

2013.07.25

## 互联网金融的三重境界:网络、数据及信用平台

### ——“大趋势大变革大机遇”系列专题之七

	赵湘怀 (分析师)	袁煜明 (分析师)	熊昕 (分析师)
	021-38675863	021-38674633	021-38676715
	zhaoxianghuai@gtjas.com	yuanyuming@gtjas.com	xiongxin009291@gtjas.com
证书编号	S0880513010003	S0880511080003	S0880512110002

#### 本报告导读:

互联网将对传统金融业产生颠覆式影响。互联网金融三重境界分别是网络渠道拓展、大数据运用和信用平台构建。金融机构“触网”，互联网公司“贴金”，催生新霸主。摘要:

- **互联网将对传统金融业态产生颠覆式影响。**以互联网为核心的现代 IT 技术日新月异，特别是移动互联网、社交网络、搜索引擎、大数据及云计算等，其革命性影响主要体现在：(1) 客户服务由物理网点转向虚拟网络；(2) 大数据时代到来，个性化定制流行；(3) 构建虚拟信用平台，加速金融中介消亡。
- **基于对现有金融体系的影响以及业务发展的成熟度，我们构建了互联网金融的三重境界。境界一：网络渠道拓展。**传统金融渠道虚拟化，有效整合交易、支付和理财等业务，利用互联网为客户提供一体化多样化金融解决方案，如券商综合理财账户、余额宝等。**境界二：大数据运用。**互联网金融可借助大数据挖掘和信息流优势，实现客户服务的精确定位和无缝推送。**境界三：虚拟信用平台。**革新传统的金融中介及货币发行体系，借助 P2P 网上借贷平台、众投模式、社交网站、电子货币等形式，实现新生代金融生态圈的重构。其中境界一和境界二是对传统金融业务的拓展和优化，境界三则是对传统金融体系的颠覆和重塑，互联网对现有金融体系的冲击不断加强。
- **催生互联网金融新霸主的两条路径：金融机构“触网”和互联网公司“贴金”。**金融机构拥有客户、研究和资本优势，而互联网公司拥有技术、数据和创新优势，互联网金融新霸主将从两个领域诞生：一是传统金融机构通过自建或合作的方式，利用互联网思想和技术创新盈利模式和改善客户体验。二是一些有资质的互联网企业通过申请金融牌照、收购中小金融机构等方式进军金融领域。
- 我们基于两条主线推荐互联网金融领域的相关个股：一类是为银行和券商等金融机构提供设备和服务的互联网技术公司，重点推荐恒生电子、金证股份等；另一类是未来申请牌照后转型为新型网上金融机构的互联网服务公司，重点推荐东方财富，相关个股还包括同花顺和大智慧。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: **增持**

上次评级: 增持

#### 细分行业评级

投资银行业与经纪业 **增持**

#### 证券团队

赵湘怀: 021-38675863  
(分析师) zhaoxianghuai@gtjas.com  
冯潇: 021-38676643  
(研究助理) fengxiao012432@gtjas.com

#### 计算机团队

袁煜明: 021-38674633  
(分析师) yuanyuming@gtjas.com  
熊昕: 021-38676715  
(分析师) xiongxin009291@gtjas.com  
张晓薇: 010-59312720  
(研究助理) zhangxiaowei@gtjas.com  
范国华 021-38674925  
(研究助理) fanguohua@gtjas.com

#### 相关报告

投资银行业与经纪业:《金融改革提速, 券商三苦三甜》  
2013.07.21  
投资银行业与经纪业:《券商创新预期得以修复》  
2013.07.16  
投资银行业与经纪业:《GTJA 证券业月报数据库\_2013年6月》  
2013.07.16  
投资银行业与经纪业:《“大趋势大变革大机遇”系列专题之六:》  
2013.07.15  
投资银行业与经纪业:《期货门槛初定, 券商迎来利好》  
2013.07.15

## 目录

前言	3
1. 当金融遇上互联网	3
1.1. 互联网正在改变传统商业模式	3
1.2. 互联网将对传统金融业态产生颠覆式影响	5
2. 互联网金融的三重境界	7
2.1. 互联网金融发展境界分析	7
2.2. 境界一：网络渠道拓展	9
2.2.1. 券商网络综合理财模式	9
2.2.2. 券商网上商城模式	10
2.2.3. 投资社区模式	11
2.2.4. 阿里巴巴余额宝模式	12
2.2.5. 小结：渠道拓展，创新有限	13
2.3. 境界二：大数据运用	13
2.3.1. 信贷效率和风险管理能力的提高	14
2.3.2. 个性化金融理财服务有望实现	16
2.3.3. 小结：贵在创新，精细服务	17
2.4. 境界三：虚拟信用平台	17
2.4.1. 网上信用平台有望实现融资中介的脱媒	18
2.4.1.1. P2P 网上借贷平台	18
2.4.1.2. 众投模式	19
2.4.1.3. 社交网站	21
2.4.2. 货币电子化，有望实现货币自由发行	21
2.4.3. 小结：金融革命，仍需时日	22
3. 催生互联网金融新霸主的两条路径	22
3.1. 路径一：金融机构“触网”	23
3.2. 路径二：互联网公司“贴金”	24
4. 相关个股与投资建议	26
4.1. 东方财富：日售活期宝 7000 万的高人气平台	27
4.2. 恒生电子：战略成立事业群，全面布局互联网金融	28
4.3. 金证股份：余额宝只是开始，未来无限可能	29
4.4. 同花顺：经营稳定，蓄势待发	30
4.5. 大智慧：数据服务规模领先，关注基金牌照发放	31

## 前言

互联网正在革命性地改变着传统金融的面貌。一方面国内金融机构主动利用互联网平台改造传统业务模式，另一方面互联网公司依赖技术和平台开始渗透到金融领域。金融与互联网好比咖喱与辣椒，谁也离不开谁。

当金融遇上互联网，一切都在变化。互联网“开放、平等、协作、分享”的精神正在对传统金融业态渗透，我们切实感受到两个行业的巨大变化。2010年阿里巴巴获得小额信贷牌照，2012年阿里金融实现单日利息收入100万元，2013年“余额宝”推出一个月聚集250万用户，资金规模超过百亿，而与其类似的“活期宝”推出23日累计销售16.48亿元，日均销售7000万。2012年2月东方财富等四家机构首获第三方基金销售牌照，2013年上半年东方财富第三方基金销售额已达21.79亿元。2013年7月马云、马明哲、马化腾等合资设立的国内首家互联网保险公司——众安在线落户外滩金融创新试验区。重庆农商行“微信银行”开始试运行，是国内首家可直接办理资金类交易的“微信银行”。

王国维先生认为，古今之成大事业、大学问者，必经过三种之境界：“昨夜西风凋碧树。独上高楼，望尽天涯路。”此第一境也。“衣带渐宽终不悔，为伊消得人憔悴。”此第二境也。“众里寻他千百度，蓦然回首，那人却在灯火阑珊处。”此第三境也。基于对现有金融体系的影响以及业务发展的成熟度，我们也构建了互联网金融的三重境界：境界一“网络渠道拓展”，境界二“大数据运用”，境界三“虚拟信用平台”。我们试图从金融和互联网相辅相成、相互融合的角度发掘其中的投资机会。

## 1. 当金融遇上互联网

### 1.1. 互联网正在改变传统商业模式

以互联网技术为基础的现代信息技术是研究开发信息的获取、传输、处理、存储调用和综合应用的工程技术，主要特点是数字化、网络化、智能化以及强大的信息处理能力。

**表 1 信息技术革命改变了人们的生产方式和交易习惯**

技术革命开始阶段	生产技术	生产方式	交易习惯
19 世纪初期	蒸汽机、铁路推动	大工业生产，机械化，形成全国范围内的市场	传统物物交换到以货币为媒介的交易手段过渡
19 世纪末期	钢铁、电力推动	工厂联合实现规模经济，形成卡特尔等巨型垄断组织	普遍通过货币交易，但购物范围狭窄
20 世纪初	汽车、石油推动	基于能源的标准化产品，形成大范围的交通网络和石油供应网络和大型工业城市	交易范围变宽广，在城市郊区形成大型购物中心
1990 年代之后	计算机、互联网等信息技术推动	基于信息和人力的密集型产品，实现了市场细分和全球化	基于互联网为媒介的交易手段迅速发展，实现在全球范围内快速完成交易，信息中介的作用进一步完善

数据来源：国泰君安证券研究。

20 世纪 80 年代后信息技术经过了三次革新，第一次是 20 世纪 80 年代的 PC 机技术革新，解决了数据处理问题；第二次是 20 世纪 90 年代的互联网技术革新，解决了信息交换问题并提高了传播效率；第三次是 21 世纪的云计算技术革新，改变了处理存储数据的方式，实现了资源共享。

以互联网为代表的现代信息技术，特别是移动支付、社交网络、搜索引擎、大数据和云计算等，深刻地改变了人们的商业习惯，拓宽了市场范围，使得大数据的积累和分析成为可能，并最终减少了交易费用。过去 10 年间，类似的颠覆性影响已经发生在图书、音乐、商品零售等多个领域，而这种颠覆性的变革下一步有望发生在金融领域。

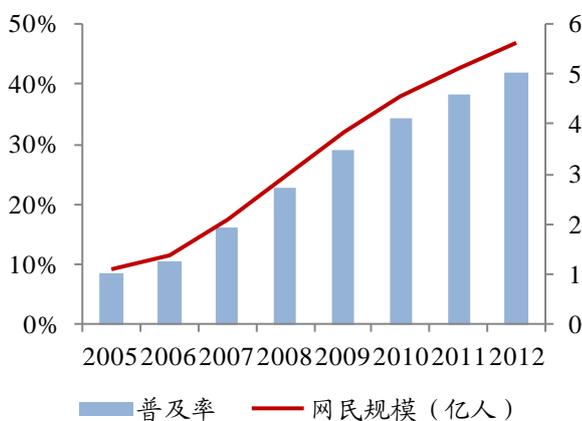
图 1 互联网创造了虚拟世界



资料来源：易观智库。

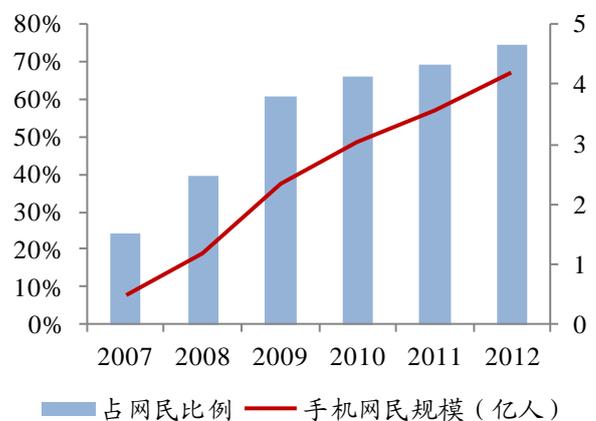
我国互联网近十年来快速发展，已形成了大规模的用户群体。截止 2012 年底，我国网民规模已经达到 5.64 亿，约占总人口的 42.1%。与此同时，互联网终端渠道日益多样化，2012 年我国网民中约 70% 同时使用手机进行上网，平板电脑、网络电视等其他终端设备使用占比日益提高。

图 2 中国网民规模保持较快增长



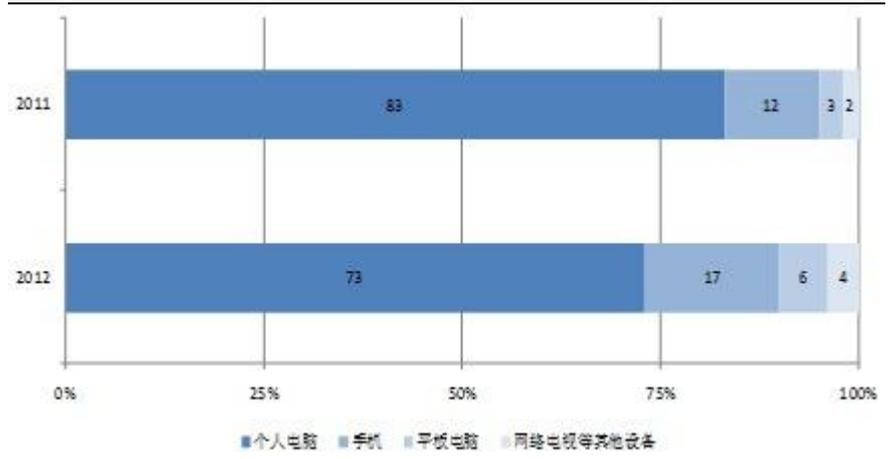
数据来源：CNNIC，国泰君安证券研究。

图 3 中国手机网民规模保持较快增长



数据来源：CNNIC，国泰君安证券研究。

图 4 互联网终端渠道日益多样化



数据来源：GFK，国泰君安证券研究。

### 1.2. 互联网将对传统金融业态产生颠覆式影响

互联网金融已经渗透至金融各个子领域，包括银行、保险、基金以及券商等，其中发展最为迅速的是网上支付、手机银行和 P2P 融资模式。手机银行的功能已从手机支付延伸到存贷款等基本金融服务，而 P2P 融资模式可在一定程度上解决中小微企业融资问题，有望作为现有银行体系的有益补充。

图 5 互联网已经渗透至金融领域



资料来源：易观智库。

金融电子化方兴未艾，为互联网金融发展奠定良好基础。根据《金融 e 时代》的解释<sup>1</sup>，金融电子化指的是传统金融机构借助信息技术替代原有的手工业务处理，提升业务能力和运营效率。以证券行业为例，通过互联网和移动终端为客户提供网上交易、手机证券、投资顾问、网上开户业务、金融产品销售等服务均属于金融电子化范畴。而电子金融化，则

<sup>1</sup> 《金融 e 时代—数字化时代的金融变局》，中信出版社 2013 年 5 月出版，万建华著。

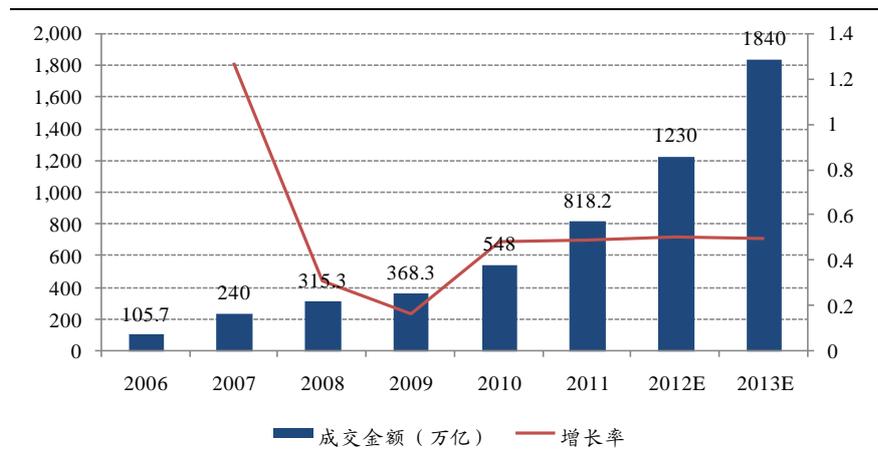
是信息技术和互联网的发展促进金融业务和产品的创新，从而变革金融业务模式，例如社区金融、P2P 融资模式等，未来电子金融化将促进网上金融服务进一步走向多样化。

图 6 互联网支付方式已由计算机拓展到手机



数据来源：支付宝。

图 7 网上支付业务在中国快速增长



资料来源：CNNIC，国泰君安证券研究。

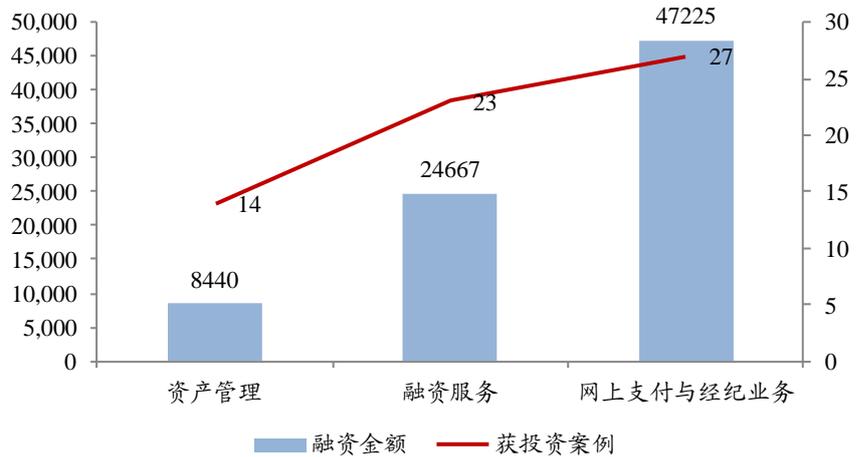
在互联网金融模式下，支付更加便捷，市场信息不对称程度较低；商业银行、投资银行和交易所等金融中介作用降低，资金供需平民化；从长远来看，互联网金融可以大幅减少交易成本，甚至可以达到与现在直接和间接融资一样的资源配置效率。互联网带来的传统金融体系变革体现为以下三个方面：

- **客户服务由物理网点转向虚拟网络。** 客户接触和服务的渠道由实体向虚拟演变，从而倒逼金融机构实现互联网化。
- **大数据时代到来，个性定制化流行。** 信息工具的智能化和精准化逐渐挤压传统金融高成本、低效率、大金额所带来的高利润的生存空间。在大数据积累基础上的数据挖掘使得对单个客户的信用违约情况、消费行为和理财习惯分析成为可能。
- **构建虚拟信用平台，加速金融中介消亡。** 互联网第三方支付等新型

支付模式使得超级网上银行逐渐取代支付系统中的二级商业银行的清算结算系统。

就海外来看，互联网金融已形成了成熟的网上支付、信贷、经纪等商业模式，2012年互联网金融在金融行业中吸引了最多的风险投资。而随着互联网信息模式的进步，新的盈利模式还将不断产生。

图 8 2012 年互联网金融在金融行业中吸引了最多的风险融资



数据来源：资本实验室，国泰君安证券研究。融资金额单位：百万美元。

## 2. 互联网金融的三重境界

### 2.1. 互联网金融发展境界分析

基于对现有金融体系的影响以及业务发展的成熟度，我们构建了互联网金融的三重境界。其中境界一和境界二是对传统金融业务的拓展和优化，境界三则是对传统金融体系的颠覆和重塑，互联网对现有金融体系的冲击不断加强。

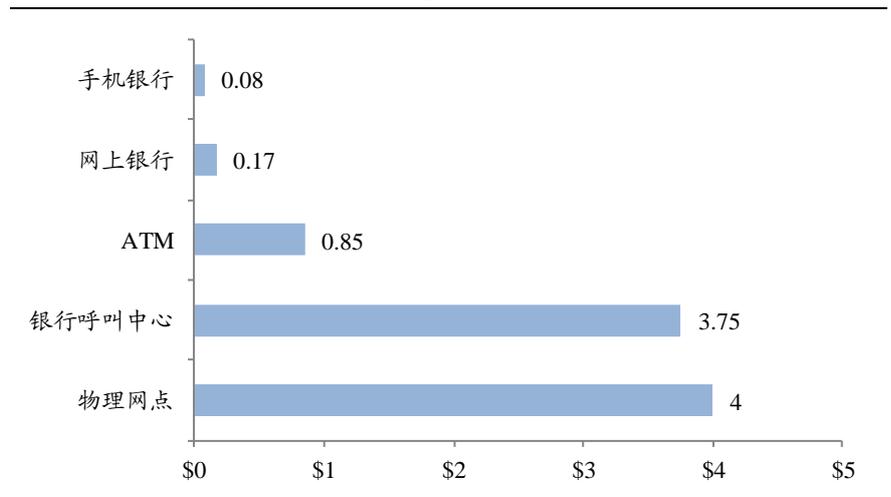
**境界一：网络渠道拓展。**传统金融渠道虚拟化，有效整合交易、支付和理财等业务，利用互联网为客户提供一体化多样化金融解决方案，如券商综合理财账户、余额宝等。互联网络平台突破了时间和地域的限制，促进虚拟市场的形成和发展。理论上，只要有网络和通信能够到达的地方，都可以成为互联网的市场范围，故互联网可以提供“AAA”式服务“，即任何时间(Anytime)、任何地方(Anywhere)和任何方式(Any way)都可以保证交易的顺利进行。

**境界二：大数据运用。**互联网金融可借助大数据挖掘和信息流优势，实现客户服务的精确定位和无缝推送。大数据是指不用随机分析，而采用所有数据的方法。在缺乏互联平台的情况下，计算机难以完成巨量数据的储存和处理，难以实现大数据功能。而互联平台和云计算技术的进步，使得大数据的处理成为了可能。大数据处理带来了传统信息储存和统计处理方法难以实现的信息优势，借此实现新的商业变革。美国大数据商业应用研究领域学者 Schö nberger 在《大数据时代》指出，大数据的特征体现为三个方面，一是待处理的数据将更多，不是随机样本，

而是包含所有数据；二是待处理的数据将更杂，数据处理不追求精确性，而是追求混杂性；三是数据处理的结果应用将更好：即使难以发现因果关系，大数据将通过相关关系进行数据分析，并得到信息结果。Google 每天都会收到全球 30 亿条搜索指令，2009 年 Google 把 5000 万美国人最频繁搜索的词条（主要关注症状和药物搜索记录）与 2003 年-2008 年季节性流感传播时期的数据进行比较，而根据数据分析结果，Google 可以预测到美国各州的居民流感发病率，与官方数据（滞后 Google 两周发布）的相关性可以达到 97%。

**境界三：虚拟信用平台。革新传统的金融中介及货币发行体系，借助 P2P 网上借贷平台、众投模式、社交网站、电子货币等形式，实现新生代金融生态圈的重构。**互联网金融可替代商业银行、投资银行等金融中介功能，革新传统投融资体系，实现较低的交易成本。交易成本是指达成一笔交易所要花费的成本，也指买卖过程中所花费的全部时间和货币成本，包括信息传播、广告、运输、谈判、协商、签约、合约执行监督等活动所花费的成本。一方面，互联网减少了信息收集成本。交易方直接通过互联网搜索信息，而大数据处理又使得数据搜索的过程更加个性化；另一方面，互联网让生产者直接对接消费者，省掉常规的多层次经销体系，交易过程中协商成本和契约成本也大幅降低。

**图 9 不同渠道的交易成本比较（单位：美元）**



数据来源：IBM 大中华金融服务事业部， 国泰君安证券研究

**表 2 互联网金融的三重境界**

	互联网金融内容	对传统金融基本功能的影响	代表	依托	进展情况
境界一	网络渠道拓展	交易、支付、理财等业务有效整合，属于金融电子化范畴	华创证券、方正证券开办网络商城；国泰君安证券设立网络金融部；雪球网投资咨询功能的开展；基于余额宝进行理财产品销售	渠道拓展	商业模式相对成熟；
境界二	大数据运用	通过信息优势实现融资功能的完善，补充现有金融体系；	阿里巴巴金融等网上小额信贷机构	数据存储和分析的创新	试点中，有多成熟案例；
境界三	虚拟信用平台	投资与融资功能的革新，并最终影响资源配置，属于电子金融化范畴；	Prosper、Facebook、点名时间等社区金融等 P2P 平台；以比特币为首的互联网货币	信用平台创新	萌芽中；

数据来源：国泰君安证券研究。

## 2.2. 境界一：网络渠道拓展

目前互联网金融的第三方支付系统已相对发展成熟，但受制于监管规定，未来各个金融子行业的支付功能仍有一定的完善空间，网上账户中支付、交易、理财等业务有望进一步整合。

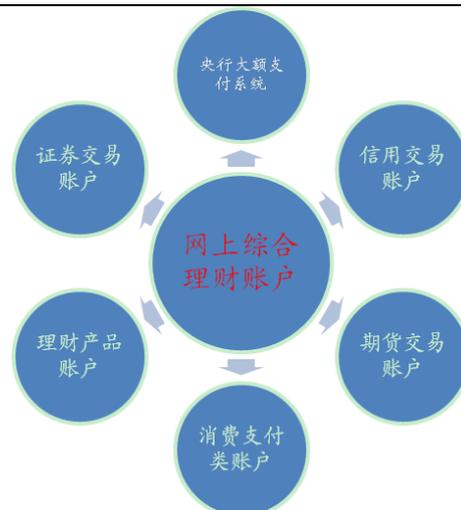
### 2.2.1. 券商网络综合理财模式

根据证监会规定，券商客户交易结算资金必须全额存入具有从事证券交易结算资金存管业务资格的商业银行，单独立户管理；证券公司及其证券营业部必须将客户交易结算资金全额存放于客户交易结算资金专用存款账户和清算备付金账户。在此规定下，客户在证券公司开立的“客户资金账户”只是一个虚拟账户，无实际头寸。

券商客户资金“封闭运行”导致广泛的支付功能难以实现，制约了证券公司基于客户资产特征所做的一系列产品和服务创新。客户只是在股票资产上涨的过程中才会需要证券公司，而根据资产的周期性特点，资金总是在现金、债券、股票、ETF等金融产品之间轮换，股市低迷将会导致大量客户和资金流失，只是具备单一功能的证券公司必然难以维持大量客户资产。

目前券商正在基于互联网平台构建综合理财服务账户，这将促进支付、托管和交易功能的健全。券商正在积极地向监管层申报综合理财账户试点方案，预计未来会有政策上的突破。综合理财服务以客户需求为中心，以互联网为运作平台，以证券公司开展各牌照业务为基础，实现经纪业务、融资融券、期货IB以及资产管理等多种合规业务的服务集成。相对于物理渠道，互联网平台在提供标准化金融服务方面成本更低，且容易对外保密，更容易被投资者接受。

图 10 网络综合理财账户将全面整合交易、支付和理财功能



数据来源：国泰君安证券研究。

图 11 国泰君安证券基于网上平台构建零售金融业务



数据来源：公司网站。

### 2.2.2. 券商网上商城模式

华创证券于 2013 年 3 月推出了“华创证券网上商城”（独立网站），陈列的产品不仅包括生活用品，还包括奢侈品。按照《每日财经新闻》的报道，华创证券“奢侈品特卖”分类下有 867 件产品上线，涵盖了 COACH、GUCCI、周大福、雅诗兰黛等国际大品牌，而金融产品稀少，只有同花顺两款付费软件上线。

支付功能的提升是华创证券网上商城最大的创新。华创商城支付方式里增添了“证钱支付”功能，即产品可以通过证券账户里的资金进行支付。在这种模式下，券商从单纯的金融中介商转型，证券账户不仅用于投资，同时进行消费。

图 12 支付功能的提升是华创网上商城最大的创新



数据来源：公司网站。

然而，我们对华创证券网上商城的未来发展持谨慎态度。第一，相较于传统的电子商务，华创证券只是增加了支付渠道，但在提供商品、物流、增信等服务中并没有跟进，难以体现竞争优势，第二，相较于传统的证券

公司，华创证券所提供的商品难以体现证券公司在理财产品开发、研究服务支持等专业优势。

与华创商城类似的还有方正证券，2013年3月在淘宝商城开设了方正证券泉友会官方旗舰店，销售产品涉及资讯服务、软件、理财咨询、会员服务，其中资讯产品占据主导地位，可以通过支付宝直接完成。相比华创商城，方正证券在经营品种方面体现证券公司的专业化。

表 3 华创证券、方正证券的互联网业务与传统电商经营模式比较

比较方面	华创证券网上商城	方正证券淘宝商城	传统电商
互联网金融模式	涉及多种商品领域 自建平台模式	专注金融服务 合作平台模式	传统电商模式
商品种类	多种商品，以中高端商品为主，并包括较少金融服务商品	现有 50 余款金融服务产品，包括投资软件和短信增值服务	多
支付模式	增加了证钱支付方式	支付宝	支付宝、银行支付等网上支付方式
物流体系	弱	目前不需要	强
信用支持	弱	目前不需要	较强，有支付宝方式
增量服务	无	无	无
评述	相对于传统网上购物模式，华创证券网上商城的支付方式是一重大创新，但其他方面竞争力较弱；方正证券与淘宝商城的合作利用了原有电商的渠道、客户群体和支付方式，在合作方式上有重要创新。		

数据来源：国泰君安证券研究。

### 2.2.3. 投资社区模式

传统的资本市场研究服务主要依托券商研究所进行，以服务机构客户为主，除部分高净值客户外，个人零售投资者难以获得专业化的服务。互联网构建了投资与融资交流的虚拟平台，有利于信息的传递和分享，也使得零售客户获取低成本的专业化服务成为了可能。

雪球网就是一个投资者的社交网络，为投资者提供跨市场、跨品种的资本市场数据查询、新闻订阅和互动交流服务，目前已覆盖 A 股、港股、美股市场。

图 13 雪球网投资社区使零售客户获取低成本专业化服务成为可能



数据来源：雪球网站。

表 4 雪球网上投资咨询服务的服务工具多样

功能	提供服务	评述
投资工具	自选股池功能强大，自动获得公司公告信息、新闻和用户讨论信息，对用户提供个股日历功能，提醒分红、派息和财务信息披露等重大事件	信息中介功能凸显，满足基本的信息获取功能
投资社区	用户涵盖投资领域和实业领域人士，涉及机构投资者、个人投资者及上市公司高管	相对于传统信息中介，信息中介具有互联性而非单一性，便于信息传播
信息集成	誊写研究报告，上传 PDF 报告，在线参与公司代表、投资人士访谈	通过信息平台的构建，一方面有利于投资者获取信息，另一方面也有利于上市公司管理层维护投资者关系

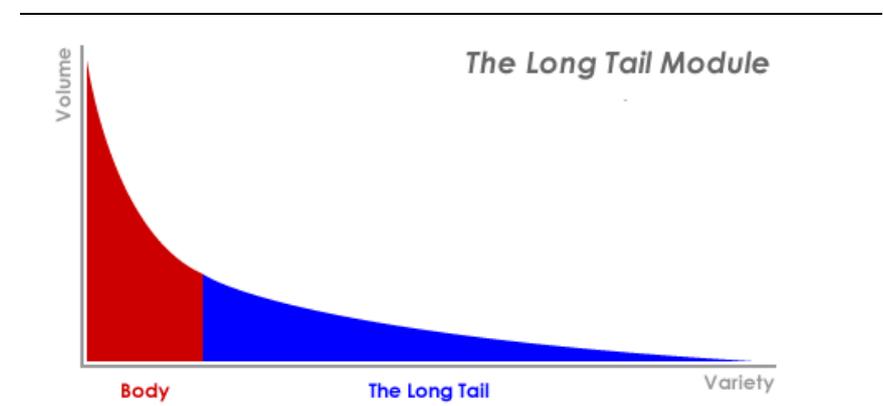
数据来源：国泰君安证券研究。

#### 2.2.4. 阿里巴巴余额宝模式

银行等物理网点为目前理财产品的主要销售渠道，根据中国证券业协会的统计，2010 年开放式基金销售中直销渠道占比 31%、券商渠道占比 9%、银行渠道占比 60%。商业银行，尤其是四大国有商行在基金销售中占据绝对主导地位。

基于成本效益的考虑，银行等物理中介在产品销售中对高收入群体关注较多，但对中等和中低收入群体关注较少。而互联网金融新增顾客的边际成本极低，交易群体扩张迅速，可以有效开发这一潜在客户群体，达到聚沙成塔的效果，实现了营销学中“长尾效应”<sup>2</sup>。

图 14 网上理财产品销售有效抓住中低收入群体需求，实现“长尾效应”

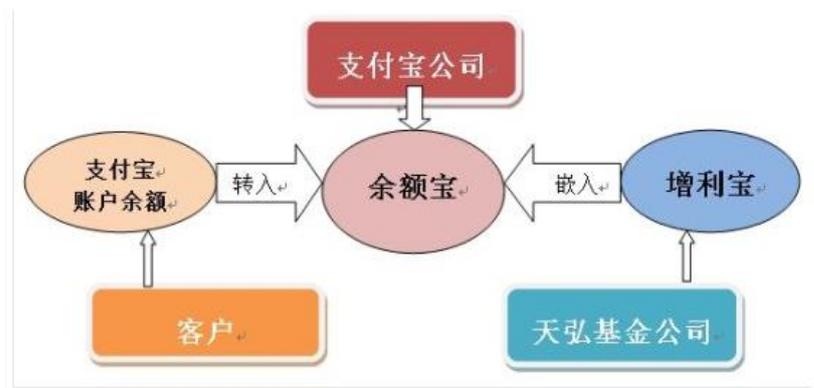


数据来源：国泰君安证券研究。

阿里巴巴于 2013 年 6 月推出的余额宝是互联网平台上低成本理财产品销售和设计的重要创新。作为支付宝的余额增值服务，消费者将钱转入余额宝中就可获得一定的收益，实际上是购买了一款由天弘基金提供的名为“增利宝”的货币基金。余额宝内的资金可随时用于网购消费和转账，支持支付宝账户余额、储蓄卡快捷支付（含卡通）的资金转入，目前不收取任何手续费。

<sup>2</sup>长尾市场也称之为“利基市场”（Niche market）。“利基”意译为“壁龛”，有拾遗补缺或见缝插针的意思。菲利普·科特勒在《营销管理》中给利基下的定义为：利基是更窄地确定某些群体，这是一个小市场并且它的需要没有被服务好，或者说有获取利益的基础。

图 15 余额宝采取互联网公司与金融机构合作的方式进行开发



资料来源：中国建设银行研究报告。

余额宝自 2013 年 6 月 13 日问世以来，在不到 6 天的时间，余额宝支持的天弘“增利宝”基金客户突破 100 万人，在国内个人有效基金开户数中占比达到 2.6%，平均每日净申购超过五六千万元。据《新财富》报道，目前拟与支付宝开展类似合作的基金公司已达 20 余家，预计未来其他第三方支付公司也将很快陆续开发出类似业务。

相对于传统理财产品，余额宝基于互联网平台运作，具有收益高（相对于银行活期存款）、流动性强、未来产品创新空间大三个突出优势：

- 与银行存款相比，余额宝的收益远超活期存款利率。以 2013 年 6 月 28 日为例，余额宝的 7 日年化收益率为 6.084%，而银行活期存款利率仅 0.35%，可能将对银行活期存款产生一定分流作用。
- 与商业银行理财产品相比，余额宝不仅能得到较高收益，还能随时赎回用于消费支付和转出（T+0 机制）。余额宝对用户的最低购买金额没有限制，一元钱就能购买，让广大支付宝用户通过“存零花钱”方式就能获得增值机会，可能将对低收益银行理财产品销售构成一定冲击。
- 随着未来支付宝引入更多的金融产品，加上其他第三方支付公司纷纷效仿的聚集效应，很可能对商业银行的基金代销业务造成一定影响。

#### 2.2.5. 小结：渠道拓展，创新有限

境界一是传统金融领域渠道的进一步完善，尽管已取得了较好的经济效益，但本质仍是金融电子化的范畴，创新仍然有限。依靠渠道拓展，境界一大大减少了传统金融活动的交易费用，但由于运作方式上缺乏革命式的创新，传统金融机构仍在此过程中发挥重要作用。以余额宝为例，其创新本质是第三方基金销售平台的创新，但尚未对理财方式产生深层次的影响。

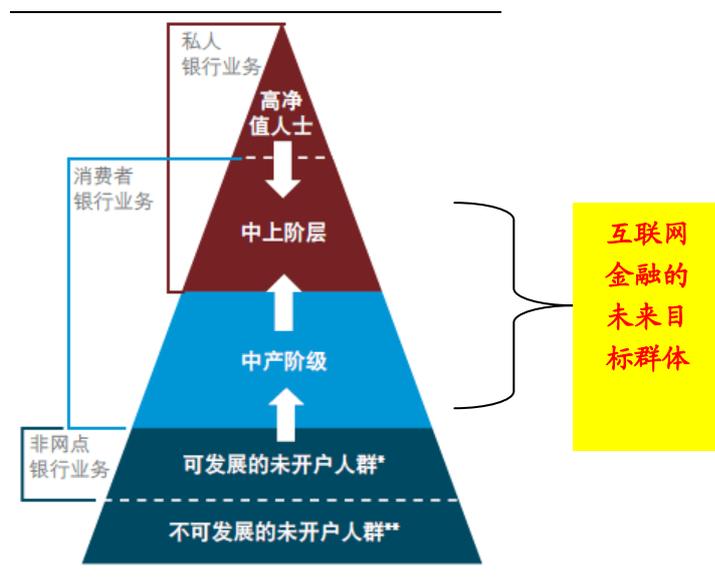
### 2.3. 境界二：大数据运用

营销学强调了顾客细分的重要性，而数据处理则对顾客细分起到了关键性作用。由于顾客需求、欲望及购买行为的多元化，顾客需求满足呈现差异化特征。同时，由于企业资源有限，企业需要分辨出它能有效为之

服务的最具有吸引力的细分市场，集中资源制定竞争策略。随着互联网大数据优势得到储备和使用，以往难以实现的顾客细分服务开始在金融领域实施，金融运作效率进一步提高，这将主要体现在融资效率提升和个性化投资理财产品开发两个方面。

我们认为，互联网金融主要定位于中等和中下等收入群体，以提供标准化的金融产品为主。未来我国互联网金融产业有望形成与美国等成熟市场国家相类似的格局。金融机构和互联网/IT 公司将基于自身优势积极发展，金融机构利用牌照优势、研究优势和资本优势，互联网公司利用技术优势、客户优势和数据优势。

图 16 预计未来我国互联网金融中等收入用户为主



数据来源：埃森哲咨询，国泰君安证券研究。

### 2.3.1. 信贷效率和风险管理能力的提高

企业应根据客户需求的差异制定不同的品牌推广战略和营销策略，这对贷款融资业务同样适用。由于信贷群体的消费习惯、文化理念等均存在差异，金融媒介通常将保存在分立信息系统中的数据整合在一起进行分析，将分析结果作为对客户细分的基础，最终形成信贷授予决策。就目前来看，由于上述过程耗费人力物力较大，传统银行难以完成上述工作。由于信息的缺失，银行往往对中小企业和微型企业融资采取惜贷行为，或是提出高昂的信贷成本或抵押要求。

前招商银行董事长马蔚华在 2012 年接受媒体采访时强调了大数据对银行传统存贷业务的作用。招商银行较早地运用客户信息，包括客户基础数据、行为数据和财务数据来锁定潜在的客户，然后根据行为规律，包括区域地理定向和内容定向，来确定消费习惯。例如，招行通过客户交易记录有效地识别小微企业客户，然后运用远程银行和云转借实施交叉销售。

阿里小贷成立于 2010 年，通过互联网数据化运营模式，为阿里巴巴、

淘宝网、天猫网等电子商务平台上的小微企业、个人创业者提供可持续性的、普惠制的“金额小、期限短、随借随还”的纯信用小额贷款服务，是中国首个专门面向网商放贷的小额贷款公司。从成立至今公司已累计投放小额贷款 300 多亿元，为 13 万家小微企业和个人创业者提供间接融资服务。其中，2012 年上半年投放贷款 130 亿元，计 170 万笔，日均 1 万笔，平均每笔贷款额度 7000 元。

**表 5 阿里巴巴贷款的主要业务模式**

方面	描述
经营目的	阿里巴巴为会员企业提供的融资贷款服务，它主要满足会员企业在生产经营过程中产生的流动资金需求。
额度	最高 100 万元
期限	12 个月
还款方式	按月等额本息
申请条件	1、生产经营过程中，有流动性资金需求的小企业主和个体工商户 2、申请人近 12 个月总销售额不小于 100 万元，且经营有效益、成长性好 3、申请人在阿里巴巴集团及外部金融机构无不良记录

资料来源：公司网站，国泰君安证券研究。

阿里小贷的客户基本以本集团的电子商务商户为主，阿里小贷与阿里巴巴、淘宝网、支付宝底层数据完全打通，小企业在阿里巴巴、淘宝网上经营的信用记录、发生交易的状况、投诉纠纷情况等百余项指标信息都在评估系统中计算分析，并最终作为贷款的评价标准，最大限度降低了寻找优质企业客户的成本和风险。由此，阿里小贷整合了电子商务公开、透明、数据可记载的特点，解决了传统金融行业中个人及小企业贷款存在的信息不对称、流程复杂等问题。

阿里小贷在风险管理方面也有较多领先。一是严格的借款人资格限定，阿里小贷的申请人限定为诚信通会员和中国供应商会员，阿里小贷利用各网络平台的信息互通来了解客户。二是阿里巴巴通过多年网络交易平台的运作与监控，拥有网商的大量交易信息，已有相对成熟的信用评价体系以及较完整的交易数据库。三是阿里小贷放出的贷款直接打到支付宝账户中，使得阿里小贷可以监控资金的流向。四是阿里小贷以网店未来的收益作为抵押，贷款收回具有可靠保障。

图 17 基于大数据优势，阿里巴巴金融提高了小额信贷的运作效率



数据来源：公司网站。

大数据优势使得阿里巴巴金融平台继续向其它金融领域延伸，目前已涉及网上支付、小额信贷、金融产品销售、财产保险、资产证券化等多领域，未来金融布局还将进一步多样化。

表 6 未来阿里巴巴金融布局将进一步多样化

年度	发展大事记
2006 之前	推出诚信通，解决网络贸易信用问题。
2007	与银行合作推出“阿里贷款”。
2008	
2009	阿里贷款分拆成立阿里金融； 开始向贫困居民提供小额信贷金融服务。
2010	成立阿里巴巴小额贷款有限公司； 网上销售退货运费保险。
2011	小额贷款公司获跨省运营资格。
2012	与山东信托发行阿里金融小额贷款集合计划； 公布三天无理由退息的贷款保障计划； 向海外客户提供信用卡融资服务。
2013	阿里巴马云、平安集团马明哲、腾讯马化腾联合成立的众安在线财产保险公司已经进入了正式筹建期； 阿里巴巴成立金融事业群，下设共享平台（技术、客服等）、阿里金融（专注网上金融业务）、国内业务（专注支付宝国内业务）和国际业务（专注支付宝海外业务）。

数据来源：国泰君安证券研究。

### 2.3.2. 个性化金融理财服务有望实现

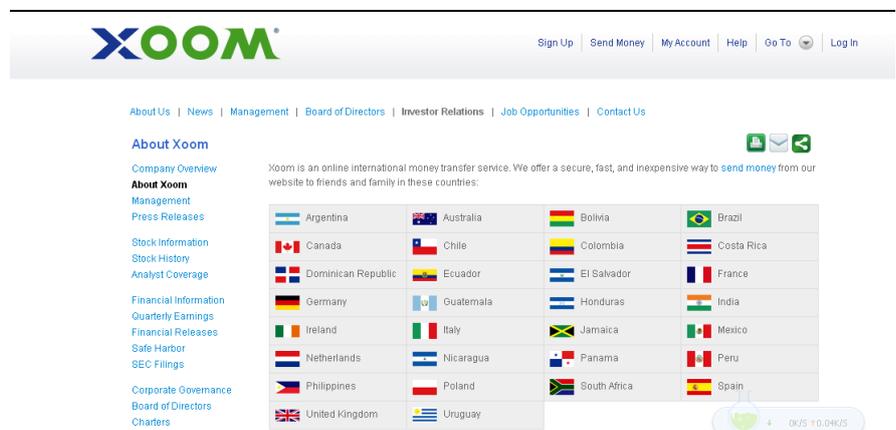
根据金融学理论，由于财富、年龄、受教育程度、性别等诸多因素的差异，投资者的理财需求迥异，需要的理财产品也不同。由于成本较高，以往只有私人银行、信托机构、券商定向资产管理计划等机构可以为少数高收入群体提供针对性的理财服务。然而，大数据技术可以将客户理

财信息、风险偏好等信息采集归纳，并依靠计算机根据基本的金融理财工具组合理财产品。

通过大数据应用开发个性化的金融理财产品，目前业界仍处于探索阶段，但我们可以通过其他领域大数据的应用展望其发展前景。

- 一是大数据在医学领域的应用。美国苹果前总裁 Steve Jobs 是世界上第一个对自身所有 DNA 和肿瘤 DNA 进行排序的人，故他有机会获取与其整个基因密码匹配的药物。尽管没有根治病症，针对其身体特质的药物也在一定程度上延长了他的寿命；
- 二是美国从事跨境汇款业务的公司 Xoom，其通过大数据分析客户每一笔汇款的流向情况，当个别交易有异常变化时，计算机将自主启动报警程序，已发现多起诈骗案件。

表 7 基于大数据优势，Xoom 提供了个性化的汇款监控服务



数据来源：公司网站。

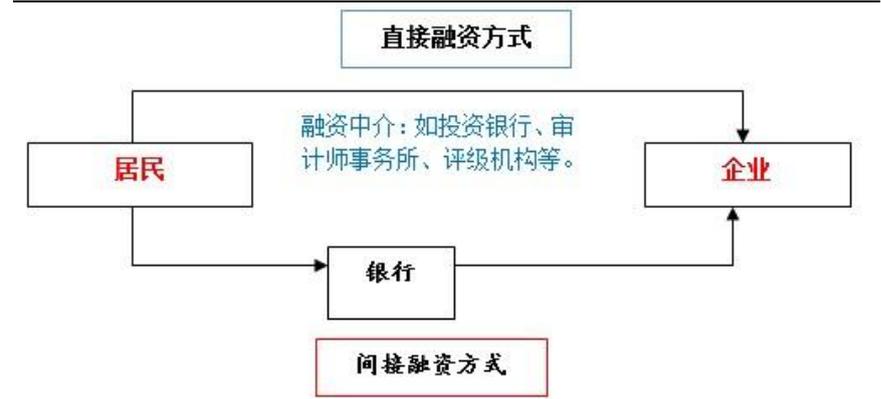
### 2.3.3. 小结：贵在创新，精细服务

大数据以低成本的方式实现了以往难以实现的任务，如判断单个融资客户的风险状况、分析单个客户的理财需求等，但具体业务上仍没有摆脱传统金融机构媒介的作用。以阿里巴巴金融为例，小额信贷的贷款方仍是阿里巴巴公司，本质上仍是间接融资方式（B to C 方式）。

## 2.4. 境界三：虚拟信用平台

根据融资过程中是否依靠银行等中介，融资方式可以分为直接融资和间接融资。一方面，金融中介可以发挥专业优势和规模优势，减少信息不对称，另一方面，金融中介本身也会产生交易费用，从而增加了融资成本。随着互联网金融的进一步发展，未来以融资和投资功能为主的金融体系有望脱媒，中间交易费用有望进一步降低。

图 18 金融体系包括直接融资和间接融资两种融资方式



数据来源：国泰君安证券研究。

图 19 传统融资业务需要中介的媒介作用，产生交易费用



数据来源：谢平《互联网金融模式研究》，国泰君安证券研究。

### 2.4.1. 网上信用平台有望实现融资中介的脱媒

#### 2.4.1.1. P2P 网上借贷平台

以 P2P 为主的网上借贷平台的构建，有望实现融资中介脱媒，减少融资成本，是互联网金融对传统金融融资业务的革新。P2P (Peer-to-Peer lending)，即点对点信贷，是一种与互联网、小额信贷等创新技术、创新金融模式紧密相关的新生代民间借贷形式。它最大限度地为熟悉或陌生的个人提供了透明、公开、直接、安全的小额信用交易的可能。

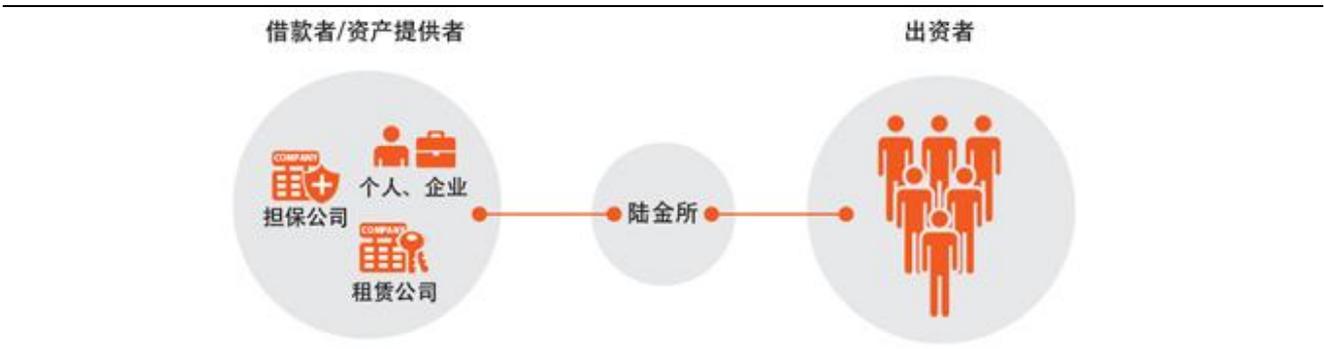
按照谢平等（2012）的研究<sup>3</sup>，P2P 信贷具有以下特点：

- **直接透明**：出借人与借款人签署个人间的借贷合同，一对一地互相了解对方的身份信息、信用信息，出借人及时获知借款人的还款进度和生活状况的改善，最真切、直观地体验到自己为他人创造的价值；
- **信用甄别**：P2P 模式中，出借人可以对借款人的资信进行选择，信用级别高的借款人将得到优先满足，其得到的贷款利率也可能更优惠；
- **风险分散**：出借人将资金分散给多个借款人对象，同时提供小额度的贷款，风险得到了最大程度的分散；
- **低门槛、低渠道成本**：P2P 信贷使每个人都可以成为信用的传播者和使用者，信用交易可以很便捷地进行，每个人都能很轻松地参与

<sup>3</sup> 中国金融四十人论坛课题《互联网金融模式研究》，谢平主持。

进来，将社会闲散资金更好地进行配置，将中高收入人群的闲余资金合理地引向众多信用良好且需要帮助的中低收入人群。

图 20 中国平安旗下的陆金所已有互联网投融资平台的架构



数据来源：公司网站。

P2P 个人信贷让借款人获得信用贷款资金支持，也让出借人得到相对固定收益的理财服务，并减少了交易过程中的中介费用，资本成本低廉。P2P 网络借贷短期短、金额小，本质上属于民间小额借贷，其优势主要体现在方便、快捷和降低信息不对称等方面。美国 Prosper、Lending Club 是 P2P 借贷的重要平台。

图 21 美国 P2P 借贷平台 Prosper、Lending Club

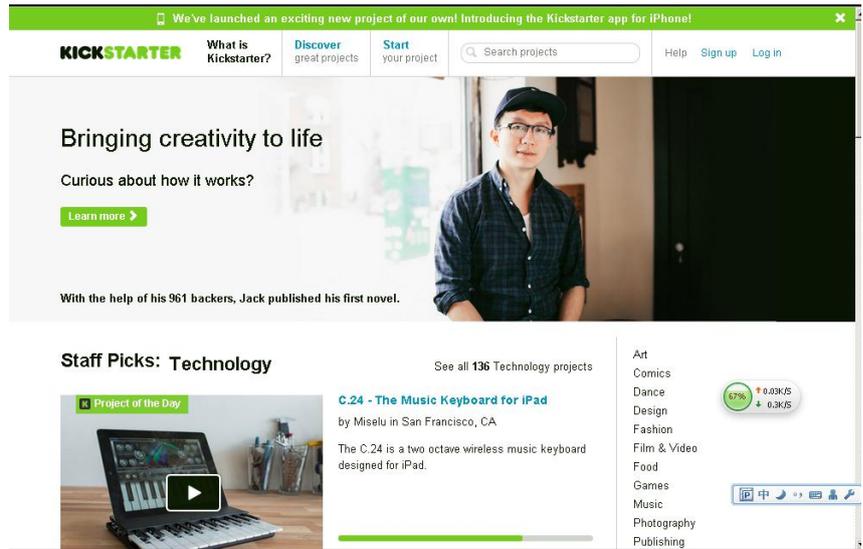


数据来源：公司网站。

#### 2.4.1.2. 众投模式

众投模式（Crowdfunding）也对传统的股权投资方式起到了革命性影响。维基百科把众投模式定义为“一个新项目或企业向很多人（即‘众人’）发出请求的融资方式。当这种请求面向全球时，即成为大众融资”。与传统融资方式不同，众投不再依赖一两家大型机构，而是从很多人手中分别取得少量的资金。例如，传统方式从三位天使投资人那里取得 3000 万元（每位 1000 万元），而众投是从三千位私人投资者那里分别得到 1 万元。众投作为现有融资工具的补充，很有可能会成为建立和发展新企业的融资工具之一。互联网平台为众投业务提供了天然的信息平台。美国的 Kickstarter、中国的点名时间均为重要的网上众投投资平台。

图 22 美国网上众投投资平台 Kickstarter



数据来源：公司网站。

图 23 中国最大的网上众投投资平台“点名时间”



数据来源：公司网站。

表 8 点名时间的运作方式与传统股权投资机构有较大差异

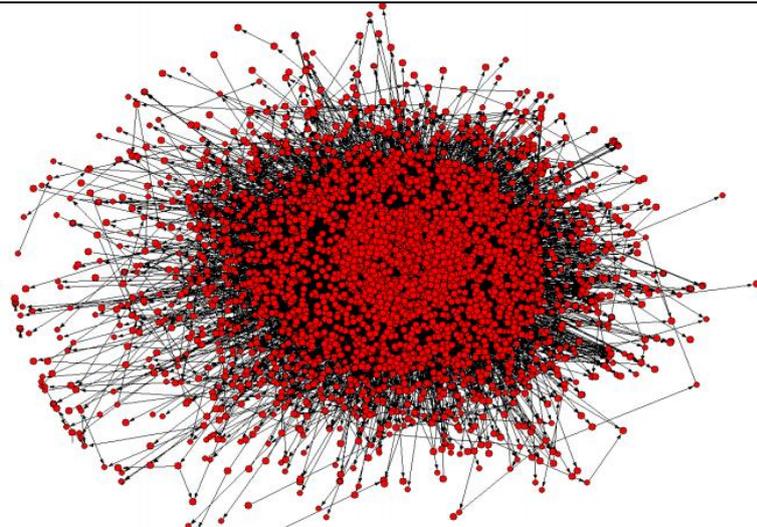
涉及方面	描述	评述
运作模式	实名认证； 每个项目都有目标金额和时间限制，项目必须在发起人预设的时间内达到或超过目标金额才算成功。没有达到目标的项目，支持款项将全额退回给所有支持者。	实名认证起到了见证作用，减少了网上的信息不对称； 运作机制体现了对项目发起者有较强的活动能力要求（把握目标金额和时间限制）；
支持方式	不收取手续费	减少了交易费用
资金成本	项目发起人在接受支持的同时给予支持者一定的回报（可以是实物，也可以是非实物，但不能涉及资金或股权）作为感谢；	一方面体现了公益属性；另一方面通过赠予体现了隐形的融资成本，但赠予由发起人制定，资金成本相对较低；

资料来源：网站披露信息整理，国泰君安证券研究。

### 2.4.1.3. 社交网站

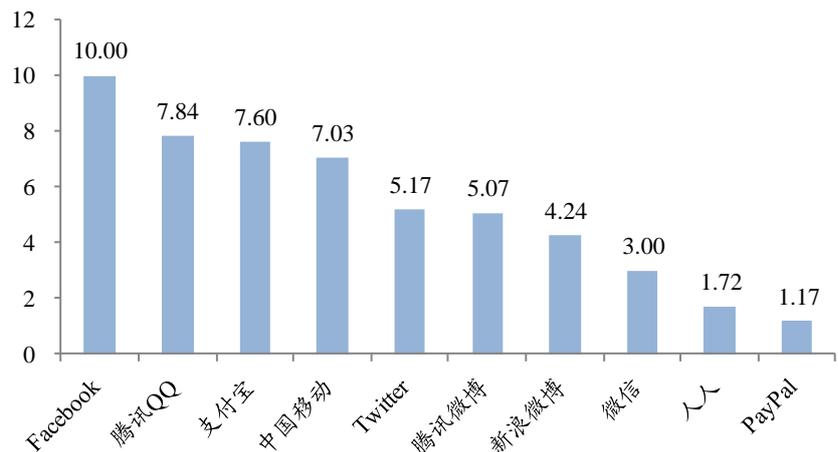
Facebook、Twitter 等新型社交渠道正以惊人速度发展并得到广泛应用，我们认为，未来 P2P 等互联网平台有望根植于社交网络进一步发展。2012 年 7 月，Facebook 将触角伸向炙手可热的金融领域，计划与澳洲联邦银行合作银行在线支付项目，为用户提供金融服务。用户未来有望使用 Facebook 平台进行转账、在线支付账单、小额信贷等操作。

**图 24 关系连接影响了资产价格，金融网络社区将有广阔发展前景**



数据来源：JAE（2010）《基于日本企业的股权关系连接研究了网络社区在信息传递中的作用》，国泰君安证券研究。

**图 25 社交网络构建金融社区潜力广阔**



单位：亿人，注：均为 2012 年保守估计。数据来源：国泰君安证券研究。注：根据各家网站统计得出。

### 2.4.2. 货币电子化，有望实现货币自由发行

货币在居民的交易和储蓄中发挥着重要作用，也是政府调控经济运行的重要媒介。然而，货币发行又将成为互联网金融发展的又一创新，其革命性表现在：有可能产生完全在央行支付系统之外的网络货币支付系

统，未来甚至可能每个人或者企业有自己的法定互联网货币，可以互相兑换、交易。

比特币（英语：Bitcoin，简写：BTC）是一个用户自治全球通用的加密电子货币，2009年1月3日，第一批50个比特币问世。与传统货币不同，比特币的运行机制不依赖中央银行、政府或企业的信用担保，而是依赖于对等网络中种子文件达成的网络协议。比特币自我完善的货币体制，理论上确保了任何人、机构、或政府都不可能操控比特币的货币总量，或者制造通货膨胀。

在货币经济学“不可能三角”（Impossible triangle）指出政府在制定金融政策中，资本自由流动、汇率稳定和货币政策独立性三者不可能兼得，而比特币的发行有望打破这一局面。在比特币发行近五年来，国际上对比特币的需求稳步提升，兑换率不断提高。

**图 26 比特币（Bitcoin）自 2009 年发行以来需求持续上升**



资料来源：Bloomberg，国泰君安证券研究。

### 2.4.3. 小结：金融革命，仍需时日

无论是进行投融资活动，还是发行和使用货币，上述创新均摆脱了媒介的作用（银行和政府），是互联网时代新产生的金融业务，属于电子金融化的范畴。

尽管上述基于中介脱媒的互联网金融创新有巨大发展潜力，但风险不容小觑。以社区融资平台为例，目前最大的风险体现为监管风险。2011年8月银监会下发《人人贷有关风险提示的通知》，警示人人贷有可能演变成吸收存款、发放贷款的非法金融机构，甚至变成非法集资。同时，互联网货币也将面临着巨大的政策风险。互联网货币无论是信用还是支付管理系统均比不上中央银行，其匿名特征还可能被用于洗钱等非法活动，未来不排除被政府强行取缔的可能性。

## 3. 催生互联网金融新霸主的两条路径

互联网企业将掀起金融机构的“鲶鱼效应”。按照美国成熟市场的发展

经验，互联网公司好比兴风作浪的鲰鱼，其对昏昏欲睡的鱼群（传统金融行业）生活领地的进犯将产生两方面的影响：一是新进入的鲰鱼积极猎食，即互联网公司通过牌照申请积极建立互联网金融企业；二是之前墨守成规的鱼群奋起自保，部分鱼群将得到成长，表现为传统金融企业积极进行业务转型，在互联网金融大潮中获得新的发展机会。

### 3.1. 路径一：金融机构“触网”

在互联网金融蓬勃发展的背景下，我国传统金融机构也开始未雨绸缪，积极以各种形式尝试转型，利用互联网思想和技术创新盈利模式和改善客户体验。根据《证券市场周刊》报道，四大行 2013 年在科技方面的投入高达 250 亿元，农行在 2013 年 6 月成立了“互联网金融技术创新实验室”。除了四大行以外，招商银行先行打造“手机钱包”理念，提出“移动金融生活一站式开放平台”；中国平安设立互联网投融资平台陆金所，推出个人投融资服务“稳盈安 e 贷”，并以子公司平安数据为业务系统平台，集团文档、财务、电话中心的共享度已达到 55.6%、100% 和 72%。

与此同时，券商也在积极应对互联网金融对其经纪、资产管理等业务带来的机遇与挑战。华泰证券积极尝试基于互联网的理财业务和营销业务转型，光大证券取得业内首家客户证券资金消费支付创新业务试点资格。根据国泰君安证券董事长万建华在创新大会上的发言，公司正在统一部署建设综合理财服务平台，构建综合理财服务的账户、产品和服务体系。

**表 9 传统金融机构已展开向互联网金融业务的转型**

金融机构名称	公司战略披露
招商银行	<p><b>注重电子化渠道的创新与完善</b>，以功能不断创新的网上银行、远程银行作为对物理渠道的有效补充，并积极探索移动金融发展，<b>依托“水泥+鼠标+拇指”移动互联网时代业务发展模式</b>，在国内首创移动金融生活门户概念，提出了“移动金融生活一站式开放平台”的手机银行设计理念，保持了行业领先的客户体验，并提升了产品与服务的覆盖面，得到了客户的高度认可；</p> <p><b>在零售业务领域，重点发展小微金融、电子银行等业务</b>，大力开发远程银行、互联网金融、养老金融等新兴业务市场，巩固和扩大零售银行领先优势；</p> <p><b>在网上企业银行方面，构建了国内领先的电子银行渠道优势</b>，形成了低成本、高替代率的综合交叉销售能力，小企业在网上企业银行的实际应用进一步增强，小企业网上企业银行客户超过 17 万户，小企业专属互联网融资服务“网贷易”放款笔数超过 1.46 万笔，充分满足了小企业客户的金融服务需求。本公司在国内率先推出的企业手机银行客户数突破五万户。</p>
中国平安	<p><b>互联网投融资平台陆金所的设立</b>：陆金所网站平台推出的个人投融资服务“稳盈安 e 贷”。陆金所向投资方（投资人）和融资方（借款人）提供稳盈-安 e 贷服务，帮助双方快捷方便地完成投资和借贷。通过平安集团旗下担保公司审核的借款方直接向投资方借贷，双方通过互联网平台的电子借贷协议，明确双方的债务与债权关系；</p> <p><b>互联网保险销售平台众安在线的设立</b>：不设分支机构，全程网销；渠道上完全摒弃传统的银保、人海和电话战术，<b>从产品需求到服务流程都依托于互联网</b>，为了探索出一条全新的、精耕细作的业务模式。不是简单地将传统保险产品移植到互联网，而是根据上网保险人群的需求以及在线的特点设计产品；</p>
华泰证券	<p><b>基于互联网的理财业务转型</b>：推出了基于移动互联网的理财服务平台等，形成了多层次的服务支持体系，为分析客户需求、实施服务计划提供了技术支撑。</p>

**基于互联网的营销模式转型：**大力推进实施互联网战略，持续探索网络营销模式，顺应客户投资习惯与需求提供各种基于互联网的服务，全面建立网络营销体系。建立健全客户分级分类管理办法，扩大投顾业务试点规模，全面覆盖统一服务营销并持续完善紫金理财服务体系，推进创新型客户服务工作。

光大证券

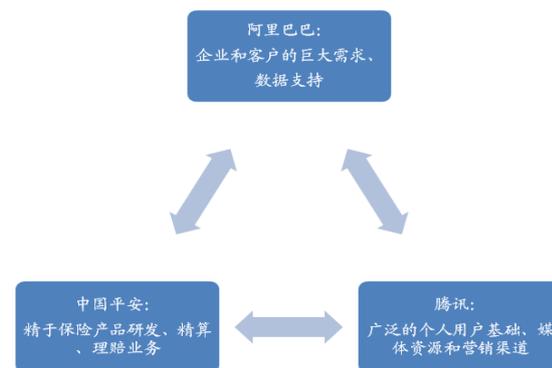
**支付功能创新：**业内首家取得了客户证券资金消费支付创新业务试点资格并上线运行（根据我们上文分析，上述业务创新有望被整合到基于互联网平台的综合理财账户上）。

数据来源：公司年报，国泰君安证券研究。

互联网金融的快速发展也带来了开放合作的契机。金融机构和互联网企业，通过共设子公司等形式，共享牌照、研究、平台、技术、数据积累方面的优势。招商银行前董事长马蔚华多次强调大型传统金融机构与互联网公司合作的必要性。品牌离不开金融创新，而金融创新离不开信息技术的发展，所以“银行必须把信息技术作为一种支撑。就像在互联网时代，不管大银行，小银行都是平等的”。

2013年，中国平安与阿里巴巴、腾讯进行的保险业务合作作为金融机构和互联网公司的合作提供了范例。上述三大企业存在潜在互补性，中国平安有保险专业优势，阿里巴巴拥有平台和渠道优势，腾讯的加入又拓宽了交易范围，潜在客户进一步增长。

**图 27 众安在线保险公司三大股东存在潜在互补性**

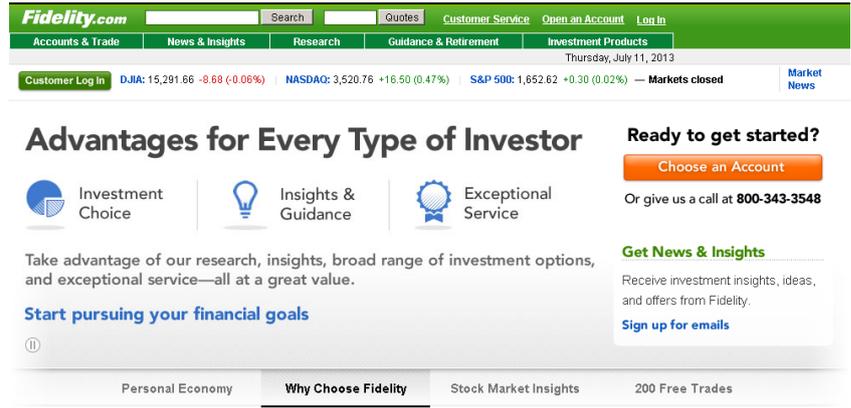


数据来源：国泰君安证券研究。

### 3.2. 路径二：互联网公司“贴金”

目前美国已经产生了一批专业的网上经纪业务公司，如 E-trade, American-trade; 而原美国全能型的资产管理公司、投资银行，如 Fidelity, Merrill Lynch 等也开始涉足网上经纪业务。而市场也给予了新兴网上证券公司一定的溢价。

图 28 Fidelity 传统投资机构进行互联网业务转型



数据来源：公司网站。

图 29 市场给予嘉信理财 (SCHW) 较高的溢价



资料来源：Bloomberg，国泰君安证券研究。

一些有资质的互联网企业通过申请金融牌照、收购中小金融机构等方式进军金融领域。乐天 (Rakuten) 是日本互联网商务企业通过自建模式进入金融领域的典范。该公司成立于 1997 年，起家为互联网购物企业，2003 年通过收购一家小型券商进入证券经纪行业，并陆续扩张进入银行和保险业，形成了金融业务的全产品线。由于网上经纪业务佣金率更低，乐天等网络券商多次主导日本经纪业务佣金战争。

图 30 乐天 (Rakuten) 是互联网企业通过收购进入金融领域的典范

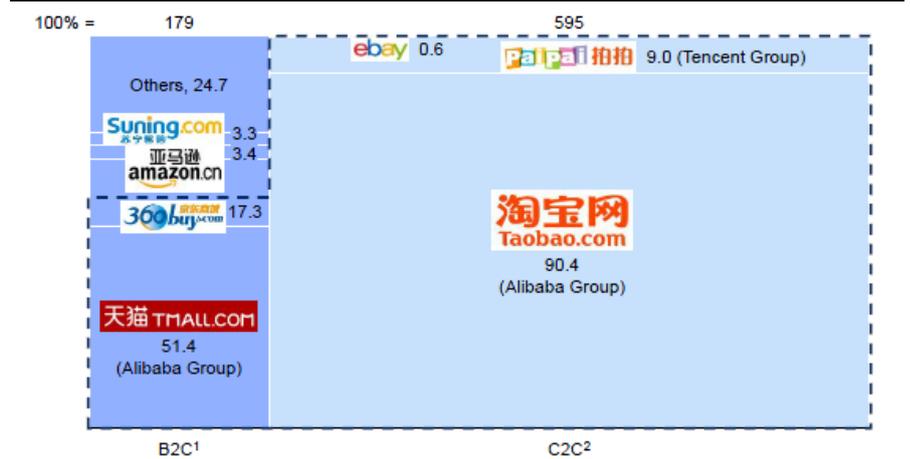


数据来源：公司网站。

以阿里金融为首的互联网公司将成为进军互联网金融领域的重要力量，其竞争优势体现在以下三个方面：第一，专注于互联网业务，有相关技术优势；第二，专注于网上商业，有客户优势，特别是积累了大量客户数据，可以有效地分析并预测客户行为；第三，激励创新优势，上述企业均为民间资本，对创新业务开拓能力强，内部治理有较强的激励机制。

同时，目前国家目前对民间资本进入金融业务持鼓励态度，管制限制较少。以民间资本开办银行为例，2013年7月发布的《国务院办公厅关于金融支持经济结构调整和转型升级的指导意见》提出，鼓励民间资本投资入股金融机构和参与金融机构重组改造，允许发展成熟、经营稳健的村镇银行在最低股比要求内，调整主发起行与其他股东持股比例，尝试由民间资本发起设立自担风险的民营银行、金融租赁公司和消费金融公司等金融机构。我们预期，以互联网金融业务为主的金融业务将是民间资本进入的第一个领域。

图 31 中国互联网企业服务集中度高，未来可能主动构建金融平台



资料来源：麦肯锡研究报告。

#### 4. 相关个股与投资建议

我们基于两条主线推荐互联网金融领域的相关个股：一类是为银行和券商等金融机构提供设备和服务的互联网技术公司，重点推荐恒生电子、金证股份等；另一类是未来申请牌照后转型为新型网上金融机构的互联网服务公司，重点推荐东方财富，相关个股还包括同花顺和大智慧。

#### 4.1. 东方财富：日售活期宝 7000 万的高人气平台

**第三方基金销售业务大幅增长，互联网金融创新持续推进。**2013 上半年公司第三方基金销售额 21.79 亿元，为 2012 年全年 30 倍；新推出的“活期宝”业务 23 天销售额超过 16 亿元，日均销售额约 7000 万元，远超市场预期。我们预计 2014 年公司基金代销业务将产生规模性收益，互联网金融创新将持续推进。

**用户访问量最大的互联网财经信息平台之一。**从网站排名、日均覆盖人数、用户黏性等指标看，“东方财富网”为核心的财经大平台都是我国用户访问量最大、用户黏性最高的互联网财经信息平台之一。公司的任务即为如何把用户流量变现。

**盈利模式较传统电商更有价值。**公司第三方基金销售业务不仅仅是作为基金公司和投资者的通道，而是站在和基金公司同样的利益上，追求管理费的分成，鼓励基金持有人长期持有基金，盈利模式相对传统电商更具有超额的价值。公司东方财富网、天天基金网等平台积累的海量用户将支撑基于互联网不断创新的盈利模式。

**机构端金融数据产品提升竞争力。**我们认为公司即将在三季度推出的机构端金融数据产品将提升公司金融数据业务的竞争力，由于推广和用户积累需要一定时间，预计 2014 年该业务将实现恢复性增长。

我们给予公司 2013-2014 年 EPS 预测为 0.02、0.14 元。公司目前盈利较差，但新商业模式的建立或将颠覆原有市场开拓出巨大的空间。谨慎增持评级，目标价 20 元。

表 10 东方财富盈利预测

财务摘要 (百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	280	223	192	416	583
(+/-)%	52%	-21%	-14%	117%	40%
经营利润 (EBIT)	69	-12	-12	71	132
(+/-)%	62%	-117%	-3%	675%	86%
净利润	107	38	13	92	139
(+/-)%	60%	-65%	-65%	609%	51%
每股净收益 (元)	0.51	0.11	0.02	0.14	0.21
每股股利 (元)	0.00	0.10	0.00	0.00	0.00
<b>利润率和估值指标</b>	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
经营利润率 (%)	24.5%	-5.4%	-6.4%	17.0%	22.7%
净资产收益率 (%)	6.3%	2.2%	0.6%	4.3%	6.0%
投入资本回报率 (%)	27.5%	-5.4%	-5.6%	24.4%	50.0%
EV/EBITDA	30.6	283.0	1,425.3	111.7	64.8
市盈率	37.8	83.9	928.8	130.9	86.9
股息率 (%)	0.0%	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%

数据来源：国泰君安证券研究。

## 4.2. 恒生电子：战略成立事业群，全面布局互联网金融

**战略成立互联网服务事业群，全面开拓互联网金融业务机遇。**公司近日公告成立互联网服务事业群，聚源、数米、推哦网、传统金融 IT 部门的资源有望得到充分整合，彰显公司积极开拓互联网金融领域的业务机会的信心。

**公司旗下数米网基金销售情况良好。**公司旗下数米网（公司持股 39%）为 60 家基金代销超过 1000 只基金产品，同时公司的现金宝产品是一款类似于淘宝的余额宝的现金管理账户产品，我们判断公司凭借专业定位和高转化率有望获得良好的基金代销表现。

**金融传统渠道迎来 IT 化、互联网化的浪潮。**人们购买各类金融产品不再局限于金融机构传统的实体网点和直销网站，各类第三方支付平台和基金第三方销售平台开始承担更重要的渠道职责，公司将持续助力金融机构在互联网渠道方面的建设。

**金融产品创新在深入。**金融创新是多维度的，既包括传统金融渠道的变革，也包含金融产品种类的丰富与完善。伴随金融产品的不断推出，各类金融机构将需要更多的金融 IT 系统产品来满足其业务需求。公司作为全面金融 IT 提供商，将持续为客户提供业务支撑 IT 系统，与客户实现双赢。

我们认为公司将充分分享金融产品创新和金融渠道创新带来的增量 IT 系统建设机会，充分受益于金融创新，预计 2013-2014 年 EPS 分别为 0.46 元和 0.6 元，目标价 16.5 元，增持评级。

**表 11 恒生电子盈利预测**

财务摘要 (百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	1,048	1,006	1,201	1,412	1,594
(+/-)%	21%	-4%	19%	18%	13%
经营利润 (EBIT)	199	61	202	292	375
(+/-)%	31%	-70%	234%	44%	29%
净利润	254	200	288	373	467
(+/-)%	16%	-21%	44%	29%	25%
每股净收益 (元)	0.41	0.32	0.46	0.60	0.75
每股股利 (元)	0.05	0.08	0.12	0.15	0.19
<b>利润率和估值指标</b>	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
经营利润率(%)	19.0%	6.0%	16.8%	20.7%	23.5%
净资产收益率(%)	23.0%	15.6%	20.0%	22.0%	23.3%
投入资本回报率(%)	37.7%	12.2%	35.5%	46.6%	60.3%
EV/EBITDA	45.1	116.0	43.9	30.1	23.2
市盈率	41.0	52.3	36.2	28.0	22.4
股息率 (%)	0.3%	0.5%	0.7%	0.9%	1.1%

数据来源：国泰君安证券研究。

### 4.3. 金证股份：余额宝只是开始，未来无限可能

余额宝拉开帷幕，打开未来成长空间。余额宝上线1个月，资金规模已突破百亿，天弘基金数据显示，余额宝上线后的18天内每日资金增量约3亿元，每日新增客户约14万。公司承担了天弘基金与支付宝的首期系统对接项目，为更好支持天弘增利宝货币基金产品和用户更高的响应需求，公司与天弘基金正在进行二期系统扩容和升级改造项目，预计项目合同金额在300-500万元。

余额宝的成功清晰表明渠道创新将带来金融IT厂商新的业务机会。我们认为基金销售渠道的创新将为金融IT提供商打开新成长空间，基金等金融机构需要更强大的IT系统来支持业务和渠道创新。

公司在金融创新领域战略目标明确。自身创新能力强，在金融产品和渠道持续创新的背景下公司有望快速发展。我们预计2013-2014年EPS为0.38和0.53元，目标价11.5元，增持评级。

表 12 金证股份盈利预测

财务摘要 (百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	1,806	1,883	1,961	2,075	2,196
(+/-)%	14%	4%	4%	6%	6%
经营利润 (EBIT)	39	58	92	143	202
(+/-)%	15%	48%	60%	55%	41%
净利润	53	71	99	138	189
(+/-)%	37%	34%	40%	39%	37%
每股净收益 (元)	0.20	0.27	0.38	0.53	0.72
每股股利 (元)	0.00	0.03	0.03	0.15	0.15
<b>利润率和估值指标</b>	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
经营利润率(%)	2.2%	3.1%	4.7%	6.9%	9.2%
净资产收益率(%)	10.3%	12.5%	15.1%	18.2%	20.8%
投入资本回报率(%)	18.3%	18.0%	34.1%	65.8%	107.8%
EV/EBITDA	40.3	30.9	20.6	12.7	8.1
市盈率	46.4	34.6	24.8	17.9	13.0
股息率 (%)	0.0%	0.3%	0.3%	1.6%	1.6%

数据来源：国泰君安证券研究。

#### 4.4. 同花顺：经营稳定，蓄势待发

**金融数据业务全面发力。**公司 2012 年推出针对机构的金融信息软件销售（iFind）。由于行业存在预收款和营收的时间差，预计 2013 年开始逐步确认营收。凭借深厚的研发底蕴和专业的服务，公司在机构端金融数据业务的市场份额将稳步上升。

**移动端金融服务期待盈利模式创新。**公司将利用募集资金投资建设的同花顺手机金融服务网二期项目进一步提升同花顺手机金融服务产品的功能和性能，在技术上保持领先。随着移动互联网和智能终端的发展，用户数量上升的同时，手机金融信息服务仍处于更为初级的阶段，且竞争激烈。期待公司凭借技术优势在盈利模式方面有更多创新。

**重研发，运营战略稳健风险较低。**公司自上市以来，即使行业景气度很低，但没有出现过亏损（东方财富/大智慧/金融界都出现亏损），这与管理层的运营战略和管理能力有极大的关系。公司更像一个互联网软件公司，2012 年研发投入占营收比例约 45%。稳健的经营策略使得在行业景气度下行和新业务拓展中风险降低。

**第三方基金销售业务有望成为新增长点。**公司 2012 年获得第三方基金销售牌照，并正式运营。公司长期积累的客户资源主要是基于金融数据服务的机构和个人，如何转化为基金销售客户是关键。目前同花顺基金网已上线 23 家基金公司共计 383 只基金产品，其中货币市场基金 14 只。我们认为随着互联网金融的不断渗透，用户对于互联网金融认知和信任的提升有助于公司第三方基金销售业务后发制人，成为新的增长点。

#### 4.5. 大智慧：数据服务规模领先，关注基金牌照发放

公司是国内规模最大的互联网金融信息服务提供商，2011 年上市以来受到国内证券市场低迷影响，收入持续下滑，费用急速扩张。新产品的陆续投放逐步取得收益，2013 年中报预告收入同比增长 44%，因研发等投入持续高企，净利润仍预亏 1.58 亿元。公司也在积极争取第三方基金销售牌照，值得关注。

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

	评级	说明
<b>1. 投资建议的比较标准</b> 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
<b>2. 投资建议的评级标准</b> 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		