

长城汽车 (601633)

汽车

发布时间: 2020-09-08

证券研究报告 / 公司深度报告

买入

上次评级: 买入

皮卡龙头地位稳固, 蓝海市场空间广阔

长城汽车深度报告系列之(二)——皮卡篇

报告摘要:

在此前的发展过程中由于受到政策的影响, 我国皮卡行业当前的需求总量较低, 结构以商用为主。在发展的过程中, 皮卡在我国由于受到政策的影响, 逐渐失去乘用车的消费属性, 转而被赋予商用车的性质。因此, 目前我国皮卡的需求总量较低, 年市场空间在 40 万辆左右; 在需求结构上, 工具车、商乘两用和市政用车的需求占到总需求的 95% 以上, 主要应用场景包括工程建设、农业生产、个体商户货物运输、水电煤和通信抢修以及城市执法管理等。

在政策解禁的大背景下, 皮卡在商用领域和乘用化领域均将迎来新一轮的发展, 潜在空间巨大。在商用领域, 随着后续皮卡在政策上陆续解禁, 有望进一步实现对微客、轻客、微卡和轻卡需求的替代, 潜在替代空间超过 75 万辆。在乘用化领域, 我国皮卡的乘用化趋势目前也已经非常明显, 随着后续政策端的持续解禁、供给端优质产品的驱动以及居民消费理念的转变, 乘用化皮卡的销量水平有望更上一个台阶, 而且相比商用皮卡, 乘用化皮卡未来的发展空间更加广阔, 将使我国皮卡行业总的市场空间实现进一步扩容。此外, 对标美国等海外成熟皮卡市场的需求总量和需求结构, 同样表明我国皮卡行业未来的发展空间广阔, 乘用化需求的发展潜力巨大。

长城作为国产皮卡龙头, 将深度受益我国皮卡行业的新一轮发展和扩容。长城作为我国皮卡行业的龙头企业, 经过二十余年的发展, 在品牌形象、产品布局、技术研发、生产制造以及渠道能力等方面构筑起了宽广的护城河, 相较于竞争对手具有明显的领先优势, 龙头地位稳固。后续, 随着政策端的不断放松和解禁, 我国皮卡行业的市场空间将实现大幅增长, 公司作为行业龙头也将深度受益。

盈利预测及评级: 预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 51.82 亿、64.72 亿、80.48 亿, EPS 分别为 0.56 元、0.71 元、0.88 元, 市盈率分别为 28.95 倍、23.18 倍、18.64 倍, 维持“买入”评级。

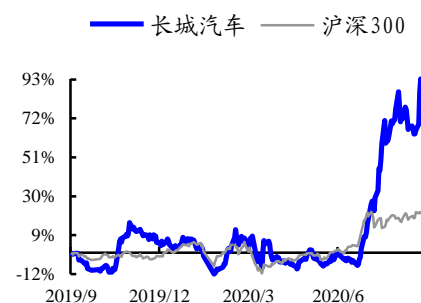
风险提示: 宏观经济不及预期, 公司整车销量不及预期。

股票数据

2020/9/7

6 个月目标价 (元)	20.00
收盘价 (元)	16.35
12 个月股价区间 (元)	7.40 ~ 16.78
总市值 (百万元)	150,037
总股本 (百万股)	9,177
A 股 (百万股)	6,077
B 股/H 股 (百万股)	0/3,100
日均成交量 (百万股)	38

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	12%	106%	101%
相对收益	13%	90%	83%

相关报告

- 《长城汽车 (601633.SH): Q2 业绩大幅改善, 新平台助力强产品周期开启》 --20200830
- 《销量增长叠加结构优化, 公司二季度业绩超预期》 --20200724
- 《长城汽车 (601633.SH): 无惧低谷苦修内功, 自主龙头强者恒强》 --20200714
- 《6 月整车同比保持增长, 皮卡炮销量再创新高》 --20200709

证券分析师: 李恒光

执业证书编号: S0550518060001
021-20363210 lihg@nesc.cn

证券分析师: 刘力宇

执业证书编号: S0550520080004
021-20363250 liuly@nesc.cn

财务摘要 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	99,230	96,211	98,260	111,901	123,615
(+/-)%	-1.92%	-3.04%	2.13%	13.88%	10.47%
归属母公司净利润	5,207	4,497	5,182	6,472	8,048
(+/-)%	3.58%	-13.64%	15.23%	24.89%	24.36%
每股收益 (元)	0.57	0.49	0.56	0.71	0.88
市盈率	9.87	18.06	28.95	23.18	18.64
市净率	0.98	1.49	2.52	2.27	2.02
净资产收益率 (%)	9.91%	8.27%	8.69%	9.79%	10.85%
股息收益率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本 (百万股)	9,127	9,127	9,177	9,177	9,177

请务必阅读正文后的声明及说明

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

目 录

1.	皮卡——兼具商用和乘用的多用途车型	5
1.1.	皮卡是兼具客货两用的车型	5
1.2.	皮卡起源于美国，中国市场则起步较晚	5
2.	我国皮卡行业的市场空间与竞争格局	6
2.1.	从总量、终端需求和分地区情况三个维度看我国皮卡行业的空间	6
2.1.1.	我国皮卡总量整体增长，但销量占比仍处低位	7
2.1.2.	我国皮卡的下游需求有哪些？	8
2.1.2.1.	当前皮卡最大的下游需求——纯工具车	8
2.1.2.2.	皮卡的特色需求——商乘两用	9
2.1.2.3.	皮卡在政府及事业单位中的需求情况	10
2.1.2.4.	皮卡的乘用化需求	12
2.1.3.	分地区看我国皮卡行业的销售情况	12
2.1.3.1.	放开皮卡进城试点省份的皮卡销量情况	13
2.1.3.2.	解禁试点以外的皮卡主销市场情况	16
2.2.	我国皮卡市场的竞争格局	19
2.2.1.	皮卡市场一超多强，长城稳坐行业龙头	19
2.2.2.	疫情下竞争优势凸显，长城皮卡的市场份额进一步提升	20
3.	我国皮卡行业未来的发展趋势和方向	21
3.1.	商用市场——皮卡将进一步替代微客、轻客、微卡和轻卡的需求	21
3.2.	乘用市场——乘用化将为皮卡打开更加广阔的市场空间	23
3.2.1.	我国皮卡行业的乘用化趋势已初见端倪	23
3.2.2.	皮卡乘用化能走多远？——决定我国皮卡乘用化发展的三个因素	24
3.2.2.1.	政策端：皮卡解禁正在稳步推进	24
3.2.2.2.	供给端：各大厂商均在加大乘用化皮卡的产品布局	27
3.2.2.3.	需求端：皮卡消费理念的转变是“政策端放开+供给端驱动”的自然结果	27
3.3.	对标海外——从美国皮卡市场的情况看中国皮卡行业的发展趋势	28
4.	长城皮卡的护城河是什么？	31
4.1.	品牌——发展历史悠久，龙头地位稳固	31
4.2.	产品——产品线布局完善，产品力和竞争力突出	32
4.3.	技术——自主龙头苦练内功，技术研发行业领先	34
4.4.	生产——南北产能战略布局，进一步增强重要市场的辐射能力	35
4.5.	渠道——强大的销售和服务网络形成了领先的渠道优势	36
5.	盈利预测和估值评级	37
6.	风险提示	38

图表目录

图 1: 典型的皮卡车型: 福特 F-150 皮卡.....	5
图 2: 1925 年福特推出的 Model T 皮卡.....	6
图 3: 2018 年全球各地区皮卡销量占比情况.....	6
图 4: 保定汽车制造厂生产的我国第一辆具有自主知识产权的皮卡.....	6
图 5: 我国历年皮卡销量及同比增速	7
图 6: 我国皮卡销量在汽车总销量中的占比变化情况.....	8
图 7: 近年来我国建筑业总产值	9
图 8: 近年来我国建筑业施工面积.....	9
图 9: 近年来全国家庭承包耕地流转面积	9
图 10: 近年来我国农民专业合作社数量	9
图 11: 我国个体户数	10
图 12: 我国个体就业人数	10
图 13: GDP: 不变价: 批发和零售业	10
图 14: 我国城市供水管道长度	11
图 15: 我国城市排水管道长度	11
图 16: 我国 35 千伏及以上输电线路回路长度	11
图 17: 我国城市燃气管道长度	11
图 18: 我国移动电话基站数量	11
图 19: 我国新建 5G 基站数量预测.....	11
图 20: 皮卡的改装方案.....	12
图 21: 2019 年我国皮卡分省份销量情况 (单位: 辆)	13
图 22: 云南地形地貌复杂, 以山地、丘陵为主.....	14
图 23: 云南省近年皮卡销量情况 (单位: 辆)	14
图 24: 河北、河南以及辽宁均拥有皮卡制造企业	15
图 25: 河北省近年皮卡销量情况 (单位: 辆)	15
图 26: 河南省近年皮卡销量情况 (单位: 辆)	15
图 27: 辽宁省近年皮卡销量情况 (单位: 辆)	15
图 28: 湖北省近年皮卡销量情况 (单位: 辆)	16
图 29: 新疆近年皮卡销量情况 (单位: 辆)	16
图 30: 四川地形复杂, 同样以山地和丘陵为主.....	16
图 31: 四川省近年皮卡销量情况 (单位: 辆)	16
图 32: 广西为农业大省, 第一产业比重高于全国	17
图 33: 广西省近年皮卡销量情况 (单位: 辆)	17
图 34: 贵州的地形以高原山地为主	17
图 35: 贵州省近年皮卡销量情况 (单位: 辆)	17
图 36: 山东省近年皮卡销量情况 (单位: 辆)	18
图 37: 广东省近年皮卡销量情况 (单位: 辆)	18
图 38: 北京市皮卡月度销量 (单位: 辆)	19
图 39: 我国皮卡分厂家销量 (单位: 万辆)	19
图 40: 我国皮卡市场主要厂商市占率变化情况.....	20
图 41: 2019 年我国皮卡行业各厂商市场份额	20
图 42: 2020H1 皮卡分厂家月度销量 (单位: 万辆)	20
图 43: 2020H1 我国主要皮卡厂家月度市占率	20

图 44: 微客: 五菱荣光.....	21
图 45: 轻客: 福特全顺.....	21
图 46: 微卡: 五菱之光载货车.....	21
图 47: 轻卡: 江淮骏铃 V5 载货车.....	21
图 48: 我国历年微客销量情况 (单位: 万辆).....	22
图 49: 我国历年轻客销量情况 (单位: 万辆).....	22
图 50: 我国历年微卡销量情况 (单位: 万辆).....	22
图 51: 我国历年轻卡销量情况 (单位: 万辆).....	22
图 52: 决定我国皮卡乘用化发展的三大要素.....	24
图 53: 长城炮、域虎 9 与 D-MAX.....	27
图 54: 皮卡消费理念的转变是“政策端放开+供给端驱动”的自然结果.....	28
图 55: 近年美国皮卡销量情况 (单位: 万辆).....	28
图 56: 美国皮卡销量在汽车总销量中的占比.....	28
图 57: 2019 年美国全尺寸皮卡和中型皮卡销量 (单位: 万辆).....	29
图 58: 2019 年美国全尺寸皮卡和中型皮卡的市场份额.....	29
图 59: 2019 年美国销量前三名的均为全尺寸皮卡 (单位: 万辆).....	29
图 60: 2019 年美国皮卡分厂商销量 (单位: 万辆).....	30
图 61: 2019 年美国皮卡市场各厂商份额情况.....	30
图 62: 2019 年美国全尺寸皮卡市场格局.....	30
图 63: 2019 年美国中型皮卡市场格局.....	30
图 64: 长城皮卡发展历程梳理.....	31
图 65: 长城炮越野皮卡助力丈量珠峰.....	32
图 66: 长城炮与蓝天救援队合作.....	32
图 67: “坦克”定位于全球化智能专业越野平台.....	35
图 68: 长城汽车重庆智慧工厂俯视图.....	36
图 69: 长城皮卡完成了南北产能的战略布局.....	36
图 70: 长城皮卡的 5+e 渠道战略.....	36
表 1: 我国皮卡目前主要的终端需求情况.....	8
表 2: 2016 年我国开始试点放开皮卡进城限制.....	13
表 3: 2018 年 6 月办理进京证的限制加严导致北京郊区居民的外牌车辆需求转向皮卡.....	18
表 4: 商用车领域皮卡对微客、轻客、微卡和轻卡的替代空间测算 (单位: 万辆).....	23
表 5: 我国皮卡行业当前乘用化的发展情况和趋势梳理.....	23
表 6: 2019 年以来我国放开皮卡进城的相关政策梳理.....	25
表 7: 其他方面政策的变化也在改善皮卡的消费环境.....	26
表 8: 主要国产乘用化皮卡产品梳理.....	27
表 9: 主要皮卡厂家的产品线布局情况.....	33
表 10: 国内主要皮卡厂商的技术研发情况 (如果未特别说明, 则为 2019 年数据).....	34
表 11: 主要皮卡厂商的皮卡产能情况.....	36
表 12: 主要皮卡厂家的经销商和售后服务点数量及分布情况.....	37

1. 皮卡——兼具商用和乘用的多用途车型

1.1. 皮卡是兼具客货两用的车型

皮卡是一种兼具客货两用的汽车车型，其具备多样化的构造，可以广泛满足不同的下游需求。相比于轿车和 SUV，皮卡具有更强的装载能力和通过性；而相比于轻卡和微卡，皮卡又具有更强的安全性和驾驶舒适性。

在我国目前实行的汽车标准体系中，皮卡按照多用途货车进行生产管理。根据我国现行的定义标准，皮卡车主要具有以下的技术特征：1.设计和结构上主要用于运送货物，载客人数不大于 5 人（含驾驶员）；2.具有长头车身和驾驶室结构（一半以上的发动机长度位于车辆前风窗玻璃最前点以前，或转向盘的中心位于车辆总长的前四分之一部分之后）；3.具有敞开式货车车厢；4.最大设计总质量不大于 3500 千克。

图 1：典型的皮卡车型：福特 F-150 皮卡



数据来源：互联网公开信息，东北证券

1.2. 皮卡起源于美国，中国市场则起步较晚

全球第一台皮卡诞生于美国。早在 1917 年，美国的福特汽车就推出了只提供底盘的 Model T，也就是福特 Model T 皮卡的前身；到 1925 年，福特汽车发布了带有皮卡车身的 Model T，被称作“Runabout with Pickup Body”，这款车型在当时的售价仅有 281 美元，低于第三方推出车身的皮卡车型，从而极大地推动了皮卡行业的发展；1928 年，福特汽车基于 Model A 型车，进一步推出了封闭车身的皮卡车型，从而使得皮卡车型具有了不受天气影响的特质；1948 年，著名的福特汽车 F 系列皮卡诞生。

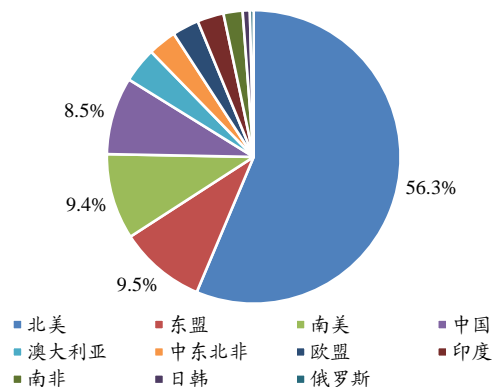
皮卡逐渐开始向全球发展延伸。由于具有非常强的实用性，并且与美国的文化特征相符合，皮卡在美国非常畅销。随着美国本土的皮卡市场持续繁荣，皮卡车型也逐渐向全球市场发展延伸。当前，从全球市场来看，北美是皮卡的核心消费市场，其皮卡销量占到全球的 56%；东盟和南美也是皮卡的主要销售市场，2018 年两者的销量均接近 60 万辆，各自占到全球皮卡市场销量的 10% 左右。

图 2: 1925 年福特推出的 Model T 皮卡



数据来源: 互联网公开信息, 东北证券

图 3: 2018 年全球各地区皮卡销量占比情况



数据来源: 互联网公开信息, 东北证券

我国的皮卡行业起步于 20 世纪 80 年代, 由于政策端的原因逐渐成为小众车型。1986 年, 中兴汽车的前身——保定汽车制造厂研发生产了我国第一辆具有自主知识产权的皮卡, 同一时期内的皮卡车型还有长城迪尔、扬子、一汽哈青等。但进入到 90 年代, 皮卡在我国被划入卡车的种类, 由于大型城市对卡车存在限行等政策, 导致皮卡的消费环境恶化, 逐渐沦为了“纯工具车”, 多用于建筑工程和农村地区。由此, 与在美国的繁荣场景不同, 由于政策的原因, 皮卡在我国汽车市场中逐渐地边缘化, 成为了小众车型。

图 4: 保定汽车制造厂生产的我国第一辆具有自主知识产权的皮卡



数据来源: 互联网公开信息, 东北证券

2. 我国皮卡行业的市场空间与竞争格局

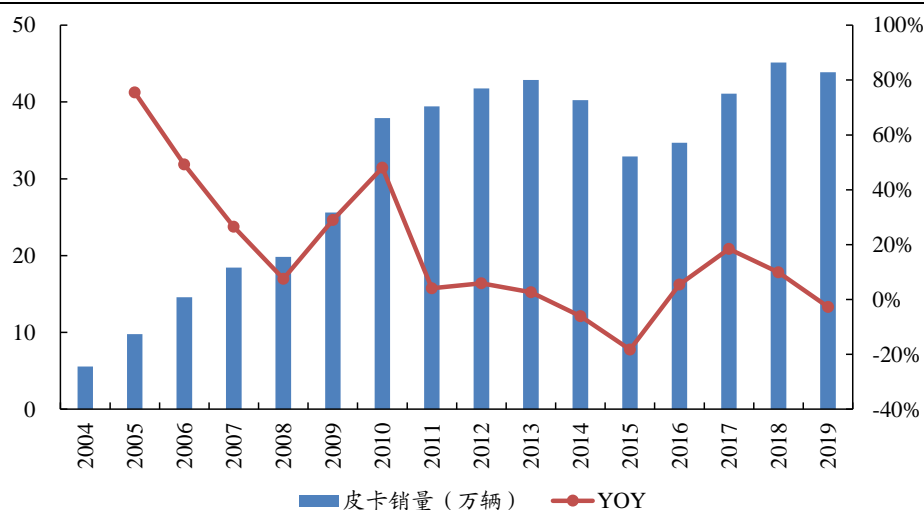
2.1. 从总量、终端需求和分地区情况三个维度看我国皮卡行业的空间

为了全方位描述我国皮卡行业的市场空间情况, 并在后文中对皮卡行业未来的发展趋势做出准确判断, 我们将从总量、分下游需求以及分地区情况三个维度来对我国皮卡行业进行探究。

2.1.1. 我国皮卡总量整体增长，但销量占比仍处低位

我国皮卡车型的销量总体保持增长，中间年份略有波动。根据乘联会的数据，我国皮卡行业的销量整体上保持着增长的趋势，从2004年的5.57万辆增长至2019年的43.89万辆，期间的复合增长率为14.75%。其中：2009年，在国家出台的“汽车下乡”政策的刺激下，我国皮卡市场开始迅速发力，当年实现全年销量25.60万辆，同比增长28.97%；2010年，“汽车下乡”政策继续发酵，使得当年皮卡行业实现销量37.90万辆，年销量首次突破30万辆，且同比增长的幅度高达48%；2011年至2013年，由于政策的退坡直至取消，叠加此前的年份透支了部分需求，导致2011-2013年皮卡行业销量增速出现下滑，基本维持在2%左右的低速增长状态，并在2013年达到了皮卡行业的销量峰值；2014年至2015年，皮卡行业销量呈现下降的趋势，2014年销量同比下降了6.13%，2015年由于国内经济增速放缓，GDP年度增速跌破7%的关口，导致当年皮卡销量出现了18.23%的同比下降；2016年至2019年，受益于国家开展放宽皮卡车进城限制试点工作，我国皮卡行业的销量重回增长轨道，从2015年的32.89万辆增长至2019年的43.89万辆，超过了此前2013年的皮卡销量高点。

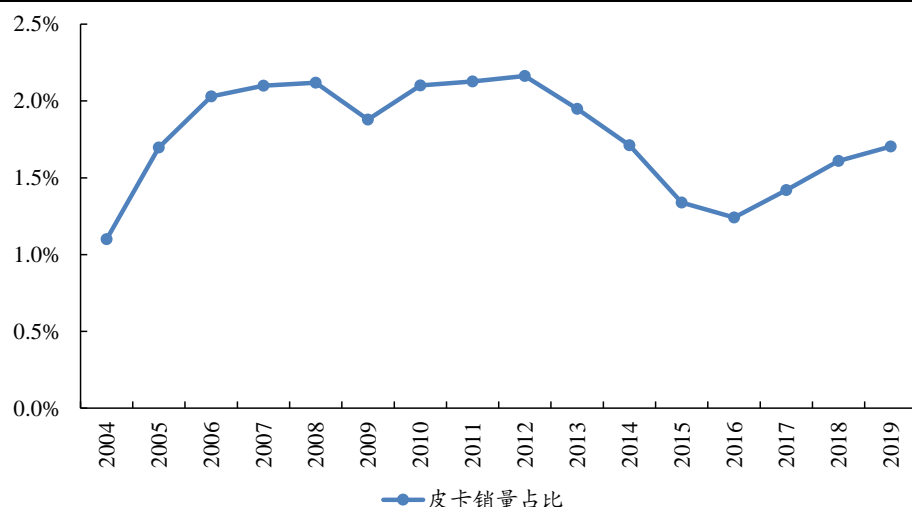
图 5：我国历年皮卡销量及同比增速



数据来源：乘联会，东北证券

近年来皮卡销量在汽车总销量中的占比不断提高，但整体仍处低位。从皮卡的销量占比方面来看，也有相同的变化趋势：2004年至2006年，皮卡行业的增长超过了整个汽车行业的增长，因此皮卡销量在汽车总销量中的占比从1.10%提升至2.03%；2007年至2012年，皮卡行业增速与整个汽车行业的增速基本保持相同，因此皮卡销量在汽车总销量中的占比也基本稳定在2%上下的水平；2013年至2016年，皮卡行业的销量下行，增速落后于汽车行业整体增速，导致皮卡销量在汽车总销量中的占比持续下行，从2013年的1.95%降至2016年的1.24%；2017年至2019年，受益于政策松绑，皮卡行业销量重回上升通道，相对应的皮卡销量在汽车总销量中的占比也从2016年的1.24%提升至2019年的1.70%；但从整体来看，皮卡销量在汽车总销量中的占比仍处于较低的水平，相比于美国和日本等市场仍有一定的差距。

图 6: 我国皮卡销量在汽车总销量中的占比变化情况



数据来源: 乘联会, 东北证券

2.1.2. 我国皮卡的下游需求有哪些?

皮卡作为商乘两用的多用途车型, 拥有着广泛的下游需求, 在这里我们将对我国皮卡的终端需求进行详细梳理, 这也是接下来判断我国皮卡行业未来发展趋势和方向的基础。

皮卡在我国主要拥有四大终端需求, 分别为: 纯工具车、商乘两用车辆、市政及事业单位用车以及乘用化需求。由于行业发展的历史原因, 目前皮卡在我国最大的下游需求为工具车, 该部分需求在当前皮卡销量中的占比约为 48%。商乘两用也是皮卡重要的下游需求, 其占比在 38% 左右。皮卡的第三大下游需求在政府及事业单位, 主要用于各行业中的应急抢修等, 该部分需求占比在 12% 左右。皮卡最后一部分的下游需求是乘用化的需求, 但这一部分需求目前的占比较小, 在 2% 左右。

表 1: 我国皮卡目前主要的终端需求情况

终端需求类型	车辆使用的典型场景	需求占比
纯工具车	工程建设中材料及设备的运输, 农村地区农产品、饲料、化肥及农用工具等的运输	48%
商乘两用	批发零售业及商贸行业中小型私营业主或个体工商户的货物配送和运输以及日常代步需求	38%
政府及事业单位	水务、电力、通信、燃气等单位的应急抢修, 市政维护、交警和城市管理执法	12%
乘用化需求	日常出行, 越野游玩	2%

数据来源: 互联网公开信息, 草根及专家调研, 东北证券

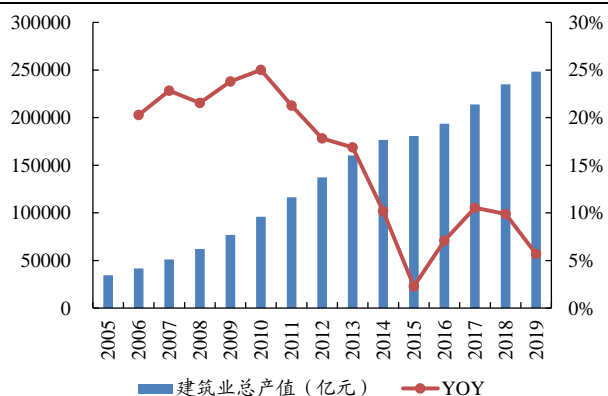
2.1.2.1. 当前皮卡最大的下游需求——纯工具车

皮卡作为工具车被广泛地应用在工程建筑业和农业生产中。虽然此前产业政策对于皮卡的发展并不友善, 但皮卡凭借优秀的通过性、较强的装载能力、高可靠性以及用车的灵活性, 作为工具车被广泛地应用在工程建筑业和农业生产中。皮卡作

为工具车的典型应用场景包括工程建设中材料及设备的运输，农村地区农产品、饲料、化肥的运输以及农用机械配套用车等。

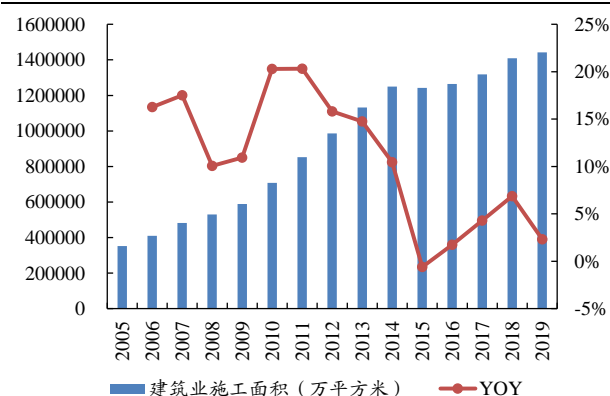
工具车市场是目前皮卡销量的基盘，未来随着建筑业的发展以及农业规模化、产业化的推进，工具车皮卡的销量将实现稳中有增。工具车是当前皮卡占比最大的下游需求，也是目前我国皮卡销量的基盘。一方面，对于工程建筑业来说，我国的建筑业总产值和建筑业施工面积多年来一直保持稳定增长，后续随着我国建筑业规模的持续增长，也将进一步拉动工具车皮卡的需求。另一方面，在农业生产方面，我国的耕地流转面积持续增加，农民专业合作社数量不断增长，表明我国农业正朝着规模化、产业化和集中化的方向发展，而农业的规模化、产业化和集中化又将带动农业机械化的发展，皮卡作为机械化农业的工具用车，其需求也将随之增长。

图 7：近年来我国建筑业总产值



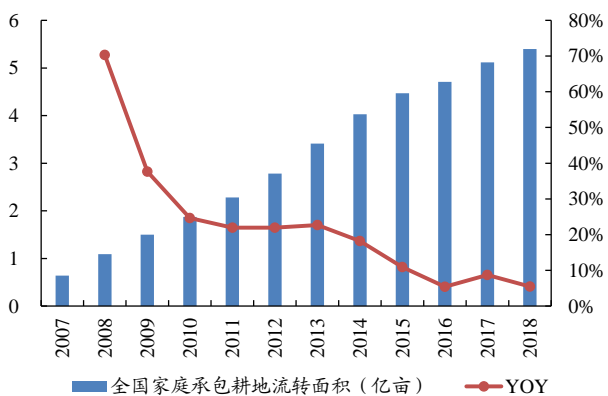
数据来源：国家统计局，东北证券

图 8：近年来我国建筑业施工面积



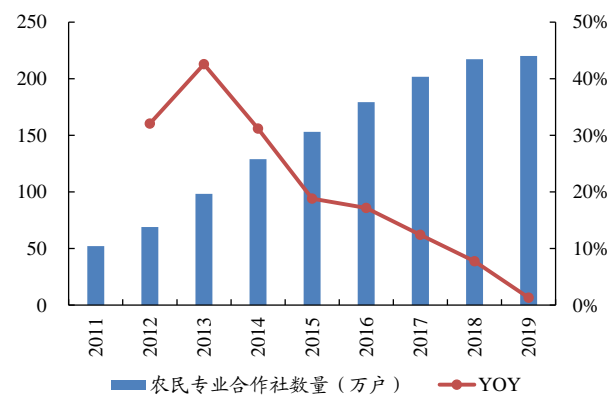
数据来源：国家统计局，东北证券

图 9：近年来全国家庭承包耕地流转面积



数据来源：国家统计局，东北证券

图 10：近年来我国农民专业合作社数量



数据来源：国家统计局，东北证券

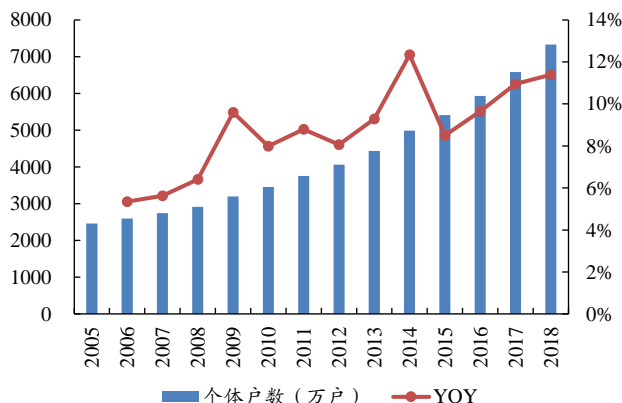
2.1.2.2. 皮卡的特色需求——商乘两用

皮卡的特殊结构赋予了其商乘两用的特色需求。皮卡又名“轿卡”，其驾驶室结构类似于轿车，驾驶室后方设有无车顶货箱。相比于轿车，皮卡具有优秀的越野性、通过性和装载能力；而相比于微卡和轻卡，皮卡又具有舒适性好、安全性高的特点，因此皮卡是商乘两用需求的最佳选择。皮卡商乘两用需求的典型应用场景一般是在批发零售行业以及商贸行业里中小型私营业主或个体商户的货物配送和运

输以及日常代步使用。

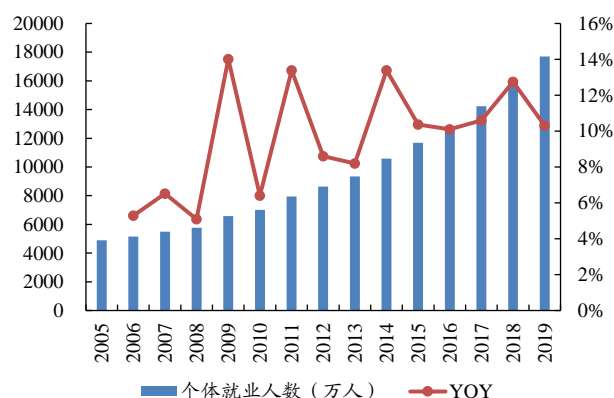
皮卡的商乘两用需求未来将继续保持稳定增长。皮卡的商乘两用需求整体上与我国批发和零售业 GDP 总量、个体户户数以及个体就业人数等指征指标存在正相关关系。根据国家统计局的数据，近年来我国的个体户数以及个体就业人数保持稳定增长，个体经济正不断成为我国整体经济中的重要组成部分，且批发和零售行业的 GDP 总量近年也在保持不断增长。未来，随着我国批发和零售行业以及个体经济的继续发展，皮卡的商乘两用需求还将保持增长。

图 11: 我国个体户数



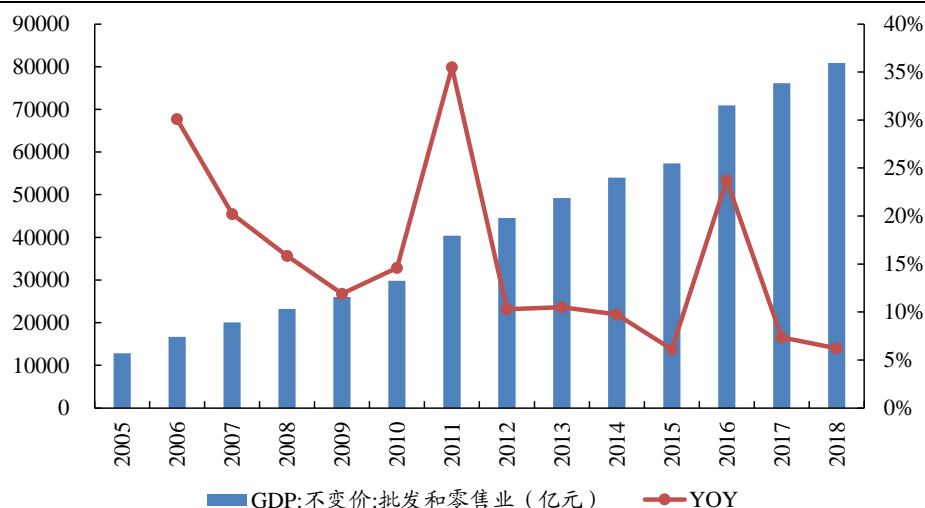
数据来源：国家统计局，东北证券

图 12: 我国个体就业人数



数据来源：国家统计局，东北证券

图 13: GDP: 不变价: 批发和零售业



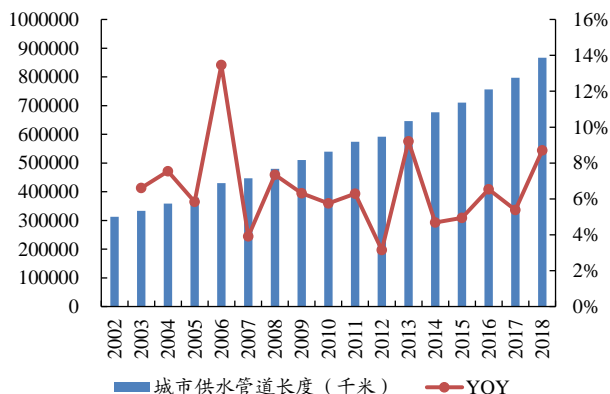
数据来源：国家统计局，东北证券

2.1.2.3. 皮卡在政府及事业单位中的需求情况

政府及事业单位采购也是皮卡重要的细分市场，随着给排水、输电、通信、燃气等行业的继续发展，该细分市场的需求也将基本稳定并有一定增长。政府及事业单位采购皮卡一般用于公共服务领域，例如水务、电力、通信和燃气等方面的应急抢修，市政维护，交警执勤和城市管理执法，民航机场的场内专用车等。这部分细分市场的需求主要跟城市给排水管道长度、输电线路长度、城市燃气管道长度和移

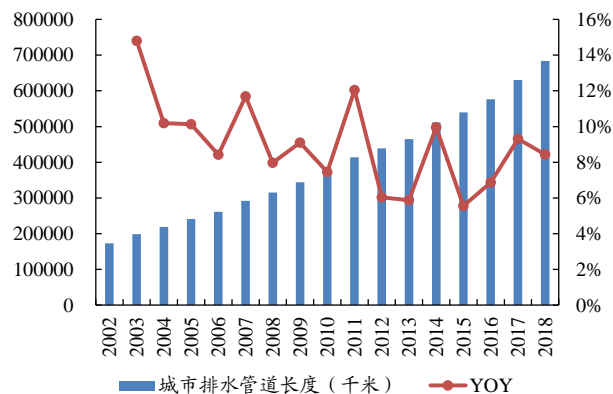
动基站数量等相关指标成正相关关系，随着未来给排水、输电、通信（特别是 5G 基站的加速建设）、燃气、民航等行业的继续发展，相对应的日常维护和应急抢修市场也将持续增长，进而带动该细分市场中的皮卡需求。

图 14: 我国城市供水管道长度



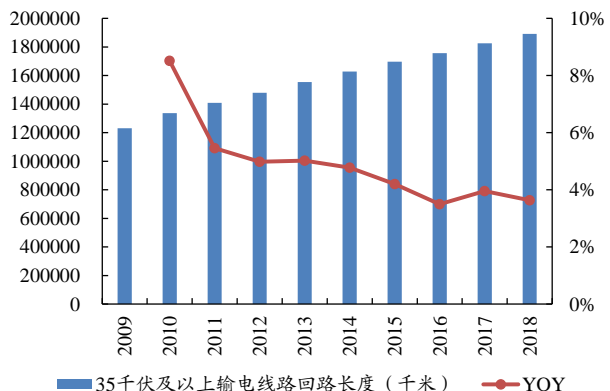
数据来源：国家统计局，东北证券

图 15: 我国城市排水管道长度



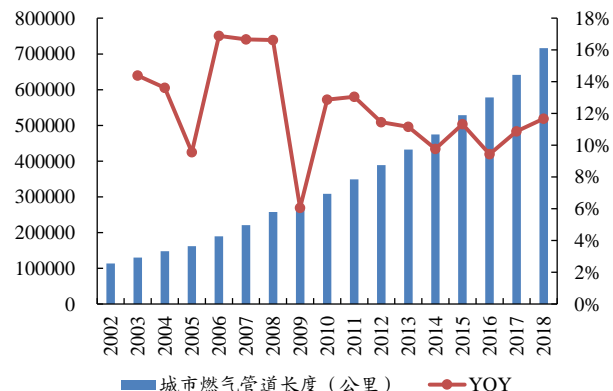
数据来源：国家统计局，东北证券

图 16: 我国 35 千伏及以上输电线路回路长度



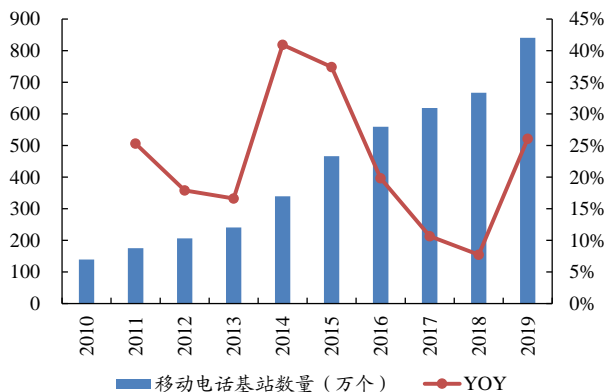
数据来源：国家统计局，东北证券

图 17: 我国城市燃气管道长度



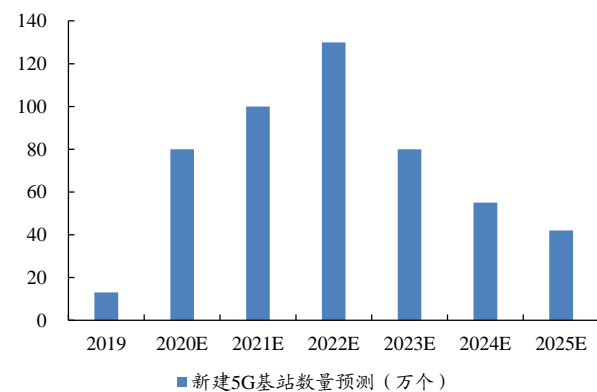
数据来源：国家统计局，东北证券

图 18: 我国移动电话基站数量



数据来源：国家统计局，东北证券

图 19: 我国新建 5G 基站数量预测



数据来源：国家统计局，东北证券

2.1.2.4. 皮卡乘用化需求

皮卡的乘用化需求目前占比仍然较低，但却是皮卡未来重要的发展方向。由于此前政策上对于皮卡发展的限制较大，造成目前皮卡乘用化需求的占比较低，仅有2%左右。目前，乘用化皮卡的主要应用场景一般是用于自驾游或郊外越野，并且大概率将对皮卡车辆进行改装。虽然目前乘用化皮卡的需求占比较低，但未来随着政策上的逐渐解禁，产品供给端接力驱动，乘用化皮卡拥有巨大的发展空间，将实现对整个皮卡市场的扩容。我们将在后文中详细阐述皮卡乘用化的发展趋势。

图 20: 皮卡的改装方案

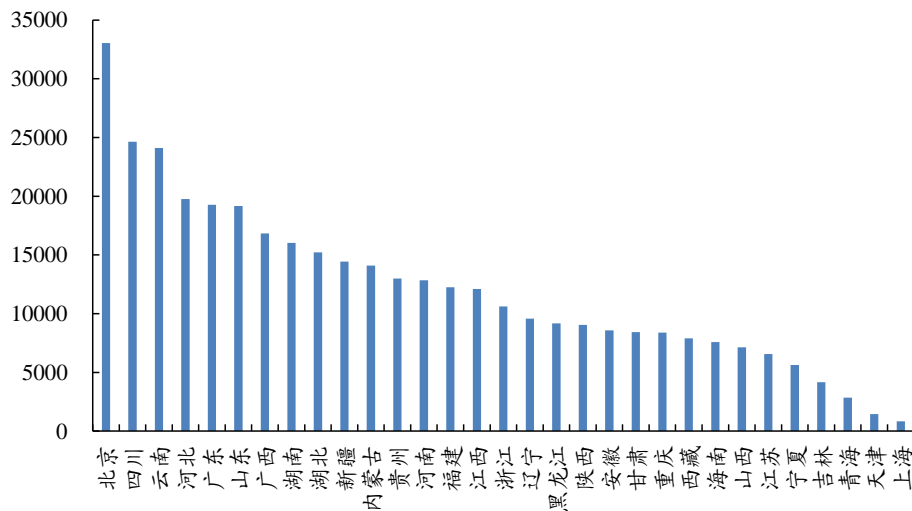


数据来源：互联网公开信息，东北证券

2.1.3. 分地区看我国皮卡行业的销售情况

各省份对皮卡的需求存在明显差异，云南、贵州、四川、河北、广东和山东是皮卡的主要销售市场。根据交强险数据可知，我国不同省份对于皮卡车型的需求存在非常明显的差异，皮卡传统的主要销售区域包括云南、贵州、四川、河北、广东和山东等省份，其中 2019 年云南销量为 2.41 万辆，贵州销量为 1.30 万辆，四川销量为 2.46 万辆，河北销量为 1.98 万辆，广东销量为 1.93 万辆，山东销量 1.92 万辆。另一方面，例如上海、天津、吉林、宁夏以及青海等省份对皮卡的需求则相对较弱，其中 2019 年上海皮卡销量仅有 846 辆，天津皮卡销量为 1449 辆，为全国皮卡销量最低的两个市场。

图 21: 2019 年我国皮卡分省份销量情况 (单位: 辆)



数据来源: 交强险数据, 东北证券

2.1.3.1. 放开皮卡进城试点省份的皮卡销量情况

政策端放松后, 试点省份的皮卡市场均实现了扩容。2016 年 2 月, 工信部、发改委和公安部等部委发布了《关于开展放宽皮卡车进城限制试点 促进皮卡车消费的通知》, 决定在河北、辽宁、河南和云南四个省份开展放宽皮卡车进城限制试点工作。同年 3 月至 4 月, 云南、河南、河北和辽宁陆续出台了本省开展放宽皮卡进城限制试点的具体方案。2016 年年末, 工信部、发改委和公安部等部委继续扩大放宽皮卡进城限制试点的范围, 增选了湖北、新疆两地为放宽皮卡进城限制试点。从各个试点省份皮卡销量变化情况来看, 在实施皮卡进城解禁之后, 各试点省份的皮卡销量均实现了正增长, 其中 2016 年至 2017 年处于销量增长期, 到 2018 年和 2019 年各试点省份的皮卡销量水平基本上到了一个新的台阶。

表 2: 2016 年我国开始试点放开皮卡进城限制

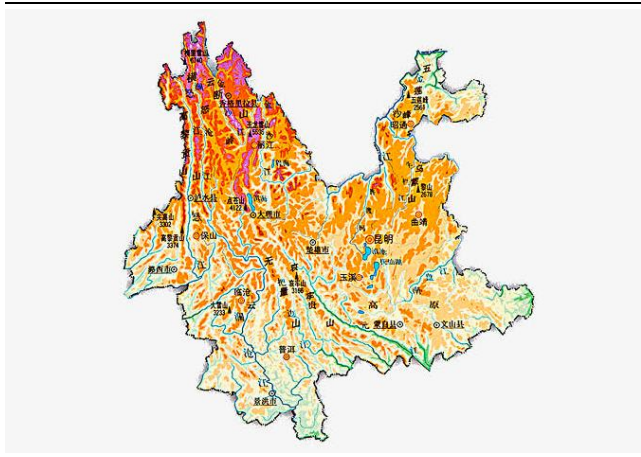
时间	出台部门	政策文件	主要内容
2016.02	工信部、发改委、公安部	《关于开展放宽皮卡车进城限制试点 促进皮卡车消费的通知》	破除不利于扩大消费的各种障碍, 发展新型消费模式, 推动消费结构升级, 带动城乡皮卡车消费, 工业和信息化部、发展改革委、公安部决定在河北、辽宁、河南、云南等省开展放宽皮卡车进城限制试点工作。
2016.03	云南省工信委、云南省发改委、云南省公安厅	《关于在全省开展放宽皮卡车进城限制试点促进皮卡车消费的通知》	根据通知, 包括昆明市主城区、玉溪市红塔区、文山州文山市等在内的区域将逐步放宽皮卡通行区域和通行时间。
2016.04	河南省工业和信息化委、河南省发展改革委、河南省公安厅	《河南省开展放宽皮卡车进城限制试点促进皮卡车消费实施方案》	破除皮卡车消费的体制障碍, 充分发挥皮卡车客货两用的优势, 促进我省皮卡车产业产能扩大和转型升级, 巩固我省作为全国重要的皮卡车生产基地的领先地位。
2016.04	河北省工业和信息化厅、河北省发展改革委、河北省公安厅	《河北省开展放宽皮卡车进城限制试点促进皮卡车消费工作方案》	在符合当地机动车节能环保发展政策和交通需求控制措施的前提下, 因地制宜、积极稳妥放宽皮卡车进城限制, 逐步取消皮卡车各方面限制性政策措施。
2016.04	辽宁省经济和信息化委、辽宁省发展和改革委员会	《关于放宽皮卡车进城限制促进皮卡车消费的试点》	辽宁省根据不同城市的道路状况、城市中心区车辆流量、流向及结合城乡居民出行需求等情况, 对试点区域

会、辽宁省公安厅	方案》	分层次推进放宽皮卡车进城限制试点工作。
2016 年底 工信部、发改委、公安部	《关于扩大放开皮卡车进城限制试点范围的通知》	决定在前期工作的基础上，将试点扩大到湖北省、新疆维吾尔自治区。
2017.02 湖北省经济和信息化委员会、湖北省发展和改革委员会、湖北省公安厅	《关于放宽皮卡车进城限制促进皮卡车消费的试点方案》	抢抓扩大放开皮卡车进城限制试点契机，破除不利于皮卡车扩大消费的各种障碍，探索形成有利于扩大皮卡车消费的新型管理模式，鼓励省内汽车生产企业继续深化供给侧结构性改革，研制适应消费需求的皮卡车产品，促进全省汽车产业发展和消费结构升级。

数据来源：互联网公开信息，东北证券

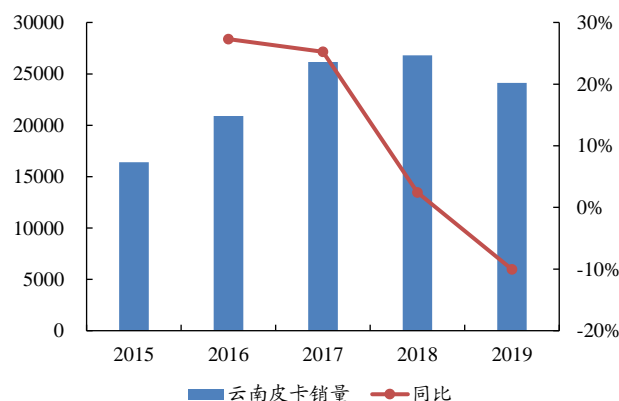
云南：云南省地处我国西南部，属于山地高原地形，其中 1000~3500 米海拔区域的面积占全省总面积的 87.21%。从地貌类型看，平原、台地、丘陵、山地面积分别占国土面积的 4.85%、1.55%、4.96%、88.64%。正因为特殊的地形地貌，动力强劲、越野性好、宜商宜家的皮卡车型正好满足了当地居民的需求，云南也成为我国皮卡销量最大的市场。2016 年云南试点皮卡进城之后，进一步激活了当地居民对于皮卡的需求，使得云南皮卡销量从 2015 年的 1.64 万辆增长至 2019 年 2.41 万辆。

图 22：云南地形地貌复杂，以山地、丘陵为主



数据来源：互联网公开信息，东北证券

图 23：云南省近年皮卡销量情况（单位：辆）



数据来源：交强险数据，东北证券

河北：河北是我国皮卡的诞生地，皮卡市场的历史悠久，且本土拥有长城汽车和中兴汽车两大皮卡生产企业，皮卡消费文化较为深厚，本身就是我国皮卡主要的销售市场。在 2016 年被选为首批皮卡解禁试点后，皮卡销量开始迅速增长，从 2015 年的 1.20 万辆，增长至 2019 年的 1.98 万辆。

河南：河南与河北接壤，本身对于皮卡车型认可度较高，且有本土皮卡生产企业郑州日产，在 2016 年被选为皮卡解禁试点后，皮卡销量开始增长，其中 2018 年同比增速高达 42.54%。

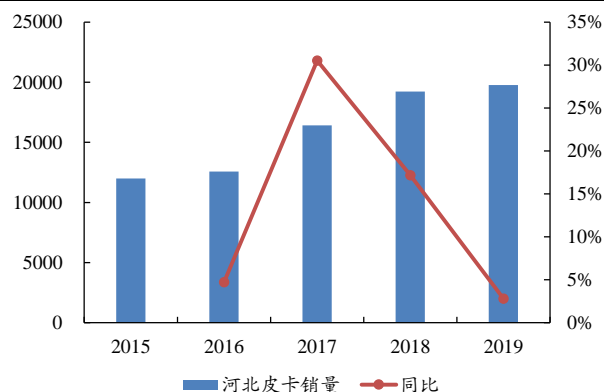
辽宁：辽宁本土有黄海汽车这一皮卡生产企业，但辽宁本土的皮卡销量并不高，2015 年全年仅有 0.65 万辆的皮卡销量，在选为解禁试点后，皮卡销量陆续增长至 0.96 万辆，虽有一定的增长，但与云南、四川、河北等主要市场的销量水平仍有一定的差距，且沈阳和大连并未完全对皮卡解禁。

图 24: 河北、河南以及辽宁均拥有皮卡制造企业

河北	长城汽车、中兴汽车
河南	郑州日产
辽宁	黄海皮卡

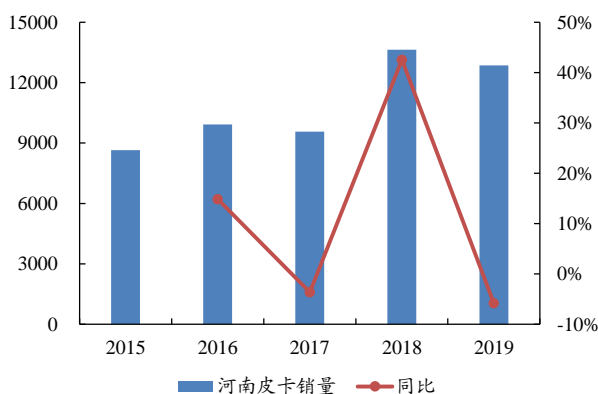
数据来源: 互联网公开信息, 东北证券

图 25: 河北省近年皮卡销量情况 (单位: 辆)



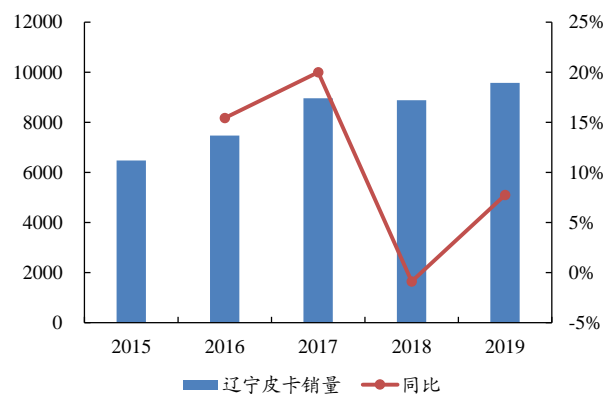
数据来源: 交强险数据, 东北证券

图 26: 河南省近年皮卡销量情况 (单位: 辆)



数据来源: 交强险数据, 东北证券

图 27: 辽宁省近年皮卡销量情况 (单位: 辆)

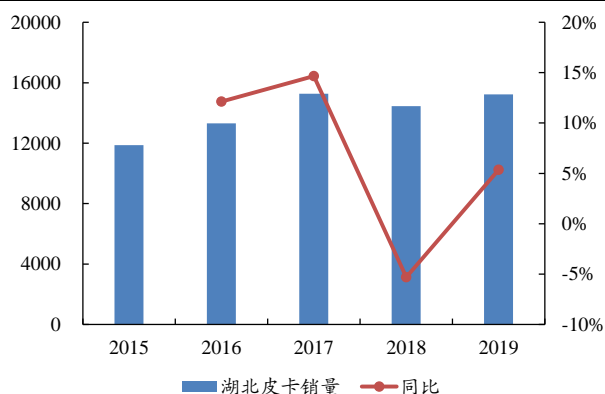


数据来源: 交强险数据, 东北证券

湖北: 湖北是我国第二批皮卡解禁试点, 其皮卡销量近年一直保持稳定增长, 从 2015 年的 1.19 万辆增长至了 1.52 万辆。此外, 在今年 6 月湖北省政府出台《应对疫情影响进一步促进商业消费若干措施》, 再提取取消皮卡车进城限制, 看好湖北后续皮卡销量的进一步增长。

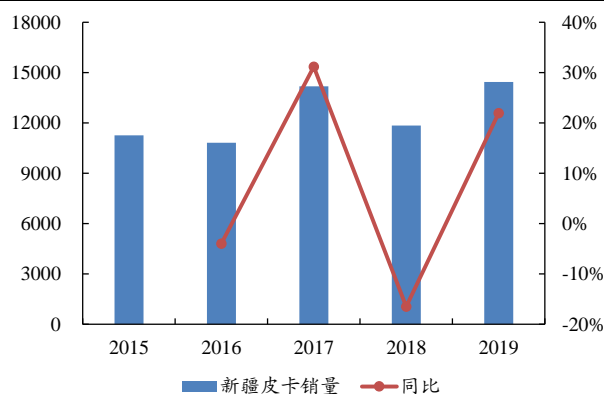
新疆: 新疆地处我国西北内陆地区, 地域广阔且地形复杂, 山脉与盆地相间排列, 喻称“三山夹二盆”, 交通环境复杂而艰苦。因此, 越野性好、可靠性高且舒适性佳的皮卡受到欢迎。新疆被选为第二批皮卡解禁试点后, 销量从 2015 年的 1.13 万辆增长至 2019 年的 1.44 万辆。

图 28: 湖北省近年皮卡销量情况 (单位: 辆)



数据来源: 交强险数据, 东北证券

图 29: 新疆近年皮卡销量情况 (单位: 辆)



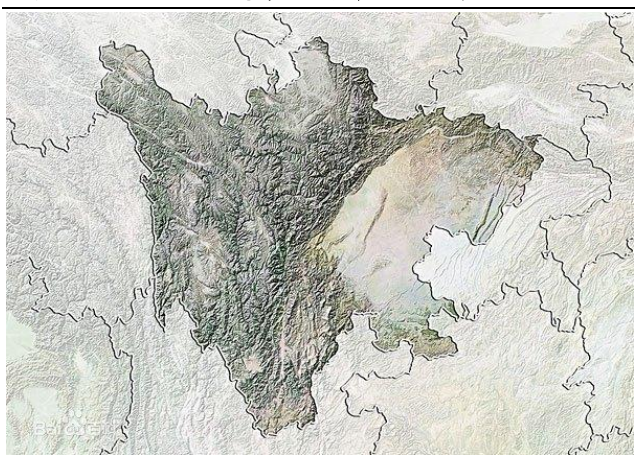
数据来源: 交强险数据, 东北证券

2.1.3.2. 解禁试点以外的皮卡主销市场情况

除前述六大皮卡解禁试点省份以外, 四川、广西、贵州、山东、广东和北京也是我国皮卡销售的主要市场。

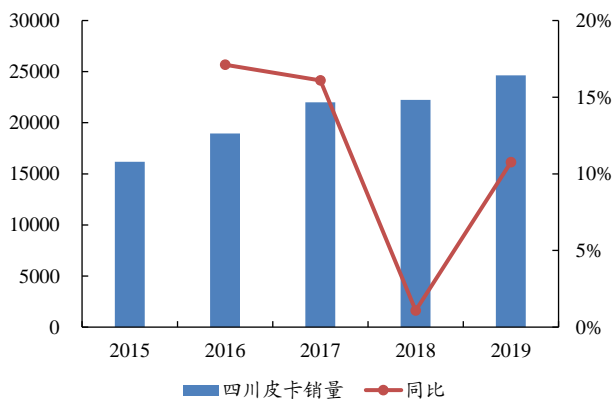
四川: 四川省位于我国西南腹地, 处于青藏高原与长江中下游平原的过渡带, 西高东低。四川省西部为高原、山地, 海拔一般在 3000 米以上, 东部为盆地和丘陵, 海拔在 500~2000 米之间。四川的地貌复杂, 以山地为主, 山地、丘陵、平原和高原分别占全省面积的 74.2%、10.3%、8.2%、7.3%。因此, 复杂的地形使得四川消费者偏好购买宜商宜家、越野性好的皮卡车型。目前四川的皮卡进城尚未放开, 但是从销量上看四川已经是我国位居前列的皮卡销售市场, 且近年销量保持稳定增长, 等待后续四川的皮卡政策放松, 将会释放出更强的皮卡消费需求。

图 30: 四川地形复杂, 同样以山地和丘陵为主



数据来源: 互联网公开信息, 东北证券

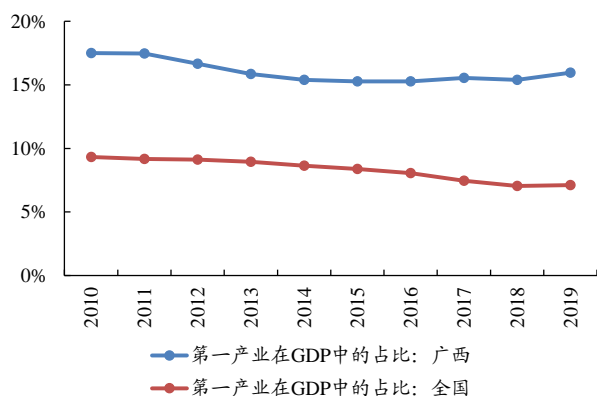
图 31: 四川省近年皮卡销量情况 (单位: 辆)



数据来源: 交强险数据, 东北证券

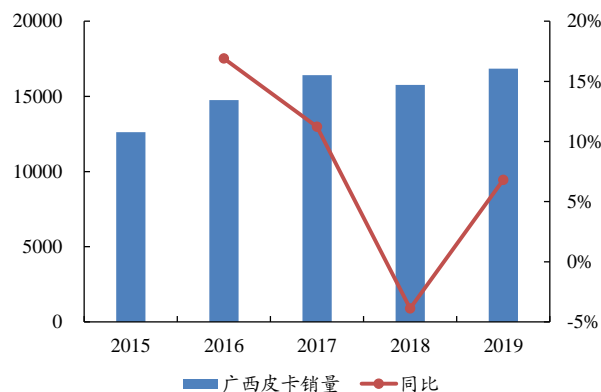
广西: 广西地处云贵高原东南边缘, 地形总体以山地和丘陵为主, 其中山地面积占比 39.7%, 丘陵面积占比 10.3%。此外, 广西也是我国重要的农业大省, 其中蔗糖也为国家的战略产业, 食糖产量多年位居国内第一; 水果产量位居全国前列; 也是我国重要的南菜北运基地和最大的秋冬菜基地。因此, 发达的农业和多山多丘陵的地形使得广西对于皮卡的需求一直较大, 皮卡销量也保持着稳定的增长。

图 32: 广西为农业大省，第一产业比重高于全国



数据来源: 国家统计局, 东北证券

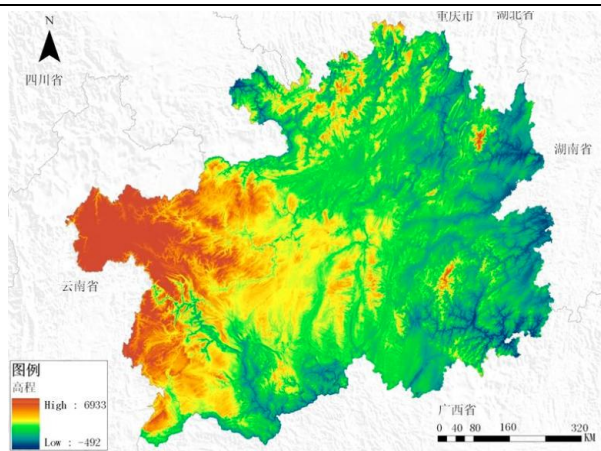
图 33: 广西省近年皮卡销量情况 (单位: 辆)



数据来源: 交强险数据, 东北证券

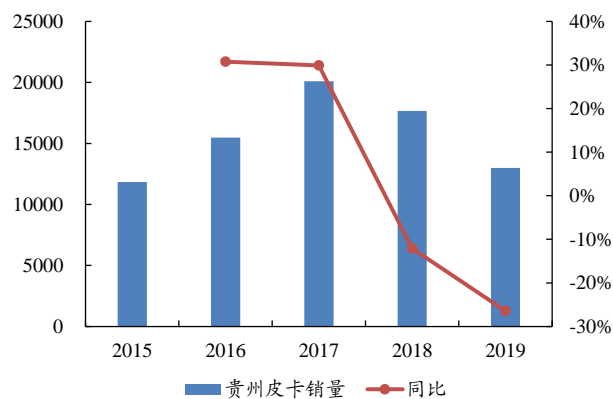
贵州: 贵州同样位于云贵高原，地形以高原山地为主，92.5%的面积为山地和丘陵。山地为主的地形使得贵州对于皮卡同样有着刚性需求，但贵州目前的皮卡销量处于全国中游偏上的位置，特别是 2019 年皮卡销量出现了较大幅度的下滑。整体来看，与相邻的云南和四川相比，贵州省的皮卡消费潜力未被充分释放，后续随着政策端的逐步放开，贵州的皮卡销量有望更上一个台阶。

图 34: 贵州的地形以高原山地为主



数据来源: 互联网公开信息, 东北证券

图 35: 贵州省近年皮卡销量情况 (单位: 辆)



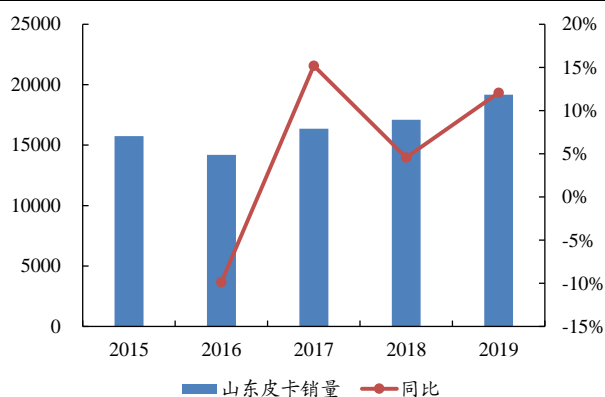
数据来源: 交强险数据, 东北证券

山东: 山东省与河北省相邻，山东消费者自身对于皮卡车型的认可度较高，且山东经济发展水平高，因此山东的皮卡销量处于全国较为靠前的位置。此外，在政策端山东也较为支持皮卡市场的发展，2019 年 6 月济南市公安局发布《济南市公安局交通警察支队关于解除多用途货车(皮卡车)和轻型、微型新能源载货汽车城市道路限行措施的通告》，自 2019 年 6 月 19 日起，在济南市范围内解除多用途货车(皮卡车)和悬挂新能源机动车号牌的轻型、微型载货汽车的城市道路限行措施，由此济南市成为了我国第一个对皮卡完全解禁的省会城市。

广东: 广东省的经济发展水平和城市化水平都非常高，虽然目前政策尚未对皮卡解禁，但已经拥有较高的销量。一方面，广东省的装修建材、家电、服装、数码电子等产业十分发达，皮卡一车多用充分满足了各小微企业和私营业主的需求；另

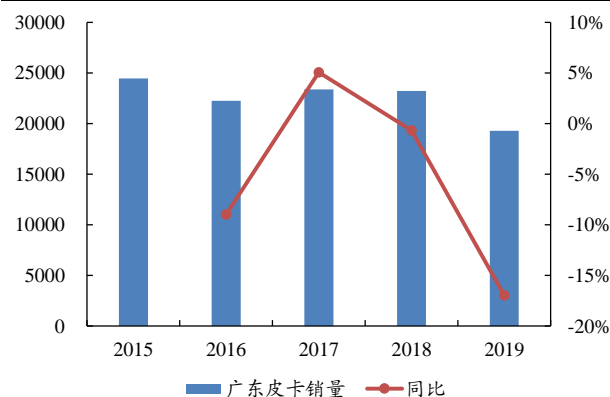
一方面，广东居民消费能力强，因此广东也是我国皮卡向高端化和乘用化方向发展的重要市场。后续随着政策上的逐渐松绑，广东省皮卡的市场空间有望进一步增长。

图 36: 山东省近年皮卡销量情况 (单位: 辆)



数据来源: 交强险数据, 东北证券

图 37: 广东省近年皮卡销量情况 (单位: 辆)



数据来源: 交强险数据, 东北证券

北京: 北京的皮卡市场在一定程度上是政策变化下的产物。

早前北京的皮卡销量一直较低。然而，在 2018 年 6 月，《北京市交通委员会、北京市环境保护局、北京市公安局公安交通管理局关于对部分载客汽车采取交通管理措施的通告》发布，对外地牌照车辆办理进京证的限制进一步加严。此前，北京许多郊区居民由于北京车牌获取难度大，转而将车辆上河北等外地牌照，再通过办理进京证的方式进入北京六环以内。但随着办理进京证的限制进一步加严，外地牌照车辆在北京六环内几乎被彻底限行。而皮卡作为轻型货车，在北京不受摇号限制直接上牌，虽然不能进入五环内，但是对于北京五环外的居民来说却极大地缓解了家庭用车的刚性需求。而且目前皮卡在安全性、可靠性、舒适性方面都开始向乘用车方向发展，所以成为了此类用户的最佳选择。因此，从 2018 年 8 月开始，北京的皮卡销量开始快速增长，并在 2019 年 4 月达到月销近 6000 辆的峰值。

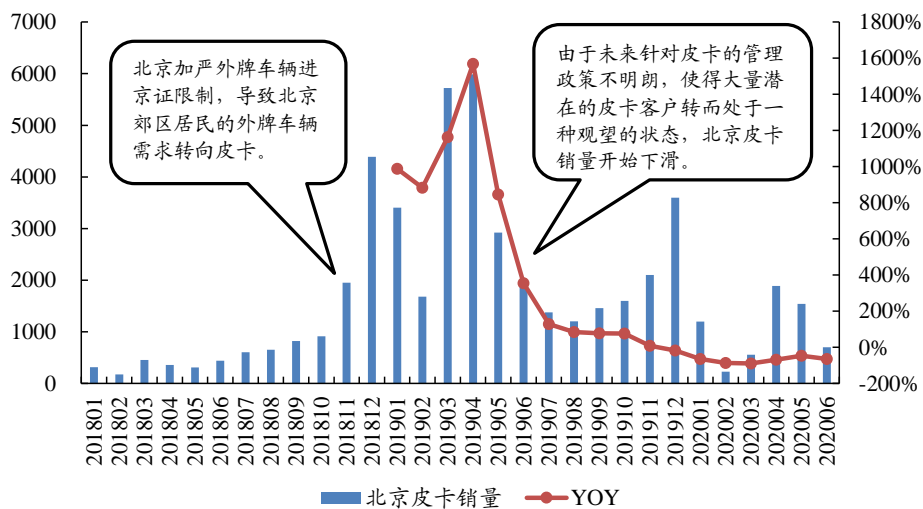
然而，自 2019 年下半年以来，由于未来针对皮卡的管理政策不明朗，使得大量潜在的皮卡客户转而处于一种观望的状态，导致北京皮卡销量从 2019 年 6 月开始出现下降。虽然在当年 12 月，由于外地车辆限行政策开始正式施行使得皮卡月销量短期回升至 3600 辆的水平，但此后北京的皮卡销量便陷入萎靡。随着 2020 年 6 月昌平区、朝阳区、延庆区、门头沟区、房山区、石景山区、海淀区发布了轻型货车的限行措施，再加上此前已经限行的大兴区和通州区，北京 9 个区明确了轻型货车的限行区域，使得皮卡在北京的限行区域进一步扩大，皮卡在北京的消费环境大幅恶化，后续如果政策继续加严，北京的皮卡市场或将进一步萎缩。

表 3: 2018 年 6 月办理进京证的限制加严导致北京郊区居民的外牌车辆需求转向皮卡

时间	政策文件	发文机构	主要内容
2018 年 6 月	《关于对部分载客汽车采取交通管理措施的通告》	北京市交通委员会	自 2019 年 11 月 1 日起，外省、区、市核发号牌(含临时号牌)的载客汽车进入六环路(不含)以内道路和通州区全域范围道路(不含高速公路主路)行驶的，须办理进京通行证。每辆车每年最多办理进京通行证 12 次，每次办理的进京通行证有效期最长为 7 天。有效期届满前，应驶出上述范围。

数据来源: 互联网公开信息, 东北证券

图 38: 北京市皮卡月度销量 (单位: 辆)



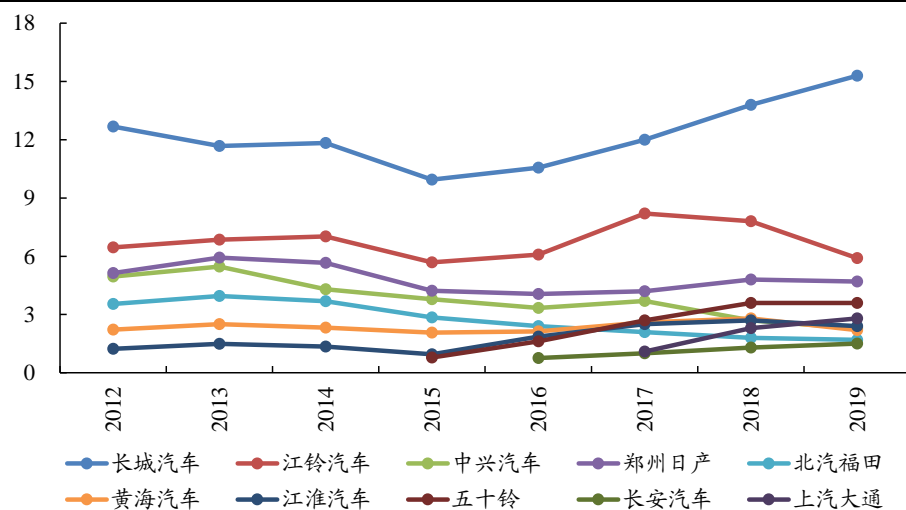
数据来源: 交强险数据, 东北证券

2.2. 我国皮卡市场的竞争格局

2.2.1. 皮卡市场一超多强, 长城稳坐行业龙头

皮卡市场一超多强, 长城为当前行业龙头。目前我国皮卡行业的主要厂商包括长城汽车、江铃汽车、郑州日产和江西五十铃。其中, 长城汽车的皮卡销量近年来一直保持着稳定的增长, 从 2015 年的 9.95 万辆增长至 2019 年 15.30 万辆, 复合增长率为 11.36%; 江铃汽车的皮卡销量从 2015 年开始增长, 2017 年达到销量的峰值, 全年实现销量 8.20 万辆, 但 2018 年江铃皮卡销量开始回落, 至 2019 年全年销量下降至 5.90 万辆; 郑州日产的皮卡销量整体保持稳定, 年销量在 4.50 万辆上下波动; 江西五十铃于 2013 年成立, 2014 年 12 月第一款皮卡车型 D-MAX 上市, 江西五十铃的皮卡销量从 2015 年开始持续增长, 至 2019 年实现全年销量 3.60 万辆。

图 39: 我国皮卡分厂家销量 (单位: 万辆)

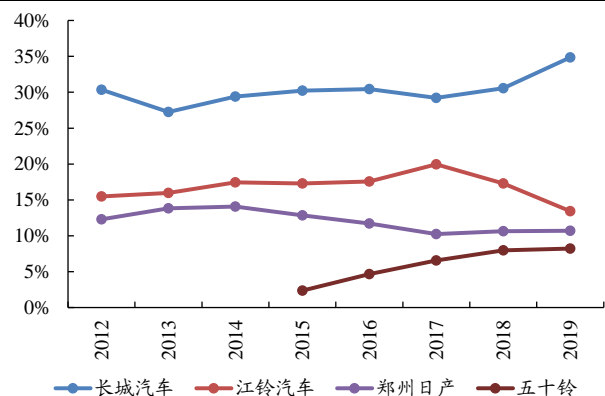


数据来源: 乘联会, 东北证券

市占率方面, 长城皮卡的市占率最高。长城皮卡的市占率从 2012 年至 2017 年

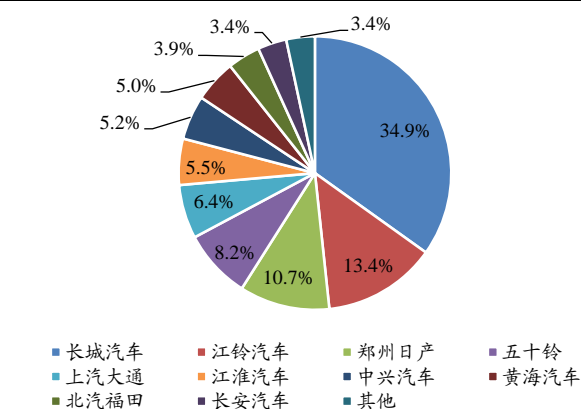
一直在 30% 左右，2018 年开始，长城的市场份额不断提升，2019 年提升至 34.9%。江铃汽车的皮卡市占率在 2012 年至 2016 年期间保持在 17% 上下，在 2017 年提升至 20.0%，但至 2019 年则回落至 13.4%。郑州日产皮卡的市占率近三年一直维持在 10% 左右。江西五十铃的皮卡市占率则从 2015 年的 2.4% 持续提升至 2019 年 8.2%。

图 40: 我国皮卡市场主要厂商市占率变化情况



数据来源：乘联会，东北证券

图 41: 2019 年我国皮卡行业各厂商市场份额



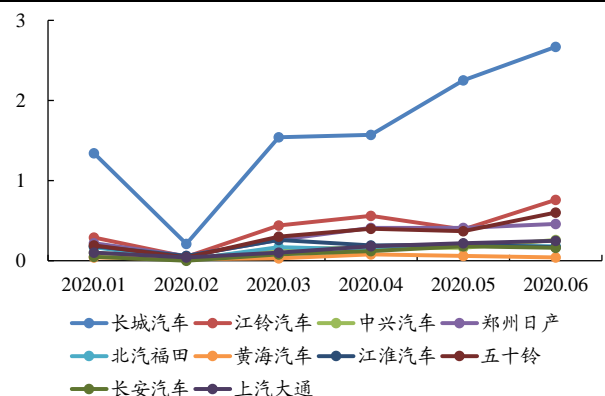
数据来源：乘联会，东北证券

2.2.2. 疫情下竞争优势凸显，长城皮卡的市场份额进一步提升

疫情下竞争优势更为明显，长城皮卡市占率迅速提升。2020 年上半年，新冠肺炎疫情的爆发对宏观经济和汽车行业都产生了较大的影响，今年 2 月皮卡行业销量仅有 0.52 万辆，同环比的降幅均超过 80%。然而，在宏观经济和行业运行受到疫情影响的情况下，长城在皮卡行业的竞争优势进一步显现，其皮卡销量在 3 月迅速恢复至 1.54 万辆，并且持续增长，至 6 月实现了月销量 2.67 万辆。市占率方面，2020 年长城的皮卡市占率进一步提升至 46.6%，其中 5 月单月的市占率达到了 50.3%。

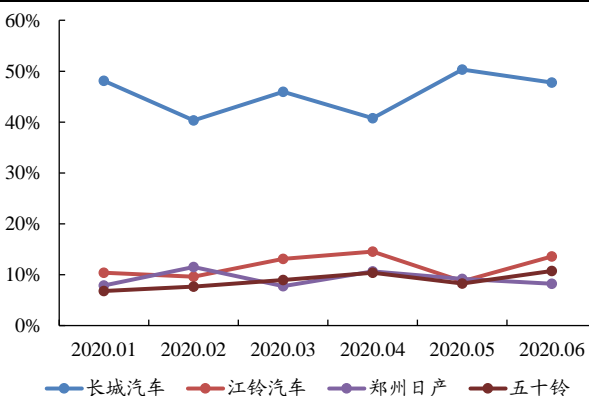
2020 年长城皮卡销量和市占率水平进一步提升的主要原因是去年下半年推出的长城炮皮卡的产品力和竞争力非常强，持续热销，6 月的月销量更是达到了 1.5 万辆，贡献了长城皮卡销量的大部分增量；此外，长城炮皮卡与原有的风骏皮卡的定位和价格差异明显，长城炮的热销没有对风骏皮卡的销量产生不利影响。

图 42: 2020H1 皮卡分厂家月度销量(单位: 万辆)



数据来源：乘联会，东北证券

图 43: 2020H1 我国主要皮卡厂家月度市占率



数据来源：乘联会，东北证券

3. 我国皮卡行业未来的发展趋势和方向

3.1. 商用市场——皮卡将进一步替代微客、轻客、微卡和轻卡的需求

微客、轻客、微卡和轻卡在使用场景或终端需求上与皮卡存在一定的重叠。在商用车市场，与皮卡在终端需求上存在相似或者重叠的车型主要包括微客（交叉型乘用车）、轻客、微卡和轻卡。微客一般是指车长不超过 3.5 米的客车，例如五菱荣光；轻客一般指车长大于 3.5 米而不超过 7 米的客车，例如福特全顺；微卡一般指总质量不超过 1.8 吨的卡车，例如五菱之光载货车；轻卡一般指总质量大于 1.8 吨而不超过 6 吨的卡车，如江淮骏铃 V5 载货车。

微卡和轻卡的终端需求都是货物的运输，与皮卡的用途一致。而微客和轻客在产品划分上属于客车，车辆的设计用途为运送人员。但在实际情况中，由于在我国一些大中城市对于货车制定了较为严格的限行措施，因此目前很多城市物流和货物运送的需求实际上是由微客和轻客来满足的，根据我们的调研，微客绝大多数的终端需求都是运送货物，而轻客的销量中有 50%~60% 的终端需求是货物的运输。因此，微客和轻客的终端需求也与皮卡存在一定程度上的类似和重叠。

图 44: 微客: 五菱荣光



数据来源: 互联网公开信息, 东北证券

图 45: 轻客: 福特全顺



数据来源: 互联网公开信息, 东北证券

图 46: 微卡: 五菱之光载货车



数据来源: 互联网公开信息, 东北证券

图 47: 轻卡: 江淮骏铃 V5 载货车

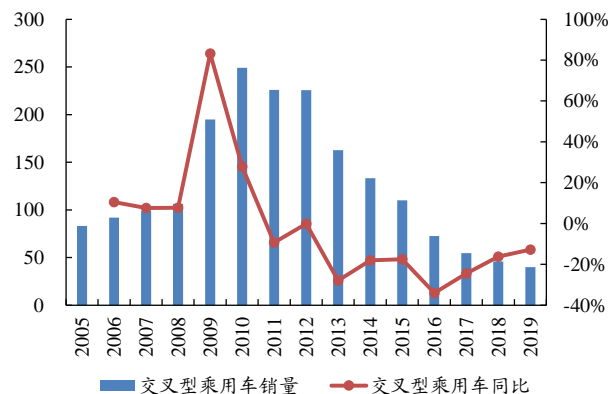


数据来源: 互联网公开信息, 东北证券

微客、轻客、微卡和轻卡当前合计共有超过 300 万辆/年的市场空间。2019 年我国微客、轻客、微卡和轻卡合计销量为 326.80 万辆。其中，微客销量自 2010 年

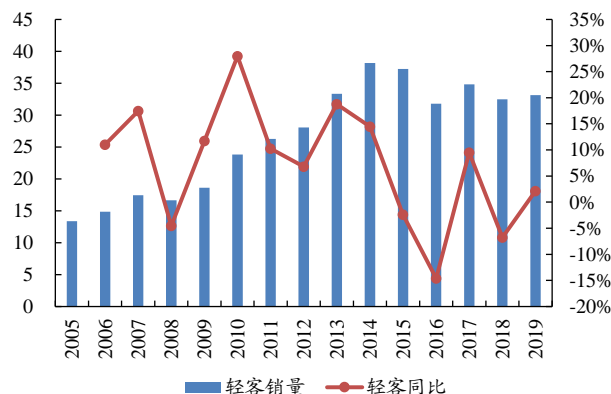
以来持续萎缩，2019 年销量 39.95 万辆；轻客销量近 3 年保持稳定，2019 年销量 33.15 万辆；微卡销量近年保持微增，2019 年销量 65.34 万辆；轻卡销量同样较为稳定，2019 年销量 188.35 万辆（2019 年轻卡不含皮卡部分的销量为 144.47 万辆）。

图 48: 我国历年微客销量情况（单位：万辆）



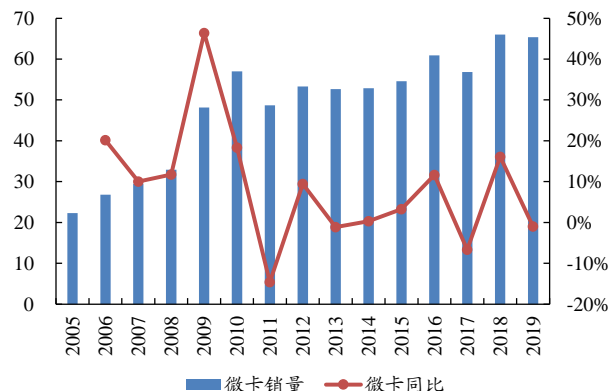
数据来源：中汽协，东北证券

图 49: 我国历年轻客销量情况（单位：万辆）



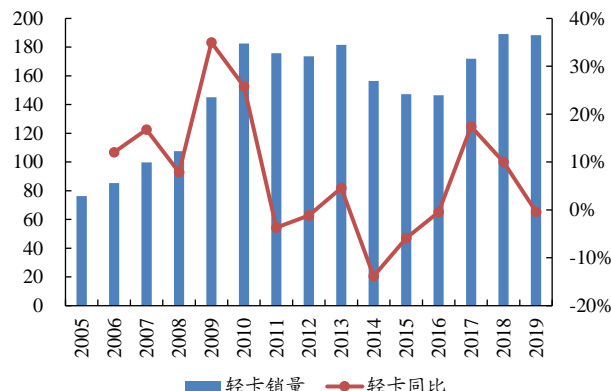
数据来源：中汽协，东北证券

图 50: 我国历年微卡销量情况（单位：万辆）



数据来源：中汽协，东北证券

图 51: 我国历年轻卡销量情况（单位：万辆）



数据来源：中汽协，东北证券

经测算，皮卡对微客、轻客、微卡和轻卡的总替代空间超过 75 万辆。2019 年微客、微卡和轻卡（不包含皮卡）的销量分别为 39.95 万辆、65.34 万辆和 144.47 万辆，且这三种车型的终端需求都是货运，因此我们就可以认为微客（货运）、微卡和轻卡（不包含皮卡）的市场空间分别是 39.95 万辆、65.34 万辆和 144.47 万辆。轻客 2019 年销量为 33.15 万辆，但轻客市场的终端需求中货运需求的占比为 50%~60%，我们保守取 50%进行测算，因此认为轻客（货运）的市场空间为 16.58 万辆。假设皮卡未来在政策解禁之后，对微客（货运）、轻客（货运）、微卡和轻卡（不含皮卡）的替代比例分别为 40%、25%、40%和 20%，则皮卡的总替代空间超过了 75 万辆。叠加目前 40 万辆左右的商用类皮卡销量，则未来皮卡的商用需求空间有望上升至 115 万辆左右。

表 4: 商用车领域皮卡对微客、轻客、微卡和轻卡的替代空间测算 (单位: 万辆)

	微客 (货运)	轻客 (货运)	微卡	轻卡 (不含皮卡)	合计
市场空间 (2019 年销量)	39.95	16.58	65.34	144.47	266.34
被皮卡替代的 比例	40%	25%	40%	20%	28.22%
被皮卡替代的 空间	15.98	4.14	26.14	28.89	75.15

数据来源: 中汽协, 乘联会, 东北证券

3.2. 乘用车市场——乘用车将为皮卡打开更加广阔的市场空间

3.2.1. 我国皮卡行业的乘用车化趋势已初见端倪

国产皮卡的乘用车化大势已经开启。皮卡乘用车化即皮卡的各项配置以及驾乘感受等都向乘用车的标准靠拢, 向轿车和 SUV 看齐。其中, 各项配置主要包括内外饰设计、动力总成、NVH 及舒适性调教和科技配置等。目前, 国产皮卡行业在多款高端乘用车化皮卡的带动下, 正朝着乘用车化的趋势快速发展。在下表中, 我们对我国皮卡行业当前乘用车化的发展情况和趋势进行了梳理。

表 5: 我国皮卡行业当前乘用车化的发展情况和趋势梳理

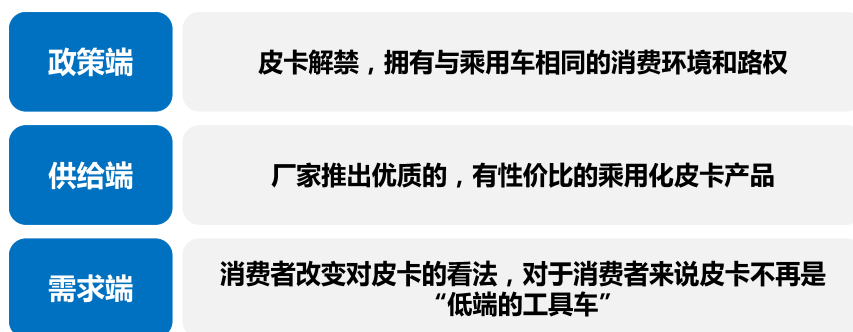
项目	乘用车化的表现	实例
内外饰设计	造型多采用家族化设计风格, 外观大气、亮眼; 内饰方面多运用皮质包裹和木质材料, 营造出内饰的豪华感。	长城炮乘用车版的外观采用了全新的设计语言, 提升了质感又给人硬朗、霸气的感觉。炮乘用车版车内大量采用软性材质和皮质包裹, 皮质座椅和门内饰板都用线缝成了菱形, 使得车内的豪华感更加强烈。
动力总成	多采用汽油发动机, 配备自动变速箱, 实现动力的平顺输出, 且方便驾驶。	炮乘用车搭载型号为 GW4C20B 的 2.0T 涡轮增压发动机 (汽油), 匹配采埃孚的 8AT, 实现动力的平稳输出。
NVH 和舒适性	NVH 表现突出, 驾驶和乘坐的舒适性与乘用车相同。	长城炮乘用车版打破了皮卡后悬挂一般采用钢板弹簧的传统, 而是采用了多连杆后悬挂, 底盘调校更加舒适, 驾驶和乘坐感受更接近乘用车。
电子和科技配置	提升配置, 通过增加辅助驾驶、车联网和信息娱乐等功能增强科技感。	长城炮乘用车搭载长城最新的智能网联系统, 能够拥有高精度语音识别、娱乐控制等功能, 还可以通过手机互联实现远程控制车辆, 如远程启动车辆、控制空调、油量检测等功能。配置方面, 长城炮皮卡配有一键启动、ACC 自适应巡航、智能泊车、座椅加热等配置。安全配置上, 该车配备了最新一代博世 9.3 版本 ESP, 并搭载 360 环视、倒车影像、并线辅助、智能前视、12 雷达探头等智能化配置。(具备 L2 级别自动驾驶能力)
其他	增加越野配置, 提高改装能力, 适应户外越野的需求。	长城炮越野版配备了 7 种全地形驾控模式、三把锁、蠕行模式、坦克掉头、绞盘、氮气减震器等越野配置, 大幅提高了越野能力; 此外, 长城炮越野版还预留了多项改装接口, 满足后续的越野改装需求。

数据来源: 互联网公开信息, 汽车之家, 东北证券

3.2.2. 皮卡乘用化能走多远？——决定我国皮卡乘用化发展的三个因素

决定我国皮卡乘用化发展的三大因素分别为：1、政策端的放开；2、供给端的驱动；3、需求端消费理念的转变。当前，我国皮卡乘用化的发展趋势开始显现，但皮卡乘用化在我国的发展速度和空间取决于以下三个重要的因素：1、政策端的解禁，放开皮卡进城，让皮卡与乘用车拥有相同的消费环境和路权；2、供给端的驱动，皮卡厂家或者说汽车厂商能在中国市场上推出优质的，具有性价比的乘用化皮卡产品；3、需求端消费理念的转变，消费者对于皮卡的印象不再是“低端的工具车”，对于皮卡的消费态度发生转变。下面我们将对这三个因素进行详细分析。

图 52：决定我国皮卡乘用化发展的三大要素



数据来源：东北证券

3.2.2.1. 政策端：皮卡解禁正在稳步推进

政策端不断解禁，地级市皮卡进城有望全部放开。此前由于政策的原因，我国皮卡行业的发展受到一定的限制，但是从目前来看，皮卡在政策上的解禁和放开是大的趋势。

皮卡在政策上的首次放松是在 2016 年，2016 年 2 月工信部、发改委和公安部发布了《关于开展放宽皮卡车进城限制试点 促进皮卡车消费的通知》，决定在河北、辽宁、河南、云南等省开展放宽皮卡车进城限制试点工作；紧接着 2016 年年末，皮卡解禁试点新增湖北和新疆。进入到 2019 年，中央和各地方政府开始密集提及放开皮卡进城：2019 年 1 月，发改委、工信部、民政部、财政部等 10 个部委联合发布《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 年）》，提出稳步推进放宽皮卡车进城限制范围，在评估河北、辽宁、河南、云南、湖北、新疆 6 省区放开皮卡车进城限制试点政策效果基础上，稳妥有序扩大皮卡车进城限制范围；2019 年 6 月，发改委、生态环境部和商务部发布《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；地方政府方面，据我们统计，自 2019 年 6 月发改委、生态环境部和商务部发文以来，共有济南市、秦皇岛市、唐山市、张家口市、吉林省、重庆市、宁波市、江苏省、南昌市、江西省、陕西省、淄博市、烟台市、湖北省、上海市、宜昌市等省市的相关部门出台了皮卡解禁或部分解禁的相关政策。

表 6: 2019 年以来我国放开皮卡进城的相关政策梳理

时间	出台部门	政策文件	主要内容
2019.01	发改委、工信部等部委	《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 年）》	稳步推进放宽皮卡车进城限制范围。在评估河北、辽宁、河南、云南、湖北、新疆 6 省区放开皮卡车进城限制试点政策效果基础上，稳妥有序扩大皮卡车进城限制范围。
2019.06	发改委、生态环境部等部委	《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。
2019.06	济南市公安局	《济南市公安局交通警察支队关于解除多用途货车(皮卡车)和轻型、微型新能源载货汽车城市道路限行措施的通告》	自 2019 年 6 月 19 日起,在济南市范围内解除多用途货车(皮卡车)和悬挂新能源机动车号牌的轻型、微型载货汽车的城市道路限行措施。
2019.08	秦皇岛市公安局	/	决定自 2019 年 9 月 1 日零时起,全面取消皮卡车进城限制。
2019.12	唐山市人民政府	/	在 2020 年 1 月 1 日开始,唐山市主城区取消皮卡车进城限制。
2019.12	张家口市公安交警支队	/	解除市中心城区道路对于皮卡车辆的限行。
2019.12	吉林省人民政府办公厅	《关于加快发展流通促进商业消费的若干举措》	取消皮卡车辆进城和通行限制。
2020.01	重庆市公安局	/	有通行主城区需求的多用途货车（皮卡车），对登记地在主城区的，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），并按规定通行即可，不再核发通行证。
2020.01	宁波市公安局	/	2 月 1 日起，放宽浙 B 号牌皮卡车、浙 B 号牌新能源货车在宁波中心城区的通行限制。
2020.03	商务部办公厅、国家发展改革委办公厅、国家卫生健康委办公厅	《关于支持商贸流通企业复工营业的通知》	稳住汽车消费，各地商务主管部门要积极推动出台新车购置补贴、汽车“以旧换新”补贴、取消皮卡进城限制、促进二手车便利交易等措施，组织开展汽车促销活动，实施汽车限购措施地区的商务主管部门要积极推动优化汽车限购措施，稳定和扩大汽车消费。
2020.04	江苏省人民政府办公厅	《关于积极应对疫情影响促进消费回补和潜力释放的若干举措》	坚决破除乘用车消费障碍，全面落实取消省内二手车限迁政策，地级及以下城市要优化皮卡进城管控措施，除应急响应需要外，严禁出台新的汽车限购限行政策。
2020.04	南昌市交管局	《南昌市公安局交通管理局关于解除皮卡车在我市城市货运车辆通行限制的通告》	对皮卡车放开禁行措施，即皮卡车不受南昌市货运车辆通行限制，无需再办理货车通行证，允许正常通行。
2020.04	江西省人民政府	《关于促进汽车消费的若干措施》	全面取消皮卡车进城限制，全省范围内取消皮卡车进城的限制措施。
2020.04	商务部	《商务部关于统筹推进商务系统消费促进重点工作的指导意见》	取消皮卡进城限制。
2020.05	陕西省人民政府办公厅	《陕西省促进市场消费积极应对新冠肺炎疫情影响的若干措施》	放宽汽车限行规定。在实施国六排放情况下，逐步减少城市车辆限行次数。支持各市（区）对达到国家排放标准、符合相关技术特征的皮卡车型，适当放宽或全面取消进城限制。

2020.06	淄博市人民政府	《淄博市人民政府关于调整货运车辆禁行限行区域的通告》	取消多用途货车（皮卡）的限行。
2020.06	烟台市公安局交通警察支队	《关于解除多用途货车（皮卡车）城市道路限行措施的通告》	决定自 2020 年 6 月 20 日起解除多用途货车（皮卡车）城市道路限行措施。2020 年 6 月 20 日起，上述车辆无需再行办理车辆通行证，但应当遵守根据大气污染防治、高峰时段交通流量管控等需要而依法制定的其他通行管理规定。
2020.06	湖北省人民政府办公厅	《应对疫情影响进一步促进商业消费若干措施》	取消皮卡车进城限制。
2020.07	上海市政府	/	进一步放宽“轻型多用途货车”（俗称“皮卡”）的注册登记条件，届时，“轻型多用途货车”不仅可以沿用原小货车额度申请注册、登记上牌，也可参照当前“沪 C”小客车的管理模式进行登记上牌（车辆性质只限于“非营运”）。
2020.08	宜昌市人民政府	《宜昌公安机关优化营商环境工作措施》	取消皮卡车城区限行措施。

数据来源：互联网公开信息，东北证券

除开放皮卡进城以外，其他政策的变化也正给皮卡营造良好的消费环境。自 2016 年国家开始试点放开皮卡进城以后，相对应的皮卡管理政策也在不断的调整：2017 年 9 月，质检总局和国标委发布的《机动车运行安全技术条件》中，皮卡被明确定义为多用途货车，因此从 2018 年 1 月 1 日起，皮卡将不再要求车身喷字和贴反光条，使得皮卡的外观造型更加美观；2018 年 12 月，交通运输部发文取消了总质量 4.5 吨及以下普通货运车辆道路运输证和驾驶员从业资格证，这也意味着皮卡的“双证”取消，持有 C1 驾照就能驾驶皮卡；此外，向皮卡车开放办理 ETC 也将改善皮卡日常的使用环境，促进皮卡消费。

表 7：其他方面政策的变化也在改善皮卡的消费环境

时间	出台部门	政策文件	主要内容
2017.09	质检总局及国标委	GB7258-2017《机动车运行安全技术条件》	在中华人民共和国国家标准(GB 7258-2017 代替 GB 7258-2012)《机动车运行安全技术条件》中，皮卡被定义为多用途货车。因此，自 2018 年 1 月 1 日起，皮卡车型不再同普通货车一样受管理，而车身喷字、贴反光条的约束也将被取消。
2018.12	交通运输部办公厅	《交通运输部办公厅关于取消总质量 4.5 吨及以下普通货运车辆道路运输证和驾驶员从业资格证的通知》	一、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。二、自 2019 年 1 月 1 日起，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，驾驶道路客货运输车辆”为由实施行政处罚。
2019.05	交通运输部办公厅	《关于大力推动高速公路 ETC 发展应用工作的通知》	组织货运车辆安装 ETC 车载装置，现阶段采用非现金支付，享受车辆通行费折扣优惠，便捷获取通行费发票；高速公路省界收费站取消后，安装 ETC 的货车可通行 ETC 车道，实现不停车快捷交费。

数据来源：互联网公开信息，东北证券

3.2.2.2. 供给端：各大厂商均在加大乘用车皮卡的产品布局

优质产品对皮卡消费的驱动至关重要，当前各大厂商均在加大乘用车皮卡的产品布局。在皮卡消费环境逐渐改善的条件下，供给端推出优质的、具有性价比的乘用车产品对于皮卡消费的驱动是非常重要的。各大皮卡厂商在看到乘用车皮卡市场发展潜力之后，也在不断加大乘用车皮卡的产品布局。长城汽车在 2019 年 9 月推出了首款乘用车皮卡长城炮乘用车版；江铃汽车在 2019 年 11 月推出了高端美式乘用车皮卡域虎 9；江西五十铃此前也通过 D-MAX 布局了高端乘用车皮卡的市场；此外，长安、福田、上汽大通、中兴汽车等皮卡厂商也在推出各自的乘用车皮卡产品。后续随着各个厂商不断丰富乘用车皮卡产品，乘用车皮卡的销量水平有望更上一个台阶，使我国皮卡的市场空间实现进一步扩容。

图 53: 长城炮、域虎 9 与 D-MAX



数据来源：汽车之家，东北证券

表 8: 主要国产乘用车皮卡产品梳理

车型	长城炮乘用车版	域虎 9	D-MAX
年款	2019 款	2019 款和 2020 款	2020 款
厂商	长城汽车	江铃汽车	江西五十铃
厂商指导价（万元）	12.68-15.98	13.48-21.18	14.48-22.48
长*宽*高（mm）	5410*1934*1886	5305*1905*1835	5295*1860*1830
轴距（mm）	3230	3085	3095
动力总成	2.0T（汽油）匹配 8AT	2.0T（汽油）匹配 6MT	
		2.0T（汽油）匹配 8AT	1.9T（柴油）匹配 6MT
		2.0T（柴油）匹配 6MT	1.9T（柴油）匹配 6AT
		2.0T（柴油）匹配 8AT	
驱动方式	前置后驱/前置四驱	前置后驱/前置四驱	前置后驱/前置四驱
最大马力（Ps）	190	汽油：220 柴油：141	163
最大扭矩（N·m）	360	汽油：350 柴油：350	360
综合油耗（L/100km）	9.4-9.9	/	/

数据来源：汽车之家，互联网公开信息，东北证券

3.2.2.3. 需求端：皮卡消费理念的转变是“政策端放开+供给端驱动”的自然结果

在“政策端改善放开+供给端优质产品驱动”的前提下，消费者对皮卡的消费观念将自然地发生改变。过去皮卡给人们留下的印象主要是“低端的工具车”，造

成这种情况的主要原因是过去政策对于皮卡发展的限制较大，使得皮卡在此前的发展过程中逐渐地丧失了乘用车的属性，乘用车需求被挤出后剩下的就是商用的需求，因此厂商在设计 and 生产皮卡的时候只能将其定位于工具车市场，循环往复就导致了消费者对皮卡产生了“低端工具车”的偏见。

但在当前这一时点，政策对于皮卡正不断的放开，厂家也敏锐地捕捉到了政策松动下乘用车皮卡市场的发展潜力开始推出乘用车皮卡产品。随着后续优质的乘用车皮卡产品逐渐丰富，皮卡文化和皮卡消费教育将使得消费者改变此前对皮卡的“偏见”，改变消费者关于皮卡的消费观念，大幅提高消费者对于皮卡产品的接受程度。

图 54: 皮卡消费理念的转变是“政策端放开+供给端驱动”的自然结果

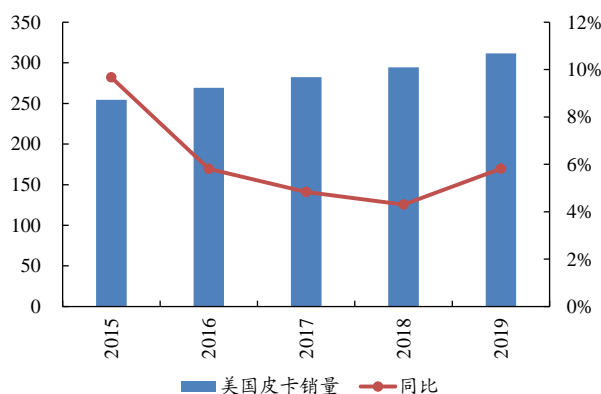


数据来源：东北证券

3.3. 对标海外——从美国皮卡市场的情况看中国皮卡行业的发展趋势

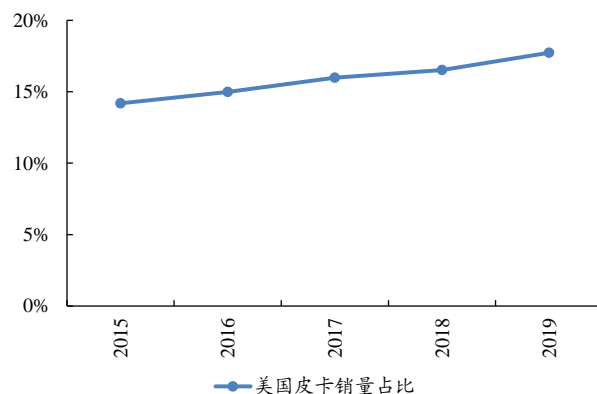
美国是全球最大的皮卡市场。从销量上来看，近年来美国皮卡的销量保持稳定地增长，从2015年的254.46万辆增长至2019年的311.56万辆，复合增长率为5.19%。从皮卡在汽车总销量中的占比来看，美国皮卡的销量占比从2015年的14.20%提高到了2019年的17.73%。对比中美两国的皮卡市场，虽然中国汽车销量规模已经超过美国，但在皮卡这一细分市场中，中国在销量规模和销量占比上都与美国有着较大的差距，但这也说明了中国的皮卡市场仍有非常大的发展空间。

图 55: 近年美国皮卡销量情况（单位：万辆）



数据来源：Marklines，东北证券

图 56: 美国皮卡销量在汽车总销量中的占比



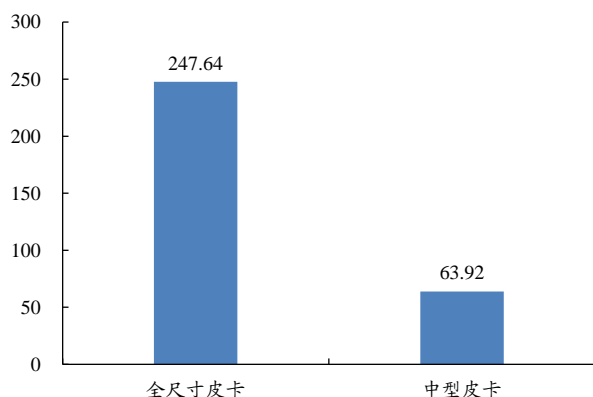
数据来源：Marklines，东北证券

美国皮卡市场分为全尺寸皮卡和中型皮卡两个细分市场，其中全尺寸皮卡占据了主要的市场份额。美国的皮卡市场可以分为全尺寸皮卡和中型皮卡两个细分市场，其中全尺寸皮卡占据了美国当前皮卡市场的大部分市场份额。具体数据方面，2019年美国全尺寸皮卡销量247.64万辆，占据了整个皮卡市场80%的市场份额；

中型皮卡销量 63.92 万辆，对应的市场份额为 20%。

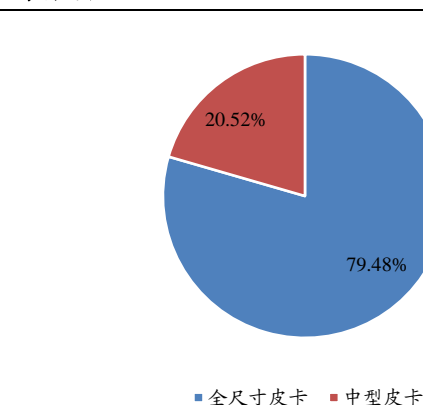
全尺寸皮卡相比于中型皮卡拥有更广泛需求的主要原因是全尺寸皮卡的性能更强，而且全尺寸皮卡拥有更强的豪华感。在功能性方面，全尺寸皮卡的装载能力以及拖曳能力更强，能更好地满足日常使用中的各种装货和拖挂需求；在豪华感方面，由于全尺寸皮卡相比于中型皮卡拥有更大的驾乘空间，且全尺寸皮卡的价要更高，因此在豪华感上全尺寸皮卡要胜于中型皮卡。综上所述，全尺寸皮卡的美国的皮卡市场中占据了大部分市场份额。

图 57: 2019 年美国全尺寸皮卡和中型皮卡销量(单位: 万辆)



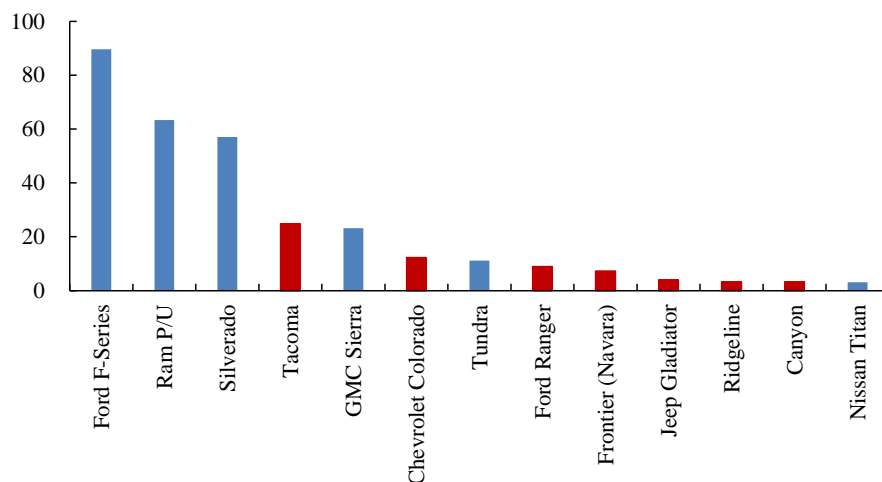
数据来源: Marklines, 东北证券

图 58: 2019 年美国全尺寸皮卡和中型皮卡的市



数据来源: Marklines, 东北证券

图 59: 2019 年美国销量前三名的均为全尺寸皮卡 (单位: 万辆)

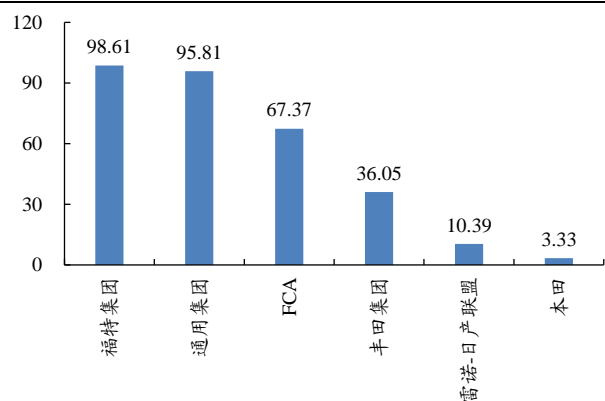


数据来源: Marklines, 东北证券

注: 蓝色填充为全尺寸皮卡, 深红色填充为中型皮卡

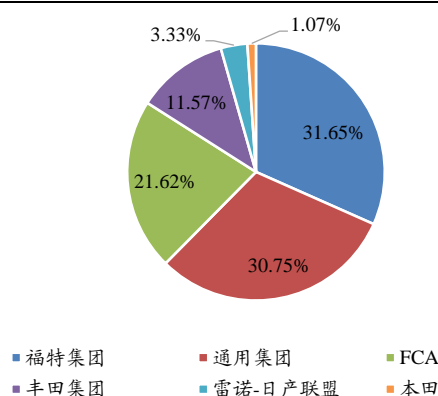
美国皮卡市场的整体格局: 福特、通用和 FCA 是市场的三大玩家, 合计拥有 84% 的市场份额。从整体的市场格局来看, 经过多年的发展, 美国皮卡行业的市场集中度已经较高, 2019 年市场份额前三的厂商分别为福特、通用和 FCA, 市占率分别为 31.65%、30.75% 和 21.62%, 合计市占率高达 84%。除美系皮卡外, 日系皮卡也在美国的皮卡市场中占有一定的份额, 其中丰田在美国皮卡市场的市占率为 11.57%, 日产的皮卡份额为 3.33%。

图 60: 2019 年美国皮卡分厂商销量(单位: 万辆)



数据来源: Marklines, 东北证券

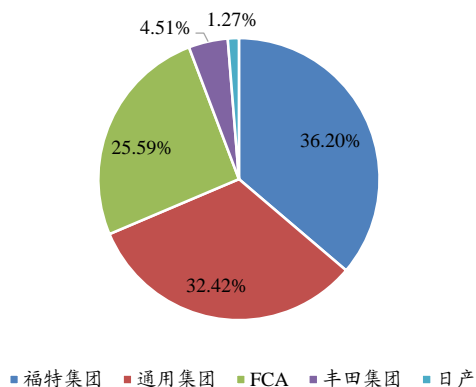
图 61: 2019 年美国皮卡市场各厂商份额情况



数据来源: Marklines, 东北证券

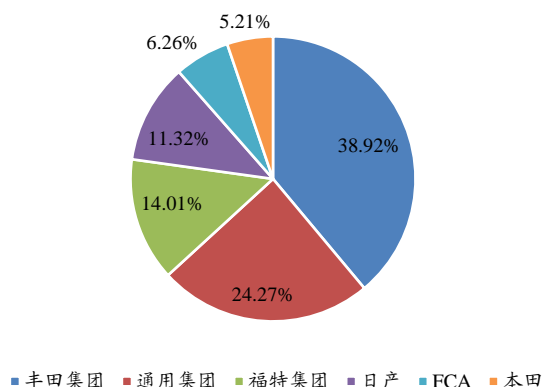
美国皮卡细分市场格局: 全尺寸皮卡市场美系独大, 中型皮卡市场美系、日系平分秋色。在全尺寸皮卡的领域中, 美系的福特、通用和 FCA 三家占据了绝大部分的市场, 2019 年该细分市场中福特、通用和 FCA 的市占率分别为 36.20%、32.42% 和 25.59%, 合计市场份额高达 94.21%, 体现出美系品牌在美国全尺寸皮卡市场中的绝对竞争力。在中型皮卡这一细分市场中, 日系和美系品牌各自拥有一半的市场份额, 其中 2019 年丰田、通用、福特和日产的市占率分别为 38.92%、24.27%、14.01% 和 11.32%。

图 62: 2019 年美国全尺寸皮卡市场格局



数据来源: Marklines, 东北证券

图 63: 2019 年美国中型皮卡市场格局



数据来源: Marklines, 东北证券

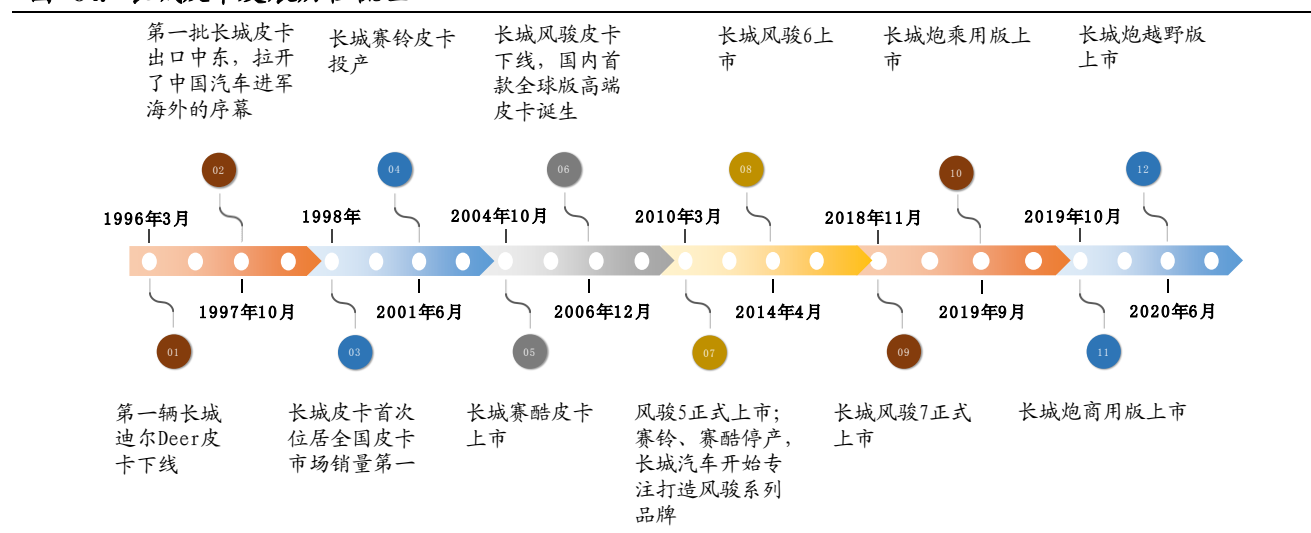
从美国皮卡市场特征看中国皮卡行业的发展趋势。中美皮卡市场的差异主要有两点。第一是总量上的区别, 美国皮卡市场不管是在销量还是在汽车总销量中的占比水平目前都要大幅高于中国, 对标美国, 中国皮卡市场在政策放松后仍有非常大的发展空间。第二是需求结构上的区别, 目前皮卡在中国主要还是用于“纯工具车”, 商用类皮卡的占比水平非常高; 但在美国, 皮卡大部分是作为家庭的多功能车, 可以满足户外出行活动、货物运输、物品拖拽等多方面需求, 且美国的皮卡产品拥有非常好的舒适性和豪华感, 充分地顺应了消费者的需求。因此, 对标美国, 我国的皮卡乘用化目前才刚刚起步, 随着后续政策逐步解禁、乘用化皮卡产品的丰富以及消费者观念的转变, 乘用化皮卡将作为家庭的多功能用车迎来快速的发展。

4. 长城皮卡护城河是什么？

4.1. 品牌——发展历史悠久，龙头地位稳固

长城皮卡发展历史悠久，连续二十余年位居国产皮卡销量榜首。长城的皮卡业务起步于 90 年代，1996 年 3 月长城首款皮卡——长城迪尔成功下线，凭借着高性价比的优势迅速在国内市场站稳脚跟。1997 年，长城开始向中东出口皮卡，正式进入国际市场。1998 年，凭借迪尔皮卡的热销，长城首次成为国内皮卡行业的销量冠军。2001 年至 2006 年，长城先后推出了赛铃皮卡、赛酷皮卡和风骏皮卡，其中风骏皮卡是国内首款全球版高端皮卡。2010 年，长城风骏 5 正式上市，而赛铃、赛酷则停产，长城汽车开始专注打造风骏系列皮卡品牌。2014 年至 2018 年，长城陆续推出了风骏 6 和风骏 7 皮卡。2019 年，长城发布“炮”品牌，并推出了乘用车版、商用车版和越野版三款炮车型，与传统的工具类皮卡不同，长城炮具备了轿车的舒适性，SUV 的越野性，旅行车的休旅性，以及轻型货车的装载性，开启了我国皮卡乘用车化的发展方向。整体来看，长城皮卡一直引领着我国皮卡行业的发展，并且连续 22 年位居国产皮卡销量榜首，也因此长城在皮卡行业塑造出了强大的品牌力。

图 64：长城皮卡发展历程梳理



数据来源：公司官网，互联网公开信息，东北证券

此外，长城皮卡还积极参与重大活动和公益事业，着力塑造和提升品牌形象。长城通过积极参加社会重大活动来增加品牌曝光度并塑造和提升品牌形象。在 2020 年珠峰高程测量活动中，长城炮越野皮卡担任了高程测量的相关保障和媒体报道工作用车，在珠峰路况复杂和气候多变的情况下，圆满地完成了保障和报道任务，一方面体现出了长城炮越野皮卡出色的产品实力，另一方面也塑造了长城皮卡强大的品牌实力。此外，长城还与蓝天救援队达成战略合作，长城炮将利用强大的产品实力和服务网络，全面深入到蓝天救援队的各项公益救援任务中，不仅体现出长城炮强大的产品力，也彰显出长城汽车在发展的同时积极承担社会责任。

图 65: 长城炮越野皮卡助力丈量珠峰



数据来源: 互联网公开信息, 东北证券

图 66: 长城炮与蓝天救援队合作



数据来源: 互联网公开信息, 东北证券

4.2. 产品——产品线布局完善, 产品力和竞争力突出

长城皮卡的产品线布局完善合理, 充分覆盖各个细分市场的需求。我们在这里对市场份额前五的皮卡厂商的产品线进行分析:

长城皮卡: 长城目前主要有风骏系列和长城炮两个系列的皮卡产品。其中风骏系列包括风骏 5 和风骏 7, 这两款皮卡价格较低, 定位于工具车市场; 而长城炮的价格和品牌定位更高, 有乘用版、商用版和越野版三个版本, 其中乘用版和越野版主要面向的是皮卡乘用化和高端化的市场。整体来看, 长城皮卡产品线布局完善, 完整地覆盖了工具车市场和皮卡乘用化的市场。

江铃皮卡: 目前江铃主要是新宝典和域虎系列皮卡, 其中新宝典、域虎 3 和域虎 5 主要还是定位在实用的工具车市场, 定位较低; 域虎 7 定位于宜商宜乘, 定位中端; 域虎 9 定位于高端美式大皮卡, 是乘用化的产品。整体来看, 江铃皮卡也基本将工具车市场、宜商宜乘市场以及高端乘用化市场完整覆盖。

郑州日产: 根据草根调研的情况, 郑州日产的皮卡产品整体定位于工具车市场, 在乘用化的市场没有很好的产品布局, 三款产品在内饰设计上均较为简单, 没有达到乘用车的标准。其中, 锐骐的定位最低端; 锐骐 6 定位中端; 纳瓦拉的定位最高。草根调研时郑州日产销售的产品基本为工地用车, 电力、水利、市政等部门用车以及民航机场的场内车辆。

江西五十铃: D-MAX 定位最高端, 是面向乘用化的产品, 具备较强的越野性能, 属于玩车一族的选择。铃拓定位中端, 挂五十铃的品牌, 定位于工具车; 瑞迈定位最低, 挂 JIM 标, 也是工具车产品。

上汽大通: 整体来看, 上汽大通的皮卡产品同样是只覆盖了工具车市场, T60 和 T70 的内饰等方面还没有达到乘用化的标准, T60 和 T70 两者的定位均为工具车, 其中 T70 定位高于 T60。

长城的皮卡产品在各个细分市场中均具有较强的竞争力。我们在这里再对皮卡各细分市场中的车型进行对比, 分析长城皮卡产品的竞争力:

纯工具车市场: 工具车市场的主要竞争要素在于成本, 价格低廉、可靠性高的产品往往有较强的竞争力。长城风骏 5 2020 款价格区间为 7.58 万元-9.78 万元, 全系手动, 燃料类型包括汽油和柴油, 驱动形式包括两驱和四驱; 风骏 7 2019 款国六价格区间为 8.68 万元-13.88 万元, 全系手动, 燃料类型包括汽油和柴油, 驱动形式

包括两驱和四驱。郑州日产锐骐在售的 2019 款和 2020 款价格区间在 8.78 万元-12.78 万元，全系手动，汽柴油均有，两驱四驱均有。江铃 2020 款宝典的价格区间为 8.48 万元-11.13 万元，全系手动，燃料类型包括汽油和柴油，驱动形式包括两驱和四驱。五十铃瑞迈 2020 款国六在售车型价格区间 9.88 万元-13.58 万元，全系手动，汽柴油均有，两驱四驱均有。可以看到，在纯工具车市场，长城的风骏皮卡具有最低的价格，性价比最高，因此最具竞争力。

商乘两用和市政用车市场：长城风骏 7 2019 款国六价格区间为 8.68 万元-13.88 万元，全系手动，汽柴油均有，两驱四驱均有；长城炮商用版价格区间 9.78 万元-12.88 万元，汽柴油均有，两驱四驱均有，变速箱为 6MT 或 8AT。江铃域虎 7 2020 款价格区间 10.78 万元-14.63 万元，变速箱为 6MT 或 8AT，全系柴油，两驱四驱均有。锐骐 6 2020 款国六价格区间 9.18 万元-15.48 万元，变速箱为 5MT 或 6MT 或 8AT，两驱四驱均有，汽油柴油均有。铃拓 2020 款价格区间 11.18 万元-14.38 万元，全系柴油，全系 6MT，两驱四驱均有。整体来看，在商乘两用和公务用车市场仍然是长城皮卡最具性价比。

乘用化市场：长城炮乘用版价格区间为 12.68 万元-15.98 万元，全系 8AT，全系汽油、两驱四驱均有，配备智能网联系统并具有 L2 级自动驾驶能力；长城炮越野版配备了 7 种全地形驾控模式、三把锁、蠕行模式、坦克掉头、绞盘、氮气减震器等越野配置，大幅提高了越野能力，并且同样具备智能网联和 L2 级自动驾驶功能。江铃域虎 9 在售车型的价格区间为 13.48 万元-21.18 万元，汽柴油均有，变速箱为 6MT 或 8AT（自动挡起售价为 14.88 万元），两驱四驱均有，域虎 9 同样配备智能网联系统且具备 L2 级自动驾驶能力。江西五十铃 D-MAX 在售车型的价格区间为 14.48 万元-22.48 万元，全系柴油，变速箱为 6MT 或 6AT，两驱四驱均有。整体来看，长城炮在内外饰设计，电子和科技配置以及价格等方面均具有一定优势，性价比较高，具有较强的竞争力。

表 9：主要皮卡厂家的产品线布局情况

品牌	车型	年款	发动机	最大功率 (kW)	最大扭矩 (N·m)	变速箱	厂商指导价（万元）		
							下限	上限	区间宽度
长城皮卡	炮商用版	2019款	2.0T汽油/ 2.0T柴油	140汽油/ 120柴油	360汽油/ 400柴油	6MT/8AT	9.78	12.88	3.1
	炮乘用版	2019款	2.0T汽油	140	360	8AT	12.68	15.98	3.3
	炮越野版	2020款	2.0T汽油	140	360	8AT	16.98	19.98	3
	风骏7	2019款国六	2.0T汽油/ 2.0T柴油	120汽油/ 115柴油	330汽油/ 345柴油	6MT	8.68	13.88	5.2
	风骏5	2020款	2.4L汽油/ 2.0T柴油	118汽油/ 100柴油	230汽油/ 320柴油	5MT/6MT	7.58	9.78	2.2
江铃汽车	新宝典	2020款	1.8T汽油/ 2.5T柴油	130汽油/ 103柴油	280汽油/ 315柴油	5MT/6MT	8.48	11.13	2.65
	域虎3	2018款	1.8T汽油/ 2.5T柴油	130汽油/ 92柴油	280汽油/ 310柴油	5MT/6MT	8.98	12.22	3.24
	域虎5	2019款	2.0T柴油	104	350	6MT/6AT	9.68	12.03	2.35
	域虎7	2020款	2.0T柴油	104	350	6MT/8AT	10.78	14.63	3.85
	域虎9	2020/2019款	2.0T汽油/ 2.0T柴油	162汽油/ 104柴油	350汽油/ 350柴油	6MT/8AT	13.48	21.18	7.7
郑州日产	纳瓦拉	2019款	2.5L汽油	142	245	6MT	14.28	19.58	5.3
	锐骐	2020/2019款	2.4L汽油/ 2.5T柴油	116汽油/ 103柴油	235汽油/ 305柴油	5MT	8.78	12.78	4
	锐骐6	2020款	2.4L汽油/ 2.3T柴油	116汽油/ 120柴油	230汽油/ 380柴油	5MT/6MT/8AT	9.18	15.48	6.3
五十铃 皮卡	D-MAX	2020款	1.9T柴油	120	360	6MT/6AT	14.48	22.48	8
	铃拓	2020款	2.5T柴油	110	360	6MT	11.18	14.38	3.2
	瑞迈	2020款	2.4T汽油/ 2.5T柴油	155汽油/ 110柴油	320汽油/ 360柴油	6MT	9.88	13.58	3.7

上汽大通	T60	2020款/ 2019款国六	2.0T汽油/ 2.0T柴油	160汽油/ 120柴油	350汽油/ 375柴油	6MT/6AT	9.98	13.58	3.6
	T70	2020款	2.0T汽油/ 2.0T柴油	157汽油/ 120柴油	350汽油/ 375柴油	6MT/6AT	10.28	19.38	9.1

数据来源：公司官网，汽车之家，东北证券 注：浅红色底纹填充的为乘用车皮卡产品

4.3. 技术——自主龙头苦修内功，技术研发行业领先

相比于竞争对手，长城拥有更大的销量和收入规模，研发投入的优势明显。我们选取市场份额前五的厂家，对他们的销量规模、收入规模以及研发投入的规模进行对比。可以发现，长城汽车在各个方面相较于竞争对手都有较大的优势，得益于在乘用车市场的领先地位（SUV 龙头），长城汽车的整体销量规模超过 100 万辆/年，收入规模接近 1000 亿，远远领先于其他竞争厂商。销量规模排第二的江铃汽车年销量在 30 万辆，收入规模为 292 亿，与长城仍有较大的差距。上汽大通的年销量在 15 万辆的水平，而郑州日产和江西五十铃的年销量仅有几万辆的水平，均与长城汽车有着明显的距离。凭借着远超竞争对手的销售和收入体量，长城在研发投入方面的优势明显，研发投入和研发人员数量均大幅领先竞争对手。

此外，长城汽车主要产品为 SUV 和皮卡，两个产品之间拥有较大的协同效应，这点是其他竞争对手所不具备的。江铃汽车的核心产品为商用车，主要为轻客和轻卡，乘用车不是江铃传统的优势业务，其乘用车业务主要还是依靠股东方福特的资源和力量。郑州日产和江西五十铃的乘用车业务较少，各自都仅有一款 SUV 车型，分别为途达和牧游侠，且销量规模较低。上汽大通目前的情况也是商乘并举，既有轻客、也有乘用车产品，且乘用车的销量中目前又以 MPV 为主，SUV 销量水平较低。对于长城来说，长城汽车是自主品牌 SUV 龙头企业，在 SUV 市场深耕多年，产品既包括城市 SUV（承载式车身）又有硬派 SUV（非承载式车身），而皮卡与硬派 SUV 均采用非承载式车身的设计，因此，长城的 SUV 产品和皮卡产品在技术研发、产品设计和供应链等方面有着较大的协同效应，长城乘用车业务的发展也将带动皮卡业务的快速发展。

表 10: 国内主要皮卡厂商的技术研发情况（如果未特别说明，则为 2019 年数据）

厂商	长城汽车	江铃汽车	郑州日产	江西五十铃	上汽大通
主要产品	乘用车、皮卡	轻客、轻卡、乘用车、皮卡	SUV、皮卡	皮卡、轻卡、SUV	MPV、SUV、房车、轻客、皮卡
销量规模（万辆）	106.03	29.01	5.30	3.30	15.30
收入规模（亿元）	962.11	291.74	88.98	/	/
研发人员数量（人）	17603	2758	1000 余人 （官网介绍）	/	/
研发人员占比	29.46%	18.65%	30%左右 （官网介绍）	/	/
研发投入（亿元）	42.48	19.37	/	/	/
研发投入占营业收入比例	4.47%	6.64%	/	/	/

数据来源：乘联会，公司公告，互联网公开信息，东北证券

“坦克”平台赋能，长城皮卡产品力领先竞品。今年 7 月 21 日，长城在品牌战略会上发布了“坦克”平台，“坦克”平台是智能专业越野平台，该平台采用模块化设计，包含 105 个标准模块，425 个基础模块，支持 B 至 D+ 级的 SUV 和皮卡

车型开发，具有高延展性。动力总成方面，“坦克”平台囊括了三种动力形式，分别为高效燃油、HEV 以及 PHEV，与之匹配的是长城自研的中国首款纵置 9AT 变速器，涵盖了常规和 P2 两种形式。车身结构方面，“坦克”平台的车型均采用非承载式车身设计，车身强度高。悬架系统方面，“坦克”平台拥有多种悬架形式，前悬架为独立双叉臂，而后悬架形式包括了双叉臂、五连杆整体桥和整体桥后悬架，而且还配备了主动悬架系统，升降范围为 120mm。目前，基于“坦克”平台打造的皮卡产品长城炮在国内皮卡市场拥有强大的竞争力，自上市以来销量不断爬坡，月销最高达到了 1.5 万辆的水平。

图 67：“坦克”定位于全球化智能专业越野平台



数据来源：互联网公开信息，东北证券

4.4. 生产——南北产能战略布局，进一步增强重要市场的辐射能力

长城拥有国内最先进的皮卡工厂，且完成了皮卡产能的南北战略布局。2019年8月，长城汽车重庆工厂竣工投产，同时重庆工厂的首款车型长城炮皮卡下线。重庆工厂主要生产车型为长城炮皮卡和哈弗品牌 SUV，并且在生产制造和运营管理方面均实现了自动化，是国内最先进的皮卡工厂。一方面，重庆工厂的投产提高了长城皮卡的生产技术水平，提升了长城皮卡的产能，为销量增长打下基础；另一方面，重庆工厂的投产也使得长城完成了皮卡产能的南北战略布局，重庆永川工厂位于我国西南部，处在四川、云南、贵州和重庆的交界位置，此前由于长城的总部和皮卡工厂均位于河北保定，对于南方几个省份的皮卡市场辐射有限，而重庆工厂正好弥补了之前的短板，将助力长城进一步提升在云南、四川、贵州、重庆、湖南、湖北和陕西等重要皮卡市场的市场份额。

图 68: 长城汽车重庆智慧工厂俯视图



数据来源: 互联网公开信息, 东北证券

图 69: 长城皮卡完成了南北产能的战略布局



数据来源: 互联网公开信息, 东北证券

表 11: 主要皮卡厂商的皮卡产能情况

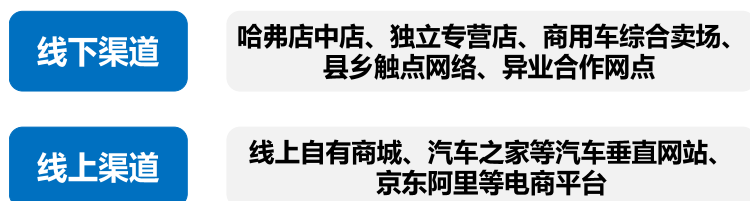
厂商	工厂	地点	产能 (万辆/年)	备注
长城汽车	保定工厂	河北保定	10-15	主要生产风骏皮卡
	重庆工厂	重庆永川	16	主要生产长城炮皮卡
江铃汽车	青云谱工厂	江西南昌	20	50 万产能为江铃汽车总产能, 包括皮卡、轻客、轻卡和 SUV 等
	小蓝工厂	江西南昌	30	
郑州日产	中牟工厂	河南郑州	18	18 万产能为总产能, 包括皮卡和 SUV
江西五十铃	南昌工厂	江西南昌	10	10 万产能为总产能, 包括皮卡、轻卡和 SUV
上汽大通	无锡工厂	江苏无锡	20	20 万产能为皮卡、SUV 和 MPV 的总产能

数据来源: 互联网公开信息, 东北证券

4.5. 渠道——强大的销售和服务网络形成了领先的渠道优势

长城皮卡现行的是 5+e 渠道战略。长城皮卡的 5+e 渠道战略可以分为线下渠道和线上渠道: 线下渠道主要包括哈弗店中店、皮卡专营店、商用车综合卖场、县乡触点网络以及异业合作网点。其中, 哈弗店中店模式依托哈弗 SUV 庞大的底盘销量和销售网络, 有效地扩大了皮卡产品的覆盖范围; 皮卡专营店网络则有利于长城皮卡塑造独立品牌形象, 推动皮卡业务进一步壮大发展; 而商用车综合卖场、县乡触点网络和异业合作网点则使得长城皮卡的渠道进一步下沉, 充分覆盖县城、乡镇、农村等广大基层需求。长城皮卡的线上渠道则包括线上自有商城、汽车之家和易车等汽车垂直网站以及京东、阿里等电商平台, 通过线上的方式推动皮卡业务的发展。

图 70: 长城皮卡的 5+e 渠道战略



数据来源: 公司官网, 东北证券

长城皮卡通过领先的经销商和服务点数量，对竞争对手形成了巨大的渠道优势。对于皮卡而言，不管是商用需求还是乘用需求，丰富的销售网点和服务网点可以便于满足消费者的购车和售后服务需求。通过分析各个皮卡厂家的经销商和售后服务网点的情况可以发现，长城皮卡通过庞大而领先的经销商和服务网点数量对竞争对手形成了强大的渠道优势。一方面从总量上看，长城皮卡在全国范围内的经销商数量和售后服务网点数量分别为 870 家和 747 家，大幅领先其他皮卡厂家；另一方面，从经销商和售后服务点的分布情况来看，长城皮卡在河北、山东、河南、重庆、四川、广西、贵州、云南和新疆等皮卡重要市场的经销商和服务网点数量均大幅领先竞争对手，这也使得长城皮卡在上述的重要市场中拥有着领先的市场份额。

表 12: 主要皮卡厂家的经销商和售后服务点数量及分布情况

经销商数量及分布情况							售后服务点数量及分布情况						
		长城 皮卡	江铃 皮卡	郑州 日产	江西 五十铃	上汽 大通			长城 皮卡	江铃 皮卡	郑州 日产	江西 五十铃	上汽 大通
一线	北京	6	4	4	2	12	一线	北京	6	10	7	2	6
	上海	6	5	3	1	12		上海	7	18	8	2	24
	广东	56	26	26	18	23		广东	49	54	28	18	26
东部	天津	7	2	1	1	1	东部	天津	7	6	5	1	2
	河北	46	11	9	10	22		河北	42	22	13	11	15
	山东	85	25	10	16	36		山东	80	51	24	18	24
	江苏	55	25	10	10	45		江苏	48	50	25	8	31
	浙江	41	28	10	8	37		浙江	36	49	19	12	29
	福建	28	9	9	9	5		福建	18	22	17	10	8
	海南	4	2	3	2	4		海南	4	4	2	2	2
中部	山西	29	9	5	4	8	中部	山西	23	14	10	6	11
	河南	65	12	13	11	27		河南	58	21	21	12	25
	湖北	34	15	7	10	18		湖北	28	29	10	14	10
	湖南	34	14	14	14	11		湖南	28	20	12	14	14
	江西	22	12	5	6	4		江西	19	27	6	13	6
	安徽	32	14	4	11	20		安徽	31	23	7	10	14
东北	黑龙江	20	5	6	12	8	东北	黑龙江	18	10	11	7	5
	吉林	18	6	4	7	10		吉林	16	7	3	7	5
	辽宁	31	9	8	9	7		辽宁	26	20	13	11	5
西部	重庆	8	2	3	2	3	西部	重庆	9	8	5	5	6
	四川	50	15	13	17	15		四川	43	19	17	18	14
	广西	33	12	11	12	3		广西	25	16	4	9	6
	贵州	21	9	10	9	14		贵州	18	13	8	10	9
	云南	42	9	16	16	35		云南	31	19	22	19	18
	陕西	15	8	4	6	4		陕西	14	16	10	6	7
	甘肃	18	5	4	5	4		甘肃	17	11	7	6	4
	内蒙古	26	9	10	9	8		内蒙古	19	9	11	8	11
	宁夏	3	1	1	3	2		宁夏	5	1	3	2	1
	新疆	27	6	10	12	4		新疆	18	17	20	13	10
	青海	4	1	2	2	2		青海	2	4	2	2	2
	西藏	4	3	4	4	1		西藏	2	3	4	2	2
全国总计		870	313	239	258	405	全国总计		747	593	354	278	352

数据来源：公司官网，东北证券

5. 盈利预测和估值评级

皮卡业务：我国皮卡行业正迎来政策端的不断放松和解禁，皮卡路权正不断提高，用车环境持续改善。皮卡作为多功能车型，可以满足多种下游需求。在商用车

领域，随着后续皮卡在政策上陆续解禁，有望进一步实现对微客、轻客、微卡和轻卡需求的替代，潜在替代空间超过 75 万辆，商用皮卡市场空间有望大幅增长。在乘用车领域，我国皮卡的乘用车化趋势目前也已经非常明显，随着后续政策端的持续解禁、供给端优质产品的驱动以及居民消费理念的转变，乘用车皮卡的销量水平有望更上一个台阶，而且相比商用皮卡，乘用车皮卡未来的发展空间更加广阔，将使我国皮卡行业总的市场空间实现进一步扩容。此外，对标美国等海外成熟皮卡市场的需求总量和需求结构，我国皮卡行业未来的发展空间广阔，乘用车需求的发展潜力巨大。

公司方面，长城作为我国皮卡行业的龙头企业，在品牌、产品、技术、生产和渠道等方面相较于对手有着较大的竞争优势：1、品牌方面，长城连续 20 余年皮卡销量第一，且积极参与重大活动和公益事业，塑造了强大的品牌力和优质的品牌形象；2、产品方面，长城的皮卡产品线完整地覆盖了各细分市场，且在各细分市场中拥有领先的产品力和竞争力；3、技术方面，得益于长城整体的销售规模和收入体量，在研发投入方面大幅领先对手，且皮卡与硬派越野 SUV 之间有着非常大的协同效应，乘用车技术的发展也将带动皮卡的发展；4、生产方面，重庆工厂投产，长城的皮卡产能完成南北战略布局，增强了对西南地区的重要皮卡市场的辐射效应；5、渠道方面，长城皮卡通过领先的经销商和服务点数量，对竞争对手形成了巨大的渠道优势。

未来，在政策解禁的大背景下，皮卡在商用领域和乘用车领域均将迎来新一轮的发展机会，我国皮卡行业的市场空间将不断增长，公司作为皮卡行业龙头将深度受益。

乘用车业务：长城汽车在今年三季度将迎来两款基于新平台的全新车型上市，叠加公司其他车型后续也将借助新平台完成换代，新平台将助力公司开启新一轮强产品周期。在新平台上打造的车型产品力和竞争力得到大幅提升，将促进公司整车销量增长，并且将维持终端价格的稳定，促使折扣收窄，获得更高的 ASP；另一方面，随着平台化产品销量占比的不断提升，公司车型平台的降本效果也将逐渐体现出来，使得公司的盈利能力后续将有所提升。

预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 51.82 亿、64.72 亿、80.48 亿，EPS 分别为 0.56 元、0.71 元、0.88 元，市盈率分别为 28.95 倍、23.18 倍、18.64 倍，维持“买入”评级。

6. 风险提示

宏观经济不及预期，公司整车销量不及预期。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表（百万元）					现金流量表（百万元）				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	9,723	14,986	24,752	36,285	净利润	4,531	5,221	6,520	8,109
交易性金融资产	4,363	4,363	4,363	4,363	资产减值准备	553	155	144	171
应收款项	3,193	2,473	3,434	3,669	折旧及摊销	4,331	3,551	3,800	3,676
存货	6,237	5,388	6,060	7,043	公允价值变动损失	73	100	110	120
其他流动资产	44,986	44,724	44,968	45,160	财务费用	335	192	279	290
流动资产合计	68,502	71,934	83,576	96,520	投资损失	-214	-688	-783	-865
可供出售金融资产					运营资本变动	4,541	-1,529	4,435	4,207
长期投资净额	3,113	3,113	3,113	3,113	其他	-178	-389	-400	-411
固定资产	29,743	30,739	31,652	32,585	经营活动净现金流量	13,972	6,613	14,105	15,296
无形资产	4,710	5,431	6,451	7,321	投资活动净现金流量	-15,802	-5,028	-4,260	-3,774
商誉	0	0	0	0	融资活动净现金流量	3,944	3,677	-79	10
非流动资产合计	44,594	46,892	48,281	49,364	企业自由现金流	-2,049	3,644	-307	1,605
资产总计	113,096	118,826	131,857	145,884					
短期借款	1,180	5,000	5,200	5,500	财务与估值指标				
应付款项	35,460	32,037	36,514	41,377		2019A	2020E	2021E	2022E
预收款项	0	0	0	0	每股指标				
一年内到期的非流动负债	3,180	3,180	3,180	3,180	每股收益（元）	0.49	0.56	0.71	0.88
流动负债合计	54,600	55,060	61,570	67,488	每股净资产（元）	5.93	6.50	7.20	8.08
长期借款	1,206	1,206	1,206	1,206	每股经营性现金流量（元）	1.52	0.72	1.54	1.67
其他长期负债	2,892	2,892	2,892	2,892	成长性指标				
长期负债合计	4,097	4,097	4,097	4,097	营业收入增长率	-3.0%	2.1%	13.9%	10.5%
负债合计	58,697	59,157	65,667	71,586	净利润增长率	-13.6%	15.2%	24.9%	24.4%
归属于母公司股东权益合计	54,399	59,630	66,102	74,150	盈利能力指标				
少数股东权益	0	39	88	148	毛利率	17.2%	18.0%	18.5%	19.2%
负债和股东权益总计	113,096	118,826	131,857	145,884	净利率	4.7%	5.3%	5.8%	6.5%
					运营效率指标				
利润表（百万元）					应收账款周转率（次）	12.11	9.19	11.20	10.83
	2019A	2020E	2021E	2022E	存货周转率（次）	28.57	24.40	24.26	25.74
营业收入	96,211	98,260	111,901	123,615	偿债能力指标				
营业成本	79,684	80,614	91,165	99,868	资产负债率	51.9%	49.8%	49.8%	49.1%
营业税金及附加	3,169	3,587	4,084	4,512	流动比率	1.25	1.31	1.36	1.43
资产减值损失	-504	-155	-144	-171	速动比率	1.13	1.20	1.25	1.32
销售费用	3,897	4,263	4,849	5,242	费用率指标				
管理费用	1,955	1,997	2,274	2,512	销售费用率	4.1%	4.3%	4.3%	4.2%
财务费用	-351	-129	-172	-212	管理费用率	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
公允价值变动净收益	-73	-100	-110	-120	财务费用率	-0.4%	-0.1%	-0.2%	-0.2%
投资净收益	16	688	783	865	分红指标				
营业利润	4,777	5,901	7,369	9,114	分红比例	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业外收支净额	324	345	350	355	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
利润总额	5,101	6,246	7,719	9,469	估值指标				
所得税	570	1,025	1,198	1,361	P/E（倍）	18.06	28.95	23.18	18.64
净利润	4,531	5,221	6,520	8,109	P/B（倍）	1.49	2.52	2.27	2.02
归属于母公司净利润	4,497	5,182	6,472	8,048	P/S（倍）	1.55	1.53	1.34	1.21
少数股东损益	34	39	49	61	净资产收益率	8.3%	8.7%	9.8%	10.9%

资料来源：东北证券

分析师简介:

李恒光: 上海理工大学数量经济学硕士, 2016年加入东北证券中小盘负责新能源车产业链研究, 2017年至今担任汽车组组长, 重点覆盖整车、零部件和新能源车等方向。

刘力宇: 上海交通大学工学硕士, 华中科技大学本科, 2018年加入东北证券研究所, 主要研究领域为新能源汽车、乘用车、汽车零部件等。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险(R3)等级金融产品及服务, 包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 15% 以上。
	增持	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 5% 至 15% 之间。
	中性	未来 6 个月内, 股价涨幅介于市场基准-5% 至 5% 之间。
	减持	在未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 5% 至 15% 之间。
	卖出	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 15% 以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
公募销售			
华东地区机构销售			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
金悦	021-20361229	17521550996	jinyue@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	19801271353	zhouyingl@nesc.cn
过宗源	010-58034553	15010780605	guozhy@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn
非公募销售			
华东地区机构销售			
李茵茵 (总监)	021-20361229	18616369028	liyinyin@nesc.cn
赵稼恒	021-20361229	15921911962	zhaojiaheng@nesc.cn
杜嘉琛	021-20361229	15618139803	dujiachen@nesc.cn