

特斯拉股价及估值复盘分析（一）

投资要点

- 我们通过整理特斯拉的发展历程、盈利能力、股价表现以及华尔街分析师对特斯拉的评级，把特斯拉自2010年7月上市至今的9年半时间分为6个阶段，并对6个阶段的重大事件进行梳理分析，得出结论：目前特斯拉正处在第三次估值重塑期，国产Model 3投产带动的成本下降、model Y的推动以及初见端倪的自动驾驶业务有望带动特斯拉的估值再上一个台阶。

阶段一（2010/7~2013/3）持续30个月，阶段涨幅97%，同期纳指涨幅63%，这是特斯拉的沉淀积累期。特斯拉在上市后的第二年成功交付了Model S，在豪华电动车市场中占据了一席之地。

阶段二（2013/4~2014/9）持续18个月，阶段涨幅575%，同期纳指涨幅47%，这一阶段为估值重塑期I。Model S的量产搅动了电动汽车行业，有关特斯拉的争论已从它能否生存的质疑转向如何衡量它竞争优势的成功和可持续性。

阶段三（2014/10~2016/10）持续25个月，阶段跌幅13%，同期纳指涨幅17%，这一阶段为行业困难期。能源储存系统业务的上线叠加原油价格处在低位的行业环境，使得特斯拉的发展面临前所未有的困境。

阶段四（2016/11~2017/6）持续8个月，阶段涨幅101%，同期纳指涨幅25%，这一阶段是特斯拉的估值重塑期II。对于特斯拉估值不同的理解来自于市场对Model 3的期待以及全球电动化加速。

阶段五（2017/7~2019/11）持续29个月，阶段跌幅1%，同期纳指涨幅50%，这一阶段是产能扩张期。特斯拉走向更大量产的时候，市场对于资金、财务的状况更加敏感，且特斯拉数据逐渐透明化，也是市场对于特斯拉关注度飙升的时期。

阶段六（2019/12~2020/2）已经持续2个月，阶段涨幅81%，同期纳斯达克指数涨幅8%，这一阶段是特斯拉的估值重塑期III，电动化兑现期+智能化初露锋芒预计将带动特斯拉的估值再上一个台阶。到这个阶段以后，市场中分歧开始变得越来越多，股价中的博弈成分激增，导致波动剧烈。

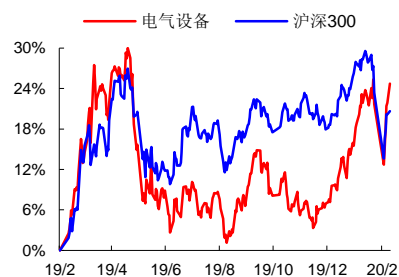
- 复盘来看，特斯拉最近的涨幅，已经超过了电动汽车的估值体系，更多的是消息面和投机驱动。按照美国市场的说法，已经成了一种cult潮流。但是任何投机脱离基本面都会回落，然而特斯拉的估值体系，不是简单的电动汽车能解释得了的。我们在下一章还会继续探讨。
- 重点关注个股：重点关注特斯拉产业链的公司：宁德时代（300750.SZ）、恩捷股份（002812.SZ）、先导智能（300450.SZ）、璞泰来（603659.SH）、天赐材料（002709.SZ）、嘉元科技（688388.SH）。
- 风险提示：电动车销量不达预期的风险。

西南证券研究发展中心

分析师：谭菁
执业证号：S1250517090002
电话：010-57631196
邮箱：tanj@swsc.com.cn

分析师：陈瑶
执业证号：S1250519080003
电话：0755-23914886
邮箱：cyao@swsc.com.cn

行业相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

股票家数	194
行业总市值(亿元)	19,008.25
流通市值(亿元)	18,750.52
行业市盈率TTM	32.27
沪深300市盈率TTM	11.8

相关研究

- 磷酸铁锂专题报告：刀片电池和CTP方案带动磷酸铁锂回暖（2020-02-05）
- 特斯拉专题报告：创新源自于对本质的思考（2020-01-23）
- 电力设备新能源行业：新能源汽车补贴不退坡传闻可能影响市场预期（2020-01-13）
- 特斯拉专题报告：特斯拉强势开启电动汽车海外需求（2020-01-08）
- 电力设备新能源行业2020年投资策略：新能源中游窗口期打开（2019-12-03）

目 录

特斯拉超级复盘.....	1
1 阶段一（2010/7~2013/3）30 个月，沉淀积累，努力盈利	1
2 阶段二（2013/4~2014/9）18 个月，估值重塑 I，Model S 搅动市场格局	3
3 阶段三（2014/10~2016/10）25 个月，油价腰斩，行业面临困境	5
4 阶段四（2016/11~2017/6）8 个月，估值重塑 II，市场对 Model 3 充满期待	7
5 阶段五（2017/7~2019/11）29 个月，产能扩张，财务报表逐渐扎实	9
6 阶段六（2019/12~2020/2）2 个月，估值重塑 III，电动化兑现+智能化初露锋芒。股价博弈成分更大，波动剧烈	12

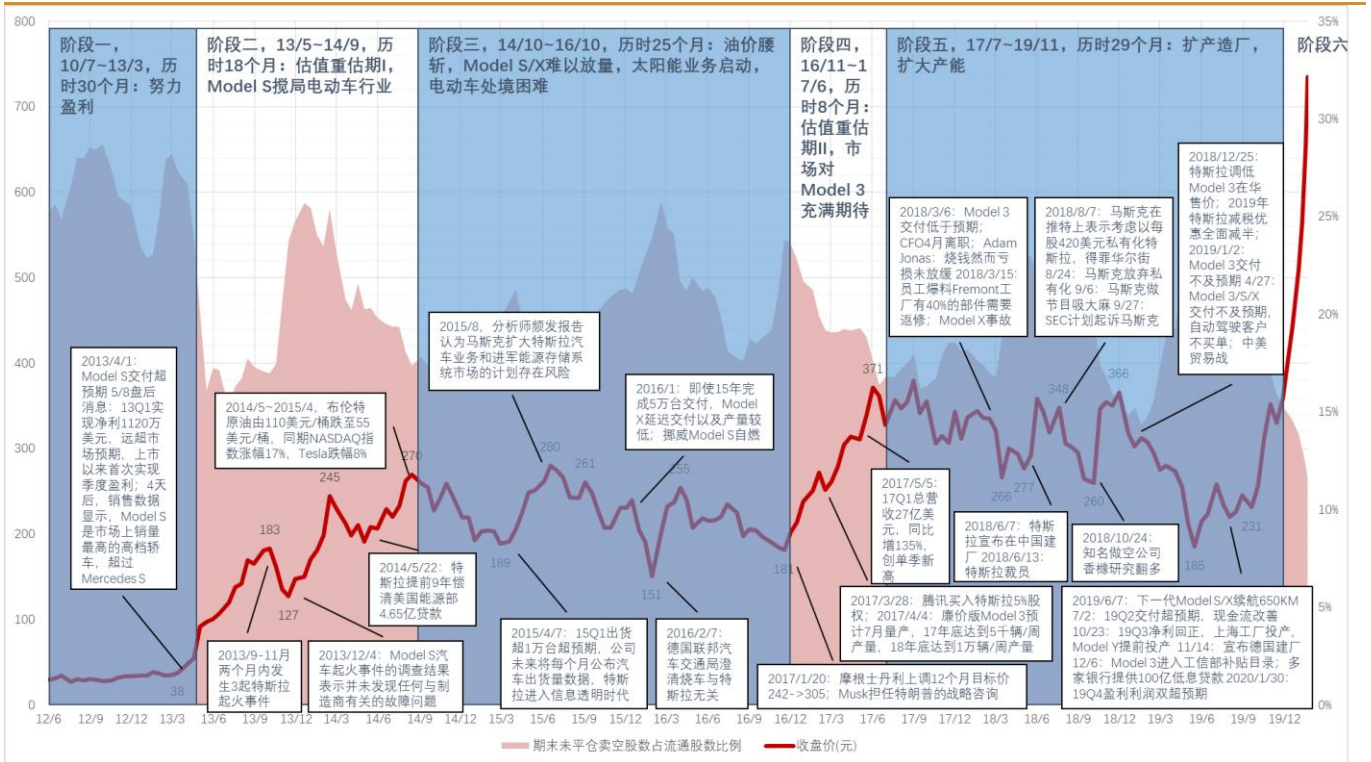
图 目 录

图 1: 特斯拉股价全复盘	1
图 2: 特斯拉在纳斯达克上市	2
图 3: 特斯拉 Model S	2
图 4: 特斯拉阶段一 (2010/7~2013/3) 大事记	2
图 5: 特斯拉 2012-2013 财务数据 (单位: 百万美元)	3
图 6: 2012-2013 年特斯拉 Model S 出货量	3
图 7: 特斯拉 2013-2014Q2 财务数据 (单位: 百万美元)	4
图 8: 特斯拉与松下合作的 Gigafactory	4
图 9: 特斯拉阶段二 (2013/4~2014/9) 大事记	4
图 10: 特斯拉股价与布伦特原油期货价格走势	5
图 11: 雪佛兰 Bolt EV	6
图 12: Bolt EV 与 Model S 60 参数对比	6
图 13: 特斯拉 2014Q3-2016Q2 财务数据 (单位: 百万美元)	6
图 14: 特斯拉 2014Q3-2016Q2 交付量及同比增速	6
图 15: 特斯拉阶段三 (2014/10~2016/10) 大事记	7
图 16: 特斯拉 2013-2017Q1 财务数据 (单位: 百万美元)	8
图 17: 特斯拉 2013-2017Q1 交付量及同比增速	8
图 18: 特斯拉第四阶段 (2016.11~2017.6) 大事记	9
图 19: 特斯拉融资历程	10
图 20: 特斯拉 2017Q2-2019Q1 财务数据 (单位: 百万美元)	11
图 21: 特斯拉 2017Q1-2019Q1 交付量及同比增速	11
图 22: 特斯拉第五阶段 (2017/7~2019/11) 大事记	11
图 23: 特斯拉阶段六 (2019/12~2020/2) 大事记	13
图 24: TIPRANKS 上 28 名分析师对于特斯拉的投资建议	14
图 25: TIPRANKS 上 28 名分析师给与的特斯拉目标价	14
图 26: 空头持仓占流通股比例和股价对比图	14

特斯拉超级复盘

在美股这样的成熟市场，特斯拉能有如此巨大的涨幅是很特别的。我们有必要对特斯拉进行系统的复盘。通过整理特斯拉的发展历程、盈利能力、股价表现以及华尔街分析师对特斯拉的评级，把特斯拉自2010年7月上市至今的9年半时间分为6个阶段，并对6个阶段的重大事件进行梳理分析，我们认为：**目前特斯拉正处在第三次估值重塑期，国产 Model 3 投产带动的成本下降、model Y 的推动以及初见端倪的智能驾驶业务有望带动特斯拉的估值再上一个台阶。**

图 1：特斯拉股价全复盘



数据来源：互联网，特斯拉财报，西南证券整理

1 阶段一（2010/7~2013/3）30 个月，沉淀积累，努力盈利

2009 年以前，特斯拉还没有销售 Roadster 的收入。2009 年才实现 9.3 万美元，其中还有 10% 是碳排放积分收入。2010 年 6 月 29 日，特斯拉以每股 23.89 美元成功于纳斯达克证券交易所上市。上市之前，特斯拉股价并不看好，很多人建议不要碰这只股票。但美国股市还是热情拥抱了这个新生的电动汽车企业，溢价 40% 发行，成功筹资 2.26 亿美元，主要用于生产 Model S。

图 2：特斯拉在纳斯达克上市



数据来源：公开资料，西南证券整理

图 3：特斯拉 Model S



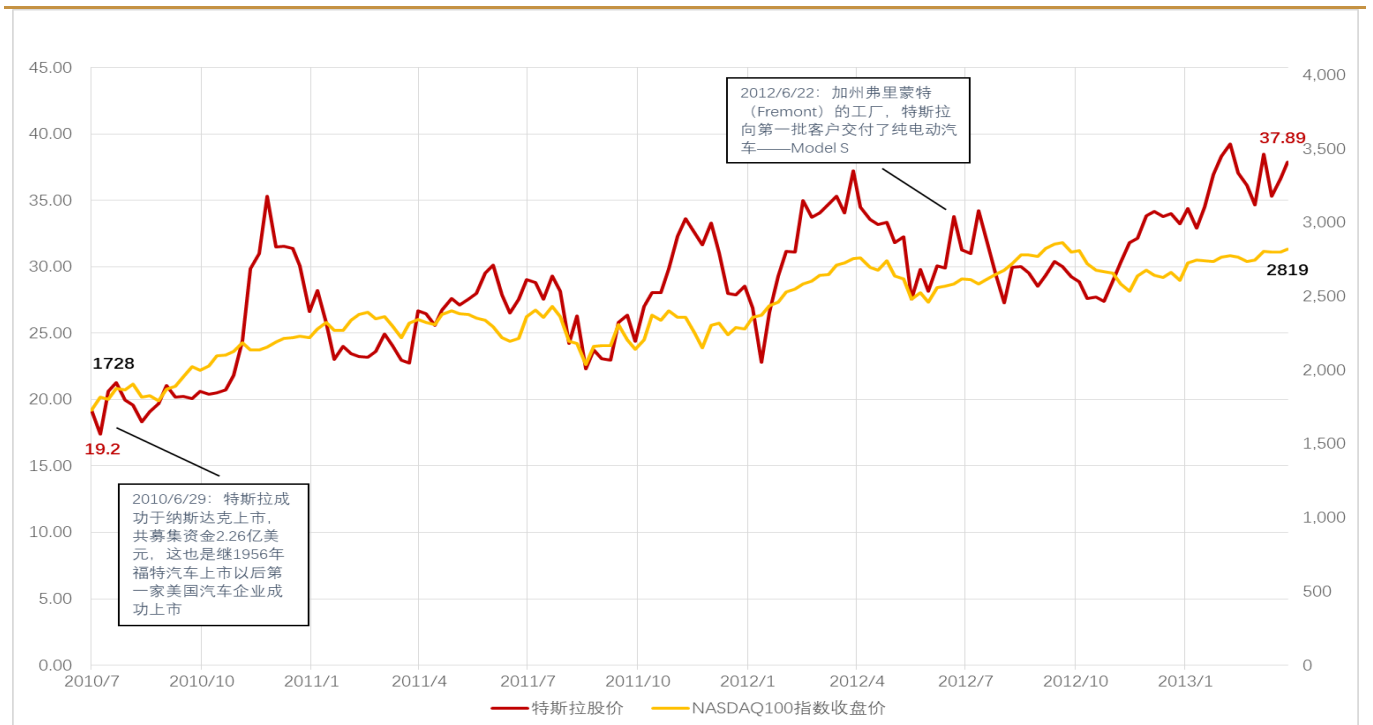
数据来源：公开资料，西南证券整理

2012年6月22日，特斯拉 Model S 面世，打破了外界对特斯拉无法按时交车的质疑。当时知道这款车的人并不多，Model S 最低配标价为 7 万美元。

当时媒体对于的 Model S 这款新颖产品的评论络绎不绝，《华尔街日报》的丹·尼尔在当天的试驾后把 Model S 比作兰博基尼，盛赞这款车开起来非常安静。《连线》(Wired) 杂志称“Model S 开起来太有意思了”。摩根士丹利分析师亚当乔纳斯曾在一份研究报告中表示，“我们认为特斯拉持有正确的想法。该产品的性能是最重要的事情。”

阶段一（2010/7~2013/3）一共持续了 30 个月，阶段涨幅 97%，同期纳斯达克指数涨幅 63%，这是特斯拉的沉淀积累期，特斯拉在上市后的第二年成功交付了 Model S，并且出众的产品性吸引了不少客户的青睐，在豪华电动车市场中占据了一席之地。

图 4：特斯拉阶段一（2010/7~2013/3）大事记



数据来源：特斯拉财报，西南证券整理

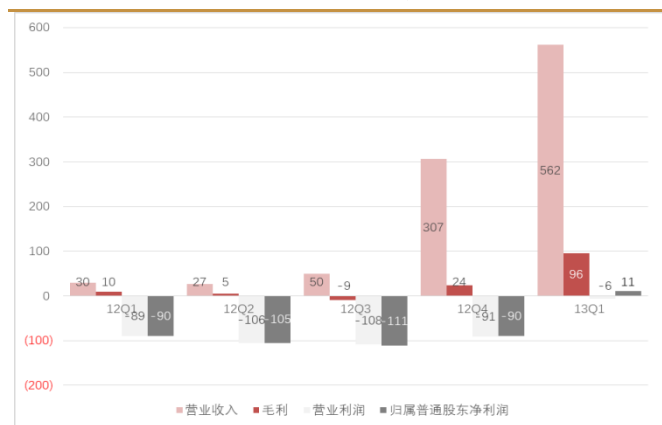
2 阶段二（2013/4~2014/9）18 个月，估值重塑 I，Model S 搅动市场格局

阶段二（2013/4~2014/9）18 个月，阶段涨幅 575%，同期纳斯达克指数涨幅 47%，这一阶段为估值重塑期。Model S 的量产搅动了电动汽车行业，对传统汽车行业将产生“破坏性”打击，市场对于特斯拉的未来给予了更多的想象空间。

随着 Model S 交付，特斯拉收入成倍增长。2013 年 Q1 特斯拉营收 5.62 亿美元，环比增长 83%，毛利 9600 万美元，同比增长 300%，营业利润亏损幅度大幅度缩窄，仅亏损 600 万美元，净利润更是达到了 1120 万美元。净利润相比营业利润高出 1700 万美元的主要原因是考虑了一笔一次性的会计收益，是由于特斯拉同意在 2017 年 12 月 15 日前偿还美国能源部贷款的所有未偿还本金和利息，致使不用授予能源部的认股权证。如果不考虑这 1700 美元，那么特斯拉距离盈利也仅有一步之遥，远超市场预期。

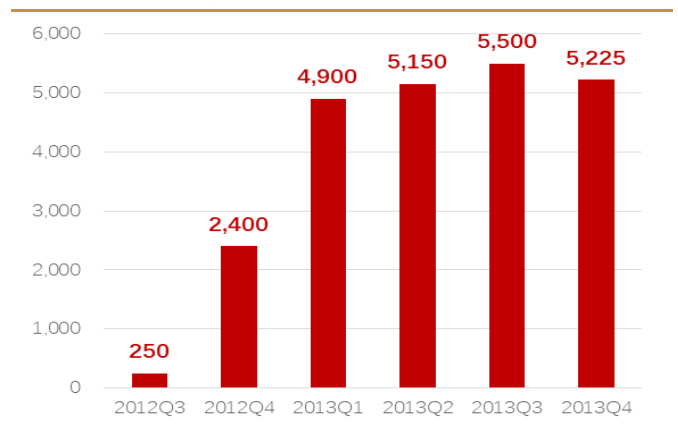
鉴于特斯拉汽车股票近 6 个月的超卓表现，有关特斯拉的争论已从它能否生存的质疑转向如何衡量它竞争优势的成功和可持续性。

图 5：特斯拉 2012-2013 财务数据（单位：百万美元）



数据来源：WIND，西南证券整理

图 6：2012-2013 年特斯拉 Model S 出货量



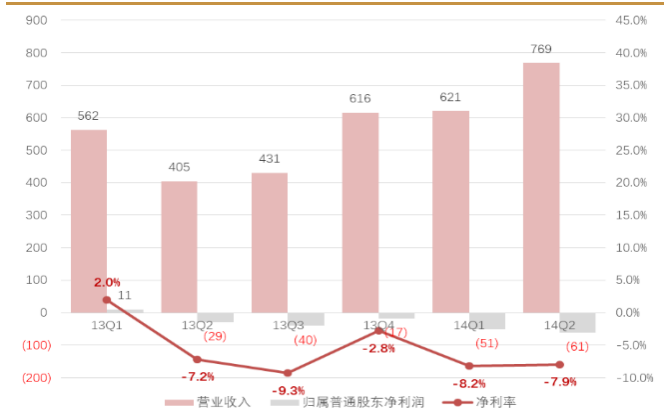
数据来源：特斯拉，西南证券整理

但是好景不长，当年 10 月至 11 月，特斯拉 Model S 累计发生三次起火事故，这三次事故致使特斯拉股价分别下跌 6%、4%和 15%。美国监管机构在起火事件调查后重申了 Model S 已经通过了 2014 年安全评级，并且在美国国家公路交通安全管理局进行的防撞性检测中获得五星评级，此举一定程度上缓解了 Model S 安全性的问题。

2014 年特斯拉进入中国市场，并取得了令人鼓舞的初始表现。2 月，摩根士丹利分析师 Adam Jonas 将特斯拉汽车的股价目标从此前的 153 美元上调到了 320 美元，这使得特斯拉股价连续两日上涨 14%。5 月 22 日，特斯拉提前 9 年还清美国能源部 4.65 亿美元的贷款。7 月，为了 Model S 生产和 Model X 项目的顺利推进，特斯拉与松下达成合作协议，在美国内达华州投资超 50 亿美元建造名为“Gigafactory”的超级电池工厂。

2014 年 Q2，特斯拉汽车营收为 7.69 亿美元，环比增长 24%，净利率-7.9%，环比增加 0.3pct，特斯拉第二季度调整后的营收和净利均超出分析师此前预期。

图 7：特斯拉 2013-2014Q2 财务数据（单位：百万美元）



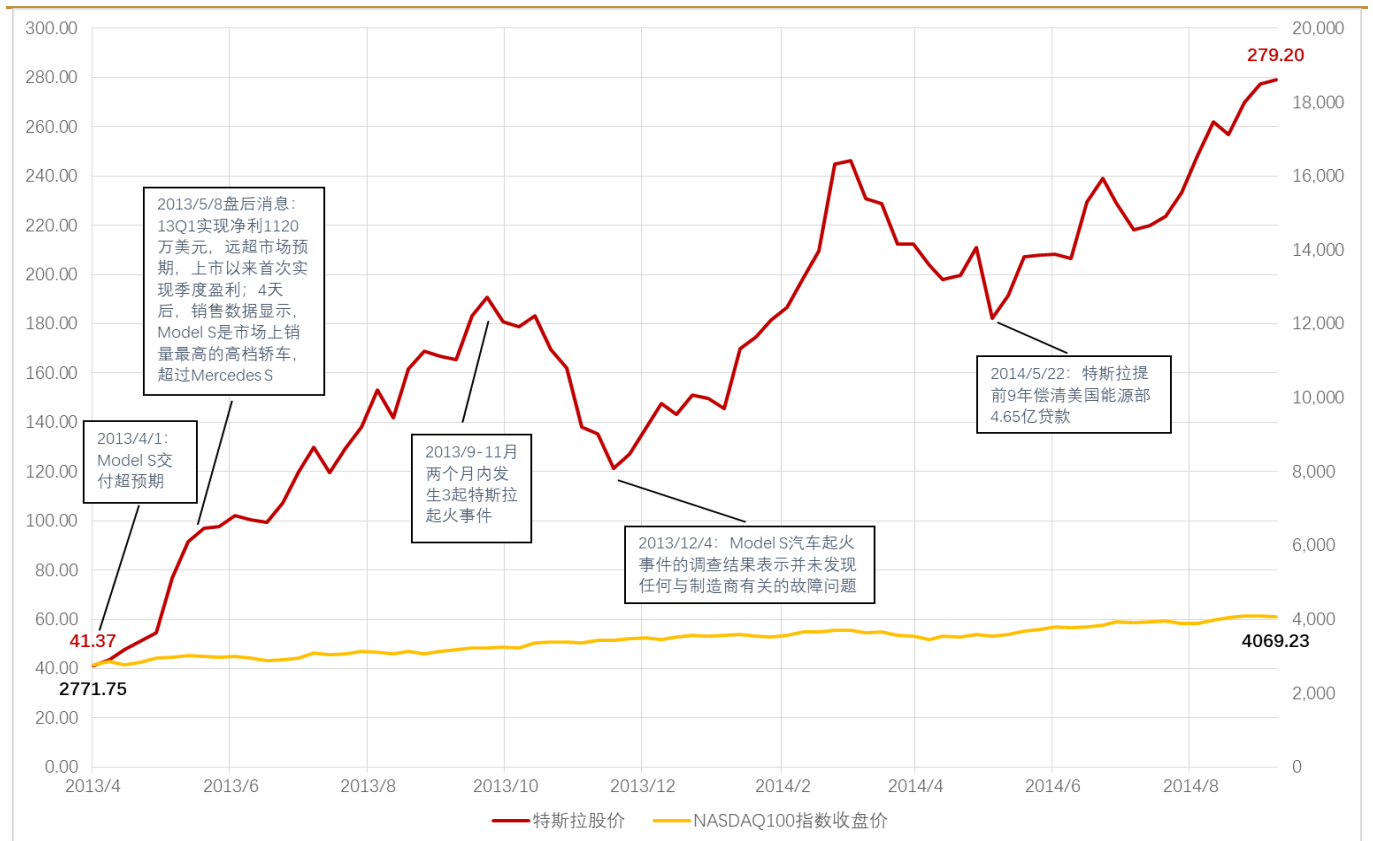
数据来源：WIND，西南证券整理

图 8：特斯拉与松下合作的 Gigafactory



数据来源：互联网，西南证券整理

图 9：特斯拉阶段二（2013/4~2014/9）大事记



数据来源：特斯拉财报，西南证券整理

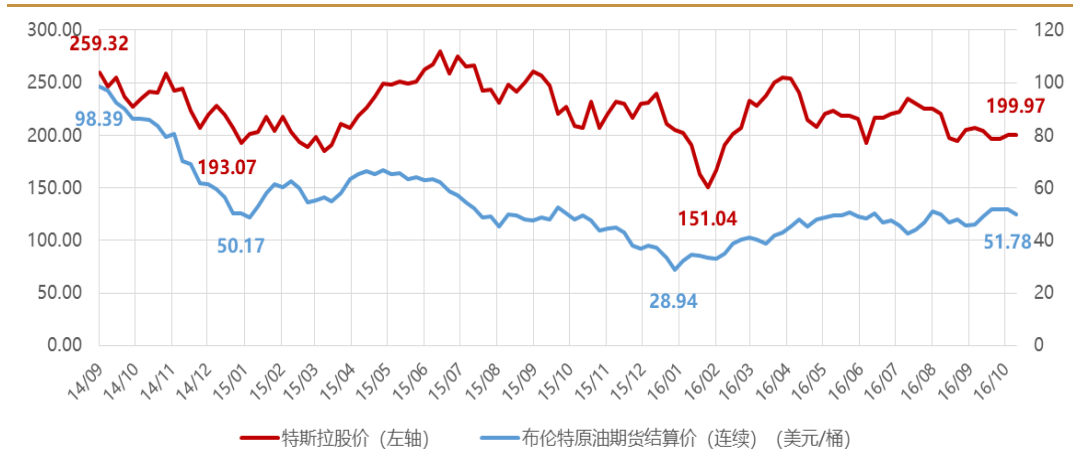
3 阶段三（2014/10~2016/10）25 个月，油价腰斩，行业面临困境

阶段三（2014/10~2016/10）一共持续了 25 个月，特斯拉股价阶段跌幅 13%，同期纳斯达克指数涨幅 17%，能源储存系统业务的上线叠加原油价格处在低位的行业环境，使得特斯拉的经营风险陡增，整个行业发展面临前所未有的困境。

布伦特原油自 2014 年 9 月开始进入熊市，短短 4 个月价格就从 110 美元/桶跌至最低 28 美元/桶，汽油车性价比凸显，相反电动车此时面临着前所未有的行业发展困境。

我们摘取了 2014/9~2015/1 这 4 个月中周度收盘价的 18 组数据并进行了相关性分析，我们发现，特斯拉股价与布伦特原油价格的相关性达到了 0.83，呈现出强相关性，而纳斯达克 100 指数与布伦特原油价格的相关性达到了 -0.59，两者呈现出强负相关性，油价的下跌带动了特斯拉股价承压。在之后的 20 个月里（2015/1~2016/10），油价大多数时间在 35 到 55 美元/桶的区间内震荡，而特斯拉的股价大多数时间在 200 到 250 美元的区间内震荡。

图 10：特斯拉股价与布伦特原油期货价格走势



数据来源：WIND，西南证券整理

我们认为从油价的强相关性和竞争对手通用推出 BOLT 的实际情况，综合分析认为：其实 BOLT 当时被认为是最可能推向大众的电动车型，其表现也十分亮眼。强大竞争对手的动作其实对于特斯拉并不是坏事，因为目前仍然是电动车市场导入的阶段。那么该阶段电动车作为一个整体，受制于油价的表现。

图 11: 雪佛兰 Bolt EV


数据来源: 互联网, 西南证券整理

图 12: Bolt EV 与 Model S 60 参数对比

	Bolt EV	Model S 60
整车尺寸 (长*宽*高, mm*mm*mm)	4166*1765*1595	4978*1964*1435
轴距 (mm)	2601	2960mm
锂电池供应商	LG	松下
带电量 (KWh)	60	60 (可加9000美元升级成75)
美国环保署评续航里程	380km	336km (75KWh对应374km)
税费减免前价格 (美元)	41780	71200
车型级别	紧凑型掀背车	大中型轿车
电驱动类型	前置	后置
0-60英里/小时加速	6.3	5.0

注: 各参数为2017年数据

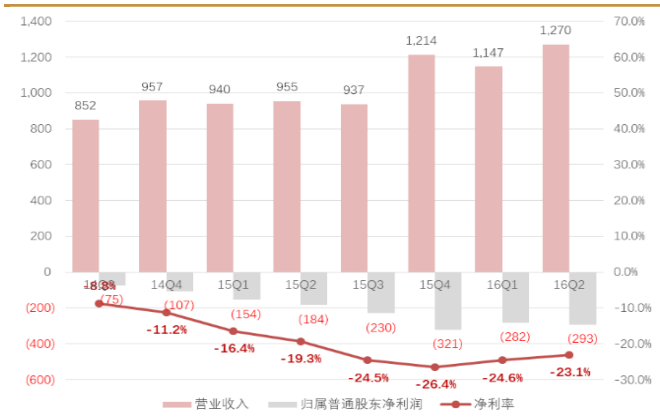
数据来源: 互联网, 西南证券整理

与2014年2月形成鲜明对比的是, 9月摩根士丹利分析师 Adam Jonas 在报告中重申特斯拉股票的“增持”评级, 但移除了此前定下的320美元目标价。

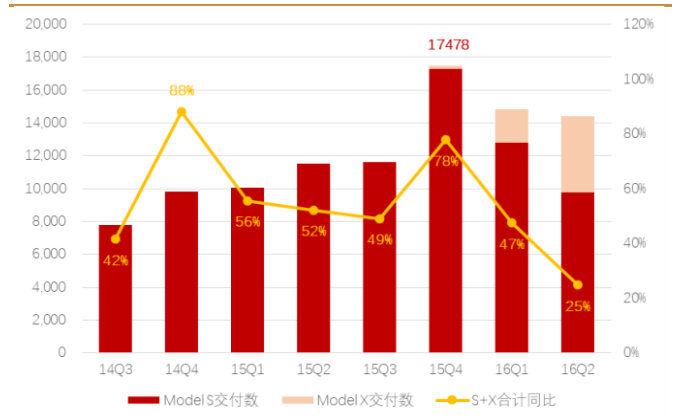
2016年2月初德国联邦汽车交通局 (KBA) 已经完成了对特斯拉 Model S 在2016年1月的起火事件的调查, 并未发现任何与制造商有关的故障问题。

2016年6月特斯拉意外要约收购 SolarCity 后, 摩根士丹利分析师及长期多头 Adam Jonas 将特斯拉的股票评级从“增持”调降至“持股观望”, 并称在特斯拉理应专注电池厂和推出 Model 3 汽车的当下, 收购 SolarCity 的交易将令公司处境复杂化, 当日特斯拉股价下跌10%。

Model X 在2015年Q4开始交付, 特斯拉当季交付了创历史新高的总计17478台 Model S/X, 全年交付量超过50000台, 完全了年初制定的目标。2016年Q2的单季营收再创新高达到12.7亿美元, 但是净亏损2.93亿美元, 净利率-23.1%, 同比下降3.8pct, 而16Q1和Q2的出货量均低于15Q4水平, 这些因素导致特斯拉股价持续承压。

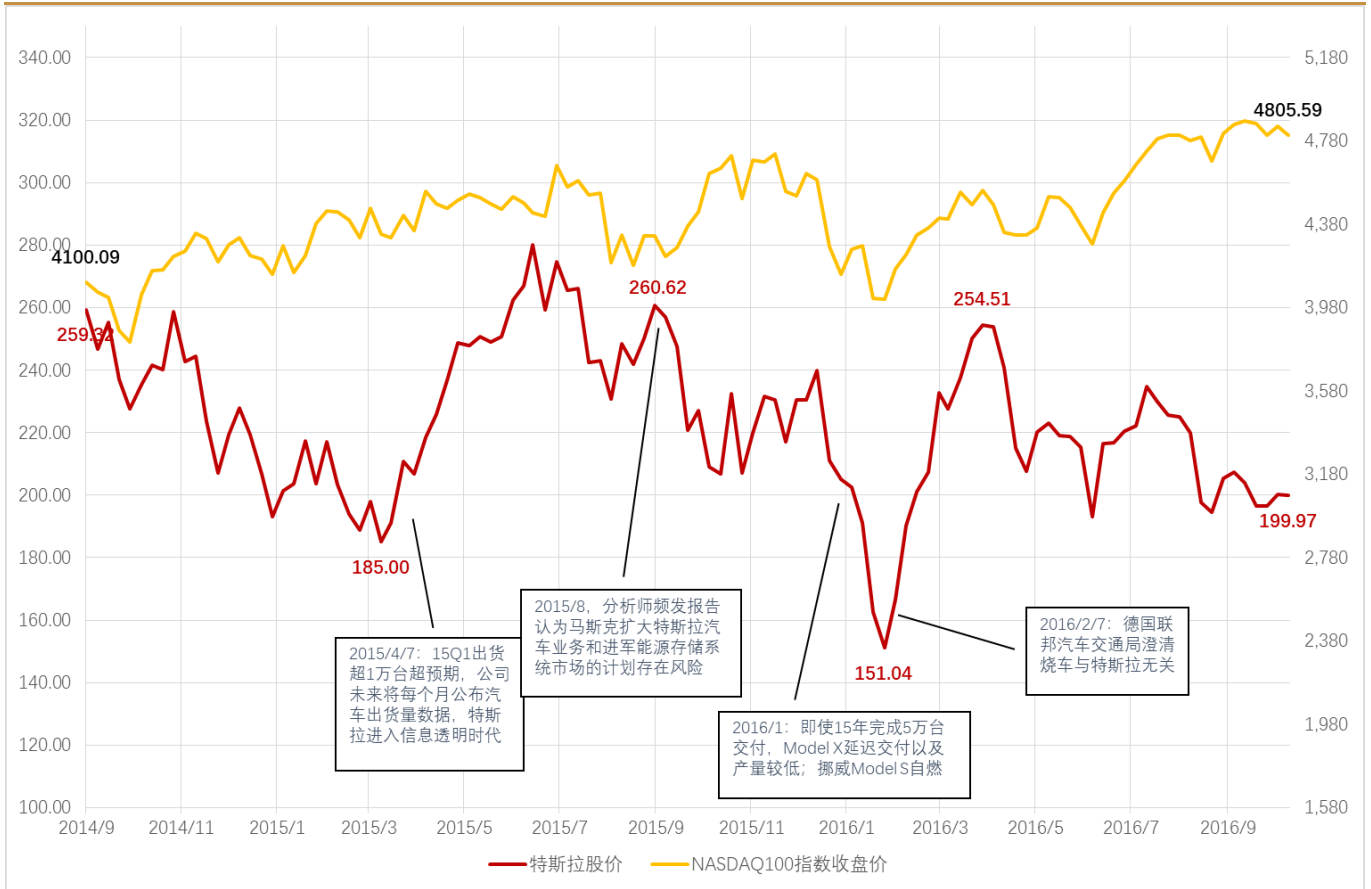
图 13: 特斯拉 2014Q3-2016Q2 财务数据 (单位: 百万美元)


数据来源: Tesla, 西南证券整理

图 14: 特斯拉 2014Q3-2016Q2 交付量及同比增速


数据来源: 互联网, 西南证券整理

图 15: 特斯拉阶段三 (2014/10~2016/10) 大事记



数据来源: WIND, 西南证券整理

4 阶段四 (2016/11~2017/6) 8 个月, 估值重塑 II, 市场对 Model 3 充满期待

阶段四 (2016/11~2017/6) 一共持续了 8 个月, 阶段涨幅 101%, 同期纳斯达克指数涨幅 25%, 我们认为这是特斯拉的第二段估值重塑期, 对于特斯拉估值不同的理解来自于市场对 Model 3 的期待以及全球电动化加速。该阶段的明显特征是: 中国的投资者对于电动车的热情持续高涨发酵。其中以蔚来汽车最为抢眼: 2016 年, 蔚来发布第一款超跑车型。2017 年, 百度宣布投资蔚来。2017 年 3 月 28 日, 腾讯买入特斯拉股权。我们认为, 中国资本市场对于电动车的投资热情很大程度上促进了该笔交易。

2016 年 10 月 27 日, 特斯拉公布了 2016 年 Q3 报告, 16Q3 录得营收 22.98 亿美元, 同比大幅增长 145%; 净利润为 2200 万美元, 去年同期亏损为 2.3 亿美元, 净利润自 13Q1 再度回正。特斯拉 16Q3 出货量为 24821 辆, 同比增长 114%。其中 Model S 16047 辆, Model X 8774 辆。交付量、收入均为特斯拉历史新高。

在三季报中特斯拉表示 Model 3 生产线已铺设完成, 很快将开始安装装配线; 超级电池工厂将按计划在 16Q4 投产, 并将从 17Q3 开始为 Model 3 供应锂电池; 苹果 Swift 语言之父宣布加入特斯拉任 Autopilot 软件副总裁, 促进特斯拉的辅助驾驶软件升级, 种种利好使得市场对于特斯拉再次充满期待。

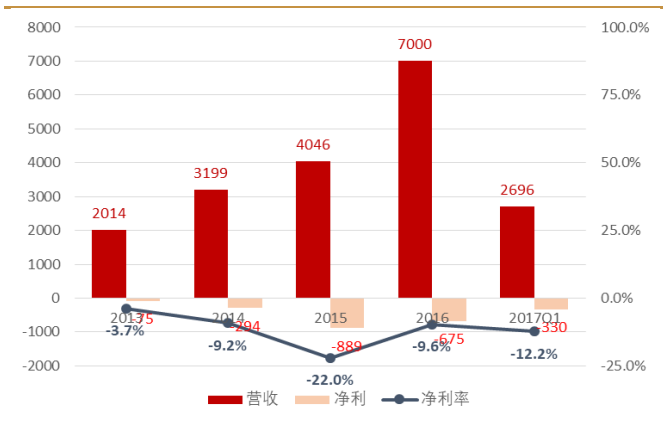
2017年1月20日，摩根士丹利上调目标价，看好特斯拉未来一年的发展前景。

2017年3月28日在特斯拉提交美国证交会的文件中显示腾讯已持有特斯拉5%的股份，成为特斯拉的第五大股东。

2017年4月底，特斯拉采购的几百台 KUKA 机器人已经投入到了 Fremont 工厂的生产线当中，使得 Model 3 的生产速度大约能够达到 Model S/X 的 20 倍，Model 3 的量产时间点也将由此前的 9 月份提前到 7 月份。

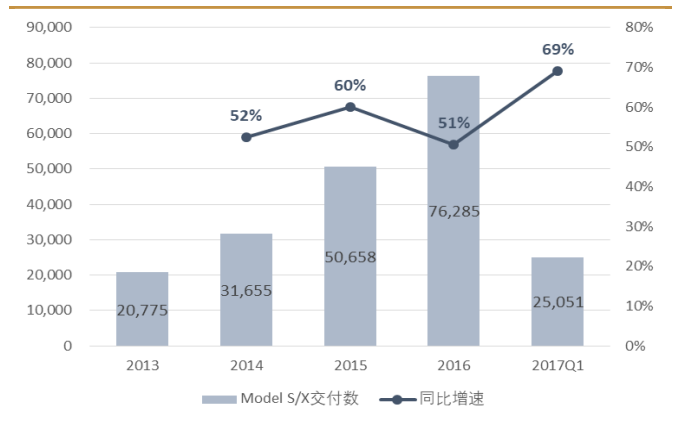
2017年5月4日特斯拉发布了2017年Q1财报，17Q1总营收为26.96亿美元，同比增长135%，创下了特斯拉历史上的单季营收新纪录，净利率-12.2%，同比增加8.2pct，亏损幅度大幅缩窄。同时17Q1的出货量也超过了25000台，创下历史新高。特斯拉在不断刷新新业务数据的同时，也在积极寻求改善盈利的方式。特斯拉预计Model3的周产量将在2017年下半年达到5000辆，并于2018年达到1万辆。此时特斯拉手中Model3的订单已经达到近40万辆，如果这些订单能够全部实现交付，那么特斯拉将实现持续季度盈利的可能。

图 16：特斯拉 2013-2017Q1 财务数据（单位：百万美元）



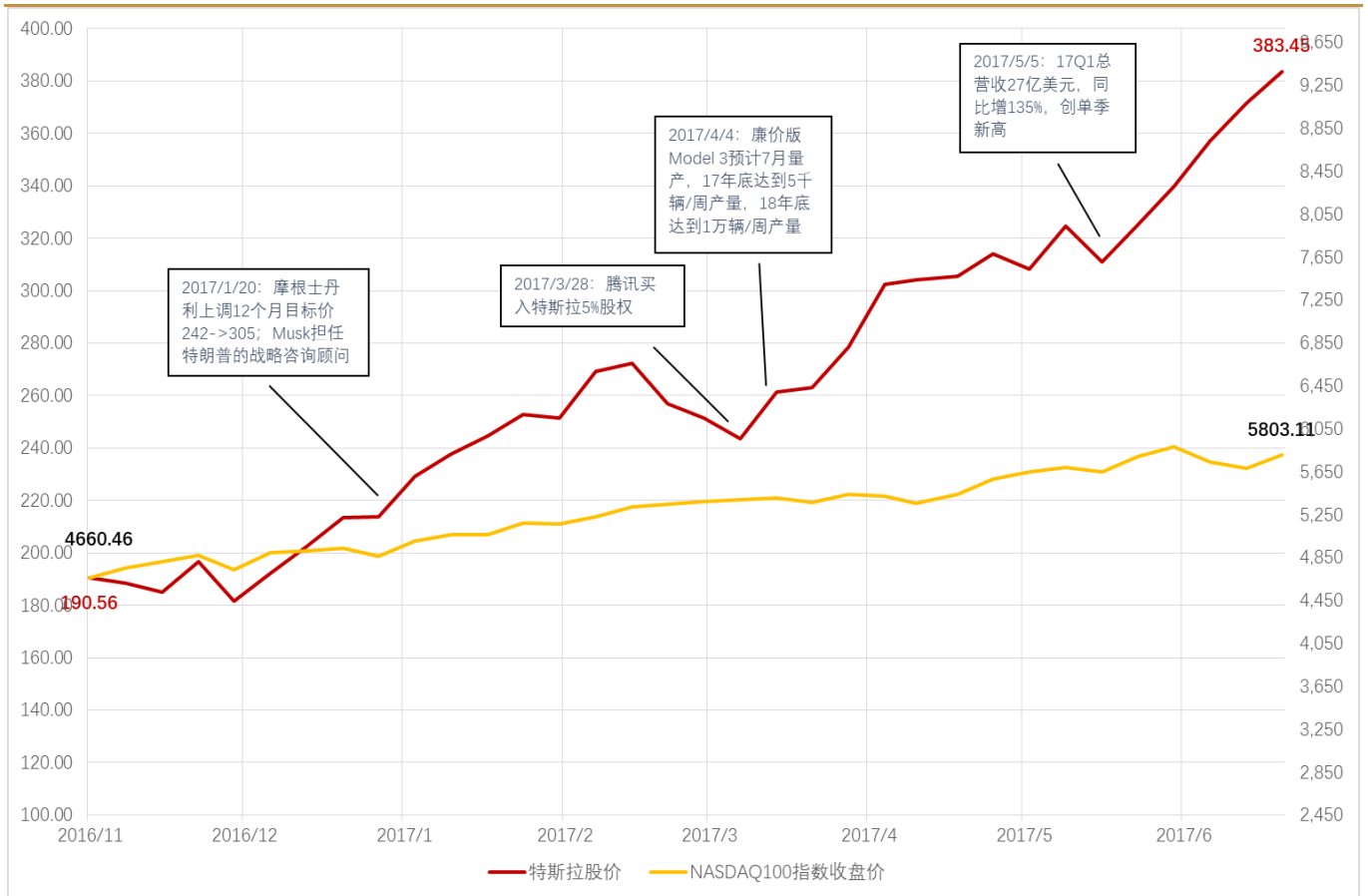
数据来源：Tesla，西南证券整理

图 17：特斯拉 2013-2017Q1 交付量及同比增速



数据来源：Tesla，西南证券整理

图 18：特斯拉第四阶段（2016.11~2017.6）大事记



数据来源：特斯拉，互联网，西南证券整理

5 阶段五（2017/7~2019/11）29 个月，产能扩张，财务报表逐渐扎实

阶段五（2017/7~2019/11）一共持续 29 个月，阶段跌幅 1%，同期纳斯达克指数涨幅 50%：产能扩张期，扩大产能，财务报表逐渐扎实。该阶段明显的特征是：特斯拉走向更大量产的时候，市场对于资金、财务的状况更加敏感。更大规模量产面临的挑战是巨大而空前的：它直接涉及到特斯拉对汽车工业的深度理解和管理水平。该阶段，市场更加关注其订单、销量的数据、扩产的进度和对应的财报表现。这个阶段，市场可以跟踪、捕捉的信息大幅度提升，也是市场对于特斯拉关注度飙升的时期。

2017 年 7 月，特斯拉第一辆 Model 3 亮相，截止 8 月 3 日，Model 3 共预定 45.5 万辆，每日新增 1800 辆，预定订单的增加，促使特斯拉加快产能，并依赖发行债券等形式进行大量的融资。

图 19：特斯拉融资历程

	融资金额 (亿美元)	资方
2004年	0.075	A轮
2005年	0.13	B轮
2006年	0.40	C轮
2007年	0.45	D轮
2008年	0.80	E轮
2009年	5.15	美国能源局计息贷款4.65戴姆勒收购0.5
2010年	2.76	丰田战略投资0.5IPO 2.26
2011年	1.75	普通股
2012年	2.25	普通股
2013年	12.91	股债混合
2014年	27.90	股债混合
2015年	11.76	股债混合
2017年	35.78	腾讯17.78亿美元入股5%

数据来源：特斯拉，西南证券整理

2018年特斯拉上演高管“离职潮”，其CFO于2018年4月离职，还有多名高管已离职包括全球销售和服务总裁 Jon McNeill、业务发展副总裁 Diarmuid O'Connell、电池技术主管 Kurt Kelty。

2018年3月，特斯拉员工爆料 Fremont 工厂有 40%的部件需要返修，一系列的利空消息使得特斯拉的股价从 350 美元下跌至 280 美元，跌幅 20%。

2018年6月，特斯拉确认将在中国建厂，于此同时，特斯拉还宣布 Fremont 裁员以保证其人员效率。

2018年8月7日，马斯克在推特上表示考虑以每股 420 美元私有化特斯拉，较当时股价溢价逾 20%；仅过了 17 天也就是 8 月 24 日，马斯克又宣布放弃私有化；在 9 月 6 日的一档节目上，马斯克吸大麻的公开行为使得投资者对特斯拉的前景产生担忧；9 月 27 日 SEC 以证券欺诈的罪名向马斯克起诉。一个半月内连续的无厘头操作使得许多股民抛售股票。

2018年12月，特斯拉为了年底冲销量，调低其产品在华售价，但是由于减税优惠在 2019 年全面减半，且 Model 3 目前的定价依然过高，使得特斯拉 18Q4 的交付数据低于市场预期。

2019年Q1，受中美贸易战的影响，许多零部件进口受到影响，导致特斯拉产量不足，交付、盈利、营收均不及预期成为压垮特斯拉股价的最后一根稻草，股价从 2018 年 12 月最高的 366 美元下跌至 2019 年 5 月 31 日的 185 美元，几近腰斩。

2019年Q2 一共交付了 95300 台车，其中 Model 3 77650 台，Model S/X17650 台，超市场预期，股价略有回暖，但是还是在 220 美元左右，市场并不确定 Model 3 的交付是否具有持续性。

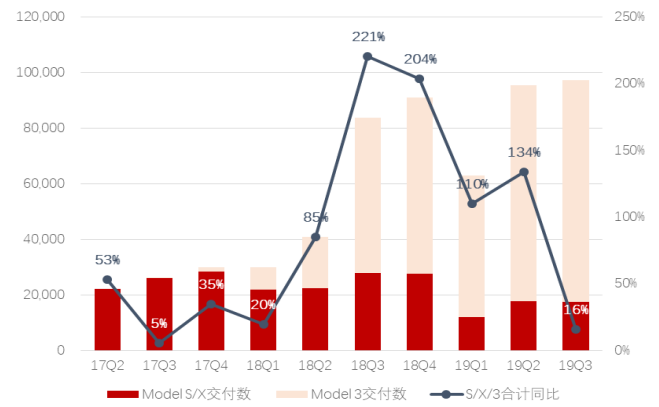
2019年Q3 特斯拉当季交付 97186 台车，其中 Model 3 79703 台再创季度新高，并且净利润达到 1.43 亿美元，净利率达到 2.3%，再度回正；现金流方面也因为产量的提升得到改善。19Q3 特斯拉拥有的现金和现金等价物增加了 3.83 亿美元，达到 53 亿美元，其中自由现金流为 3.71 亿美元；最重要的是特斯拉宣布上海工厂投产，这就意味着依靠单位产能资本开支比 Fremont 工厂低 65%的临港工厂，将在今后为特斯拉在未来带来更进一步的利润。

图 20: 特斯拉 2017Q2-2019Q1 财务数据 (单位: 百万美元)



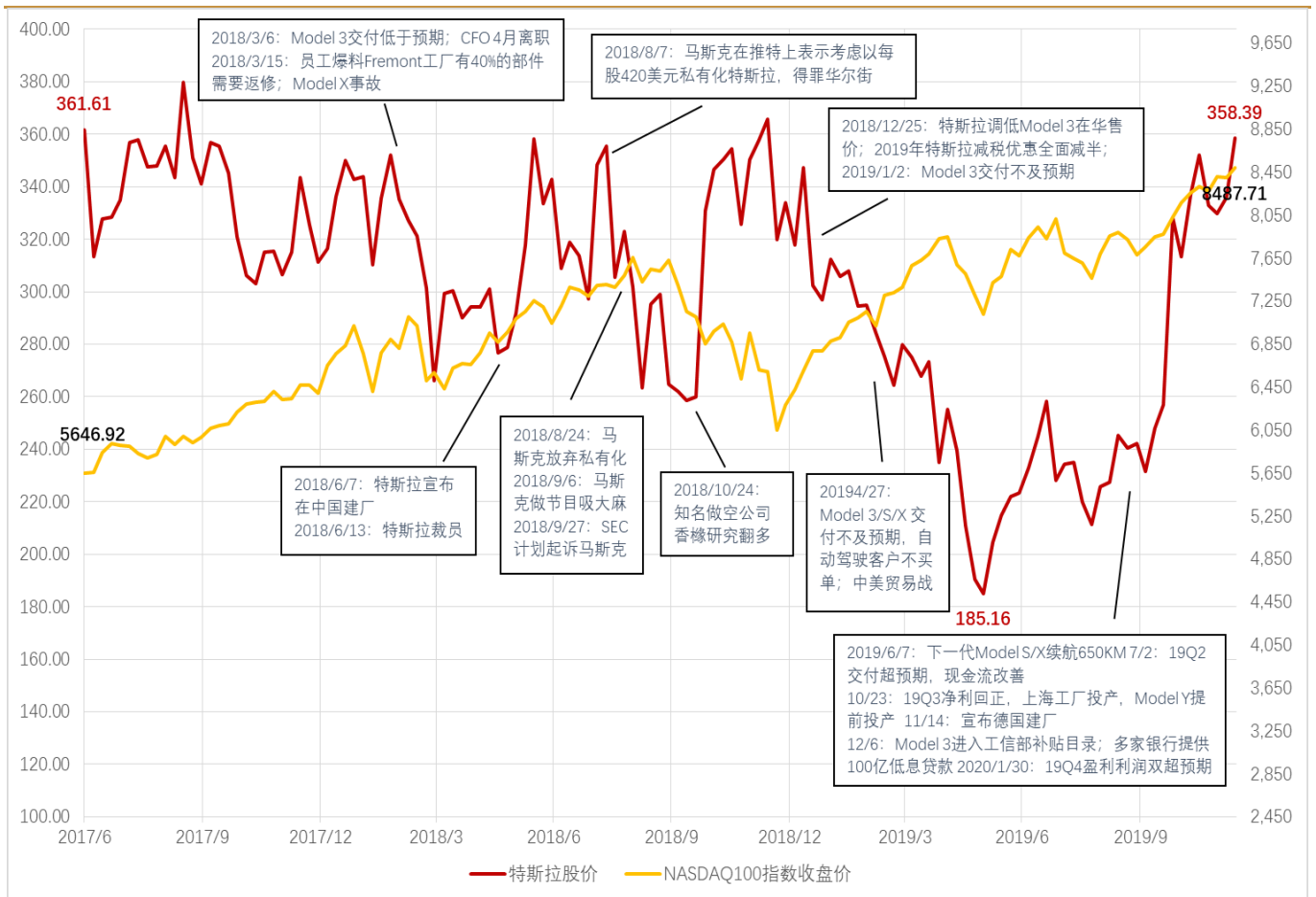
数据来源: Tesla, 西南证券整理

图 21: 特斯拉 2017Q1-2019Q1 交付量及同比增速



数据来源: Tesla, 西南证券整理

图 22: 特斯拉第五阶段 (2017/7~2019/11) 大事记



数据来源: 特斯拉财报, 西南证券整理

该阶段, 我们认为该阶段特斯拉的估值定价中, 交付量和财务风险都是市场关注的核心, 进入到以华尔街为代表的机构投资者的“击球区之内”。我们重点对于众多华尔街的分析师的研究评级进行了分析。华尔街对于特斯拉的覆盖知名分析师 28 位。鉴于数据有限, 我们选择排名前五的分析师: Adam Jonas (Morgen Stanley), Ben Kallo (Robert W. Baird)

Rod Lache (Wolfe Research), Ryan Brinkman (J.P. Morgan), Alexander Potter (Piper Sandler), Chris McNally (Evercore IS)。

我们发现由于大小摩分析师都属于 Automotive 板块，对于汽车工业理解较深，覆盖较早同时跟踪度最高，他们对于特斯拉的评级和 GM 的评级在这个阶段是相反的，我们认为汽车工业研究员更加认可通用，当通用推出 BOLT，转型皮卡之后更加认可通用的未来和确定性，所以给与特斯拉和 GM 相反的评级。而分属于科技类的分析师 Ben Kallo，他给与的目标价是最高的，而且是一直强调买入和持有。制造板块/通用板块分析师通常都对于 GM 和 Tesla 有相反的评级。而跟踪最紧的 Ben Kallo，事实上也是被炮轰最多的一位分析师，主要因为他没有任何的产业经验。

6 阶段六（2019/12~2020/2）2 个月，估值重塑 III，电动化兑现+智能化初露锋芒。股价博弈成分更大，波动剧烈

阶段六（2019/12~2020/2）：已经历 2 个月，阶段涨幅 81%，同期纳斯达克指数涨幅 8%，我们认为目前是特斯拉的第三次估值重塑期，电动化兑现期+智能化初露锋芒预计将带动特斯拉的估值再上一个台阶。到这个阶段以后，市场中分歧开始变得越来越多，股价中的博弈成分激增，导致波动剧烈。

2019 年 12 月 24 日，特斯拉宣布从中、农、工以及浦发银行等多家银行拿到了累计 100 亿元的五年期低息贷款，享受了“最优质的国企才能拿到的最低利率” 3.915%，计划用贷来的部分资金来偿还之前的 35 亿元贷款，其余用于发展上海工厂和中国业务。特斯拉在中国建厂得到了上海市政府的大力支持，受各家银行几次加持在华累计三次贷款已达 185 亿元人民币，超出马斯克此前预估的 20 亿美元。

2019 年 12 月 30 日特斯拉上海超级工厂向交付首批 15 辆国产 Model 3，马斯克称赞上海速度令人惊叹。

2020 年 1 月 3 日特斯拉宣布国产 Model 3 降价 9%，补贴后售价仅 29.9 万元。

1 月 4 日特斯拉宣布 Model Y 起售价 44.4 万，而 19Q4 向消费者交付 11.2 万辆，全年交付 36.7 万辆，同比增加 50%。

1 月 7 日特斯拉宣布启动在上海超级工厂制造 Model Y 汽车项目，同时 Model 3 正式交付。

1 月 10 日特斯拉股价盘中最高达到 484.94 美元，按 478.15 美元收盘价计算市值达 861.84 亿美元，超过通用汽车和福特汽车的市值总和。华尔街投行 Piper Sandler 将目标股价从 423 美元上调至 553 美元。

1 月 12 日马斯克表示自动驾驶功能将很快推出，它将为特斯拉增加数万美元的价值，并使该汽车能够通过特斯拉网络出租车服务为车主赚钱。投行 Oppenheimer 将特斯拉的目标价从每股 385 美元上调至 612 美元。

1 月 15 日特斯拉称将招募设计人才在中国设立设计研发中心，打造原创“中国风”特斯拉。

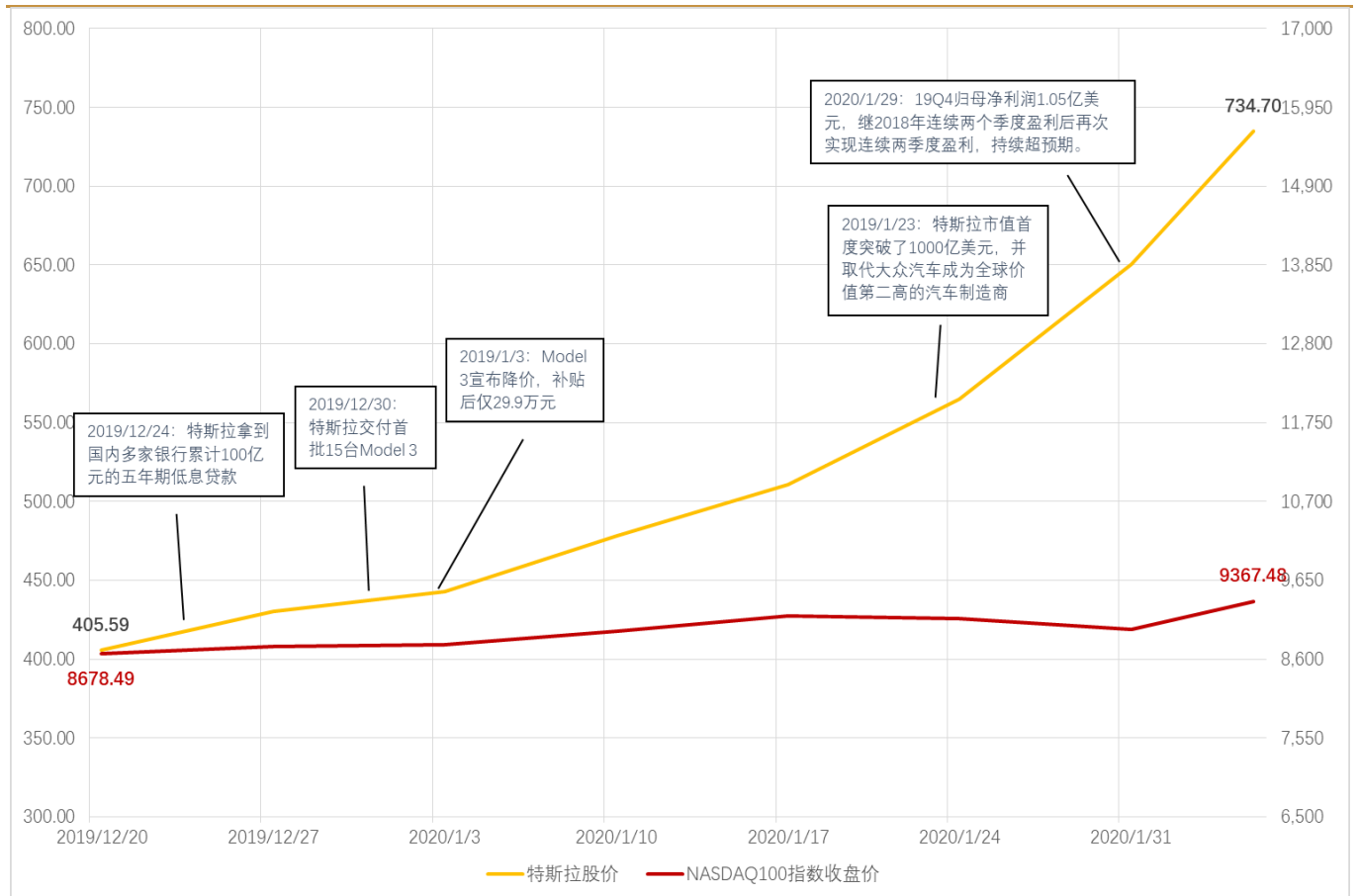
1 月 18 日特斯拉 Q4 汽车安全报告称采用 Autopilot 平均比其他车安全 6 倍。

1月23日特斯拉市值首度突破了1000亿美元，并取代大众汽车成为全球价值第二高的汽车制造商。特朗普盛赞马斯克：“我曾经为他感到担心，因为他是我们伟大的天才之一，而我们必须保护我们的天才。”

1月29日，特斯拉发布19Q4财报，当季度营收73.84亿美元，同比增长2%；归母净利润为1.05亿美元，继2018年连续两个季度盈利后再次实现连续两季度盈利，持续超预期。特斯拉表示2020年的汽车交付量将“轻松超过50万辆”。

1月31日Ark Invest称看好特斯拉未来的自动驾驶盈利空间，并预计特斯拉股价在2024年时将达到7000美元。

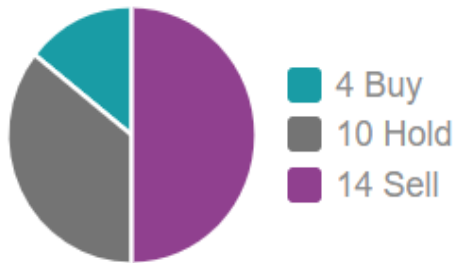
图 23：特斯拉阶段六（2019/12-2020/2）大事记



数据来源：特斯拉，西南证券整理

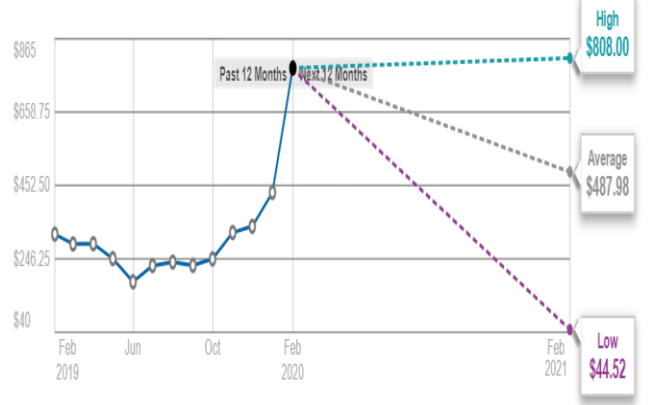
最近两个月的特斯拉涨幅已经是达到惊人的程度。甚至连特斯拉的粉丝 Ben Kallo 也已经下调至“持有”评级，目标价为650美元。三个月中，大部分都是卖出评级。

图 24: TIPRANKS 上 28 名分析师对于特斯拉的投资建议



数据来源: TIPRANKS, 西南证券整理

图 25: TIPRANKS 上 28 名分析师给与的特斯拉目标价



数据来源: TIPRANKS, 西南证券整理

特斯拉历来是个争议巨大的股票,其覆盖分析师中给与买入评级的比例低于道琼斯工业平均指数中买入评级的 25%。在跟 GM 的对比中,大部分都是采用 PS 估值法,从而对 Tesla 的估值表示质疑。GM 2020 年 PS 只有 5.4x,而特斯拉高达 75x。即使 2019Q4 交付量超出了预期,Joseph Spak 提高了目标价,也不过是 315 美元。可见,主流的看法是:该阶段,特斯拉是个主题和动量股票。特斯拉的 Model 3 的生产,Model Y 的交付和上海工厂进度的进展已经成了多头和空头博弈的点。比如空头平仓的赌注,可能会通过大量的买入指令导致股价进一步的上涨。特斯拉的空头头寸严重高于标准普尔的平均做空水平,其股价会更加的波动。

我们根据最近空头持仓的情况看,并未出现非常可观的空头逆转,虽然总体空头已经出现巨大的账面损失。2020 年 2 月 4 日,特斯拉近期看涨期权从 1.98 美元涨到 20 美元。巨大的波动非常适合期权交易。

图 26: 空头持仓占流通股比例和股价对比图



数据来源: WIND, 西南证券整理

结论：复盘来看，特斯拉最近的涨幅，已经超过了电动汽车的估值体系，更多的是消息面和投机驱动。按照美国市场的说法，已经成了一种 cult 潮流。但是任何投机脱离基本面都会回落，然而特斯拉的估值体系，不是简单的电动汽车能解释得了的。我们在下一章还会继续探讨。

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn