



增持

“君子之言，信而有征” ——消费金融系列之“征信+”专题报告

“征信+”：连接人与服务，玩转大消费

我国个人征信行业将受益于互联网金融、消费金融的高速发展和政策红利释放。我国现已基本形成以央行的公共信用信息征集系统为主、市场化征信机构为辅的多元化格局。我们认为随着个人征信业务的逐步放开，征信行业将进入高速发展期。“征信+”模式的应用将无限扩大个人征信的潜在价值，给予**增持**评级。

■ 个人征信：万丈高楼平地起，新金融打开成长空间

过去两年，互联网金融在裸奔，一方面是监管缺失，另一方面是信息不对称。近年来我国在呼吁支持互联网金融的发展和强调其倒逼传统金融的作用。在新金融发展成为承载重大社会意义的全新金融模式的路上，个人征信体系建设作为相应的配套服务体系不可逾越。

■ 首批牌照进入倒计时，未来征信巨头崭露头角

市场翘首以盼的个人征信牌照又有了新进展。据媒体称央行已对首批个人征信入围机构发布了《征信机构监管指引》，这意味着对入围机构的验收已接近尾声。首批受益的机构将迎来抢占市场的先机——快速丰富数据资源，开发信用产品，争夺客户资源。

■ “征信+”新模式打造多维信用生活

征信机构除了能够提供基础征信服务与增值服务外，还能将个人信用信息运用到更多生活服务场景中，开创传统征信业务之外的“征信+”新模式，即“场景应用”模式。生活与信用的联系将无所不在。未来预计将会有更多的互联网金融平台、生活服务平台等切入个人征信行业。

■ 连接人与服务，可撬动的商业规模无限扩大

从基础征信服务与增值服务来看，征信公司并不一定能成为独角兽。但以其作为连接人与服务的重要一环，可以撬动的商业规模不可限量。“征信+”作为个人征信的创新模式，在我国的应用还处于初级阶段。随着个人征信与更多的领域进行对接，“征信+”模式将为征信机构带来无限的商机，潜在商业价值将被无限扩大。

■ 相关标的梳理

个人征信牌照涉及数据安全以及我国数据市场的构建，我们看好该牌照给予的先发优势以及行业进入门槛。在该阶段，我们看好控股华道征信的银之杰，以及积极参与并有数据沉淀的“考拉系”公司，包括梅泰诺、蓝色光标、拓尔思、旋极信息和广联达。

■ 风险提示

政策风险；牌照落地不达预期；业务开展不达预期。

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

非银金融：消费金融

魏涛, CPA*

(8610)66229364

tao.wei@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514080004

郭晓露

(8610)66229361

xiaolu.guobj@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514120001

*李冠一为本报告重要贡献者

目录

个人征信行业概况.....	3
我国征信行业现状.....	7
国际上主流的美欧日三大模式.....	19
未来我国个人征信的发展格局.....	25
相关标的梳理.....	33
研究报告中所提及的有关上市公司.....	35

个人征信行业概况

征信的数据源和应用范围不断延伸

征信是指由专业化的、独立的第三方机构为企业或个人建立信用档案，依法采集、客观记录其信用信息，并依法对外提供信用信息的服务，最终帮助客户判断、控制信用风险，进行信用管理的活动。征信按业务模式可分为企业征信和个人征信两类。由于两者存在法律属性差异，所以业务开展和监管要求都有诸多不同。本文主要针对个人征信进行探讨。

传统领域的征信主要是指与银行业务相关的信贷信息的收集以及其他相关活动。相较于传统征信，互联网时代下征信的数据源和应用范围在不断的延伸。网购、支付、理财、互联网行为（或社交）等数据被逐渐纳入到个人信用信息采集中。征信服务的范围也不再局限于金融机构对信贷信息的提供与反哺，应用领域拓宽到担保、租赁、保理等各类授信活动中，甚至于住宿、出行、婚恋等各种生活场景。

图表 1. 征信的作用

征信的作用	使用对象	主要内容
规避信用风险，改善信用管理，制定信贷政策	金融机构	全面了解授信对象，减少认证，防范恶意欺诈、过度负债等道德、信用风险；提升信用管理水平，降低经营风险；制定以及完善信贷政策。
加强金融监管和宏观调控	政策制定机关	按照不同的监管和调控需要，对信贷市场、宏观经济等运行状况进行全面、深入的统计和分析，并制定相应的监管和调控政策。
为市场参与者提供决策依据	其他市场参与者	征信机构在收集数据的基础上加工并出具企业和个人的综合评价，如信用评级等，一定程度上反映了企业和个人的风险水平，有效降低授信市场信息不对称，提供决策依据。

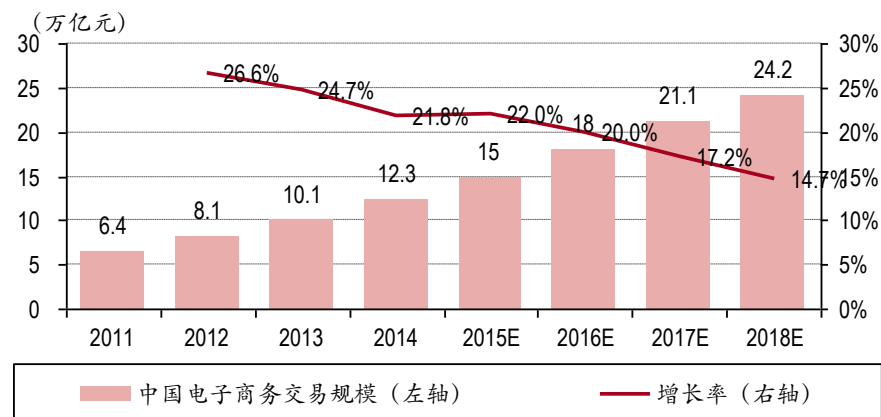
资料来源：中银国际证券

个人征信行业发展的核心驱动力

互联网金融野蛮成长推动个人征信系统建设

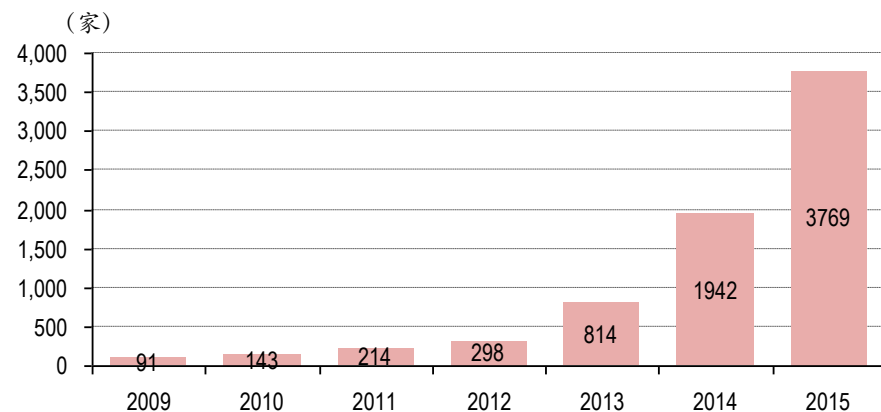
我国民间投融资需求旺盛，但受限传统渠道，资本流动长期受到抑制。互联网金融概念的兴起提供了高效率且低门槛的投资渠道，例如 P2P 网贷、众筹投资、在线理财等平台。近年来互联网平台交易活跃，电子商务规模快速增长。据艾瑞咨询的统计，2014 年我国电子商务交易规模已达 12.3 万亿元，同比增长 21.3%，预计 2017 年将达到 21.1 万亿元。活跃的线上用户为互联网金融的全面铺开提供了巨大的流量支持。以 P2P 网贷为例，据网贷之家统计，截至 2015 年 10 月，P2P 上线平台近 3,600 家（其中问题平台超过 1,000 家），历史累计成交量已突破万亿元。

图表 2. 中国电子商务交易规模 (2011-2017 年)



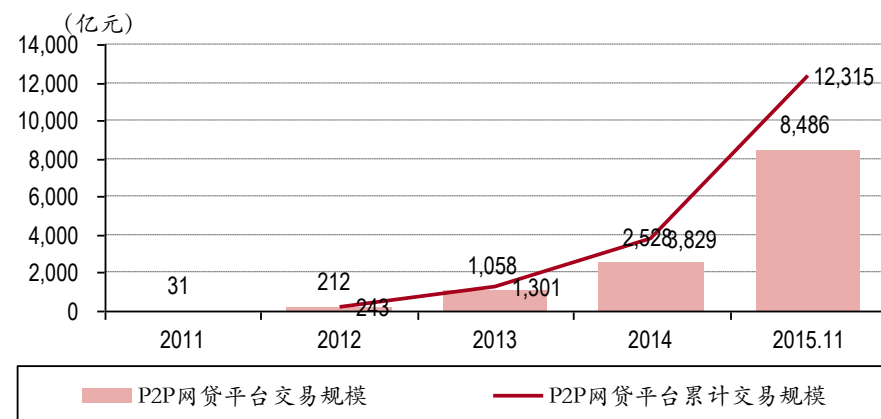
资料来源: 艾瑞咨询, 中银国际证券

图表 3. P2P 网贷平台总数 (2009-2015 年)



资料来源: 网贷之家, 中银国际证券

图表 4. P2P 网贷交易规模 (2009-2015 年)



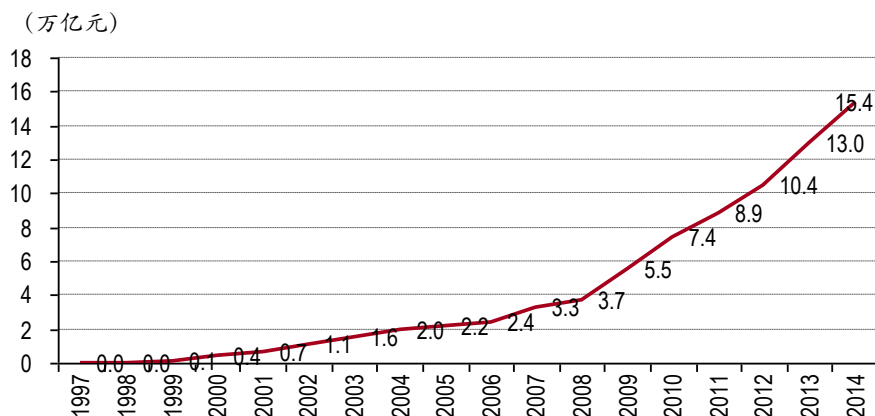
资料来源: 网贷之家, 中银国际证券

但由于我国现有个人征信体系存在诸多局限, 投融资双方信息不对称, 在线投资面临着较大的信用风险, 很大程度上制约着互联网金融进一步健康发展。征信作为促进互联网金融发展的基础设施之一, 亟需推动、规范和完善。

消费信贷高速增长凸显个人征信体系的制度缺陷

我国的消费信贷起步于 20 世纪 80 年代，自 90 年代末开始迅速发展。据央行统计，我国消费信贷规模由 1997 年的 172 亿元增加到了 2014 年的 15.4 万亿，增长了 895 倍。据艾瑞咨询的预测，2017 年我国消费信贷规模将超过 27 万亿元，可见消费信贷业务巨大的潜力。

图表 5. 我国消费信贷规模 (1997-2014 年)



资料来源：中国人民银行，中银国际证券

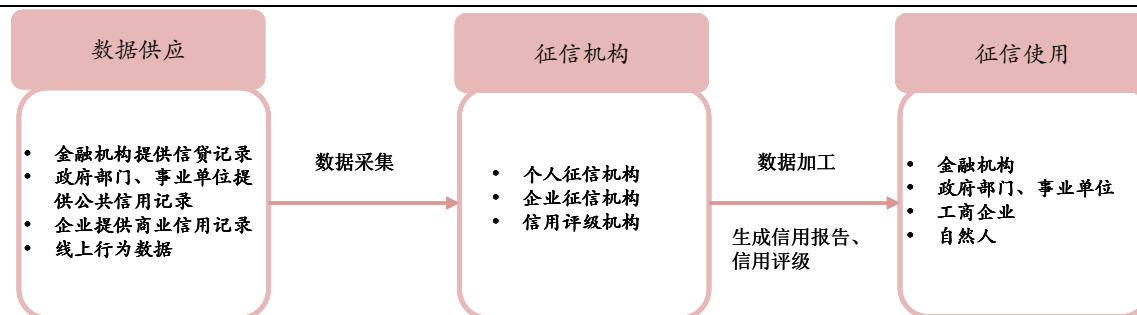
随着信贷规模的迅速增长，我国个人征信体系的制度缺陷也逐渐凸显出来。首先，我国征信体系的资源一直集中在央行的征信中心，而目前征信中心并不对民间小贷、担保、P2P 网贷等机构完全开放。面对大量的个人及小微借款用户，这些民间金融机构以及网贷公司需要自行完成信审工作，不仅会提高贷款成本，同时加大了风控难度。尤其对于网贷机构来说，线下做尽职调查的成本在一定程度上直接抵消了互联网高效、低成本的天然优势。

其次，央行征信系统的信息并不完整，数据也不连续。即便向民间金融机构及网贷公司开放，也只能覆盖部分用户。据统计，截至 2015 年 9 月，央行征信系统共收录了 8.7 亿自然人，其中有信贷记录的为 3.7 亿人，可形成个人征信报告、得出个人信用评分的有 2.75 亿人。也就是说全国约 74% 的人在央行征信系统里没有信贷记录，约 80% 的人无法形成个人征信报告。而且，央行征信系统的数据来源以金融机构的信贷信息为主，并没有征集多维度的个人信用信息，如网购、理财、水电煤缴费、租房信息等。因此，为了满足规模不断扩张、品种日益丰富的消费信贷对信用信息的需求，我国征信体系亟需完善。

“信息提供-加工-使用” 征信产业链

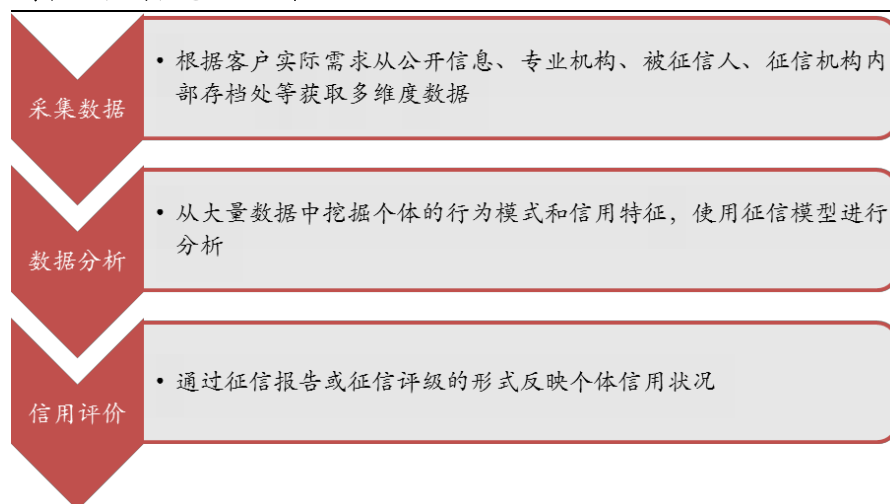
整个征信产业链主要包含上游的数据供应商，中游的征信机构和下游的征信使用方。在我国个人数据信息主要包括住房、购车、信用消费、教育、医疗、社会保障和犯罪等，数据主要来源于金融机构、教育部门、社会保障部门、公安部门、事业单位和企业，现在逐渐纳入线上行为数据。征信机构得到信用数据后，通过模型评分评级，形成信用报告、信用评级等征信产品，反过来又为数据供应方所使用，形成“信息提供-加工-使用”的产业链。

图表 6. 征信产业链



资料来源：中银国际证券

图表 7. 信用信息处理流程



资料来源：中银国际证券

我国征信行业现状

我国征信行业发展历程

图表 8. 我国征信业发展历程

发展阶段	时间	主要事项	服务类型
萌芽阶段	80 年代后期	1) 为适应企业债券发行和管理，银行成立第一家信用评级公司 上海远东资信评级有限公司；	主要经营企业征信，几乎没有 专门的个人征信机构。
	1996 年	2) 为满足涉外商贸、与美国邓白氏合作； 3) 专门从事企业征信的新华信国际信息咨询有限公司正式对外 服务。	
试点阶段	1996 年	1) 1996 年银行在全国推行企业贷款证制度；	个人征信开始局部试点。
	—	2) 1997 年经银行批准上海开始运行个人征信试点；	
成长阶段	2003 年	3) 1999 年上海资信公司成立，从事个人和企业征信服务；	政府主导征信发展，以公共征 信服务为主。
	—	4) 2002 年银行信贷登记咨询系统建成地、省、总行三级数据库， 实现全国联网查询。	
成长阶段	2003 年	1) 2003 年设立征信管理局；	政府主导征信发展，以公共征 信服务为主。
	—	2) 2006 年银行建成全国集中统一的个人信用信息基础数据库；	
成长阶段	至今	3) 2013 年 3 月《征信业管理条例》正式实施。	政府主导征信发展，以公共征 信服务为主。
	—		

资料来源：中银国际证券

我国征信体系发展现状

我国征信体系建设由信贷征信起步，目前已经基本形成以央行的公共信用信息征集系统为主、市场化征信机构为辅的多元化格局。央行征信系统基本上为每一个有信用活动的企业和个人建立了信用档案，对外提供基础性的信用信息服务。市场化征信机构则立足于细分市场，发挥其细分数据优势，向社会提供多样化的信用信息服务。

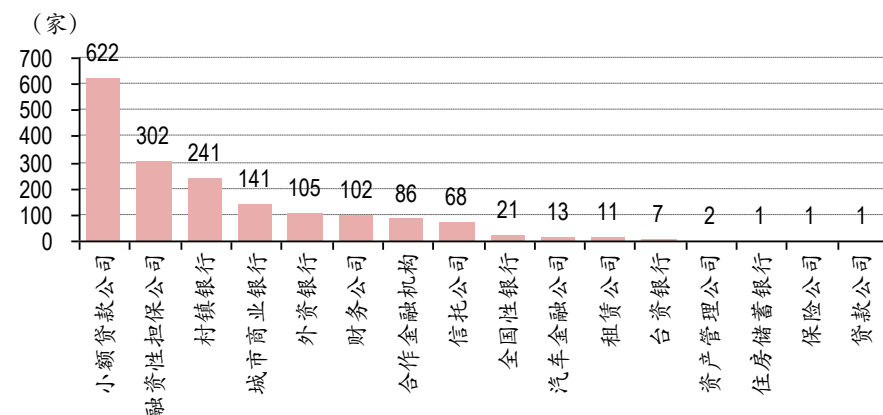
央行征信系统

央行征信系统包括企业信用信息基础数据库和个人信用信息基础数据库，于 2006 年 7 月实现全国联网查询。央行征信系统的数据主要来源于银行业金融机构等传统意义上的信贷机构，同时也包括社保、公积金等公共信息。从这些机构得到信用数据后，通过模型评分评级，形成信用报告、信用评级等征信产品。央行征信系统的需求方包括：银行、政府部门、工商企业、个体自然人等，多数发生在个人购房和购车、个人小额信贷、企业信贷、债券买卖等场景中。

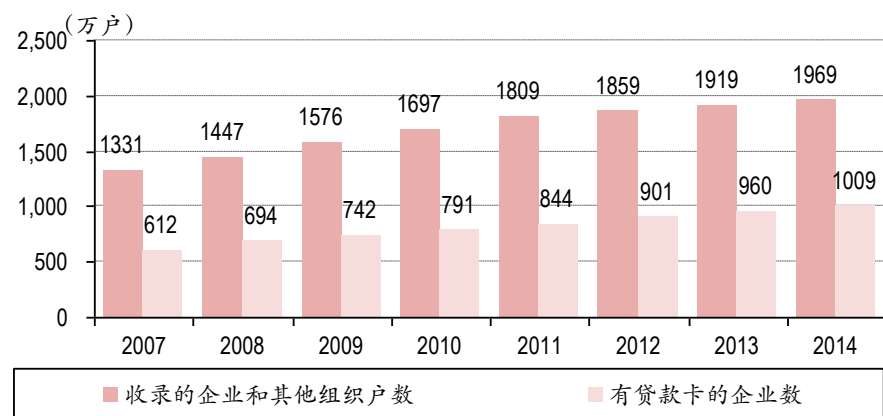
图表 9. 央行征信中心企业及个人征信服务概览

	企业征信	个人征信
报告用途	反映企业信用状况的文书，通过客观记录的企业信息，全面、准确、及时地反映其信用状况	记录了客户与银行之间发生的信贷交易历史信息的基础个人信息产品，包括信用卡、贷款、担保等信贷业务
报告内容	基本信息： 企业身份、出资人、高管信息等 信贷信息： 企业在金融机构的当前负债和已还清债务信息 公共信息： 社会管理方面信息，如欠税、行政处罚、法院判决信息等 声明信息： 征信中心标注、信息主体声明等	公安部身份信息核查结果： 公安部信息共享平台的信息 个人基本信息： 身份、婚姻、居住、职业等信息 银行信贷交易信息： 客户在各商业银行或其他授信机构办理的贷款或信用卡账户的明细和汇总信息 非银行信用信息： 从其他部门采集的可以反映客户收入、缴欠费或其他资产状况的信息 本人声明及异议标注： 本人说明、征信中心标注 查询历史信息： 展示何机构何人在何时以何种理由查询过该人的信用报告
使用场景	商业银行信贷审批和贷后管理 政府部门评奖、招标或审计机构审计等活动	银行版： 依法办理信贷的金融机构（主要是住房公积金管理中心、财务公司、汽车金融公司、小额信贷公司等）审核信贷申请和担保人、及贷后管理 个人版： 个人信用查询 征信中心内部版： 数据统计、宏观风险控制
查询权限	经过企业的授权同意后，商业银行、政府部门等可以查询该企业的信用报告	不管是商业银行、消费者还是人民银行，查询者查询个人信用报告都必须取得被查询人的书面授权

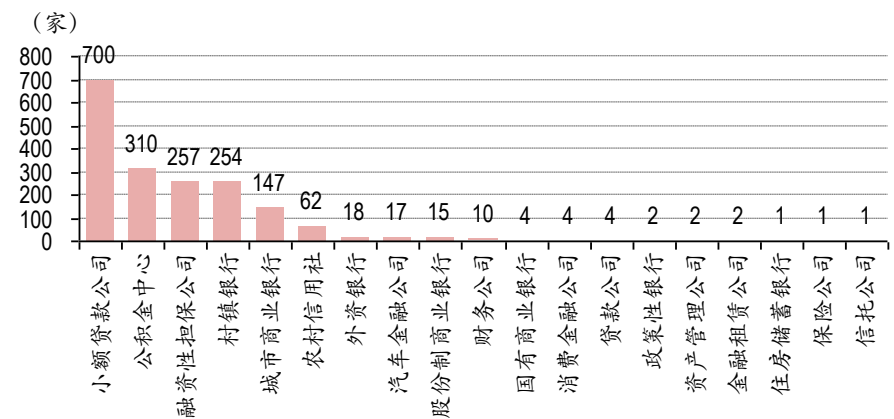
资料来源：中银国际证券

图表 10. 企业信用信息基础数据库服务的机构用户（2014 年）


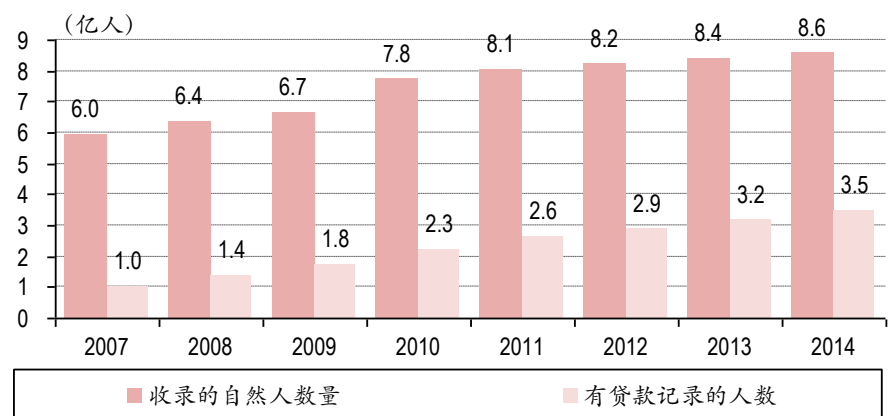
资料来源：《征信系统建设运行报告（2004-2014）》，中银国际证券

图表 11. 企业信用信息基础数据库收录的企业及其他组织数量（2007-2014 年）


资料来源：《征信系统建设运行报告（2004-2014）》，中银国际证券

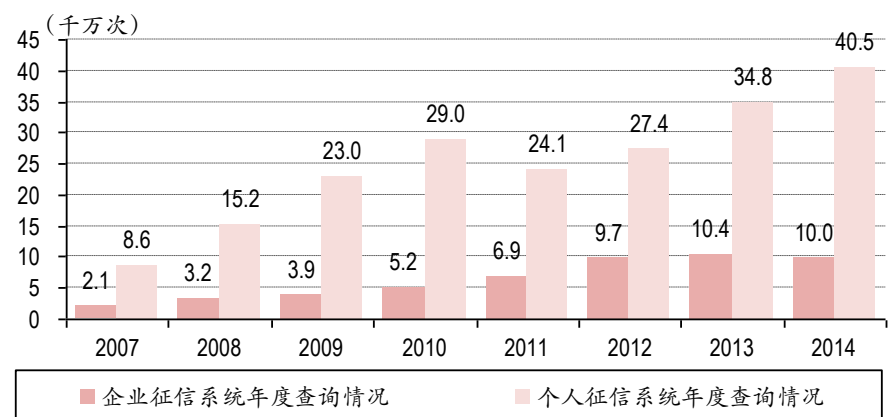
图表 12. 个人信用信息基础数据库服务的机构用户 (2014 年)


资料来源:《征信系统建设运行报告 (2004-2014)》, 中银国际证券

图表 13. 个人信用信息基础数据库收录的自然人数量 (2007-2014 年)


资料来源:《征信系统建设运行报告 (2004-2014)》, 中银国际证券

截至 2014 年底, 企业信用信息基础数据库开通查询用户 14.8 万户, 累计查询 5.23 亿次, 2014 年全年查询共计 9,950.4 万次, 个人信用信息基础数据库开通查询用户 13.3 万个, 全年查询次数 20.83 亿次, 2014 年全年共查询 4.05 亿次。

图表 14. 企业和个人信用信息基础数据库年度查询情况 (2007-2012 年)


资料来源:《中国征信业发展报告 (2003-2013)》, 中银国际证券

市场化征信机构

1999年7月，经央行批准，我国首家提供信用调查服务的资信公司——上海资信有限公司正式挂牌。该公司主要向上海市民提供消费信用调查服务。它属于一个由政府支持的试点性公司，但它标志着我国第一家市场化征信机构的成立。

据央行发布的《中国征信业发展报告（2003-2013）》，我国市场化征信机构可分为两类：第一类是社会征信机构，约50多家。这类机构规模相对较小，主要以从事企业征信业务为主，较少从事个人征信业务。征信业务收入和人员主要集中在几家大的征信机构上，如上海资信、鹏元资信、新华信等。现也有一些社会征信机构开始服务于个人征信和P2P网贷平台。例如，上海资信的金融征信系统（NFCS）和安融惠众的小额信贷行业信用信息共享平台（MSP）是近几年成立的专为P2P行业提供信用信息服务的机构。第二类是信用评级机构，约80多家，其中9家从事债券市场评级业务，收入、人员、业务规模相对较大，包括大公国际、中诚信、联合资信等；其余从事信贷市场评级业务，主要包括借款企业评级、担保公司评级等。

图表 15. 我国主要社会征信机构和信用评级机构

类型	机构	主要业务
社会征信机构	上海资信有限公司	个人和企业信用报告、信用评分；系列评分；账户管理。
	鹏元征信有限公司	个人和企业信用报告、信用评分；征信系统开发；中小企业信用风险控制。
	新华信国际信息咨询有限公司	企业信用报告、企业数据库产品；市场研究咨询；数据库营销服务。
	中诚信征信有限公司	企业征信调查、应收账款管理咨询、信用风险管理软件开发。
	大公国际资信评估有限公司	债务工具创新设计；主体及债券评级。
信用评级机构	东方金诚国际信用评估有限公司	主体及债项评级；企业及金融机构综合财务实力评估；企业资信及履约能力评估；企业信用数据管理。
	联合资信评估有限公司	主体及债项评级；信用风险咨询。
	中诚信国际信用评级有限公司	主体及债券评级；信用信息服务、信用管理咨询。

资料来源：中国人民银行，中银国际证券

征信体系建设步入快车道

我国发布社会信用体系建设专项规划，明确征信行业发展道路

近年来，国家大力推进信用体系建设，国务院陆续发布了一系列推进国家征信事业发展的政策文件，提出要把诚信建设摆在突出的位置，大力发展征信产业。2003年3月，国务院提出要用5年左右的时间初步建立起与我国经济发展相适应的社会信用体系的基本框架和运行机制。同年十六届三中全会通过的《关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》进一步指出：“建立健全社会信用体系，形成以道德为支撑、产权为基础、法律为保障的社会信用制度，是建设现代市场体系的必要条件，也是规范市场经济秩序的治本之策。”在2005年出台的《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十一个五年规划的建议》中，又提出了“以完善信贷、纳税、合同履约、产品质量的信用记录为重点，加快建设社会信用体系，健全失信惩戒制度”的具体要求。2007年3月，国务院在《关于社会信用体系建设的若干意见》中提出了“建设社会信用体系，是完善我国社会主义市场经济体制的客观需要，是整顿和规范市场经济秩序的治本之策。”2014年1月，国务院常务会议通过《社会信用体系建设规划纲要（2014-2020年）》。

《社会信用体系建设规划纲要》(2014-2020年)(以下简称《纲要》)是我国首部国家级社会信用体系建设专项规划,它为征信行业的发展规划出了框架。其明确提出了社会信用体系建设的主要目标:到2020年,社会信用基础性法律法规和标准体系基本建立,以信用信息资源共享为基础的覆盖全社会的征信系统基本建成,信用监管体制基本健全,信用服务市场体系比较完善。《纲要》主要内容如下:

- 在监管体系方面:提出在未来的5年时间内,征信行业将在政府的监管下以市场化的方式快速发展。
- 在技术手段方面:从生产、流通、金融、税务、社会保障、环境保护等各个细分领域的信用建设,明确了利用信息技术、大数据技术实现道德量化,解决深层次问题的路径与方法
- 在金融征信平台方面:明确提出要完善金融信用信息基础数据库,进一步推动银行、证券、保险、外汇等金融管理部门之间信用信息系统的链接,并实现金融、商务、政务等各行业信用信息的共享,从而推动金融业统一征信平台建设。
- 征信数据库方面:提出从区域和行业两个维度建设社会信用数据库,加大各行业信用信息系统与征信系统间的信息交换与共享,加大对征信机构建立征信系统的支持。

从对《纲要》的解读中,我们相信我国在未来的5-10年各个行业、各级政府将逐渐建立起维度多元、数据详细的信用信息基础数据库,进一步扩大信用报告的覆盖范围,提升系统对外服务水平。征信数据的采集范围将会逐步扩展到更多领域,从而给数据提供商带来更多机会。未来将会出现面向不同对象的征信服务产品体系,从而满足社会多层次、多样化和专业化的征信服务需求。现存的征信行业将迎来黄金发展的5年,未来也将会有更多家公司分批次进入征信行业,分食征信业千亿蛋糕。

2015年1月5日,央行印发了《关于做好个人征信业务准备工作的通知》,要求芝麻信用管理有限公司、腾讯征信有限公司等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。目前,央行已经完成了对这八家征信机构的最终审核工作,征信牌照有望在近期下发。同时,包括万达金融、京东金融、宜信在内的不少企业也开始申请第二批个人征信牌照。

2015年7月4日,国务院发布《关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》(下称《意见》)。《意见》提出支持利用大数据、云计算等技术手段发展市场化个人征信业务,加快网络征信和信用评价体系建设。

2015年7月18日,央行等联合印发的《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》(以下简称《指导意见》)也特别提出推动信用基础设施建设,培育互联网金融配套服务体系。

图表 16. 征信发展的主要政策文件

文件	时间	机构	相关内容
《国务院办公厅关于社会信用体系建设的若干意见》	2007 年 3 月	国务院	完善行业信用记录，推进行业信用建设；加快信贷征信体系建设，建立金融业统一征信平台；培育信用服务市场，稳妥有序对外开放。
《中共中央关于深化文化体制改革推动社会主义文化大发展大繁荣若干重大问题的决定》	2011 年 10 月	中国共产党第十七届中央委员会	要把诚信建设摆在突出位置，大力推进各领域的诚信建设，抓紧建立健全覆盖全社会的征信系统。
《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》	2013 年 11 月	中国共产党第十八届中央委员会	要建立健全社会征信体系，褒扬诚信，惩戒失信。
《中国征信业发展报告》(2003-2013)	2013 年 12 月	央行	进一步完善征信法规体系；大力发展征信市场体系；健全征信管理体系；探索建立征信宣传教育体系；构建征信文化体系；推进社会信用体系建设。
《社会信用体系建设规划纲要》(2014-2020 年)	2014 年 6 月	国务院	推进重点领域诚信建设；加快推进征信系统建设；推进信用信息的交换与共享；推进征信产品创新，扩大应用领域；完善金融信用信息基础数据库，金融业统一征信平台建设。
《关于做好个人征信业务准备工作的通知》	2015 年 1 月	央行	要求芝麻信用、腾讯征信、华道征信等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。
《关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》	2015 年 7 月	国务院	利用大数据发展市场化个人征信业务，加快网络征信和信用评价体系建设。
《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》	2015 年 7 月	央行	推动信用基础设施建设，培育互联网金融配套服务体系；推动符合条件的相关从业机构接入金融信用信息基础数据库；允许有条件的从业机构依法申请征信业务许可。

资料来源：中银国际证券

我国已形成以《征信业管理条例》为核心的信用监管体系

现阶段我国在原有信用管理法律法规的基础上，进一步加大制定与信用管理相关的法律力度，加紧完善现有的信用监管条例，目前已经形成了由多部法律法规构成、以《征信业管理条例》为核心的框架体系。

此前，我国政府在信用征信立法规范领域已经做了一些探索，包括 2000 年上海出台的《上海市个人信用联合征信试点办法》，2001 年底深圳出台的《深圳个人信用征信及评级业务管理办法》和 2005 年 10 月央行实施的《个人信用信息数据库管理暂行办法》。

2013 年 3 月，《征信业管理条例》（以下简称《条例》）正式实施，解决了征信业发展无法可依的问题。主要内容如下：

- 监管体系方面：明确了央行作为征信业的监督管理部门履行对征信业和金融信用信息基础数据库运行机构的监督管理职责。
- 征信机构设置方面：对设立从事个人征信业务的征信机构的管理相对严格。除符合公司法规定的条件外，还需具备主要股东信誉良好，最近 3 年无重大违法违规记录，注册资本不少于 5,000 万元，有符合规定的保障信息安全的设施、设备和制度、措施等条件，并经央行批准，取得个人征信业务经营许可证后方可办理登记。但是对于设立从事企业征信业务的征信机构的管理相对宽松。其只需向工商行政管理部门办理登记，并向央行的派出机构备案即可。
- 金融信用信息基础数据库方面：规定了金融信用信息基础数据库由国家设立，不以营利为目的，该专业机构由央行监督管理。从事信贷业务的机构有义务向金融信用信息基础数据库提供个人和企业的信贷信息。金融信用信息基础数据库为金融机构、企业、个人等提供查询服务。

《条例》明确了征信的概念，将信用报告业务、信用评分业务和信用评级业务等统一纳入征信管理的范围，适应了对征信业进行统一监管的需求。此外，《条例》以立法形式明确了央行征信业监督管理部门的地位，为我国征信业规范发展提供了重要前提。《条例》同时还确认了征信中心作为不以营利为目的的国家基础数据库运行维护者的法律地位，明确了金融机构向征信中心提供客户信用信息的法定义务，赋予征信中心自行收集相关征信信息的权利，从而保证了征信中心充分发挥其公共征信机构的市场角色。

《条例》的出台有利于加强对征信市场的管理，规范征信机构、信息提供者和信息使用者的行为，保护信息主体权益；有利于发挥市场机制的作用，推进社会信用体系建设。

此后，2014 年央行先后发布《金融信用信息基础数据库用户管理规范》（下称《用户规范》）和《征信机构信息安全规范》（下称《安全规范》），其中《用户规范》对不同机构的用户职责、创建等行为以及制度建设、信息反馈、内部审计等内容进行了规范，便于各类机构加强对用户的管理，防范违规查询、泄露信息的行为发生。《安全规范》重点规范征信机构的信息安全，对征信机构的安全管理、安全技术和业务运作等方面提出具体要求，为征信机构建设系统，保障信息安全提供了指引。以上两项征信标准的发布实施，进一步丰富了以《征信业管理条例》为基础的征信法律制度体系，为征信机构建立和完善信息安全管理体系统，规范信用信息的采集、加工、保存、查询和使用提供了指导和支撑，有利于加强信息主体权益保护，促进征信市场健康规范发展。

图表 17. 征信发展的主要法规章程

文件	时间	机构	相关内容
《个人信用信息基础数据库管理暂行办法》	2005 年 8 月	央行	组织商业银行建立个人信用信息基础数据库并负责设立征信服务中心；个人信用数据库的信用信息为商业银行和个人提供信用报告查询服务。
《中国人民银行信用评级管理指导意见》	2006 年 6 月	央行	信用评级机构应拥有相当的有一定经验的专业评估人员；信用评级机构应向央行提供相关材料。
《个人信用信息基础数据库数据金融机构用户管理办法（暂行）》	2012 年 7 月	央行	征信服务中心负责系统的日常运行和维护；金融机构指定专人负责系统管理。
《个人信用信息基础数据库数据报送管理规程（暂行）》	2012 年 7 月	央行	征信中心负责个人信用信息基础数据库的日常运行和维护；数据报送机构应按照人民银行的要求，及时、准确和完整地报送本机构所有个人贷款、贷记卡和准贷记卡等业务的个人信用信息。
《征信业管理条例》	2013 年 1 月	国务院	央行监督管理征信业进行；征信机构的设立条件；征信业务的规则；金融信用信息基础数据库。
《企业信用管理规范指引》	2013 年 7 月	中国信协	与信用服务机构、行业协会及同业企业建立联系，保障充分利用信用信息资源；充分利用外部专业的信用服务提升信用管理水平。
《征信机构管理办法》	2013 年 11 月	央行	征信机构的设立条件；个人征信机构应每向人行报告征信业务开展情况。
《企业征信服务机构自律公约》	2015 年 4 月	中国信协	提供公正的征信服务、信用评价服务、信用认证服务；信用服务市场的独立性。

资料来源：中银国际证券

我国个人征信业务即将放开

2015年1月5日，央行印发了《关于做好个人征信业务准备工作的通知》，要求芝麻信用、腾讯征信、考拉征信、华道征信、前海征信、中智诚、中诚信和鹏元征信这八家民营征信机构做好个人征信业务的准备工作。这八家个人征信机构中既有在互联网大数据方面具有明显优势的互联网征信企业，如芝麻信用、腾讯征信，也有老牌的传统征信企业，如中诚信、鹏元征信。由于股东背景不同，这八家征信机构的数据来源和开发的征信产品也各有不同。

芝麻信用的数据主要是基于阿里巴巴的电商交易数据（天猫、淘宝）和蚂蚁金服的互联网金融数据（支付宝、余额宝、招财宝、蚂蚁小贷、蚂蚁花呗等），并与公安等公共机构以及合作伙伴建立数据合作。数据涵盖了信用卡还款、网购、转账、理财、水电煤缴费、租房信息等。信用评分“芝麻信用分”综合考察信用历史、行为偏好、履约能力、身份特质、人脉关系五个维度的信息，得分在350-950之间。

图表 18. 芝麻信用



资料来源：公司网站，中银国际证券

腾讯征信的数据来源于QQ的社交数据、财付通的交易数据以及合作第三方机构提供的教育、交通方面的数据。目前产品主要是反欺诈产品和信用评级产品。信用评级综合考察用户的消费偏好、资产构成、身份属性和信用历史四个维度，分数体现为7颗星星。

图表 19. 腾讯信用



资料来源：公司网站，中银国际证券

考拉征信的数据主要基于拉卡拉十年积累起来的便民、电商、金融以及近亿级个人用户和百万线下商户日常经营的相关数据，且能共享其五大股东在通信、税务方面的数据。信用评分产品“考拉信用分”包含履约能力、身份属性、信用记录、社交关系和交易行为五个维度，得分在 300-850 之间。

图表 20. 考拉征信



资料来源：公司网站，中银国际证券

华道征信通过两大股东银之杰和新奥资本，以及第三方合作机构收集五个方面的数据：银行信贷数据、公安司法数据、运营商数据、公共事业数据、网络痕迹数据。首推的信用评分产品“猪猪分”主要用于检验租房者的信用状况，包含身份认证、背景特质、消费水平、生活信用和日常行为五个模块，满分为 1000 分。

图表 21. 华道征信



资料来源：公司网站，中银国际证券

前海征信的数据源 60% 为平安集团旗下的金融数据，其余来自合作金融机构提供的数据。征信产品包括三大类：数据产品（好信黑名单、好信度、好信盗甲）、功能性插件（好信认证和好信易申请）、云系统（信审云、反欺诈云、催收云）。其信用评分产品“好信度”采用与美国 FICO 完全一致的评分标准，得分在 300-850 之间。

图表 22. 前海征信



资料来源：公司网站，中银国际证券

中智诚的数据源自于合作的第三方机构。目前推出的征信产品是针对 P2P 网贷和互联网金融机构专门研发的反欺诈云平台。依靠试试动态画像、中文模糊匹配算法等技术，可以通过多维身份认证、“黑名单”匹配等，从申请贷款客户中辨别欺诈者。

图表 23. 中智诚征信



资料来源：公司网站，中银国际证券

中诚信的数据主要来源于依托的第三方机构。信用评分产品“万象分”是基于其 10 多年为银行提供个人信用评分的实践，从身份属性、信用记录、履约能力、行为特质、社交影响五个方面综合考量个人信用。

图表 24. 中诚信征信



资料来源：公司网站，中银国际证券

鹏元征信是中国最早成立的商业征信机构之一，数据来自于早期建设的“深圳市个人信用征信系统”以及合作的第三方机构的数据。征信产品包括个人及企业信用报告、信用评分产品（“鹏元 800”个人信用综合评分、信用卡风险评分、小额贷款风险评分、催收评分、中小企业小额贷款申请评分等）以及互联网征信整体解决方案。

图表 25. 鹏元征信



资料来源：公司网站，中银国际证券

图表 26. 首批八家试点个人征信机构股东背景、数据来源及征信产品比较

征信机构	主要股东	主要数据来源	主要征信产品
芝麻信用	蚂蚁金服集团	阿里巴巴的电商数据、蚂蚁金服的互联网金融数据；合作的第三方机构提供的数据（包括公安、法院、政府部门等提供的数据）。	信用评分服务：芝麻信用分，参考国际主流的信用评分模式，综合考虑包括信用历史、行为偏好、履约能力、身份特质、人脉关系五个维度的信息。
腾讯征信	腾讯集团	QQ 的社交数据、财付通的交易数据；合作的第三方机构提供的数据（包括教育、交通等数据）。	反欺诈产品：包括人脸识别和欺诈测评两个主要的应用场景，主要服务于银行、证券、P2P 等商业机构； 个人信用报告：信用等级采取打星的形式，综合考虑用户的消费偏好、资产构成、身份属性和信用历史四个维度。
考拉征信	拉卡拉、旋极信息、蓝色光标、拓尔思、梅泰诺、广联达	拉卡拉金服的数据、其他股东，如蓝色光标、拓尔思等的数据（包括通信、企业税务等）；合作的第三方机构提供的数据（包括公安、法院、航空、教育等数据）。	信用评分产品：考拉信用分，包括个人信用分，企业信用分，商户信用分和职业信用分； 考拉信息验证平台：对借贷人在贷前、贷中和贷后进行认证、跟踪和审核，对互联网金融平台提供风控保障。
华道征信	银之杰、北京创恒鼎盛、清控三联、新奥资本	合作的第三方机构提供的数据（包括小微贷机构、公安等提供的数据）；亿美软通提供的运营商数据；新奥资本提供的燃气数据	信用评分产品：猪猪分，用于检验租房者的信用情况，考察身份认证、背景特质、消费水平、生活信用、日常行为五大模块； 反欺诈产品：反欺诈联盟，共享黑名单和负面信息。
前海征信	平安集团	平安集团的数据；合作金融公司提供的数据。	数据产品：好信黑名单、好信度（评分产品 Credoo）、好信盔甲（防欺诈平台）； 功能性插件：好信认证和好信易申请（识别客户身份）； 云系统：信审云、反欺诈云、催收云。
中智诚	盛希泰、阿米巴资产管理	合作的第三方机构提供的数据。	反欺诈云平台：允许客户设计反欺诈规则，还具有多维身份认证、行业内黑名单匹配、欺诈案件等功能。
中诚信	中国诚信信用管理集团	合作的第三方机构提供的数据（包括银行、支付公司、保险公司、法院及通讯公司等提供的数据）。	信用评分产品：万象分、个人通信信用评分； 征信报告：包括信贷信息、违约信息、互联网行为等； 风险信息查询：包括涉诉信息及“黑名单”信息。
鹏元征信	鹏元资信评估公司	深圳市个人信用征信系统；合作的第三方机构提供的数据（包括银行、小贷公司、政府部门、公共事业单位等提供的数据）。	个人及企业信用报告； 信用评分产品：“鹏元 800”个人信用综合评分、信用卡风险评分、小额贷款风险评分、催收评分等； 互联网征信整体解决方案：解决无效申请、信息不规范、信息虚假等问题，也提供身份认证、欺诈识别等服务。

资料来源：中银国际证券

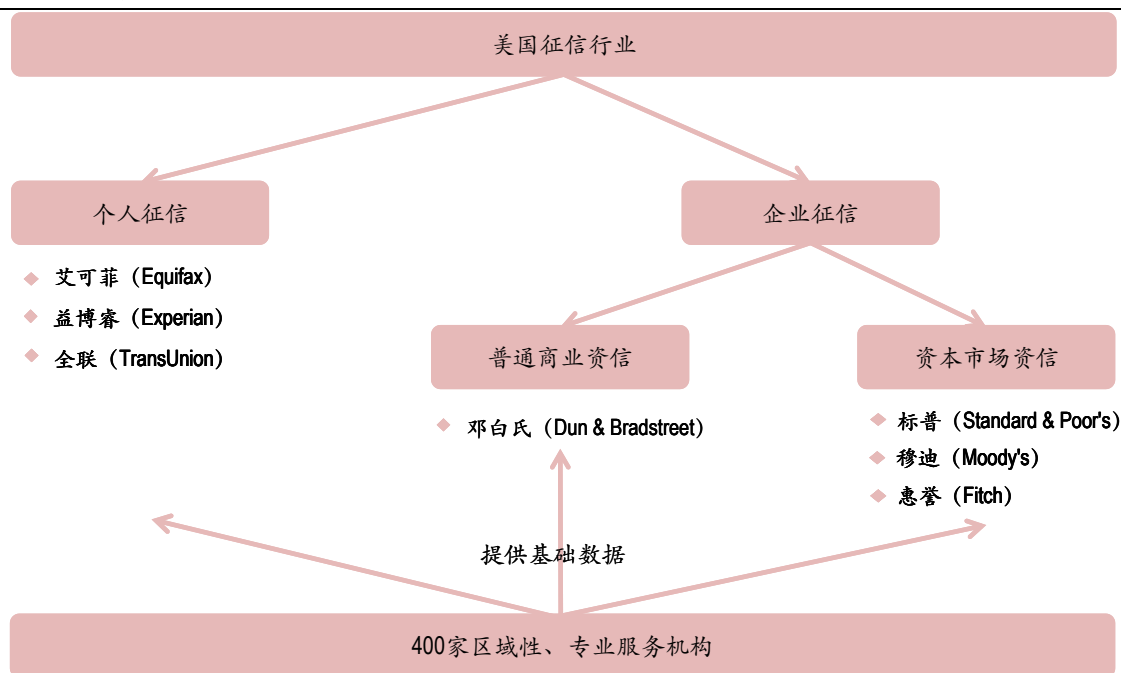
今年7月，央行完成了对这八家个人征信机构的首轮验收工作，随后又完成了第二轮验收工作，但目前首批个人征信牌照仍未正式下发。据了解，不少企业及 P2P 网贷平台，包括百度、京东金融、万达金融、快钱、拍拍贷等均有申请第二批个人征信牌照，且部分机构已经向央行提交了申请。

国际上主流的美欧日三大模式

市场主导型征信：美国

目前三种征信模式较为普遍，美英等发达国家采用的大多是市场主导型。征信机构一般以营利为目的，收集、加工个人和企业的信用信息，为需求者提供独立的第三方服务。在该信用体系中，征信市场主要通过企业自发的市场竞争形成市场格局；政府依靠制定法律，设立监管机构等方式对征信市场做出一定的规范。美国、加拿大、英国和北欧国家，均采用这种征信体系。美国的征信业对市场作了比较明确的划分。可以分为面向个人的征信机构、面向企业的征信机构和面向资本市场的专业信用评级机构。

图表 27. 美国征信市场机构图



资料来源：中银国际证券

美国的个人征信市场以益博睿(Experian)、艾可菲(Equifax)和全联(TransUnion)三大信用公司为核心。它们各有大约 2.5 亿美国居住者的信用报告，基本覆盖美国全部成年人口。三大信用公司每年发布超过 10 亿份信用报告，此外还为消费者提供信用信息、营销信息等服务。

美国征信公司都以营利为目的，它们由私有部门创立并直接参与市场竞争。在市场竞争中，征信公司数量从 60 年代的两千多家减少到目前的三四百家。目前在个人征信市场上，三大征信公司占据了 70% 的份额。除此之外，还存在 400 多家地区性信用机构，这些机构或依附于三大信用公司，或与它们有业务往来，从而形成了三家征信公司三足鼎立的局面。

益博睿 (Experian)

益博睿成立于 1996 年，总部位于爱尔兰都柏林。目前在 39 个国家设立办事处，客户遍及 80 个国家，持有超过 4 亿消费者和 5,000 万家企业的信息资料以及全球 1.3 亿家庭和消费者的营销信息资料。益博睿帮助个人用户查询自己的信用报告和信用评分，并防止身份盗用。

图表 28. 益博睿 (Experian) 业务范围

客户	主要服务	主要内容
企业	征信服务	提供借款者的信用报告。
	决策分析	处理和挖掘自有数据、客户的数据以及第三方的数据，辅助客户管理和决策。
	市场营销	依据消费者档案发掘和了解客户，辅助市场营销活动。
个人	查询服务	提供信用报告和信用评分。
	身份保护	防止身份盗用。

资料来源：公司资料，中银国际证券

益博睿年营业收入和净利润分别从 2007 年的 35 亿美元和 4.6 亿美元增长到 2014 年的 48 亿美元和 8.2 亿美元，保持稳步增长的态势。2014 年，益博睿的基础征信服务占据总营业收入的 47%，决策分析、市场营销服务等征信衍生业务已经和传统征信服务并驾齐驱。

按照客户地域划分，益博睿来自北美、拉美、英国及爱尔兰、其他地区（欧洲及亚太）的收入占比分别为 50%、17%、20%、11%，国际化特征显著。按照客户行业划分，益博睿已经实现了客户行业多元化，传统金融领域客户只贡献了 30% 的营收，非金融领域客户贡献其他 70% 的营收。

益博睿有三大核心优势：1) 拥有海量优质的数据并将持续投入以获得更广、更深和更有质量的数据。同时采用先进的处理和分析工具，对客户日常经营情况进行分析，实现客户决策自动化；2) 拥有 30 年以上国际化经营的经验，了解不同市场的独特性以及每个客户的独特需求；3) 建立了识别、评估、应对和报告风险的管理体系，帮助公司认识潜在的战略、商业、财务、合规、法律和声誉影响，做出有效决策。

艾可菲 (Equifax)

艾可菲成立于 1899 年，总部位于美国亚特兰大，主要业务基于六亿消费者个人信息和八千万机构信息，使用先进的技术和统计分析工具为企业客户提供定制化的数据处理和分析服务、决策制定解决方案。在美国，艾可菲是领先的薪酬与人力资源管理外包服务提供商，拥有大量且分散的客户，包括金融机构、企业、政府和个人，业务遍及 19 个国家。

图表 29. 艾可菲 (Equifax) 业务范围

主要业务	主要内容
国内消费者信息服务	面向国内企业提供消费者信息，包括在线消费者信息查询、决策技术解决方案、欺诈和身份管理、抵押贷款报告和消费者金融市场服务。
国际消费者信息服务	面向国外企业提供类似国内的消费者信息服务。
人力解决方案	收入和雇佣认证服务、薪酬和人力资源管理外包服务。
北美个人解决方案	帮助消费者知晓、管理、保护他们的信息。
北美商务解决方案	提供北美企业的信用、金融、市场和其他信息。

资料来源：公司资料，中银国际证券

艾可菲的营业收入和净利润分别从 2009 年的 17 亿美元和 2.2 亿美元增长到 2014 年的 24 亿美元和 3.7 亿美元。从 2014 年的收入构成来看，向国内和国际企业提供的消费者信息服务贡献了总收入的 66%，表明基本征信服务和直接衍生服务是主要收入来源。人力资源方案业务已成为重要业务之一，贡献了总收入的 21%。

北美业务涵盖国内消费者信息服务、北美个人解决方案、北美商务解决方案和人力解决方案等四项业务，合计贡献 79% 的营收。金融机构和抵押贷款机构客户合计贡献了 44% 的营收，不足五成，在其他类客户中，消费者个人、雇主各自贡献了 10% 的营收，体现出公司客户多元化结构。

全联 (TransUnion)

全联成立于 1968 年，总部位于芝加哥。全联拥有多元化和稳定的客户群，业务覆盖 33 个国家，涉及金融、保险、健康、零售、汽车、通信等多个行业。全联依靠 5 亿个人信息和 4,500 万企业信息，帮助企业更加及时和科学地授信、管理风险、承销、防止欺诈和开拓客户，帮助消费者实时监控和保护个人信息。

图表 30. 全联 (TransUnion) 业务范围

客户	主要服务	主要内容
国内/国外信息服务	数据服务	向授信企业提供潜在客户的财务状况和风险情况。
	市场营销	帮助企业主动开拓新客户、增加现有客户的交叉销售。
	决策服务	提供软件平台帮助企业了解数据和模型结果，通过了解新客户的信用、财务、医疗、住房信息评价业务收益和风险。
个人	查询服务	向消费者提供信用查询、信用监控和信息保护的服务。
	身份保护	将服务批发给战略伙伴，结合他们自己内容再提供给消费者。

资料来源：公司资料，中银国际证券

全联年营业收入分别从 2009 年的 9 亿美元增长到 2014 年的 13 亿美元，保持稳步增长的态势。随着国内消费者个人信息管理需求增加和新兴国家市场信息服务需求增强，消费者和新兴市场信息服务营收占比提升较为明显，分别从 2009 年的 13.75% 和 9.81% 增长到 2013 年的 17.22% 和 12.18%。

FICO 评分系统

美国 FICO 公司 (Fair Isaac Corporation) 是世界上第一家提供信用评分数学模型的专业化公司，开发了世界上第一套信用行为评分模型和第一套信用报告评分模型。在过去的十年间，FICO 占据了美国征信市场绝大多数的份额，它的评分体系也成为目前美国应用最为广泛也是最为人所知的信用评分。FICO 评分是根据个人的信用记录运用统计的方法计算所得的，主要用于贷款方快速、客观地度量客户的信用风险，缩短授信过程。FICO 计算信用评分的公式是不对外公布的，但是公布了具体关注的 5 个主要因素：客户的信用偿还历史 (35%)、信用账户数 (30%)、使用信用的年限 (15%)、新开立的信用账户 (10%)、正在使用的信用类型 (10%)。

- 偿还历史。影响 FICO 得分的最重要的因素是客户的信用偿还历史，大约占总影响因素的 35%。支付历史主要显示客户的历史偿还情况，以帮助贷款方了解该客户是否存在历史的逾期还款记录。
- 信用账户数。该因素仅次于还款历史记录对得分的影响，占总影响因素的 30%。该类因素主要是分析对于一个客户，究竟多少个信用账户是足够多的，从而能够准确反映出客户的还款能力。
- 使用信用的年限。该项因素占总影响因素的 15%。一般来讲，使用信用的历史越长，越能增加 FICO 信用得分。该项因素主要指信用账户的账龄，既考虑最早开立的账户的账龄，又包括新开立的信用账户的账龄，以及平均信用账户账龄。

- 新开立的信用账户。该项因素占总影响因素的 10%。人们总是倾向于开立更多的信用账户，选择信用购物的消费方式，FICO 评分系统也将这种倾向体现在信用得分中。据调查，在很短时间内开立多个信用账户的客户具有更高的信用风险，尤其是那些信用历史不长的人。
- 正在使用的信用类型。该项因素占总影响因素的 10%，主要分析客户的信用卡账户、零售账户、分期付款账户、金融公司账户和抵押贷款账户的混合使用情况，具体包括持有的信用账户类型和每种类型的信用账户数。

FICO 公司为美国三大个人征信机构开发了三种不同的 FICO 评分系统，分别是艾可菲的 BEACON，益博睿的 ExperianPFair Isaac Risk Model 和全联的 FICO Risk Score。FICO 公司开发的这三种评分系统使用的是相同的方法，并且都分别经过了严格的测试。所以虽然系统公司不同，但是同一个人的分数在这三家中的得分可谓是相差无几。

美国征信行业特点

- 美国征信行业集中度高，寡头垄断特征明显。1960 年末，美国征信公司大约 2,200 家，区域特征明显。在信息技术驱动、全国性银行出现等外力驱动下，个人征信市场经历并购潮，小规模、区域性征信公司被淘汰，形成当前以益博睿、艾可菲、全联三家为行业巨头，其余 250 余家与它们有紧密合作关系整体格局。
- 美国征信行业规范数据采集标准，统一数据处理量化标准。为避免信息资源浪费，确保原始数据具有真实性与一致性，美国信用局协会 (ACR) 制定了专门用于个人征信机构的统一数据采集标准与报告格式 Metro2，设定了标准字段和字长。为了确保机构间信用报告的可比性，美国征信机构在数据处理方面统一采用 FICO 信用评分法，给每个指标设置权重，综合计算得分，得分区间通常在 300-850 分之间。
- 美国征信行业实行跨部门联合监管体系。由于征信信息的提供和使用方可以分为银行系统与非银行系统，因此美国政府根据其监管范畴进行分类监管，形成整体跨部门的有序监管体系。其中，联邦储备体系、联邦存款保险公司、财政部货币监理局负责监管银行系统个人征信业务监管；联邦贸易委员会、国家信用联盟管理办公室、司法部共同监管非银行机构个人信用的数据提供、处理与使用。

政府主导型征信：欧洲

政府主导型的公共征信模式，是欧盟国家的主流征信模式，以依靠国家和政府的力量组建的公共征信机构为主体。许多欧盟成员国，如德国、法国、意大利、西班牙、比利时等均采用以央行建立的中央信贷登记系统为主体的信用管理模式。银行被强制向央行信用信息局提供数据，所有银行统一接口，由央行搭建全国数据库。央行或金融管理部门建立中央信贷登记系统，不以营利为目的，建立统一的全国信用信息数据库。该模式又分为两个支系，即：以法国为代表的完全公共征信体系，和以德国为代表的公私兼有型的征信体系。

法国征信体系

法国是典型的完全公共征信体系，不存在私营征信机构，征信服务由国家主导。法国个人征信体系是依据 1989 年颁布的《防止以及解决个人贷款问题的法案》而设立的，主要记录个人贷款逾期、拖欠或透支情况，同时也包括个人破产情况和基于法院清算命令而偿还贷款的情况。依据法律规定，所有信贷机构和金融机构必须每月向个人征信系统报告关于分期付款、贷款、租赁、信贷额度和透支的逾期记录情况。同时，法国非常注重对个人信息的保护，相继出台了各种相关法案，以应对信息化给个人造成的伤害。例如，征信机构不仅在采集及录入个人数据时需要获得书面同意，而且在使用信用报告时同样需要获得书面形式认可。

德国征信体系

德国的征信体系主要由公共信用信息系统和私营信用服务系统两大部分组成。公共信用信息系统主要包括联邦信贷登记中心系统、地方法院工商登记簿、破产法院破产记录、地方法院债务人名单等。除了联邦信贷登记中心系统的数据仅供银行与金融机构使用外，其余信息均对外公开并可查询。私营信用服务系统是由一系列从事信资调查、信用评级、资产保理等业务的信用服务公司组成的，为企业与消费者建立数据库，并提供相关信用服务。

欧洲征信行业特点

- 欧洲征信体系的主体是由政府组建并运行的非盈利性公共征信机构。它主要由各国的中央银行或银行监管机构开设，并由央行负责运行管理。在这种模式下，征信机构更像是国家金融监管的一部分，其所获得的信用信息主要是提供给金融机构或者银行内部使用，其主要作用也是为金融决策、金融监管和商业银行的信贷服务作参考，还为中央银行的货币政策调整提供依据。
- 信用信息的流通和使用具有局限性。根据政府主导型个人征信体系的法律规定，其数据的提供和使用实行对等原则，只有为征信系统提供信用信息的机构有使用征信信息的资格。也就是说其流通使用的范围对象是固定的。一般这些信用数据主要在金融机构和中央银行之间流通，这就意味着其他有需求的主体很难获得所需的信用信息。
- 信息来源有强制性且信息内容范围较窄。实行政府主导型征信模式的国家要求全部的金融机构必须参加信用信息系统，而且要求其必须定期将自己掌握的信用数据报送给公共征信机构。其征信内容范围较窄主要表现在两个方面：一方面，其信息来源范围比较狭小。它只收集征信系统范围内的金融机构的信息，而且主要以贷款信息为主，法院、税务机关等其它非金融机构的信息占比很小。另一方面，公共征信机构主要采集一定金额以上的信贷信息，而非收集全部的贷款信息。

会员制征信：日本

以日本为代表的是会员制征信。这种模式是指以行业协会为主建立信用信息中心，为协会会员提供个人和企业的信用信息互换平台。在会员制模式下，会员向协会信息中心义务地提供个人或者企业的信用信息，同时协会信用信息中心向协会会员提供信用信息查询服务。协会信用信息中心不以为盈利目的，只收取成本费用以维护系统的运行和扩大。

日本征信体系

日本个人征信采用行业会员制模式，个人征信机构是附属于行业协会的非盈利机构，只向协会成员共享信用信息，且仅提供基本征信服务。目前，日本个人信用信息中心呈“三足鼎立”之势，分别由银行业协会、消费信贷业协会和信用产业协会设立。

- 全国银行消费者信用信息中心（KSC）：隶属于银行业协会。协会会员主要有 131 家商业银行、1230 家非银行金融机构、220 家银行附属公司和 1 家信用卡公司。提供的服务包括：贷款、信用卡等个人信用信息收集、登记及提供。
- 株式会社日本信息中心（JIC）：隶属于消费信贷业协会。协会会员主要有信贩公司、消费者金融公司、银行信用卡公司、担保公司、租赁公司等。提供的服务包括：信用信息收集、登记管理及提供。
- 株式会社信用信息中心（CIC）：隶属于信用产业协会。协会会员主要为信用公司、百货商店和银行的信用卡公司、家电企业信贷公司、汽车行业信用卡公司、租赁公司、保险公司、手机公司等。提供的服务包括：消费者信用信息收集管理及提供。

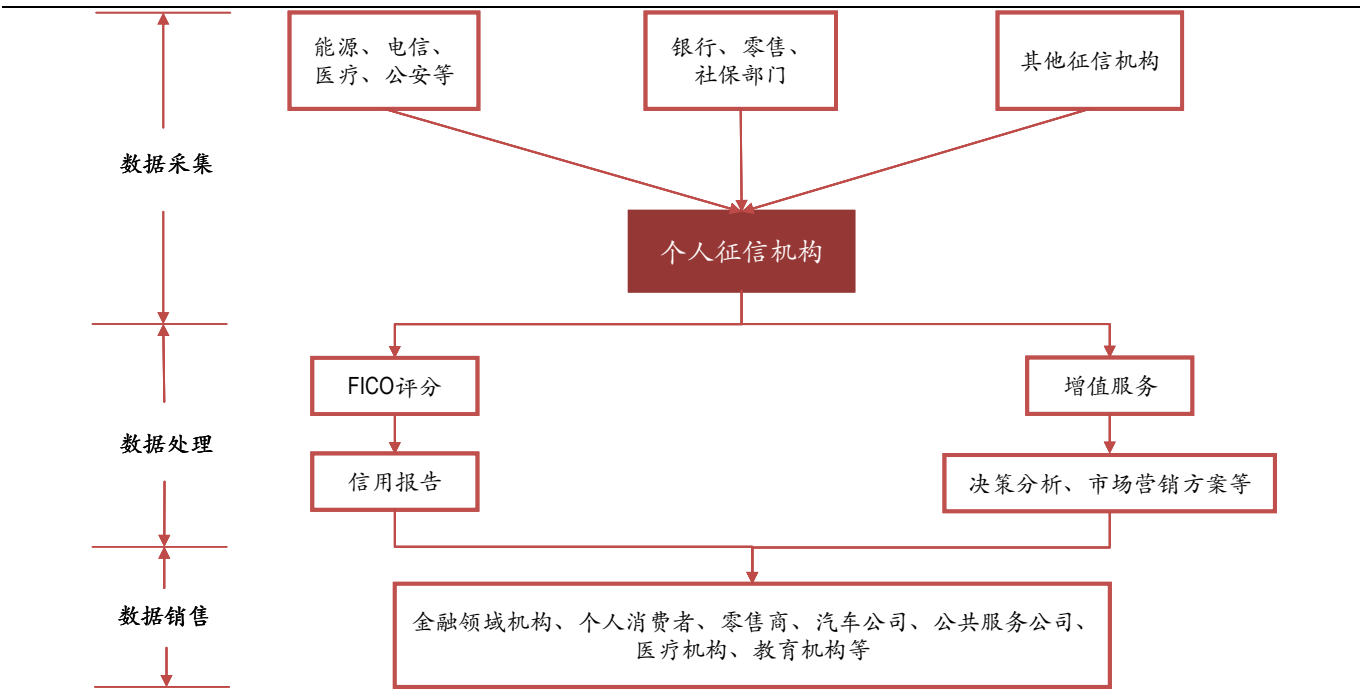
日本征信行业特点

- 征信机构的信息源于会员，同时信息使用的范围也限于会员。在日本会员制模式下，征信机构即行业协会信息中心的个人信用信息均源于其行业中的会员。会员向行业协会信息中心提供信息也是他们的基本义务。协会信用信息中心仅限于向其会员提供个人信息。而且向自身的会员提供信息也有着严格的限制，只有会员在向某一消费者提供贷款、发放信用卡、签订分期付款销售合同等信用业务时，会员才可以向行业协会信息中心申请查询消费者的信用信息，除此之外不能查询其他任何信息。
- 征信机构是由会员出资筹建。信用信息中心作为行业协会中的一个职能部门由会员出资而建，为会员无偿服务。信用信息中心为会员间的信息交流提供一个平台，通过这个平台实现信用信息的共享。
- 会员征信机构一般按照信息最小化原则收集个人信息。日本法律并没有明确规定可以收集的个人信息范围，但是为了保护个人信息免受侵害，征信机构一般在收集信息的时候按最小化原则收集个人信息，即只收集和登记尽可能少的信息，仅限于分析客户偿还能力与支付能力的最低限度的信息。

未来我国个人征信的发展格局

主要盈利模式

图表 31. 美国三大个人征信机构的基本业务流程



资料来源：中银国际证券

基础征信产品与服务

基础征信服务主要包括消费者信用报告和信用评分。信用报告是征信机构通过不同渠道（如授信机构、政府部门、司法部门以及通过调查等方式）收集消费者的相关信息，将这些信息进行整合，最后形成标准格式的书面文件。信用评分是征信机构进行数据采集后，把有关消费者在各部门、各领域、各地方的分散数据甄别出来，利用经济计量模型进行权重设置，综合计算得分。

我国央行征信系统目前提供统一的个人信用报告，自 2014 年起开始对个人查询本人信用报告收费，每年前两次免费，第三次以上，每次收取服务费 25 元。相比而言美国的个人征信机构提供的基础征信产品则更为多样化，费用也更为昂贵。以全联为例，全联的基础征信服务包括四类产品：全联的个人信用报告和信用分数、三大公司合成的个人信用报告、三个公司的信用分数和消费债务分分数，价格从 19.85-44.85 美元/份不等。这类基础信用产品的收入大约占美国三大个人征信机构总营业收入的一半左右。

图表 32. 全联(TransUnion) 个人信用报告和信用评分费用

信用产品	价格（美元/份）
三大公司合成的个人信用报告	29.95
三大公司合成的个人信用报告+三个公司的信用分数	39.9
三大公司合成的个人信用报告+三个公司的信用分数+消费债务分分数	44.85
全联的个人信用报告和信用分数	19.85

资料来源：公司资料，中银国际证券

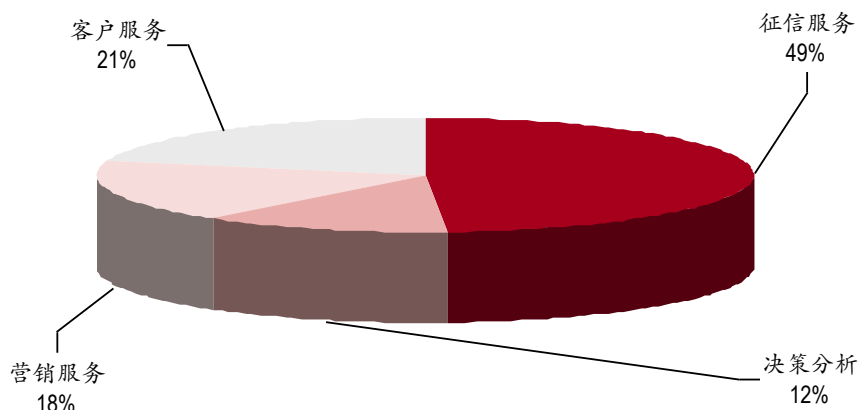
除了央行提供的个人信用报告，我国八家试点个人征信的机构大部分也都推出了信用评分和信用报告，如芝麻信用的“芝麻信用分”、华道征信的“猪猪分”、腾讯征信的个人征信报告等。这些产品目前只针对企业收费，但产品成熟以后也可以学习美国的个人征信机构，推出多样化的个人基础征信服务，按不同的服务水平收取一定的费用。

增值产品与服务

原始信用数据对各方面信用信息的服务是十分有用的，然而，要实现这些原始数据的有效利用，银行等贷款人必须耗费大量的时间、资源和专业去分析这些数据。在这种情况下，征信机构的增值服务应运而生。

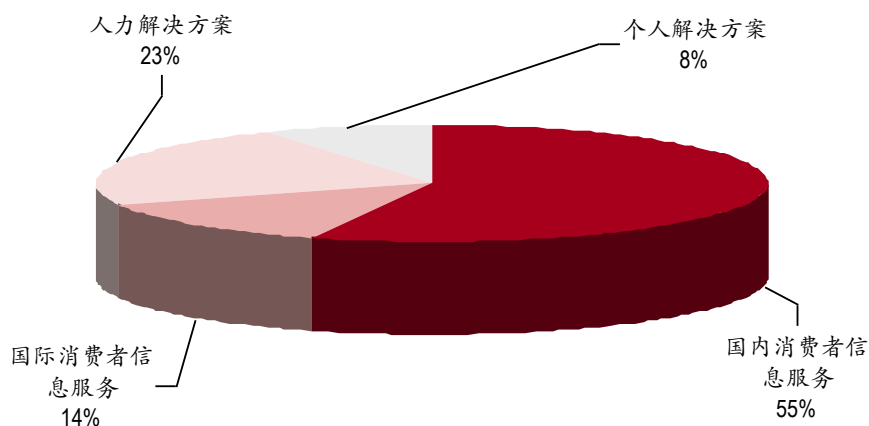
从益博睿和艾可菲 2014 年的收入结构来看，益博睿的征信服务收入占总营业收入的 49%，艾可菲的消费信息服务中，基础征信服务的收入占比也在 50% 左右，而剩余的收入都来自于衍生出的增值服务，包括决策分析、营销方案、身份保护等服务。

图表 33. 益博睿（Experian）2014 年收入结构



资料来源：中银国际证券

图表 34. 艾可菲（Equifax）2014 年收入结构



资料来源：中银国际证券

增值产品与服务的种类较多，大致包括两方面：一是针对信用授予方的需求而开发的衍生产品与服务，如帮助客户寻找目标客户和新的业务、帮助客户对其客户进行管理、帮助客户和其客户建立良好的关系等。二是针对消费者需求开发的衍生产品与服务，包括身份保护、防欺诈服务等。如艾可菲针对消费者身份欺诈推出的“消费者信用监视（Credit Watch）”。只要消费者每月向艾可菲交纳 12.95 美元，消费者的任何个人信用信息发生变化，艾可菲就有义务在 24 小时之内将消费者的个人信息变化通过邮件发送给消费者，以保证消费者随时监控自己的信用状况。目前试点的八家征信机构中有不少推出了针对企业的衍生征信产品，如腾讯征信的人脸识别和欺诈测评，但都是针对企业的反欺诈服务，未来可以针对个人消费者的需求开发多元化的增值产品及服务。

图表 35. 艾可菲（Equifax）个人信用产品与服务三大套餐费用

信用产品	产品内容	价格（美元/份）
信用数据表	一年两次的 FICO 和艾可菲完整信用评级报告；每天发送邮件提醒信用变化；获取客户服务	14.95
证件保卫	保护身份证盗取；一份三合一的信用报告和无限制的艾可菲信用报告；超过一百万的身份盗窃保险	16.95
完全计划	每天发送邮件提醒在三大机构的分数变化；一年可以看到三大征信机构的报告各一次；无限制获取艾可菲的信用报告	17.95

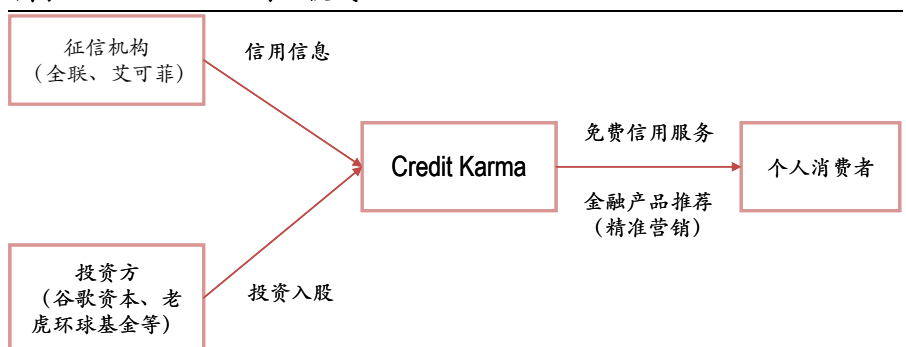
资料来源：公司资料，中银国际证券

“征信+”场景应用打造新赢利点

征信机构除了能够为个人提供基础征信服务与增值服务外，它还能将掌握的消费者信息运用到生活及金融等不同的场景中，在更多的领域获得收益。

美国的 Credit Karma 公司就将消费者的信用信息运用到了金融场景中，根据用户的信用特征和获得金融产品的可能性，将定制化的金融公司的产品广告推送至适合的用户。Credit Karma 的商业模式可以简单概括为注重各方共赢，使个人消费者、做产品广告的金融机构和 Credit karma 都获得相应的利益。它的主要收入来源通过消费性金融机构广告和信贷产品推荐获得。它对个人消费者的数据进行数据挖掘，并利用算法使消费者看到符合自身需要的广告。通过这样的匹配，做广告的金融信贷机构将获得更多的优质客户。Credit Karma 与这些金融机构协议约定，根据挖掘客户的效果收取提成，同时该项服务信息会在 Credit Karma 网站披露给消费者。Credit Karma 的这种商业模式为它吸引了包括谷歌资本（Google Capital）、老虎环球基金（Tiger Global Management）和瓦利诺管理公司（Valinor Management）等共计 3.7 亿美元的投资，公司估值达到 35 亿美元。

图表 36. Credit Karma 商业模式



资料来源：财新网，中银国际证券

图表 37. 美国三大个人征信机构和 Credit Karma 的比较

	美国三大个人征信机构	Credit Karma
数据来源	来源较多且杂，包括授信机构、公共事业部门等	征信机构和消费者自身
征信产品和服务	信用报告、信用评分、信用监测、市场营销等	简版信用报告、信用评分、信用监测以及金融产品推荐
主要服务对象	授信机构和个人消费者	个人消费者
服务是否收费	收费	免费
盈利模式	从授信机构和个人消费者收费	向金融公司收费

资料来源：财新网，中银国际证券

我国目前还没有成规模的市场化个人征信机构，不能够像美国一样获得足够的征信数据源。但随着个人征信机构的逐渐放开，民营征信机构可以学习 Credit Karma 的商业理念和服务模式的创新，对所掌握的个人信用信息进行提取，将其运用到更多场景中，开创传统征信业务之外的“征信+”个人征信新模式，即“海量数据——有效信息提取——场景应用”模式。

在我国首批八家试点个人征信业务的机构中，芝麻信用已经将芝麻信用分的使用拓展到了生活场景和金融场景。对于生活场景，芝麻信用分接入了租车、租房、酒店住宿等生活场景并提供针对性服务。如芝麻信用状况在“良好”以上（即芝麻信用分在 600 分以上）的用户，可享受神州租车提供的免押金租车服务，以及“阿里旅行·去啊”提供的国内 3,000 余家酒店免押金先入住，离店后再付款的“信用住”服务。对于金融场景，芝麻信用分涉足个人消费金融领域，已与蚂蚁微贷旗下“花呗”、“借呗”、招联金融旗下“好期货”开展合作。芝麻信用状况在“良好”

以上的用户可向“花呗”申请最高额度为 3 万元的消费额度，并在淘宝、天猫平台上用“花呗”额度消费。此外，还可通过“借呗”申请金额最高为 5 万元的个人消费贷款，还款期限最长可达 12 个月。芝麻信用状况为极好（即芝麻信用分在 700 分以上）的用户，可申请开通“好期货”享受额度在 2 千至 1 万元的个人消费贷款等。

腾讯征信也积极拓展金融场景，利用自身的数据优势开发信贷产品。如腾讯的财付通与信而富小额贷款公司合作推出的现金贷产品，额度在 1,000 元到 3,000 元不等，拥有更高信用评分的个人能够申请到利率更低、额度更高的消费信贷。腾讯征信未来还将依据个人的信用评分向其推荐合适的金融产品。

个人征信机构在衡量消费者的信用情况上具有巨大的优势，可以通过和多个领域企业的对接，将大数据分析运用到更大的范围中。

个人征信机构的核心竞争力

对于征信机构来说，如何顺应市场对征信产品的需求是其面临的最大挑战，也是最大机遇。为了能在征信蓝海中徜徉，征信机构至少需要在以下方面获得一定的竞争优势：

获得征信牌照

征信是整个金融服务的基础设施，获取征信业务开展许可是消除法律障碍、抢滩征信市场的第一步。由于数据库建立的时间周期较长，先期获得牌照的机构便具有先发优势，优先建立数据库将形成很高的行业壁垒，未来有望基于此提供多样化的信用增值服务。

今年1月，央行发布《关于做好个人征信业务准备工作的通知》，要求芝麻信用、腾讯征信等八家机构做好个人征信业务的准备工作。央行对个人征信牌照的验收包括两方面内容：业务端包括数据源、系统模型、产品、技术、合作伙伴；企业组织架构建设层面包括组织架构、管理团队、管理制度等，重点考察合规和信息安全保障等方面。目前，央行在完成两轮验收后仍没有对第一批的八家机构发放牌照，但已有不少企业纷纷开始申请第二批个人征信牌照，包括万达金融、京东金融等。未来能够拿到牌照的机构将能合法地对收集到的数据进行加工、处理、产品化，同时享受信用信息场景化带来的优势。

扩充数据来源

充足的数据信息是开展征信业务的基础，是形成所有信用评价的基本要素。尤其在互联网大数据时代，“数据为王”早已不是一句空口号，现实生活的各类场景都需要有数据支撑。大数据征信能够降低信息不对称，更全面地了解授信对象，并增加反欺诈能力，同时更精准地进行风险定价。因此，各类征信机构应采取合适的方式最大限度获取行为主体的数据信息，使数据在最大程度上覆盖广泛、广谱多维、实时鲜活。为了扩充数据来源，征信机构一方面可通过自身业务数据的沉淀和积累，例如阿里、腾讯积累了大量电商、社交数据；另一方面可通过客户数据互换、外购多方数据源、网络公开抓取、用户授权等方式来获取数据。

具备数据管理及信用产品开发能力

对行为主体形成信用评价其实是一个数据处理的过程。由于个人征信数据涉及的数据供应机构数目众多，且跨不同行业，包括基本信息、信贷信息、个人诉讼信息等，为了将海量非结构化数据变作可用信息、为了建立和发展信用体系以预测信息主体的风险表现和信用价值，征信机构的数据管理能力至关重要。这即对数据存储提出要求，也对数据分析形成挑战。因此，为了进行海量数据挖掘和分析，开发或运营云存储、大数据云计算、信用运算模型等应用都是各机构发展征信业务所应具备的基本能力，形成可实时监控的专业级数据安全管理体系，构建数据的决策引擎体系。

同时，征信机构的服务对象不再局限于传统的银行业，已经扩展至保险公司、金融租赁、信用卡公司等企业和个人。消费者的需求已经不仅限于基础征信服务，信用资质跟踪、警示、反欺诈等增值服务占的比重越来越大。因此，征信机构应具备开发多种信用产品及服务的能力，充分挖掘现有数据库资源的内涵，为有需要的消费者提供更加专业化、深层次的征信产品。

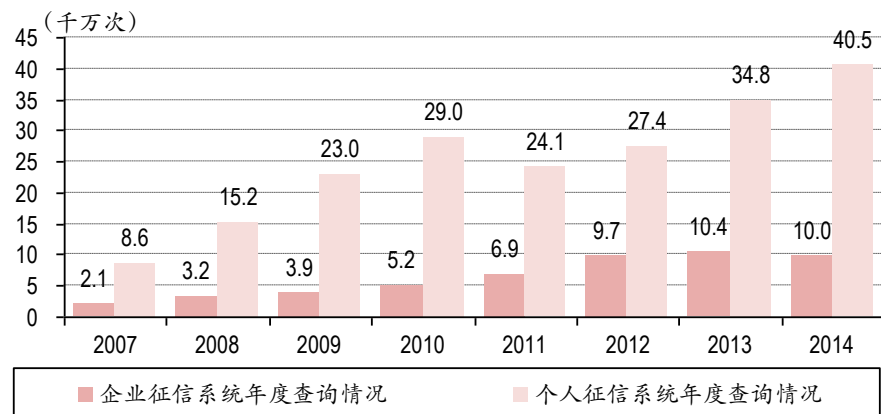
连接人与服务，可撬动的商业规模无限扩大

根据 IBM 中国商业价值研究院的报告显示，通过美国三大个人征信机构益博睿、艾可菲、全联的数据调查，2014 年美国每人平均每年查询信用报告 8.3 次。而中国央行征信中心发布的《征信系统建设运行报告（2004-2014）》中显示，个人征信系统 2014 年全年查询共计 4.05 亿次，即中国人均查询次数为 0.3 次。查询次数代表征信报告的使用频率，两国近 28 倍的差距，显示我国征信体系覆盖深度还有所欠缺。从征信体系覆盖广度来看，美国总共 3.2 亿人口，其中 2.4 亿人有征信记录，而我国央行征信系统收录的 8.7 亿人中有信贷记录的仅有 3.7 亿人，而能够生成信用报告的仅有 2.75 亿人，信用信息覆盖率为 27%，远低于美国的 75%。随着我国对征信体系建设的不断推进，未来我国征信体系的覆盖广度和深度都将大幅度提高，个人征信市场将有巨大的成长空间。

牌照的下发将产生征信新市场

我国个人信用信息数据库查询次数近三年的复合增长率为 21.5%，按此比例预测，未来 5-10 年个人信用信息数据库的平均查询次数将超过 20 亿次。由于我国央行自 2014 年起对个人每年查询本人信用报告收取服务费 25 元，由此大致测算我国在个人信用查询服务上的总收入将达到 500 亿级别。

图表 38. 企业及个人信用信息基础数据库年度查询情况（2007-2014 年）



资料来源：《征信系统建设运行报告（2004-2014）》，中银国际证券

美国三大个人征信机构的基础征信服务收入占总收入的比例大约为 50%，剩余的部分为征信增值服务。而我国在征信增值服务方面才刚刚起步，但随着央行对个人征信业务的放开，加上个人征信机构广泛的数据来源和强大的数据处理能力，未来我国征信行业提供个人增值服务的潜力巨大。假设我国征信增值服务收入未来将达到个人征信行业总收入的 20%，由此推算我国在个人增值征信服务上的总收入将达到 125 亿元，与基础征信服务的收入合计将超过 600 亿元。

此外，一旦央行下发个人征信牌照，没有被央行征信中心覆盖的人群将可以通过芝麻信用、腾讯征信这类第三方征信机构查询信用报告。这类人群占我国总人口的比例远高于征信中心覆盖的人口比例，即使第三方征信机构的个人信用查询收费低于征信中心的收费，其总规模可能并不亚于传统征信渠道产生的市场规模。

“征信+”模式拓展应用场景，潜在价值将被无限扩大

“征信+”作为个人征信的创新模式，在我国的应用还处于初级阶段。目前仅有以芝麻信用为代表的少数征信机构将征信业务运用到生活和金融场景中，但运用范围一直在不断拓展。芝麻信用现已直接对接互联网购物平台、餐饮、住宿、租房、租车、婚恋、签证、个人消费金融等多个领域，未来还将接入工作招聘、二手交易、P2P 网贷等更多领域。由于应用场景的多样化及盈利模式的不确定性，目前无法预测“征信+”模式将为我国个人征信市场带来多少收益。但随着与越来越多领域的对接，“征信+”模式将为征信机构带来无限的商机，我国个人征信的潜在价值将被无限扩大。

个人征信未来的大趋势

未来我国征信行业将呈现公私兼有的市场格局

我国目前的征信运营模式并不像欧洲那样完全由政府主导，也不像美国的市场主导型模式，而是既有央行征信系统，又有市场化征信机构的混合型模式。根据世界银行的调查，有一些欧盟国家已经形成了这种公私兼有的混合型征信模式，例如德国、奥地利、西班牙等。它们都在公共征信的基础上加入了民营征信机构作为补充。

美国的商业化征信模式在很多方面都值得我国学习，但从短期来看，我国无法实现以征信机构为主的市场主导型征信模式，有两个原因。第一，私营征信机构一般是在长期的竞争中发展起来的，成长相对缓慢，而且其发展需要有完善的法律环境。美国出台 17 部有关征信的法律，前后花了 20 年，而我国在征信方面的法律制定才刚刚起步。因此完全市场化的征信体系不适合征信市场发展不成熟的国家。第二，私营机构很难实现数据的全覆盖，并获得各个金融机构的数据供给。美国的商业化征信体系在经历了私营机构的自由竞争和兼并后形成了某种程度的自然垄断，进而形成数据的汇集。但我国的征信业才刚刚起步，信息资源有限，容易造成无序竞争，也不利于资源整合。因此，在目前阶段，一个全国性的信用信息数据库能更好地实现数据的采集和分享。

以我国的具体情况来看，一方面，我国现有的征信体系数据来源有限，覆盖面较窄，无法满足巨大的市场需求；另一方面，随着互联网金融的发展，一些企业，如阿里、腾讯等，积累了大量的数据，可以很好地补充央行征信系统信息缺失的部分。未来我国的征信模式更可能在现有的混合型模式上进行发展，形成政府主导和市场化相结合的模式，即央行征信中心成为政府主导下的基础信用信息集合中心，未来获得牌照的征信机构则进行市场化运作，主要开展创新和增值征信服务，从而在我国形成全方位、多层次和互补的征信业格局。

社交数据的价值不可忽视

据首批试点的八家征信机构披露的信用评分维度，大致可以分为六类：身份属性、履约能力、信用记录、行为特征、社交资料 and 公共记录信息。其中，社交资料在大部分模型中的占比不到 5%。

现有模型的不成熟限制了社交数据的应用，但腾讯征信的模型证明了社交数据确实能提升个人征信的准确性。据腾讯征信总经理吴丹透露，腾讯征信新近开发的模型结果表明，在小额信贷的风险评估中，加入社交数据将会使模型效果有超过 20% 的提升。此外，腾讯征信还将社交数据运用于反欺诈产品，从用户的社交活动和社交圈子来判断欺诈风险，进一步提升了原有的欺诈识别水平。

腾讯的财付通将微信、QQ 的社交数据与自身的支付数据相结合，来研究用户行为规律，将资金损失率降低为 15 万分之一，社交数据的应用极大地提升了风控能力。除了将社交数据更大程度地应用于征信产品中，这种利用社交数据来提升机构风控效率的模式也将成为未来的一大趋势。

定位差异化将造就细分领域龙头

从美国征信市场的实践来看，尽管在综合信贷领域会出现几家龙头企业，但它们的业务通常集中在几个领域。比如益博睿和艾可菲的客户主要集中在金融、零售、电信、汽车企业，这些行业收入占它们总收入的比例都在 50% 以上。而在一些产品和服务非标准化程度高的垂直领域，仍然存在很多具备专业优势的公司。如医疗健康行业的 Emdeon、保险的 Solera、反欺诈的 LifeLock。

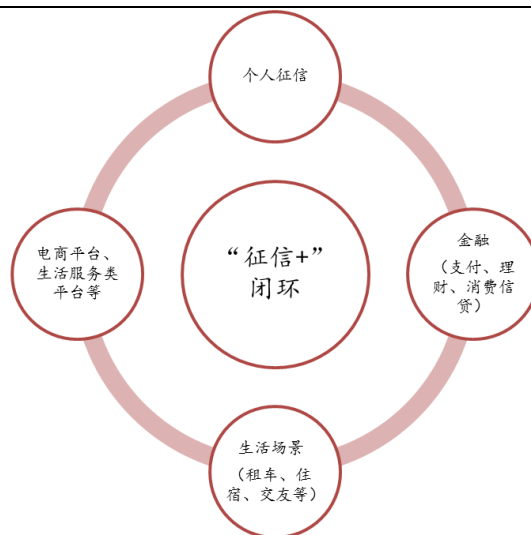
在国内征信数据基础较差的背景下，目前大多数企业热衷于先抢牌照和数据资源。但对于数据缺乏优势的征信服务提供商，它们在综合征信服务上没有优势。它们应该结合自身能力特征，寻找差异化定位的机会，在细分领域开发多元化的征信产品。例如，我国首批8家试点的个人征信机构中，有7家机构都推出了信用评分产品。相比芝麻信用、腾讯征信等拥有海量数据源的征信机构，华道征信就另辟蹊径，推出了针对租房者的信用评分产品。中智诚则开发了面向P2P网贷平台和互联网金融相关机构的反欺诈云平台，具有多维身份认证、行业内黑名单匹配等功能。通过在细分领域开发多元化的产品和服务，征信机构将避开与征信龙头企业的直接竞争，更有机会成为专业领域内的领导者。

征信场景化将打造“征信+”闭环，成倍释放信用价值

将海量数据进行有效提取并运用于场景的“征信+”模式正在成为趋势。随着征信在各种生活场景的渗透，一个连接金融和生活场景的巨大闭环——“征信+”闭环正在合拢，信用的价值将被成倍地释放出来。

以芝麻信用为例，芝麻信用用户的芝麻分目前已经渗入的场景包括租车和住酒店免押金、婚恋交友网站用户信用评估、申请卢森堡等申根国和新加坡签证等，以及接下来将拓展的“信用飞”（购买机票服务）、求职、贷款等场景。用户在获得生活场景便利的同时，芝麻信用从中获得了大量的线下信用行为数据。结合阿里自身的数据库，为阿里开拓金融及其他领域的业务，如花呗、借呗、去啊、信用住等提供便利。芝麻信用获取的O2O企业线下数据，将为阿里巴巴未来的金融业务延展提供决策依据。

图表 39. “征信+”闭环



资料来源：中银国际证券

相关标的梳理

个人征信作为互联网金融以及消费金融的基础设施——风险定价工具，不仅享受着新金融市场的高速增长，而且获得政策多次力挺。第一批个人征信牌照的发放今年6月份以来多次缺席，可见监管层对牌照发放的审慎态度。因涉及个人隐私以及我国数据市场的构建，我们看好该牌照给予的先发优势以及行业进入门槛。上市公司中，我们看好控股华道征信的银之杰，以及积极参与并有数据沉淀的“考拉系”公司，包括梅泰诺、蓝色光标、拓尔思、旋极信息和广联达。

银之杰：是国内专业为银行提供软件产品、软件开发、金融专用设备和技术的领导厂商。公司以“信息化银行”、“智慧银行”业务应用为研发方向，形成以“流程创新”为基础的金融软、硬件产品线及金融运营服务模式，覆盖银行支付结算、风险控制、自助服务、构建流程银行等业务领域，推动金融行业运营模式从结算、操作型向服务、营销体验型转变。公司于2013年11月发起成立了华道征信有限公司，占股权比例40%。华道征信2014年7月股权变动后，银之杰的持股比例仍保持不变。

梅泰诺：是国内领先的通信基础设施解决方案和支撑服务提供商。公司业务涉及通信运维服务、塔桅、信息基础设施投资、通信测试服务等多个通信领域，赢得了中国移动、中国联通和中国电信等通信运营商的广泛好评，营销网络覆盖近三十个省市自治区、三十多家省级通信运营商。公司于2014年9月使用自有资金750万元参股设立拉卡拉（北京）信用管理有限公司，持有其15%股份。

蓝色光标：是为大型企业和组织提供品牌管理与营销服务的专业企业。集团核心业务为向企业提供品牌管理服务，包括品牌传播、产品推广、危机管理、活动管理、数字媒体营销、企业社会责任等一体化的链条式服务，所涉及的行业包括IT、电信、汽车、金融、医疗、快速消费品、政府以及非盈利组织等。2014年9月，公司全资子公司上海蓝色光标品牌顾问有限公司以自有资金出资人民币750万元取得拉卡拉（北京）信用管理有限公司15%股权。

拓尔思：作为中国领先的大数据技术和服务提供商，公司以自身创新发展和产业整合并举，坚持技术+服务的双轮驱动战略，自主研发推出海贝大数据管理平台，拥有大数据分析挖掘云服务平台，为政府、媒体、安全、金融、教育、大企业等领域提供有竞争力的大数据应用解决方案。公司于2014年9月使用自有资金750万元参股设立拉卡拉（北京）信用管理有限公司，持有其15%股份。

旋极信息：是国内领先的嵌入式系统整体解决方案服务商。公司自成立初期即涉足军工领域的嵌入式系统测试业务，近年来将业务进一步拓展到民用领域。目前公司主要致力于提供面向国防军工的嵌入式系统测试产品及技术服务、嵌入式信息安全产品（包括金融领域USBKey产品，税控领域税控盘产品）和嵌入式行业智能移动终端产品及技术服务。公司于2014年9月使用自有资金750万元参股设立拉卡拉（北京）信用管理有限公司，持有其15%股份。

广联达：公司作为建设工程领域互联网+平台服务商，实施“两聚、两圈、一建”互联网+新战略，依托移动互联网、大数据、电子商务、互联网金融等信息服务手段为客户提供建设工程全生命周期的信息化解决方案。公司于2015年6月使用自有资金1,800万元对拉卡拉（北京）信用管理有限公司进行投资，获得其3%的股权。

图表 40. 上市公司最新估值相关情况

公司	股票 代码	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	每股收益(元)			市盈率(倍)		
				2014	2015E	2016E	2014	2015E	2016E
银之杰	300085.CH	59.77	314	0.11	0.14	0.28	345.40	420.62	213.46
梅泰诺	300038.CH	43.78	83	0.33	0.41	0.65	56.31	105.88	67.51
蓝色光标	300058.CH	14.41	278	0.75	0.38	0.56	28.62	37.84	25.92
拓尔思	300229.CH	32.60	152	0.45	0.30	0.40	46.62	107.56	81.22
旋极信息	300324.CH	49.25	246	0.31	0.23	0.34	178.80	218.11	143.29
广联达	002410.CH	19.68	222	0.79	0.42	0.62	28.27	46.92	31.53

资料来源：公司数据，万得一致预期，中银国际证券

风险提示：政策风险；牌照落地不达预期；业务开展不达预期。

研究报告中所提及的有关上市公司

银之杰(000540.CH/人民币 59.77, 未有评级)

梅泰诺(000587.CH/人民币 43.78, 未有评级)

蓝色光标(000603.CH/人民币 14.41, 未有评级)

拓尔思(000609.CH/人民币 32.60, 未有评级)

旋极信息(000861.CH/人民币 49.25, 未有评级)

广联达(000948.CH/人民币 19.68, 未有评级)

以 2015 年 12 月 3 日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 7 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371