

# 大数据时代，征信大有可为

2015年9月7日

## 投资要点

- ❖ **中国步入征信时代。征信是现代金融体系的基础设施，其本质在于对金融主体的数据刻画。**征信是：（1）金融大数据体系建设的关键环节；（2）传统金融行业转型的内在要求；（3）互联网金融再下一城的重要支撑。征信可以减少信息不对称、降低交易成本、扩大金融总量；如果没有征信，对于金融主体就缺乏关键的衡量标准，也就无法深入挖掘金融的价值。
- ❖ **行业现状：平淡的历史，变化的现在。**（1）现行征信体系以央行征信系统为主，非营利性，收费仅用于日常运营，是银行等金融机构主要征信信息来源；（2）商业征信正发挥重要作用，部分用于信用评估、商业咨询、债项评级等业务；（3）创新征信模式稳步发展，比如专门针对 P2P 行业而建的网络金融征信系统（NFCS）和小额信贷征信服务平台（MSP）。
- ❖ **海外经验表明，征信大有可为。完善的法律体系是征信市场良性发展的前提，庞大而优质的数据库则是征信机构的核心竞争力。**（1）无论是美国的市场主导型模式、欧洲的政府主导型模式还是日本的行业主导型模式，无一不是以系统而完善的法律和监管体系为基础，着重保护征信信息安全和个人隐私权，保障了征信市场的高效运转。（2）D&B、Experian 等世界著名征信机构均拥有庞大的数据库，以此为基础开展征信业务并提供高质量的信用评估产品和服务，此外还衍生出商业决策分析、市场营销与拓展解决方案等业务，已成为重要收入来源，因此数据是核心竞争力。
- ❖ **前景展望：金融基础设施，重构“信用”价值。**（1）征信行业自身成长空间广阔，受益于社会融资总量的增长、征信渗透程度的提升、征信机构的市场化、商业化以及应用场景的拓展等因素，对标美国征信普及水平，我国个人征信行业至少还有 16 倍的增长空间。（2）征信重构“信用”价值，通过建立征信系统可以完善对金融主体的数据刻画，创新融资模式，满足潜在融资需求的价值更大。（3）规模经济和交易成本限制促使征信市场具备天然的垄断基因，我国未来征信市场或呈现“央行公共征信系统+寡头商业征信机构”的竞争格局。
- ❖ **数据是征信的核心竞争力，不同的数据优势形成不同的商业模式，我们更看好以芝麻信用为代表的互联网平台公司。**互联网征信机构有望凭借海量的互联网数据、强大的 IT 技术以及开放创新的思维建立互联网平台征信模式；而非互联网征信机构则可能依靠多年的风险评估经验、特色征信数据，深耕区域性、专业性等细分领域市场。我们认为互联网征信机构依托强大股东背景、利用平台模式快速积累数据形成先发优势、持续增加应用场景有望成倍拓展成长空间，更有机会在行业竞争中胜出。
- ❖ **风险因素。**我国目前在信息保护方面立法尚不完善，因此征信信息的采集和使用存在灰色地带，对于在保护个人隐私方面可能存在法律风险。



强于大市（维持）

## 中信证券研究部

肖斐斐

电话：0755-23835396

邮件：xff@citics.com

执业证书编号：S1010510120057

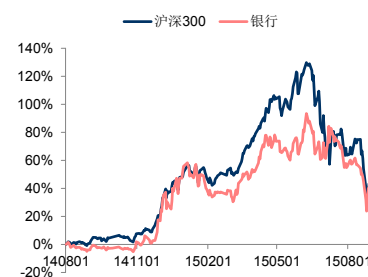
向启

电话：010-60838757

邮件：xiangqi@citics.com

执业证书编号：S1010512090006

## 相对指数表现



资料来源：中信数量化投资分析系统

## 相关研究

1. 央行网络支付监管新规点评——是进步，而非倒退！（2015-08-03）
2. 央行等十部委发布《互联网金融指导意见》点评——从野蛮生长到良性增长（2015-07-20）
3. 银行业深度研究——新金融，新价值（2015-03-10）
4. 供应链融资模式专题研究——智慧融资，普惠三农，传动升级（2015-01-28）

# 目录

- 投资聚焦..... 1**
  - 投资逻辑..... 1
  - 创新之处..... 1
  - 风险因素..... 1
- 中国步入征信时代..... 2**
  - 征信的本质：对金融主体的数据刻画..... 2
  - 征信行业发展步入黄金期..... 3
- 我国征信行业现状..... 5**
  - 征信行业发展历史..... 5
  - 征信行业格局：公共为主商业为辅，创新模式稳步发展..... 6
- 海外征信经验..... 9**
  - 美国：市场主导模式..... 9
  - 欧洲大陆国家：政府主导模式..... 15
  - 日本：行业协会主导模式..... 16
- 征信行业前景展望：金融基础设施，重构“信用”价值..... 17**
  - 我国征信行业空间探讨..... 17
  - 行业格局展望：未来将呈现寡头垄断竞争格局..... 20
- 具备数据优势的征信机构将脱颖而出..... 21**
  - 数据是征信的核心竞争力..... 21
  - 数据优势不同决定差异化的商业模式..... 21
  - 更看好以芝麻信用为代表的互联网平台公司..... 24
- 风险因素..... 25**

## 插图目录

图 1: 征信流程 .....	2
图 2: 征信的基本功能 .....	2
图 3: 传统金融的中介职能 v.s. 现代金融的平台职能 .....	3
图 4: 央行征信系统收录企业和个人数量 (2014 年) .....	3
图 5: 央行征信系统数据来源结构 (2014 年) .....	3
图 6: 部分上市银行贷款结构 (2014 年) .....	4
图 7: 部分上市银行客户数 (2014 年) .....	4
图 8: 支付宝钱包活跃用户数 .....	4
图 9: 微信月活跃用户数 (含 WeChat) .....	4
图 10: 征信为互联网金融面临问题提供解决方案 .....	5
图 11: 我国征信行业历史沿革 .....	6
图 12: 我国征信行业现有格局 .....	6
图 13: 企业征信系统收录的企业及其他组织 数量 .....	7
图 14: 个人征信系统收录的自然人数量 .....	7
图 15: 央行企业征信系统服务的机构用户 (2014 年) .....	7
图 16: 央行个人征信系统服务的机构用户 (2014 年) .....	7
图 17: 信用评级机构完成债项评级笔数 .....	8
图 18: 新华信基本情况 .....	8
图 19: NFCS 收录机构和客户数量 .....	8
图 20: MSP 收录机构和客户数量 .....	8
图 21: 美国主要征信机构收入规模及分地区构成 (2014 年) .....	9
图 22: D&B 的商业信息供应商遍布全球 .....	11
图 23: D&B 盈利情况 .....	11
图 24: D&B 收入拆分 (2014 年) .....	11
图 25: 高费用导致毛利率与净利率相差较大 .....	12
图 26: D&B 征信系统记录企业家数 .....	12
图 27: Experian 的全球业务网络 .....	12
图 28: Experian 盈利情况 .....	13
图 29: Experian 收入拆分 (2014 年) .....	13
图 30: Experian 营业收入行业分布 (2014 年) .....	13
图 31: Experian 数据库规模 .....	13
图 32: ZestFinance 发展历程 .....	14
图 33: FICO 评分的人群分布 (2012 年) .....	14
图 34: 美国各类金融机构客群分布 .....	14
图 35: 日本征信体系 .....	16
图 36: 征信价值: 自身成长空间+重构“信用”价值 .....	17
图 37: 中美个人征询查询量对比 (2014 年) .....	18
图 38: 我国企业征信潜在规模 (2014 年) .....	18

图 39：我国信用卡累计发卡量 ..... 19

图 40：我国消费贷款规模快速增长 ..... 19

图 41：我国农村居民生产性、经营性和消费性支出 ..... 19

图 42：我国农村居民支出结构 ..... 19

图 43：我国未来征信市场或将呈现“央行公共征信系统+寡头商业征信机构”的格局 ..... 20

图 44：互联网公司征信业务平台模式 ..... 22

图 45：芝麻信用是蚂蚁金服金融体系的基础 设施 ..... 23

图 46：芝麻信用分及其场景应用 ..... 23

图 47：互联网公司和非互联网公司侧重不同领域 ..... 23

图 48：互联网公司征信业务平台模式 ..... 24

表格目录

表 1：美国征信相关法律 ..... 9

表 2：Experian 各业务板块情况 ..... 13

表 3：ZestFinance 与传统信用风险评估体系对比 ..... 15

表 4：央行批准开展个人征信准备工作的 8 家征信机构股东背景及优势 ..... 25

## 投资聚焦

### 投资逻辑

征信是现代金融体系的基础设施，本质在于对金融主体的数据刻画，其价值不仅在于自身广阔的成长空间，更重要在于重构“信用”价值。（1）征信可以实现金融主体的数据表达，减少信息不对称、降低交易成本、扩大金融总量；如果没有征信，对于金融主体就缺乏关键的衡量标准，也就无法深入挖掘金融的价值。（2）我国征信行业发展步入黄金期：金融深化需要征信，而“互联网+”则为中国进入征信时代提供了场景和数据基础，针对互联网金融的征信模式已正开始尝试。（3）对标美国征信普及水平，我国个人征信行业至少还有 16 倍的增长空间，而完善对金融主体的数据刻画、创新融资模式、满足潜在融资需求才是征信更重要的价值所在。

海外经验表明完善的法律体系是征信市场良性发展的前提，庞大而优质的数据库则是征信机构的核心竞争力。（1）无论是美国的市场主导型模式、欧洲由政府主导型模式还是日本的行业主导型模式，无一不是以系统、完善的法律和监管体系为基础，着重保护征信信息安全和个人隐私权，保障了征信市场的高效运转。（2）D&B、Experian 等世界著名征信机构均拥有庞大的数据库，以此为基础开展征信业务并提供高质量的信用评估产品和服务，此外还衍生出商业决策分析、市场营销与拓展解决方案等业务，已成为重要收入来源。

数据是征信的核心竞争力，不同的数据优势形成不同的商业模式，我们更看好芝麻信用等互联网平台模式的征信公司。互联网征信机构有望凭借海量的互联网数据、强大的 IT 技术以及开放创新的思维建立互联网平台征信模式；而非互联网征信机构则可能依靠多年的风险评估经验、特色征信数据，深耕区域性、专业性等细分领域市场。我们认为互联网征信机构能够依托强大股东背景、利用平台模式快速积累数据形成先发优势、持续增加应用场景成倍拓展成长空间，同时发挥金融基础设施作用，满足潜在融资需求、挖掘金融价值，进而更有机会在行业竞争中胜出。

### 创新之处

第一，原创性地提出征信是现代金融体系的基础设施，本质在于对金融主体的数据刻画，并强调征信的价值不仅仅在于自身成长空间，更重要的则是其对“信用”价值的重构。

第二，较全面地分析了海外成熟征信市场的情况，尤其是龙头征信机构的发展历史、商业模式等，对我国征信行业的发展提供了参考。

第三，对我国征信行业未来的商业模式进行了前瞻性探讨，并给出了筛选优质征信企业的基本逻辑。

### 风险因素

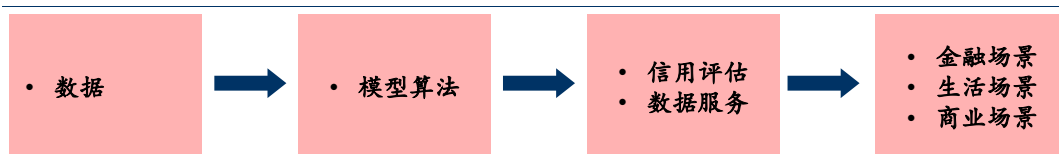
我国目前在信息保护方面立法尚不完善，因此征信信息的采集和使用存在灰色地带，在保护个人隐私方面可能存在法律风险。

## 中国步入征信时代

### 征信的本质：对金融主体的数据刻画

征信是指对企业组织和个人的信用信息进行采集、整理、保存和加工，并向信息使用者提供的活动，其本质在于利用信用信息对金融主体进行数据刻画。

图 1：征信流程



资料来源：中信证券研究部

征信的基本功能在于：**（1）对金融机构而言**，征信有助于信用风险管理，金融机构只有掌握了信用主体的特征与信息后才能通过各类测试和分析做出信贷决策，并能够在贷前、贷中和贷后均实现风险管理；**（2）对信用主体而言**，一方面征信系统的存在能够对其形成无形的监督，提高偿还意愿，另一方面当其信息为金融机构全面掌握并评估后，有望降低借贷成本；**（3）对监管部门而言**，征信系统能够辅助对金融市场的监督管理，以及制定货币政策。

图 2：征信的基本功能

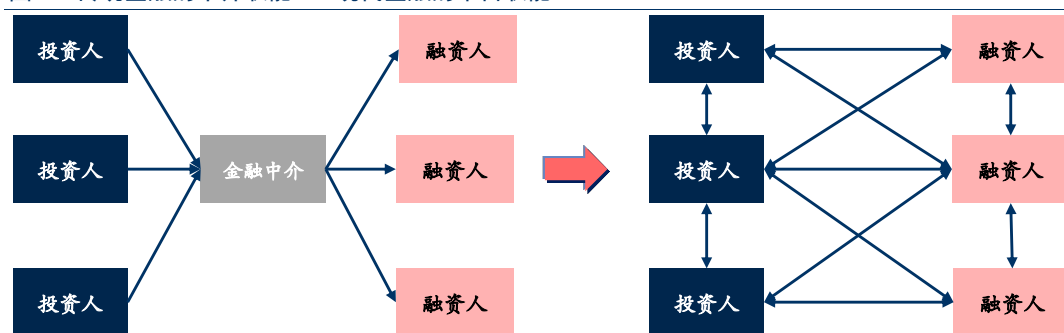


资料来源：中信证券研究部

**征信是现代金融体系的基础设施。**征信本身不创造信用，却是信用活动乃至整个经济金融体系征信的基石。现代金融体系中，征信的作用在于利用数据对每个金融主体进行刻画和信用评估，进而激发金融主体间的潜在融资需求，并支撑起总体融资规模的扩大。因为征信机构承担了部分信用风险管理的职能，金融机构的中介属性将会弱化，整个金融体系的交易成本有望降低。



图 3：传统金融的中介职能 v.s.现代金融的平台职能



资料来源：中信证券研究部

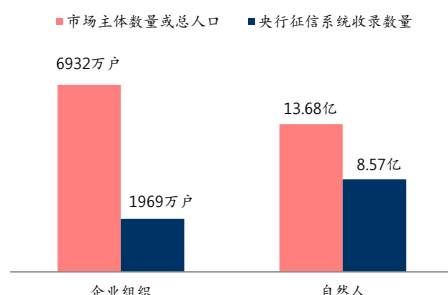
## 征信行业发展步入黄金期

### 征信是金融大数据体系建设的关键环节

**当前征信体系对企业和个人覆盖率偏低。**目前央行的金融信用信息基础数据库是我国最主要的征信系统，但覆盖率仍较低。截至 2014 年底，共收录自然人 8.57 亿人和企业及其他组织 1969 万户，而同期全国总人口和市场主体数量为 13.68 亿人和 6932.22 万户，覆盖率仅为 62.6%和 28.4%。考虑到有贷款记录的个人和企业占收录数量的比重不到一半，且无贷款记录的主体仅有基本信息，因此央行征信系统实际的有效覆盖率更低，同时亦表明未来征信行业的潜在空间广阔。

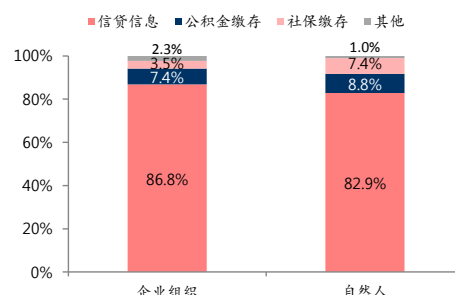
**数据来源仍以信贷信息为主，缺少多维度信息。**2014 年央行企业征信系统共采集约 2.19 亿条信贷信息，3320.2 万条非信贷信息，占比仅 13.2%；个人征信系统共采集 12.52 亿条信贷信息，2.59 亿条非信贷信息，占比约 17.1%。此外互联网（尤其是移动互联网）对企业和个人活动的渗透，互联网数据将在征信中占据越来越重要的地位，而这亦是央行征信系统以及传统的商业征信机构所缺乏的。

图 4：央行征信系统收录企业和个人数量（2014 年）



资料来源：工商总局，国家统计局，央行征信中心，中信证券研究部

图 5：央行征信系统数据来源结构（2014 年）



资料来源：中国人民银行，中信证券研究部

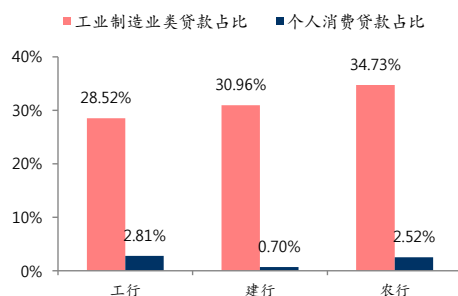
### 征信是传统金融行业转型的内在要求

**当前经济环境下商业银行增速放缓，金融深化和转型势在必行。**对商业银行而言，面临两难选择：一方面经济增长放缓，信贷投放不顺，传统的以大客户为主的客户体系已很难继续支撑规模扩张和收入增长，改善客户结构、开拓新金融业务势在必行；另一方面个人及小微信贷往往呈现金额小、碎片化、即时性特征，传统金融模式下的抵押、质押等风险缓释手

段已不适用，信用风险难以掌控，而基于大数据的征信能够对每个金融主体进行全面刻画，或有助金融机构在控制风险的同时增强对这部分群体的渗透，实现风险与收益兼得。

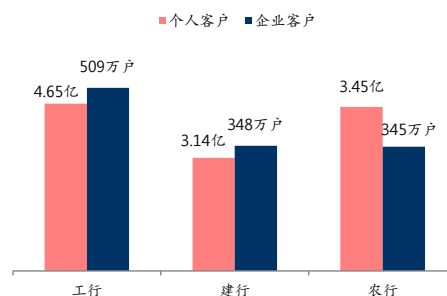
**银行庞大客户资源具备大数据潜力，助力金融深化与转型。**商业银行本身拥有庞大的客户基础，如截至 2014 年底工商银行拥有 509 万企业用户和 4.65 亿个人客户，具备巨大的数据挖掘潜力，有望为业务转型提供大数据基础。

图 6：部分上市银行贷款结构（2014 年）



资料来源：公司财报，中信证券研究部

图 7：部分上市银行客户数（2014 年）



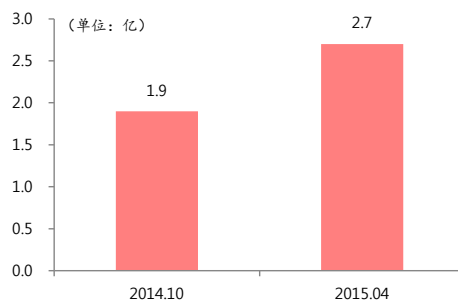
资料来源：公司财报，中信证券研究部

## 征信是互联网金融再下一城的重要支撑

**“场景+数据”对征信发展提供强有力支撑。**移动互联网时代来临，极大提升了生活便利程度，衣食住行均可在移动终端上完成，一方面为征信提供了更加丰富的互联网数据，能够更加全面地刻画个体，另一方面亦提供了更加多样化的应用场景。

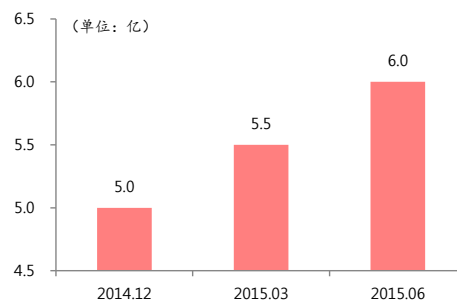
**互联网金融生态发生变化，征信有望提供应对方案。**经过近几年的高速发展，互联网金融的各业态的经营生态正发生变化，或因遭遇行业瓶颈、或因面临监管趋严、或因风险暴露加速。而征信有望基于大数据和模型针对不同业态提供应对方案，帮助经营转型和继续增长。

图 8：支付宝钱包活跃用户数



资料来源：支付宝，中信证券研究部

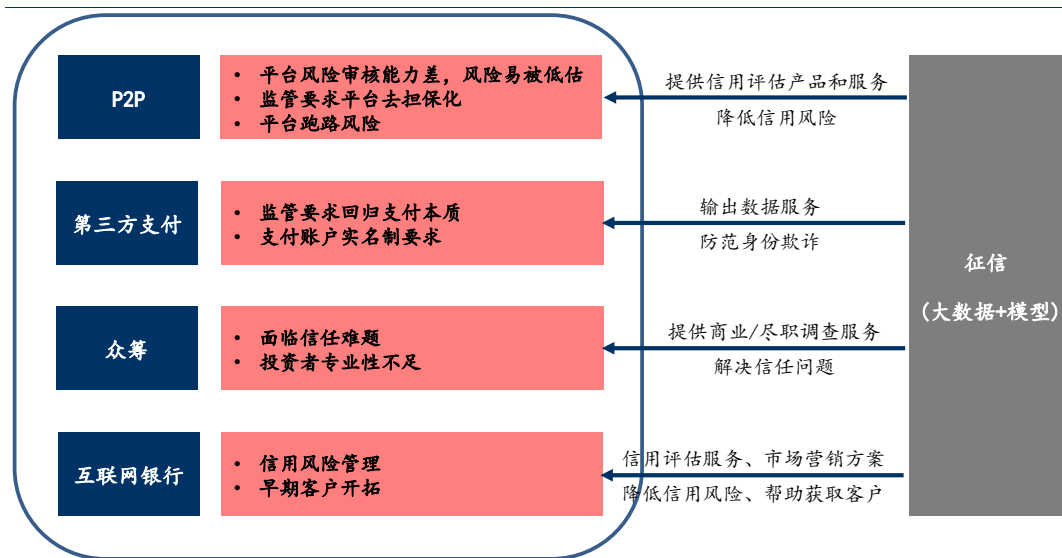
图 9：微信月活跃用户数（含 WeChat）



资料来源：腾讯财报，中信证券研究部



图 10：征信为互联网金融面临问题提供解决方案



资料来源：中信证券研究部

## 我国征信行业现状

### 征信行业发展历史

我国征信行业与国外相比起步较晚，无论是征信业务的普及度、商业模式的成熟度还是征信系统的完善程度都较国外有很大差距。自 1980 年代末至今经过 20 余年的发展，大致形成了以央行为主导的公共征信体系，期间大致分为四个阶段：

**1. 起步阶段（1980 年末-1995 年）：**这一阶段个人征信尚未放开，而征信公司规模普遍较小，业务以资信评级为主，且信息获取难度高、报告内容简单。上世纪 80 年代末 90 年代初全国企业间“三角债”问题爆发，国务院开展清理行动，并第一次提出“社会信用”的概念，这成为我国征信行业发展的起点。在这期间：（1）多数地方和银行纷纷发起成立资信评估公司，主要从事债券、股票及贷款的资信评估工作，包括大公国际、上海远东资信、中诚信等均在这一时期成立；（2）大陆首家专门对外提供企业征信服务的公司——北京新华信商业风险管理有限责任公司成立；（3）政府部门（外经贸部等）开始与邓白氏等国际知名的企业征信机构合作。

**2. 央行和各地方搭建征信平台（1996 年-2003 年）：**这一阶段四大行由专业银行向商业银行转型以及一些股份行和地方性银行陆续设立成为征信市场发展的重要推动力，而商业银行仍是征信服务的主要需求方，征信服务主要体现为内部评级服务，个人征信开始起步。（1）1996 年央行开始在全国范围内推行“贷款证”制度，并开发了覆盖全国 300 多个地市的银行信贷登记咨询系统（即现今央行企业征信系统的前身）；（2）上海、深圳、北京、广东等省市也开始建设地方征信体系，包括搭建信用数据库、出台地方性征信法规等；（3）央行允许上海率先试点个人消费信用联合征信。

**3. 央行主导建立全国统一的公共征信模式（2004 年-2013 年）：**在这一时期中央（包括中共中央决定、国务院深化经济体制改革意见等）多次强调要建立健全社会信用体系。央行将此前建立的银行信贷登记咨询系统升级为全国统一的企业和个人征信系统，截至 2015 年 4 月底，征信系统已收录自然人 8.6 亿多人，收录企业及其他组织近 2068 万户。2013 年国

务院正式颁布《征信业管理条例》，同年央行发布《征信机构管理办法》，对企业征信实行备案制、对个人征信实行审核制，标志我国征信行业进入法制化的时代。

**4. 互联网金融时代的征信（2014 年至今）：**随着互联网技术的蓬勃发展以及互联网金融业态的爆发式增长，一些互联网公司基于大数据开始涉足征信行业。央行于 2015 年初向 8 家机构下发通知要求做好个人征信业务的准备工作，期限 6 个月。

图 11：我国征信行业历史沿革



资料来源：中信证券研究部整理

## 征信行业格局：公共为主商业为辅，创新模式稳步发展

我国征信行业经历了 20 余年的发展，目前形成了公共征信与商业征信并存、以公共征信为主的征信体系。（1）公共征信：主要是由央行主导建设的全国企业和个人征信系统，即金融信用信息基础数据库，由人民银行征信中心负责运营，此外各级政府或其所属部门设立的征信机构亦属于公共征信体系；（2）商业征信：主要为信用登记、信用调查、信用评级等业务，征信机构包括 50 多家社会征信机构（如鹏元征信等）和 80 家信用评级机构（如大公国际、中诚信等）。

图 12：我国征信行业现有格局

		数据来源	服务对象	代表机构
公共征信	央行征信系统	金融机构为主	商业银行等授信类机构、政府部门、金融监管机构	央行征信中心 (金融信用信息基础数据库)
	地方征信体系	各类政务信息等	政府部门、企业和社会公众	地方征信机构 (如各省信用中心/征信中心等)
商业征信	信用评估	金融机构、政府部门、商业交易等	政府、银行、小额贷款公司、公用事业单位、电商平台等	鹏元征信
	资信评级	资本市场公开信息等	资本市场投资者、金融机构	大公国际、中诚信、联合资信等

资料来源：中信证券研究部整理

## 公共征信体系——央行企业和个人征信系统

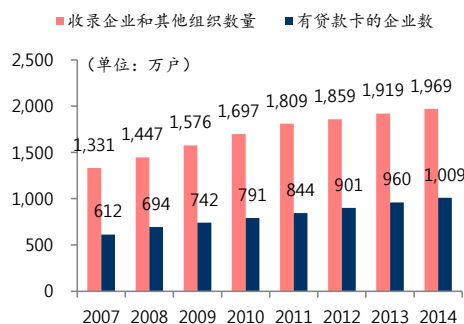
央行企业和个人征信系统，即金融信用信息基础数据库，又称企业和个人信用信息基础数据库，于 2006 年在全国正式运行，其前身为 1997 年开始筹建的银行信贷登记咨询系统，央行自 2004 年-2006 年组织金融机构建成全国集中统一的企业和个人征信系统，目前由人民银行征信中心负责运营维护。该系统属于非盈利性质，仅出于运营收取少量费用，如查询个人信用报告每年前两次免费，第三次起每次收取服务费 25 元。

**(1) 数据来源：**全面收集企业和个人信息，以银行信贷信息为核心，还包括社保、公积金、环保、欠税、民事裁决与执行等公共信息，但目前占比较小。对于无贷款记录的企业和个人，央行征信系统仅有基本信息。截至 2015 年 4 月底，征信系统收录自然人 8.6 亿多人，收录企业及其他组织近 2068 万户。

**(2) 产品体系：**以企业和个人信用报告为核心的征信产品体系。**a) 企业征信：**包括企业信用报告、关联企业查询、信贷资产结构分析、历史违约率查询等；**b) 个人征信：**包括个人征信报告、信用报告数字解读（信用评分）等。

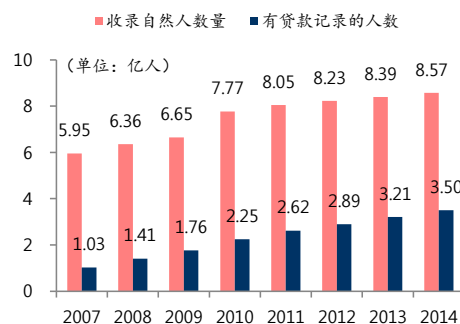
**(3) 使用机构：**包括商业银行、农村信用社、信托公司、财务公司、汽车金融公司等各类放贷机构，且征信系统的信息查询端口遍布全国各地的金融机构网点，信用信息服务网络覆盖全国。2014 年企业和个人征信系统接入机构家数分别为 1724 家和 1811 家。

图 13：企业征信系统收录的企业及其他组织数量



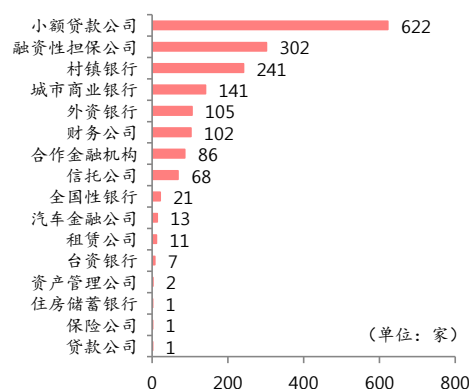
资料来源：中国人民银行，中信证券研究部

图 14：个人征信系统收录的自然人数量



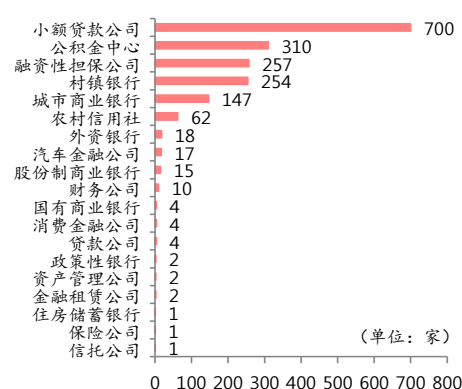
资料来源：中国人民银行，中信证券研究部

图 15：央行企业征信系统服务的机构用户（2014 年）



资料来源：中国人民银行，中信证券研究部

图 16：央行个人征信系统服务的机构用户（2014 年）



资料来源：中国人民银行，中信证券研究部

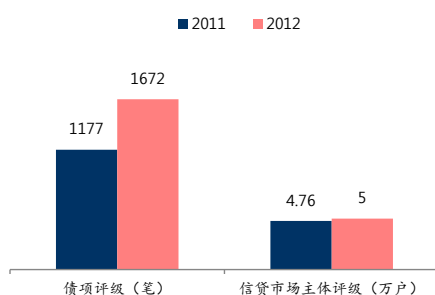
## 商业征信体系——信用评级机构和社会征信机构

我国的商业征信体系主要包括信用评级机构、社会征信机构，以及近几年才建立的专门针对 P2P 行业的征信系统。

**信用评级机构：**主要应用于债券市场和信贷市场。2012 年共有 70 多家评级机构，其中 8 家获准从事债券市场评级业务，当年共完成债项评级 1672 笔，同比增长 42%；其余从事信贷市场评级业务，共完成信贷市场主体评级近 5 万户，同比增长近 5%。

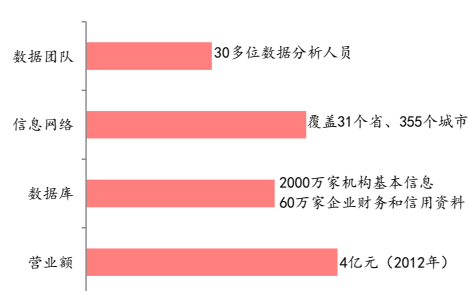
**社会征信机构：主要从事企业征信业务，较少从事个人征信业务。**征信业务收入和人员主要集中在几家大的征信机构上，如鹏元征信、新华信等。(1) **鹏元征信**成立于 2005 年，主要从事个人征信、企业征信、企业评分、个人评分、和中小企业信用风险控制等业务，目前每年提供各类信用报告超过 7000 多万份，主要用户包括政府、银行、小额贷款公司、公用事业单位、电商平台等机构，公司信用报告在银行等金融机构内部一定程度上能够替代央行提供的征信报告。(2) **新华信**主要提供商业信息咨询、市场研究咨询以及数据库营销服务，公司数据收集网络覆盖全国 31 个省市、355 个城市，数据库收录了 2000 万家机构的基本信息和 60 万家企业的财务及信用信息，2012 年营业额达到 4 亿元。

图 17：信用评级机构完成债项评级笔数



资料来源：中国人民银行，中信证券研究部

图 18：新华信基本情况



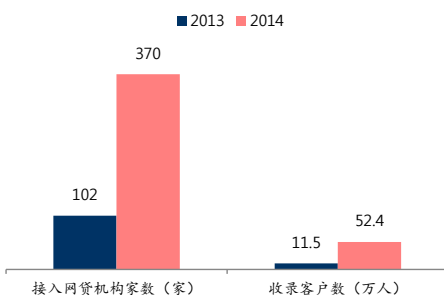
资料来源：公司网站，中信证券研究部

### 针对 P2P 行业的征信系统：网络金融征信系统(NFCS)和小额信贷征信服务平台(MSP)。

(1) **网络金融征信系统 (NFCS)**：除企业和个人征信系统外，央行征信中心还通过下属的上海资信有限公司建立了网络金融征信系统，于 2013 年 7 月正式上线运行。NFCS 主要收集并整理 P2P 平台借贷两端客户的个人基本信息、贷款申请信息、贷款开立信息、贷款还款信息和特殊交易信息，通过有效的信息共享，帮助 P2P 平台机构全面了解授信对象，防范借款人恶意欺诈、过度负债等信用风险。目前 NFCS 已成为央行征信系统的有效补充，是互联网金融业务开展的重要基础设施。截至 2014 年底，共有 370 家网贷机构接入 NFCS，收录客户数达到 52.4 万人，日均查询量约 5000 次。

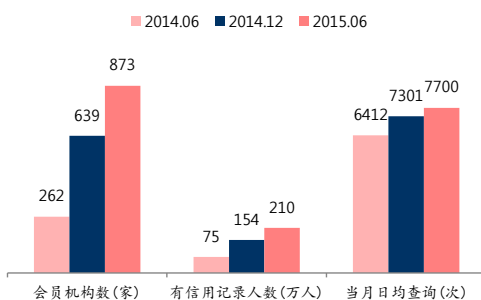
(2) **小额信贷征信服务平台 (MSP)**：由北京安融惠众征信建立，推出了包括信用信息共享、反欺诈、风险预警监测、个人消费能力分析、个人及关联企业信息分析在内的多种风险管理相关产品，旨在帮助会员机构共享借款人借贷信息、实时掌握借款人在各类民间信贷机构间的信贷交易信息，防范借款人可能存在的多头借贷、恶意拖欠、骗贷等风险。截至 2015 年 7 月底，MSP 累计会员机构数量 923 家，收录有信贷记录的信息主体 220.8 万人，当月查询量达 17.2 万次。

图 19：NFCS 收录机构和客户数量



资料来源：NFCS，中信证券研究部

图 20：MSP 收录机构和客户数量



资料来源：MSP，中信证券研究部

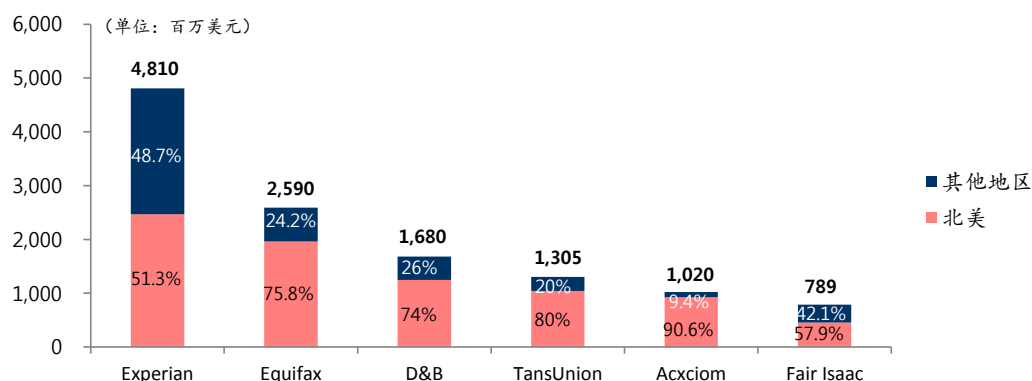
## 海外征信经验

欧美以及日本、中国香港、中国台湾等发达国家和地区，经历了长时间的经济的发展已经形成了较为完善的征信体系。目前国际上相对成熟的征信模式包括三种：市场主导型（以美国为代表）、政府主导型（以欧洲大陆国家为代表）和行业协会主导型（以日本为代表）。此外部分国家和地区还对三种模式进行综合，实行混合型的征信模式。

### 美国：市场主导模式

在美国，征信机构均独立于政府和联储之外，按照纯市场化的方式运作，并以营利为目的向市场提供信用信息产品和服务，政府和联储仅扮演监管者的角色。美国征信机构中影响力最大的包括三大个人征信机构 Experian（益博睿）、Equifax（艾克飞）、Trans Union（环联）和企业征信机构 Dun & Bradstreet（邓白氏）等，占据了美国征信市场的大部分市场份额。除美国外，英国、加拿大等也采用市场主导的征信模式。

图 21：美国主要征信机构收入规模及分地区构成（2014 年）



资料来源：各公司财报，中信证券研究部

完善的监管和法律制度是美国征信体系的一大特点，这也是其市场主导型征信模式能够高效运转的基础，而监管的执行和法律的制定则是基于保护个人信息安全和隐私权的理念。

**(1) 征信法律体系：**主要以《公平信用报告法》(Fair Credit Act Reporting Act, 简称 FCRA) 为核心，该法规定了个人信息主体、信用信息提供者、征信机构等在征信活动中的权利义务关系，并从保护消费者隐私和信用报告准确性的角度出发，规定了信用报告的合法用途、负面信用信息的保存期限、信息主体获取和要求更正本人信息的权利、征信机构对信用报告准确性的法律责任等内容。**(2) 监管框架：**美国并未设立类似征信管理局之类的部门专门负责征信监管，而是通过立法或自然分配的形式将监管职能分配至各个部门，在各个部门履行监管职能的过程中，依旧遵循保护个人信息与隐私权的基本原则。

表 1：美国征信相关法律

年份	法律名称	主要内容
1969 年	《诚实租借法》	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，并且可以同其他信用条款进行比较，避免消费者在知识不够的情况下使用信用条款。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，但限制贷方收取利息的最高利率限额。
1970 年	《信用卡发行法》	禁止信用卡发行机构向没有提出书面申请的人发卡，但这不包括到期更新新卡的情况；以及在信用卡被盗刷后合法持卡人对所产生损失的最多负担额等
1971 年	《公平信用报告法》及修订案	系统规定了个人信息主体、信用信息提供者、征信机构等在征信活动中的权利义务关系，并从保护消费者隐私和信用报告准确性的角度出发，规定了信用报告的合法用途、负面信用信息的保存期限、信息主体获取和要求更正本人信息的权利、征信机构对信用报告准确性的法律责任等内容



年份	法律名称	主要内容
1975 年	《公平信贷机会法》	禁止债权人在信用交易中考虑种族、肤色、宗教、国家来源、性别、婚姻状况、年龄、信用申请者收入的全部或部分收入来源于公共自主等因素，与之有关的规章 B 的规定则扩展了《平等信用机会法》对债权人的要求，规定了债权人可以要求信用申请人提供的信息的类型，对于信用申请人配偶或婚姻状况相关的问题作了一些特别限制，规定了评价信用的方式、提供信用的方式以及拒绝申请时的通知程序等
1975 年	《公平信用结账法》	对《诚实租借法》的修订；反对信用卡公司和其他任何开放式信用（Open-end Credit）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；为信用卡和借记卡等开放式的账户中可能出现的账单错误提供救济；债权人只有在没有账单错误、债务无争议的情形下才能将债务人拖欠债务的负面信息报告给第三方机构
1975 年	《住房抵押贷款披露法》	要求金融机构维护、报告及公开披露有关抵押贷款的信息
1977 年	《社区再投资法》	受监管机构“有持续和责无旁贷的责任”满足整个社区的信贷需求，包括中低收入社区和借款人的信贷需求；美联储等四个联邦金融监管机构对其履行 CRA 义务情况进行考核，考核内容主要包括贷款、服务、投资三个方面，其中贷款考核最为重要；考核结果作为机构申请开设分支机构、兼并、收购等评审的重要依据。
1978 年	《公平债务催收作业法》	用于规范专门替债权人进行催账和追账活动的任何第三方，它们通常都是专业商账追收类公司。法律规定催账的范围仅包括专事对消费者个人进行催账的专业商账追收机构，不适用于债权人对企业进行商账追收的情况。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。
1978 年	《电子资金转账法》	规范金融机构的电子转账活动；规定对通过电子转账的授权、收据、通知、定期对账、公开信息、未授权交易的责任分配等的要求，为账户持有人提供安全保障；禁止金融机构及其它授信机构要求顾客设立电子转账账户或以电子转账方式偿还贷款作为授信的条件
1980 年	《储蓄机构解除管制和现金控制法》	将个人存款的保险额度从 4 万美元提升至 10 万美元；允许借贷机构自行制定贷款利息；可转让提款指令账户可以在全国范围内发出支付指令；允许信用合作社提供支票存款服务
1982 年	《甘恩—圣哲曼储蓄机构法》	通过加强房屋抵押贷款机构的金融稳定性以及确保房屋抵押贷款的供应来振兴房地产行业
1988 年	《公平信用和贷记卡披露法》	是对《诚实租借法》的修订，规范信用卡领用和使用业务操作，并规定了贷记卡和信用卡发行机构在特定情形下的信息披露义务
1988 年	《房屋贷款人保护法》	是对《诚实租借法》的修订，在申请个人住房贷款的初期，金融机构必须对消费者揭示更广泛的信息；金融机构需要向消费者详细解释诸如年利率、信用额度、申请费用、结束费用、贷款成本、年参加费用等术语；限制了债权人终止或改变贷款期限的情形
1996 年	《信用修复机构法》	在信用修复服务中禁止不实或误导性陈述，并且要求提供积极的信息披露；禁止信用修复公司提前收费，要求“信用修复”合同必须是书面形式，同时赋予消费者一定的合同解除权

资料来源：中信证券研究部整理

## 美国企业征信领域龙头——Dun & Bradstreet（邓白氏公司）

**D&B 是全球历史最悠久的商业信息服务机构。**D&B 成立于 1841 年，时为纽约第一家征信事务所，目前主要向客户提供风险管理和市场营销等领域的解决方案，产品和服务包括各类商业信息报告、合规服务、供应链管理等。2014 年公司营收 16.8 亿美元，同比增长 1.61%；净利润 2.9 亿美元，同比增长 13.89%；毛利率和净利率分别为 66.85%和 17.71%。

**庞大的全球商业数据库是其核心竞争力。**D&B 的全球商业数据库是全世界最大的企业信用数据库，覆盖逾 2.4 亿家企业。这得益于其悠久的历史 and 全球化的发展战略，公司在 19 世纪后期便开始在澳大利亚、墨西哥等国设立分支机构。公司数据来源渠道广泛，包括当地商事登记部门、黄页、报纸和出版物、官方公报、互联网、银行和法庭，还通过拜访和访谈形式收集相关信息。



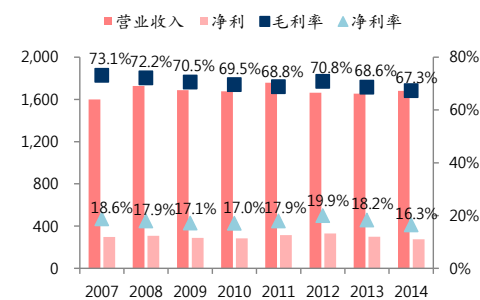
图 22：D&amp;B 的商业信息供应商遍布全球



资料来源：公司网站，中信证券研究部

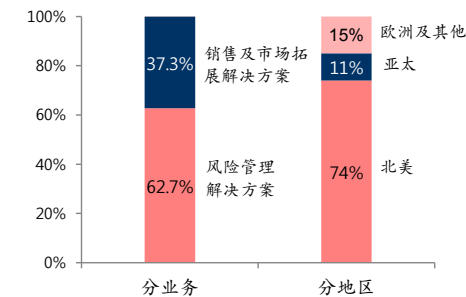
**商业模式：**（1）风险管理业务是主要收入来源，2014 年风险管理和销售及市场拓展两大领域分别为公司贡献了 62.7%和 37.3%的营业收入，其中风险管理主要包括信用评估等，而销售及市场拓展则主要是基于征信系统而开展的衍生和增值业务；（2）全球化布局的同时北美依旧是主要市场，2014 年北美、亚太和欧洲及其他地区收入占比分别为 74%、11%和 15%；（3）高毛利同时高费用导致毛利和净利差距大，近年来公司毛利率和净利率均保持稳定，高毛利率主要源于征信业务的规模经济，而数据库的维护等因素带来高费用率，导致净利率较毛利率低许多。

图 23：D&amp;B 盈利情况



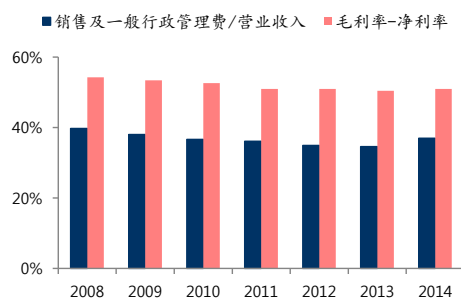
资料来源：公司财报，中信证券研究部

图 24：D&amp;B 收入拆分（2014 年）



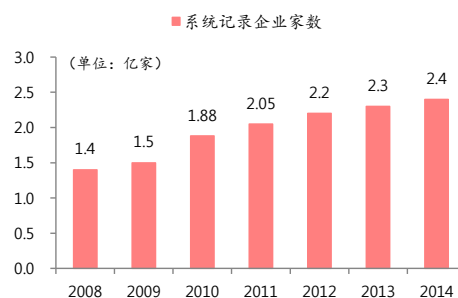
资料来源：公司财报，中信证券研究部

图 25：高费用导致毛利率与净利率相差较大



资料来源：公司财报，中信证券研究部

图 26：D&amp;B 征信系统记录企业家数

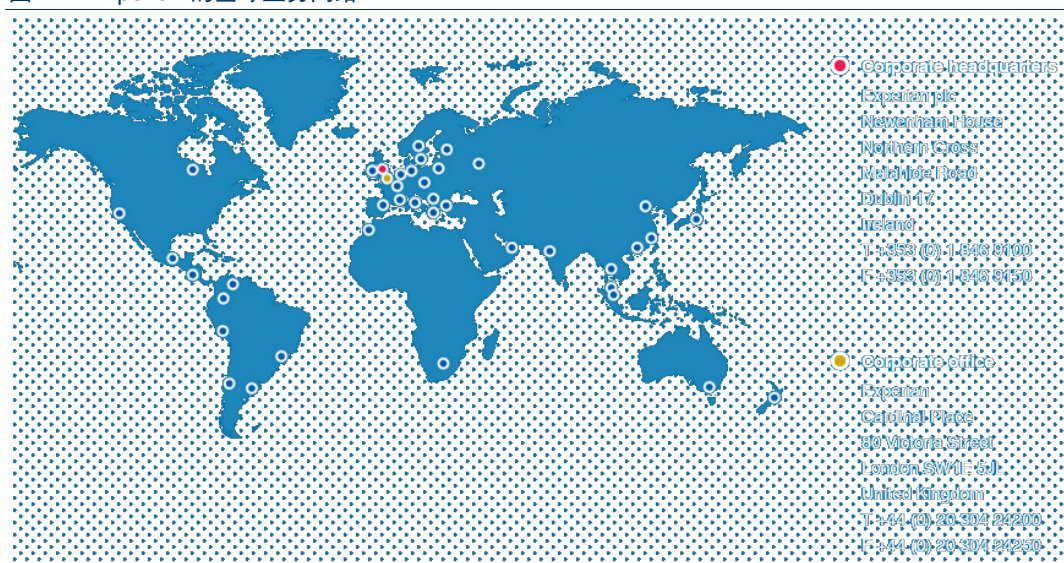


资料来源：公司财报，中信证券研究部

## 美国个人征信领域龙头——Experian（益博睿）

Experian 主要提供数据和分析工具，帮助企业管理信贷风险、防止欺诈行为、确定营销目标，以及实现自动化决策，同时也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。公司总部位于爱尔兰都柏林，营运总部分别设于英国诺丁汉、美国加利福尼亚和巴西圣保罗，业务网络覆盖全球 39 个国家和地区。2014/2015 财年公司实现营业收入 48.1 亿美元，净利润 7.72 亿美元，净利润率 16%。

图 27：Experian 的全球业务网络



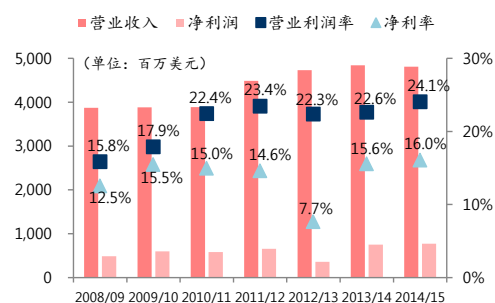
资料来源：公司网站，中信证券研究部

**数据是所有业务的核心与基础，构成公司核心竞争力。**Experian 拥有 30 多年的征信数据管理及建模专业知识，并与全球 70 多家征信机构进行合作，目前其全球数据库共覆盖 8.9 亿人和 1.03 亿家企业。数据来源广泛，包括个人和企业信用记录、保险、租赁、保健（医疗）支出及交通记录等，并不断加强数据库覆盖的广度、深度和质量。此外 Experian 拥有超过 400 位数据分析师对数据加工和挖掘。

**基于征信服务和数据分析，拓展业务范围和数据应用场景培育新收入增长点。**信贷服务是 Experian 最大的业务板块，2014 年占营业收入比重为 49.2%；而以征信业务为基础，利用数据优势发展其他增值业务，客户互动服务、市场营销解决方案、决策分析亦成为重要收入来源，分别占 20.4%、18.1%、12.3%。收入来源分行业看，金融服务业仅占 30%，而直

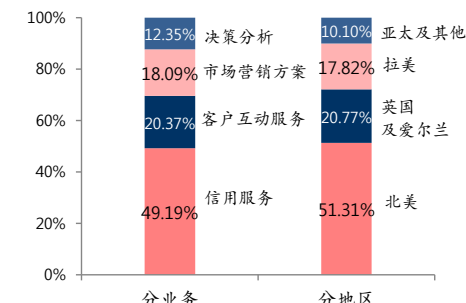
接服务消费者、零售行业、汽车行业分别占 20%、9%、5%，亦表明公司不断拓展业务范围和数据应用场景，增加收入来源。

图 28: Experian 盈利情况



资料来源：公司财报，中信证券研究部

图 29: Experian 收入拆分 (2014 年)



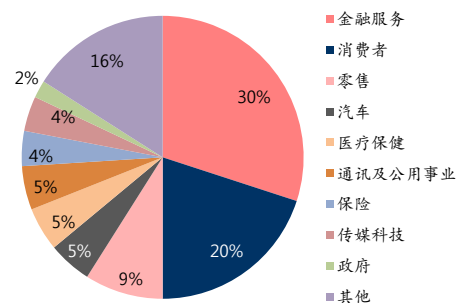
资料来源：公司财报，中信证券研究部

表 2: Experian 各业务板块情况

业务类别	服务内容	主要竞争对手	收入地区分布
信贷服务	帮助企业做出更好的信贷决策： 商业资信服务 现场调查服务 尽职调查服务 信用检测服务 欺诈管理服务 债务回收服务	Equifax, Trans Union 和 Dun & Bradstreet	北美 47% 拉美 33% 英国及爱尔兰 12% 亚太及其他 8%
互动服务服务	为个人提供在线征信报告和信用评估，并使消费者能够管理和保护个人信用档案，帮助其保护个人信息、防范身份盗用和欺诈	Call Credit, Credit Karma, Equifax, Fair Isaac 和 Trans Union	北美 73% 英国及爱尔兰 27%
市场营销解决方案	利用数据优势分析消费者行为，通过多种渠道锁定并吸引目标消费者，从而为客户提高投资回报率： 营销策划与咨询 客户拓展 客户管理 优化在线交流 消费者和企业信息等	Acxiom, Epsilon, Adobe, IBM, Oracle, Salesforce.com 和 Teradata	北美 50% 拉美 3% 英国及爱尔兰 27% 亚太及其他 20%
决策分析	帮助客户讲数据转化成有价值的商业决策 信贷分析 决策支持（包括风险管理）	Fair Isaac 和 SAS	北美 32% 拉美 8% 英国及爱尔兰 38% 亚太及其他 22%

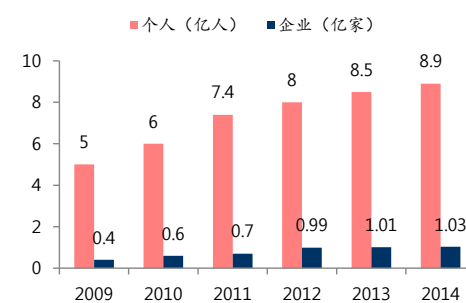
资料来源：公司财报，中信证券研究部

图 30: Experian 营业收入行业分布 (2014 年)



资料来源：公司财报，中信证券研究部

图 31: Experian 数据库规模



资料来源：公司财报，中信证券研究部

## 大数据征信代表——ZestFinance

ZestFinance 由 Google 前信息总监 Douglas Merrill 和 CapitalOne 前信贷部高级主管 Shawn Budd 于 2009 年 9 月创立，旨在利用大数据技术重塑审贷流程，帮助在传统信用评估体系下因风险高估而难以获得信贷服务的个人拿到融资，并降低其借款成本。公司已于 2013 年 7 月完成 2000 万美元的 C 轮融资。2015 年京东宣布投资 ZestFinance，并将与 ZestFinance 成立名为 JD-ZestFinance Gaia 的合资公司，致力于在中国开展消费金融业务，结合 ZestFinance 的模型技术和京东的消费数据提供信用风险评估服务。

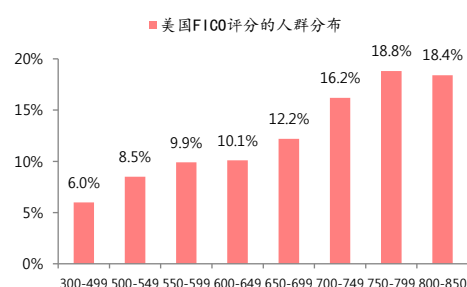
图 32：ZestFinance 发展历程



资料来源：ZestFinance，中信证券研究部

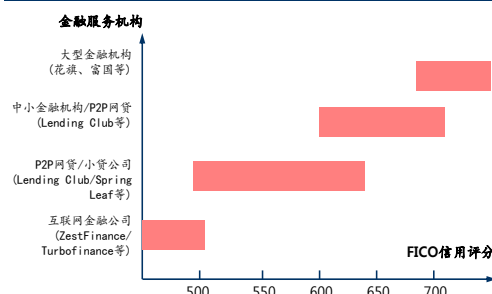
**客户定位：** 没有信用记录或信用评分较低的人群。这部分群体往往信用数据不足，因此在传统的信用评估体系下信用水平容易被低估，很难获得正常的金融服务。ZestFinance 一方面可以直接为这部分人提供小额贷款，另一方面也可以为其提供信用评估服务，帮助他们从其他机构获得贷款并降低借贷成本。而 ZestFinance 能够实现这一目标的原因在于可以运用其特有的大数据模型更深入、全面地识别借款人的信用风险，可以在同样通过率（注：获得贷款的通过率）的情况下降低坏账率，或在同样坏账率的情况下提高通过率。对于金融机构而言，在风险可控的前提下更多的贷款意味着更多的收益。

图 33：FICO 评分的人群分布（2012 年）



资料来源：FICO，中信证券研究部

图 34：美国各类金融机构客群分布



资料来源：中信证券研究部整理

**数据来源：传统的结构化数据和大量非传统数据共同构建数据基础。**ZestFinance 数据来源十分丰富，除了传统的信贷记录等数据，还包括大量交易信息、法律记录、租赁信息、网购信息等数据，能够更全面地刻画每个人的属性，公司的数据来源主要包括第三方、网络数据、直接询问用户等。

**优于传统机构的大数据挖掘技术和多维模型算法才是核心竞争力。**不是数据多了就叫大数据，能够利用 IT 技术将碎片化的信息整合起来才能形成真正有用的大数据。ZestFinance 的优势在于：（1）基于海量数据生成大量的风险变量，然后输入不同的预测模型（如欺诈模型、身份验证模型、还款能力模型等），每一个模型会从不同的角度预测个人的信用状况，而 ZestFinance 会不时地推出新的模型，然后形成多样化的业务，如信用评估、市场营销方案等；（2）对于“缺失数据”，与传统数据处理方法不同的是，其认为数据缺失本身也是一种信息，充分利用丢失数据之间的关联、和正常数据的交叉，寻找数据丢失的原因，进而获得有用的消费者信用信息。

**从 ZestCash 到 ZestFinance——由单纯的提供贷款向信用风险管理的其他领域扩展。**公司前身为 ZestCash，主要运用自身的大数据技术提供借贷服务，初始定位于发薪日贷款（payday loan）和高利贷的替代产品。2012 年 ZestCash 变更为 ZestFinance，主要变化在于：（1）开始向其他信贷机构提供信用风险管理的产品和服务，如 2014 年 2 月推出基于大数据分析的收债评分（Collection Score），即用于汽车金融、学生贷款、医疗贷款一款新的评分系统；（2）原来 ZestCash 的借贷服务将与 Spotloan.com 共同开展，相比于 ZestCash 仅覆盖 6 个州，Spotloan.com 可以在全国范围内提供借贷服务。

表 3：ZestFinance 与传统信用风险评估体系对比

	传统信用风险评估体系	基于大数据的信用风险评估体系
代表企业	D&B, Experian 等	ZestFinance
服务人群	有丰富信贷记录的	缺乏信贷记录或信用评分较低的
数据格式	结构化数据	结构化数据和类结构化数据
数据类型	信贷数据	信贷数据、网络数据、社交数据
理论基础	逻辑回归	机器学习
变量特征	还款记录、金额、贷款类别	传统数据、消费习惯、社交习惯
数据来源	银行提交给第三方的数据和银行当地数据	第三方（如电话账单和租赁历史等）和借贷数据
变量个数	10-30 个（变量库 400-1000 个）	多达几千到上万个

资料来源：《大数据征信应用与启示——以美国互联网金融公司 ZestFinance 为例》（刘新海、丁伟），中信证券研究部

## 欧洲大陆国家：政府主导模式

德国、法国、意大利等国均主要依靠国家和政府组建征信机构，因此欧洲大陆国家的征信体系发展遵循的是政府主导模式。该模式的特点在于：（1）**征信机构组建**——主要的征信机构并非由私人部门投资和经营，而是由政府部门组织成立和运行；（2）**信用信息获取**——商业银行等金融机构被强制性地要求定期向公共征信机构提供企业和个人的信用信息；（3）**信息数据范围**——公共征信系统的数据主要包括企业和个人的借贷信息，与市场化的征信机构相比该系统的信息范围要窄许多，对诸如企业地址、业务范围、所有者名称等信息基本不搜集；（4）**信用信息使用**——只有被授权的央行职员或金融机构职员才能通过公共征信系统查询相关信息，其他任何人均不能在未得到授权的情况下通过该系统直接查询企业和个人信用状况；（5）**央行地位**——既是公共征信机构的发起者，同时也是征信市场的监管者。

前述欧洲国家中只有法国没有私营征信机构，是典型的政府主导模式。法兰西银行于 1946 年组织成立了法国唯一一家征信机构——信用服务调查中心，由其建立中央信贷登记系统（包括企业信贷登记系统和个人信贷登记系统）。

**法国企业征信体系**——法国的企业信贷登记系统于 1984 年开始运行，根据法律规定所有被法兰西银行监管的单位，即商业银行、财务公司、保险公司等均必须接入企业信贷登记



系统，并报送企业客户的信用信息（包含正面信息和负面信息），经过分析和整理后在反馈给各金融机构。同时法兰西银行也从其他公开的非金融渠道获取企业信用信息。

**法国个人征信体系**——法国于 1989 年颁布《防止以及解决个人贷款问题的法案》，设立了个人信贷登记系统，所收集数据主要是个人信贷信息，且只提供个人的负面信息。根据相关法律规定，银行、融资代理公司、租赁公司等金融机构都必须向个人征信系统报送个人在信贷、租赁、分期付款及信用卡等方面的逾期、拖欠或透支情况，此外该系统还通过法院、媒体等渠道采集个人负面信息。因此法国的个人征信系统相当于一个全国性的个人贷款不良行为档案库。

日本：行业协会主导模式

日本的征信体系划分为三个类别——银行体系、消费信贷体系和销售信用体系，分别对应三大行业协会——银行业协会、信贷业协会和信用产业协会。目前三大行业协会的信用信息服务基本上满足了会员单位对个人信用信息征集和查询的需求。其中，银行业协会组建了非营利性的会员制征信机构，即日本的个人信用信息中心，而地方性的银行即是该“信息中心”的会员。

图 35：日本征信体系

		代表机构	服务对象	经营模式
企业征信	银行业协会 征信机构	全国银行信息中心	商业银行	• 非营利性 • 会员银行既提供数据支持， 同时又享受数据服务
	商业征信机构	帝国数据银行（TDB）	社会公众	• 营利性 • 数据来源：难以获得银行等金融 机构的数据，因此更多依靠第三 方获得
个人征信		全国银行个人信用信息中心（KSC） 株式会社日本信息中心（JIC） 株式会社信用信息中心（GIC）	各行业协会会员	• 非营利性 • 会员单位既是数据来源， 又是服务客户

资料来源：中信证券研究部整理

日本企业征信体系

日本的企业征信体系主要包括两类机构：行业会员制征信机构和商业征信机构。（1）银行会员制征信机构不以营利为目的，一方面会员银行必须如实向征信机构提供客户的信用信息，而征信机构也会为此支付一定的信息采集费用，另一方面征信机构负责为会员银行提供各类企业征信服务，而为了维持机构运营也会收取一定费用。（2）商业征信机构在日本的企业征信领域广泛存在，其中规模最大的为帝国数据银行（即 TDB 公司），不仅对外提供信用信息、催收账款、市场调查及行业分析报告等服务，还可为委托人进行“现地现时”的方式进行信用调查服务。

日本个人征信体系

日本各行业协会共同出资组建个人信用信息中心，为会员单位提供各类信息查询服务，同样不以营利为目的，而各会员单位也必须将其所掌握的个人信用信息上报至信息中心。当前日本较大的个人信用信息中心包括：

（1）**全国银行个人信用信息中心（KSC），由全国银行业协会组建。**KSC 以商业银行、非银金融机构、银行附属公司等金融机构为会员，该数据中心还与其他协会的数据中心就消费者的不良信用记录进行业务交换，建立了企业信息的交换制度和系统。



(2) 株式会社日本信息中心（JIC），由全国信用信息中心联合会管理。全国信用信息中心联合会的股东会员则是 33 家地方信息中心，这 33 家信息中心本身都是独立的公司，各地区的消费金融公司是其股东。

(3) 株式会社信用信息中心（CIC），由日本信用卡行业协会组建。CIC 主要向商业信用授信机构（如赊销厂商）提供消费者信用调查，业务量在日本消费者征信体系及其产业中是最大的，其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，会员主要是由各信用销售公司和信用卡公司组成。

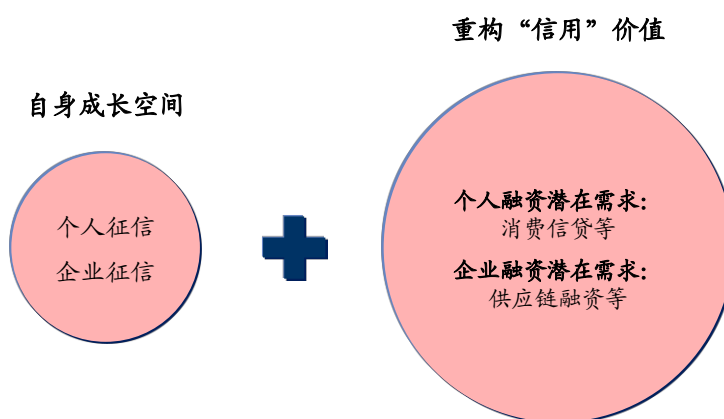
此外这三家征信机构在为各自的会员单位提供信息服务的同时，还合资建立了消费者信用信息网络系统（CRIN），致力于三大机构间的信息共享。

## 征信行业前景展望：金融基础设施，重构“信用”价值

### 我国征信行业空间探讨

征信作为金融体系的基础设施，其价值不仅在于自身具备广阔的成长空间，更在于将重构“信用”价值，促进融资模式的创新和潜在融资需求的满足。

图 36：征信价值：自身成长空间+重构“信用”价值



资料来源：中信证券研究部

### 征信行业规模测算——潜在空间巨大

征信的基本功能在于为信贷融资提供信用评估产品和服务。尽管我国经济总量和融资规模均实现了快速增长，但征信行业规模依旧较小，原因在于：（1）尚未建立完善的信用体系，导致信用经济的渗透率处于较低水平；（2）目前商业银行等金融机构的信用信息需求主要由央行征信系统满足，且信用风险管理往往不依赖外部机构，导致无法通过市场交易的形式体现价值。据央行统计，截至 2012 年底我国有各类征信机构 150 多家，当年行业收入规模约 20 多亿元。相比之下，同期美国最大的企业征信机构 Dun & Bradstreet 营业收入 16.63 亿美元，其中风险管理业务 10.48 亿美元；三大个人征信机构 Experian 和 Equifax 的营业收入分别达 44.87 亿美元和 21.61 亿美元，其中信用服务类业务分别为 21.33 亿美元和 9.17 亿美元。

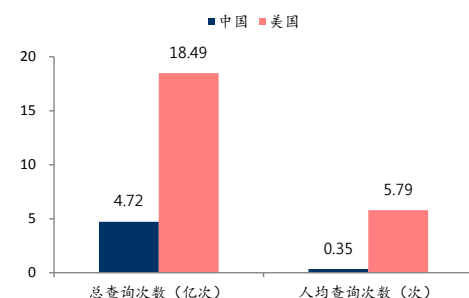
因此我们认为未来征信行业的发展空间将取决于：（1）社会融资规模的增长；（2）征信渗透程度的提升；（3）征信机构的商业化和市场化；（4）应用场景的拓展，包括金融场景、

**生活场景和商业场景等。**除了围绕信贷融资提供信用评估服务外，以大数据基础衍生的诸如决策分析、市场营销方案、供应链管理等都有望成为重要收入来源。

**（1）个人征信：**如果能达到美国的征信普及水平，则我国个人征信市场规模尚有 **16 倍的增长空间**。央行个人征信系统 2014 年查询 4.02 亿次，此外商业征信龙头的鹏元征信提供超过 7000 多万份信用报告，合计相当于人均查询 0.34 次。而美国最大的个人征信机构 Experian 当年日均查询 380 万次，而其征信业务 47% 由北美地区贡献，考虑到三大征信机构占据美国个人征信市场绝大部分份额且 Experian 规模最大，故假设其市场份额为 30%，由此计算得到美国个人征信市场 2014 年人均查询次数约 5.79 次。因此我国个人征信人均查询量仅有美国的 1/17。

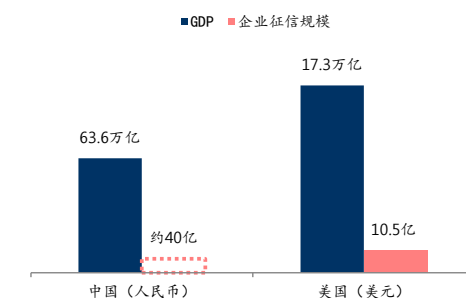
**（2）企业征信：**经济增长驱动企业融资规模扩大，进而引发征信需求，因此企业征信规模应与经济总量成正比。2014 年美国 GDP 为 17.35 万亿美元，企业征信规模（以 Dun & Bradstreet 的征信收入代替）占 GDP 比重约 0.00608%，照此比例计算中国 2014 年企业征信的潜在规模约 40 亿元。我们认为随着中国经济总量的持续增长，以及小微企业融资需求得到满足，企业征信的规模将远不止上述规模。

图 37：中美个人征询查询量对比（2014 年）



资料来源：中国人民银行，Experian 财报，中信证券研究部

图 38：我国企业征信潜在规模（2014 年）



资料来源：D&B 财报，Wind，中信证券研究部

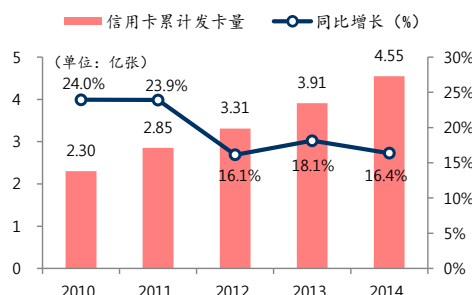
## 征信价值探讨——提升信用经济渗透率，支撑起更大的社会融资规模

征信是现代金融体系的基础设施，伴随着征信体系的逐步完善，更多潜在的融资需求将得到满足，进而驱动社会融资总量的增长，这便是征信的价值所在。分场景看，基于居民消费（如信用卡、消费贷款、汽车金融等）和企业投资（如供应链融资、小微企业融资）的融资需求而产生的各类创新融资模式都有望在征信的刺激下，规模实现量的飞跃。

**（1）信用卡：**信用卡是满足个人消费融资需求的重要工具，截至 2014 年底我国信用卡累计发卡量达到 4.55 亿张，同比增长 16.4%，人均持卡量约 0.33 张，而美国人均信用卡持卡量已达到约 4.7 张的水平。如果我国的信用卡人均持卡量能与美国持平，则有望刺激消费信用爆发式地增长。

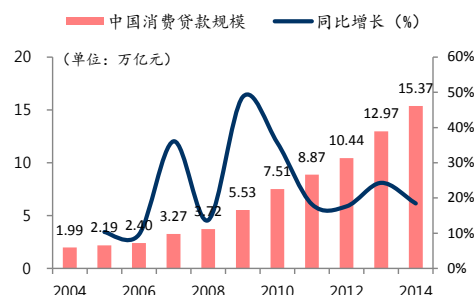
**（2）消费贷款：**消费贷款往往具有笔数多、金额小、纯信用等特点，对金融机构而言信用成本较高，因此对信用评估服务需求强烈。近几年我国消费贷款规模一直保持两位数的增长，2014 年达 15.37 万亿元（同比增长 18.5%），约合人均 1.12 万元。而同期美国消费信贷规模为 3.32 万亿美元，约合人均 1.04 万美元。未来随着居民消费支出的持续增长，以及信用消费渗透率的提升，消费金融的规模将具有巨大的增长空间。

图 39：我国信用卡累计发卡量



资料来源：中国人民银行，中信证券研究部

图 40：我国消费贷款规模快速增长



资料来源：中国人民银行，中信证券研究部

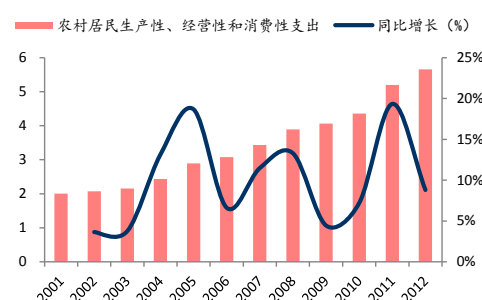
**（3）供应链融资：**供应链融资特点在于将核心企业及其上下游配套企业作为一个整体，根据交易关系和行业特点制定基于货权及现金流控制的整体金融解决方案。供应链融资模式得以顺利开展的前提是成员企业间的长效信任（信用）机制，而这种信任（信用）仅仅依靠企业间的产业关联是远远不够的，征信系统作为金融基础设施能够发挥更重要的作用。

**以农业金融为例：**农村金融因服务成本高（金额小、笔数多、周期长、回收慢）和资产风险大（缺乏有效担保品、自然灾害风险、信用环境差）的问题，一直是全球金融业公认的难点。对农户进行有效的信用评估，有助金融机构在降低信用风险的同时，扩大融资规模、增加盈利空间。

**基于长期跟踪农业生产数据建立征信系统。**征信体系的建立数据是关键，而农业相关数据往往高度分散、非标准化、不连续，因此基于合作社模式（如蔬菜种植合作社、生猪养殖合作社等）长期跟踪收集农业生产数据，以此为基础建立农业征信系统。

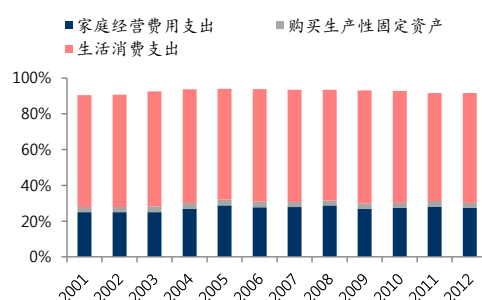
**农户消费和经营融资需求是蓝海市场。**农业征信系统的建立将有助农村普惠金融的发展，并满足农业规模化发展趋势下的产业加杠杆需求，并培育金融业务新蓝海。根据中信证券研究部农林牧渔研究小组测算，全国生猪养殖行业正常运转至少需要近万亿资金，年融资至少能达到近 4000 亿元的规模（平均资产负债率 40%），而剔除养殖产业之后，仅其他种养殖环节融资规模、农民消费信贷余额理论上分别能达到 6400 亿元、1.08 万亿元的水平。

图 41：我国农村居民生产性、经营性和消费性支出



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

图 42：我国农村居民支出结构



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

## 行业格局展望：未来将呈现寡头垄断竞争格局

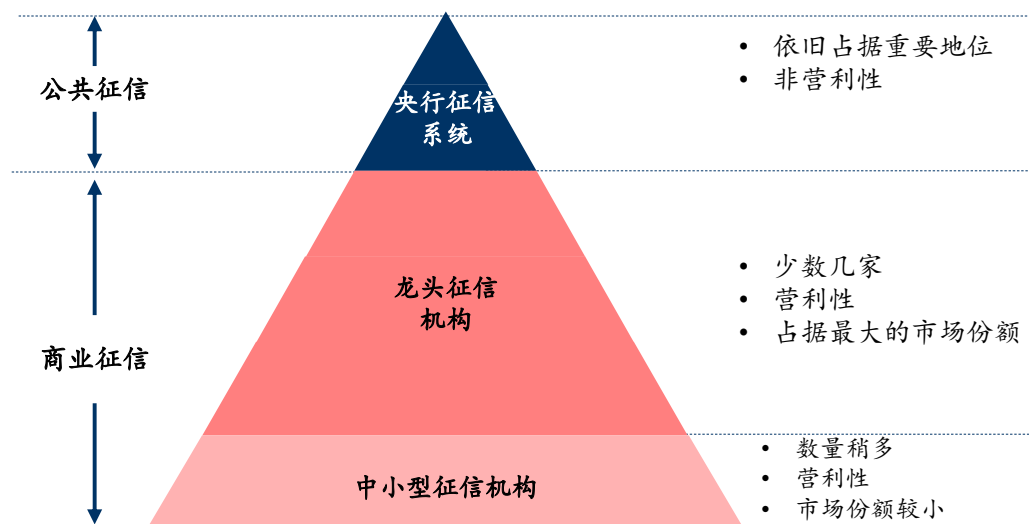
规模经济和交易成本的限制促使征信市场具备天然的垄断基因。一方面征信市场呈现明显的规模经济特征，随着数据库规模的扩大以及使用次数的增加，征信业务的平均成本逐步降低，因此拥有大规模高质量数据的征信机构有望胜出；另一方面征信主要基于信贷等金融业务而开展，因此交易成本存在上限，出于降低成本的考虑，全社会需要大而优的征信机构而非小型机构。

海外成熟征信市场大多经历了“充分竞争→优胜劣汰→寡头垄断”的发展过程。海外成熟征信市场在早期发展阶段都有数量众多的征信机构，但分散经营和过度竞争最终都促使行业整合的到来，仅少数几家能够留存，如美国的 1 家企业征信机构和 3 家个人征信机构占据了征信市场大部分的市场份额。

监管政策短期内将影响行业规模和竞争格局。（1）对征信信息的保护将影响数据规模，进而影响到征信行业的规模。（2）《征信业管理条例》规定个人征信实行审核制，因此短期内的竞争格局将由央行所发牌照而定，且获得牌照时间较早的征信机构将会获得先发优势，更容易在未来竞争中成长为行业龙头。

我国未来征信市场或呈现“央行公共征信系统+寡头商业征信机构”的竞争格局。（1）公共征信领域，央行征信系统作为央行履行金融监管职能的重要手段和工具仍将存在，并继续发挥重要作用。（2）商业征信领域，目前已有 78 家企业征信机构在人民银行完成备案，预计短期内备案的征信机构数量仍会增加，而个人征信机构牌照数量则由央行决定，但长期看具备数据优势、资金优势、综合金融优势的征信机构有望通过并购整合成长为绝对的行业龙头，而小型或专业性的征信机构则或被收购或成为大型机构的供应商，进而实现行业集中度的提升。

图 43：我国未来征信市场或将呈现“央行公共征信系统+寡头商业征信机构”的格局



资料来源：中信证券研究部

## 具备数据优势的征信机构将脱颖而出

### 数据是征信的核心竞争力

通过对国外成熟征信市场和征信机构的分析，可以发现：数据是一切征信产品和服务的基础，也是征信机构的核心竞争力所在，而美国三大个人征信机构之间的竞争，其实就是对于数据的管理、加工、保护、风险判断的竞争。我国目前已经完成企业征信备案和正在进行个人征信准备工作的征信机构大致可以分为两类——传统征信机构（含资信评级机构）和互联网公司。两类机构有望依托各自资源，形成不同的数据优势。

**互联网公司——海量的互联网数据优势。**互联网公司能够依靠自身特色的业务，产生可观的数据流量，比如芝麻信用依托电商流量（淘宝天猫）、腾讯征信依托社交流量（微信 QQ）。而基于互联网支付而产生的各类生活场景也都能成数据来源，如购物、缴费、交通、通讯等。除了海量数据外，互联网公司的优势还包括：（1）开放和创新的思维，可以通过扩大外部合作和应用场景实现数据量的几何式增长，例如招财宝的平台模式，以做大流量、做活流动性取胜；（2）强大的 IT 技术，构建信用评估模型。

**传统征信机构——长期数据积累及风险分析经验优势。**传统征信机构的优势在于多年的征信数据积累和风险评估经验，以及与金融机构的合作关系，这是互联网公司目前所欠缺的。除了征信机构之外，其他一些非互联网机构从事征信业务也具备各自的优势，例如担保公司对当地企业情况更为了解、行业协会拥有专业经验和产业数据优势等。

### 数据优势不同决定差异化的商业模式

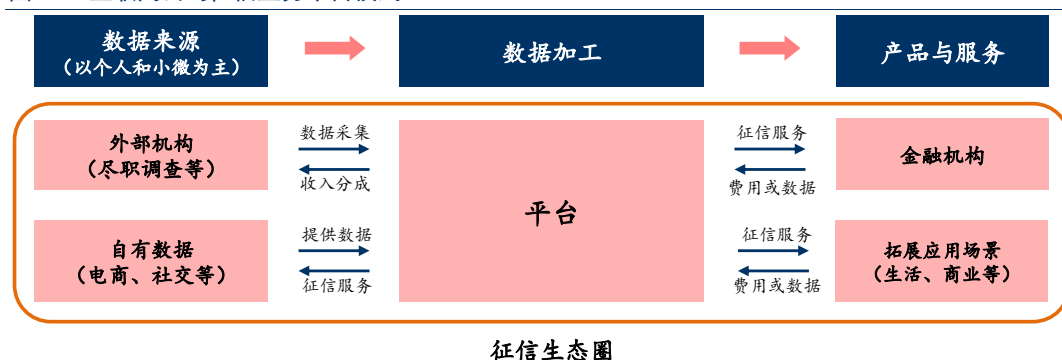
#### 互联网平台公司——个人与小微融资和生活场景信用服务

基于互联网公司的优势，我们认为其未来的征信业务很可能以平台模式（即征信生态圈）开展：（1）**数据来源**：除了自身所依托的流量数据外，由外部机构负责采集数据也可能成为其选择，采用收入分成或支付费用的方式；（2）**数据加工**：利用自身强大的 IT 技术对数据进行分析，形成信用评估产品，正如 ZestFinance 所做的，不断推出新的模型以完善对个体的刻画；（3）**产品与服务**：向信贷类的金融机构提供信用评估报告和服务，并且不排除反向从金融机构处获得数据的可能；（4）**应用场景拓展**：除了金融领域外，生活场景（签证、租车等）、商业场景（企业间贸易往来）等都有望成为征信服务的目标领域；（5）**与公司原有互联网金融业务相结合**：一方面由征信平台为其提供信用评估服务，另一方面原有互联网金融业务亦可扩大征信数据来源。平台模式的核心在于平台本身与其他主体之间不是单向关系，而是互动关系，以此聚集流量形成数据积累，并通过征信服务的形式反馈给其他主体。

**个人与小微征信有望成为互联网公司优势领域。**一方面个人和小微融资风险较高，例如银行近几年发生的不良很多来自小微、商贸领域，因此传统银行等金融机构往往授信条件都比较严格（如房产抵押等增信条件），导致这部分融资需求尚无法完全满足；另一方面，以阿里和腾讯为代表的互联网公司的商业模式恰恰契合了个人和小微融资“数量多且金额小”的特点，有望真正解决这部分融资需求。



图 44：互联网公司征信业务平台模式



资料来源：中信证券研究部

### 芝麻信用——国内大数据征信的领导者

2015 年 1 月芝麻信用开始在部分用户中进行公测，并推出芝麻信用分，这是我国首个个人信用评分。芝麻信用分与国际通行的信用评分类似，分区间设定为 350 分至 950 分，分数越高代表信用程度越好，违约可能性越低。

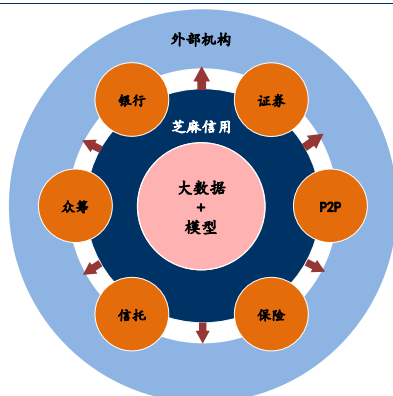
**基于互联网大数据的征信模式：**（1）**数据来源：**优势在于互联网数据，包括淘宝、天猫的电商交易数据和蚂蚁金服的金融数据。用户通过支付宝缴纳水电煤气费、信用卡还款以及物流信息等也是重要的数据来源，此外还包括用户上传的数据和合作伙伴回流的数据；（2）**模型算法：**五个维度刻画个人信用状况——信用历史、身份特质、履约能力、行为偏好和人脉关系；（3）**接入机构：**除了蚂蚁金服旗下的“花呗”、“借呗”之外，招商银行旗下的招联消费金融也与其达成合作，预计未来会有更多的金融机构接入。

征信是蚂蚁金服金融布局的重要一环，芝麻信用通过对接其他金融板块积累数据和风控经验。在蚂蚁金服的金融体系中，芝麻信用将承担基础设施的职能，对接原有的互联网金融业务，如银行、P2P、信托、保险等板块，一方面提供信用信息产品与服务、协助风险管理，另一方面接入各板块的信用数据、扩充数据来源，并不断修正完善信用评估模型，积累信用风险评估经验。

**开放征信平台，输出信用服务增加应用场景，拓宽未来成长空间。**芝麻信用旨在搭建一个开放数据共享的云计算平台，并基于此输出数据服务、信用服务。基于个人行为数据而产生的信用评估产品，将不仅仅适用于金融领域，在生活领域亦可发挥重要作用。因此芝麻信用除了对个人用户进行信用评分，还围绕着评分进行产品开发，如在租车、租房、签证等多个领域的拓展应用，如领英、神州租车、网易花田等机构已开始与公司合作。



图 45：芝麻信用是蚂蚁金服金融体系的基础设施



资料来源：中信证券研究部

图 46：芝麻信用分及其场景应用



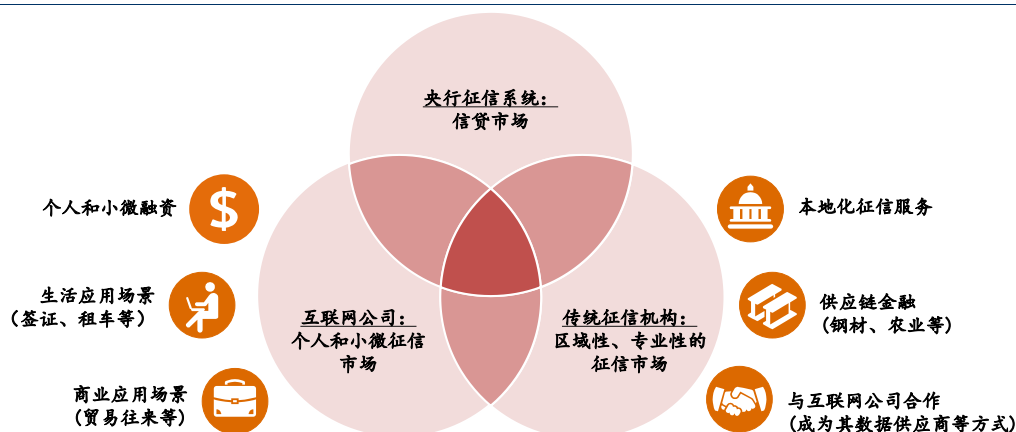
资料来源：芝麻信用，中信证券研究部

## 非互联网公司——深耕细分领域征信市场

**传统的资信评级业务发展空间有限。**传统的征信机构主要从事企业征信和资信评级业务，对个人征信鲜有涉足。我们认为资信评级未来的发展空间有限，原因在于资本市场本身透明度较高、信息披露充分，针对这些企业和单位出具信用报告或提供相关信用信息服务，为信息使用者所带来的增加值并不高。

**区域性、专业性的细分领域征信服务可能是非互联网征信机构的突破点。**对于传统征信机构而言，一方面多年积累的对信用风险的分析和研判经验是其优势，另一方面与央行征信系统（央行系统大而全）和互联网公司（在互联网金融领域有绝对优势）相比又都存在明显劣势。如前所述，包括传统征信机构在内的非互联网公司，其优势在于区域性、专业性的细分领域以及多年的风险分析经验积累，因此我们认为这部分征信机构未来的发展方向在于做区域性、专业性的征信服务，基于对本地经济社会特征或本行业产业链特征的把握、对本地或本行业企业的了解和渗透能力，获得独有、稀缺的数据信息并开展征信服务（如针对供应链金融的征信服务），有望成为企业征信业务新的增长点。

图 47：互联网公司和非互联网公司侧重不同领域



资料来源：中信证券研究部

## 更看好以芝麻信用为代表的互联网平台公司

2015 年 1 月央行通知 8 家机构做好个人征信的准备工作，这 8 家征信机构有望依托不同的优势形成不同的商业模式，其中芝麻信用、腾讯征信、拉卡拉征信和前海征信更可能以互联网平台模式开展征信业务，而鹏元征信、中诚信征信、中智诚征信和华道征信预计更适合细分领域的征信模式。在这 8 家征信机构中，我们更看好以芝麻信用为代表的互联网平台公司的成长空间，更重要的是其在发挥金融基础设施作用、满足潜在融资需求上的价值。

**（1）依托强大股东背景优势赢在起跑线上。**芝麻信用、腾讯征信和拉卡拉征信依靠阿里、腾讯和拉卡拉支付等大型的互联网公司，而前海征信则依靠平安集团（包括陆金所）。这些征信机构有望与各自股东的电商、社交、支付、金融等业务板块形成良性互动，提供征信服务的同时获取相应的数据。而相比之下，鹏元征信、中诚信征信、中智诚征信和华道征信的股东本身业务相对单一且缺乏金融业务，并仅能提供有限的技术支持。

**（2）互联网平台模式发展空间更大，快速积累数据形成先发优势。**平台模式的核心在于共享开放，并与外部机构双向互动，任何外部机构都可以接入实现信息共享。优势则在于聚集流量、为征信快速积累数据，并形成先发优势。

**（3）应用场景持续增加，有望成倍拓展成长空间。**应用场景的增加既能增加征信机构本身的规模，而更重要的是扩大数据的数量和维度，更准确、更全面、更深入地刻画金融主体，才能更好发挥金融基础设施的作用。如芝麻信用已对接消费金融公司、租车公司、求职平台等，而腾讯征信也与银行信用卡中心、网贷公司等开始合作。

图 48：互联网公司征信业务平台模式



资料来源：中信证券研究部

表 4：央行批准开展个人征信准备工作的 8 家征信机构股东背景及优势

征信机构	主要股东	优势资源
 芝麻信用	浙江蚂蚁小微金融服务集团有限公司 100%	1. 依托阿里（蚂蚁金服）互联网资源 2. “电商+金融”数据
	深圳市腾讯计算机系统有限公司	1. 依托腾讯互联网资源 2. “社交+金融”数据
   征信服务	拉卡拉支付有限公司 北京旋极信息技术股份有限公司 上海蓝色光标品牌顾问有限公司 北京拓尔思信息技术股份有限公司 北京梅泰诺通信技术股份有限公司	1. 拉卡拉第三方支付资源 2. 旋极信息提供税务系统的技术服务 3. 梅泰诺有运营商和工商客户资源 4. 拓尔思和蓝色光标可提供网上数据分析服务
	深圳市平安创新资本投资有限公司 90% 深圳市平安置业投资有限公司 10%	1. 平安集团金融资源 2. 陆金所互联网资源
	鹏元资信评估有限公司	多年征信经验，建立了深圳市个人征信系统
	盛希泰 上海阿米巴资产管理合伙企业（有限合伙） 李永贵、贺荣霞	多元化背景的管理团队：金融+征信+IT
	中诚信投资有限公司	多年信用评级经验
华道征信	深圳市银之杰科技股份有限公司 新奥资本管理有限公司	1. 银之杰旗下亿美软通是中国三大电信运营商资深的战略合作伙伴 2. 新奥资本旗下的新奥能源拥有大量的居民燃气数据

资料来源：中信证券研究部整理

## 风险因素

我国目前在信息保护方面立法尚不完善，因此征信信息的采集和使用存在灰色地带，对于在保护个人隐私方面可能存在法律风险。

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

**中国：**本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A(1)定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**新加坡：**监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 [compliance\\_hk@clsa.com](mailto:compliance_hk@clsa.com)。

**美国：**本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获取更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2015 版权所有。保留一切权利。