电气设备与新能源行业点评

# 海外动力电池 20Q3 详细点评：单季度收入历史新高，龙头盈利开始改善

增持（维持）

2020 年 11 月 08 日

证券分析师 曾朵红
执业证号：S0600516080001
021-60199793
zengdh@dwzq.com.cn
证券分析师 阮巧燕
执业证号：S0600517120002
021-60199793
ruanqy@dwzq.com.cn
研究助理 吴辉凡
wuhf@dwzq.com.cn

## 投资要点

- **总体：**Q3 多家海外电池厂收入达到历史新高，受益于欧洲专项补贴对销量的大幅拉动。同时，海外厂普遍对 Q4 和明年的订单维持高增预期。盈利方面，LG 和松下开始控制成本，且规模效应开始提现，单季度盈利持续提升，其中 LG 电池业务营业利润率达到 5%，三星动力电池首次开始盈利；而 SK 仍在产能投放初期，费用较高，仍大幅亏损。

- **LG 化学：Q3 电池收入历史新高，动力电池拆分获批。**电池板块（含消费和动力）20Q3 收入约 188 亿元人民币，同比+42%，环比+11%，营业利润为 10.1 亿元，同比增长 138%，环比增长 8%，单季度利润实现历史新高，营业利润率 5.4%。动力电池 Q3 营业利润率为较低的个位数，预计 2-3%。Q3 装机 9gwh，环比增长 60%，前三季度装机 20gwh（实际出货更高），同比+110%，全球第一。动力电池预计全年收入 450 亿人民币，同比+80%，对应全年出货预计 50gwh 左右。研发方面，20Q3 电池板块研发投入约 6.3 亿人民币，同比增长 2.2%，环比下降 3.2%；研发费用率 3.3%，同环比小幅下滑。公司公布远期目标，预计 21/24 年电池业务收入目标 1100/1800 亿人民币，营业利润率逐步提升至接近 10%。10 月底公司获批动力电池单独拆分上市，预计一年内完成。

- **三星 SDI：Q3 动力首次利润转正，Q4 欧洲需求持续放量。**20Q3 电池板块营收约 187 亿人民币，同比+20.2%，环比+20.7%。营业利润预计实现盈利约 16.2 亿元，同比增长 61%，环比增长 157%。其中 20Q3 中大型电池收入约 70 亿，同比+32%，环比+22%；营业利润约 0.1 亿元，首次转正，去年同期为-2.2 亿。装机来看，三星 20Q1-3 累计装机 2.7gwh，同比增长 26%。其中 20Q3 装机电量约 1.1gwh，同比增长 47%，环比增长 68%。

- **松下：动力电池盈利继续提升。**20Q3 动力电池实现营收约 74 亿元，同比增长 2%，环比提升 56%，整体动力业务盈利环比继续提升。预计 20Q3 松下装机 8gwh，同比增长 5%，环比增长 80%；20Q1-3 累计装机 17-18gwh，同比持平。

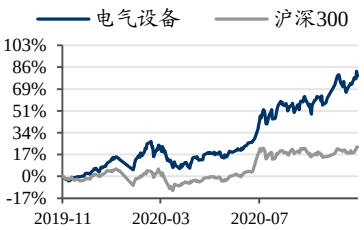
- **SKI：首次公布收入情况，全年出货规模预计 8-9gwh。**20Q3 动力电池收入约 30 亿，同比增长 156%，环比增长 44%。营业利润约-6 亿元，亏损同比扩大 130%，环比缩窄 13%。20 年 Q1-3 累计收入 67 亿，同比增长 139%，但累计亏损 19 亿，海外的工厂仍处初期有较高的费用成本。SKI 20 年 Q1-3 的动力电池出货在 6gwh 左右，其中 Q3 单季度装机在 2-2.5gwh，主要客户为现代、起亚、戴姆勒等。公司产能扩张激进，20 年底产能 20gwh，22/23 年目标扩至 60/80gwh。隔膜计划 21H1 拆分上市，20/21/23 产能规划 9/14/19 亿平。

- **投资建议：**拥抱全球电动化，继续强烈推荐三条主线：一是特斯拉及欧洲电动车供应商（**宁德时代，恩捷股份，璞泰来，三花智控，当升科技，亿纬锂能，宏发股份，汇川技术**）；二是供需格局扭转/改善而具备价格弹性（**天赐材料，新宙邦，华友钴业，关注赣锋锂业、多氟多，天际股份，天齐锂业**）；三是国内需求恢复、量利双升的国内产业链龙头（**科达利，比亚迪，关注中科电气，天奈科技，星源材质，嘉元科技，容百科技，德方纳米**）。

- **风险提示**

销量及政策不及预期

## 行业走势




## 相关研究

1、《电气设备行业点评：新能源车产业发展规划符合预期，长期托底电动车发展》2020-11-03

2、《电气设备行业销量点评：9 月海外电动车销量点评：欧洲大超预期，ID.3 开始放量》2020-11-03

3、《工控&电力设备行业 2020 三季报总结：Q3 加速增长，工控大超预期》2020-11-03



请务必阅读正文之后的免责声明部分

**总体：**Q3 多家海外电池厂收入达到历史新高，受益于欧洲专项补贴对销量的大幅拉动。同时，海外厂普遍对 Q4 和明年的订单维持高增预期。盈利方面，LG 和松下开始控制成本，且规模效应开始提现，单季度盈利持续提升，其中 LG 电池业务营业利润率达到 5%，三星动力电池首次开始盈利；而 SK 仍在产能投放初期，费用较高，仍大幅亏损。

**图 1：海外电池企业经营情况（单位：亿元）**

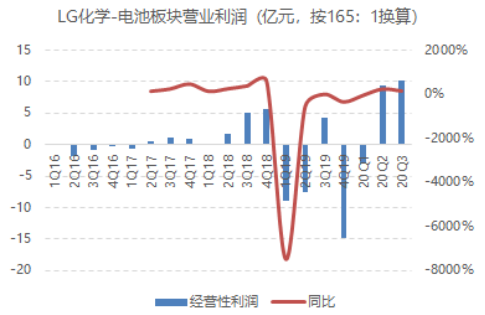
| 企业 | 财报披露板块对应业务 | 营收情况（亿元） | | | | | 营业利润 | | | | | 营业利润率 | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 20Q3 | 同比 | 环比 | 20Q1-3 | 同比 | 20Q3 | 同比 | 环比 | 20Q1-3 | 同比 | 20Q1-3 | 2019 | 2018 | 2017 |
| LG化学 | 消费+动力+储能 | 188 | 42% | 11% | 492 | 125% | 10.1 | 138% | 8% | 16.3 | 199% | 3.3% | -5.5% | 3.0% | 0.7% |
| 三星SDI | 消费 | 74 | 14% | 28% | 182 | 11% | 8.1 | 18% | 100% | 13.6 | -47% | 7.5% | 11.0% | 13.2% | 4.4% |
| 三星SDI | 动力+储能 | 70.0 | 32% | 22% | 186 | 43% | 0.1 | 103% | 102.0% | -7.1 | -53% | -3.8% | -10.8% | -4.3% | -15.7% |
| 松下 | 动力 | 74.0 | 2% | 56% | 198 | 5% | - | - | - | - | - | - | - | | |
| SKI | 动力 | 29.5 | 156% | 44% | 67 | 139% | -6 | 增亏130% | 增亏13% | -19 | 增亏58% | -28% | - | | |

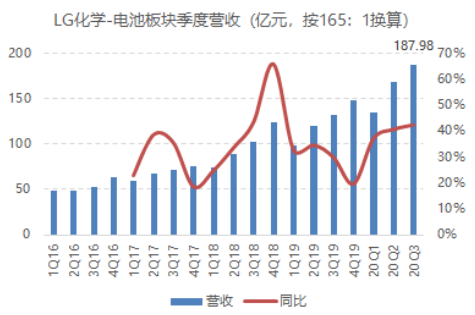
数据来源：公司年报、东吴证券研究所

## 一、LG 化学：Q3 电池收入历史新高，动力电池拆分获批

**规模化效应，Q3 电池板块利润创历史新高。**20Q3LG 化学电池板块收入约 188 亿元人名币，同比增长 42.3%，环比增长 11.4%，增量主要来自欧洲新车型的订单增量/中国的圆柱动力电池订单；电池业务单季度营业利润为 10.1 亿元，同比增长 138%，环比增长 8%，单季度利润实现历史新高。单季度营业利润率 5.4%，环比基本维持，因 Q2 的成本管控已经明显加强，Q3 基本盈利能力稳定。整体 20 年前三季度电池板块收入约 492 亿元，同比增长 125%，20Q1-3 营业利润 16.3 亿，同比增长 199%。

**图 2：LG 化学季度收入和利润（单位：亿元）**




数据来源：公司年报、东吴证券研究所

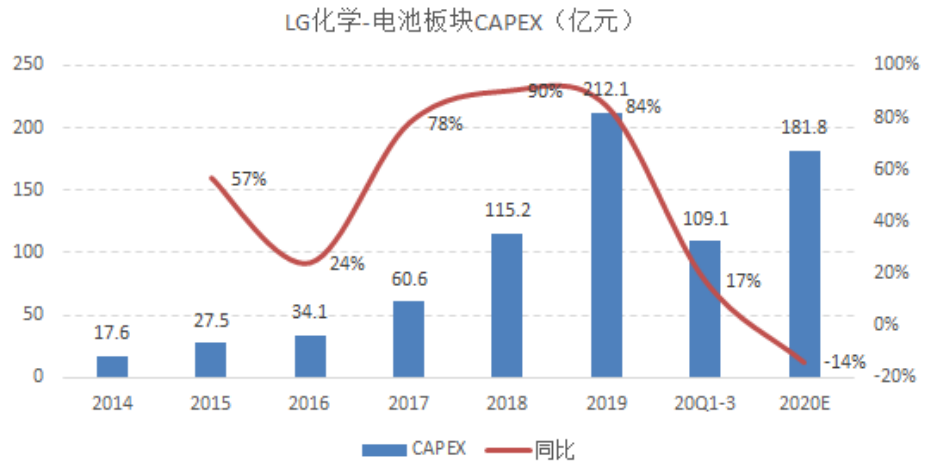

请务必阅读正文之后的免责声明部分

**电池业务 21/24 年收入目标 1100/1800 亿人民币，营业利润率逐步提升至接近 10%。**我们预计 LG 化学电池业务 20 年收入 700-750 亿元，同比增长 40-50%，其中动力电池业务预计全年 450 亿元左右，同比增长 80+%。公司预期电池业务 21 年收入约 1100 亿元，增速 50%左右，24 年电池业务收入超过 1800 亿。利润方面，公司 Q3 电池业务营业利润率 5.4%。公司预计 21 年营业利润率基本维持 5%上下，往后逐年提升，预计 24 年接近 10%。

**20Q1-3 装机预计 20gwh，同比+110%，全年预计销量有望达到 40-45gwh 左右。**1-9 月 LG 化学装机接近 20gwh（实际出货预计更高），同比增长 110%，其中国产特斯拉贡献约 4.7gwh 需求。20Q3 单季度装机约 9gwh，环比增长 60%，其中特斯拉贡献 2.2gwh。我们预计 LG 全年动力电池销量 40-45gwh，翻倍以上增长，21 年销量 80-90gwh，同比翻番。

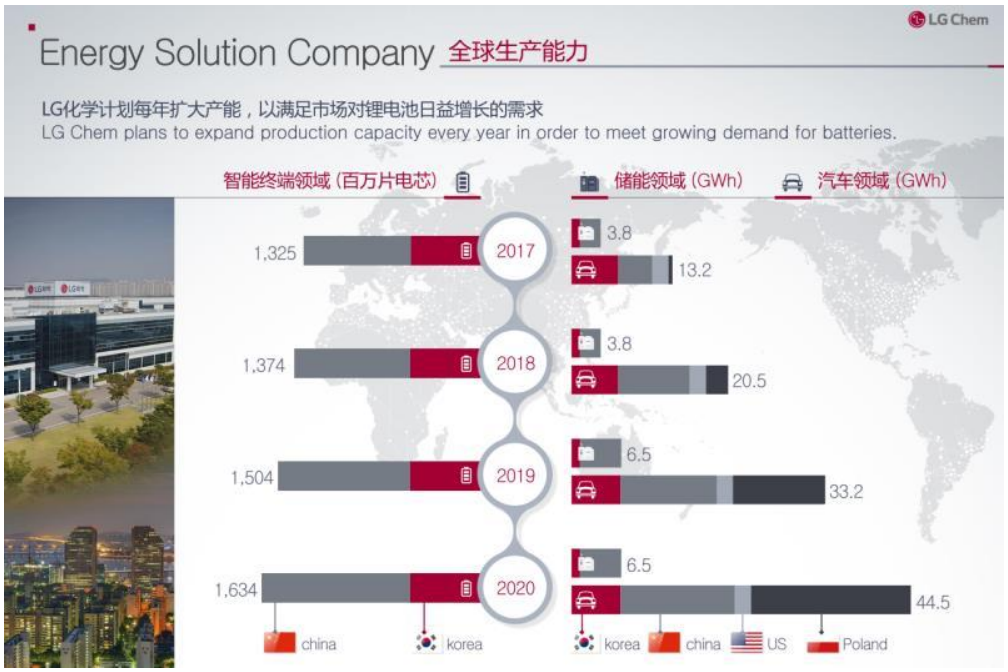
**中国与欧洲产线爬坡顺利，23 年产能规划再升级。**公司 20Q3 电池板块资本开支约 30 亿人民币，同比减少 15%，公司预期 20 年全年电池板块资本开支 180 亿人民币（目前看实际开资预计更低），同比下滑 23%，因 19 年提前支出 55 亿用于动力电池产线自动化升级。上半年全球产能利用率受疫情影响偏低，但 5 月开始，产能利用率恢复到稳定的状态；波兰和中国工厂的产能爬坡均好于预期，Q2 开始稳定生产，下半年新增产线调试加速。公司计划在欧洲、美国工厂再扩产能，计划从 20 年底的 120gwh 扩至 23 年底的 260gwh。

**图 2：lg 资本开支（亿人民币）**




数据来源：公司公告、东吴证券研究所

**图 3：LG 化学分基地有效产能情况（gwh）**

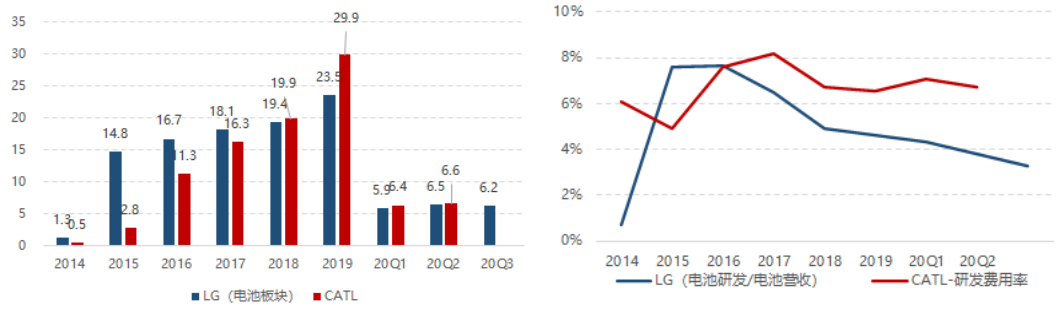



数据来源：公司年报、东吴证券研究所

**电池业务将分拆上市，在手订单、技术储备、产业链整合能力支撑公司全球成为龙头。**10 月 30 日将最终决定电池业务的拆分上市议案，公司借此公布电池业务中长期战略。1）客户方面，动力、储能、消费并行推进，分别设计适配产品定向开发。公司称目前动力电池在手订单约 9000 亿人民币，同时再扩产能满足客户需求。2）技术，公司 20 多年来累积技术优势将逐步体现，NCMA 技术（20 年底将量产）、大圆柱电池（容量提升 6 倍、能量密度提升 5 倍）、锂硫电池（24-25 年量产应用小众市场）、纯固态电池（28-30 年商业化）。3）原材料方面，公司自产正极目前 4 万吨，25 年产能达到 17 万吨，同时积极布局回收线，目标 25 年实现完全的原材料循环。

**研发费用率继续下滑：**20Q3LG 化学电池板块研发投入约 6.2 亿人民币，同比增长 2.2%，环比下降 3.2%；研发费用率 3.3%，同环比小幅下滑，前三季度研发费用累计 18.6 亿人民币。

**图 4：lg 与 catl 研发费用对比（亿人民币）**

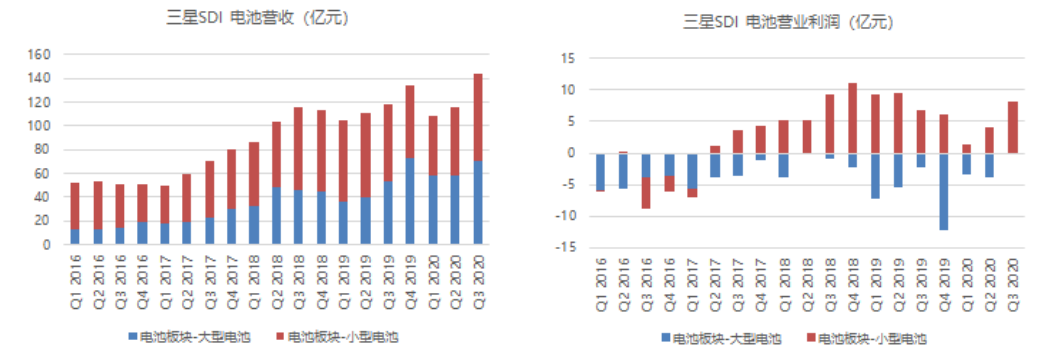



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

## 二、三星 SDI：动力 Q3 首次营业利润转正，Q4 欧洲需求持续放量

**动力首次营业利润转正；消费电池需求恢复：**三星 SDI 锂电池业务 20Q3 电池板块营收约 187 亿人民币，同比+20.2%，环比+20.7%。营业利润预计实现盈利约 16.2 亿元，同比增长 61%，环比增长 157%，主要因储能去年大幅计提拉低基数。营业利润率 5.7%，同比-2.3pct，环比+2.7pct。

**图 5：三星 SDI 电池板块营收和利润情况（亿元）**




数据来源：公司年报、东吴证券研究所

**中大型电池（动力+储能）20Q3 同环比高增长：**20Q3 中大型电池收入约 70 亿，同比+32%，环比+22%；营业利润约 0.1 亿元，首次转正，去年同期为-2.2 亿。Q3 增量主要来自欧洲销量增长，而储能出口订单在 Q3 小幅下滑。

**Q3 动力电池装机预计超过 1gwh。**根据配套车型的装机数据来看，三星 20Q1-3 累计装机 2.7gwh，同比增长 26%。其中 20Q3 装机电量约 1.1gwh（实际出货更高），同比增长 47%，环比增长 68%，主要配套宝马多款插电车型及大众欧洲部分老款车型。公司预计 20 年动力出货的增速维持再 70-80%，预计全年装机达到 3.5-4gwh 左右。

**图 6：三星 SDI 装机情况（gwh）**

| 单位（gwh） | | | | 合计装机电量 | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 品牌 | 车型 | 单车电量kwh | 2016 | 2017 | 2018年 | 2019年 | 2020年1-9月 | 同比 |
| 三星 | 宝马 | 2 Series | 7.7 | 0.04 | 0.08 | 0.09 | 0.09 | 0.04 | -43% |
| 三星 | 宝马 | 3 Series | 7.6 | 0.07 | 0.10 | 0.08 | 0.07 | 0.16 | 755% |
| 三星 | 宝马 | BMW 5 Series | 9.2 | 0.00 | 0.09 | 0.21 | 0.17 | 0.14 | 13% |
| 三星 | 宝马 | BMW i8 | 7.1 | 0.03 | 0.01 | 0.02 | 0.02 | 0.01 | -62% |
| 三星 | 宝马 | BMW i3 | 22 | 0.78 | 0.92 | 1.02 | 1.25 | 0.53 | -42% |
| 三星 | 宝马 | X5 | 9 | 0.10 | 0.10 | 0.07 | 0.03 | 0.07 | 1480% |
| 三星 | 宝马 | Countryman | 7.6 | 0.00 | 0.03 | 0.07 | 0.09 | 0.06 | -13% |
| 三星 | 大众 | up! | 18.7 | 0.04 | 0.05 | 0.05 | 0.04 | 0.21 | 646% |
| 三星 | 大众 | Golf | 16.35 | 0.00 | 0.88 | 1.07 | 1.18 | 1.27 | 52% |
| 三星 | 大众 | Audi Q7 | 7.2 | 0.03 | 0.03 | 0.02 | 0.01 | 0.03 | 377% |
| 三星 | 大众 | Passat (Santana) | 9.9 | 0.13 | 0.13 | 0.09 | 0.05 | 0.15 | 1152% |
| **三星合计（gwh）** | | | | **1.22** | **2.41** | **2.79** | **3.00** | **2.66** | 26% |

数据来源：Marklines、东吴证券研究所

**动力资本开支不变，Gen5 电池 21 年推出。**公司认为全年整体资本开支将会根据疫情的影响灵活调整，但是动力的部分因客户需求不变，扩产计划不变，目前匈牙利工厂建设进度顺利进行。整体产能 19 年底公司中大型电池产能 20gwh（动力+储能），后续仍有扩产计划主要是在匈牙利工厂，20 年底预计达到 28gwh。另 Gen5 电池预计 21 年量产，电池能量密度将比原来的高 20%，对应车型续航可达 600km，且单 WH 电池成本降低 20%以上。

**小型电池：需求季节性回升，Q4 基本维持。**20Q3 消费电池的收入约 74 亿元，同比增长 14%，环比增长 28%；营业利润约 8.1 亿，同比增长 18%，环比增长 100%，营业利润率 20Q3 回升至 10.9%，同比增长 0.3pct，环比增长 3.9pct，三季度新机发布潮以及电动工具的需求恢复，带动小型电池业绩大幅提升，预计 Q4 小型电池需求环比微降。其中 TWS 电池的需求，公司预计 20 年全年做到翻倍增长，21 年增速维持 50%左右。

## 三、松下：产能持续扩张，圆柱动力利润增长



请务必阅读正文之后的免责声明部分

**Q3 需求环比大幅恢复，控制成本提升盈利：**公司公布 3Q20 年动力电池实现营收约 74 亿元，同比增长 2%，环比提升 56%。**利润方面，**公司仅公布汽车动力板块利润，包含汽车事业部和动力电池事业部，汽车动力板块 3Q20 营业利润 3.2 亿元，其中动力电池业务 Q3 利润贡献明显增长。

**图 7：松下动力电池相关板块营收和利润情况（亿元）**

| 汇率16：1<br>单位：亿元 | FY19Q4<br>19Q1 | FY20Q1<br>19Q2 | FY20Q2<br>19Q3 | FY20Q3<br>19Q4 | FY20Q4<br>20Q1 | FY21Q1<br>20Q2 | FY21Q2<br>20Q3 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 汽车和动力电池-营收 | 251.1 | 235.9 | 231.1 | 228.9 | 230.6 | 131.8 | 208.4 |
| *汽车系统-营收* | *164.3* | *149.9* | *140.6* | *131.5* | *136.4* | *74.4* | *134.4* |
| *动力电池-营收* | *69.3* | *68.3* | *72.4* | *78.6* | *76.6* | *47.4* | *73.9* |
| 汽车和动力电池-营业利润 | -1.8 | -6.3 | -7.9 | -4.1 | -10.9 | -5.9 | 3.2 |

数据来源：Marklines、东吴证券研究所

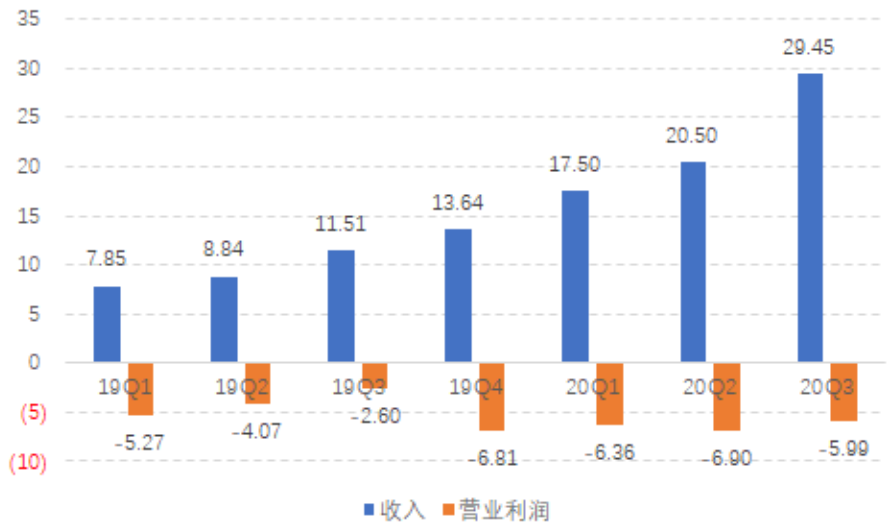
**我们预计 20Q3 松下装机 8gwh，同比增长 5%，环比增长 80%。**公司主要客户为特斯拉和丰田，特斯拉 20Q3 销量 13.9 万辆（其中中国销量 3.4 万辆均由 LG 化学配套），对应松下配套电池约 7.5gwh；丰田普锐斯 Q3 销量 0.5 万辆，贡献装机有限。总体看预计松下 20Q3 装机电量约 7.5-8gwh，同比微增，环比增长 80%；20Q1-3 累计装机 17-18gwh，同比持平。

## 四、SKI：首次公布收入情况，出货规模持续高增长

**收入规模持续增长，较高费用拖累利润，21 年目标收入 70%增长。**20Q3 动力电池收入约 30 亿，同比增长 156%，环比增长 44%。营业利润约-6 亿元，亏损同比扩大 130%，环比缩窄 13%。20 年 Q1-3 累计收入 67 亿，同比增长 139%，但累计亏损 19 亿，海外的工厂仍处初期有较高的费用成本。关于 20 年全年收入目标，此前公司提出动力业务营收目标 110 亿元。根据收入判断装机情况，SKI 20 年 Q1-3 的动力电池出货在 6gwh 左右，其中 Q3 单季度装机在 2-2.5gwh，远高于行业装机数据。公司目标 20 全年动力电池收入 110 亿人民币，预计动力电池出货在 9-10ghw，主要客户为现代、起亚、戴姆勒等。21 年公司目标收入 180 亿元，同比维持 70%左右增长。


请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 8：SKI 动力电池业务经营情况（亿元）




数据来源：公司年报、东吴证券研究所

**产能扩张激进，20 年底产能 20gwh，22/23 年目标扩至 60/80gwh。**公司每年资本开支 60%用于动力电池和隔膜业务，主要基地的规划：1）匈牙利基地（17gwh），一号工厂于 19Q4 完工，20 年已经开始出货，二号工厂 19Q1 开始建设，预计 2022 年一季度开始出货。2）中国常州基地（7.5gwh），19Q4 完工，计划 20 年二季度开始出货。3）中国盐湖基地（27gwh），19Q3 开始建设，21Q1 开始出货。4）美国佐治亚州基地（9.8gwh），19Q1 开始建设，预计 2022 年一季度开始出货；二号工厂 11gwh 产能，20Q3 开始建设，23Q1 投产。

图 9：SKI 电池基地布局和进展（Gwh）

| | 18年底 | 19年底 | 20年底 | 21年底 | 22年底 | 23年底 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 韩国基地 | 4.7 | 4.7 | 4.7 | 4.7 | 4.7 | 4.7 |
| 中国-常州基地 | | 3 | 7.5 | 7.5 | 7.5 | 7.5 |
| 中国-盐城基地 | | | | 9 | 18 | 27 |
| 欧洲-匈牙利基地 | | | 8.5 | 8.5 | 17 | 17 |
| 美国基地 | | | | 4 | 9.8 | 20 |
| **合计** | **4.7** | **7.7** | **20.7** | **33.7** | **57** | **76.2** |

数据来源：公司年报、东吴证券研究所

**隔膜业务费用增加+汇率下行，Q3 利润环比下降：**20Q3 公司材料业务营业利润 1.8 亿人民币，环比下降 32%。产能规划方面：1）韩国工厂总产能 5.3 亿平；2）中

国工厂，总规划产能 6.8 亿平，其中一期计划 3.4 亿平，计划 20Q4 投产；二期 1.7 亿平，计划 1Q21 投产；三期 1.7 亿平，计划 2Q22 投产。3）波兰工厂规划产能 6.8 亿平，一期产能 3.4 亿平，计划 20Q3 投产，二期 3.4 亿平计划 23Q1 投产。

**图 10：SKI 隔膜基地产能和投放进展（亿平）**

| 基地 | 19年底 | 20年底 | 21年底 | 22年底 | 23年底 |
|---|---|---|---|---|---|
| 韩国 | 5.3 | 5.3 | 5.3 | 5.3 | 5.3 |
| 中国 | 0 | 3.4 | 5.1 | 6.8 | 6.8 |
| 波兰 | 0 | 0 | 3.4 | 3.4 | 6.8 |
| **合计** | **5.3** | **8.7** | **13.8** | **15.5** | **18.9** |

数据来源：公司年报、东吴证券研究所

**投资建议：**拥抱全球电动化，继续强烈推荐三条主线：一是特斯拉及欧洲电动车供应商（宁德时代，恩捷股份，璞泰来，三花智控，当升科技，亿纬锂能，宏发股份，汇川技术）；二是供需格局扭转/改善而具备价格弹性（天赐材料，新宙邦，华友钴业，关注赣锋锂业、多氟多，天际股份，天齐锂业）；三是国内需求恢复、量利双升的国内产业链龙头（科达利，比亚迪，关注中科电气，天奈科技，星源材质，嘉元科技，容百科技，德方纳米）。

**风险提示：**销量不及预期、价格竞争超预期、疫情影响、政策不及预期



请务必阅读正文之后的免责声明部分

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：http://www.dwzq.com.cn

