

汽车及汽车零部件行业研究

买入（维持评
级）

行业专题研究报告

证券研究报告

国金证券研究所

分析师：陈传红（执业 S1130522030001） 联系人：胡媛媛

chenchuanhong@gjzq.com.cn

huyuan yuan@gjzq.com.cn

海外电池厂 1Q23 业绩总结：

业绩同环比高增长，IRA 贡献利润增量

核心要点

1Q23 海外电池厂业绩同环比高增，IRA 贡献增量利润。 1) 电池营收：1Q23，海外电池厂电池业务营收同比均大幅上升，其中 SKI 与 LGES 增幅超 100% (LG 创历史新高)，主要系北美需求强劲、SKI 新工厂投产等。受季节性因素、不利汇率等影响，三星 SDI 电池营收环比降 10.2%。2) 电池利润：1Q23，LGES/三星 SDI/松下电池业务利润率分别为 7.2%/6.6%/3.4%，三星 SDI 布局高端市场、LGES 费用效率提升&IRA 税收抵免金额计算在营业利润中，实现较高利润率。SKI 1Q23 提供员工激励计划、研发费用提升等导致成本增加（同时未计算 IRA 税收抵免金额），利润率为-10.4%。

IRA 法案对电池厂提供税收抵免。 根据海外电池厂财报及公开交流，IRA 将为符合条件的电池生产商提供税收减免（AMPC），分别为可扣除、可返还、可转移的税收抵免途径。具体看，对于电芯环节，税收抵免为 35 美元/kWh（折合 0.245 元/Wh），模组环节为 10 美元/kWh（折合 0.07 元/Wh），电池厂最高可获 45 美元/kWh（折合 0.315 元/Wh）税收抵免。如 1Q23，松下预计包含 8.6GWh 电池符合税收抵免条件，AMPC 为 8.6GWh x \$35/kWh = 3.01 亿美元（折合 400 亿日元、21 亿元），松下计入 400 亿日元净利润作为 IRA 税收抵免。

IRA 法案进一步推动北美市场电池扩产动力。 截至 1Q23，LG/SKI/SDI/松下在美规划产能分别为 249/219/30/84GWh，其中 LG/SKI/松下 23 年税收抵免对应电池产能预计为 15-20/10-15/38GWh；23-25 年，IRA 预计带来累计税收抵免对于 SKI/松下分别为 210/84 亿元。

1. 松下：公司与特斯拉已有 38GWh 美国本土产能，预计享受 35 美元/kWh 补贴，则每年有 1600 亿日元税收抵免。23 年，公司保留 800 亿元计入调整后营业利润，剩余 800 亿日元将投资北美汽车业务等。
2. LGES：公司在美国拥有密歇根州的独立产能&通用合资一期产能，23 年销量预计达 15-20GWh，可享受 AMPC 税收抵免。公司在美总产能规划达 250GWh。
3. SKI：公司在美国佐治亚州已拥有 22GWh 产能，23 年起将获得 AMPC 福利，25 年起，SKI 将与福特&现代建立合资企业，届时美国产能预计达 180GWh。
4. 三星 SDI：公司与通用汽车均同意在美投资超 30 亿美元建设 30GWh 电池产能，计划于 26 年生产下一代方形&圆柱电池。

投资逻辑

国内材料商加快北美布局，有望受益于 IRA 政策红利。据松下 1Q23 财报公开交流，公司获得 1600 亿元日本税抵免，仅计划将 800 亿日元计入调整后营业利润，主要系公司认为“自己无法独自实现 IRA 目标，需要与其他利益相关者合作”。此外，根据 IRA 现已颁布法案，对于电池组件要求从 2023 年开始，包括正负极、隔膜、电解液、电芯和模块等应有 50%以上在北美制造或组装，到 2029 年，适用比例将逐步提高到 100%。我们认为，目前在美国已有产能布局电池材料企业将有机会获得 IRA 法案下供应链红利，同时规避一定地域限制风险。

风险提示

汽车消费需求不及预期，海外电池厂扩产规划不及预期，中美摩擦加剧风险。

内容目录

| | | |
|-----|-------------------------------------|----|
| 一、 | 海外电池厂 1Q23 业绩总结：业绩同环比高增，IRA 贡献利润增量 | 3 |
| 1.1 | 1Q23 海外电池厂业绩：收入&装机量同环比高增，税收抵免贡献利润增量 | 3 |
| 1.2 | IRA 税收抵免：AMPC 提升电池厂利润，推动北美电池扩产动力 | 3 |
| 二、 | 海外电池厂供应链分析 | 4 |
| 2.1 | 海外电池厂需求保持高增，供应链结构逐步“中国化” | 4 |
| 2.2 | 国内材料商加快北美布局，有望受益于 IRA 政策红利 | 6 |
| 三、 | 具体电池厂业绩总结 | 6 |
| 3.1 | 松下：营收高增盈利下降，IRA 补贴开始体现 | 6 |
| 3.2 | SKI：电池业绩创新高，亏损情况有所改善 | 7 |
| 3.3 | LGES：单位盈利改善显著，IRA 税收减免逐步兑现 | 8 |
| 3.4 | 三星 SDI：动力电池盈利能力良好，合资通用在美建设电池厂 | 9 |
| 四、 | 风险提示 | 10 |

图表目录

| | | |
|--------|------------------------------|---|
| 图表 1： | 海外电池厂 1Q23 装机量汇总 (GWh) | 3 |
| 图表 2： | 海外电池厂 1Q23 经营情况汇总 (亿元) | 3 |
| 图表 3： | IRA 高端制造生产税收抵免 AMPC (2023 年) | 4 |
| 图表 4： | 海外电池厂在美产能规划&预期 AMPC (2023 年) | 4 |
| 图表 5： | 海外电池厂供应链需求空间测算 (22A-25E) | 4 |
| 图表 6： | 海外电池厂国内供应链整理 (2023 年) | 5 |
| 图表 7： | 国内电池材料企业在美建厂规划 (2023 年) | 6 |
| 图表 8： | 松下电池产能规划 (GWh) | 7 |
| 图表 9： | SKI 电池产能规划 (GWh) | 7 |
| 图表 10： | LGES 电池产能规划 (GWh) | 8 |
| 图表 11： | 三星 SDI 电池产能规划 (GWh) | 9 |

一、海外电池厂 1Q23 业绩总结：业绩同环比高增，IRA 贡献利润增量

1.1 1Q23 海外电池厂业绩：收入&装机量同环比高增，税收抵免贡献利润增量

装机量同环比高增长，市占率基本保持稳定。据 SNE 发布数据显示，1Q23 海外电池厂松下/SKI/三星 SDI/LGES 装机量分别为 11.9/7.1/6.5/19.3GWh，同比分别增长 36.8%/6.0%/51.2%/37.9%，环比分别变动 17%/8%/-16%/-13%，其中松下、SKI 环比实现正增长主要系北美电动车需求高增、SKI 新工厂投产等。松下/SKI/三星 SDI/LGES 1Q23 市占率分别为 9.0%/5.3%/4.9%/14.5%，同比分别变动 0.0/-1.7/0.5pct/-0.1pct，份额基本保持稳定。1Q23，海外电池厂装机量环比增幅较宁德时代更优，主要系国内市场受到春节淡季、疫情冲击等影响整体需求下滑。

图表1：海外电池厂 1Q23 装机量汇总 (GWh)

| 电池厂 | 1Q23 装机 | 1Q22 装机 | 4Q22 装机 | YOY | QOQ | 1Q23 市占率 | 1Q22 市占率 | YOY |
|--------|---------|---------|---------|-------|------|----------|----------|-------|
| 松下 | 11.9 | 8.7 | 10.2 | 36.8% | 17% | 9.0% | 9.0% | 0.0% |
| SKI | 7.1 | 6.7 | 6.6 | 6.0% | 8% | 5.3% | 7.0% | -1.7% |
| 三星 SDI | 6.5 | 4.3 | 7.7 | 51.2% | -16% | 4.9% | 4.4% | 0.5% |
| LGES | 19.3 | 14.0 | 22.3 | 37.9% | -13% | 14.5% | 14.6% | -0.1% |
| 宁德时代 | 46.6 | 34.3 | 71.8 | 35.9% | -35% | 35.0% | 35.8% | -0.8% |

来源：SNE Research，各公司公告，国金证券研究所

注1：SDI 电池业务取自公司「能源业务部门」。松下电池业务取自「新能源业务」，由过去的「汽车解决方案业务」中独立出来。LGES 原为 LG 化学全资子公司，后完全独立；

注2：宁德时代为对比公司。

业绩同环比高增，IRA 贡献增量利润。1) 电池营收：1Q23，海外电池厂电池业务营收同比均大幅上升，其中 SKI 与 LGES 增幅超 100% (LG 创历史新高)，主要系北美需求强劲、SKI 新工厂投产等。受季节性因素、不利汇率等影响，三星 SDI 电池营收环比降 10.2%。2) 电池利润：1Q23，LGES/三星 SDI/松下电池业务利润率分别为 7.2%/6.6%/3.4%，三星 SDI 布局高端市场、LGES 费用效率提升&IRA 税收抵免金额计算在营业利润中，实现较高利润率；SKI 1Q23 提供员工激励计划、研发费用提升等导致成本增加 (同时未计算 IRA 税收抵免金额)，利润率为-10.4%。3) 隔膜业务：1Q23，SKI 隔膜业务收入 2.2 亿元，利润率为-9.4%，亏损环比收窄主要系一次性费用减免、规模效应体现。

图表2：海外电池厂 1Q23 经营情况汇总 (亿元)

| 项目 | 松下 | SKI | 三星 SDI | LGES |
|---------|-----------|-----------|----------|----------|
| 总营收 | 1089.6 亿元 | 1006.5 亿元 | 281.5 亿元 | 459.9 亿元 |
| YOY | -0.3% | 17.7% | 44.7% | 101.5% |
| QOQ | 9.6% | 0.0% | -10.2% | 2.4% |
| 营业利润率 | 2.5% | 2.0% | 7.0% | 7.2% |
| 电池业务营收 | 131.6 亿元 | 173.8 亿元 | 252.3 亿元 | 459.9 亿元 |
| YOY | 29.6% | 162.3% | 44.6% | 101.5% |
| QOQ | 2.9% | 14.9% | -10.2% | 2.4% |
| 电池业务利润率 | 3.4% | -10.4% | 6.6% | 7.2% |
| 隔膜业务营收 | - | 2.2 亿元 | - | - |
| 隔膜业务利润率 | - | -9.4% | - | - |

来源：各公司公告，国金证券研究所

注1：松下、LGES 电池业务利润&利润率考虑 IRA 当期税收抵免影响；

注2：根据各公司财报数据及 2023 年 5 月 17 日汇率折算人民币。

1.2 IRA 税收抵免：AMPC 提升电池厂利润，推动北美电池扩产动力

IRA 法案对电池厂提供税收抵免。根据海外电池厂财报及公开交流，IRA 将为符合条件的电池生产商提供税收减免 (AMPC)，分别为可扣除、可返还、可转移的税收抵免途径。具体看，对于电芯环节，税收抵免为 35 美元/kWh (折合 0.245 元/Wh)，模组环节为 10 美元/kWh (折合 0.07 元/Wh)，电池厂最高可获 45 美元/kWh (折合 0.315 元/Wh) 税收抵免。如 1Q23，松下预计包含 8.6GWh 电池符合税收抵免条件，AMPC 为 8.6GWh x \$35/kWh = 3.01 亿美元 (折合 400 亿日元、21 亿元)，松下计入 400 亿日元净利润作为 IRA 税收抵免。

图表3: IRA 高端制造生产税收抵免 AMPC (2023 年)

| 环节 | 税收抵免 AMPC | | | | | | | |
|---------|-----------|--------|---|-----|-------|---|-------|------|
| 电芯 | 35 | 美元/kWh | = | 245 | 元/kWh | = | 0.245 | 元/Wh |
| PACK | 10 | 美元/kWh | = | 70 | 元/kWh | = | 0.07 | 元/Wh |
| 电芯+PACK | 45 | 美元/kWh | = | 315 | 元/kWh | = | 0.315 | 元/Wh |

来源: 美国财政部公告, 国金证券研究所

IRA 法案进一步推动北美市场扩产动力。1) 松下: 公司与特斯拉已有 38GWh 美国本土产能, 预计享受 35 美元/kWh 补贴, 则每年有 1600 亿日元税收抵免, 其中公司保留 800 亿元计入调整后营业利润, 剩余 800 亿日元将投资北美汽车业务等。2) LGES: 公司在美国拥有密歇根州的独立产能&通用合资一期产能, 23 年销量预计达 15-20GWh, 可享受 AMPC 税收抵免。公司在美总产能规划达 250GWh。3) SKI: 公司在美国佐治亚州已拥有 22GWh 产能, 23 年起将获得 AMPC 福利, 25 年起, SKI 将与福特&现代建立合资企业, 届时美国产能预计达 180GWh。4) 三星 SDI: 公司与通用汽车均同意在美投资超 30 亿美元建设 30GWh 电池产能, 计划于 26 年生产下一代方形&圆柱电池。

截至 1Q23, LG/SKI/SDI/松下在美规划产能分别为 249/219/30/84GWh, 其中 LG/SKI/松下 23 年税收抵免对应电池产能预计为 15-20/10-15/38GWh; 23-25 年, IRA 预计带来累计税收抵免对于 SKI/松下分别为 210/84 亿元。

图表4: 海外电池厂在美产能规划&预期 AMPC (2023 年)

| 海外电池厂在美建设产能规划 (GWH) | | | | 23 年税收抵免电池产能 (GWH) | 23-25 年累计税收抵免总额 (亿元) |
|---------------------|-----|-----------|-----|--------------------|----------------------|
| LG | 249 | Michigan | 26 | 15-20 | |
| | | GM JV 103 | 140 | | |
| | | Honda JV | 40 | | |
| | | Arizona | 43 | | |
| SKI | 219 | 佐治亚 | 90 | 10-15 | 210 |
| | | 田纳西 | 43 | | |
| | | 肯塔基 | 86 | | |
| SDI | 30 | 通用合资 | 30 | | |
| | | 内华达 | 54 | | |
| 松下 | 84 | 堪萨斯州 | 30 | 38 | 81 |

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

二、海外电池厂供应链分析

2.1 海外电池厂需求保持高增, 供应链结构逐步“中国化”

海外电池厂需求保持高增, 中游材料需求空间打开。根据我们的测算, 松下、SKI、三星 SDI、LGES 电池需求 23/24/25 年合计约 313/417/494GWh, CAGR=27.4%, 对应正极需求分别为 72/95/112 万吨, 负极需求分别为 31/41/49 万吨, 隔膜需求分别为 50/66/78 亿平, 电解液需求分别为 37/50/58 万吨。

图表5: 海外电池厂供应链需求空间测算 (22A-25E)

| 项目 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------------|-------|-------|-------|
| 松下电池需求合计 (GWH) =① | 56.3 | 63.2 | 67.2 |
| 正极需求(万吨) | 12.9 | 14.4 | 15.2 |
| 负极需求(万吨) | 5.6 | 6.3 | 6.6 |
| 隔膜需求(亿平) | 9 | 10 | 10.6 |
| 电解液需求(万吨) | 6.7 | 7.5 | 7.9 |
| SKI 电池需求合计 (GWH) =② | 56.9 | 101.9 | 144 |

| | | | |
|----------------------------|-------|-------|-------|
| 正极需求(万吨) | 13 | 23.2 | 32.6 |
| 负极需求(万吨) | 5.7 | 10.1 | 14.2 |
| 隔膜需求(亿平) | 9.1 | 16.1 | 22.7 |
| 电解液需求(万吨) | 6.8 | 12.1 | 17 |
| 三星 SDI 电池需求合计 (GWH) =③ | 62.1 | 90.6 | 102 |
| 正极需求(万吨) | 14.2 | 20.6 | 23.1 |
| 负极需求(万吨) | 6.2 | 9 | 10 |
| 隔膜需求(亿平) | 9.9 | 14.3 | 16.1 |
| 电解液需求(万吨) | 7.4 | 10.8 | 12.1 |
| LGES 电池需求合计 (GWH) =④ | 137.9 | 161.2 | 180.6 |
| 正极需求(万吨) | 31.6 | 36.7 | 40.9 |
| 负极需求(万吨) | 13.7 | 16 | 17.8 |
| 隔膜需求(亿平) | 22 | 25.5 | 28.5 |
| 电解液需求(万吨) | 16.5 | 19.2 | 21.4 |
| 主要海外电池厂需求合计 (GWH) =①+②+③+④ | 313.2 | 416.9 | 493.8 |
| 正极需求(万吨) | 71.7 | 94.9 | 111.8 |
| 负极需求(万吨) | 31.2 | 41.4 | 48.6 |
| 隔膜需求(亿平) | 50 | 65.9 | 77.9 |
| 电解液需求(万吨) | 37.4 | 49.6 | 58.4 |

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

注: 海外电池厂出货需求根据公司产能规划及合理产能利用率假设。

海外电池厂供应链持续开发中国供应商。1) 松下: 供应链以日本本土供应商为主, 负极、隔膜环节逐步转向中国供应商。国内核心供应商为恩捷股份、贝特瑞、新宙邦等。2) LGES: 供应链向资源端延伸, 正极、负极材料部分自供 & 实现本土化生产, 隔膜、电解液等中国供应商份额逐步提升。国内核心供应商为恩捷股份、璞泰来、新宙邦等。3) SKI: 负极、隔膜、电解液等以本土供应商为主, 正极材料与当升科技合作。国内核心供应商为当升科技等。4) 三星 SDI: 正极、隔膜环节持续开发中国供应商, 负极、电解液环节以中国供应商为主。国内核心供应商为璞泰来、恩捷股份、新宙邦、贝特瑞等。

图表6: 海外电池厂国内供应链整理 (2023 年)

| 电池厂 | 代码 | 简称 | 收盘价 | 归母净利润(亿元) | | | EPS | | | PE | | |
|------------------|--------|------|-------|-----------|-------|-------|------|------|------|------|------|------|
| | | | | 22A | 23E | 24E | 22A | 23E | 24E | 22A | 23E | 24E |
| 松下 供应链 | 2812 | 恩捷股份 | 105.9 | 40 | 54.2 | 70.7 | 4.5 | 6.1 | 7.9 | 23.6 | 17.4 | 13.4 |
| | 835185 | 贝特瑞 | 42.5 | 23.1 | 24.3 | 30.5 | 3.2 | 3.3 | 4.2 | 13.6 | 12.9 | 10.2 |
| | 300037 | 新宙邦 | 49.5 | 17.6 | 15.8 | 21.5 | 2.4 | 2.1 | 2.9 | 21 | 23.4 | 17.2 |
| SKI 供应链 | 600549 | 厦门钨业 | 19.8 | 14.5 | 21.5 | 27.3 | 1 | 1.5 | 1.9 | 19.4 | 13.1 | 10.3 |
| | 300073 | 当升科技 | 54.1 | 22.6 | 22.6 | 27.3 | 4.5 | 4.5 | 5.4 | 12.1 | 12.1 | 10 |
| | 300035 | 中科电气 | 13.1 | 3.6 | 5.9 | 10.1 | 0.5 | 0.8 | 1.4 | 26 | 16.1 | 9.4 |
| 三星 SDI 供应链 | 2466 | 天齐锂业 | 80.8 | 241.3 | 193.6 | 175.7 | 15.5 | 11.8 | 10.7 | 5.5 | 6.9 | 7.6 |
| | 603659 | 璞泰来 | 37.9 | 31 | 42.3 | 55 | 2.2 | 2.1 | 2.8 | 24.7 | 18.1 | 13.9 |
| | 2812 | 恩捷股份 | 105.9 | 40 | 54.2 | 70.7 | 4.5 | 6.1 | 7.9 | 23.6 | 17.4 | 13.4 |
| 三星 SDI 供应链 | 300037 | 新宙邦 | 49.5 | 17.6 | 15.8 | 21.5 | 2.4 | 2.1 | 2.9 | 21 | 23.4 | 17.2 |
| | 835185 | 贝特瑞 | 42.5 | 23.1 | 24.3 | 30.5 | 3.2 | 3.3 | 4.2 | 13.6 | 12.9 | 10.2 |
| | 600884 | 杉杉股份 | 15.8 | 26.9 | 30.1 | 36.8 | 1.2 | 1.3 | 1.6 | 13.3 | 11.9 | 9.7 |

| | | | | | | | | | | | | |
|-------------|--------|------|-------|------|------|------|-----|-----|-----|------|------|------|
| LGES 供应链 | 603659 | 璞泰来 | 37.9 | 31 | 42.3 | 55 | 2.2 | 2.1 | 2.8 | 24.7 | 18.1 | 13.9 |
| | 2812 | 恩捷股份 | 105.9 | 40 | 54.2 | 70.7 | 4.5 | 6.1 | 7.9 | 23.6 | 17.4 | 13.4 |
| | 300568 | 星源材质 | 17.7 | 7.2 | 11.6 | 16.3 | 0.6 | 0.9 | 1.3 | 31.6 | 19.6 | 14 |
| | 300037 | 新宙邦 | 49.5 | 17.6 | 15.8 | 21.5 | 2.4 | 2.1 | 2.9 | 21 | 23.4 | 17.2 |
| | 600884 | 杉杉股份 | 15.8 | 26.9 | 30.1 | 36.8 | 1.2 | 1.3 | 1.6 | 13.3 | 11.9 | 9.7 |
| | 2709 | 天赐材料 | 46.2 | 57.1 | 47 | 61.6 | 3 | 2.4 | 3.2 | 15.6 | 18.9 | 14.5 |

来源: Wind 一致预期, 国金证券研究所

注: 表内上市公司信息取自 2023 年 5 月 18 日收盘价。

2.2 国内材料商加快北美布局, 有望受益于 IRA 政策红利

据松下 1Q23 财报公开交流, 公司获得 1600 亿元日本税抵免, 仅计划将 800 亿日元计入调整后营业利润, 主要系公司认为“自己无法独自实现 IRA 目标, 需要与其他利益相关者合作”。此外, 根据 IRA 现已颁布法案, 对于电池组件要求从 2023 年开始, 包括正负极、隔膜、电解液、电芯和模块等应有 50% 以上在北美制造或组装, 到 2029 年, 适用比例将逐步提高到 100%。我们认为, 目前在美国已有产能布局电池材料企业将有机会获得 IRA 法案下供应链红利, 同时规避一定地域限制风险。

图表 7: 国内电池材料企业在美建厂规划 (2023 年)

| 厂商 | 地点 | 时间 | 项目 | 产品 | 产能 | 投资额 | 权益 |
|------|----------------|---------|-------|------------------------|---|--|------|
| 新宙邦 | 美国 | 2022.08 | 锂电池材料 | 碳酸酯溶剂和 锂离子电池电 解液 | 10 万吨碳酸 酯溶剂、5 万 吨锂离子电池 电解液、联产 5 万吨乙二醇 | 2.45 亿美元 | - |
| 恩捷股份 | 美国俄亥俄州 | 2022.05 | 锂电池隔膜 | 基膜、功能性 涂布膜 | 10-12 亿平 | 9.16 亿美元 | 100% |
| 国轩高科 | 美国密歇根州 大急流城 | 2022.10 | 锂电池材料 | 正极材料、负 极材料 | 15 万吨正极 材料、5 万吨 负极材料 | 23.64 亿美元 | 100% |
| 东山精密 | 美国 | 2023.01 | 电芯结构件 | 金属冲压件 | 产值 4000- 5000 万美 元, 未来有望 达 1-2 亿美元 | 不超过 5300 万美元收购美 国工厂 (Aranda、 AutoTech US)、墨西哥 工厂 AutoTechMexi co100%股权 | 100% |

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

三、具体电池厂业绩总结

3.1 松下: 营收高增盈利下降, IRA 补贴开始体现

5 月 11 日, 松下发布 23 年财报 (2022 年 4 月 1 日-2023 年 3 月 31 日)。FY23 能源业务营收 491.5 亿元 (按照 FY23 汇率折算成人民币, 下同), 同比+27%, 其中动力电池营收 330.8 亿元, 储能及其他营收 157.1 亿元; 营业利润 16.8 亿元, 同比-48.3%; 调整后的营业利润 20.0 亿元, 同比-41.9%; 调整后的营业利润率 4.1%, 同比-4.8pct。

1Q23 能源业务营收 131.6 亿元 (按照 1Q23 汇率折算成人民币, 下同), 同比+29.6%, 环比+2.9%, 其中动力电池营收 94.4 亿元, 储能及其他营收 36.3 亿元; 营业利润 2.17 亿元, 同比-26%, 环比+2050%; 调整后的营业利润 4.4 亿元, 同比-34.4%, 环比+1333.3%; 调整后的营业利润率 3.4%, 同比-3.3pct, 环比+3.2pct。业绩符合预期。

业绩变动: 能源业务营收增长主要系北美电动车需求增加叠加电池价格修复, 但消费电池和储能电池销售下游需求疲软, 导致销售有所下滑。能源业务营业利润下降主要系动力电池原材料价格上涨、消费及储能电池销量下降, 以及用于支撑后续增长的研发费用等成本上升。

税收抵免：在 1Q23，公司计入 400 亿日元的净利润作为 IRA 税收抵免。2024 财年，公司计划选择可返还的税收抵免方式，并将获得的税收抵免用于推动北美电动汽车业务发展和与客户合作，预计约有 800 亿日元的税收抵免金额将计入能源业务调整后的营业利润，同时将有 200 亿日元计入递延所得税资产，预计 IRA 对公司 2024 财年净利润的影响额为 1000 亿日元。剔除 IRA 影响后，预计 2024 财年营业利润将增长 359 亿日元。

经营情况：公司预计 24 财年（2023 年 4 月 1 日-2024 年 3 月 31 日）整体业务将迎来市场环境改善与需求增加，预计营收将增长 4%，达到 8.5 万亿日元，调整后营业利润将达到 4300 亿日元，净利润为 3500 亿日元，超过 23 财年。在能源业务方面，受益于美国新能源车税收抵免生效和需求增加，公司预计：1) 动力电池：营收有望增长。尽管储能及其他业务面临市场困难，但预计在 2024 财年第二季度将逐渐恢复。原材料价格上升的影响存在时间滞后，预计在 2024 财年将恢复正常，带动利润增长。2) 能源业务：预计 2024 财年实现 6% 的营收增长，达到 1.03 万亿日元，调整后营业利润为 1350 亿日元，净利润为 335 亿日元。此外，4680 量产计划推迟至 2025 财年上半年，而 Kansas 工厂的 2170 电池预计在 2025 财年开始量产，产能预计在 2027 财年达 30GWh。公司还与 Hexagon Purus 达成了提供电动电池的合作。

图表8：松下电池产能规划 (GWh)

| 国家 | 项目/基地 | 电池用途 | 电池类型 | 规划产能 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|------|------------|-------|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 日本 | Suminoe/大阪 | 动力+储能 | 方形+圆柱 | 10 | 4.4 | 5.8 | 6 | 6 | 10 | 10 | 10 | 10 | 10 |
| | Kasai/加西 | | | | | | | | | | | | |
| | Himeji/姬路 | | | | | | | | | | | | |
| | Sumoto/州本 | | | | | | | | | | | | |
| | 和歌山 | | | 10 | | | | | | 8 | 10 | 10 | |
| | 丰田合资德岛 | | | 10 | | | | | 10 | 10 | 10 | 10 | 10 |
| 美国 | 内华达 | 动力+储能 | 圆柱 | 54 | 15 | 20 | 35 | 35 | 44 | 54 | 54 | 54 | 54 |
| | 堪萨斯州 | | | | | | | | | | | | |
| 中国 | 辽宁大连 | 动力 | 方形 | 12 | 2 | 5 | 8 | 9 | 9 | 12 | 12 | 12 | 12 |
| | 江阴1期 | | | | | | | | | | | | |
| | 江阴2期 | | | | | | | | | | | | |
| | 江阴3期 | | | | | | | | | | | | |
| | 江苏苏州 | | | | | | | | | | | | |
| | 江苏无锡 | | | | | | | | | | | | |
| 挪威 | | | | 38 | | | | | | | | | |
| 总规划 | | | | 221 | 22 | 32 | 54 | 61 | 98 | 121 | 139 | 156 | 166 |
| 新增产能 | | | | | | 10 | 22 | 7 | 37 | 23 | 18 | 17 | 10 |

来源：松下公司财报及公告，国金证券研究所

3.2 SKI：电池业绩创新高，亏损情况有所改善

5月4日，SKI发布23年一季报。1Q23公司收入1006.46亿元，同比+17.7%，环比持平，营业利润率2.0%，同比-8.1pct，环比+6.0pct；1Q23电池板块收入173.78亿元，同比+162.3%，环比+14.9%，营业利润率-10.4%，同比+11.3pct，环比+1.3pct；1Q23隔膜板块收入2.23亿元，同比-37.6%，环比-0.2%，营业利润率-9.4%，同比-4.9pct，环比+2.1pct。

据SNE发布的数据显示，22年公司动力电池装机量27.8GWh，同比+61.1%，市占率5.4%，同比-0.3pct；1Q23动力电池装机量7.1GWh，同比+5.1%，环比-26.4%，市占率5.3%，同比-1.7pct。

业绩变动：电池板块营收创新高，主要得益于新工厂产能逐步释放以及客户订单增长，随着海外新工厂产能的持续走高，营业收入预计将继续呈上升趋势。电池板块亏损情况有所改善，IRA税收抵免将从2Q23开始计入营业利润中，将进一步改善利润情况；得益于成本下降，隔膜板块季度亏损减少。

产能建设：SKI将与现代合资在美国建设新电池工厂，计划建设35GWh NCM软包电池产能，投资额约50亿美元。22年电池总产能88GWh，24-25年匈牙利工厂、美国福特合资工厂、中国盐城工厂将陆续投产，预计25年总产能224GWh，分别为美国94GWh、欧洲48GWh、中国77GWh、韩国5GWh。

税收抵免：预计在2023-2025年累计获得4万亿韩元的收益，IRA对盈利能力产生积极影响。每单位电池税收抵免预计为45美元/kWh，销量约为10-15GWh。公司在北美市场有较强竞争力，同时积极与福特、现代等合作伙伴展开合作。公司在佐治亚州拥有22GWh的产能，并将从今年开始享受AMPC福利，目前AMPC细则尚未披露，因此1Q23数据中未包含AMPC补贴，预计将从2Q23开始反映AMPC，并可能追溯应用于1Q23。

图表9：SKI电池产能规划 (GWh)

| 国家 | 项目 | 电池用途 | 电池类型(形状) | 规划产能 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|--------|------|------|----------|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 韩国 | 瑞山 | | 软包 | 4.7 | | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| | 常州 | 动力 | 软包 | 7.5 | | | | 7.5 | 7.5 | 7.5 | 7.5 | 7.5 | 7.5 |
| 中国 | 盐城 | 动力 | 锂离子软包 | 27 | | | | 2.25 | 11.5 | 18 | 19.5 | 27 | 27 |
| | 惠州 | | | 8 | | | | 8 | 10 | 10 | 10 | 10 | 10 |
| | 盐城 | | | 33 | | | | | | | | 33 | 33 |
| 欧洲/匈牙利 | 科马罗姆 | | 软包 | 7.5 | | | | 7.5 | 7.5 | 7.5 | 7.5 | 7.5 | 7.5 |
| | 第二工厂 | | 软包 | 9 | | | | | | 10 | 10 | 10 | 10 |
| 美国/佐治亚 | 伊万乔 | 动力 | 软包 | 30 | | | | | | | 6.5 | 7.5 | 15 |
| | 第一工厂 | 动力 | 软包 | 45 | | | | | | 10 | 10 | 25 | 45 |
| 美国/田纳西 | 第二工厂 | 动力 | 软包 | 45 | | | | | | | 12 | 25 | 45 |
| 美国/肯塔基 | 福特合资 | | | 43 | | | | | | | | | |
| 美国/肯塔基 | 福特合资 | | | 86 | | | | | | | | | |
| 总规划 | | | | 345.7 | 0 | 5 | 5 | 30 | 42 | 68 | 88 | 158 | 223 |
| 新增产能 | | | | | | | 0 | 25 | 11 | 27 | 20 | 70 | 65 |

来源: SKI 财报及公告, 国金证券研究所

3.3 LGES: 单位盈利改善显著, IRA 税收减免逐步兑现

4月27日, LGES 发布23年一季报。1Q23 公司收入459.89亿元(按照23年3月31日汇率折算成人民币,下同),同比+101.5%,环比+2.4%,毛利率14.8%,同比-3.1pct,环比-0.4pct,净利率6.4%,同比+1.2pct,环比+3.2pct。

据 SNE 发布的数据显示,22 年公司动力电池装机量 70.4GWh,同比+18.5%,市占率 13.6%,同比-6.1pct,22 年储能电池出货量 9.2GWh,同比+16.46%,市占率 8.2%,同比-3.7pct;1Q23 动力电池装机量 19.3GWh,同比+37.5%,环比-13.5%,市占率 14.5%,同比-0.1pct

业绩变动:营收增长主要系北美电动车需求强劲、公司与通用合资公司稳步运营以及 2H22 金属价格上涨传导至电池售价中。22 年单位盈利 0.05 元/Wh,1Q23 单位盈利 0.14 元/Wh,盈利能力提升主要系公司费用效率的提升+出货量增长带来的规模经济效应,以及税收减免。

产能建设:公司计划在亚利桑那州新增产能,预计产能将达到 43GWh,用于生产动力圆柱电池和 LFP 储能电池。

税收减免:1) 电车补贴:通过加速本土化和扩大 FE0C 以外的直接金属采购来建立稳定的供应链,确保隔膜与电解液的本地生产,并及时灵活地应对政策变化。2) IRA:增加投资,通过在北美地区扩产从税收减免中获得财务利润。23 年公司在美国密歇根州以及与通用合资企业的销售量约在 15-20GWh,目前在美国进行的总产能规划在 250GWh,随着销量提升,预计获得的税收减免将逐步增加。为了符合 IRA 要求并采购关键矿物,公司将通过股权投资和长期上游材料供应协议努力增加直接从美国自由贸易协定国家采购矿物的比例。3) AMPC:公司目前在美国拥有位于密歇根州的独立产能,并与通用汽车合资拥有一期产能。预计 2023 年销量将达到 15-20GWh,并有资格获得 AMPC 税收减免。此外,公司在美国计划扩大总产能至 250GWh,随着产销量逐步增长,预计符合条件的税收减免金额也将增加。

发展战略:1) 产品竞争力:公司将根据客户需求开发定制化产品,如高镍正极、硅负极、LFP 等,以提高产品竞争力。同时,在 Pack/BMS 方面,提升系统层面的竞争力。2) 智能工厂:基于大数据和人工智能技术建立智慧工厂和全球整合管理系统,在人力、运营、生产力和质量方面实现持续提升。3) 供应链:本土化金属和原材料供应链以应对全球政策,如 IRA 等,加强与上游供应商的伙伴关系,并进一步扩大金属采购。4) 技术创新:公司将继续开发下一代技术以满足市场需求、保持竞争力,如锂硫电池和固态电池。同时,公司将探索新盈利模式,如电池即服务(BaaS)与能源即服务(EaaS)。

图表10: LGES 电池产能规划 (GWh)

| 国家 | 基地 | 电池用途 | 电池类型(形状) | 规划产能 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|----|--------|----------|----------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 韩国 | 梧仓 | 动力+储能+小型 | 软包 | 6 | 6 | 6 | 6 | 6 | 6 | 6 | 6 | 6 |
| 中国 | 吉利无锡合资 | 动力 | | 10 | | | | 5 | 10 | 10 | 10 | 10 |

| | | 软包, 圆柱 | | | | | | | | | | | |
|------|------------------|--------------|-----------------|-----|----|----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|---|
| 波兰 | 南京老厂 CNA | 动力 | 18650、 21700 | 4 | 4 | 4 | 4 | 4 | 4 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| | 南京新厂 CNJ | 动力 | 方形 | 40 | | 5 | 10 | 10 | 10 | 40 | 40 | 40 | |
| | 南京新厂 CNB | 动力+储能+ 小型 | 软包 | 100 | | 10 | 15 | 35 | 40 | 60 | 80 | 100 | |
| | 通用美国 | | | 70 | | | | | 10 | 20 | 50 | 70 | |
| 美国 | 佛罗茨瓦夫 | 动力 | 软包 | 150 | 10 | 35 | 65 | 90 | 110 | 130 | 140 | 150 | |
| | 布雷斯劳 | 动力 | 软包 | 5 | | | | | | 5 | 5 | 5 | |
| | 密歇根 | 动力 | 软包 | 10 | 3 | 3 | 4 | 10 | 10 | 10 | 10 | 10 | |
| 美国 | 通用合资俄亥俄 | 动力 | 软包 | 30 | | 5 | 8 | 25 | 30 | 30 | 30 | 30 | |
| | 通用合资田纳西 | 动力 | 软包 | 30 | | 5 | 8 | 25 | 30 | 30 | 30 | 30 | |
| 印尼 | Stellantis 与松下合资 | 动力 | | 40 | | | | | | | | | |
| | 现代合资 | | 软包 | | | | | | | 10 | 10 | 10 | |
| 总规划 | | | | 495 | 23 | 73 | 120 | 210 | 260 | 355 | 415 | 465 | |
| 新增产能 | | | | | | 50 | 47 | 90 | 50 | 95 | 60 | 50 | |

来源: LGES 财报及公告, 国金证券研究所

3.4 三星 SDI: 动力电池盈利能力良好, 合资通用在美建设电池厂

4月27日, 三星 SDI 发布 23 年一季报。1Q23 公司收入 281.54 亿元, 同比+44.7%, 环比-10.2%, 毛利率 17.8%, 同比-3.3pct, 环比-2.0pct, 净利率 8.7%, 同比-0.3pct, 环比-1.8pct。: 1Q23 能源部门收入 252.25 亿元, 占比 89.6%, 同比+44.6%, 环比-10.2%, 营业利润率 6.6%, 同比+1.6 pct, 环比-0.1 pct。

业绩变动: 22 年与 1Q23 动储电池出货量分别为 33.2GWh/8.7GWh, 尽管 PHEV 电池需求缓慢, 但主要客户发布带 P5 电池车型, 营收保持上升趋势, 受季节性影响, 储能电池板块营收下降。1Q23 动力电池板块随着 P5 电池放量, 盈利能力有所提升, 储能电池板块盈利能力下降。公司预计随着动储市场的持续扩大以及 P5 电池销量提升, 23 年盈利能力将进一步提升。

产能建设: 三星 SDI 和通用汽车已达成协议, 计划在美国成立一家电池制造合资企业, 投资额超 30 亿美元, 计划建成超 30GWh 产能, 将从 2026 年开始生产下一代方形电池和圆柱电池。

经营情况: 公司预计, 1) 动力及储能电池: 2023 年第二季度收入预计继续增长, 并且盈利能力将进一步提升。预计主要客户推出的新车型将带动 P5 电池销量提升, 而公用事业和 UPS 项目的扩张预计将在淡季后带来巨大的销售增长。公司将在本季度推出 46 系电池和固态电池, 确保长期增长。2) 小型电池: 公司预计 2Q23 营收将随着需求逐步恢复而增加, 并且盈利能力也将提高。公司计划通过推动与主要客户的合作伙伴扩大圆柱电池的销售, 并积极拓展户外电源设备等新应用领域的销售。

税收抵免: 根据 IRA 指南, 正极和负极被归类为组成材料, 可以来自包括韩国在内的与美国有自由贸易协定的国家, 这为 SDI 在稳定材料采购和成本竞争力方面提供了优势。SDI 将持续评估建立本地供应链的可能性, 同时加强与客户的合作关系, 以扩大在美国市场的业务。

发展战略: 在保持现有高端平台(如 P5 和 P6)竞争力的同时, 扩大产品组合以推动中长期增长。公司将利用 NMX 和 LFP 等技术在内的无钴概念, 瞄准电动汽车量产市场和公用事业 ESS 市场, 量产平台正积极开发中。此外, 公司致力于保持成本竞争力, 并运用独有的技术, 如叠片技术和方形电池等, 以实现与其他竞争对手的差异化。

图表11: 三星 SDI 电池产能规划 (GWh)

| 国家 | 项目 | 电池用途 | 电池类型 (形状) | 规划 产能 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|------|------|-------|--------------|----------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 匈牙利 | 第一工厂 | 动力 | | 40 | | 5 | 15 | 15 | 20 | 20 | 20 | 40 | 40 |
| | 第二工厂 | 动力 | 方形 | 60 | | | | | | 40 | 50 | 60 | 60 |
| 马来西亚 | | 锂电池 | 圆柱 | 10 | | | | | | | 5 | 10 | 10 |
| 韩国 | 蔚山工厂 | 动力+储能 | 方形 | 6 | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 | 6 | 6 | 6 |
| 中国 | 西安一期 | | | 21 | | | 3 | 6 | 10 | 12 | 21 | 21 | 21 |

行业投资评级的说明:

- 买入: 预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上;
- 增持: 预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%;
- 中性: 预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%;
- 减持: 预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

国金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。

任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整,亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用,在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险,可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密,只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具,本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告,则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议,国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有,保留一切权利。

| 上海 | 北京 | 深圳 |
|------------------------------------|----------------------------|--|
| 电话: 021-60753903 | 电话: 010-85950438 | 电话: 0755-83831378 |
| 传真: 021-61038200 | 邮箱: researchbj@gjzq.com.cn | 传真: 0755-83830558 |
| 邮箱: researchsh@gjzq.com.cn | 邮编: 100005 | 邮箱: researchsz@gjzq.com.cn |
| 邮编: 201204 | 地址: 北京市东城区建国内大街 26 号 | 邮编: 518000 |
| 地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼 | 新闻大厦 8 层南侧 | 地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号 嘉里建设广场 T3-2402 |