

利柏特（605167）

核电景气度加速上行，模块化建造市场前景广阔

核电景气度加速上行，投资完成额保持高速增长

核电景气度加速上行，2025M1-4 我国核电投资完成额 362.56 亿，累计同比增长 36.64%，截至 2025 年 4 月 27 日，2023-2025 年累计核准 31 台核电机组，中国在运、在建和核准建设的核电机组共 102 台、装机容量达到 1.13 亿千瓦，中国在建核电机组共 28 台，总装机容量达到 3365 万千瓦，核电建设迎来新一轮景气周期。

三代核电站采用模块化设计施工技术，模块化建造市场空间广阔

近三年核准的机组大部分以第三代核电技术为主，国内典型的三代核电两种机型是“国和一号”（CAP1000）和“华龙一号”（HPR1000），第三代核电站采用的是现代化的模块设计技术，施工过程中引入大模块概念，模块化建造技术可以使核电厂的建造周期从 50 个月压缩至 36 个月（从第一罐混凝土至装料），同时便于核电机组建造的标准化、批量化，提升质量减少事故发生。参考廉江核电项目，整个模块化施工规划占比达 64.2%，目前国内三代核电双机组工程建成价平均在 400 亿元人民币左右，工程费用约占整个核电工程造价的 60%以及 60%的模块化建造占比，参考《我国核电发展规划研究》，对于新建核电机组，2030 年之前每年保持 6 台左右的开工规模，根据上述预测，我们预计 2025-2030 年每年新开工机组对应核电模块化建造市场规模约 864 亿，模块化建造市场空间广阔。

公司募投基地扩充核电模块生产能力，新签核电模块订单占据先发优势

利柏特可转债募投项目新增产能进一步提升公司模块化生产制造以及外运能力。公司现有的生产基地总占地面积总计 39 万平，募投项目南通利柏特重工项目占比 48.78 万平，主要应用于石油化工、油气能源及核电工程等行业的大型模块生产制造，包含两个自建码头，本次募投项目毗邻入海口，拥有发达的交通网络并具备独立的码头能够有效地提升公司生产基地场地周转率。2025 年 3 月 20 日，利柏特公告中标宁德二期 5BDA、7BUG 模块建造安装工程及临时泊位工程，合同为 F+EPC 工程总承包合同，合同总金额 2.26 亿元（含税），订单包含两个模块，5BDA/U 柴油机厂房上部 and 下部两个 SC 结构集成模块总重量约 5000 吨；7BUG 保安楼 SC 结构整体模块总重量约 780 吨。公司中标该项目系首次将模块化技术应用到“华龙一号”核电站柴油机厂房建安一体化综合建造安装工程。

模块化施工能力经验丰富，看好公司核电模块化拓展能力

公司专注于工业模块的设计和制造，拥有“设计-采购-模块化-施工”（EPFC）全产业链环节及一体化服务能力，坐落于优势区位的大型生产基地，募投项目进一步完善核电模块生产加工能力，考虑到公司订单有所承压，我们预计公司 25-27 年公司归母净利润为 2.3、2.5、2.9 亿（前值 2.8、3.2、3.7 亿），对应 PE 为 20、19、16 倍，维持“买入”评级。

风险提示：核电开工以及核准不及预期；募投项目建设进度不及预期；市场拓展不及预期。

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,242.34	3,492.51	3,528.79	3,758.57	4,219.77
增长率(%)	88.39	7.72	1.04	6.51	12.27
EBITDA(百万元)	313.94	440.29	378.91	436.56	512.43
归属母公司净利润(百万元)	190.18	240.49	229.17	252.15	292.78
增长率(%)	38.73	26.45	(4.71)	10.03	16.11
EPS(元/股)	0.42	0.54	0.51	0.56	0.65
市盈率(P/E)	24.63	19.48	20.44	18.58	16.00
市净率(P/B)	2.87	2.55	2.22	1.98	1.76
市销率(P/S)	1.44	1.34	1.33	1.25	1.11
EV/EBITDA	11.44	8.03	10.27	8.70	7.07

资料来源：wind，天风证券研究所

证券研究报告

2025 年 06 月 05 日

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 10.43 元

目标价格 元

基本数据

A 股总股本(百万股) 449.07

流通 A 股股本(百万股) 449.07

A 股总市值(百万元) 4,683.80

流通 A 股市值(百万元) 4,683.80

每股净资产(元) 4.17

资产负债率(%) 45.45

一年内最高/最低(元) 12.70/6.93

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

王悦宜 联系人
wangyueyi@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《利柏特-年报点评报告:盈利能力整体稳健，新一轮募投项目巩固模块化生产优势》 2025-05-01
- 《利柏特-半年报点评:毛利率同比改善，扩建基地有望提升模块制造能力》 2024-08-30
- 《利柏特-公司点评:Q2 营收利润实现高增长，在手订单充足支撑中长期业绩》 2024-07-19

内容目录

1. 核电景气度加速上行，核电模块化建造市场前景广阔	3
1.1. 核电景气度加速上行，第三代核电机组即将进入建设高峰期	3
1.2. 第三代核电站引入模块化设计概念，大幅缩短核电机组建造时间	5
1.3. 预计 2025-2030 年每年新开工机组对应核电模块化建造市场规模约 864 亿	7
2. 募投项目扩充核电模块生产能力，新签核电模块建造订单占据先发优势	8
3. 风险提示	9

图表目录

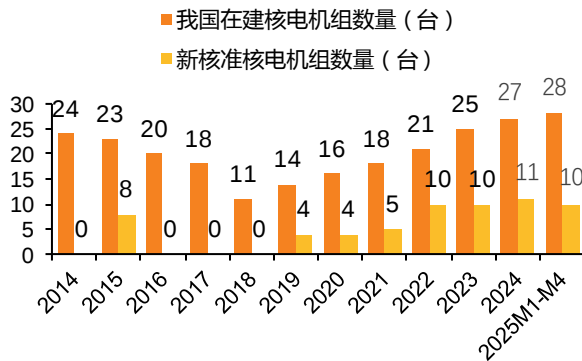
图 1：2014-2025M1-M4 我国在建及新核准核电机组数量	3
图 2：2014-2025M1-M4 我国在建及累计投运核电装机容量	3
图 3：2018M2-2025M4 电源投资以及核电投资累计增速	3
图 4：AP 堆模块化施工现场	5
图 5：模块化施工的 AP1000 建造工期评估与传统核电厂建设周期对比	6
图 6：国内典型三代核电建成造价构成	8
表 1：2023-2025 年核准核电机组	4
表 2：我国运营核电站建设周期	6
表 3：典型的 AP1000 模块分类	7
表 4：利柏特现有基地及募投项目对比	9

1. 核电景气度加速上行，核电模块化建造市场前景广阔

1.1. 核电景气度加速上行，第三代核电机组即将进入建设高峰期

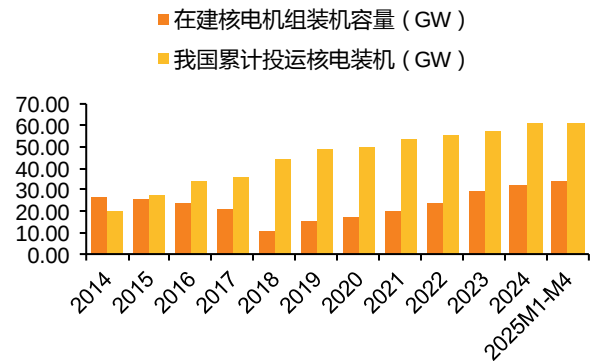
我国核电景气度正在加速上行。在 2016-2018 年的三年零核准期后，2019 年起我国核电核准提速。2021 年初，政府工作报告中提出“在确保安全的前提下积极有序发展核电”，系我国多年来首次采用“积极”的表述明确提及核电；“十四五”规划中明确提出积极有序的发展沿海三代核电建设；2022 年发布的《“十四五”现代能源体系规划》中再次提到积极安全有序发展核电，要求到 2025 年核电运行装机容量达到 7000 万千瓦左右，相比 2022 年末的 5563 万千瓦增长 25.8%。2023-2025 年每年核准核电机组数十余台，截至 2025 年 4 月 27 日，中国核能行业协会发布《中国核能发展报告 2025》蓝皮书显示，中国在运、在建和核准建设的核电机组共 102 台、装机容量达到 1.13 亿千瓦，中国在建核电机组共 28 台，总装机容量达到 3365 万千瓦，在建机组装机容量连续 18 年保持世界第一；中国商运核电机组达到 58 台，总装机容量达 6096 万千瓦。2025M1-4 我国核电投资完成额 362.56 亿，累计同比增长 36.64%，核电景气度加速上行。

图 1：2014-2025M1-M4 我国在建及新核准核电机组数量



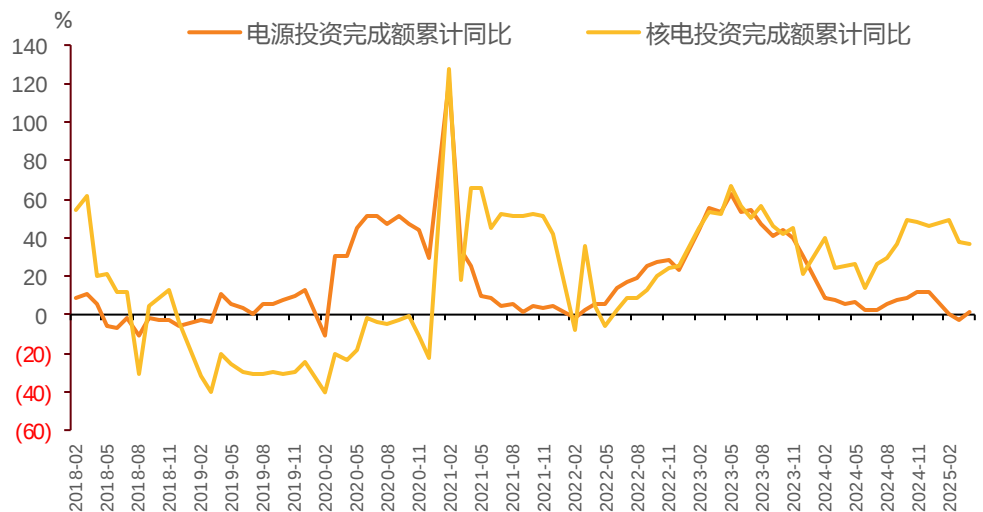
资料来源：中国核能行业协会，中国核建公司公告，中核智库公众号等，天风证券研究所

图 2：2014-2025M1-M4 我国在建及累计投运核电装机容量



资料来源：中国核能行业协会，中国核建公司公告，中核智库公众号等，天风证券研究所

图 3：2018M2-2025M4 电源投资以及核电投资累计增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

第三代核电机组即将进入建设高峰期，模块化应用前景广阔。中国核能行业协会《核电厂模块化建造技术研究》指出，目前我国新增核电机组全部分布在沿海地区，且大部分采用

第三代核电技术，我国自主三代核电技术“国和一号”“华龙一号”建设中各参建单位也陆续开展了大量的模块化研究和应用。截至 2025 年 4 月 27 日，2023-2025 年累计核准 31 台核电机组，核电建设迎来新一轮景气周期，其中核准的机组大部分以第三代核电技术为主，国内典型的三代核电两种机型是“国和一号”（CAP1000）和“华龙一号”（HPR1000），我们判断未来核电模块化的建造方式或在核电建设中应用会更为广泛。

表 1：2023-2025 年核准核电机组

2023 年核准机组					
核电项目	机组号	机型	额定功率（MW）	所属单位	地点
宁德核电三期	5 号机组	HPR1000	1210	中广核	福建
	6 号机组	HPR1000	1210		
石岛湾核电扩建一期	1 号机组	HPR1000	1200	华能	山东
	2 号机组	HPR1000	1200		
徐大堡核电厂一期	1 号机组	CAP1000	1291	中核集团	辽宁
	2 号机组	CAP1000	1291		
金七门核电一期	1 号机组	HPR1000	1200	中核集团	浙江
	2 号机组	HPR1000	1200		
太平岭核电厂二期	3 号机组	HPR1000	1180	中广核	广东
	4 号机组	HPR1000	1180		
2024 年核准机组					
核电项目	机组号	机型	额定功率（MW）	所属单位	地点
招远核电一期	1 号机组	HPR1000	1200	中广核	山东
	2 号机组	HPR1000	1200		
徐圩核电一期	待定	HPR1000	1200	中核集团	江苏
	待定	HPR1000	1200		
	待定	高温气冷堆	660		
三澳核电二期	3 号机组	HPR1000	1200	中广核	浙江
	4 号机组	HPR1000	1200		
陆丰核电一期	1 号机组	CAP1000	1245	中广核	广东
	2 号机组	CAP1000	1245		
白龙核电一期	1 号机组	CAP1000	1250	国家电投	广西
	2 号机组	CAP1000	1250		
2025 年核准机组					
核电项目	机组号	机型	额定功率（MW）	所属单位	地点
防城港核电三期	5 号机组	HPR1000	1208	中广核	广西
	6 号机组	HPR1000	1208		
台山核电二期	3 号机组	HPR1000	1200	中广核	广东
	4 号机组	HPR1000	1200		
三门核电三期	5 号机组	HPR1000	1215	中核集团	浙江
	6 号机组	HPR1000	1215		
海阳核电三期	5 号机组	CAP1000	1300	国家电投	山东
	6 号机组	CAP1000	1300		
霞浦核电一期	1 号机组	HPR1000	1250	华能	福建
	2 号机组	HPR1000	1250		

资料来源：核闻天下公众号，天风证券研究所

1.2. 第三代核电站引入模块化设计概念，大幅缩短核电机组建造时间

核电模块化建设思路酝酿已久，AP1000 堆型从设计源头明确了模块化建造的总体规划。核电厂模块化建造技术可以追溯到 20 世纪 80 年代初期，美国 Bechtel 公司将核潜艇模块化建造的成功经验应用于核电工程建造并进行了大量的基础研究。Bechtel 公司与日本的日立公司一起推进了核电工程模块化技术的应用研究和项目实施试验，将一台核电机组建造工期由 80 年代的 62 个月降低到 48 个月（从浇筑第一罐混凝土到商运）。加拿大的 CANDU6 及改进型 ACR1000、俄罗斯的 VVER 堆型中也应用了模块化建造技术。美国西屋公司将模块化的设计理念系统应用在 AP1000 研发中，真正从设计源头就明确了模块化设计、工厂化预制、现场组装的建造总体规划，实现了规模化、批量化的模块化建造技术在依托项目的实施应用。

我国的模块化建造技术在船舶、桥梁、海洋等非核工程领域得以较多运用，在核电领域仍处于起步阶段。在核工程领域，以全球首批四台 AP1000 机组为依托开展了大量的模块化应用，我国自主三代核电技术“国和一号”、“华龙一号”建设中各参建单位也陆续开展了大量的模块化研究和应用，并形成了《NB/T 20501—2018，核电厂结构模块制造及验收技术规程》等 14 项标准。核电厂模块化建造技术的核心理念是：通过转移现场工程量实现工地的均衡资源投入；通过扩大车间工作量实现工作环境改善、工作效率提高、产品质量提升；通过移动关键路径和改进施工技术实现总工期的缩短；通过整体工程模块的标准化设计、批量制造和合理高效的施工组织来实现建造成本的降低。

AP1000 核电站采用的是现代化的模块设计技术，区别于传统的局部小模块施工，施工过程中引入大模块概念。国务院 2006 年 2 月发布《国家中长期科学技术发展纲要》中，已将“大型先进压水堆核电站”列为国家重点科技专项，作为大型先进压水堆核电站的代表堆型，由美国西屋公司设计的三代核电 AP1000 堆型已于 2008 年在浙江三门启动建造。“工厂化预制，模块化施工”，是三代核电 AP1000 工程在施工方面的一个显著特点。它将原来在现场完成的结构施工改为在工厂进行预制，然后运到现场直接拼装，这种施工方式类似于“搭积木”。它的先进在于它大量地引入了平行作业，从而将理想工期缩短至 36 个月。国内已投产核电站都不是采用模块化施工，或者只能称为局部采用小模块施工。而在 AP1000 的施工中，通过引入了大模块的概念，使得传统意义上的土建、安装、调试作业深度交叉。

图 4：AP 堆模块化施工现场



资料来源：中核华兴公众号，天风证券研究所

模块化的建造方式极大节省了建造工期、降低建设成本，同时有利于安全控制和质量控制。

传统的核电厂建造，由于作业面受限，导致土建和安装施工作业无法平行展开，大部分安装工作需要待土建工作基本完成后才能开始，这就造成了核电建设工期较长，投资成本居高不下。为缩短核电项目的建设周期，AP1000 压水堆核电厂广泛采用了模块化设计和模块化建造施工工艺。模块化施工不仅可以缩短核电机组的建造工期，有利于保证安装的施工质量，而且降低了对现场的施工场地大小的要求。据美国能源局的《先进建造技术的应用》中评估，模块化建造技术可以使核电厂的建造周期从 50 个月压缩至 36 个月（从第一罐混凝土至装料）。除了缩短工期之外，模块化施工大大减少了电厂现场施工的工作量，增加了模块加工车间的工作量，而车间生产效率远高于现场施工，或将直接降低电厂的投资。另一方面，模块化施工打破以往先土建后安装的传统施工方法，土建和安装可以相互交叉同时施工，既便于核电机组建造的标准化、批量化，又优化了整体建造工作的关键路径。加工车间的环境相对优越，操作空间大，更有利于焊接、切割等对环境要求较高的作业，提高了核电厂的建造质量。由于模块化建造将原来在环境较差的现场工作，尤其是高空作业和密闭环境的作业，转移到了环境较好的车间里，减少了事故的发生。

图 5：模块化施工的 AP1000 建造工期评估与传统核电厂建设周期对比

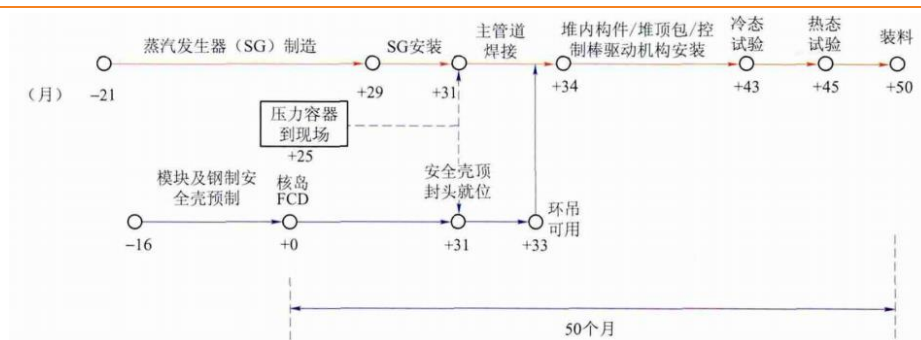


图2 三门1号机组50个月建造工期关键路径图

Fig.2 Critical path of Sanmen Unit 1 with 50-month construction duration

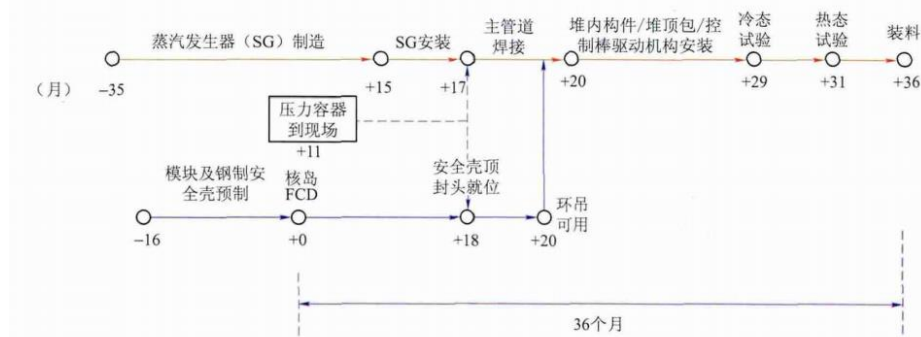


图3 三门1号机组36个月建造工期关键路径图

Fig.3 Critical path of Sanmen Unit 1 with 36-month construction duration

资料来源：《AP1000 模块化施工分析》邹玮，天风证券研究所

注：如果蒸汽发生器等长周期关键设备到货进度无法保证，模块化施工则无法保证在 36 个月内建成

表 2：我国运营核电站建设周期

核电项目名称	开工时间	商运时间	建设周期（单位：年）
秦山核电站一期	1985/3/20	1991/12/15	6.7
秦山核电站二期	1996/6/2	2004/5/3	7.9
1 号机组	1996/6/2	2002/4/15	5.8
2 号机组	1997/3/23	2004/5/3	7.1
3 号机组	2006/4/28	2010/10/21	4.4
4 号机组	2007/1/28	2011/12/30	4.9
秦山核电站三期	1998/6/8	2003/7/24	5.1

1 号机组	1998/6/8	2002/12/31	4.5
2 号机组	1998/9/25	2003/7/24	4.8
大亚湾核电站	1987/8/7	1994/5/6	6.7
1 号机组	1987/8/7	1994/2/1	6.4
2 号机组	1987/8/7	1994/5/6	6.7
岭澳核电站一期	1997/5/15	2003/1/8	5.6
岭澳核电站二期	2006/6/15	2011/8/7	5.1

资料来源：秦山核电公众号，中核集团公众号，中国广核集团公众号等，天风证券研究所

1.3. 预计 2025-2030 年每年新开工机组对应核电模块化建造市场规模约 864 亿

典型的 AP1000 模块主要分为机械模块、结构模块和管道模块，其中机械设备模块又分为设备、管道/阀门和服务性模块。而结构模块是核电站结构的组成部分，分为 CA/CB、CG/CH 和 CS 模块，也就是墙体、楼板、隔栏以及楼梯等模块。

标准的 AP1000 模块高度为小于 12 英尺（约 3.66 米），宽度小于 12 英尺（约 3.66 米），长度小于 80 英尺（约 24.4 米），重量小于 80 吨，可用铁路运输。更大的模块则需要用驳船运到厂址现场，比如说三门核电的重件码头是目前国内最大的核电建设大件码头，设计水深 3.9 米，每个墩台上可以安装 1 台 450 吨固定桥式起重机，码头乘潮可停 3,000 吨海运驳船。该码头已于 2008 年 11 月正式竣工并通过了验收，此后曾多次承担三门核岛模块、核岛核心设备以及吊车等重型设备的靠岸任务。

表 3：典型的 AP1000 模块分类

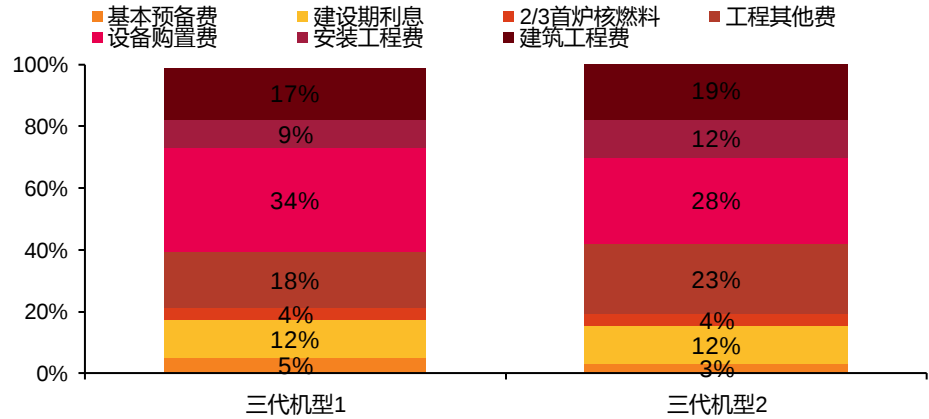
	机械模块	结构模块	管道模块	总量
安全壳	12	41	20	73
辅助厂房	29	42	34	105
汽轮机	14	29	45	88
附属厂房	10			10
总量	55	122	99	276

资料来源：核能号公众号，天风证券研究所

从目前现有的工程实例中，模块化施工是第三代核电站的重要建造模式，建设经验有望推广至更多项目。廉江核电项目单个核岛 8833 吨的钢结构丛林里，模块化施工规划占比达 64.2%。经过相关论证，业主和设计方打消了大模块施工可行性的疑虑，并在重型塔吊等机械设备上提供了相应支持。廉江核电项目建设积累的模块化施工经验，正在向白龙核电项目拓展。模块化技术的“华兴方案”正在核电群堆建设中，开启从技术突破到规模化应用的跃迁。

核电站投资规模：按照国内核电厂费用性质划分，工程建成价由建筑工程费、安装工程费、设备购置费、工程其他费用、基本预备费、2/3 首炉核燃料费和动态费用组成，其中，建筑工程费、安装工程费、设备购置费合为工程费用。目前国内三代核电双机组工程建成价平均在 400 亿元人民币左右，工程费用约占整个核电工程造价的 60%。

图 6：国内典型三代核电建成造价构成



资料来源：中国核工业公众号，天风证券研究所

按照 2030 年前每年 6 台核电站新开工数量以及 60%的模块化建造占比，预计每年核电模块化施工市场规模约 864 亿。我们假设，按照 60%的模块化施工占比以及核电投资 60%的工程造价费用占比测算，一个核电机组中模块化施工的工程建设费用约为 144 亿。根据中国核电发展中心和国网能源研究院有限公司联合编著的《我国核电发展规划研究》，对于新建核电机组，2030 年之前，每年保持 6 台左右的开工规模；2031—2050 年间，每年保持 8 台左右的开工规模。根据上述预测，假设每年开工新建 6 台核电机组，预计 2025-2030 年每年新开工的核电机组所对应的模块化建造市场规模为 864 亿元。模块化建造方式有望带来市场容量的进一步扩充。

核电模块化建造的主要参与方为核电系企业，核电模块化进入门槛相对较高。从以往建设经验来看，核电工程建设行业来看，核电工程建设具有建设周期长、工程建设难度大、质量保证体系严格、技术集成度高、专业化程度深等特点，与常规建筑业及铁路、公路等大型基础设施建设行业相比，竞争者进入的难度较高，特别是在我国大型核电工程项目上，存在较高的技术门槛，竞争程度相对较低。中国核建是国内核电建设领域市占率最高的企业，公司以“模块化预制+智慧化协同”重构核电建造逻辑，推动核电“工厂化制造”。2021 年 1 月 30 日，“华龙一号”全球首堆福清核电 5 号机组正式投入商业运行，打破了“首堆必拖”的魔咒，建设周期仅为 68.7 个月，创造了全球三代核电建设的最佳业绩。中核五公司参与海阳核电 3、4 号机组，通过模块化施工和自动焊技术的应用，大幅提升了施工效率和工程质量。项目部坚持“能模则模、应模尽模”的模块化施工原则，截至 25 年 4 月海阳核电二期工程先后完成了 43 项模块化项目施工，9 项模块化施工正在开展中。

我们认为，利柏特在面对核电领域模块化竞争中有较多的模块化预制和生产的经验，且公司拥有的资质能够满足大部分国家和地区对于模块化的准入要求，同时背靠中核三三的股东背景，随着国内核电建设景气度进一步提升，公司工程实绩有望进一步丰富，在细分模块化预制领域优势明显。

2. 募投项目扩充核电模块生产能力，新签核电模块建造订单占据先发优势

利柏特可转债发行方案已获得上交所审核，募投项目新增产能进一步提升公司模块化生产制造以及外运能力。公司现有的生产基地总占地面积总计 39 万平，募投项目南通利柏特重工项目占比 48.78 万平，相比较现有生产基地，本次募投项目能够承接的装置项目及单个模块的规模将更大，有利于公司提升同步开展多个模块的制造能力，从而缩短大型装置项目的制造周期，提高生产效率；且本次募投项目毗邻入海口，拥有发达的交通网络并具

备独立的码头能够有效地提升公司生产基地场地周转率，方便物料运输。项目总投资 12.9 亿，公司内部测算，该项目的内部收益率（税后）为 13.05%，投资回收期为 6.06 年（不含建设期）。本次募集资金主要应用于石油化工、油气能源及核电工程等行业的大型模块生产制造，相较于现有基地来看生产、安装、运输能力进一步凸显。

表 4：利柏特现有基地及募投项目对比

	生产基地	是否配有自有码头	占地面积（万平）	单个模块体积规模限制
现有生产基地	张家港保税区生产基地	否	10.40	无法承接尺寸超过 38 米*6.5 米*6.5 米的模块项目
	张家港重装园区生产基地	否	15.37	无法承接尺寸超过 70 米*50 米*35 米的模块项目
	湛江生产基地	否	13.32	无法承接尺寸超过 30 米*13 米*7 米的模块项目
	合计	/	39.09	
募投项目	南通利柏特重工有限公司	自有码头，	48.78	长度可达 200 米、宽度可达 60 米；自有码头，运至码头途
	大型工业模块制造项目	拟建 2 个泊位		中不用受道路环境影响，且本次募投项目规划了较大面积的室外组装场地，高度取决于产品设计高度，理论上不受限制

资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司中标宁德二期模块建造工程，系首次将模块化技术运用到第三代核电机组。2025 年 3 月 20 号，利柏特公告中标宁德二期 5BDA、7BUG 模块建造安装工程及临时泊位工程，合同为 F+EPC 工程总承包合同，合同总金额 2.26 亿元（含税），工期 1480 日历天，5BDA/U 柴油机厂房上部和下部两个 SC 结构集成模块总重量约 5000 吨；7BUG 保安楼 SC 结构整体模块总重量约 780 吨；模块上岸临时泊位。公司中标该项目系首次将模块化技术应用到“华龙一号”核电站柴油机厂房建安一体化综合建造安装工程。此次中标项目是公司首次与广核工程开展合作，这使公司在能源电力领域，特别是核电模块建造安装方面取得了重要突破，进一步拓展了业务领域，为未来承接更多核电相关项目奠定基础，将提升公司在能源电力行业以及整个工业建设领域的品牌形象和行业影响力。

公司模块化生产能力突出，具备丰富的模块化建设、施工等项目经验。公司是国内少数具备大型工业模块设计能力的企业，自 2006 年开始从事相关业务，深耕行业多年，服务了众多国际知名企业，逐渐掌握了各项设计技术，并积累了多个行业大型装置模块的设计经验，能够对具有相似工艺功能的大型装置模块业务订单进行快速响应。公司实控人沈斌强先生曾担任中核二三苏州分公司负责人，截至 2025Q1 中核二三持有公司股份比例为 3.68%，2021、2022 年期间公司前五大客户中包含中国核建控股子公司中核二三，与核工程企业合作历史较久，有望在新一轮的核电建设周期中凭借丰富的合作经验积累更多工程实绩。

3. 风险提示

核电开工以及核准不及预期，导致公司核电模块订单低于预期。

募投项目建设进度不及预期，订单承接与场地资源无法匹配的风险。

市场拓展不及预期，受海外化工巨头企业投资回落，或影响公司市场开拓及石化领域订单获取。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	506.18	809.91	1,464.29	1,442.62	1,638.79	营业收入	3,242.34	3,492.51	3,528.79	3,758.57	4,219.77
应收票据及应收账款	364.56	469.36	314.82	541.30	279.21	营业成本	2,770.98	2,930.71	2,967.18	3,154.75	3,532.95
预付账款	202.25	60.67	203.08	77.34	236.70	营业税金及附加	40.31	16.54	15.88	16.91	18.99
存货	181.02	137.81	175.39	157.61	215.32	销售费用	19.70	21.10	21.17	22.55	25.32
其他	274.47	194.55	298.55	418.25	366.55	管理费用	142.79	149.35	149.97	150.34	168.79
流动资产合计	1,528.48	1,672.30	2,456.13	2,637.12	2,736.56	研发费用	47.31	77.69	77.63	78.93	88.62
长期股权投资	2.12	1.86	1.56	1.06	0.66	财务费用	(5.93)	2.50	19.05	38.10	34.17
固定资产	974.63	933.49	1,108.61	1,270.99	1,616.14	资产/信用减值损失	(2.79)	(14.74)	(7.00)	(2.80)	(2.90)
在建工程	2.50	105.29	182.64	346.32	136.58	公允价值变动收益	3.05	(1.55)	3.71	10.00	5.00
无形资产	177.76	226.54	218.71	210.88	203.05	投资净收益	(5.81)	(0.23)	(0.10)	(0.10)	0.00
其他	73.21	154.35	19.94	79.49	81.65	其他	(0.19)	15.10	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	1,230.22	1,421.52	1,531.45	1,908.73	2,038.07	营业利润	232.92	296.03	274.51	304.09	353.04
资产总计	2,934.68	3,360.61	3,987.58	4,545.85	4,774.63	营业外收入	0.01	0.49	1.90	0.30	0.30
短期借款	0.00	39.82	0.00	0.00	0.00	营业外支出	0.59	0.20	0.30	0.59	0.59
应付票据及应付账款	683.97	962.09	669.86	1,065.25	917.13	利润总额	232.34	296.32	276.11	303.80	352.75
其他	189.14	157.01	440.52	401.20	453.98	所得税	42.16	55.83	46.94	51.65	59.97
流动负债合计	873.12	1,158.91	1,110.38	1,466.44	1,371.11	净利润	190.18	240.49	229.17	252.15	292.78
长期借款	132.77	183.61	750.00	700.00	730.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	190.18	240.49	229.17	252.15	292.78
其他	13.81	21.84	17.73	17.79	19.12	每股收益 (元)	0.42	0.54	0.51	0.56	0.65
非流动负债合计	146.58	205.45	767.73	717.79	749.12						
负债合计	1,303.46	1,523.36	1,878.11	2,184.23	2,120.23						
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
股本	449.07	449.07	449.07	449.07	449.07	成长能力					
资本公积	414.15	425.51	425.51	425.51	425.51	营业收入	88.39%	7.72%	1.04%	6.51%	12.27%
留存收益	784.32	1,005.73	1,234.89	1,487.04	1,779.82	营业利润	30.87%	27.10%	-7.27%	10.78%	16.10%
其他	(16.32)	(43.05)	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	38.73%	26.45%	-4.71%	10.03%	16.11%
股东权益合计	1,631.21	1,837.26	2,109.47	2,361.62	2,654.40	获利能力					
负债和股东权益总计	2,934.68	3,360.61	3,987.58	4,545.85	4,774.63	毛利率	14.54%	16.09%	15.92%	16.07%	16.28%
						净利率	5.87%	6.89%	6.49%	6.71%	6.94%
						ROE	11.66%	13.09%	10.86%	10.68%	11.03%
						ROIC	19.12%	25.23%	23.32%	21.58%	21.76%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	资产负债率	44.42%	45.33%	47.10%	48.05%	44.41%
净利润	190.18	240.49	229.17	252.15	292.78	净负债率	-21.13%	-31.26%	-33.36%	-30.72%	-33.74%
折旧摊销	49.66	61.27	75.35	91.77	122.42	流动比率	1.47	1.47	2.21	1.80	2.00
财务费用	(2.03)	4.41	19.05	38.10	34.17	速动比率	1.32	1.37	2.05	1.69	1.84
投资损失	5.81	0.23	0.10	0.10	0.00	营运能力					
营运资金变动	88.47	(34.40)	110.73	97.33	9.43	应收账款周转率	9.63	8.38	9.00	8.78	10.29
其它	18.69	142.50	3.71	10.00	5.00	存货周转率	17.50	21.91	22.53	22.57	22.63
经营活动现金流	350.78	414.50	438.11	489.45	463.80	总资产周转率	1.14	1.11	0.96	0.88	0.91
资本支出	75.60	161.60	323.80	409.44	248.27	每股指标 (元)					
长期投资	(3.46)	(0.26)	(0.30)	(0.50)	(0.40)	每股收益	0.42	0.54	0.51	0.56	0.65
其他	(477.44)	(280.73)	(656.25)	(838.54)	(507.47)	每股经营现金流	0.78	0.92	0.98	1.09	1.03
投资活动现金流	(405.30)	(119.39)	(332.74)	(429.60)	(259.60)	每股净资产	3.63	4.09	4.70	5.26	5.91
债权融资	30.55	71.52	505.97	(81.52)	(8.04)	估值比率					
股权融资	(26.19)	(15.36)	43.05	0.00	0.00	市盈率	24.63	19.48	20.44	18.58	16.00
其他	(1.23)	(49.62)	(0.00)	0.00	0.00	市净率	2.87	2.55	2.22	1.98	1.76
筹资活动现金流	3.13	6.53	549.01	(81.52)	(8.04)	EV/EBITDA	11.44	8.03	10.27	8.70	7.07
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	13.58	9.29	12.82	11.02	9.29
现金净增加额	(51.38)	301.65	654.38	(21.67)	196.16						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com