



刚兑难以打破，失业率上升是主要风险

中信证券研究部

2016 年 4 月 25 日

邵子钦

电话：0755-23835408

邮件：shaoziqin@citics.com

执业证书编号：S1010513110004

童成墩

电话：0755-23835416

邮件：tongchengdun@citics.com

执业证书编号：S1010513110006

田良

电话：0755-23835415

邮件：tianliang@citics.com

执业证书编号：S1010513110005

事项：

中信证券研究部非银组于 2016 年 4 月 22 日对中国第一家上市 P2P 公司宜人贷进行了调研。

主要观点：

- 随着贷款规模扩大，公司运营成本有进一步下降空间。陆金所贷款余额 850 亿元，运营成本 3-4%。宜人贷累计贷款额 18.9 亿美元，线上获客成本和运营成本合计 5%。
- 获客成本取决于与控股股东的谈判力，目前线下获客成本 6%。随着线上客户贷款额占比提升，综合获客成本有望下降。
- 3%的净利润率对坏账率非常敏感。
- 在信用风险迅速上升的今天，宜人贷的坏账率指标具有重要跟踪价值，可以作为金融风险监测指标之一。

调研纪要：

公司概况：宜人贷成立于 2012 年，2014 年 4 季度开始盈利，2015 年全年贷款 14.9 亿美元。截至 2015 年底，累计发放贷款 18.9 亿美元。2015 年 4 季度有 32.5%的贷款额和 53%的借款人通过线上获得贷款。其他贷款则从公司控股股东——宜信线下导入。宜信已累积 200 万借款用户，具有中国最大的黑名单和白名单，其中黑名单数量达几十万人。

借款人情况：有工资收入的信用卡用户，25-35 岁为主。这部分客户互联网接受度高，主动上传手机通讯录、信用卡记录、电商交易记录。借款目的是生活需求，如结婚、教育、旅游、装修等。中国有 1-2 亿信用卡持有者，银行授信额度为 1-2 万，但上述消费需求一般在 5-10 万元，银行尚无法满足。

投资人情况：大众富裕个人，全部通过在线平台完成投资。白领为主，年龄 40 岁左右。平均出借额 5 万左右。收益率在 8.5%左右。大部分人通过自动化投资工具完成投资。2015 年 4 季度有 17.8 万人完成投资。

风控数据源：市场上很多数据源，核心竞争力不是依赖独家数据源，而是如何使用这些数据、风控模型的有效性。信用卡流水和电商交易数据是借款人提供的，没有成本。和运营商合作的信息自动抓取，成本只要几块钱/人。

平台坏账率：逾期 90 天以上才计提坏账。和失业率具有相关性。最高的贷款违约率约为 10-12%。也有部分贷款随着清收的推进，违约率一直在下降。线上业务 2014 年刚开始介入，由于线上欺诈相对会严重一些，风控也保守一些，线上借款额比线下小一半。

坏账清收情况：外包给第三方，总体上清收成功率 20%左右。根据客户实际情况，确定催收方案。如果客户失业，可以延期半年还款，此外客户一般有比较好的工作和家庭背景，违约的社会压力和家庭压力比较大。信用机制在建设过程中，未来违约数据都会上传给央行，信用违约成本会越来越高。

问答环节

Q1 行业风险爆发期对宜人贷的影响？

网贷有社会价值，需要监管。监管收紧，有利于行业长期发展。投资者风险意识在增加，有品牌的平台获客成本会下降。

Q2 如何看待刚兑风险？

在中国应该不太可能把此类风险传导给投资者。宜人贷所有资金由广发银行托管，没有资金池。监管要求 P2P 做纯的信息中介平台，但实际落地执行有难度。

Q3 宜人贷对投资者的信用保障方式？

通过风险备用金来处理，按贷款余额 7% 计提现金准备，按 8% 计提会计准备。

Q4 非抵押信贷市场空间？

中国非抵押信贷市场 5000 亿美金空间。线上获客没有半径。线下现在供不应求。

Q5 宜人贷收入成本结构？

借款人成本 30%，投资人成本 8.5%，计提风险准备金 8%，净收入约 14%，再减去获客成本 8%（其中线上成本 2%，线下支付宜信成本 6%）、运营成本 3%、净利润 3%。

Q6 如何降低借款人借款成本？

和机构投资者对接，获取更低成本的资金。通过大数据风控和互联网对接，降低信用成本和获客成本。

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(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。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员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。

新加坡：监管法规或交易规则则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，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、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的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，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2016 版权所有。保留一切权利。