

2016-3-29

行业研究(深度报告)

 评级 **看好** **维持**

分析师 蒲东君
 (8627)65799532
 xieyx@cjsc.com.cn
 执业证书编号: S0490511090002

联系人 谢云霞
 15271819379
 xieyx@cjsc.com.cn

联系人 杨靖凤
 (8621) 68751636
 yangjf@cjsc.com.cn

行业内重点公司推荐

公司代码	公司名称	投资评级
600036	招商银行	买入
601166	兴业银行	买入

市场表现对比图(近12个月)



资料来源: Wind

相关研究

《周报(20160320): 估值安全边际较高, 时间上进入年报季》2016-3-20
 《2月金融数据点评: MPA体系下月际数据波动或将加大》2016-3-13
 《周报(20160313): 数据喜忧参半, 再谈行业周期性》2016-3-13

银行业

消费金融(一): 一个值得重视的金融子行业

报告要点

■ 消费金融: 一个值得重视的金融子行业

消费金融作为一个新兴的金融子领域, 建议重点关注: (1) 早期四家试点公司利润丰厚, 4%~5%的 ROA 以及 15%~20%的 ROE 或是这个行业的长期水平。(2) 个人征信体系的完善可继续提升居民负债消费比(消费贷款/居民消费支出), 假如这个比例由 2014 年的 19%提升至 25%, 那么消费贷款空间至少有 1.5 万亿。假设 ROA 为 4%, 对应的利润空间 600 亿, 一个十分诱人的数字。

■ 银行系: 看好资本实力和风险定价能力

我们看好银行系消费金融公司: (1) 资金实力强, 持续的资本补充是业务做大做强的前提; 另一方面, 银行股东是其负债端资金的主要来源, 比如成都银行 2013 年、2014 年提供给锦程的资金分别占到负债余额的 67%、30%。(2) 风险识别以及定价能力是消费金融公司的核心竞争力, 这也正是银行的强项。

■ 产业系: 心思在扶持产业还是金融外延?

非金融企业作为主要出资人的消费金融公司, 其股东面临一个是让金融支持主业还是让主业培育金融的重心选择。前者的典型是海尔消费金融公司, 在家电分期业务上显然海尔消费金融提供了利率优惠, 甚至有零利率产品。海尔消费金融推出的第一款产品“0 元购”(无首付, 无利息, 无手续费), 就是在大力推广海尔的智能家电。而后的代表是马上消费金融公司, 其管理团队在金融领域有足够的野心, 可以认为它是一家比较积极或者说风格并不保守的公司。

■ 电商系: 主业与金融结合得恰到好处

与产业系不同, 电商系来做消费金融是可以把主业和金融做到无缝结合的, 既有需求又有风控。需求上, 2015 年 618 促销京东白条订单已经占到了 8%; 风控上, 2015 年 6 月末阿里的蚂蚁花呗不良率和逾期率仅为 0.83%和 2.62%。

■ 投资建议

三类股东做消费金融中, 我们看好银行系和电商系消费金融公司的发展前景。考虑到股东体量影响到消费金融对其的边际改善程度, 我们梳理最受益标的的逻辑是: 对银行系消费金融公司持股比例超 20%的非金融的上市公司, 并且消费金融业务对其贡献利润可能会超过原有业务利润的 30%。这类标的有**中国联通**(招联消金 50%股权)、**世纪瑞尔**(光大消金 20%股权)、**视觉中国**(富银消金 27%股权)。另外可以关注产业系的**重庆百货**(马上消费金融 30%股权)。

目录

报告逻辑.....	4
消费金融：一个值得重视的金融子行业	4
首批四家试点公司利润丰厚，ROA 为 4%~5%	4
个人征信产业逐步成熟，下游应用大为受益	7
可以突破的应用场景，不能改变的股东基因	9
反观美国，金融公司所占市场份额可达 20%	10
银行系：看好资金实力和风险定价能力	12
（一）招联消费金融公司	13
（二）湖北消费金融公司	13
（三）中邮消费金融公司	14
产业系：心思在扶持产业还是金融外延？	14
（一）马上消费金融公司	14
（二）海尔消费金融公司	15
（三）华融消费金融公司	16
电商系：主业与金融结合得恰到好处.....	17
电商自营分期业务：产融无缝结合.....	17
京东：618 促销白条订单比例达 8%	17
阿里：花呗逾期率 2.62%	17
苏宁：背后有苏宁消费金融公司	18
趣分期：依托第三方电商平台	19
电商自营在线直接消费贷款：日息 0.04%-0.05%	19
标的：银行系消费金融公司的非银行股东.....	20

图表目录

图 1：捷信从 2012 年开始盈利，保持高速增长.....	4
图 2：捷信杠杆升至 4 左右	4
图 3：2015 年捷信 ROA5%，ROE20%	5
图 4：同业借贷是主要的融资渠道.....	5
图 5：锦程利润增速有所放缓.....	5
图 6：锦程逐年增加杠杆率至 3.2	5
图 7：消费金融行业不良率升至 2.85%	6
图 8：芝麻信用目前既为自己也对外服务	8
图 9：居民负债消费逐步形成趋势.....	8

图 10: 金融与居民消费支出相互促进	8
图 11: 中美消费金融市场规模占 GDP 比例对比	10
图 12: 中美住房贷款市场规模占 GDP 比例对比	10
图 13: 剔除房贷后中美消费金融市场规模占 GDP 比例对比	11
图 14: 美国消费信贷市场上各类机构持有资产和被证券化资产的比重	12
图 15: 美国做消费信贷主要是存款性机构和金融公司	12
图 16: 湖北消费金融公司股权结构	13
图 17: TCL 全面开展金融服务	13
图 18: 中邮消费金融公司股权结构	14
图 19: 海印集团全面开展金融服务	14
图 20: 重庆百货占马上消费金融公司 30% 股权	15
图 21: 重庆百货全方位涉足金融行业 (投资金额万元)	15
图 22: 海尔消费金融公司股权结构	16
图 23: 海尔全面开展金融服务	16
图 24: 合肥百货主营业务盈利下滑	16
图 25: 华融消费金融公司股权结构	16
表 1: 八种消费融资方式对比	7
表 2: 13 家银行系消费金融公司名单	9
表 3: 海尔提供全面金融服务	16
表 4: 电商自营业务比较	18
表 5: 电商自营在线直接消费贷款业务比较	20
表 6: 银行系消费金融公司对非金融股东的盈利贡献	20
行业重点上市公司估值指标与评级变化	21

报告逻辑

消费金融是值得我们重视的金融子领域，原因是：（1）目前来看，四家试点公司利润丰厚，4%~5%的 ROA、15%~20%的 ROE 或是行业常态。（2）当下已有招联消费金融公司和蚂蚁金融合作，意味着个人征信产业已经开始进入到金融应用阶段。个人征信体系的建立可以继续提升居民负债消费比，假如这个比例由 2014 年的 19% 提升至 25%，那么消费金融市场的空间有 1.5 万亿。如果以 ROA 为 4% 来测算，这个行业的利润可以到 600 亿。这里强调的一点是，真正意义上的消费金融是帮助消费者突破收入约束。一方面假如杠杆倍数不变，随着居民收入的增长消费金融市场也会同比例扩张；另一方面完善的信用体系可以做到在风险可控的前提下给居民加杠杆。

消费金融：一个值得重视的金融子行业

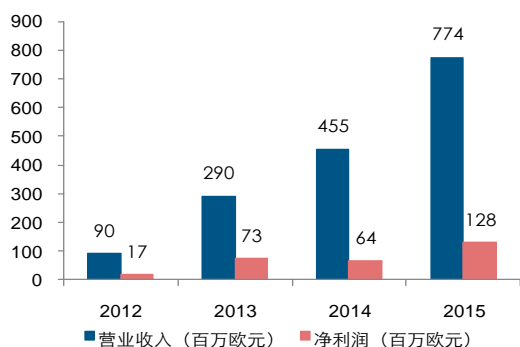
首批四家试点公司利润丰厚，ROA 为 4%~5%

中银、北银、锦程和捷信是国内最早的四家消费金融公司，成立于 2010 年。根据 2014 年银行业运行报告，这 4 家消费金融公司总资产达到 224 亿，全年累计放贷 197 亿，贷款余额 209 亿，累计客户 135 万。而截至 2015 年 9 月末，消费金融行业市场总额达到 510 多亿元，贷款余额 460 亿元，服务客户 560 余万。

（一）捷信消费金融公司

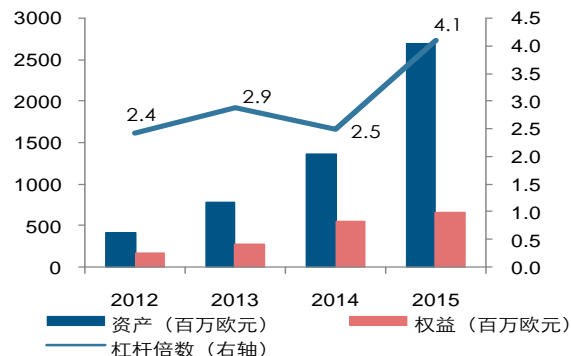
天津市在 2009 年被银监会选为首批消费金融 4 个试点城市之一，但是当地并没有国内的银行愿意出资成立消费金融公司。PPF 集团是捷克一家大型投资公司，子公司捷信集团的消费金融业务覆盖中欧和东欧，在消费金融领域具有丰富市场经验。因此，2010 年捷信集团在天津全资成立了捷信消费金融公司，成为中国唯一一家外资独资的消费金融公司。捷信的特色是业务覆盖范围最大，超过 260 个城市，主攻二三线城市外来务工人员对耐用品消费的需求。另一方面是首创“15 天犹豫期”，可以在贷款后 15 天之内提前还清借款，不产生任何利息和费用。

图 1：捷信从 2012 年开始盈利，保持高速增长



资料来源：捷信集团年报，长江证券研究所

图 2：捷信杠杆升至 4 左右

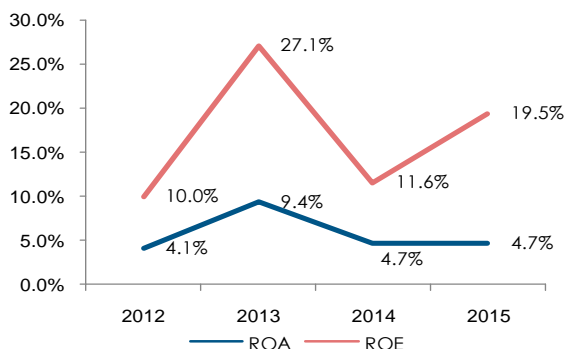


资料来源：捷信集团年报，长江证券研究所

消费金融公司一般两年可以开始盈利，2015 年捷信集团中国地区业务盈利 1.27 亿欧元（折合大约 9 亿人民币），同比实现翻番增长。捷信消费金融公司成立于 2010 年底，2012 年开始盈利，捷信中国总资产从 2012 年的 4.1 亿欧元增长到 2015 年的 27.0 亿欧元。

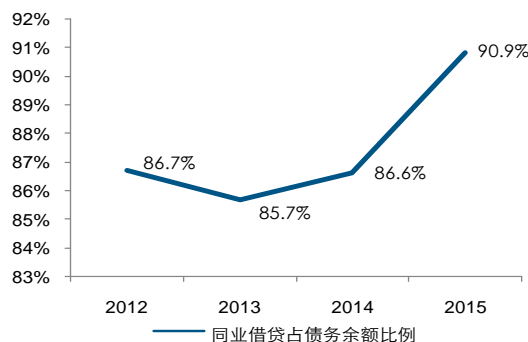
捷信中国的营业收入在 2013-2014 年间大幅增长,原因是银监会 2013 年开放了消费金融公司的营业范围,而捷信此前只能在天津运营。营业收入的成倍增长正是规模快速扩张的结果,但是新增的服务网点和 3 万名员工给捷信带来了大额的运营成本,这使得 2014 年的利润增速较 2012-2013 年有所放缓。由于 2015 年之前已经基本完成全国主要网点的铺设,并且已在武汉和长沙建立了全国最大的消费金融运营中心,因此 2015 年应该是市场扩张后的收获之年,事实上 2015 年净利润增长达 100%。

图 3: 2015 年捷信 ROA5%, ROE20%



资料来源: 捷信集团年报, 长江证券研究所

图 4: 同业借贷是主要的融资渠道



资料来源: 捷信集团年报, 长江证券研究所

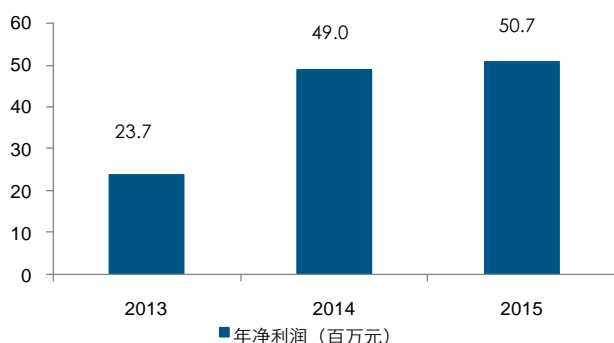
同业借贷是捷信的主要融资渠道,并且占债务余额比例逐步上升,2015 年捷信的同业借贷余额达到债务余额的 90%。

需要指出,捷信集团在中国地区的业务主要来自捷信消费金融公司,另外还有两个投资担保公司和一个金融服务公司。

(二) 锦程消费金融公司

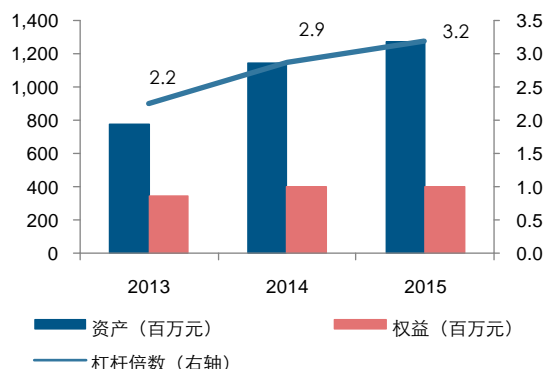
锦程消费金融公司的主要发起人是成都银行,持股比例 51%,另外的 49%由马来西亚丰隆银行持有。锦程的特色为应届大学毕业生和毕业一年内的大学生提供贷款,此外,贷款门槛低,月收入 1500 元可以最高贷款 10 万元。

图 5: 锦程利润增速有所放缓



资料来源: 成都银行和丰隆银行年报, 长江证券研究所

图 6: 锦程逐年增加杠杆率至 3.2



资料来源: 成都银行和丰隆银行年报, 长江证券研究所

2014 年锦程消费金融公司 ROA 估算值为 4%, ROE 为 13%。锦程公司从 2012 年开始盈利,当年净利润实现 920 万元;2013 年和 2014 年净利润呈现翻倍增长。尽管银

监会已经从 2013 年放开了经营范围的限制，锦程并没有选择向全国扩张，而是继续以成都为中心深耕西南地区。

锦程一直不断提升自身杠杆，而增加杠杆的方式主要是靠同业借款，**成都银行作为其大股东提供了主要资金来源，2013 年和 2014 年分别提供 2.9 亿元和 2.2 亿元，分别占到当年负债余额的 67%和 30%。**截止目前，锦程并没有计划发行金融债券进行融资。

（三）北银消费金融公司

北银消费金融公司成立之初是北京银行全资子公司。根据 2013 年修订的新的管理办法，主要出资人的持股比例最低要求从 50%下降至 30%，北银消费金融公司正是从 2013 年引入了新的投资人，包括来自欧洲的西班牙桑坦德消费金融公司，及以利时集团为代表的 8 家国内企业。股权结构更改后北京银行占 35.29%股份。

根据北京银行对北银消费金融公司的持股比例，以及披露的应享利润，我们推算出北银消费金融公司在 2013 年和 2014 年实现的净利润分别为 7100 万元、3.2 亿元，**2015 年上半年实现净利润 2.8 亿元。**盈利的高速增长得益于银监会从 2013 年开放消费金融公司经营范围，北银消费金融公司的营业范围从 2014 年开始扩展至全国。

从资金来源来看，根据北京银行 2012 年和 2013 年年报显示，北银消费金融公司向北京银行借款分别达 2 亿元和 8 亿元。2014 年北银消费金融公司通过发行消费金融公司资产证券化产品融资 5 亿元。

北银在 2016 年将继续拓展北京以外的 16 个省会城市，营业收入应该仍会保持快速增长，当时利润增速可能会因为更多的人员成本开支而受到影响。

（四）中银消费金融公司

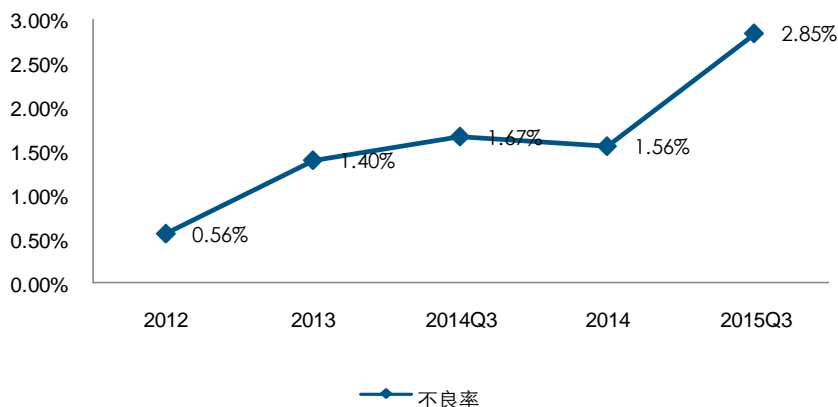
中国银行是中银消费金融公司的主要发起人，持股 51%，另外两个股东分别是百联集团持股 30%以及陆家嘴金融公司控股 19%。中银消费金融公司的线下渠道主要是依靠中国银行的网点，其行业品牌价值多次被第三方机构评为第一。另外合作商户均为已经覆盖全国的大型连锁，主攻一二线城市客户。

从中银消费金融公司的 ABS 产品可大致窥探其贷款大体样貌。2016 年 1 月 15 日，其在银行间市场发行了 6.99 亿元个人消费贷款信贷 ABS 产品，基础资产共涉及 40531 笔贷款，笔均贷款为 1.7 万，加权平均贷款合同期限为 23 个月，平均贷款年利率 14.43%，最高为 17.9%。

除了拥有丰厚的利润，在风险控制方面，消费金融公司不良率虽然上升快于银行业，但 2.85%仍然属于一个较低的水平，同期银行业 1.52%。在渠道方面，部分消费金融公司将审批权下放给合作方，使得信贷风险没有得到统一的监控，不严谨的审批带来了更多可能还不上款的客户，这也是原因之一。**当然，这个行业未来的不良率变化仍需我们进一步观察与研究。**

横向比较，毛宛苑部长也指出日本消费金融行业不良率一般在 4%-5%，欧洲的不良率在 3.84%，均高于我国。另外，2014 年消费金融行业的资本充足率是 22.83%，充裕的资本、优秀的业绩表现、可控的不良率，对投资来说无疑这是一个充满吸引力的行业。

图 7：消费金融行业不良率升至 2.85%



资料来源：银监会官网，长江证券研究所

个人征信产业逐步成熟，下游应用大为受益

个人征信牌照价值曾经在二级市场无疑得到了强烈认可，本质上来说，其实认同了征信产业链下游的需求十分旺盛的逻辑。在个人征信公司开始运营后，其下游应用将进入爆发期，因此本报告不再讨论征信本身，而是研究其下游应用领域，主要是消费金融。

消费金融是为居民个人提供以消费为目的的金融服务。消费金融的核心是消费贷款，广义的消费金融包括住房贷款、汽车贷款、信用卡和消费信贷。狭义的消费金融不包括房贷和车贷，比如我国银监会在对消费金融公司的监管办法中明确表示，消费贷款不包含以买房屋和汽车为目的的贷款。

消费金融公司的消费分期、现金贷款与信用卡最大的不同在于：第一，信用卡业务只有银行才可以做；第二，信用卡的用户一般不是资金短缺人群，即使出现逾期罚息或者分期还款也是对所有用户统一定价，而消费金融公司可以对有资金需求的中低收入人群按风险定价来提供融资服务。

表 1：八种消费融资方式对比

融资渠道	适合人群	使用方向	融资成本
消费金融公司贷款	稳定收入的年轻人，以及中低收入稳定职业者	贷款只能用于消费	月利率平均为1.85%；最低0.6%，最高3.5%
银行无担保信用贷款	收入较高的白领、有一技之长的技术性人士	有明确用途的个人贷款，消费、经营皆可	建设银行快e贷：月利率0.55% 平安银行新一贷：月利率1.2%-1.53% 网商银行网商贷：月利率最低1.26%
信用卡透支	收入稳定的人	可用于日常一切有POS机的消费	免息期之后每日收取万分之五的利息（每月1.5%）；信用卡分期消费收取不等手续费，以分期12期为例，民生、建行、平安的分期费率分别为0.67%、0.60%、0.64%。
小额贷款公司贷款	中小企业主、个体工商户、城市中低收入人群	涵盖消费、经营等明确用途	武汉博民快易贷：月管理费1.45%-1.58% 维信网贷薪易贷：月利率1.40%-2.50%
典当融资	有融资需求的群体，最快满足资金链需求	不限	典当收费分为典当利息和综合费用，其中，典当利息是根据中国人民银行同档次贷款利率规定计收；月综合费方面，动产质押典当的不得超过4.2%，房地产抵押典当的不得超过2.7%，财产权利质押典当的不得超过2.4%。
消费贷款	有合法、稳定经济收入，	购买合理用途的	中国农业银行车贷月利率：0.47%，

信用良好的人群	消费品或服务	平安银行小额消费贷：1.6%-2.62%
保单质押贷款 大额保险的投保人	在短期内急需资金 周转需求，如买汽车 、住房或投资周转	一般低于同期基准贷款利率，以中国平安保险保单贷款为例，年利率4.25%，即月利率0.35%
P2P 中低收入人群	个人经营、消费	根据个人信用评级，期初服务费率在0%~5%之间，月利率在0.55%~0.88%之间，其中期初服务费直接从借款金额中扣除（以人人贷为例）

资料来源：《中国消费信贷市场研究》，《典当管理办法》，公开资料整理，长江证券研究所

虽然 8 家首批个人征信公司仍在个人征信业务的准备工作中未正式获取牌照，但以芝麻信用为代表的个人征信已首先开始进入下游应用领域，包括消费金融、住宿、出行等。以芝麻信用为例，试点时期合作方为声誉良好的金融机构，比如商业银行、资质优良的消费金融公司。

图 8：芝麻信用目前既为自己也对外服务



资料来源：芝麻信用，长江证券研究所

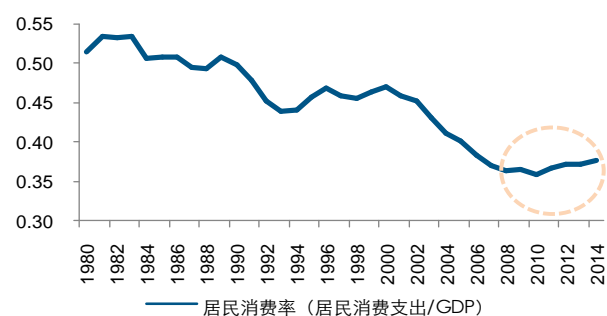
随着个人征信产业的成熟，居民负债消费比完全可以进一步提升，事实上居民负债消费已经形成了上升趋势；假如居民负债消费比提升至 25%，那么消费信贷市场将增加 1.5 万亿（不包括房贷）。我们用扣除房贷后的消费贷款/居民消费支出来衡量居民负债消费率，发现自 2007 年其值不断上升；无独有偶，自 2007 年居民消费对 GDP 的贡献度企稳回升，两者具有极强的相关性。因此，可以认为，在扩大内需的背景下，消费金融的崛起确实可以促进居民消费支出（这里不包括住房消费）。

图 9：居民负债消费逐步形成趋势



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 10：金融与居民消费支出相互促进



资料来源：Wind，长江证券研究所

可以突破的应用场景，不能改变的股东基因

2009 年银监会公布第 3 号文件《消费金融公司试点管理办法》，开放了北京、上海、成都、天津作为消费金融试点城市。2013 年 2 号文件对 2009 年 3 号文件进行了修订，在遵循“一地一家”的原则下，新增南京、杭州、合肥、泉州、武汉、广州、重庆、西安、青岛等 12 个城市作为试点城市。这项管理办法的出台掀起了新一轮的消费金融行业投资热潮，兴业银行、招商银行、南京银行、杭州银行、邮储银行、光大银行等 9 家银行从 2014 年开始筹建消费金融公司。

2015 年 6 月 10 日，国务院常务会议决定将消费金融公司试点扩大至全国，审批权下放到省级部门，鼓励符合条件的民间资本、国内外银行机构和互联网企业设立消费金融公司。

表 2：13 家银行系消费金融公司名单

银行	城市	注册资本	公司名称	成立时间	股权结构
中国银行	上海	最初为5亿， 现扩为8.89亿	中银消费金融公司	2010年6月	中国银行（40%） 百联集团（21%） 陆家嘴金融发展有限公司（13%） 中银信用卡（香港）（12%）
北京银行	北京	最初为3亿， 现扩为8.5亿	北银消费金融公司	2010年3月	北京银行（29%） 桑坦德消费金融有限公司（20%） 利时集团（15%）
成都银行	成都	3.2亿	锦程消费金融公司	2010年3月	成都银行（51%） 马来西亚丰隆银行（49%）
PPF集团	天津	3亿	捷信消费金融公司	2010年12月	捷信集团（100%）
兴业银行	福州	3亿	兴业消费金融公司	2014年12月	兴业银行（66%） 福州泉州市商业总公司（24%）
招商银行	深圳	20亿	招联消费金融公司	2015年4月	招商银行子公司永隆银行（50%） 中国联通（50%）
湖北银行	湖北	3亿	湖北消费金融公司	2015年4月	湖北银行（50%） TCL集团（20%） 武汉商联（15%） 武商集团（15%）
邮储银行	广州	10亿	中邮消费金融公司	2015年11月	邮蓄银行（61.5%） 新加坡星展银行（12%）
杭州银行	杭州	5亿	杭银消费金融公司	正在筹建	杭州银行（41%） 西班牙对外银行（30%） 生意宝（10%） 海亮集团有限公司（10%）
光大银行	未定	10亿	光大消费金融公司	还未获得批准	光大银行（40%） 世纪瑞尔（20%）
晋商银行	太原	5亿	晋商消费金融公司	正在筹建	晋商银行（40%） 奇飞翔艺（北京）（25%） 天津宇信易诚科技（20%）

盛京银行	沈阳	3亿	盛银消费金融公司 正在筹建	盛京银行 (60%) 顺峰投资实业 (20%) 大连德旭经贸 (20%)
富滇银行	昆明	3亿	富银消费金融公司 正在筹建	富滇银行 (39%) 视觉中国 (27%) 网金控股 (22%) 昆明顺城若普商贸 (12%)

资料来源：各个公司官网，长江证券研究所，

消费金融公司作为一张重要的信用业务牌照，数量大幅扩容的风险控制关键在于把关股东的资质要求。**基本资质方面，由于消费金融公司的主要出资人可能需要在消费金融公司出现支付困难时承担起提供流动性支持**，因此对出资人要求：如果是金融机构作为主发起人，最近 1 年年末总资产不能低于 600 亿元；如果是非金融机构，最近 1 年营业收入不能低于 300 亿元。

另一方面，出资人中必须要有一个具备消费金融业务和风控经验。《消费金融公司试点管理办法》要求消费金融公司至少应当有 1 名具备 5 年以上消费金融业务管理和风险控制经验，并且出资比例不低于拟设消费金融公司全部股本 15% 的出资人。

消费金融公司的资本要求参照《商业银行资本管理办法（试行）》，因此其规模必然受限于资本金。按照 10.5% 的资本充足率要求和 75% 的个人信贷信用权重，理论上消费金融公司杠杆可以放到 12-13 倍。

除了接受股东境内子公司及境内股东的存款，同业借款是目前的主要融资方式，不过同业拆入资金余额不高于资本净额的 100%。同时，消费金融公司可以向各地方银监会申请发行金融债券进行融资。

场景对消费金融却有裨益，但不是关键所在。突破场景的两个方式：第一，与征信企业合作，比如招联消费金融公司。第二，与消费场景合作，比如趣分期。

反观美国，金融公司所占市场份额可达 20%

美联储、美国联邦存款保险公司、美国银行家协会等权威机构对于美国消费金融有不同的界定范畴，这里我们选择美联储的统计口径。

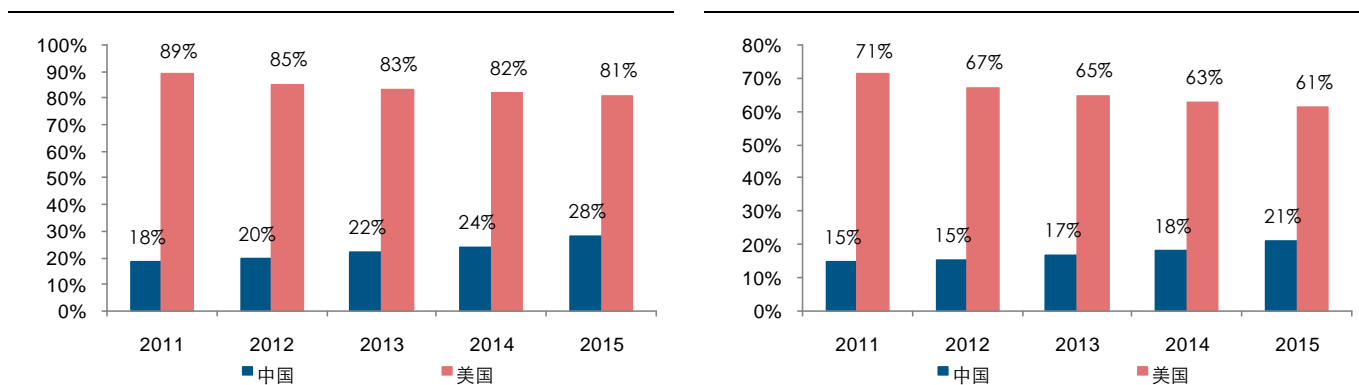
美联储的消费金融数据可以从它“家庭金融”数据库中整理得到，包括两项：一项是消费信贷，这部分统计了美国家庭除住房贷款之外的消费金融规模；另一项是房地产抵押贷款余额中的住房抵押贷款余额。

从近 5 年的数据来看，美国消费金融市场规模有所下降，主要是住房贷款市场不断萎缩。中国的消费金融市场规模保持良好的上升势头，但与成熟的美国市场相比，市场规模较小。不论是否剔除住房贷款，截至 2015 年，中国消费金融市场规模占 GDP 比重仅为美国的三分之一。

抛开住房贷款，中国消费金融市场规模远未饱和。现今，金融机构虽然是市场主要参与者，但相比美国其业务有巨大提升空间。而非金融机构，例如电商和百货等公司，也可以凭借渠道优势和信息优势参与消费金融分一杯羹。

图 11：中美消费金融市场规模占 GDP 比例对比

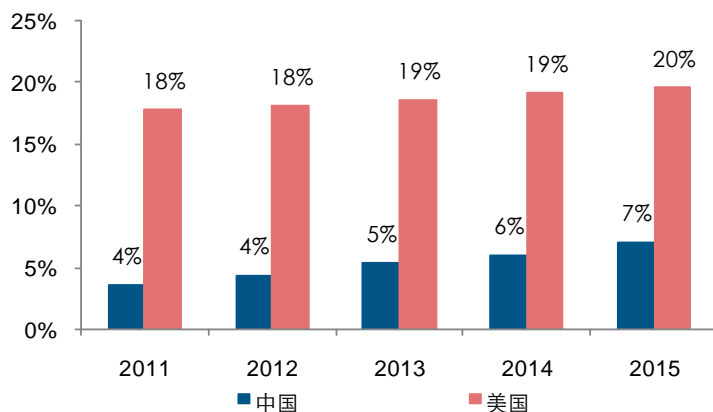
图 12：中美住房贷款市场规模占 GDP 比例对比



资料来源：美联储，中国人民银行，长江证券研究所

资料来源：美联储，中国人民银行，长江证券研究所

图 13: 剔除房贷后中美消费金融市场规模占 GDP 比例对比



资料来源：美联储，中国人民银行，长江证券研究所

2015 年 11 月美国消费信贷市场规模（不包括房贷）达 3.50 万亿美元。根据美联储的划分，美国信贷消费市场主要有三类机构：（1）金融机构，包括：存款性机构、金融公司、信用社；（2）政府、非盈利和教育机构，他们持有的是各类教育贷款计划下的学生贷款；（3）非金融机构。除此之外，美国消费信贷资产还有发达的证券化二级市场，美联储单独统计了这类出表的资产。

金融机构始终保持消费信贷市场（不包括房贷）的龙头地位。截至 2015 年 11 月，其持有资产达到 2.43 万亿美元（市场占比 69.3%），其中存款性机构持有 1.40 万亿美元（市场占比 40.1%）；金融公司持有 0.69 万亿美元（市场占比 19.6%）；信用社持有 0.34 万亿美元（市场占比 9.6%）。

存款性机构凭借其廉价的资金来源、庞大的分支网点、成熟的风控技术等优势始终是消费信贷市场上最主要的参与者。存款性机构包括商业银行和储蓄机构，其中商业银行占主体地位。商业银行发放的消费信贷可以分为两类：循环信贷和非循环信贷。循环信贷主要指信用卡业务和支票账户授信，商业银行依据申请人的资信情况授予其一定额度，授信人可以在额度内信用消费。非循环信贷涉及的种类繁多，主要包括：汽车抵押贷款、学生贷款、耐用品消费贷款、无抵押个人贷款、个人资金周转贷、个人债务重组贷款等等。汽车抵押贷款一般采用分期付款的形式，利率固定且较低；学生贷款由于有政府补

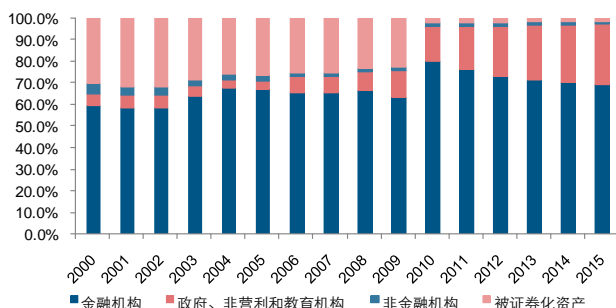
助，利率也比较低；后四类贷款属于信用贷款，风险较大，利率较高。金融危机重创了证券化市场，消费信贷资产大量回到表内，因而危机后存款性机构的市场份额有所扩大。

金融公司也是消费信贷市场重要的金融机构，其业务类型与商业银行类似，但不能吸收存款，其资金来源主要有自有资金、银行借款、金融市场直接融资（包括商业票据和长期债券等）。大型金融公司主要分为两类：企业附属的金融公司和财团控股的金融公司。企业附属的金融公司提供的消费信贷服务往往与企业产品相关联，其典型代表是福特汽车信贷公司（FMCC）。FMCC 是福特汽车公司的全资子公司，它主要的消费信贷业务是：签发或者购买来自福特、林肯汽车经销商的汽车购买或租赁分期付款。金融公司相比存款性机构受到的监管较少，在消费信贷领域有专业优势，因而大财团会选择专门设立或直接收购金融公司，其典型代表是 Springleaf Financial Services。SFC 的前身是 American General Finance，由保险巨头 AIG 控股，因经营不善在金融危机后被基金巨头 Fortress Investment Group 收购 80% 的股份。2015 年 3 月，SFC 以 42.5 亿美元现金收购前美国第一大消费金融公司 OneMain Financial，后者本由花旗集团控股。金融危机后同样由于消费信贷资产大量回到表内，金融公司市场份额扩大。

信用社宗旨是服务会员，会员制的运作模式虽然一定程度上限制了信用社在消费信贷市场上的扩张，但也使其免遭危机重创，长期以来信用社的市场占比都维持在 10% 左右。它的资金来源主要是会员的存款，金融服务对象也局限于该信用社的会员，同一家信用社的会员往往来自相同的社区、组织、宗教或者行业。信用社提供的消费信贷产品与银行类似，同样有信用卡和个人贷款业务。相比其他金融机构，信用社的优势在于它以其特有的组织方式为成员构造了一个存贷金融闭环，成员能够以较为低廉的利率进行借贷。

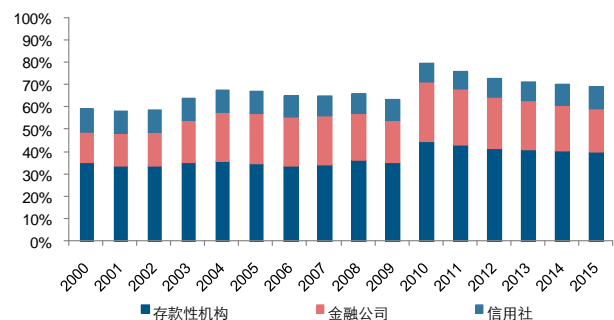
非金融机构的消费信贷主要来自大型零售商和加油站，市场份额不断萎缩，截至 2015 年 11 月资产为 417 亿美元仅（市场占比仅 1.2%）。被证券化资产一度占到消费信贷资产的三分之一，但在金融危机后一蹶不振，截至 2015 年 11 月资产余额为 476 亿美元仅（市场占比仅 1.4%）。

图 14：美国消费信贷市场上各类机构持有资产和被证券化资产的比重



资料来源：美联储，长江证券研究所

图 15：美国做消费信贷主要是存款性机构和金融公司



资料来源：美联储，长江证券研究所

银行系：看好资金实力和风险定价能力

我们认为银行系消费金融公司的优势在于：（1）资金实力包括补充资本和同业借款，资本是业务做大做强的前提，而从锦城、北银的经验来看，银行股东是其负债端资金的主要来源，比如成都银行 2013 年、2014 年提供的资金分别占到当年负债余额的 67%、

30%。(2) 风险识别以及定价能力,这是消费金融公司的核心竞争力,也正好是银行之强项。

(一) 招联消费金融公司

中国联通和招商银行从 2014 年开始筹建消费金融公司,各自出资 10 亿元。2015 年 3 月招联消费金融公司正式开始运营,3 个月后其注册用户 188 万,授信规模 8.9 亿元,贷款余额 3 亿元。

招联消费金融公司有很多独特之处,概括如下:(1) 在所有消费金融公司中初期投入资本最大,中国联通和招商银行共投资 20 亿元。(2) 产业与银行业强强联手,股东实力属于行业内最强。(3) 招商银行此次是以旗下香港子公司永隆银行作为出资方,原因是在申请时银监会开放的试点城市中不包括深圳,但是银监会指出允许港澳资本与内地合作在深圳建立消费金融公司。此外,大陆与香港签订的 CEPA 协议旨在支持大陆与香港企业进行经贸合作。因此,招联消费金融公司成了在 CEPA 框架下第一家消费金融公司。

(4) 旨在打造以互联网为基础的消费金融公司。最先成立的 4 家消费金融公司和最近成立的产业系消费金融公司大多都是依靠线下网点开展业务,招联则是依靠互联网开展业务。目前,招联公司已经和蚂蚁金服合作,客户可以凭借芝麻信用分通过支付宝入口申请招联消费金融的现金贷款产品“好期贷”。

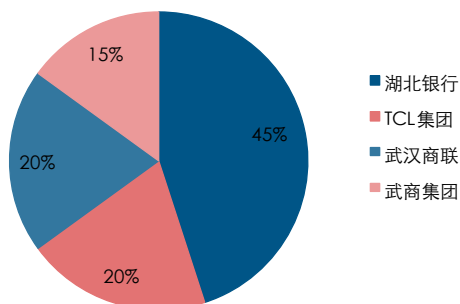
中国联通的优势是:(1) 用户。截至 2015 年 6 月,中国联通服务近 3 亿客户。(2) 场景。根据海尔在 2016 年 3 月发布的《消费金融用户报告》,消费分期用户超过一半是在 25-29 岁之间,而这部分客户使用分期最多的就是用于购买手机。目前,联通网上营业厅已经可以使用招联消费分期。

综合来看,招联是我们最看好的消费金融公司之一:(1) 公司具备良好的金融基因,大股东招行拥有良好的风控经验和零售业务口碑。(2) 公司已经和蚂蚁金服合作,是个人征信的最先受益者。

(二) 湖北消费金融公司

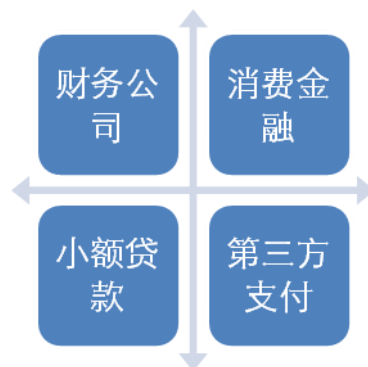
2014 年,湖北银行作为主要发起人,联合武商和 TCL 还有武汉商联共同出资 3 亿元筹建湖北消费金融公司,武商集团出资 4500 万元持股 15%,TCL 集团出资 6000 万元持股 20%。湖北消费金融公司已于 2015 年正式开业。

图 16: 湖北消费金融公司股权结构



资料来源:银监会,长江证券研究所

图 17: TCL 全面开展金融服务



资料来源:TCL 官网,长江证券研究所

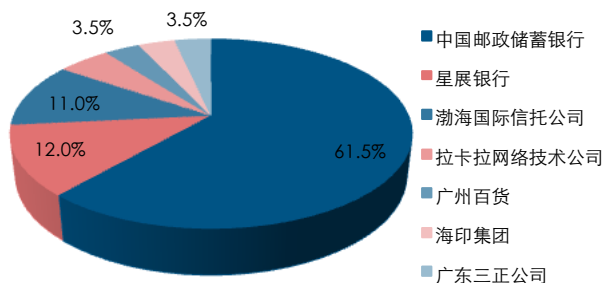
关于武商集团投资湖北消费金融公司，7 位董事中有 3 位投了否决票，给出的理由是公司从这项投资中获得的应享利润太小，并且 5 年之内不能转让股权，流动性不足。

TCL 集团则是将这项投资视为其“双+”转型策略的重要一环。TCL 集团在 2014 年 2 月推出了全新的发展策略：“智能+互联网”与“产品+服务”，其中“服务”中的新部分就是开始涉足金融服务。TCL 于 2014 年 10 月成立金融事业部，用于统筹公司金融业务发展。截至目前，TCL 的金融服务涉及财务公司、第三方支付、小额贷款及消费金融。TCL 旗下的“汇银通”公司是中国银联移动支付的核心合作伙伴，并正在等待央行批复其成立独立的第三方支付业务，一旦该业务获得核准，湖北消费金融公司或可以借助这个支付平台将自己的信贷业务在线推广至全国。

（三）中邮消费金融公司

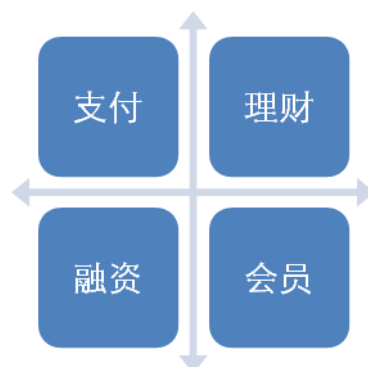
2015 年年初，中国邮政储蓄银行开始在广州筹建中邮消费金融公司，11 月正式成立。广州百货和海印集团各出资 3500 万元加入该项目，各占中邮消费金融公司股份的 3.5%。广州百货是广东省主要零售企业之一，目前在广东省内外经营连锁门店总面积近 27 万平方米，公司旗下拥有百货商场、电器卖场及超市连锁。海印集团是民营控股的商业公司，主要业务是商业、地产业和矿业，商业零售方面总营业面积超过百万平方米，地产业涉及五星级酒店、写字楼和公寓，工业方面目前是国内最大的造纸涂料及高岭土生产商。

图 18：中邮消费金融公司股权结构



资料来源：银监会，长江证券研究所

图 19：海印集团全面开展金融服务



资料来源：海印集团官网，长江证券研究所

产业系：心思在扶持产业还是金融外延？

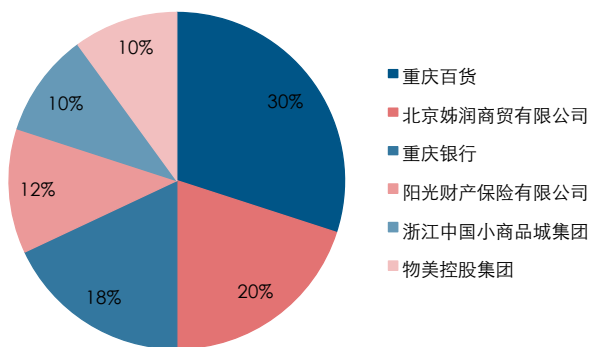
银监会 2013 年底推出的新管理办法修订了对主要出资人的限制，允许上一年营业收入超过 300 亿元的非金融企业发起设立消费金融公司。对于产业系消费金融公司来说，金融并非他们的主营业务，多数情况下投资消费金融公司获得的应享利润并不是他们的主要目的，重心或在以金融带动主营。

（一）马上消费金融公司

重庆百货在 2014 年出资 9000 万作为主要发起人开始筹建马上消费金融公司，于 2015 年 6 月开始正式营业，总注册资本为 3 亿元。此外，重庆百货还在 2014 年投资 2 千万

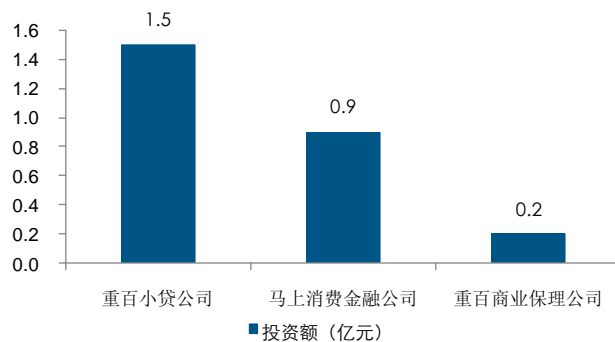
元成立了重百商业保理公司，投资 1.5 亿元成立了重百小额贷款公司，多方位开展金融业务。

图 20：重庆百货占马上消费金融公司 30% 股权



资料来源：银监会官网，长江证券研究所

图 21：重庆百货全方位涉足金融行业（投资金额万元）



资料来源：重庆百货年报，长江证券研究所

重庆百货是重庆市最早的国有商业企业和唯一的商业上市公司，公司以百货，超市和电器三大业态为主业，网点分布在重庆，四川，贵州和湖北。公司营业收入增长率连续 5 年持续下降至负值。重庆百货在 2015 年实现 301 亿元营业收入，同比下滑 0.2%；实现净利润 3.35 亿元，同比下降 32%。

马上金融消费公司 CEO 赵国庆曾经说过的目标是“2015 年做到 30 亿元贷款余额，2016 年达到 100 亿元，而预计到 2017 年实现 1000 亿元。”我们如果按 ROA4% 测算，如果马上消费金融公司在两年后实现百亿元放贷余额，那么将会给重庆百货带来近亿元的大股东应享利润。

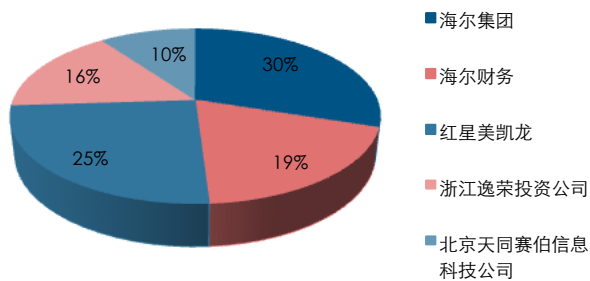
马上消费金融公司集合了三大零售巨头，西南的重庆百货拥有 294 个网点，分布在西南及湖北；华北的物美控股集团拥有 650 个网点，并且还在保持每年新增 60 家门店的速度；东南的浙江小商品城是我国最大的批发市场之一。这三个来自零售业的股东总计拥有超过 1600 万会员，每年服务客户超过 4 亿人次。假如会员转化率 10%，每个会员贷款额度 2 万，那么贷款余额将达到 320 亿。要做到贷款余额突破 1000 亿可能还需要突破场景及客户。

公司有专业的风控团队以及先进的风控理念，不过虽然通过互联网可以迅速增加受众，但是数据和模型的可靠性仍有待验证，马上消费金融公司无疑是一家比较积极或者说风格并不保守的公司。马上消费金融公司的管理团队包括前捷信首席风控官 Tomas 和前美国征信机构 Equifax 首席统计学家刘志军博士。目前，60% 的审批时靠传统的 FICO 风控系统自动审核，另外的 40% 由人工审核，从而实现风险与成本的平衡。

（二）海尔消费金融公司

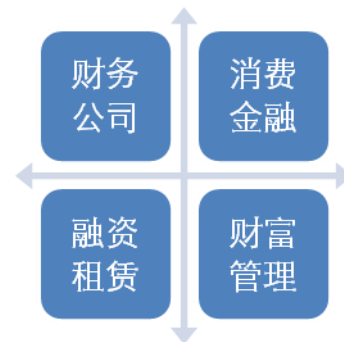
海尔集团是中国老牌家电企业，从一开始借助欧洲技术到逐步拥有自己的科研技术，经过多年发展，已经连续蝉联全球大型家电第一品牌。2014 年海尔营业收入达到 888 亿元，符合银监会关于非金融机构成为消费金融公司的要求，因此海尔消费金融公司于 2014 年开始筹建并在 12 月正式开始营业，成为国内第一家由产业作为主发起人注册资本 5 亿元的消费金融公司。

图 22: 海尔消费金融公司股权结构



资料来源: 海尔集团年报, 长江证券研究所

图 23: 海尔全面开展金融服务



资料来源: 海尔官网, 长江证券研究所

这并不是海尔首次进入金融行业,早在 2002 年 6 月海尔集团财务有限公司就已经成立,成为首批经营本外币业务的非金融机构。2014 年,海尔开始了新一轮“产业+金融”模式探索,先后成立了海融易理财公司,海尔产业金融公司以及海尔消费金融公司。

表 3: 海尔提供全面金融服务

	成立时间	经营业务
海尔财务公司	2002年6月	为客户解决应收账款融资,为工程建设,设备购置提供长期资金,解决产品购销过程中资金短缺问题。截至2014年,公司实现营业收入23.95亿元,净利润19.46亿元,位居全国财务公司前列。
海尔产业金融	2013年12月	包括在重庆成立的小额贷款公司,专门针对小微企业,2014年累计放款6亿元,客户资源2800家。还有新成立的融资租赁公司,主要涉及食品农业,交通出行,数据技术及医疗环保等专业领域。
海尔消费金融	2014年12月	主要为低收入人群提供消费分期付款及小额现金贷款服务。
海融易网站	2014年12月	提供线上理财服务,已经拥有188万名客户,累计投资73亿元。

资料来源: 海尔官网, 长江证券研究所

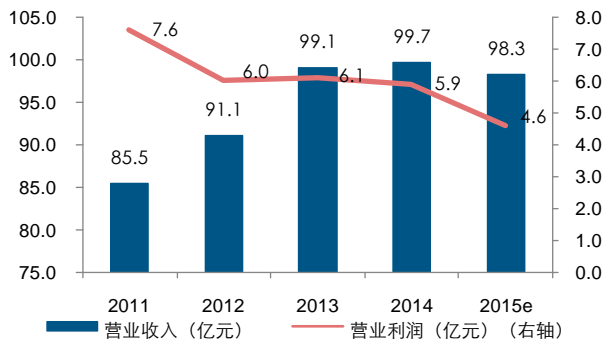
海尔消费金融的重心或不是利用产业培育金融,而是运用金融支持产业: (1) 虽然市场上开业的所有消费金融公司都可以提供家电分期服务,但显然海尔的消费金融服务利率优惠,甚至有零利率产品。海尔消费金融推出的第一款产品“0 元购”(无首付,无利息,无手续费),就是在大力推广海尔的智能家电。根据奥维咨询的数据,目前智能冰箱的市场渗透率只有 1%,智能空调和洗衣机只有 5%和 4%,海尔则试图通过消费金融来率先抢占这个市场。

(三) 华融消费金融公司

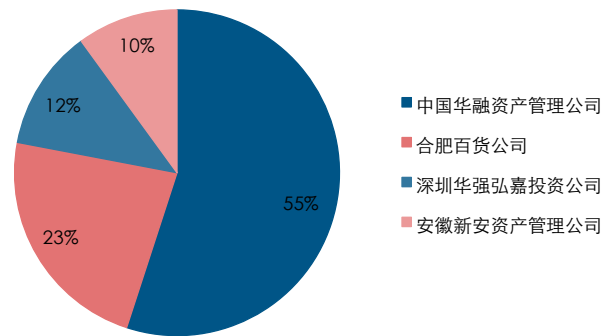
华融消费金融公司是我国第一家由资产管理公司发起设立的消费金融公司,注册资本 6 亿元,已于 2016 年 1 月正式开业。合肥百货于 2015 年投资 1.38 亿元参与筹建华融消费金融公司,目前是该公司第二大股东,持股 23%。

图 24: 合肥百货主营业务盈利下滑

图 25: 华融消费金融公司股权结构



资料来源：合肥百货年报，长江证券研究所



资料来源：合肥百货年报，长江证券研究所

合肥百货在安徽拥有 22 家购物中心，150 家超市及 23 家电器卖场。从合肥百货角度来说，传统的销售模式遇到了经济下行带来的压力，消费金融可以作为一个新的营销方式，提供的消费信贷会刺激更多的消费需求。另一方面，合肥百货也可以从华融消费金融公司获得股东应享利润，因此增加了合肥百货的收入来源。不过合肥百货为二股东，大股东华融资产管理公司的角色是关键。

电商系：主业与金融结合得恰到好处

电商从事消费金融的优势可以概括为两点：第一，经过多年经营，每家电商都在自己的生态圈中积累了大量的活跃用户，在消费场景中提供金融服务顺理成章。第二，电商拥有会员用户海量的交易数据，基于大数据风控模型，电商相比传统金融机构能够以更低成本更高的精度来度量用户的风险水平。如今的消费金融市场上，电商已成为重要的参与者。

电商自营分期业务：产融无缝结合

京东：618 促销白条订单比例达 8%

2014 年 2 月，京东集团旗下子集团京东金融推出“京东白条”，电商正式进入消费金融领域。“京东白条”的使用方式非常简单，任何京东会员都可以主动申请，京东金融的大数据风控模型会根据交易数据库授予申请人一个额度。该交易数据库涵盖整个京东生态体系的数据，不仅包括京东商城、京东金融、京东到家的交易数据，还包括京东参股企业或者合作伙伴的数据，例如途牛网、饿了么等。在这个额度之内，客户可以在京东商城分期购买产品。京东公布的 2015 年 618 大促销数据显示，白条订单占所用订单比例为 8%，单个白条用户购买总额是其他用户的两倍。

从用户角度看，“京东白条”功能与传统信用卡非常类似，但本质上还是有区别。“京东白条”在京东会计账户上记为应收账款，属于赊购模式而非放贷模式。资金来源方面，京东金融自有资金垫资，同时延期支付货款给供应商。此外，京东为获得流动性，选择打包应收账款进行资产证券化。截至 2016 年 1 月 17 日，京东共投放了两笔应收账款资产支持证券，累计金额 20 亿。

阿里：花呗逾期率 2.62%

用户通过“花呗分期”购买商品的资金由商融商业保理有限公司垫付。商融商业保理有限公司注册资本 3 亿，是蚂蚁金服的全资控股子公司。2014 年 7 月份，蚂蚁小贷联合

天猫商家推出“天猫分期购”。“天猫分期购”起初与“京东白条”运作模式不同，它的额度与余额宝相关联，用户购买分期商品后余额宝等额资金会被冻结，冻结期限内余额宝产生的收益仍归用户。一段时间后，“天猫分期购”才趋同于“京东白条”，用户可以在信用额度内直接分期购买商品。现在已没有“天猫分期购”这种业务，取而代之的是“花呗分期”。“花呗分期”是蚂蚁花呗联合天猫、淘宝卖家推出的分期赊购业务，使用方式类似于“京东白条”。

阿里并没有止步于模仿阶段，而是推出了自己的创新产品——蚂蚁花呗。每个支付宝用户都可以申请开通该业务，蚂蚁金服基于自身的风控模型和用户在阿里生态圈中的交易数据授予申请人花呗信用额度。上面提到的“花呗分期购”可视为蚂蚁花呗的一种使用方式，分期购买的商品占用花呗额度。事实上，花呗本身的使用渠道不局限于阿里系电商平台的分期业务，还包括百度糯米、一号店、国美在线等 40 多家合作电商平台以及线下签约的超市和便利店。花呗的还款方式是当月借下月还，还可以选择分期还款，与传统的信用卡消费模式更加类似。

用户通过“花呗”购买商品的资金由重庆市阿里巴巴小贷公司垫付。重庆阿里小贷注册资本约 18 亿，蚂蚁金服为控股股东，持股 86%。重庆阿里小贷公司的资金来源主要是自有资金、银行借款和资产证券化。截至 2015 年，公司证券化产品累计投放 110 亿元，但是从发行说明书披露的信息看，基础资产都是服务于卖家的信用贷款和订单贷款。

另外，中金-蚂蚁小贷 2015 年第六期资产支持计划评级报告披露，截至 2015 年 6 月，花呗业务贷款余额 76.77 亿元，不良率和逾期率分别为 0.83% 和 2.62%。

苏宁：背后有苏宁消费金融公司

电商生态中的另一大巨无霸苏宁不甘落后，于 2015 年 1 月推出“零钱贷”业务，正式进入消费金融领域。“零钱贷”与“天猫分期购”初期的业务模式有相同点，它的额度与零钱宝相关联，用户用“零钱贷”购买商品后零钱宝等额资金会被冻结，冻结期限内零钱宝产生的收益也归用户所有。不同之处在于，零钱贷不支持分期购买，只能当月购，下月还。苏宁至今仍然提供“零钱贷”业务。

如今，苏宁主打的消费金融业务是“任性付”，“任性付”分为“任性付-分期”和“任性付-灵活用”两类业务，前者是分期业务，后者是在线直接贷款。从用户体验的角度看，“任性付-分期”和“京东白条”、“花呗分期”类似，同样是苏宁会员用户在线申请，然后苏宁基于风控技术授予申请人一定信用额度。“任性付-分期”使用平台为苏宁云商店和苏宁易购。

“任性付-分期”与前两者最大的不同之处在于，它由苏宁旗下的消费金融公司推出。2014 年银监会修订后的《消费金融公司试点管理办法》允许境内非金融公司作为主要出资人发起设立消费金融公司。2015 年 5 月苏宁云商作为控股股东出资 49%，联合其他股东成立苏宁消费金融公司，一个月后推出“任性付”业务。用户使用“任性付-分期”购买商品，苏宁消费金融公司垫付资金。

表 4：电商自营业务比较

	京东白条	花呗分期	任性付-分期
最长免费期限	30	3期免息免手续费	30（指定商品免息免手续费）
分期选择及对应手续费	3、6、12、24期	3、6、9期	3、6、9、12、24期

	每期分期手续费率为0.05%	手续费率为0%、4.5%、6%	每期分期手续费率为0.0498%
逾期惩罚	逾期金额以0.03%日息计息	逾期金额以0.05%日息计息	逾期金额以0.1%日息计息
最高额度	1.5万元	5万元	20万元
还款路径	储蓄卡（含快捷）、信用卡	支付宝、余额宝、储蓄卡（含快捷）	易付宝、零钱宝、储蓄卡（含快捷）
适用平台	京东商城、京东众筹、京东到家、 京东阅读	淘宝系	苏宁云商门店、苏宁易购

资料来源：各大公司官网以及公开资料，长江证券研究所

趣分期：依托第三方电商平台

除电商自营分期业务外，消费金融市场上还存在很多依托第三方电商的金融服务平台。这里的依托包含两层含义：（1）这类金融服务平台自身没有商品以及配套的物流网络，而是与第三方电商合作，为他们提供额外的用户接口，实质上是原电商的“分销商”；（2）部分依赖电商积累的用户历史交易数据及其风控技术。这类金融服务平台主要服务对象是在校大学生，其中较为典型的是趣分期。

授信模式。趣分期的授信方式为多级授信，在校大学生提供不同程度的材料对应获得不同授信额度。申请初级授信需要提供三类基础材料：学籍证明；支付宝会员，并且芝麻信用得分超过 600；父母联系方式。在完成上门签约、提供近 6 个月任意 3 个月银行流水照片和近一个学期成绩单后，用户可能申请到最高信用额度。总结而言，趣分期以电商交易数据为基础，运用大数据风控模型对大学生授信，并且让学生父母的对他们的信用做隐性担保。

使用方式。用户有两种方式在趣分期平台上购买信用额度内的产品。一是用户直接在官网的商城选择商品，趣分期再为用户垫付资金从合作的第三方电商代购商品；二是用户在其他电商平台上选择商品，然后把链接提供给趣分期，让它垫付资金代购。然后用户根据约定的服务费率分期偿还本金和服务费。

资金来源。这主要有来自三个方面：自有资金+p2p 平台“金蛋理财”+风投。“金蛋理财”是前趣分期副总裁邓巍离职后创立的 p2p 平台，它投资端的资产基本都是从趣分期导入的债权。趣分期以其新颖的营运模式也获得风投的青睐，当前已完成了 E 轮融资。最近一次趣分期获得约 2 亿美元融资，蚂蚁金服领投，昆仑万维（19.21%）、蓝驰创投等老股东跟投。

类似于趣分期的消费金融服务平台普遍具有两点优势。首先，随着互联网不断渗透和再塑人们的消费方式，电商积累的用户交易数据逐渐成为新时期商业社会中的虚拟基础设施，能否合理高效的利用将成为各大公司发展前景的重要影响因素。该基础设施的使用极富想象空间，趣分期等平台利用电商消费数据作为授信和风控的基础显然是一个可行的使用维度。其次，该类平台以大学生为服务对象，授信方式更简便授信额度更大，能更好的对接大学生的消费需求。以趣分期为例，在提交完整材料后，专科生最高可获得 7000 元的额度，本科/研究生最高可获得 9000 元的额度，远超传统大学生信用卡。

电商自营在线直接消费贷款：日息 0.04%-0.05%

上文提及的消费金融业务均涉及购买具体商品，而电商还开始提供在线直接消费贷款。市场上该类业务主要包括：阿里系的蚂蚁借呗、腾讯系的“微粒贷”和苏宁系的“任性付-灵活用”。提供这三款业务的都由持牌金融机构提供，分别是网商银行、微众银行和

苏宁消费金融公司。蚂蚁借呗的申请入口在支付宝，“微粒贷”的申请入口在 QQ 钱包和微信钱包。“任性付-灵活用”则属于“任性付”业务，收到邀请的苏宁会员可以申请。三者业务比较如下表。

表 5：电商自营在线直接消费贷款业务比较

	蚂蚁借呗	微粒贷	任性付-灵活用	
			分期还	随借随还
利息	借款余额以0.045%日息计息	借款余额以0.05%日息计息	每期分期手续费率为1 %	借款余额以0.04%日息计息
期限	上限12期	5-20期	3、6、9、12、24、36、48、60期	30天
还款方式	分期还款；可提前还款，无违约金	每月偿还等额本金以及本月借款余额的利息；可提前还款，无违约金	每月偿还等额偿还；可提前还款，违约金=提前偿还本金*5%	随借随还
逾期惩罚	逾期金额以0.05%日息计息	逾期金额加收约定利率50%的罚息	逾期金额以0.1%日息计息	
最高额度	5万元	20万元	20万元	
借款路径	支付宝	绑定银行卡	易付宝	
还款路径	支付宝、余额宝、储蓄卡	绑定银行卡	易付宝、零钱宝、储蓄卡	
共用额度	不与花呗共用额度	-	与任性付-分期共用任性付额度	
性质	信用贷款	信用贷款	信用贷款	

资料来源：各大公司官网以及公开资料，长江证券研究所

标的：银行系消费金融公司的非银行股东

三类股东做消费金融中，我们看好银行系和电商系消费金融公司的发展前景。考虑到股东体量影响到消费金融对其的边际改善程度，我们梳理最受益标的的逻辑是：对银行系消费金融公司持股比例超 20%的非金融行业的上市公司，并且其消费金融业务贡献利润可能会超过原有利润的 30%。这类标的有中国联通（招联消金 50%股权）、世纪瑞尔（光大消金 20%股权）、视觉中国（富银消金 27%股权）。另外可以关注产业系的重庆百货（持有马上消费金融 30%股权）。

表 6：银行系消费金融公司对非金融股东的盈利贡献

	2015净利润（亿）	市值（亿）	情景假设	净利润贡献（亿）
中国联通	34.7	897	招联1000亿	20.0
TCL	25.7	458	湖北消金200亿	1.6
世纪瑞尔	1.1	65	光大消金500亿	4.0
视觉中国	0.9	169	富银消金100亿	1.1
重庆百货	3.4	89	马上消金500亿	6.0

资料来源：Wind，长江证券研究所

行业重点上市公司估值指标与评级变化

证券代码	公司简称	股价	EPS (元)			P/E (X)			P/B (X)			评级	
			14A	15E	16E	14A	15E	16E	14A	15E	16E	上次	本次
601398	工行	4.30	0.78	0.78	0.78	5.56	5.52	5.54	1.00	0.88	0.77	增持	增持
601288	农行	3.15	0.55	0.55	0.55	5.70	5.67	5.70	0.99	0.87	0.76	增持	增持
601988	中行	3.35	0.61	0.61	0.61	5.82	5.80	5.86	0.86	0.76	0.67	增持	增持
601939	建行	4.82	0.91	0.92	0.91	5.29	5.25	5.29	0.97	0.85	0.75	增持	增持
601328	交行	5.50	0.89	0.90	0.89	6.20	6.14	6.18	0.87	0.76	0.67	买入	增持
600036	招商	15.85	2.22	2.35	2.35	7.15	6.75	6.75	1.27	1.11	0.99	买入	买入
600016	民生	8.93	1.24	1.29	1.33	7.31	7.01	6.81	1.36	1.18	1.03	买入	买入
601998	中信	5.90	0.87	0.89	0.89	7.10	6.96	6.96	1.11	0.97	0.85	增持	增持
601166	兴业	15.34	2.47	2.63	2.77	6.20	5.82	5.54	1.13	0.99	0.86	买入	买入
600000	浦发	17.45	2.52	2.71	2.85	7.29	6.78	6.45	1.32	1.15	1.00	增持	增持
000001	平安	10.48	1.73	1.96	2.15	7.57	6.70	6.09	1.15	0.99	0.86	买入	增持
600015	华夏	10.08	2.02	2.13	2.20	5.99	5.67	5.51	1.06	0.92	0.81	增持	增持
601818	光大	3.68	0.62	0.63	0.64	5.95	5.81	5.75	0.96	0.84	0.74	增持	增持
601169	北京	9.97	1.48	1.66	1.84	8.09	7.20	6.50	1.32	1.14	0.99	买入	买入
002142	宁波	13.26	1.89	2.19	2.50	9.19	7.92	6.96	1.52	1.30	1.13	增持	增持
601009	南京	15.72	1.89	2.35	2.75	9.43	7.58	6.48	1.63	1.31	1.12	买入	增持

资料来源：长江证券研究所（注：由于仅部分银行 2015 年年报公布，为保持一致性表格中 2015 年的数据仍采用去年预期值，与实际值有差异）

风险提示：贷款大面积违约。

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：		
	看 好：	相对表现优于市场	
	中 性：	相对表现与市场持平	
	看 淡：	相对表现弱于市场	
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：		
	买 入：	相对大盘涨幅大于 10%	
	增 持：	相对大盘涨幅在 5%~10%之间	
	中 性：	相对大盘涨幅在-5%~5%之间	
	减 持：	相对大盘涨幅小于-5%	
	无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。		

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼（200122）
电话：021-68751100 传真：021-68751151

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 9 楼（430015）
传真：027-65799501

北京

西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室（100032）
传真：021-68751791

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼（518000）
传真：0755-82750808, 0755-82724740

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。