

# 银行

## 周零的 P2P

### 本应为信息中介的 P2P 在国内异化为信用中介

P2P 模式在国内的转变主要源于早期金融环境的刚兑氛围。我国融资结构一直以银行为主体，银行的强信用中介地位令投资者产生了信用幻觉，加之银行的确有实力进行刚兑，这导致国内投资者十分注重保本保收益，存在明显的刚兑文化。此外，P2P 起步时国内监管处于真空地带，直到 15 年才强调 P2P 平台要明确信息中介性质。早期众多 P2P 平台因竞争激烈，纷纷用提供担保来吸引客户，而自身的风控与资金实力根本无力承担，这也为后期行业爆雷埋下了隐患。

### P2P 大数据风控是个伪命题

迅速恶化的资产质量反映了 P2P 公司商业模式的本质：瞄准长尾人群，以高收益覆盖高风险。大数据风控对 P2P 机构来讲是个伪命题，随着新冠疫情加速宏观经济和信贷周期的下降趋势，这种商业模式更显脆弱，例如趣店 20Q1 财报显示其贷款违约率上升了 20%，贷款风险暴露的滞后性可能令后期情况更糟糕。

### P2P 退潮利好银行业

P2P 退潮将令银行负债和资产两端受益。P2P 持续暴雷加强了民众对银行强信用中介的认同感，令银行储蓄存款回流。自 17 年 P2P 强监管开启以来，上市银行存款 18 年同比增速经历 V 型反转，较 17 年上升 1.9 pct；上市银行 17 年后存款占负债比例也有所提升。

银行个贷业务受益 P2P 退潮。经网贷之家统计，P2P 底层资产近 86%投向个贷，主要以消费贷为主。P2P 行业收缩之后，这部分借款人将回流至银行信用卡及消费贷等业务板块。此外，部分的小微企业主也从 P2P 平台借贷，这部分客户回流利好擅长小微金融的中小银行。

### 投资建议：P2P 离场，银行进击

因种种弊端，发展已有 12 年的 P2P 行业已是步履蹒跚，20Q1 爆发的新冠疫情或成压垮骆驼的最后一根稻草。相较之下，银行业在疫情中经受住了考验，Q1 归母净利润增速为 5.5%，虽有下滑但好于预期。

当前，银行（中信）指数估值仅 0.73 倍 PB (If)，为历史低位。随着经济刺激政策落地发挥效果，社融增速明显上行，下半年经济或明显反弹。市场对银行股的悲观预期有望发生逆转，支撑银行股估值上行。个股方面，我们主推一线龙头-招行、平安及常熟，以及二线龙头-光大、兴业、张家港行，关注江苏、成都、杭州、南京和北京等。

**风险提示：**新冠疫情持续爆发；银行负债成本大幅抬升；经济下行超预期致银行资产质量大幅恶化。

### 重点标的推荐

股票	股票	收盘价	投资	EPS(元)				P/E			
代码	名称	2020-06-05	评级	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
000001.SZ	平安银行	13.59	买入	1.45	1.69	2.01	2.28	9.37	8.04	6.76	5.96
601128.SH	常熟银行	7.70	买入	0.65	0.74	0.87	0.98	11.85	10.41	8.85	7.86
601166.SH	兴业银行	16.21	买入	3.17	3.38	3.71	4.15	5.11	4.80	4.37	3.91
600036.SH	招商银行	35.24	买入	3.68	4.09	4.50	4.99	9.58	8.62	7.83	7.06
601818.SH	光大银行	3.85	买入	0.71	0.81	0.91	1.00	5.42	4.75	4.23	3.85

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

### 证券研究报告

2020 年 06 月 08 日

### 投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)  
上次评级 强于大市

### 作者

廖志明 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517070001  
liao zhiming@tfzq.com  
朱于盼 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110518090006  
zhuyupian@tfzq.com

### 行业走势图



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 1 《银行-行业专题研究:上市银行 19 年报及 1Q20 业绩综述: 业绩增速虽下降, 但好于预期》 2020-05-10
- 2 《银行-行业专题研究:6 大行 19 年报综述: 业绩较好, 或催化估值修复》 2020-04-10
- 3 《银行-行业专题研究:类货基新规: 完全货基化的变革、挑战与机遇》 2020-02-06



## 内容目录

1. 走向没落的 P2P 行业.....	4
1.1. 中美 P2P 公司业绩及估值下滑严重.....	4
1.2. 异化的模式.....	6
2. P2P 的大数据风控是个伪命题.....	8
2.1. 当前监管对 P2P 态度以清退为主.....	8
2.2. P2P 的大数据风控效果较差.....	9
3. P2P 退潮利好银行业.....	11
3.1. P2P 转型求生存.....	12
3.2. 银行业将受益于 P2P 退潮.....	13
3.3. P2P 刺激了银行金融科技发展.....	15
4. 投资建议：P2P 离场，银行进击.....	15
5. 风险提示.....	16

## 图表目录

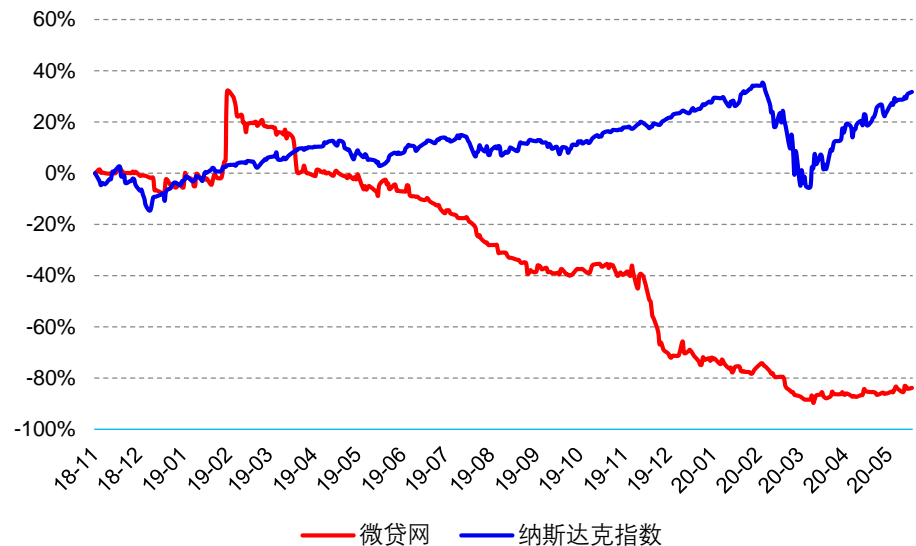
图 1：微贷网股价上市以来已跌去 90%（截至 6.1）.....	4
图 2：P2P 公司营收增速 19 年-20Q1 下滑严重（%）.....	4
图 3：P2P 公司净利润增速下滑严重（%）.....	5
图 4：员工数量逐渐下降（个）.....	5
图 5：贷款规模逐渐萎缩（百万美元）.....	5
图 6：P2P 互金公司 PB 估值屡创新低（倍）.....	6
图 7：P2P 行业投资人/借款人数持续下降（万）.....	9
图 8：P2P 行业成交量持续萎靡（亿元）.....	9
图 9：累计 P2P 问题平台数量巨大（个）.....	9
图 10：问题平台大多以跑路为主（截至 19 年 12 月）.....	9
图 11：头部 P2P 机构的贷款逾期率逐年升高.....	10
图 12：P2P 公司坏账核销率居高不下.....	11
图 13：受 LC 违规事件影响，LendingClub、OnDesk 及 Prosper17 年贷款总额明显下滑.....	11
图 14：全国性新增网络小贷公司急剧收缩（家）.....	12
图 15：消费金融公司获批难度大，每年新增稀少（家）.....	13
图 16：上市银行存款增速自 17 年开始显著提升.....	13
图 17：上市银行存款占比提升.....	13
图 18：P2P 资产端投向以个贷为主（截至 19 年末）.....	14
图 19：P2P 余额收缩促使信用卡客户回流（亿元）.....	14
图 20：第三产业已是 GDP 增长贡献主力.....	14
图 21：15 年以来，国内经济增长动力逐渐从投资向消费过渡.....	14
图 22：上市银行 19 年较 18 年个贷占比普遍提升.....	14
图 23：平安和招行个贷占比行业领先.....	14
图 24：银行过去当下及未来之形态.....	15

图 25：20Q1 银行净利润增速好于预期 .....	16
表 1：国内 P2P 平台大多有自己的担保公司，或与担保、保险公司合作.....	7
表 2：深耕细分领域的 P2P 平台（截至 19 年末） .....	7
表 3：国内 P2P 监管政策演变从认可到清退 .....	8
表 4：大数据风控成为 P2P 平台的标配，核心数据仍是征信.....	9
表 5：国内 P2P 公司转型 .....	12

## 1. 走向没落的 P2P 行业

20 年 5 月 31 日，P2P 平台微贷网（2011 年成立）宣布基于国家政策及行业趋势原因，在 6 月 30 日前退出网贷行业。截至 20 年 2 月，微贷网借贷余额 85.8 亿元，累计借贷近 3000 亿元，属于业内经营时间很长的头部机构。微贷网 19 年营收 YoY-14.2%，净利润 YoY-56%，股价自上市以来已跌去 90%。

图 1：微贷网股价上市以来已跌去 90%（截至 6.1）



资料来源：wind，天风证券研究所

而在去年 9 月，湖南省宣布所有 P2P 为非法平台。19 年 10 月 16 日，湖南地方金融局披露，该省整治名单内纳入行政核查的 24 家网贷机构网贷业务均不符合“一办法三个指引”有关规定，现予以取缔，省内其他开展网贷业务的机构及外省在湘从事网贷业务的分支机构均未纳入行政核查，对其开展的网贷业务一并予以取缔。在湖南之后，山东、河南、重庆、四川等 8 省市均发文取缔辖内全部网贷平台。

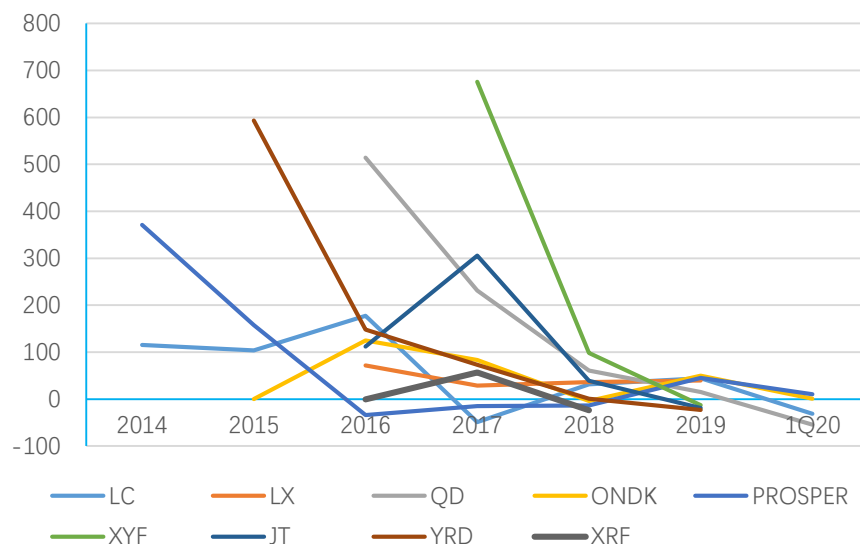
P2P 自诞生之初，便与银行相互竞争。诚然新冠疫情对 P2P 行业形成了重大冲击，但在此之前 P2P 已是积重难返，新冠疫情只是压死骆驼的最后一根稻草。我们选取 9 家在美股上市的具有代表性的 P2P 或互联网金融公司，包括趣店（代码 QD，互联网金融）、乐信（LX）、信而富（XRF）、简谱科技（JT）、小赢科技（XYF）、宜人金科（YRD）、LENDINGCLUB（LC）、ON DECK CAPITAL（ONDK）、Prosper，从企业微观层面出发，逐步剖析 P2P 行业衰落之因及对银行业的影响。

### 1.1. 中美 P2P 公司业绩及估值下滑严重

多数国内 P2P 公司 19 年营收增速下滑较多。国内 P2P 公司赴美上市初期营收增速十分之高，比如趣店 15 年营收 YoY + 873.8%，宜人金科 15 年营收 YoY + 593%，简谱科技 16 年营收 YoY + 112%，小赢科技 17 年营收 YoY + 676%，对应国内 P2P 行业高速发展的时期。截至 19 年末，小赢科技、简谱科技、宜人金科营收分别同比减少 12.78%/18.96%/23.22%，信而富尚未披露 19 年报；趣店营收 YoY + 15%，增速较 18 年减少 46 pct，20Q1 营收同比减少 54%，其他 5 家均未披露一季报。

美国 P2P 公司 19 年营收均录得正增长，但 Q1 受疫情冲击下滑严重。截至 19 年末，LC\ONDK\Prosper 营收 YoY + 45%/50%/45.3%，但 Q1 营收同比增速依次为 -31%/0.5%/10.4%。

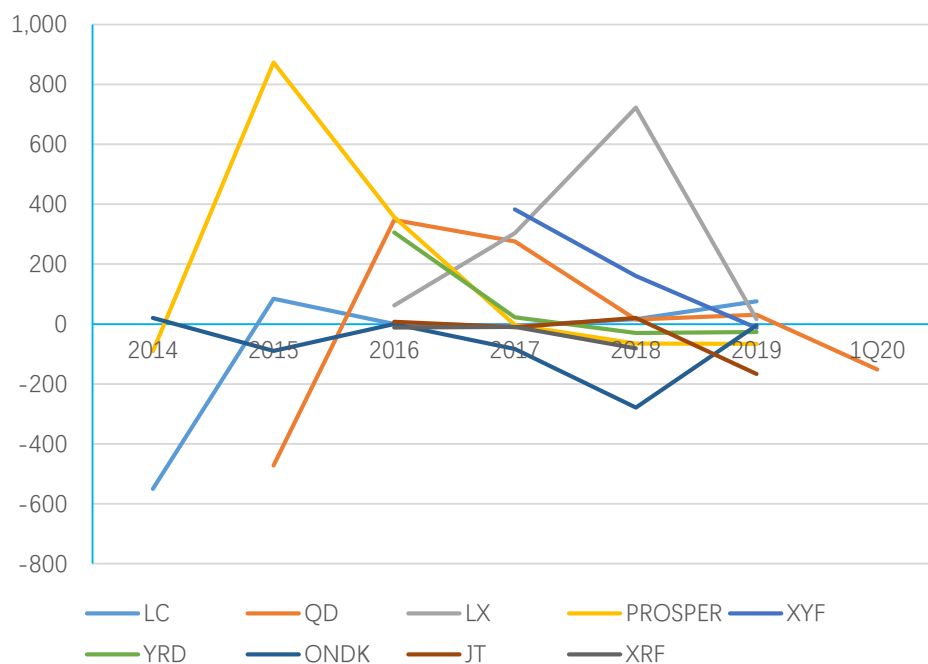
图 2：P2P 公司营收增速 19 年-20Q1 下滑严重（%）



资料来源：LC\X\QD\ONDK\PROVXYFJT\YRD\XRF 公司财报，天风证券研究所

19 年选取的 P2P 公司净利润均下滑，公布 Q1 财报的公司全部亏损。截至 19 年末，除趣店、乐信外，其余公司净利润增速均为负，LC、Prosper、简谱科技自上市以来从未实现年度盈利。而公布 Q1 的趣店\LC\ONDK 一季报净利润分别亏损 0.69/0.48/0.6 亿美元，LC Q1 亏损额超过 19 全年，ONDK 亏损额超过 18+19 两年盈利，Prosper Q1 实现盈利是因为可转换优先股认股权证公允价值变动收益导致成本为负所致。

图 3：P2P 公司净利润增速下滑严重（%）

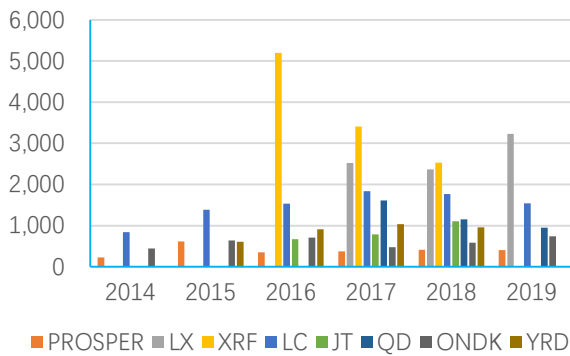


资料来源：LC\X\QD\ONDK\PROVXYFJT\YRD\XRF 公司财报，天风证券研究所

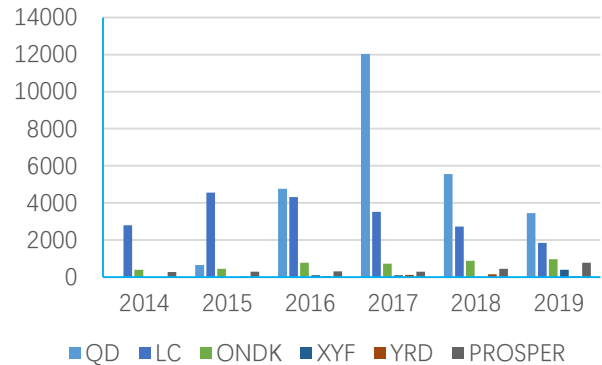
国内 P2P 公司贷款规模与员工人数收缩。伴随着业绩的下滑，P2P 公司的员工数与贷款规模均在下降。信而富员工人数由 16 年的 5199 人下降至 18 年的 2530 人，19 年不再披露；趣店员工数从 17 年的 1614 人下降至 19 年的 947 人。贷款规模经历 17 年高峰之后，同样呈下滑趋势。

图 4：员工数量逐渐下降（个）

图 5：贷款规模逐渐萎缩（百万美元）



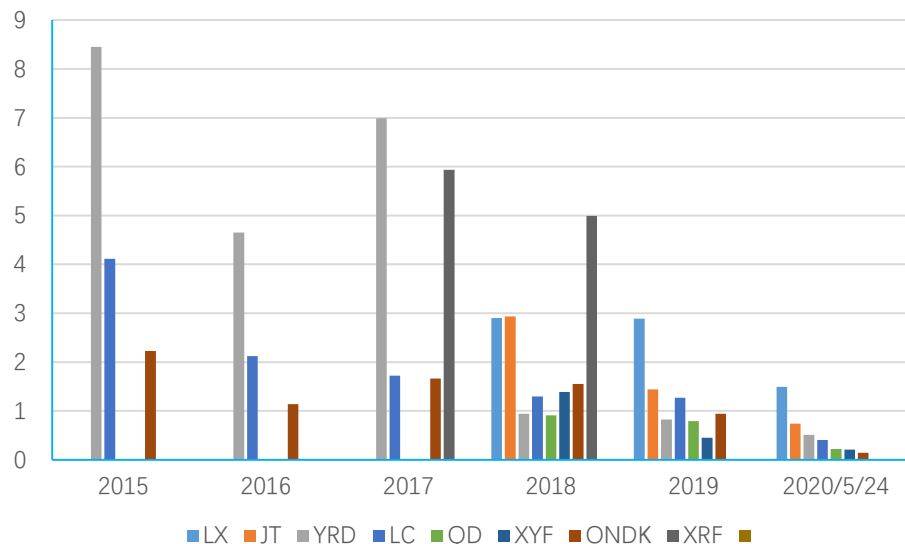
资料来源：公司财报，天风证券研究所



资料来源：公司财报，天风证券研究所

**P2P 公司估值不断创出新低。**大多数 P2P 公司估值出道即巅峰，一路创新低，大多数市值距离高点已跌去 9 成以上。截至 5 月 24 日，除乐信外，选取 P2P 类互联网金融公司 PB(LF) 倍数均低于 1，其中趣店\小赢科技\ONDK PB 估值已跌至 0.22/0.21/0.15 X。国内 P2P 公司的估值大多在 17 年末 18 年初到达高点，这段时期是 P2P 爆雷潮蔓延期。美国的 LC/ONDK 则是业绩始终不及预期，导致股价一路下行。

图 6：P2P 互金公司 PB 估值屡创新低（倍）



资料来源：wind，天风证券研究所

## 1.2. 异化的模式

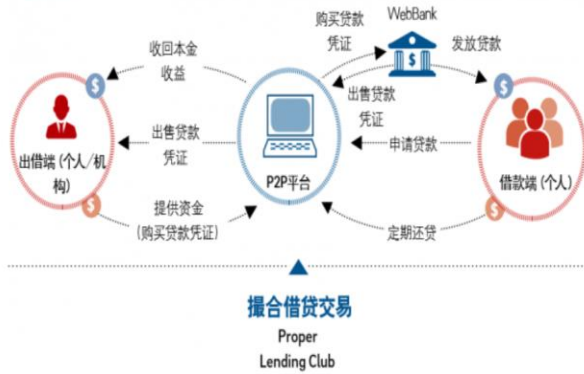
**P2P 平台指专门从事网络借贷信息中介活动的金融中介公司。**P2P 起源于美国，SEC 很早就认定 P2P 发放贷款实质为证券发行，要求在 SEC 登记，信息披露等方面受到严格的监管，由于纯信息中介平台只负责提供信息，撮合借贷双方，因此不存在挤兑风险。代表性的美 P2P 平台如 LendingClub、Prosper、OnDeck 均是纯信息中介的直接借贷模式，国内最早的 P2P 平台拍拍贷也借鉴此模式。

**P2P 在中国异化为信用中介。**P2P 属于舶来品，进入国内时监管属于一片真空，直至 15 年才明确由银监会监管。自宜信（宜人金母公司）开始采取创新的债权转让模式（提供担保），国内 P2P 平台逐渐采取保本保息偿付机制，异化为信用中介——根据网贷之家统计截至 2015 年 11 月，成交量前 100 名的 P2P 平台中，几乎所有平台官网都显示提供保本保息偿付。

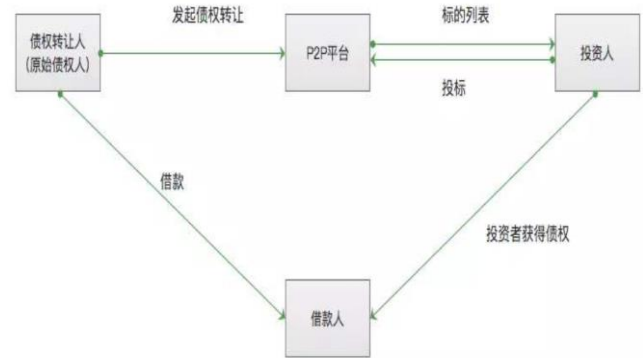
图 1：美国 P2P 平台均为纯信息中介

图 2：债权转让本质是担保模式





资料来源：公司财报，天风证券研究所



资料来源：公司财报，天风证券研究所

**P2P 模式在国内的转变主要源于早期金融环境的刚兑氛围。**我国融资结构一直以银行为主体，银行的强信用中介地位令投资者产生了信用幻觉，加之银行的大额确实有实力进行刚兑，这导致国内投资者十分注重保本保收益，存在明显的刚兑文化。此外，P2P 起步时国内监管处于真空地带，直到 15 年才强调 P2P 平台要明确信息中介性质。早期众多 P2P 平台因竞争激烈，纷纷用提供担保来吸引客户，而自身的风控与资金实力根本无力承担，这也为后期行业暴雷埋下了隐患。

**表 1：国内 P2P 平台大多有自己的担保公司，或与担保、保险公司合作**

P2P 平台	担保公司
小赢科技	众安保险，赢众通非融资性担保
宜人贷	宜信
陆金所	平安保险
乐信	乐信融资担保
趣店	厦门信诚友达融资担保

资料来源：公司年报，天风证券研究所

**后进的 P2P 平台深耕细分领域，造就自身竞争优势。**LendingClub、Prosper 以及宜人贷是通用信贷模式，起步较早，市场率较高，后入者大多选择某一细分领域。例如，美国 OnDeck Capital 是为小企业提供高效与便捷在线借贷的平台，研发专注中小企业贷款的评分模型，形成自身的护城河。乐信、趣店都由校园贷起家，校园贷面临严监管后，两者选择了不同的发展道路。乐信之后发展分期购物、网络借贷中介服务平台及金融资产开放平台，在资产端、负债端及开放平台都有布局，有消费场景的分期乐商场更是成为其稳健发展的基石；而趣店选择发展无消费场景的现金贷，与蚂蚁金服达成战略合作后，借助支付宝的入口获得爆发式发展。但在消费贷政策收紧、与蚂蚁金服战略合作结束后，竞争优势不再，整体业绩下滑严重，面临再次转型。

**表 2：深耕细分领域的 P2P 平台（截至 19 年末）**

P2P 平台	业务模式	竞争优势
乐信	校园贷、分期业务	校园贷起家，后发展分期乐商城、桔子理财及金融开放平台
趣店	校园贷、分期业务	校园贷起家，与蚂蚁金服战略合作发展现金贷
小赢科技	信用卡代偿服务	与众安保险合作，首创“信用保证保险+金融科技”模式
信而富	无征信数据人群的信贷	国内第一个征信服务机构，为国内一半以上的全国性银行提供风险管理服务
简普科技	金融服务平台	搜索、信贷等信息平台
OnDeck Capital	小企业贷款	为小企业提供高效、便捷的在线贷款

资料来源：公司财报，天风证券研究所

## 2. P2P 的大数据风控是个伪命题

### 2.1. 当前监管对 P2P 态度以清退为主

**P2P 监管经历从真空到认可，再到当前以退出为主。**从 2007 年国内第一家 P2P 平台拍拍贷诞生到 2015 年，国内监管对 P2P 一直处于真空状态，国内 P2P 经历了一段野蛮发展期，随之而来的问题平台数量不断增加，P2P 暴雷时有发生。2015 年 7 月，央行联合十部委发布了《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》，指出 P2P 属于民间借贷范畴，受合同法、民法通则等法律法规的规范，承认 P2P 的合法地位，**明确监管单位为银监会**。自此之后，银监会之后出台一系列监管文件，2017 年 P2P 网贷行业银行存管、备案、信息披露三大主要合规政策悉数落地，**形成网贷行业“1+3”（一个办法三个指引）制度体系**。2017 年 12 月，P2P 网贷风险专项工作领导小组办公室发布《关于做好 P2P 网络借贷风险专项整治整改验收工作的通知》（57 号文），要求在 2018 年 4 月底前完成辖内主要 P2P 机构的备案登记工作，自此各个地方密集出台文件，问题平台不断退出，出现 P2P 清退潮。2019 年互金整治办、网贷整治办再发 175 号文，提出坚持以机构退出为主要工作方向，加大整治工作的力度和速度。

表 3：国内 P2P 监管政策演变从认可到清退

时间	文件名称	出台部门	说明
2015-07-18	《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》	央行联合十部委	指出 P2P 属于民间借贷范畴，受合同法、民法通则等法律法规的规范，承认 P2P 的合法地位，监管单位为银监会
2015-08-06	《最高人民法院关于审理民间借贷案件适用法律若干问题的规定》	最高法	民间借贷利率在 24% 以下受法律保护，24%~36% 为双方自愿协商区域，高于 36% 可向法院申诉追回。
2016-04-28	《关于加强校园不良网络借贷风险防范和教育引导工作的通知》	教育部、银监会	整治不良“校园贷”
2016-08-24	《网络借贷信息中介机构业务活动管理暂行办法》	银监会联合工信部、公安部、网信办等四部委	以负面清单形式划定业务边界，明确借款上限，规定网贷应以小额为主，并作出了 12 个月过渡期的安排
2016-11-28	《网络借贷信息中介备案登记管理指引》	银监会联合工信部、工商局	备案成资金存管及增值电信业务许可前提
2017-02-23	《网络借贷资金存管业务指引》	银监会	明确了由商业银行独立开展资金存管的业务模式
2017-08-25	《网络借贷信息中介机构业务活动信息披露指引》	银监会	与以上三个文件共同组成网贷行业“1+3”（一个办法三个指引）制度体系，P2P 网贷行业银行存管、备案、信息披露三大主要合规政策悉数落地
2017-12-01	《关于规范整顿“现金贷”业务的通知》	互金整治办、网贷整治办	对现金贷业务进行了规范，综合借款费率不能超过 36% 红线，存量逐步退出
2017-12-08	《关于做好 P2P 网络借贷风险专项整治整改验收工作的通知》（57 号文）	网贷整治办	在 2018 年 4 月底前完成辖内主要 P2P 机构的备案登记工作；并对债权转让、风险备付金、资金存管等关键性问题作出进一步的解释说明。随后地方密集出台文件，P2P 清退潮
2019-01-21	《关于做好网贷机构分类处置和风险防范工作的意见》（175 号文）	互金整治办、网贷整治办	坚持以机构退出为主要工作方向，除部分严格合规的在营机构外，其余机构能退尽退，应关尽关，加大整治工作的力度和速度
2019-09	《关于加强 P2P 网贷领域征信体系建设的通知》	互金整治办、网贷整治办	支持网贷机构接入央行征信、百行征信等征信机构
2019-11	发《关于网络借贷信息中介机构转型为小额贷款公司试点的指导意见》	互金整治办、网贷整治办【83 号文】	引导部分符合条件的网贷机构转型为小贷公司

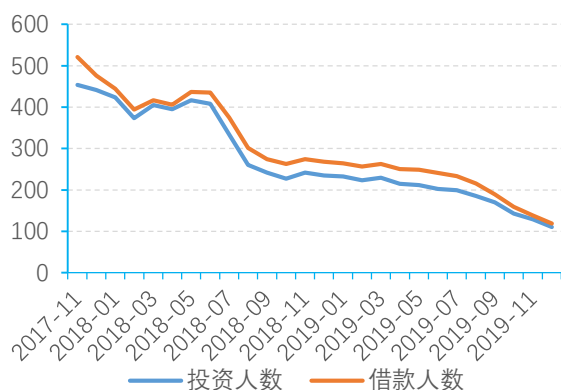
资料来源：人民政府网，银监会，教育部，广州互联网金融协会，最高法院，中国小额信贷联盟，天风证券研究所

**P2P 行业人气持续走低。**从 P2P 平台参与者来看，投资人/借款人从 17 年高点的 454/521 万一路下降至 19 年末的 110/119 万，降幅近 75%。行业成交量从 17 年高点的 2537 亿持



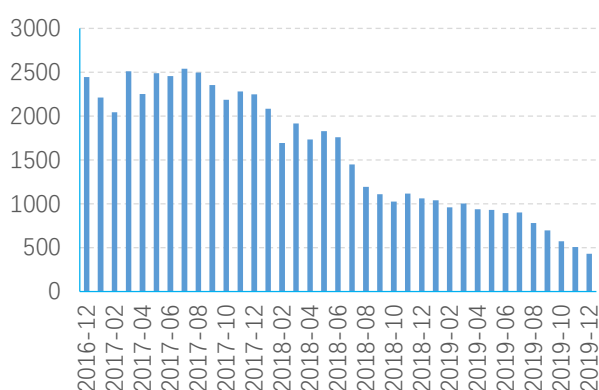
续下滑至 19 年末的 429 亿元，可谓降至冰点。

图 7：P2P 行业投资人/借款人人数持续下降（万）



资料来源：网贷之家，天风证券研究所

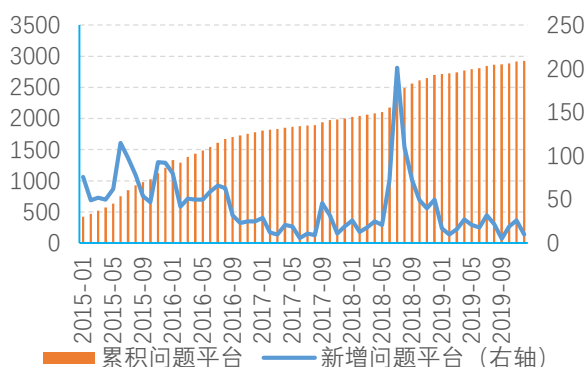
图 8：P2P 行业成交量持续萎靡（亿元）



资料来源：网贷之家，天风证券研究所

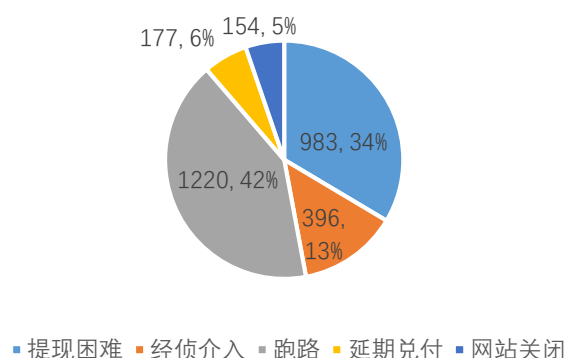
**客户对 P2P 信任降至冰点。**截止 19 年末，P2P 问题平台累计达 2923 家，其中 42%的平台跑路，34%提现困难，13%被立案侦查。被立案侦查的机构中不乏知名头部机构，例如被奉为经典 P2P 案例的积木盒子，曾获得过银泰资本、小米科技、顺为资本、经纬中国、祥峰投资、英国天达集团等知名中外投资机构的融资，累计融资额超过 13000 万美元。

图 9：累计 P2P 问题平台数量巨大（个）



资料来源：网贷之家，天风证券研究所

图 10：问题平台大多以跑路为主（截至 19 年 12 月）



资料来源：网贷之家，天风证券研究所

## 2.2. P2P 的大数据风控效果较差

**互联网金融企业的立身之本是风控。**P2P 企业的风控系统分位自研和外购两大类。例如，LendingClub 研发出了基于 FICO 得分（个人信用评分，由美三大征信局提供）的类银行风控系统。FICO 分高于 660 分才能获得贷款，然后再根据借款人的具体信用数据将借款人分成 7 级，对每笔贷款制定不同的利率。其竞争对手美国首家 P2P 平台 Prosper 早期主要依赖外部评级机构评分对贷款直接评级，并没有自身的评分系统，违约率一直很高——这也是 PROSPER 被 LC 超越的主因。后期 Prosper 将借款人 FICO 最低得分上调至 640 分，并研发了自身的风控评分系统，资产质量才得以改善。

表 4：大数据风控成为 P2P 平台的标配，核心数据仍是征信

P2P 平台	风控系统	模型原理
LendingClub	基于 FICO 的风控系统	模板商业银行小微贷款风控模型，借款人 FICO 分需高于 660 分，根据信用报告差异定价
OnDeck Capital	“OnDeck Score”	专门针对中小企业贷款研发，数据来源包括个人信用分数、企业现金流、

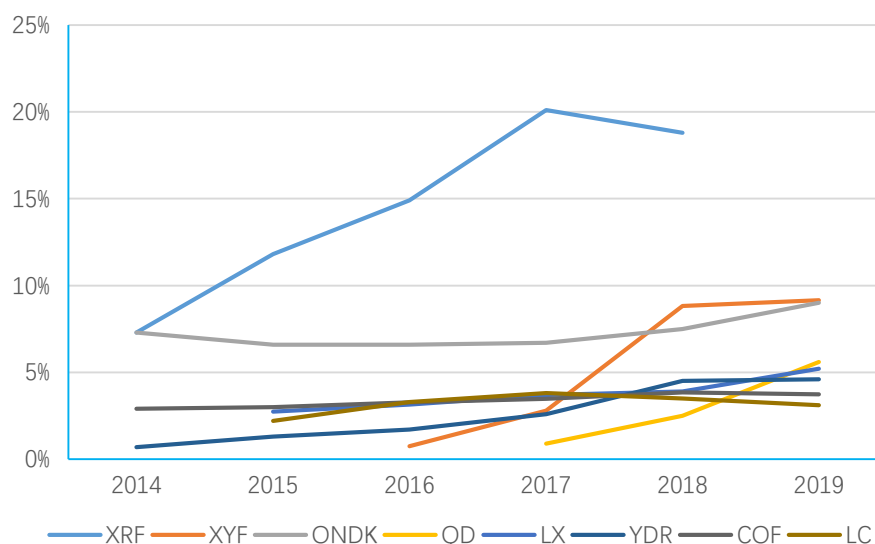
		稳定性等
Capital One	大数据风控	大数据风控的先驱，率先利用大数据建立用户画像，精准识别客户，实现定制化服务、精准营销
宜人金科	“蜂巢”	基于用户授权数据实时抓取解析，包括社交、通讯、网购等，但缺少核心征信数据
乐信	“鹰眼”智能风控	基于乐信分期乐商城上的消费数据，利用机器学习的方法开发的风控系统
趣店	基于芝麻信用分的风控	与蚂蚁金服合作，获取用户的芝麻信用分，但电商的核心数据缺乏
小赢科技	“winSAFE 智赢”风控	与数十家第三方数据提供方合作，获取客户的历史数据，通过大数据和机器学习方法，实现了贷款的差异化定价
信而富	“智多星”	从 2001 年开始从事信贷分析服务业务，积累技术优势
简普科技	“天机”	与上千家金融机构合作，输出大数据风控技术

资料来源：公司财报，天风证券研究所

**国内征信起步较晚导致 P2P 平台风控大多缺乏核心数据，风控模型薄弱。**不同于美国完善的信用体系及 FICO 评分，中国并没有完善的信用系统，根据 BCG 的《中国个人征信行业报告（2015）》，2015 年央行的个人信贷记录覆盖率为 35%，远低于美国 92% 的渗透率，且有征信记录的人与 P2P 借款人重合度较低。国内 P2P 平台风控模型不仅没有类似于美国三大征信据的 FICO 得分数据，借款人就业、收入、信贷记录等强相关的信用数据也很难获取，依赖的数据主要是用户的社交信息、地理信息、交易信息等非信用数据，这导致风控模型较薄弱。非头部 P2P 平台限于自身资金实力薄弱，一般购买第三方平台的风控模型，导致风控系统同质化。尾部 P2P 平台甚至无风控模型，其策略就是针对通过头部平台审核的客户进行放款。**总体而言，P2P 平台的大数据风控系统并不能持续应对次级客户带来的风险，从我们搜集的头部机构资产质量相关指标即可反映。**

**P2P 类互联网金融公司贷款逾期率逐年升高。**虽然每家 P2P 公司对逾期贷款率计算方式不同，比如乐信只计算逾期 1-180 天的贷款，小赢科技只计算逾期 30-180 天的贷款，宜人金科只计算逾期 15-90 天的贷款，ONDK 计算逾期 15 天以上的贷款，COF 计算逾期 30 天以上贷款。但各家公司总体的逾期率均逐年升高趋势，且居高不下——信而富 18 年逾期贷款率高达 18.8%，小赢科技 19 年逾期贷款率高达 9.16%。

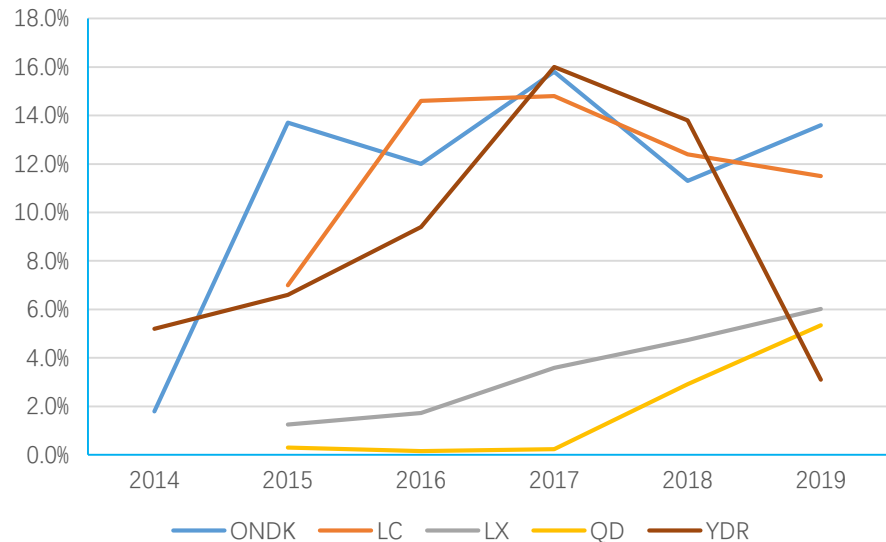
图 11：头部 P2P 机构的贷款逾期率逐年升高



资料来源：公司财报，天风证券研究所

贷款逾期率攀升的同时，P2P类公司的坏账核销率同样居高不下。在披露此指标的公司里，核销率同样呈现上升趋势。国外公司使用的全口径的坏账核销率，ONDK 14 年核销率仅为 1.8%，随后年份攀升至 11% 以上；LC 19 年核销率高达 11.5%。乐信逾期 180 天以上坏账核销率从 15 年的 1.25% 上升至 19 年的 6.02%；趣店坏账核销率由 15 年的 0.3% 上升至 19 年的 5.34%。

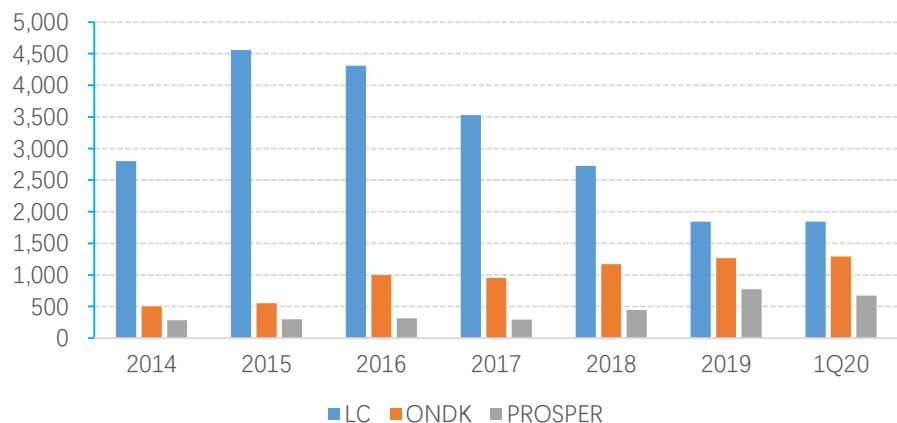
图 12：P2P 公司坏账核销率居高不下



资料来源：公司财报，天风证券研究所

**美国 P2P 行业受风险违规事件影响整体下滑。**LendingClub 14 年的收购导致 15 年业绩不达标，其 CEO Renaud Laplanche 为达成 16 年业绩不惜篡改两笔总额 2200 美元贷款的申请日期并违规出售，这一违规引来内部调查，Renaud Laplanche 16 年被扫地出门，平台贷款投资者纷纷撤离，违规事件后 LendingClub 开始陨落，并直接动摇了投资者对整个美国 P2P 行业信心，行业规模整体下滑——这也是风控缺位引发的后果。

图 13：受 LC 违规事件影响，LendingClub、OnDesk 及 Prosper 17 年贷款总额明显下滑



资料来源：公司财报，天风证券研究所

**迅速恶化的资产质量反映了 P2P 公司商业模式的本质：瞄准长尾人群，以高收益覆盖高风险。**大数据风控对 P2P 机构来讲是个伪命题，随着新冠疫情加速宏观经济和信贷周期的下降趋势，这种商业模式更显脆弱，例如趣店 20Q1 财报显示其贷款违约率上升了 20%，贷款风险暴露的滞后性可能令后期情况更糟糕。

### 3. P2P 退潮利好银行业

### 3.1. P2P 转型求生存

随着国内监管有无到有、从趋严到退出，各大 P2P 平台纷纷谋求转型。P2P 平台早先诸如校园贷、现金贷等业务因引发诸多社会道德问题，比如女大学生被强拍裸照、聊城辱母案、暴力催收等，均被按下暂停键。国内 P2P 平台转型方向主要有四种，分别是小贷模式、助贷模式、消费金融模式及综合理财平台模式。当前向助贷业务和综合理财平台转型，与传统金融机构合作，利用互联网积累的技术优势输出金融科技成为转型的主要方向。

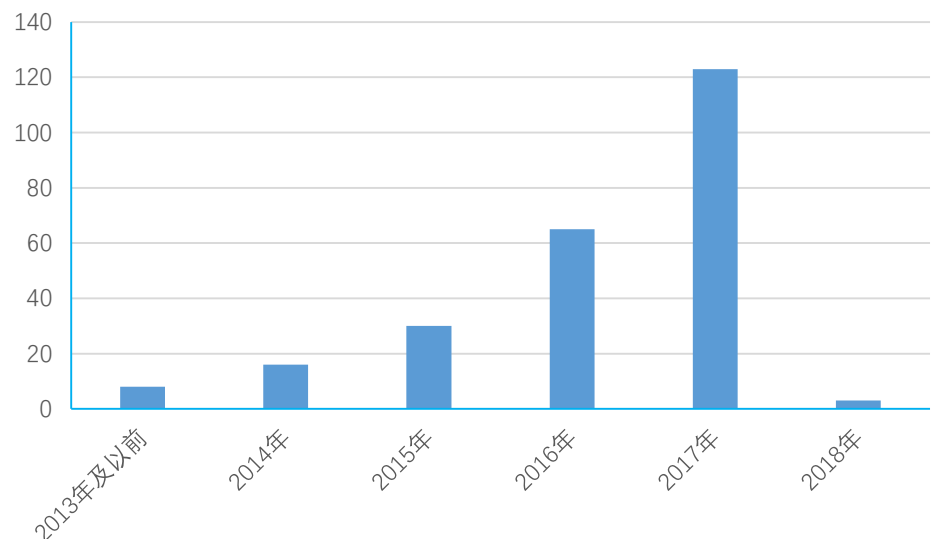
表 5：国内 P2P 公司转型

	转型方向	模式
趣店	互联网开放平台+助贷服务+电商	开放平台开展助贷业务，同时转向汽车、电商等非 P2P 业务
乐信	互联网理财平台+助贷服务+电商分期	与工行民生、浦发、恒丰等银行机构合作；西藏信托、光大信托等信托机构合作
信而富	助贷服务	成立助贷子公司，开展以机构资金为放贷主体的助贷业务
小赢科技	综合理财业务+助贷服务	理财业务包含 P2P 网贷、保险代销；助贷主要与中信信托、圆通信托等信托机构合作
简普科技	金融科技输出	信用卡业务合作银行数量达到 30 家，为平台 2000 余家金融机构提供技术解决方案
宜人金科	综合理财业务+金融科技输出	19 年整合了宜人财富，理财业务包含 P2P 网贷、银行智能存款、基金代销、保险代销

资料来源：公司财报，天风证券研究所

但这四种转型方案均存在一定难度，一是存量消化难。83 号文明确要求网贷平台在转型期限内完成存量业务清零，而监管给出的转型期限为原则上不超过 1 年，存量业务规模在 50 亿元以上且借款期限大部分在 1 年以上的网贷平台，转型期限原则上不超过 2 年，并且要求实控人、主要股东及其相关主体承诺对存量业务承担兜底风险，绝大多数平台并不具备这一实力。

图 14：全国性新增网络小贷公司急剧收缩（家）

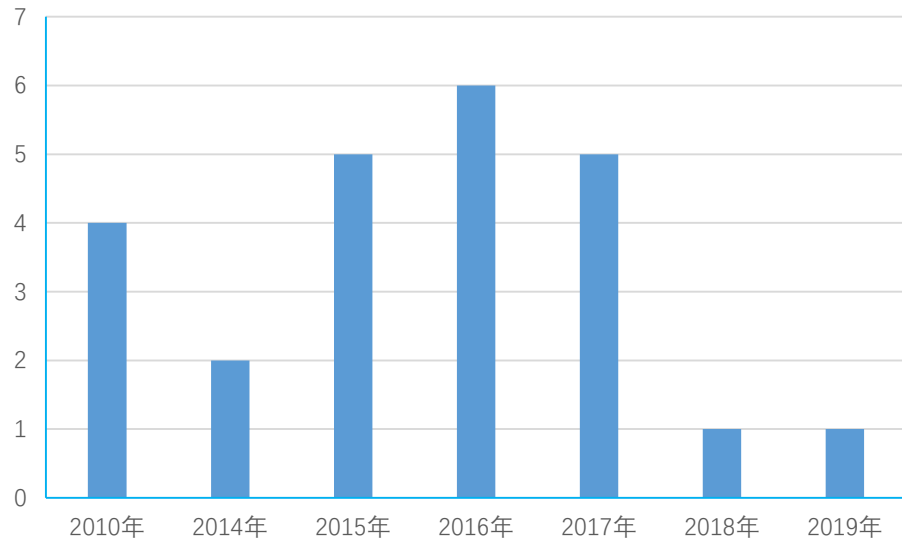


资料来源：网贷之家，天风证券研究所

二是转型准入门槛高。对于转型小贷，83 号文明确规定全国性小贷公司注册资本不低于 10 亿元，要求首期实缴资本不低于 5 亿元，同时要求小贷公司首期实缴资本还应同时满足不低于转型时网贷平台借贷余额的 1/10 的要求。对于转型助贷，助贷机构是向银行等持牌机构提供获客、授信审查、风控、贷后管理等环节的服务，主要服务于持牌机构，而持牌机构通常会通过评估助贷机构的资产质量、股东背景、品牌流量、经营情况等方面来选择合作机构，这意味必须是在资产端具备核心竞争力的平台才更适合转型助贷，如流量、场景、获客能力、风控能力、用户数据等核心竞争力具有明显优势，因此当前能够成功转型助贷的平台仍是少数。转型消费金融公司，主出资人必须达到最近 1 年营业收入不低于

300 亿元人民币或等值的可自由兑换货币，而网贷平台或其母公司若想作为主出资人筹建消费金融公司的难度非常高，因为从网贷行业的现状来看，能满足此条件的网贷平台凤毛麟角。对于转型综合理财，同样具有较高的进入门槛，相关业务需要有牌照资质，诸如基金代销业务需要基金代销牌照、保险代销需要保险代销牌照，若平台本身没有相关业务的牌照只可以通过导流跳转的形式进行。

图 15：消费金融公司获批难度大，每年新增稀少（家）



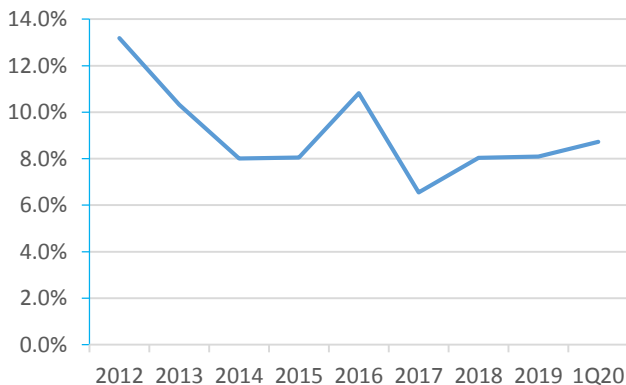
资料来源：网贷之家，天风证券研究所

**三是转型后新领域并非蓝海，限制较多。**比如网络小贷不得办理线下业务，原网贷平台线下网点需在 1 年内取消；另外小贷公司主要是用自有资金放贷，83 号文将转型新设小贷公司融资杠杆扩大至 5 倍，仍难满足规模较大平台的存量业务消化。对于助贷，监管日渐趋严，特别是部分地区要求银行审慎办理异地客户授信业务，辖内商业银行应立足本地经营，主要服务本地客户，这也导致部分地方性银行对于助贷业务态度收紧。

### 3.2. 银行业将受益于 P2P 退潮

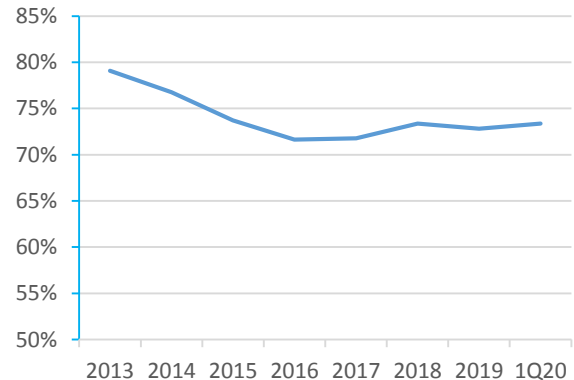
**P2P 退潮将令银行负债和资产两端受益。**P2P 持续暴雷加强了民众对银行强信用中介的认同感，令银行储蓄存款回流。自 17 年 P2P 强监管开启以来，上市银行存款 18 年同比增速经历 V 型反转，较 17 年上升 1.4 pct，19 年-20Q1 继续上升；上市银行 17 年后存款占负债比例也有所提升。

图 16：上市银行存款增速自 17 年开始显著提升



资料来源：wind，天风证券研究所

图 17：上市银行存款占比提升

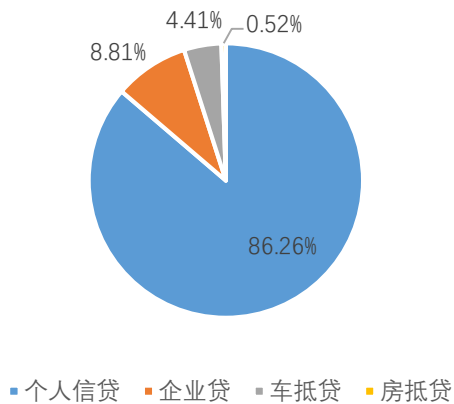


资料来源：wind，天风证券研究所

**银行个贷业务受益 P2P 退潮。**经网贷之家统计，P2P 底层资产近 86%投向个贷，主要以消

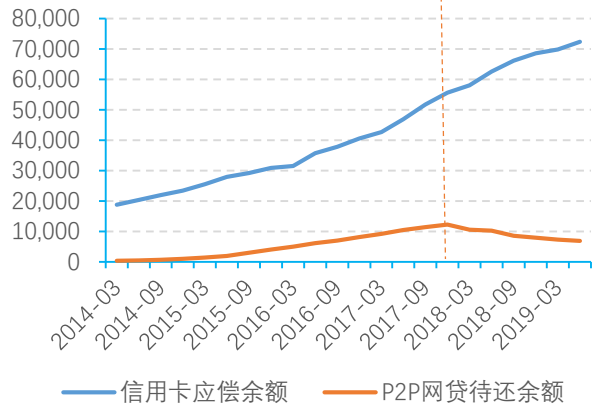
费贷为主。P2P 行业收缩之后，这部分借款人将回流至银行信用卡及消费贷等业务板块。此外，部分的小微企业主也从 P2P 平台借贷，这部分客户回流利好擅长小微金融的中小银行。

图 18：P2P 资产端投向以个贷为主（截至 19 年末）



资料来源：网贷之家，天风证券研究所

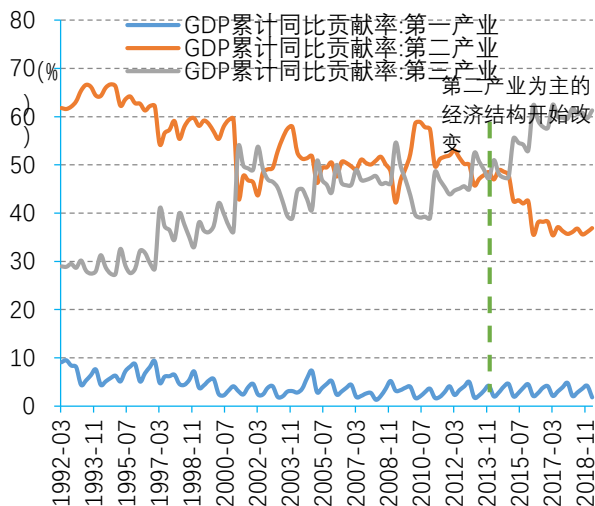
图 19：P2P 余额收缩促使信用卡客户回流（亿元）



资料来源：网贷之家，WIND，天风证券研究所

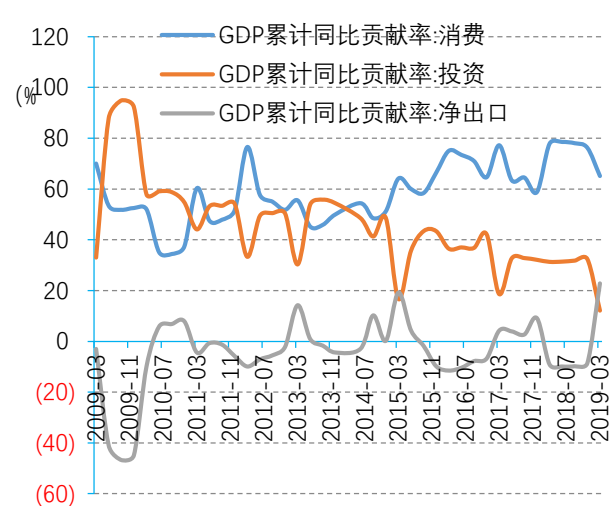
消费信贷市场未来发展空间巨大，P2P 退潮为转型零售的银行移除了一个强力对手。14 年以来，第三产业反超第二产业成为拉动经济的重要驱动力。金融与经济结构密切相关。国内经济结构的变化也意味着相应金融服务的转型。参照美国为代表的消费拉动型经济体系中，银行的主要收入来源于个人客户而非企业。经济结构和金融服务转型决定了国内消费信贷市场潜力巨大，而专注消费贷的 P2P 黯然离场，这对尚处于零售转型中的众多银行来讲是一大利好。

图 20：第三产业已是 GDP 增长贡献主力



资料来源：wind，天风证券研究所

图 21：15 年以来，国内经济增长动力逐渐从投资向消费过渡

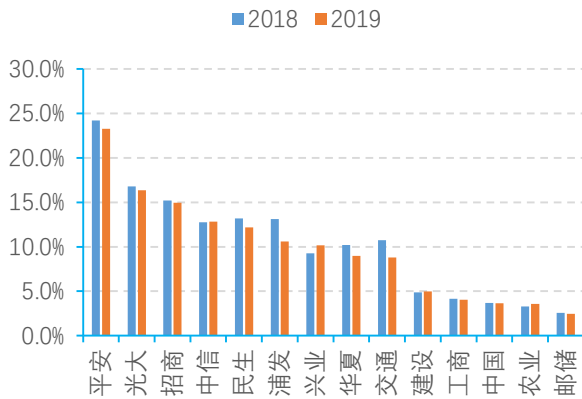


资料来源：wind，天风证券研究所

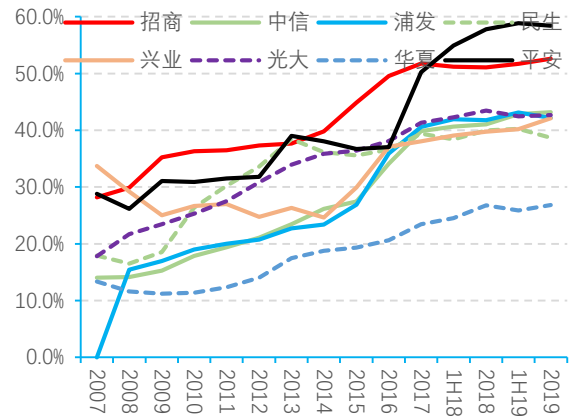
图 22：上市银行 19 年较 18 年个贷占比普遍提升

图 23：平安和招行个贷占比行业领先





资料来源: wind, 天风证券研究所

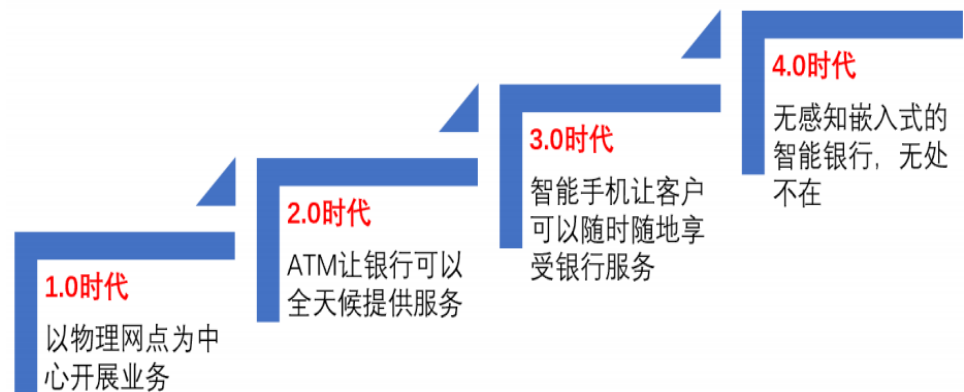


资料来源: wind, 天风证券研究所

### 3.3. P2P 刺激了银行金融科技发展

**P2P 影响了商业银行经营模式。**商业银行拥有着成熟的经营模式、强大稳定的客户资源、可靠的信誉保证，这些也导致了银行较为保守和封闭的经营模式。以 P2P 为代表互联网金融兴起，对商业银行经营产生了较大影响，主要表现在：一是经营业务形式的影响。传统商业银行的经营业务需要在柜台上操作，受到时间与空间的限制，而互联网金融是以互联网平台为基础，摆脱了时间、地理等的束缚，能够随时随地地享受互联网金融服务。二是客户体验上的影响。互联网金融往往以市场为导向，来进行产品和服务的设计，产品种类丰富，并且基于客户的需求来进行产品的多样化、针对性设计。同时，互联网金融在软件上进行操作，一目了然，方便快捷。三是服务的时效性。商业银行往往需要相当长的时间，特别是贷款业务，而对于互联网金融来说，一般只需要几个小时或几分钟的时间。

图 24：银行过去当下及未来之形态



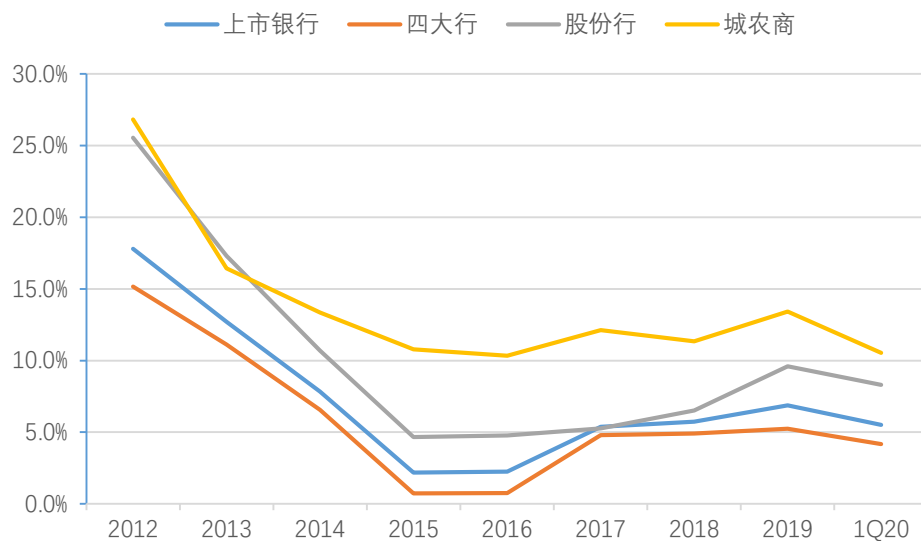
资料来源: 布莱恩·金《银行 4.0》，天风证券研究所

**金融科技渐成银行核心驱动力。**相较 P2P，银行资金、研发、数据资源全方面占优。从支付结算起步，到消费信贷、信用卡到财富管理，再到对公业务，金融科技显著地提升了业务效率，改善了客户体验。金融科技正重塑银行业务流程，变革银行商业模式。

## 4. 投资建议：P2P 离场，银行进击

因种种弊端，发展已有 12 年的 P2P 已是步履蹒跚，20Q1 爆发的新冠疫情或成压垮骆驼的最后一根稻草。相较之下，银行业在疫情中经受住了考验，Q1 归母净利润增速为 5.5%，虽有下滑但好于预期。

图 25：20Q1 银行净利润增速好于预期



资料来源：wind，天风证券研究所

当前，银行（中信）指数估值仅 0.73 倍 PB（lf），为历史低位。随着经济刺激政策落地发挥效果，社融增速明显上行，下半年经济或明显反弹。市场对银行股的悲观预期有望发生逆转，支撑银行股估值上行。个股方面，我们主推一线龙头-招行、平安及常熟，以及二线龙头-光大、兴业、张家港行，关注江苏、成都、杭州、南京和北京等。

## 5. 风险提示

新冠疫情持续爆发；银行负债成本大幅抬升；经济下行超预期致银行资产质量大幅恶化。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com