

# 东正金融 (02718)

证券研究报告  
2019年06月14日

## 中国汽车金融第一股

### 投资要点

#### 中国唯一一家具有经销商背景的汽车金融公司

公司于2015年3月在中国成立注册资本为人民币5亿元，由正通汽车及东风汽车分别持有95%及5%的股权。2017年5月27日，该公司获中国银保监会批准，将其注册资本从5亿元增至16亿元。H股上市后仍由正通汽车控股，原有股东正通和东风分别占71.04%及3.74%的股权，公众股东占比25.22%。公司是中国唯一一家由汽车经销商控股的汽车金融公司，银监会授予汽车金融牌照，开展汽车贷款及相关业务。

#### 汽车金融市场仍然蓝海，未来竞争利好公司

全国汽车保有量仍有提升空间且汽车消费结构逐步升级，豪华车市场加速扩张。国内汽车金融市场发展迅速，目前规模已超万亿；汽车金融渗透率相对发达国家处于较低水平（中国40%，美国86%），未来仍有发展潜力和空间。在由商业银行、汽车金融公司、融资租赁公司及互联网金融公司构成的传统汽车金融市场格局下，融资成本、业务延展性成为行业盈利关键，公司手握核心牌照资源，未来竞争格局向好。

#### 公司主营汽车贷款业务随渠道高速增长

公司主营贷款业务包含汽车零售贷款业务和汽车经销商贷款业务。其中汽车零售贷款业务发展快速（2018年零售业务营收同比增长73%），汽车经销商贷款业务助力公司扩张销售渠道网络。公司销售渠道由正通汽车经销商（内部经销商）和外部经销商构成，外部及内部经销商网络已经形成且仍在扩张，截止至2018年末内部渠道113家门店，外部1,167家。

#### 公司壁垒形成，资金、业务、运营及风控具备核心优势

I) 公司具备金融牌照可进行与商业银行间的同行拆借，资金来源充沛且利率较低；II) 公司与若干正通汽车经销商和汽车制造商的联合促销产品助力业务发展；III) 标准化审批流程助力业务运营高效开展，信息科技结合高新技术强力驱动运营；IV) 中国银保监会严格监管下谨慎全面的风险管理体系结合严格的风险管理执行保证了公司贷款业务的稳定开展。

### 投资建议

汽车金融市场稳步增长，公司将牌照优势转化为多元化服务内容，进一步扩张市场渗透率。预计公司2019-2021年营业收入分别为10.8/16.3/23.9亿元，对应生息贷款资产134.8/215.7/345.1亿元，实现归母净利润7.4/11.2/16.7亿元（同比增速分别为63%/52%/49%），EPS分别为0.34/0.52/0.78元（大约折合0.40/0.61/0.90港元），对应PE 4.9/3.2/2.2倍。

公司属港股多元金融板块，估值相对行业中枢明显低估。自2014年6月以来，港股多元金融板块中枢估值（PE TTM）在8.4~25.1倍之间波动，目前大盘或处于行情振荡期，板块估值在15.3倍；公司PE TTM仅9.0倍，且预测未来三年（2019-2021）年复合增长率大于50%，估值明显低估。鉴于目前宏观经济增长预期仍存在较多不确定性，板块风险溢价难以释放，给予公司2019年10倍PE，目标价4.00港元。

**风险提示：**银根收缩风险导致资金成本上升；贷款业务对外部经销商渗透情况不及预期；生息贷款资产坏账率提升风险；资产规模快速扩张导致资产减值风险。

### 投资评级

行业	金融业/其他金融
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	2.18 港元
目标价格	4.00 港元

### 基本数据

港股总股本(百万股)	2,139.65
港股总市值(百万港元)	4,664.44
每股净资产(港元)	1.54
资产负债率(%)	73.95
一年内最高/最低(港元)	3.19/1.87

### 作者

<b>邓学</b>	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518010001 dengxue@tfzq.com	
<b>夏昌盛</b>	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518110003 xiachangsheng@tfzq.com	
<b>周沐</b>	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518090007 zhoumu@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

## 内容目录

1. 唯一非主机厂控股的汽车金融持牌机构.....	4
1.1. 公司介绍.....	4
1.2. 股权结构.....	4
1.3. 汽车金融牌照稀缺.....	5
2. 主营贷款业务随渠道高速增长.....	7
2.1. 零售贷款业务：联合贷模式突破传统格局.....	9
2.1.1. 自营零售贷款：产品渗透外网渠道，打开长期天花板.....	10
2.1.2. 零售贷款促成业务：专业中介服务，提升佣金收入.....	13
2.2. 经销商贷款业务：对公业务助力经销商缓解资金压力.....	13
3. 汽车金融蓝海市场，竞争格局利于公司发展.....	15
3.1. 乘用车市场仍有空间，汽车消费趋势升级.....	15
3.2. 汽车金融市场潜力大.....	15
3.3. 竞争格局利好汽车金融公司.....	16
4. 公司核心壁垒形成，进一步渗透市场份额.....	18
4.1. 资金优势：类银行牌照提供同业拆借融资渠道.....	18
4.2. 业务优势：主机厂与经销商合作促销模式.....	19
4.3. 运营优势：标准化流程提升运营效率.....	20
4.4. 风控优势：银保监会监管体系保证核心资产质量.....	21
5. 投资建议.....	23
6. 风险提示.....	25

## 图表目录

图 1：东正金融股权结构表（截止至报告日期）.....	5
图 2：东正金融业务及销售渠道网络构架图.....	7
图 3：东正金融主营收入构成（单位：万元）.....	8
图 4：东正金融公司 2018 年各业务收入占比.....	8
图 5：东正金融经销商网络地理分布.....	9
图 6：2016 年至 2018 年东正金融向正通汽车客户和外部客户发放自营零售贷款笔数（笔）.....	10
图 7：东正向正通客户和外部客户发放贷款金额（人民币百万元）.....	11
图 8：东正向正通客户和外部客户发放贷款平均金额（万元）.....	11
图 9：东正金融豪华品牌与非豪华品牌自营零售贷款笔数（笔）.....	11
图 10：东正豪华非豪华品牌自营零售贷款金额（人民币百万元）.....	12
图 11：东正豪华非豪华品牌自营零售贷款平均金额（万元）.....	12
图 12：东正金融联合贷款笔数（笔数）.....	12
图 13：东正金融联合贷款金额及同比（百万元，%）.....	12
图 14：东正金融联合贷款笔数利息收入，手续和佣金收入（百万元）.....	13

图 15: 东正金融经销商贷款业务平均利率 .....	13
图 16: 中国汽车每千人保有量 (辆/千人) .....	15
图 17: 城镇居民人均可支配收入 (万元) .....	15
图 18: 2013 至 2022 年 (预计) 中国零售汽车金融市场 (十亿元; %) .....	16
图 19: 2017 年全球主要地区汽车金融渗透率 (%) .....	16
图 20: 2014-2018 年中国汽车金融市场渗透率 (%) .....	16
图 21: 2017 年汽车金融市场份额分布 (以贷款金额划分) .....	17
图 22: 东正金融自截至 2016 年 12 月 31 日至截至 2018 年 12 月 31 日拆入资金 (人民币亿元) .....	18
图 23: 东正金融与汽车制造商的联合促销安排授出的贷款余额和贷款利息收入 (人民币百万元) .....	19
图 24: 东正金融与正通汽车经销商的联合促销安排售出的贷款余额和贷款利息收入 (人民币百万元) .....	20
图 25: 东正金融自营贷款申请流程图 .....	20
图 26: 2016 年至 2018 年 (截至 12 月 31 日) 东正金融不良贷款率 .....	21
图 27: 东正金融近 3 年营业总收入及未来 3 年预测 (亿元) .....	23
图 28: 东正金融近 3 年归母净利润及未来三年预测 (亿元) .....	23
图 29: 2014 年 6 月至 2019 年 5 月港股多元金融板块的 PE 走势 .....	23
表 1: 东正金融业务发展里程碑 .....	4
表 2: 中国汽车金融公司汇总 .....	5
表 3: 2016 年至 2018 年 (结算日期 12 月 31 日) 东正金融零售贷款业务和经销商贷款业务财务报表 (千元) .....	8
表 4: 2016 年至 2018 年东正金融经销商网络 (家) .....	9
表 5: 2016 年至 2018 年 (结算日期 12 月 31 日) 东正金融零售贷款业务财务报表 (人民币万元) .....	10
表 6: 2016 年至 2018 年 (结算日期 12 月 31 日) 东正金融经销商贷款业务财务报表 .....	14
表 7: 汽车金融市场各类参与者各项指标对比 .....	17
表 8: 东正金融主要风险管理指标及相关监管要求 .....	22
表 9: 港股多元金融板块部分成分股对比 (截止至 2019 年 6 月 4 日) .....	24

## 1. 唯一非主机厂控股的汽车金融持牌机构

### 1.1. 公司介绍

东正金融于 2015 年 3 月在中国成立，注册资本为人民币 5 亿元，由正通汽车及东风汽车分别持有 95%及 5%的股权。根据中国银监会授予的汽车金融牌照，该公司获授权从事的业务包括向终端客户提供汽车零售贷款及其他融资服务以购买汽车（即零售业务）和向经销商提供贷款，方便经销商买入汽车（即经销商贷款）。

正通汽车成立东正金融的目的为大力发展汽车金融业务，满足汽车消费升级需求。该公司的成立及其提供汽车金融服务将使正通汽车经销商能够通过预先满足其终端客户的融资需求来改善整体客户体验，优化客户服务并促进汽车销售。

东正金融经销网络已突破千家门店。2017 年 5 月 27 日，该公司获银监会批准，将其注册资本从人民币 5 亿元增至人民币 16 亿元。该增资事项已于 2017 年 9 月完成。截至 2018 年 12 月 31 日，东正金融的经销网络由 113 家正通汽车经销商及 1167 家外部经销商组成，覆盖了中国 24 个省 182 个城市，包括北京，上海，深圳，广州，以及 36 个二线城市与 142 个三线及其他次线城市。

表 1：东正金融业务发展里程碑表

日期	事件
2015 年 3 月	东正金融于获中国银监会发放汽车金融牌照后成立。
2016 年 12 月	东正金融获授 2015 年度浦东新区企业年报三等奖。
2017 年 9 月	东正金融注册资本增至人民币 16 亿元。
2017 年 12 月	东正金融获授 2016 年度浦东新区企业年报二等奖。
2018 年 4 月	东正金融获浦东新区人民政府授予 2017 年经济突出贡献奖。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 1.2. 股权结构

东正金融独立上市后第一大股东仍为正通汽车。2018 年 5 月 11 日，东正金融将公司转为股份有限公司。2018 年 5 月 26 日，正通汽车及东风签署了一份进行转换的发起人协议。正通汽车及东风均同意将截至 2017 年 12 月 31 日核算的净值约 77.67%转换为 16 亿股（每股面值人民币 1 元），其余为资本储备；正通汽车及东风汽车亦同意分别持有 15.2 亿股及 8 千万股，分别占发行股本总数的 95%及 5%。2019 年 4 月 3 日，公司在 H 股独立上市并发行 533,336,000 股公众股权，占总股本的 25.22%；自此，除公众股东外，原有股东正通及东风分别持有 71.04%及 3.74%的股权。

图 1：东正金融股权结构表（截止至报告日期）



资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

### 1.3. 汽车金融牌照稀缺

东正金融公司作为中国唯一一家具有经销商背景的汽车金融公司，受中国银保监会许可并受其监管。汽车金融牌照由银监会审核发，自 2004 年上汽通用拥有第一块汽车金融牌照资质以来，银监会共颁发 25 张牌照。汽车金融牌照归属权集中于整车厂，各大整车厂控制了 24 张牌照，唯一非整车厂控股的牌照为东正金融持有，其大股东正通汽车（71.04%）属于汽车经销商。

表 2：中国汽车金融公司汇总

企业名称	注册资本（亿元）	注册时间	股权关系
上汽通用汽车金融	35	2004 年 8 月	上汽财务 45% GMF 35% 上汽通用 20%
大众汽车金融	40	2004 年 8 月	大众汽车金融服务 100%
丰田汽车金融	31	2005 年 1 月	丰田金融服务株式会社 100%
福特汽车金融	33	2005 年 1 月	福特汽车借贷 100%
梅赛德斯奔驰汽车金融	55	2005 年 9 月	戴姆勒股份公司 52.5% 戴姆勒大中华区投资 47.8%
东风标致雪铁龙	10	2006 年 6 月	神龙汽车 25%，东风汽车集团 25%，标致雪铁龙荷兰 50%
沃尔沃汽车金融	5	2006 年 7 月	沃尔沃集团 100%
东风日产汽车金融	15	2007 年 1 月	东风集团 49.50%，日产自动车 16.23%，日产投资 34.27%
菲亚特克莱斯勒汽车金融	8	2007 年 1 月	菲迪斯有限公司 100%
奇瑞金融	10	2009 年 4 月	奇瑞汽车 49%，赣商银行 20%，奇瑞控股 31%
广汽汇理汽车金融	16	2010 年 5 月	广汽集团 50%，东方汇理 50%
宝马汽车金融	98	2010 年 9 月	宝马股份 58%，华晨宝马 42%
三一汽车金融	20	2010 年 1 月	三一集团 94.43%，湖南信托 3.75%，华菱钢铁 1.82%
一汽汽车金融	20	2012 年 1 月	一汽财务 66%，吉林银行 34%
北京现代汽车金融	40	2012 年 6 月	现代金融 46%，北京汽车投资 33%，北京现代 14%，现代自动 7%
长安汽车金融	25	2012 年 8 月	兵器装备 51.34%，长安汽车 28.66%，渝富资产 20%
瑞福德汽车金融	10	2013 年 1 月	江淮汽车 50%，桑坦德消费金融 50%
比亚迪汽车金融	15	2015 年 2 月	比亚迪 80%，西安银行 20%

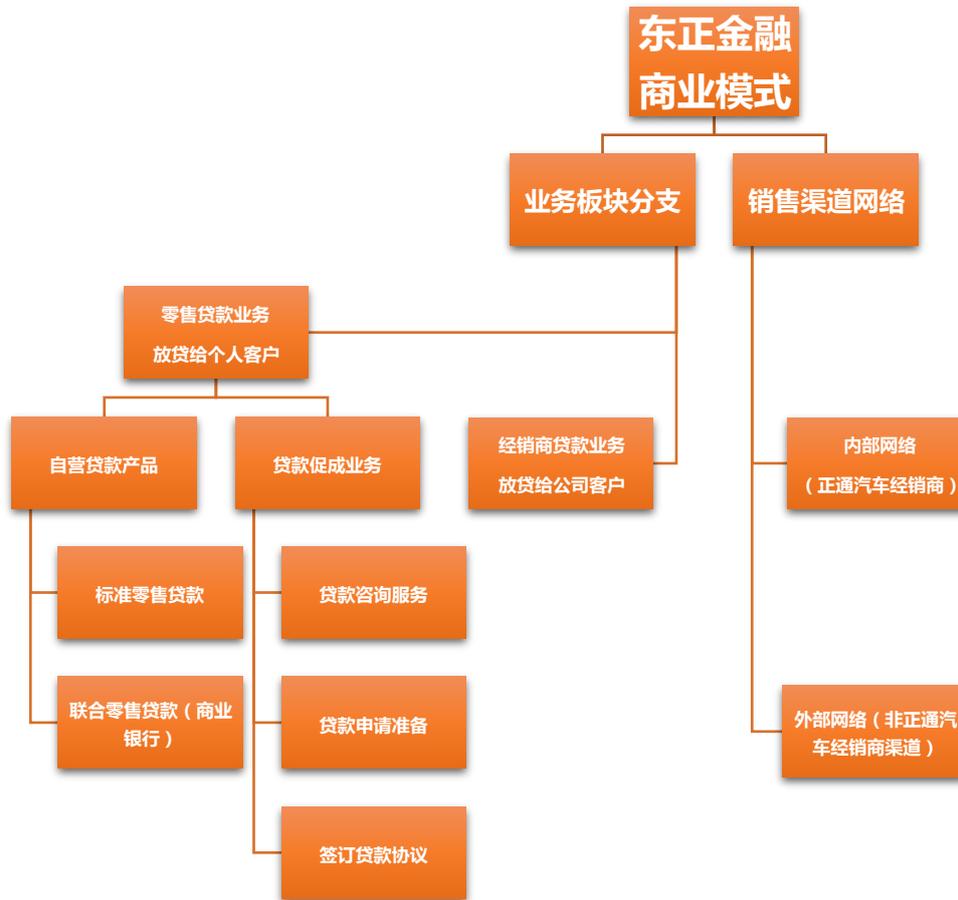
华泰汽车金融	5	2015年2月	华泰汽车 90%，渤海银行 10%
长城滨银汽车金融	6	2014年5月	长城汽车 90%，滨海农商行 10%
<b>东正汽车金融</b>	<b>16</b>	<b>2015年3月</b>	<b>正通汽车 95%，东风汽车 5%</b>
华晨东亚汽车金融	8	2015年4月	华晨中国 55%，领达财务 22.5%，FinConsum22.5%
吉致汽车金融	9	2015年8月	吉利汽车 80%，巴黎银行 20%
山东豪沃汽车金融	5	2015年9月	中国重汽 H 63.33%，中国重汽 20%，山东信托 10%，中国 重型 6.67%
裕隆汽车金融	5	2016年2月	裕隆汽车 100%

资料来源：wind，天风证券研究所

## 2. 主营贷款业务随渠道高速增长

东正金融专注汽车金融领域，业务分为零售贷款及经销商贷款两大板块。其中零售业务包含了自营贷款产品以及贷款促成业务。2018 年，东正金融发放的豪车品牌汽车零售贷款达 31577 笔，总本金金额达人民币 61.1 亿元，占同期发放的零售贷款总数的 75.7% 即其发放的零售贷款总本金金额的 86.3%。2017 年，该公司的零售客户获得的平均贷款本金金额达人民币 22 万元，在国内所有汽车金融公司排名第三，远高于同期行业平均贷款本金金额人民币 9.8 万元。

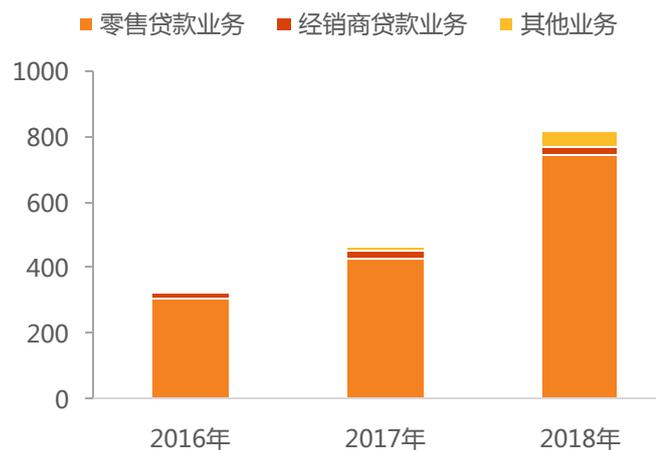
图 2：东正金融业务及销售渠道网络架构图



资料来源：公司公告，天风证券研究所

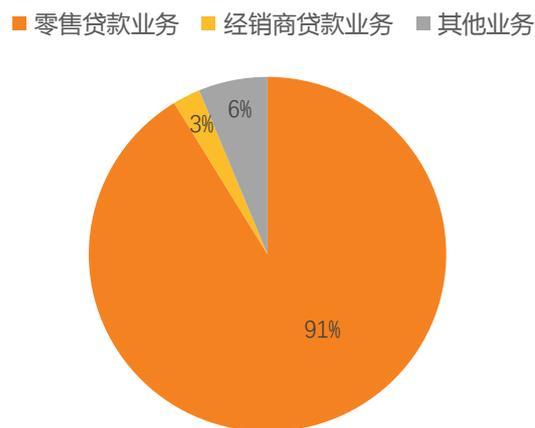
东正金融的主营业务分为两大板块：**零售贷款业务**，东正金融通过该业务为终端客户购买汽车提供零售贷款及其他金融服务；**经销商贷款业务**，东正金融通过该业务向经销商提供贷款，以帮助其购买汽车以售予其终端客户。从 2018 年各业务占比来看，零售贷款业务占据相当大的比重（2018 年为 91%）。其中零售贷款业务发展迅速，在 2017 年及 2018 年同比增速分别为 39.9% 及 73.3%；经销商业略有波动，2017 年营收增速 52.8%，而 2018 年同比降至 -16.3%。

图 3：东正金融主营收入构成（单位：万元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：东正金融公司 2018 年各业务收入占比



资料来源：wind，天风证券研究所

表 3：2016 年至 2018 年（结算日期 12 月 31 日）东正金融零售贷款业务和经销商贷款业务财务报表（千元）

	2016 年		2017 年		2018 年	
	数值	同比	数值	同比	数值	同比
<b>零售贷款业务</b>						
利息净收入	137,698	N/A	225,056	63.4%	414,272	84.1%
手续费及佣金净收入	169,314	N/A	204,418	20.7%	330,129	61.5%
营业收入	307,012	N/A	429,474	39.9%	744,401	73.3%
截至期末贷款余额	3,418,216	N/A	5,032,182	47.2%	7,786,093	54.7%
除税前利润	211,033	N/A	323,567	53.3%	524,942	62.2%
<b>经销商贷款业务</b>						
利息净收入	15,941	N/A	24,365	52.8%	20,402	-16.3%
营业收入	15,941	N/A	24,365	52.8%	20,402	-16.3%
截至期末贷款余额	355,567	N/A	915,967	157.6%	890,506	-2.8%
除税前利润	12,246	N/A	16,970	38.6%	17,428	2.7%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

**渠道扩张驱动业务增长，公司销售网络内外开花。**公司已建立覆盖中国 24 个省 182 个城市的经销商网络以寻找客源及获得客户。在运营初期东正金融策略性地将大部分资源及资金用于满足正通汽车客户的融资需要。随着汽车金融行业快速发展带来的商机，东正金融选择利用自有资源和资金与外部经销商直接合作以迅速扩展其销售网络。东正金融通过与位于一线及二线城市以及较次级城市的经销商直接合作，与对其附属经销商做出的商业决定具有影响力的经销商集体及汽车制造商建立合作关系，成立有效率的销售团队及委聘若干外部地方代理协助扩大公司的外部经销商网络，以达到扩大经销商网络的目的。在可见的将来线下汽车经销店仍然是常见的汽车销售渠道，因此东正金融计划通过继续与经销商直接合作，增聘合格的销售人员将经销商地域覆盖扩大到较次级城市，同时继续专注发展一二线城市，多元化其经销商网络。

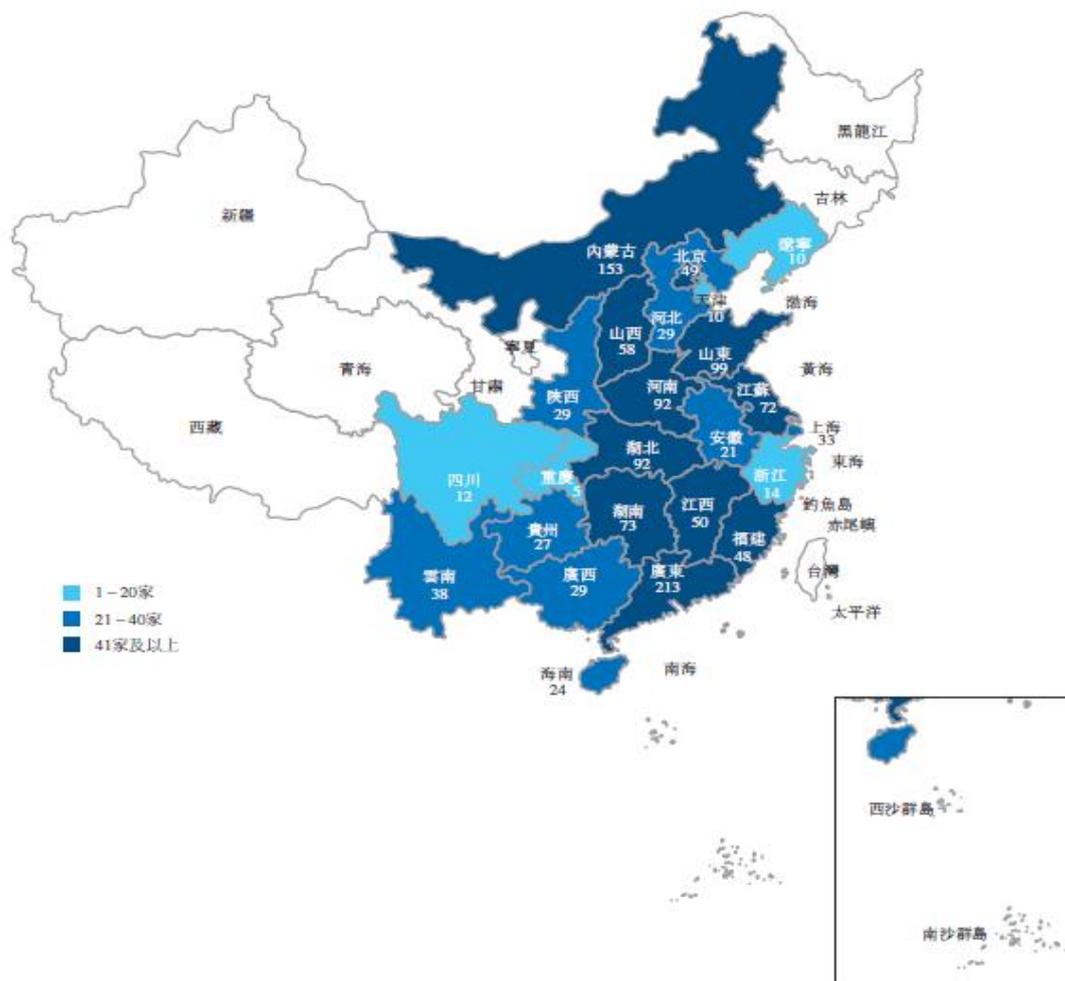
自 2016 至 2018 年，东正金融外部经销商从 135 家增加至 1,167 家，相比于内部经销商从 91 家至 113 家，外部渠道扩张速度更快，可见东正金融重点拓展外部经销商网络。而外部经销商渗透重点在于豪华品牌 4S 门店，二级销售网络门店及二手车业务；公司通过分析经销商的销售潜力，考虑经销商所在城市和特定品牌的区域饱和度来选定重点合作对象。

表 4：2016 年至 2018 年东正金融经销商网络（家）

	正通汽车经销商			外部经销商		
	2016 年	2017 年	2018 年	2016 年	2017 年	2018 年
期初	84	91	100	75	135	251
期间加盟	7	9	13	80	116	997
期间终止	0	0	0	20	0	81
净增加	7	9	13	60	116	916
期末	91	100	113	135	251	1167

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 5：东正金融经销商网络地理分布



资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 2.1. 零售贷款业务：联合贷模式突破传统格局

零售贷款业务包含自营零售贷款业务和零售贷款促成业务。自营贷款业务包括标准零售贷款业务和联合零售贷款业务。就标准零售贷款业务而言，东正金融以自有资金向客户发放零售贷款并收取贷款利息。同时也提供直接租赁付款。就联合贷款业务而言，东正金融会与商业银行合作，利用其自有资金以及商业银行的资金发放贷款，向客户收取利息向商业银行收取服务费。就零售贷款促成业务而言，东正金融会将客户转介绍给商业银行，提供其他贷款相关服务，如贷款咨询及准备提交商业银行的贷款申请文件等，并于与商业银行签署贷款协议时向对方收取服务费。

其中，自营贷款业务实现高速增长。2017、2018 年自营零售贷款收益同比增长分别 56.1%、98.5%。我们认为，自营零售贷款业务大幅增长得益于东正金融所提供的定制化服务；通过公司内部外部经销商网络的推广和展开，终端客户在合作经销商处如有意选用汽车贷款产品，渠道相关员工或派驻经销商的员工会向客户推荐切合其个人融资需求的产品（定制化服务包括利率、首付比例、每月还款金额及贷款期限等）。

表 5：2016 年至 2018 年（结算日期 12 月 31 日）东正金融零售贷款业务财务报表（人民币万元）

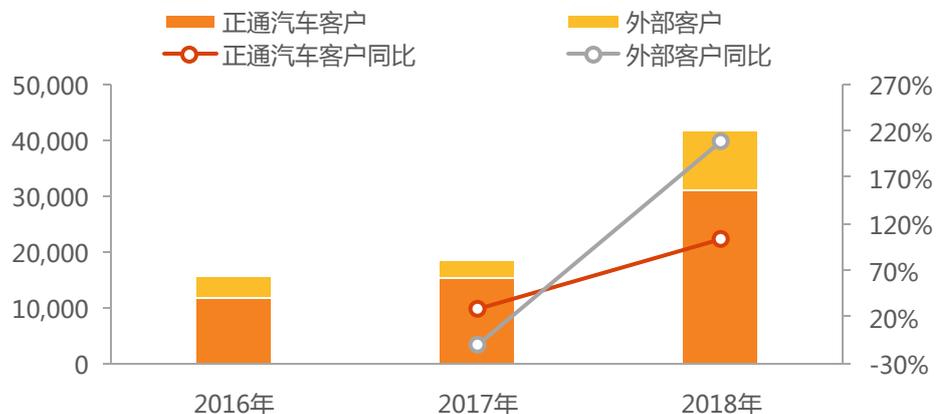
项目	2016 年		2017 年		2018 年	
	数值	同比	数值	同比	数值	同比
<b>自营零售贷款</b>						
收益	248.3	N/A	387.6	56.1%	769.5	98.5%
利息收入	246.3	N/A	378.2	53.6%	719.7	90.3%
手续费及佣金收入	2	N/A	9.4	370.0%	49.8	429.8%
平均利率	10.20%	N/A	10.30%	N/A	9.90%	N/A
已发放的零售贷款笔数	15548	N/A	18654	20.0%	41730	123.7%
发放零售贷款金额	3311.1	N/A	3950.4	19.3%	7080.2	79.2%
已发放贷款平均金额	21.3	N/A	21.2	-0.5%	16.9	-20.3%
<b>零售贷款促成业务</b>						
收益	168.2	N/A	195.9	16.5%	281.8	43.8%
手续费及佣金收入	168.2	N/A	195.9	16.5%	281.8	43.8%
已促成的零售贷款笔数	20946	N/A	26655	27.3%	47165	76.9%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 2.1.1. 自营零售贷款：产品渗透外网渠道，打开长期天花板

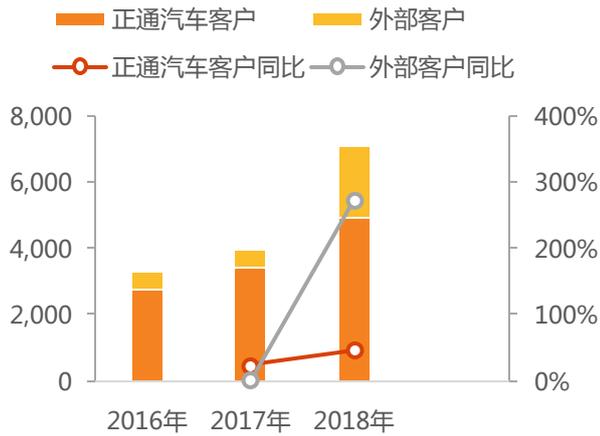
自营零售贷款随外部经销商网络渗透逐渐壮大。外部经销商客户贷款金额相对于正通汽车（内部经销商）比例迅速扩大，自 2016 年的 7.3% 扩大至 2018 年的 30.3%。其原因是由于东正金融公正平等对待内外经销商，并无向正通汽车客户提供任何优惠，包括特别折扣和回扣。从发放贷款平均金额可以看出，于 2016 年、2017 年及 2018 年，东正金融向外部客户发放的贷款平均金额分别为 15.1 万元、16.8 万元及 20.3 万元，发放的数额明显增大。而向内部客户发放的平均金额由 2016 年的 23.2 万元下跌至 2018 年的 15.8 万元，其主要原因则是由于联合贷款笔数大幅上升所致。就联合零售贷款发放的贷款金额仅反映东正金融出资的贷款本金额部分。

图 6：2016 年至 2018 年东正金融向正通汽车客户和外部客户发放自营零售贷款笔数（笔）



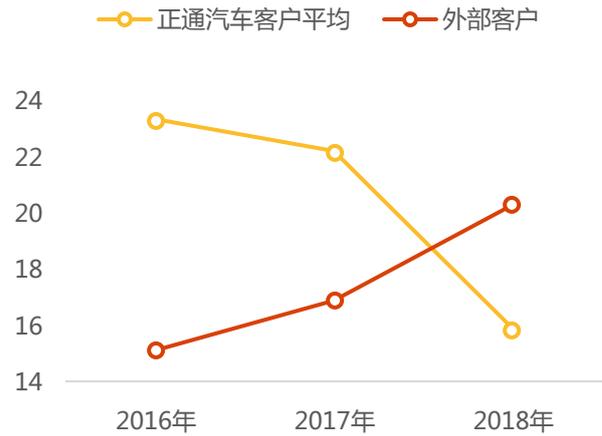
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 7：东正向正通客户和外部客户发放贷款金额（人民币百万元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

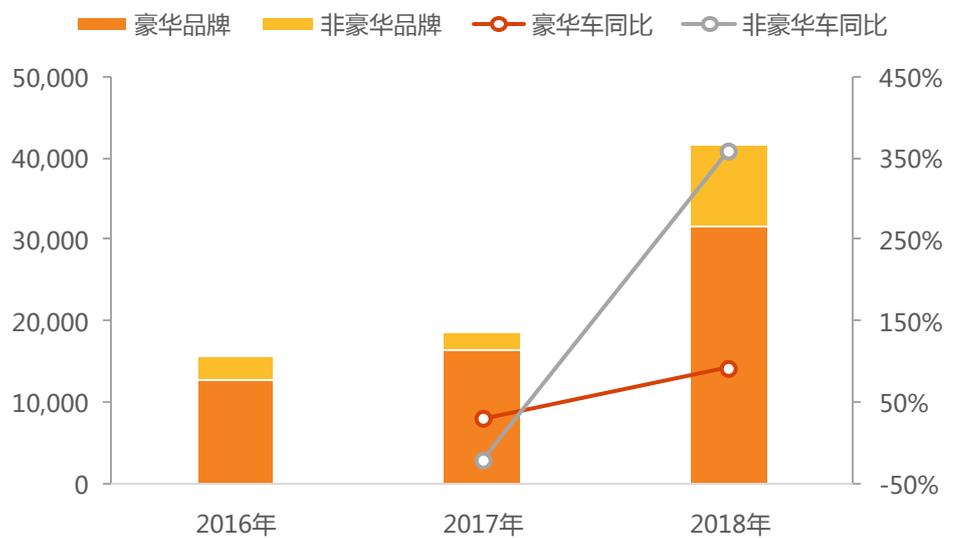
图 8：东正向正通客户和外部客户发放贷款平均金额（万元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

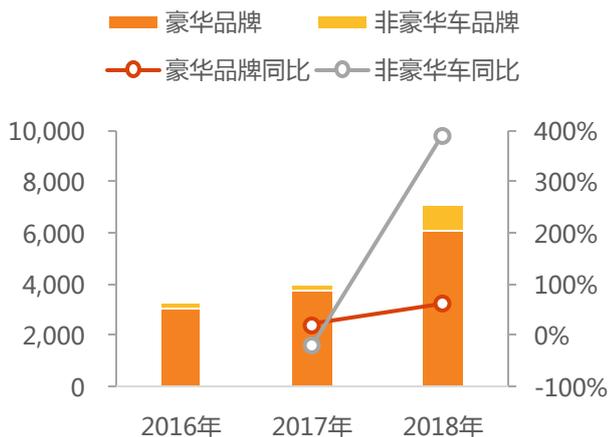
**专注为豪华车品牌客户提供零售贷款业务。**东正金融在豪华车自营零售贷款业务突出。根据往绩记录期间，东正金融为超过 20 个豪华车品牌汽车提供用于买车的自营零售贷款，包括保时捷、宝马、奔驰、奥迪、捷豹路虎及沃尔沃等。2018 年就购买豪华品牌汽车发放的贷款平均金额有所下跌是由于东正金融于 2018 年发放的联合零售贷款笔数大幅上升所致。就通过联合零售贷款发放的贷款在计算时仅取用东正金融出资的贷款本金额部分。

图 9：东正金融豪华品牌与非豪华品牌自营零售贷款笔数（笔）



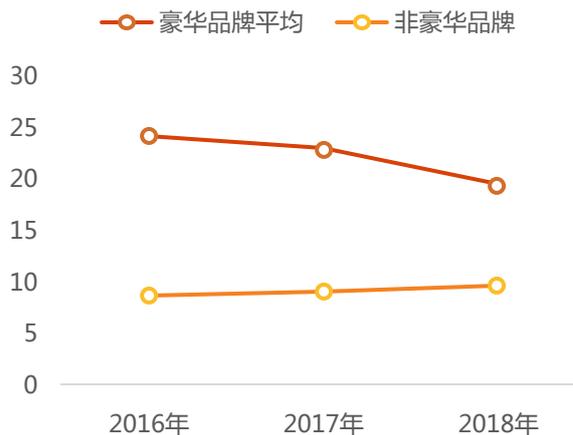
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 10：东正豪华非豪华品牌自营零售贷款金额（人民币百万元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

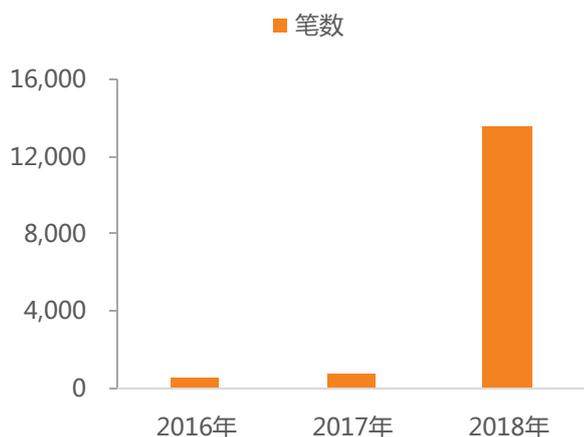
图 11：东正豪华非豪华品牌自营零售贷款平均金额（万元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

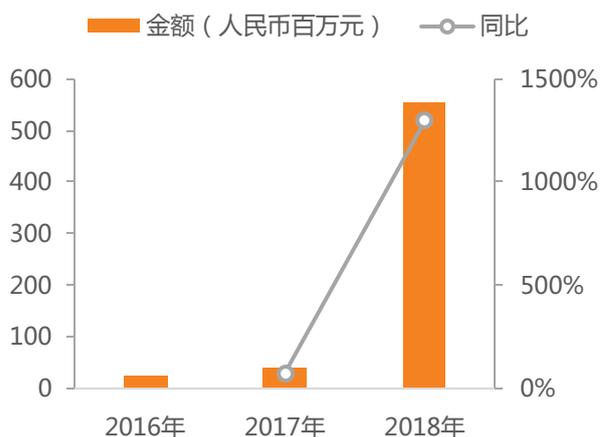
**自营零售业务分为两种：标准零售贷款业务和联合零售贷款业务。**于2016年、2017年及2018年东正金融的标准零售贷款业务产生的利息收入分别为人民币25.5亿元、38.6亿元及70.1亿元。其中也包括了直接租赁服务以更全面地满足终端客户不同的融资需求。联合零售贷款业务虽占自营零售业务比重小，但发展势头较好，2018年贷款笔数、金额及利息收入均高速增长。同时，东正金融与商业银行合作，利用其自有资金及商业银行的资金向新车买家发放联合零售贷款。由于标准零售贷款业务及联合零售贷款业务的终端客户风险概况大致相同，在决定是否通过自有资金发放贷款或同时使用自有资金及商业银行的资金发放贷款时，其主要考虑因素包括资金充足性、流动性及其与商业银行的合作条款。东正金融就其发放资金的贷款部分向终端客户收取利息项款，并就该部分承担信用风险，且就提供的若干贷款相关服务向银行收取服务费。

图 12：东正金融联合贷款笔数（笔数）



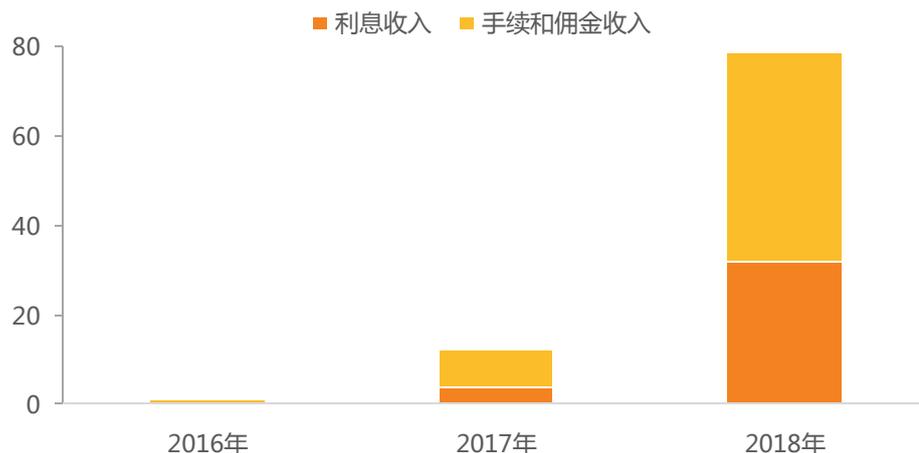
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 13：东正金融联合贷款金额及同比（百万元，%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 14：东正金融联合贷款笔数利息收入，手续和佣金收入（百万元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 2.1.2. 零售贷款促成业务：专业中介服务，提升佣金收入

东正金融自 2015 年推出零售贷款促成业务以作为自营零售贷款业务分开销售的独立产品。该产品为贷款中介服务产品以满足客户融资需求，协助寻找适合客户的金融汽车产品，并提供相应的各项行政支援，令贷款申请流程更为简单便利。所提供的服务类型主要包括**贷款咨询服务、贷款申请准备服务和签订贷款协议服务**。汽车买家不一定随时能在经销店接触商业银行的贷款产品，商业银行也鲜有派遣销售人员到经销店为客户解释其贷款产品。实际情况下，商业银行通常要求贷款人于经销商店向负责对申请资料的准确性进行必要合适的雇员当面提交贷款申请。一些汽车买家，尤其是没有时间分析贷款产品或自行准备贷款申请材料的豪华品牌汽车买家会愿意付费使用东正金融的零售贷款促成服务。具体而言，所提供的贷款促成服务类型主要包括**贷款咨询服务、贷款申请准备和签订贷款协议**。

### 2.2. 经销商贷款业务：对公业务助力经销商缓解资金压力

公司开拓对公市场，帮助中小经销商缓解资金压力。公司于 2015 年 5 月推出经销商贷款业务，向经销商提供贷款，以供购买新车销售于终端客户。经销商贷款业务对东正金融的零售贷款业务起到了辅助作用，其产生的营业收入比例明显偏低。经销商贷款业务有助于东正金融更加深入了解经销商的需要并与经销商建立紧密的业务关系，从而加强其零售业务的销售网络。其中东正金融对正通汽车经销商提供的贷款的平均利率要低于提供给外部经销商的，这是由于在长期的合作中东正金融对正通汽车经销商信用度评估更高的原因。

图 15：东正金融经销商贷款业务平均利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 6：2016 年至 2018 年（结算日期 12 月 31 日）东正金融经销商贷款业务财务报表

项目	正通汽车经销商			外部经销商		
	2016 年	2017 年	2018 年	2016 年	2017 年	2018 年
利息收入（人民币百万元）	14.5	27.7	15.7	14.0	13.2	19.8
截至期末的总经销商贷款余额（人民币百万元）	213.4	716.4	683.1	142.2	199.6	207.4
期内已发放的经销商贷款笔数	1306	4310	2931	4154	1439	2410
期内已发放的经销商贷款金额（人民币百万元）	545.6	1695.8	1207.3	741.5	277.9	618.6
已发放贷款平均金额（人民币万元）	41.8	39.3	41.2	17.9	19.3	25.7

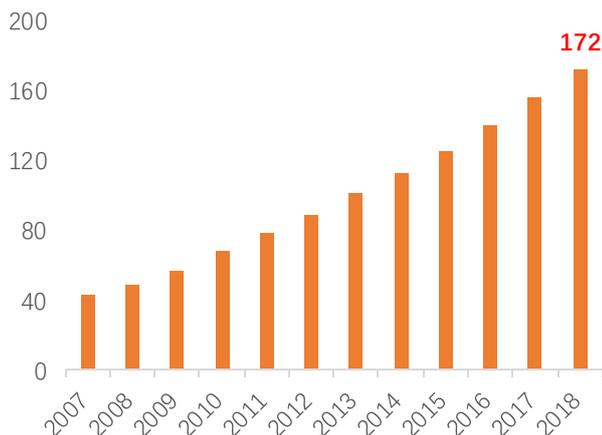
资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3. 汽车金融蓝海市场，竞争格局利于公司发展

#### 3.1. 乘用车市场仍有空间，汽车消费趋势升级

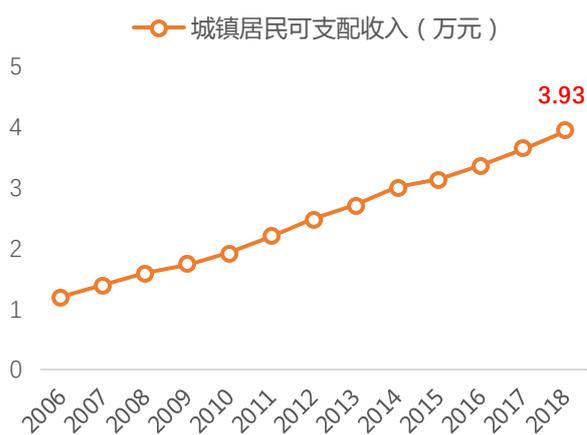
**中国的汽车保有量仍有上升空间。**中国的汽车千人保有量与美国、日本等汽车发达国家相比仍有较大差距，2018年中国汽车千人保有量为172辆（根据中国产业信息网显示，同期美国汽车千人保有量约800辆，欧洲、日本在500-600辆左右），表明中国市场仍有进一步增长的空间。同时，由于消费者可支配收入稳定增长为汽车消费升级提供支撑，未来乘用车销售结构性升级，为汽车金融市场发展夯实基盘。

图 16：中国汽车每千人保有量（辆/千人）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 17：城镇居民人均可支配收入（万元）



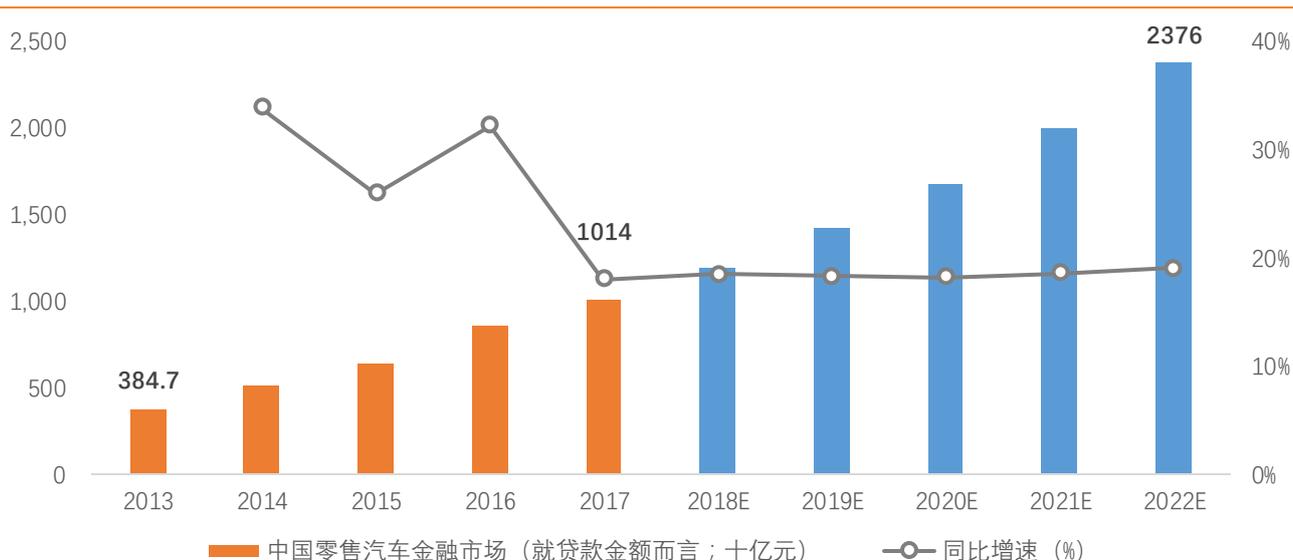
资料来源：wind，天风证券研究所

**消费结构升级，豪华车驱动购买需求稳步上升。**城镇居民可支配收入增长驱动汽车消费升级的同时，豪华车还享受政策优待；中国财政部宣布，乘用车进口关税自2018年7月1日下调至15%，汽车零部件进口关税下调至6%，而65%的进口车为豪华汽车。进口关税的下调将有效地刺激豪华车的消费。同时，汽车金融服务的发展也令越来越多中国消费者能够利用金融杠杆购买豪车。凭借多种融资产品，汽车金融服务降低了购车门槛促进人们购买汽车。受消费模式转变所推动，预计该趋势将最终支持中国豪华车市场的未来2~3年的持续性增长。

#### 3.2. 汽车金融市场潜力大

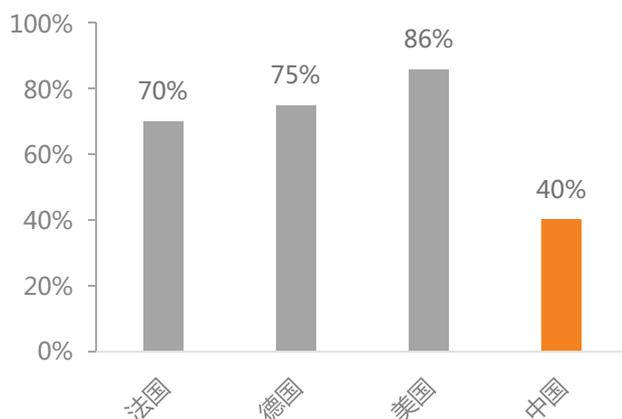
**中国汽车金融市场潜力大。**自2013至2017年，就发放贷款数目而言，汽车金融市场其规模由2013年的4.8百万辆增至2017年的10.4百万辆，复合年增长率为21.5%；从市场规模来看，零售汽车金融市场规模（就贷款金额而言）也由0.4万亿元增长至1.0万亿元。目前来看，汽车金融市场增速逐步放缓至20%左右，预计到2022年市场总规模将高达到2.4万亿元。同时，中国汽车金融渗透率逐年提高，2017年已经达到40%左右，与全球主要地区尤其是汽车发达地区（美国86%、德国75%、法国70%）对比，仍有较大上升空间，预计中国于2020年汽车金融渗透率突破50%。

图 18：2013 至 2022 年（预计）中国零售汽车金融市场（十亿元；%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 19：2017 年全球主要地区汽车金融渗透率 (%)



资料来源：罗兰贝格《2018 汽车金融报告》，天风证券研究所

图 20：2014-2018 年中国汽车金融市场渗透率 (%)

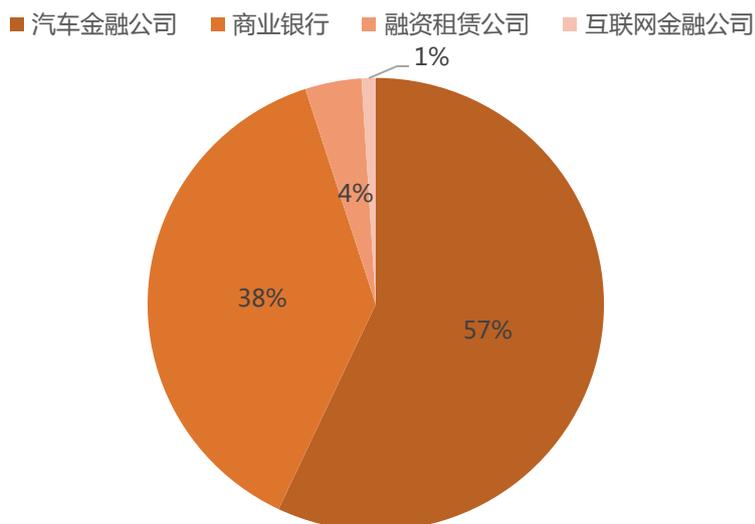


资料来源：罗兰贝格《2018 汽车金融报告》，天风证券研究所

### 3.3. 竞争格局利好汽车金融公司

汽车金融市场目前由**商业银行、汽车金融公司、融资租赁公司及互联网金融公司**等四个主要参与者构成。过往，商业银行主导汽车金融市场。目前，商业银行派驻经销商门店的销售人员不足导致其与客户的沟通受到限制，并且其贷款发放低于汽车金融公司。因此汽车金融公司逐渐占据更多的市场份额，越来越多的汽车买家选择汽车金融公司而非商业银行、融资租赁公司及互联网金融公司主要由于：汽车金融公司的线下覆盖更广可以直接接触汽车买家，对汽车买家的融资需求也更为了解；汽车金融公司与汽车制造商和经销商有更密切的业务关系；更好的产品组合以及整个服务流程中更好的服务质量同样是汽车金融公司的竞争优势。而相比与汽车金融市场新的参与者互联网金融公司和融资租赁公司，汽车金融公司有着更为稳定和低成本的资金来源以及更加严格的风险管控。截止至 2017 年，汽车金融市场份额分布为：汽车金融公司（包括东正金融）57%，商业银行 38%，互联网金融公司 4%，融资租赁公司 1%。

图 21：2017 年汽车金融市场份额分布（以贷款金额划分）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

东正金融未来有望占据非银行/主机厂渠道，并一定程度渗透银行/主机厂市场份额。相对于商业银行，东正金融具备汽车消费的场景优势（经销商合作网络超 1,000 家）；相对于主机厂旗下的汽车金融公司，东正金融业务更加灵活，不受指定品牌或指定产品限制；相对于融资租赁公司，东正金融在融资成本及风险管控上具备较强优势。

表 7：汽车金融市场各类参与者各项指标对比

	银行	汽车金融公司	融资租赁公司	互联网金融公司
参与者数目	>140	25	>40	>40
利率	4%-6%	5%-10%	10%-15%	8%-20%
审批时间	>2 天	<0.5 天	<0.5 天	1-2 小时
贷款发放时间	7-15 天	1-2 天	1-2 天	2-10 天
三个月拖欠率	0.5%-1.2%	0.5%-0.7%	2%-3%	3%-8%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

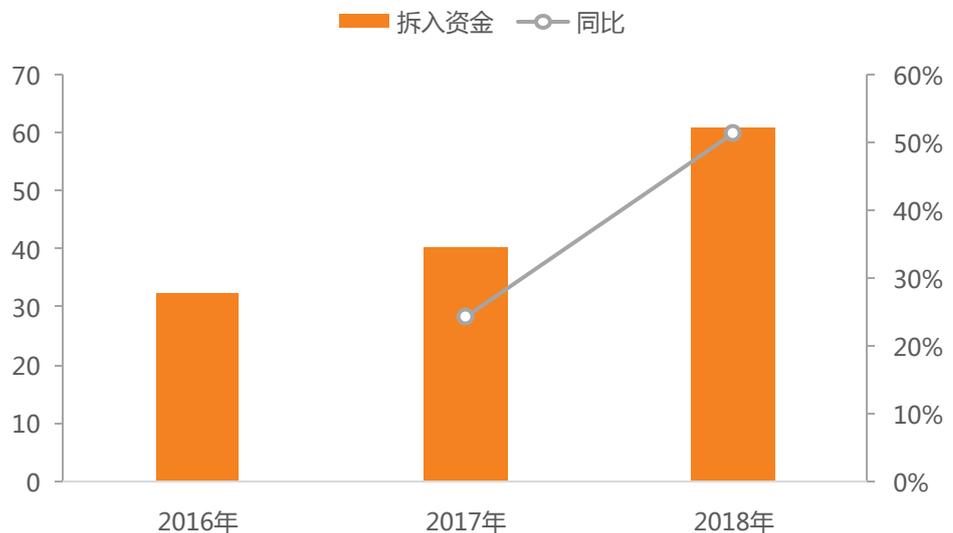
## 4. 公司核心壁垒形成，进一步渗透市场份额

汽车金融牌照的稀缺性造就了公司四大核心壁垒：**资金优势、业务优势、运营优势以及风控优势**。在竞争格局几乎固化的汽车金融市场，商业银行垄断或将结束，公司作为汽车经销商背景的汽车金融公司，业务模式更加灵活，未来有望进一步抢占市场份额。作为一家拥有经销商背景的汽车金融公司，东正金融可以更灵活地为各种不同的汽车品牌提供贷款产品，而其大部分的竞争对手却只能为其特定的品牌提供贷款产品，导致产品供应种类有限，终端客户的贷款选择效益较低。此外，东正金融与国内其他汽车金融公司的服务模式不同，其他公司通过代理模式扩宽业务，而东正金融则通过与经销商直接合作及直接接触终端客户扩展业务。与经销商和客户的直接接触能加强其对销售网络的控制，另一方面能让其持续了解市场情况和消费者需求的变化，并因这些转变迅速调整公司产品。

### 4.1. 资金优势：类银行牌照提供同业拆借融资渠道

**东正金融稳定且多元化的资金来源。**东正金融自成立开始就一直寻求不同的资金来源以支持公司的增长。作为一家获中国银保监会许可的汽车金融公司，东正金融可以较低的资金成本获得非中国银保监会许可的实体无法获得的各种资金来源。作为一家获许可的非银行金融机构，东正金融获准接受东正汽车境内全资成员公司三个月或以上的定期存款，开展同业拆借业务，并在批发贷款业务下接受经销商的保证金。此外，东正金融在 2017 年 3 月获中国外汇交易中心暨全国银行间同业拆借中心批准加入了中国银行间同业拆借市场。其中东正金融与多家商业银行建立及保持稳定的关系，并向它们取得信贷融资。东正金融的拆入资金余额或未动用信贷融资涉及的商业银行数目由截至 2015 年 12 月 31 日的八家增至截至 2018 年 12 月 31 日的 30 家。除此之外，东正金融还从一家信托融资公司取得人民币 287.5 百万元的融资。由于其多元化的资金来源，东正金融的总贷款余额有截至 2016 年 12 月 31 日的 37.74 亿元增至截至 2018 年 12 月 31 日的 86.77 亿元。

图 22：东正金融自截至 2016 年 12 月 31 日至截至 2018 年 12 月 31 日拆入资金（人民币亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

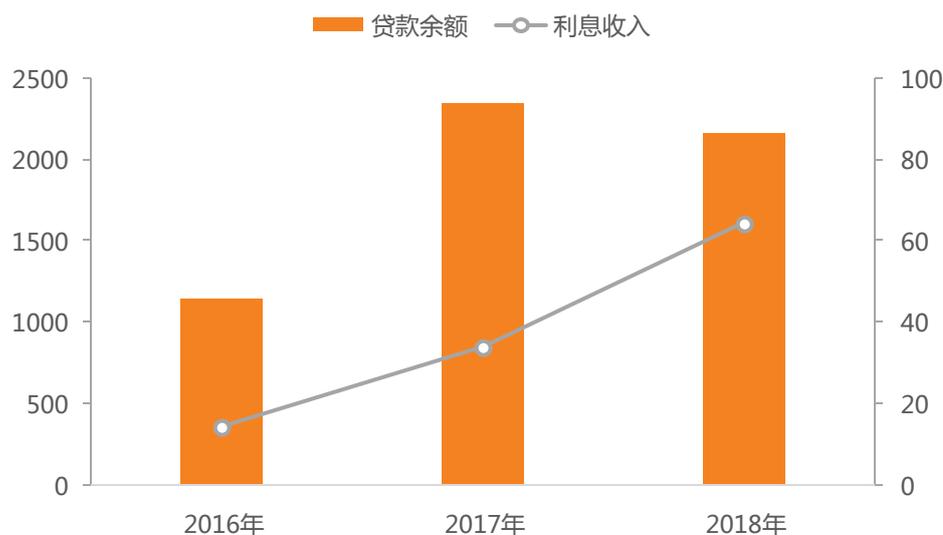
**多元化资金来源的进一步扩展。**东正金融计划在 2019 年在全国银行间同业拆借市场发行资产抵押证券及金融债券以进一步拓宽其资金来源及降低融资成本。于 2016 年、2017 年及 2018 年，相比于其拆入资金的平均利率范围分别为 4.0%至 6.3%、5.0%至 8.0%及 5.2%至 8.5%，汽车金融公司发行的资产抵押证券或金融债券的市场利率一般低于拆入资金利率的最高值。此外，东正金融将致力于以最有效的方式运用资金并优化生息资产及计息负债的组合，减少期限错配，降低融资成本及流动性风险。

**合理定价助理业务开展。**东正金融的零售贷款产品的利率乃根据客户的信誉、自身融资成本、潜在减值损失、目标营业利润、市场上同类产品利率以及贷款利率的监管要求厘定。实际情况中，在东正金融利率分别为 9.98%、10.98%、11.98%、12.98%、13.98% 及 14.98% 的贷款产品中，其销售人员可向信用风险被视为较高的潜在客户推荐利率较高的贷款产品，反之亦然。随着信誉评估体系和风险管控能力的进一步发展，东正金融计划在未来采用根据贷款申请人个别信用状况量身定制的定价机制。**就零售贷款促成业务而言**，东正金融向客户收取的服务费一般介于商业银行发放的贷款金额的 2% 至 4%。根据地区的竞争格局和市场情况，东正金融会就该地区设定一系列服务费率。其销售人员然后根据通过与潜在客户互动获得的资料提供服务费范围内的费用报价。

#### 4.2. 业务优势：主机厂与经销商合作促销模式

**东正金融与汽车制造商的联合促销。**东正金融与两家豪华品牌汽车制造商建立战略合作关系，并与其签订仅通过正通汽车经销商进行的联合促销协议。根据其与该等汽车制造商订立的联合促销协议，汽车制造商将承担东正金融就终端客户购买其若干汽车型号而向终端客户收取的部分利息。根据该等协议，终端客户仅需支付经补贴的每月付款。一家汽车制造商同时也向东正金融提供技术支援及咨询服务以进一步促成之间的合作，费用仅为每月相应贷款发放金额的 0.3%。

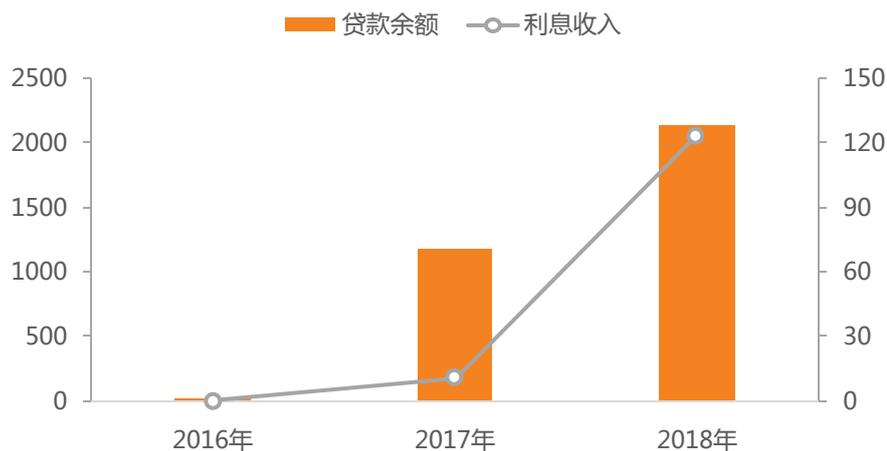
图 23：东正金融与汽车制造商的联合促销安排授出的贷款余额和贷款利息收入（人民币百万元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

**与正通汽车经销商的联合促销。**根据东正金融与正通汽车经销商的联合促销安排，正通汽车经销商向其客户提供利息补贴，该等客户于东正金融获得融资购买若干汽车型号。东正金融根据该安排收取的利率与其标准利率相同。东正金融代终端客户将贷款额汇寄到正通汽车经销商时，将直接从贷款额扣除相当于正通汽车经销商利息补贴的金额。东正汽车经销商未与其他汽车金融公司签订任何类似的联合促销安排。

图 24：东正金融与正通汽车经销商的联合促销安排售出的贷款余额和贷款利息收入（人民币百万元）

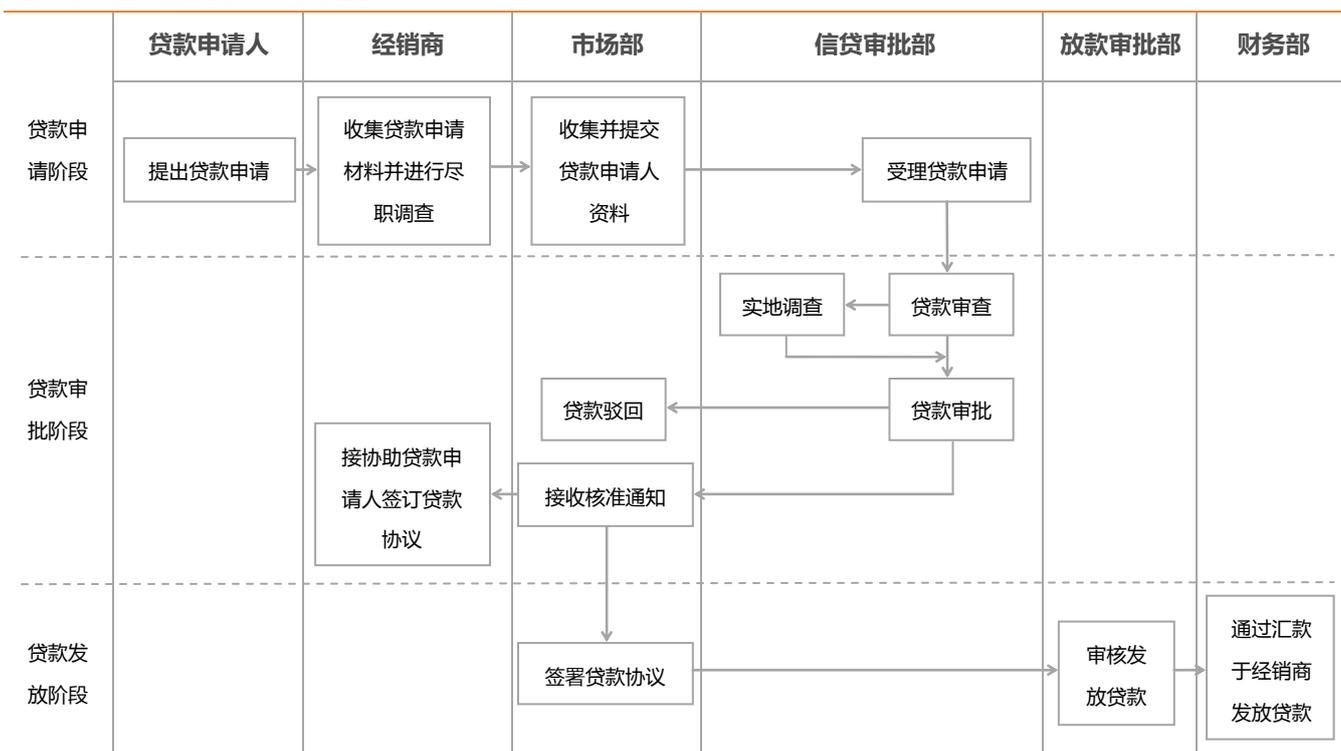


资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 4.3. 运营优势：标准化流程提升运营效率

**标准化审批流程助力业务运营高效开展。**东正金融已建立了一套用于筛选、审查及批准自营零售贷款申请的标准化流程。贷款一经批准，东正金融就会与客户签订贷款协议并发放贷款，并将于发放贷款后积极监控及管理贷款且已制定简化的贷款催收流程。东正金融会定期派遣业务专员前往经销商的经销店推广自身的产品，并派驻员工到经销店提供培训但并无在经销店设立任何办公室。东正金融的贷款批准流程一般需时少于两个小时，该所用时间远快于 2017 年汽车金融公司行业平均 12 小时的时间。审批时间上的差异主要是由于东正金融实行自动化的零售审批系统，为销售人员及零售贷款审批人员提供全面培训、及时审查贷款申请以及持续提升其风险控制系统。贷款获批后，贷款发放程序一般可于一日内完成而同行平均时长介于一至两日

图 25：东正金融自营贷款申请流程图



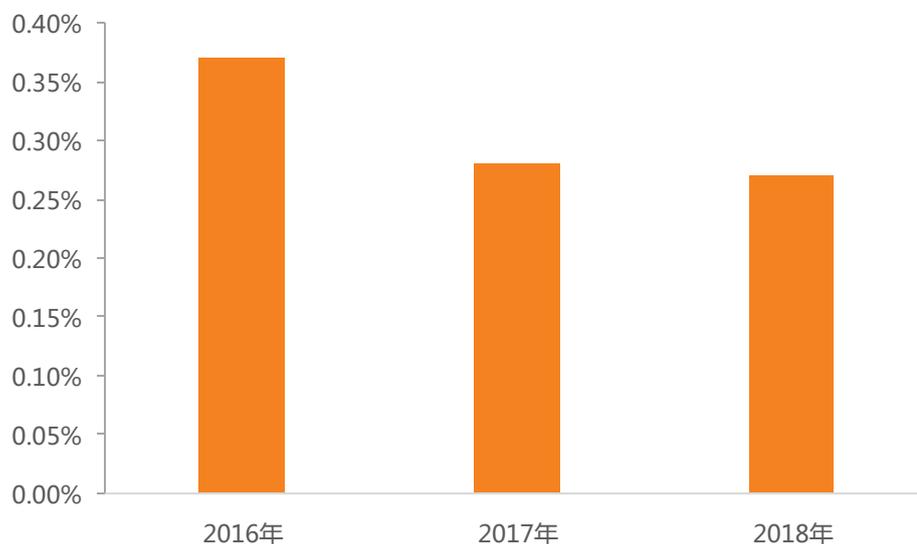
资料来源：公司公告，天风证券研究所

**信息科技驱动运营效率。**东正金融的科技系统为其运营的关键部分，并支持整个交易过程，包括贷款申请处理及审查、发放贷款及还款管理、以及风险管理及内部监控。其开发的一个稳健且可扩展的技术基础架构具有足够的灵活性以配合公司的快速增长。东正金融的技术基础设施主要包括信用资料数据库、专有信用风险评估模型、自动逾期风险监控、客户关系管理系统、贷款审查及管理系统以及移动平台。此外，东正金融采纳多种信息科技保安措施以加强其信息安全管理，包括防火墙、虚拟私人网络、防毒软件、加密及入侵侦测。同时亦采取措施为其系统及沟通网络的数据做了备份以减低系统失效的风险。东正金融亦计划继续优化核心管理系统，并进一步利用光学字元辨认技术等先进技术提升运营效能及风险管理能力。除了提升自身技术能力外，东正金融还计划与深圳正源汽车科技有限公司（正通汽车旗下专门从事金融科技及大数据风险控制的附属公司）合作，利用其人工智能和大数据分析工具的研发能力、开拓征信数据库多样化来源，并加强信用风险评估模型的适用性及准确性，从而加强自动筛选符合贷款申请人的能力。

#### 4.4. 风控优势：银保监会监管体系保证核心资产质量

**中国银保监会严格监管下谨慎全面的风险管理体系。**东正金融建立了智能风险控制体系，旨在不断优化信贷审批流程。东正金融基于大数据分析的信用风险决策模型，利用中国人民银行征信系统及公安系统等八个外部数据库收集数据，提取有效风险评估变量，深入分析实际业务，进行评分建模和有效智能决策。东正金融同时还通过不断增加数据来源，挖掘各种风险特征、优化模型决策计算等方式，定期对信用风险决策模型进行升级。其反欺诈系统利用黑名单资料、信用评级及申请人的债务资料自动识别欺诈性贷款申请。贷款发放后，还会利用对客户贷款期间的风险情况进行紧密监控，当客户信用出现恶化时就能够及时预警。如出现拖欠贷款，该公司的经销商背景有利于更准确地评估收回汽车的残值，方便采取有效的车辆回收机制以回收并处置违约客户所购买的汽车。

图 26：2016 年至 2018 年（截至 12 月 31 日）东正金融不良贷款率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

**谨慎的风险管理保证了公司贷款业务的稳定开展。**东正金融已成立分线管理委员会且由三名董事组成，为邵永骏先生，刘伟良先生及林帆先生。林帆先生现担任风险管理委员会的主席。东正金融已实行并维持谨慎的风险管理标准。在其风险管理体系下，可通过贷前风险管理程序调查申请人的信用记录，通过审查程序进一步控制风险及通过全面的催收系统改善拖欠贷款的催收情况及减少损失。

表 8：东正金融主要风险管理指标及相关监管要求

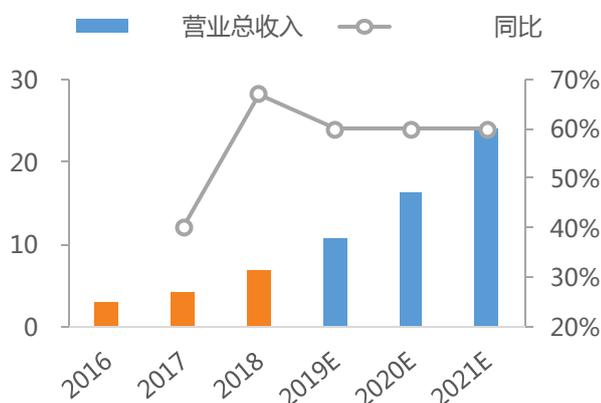
风险指标	2016 年	2017 年	2018 年	要求
核心一级资本充足率	20.0%	37.1%	30.2%	≥5%
一级资本充足率	20.0%	37.1%	30.2%	≥6%
资本充足率	105.6%	235.4%	1180.0%	≥8%
拨备覆盖率	264.1%	354.7%	582.3%	N/A
减值损失准备率	1.0%	1.0%	1.6%	N/A
整体不良贷款率	0.4%	0.3%	0.3%	≤5%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 5. 投资建议

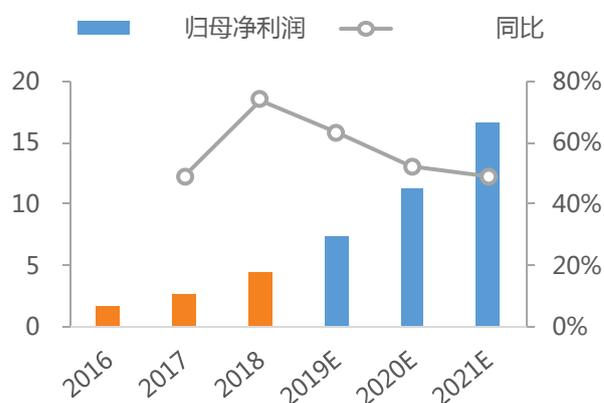
汽车金融市场稳步增长,公司将牌照优势转化为多元化服务内容,进一步扩张市场渗透率。预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 10.8/16.3/23.9 亿元,对应生息贷款资产 134.8/215.7/245.1 亿元,实现归母净利润 7.4/11.2/16.7 亿元(同比增速分别为 63%/52%/49%),EPS 分别为 0.34/0.52/0.78 元(大约折合 0.40/0.61/0.90 港元),对应 PE 为 4.9/3.2/2.2 倍。

图 27: 东正金融近 3 年营业总收入及未来 3 年预测 (亿元)



资料来源: wind, 天风证券研究所

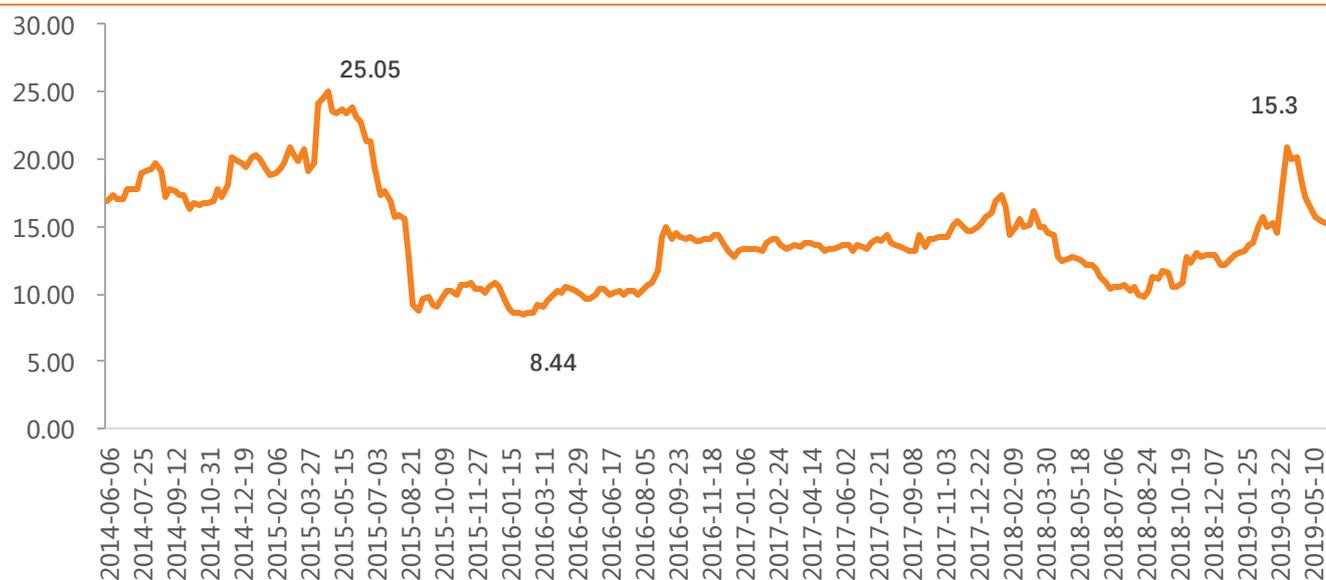
图 28: 东正金融近 3 年归母净利润及未来三年预测 (亿元)



资料来源: wind, 天风证券研究所

公司应归属港股多元金融板块,相对行业中枢公司估值明显低估。自 2014 年 6 月以来,港股多元金融板块估值 (PE TTM) 在 8.4~25.1 倍之间波动,目前大盘或处于行情振荡期,板块估值在 15.3 倍;公司 PE TTM 仅 9.0 倍,且未来三年 (2019-2021) 年预测年复合增长率大于 50%,估值明显低估。鉴于目前宏观经济增长预期仍存在较多不确定性,板块风险溢价难以释放,给予公司 2019 年 10 倍 PE,目标价 4.00 港元。

图 29: 2014 年 6 月至 2019 年 5 月港股多元金融板块的 PE 走势



资料来源: wind, 天风证券研究所

表 9：港股多元金融板块部分成分股对比（截止至 2019 年 6 月 4 日）

代码	名称	市盈率 (TTM)	总市值（亿元）	市净率(LF)	ROE (%)	资产负债率
1359.HK	中国信达	5.492	687	0.445	7.003	0.881
2799.HK	中国华融	29.116	524	0.380	1.306	0.914
3360.HK	远东宏信	7.283	326	1.032	14.163	0.853
2858.HK	易鑫集团	N/A	115	0.655	-1.080	0.695
1031.HK	金利丰金融	19.131	197	0.948	4.938	0.437
3903.HK	瀚华金控	8.077	267	0.335	4.148	0.583
1606.HK	国银租赁	7.512	215	0.778	10.358	0.898
0530.HK	高银金融	17.095	162	1.170	6.842	0.499
<b>2718.HK</b>	<b>东正金融</b>	<b>7.996</b>	<b>41</b>	<b>1.457</b>	<b>18.224</b>	<b>0.740</b>
1140.HK	东英金融	-270.188	62	1.143	-0.423	0.094

资料来源：wind，天风证券研究所

## 6. 风险提示

银根收缩风险导致资金成本上升；贷款业务对外部经销商渗透情况不及预期；生息贷款资产坏账率提升风险；资产规模快速扩张导致资产减值风险。

### 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，相对同期恒生指数的涨跌幅	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，相对同期恒生指数的涨跌幅	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 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com