金融牌照成为展业的核心要素。近年来，公司积极推进科技金融战略，通过投资设立+申请牌照的运作方式不断拓展业务领域，致力于规范、稳步地发展综合金融服务。目前，公司已拥有征信、互联网保险两张稀缺性牌照，券商牌照亦在申请过程中。未来基于金融牌照+Fintech，公司将顺利开展各项金融业务，在行业去伪存真的转型阶段崛起，实现业绩变现。

图表 2: 银之杰主要参股公司



资料来源：公司报告，东吴证券研究所

图表 3: 银之杰金融牌照布局

金融牌照	发放时间	审批机构	全国总量
个人征信业务许可证	2015/01	央行	8
互联网保险	2015/06	保监会	4
合资证券公司	申请中	证监会	2

资料来源：公开资料，东吴证券研究所

1.2. 设立合资券商，稀缺性金融牌照有望再下一城

公司前期公告，拟出资 1.3 亿元，与东亚银行共同发起设立东亚前海证券有限责任公司，注册资本 5 亿元，公司持股 26.10%。

联手东亚银行设立合资券商，协同效应显著变现可期。东亚银行是香港最大的独立本地银行，拥有庞大的服务网络，于全球设有逾 240 个网点，覆盖香港、大中华其他地区、东南亚、英国和美国等地，为客户提供全面的企业银行、个人银行、财富管理及投资服务。公司有望与东亚银行联手实现资源共享、优势互补，未来合资券商变现可期，同时公司保险、财富管理等互联网金融业务及银行相关业务亦有机会与东亚银行开展合作，实现协同。

政策松绑，全牌照合资券商陆续设立，券商对外开放提速。根据 2013 年 8 月内地与香港、澳门签署的《关于建立更密切经贸关系的安排》(CEPA) 补充协议十，符合条件的港资、澳资金融机构按照有关规定可在上海、广东、深圳及若干内地金融改革先行试验区设立合资全牌照证券公司，内地股东不限于证券公司，且金融改革先行试验区的合资券商外资持股比例可超过 50%。2015 年 8 月，证监会例行发布会再次强调要进一步扩大证券经营机构对港澳地区开放，新政松绑进一步加速券商对外开放，提升行业竞争活力。

2015 年 11 月以来，全牌照合资券商申请陆续递交证监会，政策进入落地期。2016 年，申港证券、华菁证券陆续通过证监会审批，此外，目前汇丰前海证券、云峰证券、粤港证券、东亚前海证券、大华继显(陆金)

云南证券等正处于审批过程中。

图表 4: 设立合资证券公司的新、旧政策对比

	《外资参股证券公司设立规则》 (原有政策)	《关于建立更密切经贸关系的安排》 补充协议十 (新政策)
境外股东	全球范围内符合条件的境外股东	符合条件的港资、澳资金融机构
境内股东	至少有 1 名内资证券公司	内地股东不限于证券公司
经营范围	股票、债券的承销与保荐；外资股经纪业务；债券经纪和自营	全业务牌照
持股比例	外资股东合计持股比例不得超过 49%，内资股东至少有 1 名持股比例不低于 49%	上海、广东、深圳-外资合并持股比例最高可达 51%；金融改革先行试验区-外资持股比例可达 50%以上；取消内地单一股东须持股 49% 的限制
适用区域	全国范围	上海、广东、深圳及内地金融改革若干先行试验区

资料来源：公开资料，东吴证券研究所

图表 5: 新政策下设立的全牌照合资证券公司名录及审批状况

证券公司	注册资本	注册地	主要股东	外资持股	经营范围
申港证券	35 亿	上海自贸区	民信金控、民众证券等	34.85%	证券经纪、证券承销与保荐，证券自营，证券资产管理
华菁证券	10 亿	上海	华兴资本（通过香港万诚证券）、光线投资等	49%	证券经纪、证券投资咨询、证券承销与保荐、证券资产管理
江丰前海证券 (审批中)	-	深圳前海自贸区	江丰银行、深圳前海金融控股公司	51%	全牌照证券业务
云峰证券 (审批中)	10 亿	上海市	瑞东金融、巨人投资等	-	全牌照证券业务
粤港证券 (审批中)	35 亿	广东自贸区	广东粤财、保利地产、高信证券等	30%	全牌照证券业务
东亚前海证券 (审批中)	5 亿	深圳前海	东亚银行、银之杰等	-	证券经纪、承销与保荐、资产管理
大华继显陆金 (云南) 证券 (审批中)	-	云南沿金综改区	云南金控、大华继显（香港）等	-	-

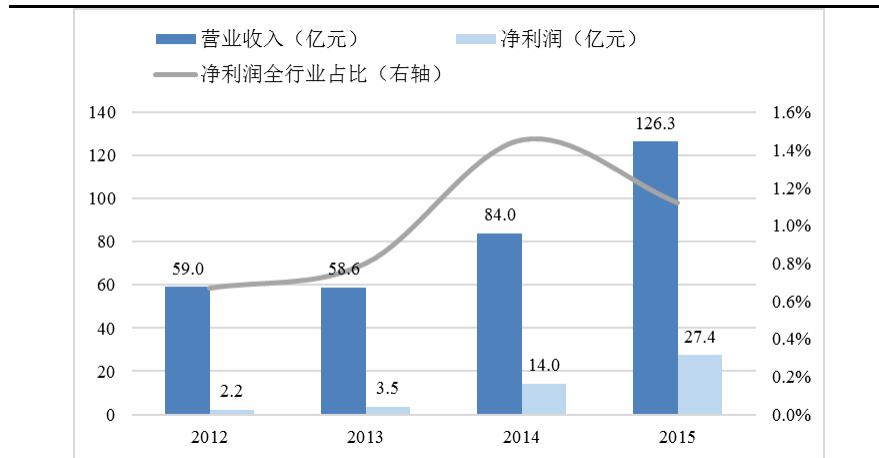
资料来源：公开资料，东吴证券研究所

合资券商市场份额较低，取得全牌照后将实现突破。2012-2014 年，我国合资券商营业收入、净利润及净利润占行业比重持续提升，发展趋势良好。2015 年，合资券商共实现营业收入 126.3 亿元，净利润 27.43 亿元，占全行业比重分别为 2.2%、1.12%，市场份额仍然较低，且合资券商 ROE 为 9.63%，低于全行业 16.88% 的平均水准，主要系大部分合资券商

未取得经纪业务牌照，无法受益 2015 年牛市行情带动的成交量激增。

目前我国合资券商中，仅中金公司、瑞银证券取得了证券业务全牌照，其他合资券商均受到牌照限制，业务结构单一。随着新政策落地，合资券商将取得全业务牌照，业务结构趋于多元化的同时，有助于实现协同发展，竞争实力大增。未来预计合资券商将凭借自身海外资源优势、国际先进运营经验及更加开放的政策环境，实现业绩突破，提升整体市场份额，逐步改变行业竞争格局。

图表 6：2012-2015 年合资券商营业收入、净利润及占比



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 7：2015 年合资券商经营业绩（单位：亿元）

证券公司	营业收入	净利润	总资产	净资产	净资本	ROE (%)
中德证券	7.69	1.81	14.27	11.56	11.24	16.98
中金公司	81.22	19.53	941.09	164.42	109.81	15.98
摩根士丹利华鑫	5.44	0.3	9.27	7.87	6.95	3.89
瑞银证券	12.32	3.01	37.31	18.92	17.15	17.21
瑞信方正	1.7	0.16	8.9	8.6	8.27	1.91
高盛高华	5.1	0.36	31.62	13.18	22.11	2.81
东方花旗	7.06	1.27	11.4	8.49	7.47	16.12
一创摩根	2.52	0.18	9.02	8.24	7.57	2.15
华英证券	3.26	0.81	10.81	8.82	11.66	9.58
合计	126.31	27.43	1073.69	250.1	202.23	9.63
占全行业比重	2.20%	1.12%	1.67%	1.72%	1.63%	-

资料来源：Wind，证券行业协会，东吴证券研究所

1.3. 易安保险起航，入股保交所前景可期

公司参与设立的互联网保险公司易安保险已获保监会开业批准，成为全国第四家专业互联网保险公司。此外，公司入股上海保交所，长期投资价值显著。

全国第四家专业互联网保险公司起航。银之杰发起设立易安保险并持股 15% (第一大股东), 易安是继众安、泰康在线、安心后, 全国第四家专业互联网保险公司, 牌照极具价值。保监会数据统计, 易安保险开业以来截至 4 月末累计实现原保险保费收入 75.63 万元, 目前已开展财产险、银行盗刷险等, 预计未来将进一步拓宽险种范围, 推出信用保证保险、车险等适合于互联网渠道的险品种。

图表 8: 易安保险概况

概况	
注册资本	10 亿
主要股东	银之杰、深圳光汇石油集团等 7 家公司
主要产品	与互联网交易直接相关的企业/家庭财产保险、货运保险、责任保险、信用保证保险

资料来源: 公司报告, 东吴证券研究所

入股上海保交所, 长期投资价值显著。近期据报道, 筹划数年的上海保险交易所即将正式成立, 成为继证券、期货、黄金、产权等各类要素市场之后的专注于保险相关标的交易的要素市场。按照有关规划, 上海保交所将搭建保险登记交易、再保险登记交易、保险资管产品登记交易以及保险衍生品四大平台, 打造保险要素交易市场旗舰, 因而极具长期投资价值。公开资料显示, 目前保交所共有 91 家发起人股东, 银之杰位列其中, 未来有望与公司互联网保险业务实现协同, 前景广阔。

图表 9: 上海保险交易所主要股东

主要股东	
保险类企业	中再集团、中国平安、太保寿险、人保财险、信泰人寿、珠江人寿、上海人寿等
非保险类企业	上海国际集团、复星产业投资、东航金控、爱建集团、银之杰、恒生电子等

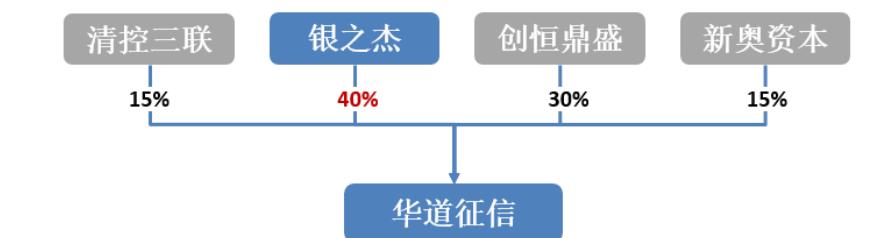
资料来源: 公开资料, 东吴证券研究所

1.4. 华道征信准备就绪, 静待央行下发正式牌照

征信及大数据是银之杰互联网金融布局的两大重要支柱, 公司旗下华道征信已于 2015 年进入央行首批“开展个人征信业务准备工作的机构名单”, 目前静待央行下放正式牌照。由于监管层对征信业务资质审批趋紧, 作为首批入围的八大机构之一, 公司征信业务牌照极具价值。此外, 依托亿美软通优质大数据资源, 公司未来征信业务将得到有力支持, 进而在保险、银行、证券、财富管理等应用领域实现高质量的精准营销、风险定价、客户资源共享等, 协同效应显著。

目前, 公司积极筹备征信业务准备工作, 已对接电信运营商、银行卡、航旅、电商消费等数据源, 并开发个人租房信用分、小额消费贷模型等创新产品, 业务发展前景广阔。

图表 10：华道征信股权结构



资料来源：公司报告，东吴证券研究所

图表 11：华道征信业务筹备工作进展

	具体进展
征信数据源	电信运营商信息、银行卡信息、航旅信息、催收黑名单信息、电商消费信息等
产品开发	个人租房信用分产品（猪猪分）、声纹反欺诈产品、小额消费贷款模型等
市场合作	金融机构、互联网金融平台、人力资源机构、生活服务平台等企业和机构

资料来源：公司报告，东吴证券研究所

图表 12：首批获准开展个人征信业务准备工作的机构名单

机构	主要控制人
华道征信	银之杰、创恒鼎盛、清控三联、新奥资本
芝麻信用管理有限公司	阿里巴巴
腾讯征信有限公司	腾讯
深圳前海征信中心股份有限公司	平安集团
鹏元征信有限公司	央行深圳分行征信处与深圳政府合作成立
中诚信征信有限公司	中国诚信信用管理集团
中智诚征信有限公司	民营第三方征信公司（董事长盛希泰）
拉卡拉信用管理有限公司	拉卡拉、蓝色光标等

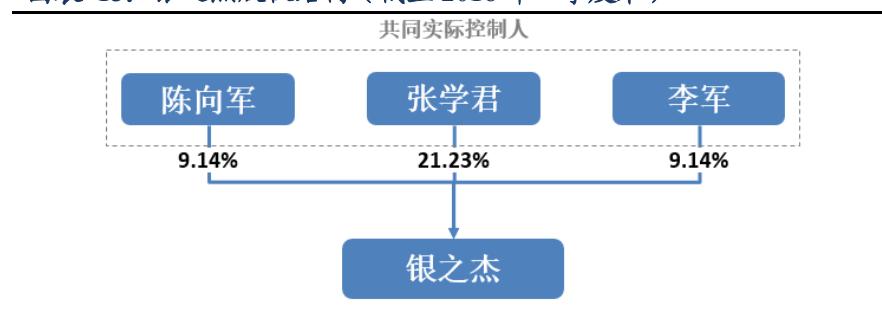
资料来源：公开资料，东吴证券研究所

2. 亿美软通、智能印章机带动业绩大增

2.1. 股东齐心协力，外延+内生推动业绩增长

实际控制人齐心协力，股权激励实现利益共享。公司共同实际控制人为张学君、陈向军、李军，三人合计持股比例达到 39.51%。自 2008 年 5 月三人签署《共同控制协议书》以来，公司股权结构持续稳定，2016 年 5 月，三人再度续签协议，拟将共同控制契约延长至 2019 年 9 月，彰显公司管理层齐心协力并对公司前景信心十足。此外，公司于 2013 年向 28 名中层管理人员及核心技术人员实施股权激励计划（期权及限制性股票），以 2013-2015 年净利润为行权考核目标，实现员工利益与公司业绩的深度绑定。

图表 13：银之杰股权结构（截至 2016 年一季度末）

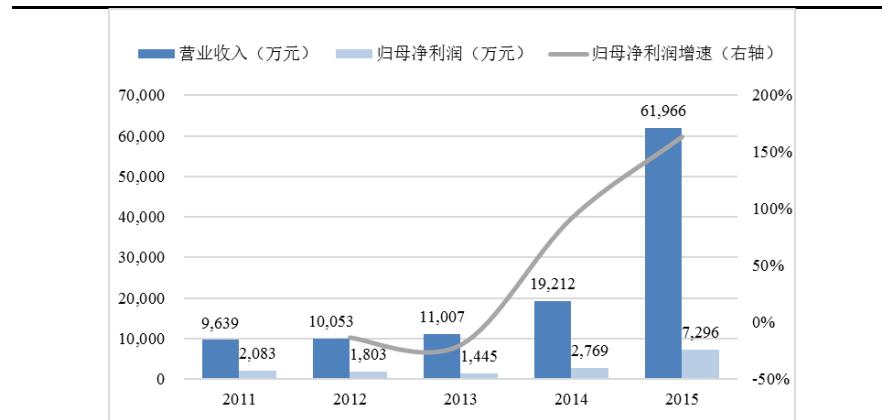


资料来源：公司报告，东吴证券研究所

外延式扩张推动业绩大增，业务结构多元化。2015 年，公司归属母公司净利润 7296 万，同比大幅增长 164%，主要源于亿美软通（100%）、科安数字（51%）全年并表，及智能印章控制机等重点创新产品提升业绩。2016 年一季度，公司归母净利润 604.3 万元，同比增长 20.4%，传统金融信息化业务及子公司亿美软通均实现业绩爆发，公司由外延扩张转为内生增长，2016 年业绩有望超预期。

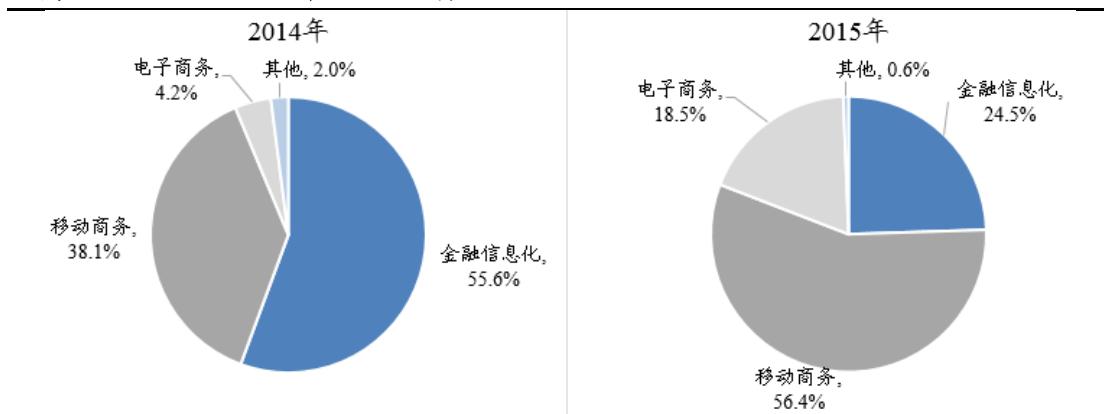
此外，公司目前业务结构多元化，亿美软通的移动商务业务取代传统金融信息化业务成为收入比重最高的业务，2015 年营业收入占比达 56.4%，2016 年有望带动整体业绩持续增长。

图表 14：2011-2015 年银之杰业绩表现



资料来源：公司报告，东吴证券研究所

图表 15: 2014、2015 年银之杰业务结构



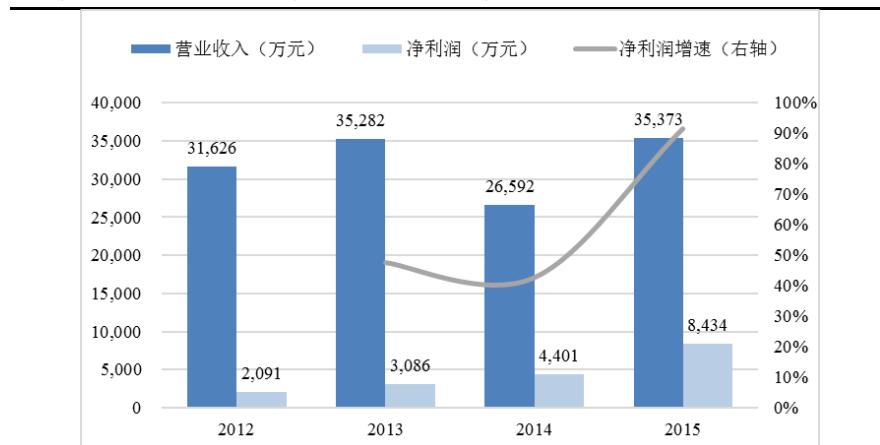
资料来源：公司年报，东吴证券研究所

2.2. 亿美软通爆发，与征信融合发展

亿美软通是企业移动信息化服务提供商，以短、彩信发送软件开发及系统运维为基础，为企业提供移动个性客服、移动数据采集、移动高效管理等面向的各类移动商务产品和通讯服务，主要产品类型包括移动通讯产品、移动终端产品、移动互联产品三大类。

业绩保持高速增长，与公司协同效应显著。亿美软通 2015 年实现净利润 8434 万元，同比大幅增长 91.64%，主要系依托移动互联网时代的发展趋势，发挥在市场渠道、技术、人才、行业品牌等方面的核心竞争优势，并充分利用银之杰的各项业务协同发展资源，在移动商务服务领域不断渗透，实现自身业绩的较快增长。

图表 16: 2012-2015 年亿美软通业绩表现



资料来源：公司报告，东吴证券研究所

大数据质量优异，与征信等业务融合发展。亿美软通于 2015 年开启“大数据+”服务，致力于用大数据技术助力企业运营、客户服务和精准营销，以应对企业移动互联网营销服务需求，并顺应大数据“国家级”产业战略部署。亿美软通推出企业流量营销平台，依托其 7 亿消费用户画像，将大数据的技术与服务应用在企业日常生产和销售的过程中，提升

客户服务质量和，实现精准营销目标。

亿美软通竞争优势鲜明，客户资源丰富。亿美软通业务发展过程中积累了一批以电子商务、互联网、消费品、金融等行业的优质客户群体，也是中国电信、中国联通、中国移动等主要电信运营商的资深战略合作伙伴，目前已为超过 45 万家企业提供移动个性客服、移动数据采集、移动高效管理等方面各类移动商务产品和通讯服务。

图表 17: 亿美软通重点客户概览



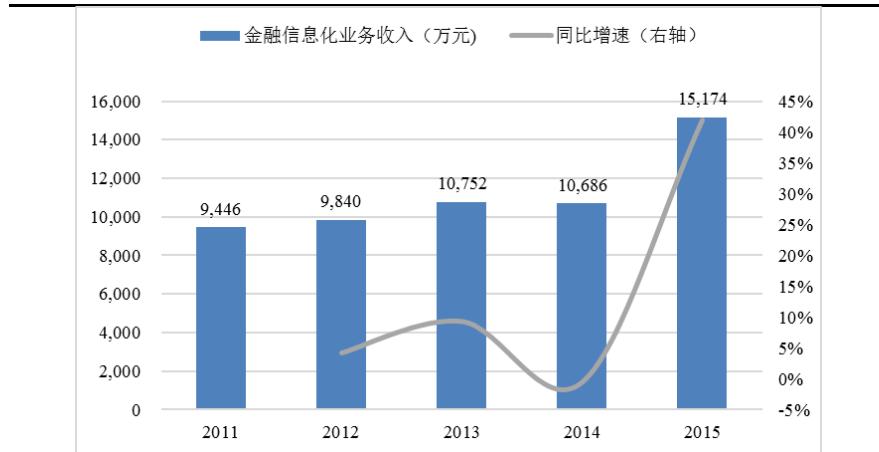
资料来源：公司官网，东吴证券研究所

2.3. 金融信息化业务大增，智能印章机取得突破

传统金融信息化业务实现突破，智能印章机带动业绩大增。公司自成立以来一直以金融信息化业务为核心主业，为银行等金融机构提供相关软件产品及信息化服务。2015 年，公司重点创新产品智能印章控制机的市场推广取得突破性的成绩，产品在中国农业银行、中国银行、中国光大银行、中信银行、交通银行、中国民生银行等银行取得了招标入围或市场应用，带动公司金融信息化业务保持良好增长。

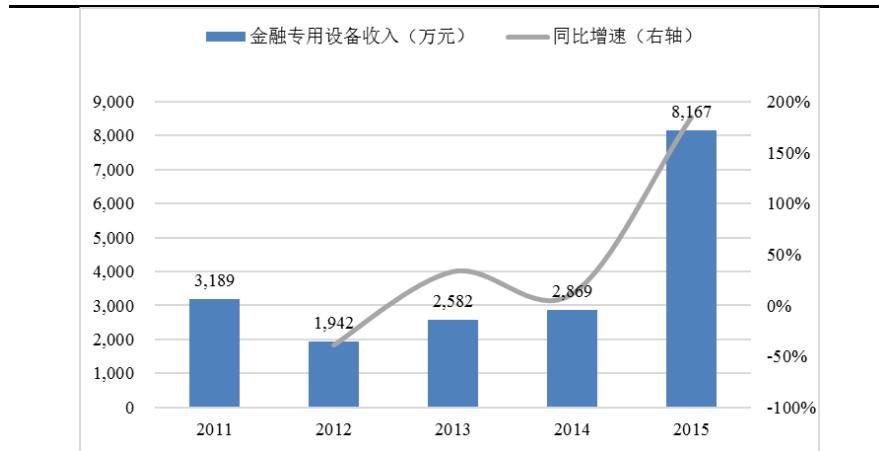
2015 年年报数据显示，公司金融信息化业务实现收入 1.52 亿，同比大幅增长 42%，其中金融专用设备收入爆发式增长 184.6%，主要系智能印章机带来业绩增量。

图表 18: 2011-2015 年银之杰金融信息化业务收入



资料来源：公司报告，东吴证券研究所

图表 19: 2011-2015 年银之杰金融专用设备业务收入



资料来源：公司报告，东吴证券研究所

定增加码金融信息化，大数据与传统主业融合发展。公司近期非公开发行股票预案，拟募资 7.6 亿元用于银行数据分析应用系统建设项目并补充流动资金。项目以提升银行的运营效率，降低运营成本为目标，以大数据及云计算技术为基础，开发面向银行业的数据分析应用软件（系统）作为前端应用产品，并通过定制化开发系统、提供技术服务、运维服务、数据存储服务等方式，向银行提供相应的数据挖掘分析、风险管理、精准营销、决策支持等服务。若项目实施成功，公司将实现将大数据、云计算等技术融入传统主业，进而与征信等业务融合发展，推动整体产品、服务转型升级。

客户资源优势显著，充分受益银行信息化大发展。公司多年来深耕银行信息化市场，积累丰富的客户资源，目前银行类客户遍及国内 31 个省、市、自治区的 300 余家银行或分行，涵盖三大政策性银行、五大国有商业银行及多家股份制商业银行，覆盖超过 8 万个银行营业网点，约占全国银行业金融机构营业网点总数的 40%。

同时，随着我国银行业信息化建设进程的进一步加快，信息技术在银行业应用不断深入，银行对信息技术的依赖亦不断增加，预计银行业在信息化建设方面的投入将持续增长。根据赛迪顾问统计数据，2015 年我国银行业信息化投资约为 943.3 亿元，预计 2018 年市场规模将达到 1,277.5 亿元。

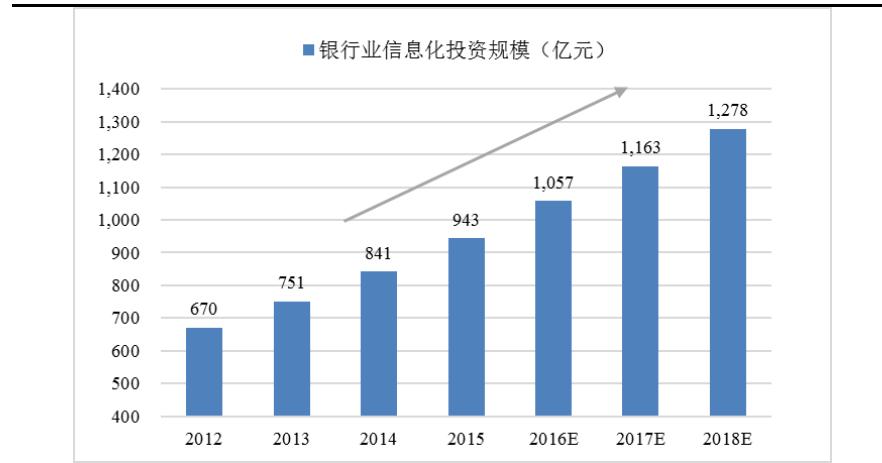
图表 20: 银之杰银行客户覆盖情况

银行分类	客户数量
政策性银行	3
大型国有商业银行	85
邮政储蓄银行	11
股份制商业银行	11
城市商业银行	79
农村商业银行	32

农村信用联合社	18
外资银行	45
新型农村金融机构	57
合计	341

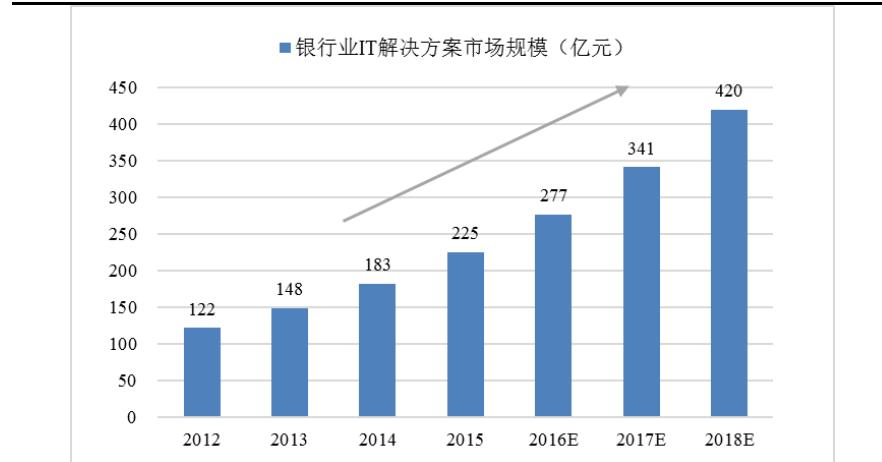
资料来源：公司报告，东吴证券研究所

图表 21：2012-2018E 年中国银行业信息化投资规模



资料来源：赛迪顾问，东吴证券研究所

图表 22：2012-2018E 年中国银行业 IT 解决方案市场规模



资料来源：赛迪顾问，东吴证券研究所

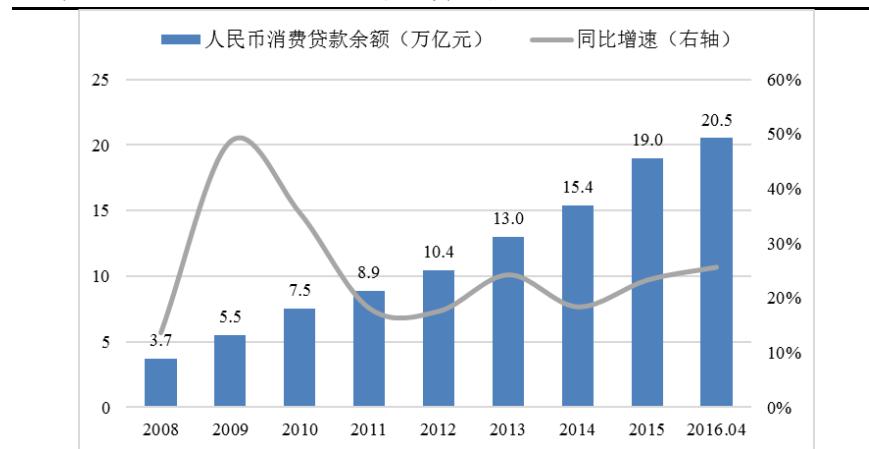
3. 行业分析：征信未来蓝海，互联网保险方兴未艾

3.1. 征信：未来蓝海，牌照极具价值

发展征信业对于促进经济发展和社会信用体系建设意义重大。目前，我国征信行业发展时间较短，征信服务机构数量不多，从业人员较少，尚处于发展的初级阶段。2013 年 1 月，国务院正式发布《征信业管理条例》，为征信行业发展奠定政策基础。征信服务业迎来历史性的发展机遇。

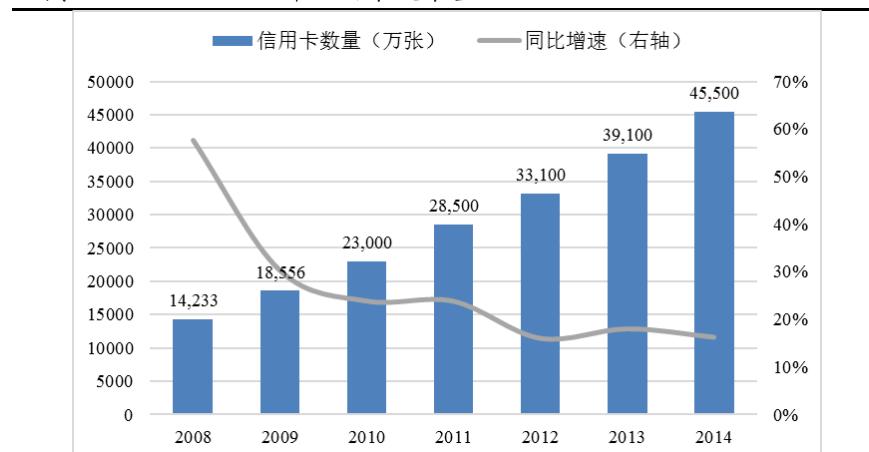
信贷规模持续扩张，征信行业市场需求旺盛。随着信贷规模持续扩张，风险控制、个人信用体系建设至关重要。近年来我国消费贷款余额始终保持约 20% 的年增速，2016 年 4 月末达到 20.5 万亿元，同比增长 25.7%。同时，信用卡发放数量不断增长，2014 年末达到 4.55 亿张，2015 年末人均持有信用卡 0.29 张。根据艾瑞咨询预计，2019 年末消费信贷余额将突破 37 万亿，信贷规模持续增长致使征信行业市场需求旺盛，信用体系建设是征信发展最重要的驱动力。

图表 23：2008-2016.04 人民币消费信贷余额



资料来源：Wind，东吴证券研究所

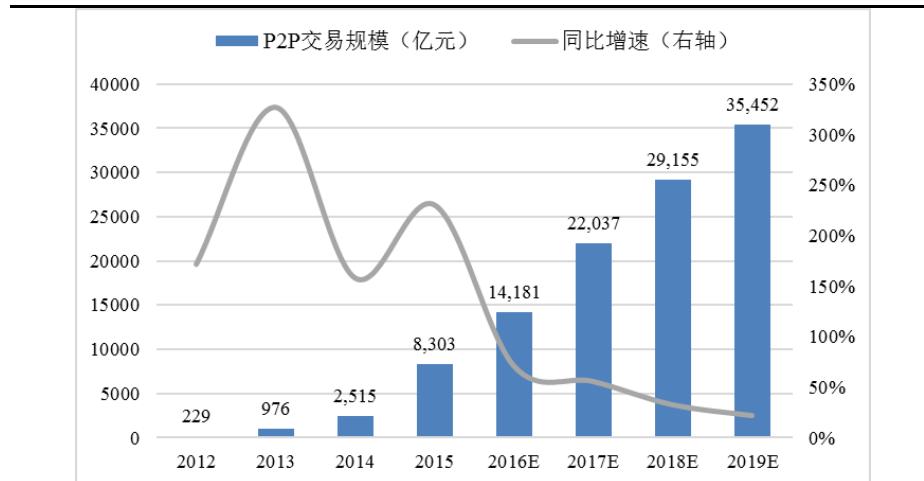
图表 24：2008-2014 年信用卡发卡量



资料来源：中国人民银行，东吴证券研究所

P2P 跑路等信用违约越发频繁，发展征信迫在眉睫。近年来，随着互联网金融、普惠金融不断发展，为金融业带来创新活力的同时，也增加了行业风险、违约事件。截至 2015 年末，P2P 问题平台已超过 1000 家，且随着监管深入以及风险逐步暴露，诸如泛亚有色、e 租宝、中晋资产等重大互联网金融风险事件频发。同时，P2P 交易规模仍保持高速增长，根据艾瑞咨询数据统计，2015 年 P2P 交易规模高达 8303 亿元，同比增长 230%，预计 2019 年交易规模将超过 3.5 万亿元。

图表 25: 2012-2019E 中国 P2P 贷款交易规模



资料来源：艾瑞咨询《2015 年中国征信行业研究报告》，东吴证券研究所

图表 26: 2015 年以来重大互联网金融风险事件频发

时间	P2P 平台	概况
2015 年 7 月	泛亚有色	号称全球最大稀有金属交易所“泛亚”旗下互联网金融活期理财产品“日金宝”现兑付危机，据传涉及 20 余万投资者/400 亿资金；后经查实其非法吸收公众存款
2015 年 12 月	e 租宝	钰诚集团旗下“e 租宝”经查实非法集资 500 多亿，该产品以高额利息为诱饵，虚构融资租赁项目，持续以借新还旧、自我担保等方式大量非法吸收公众资金
2016 年 2 月	易九金融	重庆最大互联网金融平台“易九金融”出现债务违约
2016 年 3 月	三农资本	安徽金实资管旗下 P2P 平台“三农资本”（安徽最大 P2P）经查非法吸金 20 多亿
2016 年 3 月	金鹿财行	金鹿旗下电影票房收益权理财产品“影视宝”出现兑付危机，可能延后兑付 2~3 个月；事件发酵后旗下产品全部停止兑现
2016 年 4 月	中晋资产	百亿级理财平台“中晋资产管理公司”，涉嫌非法吸收存款和集资诈骗遭立案，涉案金额或超 300 亿；中晋截至 16 年 2 月投资总额已突破 340 亿元，涉及总人次超过 13 万

资料来源：公开资料，东吴证券研究所

政策力挺，征信行业迎来黄金发展机遇。自 2003 年央行成立征信管理局以来，征信业持续受到政策支持。2013 年 1 月央行发布《征信业管理条例》为行业发展奠定政策基础，随着央行公布首批八家拟开展个人

征信业务的机构名单，征信行业迎来黄金发展机遇。现阶段，市场普遍认为监管层对征信机构及业务的开展监管严格，正式征信牌照也迟迟未下发，预计未来将严格控制征信牌照数量，保证行业规范发展。因此，首批征信牌照将极具价值，未来预计个人征信的蓝海市场将带来丰厚回报。

图表 27: 个人征信业务相关政策方针

时间	政策
2004 年	中国人民银行启动个人征信系统建设
2005 年 8 月	中国人民银行建成全国统一的个人征信系统
2005 年 8 月	中国人民银行发布《个人信用信息基础数据库管理暂行办法》
2006 年 3 月	中国人民银行设立中国人民银行征信中心
2007 年 3 月	《国务院办公厅关于社会信用体系建设的若干意见》，强调加快信贷征信体系建设，建立金融业统一征信平台。
2013 年 1 月	央行发布《征信业管理条例》
2014 年 6 月	《社会信用体系建设规划纲要（2014—2020 年）》强调加快征信系统建设，推动金融业统一征信平台建设
2015 年 1 月	《中国人民银行关于做好个人征信业务准备工作的通知》，要求八家机构做好个人征信业务的准备工作，准备时间为六个月

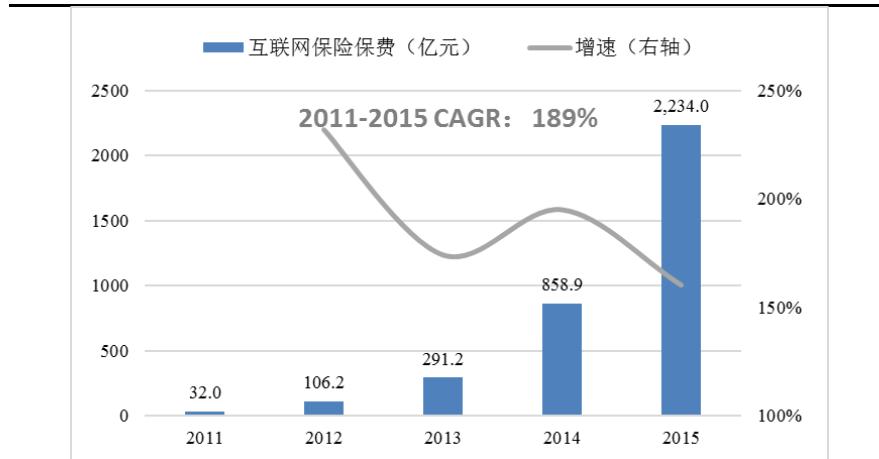
资料来源：公开资料，东吴证券研究所

3.2. 互联网保险：保费增长迅猛，场景+创新带来增量

2014 年以来，互联网保险保费爆发式增长，且专业互联网保险公司陆续开业。目前互联网保险保费主要为车险+短期理财型寿险，未来预计碎片化的场景创新产品将成为保费增长的驱动力。

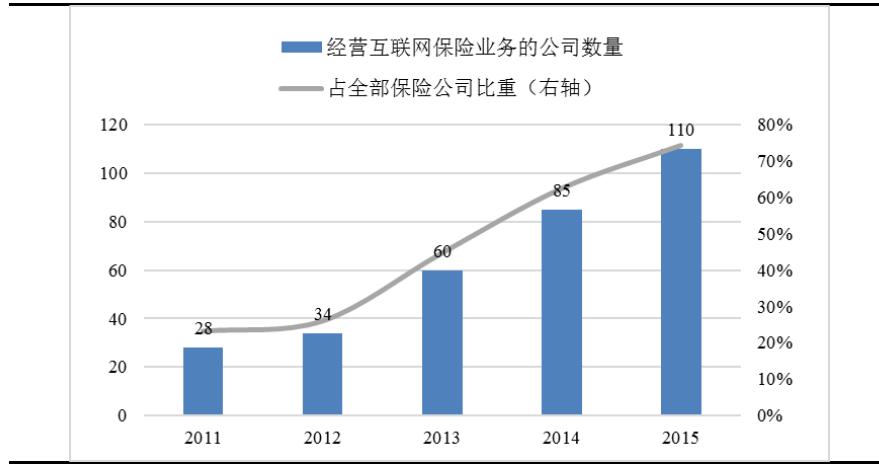
2014 年以来互联网保险进入爆发式增长时期。2015 年全年互联网保险保费收入为 2234 亿元，同比大幅增长 160%，比 2011 年增长近 69 倍。同时，互联网保险渗透率（互联网保险保费/行业总保费）也从 2013 年的 1.7% 提升至 2015 年的 9.2%。2015 年开展互联网保险业务的保险公司数量达到 110 家，占全行业保险公司比重由 2011 年的 23% 大幅提升至 74%。未来预计互联网保险渗透率将进一步提升，行业规模持续扩张。

图表 28: 2011-2015 年互联网保险保费及增速



资料来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

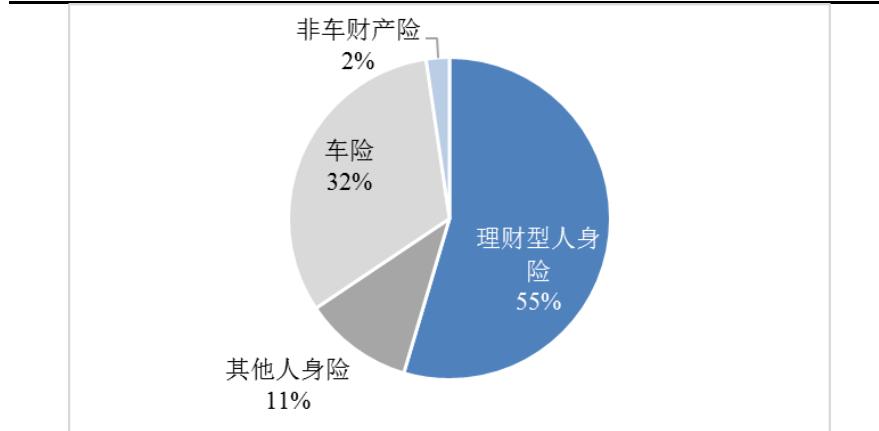
图表 29: 2011-2015 年经营互联网保险业务的公司数量



资料来源: 中国保险行业协会, 东吴证券研究所

互联网保险主要保费主要来自于短期理财型寿险+车险。 2015 年互联网保费爆发式增长主要源于短期理财型寿险 (高现价产品、万能险产品) 和车险的互联网化。2015 年互联网保险保费收入中, 理财型寿险占据 55%, 车险占据 32%, 注重保障功能的传统险占比非常低。

图表 30: 2015 年互联网保险分险种保费结构



资料来源: 中国保险行业协会, 东吴证券研究所

专业互联网保险公司数量将不断扩容。 2015 年 5 月至今, 保监会已正式发出四张专业互联网财险牌照, 众安、泰康在线、安心、易安目前均正式开业。预计 2016 年将会有包括百安、京东在内的更多互联网保险公司成立。

图表 31: 专业互联网保险公司经营情况

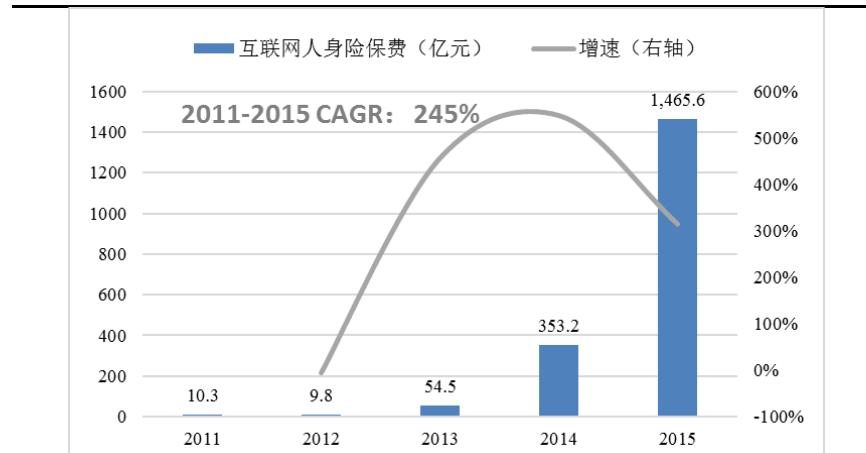
公司名称	开业时间	产品线	经营状况
众安保险	2013/11/6	车险; 旅行险; 意外险; 健康险; 团体保险	2015 年: 22.8 亿 2016 年 1-4 月: 8.49 亿
泰康在线	2015/11/8	健康险; 意外险; 理财险; 特色保险	2015 年: 43.6 万 2016 年 1-4 月: 3528.8 万"
安心保险	2016/1/18	车险; 小微企业财险; 责任险	2016 年 1-4 月: 30.3 万

易安保险	2016/2/15	企业/家庭财产险、货运险、责任险、信用保证保险	2016 年 1-4 月：75.63 万
百安保险	正式签约	旅行险；健康险；互联网金融险	-
京东互联网财险	已递交申请	为京东生态圈提供保险产品方案	-

资料来源：公开资料整理，东吴证券研究所

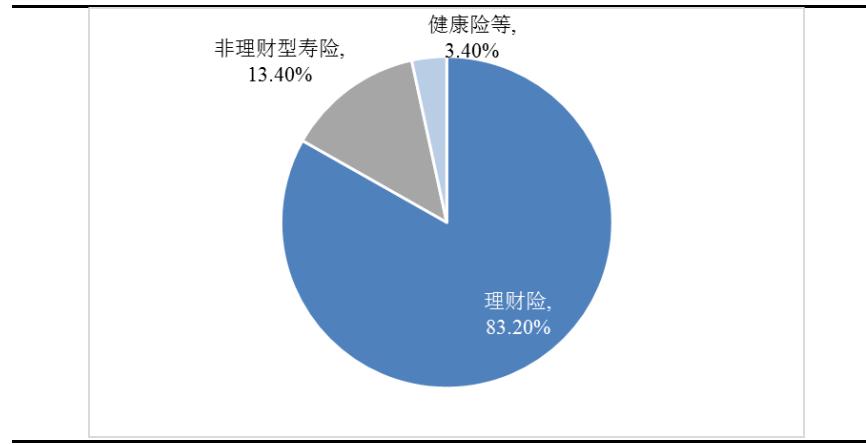
高价值的长期人身险产品难以适应互联网渠道。2015 年互联网寿险保费收入达到 1465.6 亿元，同比大增 315%，并首次超过互联网财产险保费，爆发式增长主要依靠短期理财型产品热卖。长期来看，受制于自身特性，互联网适合销售简单、高度标准化的保险产品（中短期理财险/车险/意外险等），而高价值的长期寿险产品个性化程度高、产品条款复杂，需要营销人员的反复沟通和解释，难以适应互联网渠道销售。随着保监会对中短期高现金价值产品监管收紧，2016 年理财险的保费收入预计将出现下滑。作为互联网寿险主要产品，2015 年理财险占互联网人身险保费收入比重达到 83%，监管收紧预计将直接导致互联网寿险保费收入增速放缓。

图表 32：2011-2015 年互联网人身险保费收入



资料来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

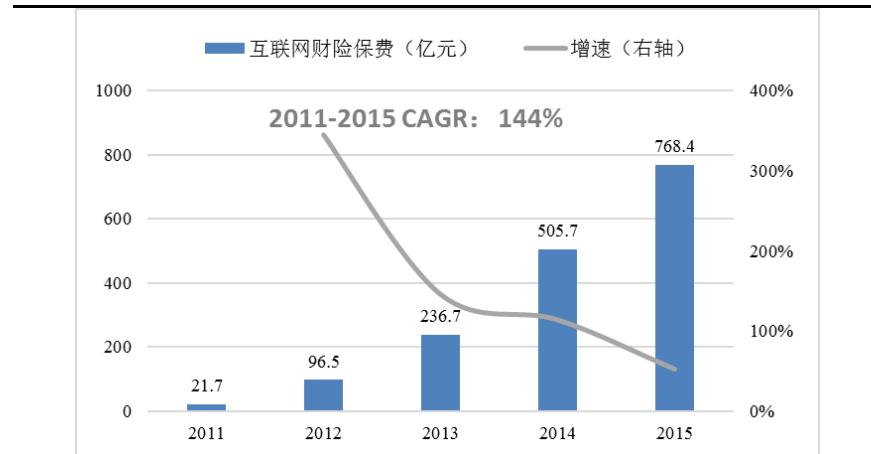
图表 33：2015 年互联网寿险分险种保费结构



资料来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

车险驱动互联网财险保费激增，碎片化场景创新产品带来增量。2015 年互联网财产险保费收入 768.4 亿，同比增长 52%，其中车险占比高达 93%。在车险费改的大背景下，尽管保监会可以在一定程度上防止恶性价格战，但是互联网车险的加入将不可避免的加剧车险市场的竞争。此外，互联网金融创新核心在于碎片化+场景化，深入挖掘场景中的金融需求，推动产品创新。随着移动金融普及和车险互联网化推进，碎片化的场景创新保险产品成为未来保费增长的驱动力。

图表 34：2011-2015 年互联网财产险保费收入



资料来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

图表 35：碎片化场景创新型保险产品

保险公司	产品名称	保障项目
众安保险	小米手机意外保	针对小米手机碎屏、进水、摔落等场景提供免费维修服务
	维小宝	针对投保人涉及相关诉讼所产生的高昂法律费用、律师咨询费用承保
	银行卡盗刷资金损失险	针对银行卡被盗刷、或被他人胁迫导致账户资金损失等风险承保
安心保险	网络支付安全险	针对在相关第三方支付平台上开设的网络账户资金安全承保
人人保险	薪大侠	针对因劳动争议仲裁或劳动争议引起的相关费用损失承保
	打假侠	针对因消费者权益被侵犯所引起的相关费用损失承保

资料来源：公开资料整理，东吴证券研究所

4. 投资建议：维持“买入”评级

公司基于 Fintech 及牌照优势，不断完善综合科技金融生态圈布局，立足“大数据+征信+支付”三大支柱，打造精准营销和风险定价的核心竞争力，并推进互联网保险、证券、银行、财富管理等业务融合发展。随着子公司亿美软通业绩爆发式增长，及智能印章机产品推广取得突破，公司 2016 年业绩有望超预期。预计公司 16、17 年归母净利润分别为 1.29、1.62 亿元，公司合理市值 280 亿元，对应目标价 41 元/股，维持公司“买入”评级。

图表 36：银之杰盈利预测

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E
营业收入	192.1	619.7	929.5	1,144.1
营业成本	95.3	348.0	509.6	636.1
归母净利润	27.7	73.0	129.4	162.2
营业收入增速	9.50%	222.5%	50.0%	23.1%
归母净利润增速	-19.9%	163.5%	77.3%	25.4%
EPS (元)	0.04	0.11	0.19	0.24
PE	795	302	170	136

资料来源：东吴证券研究所

5. 风险提示：

- 1) 潜在竞争对手切入加剧竞争；
- 2) 新业务推广情况不及预期。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出自为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上;

增持: 预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间;

中性: 预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间;

减持: 预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来6个月内,行业指数相对强于大盘5%以上;

中性: 预期未来6个月内,行业指数相对大盘-5%与5%;

减持: 预期未来6个月内,行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>