

海外电池 20Q1 深度点评

2020 年 05 月 19 日

疫情不改放量趋势，LG 尤为亮眼 增持（维持）

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：20Q1 动力电池同比翻番，全年目标下调 10-15%。**电池板块收入约 135 亿元人民币，同比增长 37%，营业利润为-3.1 亿元，同比亏损缩窄 65%。Q1 装机 5.5gwh，同比翻番，出货单季度全球第一。即使受疫情的影响，公司预期 Q2 电池业务收入环比仍增长 20%，同时利润逐季好转，增量主要来自中国地区的动力电池销售。因疫情动力电池全年收入目标下调 10-15%，预计全年动力收入 500 亿人民币，同比仍可翻番。另公司削减整体资本开支 10-15%，但动力领域资本力度不变。
- **三星 SDI：20Q1 动力电池同比+60%，全年增长 70%目标不变。**20Q1 中大型电池收入约 58.7 亿，同比+60%，营业利润约-2.9 亿元，同比亏损缩窄 61%。Q1 动力装机 1.2gwh，同比增长 30%。公司预计 20 年动力出货逐季增长，全年增速维持 70-80%，我们预计全年装机达到 3.5-4gwh 左右。另公司维持动力业务资本开支，扩产计划不变。
- **松下：动力继续盈利，北美工厂计划扩产。**1Q20 年动力电池实现营收约 76.6 亿人民币，同比增长 11%，环比微降 2.5%，其中北美工厂继续保持盈利，但是整体动力业务受方形规模较小拖累。预计 20Q1 松下装机 5.2gwh，主要来自特斯拉订单，同比微增。美国超级工厂目前产能 35gwh，公司计划重启扩产至 54gwh。
- **SKI：动力亏损小幅缩窄，20 年目标下调 10%。**20Q1 动力电池板块营业利润约-6.4 亿元，亏损同比扩大 21%，环比缩窄 7%。受疫情影响，公司动力业务营收目标下调 10%至 110 亿元。
- **ATL：20Q1 收入约 74 亿人民币，同比+5.8%，环比-26.6%，营业利润 9.2 亿，同比+21.5%，环比-64%。**20Q1 营业利润率 12.4%，同比提升 1.6pct。经营情况相比去年同期持续稳定增长，环比因季节性波动下滑。

投资建议

- 海外疫情高峰已过，逐步复工复产，终端销量将逐步恢复；国内政策落地，Q2 末有望迎来销量拐点，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

- 政策不达预期，销量不达预期，价格降幅超预期

行业走势



相关研究

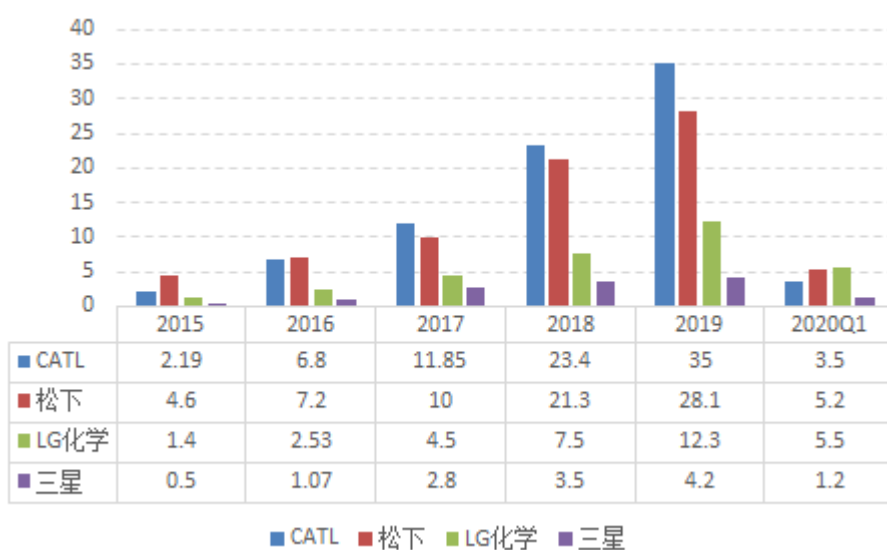
- 1、《电气设备新能源行业周报：TESLA 与 CATL 电池合作加强，光伏需求好转》2020-05-17
- 2、《电力设备与新能源行业 4 月销量点评：电动车 4 月销量回暖，合资新势力表现突出》2020-05-13
- 3、《电气设备新能源行业周报：电动车销售明显回暖，工控龙头订单普提速》2020-05-10

图表 1：海外电池厂 20Q1 经营情况

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			
		20Q1	同比	环比	2019	同比	20Q1	同比	环比	2019	同比	20Q1	2019	2018	2017
LG化学	消费+动力+储能	135	37%	-9%	499	20.2%	-3.1	减亏65%	减亏79%	-27.2	-318%	-2.3%	-5.5%	3.0%	0.7%
三星SDI	消费	50	-27%	-17%	264	7.6%	1.4	-85%	-77%	29.1	-8%	2.8%	11.0%	13.2%	4.4%
三星SDI	动力+储能	58.7	60%	-20%	203	16.0%	-2.9	减亏61%	减亏77%	-21.9	增亏193%	-4.9%	-10.8%	-4.3%	-15.7%
松下	动力	76.6	11%	-3%	289	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ATL	消费	74.0	5.8%	-27%	369	16.4%	9.2	21.5%	-64%	76	32.6%	12.4%	20.6%	16.9%	19.0%
SKI	动力	-	-	-	-	-	-6.4	增亏21%	减亏7%	-18.7	减亏2.7%	-	-	-	-

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图表 2：海外电池厂出货情况(SNE 口径)

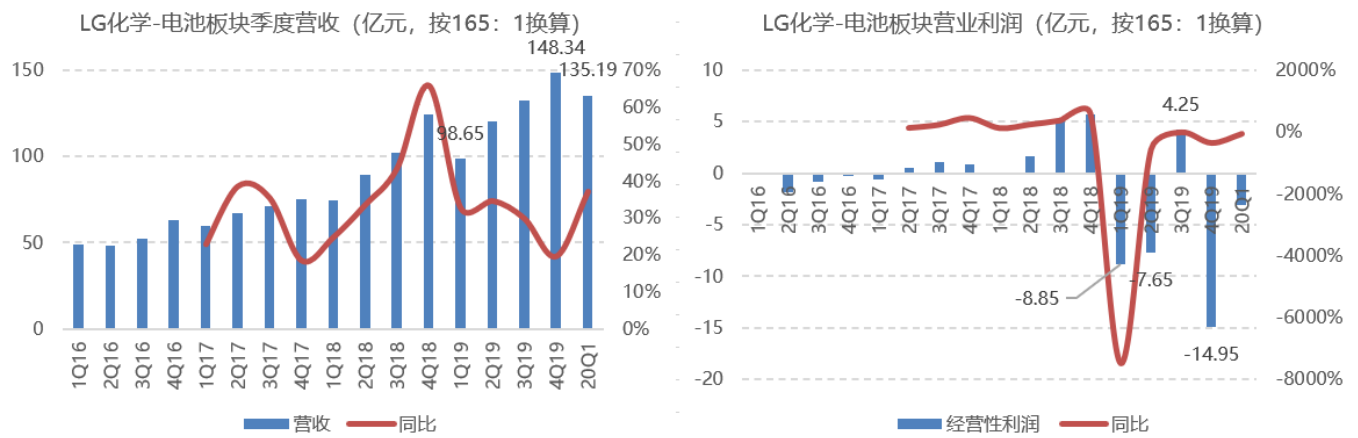


数据来源：SNE，东吴证券研究所

一、LG 化学：动力放量，全年目标下调 10-15%，预计同比仍翻番

动力放量贡献收入高增长：20Q1LG 化学电池板块收入约 135 亿元人名币，同比增长 37%，环比下降 9%，增量主要来自动力电池的放量和圆柱消费电池的季节性上扬；电池业务单季度营业利润为-3.1 亿元，同比亏损缩窄 65%，环比亏损大幅缩窄。

图表 3：LG 化学季度收入和利润

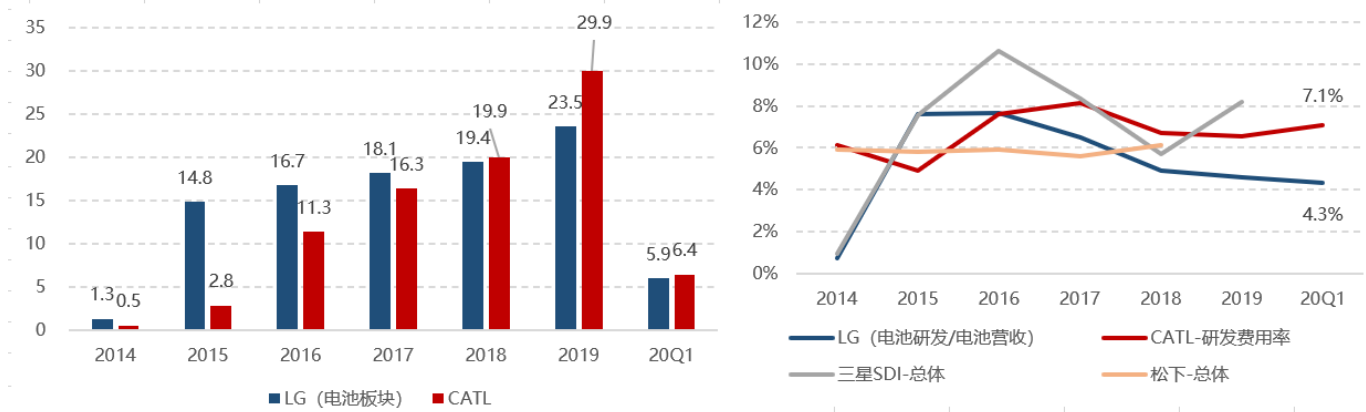


数据来源：公司季报，东吴证券研究所

Q2 开始逐季增长，全年目标下调 10-15%，增速仍在 100%。公司预期 Q2 电池业务收入规模环比增长 20%左右，增量主要来自动力电池（新订单+储能订单增加+圆柱动力电池订单增加）。因疫情影响，公司将电池业务全年目标下调 10-15%，从 900 亿下调至 750 到 800 亿人民币左右（19 年合计 500 亿人民币），其中动力电池年初目标 600 亿，我们预计全年下调 20%至 500 亿元左右，同比仍可实现翻番。利润方面，公司预计 Q2 电池业务亏损将缩窄，并逐季度提升，年底达到 10%以内的利润率。

研发投入基本稳定：20Q1 LG 化学电池板块研发投入约 5.9 亿人民币，同比持平，环比下滑 3%；研发费用率 4.3%，同环比小幅下滑。对比宁德时代看，20Q1 宁德时代研发费用 6.4 亿，费用率 7.1%，依旧领先 LG 化学电池板块。

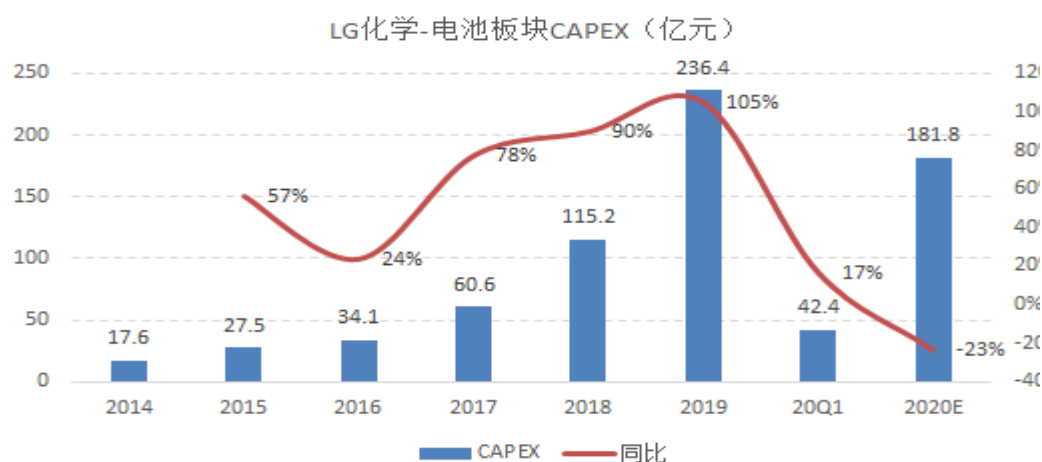
图表 4：各公司研发投入（亿元）



数据来源：公司年报及季报，东吴证券研究所

削减 20 年全公司资本开支 15%+, 但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, 目前下修至 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 20Q1 电池板块资本开支约 42 亿元, 同比增加 17%, 公司年初预期 20 年全年动力电池资本开支 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, 全年预计动力电池资本开支不变。

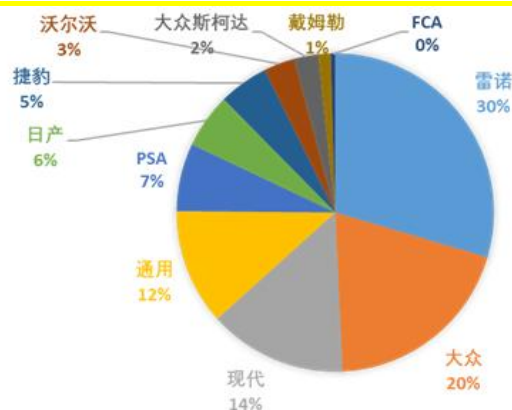
图表 5: LG 化学电池板块 CAPEX (亿元)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

1 季度 LG 装机电量 5.5wh, 同比翻番, 全年预计销量 40gwh 以上。根据 SNE 数据, 受益于欧洲电动车销量爆发, 1-3 月 LG 化学装机电量 约 5.5gwh, 同比接近翻番, 首次登顶全球。其中通用、大众、雷诺、现代均有明显增长。国内市场 LG 受益于特斯拉 M3 拉动, Q1 装机电量为 0.6gwh。

图表 6: LG 化学 1-3 月客户装机情况

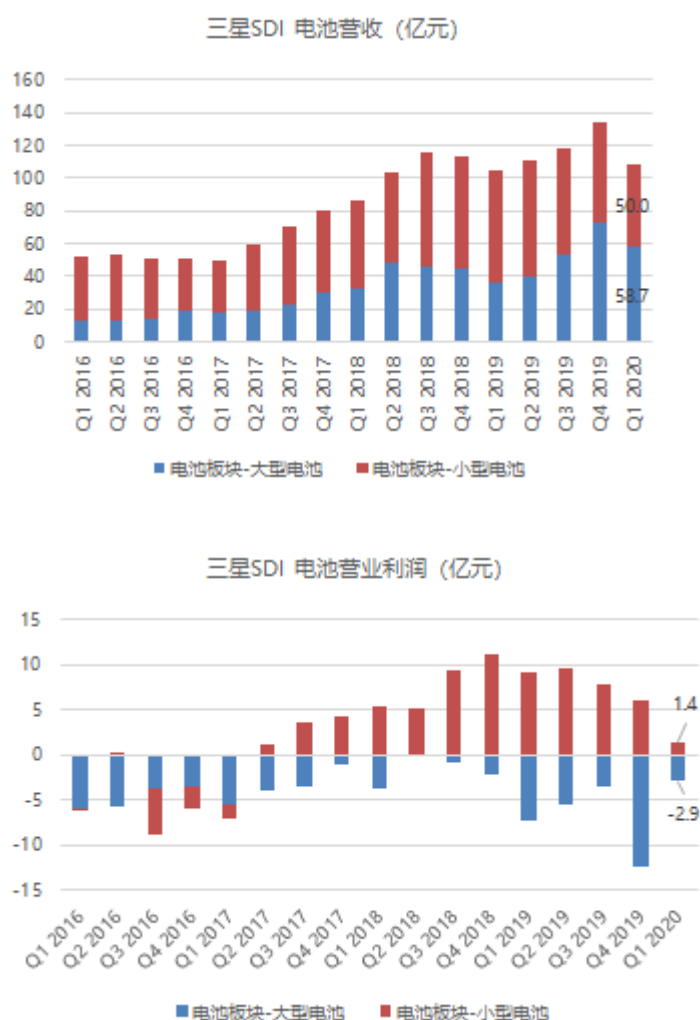


数据来源：公司季报，东吴证券研究所

二、三星 SDI：动力同比高增，全年目标不变

消费电池受疫情影响明显，动力同比仍高增长，环比小幅下滑：三星 SDI 锂电池业务 20Q1 电池板块营收约 109 亿元，同比+5%，环比-15%。营业利润约-1.4 亿元，同比-173%，环比亏损缩窄 77%。营业利润率-1.3%，同比-3.2pct，环比+3.3pct。

图表 7：三星 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

1) 中大型电池（动力+储能）：2020 年动力电池出货量目标不变，预期储能 H2 恢复

20Q1 大型电池同比高增长，环比下滑：20Q1 中大型电池收入约 58.7 亿，同比+60%，环比-20%；营业利润约-2.9 亿元，同比亏损缩窄 61%，环比亏损缩窄 77%。收入规模环比下降，因动力电池需求和储能系统需求均下滑。利润亏损缩窄，主要因为 19Q1 和 19Q4 分别支付一次性费用用于储能安全系统建设。

Q1 动力电池装机增长 30%+。根据配套车型的装机数据来看，三星 20Q1 装机电量约 0.6gwh（SNE 出货数据为 1.2gwh），同比增长 32%，主要配套宝马多款插电车型及大众部分老款车型。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。

图表 8：三星 SDI 装机情况

	品牌	车型	单车电 量kwh	20新款电 量kwh	2016	2017	2018年	2019年	2020年1-3月	同比
三星	宝马	2 Series	7.7		0.04	0.08	0.09	0.09	0.01	-36%
三星	宝马	3 Series	7.6		0.07	0.10	0.08	0.07	0.04	890%
三星	宝马	BMW 5 Series	9.2		0.00	0.09	0.21	0.17	0.05	29%
三星	宝马	BMW i8	7.1	7.1	0.03	0.01	0.02	0.02	0.00	-55%
三星	宝马	BMW i3	22	33	0.78	0.92	1.02	0.83	0.12	-39%
三星	宝马	X5	9		0.10	0.10	0.07	0.03	0.02	730%
三星	宝马	Countryman	7.6		0.00	0.03	0.07	0.09	0.02	-30%
三星	大众	up!	18.7		0.04	0.05	0.05	0.04	0.05	437%
三星	大众	Golf	16.35	35.8	0.00	0.88	1.07	0.54	0.20	66%
三星	大众	Audi Q7	7.2		0.03	0.03	0.02	0.01	0.01	382%
三星	大众	Passat (Santana)	9.9		0.13	0.13	0.09	0.05	0.04	840%
三星合计 (gwh)					1.22	2.41	2.79	1.93	0.57	32%

数据来源：Marklines，东吴证券研究所

20Q2 预计动力需求环比持平，全年目标不变。动力方面，公司预计 20Q2 插电车型的电池需求增长，但是整体动力电池的收入规模环比基本维持。公司认为疫情对欧洲主流车企的规划影响有限，OEM 部分 4 月下旬复工，5 月要求开始正常供货，基于此公司认为全年出货目标不变。此前公司预计，20 年将逐季增长，全年动力维持 70%左右的增长目标。

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：韩国本土预计下半年恢复，海外不受疫情影响。储能本土需求下降影响 Q1 收入，公司目前已经完成 70%的储能安全系统安装，预计上半年完成，下半年开始开发新项目。20Q2 的需求增长主要来自美国电网，且疫情对电网储能的影响非常有限。

2) 小型电池：受疫情影响较大，盈利大幅下滑

疫情影响下调消费电池全年目标，预计 20Q3 新机型推出刺激增长。20Q1 消费电池的收入约 50 亿元，同比下降 27%，环比下降 17%；营业利润约 1.4 亿，同比下降 85%，环比下降 77%，营业利润率 20Q1 仅 2.9%，同比下降 10.7pct，环比下降

7.3pct。一季度消费电子表现较差，主要因为疫情影响造成圆柱小型电池的需求大幅下滑。20Q2 疫情仍将影响，公司下调消费电子全年目标。公司预计 20Q2 电动工具和机器人对圆柱电池的需求将提升，但是 iPhone 的销量依旧保持疲软。预计 20Q3 多数手机厂推出新机型，需求开始恢复。

盈利能力大幅下滑：20Q1 三星 SDI 消费电子营业利润率仅 2.9%，同环比大幅下滑，盈利水平接近 17Q2 三星 Note7 爆炸事件后的恢复初期。

三、松下：产能持续扩张，圆柱动力利润增长

动力营收同比增 11%，北美工厂盈利，北美继续合作扩产：公司公布 1Q20 年动力电池实现营收约 76.6 亿元，同比增长 11%，环比下降 3%。**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 1Q20 营业利润-10.9 亿元，亏损同比扩大 5 倍，环比亏损扩大 168%。主要原因为：汽车事业部在欧洲的工厂建设支出较大，方形电池资本开支加大。**圆柱电池 19Q4 开始在北美工厂实现盈利，主要得益于规模的增长。目前北美超级工厂产能于 19 年 3 月达到 35Gwh，随后双方合作投资扩产进度放缓，近期公司表示将进一步扩大北美工厂产能建设。**

图表 9：松下动力电池相关板块营收和利润情况（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
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
汽车系统-营收	152.5	148.3	154.9	164.3	149.9	140.6	131.5	136.4
动力电池-营收	54.6	66.3	73.9	69.3	68.3	72.4	78.6	76.6
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

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

预计 20Q1 松下装机 5.2gwh，同比微增。公司主要客户为特斯拉和丰田，特斯拉 20Q1 销量 8.8 万辆（其中中国销量 1.7 万辆约 30%由松下配套），同比增长 40%，对应松下配套电池约 5.2gwh；丰田普锐斯 Q1 销量 0.3 万辆，贡献装机有限。总体看预计松下 20Q1 装机电量约 5.2gwh，同比微降。

四、SKI：亏损小幅缩窄，20 年目标下调 10%

亏损小幅缩窄，20 年目标下调 10%。20Q1 动力电池板块营业利润约-6.4 亿元，亏损同比扩大 21%，环比缩窄 7%，海外的工厂仍处初期有较高的成本，亏损环比缩窄主要因各类销售、管理费用支出的减少。关于 20 年全年收入目标，公司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。

图表 10：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

图表 10：SKI 动力电池产能规划

► Production Capacity



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

投资建议：海外疫情高峰已过，逐步复工复产，终端销量将逐步恢复；国内政策落地，Q2 末有望迎来销量拐点，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。

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>