

P2P 金融去泡沫的季节即将开始

林采宜 尹俊杰

【主要结论】

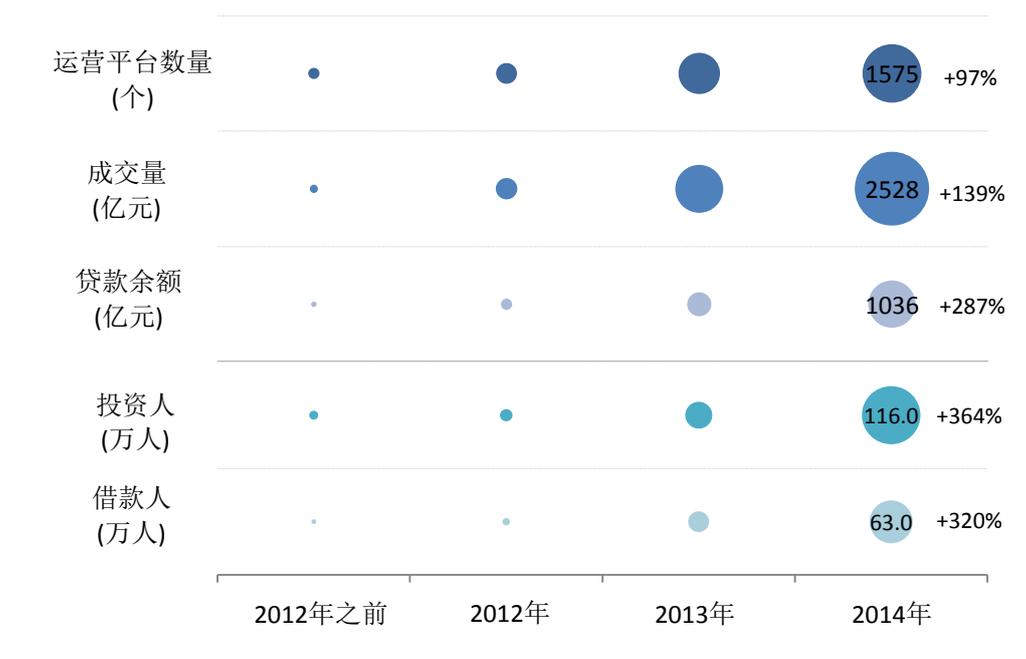
- 1、融资者资信不透明使 P2P 网贷融资的担保费、平台费等非息费用高企,大幅推高了 P2P 融资者的实际融资成本。**近 4000 万企业、商家成为人行征信体系的“陌生人”,而其中大多为小微企业。作为 P2P 网贷主要融资主体,众多小微企业资信情况并不透明。信用状况数据的缺乏使得 P2P 平台缺乏有效风控手段,只能通过引入收费高昂的外部担保来降低融资风险,从而导致非息费用高企:目前近半数 P2P 平台实际融资成本率在 20%以上,已超过线下小贷公司和民间借贷的平均利率。
- 2、在目前的利率水平下, P2P 网贷平台的商业模式不可持续。**目前小微企业净资产的利润率普遍 5%~8%,远远低于 P2P 平台的资金获得成本,因此, P2P 平台很难成为小微企业获取信贷资金的长期来源, P2P 平台周期性“倒闭潮”等潜在风险倒是与日俱增。
- 3、2015 年随着行业周期的风险积聚、爆发和监管政策的趋严, P2P 网贷行业将出现明显的洗牌和“去泡沫化”。在 P2P 网贷“剩者为王”的时代,资产端风险定价能力将成为平台最核心的竞争力。长期来看,能否在风控、定价方面形成差异化竞争优势,将成为网贷平台生存和发展的根基。因此,资产端向垂直细分领域下沉将成为趋势。**

一、P2P 网贷行业高速发展，资本流入呈井喷式增长

(一) 2014 年，P2P 网贷行业多项指标实现翻番

据统计，2014 年全国网贷平台成交量和期末贷款余额分别突破 2500 亿元和 1000 亿元，运营平台数量已达 1575 家，年内共计 116 万投资者和 63 万融资者使用 P2P 网贷平台交易。与 2013 年相比，运营平台数量同比增长 97%，其他上述指标同比增长均在 1.3 倍以上¹。

图 1：P2P 网贷行业规模快速增长，2014 年多项指标同比翻番



数据来源：网贷之家，国泰君安证券研究

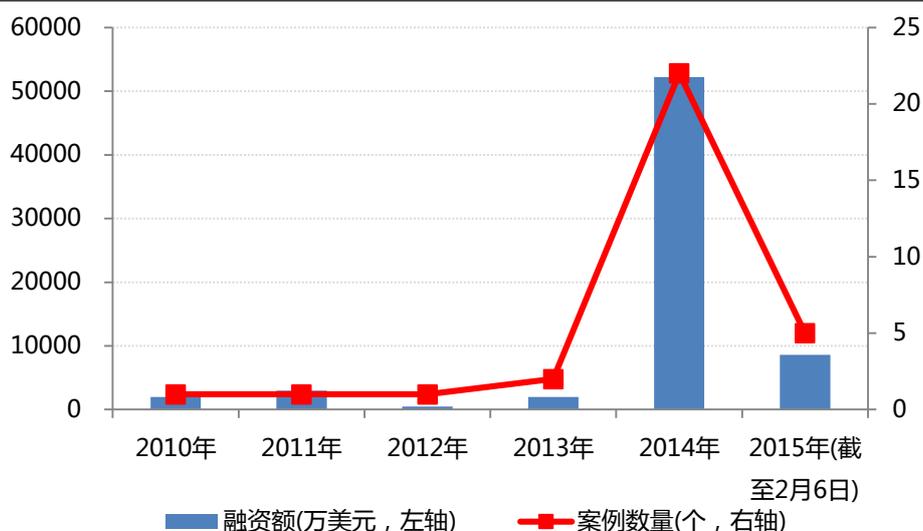
(二) 各路资本抢滩 P2P，资本流入呈井喷式增长

随着网贷行业规模的井喷，P2P 平台逐渐成为 PE/VC 的投资热点，成功获得融资的平台数量和融资规模均呈爆发式增长。据不完全统计，2014 年以来至少已有 27 家 P2P 平台获得 A 轮及以上的融资，融资额总计约 6.83 亿美元（其中 2014 年达 5.22 亿美元）。按照相同口径统计，2010~2013 年期间 P2P 平台 PE/VC 融资额仅 7456 万美元左右²。

¹ 数据来源：网贷之家，统计截至 2015 年 2 月 6 日。

² 数据来源：根据投资界 (PEdaily.com)、IT 桔子 (itjuzi.com)、Wind 资讯以及相关 P2P 网站信息综合统计，仅统计 A 轮及以上的融资案例，截至日期：2015 年 2 月 6 日；如无特殊说明，下同。融资额已按照公布时间同期汇率，换算至美元单位。对于仅宣布成功融资但未公布具体数额的平台，如陆金所、翼龙贷等，未纳入统计。

图 2：2014 年以来获得融资的平台数量和 P2P 行业融资总额均呈现井喷式增长



数据来源：根据投资界 (PEdaily.com)、IT 桔子 (itjuzi.com)、Wind 资讯以及相关 P2P 网站信息综合统计，国泰君安证券研究

2014 年以来 P2P 平台融资额明显提升。2010~2013 年期间，融资额达到或超过 1000 万美元的项目约 4 个，其中宜信网第二轮融资额最高，约 3000 万美元。而 2014 年以来，至少 25 个项目融资额达到或超过 1000 万美元，其中超过 3000 万美元的项目共计 7 个，尤其是人人贷的母公司获得 1.3 亿美元 A 轮融资，超过 Google 对 Lending Club 投资的 1.25 亿美元，刷新了全球 P2P 平台融资之最。

除了 PE/VC，银行、上市公司、券商等机构也纷纷涌入该领域，网贷行业受到各路资本追捧。机构参与 P2P 平台的模式逐渐多元化：一是通过所在集团设立独立的 P2P 平台，如陆金所；二是独立自建 P2P 平台，如小企业 e 家、搜易贷等；三是抱团合建 P2P 平台，如前海理想金融、鹏鼎创盈等；四是通过子公司投资入股新建的 P2P 平台，如开鑫贷、投哪网等。

表 1：部分银行系、上市公司系、券商系 P2P 网贷平台梳理³

银行系		上市公司系		券商系	
平台名称	涉及银行	平台名称	涉及公司	平台名称	涉及券商
陆金所	平安银行	好又贷	勤上光电	投哪网	广发信得
民生易贷	民生银行	前海理想金融	凯恩股份等		
e 融 e 贷	兰州银行	腾邦创投	腾邦国际		
小企业 e 家	招商银行	搜易贷	搜狐		
金开贷	国开行 (陕西)	招财宝	阿里 (小微金融)		
小马 Bank	包商银行	房金所	新浪、宜居中国		
齐乐融融 E 平台	齐鲁银行	凤凰网	凤凰卫视		
融 e 信	江苏银行	中瑞财富	瑞通贸		
白领融	宁波银行	银湖网	熊猫科技		
		友金所	用友软件		
		鹏鼎创盈	沃尔核材等		
		黄河金融	万好万家		

数据来源：网贷之家及平台网站，国泰君安证券研究

³ 如无特殊说明，排名不分先后，下同。

（三）行业估值攀高，估值膨胀已经超过互联网上市公司市值增长

2014 年以来，PE/VC 对 P2P 网贷行业的平均估值呈上升趋势，估值膨胀已连续两个季度大幅超过互联网金融上市公司的市值增长⁴。2013 年底，P2P 行业平均估值 9216 万美元，互联网金融上市公司平均市值 26.55 亿美元，2014 年四季度 P2P 行业平均估值达 1.36 亿美元，增长 47.67%，高于同期互联网上市公司平均市值（同期互联网金融上市公司市值增长率为 3.51%）。

表 2：P2P 行业平均估值迅速提升，并明显高于互金上市公司平均市值的增长

	P2P 行业平均估值 ⁵ (万美元)	估值增长率 ⁶	互金上市公司平均市值 ⁷ (万美元)	市值增长率
2010~2013 年	9216		265453	
2014 年一季度	8000(剔除人人贷影响)	-13.19%	256916	-3.22%
	56000(含人人贷)	507.64%		
二季度	11707	27.03%	245200	-7.63%
三季度	5200	-43.58%	253093	-4.66%
四季度	13609	47.67%	274766	3.51%

数据来源：国泰君安证券研究

二、融资者资信不透明导致网贷综合融资成本高企，小微企业难以长期承受

（一）小微企业是目前网贷行业的融资主体

小微企业融资周期短、金额小、频次高、时间急，但市场上传统金融机构缺乏符合其信贷需求特点的产品与服务，小微企业逐渐转向通过网贷平台融资，其“融资难”的问题一定程度上得以缓解。目前，小微企业短期资金需求已成为网贷行业资产端的主要需求，多数平台人均融资额在 100 万以下（56.7%），融资周期多在 3 个月以内（65.2%）。

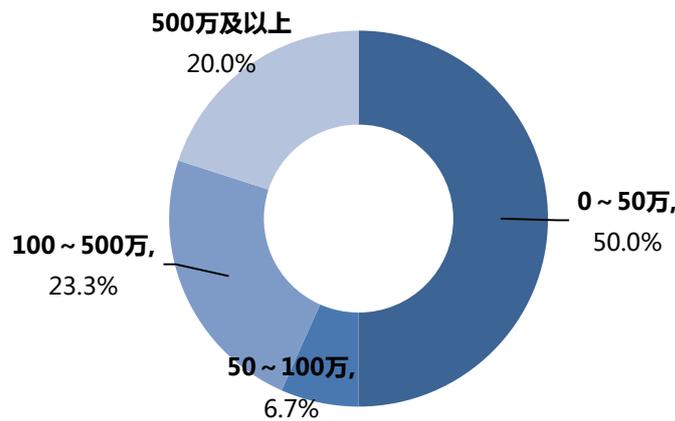
⁴由于发展模式迥异，目前国内尚未形成统一、明确的 P2P 平台估值逻辑。早期 PE/VC 投资更侧重于考察创业团队的实力和企业商业模式的优劣，所投资金一般占创业公司股权的 5%~20%；至 B 轮的投资才会逐渐参考交易量、用户量、市场份额及各种风控指标等。因此，本文根据各平台 A 轮融资额，并按照 12.5% 的股权平均占比，测算 P2P 网贷行业平均估值。

⁵ 仅统计国内 P2P 平台已公布的 A 轮融资数值，并按股权占比平均 12.5% 测算平台估值（采用简单平均法）。

⁶ 增长率均以 2013 年底为基准。

⁷ 互金上市公司市值根据期末板块成份个股总市值计算；同时，为保持与 P2P 行业平均估值计算方法一致，在测算互金上市公司平均市值时也采用了简单平均法。

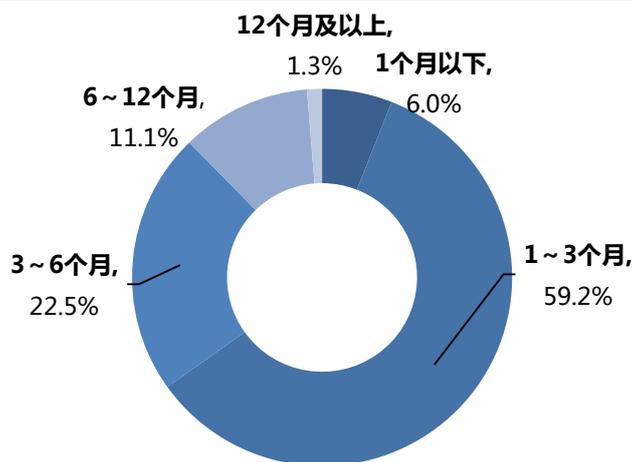
图 3：互联网 P2P 平台人均融资额



数据来源：网贷之家，国泰君安证券研究

注：样本为 2014 年四季度交易额 TOP30 的网贷平台。其中，人均融资额 500 万及以上的平台融资者普遍不足 100 人，因此平均值较高。

图 4：互联网 P2P 平台平均贷款期限



数据来源：网贷之家，国泰君安证券研究

（二）资信不透明导致综合融资成本高企，其中非息费用占比较高

根据工商总局数据显示，截至 2013 年底全国工商登记注册企业 1527.8 万户、个体工商户 4564.1 万户，已被人行企业征信系统覆盖的仅占 32%，仍有近 4000 万的企业、商家成为人行征信体系的“陌生人”⁸，而其中大多为小微企业。缺乏融资主体资信数据目前是网贷平台资产风险管理所面临的最主要问题。

由于融资主体资信透明度低，引进担保公司、收取高额担保费和平台费成为 P2P 网贷平台控制风险的主要手段，融资者除了支付投资人的利息，还要支付给 P2P 平台借款服务费、分期服务费、期初服务费等平台费用以及各种担保费用，由此造成综合融资成本的大幅上升。以融资 10000 元、12 个月为例，根据借款人信用等级高低和抵押或质押物的不同，在宜人贷、人人贷、陆金所等部分平台的融资成本大约在 660~2219.9 元之间；按照等额本息还款方式测算，借款人综合贷款利率在 11.97%~29.14%之间。三个平台综合贷款利率的上限均超过 25%，其中宜人贷融资成本的上限较高，达 2219.9 元，对应的年化利率超过 29%。其中平台费、担保费等非息费用占比在总融资成本中占比为 34%~70%。

⁸ 数据来源：《互联网金融时代的征信体系》。

表 3：部分平台融资总成本及其中非息费用占比测算

	宜人贷（线上）	人人贷（信用标）	陆金所
贷款本金（元）	10000	10000	10000
贷款期限（月）	12	12	12
还款总额（元）	10866.4 ~ 12219.9	10660 ~ 11556	11420.81 左右
融资总成本（元）	866.4 ~ 2219.9	660 ~ 1556	1420.81 左右
其中，非息费用	300 ~ 1648	120 ~ 420	991.07 左右
非息费用占比	34.6% ~ 74.2%	18.2% ~ 27.0%	69.8%左右
按照等额本息计算的借款人综合贷款利率	15.63% ~ 29.14%	11.97% ~ 27.58%	25.26%左右

数据来源：相关平台网站，国泰君安证券研究

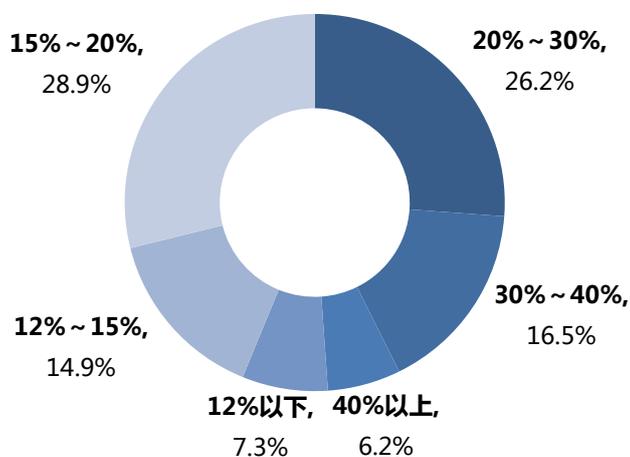
注：1、还款总额依据借款人信用等级不同、担保物不同而有所变化；非息费用主要包括平台费（含、借款服务等）和担保费用。相关测算结果仅供参考。

2、宜人贷数据取自其线上产品借款计算器（分别按照信用资质良好和一般测算）；人人贷数据按照其借款费用说明计算；陆金所融资总成本取自其借款计算器，其中担保费=融资总成本-利息（以平均利率 7.84%等额本息推算）。

3、按照 2015 年 2 月 27 日相关网站发布计费标准统计。

根据《2014 年中国网络借贷行业年报》披露的数据，2014 年近半数 P2P 平台实际融资成本在 20%以上，高于线下小贷公司和民间借贷的平均利率⁹。

图 5：P2P 平台综合收益率



数据来源：《2014 年中国网络借贷行业年报》，国泰君安证券研究

（三）小微企业难以长期承受高昂的融资成本

随着经济增长放缓，劳动力成本、资金等多重压力增大，目前中小微企业净资产的利润率仅 5%~8%，但财务费用却增加明显。2014 年上半年，规模以上工业企业财务费用同比增长 16.5%，其中小微企业财务费用增长 17.5%（鉴于风险考量，目前银行对中小企业的贷款利率普遍上浮 30%以上）¹⁰。

⁹根据温州·中国民间融资综合利率指数，截至 2015 年 2 月 6 日全国地区性民间借贷综合利率为 18.18%，小贷公司平均利率仅 17.39%。

¹⁰ 数据来源：《2014 年中国工业经济运行上半年报告》。

三、在目前的利率水平下，网贷业务的商业模式不可持续

（一）融资成本畸高抑制了有效融资需求，资产端明显供给不足

截至 2014 年底互联网理财用户已达 7849 万人¹¹，即便其中仅有 10% 风险偏好较高、愿意尝试 P2P 理财，也将提供 784.9 万人的潜在市场。P2P 投资者规模高速增长，且发展空间巨大。2014 年，网贷行业融资者人数 63 万人，同比增长 320%，而投资者人数达 116 万人，同比增长 364%，高出前者 44 个百分点。网贷投资者与互联网理财用户的客户基础较为相似，据统计。

图 6：P2P 网贷投资者发展空间巨大



数据来源：国泰君安证券研究

但与此相比，有效的融资需求明显不足，P2P 平台上优质融资标的“僧多粥少”，目前满标¹²用时日益缩短，投资者“资金站岗”¹³现象普遍。2015 年 1 月份，在网贷之家统计的 31 个样本平台中，20 个平台平均满标用时不足 1 分钟，占比达 64.5%。其中 10 个平台投资者的资金闲置周期¹⁴超过 4 天（含），占比 32.2%。

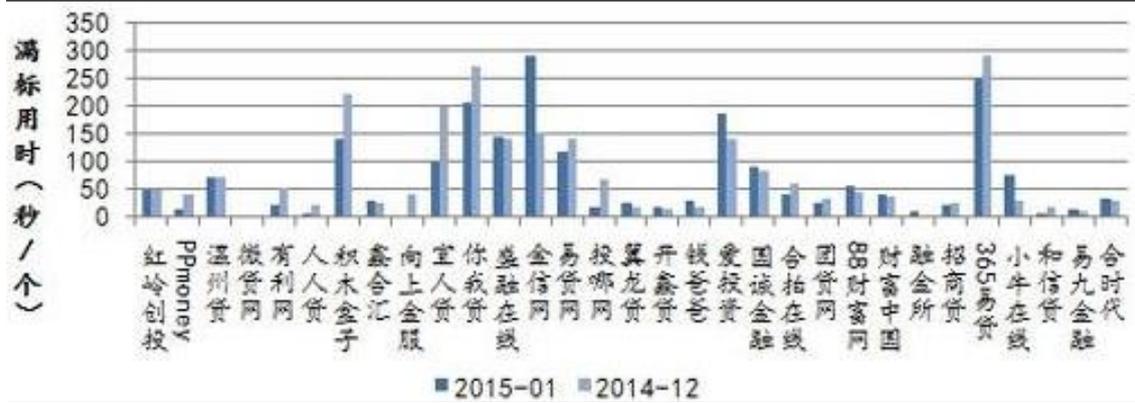
¹¹ 数据来源：《第 35 次中国互联网络发展状况统计报告》，中国互联网络信息中心（CNNIC）。

¹² 满标是指一个融资项目在设定期限内足额筹集到所需资金。

¹³ 资金站岗是指投资者将资金充值到网贷平台投资账户后，由于平台无标可投，或者没有符合客户要求的标的，使资金闲置，无法获得相关受益。融资标的少和平台人气不足是出现资金站岗的两大原因，下文分析中选取平台均为满标用时较短、交投活跃的平台，以此排除了人气不足的原因。

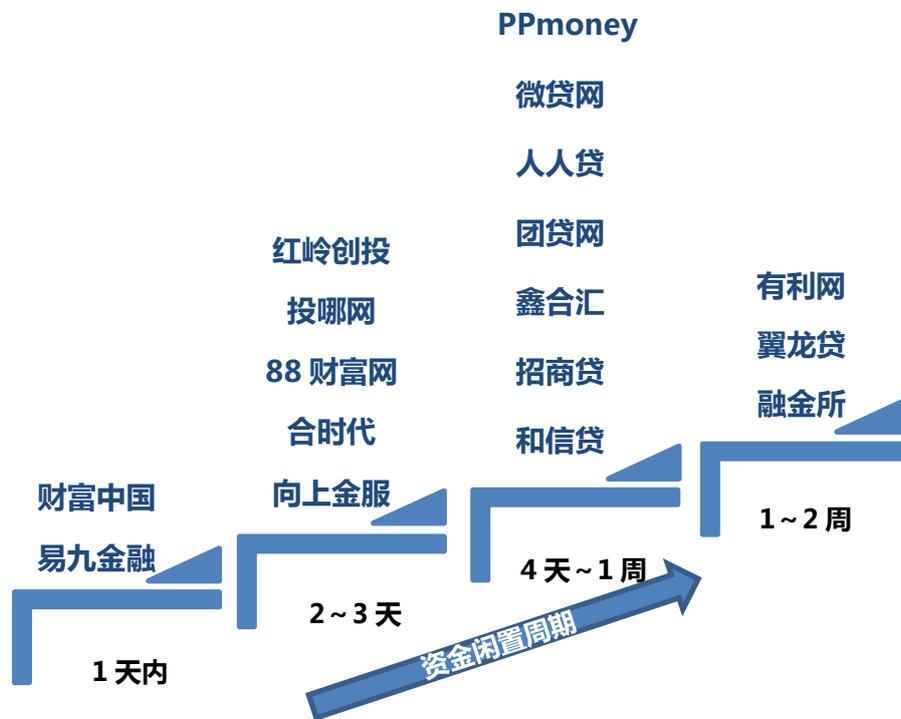
¹⁴ 数据来源：网贷之家（资金站岗时间数据来自相关平台用户评价，分为 1 天内、3 天内、1 周内、2 周内和超过 2 周）。

图 7：在 31 个样本平台中，64.5%的平台平均满标用时低于 1 分钟



数据来源：网贷之家

图 8：上述满标用时不足 1 分钟的平台中，有近 1/3 的平台资金闲置周期在 4 天 (含) 以上



数据来源：网贷之家，国泰君安证券研究

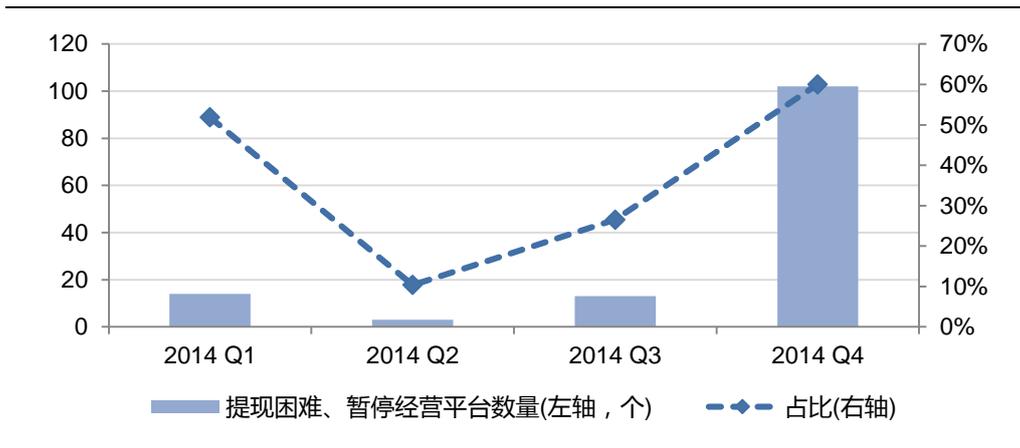
注：由于网贷之家并未开鑫贷、钱爸爸相关数据，故此图未包含这两个平台。

由于有效融资需求不足，优质资产拓展难度日益加大，成为困扰网贷行业发展的一个重要原因。对于部分已获得融资的平台，注入资本难以转化为业务规模的高速增长。

(二) 违约风险爆发导致 P2P 平台出现“倒闭潮”

目前经济增长放缓，小微企业经营环境进一步恶化，网贷平台风控问题日益凸显。2014 年下半年以来，因风控等管理问题导致限制提现或暂停经营的平台数量不断增加。尤其是，2014 年四季度网贷行业屡屡爆出大额违约事件，引发 P2P 平台出现“倒闭潮”。问题平台数量达 170 个。其中排除诈骗、跑路平台后，共有 102 个平台出现提现困难或暂定运营等管理问题，占比达 60%。

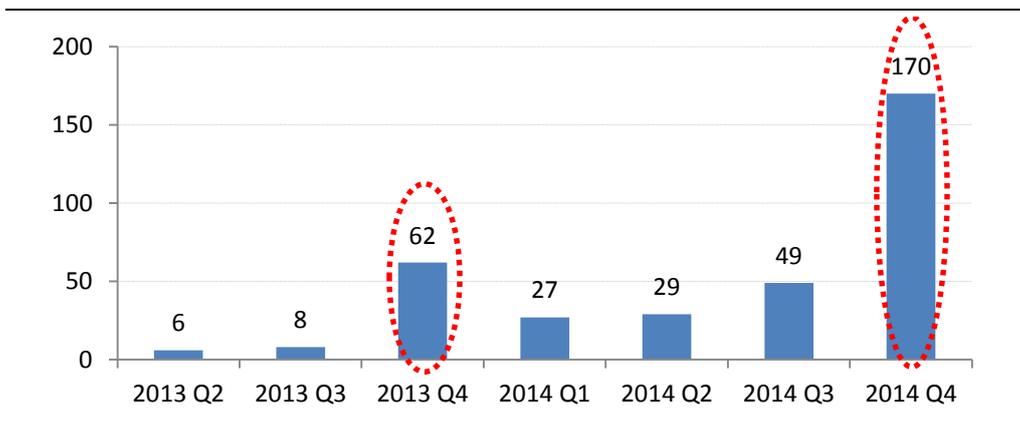
图 9：限制提现或暂停经营的平台大幅增长



数据来源：网贷之家，国泰君安证券研究

注：占比指在同期问题平台中的比例。

图 10：问题平台数量激增，周期性“倒闭潮”出现



数据来源：网贷之家，国泰君安证券研究

四、违约风险引爆将导致行业重新洗牌,资产端向垂直细分领域下沉将成为趋势

（一）竞争压力增大，合规门槛提升，P2P 网贷行业面临洗牌

由于缺乏准入门槛、行业标准和有效监管，部分 P2P 平台以资金池形式非法集资，造成高收益的“庞氏骗局”，将 P2P 网贷变成犯罪分子的诈骗渠道，严重冲淡了 P2P 行业中正规企业的社会地位和品牌价值。尤其是 2014 年，以圈钱欺诈为目的的“伪 P2P 平台”明显增加，“跑路”的平台达 114 个，同比增长 75.4%；在全部问题平台中，“伪 P2P 平台”占比已达 41.5%。

与此同时，部分银行、券商、上市公司等资本大鳄已在抢滩 P2P 平台，在产品严重同质化的情况下，由于竞争激烈，P2P 平台的获客成本大幅提升。目前获取一个注册用户的成本约 60~80 元，一般转化率约 10%，按此估算，一个有效投资客户的获客成本达 600~800 元¹⁵，其运营成本压力可见一斑。

¹⁵ 数据来源：《P2P 这个冬天特别冷》，第一财经日报。以往 P2P 平台获得一个有效投资客户的平均成本在 500 元以下

由于网贷行业风险频发，2015 年将成为监管之年。预计 P2P 平台的准入门槛、风控要求都会进一步明确和提高，网贷行业将面临重新洗牌。不达门槛、违规操作、经营不善的网贷平台将淘汰，资金端、资产端、资本端将在网贷市场重新分布，P2P 行业消肿去泡沫的过程即将开始。

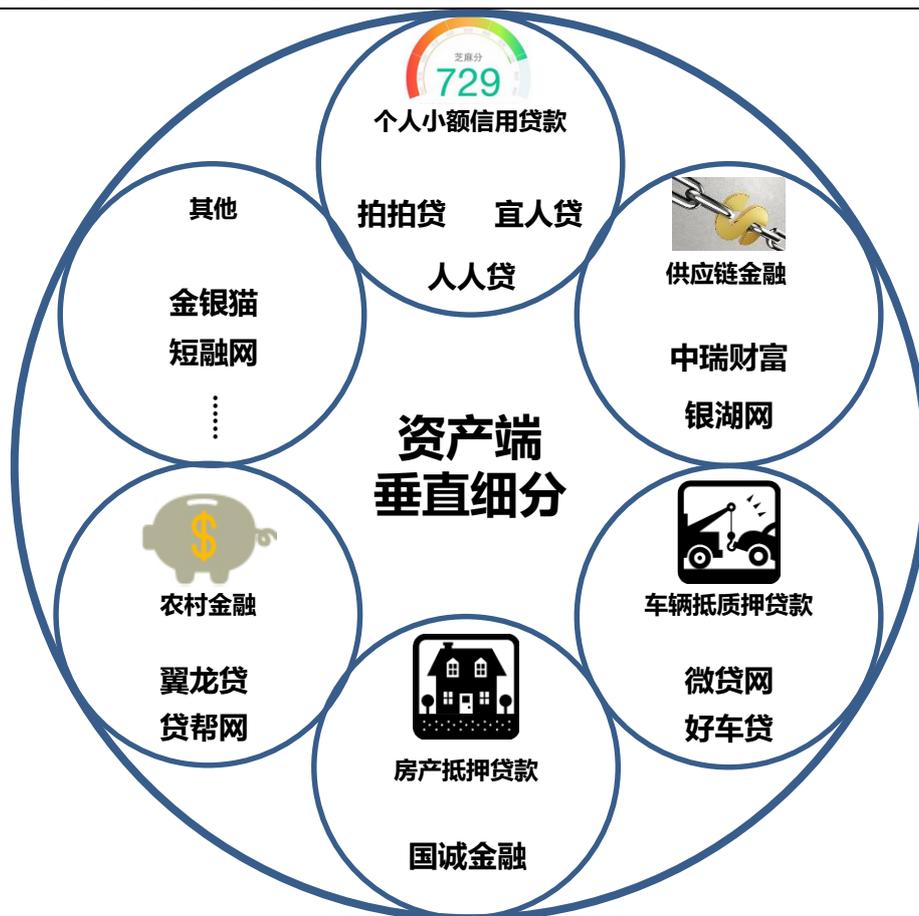
（二）资产端向垂直细分领域下沉将成为破局出路

在 P2P 网贷“剩者为王”的时代，资产端风险定价能力将成为平台最核心的竞争力；长期看，能否在风控、定价方面形成差异化竞争优势，将成为网贷平台生存和发展的关键。

2014 年以来，众多 P2P 平台逐渐聚焦资产端垂直细分领域，通过发挥行业背景优势，更有效地掌握资产端真实情况，藉以破解风控问题。资本端也已注意到网贷行业这一差异化竞争的趋势，垂直细分领域是否具有独特性已成为 PE/VC 重要的考量因素之一。在已获得融资的网贷平台中不乏这样的案例，如专注信用贷款的拍拍贷、人人贷、宜人贷等，专注供应链金融的国湘资本以及各上市公司系网贷平台，专注汽车质押贷款的微贷网，专注农村金融的翼龙贷，以及专注于短期融资的短融网等。

以某个细分领域作为切入点，在有效控制资产端成本同时，将更多资源投入资金端，吸引流量、打造口碑，并以此为基础进一步实现资产端多元化，正在成为 P2P 平台重要的发展脉络。

图 11：部分资产端垂直细分平台梳理¹⁶



数据来源：国泰君安证券研究

¹⁶ 排名不分先后。