

张帅

分析师 SAC 执业编号: S1130511030009

## 特斯拉私有化：经营需要还是恫吓空头？

### 事件

- 一天前，特斯拉股价飙升 11%，收盘于 379.57 美元，达 651 亿市值，以响应 Musk 关于可能将公司私有化的推文（于美东时间周二 12:48 发出）。Twitter 原话为：“考虑将特斯拉以 420 美元要约收购价私人化，资金已落实。随后特斯拉员工收到电子邮件，在邮件中，Musk 强调了私有化原因。特斯拉仍处于新车型进展不顺利、资本市场质疑不断、现金流紧张的困境。私有化的确能根本解决特斯拉融资问题，但目前尚未有确切消息确定“赞助商”身份（大多数推测为主权财富基金），事件仍有待观察。

### 评论

- **为什么要私有化？**我们认为特斯拉私有化的原因主要有三点：**一是降低公司信息的透明度。**私有化后特斯拉可以躲在阴影中，其各种问题不会被资本市场放在聚光灯下审视，减少 Musk 的压力。作为电动车标杆企业，特斯拉和 Musk 一举一动备受瞩目。之前 Model 3 进展不顺利以及长期以来资本市场对特斯拉现金流的关注使公司花费大量精力应对资本市场，Musk 或已无力招架。而 5 年前有私有化的前驱——戴尔集团，其在私有化的期间将戴尔从单纯 PC 企业跨越至云计算服务商，也类似于国内的华为企业发展于低调的狼性的文化。上市公司难免将面对更多的质疑和噪声，要说服随时可以用脚投票的投资者，在大战略上束手束脚。私有化在一定程度上算是实现“埋头苦干”的有效方案。**二是私有化能使特斯拉更关注长期决策，**而不是做“本季度最好的事”，摆脱短期的产能和业绩压力。以 Space X 为例，它作为非上市公司，一直按照自己的既有节奏在运营，效率远高于特斯拉。而特斯拉被“短视”拖累的最核心例子就是——之前的产能冲量上，尽管 Model 3 爬坡勉强算顺利完成，结果并不对等投入。**三是私有化将允许公司不受卖空者的攻击。**近期市场从担心 model 3 产能爬升到销售，做空特斯拉的规模不断攀升，非常高的私有化价格客观上起到了支撑股价的作用。
- **钱从哪里来？私有化资金来源暂未披露，实际所需资金或低于市场预期。**若以 420 美元计算，市场预期特斯拉私有化所需资金将超过 700 亿美元（当前市值 648 亿美元）。马斯克尚未透露私有化资金来源，但他多次强调“资金已落实”。而沙特公共投资基金(PIF，由沙特王子主管的国家主权基金)年初至今已购入特斯拉 3-5% 的股权，价值约为 20 亿美元，或成为其潜在合伙人之一。**从 420 美元的收购对价来说，对特斯拉前景持保守看法的股东可以高溢价退出，而乐观股东可直接进入后续基金渠道，与特斯拉深度绑定搏一搏长期的上行空间。**现阶段，在私有化落地前市场要约价格和交易量仍无法确定。在全部外部股东都接受要约情况下，则公司需要 560 亿现金。但我们认为，公司 TOP20 机构股东合计持股占比为 44.1%，马斯克及 12 位内部员工持股 20%（更新时间为 18Q2），股权结构较为集中。若能成功说服 TOP20 机构及内部员工股东同意私有化计划，实际所需资金可能仅需约 260 亿元。
- **现有投资者该如何应对？从风险来说，高杠杆或成私有化最大障碍。**420 美元/股的价格较收盘价 379.57 美元（8 月 7 日）仍有 11% 的溢价空间，加上 91.4 亿的流动负债，特斯拉私有化估值将超过 800 亿元，创史上最大的杠杆收购规模。特斯拉曾多次发行可转债，18Q2 资产负债率已达 81%，若通过举债融资，则将大幅提升加权资本成本 (WACC)，困难较大，联合机构投资者股权融资或是最好的出路。私有化后，公司的杠杆率依旧很高，依旧存在较大的不确定性。**对投资者来说，交易具博弈性。**如果一切按照马斯克的设想进行，那么私有化后特斯拉的市值将达到 720 亿美元。这项交易的风险在于私有化资金来源、股东意见、马斯克的决心都是不确定因素，如果股价上涨过 420 美元导致私有化失败，反而完成了马斯克打击空头的一贯愿望，但毫无疑问会透支市场会特斯拉的信任。股价未能短期上涨至目标价格也表明市场观望态度较多，对于投资者而言这项交易的博弈性很高，需要等待相关交易公告的确认。多头在当前仍有 10.7% 的套利空间，短期做多至私有化价格以及做多 A 股特斯拉概念可能更加有利，但获利后需尽早出场。如果私有化宣布失败会使投资者信心遭受重大打击，加之美股近期波动加剧，那么做空机会更加确定，可使用期权工具。

### 风险提示

私有化不及预期，或为乌龙事件；Model 3 产能爬坡仍需关注；现金流压力风险；工厂和新品发布不及预期。

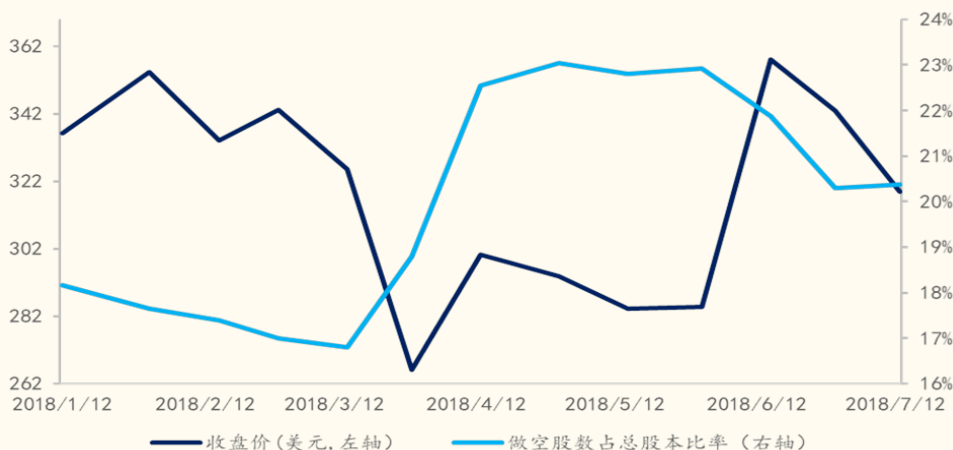
## 1. 发生了什么

- 一天前，特斯拉股价飙升 11%，收盘于 379.57 美元，达 651 亿市值，以响应 Musk 关于可能将公司私有化的推文（于美东时间周二 12:48 发出）。Twitter 原话为：“考虑将特斯拉以 420 美元要约收购价私人化，资金已落实。随后特斯拉员工收到电子邮件，在邮件中，Musk 强调了私有化原因，并对于 420 美元的收购对价做出表示：现有股东有两种选择，一是继续留在公司，跟随退市；二是接受要约收购，相对于 Q2 财报后的股价溢价率约 20%。此外，跟随退市的股东可以每 6 个月定期出售其股票并享有选择权。最后，Musk 重申：即使特斯拉退市，也不会与另一家由其领导的 SpaceX 公司合并，特斯拉将继续拥有独立的所有权和治理结构，Musk 仍拥有决策权。私有化决策最终将由股东大会表决。若私有化成真，特斯拉将成为历史上最大的杠杆收购交易，隐含价值底价为 720 亿美元。特斯拉作为一家并不代表典型的杠杆收购目标，在过去不断延迟承诺的生产目标达到时间，债务负担沉重，并且尚未有利润和正的现金流，仍处于新车型进展不顺利、资本市场质疑不断、现金流紧张的困境。私有化的确能根本解决特斯拉融资问题（包括后续的上海和欧洲建厂、Model Y 新产品研发投放等），但目前尚未有确切消息确定“赞助商”身份（大多数推测为主权财富基金），事件仍有待观察。

## 2. 为什么要私有化？

- 看到较为详细的员工邮件，加上各路人马的“有意挖掘”，Musk 想将特斯拉私有化的确不是心血来潮。Musk 在近年接受采访时，一直在表达对股价受挫和空头横行的困惑。在 2017 年底接受《滚石》采访时，也明确表达出回答股东提问的效率太低，不如私有化来得实在的困扰。总的来说，特斯拉私有化的原因主要有三点：
  - 一是降低公司信息的透明度。私有化后特斯拉可以躲在阴影中，其各种问题不会被资本市场放在聚光灯下审视，减少 Musk 的压力。作为电动车标杆企业，特斯拉和 Musk 一举一动备受瞩目。之前 Model 3 进展不顺利以及长期以来资本市场对特斯拉现金流的关注使公司花费大量精力应对资本市场，往往能摆出几个阵营互吵、互赌的热闹架势，Musk 或已无力招架。而 5 年前有私有化的前驱——戴尔集团，其在私有化的期间将戴尔从单纯 PC 企业跨越至云计算服务商，也类似于国内的华为企业发展于低调的狼性的文化。上市公司难免将面对更多的质疑和噪声，要说服随时可以用脚投票的投资者，在大战略上束手束脚。私有化在一定程度上算是实现“埋头苦干”的有效方案。
  - 二是私有化能使特斯拉更关注长期决策，而不是做“本季度最好的事”，摆脱短期的产能和业绩压力。以 Space X 为例，它作为非上市公司，一直按照自己的既有节奏在运营，效率远高于特斯拉。而特斯拉被“短视”拖累的最核心例子就是——之前的产能冲量上，尽管 Model 3 爬坡勉强算顺利完成，但这是非常规装配线“GA4”帐篷工厂组装（贡献至少 20% 产量）+ 妥协采用半自动或手工流程冲量的结果，结果并不对等投入。
  - 三是私有化将允许公司不受卖空者的攻击。近期市场从担心 model 3 产能爬升到销售，做空特斯拉的规模不断攀升，非常高的私有化价格客观上起到了支撑股价的作用。截至 8 月 1 日，特斯拉的空头规模为 105.3 亿美元，仍是美国市场中最大的股票空头。卖空总数有 3533 万股，融券利率从 6 月的 3.50% 略微下降至 2.41%，而 7 月份整月增加了约 74 万股的卖空单。回顾近几个月情况，卖空者在 4 月初至 4 月中旬飙升，随后在 6 月中下旬退出，其股价继续攀升。随着特斯拉股价在 7 月开始回落，一些卖空者重新加入。总体而言，7 月对于卖空者来说确实是最有利的月份，该股整个月下跌约 17%，最终实现约 15.3 亿美元的盈利。随着近期事件的发生，特斯拉股票的卖空者年初至今的损失约 1.2 亿美元，即 1.1%。特斯拉在短期内的空方变化取决于私有化的推文是否具有实质性。总之，可以预见到 Musk 与卖空者的争斗不休，未来几周可能会出现更多戏剧性事件。

图表 1：特斯拉股价和做空股数占总股本比例变化



来源：Bloomberg、国金证券研究所

### 3. 钱从哪里来？

- **私有化资金来源暂未披露，实际所需资金或低于市场预期。**若以 420 美元计算，市场预期特斯拉私有化所需资金将超过 700 亿美元（当前市值 648 亿美元）。马斯克尚未透露私有化资金来源，但他多次强调“资金已落实”。此前据英国金融时报报道，沙特公共投资基金(PIF，由沙特王子主管的国家主权基金)年初至今已购入特斯拉 3-5% 的股权，价值约为 20 亿美元，或成为其潜在合伙人之一。而之前也有华尔街八卦消息传出，PIF 原本打算在一级买入特斯拉新股，但受制于 Musk 今年立了一个拒绝股权融资的 flag，通过摩根大通在二级出手买入。
- **从 420 美元的收购对价来说，对特斯拉前景持保守看法的股东可以高溢价退出，而乐观股东可直接进入后续基金渠道，与特斯拉深度绑定搏一搏长期的上行空间。**现阶段，在私有化落地前市场要约价格和交易量仍无法确定。在全部外部股东都接受要约情况下，则公司需要 560 亿现金。但我们认为，公司 TOP20 机构股东合计持股占比为 44.1%，马斯克及 12 位内部员工持股 20%（更新时间为 18Q2），股权结构较为集中。若能成功说服 TOP20 机构及内部员工股东同意私有化计划，实际所需资金可能仅需约 260 亿元。
- **消息发出后以 379 美元收盘的股价，与宣称的 420 美元相比仍有近 11% 的差距，从一定程度上反应投资者对其的怀疑。**Musk 的 Twitter 娱乐性太大（曾经在愚人节郑重宣布特斯拉破产，令其股价受挫 7%），正如 SEC 的前主席哈维·皮特所说，若推文是以抬高股价为目的，Musk 则为证券欺诈，市场仍存在众多关乎“阴谋论”的揣测，例如现在上升的股价足以让特斯拉以股票偿还 9 亿的债务。但随后有详细阐述私有化原因的员工内部信流出，再进一步联想到之前的一些细节，Musk 或许也是认真的，比如与特斯拉空头 Diss 时，撂下一句“总有一天你们会幡然醒悟”的狠话，或许特斯拉的确早已与大金主接洽，不免底气十足。

图表 2: Musk 曾发文 Diss 空头



来源：Twitter、国金证券研究所

### 4. 现有投资者该如何应对？

- **私有化并非没有风险，高杠杆或成私有化最大障碍。**420 美元/股的价格较收盘价 379.57 美元（8 月 7 日）仍有 11% 的溢价空间，加上 91.4 亿的流动负债，特斯拉私有化估值将超过 800 亿元，创史上最大的杠杆收购规模。特斯拉曾多次发行可转债，18Q2 资产负债率已达 81%，若通过举债融资，则将大幅提升加权资本成本（WACC），困难较大，联合机构投资者股权融资或是最好的出路。私有化后，公司的杠杆率依旧很高，业绩依旧存在较大的不确定性。
- **对投资者来说，交易具博弈性。**如果一切按照马斯克的设想进行，那么私有化后特斯拉的市值将达到 720 亿美元。这项交易的风险在于私有化资金来源、股东意见、马斯克的决心都是不确定因素，如果股价上涨过 420 美元导致私有化失败，反而完成了马斯克打击空头的一贯愿望，但毫无疑问会透支市场对特斯拉的信任。股价未能短期上涨至目标价格也表明市场观望态度较多，对于投资者而言这项交易的博弈性很高，需要等待相关交易公告的确认。多头在当前仍有 10.7% 的套利空间，短期做多至私有化价格以及做多 A 股特斯拉概念可能更加有利，但获利后需尽早出场。如果私有化宣布失败会使投资者信心遭受重大打击，加之美股近期波动加剧，那么做空机会会更加确定，可使用期权工具。

- **关注特斯拉国产化进程。**由于马斯克信息发布后特斯拉股价暴涨 11%，若特斯拉未能达成私有化协议或者资金实际并未到位，特斯拉可能面临被控诉“证券欺诈”的风险；若特斯拉成功私有化退市，则新能源汽车板块缺少一个重要标的。特斯拉中国工厂建设期约 2 年，即 2020-2021 年，正好契合政策为国内新能源车企预留的发展时间，激励国内企业不断创新，有望诞生一批在国际上有竞争力的车企。另一方面，带动一大批“特斯拉产业链”企业兴起。苹果全球有 700 多家供应商中近半为中国企业。而特斯拉是汽车电动化、智能化最佳推手，国内零部件企业有望复制苹果模式，打入特斯拉供应链。目前特斯拉直接供应商近 40 家，间接供应商 130 多家，其中近一半为中国企业，未来国产化进程有望进一步深化。

## 5. 附：马斯克内部邮件全文

今天早些时候，我宣布正考虑以每股 420 美元的价格私有化特斯拉。我想让你们知道我这样做的原因，以及为什么这是在我看来最好的前进道路。

首先，最终的决定还没有做出，但这样做是为了给特斯拉创造出最佳运营环境。作为一家上市公司，股价的剧烈波动可能会让所有在特斯拉工作的人分心，因为他们都是公司的股东。上市也让我们面临季度盈利周期，这给特斯拉带来了巨大的压力，要求它在特定的季度必须做出正确的决定。但从长远来看，这个决定不一定正确。最后，作为证券市场历史上被做空最多的股票，上市意味着许多人都会蓄意攻击公司。

我坚信当每个人都专注于执行，专注于长期目标，当人们没有不正当的动机试图伤害我们所有人都在努力实现的目标时，我们就处于最佳状态。对于像特斯拉这样有长期前瞻性使命的公司而言更是如此，SpaceX 就是一个完美的例证：它的运营效率要高得多，很大原因是因为它是一家私有公司。这并不是说让特斯拉长期的私有化会有意义。未来，一旦特斯拉进入更慢、更可预期的增长阶段，重新上市将变得有意义。

以下是我设想的私有化对所有股东，包括我们所有的员工来说意味着什么。

首先，我希望这次的私有化让所有股东都有选择的余地。要么他们可以继续投资私有化的特斯拉，要么以每股 420 美元的价格套现走人。此价格较公司第二季度财报电话会议后的股价（已暴涨 16%）有 20% 的溢价。我希望所有股东能继续成为特斯拉股东，但如果他们希望套现，那么他们可以享有很高的溢价。

其次，我希望所有特斯拉员工继续成为公司股东，就像 SpaceX 一样。如果进行私有化，员工依然能够定期抛售股票和执行期权。这将使员工仍然能够因努力在公司工作而分享公司不断增长的价值。

第三，我不打算合并 SpaceX 和特斯拉。这两家公司仍将拥有独立的所有权和治理结构。不过特斯拉的治理结构在许多方面将与 SpaceX 相似：外部股东和员工股东均有机会每隔约 6 个月卖出或买入特斯拉股票。

最后，这与我本人加强控制权无关。我目前持有公司大约 20% 的股权，这一点在任何交易完成后都不会有很大的不同。基本上，我正努力实现这样一个结果：特斯拉可以在最佳状态下运营，尽可能避免分心和短视，并尽可能少的改变包括全体员工在内的所有投资人。

这项私有化提议最终将通过股东投票最终决定。如果这个过程以我预想的方式结束，私人化的特斯拉于我们所有人而言都是巨大的机会。无论如何，未来是非常光明的，我们将继续努力实现我们的使命。

谢谢，伊隆

## 6. 风险提示

- **特斯拉私有化不及预期，或为乌龙事件。**Musk 的推文娱乐性太大，且他提到希望所有股东留下不退出，事实上并非所有股东都会接受。
- **Model 3 产能爬坡仍需关注。**在 6 月的最后一周，特斯拉生产了 5031 辆 Model 3 以及大约 2000 辆 Model S 和 Model X。总的来说，Q2 生产了 2.86 万辆 Model 3 和 2.48 万辆 Model S 和 Model X。高于 Q1 的 0.98 万辆和 2.47 万辆，分别同增 192% 和 0.1%。但这仅仅是非常规装配线“GA4”帐篷工厂组装（贡献至少 20% 产量）+ 妥协采用半自动或手工流程冲量的结果，并不稳定。
- **现金流压力风险。**特斯拉目前现金头寸 22 亿美元，类比 Gigafactory1，特斯拉在中国建厂的投资额高达 50 亿美元，若要持续正常经营（包括偿还 105 亿美元债务），面临较大现金压力。
- **工厂和新品发布不及预期。**后续和上海和欧洲建厂、Model Y 新产品研发投放等仍具有一定的不确定性。

**公司投资评级的说明：**

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。

**行业投资评级的说明：**

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；  
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；  
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；  
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 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**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH