

汽车行业点评报告

汽车行业研札记 03 期: 宇通客车案例的得与失

增持（维持）

2024 年 04 月 17 日

证券分析师 黄细里

执业证书: S0600520010001

021-60199793

huangxl@dwzq.com.cn

投资要点

■ 2023 年 4 月 23 日发布《大中客行业深度: 大周期的起点!》，2023 年 4 月 28 日发布《宇通客车深度: 国外国内共振, “一带一路”典范》，我们正式开始覆盖客车行业及推荐宇通客车。在这 1 年时间我们持续深化客车行业研究和宇通的投资价值理解, 其中的“得与失”值得分享。

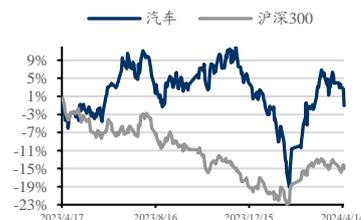
■ **【能买在最底部的是极少数人】**。能够底部去布局一只大牛股是大家都想追求的目标, 但人性角度看必然这是少数人的机会。2023 年 3-4 月对我们考验最大的点是: 最底部宇通上涨 (2022 年 10 月-2023 年 2 月) 没有推荐, 这个点开始推荐是不是**【追涨】**? 宇通这轮机会值得花多少时间? 最终我们坚定选择了**【深度推荐且投入了最大的资源】**。我们选择与自己和解: 1) 宇通最底部机会我们没有抓住是正常的。第一, 2018-2022 年是宇通“最黑暗时光”, 我们没有陪伴他, 我们全部精力在乘用车/零部件板块。能抓住最底部的往往是一路陪伴公司上一轮完整周期的分析师 (一般比较少)。第二, 汽车的几个子领域都有自己的周期, 一个分析师或一个团队希望每一个细分领域的底部都能率先抓住这是**【理想状态】**。2) 这轮宇通机会到底多大才是我们的重心。我们选择重心去评估客车行业是否真的有大贝塔机会变化, 这轮宇通上涨与上一轮周期是否发生本质的变化。

■ **【大机会都是认知能力的差异】**。根据过去 10 年汽车行业的研究经验总结, 我们认为**【汽车的大牛股都是依靠大贝塔, 而大贝塔背后都是认知的纠偏】**。2023 年 3-4 月的宇通, 我们发现与 2020 年底的乘用车惊人相似: 1) “长期关注客车并大力研究的分析师极其少”。这往往是上一轮大贝塔机会结束后的“后遗症”。最典型特征: 市场上几乎没有好的客车行业数据库。2020 年的乘用车也是如此。2) “最底部推荐“买入”客车的逻辑和后面涨的逻辑完全不一样”。宇通底部推荐的逻辑是国内见底 (上一轮大贝塔的核心), 而实际这轮驱动力是出海 (这轮大贝塔发生了本质变化)。2020 年乘用车底部看的是需求周期见底, 而实际是新能源红利到来。

■ **【卷高频数据一定是必须的吗】**。这是 2023 年在宇通客车推荐过程中我们犯的最大犯错地方。这也是典型的路径依赖问题。2020-2022 年我们习惯了**【新能源乘用车红利的投资模式】**, 高度依赖高频数据的验证。2023 年 7 月-11 月是宇通客车“煎熬”阶段, 海外交付和订单数据可获得性较差且月度波动大, 我们甚至发现“越努力会越容易质疑自己对大周期的判断”, 最终公布的公司四季度业绩又是大超预期。这半年我们反思点: 1) 用乘用车的投资方式套客车是有问题的, 前者 ToC 而后者 ToG/B, 两者商业模式是有本质区别 (前期发布汽车札记 02 期有详细说明这点)。2) 过去 20 年汽车都是基于国内需求, 卷高频数据是可行的, 但未来 5-10 年汽车行业**【外需和内需会逐步同等重要】**, 海外跟踪难度必然大于国内, 不会完全复制国内。

■ **【三好学生不挑行业的大小】**。这也是过去 1 年我们最大的自我反思地方。习惯了乘用车/零部件板块的投资, 我们容易陷入了思维定式: 一定要在一个规模非常大的领域去找机会, 对于规模较小的行业会“存在偏见”。复盘宇通上市 20 余年: 1) 已经经历了 2005-2009 年客车普及周期—2012-2017 年国内新能源公交普及周期, 正在经历 2020-2027 年预计是海外新能源公交普及周期。2) 一步一脚印正完成国内初步龙头—稳固国内龙头—走向世界龙头的蜕变。3) 每一轮向上周期驱动因素会变, 但不变的是“三好学生”“优秀基因传承。**【是金子总会发光】**是“三好学生”的典型特征, 无论在大行业还是小行业, 一旦出现向上周

行业走势



相关研究

《战略看好央企国企车企估值系统性重塑》

2024-04-15

《汽车周观点: 4 月第一周交强险同比-9.1%。看好汽车板块!》

2024-04-15

期机遇，三好学生一定能抓住且表现超出预期。

- **【高分红的重要性】**。【买宇通就是买高分红】关于这点，过去1年多，市场在认可宇通的投资价值中【给予分红权重远高于我们】，我们重心更多是在【讲这轮客车基本面积积极变化】。这也让我们反思：高分红到底意味着什么？结合历史上其他车企案例的比较分析，我们认为：1）高分红的持续性最终还是依赖基本面（行业周期向上+公司格局稳固）。2）当行业迎来新一轮向上周期的早期（往往市场对周期持续性是充满怀疑），高分红是很好助推器，增强个股的确定性。2）当行业迎来下行周期通道的前期（往往市场对周期持续性依然乐观），高分红或是价值陷阱。对于宇通来说，这轮周期向上是【出海逻辑且还处于早期】，可跟踪性弱且没有对标，高分红的重要性的确更应该重视。

- **风险提示：**商用车出口需求不及预期；价格竞争超预期；地缘政治摩擦超出预期等

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>