

汽车金融行业深度

证券研究报告

2017 年 10 月 11 日

互联网、汽车与金融三位一体，缔造汽车金融黄金十年

作者

文浩 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516050002
wenhao@tfzq.com

王晨 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516100009
wangchen1@tfzq.com

依托万亿级汽车产业，受益于新生代消费主体的崛起和消费观念的演变，及金融科技在风险甄别和控制的推陈出新，汽车金融即将迎来黄金十年。汽车工业作为国民经济的重要组成部分，过去十年占 GDP 的比重从 3.4% 稳步提升至 4%-4.5%。2016 年中国汽车生产量和销量分别达到 2,819.3 万辆和 2,802.8 万辆，同比增长 15.1% 和 13.9%，连续 8 年位居全球第一。截至 17 年 6 月中国汽车人均保有量为 0.15 (vs. 世界前 20 经济体乘用车平均值 0.35)，表明随经济持续、稳定的发展和人均 GDP 的不断提高，中国车辆保有量尚有提升空间。2016 年二手车交易量达到 1,039 万辆，同比增长 10.3%，仅占新车销量的 37.1%，较发达国家二手车/新车比 2-3x 的区间仍处发展早期，在金融科技解决信息不对称的努力下，有望推动二手车交易量的提升。相比成熟国家汽车金融占汽车价值链利润 20%-25%；当下中国仅为个位数。

80 后 90 后等网生一代正逐步成为汽车消费的主体，互联网在消费决策和购买渠道的影响日益加深，更易接受信贷消费生活方式，有效推动汽车金融渗透率的提升。根据国双数据显示，40 岁及以上人群首次购车需求已趋于饱和，30-39 岁人群是当下购车的主力人群，20-29 岁人群是迅速扩大的购车群体，提升潜力巨大。20-29 岁在 2016 年的互联网渗透率达到 97.8%。20-29 岁人群作为网生一代用户，互联网是其生活方式的重要信息来源和消费渠道，乐于通过信贷提前实现购车需求。2016 年中国新车汽车金融渗透率提高至约 35% 的水平，较全球约 70% 和美国 85.5% 仍有较大的提升空间；二手车汽车金融渗透率约 8%-10%，较美国 53%-55% 有较大的差距，其中有征信体系、汽车流通数据积累不完备等因素，但随着车数据（流通和行驶行为）的日趋积累，有望打消潜在购买者对于二手车交易的顾虑，促进产业的发展。我们预计新车金融渗透率在未来十年将从 35% 提高到 63% 左右，对应规模达 3.5 万亿元，较 16 年增长 249.1%，CAGR16A-25E 为 10.7%；预计二手车金融渗透率在未来十年里从 8% 上升到 36% 左右，规模达 1,986 亿元，较 16 年增长 584.8%，CAGR16A-25E 为 23.8%。

汽车金融竞争图谱：当下以传统金融机构为主，互联网参与者正寻求破局。商业银行是当前最主要资金来源，凭借渠道优势下的平安银行汽车租赁在 1H17 的贷款余额达 1,048.3 亿元，较 16 年末增长 10%（坏账率：FY16 为 0.89%，1H17 为 0.56%），围绕买、用、养、换各消费场景，完成产品谱系拓宽；汽车金融公司基于整车制造商和经销商优势实现了快速增长，16 年贷款总额同比 33.2% 至 5,209 亿元，行业平均 ROA 达到 2.09%，例如奇瑞徽银 FY16 实现收入 16.1 亿元，不良率为 0.63%，ROA 达 3.2%；汽车经销商逐步向金融服务延伸，例如广汇汽车 FY16 实现融资租赁服务收入 17 亿元，同比下滑 9.1%，占整体营收 1.3%，但净利润达到 6.8 亿元，占整体利润的 24.4%。源自通用汽车金融的 Ally Financial 作为全球汽车金融龙头之一，FY16 汽车金融总资产达到 1,163 亿美元（占总资产的 71%），营业收入 72.1 亿美元，累计租赁台次超过 500 万台次。

易鑫作为服务汽车消费生命周期的互联网汽车零售交易平台，获客成本低、融合了股东大数据的风险识别和“线上+线下”一站式服务构成竞争壁垒。易鑫除了延伸易车提供的信息服务，同时涉足二手车/新车交易环节，也介入新车/二手车融资租赁、经营租赁及保险等增值服务，满足消费者买车、用车、养车、换车的交易闭环。融合腾讯、京东和百度的多维大数据积累构建风险识别和控制的核心竞争力，是实现较低逾期率和坏账率的原因。易鑫租赁（ABS 说明书披露，为易鑫集团的业务之一）截至 1H17 签定的 34.9 万份合同，累计违约损失率仅为 0.15%，远低于行业平均。易鑫租赁作为平台一环，FY16 实现 11.7x 的收入增长，1H17 达 12.8 亿元，是 FY16 全年的 156%；从 16 年起涉足平台业务，实现了 3,277.3 万元收入，随着风控模型的完善和成熟，有望快速放大整体盈利能力，从众多模式中脱颖而出。

风险提示：利率波动风险，政策影响。

每日免费获取报告

- 1、每日微信群内分享**5+**最新重磅报告；
- 2、每日分享当日**华尔街日报**、金融时报；
- 3、每周分享**经济学人**
- 4、每月汇总**500+**份当月重磅报告
(增值服务)

扫一扫二维码

关注公众号

回复：**研究报告**

加入“起点财经”微信群。



内容目录

1. 总述与导读.....	10
2. 汽车行业：新车销量持续上升，二手车销量增长空间较大.....	18
2.1. 新车销量增速重回景气期，连续八年汽车销量全球份额第一位，人均汽车保有量快速提升达到 0.15 辆/人，相较国外有较大增长空间.....	18
2.2. 国内二手车的成熟滞后于新车市场的发展，金融科技发展、消费观念变化与政策激励有望驱动二手车市场快速增长.....	24
3. 汽车金融发展机会：成熟国家中汽车金融将占汽车产业链利润的 20%左右，当下中国仍仅为个位数，提升机会显著.....	27
3.1. 汽车金融行业：2015 年行业贷款规模预计达 8,683 亿元，CAGR 11A-15E 高达 30.3%；相比成熟市场中汽车金融占价值链的 23%，中国的发展机会才刚起步.....	27
3.2. 中国新车汽车金融渗透率约为 35%，较全球 70%的渗透率有较大提升空间；二手车汽车金融渗透率约 8%-10%，较美国 53%-55%的渗透率有较大差距.....	29
3.3. 中国汽车金融公司贷款比例为 40.4%，零售贷款比例 68.2%，相较海外仍有较大增长空间，随着征信体系完善金额渗透率有望得到提升.....	34
3.4. 中国汽车金融行业将迎来发展的黄金十年，2025 年新车与二手车汽车金融贷款规模合计将达到 3.7 万亿元，CAGR16A-25E 为 15.2%.....	36
4. 消费主体和消费观念的转变，给汽车金融带来发展新机遇.....	38
4.1. 汽车消费主体：80、90 后网生一代为主，受互联网影响较深且更易接受信贷消费生活方式，汽车金融渗透率将得益于 85-91 年婴儿潮.....	38
4.2. 消费偏好：实用经济型车辆最受欢迎，国产 SUV 最受欢迎，12 万元以下车型受欢迎程度提升明显.....	41
4.3. 汽车金融接受度：26-35 岁人群是汽车金融主要用户，与汽车主流新增消费人群吻合.....	43
5. 尽管金融理念与海外存在较大差异，但新生代信贷消费的特性会逐渐趋同.....	45
5.1. 国民总储蓄率：中国国民总储蓄率近几年进入下降通道，预计随着年轻一代占比提升会持续拉低储蓄率.....	45
5.2. 从消费信贷与 GDP 比例和消费信贷与 M2 比例来看，中国的消费信贷比例大约为美国的一半.....	47
5.3. 从汽车平均售价与人均 GDP 比例来看，中国采用信贷买车的汽车金融需求会更为迫切.....	49
5.4. 利率走势：贷款利率处于历史较低水平，减少消费者贷款成本，有利于汽车金融的普及.....	50
6. 国内汽车金融行业格局：传统金融机构为主，互联网平台多数扮演导流角色，未来有望产生变局.....	51
6.1. 汽车金融产业链：金融服务遍及汽车生产销售全流程.....	51
6.2. 经销商是汽车金融的直接发生场景，随着传统业务盈利能力的减缓会逐步转向汽车金融业务，未来话语权有望进一步增加.....	52
6.3. 汽车金融市场传统参与者：商业银行为最大的资金提供方；汽车金融公司参与力度加强；融资租赁方参与灵活.....	54
6.3.1. 商业银行：国内目前最大的资金提供方.....	54
6.3.2. 汽车金融公司：2016 年汽车金融公司达到 25 家，总资产 5,729 亿元，发放贷款总额 5,209 亿，分别同比增长 36.7%和 33.2%，汽车金融公司参与感逐渐增强.....	55
6.3.3. 融资租赁公司.....	59
6.4. 汽车金融互联网新兴参与者，目前多数间接参与，直接参与的平台只有易鑫等少	

数.....	61
6.4.1. 新车电商平台，导流为主，向合作金融机构收取服务提成	61
6.4.2. 二手车电商平台：渗透率不断提升，2016 年达到 13.9%，目前在汽车金融领域以导流功能为主	62
6.4.3. 互联网汽车金融平台：汽车金融的直接参与者，使用自有资金发放汽车贷款	64
6.4.4. P2P 汽车金融服务平台：审核要求最低但资金使用成本最高	65
7. 政策：目前处于汽车金融行业的政策红利期	66
7.1. 政策总览	66
7.2. 汽车销售政策	66
7.3. 二手车行业政策	66
7.4. 汽车金融政策	67
7.5. 个人征信政策	67
8. 行业代表性模式及主要公司分析	68
8.1. 易鑫集团：基于消费全生命周期的互联网汽车零售交易平台，获客成本低、融合了股东大数据的风险识别和“线上+线下”一站式服务构成竞争壁垒	68
8.1.1. 公司简况：由易车孵化的互联网汽车零售交易平台，堪比“新浪孵化的新浪微博”	68
8.1.2. 公司商业模式：从汽车消费链着手，构建汽车消费全生命周期的互联网汽车零售交易平台	70
8.1.3. 公司核心优势：融合了 BTJ 三家大数据积累构筑的风控能力，形成了低逾期率和低坏账率的优势	72
8.1.4. 资本来源：ABS 与银行授信构建相对较低的资金池，16 年融资平均利率约为 4.97%	75
8.1.5. 经营业绩：科技武装金融实现营收快速增长，17 年上半年较 16 年全年增长 56%	77
8.1.6. 易鑫淘车体验店：集“体验+交易+增值服务”于一体的新零售业态	79
8.2. 广汇汽车：凭借遍布全国的网点布局，受益于与消费者的直接接触	80
8.2.1. 公司简况：2017 上半年汽车融资租赁收入 9.7 亿元，全国范围内拥有 754 个营业网点	80
8.2.2. 公司汽车融资租赁商业模式：贷款费率处于行业较高水平，但由于拥有场景优势与消费者直接发生交易	81
8.2.3. 公司优势：较为明显的渠道与规模优势，丰富的产品线与融资渠道	83
8.3. 奇瑞徽银：与奇瑞整车厂联系紧密，中国四五线城市旺盛需求驱动快速增长	84
8.3.1. 公司简况：2016 年公司总收入 16.1 亿元，总资产市场份额 3.9%，不良贷款率为 0.63%，ROA 为 3.2%	84
8.3.2. 公司商业模式：零售贷款业务为主，拥有经销商渠道场景优势，贷款费率处于行业中等水平，发放贷款多数来自银行借款	86
8.3.3. 公司优势：奇瑞徽银业务结构逐渐多元化，盈利能力远超行业平均水平	89
9. 海外标杆企业分析	91
9.1. Ally Financial（联合汽车金融公司）：出身美国通用汽车金融公司，后转型为综合性金融机构	91
9.1.1. 公司简况：2016 年服务 18,000 家经销商，间接服务 440 万消费者，利息净收入达到 72.1 亿美元	91
9.1.2. 公司商业模式：以汽车金融为主，平均利息收益率 4.8%，资金多来自于用户存款，资金成本为 1.8%	92

9.1.3. 公司优势：覆盖消费者多数金融需求，拥有渠道优势与资金成本优势	95
9.2. 丰田汽车金融（丰田金融服务）：丰田汽车直属金融公司，渠道、服务体系完善	98
9.2.1. 公司简况：2016 年总资产达到 2,022.1 亿美元，营业利润 20.6 亿美元，公司服务遍布全球 36 个国家及地区	98
9.2.2. 公司商业模式：以零售贷款与经营租赁为主，汽车金融平均收益率 3.2%，资金以银行中期票据为主，平均资金成本仅 1.6%	99
9.2.3. 公司优势：完善的客户服务体系造就较高顾客满意度，拥有较低坏账率与资金成本	102
9.3. Capital One：2016 年汽车金融贷款规模 479.2 亿美元，60 天坏账率高达 2.32%	104
10. 海内外比较	105

图表目录

图 1：中国汽车与乘用车销量及其增速（2006A-2016A）	10
图 2：中国汽车销量占全球份额变化（2007-2016）	10
图 3：2014 年世界 GDP 前 20 国家人均 GDP 与乘用车保有量比较	10
图 4：中国汽车产业链利润结构	11
图 5：2013 年国外成熟市场汽车产业链利润结构	11
图 6：2014 年全球主要地区新车汽车金融渗透率（中国 2014-2016）	11
图 7：美国新车和二手车汽车金融渗透率（1Q2010-1Q2017）	11
图 8：2016 年按年龄分类购车潜在人群	12
图 9：中国各个年龄段的互联网渗透率（2007A-2016A）	12
图 10：大众汽车金融消费者年龄结构（2004A-2014A）	12
图 11：中国汽车金融服务模式	13
图 12：2016 年中国汽车金融行业部分公司主要业务指标	14
图 13：2016 年海外标杆企业主要业务指标	14
图 14：中国新车汽车金融贷款规模预测（2016A-2025E）	15
图 15：中国二手车汽车金融贷款规模预测（2016A-2025E）	15
图 16：中国新车与二手车合计金融贷款规模预测（2016A-2025E）	16
图 17：易鑫车贷主要业务商业模式	16
图 18：全球汽车金融相关公司估值表（按 Bloomberg 一致预期）	17
图 19：中国汽车行业产值及其增速（2006A-2015A）	18
图 20：中国汽车产量及其增速（2006A-2016A）	19
图 21：中国单汽车产值趋势（2006A-2015A）	19
图 22：中国汽车零售总额及其增速（2006A-2016A）	20
图 23：中国汽车与乘用车销量及其增速（2006A-2016A）	21
图 24：中国汽车销量占全球份额变化（2007-2016）	21
图 25：中国新车平均零售额（2006A-2016A）	22
图 26：2014 年世界 GDP 前 20 国家人均 GDP 与乘用车保有量比较	22
图 27：中国人均汽车保有量（2006A-1H17A）	23
图 28：2015 年中国分省人均 GDP 与人均汽车保有量	23

图 29: 中国二手车交易额及其增速 (2006A-2016A)	24
图 30: 中国二手车交易量及其增速 (2006A-2015A)	25
图 31: 中国二手车过户数 (新标准) 及其增速 (2011A-2016A)	25
图 32: 中国二手车平均交易价格及其增速 (2006A-2016A)	26
图 33: 美国新车与二手车销量 (1978-2014)	26
图 34: 中国汽车金融行业贷款规模 (2012A-2020E)	27
图 35: 中国汽车产业链利润结构	28
图 36: 2013 年国外成熟市场汽车产业链利润结构	28
图 37: 2007 年中国汽车销量占全球份额(%)	28
图 38: 2016 年中国汽车销量占全球份额(%)	28
图 39: 2014 年全球主要地区新车汽车金融渗透率 (中国 2014-2016)	29
图 40: 美国新车和二手车汽车金融渗透率 (1Q2010-1Q2017)	29
图 41: 中国豪华车与非豪华车新车汽车金融渗透率 (2010A-2015A)	30
图 42: 美国豪华车与非豪华车新车汽车金融渗透率 (2010A-2015A)	30
图 43: 中国汽车金融公司贷款对应车辆及其增速与占比 (%)	31
图 44: 中国汽车金融公司零售贷款对应车辆及其增速与占比 (2010A-2016A)	32
图 45: 中国汽车金融公司新车渗透率与中国汽车金融行业渗透率 (2014A-2016A)	32
图 46: 中国汽车金融公司贷款对应车辆结构 (2010A-2016A)	33
图 47: 中国汽车金融公司汽车贷款平均额度及其同比增速 (2010A-2016A)	34
图 48: 汽车金融公司零售贷款对应车辆平均贷款金额及其增速 (2010A-2016A)	34
图 49: 中国汽车金融公司平均单车贷款金额与单车贡献净利润 (2010A-2016A)	35
图 50: 中国新车汽车金融贷款规模预测 (2016A-2025E)	36
图 51: 中国二手车汽车金融贷款规模预测 (2016A-2025E)	36
图 52: 中国新车与二手车合计金融贷款规模预测 (2016A-2025E)	37
图 53: 2016 年按年龄分类购车潜在人群	38
图 54: 中国每年出生人口 (1978-2016)	38
图 55: 中国人口的年龄分布 (1990A-2016A)	39
图 56: 中国互联网用户的年龄分布 (2007A-2016A)	39
图 57: 中国各个年龄段的互联网渗透率 (2007A-2016A)	40
图 58: 2016 年不同类型消费者占比	41
图 59: 全国汽车销量价格结构 (2014-2015)	41
图 60: 全国国产乘用车销量车型结构 (2013A-2017A)	41
图 61: 中国乘用车销量按国家分类结构 (2009-2016)	42
图 62: 中国乘用车销量按城市分类结构	42
图 63: 2015 年中国乘用车按城市和售价的结构趋势图	42
图 64: 大众汽车金融消费者年龄结构 (2004A-2014A)	43
图 65: 2015 年北上广易鑫车贷使用者年龄结构	44
图 66: 全球主要国家国民总储蓄率 (2010-2016)	45
图 67: 中国与日本国民总储蓄率 (1970-2015)	46
图 68: 中国、美国、德国消费信贷与 GDP 比例 (2006-2016)	47
图 69: 中国、美国、德国 M2 与 GDP 比例 (2006-2016)	47

图 70: 中国、美国、德国消费信贷与 M2 比例 (2006-2016)	47
图 71: 中国汽车金融公司零售贷款余额占消费信贷的占比 (2006A-2016A)	48
图 72: 汽车平均售价与人均 GDP 的比例 (2010A-2016A)	49
图 73: 中国隔夜 Shibor 季度平均与金融机构贷款加权平均利率之差 (2008 年 9 月-2017 年 6 月)	50
图 74: 中国汽车金融服务模式	51
图 75: 中国汽车金融贷款供应结构	51
图 76: 成熟市场汽车金融贷款供应结构	51
图 77: 全国百强经销商企业网点数量 (2012A-2015A)	52
图 78: 全国百强经销商企业整车销量 (2012A-2016A)	52
图 79: 全国百强经销商企业营业收入 (2012A-2016A)	52
图 80: 中国百强经销商企业收入结构 (2012A-2016A)	53
图 81: 中国百强经销商企业汽车金融保险业务收入	53
图 82: 全国百强经销商企业盈利能力 (2012A-2016A)	53
图 83: 平安银行汽车金融贷款余额 (2012A-1H2017A)	54
图 84: 平安银行汽车金融坏账率 (2012A-1H2017A)	55
图 85: 中国汽车金融公司的发展	56
图 86: 中国汽车金融资产&贷款余额总额及其增速 (2006A-2016A)	56
图 87: 2016 年主要汽车金融公司资产份额	57
图 88: 汽车金融贷款按类型分类占比 (2006A-2016A)	57
图 89: 中国汽车金融公司净利润及其增速 (2008A-2016A)	58
图 90: 中国汽车金融公司 ROA、不良贷款率 (2008A-2016A)	58
图 91: 2016 年主要汽车金融公司净利润、ROA 与坏账率	59
图 92: 中国汽车融资租赁参与者	60
图 93: 新车电商平台分类	61
图 94: 电商平台与金融机构合作关系	62
图 95: 二手车电商渗透率 (2013A-2016A)	63
图 96: 中国二手车电商平台商业模式	63
图 97: 瓜子二手车和优信二手车商业模式	64
图 98: 互联网汽车金融平台商业模式	65
图 99: 中国汽车销售部分政策	66
图 100: 二手车行业政策	66
图 101: 汽车金融行业政策	67
图 102: 征信业行业政策	67
图 103: 易鑫集团的发展历程	68
图 104: 易鑫的股权结构 (截止 2017 年 6 月 30 日)	69
图 105: 易鑫母公司易车的股权结构 (截止 2017 年 3 月 31 日)	69
图 106: 易鑫母公司易车的股权结构 (截止 2017 年 8 月 24 日)	69
图 107: 易鑫车贷主要业务商业模式	70
图 108: 易鑫车贷新车的贷款方案比较	70
图 109: 易鑫车贷二手车贷款方案比较	71

图 110: 易鑫车贷的经营性租赁 “开走吧” 方案详情	71
图 111: 易鑫车贷的申请审批流程	72
图 112: 易鑫的股权结构 (截止 2017 年 6 月 30 日)	72
图 113: 借助股东大数据信息, 易鑫风控模型的大数据运算基础	73
图 114: 易鑫租赁的贷款逾期率和坏账率 (上海易鑫融资租赁有限公司 2017 年度第二期资产支持票据)	74
图 115: 易鑫租赁逾期率、提前退租率和违约损失率情况	74
图 116: 易鑫租赁的违约期限分析	75
图 117: 易鑫租赁发行的 ABS/ABN 产品	75
图 118: 上海易鑫融资租赁有限公司截止 2017 年 6 月 30 日的授信明细表	76
图 119: 易鑫租赁的资金来源-ABS/ABN 与商业银行授信 (不完全统计)	76
图 120: 易鑫租赁的主营业务收入增长 (2014-2016,1H17)	77
图 121: 易鑫租赁的收入构成-2016A	77
图 122: 易鑫租赁的累计融资租赁台次 (2015-2016,1H17)	77
图 123: 易鑫租赁的应收账款余额 (2015-2016,1H17)	77
图 124: 2016 年中国汽车交易平台的交易量排名 (新车/二手车销售&融资租赁签约合同数)	78
图 125: 易鑫租赁的利润增长 (2014-2016,1H17)	78
图 126: 易鑫租赁的汽车金融坏账率及其汽车金融行业坏账率比较	78
图 127: 易鑫车贷线下体验店的区域分布图 (截止 2017 年 10 月 9 日)	79
图 128: 广汇汽车全国网点布局	80
图 129: 广汇汽车营业收入及融资租赁服务收入 (1H15-1H17)	81
图 130: 广汇汽车融资租赁服务毛利及毛利率 (1H15-1H17)	81
图 131: 汽车融资租赁业务收入及毛利 (1H15-1H17)	81
图 132: 汽车租赁对应车辆 (1H15-1H17)	81
图 133: 公司融资租赁多种方案示意图	82
图 134: 广汇汽车融资租赁方案贷款方案	82
图 135: 广汇汽车 2017 上半年短期借款结构	82
图 136: 广汇汽车 2017 上半年长期借款结构	82
图 137: 奇瑞徽银营业收入及净利润 (2014A-2016A)	84
图 138: 奇瑞徽银总资产及行业份额 (2014A-2016A)	84
图 139: 奇瑞徽银 ROA 与坏账率 (2014A-2016A)	84
图 140: 奇瑞徽银不同口径行业份额 (2014A-2016A)	84
图 141: 奇瑞徽银零售贷款对应车辆结构 (2014A-2016A)	85
图 142: 奇瑞徽银当期发放零售贷款结构 (2014A-2016A)	85
图 143: 奇瑞徽银零售贷款分业务笔均放款 (2014-2016)	85
图 144: 奇瑞徽银主营业务利息收入构成 (2014A-2016A)	86
图 145: 奇瑞徽银主要贷款品牌	86
图 146: 奇瑞徽银主要商业模式	87
图 147: 奇瑞徽银不同新车贷款方案	87
图 148: 奇瑞徽银新车贷款项目费率比较	88

图 149: 奇瑞徽银不同产品类型结构 (2014A-2016A)	88
图 150: 2016 年奇瑞徽银产品结构	88
图 151: 奇瑞徽银筹资结构 (2014A-2016A)	88
图 152: 奇瑞徽银当期发放贷款占筹资金额比例 (2014A-2016A)	88
图 153: 奇瑞徽银贷款平均收益率 (2014A-2016A)	89
图 154: 奇瑞徽银资金成本估算 (2014A-2016A)	89
图 155: 奇瑞徽银销售网络结构 (2014A-2016A)	90
图 156: 零售业发放贷款及垫款结构 (2014A-2016A)	90
图 157: Ally Financial 总收入及其增速 (2010-2016)	91
图 158: Ally Financial GAAP 净利润 (2010-2016)	91
图 159: Ally Financial 利息净收入及其增速 (2010-2016)	91
图 160: Ally Financial 收入结构趋势 (2010-2016)	91
图 161: Ally Financial GAAP 净利率 (2010-2016)	92
图 162: Ally Financial 业务收入结构 (2010-2016)	92
图 163: Ally Financial 汽车金融业务总资产与营业利润 (2010A-2016A)	93
图 164: 零售汽车金融贷款结构 (2014-2016)	94
图 165: 经销商汽车金融贷款结构 (2014-2016)	94
图 166: 2016 不同业务的收益率 (%)	94
图 167: 2016 年 Ally Financial 公司资金来源结构	95
图 168: Ally Bank 存款市场份额 (2009A-2016A)	95
图 169: 2016 年 Ally Financial 资金成本	95
图 170: Ally Financial 业务闭环	96
图 171: Ally Financial 消费者信用结构 (2012-1H2017)	96
图 172: 丰田金融服务成长能力 (2010A-2016A)	98
图 173: 丰田金融服务 ROA (2010A-2016A)	98
图 174: 丰田金融服务营业利润率 (2010A-2016A)	98
图 175: 丰田金融服务全球布局	99
图 176: 丰田金融服务主要业务	99
图 177: TMCC 消费者金融业务流程	100
图 178: TMCC 平均贷款期限 (2012A-2016A)	100
图 179: TMCC 汽车金融加权平均利率 (2012A-2016A)	101
图 180: TMCC 资金成本	101
图 181: FY2017 新增长期债务结构	102
图 182: FY2017 财年公司债务结构	102
图 183: TMCC 新车与二手车比例 (2012A-2016A)	102
图 184: TMCC 公司北美消费者与经销商服务中心布局	103
图 185: TMCC 公司 60 日坏账率 (2014A-2017A)	103
图 186: Capital One 汽车金融贷款规模 (2005A-2016A)	104
图 187: 2016 年中国汽车金融行业部分公司主要业务指标	105
图 188: 2016 年海外标杆企业主要业务指标	106
图 189: 全球汽车金融相关公司估值表 (按 Bloomberg 一致预期)	106

图 190: Ally Financial Forward PE Band (2014 年 4 月-2017 年 10 月) 107

图 191: Ally Financial Forward PB Band (2014 年 4 月-2017 年 10 月) 107

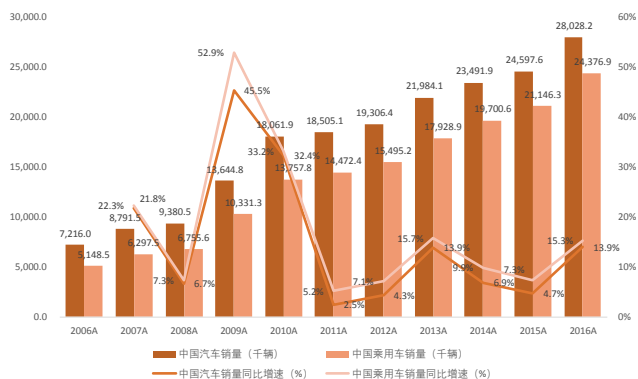
图 192: Capital One 公司 Forward PE Band (2009 年 1 月-2017 年 10 月) 108

图 193: Capital One 公司 Forward PB Band (2007 年 1 月-2017 年 10 月) 108

1. 总述与导读

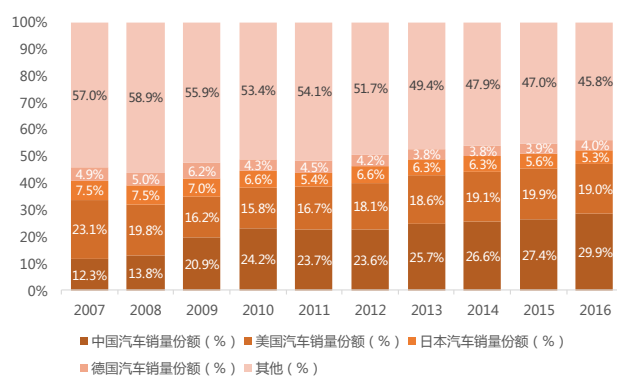
为什么我们选择汽车产业作为金融科技（FinTech）的研究对象？一方面是中国汽车市场已经连续 8 年位居全球第一，拥有 4 万亿的基础产业规模，有足够大的产业空间；与此同时，中国的汽车金融发展（新车金融渗透率约 35% vs. 全球 70% vs. 美国 85.5%；二手车金融渗透率约 8%-10% vs. 美国 53%-55%）仍处发展早期，80 后 90 后网生一代对于互联网的依赖和信贷消费的接纳程度，以及金融科技的发展将加速这一进程，衍生极具吸引力的发展机遇，这也是促发我们思考、研究此领域的重要原因。

图 1：中国汽车与乘用车销量及其增速（2006A-2016A）



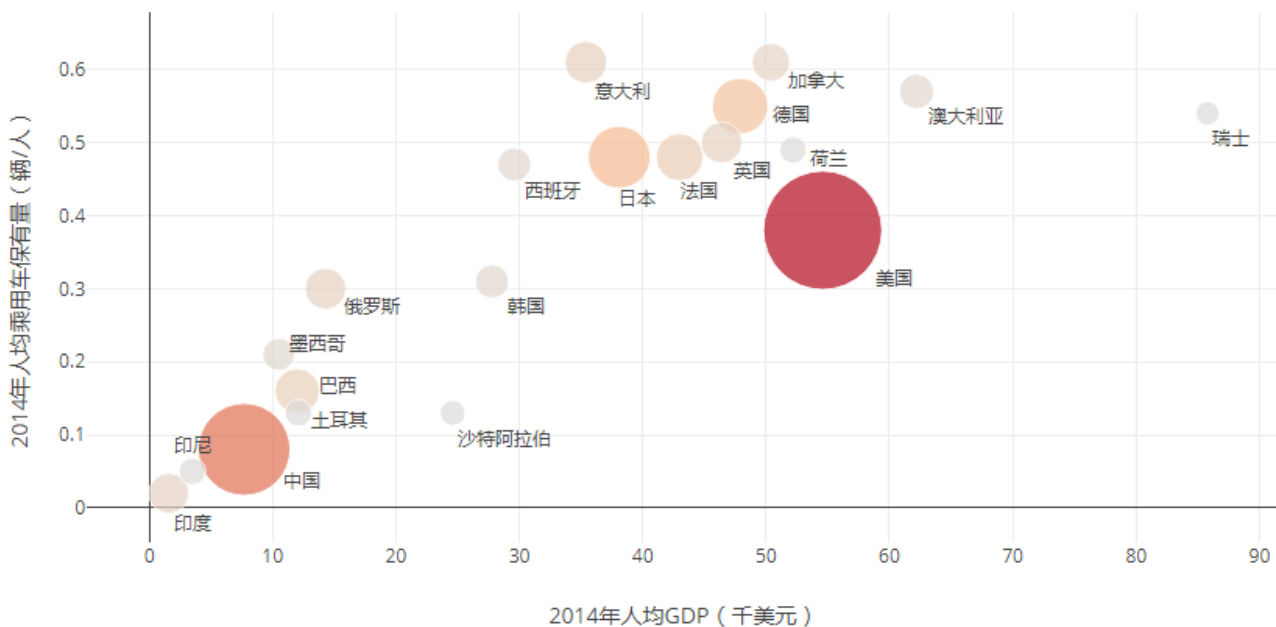
资料来源：中国汽车工业发展报告，Wind 资讯，天风证券研究所

图 2：中国汽车销量占全球份额变化（2007-2016）



资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

图 3：2014 年世界 GDP 前 20 国家人均 GDP 与乘用车保有量比较



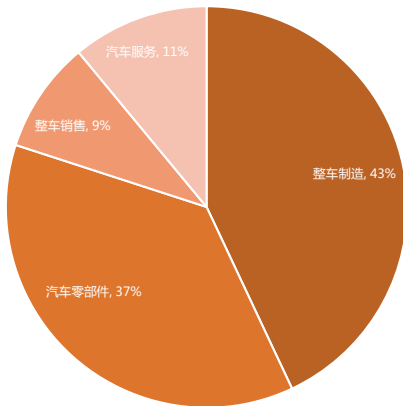
资料来源：世界银行，Bloomberg，天风证券研究所

注：圆圈大小代表按美元计算的 GDP 规模

在发展成熟的市场中，汽车金融占汽车产业链利润结构的 23%，汽车零部件占 22%，汽车维修占 18%，整车制造和整车销售分别只占 16% 和 5%。中国汽车产业链利润结构相对简单，且大部分由整车制造环节占据，占比高达 43%，整车制造+整车销售占比超过 50%；包括金融在内的汽车服务仅占 11%。中国汽车销量份额在 2016 年达到 29.9%，

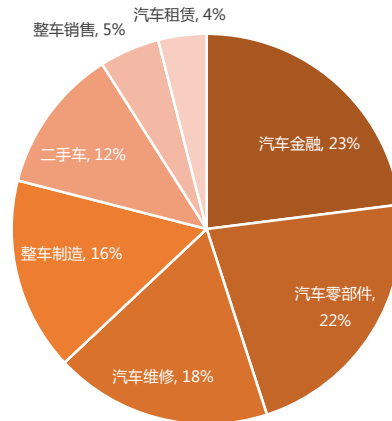
连续八年处于全球份额第一名，且市场份额在持续提高，但与之对应的汽车金融渗透率却并没有处于全球相应水平，表明中国的汽车金融才刚刚起步，基于金融科技将有效挖掘 4 万亿汽车产业的附加值。

图 4：中国汽车产业链利润结构



资料来源：罗兰贝格《2016 中国汽车金融报告》，天风证券研究所

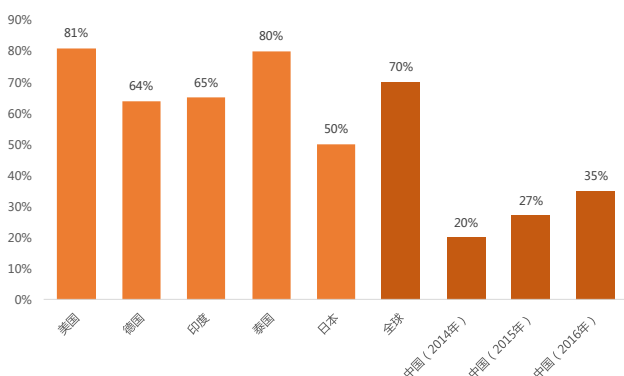
图 5：2013 年国外成熟市场汽车产业链利润结构



资料来源：中国汽车后市场蓝皮书（2013 年 9 月），天风证券研究所

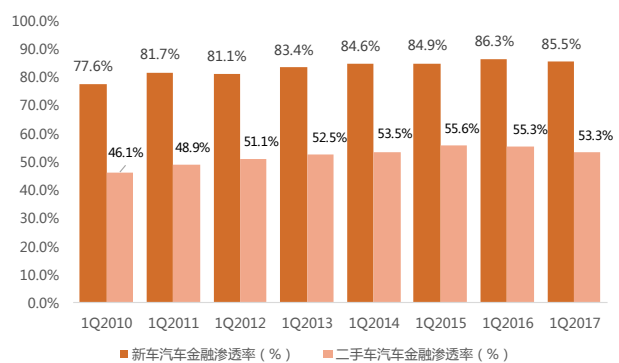
当前中国的新车汽车金融渗透率约为 35%，而全球范围的新车汽车金融渗透率在 2014 年大约为 70%。美国的新车和二手车汽车金融渗透率在过去的 8 年间一直在稳定增加，2010 年 1 季度新车金融渗透率为 77.6%，二手车为 46.1%；但到了 2017 年 1 季度，新车金融渗透率为 85.5%，增加 7.9 百分点，二手车为 53.3%，增加 6.8 百分点。日本在 13-14 年新车汽车金融渗透率在 50%以上，即使对标日本，中国新车汽车金融渗透率也有 10%-15%以上的增长空间。

图 6：2014 年全球主要地区新车汽车金融渗透率（中国 2014-2016）



资料来源：罗兰贝格《2016 年汽车金融报告》，Wind 资讯，天风证券研究所

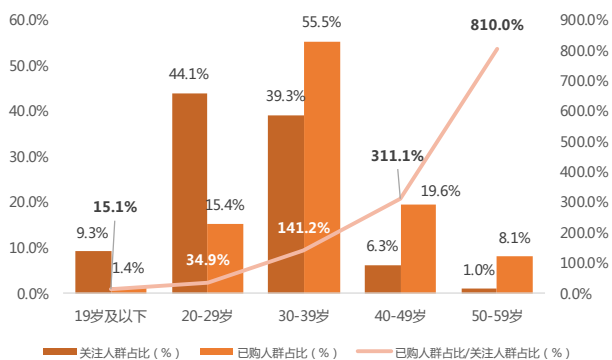
图 7：美国新车和二手车汽车金融渗透率（1Q2010-1Q2017）



资料来源：Experian，天风证券研究所

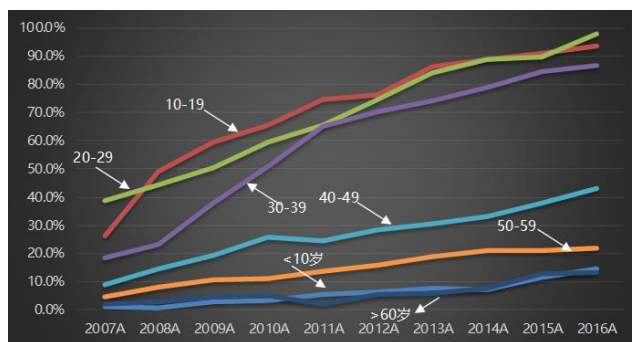
80 后 90 后等网生一代正逐步成为汽车消费的主体，互联网在消费决策和购买渠道的影响日益加深，更易接受信贷消费生活方式，有效推动汽车金融渗透率的提升。根据国双数据显示，40 岁及以上人群首次购车需求已趋于饱和，30-39 岁人群是当下购车的主力人群，20-29 岁人群是迅速扩大的购车群体，提升潜力巨大。20-29 岁在 2016 年的互联网渗透率达到 97.8%。20-29 岁人群作为网生一代用户，互联网是其生活方式的重要信息来源和消费渠道，通过信贷提前实现购车需求。

图 8：2016 年按年龄分类购车潜在人群



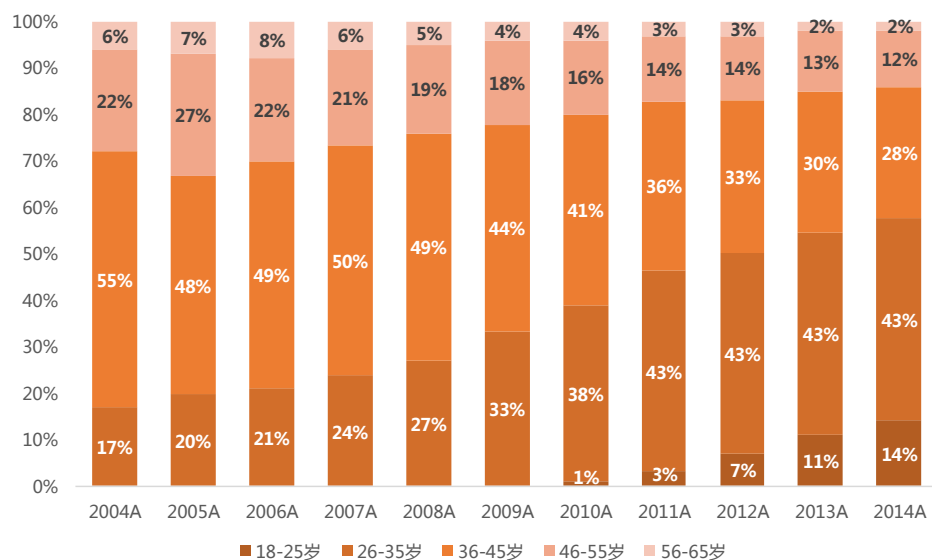
资料来源：国双数据中心，天风证券研究所

图 9：中国各个年龄段的互联网渗透率（2007A-2016A）



资料来源：国家统计局（2017年1月），CNNIC（2017年1月），美国国家统计局（2016年12月），天风证券研究所

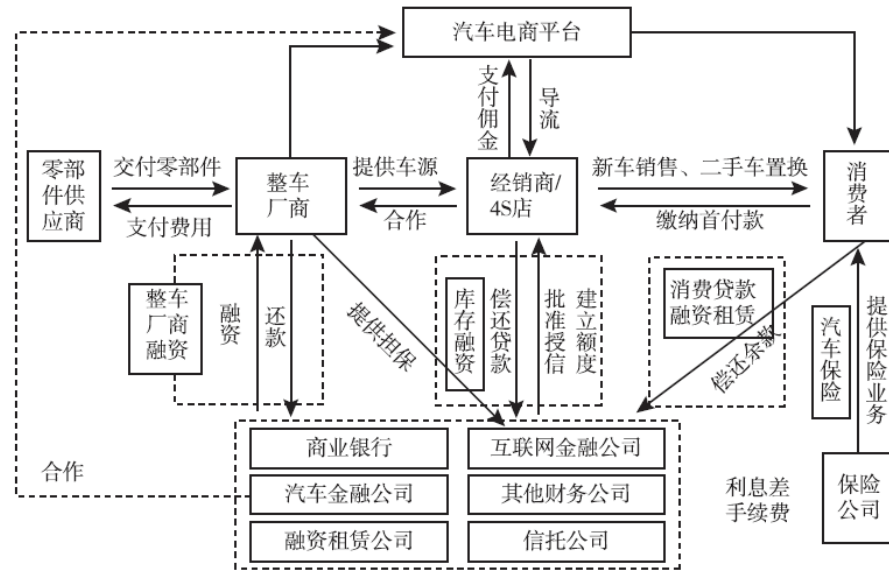
图 10：大众汽车金融消费者年龄结构（2004A-2014A）



资料来源：大众汽车金融《2014-2015 年度中国汽车金融消费者行为调研报告》，天风证券研究所

从汽车金融的价值链而言，整车厂商、经销商/4S 店和消费者，均是融资服务需求方，包括商业银行、汽车金融公司、融资租赁公司、互联网金融公司、其他财务公司和信托公司则是融资服务的供给方，共同构成了汽车金融的产业闭环，汽车零配件及整体则构成了融资的需求源或抵押物。

图 11：中国汽车金融服务模式



资料来源：中国汽车金融市场专题研究，天风证券研究所

汽车金融竞争图谱：当下以传统金融机构为主，FinTech 参与者正寻求破局。商业银行是当前最主要资金来源，凭借渠道优势下的平安银行汽车租赁在 1H17 的贷款余额达 1,048.3 亿元，较 16 年末增长 10%（坏账率：FY16 为 0.89%，1H17 为 0.56%），围绕买、用、养、换各消费场景，完成产品谱系拓宽；汽车金融公司基于整车制造商和经销商优势实现了快速增长，16 年贷款总额同比 33.2% 至 5,209 亿元，行业平均 ROA 达到 2.09%，例如奇瑞徽银 FY16 实现收入 16.1 亿元，不良率为 0.63%，ROA 达 3.2%；汽车经销商逐步向金融服务延伸，例如广汇汽车 FY16 实现融资租赁服务收入 17 亿元，同比下滑 9.1%，占整体营收 1.3%，但净利润达到 6.8 亿元，占整体利润的 24.4%。源自通用汽车金融的 Ally Financial 作为全球汽车金融龙头之一，FY16 汽车金融总资产达到 1,163 亿美元（占总资产的 71%），营业收入 72.1 亿美元，累计租赁台次超过 500 万台次。

图 12：2016 年中国汽车金融行业部分公司主要业务指标

		上海易鑫租赁		广汇汽车（汇通信诚）		奇瑞微银		平安银行（汽车金融业务）	
		FY16	1H17	FY16	1H17	FY16	1H17	FY16	1H17
资产管理能力	贷款余额（百万元）	13,867.2	19,576.5	10,436.6	11,038.0	22,463.0	23,408.0	95,264.0	104,832.0
	ROA（%）	154.2%	104.3%	4.7%	1.6%	3.2%	1.6%	0.5%	
	加权平均贷款收益率（%）		13.7%	18.1%		11.8%		14.8%	
	平均资金成本区间	4.97%		2%-9.2%		4.5%	0.0%		
风险控制能力	坏账率（%）	0.17%	0.15%			0.63%		0.89%	0.56%
	资本充足率（%）					14.41%			
	拨备覆盖率（%）					365.10%			
业务发展及盈利能力	汽车金融业务收入（百万元）	821.7	1,283.8	1,697.7	970.8	1,610.4	887.2		
	收入同比增速（%）	1171.7%		-9.1%	10.4%	34.9%			
	汽车金融业务净利润（百万元）	146.9	190.1	683.4	240.9	671.5	377.2	470.0	
	净利润同比增速（%）	8641.2%		-20.4%	-30.3%	55.5%			
	汽车金融业务净利率（%）	17.9%	14.8%	40.3%	24.8%	41.7%	42.5%		
	二手车业务占比（%）			9.9%		16.4%			
	当期总租赁台次（千辆）	230.7	349.3	165.8	85.0	277.6			
	累计总租赁台次（千辆）	220.8	137.1			586.2			
	主要资金来源	自有资金+ABS		信用借款		银行借款			

资料来源：公司公告，Wind 资讯，《上海易鑫融资租赁有限公司 2017 年度第二期资产支持票据》发行说明书，天风证券研究所

注：ROA 统一采用年平均资产计算，年平均资产是通过年初的总资产与年末总资产的平均值得到

上海易鑫租赁为易鑫集团业务中的一环，加权平均贷款收益率采用易鑫租赁资产池平均收益率

广汇汽车加权平均贷款收益率采用三款主流产品的 IRR 简单平均得到，平均资本成本区间使用短期借款资金成本与长期借款资金成本简单平均得到，贷款余额为广汇汽车旗下汇通信诚的负债总额，净利润为汇通信诚的净利润

平安银行加权平均贷款收益率为平安银行在易鑫平台的二手车贷款 IRR

图 13：2016 年海外标杆企业主要业务指标

		Ally Financial	丰田金融服务 (丰田汽车信用公司)	Capital One (汽车金融业务)
资产管理能力	总资产（百万美元）	116,347.0	202,206.6	47,916.0
	ROA（%）	0.1%	1.0%	
	平均贷款收益率（%）	4.8%	3.2%	7.7%
	平均资金成本（%）	1.8%	1.6%	
风险控制能力	60天坏账率（%）	1.1%	0.5%	2.3%
业务发展及盈利能力	汽车金融业务收入（百万美元）	1,097.0	16,500.0	
	收入同比增速（%）	0.6%	6.8%	
	汽车金融业务营业利润（百万美元）	157.0	2,057.6	
	营业利润同比增速（%）	-26%	-27.2%	
	汽车金融业务营业利润率（%）	14%	12.5%	
	二手车业务占比（%）	42.4%	26.0%	
	当期总租赁台次（千）	364.0		
	累计总租赁台次（千）	5,000.0	4,600.0	
	主要资金来源	存款	银行中期票据	

资料来源：公司公告，Bloomberg，天风证券研究所

注：丰田金融服务的总资产、业务收入、营业利润、累计总租赁台次及其相关指标是丰田金融服务整体的指标，平均贷款收益率、资金成本及坏账率是丰田金融服务的美国业务公司丰田汽车信用公司的指标

丰田金融服务的累计总租赁台次截至 2017 年上半年

中国汽车金融行业将迎来黄金十年。我们预计新车汽车金融渗透率在未来十年中将从 35% 提高到 63% 左右（隐含假设新车汽车金融对应车辆平均价格等于平均汽车零售价格），随着汽车商品零售总额的稳定增长（CAGR16A-25E 7.6% vs. CAGR06A-16A 23.2%），假设汽车贷款比例为 70% 的情况下，预计在 2020 年新车汽车金融渗透率达到 51%，贷款规模达到 2.1 万亿元，相较 2016 年增长 111.5%，CAGR16A-20E 为 20.6%；预计在 2025 年新车汽车金融渗透率达到 63%，贷款规模达到 3.5 万亿元，相较 2016 年增长 249.1%，CAGR16A-25E 为 10.7%。

在二手车汽车金融方面，我们预计二手车汽车金融渗透率在未来十年时间里从 8% 逐渐上升到 36% 左右，随着二手车交易额稳定增长（我们保守估计 CAGR16A-25E 为 4.8%，增长缓于新车商品零售总额），假设二手车贷款比例为 60% 的情况下，预计 2020 年二手车汽车金融渗透率达到 24%，二手车汽车金融贷款规模达到 1,156 亿元，相较 2016 年增长 298.6%，CAGR16A-20E 达 41.3%；预计在 2025 年二手车汽车金融渗透率达到 36%，贷款规模达到 1,986 亿元，相较 2016 年增长 584.8%，CAGR16A-25E 为 23.8%。

按照我们的预测，2016 年新车与二手车汽车金融贷款规模合计达到 1.0 万亿元，2020 年贷款规模合计达到 2.2 万亿元，相较 2016 年增长 116.9%，CAGR16A-20E 为 21.4%；2025 年贷款规模合计达到 3.7 万亿元，相较 2016 年增长 258.7%，CAGR16A-25E 为 15.2%。因此，按照我们的预期汽车金融贷款规模在未来十年里增长较快，将迎来黄金十年。

图 14：中国新车汽车金融贷款规模预测（2016A-2025E）

新车金融规模测算	2016A	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
汽车商品零售总额 (RMB bn)	4,037.2	4,521.7	4,973.8	5,421.5	5,860.6	6,287.9	6,700.4	7,096.1	7,473.2	7,830.6
新车汽车金融渗透率 (%)	35%	989.1	1,107.8	1,218.6	1,328.3	1,435.9	1,540.5	1,641.6	1,738.5	1,918.5
	39%	1,102.2	1,234.4	1,357.9	1,480.1	1,599.9	1,716.6	1,829.2	1,937.2	2,137.8
	43%	1,215.2	1,361.0	1,497.1	1,631.9	1,764.0	1,892.6	2,016.8	2,135.9	2,249.4
	47%	1,328.2	1,487.6	1,636.4	1,783.7	1,928.1	2,068.7	2,204.4	2,334.6	2,458.7
	51%	1,441.3	1,614.2	1,775.7	1,935.5	2,092.2	2,244.8	2,392.0	2,533.3	2,667.9
	55%	1,554.3	1,740.8	1,914.9	2,087.3	2,256.3	2,420.8	2,579.7	2,732.0	2,877.2
	59%	1,667.4	1,867.4	2,054.2	2,239.1	2,420.4	2,596.9	2,767.3	2,930.7	3,086.4
	63%	1,780.4	1,994.1	2,193.5	2,390.9	2,584.5	2,772.9	2,954.9	3,129.4	3,295.7
										3,453.3

资料来源：中国汽车工业发展报告，Wind 资讯，天风证券研究所预测

图 15：中国二手车汽车金融贷款规模预测（2016A-2025E）

二手车汽车金融测算	2016A	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
二手车交易额 (RMB bn)	604.1	664.5	717.6	763.6	802.7	835.6	862.9	885.6	904.1	919.3
二手车汽车金融渗透率 (%)	8%	29.0	31.9	34.4	36.7	38.5	40.1	41.4	42.5	43.4
	12%	43.5	47.8	51.7	55.0	57.8	60.2	62.1	63.8	65.1
	16%	58.0	63.8	68.9	73.3	77.1	80.2	82.8	85.0	86.8
	20%	72.5	79.7	86.1	91.6	96.3	100.3	103.6	106.3	108.5
	24%	87.0	95.7	103.3	110.0	115.6	120.3	124.3	127.5	130.2
	28%	101.5	111.6	120.6	128.3	134.8	140.4	145.0	148.8	151.9
	32%	116.0	127.6	137.8	146.6	154.1	160.4	165.7	170.0	173.6
	36%	130.5	143.5	155.0	164.9	173.4	180.5	186.4	191.3	195.3
										198.6

资料来源：中国汽车流通协会，Wind 资讯，天风证券研究所预测

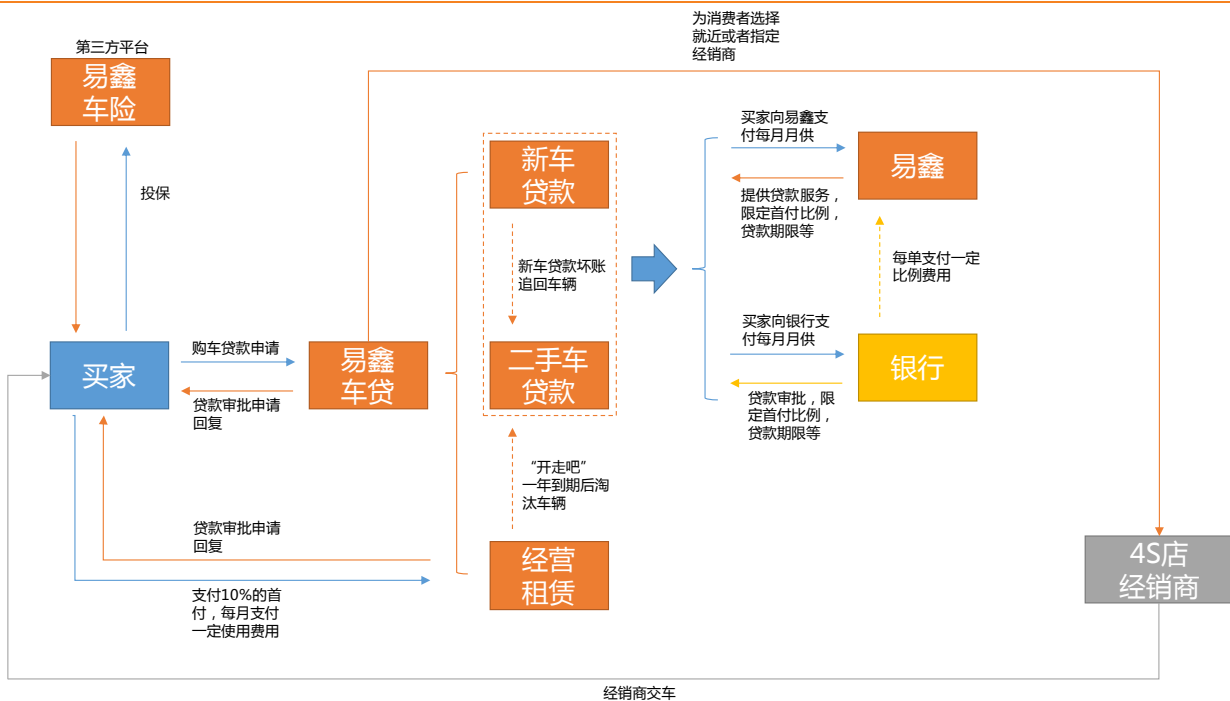
图 16：中国新车与二手车合计金融贷款规模预测（2016A-2025E）

	2016A	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
新车与二手车合计交易额 (RMB bn)	4,641.3	5,186.2	5,691.5	6,185.1	6,663.3	7,123.4	7,563.3	7,981.6	8,377.3	8,749.9
新车与二手车合计贷款规模 (RMB bn)	1,018.1	1,139.7	1,253.0	1,364.9	1,474.4	1,580.6	1,683.0	1,781.0	1,874.3	1,962.6
	1,145.6	1,282.3	1,409.5	1,535.0	1,657.7	1,776.7	1,891.3	2,001.0	2,105.3	2,203.9
	1,273.2	1,424.8	1,566.0	1,705.2	1,841.1	1,972.9	2,099.7	2,220.9	2,336.2	2,445.3
	1,400.7	1,567.4	1,722.5	1,875.3	2,024.5	2,169.0	2,308.0	2,440.9	2,567.2	2,686.6
	1,528.3	1,709.9	1,879.0	2,045.4	2,207.8	2,365.1	2,516.3	2,660.8	2,798.1	2,927.9
	1,655.8	1,852.5	2,035.5	2,215.5	2,391.2	2,561.2	2,724.6	2,880.8	3,029.1	3,169.2
	1,783.3	1,995.0	2,192.0	2,385.7	2,574.5	2,757.3	2,932.9	3,100.7	3,260.0	3,410.5
	1,910.9	2,137.6	2,348.5	2,555.8	2,757.9	2,953.4	3,141.3	3,320.6	3,491.0	3,651.9

资料来源：中国汽车工业发展报告，中国汽车流通协会，Wind 资讯，天风证券研究所预测

易鑫作为服务汽车消费生命周期的互联网汽车零售交易平台，低获客成本、融合了股东大数据的风险识别和“线上+线下”一站式服务构成竞争壁垒。易鑫除了延伸易车提供的信息服务，同时涉足二手车/新车交易环节，也介入新车/二手车融资租赁、经营租赁及保险分销等增值服务，满足消费者买车、用车、养车、换车的交易闭环。融合腾讯、京东和百度的多维大数据积累构建风险识别和控制的核心竞争力，是实现较低逾期率和坏账率的原因。易鑫租赁（ABS 说明书披露，为易鑫集团的业务之一）截至 1H17 签定的 34.9 万份合同，累计违约损失率仅为 0.15%，远低于行业平均水平。易鑫租赁作为平台业务的其中一环，在 FY15 的 6,461 万元基础上，FY16 实现 11.7x 的收入增长，1H17 达到 12.8 亿元，是 FY16 全年的 156%；从 16 年起涉足平台业务，实现了 3,277.3 万元收入，随着风控模型的完善和成熟，有望快速放大整体盈利能力，从众多模式中脱颖而出。

图 17：易鑫车贷主要业务商业模式



资料来源：公司官网，上海易鑫融资租赁有限公司 2017 年第二期资产支持票据募集说明书（2017 年 9 月），天风证券研究所

图 18：全球汽车金融相关公司估值表（按 Bloomberg 一致预期）

Ticker	Company	FX	Last Close	Market Cap USD	PE			EV/Sales			Price to Sales			PEG			ROE			ROA		
					FY16	FY17	FY18	FY16	FY17	FY18	FY16	FY17	FY18	FY16	FY17	FY18	FY16	FY17	FY18	FY16	FY17	FY18
ALLY US EQUITY	ALLY FINANCIAL/USD		24.4	10,958.4	11.6	10.9	9.2	9.5	22.7	22.1	2.0	1.9	1.8	2.3	2.2	1.8	8%	8%	8%	0.6%	0.6%	0.7%
COF US EQUITY	CAPITAL ONE FUSD		87.3	42,226.4	12.0	11.5	10.3	3.2	3.1	3.0	1.7	1.6	1.5	1.9	1.9	1.7	8%	8%	9%	1.1%	1.1%	1.1%
SC US EQUITY	SANTANDER CI/USD		15.3	5,511.9	6.8	8.8	7.7	5.5	5.9	5.5	0.8	0.9	0.9	n.a.	n.a.	n.a.	17%	11%	11%	2.1%	1.5%	1.7%
OMF US EQUITY	ONEMAIN HOI/USD		31.8	4,305.3	8.6	8.5	7.4	5.7	6.1	5.7	1.4	1.4	1.3	n.a.	n.a.	n.a.	17%	16%	16%	2.7%	2.7%	2.8%
LC US EQUITY	LENDING CLUB/USD		6.4	2,633.0	n.a.	139.1	27.9	4.2	3.4	2.6	5.4	4.4	3.6	n.a.	n.a.	n.a.	-5%	-3%	8%	-1.5%	-0.9%	-0.2%
MTLS TB EQUITY	MUANGTHAI L THB		35.3	2,241.9	54.5	32.5	23.7	n.a.	15.4	12.1	18.3	11.5	8.3	1.2	0.7	0.5	22%	31%	32%	7.5%	8.0%	7.7%
SUF IN EQUITY	SUNDARAM FI/INR		1,663.0	2,832.5	29.2	28.9	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3.7	4.6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	16%	14%	n.a.	2.5%	2.2%	n.a.
SHTF IN EQUITY	SHRIRAM TRAN/INR		1,075.0	3,738.7	18.3	17.8	14.3	3.7	3.5	3.0	4.7	4.3	3.8	0.9	0.9	0.7	14%	14%	14%	2.0%	2.0%	2.1%
MMFS IN EQUITY	MAHINDRA & I/INR		424.5	3,700.9	35.7	40.3	22.2	6.7	5.3	4.6	6.9	5.5	4.9	n.a.	n.a.	n.a.	11%	10%	15%	1.8%	1.3%	2.0%
8424 JP EQUITY	FUYO GENERAL/JPY		7,570.0	2,035.0	12.5	11.8	10.1	n.a.	n.a.	n.a.	0.5	0.5	0.4	n.a.	n.a.	n.a.	9%	9%	10%	0.9%	0.9%	1.0%
GL TB EQUITY	GROUP LEASE I THB		22.7	1,038.9	32.1	26.7	22.1	n.a.	n.a.	n.a.	12.6	12.2	9.3	n.a.	n.a.	n.a.	13%	8%	13%	8.1%	7.8%	8.5%
EPLN RM EQUITY	SAFMAR FINANCIAL/RUB		693.5	1,328.9	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
全球汽车金融					22.1	30.6	15.5	5.5	8.2	7.3	5.3	4.4	3.6	1.6	1.4	1.2	0.1	0.1	0.1	2.5%	2.5%	2.7%
BITA US EQUITY	易车网/USD		50.0	3,539.1	71.2	40.3	24.6	4.6	4.8	4.0	4.2	2.8	2.3	n.a.	n.a.	n.a.	-3%	5%	10%	-1.1%	1.9%	3.0%
ATHM US EQUITY	汽车之家/USD		61.5	7,130.4	36.1	25.3	20.9	7.1	6.7	5.4	7.8	7.6	6.5	n.a.	n.a.	n.a.	22%	25%	24%	13.1%	16.6%	17.1%
600297 CH EQUITY	广汇汽车/CNY		8.3	9,033.7	21.2	14.9	12.2	n.a.	n.a.	n.a.	0.5	0.4	0.3	n.a.	n.a.	n.a.	12%	15%	16%	3.2%	3.5%	4.0%
000001 CH EQUITY	平安银行/CNY		11.4	29,599.7	8.2	8.4	7.9	n.a.	n.a.	n.a.	1.8	1.7	1.5	1.2	1.2	1.2	13%	11%	11%	0.9%	0.7%	0.7%
中国汽车金融					34.2	22.2	16.4	5.9	5.7	4.7	3.5	3.1	2.7	1.2	1.2	1.2	11%	14%	15%	4.0%	5.7%	6.2%

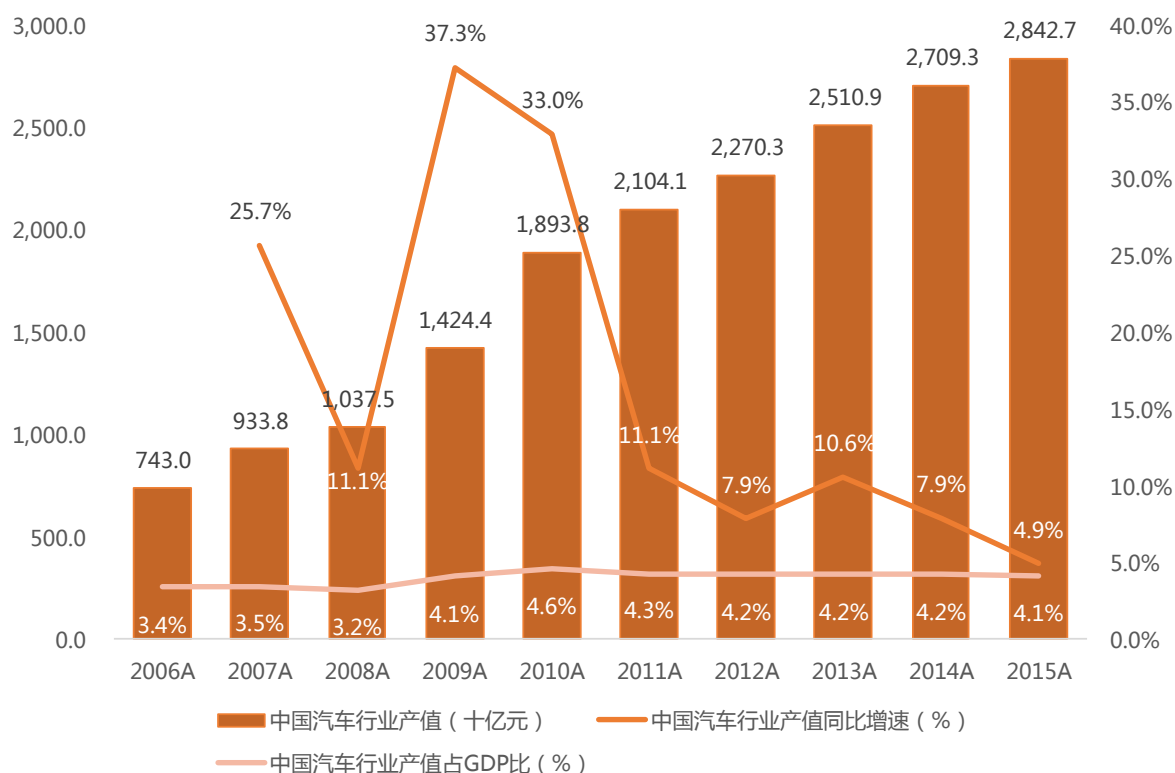
资料来源：Bloomberg（2017 年 10 月 10 日），天风证券研究所

2. 汽车行业：新车销量持续上升，二手车销量增长空间较大

2.1. 新车销量增速重回景气期，连续八年汽车销量全球份额第一位，人均汽车保有量快速提升达到 0.15 辆/人，相较国外有较大增长空间

汽车工业作为国民经济的重要组成部分，一直在 GDP 中占有重要地位，过去十年占 GDP 的比重从 3.4% 稳步提升至 4%-4.5%。根据 2016 年中国汽车工业年鉴，2015 年中国汽车产值为 2.8 万亿元，同比增长 4.9%，过去 10 年以来增速首次低于 5%，汽车产值占 GDP 的比重为 4.1%，同比下滑 0.1 个百分点，预计 2016 年中国汽车产值有望突破 3 万亿大关。

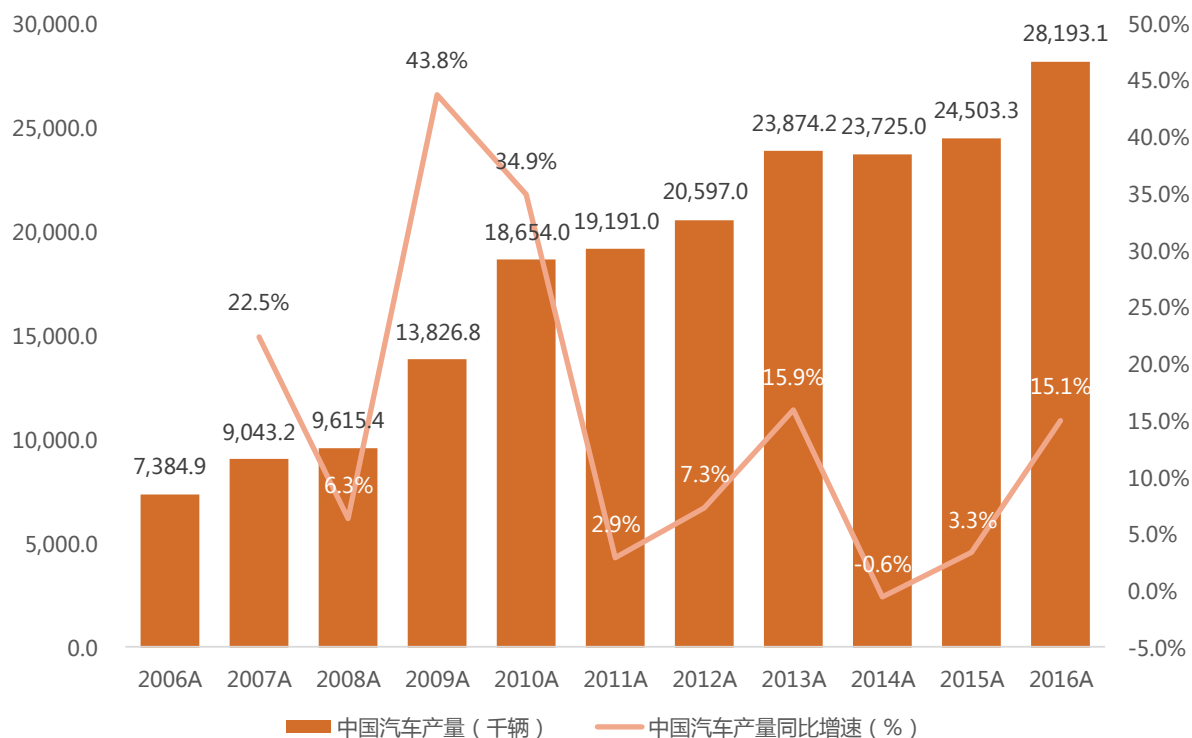
图 19：中国汽车行业产值及其增速（2006A-2015A）



资料来源：中国汽车工业年鉴，Wind 资讯，天风证券研究所

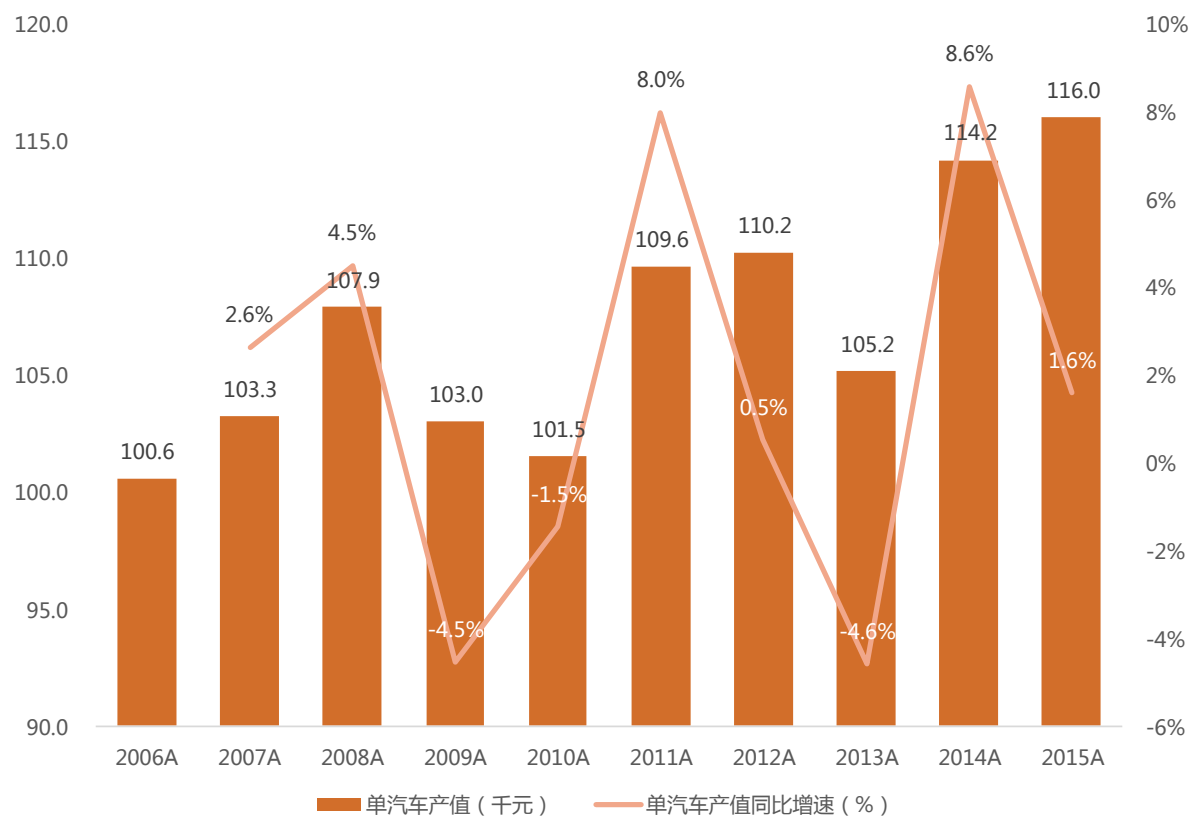
2016 年中国汽车实现产量为 2,819.3 万辆，同比增长 15.1%，处于景气度较高时期（vs. 3.3% in 2015；vs. -0.6% in 2014）基本与汽车销量同比增速（13.9%）持平。单位汽车产值在 2015 年为 11.6 万元，同比增长 1.6%，增速同比减缓 7 个百分点。单位汽车产值从历史来看变化幅度不大，在 2006 年为 10 万元，而在 2015 年单位汽车产值达到 11.6 万元，CAGR 06A-15A 仅为 1.6%，增速呈现 4-5 年的变化周期。单位汽车产值与汽车平均零售价格之间的比例近五年的平均值为 80.3%。结合中国汽车产量以及单位汽车产值可知，2013 年近 340 万辆的产量跃增，主要是低端车的产量迅速扩产，导致单位汽车产值在 2013 年下滑了 4.6%。

图 20：中国汽车产量及其增速（2006A-2016A）



资料来源：中国汽车工业年鉴，Wind 资讯，天风证券研究所

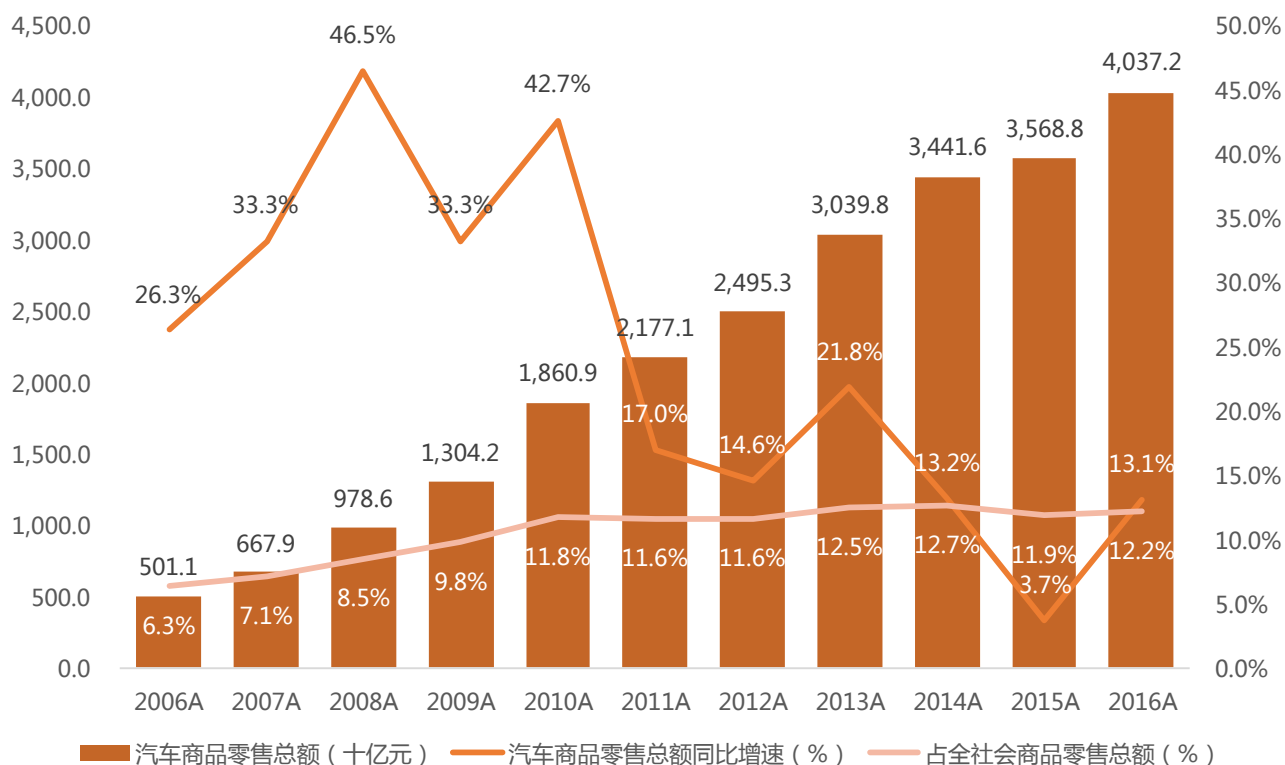
图 21：中国单汽车产值趋势（2006A-2015A）



资料来源：中国汽车工业协会，Wind 资讯，天风证券研究所

从汽车零售总额来看，汽车行业在过去的十年中快速发展，2007-2016 年的 CAGR 达到 22.1%，占社会商品零售总额的比重从 6.3% 增长至 12.2%。汽车商品零售总额在 2016 年达到 4.04 万亿元，同比增长 13.1%，占全社会商品零售总额的 12.2%，同比增加 0.3 百分点。

图 22：中国汽车零售总额及其增速（2006A-2016A）



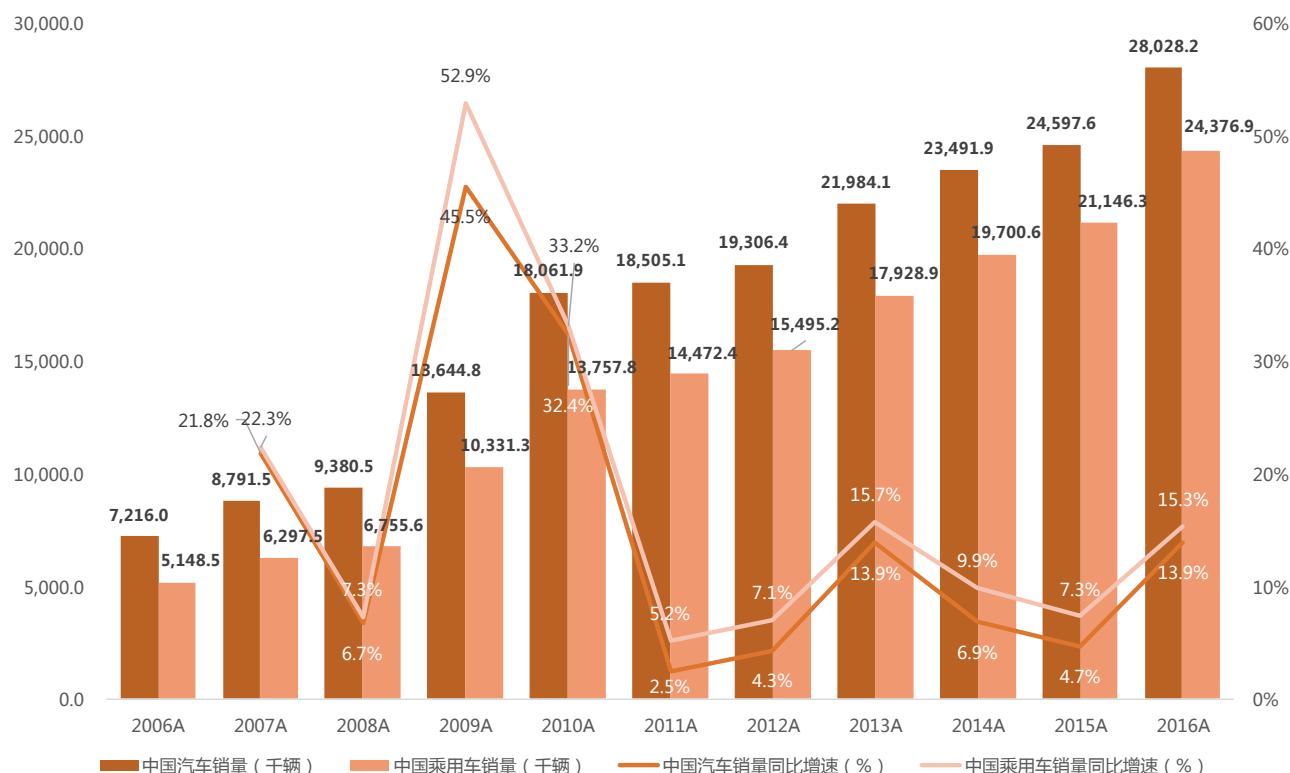
资料来源：中国汽车工业发展报告，Wind 资讯，天风证券研究所

2016 年中国汽车销量为 2,802.8 万辆，同比增长 13.9%，占当年生产量的 99.4%，其中乘用车销量为 2,437.7 万辆，同比增长 15.3%，乘用车销量占汽车销量的比例提高到 87%，同比增加 1 百分点(vs. 71.3% in 2006)，11 年间占比提高 15.7 百分点，表明乘用车消费市场是驱动汽车工业发展的核心要素。

中国汽车销量份额在 2016 年达到 29.9%，连续八年处于全球份额第一名，且市场份额从 12 年起持续提高。

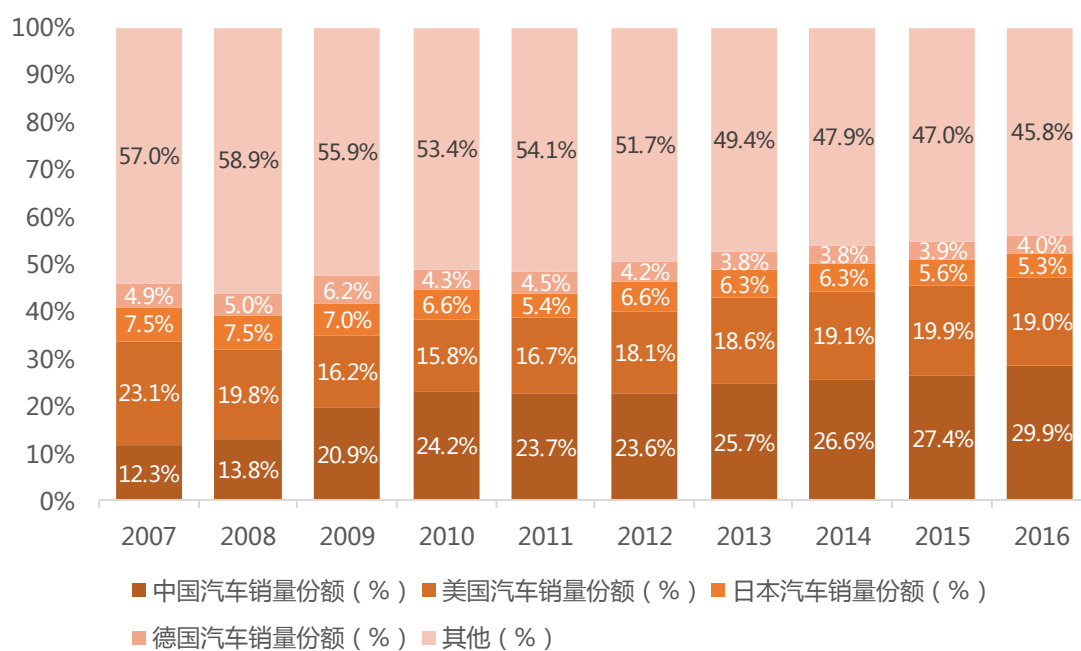
从汽车平均零售价格来看，从 2013 年-2016 年非常稳定，2016 年汽车平均零售价格为 14.4 万元，同比减少 0.7%。尽管如此，汽车平均零售价格相较 2006 年的 6.9 万元已经有 108.7% 的增幅，平均每年复合增幅 7.6%，剔除通货膨胀因素，汽车平均销售价格的上涨一定程度体现了消费升级趋势。

图 23：中国汽车与乘用车销量及其增速（2006A-2016A）



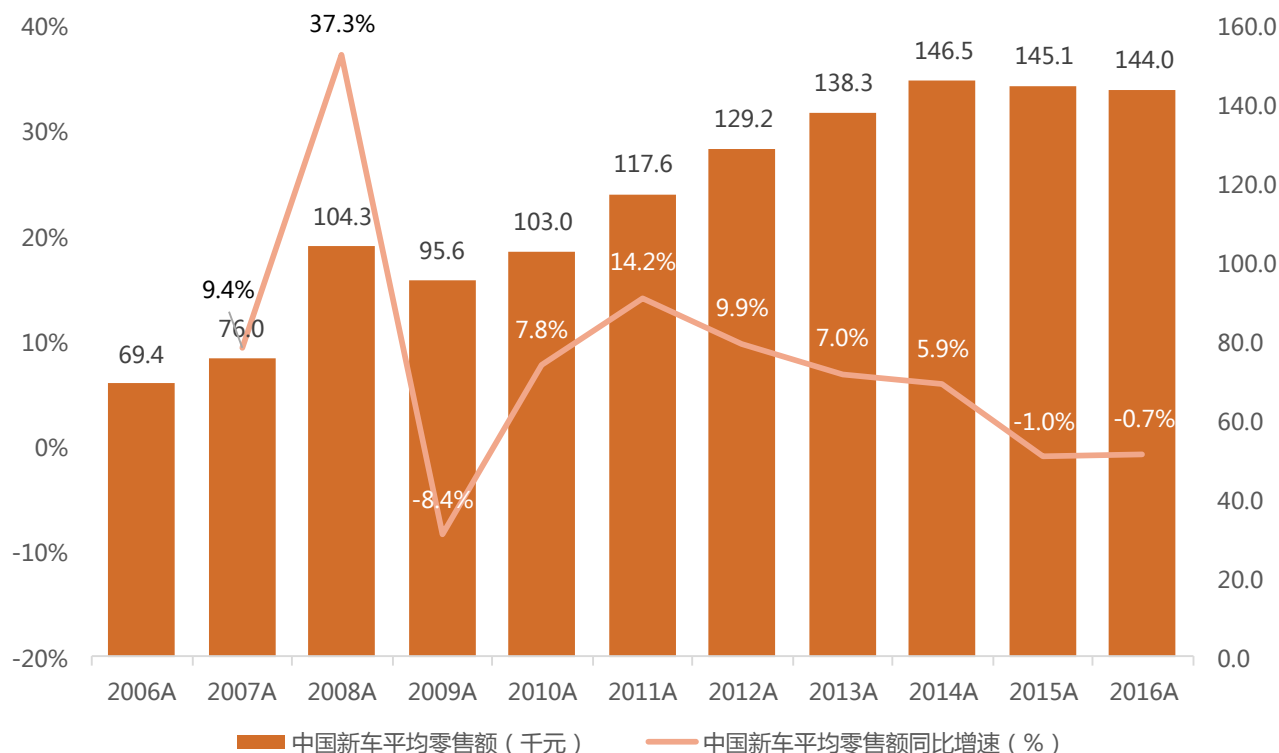
资料来源：中国汽车工业发展报告，Wind 资讯，天风证券研究所

图 24：中国汽车销量占全球份额变化（2007-2016）



资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

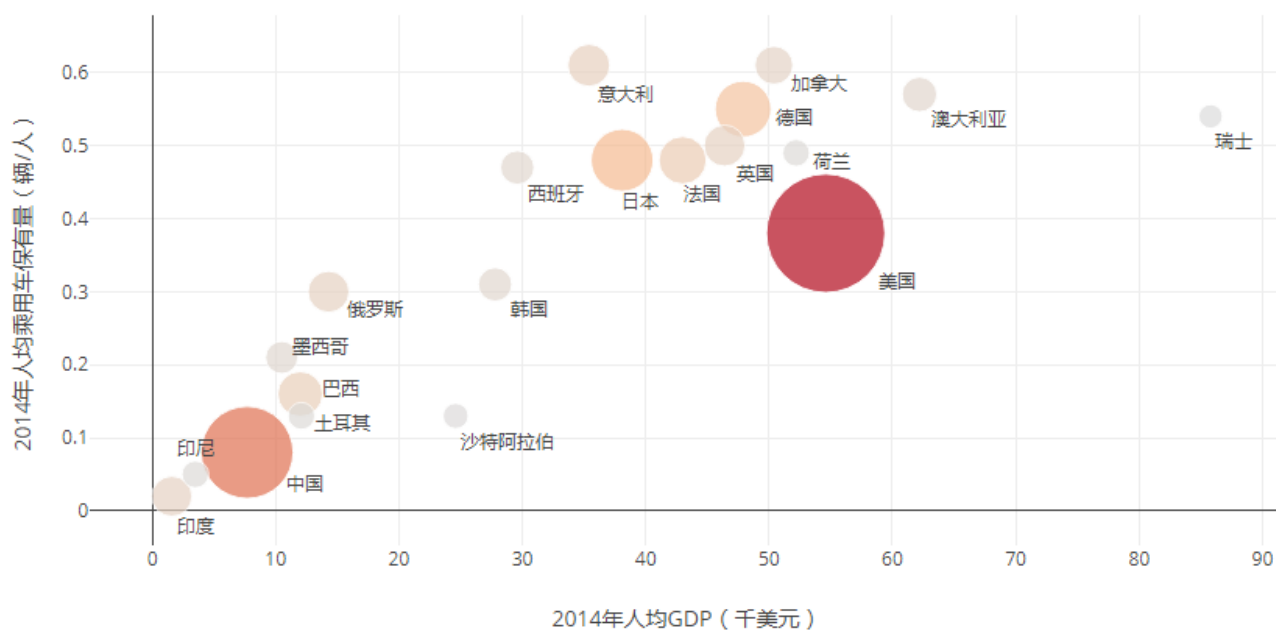
图 25：中国新车平均零售额（2006A-2016A）



资料来源：中国汽车工业发展报告，Wind 资讯，天风证券研究所

从汽车销量增长潜力来看，随着人均 GDP 的增长，人均汽车保有量也会持续提升。2014 年中国人均乘用车保有量为 0.08，远低于前 20 经济体平均值 0.35，表明随着中国经济的持续、稳定发展和人均 GDP 的不断提高，中国乘用车市场仍有可预期的较大增长空间。

图 26：2014 年世界 GDP 前 20 国家人均 GDP 与乘用车保有量比较

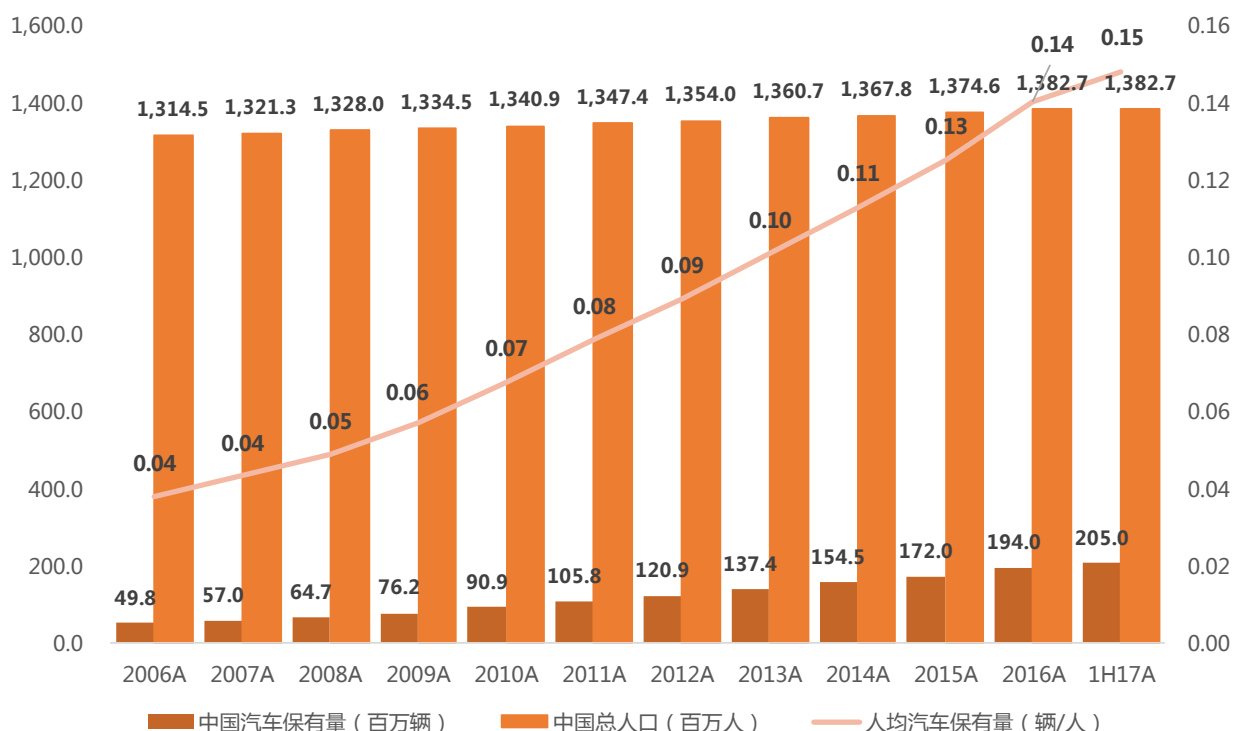


资料来源：世界银行，Bloomberg，天风证券研究所

注：圆圈大小代表按美元计算的 GDP 规模

中国人均汽车保有量目前处于快速且持续上涨阶段。2017 年上半年人均汽车保有量达到创新高的 0.15 辆/人,比 2016 年末提高 0.01 辆/人。中国人均汽车保有量在 2006 年仅为 0.04 辆/人,2017 上半年达 0.15 辆/人,CAGR 06-1H17A 为 13.9%,增长较为迅速。

图 27: 中国人均汽车保有量 (2006A-1H17A)

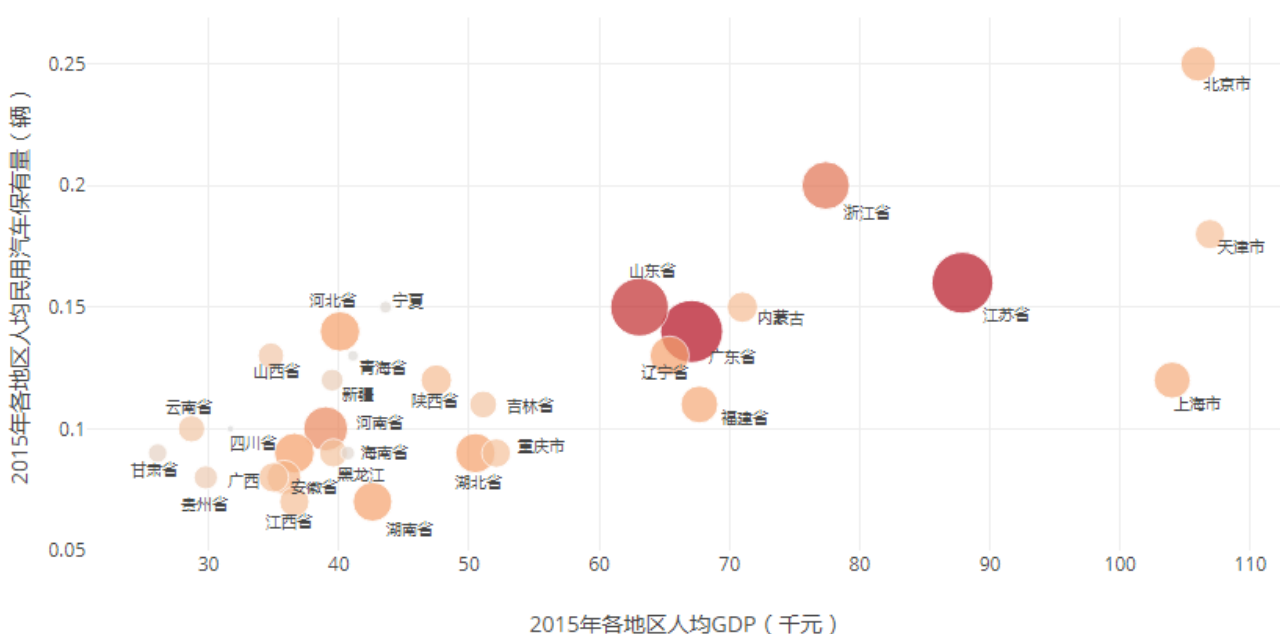


资料来源：国家统计局，Wind 资讯，天风证券研究所

注：2017 上半年总人口使用 2016 年末总人口作为参考值

在中国分省来看，北京市的人均汽车保有量以 0.25 位居全国第一，保有量最低的省份为江西省和湖南省，16 个省的人均汽车保有量小于等于 0.13，涵盖 8.9 亿人群。

图 28: 2015 年中国分省人均 GDP 与人均汽车保有量



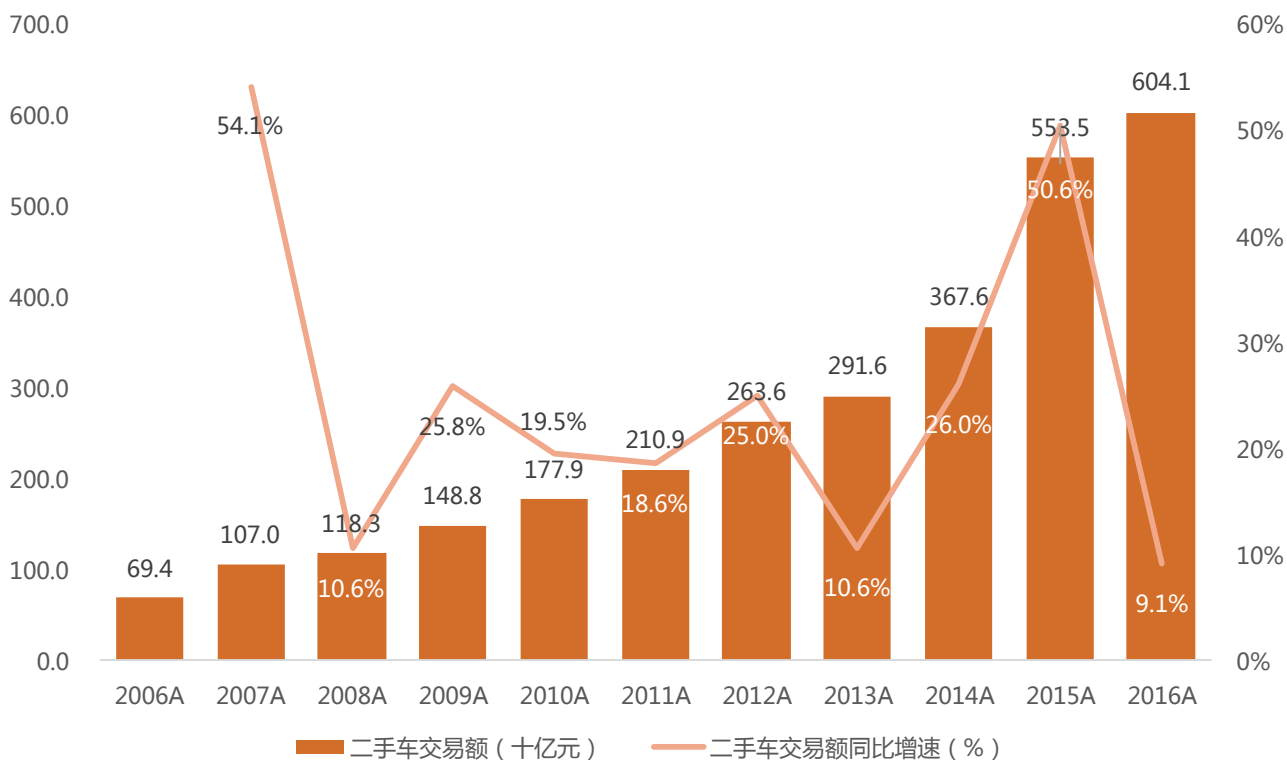
资料来源：国家统计局，Wind 资讯，天风证券研究所

注：圆圈大小代表该地区总 GDP 规模

2.2. 国内二手车的成熟滞后于新车市场的发展，金融科技发展、消费观念变化与政策激励有望驱动二手车市场快速增长

中国二手车市场在过去十年里增长非常迅速，二手车交易额从2006年的694亿增长到2016年6,041亿元。尽管2015年汽车流通协会改变了二手车交易量的统计方法，并带来交易额的较大变化，但依然能够看出二手车市场在较快的速度增长。

图 29：中国二手车交易额及其增速（2006A-2016A）



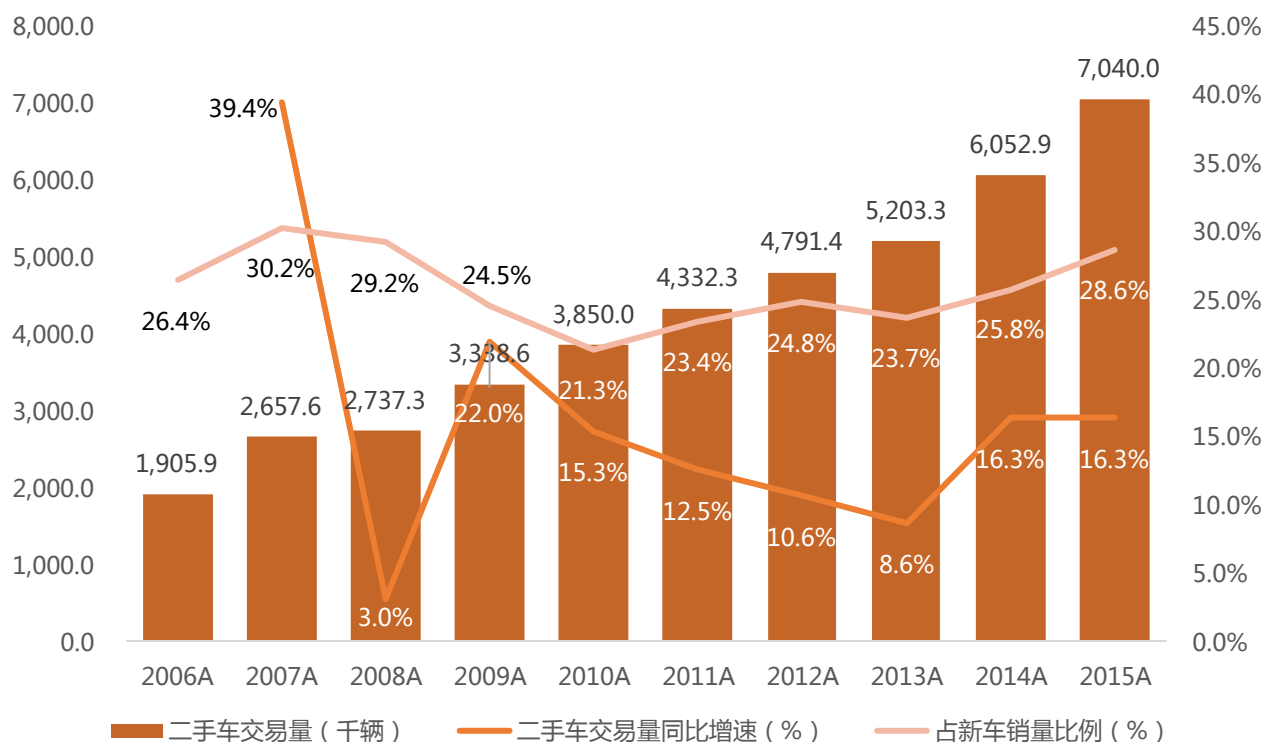
资料来源：中国汽车市场统计年鉴，中国汽车流通协会，Wind 资讯，天风证券研究所

注：2014A-2015A 的改变是由于 2015 年中国汽车流通协会改变衡量方法所致

二手车市场的快速发展更多的依赖二手车交易量的增加。2016 年二手车交易量（新标准）达到 1,039.1 万辆，同比增加 10.3%，CAGR11-16A 为 8.8%。二手车交易占新车销售量的比例为 37.1%，尽管同比下降 1.2 个百分点，但近 6 年总体波动不大。汽车流通协会在 2015 年改变了二手车交易量的衡量方法，在 2015 年以前以二手车的实际交易量作为交易量，但 2015 年开始使用二手车过户数作为交易量（参考《中国汽车金融市场 2016 年专题报告》中披露 2015 年二手车过户数为 941.7 万辆，二手车实际交易量 704 万辆）。

2016 年二手车平均交易价格为 5.8 万，占新车平均零售价格 40.4%，平均交易价格连续两年下降。这一方面是由于二手车交易在这两年增长较快来自于较低价格的二手车，另一方面受到了来自新车价格下降的压力。

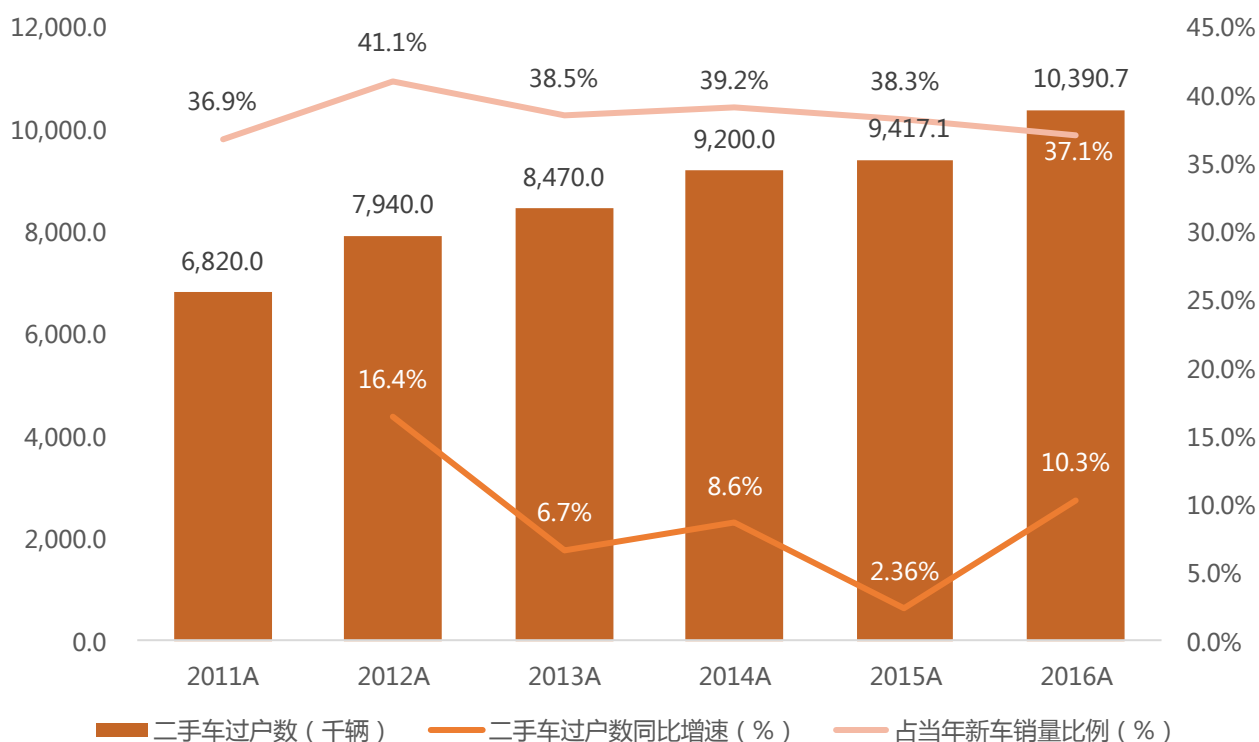
图 30：中国二手车交易量及其增速（2006A-2015A）



资料来源：中国汽车市场统计年鉴，Wind 资讯，天风证券研究所

注：2015 年以前，汽车流通协会以此作为二手车交易量，是为旧标准

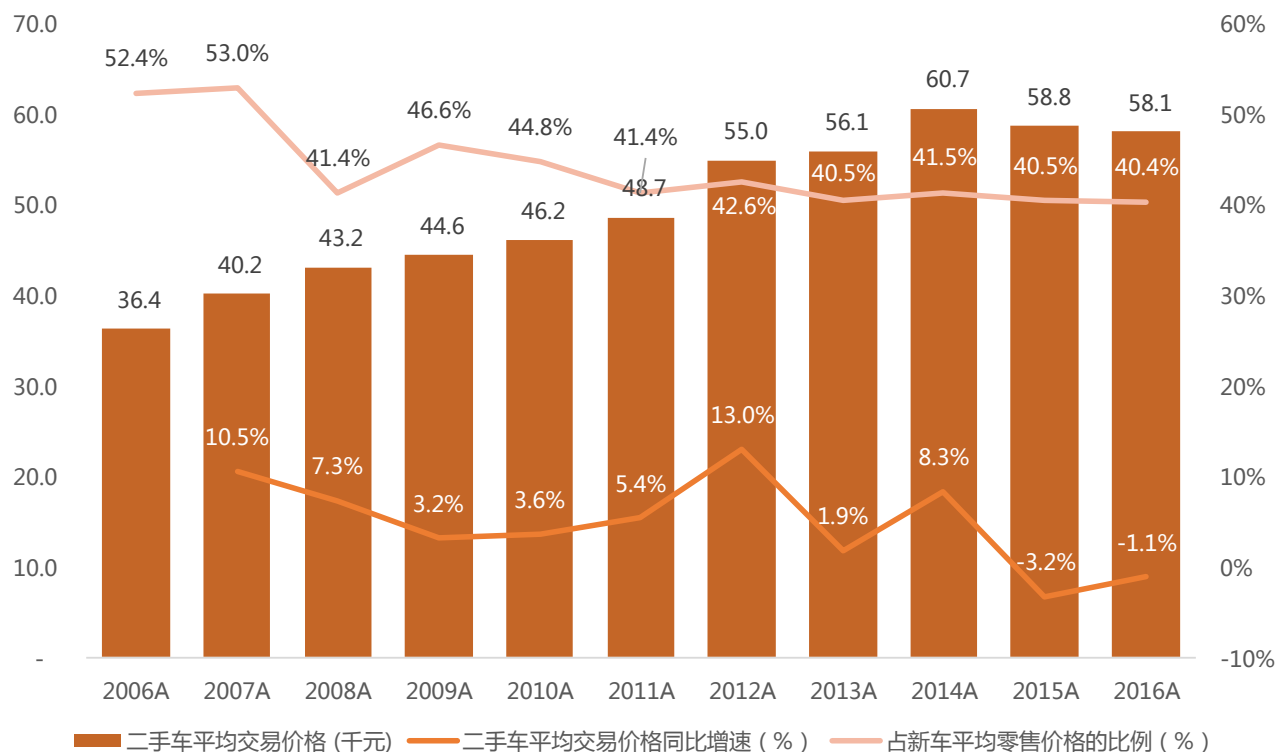
图 31：中国二手车过户数（新标准）及其增速（2011A-2016A）



资料来源：中国汽车流通协会，艾瑞咨询，天风证券研究所

注：2015 年以后，汽车流通协会以此作为二手车交易量，是为新标准

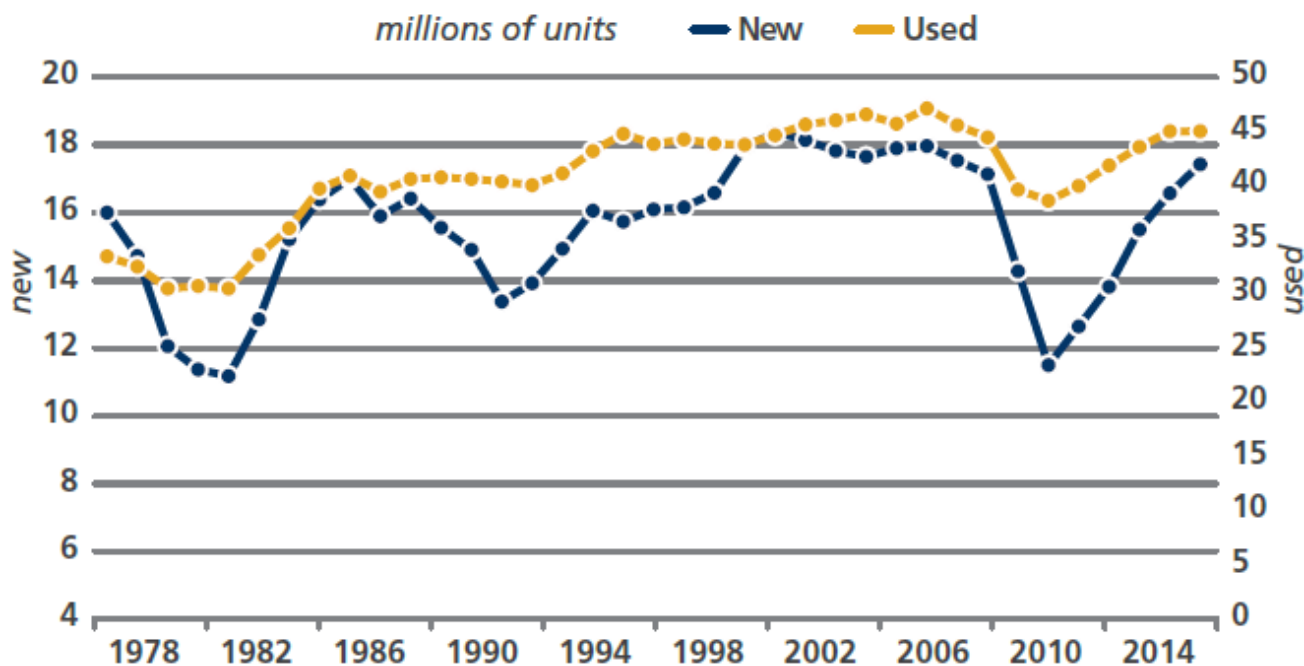
图 32：中国二手车平均交易价格及其增速（2006A-2016A）



资料来源：中国汽车市场统计年鉴，Wind 资讯，天风证券研究所

中国目前的二手车渗透率相比较发达地区处于较低水平，美国 2014 年新车与二手车销量比例超过 1: 2.5；根据凤凰网报道，2015 年德国新车与二手车比例为 1: 2.37；日本、韩国为 1: 1.45。这意味着在金融科技解决信息不对称的努力下，有望推动二手车交易量的提升。

图 33：美国新车与二手车销量（1978-2014）



资料来源：Manheim，天风证券研究所

注：左轴为新车销量，右轴为二手车销量

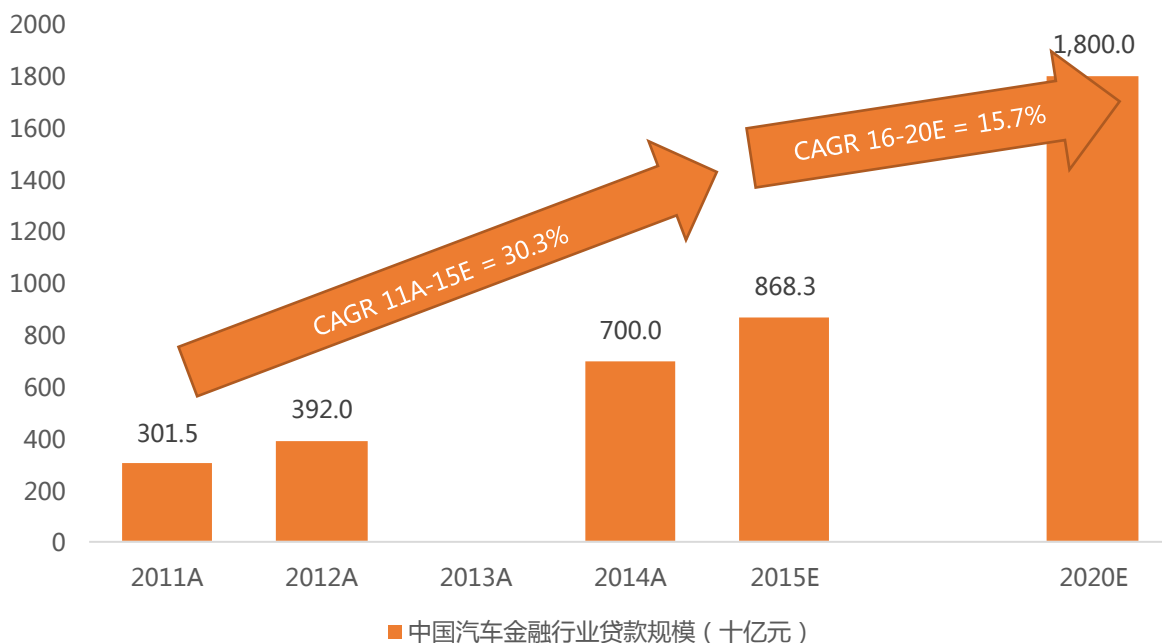
3. 汽车金融发展机会：成熟国家中汽车金融将占汽车产业链利润的 20%左右，当下中国仍仅为个位数，提升机会显著

3.1. 汽车金融行业：2015 年行业贷款规模预计达 8,683 亿元，CAGR 11A-15E 高达 30.3%；相比成熟市场中汽车金融占价值链的 23%，中国的发展机会才刚起步

根据中国汽车工业协会预计，中国汽车金融行业在 2015 年贷款规模预计达到 8,683 亿元，同比增长 24.0%，CAGR 11A-15E 为 30.3%，表明在过去的几年中汽车金融行业贷款规模有了较为快速的增长。

根据中国汽车工业协会的预测，中国汽车金融行业贷款规模预计在 2020 年达到 1.8 万亿。

图 34：中国汽车金融行业贷款规模（2012A-2020E）



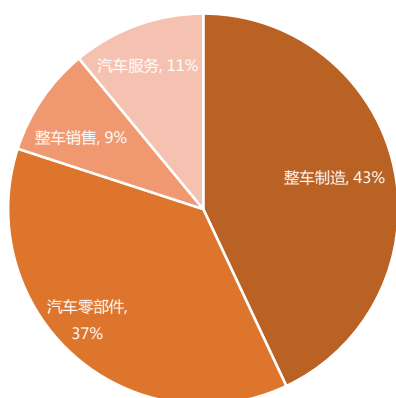
资料来源：中国汽车金融市场专题研究，Wind 资讯，天风证券研究所

注：2015 年和 2020 年为中国汽车金融市场专题研究的预测值

在汽车金融成熟的市场中，汽车金融占汽车产业链利润结构的 23%，汽车零部件占 22%，汽车维修占 18%，整车制造和整车销售分别只占 16%和 5%。中国汽车产业链利润结构相对简单，且大部分由整车制造环节占据，占比高达 43%，整车制造+整车销售占比超过 50%；包括金融、维修保养和租赁在内的汽车服务仅占 11%。

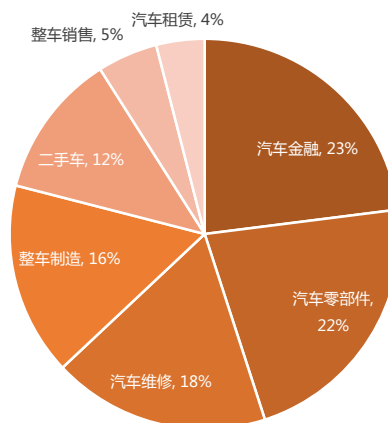
2016 年中国汽车销量份额达到 29.9%，连续八年位列全球第一，且市场份额持续提高。然而从汽车金融的渗透率来看，中国一直处于较低水平，汽车金融行业尚处于起步阶段。我们认为，未来汽车金融行业结合金融科技将有效挖掘 4 万亿汽车产业的附加值。

图 35：中国汽车产业链利润结构



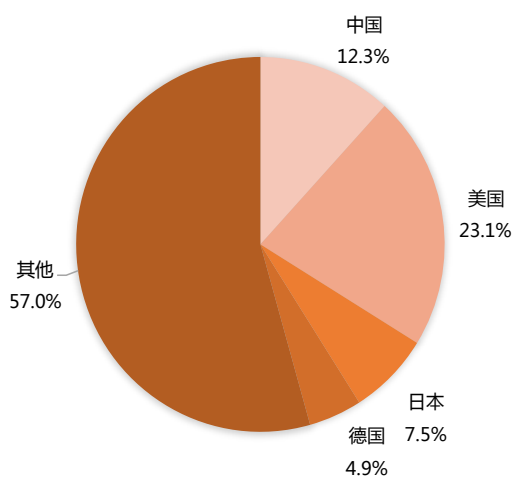
资料来源：罗兰贝格《2016 中国汽车金融报告》，天风证券研究所

图 36：2013 年国外成熟市场汽车产业链利润结构



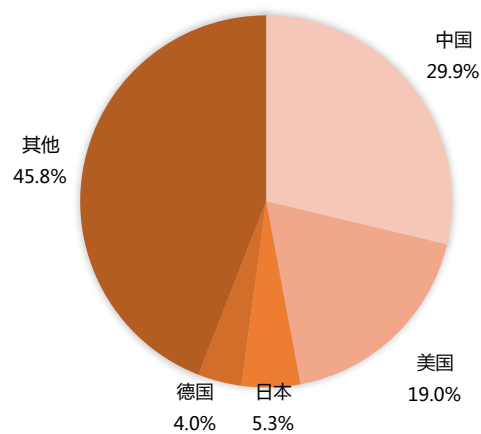
资料来源：中国汽车后市场蓝皮书（2013 年 9 月），天风证券研究所

图 37：2007 年中国汽车销量占全球份额(%)



资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

图 38：2016 年中国汽车销量占全球份额(%)

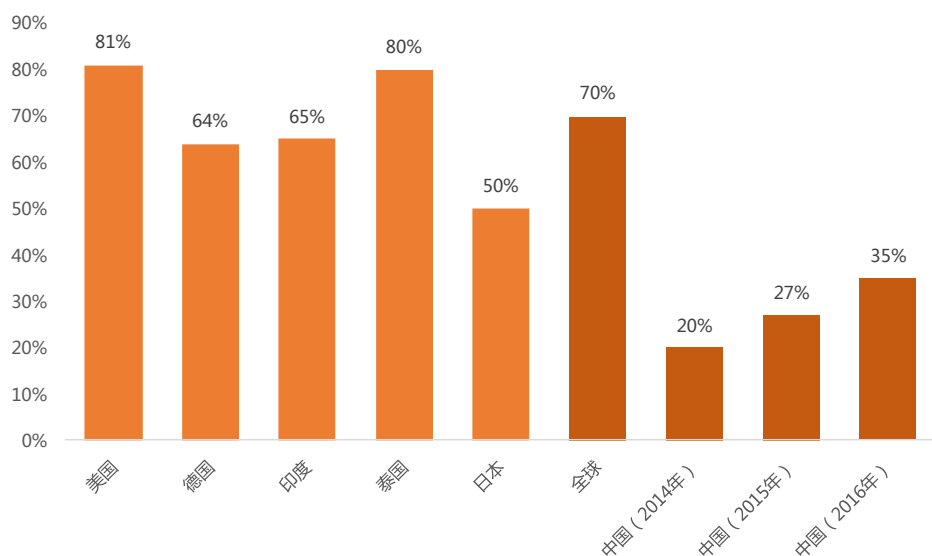


资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

3.2. 中国新车汽车金融渗透率约为 35%，较全球 70% 的渗透率有较大提升空间；二手车汽车金融渗透率约 8%-10%，较美国 53%-55% 的渗透率有较大差距

根据 2016 年汽车金融公司行业发展报告估计，目前中国的新车汽车金融渗透率大约在 35%-40% 之间，而全球范围的新车汽车金融渗透率在 2014 年大约为 70%。美国的新车和二手车汽车金融渗透率在过去的 8 年间一直在稳定增加，2010 年 1 季度新车金融渗透率为 77.6%，二手车为 46.1%；但到了 2017 年 1 季度，新车金融渗透率为 85.5%，增加 7.9 个百分点，二手车为 53.3%，增加 6.8 个百分点。日本在 13-14 年新车汽车金融渗透率在 50% 以上，这表明即使对标日本，中国新车汽车金融渗透率也有 10%-15% 以上的增长空间。

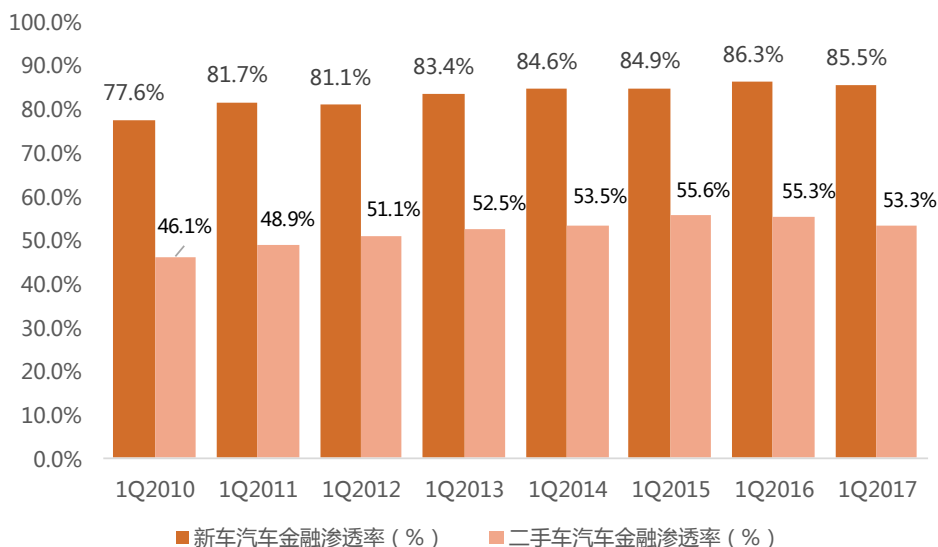
图 39：2014 年全球主要地区新车汽车金融渗透率（中国 2014-2016）



资料来源：罗兰贝格《2016 中国汽车金融报告》，Wind 资讯，天风证券研究所

注：日本 2013 年汽车金融渗透率为 50% 以上

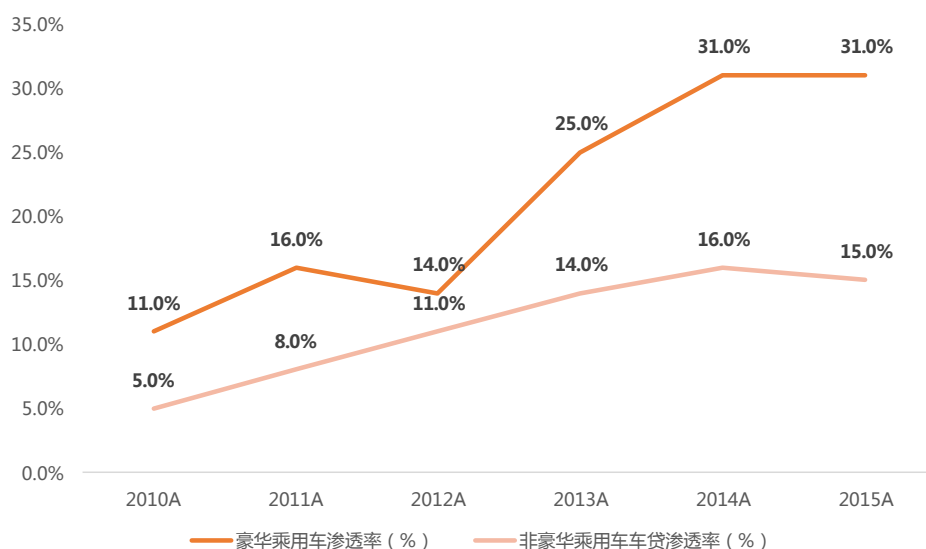
图 40：美国新车和二手车汽车金融渗透率（1Q2010-1Q2017）



资料来源：Experian，天风证券研究所

根据普华永道报告，2015 年中国新车汽车金融渗透率为 27%-28%，其中豪华车型渗透率为 31.0%，非豪华车型渗透率为 15.0%。美国总体来说渗透率的变动并不大，尽管豪华车的渗透率要高于非豪华车（83% vs. 77%），但总体差距不大。相比较来看，未来国内在非豪华车方面的渗透率可能会有更快速的增长。

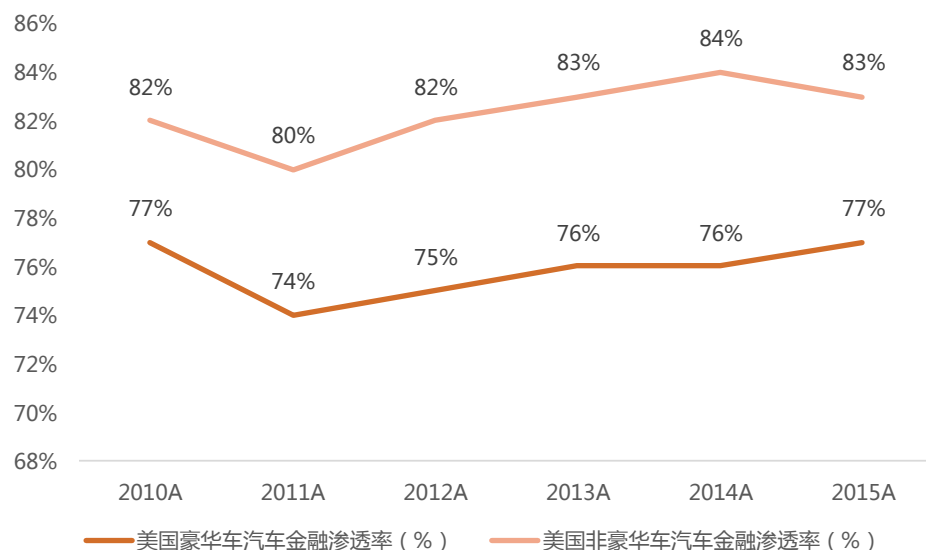
图 41：中国豪华车与非豪华车新车汽车金融渗透率（2010A-2015A）



资料来源：普华永道《汽车金融：挑战与机遇并存》，天风证券研究所

注：中国豪华车与非豪华车汽车金融渗透率指车贷渗透率

图 42：美国豪华车与非豪华车新车汽车金融渗透率（2010A-2015A）



资料来源：普华永道《汽车金融：挑战与机遇并存》，天风证券研究所

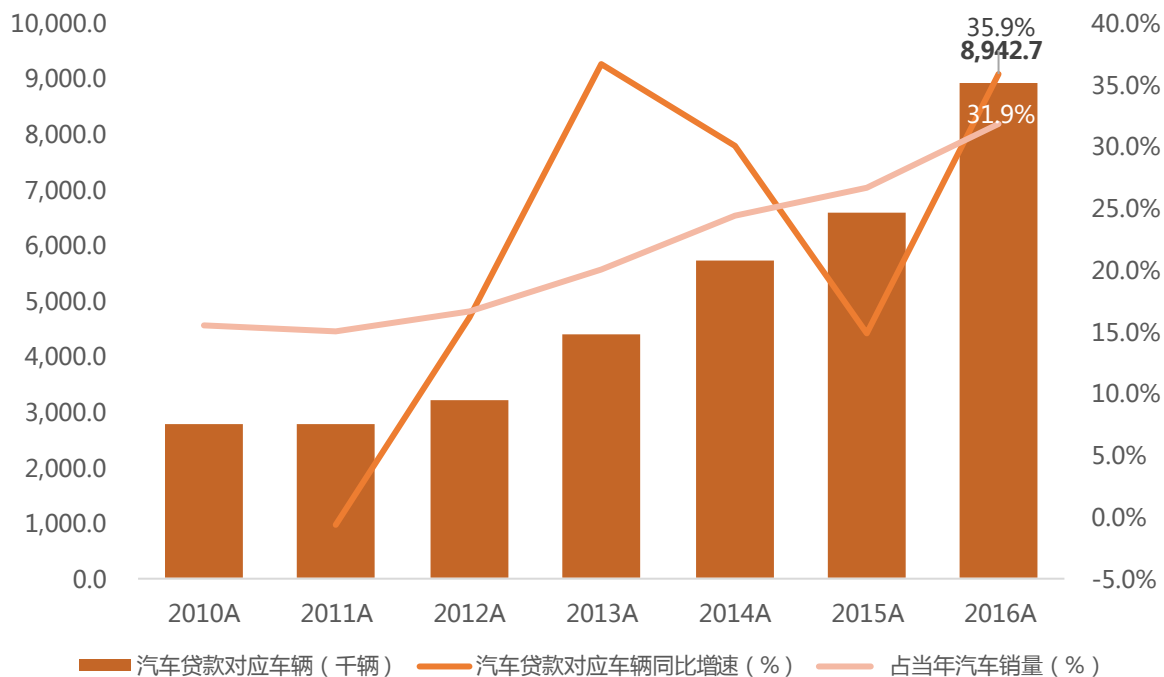
注：美国豪华车渗透率与非豪华车渗透率皆是车贷渗透率和租赁渗透率两部分

综合 J.D Power 的研究与普华永道《汽车金融：挑战与机遇并存》的数据，目前二手车汽车金融渗透率大约在 8%-10%之间，远低于全球主要地区的二手车汽车金融渗透率。美国目前二手车渗透率为 53%-55%，相比较而言，中国二手车汽车金融尚处于发展早期，其中有征信体系、汽车流通数据积累不完备等因素，但随着车数据（流通和行驶行为）的日趋积

累，有望打消潜在购买者对于二手车交易的顾虑，促进产业的发展。未来随着二手车交易量提升（二手车与新车销量比向全球平均水平靠拢）叠加汽车金融渗透率提高有望带来二手车汽车金融的大蓝海。

中国汽车金融公司汽车贷款对应车辆在 2016 年达到 894.3 万辆,比上一年增加 236.5 万辆,同比增加 35.9%，占当年汽车销量的 31.9%，同比增加 5.2 百分点。

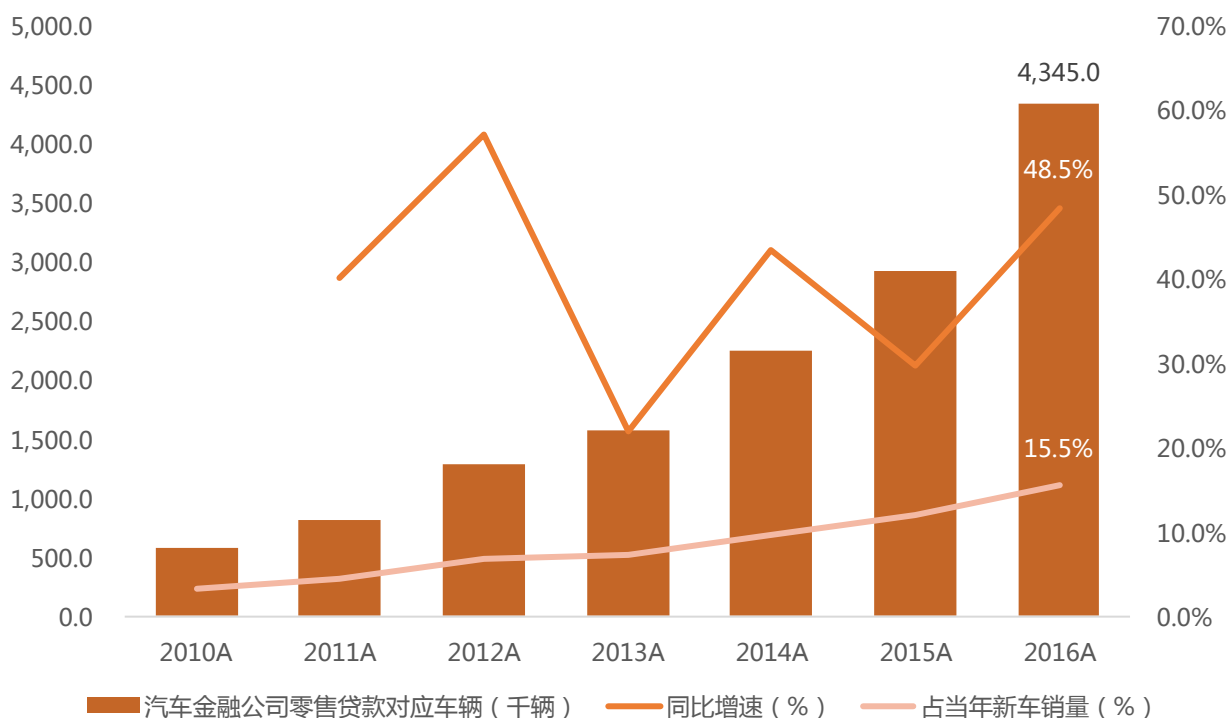
图 43：中国汽车金融公司贷款对应车辆及其增速与占比（%）



资料来源：中国汽车金融公司行业发展报告，天风证券研究所

31.9%的占比并不能代表中国汽车金融的渗透率，因为汽车贷款分为经销商批发贷款和消费者零售贷款，同一辆车既可以在经销商进货时发放贷款，也可以在消费者购车时进行零售贷款，因此可能会在较大程度上存在重复性。相比较而言，零售贷款对应车辆与当期新车销量更有可比性，因此零售贷款占当年汽车销量的占比可以在一定程度上代表汽车金融公司汽车金融渗透率。2016 年中国汽车金融公司零售贷款对应车辆为 434.5 万辆，比上一年增加 141.9 万辆，同比增加 48.5%，占当年汽车销量的 15.5%。尽管零售贷款对应车辆并没有区分新车与二手车具体占比，但从 2016 年零售贷款余额结构判断（新车 4,218.6 亿元 vs. 二手车 46.9 亿元），15.5%可以在很大程度上代表中国汽车金融公司在新车零售贷款中的渗透率。

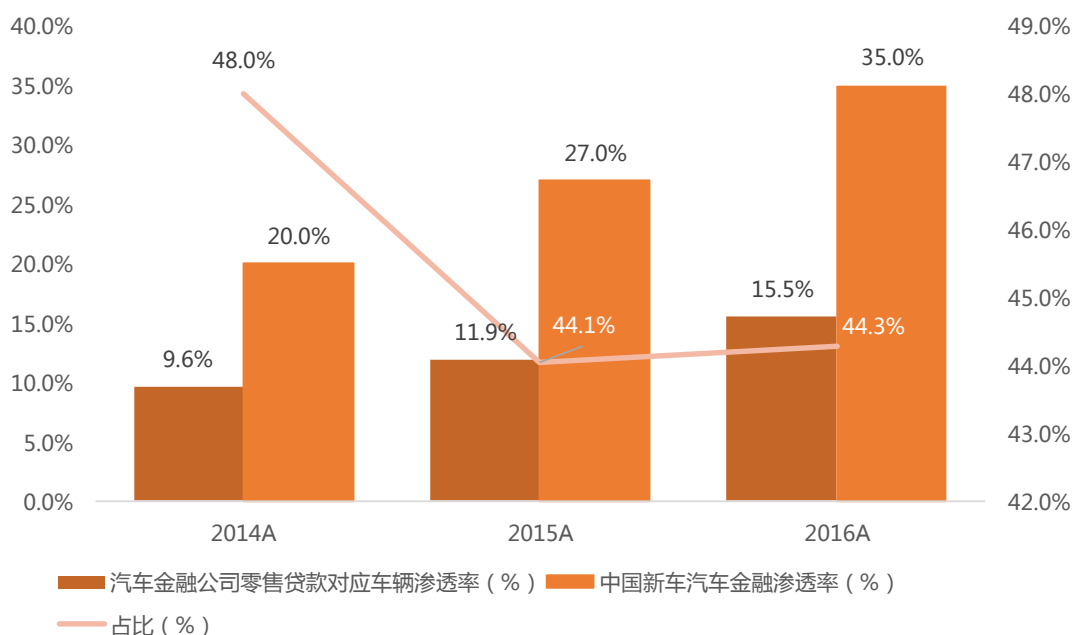
图 44：中国汽车金融公司零售贷款对应车辆及其增速与占比（2010A-2016A）



资料来源：中国汽车金融公司行业发展报告，天风证券研究所

2014 年中国新车汽车金融渗透率约为 20% vs. 汽车金融公司新车汽车金融渗透率 9.6%，占比 48%；2015 年中国新车汽车金融渗透率约为 27% vs. 汽车金融公司新车汽车金融渗透率 11.9%，占比 44.1%；2016 年中国新车汽车金融渗透率约为 35% vs. 汽车金融公司新车汽车金融渗透率 15.5%，占比 44.3%。表明汽车金融公司的重要地位比较稳定。

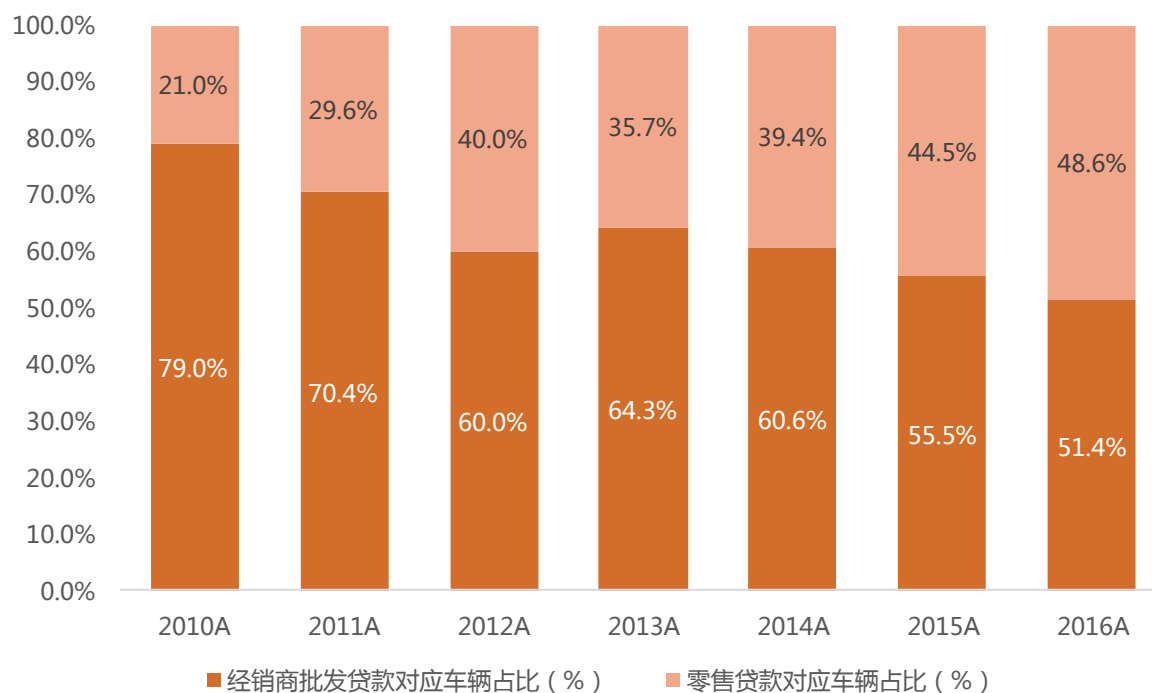
图 45：中国汽车金融公司新车渗透率与中国汽车金融行业渗透率（2014A-2016A）



资料来源：中国汽车金融公司行业发展报告，天风证券研究所

汽车贷款对应车辆结构也发生了较大的变化，随着汽车金融公司的快速发展，汽车金融公司的贷款对应车辆快速增长，使得贷款对应车辆结构发生了较大的变化。在 2010 年汽车金融公司零售贷款对应车辆占比只有 21.0%，但是在 2016 年占比提高到 48.6%，比例提高一倍以上。

图 46：中国汽车金融公司贷款对应车辆结构（2010A-2016A）

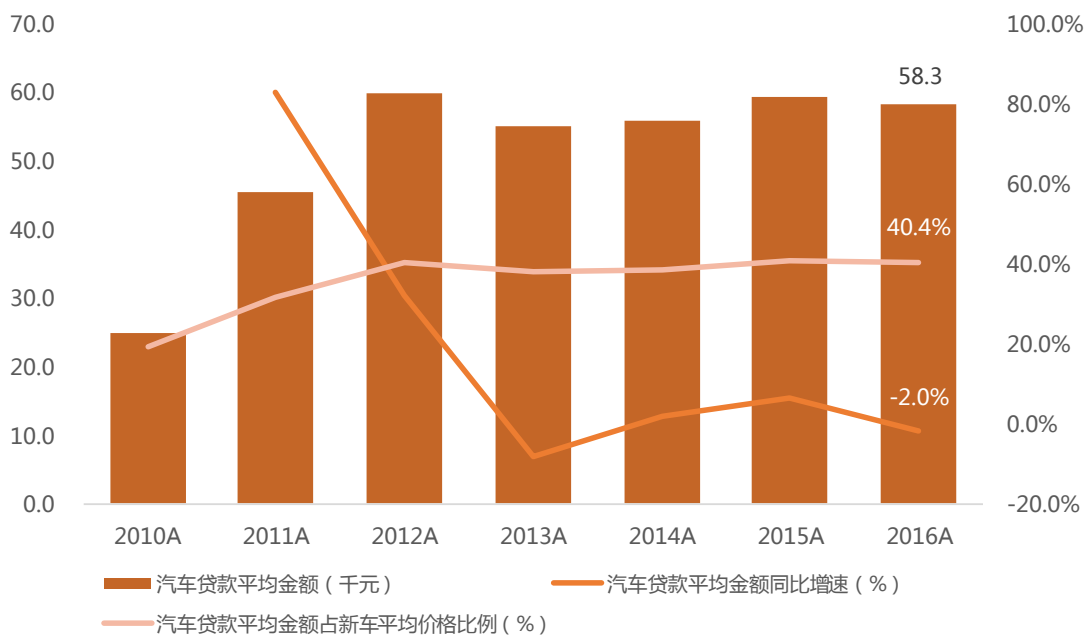


资料来源：中国汽车金融公司行业发展报告，天风证券研究所

3.3. 中国汽车金融公司贷款比例为 40.4%，零售贷款比例 68.2%，相较海外仍有较大增长空间，随着征信体系完善金额渗透率有望得到提升

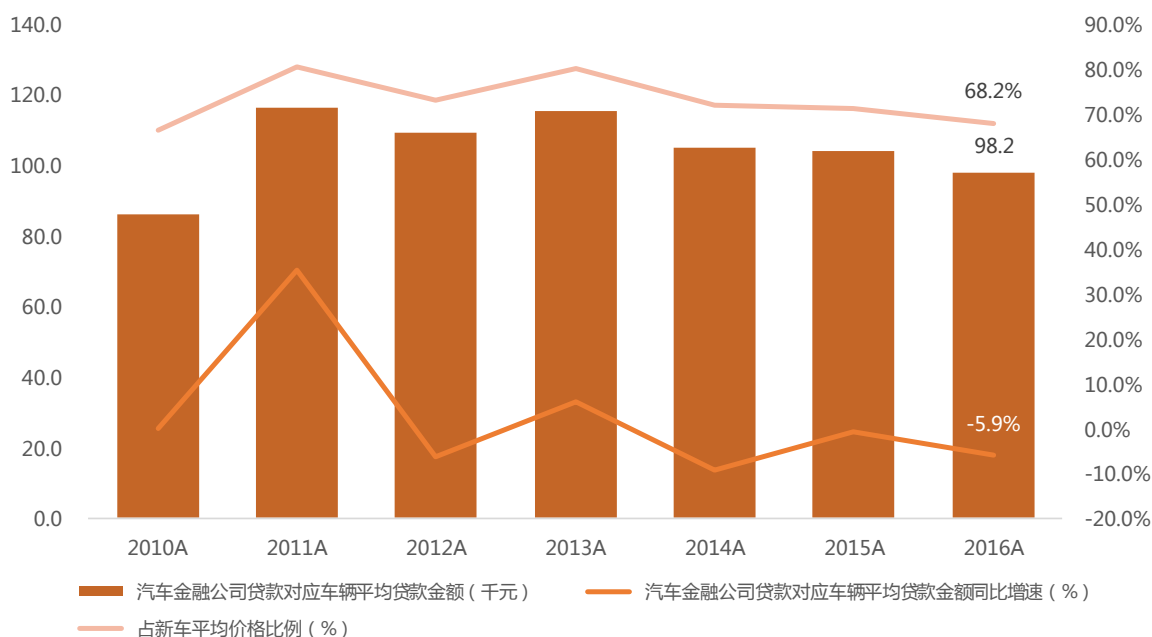
2016 年中国汽车金融公司贷款平均金额为 5.8 万元（包含零售贷款与经销商贷款），同比下降 2.0%，贷款金额占新车平均价格的比例稳中有升，2016 年占比达到 40.4%，同比下降 0.2 个百分点。汽车金融公司零售贷款对应车辆的平均贷款金额为 9.8 万元，同比减少 5.9%，占新车平均价格的 68.2%，该比例在 2013 年曾高达 80.1%。

图 47：中国汽车金融公司汽车贷款平均额度及其同比增速（2010A-2016A）



资料来源：中国汽车金融公司行业发展报告，天风证券研究所

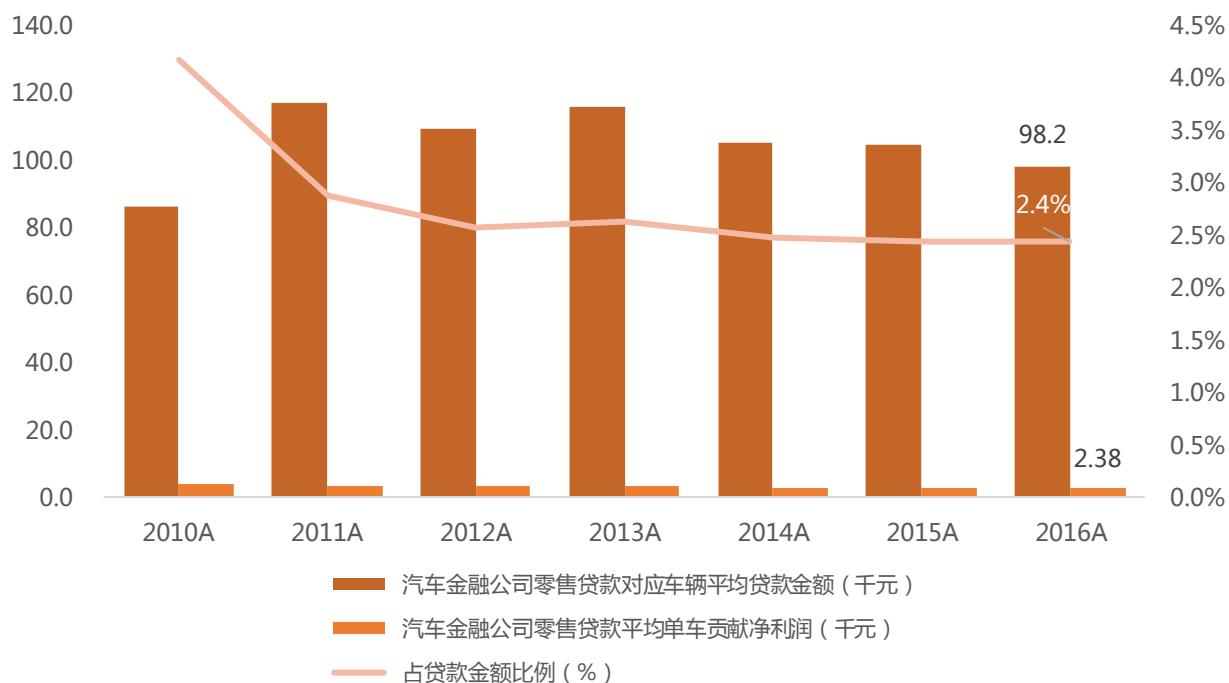
图 48：汽车金融公司零售贷款对应车辆平均贷款金额及其增速（2010A-2016A）



资料来源：中国汽车金融公司行业发展报告，天风证券研究所

中国汽车金融公司平均单车贡献净利润占平均贷款金额的比例相对稳定，在 2016 年为 2.43%，近五年波动小于 0.2%。未来随着消费者对于汽车金融的接纳度提高与征信体系的逐渐完善，贷款金额比例将会进一步提高。我们预计未来随着汽车单车价格上涨、汽车贷款额度上升，渗透率上涨等多因素叠加，最终对汽车金融行业带来积极影响。

图 49：中国汽车金融公司平均单车贷款金额与单车贡献净利润（2010A-2016A）



资料来源：中国汽车金融公司行业发展报告，天风证券研究所

3.4. 中国汽车金融行业将迎来发展的黄金十年，2025 年新车与二手车汽车金融贷款规模合计将达到 3.7 万亿元，CAGR16A-25E 为 15.2%

中国汽车金融行业将迎来黄金十年。我们预计新车汽车金融渗透率在未来十年中将从 35% 提高到 63% 左右（隐含假设新车汽车金融对应车辆平均价格等于平均汽车零售价格），随着汽车商品零售总额的稳定增长（CAGR16A-25E 7.6% vs. CAGR06A-16A 23.2%），假设汽车贷款比例为 70% 的情况下，预计在 2020 年新车汽车金融渗透率达到 51%，贷款规模达到 2.1 万亿元，相较 2016 年增长 111.5%，CAGR16A-20E 为 20.6%；预计在 2025 年新车汽车金融渗透率达到 63%，贷款规模达到 3.5 万亿元，相较 2016 年增长 249.1%，CAGR16A-25E 为 10.7%。

在二手车汽车金融方面，我们预计二手车汽车金融渗透率在未来十年时间里从 8% 逐渐上升到 36% 左右，随着二手车交易额稳定增长（我们保守估计 CAGR16A-25E 为 4.8%，增长缓于新车商品零售总额），假设二手车贷款比例为 60% 的情况下，预计 2020 年二手车汽车金融渗透率达到 24%，二手车汽车金融贷款规模达到 1,156 亿元，相较 2016 年增长 298.6%，CAGR16A-20E 达 41.3%；预计在 2025 年二手车汽车金融渗透率达到 36%，贷款规模达到 1,986 亿元，相较 2016 年增长 584.8%，CAGR16A-25E 为 23.8%。

按照我们的预测，2016 年新车与二手车汽车金融贷款规模合计达到 1.0 万亿元，2020 年贷款规模合计达到 2.2 万亿元，相较 2016 年增长 116.9%，CAGR16A-20E 为 21.4%；2025 年贷款规模合计达到 3.7 万亿元，相较 2016 年增长 258.7%，CAGR16A-25E 为 15.2%。因此，按照我们的预期汽车金融贷款规模在未来十年里增长较快，将迎来黄金十年。

图 50：中国新车汽车金融贷款规模预测（2016A-2025E）

新车金融规模测算	2016A	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
汽车商品零售总额 (RMB bn)	4,037.2	4,521.7	4,973.8	5,421.5	5,860.6	6,287.9	6,700.4	7,096.1	7,473.2	7,830.6
新车汽车金融渗透率 (%)	35%	989.1	1,107.8	1,218.6	1,328.3	1,435.9	1,540.5	1,641.6	1,738.5	1,830.9
	39%	1,102.2	1,234.4	1,357.9	1,480.1	1,599.9	1,716.6	1,829.2	1,937.2	2,040.2
	43%	1,215.2	1,361.0	1,497.1	1,631.9	1,764.0	1,892.6	2,016.8	2,135.9	2,249.4
	47%	1,328.2	1,487.6	1,636.4	1,783.7	1,928.1	2,068.7	2,204.4	2,334.6	2,458.7
	51%	1,441.3	1,614.2	1,775.7	1,935.5	2,092.2	2,244.8	2,392.0	2,533.3	2,667.9
	55%	1,554.3	1,740.8	1,914.9	2,087.3	2,256.3	2,420.8	2,579.7	2,732.0	2,877.2
	59%	1,667.4	1,867.4	2,054.2	2,239.1	2,420.4	2,596.9	2,767.3	2,930.7	3,086.4
	63%	1,780.4	1,994.1	2,193.5	2,390.9	2,584.5	2,772.9	2,954.9	3,129.4	3,295.7
										3,453.3

资料来源：中国汽车工业发展报告，Wind 资讯，天风证券研究所预测

图 51：中国二手车汽车金融贷款规模预测（2016A-2025E）

二手车汽车金融测算	2016A	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
二手车交易额 (RMB bn)	604.1	664.5	717.6	763.6	802.7	835.6	862.9	885.6	904.1	919.3
二手车汽车金融渗透率 (%)	8%	29.0	31.9	34.4	36.7	38.5	40.1	41.4	42.5	43.4
	12%	43.5	47.8	51.7	55.0	57.8	60.2	62.1	63.8	65.1
	16%	58.0	63.8	68.9	73.3	77.1	80.2	82.8	85.0	86.8
	20%	72.5	79.7	86.1	91.6	96.3	100.3	103.6	106.3	108.5
	24%	87.0	95.7	103.3	110.0	115.6	120.3	124.3	127.5	130.2
	28%	101.5	111.6	120.6	128.3	134.8	140.4	145.0	148.8	151.9
	32%	116.0	127.6	137.8	146.6	154.1	160.4	165.7	170.0	173.6
	36%	130.5	143.5	155.0	164.9	173.4	180.5	186.4	191.3	195.3
										198.6

资料来源：中国汽车流通协会，Wind 资讯，天风证券研究所预测

图 52：中国新车与二手车合计金融贷款规模预测（2016A-2025E）

	2016A	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
新车与二手车合计交易额 (RMB bn)	4,641.3	5,186.2	5,691.5	6,185.1	6,663.3	7,123.4	7,563.3	7,981.6	8,377.3	8,749.9
新车与二手车合计贷款规模 (RMB bn)	1,018.1	1,139.7	1,253.0	1,364.9	1,474.4	1,580.6	1,683.0	1,781.0	1,874.3	1,962.6
	1,145.6	1,282.3	1,409.5	1,535.0	1,657.7	1,776.7	1,891.3	2,001.0	2,105.3	2,203.9
	1,273.2	1,424.8	1,566.0	1,705.2	1,841.1	1,972.9	2,099.7	2,220.9	2,336.2	2,445.3
	1,400.7	1,567.4	1,722.5	1,875.3	2,024.5	2,169.0	2,308.0	2,440.9	2,567.2	2,686.6
	1,528.3	1,709.9	1,879.0	2,045.4	2,207.8	2,365.1	2,516.3	2,660.8	2,798.1	2,927.9
	1,655.8	1,852.5	2,035.5	2,215.5	2,391.2	2,561.2	2,724.6	2,880.8	3,029.1	3,169.2
	1,783.3	1,995.0	2,192.0	2,385.7	2,574.5	2,757.3	2,932.9	3,100.7	3,260.0	3,410.5
	1,910.9	2,137.6	2,348.5	2,555.8	2,757.9	2,953.4	3,141.3	3,320.6	3,491.0	3,651.9

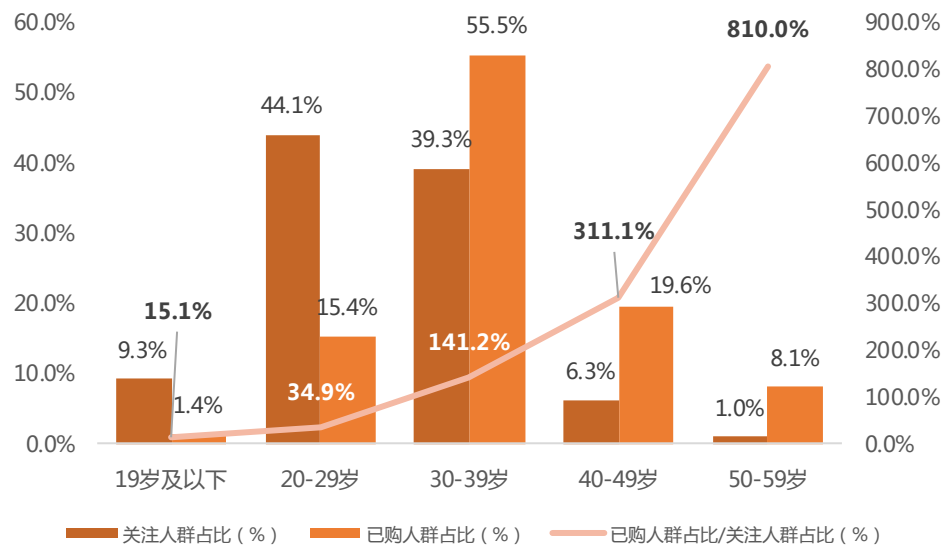
资料来源：中国汽车工业发展报告，中国汽车流通协会，Wind 资讯，天风证券研究所预测

4. 消费主体和消费观念的转变，给汽车金融带来发展新机遇

4.1. 汽车消费主体：80、90 后网生一代为主，受互联网影响较深且更易接受信贷消费生活方式，汽车金融渗透率将得益于 85-91 年婴儿潮

根据国双数据中心披露的数据，2016 年 30-39 岁人群已购车人数占比达 55.5%，为按年龄分类群体中占比最高，是已购车的主力人群；20-29 岁人群关注人群占比达 44.1%，但购车人群占比只有 25.9%，是首次购车最大的潜在消费人群。可以发现，40 岁以上人群首次购车需求基本达到饱和状态，30-39 岁人群目前还有一定增长空间，我们推测 20-29 岁末期和 30-39 岁早期为首次购车高峰时期。

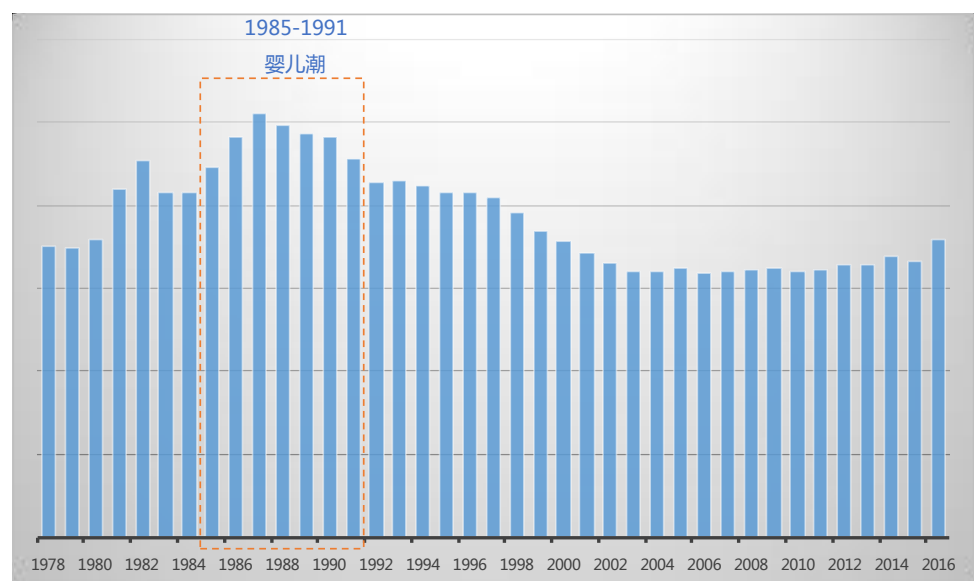
图 53：2016 年按年龄分类购车潜在人群



资料来源：国双数据中心，天风证券研究所

中国从 1984 年开始有过一段时期的“婴儿潮”，1985-1991 年出生的婴儿数量与其他年份出生的数量有较大的差异，而这一波婴儿潮出生人群目前的年龄为 26-32 岁，是购车需求转化为实际行动最有效的人群。

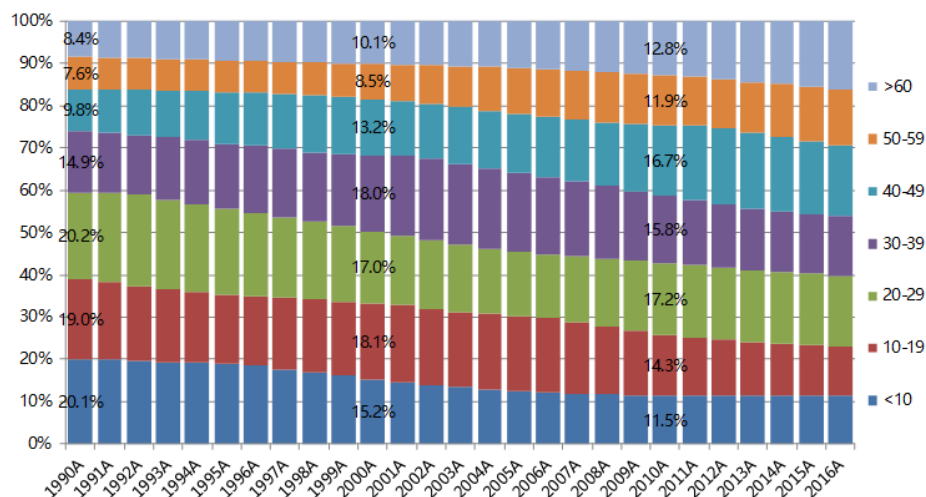
图 54：中国每年出生人口（1978-2016）



天风证券研究所

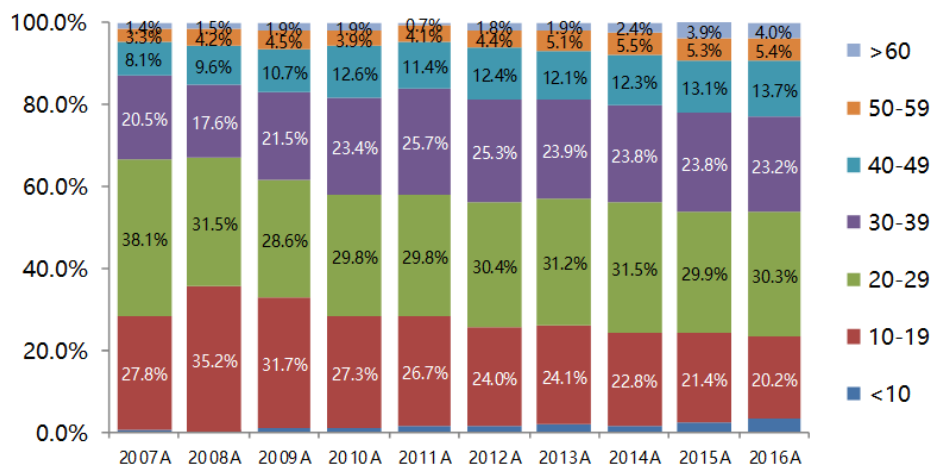
从人口结构来看，20-29 岁人群在 2016 年占整体人口 16%-17%。特别是，20-29 岁互联网用户在 2016 年的渗透率达到 97.8%，作为网生一代用户，互联网是其生活决策的重要信息来源和消费渠道，对于信贷消费接受程度更高，既在一定程度上减少了互联网汽车金融平台的获客成本，也有利于汽车金融渗透率的提升，有利于汽车金融的发展。

图 55：中国人口的年龄分布（1990A-2016A）



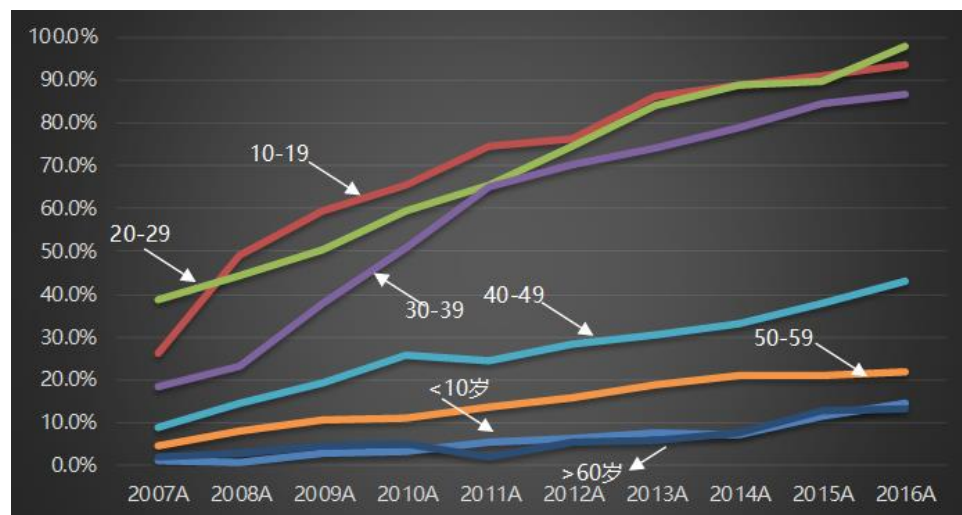
资料来源：国家统计局（2017 年 1 月），CNNIC（2017 年 1 月），美国国家统计局（2016 年 12 月），天风证券研究所

图 56：中国互联网用户的年龄分布（2007A-2016A）



资料来源：国家统计局（2017 年 1 月），CNNIC（2017 年 1 月），美国国家统计局（2016 年 12 月），天风证券研究所

图 57：中国各个年龄段的互联网渗透率（2007A-2016A）

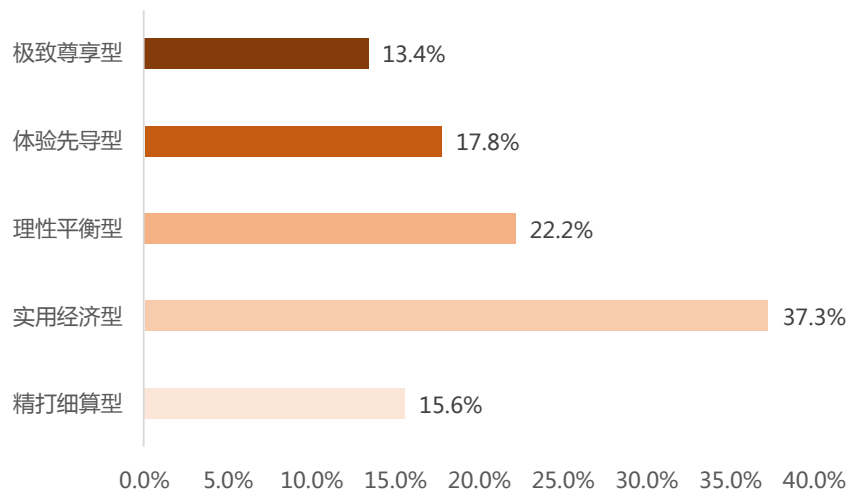


资料来源：国家统计局（2017年1月），CNNIC（2017年1月），美国国家统计局（2016年12月），天风证券研究所

4.2. 消费偏好：实用经济型车辆最受欢迎，国产 SUV 最受欢迎，12 万元以下车型受欢迎程度提升明显

国双数据中心根据消费者对于汽车性能和价格等指标的敏感程度将消费者划分了五个层次，精打细算型（中位价格在 10-15 万之间）、实用经济型（中位价格在 16-20 万之间）、理性平衡型（中位价格在 21-25 万之间）、体验先导型（中位价格在 26-30 万之间）和极致尊享型（中位价格在 41-50 万之间）。实用经济型和理性平衡型消费者占据多数，占比达 59.5%。20-29 岁人群相较其他年龄段消费者更偏向于实用经济型，30-39 岁人群相较其他年龄段消费者更偏向理性平衡型。

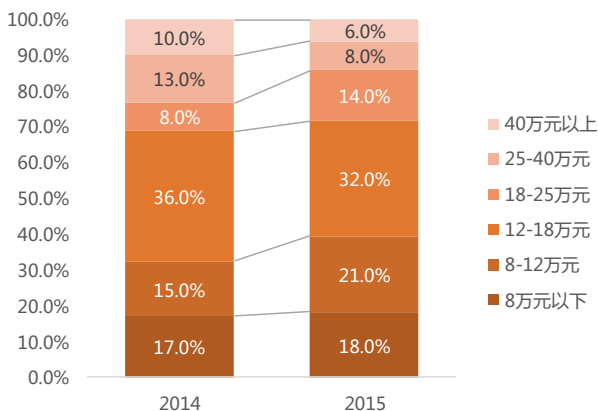
图 58：2016 年不同类型消费者占比



资料来源：国双数据中心，天风证券研究所

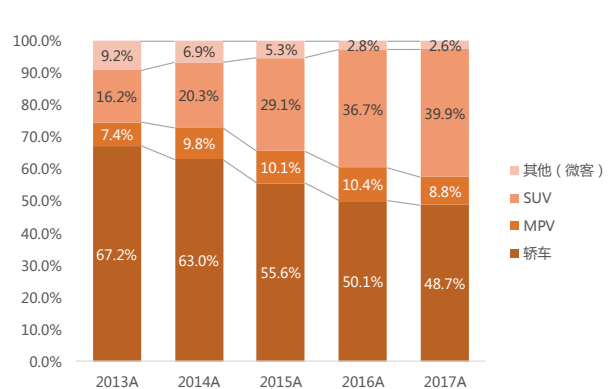
从车辆价格来看，呈现两种趋势：第一，12 万元以下的车型销量占比明显提高，从 2014 年为 32% 提高到 2015 年的 39%；第二，25 万元以上车型销量占比明显下降，从 2014 年占比 23% 下降到 2015 年的 14%。这表明更多潜在消费者更倾向于性价比高的车型，也表明随着国产品牌渠道下沉，来自三四线城市的人口红利正在逐渐释放。从国产车型来看，SUV 车型在短短 5 年间占比提升幅度非常明显，从 2013 年的 16.2% 提高到 2017 年的 39.9%，占比不断提升，对其他类型的乘用车有较大幅度的挤压。

图 59：全国汽车销量价格结构（2014-2015）



资料来源：易车指数，天风证券研究所

图 60：全国国产乘用车销量车型结构（2013A-2017A）

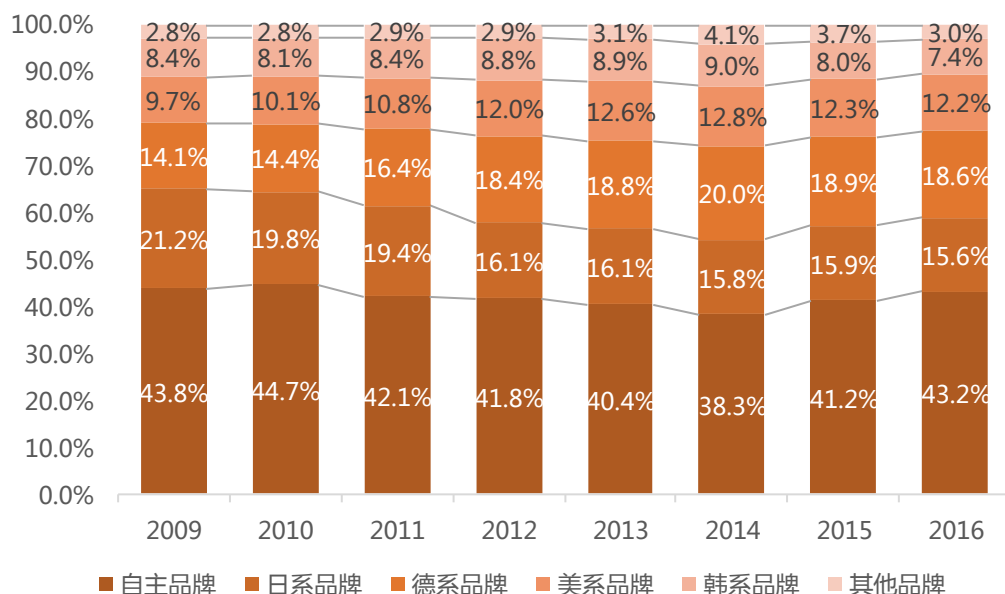


资料来源：中汽协，Wind 资讯，天风证券研究所

注：图中 2017 年数据为 2017 年 1-8 月的数据

国产品牌的占比近三年重新开始回升，2016 年为 43.2%，比 2014 年上升 4.9 百分点；日系品牌和韩系品牌市场份额持续下降，从 2009 年的 29.6% 下降到 2016 年的 23%，下降幅度明显，德系、美系品牌份额总体有所回升。我们推测消费者的偏好开始发生结构性变化，国产品牌开始替代低端日系、韩系品牌，德系、美系开始替代高端日系、韩系品牌。预计在未来在中低端车型的国产化率会进一步增加。

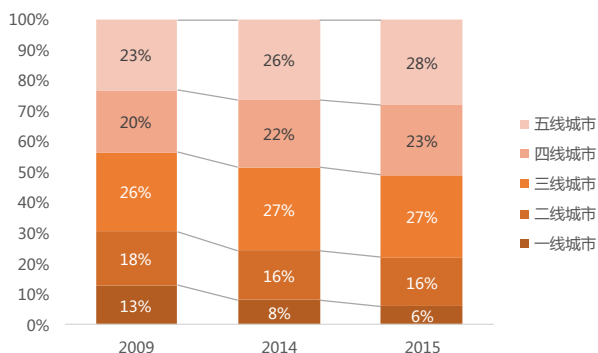
图 61：中国乘用车销量按国家分类结构（2009-2016）



资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

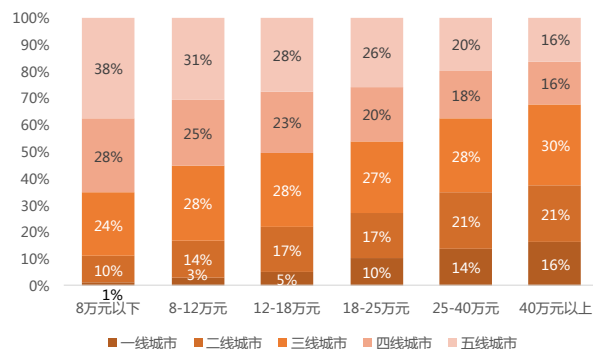
来自四五线城市的消费者购车占比逐渐提高，四五线城市销量占比从 2009 年的 43% 提高到 2015 年的 51%，提高 8 百分点，考虑到 2015 年欠发达地区依然存在人口红利，预计来自四五线城市的消费者购车行为会持续。目前，四五线城市的汽车以 18 万元以下为主，比较适合汽车金融的普及。

图 62：中国乘用车销量按城市分类结构



资料来源：Wind 资讯，易车指数，天风证券研究所

图 63：2015 年中国乘用车按城市和售价的结构趋势图

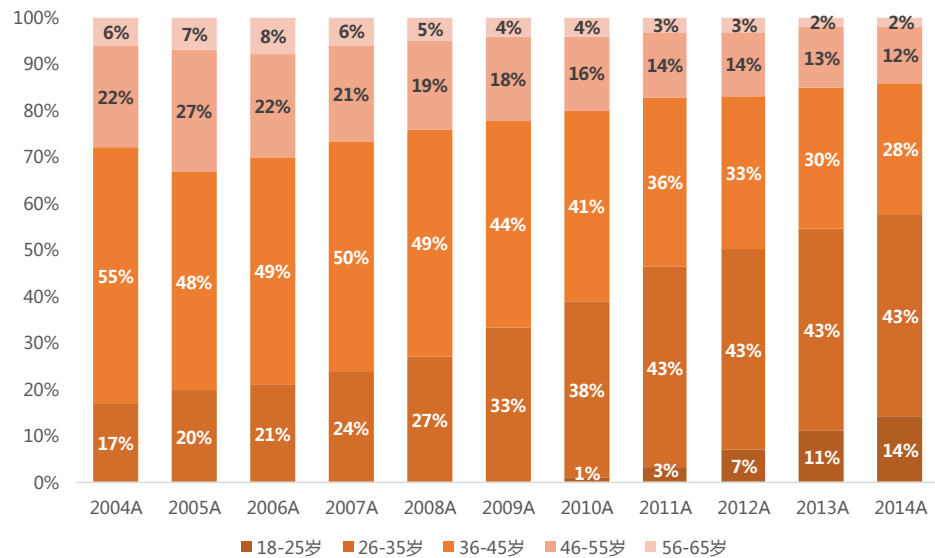


资料来源：易车指数，天风证券研究所

4.3. 汽车金融接受度：26-35 岁人群是汽车金融主要用户，与汽车主流新增消费人群吻合

汽车金融的主体消费者年龄在过去 10 年里发生了较大的变化，年轻用户相较老一辈用户而言，对于贷款购车的接受程度更高。大众汽车金融作为中国汽车金融的重要参与者之一，其用户结构的变化可以从侧面说明这一变化。在 2004 年，大众汽车金融的主要用户为 36-45 岁人群，占比高达 55%，26-35 岁年轻用户只有 17%；但在 2014 年，其主要用户为 26-35 岁人群，占比达 43%，在十年间主要用户由 30-39 岁年轻到 20-29 岁。在 2014 年，大众汽车金融的使用者中约 57% 为 80、90 后消费者，表明新一代年轻用户比起其他年代人群更容易接受且更愿意接受汽车金融作为汽车购买手段。

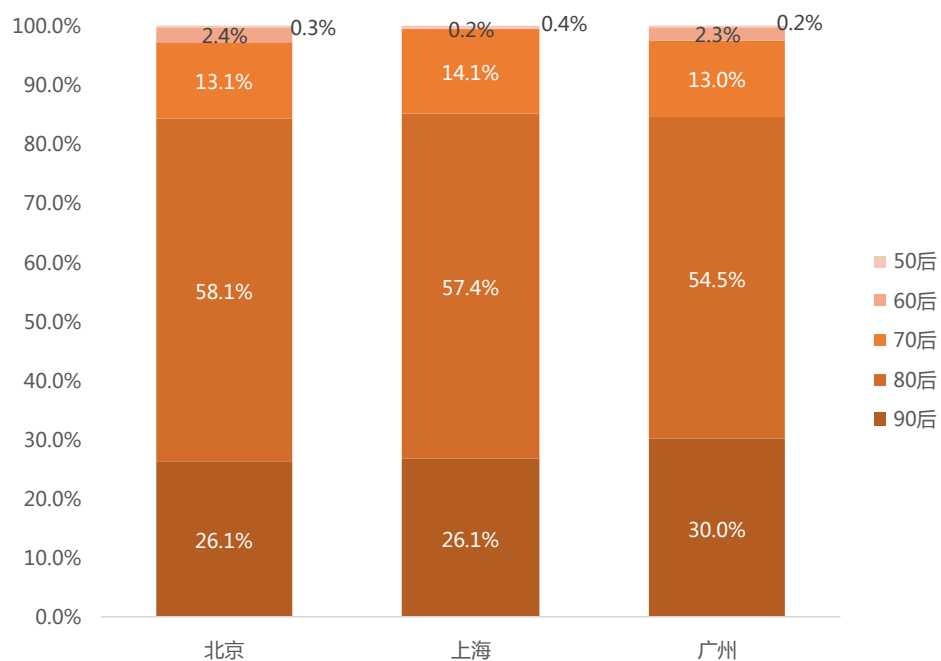
图 64：大众汽车金融消费者年龄结构（2004A-2014A）



资料来源：大众汽车金融《2014-2015 年度中国汽车金融消费者行为调研报告》，天风证券研究所

易鑫车贷是汽车金融行业的重要参与者之一。从易鑫车贷 2015 年北上广三座城市的车贷用户结构来看，三座城市中 80 后占比最多，90 后占比次之，表明汽车金融的用户确实在提前，80 后乃至 90 后在购车时将会更多的考虑汽车金融。

图 65：2015 年北上广易鑫车贷使用者年龄结构



资料来源：易鑫车贷，天风证券研究所

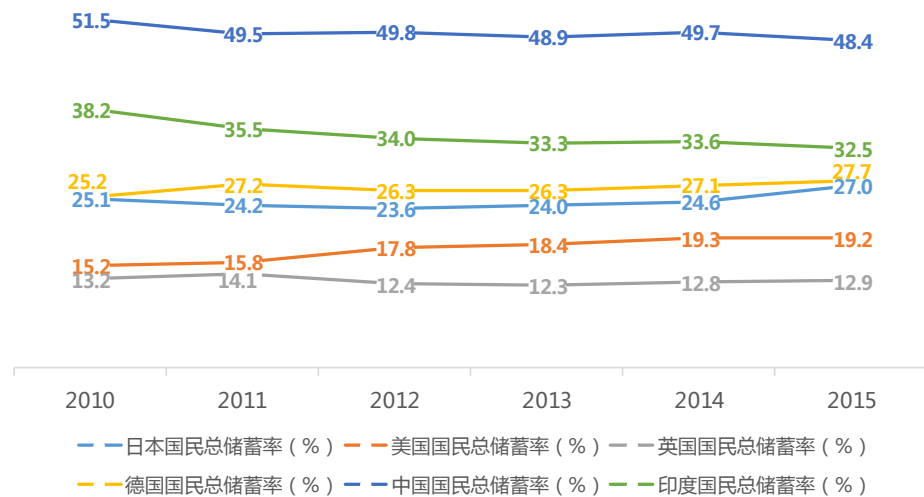
5. 尽管金融理念与海外存在较大差异，但新生代信贷消费的特性会逐渐趋同

中国汽车金融发展程度与海外相比较低，除了汽车金融行业本身的基础设施尚未成熟之外，也有用户在信贷消费观上的差异。

5.1. 国民总储蓄率：中国国民总储蓄率近几年进入下降通道，预计随着年轻一代占比提升会持续拉低储蓄率

中国 2015 年的国民总储蓄率为 48.4%，处于较高水平，相较其他国家来看，美国 19.2% vs. 日本 27.0% vs. 英国 12.9% vs. 德国 27.7% vs. 印度 32.5%。但是，中国的国民总储蓄率在 2010 年达到最高 51.5% 之后，储蓄率开始逐步下降，平均每年下跌 0.5%。

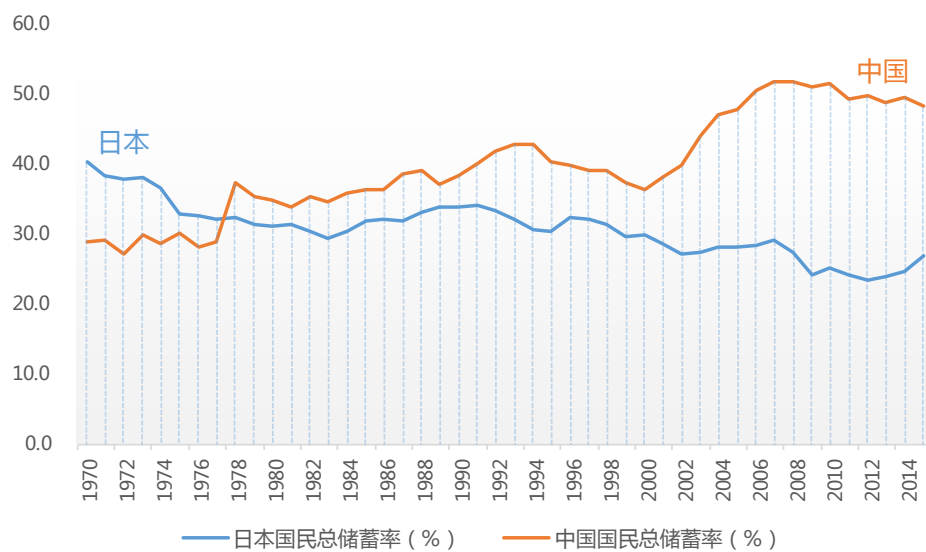
图 66：全球主要国家国民总储蓄率（2010-2016）



资料来源：世界银行，Wind 资讯，天风证券研究所

日本在 1970 年储蓄率也高达 40% 以上，但是在 1970-1980 年间经历了较为快速的下降，10 年间储蓄率从 40.4% 下滑到 31.1%，该趋势伴随着日本 25-34 岁就业人群占比上升，即年轻一代的占比提升，叠加年轻一代消费观念的改变带来了储蓄率的快速下跌。中国从 2010 年起，80 后成为消费主力，2009 年 25-34 岁人群占比为 13.24%，但是在 2015 年占比达到 16.73%，年轻一代的占比提升较快，预计会带动储蓄率下行，从另一方面揭示新一代的消费观发生变化使得高储蓄率对于汽车金融渗透率的阻碍作用会逐渐减小。

图 67：中国与日本国民总储蓄率（1970-2015）

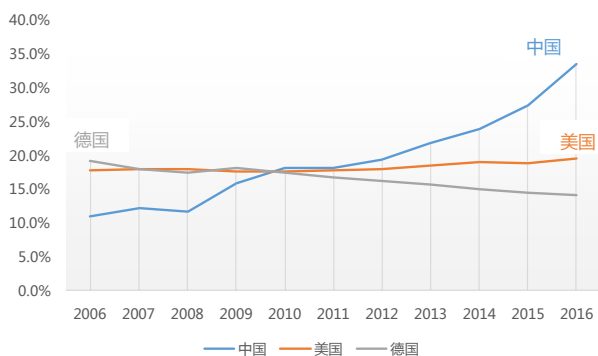


资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

5.2. 从消费信贷与 GDP 比例和消费信贷与 M2 比例来看，中国的消费信贷比例大约为美国的一半

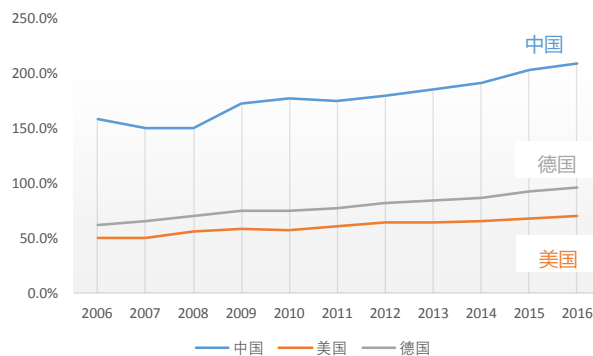
中国的消费信贷占 GDP 的比例相较美国和德国处于较高水平。2016 年中国消费信贷占 GDP 的比例为 33.7% vs. 美国 19.6% vs. 德国 14.2%。造成这一差异的原因在于 GDP 的对于宏观货币 M2 的敏感性有所不同，中国 M2 占 GDP 的比例为 209.5% vs. 美国 69.7% vs. 德国 96.5%，因此如果直接比较消费信贷与 M2 的比例可以发现，中国只有 16.1% vs. 美国 28.1% vs. 德国 14.7%。即，中国的消费信贷比例只有大约美国的一半。

图 68：中国、美国、德国消费信贷与 GDP 比例（2006-2016）



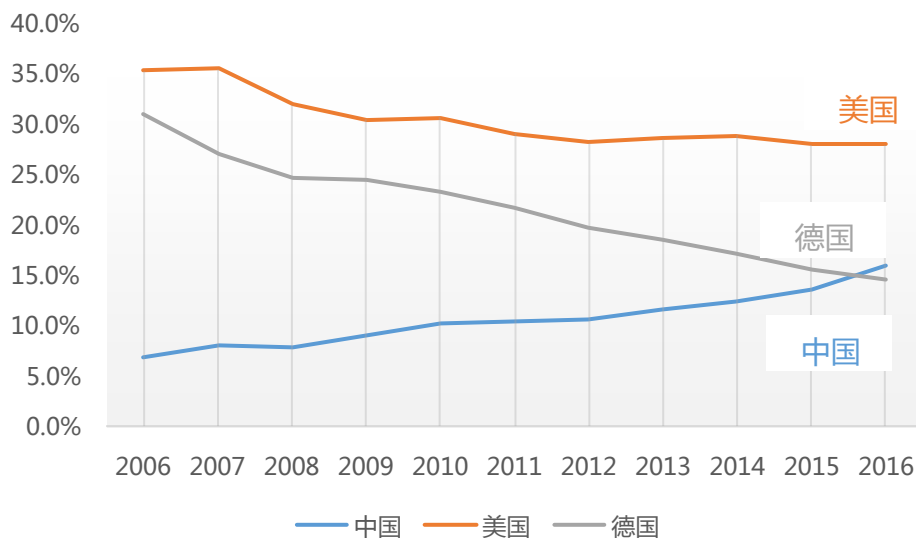
资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

图 69：中国、美国、德国 M2 与 GDP 比例（2006-2016）



资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

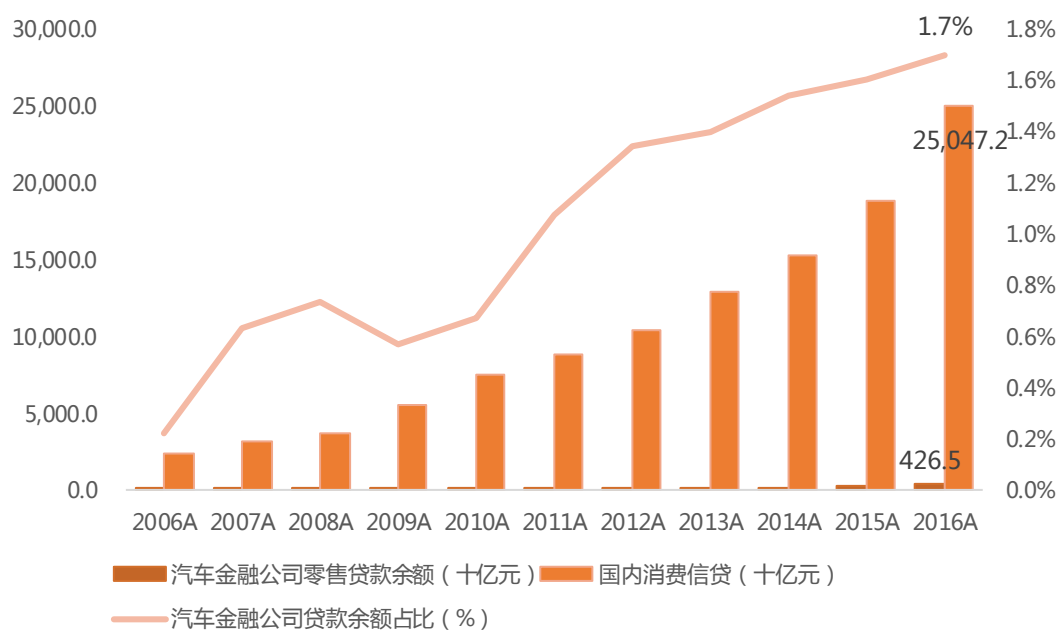
图 70：中国、美国、德国消费信贷与 M2 比例（2006-2016）



资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

2016 年中国汽车金融公司零售贷款余额占个人消费信贷的比例达到 1.7%，处于逐年上升趋势，而国内的消费信贷比例以 M2 口径计算只有美国的一半，且目前的宏观经济处于投资转消费的新常态期，未来消费信贷比例会持续上升，有利于汽车金融的发展。

图 71：中国汽车金融公司零售贷款余额占消费信贷的占比（2006A-2016A）

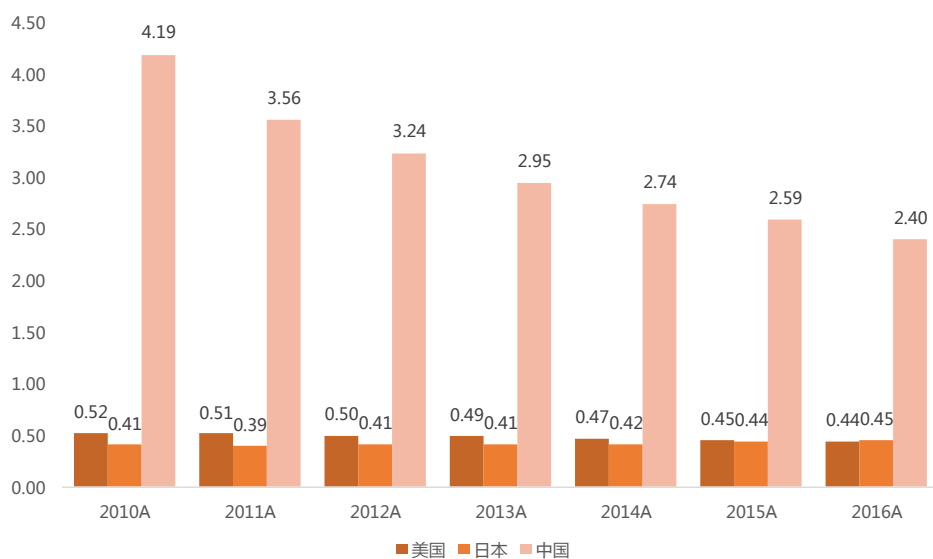


资料来源：中国汽车金融公司行业发展报告，Wind 资讯，天风证券研究所

5.3. 从汽车平均售价与人均 GDP 比例来看，中国采用信贷买车的汽车金融需求会更为迫切

由于国产车型的崛起，近几年汽车平均价格没有太多波动；经济高速增长带来人均 GDP 的高增长，使得中国汽车平均售价与人均 GDP 的比例从 2010 年的 4.2 倍下降到 2016 年的 2.4 倍。相比较来看，2016 年美国汽车平均售价与人均 GDP 的比例为 0.44，日本为 0.45，尽管中国消费者的消费能力在快速提升，但是汽车对于每个消费者的负担远远高于美国和日本，对于有购车需求的消费者而言，借助汽车金融手段提前实现消费意愿，将有效推动汽车金融产业的发展。

图 72：汽车平均售价与人均 GDP 的比例（2010A-2016A）

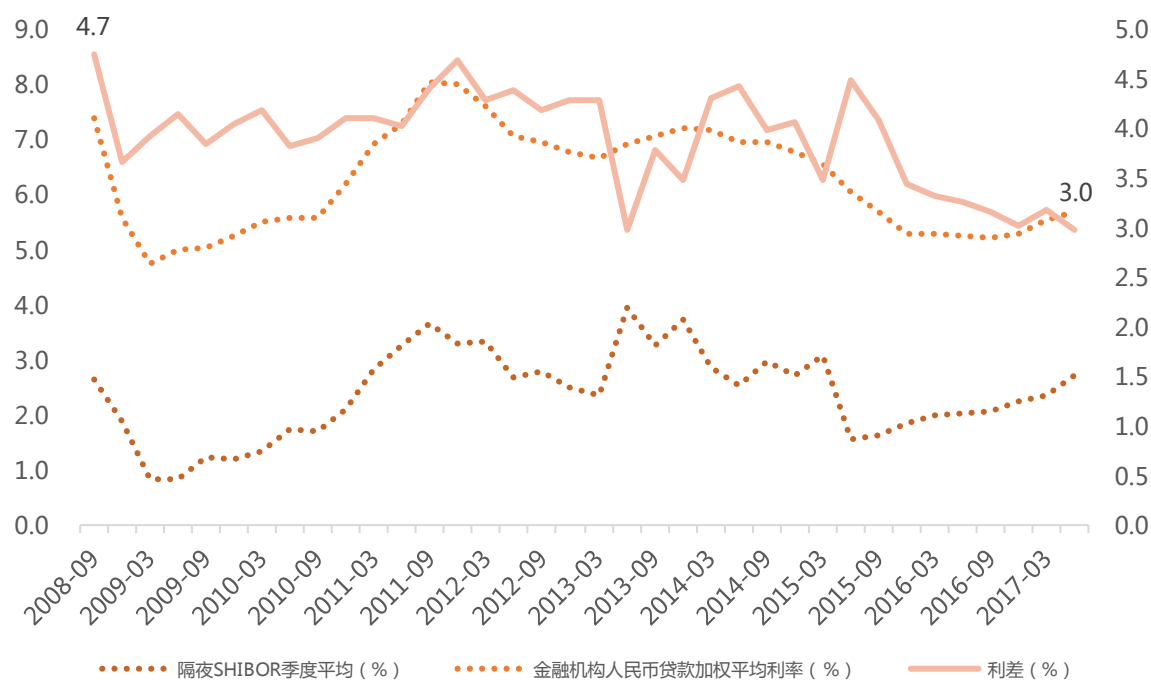


资料来源：美国经济分析局，日本经济产业省，中国国家统计局，Wind 资讯，天风证券研究所

5.4. 利率走势：贷款利率处于历史较低水平，减少消费者贷款成本，有利于汽车金融的普及

中国隔夜 Shibor 季度平均与金融机构人民币贷款加权平均利率之间的利差在逐渐缩小，2008 年 9 月利差为 4.7%，但到了 2017 年 6 月利差已经缩小到 3.0%。利差可以在一定程度上影响汽车金融行业的发展，目前贷款利率与存款利率处于较低水平，从宏观层面上有利于汽车金融行业的发展。

图 73：中国隔夜 Shibor 季度平均与金融机构贷款加权平均利率之差（2008 年 9 月-2017 年 6 月）



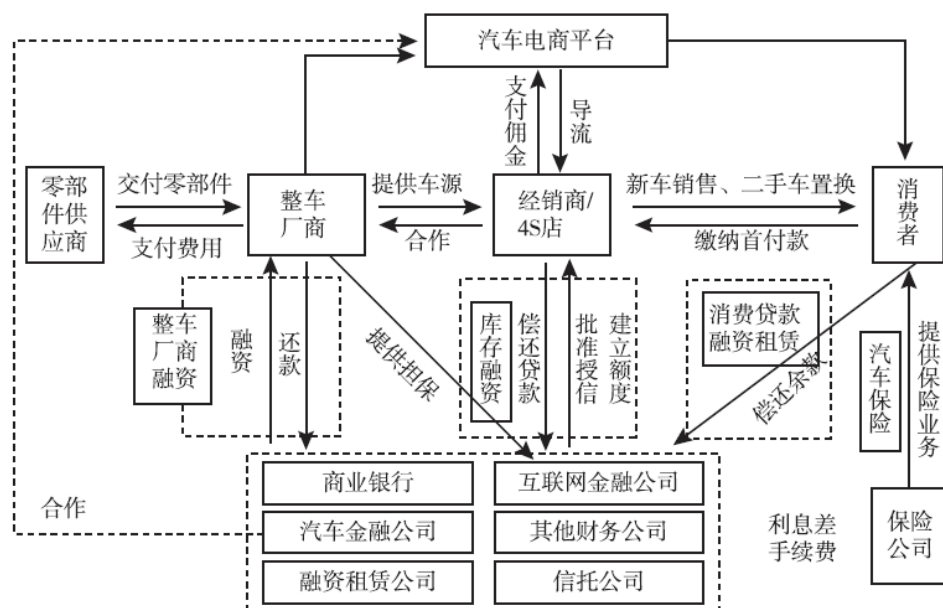
资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

6. 国内汽车金融行业格局：传统金融机构为主，互联网平台多数扮演导流角色，未来有望产生变局

6.1. 汽车金融产业链：金融服务遍及汽车生产销售全流程

从汽车金融的价值链而言，整车厂商、经销商/4S 店和消费者，均是融资服务需求方，包括商业银行、汽车金融公司、融资租赁公司、互联网金融公司、其他财务公司和信托公司则是融资服务的供给方，共同构成了汽车金融的产业闭环，汽车零配件及整体则构成了融资的需求源或抵押物。消费者既可以在汽车电商平台浏览汽车资讯也可以亲自去经销商或 4S 店，但无论是哪种方式最终消费者购买的车辆来自于经销商和 4S 店。如果消费者选择贷款购车，那么经销商或者电商平台会进行贷款代理，消费者将首付支付给代理商。

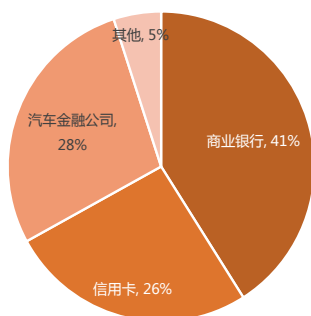
图 74：中国汽车金融服务模式



资料来源：中国汽车金融市场专题研究，天风证券研究所

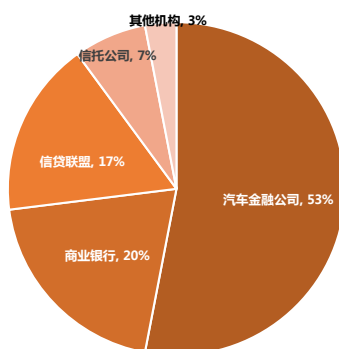
在海外成熟市场中，汽车金融公司是汽车金融贷款的主要供应方，占比 53%；而在中国，汽车金融公司只占 28%。汽车金融公司拥有着相较于银行更简单方便且要求低的特点，这就意味着汽车金融公司比起商业银行天生就更容易吸引消费者，因此，中国目前汽车金融公司的比例还有很大的上升空间。

图 75：中国汽车金融贷款供应结构



资料来源：中国汽车后市场蓝皮书（2013 年 9 月），天风证券研究所

图 76：成熟市场汽车金融贷款供应结构

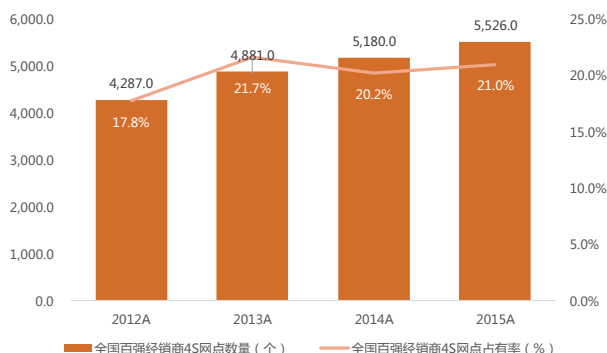


资料来源：中国汽车后市场蓝皮书（2013 年 9 月），天风证券研究所

6.2. 经销商是汽车金融的直接发生场景，随着传统业务盈利能力的减缓会逐步转向汽车金融业务，未来话语权有望进一步增加

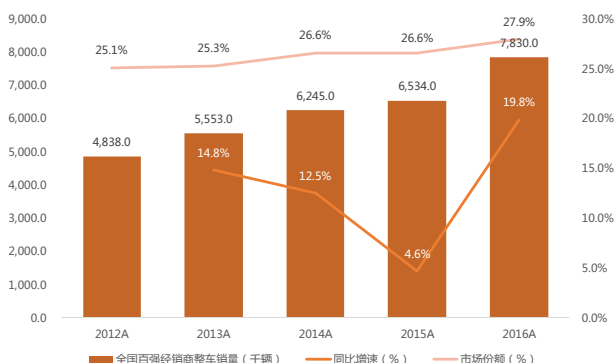
汽车经销商是一个相对充分竞争的行业。从网点数量来看，全国百强经销商数量在 2015 年为 5,526 个，仅占全国的 21%；从经销商整车销量来看，2016 年全国百强经销商共销售 783 万辆整车，同比增长 19.8%，占当年新车销量的 27.9%；从营业收入来看，2016 百强经销商营业收入为 1.5 万亿元，占当年汽车零售总额的 37.1%。这表明，百强经销商更偏向于一些高端品牌，更多的受益于更高的单车平均价格而不是更多的网点或者销量。

图 77：全国百强经销商企业网点数量（2012A-2015A）



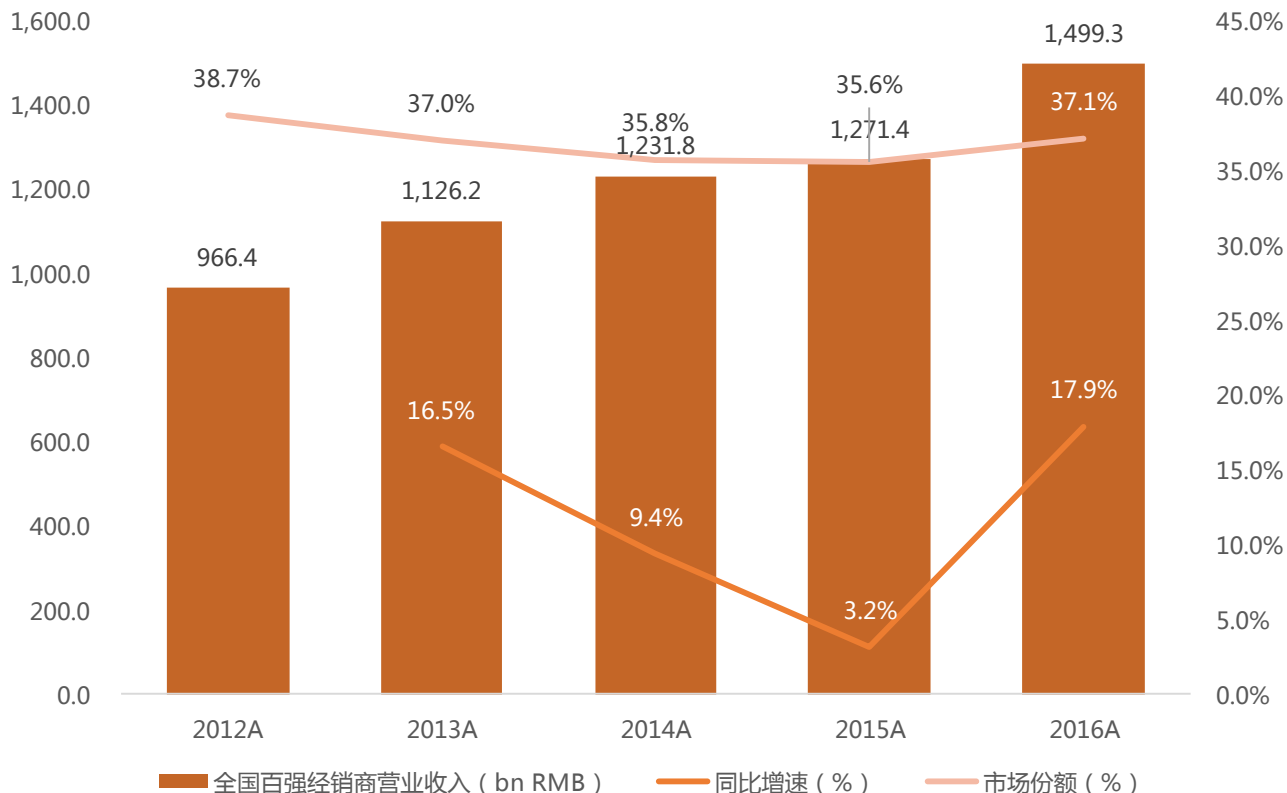
资料来源：中国汽车流通协会，Wind 资讯，天风证券研究所

图 78：全国百强经销商企业整车销量（2012A-2016A）



资料来源：中国汽车流通协会，Wind 资讯，天风证券研究所

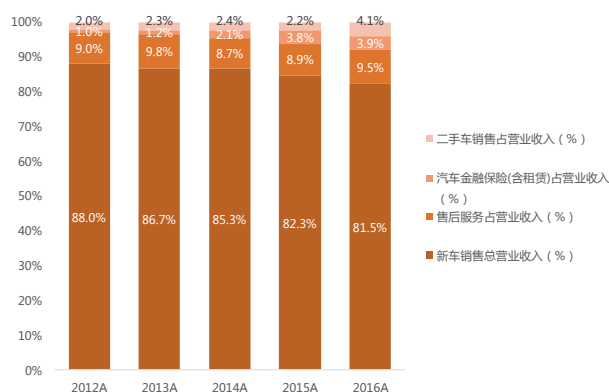
图 79：全国百强经销商企业营业收入（2012A-2016A）



资料来源：中国汽车流通协会，Wind 资讯，天风证券研究所

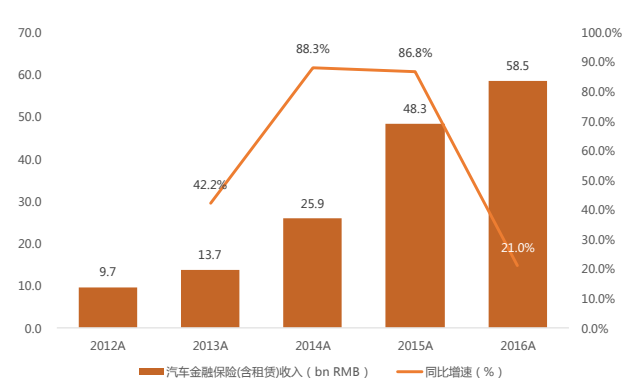
百强经销商企业目前的收入以新车销售为主，汽车金融保险业务虽占比较小但增长较为迅速。新车销售业务收入占比在不断下降，从 2012 年的 88.0% 下降到 2016 年的 81.5%；汽车金融保险业务收入 2012 年为 97 亿元，仅占总收入的 1.0%，但 2016 年收入达到 585 亿元，占总收入的 3.9%，CAGR 12A-16A 高达 56.9%，增长非常迅速。

图 80：中国百强经销商企业收入结构（2012A-2016A）



资料来源：中国汽车流通协会，Wind 资讯，天风证券研究所

图 81：中国百强经销商企业汽车金融保险业务收入

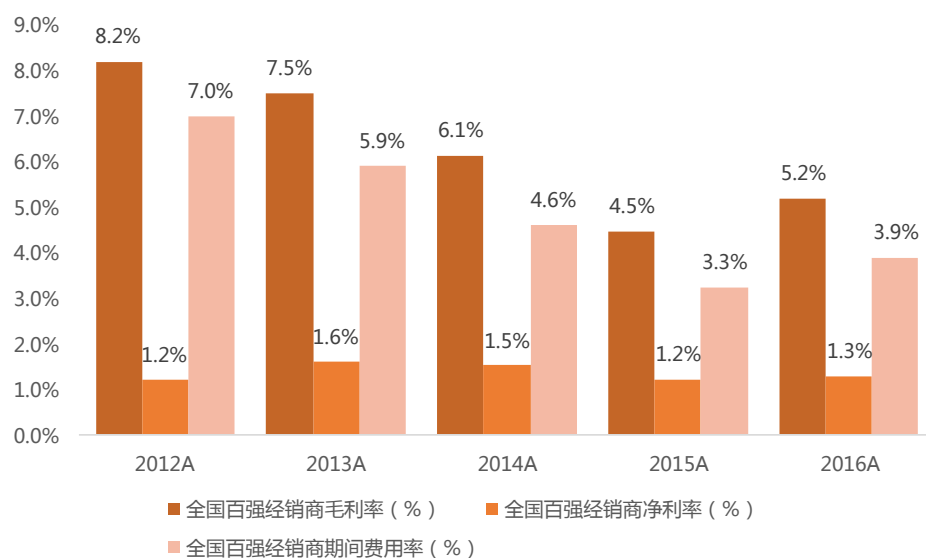


资料来源：中国汽车流通协会，Wind 资讯，天风证券研究所

2016 年全国百强经销商企业毛利率 5.2%，相较 2012 年毛利率下降明显（2012 年 8.2% vs. 2016 年 5.2%），净利率 1.3%，期间费用率（毛利率减净利率）为 3.9%，，得益于业务结构的不断调整，期间费用率得到有效改善（2012 年 7.0% vs. 2016 年 3.9%），在一定程度上表明向高毛利的新兴业务的逐渐转型对经销商企业有较大的帮助。

全国百强经销商在一定程度上可以代表全国的经销商群体，不断恶化的传统业务盈利驱动经销商逐渐向新兴业务靠拢，汽车金融发生场景通常为经销商，因此经销商势力的优势会越来越明显，促使经销商群体会积极推动汽车金融行业的发展。

图 82：全国百强经销商企业盈利能力（2012A-2016A）



资料来源：中国汽车流通协会，Wind 资讯，天风证券研究所

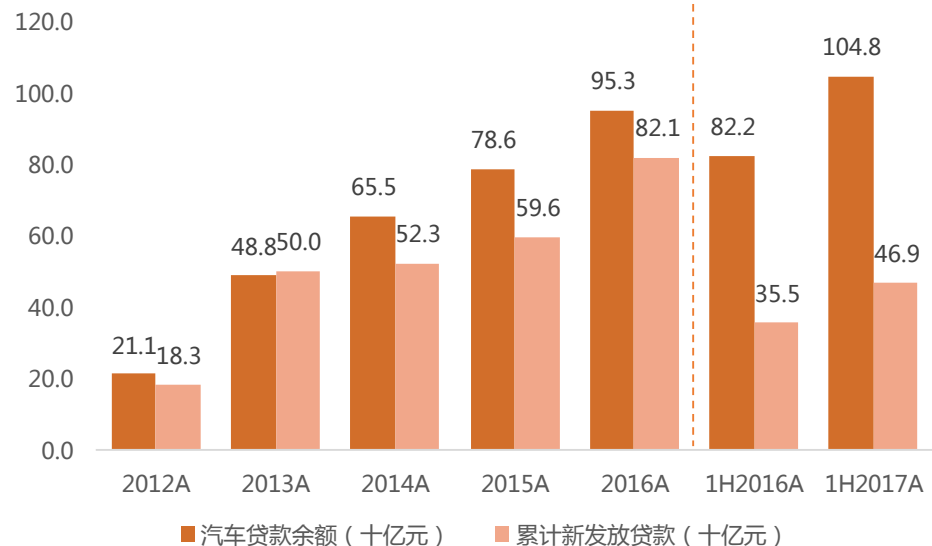
6.3. 汽车金融市场传统参与者：商业银行为最大的资金提供方；汽车金融公司参与力度加强；融资租赁方参与灵活

6.3.1. 商业银行：国内目前最大的资金提供方

汽车金融市场有三类主要服务商：商业银行、汽车金融公司和融资租赁公司。目前的汽车金融市场中，商业银行是重要的组成部分。商业银行拥有着较为雄厚的资金实力和较有优势的资金成本。但是，由于银行本身特性导致商业银行具有较为严苛的审核体系和较高的首付要求和贷款者硬性要求。此外，商业银行无论是对于汽车产业链或者是在供应链关系上并不具备优势。即使如此，凭借早期优势商业银行体系在汽车消费金融和批发金融领域中占比最高。

作为汽车金融市场的早期参与者，商业银行围绕买、用、养、换各消费场景，完成产品谱系拓宽，其中平安银行是行业的领先者。平安银行与宝马、奔驰、捷豹、路虎、保时捷等多家汽车生产商（合作汽车生产商中 80%以上为中高端品牌）和超过 3,200 家经销商具有合作关系，凭借渠道方面的优势平安汽车金融 2017 年上半年汽车贷款余额达 1,048.3 亿元，较 2016 年末增长 10.0%，市场份额继续保持领先地位。

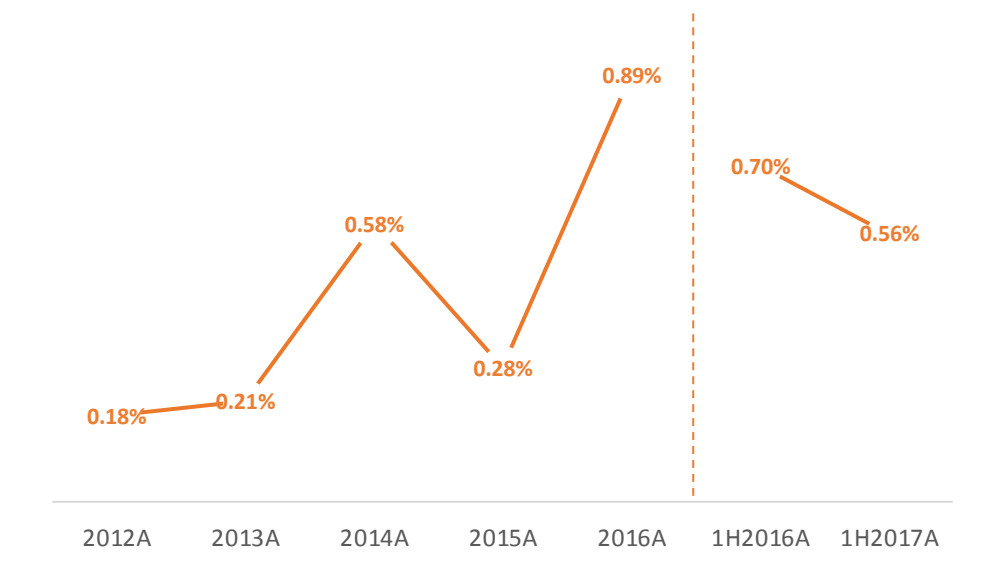
图 83：平安银行汽车金融贷款余额（2012A-1H2017A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：2014 年累计新发放贷款根据 2015 年年报同比增速 14%反推得到

图 84：平安银行汽车金融坏账率（2012A-1H2017A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

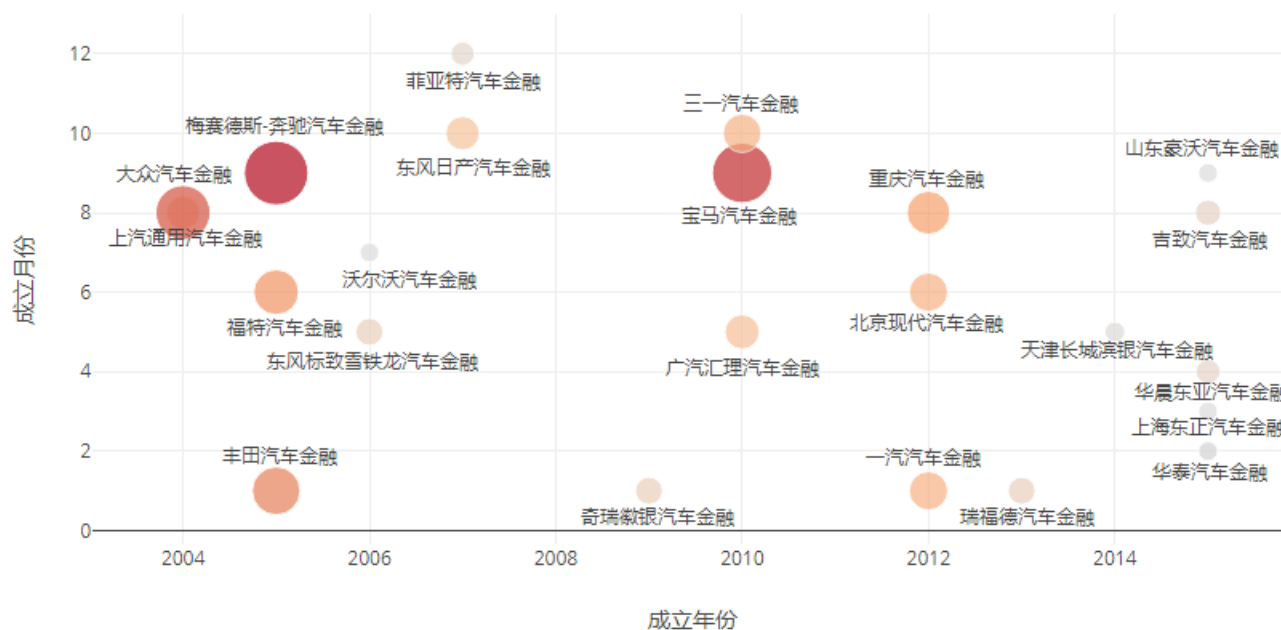
6.3.2. 汽车金融公司：2016 年汽车金融公司达到 25 家，总资产 5,729 亿元，发放贷款总额 5,209 亿，分别同比增长 36.7%和 33.2%，汽车金融公司参与感逐渐增强

截止 2016 年末，中国拥有 25 家专门的汽车金融公司，外系品牌汽车金融公司一般早于国内品牌汽车金融公司，且成立较早的大众汽车金融公司、上汽通用汽车金融公司、梅赛德斯-奔驰汽车金融公司的注册资本普遍比后来者更多。

汽车金融公司既面向消费者也面向经销商，他们为消费者提供消费贷款，为经销商提供循环贷款。汽车金融公司相较商业银行没有资金的优势亦或者是资金成本方面的优势，但是由于在硬性标准、首付比例、还款期限等方面拥有明显的优势，有望成为汽车金融市场中更有影响力的参与者。目前尽管来自汽车金融公司的贷款份额只有 28%，但该比例有望与海外保持相似水平。

汽车金融公司根据合资成立公司类型不同，大致可以分为汽车生产商、经销商等几个类型。无论是哪一类型的汽车金融公司，都拥有其他类型的参与者无法比拟的渠道优势，凭借与整车厂良好关系，汽车金融公司拥有更符合消费者的灵活的产品方案。特别是，汽车金融公司可以与整车厂合作进行低息购车促销活动，既能够维持产品价格，也能够促进终端消费。

图 85：中国汽车金融公司的发展



资料来源：银监会，天风证券研究所

注：圆圈大小代表汽车金融公司的注册资本，圆圈越大，代表注册资本越大。

2016 年中国汽车金融公司资产总额为 5,729 亿元，同比增长 36.7%，其中前 8 公司的资产达 3,527 亿元，占比为 62.4%；贷款总额为 5,209 亿，同比增长 33.2%。不论是汽车金融公司的总资产还是贷款总额在过去的三年中以较快的速度增长，CAGR 13A-16A 分别为 30.1% 和 29.1%。

图 86：中国汽车金融资产&贷款余额总额及其增速（2006A-2016A）

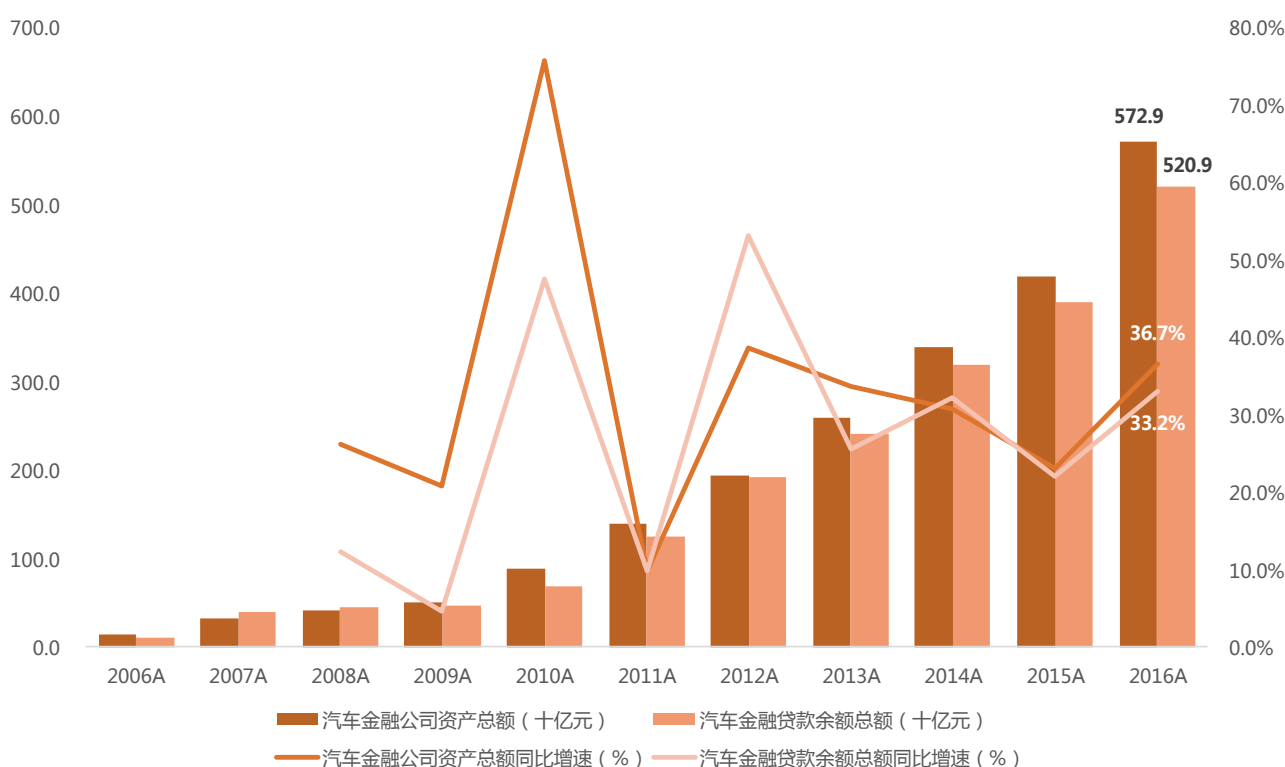
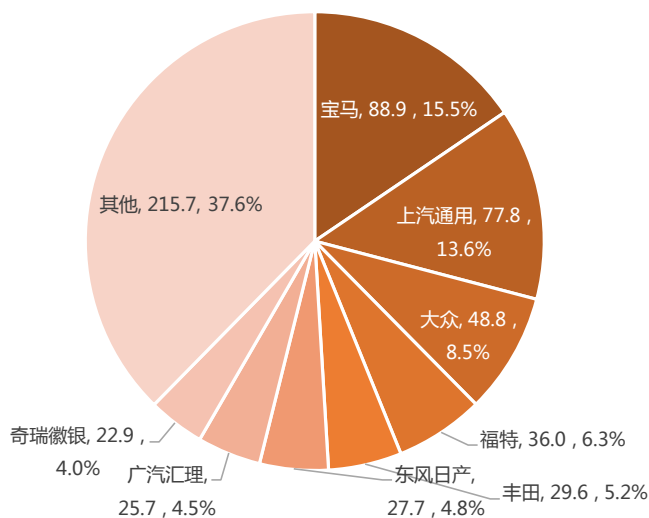


图 87：2016 年主要汽车金融公司资产份额

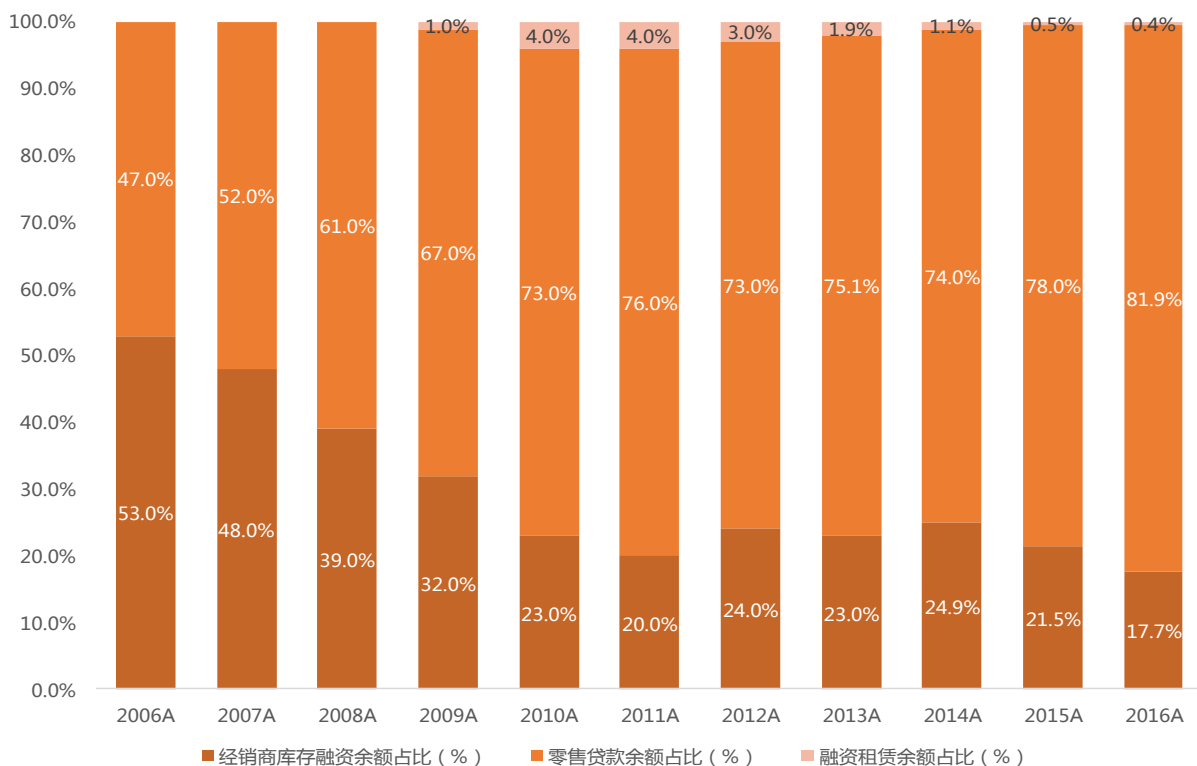


资料来源：中国汽车金融增长报告，天风证券研究所

注：宝马数据取自 2015 年中，东风日产和广汽汇理取自 2016 年中，其余取自 2015 年末

零售贷款是中国汽车金融行业的快速增长的主要驱动力，零售贷款占比从 2006 年的 47% 扩大到 2016 年的 81.9%，增加 34.9 个百分点。特别是在 2014 年之后，汽车零售贷款占比开始再次迅速增加，年轻一代的消费力上升预计会进一步提高汽车零售贷款的比例。

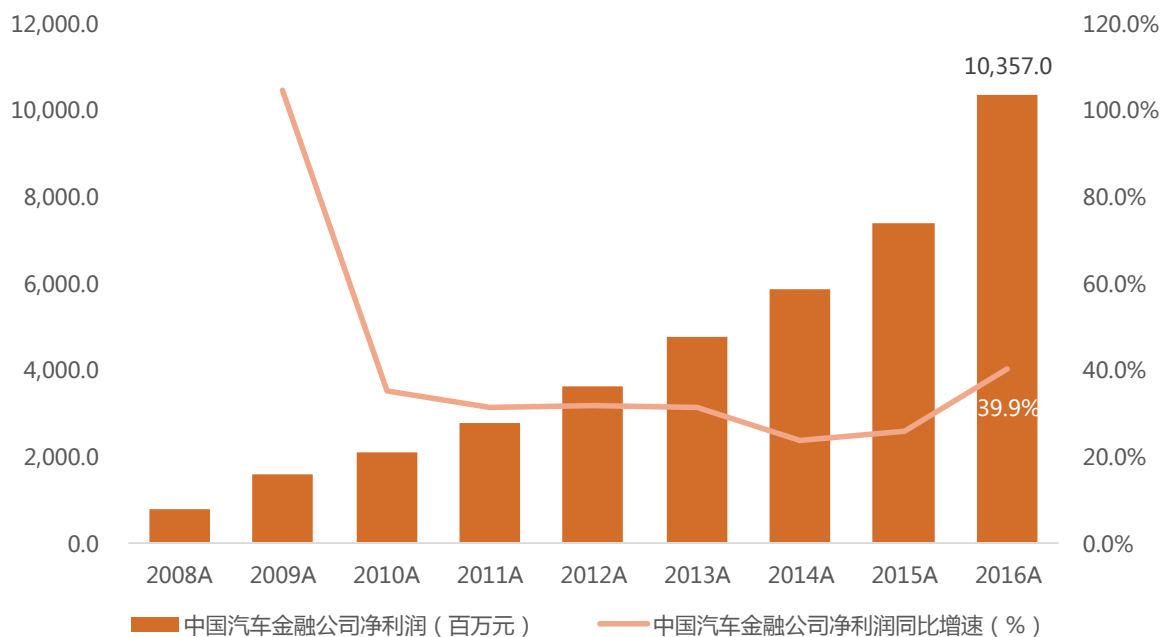
图 88：汽车金融贷款按类型分类占比（2006A-2016A）



资料来源：中国汽车金融公司行业发展报告，天风证券研究所

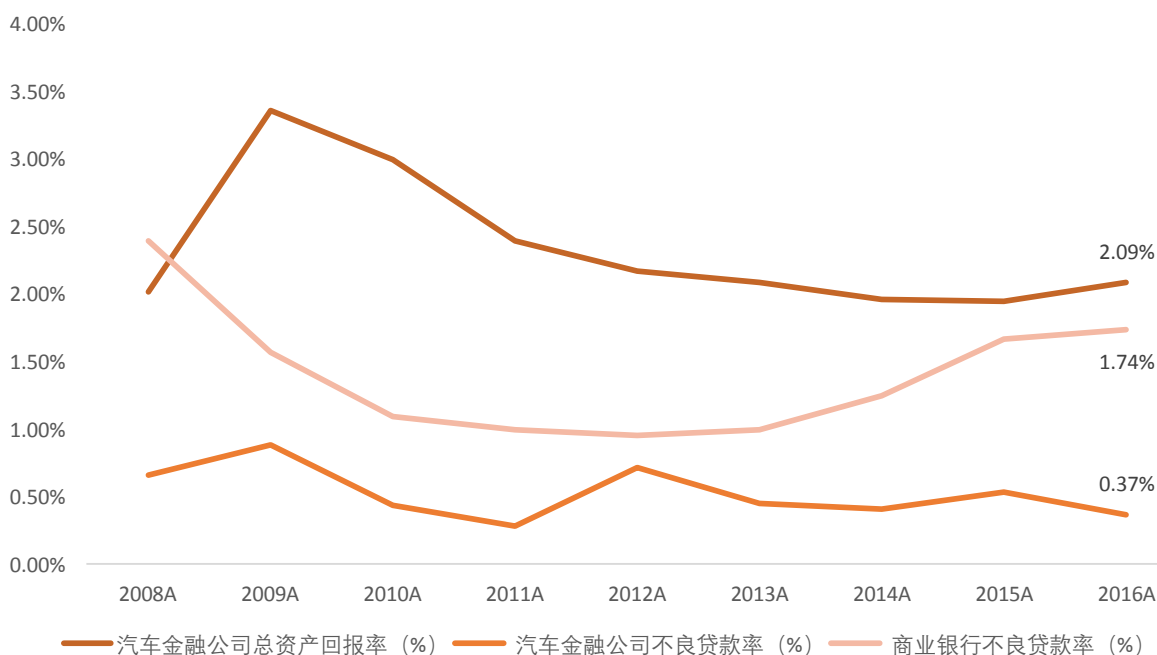
中国汽车金融公司 2016 年净利润达到 103.6 亿元，同比增长 39.9%。净利润增速有加速趋势，既得益于收入规模的快速增加，同样也得益于坏账率减少带来的利润率提升。2016 年中国汽车金融公司的行业平均 ROA 为 2.09%。8 家主要的汽车金融公司（资产规模合计占行业超过 60%）中，有 6 家公司的 ROA 超过行业平均水平，分别为东风日产（3.5%）、上汽通用（3.2%）、奇瑞徽银（3.2%）、丰田（2.4%）、广汽汇理（2.2%）和大众（2.1%），表明汽车金融公司存在一定的规模经济效应，即资产规模较大的汽车金融公司，其盈利能力相对较强。

图 89：中国汽车金融公司净利润及其增速（2008A-2016A）



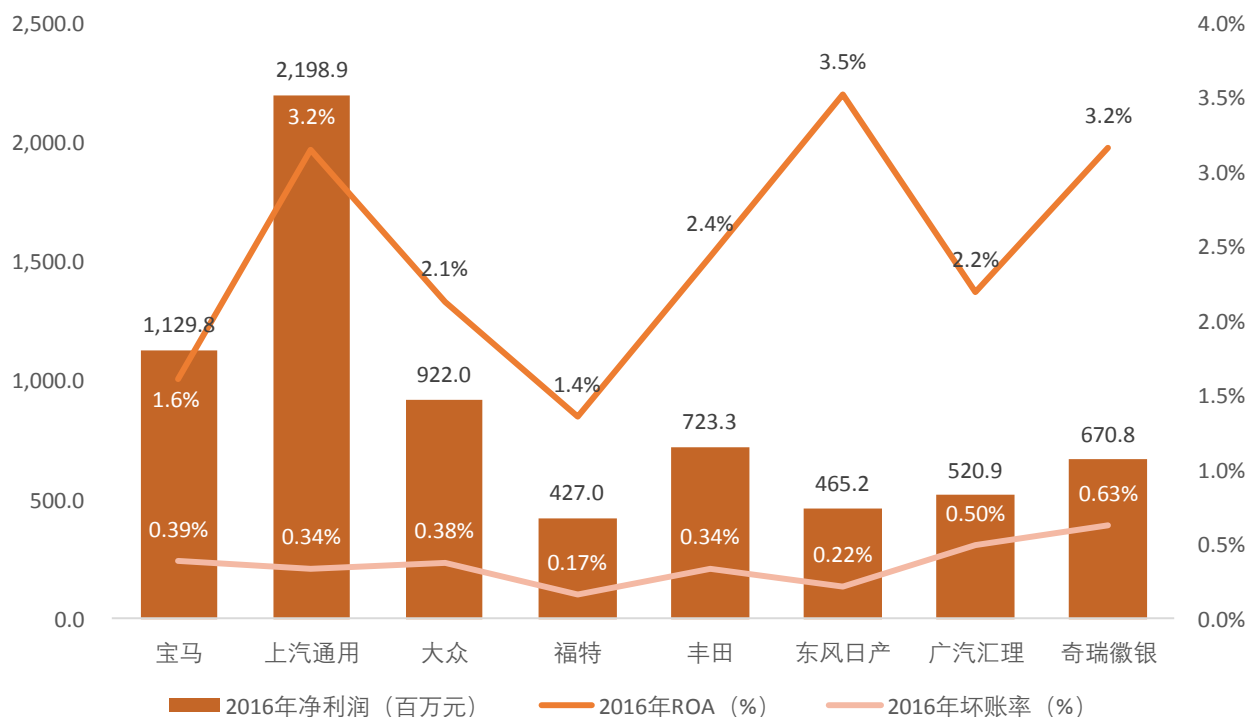
资料来源：中国汽车金融公司行业发展报告，天风证券研究所

图 90：中国汽车金融公司 ROA、不良贷款率（2008A-2016A）



资料来源：中国汽车金融公司行业发展报告，Wind 资讯，天风证券研究所

图 91：2016 年主要汽车金融公司净利润、ROA 与坏账率



资料来源：中国汽车金融增长报告，天风证券研究所

注：丰田汽车金融的不良贷款率是 2015 年 9 月 30 日数据；东风日产取自 2016 年上半年数据

6.3.3. 融资租赁公司

融资租赁公司与汽车金融公司的差别在于公司所持有的牌照不同，汽车金融公司持有由银监会批准的汽车金融牌照，而融资租赁公司持有商业部批准的融资租赁牌照。汽车金融牌照获取的难度要高于融资租赁牌照，具体难度体现在对于公司规模，注册资本等诸多方面，导致全国只有 25 家汽车金融公司，而融资租赁公司注册量超过 7,000 家。

汽车融资租赁公司与汽车金融公司从业务形态上并没有显著的差别，但是具体细节还存在不同程度上的差异。融资租赁公司面向消费者的门槛较低，且一般不要求进行资产抵押，同时在贷款周期和还款方式等方面拥有非常灵活的优势，可以针对不同需求提供差异化的贷款方案；但是，融资租赁公司的资金规模普遍较小，有较强的资金成本和资金扩张的压力，且消费者通常要支付更高的利息。

图 92：中国汽车融资租赁参与者

公司类型	代表企业	企业特点	监管部门
商业银行系	<ul style="list-style-type: none"> 工银金融租赁 交银金融租赁 国银金融租赁 民生金融租赁 华融金融租赁等 	<ul style="list-style-type: none"> 雄厚的资金实力和较低的资金成本 由于较短的信用审批流程而具备较高的流程效率 专业度较低，有限的销售渠道和对客户有限的理解 	银监会
专业租赁公司	<ul style="list-style-type: none"> 欧力士融资租赁(中国) 远东国际租赁 先锋国际租赁等 	<ul style="list-style-type: none"> 专注于融资租赁业务，能够为客户提供专业的整合服务 业务经验丰富、流程高效、人才储备实力强 有限的网络覆盖 	商务部
整车厂系	<ul style="list-style-type: none"> 梅赛德斯-奔驰租赁 丰田租赁 安吉融资租赁 大众新动力 	<ul style="list-style-type: none"> 具备汽车生产制造能力，通过回收、维修、出租二手车，实现二次销售收益 新车与二手车业务协同 	商务部
经销商系	<ul style="list-style-type: none"> 利星行融资租赁 汇通信诚租赁有限公司 汇誉(上海)融资租赁有限公司 上海永达融资租赁有限公司等 	<ul style="list-style-type: none"> 较广的渠道覆盖，并与终端消费者有较多接触点 对客户行为有深入了解 	商务部

资料来源：德勤《2015 中国汽车金融白皮书》，天风证券研究所

6.4. 汽车金融互联网新兴参与者，目前多数间接参与，直接参与的平台只有易鑫等少数

6.4.1. 新车电商平台，导流为主，向合作金融机构收取服务提成

新车电商平台以汽车之家、易车为主，这些互联网新车电商平台，解决了消费者和经销商的很多痛点。对于消费者而言，从购车意向到最后的售后续保保养等环节，在传统购车流程下需要经历很多信息不对称的情况，比如：车辆信息收集，车辆价格，保险方案等等，很多情况下即使是同一款车辆也会根据经销商的不同导致价格有所差异，或者为了找到更优惠的购车方案消费者需要耗费大量的时间成本，而通过互联网电商平台，汽车信息的收集、比价、甚至购车手续办理都可以一站式办理，极大地优化的购车体验，改善了信息质量，提高时间成效；从经销商/4S 店的角度看，从消费者提车到提供售后服务，乃至提供汽车金融服务，在传统模式下无法解决库存压力，营销成本，资金成本等问题，而通过互联网电商平台，可以借助互联网平台的数据优势，建立精准用户画像分析，可以更精确的进行供应链管理，从而提高经销商的运营效率。

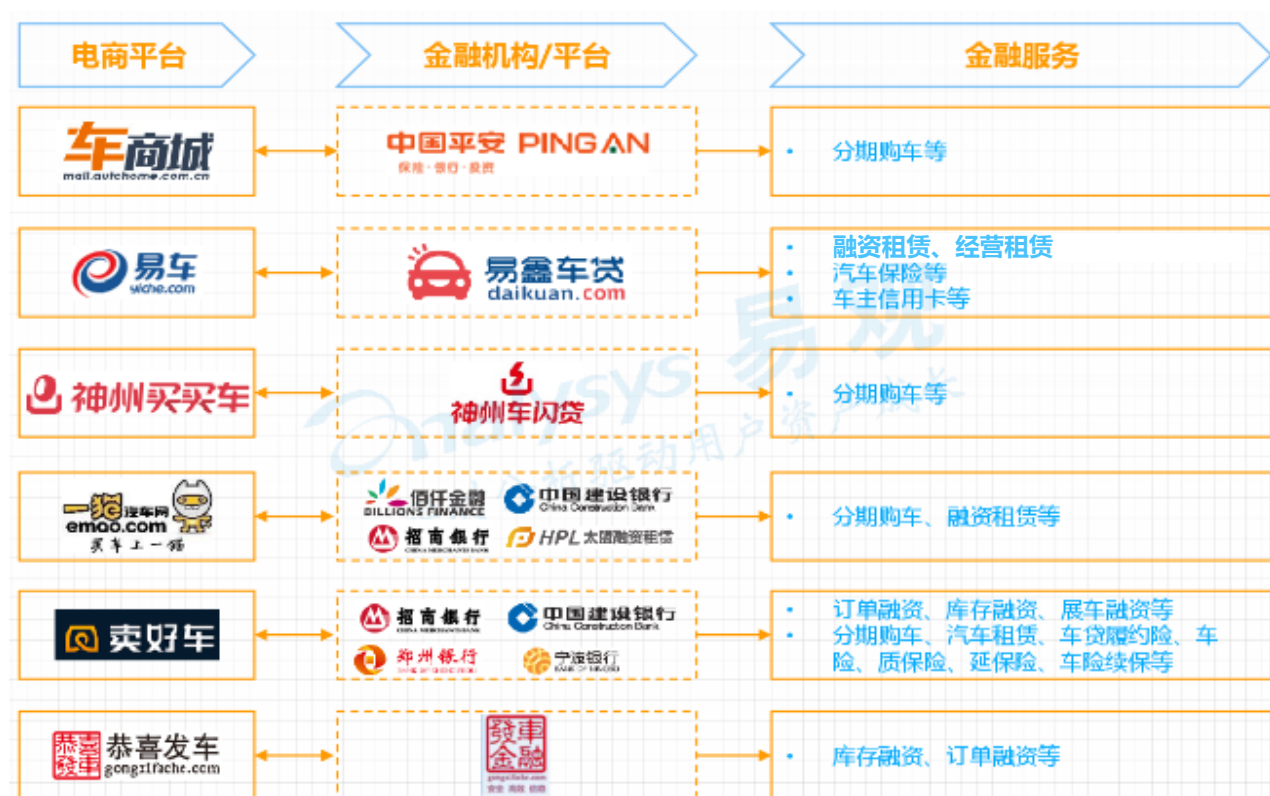
图 93：新车电商平台分类



资料来源：易观，天风证券研究所

通常来说，新车电商平台仅作为连接汽车潜在购买者和经销商的平台，这些电商平台将顾客信息收集发送给经销商，与消费者的接触则由经销商来完成，因此电商平台的留存率无法得到有效的维护。

图 94：电商平台与金融机构合作关系



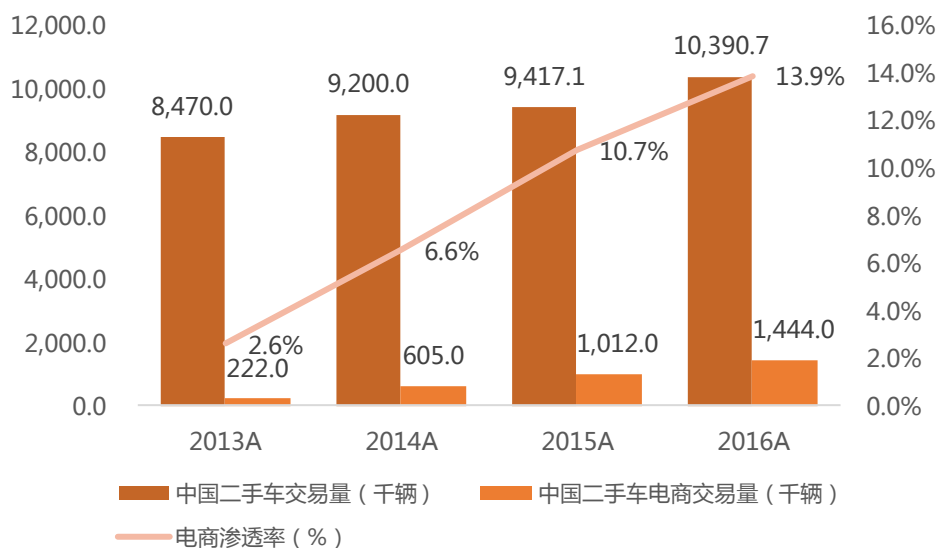
资料来源：易观，天风证券研究所

目前来看，多数汽车电商平台的作用局限在为经销商和金融机构导流，但同时由于汽车网站的独特性，消费者对于平台的依赖性并不高，就会使得依靠流量的平台由于留存率不高需要不断买量，获客成本不断增加（但依然低于线下渠道的获客成本）。其次，由于电商平台并没有与消费者发生直接接触，大多数交易场景在 4S 店和经销商，小电商在分成费率上没有较强的议价能力。因此，未来新车电商会逐步整合一方面提高对流量的吸引和维护能力，另一方面学习易车-易鑫模式直接参与汽车金融市场，发挥互联网电商在 C 端的优势完善服务内容，弥补在汽车 B 端的无法直接面对客户的短板。

6.4.2. 二手车电商平台：渗透率不断提升，2016 年达到 13.9%，目前在汽车金融领域以导流功能为主

二手车电商是汽车金融领域另一个重要的互联网参与者，2016 年二手车电商占比达到 13.9%，占比在过去几年里不断提升。二手车交易中信息质量的重要性较高，使得二手车电商天生有优势，因为二手车市场缺乏统一信息质量管理平台，因此二手车电商作为可以覆盖全国的平台可以更容易获取消费者信任。

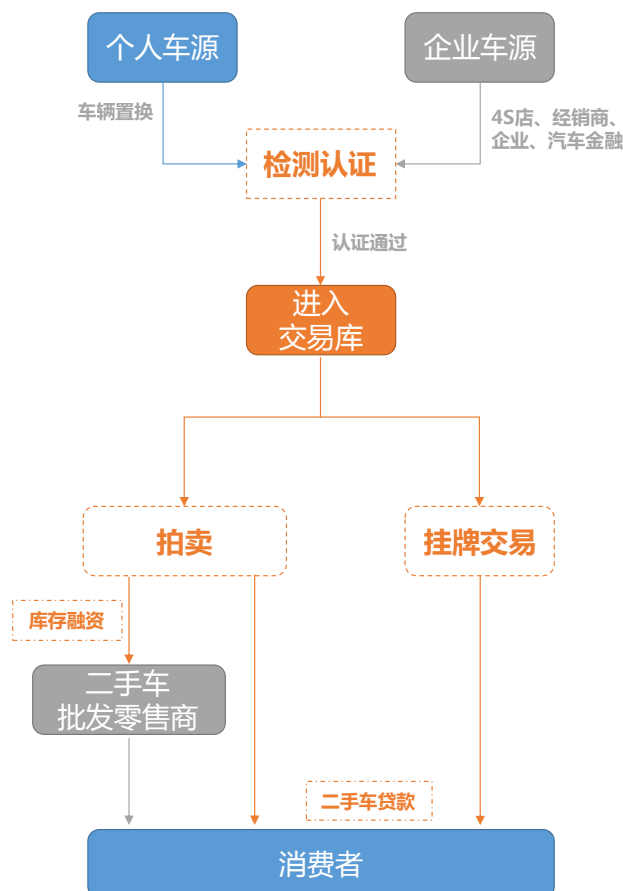
图 95：二手车电商渗透率（2013A-2016A）



资料来源：中国汽车流通协会，易观，天风证券研究所

二手车电商的车源来自于个人和企业，除了个人车辆置换之外，来自企业、4S店、经销商和汽车金融坏账的车源也是重要的组成部分。所有车源经历统一的检测认证通过后就会在电商平台上线，电商平台根据交易方式的不同分为两类，二手车拍卖和二手车交易平台。在拍卖方式下，拍卖的对象既可以是二手车批发零售商也可以是普通消费者，批发零售商最终也会将拍卖所得的二手车销售给有需要的消费者；在交易平台上，消费者就可以像新车一样进行二手车的选购。

图 96：中国二手车电商平台商业模式



资料来源：瓜子网，优信二手车，优信拍，天风证券研究所

二手车电商的金融服务分为两大类，第一种是针对消费者的分期付款、融资租赁；第二种是针对二手车批发商的库存融资。由于二手车的贷款费率相对高于新车的贷款费率，因此二手车贷款业务的收益率要高于新车，导致多家新车电商也逐渐布局二手车业务，并介入二手车金融领域。

二手车平台本身由于很大程度上解决了二手车交易的信息不对称性，有较大的内生性价值，但由于二手车平台并没有旗下直属二手车平台，因此二手车平台在汽车金融领域的角色更多的导流拿提成而非直接参与，总体上议价能力不强。

图 97：瓜子二手车和优信二手车商业模式



资料来源：瓜子网，优信二手车，天风证券研究所

6.4.3. 互联网汽车金融平台：汽车金融的直接参与者，使用自有资金发放汽车贷款

除了新车和二手车电商平台之外，互联网汽车金融平台也是汽车金融的重要互联网参与者之一。互联网汽车金融平台拥有相较传统金融机构更为快速的贷款审批速度和更全面真实的用户数据，从而拥有更高的坏账甄别率。并且，与电商平台不同，互联网汽车金融平台通常是汽车金融的直接参与者，即公司本身会进行消费者贷款与垫款业务。

通常情况下，互联网汽车金融平台会有几种不同的处理贷款的方式。第一种，是使用自有资金进行贷款发放并定期向消费者收取月供，与传统融资租赁机构一致；第二种是将自己提前发放的贷款重新像金融机构申请贷款，由银行承担贷款，每月向银行支付消费者支付的月供；第三种，与新车二手车电商一样成为导流平台，向传统金融机构收取导流服务费。

图 98：互联网汽车金融平台商业模式



资料来源：易鑫车贷，浦发银行，天风证券研究所

可以说，互联网汽车金融公司将汽车金融服务搬到线上，使用自有资金，借力互联网优势深度参与汽车金融。这些企业拥有两方面较为明显的优势：**第一**，凭借互联网特性，可以较为快速且准确的甄别出贷款人的真实信息从而有相较于传统机构更低的坏账率；**第二**，由于使用自有资金，比起其他金融机构的有息资产拥有更低的资金成本；**第三**，借助信息技术优势可以较为快速的进行贷款审批，优化用户体验。

6.4.4. P2P 汽车金融服务平台：审核要求最低但资金使用成本最高

P2P 汽车金融服务平台一般是 P2P 平台项目筹资的一部分，即有一位想要购车的消费者目前贷款比较困难，或者需要急需购车不想通过复杂冗长的审核环节，那么就可以通过 P2P 平台发起汽车借款，并支付高于其他所有平台的借款利息从而吸引其他个人的资金。目前主要的 P2P 汽车金融平台以宜信宜车贷、平安普惠、玖融网为主。

7. 政策：目前处于汽车金融行业的政策红利期

7.1. 政策总览

目前汽车行业政策朝着有利于汽车金融发展的方向延伸。汽车新车销售行业《汽车销售管理办法》放款经销商品牌授权单一化体制，通过改善经销商的运营成本来减轻消费者购车负担，有利于拉动汽车销量；二手车行业从“十二五”期间起成为政策不断推动的焦点，结合国内目前二手车销量占比较低的情况来看，二手车交易有望快速增长；汽车金融领域，通过不断放宽相关机构获取资本的难度并降低资金成本，维持金融机构贴息放贷的格局，从而持续推动汽车金融的普及；与之配套，征信业不断得到规范，引入社会征信机构来完善征信体系，并提高用户隐私保护。总结来看，目前尚处于政策红利期。

7.2. 汽车销售政策

图 99：中国汽车销售部分政策

汽车销售政策	发布部门	发布时间	主要影响
《汽车品牌销售管理实施办法》（已失效）	商务部	2005年2月21日	进一步规范汽车销售市场，只有获得品牌授权的经销商才能销售汽车
《促进扩大内需鼓励汽车家电以旧换新实施方案的通知》	国务院	2009年6月1日	鼓励汽车以旧换新，扩大消费内需
《汽车摩托车下乡操作细则》	财政部	2009年6月4日	通过补贴的方式，扩大整车厂在四五线城市的促销力度，拉动低线城市的汽车消费
《车辆购置税征收管理办法》	国家税务总局	2014年12月2日	车辆购置税将以4S店、经销商提供的市场价格信息作为重要核定依据，消费者能够在一定程度上减少购车成本
《汽车销售管理办法》	商务部	2017年4月5日	打破经销商品牌授权单一化体制

资料来源：商务部，国务院，财政部，天风证券研究所

7.3. 二手车行业政策

图 100：二手车行业政策

二手车行业政策	发布部门	发布时间	主要影响
《关于促进汽车流通业“十二五”发展的指导意见》	商务部	2011年12月22日	鼓励规范二手车交易市场，形成服务流程统一规范的区域性品牌二手车卖场
《二手车鉴定评估技术规范》	商务部	2013年12月31日	规范化二手车质量标准，有利于二手车的交易与流通
《二手车流通企业经营管理规范》	中国汽车流通协会	2015年	规范化二手车经营公司等供给端的服务标准
《关于金融支持工业稳增长调结构增效益的若干意见》	国务院	2016年2月14日	支持适当降低二手车贷款首付比例，扩大汽车消费信贷
《国务院办公厅关于促进二手车便利交易的若干意见》	国务院	2016年3月25日	指导解决二手车交易不便利、信息不透明等问题，取消“限迁”政策，增加二手车车源，以拉动二手车消费

资料来源：商务部，中国汽车流通协会，国务院，天风证券研究所

7.4. 汽车金融政策

图 101：汽车金融行业政策

汽车金融行业政策	发布部门	发布日期	主要影响
《企业集团财务公司管理办法》	银监会	2006年12月28日	扩大汽车财务公司的融资渠道，为汽车金融业务的扩张提供了有效支持
《物权法》	全国人民代表大会	2007年3月16日	明确了汽车消费信贷中浮动抵押及抵押物处置等相关内容，为汽车金融业务的开展提供了法理依据
《动产抵押登记办法》	国家工商总局	2007年10月17日	扩大抵押物范围，并简化抵押人登记程序，有利于汽车金融的发展。
《汽车金融公司管理办法》	银监会	2008年1月24日	增加了汽车金融公司的融资渠道和业务范围；规范化汽车金融公司的治理和内控机制
《汽车产业调整和振兴规划》	国务院	2009年3月20日	完善汽车消费信贷制度，促进汽车消费信贷过程的规范化与法制化
《中国人民银行、中国银行业监督管理委员会公告》[2009]14号	中国人民银行	2009年8月18日	允许满足条件的金融租赁公司和汽车金融公司发行金融债券，拓宽融资渠道，有助于汽车金融的发展
《关于信贷资产证券化备案登记工作流程的通知》	银监会	2014年11月20日	信贷资产证券化业务由审批制改为业务备案制，有助于汽车金融公司盘活资产
《信贷资产支持证券发行实行注册制》	中国人民银行	2015年4月3日	降低汽车金融公司资产证券化业务的成本，减少资金成本，有利于汽车金融业务的发展
《关于修改〈汽车贷款管理办法〉的决定(征求意见稿)》	中国人民银行	2016年12月27日	引入外部信用评级，能从更多维度考察贷款人的信用等级，增强行业的风险控制能力

资料来源：银监会，国务院，中国人民银行，天风证券研究所

7.5. 个人征信政策

图 102：征信业行业政策

征信业行业政策	发布部门	发布时间	主要影响
《征信业管理条例》	国务院	2013年1月21日	征信业首部法规，规范化不良记录保留期、明确划分了禁止和限制征集的信息范围
《征信机构管理办法》	中国人民银行	2013年9月18日	从机构的设立、变更与终止到监督管理提供明确的管理标准
《关于做好个人征信业务准备工作的通知》	中国人民银行	2015年1月5日	引入社会征信机构，要求芝麻信用管理有限公司、腾讯征信有限公司等八家机构做好个人征信业务的准备工作
《关于加强征信合规管理工作的通知》	中国人民银行	2016年11月	要求各社会征信机构进行征信合规的管理工作，加强个人征信信息的保护

资料来源：国务院，中国人民银行，天风证券研究所

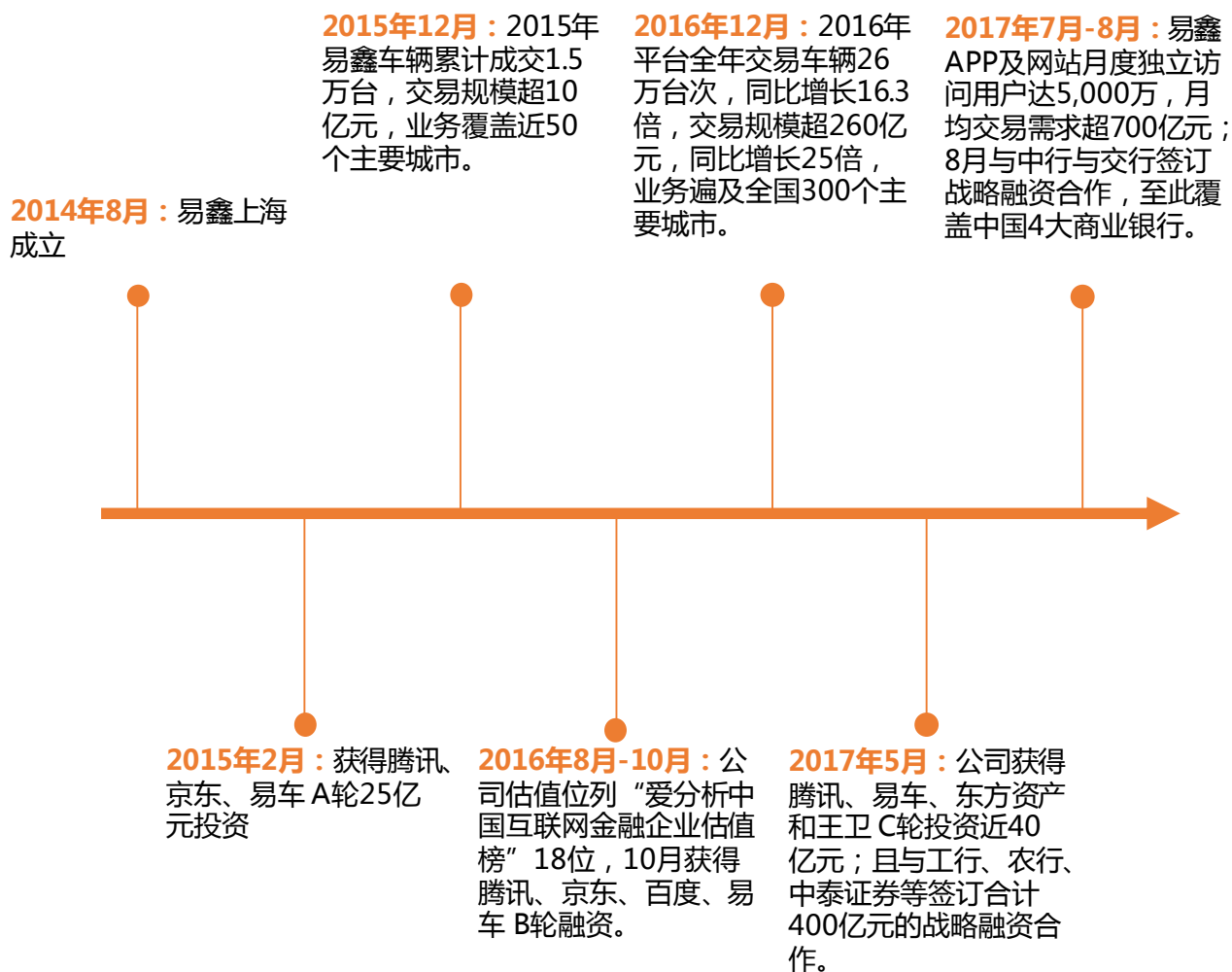
8. 行业代表性模式及主要公司分析

8.1. 易鑫集团：基于消费全生命周期的互联网汽车零售交易平台，获客成本低、融合了股东大数据的风险识别和“线上+线下”一站式服务构成竞争壁垒

8.1.1. 公司简介：由易车孵化的互联网汽车零售交易平台，堪比“新浪孵化的新浪微博”

易鑫集团成立于 2014 年 8 月，三年期间实现了快速突破。根据易鑫租赁 ABS 说明书披露的数据（易鑫集团的其中一部分业务），截止 2017 年 6 月累计签约车辆 34.9 万台次，1H17 实现收入 12.8 亿元，是 FY16 全年收入的 156%，累计违约率 0.15%，远低于行业平均水平。截止 2017 年 7 月，易鑫平台月度独立访问用户达 5,000 万，月均交易需求超 700 亿元；在 B 端，公司目前与 230 余个汽车品牌，线下 15,000 家经销商建立合作关系，渗透率约为 58%。

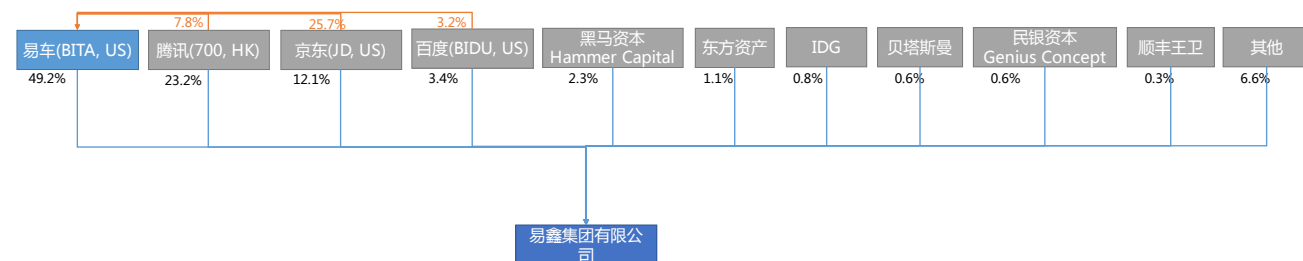
图 103：易鑫集团的发展历程



资料来源：公司官网，天风证券研究所

从股东结构看，包括腾讯、京东和百度在内的全明星股东为业务发展提供了有力的支撑。2017 年 5 月易鑫获得包括腾讯、易车、东方资产和顺丰创始人王卫 C 轮投资近 40 亿人民币；截止 17 年 6 月 30 日，易车持有 49.2% 的易鑫股权，腾讯、京东和百度合计直接持有 38.7% 的股权。

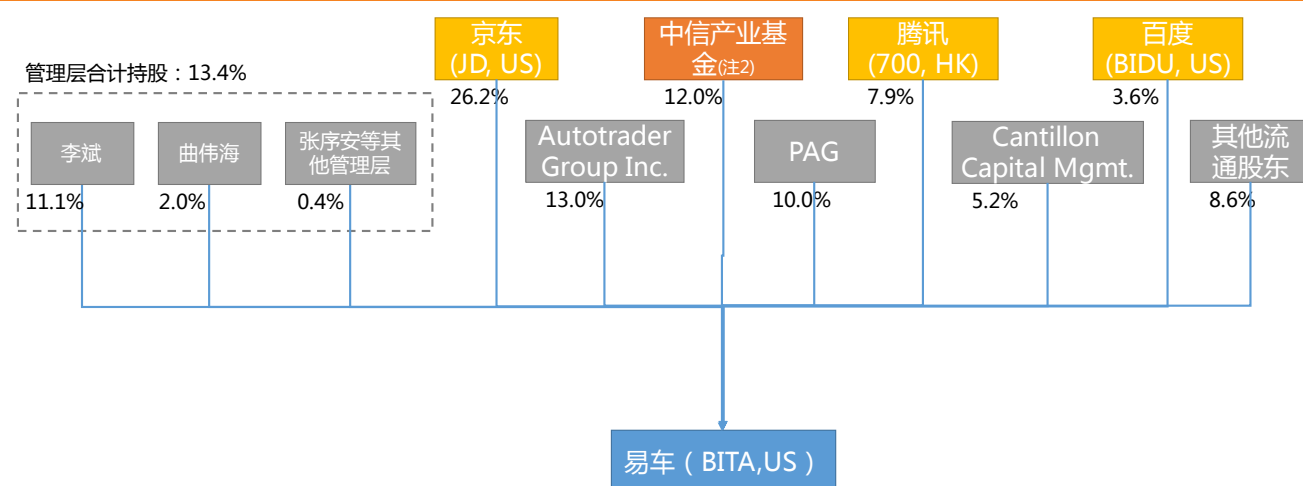
图 104：易鑫的股权结构（截止 2017 年 6 月 30 日）



资料来源：上海易鑫融资租赁有限公司 2017 年第二期资产支持票据募集说明书（2017 年 9 月），SEC 20-F filings as of Mar 31, 2017，天风证券研究所

母公司层面，截止 2017 年 6 月 30 日，京东、腾讯和百度分别持有易车 25.7%、7.8%和 3.4% 的股权，实现了对易鑫的间接持股。

图 105：易鑫母公司易车的股权结构（截止 2017 年 3 月 31 日）

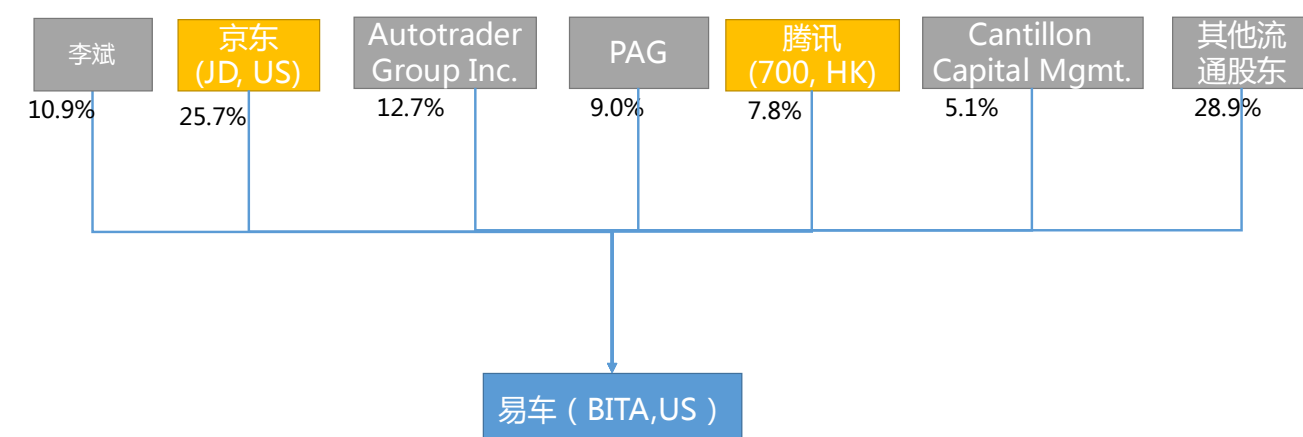


资料来源：SEC 20-F filings as of Mar 31, 2017，天风证券研究所

注 1：基于已发行及流通总股本 69,216,016.5 计算；

注 2：中信产业基金在 2017 年 4 月 24 日，以 \$27.07 均价在公开市场购买了 15,506 ADSs，并在 2017 年 8 月 15 日至 8 月 24 日期间，以 \$37.61 的均价在公开市场卖出了 4,764,823 ADSs。截止 2017 年 8 月 24 日，其易车的持股比例已减至 4.99%。

图 106：易鑫母公司易车的股权结构（截止 2017 年 8 月 24 日）

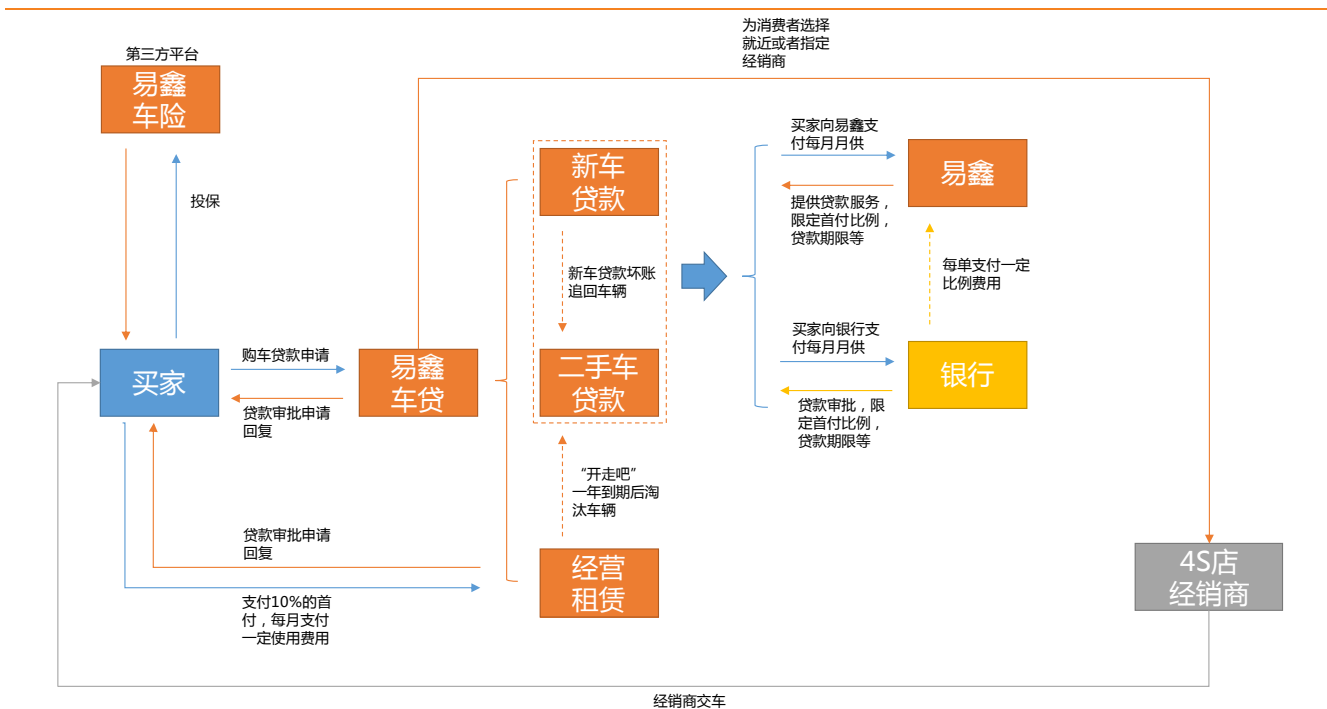


资料来源：上海易鑫融资租赁有限公司 2017 年第二期资产支持票据募集说明书（2017 年 9 月），SEC 20-F filings as of Mar 31, 2017，天风证券研究所

8.1.2. 公司商业模式：从汽车消费链着手，构建汽车消费全生命周期的互联网汽车零售交易平台

单纯从买车这一消费行为来看，购买新车/二手车是相对低频的一次性行为，通常消费者在完成交易后，除了偶尔的维修保养外，与汽车经销商/4S 店的平台交互行为几乎宣告结束。易鑫除了延伸易车提供的信息服务，同时涉足二手车/新车交易环节，也介入新车/二手车融资租赁、经营租赁及保险等增值服务，满足消费者买车、用车、养车、换车的交易闭环，**金融服务是整个链条中的润滑剂、大数据及多维度的用户信息是构成易鑫风险识别和控制的竞争核心**，这也是易鑫车贷能够以更低的获客成本，获得更低的逾期率和坏账率的原因。

图 107：易鑫车贷主要业务商业模式



资料来源：公司官网，上海易鑫融资租赁有限公司 2017 年第二期资产支持票据募集说明书（2017 年 9 月），天风证券研究所

易鑫车贷目前主要提供新车/二手车贷款、经营性租赁、车抵贷等业务。在新车贷款领域，公司自营业务推出了一证贷、鑫动融、鑫享贷等不同融资方案，不同融资方案拥有不同首付比例（最低零首付），贷款期限（最长 60 个月）和月供。在二手车贷款领域，易鑫车贷拥有 3 种主流服务方案，易鑫自营的一证通和两证通方案和合作银行提供的贷款服务。二手车的首付比例在最低在 20%-30%，贷款期限最长为 36 个月。若消费者通过易鑫平台选择银行贷款，则易鑫车贷可以从合作银行获得一定的抽成。

图 108：易鑫车贷新车的贷款方案比较

项目	车价（元）	首付比例（%）	期限（月）	首付额度（元）	贷款额度（元）	利息总计（元）	月供（元）	IRR（%）
一证贷-利息折扣	99,800	30%	36	29,940	69,860	12,328	2,283	11.4%
一证贷-首付立减	99,800	30%	36	29,940	69,860	15,964	2,384	14.8%
鑫动融	99,800	30%	36	29,940	69,860	24,964	2,634	23.2%
鑫享贷	99,800	30%	36	29,940	69,860	13,516	2,316	12.5%
车一贷（广发银行）	99,800	30%	36	29,940	69,860	9,592	2,207	8.9%

资料来源：易鑫车贷 APP（2017 年 9 月 22 日），天风证券研究所

图 109：易鑫车贷二手车贷款方案比较

项目	车价(元)	首付比例(%)	期限(月)	首付额度(元)	贷款额度(元)	利息总计(元)	月供(元)	IRR(%)
易鑫自营-一证通	108,000	30%	36	32,400	75,600	18,576	2,616	15.9%
易鑫自营-两证通	108,000	30%	36	32,400	75,600	13,356	2,471	11.4%
平安银行-低利率贷	108,000	30%	36	32,400	75,600	17,244	2,579	14.8%

资料来源：易鑫车贷 APP（2017 年 9 月 22 日），天风证券研究所

经营性租赁以“开走吧”产品为代表。通常来说，消费者需要首次支付 10% 的首付，并且在未来的 12 个月里支付一定额度（大致与贷款买车月供相同），一年之后消费者既可以选择分期买车，或者也可以用相同的方案再开一年新车。对于易鑫车贷来说，如果消费者选择换辆新车或者结束租赁，易鑫车贷就会把租赁车辆以二手车的形式拍卖或者出售。

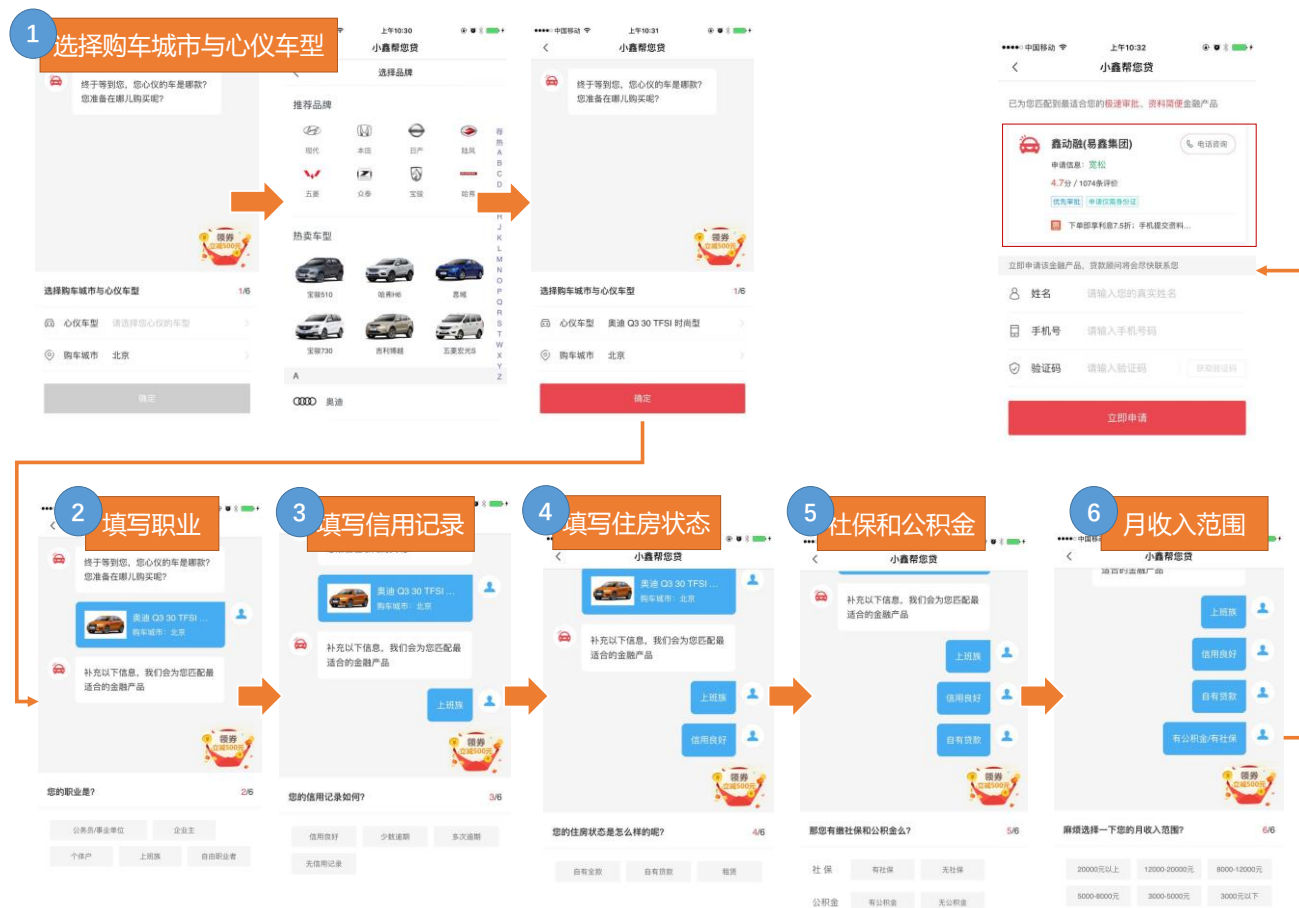
图 110：易鑫车贷的经营性租赁“开走吧”方案详情

项目	厂商指导价(元)	首付比例(%)	首次支出(元)	月租(元)	租赁期限(月)	分期买车期限(月)	分期买车每月支出(元)	消费者购车总支出(元)
开走吧	98,800	10%	9,880	2,465	12	36	2,359	124,384

资料来源：易鑫车贷 APP（2017 年 9 月 22 日），天风证券研究所

从贷款流程上，用户只需在网站/App 端进行六项个人信息登记，就会有服务专线电话沟通贷款细节，最快 1 小时出贷款结果。审批成功后，最快当天即可放款，若下午返回审批结果，第二天即可放款；放款后可直接提车。

图 111：易鑫车贷的申请审批流程

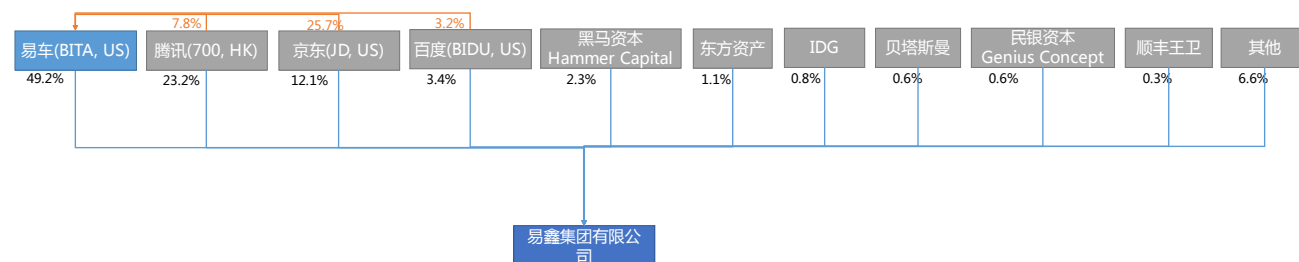


资料来源：易鑫车贷 APP，天风证券研究所

8.1.3. 公司核心优势：融合了 BTJ 三家大数据积累构筑的风控能力，形成了低逾期率和低坏账率的优势

易鑫背后的股东包括腾讯、京东和百度，这三家股东将通过各自的优势资源支持易鑫发展。京东和腾讯在金融、大数据、社交平台、媒体推广等方面具有技术和市场优势。百度为易鑫提供线上业务导流、联合风控模型和反欺诈模型等支持；与京东征信实现了数据共享，后续将会接入腾讯大数据征信评估，实现互联网与传统人行征信互补的交叉验证征信体系。目前，易鑫金融已经完成了智能数据、风控管理、资产管理三大中心的核心布局。以风控为例，易鑫金融已经和股东建立了 40 多个风控模型。

图 112：易鑫的股权结构（截止 2017 年 6 月 30 日）



资料来源：上海易鑫融资租赁有限公司 2017 年第二期资产支持票据募集说明书（2017 年 9 月），20-F filings as of Mar 31, 2017, 天风证券研究所

为了防止车辆作为抵押物处置风险，易鑫车贷平均首付比例为 30.28%，同时在租赁的每一辆车上均安装了 GPS 定位系统。在追踪管理中，易鑫将应用 GPS 风险模型对车辆 GPS 定位信息与承租人提交的材料信息进行分析、核对，一旦发现“信息不符”表明承租人车辆定位不在承租人材料载明中应在的地点，或其行驶路径显示该承租人有出境外逃的风险。车辆处置工作在催收工作结束后将由资产回收组发起，针对在库车辆通过拍卖、寄售、赎回等方式进行资产处理，通常情况处置周期能够在 30 天至 45 天内完成，最终处置价格一般能够达到该笔合同剩余未偿还本金的 101%（ABS 说明书所披露），略有盈利。

图 113：借助股东大数据信息，易鑫风控模型的大数据运算基础

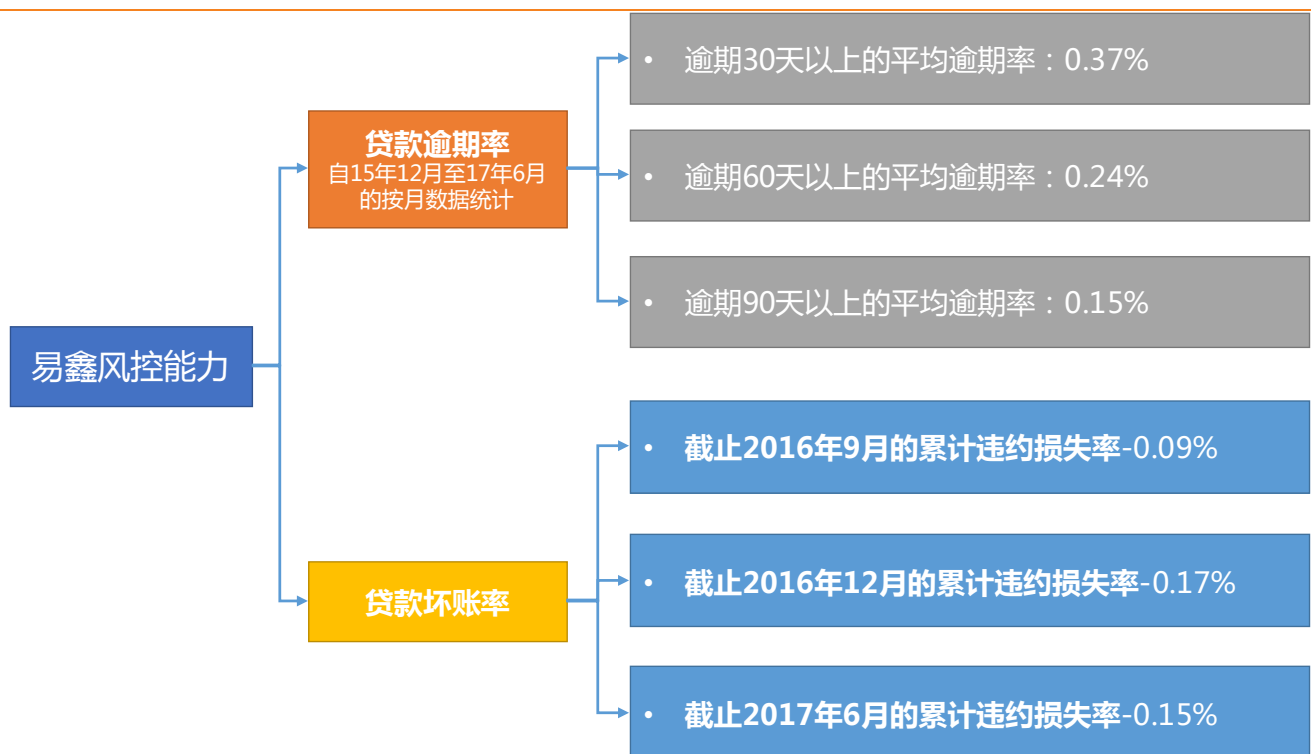


资料来源：公司公告，中国人民银行，天风证券研究所

为了进一步了解易鑫的风控能力，我们逐一查阅了易鑫租赁发行的资产支持票据募集说明书，以 2017 年 9 月 20 日公告的《上海易鑫融资租赁有限公司 2017 年度第二期资产支持票据》说明书所阐述的逾期率和坏账率：

- 逾期率（自 2015 年 12 月至 2017 年 6 月的按月数据统计）
 - 逾期 30 天以上的平均逾期率：0.37%；
 - 逾期 60 天以上的平均逾期率：0.24%；
 - 逾期 90 天以上的平均逾期率：0.15%。
- 贷款坏账率
 - 截止 2016 年 9 月的累计违约损失率-0.09%；
 - 截止 2016 年 12 月的累计违约损失率-0.17%；
 - 截止 2017 年 6 月的累计违约损失率-0.15%。

图 114：易鑫租赁的贷款逾期率和坏账率（上海易鑫融资租赁有限公司 2017 年度第二期资产支持票据）



资料来源：Wind，《上海易鑫融资租赁有限公司 2017 年度第二期资产支持票据》发行说明书，天风证券研究所

图 115：易鑫租赁逾期率、提前退租率和违约损失率情况

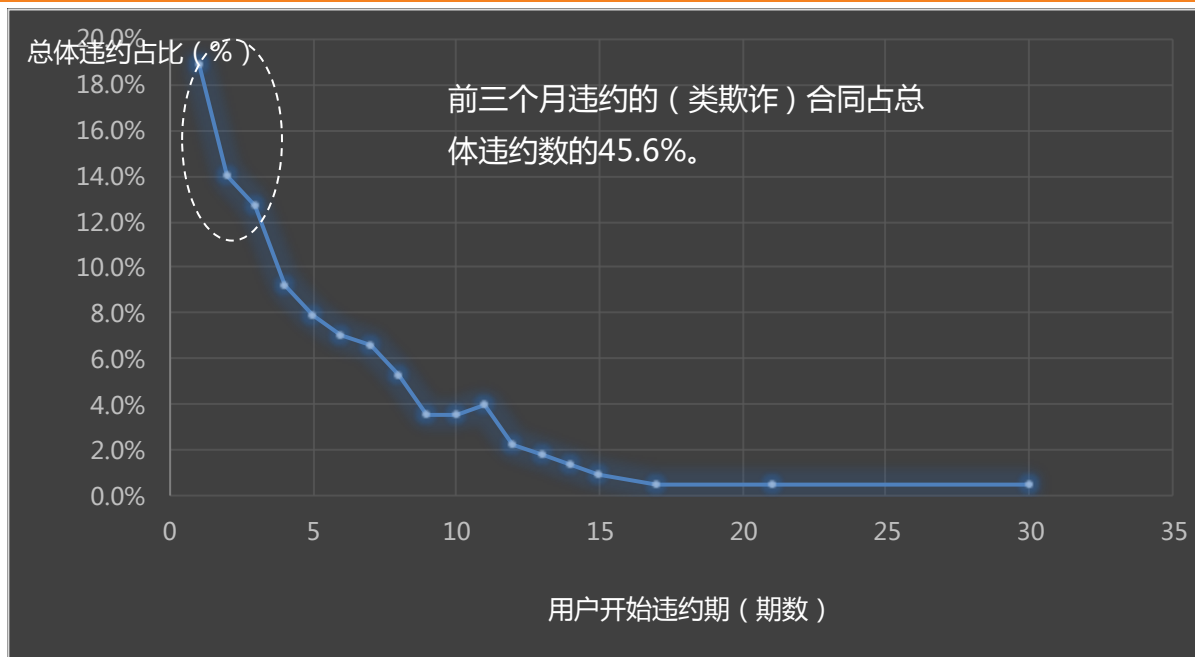
截至日期	逾期率				违约损失率	提前退租率	租赁合同数量（份）	租赁合同应收账款余额（亿元）
	30+	60+	90+	180+				
2015 年 12 月 31 日	0.10%	0.02%	0.00%	0.00%	0.00%	0.18%	16228	10.52
2016 年 3 月 31 日	0.20%	0.10%	0.06%	0.00%	0.00%	0.34%	43063	25.27
2016 年 6 月 30 日	0.31%	0.21%	0.11%	0.00%	0.00%	0.48%	80455	45.47
2016 年 9 月 30 日	0.45%	0.29%	0.18%	0.01%	0.09%	0.29%	138410	79.00
2016 年 12 月 31 日	0.38%	0.28%	0.21%	0.01%	0.17%	0.34%	230685	138.67
2017 年 6 月 30 日	0.52%	0.36%	0.25%	0.03%	0.15%	0.58%	349291	195.76

资料来源：Wind，《上海易鑫融资租赁有限公司 2017 年度第二期资产支持票据》发行说明书，天风证券研究所

为有效核验易鑫租赁在坏账损失率以及公司通过法律诉讼/仲裁手段追偿的，我们通过法律数据库查阅了从 2016 年 1 月到 2017 年 7 月的 377 份裁判文书（判决书/裁定书），最终核实了 228 个违约通过法律程序追偿的案件，占总体租赁合同数量的 0.07%，符合公司截止 2017 年 6 月 30 日公布的 0.15% 违约率。

在违约的 228 个合同中，有 45.6% 的合同在前三个月构成违约，租赁人不再偿还剩余的欠款，这部分我们通常会认为类欺诈的骗贷行为。在考虑前三个月违约的情况下，平均违约周期为 5.12 月；剔除前三个月违约情况下，平均违约周期为 7.9 个月。因此，经常风险审核的车贷违约风险基本在第一年就已充分体现，风险后置的可能性相对较小。

图 116：易鑫租赁的违约期限分析



资料来源：企查查-企业相关法律诉讼查询，天风证券研究所

8.1.4. 资金来源：ABS 与银行授信构建相对较低的资金池，16 年融资平均利率约为 4.97%

为了解决融资租赁的资金来源，从 2016 年开始，易鑫租赁累积发行 16 期 ABS/ABN 合计获得人民币 163.6 亿元资金，经我们测算资金成本在 5%-5.5%之间。根据易鑫租赁在 2017 年第二期资产支持票据发行说明书所述，易鑫租赁 2016 年融资平均利率约为 4.97%。

图 117：易鑫租赁发行的 ABS/ABN 产品

项目名称	发行总额(亿元)	次级占比(%)	发行截止日
上海易鑫融资租赁有限公司2017年度第二期资产支持票据	14.95	5.71	2017年9月22日
中泰共赢-易鑫三期资产支持专项计划	22.07	5.30	2017年8月23日
上海易鑫融资租赁有限公司2017年度第一期资产支持票据	5.02	5.37	2017年8月11日
百度-易鑫四期资产支持专项计划	10.00	n.a.	2017年6月1日
华泰-易鑫一期资产支持专项计划	10.00	n.a.	2017年4月7日
中泰-易鑫二期资产支持专项计划	20.89	10.58	2017年3月29日
中泰私募-易鑫资产支持专项计划	9.33	n.a.	2017年3月3日
百度-易鑫三期资产支持专项计划	8.50	n.a.	2017年1月13日
百度-易鑫二期资产支持专项计划	14.85	n.a.	2016年12月9日
百度-易鑫一期资产支持专项计划	9.87	n.a.	2016年11月15日
中泰-易鑫一期资产支持专项计划	11.94	10.39	2016年10月18日
光大-易鑫一期资产支持专项计划	5.61	13.01	2016年8月19日
中信-易鑫一期资产支持专项计划	3.55	n.a.	2016年8月2日
国金-易鑫租赁三期资产支持专项计划	7.62	16.01	2016年7月5日
国金-易鑫租赁二期资产支持专项计划	4.87	12.94	2016年3月30日
国金-易鑫租赁一期资产支持专项计划	4.56	12.28	2016年1月29日

资料来源：Wind（2017年10月7日），《上海易鑫融资租赁有限公司2017年度第二期资产支持票据》发行说明书，天风证券研究所

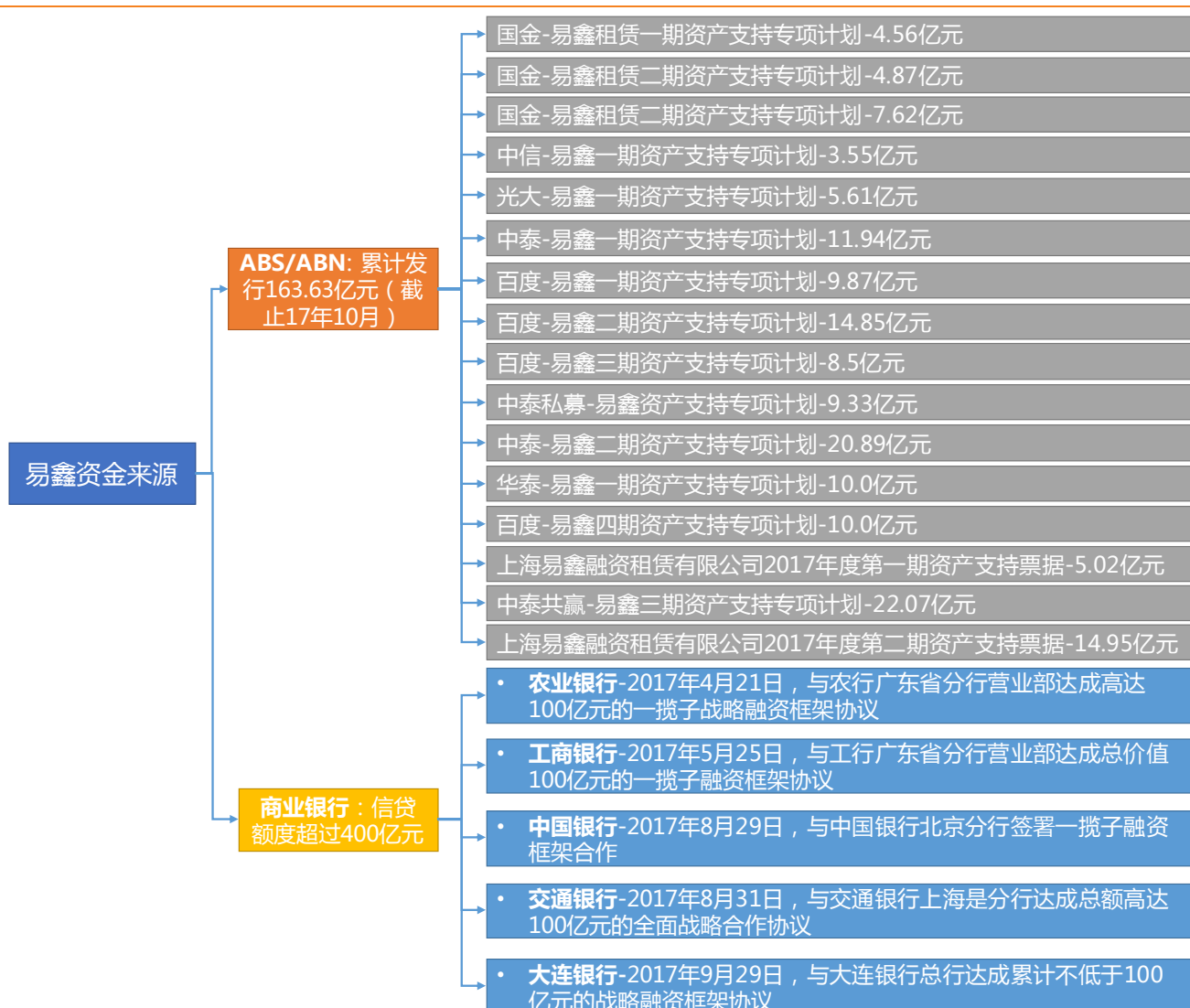
从 2017 年 4 月开始，易鑫陆续与农业银行、工商银行、中国银行、交通银行和大连银行签订了累计超过 400 多亿元的授信业务，为其未来发展储备了资金基础。截止 2017 年 6 月末，作为集团业务一环的易鑫租赁在银行授信共计 13.865 亿元，其中已使用金额 8.677 亿元。

图 118：上海易鑫融资租赁有限公司截止 2017 年 6 月 30 日的授信明细表

银行名称	授信金额（元）	贷款余额
中国银行	500,000,000	200,000,000
广州农商行	100,000,000	100,000,000
汇丰银行	386,500,000	321,689,500
华瑞银行	100,000,000	100,000,000
交通银行	300,000,000	146,000,000
合计	1,386,500,000	867,689,500

资料来源：Wind（2017 年 10 月 7 日），《上海易鑫融资租赁有限公司 2017 年度第二期资产支持票据》发行说明书，天风证券研究所

图 119：易鑫租赁的资金来源-ABS/ABN 与商业银行授信（不完全统计）



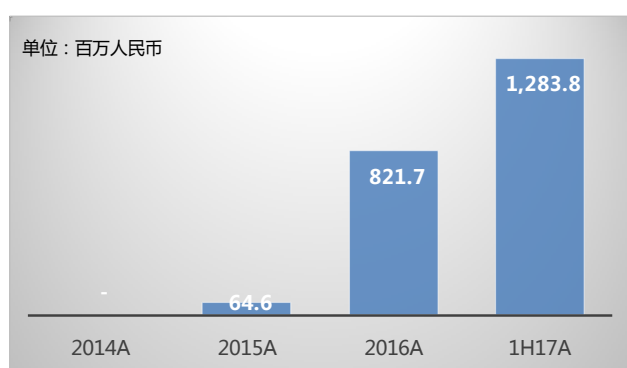
资料来源：Wind（2017 年 10 月 7 日），《上海易鑫融资租赁有限公司 2017 年度第二期资产支持票据》发行说明书，公司官网，天风证券研究所

8.1.5. 经营业绩：科技武装金融实现营收快速增长，17 年上半年较 16 年全年增长 56%

易鑫租赁(易鑫集团的业务一环)于 2014 年 8 月成立,15 年由融资租赁业务产生 RMB6,461 万人民币收入。2016 年收入较 2015 年实现了 11.7x 的增长,17 年上半年实现收入 RMB12.8 亿元,实现了 16 年全年收入的 156%,我们预计未来受益于融资租赁台次,以及开放平台业务的快速增长,营收将快速增长

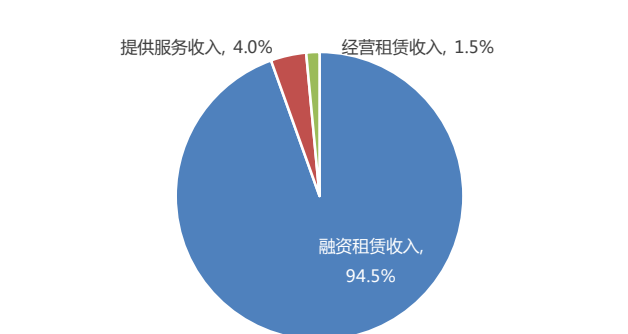
易鑫租赁从 16 年起,除了利用发行 ABS/ABN 和银行贷款的方式,采用自营方式进行融资租赁外,还利用已有的车贷风控体系开放银团贷款,也积极开拓诸如“开走吧”这样的经营租赁业务来满足不同的消费需求。16 年融资租赁收入占整体的 94.5%,开放平台的提高服务收入占 4%,经营租赁收入占 1.5%。

图 120: 易鑫租赁的主营业务收入增长 (2014-2016,1H17)



资料来源:《上海易鑫融资租赁有限公司 2017 年度第二期资产支持票据》发行说明书,天风证券研究所

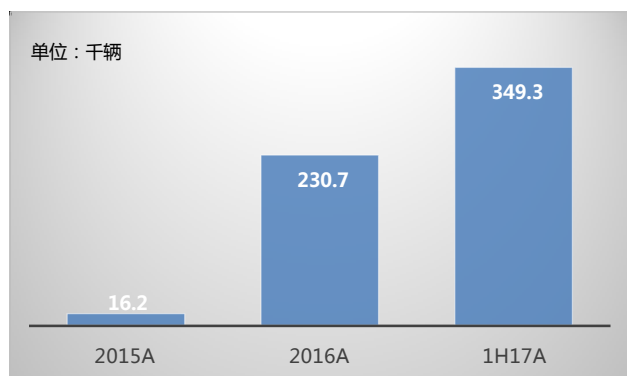
图 121: 易鑫租赁的收入构成-2016A



资料来源:《上海易鑫融资租赁有限公司 2017 年度第二期资产支持票据》发行说明书,天风证券研究所

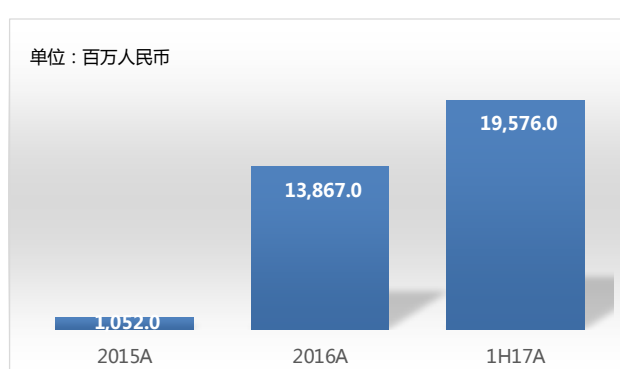
在完成业务流程的构建与完善后,易鑫租赁(易鑫集团的业务之一)累计合同数(融资租赁车辆台次)实现了跨越式发展,有望在 17 年累计突破 50 万台次。从 15 年的 1.6 万台次,到 16 年的累计 23.1 万台次,实现了高度的扩张,截止 2017 年 6 月累计实现融资租赁台次 34.9 万台。从融资租赁的应收账款约来看,在 15 年 10.5 亿的基础上,16 年末快速扩大至 138.7 亿元,截止 17 年 6 月达到 195.8 亿元。参考《上海易鑫融资租赁有限公司 2017 年度第二期资产支持票据》发行说明书所披露的易鑫租赁直接债务融资计划,公司在 2017 年下半年和 2018 年全年投放 140 亿和 336 亿左右,按车均 7 万元的平均贷款计算,2H17 和 18 年有望继续新增 20 万台次/48 万台次的车辆。

图 122: 易鑫租赁的累计融资租赁台次 (2015-2016,1H17)



资料来源:《上海易鑫融资租赁有限公司 2017 年度第二期资产支持票据》发行说明书,天风证券研究所

图 123: 易鑫租赁的应收账款余额 (2015-2016,1H17)



资料来源:《上海易鑫融资租赁有限公司 2017 年度第二期资产支持票据》发行说明书,天风证券研究所

按融资租赁，类同于汽车销量来计算，易鑫租赁作为易鑫集团的一部分，2016 年的新车/二手车交易量已经位居中国汽车交易平台的 Top8。按易鑫租赁 1H17 新签合同 13.7 万份，以及上半年约占全年交易量的三分之一的预测，17 年易鑫租赁有望成为中国第三大汽车交易平台。

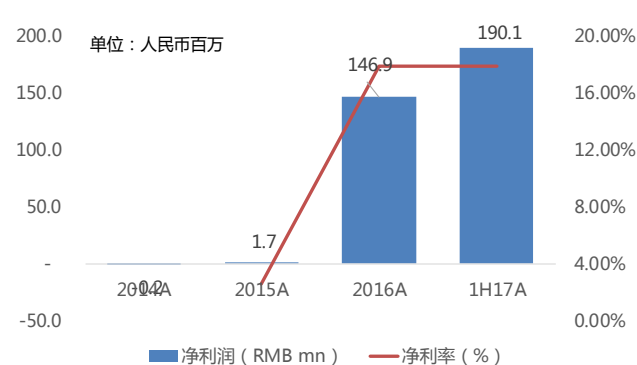
易鑫租赁 16 年实现 1.47 亿利润，较 15 年 167 万利润实现了快速增长，净利率提升 15.3 百分点达到 17.9%。17 年上半年实现净利润 1.9 亿元，净利率为 14.8%，未来有望随着收入规模的扩大和经营效率的提升持续提高。

图 124：2016 年中国汽车交易平台的交易量排名（新车/二手车销售 & 融资租赁签约合同数）

序号	交易平台	2016年销量（包含二手车）
1	广汇汽车服务股份公司	914,954
2	庞大汽贸集团股份有限公司	521,761
3	中升集团控股有限公司	328,000
4	广物汽贸股份有限公司	285,376
5	奇瑞徽银汽车金融股份有限公司	277,565
6	恒信汽车集团股份有限公司	241,167
7	浙江物产元通汽车集团有限公司	232,000
8	上海易鑫融资租赁有限公司	220,841
9	万友汽车投资有限公司	210,325
10	深圳市东风南方实业集团有限公司	190,876

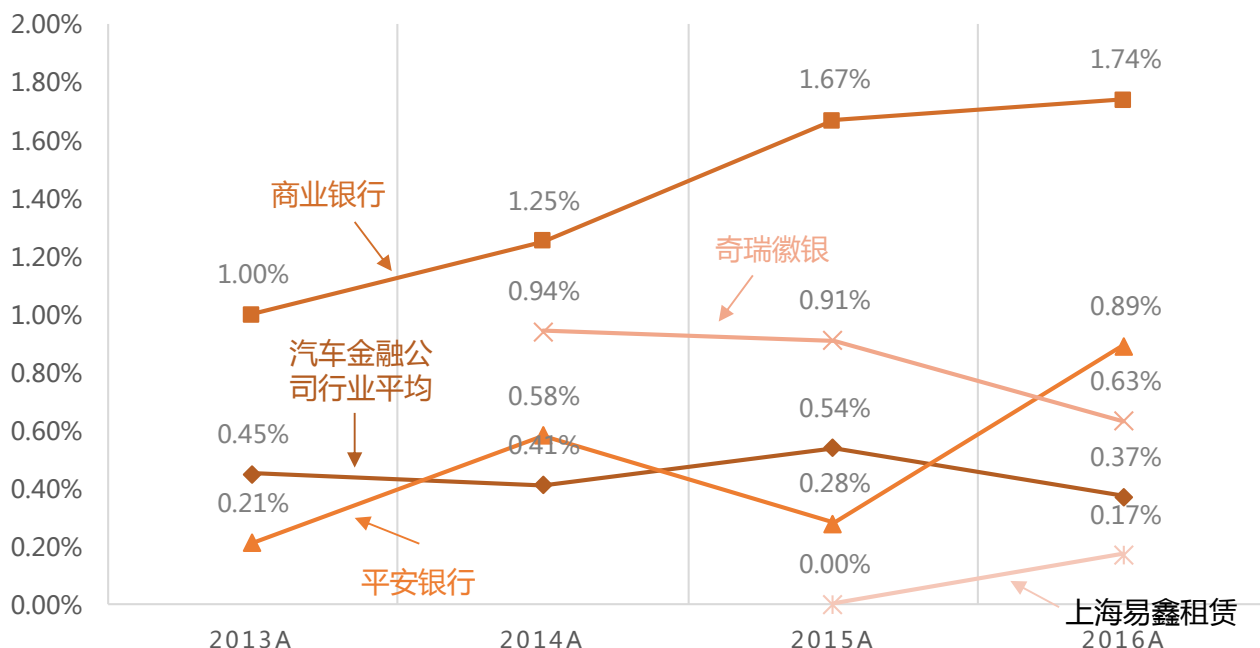
资料来源：中国汽车流通协会，《上海易鑫融资租赁有限公司 2017 年度第二期资产支持票据》发行说明书，天风证券研究所

图 125：易鑫租赁的利润增长（2014-2016, 1H17）



资料来源：《上海易鑫融资租赁有限公司 2017 年度第二期资产支持票据》发行说明书，天风证券研究所

图 126：易鑫租赁的汽车金融坏账率及其汽车金融行业坏账率比较



资料来源：中国汽车金融公司行业发展报告，《上海易鑫融资租赁有限公司 2017 年度第二期资产支持票据》发行说明书，Wind 资讯，天风证券研究所

与此同时，由于易鑫租赁在融资租赁/经营租赁的每一辆车上均安装了 GPS 定位系统，能使人人的驾驶行为及车辆运行数据，为未来诸如像 UBI（Usage

BasedInsurance 驾驶行为车险，保费取决于驾驶时间、地点、驾驶方式等综合指标考量，为记录驾驶员的上述行为并关联理赔金额，参加 UBI 的车主都会在车上安装 UBI 车载智能盒子。) 进行保费的个性化差别定价奠定重要的数据基础。参考易鑫租赁截止 2017 年 6 月的 34.9 万累计合同数（等同于车辆台次），以及我们预计年末累计数有望突破 50 万台次，将成为全球拥有车辆积累数据排名第三的公司，仅次于 Hertz 的 68.1 万辆和 Avis 的 61.9 万辆（截止 17 年 6 月 30 日），高于神州租车的 10 万辆。

8.1.6. 易鑫购车体验店：集“体验+交易+增值服务”于一体的新零售业态

从 16 年起，易鑫切入线下体验店，截止 2017 年 10 月 9 日，全国已建立 100 家门店，涵盖中国绝大多数省市区域，为客户搭建线上、线下的连接器，满足金融产品、新车二手车交易、租赁、保养和轻维修的多样化需求，是汽车领域的新零售尝试，深挖客户价值，提高客户生命周期的价值。

图 127：易鑫车贷线下体验店的区域分布图（截止 2017 年 10 月 9 日）



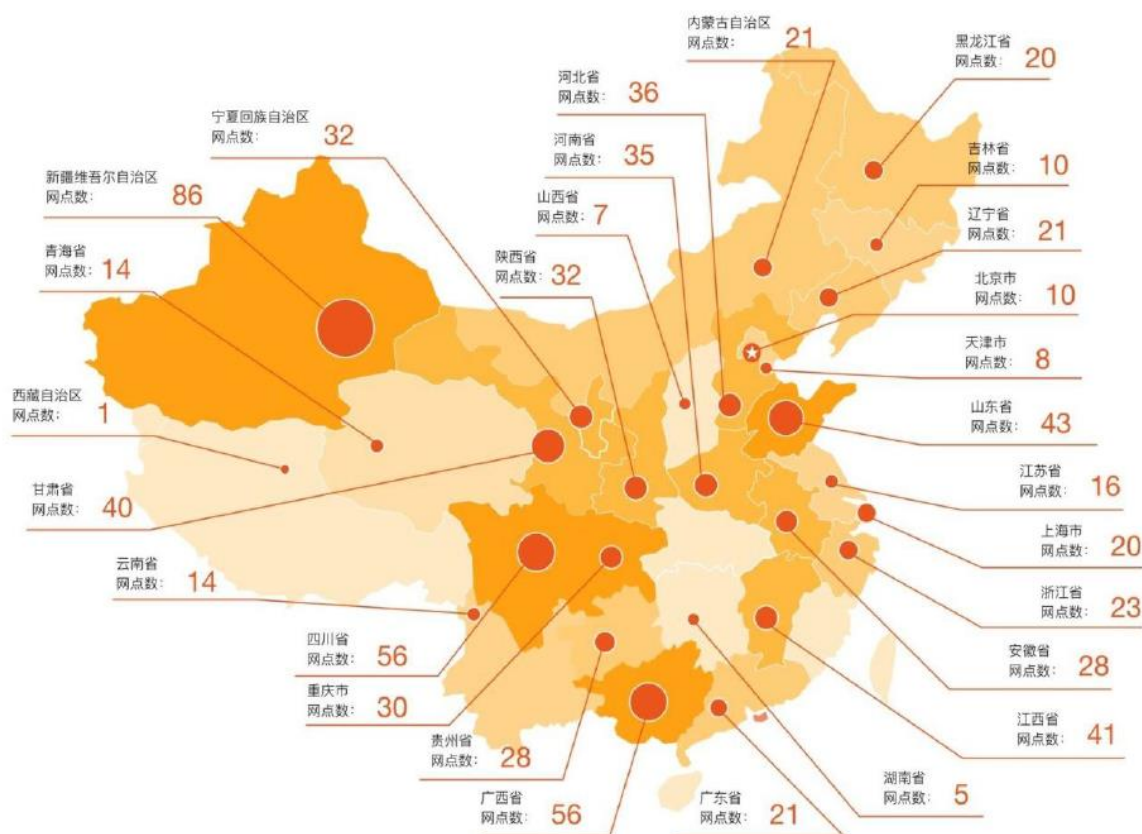
资料来源：公司官网，天风证券研究所

8.2. 广汇汽车：凭借遍布全国的网点布局，受益于与消费者的直接接触

8.2.1. 公司简况：2017 上半年汽车融资租赁收入 9.7 亿元，全国范围内拥有 754 个营业网点

广汇汽车是中国目前规模最大的汽车经销商之一，也是乘用车融资租赁服务商中规模较大的几家之一。2016 年广汇汽车营业收入为 1,354.2 亿元，同比增长 44.5%，净利润为 28 亿元，同比增长 41%，净利润率为 2.1%。截止 2017 年上半年，广汇汽车在全国 28 个省、自治区和直辖市拥有 754 个营业网点（其中 691 家为 4S 店），2017 上半年销售新车 36.7 万辆，二手车代理交易 7.9 万辆，融资租赁 8.5 万辆。

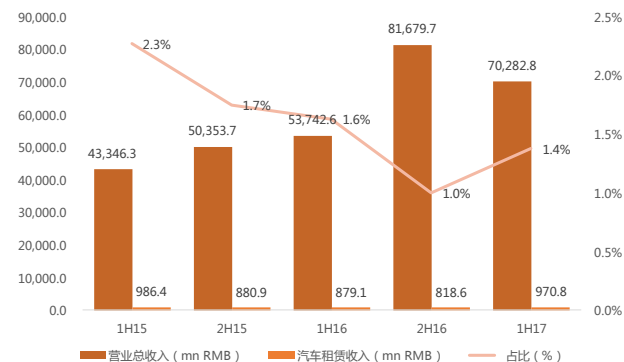
图 128：广汇汽车全国网点布局



资料来源：公司公告，天风证券研究所

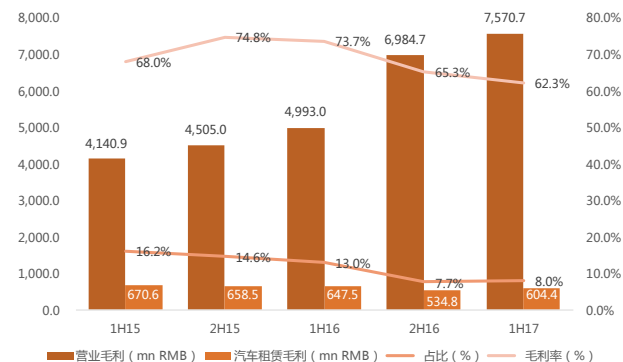
FY16 实现融资租赁服务收入 17 亿元，同比下滑 9.1%，占整体营收 1.3%，净利润达到 6.8 亿元，占整体利润的 24.4%，虽然收入贡献仅为 1.3%，但贡献了整体利润的 24.4%。1H17 融资租赁服务收入 9.7 亿元，同比增长 10.4%。

图 129：广汇汽车营业收入及融资租赁服务收入（1H15-1H17）



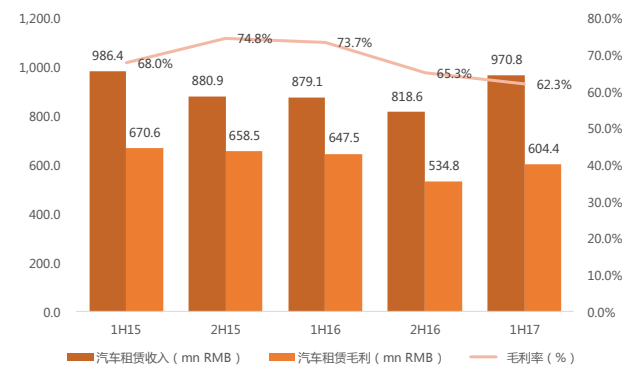
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 130：广汇汽车融资租赁服务毛利及毛利率（1H15-1H17）



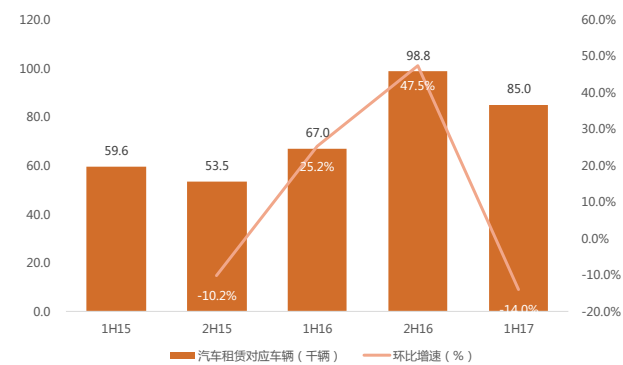
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 131：汽车融资租赁业务收入及毛利（1H15-1H17）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 132：汽车租赁对应车辆（1H15-1H17）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

8.2.2. 公司汽车融资租赁商业模式：贷款费率处于行业较高水平，但由于拥有场景优势与消费者直接发生交易

当客户选择自己心仪的车辆并选择租赁方式，广汇汽车旗下租赁公司（汇通信诚租赁）就会为客户购买该车辆，并按合同租给客户，客户除了支付一定金额作为首付之外，也需要在合同规定期限内每月向汇通信诚支付月供，待合同期满后公司将汽车的所属权过渡给消费者。

公司目前主要的融资租赁方式分为新易融、气球融、精英融和轻松融。

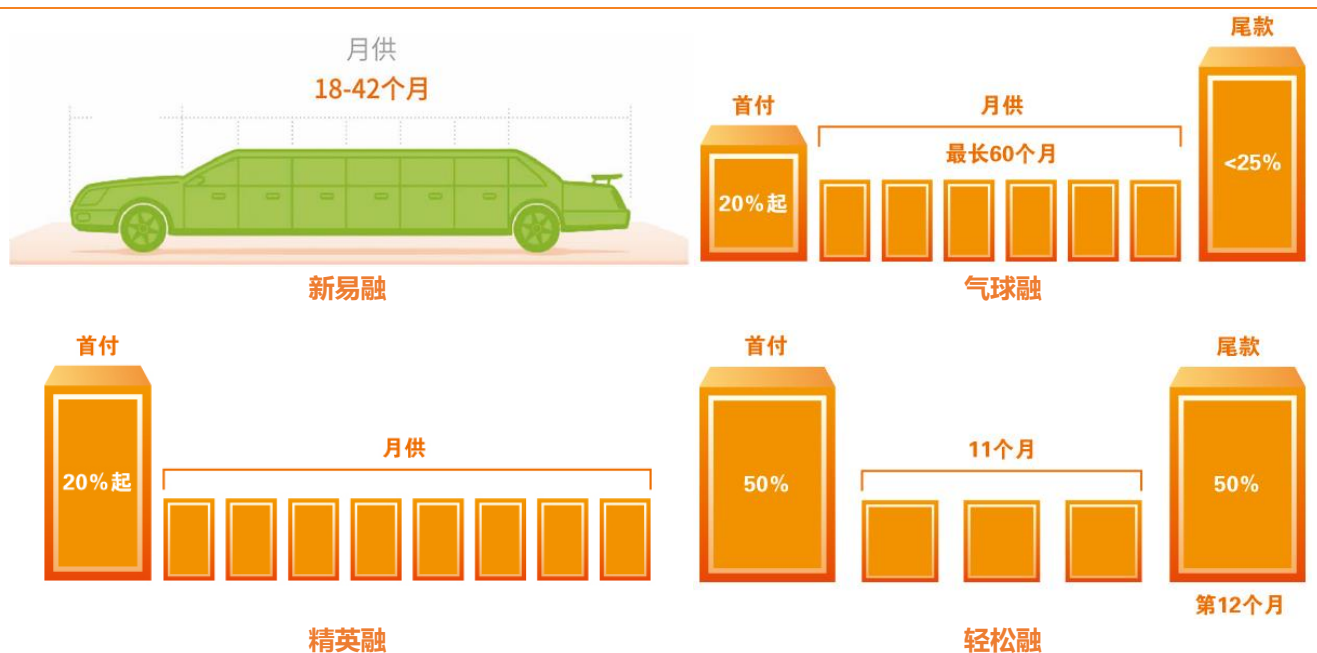
新易融方案下，消费者向汇通信诚租赁支付 20-30% 的首付，并选择 18-42 月的贷款周期，该方案下高信用用户甚至可以以零首付零费率进行车辆贷款；

气球融方案是需要消费者进行首付和在付款最后一期支付较大规模的尾款，在最高长达 60 个月的贷款周期里只需要支付少量月供；

精英融与新易融方案大致相似，只不过对于企业用户有更多的优惠，且还款方式更加多元化；

轻松融是一个短期贷款方案，通常贷款周期为 12 个月，消费者首付比例为 50%，12 个月结束之后消费者还需支付剩余 50%，期间支付少量月供。根据汇通信诚官网提供的贷款利率计算器，新易融项目的费率最低，轻松融项目最高，具体月费率为新易融 0.70% vs. 气球融 0.84% vs. 轻松融 1.31%。

图 133：公司融资租赁多种方案示意图



资料来源：公司官网，天风证券研究所

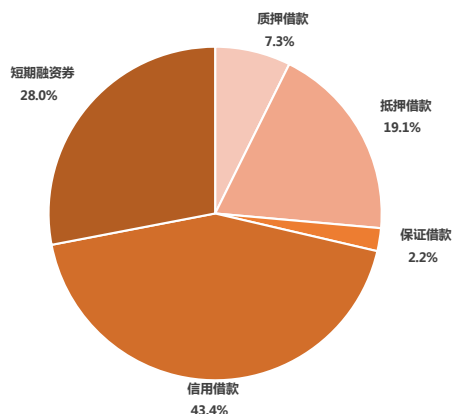
图 134：广汇汽车融资租赁方案贷款方案

项目	车价 (元)	首付比例 (%)	尾款比例 (%)	期限 (月)	尾款额度 (元)	贷款额度 (元)	利息总计 (元)	月供 (元)	IRR (%)
新易融	99,800	30%		36		69,860	20,032	2,497	18.6%
气球融	99,800	30%	30%	36	29,940	69,860	24,515	1,841	17.2%
轻松融	99,800	50%	50%	12	49,900	49,900	8,415	765	18.4%

资料来源：公司官网（2017 年 9 月 23 日），天风证券研究所

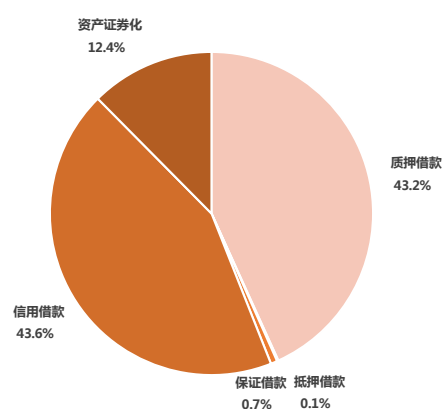
广汇汽车 2017 上半年短期借款 251.3 亿元，长期借款（含一年内到期长期借款）226.7 亿元。短期借款以信用借款和短期融资券为主（目前以 270 天为主），公司短期借款利率区间为 0-9.86%（2016 年末为 0-8.94%），上限比 2016 年提高 0.92%；长期借款以信用借款，质押借款为主，资产证券化仅占 12.4%，长期借款利率区间为 4.28-8.43%（2016 年末为 4.30-8.75%），长期借款利率相较 2016 年有所下降。

图 135：广汇汽车 2017 上半年短期借款结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 136：广汇汽车 2017 上半年长期借款结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：包含一年内到期长期借款

8.2.3. 公司优势：较为明显的渠道与规模优势，丰富的产品线与融资渠道

广汇汽车拥有较为明显的渠道优势与规模优势。广汇汽车在全国拥有 754 家经销网点，触及 908 万基盘客户，为消费者提供 57 款不同品牌。这使得公司拥有直接面对消费者的机会，有利于推广汽车金融、二手车交易等业务。此外，较为庞大的规模成为了公司的优势，既可以发挥规模效应，也可以成为另一道壁垒。

公司业务线较为丰富，可以满足不同消费者的汽车金融需求。广汇汽车旗下融资租赁公司提供新易融、气球融等多种不同类型的贷款方式，既可以根据消费者不同信用等级提供差异化方案，也可以从中获取更多收益。

公司拥有丰富的融资渠道，有效减少资金成本。广汇汽车的融资手段包括信用借款、抵押借款、发行短期融资券、资产证券化等，甚至公司作为上市公司（母公司在 A 股上市，子公司广汇宝信在 H 股上市），也可以在二级市场进行低成本融资。

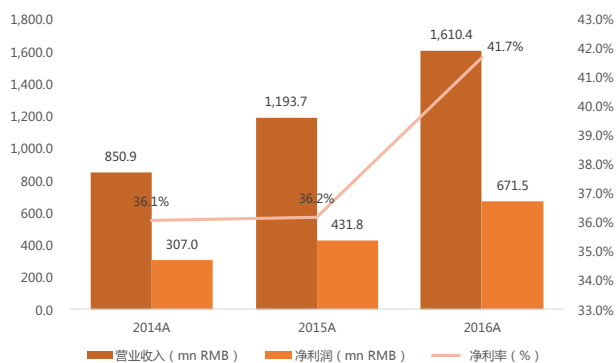
8.3. 奇瑞徽银：与奇瑞整车厂联系紧密，中国四五线城市旺盛需求驱动快速增长

8.3.1. 公司简况：2016 年公司总收入 16.1 亿元，总资产市场份额 3.9%，不良贷款率为 0.63%，ROA 为 3.2%

奇瑞徽银是奇瑞控股旗下汽车金融公司，奇瑞控股持有奇瑞汽车 39.86% 的股份，直接和间接持有奇瑞徽银 80.0% 的股份。公司成立于 2009 年 4 月，是中国银监会批准的首家国内整车厂所属汽车金融公司，主营业务为面向消费者的零售汽车贷款和面向经销商的批发贷款。

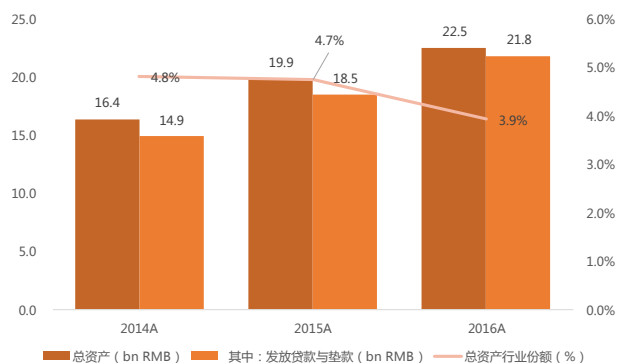
2016 年公司总收入为 16.1 亿元，同比增长 34.5%，净利润为 6.7 亿元，同比增长 55.5%，净利率为 41.7%，同比增加 5.2 个百分点。以公司净利润口径来看，公司的行业份额在 2016 年为 6.5%，同比增加 0.7 个百分点。2016 年公司总资产为 225.0 亿元，同比增加 13.1%，按总资产口径的行业份额为 3.9%，同比减少 0.8 个百分点；其中发放贷款与垫款为 218.1 亿元，同比增加 18.1%，公司 ROA 在 2016 年达到 3.2%，同比增加 0.8 个百分点，比行业 ROA 高 1.1 个百分点。奇瑞徽银 2016 年不良贷款率为 0.63%，同比减少 0.28 个百分点，比行业高 0.26 个百分点。

图 137：奇瑞徽银营业收入及净利润（2014A-2016A）



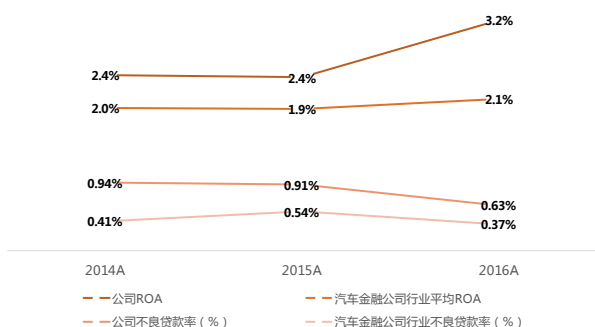
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 138：奇瑞徽银总资产及行业份额（2014A-2016A）



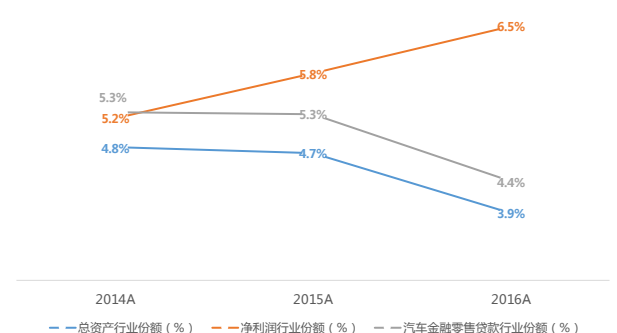
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 139：奇瑞徽银 ROA 与坏账率（2014A-2016A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 140：奇瑞徽银不同口径行业份额（2014A-2016A）



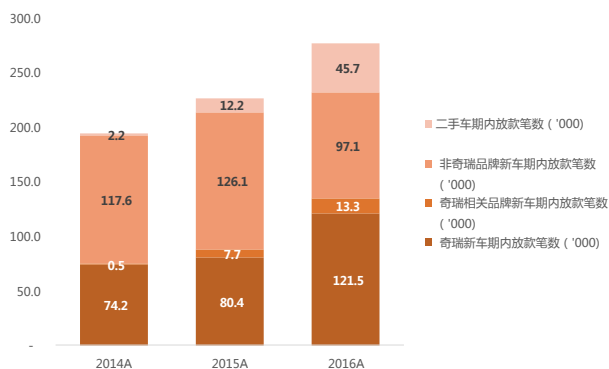
资料来源：公司公告，天风证券研究所

奇瑞徽银 2016 年共发放零售贷款 27.8 万笔，同比增加 22.6%，期间共放款 137.8 亿元，同比增加 18.5%，笔均放款 5.0 万元，同比减少 3.4%。

从业务结构分解来看，奇瑞新车业务与整体二手车业务对应车辆增长较快，2016 年奇瑞新车对应零售贷款车辆为 12.2 万辆，同比增长 51.1%，二手车发放零售贷款对应车辆为 4.6

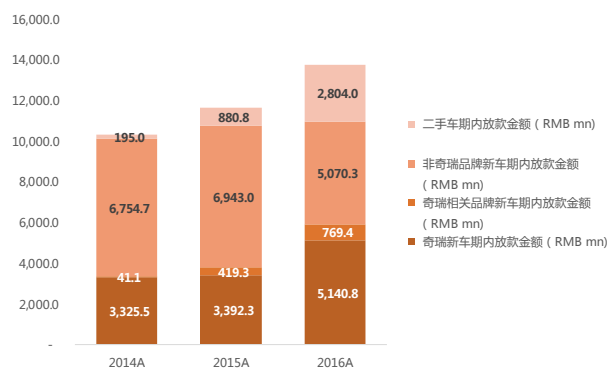
万辆，同比增长 275.1%，但非奇瑞品牌新车发放贷款有所减少。当期发放零售贷款结构也表现出同样的趋势。

图 141：奇瑞微银零售贷款对应车辆结构（2014A-2016A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

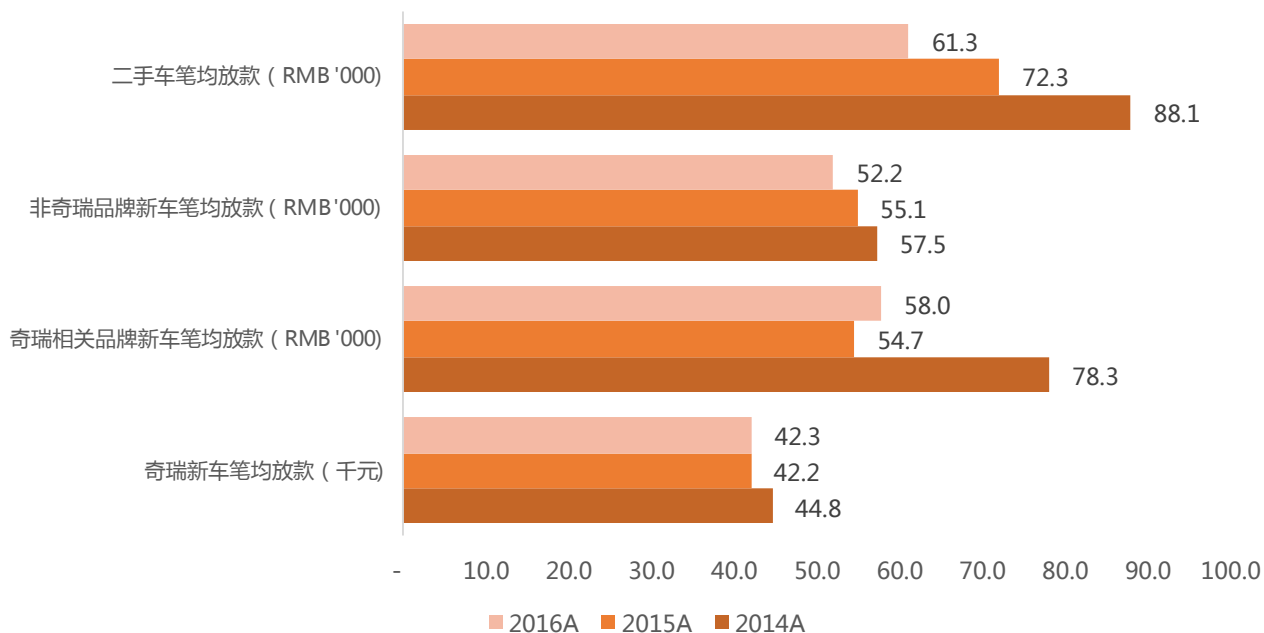
图 142：奇瑞微银当期发放零售贷款结构（2014A-2016A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

从单车发放贷款金额来看，整体来说贷款额度呈现逐渐减少的趋势。二手车笔均放款从 2014 年的 8.8 万减少到 2016 年的 6.1 万；非奇瑞相关品牌从 5.8 万减少到 5.2 万；奇瑞新车笔均放款从 2014 年的 4.5 万减少到 4.2 万元。

图 143：奇瑞微银零售贷款分业务笔均放款（2014-2016）

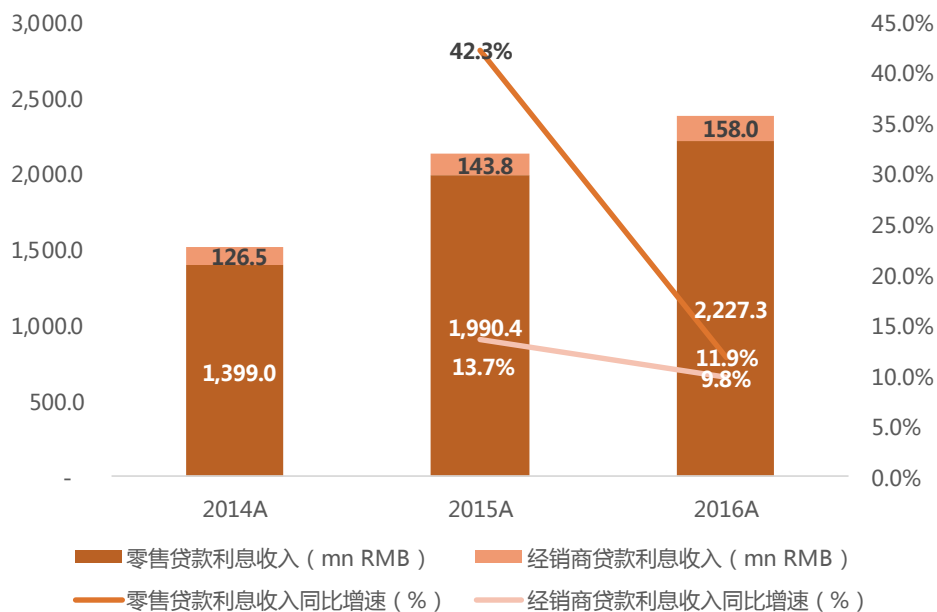


资料来源：公司公告，天风证券研究所

8.3.2. 公司商业模式：零售贷款业务为主，拥有经销商渠道场景优势，贷款费率处于行业中等水平，发放贷款多数来自银行借款

奇瑞徽银主要业务为零售汽车贷款业务和经销商贷款业务。2016 年奇瑞徽银零售贷款业务利息收入为 22.3 亿元，同比增长 11.9%，占总利息收入的 93.4%；经销商贷款利息收入为 1.6 亿元，同比增长 9.8%，占总利息收入的 6.6%。从过去三年来看，公司的业务逐渐受益于零售贷款业务。奇瑞徽银的零售贷款业务以个人消费者为主（占零售贷款利息收入的 99.96%），针对合作经销商推荐的消费者提供购车贷款融资服务，品牌主要为奇瑞、开瑞等。

图 144：奇瑞徽银主营业务利息收入构成（2014A-2016A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

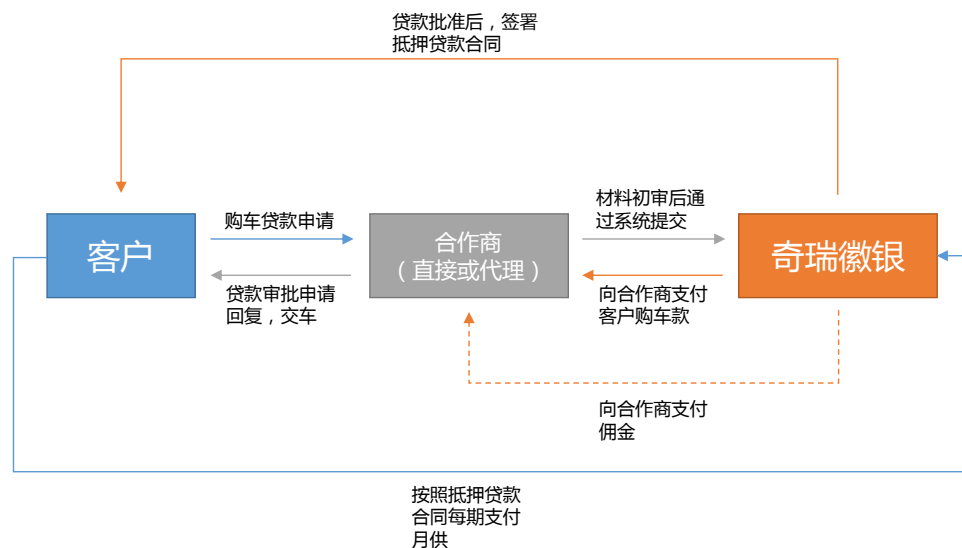
图 145：奇瑞徽银主要贷款品牌



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司获客主要通过线下直接合作商和代理合作商与消费者沟通，由合作商向奇瑞微银推荐有需求的客户的方式，作为回报公司会向推荐客户的合作商支付一定的服务费用，该费用会受到客户贷款金额、渗透率、放款量等因素的影响。

图 146：奇瑞微银主要商业模式



资料来源：公司公告，天风证券研究所

奇瑞微银拥有多种不同贷款形式，不同贷款方案之间拥有不同的月供和费率。等额本息项目拥有公司最少的费率（0.59%），该费率低于广汇汽车的同等项目费率（0.70%），但高于易鑫车贷；百龙贷款，一次还本付息等项目的费率均高于等额本息项目，但低于广汇汽车的同等项目。公司目前产品主要为等额本息系列产品，2016 年共发放 21.3 万笔，占总发放笔数的 76.7%。

图 147：奇瑞微银不同新车贷款方案



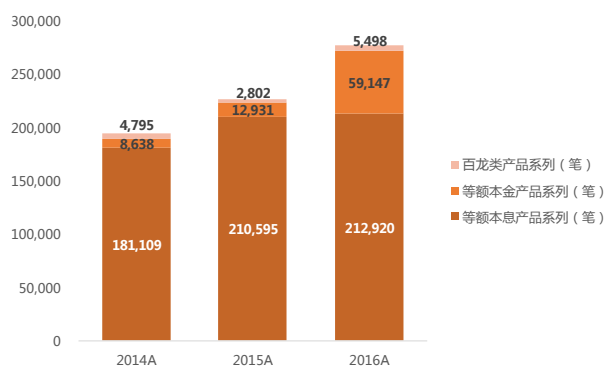
资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 148：奇瑞徽银新车贷款项目费率比较

项目	车价 (元)	首付比例 (%)	首付金额 (元)	尾款比例 (%)	尾款金额 (元)	期限 (月)	贷款额度 (元)	利息总计 (元)	月供 (元)	IRR (%)
等额本息	99,800	30%	29,940.0			36	69,860	16,540	2,400	15.3%
百龙贷款-前款尾款	99,800	30%	29,940.0	30%	29,940	36	69,860	19,580	1,700	13.6%
到期一次性还本付息	99,800	50%	49,900.0	50%	49,900	12	49,900	7,000	583	13.7%

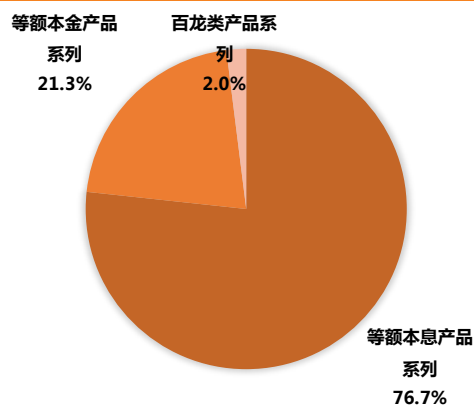
资料来源：公司官网（2017 年 9 月 23 日），天风证券研究所

图 149：奇瑞徽银不同产品类型结构（2014A-2016A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

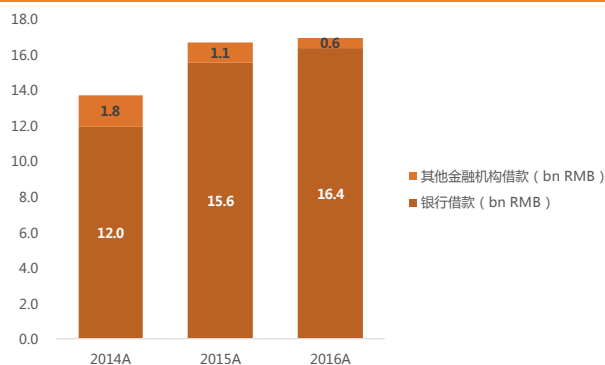
图 150：2016 年奇瑞徽银产品结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

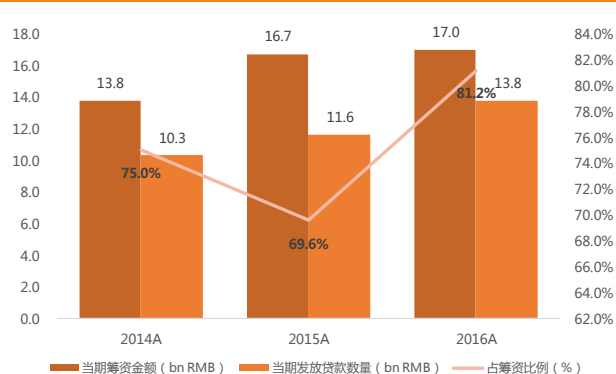
公司的资金多数来自于商业银行借款，2016 年银行借款达到 163.8 亿元，占当期筹资金额的 96.5%；其余 6 亿元来自于其他金融机构借款。2016 年当期发放贷款金额与当期筹资金额的比例为 81.2%，同比有所增加，但三年平均值稳定在 75.3%，目前发放金额与筹资金额之间比例还处于较为健康的状态，表明公司融资能力比较稳定。

图 151：奇瑞徽银筹资结构（2014A-2016A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

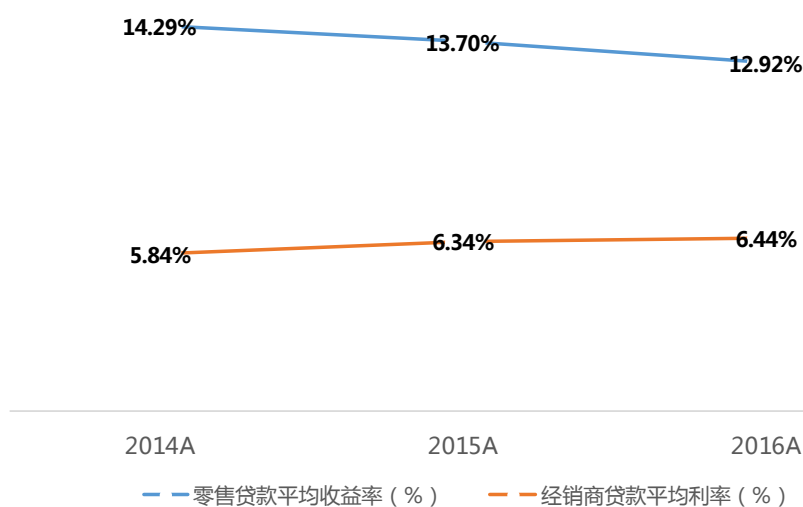
图 152：奇瑞徽银当期发放贷款占筹资金额比例（2014A-2016A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

奇瑞徽银 2016 年零售贷款平均收益率为 12.92%，同比减少 0.78 个百分点，收益率已经连续两年下降，经销商贷款平均收益率为 6.44%，同比增加 0.1 个百分点，加权平均收益率为 11.8%。奇瑞徽银的资金成本在 2016 年为 4.5%，比 2015 年有较大的改善。

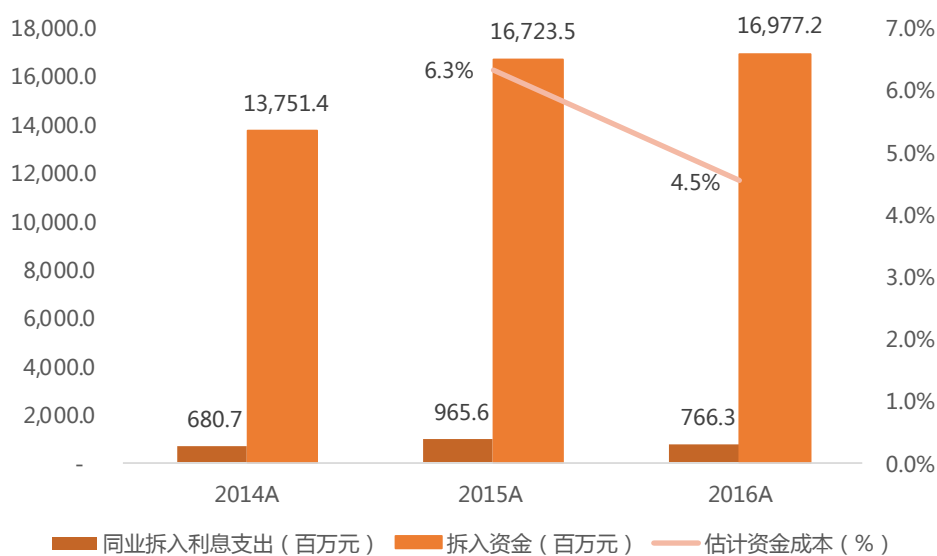
图 153：奇瑞微银贷款平均收益率（2014A-2016A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：平均收益率以期内贷款利息收入除以贷款的每日平均余额进行计算

图 154：奇瑞微银资金成本估算（2014A-2016A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

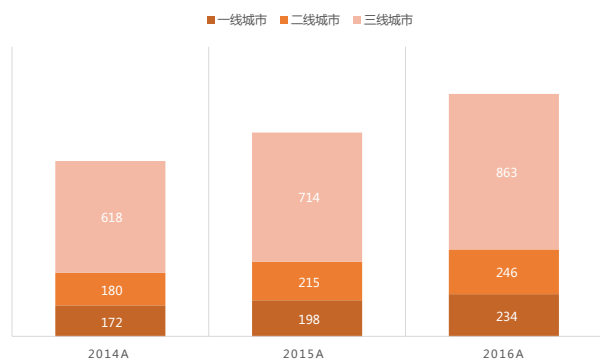
注：估计资金成本是用同业拆入利息支出除以年平均拆入资金所得

8.3.3. 公司优势：奇瑞微银业务结构逐渐多元化，盈利能力远超行业平均水平

奇瑞微银拥有广泛的销售渠道。2016 年奇瑞微银拥有 1343 家零售贷款合作商家，其中一线城市 234 家，二线城市 246 家，三线城市 863 家，已经覆盖全国 300 多个城市。中国目前汽车市场在二三线城市的渗透率还比较低，未来有望带来新的增量。

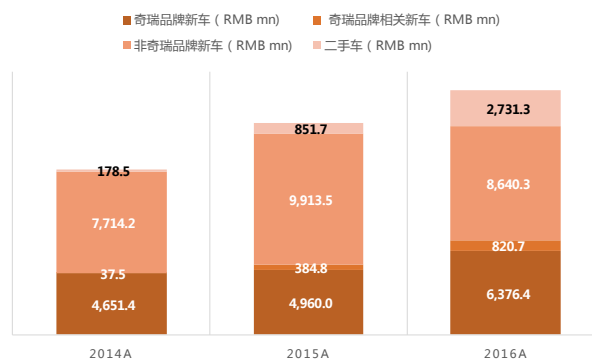
奇瑞微银业务结构逐渐多元化，涵盖多品牌新车二手车。2016 年奇瑞微银奇瑞品牌发放零售贷款 63.8 亿，奇瑞相关品牌新车零售贷款 8.2 亿，非奇瑞品牌新车 86.4 亿，二手车 27.3 亿元。二手车业务发展较为迅速，以目前中国市场二手车金融渗透率 8% 计算，奇瑞微银在二手车金融市场份额为 6.5%。

图 155：奇瑞徽银销售网络结构（2014A-2016A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 156：零售业发放贷款及垫款结构（2014A-2016A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

奇瑞徽银的盈利能力较强。奇瑞徽银 2016 年 ROA 为 3.2%，高于行业平均水平 1.1 百分点，且公司 ROA 有逐渐增加的趋势。一方面，受益于公司风控模型的逐步完善减少坏账率，另一方面拓宽更多业务领域驱动收入增速高于资产增速。

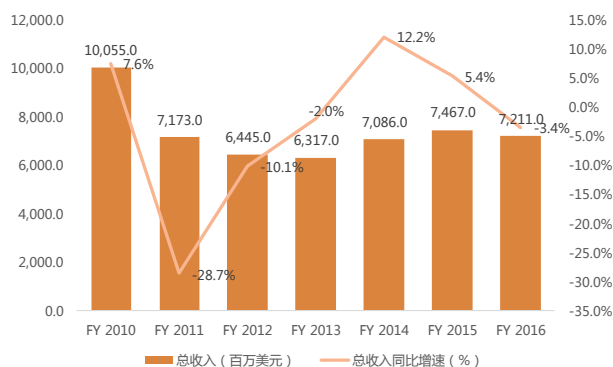
9. 海外标杆企业分析

9.1. Ally Financial (联合汽车金融公司): 出身美国通用汽车金融公司, 后转型为综合性金融机构

9.1.1. 公司简况: 2016 年服务 18,000 家经销商, 间接服务 440 万消费者, 利息净收入达到 72.1 亿美元

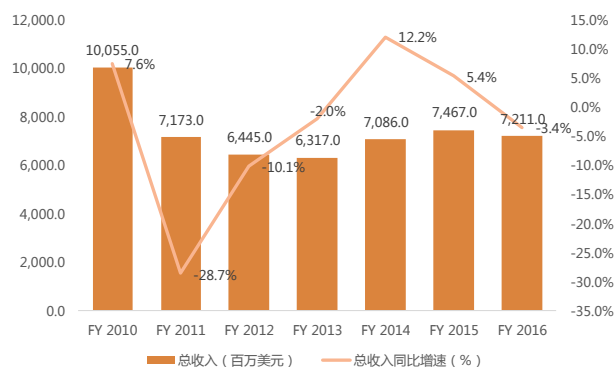
Ally Financial 是一家美国汽车金融公司, 前身为美国通用汽车金融公司, 2016 年被评为美国财富 500 强中 298 位。2016 年公司总收入达到 72.1 亿美元, 同比增速-3.4%, GAAP 净利润为 10.7 亿美元, 净利率为 14.8%, 同比下滑 2.5 个百分点。Ally Financial 净利息收入达 29.7 亿美元, 同比增长 15.4%, 占总收入的 41.1%。Ally Financial 目前服务 18,000 多经销商, 间接服务 440 多万消费者。公司自 2000 年起累计发放贷款台次超过 500 万台次, 2016 年 36.4 万台次。

图 157: Ally Financial 总收入及其增速 (2010-2016)



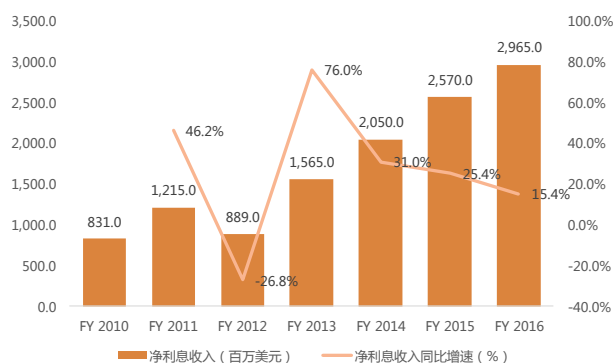
资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

图 158: Ally Financial GAAP 净利润 (2010-2016)



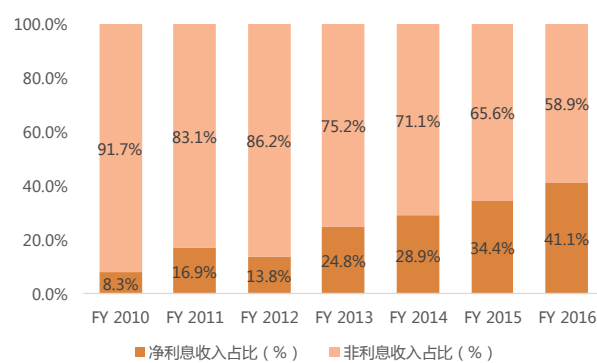
资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

图 159: Ally Financial 利息净收入及其增速 (2010-2016)



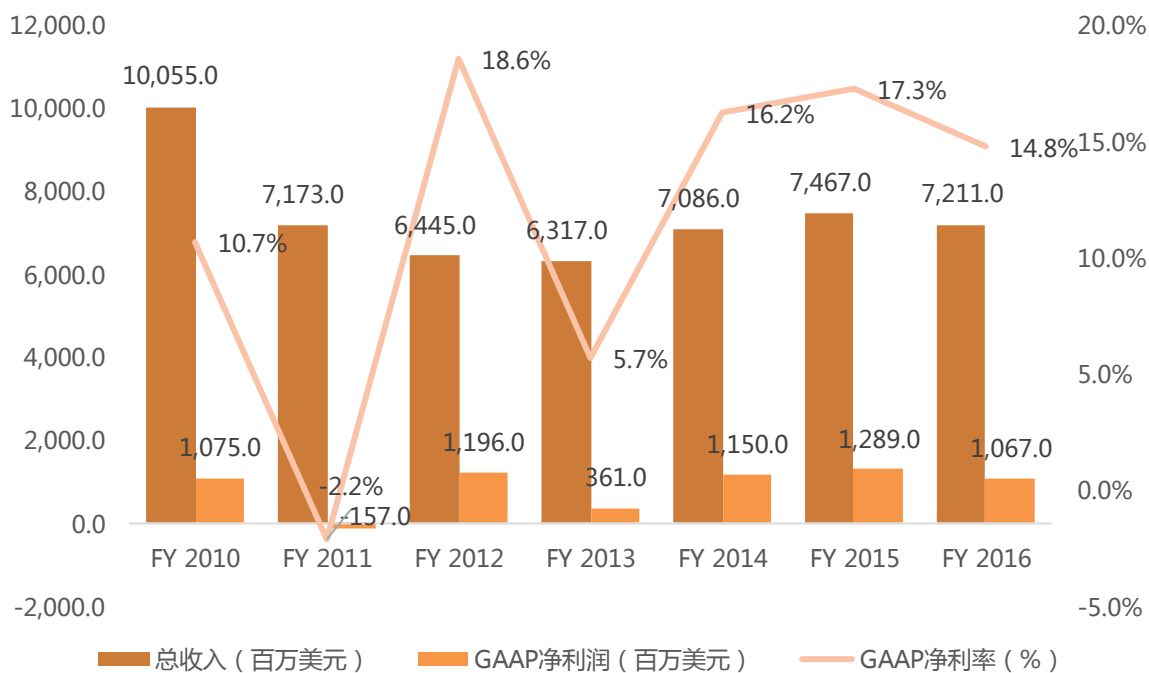
资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

图 160: Ally Financial 收入结构趋势 (2010-2016)



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

图 161: Ally Financial GAAP 净利率 (2010-2016)

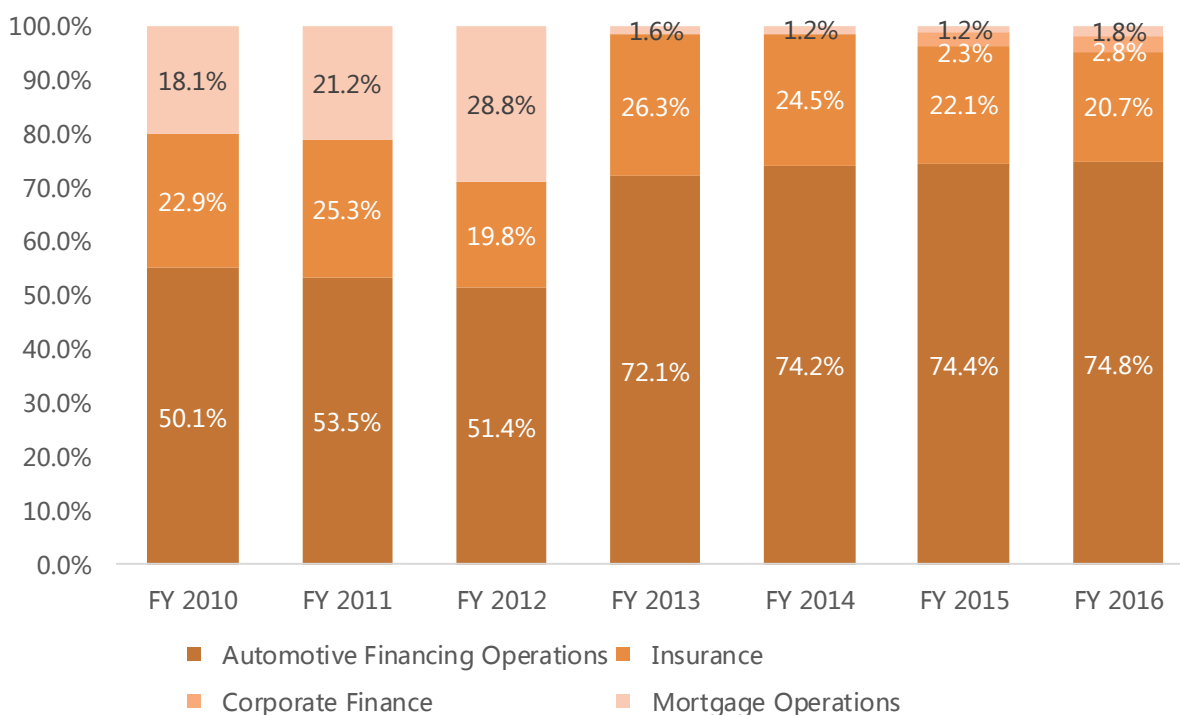


资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

9.1.2. 公司商业模式: 以汽车金融为主, 平均利息收益率 4.8%, 资金多来自于用户存款, 资金成本为 1.8%

Ally Financial 目前拥有 4 大业务, 分别为汽车金融、财产保险 (汽车为主)、公司金融和抵押贷款业务。目前汽车金融业务占公司收入的 74.8%, 财产保险占 20.7%, 其他业务占 4.6%。

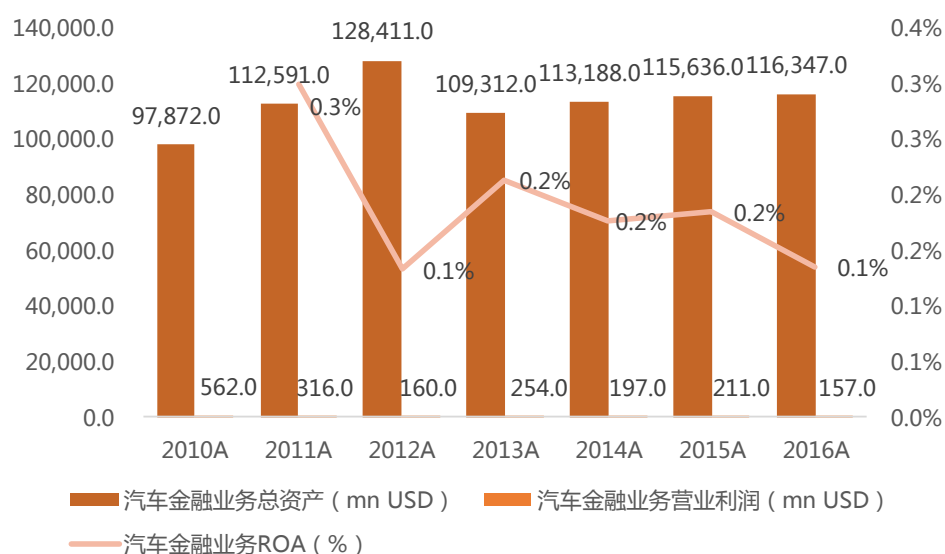
图 162: Ally Financial 业务收入结构 (2010-2016)



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

2016 年，公司在汽车金融领域总资产达到 1,163 亿美元（占公司总资产的 71%），汽车金融业务营业利润 1.6 亿美元，ROA 仅为 0.1%。

图 163：Ally Financial 汽车金融业务总资产与营业利润（2010A-2016A）



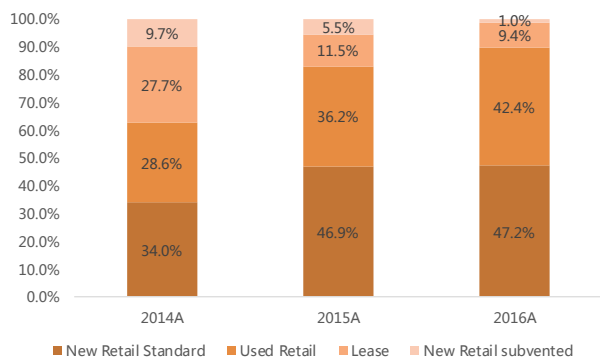
资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

公司的主要收入都来自于汽车金融业务，汽车金融业务分为消费者汽车金融（零售）和经销商汽车金融（消费者金融与经销商金融的比例为 3.4:1）。在消费者金融领域，公司提供两种贷款方案，第一种为零售合同，公司向经销商与消费者提供平台，令双方签订购车协议，规定还款周期与还款费率等详细内容，之后 Ally 公司会向经销商购买该合同，从而获得消费者的月供；第二种为经营租赁合同同样公司不会直接参与合同条款确定，由经销商与消费者签订租赁合同，确定租赁费用与其他款项后公司向经销商购买租赁合同。在经营租赁期满后，公司会通过回售给经销商、网络拍卖或者线下拍卖等方式处理二手车。

Ally Financial 2016 年向约 150 万辆车进行贷款发放，包括新车、二手车零售汽车金融、经营租赁，发放贷款额 410 亿美元，平均每辆车发放 2.73 万美元。

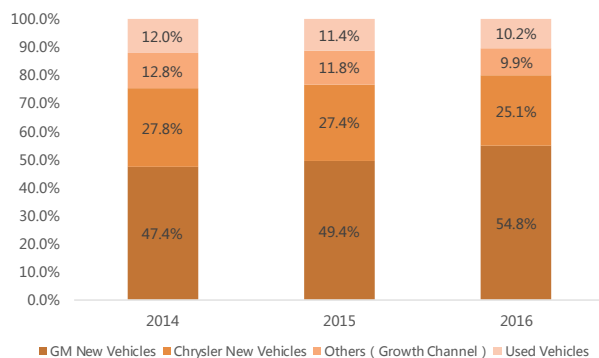
在经销商汽车金融领域，Ally 公司会向经销商提前预付汽车 100% 批发零售价格，之后会每月收取月供，费率一般是采用浮动汇率制度，即 LIBOR 加上一定的额外费率。额外费率还会根据经销商实力进行一定的调整。目前 Ally Financial 向超过 4,100 家经销商提供商业贷款。在经销商贷款业务上，公司从 2012 年开始推出 “Growth Channel” 向非通用汽车和克莱斯勒品牌经销商提供金融服务，目前已经与 11,500 家经销商建立合作关系。

图 164：零售汽车金融贷款结构（2014-2016）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

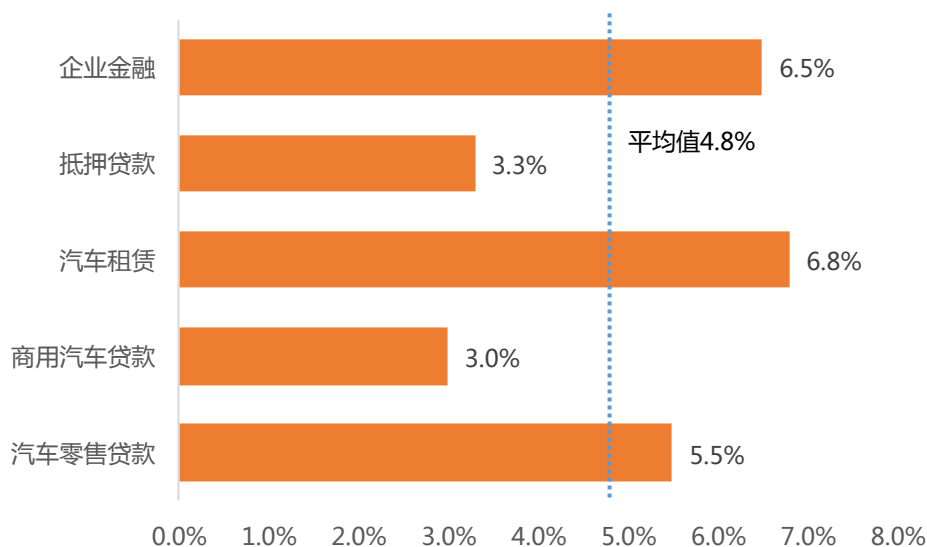
图 165：经销商汽车金融贷款结构（2014-2016）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

保险业务是公司第二大业务，2016 年保险业务总资产达 72 亿美元。保险业务依托于公司与经销商的关系，即公司通过经销商向消费者提供保险产品，也会向经销商提供保险服务。Ally Financial 向消费者提供多种保险服务，覆盖车辆服务、车辆维修到财产保护等方面；而对于经销商更多的是针对经销商贷款对应车辆的保险服务，因此经销商保险渗透率在贷款合作经销商中高达 81%。

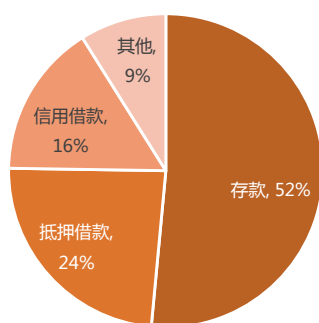
图 166：2016 不同业务的收益率（%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

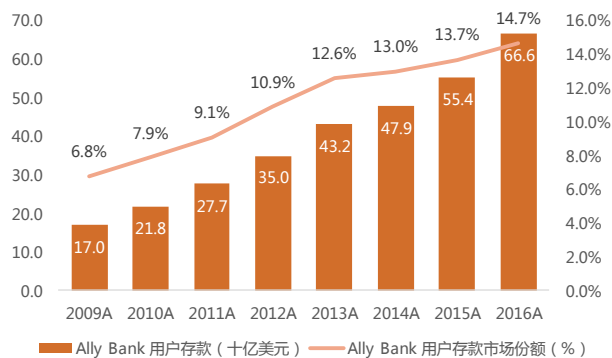
Ally 公司的资金来源比较广泛，2016 年 Ally Financial 公司 52%的资金来自于 120 万储户的存款，24%来自于担保债务，16%来自于非担保债务。

图 167：2016 年 Ally Financial 公司资金来源结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

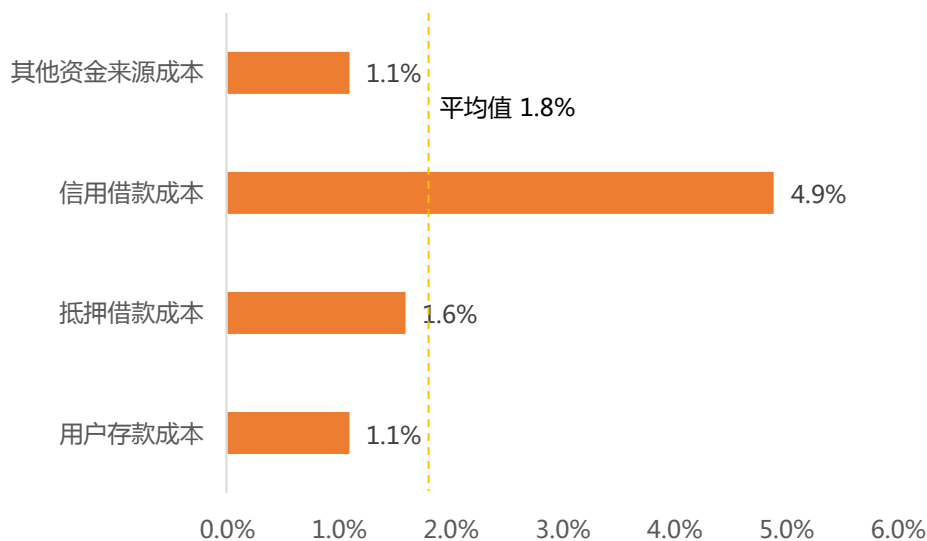
图 168：Ally Bank 存款市场份额（2009A-2016A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

多元化的资金来源，一方面减缓了资金来源风险，另一方面得益于储蓄资金的低利率使得公司可以较低成本进行融资，Ally Financial 的平均资金成本仅为 1.8%。Ally Financial 在汽车金融领域的 60 日坏账率在 2016 年为 1.1%，比起 2015 年提高了 0.2 个百分点，2017 年 1 季度美国汽车金融行业平均坏账率为 0.67%。

图 169：2016 年 Ally Financial 资金成本



资料来源：公司公告，天风证券研究所

9.1.3. 公司优势：覆盖消费者多数金融需求，拥有渠道优势与资金成本优势

Ally Financial 从汽车金融做起，围绕消费者的所有金融需求，打造金融链条的闭环。用户可以在 Ally 公司存款、投资、贷款买车买房等等。

图 170: Ally Financial 业务闭环



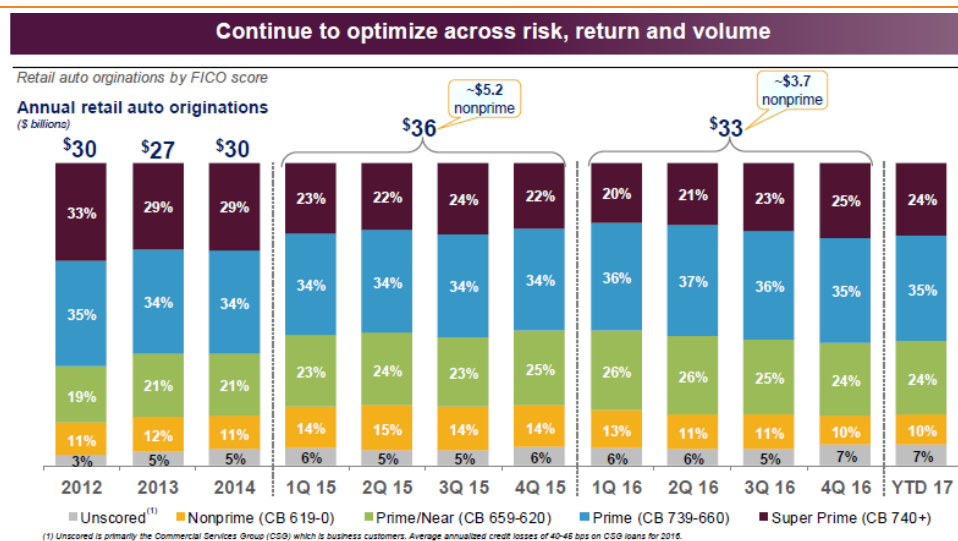
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

公司不断建设并完善线上平台, 特别是在二手车领域不断完善线上服务, 公司推出“SmartAuction”线上二手车拍卖平台, 向经销商和其他消费者提供二手车交易平台服务, 2016 年二手车线上交易量为 36.4 万, 占公司整体二手车交易量的 55%。

公司合作经销商在 2016 年超过 18,000 家, 其中有超过 11,000 家来自非通用和克莱斯勒品牌, 北美新车授权经销商在 2016 年达到 16,708 家, 表明公司已经基本覆盖美国的经销商。

公司消费者范围较广, 用户不断下沉。公司在 2012 年低信用用户和无信用记录用户占比只有 14%, 但是在 2017 年上半年比例提高到 17%, 高信用评分用户 (CB 739 分以上) 占比从 2012 年的 68% 下降到 2017 年上半年的 59%, 不断渗透新的用户。

图 171: Ally Financial 消费者信用结构 (2012-1H2017)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

Ally Financial 得益于直营银行 Ally Bank 可以较低成本进行融资, 这在于汽车金融利差在不断减少的趋势中优势明显。Ally Bank 是最早一批美国互联网银行, 用户通过手机、邮件等

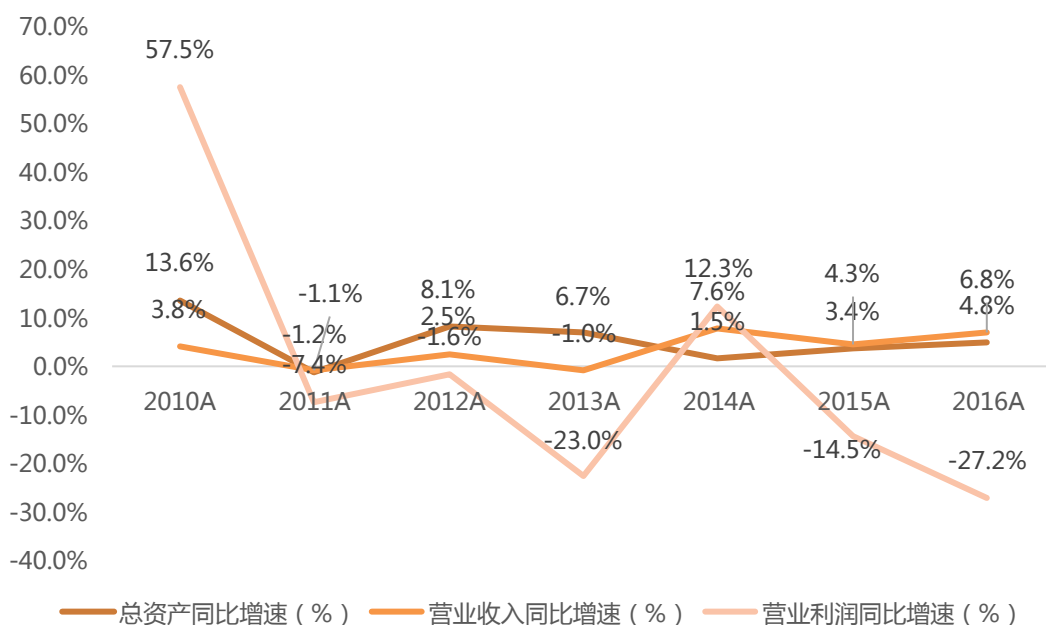
非线下渠道进行存取款操作。截止 2016 年，Ally Bank 总资产高达 1,235 亿美元，其中 789 亿美元为顾客存款。Ally Bank 的零售储户达 120 万人，CAGR10A-16A 达 18%。

9.2. 丰田汽车金融（丰田金融服务）：丰田汽车直属金融公司，渠道、服务体系完善

9.2.1. 公司简况：2016 年总资产达到 2,022.1 亿美元，营业利润 20.6 亿美元，公司服务遍布全球 36 个国家及地区

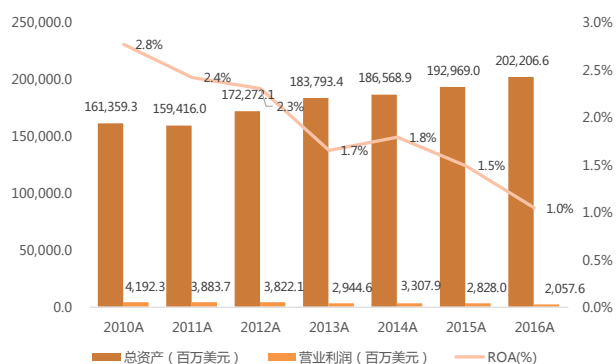
丰田金融服务公司成立于 1983 年，截止 2016 年总资产达到 2,022.1 亿美元，同比增速 4.8%，营业收入为 165 亿美元，同比增速 6.8%，营业利润为 20.6 亿美元，同比增速 -27.2%，营业利润率为 12.5%，同比减少 5.8 个百分点，ROA 为 1.0%，同比减少 0.5 个百分点。截止到 2017 年上半年，丰田金融服务公司在手金融合同超过 460 万，服务遍布全球 36 个国家及地区。

图 172：丰田金融服务成长能力（2010A-2016A）



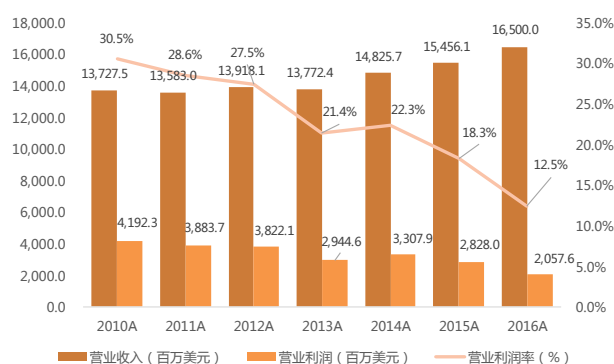
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 173：丰田金融服务 ROA（2010A-2016A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 174：丰田金融服务营业利润率（2010A-2016A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 175：丰田金融服务全球布局

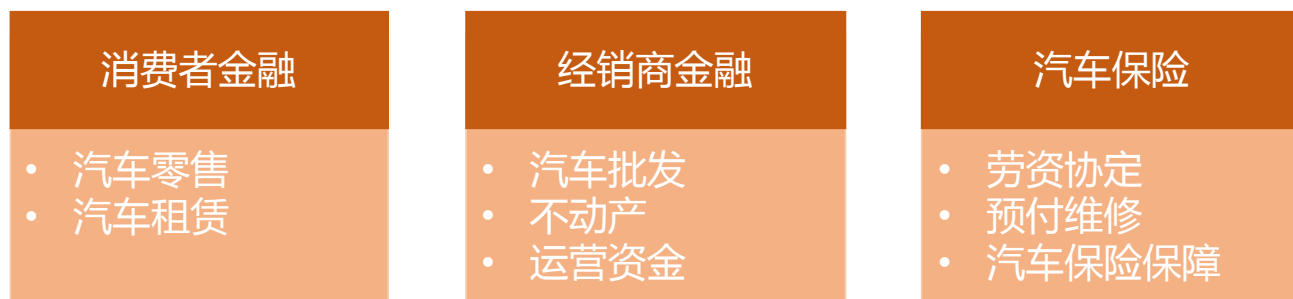


资料来源：公司公告，天风证券研究所

9.2.2. 公司商业模式：以零售贷款与经营租赁为主，汽车金融平均收益率 3.2%，资金以银行中期票据为主，平均资金成本仅 1.6%

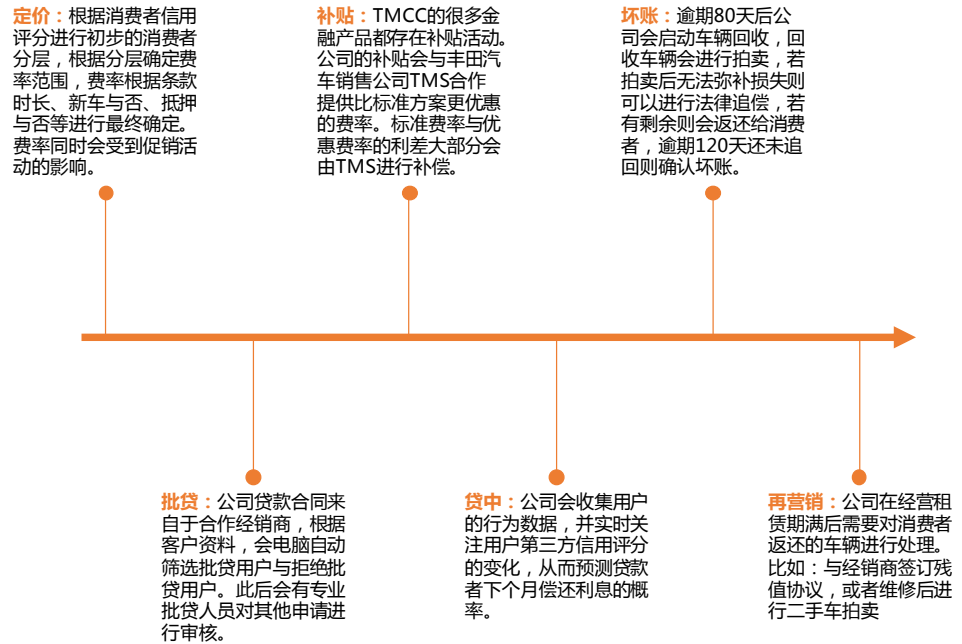
丰田金融服务在美国主要通过旗下子公司丰田汽车信用公司（TMCC）来实现。TMCC 主要面向丰田和雷克萨斯经销商提供经销商和消费者的汽车金融和保险服务。TMCC 的主要业务可以分为 3 大部分，消费者金融、经销商金融和汽车保险。在消费者金融领域，主要分为零售贷款（2017 财年占净利息收入的 58%）和经营租赁（2017 财年占净利息收入的 27%）两部分业务；在经销商金融领域，TMCC 会涉及批发贷款、经销商房产租赁、营运资金租赁和循环贷款业务，这四项业务占 TMCC 利息收入的 15%，占比在过去几年中有所提升；第三部分涉及汽车保险。

图 176：丰田金融服务主要业务



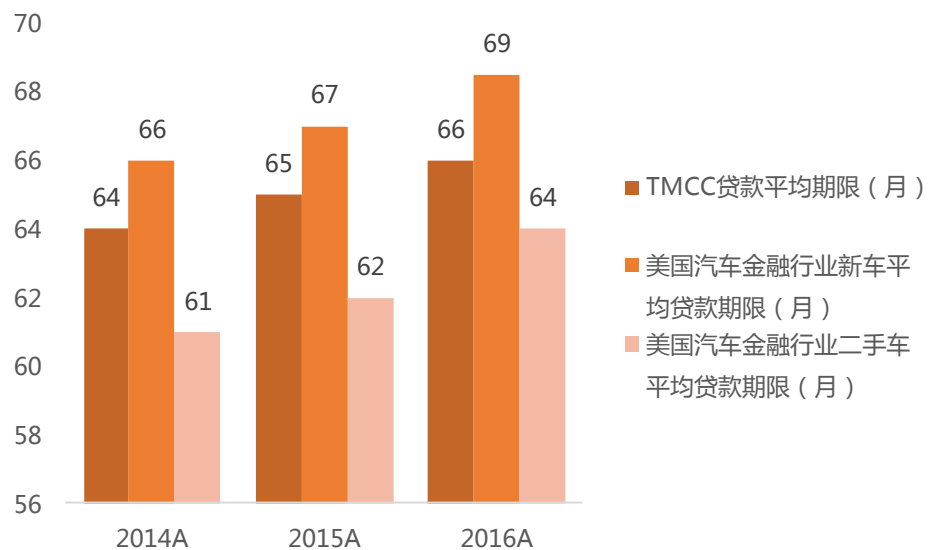
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 177：TMCC 消费者金融业务流程



资料来源：公司公告，天风证券研究所

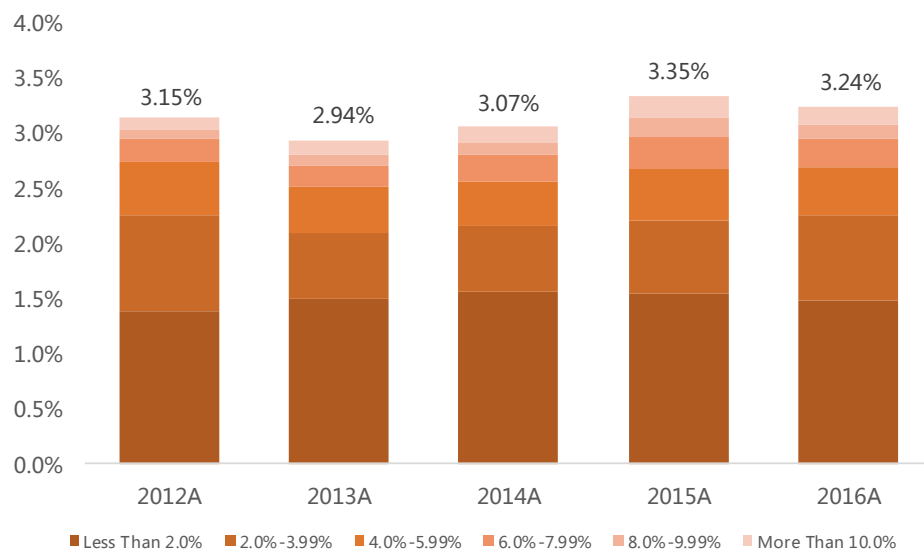
图 178：TMCC 平均贷款期限（2012A-2016A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

在经销商金融领域，TMCC 会在贷前进行三方面的审核：1) 考察该经销商的财务报表，参考第三方信用报告与银行报告；2) 评估经销商的财务状况和历史信贷记录；3) 全面评估经销商的经营、管理状况。TMCC 在贷中会要求经销商每月提供财务报表，同时也会定期进行实地审计等。此外，TMCC 与丰田汽车销售公司（TMS）进行深度合作，当 TMCC 向丰田、雷克萨斯经销商提供的批发贷款发生违约时，TMS 会将破产经销商的库存进行回购，减少公司坏账风险。2016 年，TMCC 汽车金融的平均利率为 3.24%，近几年处于稳中有升的趋势。

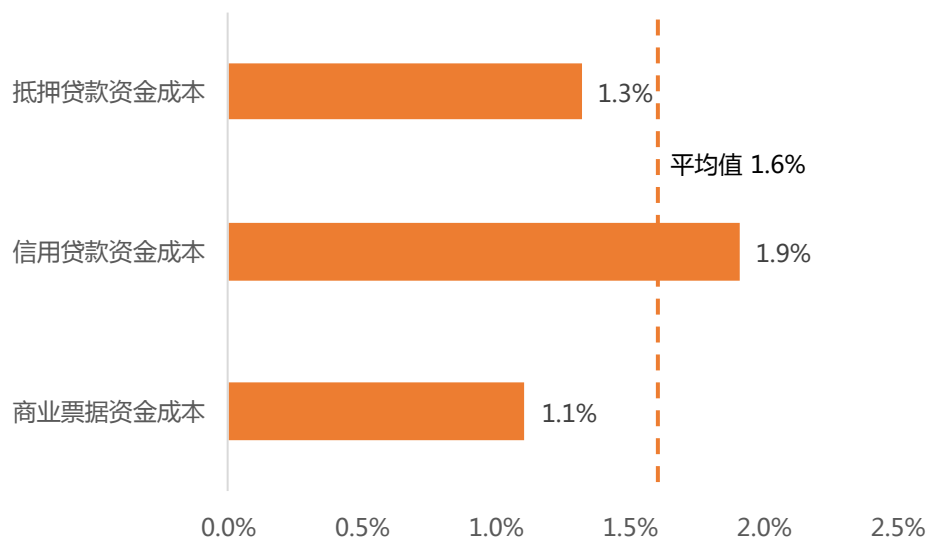
图 179：TMCC 汽车金融加权平均利率（2012A-2016A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

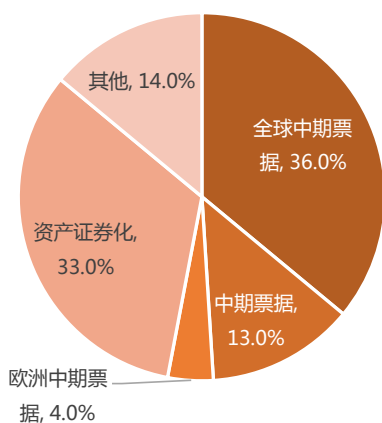
公司的资金来源比较丰富，分别短期借款商业票据（平均持有到期期限为 97 天）和长期借款信用借款和抵押贷款。由于 TMCC 是丰田金融服务的全资子公司，凭借丰田金融服务与丰田汽车公司的关联性可以以低成本进行融资（Ally Bank 储蓄业务的成本同样为 1.1%）。信用借款以中期票据为主，公司凭借全球化优势可以从美国、欧洲和全球其他地区以较低的资金成本进行融资；抵押借款则以资产证券化产品为主。

图 180：TMCC 资金成本



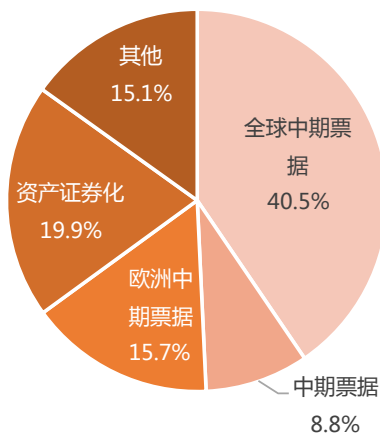
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 181: FY2017 新增长期债务结构



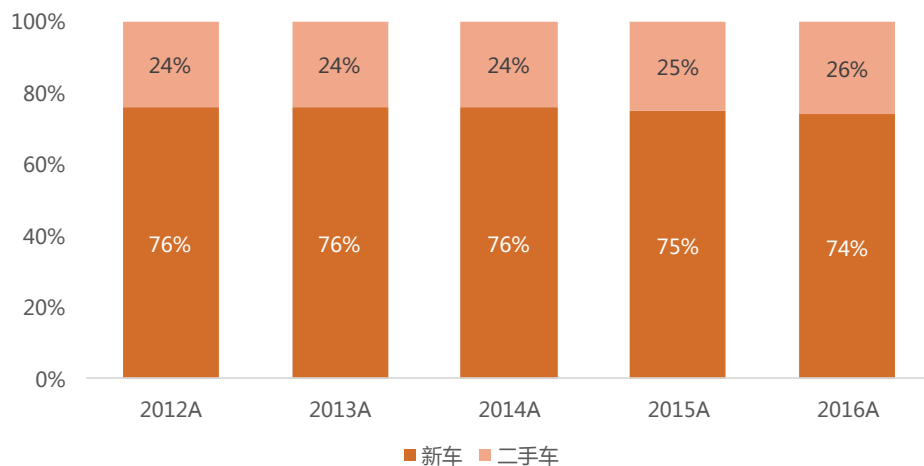
资料来源:公司公告, 天风证券研究所

图 182: FY2017 财年公司债务结构



资料来源:公司公告, 天风证券研究所

图 183: TMCC 新车与二手车比例 (2012A-2016A)



资料来源:公司公告, 天风证券研究所

9.2.3. 公司优势: 完善的顾客服务体系造就较高顾客满意度, 拥有较低坏账率与资金成本

公司拥有完善的顾客服务体系, 拥有较高的顾客满意度。TMCC 公司在美国拥有 29 处经销商服务中心 (DSSO), 每个服务中心都能够帮助该地区的经销商提供较为全面的服务, 从获取消费者、进行库存融资到更长远的商业合并等等; 公司还拥有 3 家消费者服务中心 (CSC) 向潜在消费者提供合适的贷款方案, 和保险方案等。根据美国 JD Power 网站, 截止 2017 年 9 月 20 日丰田汽车服务的顾客满意度位列美国第四位 (JD Power 只披露前 25 家汽车金融服务公司的排名), 表明公司顾客服务体系的有效性。

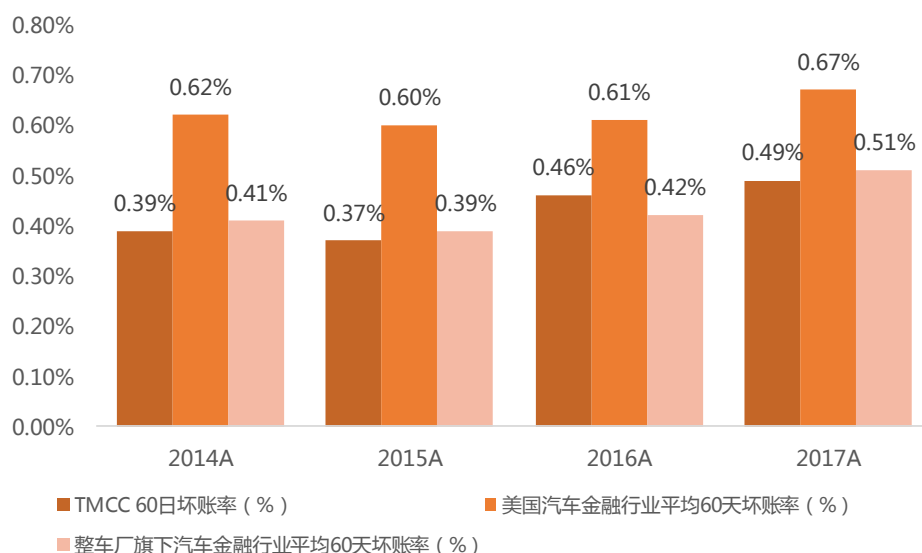
图 184：TMCC 公司北美消费者与经销商服务中心布局



资料来源：公司公告，天风证券研究所

TMCC 公司 60 日坏账率处于行业较低水平，2017 财年只有 0.49%，低于行业平均水平。根据美国 Experian 数据，美国 2017 年 1 季度平均 60 日坏账率为 0.67%，整车厂旗下汽车金融公司平均坏账率为 0.51%。

图 185：TMCC 公司 60 日坏账率（2014A-2017A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：行业平均值采用每个年度一季度的值

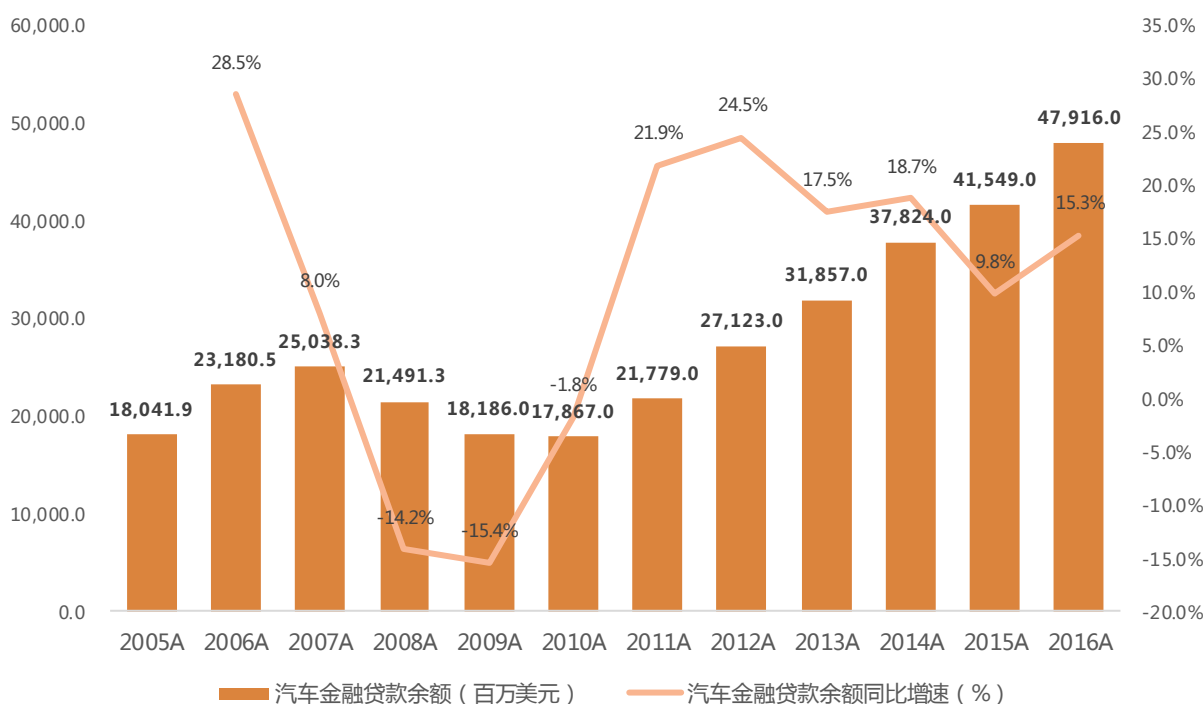
公司拥有较低资金成本。公司 2017 年加权资金成本为 1.6%，主要是由于发行信用借款的资金成本为 1.91%（相较 Ally Financial 信用借款 4.9%高出近 3%）。

9.3. Capital One: 2016 年汽车金融贷款规模 479.2 亿美元，60 天坏账率高达 2.32%

美国 Capital One 是一家以信用卡业务为主的新兴银行，2016 年汽车金融业务贷款规模为 479.2 亿美元，同比增长 15.3%，汽车金融平均利息收益率为 7.7%。Capital One 的客户同时包括高信用与低信用的客户，通过经销商或者直销的方式获取客户。一般情况下，贷款期限为 75 个月，最高可以达到 84 个月（7 年），贷款额度通常会少于 7.5 万美元。公司拥有超过 1.2 万经销商，渗透率为 72%。

Capital One 2016 年的 30 天坏账率高达 6.58%，远高于银行系汽车金融 30 天平均坏账率 1.71%；60 天坏账率为 2.32%，高于银行系汽车金融 60 天平均坏账率 0.58%。

图 186: Capital One 汽车金融贷款规模（2005A-2016A）



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

10. 海内外比较

中国汽车金融行业目前还处于发展阶段，因此在规模上相较海外没有优势；中国汽车金融行业的主要资金来源为银行借款和自有资金，国外的在资金来源更加丰富一些；中国目前贷款利率与资金成本都比较高，海外资金成本更低，贷款利率也比较低，利差水平相差不多。

国内目前二手车业务占比较低，广汇汽车和奇瑞徽银都低于 20%；从坏账率来看，国内优于国外，具体来看截止 2016 年末，易鑫租赁坏账率只有 0.17%，奇瑞徽银 0.63%，平安银行 0.89%，易鑫车贷比起其他汽车金融参与者有较大的优势。

从具体运作的商业模式来看，海外的模式更接近于单纯的向经销商买消费者贷款的银行性模式，即消费者在经销商签订贷款合同，由汽车金融公司向经销商购买该合同并随之向消费者收取月供；国内传统汽车金融公司（如：奇瑞徽银）的模式与之相似，在模式上并没有过多的创新之处。但互联网新兴参与者（如：易鑫车贷）借助互联网手段，首先成为汽车金融的平台，撮合汽车金融公司与消费者，其次才是汽车金融公司。这样的方式借助互联网平台有效的迎合网生一代的消费习惯，有效减少获客成本，同时增加作为平台的收入。

从估值倍数来看，海外汽车金融公司平均 17 Forward PE 为 30.7，且海外发达地区汽车金融公司 PE 倍数普遍低于海外新兴市场汽车金融公司 PE 倍数。美国两家代表性汽车金融公司 Ally Financial 和 Capital One 银行的 Forward PE 均在 10x 左右，PB 倍数均在 0.75x 左右。

图 187：2016 年中国汽车金融行业部分公司主要业务指标

		上海易鑫租赁		广汇汽车（汇通信诚）		奇瑞徽银		平安银行（汽车金融业务）	
		FY16	1H17	FY16	1H17	FY16	1H17	FY16	1H17
资产管理能力	贷款余额（百万元）	13,867.2	19,576.5	10,436.6	11,038.0	22,463.0	23,408.0	95,264.0	104,832.0
	ROA（%）	154.2%	104.3%	4.7%	1.6%	3.2%	1.6%	0.5%	
	加权平均贷款收益率（%）		13.7%	18.1%		11.8%		14.8%	
	平均资金成本区间	4.97%		2%-9.2%		4.5%	0.0%		
风险控制能力	坏账率（%）	0.17%	0.15%			0.63%		0.89%	0.56%
	资本充足率（%）					14.41%			
	拨备覆盖率（%）					365.10%			
业务发展及盈利能力	汽车金融业务收入（百万元）	821.7	1,283.8	1,697.7	970.8	1,610.4	887.2		
	收入同比增速（%）	1171.7%		-9.1%	10.4%	34.9%			
	汽车金融业务净利润（百万元）	146.9	190.1	683.4	240.9	671.5	377.2	470.0	
	净利润同比增速（%）	8641.2%		-20.4%	-30.3%	55.5%			
	汽车金融业务净利率（%）	17.9%	14.8%	40.3%	24.8%	41.7%	42.5%		
	二手车业务占比（%）			9.9%		16.4%			
	当期总租赁台次（千辆）	230.7	349.3	165.8	85.0	277.6			
	累计总租赁台次（千辆）	220.8	137.1			586.2			
	主要资金来源	自有资金+ABS		信用借款		银行借款			

资料来源：公司公告，Wind 资讯，《上海易鑫融资租赁有限公司 2017 年度第二期资产支持票据》发行说明书，天风证券研究所

注：ROA 统一采用年平均资产计算，年平均资产是通过年初的总资产与年末总资产的平均值得到

上海易鑫租赁为易鑫集团业务中的一环，加权平均贷款收益率采用易鑫租赁资产池平均收益率

广汇汽车加权平均贷款收益率采用三款主流产品的 IRR 简单平均得到，平均资本成本区间使用短期借款资金成本与长期借款资金成本简单平均得到，贷款余额为广汇汽车旗下汇通信诚的负债总额，净利润为汇通信诚的净利润

平安银行加权平均贷款收益率为平安银行在易鑫平台的二手车贷款 IRR

图 188：2016 年海外标杆企业主要业务指标

	Ally Financial	丰田金融服务 (丰田汽车信用公司)	Capital One (汽车金融业务)
资产管理能力	总资产 (百万美元)	116,347.0	202,206.6
	ROA (%)	0.1%	1.0%
	平均贷款收益率 (%)	4.8%	3.2%
	平均资金成本 (%)	1.8%	1.6%
风险控制能力	60天坏账率 (%)	1.1%	0.5%
			2.3%
业务发展及盈利能力	汽车金融业务收入 (百万美元)	1,097.0	16,500.0
	收入同比增速 (%)	0.6%	6.8%
	汽车金融业务营业利润 (百万美元)	157.0	2,057.6
	营业利润同比增速 (%)	-26%	-27.2%
	汽车金融业务营业利润率 (%)	14%	12.5%
	二手车业务占比 (%)	42.4%	26.0%
	当期总租赁台次 (千)	364.0	
	累计总租赁台次 (千)	5,000.0	4,600.0
	主要资金来源	存款	银行中期票据

资料来源：公司公告，Bloomberg，天风证券研究所

注：丰田金融服务的总资产、业务收入、营业利润、累计总租赁台次及其相关指标是丰田金融服务整体的指标，平均贷款收益率、资金成本及坏账率是丰田金融服务的美国业务公司丰田汽车信用公司的指标

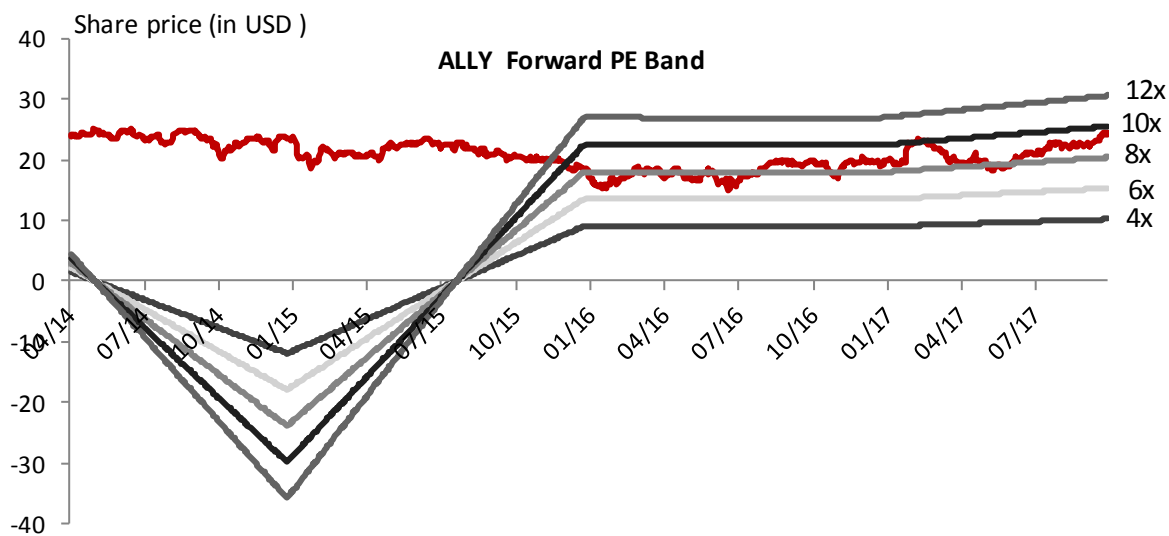
丰田金融服务的累计总租赁台次截至 2017 年上半年

图 189：全球汽车金融相关公司估值表（按 Bloomberg 一致预期）

Ticker	Company	FX	Last Close	Market Cap USD	PE			EV/Sales			Price to Sales			PEG			ROE			ROA		
					FY16	FY17	FY18	FY16	FY17	FY18	FY16	FY17	FY18	FY16	FY17	FY18	FY16	FY17	FY18	FY16	FY17	FY18
ALLY US EQUITY	ALLY FINANCIAL/USD		24.4	10,958.4	11.6	10.9	9.2	9.5	22.7	22.1	2.0	1.9	1.8	2.3	2.2	1.8	8%	8%	8%	0.6%	0.6%	0.7%
COF US EQUITY	CAPITAL ONE FUSD		87.3	42,226.4	12.0	11.5	10.3	3.2	3.1	3.0	1.7	1.6	1.5	1.9	1.9	1.7	8%	8%	9%	1.1%	1.1%	1.1%
SC US EQUITY	SANTANDER C/USD		15.3	5,511.9	6.8	8.8	7.7	5.5	5.9	5.5	0.8	0.9	0.9	n.a.	n.a.	n.a.	17%	11%	11%	2.1%	1.5%	1.7%
OMF US EQUITY	ONEMAIN HOLD/USD		31.8	4,305.3	8.6	8.5	7.4	5.7	6.1	5.7	1.4	1.4	1.3	n.a.	n.a.	n.a.	17%	16%	16%	2.7%	2.7%	2.8%
LC US EQUITY	LENDING CLUB/USD		6.4	2,633.0	n.a.	139.1	27.9	4.2	3.4	2.6	5.4	4.4	3.6	n.a.	n.a.	n.a.	-5%	-3%	8%	-1.5%	-0.9%	-0.2%
MTLS TB EQUITY	MUANGTHAI L THB		35.3	2,241.9	54.5	32.5	23.7	n.a.	15.4	12.1	18.3	11.5	8.3	1.2	0.7	0.5	22%	31%	32%	7.5%	8.0%	7.7%
SUF IN EQUITY	SUNDARAM FI/INR		1,663.0	2,832.5	29.2	28.9	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3.7	4.6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	16%	14%	n.a.	2.5%	2.2%	n.a.
SHTF IN EQUITY	SHRIRAM TRAN/INR		1,075.0	3,738.7	18.3	17.8	14.3	3.7	3.5	3.0	4.7	4.3	3.8	0.9	0.9	0.7	14%	14%	14%	2.0%	2.0%	2.1%
MMFS IN EQUITY	MAHINDRA & I/INR		424.5	3,700.9	35.7	40.3	22.2	6.7	5.3	4.6	6.9	5.5	4.9	n.a.	n.a.	n.a.	11%	10%	15%	1.8%	1.3%	2.0%
8424 JP EQUITY	FUYO GENERAL/JPY		7,570.0	2,035.0	12.5	11.8	10.1	n.a.	n.a.	n.a.	0.5	0.5	0.4	n.a.	n.a.	n.a.	9%	9%	10%	0.9%	0.9%	1.0%
GL TB EQUITY	GROUP LEASE I/THB		22.7	1,038.9	32.1	26.7	22.1	n.a.	n.a.	n.a.	12.6	12.2	9.3	n.a.	n.a.	n.a.	13%	8%	13%	8.1%	7.8%	8.5%
EPLN RM EQUITY	SAFMAR FINANCIAL/RUB		693.5	1,328.9	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
全球汽车金融					22.1	30.6	15.5	5.5	8.2	7.3	5.3	4.4	3.6	1.6	1.4	1.2	0.1	0.1	0.1	2.5%	2.5%	2.7%
BITA US EQUITY	易车网	USD	50.0	3,539.1	71.2	40.3	24.6	4.6	4.8	4.0	4.2	2.8	2.3	n.a.	n.a.	n.a.	-3%	5%	10%	-1.1%	1.9%	3.0%
ATHM US EQUITY	汽车之家	USD	61.5	7,130.4	36.1	25.3	20.9	7.1	6.7	5.4	7.8	7.6	6.5	n.a.	n.a.	n.a.	22%	25%	24%	13.1%	16.6%	17.1%
600297 CH EQUITY	广汇汽车	CNY	8.3	9,033.7	21.2	14.9	12.2	n.a.	n.a.	n.a.	0.5	0.4	0.3	n.a.	n.a.	n.a.	12%	15%	16%	3.2%	3.5%	4.0%
000001 CH EQUITY	平安银行	CNY	11.4	29,599.7	8.2	8.4	7.9	n.a.	n.a.	n.a.	1.8	1.7	1.5	1.2	1.2	1.2	13%	11%	11%	0.9%	0.7%	0.7%
中国汽车金融					34.2	22.2	16.4	5.9	5.7	4.7	3.5	3.1	2.7	1.2	1.2	1.2	11%	14%	15%	4.0%	5.7%	6.2%

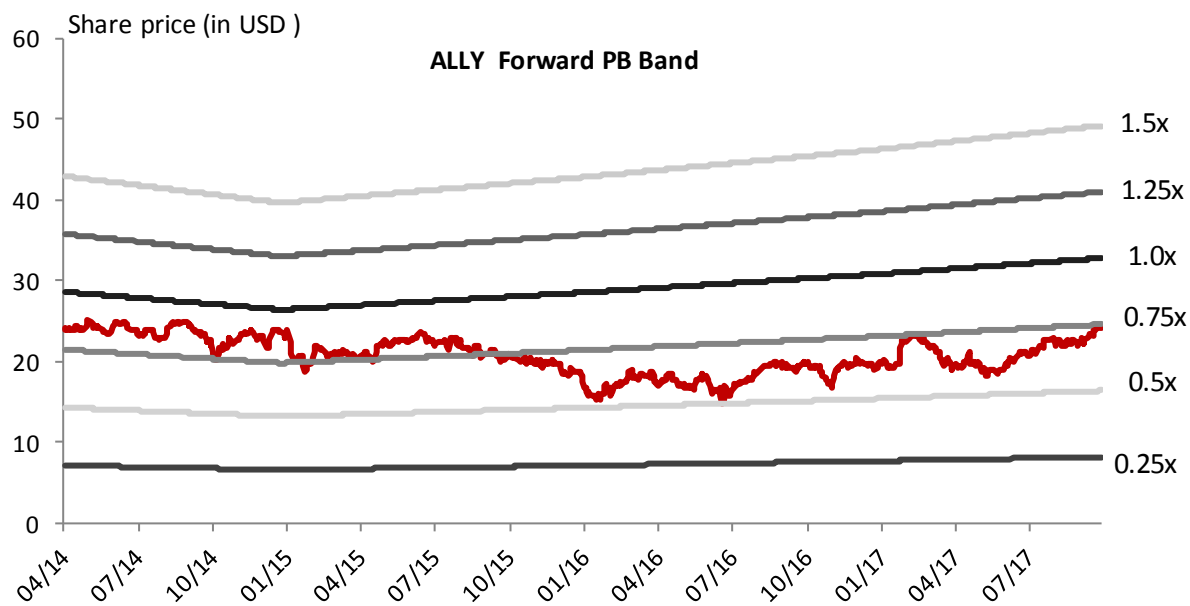
资料来源：Bloomberg（2017 年 10 月 10 日），天风证券研究所

图 190: Ally Financial Forward PE Band (2014 年 4 月-2017 年 10 月)



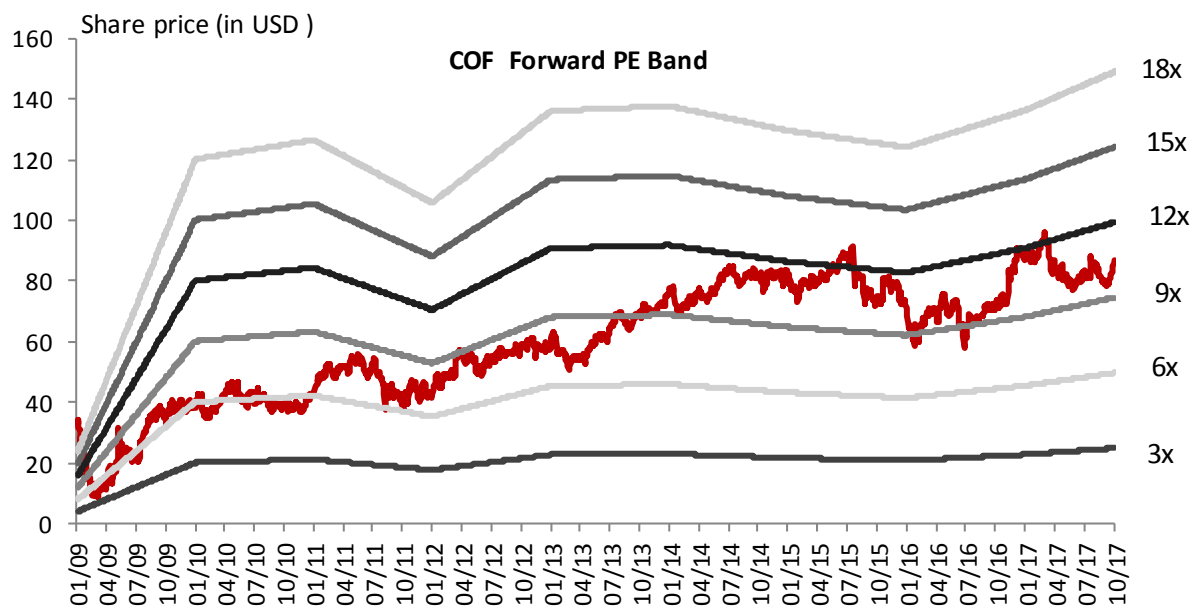
资料来源: Bloomberg (2017 年 10 月 8 日), 天风证券研究所

图 191: Ally Financial Forward PB Band (2014 年 4 月-2017 年 10 月)



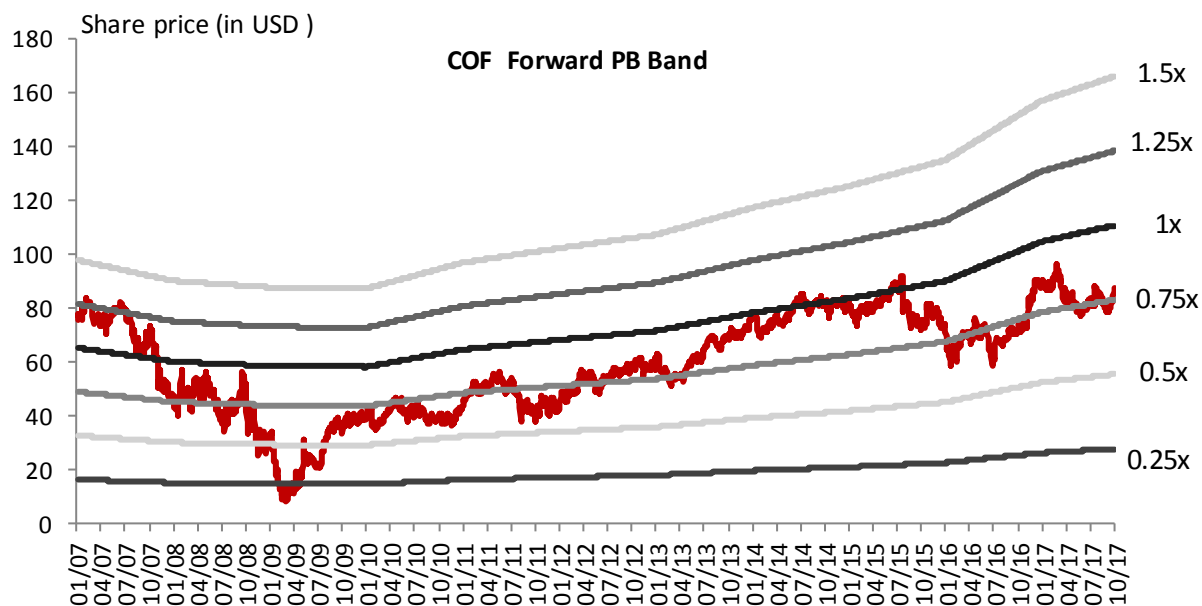
资料来源: Bloomberg (2017 年 10 月 8 日), 天风证券研究所

图 192: Capital One 公司 Forward PE Band (2009 年 1 月-2017 年 10 月)



资料来源: Bloomberg (2017 年 10 月 8 日), 天风证券研究所

图 193: Capital One 公司 Forward PB Band (2007 年 1 月-2017 年 10 月)



资料来源: Bloomberg (2017 年 10 月 8 日), 天风证券研究所

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，相对同期标普 500 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，相对同期标普 500 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 4068 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	卓越时代广场 36 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com



START YOUR FINANCE



起点财经，网罗天下报告