

扬帆再起航，细数新三板P2P的那些花儿

——民生新三板·互联网金融系列之二

2015年12月27日

报告摘要:

● P2P 网贷——互联网金融的本源和基石

P2P 网贷平台基于开放、共享、平等、透明的互联网精神，借助信息数字化技术、计算能力提升和网络通讯技术等方面的发展，创新性地满足资金供需双方的投融资需求，实现了金融活动去中介化的目标，是互联网金融的本源和基石。

● 中外 P2P 行业发展现状

中国 P2P 行业自 2013 年以来经历了爆发式的增长，部分先行者也叩开了资本市场大门。但是伴随着日趋激烈的竞争和各类问题的逐步出现，加之行业监管细则即将出台，中国 P2P 将逐步走向行业整合阶段。海外 P2P 行业的发展路径为我国提供了有益的借鉴，欧美市场已逐步实现相对集中的市场格局，代表性龙头企业 Lending Club 在资本市场初露峥嵘。但是，海外 P2P 在政策环境、运营模式等方面都与我国有较大不同，因此中国 P2P 行业发展并不会简单复制欧美。

● 机会梳理：从行业变局中挖掘良品

我们认为监管细则的出台可能为中国 P2P 行业发展带来重大变化，在行业整合过程中挖掘转型强者是主要投资逻辑。重点留意两条主线：1) 市场份额较高或股东背景较强，转型为互联网综合理财和金融信息服务平台的公司 2) 注重风险控制，资产端深耕垂直细分领域的中小型平台公司。

● 建议跟踪公司：

目前，在新三板挂牌公司中，企业本身或子公司为网络借贷平台（均为 P2P 平台）的企业主要有七家，均为 2015 年以来曲线挂牌企业。结合新三板涉足 P2P 平台的股东背景、交易规模和参与人数、标的特征、经营模式、风险水平等方面因素，以及第三方网贷行业研究机构对 P2P 平台的分析评价，我们建议重点关注：

九信资产：背靠九鼎强大背景，拟定增 300 亿打造互联网综合资产管理平台。

嘉网股份：旗下安心贷运营稳健，深耕房地产抵押借款细分领域。

● 风险提示：

1、P2P 行业相关监管细则超预期；2、宏观经济下行增大 P2P 平台违约风险；3、挂牌公司借助新三板资本运作进程不及预期，影响未来发展。

民生证券研究院新三板研究中心：

分析师：张媛

执业证号：S0100514030002

电话：010-85127658

邮箱：zhangyuan@mszq.com

分析师：伍艳艳

执业证号：S0100513070007

电话：010-85127661

邮箱：wuyanyan@mszq.com

研究助理：田铭

执业证号：S0100112080002

电话：010-85127519

邮箱：tianming@mszq.com

研究助理：乔誌东

执业证号：S0100115110007

电话：010-85127506

邮箱：qiaozhidong@mszq.com

感谢北京师范大学李浩博士对本文的贡献

地址：北京市东城区建国门内大街 28 号
民生金融中心 A 座 18 层 100005

相关研究

《新三板互联网金融怎么玩？——小而美才是王道——民生新三板·互联网金融系列之一》

目录

一、P2P 网贷——互联网金融的本源和基石	3
1.1 P2P 网贷产业链构成.....	3
1.2 P2P 网贷发展特点.....	4
二、中国 P2P 发展历程和现状	5
2.1 中国 P2P 行业发展历程.....	5
2.2 中国 P2P 行业发展现状.....	6
三、海外 P2P 行业发展借鉴	12
3.1 海外 P2P 发展现状.....	12
3.2 海外代表性企业——LENDING CLUB.....	13
3.3 海外 P2P 发展特点及与中国差异.....	15
四、新三板 P2P 概念公司梳理	17
4.1 新三板 P2P 挂牌公司总览.....	17
4.2 新三板 P2P 平台比较.....	18
4.3 新三板 P2P 平台综合评价.....	22
五、行业展望和机会挖掘	23
5.1 龙头企业——有望转型为综合金融理财平台.....	23
5.2 小型平台——深挖细分领域是突围良方.....	23
5.3 监管变数——P2P 监管细则或将近期出台.....	23
5.4 建议关注股票.....	24
六、风险提示	24
插图目录	25
表格目录	25

一、P2P 网贷——互联网金融的本源和基石

互联网金融的本质在于通过互联网技术和互联网精神实现金融活动的去中介化,进而促成市场信息不对称程度和交易成本的降低。以 P2P 为代表的各类互联网金融平台,正是基于开放、共享、去中心化、平等、透明的互联网精神,借助信息数字化技术、计算能力提升和网络通讯技术等方面的发展,创新性地满足资金供需双方的投融资需求,是互联网金融的本源和基石。

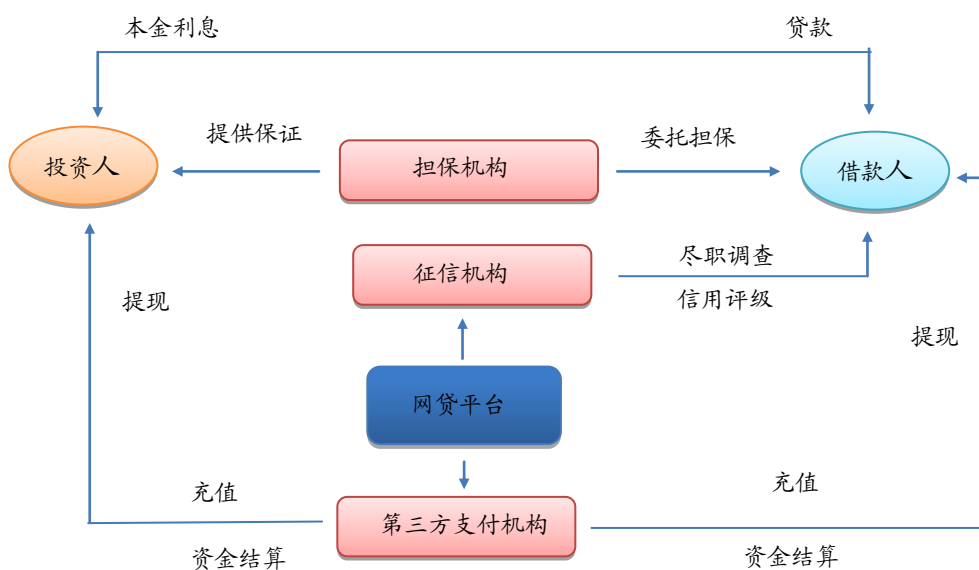
1.1 P2P 网贷产业链构成

P2P (Peer to Peer) 网贷是一种点对点的提供贷款平台服务的互联网金融模式,根据 2015 年十部委出台《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》,P2P 网络借贷(个体网络借贷)被定义为“个体和个体之间通过互联网平台实现的直接借贷”,同时认定在个体网络借贷平台上发生的直接借贷行为属于民间借贷范畴。

P2P 网贷的典型模式是网络信贷公司提供平台,借款者自行发布借款信息,借出者根据借款人发布的信息,自行决定借出金额,借贷双方自由协商订立合同,网贷公司通过收取中介服务费作为收益。随着行业发展和运营模式的创新,一些平台将垫付、风险备用金、第三方担保等引入 P2P,这样网络借贷平台实际上从信息中介变成了信用中介,需要担负起包括线下对借款人进行尽职调查、扣押借款人一定的保证金、引入担保机构等职责。

在 P2P 网贷行业产业链上,最核心的就是作为借贷双方中介的网络借贷平台,它沟通了作为借贷资金方的投资人和资产方的借款人。此外在存在担保的网贷模式中担保机构将向投资人提供保证,第三方征信机构将负责对借款人进行尽职调查和信用评级,第三方支付机构则负责资金的结算和安全。

图 1: P2P 网贷产业链示意图



资料来源: 民生证券研究院

1.2 P2P 网贷发展特点

- **借贷双方来源广泛分散**

P2P 网络借贷的借贷双方呈现的是散点网络状的多对多形式，针对非特定主体，客户极其分散和广泛。每一笔贷款中可以有多个投资者，每个投资者可以投资多笔贷款。这使得具体形式上更加分散，参与群体上也更加广泛。

- **交易方式的灵活**

借贷双方的借款金额、利率可根据不同客户的需要进行选择。并且 P2P 网贷业务往往淡化繁琐的层层审批模式。在信用合格的情况下，手续简单直接，高效率满足借款者的资金需求。

- **借款流程透明**

通过 P2P 网贷平台的信息中介作用，投资人与借款人直接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。同时，投资人可以及时获知借款人的还款进度，使得整个借款流程更为透明。

- **投资和借贷门槛均较低**

P2P 网贷平台的投资门槛一般比较灵活，根据 p2p 平台的不同而不同，有只需要 10 元就能够起投，一般在 100-10000 元之间，相较银行理财产品、信托等门槛均要低。P2P 网贷借款人一般以个人为主，额度通常比较小，信用模式的借款不要求抵押，在获得信贷的难度上较银行等传统金融低。

- **风险性和收益率均较高**

P2P 网贷的借款人，由于借款金额较小，缺乏有效的担保和抵押，或对贷款产品的需求特征个性化，因此愿意承担相较传统融资方式更高的利率。但是与此同时，P2P 网贷平台和投资者仅靠网络信息的汇总分析对客户信息真实性和还款能力进行审核，对借款人的信用状况掌握不及传统金融机构，因此在获得高收益的同时也必然需要承担较高的投资风险。

二、中国 P2P 发展历程和现状

2.1 中国 P2P 行业发展历程

3.2.1 中国 P2P 行业发展历史梳理

- 初创发展期（2007 年—2012 年）

2007 年国内首家 P2P 网络借贷平台——拍拍贷在上海成立，同期还有宜信、人人贷等平台相继出现。网络借贷平台初始发展期，绝大部分从业人员缺乏民间借贷和金融风控经验，因此主要以信用借款为主。但由于我国的公民信用体系并不健全，平台与平台之间缺乏联系和沟通，随之出现了一名借款人在多家网络借款平台同时进行信用借贷的问题。受此影响，各个网络借贷平台于 2011 年底开始收缩借款人授信额度，很多平台借款人因此不能及时还款，造成了借款人集中违约。

- 快速扩张期（2012 年—2013 年）

随着民间借贷的逐步繁荣，一些具有民间线下放贷经验的创业者开始开设 P2P 网络借贷平台，国内 P2P 行业开始出现快速扩张。这一阶段的 P2P 平台吸取了信用贷款平台的经验教训，主要采取线上融资线下放贷的模式，以寻找本地借款人为主，对借款人实地进行有关资金用途、还款来源以及抵押物等方面的考察，有效降低了借款风险，这个阶段的 P2P 网络借贷平台业务基本真实，但有个别平台也发生了挤兑倒闭的现象。

- 风险爆发期（2013 年—2014 年）

由于 2013 年国内各大银行开始收紧信贷，很多不能从银行贷款的企业或者在民间有高额高利贷借款的投机者开始涌入 P2P 行业，通过网络融资后偿还银行贷款、民间高利贷或者投资自营项目。这一阶段网络借贷系统模板的开发也更加成熟，并且开始以月息 4% 左右的高利吸引投资人。由于自身融资的高息加剧了平台本身的风险，再加上缺少必要的监管和法规约束，一些网络借贷平台集中爆发了提现危机，严重的甚至面临倒闭，给正常的金融秩序带来不利影响。

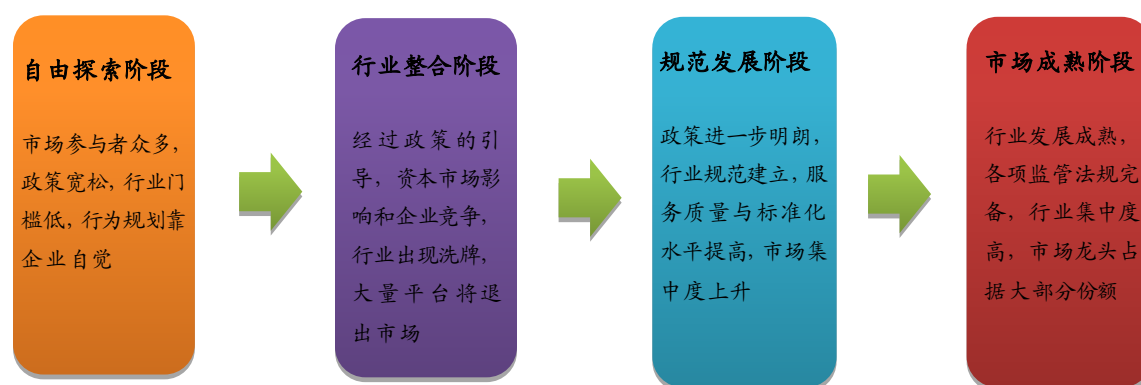
- 政策调整期（2014 年至今）

这一阶段，国家表明了鼓励互联网金融创新的态度，并在政策上对 P2P 网络借贷平台给予了大力支持。相当多实体企业和传统金融企业通过参股或直接出资设立形式进入互联网金融领域，而包括国资、PE 等特殊股东背景的平台也纷纷出现。

3.2.1 中国 P2P 行业发展周期定位

从互联网行业各细分领域发展走向来看，一般都会经历自由探索、行业整合、规范发展，市场成熟四个阶段。随着 2013 年以来行业的爆发式增长和问题的逐步出现，以及互联网金融，特别是 P2P 行业的监管细则即将出台，目前中国 P2P 正处于由自由探索走向行业整合的关键性时期。

图 2: P2P 行业发展阶段走向



资料来源: 民生证券研究院

2.2 中国 P2P 行业发展现状

3.2.1 P2P 行业发展迅速, 投资人气不断提升

自 2010 年以来, 特别是 2013 年以后, P2P 网贷行业进入了大规模爆发性增长期。根据网贷之家的数据显示, 包括行业规模、平台数量、投资人气等在内的多方面数据均出现了快速的增加。

贷款余额方面, 截至 2015 年 11 月, 中国 P2P 网贷行业贷款余额已增至 4005 亿元, 达到 2014 年末的 3.86 倍。

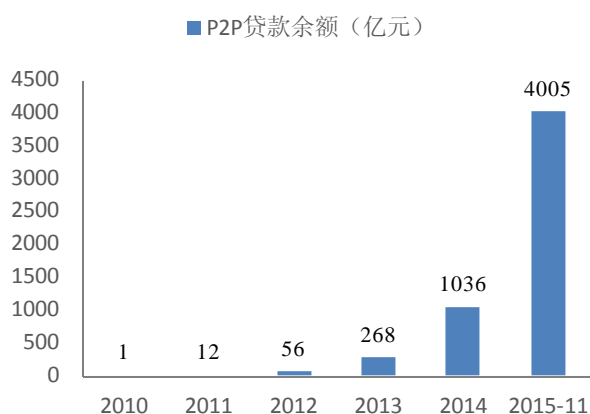
成交量方面, 2015 年 11 月中国 P2P 网贷行业月成交量达到了 1331.24 亿元, 环比上升 11.26%, 1-11 月累计成交量达到 8485 亿元, 是去年全年的 3.35 倍, 年成交量有望突破万亿大关。

平台数量方面, 进入 2015 年后, 平台数量月平均增长 100 家以上, 截至 2015 年 11 月底正常运营平台为 2612 家, 累计问题平台达到 1078 家, P2P 网贷行业累计平台数量达到 3598 家(含问题平台)。

网贷人气方面, 截至 2015 年 11 月, 网贷行业投资人数与借款人数分别达到 300 万人和 72 万人, 较 2014 年末分别增长 158.62% 和 14%。投资者数量的持续快速增加反应了 P2P 作为一种投资理财渠道接受普及程度。

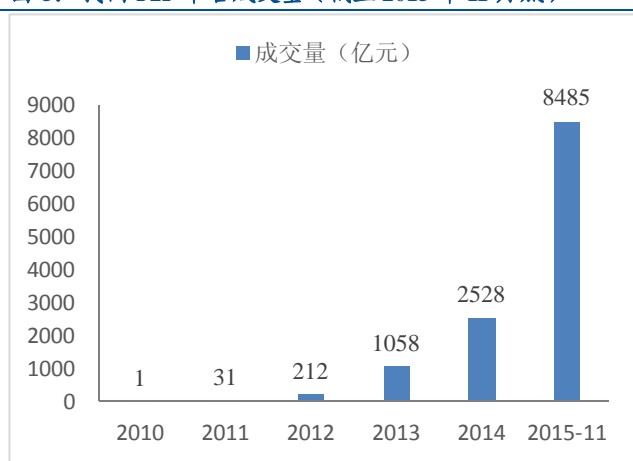
图 3: 我国 P2P 平台贷款余额 (截至 2015 年 11 月底)

图 4: 我国 P2P 平台正常运营数量 (截至 2015 年 11 月底)

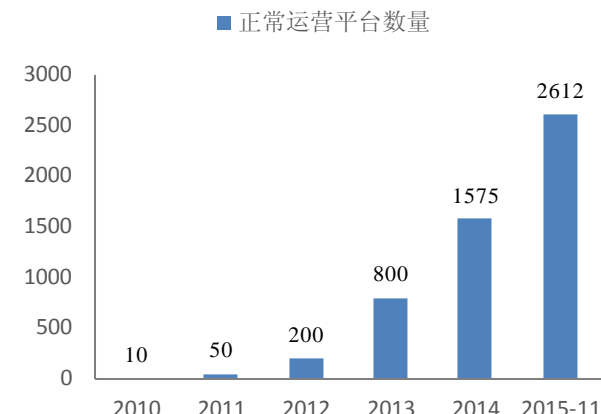


数据来源：网贷之家，民生证券研究院

图 5: 我国 P2P 平台成交量 (截至 2015 年 11 月底)

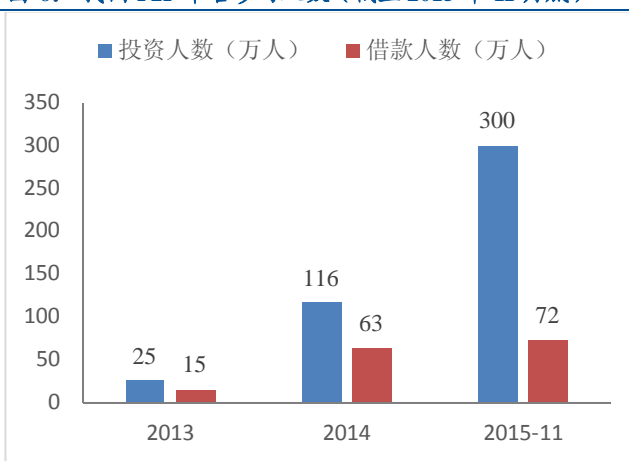


数据来源：网贷之家，民生证券研究院



数据来源：网贷之家，民生证券研究院

图 6: 我国 P2P 平台参与人数 (截至 2015 年 11 月底)



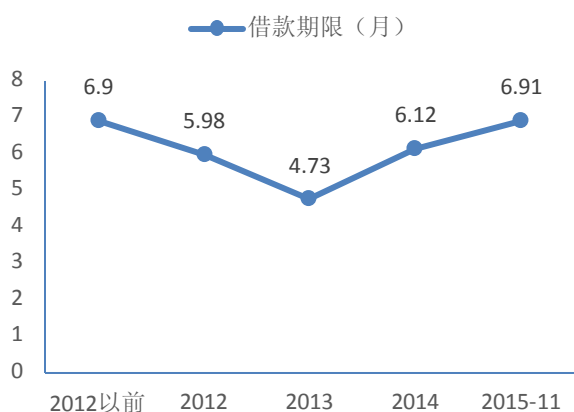
数据来源：网贷之家，民生证券研究院

3.2.2 P2P 以短期借贷为主，收益率不断下降

从 P2P 行业平均借款期限来看，近年来基本保持稳定，基本在 6-7 个月徘徊。根据网贷之家的数据显示，网贷行业平均借款期限为 6.91 个月。相较于传统金融机构，P2P 网贷仍然以短期借贷为主，主要原因可能是监管层对于行业短期民间借贷的属性尚未改变，同时借款人无法承担长时间高息和出借人偏好高流动性标的等双重原因。当然，这也与传统金融机构较长期限的贷款形成了良好的互补。

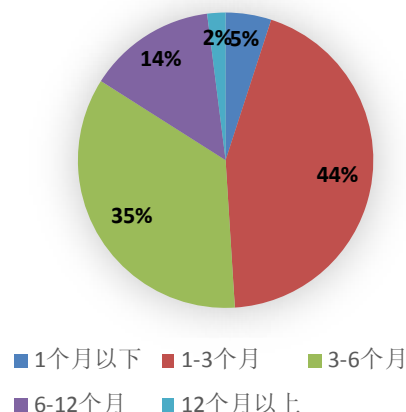
从 P2P 综合收益率来看，2015 年 11 月网贷综合收益率为 12.25%，远高于银行理财产品及“余额宝”等互联网货币基金产品，对于投资者具有较强的吸引力。不过通过纵向比较，可以看到近年来 P2P 行业整体收益率水平处于不断下滑的态势，主要可能由两方面原因造成：一是货币政策的宽松，整个行业资金面相对宽裕，社会整体利率水平处于下降趋势；二是随着行业监管的顶层设计即将出台，为了规避政策、法律方面的风险，P2P 网贷平台纷纷调低利率至合理区间，加之问题平台曝光的增多，风险偏好低的投资者将资金转移至拥有更好安全性但较低收益率的平台。

图 7: 我国 P2P 平均借款期限 (截至 2015 年 11 月底)



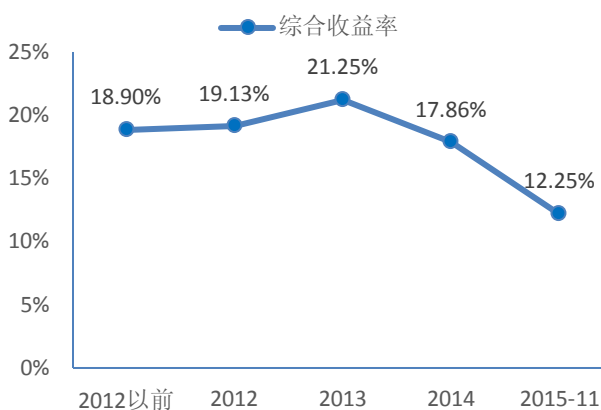
数据来源: 网贷之家, 民生证券研究院

图 8: 各平均期限区间平台分布 (截至 2015 年 11 月底)



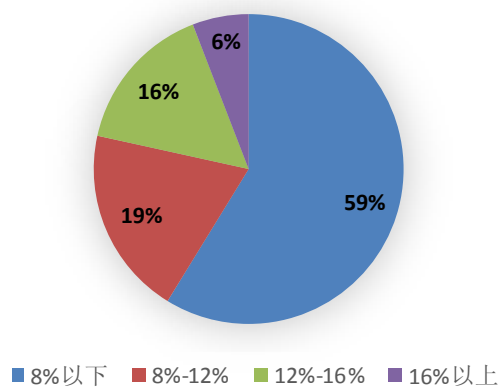
数据来源: 网贷之家, 民生证券研究院

图 9: 我国 P2P 平台综合收益率 (截至 2015 年 11 月底)



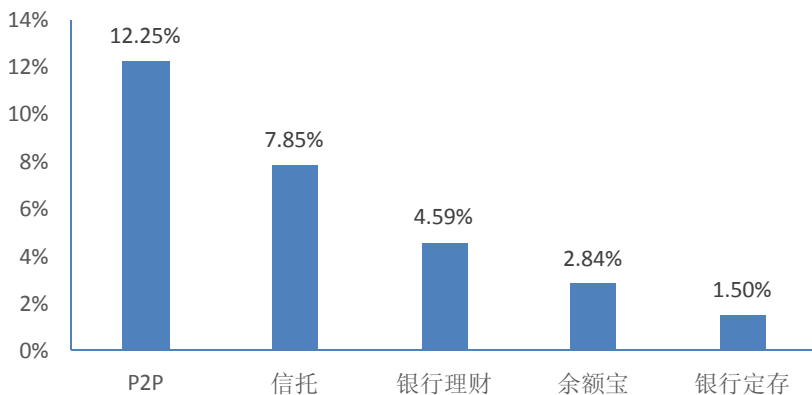
数据来源: 网贷之家, 民生证券研究院

图 10: 不同平均收益率水平平台分布 (截至 2015 年 11 月)



数据来源: 网贷之家, 民生证券研究院

图 11: 不同投资渠道收益率水平对比(2015 年 11 月)

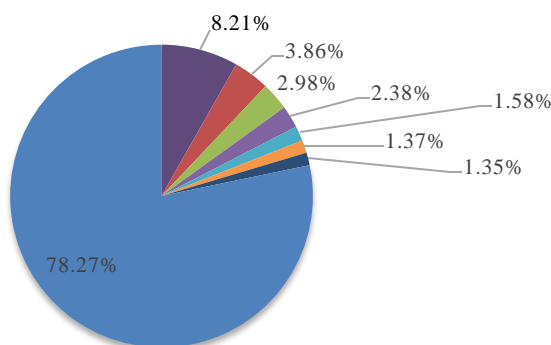


资料来源: 网贷之家、Wind、民生证券研究院

3.2.3 市场份额分散，平台背景呈现多元化

目前我国 P2P 网贷行业格局仍呈现碎片化特征，参与市场竞争的平台数量众多，行业巨头尚未出现。根据易观咨询的监测数据，目前排名靠前的平台份额占比均低于 10%，龙头平台虽然建立起了一定先行优势，但优势并不明显。（其中排名第一的红岭创投存在较多的网贷黄牛，通过发布净值标的方式使成交量异常过大）。

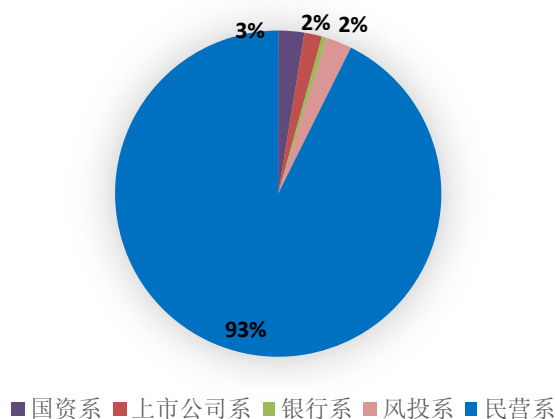
图 12：2015 年第 3 季度 P2P 平台市场份额分布



资料来源：易观咨询、民生证券研究院

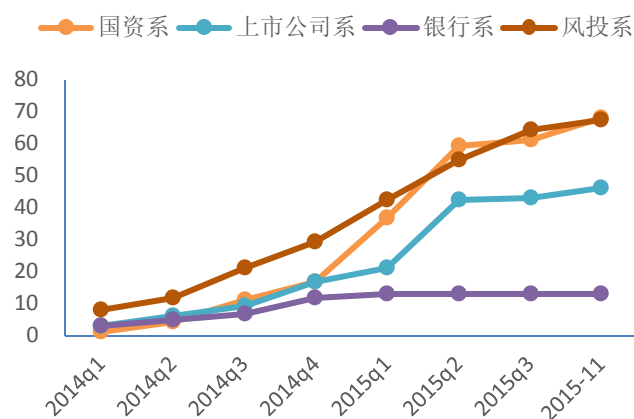
从股东背景看，目前民营系平台仍占据绝对主流，不过随着 P2P 的快速发展，包括银行、国资、上市公司、风投资本等开始青睐网贷行业，通过自主设立、收购等多种形式加速加入行业。

图 13：我国 P2P 平均借款期限（截至 2015 年 11 月底）



数据来源：Wind，民生证券研究院

图 14：各平均期限区间平台分布（截至 2015 年 11 月底）



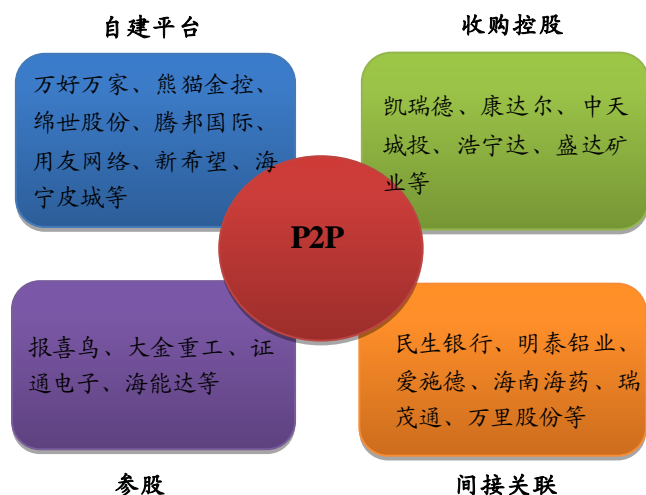
数据来源：Wind，民生证券研究院

3.2.4 先行者叩开资本市场大门

2015 年 12 月 18 日，宜信旗下 P2P 公司——宜人贷在纽交所上市，成为中国 P2P 平台独立海外上市第一股。宜人贷 IPO 定价为每股 10 美元，发行 750 万股美国存托股票。上市首日收于 9.10 美元，总市值达到 5.32 亿美元。

A股市场目前尚没有单独上市的P2P平台，不过有近70家上市公司分别采取了自建平台、收购控股、参股、间接关联等形式涉足P2P行业。

图 15: A股部分涉足P2P上市公司



资料来源：网贷之家、民生证券研究院

受制于监管政策的不明朗，目前新三板也没有直接挂牌的P2P平台，但是有7家挂牌公司涉足P2P概念，均为2015年通过收购或参股等形式曲线登陆。

表 1: 新三板P2P概念挂牌公司涉足形式

代码	挂牌简称	P2P平台	涉足形式
430498	嘉网股份	安心贷	君安信(北京)科技有限公司(安心贷运营公司)实控收购嘉网股份46.25%股份；后嘉网股份收购安心贷30%股权并进行关联交易。
832144	软智科技	金蛋理财	金蛋理财控股人以个人名义买入软智科技定增股票，软智科技收购金蛋理财运营公司钱德乐科技100%股权
831400	九信资产	九信金融	九鼎全资子公司受让优博创原股东42.8%的股份，优博创收购九鼎持有的九信金融100%股权。后改名九信资产，拟定增融资不超过300亿。
831441	瓷爵士	温商贷	全资收购温商贷(二者原为同一实际控制人)。
833306	六行君通	钱呗多	全资控股六行普惠投资管理有限公司及其钱呗多理财平台。
831061	中瀛鑫	恒富在线	中瀛鑫领投恒富在线A轮融资，收购其19%股份。

430705	天锐科技	PPmone y	母公司广州万惠通过参与天锐科技定增反向收购置入平台，拟改名万惠股份。
--------	------	-------------	------------------------------------

资料来源：民生证券研究院

三、海外 P2P 行业发展借鉴

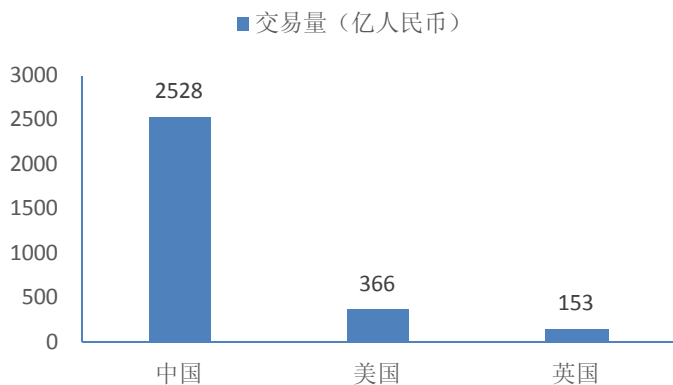
2005 年，在英国成立了全球第一家 P2P 网贷平台——Zopa，随后世界各国各类 P2P 纷纷出现，美国第一家 P2P 网络平台 Prosper 于 2006 年 2 月成立，紧接着 2007 年 Lending club 成立，特别是 2008 年以后，金融危机的产生和 Web2.0 的发展，再加上行业监管的明朗，整个行业得以迅速发展。

3.1 海外 P2P 发展现状

3.1.1 中美英是世界前三大 P2P 市场

根据 2014 年的交易量数据，中国、美国、英国为全球三大 P2P 借贷市场，其中 2014 年中国行业成交量为 2528 亿元，英国为 153 亿元，美国超过 366 亿元（只计算 Lending Club 和 Prosper，二者占了美国 P2P 借贷市场的绝大部分）。

图 16：2014 年中美英三国 P2P 交易量对比



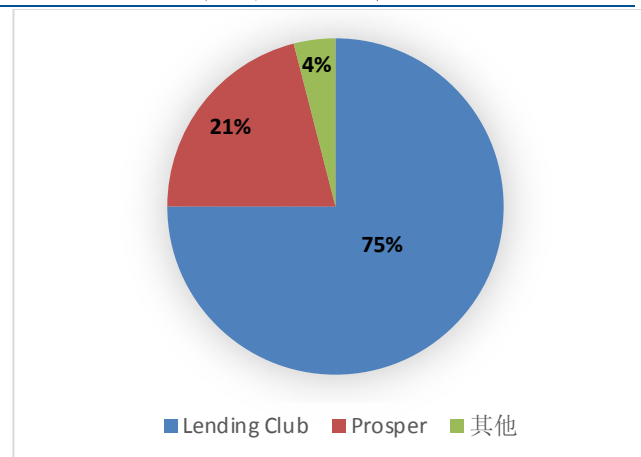
资料来源：全球 P2P 行业发展报告、民生证券研究院

3.1.2 行业格局：寡头垄断初步形成

从国际经验看，经过行业产生之初的野蛮生长后，美国 P2P 市场已经形成了 Lending Club 和 Prosper 的双寡头垄断格局，而英国目前也主要由三家企业占据市场大部分份额。

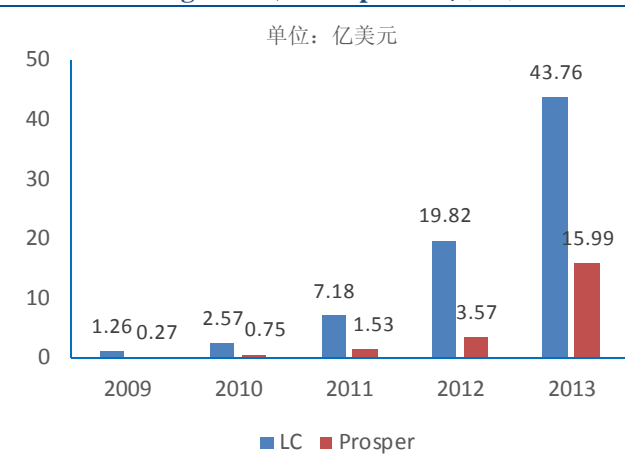
以美国为例，2006 年 2 月，美国首家 P2P 借贷网站 Prosper 开始运营；2007 年 5 月) Lending Club 成立。目前二者合计市场份额达到 96%。

图 17: 美国 P2P 平台市场份额分布



数据来源: 网贷之家, 民生证券研究院

图 18: Lending Club 和 Prosper 交易量对比



数据来源: 网贷之家, 民生证券研究院

3.2 海外代表性企业——Lending Club

Lending Club 于 2007 年成立于美国旧金山, 是全球第一个上市的 P2P 平台, 它的纯线上的模式, 并通过自有风控体系, 针对不同借款人的风险等级制定不同的利率, 形成了对风险的有效识别。同时 Lending club 是首家于美国证券交易委员会 (SEC) 注册的 P2P 网贷平台。

3.2.1 业务模式

目前 LC 的主营业务主要分为两部分:

- **借贷业务:** 主要是通过 Webbank 合作, 提供针对个人和小企业的小额贷款, 个人贷款从 1000 美元到 35000 美元, 小企业贷款从 15000 美元到 100000 美元。同时, 通过其收购的 Spring Stone 公司也介入了教育和医疗信贷;
- **投资业务:** 主要是向公众销售基于信贷产品的资产证券化票据, 同时通过成立信托基金 LCA 的方式, 向合格投资者销售基于平台上信贷产品的债权凭证, 另外向独立的第三方投资者销售大宗贷款。

3.2.2 盈利模式

目前 LC 的主要盈利来源分为三部分

- **贷款交易费:** 向借款人一次性收取, 根据风险等级从 1.1%-5% 不等;
- **销售服务费:** 在每次支付本金及利息时向投资人收取, 费率 1%;
- **基金管理费:** 对投资其信托基金的投资人收取管理费, 一般为 0.7%-1.25%。

3.2.3 经营和财务数据

自 2014 年上市以来, Lending Club 借款发放总额和营业收入一直保持持续增长, 截至 2015 年前三季度, 借款总额为 56.82 亿元, 同比增长 95.19%, 营业总收入为 2.94 亿元, 同比增长 105.88%。主要利润方面, 公司自上市以来一直处于净亏损状态, 不过 2015 年

第三季度首次实现单季盈利。

表 2: Lending Club 2014 年以来单季借款总额和营收利润(单位: 百万美元)

	2014q1	2014q2	2014q3	2014q4	2015q1	2015q2	2015q3
借款总额	791	1006	1165	1416	1635	1912	2236
营业总收入	38.72	48.23	56.06	68.12	81.23	96.92	116.28
净利润	-7.30	-9.19	-7.37	-9.04	-6.37	-4.04	0.95

数据来源: Wind、Lending Club 定期报告、民生证券研究院

3.2.4 市场估值

在招股上市之前, Lending Club 曾进行多轮融资, 上市前最后一轮融资公司估值达到近 37 亿美元。

表 3: Lending Club 上市前历次融资估值情况

时间	融资金额 (亿美元)	投资者	估值 (亿美元)
2007 年 5 月	0.02	天使投资人	-
2007 年 8 月	0.1026	NVP、迦南创投	-
2009 年 3 月	0.12	摩根塔勒风投	-
2010 年 4 月	0.245	NVP、迦南创投、摩根塔勒风投、基础资本	-
2011 年 3 月	0.25	合广投资、汤森路透集团	-
2012 年 6 月	0.175	KPCB 和 John Mack(个人)	-
2013 年 5 月	1.25	谷歌、基础资本	16
2013 年 11 月	0.57	DST Global、Coatue Management	23
2014 年 4 月	1.15	摩根士丹利、瑞士信贷、花旗等	37.6

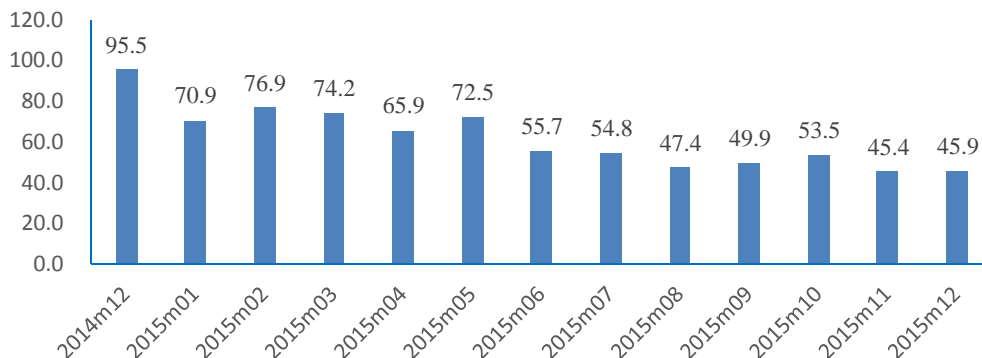
数据来源: Lending Club 招股说明书、民生证券研究院

2014 年 8 月 27 日, Lending Club 正式向 SEC 提交了招股文件, 计划发行 5770 万股普通股(不考虑超额发行), 发行价定在了 12-14 美元/股, 此后, 发行价多次上调, 最终定为 15 美元, 估值达到 54 亿美元。

2014 年 12 月 12 日 Lending Club 挂牌上市, 首日收盘价达 23.43 美元, 较发行价上

涨 56.20%，市值达到 85 亿美元。不过由于受到 2014 年报和 2015 半年报亏损的影响，其市值不断缩水，截至 2015 年 12 月 17 日，其收盘价为 12.16 美元，市值为 45.9 亿元。

图 19: Lending Club 上市以来估值变化



注：2015 年 12 月数据截至 12 月 18 日。资料来源：Wind, 民生证券研究院

3.3 海外 P2P 发展特点及与中国差异

3.3.1 行业监管

首先从监管层面看，目前美国 P2P 已经纳入 SEC 的监管范畴，而中国目前主要由银监会负责代管，但尚未出台相关监管细则。

3.1.2 征信体系

美国 P2P 行业的发展很大程度上依赖于本国健全的征信体系作为基础，而中国目前尚缺乏相应的基础配套，行业尚未接入央行的征信体系，主要依赖于民间企业自发的征信体系。

3.1.3 风控方式

目前海外 P2P 主要平台基本上采取的是传统的纯线上信用借款模式。而中国主要平台目前基本上采取线上线下相结合的方式进行，在风控上有信用模式、担保模式、风险准备金模式、债权转让模式等多种形式。

3.1.4 风险承担

由于目前海外 P2P 平台多采用信用借款方式，平台主要充当信息中介的作用，因此在发生违约时基本上不承担风险和偿付责任。中国 P2P 平台除拍拍贷等少数平台是信用借款之外，其他绝大多数是各种复合模式，实际充当了信息中介和信用中介的双重作用，在违约发生时一定程度会承担风险。

3.1.5 客户特点

目前海外 P2P 市场客户主要以相对成熟的投资者为主。而中国 P2P 客户投资理念尚不够成熟，通常过度追求高收益，同时又习惯于刚性兑付。

3.1.6 市场格局

海外 P2P 市场目前已经基本结束了早期激烈竞争的市场格局，美国基本上实现了 Lending Club 和 Prosper 的双寡头格局，而英国也以三家主要公司占据了市场大部分份额。而中国 P2P 行业目前市场竞争还较为激烈，平台数量较多，龙头市场份额均未超过 10%。

四、新三板 P2P 概念公司梳理

4.1 新三板 P2P 挂牌公司总览

目前，在新三板挂牌公司中，企业本身或子公司为网络借贷平台（均为 P2P 平台）的企业主要有七家，均为 2015 年以来曲线挂牌企业。

表 4: 新三板 P2P 概念挂牌公司及其相关平台主要特点

代码	挂牌简称	股东背景	网络平台	所属地区	主要特点
430498	嘉网股份	民营系	安心贷	北京	国内首家纯房产抵押贷款平台，项目多以实物抵押借款为主并详细公布抵押物情况，风控方面相对较严格。
832144	软智科技	民营系	金蛋理财	北京	非传统 P2P 模式，接近 P2F，专注于趣分期大学生分期消费贷款债权业务。
831400	九信资产 (优博创)	风投系	九信金融	北京	股东方实力较强，私募系（九鼎投资）第一家 P2P 平台。项目来源初期主要是九鼎所管理基金的出资人、项目企业股东以及九鼎股东的借款需求
831441	瓷爵士	民营系	温商贷	温州	平台交易量较大。业务主要集中于温州中小企业，标的基本上均有房产抵押
833306	六行君通	民营系	钱呗多	北京	属于 P2F 模式，产品全部投向金融机构发行的信托、非标债权。
831061	中瀛鑫	民营系	恒富在线	深圳	业务分布较广泛，涵盖 P2P，P2B，P2F 等多种形式，项目投向主要以房地产贷款为主，项目期限较短，60 天以内的高达 97%。
430705	天锐科技 (万惠股份)	民营系	PPmone y	广州	主要采取“中小企业融资+担保”的产品运营模式，资产来源主要是从小贷公司获取债权项目或资产包，再在平台上转让，并由合作融资性担保公司提供担保。

数据来源：Wind、民生证券研究院

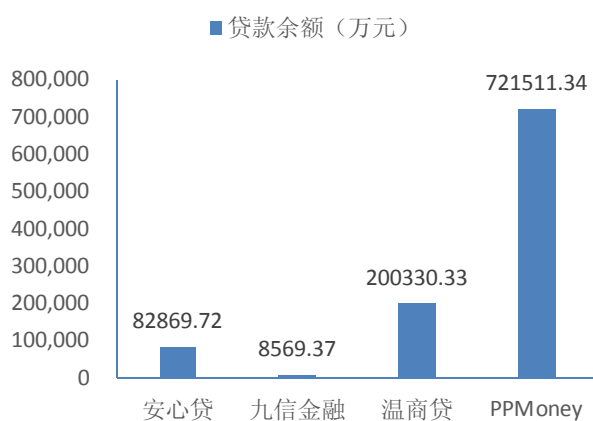
4.2 新三板 P2P 平台比较

4.2.1 交易规模与参与人数比较

从新三板涉及 P2P 平台的交易规模数据看，PPmoney 在交易量和贷款余额规模方面均较大，在整个行业中排名也位列前十，而其他平台则基本都属于中小型平台（其中金蛋理财和钱呗多由于成立时间较晚，信息披露少，暂无可比口径的相关数据）。

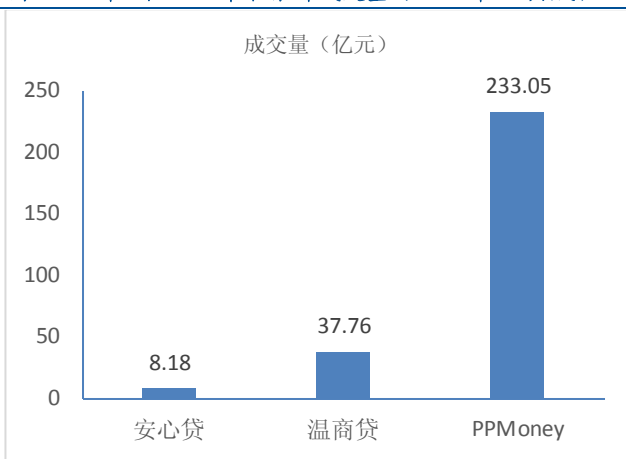
从投资和借款人数来看，PPmoney 依然相对较大，其他平台则相对较小，这与交易规模数据所反映的情况基本符合。值得注意的是，温商贷借款人数明显小于其他平台，显示其平均借款数额较大，风险可能较为集中。

图 20: 新三板 P2P 贷款余额 (截至 2015 年 11 月)



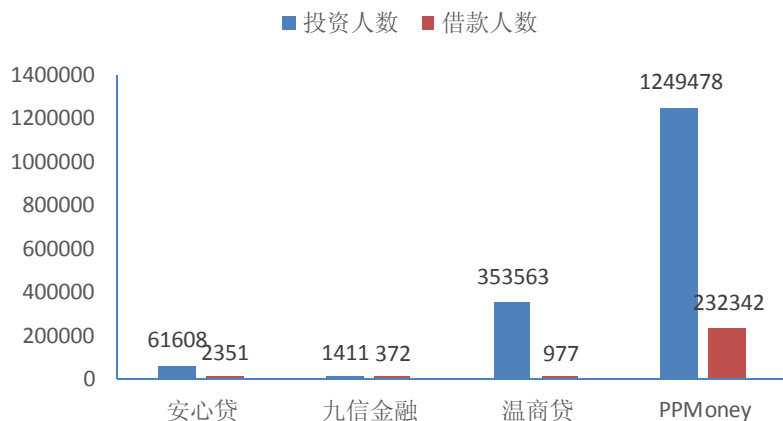
数据来源: 网贷之家, 民生证券研究院

图 21: 新三板 P2P 平台累计成交量 (2015 年 11 月底)



数据来源: 网贷之家, 民生证券研究院

图 22: 新三板 P2P 平台 2015 年累计参与人数



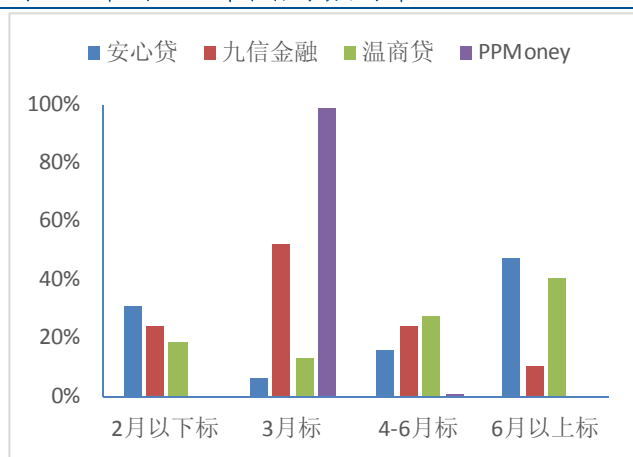
资料来源: 易观咨询, 民生证券研究院

4.2.2 标的的数据比较

从标的的期限分布看，PPmoney 几乎全部为 3 个月短期标的，其他三家平台则在各期限均有分布，其中九信金融也以 3 月标较多，安心贷和温商贷则有较多 6 个月以上长期标的，主要原因是其房地产抵押类型借款加多。

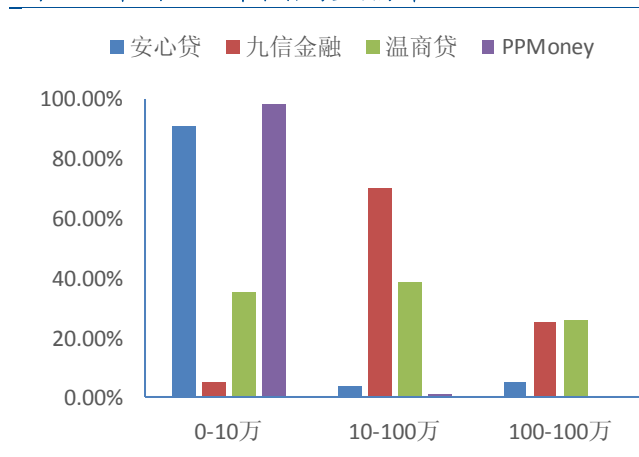
从标的的金额看，安心贷和 PPMoney 以流动性较好的小额标的为主，投资风险相对较为分散，而九信金融和温商贷则有较多 10 万以上的大额标的，一定程度提升了投资门槛，流动性相对较差。

图 23: 新三板 P2P 平台标的期限分布



数据来源：网贷之家，民生证券研究院

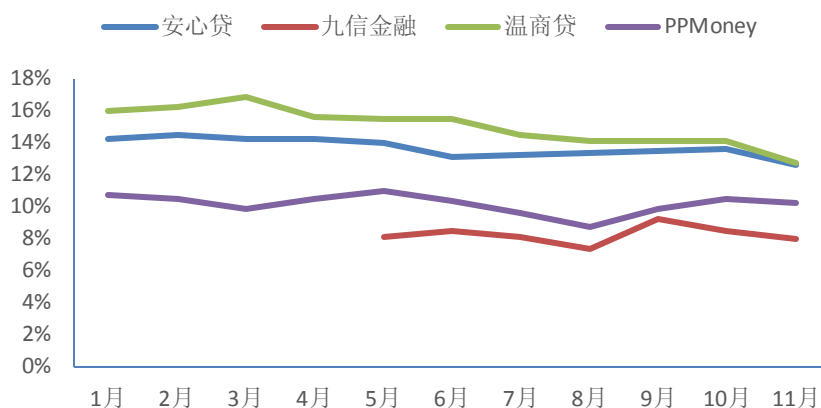
图 24: 新三板 P2P 平台标的金额分布



数据来源：网贷之家，民生证券研究院

从收益率水平看，各平台综合收益率在 2015 年内均呈现逐步下降的趋势，这与行业整体收益率水平变动趋势基本吻合。其中安心贷和温商贷收益率水平高于行业平均水平，对投资人吸引力相对较强，同时也与其标的期限较长有关；PPmoney 由于平台规模较大且短标较多，因此收益率水平较低；而九信金融收益率水平显著低于行业平均水平，原因可能与其较强的股东背景以及九鼎承诺担保有关。

图 25: 新三板 P2P 平台 2015 年以来收益率变化（截至 2015 年 11 月底）



数据来源：网贷之家，民生证券研究院

4.2.3 经营模式比较

新三板涉及的 7 家 P2P 平台均不属于传统意义的纯线上信用借款平台，在借款来源和风控审核基本上都采用了线上线下相结合方式，资产端属于 P2N 类型，通常有抵押担保或第三方担保

表 5: 新三板 P2P 公司主要产品业务类型和风控模式

网络平台	主要产品类型	业务类型	风控模式
安心贷	抵押贷、信用贷、周转贷、债权转让	业务类型以抵押贷款为主，其中以房地产足值实物抵押借款最多	实物抵押担保+风险准备金
金蛋理财	活期理财	P2N 模式，资产段对接趣分期大学生分期消费贷款债权业务。	第三方担保（趣分期）
九信金融	信泽系列(单标债权)、九九理财(自动投资且到期自动回收本息的理财计划)	项目来源主要是九鼎所管理基金的出资人、项目企业股东以及九鼎股东的借款需求	金融资产担保+第三方担保（九鼎）
温商贷	转贷宝、温商宝、债权转让	项目主要集中于温州中小企业，标的基本上均有房产抵押	抵押担保+风险准备金
钱呗多	信托·增信标	P2F 模式，产品全部投向金融机构发行的信托、非标债权。	不详

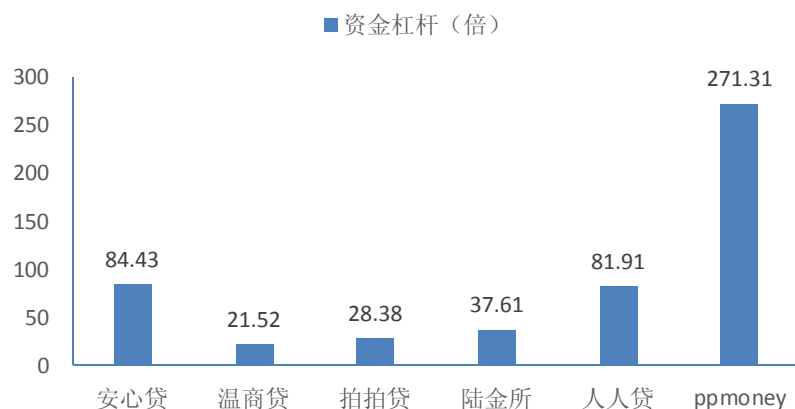
恒富在线	周转贷、经营贷、赎楼贷等	涵盖 P2P, P2B, P2F 等多种形式, 项目投向主要以房地产贷款为主, 项目期限较短。	第三方担保
PPmoney	安稳盈(小贷资产权益项目), 机构保(担保), 股票质押	“中小企业融资+担保”的产品运营模式, 资产主要是从小贷公司获取债权项目或资产包。	第三方担保(融资性担保公司)+风险准备金

资料来源: 民生证券研究院整理

4.2.4 风险比较

通过对新三板有可比口径数据的 3 家平台和 3 家主流平台陆金所、人人贷和拍拍贷的对比, 可以发现 PPMoney 资金杠杆相对较高, 可能存在风险隐患, 温商贷和安心贷则基本处于正常水平。

图 26: 新三板 P2P 平台和部分主流平台资金杠杆水平对比



数据来源: 网贷之家, 民生证券研究院

根据国家金融与发展实验室(中国社会科学院)网贷评价课题组发布的《中国网络借贷平台风险评级与分析(2015 年上半年)报告》显示, 目前新三板涉及平台共有三家被收录, 其中安心贷排名为第 15, PPMoney 排名为第 17, 温商贷排名为第 62。

表 6: 2015 年上半年中国主要 P2P 平台金融风险评级结果摘录

排名	平台名称	综合评分	评级	信用风险	操作风险	法律合规	流动性风
----	------	------	----	------	------	------	------

			等级	等级	风险等级	险等级	
1	陆金所	84	AA	A	AAA	AA+	A
2	玖富	76	A	A	A	AA-	A
3	拍拍贷	76	A	BBB	BBB	AA-	AAA
15	安心贷	67	BBB	B-	BB+	AA	A-
17	PPmoney	67	BBB	BB	BB	A	AA-
62	温商贷	59	BB	B	BB	A	B-

资料来源：《中国网络借贷平台风险评级与分析(2015年上半年)报告》

4.3 新三板 P2P 平台综合评价

结合新三板涉足 P2P 平台的股东背景、交易规模和参与人数、标的特征、经营模式、风险水平等方面因素，结合第三方网贷行业研究机构对 P2P 平台的分析评价，我们对新三板 P2P 平台中的 4 家做出简要的综合评价，其中三星为满分：

表 7：新三板 P2P 平台综合评价

平台名称	综合评价	股东背景	平台规模	标的类型	风险水平
安心贷	★★	★☆☆	★☆☆	★★	★★★☆☆
九信金融	★★	★★★☆☆	★	★☆☆	★★
PPmoney	★☆☆	★☆☆	★★★☆☆	★☆☆	★
温商贷	★☆☆	★☆☆	★★	★☆☆	★☆☆

资料来源：民生证券研究院

五、行业展望和机会挖掘

经过 2013 年以来的爆发式增长，中国 P2P 行业正经历从初期探索走向行业整合，激烈的市场竞争和监管细则出台必将使得粗放式增长告一段落。但是，中国 P2P 市场空间远大于欧美等国，虽然新三板 P2P 公司和行业领先企业尚存在一定差距，但如果能够抓住未来发展潮流，深耕垂直领域，仍有望伴随中国 P2P 网贷行业扬帆起航。

5.1 龙头企业——有望转型为综合金融理财平台

基于 P2P 行业竞争日趋激烈的现实和监管风险规避的考虑，部分先行者已经走出转型脚步：2015 年 3 月，陆金所将把自营 P2P 项目整合至平安普惠，欲转型为“理财产品超市”+“资产交易平台”；10 月，人人贷推出新域名 WE.COM，正式上线基金销售，标志着其由单一的 P2P 平台向多元化、全方位的财富管理平台过渡。

随着大资管时代的风声趋劲，行业领先 P2P 平台转型为互联网综合理财和金融信息服务平台或成为必由之路。在这一过程中，原有市场份额占比较大的平台，由于拥有较大的客户群体和较强的客户粘性，将占据先发优势；而一些股东背景强大的平台，则可借助股东方品牌、风控和项目资源方面的巨大优势，成为传统金融机构和知名企业布局互联网产业链的重要一环。

5.2 小型平台——深挖细分领域是突围良方

对于多数相对缺乏基础或初创的民营中小型平台，难以直接在各方面同大型平台展开全面竞争，所以未来应力图发挥比较优势，力求在垂直领域范围内成为龙头。而后者更适合于新三板 P2P 平台。

由于未来随着宏观经济产业升级过程加快，各种面向耐用消费领域和供应链金融领域拥有较大发展空间，而新三板中深耕上述两个领域，拥有较好项目资源和风险控制经验的平台有望实现“弯道超车”。

5.3 监管变数——P2P 监管细则或将近期出台

随着十部委《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》的出炉，P2P 的行业地位和属性得以定调，而相关监管细则也有望于明年正式出台。根据新闻媒体报道有关情况，未来监管细则可能包括以下要点：

- 实行负面清单制，包括：不得进行自融自保；不得直接或间接归集资金；不得承诺保本保息；不得向非实名用户推介项目；不得进行虚假宣传；不得发放贷款；不得将融资项目的期限进行拆分；不得销售理财、资管、基金、保险或信托产品；不得从事股权众筹等业务，不得进行股票配资业务等。
- 遵循“谁审批、谁监管”的原则由地方金融办负责风险防范与处置，不再发牌照，而是采取协会的管理方式，推动行业自查自纠、清理整顿等。
- 不对 P2P 平台设置注册资金门槛，也不设置杠杆倍数限制。

- P2P 必须选择符合条件的银行业金融机构作为资金存管机构,第三方支付托管模式也不被认可。

5.4 建议关注股票

目前新三板互联网金融挂牌企业中,7家网贷平台概念挂牌公司都是本年度内实现曲线挂牌的,而且部分公司的资产重组活动还在进行当中,未来还存在不确定性,因此我们继续不做重点推荐。基于寻找借助股东背景打造综合平台和细分垂直领域深耕者的思路,建议现阶段跟踪关注**九信资产**和**嘉网股份**。

九信资产:公司实际控制人九鼎投资是国内PE行业龙头,在项目资源方面依托股东背景具有先天优势。公司拟定增融资不超过300亿元打造互联网综合资产管理平台

嘉网股份:旗下安心贷是国内成立较早的P2P网贷平台,深耕房地产抵押借款细分领域多年,重视风险控制,运营较为稳健,资产端项目获取和审核方面具有一定优势。

六、风险提示

- 1、P2P行业相关监管细则即将出台,未来可能对行业整体经营环境带来重大变化。
- 2、宏观经济下行,实体企业经营困难,增大P2P平台违约风险。
- 3、借助新三板资本运作进程不及预期,影响公司发展

插图目录

图 1: P2P 网贷产业链示意图	3
图 2: P2P 行业发展阶段走向	6
图 3: 我国 P2P 平台贷款余额 (截至 2015 年 11 月底)	6
图 4: 我国 P2P 平台正常运营数量 (截至 2015 年 11 月底)	6
图 5: 我国 P2P 平台成交量 (截至 2015 年 11 月底)	7
图 6: 我国 P2P 平台参与人数 (截至 2015 年 11 月底)	7
图 7: 我国 P2P 平均借款期限 (截至 2015 年 11 月底)	8
图 8: 各平均期限区间平台分布 (截至 2015 年 11 月底)	8
图 9: 我国 P2P 平台综合收益率 (截至 2015 年 11 月底)	8
图 10: 不同平均收益率水平平台分布 (截至 2015 年 11 月)	8
图 11: 不同投资渠道收益率水平对比 (2015 年 11 月)	8
图 12: 2015 年第 3 季度 P2P 平台市场份额分布	9
图 13: 我国 P2P 平均借款期限 (截至 2015 年 11 月底)	9
图 14: 各平均期限区间平台分布 (截至 2015 年 11 月底)	9
图 15: A 股部分涉足 P2P 上市公司	10
图 16: 2014 年中美英三国 P2P 交易量对比	12
图 17: 美国 P2P 平台市场份额分布	13
图 18: Lending Club 和 Prosper 交易量对比	13
图 19: Lending Club 上市以来估值变化	15
图 20: 新三板 P2P 贷款余额 (截至 2015 年 11 月)	18
图 21: 新三板 P2P 平台累计成交量 (2015 年 11 月底)	18
图 22: 新三板 P2P 平台 2015 年累计参与人数	18
图 23: 新三板 P2P 平台标的期限分布	19
图 24: 新三板 P2P 平台标的金额分布	19
图 25: 新三板 P2P 平台 2015 年以来收益率变化 (截至 2015 年 11 月底)	19
图 26: 新三板 P2P 平台和部分主流平台资金杠杆水平对比	21

表格目录

表 1: 新三板 P2P 概念挂牌公司涉足形式	10
表 2: Lending Club 2014 年以来单季借款总额和营收利润 (单位: 百万美元)	14
表 3: Lending Club 上市前历次融资估值情况	14
表 4: 新三板 P2P 概念挂牌公司及其相关平台主要特点	17
表 5: 新三板 P2P 公司主要产品业务类型和风控模式	20
表 6: 2015 年上半年中国主要 P2P 平台金融风险评级结果截录	21
表 7: 新三板 P2P 平台综合评价	22

作者简介

张媛，民生证券研究院咨询部总经理助理、新三板研究员。管理学博士，中国泛海与中国社科院联合培养博士后研究员。国家公派瑞士苏黎世大学金融学访问学者。2014年“新财富最佳分析师”宏观经济第四名，第八届(2014)卖方分析师水晶球奖宏观经济第四名，2014年中国证券业金牛分析师宏观经济入围等团队核心人员。原民生证券策略研究员、宏观研究员。

伍艳艳，民生证券新三板研究员。中国人民大学经济学博士。2011年加盟民生证券研究院，擅长大类资产配置、政策趋势及行业比较分析。2013年度“金牛奖”策略团队入围。原民生证券策略研究员。现负责新三板政策方向、主题策略及重点行业研究。

田铭，民生证券新三板研究员，首席经济学家助理。理学硕士，英国南安普顿大学优秀毕业生，主修国际银行与金融研究。

乔誌东，民生证券新三板研究员。清华大学双学士，公共管理学硕士。毕业后曾在证券日报担任跑口记者，负责资本市场和宏观政策报道，被评为十佳记者。加盟民生证券研究院后，负责新三板政策制度研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证研究参考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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

免责声明

本研究参考仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本研究参考而视其为客户。

本研究参考是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本研究参考所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本研究参考当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本研究参考所刊载的意见、推测不一致的研究参考，但本公司没有义务和责任及时更新本研究参考所涉及的内容并通知客户。

本研究参考所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本研究参考所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本研究参考而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本研究参考充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本研究参考的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本研究参考涉及的证券或参与本研究参考所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本研究参考所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本研究参考涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本研究参考涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本研究参考，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本研究参考提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本研究参考。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本研究参考中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。