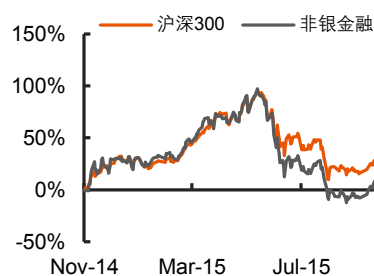


## 征信行业深度报告

## 首批牌照仍在途，此篇且看他山石

## 强于大市（维持）

行情走势图



单击此处输入文字。

## 证券分析师

**缴文超** 投资咨询资格编号  
S1060513080002  
010-56800136  
JIAOWENCHAO233@PINGAN.COM.CN

**陈雯** 投资咨询资格编号  
S1060515040001  
0755-33547327  
CHENWEN567@PINGAN.COM.CN

## 研究助理

**罗晓娟** 一般从业资格编号  
S1060114080008  
010-56800142  
LUOXIAOJUAN567@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

## ■ 个人征信是互联网征信、消费金融等的基础

个人征信是互联网金融、消费金融等金融模式的基础，只有拥有了合适的个人信用评价体系，这些新型的金融模式才有降低成本、实现盈利的可能。因此，发展个人征信业务势在必行。

## ■ 美国个人征信模式——市场主导

美国征信业的发展大体经过了四个阶段——快速发展期、法律完善期、并购整合期及成熟拓展期，现在已经形成了成熟的法律环境和产业链模式。

美国个人征信产业链主要由四个环节组成：数据收集—数据标准化—数据处理—形成数据产品—产品应用。其中，数据处理和形成数据产品是产业链里面的关键环节。

在美国益百利、艾飞克和环联三家征信公司占据了 70% 的份额，而 FICO 评分系统则是信贷领域评分的佼佼者。

## ■ 欧洲个人征信模式——政府主导

德国社会信用体系包括公共征信系统、私营信用服务系统、行业协会三部分：**公共征信系统**主要包括德意志联邦银行（德国中央银行）信贷登记中心系统，以及工商登记信息、破产法院破产记录、地方法院债务人名单等行政、司法部门的信息系统。公共信用信息系统依法向私营信用服务系统提供信息服务，成为私营征信机构信息的重要来源之一；**私营信用服务系统**主要包括私营信用服务公司根据自身业务需要建立的企业与消费者信用数据库及其提供的信用服务，主要的企业代表是 schufa；**以行业协会为主体的会员制模式**是由协会建立信用信息系统，为协会会员提供个人和企业的信用信息互换平台，通过内部信用信息共享机制实现征集和使用信用信息的目的。

## ■ 日本个人征信模式——会员制

日本的征信体系采用的是会员制征信模式。个人征信大体上可划分为银行体系、消费信贷体系和销售信用体系，分别对应银行业协会、信贷业协会和信用产业协会。协会会员包括银行、信用卡公司、保证公司、其他金融机构、商业公司以及零售店等。例如日本银行协会建立了非营利的银行会员制机构，即日本个人信用信息中心。信息中心的信息来源于会员银行，会员银行在与个人签订消费贷款合同时，均要求个人义务提供真实的个人信用信息。这些个人信息中心负责对消费者个人或企业进行征信。该中心在收集与提供信息服务时要收费，以维持中心的运行，但不以营利为目的。

## ■ 投资建议和风险提示

现在对于征信行业的市场规模呈现两极说，我们认为在具体的征信场景适用边界出来之前，谈规模还为时尚早，但是不可否认的一点是，作为基础实施，合理的个人信用评价体系将在互联网金融、消费金融、小微金融等大力发展过程中扮演重要的角色。当然最终拿到个人征信牌照的企业的发展和盈利状况，是要看企业具体的数据来源、数据模型在实践中的有效情况等来定。上市公司中，除银之杰参股的华道征信在首批名单中，还有多家上市公司拟参与到个人征信牌照的申请中，推荐关注。

风险提示：牌照发出不及预期；应用场景边界过窄等。

# 正文目录

<b>一、写在文前</b>	<b>5</b>
<b>二、全球征信模式一览</b>	<b>5</b>
<b>三、美国个人征信业运行情况</b>	<b>6</b>
3.1 美国个人征信行业发展历程	6
3.2 美国征信市场的格局	7
3.3 美国个人征信法律框架	8
3.4 美国个人征信体系产业链	9
3.5 美国个人征信行业三巨头	10
3.6 信用评分巨头—FICO	16
<b>四、德国个人征信业务发展情况</b>	<b>18</b>
4.1 德国个人征信行业发展历程	18
4.2 德国征信机构格局	19
4.3 德国个人征信法律框架	19
4.4 德国征信机构的信息采集	20
4.5 代表企业—Schufa	21
<b>五、日本个人征信发展情况</b>	<b>21</b>
5.1 日本个人征信行业发展历程	21
5.2 日本征信机构格局	22
5.3 日本征信行业法律	23
5.4 代表机构—CIC	24
<b>六、投资建议和风险提示</b>	<b>25</b>
6.1 投资建议	25
6.2 风险提示	25

## 图表目录

图表 1	当前世界主要征信体系与模式比较	5
图表 2	美国 GDP、消费支出规模及增速（十亿美元）	6
图表 3	美国消费信贷规模及增速（百万美元）	6
图表 4	美国征信行业发展的四阶段	7
图表 5	美国征信体系的结构	8
图表 6	美国个人征信法律简介	8
图表 7	美国个人征信体系产业链图	10
图表 8	益百利的业务模式图	11
图表 9	2012-2014 年益百利公司资产、股东权益、ROE、ROA 变化情况（百万美元）	11
图表 10	益百利公司 2012-2014 历年收入和净利润情况（百万美元）	11
图表 11	益百利四种业务的客户、竞争环境、和盈利来源分析	13
图表 12	益百利收入来源分布图	14
图表 13	益百利客户分布图	14
图表 14	益百利战略目标	15
图表 15	益佰利、艾可菲、和环联公司基本情况对比	15
图表 16	2013 年益佰利、艾可菲、环联客户分类和地域布局对比	16
图表 17	FICO 的运作模式	17
图表 18	FICO 近三年盈利情况	17
图表 19	德国 GDP、居民消费支出规模及增速（百万欧元）	18
图表 20	德国 2003-2015 年贷款余额情况（百万欧元）	18
图表 21	德国征信机构格局图	19
图表 22	德国个人征信法律	20
图表 23	日本征信行业发展历史	22
图表 24	日本征信机构格局	23
图表 25	日本征信法律	23
图表 26	2005-2011 年 CIC 年查询总次数下滑（亿次）	24
图表 27	2005-2011 年营业收入和净利润（百万日元）	25

## 一、 写在文前

个人征信是互联网金融、消费金融等金融模式的基础，只有拥有了合适的个人信用评价体系，这些新型的金融模式才有降低成本、实现盈利的可能。因此，发展个人征信业务势在必行。

2015 年 1 月，央行发布了《关于做好个人征信业务准备工作的通知》，允许腾讯征信等 8 家公司进行征信的准备工作，并与 3、4 月份和 7 月份对 8 家公司进行了中期和终期审核，但是正式的征信牌照仍然还在途中。

待首批正式征信牌照下发后，我国的个人征信市场将一改只有央行征信中心一家的局面，出现多家市场征信机构的局面。本报告正式基于这样的背景下完成，其中第一篇主要对于国外主要的征信模式进行介绍，第二篇将主要介绍我国征信行业的发展历史和腾讯征信等 8 家公司的征信模式。

## 二、 全球征信模式一览

根据主导运营模式，征信模式可概括为三种：(1)美国的市场主导型，由民间资本投资和经营，完全市场化经营；(2)欧洲的政府主导型，以中央银行建立的“中央征信系统”为主体，兼有私营征信机构；(3)日本的会员制模式，采用以行业协会为主建立信用信息中心的会员制模式，为协会会员提供个人和企业的信用信息互换平台，通过内部信用信息共享机制来进行信息共享

图表1 当前世界主要征信体系与模式比较

	市场化模式	政府主导型模式	会员制模式
代表国家	美国	德国	日本
产生背景	小政府；保护投资者利益为首要任务	历史悠久的金融行会；金融机构对行会信任度高	行业协会对经济发展具有巨大的影响力
核心机构	商业性质的信用机构—三大征信局及 FICO 等	央行提供基础信息；金融行会牵头建立的 Schufa 等民间征信机构提供数据分析和评分	行业协会组织的非盈利性五大机构；商业公司如帝国数据银行、东京商工调查公司
特征	自愿性、盈利性	强制性、非盈利性	自愿性、盈利性
数据来源	各类授信、公共服务机构	被监管金融机构	会员机构
优势	行业细分，对接应用最为全面，最具活力	打破大银行的信息垄断，信用风险预警	提高会员银行间的信息交流程度
劣势	市场淘汰过程慢，代价高；市场化运作，对监管及其基础环境要求高	缺乏 FICO 类丰富的对接应用	收集信息种类较少，不全面；行业、机构间信息互通少，较封闭

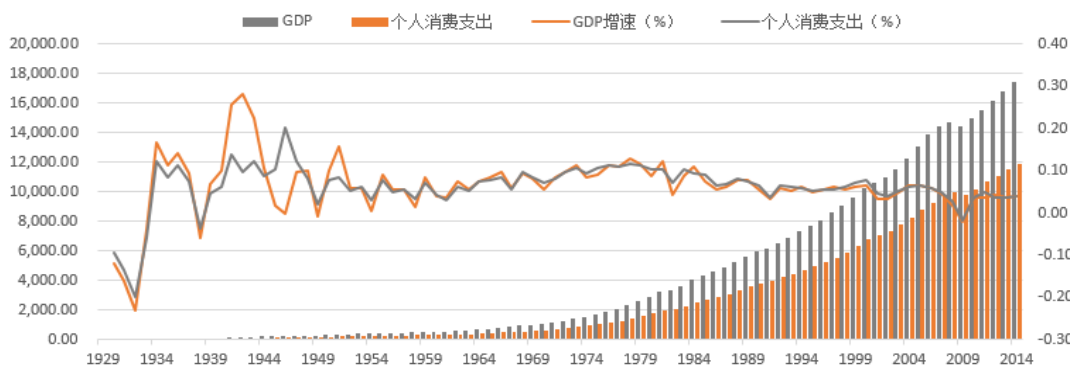
资料来源：国外个人征信机构体系运作模式比较及对我国的启示、平安证券研究所

## 三、美国个人征信业运行情况

### 3.1 美国个人征信行业发展历程

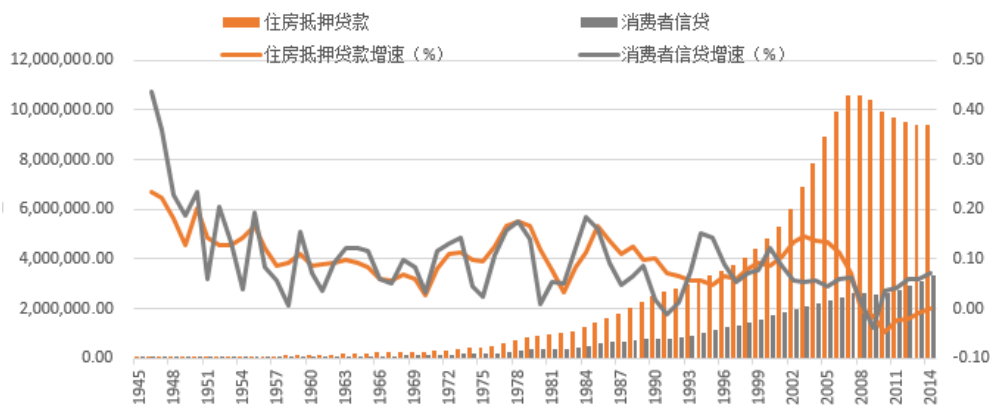
美国征信行业的兴起源于消费的盛行，在近一个世纪，美国的 GDP、消费支出和信贷规模均保持约 7% 的复合增长率，为征信行业的发展提供有力支持。

图表2 美国 GDP、消费支出规模及增速（十亿美元）



资料来源：wind、平安证券研究所

图表3 美国消费信贷规模及增速（百万美元）



资料来源：wind、平安证券研究所

美国的征信行业现在已经形成了较完整的征信体系，其征信业的发展大体经过了四个阶段——快速发展期、法律完善期、并购整合期及成熟拓展期。

快速发展期始于 20 世纪 20 年代，一方面，居民消费支出不断提高，导致对信贷的需求也日益膨胀，再加上信用卡的诞生，更是极大推动了信贷行为；另一方面，由于经济的大萧条，个人违约率不断上升。这些因素叠加起来，驱动着征信市场开始快速发展。

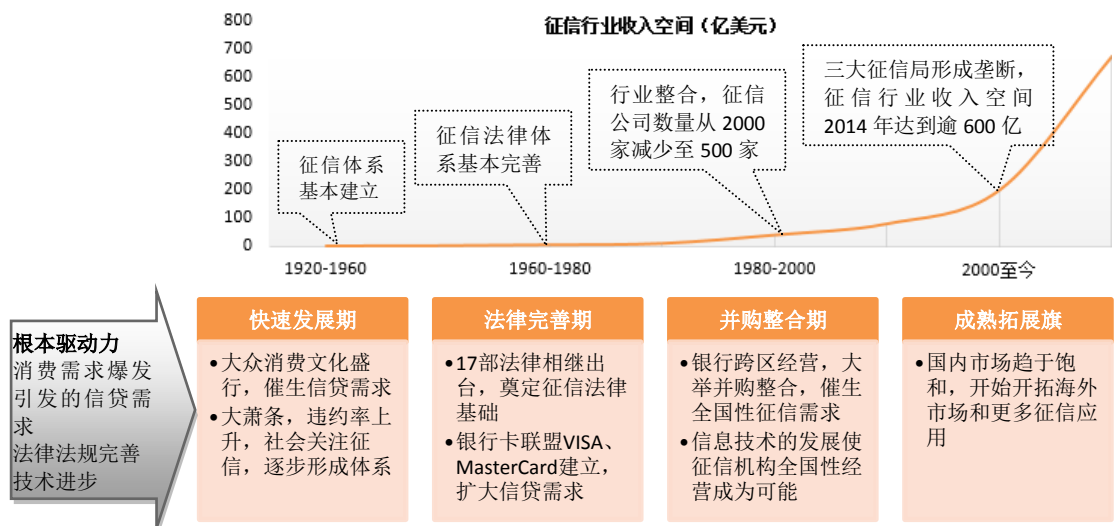
法律完善期始于 20 世纪 60 年代，在这个阶段，包括《公平信用报告法》《公平债务催收作业法》《平等信用机会法》《诚实租借法》等 17 部法律相继出台，奠定了征信市场的法律基础，其中一项《信用控制法》在 1980 年代被终结。此外，这一时期 VISA、MasterCard 等卡组织相继诞生，信用卡的适用范围和规模得到极大扩展，为征信发展注入强大动力。

并购整合期始于 20 世纪 80 年代，随着银行的大规模整合和全国化进程，征信行业也进入了整合期，机构数量从 2000 家减至 500 家。在这一阶段，技术的进步起到了关键作用。

2000 年至今，美国征信市场逐步进入成熟稳定期，这一阶段的特点是专业化和全球化，各大征信机构开始积极进行海外布局，扩大市场，并致力于开发更多的征信应用。

从美国征信行业的历史发展路径来看，先是野蛮生长，然后理智整合，在这个过程中，应用场景的拓展、技术的进步和法律法规的完善起到了关键性的推动作用。

图表4 美国征信行业发展的四阶段

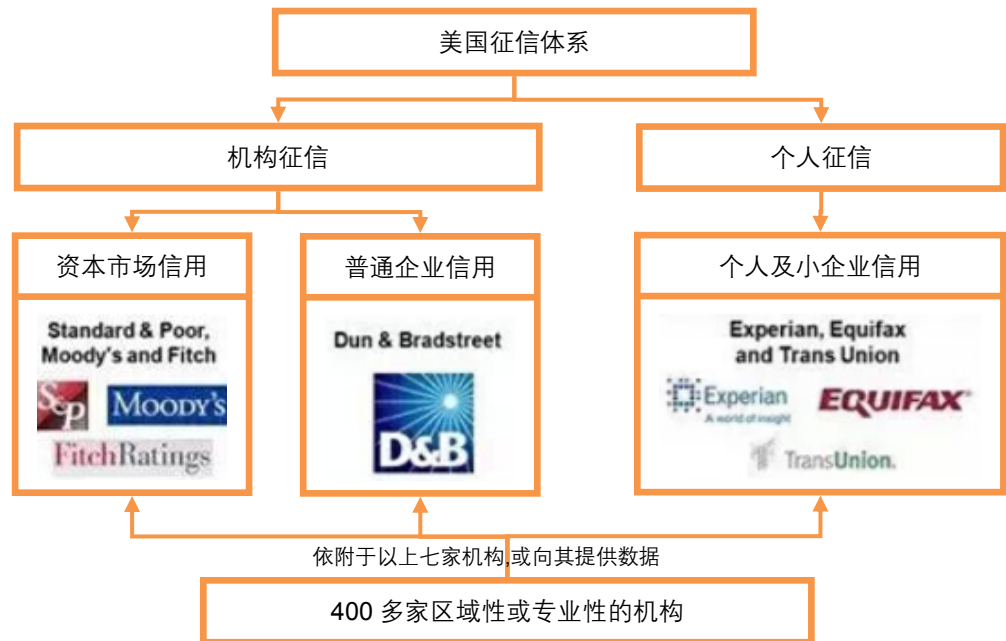


资料来源：中国电子商务研究中心、平安证券研究所

### 3.2 美国征信市场的格局

目前，美国征信体系分为机构征信和个人征信，机构征信又分为资本市场信用和普通企业信用。资本市场信用机构有标普、穆迪、惠誉等，普通企业信用机构有邓白氏等。个人征信机构包括益佰利、爱克非、环联等。此外，美国还有 400 多家区域性或专业性征信机构依附于上述七家机构，或向其提供数据。

图表5 美国征信体系的结构



资料来源：中国电子商务研究中心、平安证券研究所

## 2.3 美国个人征信法律框架

美国的征信立法是“自下而上”的，始于 20 世纪 70 年代，由于私营征信机构快速发展，产生了监管需求。

美国的法律体系以《公平信用报告法》( FCRA ) 为核心，包括《诚实租借法》、《信用卡发行法》、《平等信用机会法》、《公平信用结账法》、《房屋抵押公开法》、《社区再投资法》、《公平债务催收作业法》、《甘恩-圣哲曼储蓄机构法》、《银行平等竞争法》、《公平信用和贷记卡公开法》、《房屋贷款人保护法》、《金融机构改革-恢复-执行法》、《格雷姆-里奇-比利雷法》等 17 部法律，其中《信用控制法》在 20 世纪 80 年代终止使用。

美国征信行业发展领先于欧洲，很大程度上得益于美国为征信行业立单独法并且将重心放在促进征信行业发展方面，例如在信息采集方面的限制较少，在信息使用方面采用正当理由原则，并在历次相关法律修订中逐渐扩大了正当理由的范围。此外，美国把保护个人隐私权放在第二位，制定了多部专业法律来保护个人权利。

美国是全球最早为信用征信活动或机构单独立法的国家，目前已经形成了比较完整的征信法律框架体系。在美国，征信行业是完全市场化的，政府不参与其中，只是对市场秩序进行协调，进行立法、司法和执法活动，同时其本身也成为商业性征信公司的评级对象，这样就保障了征信公司能确保其独立性、中立性和公正性。

图表6 美国个人征信法律简介

法律名称	实施时间	具体规定
诚实租借法	1969年	要求一切信用交易的条款必须向消费者公开，让消费者充分了解各信用条款的内容和效果。在信用销售的情况下，卖方与贷方必须向买方或借方明确收费额或者利率以表明使用消费者信用或信贷的成本。



法律名称	实施时间	具体规定
信用卡发行法	1970年	信用卡发行机构不得向没有提出书面申请的人发卡，不包括到期更换新卡的情况；在信用卡合法持卡人报告其信用卡丢失或被盗以后，他可以不予付账单上不经认可的部分，即被“盗用”的部分。
公平信用报告法	1971年	1.规定了消费者个人有了解资信报告的权利；2.规范了消费者资信调查机构对于资信调查报告的传播范围，实际上明确了消费者资信调查机构的经营方式；3.对于消费者资信调查报告中的负面信息，法律规定在指定的年限后，可以在资信调查机构的调查报告上删除。
统一商业准则	1974年	使与消费者信用有关的法律简单、明确和符合现代信用销售发展，帮助消费者更好地了解信用条款所对应的收费，并对收费或利息率进行封顶
平等信用机会法	1975年	该法规定不得因申请人的性别、婚姻状态、种族、宗教信仰、年龄等因素做出歧视性的授信决定。
公平信用结账法	1975年	保护消费者，反对信用卡公司和其他任何全程信用交易的授信方在事前提供给消费者不精确的收费解释和不公平的信用条款。
房屋抵押公开法	1975年	规定金融机构必须向其服务的社区详细地说明有关抵押贷款的具体手续和要求
社区再投资法	1977年	要求金融机构开发新的信用手段，向消费者提供低利息的信贷服务。
公平债务催收作业法	1978年	规范受委托从事追账活动的追账机构，向自然人类型的债务人进行追账的情况，对催账电话的时间、催账必须采用书面通知形式等进行规定
电子资金转账法	1978年	通过对电子转账的收据、定期对账单、公开信息等的要求，对收款人给以安全保障，法律还包括了惩罚条例。在未授权的转账和提款卡丢失的情况下，对消费者的责任做出了规定。
储蓄机构解除管制和货币控制法	1980年	将个人存款的保险额度从4万美元提升至10万美元；关于信贷的利息等也有新的规定。
甘恩-圣哲曼储蓄机构法	1982年	涉及到金融机构改革的方方面面，该法解除了对金融机构的一些限制。
银行平等竞争法	1987年	限制银行从事非银行业务。
公平信用和贷记卡公开法	1988年	区别信用卡（Credit Card）和购货贷记卡（Charg Card）的有关规则，要求发卡机构必须将有关卡的性质公开，向授信人表达清楚。
房屋贷款人保护法	1988年	涉及信贷消费者使用所购买的房屋进行抵押的情况。
金融机构改革-恢复-执行法	1989年	防范不良贷款的发生
格雷姆-里奇-比利雷法	1999年	用于控制金融机构处理个人信息的方式：1.财产保密条例，管制对私人财产信息的搜集和泄露；2.安全措施条例，保证财政机构必须实现对私人信息的安全保护；3.托辞供应，禁止用不正当的托辞访问私人信息。

资料来源：美国信用管理的相关法律体系、平安证券研究所

### 3.4 美国个人征信体系产业链

个人征信产业链主要由四个环节组成：数据收集—数据标准化—数据处理—形成数据产品—产品应用。其中，数据处理和形成数据产品是产业链里面的关键环节。

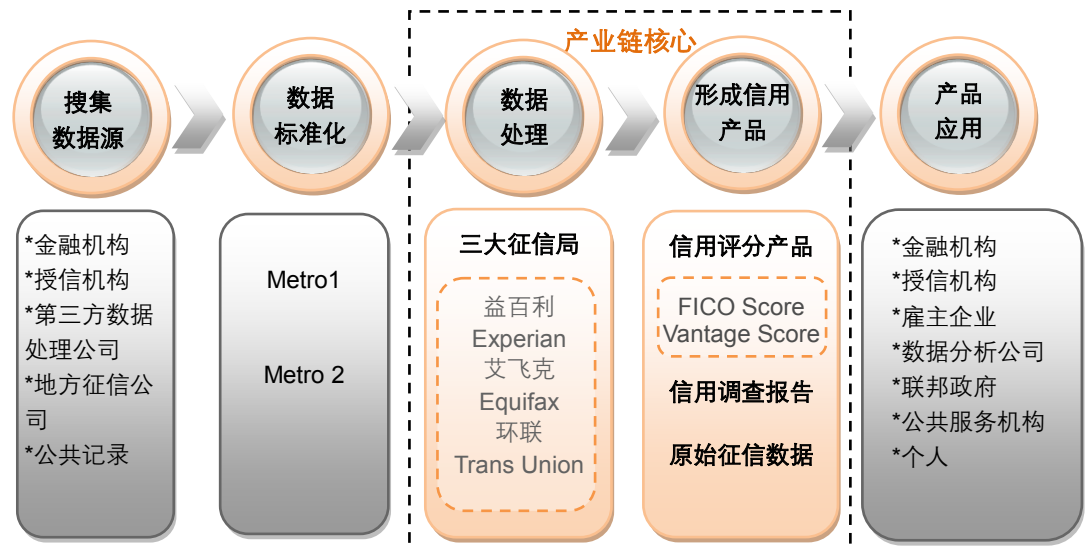
在第一环节数据收集中，数据来源于多种机构：金融机构（免费提供数据）、第三方数据处理公司（对公共信息进行简单处理）、征信公司（信息共享，收取一定的费用）、相关企业和个人工作地（征信公司主动调查，自己承担相应费用）。

第二环节是数据标准化，美国信用局协会制定了用于个人征信业务的统一标准数据报告格式和标准数据采集格式—Metro 1 及 Metro 2。这种标准是征信行业发展的非常重要的里程碑

产业链的核心在于第三、四环节—数据的处理并形成产品。数据处理需要数据库技术（核心技术主要掌握在 Oracle、IBM、SAP 等手中）、个人数据配对处理及特征变量技术（核心技术主要掌握在三大征信局手中）；建立评分模型、形成信用报告等产品需要数据库分析技术（核心技术主要掌握在 FICO、Vantage 手中）。征信公司在对外服务过程中大多数是以特征变量的形式提供。

最后一个环节是产品应用，将数据运用到各种场景中，比如办理贷款业务、个人租房等，主要客户有金融机构、授信机构、雇主企业、公共服务机构、个人等。

图表7 美国个人征信体系产业链图



资料来源：中国电子商务研究中心、平安证券研究所

### 3.5 美国个人征信行业三巨头

在美国个人征信行业，益百利、艾飞克和环联三家征信公司占据了 70% 的份额，其余几百家区域性或专业性的机构都是依附于上述机构，或向其提供数据。在这三巨头中，以益百利的营收规模最大。

#### 3.5.1 益百利

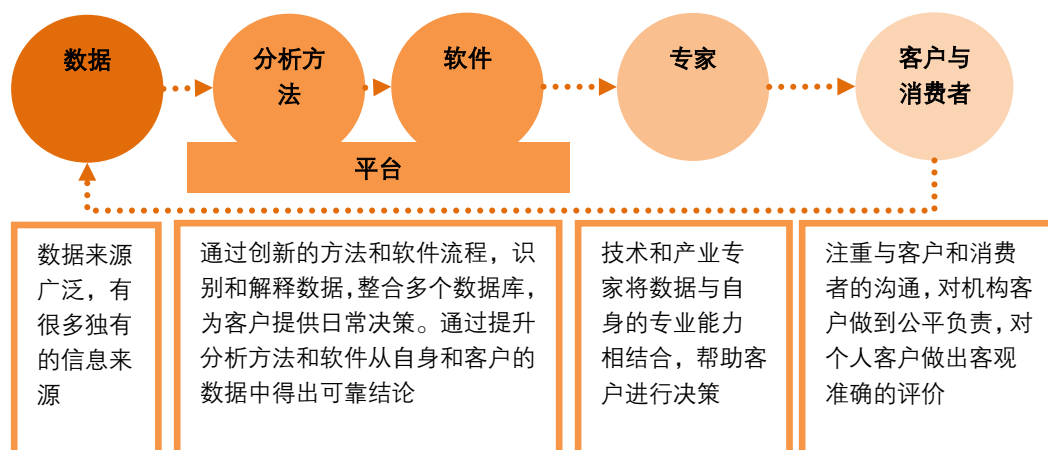
##### ➤ 企业发展概况

益百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，帮助各公司发掘、发展和管理可获利的客户关系。如今，益百利已和全球各行各业的五万多个客户合作，行业涉及政府部门、金融服务、电信、医疗保健、保险、零售和商品邮购服务、汽车、制造业、娱乐休闲、公用事业、房地产及电子商务。益百利是 GUS 有限公司属下的附属公司，在英国诺丁汉、加利福尼亚的柯斯塔梅莎均设有总部，在 36 个国家共拥有员工 14,000 多名，业务遍布 60 多个国家，年销售额逾 35 亿美元。

##### ➤ 企业业务模式

益百利的商业模式是一个“数据、分析平台、专家、客户与消费者”形成的闭环，其凭借全球的影响力吸引本地和全球的客户。益百利依靠规模优势投资更多的新产品并集约化、标准化，从而减少成本支出，同时不断优化运营模式，重视资源集中配置和再投资，从而达到股东权益的不断增值。

图表8 益百利的业务模式图

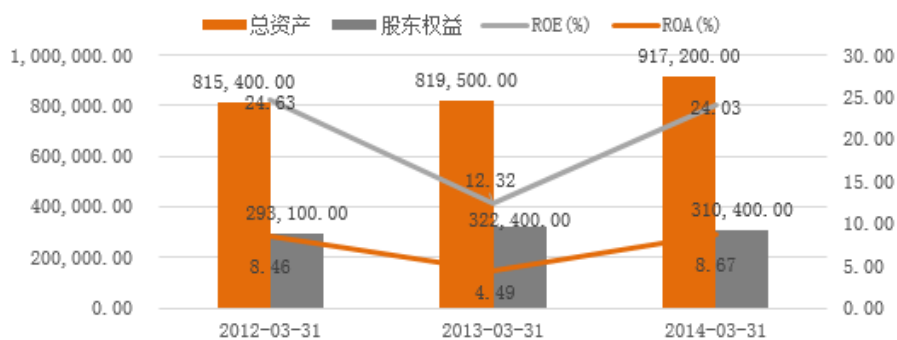


资料来源：公司年报、平安证券研究所

### 近三年经营情况

益百利近三年总资产、股东权益缓慢增长，ROE 和 ROA 基本稳定在 24%和 8%的较高水平。

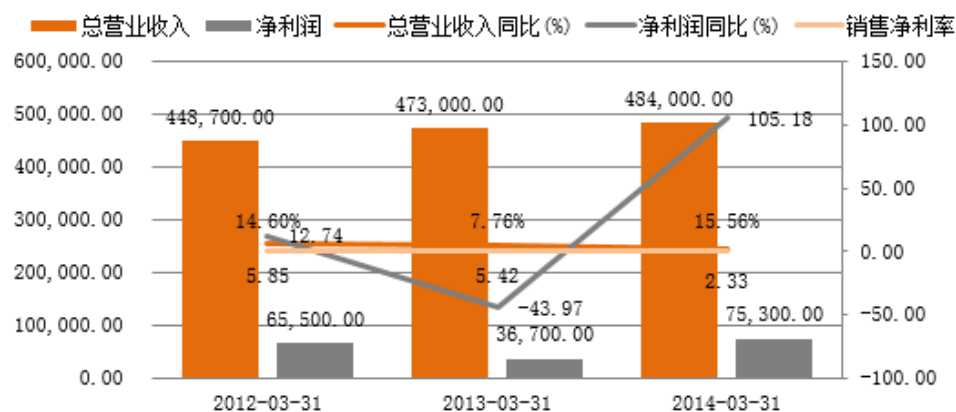
图表9 2012-2014 年益百利公司资产、股东权益、ROE、ROA 变化情况（百万美元）



资料来源：公司年报、平安证券研究所

益百利近三年总营业收入保持了 5%左右的稳定增长，净利润在 2014 年大增 105%，销售净利率维持在 14%的较高水平。

图表10 益百利公司 2012-2014 历年收入和净利润情况（百万美元）



资料来源：公司年报、平安证券研究所

各项指标较为平稳证明了行业处于成熟期，厂商与产品之间的竞争手段逐渐从价格手段转向各种非价格手段，如提高质量、改善性能和加强售后维修服务等。在行业成熟阶段，行业增长速度降到一个更加适度的水平，行业新的增长点大多来自技术创新。

## ➤ 业务种类

益百利的业务分为信用服务、决策分析、市场服务、消费者服务四个部分，其中信用服务收入占比 47%，决策分析收入占比 12%，市场服务占比 19%，消费者服务占比 22%。

### ◇ 信用服务

在信用服务中，贷款人和其他会员提供信贷申请和还款历史数据，公司再添加诸如公共记录等信息后，然后通过对数据的汇总、整理，形成信用报告。信用报告帮助贷款人做出更好地决策，建立新的账户和更有效地管理现有客户。

报告因国家而异，但主要包括以下信息：身份、交易记录、过去和现在的信用记录、法院判决、破产记录、涉嫌诈骗性申请记录、募集款、以前的地址等，对于企业而言，还包括公司登记信息和所有权。

各国关于数据管理和获取的法律不尽相同，如果某公司需要检查一个人或企业的信用记录，必须有合法的理由，并且通常需要正式将其意图通知申请人。

公司不做出贷款决定或提出任何建议和意见，而是向贷款人提供真实的信息，以帮助他们决定是否提供贷款。

公司实行全周期的安全计划以保护数据，从收集到转换和使用，再到储存和销毁。

### ◇ 决策分析

决策方法包括：公司自己获取数据、从客户和第三方机构获取数据；提供分析模型和软件将原始数据转化为可用的信息。公司采取协商的办法与客户进行合作，帮助他们找出问题，重点关注公司价值的提升和投资回报率提高。

公司的平台帮助客户进行复杂的活动，如编制、标准化和检索数据，管理决策过程和管理业务流程。

公司开发评分规则，模型和软件，当发现客户的一些共性问题时，会制定相应的行业解决方案。

### ◇ 市场服务

帮助客户制定有效的营销活动，以确定他们的最佳客户，了解他们的动机和行为，并找到新的类似的客户。营销人员基于个体的偏好，与不同领域的人进行交流、做出相应方案。

公司利用自身在数据管理方面的优势来创建客户资料，包括各种来自市场调查，互联网服务供应商和杂志订阅的数据，以及客户的专有数据。这些资料帮助营销人员更好地了解客户，通过他们对环境的偏好和线下线上的行为。

一旦客户了解了他们的消费者，他们可以进行接触。公司帮助客户执行他们的营销活动、与客户互动、评价活动的效果等。营销渠道包括寄信、发邮件、可寻址电视、社交媒体、互联网和移动设备。

这种以数据为主导，以客户为中心的方法，使客户能够得到更大的投资回报率和得到更多的客户。

### ◇ 消费者服务

一个人的信用报告包含了他们完整的信用偿还历史，是他们信用评分的基础。这一评分衡量了他们偿还贷款的可能性，被贷款人用来在房贷前评估风险。而信用报告数据来源于公司的信用服务业务线，所以个人可以看到贷款人所看到得信息。通过使用公司的互动工具，个人可以监视自己的信用情况、确定如何提高信用评分的方法。

公司还提供身份保护服务，为人们提供识别身份盗窃检测等服务，监测个体信用报告中的信息异动。如果出现欺诈情况，我们给人们提供了一个专门的防欺诈服务，并与保险公司进行合作进行损失赔偿。公司还推出 SafetyWeb.com 产品帮助家长监控孩子的网上活动，推出 DataPatrol 产品进行实时网络和社会网络的监测，用来在事前避免身份欺诈问题的发生。

图表11 益百利四种业务的客户、竞争环境、和盈利来源分析

#### 信用服务

- **客户：**提供信贷的机构，包括零售商、金融机构、保险公司、电信公、医疗机构和公共部门等。
- **竞争环境：**在大多数领域保持前两名；最大的对手—Equifax, TransUnion and Dun & Bradstreet。
- **盈利来源：**基于公平交易的基础确定报告的单价，价格通常随报告量而变化，收入主要来自客户的习惯购买行为。

#### 决策分析

- **客户：**服务于全球数十万客户，行业不同，规模不同。
- **竞争环境：**领先供应商；核心的全球竞争者—Fair Isaac、SAS；个别市场的竞争来自利基市场专家和区域供应商。
- **盈利来源：**在在交易、交易量分层基础上销售信用评分和舞弊检查产品，收入源于软件和系统的安装使用费和专利许可费。

#### 市场服务

- **客户：**包括金融服务，零售，电信，媒体，汽车和公共部门组织。
- **竞争环境：**传统供应商如Acxiom、Epsilon正在重塑自己的商业模式；新的竞争对手如Adobe、IBM、Salesforce.com、Oracle、Teradata正在不断成长。
- **盈利来源：**交易量分层收费、数据使用许可费和订购费。

#### 消费者服务

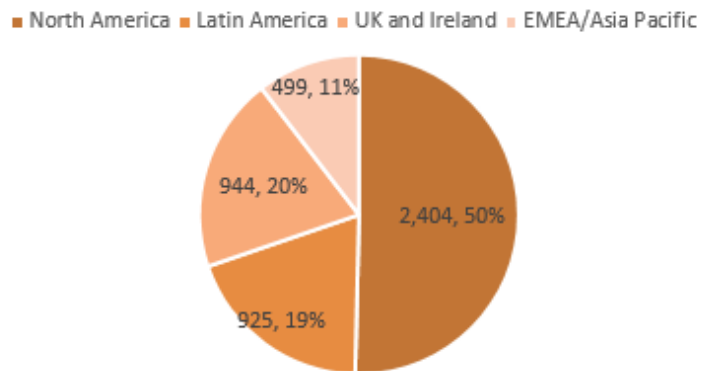
- **客户：**大约一半的客户是直接用户，另一半是通过我们的合作伙伴。合作伙伴是有大量会员或客户资源的组织，如零售银行，金融机构，保险公司和协会，他们对产品进行重新包装并通过自己的分支机构进行营销。
- **竞争环境：**美国和英国的市场领导者；美国主要竞争对手—Equifax、TransUnion、Fair Isaac、Credit Karma，但是益百利是其他竞争对手的四倍多；英国主要竞争对手：CallCredit、Equifax。
- **盈利来源：**提供消费者信用报告，分数和消费者的身份保护，以定期的每月订阅费。

资料来源：公司年报、平安证券研究所

#### ➤ 地域布局

益百利的收入主要来源于北美、其次是欧洲和爱尔兰、再者是拉丁美，最后是亚洲。

图表12 益百利收入来源分布图

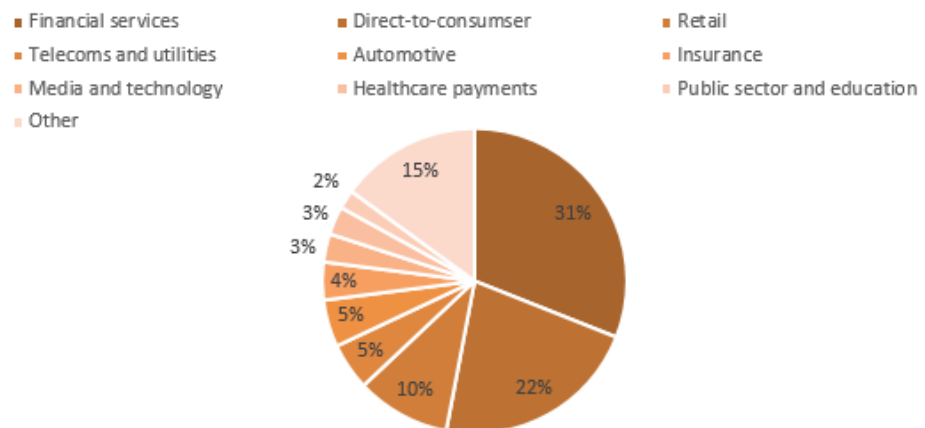


资料来源：公司年报、平安证券研究所

#### ➤ 客户分类

益佰利的客户主要是金融机构，占比 31%，其次是消费者，占比 22%，再次是零售商，占比 10%，然后是其他数据处理机构、公共机构等。

图表13 益百利客户分布图



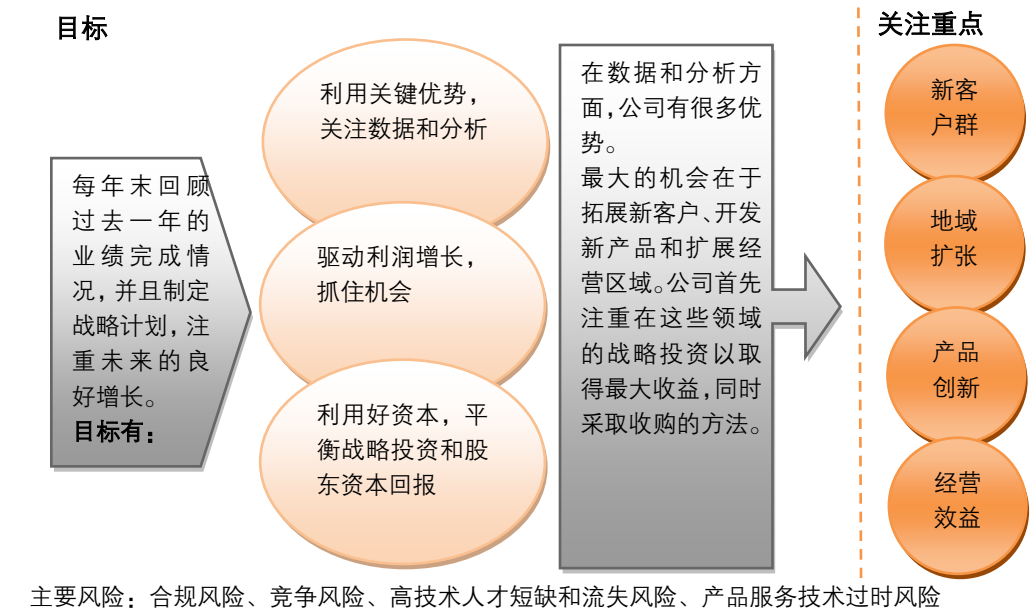
资料来源：公司年报、平安证券研究所

#### ➤ 公司战略目标分析

公司通过关注“新客户群、地域扩张、产品创新和经营效益”来实现业绩的提升；目标是通过利用在数据和分析方面的优势，通过投资或者收购的方法，进行新客户拓展、地域扩张和产品创新，从而实现利润增长。



图表14 益百利战略目标



资料来源：公司年报、平安证券研究所

### 3.5.2 益百利、艾可菲和环联公司的对比

在基本情况方面，益百利的分布最广、规模最大，艾可菲的基于产品较为丰富，净利率较高；益百利和环联都已开始涉及中国业务，益百利开展业务更早；三者经营方面也各有特，益百利擅长数据分析、艾可菲产品更加丰富且能对无信用消费者进行信用评估、环联在风险管理上存在优势。

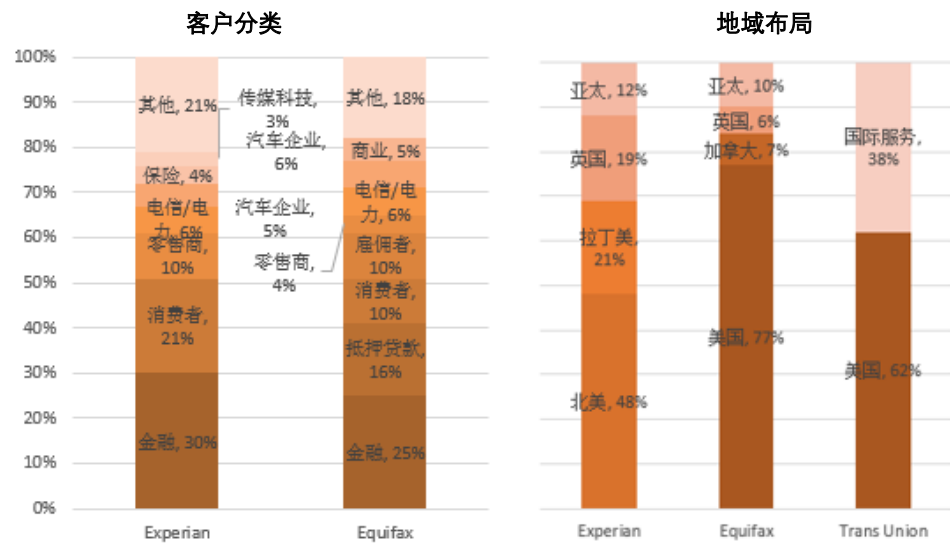
图表15 益佰利、艾可菲和环联公司基本情况对比

	Experian	Equifax	TransUnion
<b>概况</b>	成立于1996年 在全球44个国家有近17000名员工 覆盖全球4亿消费者和5千万家企业	成立于1899年 在全球19个国家有近7000名员工 覆盖全球6亿消费者和8千万家企业	成立于1968年 在全球35个国家有拥有分支机构 覆盖全球5亿多消费者
<b>2013年财务数据</b>	营收：47亿美元 税前净利润：4.4亿美元 净利率：9.4%	营收：23亿美元 税前净利润：3.3亿美元 净利率：14.5%	营收：11.8亿美元 营业利润：1.8亿美元 营业利润率：15.2%
<b>经营特色</b>	不仅擅长征信评估，还能通过数据分析推算出潜在客户，提升营销 目前已进入中国，通过子公司新华信开展业务	产品丰富，开发出40多种个人征信产品 能够对无信用消费者进行信用风险评估，如移民、大学生等。	长于响应管理、防盗保护等多维度定制管理 擅长在不同特定行业内估算潜在风险 已进入中国上海

资料来源：中国电子商务研究中心、平安证券研究所

在客户分类方面，益百利的主要信息来源是金融机构，其次是消费者、零售商，其他来源占比较少；艾飞可的信息来源更加广泛，除了金融机构外，还包括抵押贷款、消费者、雇佣者等。在地域分布方面，益百利更加全球化，国内国外的业务平分秋色；艾飞可主要业务布局还是集中在美国本土。

图表16 2013 年益佰利、艾可菲、环联客户分类和地域布局对比



资料来源：中国电子商务研究中心、平安证券研究所

### 3.6 信用评分巨头—FICO

#### 3.6.1 FICO 评分系统简介

19 世纪 40 至 50 年代，为了快速大量处理信贷申请，有些银行开始研究关于信用评分的方法。在这种背景下，FICO 于 1956 年成立，成为世界上第一家提供信用评分数学模型的专业化公司。

之后，随着信用卡业务的发展，以及银行对风险控制的强烈需求，FICO 的业务水平和规模不断提高，于 19 世纪 70 年代为 Wells Fargo 银行开发出世界上第一套信用行为评分模型，80 年代末，FICO 又为资信银行开发出世界上第一套信用报告评分模型。从此，FICO 逐渐巩固了这一领域的垄断地位。

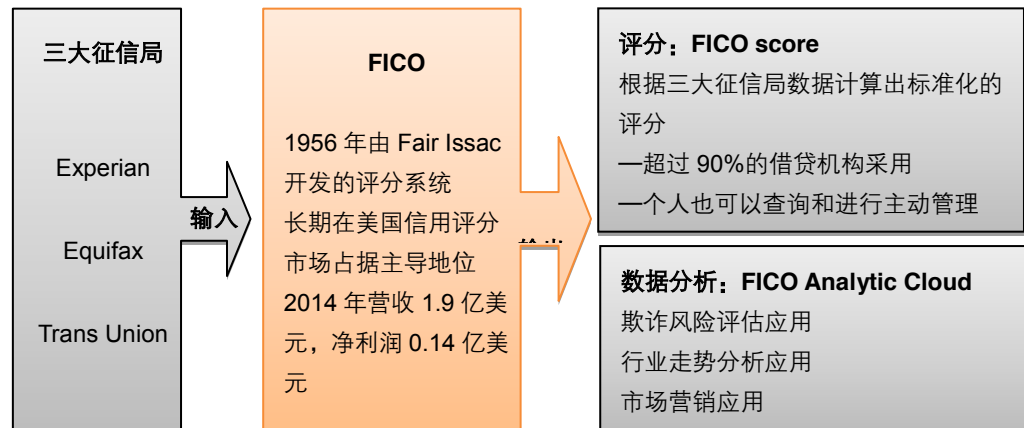
三大信用管理局使用三种不同的 FICO 评分系统，分别是：Equifax 下的 BEACON，Experian 下的 Experian P Fair Isaac Risk Model，TransUnion 下的 FICO Risk Score, Classic。

FICO 评分系统得出的信用分数范围在 300-850 分之间，分数越高，说明客户的信用风险越小。一般地说，如果借款人的信用评分达到 680 分以上，贷款方就可以放心发放贷款，如果借款人的信用评分低于 620 分，贷款方一般要求借款人增加担保，或者寻找各种理由拒绝贷款。如果借款人的信用评分介于 620-680 分之间，贷款方就要作进一步的调查核实，采用其它的信用分析工具，作个案处理。

FICO 评分模型中所关注的主要因素有五类，分别是客户的偿还历史、欠款数额、信用历史年限、最近申请贷款次数以及新开立信用账户。



图表17 FICO 的运作模式

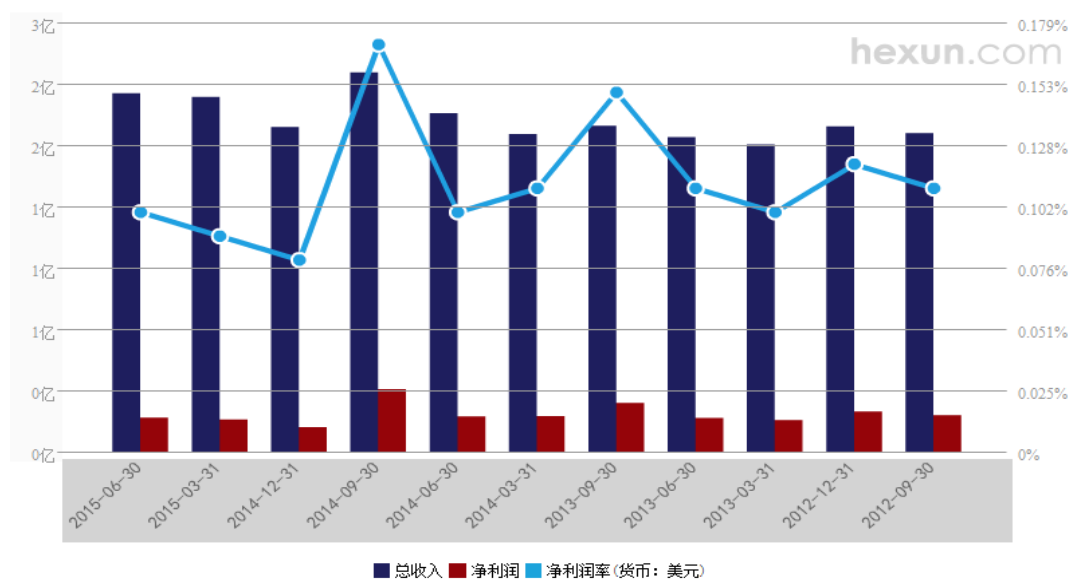


资料来源：中国电子商务研究中心、平安证券研究所

### 3.6.2 FICO 盈利情况

FICO 近三年来总收入呈现稳中略有上升的态势，净利润维持在 0.2 亿美元左右，净利润率稳定在 0.1% 左右。

图表18 FICO 近三年盈利情况



资料来源：和讯美股、平安证券研究所

FICO 评分系统的优势在于美国完善的个人信用制度、公司拥有多年的行业经验、收录了全面有效的个人信用信息记录、依赖的是客观公正的计算机系统、创新能力强。

FICO 一直对中国的巨大市场极其关注，于 1998 年 5 月首次进入中国，目前在中国已经有不同类型的银行用户。

## 四、德国个人征信业务发展情况

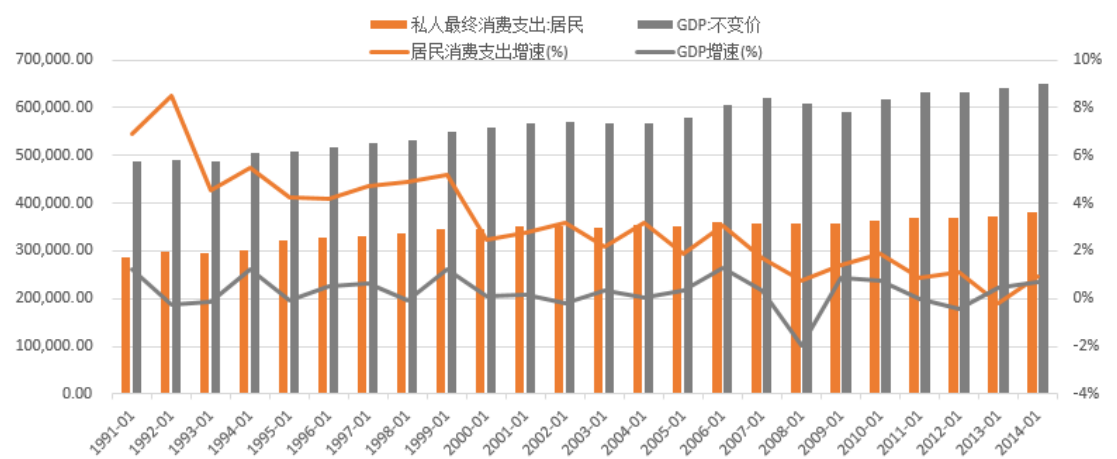
### 4.1 德国个人征信行业发展历程

于 20 世纪 30 年代就已开始出现征信机构。和美国完全市场化的发展路径不同，欧洲大多数国家公共征信和民营征信共存，公共征信机构只对一定额度以上的贷款信息要求强制汇报，从而给私营征信机构留下了发展空间。

在 20 世纪 80 年代以前，欧洲银行资金充沛，大公司和固定客户很容易从银行获得融资款。因此，市场对企业征信的需求量不大，主要是由公共征信系统采集公司和贷款数额较大的个人客户的信息，为中央银行更好地监督金融市场、防范金融风险服务。

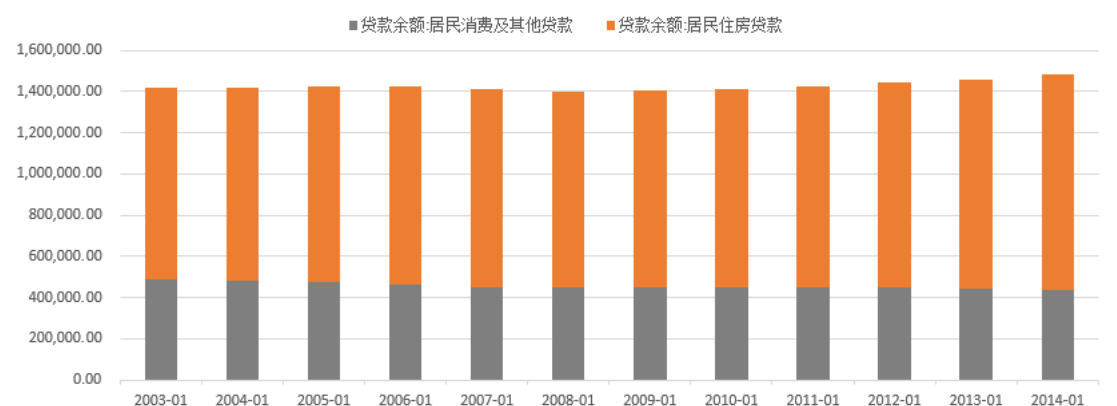
20 世纪 80 年代后，全球市场格局发生了重大变化，间接融资地位下降，新兴产业不断崛起，征信又重新被投资人和金融家们加以重视，用来评估企业申请贷款和信用。

图表19 德国 GDP、居民消费支出规模及增速（百万欧元）



资料来源：wind、平安证券研究所

图表20 德国 2003-2015 年贷款余额情况（百万欧元）



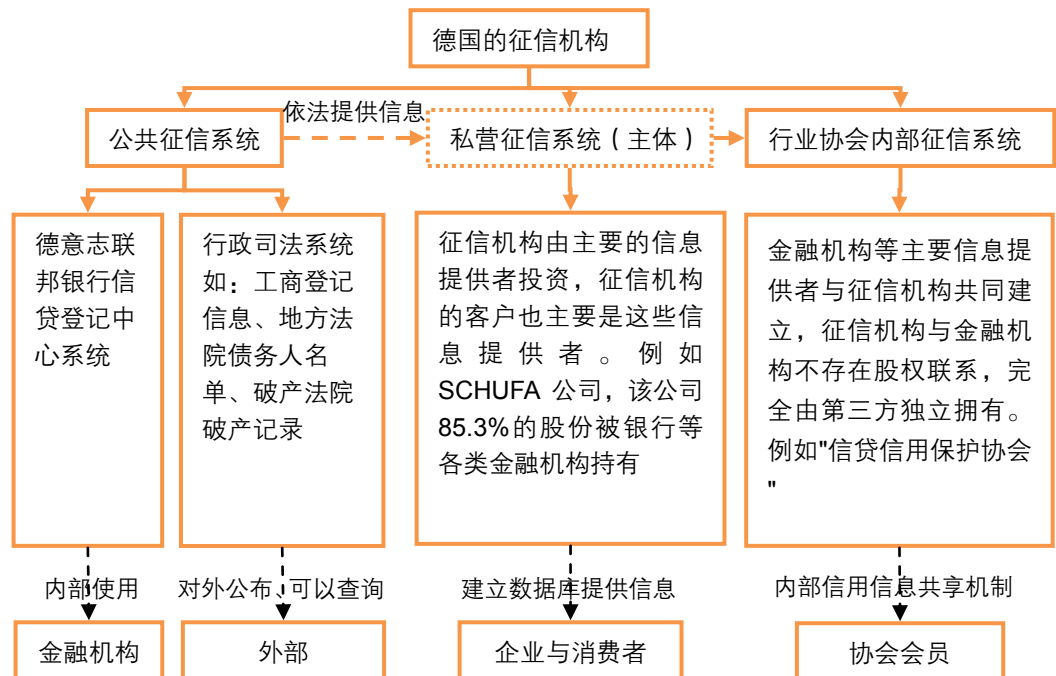
资料来源：wind、平安证券研究所

## 4.2 德国征信机构格局

德国社会信用体系包括公共征信系统、私营信用服务系统、行业协会三部分：

- 1、公共征信系统主要包括德意志联邦银行(德国中央银行)信贷登记中心系统,以及工商登记信息、破产法院破产记录、地方法院债务人名单等行政、司法部门的信息系统。德意志联邦银行信贷登记系统供银行与金融机构内部使用,在使用范围上有明确的限制,而工商登记信息、法院破产记录和债务人名单均对外公布,并可查询。公共信用信息系统依法向私营信用服务系统提供信息服务,成为私营征信机构信息的重要来源之一;
- 2、私营信用服务系统是德国社会信用体系的主体。私营信用服务系统主要包括私营信用服务公司根据自身业务需要建立的企业与消费者信用数据库及其提供的信用服务;
- 3、以行业协会为主体的会员制模式以,由协会建立信用信息系统,为协会会员提供个人和企业的信用信息互换平台,通过内部信用信息共享机制实现征集和使用信用信息的目的。

图表21 德国征信机构格局图



资料来源：德国社会信用体系建设对我国的启示、平安证券研究所

## 4.3 德国个人征信法律框架

完备的法律体系是社会信用体系的基础保障。由于私营的社会信用服务体系占据德国社会信用体系的主体,因而有关信用管理的法规散见于商法、民法、信贷法和数据保护法等多部法律法规中,并没有建立一部专门的信用管理法。这些涉及信用管理的法律主要包括规范信用信息公开的法律、保护个人隐私的法律、规范催帐程序的法律、加强信用监督的法律四大类。

图表22 德国个人征信法律

分类	法律规定	具体规定
规范信用信息公开的法律	《商法典》	成立公司必须在地方法院以公开可信的形式,即通过公证进行商业登记注册,载入商业登记簿。商业登记包括法律形式、工商注册号、地址、注册资本、法人代表、主要股东、营业范围等。商业登记簿可公开查阅。
保护个人隐私的法律	《联邦数据保护法》《信息和电信服务法》《欧盟数据保护指南》	对个人数据的获取、储存、使用、传播等方面都有严格的规定。征信机构必须公正、合理地收集消费者和企业的信用资料。消费者有权了解征信机构收集、保存的本人信用资料。数据处理单位的工作人员有保密的义务,只有在法律允许或经用户同意的情况下,有关公司才能提供用户的信用数据。禁止在消费者信用报告中公开消费者收入、银行存款、生活方式和消费习惯、超过法定记录期限的公共记录中的负面信息等。
规范催账程序的法律	《反不道德支付法》	客户在收到账单30天后或在账单规定的付款截止日后30天仍未付款,债权人可加收超过银行贷款利率5%的滞纳金。如客户在收到连续3次催账警告后仍置之不理,债权人可向地方法院申请强制执行。
加强信用监督的法律	《信贷法》	德意志联邦银行和联邦金融服务监管局负责对银行与金融机构的监督与管理。联邦银行是唯一具有对金融机构行使统计权力的机构,各类金融机构须每月向联邦银行报送包括信贷业务数据在内的各类统计报表。联邦银行通过建立“信贷登记系统”的信息共享机制控制银行业内部的信用风险。

资料来源:德国社会信用体系建设对我国的启示、平安证券研究所

## 4.4 德国征信机构的信息采集

### 4.4.1 采集来源

征信机构采集的信息包括消费者的基本信息和信用信息两方面,基本信息主要用于确认消费者的身份,这方面的信息主要来自政府部门和公共机构,其中最重要的是每个人唯一的社会安全号;信用信息则主要来自金融机构、合作伙伴和私人部门等,比如德国的 SCHUFA 公司,其 95%的数据来自合作伙伴,只有 5%的数据来自法院、邮局等公共机构。

征信机构可以免费采集政府部门和法院的相关信息,但在采集邮局的信息时一般要向邮局支付费用。

采集私人部门的信息是否需要付费,一般由征信机构和信息提供者协商确定。如果信息的提供者同时也是信息的主要使用者,则征信机构可以免费采集信息,但信息使用者使用信息时需要付费,比如德国的 SCHUFA 公司和信息使用者就采取这种方式。

### 4.4.2 采集原则

信息采集遵循互利原则,即征信机构的信息使用者也应提供相应的信息。由于征信机构的信息使用者同时也是信息提供者,这使得信息提供者能够并且愿意同征信机构在各个方面积极合作。比如,德国 SCHUFA 公司为例,其与客户的信息交换大概 95%是通过在线方式,而只有 5%是通过手工方式(电话、传真或信件)。现代信息技术的应用不仅方便客户使用、降低了客户的成本,更重要的是信息交换实现自动化,信息采集和利用的效率大大提高。

### 4.4.3 正面信息对信用行业的发展具有越来越重要的意义

虽然欧洲一些国家(比如法国、西班牙)仍然只允许征信机构采集负面信息,但只采集负面信息不仅使征信机构的业务发展受到很大制约,而且也无法为金融机构的授信决策提供更多帮助,因为负面信息只能说明一个消费者过去的还款能力和还款意愿,却无法判断消费者管理自身信用的能力。德国允许征信机构采集正负两方面的信息。全面信息的优势主要在三个方面:一是可以防止消费者过度负债,

从而更好地保护消费者;二是有利于金融机构进行风险控制,并为其拓展金融业务服务,降低贷款利率;三是有利于公平授信。从世界范围看,目前绝大多数国家的征信机构都可以采集正面和负面的信息,只有少数国家只允许采集负面信息。在只允许采集负面信息的国家,有些国家(比如法国)也在考虑是否可以采集正面信息以更好地促进金融市场的健康发展。

#### 4.5 代表企业—Schufa

在德国, Schufa 记录是被人们广泛接受的具有法律效力的正式记录。它归属于贷款人协会, 正面信息和负面信息都处理, 可以采取两种自愿方式之一参加。一种是正面信息和负面信息都提供; 另一种是仅提供、接受负面信息。负面数据是指拖欠贷款情况, 它将被通知给与该借款人有信用关系的所有信用局成员。正面信息是指正常未偿贷款情况。

Schufa 官方网站的数据显示, 目前其保留着 6630 万个人信用记录和 420 万企业信用记录。

作为第三方资信调查与评估公司, Schufa 收集的用户信用信息十分全面。除了姓名、出生日期、住址等基本信息外, 还包括人们的银行账户、信用卡、手机合同、租赁合同以及贷款等信用信息。Schufa 系统里的个人信用数据每季度更新一次, 企业信用数据每天更新。即使你搬离了原来的住址, 或者改名换姓, 你的信用记录也会像身份证一样如影随形。此外, Schufa 信用保障系统有着相当完善的评估体系。它采用 0 至 100 的评分制度, 分数越高信誉度越高。该系统的信用数据对于个人和企业单位都完全公开, 可以随时在网上或者打电话查询。

当然, 德国的 SCHUFA 系统并非尽善尽美。各方面对于这套信用保障体系的批评也很多, 比如有人质疑信息和数据的保护是否完备, 会不会遭到泄露和盗用; 还有人认为某些数据上的错误可能给个人带来巨大的利益损失。

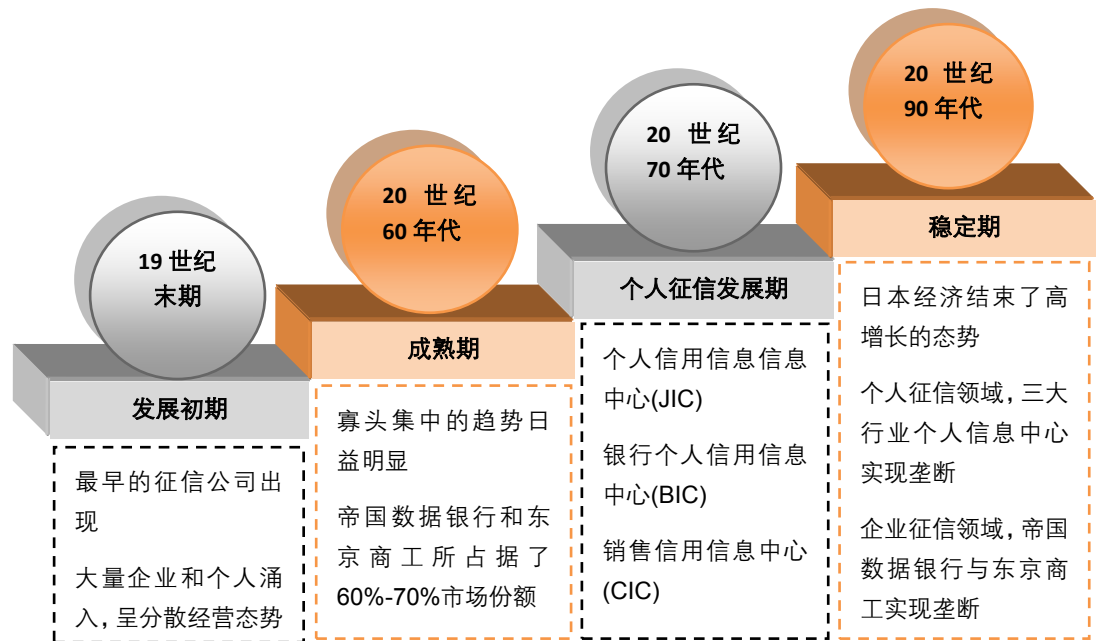
## 五、日本个人征信发展情况

### 5.1 日本个人征信行业发展历程

日本个人征信行业经历了大致四个发展阶段: (1) 在亚洲, 日本的企业信用管理发展较早, 最早的征信公司出现于 19 世纪末期, 大量企业和个人涌入, 呈分散经营态势; (2) 20 世纪 60 年代起寡头集中的趋势日益明显。两家主要的征信公司帝国数据银行和东京商工所占据了 60%-70% 的市场份额, 并将这一态势保持至今, 呈现出集中垄断的长期性、稳定性。究其原因, 主要在于其智力劳动密集型、资料经验累积型的行业特征, 需要大量的调查员、分析员; (3) 20 世纪 70 年代起, 个人征信开始发展。1973 年, 全国银行个人信用信息中心成立, 1988 年成立了整个日本银行个人信用信息中心(BIC), 信息数据库也实现了统一运作与管理; 1976 年, 全国 33 所信息中心组成个人信用信息中心(JIC), 由日本信用信息中心联合会管理, 1984 年并进一步形成全国规模的网络; 1986 年, 销售信用信息中心(CIC)成立, 其在日本个人征信制度产业中是最大的, 前身包括以汽车系统和流通系统的信用卡公司为中心的“信用信息交换所”和以家电系统的信用公司为中心建立的“日本信用信息中心”等; (4) 20 世纪 90 年代, 日本经济结束了高增长的态势, 征信行业进入稳定期。在个人征信领域, 三大行业个人信息中心实现垄断。在企业征信领域, 帝国数据银行与东京商工所两大巨头占据企业征信大部分的市场份额。



图表23 日本征信行业发展历史



资料来源:全球征信业发展历史、美日两国征信体系对我国的启示、平安证券研究所

从行业发展历程看,日本征信系统发展的特点有:

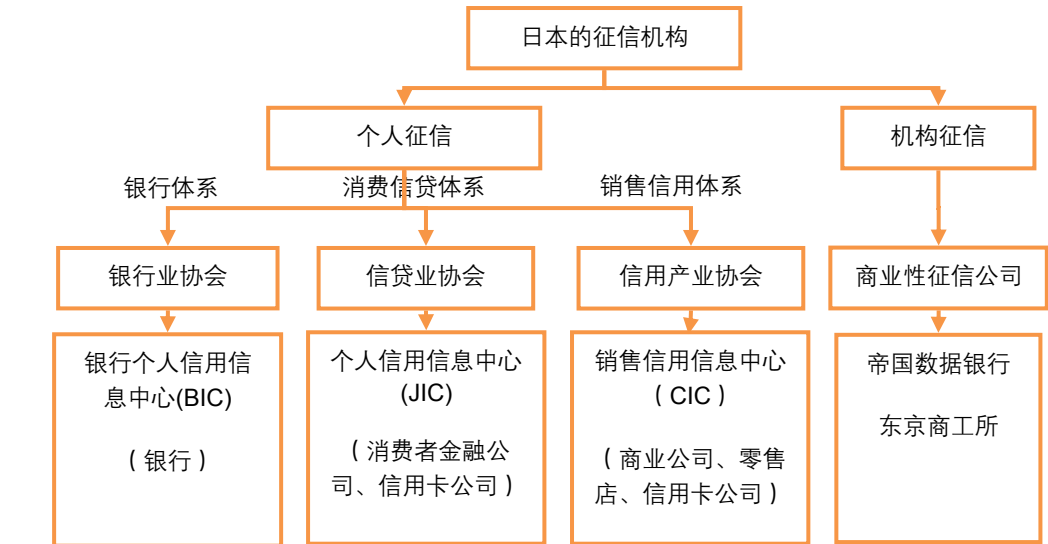
(1) 征信在经济中的作用越来越重要。20 世纪 70、80 年代之前企业对于信用调查普遍持排斥态度。而如今,征信公司的调查报告成为企业开拓新客户、提供信用额度的重要衡量指标,是政府采购时审查企业资格的重要项目,同时也是银行等金融机构对外贷款的重要依据。(2) 由政府资助到自由经营。在征信业发展的早期,日本政府对于行业的发展给予了一定扶持,特别是在资金和协助银行进行资信调查方面,这对于征信业的发展起了重要作用。而当日本征信业发展步入正轨后,政府与征信业之间的关系进行了重新定位,两者之间更接近主顾关系,政府对外免费公开信息,同时有偿使用业界的服务,如破产分析、行业预测等;政府不干预业界的经营,有利于保持信用调查的公平、独立。(3) 政府的信息披露逐渐走向开放。特别是在 2001 年《政府信息公开法》实施后,日本政府开始向社会公开大量免费信息。目前公众可获得的内容包括企业登记、破产申请、企业个人纳税、土地房屋状况等资料,而且多是原始资料,对征信调查具有重大参考价值。(4) 由手工操作到数据集成。科技的发展极大地推动了征信业的发展。借助于计算机,征信公司于 20 世纪 60 年代末开始着手建立数据库,并引入数理分析概念,对企业财务报表进行集成分析,构造出预测企业偿还能力、破产风险的评估模型,从而实现了定量分析,极大地提高了预测的精度。(5) 服务内容从单一到多样。征信业在发展初期主要以提供企业简单资信情况为主,目前已经转型为综合情报产业。以帝国数据银行为例,它除了提供一次性的信用调查外,还可提供追踪调查服务;作为信用调查的延伸,提供市场销售咨询;配合新兴的电子商务提供网上认证服务。

## 5.2 日本征信机构格局

日本的征信体系采用的是会员制征信模式。个人征信大体上可划分为银行体系、消费信贷体系和销售信用体系,分别对应银行业协会、信贷业协会和信用产业协会。协会会员包括银行、信用卡公司、保证公司、其他金融机构、商业公司以及零售店等。例如日本银行协会建立了非营利的银行会员制机构,即日本个人信用信息中心。信息中心的信息来源于会员银行,会员银行在与个人签订消费贷款合同时,均要求个人义务提供真实的个人信用信息。这些个人信息中心负责对消费者个人或企业进行征信。该中心在收集与提供信息服务时要收费,以维持中心的运行,但不以营利为目的。

同时日本征信业还存在一些商业性的征信公司，如“帝国数据银行”，它拥有亚洲最大的企业资信数据库，有 4000 户上市公司和 230 万户非上市企业资料，占领 70% 以上的日本征信市场份额。

图表24 日本征信机构格局



资料来源：百度、平安证券研究所

### 5.3 日本征信行业法律

日本的消费者信用信息并不完全公开，只是在协会成员之间交换使用，以前并无明确的法律规定，但在银行授信前，会要求借款人签订关于允许将其个人信息披露给其他银行的合同。目前，日本正在制订和完善有关保护个人隐私的基本法律，重点确定个人金融信用信息、医疗信息、通讯信息的开放程度。

日本的行业协会在日本经济中发挥着举足轻重的作用。与美国不同的是，征信机构提供的信用信息只能用于对公民诚信情况的评估，不能用于雇佣、商业活动等任何其他用途。另外，征信机构还自行制定一些规章制度对征信活动约束。如征信机构应采取相应的措施保证信用信息的安全，防止自然的、人为的因素造成的信息损害；凡是接触个人信用信息的所有人员都需签署对个人信息保密的誓约书，以保证从业人员在退休或离岗后不泄漏、不使用工作期间获取的个人信用信息；必须建立完整的配套机制，满足个人信用档案主体对信息的异议权的实现，并且需为个人信用档案主体的投诉提供便利的途径等等。

图表25 日本征信法律

分类	法律规定	颁布时间	具体规定
促进个人信用信息的公开	《行政改革委员会行政信息公开法纲要》	1993年	对征信机构收集政府部门保有的信用信息提供法律依据。
	《政府信息公开法》	2001年	大量信息免费向社会公开。
保护个人隐私	《贷款业规制法》和《分期付款销售法》	1983年	对于个人信用信息的收集和使用等做了初步规定，规定对信用信息机构保有的信息只能用于调查消费者的偿债能力或支付能力

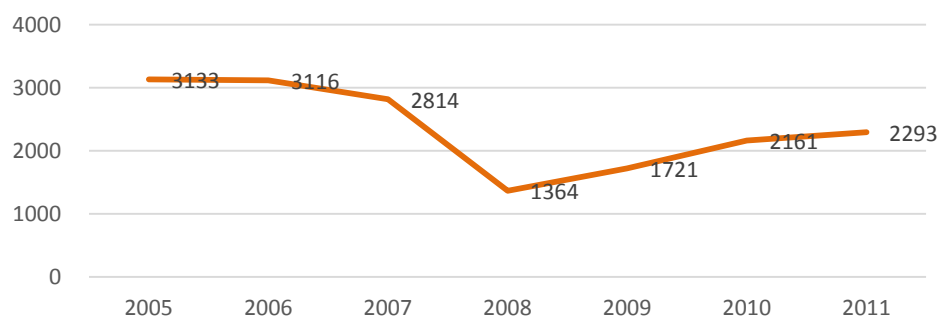
分类	法律规定	颁布时间	具体规定
的法律	《行政机关保有的电子计算机处理的个人信息保护法》	1988年	对行政机关保有的由计算机进行处理的个人信息提供了法律保护
	《信用信息服务机构个人信息信用保护方针》	1999年	征信机构在收集个人信息时不能涉及个人信用档案主体的种族、政治倾向、宗教信仰、病历等与信用无关的信息，只能将收集的信息限定在判断个人信用档案主体的支付能力与偿还能力上
	《个人信息保护法》	2003年	对尊重个人人格的基本理念、国家以及地方公共团体对个人信息的处理职责、个人信息保护措施的基本事项等予以明确，对个人信息处理者（包括征信机构）应遵守的义务等进行了详细规定。

资料来源：百度、平安证券研究所

## 5.4 代表机构—CIC

CIC 成立于 1984 年，主要业务是收集和提供个人销售信用信息，会员包括信用卡公司、信贷销售公司、租赁公司、担保公司等企业，由日本信用产业协会监督管理。信息中心运行费用与会员进行结算，提供信息或使用信息均采用收费的方式，维持系统的运行和不断扩大。

图表26 2005-2011 年 CIC 年查询总次数下滑（亿次）

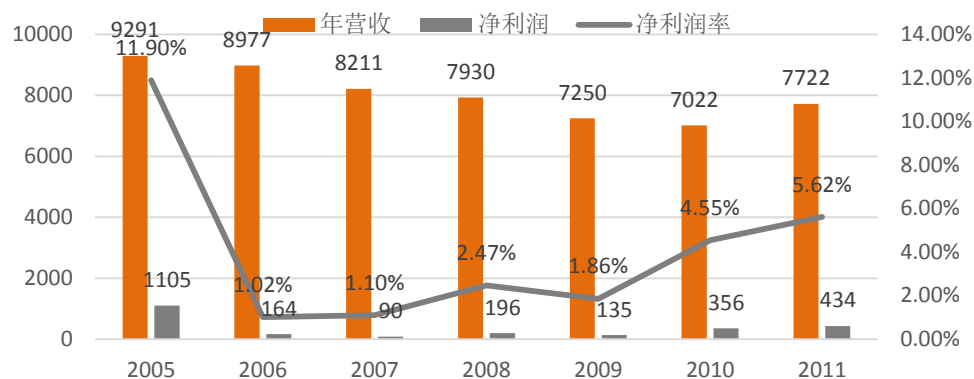


资料来源：CIC 年报、平安证券研究所

CIC 的最主要收入来源是基本信用查询业务（包括在线查询和批量查询），占收入 5 成以上，年营业收入在 2005-2011 年略有下滑，主要因为信用查询总次数降低所致。净利润也随之下滑，但净利润率在 2006 年达到最低点后开始攀升。



图表27 2005-2011 年营业收入和净利润（百万日元）



资料来源：CIC 年报、平安证券研究所

## 六、投资建议和风险提示

### 6.1 投资建议

现在对于征信行业的市场规模呈现两极说，我们认为在具体的征信场景适用边界出来之前，谈规模还为时尚早，但是不可否认的一点是，作为基础实施，合理的个人信用评价体系将在互联网金融、消费金融、小微金融等大力发展过程中扮演重要的角色。当然最终拿到个人征信牌照的企业的发展和盈利状况，是要看企业具体的数据来源、数据模型在实践中的有效情况等来定。上市公司中，除银之杰参股的华道征信在首批名单中，还有多家上市公司拟参与到个人征信牌照的申请中，推荐关注。

### 6.2 风险提示

牌照发出不及预期；应用场景边界过窄等。

# 平安证券综合研究所投资评级：

## 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$  之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

## 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$  之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

## 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

## 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2015 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

## 平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳福田区中心区金田路 4036 号荣超大厦 16 楼 邮编：518048 传真：( 0755 ) 82449257	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼 邮编：200120 传真：( 021 ) 33830395	北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层 邮编：100033