

## 互联网金融研究系列

### P2P 行业专题之三：路演高频问题解答



**东方证券**  
ORIENT SECURITIES

#### 报告起因

2014 年末，东方证券互联网金融小组陆续推出两篇 P2P 行业深度报告，近期从与大量机构投资者的交流反馈来看，大家对国内外监管差异、运行模式、信用风险承担等问题尤为关心。针对路演高频问题，我们特此撰写第三篇报告，一并梳理解答。

#### 核心观点

- 美国与中国 P2P 行业的经营环境，存在较大的差异。美国 P2P 行业由 SEC 监管、征信体系完善、投资者风险意识强。国内 P2P 企业多采取线上线下相结合的方式开展业务，这是由双方业务的开展环境决定的。
- 目前已有上市公司逐渐涉足 P2P 业务，利用其自身在原有业务的积累，无论是在获客、定价和风控端都有更好的基础。鉴于征信体系不完善、行业监管缺失，目前更看好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。

#### 投资建议与投资标的

- 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。

#### 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 09 日

#### 证券分析师

#### 互联网金融研究小组

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

竺劲

021-63325888\*6084

zhujing1@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860514060003

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

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 2015-01-05

互联网金融研究系列 P2P 行业：新蓝海，各路显神通 2014-12-11

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声明。

## 目 录

|                                             |          |
|---------------------------------------------|----------|
| <b>关于美国 P2P 行业 .....</b>                    | <b>3</b> |
| 为何美国 P2P 行业集中度较高？有何进入壁垒？ .....              | 3        |
| <b>关于 Lending Club .....</b>                | <b>3</b> |
| 1. 为何不是直接放贷，而是要通过 Webank 的通道？ .....         | 3        |
| 2. 公司自身的打分评价系统，是否能构成核心竞争力壁垒？ .....          | 4        |
| 3. 平台本身是否承担信用风险？如果不良大范围爆发，会对公司产生什么影响？ ..... | 4        |
| 4. 平台历史的增速和未来两年的增速情况？ .....                 | 4        |
| 5. 公司盈利情况如何？为何 2014 年仍然亏损？ .....            | 5        |
| <b>关于国内 P2P 行业 .....</b>                    | <b>5</b> |
| 1. 目前监管体系如何？ .....                          | 5        |
| <b>关于国内 P2P 公司 .....</b>                    | <b>5</b> |
| 1. 用友软件开展 P2P 业务，是否存在优势？ .....              | 5        |
| <b>风险提示 .....</b>                           | <b>6</b> |

## 图表目录

|                                         |          |
|-----------------------------------------|----------|
| <b>图 1：Lending Club 业务模式演进 .....</b>    | <b>3</b> |
| <b>图 2：Lending Club 放款流程 .....</b>      | <b>4</b> |
| <b>图 3：Lending Club 单季度贷款发放金额 .....</b> | <b>5</b> |

## 关于美国 P2P 行业

### 为何美国 P2P 行业集中度较高？有何进入壁垒？

美国的 P2P 行业为双寡头垄断市场，LendingClub 和 Prosper 两家份额合计 96%；LendingClub 是行业龙头。监管严格、准入门槛高形成了美国 P2P 行业现有的竞争格局。

2008 年 3 月，美国证券交易委员会认定为 P2P 平台发布的资产支持债券，为证券类产品，需要在 SEC 注册；此外还需要在各个州的证券监管部门登记，以得到向该州居民发售受益权凭证的资格。2008 年 4—10 月期间，为了在 SEC 进行注册，Lending Club 暂停向放款人出售受益权凭证，而以自有资金发放贷款。但受制于自有资金规模限制，贷款规模增长缓慢。直至 2014 年 IPO 前，Lending Club 在部分州内仍不允许开展业务。IPO 后，可以在全美境内开展业务。

图 1：Lending Club 业务模式演进



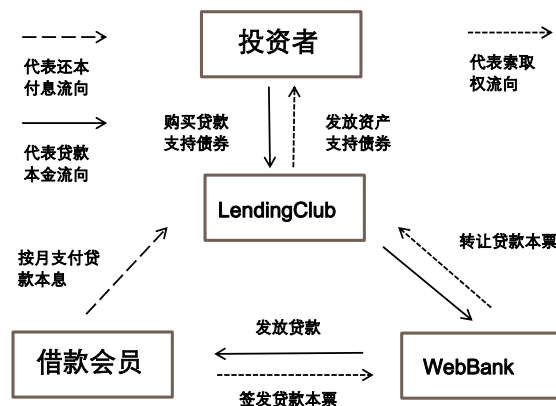
数据来源：融 360 网，东方证券研究所

## 关于 Lending Club

### 1. 为何不是直接放贷，而是要通过 Webank 的通道？

借款人与投资者未发生直接的借贷关系；而有 Webank 进行筹备、拨款和分发贷款制对应的借款人手中。Webank 在贷款完成后，将受益权转让给 P2P 平台；P2P 平台再按放款人最初在平台上的认购份额进行分割售卖。

这类模式的优点在于：1) Webank 作为实际放款人，统一集中投资者的债券追偿权。2) 贷款受益权有证券特征，从而纳入 SEC 监管。

**图 2：Lending Club 放款流程**


数据来源：东方证券研究所

## 2. 公司自身的打分评价系统，是否能构成核心竞争力壁垒？

Lending Club 自身的打分与决策系统，是公司竞争力的有效支撑。公司采用 FICO 打分系统进行客户的初步筛选后，利用更多的用户行为与交易数据，以及自有的打分以及信贷决策模型对客户进行进一步评估，以制定差异化的融资条款。这样的数据搜集与模型系统要能够去适应经济周期的波动以及融资者千差万别的状况，其成熟需要大量的积累，从 FICO 长期垄断美国个人征信打分业务也可以看出，相关的评价系统有着很高的门槛与壁垒，也对 P2P 业务的开展起到关键性的支撑作用。

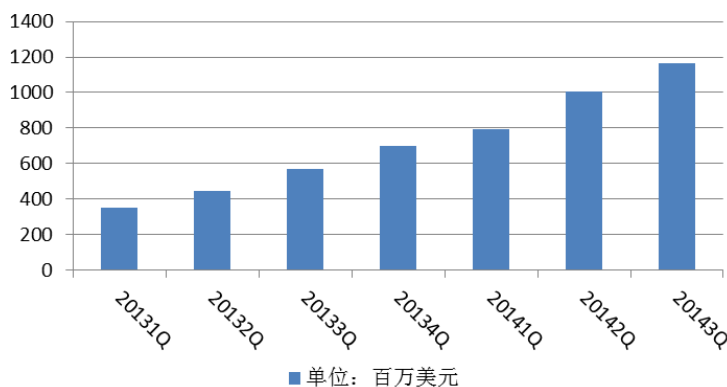
## 3. 平台本身是否承担信用风险？如果不良大范围爆发，会对公司产生什么影响？

投资者通过 lending club 放出的贷款不受第三方担保，或政府机构支持，如果发生违约，相应的损失将由用户承担。

不良发生后，会直接影响投资者的本息回收；进而影响平台未来对投资者的吸引力及业务增长。为了保护投资者的利益，Lending Club 要求投资者分散化、多元化其在平台的投资组合。扣除信用成本和平台服务费后，投资者的平均投资回报率在 5%--10% 之间。

## 4. 平台历史的增速和未来两年的增速情况？

公司单季度贷款余额保持快速增长，2013 年一季度至 2014 年三季度，季度复合增长率达 22%。公司 IPO 后，可在全美境内开展业务。预计未来贷款流水仍能保持较高增速。

**图 3：Lending Club 单季度贷款发放金额**


数据来源：东方证券研究所

## 5. 公司盈利情况如何？为何 2014 年仍然亏损？

公司自成立以来，2013 年首次盈利。2013 年公司放款金额 20.6 亿元，收入合计 9700 万美元，净利 730 万美元。

2014 年 1—3Q，放款金额 29.62 亿美元，收入 1.4 亿美元，亏损 2386 万美元；期间，公司计提股权激励相关费用约 2600 万美元。若将该部分费用调整，公司 1—3 季度盈利约 300 万美元。

公司主要的收入来自于贷款发生时的交易费，单季发放贷款金额是决定公司盈收的重要指标。

## 关于国内 P2P 行业

### 1. 目前监管体系如何？

目前国内尚无明确 P2P 监管体系。2014 年 8 月，时任央行副行长刘士余曾指出“P2P 网贷有两条不能触碰的底线，一条是非法吸收公共存款，另一条是非法集资。

预计伴随着整个行业规模的持续增加，2015 年相关监管框架将逐渐明朗。

## 关于国内 P2P 公司

### 1. 用友软件开展 P2P 业务，是否存在优势？

用友网络 14 年 10 月上线了 P2P 平台友金所，目前平台累计交易金额超过 1.9 亿元。目前该平台尚未与 ERP 软件进行对接，采取的是在线和线下调查作为风控手段。未来友金所最大的潜力和独特优势在于未来对接 ERP 软件及云平台后，平台可以获取用户进销存、财务等数据作为征信与风控的手段，通过在线的方式准确地对贷款用户进行风险分析。

友金所通过提供 P2P 服务，可以合理合法地获得用户运营数据的使用授权，国内绝大多数 P2P 平台发展的最大掣肘就是由于无法有效辨别贷款方信用风险导致整体运营成本过高。而用友

目前拥有约 160 万家中下企业用户，公司计划在 2018 年扩展 1000 万家小微企业云服务用户，如果按保守测算，P2P 业务 5% 的转换率计算，则意味着融资规模有望达到百亿。

## 风险提示

**P2P 行业系统性风险：不良大范围出现。**经济增速放缓，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。

## 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