

## 特斯拉 (TSLA.NASDAQ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格(美元): 312.84 美元

目标价格(美元): 413.46 美元

## 市场数据(人民币)

已上市流通股(百万股)	171.73
总市值(亿美元)	537.25
年内股价最高最低(美元)	244 / 387
纳斯达克	7307.91
标普 500	2709.80



## 相关报告

1. 《工程力、产品力、品牌力诠释特斯拉竞争力 Model 3 国产化重...》，2019.1.25
2. 《特斯拉 Q3 财报会议——特斯拉历史拐点 or 阶段性爆发？》2018.10.26
3. 《特斯拉私有化点评——特斯拉私有化：经营需要还是恫吓空头？》，2018.08.08
4. 《行业点评-特斯拉工厂入华——首家独资入华车企，特斯拉工厂落地临港》，2018.07.11
5. 《特斯拉看新能源车热管理的演变——汽车热管理行业点评》，2018.05.28

张帅

分析师 SAC 执业编号: S1130511030009  
(8621)61038279  
zhangshuai@gjqz.com.cn

zhoujunhong@gjqz.com.cn

## 首度连续两季度盈利，预计上海工厂快速上量

## 公司基本情况(美元)

项目	2016	2017	2018	2019E	2020E
营业收入(百万美元)	7,000	11,759	21,461	28,968	40,816
同比增长	73.0%	68.0%	82.5%	35.0%	40.9%
归母净利润(百万美元)	-675	-1,961	-976	885	1,164
同比增长	n.a	n.a	n.a	n.a	31.5%
毛利率	22.8%	18.9%	18.8%	23.5%	20.8%
每股收益(美元)	-4.68	-11.83	-5.72	5.19	6.83
市盈率(倍)	n.a	n.a	n.a	60.3	45.8

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 1月31日，特斯拉发布 Q4 财报，实现 GAAP 净利润为 1.39 亿美元（环比为-55%），首度实现连续两季度盈利。2019 年盈利目标为全年 4 个季度均实现盈利，交付目标为 36~40 万辆。

## 经营分析

- **基本面情况：汽车业务盈利模式逐渐明晰。**财务端，Q4 汽车业务营收达 63 亿美元，同比 4%，环比 134%。汽车业务毛利率为 24.3%，其中 Model 3 由于规模化效应初步体现（Model 3 单车工时环比下降约 20%），毛利率稳定在 20%以上。且由于交付量上行，且上海工厂采用贷款模式，Q4 账上现金及现金等价物增加 7.2 亿至 37 亿美元。需求端，69%以上的 Model 3 购车订单为消费车型升级而来，验证对消费者仍具吸引力。此外，Model Y 最早于 2020 年量产，与 Model 3 共用 75%零部件，预计产能爬坡相对顺利。
- **上海工厂：低资本支出下快速上量。**按照规划，上海工厂于 2019 年底完工，单车资本支出低于弗里蒙特 Model 3 产线一半，且于年底开启产线（冲压，涂装车间，车身连接和总装车间投入运营），加上美国工厂产能预计于 2020 年初实现年化 50 万辆目标，周产量从最初的 3 千辆向 1 万辆进发。上海工厂主要生产基础版 Model 3/Y，以“自产自销”模式供应中国地区；高配版的 Model 3/Y 及 Model S/X 仍在加州生产，供应全球市场。

## 盈利调整

- 预计特斯拉 2018、2019、2020 年归母净利润分别为-9.8、8.9、11.6 亿美元，EPS 分别为-5.72、5.19、6.83 美元（上期预测为-3.18、6.69、8.45 美元，主要随 Model 3 销量预测下调而变动）。维持“买入”评级

## 投资建议

- 我们以 EV/销量指标作为估值方法，2019 年为 0.18（百万美元/辆），假设相对传统车厂的估值溢价由 10 倍收窄至 4 倍，对应目标价 413.5 美元。
- **建议持续跟踪 2019 年特斯拉供应链变动情况。**随上海工厂落地，现有供应商弹性增大且将于 2019 年逐渐释放，潜在供应商有望入局享受特斯拉本土化红利，带来业绩增量。预计 2019 年相关订单将密集公布。

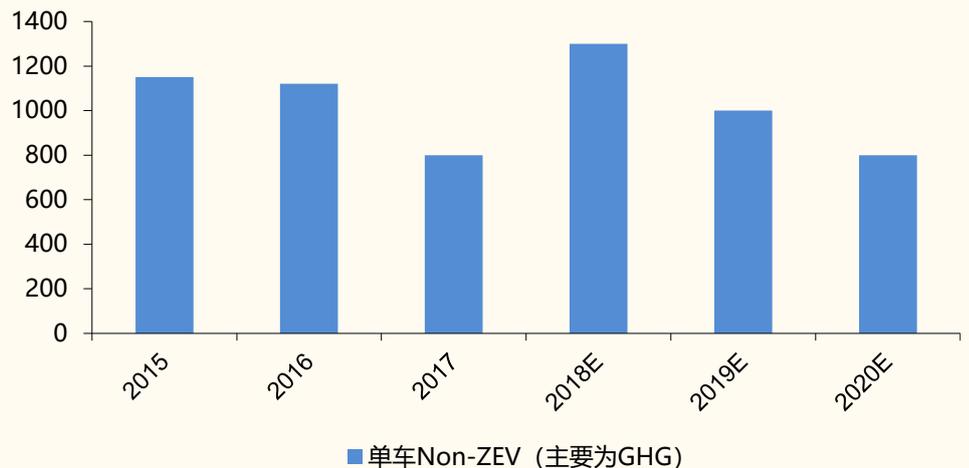
## 风险提示

- “马斯克”风险；现金流压力；Model 3 产能爬坡；工厂和新品落地不及预期；竞争对手风险；电动车受汽车增速减缓影响；多、空方对决影响股价。

1. 汽车业务拆分——预计 2018/2019/2020 年车型销量为 25/39/63 万辆

- **销量：预计 2018/2019/2020 年 Model S、Model X、Model 3、Model Y、Roadster、Semi-Truck 的合计销量分别为 25/39/63 万辆。**
  - **Model 3：**预计 2019 年 Model 3 交付 29 万辆，车型销量占比由 2018 年的 60% 上升至 2019 年的 74%。且大部分车型仍在美国生产。
  - **Model S & Model X：**预计 2019 年合计交付量 10 万辆，需求基本维持稳定，产线无扩张计划。
  - **Model Y：**在 Model 3 开工经验基础上，预计美国 Y 型工厂产线于 2019 年第四季度开工生产，上海工厂预计同步进行。
  - **Roadster & Semi-Truck：**预计于 2020 年进入生产计划。
  - **中国工厂：**预计上海工厂于 2019 年 Q2-Q3 完工，年底开启产线，2020 年实现量产。上海工厂主要生产低配版 Model 3/Y，以“自产自销”模式供应中国地区；高配版的 Model 3/Y 及 Model S/ X 仍在加州生产，供应全球市场。
- **毛利率：预计 2018/2019/2020 年特斯拉汽车业务综合毛利率分别为 22.4%/25.3%/21.8%。**
  - **Model 3：**假设产量上升摊薄单车成本，抵消向低版本下沉对毛利率的影响，预计 2019 年 Model 3 毛利率为 22.7%。
  - **Model S & Model X：**产线及销量较稳定，单车成本维稳。此前特斯拉以单车降价 2000 美元的让利方式承担部分税收抵免的下滑，但对其毛利率影响有限，预计 2019 年 Model S、Model X 的毛利率分别为 25.2%、24.1%。
  - **Model Y：**2019 年属推出初期，与 Model 3 在 2017 年的情况相似，毛利率为负，预计于 2020 年改善。
  - **积分收入：**积分收入影响特斯拉汽车业务毛利率及盈利情况，主要分为 ZEV 积分收入及 Non-ZEV（主要是 GHG）积分收入。其中，特斯拉 ZEV 积分的销售未与交易方签署长期合约，交易时间随机性大，据加州平均交付水平，约 2000-3000 美元/分；而 Non-ZEV 积分已签订稳定合同，收入遵循生产和交付趋势，单车收入约 1000 美元。

图表 1：特斯拉单车 Non-ZEV 积分收入预测（（主要 GHG，单位：美元）



来源：公司公告、国金证券研究所

- **车型销售营收：预计 2018/2019/2020 年特斯拉车型销售营收分别为 173/231/328 亿美元，其中 Model 3 营收占比由 2018 年的 44% 上升至 2019 年的 59%。**

图表 2: 特斯拉汽车业务拆分 (产量、营收以及毛利率)

	2016	2017	Q4 18	2018	Q1 19E	Q2 19E	Q3 19E	Q4 19E	2019E	2020E
交付量 (千辆)										
Model S	50.9	52.6	13.6	50.7	10.6	10.6	14.5	13.9	49.5	50.8
Model X	25.3	48.6	14.1	48.8	10.1	12.3	13.6	13.8	49.8	50.1
Model 3	0	1.8	63.2	145.8	67.5	70.3	75.3	80.5	293.6	395.4
Model Y	0	0	0	0	0	0	0	1.5	1.5	133.0
Roadster	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0.1
Semi-Truck	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2.5
Total	76.2	103.0	90.7	245.3	88.2	93.2	103.4	109.7	394.5	631.9
营收(百万美元)										
Model S			1,259	4,735	954	954	1,312	1,253	4,472	4,451
Model X			1,418	4,934	988	1,208	1,329	1,352	4,877	4,756
Model 3			3,018	7,584	3,308	3,360	3,465	3,510	13,642	16,354
Model Y			0	0	0	0	0	83	83	6,791
Roadster			0	0	0	0	0	0	0	11
Semi-Truck			0	0	0	0	0	0	0	435
Total Automotive	\$6,096	\$8,535	\$5,695	\$17,253	\$5,249	\$5,522	\$6,105	\$6,197	\$23,074	\$32,799
汽车毛利率										
Model S			25.00%	24.91%	25.60%	25.30%	25.10%	25.00%	25.22%	24.60%
Model X			24.10%	25.04%	24.50%	24.30%	23.60%	24.00%	24.07%	23.62%
Model 3			22.15%	18.98%	22.30%	22.80%	22.80%	22.70%	22.65%	22.80%
Model Y								-15.00%	-15.00%	10.26%
Roadster										2.00%
Semi-Truck										-3.28%
毛利 (百万美元)										
Model S			\$315	\$1,180	\$244	\$241	\$329	\$313	\$1,128	\$1,095
Model X			\$342	\$1,236	\$242	\$294	\$314	\$325	\$1,174	\$1,123
Model 3			\$668	\$1,440	\$738	\$766	\$790	\$797	\$3,090	\$3,728
Model Y								-\$12	(\$12)	\$697
Roadster										\$0.2
Semi-Truck										(\$14)
ZEV 积分				\$150			\$210		\$210	\$200
no-ZEV 积分			\$91	\$229	\$88	\$93	\$103	\$110	\$394	\$474
Total			\$1,476	\$3,946	\$1,312	\$1,394	\$1,746	\$1,532	\$5,984	\$7,303
汽车业务综合毛利率	24%	21%	24.47%	22.38%	24.58%	24.83%	27.21%	24.29%	25.27%	21.82%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

## 2. 风险提示

- **“马斯克”风险。**首先，作为核心领军人物，马斯克在特斯拉发展中起关键作用，市场对马斯克个人行为的解读将反应在股价上，如 2018 年 4 月马斯克发推特称“特斯拉破产”（下跌 5%）事件、10 月起的私有化风波，均造成股价短期大幅波动。其次，马斯克参与一系列新技术投资，从太空探索（SpaceX）到隧道钻探（The Boring Company）和神经修复术（Neuralink），新项目可能分散马斯克精力。

图表 3: 马斯克个人行为对股价的影响



来源：彭博，公司公告，国金证券研究所

- **现金流压力。**随交付量上升，特斯拉此前紧张的现金流得到一定缓释，但后期可预见性的开支压力大，2020 年即将量产的 Solar Roof、2020 批量生产的 Model Y、计划推出的 Semi 和 Roadster、Pickup Truck，以及上海工厂及欧洲工厂的建设都影响现金流。
- **Model 3 产能爬坡仍需关注。**自动化产线问题未得到根本性解决，目前的帐篷装配线仅为暂行解决方案。为保障稳定毛利率，特斯拉仍需调整车型制造的自动化率，且目前帐篷装配线无法顺利解决返工和其他质量问题，特斯拉需另设的后期修复工段影响产量。
- **工厂和新品落地不及预期。**上海工厂及欧洲工厂处建设初期，可能存在建设期过长、达产不及预期风险。Model Y、Semi 和 Roadster 等新产品落地时间有推后风险。供给端整体存在不及预期风险。
- **竞争对手风险。**梅赛德斯 EQC、奥迪 e-tron、保时捷 Taycan 以及捷豹路虎 I-Pace、大众 ID 系列等欧美系迎头赶上；而中国自主品牌（Marvel X、比亚迪秦 pro、蔚来 ES8 等）上探至低配版 Model 3 价格区间。未来传统整车厂将在三电及智能驾驶领域加速布局，特斯拉面临 Model 3 遇强劲竞争车型、传统厂商对电动车领先者地位挑战的风险。
- **整体汽车销量增速减缓，影响电动车发展的风险。**受消费增速下滑、国际贸易形势不明等因素影响，未来汽车整体销量可能继续承压。电动车虽有政策及部分自主需求加持，恐受波及。
- **多、空方对决对股价波动的影响。**市场对特斯拉存在较大争议，特斯拉股票一度为美国市场最大的空头规模，多空对决影响股价稳定性。

附录 1: 损益表(百万美元)						
	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>7,000</b>	<b>11,759</b>	<b>21,461</b>	<b>28,968</b>	<b>40,816</b>	<b>44,992</b>
增长率	73.0%	68.0%	82.5%	35.0%	40.9%	10.2%
营业成本	-5,401	-9,536	-17,419	-22,017	-32,184	-35,352
%营业收入	73.0%	81.1%	81.2%	76.0%	78.9%	78.6%
<b>毛利</b>	<b>1,599</b>	<b>2,222</b>	<b>4,042</b>	<b>6,951</b>	<b>8,632</b>	<b>9,639</b>
%营业收入	22.8%	18.9%	18.8%	24.0%	21.1%	21.4%
研发支出	-834	-1,378	-1,460	-2,173	-3,265	-3,599
%营业收入	11.9%	11.7%	6.8%	7.5%	8.0%	8.0%
销售、一般及管理费用	-1,432	-2,477	-2,970	-3,186	-3,469	-3,599
%营业收入	20.5%	21.1%	13.8%	11.0%	8.5%	8.0%
<b>息税前利润</b>	<b>-667</b>	<b>-1,632</b>	<b>-388</b>	<b>1,592</b>	<b>1,898</b>	<b>2,441</b>
%营业收入	n.a	n.a	n.a	5.5%	4.6%	5.4%
利息净支出	-190	-452	-639	-409	-341	-221
其他净收入(净亏损)	111	-125	22	0	0	0
所得税	-27	-32	-58	-178	-233	-333
<b>净利润</b>	<b>-773</b>	<b>-2,241</b>	<b>-1,063</b>	<b>1,006</b>	<b>1,323</b>	<b>1,887</b>
利润率	n.a	n.a	n.a	3.5%	3.2%	4.2%
少数股东损益	-98	-279	-86	121	159	226
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>-675</b>	<b>-1,961</b>	<b>-976</b>	<b>885</b>	<b>1,164</b>	<b>1,660</b>
净利率	n.a	n.a	n.a	3.1%	2.9%	3.7%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

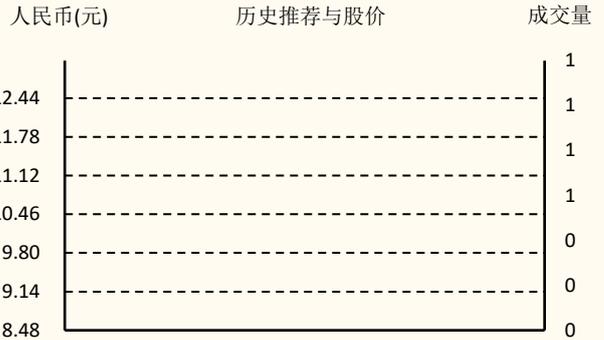
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-01-25	买入		468.90 ~ 468.90

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；  
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；  
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海	北京	深圳
电话: 021-60753903	电话: 010-66216979	电话: 0755-83831378
传真: 021-61038200	传真: 010-66216793	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号 时代金融中心 7GH