

联合资信评估有限公司

承诺书

本机构承诺出具的《大众汽车金融（中国）有限公司 2019 年跟踪信用评级报告》不存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏，并对其真实性、准确性及完整性负责。

联合资信评估有限公司

二〇一九年七月十八日



信用等级公告

联合〔2019〕2014号

联合资信评估有限公司通过对大众汽车金融（中国）有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持大众汽车金融（中国）有限公司主体长期信用等级为 AAA，2017 年大众汽车金融（中国）有限公司金融债券（40 亿元）信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇一九年七月十八日



大众汽车金融(中国)有限公司

2019年跟踪信用评级报告

本次跟踪评级结果

主体长期信用等级: AAA

金融债券信用等级: AAA

评级展望: 稳定

评级时间: 2019年7月18日

上次跟踪评级结果

主体长期信用等级: AAA

金融债券信用等级: AAA

评级展望: 稳定

评级时间: 2018年7月20日

主要数据

项目	2018年末	2017年末	2016年末
资产总额(亿元)	692.66	585.21	485.44
股东权益(亿元)	128.90	75.42	66.71
不良贷款率(%)	0.15	0.16	0.14
贷款拨备率(%)	1.56	1.14	1.17
拨备覆盖率(%)	1019.54	707.23	812.65
流动性比例(%)	156.39	154.44	211.71
股东权益/资产总额(%)	18.61	12.89	13.74
资本充足率(%)	21.96	12.54	14.74
一级资本充足率(%)	20.82	11.70	13.76
核心一级资本充足率(%)	20.82	11.70	13.76
项目	2018年	2017年	2016年
营业收入(亿元)	28.07	25.47	23.33
拨备前利润总额(亿元)	21.63	14.45	15.39
净利润(亿元)	11.49	8.71	9.22
成本收入比(%)	24.21	41.73	25.69
平均资产收益率(%)	1.80	1.63	2.14
平均净资产收益率(%)	11.24	12.25	14.85

数据来源: 公司审计报告, 联合资信整理

分析师

卢司南 盛世杰

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

邮箱: lianhe@lhratings.com

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号

中国人保财险大厦17层(100022)

网址: www.lhratings.com

评级观点

大众汽车金融(中国)有限公司(以下简称“公司”)于2004年8月正式成立并开展业务,初始注册资本为5亿元,前身为1998年在北京设立的大众汽车金融服务股份公司北京代表处。公司的股东为大众汽车金融服务股份公司(以下简称为“大众汽车金融”),实际控制人为大众汽车集团,公司作为国内排名前列的汽车金融公司,在汽车金融行业具有较高的知名度。2018年以来,大众汽车金融以货币出资的方式为公司注入股本42.00亿元,公司资本实力大幅提升;主营业务增长态势良好,盈利能力强;另一方面,受宏观经济下行的影响,公司逾期贷款规模增幅明显,但信贷资产质量仍处于较好水平。联合资信评估有限公司确定维持大众汽车金融(中国)有限公司主体长期信用等级为AAA,2017年大众汽车金融(中国)有限公司金融债券(40亿元)信用等级为AAA,评级展望为稳定。该评级结论反映了公司已发行金融债券的违约风险极低。

优势

1. 大众汽车集团在中国汽车市场知名度和市场份额均位居前列,竞争优势明显;公司股东大众汽车金融在国际汽车金融市场具有丰富的经验,公司能够在技术、管理、资金等方面得到较大的支持。
2. 2018年股东对公司进行增资,公司资本实力大幅提升。
3. 公司治理架构和内部控制体系较为完善。
4. 依托大众汽车集团的品牌优势,公司的市场销售网络覆盖地域范围较广,近年来主营业务保持较快发展。
5. 公司零售信贷业务快速发展,盈利能力良好。

关注

1. 在宏观经济下行、汽车消费市场低迷的背景下，公司逾期贷款规模有所上升，相关风险需关注。
2. 汽车行业的周期性波动以及大众汽车集团旗下品牌汽车销量波动可能对公司的财务状况产生影响。

声 明

一、本报告引用的资料主要由大众汽车金融（中国）有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

大众汽车金融(中国)有限公司

2019年跟踪信用评级报告

一、主体概况

大众汽车金融(中国)有限公司(以下简称“公司”)是由大众汽车金融服务股份公司(以下简称“大众汽车金融”)在北京投资设立的外商独资汽车金融公司,经中国银监会批准于2004年8月成立,初始注册资本5.00亿元,实际控制人为大众汽车集团。2018年,股东以货币出资的方式为公司注入股本42.00亿元,截至本报告出具日,公司注册资本增至82.00亿元。

截至2018年末,公司经销商融资业务已覆盖了全国483家汽车经销商;零售信贷业务覆盖了全国308座城市中的3088家汽车经销商;拥有正式员工751名。

截至2018年末,公司资产总额692.66亿元,其中贷款净额593.66亿元;负债总额563.75

亿元,其中银行借款339.13亿元;所有者权益128.90亿元;公司资本充足率为21.96%,一级资本充足率及核心一级资本充足率均为20.82%。2018年,公司实现营业收入28.07亿元,净利润11.49亿元。

公司地址:北京市朝阳区望京阜荣街15号院3号楼1层101单元、2层、3层、4层以及5层501单元

法定代表人:黎瑞德

二、已发行债券概况

截至本报告出具日,公司经联合资信评定且在存续期内的金融债券本金为40亿元,债券概况见表1。2018年以来,公司根据债券发行条款的规定,在付息日之前及时公布了债券付息公告,并按时足额支付了债券当期利息。

表1 债券概况

债券简称	发行规模	期限	债券利率	债券兑付日
17大众汽车债	40亿元	3年期	5.20%	2020年4月26日

数据来源:中国货币网,联合资信整理

三、营运环境

1. 宏观经济环境分析

2018年,随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧,以及地缘政治紧张带来的不利影响,全球经济增长动力有所减弱,复苏进程整体有所放缓,区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下,我国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年,我国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策,经济运行仍保持在合理区间,经济结构继续优化,质量效益稳步提升。2018年,我国国内生产总值(GDP)90.0万亿元,同比实际增

长6.6%,较2017年小幅回落0.2个百分点,实现了6.5%左右的预期目标,增速连续16个季度运行在6.4%—7.0%区间,经济运行的稳定性和韧性明显增强;西部地区经济增速持续引领全国,区域经济发展有所分化;物价水平温和上涨,居民消费价格指数(CPI)涨幅总体稳定,工业生产者出厂价格指数(PPI)与工业生产者购进价格指数(PPPI)涨幅均有回落;就业形势总体良好;固定资产投资增速略有回落,居民消费平稳较快增长,进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费 and 推动地方政府债券发行,为经济稳定增长创造了良好条件。2018年,我国一般公共预算收入和支出分

别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，我国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度

的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，我国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1%和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占我国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，我国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7%和 11.2%，对“一带一路”沿线国家

合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，我国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动我国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

展望 2019 年，国际贸易保护主义抬头、欧洲部分国家民族主义走强等因素将进一步增加世界经济复苏进程的不确定性。在此背景下，我国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化市场化改革、扩大高水平开放，继续打好三大攻坚战，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险工作，推动经济高质量发展，2019 年经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速或逐步企稳，但在经济增速放缓以及大幅减税降费背景下，积极财政政策为基建提供资金支持的作用受到限制，加

上城投企业转型对基建投资的拖累效应，基础设施建设投资增速提升空间受到一定影响；在转型升级产业、高新技术制造业投资的拉动下，制造业投资将保持较快增长；在我国城镇化进程持续推进以及房地产长效机制逐步建立的背景下，房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，我国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约；受到 2018 年经济下行、环保限产、去产能、结构升级等造成相关产品进口增速下降的影响，进口增速或将继续回落。总体来看，考虑到投资增速仍有可能回落、居民消费保持平稳增长以及进出口增速或继续回落，预计 2019 年我国 GDP 增速在 6.3% 左右。

表 2 宏观经济主要指标 单位：%、亿元

项目	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年
GDP 增长率	6.6	6.9	6.7	6.9	7.4
CPI 增长率	2.1	1.6	2.0	1.4	2.0
PPI 增长率	3.5	6.3	-1.4	-5.2	-1.9
M2 增长率	8.1	8.2	11.3	13.3	12.2
固定资产投资增长率	5.9	7.0	8.1	10.0	15.7
社会消费品零售总额增长率	9.0	10.2	10.4	10.7	10.9
进出口总额增长率	9.7	14.2	-0.9	-7.0	2.3
进出口贸易差额	23303	28718	33523	36865	23489

资料来源：国家统计局、人民银行、Wind 资讯，联合资信整理

2. 我国汽车金融行业发展概况

国内的汽车金融公司是指由中国银行保险监督管理委员会（原银行业监督管理委员会，以下简称“银保监会”）批准设立，为中国境内的汽车购买者及经销商提供金融服务的非银行金融机构。部分汽车金融公司附属于各汽车企业集团，目的主要在于支持本集团品牌汽车的销售。

目前，市场上从事汽车消费信贷业务的机构主要包括银行、汽车金融公司、汽车企业集团财务公司和融资租赁公司，同时随着汽车金

融行业的发展，消费金融公司、互联网金融公司以及小贷公司也逐渐开始介入，加剧了行业的竞争。但从整体市场份额来看，目前汽车金融行业的两大阵营仍为汽车金融公司和银行，其中汽车金融公司占我国汽车金融市场份额超过 50%，银行的市场份额接近 30%。

商业银行依托于其雄厚的资金实力，几乎涉足了汽车行业全产业链的金融服务领域，是汽车金融公司最大的竞争对手。但由于汽车金融服务较传统信贷业务来讲比较零散，因此并未吸引国有大型银行过多介入。银行在汽车信

贷业务中最大的竞争优势，在于其凭借自身雄厚的资金实力，能够降低资金成本，最大程度地攫取利差空间。但银行的劣势在于，发放贷款时对抵押物和担保的要求较严格，且对于车辆的风险评估和处置变现相对经验不足；相比之下，汽车金融公司具有较强的专业性、高效的审批流程和优质的服务态度，因此市场占有率上有明显提升的同时还能保持较低的不良贷款率，显示出其较强的风险控制能力。现在监管政策放松了对抵押物的要求，汽车金融公司可以凭借自身的风控能力，针对信用良好的客户开发相应的无抵押担保贷款产品，在开发市场的同时，有能力继续保持较低的坏账水平，这是汽车金融公司最大的优势所在。

截至目前，银保监会共批准设立了 25 家汽车金融公司；这些汽车金融公司普遍是依靠一家汽车厂商主要出资成立，其中 15 家涉及外资参股甚至全资控股，6 家汽车金融公司有国内银行参股。截至 2017 年末，25 家汽车金融公司资产总额接近 7500 亿元，贷款规模超过 6600 亿元，较 2016 年末均有明显提升；与此同时，汽车金融公司的各项监管指标行业平均水平能够满足监管要求，不良贷款率仍保持 0.25% 的较低水平，风险管理能力较强。截至 2018 年 6 月末，25 家汽车金融公司资产总额超过 7600 亿元，贷款规模超过 6900 亿元，呈稳步增长的态势，不良贷款率 0.31%，在整体宏观经济低迷的形式下不良贷款率有所上升但仍优于金融机构的平均水平。

汽车金融公司的业务发展与汽车行业发展息息相关。2018 年，在宏观经济下行、居民购买欲望有所下降、中美贸易战、购置税优惠政策全面退出等因素的影响下，我国新车产销量的增速均低于年初预期，全年产销量分别完成 2780.9 万辆和 2808.1 万辆，较 2017 年同期分别下降 4.2% 和 2.8%，销量 28 年来首次出现年度负增长。2019 年 1 月 28 日，为了促使车市升温，国家发改委、工信部等十部委联合下发《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成

强大国内市场的实施方案(2019)》，推出有序推进老旧汽车报废更新、持续优化新能源汽车补贴结构、促进农村汽车更新换代、稳步推进放宽皮卡车进城限制范围、加快繁荣二手车市场、进一步优化地方政府机动车管理措施等六项举措，旨在刺激汽车消费，减小汽车销量跌幅，以缓解汽车市场低迷所引发的一系列影响。2019 年 4 月 11 日，国家发改委下发《推动汽车、家电、消费电子产品更新消费促进循环经济发展实施方案（2019-2020 年）（征求意见稿）》，拟禁止地方政府发布新的汽车限购政策，计划要求已经颁布限购措施的城市需把政策向引导使用转变，同时提出多项促进新能源汽车消费政策并制定了汽车下乡的具体鼓励措施，此外提出要加快出台《二手车流通管理办法》，全面取消二手车限迁，于 2020 年底前免征二手车交易增值税。若该征求意见稿最终得以实施，将进一步扩大汽车消费市场。

在汽车成熟市场中，整车制造和新车销售的利润占比不到 30%，约 70% 的利润来自于汽车金融、售后、二手车等市场。近年来，我国汽车金融的渗透率明显提升，但与欧美国家的渗透率水平仍有较大差距，因此汽车金融市场在我国未来仍存在较大的发展空间。目前我国汽车金融公司业务经营以库存融资和零售贷款为主，融资租赁规模较小，但发展空间较大。近年来，汽车金融公司资产规模逐年增长，零售贷款占比较高且持续提升，已成为汽车金融公司最主要的利息收入来源。值得注意的是，随着我国汽车销量增速的放缓，2018 年部分汽车金融公司的零售贷款业务增长乏力，经销商的库存量亦持续升高，汽车集团或促使旗下的汽车金融公司加大贴息力度，导致汽车金融公司贷款资产收益率下降，进而影响其整体盈利水平。

资产质量方面，银保监会要求汽车金融公司实行信用风险资产五级分类制度，并及时足额计提资产减值准备。一方面，汽车金融公司的贷款资产一直以来以车辆作为抵押物，风险

缓释措施较为完善，有助于信用风险的控制；另一方面，汽车消费贷款有小额分散的特点，能够有效降低信用风险集中暴露的可能。此外，汽车金融公司对逾期贷款的核销政策较为严格，一般在逾期 180 天时系统将对该笔贷款自动核销，因此行业整体资产质量的偏离度要远低于银行业的水平。截至 2017 年末，汽车金融公司不良贷款总额 16.89 亿元，行业平均不良贷款率 0.25%，拨备覆盖率 658.61%。截至 2018 年 6 月末，汽车金融公司行业平均不良贷款率 0.31%，拨备覆盖率 618.42%。然而，随着我国汽车销量增速的放缓，汽车金融公司的盈利能力未来或将产生一定的波动，届时是否还能维持良好的资产质量，这需要我们持续关注。

整体而言，汽车销量增速减缓对汽车金融公司业务发展已产生了一定的负面影响；考虑到 2019 年相继出台了多项刺激汽车消费的相关政策，如能成功推动汽车销量的增长，对汽车金融行业的业务发展将是重大利好。

3. 汽车金融公司融资现状

汽车金融公司是典型的资本密集型行业，近年来行业资产负债率始终保持在 80% 以上；考虑到部分汽车金融公司对其所发行的资产支持证券进行了出表的会计处理，实际的债务负担更重，整体行业财务杠杆水平高。

自 2010 年汽车金融公司开始发行金融债券以来，截至 2018 年末，共有 9 家汽车金融公司发行过金融债券。从企业性质看，发行金融债券的汽车金融公司以中外合资和外商独资企业居多，内资汽车金融公司发债的目前只有 1 家。从信用等级看，发债的汽车金融公司信用等级整体较高，主体长期信用等级均在 AA+ 级及以上，AAA 级的发行人全部为市场份额相对靠前的外商投资或独资企业。

目前，汽车金融公司发行的金融债券期限主要为 3 年期，虽然发行规模相较银行借款、资产支持证券而言是较少的，但是其最主要的作用在于能够有效改善发行人资金端和资产端

的期限匹配水平，有效降低汽车金融公司的流动性风险。从数据上来看，近年来，汽车金融公司依靠发行金融债、资产支持证券等方式有效降低了对银行借款的依赖，上述两种融资方式分别从增加长期资金、盘活资产的角度一定程度上支持了其自身信贷业务的发展。

2015 年 4 月，中国人民银行发文推行信贷资产支持证券发行注册制，随后汽车金融公司发行资产支持证券的规模大幅增长，2016-2018 年，共有 15 家汽车金融公司发行了 68 单资产支持证券，发行规模总计 2472.96 亿元；从募集资金的规模来看，发行资产支持证券在汽车金融公司的融资方式中，重要性仅次于银行借款。

2019 年 4 月 3 日，上海东正汽车金融股份有限公司在港股成功上市，成为中国资本市场汽车金融第一股。未来，以上市的方式登陆资本市场将是汽车金融公司提高影响力和获取长久发展资金来源的重要渠道。

此外，股东对汽车金融公司的资金支持以关联方存款（均为吸收的集团在华全资子公司的定期存款）或实收资本的方式体现，近年来，上述两类资金在公司资金端的占比较为稳定。总体而言，目前行业融资渠道仍主要是银行借款，在母公司的信用背书前提下，汽车金融公司取得银行借款的成本相对较低；但随着我国金融去杠杆的推进，银行收紧了对外的资金合作，汽车金融公司进一步加大发行金融债券、资产支持证券的力度，对银行借款的依赖度明显下降。然而，无论是依靠银行借款还是依靠发行债券，汽车金融公司的资金成本都容易受到政策环境和利率水平波动的影响；更何况银行给汽车金融公司的贷款，是期限主要集中在 1 年以内的非承诺性借款，这一方面会加剧资产负债的期限错配，提高流动性风险，另一方面也进一步加大了此类公司融资端的不确定性，融资困境始终存在。但未来通过上市的方式获取长久发展资金来源将一定程度上改善汽车金融公司融资困境。

4. 汽车金融行业监管

目前，我国汽车金融公司主要受银保监会监管，汽车金融公司的设立、变更及终止，业务范围以及相关监管办法主要由银保监会以及中国人民银行进行规范。银保监会对汽车金融公司的资本充足率、贷款集中度、关联交易授信余额等做了严格规定。汽车金融公司需定期向银保监会报送相应的财务报表及监管数据。此外，银保监会及其派出机构在必要时有权对汽车金融公司进行现场检查。

2017年7月1日，商务部正式实施《汽车销售管理办法》（以下简称“新办法”），与此同时2005年发布的《汽车品牌销售管理实施办法》被废止。新办法整体旨在打破主机厂垄断，推进多样化销售模式，有助于促进汽车流通全链条协同发展，为汽车金融公司发展提供了更广阔的空间。

2017年10月13日，中国人民银行、银监会（现银保监会）发布《汽车贷款管理办法》（2017年修订）（以下简称“新管理办法”），自2018年1月1日起实施，同时废止2004年发布的《汽车贷款管理办法》。新管理办法对汽车贷款的相关政策做出调整：贷款发放单位门槛降低，把农信社列入了可发放的范畴；只要持有营业执照或其他证明主体资格文件的，例如个体工商户、企业分公司，均可以申请汽车贷款，这使得汽车金融机构的客户类型和来源得到了扩展；允许审慎引入外部信用评级，特别是对于信用良好、确能偿还贷款的借款人，可以不提供担保；规定贷款人应直接或委托指定经销商受理汽车贷款申请，明确了委托经销商受理汽车贷款申请的合法性；二手车定义从“到规定报废年限一年以前”变更为“达到国家强制报废标准之前”，预期未来新能源汽车和二手车金融会迎来利好；另外，将不再直接规定汽车贷款最高发放比例，由监管机构视实际情况另行规定。

2017年11月8日，中国人民银行和银监会（现银保监会）联合发布《关于调整汽车贷

款有关政策的通知》（以下简称“《通知》”），落实国务院调整经济结构的政策，释放多元化消费潜力，推动绿色环保产业经济发展，以提升汽车消费信贷市场供给。《通知》对汽车贷款政策做出了进一步调整：自用传统动力汽车贷款最高发放比例为80%，商用传统动力汽车贷款最高发放比例为70%；自用新能源汽车贷款最高发放比例为85%，商用新能源汽车贷款最高发放比例为75%；二手车贷款最高发放比例为70%。总体而言，新管理办法和《通知》的实施有助于释放汽车贷款动能，促进国内汽车消费，促进汽车金融的良性发展。

四、公司治理与内部控制

公司唯一的股东大众汽车金融于2016年11月启动企业重组，将其在欧洲经济区内的信贷业务和存款业务整合纳入其子公司大众银行有限责任公司（以下简称“大众银行”），并将大众银行剥离，划归大众汽车股份公司直接控股。重组后的大众汽车金融保留原有租赁、保险、服务和出行业务，以及欧洲以外地区的信贷业务。自2017年9月1日起，重组后的大众汽车金融和大众银行同为大众汽车股份公司的全资子公司。通过重组，大众汽车金融的组织结构得到进一步优化，监管压力减轻，更有利于推动公司加快稳健发展。截至2018年末，大众汽车金融的总资产为804.62亿欧元，所有者权益80.16亿欧元，2018年实现税前利润8.18亿欧元。

在母公司的指导下，公司按照《公司法》及其他相关要求，建立了以董事会和高级管理层为核心的公司治理架构，同时公司设置一名监事。董事会是公司的最高权力机构，负责决策公司所有重要事项。公司董事会由5名董事组成，董事会成员全部由股东委任；董事任期3年，可连任。

公司董事会下设专业委员会如下：信贷委员会、审计委员会、合规委员会、薪酬、提名

与考核委员会、战略委员会、风险管理委员会、关联交易控制委员会、消费者权益保护委员会及信息科技委员会。公司高级管理层由总经理、首席风险控制官以及首席运营官组成，负责公司的日常经营决策、经营战略计划的执行、风险监控等职责，并为董事会提供决策支持。

公司将各部门根据职能划分为前台、中台和后台部门。公司前台部门包括销售管理及战略部、品牌管理部等 7 个部门；中台部门包括零售信贷部、客户服务部；后台部门包括风险管理部、会计及资金后台部、管理控制部、内审部等 8 个部门。公司组织架构图见附录 2。

公司内审部负责评价公司内部控制的效果和效率，对信贷审批、贷后管理等项目流程进行审计，监控相关业务是否符合贷款发放标准和流程，提出整改建议，促进内部控制体系的完善，防范操作风险，并定期向董事会及德国总部汇报。此外，公司接受母公司、会计师事务所的外部审计以及监管部门的监督和检查。

总体看，公司依托母公司建立了较为完整的内部控制体系，整体内控水平能较好满足当前业务发展的需要，内部控制实施情况较好。另一方面，公司的母公司及实际控制人均位于欧洲，在决策效率以及信息沟通等方面面临一定的挑战，对公司治理和内部控制提出更高的要求。

五、主要业务经营分析

作为我国第一家外商独资的专业汽车金融公司，公司为包括大众、奥迪、斯柯达、保时捷、斯堪尼亚、宾利、兰博基尼以及曼等在内的的大众汽车集团旗下各大品牌提供一系列创新金融服务。按业务模块划分，公司的主营业务由零售信贷业务和经销商融资业务组成。

1. 经销商融资业务

公司的经销商融资业务主要是为大众汽车集团经销商提供的库存车辆及试乘试驾车辆融

资。目前，公司经销商融资业务覆盖了大众汽车集团在中国的上汽大众、一汽大众、上汽斯柯达、曼、斯堪尼亚、保时捷、一汽奥迪、大众进口车等品牌

公司对经销商进行合作准入资质的评估。为控制信用风险，公司采取了采取了与厂商、经销商签订三方协议实现融资车辆所有权保留、由经销商提供保证金、企业或股东担保等风险缓释措施。公司经销商融资业务采用单车融资模式，风险及业务部门共同承担贷后管理职能。通过实地考察以及定期风险指标监测等方式，严格控制客户信用风险。截至 2018 年末，公司经销商融资业务覆盖了全国 483 家经销商，贷款总额为 49.14 亿元，较上年末有所增长，占发放贷款及垫款总额的 8.15%。截至 2018 年末，公司经销商融资业务不良贷款率为 0.29%，不良贷款率有所上升，这主要是由于在 2018 年汽车销售行情低迷的情况下，2 家经销商资金流动性较为紧张，无法偿还到期贷款所致。

公司经销商融资业务收入主要来自利息收入。2018 年，公司实现经销商融资业务利息收入为 2.06 亿元，占营业收入的比重较小。

总体看，公司不断深化和加强与经销商的业务合作，但受公司经营策略的影响，经销商融资业务在公司业务规模中的占比较小，对营业收入的贡献度较小。此外，受汽车销售市场低迷的影响，公司经销商融资信贷资产质量有所下降，相关风险需关注。

2. 零售信贷业务

公司零售信贷业务主要是为个人及机构客户提供购车贷款；其中，新车贷款期限最长为 5 年，二手车贷款期限最长为 3 年，产品类型包括标准信贷、弹性信贷和阶梯贷。零售信贷业务作为公司核心业务品种，是公司主要的收入来源。公司通过深化与厂商及其经销商在零售信贷业务上合作，推动零售信贷业务稳步发展。

公司零售信贷业务主要优势在于服务质量和业务办理效率高。截至 2018 年末，公司零售信贷业务已与 308 个城市中的 3088 家经销商开展合作，零售信贷业务渗透率约为 12.9%。

2016 年 3 月，中国人民银行与原银监会联合印发《关于加大对新消费领域金融支持的指导意见》等相关政策，鼓励汽车金融公司业务产品创新，允许汽车金融公司在向消费者提供购车贷款（或融资租赁）的同时，根据消费者意愿提供附属于所购车辆的附加产品的融资。公司目前提供的附加贷产品中的附加产品及服务包括：导航设备、外观贴膜、充电桩、行车记录仪、车辆延长质保、车辆保险及汽车保养、车辆购置税等，在符合相应监管要求的前提下，以最大程度上满足客户需求，实现产品选择多样化灵活化。

2018 年，受中美贸易摩擦影响，我国美系汽车销售市场占有率有所下降，德系汽车市场占有率随之上升，在此背景下，公司零售信贷业务规模保持增长态势；年末存量零售信贷合同数为 120.68 万笔，其中当年新增发放零售贷款 54.65 万笔。截至 2018 年末，公司零售贷款总额 553.95 亿元，较上年末增长 14.48%，占贷款总额的 91.85%；零售信贷业务不良贷款率为 0.14%。2018 年，公司零售信贷业务实现利息收入 50.49 亿元。

总体看，得益于大众汽车旗下品牌较好的市场表现，公司市场拓展能力较强，零售信贷业务发展态势良好，零售信贷资产质量良好。

六、财务分析

公司提供了 2018 年财务报表，普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报表进行审计，并出具标准无保留意见的审计报告。公司根据新会计准则要求将发起设立的资产证券化信托项目作为特殊目的主体纳入合并报表范围，基于其对财务数据影响不重大，本报告数据均采用母公司财务数据。

1. 资产质量

2018 年以来，公司资产总额保持增长态势，年末资产总额 692.66 亿元（见附录 3：表 1），较上年末增长 18.36%。从结构上看，公司资产主要由贷款净额构成，其余为现金类资产及其他类资产。

贷款是公司资产最主要的组成部分，2018 年公司发放贷款及垫款规模保持快速增长的态势。截至 2018 年末，公司贷款净额为 593.66 亿元，较上年末增长 16.19%，占资产总额的 85.71%。

2018 年，公司信贷资产质量保持在良好水平，年末公司不良贷款率为 0.15%；受宏观经济形势低迷的影响，部分借款人收入水平不稳定，对公司信贷资产质量产生负面影响，逾期贷款规模及其在贷款总额中的占比均有明显上升；截至 2018 年末，公司逾期贷款余额 3.59 亿元，占贷款总额的 0.59%（见附录 3：表 2）。由于资产质量有所下行，公司计提贷款准备金的规模明显增加；2018 年共计提贷款减值准备 5.61 亿元，当年核销贷款减值准备 2.44 亿元，年末贷款减值准备余额为 9.43 亿元，贷款拨备率 1.56%，拨备覆盖率 1019.54%（见附录 3：表 3），贷款拨备对不良贷款的保障程度高，有较大的风险抵御空间。

公司其他类资产主要由递延所得税资产、继续涉入资产、其他应收款和应收款项类投资构成。针对发行的汽车抵押贷款证券化产品，公司根据继续涉入的程度确认继续涉入资产以及继续涉入负债。截至 2018 年末，公司其他类资产余额 31.67 亿元，其中递延所得税资产 13.92 亿元、继续涉入资产 6.14 亿元、其他应收款 3.03 亿元、应收款项类投资净额 3.38 亿元；其中，应收款项类投资为公司持有的特殊目的信托发行的次级资产支持证券，投资总额为 4.08 亿元。

总体看，公司资产规模保持增长，资产结构较为稳定，资产质量良好。

2. 经营效率与盈利水平

2018年以来,得益于资金市场利率的降低,公司资金成本有所减少,加之良好的贷款利息收入水平和成本控制能力,公司营业收入呈现较快增长。2018年,公司实现营业收入28.07亿元,较上年增长10.20%,其中利息净收入31.50亿元,手续费及佣金净支出4.34亿元(见附录3:表4)。公司利息收入包括贷款利息收入和银行存款利息收入,利息支出包括银行借款利息支出、关联公司存款利息支出和金融债券利息支出。

2018年,受信贷资产质量有所下滑的影响,公司加大了计提资产减值损失的力度,但由于全年未发行资产支持证券,不存在资产支持证券发行损失,因此业务及管理费较上年大幅减少,营业支出随之下降。2018年,公司营业支出为12.36亿元,较上年有所减少;其中业务及管理费6.80亿元,资产减值损失5.20亿元。受上述因素影响,公司成本收入比较上年大幅下降,2018年成本收入比为24.21%。

得益于较好的业务收入水平、业务及管理费大幅减少等因素,2018年公司净利润恢复增长,全年实现净利润11.49亿元,较上年增加31.93%。从收益率指标来看,公司平均资产收益率和平均净资产收益率保持稳定;2018年,公司平均资产收益率和平均净资产收益率分别为1.80%和11.24%。

整体看,公司盈利能力良好,但需关注未来资产质量变化对其利润水平的影响。

3. 流动性

2018年以来,公司负债规模保持增长。截至2018年末,公司负债总额563.75亿元,较上年末增长10.59%。公司负债来源主要由银行借款、吸收关联方存款和应付债券构成(见附录3:表1)。

2018年以来,中国人民银行四次下调银行存款准备金率,公司加大融入银行的借款力度,降低资金成本。截至2018年末,公司银行借款

余额339.13亿元,占负债总额的60.16%,规模及占比均较上年末大幅提升,全部为信用类借款。公司银行借款以一年以内的短期借款为主,但2018年末短期借款在银行借款总额中的占比由90.22%下降至81.98%,期限结构有所优化。

截至2018年末,公司应付债券余额67.59亿元,占负债总额的11.99%,其中金融债券余额59.93亿元,计入表内的资产支持证券余额7.66亿元。

公司其他类负债以吸收关联方存款为主,其余主要包括继续涉入负债、经销商保证金和应交税费等。截至2018年末,公司吸收关联方存款余额为120.00亿元,占负债总额的21.29%。

短期流动性方面,公司根据业务发展需求调整流动性储备,加之股东增资的资金到位后货币资金大幅增长,保持了较充足的流动性,2018年末流动性比例为156.39%。

2018年,公司经营产生的现金流量净额为正,主要是银行借款增加额规模较大所致;由于股东年内对公司注入股本42.00亿元,并全部以货币出资,因此筹资活动产生的现金流呈净流入状态(见附录3:表5)。2018年,公司年末现金及现金等价物余额58.58亿元,现金流整体较为充裕。

4. 资本充足性

2018年,公司主要通过利润留存和股东增资的方式补充资本;得益于自身良好的内生资本能力和较强的股东支持背景,公司所有者权益规模大幅增长,资本实力明显提升。2018年,大众汽车金融以货币出资的方式为公司注入股本42.00亿元,公司年末所有者权益为128.90亿元,其中实收资本为82.00亿元。

2018年以来,随着公司业务规模的快速增长,风险加权资产规模持续上升,但得益于增资的到位,公司资产规模明显增加,风险资产系数有所下降。截至2018年末,公司风险加权

资产余额为 608.73 亿元，风险资产系数为 87.88%。2018 年，公司杠杆水平明显下降，年末股东权益与资产总额的比例为 18.61%（见附录 3：表 6）。

截至 2018 年末，公司资本充足率为 21.96%，一级资本充足率、核心一级资本充足率均为 20.82%，均较上年末大幅提升，资本实力强。

七、债券偿付能力分析

截至本报告出具日，公司已发行且在存续期内的金融债券本金为 40 亿元，以 2018 年末财务数据为基础进行测算，公司经营活动现金流入量、可快速变现资产、净利润、股东权益对金融债券本金的保障倍数见表 3，同时考虑到公司股东实力较强以及外部融资渠道通畅等因素，公司对已发行金融债券的保障程度强。

表 3 金融债券保障情况 单位：倍

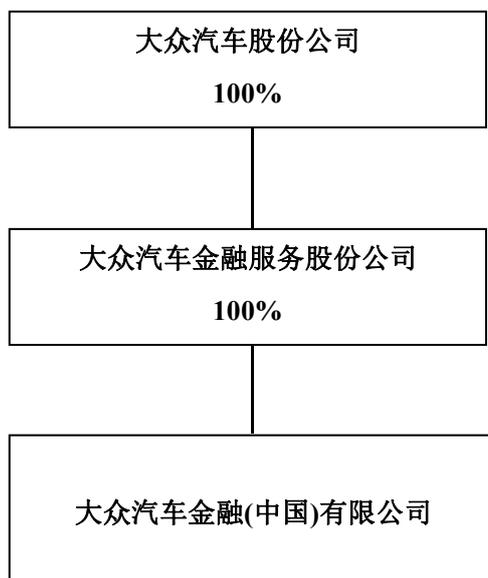
项目	2018 年末
经营活动现金流入量/金融债券本金	3.72
可快速变现资产/金融债券本金	1.68
股东权益/金融债券本金	3.22
净利润/金融债券本金	0.29

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

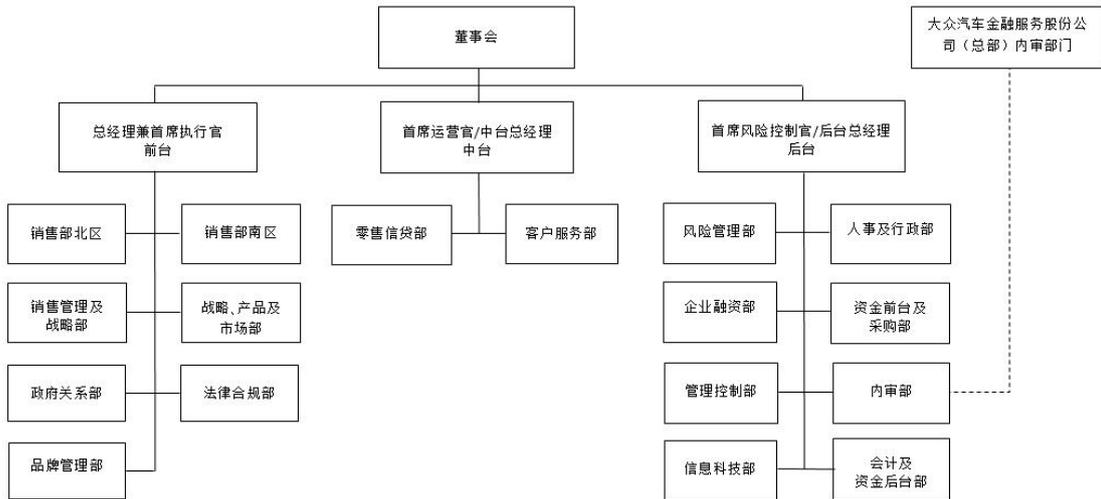
八、评级展望

公司作为国内排名前列的汽车金融公司，在汽车金融行业具有较高的知名度。2018 年以来，大众汽车金融以货币出资的方式为公司注入股本 42.00 亿元，公司资本实力大幅提升；主营业务增长态势良好，盈利能力强；另一方面，受宏观经济下行的影响，公司逾期贷款规模增幅明显，但信贷资产质量仍处于较好水平。综上所述，联合资信认为，在未来一段时期内公司的信用水平将保持稳定。

附录 1 2018 年末股权结构图



附录2 2019年4月30日组织结构图



附录 3 主要财务数据及指标

表 1 资产负债结构 单位：亿元、%

项目	2018 年末		2017 年末		2016 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
现金类资产	67.33	9.72	29.65	5.07	24.78	5.11
贷款净额	593.66	85.71	510.94	87.31	432.67	89.13
其他类资产	31.67	4.57	44.62	7.62	27.99	5.77
合计	692.66	100.00	585.21	100.00	485.44	100.00
银行借款	339.13	60.16	255.70	50.16	242.35	57.88
应付债券	67.59	11.99	93.70	18.38	56.93	13.60
其他类负债	157.03	27.85	160.39	31.46	119.45	28.53
其中：吸收关联方存款	120.00	21.29	110.00	21.58	90.00	21.49
合计	563.75	100.00	509.79	100.00	418.73	100.00

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

表 2 贷款质量 单位：亿元、%

贷款分类	2018 年末		2017 年末		2016 年末	
	余额	占比	余额	占比	余额	占比
正常	600.29	99.54	514.75	99.60	436.01	99.60
关注	1.87	0.31	1.23	0.24	1.13	0.26
次级	0.43	0.07	0.23	0.04	0.21	0.05
可疑	0.37	0.06	0.57	0.11	0.40	0.09
损失	0.13	0.02	0.03	0.01	0.01	0.00
贷款合计	603.09	100.00	516.81	100.00	437.77	100.00
不良贷款	0.92	0.15	0.83	0.16	0.63	0.14
逾期贷款	3.59	0.59	1.93	0.37	1.75	0.40

资料来源：公司提供资料，联合资信整理

表 3 贷款损失准备充足情况 单位：亿元、%

项目	2018 年末	2017 年末	2016 年末
贷款减值准备余额	9.43	5.87	5.10
贷款拨备率	1.56	1.14	1.17
拨备覆盖率	1019.54	707.23	812.65

资料来源：公司审计报告和监管数据，联合资信整理

表 4 收益情况 单位：亿元、%

项目	2018 年	2017 年	2016 年
营业收入	28.07	25.47	23.33
利息净收入	31.50	28.22	25.80
手续费净收入	-4.34	-2.83	-2.47
营业支出	12.36	12.93	8.91
税金及附加	0.37	0.39	0.57
业务及管理费	6.80	10.63	5.99

资产减值损失	5.20	1.91	2.34
拨备前利润总额	21.63	14.45	15.39
净利润	11.49	8.71	9.22
成本收入比	24.21	41.73	25.69
平均资产收益率	1.80	1.63	2.14
平均净资产收益率	11.24	12.25	14.85

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

表 5 现金流情况 单位：亿元

项目	2018 年	2017 年	2016 年
经营性现金流净额	18.36	-31.12	-54.56
投资性现金流净额	9.27	-5.62	-2.63
筹资性现金流净额	9.32	39.49	69.59
现金及现金等价物净增加额	36.93	2.73	12.39
现金及现金等价物年末余额	58.58	21.65	18.93

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

表 6 资本充足性情况 单位：亿元、%

项目	2018 年末	2017 年末	2016 年末
资本净额	133.69	75.12	67.48
一级资本净额	126.77	70.08	63.01
核心一级资本净额	126.77	70.08	63.01
风险加权资产	608.73	599.07	457.85
风险资产系数	87.88	102.37	94.32
股东权益/资产总额	18.61	12.89	13.74
资本充足率	21.96	12.54	14.74
一级资本充足率	20.82	11.70	13.76
核心一级资本充足率	20.82	11.70	13.76

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

附录 4 主要财务指标计算公式

同业资产	存放同业及其他金融机构款项+拆出资金+买入返售金融资产
同业负债	同业及其他金融机构存放款项+拆入资金+卖出回购金融资产
可快速变现资产	现金+存放中央银行款项+存放同业款项+拆出资金+交易性金融资产+买入返售金融资产+可供出售金融资产
拨备前利润总额	利润总额+资产减值损失
n 年年均复合增长率	$(\sqrt[n]{\text{期末余额} / \text{期初余额}} - 1) \times 100\%$
单一最大客户贷款比例	最大单一客户贷款余额/资本净额 $\times 100\%$
最大十家客户贷款比例	最大十家客户贷款余额/资本净额 $\times 100\%$
不良贷款率	不良贷款余额/贷款余额 $\times 100\%$
贷款拨备率	贷款损失准备金余额/贷款余额 $\times 100\%$
拨备覆盖率	贷款损失准备金余额/不良贷款余额 $\times 100\%$
流动性比例	流动性资产/流动性负债 $\times 100\%$
风险资产系数	风险加权资产/资产总额 $\times 100\%$
核心一级资本充足率	核心一级资本净额 / 各项风险加权资产 $\times 100\%$
一级资本充足率	一级资本净额 / 各项风险加权资产 $\times 100\%$
核心资本充足率	核心资本净额 / 各项风险加权资产 $\times 100\%$
资本充足率	资本净额 / 各项风险加权资产 $\times 100\%$
成本收入比	业务及管理费用/营业收入 $\times 100\%$
平均资产收益率	净利润/[(期初资产总额+期末资产总额)/2] $\times 100\%$
平均净资产收益率	净利润/[(期初净资产总额+期末净资产总额)/2] $\times 100\%$

附录 5-1 汽车金融公司主体长期信用等级设置及其含义

联合资信汽车金融公司主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附录 5-2 汽车金融公司中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信汽车金融公司中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附录 5-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变