

2019年11月03日

电气设备与新能源行业点评

海外电池厂 19Q3 经营梳理：业绩分化，欧洲订单逐步落地 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 电池业 Q3 营业利润环比大增 155%，增长主要来自小型电池及海外储能：**19Q1-3LG 化学电池板块营收约 351 亿元，同比+32.1%，经营性利润-12.3 亿元，同比-281%。单季度看，Q3 营收 132 亿，同比+29.7%，环比+10%；营业利润 4.25 亿，同比-15.5%，环比+155%。Q1-3 单季度营业利润率分别-9%、-6.4%、3.2%，Q3 单季度恢复盈利，整体增长主要来自小型电池和海外储能订单的增加。Q3 动力仍亏损，整体产能利用率偏低，Q4 预计欧洲车企订单落地，出货大幅增长。
- **三星电池业务 Q3 营收同环比微增，营业利润亏损扩大，其中动力电池与储能业务改善，小型电池仍表现不佳：**电池业务 19Q3 营收约 118.3 亿元，同比+1.4%，环比+7.1%。营业利润约 4.7 亿元，同比-44.7%，环比-7.2%。营业利润率 3.9%，同比-3.3pct，环比-0.6pct。其中，大型电池 Q3 营收约 54.2 亿元，同比+16.8%，环比+34.6%。Q3 营业利润-1.8 亿元，较 19Q2 亏损缩窄 1.7 亿元，去年同期亏损 0.8 亿，Q3 营业利润-3.4%。小型电池 Q3 营收约 64 亿元，同比-7.5%，环比-8.5%。小型电池 19Q3 营业利润约 6.5 亿元，同比-30.5%，环比-23.6%。动力电池预计 Q4 环比增长 50%，同比增长 200%，20 年中产能达到 20gwh，20 年底达到 28gwh。
- **松下动力电池收入同环比微增，但营业利润改善明显：**3Q19 年动力电池实现营收约 72 亿元，同比增长 9%，环比增长 6%，动力电池盈利能力同比提升明显。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 3Q19 营业利润-7.9 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。动力电池盈利能力同比提升明显，主要来自北美工厂圆柱出货明显提升，大连方形产能逐步形成规模，但日本工厂圆柱需求较弱。
- **SK：19Q3 动力电池板块营业利润约-2.6 亿元，亏损环比缩窄 36%，**主要因规模提升带来的成本下降。公司规划 20 年底形成 20gwh 电池产能。
- **ATL：19Q3 公司电池板块实现营收约 109.8 亿元，同比增长 12.2%，**环比增长 20.2%。单季度营业利润 26.6 亿元，同比增长 27.6%，环比增长 60.4%，营业利润率达到 24.5%，同比+3pct，环比+6.1pct。

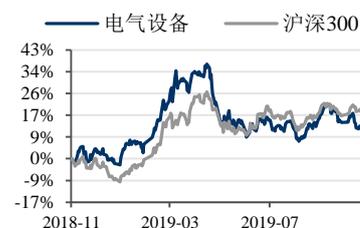
投资建议

- **Tesla 三季度盈利大超预期，Tesla 产业链将显著受益：**电动车 9 月销售 8 万，同环比-34%/+6.5%，10 月预计环比增长同比依然明显下降，全年销量预计 130-135 万辆，同增 5-10%，电池约 65-70GWh，同增 15-25%。龙头公司 Q3 季报业绩表现较好，明年补贴政策开始研究，随着 Tesla 中国工厂年底投产和大众 MEB 平台明年中上市，电动车明年销量和政策均是大年，当前持仓低，重点推荐布局，推荐电池龙头（宁德时代、比亚迪、欣旺达、亿纬锂能）；锂电中游龙头（璞泰来、科达利、新宙邦、天赐材料、星源材质；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，三花智控）；关注优质上游资源锂和钴（华友钴业、天齐锂业）。

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



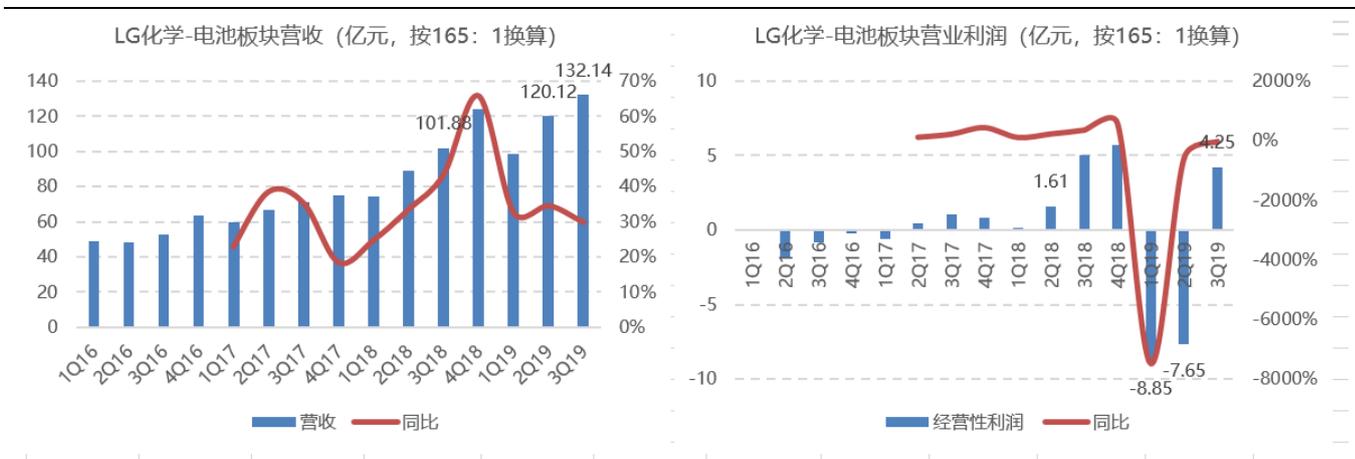
相关研究

- 1、《电力设备与新能源行业周报：明年海外动力需求可观，工控 Q4 待观察》2019-11-03
- 2、《电气设备与新能源行业点评：特斯拉 19Q3 财报点评：业绩远超预期，上海工厂投产在即，国内供应链受益！》2019-10-28
- 3、《电力设备与新能源行业周报：Tesla Q3 超预期预示拐点，光伏旺季略延后》2019-10-27

1. LG 化学：消费复苏明显，储能依旧低迷，动力客户放量在即

电池业务单季度恢复盈利，但受新的储能火灾拖累，仍略低于预期：19Q1-3LG 化学电池板块营收约 351 亿元，同比+32.1%，经营性利润-12.3 亿元，同比-281%。单季度看，Q3 营收 132 亿，同比+29.7%，环比+10%；营业利润 4.25 亿，同比-15.5%，环比+155%。Q1-3 单季度营业利润率分别-9%、-6.4%、3.2%，Q3 单季度恢复盈利，整体增长主要来自小型电池和海外储能订单的增加。

图 1：LG 化学电池板块营收和利润情况（亿元）



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

电池业务具体拆分来看：

1) **动力方面**，Q3 动力仍亏损，波兰工厂进度低于预期，因为新产线速度更快，尺寸更宽，设备调试的时间更长，但 Q4 欧洲车企新车型会极大的增加 LG 动力出货，不过整体产能利用率仍偏低。产能方面，LG 化学 19 年底整体动力产能到 70gwh，有效产能不确定。明年年底产能到 100gwh，其中欧洲市场产能 50gwh，中国+韩国约 30gwh，美国约 20gwh。2020 年动力电池业务销售额上限会达到 10 万亿韩元(600 亿人民币)(满产满销的情况下)，2021 年产值增速将保持。

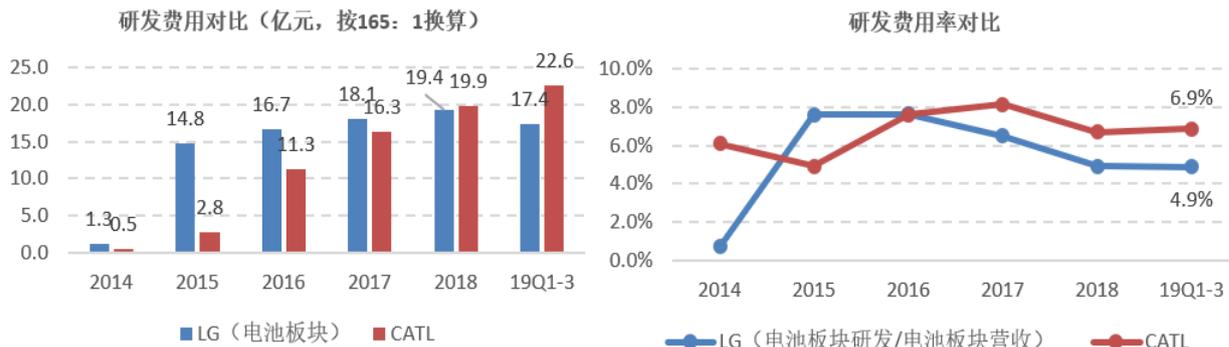
2) **储能**，受新的火灾影响，诉讼罚款还是存在，很大程度导致今年储能业务无法完成利润指引。今年 1-3Q 韩国本土的储能基本不贡献收入，预计 4Q 也不会，储能订单增长来自海外，主要是北美电网。全年来看，ESS 业务同比增长 50%左右。明年还无法判断本土储能会不会好转，但是海外 ESS 明年增长 30-40%可以看的到。

3) **小型电池**，三季度是旺季，三季度软包电池的销量为全年顶峰，圆柱电池稳步增

长。预计四季度软包电池需求大幅下滑，圆柱依旧稳步提升，整体 Q4 消费电子会环比下滑。

研发费用率小幅下滑：公司 19Q1-3 电池板块研发费用约 17.4 亿元，同比增长 32%；研发费用占比电池板块销售额为 4.9%，较 CATL 研发费用率低 2 个百分点。

图 2：LG 化学电池板块研发费用和研发费用率（亿元）



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

19Q1-3 装机 8gwh 左右，同比增 60-70%，多点布局静待客户全面放量：按装机电量测算，LG 化学 19Q1-3 装机电量约 8gwh 左右，同比增长 60-70% 左右，主要由通用 Bolt、奥迪 e-tron、日产 Leaf、雷诺 ZOE、现代起亚 Kona 贡献。

2. 三星 SDI：动力增长强劲，Q4 维持高增长，消费储能表现低迷

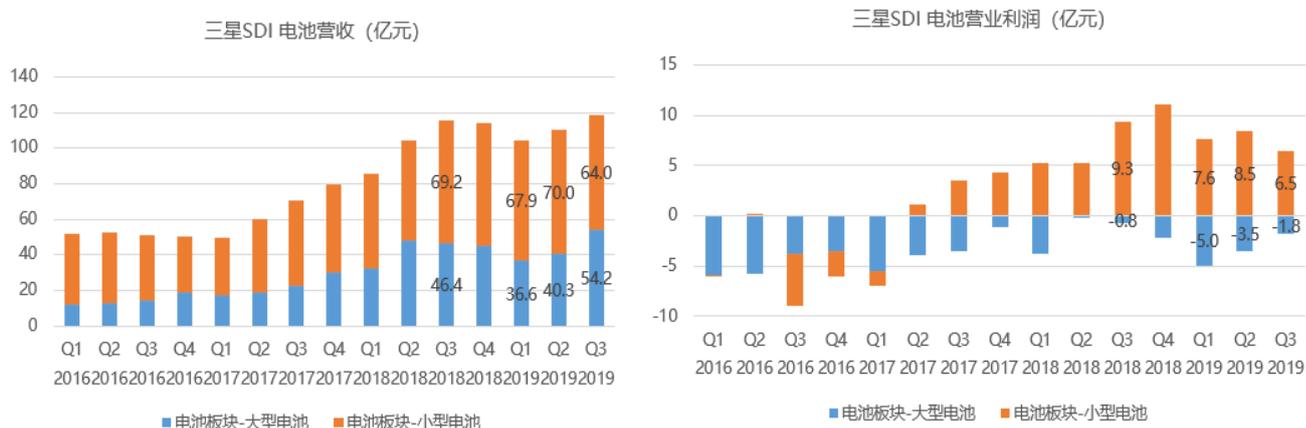
ESS 复苏，动力电池环比增长，但消费电子表现仍不佳：三星 SDI 锂电池业务 19Q3 营收约 118.3 亿元，同比+1.4%，环比+7.1%。营业利润约 4.7 亿元，同比-44.7%，环比-7.2%。营业利润率 3.9%，同比-3.3pct，环比-0.6pct。

1) 大型电池 Q3 营收约 54.2 亿元，同比+16.8%，环比+34.6%。Q3 营业利润-1.8 亿元，较 19Q2 亏损缩窄 1.7 亿元，去年同期亏损 0.8 亿，Q3 营业利润-3.4%。动力电池方面，Q3 欧洲车企订单增加，且受益于插电车型在 WLTP 工况下电量提升，预计 Q4 环比将维持高增长，预计单季度环比增长 50%，同比增长 200%。产能方面，预计 20 年中产能达到 20gwh，20 年底达到 28gwh。储能方面，Q3 本土储能出货虽然好于 LG 化学，但是仍低于预期。美国电网、韩国本土 ESS 订单 6 月开始恢复，美国电网新项目带动下下半年 ESS 海外增量。全年 ESS 出货整体预计维持 30-40% 增长。

2) 小型电池 Q3 营收约 64 亿元，同比-7.5%，环比-8.5%。小型电池 19Q3 营业利润约 6.5 亿元，同比-30.5%，环比-23.6%。因三季度圆柱需求下降，软包的利润小幅

提升。预计 Q4 圆柱和软包均有恢复，一方面快充的占比提升和大容量电池提升软包电池的利润水平，一方面电动自动车增强高能量密度圆柱电池的需求。

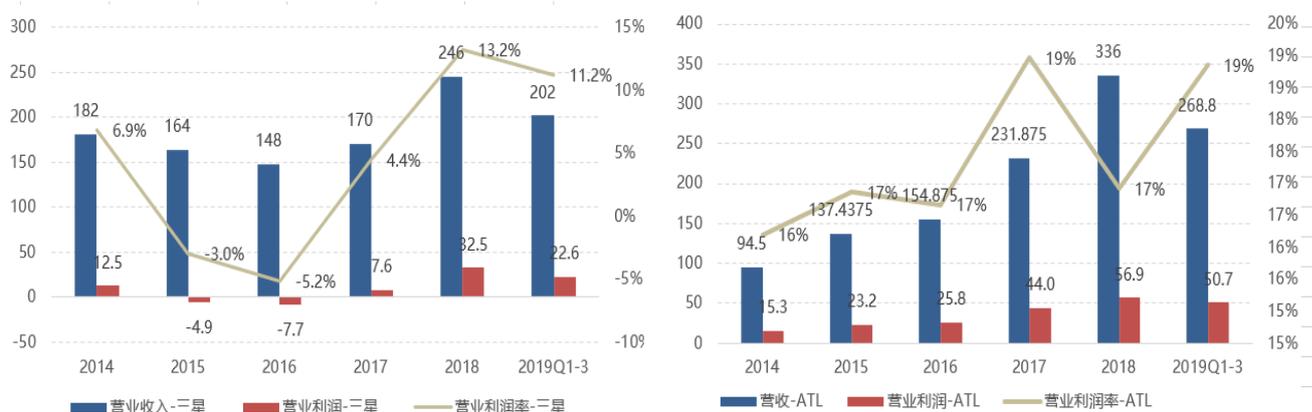
图 3：三星 SDI 电池板块营收和利润情况（亿元）



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

消费电池盈利水平稳定，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，19Q1-3 消费电池营业利润率为 11.2%，稳定在正常水平。但是对比 ATL 利润率依然偏低，ATL19Q3 单季度营业利润率高达 24.5%。三星 SDI 供应三星电子比例较高，价格较苹果偏低。

图 4：三星 SDI 和 ATL 消费电池情况对比（亿元）



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

3. 松下：动力盈利明显好转，出货增速放缓

松下从 FY2020 年(19Q2)开始部分业务重组，其中动力电池开始单独公布营收数据。

图 5：松下业务重组前后对比

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：公司财报，东吴证券研究所

动力营收同比增 9%，盈利能力同比提升明显：公司公布 3Q19 年动力电池实现营收约 72 亿元，同比增长 9%，环比增长 6%。**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 3Q19 营业利润-7.9 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。动力电池盈利能力同比提升明显，主要来自北美工厂圆柱出货明显提升，大连方形产能逐步形成规模，但日本工厂圆柱需求较弱。

图 6：松下动力电池相关板块营收和利润情况（亿元）

汇率16: 1	FY19Q1	FY19Q2	FY19Q3	FY19Q4	FY20Q1	FY20Q2
单位: 亿元	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3
汽车和动力电池-营收	222.8	230.9	247.3	251.1	235.9	231.1
汽车系统-营收	152.5	148.3	154.9	164.3	149.9	140.6
动力电池-营收	54.6	66.3	73.9	69.3	68.3	72.4
汽车和动力电池-营业利润	-0.9	-4.4	-0.4	-1.8	-6.3	-7.9

数据来源：公司财报，东吴证券研究所

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，19Q3 公司动力电池板块营业利润约

-2.6 亿元，亏损环比缩窄 36%，主要因规模提升带来的成本下降。

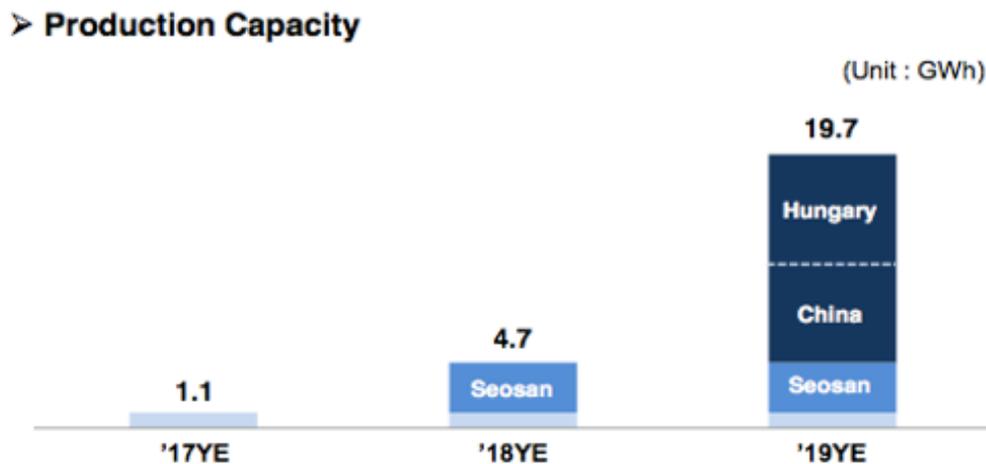
公司预计新产能将于 20 年初开始批量供货：1) 匈牙利基地 (17gwh)，一号工厂预计 19Q4 完工，20 年开始出货，二号工厂 19Q1 开始建设，预计 2022 年开始出货。2) 中国常州基地 (7.5gwh)，预计 19Q4 完工，20 年开始出货。3) 美国佐治亚州基地 (9.8gwh)，计划 20Q1 开始建设，预计 2022 年开始出货。

图 7：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：公司财报，东吴证券研究所

图 8：SKI 动力电池产能规划



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

■ 投资建议

Tesla 三季度盈利大超预期，Tesla 产业链将显著受益；电动车 9 月销售 8 万，同环比-34%/-6.5%，10 月预计环比增长同比依然明显下降，全年销量预计 130-135

万辆，同增 5-10%，电池约 65-70GWh，同增 15-25%。龙头公司 Q3 季报业绩表现较好，明年补贴政策开始研究，随着 Tesla 中国工厂年底投产和大众 MEB 平台明年中上市，电动车明年销量和政策均是大年，当前持仓低，重点推荐布局，推荐电池龙头（宁德时代、比亚迪、欣旺达、亿纬锂能）；锂电中游龙头（璞泰来、科达利、新宙邦、天赐材料、星源材质；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，三花智控）；关注优质上游资源锂和钴（华友钴业、天齐锂业；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>

