东兴证券 DONGXING SECURITIES

汽车行业：特斯拉逐步摆脱补贴拐杖，产能瓶颈或持续至21年底

——汽车行业全球龙头跟踪系列报告之（五）

2020 年 07 月 28 日

看好/维持

汽车 | 行业报告

2020H1 特斯拉全球交付约 18 万台，主要市场中美国/中国/欧洲约交付 8/5/4 万台。其中 2020Q2 特斯拉全球交付 9.1 万台，环比基本持平，同比下滑 5%。

美国市场：联邦补贴完全退出，特斯拉市场培育有成效，市占率稳步提升。2020H1 Model 3/S/X 在美国分别交付 6.63/0.70/0.55 万辆，同比 0%/-10%/-41%，此外上半年 Model Y 交付 3,000 辆。Model 3+Y 表现较为强势，尤其是考虑到疫情，2020Q2 公司美国产能环比下降 20%。2020H1 Model 3+Y 在美国细分市场（B 级豪车）的市占率为 19.4%。**在 2020 年起美国联邦补贴退出的背景下，Model 3+Y 的实际市场份额还要更高，我们推测为 22%。我们认为特斯拉销量强势的背后，是公众对特斯拉品牌定位认知的不断成熟，以及产品口碑的不断改善。**

中国市场：仍在新品导入阶段，产能瓶颈将持续至 2021 年底。2020H1 Model 3 在中国交付 5 万辆左右。Model 3 在国内 B 级豪车的市占率仅为 9%，主要是受产能的抑制，提升空间较大。**国内豪车市场前景很好。**新冠疫情下，出境游、留学和游学等高端消费受到严重抑制；考虑到国际环境，后两者受的抑制可能长期存在，部分高端消费可能转移到豪车。结合豪华品牌定位下探，我们推测未来数年国内豪车市场的增速将在 10%~20%之间。**特斯拉目前在华定价策略较为积极。考虑到购置税和油费与保养节省等因素，其价位已经低于 BBA 竞品，因此我们推测其中国目标市占率不低于美国。**按 Model 3+Y 2021 年在 B 级豪车份额为 20%计算，对应销量约为 35 万辆。**目前上海 Model Y 工厂进展顺利，2021 年将投产，因此我们调升特斯拉 2020/2021 国产销量预测至 15 万辆/35 万辆。**

欧洲市场：2020H1 受政策与疫情双重影响，德国工厂建成后优势将提升。2020H1 Model 3 在欧洲交付了约 3 万辆，同比下滑。其中 Q1 交付 2 万辆同比基本持平，Q2 交付仅 1.1 万辆，同比下滑 40%。**我们推测下滑原因是部分国家调升了电动车消费补贴，而对低价位车型来说，补贴的影响相对更大。**德国 Model Y 工厂投产后，特斯拉在欧洲的成本劣势将逐步得到弥补。

投资策略：特斯拉品牌、产品力方面的先发优势业已形成。未来随着全球对新能源车接受度的提升，特斯拉的规模优势将越发明显，给 BBA 等传统豪车厂带来的压力将越来越大。Model 3/Y 国产化率仍有较大提升空间。**因此我们建议继续密切关注特斯拉产业链，尤其是横向覆盖较多的零部件供应商。**推荐标的：拓普集团、华域汽车、宁德时代（电新组覆盖）和旭升股份（电新组覆盖）。

风险提示：新能源车消费不及预期；全球化发生根本逆转。

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		
拓普集团	0.54	0.80	1.06	58.9	39.3	29.7	4.42	强烈推荐
华域汽车	2.05	1.52	1.89	10.2	13.8	11.1	1.38	推荐

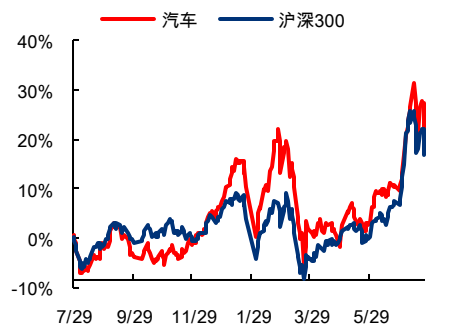
资料来源：wind、东兴证券研究所

未来 3-6 个月行业大事：

2020 年 7-8 月：上市公司陆续发布 2020 年中报

行业基本资料		占比%
股票家数	173	4.46%
重点公司家数	-	-
行业市值(亿元)	25496.69	3.33%
流通市值(亿元)	17849.67	3.17%
行业平均市盈率	38.88	/
市场平均市盈率	21.12	/

行业指数走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：刘一鸣

021-25102862 liu_ym@dxzq.net.cn

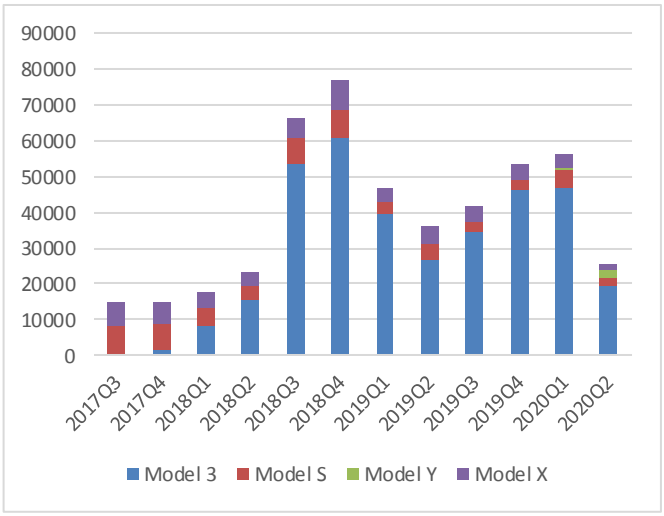
执业证书编号: S1480520050003

研究助理：张觉尹

021-25102862 zhangjueyin@dxzq.net.cn

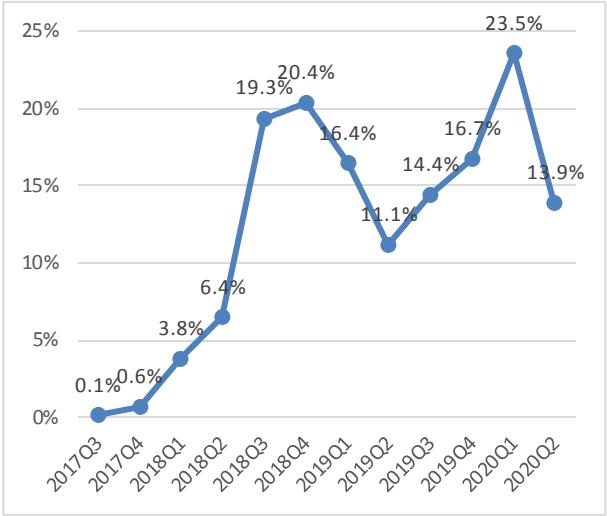
执业证书编号: S1480119070035

图 1: Model 3 美国销量（单位：辆）



资料来源：Marklines，东兴证券研究所

图 2: Model 3/Y 在美国 B 级豪车市场的合计市占率



资料来源：Marklines，东兴证券研究所

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

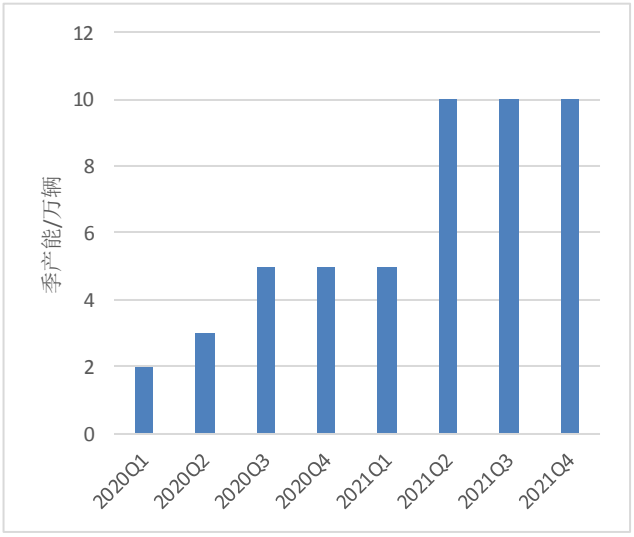
资料来源：东兴证券研究所整理

表 2: Model 3 美国市场真实份额推算

	联邦补贴	Model 3 实际份额	透支情况	推测真实份额
2018H1	7500 美元	5.1%	无	5.1%
2018H2	7500 美元	19.9%	透支了 2019 年	17.3%
2019H1	3750 美元	13.8%	被 2018H2 透支，透支 2019H2	15.7%
2019H2	1875 美元	15.5%	被 2018H2~2019H1 透支，透支 2020H1	16.2%
2020H1	无	19.4%	被 2019H2 透支	.22%

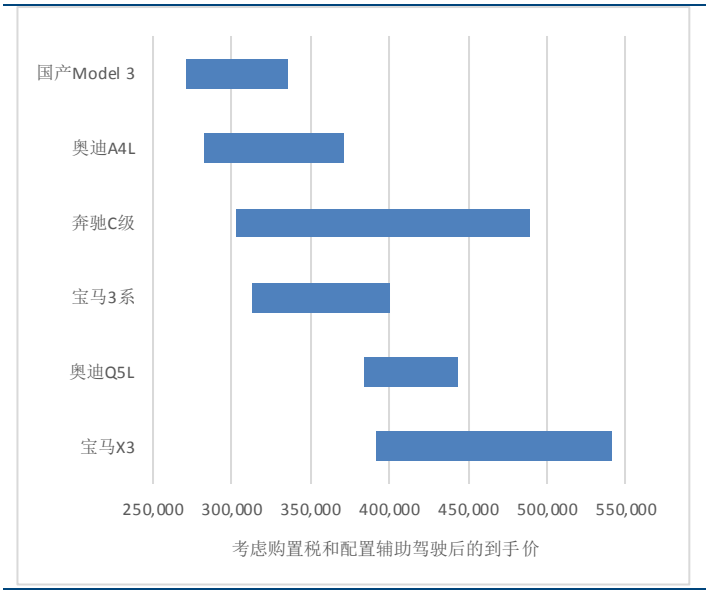
资料来源：Marklines；东兴证券研究所

图 3: 特斯拉上海工厂产能预测



资料来源：Marklines，东兴证券研究所

图 4: 国产 Model3 与竞品价格区间对比



资料来源：Marklines，东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	汽车&电新行业报告：大众投资江淮、国轩，加码在华新能源布局	2020-06-01
公司深度报告	宁德时代（300750）：客户粘性为盾，纵向一体化为矛	2020-05-07
公司普通报告	拓普集团（601689）：横向一体化初见成效	2020-04-29
公司普通报告	华域汽车（600741）：车市易冷，但见新能源车热管理上行 ——华域汽车系列报告之（二）	2020-04-12
公司普通报告	华域汽车（600741）：借力特斯拉，拥抱新能源	2020-02-25
行业事件点评报告	汽车行业：德国加码新能源补贴，加速市场培育	2020-02-21
行业事件点评报告	汽车行业报告：从 ModelX 召回看特斯拉产业链趋势	2020-02-18
行业事件点评报告	特斯拉国产 Model3 爬坡阶段份额或超美国当年	2020-02-05
公司普通报告	拓普集团（601689）：市场份额略微提升，关注特斯拉国产配套	2019-10-25

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

刘一鸣

清华大学学士，美国达特茅斯学院硕士，CFA 持证人，7 年国内外汽车行业技术及管理经验。2018 年加入东兴证券，从事汽车行业研究。

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