

# 庄信万丰：全球顶尖的贵金属催化剂生产商

## ——海外石化化工龙头半年报系列之十

行业专题

### ◆ 生产贵金属催化剂的专业型公司

庄信万丰 (Johnson Matthey) 于 1817 年在伦敦建立，从一家小小的试金公司，逐渐发展成全球最大的铂系金属提纯及分销商，致力于发展催化剂、贵金属、活性药物成分 (APIs) 等核心技术产品的专用化学品公司。庄信万丰主要经营 4 个部门，分别是：空气清洁部 (Clean Air)，高效资源部 (Efficient Natural Resources)，健康部 (Health)，新市场部 (New Markets)。自 2000 年以后，庄信万丰开始将业务扩展到中国及其他亚洲国家；未来，庄信万丰将进一步开拓亚洲市场。

### ◆ 收入稳定增长，符合公司预期

受贵金属价格上升的影响，公司 2019H1 实现营业收入 68.18 亿英镑，同比增加 37%。其中，基础产品收入 (扣除贵金属收入) 21.24 亿英镑，同比增加 6%；实现 EBIT 2.59 亿英镑，同比减少 1.8%，其中基础产品 EBIT 2.63 亿英镑，同比减少 2%；EPS 0.92 英镑/股，同比减少 13%。分部门来看，清洁空气部和高效资源部表现良好，拉动整体收入增长 3%；创新药销量旺盛，预计 2025 年产生 1 亿英镑 EBIT；新市场部收入实现突破性增长，将在 2022 年初步实现 eLNO 商业化。

### ◆ 催化剂业务未来增长将受立法推动

尽管全球和欧洲地区汽车产量同比下降，公司依靠其在欧洲柴油和汽油催化剂市场 65% 的市场份额保证了自身的催化剂产品销量。公司在亚洲市场销量增加明显，主要是由于中国出台的国 VI 标准使得公司 GPFs 的销量有所增加。随着中国和印度汽车相关排放标准的出台，公司预计 2025 年亚洲的催化剂市场规模将增长一倍以上。

### ◆ 创新药销量旺盛，公司将继续投产

公司创新药业务运行良好，尤其是后期测试第四阶段的创新药销量显著，也说明该业务在 APIs 投入商业运营前，测试效果达到预期。但公司仿制药业务由于议价能力相对较弱，产品销售价格较低。未来，公司将在仿制药和创新药业务中继续投资新的产品线。该产品线包含 75 种药物，其中 33 种预计在 2025 年创造 1 亿英镑的营业利润。截至 9 月底，已有 3 种药物投入使用，10 种仿制药正在等待监管部门的批准，4 种药物进入后期创新计划。

### ◆ 电池材料 eLNO 取得突破性增长

公司新市场部与目标客户的材料测试进展顺利，已经与两个客户完成了全面测试，这是公司 eLNO 商业化进程中的重要里程碑。尽管巨额投资使得新市场部门亏损严重，但公司仍计划继续扩大该部门的生产规模。庄信万丰预计首个 eLNO 商业工厂将在 2022 年投产，并在 2024 年提供生产平台——该工厂最初每年将生产 1 万吨，且具有扩大至 10 万吨的潜力。

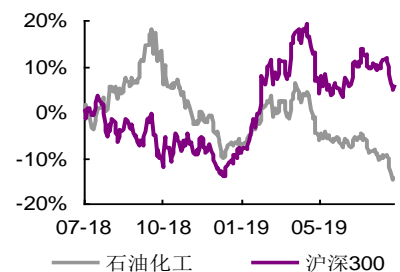
### ◆ 风险分析：贵金属价格快速下降风险；汽车销量持续下滑风险。

### 分析师

吴裕 (执业证书编号：S0930519050005)  
010-58452014  
[wuyu1@ebsec.com](mailto:wuyu1@ebsec.com)

裴孝锋 (执业证书编号：S0930517050001)  
021-52523535  
[giuxf@ebsec.com](mailto:giuxf@ebsec.com)

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

## 目 录

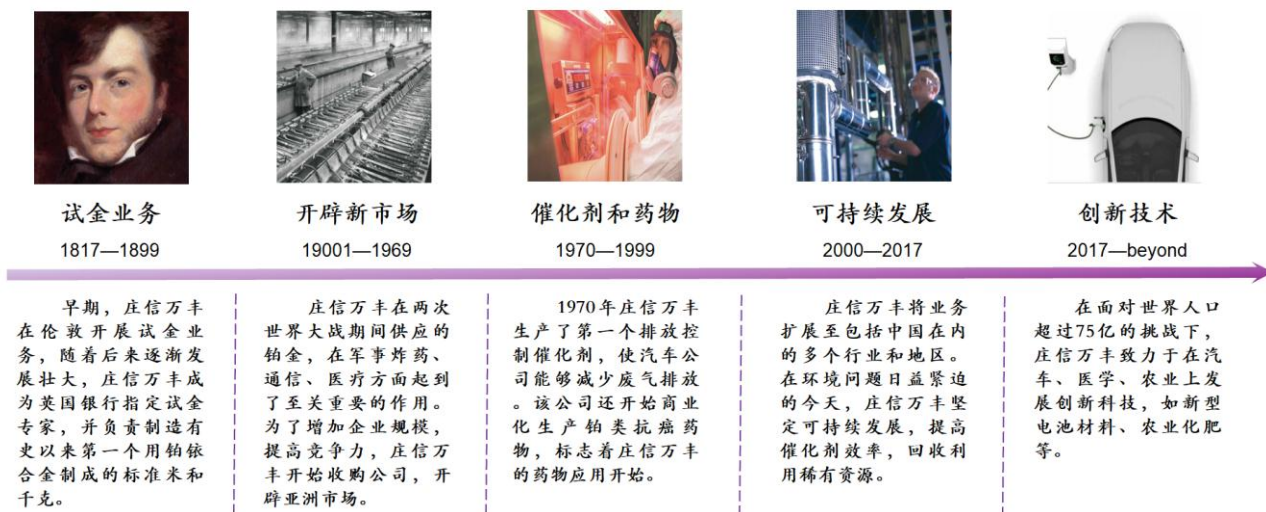
1、 庄信万丰：生产贵金属催化剂的专业型公司 .....	3
1.1、 公司介绍 .....	3
1.2、 贵金属价格上涨提升公司整体收入 .....	4
2、 四大部门齐头并进.....	5
2.1、 清洁空气部：核心业务增长良好.....	5
2.2、 高效资源部：收入与 EBIT 双增长 .....	7
2.3、 健康部：创新药销量旺盛，公司将继续投产.....	7
2.4、 新市场部：收入突破性增长，进一步实现 eLNO 商业化.....	8
3、 风险分析 .....	9

# 1、庄信万丰：生产贵金属催化剂的专业型公司

## 1.1、公司介绍

庄信万丰 (Johnson Matthey) 于 1817 年在伦敦建立，从一家小小的试金公司，逐渐发展成全球最大的铂系金属提纯及分销商，致力于发展催化剂、贵金属、活性药物成分 (APIs) 等核心技术产品的专用化学品公司。

图 1：庄信万丰发展历程



资料来源：庄信万丰公司官网，光大证券研究所整理

公司旗下拥有空气净化部 (Clean Air)、高效资源部 (Efficient Natural Resources)、健康部 (Health) 和新市场部 (New Markets) 四大主营部门，分别涉及汽车尾气催化净化、油气资源的提取利用、APIs 等药品研发、燃料电池技术系统四个领域。

图 2：庄信万丰部门介绍



资料来源：庄信万丰官网，光大证券研究所整理

截至 2018 年，庄信万丰拥有员工数 14800 人，业务遍布欧洲，美洲，亚洲等 30 多个国家和地区。其中，欧洲、北美洲为公司主要市场，收入总占比约 80%，且公司正在将开辟亚洲，特别是中国和印度市场作为中长期战

略目标。目前，庄信万丰在中国上海成立了三家子公司，分别是 2000 年 7 月成立的庄信万丰（上海）化工有限公司、庄信万丰（上海）催化剂有限公司以及庄信万丰雅洁隆（上海）环保技术有限公司。这三家子公司负责在中国地区的汽车尾气催化剂、贵金属和贵金属催化剂的生产和销售业务。

图 3：庄信万丰业务全球概况



资料来源：庄信万丰公司公告，光大证券研究所整理

## 1.2、贵金属价格上涨提升公司整体收入

受贵金属价格上涨影响，庄信万丰 2019/20 财政年（英国财政年是从 4 月 1 日至次年的 3 月 31 日，下文均将 2019/20 财政年简称为 2019 年）的上半年实现营业收入 68.18 亿英镑，同比增加 37%，其中，基础产品收入（扣除贵金属收入）21.24 亿英镑，同比增加 6%；实现 EBIT 2.59 亿英镑，同比减少 1.8%，其中基础产品 EBIT 2.63 亿英镑，同比减少 2%；EPS 0.92 英镑/股，同比减少 13%。

分部门来看，剔除公司各板块的贵金属销售业务后（基础产品部分），清洁空气部实现收入 13.92 亿英镑，同比增加 6%，EBIT 1.79 亿英镑，同比减少 6%；高效资源部收入 4.96 亿英镑，同比增加 7%，EBIT 0.94 亿英镑，同比增加 9%；健康部收入 1.11 亿英镑，同比减少 6%，EBIT 0.18 亿英镑，同比增加 25%；新市场部收入 1.86 亿英镑，同比增长 7%，EBIT 为-0.08 亿英镑。

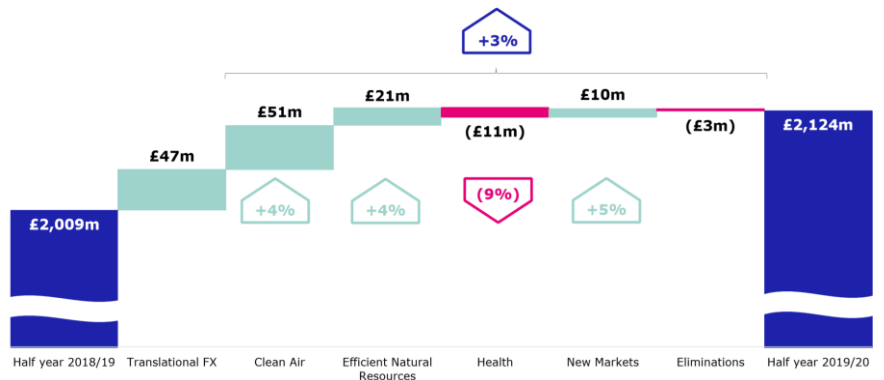
表 1：庄信万丰 2019H1 各部门收入情况（百万英镑）

	清洁空气部	高效资源部	健康部	新市场部	总值
贵金属	1545	3093	3	53	4694
LDV 催化剂	464	-	-	-	464
HDD 催化剂	904	-	-	-	904
催化剂技术	-	249	-	-	249
铂族服务	-	117	-	-	117
高级玻璃技术	-	36	-	-	36
诊断服务	-	35	-	-	35
仿制药	-	-	67	-	67

创新药	-	-	44	-	44
替代动力系统	-	-	-	110	110
医学设备元件	-	-	-	37	37
生命科学技术	-	-	-	22	22
其他	24	-	-	15	39
总收入	2937	3530	114	237	6818
基础产品收入	1392	437	111	184	2124
基础产品 EBIT	179	94	18	-8	263

资料来源：庄信万丰公司公告

图 4：庄信万丰 2019H1 分部门基础产品收入增长变动（百万英镑）



资料来源：庄信万丰公司公告

## 2、四大部门齐头并进

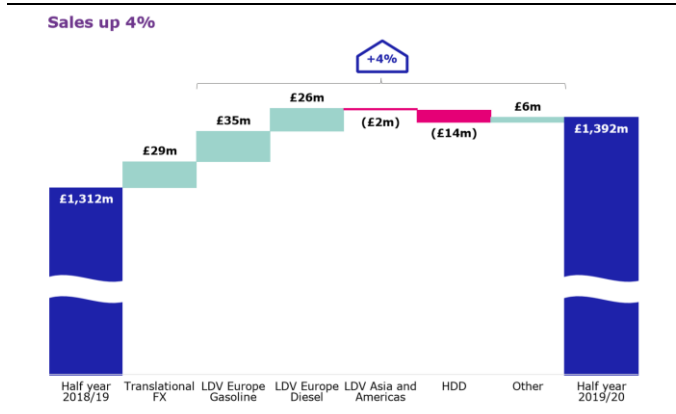
### 2.1、清洁空气部：核心业务增长良好

清洁空气部是庄信万丰的第一大业务部门，其产品催化剂能够有效净化轻型货车、重型柴油、排放控制装置所产生的尾气。公司催化剂业务处于行业领先地位，主要产品有轻型货车催化剂(LDV)和重型柴油催化剂(HDD)，拥有全球 1/3 的市场份额。

2019H1，该部门实现基础产品收入 13.92 亿英镑，同比增加 6%，恒定增长率（不考虑汇率变动）为 4%，远超全球汽车产量下降的速度。但该部门基础产品 EBIT 同比下降 6%，主要是因为此部门为了加快 LDV 业务在欧洲的扩张速度，在波兰新设工厂投入了一千五百万英镑的一次性额外运输成本。

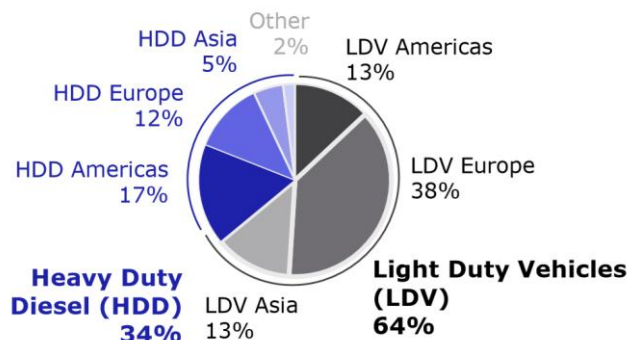


图 5：清洁空气部 2019H1 各基础产品收入增长情况



资料来源：庄信万丰公司公告

图 6：清洁空气部 2019H1 各产品收入占比

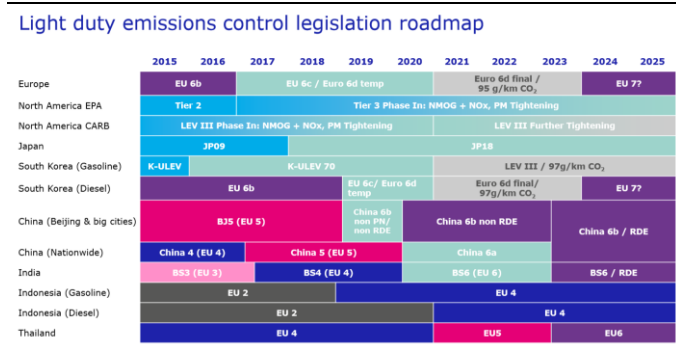


资料来源：庄信万丰公司公告

催化剂业务：未来十年增长主要由立法推动

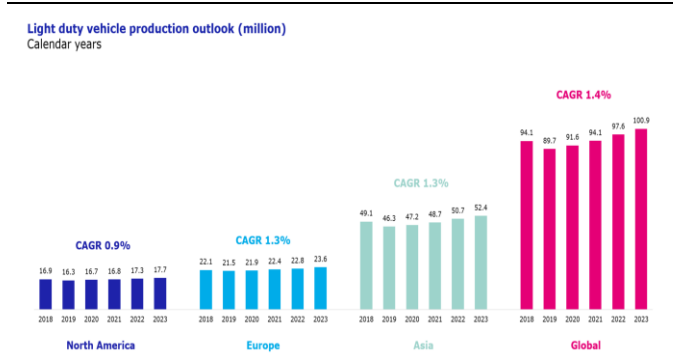
公司 LDV 催化剂业务为排放控制后处理系统提供催化剂，以对使用柴油、汽油的轻型车辆进行尾气净化。尽管全球和欧洲地区汽车产量同比下降，公司柴油和汽油催化剂销量依然强劲：2019H1 该业务收入同比增长 7%，欧洲地区柴油催化剂的销量增长了 6%，主要还是由于公司在欧洲拥有 65% 的柴油催化剂市场份额，且公司柴油催化剂业务约占公司 LDV 业务的 80%。在亚洲市场，公司 LDV 收入增长 6%，主要是由于中国出台的国 VI 标准使得公司 GPFs 的销量有所增加。随着中国和印度汽车相关排放标准的出台，公司预计 2025 年亚洲的催化剂市场规模将增长一倍以上。公司 LDV 收入在美国下降 7%，主要由公司部分客户的停产导致。

图 7：轻型排放控制立法路线图



资料来源：庄信万丰公司公告

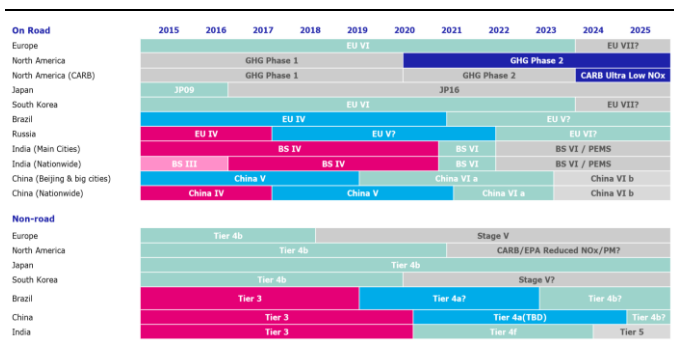
图 8：轻型汽车产量及预测（百万辆）



资料来源：庄信万丰公司公告

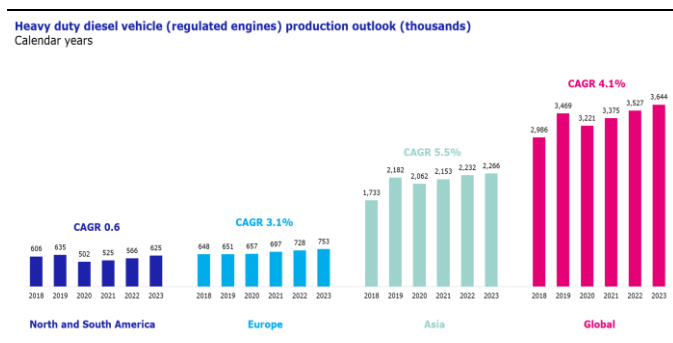
公司 HDD 催化剂业务为排放控制后处理系统提供催化剂，以对卡车、公共汽车等重型车辆进行尾气净化。公司 HDD 催化剂业务 2019H1 收入同比减少 3%，与全球市场产量持平。公司此业务在美国市场的收入增长 4%，主要是由于 Class VIII 型卡车催化剂的销量增速持续强劲；公司在欧洲市场和亚洲市场 HDD 催化剂收入同比均有所下降：欧洲下降 7%，主要受非公路业务的影响；亚洲下降 20%，主要由于中国国 VI 政策的推进导致公司客户纷纷由国 V 转向国 VI 产品，致使公司在中国的 HDD 催化剂收入下降 23%。

图 9：重型柴油排放控制立法路线图



资料来源：庄信万丰公司公告

图 10：重型柴油车(管制引擎)产量及预测(千辆)

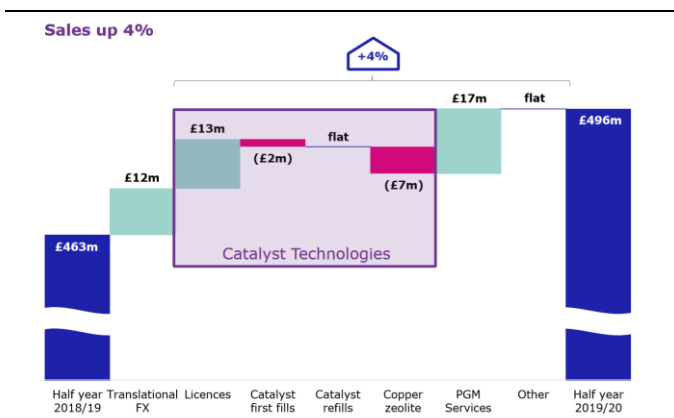


资料来源：庄信万丰公司公告

## 2.2、高效资源部：收入与 EBIT 双增长

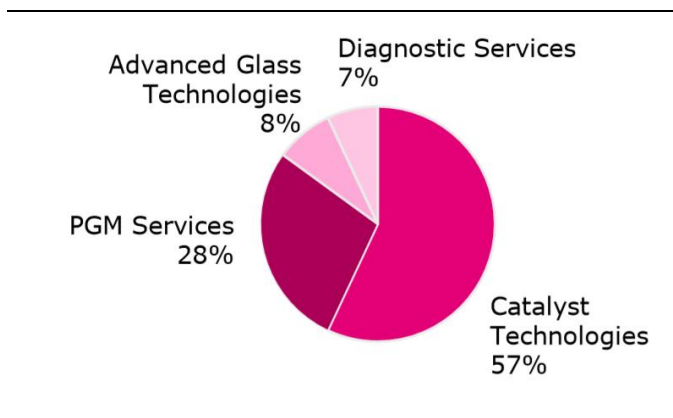
公司高效资源部 2019H1 实现基础产品收入 4.96 亿英镑, 同比增加 7%, 恒定增长率为 4%, 主要得益于庄信万丰先进的 PGM (铂族金属) 服务和许可收入; 同时该部门实现基础产品 EBIT 0.94 亿英镑, 同比增加 9%, 部分原因是 PGM 价格的上涨超过了该部门投资于炼油厂的成本。

图 11：高效资源部 2019H1 各基础产品收入增长情况



资料来源：庄信万丰

图 12：高效资源部 2019H1 各产品收入占比



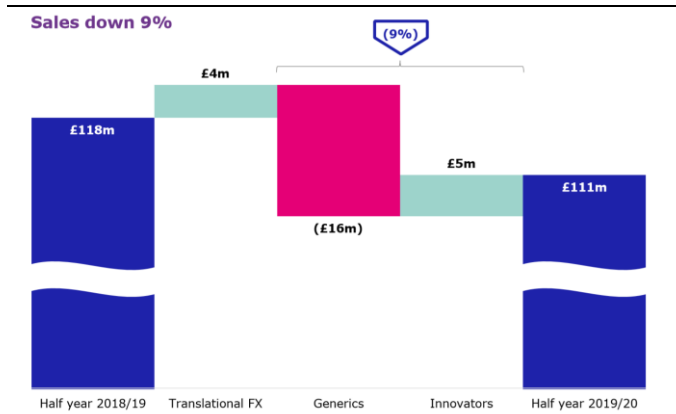
资料来源：庄信万丰公司公告

2019H1, 公司 PGM 服务营收同比增长 13%, 再填充催化剂和添加剂业务与去年同期相当, 首次填充催化剂有所下滑。未来, 公司将发挥自身优势, 大力发展技术许可证业务。目前庄信万丰已经新签署了 3 份许可证, 持续推动新技术的开发和商业化的进展。此外, 公司预计将在未来一年内将完成对美国 and 德国两个催化剂工厂的扩建。

## 2.3、健康部：创新药销量旺盛，公司将继续投产

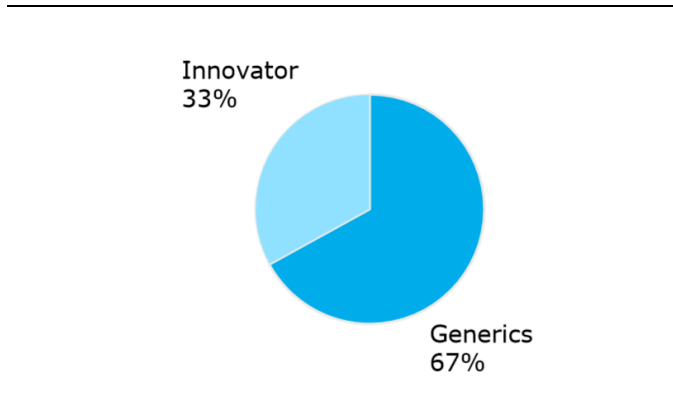
健康部是为全球的仿制药和创新药医药公司提供活性药物成分 (API) 和精细化学品等专业化产品。2019H1, 公司健康部实现收入 1.11 亿英镑, 同比减少 6%, 恒定增长率下降 9%, EBIT 0.18 亿英镑, 同比增加 25%。

图 13: 健康部 2019H1 各基础产品收入增长情况



资料来源: 庄信万丰

图 14: 健康部 2019H1 各产品收入占比

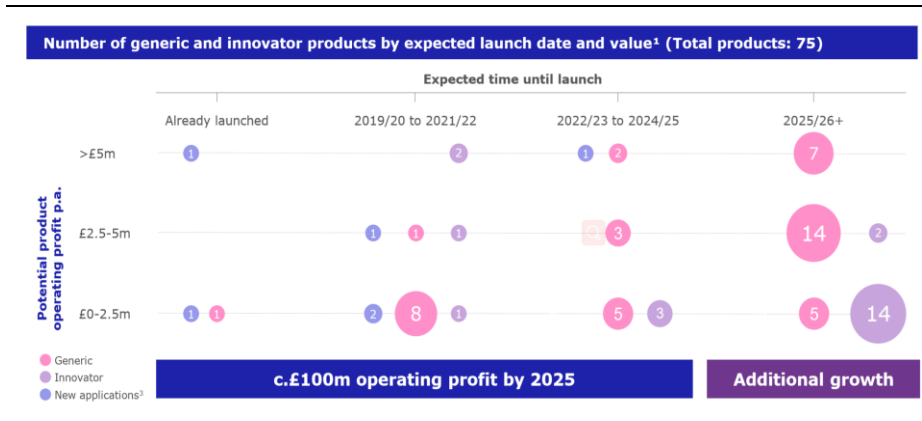


资料来源: 庄信万丰公司公告

公司仿制药业务在报告期内收入下降明显, 同比减少 16%, 主要是受到了竞争对手如 Cambrex、AMRI 等具有相同药物产品带来的压力, 使得该部门的议价能力减弱, 产品销售价格有所下降。公司创新药业务运行良好, 报告期内收入同比增加 17%, 主要是后期测试第四阶段的创新药销量显著, 也说明该业务在 APIs 投入商业运营前, 测试效果达到预期。

庄信万丰将在仿制药和创新药业务中继续投资新的产品线。该产品线包含 75 种药物, 其中 33 种预计在 2025 年创造 1 亿英镑的营业利润。截至 9 月底, 已有 3 种药物投入使用, 10 种仿制药正在等待监管部门的批准, 4 种药物进入后期创新计划。

图 15: 仿制药和创新药预计发布日期、数量和价值



资料来源: 庄信万丰公司公告

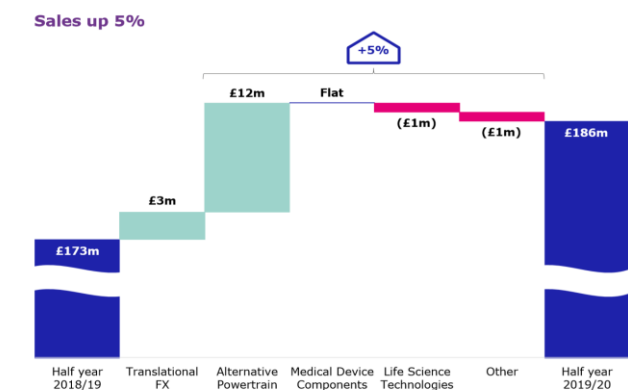
## 2.4、新市场部: 收入突破性增长, 进一步实现 eLNO 商业化

作为庄信万丰的新兴部门, 为了适应不断变化的社会, 新市场部开始研发电池材料这一新技术。近几年收入增长迅速, 具有发展前景。随着新能源的不断进步, 新市场部门逐渐发展起来, 市场份额已经占到庄信万丰整体业务的 8%。



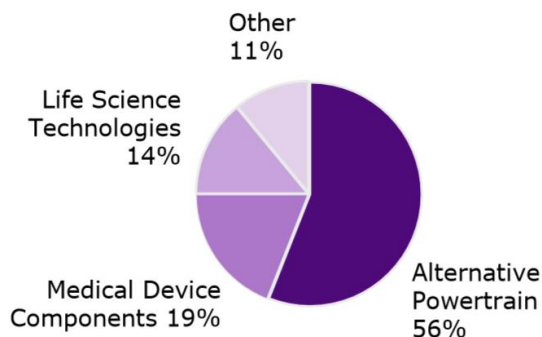
得益于市场对公司非汽车电池系统和燃料电池的迫切需求，新市场部业绩反映良好，在报告期内收入同比增长 7%，恒定增长率为 5%，但由于对 eLNO 的投资成本增加，导致部门 EBIT 为负。

图 16: 新市场部 2019H1 各基础产品收入增长情况



资料来源：庄信万丰

图 17: 新市场部 2019H1 各产品收入占比



资料来源：庄信万丰公司公告

替代动力系统业务为一系列应用提供电池系统，燃料电池技术和汽车应用的电池材料（磷酸铁锂和 eLNO）。eLNO 是超高能量密度材料的组合，与传统电池材料 NMC、NCA、LFP 相比，优化了镍的内容，具有更高的能量密度，从而具备更高的稳定性和安全性，是庄信万丰下一代高能低钴正极材料。公司电动车电池系统和燃料电池销量的持续增长使得公司替代动力业务总销量同比增长 12%。

公司新市场部与目标客户的材料测试进展顺利，已经与两个客户完成了全面测试，这是公司 eLNO 商业化进程中的重要里程碑。尽管巨额投资使得新市场部门亏损严重，但公司仍计划继续扩大该部门的生产规模。庄信万丰预计第一个 eLNO 商业工厂将在 2022 年投产，并在 2024 年提供生产平台——该工厂最初每年将生产 1 万吨，且具有扩大至 10 万吨的潜力。

### 3、风险分析

#### 贵金属价格快速下降风险

贵金属价格的波动会影响庄信万丰的业绩。如果价格在短时间内大幅下滑，公司将存在存货贬值的风险。

#### 汽车销量持续下滑风险

若全球汽车销量持续下滑，将直接降低公司汽车尾气催化剂产品的销量，进而降低公司业绩。

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明：**A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼