

行业评级:

银行 增持 (维持)

**沈娟** SAC No. S0570514040002  
研究员 SFC No. BPN843  
0755-23952763  
shenjuan@htsc.com

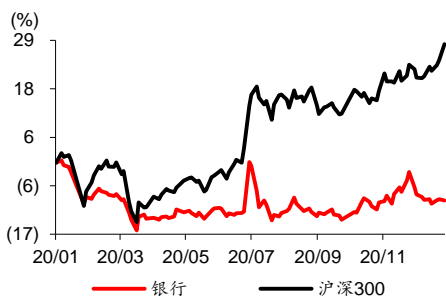
**蒋昭鹏** SAC No. S0570520050002  
研究员 0755-82492038  
jiangzhaopeng@htsc.com

**安娜** SAC No. S0570120080111  
联系人 anna@htsc.com

相关研究

- 1 《保险/银行: 行业周报 (第五十三周)》2021.01
- 2 《银行: 市场经济引领者, 优质银行聚集地》2021.01
- 3 《银行/保险: 行业周报 (第五十二周)》2020.12

一年内行业走势图



资料来源: Wind

# 抢滩汽车金融, 掘金万亿市场

## 银行零售生态系列 (二): 汽车金融深度研究

### 核心观点

汽车金融行业有望在刺激消费背景下迎接新一轮政策红利期。2020年中央经济工作会议提出将扩大内需作为战略基点, 国内大循环背景下, 刺激消费已成政策重要方向, 近期监管对于汽车金融的政策支持也加速落地。汽车消费贷款作为质量仅次于住房按揭贷款的优质资产, 目前正成为越来越多银行零售转型的重要布局方向; 在金融创新审慎监管趋势下, 我们预计银行、汽车金融公司等持牌机构有望持续获得政策倾斜, 迎来更为稳健且广阔的增长前景。我们看好率先布局汽车金融或消费金融、零售转型领先的银行。个股推荐平安银行、兴业银行、招商银行、宁波银行。

### 行业概貌: 市场蕴含广阔前景, 多元竞争格局渐成

我国汽融行业经历了黄金十年, 2019年市场规模达1.8万亿元, 近10年CAGR达25.8%。目前行业走向成熟, 步入多元竞争格局。展望未来, 汽车金融市场挖掘前景依然广阔。从供给端看, 40%的汽车金融渗透率相较海外成熟市场仍有较大提升空间; 从需求端看, 全球最大汽车销售市场为汽车金融行业提供扎实的基本盘, 同时需求结构、客群结构的变化有望驱动汽车金融迎来高阶发展, 二手车、新能源汽车、网约车、商用车均为未来新看点; 从政策端看, 国内大循环背景下鼓励汽车消费, 汽车金融正迎来红利期, 政策逐步向持牌机构倾斜, 银行与汽融公司有望夯实竞争优势。

### 市场细览: 参与主体各具优势, 持牌机构主导市场

目前有四类主体逐鹿汽融市场, 包括银行、汽融公司、融资租赁公司、互联网平台等, 其中汽融公司市占率约50%, 银行市占率约30%, 头部机构马太效应明显。银行优势在于资金实力足、产品利率低、金融专业能力强, 而劣势在于渠道有限、汽车专业度不足等。汽融公司优势在于渠道广泛、深谙汽车行业、厂商贴息下实际利率较低, 而劣势在于资金成本高于银行、产品范围受限。融资租赁公司、互联网平台客户门槛低、产品灵活, 但均面临资金成本高、风控压力大、监管趋严等问题。在金融创新审慎监管趋势下, 我们预计银行、汽融公司等持牌机构有望迎来稳健且广阔的前景。

### 案例分析: 客户为先, 渠道为王, 科技赋能

选取四家公司作为案例, 分别为平安银行 (与集团车生态协同的银行领先者)、上汽通用汽车金融公司 (围绕客户丰富产品体系的佼佼者)、易鑫集团 (颇受互联网巨头青睐的线上生态平台)、Ally Financial (拓展综合金融模式的美国行业典范), 以客户为中心的产品体系或综合金融生态、丰富的渠道资源、科技赋能是其共同优势。细览美国汽车金融业, 汽车金融为汽车产业链中利润贡献最大一环, 反向拉动汽车产业实现全面金融资本化; 汽融公司为头号玩家, 业务模式分为直接信贷、间接信贷、融资租赁, 车厂、汽融公司、经销商、客户、资本市场之间形成良性生态循环。

风险提示: 经济下行超预期, 资产质量恶化程度超预期, 汽车金融政策支持低于预期。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	投资评级	目标价 (元)	EPS (元)				P/E (倍)			
					2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
000001 CH	平安银行	18.17	买入	21.60	1.45	1.42	1.56	1.79	12.53	12.80	11.65	10.15
601166 CH	兴业银行	18.86	买入	22.56	3.17	3.05	3.30	3.68	5.95	6.18	5.72	5.13
600036 CH	招商银行	42.18	增持	45.40	3.68	3.69	4.11	4.71	11.46	11.43	10.26	8.96
002142 CH	宁波银行	35.48	买入	40.59	2.28	2.43	2.80	3.25	15.56	14.60	12.67	10.92

资料来源: 华泰证券研究所

## 正文目录

引言：抢滩汽车金融，掘金万亿市场 .....	5
行业概貌：市场蕴含广阔前景，多元竞争格局渐成 .....	6
发展历程：监管体系逐步完善，步入多元竞争格局 .....	6
行业前景：市场挖掘空间广阔，政策倾斜持牌机构 .....	9
供给端：金融渗透快速提升，相较海外空间仍足 .....	9
需求端：基本盘规模可观，结构变化开拓新机遇 .....	9
政策端：利好政策陆续落地，持牌机构充分受益 .....	12
市场细览：参与主体各具优势，持牌机构主导市场 .....	13
行业格局：汽融公司占据主力，头部玩家集中度高 .....	13
参与主体：持牌机构优势突出，行业趋于合规发展 .....	14
商业银行：资金实力充足，金融服务能力强 .....	15
汽车金融公司：厂商资源支持，渠道优势显著 .....	17
其他参与者：定位下沉客群，监管日趋规范 .....	22
案例分析：客户为先，渠道为王，科技赋能 .....	24
平安银行：与集团“车生态”深度协同的银行汽融领先者 .....	24
上汽通用汽车金融：围绕客户需求丰富产品体系的佼佼者 .....	27
易鑫集团：颇受互联网巨头青睐的线上汽车零售生态平台 .....	29
美国行业细览：汽车金融拉动汽车产业全面金融资本化 .....	31
重点推荐标的 .....	34
平安银行（000001 CH，买入，目标价：21.60 元）：对公零售同发展，打造新 型银行 .....	34
兴业银行（601166 CH，买入，目标价：22.56 元）：“商行+投行”战略，迎接 直融时代 .....	34
招商银行（600036 CH，增持，目标价：45.40 元）：零售业务标杆，财富管理 强行 .....	35
宁波银行（002142 CH，买入，目标价：40.59 元）：机制引领，战略先行 .....	35
风险提示 .....	36

## 图表目录

图表 1: 全文逻辑框架图 .....	5
图表 2: 我国汽车金融行业定义及划分 .....	6
图表 3: 1999 年以来中国汽车金融市场规模及同比增速 .....	6
图表 4: 2013 年以来汽车金融公司贷款余额结构: 零售贷款占主导地位且占比逐年提升 .....	7
图表 5: 2000-2003 年中国汽车销量同比增速较快 .....	7
图表 6: 2000-2003 年重点股份行布局汽车金融案例 .....	7
图表 7: 汽车金融行业历年重要政策梳理 .....	8
图表 8: 2015 年以来我国汽车金融渗透率及海外主要国家对比 .....	9
图表 9: 2009 年我国汽车销量超过美国并快速增长, 2018 年后增速放缓 .....	10
图表 10: 2019 年全球主要国家千人汽车保有量对比 .....	10
图表 11: 2010 年以来我国二手车交易量及同比增速 .....	10
图表 12: 2010 年以来我国新能源汽车销量及同比增速 .....	10
图表 13: 中国移动出行车队规模及预测 .....	11
图表 14: 中国商用车金融市场总规模及预测 .....	11
图表 15: 上市银行和汽车金融公司对于二手车、新能源汽车金融业务的布局情况 .....	11
图表 16: 2016 年以来购车消费者年龄结构: 年轻一代消费者渐成主力 .....	12
图表 17: 2019 年受访职场年轻人中不同年龄段使用分期消费的比例 .....	12
图表 18: 2019 年部分一、二线城市千人汽车保有量已达国际中游水平 .....	12
图表 19: 汽车金融产业链参与机构及业务模式图 .....	13
图表 20: 2019 年汽车金融行业主要参与者的市场份额 .....	14
图表 21: 2019 年末主要汽车金融公司总资产规模排名 .....	14
图表 22: 汽车金融市场参与主体主要特征对比 .....	15
图表 23: 平安银行、中信银行、兴业银行汽车金融布局思路与规模对比 .....	15
图表 24: 汽车消费贷款资产质量较优: 以平安银行为例 .....	16
图表 25: 商业银行汽车金融业务模式和获客渠道分类 .....	16
图表 26: 商业银行开展汽车金融业务的优势及劣势 .....	17
图表 27: 汽车金融公司基本情况及 2019 年财务指标 (单位: 亿元) (部分未披露财务指标) .....	18
图表 28: 汽车金融公司股权结构对比 .....	18
图表 29: 汽车金融公司所属主机厂的主要汽车品牌及 2019 年国内销量 .....	18
图表 30: 汽车金融公司准入规则与消费金融公司对比 .....	19
图表 31: 2019 年汽车金融公司、上市银行 ROE 拆分对比 (单位: %) .....	19
图表 32: 2014 年以来汽车金融公司不良率与商业银行对比 .....	20
图表 33: 2015 年以来汽车金融公司拨备覆盖率与商业银行对比 .....	20
图表 34: 大众汽车金融公司购车界面: 厂商贴息之下已推出 0 利率贷款方案 .....	20
图表 35: 2019 年末主要汽车金融公司融资结构 .....	21
图表 36: 汽车金融公司开展汽车金融业务的优势及劣势 .....	21
图表 37: 上汽财务“好车 e 贷”与上汽通用汽车金融的产品差异化布局 .....	21

图表 38: 汽车金融直租模式示意图 .....	22
图表 39: 汽车金融售后回租模式示意图 .....	22
图表 40: 互联网汽车金融参与主体及业务模式 .....	22
图表 41: 2017 年以来互联网汽车金融市场规模及同比增速 .....	23
图表 42: 融资租赁公司及互联网平台开展汽车金融业务的优势及劣势 .....	23
图表 43: 国内汽车金融领域主要上市标的情况及 2019 年财务指标 .....	24
图表 44: 2007 年以来平安银行汽车金融贷款余额及同比增速 .....	25
图表 45: 2007 年以来平安银行汽车金融贷款占零售贷款比例变化 .....	25
图表 46: 平安集团“车生态”示意图 .....	26
图表 47: 平安银行在集团协同赋能下的汽车金融拓展模式图 .....	26
图表 48: 2015 年以来平安银行汽车金融贷款不良贷款率走势 .....	27
图表 49: 2019 年汽车金融公司净利润规模及同比增速 .....	27
图表 50: 2019 年上汽通用汽车金融公司组织架构 .....	28
图表 51: 2015 年以来上汽通用汽车金融公司资产质量指标 .....	28
图表 52: 上汽通用汽车金融公司主要产品结构介绍 .....	29
图表 53: 2016 年以来易鑫平台上汽车融资交易量及同比增速 .....	29
图表 54: 2015 年以来易鑫集团营业收入及净利润 .....	29
图表 55: 2015 年以来易鑫集团营业收入结构变化 .....	30
图表 56: 易鑫集团上市前融资情况 .....	30
图表 57: 2015 年以来易鑫集团逾期 90 天以上、180 天以上贷款占比 .....	31
图表 58: 美国汽车产业链利润结构（2013 年数据） .....	31
图表 59: 中国汽车产业链利润结构（2016 年数据） .....	31
图表 60: 美国汽车金融市场份额：汽车金融公司、银行为最大两类参与者（2013 年数据） .....	32
图表 61: 2019 年海外大型汽车集团 EBIT 分业务结构 .....	32
图表 62: 2015 年以来美国大型商业银行汽车贷款余额/零售贷款总额 .....	32
图表 63: 美国汽车金融信贷模式示意图 .....	33
图表 64: Ally Financial 汽车金融综合服务生态圈 .....	33
图表 65: 2015 年以来 Ally Financial 营收结构 .....	33
图表 66: 重点推荐公司估值表 .....	35
图表 67: 报告提及公司信息 .....	36

## 引言：抢滩汽车金融，掘金万亿市场

汽车金融市场增长前景广阔，在刺激消费背景下汽车金融有望迎来政策红利期。2019 年我国汽车金融市场规模约 1.8 万亿元，近 10 年 CAGR 达 25.8%，尤其汽车消费金融发展迅猛。2020 年中央经济工作会议提出将扩大内需作为战略基点；国内大循环背景下，刺激消费已成为政策重要方向。近期监管对于汽车金融的政策支持加速落地，包括下调汽车贷款首付比例、延长还款期限、放宽汽车金融公司融资渠道等。我国拥有世界最大汽车销售市场，但 2019 年国内汽车金融渗透率约为 43%，相较海外成熟市场 70% 的水平仍有较大提升空间；同时二手车、新能源汽车、网约车、商用车均有望成为汽车金融行业发展新看点，尤其是新能源汽车具有置换需求大、单车价格高等特点，行业快速成长之时有望为汽车金融带来绝佳机遇。

汽车消费金融正成为银行零售转型重要方向，我们看好前瞻布局的优质银行。2019 年汽车金融公司、银行分别占据汽车金融业务约 50%、30% 的市场份额（标普评级数据），银行相对汽融公司享有资金成本低、金融服务能力强等优势。当前着力拓展汽车消费金融业务的银行集中于大行、股份行及部分民营银行，其中平安银行凭借与集团“车生态”的深度协同，打破银行在场景和渠道的劣势，成为业内佼佼者。汽车消费贷款作为质量仅次于住房按揭贷款的优质资产，目前正成为越来越多银行零售转型的重点方向。在金融创新审慎监管趋势下，我们预计银行、汽车金融公司等持牌机构有望持续获得政策倾斜，迎来更为稳健且广阔的增长前景。我们看好率先布局汽车金融或消费金融、零售转型领先的银行。个股推荐平安银行、兴业银行、招商银行、宁波银行。

图表1：全文逻辑框架图

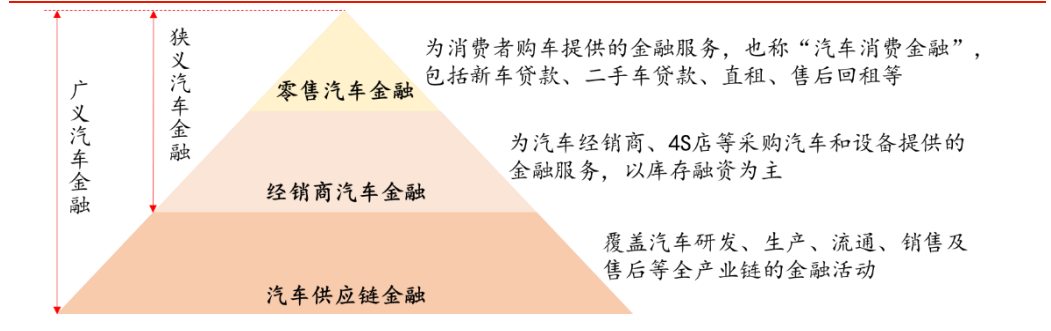


资料来源：华泰证券研究所

## 行业概貌：市场蕴含广阔前景，多元竞争格局渐成

汽车金融的定义有广义与狭义之分。广义汽车金融涵盖汽车研发、生产、流通、销售及售后等全产业链、全生命周期的金融活动，包括供应链金融。而狭义汽车金融特指金融机构在汽车销售环节提供的融资性金融服务，分为面向 C 端购买者的“零售汽车金融”（即“汽车消费金融”）、面向 B 端销售者的“经销商汽车金融”。本文主要研究狭义汽车金融行业，尤其是当前发展前景广阔、契合银行零售转型趋势的汽车消费金融业务。

图表2：我国汽车金融行业定义及划分



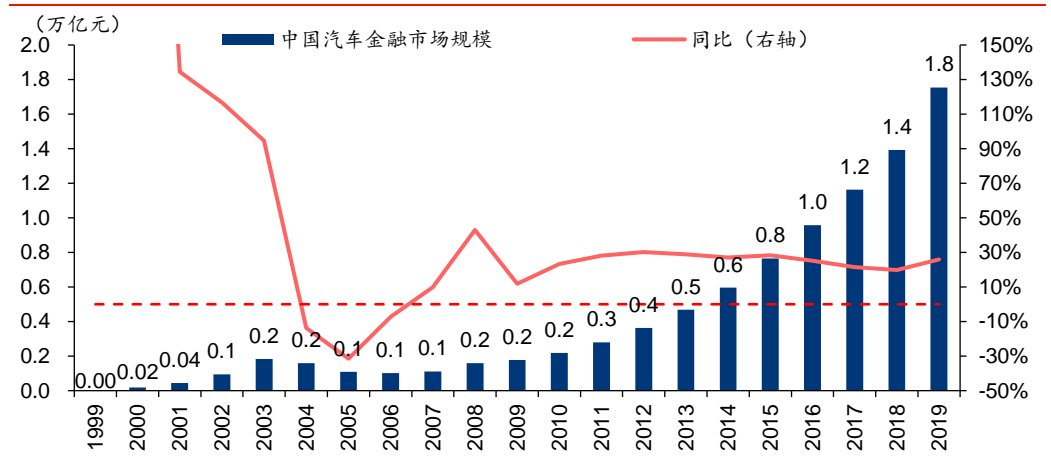
资料来源：银保监会，中国银行业协会，中国汽车工业协会，华泰证券研究所

汽车金融市场增长前景广阔，刺激消费背景下行业有望迎来政策红利期。2019 年我国汽车金融市场规模近 10 年 CAGR 达 25.8%，尤其是汽车消费金融增长迅猛。汽融行业目前已步入多元竞争新格局，行业日益走向成熟。展望未来，行业前景依然广阔。从供给端看，2019 年 43% 的汽车金融渗透率相较海外成熟市场 70% 左右的水平仍有较大提升空间；从需求端看，全球最大汽车销售市场为汽车金融行业提供扎实的基本盘，同时需求结构、客群结构的变化有望驱动汽车金融迎来高阶发展，尤其是二手车、新能源汽车、网约车、商用车均有望成为汽车金融行业发展新看点；从政策端看，国内大循环背景下鼓励汽车消费，汽车金融正迎来红利期，政策逐步向持牌机构倾斜，银行与汽融公司有望夯实竞争优势。

## 发展历程：监管体系逐步完善，步入多元竞争格局

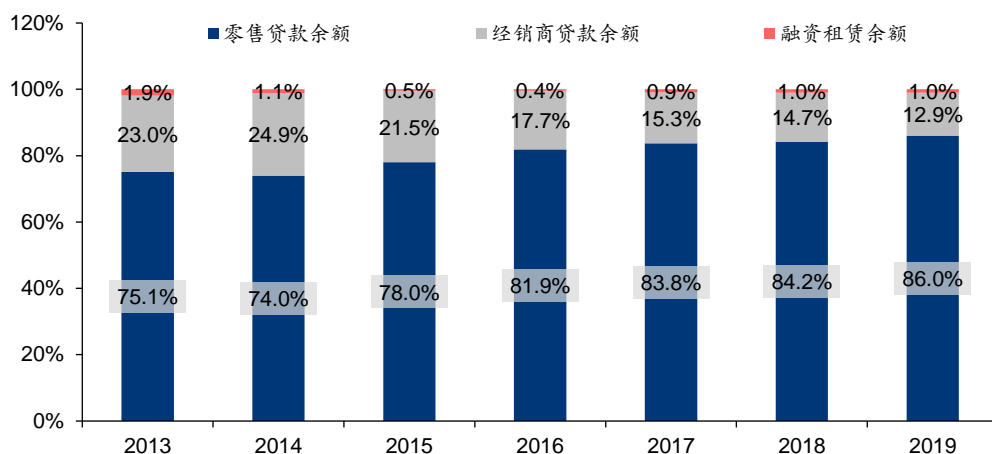
近十年来我国汽车金融市场规模快速增长，零售汽车金融是主要驱动。2019 年中国汽车金融市场规模约 1.8 万亿元，同比增长 25.9%。伴随着新车销售的高速发展和市场消费的不断进步，我国汽车金融行业经历了黄金十年，市场规模快速增长，近 10 年的复合增长率达 25.8%。在汽车金融市场中，汽车消费金融占据主导地位，且增长势头迅猛，主要得益于汽车零售客群的规模庞大、金融需求高。以全部 25 家汽车金融公司为例，2019 年末汽车金融公司零售贷款余额达 7193.8 亿元，占贷款总额的比重为 86.0%，且比重自 2014 年以来持续提升；零售端贷款约为对公端贷款（经销商贷款）的 7 倍。

图表3：1999 年以来中国汽车金融市场规模及同比增速



资料来源：中国汽车流通协会，亿欧汽车，华泰证券研究所

**图表4： 2013年以来汽车金融公司贷款余额结构：零售贷款占主导地位且占比逐年提升**



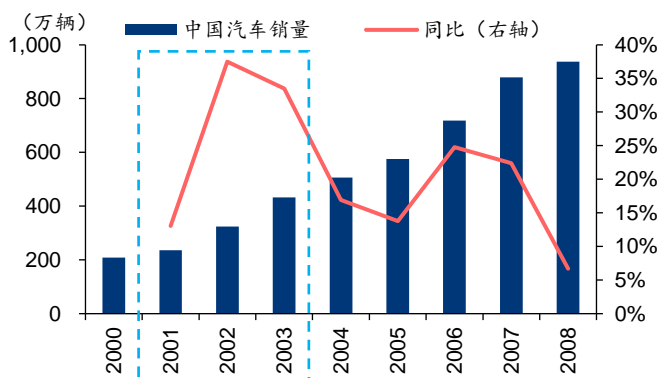
资料来源：中国银行业协会，华泰证券研究所

我国汽车金融行业萌芽于分期购车，随着政策体系日趋完善，逐步形成多元竞争格局。纵览我国汽车金融行业发展历程，大致可划分为萌芽期、爆发期、整顿期、振兴期、多元竞争期5大阶段，其中监管政策体系的日益完善是驱动行业走向成熟的主要因素。

**1) 萌芽期 (1993-1999年)：汽车信贷初现，银行试点起航。**我国汽车金融始现于20世纪90年代，1995年部分国有商业银行在一汽、上汽等主机厂的联合之下，开始尝试汽车消费信贷业务，以缓解当时汽车消费低迷情况。但由于缺少相关经验，风险问题频出，汽车信贷业务曾于1996年9月被央行叫停。1998年，央行出台《汽车消费贷款管理办法(试点办法)》，在四家国有银行(中、农、工、建)先行开办汽车消费贷款业务试点，标志着我国汽车金融业正式起航。

**2) 爆发期 (2000-2003年)：规模迅猛增长，银行主导市场。**随着国内私人汽车消费的升温，叠加商业银行不断重视汽车消费信贷业务，汽车金融业进入快速增长阶段，市场规模从1999年末的29亿元跃升至2003年末的近2000亿元。商业银行依靠牌照优势在市场中形成垄断地位，且参与主体从国有银行扩展至股份行，如中信银行、光大银行、平安银行均在此期间相继入场汽车金融业务。

**图表5： 2000-2003年中国汽车销量同比增速较快**



资料来源：中国汽车工业年鉴，华泰证券研究所

**图表6： 2000-2003年重点股份行布局汽车金融案例**

年份	银行名称	主要措施
2000年	中信银行	2000年起进入汽车金融领域，与神龙汽车搭建全国首个经销商服务网络，2002年成立汽车金融工作小组，2007年在总行成立汽车金融中心，逐步构建覆盖产业链上下游及消费者的专业平台
2000年	光大银行	2000年开始运作金融汽车网，2002年推出汽车信贷组合产品——“全程通”汽车金融网，针对制造商、经销商和消费者的不同需求制定全程化信贷产品
2002年	平安银行	前身是深圳发展银行汽车信贷业务部，前期开展经销商库存融资，2003年入局汽车消费贷款业务，2011年成立事业部

资料来源：公司官网，公司公告，Wind，华泰证券研究所

**3) 调整期 (2004-2007年)：车贷风险暴露，汽融公司登场。**与保险公司合作的车贷险模式导致部分银行逐步放宽了审批门槛，潜在风险积聚。2003-04年，在车价走低等因素带动下，汽车信贷坏账开始集中出现，据银监会统计，银行汽车贷款不良率从2002年的0.46%升至2004年的5.28%。保监会于2004年3月叫停车贷险，汽车消费信贷随后进入收缩

期，2004-06年汽车金融市场规模均为同比负增长。**2003年10月银监会**出台《**汽车金融公司管理办法**》，确立汽车金融公司监管框架。2004年8月上汽通用汽车金融公司成立，成为国内首家汽车金融公司，随后大众、丰田、福特、奔驰等汽车金融公司纷纷落地。2004年10月银监会出台《**汽车贷款管理办法**》，汽车金融进一步向专业化、规范化方向发展。

**4) 振兴期 (2008-2012年): 汽融公司崛起, 租赁模式入局。**以海外及国产主机厂为背景的汽车金融公司接连入场, 业务模式日趋成熟, 行业开始由银行垄断时代快速切换至银行、汽融公司全面竞争时代。2008年银监会出台**新版《汽车金融公司管理办法》**, 拓宽汽车金融公司业务范围, 包括允许提供汽车融资租赁业务。在汽融公司崛起、汽车销量回暖的驱动下, 汽融市场规模同比增速明显回升, 2010年末市场规模恢复至2003年末水平。

**5) 多元竞争期 (2013-2020年): 多方主体并存, 政策加大支持。**2013年起互联网金融快速兴起, 互联网平台、融资租赁公司等新兴参与者进入市场, 银行、汽融公司、租赁公司、互联网平台等多元主体并存的局面逐渐形成。近年来, 在我国扩大内需、刺激消费大背景下, 汽融领域的利好政策不断出台, 如下调汽车贷款首付比例, 延长还款期限, 放宽汽车金融公司的融资渠道、监管指标等。这一阶段汽融市场规模同比增速稳定于20%-30%, 行业在多元格局渐成、政策支持加大的驱动下保持快速增长。

图表7: 汽车金融行业历年重要政策梳理

时间	监管机构	政策文件	主要内容
1998-09-11	央行	《汽车消费贷款管理办法(试点办法)》	<b>四家国有商业银行开展汽车消费贷款试点。</b> 汽车消费贷款期限不得超过5年。以质押方式申请贷款的, 或银行、保险公司提供连带责任保证的, 首付比例不低于 <b>20%</b> ; 以所购车辆或其他不动产抵押申请贷款的, 首付比例不低于 <b>30%</b> 。
2003-10-03	银监会	《汽车金融公司管理办法》	明确 <b>汽车金融公司</b> 为中国境内汽车购买者及销售者提供贷款的非银行金融企业法人, 允许 <b>外国及合资公司</b> 开设汽车金融企业, 对 <b>汽车金融准入条件、业务范围和风险管理</b> 进行规定。
2004-08-09	央行、银监会	《汽车贷款管理办法》	允许 <b>商业银行、城乡信用社以及持牌非银机构</b> 等多元机构开展汽车贷款业务。汽车贷款期限不得超过5年, 二手车贷款期限不得超过3年, 经销商汽车贷款期限不得超过1年。自用车、商用车贷款首付比例分别不低于 <b>20%、30%</b> , 二手车贷款首付比例不低于 <b>50%</b> 。
2008-01-24	银监会	《汽车金融公司管理办法》	拓宽汽车金融公司的业务范围、融资渠道等, 从准入条件、业务范围、风险管理指标等方面进行修改。允许汽车金融公司 <b>发行金融债券、从事同业拆借、汽车融资租赁业务</b> (售后回租业务除外) 及与汽车金融业务相关的金融机构股权投资业务。
2009-03-20	国务院	《汽车产业调整和振兴计划》	支持 <b>符合条件的国内骨干汽车生产企业建立汽车金融公司</b> ; 进一步修改与完善了汽车信贷制度, 促进和规范汽车消费信贷业务。
2016-03-24	央行、银监会	《关于加大对新消费领域金融支持的指导意见》	鼓励有条件的银行业金融机构围绕新消费领域设立特色专营机构, 鼓励消费金融公司针对细分市场提供特色服务。新能源汽车和二手车贷款业务可分别在 <b>15%和30%</b> 最低要求基础上, 自主决定首付款比例。通过金融债券发行、同业拆借、 <b>信贷资产证券化(ABS)</b> 等方式, 拓宽消费金融机构多元化融资渠道。
2017-11-08	央行、银监会	《关于调整汽车贷款有关政策的通知》	自用、商用传统动力汽车贷款首付比例最低分别为 <b>20%、30%</b> ; 自用、商用新能源汽车贷款首付比例最低分别为 <b>15%、25%</b> ; 二手车贷款首付比例最低为 <b>30%</b> 。
2019-06-03	发改委、生态环境部、商务部	《推动重点消费品更新升级畅通资源循环利用实施方案(2019-2020年)》	积极 <b>引导汽车金融产品创新</b> 。鼓励银行等金融机构优化资源配置和业务布局, 增加地级及以下城市和农村地区汽车金融服务的有效供给。针对细分市场提供特色金融服务, 适应多样化汽车消费需求。利用金融科技手段优化产品定价、简化抵押贷款等业务办理流程, 提高风险控制能力。积极创新汽车金融消费信贷产品, 规范汽车金融服务费收取标准, 切实保障消费者权益。
2019-08-27	国务院办公厅	《关于加快发展流通促进商业消费的意见》	鼓励金融机构对居民购买 <b>新能源汽车等绿色智能产品提供信贷支持</b> , 加大对新消费领域金融支持力度。
2020-01-08	银保监会	《融资租赁公司监督管理暂行办法(征求意见稿)》	对融资租赁企业经营范围、经营规则、监管指标、监督管理等进行了全面规范, 汽车融资租赁(尤其售后回租)趋于 <b>规范化发展</b> 。
2020-04-29	发改委等11部委	《关于稳定和扩大汽车消费若干措施的通知》	<b>鼓励金融机构积极开展汽车消费信贷</b> 等业务, 通过 <b>适当下调首付比例和贷款利率、延长还款期限</b> 等方式, 加大对汽车个人消费信贷支持力度, 持续释放汽车消费潜力。
2020-11-06	银保监会	《关于促进消费金融公司和汽车金融公司增强可持续发展能力提升金融服务质效的通知》	1) 汽车金融公司可申请将 <b>拨备覆盖率监管要求由150%降至130%</b> , 将贷款拨备率监管要求降至1.5%。2) 鼓励拓宽市场化融资渠道, 支持汽车金融公司通过银登中心开展正常的 <b>信贷资产收益权转让业务</b> , 进一步盘活信贷存量。3) 增加资本补充方式, 支持汽车金融公司发行 <b>二级资本债券</b> , 增强抵御风险能力。

资料来源: 央行, 银保监会, 国务院, 发改委, 华泰证券研究所

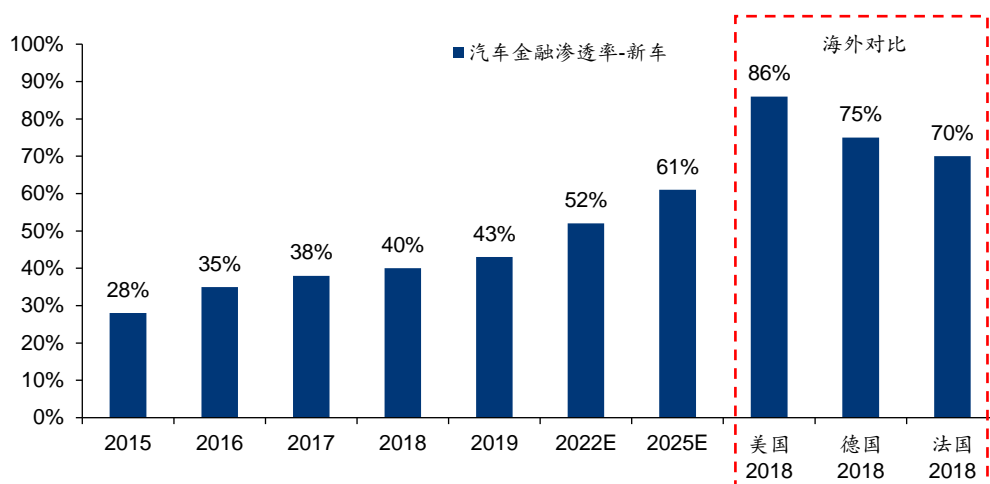


## 行业前景：市场挖掘空间广阔，政策倾斜持牌机构

### 供给端：金融渗透快速提升，相较海外空间仍足

目前我国汽车金融渗透率相比海外成熟市场较低，供给侧未来拥有较大提升潜力。随着汽车金融市场及参与者的蓬勃增长，近年来我国汽车金融渗透率（使用汽车金融购买的车辆数量/汽车总销量）逐年提升，据罗兰贝格数据，新车金融渗透率从2015年的28%上升至2019年的43%；二手车金融也在互联网汽车平台的带动下也快速发展，2019年达到28%的渗透率。但相较之下，目前海外成熟市场的新车金融渗透率大多已超过70%，二手车金融渗透率也达50%左右，我国汽车金融渗透率仍有较大发展空间。对于尚处于探索阶段的新能源汽车，我们预计汽车金融渗透率则更低。在居民消费升级、信贷接受度提升等因素驱动下，预计未来金融机构对于汽车消费的渗透率有望进一步提升，汽融市场增长潜力强。

图表8：2015年以来我国汽车金融渗透率及海外主要国家对比



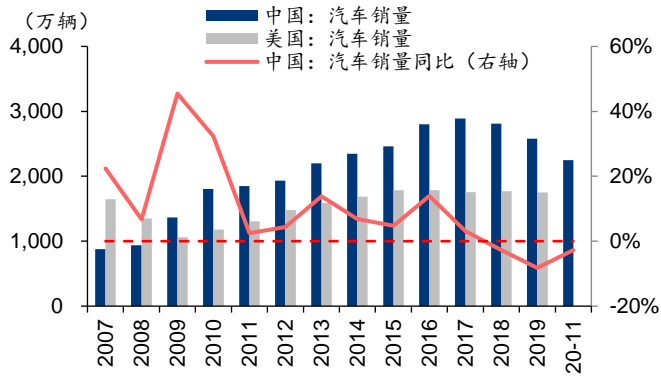
资料来源：罗兰贝格《2020中国汽车金融报告》，华泰证券研究所

### 需求端：基本盘规模可观，结构变化开拓新机遇

第一，从需求总量看，全球最大新车市场为汽融提供庞大“基本盘”，人均汽车保有量的提升空间有望带动总量进一步扩大。汽车金融市场规模与同期汽车需求量密切相关。21世纪以来我国汽车产业高速发展，据中汽协，新车销量实现了从百万到千万级的跨越，2009年超过美国成为世界第一大新车市场。虽然2018年后汽车产业受宏观经济增长放缓、需求预支等影响而步入成熟发展的“新常态”，但目前我国仍为全球最大汽车市场，2019年汽车零售额达3.94万亿元，庞大的需求“基本盘”为汽融市场打下坚实基础。

从人均数据看，2019年我国每千人汽车保有量仅173辆，相较欧美等成熟市场有较大提升空间。人均汽车保有量与人均GDP高度相关，但即便是相比同等人均GDP水平的其他国家，我国千人汽车保有量仍相对较低。随着未来经济增长、消费升级，预计人均汽车保有量有望进一步提升，带动汽车产业“总盘子”扩大，从而为汽融市场提供更广阔前景。

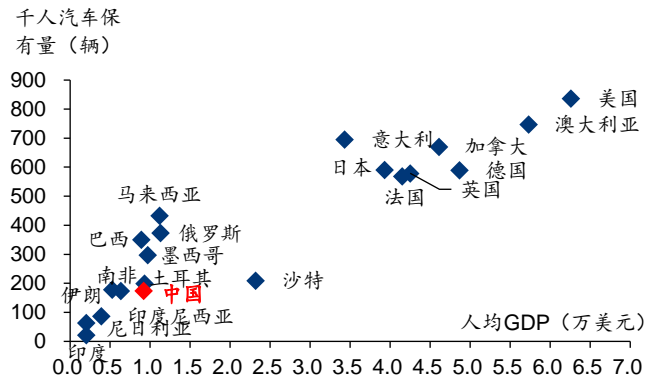
图表9：2009年我国汽车销量超过美国并快速增长，2018年后增速放缓



注：红色虚线为右轴的0刻度，用来区分正负

资料来源：中国汽车工业协会，WardsAuto，华泰证券研究所

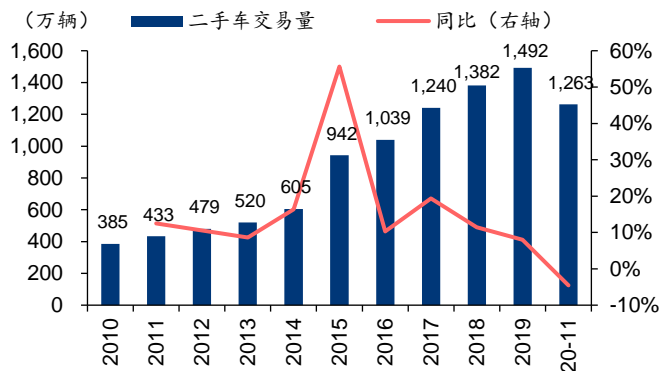
图表10：2019年全球主要国家千人汽车保有量对比



资料来源：世界银行，华泰证券研究所

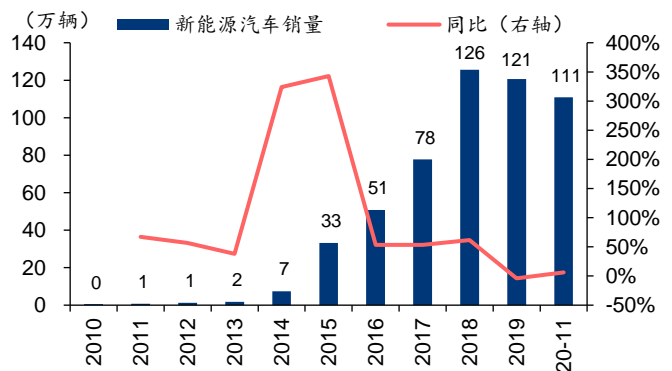
第二，从需求结构看，二手车、新能源汽车、网约车、商用车市场快速发展，为汽车金融发展开辟新思路。一是二手车交易正蓬勃增长。在国内新车需求增长放缓的同时，二手车交易量2016-2019年CAGR达12.8%。据中汽协，2019年我国二手车与新车销量比为0.6:1，而美国这一比例达2.4:1（美国交通部）。随着消费者需求逐步成熟、政策支持日趋完善，预计未来二手车交易占比尚有较大提升空间。二是新能源汽车销量近3年CAGR达33.5%，在“碳中和”目标驱动下，未来需求有望加速释放。2019年以来补贴政策退坡虽然对于新能源汽车销量增长造成一定冲击，但2020年11月国务院印发《新能源汽车产业发展规划（2021-2035年）》，引导产业加速升级发展。新能源汽车置换需求大、单车价格高，预计有望为汽车金融带来更多机遇。

图表11：2010年以来我国二手车交易量及同比增速



资料来源：中国汽车工业协会，华泰证券研究所

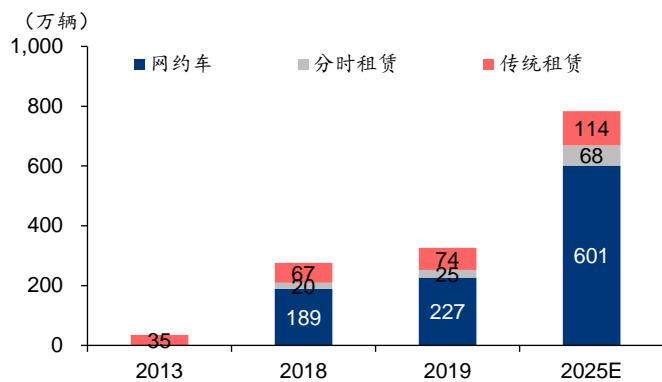
图表12：2010年以来我国新能源汽车销量及同比增速



资料来源：中国汽车工业协会，华泰证券研究所

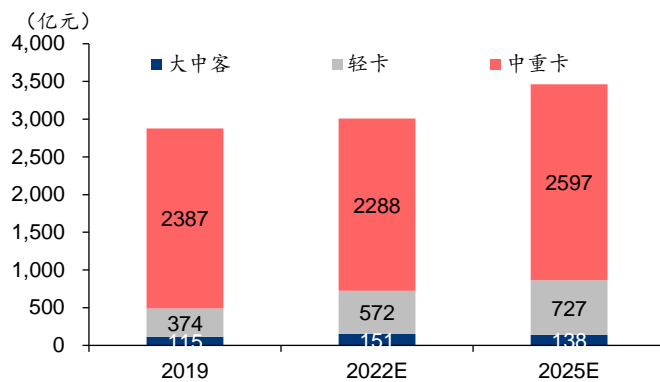
三是以网约车和分时租赁为代表的移动出行行业正快速发展，网约车司机将车辆作为生产工具，只追求使用权，平台在扩大车队规模过程中衍生较大金融杠杆需求。在城市拥堵问题凸显、共享经济理念渗透等因素推动下，预计网约车金融市场有望进一步扩张，据罗兰贝格数据，整体共享车队规模有望从2019年的326万台升至2025年的783万台。四是商用车市场正随着国内物流业的蓬勃发展而快速增长，对于轻卡、中重卡及新技术车型的配置需求拥有广阔前景，据罗兰贝格数据，预计轻卡的金融渗透率有望由2019年的35%增长至2025年的50%以上。

图表13: 中国移动出行车队规模及预测



资料来源: 罗兰贝格, 华泰证券研究所

图表14: 中国商用车金融市场总规模及预测



资料来源: 罗兰贝格, 华泰证券研究所

受制于业务难点, 汽车金融在前期对于二手车、新能源汽车等涉足较少, 预计未来均有望为行业新看点。与传统新车金融相比, 二手车具有交易分散、标准化程度低、征信数据积淀有限、残值评估困难等特点, 新能源汽车也存在保值率低、电池生命周期短等痛点, 而网约车、商用车更为接近B端客户且发展尚处早期, 导致汽车金融参与者在前期对四类业务涉足均较少。但随着上述细分市场的蓬勃发展、汽车金融行业日趋成熟, 越来越多的银行、汽融公司开始在合理风控的前提下拓展二手车金融, 部分行业参与者通过余值保障、车电分离等创新金融手段布局新能源汽车金融业务; 同时网约车、商用车等领域对于汽车使用权的看重, 也为汽车融资租赁业务带来拓展空间。

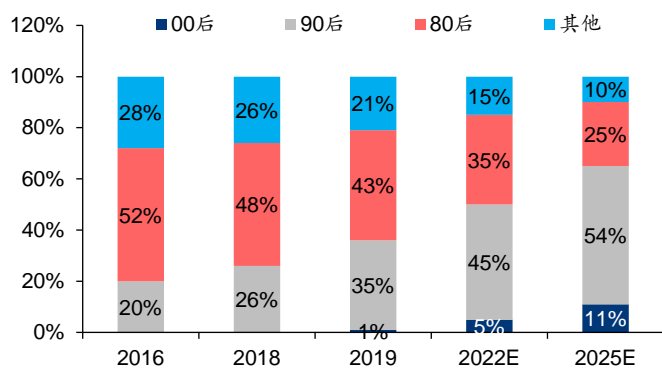
图表15: 上市银行和汽车金融公司对于二手车、新能源汽车金融业务的布局情况

公司类别	公司名称	二手车金融	新能源汽车金融	公司名称	二手车金融	新能源汽车金融
商业银行	工商银行	✓		兴业银行	✓	
	中国银行	✓		浦发银行	✓	
	平安银行	✓	✓	浙商银行	✓	
	中信银行	✓	✓			
汽车金融公司	上汽通用汽车金融	✓	✓	一汽汽车金融	✓	✓
	大众汽车金融	✓	✓	北京现代汽车金融	✓	✓
	丰田汽车金融	✓	✓	长安汽车金融	✓	✓
	福特汽车金融	✓		瑞福德汽车金融	✓	✓
	梅赛德斯-奔驰汽车金融			天津长城滨银汽车金融	✓	✓
	东风标致雪铁龙汽车金融	✓		比亚迪汽车金融		✓
	沃尔沃汽车金融	✓		华泰汽车金融	✓	
	东风日产汽车金融	✓	✓	上海东正汽车金融	✓	
	菲亚特克莱斯勒汽车金融			华晨东亚汽车金融		✓
	奇瑞徽银汽车金融	✓	✓	吉致汽车金融	✓	
	广汽汇理汽车金融	✓	✓	山东豪沃汽车金融	✓	
	宝马汽车金融	✓	✓	裕隆汽车金融	✓	
	三一汽车金融		✓			

资料来源: 公司公告, 公司官网, Wind, 华泰证券研究所

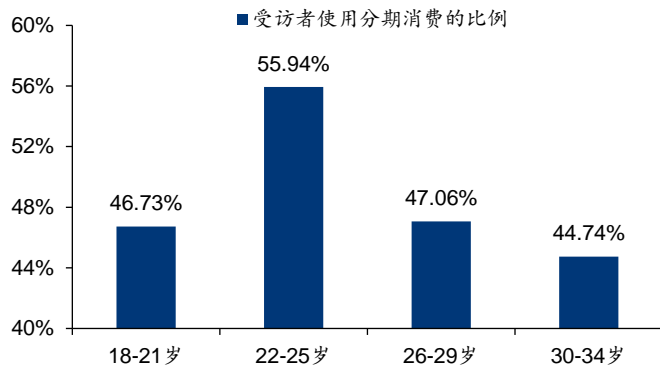
第三, 从客群结构来看, 购车客户年轻化、区域下沉化趋势均利好汽车金融加速渗透。一方面, 新一代消费群体逐步成长为购车主力军, 尤其是90后和00后的购买力有望在未来进一步增强。年轻群体对于分期付款等超前消费方式接受度更高, 对车贷、直租、售后回租等汽车金融模式具有更为多元化的需求, 有望驱动汽车金融迎来高阶发展。另一方面, 汽车市场重心正逐步由一二线城市向下沉地区转移, 成为汽车金融市场拓展的新空间。由于车牌限制、汽车保有量提升等因素, 一二线城市的汽车销售愈发趋于饱和, 2019年部分一二线城市的千人汽车保有量已达300辆左右, 接近国际中游水平。而汽车消费和汽车金融在下沉地区仍有较大挖掘空间, 据大搜车公布数据, 2018年“双十二”通过“弹个车”(汽车融资租赁平台)购车的客户中, 三线及以下城市消费者占比近70%。

**图表16： 2016年以来购车消费者年龄结构：年轻一代消费者渐成主力**



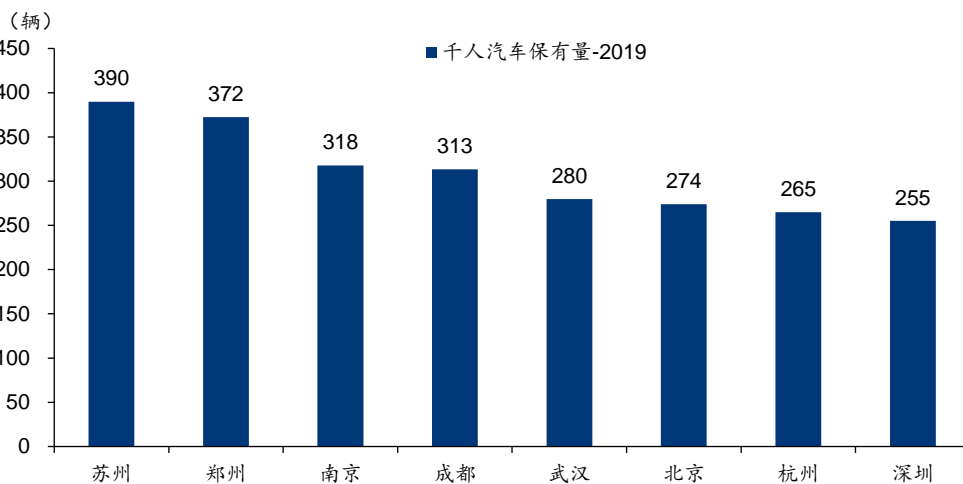
资料来源：中国汽车流通协会，罗兰贝格，华泰证券研究所

**图表17： 2019年受访职场年轻人中不同年龄段使用分期消费的比例**



资料来源：南都大数据研究院，华泰证券研究所

**图表18： 2019年部分一、二线城市千人汽车保有量已达国际中游水平**



资料来源：各地方统计局，华泰证券研究所

**政策端：利好政策陆续落地，持牌机构充分受益**

国内大循环背景下刺激汽车消费，汽车金融行业迎来政策红利期。为扩大内需、促进消费，近年来监管对于汽车消费和汽车金融支持力度加大，尤其是二手车、新能源汽车领域，如2017年11月将自用二手车、新能源汽车贷款首付比例下限分别调低至30%、15%，有利于直接扩充汽车金融潜在市场规模；此外，全面取消二手车限迁、下调二手车经销增值税率、出台《新能源汽车产业发展规划（2021-2035年）》等汽车产业政策也利好总盘子的增长前景。2020年以来在双循环新格局背景下，刺激汽车金融发展的政策红利加速落地，4月发改委、工信部、银保监会等11部门明确将适当下调汽车贷款首付比例和利率、延长还款期限，11月银保监会进一步放宽汽车金融公司的融资渠道、监管指标等限制。

监管政策向持牌金融机构倾斜，汽车金融行业有望加速合规发展。2020年11月银保监会明确“把所有金融活动纳入到统一监管范围”的政策导向，推动同类业务、同类主体公平竞争，2020年中央经济工作会议首次明确金融创新应审慎监管。近期监管先后收紧对网络小贷公司、金融科技公司的约束，对消费金融公司、汽车金融公司等持牌机构反而给予更多政策倾斜。如11月6日银保监会发布《关于促进消费金融公司和汽车金融公司增强可持续发展能力提升金融服务质效的通知》，将汽车金融公司拨备覆盖率要求由150%降至130%，支持其开展信贷资产收益权转让业务来盘活资产，并明确其可发行二级资本债补充资本。我们认为在金融活动统一监管趋势下，汽车金融行业有望逐步走向合规健康发展，商业银行、汽车金融公司等持牌机构有望充分受益于政策红利。

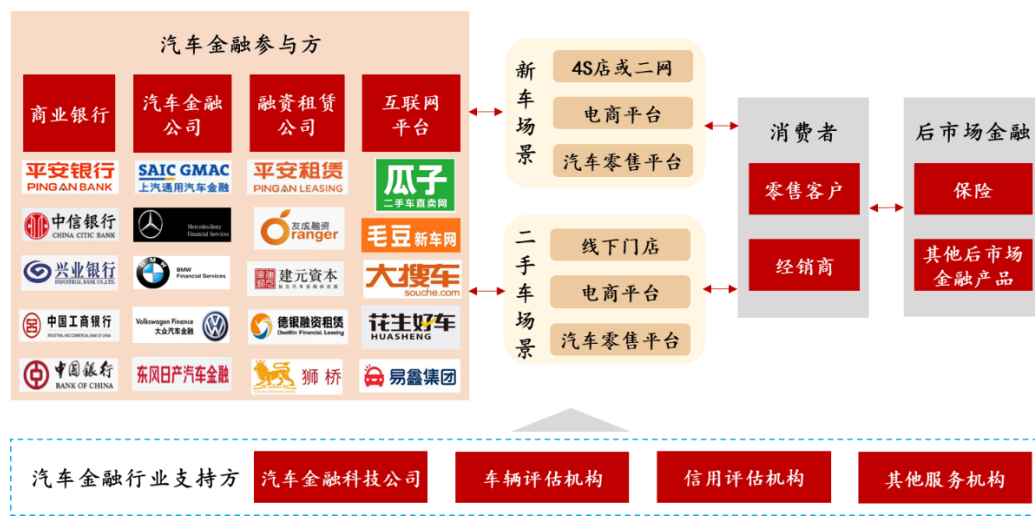
## 市场细览：参与主体各具优势，持牌机构主导市场

四类参与主体各具优劣，监管趋严下持牌机构有望稳健发展。目前主要有四类主体逐鹿汽车金融市场，包括银行、汽融公司、融资租赁公司、互联网平台等，其中汽融公司占据市场半壁江山，银行为第二大玩家，头部机构马太效应明显。银行的优势在于资金实力足、产品利率低、金融专业能力强，而劣势在于场景及客户渠道有限、汽车专业能力不足、审批门槛较高。汽融公司优势在于渠道资源广泛、汽车专业性强、实际利率较低(厂商贴息)，而劣势在于资金成本高于银行、产品范围受限等。融资租赁公司、互联网平台客户门槛较低、产品设计灵活，但均面临资金成本高、风控压力大、监管合规趋严等问题。在金融创新审慎监管趋势下，预计银行、汽融公司等持牌机构有望迎来更为稳健且广阔的发展前景。

## 行业格局：汽融公司占据主力，头部玩家集中度高

四类参与主体群雄逐鹿。目前汽车金融行业主要有四类参与主体，包括银行、汽车金融公司、融资租赁公司、互联网平台等。早期银行曾凭借牌照垄断先发布局，在市场独占鳌头；后期 25 家汽车金融公司陆续开业，依靠主机厂资源、经销商渠道、购车客群基础等优势成为后起之秀；目前融资租赁公司、互联网平台也作为新兴玩家相继入局，汽车金融行业呈多元竞争格局。

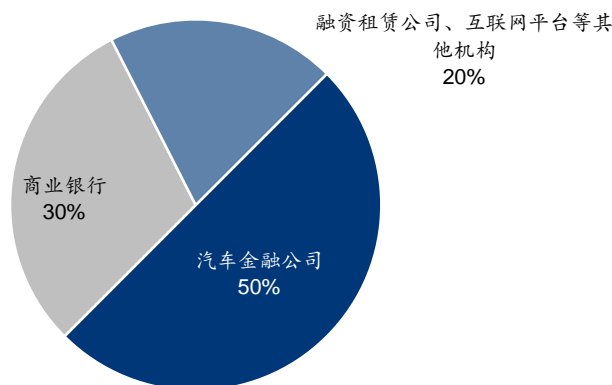
图表19：汽车金融产业链参与机构及业务模式图



资料来源：银保监会，公司财报，华泰证券研究所

汽车金融公司为主力竞争者，银行为第二大玩家。从市场份额来看，2019 年汽车金融公司占据汽车金融市场（1.8 万亿元）的半壁江山（50%），为行业最大参与者。银行市占率约为 30%，融资租赁公司、互联网平台等其他机构仅占据剩余约 20% 的份额。据中国汽车流通协会《中国汽车流通行业发展报告（2019-2020）》，汽车金融用户满意度及购买产品意向调研结果显示，消费者选择汽车金融公司和银行的意向占比分别达 66.6%、51.5%，侧面印证了汽车金融公司、银行仍为汽车金融市场的的主流选择。

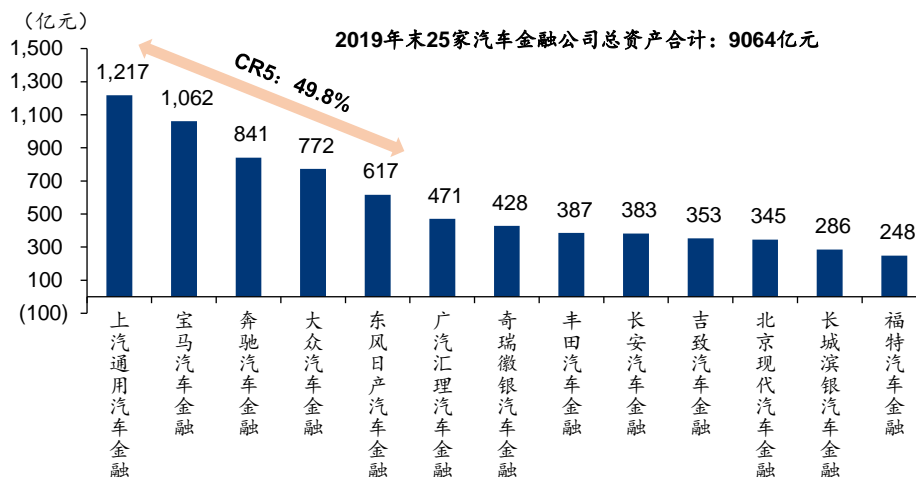
**图表20： 2019年汽车金融行业主要参与者的市场份额**



资料来源：标普信用评级，联合资信，华泰证券研究所

行业集中度较高，汽车金融公司、银行的头部玩家马太效应明显。从25家汽车金融公司来看，上汽通用、宝马、奔驰、大众和东风日产汽车金融的2019年末总资产规模位列前5，按总资产计的CR5达到49.8%。头部汽车金融公司大多为较早一批成立的公司，具有较强的先发优势、主机厂品牌和资源优势，头部效应较为明显。在商业银行中，平安银行较早开展汽车金融，且长年以来将其作为重要布局方向从未中断，2019年末汽车金融贷款余额达1792.2亿元，仅其一家银行便在1.8万亿元的汽车金融市场中占据约10%的份额。虽然新兴参与者不断进入汽车金融市场，但汽车金融公司、银行中的头部玩家仍牢牢掌握规模、资源、品牌、业务成熟度等核心竞争力，预计行业马太效应有望持续凸显。

**图表21： 2019年末主要汽车金融公司总资产规模排名**



注：仅选取已披露财务数据的汽车金融公司

资料来源：公司公告，公司财报，华泰证券研究所

**参与主体：持牌机构优势突出，行业趋于合规发展**

四类参与主体各具优劣，持牌机构实力更为突出。银行中大行与股份行占主导地位，平安银行在零售端布局领先。由于汽车消费信贷资产质量较优，目前也正成为更多银行零售转型的重点方向。银行汽车金融模式可分为车贷、信用卡分期，优势在于资金实力足、产品利率低、金融专业能力强，而劣势在于场景及客户渠道有限、汽车专业能力不足、审批门槛较高等。汽融公司多为主机厂背景，盈利能力较优，主要源于零售汽车贷款定价高、信用成本低。其优势在于渠道资源广泛、汽车专业性强、实际利率较低（厂商贴息），而劣势在于资金成本高于银行、产品范围受限等。融资租赁公司、互联网平台客户门槛较低、产品设计灵活，但均面临资金成本高、风控压力大、监管合规趋严等问题。

图表22: 汽车金融市场参与主体主要特征对比

	商业银行	汽车金融公司	融资租赁公司	互联网平台
金融牌照	商业银行牌照	汽车金融公司牌照	暂无, 未来或设定行政许可	网络小贷牌照或无牌照
企业性质	银行业金融机构	非银行金融机构	类金融机构	类金融机构
监管机构	银保监会	银保监会	银保监会	地方金融监管部门
股东背景	国资、民企、外资等 (国家队、产业系为主)	汽车主机厂、经销商、银行及其他金融企业	汽车主机厂、经销商、金融机构、产业公司等	互联网公司为主
资金来源	各项存款、发行债券、向央行的借款、同业拆借等	不得吸收公众存款, 主要包括自身股东存款、发行金融债券、同业拆借、金融机构借款、ABS、经销商保证金和承租人保证金等	不得吸收公众存款、同业拆借, 主要包括自身股东存款、发行债券、金融机构借款、ABS、承租人保证金等	不得吸收公众存款、同业拆借, 主要包括自有资金、股东借款、发行债券、金融机构借款、ABS等
客户资质	优质	优质、中等	中等、低	中等、低
主要业务模式	汽车抵押贷款、信用卡分期	汽车抵押贷款	直租、售后回租、助贷	直租、售后回租、小贷、助贷
首付比例	通常最低为30% (传统燃油新车)	通常最低为20%, 且弹性较大 (传统燃油新车)	无硬性限制	无硬性限制
贷款年利率	4%-10%	6%-12%	10%-15%	8%-20%
审批流程和效率	流程复杂, 审批2天以上, 贷款发放7-15天	较为高效, 审批少于半天, 贷款发放1-2天	较为高效, 审批少于半天, 贷款发放1-2天	较为高效, 线上审批1-2小时, 贷款发放2天左右
优势	资金实力足、产品利率低、金融专业能力强、先发优势	渠道优势明显、汽车专业性强、实际利率较低(厂商贴息)、产品设计贴近客户	客户门槛较低、产品方案较为灵活	流量、数据、科技实力、客户门槛较低、产品方案较为灵活
劣势	场景及客户渠道有限、汽车专业能力不足、审核门槛高	资金成本高于银行、产品范围受局限	资金成本较高、贷款利率较高、潜在风险压力	资金成本较高、贷款利率较高、潜在风险压力

资料来源: 银保监会, 中国银行业协会, 公司财报, 华泰证券研究所

### 商业银行: 资金实力充足, 金融服务能力强

大行与股份行占主导地位, 平安银行在零售端布局领先。商业银行中, 着力发展汽车金融业务的主要为大行和股份行, 且多以覆盖汽车产业链上下游的广义汽车金融业务为主; 多数中小银行也提供购车贷等产品, 但较少有银行对于汽车金融(尤其是零售端)在公司战略中进行重点突出。目前共有3家上市银行在定期报告中披露汽融业务规模, 其中仅平安银行将汽车金融作为消费金融重点方向, 在零售条线下单独披露, 2020H1末汽车贷款余额2036.4亿元, 同比+22.8%, 占零售贷款的14.4%; 兴业银行、中信银行的汽车金融则均在是对公端披露, 聚焦于厂商、经销商、零部件企业客户的汽车供应链服务(即广义汽车金融), 融资余额分别为2087.0亿元(2020H1末)、1049.5亿元(2019年末)。

图表23: 平安银行、中信银行、兴业银行汽车金融布局思路与规模对比

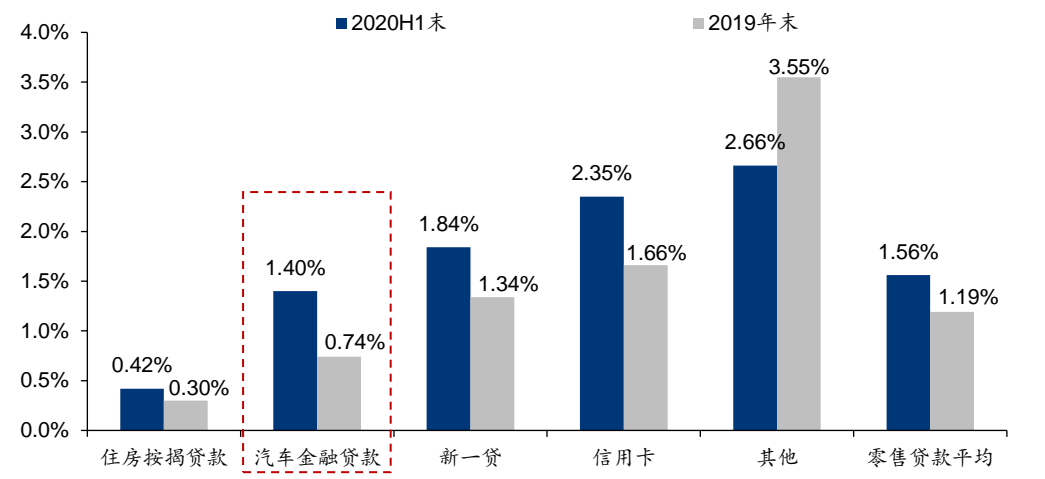
	平安银行	中信银行	兴业银行
战略定位	消费金融三大尖兵之一, 深耕车生态经营策略(狭义汽车金融)	全行对公业务“大单品”, 深耕汽车全产业链(广义汽车金融)	大型客户业务方向之一, 推进汽车产业生态圈建设(广义汽车金融)
业务规模	汽车贷款余额: 2036.42亿元(20H1末)	融资余额: 1049.51亿元(19年末)	融资余额: 2086.97亿元(20H1末)
客户规模	暂未披露零售客户数, 注册车商超8000家, 年活跃合作商户数超3400家(19年末)	汽车金融客户3845户(20H1末), 合作汽车厂商近60个, 实现新能源汽车主流品牌全覆盖	汽车金融客户1017户(20H1末)
业务领域	1) 深挖购车和用车等业务场景, 融合零售综合化服务, 通过平安口袋银行APP、微信公众号等线上化工具推动全场景、全产品获客及经营, 有效助推AUM及信用卡等业务发展; 2) 推进二手车业务发展, 扩大合作二手车经营商户数量, 落地线下与二手车市场方的合作、线上与拍卖平台的合作模式。	按照短期“政策+产品”、中期“产品+平台”、长期“平台+体系”的发展策略, 加强公私联动, 打造汽车金融云网平台和多样化、便捷化、生态化的产品服务体系。	加快“兴车融”平台升级完善, 实现与国内主要乘用车整车制造集团及厂商、经销商集团、零部件企业以及商用车、工程机械重要车企在更广泛金融领域的合作。

资料来源: 公司财报, 公司官网, 华泰证券研究所

汽车消费信贷资产质量较优, 正成为更多银行零售转型的重点发力方向。当前银行业纷纷主动谋求零售转型, 在“房住不炒”的监管导向下, 个人住房贷款或面临增长天花板, 而汽车消费信贷是质量仅次于个人住房贷款的优质资产(例如平安银行汽车贷款不良率在零售贷款中仅低于按揭贷款), 且具有扎实的场景、较强的合规性、符合普惠金融方向, 因此正成为近年来越来越多银行零售业务的加速布局领域之一。例如, 平安银行于2019年

7 月获得银行业首张汽车金融牌照，2019 年 5 月中国银行与大搜车共同开设业内首家“在线汽车银行”，招商银行信用卡发力汽车分期业务，并在掌上生活 APP 中开设“汽车生活”频道搭建汽车场景平台。

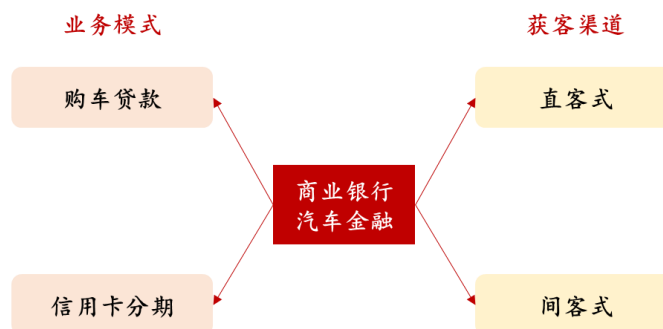
**图表24： 汽车消费贷款资产质量较优：以平安银行为例**



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

业务模式分为购车贷款和信用卡分期，获客渠道分为直客式和间客式。从贷款形式看，银行汽车金融业务模式可分为购车贷款、信用卡分期两类，据亿欧汽车研究，2019 年两者在银行汽车金融中的比例约为 7:3。在购车贷款模式下，银行与主机厂、经销商或助贷机构合作，对符合标准的购车者发放贷款（汽车抵押贷款为主）；此外，银行也针对存量信用卡用户进行信用卡分期购车的产品渗透，审批效率相较购车贷款更高、产品更为灵活，但信用卡分期手续费也导致其购车成本相较传统贷款更高。从获客方式来看，银行汽车金融业务分为直客式、间客式。由于银行在购车场景中并不占优，多数银行采取与经销商、SP（汽车金融渠道服务商）等合作的间客式来开展业务。

**图表25： 商业银行汽车金融业务模式和获客渠道分类**



资料来源：中国汽车工业协会，罗兰贝格，华泰证券研究所

银行的主要优势在于资金实力足、产品利率低、金融专业能力强等。第一，银行在融资渠道和资金成本上具有天然优势，融资渠道在汽车金融参与者中最为广泛，以客户存款为主要来源的资金成本最低。第二，较低的资金成本促使银行在产品利率上更具竞争力，大行和股份行的车贷年利率通常在 4-10% 之间，处于各类参与者中的最低水平。第三，银行的金融专业能力强，客户对其信任度较高，且银行可在汽车贷款之外提供保险、理财等综合金融服务，延伸业务价值链。第四，大行、股份行等头部银行是最早一批进入汽车金融市场的参与者，在业务模式、风控体系等方面更为成熟，具备先发优势。



银行的主要劣势在于场景及客户渠道有限、汽车专业能力不足、审批门槛较高等。第一，银行距离客户实际购车场景较远，在消费场景和获客渠道方面不及拥有大量自主门店和客户的汽车金融公司。头部银行或可通过自建汽车场景平台或与产业上下游广泛合作来拓宽自主获客渠道，而中小银行渠道则更为有限，可与当地汽车企业或电商平台对接打通下沉市场。第二，银行对于汽车行业涉猎相对较少，在客户购车需求、汽车估值等方面专业能力有限，也导致银行前期开展业务较为谨慎，对二手车、新能源汽车等领域布局较少。第三，银行贷款审核门槛相对较高，首付比例要求大多在 30% 以上，产品灵活性相对不足，且审批和放款流程通常耗时较长。

图表26： 商业银行开展汽车金融业务的优势及劣势



资料来源：中国银行业协会，中国汽车工业协会，华泰证券研究所

**互联网银行正成为新兴力量，多与互联网平台合作推出创新产品。**近年来，部分民营银行（尤其是互联网银行）也开始对于汽车金融进行重点布局。例如微众银行推出“微车贷”业务，联合优信二手车“付一半”产品，将银行车贷业务直接嵌入线上购车场景，为客户提供首付 30%、50% 两种方案，及最低至 6.6% 的年化利率，业务模式包括自营贷款和联合贷款；网商银行则与阿里汽车的“车秒贷”产品进行生态内合作，为其提供大数据风控模型等技术输出；新网银行也同车 300、美利车金融等互联网汽车平台合作，通过互联网科技和大数据赋能，加速拓展汽车金融业务。凭借其突出的互联网基因，互联网银行在布局汽车金融时多与互联网平台进行合作，从而获取流量、数据及科技优势。虽然其资金成本或不及传统银行，但在产品灵活度、审批门槛等方面均有优势。

**汽车金融公司：厂商资源支持，渠道优势显著**

**25 家汽车金融公司多为主机厂背景，准入门槛相对较高。**目前共有 25 家经银保监会批准设立的汽车金融公司，其中最新的牌照发放于 2016 年，与消费金融公司（27 家）一样属于较为稀缺的持牌金融机构，准入门槛较高，对于出资人、注册资本、资本充足率、业务集中度等方面均有监管要求，业务范围包括提供购车贷款、经销商贷款、融资租赁、残值变卖、咨询代理等业务。汽车金融公司数量较少的另一大原因是汽车制造行业集中度相对较高，而汽车金融公司的竞争力又与背后主机厂或经销商自身实力高度相关，因此设立汽车金融公司的多为品牌知名度较高、实力较强的汽车企业。目前 25 家公司中有 24 家的主要出资人为主机厂，1 家的主要出资人为汽车经销商。

图表27: 汽车金融公司基本情况及2019年财务指标(单位:亿元)(部分未披露财务指标)

公司名称	成立时间	注册地	注册资本	总资产	营业收入	公司名称	成立时间	注册地	注册资本
上汽通用汽车金融	2004-08-11	上海	65	1,217.5	70.9	东风标致雪铁龙汽车金融	2006-06-14	北京	10
宝马汽车金融	2010-09-30	北京	98	1,061.9	42.6	沃尔沃汽车金融	2006-07-25	北京	5
奔驰汽车金融	2005-09-21	北京	70	841.0	-	菲亚特克莱斯勒汽车金融	2007-12-20	上海	11
大众汽车金融	2004-08-30	北京	82	772.0	27.3	三一汽车金融	2010-11-15	长沙	27
东风日产汽车金融	2007-10-26	上海	70	616.9	30.6	一汽汽车金融	2012-01-06	长春	28
广汽汇理汽车金融	2010-05-25	广州	30	471.2	35.0	长安汽车金融	2012-08-13	重庆	48
奇瑞徽银汽车金融	2009-04-13	芜湖	15	427.9	20.6	华泰汽车金融	2015-02-13	天津	5
丰田汽车金融	2005-01-01	北京	41	386.7	17.8	华晨东亚汽车金融	2015-04-07	上海	16
吉致汽车金融	2015-08-12	上海	40	353.3	12.2	山东豪沃汽车金融	2015-09-18	济南	15
北京现代汽车金融	2012-06-26	北京	40	344.9	-	裕隆汽车金融	2016-02-19	杭州	10
长城滨银汽车金融	2014-05-30	天津	21	272.9	14.7				
福特汽车金融	2005-06-06	上海	38	248.4	8.0				
瑞福德汽车金融	2013-01-25	合肥	20	190.9	14.2				
上海东正汽车金融	2015-03-11	上海	21	103.3	8.0				
比亚迪汽车金融	2015-02-06	西安	15	100.1	4.0				

资料来源:公司财报, Wind, 华泰证券研究所

图表28: 汽车金融公司股权结构对比

公司名称	股权结构	公司名称	股权结构
上汽通用汽车金融	上汽集团财务 45%、通用汽车金融服务 35%、上汽通用汽车 20%	东风标致雪铁龙汽车金融	标致雪铁龙荷兰财务 45%、神龙汽车 25%、东风汽车集团 25%
宝马汽车金融	宝马股份 58%、华晨宝马汽车 42%	比亚迪汽车金融	比亚迪 80%、西安银行 20%
奔驰汽车金融	戴姆勒 52%、戴姆勒大中华区投资 48%	沃尔沃汽车金融	沃尔沃集团 100%
大众汽车金融	大众汽车金融服务 100%	菲亚特克莱斯勒汽车金融	菲蒂斯 100%
东风日产汽车金融	东风汽车集团 50%、日产中国投资 34%、日产自动车株式会社 16%	华晨东亚汽车金融	华晨中国汽车控股 55%、CaixaBank 23%、领达财务 23%
广汽汇理汽车金融	广州汽车集团 50%、东方汇理个金 50%	一汽汽车金融	一汽财务 83%、吉林银行 17%
奇瑞徽银汽车金融	奇瑞汽车 49%、奇瑞控股集团 31%、徽商银行 20%	长安汽车金融	兵装集团 30%、兵装集团财务 21%、长安汽车 29%、重庆渝富 20%
丰田汽车金融	丰田金融服务株式会社 100%	华泰汽车金融	华泰汽车集团 90%、渤海银行 10%
北京现代汽车金融	现代金融株式会社 46%、北京汽车投资 33%、北京现代汽车 14%、现代自动车株式会社 7%	山东豪沃汽车金融	中国重汽(香港) 63%、重汽集团济南动力 20%、重汽集团 7%、山东信托 10%
长城滨银汽车金融	长城汽车股份 94%、天津滨海农商行 6%	吉致汽车金融	吉利汽车控股 80%、BNP Paribas 20%
福特汽车金融	福特汽车信贷 100%	三一汽车金融	三一集团 94%、三一重工 2%、湖南信托 4%
瑞福德汽车金融	安徽江淮汽车集团 50%、桑坦德消费金融 50%	裕隆汽车金融	裕隆汽车制造 51%、裕融企业 49%
上海东正汽车金融	正通汽车 71%		

注:红色加粗字体的为主机厂系股东,黑色加粗斜体字体的为经销商系股东,黑色加粗字体的为银行系股东。

资料来源:公司财报, Wind, 华泰证券研究所

图表29: 汽车金融公司所属主机厂的主要汽车品牌及2019年国内销量

汽融公司	主要品牌	销量	汽融公司	主要品牌	销量	汽融公司	主要品牌	销量
上汽通用		146万辆	福特		57万辆	一汽		346万辆
宝马		72万辆	瑞福德		42万辆	长安		176万辆
奔驰		70万辆	东风标致		154万辆	华泰		4万辆
大众		423万辆	比亚迪		45万辆	山东豪沃		14万辆
东风日产		117万辆	沃尔沃		71万辆	吉致		136万辆
广汽汇理		206万辆	菲亚特克莱斯勒		7万辆	三一		11万辆
奇瑞徽银		75万辆	北京现代		72万辆	裕隆		1947辆
丰田		162万辆	华晨东亚		55万辆	东正	-	-
长城滨银		106万辆						

资料来源:公司财报, 公司官网, 华泰证券研究所

图表30: 汽车金融公司准入规则与消费金融公司对比

	汽车金融公司	消费金融公司
出资人	1) 主要出资人须为生产或销售汽车整车的企业或非银行金融机构。 2) 出资人中至少应有1名出资人具备5年以上丰富的汽车金融业务管理和风险控制经验。	1) 主要出资人须为境内外金融机构或主营业务为提供适合消费贷款业务产品的境内非金融企业。 2) 出资人中至少应有1名具备5年以上消费金融业务管理和风险控制经验,并且出资比例不低于拟设公司全部股本15%
注册资本	注册资本最低为5亿元人民币。	注册资本最低为3亿元人民币。
指标要求	1) 资本充足率不低于8%,核心资本充足率不低于4%; 2) 对单一借款人的授信余额不得超过资本净额的15%; 3) 对单一集团客户的授信余额不得超过资本净额的50%; 4) 对单一股东及其关联方的授信余额不得超过该股东在汽车金融公司的出资额; 5) 自用固定资产比例不得超过资本净额的40%。	1) 资本充足率不低于银保监会有关监管要求(10%); 2) 同业拆入资金余额不高于资本净额的100%; 3) 资产损失准备充足率不低于100%; 4) 投资余额不高于资本净额的20%。
业务范围	1) 提供购车贷款业务; 2) 提供汽车经销商采购车辆贷款和营运设备贷款,包括展示厅建设贷款和零配件贷款以及维修设备贷款等; 3) 提供汽车融资租赁业务(售后回租业务除外); 4) 向金融机构出售或回购汽车贷款应收款和汽车融资租赁应收款业务; 5) 办理租赁汽车残值变卖及处理业务; 6) 从事与购车融资活动相关的咨询、代理业务; 7) 经批准,从事与汽车金融业务相关的金融机构股权投资业务。	1) 发放个人消费贷款; 2) 与消费金融相关的咨询、代理业务; 3) 代理销售与消费贷款相关的保险产品; 4) 固定收益类证券投资业务。

资料来源:银保监会,华泰证券研究所

盈利能力优于商业银行,零售汽车贷款定价高、信用成本低为主要因素。与上市银行相比,汽融公司 ROA、ROE 均相对较高,尤其是头部玩家;从 ROE 拆解看,主要源于营收端的利息收入贡献、相对较低的信用成本。一是利息净收入占比高,零售汽车贷款定价有优势。2019 年头部汽融公司利息净收入/营收均在 85%以上,高于上市银行约 70%的水平。从贷款定价看,汽融公司的购车贷款年化利率多在 6%-12%之间,2019 年大众、丰田、广汽汇理、奇瑞徽银(4 家单独披露零售贷款利息收入的公司)的零售贷款平均收益率分别为 10.33%、8.93%、11.06%、10.18%,而经销商贷款收益率则均在 5.5%以下。虽然汽融公司资金成本较银行更高,但定价优势仍能为其带来较强的创收能力。

图表31: 2019年汽车金融公司、上市银行 ROE 拆分对比(单位:%)

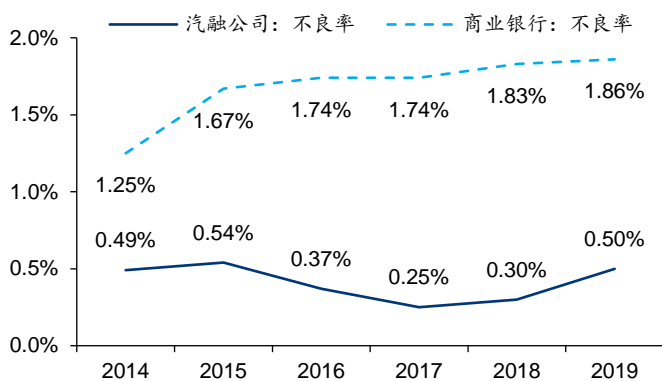
利润表科目	上市银行	上汽通用	宝马	奔驰	东风日产	广汽汇理	奇瑞徽银	丰田	北京现代	长城滨银	福特	瑞福德	东正	比亚迪
营业收入	2.80	5.83	4.14	-	5.42	4.48	5.18	4.68	-	6.09	3.83	7.99	8.05	3.91
利息净收入	1.97	5.04	4.52	-	5.18	4.47	5.00	4.89	4.05	-	3.66	6.22	5.40	-
利息收入	3.82	7.46	7.77	-	7.93	7.84	9.26	8.12	-	-	6.84	10.44	10.07	-
利息支出	-1.84	-2.42	-3.25	-	-2.75	-3.37	-4.26	-3.24	-	-	-3.18	-4.22	-4.67	-
中间业务收入	0.51	0.77	-0.40	-	0.10	-0.81	-0.01	-0.22	-	-	-0.00	1.66	1.75	-
其他非息收入	0.32	0.02	0.02	-	0.14	0.83	0.20	0.01	-	-	0.16	0.11	0.91	-
管理费用	-0.80	-1.89	-0.69	-	-1.13	-0.94	-0.82	-1.11	-	-	-1.56	-2.34	-1.56	-
信用减值损失	-0.72	-0.50	-0.29	-	-0.55	-0.29	-1.49	-0.19	-	-	0.40	-2.70	-1.15	-
所得税	-0.20	-0.86	-0.78	-	-0.94	-0.67	-0.90	-0.84	-	-	-0.68	-0.57	-1.31	-
其他因素	-0.14	0.02	-0.03	-	-0.07	-0.81	-0.06	-0.05	-	-	-0.03	-0.57	-0.10	-
ROA	0.94	2.59	2.35	2.50	2.73	1.77	1.91	2.48	1.48	2.73	1.96	1.80	3.92	1.31
权益乘数	12.63	7.14	6.00	5.91	5.54	7.88	6.78	5.51	5.27	9.47	5.25	7.82	3.06	5.53
ROE	11.90	18.50	14.12	14.74	15.14	13.92	12.96	13.67	7.77	25.86	10.27	14.11	12.00	7.25
其他指标:														
利息净收入/营收	70.3%	86.5%	109.1%	-	95.5%	99.6%	96.5%	104.4%	-	-	95.7%	77.9%	67.0%	0.0%

资料来源:公司财报,华泰证券研究所

二是信用成本低,汽车信贷资产质量较优。除个别公司以外,2019 年已披露财务数据的汽融公司信用成本普遍保持在 0.55%以内,低于上市银行 0.72%的平均水平。汽车贷款通常以汽车作为抵押品,购车人群信用资质较优,且每笔交易分散度高,因此汽车信贷资产质量相对较优。据中国银行业协会数据,2014 年以来汽车金融公司不良率均在 0.55%以

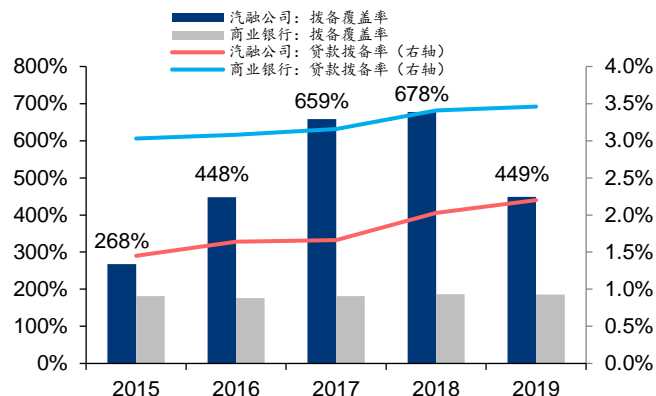
下，诸如宝马、奔驰、东风日产汽车金融等头部公司的不良率低至0.17%、0.25%、0.02%，明显低于商业银行不良率，拨备覆盖率也维持高位，风险抵御能力较强。

图表32：2014年以来汽车金融公司不良率与商业银行对比



资料来源：中国银行业协会，银保监会，华泰证券研究所

图表33：2015年以来汽车金融公司拨备覆盖率与商业银行对比



资料来源：中国银行业协会，银保监会，华泰证券研究所

汽融公司的市场竞争力包括渠道资源广泛、汽车专业性强、实际利率较低(厂商贴息)等。第一，背靠主机厂资源优势，与下游经销商联系紧密，可直接触达终端客户，具有明显渠道优势。第二，深谙汽车行业专业知识，对于客户需求、汽车残值评估、风险判断等方面具有成熟经验，且能为客户提供保险、购置税、保养、延保、道路救援等专业增值服务。第三，由于汽融公司往往承担着促进自家汽车销售的角色，主机厂通常会为客户提供贴息，部分主机厂甚至推出2-3年全额贴息，以支持汽融公司扩大市场份额，大幅降低了客户实际贷款利率，例如大众已推出0利率贷款方案。第四，相对于银行贷款，汽融公司放款流程相对便捷，产品设计贴近客户，在硬性标准、首付比例、还款期限等方面拥有更多选择。

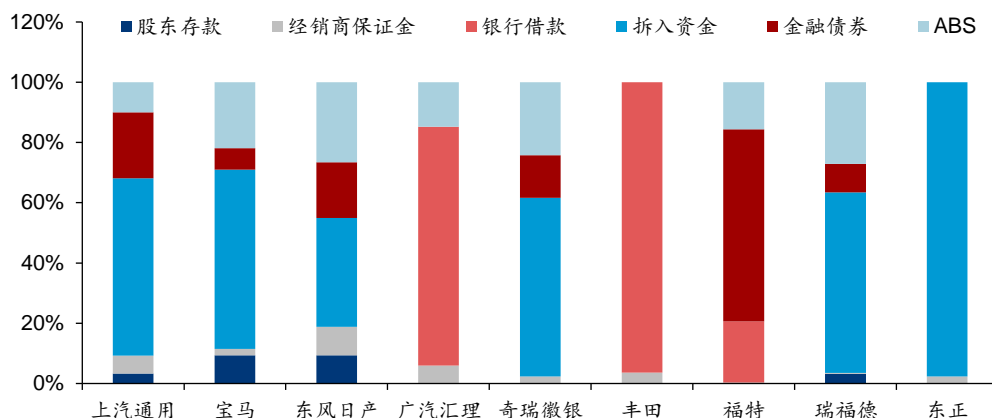
图表34：大众汽车金融公司购车界面：厂商贴息之下已推出0利率贷款方案



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

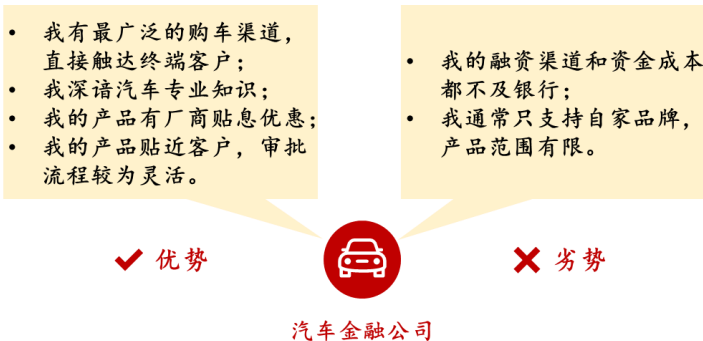
汽融公司的劣势在于资金成本高于银行、产品范围受局限等。第一，目前汽车金融公司的资金来源主要包括六类：股东存款、经销商保证金和承租人保证金、发行金融债券、同业拆借、金融机构借款和发行ABS。由于无法吸收公众存款，其资金成本要高于银行；但作为持牌机构，资本成本仍要优于融资租赁公司、互联网平台等机构。近期出台的《关于促进消费金融公司和汽车金融公司增强可持续发展能力提升金融服务质效的通知》明确支持汽融公司发行二级资本债、开展信贷资产收益权转让业务，预计汽融公司的融资渠道在政策支持下有望进一步拓宽。第二，汽融公司往往只针对自家品牌开展业务，产品范围有所局限，目前上汽通用、奇瑞徽银等公司正探索与其他主机厂合作，将产品辐射至外部品牌。

**图表35： 2019 年末主要汽车金融公司融资结构**



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

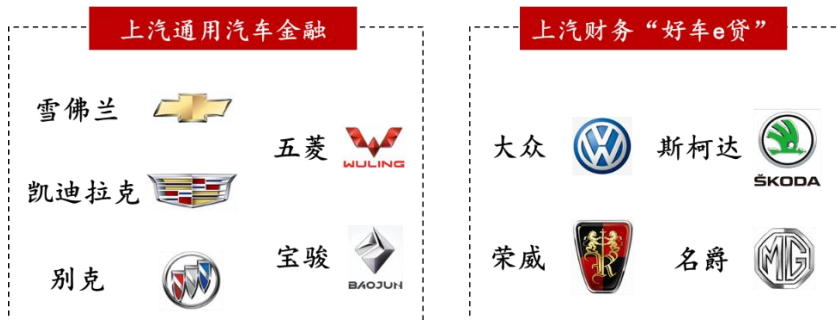
**图表36： 汽车金融公司开展汽车金融业务的优势及劣势**



资料来源：中国银行业协会，中国汽车工业协会，华泰证券研究所

除了开设汽融公司之外，主机厂也通常通过集团财务公司开展汽融业务。财务公司开展汽融业务始于央行 2000 年出台的《企业集团财务公司管理办法》，允许财务公司办理集团成员单位产品的消费信贷、买方信贷及融资租赁。相比汽车金融公司，财务公司还可为成员单位提供贷款、汇票承兑及贴现、债券承销等业务，因此更具备内部资源协同和产融结合优势，并借助经销商等上下游渠道反哺其消费信贷业务，但其车型仅局限于自营品牌。例如，上汽集团财务公司目前以公司金融、汽车金融、投融资为三大业务板块，其中汽车金融板块利用全国超 3000 家经销商的覆盖网络，为经销商提供库存融资服务，再反向推进汽车消费信贷业务拓展。上汽财务还建立了“好车 e 贷”互联网汽融平台，将目标客群下沉至三四线城市，推出涵盖上汽大众、斯柯达、荣威和 MG 等自营品牌 18 万元以下贷款的“神速贷”，与持股 45% 的上汽通用汽车金融构成差异化布局。

**图表37： 上汽财务“好车 e 贷”与上汽通用汽车金融的产品差异化布局**

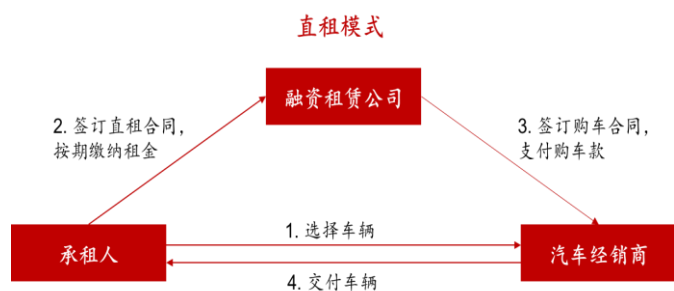


资料来源：公司官网，华泰证券研究所

**其他参与者：定位下沉客群，监管日趋规范**

**融资租赁公司：客群更为下沉，产品设计灵活，但资金成本、潜在风险承压。**据《2019中国融资租赁业发展报告》，2019年末国内融资租赁企业总数约12130家，牌照获取难度远小于汽车金融公司。汽车融资租赁公司的参与主体较为多元，包括商业银行系、主机厂系、经销商系、专业租赁系等，业务模式主要分为直租、售后回租两大类。汽车融资租赁的客户集中于一二线年轻消费者、四五线下沉客群，前者是由于汽车限牌政策、消费观念超前等因素，后者则是由于无法达到银行、汽融公司门槛而转向融资租赁。汽车融资租赁公司客户门槛相对较低，通常不对资产抵押、首付比例做出硬性要求，还款周期和方式较为灵活，但其利率通常相对较高，且其融资成本较高、潜在风控压力较大。

图表38：汽车金融直租模式示意图



资料来源：银保监会，华泰证券研究所

图表39：汽车金融售后回租模式示意图



资料来源：银保监会，华泰证券研究所

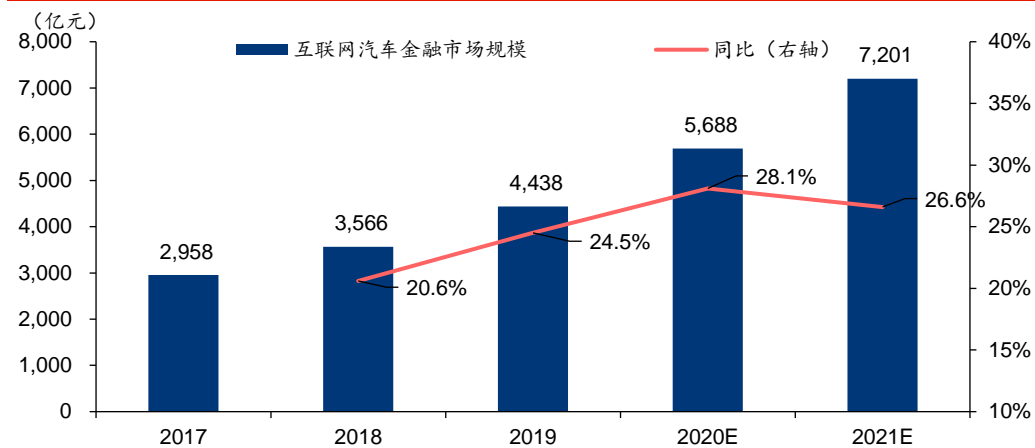
**互联网平台：新兴势力增长迅猛，业务模式更为多元，预计行业集中度将进一步提升。**互联网汽车金融的参与主体包括汽车电商平台、互联网汽车金融平台、网络小贷公司及其他互联网公司；根据所持不同的业务牌照，业务模式涵盖了融资租赁、小额贷款、助贷等类型。互联网汽融于2013年兴起后经历了迅速增长，2018年以来BATJ等互联网巨头也纷纷入局，如阿里巴巴领投大搜车，腾讯投资易鑫、人人车、天天拍车，京东数科上线车白条等，成为汽融市场争夺的下一个高地。部分传统汽车金融公司也开始寻求与互联网平台的合作，如2019年易鑫集团的12家助贷合作机构中首次出现了1家汽车金融公司。但目前该领域仍未出现龙头公司来引领行业走向成熟，随着竞争加剧，预计未来行业集中度有望进一步提升。相较于其他参与者，互联网平台的竞争优势在于流量、数据与科技实力，且贷款门槛较低、产品灵活度高；但资金成本高、贷款利率高、风控压力大是其劣势。

图表40：互联网汽车金融参与主体及业务模式

参与主体	代表企业	业务模式
汽车电商平台	毛豆新车网、瓜子二手车、优信二手车、易车	助贷
互联网汽车金融平台	易鑫集团、花堡好车、弹个车	融资租赁、助贷
网络小贷公司	蚂蚁金服、京东数科、陆金所	小额贷款、助贷

资料来源：公司官网，银保监会，华泰证券研究所

**图表41： 2017年以来互联网汽车金融市场规模及同比增速**



注：统计口径中包含了银行、汽车金融公司等金融机构的互联网产品，因此预计以互联网平台为主体的市场规模应更低。

资料来源：艾媒咨询，华泰证券研究所

**金融监管趋严推动行业规范化发展，融资租赁、互联网平台面临业务转型。**2020年以来监管在多个场合提及将金融活动纳入统一监管，2020年中央经济工作会议首提金融创新审慎监管，预计未来对于金融及类金融机构的监管将日趋规范。对于融资租赁，2020年5月银保监会发布《融资租赁公司监督管理办法》，收紧融资租赁牌照，限制杠杆倍数，并要求依法登记租赁物的权属，或对汽车售后回租模式产生限制。融资租赁公司需立足于合规发展，直租及助贷业务比例或有望提升。对于互联网平台，互联网贷款新规、网络小贷新规加强了对联合贷款模式、户均余额、风控等方面的约束，预计越来越多的互联网平台也将转向客户引流、助贷、技术输出等轻业务模式。在行业合规发展的背景下，预计汽车金融的新兴玩家将加速优胜劣汰，行业集中度有望进一步提升。

**图表42： 融资租赁公司及互联网平台开展汽车金融业务的优势及劣势**



资料来源：中国银行业协会，中国汽车工业协会，华泰证券研究所

## 案例分析：客户为先，渠道为王，科技赋能

以客户为中心的产品体系、丰富的渠道资源、科技赋能是成功案例的共同优势。选取平安银行、上汽通用汽车金融、易鑫集团、Ally Financial 作为国内银行、国内汽车金融公司、国内互联网平台、海外汽车金融公司的典型案例。四者共同的核心竞争力包括：一是股东或集团资源支撑下而形成 B 端和 C 端的渠道优势，二是以客户为中心打造多元产品体系乃至综合金融生态，三是通过金融科技提升业务效率和质量。此外，细览美国汽车金融业，2013 年时已成为汽车产业链中利润贡献（23%）最大的一环，汽车金融发展成熟，反向拉动汽车产业，实现了汽车产业全面金融资本化；其中汽车金融公司为头号玩家，且相比我国享有更宽松的监管环境和融资渠道。主要业务模式分为直接信贷模式、间接信贷模式、融资租赁三类，车厂、汽融公司、经销商、客户、资本市场之间形成良性生态循环。

图表43：国内汽车金融领域主要上市标的情况及2019年财务指标

股票名称	彭博代码	总资产 (亿元)	营业收入 (亿元)	总市值 (亿元)	汽车金融业务特色
平安银行	000001 CH	39391	1380	3753	首家获批汽车消费金融中心的银行，将汽车金融作为消费金融“三大尖兵”之一，依靠以汽车之家为核心的集团“车生态”打通 B 端、C 端渠道资源，金融科技赋能风控体系。
招商银行	600036 CH	74172	2697	11084	零售标杆银行，信用卡领域发力汽车分期业务，并在掌上生活 APP 中开设“汽车生活”频道搭建汽车场景平台，打造汽车消费生态圈。
兴业银行	601166 CH	71457	1813	4336	汽车金融（广义）为大型客户业务方向之一，加快“兴车融”平台升级完善，实现与国内主要整车厂商、经销商、零部件企业以及商用车、工程机械重要车企的金融生态合作。
中信银行	601998 CH	67504	1876	2501	将汽车金融（广义）作为对公业务“大单品”，按照长期“平台+体系”的发展策略，加强公私联动，打造汽车金融云网平台和多样化、便捷化、生态化的产品服务体系。
东正金融	2718 HK	103	6	11	国内唯一一家经销商背景、首家上市的汽车金融公司，专注于提供中高端及豪华品牌汽车的汽车金融业务，主要优势在于正通旗下的汽车销售 4S 渠道及完善的外部经销商网络。
易鑫集团	2858 HK	395	58	166	国内最大互联网汽车零售平台，属于互联网汽车金融领域的龙头企业，正由传统融资租赁模式转向助贷模式，凭借易车平台打造汽车消费金融生态闭环，在腾讯等互联网巨头股东的加持之下享有大数据风控优势。
灿谷	CANG US	87	14	69	专注于线下渠道的汽车金融服务科技平台，主要业务模式为助贷，以三线城市以下客群作为突破口，与区域型银行、微众银行等均有合作关系。
优信	UXIN US	54	16	17	二手车交易综合服务供应商，是国内较早涉入二手车汽车金融业务的电商平台，早在 2015 年就推出汽车分期产品“付一半”，主要模式为融资租赁及助贷。

注 1：多数上市银行均为汽车金融领域有所涉及，上述标的仅选取布局较为领先的代表性银行。

注 2：总市值数据截至 2020 年 12 月 31 日收盘日。

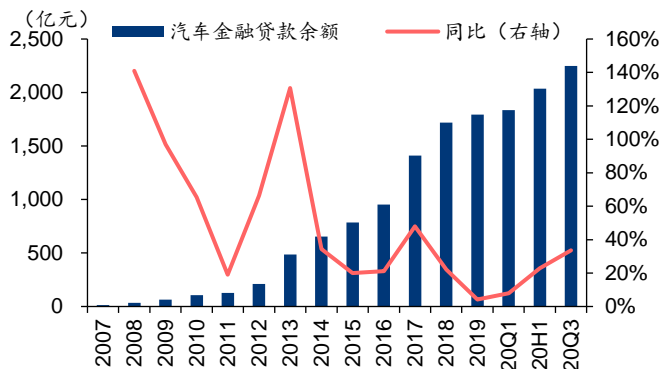
资料来源：Wind，公司财报，华泰证券研究所

### 平安银行：与集团“车生态”深度协同的银行汽融领先者

平安银行较早发力汽车消费金融，2012 年以来迅猛增长。平安银行汽车消费信贷始于 2002 年，目前汽车金融为消费金融“三大尖兵”之一，与集团“车生态”有机协同是其最大优势。于 2011 年成立汽车金融事业部，2012 年并购了同样对汽融布局较早的深圳发展银行，汽融业务进入高速发展阶段；据公司财报，2012 年末汽车消费贷款余额 211 亿元，市占率居银行业第二名。2020 年以来，在零售贷款受疫情冲击背景下，公司汽车金融增速仍然亮眼。2020Q3 末汽车贷款余额 2249 亿元，同比+34%。2020H1 末平安银行汽车消费金融中心资产规模 2040.7 亿元，是最大汽车金融公司（上汽通用）的 1.6 倍，员工人数达 681 名，接近南京、成都等二线城市分行人员配置，足以看出对于汽融业务的重视程度。



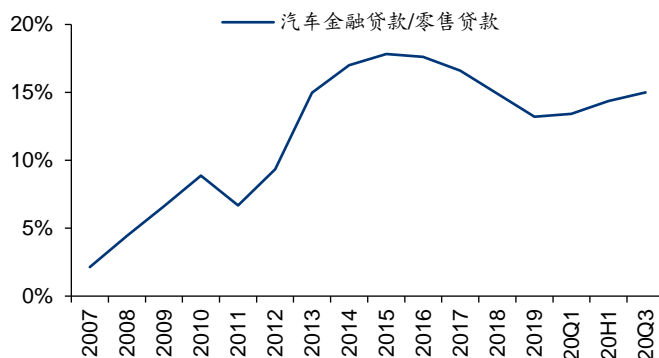
图表44：2007年以来平安银行汽车金融贷款余额及同比增速



注：2012年以前披露主体为深圳发展银行

资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图表45：2007年以来平安银行汽车金融贷款占零售贷款比例变化



注：2012年以前披露主体为深圳发展银行

资料来源：公司财报，华泰证券研究所

**获批银行业内首家持牌专营机构，为银行开展汽车金融业务带来新思路。**2019年7月平安银行汽车消费金融中心获批开业，成为业内首家持牌机构，进一步巩固专业化、差异化经营优势。其获银保监会批准的经营经营范围包括购车及汽车融资相关贷款业务、汽车融资咨询和代理业务等，与汽车金融公司相比经营范围更窄（不包括融资租赁、股权投资等），更突出发挥银行信贷功能；但汽车金融公司的主要出资人须为生产或销售汽车整车的企业或非银机构，此次平安银行则将汽车金融专营机构的可能性进一步拓展至银行业。我们认为在政策倾斜之下，未来更多银行或有望开设汽车金融专营机构，但预计监管对于出资人或仍有汽车金融业务管理和风险控制经验要求，预计在汽车金融领域前瞻布局的优秀银行有望享有更大机遇。

#### 平安银行汽车金融的三大核心优势：集团协同、创新探索、科技赋能。

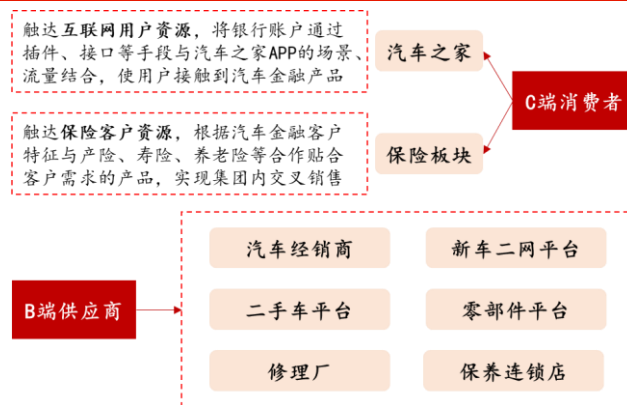
**第一，背靠集团“车生态”深度协同，汽车之家打通B端+C端渠道，平安产险实现交叉销售。**平安集团通过汽车之家、平安产险、平安银行、平安融资租赁等子公司的有机协同，构建起覆盖看车、买车、用车的汽车服务生态圈闭环。其中，汽车之家是“车生态”的流量入口，面向C端拥有3800万移动端日活用户（2020H1末，超过平安口袋银行3192万月活数），面向B端深度连接主机厂、经销商和二手车商等机构，平安银行通过将银行账户接入汽车之家场景而触及购车流量和渠道，化银行在汽车金融的劣势为其独有优势。此外，平安银行还将汽车金融与产险、寿险、意外险等保险产品深度绑定，充分挖掘集团内广泛的保险客户资源，2020H1末平安产险“平安好车主”APP注册用户数突破1.09亿，超过平安口袋银行1.03亿的注册用户数。2020年1-9月平安银行通过MGM模式发放汽融贷款496.98亿元，占发放汽融贷款总额的31.4%，生态化综拓成效显著。

图表46：平安集团“车生态”示意图



资料来源：公司公告，公司投资者开放日，华泰证券研究所

图表47：平安银行在集团协同赋能下的汽车金融拓展模式图

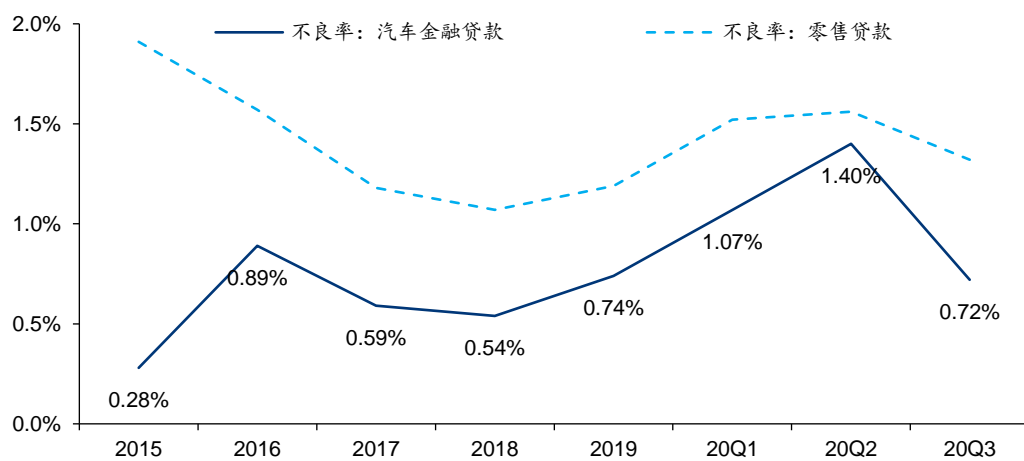


资料来源：公司财报，公司官网，华泰证券研究所

第二，平安银行不仅较早发力汽车金融，且在后续探索创新上也始终走在行业前列。例如平安银行早在 2013 年便开始探索业内涉足较少的二手车金融业务，2017 年 11 月二手车业务在汽车金融业务中的规模占比已达约为 12%（2017 年零售开放日披露数据）。目前平安银行汽车金融已涵盖了新车贷、车牌贷、二手车贷、车抵贷、保费贷等丰富的产品体系，覆盖客户买车、用车、护车、换车全流程，产品布局在业内处于领先地位。

第三，依靠科技赋能大幅提升审批效率和风险控制能力。科技引领是平安银行的战略标签之一，汽车金融业务通过授信流程优化、风险量化模型及大数据策略应用等举措提升审批效率。据公司财报，2018 年汽车金融整体系统自动化审批占比达 75%，较 2017 年末提升 10pct；其中二手车业务自动化审批率达 57.8%，较 2017 年末提升 2.8pct，客户最短在数秒之内即可获知审批结果，大幅优化客户体验。风控方面，公司整合车主数据集市，结合量化模型，通过 AI、大数据技术来改善获客品质；目前汽车贷款以司法诉讼为主要催收方式，公司运用 AI 来加强催收过程管理，提升催收效能。近年来，公司汽车金融贷款不良率随着客户下沉拓展、布局二手车等因素而有所上行，2020Q3 末不良率明显下行至 0.72%，资产质量改善亮眼。

**图表48： 2015年以来平安银行汽车金融贷款不良贷款率走势**

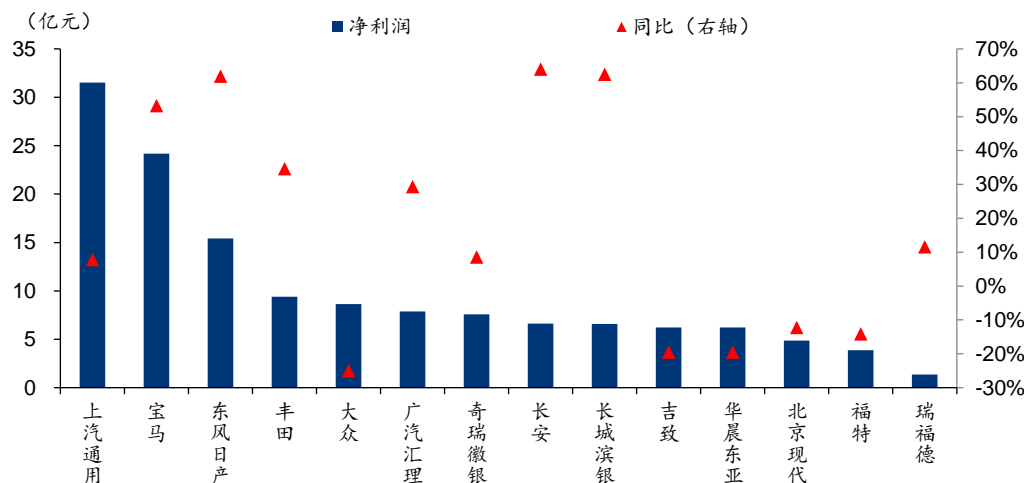


资料来源：公司财报，华泰证券研究所

### 上汽通用汽车金融：围绕客户需求丰富产品体系的佼佼者

上汽通用汽车金融是国内首家开业、目前规模最大的汽车金融公司。上汽通用汽车金融公司于2004年8月11日成立，是继《汽车金融公司管理办法》出台之后国内成立的首家汽车金融公司，由上汽集团财务公司、General Motors Financial Company和上汽通用汽车有限公司合资组建，截至2019年末三者持股比例分别为45%、35%、20%。目前上汽通用汽车金融在25家同业公司中独占鳌头，2019年末总资产、营业收入、净利润均位列同业之首，2019年公司ROE达18.50%，位列同业第2名（第1为长城滨银汽车金融，主要由于当年利润增速较快）。

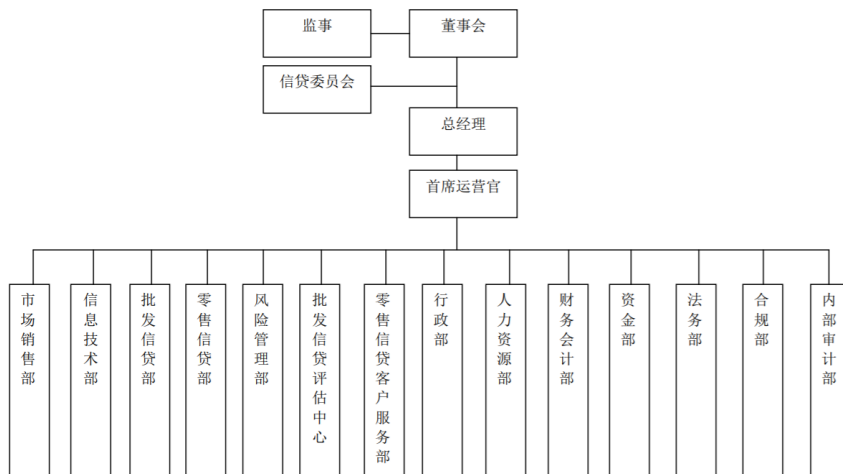
**图表49： 2019年汽车金融公司净利润规模及同比增速**



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

投放结构以零售贷款为主，注重以客户为中心优化产品和服务体系。公司主营业务由零售信贷、批发信贷组成，2019年末零售贷款占其贷款总额的72%。其中批发贷款以保证类贷款为主，零售贷款以抵押贷款为主。对公业务方面，公司采取单车管理模式（即一车一笔贷款），车辆采购贷款一般为期限在6个月以内的短期贷款，与银行传统对公业务的一次性贷款相比更为灵活，利于经销商根据经营情况调整自身融资节奏。批发信贷部专设60名的驻外批发信贷审计员，针对经销商贷款的服务、审计、风控进行专业化管理。零售业务方面，贷款期限从12-60个月不等，在5种基础产品之上不断推出“农户贷”、“优速贷”等创新产品，并在零售信贷部（主要负责运营和审批）之外单设零售信贷客户服务部，体现出其对“以客户为中心”理念的重视程度。

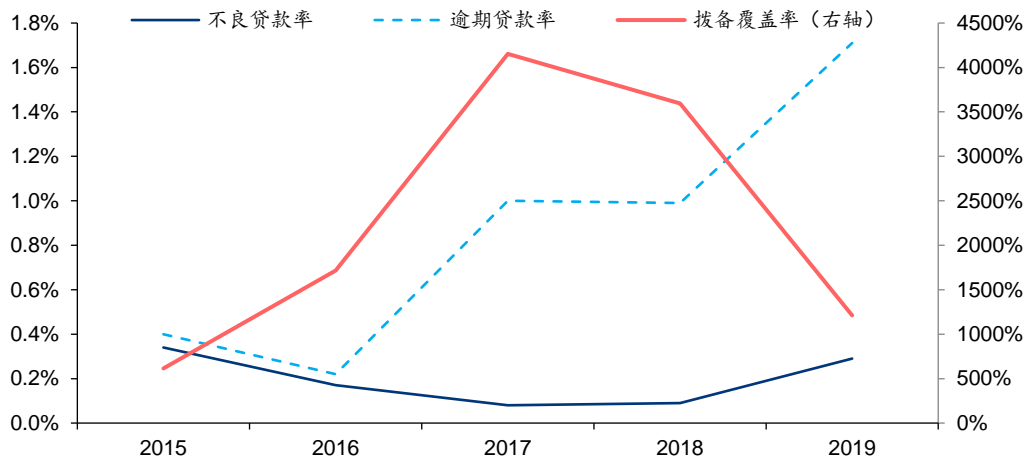
**图表50： 2019年上汽通用汽车金融公司组织架构**



资料来源：2019年公司评级报告，华泰证券研究所

**汽车贷款风险缓释措施较足，但2019年以来公司资产质量有所承压。**由于汽车贷款多为保证类或抵押类（2018年分别占贷款总额的29.1%、70.9%），且购买大品牌车辆的客户资质相对较高，公司资产质量表现较为优异，2017、2018年不良贷款率分别为0.08%、0.09%，拨备覆盖率分别为4153%、3594%，风险抵御能力强。但2019年以来，受宏观经济下行及资质相对较弱的无贴息客户数量增长影响，公司不良贷款率上升20bp至0.29%，逾期率上升72bp至1.71%，同时公司加大不良贷款核销力度，2019年核销金额同比+75.8%至1.16亿元。

**图表51： 2015年以来上汽通用汽车金融公司资产质量指标**



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

**上汽通用汽车金融的两大核心优势：股东实力雄厚、产品体系丰富。**

**第一，通用系股东实力强，给予公司鼎力支持。**上汽通用汽车金融的股东上汽集团是国内最大汽车制造商之一，而通用汽车也是全球最大的汽车制造和金融服务公司之一。集团实力雄厚，发展历程悠久，拥有丰富的汽车市场销售经验，在产品设计、技术升级、风险管理、资金等方面对上汽通用汽车金融在赋能作用。厂商优势也为其带来了广阔的客户和渠道资源，2019年末公司已为超625万户国内客户提供了汽车消费信贷服务，与超过7000家经销商建立零售信贷合作关系，并与上汽通用五菱、长安、吉利、力帆、长安铃木、东南、黄海、昌河、潍柴和宝沃10家厂商达成战略合作，在渠道资源商明显领先于商业银行竞争者。

**第二，持续迭代业务模式，围绕客户多元需求打造丰富产品体系。**公司是国内首家探索多品牌业务的汽融公司，这一前瞻战略突破了依赖母公司的发展瓶颈，并由此衍生出外包SP的业务拓展模式，对于行业发展具有开拓意义。目前公司已与长安、吉利、力帆、昌河等10家厂商签订协议，将零售信贷业务渗透至非通用系品牌，据公司财报，2019年非通用品牌业务规模占零售信贷总额的30%。此外，公司凭借深耕多年的销售经验，针对客户的个性化需求而打造灵活的贷款方案，提升产品吸引力。例如公司共推出5种车贷还款模式，包括等额还款、等本还款、智慧还款、无忧智慧还款、分段式还款；还与宝骏厂商联合推出3种低利率、无担保活动方案：智选贷、轻松贷、伙伴贷；再如针对年轻人推出雪佛兰“年轻人计划”，打造更为符合其理财和消费习惯的购车方案。

**图表52：上汽通用汽车金融公司主要产品结构介绍**

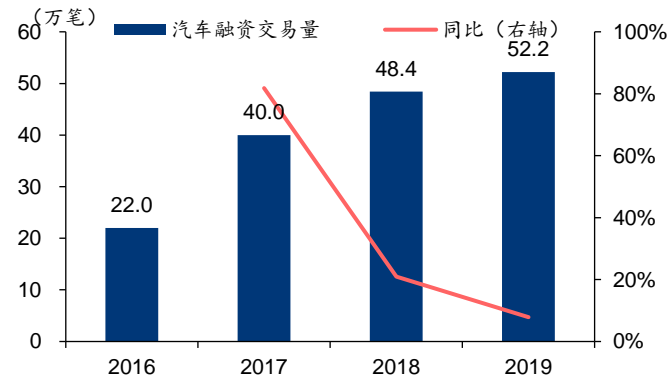
贷款模式	具体内容
<b>5 大类贷款产品：</b>	
1) 等额还款	每期还款金额相同，贷款期限为 12-60 个月，首付低至 20%
2) 等本还款	每期还款金额逐渐减少，贷款期限为 12-60 个月，首付低至 20%
3) 智慧还款	分成头尾两部分，于首期和末期分别归还；期限结束时有两种选择：全额付清尾款，二手车置换。该模式月供低，适合收入在一定时期内会有大量额外收入的客户。
4) 无忧智慧还款	俗称“贷一半，付一半”；贷款期末还款 50%，期限结束时有两种选择：全额付清尾款，二手车置换。该模式月供较智慧贷款更低，适合有一定积蓄、现金流有较大波动情况的客户。
5) 分段式还款	将贷款分成若干段，每段包含数期还款；在每个单一的段中，每期还款总额不同。该模式为灵活弹性的组合，月供较低，适合现金流波动幅度大但相对规律的客户。
<b>与宝骏推出的 3 种活动方案：</b>	
1) 智选贷	支付 50% 首付款，即可将车开回家，剩余尾款 1 年后一次付清，期间最低月供仅 2 元。
2) 轻松贷	等额还款，首付低至 20%，贷期长达 48 期，同样也可享受低利率优惠，如还款 12 期的利率近于 0%。
3) 伙伴贷	适合无房产且无法提供担保人的客户；无需房产、无需担保，在享受多重组合方案的同时可享受低利率关怀方案。
<b>雪佛兰年轻人计划</b>	以车型实际市场售价为基准，提供低首付+首年低月供的购车贷款，2 年后更可随时换购新车，为处在创业期和事业上升阶段的年轻消费者提供了门槛更低、更符合其理财和消费习惯的创新购车方式。

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

**易鑫集团：颇受互联网巨头青睐的线上汽车零售生态平台**

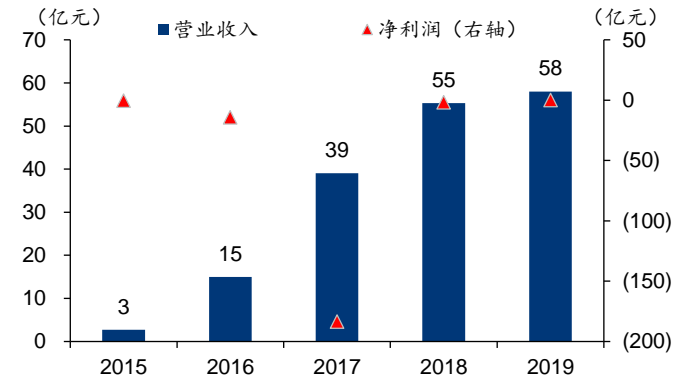
易鑫是国内最大互联网汽车零售平台，在互联网汽车金融领域位居前列。易鑫集团最早隶属于易车网的汽车金融事业部，2014年8月成立独立公司主体，2017年11月在港交所成功上市，据其招股书，按2016年的汽车零售交易辆次（19万笔）和金额（180亿元）计算，易鑫是国内最大的互联网汽车零售交易平台。目前易鑫在互联网汽车金融领域处于领先地位，2019年7月易鑫宣布其累计汽车金融交易量已超过130万笔、汽车融资额突破1000亿元，成为国内首家实现千亿交易规模的第三方汽车金融交易平台。

**图表53：2016年以来易鑫平台上汽车融资交易量及同比增速**



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

**图表54：2015年以来易鑫集团营业收入及净利润**



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

汽车融资租赁业务为主要营收贡献，转型战略下助贷业务占比正快速提升。易鑫集团主要面向消费者提供新车及二手车金融，主营业务分为两大板块：交易平台业务、自营融资业务。其中交易平台业务包括交易促成及增值服务，如贷款促成服务（即助贷）、汽车成交促成服务、其他增值服务和广告及会员服务；自营融资业务包括融资租赁和经营租赁业务，回租为主要形式。虽然目前融资租赁业务仍为公司主要营收贡献，但公司自 2018 年起提出转型助贷平台战略，随后助贷收入占营收比例快速提升至目前的 29%。截至 2019 年末，公司与 12 家银行及金融机构通过助贷模式促成约 34.7 万笔汽车金融交易，同比+141%，助贷模式交易额占汽车金融交易总额的 66%，较 2018 年提升 36pct。

图表55： 2015 年以来易鑫集团营业收入结构变化

	2015	2016	2017	2018	2019	2020H1
<b>交易平台业务</b>	<b>73.9%</b>	<b>14.3%</b>	<b>24.7%</b>	<b>13.8%</b>	<b>30.3%</b>	<b>30.5%</b>
- 贷款促成服务	-	-	0.1%	9.7%	28.8%	28.5%
- 广告及会员服务	75.9%	14.3%	24.6%	4.0%	1.6%	2.1%
<b>自营融资业务</b>	<b>24.1%</b>	<b>85.7%</b>	<b>75.3%</b>	<b>86.2%</b>	<b>69.7%</b>	<b>69.5%</b>
- 融资租赁服务	24.1%	51.6%	67.9%	74.1%	64.7%	68.4%
- 经营租赁服务	-	0.8%	4.2%	4.8%	0.4%	0.2%
- 其他	-	33.3%	3.2%	7.3%	4.6%	0.8%

资料来源：公司财报，华泰证券研究所

颇受腾讯等互联网巨头青睐，核心优势为拥有汽车消费全生命周期生态闭环。公司上市前共获得三轮融资，投资机构均为腾讯、京东、百度等大型互联网公司；2020 年 6 月腾讯和 Hammer Capital 对其母公司易车进行私有化收购，并向易鑫发出要约收购，预计腾讯意在借助易鑫正式入局汽车金融领域。我们认为易鑫能够成为行业领先公司并颇受互联网巨头青睐的主要原因在于其拥有覆盖汽车消费全生命周期的平台生态。易车作为汽车信息平台为易鑫提供用户流量和数据入口，易鑫将汽车信息服务进一步延伸至新车和二手车交易、融资租赁、购车贷款等服务，覆盖消费者选车、购车、养车、换车的用车周期，实现汽车消费生态闭环，这与汽车之家和平安集团的车生态模式有所相似，护城河均较为明显。

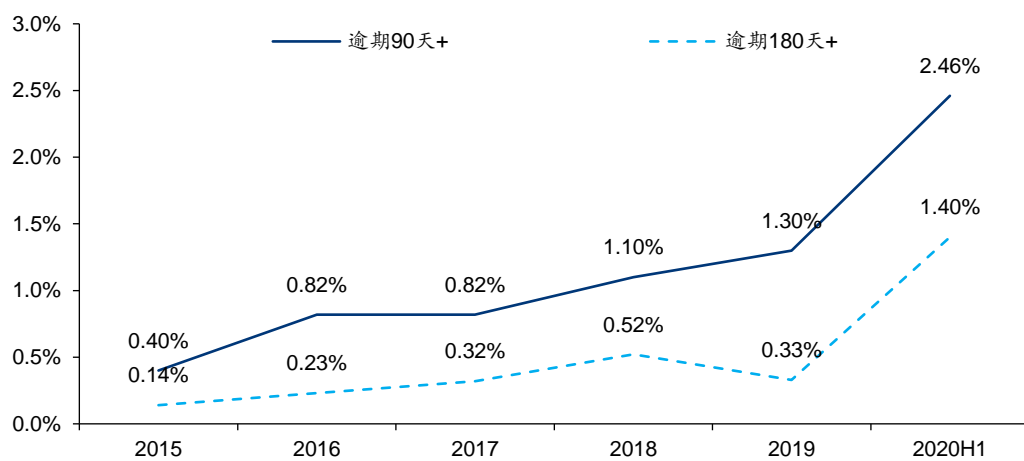
图表56： 易鑫集团上市前融资情况

时间	融资轮次	融资金额	投资方
2015-01-31	A 轮	4 亿美元	腾讯投资、京东、易车
2016-08-02	B 轮	5.5 亿美元	腾讯投资、京东、百度
2017-05-12	战略投资	40 亿元人民币	腾讯投资、易车、王卫（顺丰创始人）、东方资产

资料来源：企查查，华泰证券研究所

互联网巨头的大数据优势赋予了公司优秀的风控实力。公司背后的互联网股东在大数据方面各具所长，腾讯拥有海量的用户行为和社交数据，京东拥有在消费数据，百度则在搜索和数据匹配方面享有优势。据公司招股书，其反欺诈系统及信用评分系统共包括 40 余套模型，其中多数为与股东共同开发，广泛的大数据资源成为公司风控体系的压舱石。2019 年末公司逾期 90 天以上、180 天以上贷款占比分别为 1.30%、0.33%，2020 年以来受疫情影响均有明显上行，但作为以融资租赁模式为主、客群相对下沉的互联网汽车金融平台，资产质量水平仍表现良好。

图表57： 2015年以来易鑫集团逾期90天以上、180天以上贷款占比

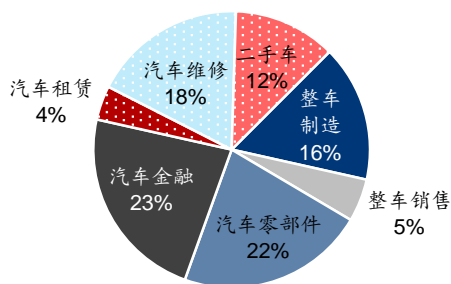


资料来源：公司财报，华泰证券研究所

### 美国行业细览：汽车金融拉动汽车产业全面金融资本化

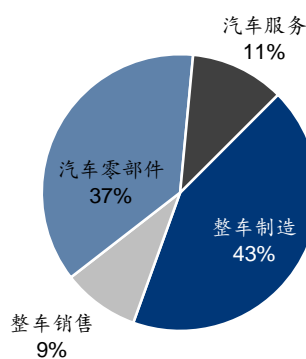
美国汽车金融发展最早、渗透率最高，目前汽车金融是汽车产业链中利润贡献最大的一环。欧美、日本等国家的汽车金融市场发展相对较为成熟，其中美国是发展最早、市场规模最大、汽车金融渗透率（85%）最高的国家。汽车金融发轫于20世纪20年代，1919年美国通用汽车设立通用汽车票据承兑公司（GMAC），为经销商提供汽车存货融资服务，并通过经销商向消费者提供消费信贷，形成了初具雏形的汽车金融体系。经过近百年的发展，海外成熟市场的汽车金融业务已成为整个汽车产业链中最重要的一环，对汽车产业的利润贡献度达20%以上，而整车制造和新车销售的利润占比合计不足30%。而目前我国汽车产业链中，整车制造和新车销售的利润占比接近60%，包含汽车金融、维修保养等的汽车服务环节占比仅12%，相比之下发展空间仍然较大。

图表58： 美国汽车产业链利润结构（2013年数据）



资料来源：《2013-2017 中国汽车后市场蓝皮书》，华泰证券研究所

图表59： 中国汽车产业链利润结构（2016年数据）



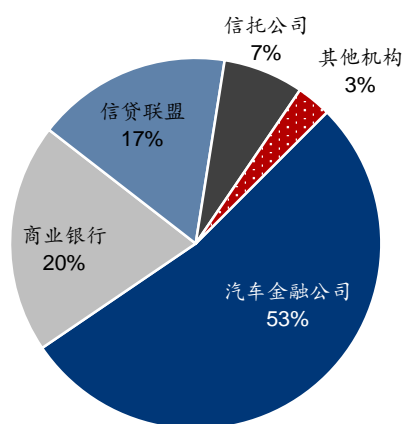
资料来源：罗兰贝格，华泰证券研究所

美国汽车金融经历三大阶段，金融反向拉动汽车产业，逐步实现汽车产业全面金融资本化。美国汽车金融业的发展可以反映出该行业成长的一般规律。一是汽车金融“泛化阶段”。以拓展汽车消费的成长性和总量、助长汽车消费能力为直接目标，通过经销商融资、消费信贷等金融杠杆来扩大汽车消费。二是汽车金融“深化阶段”。在汽车消费市场有一定发展后，汽车金融机构开始以市场整合与扩张为目的，间接参与汽车集团统一的资本运作和投资银行行为，主要体现为20世纪80年代以来深度参与汽车产业的大规模兼并重组、资本市场投资及信贷资产证券化，诸如GMAC、福特信贷等机构的经济实力、利润贡献逐步超越行业本身，并开始对行业发挥金融引导作用。三是汽车金融的“混合阶段”。在泛化与深化的基础之上，汽车金融对汽车产业实现全面扩展与渗透，业务囊括资金筹集、抵押贴现、信贷运用、资产证券化、证券发行与交易、保险等综合金融，利润贡献度、金融渗

透率均达到高峰，实现汽车产业的全面金融资本化。美国当前处于第三阶段，而我国仍处于第一阶段的消费信贷拓展时期。

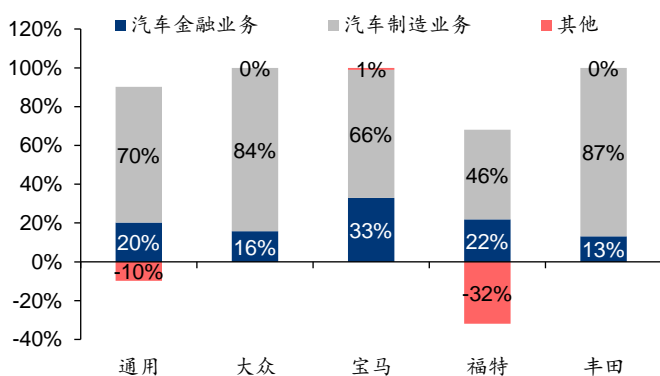
**汽车金融公司为头号玩家，相比我国享有更宽松的监管环境和融资渠道。**据《2013-2017 中国汽车后市场蓝皮书》，2013年美国汽车金融市场的两类最主要参与者为汽车金融公司、商业银行，两者分别占据53%、20%，与国内情况基本类似。汽车金融公司同样凭借主机厂资源、经销商和客户渠道、汽车行业专业能力、灵活的产品设计等优势成为市场中头号玩家；此外，相较于国内，美国对于汽融公司融资渠道等方面的监管较为宽松，虽然不允许吸收公众存款，但可以直接进入资本市场融资，且得益于美国发达的直接融资体系和社会信用体系，汽融公司也拥有了传统银行在资金成本、风险防控方面的优势，相对国内同类机构更具竞争实力。2019年通用、大众、福特、宝马等海外大型汽车集团的利润结构中，汽车金融服务的占比均在15%-30%左右。

**图表60：美国汽车金融市场份额：汽车金融公司、银行为最大两类参与者（2013年数据）**



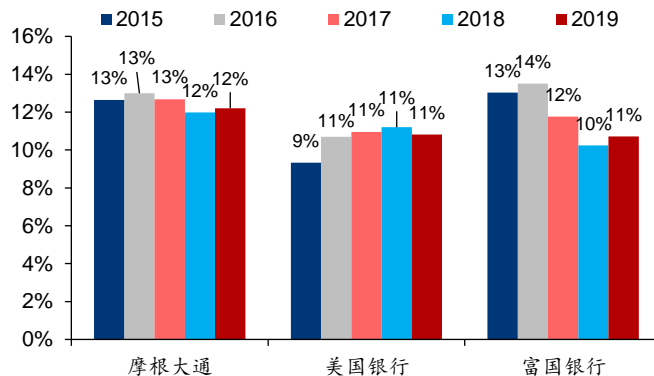
资料来源：《2013-2017 中国汽车后市场蓝皮书》，华泰证券研究所

**图表61：2019年海外大型汽车集团 EBIT 分业务结构**



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

**图表62：2015年以来美国大型商业银行汽车贷款余额/零售贷款总额**

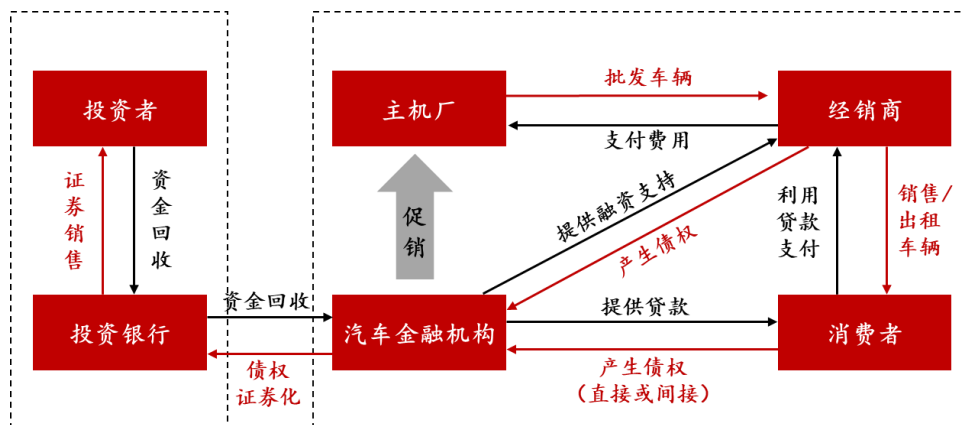


资料来源：公司财报，华泰证券研究所

**美国汽车金融业务模式主要分为直接信贷模式、间接信贷模式、融资租赁三类。**直接信贷模式即直接向消费者提供购车贷款。间接信贷模式由 GMAC 最早发明，即先由经销商与消费者直接达成分期购车协议，随后汽车金融机构在审核之后向经销商买下这些分期购车合同，实现债权及相应风险和收益的转移，这种模式借助经销商渠道直接拓展客户，更突出专业化分工特点，利于汽融公司、车厂、经销商、客户之间形成良性生态循环。融资租赁模式（包括直租、售后回租）在汽车消费观念更为超前的美国享有相比国内更高的接受度，据罗兰贝格数据，2018年美国融资租赁对于汽车销售的渗透率为32%（贷款渗透率为55%），而2019年我国这一数据为8%（贷款渗透率为35%）。



图表63：美国汽车金融信贷模式示意图



资料来源：GMAC，华泰证券研究所

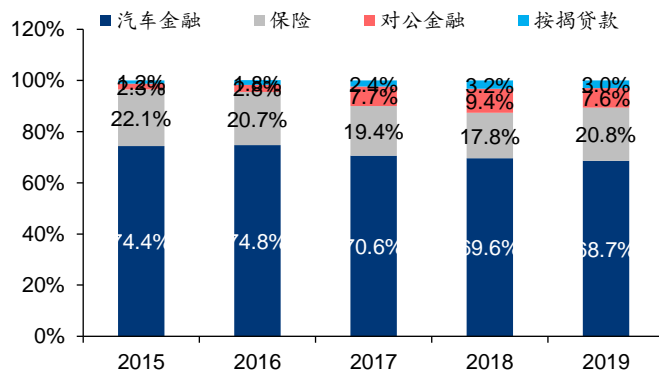
**代表案例：Ally Financial，承 GMAC 之衣钵拓展综合金融的行业典范。**通用汽车集团在 2008 年金融危机期间剥离 GMAC 以断臂求生，随后 GMAC 以银行控股公司形式独立存在（后更名为 Ally Bank），旗下 Ally Financial 专注汽车金融领域，并依靠以往的渠道资源继续保持业内领先水平。公司 4 大主营业务分别汽车金融、保险、对公金融和按揭贷款，2019 年汽车金融、保险的营收贡献度分别为 68.7%、20.8%。依靠汽车金融与保险的有机协同，公司实现交叉销售（覆盖车辆服务、车辆维修、财产保护等）从而挖掘客户价值，并逐步将业务拓展至存款、信用卡、投资、贷款购车购房、保险的综合服务，打造汽车金融生态闭环。此外，公司运用科技能力打造 SmartAuction 二手车线上拍卖平台，2019 年促成 27 万辆经销商二手车交易，占公司二手车交易总量的 53%，不仅强化了与经销商的合作关系，同时能够平台向第三方机构开放，实现技术的外部输出。

图表64：Ally Financial 汽车金融综合服务生态圈



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

图表65：2015年以来 Ally Financial 营收结构



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

### 重点推荐标的

**推荐率先布局汽车金融或消费金融、零售转型领先的银行。**在扩大内需、刺激消费背景下，汽车金融行业迎来政策机遇期，前瞻进行零售转型、并率先布局汽车金融或消费金融的银行有望获得行业发展红利。我们看好率先布局汽车金融或消费金融、零售转型领先的银行。个股推荐平安银行、兴业银行、招商银行、宁波银行。

#### **平安银行 (000001 CH, 买入, 目标价: 21.60 元): 对公零售同发展, 打造新型银行**

平安银行的投资逻辑为在科技引领、集团鼎力支持下有望成为一个更均衡的新型零售型银行，零售汽车金融布局领先同业。自2016年启动零售转型以来，平安银行的“科技引领、零售突破、对公做精”战略目前已步入全新阶段，2020年是平安银行新三年战略举措的起步之年。金融科技为业务赋能，零售再攀高峰，对公则重新发力，战略执行成果卓著，平安银行迈向了更均衡的发展阶段，2020年1-6月零售、对公、其他（主要是资金业务）的净利润贡献占比为55:19:26，其中对公、其他的贡献均较2019年提升。2020年6月末，公司零售贷款占比已达到56.5%，居上市银行首位。公司较早布局汽车消费金融，是业内首家获批汽车金融牌照的银行。目前在汽车金融市场总规模中占据约10%的市场份额，位列行业第一。公司汽车金融有望在集团协同、科技赋能下打造车生态，进一步巩固其汽车金融专业化、差异化经营优势。

我们预计公司2020-2022年EPS为1.42/1.56/1.79元，2021年BVPS预测值为16.62元。可比公司2021年Wind一致预测PB0.64倍，公司作为战略布局前瞻的零售型银行，估值可参考龙头招商银行（2021年Wind一致预测PB1.45倍），考虑公司尚处于转型推进阶段有一定估值折价，维持2021年目标PB1.30倍，目标价21.60元，维持“买入”评级（注：最新报告日期为2020年10月22日）。风险提示：经济下行超预期，资产质量恶化超预期。

#### **兴业银行 (601166 CH, 买入, 目标价: 22.56 元): “商行+投行”战略, 迎接直融时代**

兴业银行的投资逻辑为“商投并进”迎接直融时代，存量风险释放充分。一方面，兴业银行“商投并进”迎接直融时代，注重提升结算型、投资型、交易型银行三项能力。直接融资大发展时代来临，兴业银行作为坚持“商行+投行”战略的标杆行，有望乘时代之风实现再度跨越。零售业务方面，公司信用卡业务保持稳定增长，对“好兴动”数字化平台不断迭代升级，提升运营质效。兴业消费金融公司业绩表现亮眼，未来随其规模的扩张，有望助兴业银行专注下沉客群，错位发展零售业务。2019年兴业消金ROE达到37.5%，2020年上半年疫情影响下，净利润同比增速仍达到20%。

我们预计公司2020-2022年EPS为3.05/3.30/3.68元，2021年BVPS预测值为28.20元。可比公司2021年Wind一致预测PB为0.68倍，公司以“商行+投行”驱动高质量发展，应享受估值溢价，给予2021年目标PB0.80倍，目标价22.56元，维持“买入”评级（注：最新报告日期为2020年10月30日）。风险提示：经济下行超预期，资产质量恶化超预期。

**招商银行 (600036 CH, 增持, 目标价: 45.40 元): 零售业务标杆, 财富管理强行**

招商银行的逻辑为作为建立了零售与财富管理先发优势的银行, 抵御周期能力强、继续成长可期。招商银行深耕零售业务, 2020年1-6月零售收入贡献与税前利润贡献分别为53.1%、53.9%。招商银行建立了财富管理先发优势, 2020年1-9月财富管理收入同比增长45.0%, 占中收比例达到48.4%, 疫情中消费场景被限制提升了客户的财富管理需求, 金融科技驱动下的线上化服务能力彰显优势。零售和财富管理优势助其建立了盈利能力和资产质量优势: 盈利能力方面, 2020年1-9月招行ROE在上市股份行中排名第一。资产质量方面, 2020年9月末不良贷款率仅有1.13%, 远低于其他上市股份行; 拨备覆盖率425%, 风险抵御能力强大, 为利润提供了安全垫。零售与财富管理业务的客户需求、资产质量的周期性较弱, 且成长空间依旧较大, 招行作为领先龙头银行是首要获益者。

我们预计公司2020-2022年EPS为3.69/4.11/4.71元, 2021年BVPS预测值为28.38元。近5年招行PB(If)均值为1.45倍, 考虑公司财富管理业务渐入佳境, 龙头优势进一步强化, 给予2021年目标PB1.60倍, 目标价45.40元, 维持“增持”评级(注: 最新报告日期为2020年10月31日)。风险提示: 经济下行超预期, 资产质量恶化超预期。

**宁波银行 (002142 CH, 买入, 目标价: 40.59 元): 机制引领, 战略先行**

宁波银行的逻辑为机制优越、战略先行, 大零售战略下深耕消费金融。过去几年, 宁波银行呈现高成长性、高盈利能力、高稳定性等特征, 使其成为市场心目中最卓越的上市银行之一。我们认为公司治理在宁波银行成功建立优势的过程中居功至伟, 这包括多元的股权结构、合作无间的外方股东、市场化的机制、优秀且稳定的管理团队、科学的人才激励措施等, 市场化的公司治理为公司保持优势奠定了坚实基础。其经营层面也体现着战略的前瞻而坚定。公司早在2011年就提出大零售战略, 并大力发展消费金融, 打造出白领通等拳头产品, 据公司财报, 2020年6月末宁波银行消费贷款占总贷款比例为27%, 居上市银行前列。

我们预计公司2020-2022年EPS为2.43/2.80/3.25元, 2021年BVPS预测值为18.45元。可比公司2021年Wind一致预测均值为0.72倍, 我们认为公司成长性较高, 经营与风控禀赋优势突出, 应享受一定估值溢价, 给予2021年目标PB2.20倍, 目标价40.59元, 维持“买入”评级(注: 最新报告日期为2020年10月29日)。风险提示: 经济下行超预期, 资产质量恶化超预期。

**图表66: 重点推荐公司估值表**

股票代码	股票名称	收盘价(元)	投资评级	目标价(元)	总市值(亿元)	EPS(元)				P/E(x)			
						2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
000001 CH	平安银行	18.17	买入	21.60	3526	1.45	1.42	1.56	1.79	12.53	12.80	11.65	10.15
601166 CH	兴业银行	18.86	买入	22.56	3918	3.17	3.05	3.30	3.68	5.95	6.18	5.72	5.13
600036 CH	招商银行	42.18	增持	45.40	10522	3.68	3.69	4.11	4.71	11.46	11.43	10.26	8.96
002142 CH	宁波银行	35.48	买入	40.59	2132	2.28	2.43	2.80	3.25	15.56	14.60	12.67	10.92

备注: 以上重点公司推荐文字、目标价及EPS来源于华泰证券金融团队最新报告, 收盘价为2021.1.5

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图67: 报告提及公司信息

公司名称	彭博代码	公司名称	彭博代码	公司名称	彭博代码
中国银行	601328 CH	陆金所	LU US	吉致汽车金融公司	未上市
农业银行	601288 CH	灿谷	CANG US	北京现代汽车金融公司	未上市
工商银行	601398 CH	微众银行	未上市	长城滨银汽车金融公司	未上市
建设银行	601939 CH	网商银行	未上市	福特汽车金融公司	未上市
平安银行	000001 CH	新网银行	未上市	瑞福德汽车金融公司	未上市
招商银行	600036 CH	车300	未上市	上海东正汽车金融公司	未上市
兴业银行	601166 CH	阿里汽车	未上市	比亚迪汽车金融公司	未上市
光大银行	601818 CH	人人车	未上市	东风标致雪铁龙汽车金融公司	未上市
浦发银行	600000 CH	天天拍车	未上市	沃尔沃汽车金融公司	未上市
浙商银行	601916 CH	瓜子二手车	未上市	菲亚特克莱斯勒汽车金融公司	未上市
中信银行	601998 CH	毛豆新车网	未上市	三一汽车金融公司	未上市
宁波银行	002142 CH	大搜车	未上市	一汽汽车金融公司	未上市
上汽集团	600104 CH	花生好车	未上市	华泰汽车金融公司	未上市
平安集团	601318 CH	京东数科	未上市	华晨东亚汽车金融公司	未上市
易鑫集团	2858 HK	上汽集团财务公司	未上市	山东豪沃汽车金融公司	未上市
京东	9618 HK	上汽通用汽车有限公司	未上市	裕隆汽车金融公司	未上市
腾讯	00700 HK	上汽通用汽车金融公司	未上市	友成融资	未上市
东正金融	2718 HK	宝马汽车金融公司	未上市	建元资本	未上市
通用汽车	GM US	奔驰汽车金融公司	未上市	德银融资租赁	未上市
优信	UXIN US	大众汽车金融公司	未上市	狮桥融资租赁	未上市
汽车之家	ATHM US	东风日产汽车金融公司	未上市	蚂蚁集团	未上市
百度	BIDU US	广汽汇理汽车金融公司	未上市	京东数科	未上市
阿里巴巴	BABA US	奇瑞徽银汽车金融公司	未上市	易车	未上市
Ally Financial	ALLY US	丰田汽车金融公司	未上市	Hammer Capital	未上市
美利车金融	ML US	长安汽车金融公司	未上市	General Motors Financial	未上市

资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

### 风险提示

- 1.经济下行超预期。我国经济依然稳中向好,但受外需和内需影响,企业融资需求情况值得关注。
- 2.资产质量恶化超预期。上市银行资产质量可能因疫情等外部因素而出现波动。

## 免责声明

### 分析师声明

本人，沈娟、蒋昭鹏，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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。投资者应当考虑到本公司及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第571章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 在过去12个月内，华泰金融控股（香港）有限公司及/或其联营公司已经或者正在为以下公司及/或其联营公司提供投资银行服务，已经或正在收取其报酬，或有投行客户关系：平安银行（000001.CH）、兴业银行（601166.CH）、招商银行（600036.CH）、宁波银行（002142.CH）

更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

## 美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

## 美国-重要监管披露

- 分析师沈娟、蒋昭鹏本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 平安银行（000001.CH）、兴业银行（601166.CH）、招商银行（600036.CH）、宁波银行（002142.CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的 12 个月内担任了标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 兴业银行（601166.CH）、招商银行（600036.CH）、宁波银行（002142.CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前 12 个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 兴业银行（601166.CH）、宁波银行（002142.CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司预计在本报告发布日之后 3 个月内将向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

## 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

## 行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

## 公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15% 以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15% 以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

### 法律实体披露

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

### 华泰证券股份有限公司

#### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

#### 深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

### 华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852 3658 6000/传真: +852 2169 0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

### 华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2021年华泰证券股份有限公司

#### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

#### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com