

## 电力设备与新能源行业点评

# 海外电池厂 19H1 经营梳理：业绩分化，但整体环比改善 增持（维持）

2019 年 08 月 04 日

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

### 投资要点

- **松下**：2019 年动力电池营收约 68 亿元，同比增 25%，环比下滑 2%；1H19 年动力电池营收 137.6 亿。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，该板块 2019 营业利润-6.3 亿元，亏损同环比扩大明显，主要是因为汽车事业部在欧洲的工厂建设支出较大。
- **LG 化学**：锂电池业务 2019Q2 收入 120 亿元，同比+34%，经营利润-7.6 亿元，去年同期+1.6 亿元，19Q2 经营利润率-6.3%。锂电池业务累计 2019H1 收入约 219 亿元，同比+34%，占比总营收 25%；经营利润-16.5 亿元，去年同期+1.7 亿元，19H1 经营利润率-7.5%。利润大幅下滑系韩国 ESS 火灾事故带来一次性计提成本，以及大规模扩产带来的摊销。
- **三星 SDI**：锂电池业务 19Q2 营收约 110.4 亿元，同比+5.3%，占比总营收 76%。营业利润约 5.0 亿元，同比-6%，环比+89%。其中，1) **大型电池** Q2 营收约 40.3 亿元，同比-16%，环比+10%。营业利润-3.5 亿元，较 19Q1 亏损缩窄 1.5 亿元，去年同期亏损 0.2 亿。主要为欧洲车企订单增加，以及美国电网、韩国本土 ESS 订单 6 月开始恢复，上半年 ESS 订单国内和海外订单各 50%。2) **小型电池** 营收约 70 亿元，同比+24%，环比+3%。小型电池 19Q2 营业利润约 8.5 亿元，同比+61%，环比 11%。因二季度电动工具需求低迷，但电动自行车带动圆柱电池增长，智能手机带动软包电池需求增加。
- **SKI**：公司从 18 年报开始单独公布动力电池经营情况，19Q2 公司动力电池板块营业利润约-4.1 亿元，亏损环比缩窄 23%，主要因规模提升带来的成本下降。

### 投资建议

我们认为板块估值和市值在历史底部，充分反映 2 季度及 7 月销量平淡的预期，而政策层面转向积极，销量有望 8 月回暖，7 月初我们积极翻多，推荐逐步布局龙头，**电池龙头**（宁德时代、比亚迪、亿纬锂能、欣旺达；国轩高科）；**锂电中游龙头**（璞泰来、星源材质、新宙邦、天赐材料、科达利；当升科技、恩捷股份、杉杉股份）；**核心零部件**（汇川技术、宏发股份、麦格米特）；推荐关注股价处于底部的优质上游钴锂（天齐锂业，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



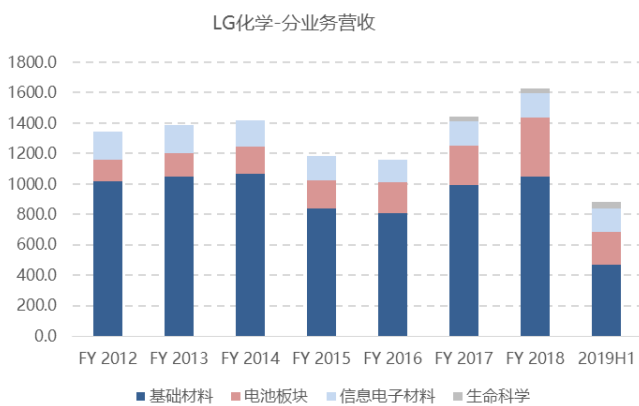
### 相关研究

- 1、《电气设备与新能源行业点评：5 月装机 5.4gwh，环比微增 5%，符合预期》2019-06-12
- 2、《电力设备与新能源行业周报：电动车鼓励政策出台，光伏旺季值得期待》2019-06-09
- 3、《电力设备与新能源行业周报：2019 年政策落地，光伏旺季开启风电继续抢装》2019-06-02

## 1. LG 化学：19Q2 电池收入维持较高增速，但 ESS 火灾影响仍造成大幅亏损

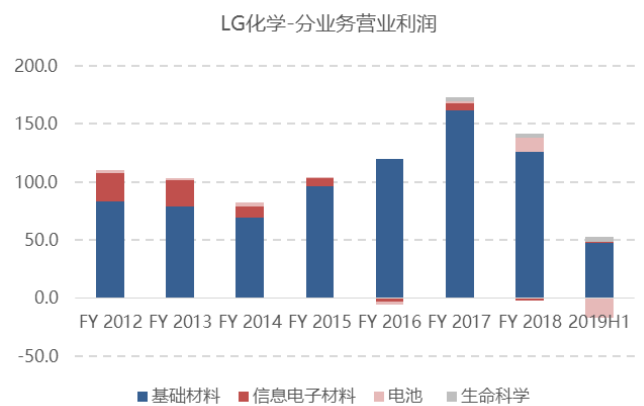
**电池业务比重进一步上升：**LG 化学集团 19H1 实现营收约 837 亿元，同比上升 1.6%。四大业务基础材料、电池、信息电子科学、生命科学分别占比 53%/25%/17%/5%，**电池业务占比进一步提升**；四大业务营收同比增速分别为-10%/34%/11%/-2%，规模增长主要来自电池业务。利润方面，公司利润来源主要是基础材料，19H1 电池业务亏损明显。

图表 1：LG 化学分业务营收（亿元）



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图表 2：LG 化学分业务利润（亿元）



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

**ESS 火灾继续影响，电池业务亏损进一步扩大：**锂电池业务 2019Q2 收入 120 亿元，同比+34%，经营利润-7.6 亿元，去年同期+1.6 亿元，19Q2 经营利润率-6.3%。锂电池业务累计 2019H1 收入约 219 亿元，同比+34%，占比总营收 25%，**电池业务比重进一步提升**；经营利润-16.5 亿元，去年同期+1.7 亿元，19H1 经营利润率-7.5%。利润大幅下滑系韩国 ESS 火灾事故带来一次性计提成本，以及大规模扩产带来的摊销。

图表 3：LG 化学电池板块营收（亿元）

图表 4：LG 化学电池板块利润（亿元）

LG化学-电池板块营收



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

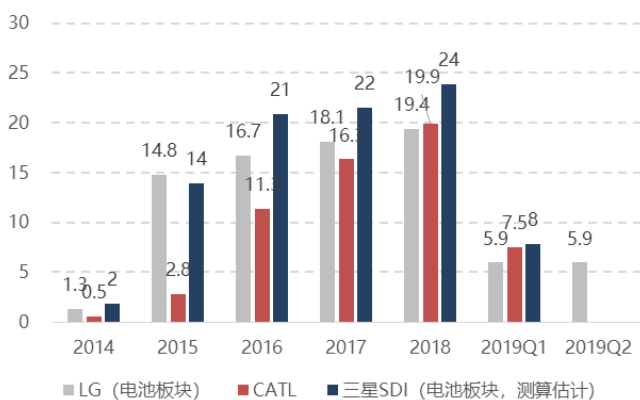
LG化学-电池板块营业利润



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

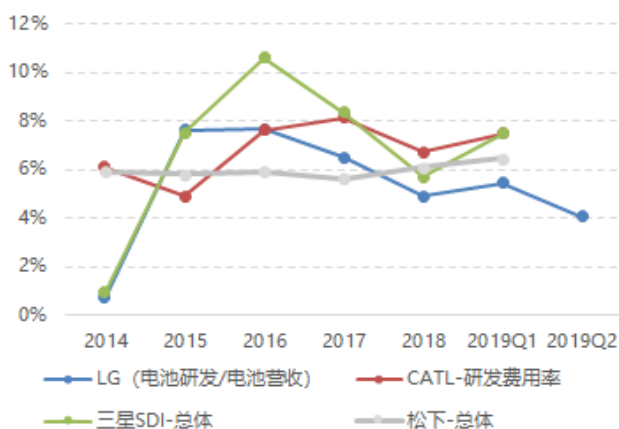
**研发费用率保持平稳:**公司 19H1 电池板块研发费用约 11.8 亿元,同比增长 32%,研发费用占比电池板块销售额为 5.3%,基本保持平稳。

图表 5: LG 电池板块研发费用 (亿元)



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图表 6: LG 化学电池板块研发费用率



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

**19H1 装机 4gwh+左右, 同比增 30-40%, 多点布局静待客户全面放量:**按装机电量测算, LG 化学 19H1 装机电量约 4gwh+左右, 同比增长 30-40%左右, 主要由通用 Bolt、日产 Leaf、雷诺 ZOE、现代起亚贡献。

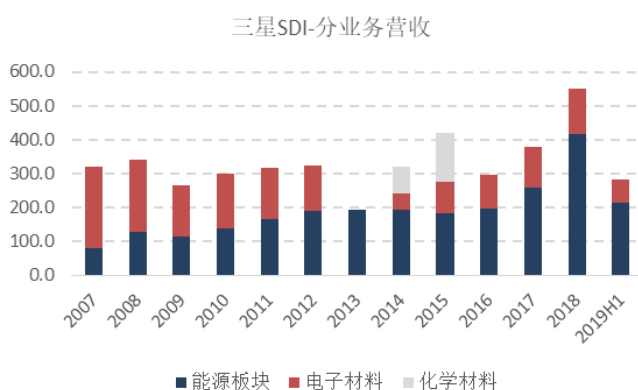
## 2. 三星 SDI: ESS 复苏, 消费回暖, 电池利润环比大幅回升

**公司整体利润同环比高增长因基数较低:**19Q2公司整体实现营收约145.7亿元,同比+7.0%,环比+4.4%。单季度净利润约9.7亿元,同比+53%,环比+177%。

1) **环比高增长**,因 ESS 火灾导致的准备金支付和出货中断带来的损失,造成19Q1 利润基数较低,19Q2 三星 ESS 逐步恢复,Q3 恢复正常。

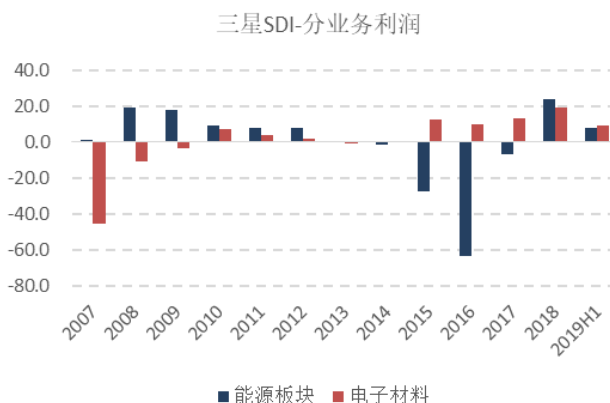
2) **同比增长 53%**,因 18Q2 营业外收入仅 0.4 亿元(其他季度基本都在 5-10 亿),实际 19Q2 营业利润同比增长 3%,经营情况同比平稳。

图表 7: 三星 SDI 分业务营收 (亿元)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图表 8: 三星 SDI 分业务利润 (亿元)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

**ESS 复苏环比高增长, 叠加消费电子回暖:**三星 SDI 锂电池业务 19Q2 营收约 110.4 亿元, 同比+5.3%, 占比总营收 76%。营业利润约 5.0 亿元, 同比-6%, 环比+89%。

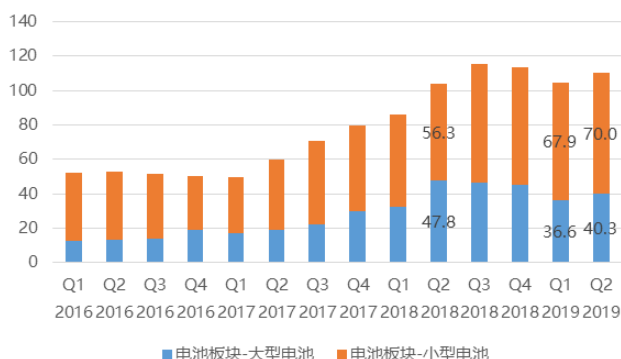
1) **大型电池** Q2 营收约 40.3 亿元, 同比-16%, 环比+10%。营业利润-3.5 亿元, 较 19Q1 亏损缩窄 1.5 亿元, 去年同期亏损 0.2 亿。主要为欧洲车企订单增加, 以及美国电网、韩国本土 ESS 订单 6 月开始恢复, 上半年 ESS 订单国内和海外订单各 50%。

2) **小型电池** 营收约 70 亿元, 同比+24%, 环比+3%。小型电池 19Q2 营业利润约 8.5 亿元, 同比+61%, 环比 11%。因二季度电动工具需求低迷, 但电动自行车带动圆柱电池增长, 智能手机带动软包电池需求增加。

图表 9: 三星 SDI 电池板块营收 (亿元)

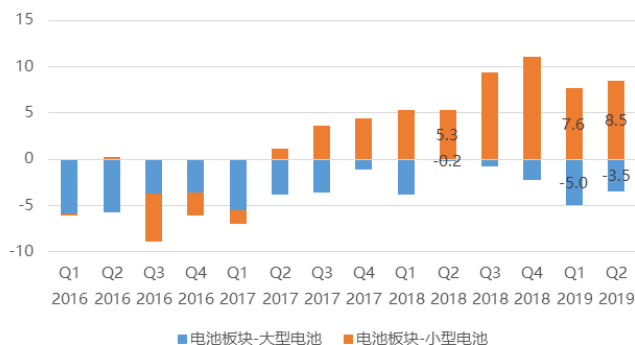
图表 10: 三星 SDI 电池板块利润 (亿元)

三星SDI 电池营收 (亿元)



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

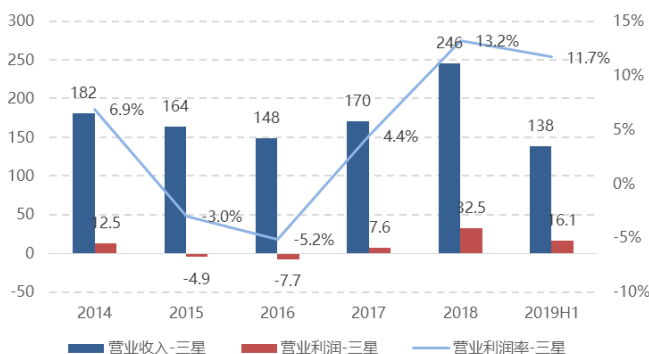
三星SDI 电池营业利润 (亿元)



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

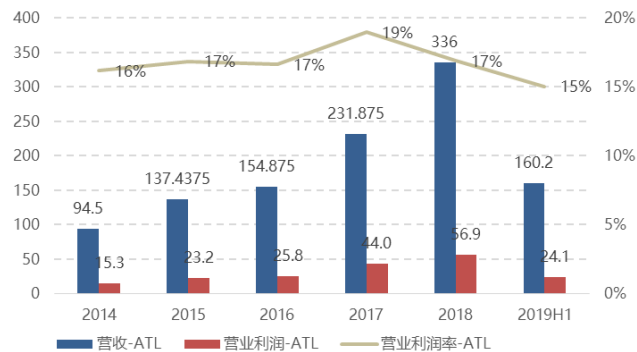
**消费电池盈利水平恢复，对比 ATL 仍较弱：**经历三星 NOTE7 爆炸事件后，三星 SDI 消费电池营业利润率从 17 年底开始复苏，19H1 消费电池营业利润率为 11.7%，稳定在正常水平。但是对比 ATL 利润率依然偏低，因为三星 SDI 供应三星电子比例较高，价格较苹果偏低。

图表 11：三星 SDI 消费电池营收及利润情况 (亿元)



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图表 12：ATL 消费电池营收及利润情况 (亿元)



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

**公司预计下半年电池业务销售额大幅提升。**

1) **大型电池**动力电池客户新车型将在下半年推出；储能 8 月韩国本土需求大幅增加，美国电网新项目带动下半年 ESS 海外增量，全球 ESS 需求预计维持 30-40% 增长。

2) **小型电池**，IT 设备低迷有一定影响，但电动工具带来圆柱电池较大增量，同时华为的影响将帮助公司加大软包渗透率。

### 3. 松下：动力营收同比+25%，但特斯拉业务仍亏损

松下从 FY2020 年开始部分业务重组，其中动力电池首次单独公布营收数据。

图表 13：松下相关业务重组

FY2020之前 (FY2017-19)		公布营收数据	公布营业利润数据
汽车电子板块 (AIS)	包含下面三个事业部	是	是
汽车事业部		是	是
能源事业部	包含动力+消费+其他电池	是	是
工业事业部		是	是
FY2020调整		公布营收数据	公布营业利润数据
汽车动力板块	包含下面两个事业部	是	是
汽车事业部		是	否
动力电池事业部	仅动力电池	是	否
原消费电池归入其他事业部，工业事业部单独成立			

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

**动力营收同比增 25%，仍亏损：**公司公布 2Q19 年动力电池实现营收约 68 亿元，同比增长 25%，环比下滑 2%。**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 2Q19 营业利润-6.3 亿元，亏损同环比扩大明显，主要是因为汽车事业部在欧洲的工厂建设支出较大，预计动力电池依旧亏损但是相对平稳。

图表 14：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
汽车和动力电池-营收	222.8	230.9	247.3	251.1	235.9
汽车系统-营收	152.5	148.3	154.9	164.3	149.9
动力电池-营收	54.6	66.3	73.9	69.3	68.3
汽车和动力电池-营业利润	-0.9	-4.4	-0.4	-1.8	-6.3

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

**客户依旧以特斯拉为主：**按照公司季报公布，19 财年动力电池板块营收约 264 亿元左右（2Q18-1Q19），根据我们统计公司 2Q18-1Q19 装机电量 22gwh。公司 95% 以上产能用于特斯拉，核心客户圈较为薄弱，其余还配套少量福特、大众、丰田等车型。



#### 4. SKI: 规模尚小, 新产能投放在即

公司从 18 年报开始单独公布动力电池经营情况, 19Q2 公司动力电池板块营业利润约-4.1 亿元, 亏损环比缩窄 23%, 主要因规模提升带来的成本下降。

公司预计新产能将于 20 年初开始批量供货: 1) 匈牙利基地 (17gwh), 一号工厂预计 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。2) 中国常州基地 (7.5gwh), 预计 19Q4 完工, 20 年开始出货。3) 美国佐治亚州基地 (9.8gwh), 计划 20Q1 开始建设, 预计 2022 年开始出货。

图表 15: 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	预计19Q4完工, 20年开始出货	
匈牙利电池厂	达产后年产17GWh	7.34亿美元	主要产品为NCM811; 电池一号工厂预计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	计划20Q1开始建设, 预计2022年开始出货; 考虑对美最高投资50亿美元	大众汽车MEB平台
常州隔膜材料厂	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, 2020Q3投产	
灵宝华鑫铜箔		16.62亿元	2018年11月收购	
韩国曾坪郡隔膜材料厂	2019年底5.3亿平		12、13号生产线在建, 预计2019年量产	

数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

#### ■ 投资建议

我们认为板块估值和市值在历史底部, 充分反映 2 季度及 7 月销量平淡的预期, 而政策层面转向积极, 销量有望 8 月回暖, 7 月初我们积极翻多, 推荐逐步布局龙头, 电池龙头 (宁德时代、比亚迪、亿纬锂能、欣旺达; 国轩高科); 锂电中游龙头 (璞泰来、星源材质、新宙邦、天赐材料、科达利; 当升科技、恩捷股份、杉杉股份); 核心零部件 (汇川技术、宏发股份、麦格米特); 推荐关注股价处于底部的优质上游钴锂 (天齐锂业, 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。

## 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>

