

证券研究报告—动态报告/行业快评

汽车汽配

行业重大事件快评

**超配**

(维持评级)

2019年01月24日

# 特斯拉或裁员 7%，短期压力不改长期向好

证券分析师：梁超 0755-22940097

liangchao@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号：S0980515080001

联系人：唐旭霞

tangxx@guosen.com.cn

## 事项：

美国时间 1 月 18 日，马斯克向内部员工发出公开信，宣布将在全职员工中裁员 7%（超 3000 人），只保留最关键的临时工和承包商。公司股价上周五暴跌 12.97%，收至 302.26 美元。

## 评论：

### ■为什么裁员？

总部位于加州帕洛阿尔托的特斯拉拥有 4.5 万名员工，按此计算，此次裁员 7% 将涉及约 3150 人。这已经是特斯拉第二次大规模裁员。早在 2018 年年中，特斯拉就曾宣布计划裁员 9%，涉及人数超过 4000 人。彼时，特斯拉正遭受着 Model 3 产能不足、交付无法达到预期的困扰。我们认为，本次裁员的原因主要有四：1) 前期全职员工人数快速扩张超过特斯拉承受能力；2) 18Q4 特斯拉盈利低于三季度（4%）；3) 低价车型上市和美国税收优惠下降对特斯拉持续盈利提出考验；4) 3 月 9.2 亿美元可转债即将到期。

### 前期全职员工人数快速扩张超过特斯拉承受能力

马斯克曾宣称，2018 年，特斯拉全职员工人数增长了 30%，已超出了特斯拉的承受能力。除了人数超标，特斯拉此次裁员意在削减成本，以更低的价格销售 Model 3 轿车。

### 18Q4 特斯拉盈利低于三季度（4%）

18 年单三季度，由于 Model 3 顺利爬坡（18Q3 交付 8.4 万辆，其中 5.6 万辆 Model 3），特斯拉实现了过去两年中的首次盈利，单三季度净利润达到 3.12 亿美元；自有现金流达到 8.81 亿美元。在裁员邮件中，马斯克透露，“特斯拉 2018 年第三季度实现了 4% 的盈利，目前第四季度未经审计的财报数据显示特斯拉将再实现盈利，但低于 4%。”

### 低价车型上市和美国税收优惠下降对特斯拉持续盈利提出考验

对于 18Q3 实现盈利的原因，马斯克将其归结为率先在北美开售高配版 Model 3。而从 2019 年 5 月开始，特斯拉将在全球范围内开启更为低价的中配版 Model 3 交付（4.4 万美元）。这对特斯拉连续实现盈利将是一个新的考验，因为中配版 Model 3 的单车利润率与高配相比将降低，这意味着特斯拉需要持续提升销量才能维持利润。所以，马斯克认为特斯拉需要削减人员成本，以更低的价格销售 Model 3 车型，吸引更多消费者。另一方面，受美国税收减免影响，特斯拉电动车的减税额将从 2018 年的 7500 美元向下调整，2019 年上半年这一优惠将缩水至 3750 美元，下半年将再次打五折至 1875 美元，到 2019 年年底，优惠政策彻底结束。1 月初，特斯拉就将其所有汽车的价格降低了 2000 美元，以部分抵消 1 月 1 日生效的联邦税收抵扣减少的 3750 美元额度。总而言之，2019 年低价车型上市和美国税收优惠下降对特斯拉持续盈利提出考验。

### 3 月 9.2 亿美元可转债即将到期

目前累计负债达 115 亿美元的特斯拉，年内即将有超过 15 亿美元债券需到期偿付。其中第一笔“超级账单”就是今年 3 月 1 日到期的 9.2 亿美元规模可转债，它设定的转换股价约为 360 美元（当前特斯拉股价为 302.26 美元），若投资者不接受上述可转债转股，那么特斯拉将马上迎来首笔巨额兑付。

图 1：马斯克给内部员工发出公开信

As a result of the above, we unfortunately have no choice but to reduce full-time employee headcount by approximately 7% (we grew by 30% last year, which is more than we can support) and retain only the most critical temps and contractors. Tesla will need to make these cuts while increasing the Model 3 production rate and making many manufacturing engineering improvements in the coming months. Higher volume and manufacturing design improvements are crucial for Tesla to achieve the economies of scale required to manufacture the standard range (220 mile), standard interior Model 3 at \$35k and still be a viable company. There isn't any other way.

To those departing, thank you for everything you have done to advance our mission. I am deeply grateful for your contributions to Tesla. We would not be where we are today without you.

For those remaining, although there are many challenges ahead, I believe we have the most exciting product roadmap of any consumer product company in the world. Full self-driving, Model Y, Semi, Truck and Roadster on the vehicle side and Powerwall/pack and Solar Roof on the energy side are only the start.

I am honored to work alongside you.

Thanks for everything,  
Elon

资料来源:网站资料、国信证券经济研究所整理

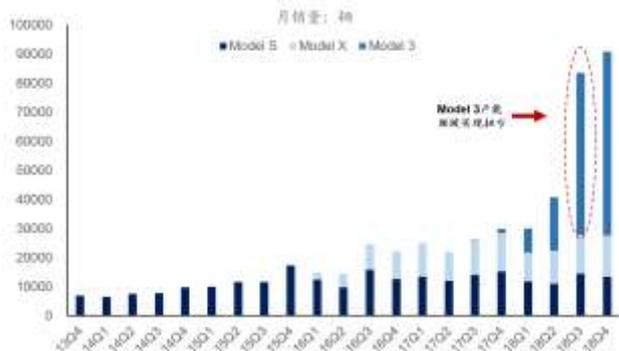
## ■中国市场对特斯拉扭亏至关重要

2018 年，特斯拉共交付新车 245,240 辆，其中包括 145,846 辆 Model 3、99,394 辆 Model S 和 Model X。2018 年特斯拉销量相当于公司从 2003 年成立到 2017 年的销量总和，同时，Model 3 还以 145,846 辆的销量成为了美国市场最为畅销的豪华车型。Model 3 在三季度的成功爬坡也带来了特斯拉过去两年以来的首次季度盈利，最新销售情况来看，18Q4 交付 8.7 万辆，其中 Model 3 销售 6.1 万辆。

**中国市场潜力巨大。**细分市场来看，当前美国市场仍然是特斯拉销售的主力市场，2018 年前三季度美国销售占比达 69%，中国以 4.4% 的销售占比成为特斯拉的全球第二大市场。作为占了全球汽车销量三分之一的中国市场增长潜力巨大，也成为特斯拉必争之地。2018 年 4 月，发改委宣布汽车行业 2018 年取消专用车、新能源汽车外资股比限制，而特斯拉成为股比放开后，首个在中国独资建立工厂的汽车企业。

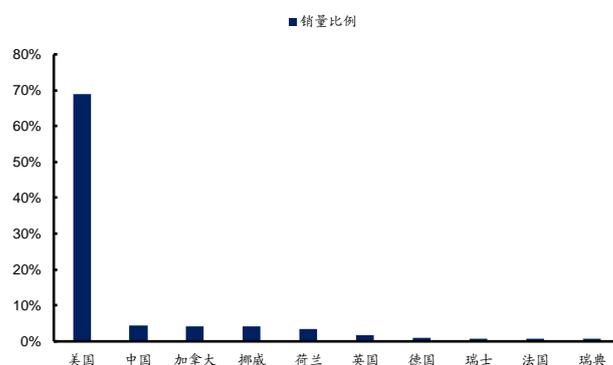
**特斯拉中国独资工厂规划 50 万产能目标。**2018 年 10 月 17 日，特斯拉以人民币 9.73 亿拍得上海临港 1200 亩土地使用权，用于建设特斯拉上海超级工厂。1 月 7 日，特斯拉上海工厂奠基仪式在上海临港举行，根据规划，上海超级工厂将集研发、制造、销售等功能于一体，项目总投资达 500 亿元人民币，一期投资 160 亿元，初期将先建成组装产线，随后推进特斯拉国产化进程。项目建成后，生产车型包括 Model 3 和 Model Y，一期产能 25 万辆/年（2020 年开始生产），总产能目标 50 万辆/年，相当于当前特斯拉年销量的两倍。

图 2：特斯拉各车型 2013-2018 年分季度交付量一览



资料来源:公司年报、国信证券经济研究所整理

图 3：特斯拉 2018 年前三季度各国销量占比



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

**持续盈利压力或倒逼特斯拉加速国产化进度。**巨额债务兑付、美国税收优惠消失压力下，特斯拉对中国市场的重视度将进一步提升（规模效应及国产化零部件可以提升 Model 3 盈利水平）。1 月 10 日，中国政府网披露，2019 年 1 月 9 日下午，李克强总理新年伊始的首场外事活动安排在中南海紫光阁，会见的外宾是特斯拉公司 CEO 埃隆·马斯克。

图 4：1 月 9 日李克强会见马斯克



资料来源:百度图片、国信证券经济研究所整理

■风险提示：特斯拉国产化进度不达预期，Model 3 产能爬坡不达预期

## ■推荐特斯拉产业链

我们认为，巨额债务兑付、美国税收优惠消失压力下，特斯拉的持续盈利能力遭受考验，这也是本次特斯拉裁员的核心原因，基于持续盈利性考量，特斯拉或将加速国产化进度及更换价格更为低廉的国产供应链，有望带动国内特斯拉相关供应商的出货量提升，我们梳理国内特斯拉产业链的相关标的。其中特斯拉直接销售收入占比较高的是旭升股份和文灿股份，2017年特斯拉贡献旭升股份收入4.1亿，占比56%；2016年特斯拉贡献文灿股份收入1.1亿，占比9%。其余特斯拉产业链相关标的还有拓普集团、岱美股份、东睦股份、保隆科技、宁波华翔等。

## 相关研究报告:

- 《汽车前瞻研究系列（一）：共享汽车，非成熟条件下的模式探讨》 ——2018-12-26
- 《汽车汽配 2019 年投资策略：春耕秋收，静候下半年复苏》 ——2018-12-17
- 《汽车前瞻研究系列（二）：转型升级背景下汽车零部件研究框架探讨与投资机会》 ——2018-12-03
- 《行业重大事件快评：58.8 万的 Model? 3 贵在何处?》 ——2018-11-19
- 《车灯行业系列深度之二：车灯行业的竞争格局》 ——2018-10-22

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032