

电气设备与新能源行业点评

海外动力电池 21Q2 财报点评：产能扩张提速，加大一体化及美国市场布局 增持（维持）

2021 年 08 月 08 日

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

投资要点

■ **海外电池企业 Q2 收入同环比普遍向上，但增速受车企缺芯影响；盈利水平稳定微增，受原材料涨价影响小：**2021 年二季度 LG 化学电池板块营收同比增长 81.8%，环比增长 20.6%，创历史新高；三星业绩高增，营业利润同比/环比+3274%/+260%，大超预期；SKI 营收同环比增长，亏损缩窄；松下 Q2 营收同比大增 77%，海外电池厂商业绩整体向好。盈利方面，二季度 LG 化学实际营业利润率 4.8%，同环比微降；松下 Q2 营业利润同比大涨，基本稳中向好，得益于规模提升，由于海外材料价格调整周期长，原材料涨价并未这些公司产生明显影响。从各公司规划看，lg、三星、SKI 都在加速产能扩产，提高 25 年扩产规模，特别是加大对美国市场的布局。

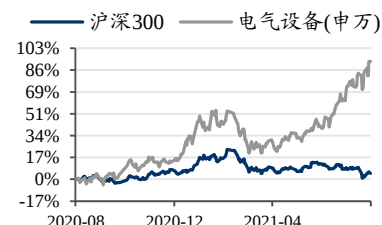
■ **LG 化学：电池板块 Q2 实际盈利水平 4.8%，尚未显著提升，独立上市加码产业链一体化。**21Q2 公司电池板块收入约 307 亿元，同比+81.8%，环比+20.6%；电池业务单季度营业利润为 48.73 亿元，同比+422%，环比+139%，营业利润率 15.9%，同比+10.4%，环比+7.9%，盈利能力整体提高主要受益于非经的影响。Q2 sk 赔偿公司 1 万亿韩元（57 亿人民币），同时公司由于储能爆炸赔偿 0.4 万亿韩元（22.6 亿人民币），合计增厚公司营业例如 34.4 亿，若扣除该影响，公司 Q2 营业利润 14.8 亿，营业利润率 4.8%，同环比-1/-3pct。产能方面，LG 计划 2025 年电动汽车电池产能达到 430GWh（21 年 155gwhh），可为 1160 万辆汽车提供产品。同时，LG 化学加码布局中游环节以确保产业链安全，公司拟收购 LG 电子的隔膜业务，计划与日本东丽在欧洲成立合资厂，生产湿法隔膜，并扩建碳纳米管导电浆料。未来四年将斥资 6 万亿韩元（约合 52.14 亿美元），研发正极材料、隔膜、碳纳米管、粘合剂等。

■ **三星 SDI：电池销量强劲拉动 Q2 业绩高增，盈利能力同步提升，新一代高镍电池 Q3 将投产。**三星 SDI 电池业务 21 年 Q2 营收约 202.1 亿元（按 165:1 汇率计算），同比+30.3%，环比+12.5%。营业利润约 10.2 亿元，同比大增 3274%，环比大增 259.7%，公司业绩大幅提升得益于较低的基数效应及强劲的下游需求；营业利润率 6.2%，同比+8.7pct，环比+4.9pct，主要受小型电池盈利能力提升及大型电池利润率转正带动。目前三星为奥迪 E-Tron、菲亚特 500 系列以及福特 Kuga 供应锂电池，这三款车型在海外销售强劲。同时，在美国大型项目的带动下，储能系统 ESS 产品将逐渐放量，成为公司新的增长点。产能方面，公司将扩大匈牙利电池厂产能从 30GWh 增加到 40GWh，同时今年 Q3 匈牙利 Gen5 高镍产品将开始向宝马出货，Q4 将明显贡献增量。

■ **SKI：电池业务亏损缩窄，加大在美投资，25 年产能目标大增。**21Q2 动力电池营业收入约 38.2 亿（按汇率 165:1 换算），同比增长 86.3%，环比增长 19.7%，主要得益于现代 Ionic5 的量产。营业利润约-5.93 亿元，亏损同比降 14%，环比下降 44.6%，主要原因为满足了 HMC 的 ioniq5 订单以及新工厂初步稳定，销量攀升，盈利能力有所改善。产能方面，公司计划 2025 年将电池年产量提高至 200GWh，较原目标 125GWh 提升 60%。公司已与福特公司签订备忘录，供货订单规模约 1000GWh，同时公司将与福特在美国建设合资电池厂，最初产能将在 60GWh 左右，在 2030 年可能达到 180GWh。在中游环节的布局上，公司目前隔膜产能为 14 亿平方米，计划到 2023 年增至 21 亿平方米，2025 年增至 40 亿平方米。

■ **松下：汽车与动力电池部门持续盈利，Q2 营业利润同比大涨，开始布局 4680 电池。**公司 2021Q2 动力电池实现营业收入约 84 亿元（汇率 16:

行业走势



相关研究

- 1、《海外电动车 6 月销量点评：季末冲量，上半年销量略超市预期》2021-08-03
- 2、《电气设备新能源行业周报：分时电价政策推动储能发展，中央定调支持电动车产业》2021-08-01
- 3、《电气设备与新能源行业点评：基金 21Q2 持仓深度：新能源汽车、光伏持仓显著增加，工控持仓略有下滑》2021-07-25

电气设备与新能源行业点评

1)，同比上升 77%，环比上升 19%，动力电池营收上升主要系疫情好转工厂逐渐复工和下游新能源车需求增加所致。利润方面，汽车动力板块 2021Q2 营业利润约 6.1 亿元，同比实现大涨，环比稍微下滑，同环比 +203%/-46%。其中动力电池业务 Q2 利润维持增长，得益于公司圆柱电池销量的增长以及公司在前三季度实现了大容量新型电池的生产交付。目前，特斯拉为松下第一大客户，松下计划在 2021 年将美国内华达州 Gigafactory1 电池工厂产能从 35GWh 扩充 10%，提升至 39GW，并将在特斯拉内华达超级工厂推出新的电池生产线，为 2022 年在日本生产 4680 电池原型做准备。同时，公司不断深化与丰田的合作，开发下一代固态电池。

■ **投资建议：**我们全面看好锂电中游和上游锂资源龙头，明年隔膜、铜箔、石墨化偏紧，锂价格可能超预期，高镍、碳纳米管需求加速，我们继续强烈推荐三条主线：一是电动车全球龙头（推荐宁德时代、亿纬锂能、容百科技、恩捷股份、璞泰来、天赐材料、中伟股份、新宙邦、科达利、宏发股份、汇川技术、三花智控、当升科技、欣旺达）；二是供需格局扭转/改善而具备价格弹性（推荐天赐材料、华友钴业，关注永兴材料、赣锋锂业、天齐锂业、多氟多、天际股份，及二线锂资源公司，融捷股份、江特电机、天华超净等）；三是国内需求恢复、量利双升的国内产业链龙头（推荐比亚迪、德方纳米、天奈科技、星源材质、诺德股份，关注中科电气、嘉元科技、国轩高科、孚能科技）。

■ **风险提示：**销量不及预期、价格竞争超预期、投资增速下滑。

海外电池企业 Q2 收入同环比普遍向上，但增速受车企缺芯影响；盈利水平稳定微增，受原材料涨价影响小：2021 年二季度 LG 化学电池板块营收同比增长 81.8%，环比增长 20.6%，创历史新高；三星业绩高增，营业利润同比/环比+3274%/+260%，大超预期；SKI 营收同环比增长，亏损缩窄；松下 Q2 营收同比大增 77%，海外电池厂商业绩整体向好。盈利方面，二季度 LG 化学实际营业利润率 4.8%，同环比微降；松下 Q2 营业利润同比大涨，基本稳中向好，得益于规模提升，由于海外材料价格调整周期长，原材料涨价并未这些公司产生明显影响。从各公司规划看，lg、三星、SKI 都在加速产能扩产，提高 25 年扩产规模，特别是加大对美国市场的布局。

表 1：海外电池企业经营情况

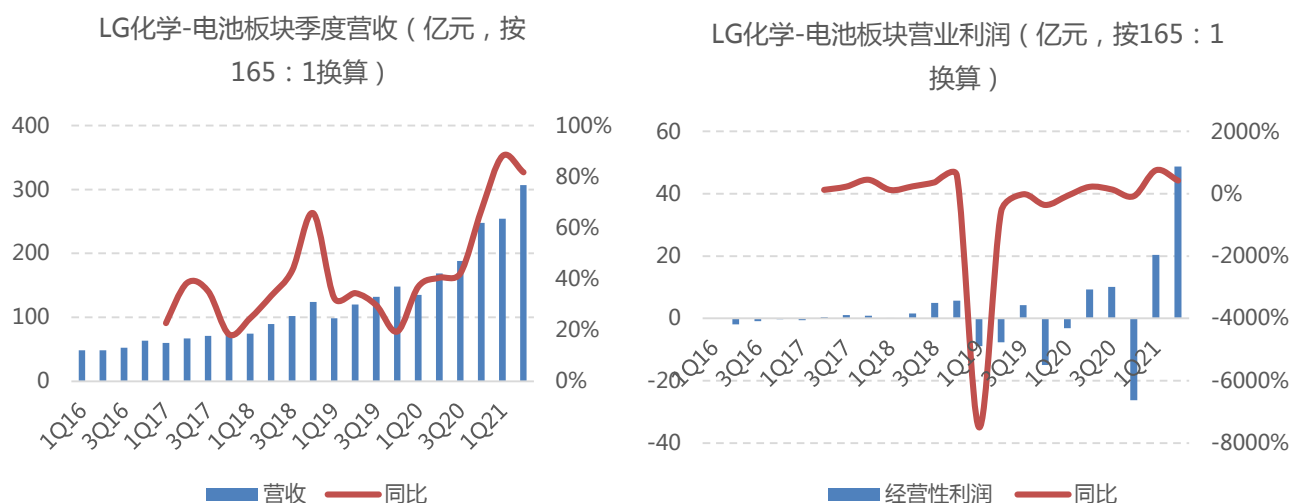
公司	财报披露板块对应业务	营业收入（亿元）						营业利润						营业利润率					
		21H1	同比	环比	21Q2	同比	环比	21H1	同比	环比	21Q2	同比	环比	21H1	同比	环比	21Q2	同比	环比
LG化学	消费+动力+储能	561	85%	29%	307	82%	21%	69	1011%	转正85	49	422%	139%	12%	10pct	16%	16%	10pct	8pct
三星SDI	动力+储能	174	50%	6%	94	63%	17%	0	盈亏平衡	盈亏平衡	2	转正5.8	转正4.2	0%	6pct	0pct	2%	9pct	5pct
松下	动力	155	25%	5%	84	77%	19%	18	转正34	1246%	6	203%	-46%	11%	25pct	10pct	7%	20pct	-9pct
SKI	动力	70	84%	20%	38	86%	20%	-17	26%	32%	-6	-14%	-45%	-24%	11pct	-2pct	-16%	18pct	18pct

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

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：21Q2 公司电池板块收入约 307 亿元（按 165:1 换算），同比增长 81.8%，环比增长 20.6%；电池业务单季度营业利润为 48.73 亿元，同比 422%，环比提升 139%，单季度营业利润率 15.9%，同比提升 10.4pct，环比提升 7.9pct，盈利能力整体提高主要受益于非经的影响。Q2 sk 赔偿公司 1 万亿韩元(57 亿元)，同时公司由于储能爆炸赔偿 0.4 万亿韩元(22.6 亿元)，合计增厚公司营业例如 34.4 亿元，若扣除该影响，公司 Q2 营业利润 14.8 亿元，营业利润率 4.8%，同环比-1/-3pct。

图 2: LG 化学季度收入和利润情况 (亿元)



数据来源: 公司公告, 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。我们预计动力出货 18GWh 左右, 预计贡献营收 189 亿元; 我们预计公司 Q1 储能出货 2GWh 左右, 预计贡献营收 35.2 亿元, 消费电池预计出货 7.2GWh, 贡献营收预计 83 亿元左右。

表 2: LG 分业务收入拆分情况 (亿元)

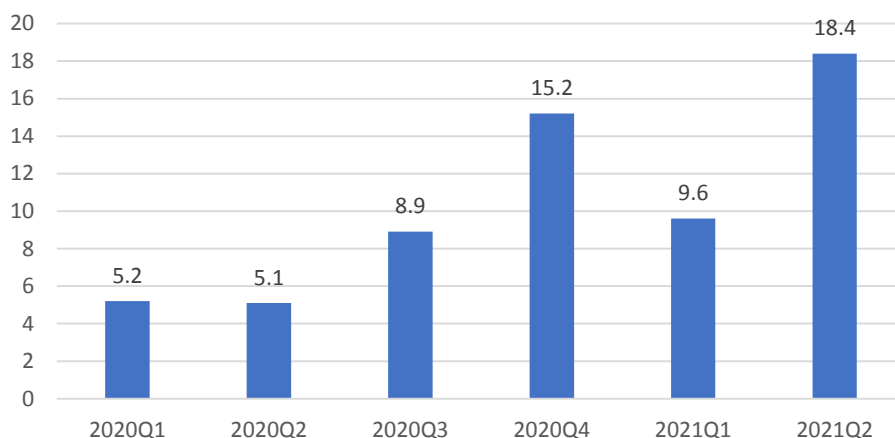
	2018	2019	2020	21Q1	21Q2
电池板块-总营收 (亿元)	384.2	499	739	254	307
动力电池-出货量 (gwh)	9	21	45	14.625	18
动力电池-单价 (不含税, 元/wh)	1.4	1.3	1.05	1.05	1.05
动力电池-营收 (亿元)	126	273	473	154	189
储能系统-出货量 (gwh)	4	2	4	2	2
储能系统-单价 (不含税, 元/wh)	2.11	1.75	1.49	1.68	1.76
储能系统-营收 (亿元)	84.55	35.04	59.50	33.51	35.20
消费类电池出货量(gwh)	12.4	14.88	18	5.85	7.2
消费电池-单价 (不含税, 元/wh)	1.4	1.28	1.15	1.15	1.15
消费电池-营收 (亿元)	174	191	207	67	83

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

LG 动力电池装机量市占率全球第二, 韩国企业装机量市场份额 Q2 大幅提升。根据 SNE 数据, 21 年 Q1 韩国三家电池企业相对低迷, 但进入 Q2, LG、三星 SDI、SKI 的装机量市场份额均有显著提升。LG21 年上半年的全球装机量市场份额为 24.5%, 对应 28.0 GWh 装机量, LGQ2 装机量 4-6 月分别为 4.2GWh、5.3GWh、8.9GWh, 同比分别增长 367%、253%、230%。

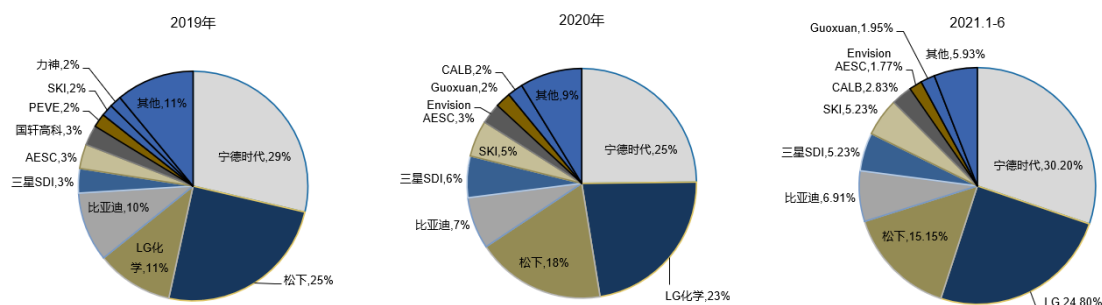
图 2: LG 分季度装机量

LG 化学动力电池装机量 (GWh)



数据来源: SNE, 东吴证券研究所

图 3: 全球主要电池厂商装机量市场占有率



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。

表 3：欧洲电池需求测算

	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
电动车销量 (万辆)	54	127	220	293	380	494	668
-整体增速	49%	135%	73%	33%	30%	30%	35%
传统车销量 (万辆)	1,875	1,459	1,881	1,919	1,957	1,996	2,036
-电动化率	3%	9%	12%	15%	19%	25%	33%
合计电池需求 (gwh)	22	46	110	154	218	309	452
松下 (gwh)	9	10	14	15	20	22	27
-占比	40%	21%	13%	10%	9%	7%	6%
LG (gwh)	10	28	61	82	109	145	190
-占比	45%	60%	55%	53%	50%	47%	42%
三星 (gwh)	2	4	10	14	20	28	41
-占比	11%	9%	9%	9%	9%	9%	9%
宁德时代 (gwh)	0.22	4.14	16.50	26.16	47.92	83.45	135.71
-占比	1%	9%	15%	17%	22%	27%	30%
Nv (gwh)	0	0	1	5	11	22	36
-占比	0%	0%	1%	3%	5%	7%	8%
其他 (gwh)	1	0	8	12	11	9	23
-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，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，LG 计划 2025 年电动汽车电池产能达到 430GWh (21 年 155gwhh)，可为 1160 万辆汽车提供产品。同时，LG 化学加码布局中游环节以确保产业链安全，公司拟收购 LG 电子的隔膜业务，计划与日本东丽在欧洲成立合资厂，生产湿法隔膜，并扩建碳纳米管导电浆料。未来四年将斥资 6 万亿韩元（约合 52.14 亿美元），研发正极材料、隔膜、碳纳米管、粘合剂等。

表 4：LG 产能规划

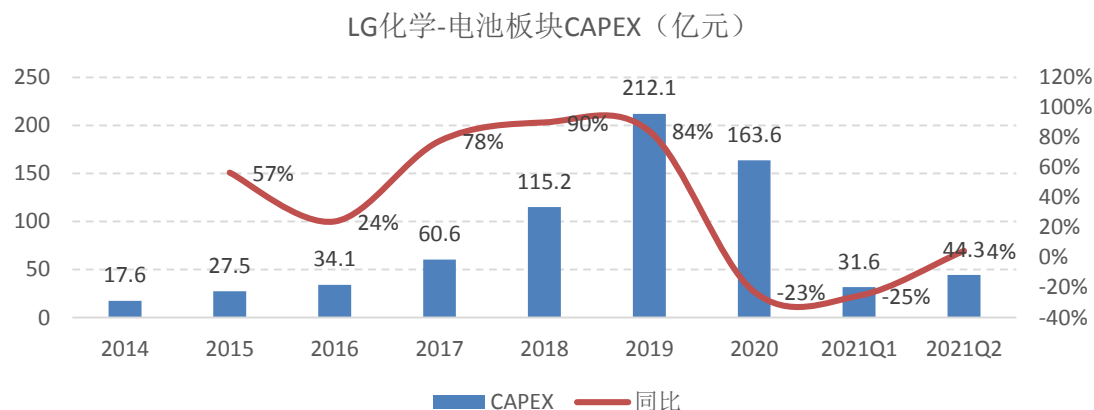
电池企业	持股	基地	规划产能	2018	2019	2020	2021	2022	2023
LG	合资	韩国本部	6	6	6	6	6	6	6
		南京老厂 CNA	10	4	4	10	10	10	10
		与吉利无锡合资	10				5	10	10
		与通用合资美国工厂	70			15	35	55	70
		合计	26	10	10	31	56	81	96
	独资	南京新厂 CNJ	40		5	10	10	10	40
		南京新厂 CNB	40		10	15	35	40	40
		波兰	150	12	40	60	90	120	150
		美国	70	3	15	20	30	50	70
		合计	300	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，同比减少 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 4: LG 化学电池板块资本开支 (亿元)

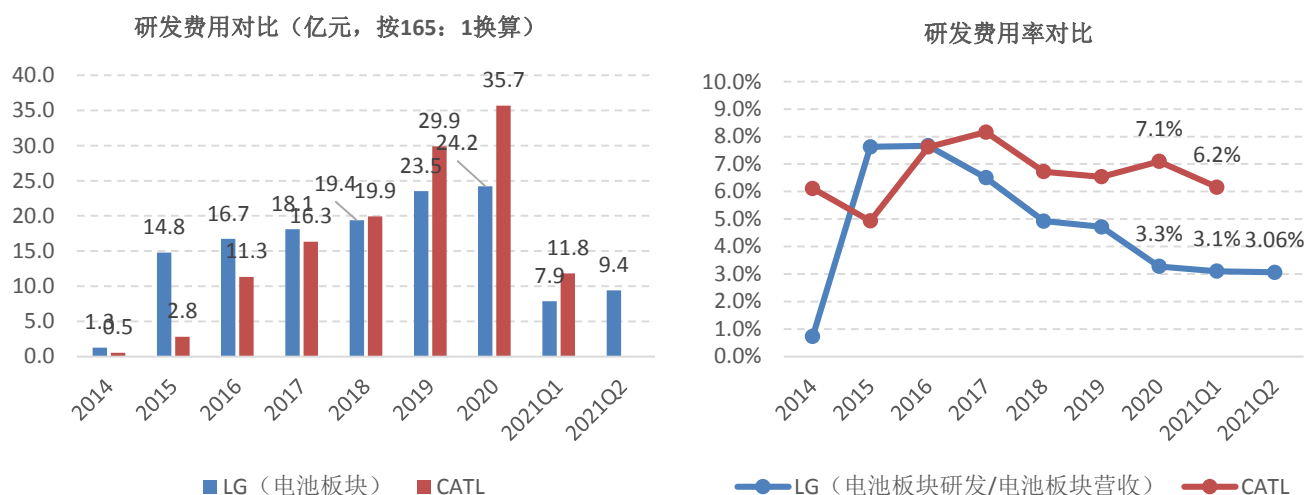


数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

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, 到 2025 年将增长到 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: 21Q2LG 电池板块研发费用约 9.4 亿元, 同比增长 60%, 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 亿元, 同比增长 84.95%, 研发费用率 6.2%, 同比小幅下降 0.91pct。

图 5: LG 与 CATL 研发费用对比 (亿元)

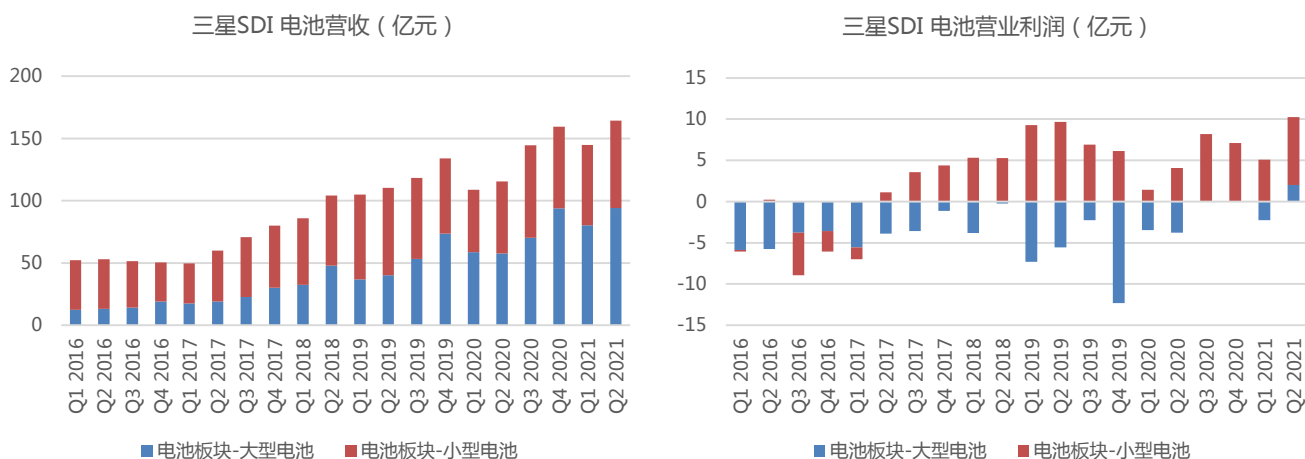


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2.三星 SDI: 总营收及利润提升, 电池板块营业利润同环比+3274%/+259.7%

电池业务营收 Q2 同环比均上升: 三星 SDI 电池业务 21 年 Q2 营收约 202.1 亿元 (按 165: 1 汇率计算), 同比+30.3%, 环比+12.5%。营业利润约 10.2 亿元, 同比大增 3274%, 环比大增 259.7%, 公司业绩大幅提升得益于较低的基数效应及强劲的下游需求, 营业利润率 6.2%, 同比+8.7pct, 环比+4.9pct, 主要受小型电池盈利能力提升及大型电池利润率转正带动。目前三星为奥迪 E-Tron、菲亚特 500 系列以及福特 Kuga 供应锂电池, 这三款车型在海外销售强劲。同时, 在美国大型项目的带动下, 储能系统 ESS 产品将逐渐放量, 成为公司新的增长点。

图 6: 三星 SDI 电池板块 2021 年 Q2 营收和利润情况 (亿元)

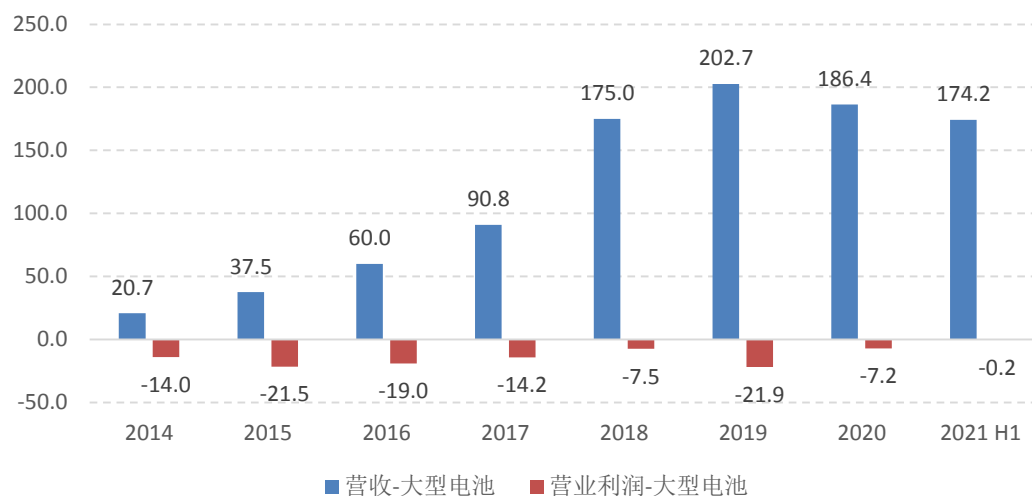


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

1) 大型电池 (动力+储能): 扭亏为盈, 全年高增可期

Q2 大型电池利润转正: 我们预计 21Q1 大型电池收入 164.4 亿元左右 (按 165: 1 汇率计算), 同比上升 41.3%, 环比上升 13.6% 左右; 我们预计营业利润 2.0 亿元, 扭亏为盈。营业利润率 2.1% 左右, 同比提升 8.7pct, 环比提升 4.9pct。

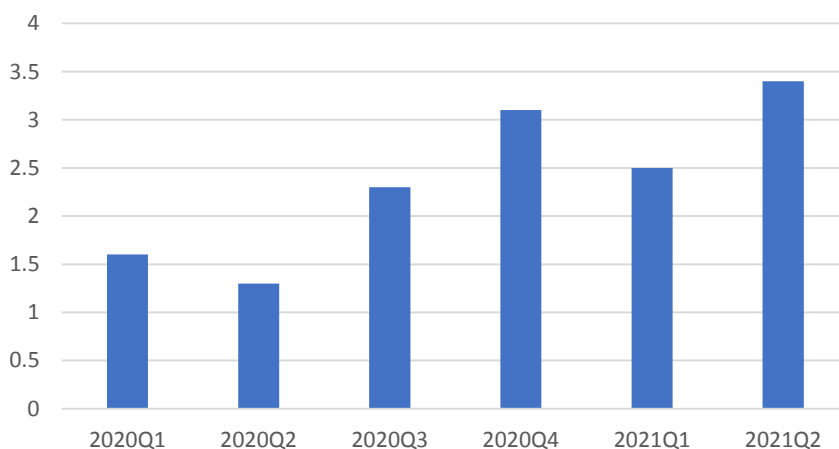
图 7：大型电池营收及营业利润（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

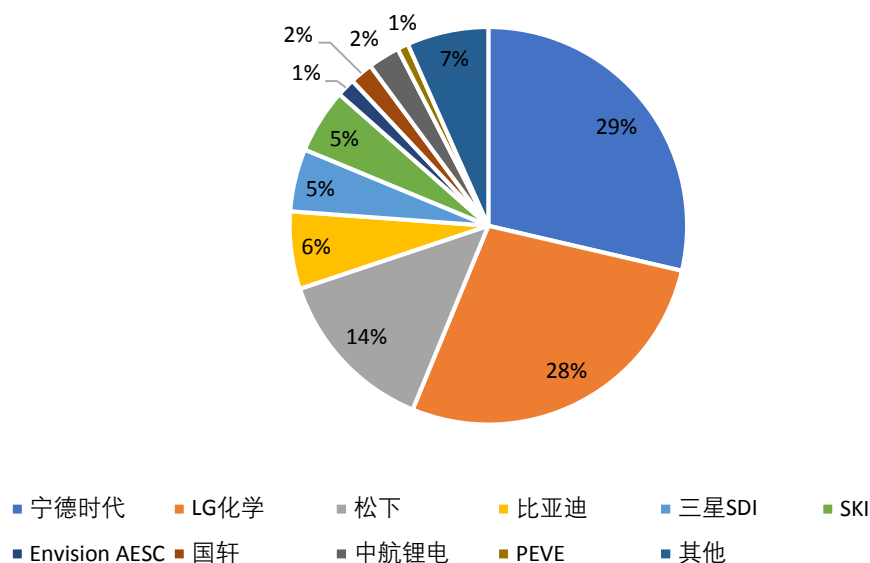
动力电池：Q2 同比大增。受益于欧洲销量爆发，公司 Q2 装机 3.4gwh，同比大增 161.5%，环比增 36%，全球装机市占率达 5.2%，占比基本持平。我们预计公司动力电池出货 5-7GWh 左右，贡献营收约 70 亿元。

图 8：三星 SDI 电池装机量（GWh）



数据来源：SNE，东吴证券研究所

图 9：21 年 Q2 全球主要电池厂商装机量市占率



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。Q2 原材料涨价，改善公司盈利。

表 5：欧洲电池需求测算

	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
电动车销量 (万辆)	54	127	220	293	380	494	668
-整体增速	49%	135%	73%	33%	30%	30%	35%
传统车销量 (万辆)	1,875	1,459	1,881	1,919	1,957	1,996	2,036
-电动化率	3%	9%	12%	15%	19%	25%	33%
合计电池需求 (gwh)	22	46	110	154	218	309	452
松下 (gwh)	9	10	14	15	20	22	27
-占比	40%	21%	13%	10%	9%	7%	6%
LG (gwh)	10	28	61	82	109	145	190
-占比	45%	60%	55%	53%	50%	47%	42%
三星 (gwh)	2	4	10	14	20	28	41
-占比	11%	9%	9%	9%	9%	9%	9%
宁德时代 (gwh)	0.22	4.14	16.50	26.16	47.92	83.45	135.71
-占比	1%	9%	15%	17%	22%	27%	30%
Nv (gwh)	0	0	1	5	11	22	36
-占比	0%	0%	1%	3%	5%	7%	8%
其他 (gwh)	1	0	8	12	11	9	23
-占比	3%	1%	7%	8%	5%	3%	5%

数据来源：SNE，东吴证券研究所

公司开启马来西亚及匈牙利扩产，23 年产能预计达 62GWh。公司计划投资 2000 亿韩元（约合 11.46 亿元），扩大其马来西亚锂电池工厂的产能，这家工厂目前主要

制造圆柱形锂电池。新的生产线预计每月可以制造超过100万个电池,如果全为21700规格电池,则每年产能可达2GWh。公司2月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2023年公司整体产能扩张至62GWh,其中以匈牙利工厂为主,以满足快速增长的动力电池需求。目前,公司也确定将于美国建厂,但具体建设进度还未明确。同时今年Q3匈牙利Gen5高镍产品将开始向宝马出货,Q4将明显贡献增量。

表 6: 三星产能规划 (GWh)

公司名称	规划产能	2018	2019	2020	2021	2022	2023
三星SDI	韩国蔚山工厂	5	5	5	5	5	5
	中国西安工厂	15	5	5	8	10	15
	匈牙利工厂	40	5	10	15	30	40
	马来西亚工厂	2	0	0	0	1	2
	美国工厂	待定					
合计	62	15	20	28	46	62	62

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2) 小型电池: Q2 盈利同环比上升, 全年预期稳定增长

二季度小型电池利润同比环比上升。我们预计21Q1小型电池收入约为70.3亿元,同比提升21.5%,环比提升8.9%;营业利润约8.2亿元,同比上升103%,环比提升61.9%,营业利润率约为11.7%,同比上升4.7pct,环比上升3.8pct。

图 10: 消费电池营业利润率 (%)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

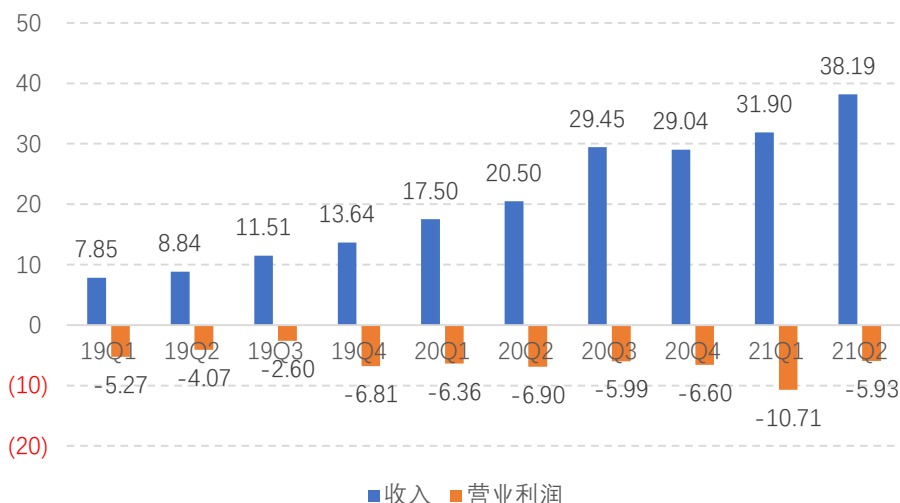
3. SKI: 产能扩张提速, 盈利能力明显改善

电池收入同环比增长, 盈利能力有所改善。21Q2动力电池营业收入约38.2亿元(按汇率165:1换算),同比增长86.3%,环比增长19.7%,主要得益于现代Ionic5的量产。营业利润约-5.93亿元,亏损同比降14%,环比下降44.6%,主要原因为满

足了 HMC 的 ion5 订单以及新工厂初步稳定，销量攀升，盈利能力有所改善。

Q2 装机量同环比上升，21 年公司营收目标翻番。根据 SNE 数据，21 年二季度 SKI 装机 3.5GWh，同比增 250%，环比上升 45.8%，全球装机量市占率达 5.2%，次于比亚迪、松下、LG 化学和宁德时代，超越三星 SDI 排第五名，主要客户为现代起亚、大众、戴姆勒等。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 11: SKI 电池板块 2021 年 Q2 营收和利润情况 (亿元)



数据来源：公司季报，东吴证券研究所

拟拆分电池业务，公司预计明年电池业务扭亏为盈。公司宣布将分拆电池部门，并于 21 年 10 月成立名为“SKBattery”的子公司，以把握时机扩大产量，满足全球对电动车电池的强烈需求。公司预计电池部门明年将出现交出史上首见的获利成绩，扭亏为盈。

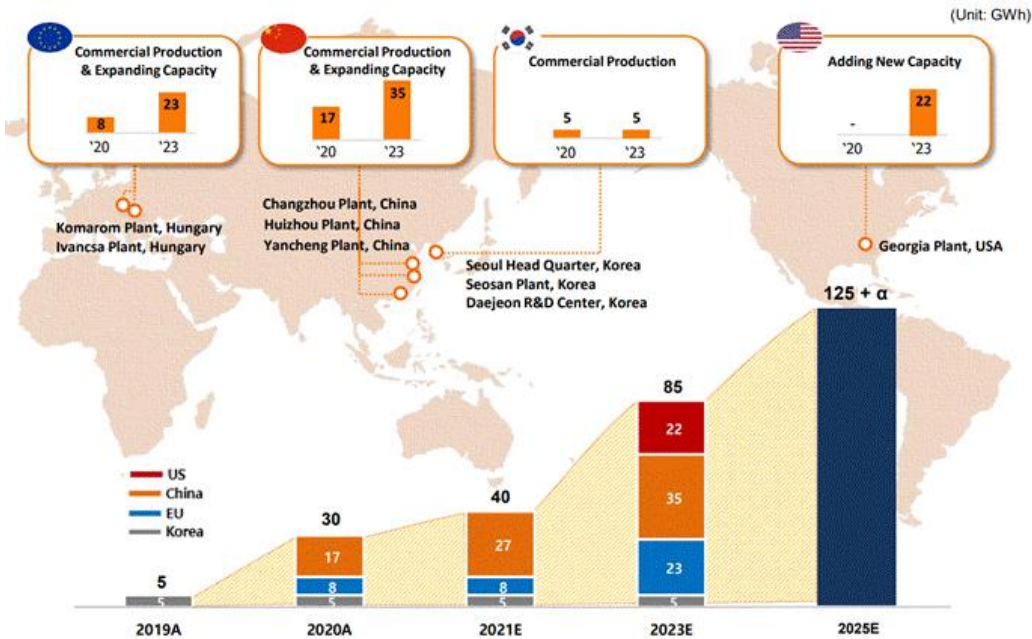
产能建设有序推进，产能目标提升。随着 21 年第一季度公司中国盐城和惠州新产能的释放，公司产能建设正有序推进，预计 21 年底实现 40GWh 产能。美国一号工厂与匈牙利二号工厂计划于 22 年一季度开始投运，后续美国二号工厂将于 23 年 Q1 实现投运，匈牙利第三工厂将于 21 年 Q3 开始施工，并于 24 年 Q3 开始投运，公司 25 年产能规划提升至 200GWh，较原目标 125GWh 提升 60%。公司已与福特公司签订备忘录，供货订单规模约 1000GWh，同时公司将与福特在美国建设合资电池厂，最初产能将在 60GWh 左右，在 2030 年可能达到 180GWh。在中游环节的布局上，公司目前隔膜产能为 14 亿平方米，计划到 2023 年增至 21 亿平方米，2025 年增至 40 亿平方米。

表 7: SKI 电池基地布局和进展 (GWh)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
中国常州		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	17	23
美国工厂					9.8	22
合计	4.7	9.4	29.6	39.9	65.8	84.7

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 12：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

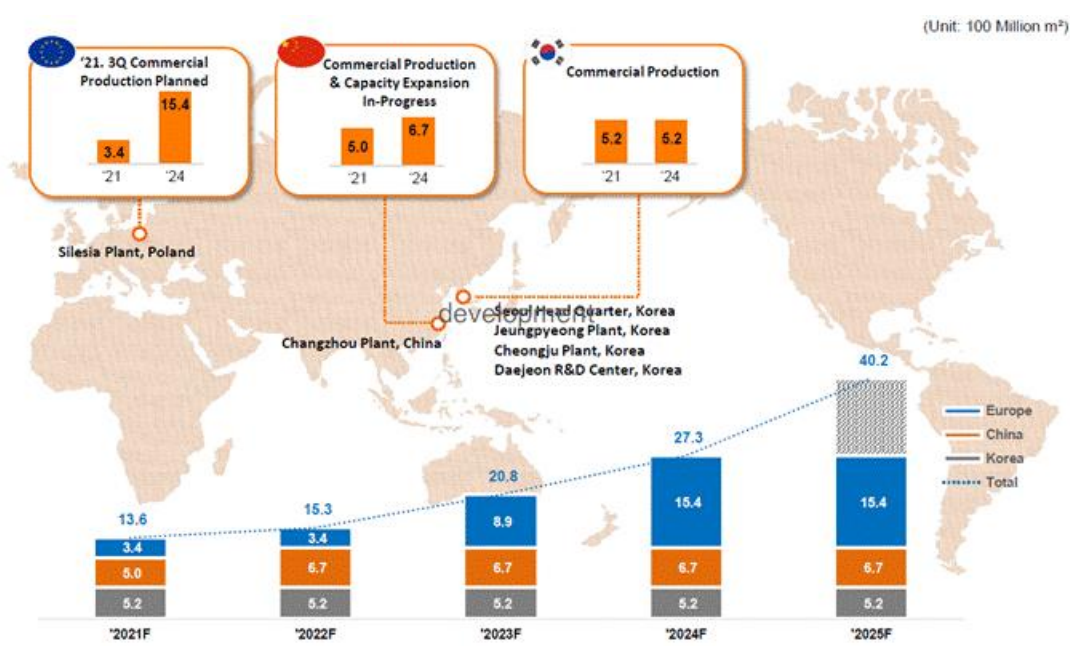
材料业务：中国新产能释放，Q2 利润环比增长。公司材料业务营业利润 2.51 亿元，同比降 5.3%，环比增 30.6%，主要系公司在中国的新产能释放，销售增加所致。公司预计下半年产能利用率达到 100%，二季度销量同比高增长，增长率有望实现 50%。隔膜产能于 2020 年底实现 8.6 亿平方米，公司预计 21 年底将增加到 13.6 亿平方米。波兰和中国工厂新产能扩建，公司预计 2024 年实现 27.3 亿平产能。

表 8：SKI 隔膜基地产能规划及进展（亿平）

	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
韩国瑞山工厂	5.2	5.2	5.2	5.2	5.2	5.2
中国		3.4	5	6.7	6.7	6.7
波兰			3.4	3.4	8.9	15.4
合计	5.2	8.6	13.6	15.3	20.8	27.3

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 13: 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：营收利润同比上升，新产能即将投产

汽车与动力电池部门持续盈利，Q2 营业利润同比大涨。公司 2021Q2 动力电池实现营业收入约 84 亿元（汇率 16: 1），同比上升 77%，环比上升 19%，动力电池营收上升主要系疫情好转工厂逐渐复工和下游新能源车需求增加所致。利润方面，汽车动力板块 2021Q2 营业利润约 6.1 亿元，同比实现大涨，环比稍微下滑，同环比+203%/-46%。其中动力电池业务 Q2 利润维持增长，得益于公司圆柱电池销量的增长以及公司在前一季度实现了大容量新型电池的生产交付。

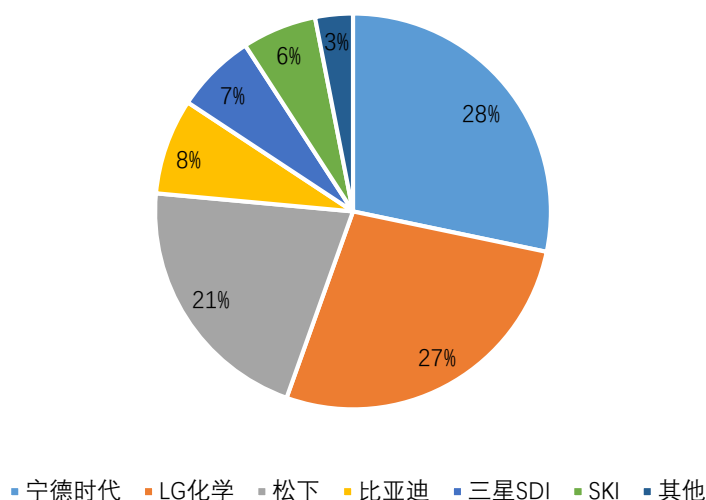
表 9: 松下动力电池相关板块营收和利润情况 （单位：亿元，汇率 16: 1）

汇率16: 1	FY20Q1	FY20Q2	FY20Q3	FY20Q4	FY21Q1	FY21Q2	FY21Q3	FY21Q4	FY22Q1
单位: 亿元	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2
汽车和动力电池-营收	235.9	231.1	228.9	230.6	131.8	224.1	244.4	236.9	233.6
汽车系统-营收	149.9	140.6	131.5	136.4	74.4	134.4	152.1	148.4	131.9
动力电池-营收	68.3	72.4	78.6	76.6	47.4	73.9	72.8	70.7	83.9
汽车和动力电池-营业利润	-6.3	-7.9	-4.1	-10.9	-5.9	3.2	-1.9	11.4	6.1

数据来源：公司季报，东吴证券研究所

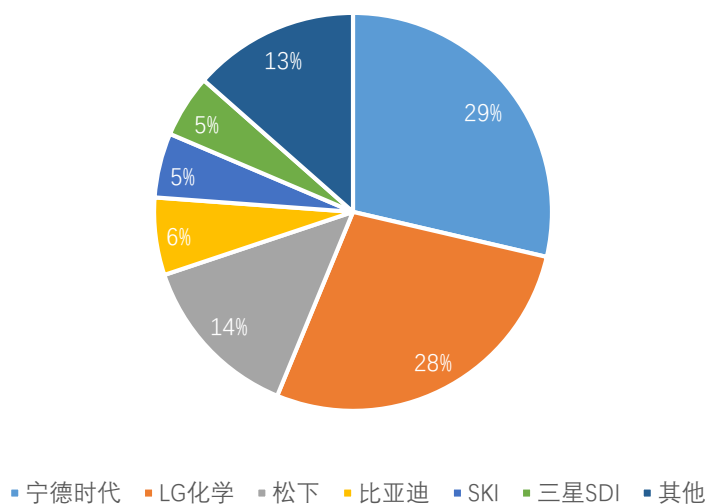
全球装机量市占率排行第三，第一梯队地位稳固。根据 SNE 数据，21 年二季度松下装机 9.1gwh，同比增 98%，环比增 14%，全球装机市占率达 14%，次于 LG 化学和宁德时代，排名第 3。

图 14：2020 年全球电池厂装机电量市占率



数据来源：SNE，东吴证券研究所

图 15：2021 年 Q2 全球电池厂装机电量市占率



数据来源：SNE，东吴证券研究所

美国工厂新产线即将投产，产能规划升级。产能规划方面，目前北美内华达工厂产能已达到 35GWh，北美新动力电池产线预计 2021 年 8 月份投产，该产线为面向特斯拉开发的新一代圆柱电池 4680，投产后预计将其与特斯拉的合资工厂 Gigafactory1 扩产 10%至 39GWh。并将在特斯拉内华达超级工厂推出新的电池生产

线，为 2022 年在日本生产 4680 电池原型做准备。

表 10: 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	2021	2022	2023
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

业绩超预期增长，客户多元化发展。由于复工复产的推荐和下游需求的上涨，公司 22 财年第一季度业绩稳步上升，超过了公司在 22 财年开始时的预期。公司对 22 财年的预期保持不变，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，同时。公司不断深化与丰田的合作，开发下一代固态电池。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

我们全面看好锂电中游和上游锂资源龙头，明年隔膜、铜箔、石墨化偏紧，锂价格可能超预期，高镍、碳纳米管需求加速，我们继续强烈推荐三条主线：一是电动车全球龙头（推荐宁德时代、亿纬锂能、容百科技、恩捷股份、璞泰来、天赐材料、中伟股份、新宙邦、科达利、宏发股份、汇川技术、三花智控、当升科技、欣旺达）；二是供需格局扭转/改善而具备价格弹性（推荐天赐材料、华友钴业，关注永兴材料、赣锋锂业、天齐锂业、多氟多、天际股份，及二线锂资源公司，融捷股份、江特电机、天华超净等）；三是国内需求恢复、量利双升的国内产业链龙头（推荐比亚迪、德方纳米、天奈科技、星源材质、诺德股份，关注中科电气、嘉元科技、国轩高科、孚能科技）

■ 风险提示

销量不及预期、价格竞争超预期、投资增速下滑

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>