

# 汽车金融公司分析与展望：内资公司市场份额不断提升，积极货币政策利于改善盈利能力

大多数汽车金融公司的业务规模与股东厂商旗下品牌汽车销量关系密切。随着 2021 年国内汽车销量的稳步增长，惠誉博华判断，2021 年末汽车金融公司资产规模或已首次超过 1 万亿元，2022 年末可能增至 1.16 万亿元。自主品牌厂商旗下汽车金融公司市场份额稳步提高，并从新能源汽车销量快速增长中获益。汽车金融公司融资结构中短期借款占比较高，因而其融资成本受到市场短期利率波动影响较大，并直接影响其盈利能力。不同汽车金融公司融资结构差异明显，信用水平较高的公司在调整融资结构时更具主动性。2022 年上半年货币政策料将保持宽松，利于汽车金融公司降低融资成本，盈利水平或将获得小幅改善。

惠誉博华

## 相关报告

汽车金融市场低速增长或加剧行业竞争，国产品牌汽车金融公司布局下沉市场应对挑战

汽车金融公司战略协同不断深化，行业马太效应持续凸显，信贷规模或迎来新一轮增长

银行间市场车贷 ABS 指数 2021Q3

惠誉博华 2021 年行业展望：汽车制造

## 分析师

张帆  
+86 10 5663 3827  
frank.zhang@fitchbohua.com

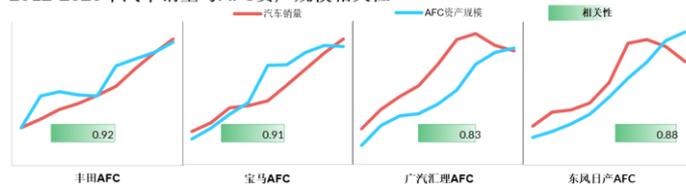
盛云霄  
+86 10 5663 3826  
norman.sheng@fitchbohua.com

<sup>1</sup>截至 2021 年 6 月末，中国共有 25 家汽车金融公司，其中发起股东为汽车厂商的数量达 21 家。

## 汽车金融公司资产规模与股东厂商汽车销量密切相关，行业规模或已首次超过 1 万亿元

大多数汽车金融公司（AFC）<sup>1</sup> 专属为股东厂商的汽车消费者提供融资支持，因此股东汽车销量对 AFC 的业务量和资产规模具有重要影响。根据 AFC 与股东汽车品牌的对应关系及其数据从公开渠道的可得性，包括汽车品牌销量、AFC 零售合同数量及 AFC 资产规模，我们选取四家具备较长时间序列的 AFC 进行测算。结果显示，2012-2020 年间，AFC 的资产规模及零售合同数与其所服务汽车品牌销量相关系数达 0.9。

2012-2020 年汽车销量与 AFC 资产规模相关性



基于汽车销量与汽车金融公司资产规模的相关性，惠誉博华判断，2021 年末 25 家汽车金融公司的总资产规模或已首次超过 1 万亿元。根据中汽协发布的中国汽车销量增速及预测，我们对 2022 年汽车金融公司的规模进行了情景分析（详见附件）。

2022 年汽车金融公司资产规模预测



数据来源：中汽协，乘联会，Wind，惠誉博华

情景 2 为此次预测的基准情形，假设中 2022 年汽车销量增速为 5%，接近中国汽车工业协会（中汽协）5.4% 的增速预测。该情景下，2022 年末汽车金融公司的资产规模将达到 1.16 万亿元，与 2017 年以来的规模增速基本保持一致。

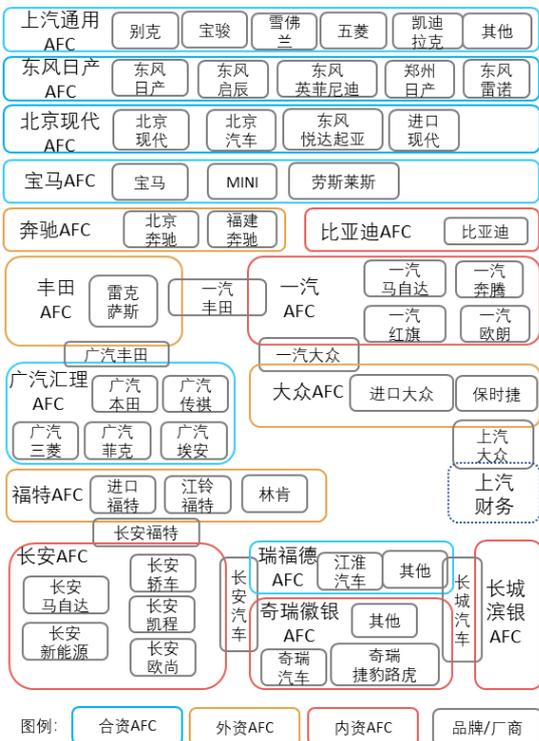
## 自主品牌厂商旗下汽车金融公司市场份额稳步提高，并从新能源汽车销量快速增长中获益

为分析汽车金融公司行业格局变化，我们对各 AFC 服务汽车品牌/厂商进行了梳理，并根据其股东性质进行了分类：

- 合资 AFC：股东包括内资股东和外资股东；
- 外资 AFC：外资股东持股比例 100%；

- 内资 AFC：内资股东持股比例 100%。

AFC及其对应汽车品牌

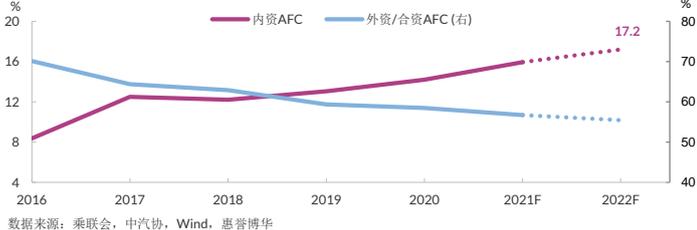


来源：公司网站，惠誉博华

内资 AFC 市场份额保持上升趋势

虽然汽车金融公司的总资产规模逐年增长，但汽车金融公司行业内部规模占比发生了较为明显的变化。统计结果显示，2016 年以来，内资 AFC 以资产规模衡量的市场份额保持稳步增长的趋势。由于 2018 年全国汽车销量下滑，内资 AFC 市场份额出现短暂下滑，但随后即重拾升势。惠誉博华认为，近年来内资 AFC 市场份额的不断提高得益于头部自主品牌汽车在品牌高端化、智能化、电动化战略上积极拓展，其市场份额不断提高。（详见《惠誉博华 2021 年行业展望：汽车制造》）

内资AFC资产规模占比不断提高



惠誉博华预计，若 2022 年汽车销量增长 5%（情景 2）且新能源汽车销量达中汽协预测 500 万辆，内资 AFC 的市场份额将于 2022 年末达 17.2%，较 2016 年末提高 8.9 个百分点。

<sup>2</sup> 新能源车渗透率 = 新能源车销量/汽车总销量  
<sup>3</sup> 付息负债成本率 = 利息支出/平均付息负债

新能源汽车销量快速增长，内资 AFC 及部分合资 AFC 受益

乘联会统计数据表明，2021 年中国新能源乘用车销量大幅攀升，全年累计零售销量达 298.9 万辆，同比增长 169%。其中，自主品牌新能源车渗透率<sup>2</sup>为 39%，主流合资品牌新能源车渗透率仅为 3.3%。2021 年新能源汽车销量排行榜中，除特斯拉外，上榜品牌均为自主品牌。

2021年新能源乘用车销量及对应AFC



1. 圆内数字为该品牌在当期所有新能源乘用车销量中的占有率(%)。2. 红色：内资AFC；蓝色：合资AFC。  
 数据来源：乘联会，惠誉博华

惠誉博华评估结果显示，四家内资 AFC 2021 年末资产规模在 25 家 AFC 中占比仅 15.9%，但其所服务汽车品牌的汽车销量增速达 28.6%，大幅高于 2021 年中国汽车销量增速 3.8%；而且内资 AFC 股东厂商新能源乘用车销量的占比约 30%，有利于旗下 AFC 市场份额的进一步提升。此外，部分合资 AFC 亦从新能源乘用车快速增长中受益，相关新能源汽车 2021 年市场销量占比为 32.1%。

2016-2021年新能源乘用车销量



注：内资AFC含比亚迪、长城滨银、奇瑞微银和长安；合资AFC含上汽通用、华晨东亚、广汽汇理和吉致。  
 数据来源：中汽协，乘联会，惠誉博华

乘联会预计，2022 年新能源乘用车将保持快速增长势头，渗透率将达到 25%，较 2021 年 14.8% 提高 10.2 个百分点。新能源车销量的大幅增长将促进自主品牌厂商及相关 AFC 市场份额的提升。惠誉博华预计，基准情景下（情景 2），内资 AFC 资产规模市场份额将于 2022 年末达到 17.2%。

2021 年，以蔚来汽车、小鹏汽车和理想汽车为代表的造车新势力实现了销量高速增长。但由于其基数较低，2021 年销量为 28 万辆，在新能源汽车市场销量占比为 9.4%。此外，上述车企主要通过旗下融资租赁公司或商业银行向其零售客户提供融资支持；因此，短期内造车新势力对汽车金融公司的资产规模和行业格局影响有限。

短期融资成本波动直接影响汽车金融公司盈利能力，积极货币政策带动净利差小幅改善

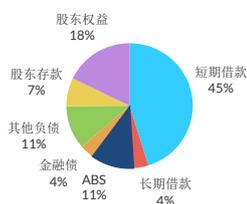
短期借款占比较高，付息负债成本率<sup>3</sup>受短期市场利率驱动

汽车金融公司的融资结构主要依赖短期借款，2020 年末，11 家样本 AFC<sup>4</sup>短期借款在融资结构中占比 45.2%，与 2019 年末基本保持一致。长期融资包括长期借款、ABS、金融债、股东存款和股东

<sup>4</sup> 11 家样本 AFC 包括上汽通用、宝马、梅赛德斯-奔驰、东风日产、长安、广汽汇理、丰田、北京现代、奇瑞微银、福特和瑞福德等。

权益，在汽车金融公司融资构成中分别占比 3.8%、11.2%、3.5%、7.3%和 17.8%。

2020年末融资结构



数据来源: Wind, 公司年报, 惠誉博华

由于汽车金融公司对短期借款依赖程度较高，其融资端成本对市场短期利率波动较为敏感。2012-2019年，各家汽车金融公司付息负债成本率走势均保持一致，与国债收益率呈正相关，尤其与每年一季度1年期国债收益率相关性更强。（详见《汽车金融市场低速增长或加剧行业竞争，国产品牌汽车金融公司布局下沉市场应对挑战》）

汽车金融公司付息负债率与一季度1年期国债收益率呈正相关



数据来源: Wind, 公司年报, 惠誉博华

### 生息资产收益率呈下降趋势，付息负债成本率对净利差影响更加显著

净利差是衡量汽车金融公司盈利能力的重要指标，主要受生息资产收益率和付息负债成本率两方面驱动。一方面，2015-2020年，由于汽车销售市场竞争加剧，带动 AFC 资产端收益率下降，生息资产收益率由 2015 年 9.5% 降至 2020 年 7.7%。惠誉博华认为，在汽车销量保持个位数增速且 1 年期贷款市场报价利率（LPR）下行背景下，AFC 资产端收益率易跌难升。

另一方面，AFC 付息负债成本率呈现较大波动，对盈利能力有直接且不确定的影响。这主要是因为短期借款在融资结构中占比较高，AFC 融资成本受市场利率影响明显。例如，2016、2019 和 2020 年，1 年期国债收益率于一季度同比显著下降，带动 AFC 短期融资成本下降，净利差上升 30.9bp、39.0bp 和 10.1bp。2020 年上半年，为应对疫情冲击，监管当局实施了积极的货币政策，AFC 融资成本普遍下降；但由于疫情冲击下 1 年期 LPR 下调 30bp，资产端收益率下行幅度较大，全年净利差增幅受到抑制。2017 和 2018 年，一季度 1 年期国债收益率分别同比上升 52.6bp 和 64.1bp，导致 AFC 融资成本上升，净利差下降 89.6bp 和 58.4bp。由于 2021 年一季度市场利率较高，惠誉博华测算 AFC 2021 年融资成本较 2020 年升高 41.1bp 至 4.23%。

汽车金融公司生息资产收益率和付息负债成本率



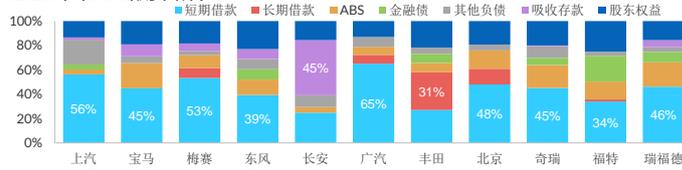
数据来源: Wind, 公司年报, 惠誉博华

2022 年上半年，货币政策或将较为积极，利于汽车金融公司降低融资成本。2021 年 12 月以来，央行先后下调 1 年期 LPR 15 个基点，下调逆回购和中期借贷便利（MLF）利率 10 个基点；1 年期国债收益率已由 2021 年 12 月初 2.57% 降至 2022 年 2 月 1.94%。根据测算，市场短期利率的下行或将使得 AFC 2022 年付息负债成本率下降 40bp，AFC 全年融资成本降至 3.83%，接近 2020 年同期水平。与此同时，1 年期 LPR 的下调将带动 2022 年 AFC 资产端收益率下行 26.9bp，2022 年 AFC 净利差或将较 2021 年略有改善，提升至 3.62%。

### 不同汽车金融公司融资结构差异显著

不同汽车金融公司之间的融资结构存在差异。惠誉博华认为，融资结构的差异反映出 AFC 对于融资稳定性和融资成本的综合考量。对于信用水平较高的 AFC，在调整融资结构时更具主动性：公司既可通过提高长期借款、金融债等长期融资占比以提高融资结构稳定性；也可在融资环境较为宽松时，通过提高短期借款占比降低融资成本。而信用水平较低 AFC，由于长期借款或发行金融债的成本较高，可能倾向于通过短期借款和发行 ABS 降低融资成本。

2020年末AFC融资结构



注: 仅列示各汽车金融公司融资结构中占比最大数字。

数据来源: Wind, 公司年报, 惠誉博华

AFC付息负债成本率与一季度1年期国债收益率差异



数据来源: Wind, 公司年报, 惠誉博华

### 2021 年 ABS 发行量创历史新高，提升其在融资结构中的占比

在 2020 年 COVID-19 疫情爆发背景下，AFC 资产质量表现出了良好的韧性。得益于 AFC 较大的计提拨备力度及分散的客户集中度，截至 2020 年末，AFC 行业不良贷款率为 0.49%，较 2019 年末下降 0.01%。行业拨备覆盖率达 535.9%，较 2019 年末上升 87.3%。

惠誉博华车贷 ABS 逾期率指数显示，2021 年基础资产的逾期指数走势平稳。逾期率始终保持在较低水平。截至 2021 年 9 月末，

M2 和 M3 逾期率分别为 0.08%和 0.04%，与往年持平。（详见《银行间市场车贷 ABS 指数 2021Q3》）。惠誉博华预计，随着 2022 年汽车销量稳步回升，AFC 资产质量将保持稳定。

ABS发行金额及其在AFC融资结构中占比



数据来源：Wind, CNABS, 公司年报, 惠誉博华

稳定的基础资产表现、较低的客户集中度叠加持续增长的市场规模也推升了车贷 ABS 在市场的认可度，2021 年汽车金融公司发行的 ABS 发行量创历史新高，达到 2,635 亿元。惠誉博华预计，截至 2021 年末 ABS 在 AFC 融资结构中占比由 2020 年末 11.2%提升至 14.3%。ABS 作为久期较长的一种融资方式，有助于 AFC 降低对短期借款的依赖，改善融资结构。预计在相对宽松的融资环境下，2022 年 AFC 的 ABS 发行有望延续增长趋势，ABS 在融资中占比将进一步提高。

## 附录：汽车金融公司分类及测算假设说明

### 1. 汽车金融公司分类及样本

报告中对汽车金融公司进行了分类，以便于分析特定类别 AFC 的市场表现，如无特殊说明，各类别 AFC 所包含汽车金融公司样本如下表所示：

汽车金融公司样本

类别	样本汽车金融公司
内资 AFC	比亚迪、长安、长城滨银和奇瑞徽银
合资 AFC	上汽通用、宝马、东风日产、广汽汇理、北京现代、瑞福德
外资 AFC	梅赛德斯-奔驰、丰田、福特

数据来源：惠誉博华

### 2. 汽车金融公司资产规模情景分析

中汽协预测 2022 年汽车销量增速为 5.4%。据此，我们对增速设定了如下三种情景，并根据汽车销量与 AFC 资产规模的相关性对 2022 年汽车金融公司的行业资产规模进行预测。

2022 年汽车销量增速情景假设

情景	汽车销量增速假设
情景 1	10%
情景 2	5%
情景 3	0%

数据来源：中汽协，惠誉博华

### 3. 内资 AFC 2022 年市场份额预测

中汽协预测 2022 年新能源汽车销量将达到 500 万辆，较 2021 年 340 万辆增速为 47%。测算内资 AFC 2022 年市场份额时，我们假设相关 AFC 所服务传统能源车销量与 2021 年持平，新能源车销量与中汽协预测行业增速保持一致，最终得到其资产规模在全行业中的市场份额。

2022 年汽车销量增速情景假设

假设	具体内容
假设 1	2022 年内资 AFC 对应汽车品牌销量的增量全部来自于新能源汽车
假设 2	基于中汽协预测，2022 年新能源汽车销量增速为 47%

数据来源：中汽协，惠誉博华

### 4. 汽车金融公司净利差预测

汽车金融公司的净利差由生息资产收益率和付息负债成本率共同决定。付息负债成本率基于 2016 年以来付息负债成本率与一季度 1 年期国债收益率的相关性计算得到。生息资产收益率与 1 年期 LPR 密切相关，由于央行于 2019 年下半年改革完善 LPR 形成机制，因此生息资产收益率参考 2020 年 LPR 变动进行推算。

#### 免责声明

本报告基于惠誉博华信用评级有限公司（以下简称“惠誉博华”）认为可信的公开信息或实地调研资料编制，但惠誉博华不对该等信息或资料的准确性及完整性作任何保证。本报告所载的意见、评估或预测仅反映惠誉博华于本报告发布日的判断和观点，在不同时期，惠誉博华可能发布与本报告观点或预测不一致的报告。

本报告中的信息、意见、评估或预测仅供参考，本报告不构成对任何个人或机构推荐购买、持有或出售任何资产的投资建议；本报告不对市场价格的合理性、任何投资、贷款或证券的适当性(包括但不限于任何会计和/或监管方面的合规性或适当性)或任何投资、贷款或证券相关款项的免税性质或可征税性作出评论。个人或机构不应将本报告作为投资决策的因素。对依据或使用本报告所造成的一切后果及损失，惠誉博华及相关分析师均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为惠誉博华所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以翻版、复制、发表、引用等任何形式侵犯惠誉博华版权。如征得惠誉博华同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“惠誉博华信用评级有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。惠誉博华保留追究相关责任的权利。

惠誉博华对本免责声明条款具有修改和最终解释权。