

长城汽车 (601633)

皮卡行业迎来春天、披荆斩棘享行业红利

推荐 (维持)

现价: 8.04 元

主要数据

行业	汽车和汽车零部件
公司网址	www.gwm.com.cn
大股东/持股	保定创新长城资产管理有限公司/56.04%
实际控制人	魏建军
总股本(百万股)	9,127
流通 A 股(百万股)	6,028
流通 B/H 股(百万股)	3,100
总市值 (亿元)	625.23
流通 A 股市值(亿元)	484.63
每股净资产(元)	5.81
资产负债率(%)	46.4

行情走势图



证券分析师

曹群海	投资咨询资格编号 S1060518100001 021-38630860 CAOQUNHAI345@PINGAN.COM.CN
王德安	投资咨询资格编号 S1060511010006 021-38638428 WANGDEAN002@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

平安观点:

- **皮卡政策暖风频吹、市场渗透率有 2 倍以上提升空间。**皮卡行业近期政策暖风频吹，国家部委鼓励地方刺激汽车消费+多地解禁皮卡，皮卡行业有望迎来增长，目前国内皮卡渗透率仅为 1.8%，处于全球市场较低水平，相较南美、泰国、北美等地有较大差距，渗透率具有提升空间。市场集中度上，皮卡作为工具车，品牌粘性相比乘用车更强，市场集中度高，2019 年 CR3 市场份额约为 64.7%，长城一直是皮卡行业当之无愧的龙头。
- **乘用及商用需求双轮驱动，未来 5 年皮卡销量约复合 15% 高增长。**传统皮卡作为工具车，市场下游用户多为个体运营、公共事业等。随皮卡政策解禁，我们预计未来的皮卡需求主要从两个维度爆发，第一是在商用车市场，随经济发展和皮卡解禁，微卡、微面等乘商两用车辆有望升级为舒适性和安全性更强的皮卡，且可以合法在城内运输，对应 10 万以下的中低端皮卡产品。第二是在乘用车市场，2019 年 10 万以上皮卡增速远超行业增长，皮卡乘用化趋势明显，皮卡作为城市内多功能用途车辆满足部分消费者需求。
- **公司迎来皮卡战略布局期，国内立足渠道优势+乘用车赋能，海外进军东南亚市场。**2019 年长城推出皮卡 p71 平台，国内广义皮卡市占率提升 4 个百分点至 33%。产品端预计继续推出全尺寸和小尺寸皮卡新车，布局高端乘用化皮卡和多种类商用车皮卡。未来 3 年外资品牌处于国产真空期，中小品牌份额出清，长城作为国产皮卡绝对龙头，市场份额预计继续提升至 40% 以上。同时公司收购泰国通用汽车基地，进军东南亚皮卡市场，海外皮卡销量在未来 5 年有望翻 2 番，皮卡盈利能力高于公司平均水平，预计成为新的增长亮点。
- **盈利预测与投资建议：**长城汽车作为国内皮卡龙头，将充分享受皮卡行业高增长红利，预计 2025 年皮卡销量有望达 46 万辆 (CAGR=21%)，贡献净利润 57 亿元左右。维持公司业绩预测为 2019-2021 年净利润为 45.0 亿、44.9 亿、54.7 亿，其中皮卡利润占比依次为 27%、43%、52%。若考虑皮卡业务五年内带来的利润增量贡献，公司目前市值偏低。但考虑年内公司业绩受疫情影响有明显承压，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 皮卡政策不及预期，皮卡解禁政策时点不及预期，各地方对皮卡态度不一，需要协调多个部门实现皮卡管理统一，政策有不及预期风险；2) 皮卡行业竞争加剧，皮卡行业迎来增长，多家皮卡企业加快新车型的推出，皮卡市场竞争有加剧风险；3) 海外市场波动风险，公司在海外收购基地面向全球市场，存在前期资本开支较大、管理难度高等风险，恐影响皮卡盈利能力。

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	100,492	97,800	95,108	98,188	103,189
YoY(%)	2.1	-2.7	-2.8	3.2	5.1
净利润(百万元)	5,027	5,207	4,497	4,485	5,467
YoY(%)	-52.4	3.6	-13.6	-0.3	21.9
毛利率(%)	18.4	16.7	16.2	17.5	18.3
净利率(%)	5.0	5.3	4.7	4.6	5.3
ROE(%)	10.2	10.0	8.3	7.9	9.2
EPS(摊薄/元)	0.55	0.57	0.49	0.49	0.60
P/E(倍)	14.6	14.1	16.3	16.4	13.4
P/B(倍)	1.5	1.4	1.3	1.3	1.2

正文目录

- 一、 皮卡政策端暖风频吹、国内市场有增长空间 5
 - 1.1 皮卡政策端不断松绑、多地规定有望放开5
 - 1.2 皮卡产品升级趋势明显，龙头地位稳固6
 - 1.3 新增乘用商用需求双轮驱动，国内皮卡市场有翻番空间10
- 二、 长城当之无愧真龙头、引领皮卡乘用化..... 14
 - 2.1 乘用车领域积累深厚、炮开启国内皮卡乘用化时代14
 - 2.2 立足国内，有望进军东南亚、南美市场16
- 三、 盈利预测与投资建议 18
- 四、 风险提示 19

图表目录

图表 1	皮卡政策文件及内容	5
图表 2	多地陆续解禁皮卡进城	6
图表 3	2012-2019 年中国皮卡批发销量及增速情况 单位：万辆	7
图表 4	因国六排放升级 2019 年下半年批发销量增速下滑 单位：万辆	7
图表 5	皮卡 2019 年分城市地区销量 单位：万辆	8
图表 6	2012-2019 年皮卡产品升级趋势明显，ASP 提升	8
图表 7	1850mm 宽度以上皮卡份额提升 单位：mm	8
图表 8	中国皮卡市场 2018-2019 年皮卡分品牌市占率	9
图表 9	2019 年柴油汽油皮卡市场份额	9
图表 10	2019 年全球主要地区皮卡渗透率	10
图表 11	2018 年全球皮卡品牌销量和市场份额 单位：万辆	10
图表 12	美国宽体皮卡外观	11
图表 13	2008 年-2018 年美国皮卡销量及同比增速 单位：万辆	11
图表 14	2008 年-2018 年美国皮卡分品牌销量 单位：万辆	12
图表 15	2018 年美国皮卡分品牌份额	12
图表 16	皮卡消费用户从事行业分布	12
图表 17	客商两用主要车型种类及价格带分布	13
图表 18	2025 年国内皮卡行业销量 单位：万辆	13
图表 19	公司主要皮卡车型及价格区间 单位：万元	15
图表 20	5+N 战略首款新车风骏 7	16
图表 21	炮多项参数指标优势凸显	16
图表 22	长城皮卡产能布局	17
图表 23	2019 年长城皮卡分地区市场份额	17
图表 24	泰国 2019 销量前十车型皮卡占 4 席 单位：万辆	18
图表 25	泰国 2018 年皮卡分品牌份额 单位：万辆	18
图表 26	长城皮卡销量及预测 单位：万辆	18
图表 27	长城皮卡 2019 年分车型销量分布	18
图表 28	长城皮卡国内、海外销量分拆 单位：辆	19
图表 29	长城皮卡净利润贡献预测 单位：亿元	19

一、皮卡政策端暖风频吹、国内市场有增长空间

1.1 皮卡政策端不断松绑、多地规定有望放开

国内第一款皮卡车型于 1986 年推出，生产于河北保定市汽车制造厂（现河北中兴汽车制造有限公司的前身），市场受欢迎程度一度高涨，然而 1994 年，国家发布《汽车工业产业政策》，皮卡却并未列入乘用车，在国家大力扶持乘用车发展的情况下，皮卡市场急转直下。另外，由于被列入货车行列、大中型城市全面禁行、被强制要求 15 年内报废、必须在车身喷字、车尾张贴反光条等多重限制因素，皮卡的发展一直较慢。

随着我国皮卡乘用车化趋势渐显，过去把皮卡定位于纯工具车的管理政策已不适应我国皮卡业的健康发展。自 2016 年起政府已逐步放宽针对皮卡限制的条例，2018 年取消了反光条和喷字，2019 年取消了双证（道路运输证和驾驶员从业资格证），并简化皮卡使用手续。2020 年多个省份陆续解禁。

图表1 皮卡政策文件及内容

时间	政策文件	内容
2016.02	《关于开展放宽皮卡车进城限制试点促进皮卡消费的通知》	放宽辽宁、河北、河南、云南四省进城试点工作。
2016.12	《扩大皮卡汽车进城限制试点范围的通知》	将新疆和湖北列入皮卡进城解禁试点省份。
2018.12	《促进道路货运行业健康稳定行动计划（2017-2020 年）》	取消总质量 4.5 吨及以下普通货车的道路运输证和驾驶员从业资格证。
2019.01	《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）》	卡车进城限制试点基础上，稳妥有序扩大皮卡车进城限制范围。
2019.01	《取消普通货运车辆双证政策》	自 2019 年 1 月 1 日起，各地交通运输管理部门不再为总质量 4.5 吨及以下普通货运车辆配发道路运输证，对于总质量 4.5 吨及以下普通货运车辆从事普通货物运输活动的，各地交通运输管理部门不得对该类车辆、驾驶员以“无证经营”和“未取得相应从业资格证件，驾驶道路客货运输车辆”为由实施行政处罚。
2019.06	《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）》	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。
2020.03	商务部新闻发布会	推动取消皮卡进城限制。

资料来源：皮卡车市、中汽协、平安证券研究所

图表2 多地陆续解禁皮卡进城

时间	解禁城市	内容
2016 年	河南、河北、云南、辽宁、湖北、新疆	取消或放宽皮卡进城
2019 年 6 月 -12 月	济南 秦皇岛 唐山 张家口 吉林省	取消或放宽皮卡进城
2020 年 1-3 月	重庆、青岛、江西南昌、浙江宁波、兰州、深圳、成都	取消或放宽皮卡进城

资料来源:皮卡车市、中汽协、平安证券研究所

随着国内乘用车市场陷入低速增长通道，政府有意愿放开对皮卡的限制，刺激国内消费，政策暖风频吹，多地解禁皮卡限行，取消营运证且鼓励地级及以下城市加快放开皮卡进城限制。

以重庆举例，重庆是第一个放开皮卡进城的直辖市，其规定“有通行主城区需求的皮卡车，对登记地在地主城区的，实施备案通行管理，通过互联网自主备案，获得相应通行规定（主城区除机场路、渝航大道及部分过江桥梁外均可通行），不再核发通行证；对登记地在我市但非主城区的，实行预约通行管理，按需按次申报进入主城，全年累计申报通行时间不超过 120 天，申办后按规定通行。”皮卡车网上备案管理于 2020 年 2 月底前推出实施，此举使得皮卡在城区同行范围大大增加，有力的扩展了皮卡的用戶，我们预计随管理进一步规范，皮卡的限制还将进一步放开。

目前皮卡市场在政策端仍在多方面有放开空间：

1) 取消皮卡进城限制。许多地级市尚未放开皮卡限行，截止到 2019 年 3 月 99 个地级市没有解禁，多集中在长三角、珠三角地区，部分试点城市没有完全放开皮卡通行范围和时间，我们预计皮卡解禁在 2020 年下半年会进一步放开。

2) 给予与乘用车相当的路权。目前高速公路对皮卡速度实施限制，未采用乘用车速度标准；

3) 皮卡强制报废和年检规定相比乘用车更加繁琐，现阶段是 15 年强制报废，年检一年一次。

预计 2020 年下半年上述政策有望进一步放开，解禁城市有望进一步增加。

1.2 皮卡产品升级趋势明显，龙头地位稳固

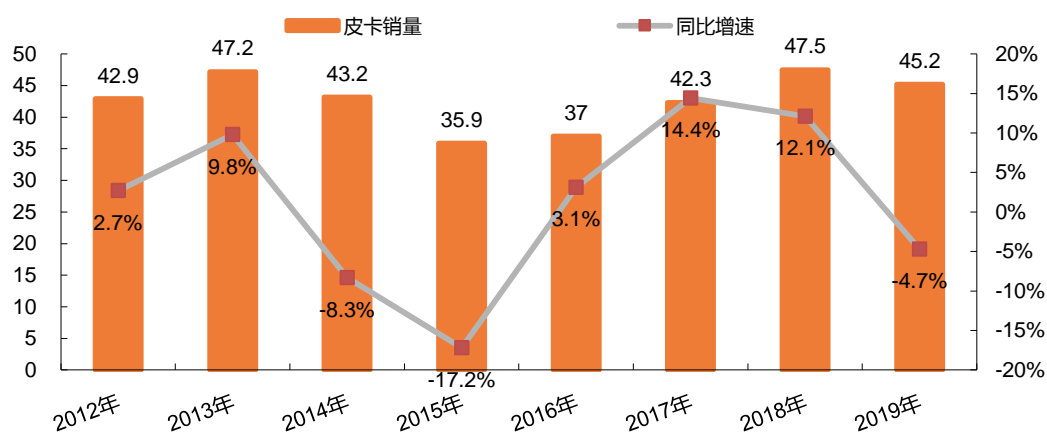
2010-2018 年皮卡销量呈现先降后升的走势，随着“六省皮卡解禁试点”实行，2016 年皮卡销量逐步回暖，2017 年销量同比增长 14.4%。

2018 年全年我国皮卡销售 47.5 万辆，销量创 2010 年以来新高，2019 年批发销量 45.2 万辆，同比-4.7%，主要是由于 6 月份国六排放提前升级，生产端没有及时跟进导致批发销量下滑，从终端销量来看 2019 年 39.0 万辆，同比+4.3%，实现正增长，表现亮眼，显著高于乘用车行业终端增速（同比-4.7%）。

分城市地区来看，北京地区 2019 年销量同比大增 192%，主要由于 2018 年 8 月，北京地区限制外地车牌进京，而皮卡不受此类限制，可以在五环外行驶。分城市地区看，不同地区皮卡销量增速差异较大甚至达到 30 个百分点左右，我们认为这主要是不同地域的皮卡政策、消费者群体不同导致。

图表3 2012-2019 年中国皮卡批发销量及增速情况

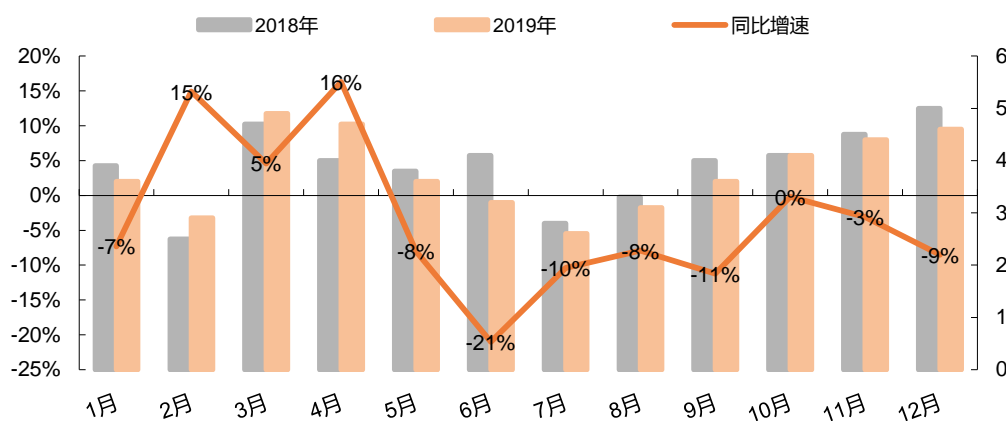
单位：万辆



资料来源:中汽协、平安证券研究所

图表4 因国六排放升级 2019 年下半年批发销量增速下滑

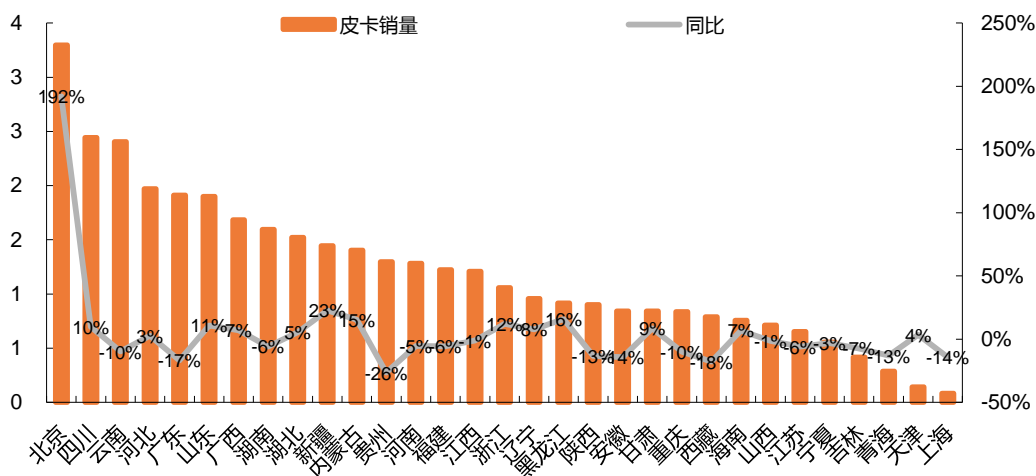
单位：万辆



资料来源:中汽协、平安证券研究所

图表5 皮卡 2019 年分城市地区销量

单位：万辆

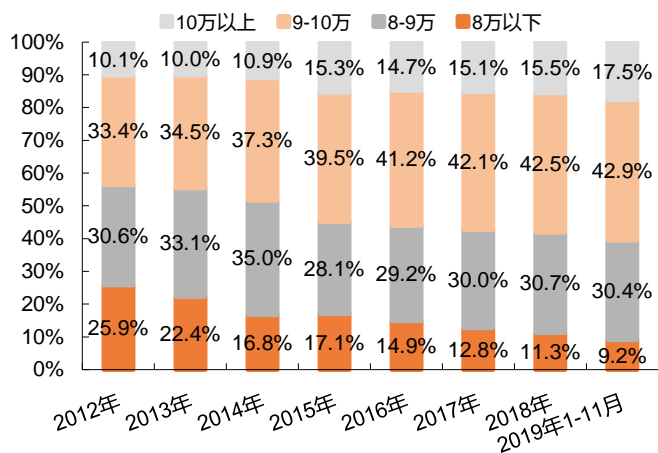


资料来源:皮卡车市、平安证券研究所

皮卡产品升级趋势明显:

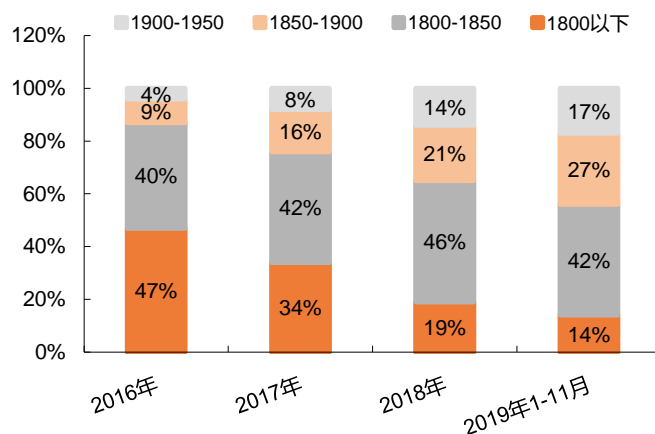
1) 10 万以上皮卡成为增长亮点, 宽体皮卡份额提高。分价格区间看, 2012-2014 年 8 万以下皮卡市场萎缩, 8-10 万价格区间份额提高, 其余价格区间份额不变; 2015-2019 年 8 万以下皮卡份额继续萎缩, 8-9 万维持稳定, 9-10 万和 10 万以上皮卡份额提高, 其中 10 万以上皮卡份额提升约 2 个百分点, 增速超越行业 13 个百分点, 皮卡升级趋势明显。

图表6 2012-2019 年皮卡产品升级趋势明显, ASP 提升



资料来源:乘联会, 平安证券研究所

图表7 1850mm 宽度以上皮卡份额提升 单位: mm

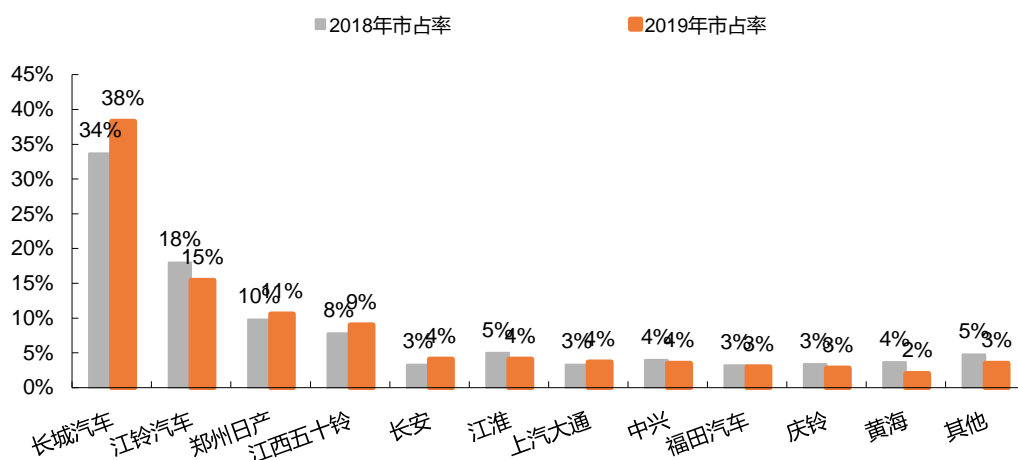


资料来源:乘联会、平安证券研究所

由于皮卡具备生产资料属性, 用户看重产品经济性和动力性, 对外观的重视度相对较低, 品牌忠诚度相比乘用车要高很多, 市场份额也更集中。

2019 年国内狭义皮卡 CR3 市场份额为 64.7%, 销量排名第一的长城皮卡市场份额 38.3% (同比提高约 4.6 个百分点), 江铃汽车 (15.4%)、郑州日产 (10.6%)、江西五十铃 (9.0%) 分列第二、第三、第四, 由于排放升级, 中小品牌比如中兴、福田、庆铃、黄海等大部分市占率下滑。

图表8 中国皮卡市场 2018-2019 年皮卡分品牌市占率



资料来源:皮卡车市、平安证券研究所

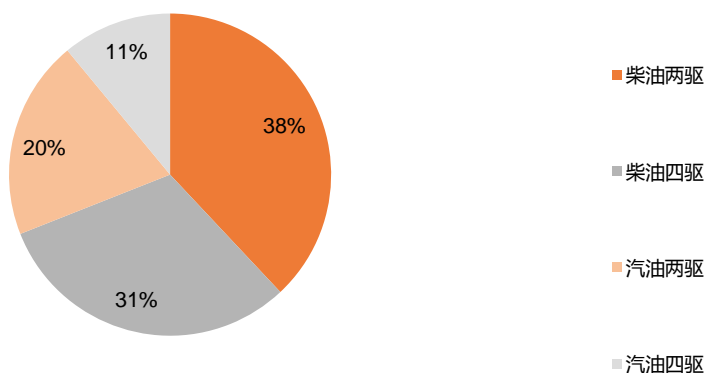
注: 本数据为狭义皮卡, 不包括 N2 类皮卡、电动皮卡、专车等

2) 汽油皮卡同比呈现高速增长态势, 四驱车型占比接近一半。2019 年汽油皮卡批发销量为 12.8 万辆, 同比增长 18.4%, 柴油皮卡批发销量 32.4 万辆, 同比下降 11.7%。

从狭义皮卡角度, 柴油皮卡占皮卡市场份额约为 69%, 主要集中在个体运营消费者较活跃的西南区域, 柴油皮卡相对来讲具备更强的动力性和更好的经济性, 所以更适用于皮卡商用车市场。

我们预计随皮卡乘用化趋势越来越明显, 汽油皮卡的份额会继续提高。

图表9 2019 年柴油汽油皮卡市场份额



资料来源:皮卡车市、平安证券研究所

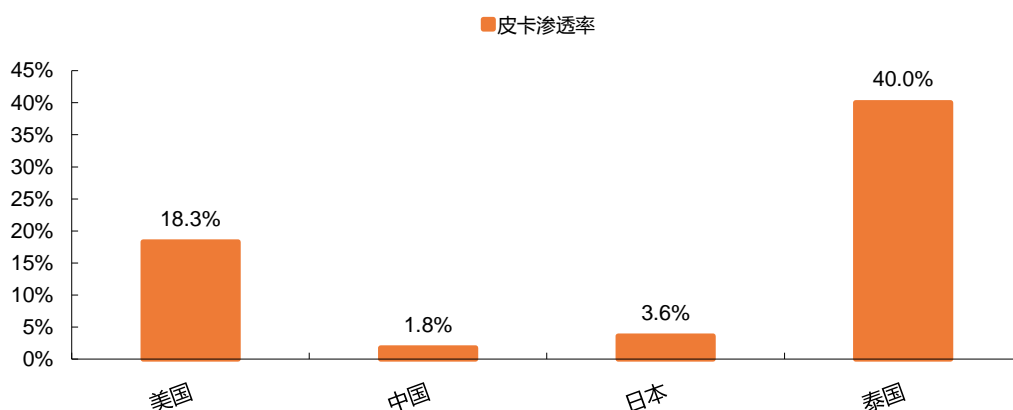
注: 本数据为狭义皮卡, 不包括 N2 类皮卡、电动皮卡、专车等

1.3 新增乘用车需求双轮驱动，国内皮卡市场有翻番空间

皮卡在全球市场年销量约为 600 万辆左右，其中美国为最大单一市场，皮卡渗透率为 18.2%，2019 年销量为 311.4 万辆，另外皮卡在南美洲、东南亚也较为畅销，而中国市场皮卡渗透率仅为 1.8%，跟美国相差近 10 倍，日本皮卡渗透率约为 3.6%，也约为国内的 2 倍。

目前从全球市场来看，福特、丰田、雪佛兰占据皮卡市场前三，2018 年销量规模约为 100 万辆左右。

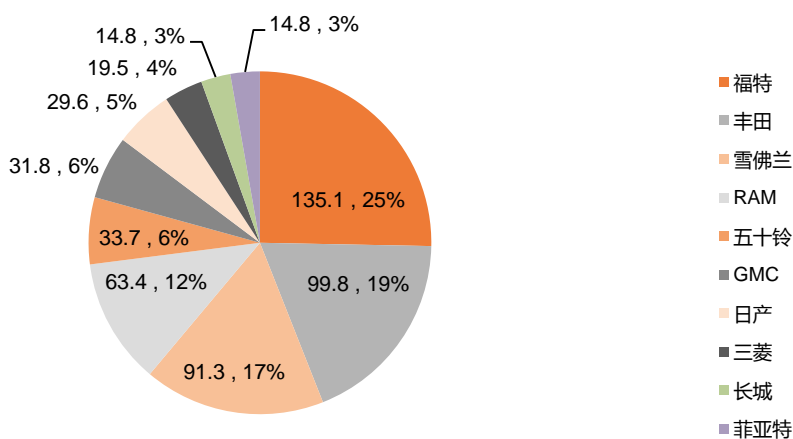
图表10 2019 年全球主要地区皮卡渗透率



资料来源:皮卡车市、平安证券研究所

图表11 2018 年全球皮卡品牌销量和市场份额

单位: 万辆



资料来源:皮卡车市、平安证券研究所

➤ 美国皮卡连续十年销量增长

皮卡是美国乘用车市场的重要组成部分，美国皮卡前部采用乘用车车头和驾驶室，后部为敞开或封闭的货车车厢。

既具有乘用车的乘坐舒适性，又具备一定的载货能力，而强劲的动力系统和通过性较好的底盘悬架系统保证了其能够适应较为复杂的路况。

图表12 美国宽体皮卡外观



福特猛禽 F-150



Ram 1500

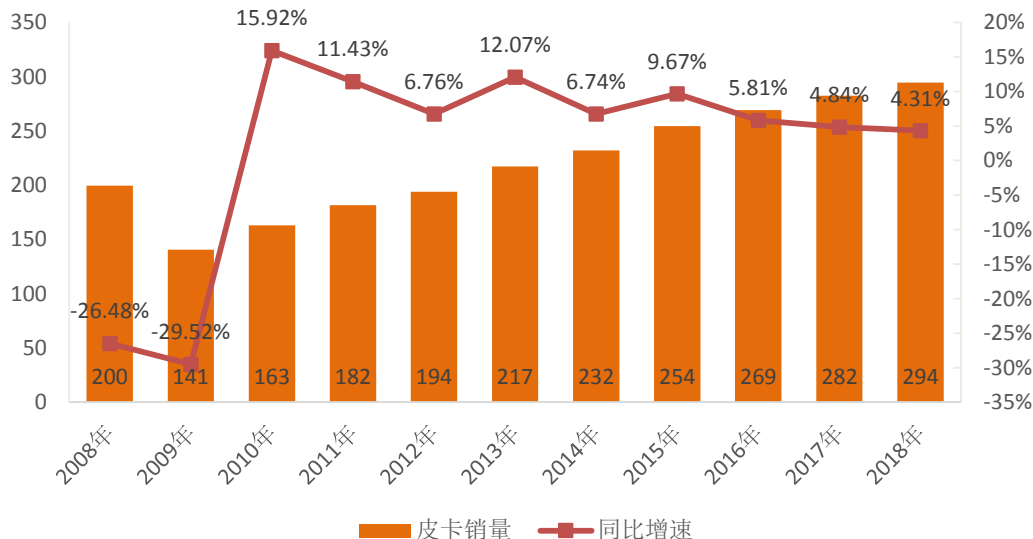
资料来源:汽车之家、平安证券研究所

➤ 美国皮卡市场：国情+支持政策决定其经济适用性，形成皮卡文化

美国的皮卡支持政策和美国国情共同决定了皮卡的畅销。1) 美国地广人稀，城市密度较低，城镇、乡村相隔很远，人工成本高，皮卡超强的载货性和工具性满足了人们的日常需要；2) 另外，美国支持皮卡产品的广泛使用，出台了很多税收优惠和补贴政策，例如 Section 179 Deduction 法案规定公司用户购买皮卡可以返利 35%。

图表13 2008 年-2018 年美国皮卡销量及同比增速

单位：万辆

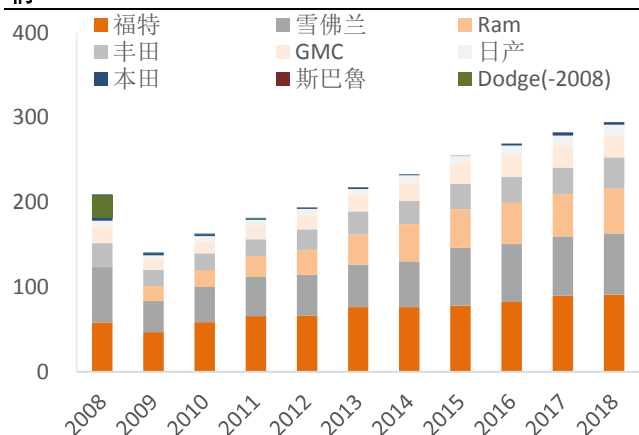


资料来源:marklines、平安证券研究所

全美最畅销的 25 款车型中皮卡车型占据 5 席，分别为福特 F 系列，2018 年出售 90.9 万台；雪佛兰索罗德，销量为 58.6 万台；道奇 Ram，销量为 53.7 万台；丰田塔科马，销量为 24.6 万台；GMC Sierra，销量 22.0 万台。

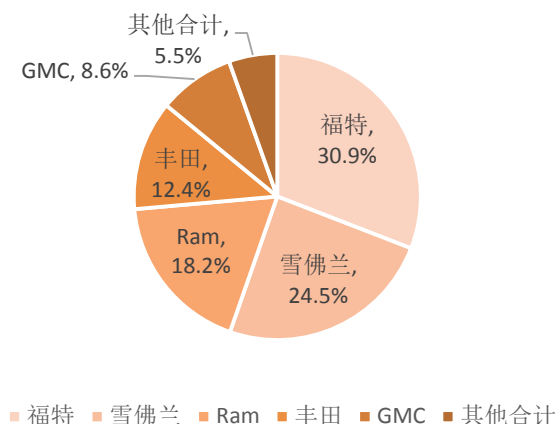
美国皮卡品牌 CR3 市占率约为 73.6%，相比国内市场集中度更高。市场份额前三名分别为：福特 (30.9%)、雪佛兰 (24.5%)、道奇 Ram (18.2%)，这三家美国本土品牌的皮卡销量合计占美国皮卡市场份额超过 70%。

图表14 2008年-2018年美国皮卡分品牌销量 单位: 万辆



资料来源:marklines, 平安证券研究所

图表15 2018年美国皮卡分品牌份额



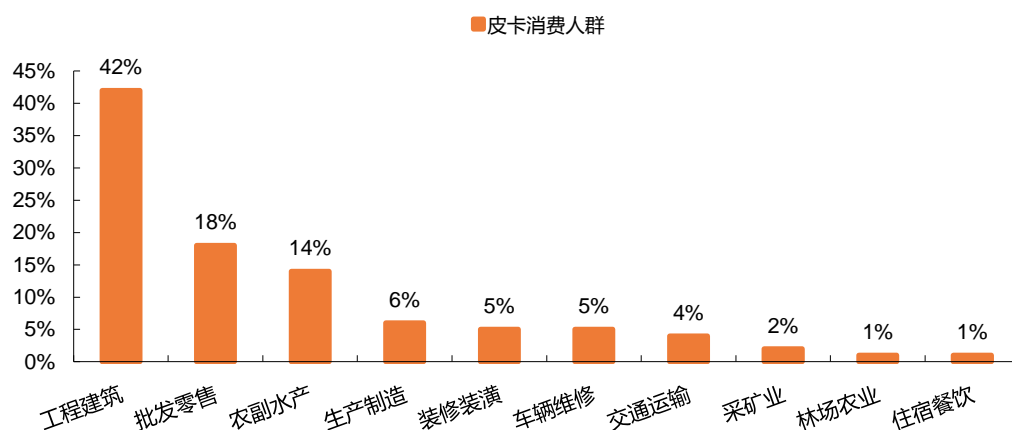
资料来源:marklines, 平安证券研究所

➤ 国内市场两类新增皮卡需求有望爆发

目前皮卡主要作为生产资料活跃在城乡结合区域市场,作为工具型皮卡适合于私营企业、私营个体、公共事业等消费群体,集中在四五六线城市,以及三线城市城乡结合带。

国内皮卡目前从需求端主要以商用车属性为主,以从事工程建设、批发零售、农副水产行业的用户为主,此类需求与国家基础设施投资息息相关。

图表16 皮卡消费用户从事行业分布



资料来源:乘联会, 平安证券研究所

而目前限制皮卡的因素在于:

- 1) 皮卡兼具乘用车的舒适性和货车的功能性,但是目前来看皮卡的乘用车属性由于限行、年检、限速等政策限制并不是很明显。
- 2) 对于目前的主流皮卡消费者,由于皮卡对外观、安全、舒适度更加重视,所以其购买成本要比货车比如微卡、微面更高,而且相比微面,皮卡不能进城,其经济性不一定好。

但是随着政策的解禁和经济的不断发展,我们认为从需求端来看,皮卡行业存在两个机会:

- 1) 在商用车市场,作为生产资料,存在对微面、微卡的替代升级

对于经济水平较高的消费者，有一定的意愿从微客、微面等低价格产品升级到皮卡产品，其拥有更好的安全性和舒适性，并且随皮卡解禁，皮卡可以合法在城内运输货物。

皮卡预计会部分取代这 2 类车型，相对应的产品是 5-10 万的中低端皮卡、单排皮卡、电动皮卡等。

从这个角度来测算，国内目前微客年销量合计 43 万辆，微型货车年销量合计 65 万辆，假设其中有 20% 以上的销量升级为皮卡，则皮卡新增的年需求约为 20 万辆以上。

图表17 客商两用主要车型种类及价格带分布



微型客车	微型货车	皮卡
价格：4-6 万元	价格：2-4 万元	价格：5-20 万

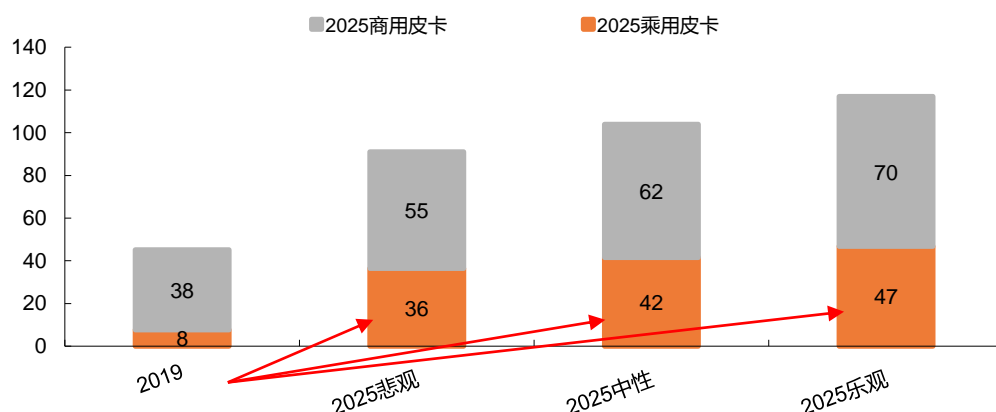
资料来源:皮卡车市、汽车之家、平安证券研究所

在乘用车市场，随皮卡解禁路权放开，进城限制、高速限速、年检限制等政策放开，皮卡有望成为多用途乘用车，满足泛户外人群和城市私营企业主的需求。皮卡有望拓展到 1~3 线城市消费人群，比如长三角、珠三角、山东、河南等地，成为多功能用途乘用车，既具备 SUV 的越野性又具备不错的装载性。满足城市中收入较高的泛户外人群和私营企业主的需求，对应价格 10 万以上的高端皮卡、电动皮卡等，估计新增年需求 30 万辆以上。

中性预测未来 5 年皮卡行业将保持年复合约 15% 的增速，2025 年销量有望达 104 万辆，市场渗透率约为 3.6%（汽车行业整体销量按照复合增长率 2% 来测算），较目前规模有翻倍空间。

图表18 2025 年国内皮卡行业销量

单位：万辆



资料来源:平安证券研究所

二、长城当之无愧真龙头、引领皮卡乘用化

公司是国内皮卡龙头企业，连续 22 年保持销量第一。1996 年长城第一款皮卡迪尔下线，搭载了长城自己研发的柴油发动机，价格为 6 万元左右，主打性价比路线；2001 年契合市场趋势上市第二款皮卡长城赛铃，丰富了产品型谱；2006 年风骏皮卡下线，积极突破海外市场。2010 年皮卡年销量突破 10 万，成为国内当之无愧的龙头皮卡企业，2018 年皮卡品牌正式独立。

公司之所以一直稳居国内皮卡行业龙头，主要是由于：

- 1)在公司皮卡发展的历史过程中，长城的质量文化给长城的皮卡品牌做了最好的宣传,为公司皮卡份额的提高做了最好的铺垫，同时皮卡市场规模较小发展受限，外资品牌及内资国企投入意愿较低。
- 2)公司在发动机、变速箱等核心零部件上持续投入，在皮卡的动力总成上相比其他自主品牌皮卡企业具备更优异的质量和性价比，并且公司在柴油机+汽油机上都具备技术优势，这也是内资竞争对手所不具备的，我们并不担忧其他自主品牌产品的推出会对侵蚀长城皮卡份额。

2.1 乘用车领域积累深厚、炮开启国内皮卡乘用化时代

长城汽车深耕乘用车领域多年，具有其它国内皮卡对手难以超越的护城河。

- 作为拥有领先技术的龙头乘用车企，可以更有效的将高端乘用车的智能化、网联化、电气化等功能全部应用到皮卡，提高乘用属性，可以快速实现皮卡跨级变革，比如炮的乘用系列占炮销量一半以上。此外，通过将皮卡零部件与乘用车共用，公司车型在技术储备上更具有竞争优势，同时在采购供应链上可以形成规模效应，成本更加优化。

目前国内皮卡 TOP5 品牌中，其中具备第一梯队乘用车企技术背景的企业只有长城、郑州日产、长安汽车 3 家，TOP10 品牌中只有 4 具备乘用车企技术背景，长城汽车在皮卡乘用化上优势明显。

- 其次公司在渠道上具备强大优势，长城皮卡的销售网络和哈弗销售网络共网，目前公司共有 800 家哈弗一级网点，还有众多二级网点，大约 100 家左右皮卡专营店，皮卡拥有共计 2000 家以上的服务网点，在海外部署了 500 多家的销售网点。其他皮卡品牌比如江铃皮卡只有 85 家经销商，郑州日产只有 27 家经销商，五十铃皮卡只有 40 家经销商，品牌的销量规模太小，无法支撑高品质管理优秀的经销商集团加入，经销商规模普遍偏小且比较分散。长城的皮卡销售渠道是其它对手难以逾越的竞争壁垒之一。
- 公司资金实力雄厚，近年来显著加大了在皮卡领域的投入。

2018 年 9 月 28 日推出“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。

战略一，南北布局。在制造方面，长城皮卡将继续优化保定工厂，同时加快重庆新工厂建设，形成纵贯南北生产布局体系。重庆工厂采用柔性生产线，不仅技术先进，同时也将是国内践行绿色环保的样板工厂。

战略二，产品领先。长城皮卡将向市场投放“5+N”款全新产品，挺进“多用途、电动化、网联化、定制化”的皮卡时代。

战略三，无忧服务。长城皮卡从选车无忧、购车无忧、用车无忧和同行无忧四方面优化服务，覆盖用户从看车选车到有车生活的全生命周期服务。

战略四，“5+e”渠道。长城皮卡提出打通线上、线下购车通道，建立“5+e”销售渠道，为客户提供便捷的购车通路。

战略五，多元化营销。根据用户需求正向多样化、多用途发展的趋势，长城皮卡将针对不同客户的需求，提供定制化的产品和对应的销售服务模式。

战略六，164 海外战略。“1”是一个目标——继续巩固海外中国皮卡领军品牌地位；“6”是海外市场规划格局，继续巩固长城皮卡在欧洲、澳洲、南美的市场地位，继续开拓东南亚、中东、北非等市场区域，进一步完善海外市场的全面布局，成为“一带一路”上中国品牌中的排头兵；“4”是指4个领先，即产品领先、销量领先、品牌领先和服务领先。

目前公司皮卡产品主要包括风骏系列（风骏 5、风骏 6、风骏 7）、长城炮等 4 款车型。

图表19 公司主要皮卡车型及价格区间 单位：万元

车型	发动机	变速箱	价格区间
长城炮	2.0T	6MT/8AT	7.78-13.98
风骏 7	2.0T	6MT	6.68-12.28
风骏 6	2.0T/2.4L	5MT/6AT	5.68-8.78
风骏 5 经典版	2.4L	5MT/6AT	6.88-11.28

资料来源:汽车之家、平安证券研究所

作为长城皮卡“5+N”产品布局及新战略发布后的首款新车，风骏 7 在一定程度上蕴含着长城皮卡未来的发展方向，是中国首款互联网皮卡。

2019 年长城推出高端皮卡炮，定位中型皮卡，共计推出三个品类车型，分别为乘用皮卡、商用皮卡和越野皮卡，目前炮乘用系列占炮全部车型销量的一半。炮搭载采埃孚 8AT 变速箱（2019 年首次搭载于国内皮卡车型），采用多连杆后悬架（一般皮卡车型采用的是钢板弹簧悬架，炮乘用版是国内唯一搭载五连杆后悬架的车型），并配有 ACC 自适应巡航、自动驻车、方向盘加热、自动泊车、远程遥控启动、控制空调、油量检测以及智能语音控制系统等配置，依靠该系列产品打造集轿车、SUV、旅行车以及轻型货车为一体的家庭万能车。

炮基于全新皮卡平台 p71 打造，p71 平台脱胎于哈弗 H9，动力、传动、前后悬挂通用，平台共享战略可以大幅降低炮的零部件开发成本。

2019-2021 年长城皮卡计划推出 5 款新品和 N 款改装车，在 6-10 万投放高性价比产品，在 10-20 万未来增速最快的销量区间，投放乘用化高端产品，后续公司还会基于 p71 平台拓展更大尺寸的全尺寸皮卡以及更小尺寸的皮卡。

图表20 5+N 战略首款新车风骏 7



资料来源:汽车之家、平安证券研究所

图表21 炮多项参数指标优势凸显

参数	长城炮	丰田纳瓦拉	上汽大通 T70
价格	9.78-15.98 万	13.98-19.58 万	10.88-20.48 万
长度(mm)	5410	5266	5365
宽度(mm)	1934	1850	1900
高度(mm)	1886	1790	1809
轴距(mm)	3230	3150	3155
发动机	2.0T	2.5L	2.0T
能源类型	汽油、柴油	汽油	汽油、柴油
最大马力 ps	190	193	163
最大扭矩 nm	360	245	375
变速箱	6MT 8AT	6MT	6MT 6AT 8AT
前悬架类型	双叉臂式独立悬挂	双叉臂独立悬挂	双叉臂螺旋独立悬架
后悬架类型	多连杆悬架	钢板弹簧	全渐变式钢板弹簧非独立悬架

资料来源:汽车之家、平安证券研究所

新能源上，公司预计 2020 年推出两款电动版商用皮卡，一款 350 公里续航，一款达到 500 公里续航，2023 年预计会运营氢能源动力。

2.2 立足国内，有望进军东南亚、南美市场

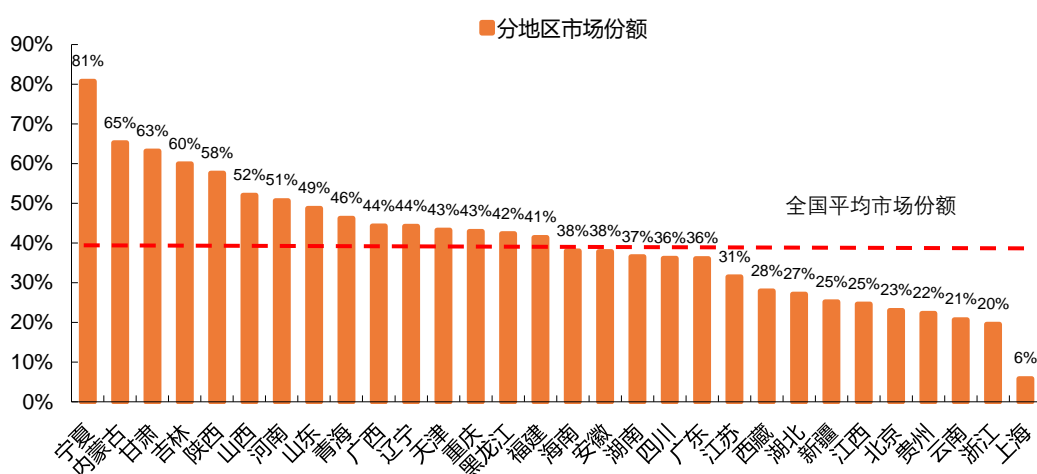
长城皮卡基地立足保定，其在华北、东北、西北地区的市占率普遍高于全国平均水平，而在西南、华东、华中地区的市占率相对偏低，公司通过布局浙江平湖基地、重庆基地，辐射西南、华东区域皮卡市场，进一步提高在这些地区的市场份额，我们认为未来几年将会迎来较好的窗口期，公司在国内市场份额还将不断提高。

图表22 长城皮卡产能布局

产能基地	车型	产能	投资额	投产时间
重庆永川工厂	炮系列	10-15 万	45 亿元	2019 年已投产
浙江平湖基地	风骏系列、炮系列	2 万	110 亿	2022 年
河北保定基地	风骏系列	15 万	-	已投产

资料来源:长城汽车官网、皮卡网、平安证券研究所

图表23 2019 年长城皮卡分地区市场份额



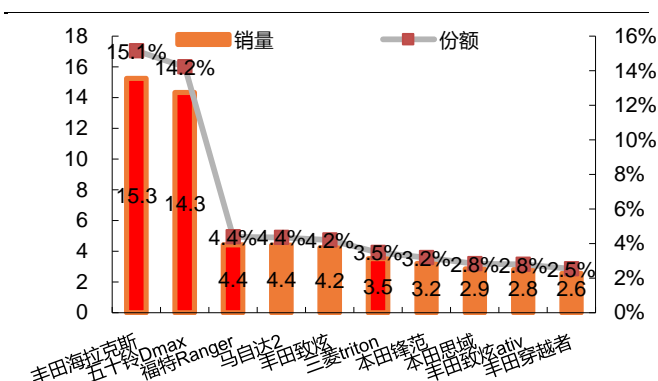
资料来源:皮卡车市、平安证券研究所

进军东南亚市场: 东南亚是皮卡重要市场之一, 其中泰国皮卡市场规模较大, 皮卡在泰国的销售占比达 40%以上, 年销量约为 40 万辆, 泰国皮卡文化浓厚, 无任何限行政策, 其中丰田、三菱和五十铃是泰国皮卡市场的三巨头, 其合计市场份额约为 75%。

长城汽车 2019 年计划收购通用汽车的泰国罗勇府制造工厂, 年产能 13.5 万辆, 收购前已经生产近 140 万整车, 包括仍在产的雪佛兰皮卡、SUV 在内的多款车型。双方计划在 2020 年底完成交易和最终移交。借助此生产基地公司发力泰国皮卡市场 (与国内体量基本相同), 辐射东南亚市场, 在海外有望斩获皮卡增量, 目前投产车型仍还在规划当中, 我们预计炮将先行投产。

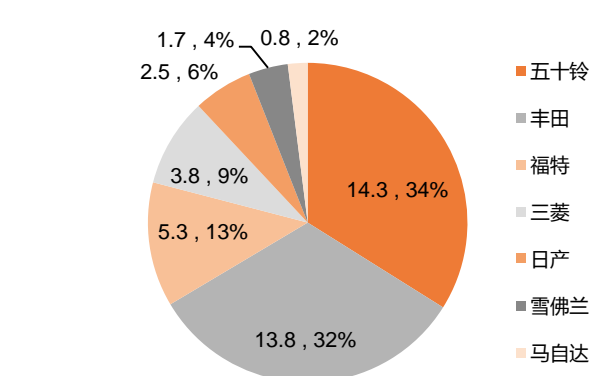
2019 年公司皮卡出口销量仅为 1.8 万辆, 占皮卡总销量的 12%, 随公司海外皮卡战略推进, 泰国工厂的落地投产以及其他地区比如南美生产基地可能落地, 预计 2025 年公司在海外的皮卡销量有望到 6 万台。

图表24 泰国 2019 销量前十车型皮卡占 4 席 单位：万辆



资料来源:卡车之家, 平安证券研究所

图表25 泰国 2018 年皮卡分品牌份额 单位：万辆



资料来源:卡车之家, 平安证券研究所

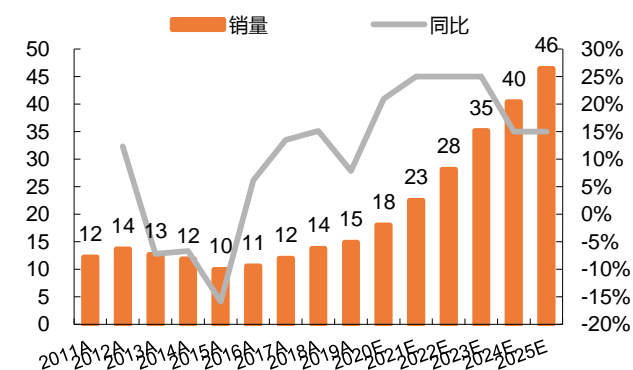
三、盈利预测与投资建议

总体而言,我们认为国内皮卡行业在政策放开的大背景下,乘用车及商用新增需求双轮驱动行业高增长,未来5年皮卡年产销规模将翻番至100万辆以上,皮卡渗透率从目前的1.8%提升到3.6%。

长城汽车二十多年来稳居国内皮卡龙头地位,具备较高品牌价值和稳定的市场份额,且份额遥遥领先于对手。公司具备深厚的乘用车技术积累+庞大的经销渠道+雄厚资金实力加持下的高投入,炮引领皮卡乘用车化,长城汽车进入皮卡战略布局期、5+N立足国内进军东南亚市场。随着皮卡产品持续升级,长城皮卡份额在国内还有较大提升空间,海外皮卡销量有望5年翻两番,公司皮卡业务盈利能力稳定且高于公司平均水平。随公司皮卡推出高端产品和出口海外,我们预计皮卡单车均价有18%以上的提升空间。预计公司皮卡2025年销量有望达46万辆,贡献净利润57亿元左右。

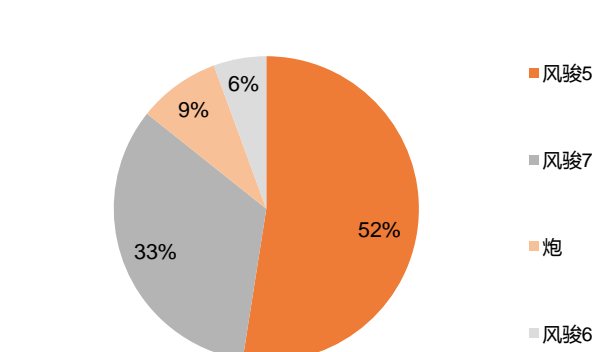
维持公司业绩预测为2019-2021年净利润为45.0亿、44.9亿、54.7亿,其中皮卡利润占比依次为27%、43%、52%。若考虑皮卡业务五年内带来的利润增量贡献,公司目前市值偏低。但考虑年内公司业绩受疫情影响有明显承压,维持“推荐”评级。

图表26 长城皮卡销量及预测 单位：万辆



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

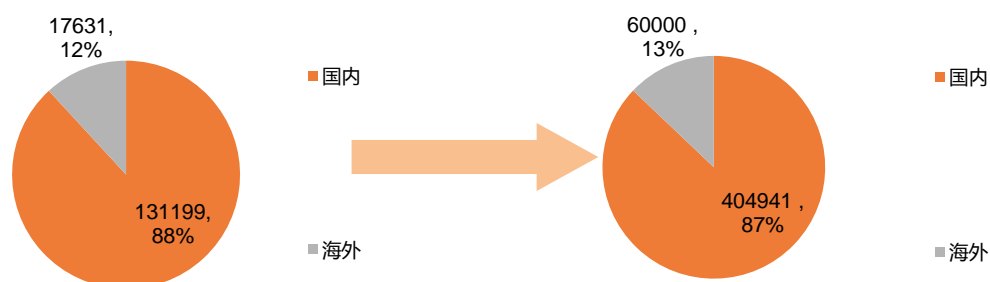
图表27 长城皮卡 2019 年分车型销量分布



资料来源:卡车之家, 平安证券研究所

图表28 长城皮卡国内、海外销量分拆

单位：辆



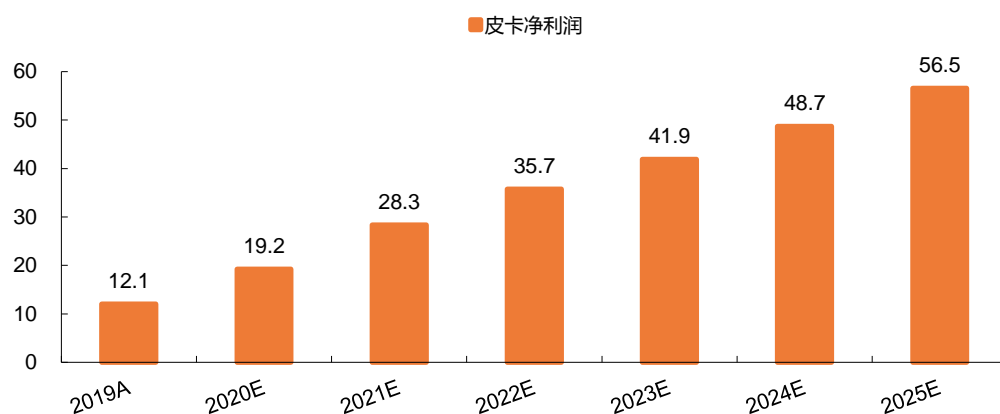
2019 年

2025 年

资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表29 长城皮卡净利润贡献预测

单位：亿元



资料来源:平安证券研究所

四、风险提示

- 1) 皮卡政策不及预期, 皮卡解禁政策时点不及预期, 各地方对皮卡态度不一, 需要协调多个部门实现皮卡管理统一, 政策有不及预期风险;
- 2) 皮卡行业竞争加剧, 皮卡行业迎来增长, 多家皮卡企业加快新车型的推出, 皮卡市场竞争有加剧风险;
- 3) 海外市场波动风险, 公司在海外收购基地面向全球市场, 存在前期资本开支较大、管理难度高等风险, 恐影响皮卡盈利能力。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	66126	76864	74971	86176
现金	7682	16749	13991	22556
应收票据及应收账款	3343	4346	5650	7345
其他应收款	652	299	683	349
预付账款	441	551	473	604
存货	4445	5354	4611	5758
其他流动资产	49563	49563	49563	49563
非流动资产	45674	42619	41379	40620
长期投资	0	16	19	24
固定资产	28994	26485	25328	24456
无形资产	5244	5653	6085	6554
其他非流动资产	11436	10466	9947	9585
资产总计	111800	119483	116350	126795
流动负债	54618	60908	56006	63824
短期借款	12800	12800	12800	12800
应付票据及应付账款	29402	30491	30414	32960
其他流动负债	12417	17617	12793	18064
非流动负债	4493	4024	3574	3129
长期借款	2158	1688	1238	793
其他非流动负债	2336	2336	2336	2336
负债合计	59112	64932	59580	66953
少数股东权益	164	176	192	216
股本	9127	9127	9127	9127
资本公积	1411	1411	1411	1411
留存收益	42249	45253	48119	51531
归属母公司股东权益	52525	54375	56578	59627
负债和股东权益	111800	119483	116350	126795

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	19698	11098	1872	14054
净利润	5248	4510	4501	5491
折旧摊销	3882	2820	2916	3099
财务费用	-494	-556	382	467
投资损失	-219	-132	-126	-150
营运资金变动	9625	4427	-5767	5178
其他经营现金流	1656	30	-34	-31
投资活动现金流	-10040	337	-1516	-2158
资本支出	6662	-3070	-1244	-765
长期投资	-4224	-16	-6	-5
其他投资现金流	-7601	-2749	-2766	-2927
筹资活动现金流	-6501	-2368	-3114	-3331
短期借款	-238	0	0	0
长期借款	1734	-470	-450	-445
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-7997	-1898	-2664	-2886
现金净增加额	2771	9067	-2758	8565

利润表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	97800	95108	98188	103189
营业成本	81481	79684	81031	84316
营业税金及附加	3627	3167	3234	3398
营业费用	4575	3897	3977	4179
管理费用	1676	1955	1964	2064
研发费用	1743	2716	2769	2910
财务费用	-494	-556	382	467
资产减值损失	137	136	222	175
其他收益	176	543	0	0
公允价值变动收益	-140	-73	-9	-12
投资净收益	219	132	126	150
资产处置收益	58	43	43	43
营业利润	6232	4753	4769	5860
营业外收入	253	342	309	324
营业外支出	8	18	20	15
利润总额	6477	5077	5057	6169
所得税	1229	567	556	679
净利润	5248	4510	4501	5491
少数股东损益	40	13	16	24
归属母公司净利润	5207	4497	4485	5467
EBITDA	11047	8369	8336	9530
EPS (元)	0.57	0.49	0.49	0.60

主要财务比率

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入(%)	-2.7	-2.8	3.2	5.1
营业利润(%)	6.5	-23.7	0.3	22.9
归属于母公司净利润(%)	3.6	-13.6	-0.3	21.9
获利能力				
毛利率(%)	16.7	16.2	17.5	18.3
净利率(%)	5.3	4.7	4.6	5.3
ROE(%)	10.0	8.3	7.9	9.2
ROIC(%)	8.3	6.9	6.6	7.6
偿债能力				
资产负债率(%)	52.9	54.3	51.2	52.8
净负债比率(%)	18.2	0.5	4.5	-10.8
流动比率	1.2	1.3	1.3	1.4
速动比率	0.3	0.4	0.4	0.5
营运能力				
总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	3.7	3.7	3.7	3.7
应付账款周转率	2.7	2.7	2.7	2.7
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.57	0.49	0.49	0.60
每股经营现金流(最新摊薄)	2.16	1.22	0.21	1.54
每股净资产(最新摊薄)	5.75	5.96	6.20	6.53
估值比率				
P/E	14.1	16.3	16.4	13.4
P/B	1.4	1.3	1.3	1.2
EV/EBITDA	7.2	8.4	8.8	6.7

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2020 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层 邮编：518033	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼 邮编：200120 传真：(021) 33830395	北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层 邮编：100033