电气设备与新能源行业点评

海外动力电池 20Q2 详细点评：LG 盈利逆势大增，下半年旺季来临

增持（维持）

2020 年 08 月 02 日

证券分析师 曾朵红
执业证号：S0600516080001
021-60199793
zengdh@dwzq.com.cn

投资要点

- **LG 化学：20Q2 电池利润历史新高，Q3 电池营收预计环比增 25%。**电池板块（含消费和动力）20Q2 收入约 170 亿元人民币，同比+40.5%，环比+25%，营业利润 9.33 亿元，同比增长 222%，环比增长 400%，单季度利润实现历史新高，营业利润率 5.5%。动力电池 Q2 营业利润率为较低的个位数，预计 1-3%。Q2 装机 5gwh，同比增 53%，环比略微下降 4%，H1 装机 10-11gwh，同比+70%，装机规模与松下相当，全球第一。电池业务 Q3 预期收入环比+25%，其中动力电池业务增速预计更高，全年目标 800 亿收入，同比 60%。其中动力电池预计收入 500 亿人民币，同比翻番，对应全年出货预计 50-60gwh。研发方面，20Q2 电池板块研发投入约 6.5 亿人民币，同比增长 9.2%，环比增长 9.2%；研发费用率 3.8%，同环比小幅下滑。资本开支方面，动力电池资本开支力度保持，到 20 年底产能 100gwh，21 年底 120gwh。公司 20Q2 电池板块资本开支约 42 亿人民币，同比增加 17%，公司预期 20 年全年电池板块资本开支 180 亿人民币，同比下滑 23%。

- **三星 SDI：20Q2 电池微增，下半年开启旺季。**20Q2 电池板块营收约 116 亿元，同比+6.5%，环比+6.7%。营业利润预计实现盈利约 1.6 亿元，同比-60%，环比增长 214%。因欧洲车企停厂影响，动力电池 Q2 装机 0.6Gwh，同比-14%，环比-36%；20H1 三星装机电量 1.5gwh，同比增长 12%。公司预计动力电池 20H2 环比 H1 增速 50%，且 20、21 年动力收入增速均维持 50%，且 21 年动力有望实现盈利。

- **松下：动力电池盈利维持，汽车业务拖累板块。**2Q20 年动力电池实现营收约 47.4 亿元，同比下降 30%，环比下降 38%，18 年以来新低，但是整体动力业务盈利维持。预计 20Q2 松下装机 4.5-5gwh，同比降 20%，环比下降 30%；上半年累计装机 10-11gwh，同比持平。

- **SKI：动力仍大幅亏损，扩产持续推进；隔膜业务盈利大增，21H1 拆分上市。**20Q2 动力电池板块营业利润约-6.9 亿元，亏损同比扩大 70%，环比扩大 8%，1H 合计亏损 13 亿，海外的工厂仍处初期有较高的费用成本。受疫情影响，一季度末公司曾将动力业务营收目标下调 10%至 110 亿元。产能方面，匈牙利基地（17gwh），一号工厂于 19Q4 完工，20 年已经开始出货；中国常州基地（7.5gwh），19Q4 完工，计划 20Q2 开始出货；美国一厂（9.8gwh）22Q1 投产；二厂（11gwh）23Q1 投产。公司 Q2 材料业务营业利润 2.5 亿人民币，环比增 62%，受益于动力隔膜需求大增，隔膜产能规划方面：韩国工厂总产能 5.3 亿平；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；波兰工厂，总产能 3.4 亿平，计划 20Q3 投产。隔膜业务计划 21 上半年隔膜拆分上市。

- **投资建议**

以特斯拉、新造车为首的电动车新产品周期有望带动自主需求爆发，全球电动化加速。21 年全球电动车将恢复高增长，中国供应链崛起，进入海外供应链的龙头订单尤其好。强烈推荐海外占比高的中游龙头（**宁德时代、璞泰来、科达利、恩捷股份、新宙邦，**关注比亚迪、天赐材料、当升科技、星源材质、杉杉股份、天奈科技等）；核心零部件（**宏发股份、汇川技术、三花智控**）；强烈推荐优质上游资源（**华友钴业**、关注**赣锋锂业**）。

- **风险提示**

销量低于预期，政策低于预期

行业走势



相关研究

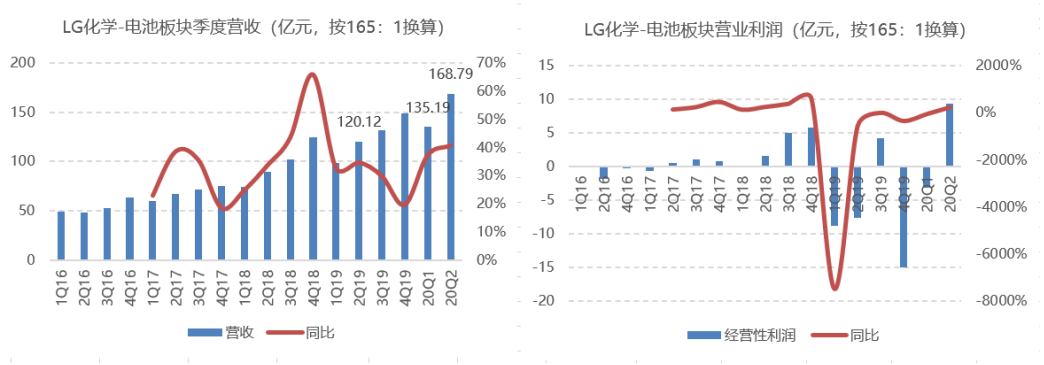
1、《大浪淘沙沉者为金，风卷残云胜者为王：新造车势力分析》2020-07-30
2、《电气设备新能源行业周报：光伏全产业链涨价，电动车众多新车上市》2020-07-26
3、《电气设备与新能源行业点评：基金 Q2 持仓：新能源汽车、光伏板块持仓明显提升》2020-07-26

请务必阅读正文之后的免责声明部分

一、LG 化学：Q2 利润历史新高，下半年量利齐升

动力放量+成本下滑，Q2 电池板块利润创历史新高：20Q2LG 化学电池板块收入约 169 亿元人名币，同比增长 40.5%，环比增长 25%，增量主要来自欧洲/中国的动力电池和美国储能订单；电池业务单季度营业利润为 9.33 亿元，同比增长 222%，环比增长 400%，单季度利润实现历史新高。单季度营业利润率 5.5%，环比提升 7.8pct，主要因产能利用率的提升以及成本管控加强。整体上半年电池板块收入约 304 亿元，同比增长 40%，20H1 营业利润 6.2 亿，同比增长 237%。

图 1：LG 化学季度收入和利润（单位：亿元）



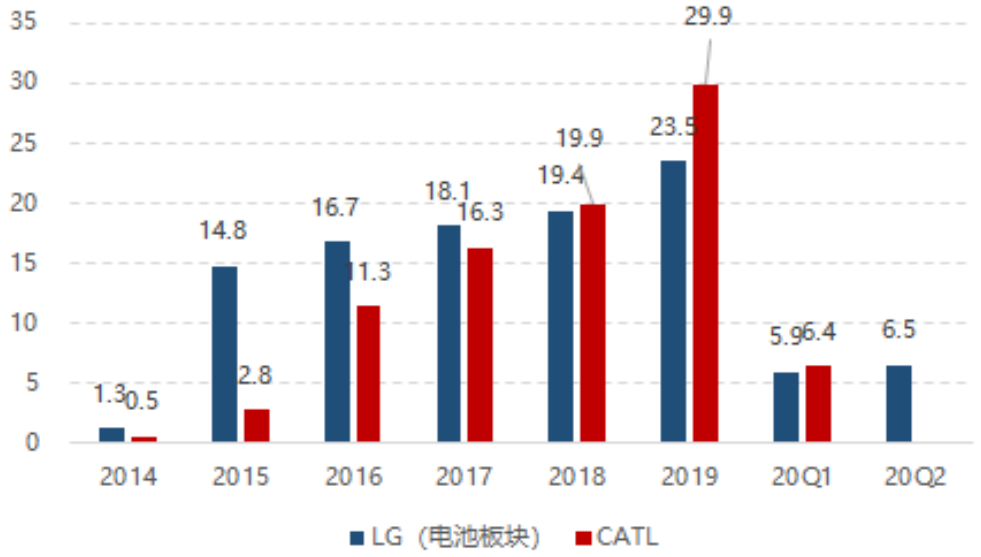
数据来源：公司年报、东吴证券研究所

电池业务 Q3 预期收入环比+25%，全年目标 800 亿收入，同比 60%。公司预期 Q3 电池业务收入规模环比增长 25%，达到 210 亿元左右，增量主要来自动力电池（欧洲新订单+储能订单增加+圆柱动力电池订单增加）。公司预期电池业务全年目标 800 亿收入，与一季报预期一致。我们预计动力电池业务全年 500 亿元左右，同比可实现翻番。利润方面，公司 Q2 电池业务营业利润率 5.5%，其中动力电池我们预计 203%。公司预计 Q3 开始动力电池业务利润率将逐季度提升，年底达到 10%以内的利润率。

研发费用率下滑：20Q2LG 化学电池板块研发投入约 6.5 亿人民币，同比增长 9.2%，环比增长 9.2%；研发费用率 3.8%，同环比小幅下滑。

图 2：LG 化学和宁德时代研发投入（单位：亿元）

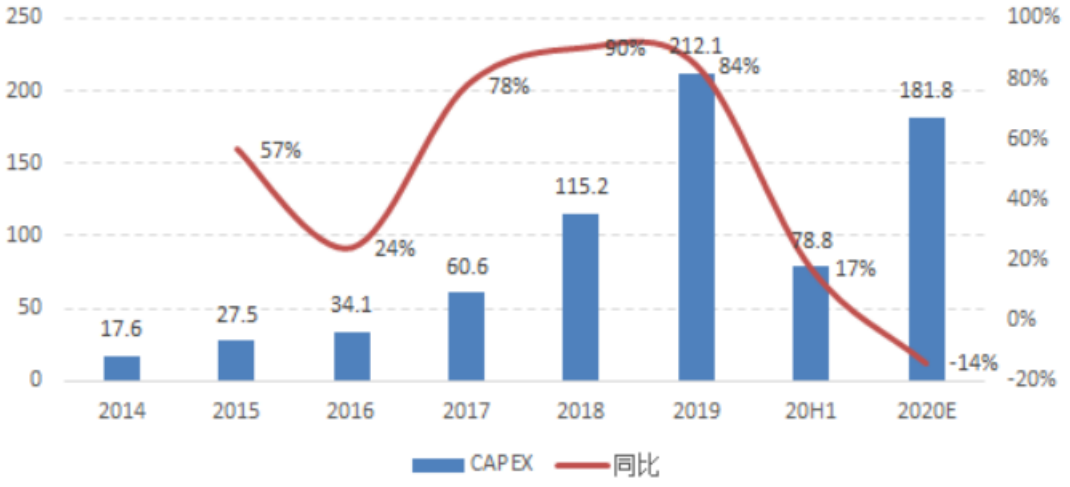
请务必阅读正文之后的免责声明部分



数据来源：公司年报、东吴证券研究所

动力电池资本开支力度保持：原定 20 年全公司资本开支 6 万亿韩元，20Q1 下修至 5 万亿（290 亿人民币），动力电池这边全年规划不变，到 20 年底产能 100gwh，21 年底 120gwh。公司 20Q2 电池板块资本开支约 42 亿元，同比增加 17%，公司预期 20 年全年电池板块资本开支 180 亿人民币，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。

图 3：LG 化学-电池板块 CAPEX（单位：亿元）

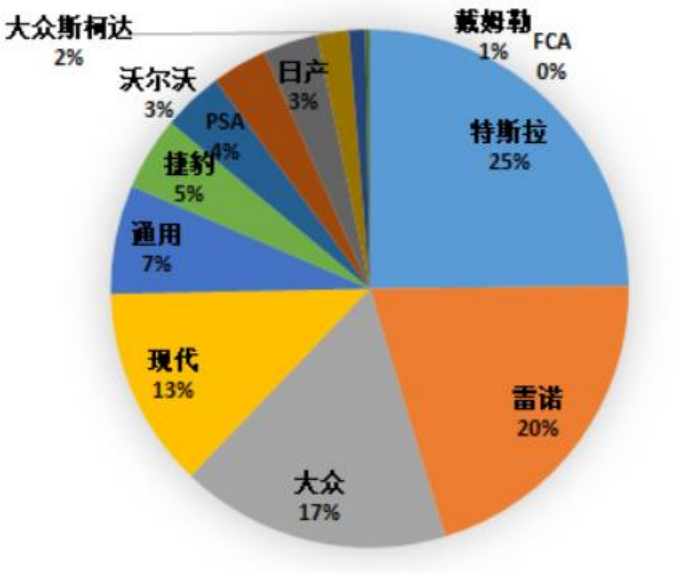


数据来源：公司年报、东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

20H1 装机 10gwh，同比+71%，全年预计销量 40gwh 以上。1-6 月 LG 化学装机约 10.1gwh（实际出货预计更高），同比增长 71%，其中国产特斯拉贡献约 2.5gwh 需求。20Q2 单季度装机约 5gwh，环比下滑 5%，其中特斯拉贡献 1.9gwh，大众贡献 0.7gwh，现代贡献 0.5gwh。

图 4：LG 化学 1-6 月分客户装机情况



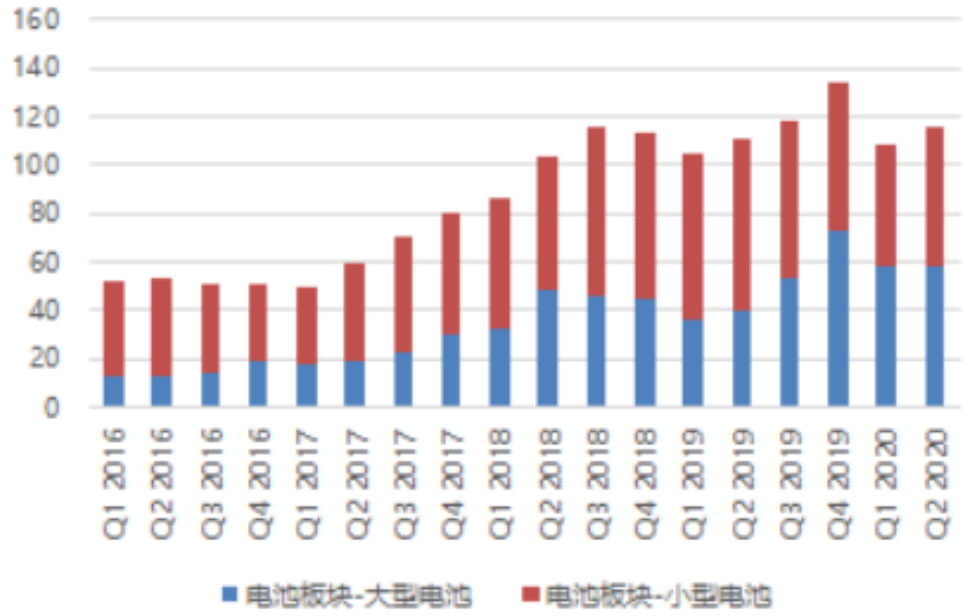
数据来源：公司年报、东吴证券研究所

二、三星 SDI：动力 Q2 同比仍有增长，下半年预期环比高增

动力环比下滑，同比仍大幅增长；消费电池恢复：三星 SDI 锂电池业务 20Q2 电池板块营收约 116 亿元，同比+6.5%，环比+6.7%。营业利润预计实现盈利约 1.6 亿元，同比-60%，环比增长 214%。营业利润率 1.4%，同比-2.3pct，环比+2.7pct。

图 5：三星 SDI 电池板块营收和利润情况（单位：亿元）

请务必阅读正文之后的免责声明部分



数据来源：公司年报、东吴证券研究所

1）中大型电池（动力+储能）：下半年放量，全年预计 50%增长

动力电池 Q2 环比下滑，下半年欧洲放量，全年预计 50%增长。Q2 动力需求环比略微下滑，因疫情车企暂停生产导致需求下滑。下半年欧洲补贴推出，公司预计下半年动力电池需求环比上半年增加 50%，20/21 年动力电池业务预期收入同比增速均在 50%，同时 21 年动力电池有望实现盈利。装机口径来看，20H1 三星装机电量 1.0gwh，同比增长 17%。

图 6：三星 SDI 装机情况（单位：gwh）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

单位（gwh）				合计装机电量						
	品牌	车型	单车电量kwh	2016	2017	2018年	2019年	2019年1-6月	2020年1-6月	同比
三星	宝马	2 Series	7.7	0.04	0.08	0.09	0.09	0.04	0.02	-47%
三星	宝马	3 Series	7.6	0.07	0.10	0.08	0.07	0.01	0.08	1272%
三星	宝马	BMW 5 Series	9.2	0.00	0.09	0.21	0.17	0.08	0.10	12%
三星	宝马	BMW i8	7.1	0.03	0.01	0.02	0.02	0.01	0.00	-67%
三星	宝马	BMW i3	22	0.78	0.92	1.02	0.83	0.41	0.20	-52%
三星	宝马	X5	9	0.10	0.10	0.07	0.03	0.00	0.04	1082%
三星	宝马	Countryman	7.6	0.00	0.03	0.07	0.09	0.05	0.03	-31%
三星	大众	up!	18.7	0.04	0.05	0.05	0.04	0.02	0.11	474%
三星	大众	Golf	16.35	0.00	0.88	1.07	0.54	0.24	0.34	42%
三星	大众	Audi Q7	7.2	0.03	0.03	0.02	0.01	0.00	0.02	288%
三星	大众	Passat (Santana)	9.9	0.13	0.13	0.09	0.05	0.01	0.08	1055%
三星合计（gwh）				**1.22**	**2.41**	**2.79**	**1.93**	**0.88**	**1.02**	17%

数据来源：Marklines、东吴证券研究所

动力资本开支不变，Gen5 电池按计划进行。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，目前客户验证中。此前公司称 Gen5 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。

储能：韩国本土储能 Q2 恢复，美国电网订单贡献增量。Q2 基本完成所有的储能安全系统安装，下半年开始开发新项目，尤其来自美国电网的项目将持续贡献增量。

2）小型电池：需求恢复明显，下半年预计持续增长

消费复苏预计可持续，20H2 收入增速环比 30%。消费需求环比恢复，主要来自电动工具、电动自行车的圆柱电池需求，手机电子端的软包电池需求依旧下滑。下半年，公司预计圆柱电池需求持续增长，同时新手机机型的推出将刺激软包电池的需求回升，公司预计下半年小电池收入有望环比 H1 增长 30%。

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

Q2 动力电池收入维持，汽车业务收入大幅下降拖累板块：公司公布 2Q20 年动力电池实现营收约 47.4 亿元，同比下降 30%，环比下降 38%。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 2Q20 营业利润-5.9 亿元，亏损同比缩窄 5%，环比亏损缩窄 45%。动力电池业务 Q2 利润贡献维持不变，主要为汽车业务拖累板块。公司预计汽车动力板块全年收入 780 亿元，同比下降 16%，全年营业利润亏损扩大至 21 亿。

图 7：松下动力电池相关板块营收和利润情况（单位：亿元）

汇率16：1 单位：亿元	FY19Q1 18Q2	FY19Q2 18Q3	FY19Q3 18Q4	FY19Q4 19Q1	FY20Q1 19Q2	FY20Q2 19Q3	FY20Q3 19Q4	FY20Q4 20Q1	FY21Q1 20Q2
汽车和动力电池-营收	222.8	230.9	247.3	251.1	235.9	231.1	228.9	230.6	131.8
汽车系统-营收	*152.5*	*148.3*	*154.9*	*164.3*	*149.9*	*140.6*	*131.5*	*136.4*	*74.4*
动力电池-营收	*54.6*	*66.3*	*73.9*	*69.3*	*68.3*	*72.4*	*78.6*	*76.6*	*47.4*
汽车和动力电池-营业利润	-0.9	-4.4	-0.4	-1.8	-6.3	-7.9	-4.1	-10.9	-5.9

数据来源：公司年报、东吴证券研究所

预计 20Q2 松下装机预计 4.5-5gwh，同比降 20%。公司主要客户为特斯拉和丰田，特斯拉 20Q2 销量 9.1 万辆（其中中国销量 3 万辆均由 LG 化学配套），对应松下配套电池约 4.5gwh；丰田普锐斯 Q2 销量 0.3 万辆，贡献装机有限。总体看预计松下 20Q2 装机电量约 4.5-5gwh，同比降 20%。

四、SKI：无惧亏损，扩产持续推进

大幅亏损持续，全年目标 110 亿元。20Q2 动力电池板块营业利润约-6.9 亿元，亏损同比扩大 70%，环比扩大 8%，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，20Q1 公司提出动力业务营收目标下调 10%至 110 亿元，利润方面 20 年可能仍略有增加。

产能建设加速，19 年底产能 20gwh，22/23 年目标扩至 60/70gwh。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）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。

隔膜基地进度规划，目前产能 5.3 亿平：1）韩国工厂，总产能 1.7 亿平，其中 12、13 号线已经于 19Q4 投产。2）中国工厂，产能 3.4 亿平，计划 20Q3 投产。3）波兰工厂，计划 20Q3 投产。

图 8：SKI 电池及隔膜基地布局和进展

	产能	投资额	建成时间	车企配对
中国常州电池厂	达产后年产7.5GWh	50亿元	19Q4完工，20年已经开始出货	
匈牙利电池厂	达产后年产17GWh	7.34亿美元	主要产品为NCM811；电池一号工厂19Q4完工，20年开始出货，二号工厂19Q1开始建设，预计2022年开始出货	
韩国瑞山电池厂	4.7GWh，可供近20万辆电动车			现代、起亚、梅赛德斯
美国佐治亚州电池厂	初期9.8GWh，后期追加至55GWh	16.7亿美元	19Q1开始建设，预计2021年开始出货；考虑对美最高投资50亿美元	大众汽车MEB平台
常州隔膜厂	产能规划3.4亿平；4条锂离子电池隔膜生产线、3条陶瓷涂层隔膜生产线	24.4亿元	19年初动工，预计2020Q3投产	
波兰隔膜厂	产能规划3.4亿平		预计2020Q3投产	
韩国曾坪郡隔膜厂	产能1.7亿平		12、13号生产线2019Q4开始量产形成出货	
灵宝华鑫铜箔		16.62亿元	2018年11月收购	

数据来源：公司年报、东吴证券研究所

图 9：LG 化学、三星 SDI、松下和 SKI20Q2 财务状况

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			
		20Q2	同比	环比	20H1	同比	20Q2	同比	环比	20H1	同比	20H1	2019	2018	2017
LG化学	消费+动力+储能	170	41%	25%	304	40.0%	9.33	222%	400%	6.2	237%	2.0%	-5.5%	3.0%	0.7%
三星SDI	消费+动力+储能	116.0	7%	7%	225	5.0%	1.6	-60%	214.0%	0.2	-97%	0.1%	-10.8%	-4.3%	-15.7%
松下	动力	47.4	-30%	-38%	124	-10.0%	-	-	-	-	-	-	-		
SKI	动力	-	-	-	-	-	-6.9	增亏70%	增亏8%	-13.3	增亏42%	-	-		

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

投资建议：以特斯拉、新造车为首的电动车新产品周期有望带动自主需求爆发，全球电动化加速。21 年全球电动车将恢复高增长，中国供应链崛起，进入海外供应链的龙头订单尤其好。强烈推荐海外占比高的中游龙头（**宁德时代、璞泰来、科达利、恩捷股份、新宙邦**，关注比亚迪、天赐材料、当升科技、星源材质、杉杉股份、天奈科技等）；核心零部件（**宏发股份、汇川技术、三花智控**）；强烈推荐优质上游资源（**华友钴业**、关注**赣锋锂业**）。

风险提示：销量低于预期，政策低于预期

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

