

P2P：网络化的民间借贷

2013 年 8 月 15 日

投资要点

- ❖ **P2P 借贷是典型的互联网金融模式。**互联网技术促进了金融脱媒和金融民主，P2P 公司作为典型代表，将传统的民间借贷延伸，部分满足了经营消费个贷需求和大众理财需求，借贷双方作为参与者，在信息相对对称的市场中，自由地获取金融服务。P2P 借贷平台作为中间服务方，为 P2P 借贷双方提供促成交易完成的服务，也在一定程度上扮演着金融中介的角色。
- ❖ **P2P 借贷进入爆发性增长长期但规模尚小。**我国 P2P 行业从 2006 年兴起，近 2 年来以倍数发展，预计目前 P2P 借贷服务平台超过 200 家，可统计的 P2P 平台线上年累计交易额超过 100 亿元，投资人超过 5 万。若再考虑难以统计的线下业务，年借贷交易额预计在 200~300 亿元之间，投资人数超过 10 万。数据显示多数 P2P 公司累计成交额仍在 10 亿元以下，借款期限保持在 1~6 个月，年化借贷名义利率保持在 12~22% 之间。预测较大型在线平台年收入在 2000~3000 万元之间，尚不能对正规金融机构形成冲击。
- ❖ **传统 P2P 经营开始异化：从线上到线下，债权转让与证券化。**对风险控制的要求和对盈利的追求，使得传统 P2P 公司逐步脱离了单纯的互联网传统 P2P 理念，并加以拓展。线上线下模式的同步发展、专业贷款人出现、债券转让和证券化产品发展，这些特征使 P2P 平台逐渐脱离了传统运营模式，使其游走于监管合规的灰色地带。
- ❖ **P2P 行业面临多重风险，部分业务亟待规范。**由于 P2P 信贷业务主要针对小微客户的小额信贷，违约风险相对较高，为保证业务拓展，国内 P2P 平台几乎都采用了变相的增信和担保机制。从实施效果看，目前多数 P2P 公司逾期贷款率在 2% 之内，所提取的风险保证金基本覆盖了信用风险的发生，但未来保证金比例设置有提高的内在要求。除信用风险外，P2P 平台同样面临和银行类似的各种风险，急需建立监管体系，防范风险传染，对于多对多、资金池、金额和期限错配等高风险业务模式尤其需要尽快进行规范。
- ❖ **海外 P2P 公司的运营与我国比较。**国际上看，自 2005 年以来，以 Prosper、Lending Club、Zopa 为代表的 P2P 借贷平台公司在欧美兴起，由于具有良好的信用信息获取环境，他们作为典型的线上企业而存在，领头羊 Lending Club 所贷规模接近 16 亿美元。国内外 P2P 平台比较说明：不同的国家的金融发展阶段和信用体系建设，对平台的运行模式产生决定性影响，也造成了目标客户和风控体系的差别。



中信证券研究部

朱琰

电话：010-60838601
 邮件：zhuy@citics.com
 执业证书编号：S1010510120023

王一峰

电话：010-60836701
 邮件：wangyf@citics.com
 执业证书编号：S1010510120042

肖斐斐

电话：010-60838047
 邮件：xff@citics.com
 执业证书编号：S1010510120057

向启

电话：010-60838757
 邮件：xiangqi@citics.com
 执业证书编号：S1010512090006

相关研究

1. 《银行业 2013 年投资策略—超越悲观预期，分享稳定增长》2012-12-12
2. 《银行业 2013 年一季度财报总结暨二季度投资策略—盈利平稳放缓，投资曙光再现》..... 2013-5-6

目录

我国 P2P 借贷行业的运营情况	1
互联网金融与 P2P	1
我国 P2P 借贷的基本特征	2
传统 P2P 的异化：从线上到线下、债权转让和证券化	4
P2P 行业面临的风险与风险控制	5
P2P 公司对信用风险的防范	5
P2P 行业多元化的风险	7
海外 P2P 公司的运营与我国比较	7
典型公司的运营——以 Prosper 和 Lending Club 为例	7
海外 P2P 公司运营与我国比较	10

插图目录

图 1：P2P 借贷平台原理（以人人贷公司为例）	2
图 2：P2P 借贷流程（以人人贷公司为例）	2
图 3：P2P 借贷机构的数量	2
图 4：P2P 借贷公司的地域分布	2
图 5：历年 P2P 借贷平台交易量走势	3
图 6：主要 P2P 借贷平台累计交易笔数	3
图 7：P2P 公司借贷标的的构成比例	3
图 8：P2P 借款人的借款用途	3
图 9：宜信 P2P 业务交易增长倍数	5
图 10：宜信 P2P 业务平均交易额	5
图 11：各 P2P 借贷公司逾期贷款率	6
图 12：部分 P2P 公司前十大客户借款集中度	6
图 13：人人贷公司逾期率分析	7
图 14：人人贷风险备用金余额走势	7
图 15：Prosper 和 Lending Club 的借贷规模	9
图 16：Prosper 和 Lending Club 的借贷流程	9

表格目录

表 1：根据借款用途的标的分类	3
表 2：2012 年国内主要 16 家 P2P 借贷平台交易经营情况统计	4
表 3：人人贷公司的风险准备与赔偿机制	6

表 4: P2P 公司所面临的业务风险概览	7
表 5: Prosper 平台收费标准	8
表 6: Lending Club 平台收费费率	10
表 7: 国内外 P2P 借贷平台经营情况对比.....	10

我国 P2P 借贷行业的运营情况

互联网金融与 P2P

互联网金融无疑是当下最热门的名词，但对何谓“互联网金融”，各方理解并不一致。多数看法局限于“网络贴金”或“金融上网”方面，认为是基于互联网技术的发展，传统互联网公司开始办理金融业务，或是传统金融公司通过互联网提供产品和服务。但我们这里倾向于借鉴更为广义的概念，即互联网金融是基于“互联网思想的金融”而并非简单的“运用互联网技术的金融”。它的核心是金融脱媒和民主化。互联网金融作为新的金融形式，每个人作为参与者，都有充分的权利和手段参与到金融活动之中，在信息相对对称中平等自由地获取金融服务。

基于互联网技术的数据生成、数据挖掘、数据安全和搜索引擎技术，是互联网金融的有力支撑。社交网络、电子商务、第三方支付、搜索引擎等形成了庞大的数据量。云计算和行为分析使大数据挖掘成为可能。数据安全技术使隐私保护和交易支付顺利进行。搜索引擎使个体更加容易获取信息。这些技术的发展极大地减小了金融交易的成本和风险，扩大了金融服务的边界。

谢平在《互联网金融模式研究》一文中给出了相对完美的设想以至于难以实现：“银行、券商和交易所等中介都不起作用，贷款、股票、债券等的发行和交易以全款支付直接在网上进行，资金供需双方直接交易，可以达到与直接金融和间接金融一样的资源配置效率。市场充分有效，接近一般均衡定理描述的无金融中介状态”。在现实中，金融中介促进金融交易完成的作用仍然十分巨大，互联网金融模式仍仅仅是间接和直接金融传统模式的补充。

P2P 借贷的发展正是基于互联网思想的典型代表，它超越了传统熟人社会的限制，将传统民间借贷的范围延伸，也部分满足了经营消费个贷需求和大众理财需求，有“普惠金融”和“民主金融”的意义。P2P (Peer to Peer) 原本是计算机网络中的概念，是互联网对等实体间的信息交互方式，而 P2P 网络借贷（也被译作 Person to Person，人人贷）指的是个体和个体之间通过网络实现直接借贷。在该模式中，存在一个中间服务方——P2P 借贷平台，其主要为 P2P 借贷双方提供信息流通交互、信息价值认定和其他促成交易完成的服务。

自 2005 年以来，以 Zopa、Lending Club、Prosper 为代表的 P2P 借贷平台公司在欧美兴起，之后迅速在世界范围内推广开来。该模式被广泛复制，目前总体市场规模不大，但表现出了旺盛的生命力和持续的创新力。究其发展原因，有如下几个方面：其一，细分市场的需求；其二，利润和成本空间的吸引；其三，准入门槛较低、无特殊监管；其四，互联网技术、数据挖掘技术和信用体系的必要支撑。

图 1: P2P 借贷平台原理 (以人人贷公司为例)



资料来源: 人人贷公司网站, 中信证券研究部

图 2: P2P 借贷流程 (以人人贷公司为例)

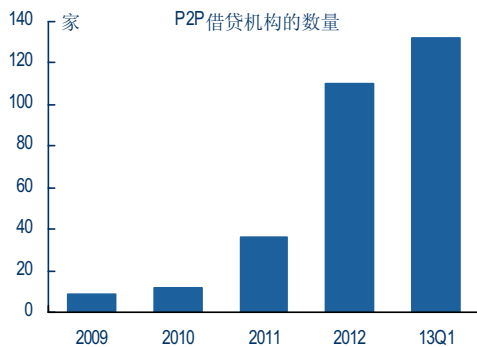


资料来源: 人人贷公司网站, 中信证券研究部

我国 P2P 借贷的基本特征

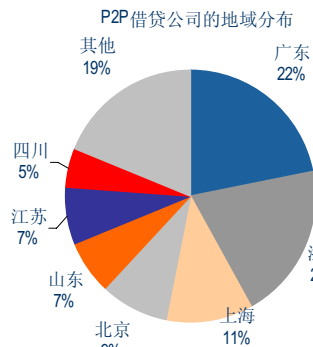
我国 P2P 行业自 2006 年开始出现至今, 在短短的几年间, P2P 借贷模式也在国内兴起并快速发展。2012 年末, 预计 P2P 借贷服务平台超过 200 家, 可统计的 P2P 平台线上累计交易额超过 100 亿元, 投资人超过 5 万。若是加上尚未统计的 P2P 平台线下业务, 其借贷余额和投资人预计能够倍增。P2P 借贷兴起的轨迹与传统电子商务的普及及路线十分相似, 表现为从沿海地区逐步向内陆地区、从经济发达地区向不发达地区拓展。

图 3: P2P 借贷机构的数量



资料来源: P2P 公司网站, 中信证券研究部; 注: 此处仅适用部分可采集 P2P 公司样本

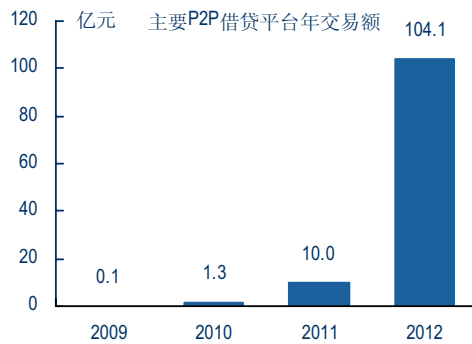
图 4: P2P 借贷公司的地域分布



资料来源: P2P 公司网站, 中信证券研究部

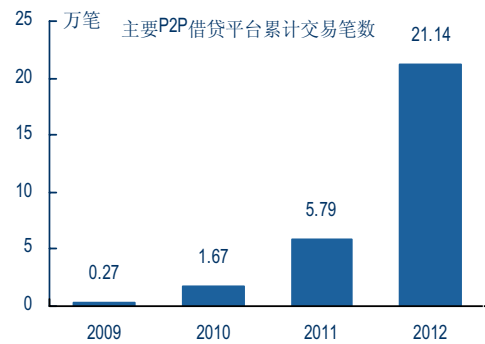
根据交易规模、活跃度等因素选取部分主要 P2P 公司作为统计样本，反映出近两年来行业快速扩张。2012 年，主要在线 P2P 平台成交额超过 100 亿元，成交量达到 21 万笔，平台累计借款人较 2011 年增幅超过 100%，达到 2 万多人。

图 5：历年 P2P 借贷平台交易量走势



资料来源：P2P 公司网站，中信证券研究部

图 6：主要 P2P 借贷平台累计交易笔数



资料来源：P2P 公司网站，中信证券研究部

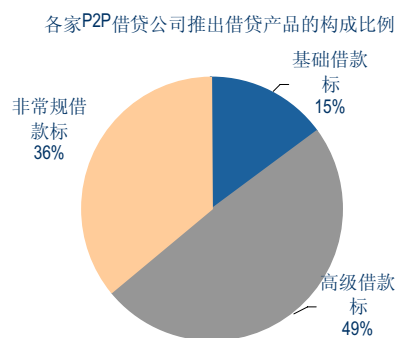
P2P 公司的产品按照标的的实际用途，可以分为如下基础借款标、高级借款标、非常规借款标三类：1) 基础借款标：主要是信用贷款，但需要通过相关资产证明，经一般流程的审核后获得一定的借款额度。这类借款产品额度一般金额较小，以工薪阶层经营、消费贷款为主。2) 高级借款标：相对于普通的借款标，此类标一般会办理抵押、担保手续、签署反担保协议，金额较大，以中小企业或者个体户生产性贷款为主。3) 非常规借款标：大部分并非用于实际生产或者消费性贷款，一般旨在活跃网站人气、站内资金周转、逾期重组、体验借贷流程等。在 2012 年的累计成交量中，有 36% 的成交量是由非常规借款标的构成，基础借款标约占 5 成。有 2/3 的借款标借款产品融资用途为“短期周转”，其他“创业投资”、“个人消费”及“装修借款”分别占到了 10%、7.4%和 2.5%

表 1：根据借款用途的标的分类

分类	各类标的名称
基础借款标	信用标、普通信用标、普通标、其他未列明类型的默认借款标
高级借款标	抵押标、担保标、阳光标、质押标、机构担保标、给力标、本地标、推荐标
非常规借款标	秒还标、净值标、非提现标、重组标、友情标、体验标

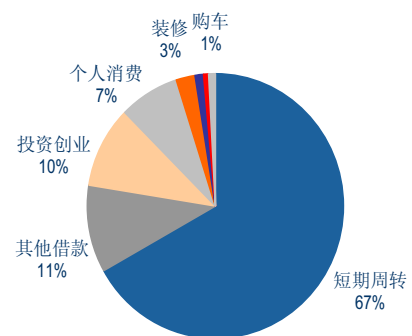
资料来源：P2P 公司网站，中信证券研究部

图 7：P2P 公司借贷标的的构成比例



资料来源：P2P 公司网站，中信证券研究部

图 8：P2P 借款人的借款用途



资料来源：P2P 公司网站，中信证券研究部

对 16 家主要 P2P 借贷平台，我们进行了经营比较分析，数据显示，不同平台间经营特征具有明显的差异性：

- 2012 年，16 家 P2P 借贷平台成交额从 1.94 亿元上升到 16.97 亿元，实现了超过 8 倍的增长，全年累计成交额达到 98.5 亿元，较 2011 年增加约 10 倍。但多数公司累计成交额仍在 10 亿元以下，年度累计交易笔数超过万笔的公司仍较少，平均单笔成交金额在 10 万元以下。
- 不同 P2P 平台在借款期限上有明显差异，陆金所每笔贷款的平均期限达到了 33 个月，而成交量第一的温州贷平均期限仅为 6 天，大部分 P2P 借贷公司借款期限保持在 1~6 个月，符合一般中小企业或者个人融资者的资金周转期需求。
- 大部分 P2P 借贷公司年化利率保持在 12~22% 之间，名义利率普遍控制在同期银行基准利率 4 倍之内。

预测各家平台公司在线年收入最高不超过 3000 万元。在线收入主要由借款管理费和利息管理费组成。借款管理费：P2P 借贷平台向借款人收取的服务费，根据借款期限不同，一般按借款金额的 2% 起收，按月呈规律递增。利息管理费：由出借人在获得利息之后，由 P2P 借贷平台向借出人收取利息收益的 8%~10% 的费用，在 P2P 公司收入构成中占比较小。

表 2：2012 年国内主要 16 家 P2P 借贷平台交易经营情况统计

	累计成交量 (亿元)	累计交易笔数 (千笔)	单笔平均成交 额(万元)	平均借款期限 (天)	借款利率 (%)	测算平台年收 入(万)
温州贷	21.8	39	5.6	6	9.9%	442
盛融在线	17.8	3.2	56.4	42	15.9%	1350
红岭创投	14.9	68.4	2.2	33	9.0%	2558
中宝投资	11.4	2.4	48.5	130	20.2%	2595
365 易贷	6.4	27.1	2.4	69	12.5%	1563
808 信贷	6.4	14.1	4.5	95	20.9%	1429
e 速贷	5.5	15.6	3.5	55	11.7%	987
人人贷	3.5	5.1	7.0	311	13.6%	1560
全民贷	2.2	0.7	32.7	34	18.5%	355
拍拍贷	2.0	19.7	1.0	167	16.5%	769
微贷网	1.9	3.4	5.4	88	19.9%	468
陆金所	1.5	4.1	3.7	1008	8.6%	-
非诚勿扰	1.5	2.3	6.5	17	15.7%	268
人人聚财	1.1	0.8	7.6	146	21.3%	302
新新贷	1.0	0.6	5.7	139	15.8%	279
畅贷网	1.0	0.8	3.2	371	21.5%	144

资料来源：P2P 公司网站，中信证券研究部

传统 P2P 的异化：从线上到线下、债权转让和证券化

对风险控制的要求和对盈利的追求，使得传统 P2P 公司逐步脱离了单纯的互联网传统 P2P 理念，拓展为线上线下模式的同步发展、专业贷款人出现、债券转让和证券化产品发展：

从线上走到线下

上文所述 P2P 公司主要是针对互联网线上平台。这与欧美 P2P 服务平台是相同的。在这些网站上，借款人客户可以在线直接申请借款，不需要到传统的金融机构中去办理繁琐的手续，而这些借贷平台也可以通过客户的社会保障号码等身份信息直接到征信机构中去查询，获取客户的历史信用记录和信用评分，借贷平台可以依据这些历史记录进行决策，对客户进行风险定价，帮助客户获得资金。出借人可以在平台上通过选择不同风险等级的客户，获取投资收益，并承担风险损失。

由于欧美国家，社会信用体系发展成熟，征信机构信息完善，P2P 公司采用线上数据分析和数据挖掘即可进行决策。而在国内，央行征信系统未对 P2P 公司开放，单纯依靠在线方式获取客户和评估风险较困难，线下面核面签方式能够有效降低风险，线下 P2P 模式可

以说是基于我国国情的现实选择。代表性的企业有宜信、信而富、融宜宝、证大财富等，预计采用这类 P2P 模式的企业在 2012 年达成的 P2P 交易额超过 200 亿元人民币。以宜信为例，2008~2012 年，宜信的 P2P 业务增长了 300 多倍。《金融时报》报道宜信公司拥有超过 5 万名投资者和 25 万名借款者。公司公开数据显示，若以逾期 90 天作为不良贷款计算，2012 年底不良贷款率在 2~3%。

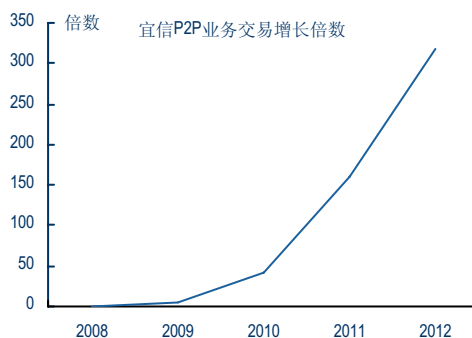
专业放款人出现与债权转让

我国传统的 P2P 网络借贷是单纯的个人与个人间的直接交易方式。走到线下的 P2P 公司不再简单提供交易平台，在对借款客户的服务中越来越多的扮演专业放款人。同时为满足更多业务的发展，借贷双方的期限、金额错配问题也需要中间人予以弥合。专业放款人的出现提供了信用、期限和流动性的转换，P2P 公司开始扮演银行金融的角色。相应地，为规避法律限制，债权转让（资产转让）出现，专业放款人将所借出款项转让给实际资金提供者。

从债权转让到资产证券化

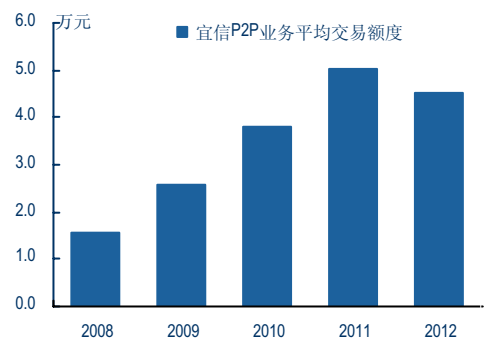
正像商业利益驱动着传统银行的金融创新一样，P2P 公司也受同一逻辑主导。债权资产（信贷资产）的需求方如果仅仅是原有的 P2P 平台上的贷款人，这一市场规模便受到限制，向更多非特定的人群出售标准化的证券产品势必能够扩大规模。国际同行 Lending Club 即曾将贷款打包设计成固定收益类理财产品，对接财富市场。而在证券化的过程中，必将更多地涉及到资产池、信用分层和广泛的错配，这也对风险管理提出了更多的要求。虽然国内还不具备 P2P 业务证券化操作的法律条件，但亦有公司兴办类似业务。

图 9：宜信 P2P 业务交易增长倍数



资料来源：P2P 公司网站，中信证券研究部

图 10：宜信 P2P 业务平均交易额



资料来源：P2P 公司网站，中信证券研究部

P2P 行业面临的风险与风险控制

P2P 公司对信用风险的防范

P2P 信贷业务主要针对小微客户的小额信贷。其中较大比例的业务是没有任何担保和纯信用性质的。这种小额信贷风险相对较高，违约率也较大。这对 P2P 公司的信贷技术也提出了更高的要求。

目前国内的 P2P 平台几乎都进行了模糊的本金保障宣传。其中大部分采用了变相担保的办法，主要是通过成立一个有限的风险资金池，普遍是参照银行体系以贷款总额的一定比例（通常为 2%）作为风险储备进入资金池，用于逾期贷款或者坏账的先行赔付。客户按照资质进行分级，分级越高的客户所需缴纳的保证金比例越低，而违约率越高的群体则需要缴

纳越高的准备金。同时，也有机构同步引入担保机构对借款人进行担保，对标的负有保证责任。总体来看，该机制提供了相对完善的规避风险策略，但是在国内信用体系相对不完善的条件下，如何更有效地对客户及项目进行风险评级是行业进一步发展的方向，而向投资人提供更可靠的项目、更优质的借出人是 P2P 借贷企业的核心竞争力。

表 3: 人人贷公司的风险准备与赔偿机制

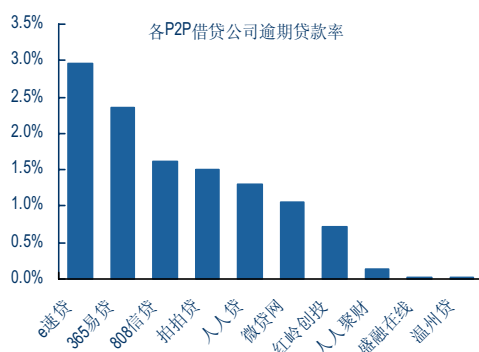
产品类别	成交借款风险金计提比例	逾期/严重逾期借款风险金垫付范围	垫付资金来源
信用认证标	AA 级用户	0.0%	人人贷风险备用金
	A 级用户	1.0%	
	B 级用户	1.5%	
	C 级用户	2.0%	
	D 级用户	2.5%	
	E 级用户	3.0%	
HR 级用户	5.0%	未还本金	
智能理财标	大于等于 1%	未还本金；逾期当期利息；垫付等待期利息。	人人贷风险备用金
实地认证标	大于等于 1%	未还本金；逾期当期利息。	1.实地认证机构风险备用金；2.人人贷风险备用金。
机构担保标	0%	未还本金；逾期当期利息。	合作机构

资料来源：人人贷公司网站，中信证券研究部整理

从实施情况看，目前多数 P2P 公司逾期贷款率在 2% 之内，所提取的风险保证金基本覆盖了信用风险的发生。以人人贷公司为例，截至 2013 年 6 月末，该公司风险备用金余额与待还本金之比为 2.17%，高于网站 1.14% 的坏账率（坏账率=本金逾期 30 天以上/历史成交额）。比较国际同业参考的无抵押贷款平均 3%~5% 的坏账率，未来，随着中国的潜在经济增长速度放缓，金融生态有可能整体变差，保证金比例设置有提高的内在要求。

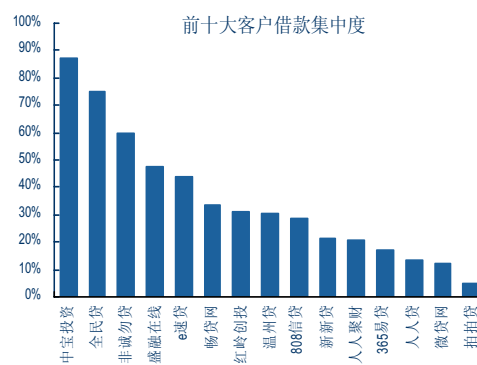
此外，在集中度方面，P2P 公司的前十大借款客户集中度普遍偏高，大额违约事件可能会对 P2P 平台运行产生致命打击。

图 11: 各 P2P 借贷公司逾期贷款率



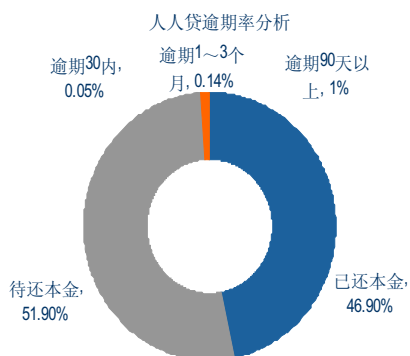
资料来源：P2P 公司网站，中信证券研究部

图 12: 部分 P2P 公司前十大客户借款集中度



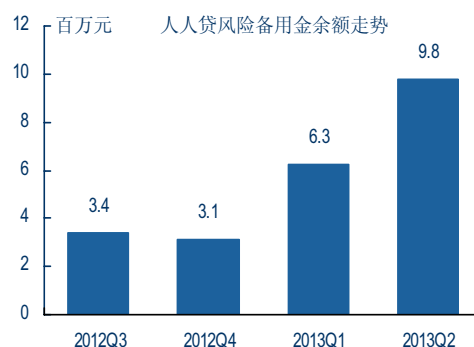
资料来源：P2P 公司网站，中信证券研究部

图 13: 人人贷公司逾期率分析



资料来源: 人人贷公司 2013 年中报, 中信证券研究部

图 14: 人人贷风险准备金余额走势



资料来源: 人人贷公司 2013 年中报, 中信证券研究部

P2P 行业多元化的风险

P2P 借贷除面临可能的信用风险外, 同样面临和银行一致的各种风险 (详见下表)。在我国, P2P 平台几乎不受任何监管, 急需建立监管体系, 防止风险的外溢。今年 6 月份, 媒体报道重庆对 5 家背离典型 P2P 模式的公司进行了整顿, 这些公司以债权转让、证券化、股权投资等形式经营, 因而被要求整改自查, 清退业务债权债务。我们认为, 对于多对多、资金池、金额和期限错配等业务模式, 尤其需要尽快进行规范。

近两年来, 在部分 P2P 平台公司蓬勃发展的同时, 也有部分平台被关闭, 仅 2011~2012 年两年间, 据不完全统计, 就有 16 家 P2P 平台公司关闭, 主要原因是运营不善或涉嫌诈骗, 所涉及金额逾 3000 万元。平台公司的快速进入与倒闭成为常态。

表 4: P2P 公司所面临的业务风险概览

风险	例子
信用风险	P2P 信贷业务主要针对小微客户的小额信贷, 其中较大比例的业务是纯信用贷款, 违约风险相对较高。为促进业务开展, 很多 P2P 公司都承担了担保责任, 但是 P2P 公司所承担的部分信用风险很可能无法覆盖 P2P 平台大量坏账率的出现。
操作风险	1) P2P 平台通常不会核实借款人提供的信息, 而这些信息可能不反映借款人的信用可信度。2) 由于 P2P 平台掌握的贷款历史数据有限, 它们的信用评级系统可能无法正确预测贷款的实际损失。3) 一旦借款人违约, 放款人只能依靠 P2P 平台与其委托的第三方收款机构来取回款项, 无法亲自追偿。4) P2P 平台破产, 收益权凭证的支付可能会被限制, 暂停, 或者终止。我国目前普遍的情况是 P2P 网贷平台、专业放贷人账户、信用审核及评级机构、投资者 (理财) 服务机构、借款人服务机构都为同一控制人, 具有极高关联性, 难以保持其公正性和对客户利益负责。
流动性风险	1) 凭证无法流通, 仅限于本平台上的放款人之间流转。2) 每个 P2P 平台都为其成员提供了交易收益权凭证的平台, 但是并不保证每个放款人都可以找到收益权凭证的买家。我国存在的债权转让方式的 P2P 公司。借贷双方不直接签订债权债务合同, 而采用第三方个人 (专业放贷人) 先行放款给资金需求者, 再由该第三方个人将债权转让给投资者 (P2P 平台为该交易过程提供服务) 的形式。专业放贷人在经营过程中存在错配, 相应存在流动性风险。
市场风险	与传统借贷业务相同, 市场利率的降低会引发借款人提前还款, 影响放款人收益; 市场利率提高会导致放款人所持的收益权凭证价值缩水。
法律风险	P2P 借贷尚无成熟的监管模式, P2P 公司面临政策法律的不确定性。比如 P2P 公司所提供的本金保障具有非法集资的嫌疑; 而专业放贷人模式又涉及是否非法吸收公众存款、个人信息买卖。P2P 公司信用诈骗事件也时有发生。

资料来源: P2P 公司网站, 中信证券研究部整理。

海外 P2P 公司的运营与我国比较

典型公司的运营——以 Prosper 和 Lending Club 为例

Prosper

2006 年 2 月, 美国金融史上第一个 P2P 银行 Prosper 成立。Prosper 是一个 P2P 的在线贷款网站, Prosper 所应用的经营模式类似于在线拍卖模式, 联合创始人兼 CEO 克里斯。

拉尔森（Chris Larsen）将 Prosper 比作 eBay，拍卖支付一定利息的贷款的微金融领域的 eBay，其贷款金额从\$50 到\$25000 美元不等。

具体操作流程为：借款人创建一个位于\$50-\$25000 区间的借款条目，并设定最高意愿支付利息率，出借人可根据自己的意愿，并参照借款人的借款经历、朋友圈及社会机构的从属关系等信息来判断，并对借款人设定最低利息率，拍卖过程中出借人通过降低出借方设定的借出利率进行竞拍，竞拍结束后，Prosper 作为拍卖师，将最低利率的出借人们组成一个组合贷款，提供给借款人，并监督后续的流程，促成贷款在借款人与众多出借人之间的有效开展。Prosper 作为 P2P 网络信贷平台，负责贷款支付并有效收集符合借贷双方要求的借款人和出借人，完成借贷匹配工作的同时确保交易安全与公平的进行。

Prosper 作为网络借贷的平台提供者，其主要收入来自于各类手续费，其中包括：贷款者的手续费，投资者服务费，扣款未成功手续费，逾期费，逾期款项追讨费。平均来说，Prosper 的每笔贷款大约有 2~5% 的手续费收入。

表 5: Prosper 平台收费标准

借出/借入方	Prosper 平台收费费率
借款人 (贷款者手续费)	评级为 AA 级别: 手续费=贷款总额*0.5% 评级为 A-HR 级别: 手续费= $\max(\text{贷款总额} \times 3\%, \$50)$
借入方 (投资者服务费)	贷款者所还金额的 1% 即全部还清时= (借款+利息) *1%
扣款未成功手续费	在规定的时间内未能扣款成功, 每扣款失败一次收取\$15
逾期费用	每笔还款逾期>15 天, 逾期费= $\max(\text{逾期款项} \times 5\%, \$15)$
逾期款项追讨费用	由专门的追债机构负责追讨, 费率由追债公司定

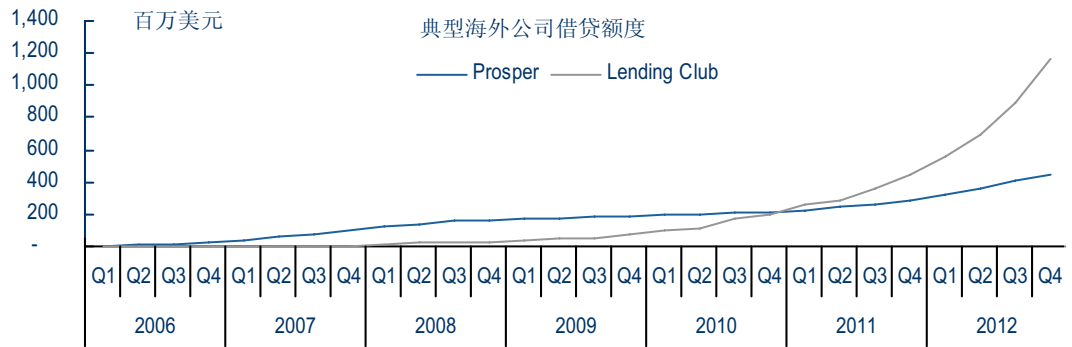
资料来源: Prosper 公司网站, 中信证券研究部整理

Lending Club

2006 年 5 月, Lending Club 始于 Facebook 的一应用程序, 由以 Renaud Laplanche 为首的创业团队创立, 后因业务发展态势良好独立运作。公司成立当初的目标很简单: 除了银行之外, 为投资人和借款人创造一种更高收益或者更低利率的可能。Lending Club 的模式类似在线社区模式, 通过撮合有信用的借款人和有投资想法的出借人, 取代传统银行的高门槛与高借贷利差, 使借贷双方均受益。相对于传统银行的借贷业务, Lending Club 平台的借贷活动对借贷双方而言, 成本更低、门槛更低、效率更高、信息与评级体系更容易满足。Lending Club 也采用会员制, 其平台内的会员提供个人信息后会获得相应的评分, 之后即可申请贷款、买卖 Notes、进行投资组合等。

截止 2013 年 3 月, Lending Club 成功贷款交易为 12.2 万笔, 总贷出金额为 15.8 亿美元, 平均每笔贷款金额为\$12,970; 现阶段, Lending Club 已成为目前世界上最大的 P2P 网络借贷平台; Lending Club 名义平均收益率高达 16.34%, 违约率约为 4%, 考虑违约概率之后, 其平均净年化收益率仍有 9.64%。3 年过去, Lending Club 快速成长, 已经成为美国 P2P 借贷市场的领先者。

图 15: Prosper 和 Lending Club 的借贷规模

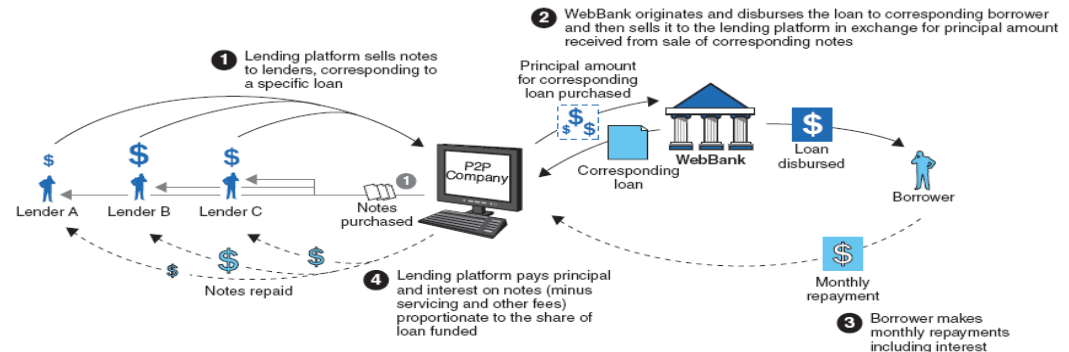


资料来源: Prosper and Lending Club 公司网站, 中信证券研究部预测

Lending Club 的商业模式。Lending Club 通过会员之间的直接借款, 避免了传统银行的高成本和复杂性。其搭建了一个由借款人、平台、出借人、及资金结算机构构成的完整的借贷平台, 相比于传统的银行等其他商业模式, Lending Club 作为网络平台联系起借款人的贷款需求与出借人投资供给, 并引入第三方独立资金核算机构, 与银行借贷模式相比, 中间成本较低, 为四者均受益的商业模式:

- 1 借款会员作为贷款人, 在 Lending Club 平台上进行申请; 获得批准后开始向出借会员募集资金, 募集完成后, 贷款成功。
- 2 Lending Club 审核贷款人贷款, 并将符合条件的贷款申请组成 Notes 供出借会员购买, 作为平台还监督贷款人按月还款; Lending Club 作为中介机构, 为借款人和出借人提供投融资平台, 并从中收取手续费作为公司的主要收入来源。
- 3 出借会员作为投资人, 构建投资组合, 购买 Lending Club 提供的由出借会员申请的贷款打包成的 Notes, 将资金分成多个小额借给不同的贷款人(分散风险), 同时从 Lending Club 获取贷款用户每月的还款及利息收益。
- 4 WEB 银行作为结算机构, 负责出借人、借款人和 Lending Club 三者之间的资金往来与结算。

图 16: Prosper 和 Lending Club 的借贷流程



资料来源: GAO analysis bases on information from Prosper and Lending Club, 中信证券研究部

Lending Club 主要收入来源: 借贷款费用。向投资人和贷款人收取的费用和佣金(也称管理费和服务费), 是 Lending Club 的主要收入来源, 且只有在贷款成功与投资成功时才会收取费用。对贷款人来说主要有以下可能的费用: 借款人需要支付的管理费、借出人所需

支付的服务费、扣款未成功手续费、支票还款费用、逾期费用、逾期款项追讨费用等。Lending Club 的综合收费水平大致在 3~6%之间。

表 6: Lending Club 平台收费费率

借出/借入方		Lending Club 平台收费费率						
		借款者有由信用级别 A1—G5 所决定的贷款利率，还有对应 A—G 的借款费用，借款费用视借款者的信用级别而定						
借款人 (管理费)	信用级别	A	B	C	D	E	F	G
	费率	2.25%	2.75%	4.50%	4.50%	4.50%	4.50%	4.50%
		对于商业用途或自我雇佣的贷款者，额外收取 1.5% 的费用						
借入方 服务费	收取借款人所还金额的 1% 作为服务费 即全部还清时= (借款+利息) *1%							
扣款未成功手续费	由于借款者帐户的原因，Lending Club 在规定的时间内未能成功的扣除每月的还款，每扣款失败一次收取 15 美元的费用							
支票还款费用	若用支票还款，将每次收取 15 美元的手续费							
逾期费用	借款人可在还款日外有 15 天的宽限期，从第 16 天开始 逾期费=max(逾期款项*5%，\$15)							
逾期款项追讨费用	需要 LendingClub 催缴的部分，LendingClub 将收取 30% 左右的费用 由专门的追债机构负责追讨，费率由追债公司定							

资料来源: Lending Club 公司网站, 中信证券研究部整理

海外 P2P 公司运营与我国比较

最后，我们对国内外 P2P 公司的运营情况进行了全方位的对比（国内以人人贷为例），基本可得出如下结论：1）平台运行模式的设计上不同决定了目标客户和风控体系的差异，如 Prosper 采用的是竞拍模式且更关注借款人的社会属性；2）海外金融发展阶段和信用体系完善，纯平台模式相对有效，而我国平台的发展更适合准备金保障制度。P2P 平台需要寻找符合国情的运作模式展业。

表 7: 国内外 P2P 借贷平台经营情况对比

对比科目	Prosper, Lending Club 与人人贷的内容
规模对比	Prosper 已为 1,610,000 位成员功提供位成员功提供位成员功提供\$447,000,000 的贷款 Lending Club 成功贷款交易 121, 856 笔，共贷出\$1, 580, 376, 775 人人贷成立时间较晚，2012 年贷出 5075 笔，共 3.54 亿人民币
借贷额度	Prosper: 50 美元到 25000 美元 Lending Club: 上限 35000 美元 人人贷: 3000 至 1000000 人民币
运营模式	Lending Club 与人人贷在借贷模式较为相似，借款人发布借款列表，投资人购买，但 Lending Club 购买的 Notes 可以再买卖；Prosper 与前两者的区别在于采用竞拍的方式购买 Notes，利率是双方竞价之后的结果
借贷流程	流程均为注册-发布借款列表-利率确定-资金募集（投资者投标）-借贷对接 资金转移-借款人按月还款 但我国由于信贷体系缺失，人人贷在借款人发布借款需求后需采用电话对借款人信息、工作单位、收入、征信等进行信息搜集与确认
资金来源	资金来源三者较相似，资金来源均是相对比较富裕且有理财需求的投资者，对网络与投资风险有一定了解
主要客户	Prosper 与 Lending Club 双向收费，费用主要包括：针对借款人的管理费用、借出费用、借出人所支付的服务费、扣款未成功手续费、支票还款费用、逾期费用、逾期款项追讨费用 人人贷目前收费结构成为交易服务费和账户管理费
信用评级体系	Prosper 和 Lending Club 信用评级体系较为完善、负责与准确：由于国外的征信体系较为完善（FICO 等），以个体为单位的朋友、单位、历史交易等数据全面且容易获取 国内征信体系不完整，网贷平台不易获取，历史数据少，评级模型仍待数据的补充再不断改进
投资组合	Prosper 与 Lending Club 对于评级的多层划分与准确划分，是的利率与潜在风险更为匹配，在动态利率制度下，更容易完成投资组合的多样化 人人贷也有一定程度上的投资组合，如优选理财计划，但受环境限制，组合的有效工具有限
逾期处理	无论是 Prosper 还是 Lending Club 抑或是人人贷，均设立了逾期违约惩罚和追偿制度，构建一套完整的借贷体系 但 Prosper 和 Lending Club 只是作为纯平台运行，若借款人发生违约，完全由出借人自行承担其损失 人人贷设立了专门的计提风险准备金，当出借的资金出现回收问题时，先用计提风险准备金补偿出借人本金及利息的损失
风险管理	Prosper 与 Lending Club 的多层且准确的评级有利于风险的把控，动态利率与多样化的投资组合不仅人人贷，国内的网贷平台在评级、利率、投资组合受市场环境的限制，相对控制有限，但多

对比科目	Prosper,Lending Club 与人人贷的内容
	了可一个缓冲层-计提风险准备金

资料来源：公司网站，中信证券研究部整理

分析师声明 Analyst Certification

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。The analysts primarily responsible for the preparation of all or part of the research report contained herein hereby certify that: (i) the views expressed in this research report accurately reflect the personal views of each such analyst about the subject securities and issuers; and (ii) no part of the analyst's compensation was, is, or will be directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in this research report.

一般性声明

此报告并非针对或意图发送给或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使中信证券股份有限公司及其附属机构（以下统称“中信证券”）违反当地的法律或法规或可致使中信证券受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属中信证券。未经中信证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有于此报告中使用的商标、服务标识及标记均为中信证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，只有收件人才能使用。本报告所载的信息、材料或分析工具只提供给阁下作参考之用，不是或不应被视为出售、购买或认购证券或其它金融工具的要约或要约邀请。中信证券也不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中信证券认为可靠，但中信证券不保证其准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中信证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠此报告而取代个人的独立判断。本报告所指的证券或金融工具的价格、价值及收入可跌可升。以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。本报告所载的资料、意见及推测反映中信证券于最初发布此报告日期当日的判断，可在不发出通知的情形下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。本报告不构成私人咨询建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。收件人应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

中信证券利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域，以及部门间之信息流动。撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投行、销售与交易业务。

在法律许可的情况下，中信证券的一位或多位董事、高级职员和/或员工(包括参与准备或发行此报告的人)可能(1)与此报告所提到的任何公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，(2)已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。在法律许可的情况下，中信证券的一位或多位董事、高级职员和/或员工可能担任此报告所提到的公司的董事。在法律许可的情况下，中信证券可能参与或投资此报告所提到的公司的金融交易，向有关公司提供或获取服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券的董事、高级职员和员工亦不为前述金融机构之客户因使用本报告或报告载明的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

中信证券股份有限公司及其附属及联营公司 2013 版权所有。保留一切权利。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 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 指数的涨跌幅为基准；	买入	相对沪深 300 指数涨幅 20% 以上；
	增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~20% 之间；
	持有	相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~5% 之间；
	卖出	相对沪深 300 指数跌幅 10% 以上；
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 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：	强于大市	相对沪深 300 指数涨幅 10% 以上；
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10% 之间；
	弱于大市	相对沪深 300 指数跌幅 10% 以上

	北京	上海	深圳	中信证券国际有限公司
地址:	北京市朝阳区亮马桥路 48 号 中信证券大厦（100125）	上海浦东新区世纪大道 1668 号 中建大厦 22 楼（200122）	深圳市福田区中心三路 8 号 中信证券大厦（518048）	香港中环添美道 1 号 中信大厦 26 楼

Foreign Broker-Dealer Disclosures for Distributing to the U.S. 就向美国地区发送研究报告而作的外国经纪商-交易商声明

This report has been produced in its entirety by CITIC Securities Limited Company ("CITIC Securities", regulated by the China Securities Regulatory Commission. Securities Business License Number: Z20374000). This report is being distributed in the United States by CITIC Securities pursuant to Rule 15a-6(a) (2) under the U.S. Securities Exchange Act of 1934 exclusively to "major U.S. institutional investors" as defined in Rule 15a-6 and the SEC no-action letters thereunder. 本报告由中信证券股份有限公司（简称“中信证券”，受中国证监会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）制作。按照《1934 年美国证券交易法案》下的 15a-6(a) (2) 规则，在美国本报告由中信证券仅向 15a-6 规则及其下《美国证券交易委员会无异议函》所定义的“主要美国机构投资者”发送。