

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

周俊宏
联系人
zhoujunhong@gjzq.com.cn

特斯拉 Q1 交付量显疲态，或为需求端关键转换期

事件

- 特斯拉于 2019 年第一季度交付报告中表示，2019Q1 特斯拉共生产汽车 77100 辆，其中 Model 3 共 62950 辆。交付情况上，特斯拉 2019Q1 交付车辆共 63000 辆，其中 Model 3 交付 50900 辆，Model S/X 交付 12100 辆（不到 2018 Q4 的 45%）。这一交付数量同比增长 110%，环比下降 31%。特斯拉第一季度汽车交付数字低于预期，导致股价暴跌 9%。

评论

- 海外交付环节出错和本土产能不足导致 Model3 交付量不及预期。一季度 Model3 共生产 62950 辆，产能约达 5245 辆/周，较 2018 年 Q4 产能有所下降，主要由美版产能不足导致，影响了美国市场的交付量。2019Q1 交付量大幅下跌也主要受海外交付环节（中国和欧洲市场）。海外交付环节出错和本土产能不足两大偶然因素不能体现 Model3 的长期供需状况，运输中车辆的销售在 Q2 确认，2019 年交付量能否达到预期有待进一步观察。
- 定位海外市场的 Model3 虽已量产，但却未完全交付。截至一季度末特斯拉仍有 10600 辆汽车在运输途中（VS 2018Q4 1900 辆）。中国版 Model3 存在警告标识无中文标注、铭牌缺失及标注错误等问题，欧洲版 Model3 由于零部件短缺而无法入关。
- 美国市场产能不足受工厂产能切换的影响。由于一季度工厂大规模生产欧版以及中国版车型，直到 3 月才再次切换为美国版，有效交付时间不足一个月，导致美国版本的 Model3 车型的产能严重不足，影响了 2019Q1 的交付量。
- Model S/X 需求端承压，或将迎来新版本。受税收抵免退坡、汽车需求季节性波动、竞争加剧等因素影响，Model S/X 交付量大幅下降，或许是市场需求疲软的表现。
- 税收抵免退坡导致需求提前透支。根据美国税收抵免政策，从 2019 Q1 开始，特斯拉车型补贴将由 7500 美金降为 3750 美金（随后 6 个月进一步降至 1875 美元，1 年后完全取消）。而 2018 年 Q4 的“抢补消费”透支了部分 2019Q1 的需求，Model S/X 的市场份额在 2018Q4 达到历史最高水平。由于 Model S/X 的中高端车型的定位，需求弹性较小，税收抵免退坡对未来几个季度交付量的影响有限。
- Model 3 分散了部分 Model S/X 的交付精力。2018 年 Model3 销量大幅提升，且远超 Model S/X，特斯拉正处于重点车型交替的关键期。Model 3 的大规模交付或占据了部分 Model S/X 原本的交付渠道和人工。
- 竞争加剧，新版本或将力挽狂澜。特斯拉或将对 Model X 和 Model S 两款车进行重大升级，再次刺激需求。但奥迪 E-Tron（约 5~6 月于美国推出）、奔驰 EQC（约 6 月在欧洲推出）以及保时捷 Taycan（于 10 月开放预订）等竞争车型的上线将对 Model S/X 需求端持续施压。

投资建议

- 我们认为特斯拉前景与风险并存，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。维持“买入”评级。
- 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产能将于 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；以线上销售为主要模式或存在风险；车型价格波动风险；消费者对特斯拉高端车型需求饱和风险；现金流压力；Model 3 产能爬坡仍需关注；成本降低或不及预期；工厂和新品落地不及预期；竞争对手风险；整体汽车销量增速减缓，影响电动车发展的风险；多、空方对决对股价波动的影响。

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，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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，而不应当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