

长城汽车深度报告之五

皮卡王者，潜力市场向上突破

太平洋汽车团队

首席分析师：白宇 执业证书编号：S1190518020004

分析师：赵水平 执业证书编号：S1190520040001

撰写日期：2020-07-06

目录

1 立身之源，聚焦+差异化成就皮卡之王

2 全球皮卡：市场广阔，大有可为

3 国内皮卡：打破政策束缚，小市场有大潜力

4 乘用化+高端化，长城炮开启进阶之路

5 盈利预测与风险提示

一、立身之源，聚焦+差异化成就皮卡之王

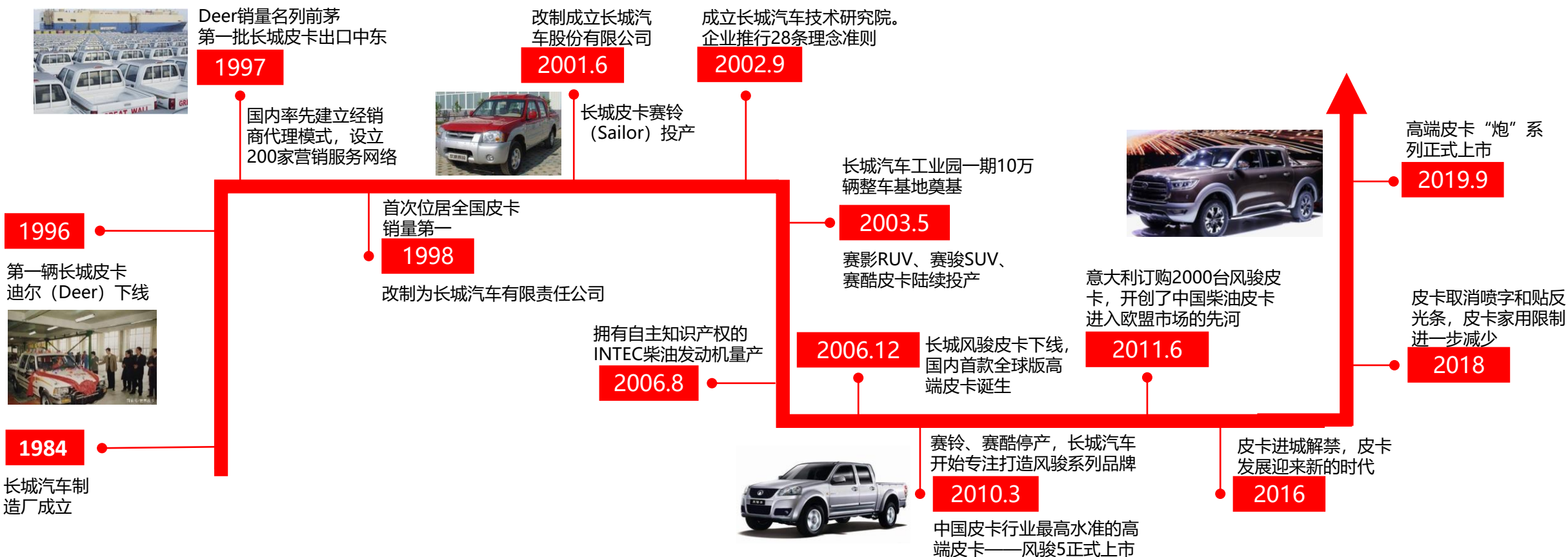
- ◆ 坚定拓路，二十三年销冠铸就皮卡之王
- ◆ 车型不断进化，引领皮卡消费风尚
- ◆ 连续四年销量稳定增长，优势强化逆势好于行业
- ◆ 市场霸主地位稳固，长城炮助力市占率再创新高
- ◆ 产品为王技术领先，口碑赢得市场



坚定拓路，二十三年销冠铸就皮卡之王

- 从1996年第一辆长城迪尔（Deer）上市开始，长城汽车坚定的选择皮卡作为自己主要的发展方向之一，作为国内细分市场的领头羊，始终走在市场前列，赛铃、风骏系列得到市场的一致好评，最新推出的“炮”系列，有望开启皮卡乘用化新风潮。
- 深耕国内市场同时，注重海外开拓，产品远销非洲、阿联酋、澳大利亚、南美、欧盟，在国际市场上积累了良好的口碑。

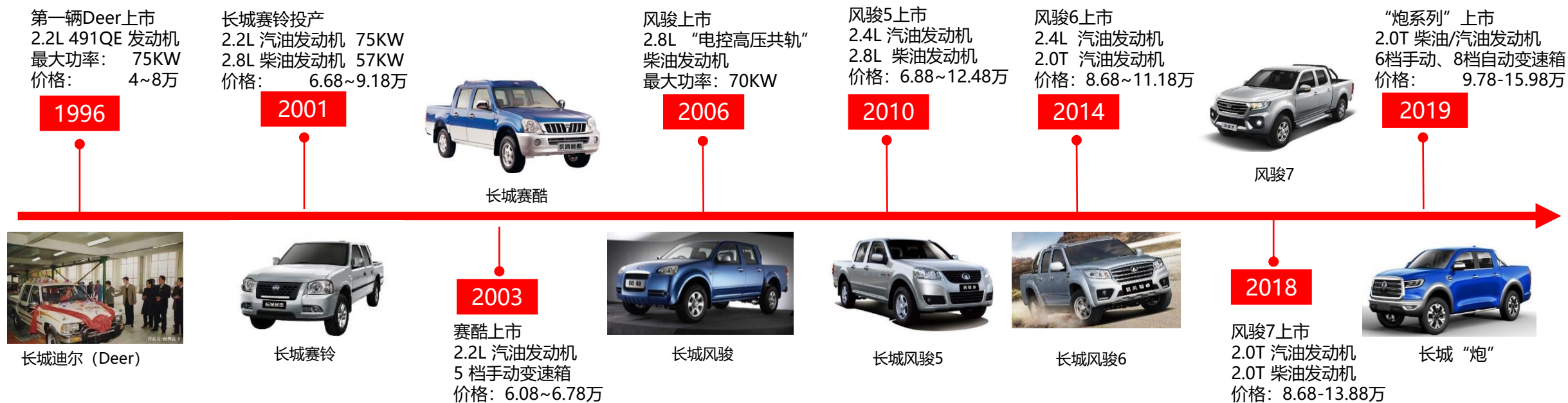
图表：长城皮卡发展历史



车型不断进化，引领皮卡消费风尚

- 1996年第一台迪尔上市，2001年赛铃上市，分别面向不同层级市场
- 2010年风骏5上市，目前已经发展出风骏5/6/7产品梯队；
- 2019高端系列“炮”上市，开启皮卡乘用化与国际化新征程。

图表：长城历代皮卡

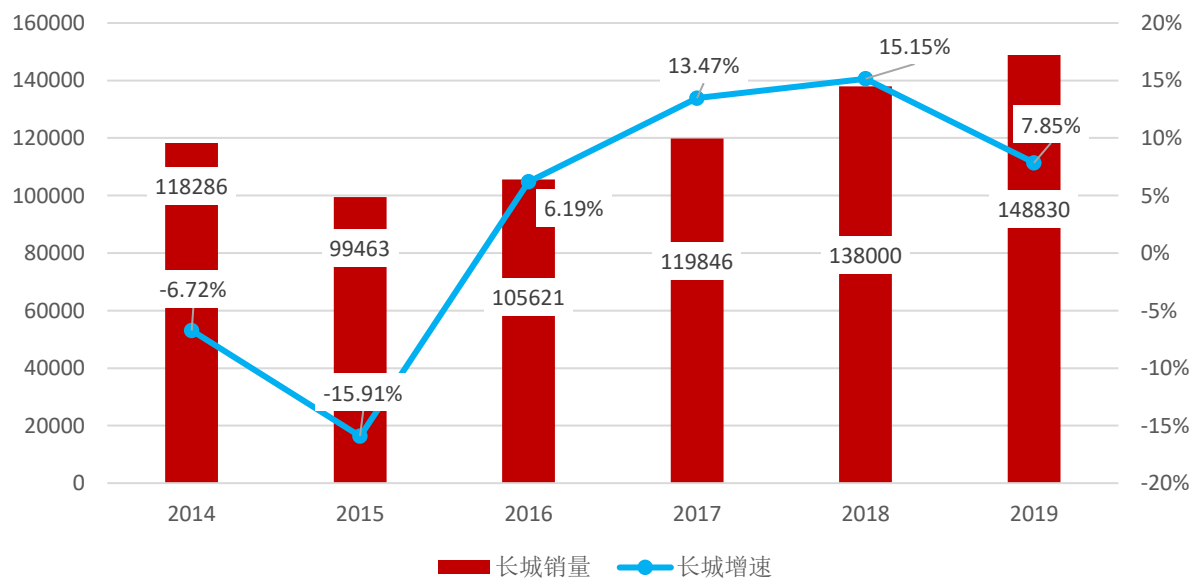


连续四年销量稳定增长，优势强化逆势好于行业

- 2016年开始，皮卡销量增速开始出现反弹，皮卡进城解禁是其中重要的因素
- 2018年开始，长城皮卡增速大幅超越全国皮卡销量增速，凸显出强大的产品竞争力
- 2019年全国销量下降4.74%，长城皮卡逆势增长，年销量增速达到7.85%

图表：长城皮卡近年销量及增速

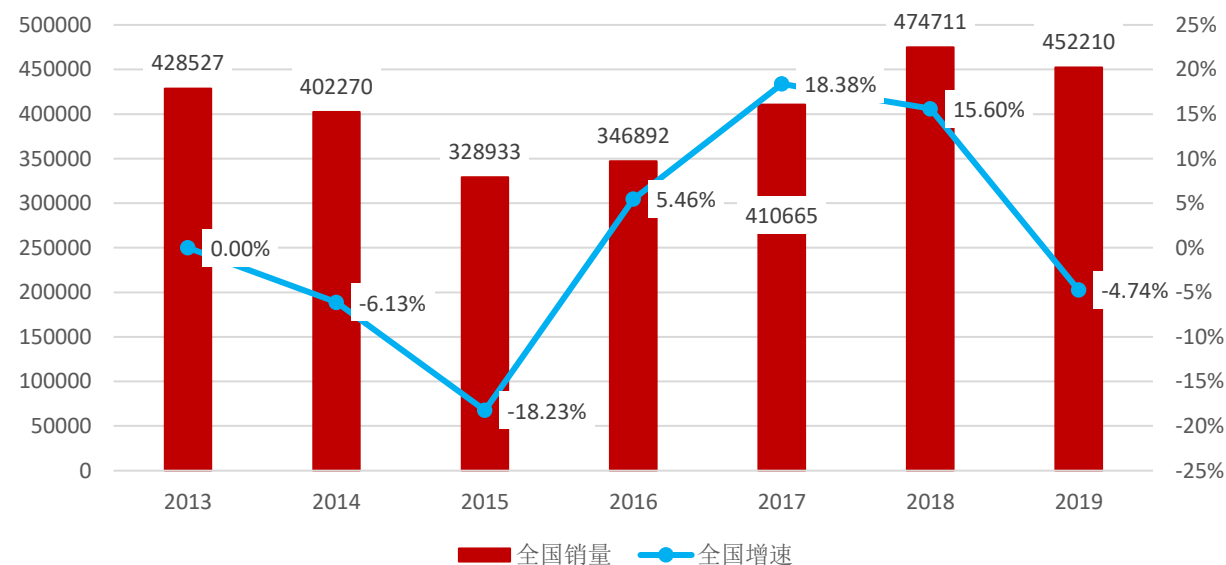
2014-2019 长城皮卡总销量及增速



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

图表：全国皮卡近年销量及增速

2014-2019 全国皮卡总销量及增速

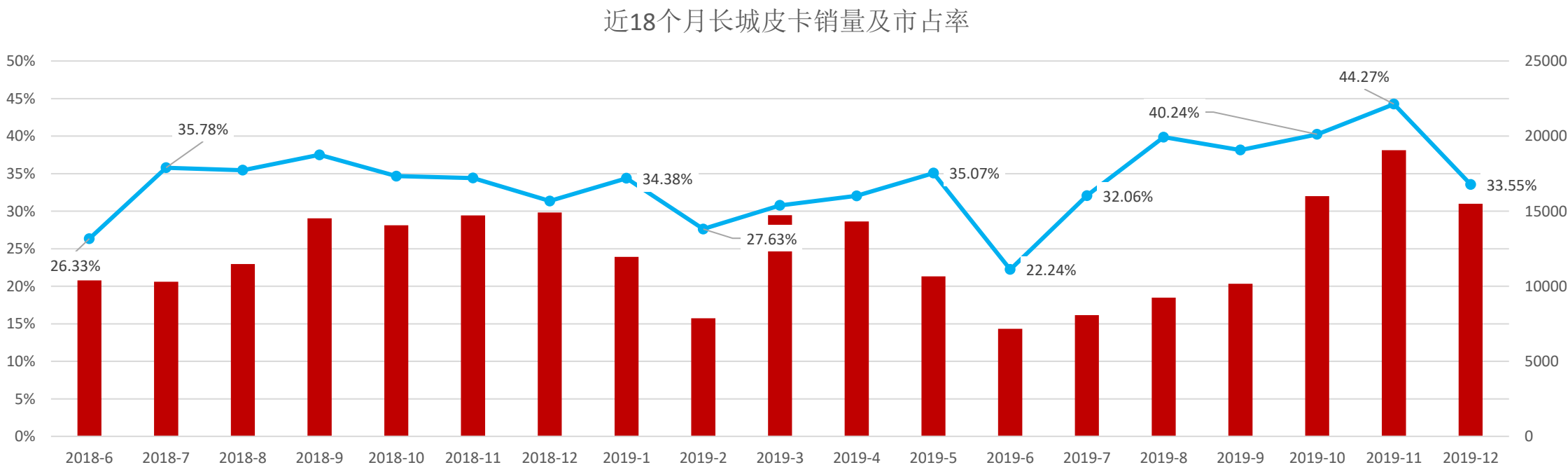


资料来源：皮卡车市，太平洋证券研究院整理

市场霸主地位稳固，长城炮助力市占率再创新高

- 长城皮卡单月销量正常维持在万辆规模以上，单月市占率基本稳定在30%左右，在国内皮卡市场稳居霸主地位。
- 2019年三季度长城皮卡新品“炮”系列上市，长城炮一经推出即热销，长城皮卡市占率开始进一步提升，当年11月份市占率达到44.27%。2020年5月更是接近50%左右份额，月度市场占有率不断创新高。

图表：长城皮卡月度销量及市场占有率



产品为王技术领先，口碑赢得市场

- 长城汽车以皮卡起家，历史悠久，皮卡一直是长城企业战略中非常重要的环节，良好的产品力积累了大量的口碑，产品开发始终跟随中国消费者的喜好：产品皮实耐用、油耗低、外形设计大气、内饰豪华舒适、配置丰富。
- 重视自主技术开发，2002成立技术研究院，拥有自主2.0T高功率低油耗汽/柴油发动机，前后桥等底盘开发技术。
- 注重海外开拓，产品远销非洲、阿联酋、澳大利亚、南美、欧盟，在国际市场上积累了良好的口碑。

图表：长城皮卡产品外观及内饰（风骏5/7、炮）



风骏7 外观内饰



风骏5 外观内饰



炮 外观内饰



二、全球皮卡：市场广阔，大有可为

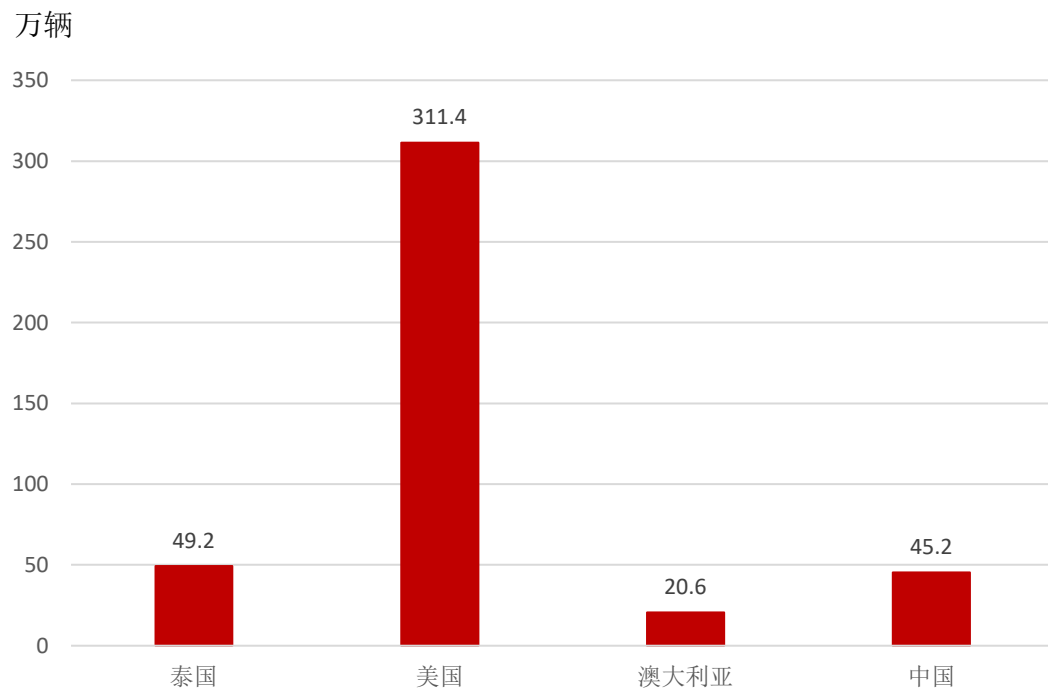
- ◆ 美国市场规模居首，泰国普及率最高
- ◆ 美国皮卡销量稳中有增，份额占比不断提升
- ◆ 宜商宜家，美国皮卡文化渊源深厚
- ◆ 实用为王，全球多区域皮卡广受欢迎
- ◆ 美系日系主导，全球TOP皮卡福特夺冠



美国市场规模居首，泰国普及率最高

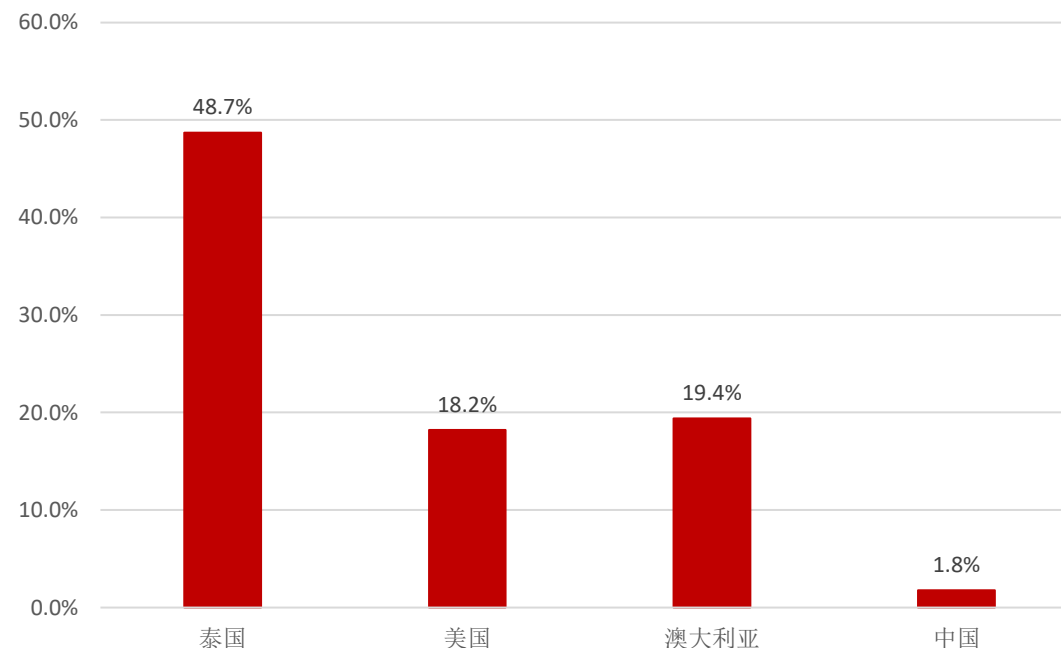
- 皮卡全球年销量超600万，在美国、泰国、澳洲等地极受欢迎，美国作为皮卡市场规模最大的市场，皮卡文化氛围浓厚，在售车型丰富，具备商乘两用功能，年销量接近300万辆，市场占比18%左右。
- 泰国作为东南亚的代表，皮卡销售占比约50%为左右，大约每卖出两台车就有一台是皮卡，普及率最高。
- 中国拥有最大的汽车市场，但皮卡占比仅不足2%，相对来说中国皮卡市场仍有很大的发展空间

图表：2019年部分国家皮卡销量



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

图表：2019年部分国家皮卡销量占比

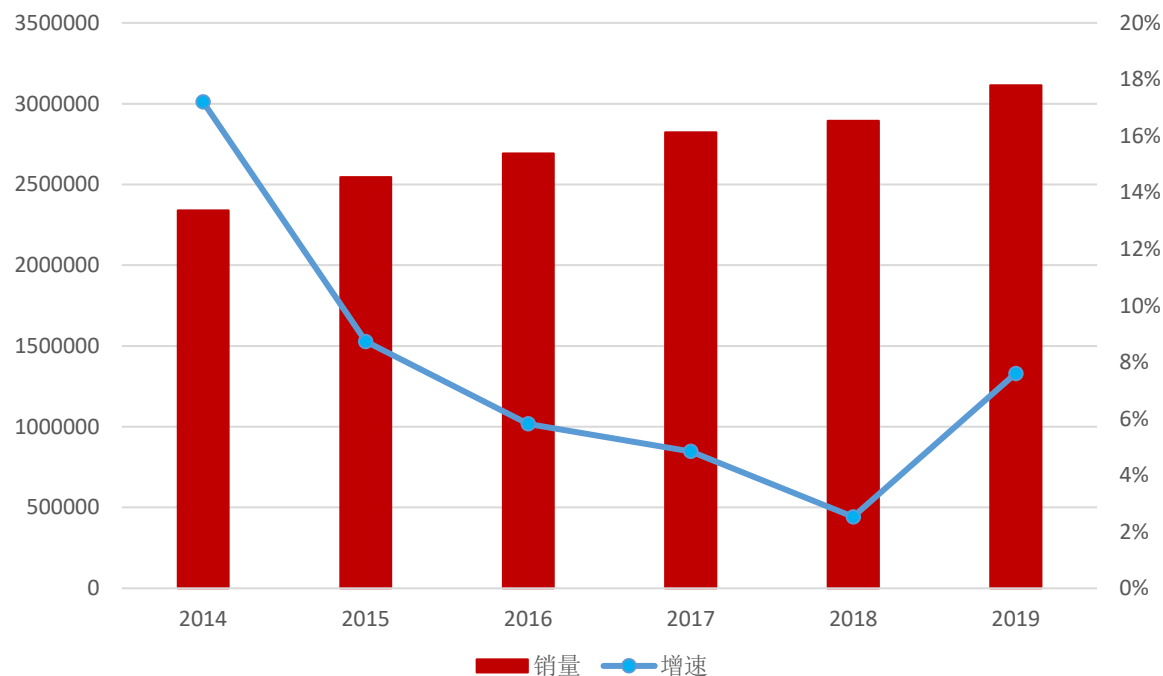


资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

美国皮卡销量稳中有增，份额占比不断提升

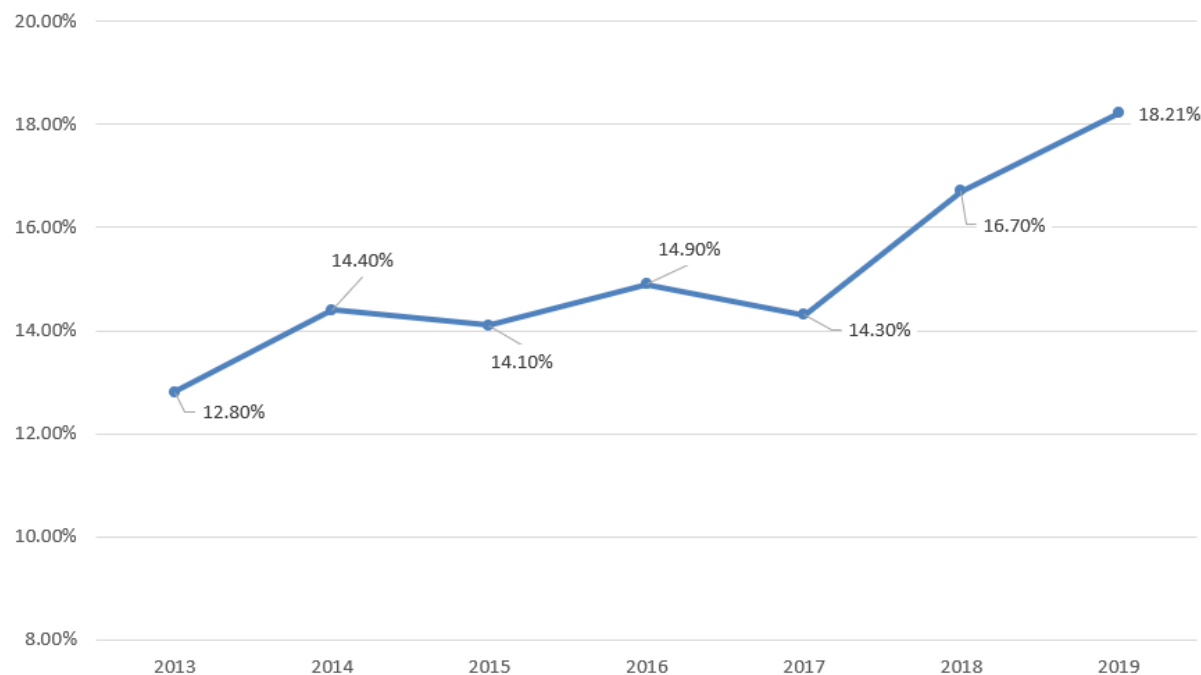
- 皮卡在美国市场占有举足轻重地位，2015年起皮卡销量增速逐渐放缓，而后在2019年增速再度回升。
- 虽然美国车市总体销量增速放缓加快，但近年来皮卡销量占比数据却逐渐提升，2019年达到历史新高18.21%，皮卡在美国汽车市场中的重要性不断加大。

图表：美国市场皮卡历年销量及增速



资料来源：网上车市，太平洋证券研究院整理

图表：美国市场皮卡历年销量占比



资料来源：网上车市，太平洋证券研究院整理

- 世界上首台皮卡早在1925年就诞生，是由美国福特T型车研发改造设计出来的，二战后福特皮卡命名为F系列，也就是福特猛禽的雏形。
- 作为“车轮上的国家”，美国独特的地理社会环境：地广人稀、油价低廉、日常通勤及运输所需等造就了独特的汽车文化，体型大，载重量大，排量大，油耗大的皮卡成了美国人最喜爱的车型，美国汽车市场排名前三的车型均为皮卡。
- 对于美国人来说，汽车在某种程度上来说是第二个“家”，既然是家，就需要一定的空间，长度5米多，轴距3米多的皮卡就可以派上大用途。另外，皮卡的装载能力、通过能力、拖挂能力均很好的贴合美国人日常生活场景。因此在美国皮卡成为最畅销的车型。

图表：美国皮卡演变



福特发明早期皮卡



二战后 F 系列皮卡



新款福特皮卡

实用为王，全球多区域皮卡广受欢迎

泰国：

- 泰国国内皮卡销售占比解决50%，皮卡对泰国人的重要性远超其他车型。
- 泰国引进大量国外先进皮卡企业进驻，带来了先进的皮卡生产技术、产品理念，泰国皮卡的品质也可以与国际同步
- 对皮卡无任何限行政策，而轻型卡车寥寥无几，微型卡车更是几乎绝迹（皮卡的高改装性，满足了这类车型的需求）。
- 泰国民众喜欢皮卡，本地皮卡的需求大，且用优惠政策鼓励国民购买使用皮卡。国际环境，低关税政策使东盟、澳大利亚成为了泰国皮卡大展拳脚的重要市场。

图表：泰国皮卡



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

美国/澳大利亚

- 地广人稀，皮卡是人们日常生活中重要的生产工具
- 燃油费用低廉，大排量皮卡受到追捧
- 通过性强、拖曳能力强、有足够的型号满足高中低档各类需求
- 深厚的皮卡文化，对于皮卡拥有深厚的喜爱之情

图表：美国/澳大利亚皮卡



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

美系日系主导，全球TOP皮卡福特夺冠

- No.1 FORD F系列 2019上半年销量：539181辆
美国本土乃至整个北美销量最高的车型，便宜又实用特别符合美国国情
- No.2 道奇 RAM 2019上半年销量：346842辆
5.7L V8HEMI发动机/8速自动挡/20寸轮/全景天窗，豪华配置+5.8*2的大尺寸车身，霸气十足
- No.3 雪佛兰索罗德 2019上半年销量：287413辆
全尺寸大排量的经典美式皮卡，6.2L V8自吸大排量心脏的公路巨无霸
- No.4 丰田海拉克斯 2019上半年销量：272293辆
沙漠之王海拉克斯，销售分布在140个不同的市场中，主导了非洲，南美和中东的整个地区

图表：全球四大畅销皮卡



福特F系列



道奇RAM



雪佛兰索罗德



丰田海拉克斯

三、国内皮卡：打破政策束缚，小市场有大潜力

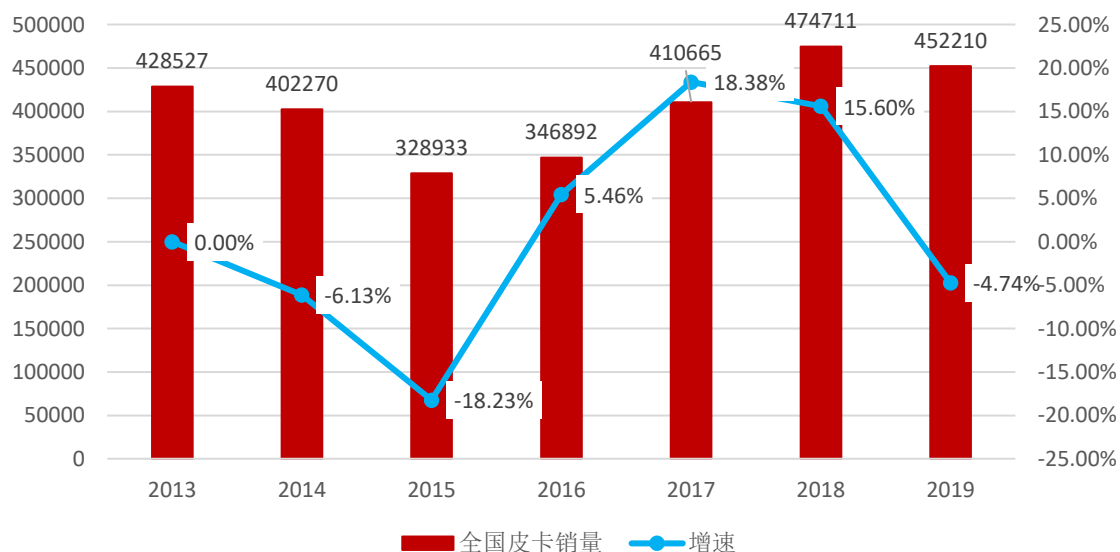
- ◆ 皮卡销量增长缓慢，市场渗透率不足2%
- ◆ 多重限制，皮卡在国内发展缓慢
- ◆ 行业曙光，皮卡政策迎多项积极变化
- ◆ 前十省份销量过半，皮卡限行政策影响区域销量
- ◆ 头部效应明显，长城一家独大top3格局稳定



皮卡销量增长缓慢，市场渗透率不足2%

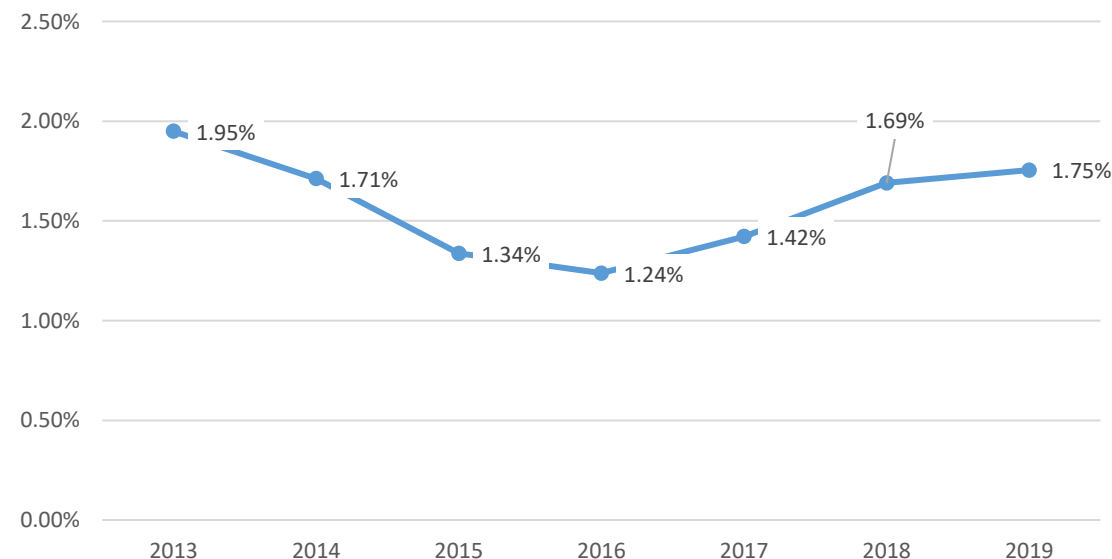
- 国内皮卡销量及占有率在2016年前处于下降趋势，2016年开始回升，得益于皮卡进城解禁等政策放宽
- 相较于其他国家，特别是美国，我国皮卡市场占有率仅有不到2%，仍然处于非常低的水平
- 在传统汽车观念中，皮卡仍然集中与商用，尚未打开家用市场，因此市场占有率不高
- 2018年相较于整体乘用车市场的下滑，皮卡市场逆势上涨，体现了很强的稳定性

图表：国内皮卡历年销量及增速



资料来源：中汽协，皮卡车市，太平洋证券研究院整理

图表：国内皮卡渗透率变化



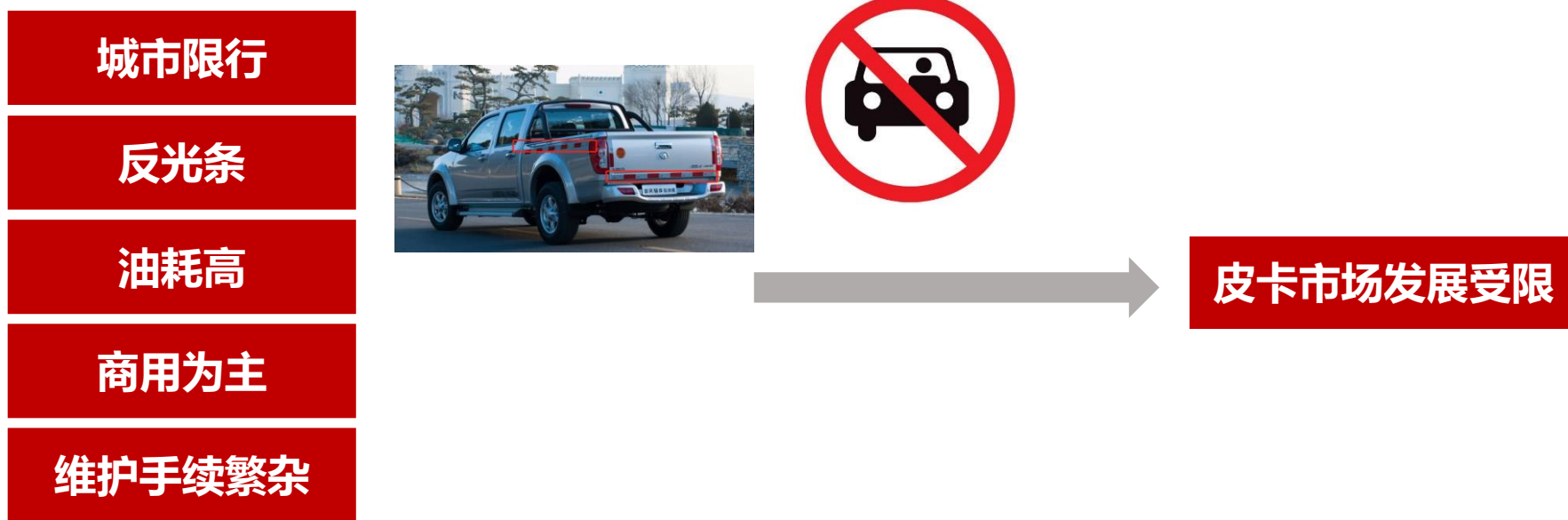
资料来源：中汽协，皮卡车市，太平洋证券研究院整理

多重限制，皮卡在国内发展缓慢

- 限行限制，早期在很多城市，皮卡被定位为货车，被许多区域限行，而且需要喷字贴反光条，很大程度上限制了家庭购买使用皮卡
- 皮卡较轿车来说，一般自重较大且空气动力学阻力更大，油耗大，而我国油品价格并不低廉，使用成本较高
- 传统观念中，皮卡仍然作为商用运输工具车辆使用，“不上档次”是消费者心目中的固有印象
- 皮卡归属作为商用车，日常维护手续相对复杂，无法享受普通乘用车六年免检的待遇，需办理运营证，每年年检

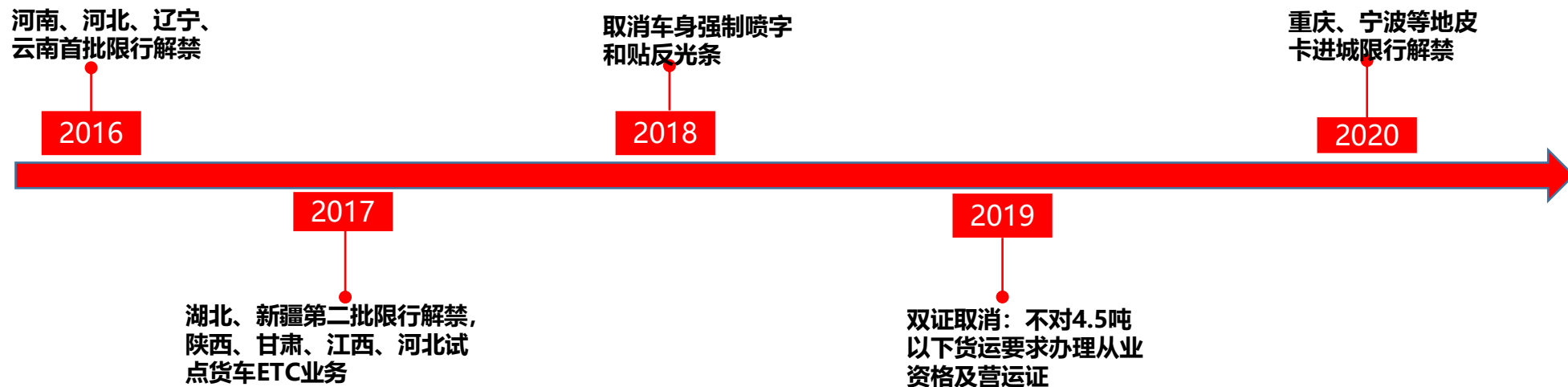
上述诸多问题，都是制约皮卡在国内销量的原因。

图表：皮卡发展的限制因素



- **限行解除**：目前河北、河南、云南、辽宁、湖北、新疆、浙江等地方开始试运行皮卡取消限行
- **通行便利**：从2017年起陕西、甘肃、江西、河北相继试点4.5吨以下货车办理ETC卡通行业务。
- **车身强制喷涂取消**：从2018年起，皮卡不用再像货车那样对车身进行强制喷字和贴反光条
- **双证取消**：皮卡货运从业资格证和车辆营运证已成过去式，据国家相关规定，从2019年1月1日起，对4.5吨以下的普通货运从业资格证和车辆营运证不再做要求，也就是说这类车驾驶员不会被以“无证经营”和“未取得相应从业资格证”为理由进行行政处罚。
- 随着越来越多利好政策的实施，皮卡用户将会享受到更多的便利，皮卡市场也有望进一步发展

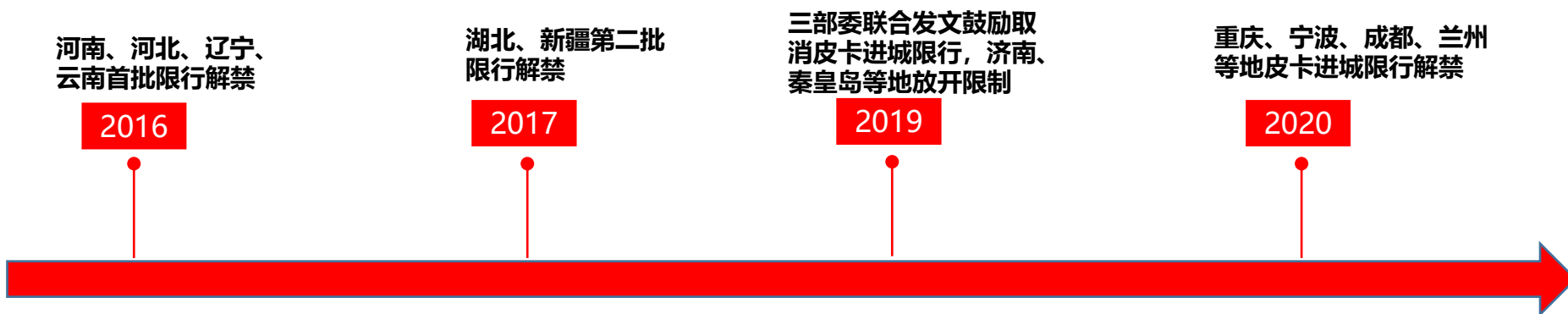
图表：皮卡政策利好情况



有序推进，皮卡进城解禁无休止

- 2016年，河南、河北、辽宁、云南作为皮卡解禁首批试点省份。
- 2017年，追加湖北、新疆作为第二批解禁试运行省份。
- 2019年，国家发改委等三部委共同下发《推动重点消费品更新升级畅通资源循环利用实施方案》，鼓励有条件的地级及以下城市加快取消皮卡进城限制，充分发挥皮卡客货两用功能。
- 2020年，重庆、宁波、成都等地解除皮卡城区限行政策。

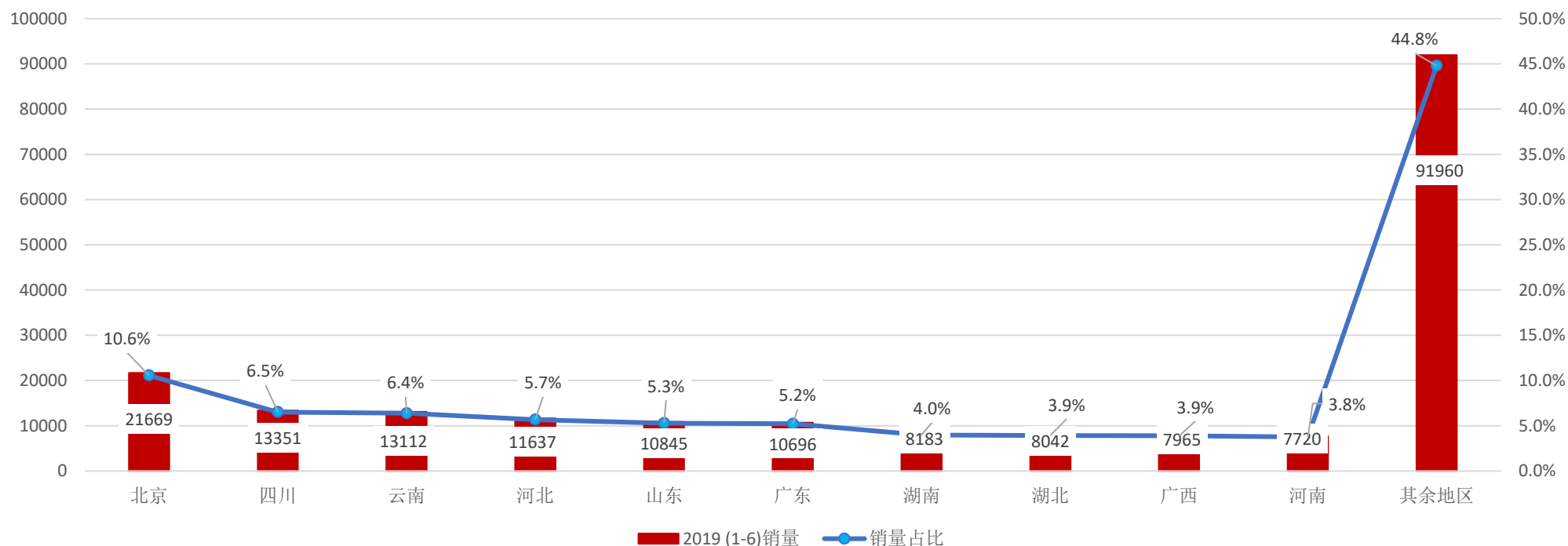
图表：皮卡解禁地区和时间序列



前十省份销量过半，皮卡限行政策影响区域销量

- 全国排名前10地区销量占比超过50%，对市场销量影响权重较大
- 受外地车牌限行政策变化影响，2019年北京地区皮卡市场火热，上半年销量同比上涨超过400%，夺得2019年上半年销量冠军，若政策保持，后续销量有望维持。
- 四川、云南、河北分别排名2、3、4名，销量占比均超过5%，也是皮卡限行解禁的试点省市区域，表明皮卡销售受政策影响较大，若其他省市限行政策解除，销量可能会有较大的增长。

图表：2019年上半年全国皮卡地区销售排行及占比



头部效应明显，长城一家独大top3格局稳定

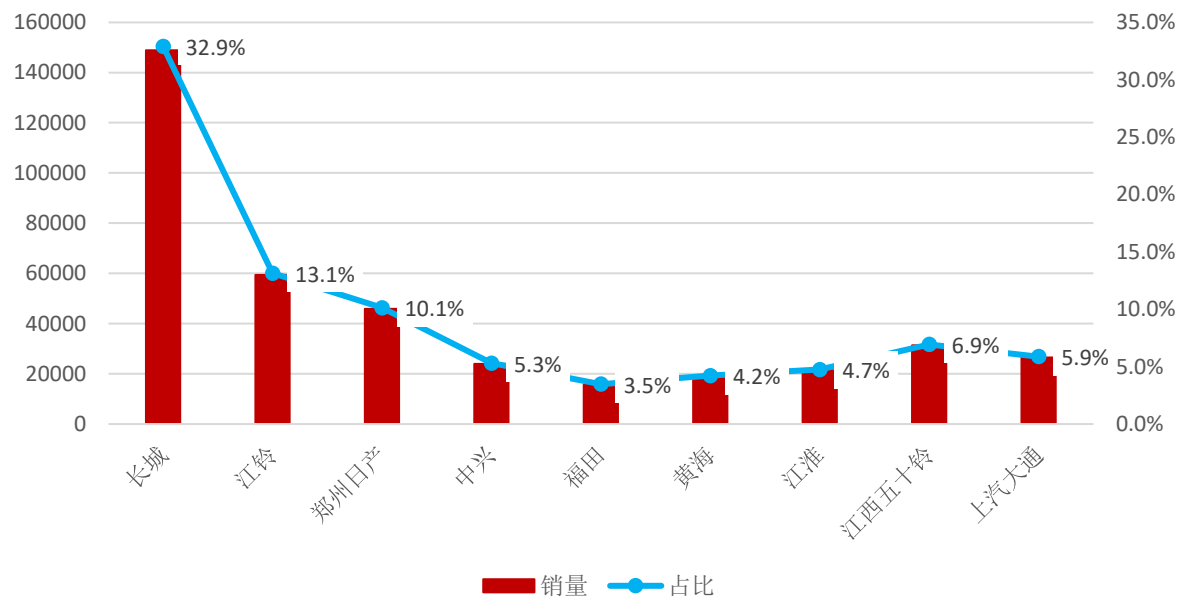
- 长城始终稳居销量第一位置，且与第二名保持较大差距，2018年开始，长城与排名其后的企业销量差距开始拉大，长城的产品力得到市场的进一步认可，2019年，长城皮卡市占率达到32.9%，2020年1月单月市占率更是超过45%，有进一步提升潜力。
- 第二梯队前列江铃皮卡及郑州日产，前三名包揽销量的60%左右，多年保持不变，行业头部效应较为明显。
- 2017年起，上汽大通进入皮卡市场，市场份额进入前十，有望成为后起之秀。

图表：主要厂商近年销售数据

| 厂商 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|-------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 长城 | 99463 | 105621 | 119846 | 138000 | 148830 |
| 江铃 | 55715 | 59744 | 72205 | 72775 | 59366 |
| 郑州日产 | 42292 | 40589 | 41533 | 50134 | 45788 |
| 中兴 | 34420 | 31452 | 40627 | 30876 | 23941 |
| 福田 | 28517 | 24015 | 20660 | 18307 | 15649 |
| 黄海 | 15573 | 21349 | 25515 | 14944 | 19037 |
| 江淮 | 9526 | 18654 | 25006 | 28313 | 21383 |
| 江西五十铃 | 7819 | 16201 | 27430 | 35007 | 31325 |
| 上汽大通 | | | 11455 | 22541 | 26495 |

资料来源：中国皮卡网，太平洋证券研究院整理

图表：2019年主要厂商皮卡销售数据及市场占比



资料来源：中国皮卡网，太平洋证券研究院整理

四、乘用化+高端化，长城炮开启进阶之路

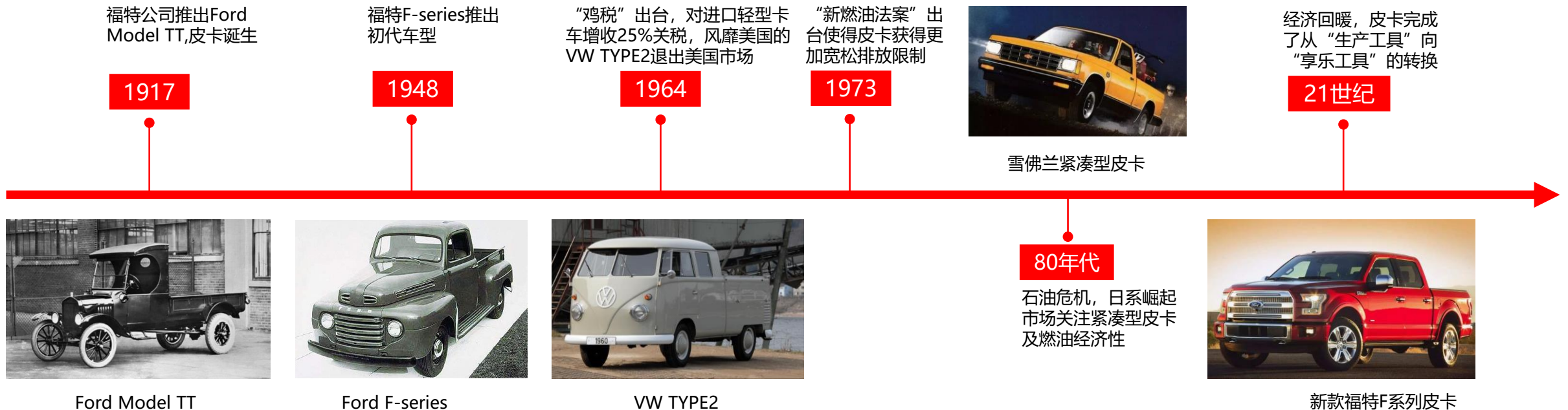
- ◆ 美国皮卡高端乘用化趋势已成，国内皮卡未来可鉴
- ◆ 长城炮横空出世，三大版本各显神通
- ◆ 皮卡新工厂新气象，炮销量爬坡顺利
- ◆ “1-2-3” 战略领航，开启皮卡高端乘用化新篇章



美国皮卡高端乘用车化趋势已成，国内皮卡未来可鉴

- Ford Model TT以福特T型车的车型架构为基础，加强了结构框架和后轴，使其的承重质量达到了0.9吨。
- 福特F-series的第一代皮卡就诞生于1948年，而雪佛兰的皮卡先驱3100-series也在同一时期诞生，当时皮卡造型圆润，与现在粗犷的皮卡造型有天壤之别。
- “鸡税”的推出，为美国皮卡厂商创造了长达二十年的几乎无竞争对手的发展期，为美国本土皮卡的发展奠定了一定基础。“新燃油法案”的推出，使得美国风靡的大排量肌肉车基本绝迹，而不受排放限制的皮卡成为不少美国人大排量车情怀的寄托。
- 80年代开始，随着日系品牌逐渐崛起以及石油危机等原因，消费者更加关注燃油经济性，从而开启了一个新的紧凑型皮卡的细分市场新世纪开始，随着经济回暖美国市场的皮卡完成了从传统的“生产工具”向“享乐工具”的转换，越来越多的豪华皮卡车型被市场所接受，以美国皮卡发展历史作为参考，我国皮卡仍目前处于“生产工具”阶段，随着经济不断发展，有望开始从“生产工具”向“享乐工具”转变。

图表：美国皮卡发展历史



资料来源：卡车之家、太平洋证券研究院整理

长城炮横空出世，三大版本各显神通

- 炮系列本次推出三个版本“乘用版”、“商用版”、“越野版”。
- 乘用版更加强调舒适性以及乘坐性能，如全系标配LED大灯、液压撑杆尾门、全景泊车、ACC自适应巡航以及并线辅助等功能全面像乘用车看齐。
- 与乘用版相比，商用版更偏重于实用功能，如钢板弹簧后悬架、后尾箱龙门架的设置、配置差速锁、三种驾驶模式可调、主要配置手动变速箱等。
- 越野版配备绞盘和涉水喉，接近角 30° ，离去角 26° ，最小离地间隙245mm，均要比普通版本有所提升。外观细节也有所变动，熏黑的中网、车身包围、防滚架以及轮圈等改变有效提升了视觉冲击力。



乘用版及内饰

动力配置：
2.0T 汽油发动机
8AT ZF自动变速器

L2级驾驶辅助系统

后悬挂：
多连杆整体式非独立悬架



商用版及内饰

动力配置：
2.0T 汽油/柴油发动机
8AT ZF自动变速器
6MT 手动变速器

后桥差速锁，三种模式

后悬挂：
钢板弹簧



越野版及内饰

动力配置：
2.0T 汽油发动机
8AT ZF自动变速器

双速TOD智能四驱系统
具备7种驾驶模式

后悬挂：
多连杆整体式非独立悬架



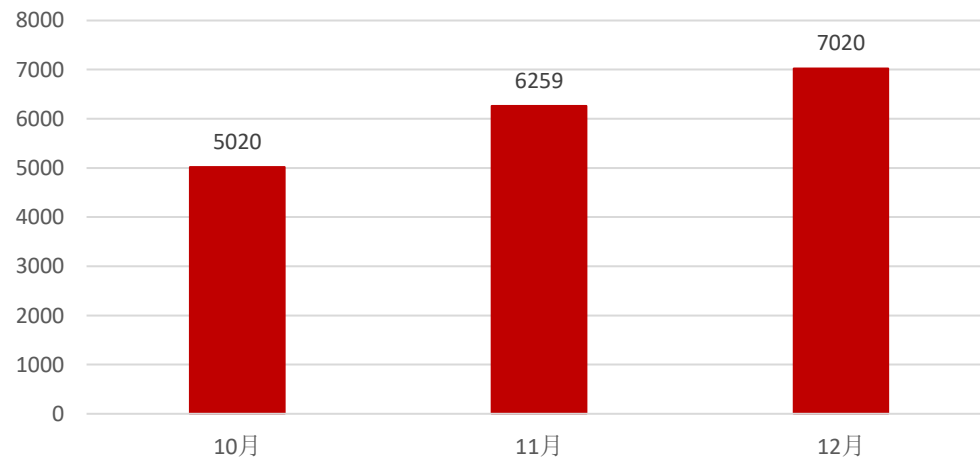
- 长城“炮”系列将由重庆永川的新工厂进行生产。作为长城汽车全国第四个整车生产基地，重庆工厂规划产能16万辆，采用技术先进的柔性生产线，整个工厂自动化率将达到70%以上（个别车间的自动化率更是达到100%）。通过工业大数据、云计算等关键技术的应用，实现生产自动排程，智能装备的全生命周期管理、感知分析诊断等功能。
- “炮”系列9月份上市，随后三个月销量不断攀升，爬坡顺利，12月份销量超过7000辆，成为当月皮卡车型销量冠军，未来有望成为公司皮卡市场风骏系列之外新的销量增长亮点。

图表：长城重庆永川工厂车身车间情况



资料来源：公司官网，太平洋证券研究院整理

图表：长城炮上市后月销量爬坡情况



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

“1-2-3” 战略领航，开启皮卡高端乘用化新篇章

- 公司针对皮卡市场提出“1-2-3战略”方向，即保持国内、出口销量第一，力争于2020年实现年销量突破20万辆，2025年全球累计销量突破300万辆的目标，继续夯实国内龙头地位，并逐鹿全球市场。长城皮卡同时发布超级五星计划，并进入乘用化、网联化、电动化、定制化、智能化的3.0、4.0产品时代，通过六星战略即从生产制造、产品规划、渠道建设、服务能力、营销模式和海外拓展六大板块全面发力，打造领先于行业的体系竞争力。
- 长城炮是一个全新的品牌，定位全球乘用化，是基于长城汽车的一个全新平台P71进行打造。长城炮瞄准国际化皮卡品牌，冲击全球紧凑型中型皮卡市场。在传统主要面向生产工具的皮卡市场，长城炮的推出旨在引领消费升级，开启皮卡乘用化的新潮流。长城炮具有乘用皮卡、商用皮卡和越野皮卡，面向多个用户目标群体，构建多层次产品方阵。

图表：长城皮卡超级五星计划



资料来源：公司官网，太平洋证券研究院整理

图表：长城炮系列车型



资料来源：公司官网，太平洋证券研究院整理

5. 盈利预测与风险提示

- ◆ 投资建议及盈利预测
- ◆ 风险提示



- 公司作为国内自主品牌的优势车企之一，在皮卡领域龙头地位极其显著，2020年初多个地区皮卡再次解禁，国内皮卡市场未来潜力巨大。此外公司推出中高端新车型炮，上市以来销量持续超预期，并引领皮卡消费迎来新趋势，随着产业政策放松以及皮卡乘用化趋势形成，公司有望借助全新车型及原有的市场口碑及渠道，进一步扩大在皮卡市场的优势地位。
- 皮卡行业竞争格局整体好于乘用车，单车盈利能力可观，看好公司未来在皮卡领域发展前景。预计公司2020年、2021年归母净利润分别为40亿元、58亿元，EPS分别为0.44元，0.64元，维持“买入”评级。

图表：公司盈利预测

| | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 营业收入 (百万元) | 99,230 | 96,211 | 90,630 | 108,865 | 125,260 |
| 同比增速 (%) | -1.92 | -3.04 | -5.80 | 20.12 | 15.06 |
| 归母净利润 (百万元) | 5,207 | 4,497 | 4,040 | 5,838 | 7,023 |
| 同比增速 (%) | 3.58 | -13.64 | -10.16 | 44.50 | 20.29 |
| EPS (元) | 0.57 | 0.49 | 0.44 | 0.64 | 0.77 |
| PE | 14 | 16 | 18 | 13 | 10 |

资料来源：wind，太平洋证券研究院预测整理



风险提示

- 皮卡销量低于预期;
- 皮卡解禁放开政策低于预期

行业评级

看好 我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上

中性 我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与5%之间

看淡 我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下

公司评级

买入 我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上

增持 我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间

持有 我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间

减持 我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间

卖出 我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%

销售团队

| 职务 | 姓名 | 手机 | 邮箱 |
|---------|-----|-------------|---------------------|
| 华北销售总监 | 王均丽 | 13910596682 | wangjl@tpyzq.com |
| 华北销售 | 成小勇 | 18519233712 | chengxy@tpyzq.com |
| 华北销售 | 孟超 | 13581759033 | mengchao@tpyzq.com |
| 华北销售 | 韦珂嘉 | 13701050353 | weikj@tpyzq.com |
| 华北销售 | 韦洪涛 | 13269328776 | weiht@tpyzq.com |
| 华东销售副总监 | 陈辉弥 | 13564966111 | chenhm@tpyzq.com |
| 华东销售 | 杨海萍 | 17717461796 | yanghp@tpyzq.com |
| 华东销售 | 梁金萍 | 15999569845 | liangjp@tpyzq.com |
| 华东销售 | 杨晶 | 18616086730 | yangjinga@tpyzq.com |
| 华东销售 | 秦娟娟 | 18717767929 | qinjj@tpyzq.com |
| 华东销售 | 王玉琪 | 17321189545 | wangyq@tpyzq.com |
| 华东销售 | 慈晓聪 | 18621268712 | cixc@tpyzq.com |
| 华东销售 | 郭瑜 | 18758280661 | guoyu@tpyzq.com |
| 华南销售总监 | 张茜萍 | 13923766888 | zhangqp@tpyzq.com |
| 华南销售 | 查方龙 | 18520786811 | zhafl@tpyzq.com |
| 华南销售 | 张卓粤 | 13554982912 | zhangzy@tpyzq.com |
| 华南销售 | 张文婷 | 18820150251 | zhangwt@tpyzq.com |

太平洋证券研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761/88321717

传真：(8610) 88321566



重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。