数字金融追踪

转型之路：联合贷向左，助贷向右

2020 年 11 月 08 日

增持（维持）

证券分析师 马祥云
执业证号：S0600519020002
021-60199793
maxy@dwzq.com.cn

网贷新规近期出台，我们对于互联网贷款产业的最新观点：①预计互联网巨头将存量联合贷部分转型助贷及消费金融模式，其余整改并补充小贷公司资本，资本补充规模预计低于市场当前静态测算；②监管收紧对互联网巨头的影响将主要体现在短期信贷规模大幅降速，但规模明显收缩的可能性也较低，监管明确并未禁止互联网贷款业务正常开展；③后续政策体系或将围绕助贷进一步规范化以及约束中小银行审慎放贷两个方向。

投资要点

- **预计：网贷新规对蚂蚁及百度的业务影响强于其他互联网平台。**我们判断目前主流互联网贷款平台中，蚂蚁的联合贷规模大、占比高，联合贷中1:99~1:9 皆为可能的出资模式，百度也类似，因此网贷新规限制联合贷出资比例对当前业务模式影响较大。360、陆金所等平台则以助贷引流为主，而腾讯微粒贷虽主打联合贷，但放款主体是微众银行，因此暂不受本次新规影响。近期，媒体报道银行受监管引导暂停与“花呗/借呗”合作，我们判断该信息完全不属实，银保监会已官方否认，并称“支持银行保险机构依法合规与蚂蚁集团开展业务合作”，因此目前互联网贷款业务仍处于正常运转状态。不过，我们判断蚂蚁小贷公司发行新增 ABS 时，银行等部分机构投资者出于市场化因素考虑，认购意愿可能有所降低。

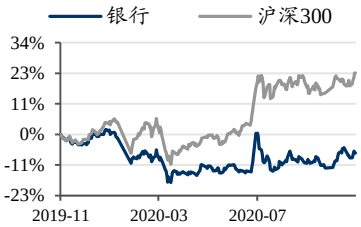
- **判断：联合贷将部分转型助贷，互联网巨头资本补充规模少于预期。**基于新的监管政策及产业环境，我们判断互联网巨头会将部分存量的联合贷业务逐步转型为合规助贷模式，同时如果后续消费金融牌照落地，也能以自营放贷或合规的联合贷模式承接部分业务（消费金融牌照自身的理论杠杆上限超过 10 倍，高于小贷公司）。如此以来，对剩余联合贷按照监管要求的 3:7 出资比例逐步整改，并补充小贷公司的资本金，但预计资本补充规模将会明显少于市场当前基于静态情形测算的资本缺口。

- **强调：互联网巨头完全转型助贷并不现实，联合贷仍将是重要模式。**互联网平台提供“引流+初步风控”，但不“违规兜底”的助贷模式是合规的，然而实操层面完全依赖助贷模式并不容易：①部分银行等金融机构不一定接纳互联网平台完全不出资的助贷模式；②助贷机构不出资，则无权查询/报送客户征信，而合作金融机构可能风控能力薄弱，因此拓展新客户时不太便利；③助贷模式中合作金融机构的风控主导权提升，相比于联合贷会存在部分客户被拒、风控尺度不一致等问题，产品体验下滑；④互联网平台在助贷模式中的分成比例相对较低。总结而言，联合贷是相对标准化的产品模式，助贷则非标准化程度更高，运行成本高于联合贷，预计未来互联网平台会总体向助贷模式倾斜，但仍会保留联合贷模式。

- **核心：网贷新规要求用户贷款额度挂钩收入，反映监管的核心担忧。**网贷新规另一项重要新增约束是要求“对自然人贷款余额不得超过 30 万元和最近 3 年年均收入的三分之一”。我们判断：①实操层面大概率与“借款用途填报”类似，由用户自主填写，实际约束力有限；②但反映出监管者对互联网贷款业态的核心担忧，即“向 C 端消费者过度或诱导性透支信贷”，结合近一年来监管各方对互联网信贷产品的多次表态，我们认为互联网消费贷款“增速过快、规模过大”是引发监管提前收紧的核心；③此外，也反映出监管层对互联网巨头的生态风控模型并不充分信任，又或者担忧“规模扩张诉求”导致的潜在道德风险，因此要求信贷与用户收入硬性绑定。

- **财务：新规对互联网巨头的影响将主要体现在中短期信贷规模增速。**①以简单财务模型测算，一笔联合贷由 1:9 向 3:7 模式切换后，利润可能提升，但显著降低 ROE（杠杆显著降低），而如果向助贷模式切换，则利润有所降低。②我们认为新规对互联网巨头最核心的影响体现在规模增速上，如前文所述，消费贷款“增速过快、规模过大”是监管核心担忧，因此预计未来

行业走势



相关研究

1、《数字金融追踪：互联网贷款有没有系统性风险？监管逻辑是什么？》2020-11-01

2、《银行行业点评：商业银行法的修订有哪些影响？》2020-10-18

3、《数字金融专题系列一：互联网借贷研究框架：监管博弈》2020-09-13

请务必阅读正文之后的免责声明部分

1 年内互联网巨头的信贷规模将基本持平，业务结构逐步调整，进而影响 EPS 成长性及估值。③市场部分投资者担心信贷支付工具的监管收紧对支付生态内 GMV 产生一定影响，但我们认为影响有限；④信贷规模降速后，判断存量的逾期贷款率等指标可能上行，这也属于信贷业务正常规律。

- **展望：后续政策或将围绕助贷规范化和中小银行审慎放贷两个方向。**我们判断后续互联网贷款仍有更多配套政策陆续落地，主要聚焦于“管业务”，包括：①进一步对助贷模式规范化，对“担保兜底、独立风控”等要点明确，但预计不会像网贷新规对联合贷的冲击那么强烈；②进一步约束中小银行的互联网贷款业务增长，包括纳入 MPA 考核、异地审慎展业、控制与互联网合作机构的集中度、强化自营贷款等方向。

- **投资建议：中长期理性看好消费金融市场，重点推荐头部零售银行。**虽然监管政策收紧对短期互联网巨头的信贷业务有冲击，但中长期我们依然看好我国消费金融市场的发展空间。在良性增长的过程中，除了拥有核心数据资产的头部互联网平台，我们同时看好最优质的零售银行，重点推荐**招商银行、平安银行、宁波银行等**。

- **风险提示：1）对互联网贷款的监管政策超预期收紧；2）互联网贷款信用风险爆发；3）银行贷款利率持续下行，利差快速收窄。**

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表 1：目前主要互联网贷款产品的模式

互联网平台	贷款产品	主要模式
蚂蚁	花呗/借呗	①自营放贷（蚂蚁小微/商诚小贷完全出资）; ②联合贷款模式（蚂蚁小微/商诚小贷+金融机构出资）; ③助贷模式（金融机构完全出资）
	网商贷	①自营放贷（网商银行完全出资）; ②联合贷款模式（网商银行+金融机构出资）;
腾讯	微粒贷	联合贷款模式居多（微众银行+金融机构出资）
京东	京东白条	商家赊账模式为主
	京东金条	①联合贷款模式（京东旗下小贷+金融机构出资）; ②助贷模式（金融机构完全出资）
百度	有钱花	联合贷款模式居多（百度旗下小贷+金融机构出资）
360 数科	-	助贷引流模式居多
陆金所	-	助贷引流模式居多

数据来源：各类互联网平台 APP 中的贷款产品，东吴证券研究所汇总

表 2：联合贷、助贷的盈利模式差异测算（单位：元）

	助贷模式		联合贷 1:9 模式		联合贷 3:7 模式	
贷款本金	1000		1000		1000	
出资（小贷：银行）	0	1000	100	900	300	700
小贷公司利息收入及互联网平台技术服务费	-	30	15	40.5	45	31.5
小贷坏账及资金成本	-	-	-8	-	-24	-
平台合计毛收益	**30**		**47.5**		**52.5**	
贷款所需自有出资	0		100	-	300	-
自有出资毛收益回报率	轻资本		47.5%		17.5%	
小贷公司所需资本（按新规 6x 杠杆计算）	0		16.67	-	50	-
总杠杆倍数	**轻资本**		**60x**	-	**20x**	-
小贷公司毛收益 ROE	**轻资本**		**285%**	-	**105%**	-

数据来源：东吴证券研究所测算

核心假设：①贷款利率 15%；②对于助贷模式，小贷（即互联网平台）分成比例为利息收入的 20%；③联合贷模式，小贷（即互联网平台）分成比例为利息收入的 30%；④小贷出资部分的坏账损失及资金成本合计保持在贷款本金约 8%；⑤联合贷模式严格意义上并不属于小贷公司的“杠杆”，只是联合出资，但我们在模型中为了测算小贷公司的 ROE 及撬动资金能力，将联合贷简单视为小贷公司的“杠杆”。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn

