

金融服务

 个人不良资产处置行业调研报告
 -金融科技在不良资产处置行业的应用

评级：增持（维持）

分析师：戴志锋

执业证书编号：S0740517030004

电话：

Email: daizf@r.qlzq.com.cn

分析师：陆婕

执业证书编号：S0740518010003

电话：

Email: luje@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数

行业总市值(百万元)

行业流通市值(百万元)

行业-市场走势对比
相关报告

<<金融科技行业月报（2019年1月）

——网贷机构退出为监管工作方向>>2019.02.12

<<解读科创板征求意见稿：推动资本市场和中国经济的深层次改革>>2019.01.31

<<健康保险超级明星股的诞生-联合健康集团的他山之石和平安太保的健康服务布局>>2019.01.17

重点公司基本状况

| 简称 | 股价 (元) | EPS | | | | PE | | | | PEG | 评级 |
|----|-----------|------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|-----|----|
| | | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E | | |
| | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | |

备注

投资要点

- 个人不良资产处置行业迎来发展机遇。**（1）个人不良资产处置不同于企业不良资产处置，资产具有户数多、金额小的特点；发展阶段处于早期，法律制度有待完善；处置方式标准化；处置机构门槛较低，对技术有一定要求。（2）个人不良资产规模占比较小，但增速较快，银行零售转型，个人资产规模增长；互联网金融激活长尾市场，小额高频的消费金融增加个人不良资产处置业务量供给。（3）市场化程度提升，参与机构增加，包括处置方、资金方和第三方服务机构，处置能力提高，专业化趋势明显。（4）技术赋能。互联网降低信息不对称，定价能力增强，借款人失联几率下降。基于大数据分析和人工智能，催收策略模型及不良资产处置流程不断优化。
- 催收业务的商业模式创新。**（1）催收外包成为行业发展方向。催收业务盈利能力稳定，具有规模效应。行业格局分散，竞争优势包括业务承载能力、服务网络覆盖、催收效果以及合规性等。（2）平台分发模式赋能中小催收公司。除了委案，平台会提供一揽子解决方案，实现业务快速上线，并提升外访催收的效率及合规性，降低管理难度。（3）智能催收是利用大数据和人工智能提升催收业务的作业效率，实现业务流程自动化。智能催收主要应用于短账期的催收，综合效果能达到人工坐席的80%左右。
- 拍卖行业的商业模式创新。**（1）网络司法拍卖。人民法院依法通过互联网拍卖平台，以网络电子竞价方式公开处置财产。目前指定平台包括淘宝网、京东网、人民法院诉讼资产网、公拍网及中拍网5家，其中淘宝网市占率超90%。网络拍卖可提高拍卖效率、提升成交价格、信息公开透明，使大众受益。（2）综合拍卖服务平台。平台通过系统和技术打通各家拍卖公司，实现全网联拍，同时保持各家拍卖公司独立的网站和品牌，实现对这些拍卖渠道的赋能，平台方可以整合上下游的资源，加速交易撮合，实现共赢。
- 行业展望。**（1）市场空间处于成长期。经济增速正在经历一个放缓的过程，不良资产的供给充分，处置需求增加，不良资产处置的行业前景向好。（2）对标海外上市的个人不良资产处置公司，盈利能力比较稳定，规模增速具有一定的波动性，对于不良资产处置这个具有周期属性的行业，根据市场环境调整业务发展节奏至关重要。（3）规范化、多元化发展。催收行业将出台明确的法律规范，不良资产处置行业有资产来源多元化、处置方式多元化和公司业务多元化的趋势。
- 投资建议。**（1）从行业角度自上而下来看，2019年不良资产处置行业所处的市场环境较为有利，业务规模增速和收益率有望提升。建议关注四大AMC中的港股公司中国信贷和中国华融、地方AMC持牌公司海德股份以及民营AMC相关标的吉艾科技和摩恩电气。（2）从个人不良资产处置这个细分领域来看，目前仍处于发展初期，受个人信贷业务加速发展和金融科技赋能的催化，预计增速高于行业平均水平。二级市场上尚无直接的投资标的，建议关注传统AMC和金融服务外包商等上市公司的业务扩张和外延式并购，以及一级市场创业公司的潜在投资机会。
- 风险提示：**宏观经济周期带来的业务波动性、金融监管对资产供给方和催收机构的影响、金融科技的落地效果不及预期。

内容目录

| | |
|-------------------------------|---------------|
| 个人不良资产处置行业迎来发展机遇 | - 4 - |
| 个人不良资产处置行业 VS.传统 AMC 行业..... | - 4 - |
| 上游的个人不良资产供给增加..... | - 6 - |
| 中下游行业生态不断完善..... | - 8 - |
| 技术赋能: 信息互通、效率提升..... | - 8 - |
| 催收业务的商业模式创新 | - 8 - |
| 传统的人工坐席模式..... | - 8 - |
| 平台分发模式..... | - 9 - |
| 智能催收模式..... | - 10 - |
| 拍卖行业的商业模式创新 | - 11 - |
| 网络司法拍卖..... | - 11 - |
| 综合拍卖服务平台..... | - 12 - |
| 案例分析 | - 12 - |
| 资易通..... | - 12 - |
| 催米科技..... | - 13 - |
| 锦创合生..... | - 15 - |
| 360PAI..... | - 16 - |
| 为睿资产..... | - 17 - |
| 行业展望 | - 17 - |
| 市场空间处于成长期..... | - 17 - |
| 他山之石: 盈利能力稳定..... | - 18 - |
| 规范化、多元化发展趋势..... | - 19 - |
| 投资建议 | - 20 - |
| 风险提示 | - 21 - |

图表目录

| | |
|---------------------------------------|--------|
| 图表 1: 个人不良资产处置与企业不良资产处置的区别 | - 4 - |
| 图表 2: 不良资产管理行业的参与方 | - 5 - |
| 图表 3: 不良资产的分类 | - 5 - |
| 图表 4: 商业银行不良贷款余额及个贷占比 (亿元) | - 5 - |
| 图表 5: 个人贷款余额及同比增速 (亿元) | - 6 - |
| 图表 6: 个人贷款余额的结构 | - 6 - |
| 图表 7: 信用卡人均持卡量 (张) | - 6 - |
| 图表 8: 信用卡信贷总额和应偿余额 (亿元) | - 6 - |
| 图表 9: 个人贷款的不良率水平 (2017 年) | - 7 - |
| 图表 10: 信用卡逾期半年信贷余额及增速 (亿元) | - 7 - |
| 图表 11: 互联网消费金融和 P2P 贷款的交易量 (亿元) | - 7 - |
| 图表 12: 维信金科线上产品的逾期率 | - 7 - |
| 图表 13: 催收公司业务流程 | - 9 - |
| 图表 14: 电催呼叫中心的功能介绍 | - 10 - |
| 图表 15: 外访催收工具的功能 | - 10 - |
| 图表 16: 智能催收的优势 | - 11 - |
| 图表 17: 网络司法拍卖的流程 | - 12 - |
| 图表 19: 资易通的产品架构 | - 13 - |
| 图表 20: 催米科技的智能催收产品 | - 14 - |
| 图表 21: 锦创合生的智能贷后平台 | - 15 - |
| 图表 22: 360PAI 服务平台的功能 | - 16 - |
| 图表 23: 商业银行不良贷款余额 (亿元) | - 18 - |
| 图表 24: 信托风险项目规模及个数 (亿元) | - 18 - |
| 图表 25: PRA Group 的净资产收益率 (%) | - 18 - |
| 图表 26: PRA Group 的收入和净利润 (百万美元) | - 18 - |
| 图表 27: PRA 的现金回收和费用收入 (百万美元) | - 19 - |
| 图表 28: PRA 预计剩余回收金额的区域分布 | - 19 - |
| 图表 29: 《公平债务催收作业法》概要 | - 20 - |

个人不良资产处置行业迎来发展机遇

个人不良资产处置行业 VS.传统 AMC 行业

■ 个人不良资产处置与企业不良资产处置的区别

(1) **资产属性不同**。企业类贷款户数少、金额大，一般具有抵押物。个人类贷款户数多、金额小，有抵押类贷款，也有信用类贷款。(2) **发展阶段不同**。我国不良资产管理的历史主要围绕企业不良资产，产业链成熟、法律框架完善。目前国内对于个人破产尚未界定，相关法律有待完善。(3) **处置方式不同**。企业不良资产的处置方式比较多样化，包括正常清收、诉讼追偿、债权转让、资产重组、债转股、资产证券化等，需要专业能力较强的团队进行定制化的处理。个人不良资产处置方式趋于标准化，主要包括催收和抵押物的处置等，可通过技术手段固化流程，提升效率。

图表 1: 个人不良资产处置与企业不良资产处置的区别

| | 个人不良资产处置 | 企业不良资产处置 |
|------|-------------------------|--------------------|
| 资产属性 | 户数多、金额小，有抵押类贷款，也有信用类贷款。 | 贷款户数少、金额大，一般具有抵押物。 |
| 发展阶段 | 发展初期，法律不完善 | 产业链成熟，法律完善 |
| 处置方式 | 标准化 | 定制化 |
| 处置机构 | 中小 AMC、非持牌机构 | 大中型 AMC |
| 核心能力 | 门槛相对较低，对技术有一定要求。 | 综合能力要求高，人才、资源和资金。 |
| 资产规模 | 较小，增速快 | 较大 |

来源：中泰证券研究所

■ 传统 AMC 主要处置企业不良资产

经过多年发展市场日渐成熟。1999 年，政府为了应对亚洲金融危机分别设立了国华融、中国长城、中国东方和中国信达四家资产管理公司分别承接来自于四大行及国开行的不良贷款，中国的不良资产管理行业就此开启。目前行业市场化程度不断提高，已从最初的政策性业务时期转型至全面商业化时期。

不良资产管理行业已建立完整产业链。上游主要是不良资产的供应方，包括银行、非银金融机构和非金融机构。中游主要是不良资产处置的主体，包括持牌的 AMC 公司、非持牌的 AMC 公司等。下游主要是不良资产的买方，包括私募基金、保险公司、产业资本、上市公司等。此外不良资产行业还有许多第三方服务机构，包括评级公司、律师事务所、资产评估公司、拍卖公司、催收公司等。

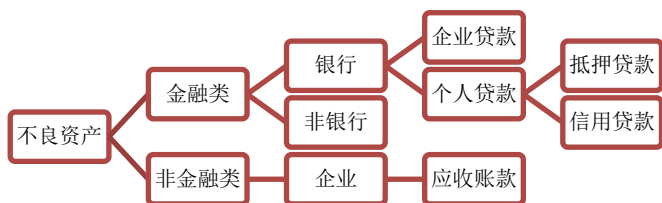
图表 2: 不良资产管理行业的参与方

| 卖方 | 收购处置方 | 买方 | 其他参与方 |
|---|--|---|---|
| <ul style="list-style-type: none"> • 银行 • 非银金融机构 • 非金融机构 | <ul style="list-style-type: none"> • 四大AMC • 地方AMC • 民营AMC • 外国投资者 | <ul style="list-style-type: none"> • 债务人企业及其关联方 • 财务投资者 | <ul style="list-style-type: none"> • 不良资产评估师 • 债务人评级机构 • 拍卖机构 • 律师事务所 • 不良资产交易的平台 • |

来源：中国信达招股书、中泰证券研究所

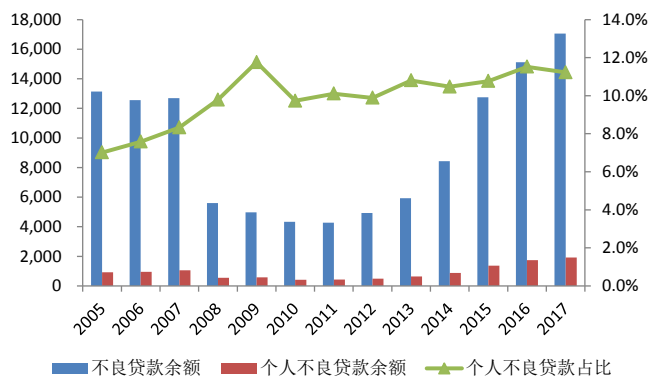
企业不良资产占九成，个人不良资产占比有所提升。不良资产以银行贷款为主，也包括非金融机构的应收账款。不良贷款分为企业类和个人类，个人贷款又可分为抵押贷款和信用贷款。2017 年末商业银行不良资产余额为 1.7 万亿元，其中个人不良贷款为 1914 亿元，占比 11.2%。从趋势来看，个人不良贷款的占比呈现缓慢上升的趋势。截止 2018Q3，商业银行不良贷款余额超过 2 万亿元。

图表 3: 不良资产的分类



来源：中泰证券研究所

图表 4: 商业银行不良贷款余额及个贷占比 (亿元)



来源：wind、中泰证券研究所

传统的不良资产管理行业主要处置的是企业类的不良资产。其中四大 AMC 的经营范围最广、处置方式最全；银行系 AMC 专注于债转股的处置方式；地方 AMC 只能直接承接省内的不良资产。目前只有少数地方 AMC 和民营 AMC 参与处置个人不良资产，以个人按揭贷款和质量较好的信用卡贷款为主。

传统的不良资产处置机构需要较强的综合能力。(1) 专业团队。需要法律、财务、金融等专业人才的配合工作。(2) 资源。上游要及时获得不良资产供给的信息，在处置过程中涉及多个政府部门、行政机构，需要高效地打通处置流程，下游要对接各类资产需求方，进行最优化的资产配置。(3) 资金实力。需要大金额、持续的资金来源，满足大额的不良

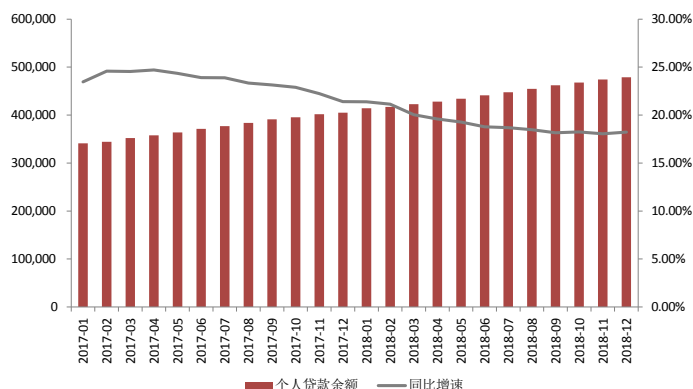
资产收购，适应较长时间的资产处置周期。

上游的个人不良资产供给增加

■ 银行零售转型，个贷资产规模增长

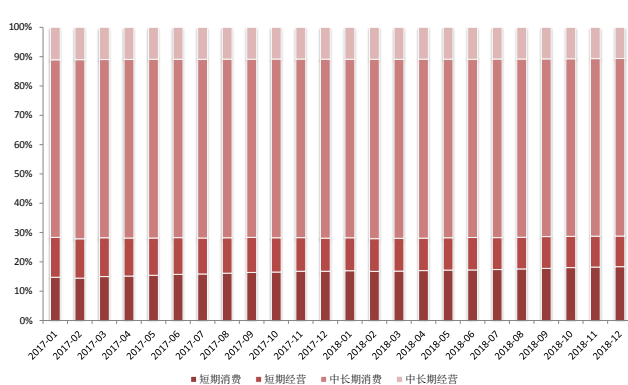
国内宏观经济处于缓慢下行通道中，商业银行加大了零售业务的发展力度，个人贷款，尤其是短期消费贷款和信用卡的业务增速加快，个人贷款余额持续增长。截止 2018 年 12 月，个人贷款余额达到 47.88 万亿元，同比增速 18.22%；其中，长期消费贷款占比 60.54%，短期消费贷款占比 18.38%。

图表 5: 个人贷款余额及同比增速 (亿元)



来源: wind、中泰证券研究所

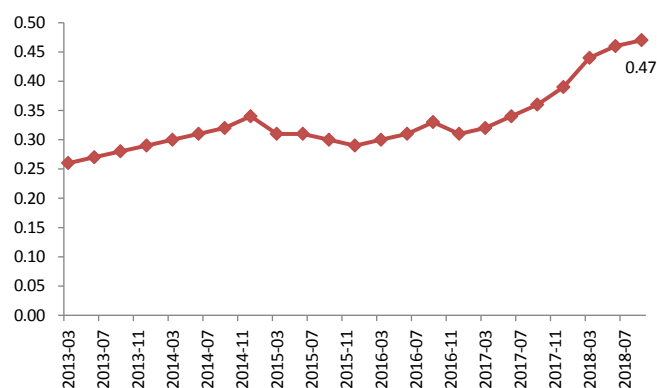
图表 6: 个人贷款余额的结构



来源: wind、中泰证券研究所

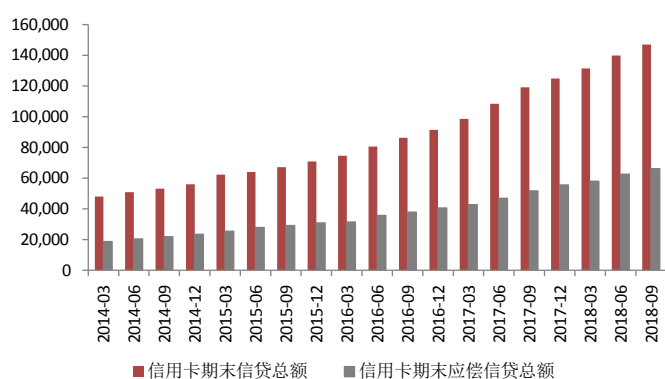
信用卡发卡量爆发式增长，2017 年发卡量达到 1.23 亿张，2018 年前三季度发卡量为 7100 万张，截止 2018Q3，人均持卡量达到 0.47 张。信用卡贷款余额增速较快，截止 2018Q3，信用卡总授信额度为 14.69 万亿元，贷款余额为 6.61 万亿元。

图表 7: 信用卡人均持卡量 (张)



来源: wind、中泰证券研究所

图表 8: 信用卡信贷总额和应偿余额 (亿元)

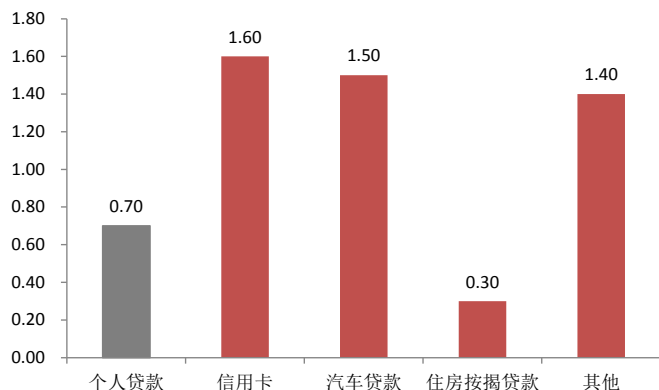


来源: wind、中泰证券研究所

资产质量总体稳定，信用卡逾期贷款增长较快。个人贷款中的中长期按揭贷款的占比最高，这类贷款的资产质量较高，不良率保持在低位，2010 年以来不良率均在 0.4% 以下。信用卡逾期半年的贷款余额总量保持增长，增速在 2018Q3 有所加快，余额达到 881 亿元，预计主要受 2017 年 11 月现金贷监管政策对消费金融市场的影响；逾期贷款占比为 1.34%，亦

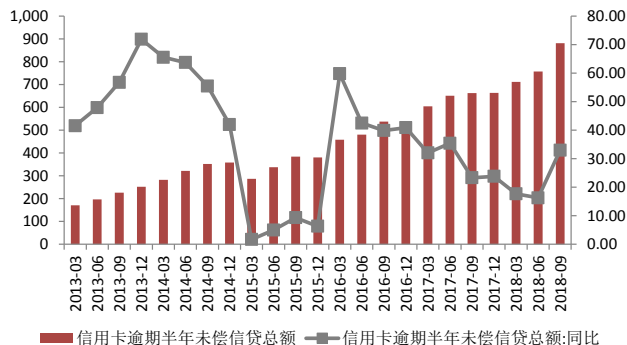
有所上升。

图表 9: 个人贷款的不良率水平 (2017 年)



来源: wind、中泰证券研究所

图表 10: 信用卡逾期半年信贷余额及增速 (亿元)

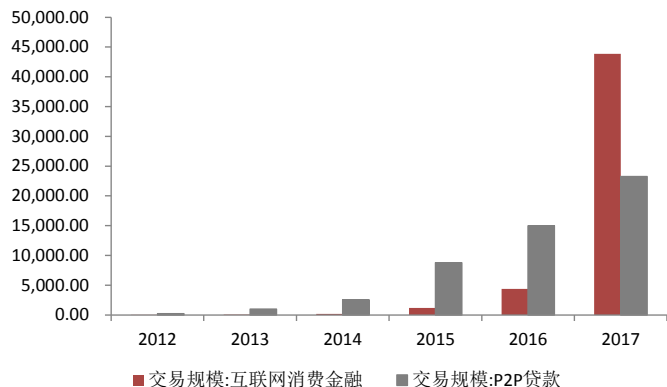


来源: wind、中泰证券研究所

■ **互联网金融激活长尾市场**

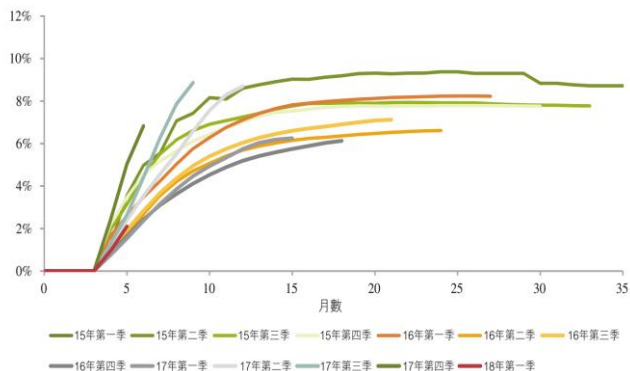
P2P 平台和互联网消费金融的交易量高速增长。智能终端的普及降低了金融服务的门槛，使获得性大幅提升。互联网金融的信贷资产具有客户渠道下沉、小额、高频的特征，不良率水平总体高于传统的银行个人贷款业务。互联网消费金融包括银行、持牌消费金融公司、电商系、消费分期平台、P2P 平台及其他各类互联网消费金融公司，不同类型的平台有不同的客户分层，逾期率水平差异较大。以客户质量相对较好的信用贷代偿平台为例，逾期率通常也在 10% 以上。

图表 11: 互联网消费金融和 P2P 贷款的交易量 (亿元)



来源: wind、中泰证券研究所

图表 12: 维信金科线上产品的逾期率



来源: 维信金科招股书、中泰证券研究所

■ **个人不良资产的出表方式**

个人贷款的核销要求严格，信用卡贷款逾期 1 年以上且半年内没有回款才能核销。逾期 1 年内可以转让收益权，例如将 20 亿元的信用卡不良贷款以 2 亿元的价格打包出售，出售的是三年的催回收款权，第 1 年催回金额的 100% 归资产包的买方，第 2 年比例为 60%，第 3 年为 40%，3 年后没催回的部分银行收回。持牌的消费金融公司的不良贷款可以实现较快的出表，逾期 3 个月就能核销。互联网平台产生的不良资产在处置上限制较少。P2P 网贷平台由于债权人比较分散，所以需要在业务结构上进行设计。

中下游行业生态不断完善

■ 市场化程度提升，参与机构增加

(1) 处置方：国内不良资产处置行业经过多年发展，市场化程度不断提高，从专业处置机构来看，从四大国有 AMC 发展到地方 AMC、民营 AMC 等，不良资产处置也在向长尾市场渗透，对于小型机构来说，差异化、特色化经营是生存之道，个人不良资产的处置机构数量在增加。(2) 资金方：更多的资金投向不良资产处置。市场透明度和开放度提高，不良资产处置的高收益率吸引各类机构资金入场，包括保险、资管、信托、私募和海外投资机构等，市场交易更加活跃。(3) 第三方服务机构：行业成熟的另一标志是专业化程度提高，各类机构专业分工，从各个业务环节提升运作效率，包括在催收和拍卖领域的技术创新。

■ 不良资产的处置的参与方式灵活

个人不良资产具有小额分散的特点，与传统的不良资产处置有较大区别。不良资产的处置大致可分为转移和消除。从个人不良资产的具体处置方式来看，转移包括核销、收益权转让、资产证券化等；消除包括催收、抵押物处置等。

对于个人不良资产第三方处置机构来说，可以通过催收外包服务、数据咨询服务、催收评分卡合作或者购买资产包的方式参与处置。

技术赋能：信息互通、效率提升

■ 互联网降低信息不对称

信息的易获取性对行业产生以下影响：(1) 不良资产包的定价更加市场化，捡漏的概率越来越低，对于收包方来说，处置能力的要求提高，需要通过运营管理提升不良资产的价值，而不是简单的赚差价。(2) 借款人失联的概率降低。通过智能终端设备指纹、社交图谱分析等技术手段，客户信息得到修复，解决催收业务中借款人失联的痛点。

■ 大数据和人工智能降本增效

基于大数据分析的策略模型及流程优化。(1) 催收数据的处理，运用自然语言处理技术对催收录音数据进行结构化处理，为催收策略模型提供语料，经过机器学习，不断优化催收策略。催收业务的历史数据分析可实现正向反馈，此外也会接入政府、运营商、征信机构等数据源，以及人工调试的补充。(2) 催收业务流程自动化，提高系统的响应能力，减少不良资产处置的时间周期。智能语音交互，减少人工成本。(3) 通过大数据分析预测催收的回款率，从而实现信用风险的精准定价。

催收业务的商业模式创新

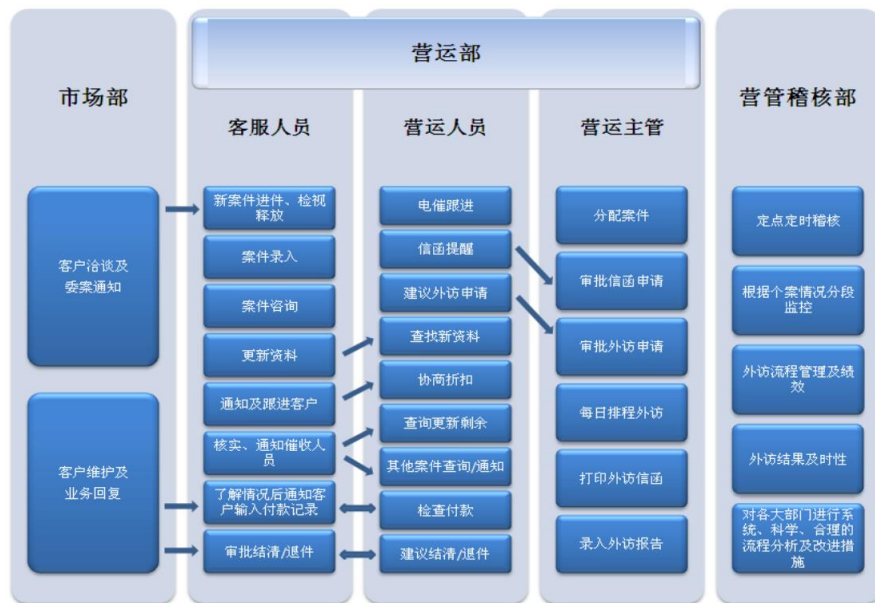
传统的人工坐席模式

■ 催收业务的外包的原因

银行的资产保全部一般对短账龄的逾期贷款进行催收，银行会将催收未果、账期较长的贷款外包给独立的专业催收机构进行后续催收。催收外包的原因包括以下几点：(1) 长账期逾期贷款的回收率较低，自己催收的成本率较高，缺乏经济性。(2) 专业催收公司的运营效率更高，投入

专门的设备，不断优化工作流程和催收策略；完善的招聘、培训、考核、激励机制等人事管理体系；坐席数量较多的催收公司具有规模效应。(3) 长账期逾期贷款催收的力度更强，还涉及到线下催收，银行可能会担心侵略性的催收政策带来的声誉风险。

图表 13: 催收公司业务流程



来源：一诺银华公开转让说明书、中泰证券研究所

■ 传统催收公司的盈利模式

传统催收公司属于劳动密集型行业。坐席数量从几十到上万不等，通常超过 500 人的催收公司能产生一定的规模效应。由于客户主要是银行的信用卡中心，催收公司需要在全国各地建立分支机构，以提升服务渗透能力，满足银行客户的外访催收需求。传统的催收公司会建立一套完整的人力资源管理体系，包括测评、培训、入职、考核、日常管理等。催收行业的利润率水平比较稳定，举例来说，一个催收员一个月能产生 12000 元的佣金收入，较为优秀的可达到 18000 元，人力综合成本在 6500 元左右，毛利率水平约在 50%，减去其他运营成本开支等，净利率水平在 10% 左右。

■ 传统催收行业的市场格局

国内的催收行业历史与银行信用卡业务发展息息相关，大致经历了 10 多年的发展。目前规模较大的催收外包公司主要为银行的信用卡中心服务，进行信用卡逾期的催收。行业格局比价分散，有 2000 个以上催收席位的催收公司约有几十家，足够的承载能力才能满足银行的催收业务量需求。长期来看，催收行业的市场格局会持续分散，业务量较大的银行会外包给数家公司，市占率达到 5% 可称为头部公司。催收公司的竞争优势包括业务承载能力、服务网络覆盖、催收效果以及合规性等。

平台分发模式

■ 赋能中小催收公司

催收行业市场分散，数千家中小催收公司遍布全国，业务具有一定的区

域性。这些小公司的业务承接能力有限，客户资源不足，通过分发平台可从全国的委托方获取案件，专注于所在区域内的借款人，发挥本地催收的优势，提升行业运营效率。平台方会通过大数据分析匹配上游的委托案件和下游的催收公司，提高回收率。

■ 电催的技术支持

除了委案之外，平台公司会提供一揽子解决方案，催收公司只需要提供办公地点和招聘人员，平台方会提供催收系统、通讯线路、员工培训等全面的服务，实现新公司业务的快速上线。

图表 14: 电催呼叫中心的功能介绍

| | | |
|----------------------------------|------------------------------------|--------------------------|
| 案件管理：案件批量上传，按条件筛选、查询；实施查询案件催收进展 | 外呼：页面拨号，手机、固话双向接听；页面发送短信、通话录音、回呼弹屏 | 统计分析：图形化分析结果、呼叫详单；跟进策略建议 |
| 记录管理：云端存储、支持多种检索及导出；通话录音可在线试听及下载 | 催收监控：实时监控催收员工作；及时优化、有效进行人员管理 | 回收查询：实时查询案件回收金额 |

来源：资产 360 官网、中泰证券研究所

■ 外访催收的技术支持

外访催收是电催的有力补充。外访催收的痛点包括催收员工作安排、催收历史信息查询、催收行为合规性、催收委托方监控等。通过智能终端的使用能有效提升外访催收的效率，加强对催收员的行为管理，减少不必要的纠纷。

图表 15: 外访催收工具的功能

| | |
|-----|---|
| 催收员 | <ul style="list-style-type: none"> 快速筛选案件、自动定位； 过程拍照、录音、录像一键上传记录； 移动端免费外呼。 |
| 管理员 | <ul style="list-style-type: none"> 随时随地案件分配，催收员第一时间开始作业； 随时随地案件查询，进度管理跟进； 随时随地人员账号分配、管理。 |
| 委托方 | <ul style="list-style-type: none"> 随时随地查询案件催收进度； 随时随地掌握回收情况。 |

来源：资产 360 官网、中泰证券研究所

智能催收模式

■ **智能催收的主要技术及功能**

智能催收是利用大数据和人工智能提升催收业务的作业效率，实现业务流程自动化。核心功能包括：（1）通过对借款人相关数据分析，解决客户失联的问题，精准定位借款人在用联系方式。（2）优化催收策略，根据不同类型的借款人采取不同的催收策略，包括联系时间、联系方式和交流话术等。（3）智能催收机器人，基于语音识别技术，集合催收语料的机器学习，实现智能人机对话，替代人工坐席。

图表 16: 智能催收的优势

| 智能语音系统 | 智能催收策略模型 | 深度数据分析反馈 | 金融级数据安全 |
|---|---|--|---|
| <ul style="list-style-type: none"> •智能人机对话 •可交互 •可成长 | <ul style="list-style-type: none"> •强大的技术专家团队 •领先的行业经验 •量身定制处置方案 | <ul style="list-style-type: none"> •深度挖掘数据 •解析数据反馈 •提供有效的催收策略 | <ul style="list-style-type: none"> •访问接口认证 •安全传输策略 •加密存储策略 |

来源：资产 360 官网、中泰证券研究所

■ **智能催收的适用范围及效果**

智能催收主要应用于短账期的催收。信用卡逾期 2 个月以内、现金贷 10 天以内有效，综合效果能达到人工坐席的 80% 左右。现金贷由于客单金额小，智能催收的优势更加明显。对于长账期催收来说，智能催收相比人工催收投入产出没有优势，目前各家公司正在尝试人机结合模式，通过智能机器人提升人工催收的效率。智能催收尚不能完全替代人工坐席，催收策略模式需要通过人工催收产生的数据进行机器学习，进行不断的迭代。

拍卖行业的商业模式创新

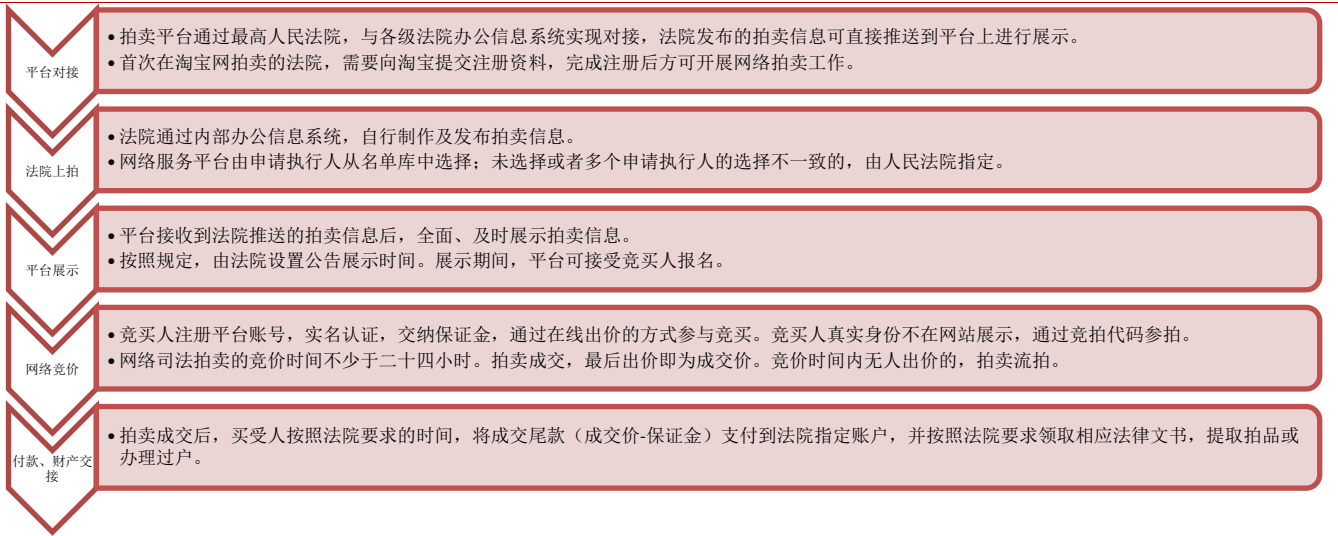
网络司法拍卖

■ **网络司法拍卖的法律依据和平台**

网络司法拍卖是指人民法院依法通过互联网拍卖平台，以网络电子竞价方式公开处置财产的行为。最高院 2016 年陆续发布了《最高人民法院关于人民法院网络司法拍卖若干问题的规定》、《最高人民法院关于建立和管理网络服务提供者名单库的办法》和《最高人民法院关于司法拍卖网络服务提供者名单库的公告》，对网络司法拍卖制定了详细规范，并确定将淘宝网、京东网、人民法院诉讼资产网、公拍网及中拍网 5 家平台纳入名单库。

■ **网络司法拍卖的流程**

根据最高院发布的文件规定，网络司法拍卖有明确的业务流程，从系统对接、信息发布、竞价规则到支付成交。

图表 17: 网络司法拍卖的流程


来源：公开信息整理、中泰证券研究所

■ 网络司法拍卖的优势

相比线下拍卖模式，网络司法拍卖的优势包括：（1）提高拍卖效率，降低流拍率。（2）使标的成交价最大化，保护当事人的利益。（3）扩大了参拍机会，使大众收益。（4）信息公开透明，杜绝司法腐败。（5）由人民法院主持，不能收取佣金，但在拍卖过程中产生的费用应由被执行人承担，对于竞买人来说则是零佣金。

综合拍卖服务平台

■ 线上线下相结合的商业模式：搭平台、建渠道

全国各地约有 6000 家拍卖行以及 10 万专业金融掮客，在线下获客和风控能力上具有优势，平台通过系统和技术打通各家拍卖公司，实现全网联拍，提升拍卖的成功率和成交价格，同时保持各家拍卖公司独立的网站和品牌，实现对这些拍卖渠道的赋能，商业逻辑类似于互联网汽车平台。平台的下游包括债权人、物权投资人和产业投资人，对于不良资产有不同的需求。平台方可以整合上下游的资源，加速交易撮合，实现共赢。

■ 技术赋能拍卖服务

通过技术手段提升处置效率是目的。（1）资产评估能力。通过对历史交易数据及其他数据的大数据分析，不断优化资产评估模型，提升定价能力。（2）精准匹配。根据大数据分析，向竞买人推送其最感兴趣的标的信息，为特定标的匹配最适合的第三方服务机构和处置机构，优化资源配置。

案例分析

资易通

■ 公司定位

公司成立于 2016 年 6 月，专注于贷后管理和不良资产处置。业务模式为自营+平台，经营主体包括一家催收公司和一家金融科技公司。公司总部在上海张江，有 850 个催收坐席；武汉分中心有 1000 个催收坐席；研发中心在上海杨浦区，有 166 个办公席位，其中 80 多位是数据、系统开发人员和 AI 科学家。基于大数据、云计算和人工智能，公司提供一站式不良资产解决方案，覆盖贷前信息查询、贷中提醒和贷后不良资产处置。截止 2018 年末，公司已累计处理委案金额超 2000 亿元。

■ **产品体系**

产品体系有四个部分组成：（1）日蚀。上下游赋能系统，聚合智能呼叫、短信发送、BI 数据管理、信息修复、质检等模块，解决委案方和处置方信息不对称的问题。（2）猫掌。toB 的 APP，将风控、大数据、网络即时传输等技术相融合。应用在外访中，实现催收信息实时上传同步，方便委案方统一管理，解决催收的最后一公里难题。（3）猫捕快。toC 的 APP，在猫掌的基础上精简企业级功能，协助初次使用、或暂时没有购买专业系统意愿的小微个人用户，合规、安全地完成资产催收。（4）云电猫。一站式、有策略 AI 无人清收解决方案，具有深度学习、信息挖掘、策略研判等能力。已积累超过 2400 万条有效语料，合计 20 亿文本数据。

图表 18: 资易通的产品架构



来源：公司调研、中泰证券研究所

■ **盈利模式**

公司有四种收费模式：（1）自营的催收公司，向委托方收取佣金。（2）向下游分发催收委案，收取撮合服务费。（3）云电猫智能催收管理系统，按席位收取使用许可费。（4）不良资产交易平台，收取服务费和资产定价费。

■ **业务展望**

公司持续看好不良资产处置行业的发展前景，公司推出两款新产品：（1）聚合支付类产品，提供清分、分佣、代收代付等功能，实时分账服务帮助问题 P2P 平台实现良性清盘退出。（2）不良资产估价、交易撮合平台，基于 AI 引擎，推出定制化分析服务，可以对资产包详情进行精准预判。

催米科技

■ **公司定位**

公司成立于 2017 年年初，2017 年 7 月正式启动，专注于个人无抵押信用贷的不良资产处置，只做电催，不做法律催收和外访催收。商业模式为自营+科技。系统已上线 1 年半。2018 年公司处理了超过 50 亿元的催收业务，目前总共已有 60 家客户，核心客户 10+家。

■ **产品体系**

公司有三大业务模块：智能催收系统、不良资产处置、贷后风险管理。智能催收系统有三大 SAAS 产品：（1）惟信，不良资产管理系统。对接资产端，对资产标准化处理。功能包括委托方管理、案件管理、智能分案、流程工具、报表管理等。功能全面，流程智能，操作体验佳。应用于人工催收。（2）AI 米，不良资产智能处理系统。功能包括任务管理、话术管理、策略管理、资源配置等。过程合规，回款高效，应用于机器催收。（3）千寻，不良资产数据系统。功能包括失联修复、空号监测、信用评级、共债检测等。核心是客户细分，提供针对性的催收策略。不良资产处置即自营催收业务，现有一个职能总部和四个呼叫中心，另有一个呼叫中心正在筹建中。其中无锡中心是前端呼叫中心（逾期 30 天以内），常州中心是后端呼叫中心（6 个月以上），还有扬州中心和青岛中心，长沙中心筹建中。总部在上海。目前有 300+催收席位。贷后风险管理是机会性业务，为资产方提供贷后风险管理咨询项目。同时可以了解客户需求、深度绑定客户。建立贷后实验室，不断开发迭代催收策略。

图表 19: 催米科技的智能催收产品

| 惟信® 不良资产管理系统 | AI米® 不良资产智能处置系统 | 千寻® 不良资产数据系统 |
|--|--|---|
| <p>■ 定位：对接各类不良资产，实现不良资产从入库到出库的全流程管理</p> <p>■ 功能：</p> <ul style="list-style-type: none"> □ 委托方管理 □ 案件管理 □ 智能分案引擎 □ 清收流程管理 □ 质检管理 □ 数据报表 □ 团队与机构管理 □ 清收工具管理等 | <p>■ 定位：通过人工智能实现对不良资产的清收处置</p> <p>■ 功能：</p> <ul style="list-style-type: none"> □ 任务管理 □ 话术管理 □ 策略管理 □ 线路配置 □ 数据报表 □ 质检管理 | <p>■ 定位：通过各类信用数据实现对债务人的信息修复及信用评级，提高可联率及效能</p> <p>■ 功能：</p> <ul style="list-style-type: none"> □ 失联查询 □ 空号监测 □ 信用数据查询 □ 信用评级 □ 共债监测 □ 清收作业 |

来源：公司调研、中泰证券研究所

■ **运营数据**

（1）投入产出比高。接通率提高 1 倍，回款效果达到人工的 80-85%，单位回款成本是人工的 30-45%。（2）流程合规。标准话术及模型有效控制投诉率和违规操作，话术完全合规，合规指标提高 10-15 倍。（3）处理能力强。年处理能力是人工催收的 5-8 倍，单个机器人一天可处理 500-800 个案件。

■ **业务展望**

目标客户包括债权类和非债权类的，债权类的主要做中小银行、消费金融公司、头部网贷公司等。公司计划要做泛催收业务，除了债权催收之外，还包括政府部门的税费、公共事业费、保费等催收业务。

锦创合生

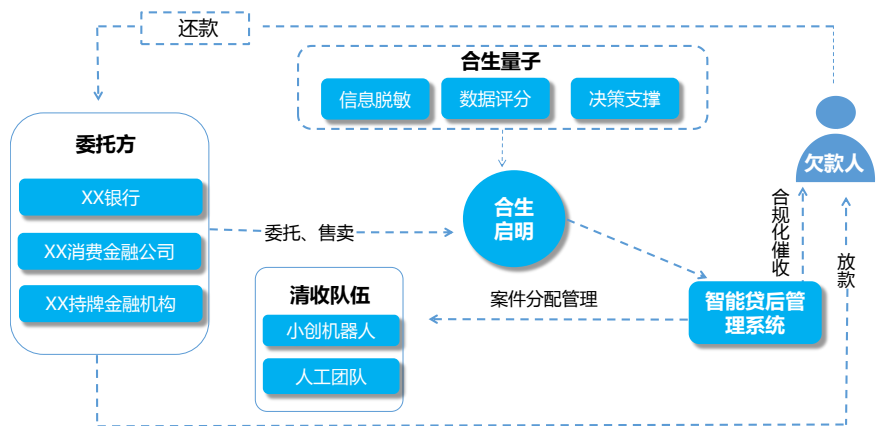
■ 公司定位

锦创合生为新成立公司，定位是建立贷后金融生态圈，为全国金融企业提供专业高效的不良资产处置解决方案，实现不良资产平台化、流程化、高效化处置。公司团队积累了3年多的催收行业经验，创设的专业催收外包公司合作机构超过500家，催收人员2000人，电话营销人员500人。设立新公司的目标是进一步打造平台型公司。

■ 业务板块

公司的不良资产处置业务覆盖各类个人贷款，包括房抵贷、车抵贷和信用贷，目前的业务占比为信用贷五成、房抵贷四成、车抵贷一成。公司产品包括三大平台：（1）智能贷后管理平台。应用于不良资产清收，自有线上平台与全国线下合作机构相结合，智能机器人与人工相结合。（2）资产处置平台。主要是普惠金融不良资产的购买、处置、盘活。（3）客户经营平台。功能包括信用管理，信息服务债务授权，救助服务等。

图表 20: 锦创合生的智能贷后平台



来源：公司调研、中泰证券研究所

■ 线上智能催收能力

公司的技术能力包括：智能贷后平台、AI智能清收平台、智能决策引擎和合生量子数据平台。合生量子数据平台已积累了1000万逾期客户、数亿条的贷后数据，实现客户画像和模型评分。智能决策引擎与公司内多个业务系统进行集成；结合大量业务专家经验，提供可灵活配置的内置决策变量；自主进行分析和学习，持续助力完善决策引擎部署逻辑；支持导入数据表生成数据结构，中文可视化配置界面，方便业务人员灵活调整、操作部署。

■ 平台的资源整合能力

外呼中心辐射全国华北、华中、华东、华南、西南5大区域；近百个城市设立500多家合作外访机构；实现全国大部分地区催力覆盖。对于合作的催收机构，统一采用锦创合生自研的催收系统，确保信息安全及合规催收；使用统一的催收制度、培训制度、人员管理制度以及信息安全保密制度；系统智能分配与催力匹配的催收作业，依据大数据给出催收方式和话术最佳方案，提升催收效率。

360PAI

■ **公司定位**

360PAI.COM 由上海百昌网络拍卖科技有限公司创办，公司定位为中国不良资产交易平台，用科技提高处置效率。360PAI 是采用全网联拍模式的网络拍卖平台，通过自主研发的全网联拍系统，集合全国几千家具有拍卖经营许可证的签约拍卖行，构建覆盖全国的全网联拍机构体系，实现全网同步招商，同步竞价，将标的资源共享，加速资产处置效率。整合众多优质的服务资源，联合专业的处置服务商，将平台打造成为集债权拍卖、资产拍卖、联合招商、执行处置、评估尽调、司法处置、配资等交易一站式服务。360PAI 正聚焦以大数据驱动不良资产交易的技术研发，打造不良资产全产业链交易生态圈。

图表 21: 360PAI 服务平台的功能



来源：公司调研、中泰证券研究所

■ **产品体系**

(1) 全网联拍。各地的拍卖行入驻平台，招商力度和参与人员增加，成交可能性提升，溢价率可能提高。全国拍卖行一共注册了约 7000 家，活跃 3000-4000 家。(2) 全网招商。在正式出售前，试探性地看看标的有没有成交意向。包含个人资产小店模式，去化渠道延伸至 C 端。(3) 尽调宝。一城一所计划全国招募 345 家核心律所成为处置服务商，分配处置标的，进行前期尽职调查，出具尽调报告放在平台上出售。(4) 处置服务。依托线下律师团队，包括 345 个核心律所，提供后端处置服务，平台做跟踪监督。(5) 配资乐。20-30 家合作配资机构，资金方提需求，进行匹配，前置配资。(6) 资产大买办。如客户有置业需求，收购不良资产包里的抵押的土地\厂房\写字楼等，债权转物权。提供综合化、全流程服务。

■ **盈利模式**

(1) 对银行、AMC 零佣金、减免费用。(2) 对民营资管、普通投资人收取成交金额的 1-2%，和参与机构进行分润，不成交不收费。

■ **与网络司法拍卖的区别**

(1) 公司做的是不良资产拍卖，包括前端的债权包和物权。(2) 专注于不良资产处置行业，业务覆盖全国。(3) 采用联合招商模式，覆盖面广。(4) 佣金率低，以成交为导向，成交才收费。(5) 展示更清晰，统

一信息格式，非标转标，改善竞拍者使用体验。

为睿资产

■ 公司定位

特殊机会资产投资与处置综合服务商。协助银行、资管、信托等金融机构做不良资产处置的服务。具体分为两大类，一是风险转移类的处置，一是价值提升类的处置。采用资产管理公司和律所结合的商业模式。目前主要做上海的项目，以住宅和工业用地为主，其他区域的项目仅作为服务商参与。

■ 生态圈构成

业务合作伙伴及平台优势：（1）上海金融信息行业协会不良资产信息应用专业委员会。2017年由为睿资产CEO牵头、20家创始成员单位联合发起成立，为上海金融信息行业协会的分支机构。（2）淘宝拍卖平台。2018年为睿资产入驻淘宝拍卖平台，为客户处置资产拓展了新渠道，资产曝光率大幅提高。（3）“为睿资产”微信公众号。2018年公众号成立，已发布40多篇原创文章，累计数十万阅读量，关注群体多为不良资产领域的企业方、资方、专家等。（4）“为睿资产”特殊机会投资朋友圈。由为睿资产CEO创建，拥有丰富的人脉资源。（5）瀛和律师机构。2013年成立的一家综合性律师服务机构、以互联网模式运营的法律服务平台。目前瀛和已在国内成立百余家律所，拥有职业律师3000余名，建立了15个委员会，服务范围遍及各个领域。

■ 业务板块

公司有三大业务：（1）房地产并购类服务。为存量资产盘活，提供存量地产项目挖掘、尽调、交易结构设计、税务筹划以及投融资咨询服务。（2）不良资产处置类服务。司法处置中的尽调、风险评估、交易架构、诉讼、执行及谈判等；涉及不良资产处置的私募基金、资管计划和信托计划的法律支持服务；不良资产证券化及信贷资产收益权转让的法律服务等。（3）新金融类服务。为互联网金融、供应链金融、消费金融等领域的客户提供法律服务，如牌照申请、产品设计、电子合同范本、客户信息保护等法律服务。

■ 行业特点

（1）没有标准化产品，提供的是综合化、定制化的服务。拍卖和评估环节部分可标准化，但整体链条不能标准化，是非标投资。（2）与金融机构相比的优势在于灵活性，银行不能单户转让，风控流程比较长，容易错过投资机会。（3）需要较强的处置服务能力，转让差价的空间减少，需要通过改变物业的用途等方式来提升价值，重线下、重运营，需要项目管理层面的能力。（4）竞争壁垒包括资金实力、信息壁垒（信息不对称）和专业能力（知识和智慧）。

行业展望

市场空间处于成长期

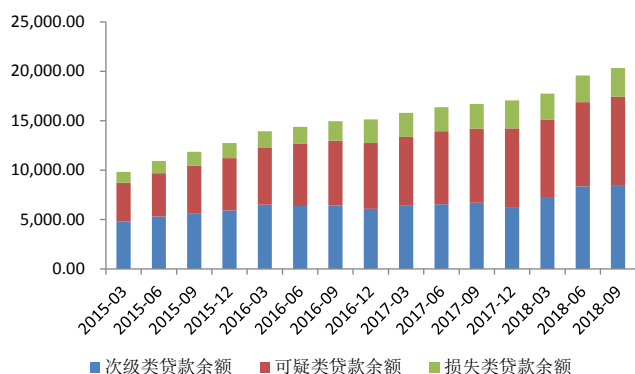
■ 增速受宏观经济影响具有波动性

不良资产处置行业的规模与不良资产的供给相关，当经济周期上行，社会经济活动活跃的时候，不良资产的占比通常会下降，限制不良资产的供给。当经济进入下行周期，社会经济活动放缓，不良资产占比上升，不良资产的供给充足；金融机构的业务模式调整及产业结构调整都会带来不良资产处置的增量需求。

■ 市场规模长期来看持续增加

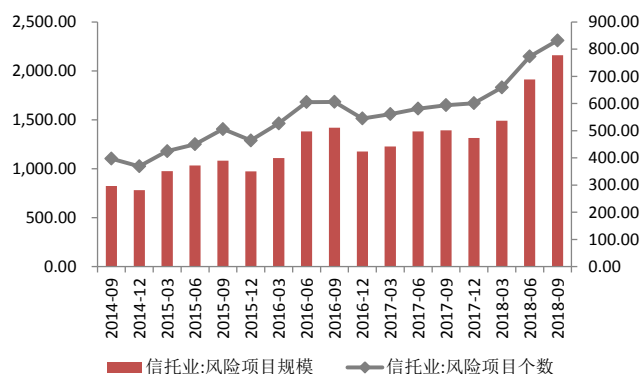
不良资产处置的市场规模取决于各类资产的总体规模和不良资产占比。其中资产的整体规模一般会随着经济发展持续增长，不良资产的占比会有周期性波动，目前我国处于经济发展的转型期，从过去的高速增长将高质量增加进行转变，经济增速正在经历一个放缓的过程，不良资产的供给充分，处置需求增加，不良资产处置的行业前景向好。

图表 22: 商业银行不良贷款余额 (亿元)



来源: wind、中泰证券研究所

图表 23: 信托风险项目规模及个数 (亿元)



来源: wind、中泰证券研究所

他山之石: 盈利能力稳定

■ 海外公司对标: PRA Group

公司成立于 1996 年, 已成为全球化的金融服务公司, 在美洲和欧洲开展个人不良资产处置业务。不良资产的来源包括商业银行、消费金融公司、汽车金融公司等。公司于 2002 年上市, 2014 年更名为 PRA, 目前有 5700 名员工, 在 16 个国家开展业务。

■ 不良资产的处置方式

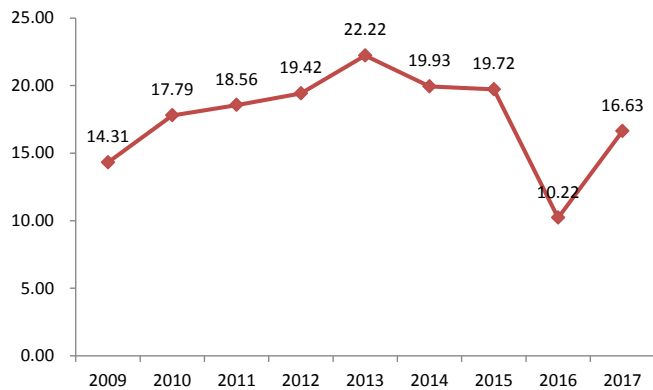
(1) 电催中心。对于具有还款意愿的借款人进行电话催收, 建立催收策略模型, 提高催收效率。(2) 司法催收。对于有还款能力、没有还款意愿的借款人通过司法途径进行催收, 时间节点的把握是关键。(3) 破产清算。根据美国的个人破产法律程序参与资产清算, 在整个破产清算过程中主动管理账户, 确保获得合理的资产分配。

■ 盈利能力稳定

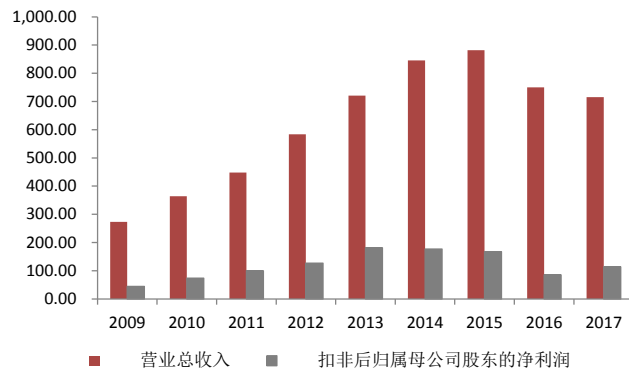
公司的盈利能力比较稳定, 净资产收益率在 10-22% 之间, 近九年的平均值为 17.64%。收入及利润增速具有一定的波动性, 2016 年和 2017 年收入出现了负增长。对于不良资产处置这个具有周期属性的行业, 根据市场环境调整业务发展节奏至关重要。

图表 24: PRA Group 的净资产收益率 (%)

图表 25: PRA Group 的收入和净利润 (百万美元)

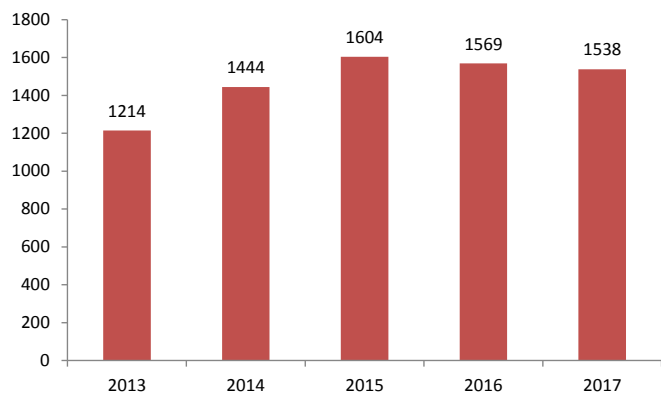


来源: wind、中泰证券研究所



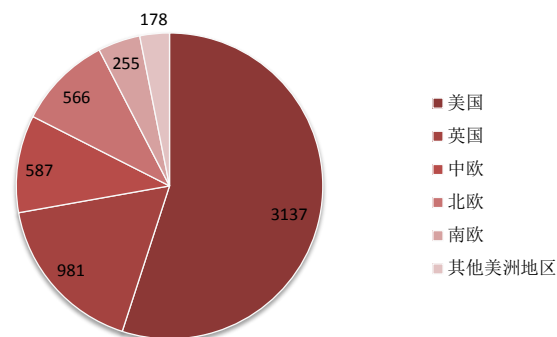
来源: wind、中泰证券研究所

图表 26: PRA 的现金回收和费用收入 (百万美元)



来源: 公司年报、中泰证券研究所

图表 27: PRA 预计剩余回收金额的区域分布



来源: 公司年报、中泰证券研究所

规范化、多元化发展趋势

■ 催收行业的规范

目前我国尚未出台正式的催收行业法律规范。现有的行业规范为 2018 年 3 月中国互联网金融协会提出的《互联网金融逾期债务催收自律公约(试行)》，明确超出法律规定部分不得催收。此外，2017 年，最高法发布了公民信息保护的司法解释。

参考其他国家的相关立法，包括美国的《公平债务催收作业法》、英国的《消费信贷催收公平交易指引》、澳大利亚的《债务催收准则：催收人及债权人》等，我国也将推出类似的催收法律规范。以美国为例，《公平债务催收法》于 1977 年制订，1978 年 3 月 20 日开始生效，用于规范专门替债权人进行催账和追账活动的第三方。这是一项专门针对专业商账追收机构对自然人性质的消费者个人进行催账活动而制订的法律。

图表 28:《公平债务催收作业法》概要**《公平债务催收作业法》的核心内容:**

- 1、商账追收机构不得在债务人不方便的时间给他（她）打催账电话，特别是在晚间 9 时至早晨 8 时之间。
- 2、如果债务人将案件委托给律师，商账追收机构只能同债务人的律师探讨受委托的案件。
- 3、如果债务人所服务的单位的雇主不允许在工作时间打此类电话，商账追收机构不得在债务人的正常工作时间内打电话催账。
- 4、如果商账追收机构以书面形式对债务人进行催收，而其付账的要求被债务人拒绝后，商账追收机构不得在给债务人寄相同内容的信或打电话，除非通知债务人商账追收机构将采取新的合法措施。
- 5、商账追收机构在催账时，必须给债务人书面通知，内容包括：欠债额度；债权人的名称；通知债务人，如果在 30 日以内进行申辩并出示证据，其所欠债额度是可以被更正的；允诺债务人，如果债权债务双方对于欠款事项有争议，商账追收机构也将向债务人提供他（她）被认定欠债的有关证明。

禁止债权人或受委托的商账追收机构出现如下行为:

- 1、使用或威胁使用暴力或其他犯罪手段，造成任何人身、名誉或财产的伤害。
- 2、使用污秽、亵渎言语和为侵扰接听者或读者的言语。
- 3、向公众公布拒绝清偿债务的消费者名单。另有规定的除外。
- 4、做转让债权的广告，以迫使债务人清偿债务。
- 5、造成电话响声，或使任何人重复或不断地同债务人进行电话交谈，以企图困扰、侵扰或侵犯该电话号码所在地点的任何人。
- 6、打电话，但未依法律规定表明打电话者的身份。
- 7、借款代收人于催收款过程中，使用不实、诈欺或误导的陈述或手段。
- 8、以不公平或不正当手段，催收借款或意图催收借款。

来源：公开资料整理、中泰证券研究所

多元化的发展趋势

(1) **不良资产的来源多元化**，从以银行的不良贷款为主扩展到非银机构和非金融机构的不良资产，或者在成为不良资产之前提早介入，化解潜在风险。(2) **处置方式多样化**。不良资产处置行业的市场不断成熟，监管完善，市场化程度提高，处置方式趋于多元化。(3) **业务多元化**。对于不良资产处置机构来说，通过业务板块的增加平滑行业周期波动；对于催收公司来说，除了外包业务之外，还可向客户提供催收策略和反欺诈策略的建议，未来还可以切入不良资产的定价和交易，甚至切入个人债务重组的市场。

投资建议

- 从行业角度自上而下来看，2019 年不良资产处置行业所处的市场环境较为有利。宏观经济仍处于缓慢下行阶段，不良资产供给充分，银行处

置不良资产的意愿较强。不良资产处置行业经历了过去两年政策放开带来的竞争加剧、成本抬升，上游交易价格逐渐趋于理性。另一方面，为了缓解经济下行压力，防范系统性风险，政府采取稳健的货币政策和积极的财政政策，并加快金融行业的市场化改革，加大业务创新力度，完善多层次资本市场，这将有助于不良资产处置行业下游的业务开展，业务规模增速和收益率有望提升。建议关注四大 AMC 中的港股公司中国信贷和中国华融、地方 AMC 持牌公司海德股份以及民营 AMC 相关标的吉艾科技和摩恩电气。

- 从个人不良资产处置这个细分领域来看，目前仍处于发展初期，受个人信贷业务加速发展和金融科技赋能的催化，预计增速高于行业平均水平。二级市场上尚无直接的投资标的，建议关注传统 AMC 和金融服务外包商等上市公司的业务扩张和外延式并购，以及一级市场创业公司的潜在投资机会。

风险提示

- 宏观经济周期带来的业务波动性、金融监管对资产供给方和催收机构的影响、金融科技的落地效果不及预期。

投资评级说明:

| | 评级 | 说明 |
|------|----|------------------------------------|
| 股票评级 | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上 |
| | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间 |
| | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上 |
| 行业评级 | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上 |
| | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上 |

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。