

电气设备

特斯拉专题 2：降价成因及 ROE 对标分析

本周，我们继续跟踪特斯拉降价事件，同时蔚来作为中国第一家上市的造车新势力，3月6日公布了2018Q4及全年财报（未经审计），这是蔚来上市六个月来发布的第一份全年财报。据此，我们主要提出三个问题并进行探究。

首先，特斯拉实现全线降价的主要原因？

其次，新推出的 Model 3 标准版比它的高级版售价低的主要原因？

最后，以蔚来的 ROE 对比，探究中美造车新势力的差距

核心结论：

首先，我们认为：

- 1) 特斯拉实现全线降价可主要归因于：由线下关店与生产效率的提升而带来的所有车型价格**平均下降 6%**。
- 2) 自动辅助驾驶系统由标配改为选装后可带来所有车型价格**平均下降 1%**。
- 3) 公司让利于顾客，Model S 和 Model X 的各车型**毛利平均缩水 3%**。

其次，标准版售价低的主要原因是：

- 1) 续航里程低，单车带电量少，电池成本低。随 Model 3 的续航里程缩短一公里，电池成本下降 46 美元。标准版的续航里程低于高级版平均 55 公里。因此，标准版的电池成本低于高级版**平均 1227 美元**。
- 2) 内饰精简，节约成本以提供降价空间。Model 3 标准版配置标准或半高级内饰，高级版配置高级内饰，标准与半高级内饰低于高级内饰**平均 2773 美元**。

最后，我们通过对标分析蔚来与特斯拉两家公司 ROE 的构成，解读中、美造车新势力间差异：

- 1) 2018 年特斯拉 ROE **同比增长 51%**，而蔚来 ROE **同比下滑 87%**。ROE 的差异主要在于销售净利率，而销售净利率的差异主要在于销量，蔚来尚处于起量阶段，2018Q4 销量**环比增速 (144%)**高于特斯拉销量**环比增速 (105%)**。
- 2) 毛利率与期间费用率：特斯拉在毛利率水平高于蔚来**约 20%**，期间费用率中研发费用率低于蔚来**约 52%**，销售、行政及一般费用率低于蔚来**约 75%**。
- 3) 销量：2018 年特斯拉是蔚来的**约 22 倍**，2018Q3-Q4 特斯拉销量高于蔚来**平均 5.4 万辆**，但特斯拉环比增长低于蔚来**约 39%**。

投资建议：

重点推荐特斯拉供应链和海外全球供应链标的，特别是【设备】、【材料】和【零部件】的投资标的，推荐设备龙头【先导智能】（机械组覆盖）；湿法隔膜龙头【恩捷股份】、负极龙头【璞泰来】；结构件龙头【科达利】；高弹性的铝合金铸件标的【旭升股份】（汽车组覆盖）、底盘结构件稀缺标的【拓普集团】（汽车组覆盖）。

风险提示：特斯拉国产化不及预期，特斯拉 model 3 降价不及预期

证券研究报告

2019 年 03 月 09 日

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

杨藻 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517060001
yangzao@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《电气设备-行业点评:特斯拉加速国产化,通威下调三月单晶 PERC 电池价格》2019-03-04
- 2 《电气设备-行业点评:特斯拉:加速国产化,带动全球供应链投资机会》2019-03-03
- 3 《电气设备-行业点评:从“够用”到“好用”,深度思考电动车下一阶段投资机会》2019-02-25



特斯拉点评

本周，我们继续跟踪特斯拉降价事件，同时蔚来作为中国第一家上市的造车新势力，3月6日公布了2018Q4及全年财报（未经审计），这是蔚来上市六个月来发布的第一份全年财报。据此，我们主要提出了三个问题并进行探究。

首先，特斯拉实现全线降价的主要原因？

其次，新推出的 Model 3 标准版比它的高级版售价低的主要原因？

最后，对标蔚来的 ROE，2018 年特斯拉表现如何？

核心结论：

首先，特斯拉实现全线降价可主要归因于：由线下关店与生产效率的提升而带来的所有车型价格平均**下降 6%**。

其次，Model 3 标准版比它的高级版售价低的主要原因是电池成本低于高级版**平均 1227 美元**，以及内饰成本低于高级版**平均 2773 美元**。

最后，2018 年特斯拉 ROE 表现优于蔚来。特斯拉 ROE **-21%**，**同比增长 51%**；蔚来 ROE **-313%**，**同比下滑 87%**。两家公司 ROE 的差异主要来源于销售净利率的差异，其中，对比主要影响销售净利率的毛利率与期间费用率：特斯拉在毛利率水平高于蔚来**约 20%**，研发费用率低于蔚来**约 52%**，销售、行政及一般费用率低于蔚来**约 75%**。

【特斯拉实现全线降价的主要原因为线下关店与生产效率的提升】。特斯拉目前量产的 3 款车型为 Model 3、Model S 与 Model X，其中各车型本次均有不同幅度的降价，结合考虑特斯拉公告的线下关店与生产效率的提升使所有车型平均降价**约 6%**，与售价 3000 美金的自动辅助驾驶系统由标配改为选装，我们认为：

1) 特斯拉实现全线降价可主要归功于：由线下关店与生产效率的提升而带来的所有车型价格平均**下降 6%**。

2) 自动辅助驾驶系统由标配改为选装后可带来所有车型价格平均**下降 1%**。

3) 公司让利于顾客，Model S 和 Model X 的各车型毛利平均**缩水 3%**。

具体分析如下：

1) Model 3：目前在售的六个版本可分为标准版与高级版。本次降价中，高级版**降幅在 5-12%**之间，**平均降幅为 7%**；Model S 与 Model X：本次降价中，Model S **降幅在 7-12%**之间，**平均降幅为 10%**。Model X **降幅在 8-11%**之间，**均值为 10%**。

2) 由线下关店与生产效率的提升而带来的所有车型价格下降**6%**占据 Model 3、Model S 与 Model X 本次价格降幅的大头，而非毛利缩水。

3) 由 Model 3 中**剩余的价格降幅 1%**（由**平均降幅 7%**扣减线下关店与生产效率的提升而带来的价格**下降 6%**后）可推断，售价 3000 美金的自动辅助驾驶系统由标配改为选装后可带来所有车型价格平均**下降 1%**。

4) 由 Model S 与 Model X 中**剩余的价格降幅 3%**（由**平均降幅 10%**扣减线下关店与生产效率的提升而带来的价格**下降 6%**后，再扣减自动辅助驾驶系统改为选装带来价格平均**下降 1%**后）可推断，Model S 与 Model X 的各车型毛利平均**缩水 3%**。

表 1: Model 3 各版本价格降幅统计 (单位: 美元)

Model 3	标准版		高级版		长里程双 发动机全 驱版	高性能双 发动机全 驱版
	标准版	标准版+	中里程后 驱版	长里程后 驱版		
调整前价格 (美元)	新出版本	新出版本	42900	49000	49900	60900
调整后价格 (美元)	35000	37000	40000	43000	47000	58000
降幅	-	-	7%	12%	6%	5%
降幅均值					7%	

资料来源: 特斯拉官网, 天风证券研究所

表 2: Model S 与 Model X 各版本价格降幅统计 (单位: 美元)

Model S	标准版	长里程版	高性能版	Model X	长里程版	高性能版
调整前价格 (美元)	85000	93000	112000	调整前价格 (美元)	96000	117000
调整后价格 (美元)	79000	83000	99000	调整后价格 (美元)	88000	104000
降幅	7%	11%	12%	降幅	8%	11%
降幅均值	10%			降幅均值	10%	

资料来源: 特斯拉官网, 天风证券研究所

【Model 3 标准版比它的高级版售价低的主要原因是电池与内饰成本低】。本次新推出的 Model 3 标准版的两车型平均售价低于它的高级版中最具可比性的中里程后驱版售价**平均 4000 美元**, 结合考虑标准版的续航里程与内饰配置皆低于高级版, 我们认为售价低的主要原因是:

1) 续航里程低, 单车带电量少, 电池成本低。随 Model 3 的续航里程**缩短 1 公里**, 电池成本**下降 46 美元**。标准版的续航里程低于高级版**平均 55 公里**。因此, 标准版的电池成本低于高级版**平均 1227 美元**。

2) 内饰精简, 节约成本以提供降价空间。Model 3 标准版配置标准或半高级内饰, 高级版配置高级内饰, 标准与半高级内饰低于高级内饰**平均 2773 美元**。

具体分析如下:

1) 假设: 21700 电池成本为 350 美元/KWh。选取最高时速与百公里加速需时均较接近的标准版+与中里程后驱版做为参照样本, 与标准版比较续航里程与电池成本后可得: 随续航里程**缩短 1 公里**, 电池成本**下降约 22 美元**。因此, 标准版的两车型较之高级版的中里程后驱版的续航里程**平均缩短 55 公里**, 电池成本**下降平均约 1227 美元**。

2) Model 3 标准版配置标准或半高级内饰, 高级版配置高级内饰。差异在于: 座椅, 音响、导航与中控设备的档次, 以及是否配备 LED 雾灯、车库自动开门装置。对于内饰成本估算: 标准版两车型的标准与半高级内饰低于高级版的高级内饰**平均约 2773 美元** (由标准版的两车型平均售价低于中里程后驱版售价的**平均 4000 美元**扣减电池成本带来的**平均约 1227 美元**后)。

表 3: Model 3 各版本参数区别与电池成本估算

Model 3	标准版			高级版		
	标准版	标准版+	中里程后驱版	长里程后驱版	长里程双发动机全驱版	高性能双发动机全驱版
续航里程 (公里)	354	386	425	523	499	499
最高时速 (公里/小时)	209	225	225	225	233	261
百公里加速需时 (秒)	5.6	5.3	5.2	5	4.5	3.2
单车带电量 (kWh)	50	55.6	60.7	65	80.5	80.5
21700 电池度电成本 (美元 /kWh)	170	170	170	170	170	170
电池成本 (美元)	8500	9457	10327	11050	13685	13685

资料来源: 特斯拉官网, 天风证券研究所

表 4: Model 3 各版本内饰区别与内饰成本估算

Model 3	标准版			高级版		
	标准版	标准版+	中里程后驱版	长里程后驱版	长里程双发动机全驱版	高性能双发动机全驱版
内饰	标准	半高级	高级	高级	高级	高级
差异点	手动座椅与转向调节器 布座椅与基础装饰 初级音响 标准地图与导航 中央控制台减少 2 个手机槽	可调节功率的加热前侧座椅 优质座椅材料与装饰 升级音响 标准地图与导航 LED 雾灯		可调节功率的加热前侧与后侧座椅 优质音响 实时交通可视化与导航的卫星地图 车载内部流音乐与媒体 网络浏览器 定位感知自动车库开门装置 LED 雾灯		

资料来源: 特斯拉官网, 天风证券研究所

【对标蔚来 ROE, 2018 年特斯拉表现优于蔚来】。蔚来作为中国第一家上市的造车新势力, 3 月 6 日公布了 2018Q4 及全年财报 (未经审计), 这是蔚来上市六个月来发布的第一份全年财报。接下来, 我们通过对标分析蔚来与特斯拉两家公司 ROE 的构成, 解读中、美造车新势力间差异:

1) 2018 年特斯拉 ROE **同比增长 51%**, 而蔚来 ROE **同比下滑 87%**。ROE 的差异主要在于销售净利率, 而销售净利率的差异主要在于销量, 蔚来尚处于起量阶段, 2018Q4 销量**环比增速 (144%)** 高于特斯拉销量**环比增速 (105%)**。

2) 毛利率与期间费用率: 特斯拉在毛利率水平高于蔚来**约 20%**, 期间费用率中研发费用率低于蔚来**约 52%**, 销售、行政及一般费用率低于蔚来**约 75%**。

3) 销量: 2018 年特斯拉是蔚来的**约 22 倍**, 2018Q3-Q4 特斯拉销量高于蔚来**平均 5.4 万辆**, 但特斯拉环比增长低于蔚来**约 39%**。

具体分析如下：

ROE：2018 年特斯拉-21%，**同比增长 51%**；2018 年蔚来-313%，**同比下滑 87%**。

1) 销售净利率：特斯拉-5%，**同比增长 74%**；蔚来-195%，**同比增速未披露**；

2) 资产周转率：车企重资产属性使两家公司相差不大，**2018 年均低于 1 次**；

3) 权益乘数与归母净利润占比：2018 年特斯拉以高于蔚来 3 倍的杠杆经营，权益乘数高、归母净利润占比低，但权益乘数与归母净利润的乘积上两家公司相差不大，**2018 年均处于 500%左右**。

因此，2018 年特斯拉与蔚来 ROE 的差异主要来源于销售净利率的差异。

进一步对比影响两家公司销售净利率的毛利率、期间费用率与销量，发现（由于蔚来只披露了 2018Q3-Q4 数据）：

1) 整体、汽车销售业务毛利率：2018Q3-Q4 特斯拉整体毛利率**平均 21%**，其中汽车销售业务毛利率**平均 24%**；蔚来整体毛利率**平均-4%**；其中汽车销售业务毛利率**平均 0%**。

2) 期间费用率：2018Q3-Q4 特斯拉期间费用率均平稳处于低位，其中研发费用率**平均 5%**，销售、行政及一般费用率**平均 10%**，利息费用率**平均 2%**；蔚来期间费用率波动较大，其中研发费用率**平均 57%**，销售、行政及一般费用率**平均 85%**，利息费用率**平均 0%**。

3) 销量：2018 年特斯拉总销量 **24.6 万辆**，是蔚来总销量 **1.1 万辆**的**约 22 倍**。2018Q3-Q4 特斯拉**平均 6.2 万辆**，**环比增长 105%**；蔚来销量**平均 0.8 万辆**，**环比增长 144%**。

因此，特斯拉的毛利率水平高于蔚来**约 20%**，研发费用率低于蔚来**约 52%**，销售、行政及一般费用率低于蔚来**约 75%**，，但蔚来尚处于起量阶段，2018Q4 特斯拉环比增长低于蔚来**约 39%**。

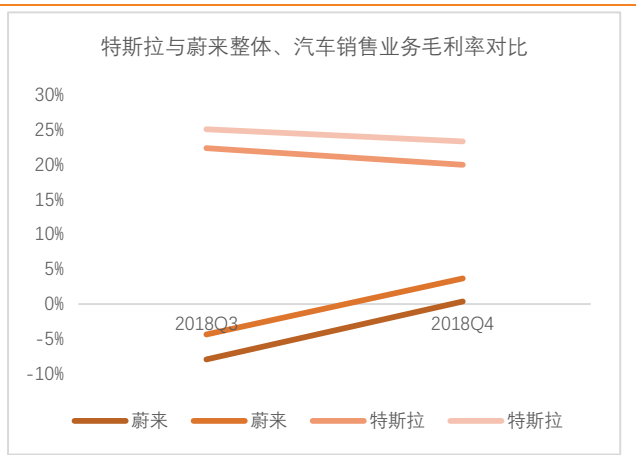
表 5：蔚来与特斯拉 ROE 构成的对标分析

	2017	2018	YOY
ROE	-44%	-21%	51%
-销售净利率	-19%	-5%	74%
-资产周转率	46%	73%	59%
-权益乘数	571%	637%	12%
-归母净利润	88%	92%	5%
ROE	-168%	-313%	-87%
-销售净利率	-	-195%	-
-资产周转率	-	34%	-
-权益乘数	136%	197%	45%
-归母净利润	151%	242%	61%

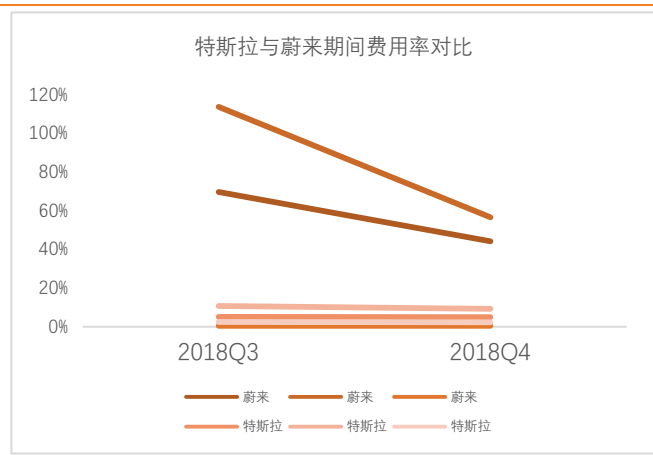
资料来源：特斯拉官网，天风证券研究所

图 1：特斯拉与蔚来整体、汽车销售业务毛利率对比

图 2：特斯拉与蔚来期间费用率对比

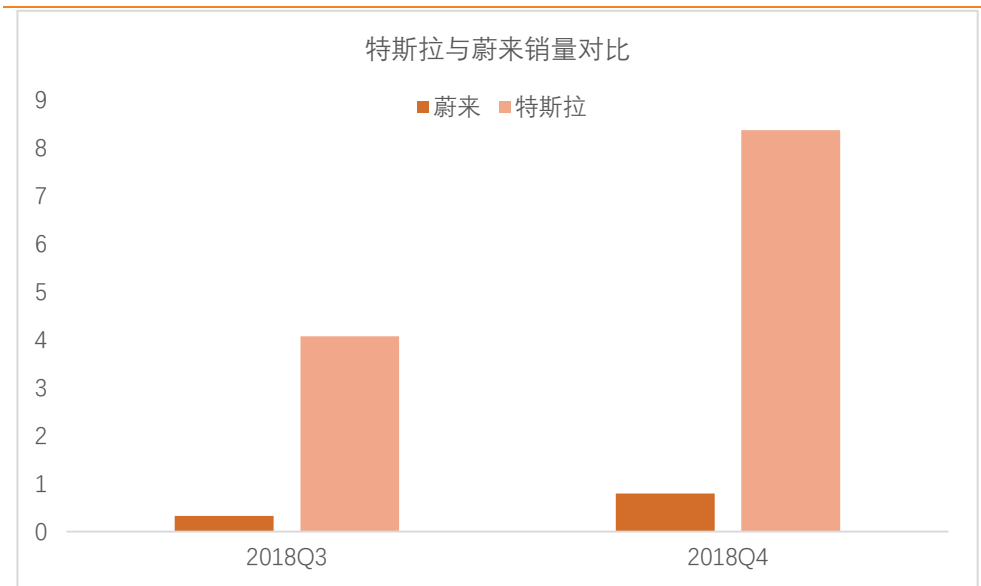


资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 2: 特斯拉与蔚来销量对比 (单位: 万辆)



资料来源: 特斯拉公告, 蔚来公告, 天风证券研究所

投资建议:

重点推荐特斯拉供应链和海外全球供应链标的, 特别是【设备】、【材料】和【零部件】的投资标的, 推荐设备龙头【先导智能】(机械组覆盖); 湿法隔膜龙头【恩捷股份】、负极龙头【璞泰来】; 结构件龙头【科达利】; 高弹性的铝合金压铸件标的【旭升股份】(汽车组覆盖)、底盘结构件稀缺标的【拓普集团】(汽车组覆盖)。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com