

# 消费金融行业深度：含苞待放，共期未来

## ——盈利能力深度拆解与各类公司比较

行业评级：强于大市

前次评级：强于大市

### 投资要点：

#### ➤ 消费金融井喷发展，银行、电商、产业资本纷纷布局

伴随80、90后消费观念的转变，消费信贷加杠杆空间巨大，消费金融市场需求在未来数年将保持旺盛。2015年是消费金融井喷发展的元年，各路资本强势进军抢占市场。消费金融牌照，属于国家鼓励的金融领域，可作为非银金融机构直接参与同业拆借等，牌照价值显著。目前全国共有15家机构获得消费金融牌照，已形成银行、电商、产业三大系类。

#### ➤ 加强前端提高收益，成本与风险控制提高利润率

盈利能力方面：①**资金成本**：目前持牌消费金融公司的资金来源主要包括5方面：股东存款、金融机构借款、发行债券、同业拆借、ABS等，资金成本平均约为5%，非持牌系及规模较小的分期类平台等资金成本或达5%-10%；②**服务收益**：目前耐用消费品分期或是现金贷款的利率平均为14%-18%，但是公司可通过二次销售、叠加产品、服务的方式增加管理费等收入从而提高收益率，如捷信服务费收入已占总收入约1/3；③**坏账率**：坏账率在3%-7%左右。综上，假定息差为10%，坏账率为4%，则稳定期净利润率约为16%。

#### ➤ 消费金融公司长期发展的三大核心竞争力：资金+场景+风控

①**资金优势**：当前消费金融公司的负债率水平约为70%-90%，能以最低的资金成本获取最多负债融资的公司将较可能具备较好盈利能力，银行系公司资金成本方面优势显著。②**场景优势**：消费场景的丰富程度未来将直接决定消费金融公司的成长速度和突破规模瓶颈的可能，电商系与含商业龙头的产业系公司场景优势显著，在“消费-分期付-还款”的闭环中具备先天获客优势和信用数据。③**风控优势**：目前征信信息主要来自人行征信系统的接入，第三方征信平台的健全将有利于实现消费金融对客户更加精准的定位与定价，并优化用户体验，控制坏账水平。短期看电商系依托线上多年积累的平台在数据应用方面最具优势，长期看依赖于完备风控系统的设计与实施。

#### ➤ 推荐标的：苏宁云商、重庆百货

未来2-3年将诞生一批具备成长性的优秀金融公司，尤其需要关注电商系与产业系消费金融公司在丰富场景与风控优势下具备的扩张空间。重点推荐：苏宁云商（苏宁消费金融49%股权）、重庆百货（马上消费金融30%股权），另建议关注鄂武商A、百联股份、合肥百货。

#### ➤ 风险提示

经济下滑或造成消费低迷，消费金融监管或将加强，资金进场竞争激烈

### 相对市场表现



刘章明 分析师

执业证书编号：s1110516060001

电话：

邮箱：liuzm@sh.tfzq.com

### 相关报告

- 1、《教育思考报告之二：从国际教育龙头诺德安达与枫叶看A股公司如何布局》
- 2、《关注商旅国企改革，教育与医美并购提速！》  
2016.07.18
- 3、《教育思考报告之一：脚踏实地，仰望星空》  
2016.07.01



报告信息

## 正文目录

1. 消费金融：普惠金融，促进消费 .....	3
1.1 什么是消费金融？ .....	3
1.2 市场准入逐渐放开，15 家持牌机构蓬勃发展 .....	5
1.3 “消费需求旺盛+普惠金融推广”，消费金融迎来高速发展 .....	7
2. 消费金融公司盈利能力拆解 .....	8
2.1 资金成本端：持牌银行系平均 5% 左右，其他或为 5%-10% .....	8
2.2 服务收益端：贷款利率平均 14%-18%，二次销售产品叠加提高收益 .....	10
2.3 坏账影响端：坏账率平均 3%-7% .....	12
2.4 盈利能力分析小结 .....	14
3. 消费金融公司与类同业比较&持牌公司间比较 .....	15
3.1 消费金融长期发展的核心竞争力 .....	16
3.2 银行系 V.S. 电商系 V.S. 产业系 .....	19
4. 推荐标的：苏宁云商、重庆百货 .....	20

## 图表目录

图表 1：消费金融产业链 .....	3
图表 2：消费金融目标客户主要特征 .....	4
图表 3：政策推动助力行业快速发展 .....	5
图表 4：15 家企业已获消费金融牌照 .....	6
图表 5：2011-2015 年我国社会消费品零售总额 .....	7
图表 6：2011-2015 年我国居民可支配收入 .....	7
图表 7：我国居民消费信贷结构变化趋势 .....	8
图表 8：消费观念转变 .....	8
图表 9：2015H1 中银消费金融公司资产负债率为 91.78% .....	9
图表 10：阿里、京东、分期乐 ABS 产品资金成本测算 .....	9
图表 11：分期乐通过旗下桔子理财出售理财产品获取资金 .....	10
图表 12：消费金融公司产品组合 .....	10
图表 13：阿里花呗消费分期实际利率与借呗现金贷款利率比较 .....	11
图表 14：2015 年捷信中国总收入 57.06 亿元 .....	12
图表 15：2015 年捷信服务费收入占比 31.57% .....	12
图表 16：2015Q3 消费金融资产不良率提高至 2.85% .....	12
图表 17：2015 年捷信集团 90 日以上逾期的违约率为 10.00% .....	13
图表 18：坏账影响敏感性分析 .....	14
图表 19：2015 年捷信中国净利润 9.41 亿元 .....	15
图表 20：2015 年捷信中国资产负债率 75.63% .....	15
图表 21：广义消费金融参与者主要特征比较 .....	16
图表 22：消费金融公司长期三大核心竞争力 .....	16
图表 23：消费金融公司场景布局重点 .....	17
图表 24：央行批准开展个人征信工作的公司 .....	18
图表 25：不同公司不同产品审批时间比较 .....	19
图表 26：银行系、电商系、产业系三大核心优势比较 .....	20
图表 27：重点参股消费金融的大型电商/零售公司 .....	20

2015 年是消费金融井喷发展的元年，银行、电商、产业资本纷纷进军布局、抢占市场。与小贷等互联网金融备受政策监管不同，消费金融属于非银行金融机构，其发展得到了政策与金融机构的积极支持。伴随 80、90 后消费观念的转变，消费信贷加杠杆空间巨大，消费金融市场需求在未来数年将保持旺盛。

目前消费金融牌照的价值在不断凸显。从盈利能力角度考虑，目前持牌消费金融公司的资金成本约为 5%，非持牌系及规模较小的分期类平台等资金成本或达 5%-10%；贷款端收益率，无论是耐用消费品分期或是现金贷款利率平均为 14%-18%，但是公司可通过二次销售、叠加产品、服务的方式增加管理费等收入从而提高收益率；坏账率方面，目前不良资产平均占比在 2%左右，而坏账率在 3%-7%左右。综上，假定息差为 10%，坏账率为 4%，则稳定期净利润率约为 16%。

我们预期，未来 2-3 年将诞生一批极具爆发性的优秀金融公司，尤其需要关注银行系消费金融公司的资金优势，电商系与产业系消费金融公司的场景优势与风控优势。

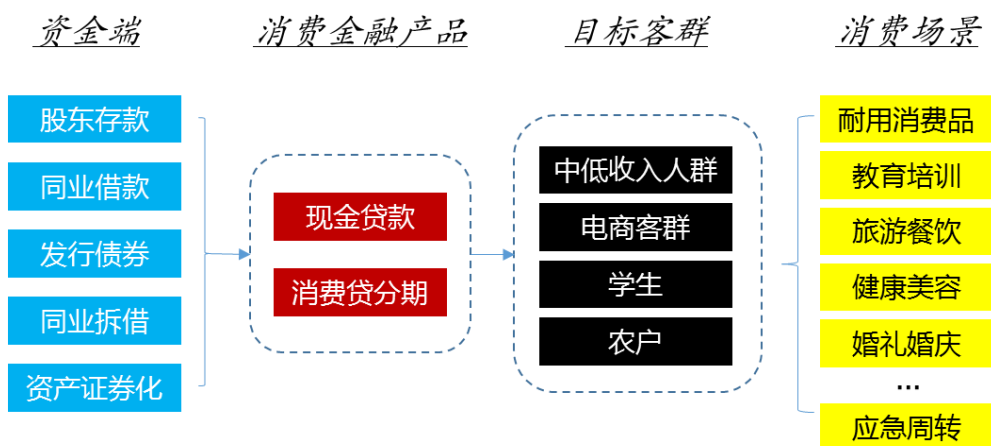
## 1. 消费金融：普惠金融，促进消费

### 1.1 什么是消费金融？

消费金融指消费金融公司向消费者提供以消费（不包括购房和汽车）为目的的贷款的金融服务方式，具备单笔授信额度小、审批速度快、无需抵押担保、服务方式灵活、贷款期限短等特点，个人消费贷款最高额度为 20 万元。基于消费者不同购买行为，消费金融范畴涵盖耐用消费品、旅游餐饮、婚庆、教育培训、健康美容等消费事项，主要针对消费需求旺盛的中低收入人群。

消费金融牌照需经银监会批准，属于不吸收公众存款的非银行金融机构，其资金来源包括：1）接受股东和股东境内子公司存款，2）向境内金融机构借款，3）发行金融债券，4）境内同业拆借，5）资产证券化等。

图表 1：消费金融产业链



来源：天风证券研究所

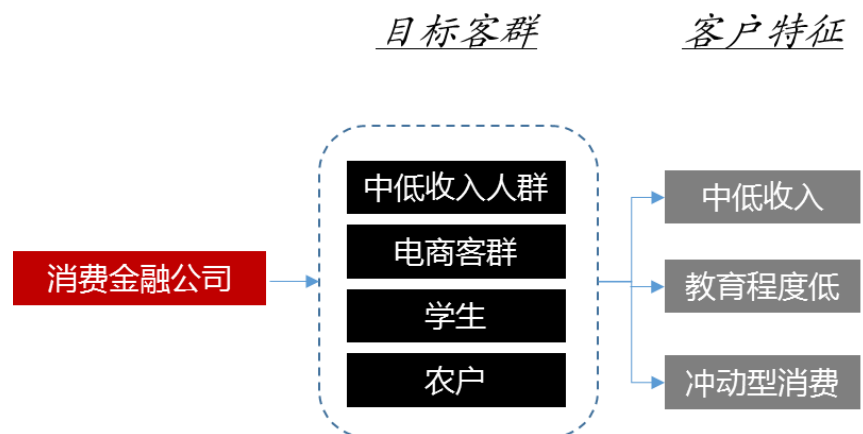
### ➤ 消费金融客户特征：

根据普华永道的调查显示，消费金融的典型客户通常具备以下三个特征：

- 1) **收入低**：银行不愿意给予贷款的客户，没有信用卡或信用卡额度很低的人群；
- 2) **教育程度低**：对于利息和费用的概念缺乏深入的理解，没有系统性理财常识；
- 3) **冲动型消费**：往往注重形象，喜欢炫耀、偏向超前消费。

PWC 对某消费金融公司客户数据取样结果显示，某一产品线的典型客户为 20-35 岁间的单身男性，收入在 2000-4000 元/月，有固定工作，但非本地户口。根据中银消费 ABS 入池数据显示客户平均年龄为 29.08 岁，67.46% 债务人处于 20-30 岁区间，大于 40 岁的人员占比不足 7.5%，债务人平均年收入为 7.69 万元，加权平均收入债务比为 4.27 倍，98.19% 人群年收入低于 20 万元。一定程度上符合上述特征，但是考虑到 ABS 入池时主要选择了参与中高端英语培训的贷款资产，借款人资质相对较优。

图表 2：消费金融目标客户主要特征



来源：PWC，天风证券研究所

### ➤ 消费金融产品的特征：

消费金融产品主要包括耐用消费品贷款和现金贷款，其中消费品贷款主要为针对消费者中高频的商品消费及服务消费，包括耐用消费品、旅游餐饮、婚庆、教育培训、健康美容等。在消费金融公司初期通常以消费品贷款切入以最小化风险的同时更加便利地获取用户，而在规模化以后则加强现金贷款的二次销售和循环额度等，提高对用户的深度覆盖，同时叠加服务提高收益水平。

个人消费贷款及现金贷款额度最高不超过 20 万元，单笔分期金额即为消费品价格，单笔贷款规模取决于消费金融公司风控体系根据消费者信用状况进行审批评定，通常不超过 5 万元。根据中银消费 ABS 相关披露，平均单笔贷款规模为 1.725 万元，

64.24%的贷款分布在0-2万的区间内,单笔最高贷款规模为5万元。入池贷款中95.07%为教育类贷款,主要为消费者购买英孚教育、韦博教育、华尔街、美联英语服务的贷款。

### ➤ 银行系设立消费金融公司的目的&与信用卡用户差异

消费金融试点后,包括北京银行、中国银行、兴业银行、招商银行、成都银行等均设立了消费金融公司;而未专门设立消费金融公司的银行亦设立了消费金融业务部门。设立原因主要在于满足不同层次客户的差异化需求。如消费金融公司所针对的中低收入目标客户群与信用卡客户存在显著差异。消费金融对该部分人群可根据其信用情况进行差异化定价,且定价相对较高,提供信贷额度促进其进行消费。

在信用卡的客户群中,存在显著二八效应,信用良好、按时还款的客户对银行而言是导致亏损的群体,保持较高欠款余额和持续缴纳利息及滞纳金的最后20%用户才是信用卡的真正利润贡献者。这种二八效应的存在,及国人消费习惯、高营销推广费用等使得国内大部分信用卡中心都仍然处于亏损或微利状态。

消费金融公司的目标客户群即是信用卡还款能力最弱的20%人群和甚至根本无法获得信用卡批准的人群。因此,从盈利模式看,消费金融公司的盈利能力相对更强,与之相应的风控体系就会变得更加重要。

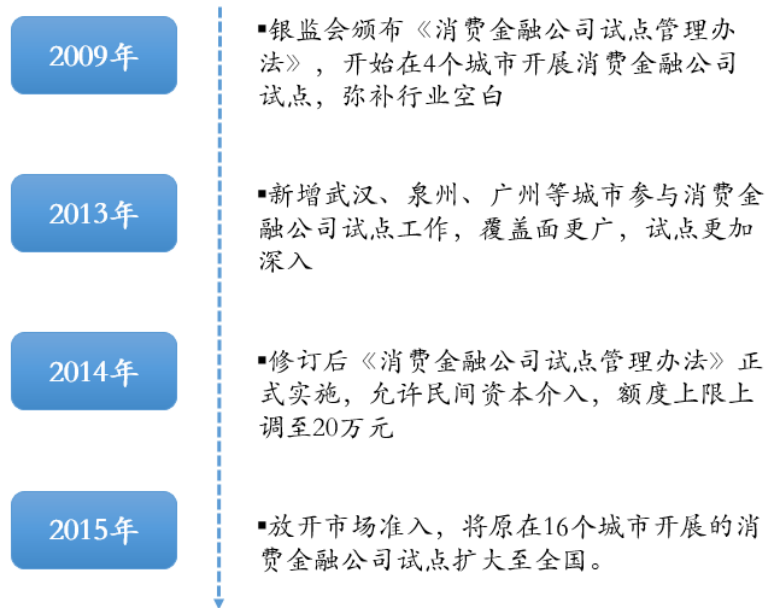
## 1.2 市场准入逐渐放开,15家持牌机构蓬勃发展

消费金融是我国经济结构调整,促进消费升级,形成多层次金融体系的关键组成部分。从试点至今已过去7年,我国消费金融行业正在逐步探索可持续的解决方案,逐渐迈向蓬勃发展。

政策环境不断优化。2009年,银监会颁布《消费金融公司试点管理办法》,首批4家消费金融公司成立,实现消费金融从0到1的突破;2013年9月,银监会新增武汉、泉州、广州等城市参与消费金融公司试点工作,试点城市扩张至16个;2013年11月,银监会对试点管理办法进行修订,允许民间资本介入、放开营业地域限制、增加吸收股东存款业务,上调额度上限至20万元,推动消费金融公司扩容;2015年6月,国务院常务会议决定放开市场准入,将试点范围扩大至全国,审批权下放省级部门,鼓励符合条件的民间资本、国内外银行机构和互联网企业发起设立消费金融公司,助力行业快速发展。截至目前,全国共有15家公司获得消费金融牌照。

图表3: 政策推动助力行业快速发展





来源：银监会，天风证券研究所

图表 4：15 家企业已获消费金融牌照

公司	地区	公司类型	股东背景	注册资本 (亿元)
北银消费金融	北京	有限责任公司 (中外合资)	北京银行、桑坦德消费金融、利时集团、万达集团、联想控股等	8.5
中银消费金融	上海	有限责任公司 (台港澳与境内合资)	中国银行、百联集团、陆家嘴金融发展有限公司、中银信用卡等	8.89
锦程消费金融	成都	有限责任公司 (中外合资)	成都银行、Hong leong Bank Berhad	3.2
捷信消费金融	天津	有限责任公司 (外国法人独资)	Home Credit B.V.	33
招联消费金融	深圳	有限责任公司 (台港澳与境内合资)	永隆银行 (招商银行旗下)、中国联通	20
兴业消费金融	泉州	股份有限公司	兴业银行、福建泉州市商业总公司、特步、福诚	3
海尔消费金融	青岛	其他有限责任公司	红星美凯龙、海尔集团等	5
苏宁消费金融	南京	有限责任公司 (中外合资)	苏宁云商集团、南京银行、BNP Paribas、洋河酒厂、先声再康	3
湖北消费金融	武汉	其他股份有限公司 (非上市)	湖北银行、武商集团、TCL 集团、武汉商联	3
马上消费金融	重庆	股份有限公司	重庆百货、梯润商贸、重庆银行、阳光财险、小商品城集团、物美控股	13
中邮消费金融	广州	有限责任公司 (中外合资)	中国邮政储蓄银行、星展银行、渤海国际信托、拉卡拉、广百股份、海印股份等	10
杭银消费金融	杭州	股份有限公司	杭州银行、BBVA、生意宝、海亮集团等	5
华融消费金融	合肥	其他股份有限公司 (非上市)	华融资产管理、合肥百货、新安资产管理、华强资产管理	6
晋商消费金融	太原	其他股份有限公司 (非上市)	晋商银行、美特好连锁超市等	5

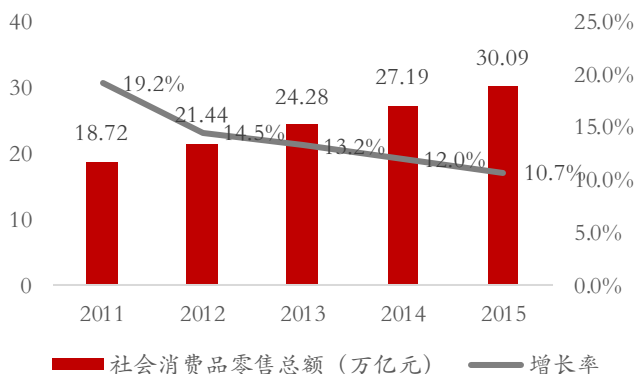
盛银消费金融	沈阳	其他有限责任公司	盛京银行、德旭经贸、顺峰投资	3
--------	----	----------	----------------	---

来源：公开资料整理，天风证券研究所

### 1.3 “消费需求旺盛+普惠金融推广”，消费金融迎来高速发展

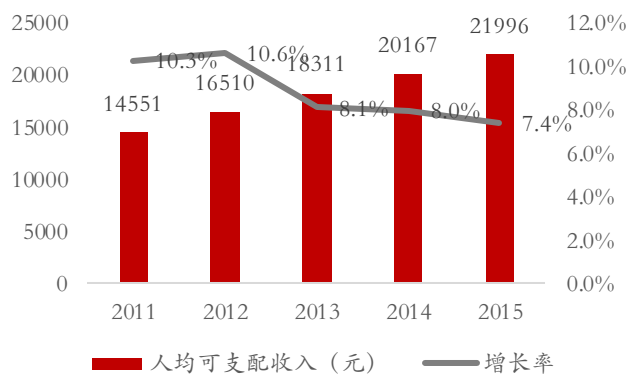
**消费市场保持快速发展。**自改革开放以来，我国宏观经济保持快速增长，截至 2015 年，我国居民人均可支配收入达 2.2 万元，同比增长 7.4%，超过 GDP 同期 6.9% 增速，为居民消费增长奠定良好的收入基础。2015 年我国社会消费品零售总额 30.09 万亿元，同比名义增长 10.7%（实际增长 10.6%），消费需求保持较为强劲的增长势头，为消费金融的发展提供可能。

图表 5：2011-2015 年我国社会消费品零售总额



来源：国家统计局，天风证券研究所

图表 6：2011-2015 年我国居民人均可支配收入



来源：国家统计局，天风证券研究所

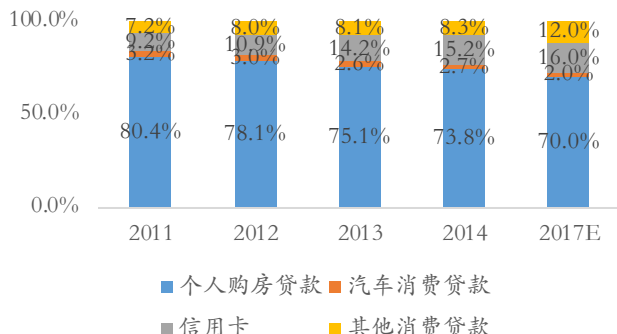
**普惠金融的大力推进与消费观念的转变**为消费金融的发芽创造土壤。近年来，我国个人及家庭信贷领域住房贷款占比始终维持 70% 以上，占据主导地位；而信用卡+其他消费贷款占比则尚未超过 30%，但是伴随居民人均可支配收入的提高与消费意识的转变，消费信贷的比例正在逐步提升，根据人民银行相关数据显示，2014 年居民信用卡+其他消费贷款占总消费信贷比例提升至 23.5%，预期到 2017 年该比例将稳定提升至 28%。总体而言，我国居民消费信贷比例水平相对较低，较美国等发达国家仍存在较大差距，未来杠杆提升空间较大。

为促进金融业可持续均衡发展，2016 年 1 月，国务院印发《推进普惠金融发展规划（2016-2020 年）》，首次从国家层面确立普惠金融实施战略。伴随国家对普惠金融的大力扶持，其他消费贷款占比正稳步提升，预计 2017 年该数字将达 12%。

此外，不同于老一辈勤俭节约、量入为出的传统消费观念，以 80、90 后为代表的新一代消费主力消费意愿更强，尤其是在虚拟产品、品牌溢价、生活服务等方面支付意愿明显较强；同时，消费欲望强于储蓄欲望，对消费信贷的接受度也更高，希望如欧美等发达国家般进行提前消费。因此，消费观念的逐步转变为消费金融的发展奠

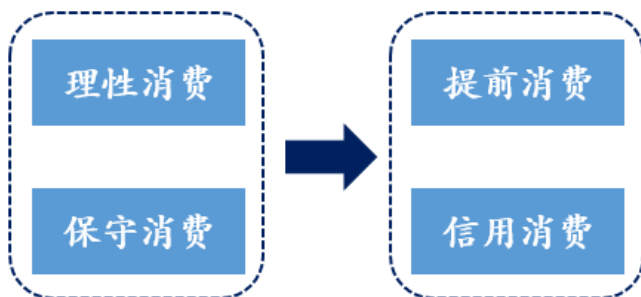
定良好基础。

图表 7：我国居民消费信贷结构变化趋势



来源：中国人民银行，天风证券研究所

图表 8：消费观念转变



来源：天风证券研究所

## 2. 消费金融公司盈利能力拆解

截至 2015 年末，全国 15 家消费金融公司资产 637.95 亿元，贷款余额 573.74 亿元。根据中国银监会发布的《2014 年度中国银行业运行报告》显示，截至 2014 年末，消费金融公司实现净利润 4.66 亿元，累计客户 135 万户，不良资产率为 1.56%，户均贷款余额 2000 元左右。

我们将从资金成本、贷款利率、坏账率等角度综合分析消费金融公司的盈利能力：

### 2.1 资金成本端：持牌银行系平均 5%左右，其他或为 5%-10%

从资金成本看，如前所述，持牌消费金融公司为非银行金融机构，由于无法吸收公众存款，资金成本较银行系明显较高。资金来源主要包括 5 个方面：1) 接受股东和股东境内子公司存款，2) 向境内金融机构借款，3) 发行金融债券，4) 境内同业拆借，5) 资产证券化等。

由于同业拆借和发行金融债券要求相对较高，短期内对于银行系消费金融公司而言较为可行，如 2015 年末，北银消费同业拆借规模为 44.9 亿元；而非银行系的持牌消费金融公司则主要以股东存款、同业借款和资产证券化三种方式为主；其他非持牌公司，若股东投入不足，或是后期发展壮大后，则更多依赖于同业借款和资产证券化方式，则成本相对较高，或在 5%-10%区间内。

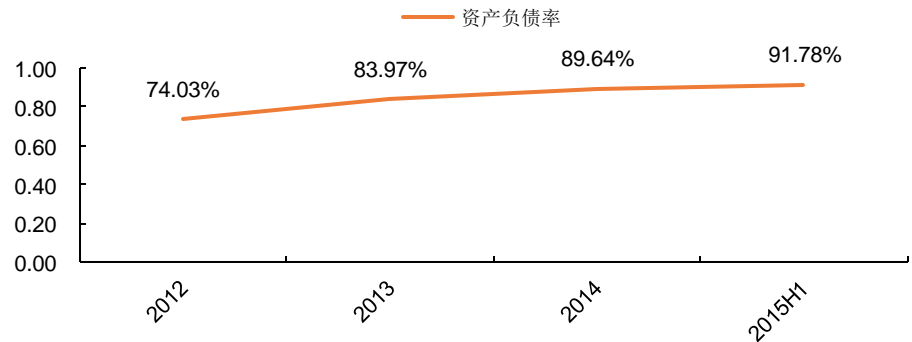
同业借款较一般贷款利率稍低，按期限不同约在 4%-5%左右。

股东存款成本较低，主要为机会成本，以一年期定存 2.25%考虑，则机会成本为 2.25%。但是若为非银行股东，则来自股东的存款规模将较为有限，尤其在公司规



模扩大后，股东存款的占比将不断降低。以中银消费金融数据为例，其资产负债率水平在历史运营期间持续提升，截至 2015H1，资产负债率为 91.78%。

图表 9：2015H1 中银消费金融公司资产负债率为 91.78%



来源：中银消费金融，天风证券研究所

消费金融资产证券化 ABS 产品发行数量不断增加。近期消费金融资产证券化产品的资金成本通常为 4.1%-5.5%之间。我们以资产证券化产品成立公告时的利率进行计算，由于未披露中介费用，考虑实际发行行情，假设券商资管、托管行、律师、会计师、评级机构等的中介费用打包合计年化 0.5%。则可知，支付宝花呗、借呗 ABS 发行成本约为 4.21%、4.12%，京东白条 ABS 发行成本约为 4.84%，中银消费金融 ABS 为浮动利率发行（成本约为 3.9%）。但是，考虑到阿里与京东的品牌价值，及其消费金融产品直接涉及消费场景，对下游还款的把控能力与风险管理能力较高（最高优先级评级都为 AAA），因此在询价时优势较高，发行成本相对较低。若为非强势原始权益人，则发行成本相对较高，如分期乐的发行成本约为 5.55%（尽管优先级同为 AAA）。因此，我们认为，持牌类和大型电商类的消费金融 ABS 类的资金成本为 4.1%-5.5%。

图表 10：阿里、京东、分期乐 ABS 产品资金成本测算

项目名称	原始权益人	发行总额（亿元）	期限（年）	发行成本
京东金融-华鑫 2016 年第一期白条应收账款债权资产支持专项计划	京东	20	2	4.84%
德邦花呗第一期消费贷款资产支持专项计划	阿里小微小贷	20	2	4.21%
德邦借呗第一期消费贷款资产支持专项计划	阿里小微小贷	10	2	4.12%
嘉实资本-分期乐 1 号资产支持专项计划	分期乐	2	2	5.55%

来源：Wind，天风证券研究所

综上考虑，持牌系消费金融公司及大型电商的消费金融业务的资金成本端约为 5%左右。银行系消费金融公司的资金来源相对充分，且成本较低，或可能低于 5%；

大型电商系消费金融的资金成本亦有较大优势，通过发行 ABS 产品可迅速实现规模增长，ABS 平均成本 4.1%-5.0%，整体综合成本或高于 5%，如在 5%-7% 区间；

**产业系消费金融公司**的资金主要来源于股东存款和同业借款，股东存款主要是机会成本，目前同业借款成本低于 5%，**长期发展资金成本的降低主要取决于规模的扩大和风控能力的提高**，短期资金成本由于股东投入的比例较高或在 5% 左右的水平，长期则资金成本或将上升，如据有关数据显示，捷信的资金成本目前或已高于 7%。

**非持牌系平台类消费金融平台资金成本相对较高，通常在 7%-10%**。如分期乐旗下设立桔子理财 P2P 平台打包债权作为理财产品出售，从而提高杠杆。桔子理财中 2 个主打理财类别“爱活期”年化收益率为 5.35%，“爱定存”下 1 个月、3 个月、6 个月、12 个月的收益率为 6%、7%、8%、10%，VIP 可高达 11% 左右，因此非持牌互联网消费金融平台的平均资金成本通常在 7%-10%，甚至更高。

图表 11: 分期乐通过旗下桔子理财出售理财产品获取资金

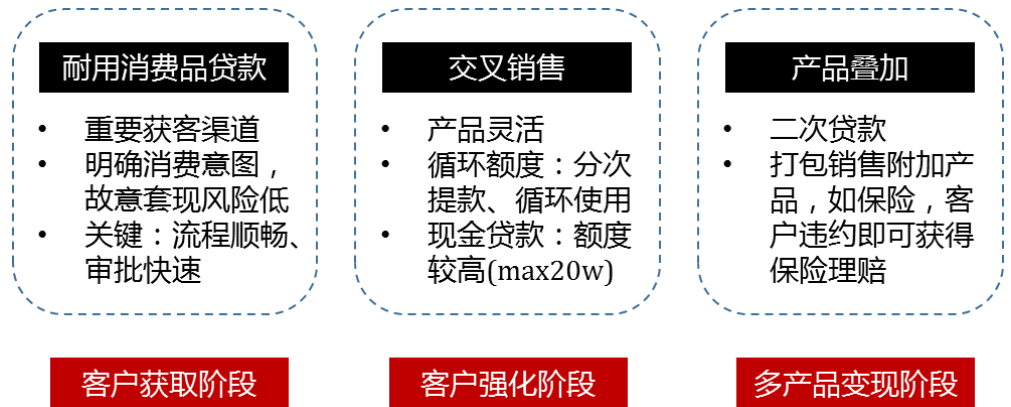
类型		理财收益
爱活期		5.35%
爱定存	1 个月	6.00%
	3 个月	7.00%
	6 个月	8.00%
	12 个月	10.00%
	VIP	10.80%

来源：分期乐，天风证券研究所

## 2.2 服务收益端：贷款利率平均 14%-18%，二次销售产品叠加提高收益

消费金融公司在产品拓展方面通常采取从低风险产品到高风险产品、从单一产品到多个产品的方式进行，即耐用消费品贷款切入，积累客户数据后，向优质客户进行交叉销售和二次贷款，提供现金贷款等高风险产品，并逐步向客户提供循环信用、保险等其他金融产品，提高用户黏性的同时，增厚公司盈利能力。

图表 12: 消费金融公司产品组合



来源：天风证券研究所

通常情况下，消费金融业务的贷款利率平均为 **14%-18%** 的区间水平。

根据招联消费金融和马上消费金融的 2015 年年报数据测算，平均年化利率约为 16% 左右。而根据中银消费金融在今年 1 月发行的首期 ABS 中，入池贷款加权平均贴息及手续费率为 14.43%（单笔最高为 17.90%，最低 11.97%），其中 49.18% 贷款利率在 13%-15% 区间，38.75% 分布在 15%-17% 区间，考虑其他未入池其他风险及利率相对较高的贷款资产，整体收益率应高于该值，符合我们 14%-18% 的判断。

有部分机构认为消费分期利率远低于现金贷款利率，实则未考虑 IRR 而仅以公司宣称的手续费率（主要为吸引消费者采用低手续费模式宣传）考量。而对于现金贷款利率，由于目前主要采用日利率，基本在 0.04%-0.05% 水平。考虑 IRR 作为消费分期的实际利率后则小部分分期业务收益率甚至高于现金贷款利率。

以支付宝中数据为例，花呗分期贷款手续费按 3、6、9、12 期列示分别为 2.5%、4.5%、6.5%、8.8%。实则经计算 IRR 可发现 3 期分期的年化利率 **14.96%** 与现金贷款年化利率水平相当，甚至较推广期的实际利率 **14.6%** 更高。而 6、9、12 的分期实际利率分别为 15.27%、15.36%、15.89%，与公众认识存在显著差异。但是与上市银行信用卡分期手续费率基本一致，如招商银行 3、6、12 期手续费率为月 0.75%、0.7%、0.66%，略低于花呗分期手续费，而浦发银行则略高于花呗。

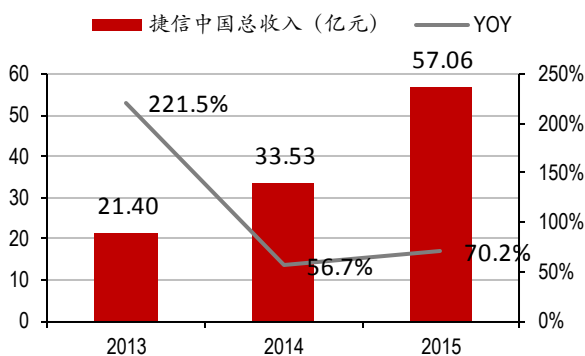
图表 13：阿里花呗消费分期实际利率与借呗现金贷款利率比较

	类型	手续费	实际年化利率
蚂蚁-花呗	3 期分期	2.50%	<b>14.96%</b>
	6 期分期	4.50%	<b>15.27%</b>
	9 期分期	6.50%	<b>15.36%</b>
	12 期分期	8.85%	<b>15.89%</b>
蚂蚁-借呗（推广期日利率万 4，推广期结束为万 5，年化 18.25%）			<b>14.60%</b>

来源：支付宝，天风证券研究所

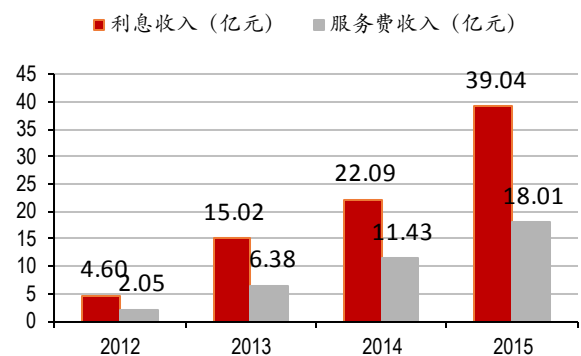
而除了贷款利息收益外，消费金融公司还通过拓展其他服务收入提高盈利能力。如代理销售保险产品等。如捷信消费金融资产端收益率或高达近 30%-40%，其主要是依托更加全面的服务而产生的：一方面通过循环额度、二次销售等提高利息收入，另一方面通过提供多项服务收取包括客户服务费（包括服务咨询、电话、短信、服务热线等）、账户管理费（客户资料与文档的归档管理等）、保险手续费（为顾客购买保险所收取的运营费）、惩罚性违约收入在内的多项收入。2015 年捷信中国利息收入为 39.04 亿元（占收入 68.43%），同期服务费收入为 18.01 亿元（占比 31.57%）。

图表 14：2015 年捷信中国总收入 57.06 亿元



来源：HCBV，天风证券研究所

图表 15：2015 年捷信服务费收入占比 31.57%



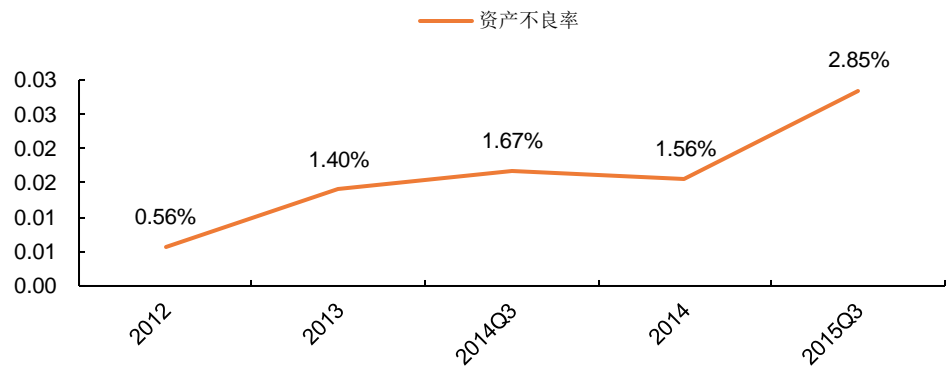
来源：HCBV，天风证券研究所

### 2.3 坏账影响端：坏账率平均 3%-7%

一方面，由于消费金融定位人群为中低收入人群，且利率相对贷款利率显著较高，出违约概率相对较高。另一方面，大量消费金融业务高度依赖非全面的人行征信系统及打分卡等内嵌模型的批量自动审批机制，容易发生客户违约，且非银行系消费金融公司在催收流程和贷款追缴等工作缺乏经验，从而容易造成坏账。因此在测算盈利能力时，除了计算利差外，坏账影响亦是重点考虑对象之一。

由于资产不良率与坏账率为定义不同，以资产不良率测算坏账显然会造成对消费金融公司利润的高估。根据银监会报告，2014 年消费金融公司的资产不良率为 1.56%，而截至 2015Q3 不良资产率显著提高至 2.85%。

图表 16：2015Q3 消费金融资产不良率提高至 2.85%

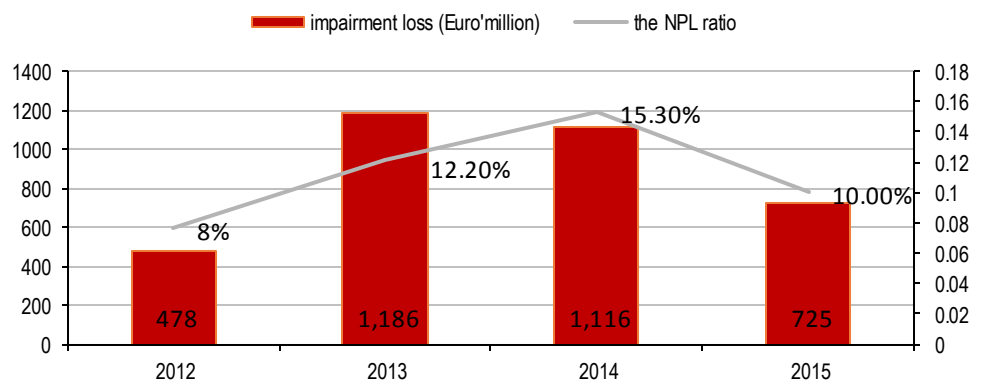


来源：银监会，天风证券研究所

根据中银消费金融 ABS 方案中测算,提取 22 个样本池的平均违约率为 4.29%,逾期 30 日以上贷款的回收率为 45.59%,则可测得预期坏账率约为  $4.29\% \times (1 - 45.59\%) = 2.3342\%$ 。

而根据捷信全球的数据,2015 年全集团平均违约率(逾期 90 日以上贷款)比例为 10% (2014 年为 15.3%),大于中银消费金融的 4.29%的样本数据。考虑到捷信为全球化运营的成熟型消费金融公司,其或能较好代表处于成熟运营后的情况。若假设回收率为 40% (前述中银 30 日逾期的回收率为 45.59%),则坏账率约为  $10\% \times (1 - 40\%) = 6\%$ ; 若回收率为 30%则坏账率为 7%; 若回收率 20%则坏账率为 8%; 若基本难以回收,则意味着坏账率接近 10%。

图表 17: 2015 年捷信集团 90 日以上逾期的违约率为 10.00%



来源：Home Credit，天风证券研究所

考虑到在发行 ABS 过程中对资产池的筛选 (全部为五级分类中的正常类贷款),



假设整体贷款坏账率高于 3%较为合理，且结合中银及捷信等公司数据披露，我们假设消费金融公司平均坏账率水平约为 3%-7%，非持牌系消费金融公司坏账率高于 7%。长期来看，伴随消费贷款业务的增长，坏账率整体将呈现提升的趋势，而具备征信体系优势与风控系统优势的消费金融公司能够更加有效控制坏账率的增长。

## 2.4 盈利能力分析小结

根据前文分析，我们首先明确：

- 贷款收益端：平均为 14%-18%，叠加产品、服务后增加管理费收入，收益率水平可提高至 30%以上；
- 资金成本端：目前银行系平均为 5%左右，其他公司平台或在 5%-10%；
- 经营费用端：主要为推广成本、人员成本、系统建设成本、征信系统接入成本、逾期催收成本等。前期为初始投入较大，如折旧摊销和推广等构成主要投入；而后在这些层面存在显著规模效应，但是催收成本等将保持上升。假设经营费用为收入的 10%；
- 坏账率：平均为 3%-7%，长期趋势上升，控制坏账风险主要依靠良好征信及风控系统的建设。

由此可假设：1) 持牌系消费金融公司目前收益端与资金成本端的息差约为 10%左右，长期上资金成本或将提高，同时收益端由于二次销售、循环信用、产品叠加等因素收益率亦能得以提高。究竟息差将扩大或缩小主要取决于公司的销售能力，即场景开拓能力和产品叠加能力，或可提高至 20%以上；2) 经营费用平均为 10%，3) 所得税率为 25%。以坏账率进行敏感性分析可知，在息差为 10%的情况下，当坏账率超过 7.09%后，公司可能发生亏损。坏账率是严重影响公司净利润水平的指标，坏账率越低，公司的净利润显著越高；降低坏账率的办法包括加强风控系统建设、增强催收能力等从而降低违约率并提高回收率。

图表 18：坏账影响敏感性分析

坏账率	2.0%	3.0%	4.0%	5.0%	6.0%	7.0%	8.0%
坏账影响率	-10.3%	-15.5%	-20.6%	-25.8%	-31.0%	-36.1%	-41.3%
净利润率	26.3%	21.1%	16.0%	10.8%	5.6%	0.5%	-4.7%

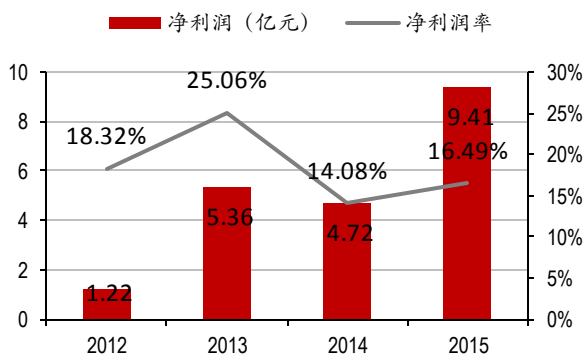
来源：天风证券研究所

其他提高净利润的方法包括扩大规模、增加服务类型、提高平均收益率水平、降低资金成本和经营费用等。我们将在下文第三部分通过比较阐述不同类型消费金融公司在提高盈利能力方面的优势和局限。

### ➤ 消费金融公司盈利举例

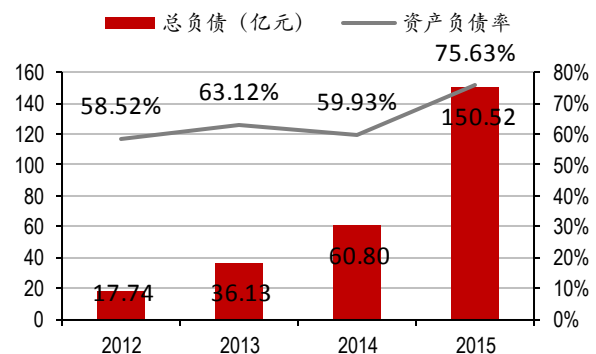
**捷信消费金融(中国)** 2015 年收入 7.74 亿欧元(按 08/05 汇率约合人民币 57.06 亿元), 其中利息收入 5.29 亿欧元(约合 39.04 亿元), 服务费收入 2.44 亿欧元(约合 18.01 亿元); 净利润 9.41 亿元, 同比增长 99.38%, 净利润率为 16.49%。截至 2015 年末公司共在 24 个省市经营, 总资产约 199.02 亿元, 总负债约 150.52 亿元, 资产负债率 75.63%。2015 年公司发展迅速, 中国区的新增贷款占公司亚洲新增贷款量约 41%, 占公司全球新增贷款约 23%。

图表 19: 2015 年捷信中国净利润 9.41 亿元



来源: HCBV, 天风证券研究所

图表 20: 2015 年捷信中国资产负债率 75.63%



来源: HCBV, 天风证券研究所

**锦程消费金融** 2012 年开始盈利, 当年净利润 920 万元。截至 2014 年末, 公司总资产 11.41 亿元, 贷款余额 10.97 亿元, 净利润 4901.8 万元, 2015 年净利润 6675.7 万元。

**兴业消费金融** 截至 2015 年末发放贷款 29.48 亿元(线上 3.03 亿+线下 26.46 亿), 贷款余额 24.37 亿, 收入 1.52 亿元, 净利润 4900 万元, 净利润率为 32.23%。

**中银消费金融** 截至 2014 年、2015H1 收入分别为 3.45 亿元、3.81 亿元, 发放贷款分别为 61.54 亿元、94.17 亿元, 净利润分别为 9064 万元、1.35 亿元。

## 3. 消费金融公司与类同业比较&持牌公司间比较

狭义的消费金融公司主要是指经银监会批准成立的 15 家持有牌照的属于非银行金融机构的消费金融公司。广义上参与消费金融服务的公司包括: 上述消费金融公司、银行信用卡中心、电商消费金融业务(如前文讨论的蚂蚁花呗、借呗、京东白条)、分期购物平台(如趣分期、分期乐)、P2P 平台等。

在讨论不同力量之间的博弈前, 我们首先明确, 广义消费金融服务商的供给使得

市场得以错位竞争，充分互补发展。通过细化金融服务，满足各阶层消费人群的金融需求，有效弥补市场空白。

图表 21：广义消费金融参与者主要特征比较

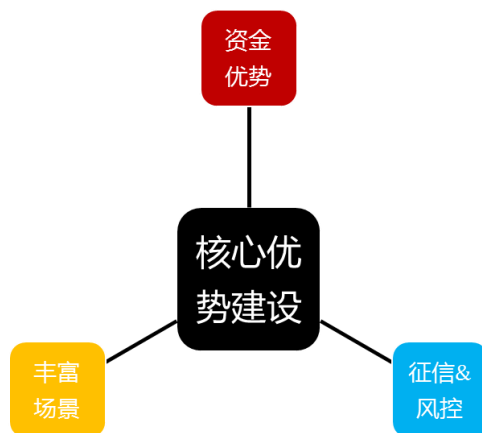
融资渠道	目标客户群	资金用途	特点	公司属性	主要监管机构
消费金融公司	稳定收入的年轻人，以及中低收入人群	贷款只能用于消费	无需抵押，可快速放款，单笔借款额度不超 20 万元	非银行金融机构	银监会
银行信用卡	收入稳定人群	可用于日常一切有 POS 机的消费	要求一定收入水平与固定资产，具体额度以审核结果为准	银行业金融机构	银监会
电商消费金融	喜欢网购的中低收入人群	网购消费分期、现金贷款	根据消费记录累计信用评分，审核快速	非金融机构	-
P2P 小贷	中低收入人群和中小微企业主	个人经营、消费	融资门槛较低，借款利率、还款方式、借款期限等较为灵活	非金融机构	地方金融办、工信部、网信办
分期购物平台	主要针对大学生等中低收入人群	网购消费、教育贷款	贷款额度与消费金额直接相关，办理简单审核快	非金融机构	-

来源：公开资料整理，天风证券研究所

### 3.1 消费金融长期发展的核心竞争力

首先需要明确的是，消费金融公司未来发展的三大核心竞争力为：资金优势、丰富场景、征信与风控。

图表 22：消费金融公司长期三大核心竞争力



来源：天风证券研究所

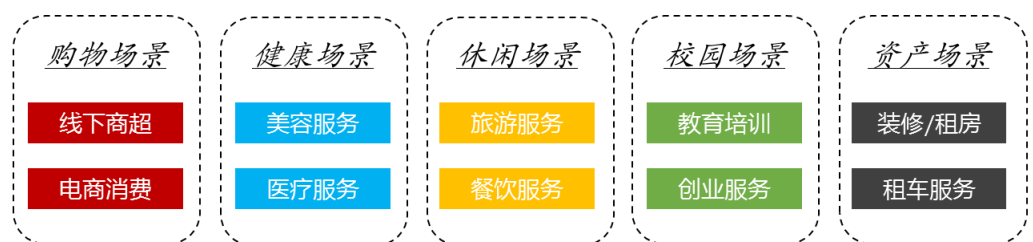
#### ➤ 资金优势：

正如前文在资金成本部分所分析的，消费金融公司的资金成本大约在 5%左右，其他或在 5%-10%。消费金融公司的负债率水平平均在 70%-90%之间，因此能够以最低的资金成本获取最多负债融资的消费金融公司将较可能具备较好的盈利能力。持牌系消费金融公司属于非银行金融机构，能够在银行间市场操作，主要资金来源包括同业拆借、发行债券、股东存款、同业借款和资产证券化，目前主要通过股东存款、同业借款、资产证券化等方式融资。毋庸置疑，在资金优势方面，持牌消费金融公司，尤其是银行系的持牌消费金融公司具备显著资金优势。而对于产业系消费金融公司而言，只有规模发展壮大后才能赢得更多的市场影响力和资金价格议价能力，因此短期内更重要在于注册资本金充足基础上，通过股东存款和同业借款获取资金，长期不同公司发展或出现显著差异。而非持牌的其他消费金融平台，如分期购物平台和 P2P 平台等，资金来源主要通过自有资金投入，交易所上市的资产证券化 ABS 产品较少，而是将部分债权打包为理财产品在 P2P 平台上销售，因此资金成本相对较高。

#### ➤ 丰富场景：

目前，在业务推广阶段，主要依赖于消费金融公司人员与线上线下消费场所推广合作。具体来看，**银行系消费金融公司**部分借助银行渠道网络资源和存量客户资源来拓展客户。**电商系消费金融公司**主要依靠挖掘线上线下消费场景下的消费者需求，或是以消费金融产品（如分期）来鼓励消费，直接利用消费数据快速精准设计消费金融产品。**产业系消费金融公司**主要通过合作股东资源和线下商户，如在百货商超、教育培训机构、健康美容等场所自设柜台进行销售和客户信息搜集，利用商家资源，挖掘消费者金融需求。而非持牌的其他消费金融平台，如分期购物平台和 P2P 平台等，则更加依赖业务人员的推广合作，寻求夹缝市场场景。

图表 23: 消费金融公司场景布局重点



来源：天风证券研究所

消费场景的丰富程度未来将直接决定消费金融公司的成长速度和突破规模瓶颈的可能。在场景方面，大型电商类公司具备较大优势，尤其是阿里、京东、苏宁等，在线上消费丰富的背景下，通过到家业务等拓展线下场景，已经形成了与广大便利店、商超、餐饮、美容服务、医疗服务等的有效联动。而小型互联网消费金融平台则在场景端用户基础相对薄弱，通常需要依靠大型电商的场景，容易被复制的同时被替代的

风险较大，小型互联网消费金融平台或需在某一垂直领域深耕，如教育领域以形成对高校学生等的多维覆盖，或能闯出一片天地。而对于线下商业公司投资的消费金融公司，亦可通过其商业布局快速实现对网点消费贷的渗透，较低成本获取客户。

### ➤ 征信与风控：

目前持牌消费金融公司的征信信息主要来自人行征信系统的接入，且持牌消费金融公司会将客户的还款情况及时反馈至人行征信系统。因此相较非持牌机构而言，对于客户欠款有相对较强的约束力。但是人行征信系统的数据完整度较低，未形成对消费者的完整用户画像，而基于电商平台的征信系统则具备一定优势。如第三方征信平台的芝麻信用等目前已获得人行批准，一方面，芝麻信用等基于消费场景能够更加有效约束消费者的现金分期行为；另一方面，其基于实际消费数据和日常消费信用积累了关于用户的多方面大数据，有利于形成完整的用户画像，从而提高征信信息的有效性。第三方征信的缺点或在于目前全国征信以人行系统为主，消费者在第三方征信体系中的信用违规成本较低。未来第三方征信有望在多个领域应用推广，丰富大数据积累，将有效健全我国征信体系。

图表 24：央行批准开展个人征信工作的公司

征信机构	主要股东
芝麻信用	蚂蚁金服
腾讯征信	腾讯
前海征信	中国平安
鹏元征信	鹏元资信评估
中诚信征信	中诚信集团
中智诚征信	盛希泰等
拉卡拉信用	拉卡拉支付、旋极信息、蓝色光标、拓尔思、梅泰诺
华道征信	银之杰、创恒鼎盛、清控三联、新奥资本

来源：公开资料整理，天风证券研究所

我们认为，在目前背景下，电商平台基于实际消费征信数据对消费金融的意义巨大，大数据分析将帮助消费金融公司实现对客户更加精准的定位与定价。且完整的征信与风控系统将有利于消费金融公司提高对用户需求的审批速度。而非持牌的其他消费金融平台，如分期购物平台和 P2P 平台等，由于规模较小积累用户数据较少等原因，风控手段较为不足，但是又偏好于相对风险较高的客户，因此坏账率亦相对较高。

越完善的风控系统将有利于提高公司的审核效率，从而提高用户体验。目前大部分消费金融公司主要依赖人行征信系统，并结合一定的个人信息数据建模建立风控系



统，审批时间基本都控制在 2-3 个工作日内，优于银行贷款及信用卡等审批进度。

图表 25：不同公司不同产品审批时间比较

公司	产品	贷款审批时间
北银消金	轻松 e 贷	2 个工作日内
中银消金	信用金	平均 30 分钟
招联消金	好期贷	1-2 个工作日
马上消金	麻辣贷	最快 3 分钟
锦程消金	薪时贷	3 个工作日

来源：官网，天风证券研究所

### 3.2 银行系 V.S.电商系 V.S.产业系

目前在市场中角逐的主要包括三大类消费金融公司：银行系、电商系和产业系。三大力量在上述三大核心竞争力中所拥有的优势各不相同。

#### ➤ 银行系：

即是由银行参与投资的消费金融公司，包括中银消费金融、北银消费金融、招联消费、兴业消费金融等公司。银行系消费金融公司是为了丰富银行多层次金融业务布局，满足多层次消费者金融需求。银行系消费金融公司最强核心竞争力在于**资金优势**，包括同业拆借、ABS 等低成本资金。因此，在培育期方面，银行系消费金融公司实现盈亏平衡较为容易，根据北银消费金融等财务数据披露观察，基本在第二年即可实现迅速盈利。

#### ➤ 电商系：

即是以各大互联网电商平台为主导的消费金融公司、电商自营消费分期及现金贷产品、分期购物平台，包括苏宁消费金融、蚂蚁花呗、蚂蚁借呗、京东白条、趣分期、分期乐。

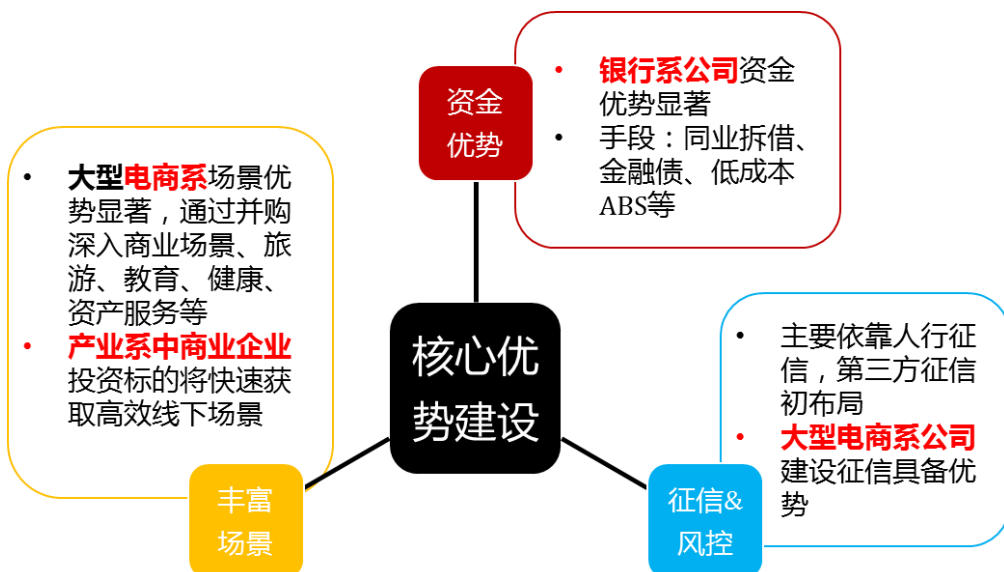
电商自营消费金融服务的最强核心竞争力在于**场景的丰富程度和征信体系的建设**。近年来，电商巨头不仅获取线上资源与场景，更是通过 O2O 丰富线下生活服务布局。如近年来阿里通过投资已布局了包括电商购物场景、旅游场景、租车场景、教育场景、校园场景、医疗场景等在内的多元线上线下资源，而苏宁也在线上+线下的场景丰富等层面进行深度布局，这些场景资源未来都能够以消费金融相连接，既增强了消费金融的盈利能力，又促进了消费的提升。

#### ➤ 产业系：

即是由实体企业资本为主要股东的消费金融公司，包括马上消费金融、海尔消

消费金融、湖北消费金融等。产业系消费金融公司通常将消费金融业务作为促进其主业发展的重要环节，如海尔消费金融公司通常在自身家电消费分期业务方面，提供比其他消费金融公司或平台更加优惠甚至为 0 的利率。产业系消费金融公司在利用股东资源的同时，把控消费第一入口（这也是为什么我们看见众多产业系的消费金融公司背后都有大型商业公司的原因），通过消费场景的丰富完成“消费-分期付款-还款”的闭环。产业系消费金融公司的优势在于其与股东的业务紧密结合，商业零售类公司参股的消费金融公司将具备线下综合场景优势。

图表 26：银行系、电商系、产业系三大核心优势比较



来源：天风证券研究所

#### 4. 推荐标的：苏宁云商、重庆百货

毋庸置疑，消费金融将成为促进消费的重要力量，持牌系金融公司作为非银行金融机构，在发展中将充分受益政策红利，同时并以相对较低的利率成本获得持续发展的资金支持。目前银行系公司仍是消费金融的市场主导者，电商和产业系零售商业企业由于具备强场景资源，能够在尽可能最小化营销成本的情况下完成“消费-分期付款-还款”的闭环积累客户及数据，并探索数据驱动下的创新发展。因此，除了银行系公司而言，建议长期关注电商及商业产业系消费金融公司的发展。其或将通过丰富场景实现破局。

图表 27：重点参股消费金融的大型电商/零售公司

苏宁消费金融	苏宁云商 (49%)
马上消费金融	重庆百货 (18%)、小商品城 (10%)
中银消费金融	百联集团 (30%)
华融消费金融	合肥百货 (23%)
湖北消费金融	鄂武商 A (15%)

来源：公开资料整理，天风证券研究所

**重点推荐：苏宁云商、重庆百货，另建议关注百联集团旗下百联股份、合肥百货、鄂武商 A 和小商品城。**

### ➤ 苏宁云商

公司整合旗下金融业务组建苏宁金服集团，以普惠金融为目标，共拥有 11 项金融业务牌照或资质。公司致力于打造互联网零售 CPU，建立面向供应商、消费者以及社会合作伙伴开放的物流云、数据云与金融云。其中，金融云方面，将积极构建第三方支付、消费金融、供应链金融、理财、众筹、保险与基金销售等业务协同发展。

16H1 公司实现营收 687.30 亿，同比增长 9.03%，其中线上 GMV 为 327.57 亿（直营 256.31 亿，+75.5% YOY；开放平台 71.26 亿，+100.1% YOY），同比增长 80.31%，线上业务占总营收比重提升至 31.87%。

截至 16H1，公司旗下 1522 家门店深度布局大陆 297 个地级以上城市，包括 80 家云店+1352 家常规店+39 家县镇店+27 家红孩子店+23 家超市店+1 家乐购仕店；港、澳、日本市场共有 66 家门店；农村方面共布局 3807 家苏宁易购农村服务站，其中，直营服务站 1478 家，加盟服务站 2329 家。线下场景深入各类城市、农村，在拓展消费品贷款类金融业务方面具备天然优势。同时，公司致力于将互联网门店铺设进商场、小区、写字楼，渗透居民生活的方方面面，通过“一体两翼三云四端”的发展战略，坚定实践 O2O 模式，加强零售业务线上线下融合变革的同时，亦将强有力的通过 POS 端、PC 端、移动端、电视端四端的丰富实现消费金融业务的推进。

公司在发展消费金融业务方面具备强线上线下场景的优势，且经过多年发展已积累大量支付用户，截至 16 年 6 月末，易付宝注册用户 1.4 亿，企业客户突破 5 万户。未来公司将积极挖掘线下门店、线上平台的消费金融需求，并结合阿里的流量导入优势等，快速实现扩张增长，打造最佳持牌电商系消费金融公司。

### ➤ 重庆百货

公司作为重庆商业龙头，旗下拥有重庆百货、新世纪百货、商社电器三大著名商业品牌，近年来通过资产重组和经营调整不断巩固自身竞争力，目前集团层面整体上市已完成，未来将加强资源整合与效率提高。

2014 年 12 月，公司作为主要出资人发起设立马上消费金融股份有限公司，获得

银监会审批通过，初始注册资本 3 亿元。2015 年 6 月正式开业经营，截止 2015 年末，已累计发放消费金融贷款 69,207 笔、贷款余额为 14,182 万元，注册用户数 45.7 万；资产总额为 30,843.04 万元，负债总额为 2,151.95 万元，所有者权益总额为 28,691.08 万元，收入为 576.78 万元，净利润为-1308.92 万元。2016 年 1-3 月，马上消费金融实现收入 817.34 万元，净利润-1107.38 万元，预期伴随 16H2 贷款规模的增长，将实现扭亏。

6 月 27 日公司公告拟向马上消费金融增资 3.2054 亿元，完成后其注册资本为 13 亿元。若参考中银消费 15H1 的资产负债率指标 91.78%，则意味着公司目前注册资本将得以满足超过 150 亿的贷款规模，根据前述测算，将实现超过 15 亿毛利，当控制坏账率在 5%以内时，即可实现超过 11%的净利润率水平。

此外，公司线下超过 238 家各类商场、门店将为马上消费金融提供良好的线下场景支持，同时，将结合其他股东资源（包括小商品城集团、物美控股、秭润商贸等公司）加强场景的丰富程度与推进速度。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 投资评级说明

股票投资评级：自报告日后的 6 个月内，预期股价绝对收益 20%以上为“买入”、10%~20%为“增持”、-10%~10%为“持有”、-10%以下为“卖出”。

行业投资评级：自报告日后的 6 个月内，预期行业指数相对于沪深 300 指数，涨幅 5%以上为“强于大市”、-5%~5%为“中性”、-5%以下为“弱于大市”。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。

所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

	电话	传真	邮箱	地址
武汉	(8627)-87618889	(8627)-87618863	research@sh.tfzq.com	湖北省武汉市武昌区中南路99号保利广场A座37楼 (430071)
上海	(8621)-68815388	(8621)-50165671	research@sh.tfzq.com	上海市浦东新区兰花路333号333世纪大厦 10F (201204)