

利柏特 (605167)

证券研究报告

2022年12月28日

再获巴斯夫大单，看好业绩释放及成长持续性

再次斩获巴斯夫项目大单，看好成长持续性

利柏特 12 月 27 日公告再次中标湛江巴斯夫一体化项目部分工程，总合同额 6.34 亿元（含税），其中乙烯区模块项目 2.26 亿元（含税），含 12 个模块约 6600 吨，预计交货时间为 2024 年 9 月 18 日，乙烯区土建安装工程 4.08 亿元，工期至 2025 年 5 月 31 日，本项目的 EPC 总包方为中国寰球工程。此项目是公司继 8 月中标 15-20 亿元中央罐区 EPC 项目后，再次中标巴斯夫一体化项目，我们认为凭借过往合作优势及产能布局优势，公司后续仍有望斩获更多该项目中的模块化及工程类合同。今年以来公司已公告的新签大单超 35 亿元，预计全年合同高增，对后续释放业绩奠定坚实基础。我们认为，公司与国内化工大总包企业间存在竞合关系，但在模块化业务上合作大于竞争，后续若国内模块化市场放量，公司有望凭借自身模块化业务一体化优势与 EPC 总包头部企业建立专业合作关系，快速抢占市场。随着单体项目模块化率的提升，公司在 EPC 领域的竞争力也有望提升。

看点一：在手订单饱满+业绩释放进入上升周期

22 年以来公司已经披露的订单合计超 35 亿，其中模块化生产订单约 4.5 亿，8 月份披露的巴斯夫订单金额高达 15-20 亿，通常化工类订单的转化周期为 1-1.5 年，饱满的在手订单为公司的业绩释放奠定良好基础。公司从 2004 年开启与巴斯夫的合作，现与林德气体、霍尼韦尔、科思创、陶氏化学、英威达等数十家外资企业形成合作关系，前五大客户的收入占比约 50% 左右，巴斯夫的收入占比约 10% 左右，考虑到至 2030 年，巴斯夫将投资 100 亿欧元建设湛江一体化基地，公司订单的持续性可期。

看点二：化工、LNG 等下游景气度高+产能释放快速匹配行业需求

模块化建设具有缩短工期、安全施工、成本节约等多项优势，适用于施工环境恶劣的项目如海上项目、北极项目等。当前下游细分行业中，化工受益于欧洲产业转移、LNG 项目加速拓建、水处理及空分、矿业模块化趋势明显，模块化生产受益。目前公司在张家港具备两个成熟基地，当前正拓展 2 个广东湛江基地，一期占地 5.0 万平方米，现已投产，随着产能释放或可带动收入 3.5 亿，二期基地占地 8.0 万平方米，竣工在即，产能的快速扩充有望进一步匹配客户需求。

看点三：模块化利润率高+大客户在华投资或可带动占比显著提升

相较于传统 EPC 业务 12.6% 的毛利率，工业模块化制造业务毛利率高达 20.1%，截止 21 年收入占比约 27% 左右。当前产业化转移趋势明显，化工巨头在湛江大型投资项目合计约 837 亿，而至 2030 年公司主要客户在华投资额超 1500 亿，考虑到公司的属地和先发优势，模块化业务占比有望快速提升，带动盈利能力进一步改善。

订单释放高弹性，下游需求高景气，维持“买入”评级

短期受益于订单高增，中长期受益于行业景气上行及重点客户在华投资持续扩张。维持前期业绩预测，预计 22-24 年归母净利润为 1.1/2.0/2.9 亿，给予 23 年 PE 30 倍，对应目标价 13.54 元，维持“买入”评级。

风险提示：项目施工进度不及预期；市场拓展不及预期；客户集中度较高的风险；经营规模扩大带来的管理风险；原材料价格波动。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,505.44	1,983.07	1,613.52	3,003.82	4,060.34
增长率(%)	6.33	31.73	(18.64)	86.17	35.17
EBITDA(百万元)	171.15	189.33	183.39	347.26	470.24
归属母公司净利润(百万元)	104.20	109.45	105.37	202.69	293.37
增长率(%)	4.38	5.05	(3.73)	92.36	44.74
EPS(元/股)	0.23	0.24	0.23	0.45	0.65
市盈率(P/E)	37.45	35.65	37.03	19.25	13.30
市净率(P/B)	4.87	2.90	2.69	2.36	2.00
市销率(P/S)	2.59	1.97	2.42	1.30	0.96
EV/EBITDA	0.00	21.02	20.68	10.93	7.48

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑装饰/专业工程
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	8.22 元
目标价格	13.54 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	449.07
流通 A 股股本(百万股)	222.52
A 股总市值(百万元)	3,691.36
流通 A 股市值(百万元)	1,829.08
每股净资产(元)	3.15
资产负债率(%)	42.58
一年内最高/最低(元)	12.14/6.65

作者

鲍荣富 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

王涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521010001
wangtao@tfzq.com

王雯 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521120005
wangwena@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

1 《利柏特-首次覆盖报告:订单高增+产能释放，工业模块化制造持续领跑》
2022-12-18

1. 公司历年经营情况及可比公司估值

利柏特再次中标巴斯夫项目 6.34 亿元，新签订单高增。利柏特 12 月 27 日公告再次中标湛江巴斯夫一体化项目部分工程，总合同额 6.34 亿元（含税），其中乙烯区模块项目 2.26 亿元（含税），含 12 个模块约 6600 吨，预计交货时间为 2024 年 9 月 18 日，乙烯区土建安装工程 4.08 亿元，工期至 2025 年 5 月 31 日，本项目的 EPC 总包方为中国寰球工程。此项目是公司继 8 月中标 15-20 亿元中央罐区 EPC 项目后，再次中标巴斯夫一体化项目。根据已披露公告显示，今年已中标的项目金额达 35 亿以上，较 2021 年重大订单金额相比，已增长 864%。湛江基地竣工在即，产能释放有望进一步匹配客户需求。

表 1：2022 年利柏特重大项目订单已超 35 亿（截至 2022 年 12 月 27 日）

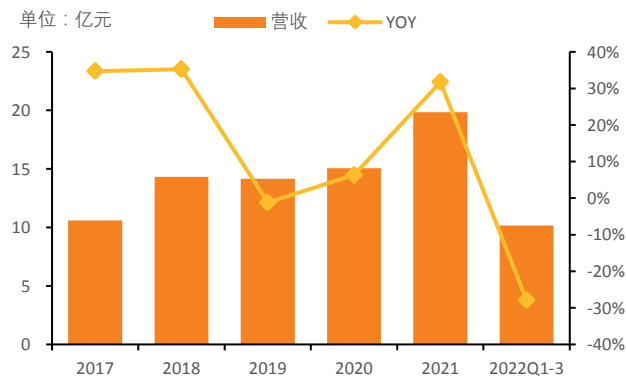
日期	客户名称	项目名称	金额（亿）	时长
2022/12/27	中国寰球工程有限公司北京分公司	巴斯夫（广东）一体化项目乙烯区 PAR 模块	2.26	2024 年 9 月 18 日或之前完成
2022/12/27	中国寰球工程有限公司北京分公司	巴斯夫（广东）一体化项目乙烯区土建安装综合工程 B 标段	4.08	2025 年 5 月 31 日或之前完成
2022/11/16	雅保四川新材料有限公司	雅保年产 5 万吨氢氧化锂锂电池材料项目 A8XZ-40-K022 湿法区及部分公用工程机电安装标段	1.81	2023 年 10 月 31 日之前完成
2022/8/1	巴斯夫一体化基地（广东）有限公司	巴斯夫（广东）一体化项目中央罐区化学品罐区和装车工程	15-20	2022.7-2025.6
2022/4/22	Jord Oil & Gas Systems B.V. (JOGS)	YINSON 浮式生产储油轮上部模块 M01、M02、M20、M40、M41 供应制造项目	2.25	2022.04-2023.09
2022/2/7	英威达尼龙化工（中国）有限公司	英威达聚合物三期扩建项目	12.79	2022.1.28-2023.12.13

合计

38.18-43.18

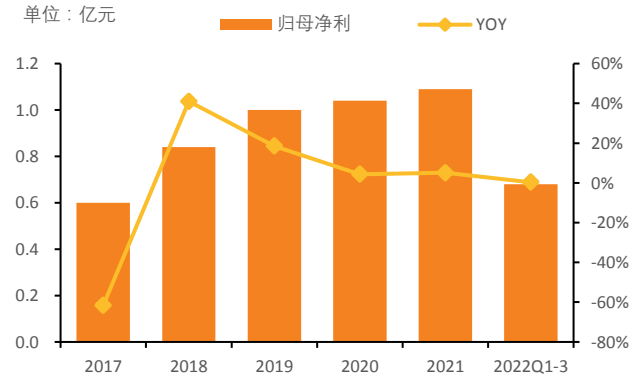
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 1：公司近年营收及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：公司近年归母及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 2：可比公司估值表

股票代码	股票简称	总市值 (亿元)	当前价格 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
301058.SZ	中粮科工	78.48	15.32	0.32	0.44	0.67	0.96	47.27	34.07	22.20	15.52
301129.SZ	瑞纳智能	54.15	72.79	2.30	3.08	4.18	5.51	30.92	23.14	17.02	12.92
603727.SH	博迈科	32.34	11.48	0.59	0.30	0.38	0.51	19.50	38.80	30.56	22.74
平均								32.56	32.00	23.26	17.06
605167.SH	利柏特	36.64	8.16	0.24	0.23	0.45	0.65	33.73	35.03	18.21	12.58

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：数据截至 20221228 收盘，除利柏特 22-24 年为天风预测外，其余公司 22-24 年 EPS 为 Wind 一致预测。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	241.88	467.49	225.89	540.69	852.67
应收票据及应收账款	321.74	450.28	311.66	439.29	801.37
预付账款	10.41	13.47	41.02	49.05	54.23
存货	171.31	105.16	115.38	231.60	298.93
其他	25.03	36.30	234.02	276.57	388.16
流动资产合计	770.37	1,072.70	927.98	1,537.20	2,395.35
长期股权投资	10.25	7.73	7.73	7.73	7.73
固定资产	328.40	321.01	793.68	1,188.58	1,141.66
在建工程	90.23	319.52	289.76	25.49	0.00
无形资产	150.95	190.59	183.21	175.83	168.45
其他	20.37	36.63	17.22	24.33	25.84
非流动资产合计	600.19	875.47	1,291.59	1,421.95	1,343.67
资产总计	1,512.27	2,197.91	2,219.57	2,959.16	3,739.02
短期借款	50.62	21.67	95.80	424.07	449.58
应付票据及应付账款	373.24	549.28	406.42	495.75	1,010.95
其他	116.27	187.92	221.40	339.83	278.80
流动负债合计	540.13	758.87	723.61	1,259.66	1,739.33
长期借款	41.08	27.34	27.34	27.34	32.84
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	14.10	22.87	17.21	18.06	19.38
非流动负债合计	55.18	50.21	44.55	45.40	52.22
负债合计	710.59	851.87	768.16	1,305.06	1,791.56
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	336.80	449.07	449.07	449.07	449.07
资本公积	51.40	424.33	424.33	424.33	424.33
留存收益	413.48	472.64	578.01	780.70	1,074.07
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	801.69	1,346.04	1,451.41	1,654.10	1,947.47
负债和股东权益总计	1,512.27	2,197.91	2,219.57	2,959.16	3,739.02

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	104.20	109.45	105.37	202.69	293.37
折旧摊销	26.41	28.88	64.47	96.75	99.79
财务费用	2.62	2.48	(0.26)	6.12	9.29
投资损失	1.13	0.75	1.00	0.70	0.50
营运资金变动	(33.32)	32.45	(14.66)	(69.70)	(97.96)
其它	(0.72)	(24.27)	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	100.31	149.75	155.92	236.57	304.98
资本支出	127.02	278.88	505.66	219.15	18.68
长期投资	(1.39)	(2.52)	0.00	0.00	0.00
其他	(234.92)	(545.10)	(1,006.66)	(439.85)	(39.18)
投资活动现金流	(109.29)	(268.74)	(501.00)	(220.70)	(20.50)
债权融资	65.29	(31.85)	103.48	298.93	27.50
股权融资	0.00	434.90	0.00	0.00	0.00
其他	(30.56)	(23.81)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	34.74	379.24	103.48	298.93	27.50
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	2.00	4.00
现金净增加额	25.75	260.26	(241.60)	316.80	315.98

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,505.44	1,983.07	1,613.52	3,003.82	4,060.34
营业成本	1,245.19	1,686.54	1,323.27	2,498.31	3,390.08
营业税金及附加	8.03	8.49	12.97	13.00	16.65
销售费用	14.98	17.64	15.39	27.03	35.73
管理费用	92.21	115.01	115.50	183.23	207.08
研发费用	16.21	22.56	26.46	33.04	43.85
财务费用	3.83	0.64	(0.26)	6.12	9.29
资产/信用减值损失	(4.23)	(14.52)	14.01	12.00	10.00
公允价值变动收益	(0.25)	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(1.13)	(0.75)	(1.00)	1.30	3.50
其他	(1.01)	21.08	0.00	0.00	0.00
营业利润	131.63	126.38	133.20	256.39	371.17
营业外收入	0.00	12.40	0.30	0.30	0.30
营业外支出	0.20	0.10	0.12	0.12	0.12
利润总额	131.43	138.68	133.38	256.57	371.35
所得税	27.23	29.22	28.01	53.88	77.98
净利润	104.20	109.45	105.37	202.69	293.37
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	104.20	109.45	105.37	202.69	293.37
每股收益(元)	0.23	0.24	0.23	0.45	0.65

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	6.33%	31.73%	-18.64%	86.17%	35.17%
营业利润	2.17%	-3.99%	5.40%	92.48%	44.77%
归属于母公司净利润	4.38%	5.05%	-3.73%	92.36%	44.74%
获利能力					
毛利率	17.29%	14.95%	17.99%	16.83%	16.51%
净利率	6.92%	5.52%	6.53%	6.75%	7.23%
ROE	13.00%	8.13%	7.26%	12.25%	15.06%
ROIC	19.65%	15.88%	11.64%	15.12%	19.29%
偿债能力					
资产负债率	46.99%	38.76%	34.61%	44.10%	47.92%
净负债率	-18.73%	-30.24%	-4.28%	-4.35%	-17.82%
流动比率	1.39	1.65	1.28	1.22	1.38
速动比率	1.13	1.52	1.12	1.04	1.21
营运能力					
应收账款周转率	4.72	5.14	4.24	8.00	6.55
存货周转率	8.32	14.35	14.63	17.31	15.31
总资产周转率	1.06	1.07	0.73	1.16	1.21
每股指标(元)					
每股收益	0.23	0.24	0.23	0.45	0.65
每股经营现金流	0.22	0.33	0.35	0.53	0.68
每股净资产	1.79	3.00	3.23	3.68	4.34
估值比率					
市盈率	37.45	35.65	37.03	19.25	13.30
市净率	4.87	2.90	2.69	2.36	2.00
EV/EBITDA	0.00	21.02	20.68	10.93	7.48
EV/EBIT	0.00	24.77	31.89	15.15	9.49

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com