

电气设备

海外动力电池 21Q1 详细点评: LG 盈利大幅提升, 在美产能扩张提速
增持 (维持)

2021 年 05 月 18 日

证券分析师 曾朵红

执业证号: S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证号: S0600517120002

021-60199793

ruanqy@dwzq.com.cn

研究助理 岳斯瑶

yuesy@dwzq.com.cn

投资要点

- **海外电池企业 Q1 收入分化, lg、三星环比持续向上, 全年 lg 及 sk 实现高增长:** 2021 年一季度 LG 化学/SKI 电池收入创历史新高, 环比分别增长 3% (lg 含消费和储能)/6%, 同比实现 88%/82% 增长; 而三星、松下 Q1 环比分别降低 15%/3%。盈利方面, 一季度 LG 化学动力及消费利润大幅提升, 营业利润达到约 20 亿元, 同比增 756%, 环比上升 178%。从公司规划看, lg、三星、SKI 都将在 21 全年出货量同比实现翻番。
- **LG 化学: 营业利润率大幅提高, 业绩超预期。** 21Q1 公司电池板块收入约 254 亿元, 同比增长 88.1%, 环比增长 2.7%; 电池业务单季度营业利润为 20.39 亿元, 同比增 756%, 环比提升 177.68%, 营业利润率 8.0%, 同比提升 10.3%, 环比提升 18.6pct, 盈利能力整体提高主要受益于动力电池规模效应提升以及标准化圆柱电池占比提升。LG 21 年全年电池业务收入目标 1100 亿, 增长超 50%, 我们预计 21 年对应出货量 100gwh 以上, 同比实现翻番。
- **三星 SDI: 受季节影响环比下滑, 全年高增可期。** 三星 SDI 电池业务 21 年 Q1 营收约 144.7 亿元, 同比+33%, 环比-9.2%; 营业利润约 2.8 亿元, 同比转正, 环比下滑 59.9%; 营业利润率 2%, 环比-2.5pct, 同比+3.8pct, 主要为原材料价格上涨影响大型电池盈利能力所致。大型电池 (动力+储能) Q1 收入约为 80 亿元, 同比上升 35%+, 环比降低 15%; 营业利润 2-2.5 亿元, 同比亏损缩窄, 营业利润率-3%, 同比提升 3pct, 环比下滑 3pct。欧洲车型纯电新车型大量落地, 碳排考核下的电动车爆发, 我们预计公司 21 年全年出货近 20GWh 左右, 同比接近翻番以上。
- **SKI: 产能扩张提速, 21 年目标翻番。** 21Q1 动力电池收入约 31.9 亿, 同比增长 82.2%, 环比提升 5.85%。营业利润约-10.72 亿元, 亏损同比增 68.4%, 亏损环比扩大 62.3%。主要原因为中国盐城工厂新产能扩建、以及美国 SK BA 工厂和匈牙利 SK BM 工厂的初始成本增加。根据 SNE 数据, 21 年一季度 SKI 装机 2.4gwh, 同比增 118.2%, 环比下降 27.3%, 全球市占率达 5.07%, 排第六, 我们预计公司 21 年一季度出货超 3GWh。公司预计 2021 全年营业收入约 182 亿元左右, 对应出货量将超过 16GWh。
- **松下: 21 财年扭亏为盈, 产能规划升级。** 公司 21Q1 动力电池实现营收约 71 亿元, 同比小幅下滑 7.7%, 环比微降 2.9%, 营收下滑主要是动力电池营收下滑主要受新能源汽车产能下降及生产线升级改造的影响。汽车电池板块 21Q1 营业利润 11.4 亿元, 同环比实现大涨, 分别增 205%/700%。其中动力电池业务 Q1 利润维持增长, 得益于公司规模效应下的折旧摊薄以及圆柱电池的占比提升。21Q1 松下装机 8gwh, 同比增 31%, 环比微降 6%, 全球市占率达 17%, 排名第 3。
- **投资建议:** 4 月销量 20.6 万辆, 环比下滑 8.7%, 符合预期, 下半年排产或大幅超预期, 继续重点推荐三条主线: 一是特斯拉及欧洲电动车供应商 (宁德时代、亿纬锂能、天赐材料、容百科技、中伟股份、新宙邦、璞泰来、科达利、恩捷股份、当升科技、三花智控、宏发股份、汇川技术); 二是供需格局扭转/改善而具备价格弹性 (天赐材料、华友钴业, 关注赣锋锂业、天齐锂业、多氟多、天际股份); 三是国内需求恢复、量利双升的国内产业链龙头 (比亚迪、星源材质、欣旺达、诺德股份, 关注天奈科技、德方纳米、嘉元科技、国轩高科、孚能科技、中科电气)。
- **风险提示:** 政策支持不及预期, 销量不及预期

行业走势



相关研究

- 1、《电气设备新能源行业周报: 锂电排产旺盛盈利有望超预期、硅料价格屡创新高》2021-05-16
- 2、《电气设备: 电动车 4 月销量点评: 受季节波动影响环比微降, 销量符合预期》2021-05-15
- 3、《电气设备行业点评: 3 月装机电量点评: 装机量同环比大增, 季末冲量显著》2021-05-14

内容目录

Part1 摘要.....	3
Part 2 详细点评.....	4
1. LG 化学：营业利润率大幅提高，业绩超预期	4
2. 三星 SDI：受季节影响环比下滑，全年高增可期	9
3. SKI：产能扩张提速，21 年目标翻番	14
4. 松下：21 财年扭亏为盈，产能规划升级	17
风险提示：政策支持不及预期，销量不及预期	20

图表目录

图 1：海外电池企业经营情况	3
图 2：LG 化学季度收入	5
图 3：LG 化学季度利润	5
图 4：LG 化学年度收入拆分	5
图 5：LG 分季度装机量（GWh）	6
图 6：全球主要电池厂商市场占有率	6
图 7：欧洲电池需求测算	7
图 8：LG 化学产能规划	7
图 9：LG 化学电池板块资本开支（亿人民币）	8
图 10：LG 与 Catl 研发费用对比（亿人民币）	9
图 11：LG 与 Catl 研发费用率对比	9
图 12：三星 SDI 电池板块季度营业收入（亿元）	10
图 13：三星 SDI 电池板块季度营业利润（亿元）	10
图 14：三星大型电池营收及营业利润（亿元）	11
图 15：三星 SDI 电池装机量	11
图 16：21 年 Q1 全球主要电池厂商装机量	12
图 17：欧洲市场电池需求测算	12
图 18：三星 SDI 产能规划（GWh）	13
图 19：三星 SDI 消费电池营业利润率（%）	14
图 20：SKI 季度营业收入及营业利润（亿元）	15
图 21：SKI 电池基地布局和进展（gwh）	16
图 22：SKI 电池基地布局和进展	16
图 23：SKI 隔膜基地产能规划及进展（亿平）	17
图 24：SKI 隔膜基地产能规划及进展	17
图 25：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）	18
图 26：松下分季度出货量（单位：GWh）	18
图 27：全球电池厂市占率 2020 年（左）&2021 年 Q1（右）	19
图 28：松下产能分布及规划（单位：GWh）	19

Part1 摘要

海外电池企业 Q1 收入分化, lg、SKI 同环比持续向上: 2021 年一季度 LG 化学/SKI 电池收入创历史新高, 环比分别增长 3% (lg 含消费和储能) /6%, 同比实现 88%/82% 增长; 而三星、松下 Q1 环比分别降低 15%/3%。盈利方面, 一季度 LG 化学动力及消费利润大幅提升, 营业利润达到约 20 亿元, 同比增加 756%, 环比上升 178%。从各公司规划看, lg、三星、SKI 都将于 21 全年出货量实现同比翻番。

图 1: 海外电池企业经营情况

公司	财报披露板块对应业务	营业收入 (亿元)			营业利润 (亿元)			营业利润率		
		21Q1	同比	环比	21Q1	同比	环比	21Q1	同比	环比
LG化学	消费+动力+储能	254	88%	3%	20	756%	178%	8%	10pct	19pct
三星SDI	动力+储能	80	37%	-15%	-2	37%	N/A	-3%	3pct	-3pct
松下	动力	71	-8%	-3%	-			-		
SKI	动力	32	82%	6%	-11	-68%	-0.62	-34%	3pct	-12pct

数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

LG 化学: 营业利润率大幅提高, 业绩超预期。 21Q1 公司电池板块收入约 254 亿元, 同比增长 88.1%, 环比增长 2.7%; 电池业务单季度营业利润为 20.39 亿元, 同比增长 756%, 环比提升 177.68%, 营业利润率 8.0%, 同比提升 10.3%, 环比提升 18.6pct, 盈利能力整体提高主要受益于动力电池规模效应提升以及标准化圆柱电池占比提升。LG 21 年全年电池业务收入目标 1100 亿, 增长超 50%, 盈利水平维持, 原材料价格上涨可基本传导, 我们预计 21 年对应出货量 100gwh 以上, 同比实现翻番。产能方面, LG 加速在美产能布局, 我们预计 25 年在美总产能超 140gwh。同时正极材料一体化布局, 计划 21 年产能 8 万吨, 同比翻番, 今年内部采购比例稳定维持约 30%, 到 25 年产能将增长至 26 万吨。

三星 SDI: 受季节影响环比下滑, 全年高增可期。 三星 SDI 电池业务 21 年 Q1 营收约 144.7 亿元, 同比+33%, 环比-9.2%; 营业利润约 2.8 亿元, 同比转正, 环比下滑 59.9%; 营业利润率 2%, 环比-2.5pct, 同比+3.8pct, 主要为原材料价格上涨影响大型电池盈利能力所致。其中大型电池 (动力+储能) Q1 收入约为 80 亿元, 同比上升 35%+, 环比降低 15%; 营业利润 2-2.5 亿元, 同比亏损缩窄, 营业利润率-3%, 同比提升 3pct, 环比下滑 3pct。21 年 Q1 三星装机 2.5gwh, 同比+56.25%, 全球市占率达 5%。欧洲车型纯电平台新车型大量落地, 碳排考核下的电动车爆发, 我们预计公司 21 年全年出货近 20GWh 左右, 同比接近翻番以上。

SKI: 产能扩张提速, 21 年目标翻番。 21Q1 动力电池收入约 31.9 亿, 同比增长 82.2%, 环比提升 5.85%。营业利润约-10.72 亿元, 亏损同比增 68.4%, 亏损环比扩大 62.3%。主要原因为中国盐城工厂新产能扩建、以及美国 SK BA 工厂和匈牙利 SK BM 工厂的初始成本增加。根据 SNE 数据, 21 年一季度 SKI 装机 2.4gwh, 同比增 118.2%, 环比下降 27.3%, 全球市占率达 5.07%, 排第六, 我们预计公司 21 年一季度出货超 3GWh。公司预计 2021 全年营业收入将为 20 年的 2 倍, 约 182 亿元左右, 对应出货量将超过 16GWh。同时公司披露, 截止目前在手订单 600gwh, 公司加快产能建设, 中国盐城和惠州工厂 21 年一季度新产能释放, 21 年底我们预计实现 40gwh 产能, 后续由美国工厂及匈牙利工厂陆续新产能释放, 公司 25 年产能规划提升至 125GWh 以上。隔膜方面, 公司预计 21 年底将增加到 13.6 亿平方米, 波兰和中国工厂新产能扩建, 我们预计在 2024 年实现 27.3 亿平方。

松下: 21 财年扭亏为盈, 产能规划升级。 公司 21Q1 动力电池实现营收约 71 亿元, 同比小幅下滑 7.7%, 环比微降 2.9%, 营收下滑主要是动力电池营收下滑主要受新能源汽车产能下降及生产线升级改造的影响, 减少圆柱型电池生产所致。汽车电池板块 21Q1 营业利润 11.4 亿元, 同环比实现大涨, 分别增 205%/700%。其中动力电池业务 Q1 利润维持增长, 得益于公司规模效应下的折旧摊薄以及圆柱电池的占比提升, 带动整体利润同环比上涨。根据 SNE 数据, 21 年一季度松下装机 8gwh, 同比增 31%, 环比微降 6%, 全球市占率达 17%, 排名第 3。产能规划方面, 北美内华达工厂产能已达到 35GWh, 22 年公司预计增加新的生产线, 将产能进一步提高到 39GWh 左右。日本工厂 18650 圆柱产线将进一步扩产, 46800 圆柱电池研发也将持续推进, 公司预计 22 财年安装样机生产设备。盈利能力方面, 公司预计 22 财年汽车及动力电池部门实现营收约 975 亿元, 同比增加 16%; 营业利润达到 17.5 亿元, 同比增加 157%。

Part 2 详细点评

1. LG 化学: 营业利润率大幅提高, 业绩超预期

Q1 电池板块营收创新高, 营业利润率大超预期: 21Q1 公司电池板块收入约 254 亿元 (按 165: 1 换算), 同比增长 88.1%, 环比增长 2.7%; 电池业务单季度营业利润为 20.39 亿元, 同比 756%, 环比提升 177.68%, 单季度营业利润率 8.0%, 同比提升 10.3pct, 环比提升 18.6pct, 盈利能力整体提高主要受益于动力电池规模效应提升以及标准化圆柱

电池占比提升。

图 2: LG 化学季度收入



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图 3: LG 化学季度利润



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

分业务来看，动力电池营业利润率提升，贡献电池板块主要利润，储能、消费电池平稳增长。根据 SNE 数据，Q1LG 装机 9.6GWh，我们预计动力出货 15GWh 左右，贡献营收 165 亿元，考虑到动力电池规模效应，以及为特斯拉供应的标准化圆柱产品占比提升（Q1 装机 2GWh 左右），我们预计动力电池利润里提升，贡献营业利润 15 亿元左右；我们预计公司 Q1 储能出货 1.5GWh 左右，贡献营收 23 亿元，消费电池我们预计出货 5GWh+，营收 66 亿元左右。

图 4: LG 化学年度收入拆分

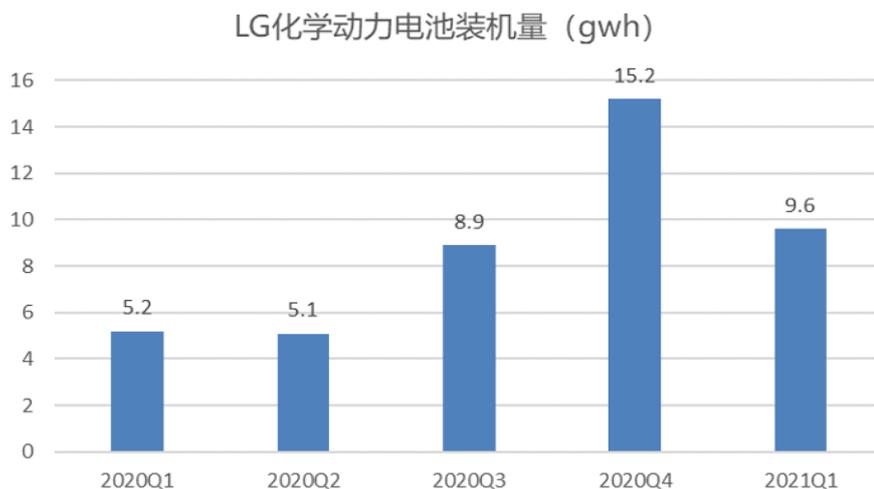
	2018	2019	2020	21Q1
电池板块-总营收 (亿元)	384.2	499	739	254
动力电池-出货量 (gwh)	9	21	45	15
动力电池-单价 (不含税, 元/wh)	1.4	1.3	1.1	1.1
动力电池-营收 (亿元)	126	273	473	165
储能系统-出货量 (gwh)	4	2	4	1.5
储能系统-单价 (不含税, 元/wh)	2.1	1.8	1.5	1.6
储能系统-营收 (亿元)	85	35	60	23
消费类电池出货量(gwh)	12.4	14.9	18	5.5
消费电池-单价 (不含税, 元/wh)	1.4	1.3	1.2	1.2
消费电池-营收 (亿元)	174	191	207	66

数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

LG 动力电池装机环比下滑，市占率维持全球第二。根据 SNE 数据，LG1-3 月装机

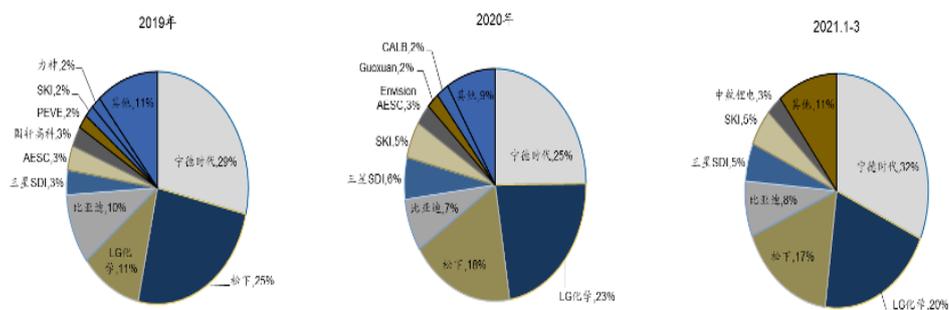
量分别为 2.2gwh、2.6gwh、4.8gwh，同比分别增长 30.5%、62.1%、152.6%，21 年 Q1 装机 9.6GWh，同环比+347%/-37%，在全球的市场份额为 20.3%，较 20 年有所下滑。

图 5: LG 分季度装机量 (GWh)



数据来源: SNE, 东吴证券研究所

图 6: 全球主要电池厂商市场占有率



数据来源: SNE, 东吴证券研究所

LG 21 年收入目标维持高增长，我们预计动力电池增速 100% 以上。受益于电动车销量的增长以及海外 ESS 订单的增加，公司预计 21 年销售增长将超过 50%，对应电池业务收入目标 1100 亿，其中我们预计动力电池收入 900 亿，同比增翻番，对应出货量有望达到 100gwh，同比增 100%。动力电池分区域看，欧洲市场 21 年我们预计维持主供份额，对应 55gwh，增长翻番，为国产 Model Y 唯一供应商，21 年我们预计 LG 配套 25-30 万辆，对应 20gwh，同比翻倍。利润方面，公司 21Q1 电池业务营业利润率 8%，

环比大幅提升，我们预计 21 年盈利水平维持，原材料价格上涨可基本传导。

图 7: 欧洲电池需求测算

	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
电动车销量 (万辆)	54	120	200	270	351	456	639
-整体增速	49%	122%	67%	35%	30%	30%	40%
传统车销量 (万辆)	1,875	1,406	1,828	1,846	1,865	1,883	1,902
-电动化率	3%	9%	11%	15%	19%	24%	34%
合计电池需求 (gwh)	22	46	100	142	201	285	433
松下 (gwh)	9	10	13	14	18	20	26
-占比	40%	21%	13%	10%	9%	7%	6%
LG (gwh)	10	28	55	75	101	134	182
-占比	45%	60%	55%	53%	50%	47%	42%
三星 (gwh)	2	4	9	13	18	26	39
-占比	11%	9%	9%	9%	9%	9%	9%
宁德时代 (gwh)	0.2	4	15	24	44	77	130
-占比	1%	9%	15%	17%	22%	27%	30%
Nv (gwh)	0	0	1	4	10	20	35
-占比	0%	0%	1%	3%	5%	7%	8%
其他 (gwh)	1	0	7	11	10	9	22
-占比	3%	1%	7%	8%	5%	3%	5%

数据来源: SNE, 东吴证券研究所

加速全球化产能布局, LG-GM 第二座合资电池厂开始建设。公司加速在美产能布局, 此前宣布将与通用汽车一起建设第二座电池工厂, 公司预计投资 23 亿美元, 与首个 LG-GM 合资电池厂规模相同, 年产能 35GWh, 计划于 2022 年开始运营。公司计划 2025 年在美动力电池总产能将超过 140GWh, 其中包括 70GWh 的独资工厂, 以及 70GWh 的合资工厂, 产能规划再升级。

图 8: LG 化学产能规划

电池企业	持股	基地	规划产能	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
LG	合资	韩国本部	6	6	6	6	6	6	6
		南京老厂CNA	10	4	4	10	10	10	10
		与吉利无锡合资	10				5	10	10
		与通用合资美国工厂	70			15	35	55	70
		合计	26	10	10	31	56	81	96
	独资	南京新厂CNJ	40		5	10	10	10	40
		南京新厂CNB	40		10	15	35	40	40
		波兰	150	12	40	60	90	120	150
		美国	70	3	15	20	30	50	70
		合计	300	15	70	136	221	301	396

数据来源: SNE, 东吴证券研究所

电池业务计划分拆上市, 为产能扩张提供资金支持: 公司 21Q1 电池板块资本开支约 31.6 亿元人民币, 同比下降 25%; LG 化学电池业务子公司 LG 新能源 (LG Energy

Solution) 计划于今年年底前 IPO，为产能快速扩张提供资金支持。

图 9: LG 化学电池板块资本开支 (亿人民币)

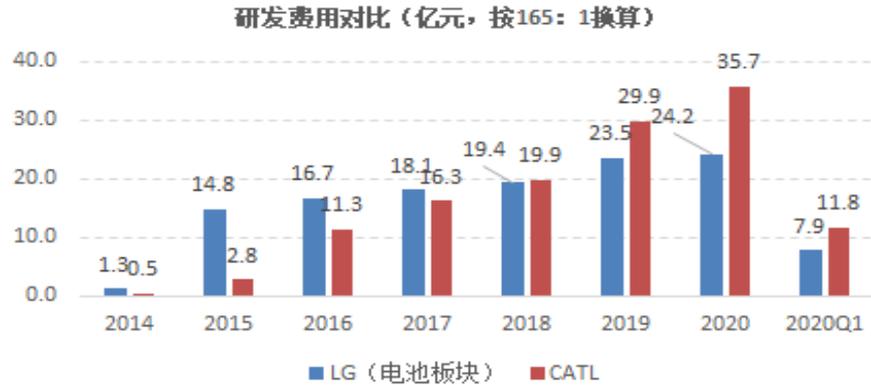


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

正极产能加速投放, 一体化布局推进。公司坚定正极材料一体化布局, 公司计划 2021 年正极产能达到 8 万吨, 同比翻番, 2025 年有望增长到 26 万吨, 产能规划庞大。公司预计内部采购比例今年将保持稳定, 约为 30%。

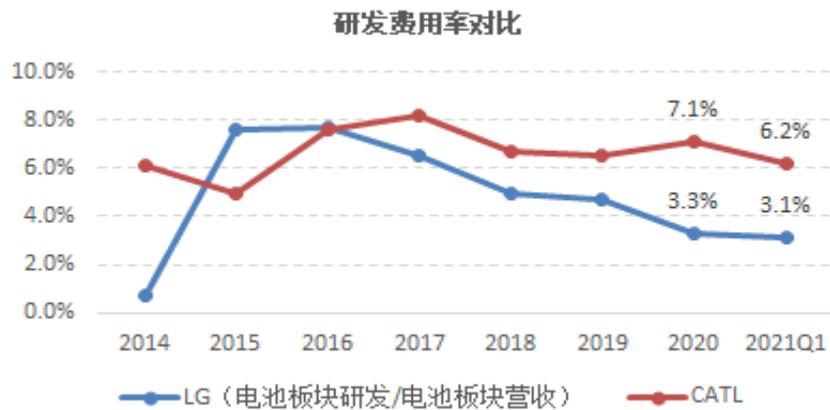
研发费用率持平微降, 整体研发投入低于宁德时代: 21Q1LG 电池板块研发费用约 7.9 亿人民币, 同比增长 30%, 研发费用率为 3.1%, 环比基本持平。宁德时代 21 年一季度宁德研发费用 11.8 亿人民币, 同比增长 84.95%, 研发费用率 6.2%, 同比小幅下降 0.91pct。

图 10: LG 与 Catl 研发费用对比 (亿人民币)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 11: LG 与 Catl 研发费用率对比

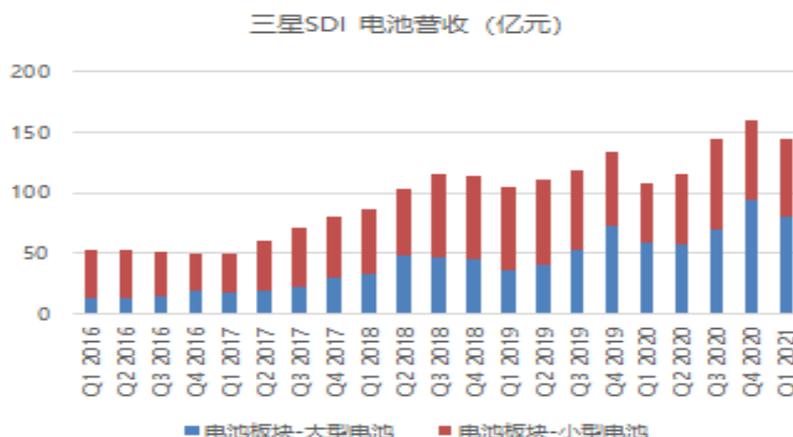


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2. 三星 SDI: 受季节影响环比下滑, 全年高增可期

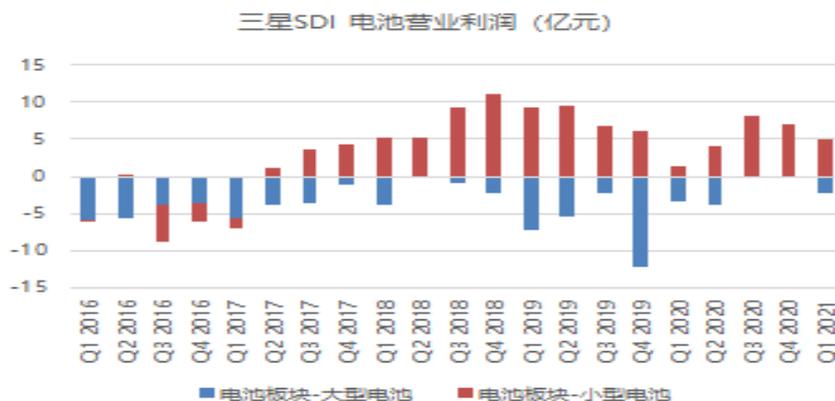
电池业务营收 Q1 环比微降, 营业利润率受原材料涨价影响环比下滑: 三星 SDI 电池业务 21 年 Q1 营收约 144.7 亿元 (按 165:1 汇率计算), 同比+33.1%, 环比-9.2%。营业利润约 2.8 亿元, 同比转正, 环比下降 59.9%, 营业利润率 2.0%, 同比+3.8pct, 环比-2.5pct, 主要为原材料价格上涨影响大型电池盈利能力所致。

图 12: 三星 SDI 电池板块季度营业收入 (亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 13: 三星 SDI 电池板块季度营业利润 (亿元)

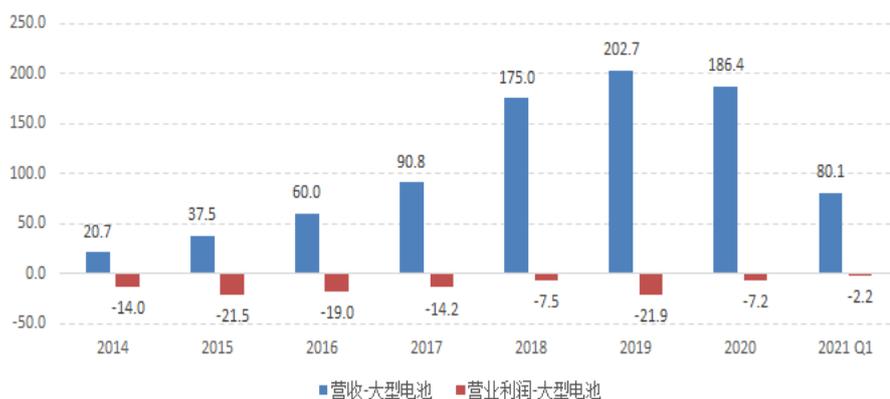


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

1) 大型电池 (动力+储能): 受季节影响环比下滑, 全年高增可期。

受原材料涨价以季节波动影响, Q1 大型电池利润环比下滑: 我们预计 21Q1 大型电池收入 80 亿元左右 (按 165: 1 汇率计算), 同比上升 35%+, 环比降低 15%左右; 我们预计营业利润亏损 2-2.5 亿元, 同比亏损缩窄, 营业利润率-3%左右, 同比提升 3pct, 环比下滑 3pct。一季度动力电池因季节性因素需求环比下降, 且韩国本土储能收入下滑导致大型电池业务营收和盈利水平环比有所下滑。

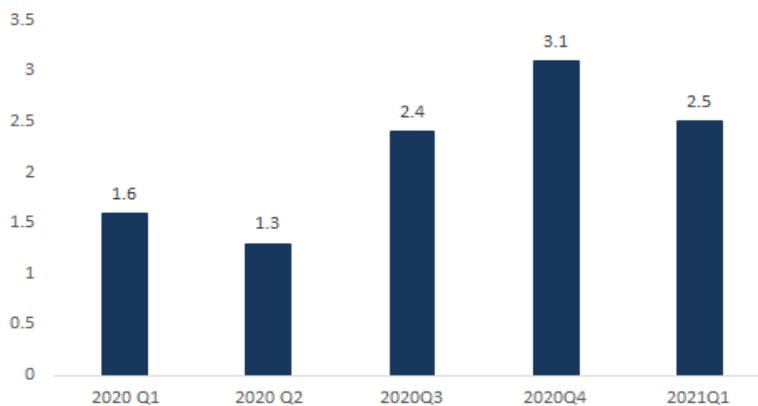
图 14: 三星大型电池营收及营业利润 (亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

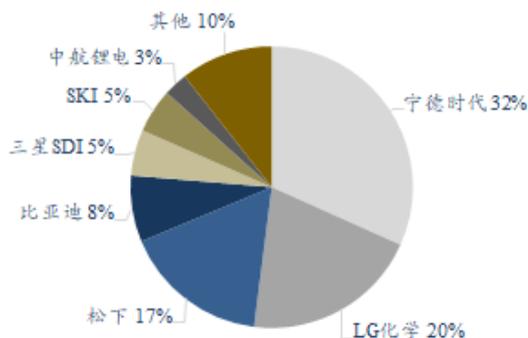
动力电池: Q1 同比大增, 原材料涨价影响盈利。 受益于欧洲一季度销量爆发, 公司 Q1 装机 2.5gwh, 同比增 56.25%, 环比-19%, 全球市占率达 5%, 占比基本持平。我们预计公司动力电池出货 4-5GWh 左右, 贡献营收约 50 亿元。由于一季度电池原材料价格上涨超预期, 以及产能利用率环比下滑, 我们预计公司动力电池业务造成亏损 2 亿元左右, 亏损幅度扩大。

图 15: 三星 SDI 电池装机量 (GWh)



数据来源: SNE, 东吴证券研究所

图 16: 21 年 Q1 全球主要电池厂商装机量占比



数据来源: SNE, 东吴证券研究所

大众明确方形电池路线, 叠加新车型落地及欧洲市场爆发, 21 年动力需求持续高速增长。大众“电池日”公布电池技术方案, 提出电池标准化、CTP 等路线, 向方形电池技术路线倾斜。大众作为公司的主要客户, 公司预计受益于大众电池技术的切换, 与 LG 等形成差异化竞争。且叠加欧洲车型纯电平台新车型大量落地, 碳排考核下的电动车爆发, 我们预计公司 21 年全年出货近 20GWh 左右, 同比接近翻番以上, 主要受益于大众新车型的落地及欧洲市场的爆发, 其中欧洲市场贡献一半以上需求。且 Q2 起原材料涨价有望开始传导, 盈利能力有望恢复。

图 17: 欧洲市场电池需求测算

	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
电动车销量 (万辆)	54	120	200	270	351	456	639
-整体增速	49%	122%	67%	35%	30%	30%	40%
传统车销量 (万辆)	1,875	1,406	1,828	1,846	1,865	1,883	1,902
-电动化率	3%	9%	11%	15%	19%	24%	34%
合计电池需求 (gwh)	22	46	100	142	201	285	433
松下 (gwh)	9	10	13	14	18	20	26
-占比	40%	21%	13%	10%	9%	7%	6%
LG (gwh)	10	28	55	75	101	134	182
-占比	45%	60%	55%	53%	50%	47%	42%
三星 (gwh)	2	4	9	13	18	26	39
-占比	11%	9%	9%	9%	9%	9%	9%
宁德时代 (gwh)	0.2	4	15	24	44	77	130
-占比	1%	9%	15%	17%	22%	27%	30%
Nv (gwh)	0	0	1	4	10	20	35
-占比	0%	0%	1%	3%	5%	7%	8%
其他 (gwh)	1	0	7	11	10	9	22
-占比	3%	1%	7%	8%	5%	3%	5%

数据来源: Marklines, 东吴证券研究所

公司开启匈牙利扩产, 23 年产能预计达 60GWh。公司计划在 2021 年向其匈牙利电池厂投资 9 亿美元, 将电池厂产能从 30GWh 增加到 40GWh, 我们预计到 2030 年公

司整体产能扩张至 60GWH, 其中以匈牙利工厂为主, 以满足快速增长的动力电池需求。

图 18: 三星 SDI 产能规划 (GWh)

电池企业	持股	基地	规划产能	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
三星	独资	韩国蔚山工厂	5	5	5	5	5	5	5
		匈牙利工厂	40	5	10	15	30	40	40
		西安工厂	15	5	5	8	10	15	15
		合计	60	15	20	28	45	60	60

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

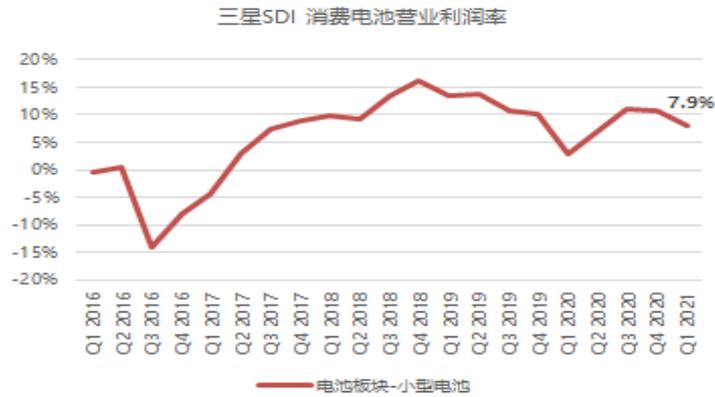
储能电池: 韩国本土需求下滑, 海外储能持续高增长。 Q1 由于韩国本土 REC 加权方案补贴的终止导致韩国本土储能需求持续下滑, 公司预期韩国全年 ESS 需求下滑不可避免。但目前订单主要来自海外市场, 受益于美国各州储能规划及激励政策, 公共事业项目迅速发展, 二季度海外储能需求将进一步提升, 公司预计今年美国市场预计将较去年增长一倍, 并引领全球 ESS 增长, 美国地区的销售收入占比将进一步扩大份额。

2) 小型电池: Q1 盈利环比略微下滑, 全年预期稳定增长。

一季度小型电池利润同比上升, 环比略下滑。 我们预计 21Q1 小型电池收入约为 65 亿元, 同比提升 30%, 环比微降; 营业利润约 5 亿元, 同比上升 250%, 环比下降 30% 左右, 营业利润率约为 8%, 同比上升 5pct, 环比下降 3pct。其中一季度圆柱电池由于动力工具的销量增加, 圆柱电池营收环比持平。软包电池收入环比下滑, 主要由于海外市场销售疲软。

Q2 将受益于移动电器、智能手机市场复苏, 且新 EV 客户放量, 全年预计稳定增长。 公司预计 21 年 Q2 起小型电池开始恢复。其中圆柱电池供应紧张, 公司预计圆柱电池全年增长 30%+, 主要来自微型移动端和真空吸尘器的销量上升, 且公司开始供应 Rivian 在内的电动车项目, 今年贡献预计为个位数, 但明年将增长到两位数, 并为圆柱电池业务带来重大推动。随着智能手机需求的复苏, 软包电池的销量也有望上升。

图 19: 三星 SDI 消费电池营业利润率 (%)



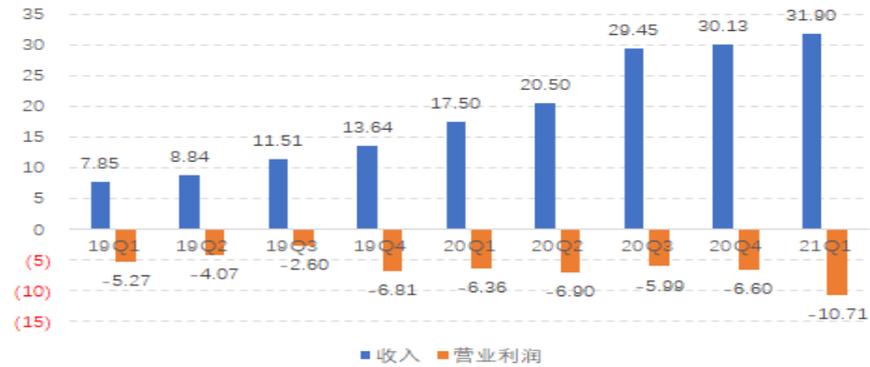
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3. SKI: 产能扩张提速，21 年目标翻番

电池收入同环比增长，新产能初始成本高拖累利润。21Q1 动力电池营业收入约 31.9 亿（按汇率 165: 1 换算），同比增长 82.2%，环比增长 5.85%，主要得益于现代 Ionic 5 的量产。营业利润约-10.71 亿元，亏损同比增 68.4%，环比扩大 62.3%，主要原因为中国盐城工厂新产能扩建、以及美国 SK BA 工厂和匈牙利 SK BM 工厂的初始成本增加。

Q1 装机量同比提升，21 年公司营收目标翻番。根据 SNE 数据，21 年一季度 SKI 装机 2.4gwh，同比增 118.2%，环比下降 27.3%，全球市占率达 5.07%，次于三星 SDI、比亚迪、松下、LG 化学和宁德时代，排第六名，主要客户为现代起亚、大众、戴姆勒等。我们预计公司 21 年一季度出货超 3GWh，公司预计 2021 全年营业收入将为 20 年的 2 倍，约 182 亿元左右，对应出货量超过 16GWh，同比翻番以上。

图 20: SKI 季度营业收入及营业利润 (亿元)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

隔膜与 LG 达成和解, 影响一季度利润。 SKI 与 LG 达成和解, 公司将向 LG 支付 2 万亿韩元(约 121.2 亿元)赔偿金, 其中包括一次性付款和运营特许权使用费。双方在美国和韩国撤回所有法律纠纷, 并达成为期 10 年的非纠纷条款。SKI 同意向 LG 支付和解金, 其中 2021 年和 2022 年分别支付 30.3 亿元, 合计费用 60.6 亿元, 剩下的 60.6 亿元将在 2023 年后支付。21-22 年费用全部反映于 21 年第一季度, 造成非运营费用 59.17 亿元 (以现值计算)。

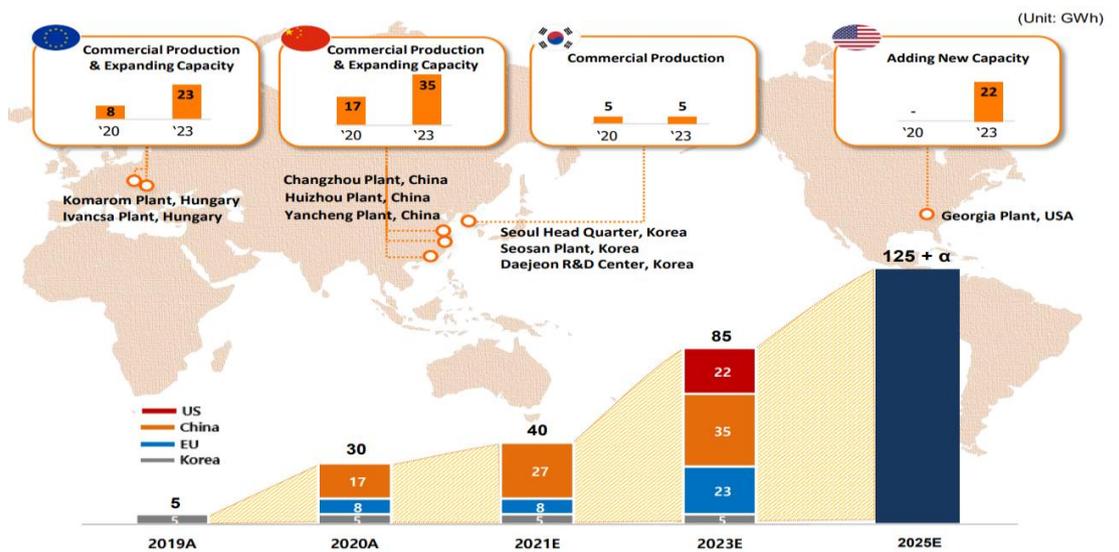
在手订单充足, 产能扩张有序推进。 截止目前, 公司表示电池订单量为 600Gwh, 约达 4849 亿元。公司加快产能建设, 中国盐城和惠州工厂 21 年一季度新产能释放, 21 年底预计实现 40gwh 产能, 美国一号工厂与匈牙利二号工厂计划于 22 年一季度开始投运, 后续美国二号工厂将于 23 年 Q1 实现投运, 匈牙利第三工厂将于 21 年 Q3 开始施工, 并于 24 年 Q3 开始投运, 公司 25 年产能规划提升至 125GWh 以上。

图 21: SKI 电池基地布局和进展 (gwh)

基地	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
中国常州	4.7	4.7	7.5	7.5	7.5	7.5
中国盐城			9	10.5	18	18
中国惠州				8.8	8.8	9.5
韩国瑞山工厂	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7
匈牙利工厂		8.4	8.4	8.4	17	23
美国工厂					9.8	22
合计	9.4	17.8	29.6	39.9	65.8	84.7

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 22: SKI 电池基地布局和进展



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

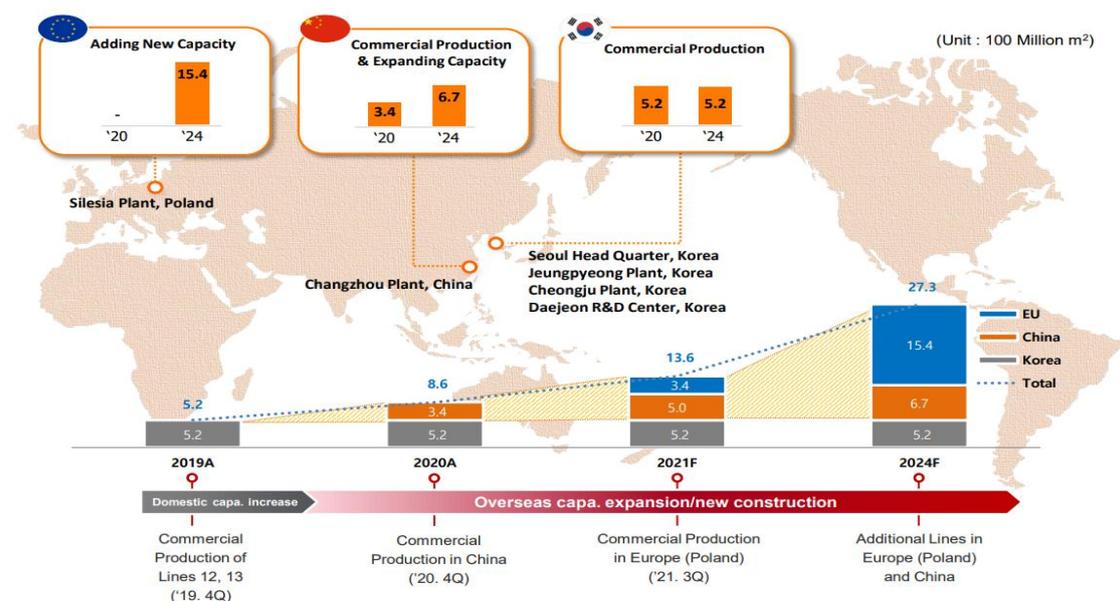
材料业务: 中国工厂效率提升及原材料成本下降, Q1 利润同环比增长。公司材料业务营业利润 1.92 亿人民币, 同比增 17.3%, 环比增 25.5%。公司预计下半年产能利用率达到 100%, 二季度销量同比高增长, 增长率有望实现 50%。隔膜产能于 2020 年底实现 8.6 亿平方米, 预计 21 年底将增加到 13.6 亿平方米。波兰和中国工厂新产能扩建, 预计 2024 年实现 27.3 亿平产能。

图 23: SKI 隔膜基地产能规划及进展 (亿平)

基地	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
韩国	5.2	5.2	5.2	5.2	5.2	5.2
中国		3.4	5.0	5.0	6.7	6.7
波兰			3.4	3.4	8.5	15.4
合计	5.2	8.6	13.6	13.6	20.4	27.3

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 24: SKI 隔膜基地产能规划及进展



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

4. 松下: 21 财年扭亏为盈, 产能规划升级

汽车与动力电池部门扭亏为盈, Q1 营业利润同环比高增长。公司 2021Q1 动力电池实现营业收入约 71 亿元 (汇率 16: 1), 同比下滑 7.7%, 环比微降 2.9%, 动力电池营收下滑主要受新能源汽车产能下降及生产线升级改造的影响, 减少圆柱型电池生产所致。利润方面, 汽车动力板块 21Q1 营业利润约 11.4 亿元, 实现扭亏为盈, 同环比实现

大涨，分别增 205%/700%。其中动力电池业务 Q1 利润持续上升，得益于公司规模效应下的折旧摊薄以及圆柱电池的占比提升，北美内华达工厂从 20 年第二季度开始扭亏为盈，最终实现全面盈利，带动整体利润同环比上涨。

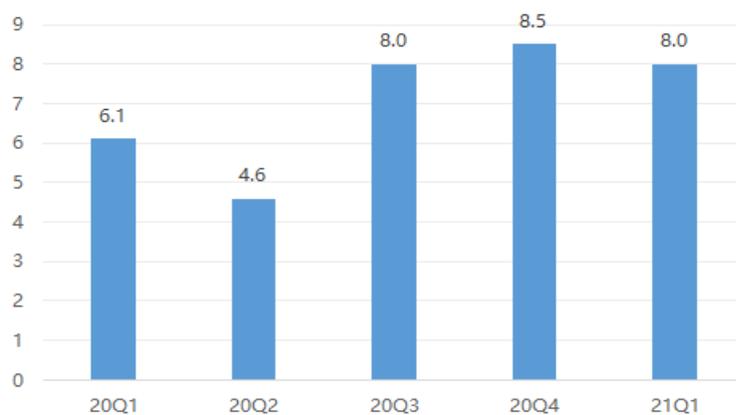
图 25: 松下动力电池相关板块营收和利润情况（单位：亿元，汇率 16: 1）

汇率16: 1 单位: 亿元	FY19Q4 19Q1	FY20Q1 19Q2	FY20Q2 19Q3	FY20Q3 19Q4	FY20Q4 20Q1	FY21Q1 20Q2	FY21Q2 20Q3	FY21Q3 20Q4	FY21Q4 21Q1
汽车和动力电池-营收	251.1	235.9	231.1	228.9	230.6	131.8	224.1	244.4	236.9
汽车系统-营收	164.3	149.9	140.6	131.5	136.4	74.4	134.4	152.1	148.4
动力电池-营收	69.3	68.3	72.4	78.6	76.6	47.4	73.9	72.8	70.7
汽车和动力电池-营业利润	-1.8	-6.3	-7.9	-4.1	-10.9	-5.9	3.2	-1.9	11.4

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

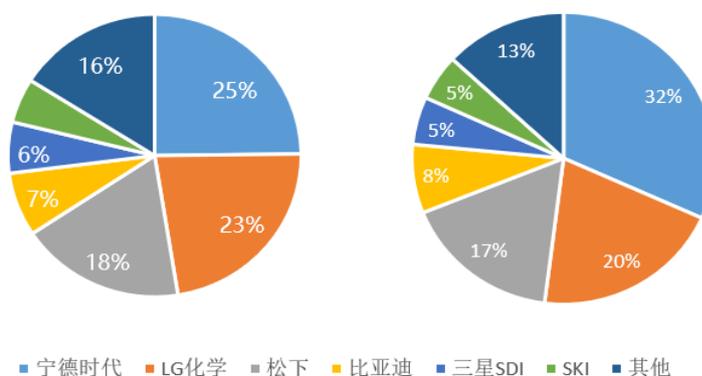
受益于特斯拉发展，动力电池出货平稳增长。根据 SNE 数据，21 年一季度松下装机 8gwh，同比增 31%，环比微降 6%，全球市占率达 17%，次于 LG 化学和宁德时代，排名第 3。公司主要客户为特斯拉和大众，特斯拉 21Q1 销量 17.5 万辆（其中国产 model3 由 LG 化学及宁德配套），对应松下配套电池约 7.5gwh，占比预计达 90%+。

图 26: 松下分季度出货量（单位：GWh）



数据来源：SNE，东吴证券研究所

图 27: 全球电池厂市占率 2020 年 (左) & 2021 年 Q1 (右)



数据来源: SNE, 东吴证券研究所

美国工厂启动扩产, 产能规划升级。产能规划方面, 目前北美内华达州工厂产能已达到 35GWh, 22 年公司预计增加新的生产线, 将产能提高至 39GWh 左右。日本工厂的 18650 圆柱产线进一步扩产, 46800 圆柱电池研发也将持续推进, 预计 22 财年安装样机生产设备。

图 28: 松下产能分布及规划 (单位: GWh)

电池企业	持股	基地	规划产能	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
松下	合资	美国内华达州工厂 与丰田合资	39 未公布	35	35	39	39	39	39
	独资	大连: 方形		1	2	5	10	15	20
		日本4基地: 方+圆	10	10	10	10	10	10	10
		合计	79	46	47	54	59	64	69

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

客户多元化发展, 动力电池迎来收获期。随着动力电池部门进入高速发展阶段, 公司预计 22 财年汽车及动力电池部门实现营收约 975 亿元 (15600 亿日元), 同比增加 16%; 营业利润达到 17.5 亿元 (280 亿日元), 同比增加 157%, 增长明显。客户层面, 松下客户多元化趋势明显, 公司在日本与丰田共同投资建立方形电池厂, 为丰田多款车型提供动力电池, 此外还拓展了大众、奥迪、福特等欧美多家知名车企为稳定客户, 逐

渐摆脱对特斯拉的单一依赖。

投资建议：4月销量20.6万辆，环比下滑8.7%，符合预期，下半年排产或大幅超预期，继续**重点推荐三条主线**：一是特斯拉及欧洲电动车供应商（宁德时代、亿纬锂能、天赐材料、容百科技、中伟股份、新宙邦、璞泰来、科达利、恩捷股份、当升科技、三花智控、宏发股份、汇川技术）；二是供需格局扭转/改善而具备价格弹性（天赐材料、华友钴业，关注赣锋锂业、天齐锂业、多氟多、天际股份）；三是国内需求恢复、量利双升的国内产业链龙头（比亚迪、天奈科技、星源材质、欣旺达、诺德股份，关注德方纳米、嘉元科技、国轩高科、孚能科技、中科电气）。

风险提示：政策支持不及预期，销量不及预期

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>

