

皮卡创新高，傲立车市寒冬

——汽车行业 事件点评

2019年01月15日

看好/维持

汽车

事件点评

陆洲	分析师	执业证书编号：S1480517080001
	luzhou@dxzq.net.cn	010-66554142
刘一鸣	研究助理	
	liu_ym@dxzq.net.cn	010-66554026

事件：

2018年全国销售国产皮卡44.8万辆，同比增长9.1%，超越2013年的43万辆，创造历史新高。横向比较，皮卡同比增速明显领先于绝大多数汽车细分领域。行业内部，长城汽车、江铃汽车和郑州日产位于行业前三（考虑长安汽车报表中的江铃业务则长安排在第二）。出口方面，前六车企出口销量同比增长约33.5%，出口占产量比例为9%，均在汽车各细分领域中明显领先。

图1:2018年汽车各细分市场销量及历年增速，深红色为当年最热，深绿色为当年最冷

	2018年销量	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
汽车	28,080,000	7%	45%	32%	3%	4%	14%	7%	5%	14%	4%	-2.9%
乘用车	23,212,000	7%	53%	33%	5%	7%	16%	10%	7%	15%	2%	-4.1%
轿车	11,560,000	7%	48%	27%	7%	6%	12%	3%	-6%	4%	-2%	-2.6%
SUV	9,950,700	25%	47%	100%	23%	24%	50%	36%	52%	44%	14%	-3.1%
MPV	1,715,700	-13%	26%	79%	12%	-1%	165%	47%	9%	20%	-17%	-17.7%
商用车	3,707,400	5%	26%	30%	-6%	-6%	7%	-7%	-9%	6%	15%	3.3%
货车	3,216,300	7%	29%	31%	-8%	-7%	5%	-9%	-10%	9%	18%	3.8%
重卡	1,150,000	13%	17%	60%	-13%	-28%	22%	-4%	-27%	34%	53%	2.0%
中卡	175,700	-9%	22%	5%	7%	-1%	-1%	-15%	-18%	13%	9%	-28.8%
轻卡(含皮卡)	1,890,500	7%	32%	26%	-4%	-2%	4%	-13%	-6%	-1%	13%	8.6%
皮卡	448,000	8%	29%	48%	4%	6%	3%	-6%	-18%	5%	18%	9.3%
客车	491,100	-5%	7%	25%	10%	4%	10%	6%	2%	-10%	-4%	-6.0%
大客	151,000	9%	8%	49%	6%	8%	2%	4%	3%	2%	2%	-13.2%
中客	并入大客	-1%	10%	8%	1%	0%	-2%	-14%	0%	29%	-15%	N/A
轻客	340,200	-9%	6%	27%	14%	4%	14%	12%	-1%	-18%	-1%	-2.4%
微卡	1,118,200	11%	41%	21%	-20%	9%	-1%	1%	3%	11%	-5%	-0.4%

资料来源：中汽协；乘联会；东兴证券研究所

观点：

1. 消费升级+促进小微+轻卡松绑助皮卡销量跑赢大市

近年中小城镇和农村的消费升级助推原有微面、微卡消费者新购或升级皮卡以满足个体运输的需求。而2018年年中以来乘用车销量下滑，主要是受经济预期下滑和房贷挤压影响，对皮卡的潜在消费者影响非常有限。随着国家确认进一步助力小微经济，结合对4.5吨以下轻卡办证和管理要求的放松，皮卡的消费能力将得到释放，后市继续看好。

2. 长城再拔头筹，江铃与郑州日产地位稳固，长安或成后起之秀

2018年长城汽车皮卡销售13.8万辆，市占率为31%左右，稳居头名；江铃汽车本部皮卡销量7.3万辆，江西五十铃销售皮卡3.6万辆，合计份额24%；郑州日产销售4.4万辆，市场份额10%。皮卡市场CR10为96.3%，

总体格局较为稳定。

销量前 10 的企业中，全年销量同比增速最快的为上汽大通 (+97%)、郑州日产 (+52%)、江西五十铃 (+33%) 和长安汽车 (+22%)；十二月销量同比增速最快的是江西五十铃、长安汽车和郑州日产。另有东风汽车十二月势头较猛。

表 1：全国皮卡销量排名（按车企）

	2018 销量	2017 销量	全年同比增速	2018.12 同比增速
长城汽车	138,000	119,844	15.2%	-2.9%
江铃汽车	72,775	72,205	0.8%	13.9%
郑州日产	43,775	28,881	51.6%	25.7%
江西五十铃	36,376	27,430	32.6%	69.1%
中兴汽车	30,876	40,627	-24.0%	-65.0%
江淮汽车	28,313	25,006	13.2%	2.1%
上汽大通	22,541	11,455	96.8%	8.0%
福田汽车	18,307	20,660	-11.4%	13.0%
长安汽车	12,707	10,385	22.4%	67.7%
东风汽车	3,012	1,371	119.7%	53.0%
全国	447,985	410,665	9.1%	3.5%

资料来源：中汽协；东兴证券研究所

考虑到股权关系，2018 年皮卡销量在总销量中占比最高的上市公司为江铃汽车 (25.5%)、长城汽车 (13.1%) 和江淮汽车 (6.1%)。除此之外，皮卡在长安汽车 (5%)、东风汽车 (2%) 上市公司中的地位也越发重要。

表 2：皮卡销量在各上市公司中的占比

车企（含重复计算）	皮卡销量		全部车型销量		皮卡业务占比	
	2018	2017	2018	2017	2018	2017
长城汽车	138,000	119,844	1,053,039	1,070,161	13.1%	11.2%
长安汽车	85,482	82,590	2,137,785	2,872,456	4.0%	2.9%
江铃汽车	72,775	72,205	285,066	310,028	25.5%	23.3%
东风集团股份	43,775	28,881	3,052,172	3,284,238	1.4%	0.9%
江淮汽车	28,313	25,006	462,447	510,892	6.1%	4.9%
上汽集团	22,541	11,455	7,051,734	6,930,123	0.3%	0.2%
福田汽车	18,307	20,660	545,007	600,816	3.4%	3.4%
东风汽车	3,012	1,371	154,017	189,522	2.0%	0.7%

资料来源：中汽协；各公司公告；东兴证券研究所

此外，我们注意到政策的波动催化北京皮卡市场爆发。长期以来，北京地区的皮卡销量微小，2018 年 1~6 月份月均仅 300 余辆。然而 2018 年下半年随着进京证政策的趋严，皮卡成为一部分五六环之间的居民解决出行问题的工具，销量迎来爆发。2018 年 11 月北京皮卡销量占到了全国的 1/3。2019 年北京皮卡摇号的政策并未如传说的版本推出，皮卡或将成为大城市周边居民代步载货的另一选择。

长安汽车凭借性价比较高 5 万元左右的低端汽油皮卡，在北京这一异军突起的皮卡市场取得了近 1/4 的份额。未来长安能否把在北京的成功向其他区域复制值得关注。

结论：

消费者选车、出行方式日趋多元化，长期来看皮卡将成为城市周边居民代步载货的另一选择。同时，随着中国品牌全球影响力的逐步提升，海外市场变成越发重要。上汽集团（上汽大通）和福田汽车的皮卡海外销量占比都达到了30%以上，上汽集团2018年出口增速更是超过200%。建议关注长城汽车、江铃汽车、长安汽车和上汽集团。

风险提示：

皮卡限行政策出现反复；宏观经济大幅低于预期。

分析师简介

陆洲

北京大学硕士，军工行业首席分析师。曾任中国证券报记者，历任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师，华商基金研究部工业品研究组组长，2017年加盟东兴证券研究所。

研究助理简介

刘一鸣

清华大学学士，美国达特茅斯学院硕士，7年国内外汽车零部件行业项目管理及技术开发经验。2018年加入东兴证券，从事汽车行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。