东兴证券 DONGXING SECURITIES

汽车行业：中国市场已成为特斯拉业务全球化重要一环

——汽车行业全球龙头跟踪系列报告之六

2020 年 11 月 17 日

看好/维持

汽车 | 行业报告

导读：基于对特斯拉全球业务布局及上海工厂产能爬坡的分析，我们预计，特斯拉上海工厂 2021 年销量有望达到 39 万辆，产能将逐步达到 50 万辆/年；国产特斯拉有望领跑 2021 年中国大陆纯电动乘用车市场。

前三季中国大陆市场为特斯拉全球销量贡献 1/4，助力其业务全球化推进。2019 年特斯拉在美国、欧洲分别销售 18.7 万辆、11.2 万辆（Carsalesbase.com 统计），分别相当于其全球交付量（36.8 万辆）的 50.8%、30.4%。2020 年前三季特斯拉全球交付 31.9 万辆，其中 Q3 交付 14 万辆，季度环比、同比分别增长 54%、44%。其中，在中国大陆实现销量 79,908 辆（乘联会统计），相当于全球交付量的 25.05%；美国和欧洲市场销量（Carsalesbase.com 统计）分别相当于其全球交付量的 40.50%、20.25%。对比来看，特斯拉借助在上海设厂成功拓展中国市场，全球化业务进展顺利。

持续看好特斯拉上海工厂的交付表现。1）从扩产进度来看，我们预计，特斯拉上海工厂产能将于 2021 年逐步达到 50 万辆/年，为其持续拓展中国等区域市场提供产能保障。2）从销售策略来看，国产 Model 3 定价对 BBA 燃油竞品构成一定威胁，有助保持其在相应细分市场的竞争力，我们预计上海工厂 2021 年国内销量有望达到 39 万辆（Model 3+Model Y）。3）鉴于德国工厂建设进度低于预期，以及欧洲交通碳排放新标准施行对新能源汽车市场的拉动，我们判断，理论上上海工厂未来两年具备担任欧洲市场重要供货源的能力。

稳定的车型推出和交付量提升是特斯拉获得市场认可的重要因素。我们认为，适时推出新车型可以有效强化特斯拉的品牌认知度，而新车型的推出离不开公司强大的研发能力、必需的资金投入及相应的管理整合能力。同时预计，在积极销售策略和供给端产能提升的合力作用下，未来 5-8 年特斯拉全球交付量有望逐年增长。

投资策略：特斯拉的市场培育已有成效，在华定价策略积极，上海工厂产能加速释放，不仅可以促进中国市场销量提升，还有望出口到欧洲等地。上海工厂供应链本土化率仍有提升空间，建议关注相关产业链标的，尤其是多业务协同的拓普集团和华域汽车。

风险提示：新能源车消费或不及预期；特斯拉上海工厂产能爬坡或不及预期。

行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS（元）			PE			PB	评级
	19A	20E	21E	19A	20E	21E		
华域汽车	2.05	1.38	2.10	16.1	24.0	15.7	2.11	强烈推荐
拓普集团	0.43	0.50	0.75	84.1	72.7	48.1	5.07	强烈推荐

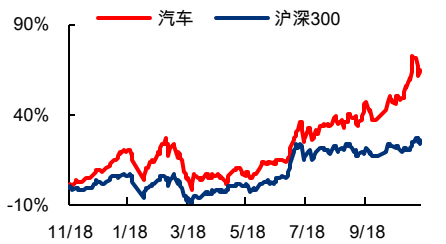
资料来源：Wind、东兴证券研究所

未来 3-6 个月行业大事：

2021 年 1 月，中汽协公布 2020 年汽车产销数据

行业基本资料		占比%
股票家数	181	4.46%
重点公司家数	-	-
行业市值(亿元)	35180.93	4.25%
流通市值(亿元)	24203.31	3.98%
行业平均市盈率	41.31	/
市场平均市盈率	22.35	/

行业指数走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

首席分析师：郑丹丹

021-25102903 zhengdd@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480519070001

研究助理：张觉尹

021-25102862 zhangjueyin@dxzq.net.cn

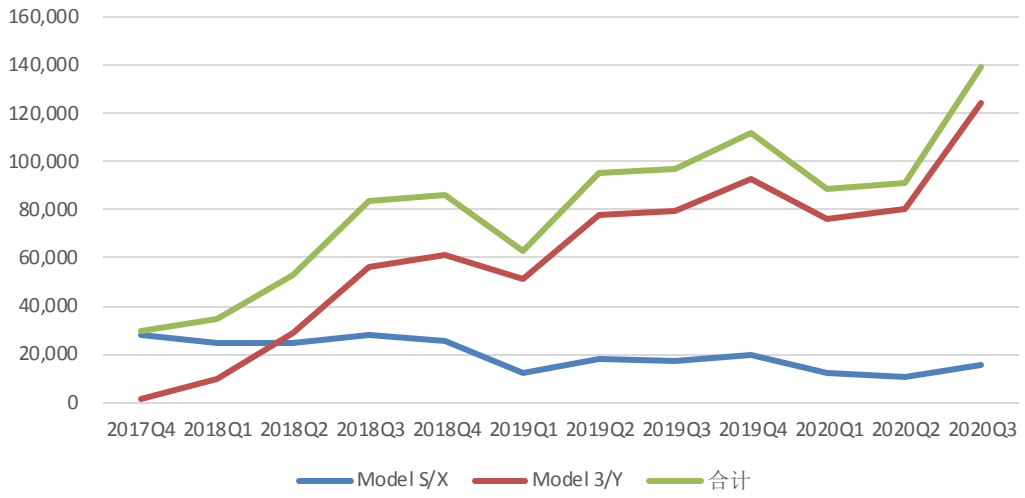
执业证书编号: S1480119070035

1. 上海工厂产能加速释放，有效供给推动销量提升

1.1 特斯拉已实现有效的市场培育，全球化业务顺利推进

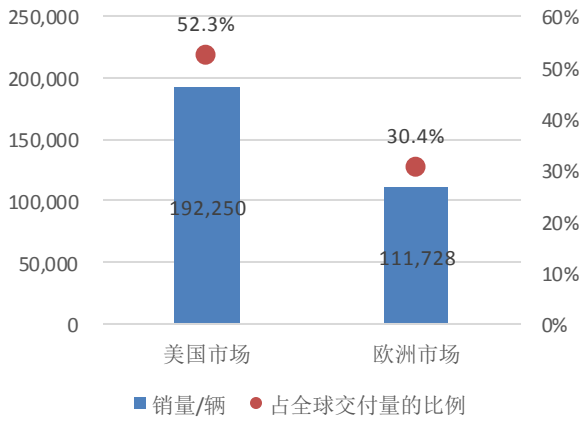
前三季中国大陆市场为特斯拉全球销量贡献 1/4，助力其业务全球化推进。2019 年特斯拉在美国、欧洲分别销售 18.7 万辆、11.2 万辆（Carsalesbase.com 统计），分别相当于其全球交付量（36.8 万辆）的 52.3%、30.4%。2020 年前三季特斯拉全球交付 31.9 万辆，其中 Q3 交付 14 万辆，季度环比、同比分别增长 54%、44%。其中，在中国大陆实现销量 79,908 辆（乘联会统计），相当于全球交付量的 25.05%；美国和欧洲市场销量（Carsalesbase.com 统计）分别相当于其全球交付量的 40.50%、20.25%。对比来看，特斯拉借助在上海设厂成功拓展中国市场，全球化业务进展顺利。

图1：特斯拉全球交付量（单位：辆）



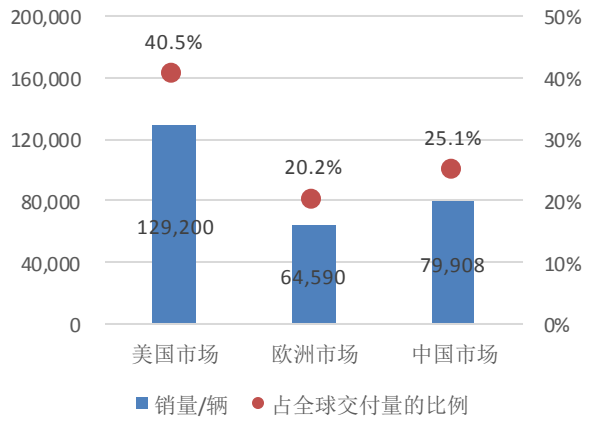
资料来源：特斯拉官网；东兴证券研究所

图2：2019 年特斯拉主要市场销量及份额



资料来源：特斯拉官网，Carsalesbase.com；东兴证券研究所

图3：2019 年前三季特斯拉主要市场销量及份额



资料来源：特斯拉官网，Carsalesbase.com，乘联会；东兴证券研究所

美国市场补贴退坡后，特斯拉市占率仍稳步提升。根据美国联邦新能源补贴政策，由于特斯拉累计销量达到 20 万辆，其新能源补贴自 2018 年开始退坡，并且从 2020 年起不再享受补贴。凭借对核心技术的掌握和独特的品牌定位，特斯拉对美国联邦补贴的依赖度逐渐减弱。2020H1 特斯拉 Model 3 和 Model Y 在美国 B 级豪车（轿车+SUV）市场的份额达到 19.4%。考虑到补贴退坡前夕存在透支销量的情况，我们判断二者车型的合理市占率为 22%。

表1：特斯拉在美国享受的联邦新能源补贴及其退坡情况

时间	单车补贴
2019 年之前	7500 美元
2019 年 1 月 1 日—2019 年 6 月 30 日	3750 美元
2019 年 7 月 1 日—2019 年 12 月 31 日	1875 美元
2020 年起	无

资料来源：东兴证券研究所整理

表2：Model 3 和 Model Y 在美国市场的合理份额推算

	联邦补贴	实际份额	销量透支情况	合理份额测算
2018H1	7500 美元	5.1%	无	5.1%
2018H2	7500 美元	19.9%	部分透支 2019 年销量	17.3%
2019H1	3750 美元	13.8%	被 2018H2 透支，透支 2019H2 销量	15.7%
2019H2	1875 美元	15.5%	被 2018H2~2019H1 透支，透支 2020H1 销量	16.2%
2020H1	无	19.4%	被 2019H2 透支	22%

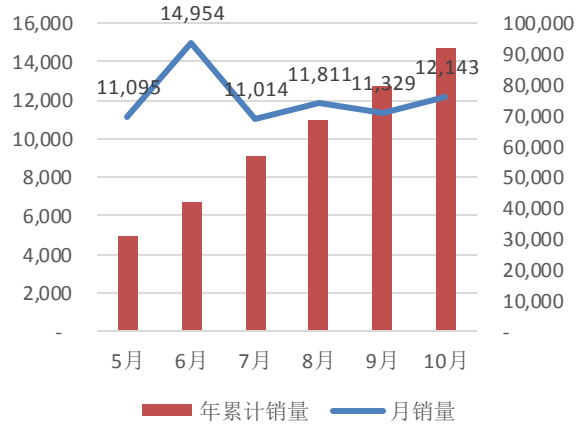
资料来源：东兴证券研究所整理

1.2 积极的定价策略结合上海工厂产能加速释放，将带动销量提升

基于特斯拉在中国积极的定价策略和上海工厂产能的加速释放，我们预计 2021 年 Model 3 与 Model Y 在国内 B 级豪车的份额与其现阶段在美国市场的份额相当，对应销量约 39 万辆。

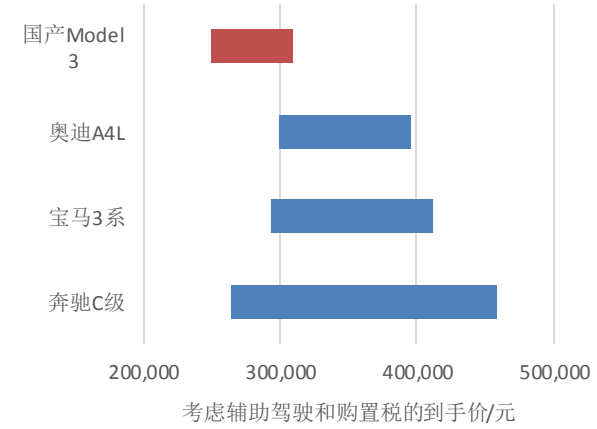
Model 3 在华定价策略较为积极，目前到手价已低于其 BBA 燃油竞品。2020 年至今，国产 Model 3 已经四次调整售价，年初第一次降价后其单车补贴后售价仅 29.905 万元，10 月 1 日后更是打入 25 万元的价格市场。2020 年 5-10 月，国产 Model 3 的单月销量均保持在 1.1 万辆以上，6 月销量接近 1.5 万辆。对标 BBA 燃油车型，考虑购置税等因素，Model 3 的到手价更具优势，降价将进一步吸引潜在消费者。

图4：2020 年国产 Model 3 销量（单位：辆）



资料来源：乘联会；东兴证券研究所

图5：国产 Model 3 与竞品价格区间比较



注：奔驰 C 级只有顶配版可选购辅助驾驶包

资料来源：汽车之家；东兴证券研究所

表3：2020 年国产 Model 3 标准续航升级版价格变化

时间	补贴后售价	较前一次的变化
2020 年 1 月 3 日	299,050 元	-32,000 元
2020 年 4 月 24 日	303,550 元	+4,500 元
2020 年 5 月 1 日	271,550 元	-32,000 元
2020 年 10 月 1 日	249,900 元	-21,650 元

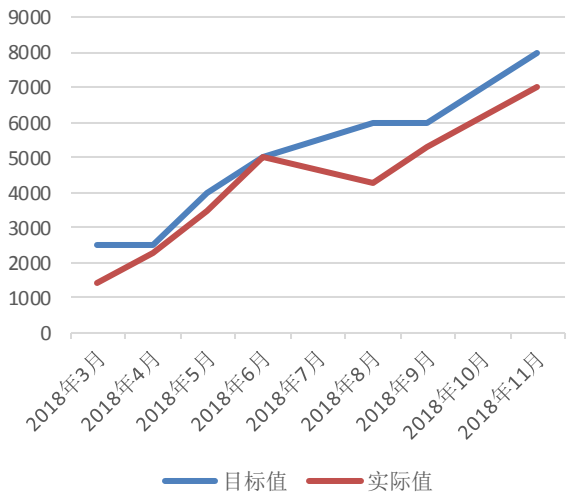
资料来源：特斯拉中国官网；东兴证券研究所

产能加速释放，供给有望带动销量提升。特斯拉美国工厂在 2018 年实现产能迅速爬坡，目标周产能从 3 月的 2500 辆提高至 11 月的 8000 辆，对应季交付量从 2017Q4 的约 3 万辆攀升至 2018Q4 的 8.7 万辆，同比增长 190%。特斯拉上海工厂于 2020 年正式投产，1 月周产能为 2000 辆，4 月周产能达到 3000 辆，超过疫情前水平。特斯拉 2020Q2 财报显示上海工厂年产能已达 20 万辆，爬坡进展超预期，超过了 2019Q3 财报规划的 15 万辆/年。

我们在研究报告《特斯拉逐步摆脱补贴拐杖，产能瓶颈或持续至 21 年底》(20200728）中提到，2020H1 国产 Model 3 在 B 级豪车市场的市占率仅 9%，主要是受到产能抑制。目前特斯拉上海工厂产能迅速提升，2020Q3 财报显示其年产能达到 25 万辆（对应周产能 4800 辆），我们判断供给端或不再成为国产 Model 3 销量提升的主要瓶颈。

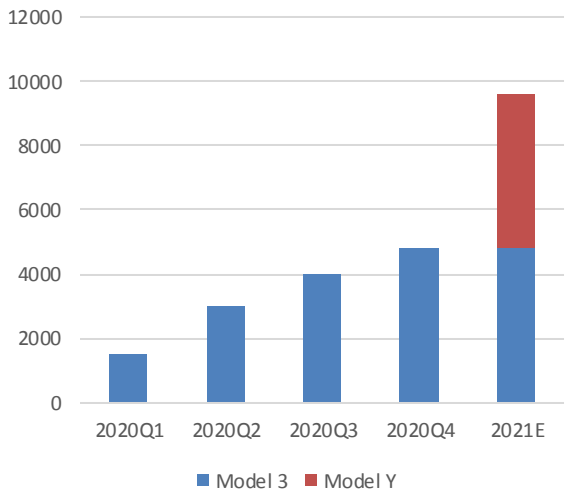
11 月 5 日工信部发布的《道路机动车辆生产企业及产品公告》（第 338 批）显示，国产 Model Y 完成申报。Model 3 已经为特斯拉在中国打下了良好的基础，而空间更大、实用性更强的 Model Y 作为特斯拉的入门级 SUV 被马斯克给予了更多期待。基于今年上海工厂产能的爬坡进度，预计明年 Model Y 目标年产能或不低于目前 Model 3 的水平，二者合计年产能至少达到 50 万辆。

图6：2018 年特斯拉美国工厂突破产能瓶颈（单位：辆）



资料来源：亿欧咨询；东兴证券研究所

图7：特斯拉上海工厂周产能预测（单位：辆）



资料来源：东兴证券研究所根据特斯拉财报和新闻整理

图8：特斯拉 Model Y 申报信息

产品商标：	特斯拉牌	产品型号：	TSL6480BEVBA0	产品名称：	纯电动多用途乘用车
企业名称：	特斯拉(上海)有限公司	注册地址：	中国(上海)自由贸易试验区临港新片区江山路5000号		
目录序号：	194	生产地址：	上海市浦东新区江山路5000号		

查看原图



右部照片

查看原图



后部照片

查看原图



选装照片1

外形尺寸(mm)：	长：4750 宽：1921 高：1624		
货箱栏板内尺寸(mm)：	长： 宽： 高：		
排放依据标准：		燃料种类：	纯电动
最高车速(km/h)：	217	总质量(kg)：	2415
载质量利用系数：		额定载质量(kg)：	
转向型式：	方向盘	整备质量(kg)：	1997

资料来源：工信部；东兴证券研究所

疫情下上海工厂生产力获肯定，明年富余产能可用于出口。10 月 26 日，约 7000 辆国产 Model 3 出口欧洲。预计在满足国内需求的前提下，明年将有更多 Model 3 实现外销。上海工厂具有相对低成本的生产优势和适合出口的地理优势，出口 Model 3 对特斯拉的益处在于：

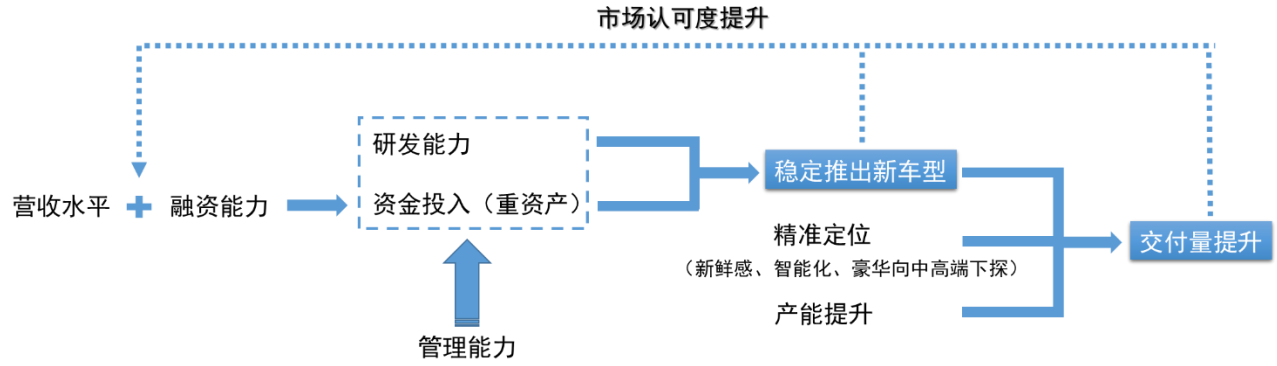
（1） 在德国柏林工厂竣工前，推动特斯拉在欧洲的有效供给；

（2） 降低美国弗里蒙特工厂的生产压力，使其满足北美市场需求。

2. 稳定的车型推出和交付量提升是特斯拉获得市场认可的重要因素

稳定的车型推出和交付量提升是特斯拉获得市场认可的重要因素。我们认为，适时推出新车型可以有效强化特斯拉的品牌认知度，而新车型的推出离不开公司强大的研发能力、必需的资金投入及相应的管理整合能力。同时预计，在积极销售策略和供给端产能提升的合力作用下，未来 5-8 年特斯拉全球交付量有望逐年增长。

图9：特斯拉市场认可度提升示意图



资料来源：东兴证券研究所

特斯拉首款量产轿车 Model S 于 2012Q3 开始交付，并被《时代》杂志评为 2012 年度最佳 25 项发明。截至 2013Q2，Model S 累计交付量超过 1 万辆。此后特斯拉稳定推出新车型，Model X 和 Model 3 分别于 2015Q3 和 2017Q3 实现交付。2018 年特斯拉走出“产能炼狱”，产量快速拉升，Model 3 成为主力车型。

2020 年 Model 3 在特斯拉上海工厂投产，有效供给使中国市场迅速成为特斯拉的主要市场之一，前三季度中国大陆市场份额约占到全球的 25%。2020Q1 特斯拉全球累计交付量突破 100 万辆，2020Q3 单季度交付量约 14 万辆。

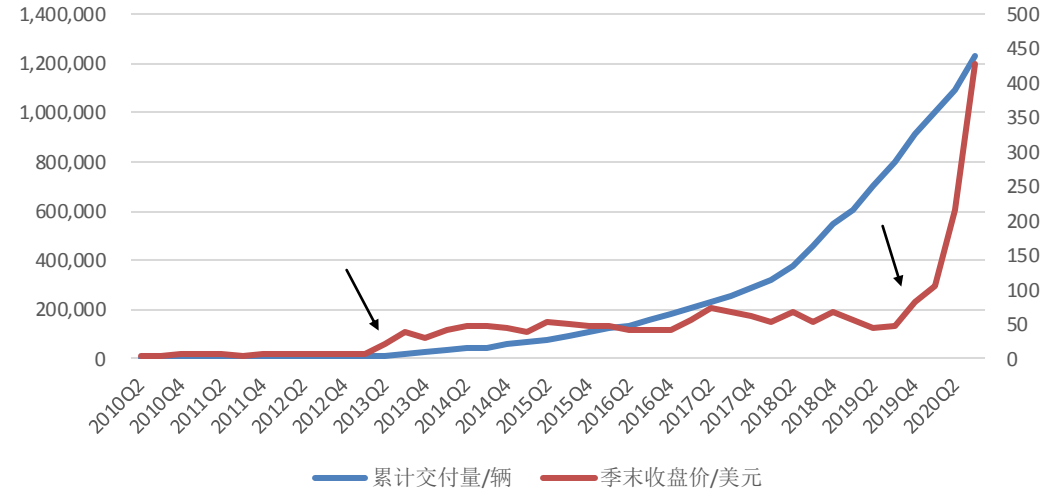
表4：特斯拉主要阶段的车型交付情况与股价

	TSLA.O 季末收盘价（前复权）/美元	车型和交付情况
2012Q3	5.9	首款量产轿车 Model S 开始交付
2013Q2	21.5	累计交付量超 1 万辆
2015Q1	27.8	单季度交付量超 1 万辆
2015Q3	49.7	首款量产 SUV Model X 开始交付
2017Q3	68.2	Model 3 开始交付
2019Q4	83.7	单季度交付量突破 10 万辆
2020Q1	104.8	累计交付量突破 100 万辆
2020Q3	429.0	单季度交付量约 14 万辆，创新高

资料来源：Wind，特斯拉中国官网；东兴证券研究所

从特斯拉二级市场复盘来看，其市值出现跃升现象的阶段，大多伴随交付进度方面的边际改善。比如，2013Q2 特斯拉首款量产轿车 Model S 累计交付量破万；又如，2018 年弗里蒙特工厂走出“产能炼狱”和 2020 年上海工厂产能迅速爬坡带来的交付量增长，2020Q1 特斯拉累计交付量突破 100 万辆。

图10：特斯拉股价 vs 累计交付量



资料来源：Wind，特斯拉官网；东兴证券研究所

3. 投资策略

特斯拉的市场培育已有成效，在华定价策略积极，上海工厂产能加速释放，不仅可以促进中国市场销量提升，还有望出口到欧洲等地。上海工厂供应链本土化率仍有提升空间，建议关注相关产业链标的，尤其是多业务协同的拓普集团和华域汽车。

4. 风险提示

新能源车消费或不及预期；特斯拉上海工厂产能爬坡或不及预期。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	汽车行业：站在新能源车《规划》（至 35 年）上看造车“新势力”发展	2020-11-04
行业深度报告	从小鹏汽车看全栈开发，能否撑到春暖花开？	2020-09-08
行业普通报告	汽车行业：下半年新能源车型看点有哪些？	2020-08-10
行业普通报告	特斯拉逐步摆脱补贴拐杖，产能瓶颈或持续至 21 年底	2020-07-28
公司普通报告	华域汽车（600741）：把握增量零部件，全面复苏在望	2020-08-27
公司普通报告	华域汽车（600741）：出售线束股权，聚焦优势业务	2020-07-07
公司普通报告	拓普集团（601689）：联手电车，横向一体化再拓展	2020-08-23
公司普通报告	拓普集团（601689）：横向一体化初见成效	2020-04-29

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

郑丹丹

华北电力大学学士、上海交通大学硕士、曼彻斯特大学 MBA（金融方向），2019 年 5 月加入东兴证券研究所，任电力设备与新能源行业首席分析师，此前曾服务于浙商证券、华泰证券及华泰联合证券、ABB 公司。

曾于多项外部评选中上榜，如：金融界网站 2018、2016、2015“慧眼识券商”分析师（电气设备行业）评选，今日投资 2018 “天眼”中国最佳证券分析师（电气设备行业）评选，《证券时报》2017 金翼奖最佳分析师（电气设备行业）评选，第一财经 2016 最佳卖方分析师（电气设备行业）评选，以及中国证券业 2013 年金牛分析师（高端装备行业）评选。

曾带领团队参与编写《中国电池工业年鉴》2016 版、2017 版与 2018-2019 版；受邀担任瑞典绿色交通大会 2018 年度演讲嘉宾。

研究助理简介

张觉尹

西安交通大学学士，复旦大学金融硕士，2019 年加入东兴证券，从事汽车行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526