互联网金融研究系列

P2P 行业专题之二：来自海外市场的启示

东方证券 ORIENT SECURITIES

行业评级	看好 中性 看淡 （维持）
国家/地区	中国/A 股
报告发布日期	2015 年 01 月 05 日

核心观点

- **从全球范围看，P2P 行业是一个巨量市场，即使在最发达的英美两国，渗透率也极低，P2P 大有可为。**1）P2P 行业横跨个人消费贷款和小微企业贷款两大细分市场，仅个人消费贷款，英美两国 P2P 的渗透率均不到 1%，未来从传统金融向 P2P 借贷的空间大；2）英美是全球最发达的 P2P 市场，快速发展主要源于监管到位和较发达的金融体系；3）英美 P2P 公司已经开启转型之路，主要是横向拓展新的信贷市场，同时深度挖掘居民及机构的理财需求。
- **领先的 P2P 企业 Lending Club（LC）和 On Deck Capital（ONDK）的核心竞争力主要来自于风控体系和获客能力。**LC 更像互联网金融公司，ONDK 更像是具有大数据能力的小贷公司。主要的差异表现在两个方面：1）客户不同，LC 主要借给个人，ONDK 主要借给小微企业；2）资金来源不同导致收入模式不同，LC 主要来自个人，公司收取平台交易费，交易费是公司主要业务收入，ONDK 主要来自高盛、Fortress 信贷集团等金融机构，息差是公司主要业务收入。
- **P2P 企业是资本消耗型企业，融资不可或缺，英美主要用市贷率进行估值。**传统估值方法 P2P 行业并不适用，主要原因是 P2P 公司早期都不盈利，美国一般采用市贷率对此类公司进行估值。Lending Club2013 年前未盈利，OnDeck Capital 至今尚未盈利。以 Lending Club 计算，投资人对其公司价值的估值一直在年化当季借款额的 0.8-1.0 倍之间。

投资建议与投资标的

- 鉴于征信体系不完善、行业监管缺失，具有风控能力的金融机构背景 P2P 公司、具有基础资产能力的垂直场景类 P2P 公司、大数据类 P2P 公司具备优势，独立的 P2P 平台除了先发优势外其他竞争优势不明显。
- **在投资建议上，我们继续建议关注 A 股上市公司中涉足 P2P 的公司。包括：背靠金融机构模式的代表公司中国平安(601318，买入)，民生银行（600016，未评级）；基于交易场景模式的代表公司世联行(002285，买入)、三六五网(300295，未评级)、上海钢联(300226，未评级)；以及基于数据模式的用友软件(600588，未评级)，广联达（002410，买入）。**

风险提示

- P2P 行业系统性风险：不良大范围出现。
- 监管风险。

证券代码	公司名称	股价	EPS 13	EPS 14E	EPS 15E	PE 13	PE 14E	PE 15E	投资评级
601318	中国平安	74.71	3.31	4.60	4.93	22.58	16.23	15.14	买入
002285	世联行	15.04	0.42	0.50	0.67	36.09	30.11	22.42	买入

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，(上表中预测结论均取自最新发布上市公司研究报告，可能未完全反映该上市公司研究报告发布之后发生的股本变化等因素，敬请注意，如有需要可参阅对应上市公司研究报告)

证券分析师 互联网金融研究小组

竺劲
021-63325888*6084
zhujing1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S086051406003

张颖
021-63325888*6085
zhangying1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860514090001

浦俊懿
021-63325888*6106
pujunyi@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860514050004

张良卫
021-63325888*6079
zhangliangwei@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860514040001

蒯剑
021-63325888*8514
kuaijian@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860514050005

相关报告

众筹管理办法出台，互联网金融步入规范化发展时代	2014-12-19
互联网金融研究系列 P2P 行业：新蓝海，各路显神通	2014-12-11

深度报告

【行业·证券研究报告】

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

目 录

1. 海外 P2P 萌芽已久，数风流人物还看英美 4
1.1 巨量市场，渗透率仍低 4
1.2 成功背后：监管到位，与银行既合作又竞争 5
1.3 行业方向：横向拓展新信贷市场，纵向深挖居民理财需求 6
2. 领先 P2P 企业业务发展之路：Lending Club 与 OnDeck Capital 的比较 7
2.1 Lending Club：最领先的个人消费 P2P 平台 7
2.2 On Deck Capital：为中小企业融资的新型平台 9
3. P2P 平台的资本化之路：二级市场上市 12
3.1 LC 和 ONDK 的上市之路 12
3.2 对 P2P 公司的主要估值方法：市贷率 13
4. 对中国 P2P 市场的启示及投资建议 14
5.风险提示 15

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图表目录

图 1：英国 P2P 渗透率为 0.9%.....5
图 2：美国 P2P 渗透率为 0.2%.....5
图 3：公司目前的运营模式.....8
图 4：公司收入增长快速，盈利能力也在增强.....10

表 1：全球主要 P2P 公司 2014 年 11 月投放额.....4
表 2：Lending Club 发展历程及并购.....6
表 3：Lending Club 与 Ondeck Capital 比较.....7
表 4：Lending Club 各项费用说明.....8
表 5：Lending Club 各项费用收取的标准.....8
表 6：Lending Club 客户满意度高.....9
表 7：公司主要资金来源为金融机构借款.....10
表 8：公司营业成本主要来自于拨备（贷款损失准备金）.....11
表 9：公司营销能力增强，降低对第三方合作用户渠道的依赖度.....12
表 10：Lending Club 历史融资与估值情况（单位：百万美元）.....12
表 11：Lending Club 上市前股权结构.....13
表 12：On Deck Capital 上市前股权结构.....13
表 13：Lending Club 估值倍数变化（单位：百万美元）.....13
表 14：中美英三国 P2P 市场比较.....14
表 15：P2P 行业模式介绍.....15

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

1. 海外 P2P 萌芽已久，数风流人物还看英美

1.1 巨量市场，渗透率仍低

2005 年 P2P 萌芽于英国，如今在全世界遍地开花。P2P 的概念是在本世纪初提出来的，受当时的技术所限，P2P 初期的发展并不顺利。直到 2005 年英国第一家 P2P 公司成立翻开了全球 P2P 发展的篇章；2007 年 P2P 网贷从英国传入美国，诞生了 P2P 平台 Prosper 和 Lending Club；2014 年美国两家网贷公司 Lending Club 和 OnDeck Capital 上市，标志着 P2P 行业有了新的转折点。

全球 P2P 市场是一个巨量市场，主要覆盖个人消费贷款和中小企业贷款。全球消费贷款规模在 5.6 万亿美元，其发放仍主要来自商业银行，全球最大的 P2P 公司 Lending Club 的余额为 47 亿美元，仅占万分之八，若考虑到中小企业贷款（因现在 Lending Club 也开始做中小企业贷款业务），其占比会更低。

英美是全球 P2P 最领先的市场。英国是 P2P 的发源地，也有众多的 P2P 公司和行业协会 P2PFA，全球前 20 大 P2P 公司有 10 家在英国；美国则拥有全球规模最大的两家 P2P 公司 Lending Club 和 Prosper。

表 1：全球主要 P2P 公司 2014 年 11 月投放额

排名	公司	国家	月新增贷款额（百万欧元）
1	Lending Club	美国	n.a.
2	Prosper	美国	126.9
3	FundingCircle	英国	43.9
4	Ratesetter	英国	33.9
5	Zopa	英国	30.1
6	Wellsley	英国	27.8
7	Auxmoney	德国	9.5
8	Pret d'union	法国	8.2
9	Thincats	英国	4.6
10	Geldvoorelkaar	英国	3.2
11	Folk2Folk	英国	2
12	Ablrate	英国	1.9
13	Bondora	爱沙尼亚	1.9
14	Saving stream	英国	1.3
15	Comunitae	西班牙	1
16	Unilend	法国	1
17	Zencap	德国	1
18	Fixura	芬兰	0.8
19	Smava	德国	0.8

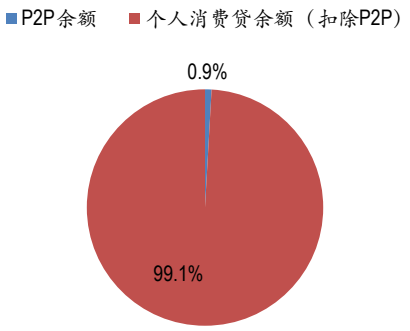
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

20	FundingKnight	英国	0.4

数据来源：P2P Banking，东方证券研究所

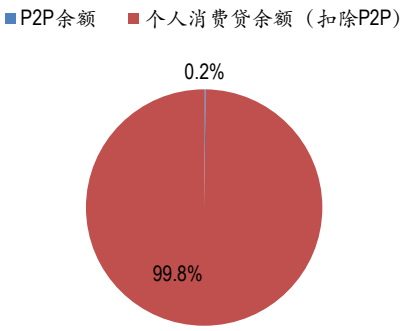
即使是 P2P 发展最成熟的英美，其 P2P 的渗透率也极低，英、美分别只占个人消费贷余额的 0.9%和 0.2%。以个人消费信贷市场为例，英国 2013 年底个人消费信贷（不含房贷）1777 亿美元，占贷款余额 3.7 万亿美元的 4.8%，其中 P2P 规模为 16 亿美元，只占个人消费信贷的 0.9%。美国 2013 年底个人消费信贷（不含房贷）3.1 万亿美元，占贷款余额 39.8 万亿美元的 7.8%，其中 P2P 规模为 60 亿美元，只占个人消费信贷的 0.2%。

图 1：英国 P2P 渗透率为 0.9%



资料来源：Bank of England，东方证券研究所

图 2：美国 P2P 渗透率为 0.2%



资料来源：Fed，东方证券研究所

1.2 成功背后：监管到位，与银行既合作又竞争

英美 P2P 行业发展迅速的背后，是监管的到位和完备的征信体制。英国除了有自己的行业自律组织 P2P Financial Association，也同时受到 FCA（Financial Conduct Authority，国家金融行为监管局）；美国则主要由 SEC 监管，同时，Lending Club 的贷款得到 Webbank 的担保，而 Webbank 本身是 FDIC 的下属机构，意味着部分得到了 FDIC 的支持和监管。另外一点，英美大多数的 P2P 平台均明确表示，要向传统商业银行学习风险控制的方法，这是建立在较好的征信体制的基础上的，P2P 平台只是降低了撮合信贷的交易成本。

P2P 公司业务上与传统银行存在竞争和合作关系。公司业务横向和纵向与银行有了很多交叉，和银行存在竞争关系。从单一的个人消费信贷变得多样化，包括医疗信贷，教育信贷；从单一的借贷业务扩展到投资理财业务。并且在顾客满意度远高于传统商业银行。以 Lending Club 为例，公司业务又与银行合作，由银行出资，完成贷款业务。

改善银行现有运营模式，完善金融体系。以大数据和风控系统作为核心竞争力的 Lending Club 已经对银行传统的借贷业务带去了最直接的冲击。P2P 将颠覆银行和顾客的关系，让银行更以“顾客

服务”为导向，提高金融行业效率。

专注公司优势，寻找与银行的平衡点。随着业务数量和风险不断上升，这一家 P2P 公司压力巨大，例如，Lending Club 目前的风控模式中对担保无要求，平台也暂时没有垫付金。OnDeck Capital 目前只有准备金，没有第三方担保。我们认为，单独的一家 P2P 可分担的资金压力和风险有限，未来借贷市场业务将出现分化。P2P 公司和银行以各自的优势专注于特定客户群体。Lending Club 专注个人小额贷款，OnDeck 专注小企业小额贷款，银行专注大额和风险复杂的信贷。

1.3 行业方向：横向拓展新信贷市场，纵向深挖居民理财需求

美国的 P2P 公司已经开始转型之路，横向上以拓展新信贷市场为主要方向。以 Lending Club 为例，一方面向公司业务发展，另一方面对个人贷款领域进行细分。从 Lending Club 发展路线上来看，2013 年涉足公司业务。2011、2014 年增加家庭装修（游泳池）和教育医疗类个人贷款。我们预计未来并购会是公司横向拓展的主要方式。

表 2：Lending Club 发展历程及并购

时间	事件	背景	影响
2007.5	Facebook 上线，通过“熟人圈子”发掘借贷业务	社交网络兴起；存贷利率差巨大	个人贷款新渠道
2007.9	脱离 Facebook，使用自身网站提供服务		从“熟人圈”转到所有人
2008.4	向 SEC 注册收益权凭证，投资业务暂时暂停	2008 金融危机	业务受到 SEC 监管；业务暂停期间平台自行垫付贷款资金
2008.10	与 FDIC 担保的 WebBank 合作，贷款资金由 WebBank 提供，Lending Club 只是提供平台		运营新模式确认，第三方监管更利于贷款质量把控，降低平台风险。
2009.3	个人退休金可投资 P2P		个人退休金市场巨大，有助于发展客户群。
2010.10	设立 Lending Club Advisor and Trust	个人网贷业务稳定	开发网络理财
2011.5	在个人信贷方面投资 200 万美元，建立游泳池贷款，用以刺激游泳池和 Spa 的销售。		个人消费信贷产品多样化，创新和营销手段。
2014.3	增加商业信贷服务，商业贷款的额度为 15,000 美元至 100,000 美元，期限为 1-5 年。		扩展业务到商业信贷，机遇伴随挑战.
2014 .4	公司收购 Springstone 公司，开始提供教育和医疗信贷服务		在个人信贷业务下，扩展教育和医疗领域。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

数据来源：www.lendingclub.com，东方证券研究所

纵向深挖居民理财需求，利用积累的大数据和顾客信任发展网络理财业务。2010 年 10 月，LC Advisors 作为 lending club 子公司成立。不同于母公司的网络借贷，LCA 专门为合格投资人提供投资管理服务。LCA 作为普通合伙人成立了五个投资基金，同时成立信托来管理这些基金。这些基金通过不同的投资策略来购买 Lending Club 发行的凭证。LCA 还为通过第三方机构在 Lending Club 平台上管理投资的合格投资人提供服务。

2. 领先 P2P 企业业务发展之路：Lending Club 与 OnDeck Capital 的比较

近期美国上市的两家 P2P 企业有明显不同。可以将两家视为个人消费信贷和小微企业信贷领域的领先者，相应而言，两家公司在业务上的战略发展也大为不同，简单看，Lending Club 更像互联网金融公司，OnDeck Capital 更像是具有大数据能力的小贷公司。**主要的差异表现在两个方面：1）客户不同，LC 主要借给个人，ONDK 主要借给小微企业；2）资金来源不同导致收入模式不同，LC 主要来自个人，公司收取平台交易费，交易费是公司主要业务收入，ONDK 主要来自高盛、Fortress 信贷集团等金融机构，息差是公司主要业务收入。**

表 3：Lending Club 与 Ondeck Capital 比较

	Lending Club	OnDeck Capital
商业模式	P2P	P2B
主要客户	个人	企业
收入来源	交易费	息差
核心竞争力	风险控制	风险控制+用户渠道

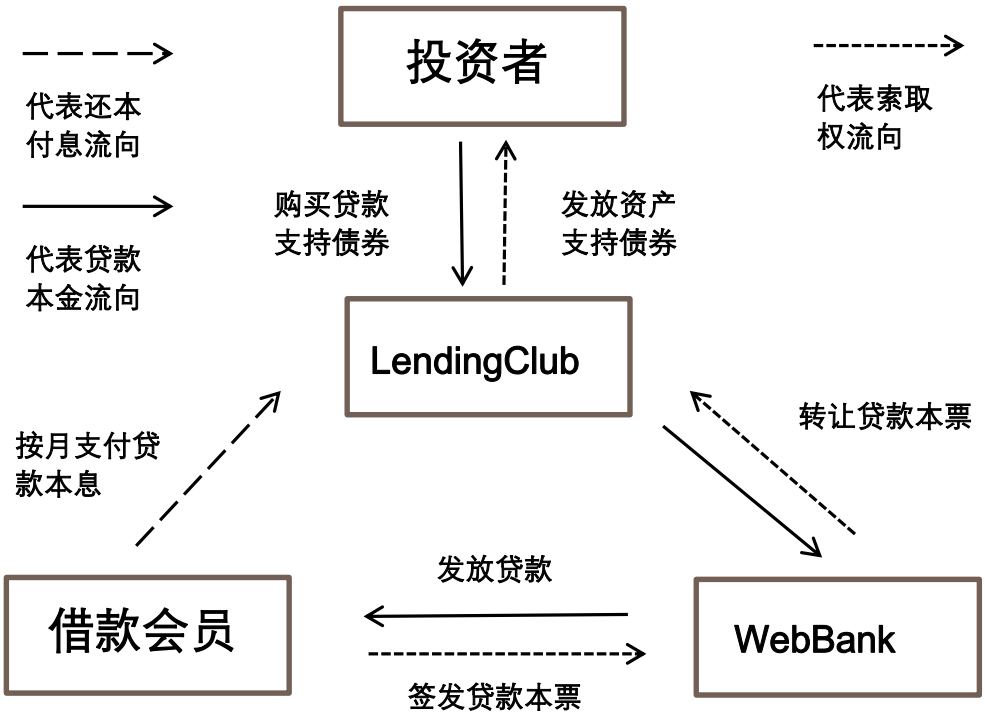
数据来源：招股说明书，www.lendingclub.com，东方证券研究所

2.1 Lending Club：最领先的个人消费 P2P 平台

公司的运营模式发展经过了三个阶段，本票模式、银行模式和证券模式。2007 年本票模式指，借款会员向 Lending Club 签发贷款本票。LendingClub 向借款会员发放相应金额的贷款并将借款会员签发的贷款本票转让给相应的投资会员。2008 年银行模式下公司通过 WebBank 收取贷款本票再转让给投资者，借款会员不再向 LendingClub 签发贷款本票。2008 年公司在 SEC 注册收益权凭证，签发会员偿付支持债券，投资者成为 Lendding Club 的债权人，摆脱了与借款人的直接债权债务关系，而投资者的收益仍取决于借款人的按期还本付息，具体见图。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 3：公司目前的运营模式



资料来源：招股说明书，网贷百科，,东方证券研究所

证券模式导致公司主要收入来源于借贷双方支付给公司的交易费，公司交易费占比高达 93%。其他收入来自服务费和管理费用，都只对投资者收取。根据借款时间和信用等级，借款利率从最低 6.8%到最高 30.2%。

表 4：Lending Club 各项费用说明

项目	说明
交易费	交易费是指在借贷交易发生时 Lending Club 向借贷双方收取的手续费用，用交易费除以借款额可以得到交易费率。
服务费	服务费率是向投资者收到的每笔本息款收取 1%的费用或根据投资者每月底在册的借款总资产收取最高年化 1.3%的费用，针对个人投资者。
管理费	管理费是 Lending Club 根据投资者的账户拥有的贷款资产情况按一定费率收取的费用，针对机构投资者。

数据来源：招股说明书，东方证券研究所

表 5：Lending Club 各项费用收取的标准

项目	2014 年中期占比	平均费率	收费时点	承担者

交易费	93.4%	4.31%	贷款投资达成时	借贷双方
服务费	3.7%	1%	借款人支付本息时	个人投资者
管理费	2.9%	0.975%	年底	机构投资者

数据来源：招股说明书，东方证券研究所

核心竞争力是基于美国征信系统和公司大数据的风险控制系统。预测性强的信用评级模型的基石是数据。Lending Club 主营业务是个人消费信贷，由于这类贷款具有金额小，数量大的特点，一般不会要求借款人提供担保，所以为了保证借贷质量，公司必须开发出一套预测性强的信用评级模型，其中数据决定了模型的输入。Lending Club 信用评价模型中数据来自美国征信系统，这直接保证了数据的准确性和权威性。

数据与业务的形成正反馈作用。1）更多的数据导入会带来更多的投资者，带来更多的业务，而业务将再次导入更多数据，带来正反馈。2）良好的公司业务记录可以增加投资者对公司的信任，从而降低对利率溢价的需求，降低公司成本。公司将提供更具吸引力的借贷利率吸引优质借款人。而这批优质借款人的信用记录会增强公司声誉，带来正反馈。

客户体验提升带来新增业务与客户黏性，这也是一大核心竞争力。与传统银行运营成本比较，Lending Club 完全避免了实体店的开销和准备金的要求，在其他开销上也低于传统银行。公司以快速放款、有效审核和更具有竞争力的利率提高服务水平，增强客户满意度。根据美国权威 average net promoter 数据，公司凭借 70（满分 100）客户满意度在个人信贷业务上获取第一，相比之下，credit union 只有 64，社区和州立银行在 48 和 21，公司优势明显。我们认为公司凭借 7 年的良好借贷记录已经形成了一定的顾客粘度，在短期无法被复制或超越，拥有稳定的行业地位。

表 6：Lending Club 客户满意度高

企业	平均推荐指数 （Net Promoter Score）
Lending club	70 以上
Credit union 信用社，“类银行”	64
Commuity banks 社区银行	48
Regional banks 州立银行	21
Creidt cards 信用卡	9
National banks 全国银行	3

备注：平均推荐指数：衡量顾客是否愿把某公司产品推荐给别人，衡量了顾客对公司产品服务的满意度和忠诚度。指数从-100 到 100 区间。

数据来源：http://www.medallia.com/net-promoter-score/，东方证券研究所

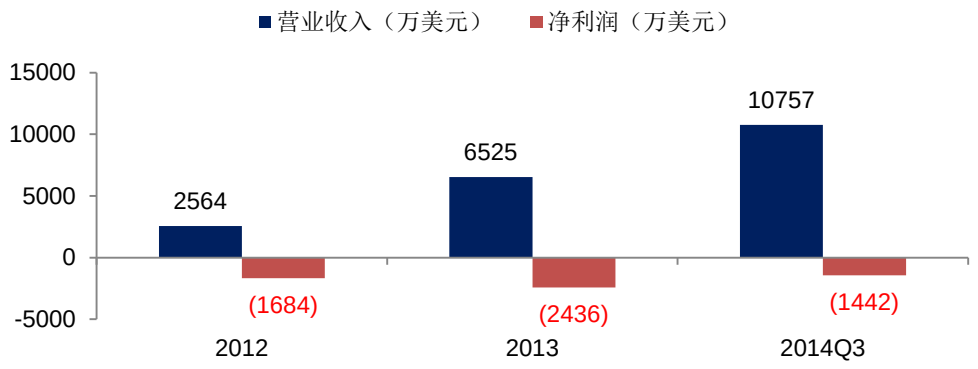
2.2 On Deck Capital：为中小企业融资的新型平台

公司解决了中小企业融资难问题。金融危机后，商业银行从部分中小企业贷款市场中撤出，美国中小企业融资难的问题日益凸显。银行在处理小型企业的贷款业务时，往往采用针对个人贷款的方法，

即甚少考虑企业本身的信用记录和发展前景，更多地以企业创始人或拥有者的信用记录为标准，这使得不少中小型企业不能顺利在银行获得贷款支持。公司创建了其独特的科技平台，从企业经营角度分析中小企业的用户数、现金流、销售额、客户满意度等方面的数据，判断企业的发展前景和偿债能力，并未企业进行信贷评分，为银行发放贷款提供更系统全面的依据。此外，On Deck 还采用电子支付等技术手段，极大简化了中小企业的融资流程。

公司的主要收入来自于息差。公司主要业务来自贷款的利息收入和贷款转让，其中贷款利息收入占总收入 96%。中小企业贷款金额从 0.5-25 万美元，贷款期限从 6 个月到 18 个月不等，借款利率在 17% -33%。2013 年 10 月，公司成立 OnDeck Marketplace，允许投资者将手中的贷款转让给第三方机构投资者，公司从中获取部分收益。截止到 2014 年 9 月，Marketplaced 的营收为 45.7 万美元，占总营收中 4%。

图 4：公司收入增长快速，盈利能力也在增强



资料来源：招股说明书，东方证券研究所

公司的主要资金来源为金融机构借款。公司用于放贷的资金主要来自与高盛、Fortress 信贷集团、Lighthouse Capital Partners VI, L.P. SF Capital 等金融机构签订的借贷协议。2012 和 2013 年底从这些机构获得资金 0.96 亿美元和 1.88 亿美元，融资成本从 4.7%到 16%不等。除此之外，公司在 2012 和 2013 年各发行 2 次公司债，分别为 800 和 1500 万美金。公司的上市有助于弥补融资渠道少这一问题。我们认为，签订协议的金融机构比起公司具有更强的议价能力，未来借贷成本可能上升，这也是公司上市筹资和进一步转型的主要原因。

表 7：公司主要资金来源为金融机构借款

单位：万美元	类型	到期日	利率（%）	2012	2013
融资类债				**9629**	**18829**
SBLP II Agreement	可循环	2014.7	7.8	580	8499
ODART Agreement	可循环	2015.8	4.7	—	5225
ODAC Agreement	可循环	2015.10	8.4	—	2437

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

SBAF Agreement	可循环		8.6	1028	1868
LH Agreement	可循环	2014.12	16	1065	—
SF Agreement	可循环	2014.12	16	1729	—
SSL&SA	可循环	2014.7	16	—	800
公司债				**800**	**1500**
Square 1 Agreement	可循环	2015.9	5	—	1500
Convertible Note		2015.3	6	800	

数据来源：招股说明书，东方证券研究所

公司的两大核心竞争力是风控系统和用户渠道。风控核心是贷前使用信用评估系统 OnDeck Score，贷后使用贷款损失准备金做担保。

1）风控第一道防护：独特的信用评估系统 OnDeck Score。

设置最低标准，隔离企业信用和企业人信用情况。具体标准如下：企业（不包括金融、NGO，政府机构）运行至少一年，过去的 12 个月内营业收入达到 10 万美元。同时，企业家个人信用需要在 500 分以上。但是只要企业达到了这一标准，个人的信用分数不会在 OnDeck Score 的计算中占很大的比例。通过大数据给出符合最低标准的企业打分 OnDeck Score，包括企业日常经营数据：客户数量、现金流、销售额和顾客索赔等。此外，企业用户还可以在 On Deck 平台上创建自己的主页，将网上银行、会计等在内的电子数据信息连接起来。在这种情况下，公司结合社交信息、税务以及行业数据进一部完善主页信息，最终可采用多达 800 项指标，在 4 小时内作出贷款决定。OnDeck Score 所有信息都公开在 Equifax 网站上。

2）第二道防护：贷款损失准备金

2012 年和 2013 年和 2014 年 9 月贷款损失准备金 1246、2657 和 4701 万美元，预计 2014 年全年可达 6268 万美金，三年内增长率达 71.3%，占总营业成本比例从 60%上升至 80%。截至 2014 年 9 月 30 日，这些贷款损失准备金占未偿还贷款的 9.4%。未来随着放贷规模的增长，公司预计这一比例将进一步增长。

表 8：公司营业成本主要来自于拨备（贷款损失准备金）

单位：万美元	2012	2013	2013.9	2014.9
贷款损失准备金	1246	2657	1630	4701
占营业成本比重（%）	60%	66.50%	63.40%	80%
营业成本	2076	3999	2570	5954

数据来源：招股说明书，东方证券研究所

用户渠道的开拓主要是利用第三方合作获取企业用户。除了自身的销售团队外，公司还引进了战略合作伙伴以及融资顾问。战略合作伙伴只需要将潜在用户介绍给公司的销售团队，充当“中介”牵线搭桥。而融资顾问直接帮助公司完成贷款。公司付给战略合作伙伴 2.5%的佣金提成；第三方融资顾问平均 7.5%的佣金提成。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

伴随规模和知名度扩大，公司自身营销能力快速增强，正在降低对第三方合作用户渠道的依赖度。战略合作伙伴渠道不具有排他性，公司与他们签的合同也是可以随时解约；并且行业联系紧密，当一家战略合作伙伴解约会诱发多家一起解约的情况。对于第三方融资顾问，风险更大更复杂。1）公司会因为他们在合同上的欺骗或者夸张名誉受到负面影响。2）第三方以个人利益为导向，对客户的信用审核不全面，给公司带来坏帐的可能性。3）当第三方掌握足够多的客户资源并且不再满足收取佣金，可能自发成立公司，形成竞争关系。近两年 OnDeck 减少对融资顾问的依赖，从放款数量上看，从 2012 年的 68%下降到了 29%，从放款总额上看，从 2012 年的 75%下降到 40%。

表 9：公司营销能力增强，降低对第三方合作用户渠道的依赖度

	2012	2013	2014.9
贷款数量（%）			
公司营销团队	23.4	44.1	54.3
战略合作伙伴	8.0	10.3	13.4
第三方融资顾问	68.6	45.6	32.3
贷款金额（%）			
公司营销团队	19.4	34.4	43.0
战略合作伙伴	5.5	9.2	12.7
第三方融资顾问	75.1	56.4	44.3

数据来源：招股说明书，东方证券研究所

3. P2P 平台的资本化之路：二级市场上市

3.1 LC 和 ONDK 的上市之路

无论是LC还是ONDK，在上市前均大量进行融资，股权分散，风险投资商而非创业者成为大股东。1）LC在上市前，不含天使轮投资的股权融资达到8轮，共计3.9亿美元；ONDK达到5轮，共计4.1亿美元；

表 10：Lending Club 历史融资与估值情况（单位：百万美元）

时间	融资金额	投资者	估值
2007 年 5 月	2	天使基金	
2007 年 8 月	10.26	NVP 和迦南创投	
2009 年 3 月	12	摩根塔勒风投公司	
2010 年 4 月	24.5	NVP、迦南创投、摩根塔勒风投和基础资本	
2011 年 3 月	25	合广投资和汤森路透集团	
2012 年 6 月	17.5	KPCB 和 John Mack(个人)	
2013 年 5 月	125	谷歌和基础资本	1600
2013 年 11 月	57	DST Global、Coatue Management	2300

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

2014 年 4 月	115	摩根士丹利、瑞士信贷、花旗等	3760

数据来源：招股说明书，东方证券研究所

2）从股权结构看，股权分散，风险投资商往往为第一大股东。其中Lending Club的股东中，Norwest Venture Partners和Canaan占比超过10%，持股5%以上的股东共4家，持股比例总计为45.5%；ONDK的第一大股东为PRE Ventures，持股5%以上的股东持股比例总计为52.5%。

表 11：Lending Club 上市前股权结构

股东名称	持股数量（万股）	持股比例（%）
Norwest Venture Partners	5082	14.0
Canaan VII	4565	12.6
Foundation Capital	3936	10.9
Morgenthaler	2849	7.9
总计	16432	45.5

数据来源：招股说明书，东方证券研究所

表 12：On Deck Capital 上市前股权结构

股东名称	持股量（万股）	持股比例
RRE Ventures	862	12.8%
Institutional Venture Partners	810	12%
Village Ventures	607	9%
SAP Ventures Fund I Holdings	568	8.4%
Google Ventures	353	5.3%
Tiger Global Private Investment	338	5%
总计	3538	52.5%

数据来源：招股说明书，东方证券研究所

3.2 对 P2P 公司的主要估值方法：市贷率

传统估值方法P2P行业并不适用，主要原因是P2P公司早期都不盈利，美国一般采用市贷率对此类公司进行估值。Lending Club2013年前未盈利，OnDeck Capital至今尚未盈利，传统的估值方法并不适用。以Lending Club计算，投资人对其公司价值的估值一直在年化当季借款额的0.8-1.0倍之间。

表 13：Lending Club 估值倍数变化（单位：百万美元）

指标	2013Q2	2013Q4	2014Q2
单季借款额	446	698	1006

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

机构投资者估值	1600	2300	3760
估值/年化借款额（单季*4）	0.90	0.82	0.93

数据来源：招股说明书，东方证券研究所

4. 对中国 P2P 市场的启示及投资建议

通过对海外P2P市场及公司的研究，我们认为，国内P2P公司也将迎来业务发展的高潮和融资高潮。与英美的差异主要表现在：P2P市场集中度低、行业监管缺失、金融市场发展水平低、征信体系不完善等。意味着中国P2P市场是与英美完全不同的市场。

表 14：中美英三国 P2P 市场比较

	中国	美国	英国
监管程度	无明确监管	SEC 明确监管	FCA 明确监管
金融行业	欠成熟	成熟	成熟
竞争格局	机构众多，规模不等	两家占据 96%份额	已形成行业领头梯队
服务对象	企业和个人区分度不清晰	有明确区分	有明确区分
运营模式	模式混乱，不清晰	发行收益权凭证，由银行取得贷款本票	平台充当银行角色借贷
个人对风险的认识	弱，习惯刚性兑付	强	强
风控渠道（前）	主要是线下尽调	信用评级，严格审核	信用评级，严格审核
风控渠道（后）	模式不一，部分企业为出借人做担保	第三方担保	保证金管理
商业信任	不强调	强调	强调
个人信任	强调	强调	强调
全国征信体系	不完备	完备	完备

数据来源：东方证券研究所

我们对我国P2P市场发展我们看法如下：

1）鉴于P2P市场集中度低，小型P2P企业借助资本、资源和技术的优势，有望崛起，后续P2P行业洗牌的可能性较大，二级市场上市公司介入P2P后发展机会仍大。

2）鉴于征信体系不完善、行业监管缺失，具有风控能力的金融机构背景P2P公司、具有基础资产能力的垂直场景类P2P公司、大数据类P2P公司具备优势，独立的P2P平台除了先发优势外其他竞争优势不明显。

在投资建议上，我们继续看好背靠金融机构模式的代表公司中国平安及民生银行；基于交易场景模

式的代表公司包括世联行、三六五网、上海钢联；以及基于数据模式包括用友软件、广联达。

表 15：P2P 行业模式介绍

类型	代表公司	运营模式
背靠金融机构	平安陆金所、民生易贷等	发售理财产品、资金投向背靠机构的类贷款业务，投资者成为该业务的资金来源方。
独立的 P2P 平台	拍拍贷、人人贷、宜信等	投资者自主选择借款对象，平台负责借款人资质审核。纯线上模式下借款和投资都在平台上进行，平台差异化担保或不担保；线上线下结合模式下借款在线下进行，平台通过线下方式实现风控尽调、平台或第三方提供担保。
基于交易场景开展 P2P 业务	世联行、三六五网、腾邦国际、上海钢联等	投资者通过购买企业平台的理财产品借款给企业产品的消费者，企业负责贷款审核，贷款一般有抵押，实质是企业引入第三方资金提供消费贷款；或者是企业引导投资者资金投向交易合作方。
基于数据的模式	用友软件、广联达	企业通过给客户提供软件平台或者交易平台，有效积累了用户数据， 通过 P2P 实现客户数据有效变现。

数据来源：公司网站，东方证券研究所

5.风险提示

P2P 行业系统性风险：不良大范围出现。经济长期低迷，可能引起不良贷款的大范围爆发，P2P 行业难以独善其身。

监管风险。P2P 行业目前监管缺失，未来可能会有监管政策出台，导致行业发展存在不确定性。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究仅供本公司的客户使用。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。本报告的全体接收人应当采取必备措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址： 上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼
联系人： 王骏飞
电话： 021-63325888*1131
传真： 021-63326786
网址： www.dfzq.com.cn
Email： wangjunfei@orientsec.com.cn