

电力设备行业点评报告

原材料涨价盈利承压，海外销量低于预期 增持（维持）

2022 年 08 月 10 日

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证书：S0600517120002

021-60199793

ruanqy@dwzq.com.cn

研究助理 岳斯瑶

执业证书：S0600120100021

yuesy@dwzq.com.cn

投资要点

■ **LG 新能源**：2022 年 Q2 收入约为 264 亿元人民币（韩元汇率 192:1，下同），同环比+23%/+17%；芯片短缺、俄乌冲突及疫情导致的供应链紧缺影响持续；2022 年 Q2 营业利润 10.2 亿元人民币，营业利润率 4%，同环比-21.8pct/-24.5pct，Q2 电池原材料价格联动略有滞后，盈利同环比均有下滑。公司 2022 年收入预计达到 1100 亿元人民币，同比增长 8%，若扣除 2021 年一次性收入影响，预计收入增长 14%。产能方面，公司预计 2022 年底产能达 195GWh，其中亚洲/欧洲/北美产能分别达 114GWh/68GWh/13GWh；2025 年底产能达 535GWh，其中美国 Stellatis 合资 45GWh，通用合资 135GWh，韩国现代合资 35GWh 贡献主要增量，预计亚洲/欧洲/北美产能分别达 205GWh/115GWh/215GWh，装机份额 Q3 预计实现回升，拐点已至，全年营收目标指引上调。

■ **三星 SDI**：2022 年 Q2 收入约为 246.87 亿元人民币，同环比+42.2%/+17.1%；营业利润 22.34 亿元人民币，同环比+45.3%/+33.1%；净利润约 21.31 亿元人民币，同环比+41.9%/+12.8%，营收及营业利润均为季度最高业绩。目前公司正在开发 4680 电池，还在开发 4695 和 46120 电池，并筹划在中国投资 46 系列大圆柱电池产线，可实现 5 倍的能量密度和 6 倍的功率输出，公司计划运用高镍 NCA 和 SCN 化学技术实现最佳容量，并使用新的制造工艺提高电池寿命和快充性能。产能方面，公司在马来西亚扩产圆柱形电池；韩国天安基地正在安装新的生产线；美国基地方面，公司与 Stellantis 将在印第安纳州合建新的电池工厂。

■ **SKI**：2022 年 Q2 电池收入增速放缓，营业亏损同环上升，预计 2022 年全年收入增长两倍。2022 年 Q2 电池板块营收 67.08 亿元人民币，同环比+75.64%/+2.42%；营业利润-17.01 亿元人民币，同环比-186.69%/-19.67%；营业利润率-25%，同环比-9pct/-4pct。营业收入增长主要由于电池价格增长以及金属价格上涨；营业亏损同比扩大主要由于半导体短缺引发销量下降。由于美国和匈牙利新工厂将稳定生产，叠加公司与原始设备制造商谈判以应对大宗商品价格飙升，以及内部提高工作效益等，公司预计 22 年全年收入增长两倍，不低于 7 万亿韩元，即 364.68 亿元（汇率 192:1），Q3 将实现盈利改善，Q4 预计实现盈亏平衡。

■ **松下**：2022 年 Q2 能源板块营收 113.9 亿元人民币（日元汇率 20:1，下同），同环比+22.4%/+16.0%；实现营业利润 8.2 亿元人民币，同环比-7.9%/+32.5%；营业利润率 7.2%，同环比-2.4pct/+0.9pct，主因疫情影响、原材料、物流价格上涨及固定成本增加。产能方面，日本和歌山工厂 10GWh 4680 大圆柱电池产线，于 22 年 5 月底起开始试生产，向客户交付样品，预计将于 23 年开始量产供货北美特斯拉。此外，公司于 22 年 7 月宣布计划投资 40 亿美元在美国堪萨斯州建设工厂，为特斯拉供货。我们预计 2025 年公司全球电池产能将达 199GWh。

■ **投资建议**：下半年景气度超预期，继续强烈看好电动车板块，第一条主线看好 Q2 盈利拐点叠加储能加持的电池，龙头宁德时代、亿纬锂能、比亚迪、派能科技，关注欣旺达、蔚蓝锂芯；第二条为持续紧缺、盈利稳定的龙头：隔膜（恩捷股份、星源材质）、负极（璞泰来、杉杉股份，关注贝特瑞、中科电气）、结构件（科达利）、添加剂（天奈科技）、前驱体（中伟股份、华友钴业）；第三条为盈利下行但估值低、Q2 盈利超预期：电解液（天赐材料、新宙邦，关注多氟多），三元（容百科技、当升科技、振华新材，关注厦钨新能）、铁锂（德方纳米）；第四为价格持续维持高位低估值的锂（关注赣锋锂业、天齐锂业等）、铜箔（嘉元科技、诺德股份）、铝箔（关注鼎胜新材）。

■ **风险提示**：销量不及预期、价格竞争超预期、投资增速下滑等。

行业走势



相关研究

《海外 6 月销量持续回暖，Tesla 销量重回榜首》

2022-08-09

《人形机器人行业专题报告——Tesla Bot 风起，万亿赛道启航》

2022-08-08

《国内电动车销量超预期锂电有望反转，储能需求火爆龙头加快扩产》

2022-08-07

内容目录

1. 海外电池企业 22 年 Q2 盈利承压，产能再加速	4
2. LG 新能源：价格传导略有滞后，二季度盈利下滑	6
3. 三星 SDI：2022 年 Q2 电池销量强劲，季度营收创新高	9
4. SKI：电池收入增速放缓，产能建设有序推进	11
5. 松下：业绩环比增长，扩产加速，客户多元化发展	14
6. 投资建议	16
7. 风险提示	16

图表目录

图 1:	海外电池企业和宁德时代季度营业利润率情况 (%)	4
图 2:	LG 新能源电池板块季度营收及营业利润 (亿元人民币)	7
图 3:	LG 新能源电池板块季度营业利润率 (%)	7
图 4:	LG 新能源电池板块季度资本开支 (亿元人民币) 及同比情况 (%)	8
图 5:	三星 SDI 电池板块季度营收及营业利润 (亿元人民币)	9
图 6:	三星 SDI 电池板块季度营业利润率 (%)	9
图 7:	三星 SDI 大型电池营收及营业利润 (亿元人民币)	10
图 8:	三星 SDI 大型电池营业利润率 (%)	10
图 9:	三星 SDI 小型电池营收及营业利润 (亿元人民币)	10
图 10:	三星 SDI 小型电池营业利润率 (%)	10
图 11:	SKI 电池板块季度营收和营业利润 (亿元人民币)	12
图 12:	SKI 电池板块季度营业利润率 (%)	12
图 13:	SKI 电池基地布局和进展	13
图 14:	SKI 隔膜基地产能规划及进展	14
图 15:	松下能源板块营收及营业利润 (亿元人民币)	14
图 16:	松下能源板块营业利润率情况 (%)	15
图 17:	松下能源板块资本支出情况 (亿元人民币)	15
表 1:	海外电池企业 2022 年 Q2 经营情况	4
表 2:	全球主要电池厂商装机量 (GWh) 及装机量市占率 (%) 季度变化情况	6
表 3:	LG 产能规划 (GWh)	8
表 4:	三星 SDI 产能规划 (GWh)	11
表 5:	SKI 电池基地产能规划 (GWh)	13
表 6:	SKI 电池基地投建进度	13
表 7:	SKI 隔膜基地产能规划 (亿平方米)	13
表 8:	SKI 隔膜基地投建进度	14
表 9:	松下能源板块产能规划 (GWh)	16

1. 海外电池企业 22 年 Q2 盈利承压，产能再加速

海外电池企业 2022 年 Q2 业绩同比稳增，扩产加速。2022 年 Q2，LG 新能源电池板块营业收入同环比+23%/+17%；三星 SDI 电池板块营业收入同环比+42%/+17%；SKI 电池板块营业收入同环比+76%/+2%，增速有所放缓；松下能源板块营业收入同环比+22%/+16%，海外电池厂商营收整体平稳增长。盈利方面，2022 年 Q2，LG 新能源营业利润 10.2 亿元人民币，同比-22%；三星 SDI 营业利润 22.34 亿元人民币，同比+45%；SKI 营业利润-17.0 亿元人民币，亏损环比扩大 20%；松下营业利润 8.2 亿元人民币，同比-8%。从各公司规划看，LG 新能源、三星 SDI、SKI、松下都将加速产能扩产，提高 25 年扩产规模，特别是加大对美国市场的布局。

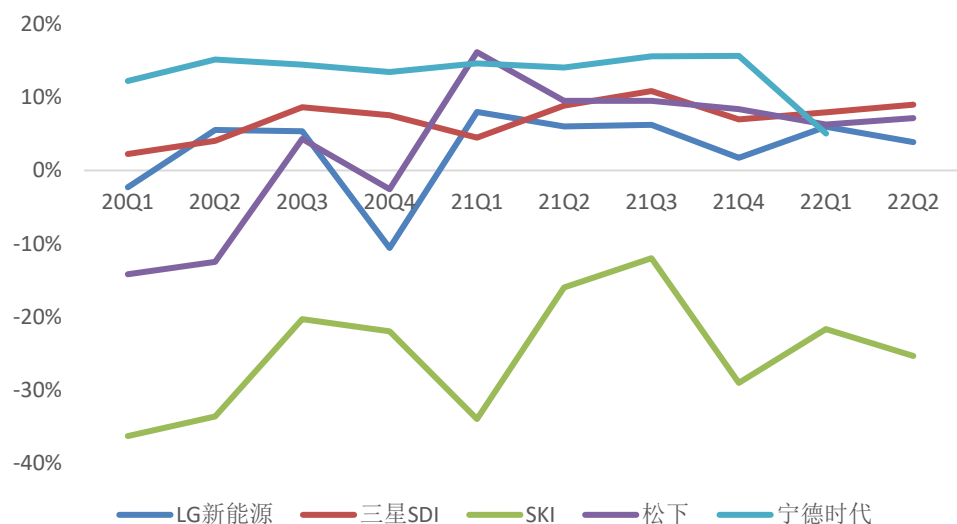
表1：海外电池企业 2022 年 Q2 经营情况

公司	财报披露板块 对应业务	营业收入（亿元人民币）			营业利润（亿元人民币）			营业利润率		
		22Q2	同比	环比	22Q2	同比	环比	22Q2	同比	环比
LG新能源	消费+动力+储能	264.1	23%	17%	10.2	-22%	-24%	3.9%	-2pct	-2pct
三星SDI	消费+动力+储能	246.9	42%	17%	22.3	45%	33%	9.0%	3.5pct	1pct
SKI	动力	67.1	76%	2%	-17.01	-187%	-20%	-25.4%	-9pct	-4pct
松下	动力	113.9	22%	16%	8.2	-8%	33%	7.2%	-2pct	1pct

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：韩国企业 LG 新能源、三星 SDI、SKI 全文相关数据均使用 2022 年 7 月 30 日汇率 192 韩元：1 元人民币；日本企业松下全文相关数据均使用 2022 年 7 月 30 日汇率 20 日元：1 元人民币

图1：海外电池企业和宁德时代季度营业利润率情况（%）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

LG 新能源：2022 年 Q2 收入约为 264 亿元人民币，同环比+23%/+17%；芯片短缺、俄乌冲突及疫情导致的供应链紧缺影响持续；2022 年 Q2 营业利润 10.2 亿元人民币，营业利润率 4%，同环比-21.8pct/-24.5pct，Q2 电池原材料价格联动略有滞后，盈利同环比均有下滑。公司 2022 年收入预计达到 1100 亿元人民币，同比增长 8%，若扣除 2021 年一次性收入影响，预计收入增长 14%。产能方面，公司预计 2022 年底产能达 195GWh，其中亚洲/欧洲/北美产能分别达 114GWh/68GWh/13GWh；2025 年底产能达 535GWh，其中美国 Stellatis 合资 45GWh，通用合资 135GWh，韩国现代合资 35GWh 贡献主要增量，预计亚洲/欧洲/北美产能分别达 205GWh/115GWh/215GWh，装机份额 Q3 预计实现回升，拐点已至，全年营收目标指引上调。

三星 SDI：2022 年 Q2 收入约为 246.87 亿元人民币，同环比+42.2%/+17.1%；营业利润 22.34 亿元人民币，同环比+45.3%/+33.1%；净利润约 21.31 亿元人民币，同环比+41.9%/+12.8%。目前公司正在开发 4680 电池之外，还在开发 4695 和 46120 电池，并筹划在中国投资 46 系列大圆柱电池产线，可实现 5 倍的能量密度和 6 倍的功率输出，公司计划运用高镍 NCA 和 SCN 化学技术实现最佳容量，并使用新的制造工艺提高电池寿命和快充性能。产能方面，公司在马来西亚扩产圆柱形电池；韩国天安基地正在安装新的生产线；美国基地方面，公司与 Stellantis 将在印第安纳州合建新的电池工厂。

SKI：2022 年 Q2 电池收入增速放缓，营业亏损同环上升，预计 2022 年全年收入增长两倍。2022 年 Q2 电池板块营收 67.08 亿元人民币，同环比+75.64%/+2.42%；营业利润-17.01 亿元人民币，同环比-186.69%/-19.67%；营业利润率-25%，同环比-9pct/-4pct。营业收入增长主要由于电池价格增长以及金属价格上涨；营业亏损同比扩大主要由于半导体短缺引发销量下降。由于美国和匈牙利新工厂将稳定生产，叠加公司与原始设备制造商谈价以应对大宗商品价格飙升，以及内部提高工作效益等，公司预计 22 年全年收入增长两倍，不低于 7 万亿韩元，即 364.68 亿元，Q3 将实现盈利改善，Q4 预计实现盈亏平衡。产能方面，公司计划 2022 年底产能 77GWh，2025 年将电池年产量提升至 220GWh。

松下：2022 年 Q2 能源板块营收 113.9 亿元人民币，同环比+22.4%/+16.0%；实现营业利润 8.2 亿元人民币，同环比-7.9%/+32.5%；营业利润率 7.2%，同环比-2.4pct/+0.9pct，主因疫情影响、原材料、物流价格上涨及固定成本增加。产能方面，日本和歌山工厂 10GWh 4680 大圆柱电池产线，于 22 年 5 月底起开始试生产，向客户交付样品，预计将于 23 年开始量产供货北美特斯拉。此外，公司于 22 年 7 月宣布计划投资 40 亿美元在美国堪萨斯州建设工厂，为特斯拉供货。我们预计 2025 年公司全球电池产能将达 199GWh。客户方面，公司客户多元化趋势明显，除特斯拉外，公司与美国电动汽车公司 Canoo 达成合作，预计于 2023 财年开始供货。此外还拓展了福特、丰田等多家知名车企为稳定客户，逐渐摆脱对特斯拉的单一依赖。

装机量：宁德时代与 LG 新能源双龙头格局稳定，松下位列第四。根据 SNE 数据，

2022 年 Q2 全球装机量头部集中度高，全球装机量 106GWh，其中宁德时代 35.7GWh，占比 33.7%，环比下降 1.3pct，位居第一；LG 新能源 14.9GWh，占比 14.1%，环比下降 1.8pct，位列第二；松下 9.9GWh，占比 9.3%，环比微降 0.5pct；SKI 6.8GWh，占比 6.4%，环比持平；三星 SDI 5.2GWh，占比 4.9%，环比提升 1.1pct。

表2：全球主要电池厂商装机量（GWh）及装机量市占率（%）季度变化情况

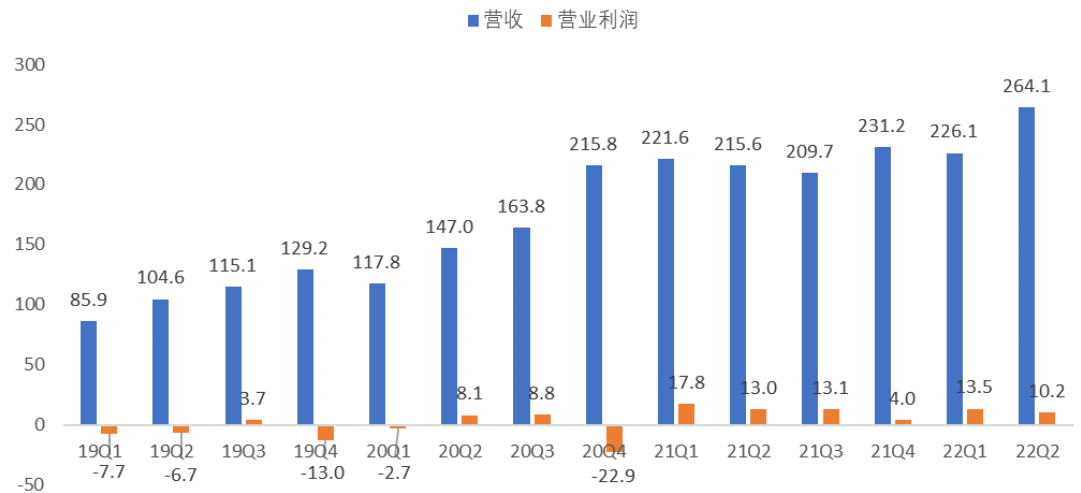
	装机量市占率（%）							装机量（GWh）		
	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q2同比	2022Q2环比	22Q2装机量	2022Q2同比	2022Q2环比
宁德时代	29.80%	33.00%	35.80%	35.00%	33.68%	3.9pct	-1.3pct	35.7	87%	7%
LG新能源	28.70%	22.70%	18.00%	15.90%	14.06%	-14.6pct	-1.8pct	14.9	-19%	-1%
比亚迪	6.50%	9.30%	10.30%	11.20%	12.83%	6.3pct	1.7pct	13.6	224%	28%
松下	14.20%	11.90%	8.70%	9.90%	9.34%	-4.8pct	-0.5pct	9.9	9%	5%
SKI	5.50%	5.50%	5.60%	6.40%	6.42%	1.0pct	0.0pct	6.8	94%	11%
中创新航	2.70%	2.90%	2.60%	4.40%	3.77%	1.1pct	-0.6pct	4	133%	-5%
三星SDI	5.30%	3.60%	3.70%	3.80%	4.91%	-0.4pct	1.1pct	5.2	53%	44%
国轩高科	1.90%	2.40%	2.50%	2.60%	3.11%	1.2pct	0.5pct	3.3	164%	32%
其他	5.50%	8.90%	12.90%	10.80%	11.89%	6.4pct	1.1pct	12.6		
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%			106		

数据来源：SNE，东吴证券研究所

2. LG 新能源：价格传导略有滞后，二季度盈利下滑

2022 年 Q2 电池涨价传导略有滞后，营业利润率同环比均有下滑。公司 2022 年 Q2 收入约 264 亿元人民币，同环比+23%/+17%；2022 年 Q2 营业利润 10.2 亿元人民币，营业利润率 4%，同环比-21.8pct/-24.5pct。营收增速稳定，但受中国疫情封锁和全球物流中断影响，以及公司原材料价格联动传导滞后的原因，公司 Q2 营业利润同环比均有下滑，预计 Q3 金属价格联动初现成效，盈利质量有望修复。此外公司装机份额 Q3 预计实现回升，随着 Q3 特斯拉全面恢复运营，以及俄亥俄州通用合资公司的启用，公司预计 2H22 营收较 1H22 增长 34%，对应营收指引上调 15%至 1100 亿元。公司技术多样化布局，22 年全年产能指引突破 195Gwh，到 25 年预计 535Gwh。同时铁锂产能进度加快，23 年预计在南京基地生产磷酸铁锂，并于 24 年密歇根州同步建设一条铁锂新产线；另外 LG 不断加速 4680 单晶 NCMA+硅基体系建设，多维度实现业绩增量。

图2: LG 新能源电池板块季度营收及营业利润 (亿元人民币)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图3: LG 新能源电池板块季度营业利润率(%)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

注: 2021 年 Q2 及 Q3 数据扣除了 SKI 专利费及通用召回损失等一次性损益因素

2022 年目标增长平稳, 2022 年 Q2 盈利低于预期。由于芯片供应紧张及汽车召回影响公司电池装机量, 公司预计 2022 年收入将达到 1100 亿元人民币, 同比增长 8%, 若扣除 2021 年一次性收入影响, 预计收入增长 14%。我们预计公司 2022 年 Q2 电池出货 10-12GWh, 按公司收入指引, 预计 2022 年全年出货平稳增长。分客户看, 我们预计增量主要来自特斯拉, 而现代、通用召回将继续影响公司 2022 年全球份额。

远期产能规划庞大, 上调 2025 年产能规划至 535GWh: 公司预计 2022 年底产能达 195GWh, 其中亚洲/欧洲/北美产能分别达 114GWh/68GWh/13GWh; 2025 年底产能达

535GWh，其中美国 Stellatis 合资 45GWh，通用合资 135GWh，韩国现代合资 35GWh 贡献主要增量，预计亚洲/欧洲/北美产能分别达 205GWh/115GWh/215GWh，支撑后续高增长。

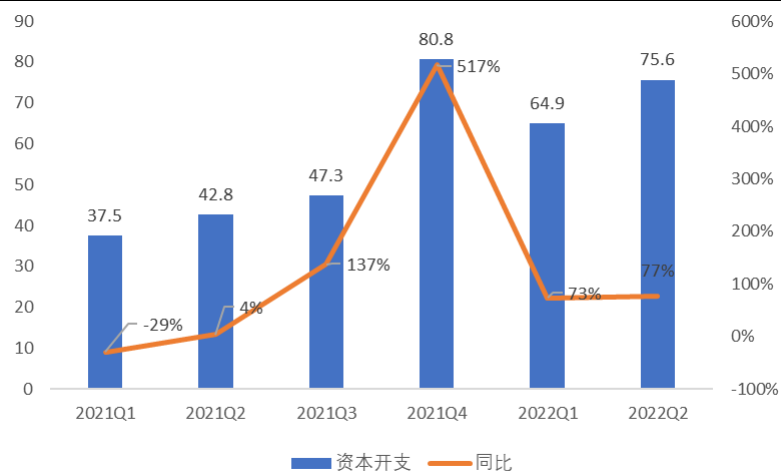
表3: LG 产能规划 (GWh)

产能规划 (GWh)			
基地	电池类型	2022	2025E
韩国-梧仓	动力、储能、消费	21	35
中国-南京	动力、储能、消费	93	158
印尼-现代	动力	0	12
亚洲合计		114	205
欧洲-波兰	动力	68	115
欧洲合计		68	115
美国-密歇根	动力、储能	4	20
美国-亚利桑那	动力、消费	0	15
美国-通用-俄亥俄州	动力	9	40
美国-通用-田纳西	动力	0	45
美国-通用-密歇根	动力	0	50
加拿大-Stellantis	动力	0	45
北美合计		13	215
总计		195	535

数据来源: SNE, 东吴证券研究所

2022 年资本开支上调至 365 亿元人民币，同比增长 77%。公司 2022 年 Q2 资本开支约 75.6 亿元人民币，同比增长 76.9%，环比增长 16.5%；公司 2022 年 1H 资本开支约 140.5 亿元人民币，同比增长 75.2%，全年上调至 365 亿元人民币，较 2022 年初预测的 328 亿元人民币大幅度上调，主要用于通用合资工厂、美国密歇根工厂及中国工厂建设。

图4: LG 新能源电池板块季度资本开支 (亿元人民币) 及同比情况 (%)

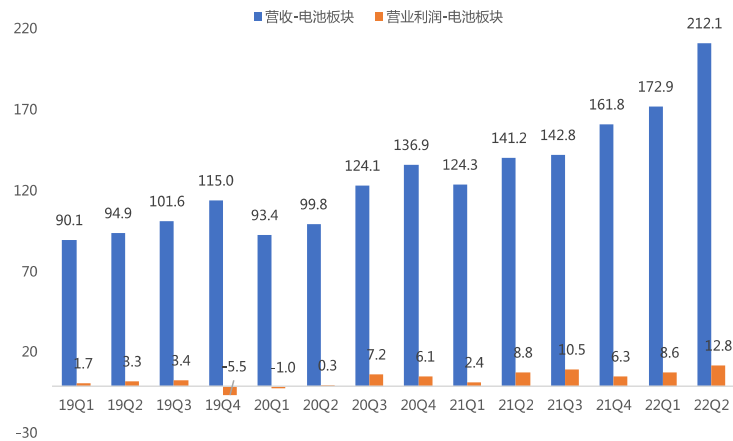


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3. 三星 SDI: 2022 年 Q2 电池销量强劲, 季度营收创新高

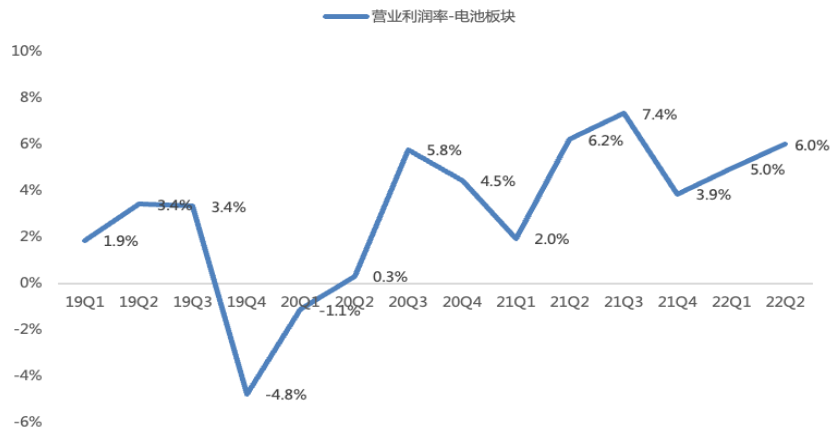
2022 年 Q2 盈利情况明显改善: 总营收约 246.87 亿元人民币, 同环比+42.2%/+17.1%, 刷新季度营收记录; 营业利润 22.34 亿元人民币, 同环比+45.3%/+33.1%, 为迄今为止最高季度业绩; 净利润约 21.31 亿元人民币, 同环比+41.9%/+12.8%; 营业利润率 9.0%, 同比增加 0.2pct, 环比增加 1.1pct。电池业务营收约 212.1 亿元人民币, 同环比+50.1%/+22.7%, 营业利润约 12.8 亿元人民币, 同环比+45.2%/+48.4%, 营业利润率 6.0%, 同比降低 0.2pct, 环比增加 1.0pct。盈利能力的提升与 Gen.5 占比提升、金属成本传导、美国公用事业销售增加、积极的汇率影响有关。

图5: 三星 SDI 电池板块季度营收及营业利润 (亿元人民币)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

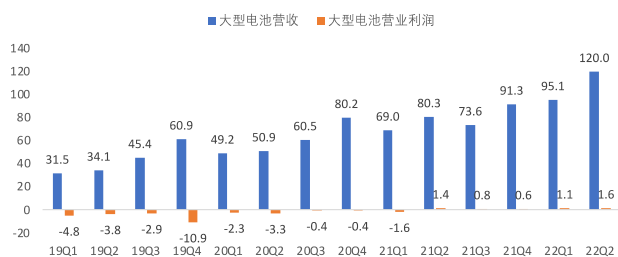
图6: 三星 SDI 电池板块季度营业利润率 (%)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

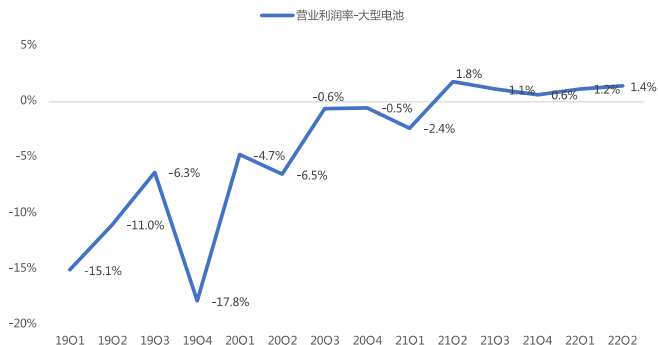
2022 年 Q2 大型电池营收和利润得到改善: 大型电池营收约 120.0 亿元人民币, 同环比+49.4%/+26.2%; 营业利润 1.6 亿元人民币, 同环比+14.8%/+47.6%; 营业利润率 1.4%, 同比减少 0.4pct, 环比增加 0.2pct。大型电池中的电动汽车电池销售增长主要得益于 Gen.5 电池销售增长, 下半年随着匈牙利第二工厂的投产, Gen.5 的销售有望继续提升。

图7: 三星 SDI 大型电池营收及营业利润(亿元人民币)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

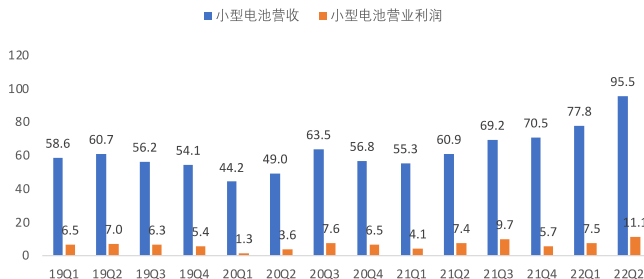
图8: 三星 SDI 大型电池营业利润率(%)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

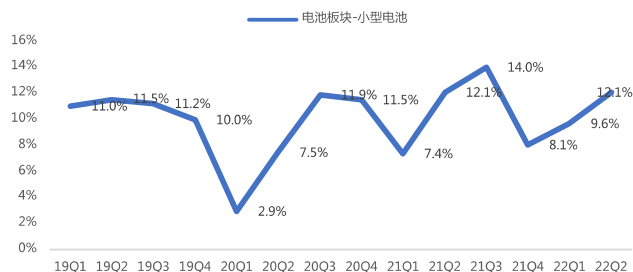
2022 年 Q2 小型电池利润继续保持快速增长: 小型电池营收约 92.1 亿元人民币, 同环比+51.1%/+18.3%; 营业利润 11.1 亿元人民币, 同环比+51%/+48.5%; 营业利润率 12.1%, 同比保持不变, 环比增加 2.5pct。由于电动汽车和电动工具应用的圆柱电池销售增长, 收入和盈利能力环比、同比均有所改善。由于 IT 应用需求放缓以及等待下半年发布新智能手机的客户数量增加, Q2 软包电池销量下降, 预计下半年移动应用的销售将继续增长。

图9: 三星 SDI 小型电池营收及营业利润(亿元人民币)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图10: 三星 SDI 小型电池营业利润率(%)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

大圆柱电池进展: 三星 SDI 正在开发 4680 电池之外, 还在开发 4695 和 46120 电

池，并筹划在中国投资 46 系列大圆柱电池产线，可实现 5 倍的能量密度和 6 倍的功率输出，公司计划运用高镍 NCA 和 SCN 化学技术实现最佳容量，并使用新的制造工艺提高电池寿命和快充性能。

产能：我们预计公司大型电池产能在 2022 年达到 50GWh，其中韩国 11GWh，中国 13GWh，欧洲 26GWh；圆柱形电池产能 2022 年将达到 22.5 亿支。**1) 马来西亚基地：**公司计划投资 2000 亿韩元(约合 11.46 亿人民币)，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。二季度公司公布将分阶段投资 1.7 万亿韩元(约合 88.54 亿人民币)在马来西亚增设圆柱形电池厂，扩建产能。**2) 韩国天安基地：**公司正在韩国天安基地安装新的生产线。**3) 美国基地：**二季度公司与 Stellantis 在美国印第安纳州合建新的电池工厂，帮助加快 Stellantis 的电动车生产。

表4：三星 SDI 产能规划 (GWh)

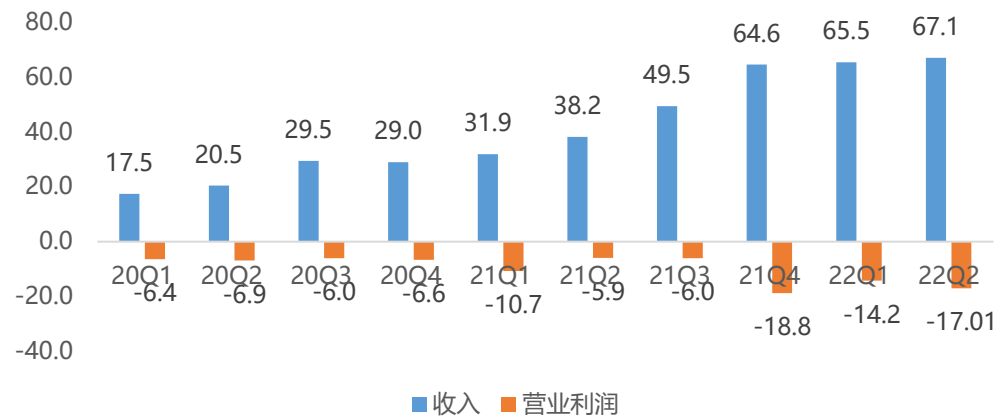
单位：GWh	地区	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
大型电池	韩国	6	6	7	9	11	11	12
	欧洲	2	6	13	20	26	40	51
	中国	5	6	8	10	13	15	16
	美国							4
	合计	13	18	28	39	50	66	83
单位：亿支	类型	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
小型电池	圆柱形	12.7	14.9	16.6	18.8	22.5	26.7	31

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. SKI：电池收入增速放缓，产能建设有序推进

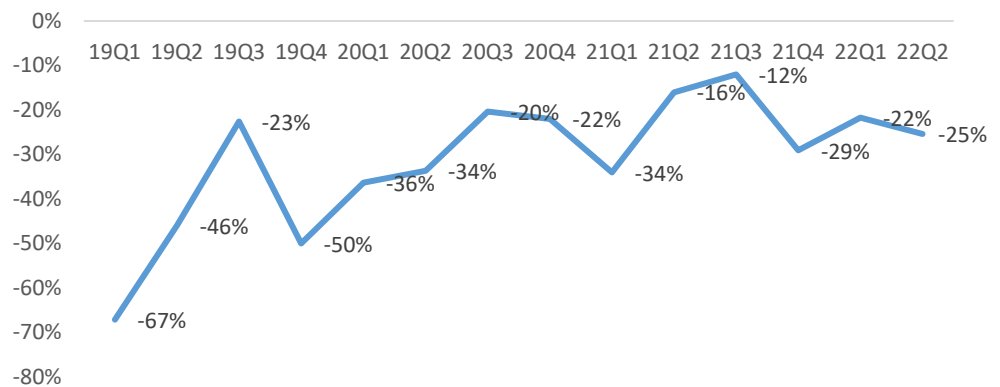
电池收入增速放缓，营业亏损同环上升，预计 2022 年全年收入增长两倍。2022 年 Q2 电池板块营收 67.08 亿元人民币，同环比+75.64%/+2.42%；营业利润-17.01 亿元人民币，同环比-186.69%/-19.67%；营业利润率-25%，同环比-9pct/-4pct。营业收入增长主要由于电池价格增长以及金属价格上涨；营业亏损同比扩大主要由于半导体短缺引发销量下降。由于美国和匈牙利新工厂将稳定生产，叠加公司与原始设备制造商谈价以应对大宗商品价格飙升，以及内部提高工作效益等，公司预计 22 年全年收入增长两倍，不低于 7 万亿韩元，即 364.68 亿元(汇率 192:1)，Q3 将实现盈利改善，Q4 预计实现盈亏平衡。

图11: SKI 电池板块季度营收和营业利润（亿元人民币）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图12: SKI 电池板块季度营业利润率（%）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

加强 ESG 管理，能源化工领域 2050 年实现净零排放。公司制定了增长战略 Joost 和 green Innovation 倡议，分为六个关键领域，其中在能源化工领域的目标是，至 2030 年在第一、二范围内实现 50%的减排，并在 2050 年之前实现净零排放。根据减排模拟，2022 年公司能源化学品的排放量较 2019 年将减少 1pct 至 142 万吨。

产能建设有序推进，目标与 Q1 保持一致。目前新增产能为美国一号工厂、欧洲匈牙利二号工厂与中国盐城工厂，预计 2022 年新工厂将全面投产，服务于福特、大众汽车等新客户。后续美国二号工厂将于 2023 年 Q1 实现投运，匈牙利三号工厂于 2024 年 Q1 开始投运。公司预计 2022 年底全球工厂实现 77GWh 产能，2025 年产能规划提升至 220GWh 以上。

表5: SKI 电池基地产能规划 (GWh)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2025E
中国	0	7	27	44	44	75
美国	0	0	0	10	22	94
欧洲	0	8	8	18	18	48
韩国	5	5	5	5	5	5
合计	5	20	40	77	89	222

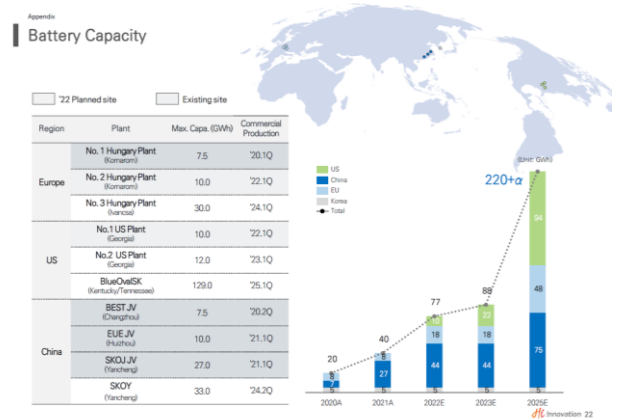
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表6: SKI 电池基地投建进度

国家	工厂	进度
匈牙利	一号	2019Q4完工, 2020Q1投产
	二号	2019Q1开工, 2022Q1投产
	三号	2021Q3开工, 预计2024Q1投产
中国	常州	2019Q4完工, 2020Q2投产
	惠州	2019Q2开工, 2021Q1投产
	盐城 (一期)	2019Q3开工, 2021Q1投产
	盐城 (二期)	2021Q4开工, 预计2024Q2投产
	BlueOvalSK	2022Q2开工, 预计2025Q1投产
美国	一号	2019Q1开工, 2022Q1投产
	二号	2020Q3开工, 预计2023Q1投产

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图13: 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

隔膜业务: Q2 营业亏损扩大, Q3 需求有望改善。2022 年 Q2 公司隔膜业务营业收入 3.2 亿元人民币, 同比-44.8%; 营业利润-0.7 亿元人民币, 同比-127.1%。公司预计 Q3 随着隔膜需求的逐步增加, 盈利能力将有所改善。公司隔膜产能 2021 年底实现 13.6 亿平方米。由于波兰和中国新产能扩建, 公司预计 2022 年实现 15.3 亿平方米产能, 到 2025 年实现 40.2 亿平方米产能。

表7: SKI 隔膜基地产能规划 (亿平方米)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
韩国	5.2	5.2	5.2	5.2	5.2	5.2	5.2
中国	0	3.4	5	6.7	6.7	6.7	6.7
波兰	0	0	3.4	3.4	8.9	15.4	15.4
其他	0	0	0	0	0	0	12.9
合计	5.2	8.6	13.6	15.3	20.8	27.3	40.2

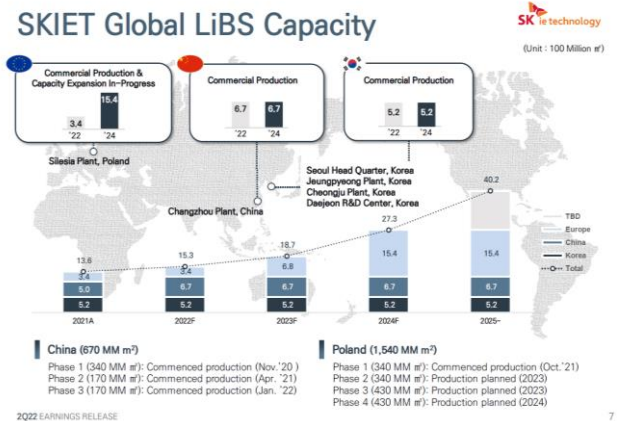
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表8: SKI 隔膜基地投建进度

国家	阶段	规模 (亿平米)	进度
韩国		5.2	已投产
	一期	3.4	2020年11月投产
中国	二期	1.7	2021年4月投产
	三期	1.7	2022年1月投产
波兰	一期	3.4	2021年10月投产
	二期	3.4	计划2023年Q1投产
	三期	4.3	计划2023年Q4投产
	四期	4.3	计划2024年Q2投产

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图14: SKI 隔膜基地产能规划及进展

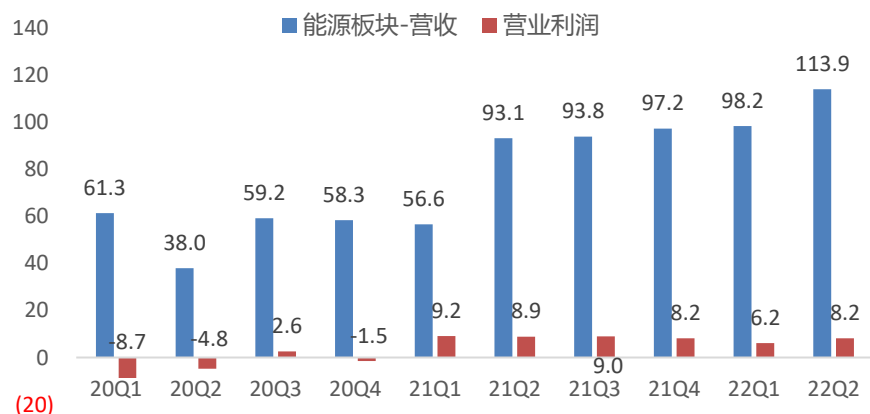


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

5. 松下: 业绩环比增长, 扩产加速, 客户多元化发展

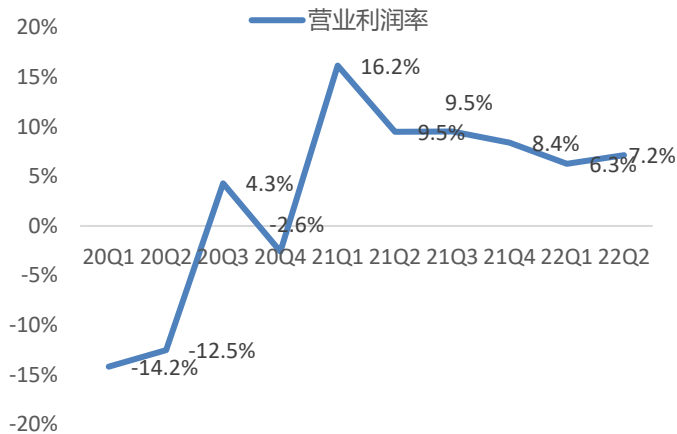
能源板块业绩环比增长, 受疫情及原材料上涨影响利润端承压。公司 2022 年 Q2 能源板块实现营收 113.9 亿元人民币, 同环比+22.4%/+16.0%; 实现营业利润 8.2 亿元人民币, 同环比-7.9%/+32.5%; 营业利润率 7.2%, 同环比-2.4pct/+0.9pct; 资本支出 3.9 亿元人民币, 环比降低 31.0%。利润下滑主因疫情影响、原材料及物流价格上涨, 以及销售额增加带来的开发费用和固定成本增加。动力电池需求强劲, 伴随公司能源板块资本支出增加及北美新生产线运营, 动力电池销售有望增加, 叠加定价调整, 未来利润端压力有望缓解。

图15: 松下能源板块营收及营业利润 (亿元人民币)



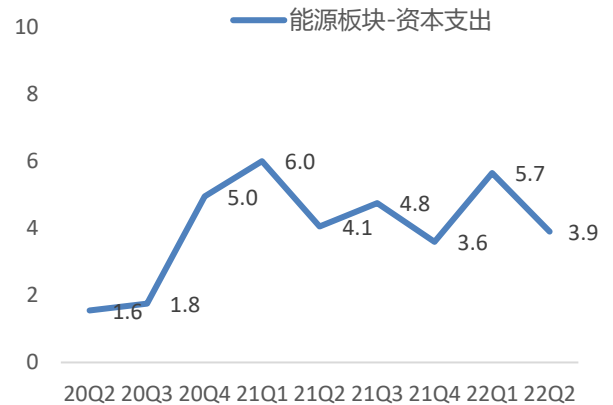
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图16: 松下能源板块营业利润率情况 (%)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图17: 松下能源板块资本支出情况 (亿元人民币)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

日本 10GWh 4680 大圆柱工厂预计 23 年量产, 计划投资 40 亿美元在美国建厂。产能规划方面, 公司北美内华达工厂新产线已在 2021 年 8 月份开始投产, 该产线为面向特斯拉开发的 4680 圆柱电池, 投产后将其与特斯拉的合资工厂 Gigafactory 扩产 10% 至 39GWh。截止 2021 年底, 公司电池产能已经达到 89GWh。

1) 日本: 2022 年 2 月 28 日公司宣布日本西部和歌山新建两条 4680 大圆柱电池产线, 预计总投资为 800 亿日元, 规划年产能约为 10GWh, 足以供给 15 万辆电动汽车, 于 22 年 5 月底起开始试生产, 向客户交付样品, 预计将于 23 年开始量产供货北美, 产能将首先供给特斯拉, 未来考虑供给特斯拉以外的公司。

2) 美国: 松下在美国内华达工厂的 39GWh 产线, 也具备扩充至 54GWh 的能力; 22 年 7 月计划投资 40 亿美元在美国堪萨斯州建设工厂, 为特斯拉供货。

3) 欧洲: 松下还计划进军欧洲, 在挪威建立第一家电池工厂, 产能约 38GWh。

4) 中国: 在大连公司现有 9GWh 方形电池产线, 未来计划扩充至 12GWh; 无锡基地未来也计划扩充至 30GWh。

5) 合资: 2022 年松下与丰田合资的日本德岛工厂也将达到 50 万辆混动车的产能水平 (根据单车平均带电 20KWh, 可得 10GWh 产能)。我们预计到 2025 年, 松下全球电池产能总计将达到 199GWh。

表9：松下能源板块产能规划（GWh）

电池类型	基地	规划产能	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	电池类型	投产时间
动力	美国-内华达	54	39	39	54	54	54	21700	
	挪威	38	0	10	20	30	38	-	未知
	中国-大连	12	5	12	12	12	12	方形	
	中国-苏州	35	15	20	25	30	35	18650	
	中国-无锡	30	20	30	30	30	30	18,650	
	日本-18650		10	10	10	10	10	18650	
	日本-丰田：德岛	10		10	10	10	10	方形	2022年底
	日本：和歌山	10			8	10	10	4680	2024年Q1
	合计		89	131	169	186	199		

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：灰色部分存在假设因素；本数据库所有出货量均为装机量数据

需求强劲营收增长，客户多元化发展。公司预计 2023 财年（截至 2023 年 3 月 31 日）能源部门实现营收约 424 亿元人民币（8480 亿日元），同比增长 11%，主要是由于动力电池以及数据中心储能的销售额增加；营业利润达到 26 亿元人民币（520 亿日元），同比下降 19.0%，主要是由于研发 4680 电池导致费用增加，原材料价格上涨的影响预计将持续一整年。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。另外，松下与美国电动汽车公司 Canoo 达成合作，预计于 2023 财年开始供货。此外还拓展了福特、丰田等多家知名车企为稳定客户，逐渐摆脱对特斯拉的单一依赖。

6. 投资建议

下半年景气度超预期，继续强烈看好电动车板块，第一条主线看好 Q2 盈利拐点叠加储能加持的电池，龙头宁德时代、亿纬锂能、比亚迪、派能科技，关注欣旺达、蔚蓝锂芯；第二条为持续紧缺、盈利稳定的龙头：隔膜（恩捷股份、星源材质）、负极（璞泰来、杉杉股份，关注贝特瑞、中科电气）、结构件（科达利）、添加剂（天奈科技）、前驱体（中伟股份、华友钴业）；第三条为盈利下行但估值低、Q2 盈利超预期：电解液（天赐材料、新宙邦，关注多氟多），三元（容百科技、当升科技、振华新材，关注厦钨新能）、铁锂（德方纳米）；第四为价格持续维持高位低估值的锂（关注赣锋锂业、天齐锂业等）、铜箔（嘉元科技、诺德股份）、铝箔（关注鼎胜新材）。

7. 风险提示

销量不及预期、价格竞争超预期、投资增速下滑等。

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>