

特斯拉 (TSLA.NASDAQ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (美元): 262.75 美元

目标价格 (美元): 373.47 美元

市场数据 (人民币)

已上市流通股(百万股)	172.72
总市值 (亿美元)	453.83.25
年内股价最高最低(美元)	248 / 387
纳斯达克	8015.27
标普 500	2709.97

**相关报告**

- 1.《工程力、产品力、品牌力诠释特斯拉竞争力 Model 3 国产化重...》，2019.1.25
- 2.《特斯拉 Q3 财报会议——特斯拉历史拐点 or 阶段性爆发？》2018.10.26
- 3.《特斯拉私有化点评——特斯拉私有化：经营需要还是恫吓空头？》，2018.08.08
- 4.《行业点评-特斯拉工厂入华——首家独资入华车企，特斯拉工厂落地临港》，2018.07.11
- 5.《特斯拉看新能源车热管理的演变——汽车热管理行业点评》，2018.05.28

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—引领时代的自动驾驶芯片+Robotaxi**公司基本情况 (美元)**

项目	2016	2017	2018	2019E	2020E
营业收入(百万美元)	7,000	11,759	21,461	26,086	40,816
同比增长	73.0%	68.0%	82.5%	21.6%	56.5%
归母净利润 (百万美元)	-675	-1,961	-976	745	1,165
同比增长	n.a	n.a	n.a	n.a	31.5%
毛利率	22.8%	18.9%	18.8%	23.9%	21.1%
每股收益 (美元)	-4.68	-11.83	-5.72	4.37	6.83
市盈率(倍)	n.a	n.a	n.a	60.1	38.5

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 4月23日, 特斯拉在加州帕罗奥图举行的“Tesla Autonomous Day”上发布基于自研芯片的“全自动驾驶计算机”(即 FSD 计算机), 并提出预计在 2020 年实现 Robotaxi 服务。

点评

- **特斯拉自研 AI ASIC 芯片**, 采用 14 纳米工艺, 由三星美国德州工厂代工, 特斯拉宣称这是“世界上最好的芯片”, 针对神经网络架构优化以降低能耗和成本, 可同时处理车身 8 个摄像头, 图像输入速度达 5 亿像素/秒, 性能超上一代 21 倍; 下一代芯片性能有望比现在优化 3 倍, 两年内推出。
- **特斯自动驾驶硬件称 Full Self-Driving Computer**, 应用两套芯片做冗余处理, 在运行结果一致时才能驱动汽车, 安全性得到保障。144TOPS vs. 英伟达 Drive Xavier 21TOPS, 每英里的功耗约为 250 瓦, 性能大幅提升, 单车自动驾驶系统成本下降 20%; 1 个月前开始生产的 Model X/S 及 10 天前开始生产的 Model 3 已装车此系统替换英伟达。
- **凭借软硬件结合, 特斯拉以数据+传感器+神经网络模式**, 挑战 Waymo 为代表的激光雷达+计算机算力模式, 结合高集成的电子构架, 绝对领先于目前整车厂布局。马斯克公开表态不看好激光雷达在智能驾驶的应用。
- **于 2020 年推出 Robotaxi 服务布局自动驾驶出租车**。特斯拉计划在 2020 年推出一款无人驾驶的机器人汽车, 售价低于 3.8 万美金, 切入以 Lyft、Uber 为代表的无人驾驶出租车领域。此外, 特斯拉车主同样可参与由特斯拉打造网约车平台 (类似 Uber+Airbnb 运营模式结合体) 阵营, 获 7 成营收抽成。

盈利调整与投资建议

- 由于对 Model 3 销量预测下调 (预计 2019 年 Model 3 销售 27.7 万辆), 2019 年盈利预测下调 16%。预计特斯拉 2019、2020、2021 年归母净利润分别为 8.5、13.2、18.9 亿美元, EPS 分别为 4.37、6.83、9.74 美元。
- 我们以 **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 373.47 美元。维持“买入”评级。

风险提示

- “马斯克”风险; 现金流压力; Model 3 产能爬坡; 工厂和新品落地不及预期; 竞争对手风险; 电动车受汽车增速减缓影响; 多、空方对决影响股价。

附录 1: 损益表(百万美元)						
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E
营业收入	7,000	11,759	21,461	26,086	40,816	44,992
增长率	73.0%	68.0%	82.5%	21.6%	56.5%	10.2%
营业成本	-5,401	-9,536	-17,419	-19,856	-32,184	-35,352
%营业收入	73.0%	81.1%	81.2%	76.1%	78.9%	78.6%
毛利	1,599	2,222	4,042	6,230	8,632	9,639
%营业收入	22.8%	18.9%	18.8%	23.9%	21.1%	21.4%
研发支出	-834	-1,378	-1,460	-1,956	-3,265	-3,599
%营业收入	11.9%	11.7%	6.8%	7.5%	8.0%	8.0%
销售、一般及管理费用	-1,432	-2,477	-2,970	-2,870	-3,469	-3,599
%营业收入	20.5%	21.1%	13.8%	11.0%	8.5%	8.0%
息税前利润	-667	-1,632	-388	1,404	1,898	2,441
%营业收入	n.a	n.a	n.a	5.4%	4.6%	5.4%
利息净支出	-190	-452	-639	-409	-340	-219
其他净收入(净亏损)	111	-125	22	0	0	0
所得税	-27	-32	-58	-149	-234	-333
净利润	-773	-2,241	-1,063	846	1,324	1,888
利润率	n.a	n.a	n.a	3.2%	3.2%	4.2%
少数股东损益	-98	-279	-86	102	159	227
归属于母公司的净利润	-675	-1,961	-976	745	1,165	1,662
净利率	n.a	n.a	n.a	2.9%	2.9%	3.7%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-01-25	买入		468.90 ~ 468.90
2	2019-02-12	买入		413.46 ~ 413.46

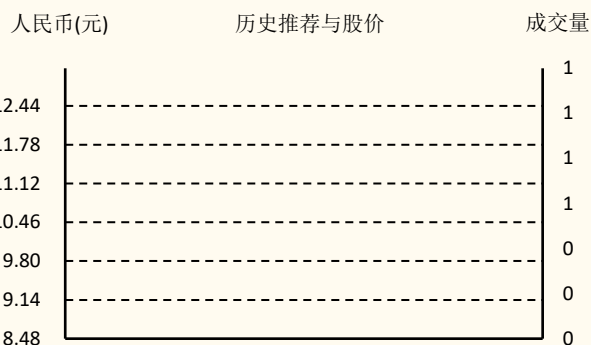
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
 3.01~4.0 = 减持


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。

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，不作为或被视作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