

江苏利柏特股份有限公司 2025 年 向不特定对象发行可转换公司债 券信用评级报告

中鹏信评【2025】第 Z【698】号 01

让评级彰显价值

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则，但不对评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司



江苏利柏特股份有限公司2025年向不特定对象发行可转换公司债券 信用评级报告

评级结果

主体信用等级	AA	评级观点 本次等级的评定是考虑到江苏利柏特股份有限公司（以下简称“利柏特”或“公司”，股票代码“605167.SH”）具备提供大型工业模块设计和制造全环节、一体化服务的能力，多年累积的项目经验较为丰富，在产品设计及项目管理方面具备竞争优势，行业内的知名度较高；但中证鹏元也关注到，公司虽与下游客户建立了长期良好的合作关系，但客户集中度较高，部分体量较大项目于近年内结算完毕，且公司在项目施工过程中如若管理不当，则存在一定工程质量风险；此外，随着南通利柏特重工有限公司大型工业模块制造项目一期（以下简称“本期债券募投项目”）的建设投产，预计提升公司生产能力的同时也存在效益不及预期的风险。
评级展望	稳定	
债券信用等级	AA	
评级日期	2025-06-12	

债券概况

发行规模：不超过人民币 7.50 亿元（含）
发行期限：6 年
偿还方式：每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息
发行目的：7.50 亿元用于南通利柏特重工有限公司大型工业模块制造项目建设

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司在工业模块设计和制造行业深耕多年，具备一定品牌优势和技术能力，与下游客户建立了良好的合作关系，目前在施工项目可对公司短期收入形成一定支撑，也有望在下游行业投资增长中获益。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2025.3	2024	2023	2022
总资产	34.37	33.61	29.35	27.35
归母所有者权益	18.75	18.37	16.31	14.64
总债务	5.91	4.90	2.97	1.63
营业收入	6.68	34.93	32.42	17.21
净利润	0.36	2.40	1.90	1.37
经营活动现金流净额	-0.99	4.15	3.51	4.19
净债务/EBITDA	--	-0.98	-1.44	-2.00
EBITDA 利息保障倍数	--	61.72	38.84	53.00
总债务/总资本	--	21.06%	15.42%	10.00%
FFO/净债务	--	-62.20%	-26.85%	-23.36%
EBITDA 利润率	--	10.91%	8.85%	12.56%
总资产回报率	--	9.61%	8.28%	7.23%
速动比率	1.40	1.37	1.32	1.19
现金短期债务比	--	3.22	4.89	16.75
销售毛利率	12.33%	16.09%	14.54%	19.80%
资产负债率	45.45%	45.33%	44.42%	46.49%

注：公司净债务/EBITDA、FFO/净债务指标为负，系净债务为负所致。

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：孟淼
mengm@cspengyuan.com

孟淼

项目组成员：毕柳
bil@cspengyuan.com

毕柳

评级总监：张伟亚

联系电话：0755-82872897

正面

- **工业模块下游可应用范围较广，市场需求有望持续提升。**模块指的是具有独立功能、可互换的产品单元，模块化生产和制造具有避免恶劣施工环境、成本及质量控制等优势，产品下游应用范围较广，随着石油化工、油气能源等领域模块化发展的应用趋势的深入以及其他应用场景的开辟和挖掘，下游行业对工业模块的需求有望持续提升。
- **公司具备提供大型工业模块设计和制造全环节、一体化服务的能力，在设计及项目管理方面具备竞争优势。**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，能够为客户提供定制化的项目建设服务，拥有较为完备的采购体系和专业的设计、施工及管理团队，能够同时开展多个项目现场施工作业，张家港和湛江的三个生产基地为公司大型工业模块的制造及出运提供了保障，本期债券募投项目投产后将进一步提升公司生产能力。
- **公司项目经验较为丰富，拥有一定业绩和资质壁垒，下游客户资质较好，并积极开拓新行业需求。**公司深耕工业模块制造行业多年，项目经验较为丰富，行业知名度较高，在项目全流程把控及精细化项目管理方面具有一定优势，且拥有化工石化医药行业甲级以及建筑行业（建筑工程）甲级工程设计资质，石油化工工程施工总承包一级资质、建筑工程总承包二级资质，下游客户主要为化工等行业知名跨国企业，公司与下游客户建立了长期良好的合作关系，并积极拓展核电工程等行业新客户，目前在施工项目可对公司短期收入形成一定支撑。

关注

- **下游客户集中度较高，且部分较大体量订单于近年内结算完毕。**公司主要服务于化工、能源等行业的知名跨国企业，报告期内前五大客户收入占比均超过 40%，公司部分体量较大订单于近年内结算完毕，后续需持续关注重大项目结算或客户变动可能对公司营收造成的不利影响。
- **施工项目存在一定项目管理及工程质量风险。**工业模块设计和制造项目大多为复杂的系统性项目，项目管理贯彻项目开展全过程，公司在展业过程中如果管理、防护不当或者在技术、操作方面出现意外，可能造成人员伤亡及财产损失，存在工程质量出现问题、发生安全事故的可能性；此外，公司施工过程中还存在一定原材料价格波动、工程成本波动、工程分包、工程延期及误工、环境污染等风险。
- **本期债券募投项目存在效益不及预期风险。**本期债券募投项目南通利柏特重工有限公司大型工业模块制造项目一期计划总投资 12.95 亿元，其中募集资金使用规模 7.50 亿元，考虑到债券所募得资金后，公司仍面临一定的资金自筹及支出压力，项目建成后如若公司项目承接、客户维系及行业开拓等不及预期，则存在进而引致项目投产后效益不及预期的风险。

同业比较（单位：亿元）

指标	东华科技	卓然股份	博迈科	三维化学	公司
总资产	161.00	87.09	54.32	36.27	33.61
营业收入	88.62	28.38	26.40	25.54	34.93
净利润	3.97	0.98	1.01	2.64	2.40
销售毛利率	12.07%	17.60%	16.23%	21.56%	16.09%
资产负债率	69.00%	69.41%	40.66%	20.94%	45.33%
应收账款周转率（次）	9.86	1.44	6.31	8.58	9.38

注：以上各指标均为 2024 年末/度数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
工商企业通用信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2023V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	指标	评分等级	评分要素	指标	评分等级
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	8/9
	行业&经营风险状况	5/7		杠杆状况	8/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	强
	经营状况	5/7		流动性状况	6/7
业务状况评估结果		5/7	财务状况评估结果		8/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
个体信用状况					aa
外部特殊支持					0
主体信用等级					AA

注：（1）各指标得分越高，表示表现越好。

一、发行主体概况

公司前身系于2006年10月成立的张家港保税区利柏特钢制品有限公司（以下简称“利柏特有限”），初始投资者为上海利柏特设备安装检修工程有限公司（2010年9月名称变更为上海利柏特投资有限公司，以下简称“利柏特投资”）和东侨国际企业有限公司（以下简称“东侨国际”），初始注册资本为720.00万美元，后又经历多次股权转让及增资，2017年5月公司名称变更为现名，2021年9月，公司于上海证券交易所主板上市，股票代码为“605167.SH”，注册资本增至44,907.00万元，截至2025年3月末，公司总股本44,907.00万股，实际控制人沈斌强和沈翯系父子关系，两人控股的利柏特投资持有公司40.85%的股份，由沈斌强担任执行事务合伙人的张家港保税区兴利企业管理合伙企业（有限合伙）（以下简称“兴利合伙”）持有公司3.99%的股份，此外沈斌强直接持有公司1.67%的股份，实际控制人直接或间接控制公司46.51%的表决权，截至2025年3月末公司股权结构图详见附录二。

公司专注于工业模块的设计和制造，业务涉及结构、材料、电气、暖通、消防、控制等多个工程学科，具有一定技术门槛。公司拥有“设计-采购-模块化-施工”（EPFC）全产业链环节及一体化服务能力，能够为客户提供定制化的项目建设服务，公司目前主要服务于化工行业，并逐步延伸至油气能源、核电工程、矿业、水处理等其他行业。

公司核心子公司为上海利柏特工程技术有限公司（以下简称“利柏特工程”），主要负责工程设计、工程总承包业务，截至2024年末，利柏特工程总资产规模17.51亿元，净资产规模6.29亿元，2024年实现营业收入28.59亿元。此外，子公司湛江利柏特模块制造有限公司（以下简称“湛江利柏特”）主要负责工业模块制造，截至2024年末总资产规模5.66亿元，净资产规模3.13亿元，2024年实现营业收入2.99亿元。其他子公司2024年末/度总资产、净资产、营业收入或净利润占对应合并口径均未达到5%。

二、本期债券概况及募集资金用途

债券名称：江苏利柏特股份有限公司 2025 年向不特定对象发行可转换公司债券；

发行规模：不超过 7.50 亿元（含）；

债券期限和利率：本期债券期限为自发行之日起 6 年，本期债券票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平，由公司股东大会授权公司董事会（或董事会授权人士）在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定；

还本付息方式：本期债券采用每年付息一次的付息方式，到期归还本金和最后一年利息；

转股期限：本期债券转股期限自发行结束之日满六个月后的第一个交易日起至本期债券到期日止；

初始转股价格：本期债券的初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司A股股票交易均价（若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易均

价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司A股股票交易均价，具体初始转股价格由公司股东大会授权董事会（或董事会授权人士）在发行前根据市场状况与保荐机构（主承销商）协商确定；

转股价格向下修正条款：在本期债券存续期间，当公司A股股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的85%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会审议表决。上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有本期债券的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于该次股东大会召开日前二十个交易日公司A股股票交易均价和前一个交易日公司A股股票交易均价。若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算；

债券赎回条款：在本期债券期满后五个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转换公司债券，具体赎回价格由公司股东大会授权董事会（或董事会授权人士）在本次发行前根据发行时市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定。在本期债券转股期内，如果公司A股股票连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价不低于当期转股价格的130%（含130%），或本期债券未转股余额不足人民币3,000万元时，公司有权按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的本期债券；

债券回售条款：（1）有条件回售条款：本期债券最后两个计息年度内，如果公司A股股票在任何连续三十个交易日的收盘价低于当期转股价格的70%时，本期债券持有人有权将其持有的本期债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。本期债券最后两个计息年度，本期债券持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而本期债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不能再行使回售权，本期债券持有人不能多次行使部分回售权。（2）附加回售条款：若本期债券募集资金运用的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，且根据中国证监会或上交所的相关规定被认定为改变募集资金用途的，本期债券持有人享有一次以面值加上当期应计利息的价格向公司回售其持有的全部或部分本期债券的权利。本期债券持有人在附加回售条件满足后，可以在回售申报期内进行回售，在该次回售申报期内不实施回售的，不应再行使附加回售权；

向现有股东配售的安排：本期债券向公司现有股东实行优先配售，现有股东有权放弃优先配售权。向现有股东优先配售的具体比例由股东大会授权董事会（或由董事会授权人士）在本次发行前根据市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定，并在本期债券的发行公告中予以披露。现有股东享有优先配售之外的余额及现有股东放弃优先配售后的部分采用网下对机构投资者发售及/或通过上海证券交易所交易系统网上定价发行相结合的方式进行，余额由承销商包销。

募集资金用途：本期债券拟募集资金总额为不超过7.50亿元（含），资金投向明细如下：

表1 本期债券募集资金投向明细（单位：亿元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
南通利柏特重工有限公司大型工业模块制造项目一期	12.95	7.50	57.92%
合计	12.95	7.50	57.92%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

南通利柏特重工有限公司大型工业模块制造项目位于南通市通州湾示范区，毗邻长江入海口，占地面积48.78万平方米，本期债券募投项目的实施一方面有利于解决原有生产基地的场地限制，便于公司承接更大规模的装置项目，且有利于同时提升同步开展多个模块的制造能力；另一方面有利于公司规划、协调不同模块项目的制造，优化场地布局，进一步提升公司工业模块设计和制造业的制造和总装能力。本期债券募投项目正式投产后，能够更好地利用南通的港口和海运资源，减少项目的运输成本，缩短项目交期。

根据公司提供的《南通利柏特重工有限公司大型工业模块制造项目可行性研究报告》（以下简称“《可研报告》”），南通利柏特重工有限公司大型工业模块制造项目建设期为2年，计划投资总额为25.14亿元，分两期进行投资，其中一期为本期债券募投项目，投资为12.95亿元，二期投资为12.19亿元。一期投资主要包括土地购置金额、固定资产投资以及铺底流动资金，截至2024年末，本期债券募投项目累计已投资1.01亿元。

表2 本期债券募投项目资金使用情况（单位：万元）

序号	项目	总投资金额	占比
1	土地购置	6,937.75	5.36%
1.1	土地出让金	5,600.00	4.32%
1.2	码头岸线费用	758.00	0.58%
1.3	相关税费	579.75	0.45%
2	建安工程	101,217.76	78.17%
3	生产设备购置	11,325.53	8.75%
4	基本预备费	2,700.00	2.09%
5	铺底流动资金	7,300.00	5.64%
-	合计	129,481.04	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

根据《可研报告》，本期债券募投项目收入为销售专用模块产品收入及后续安装工程收入，预计达产后每年将新增专用模块产品销售收入 17.60 亿元，其他预制收入 3.50 亿元，合计 21.10 亿元。项目投资回收期为 6.06 年（不含建设期），项目税后的净现值 2.23 亿元，税后内部收益率 13.05%，但需关注的是，项目建成后如若公司项目承接、客户维系及行业开拓等不及预期，则存在进而引致项目投产后效益不及预期的风险。

三、运营环境

宏观经济和政策环境

2025年一季度经济实现良好开局，结构分化；外部冲击下宏观政策将更加积极有为，加大力度扩内需，推动经济平稳向上、结构向优

2025年一季度经济实现良好开局，实际GDP同比增长5.4%，高于2024年全年及2024年一季度同期水平。一揽子存量政策和增量政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。生产需求继续恢复，结构有所分化，工业生产和服务业较快增长，“抢出口”效应加速释放，制造业投资延续高景气，基建投资保持韧性，消费超预期增长，房地产投资低位探底。经济转型过程中存在矛盾和阵痛，但也不乏亮点，新质生产力和高技术产业稳步增长，债务和地产风险有所下降，国际收支状况良好，市场活力信心增强。二季度外部形势严峻复杂，关税政策和大国博弈下出口和失业率或面临压力。国内新旧动能转换，有效需求不足，经济的活力和动力仍待进一步增强。宏观政策更加积极，加快推动一揽子存量政策和增量政策落实，进一步扩内需尤其是提振消费，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，以高质量发展的确定性应对各种不确定性。二季度货币政策继续维持适度宽松，保持流动性充裕，推动通胀温和回升，继续稳定股市楼市，设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等。财政政策持续用力、更加给力，财政刺激有望加码，增加发行超长期特别国债，支持“两新”和“两重”领域，扩大专项债投向领域和用作项目资本金范围，同时推进财税体制改革。加大地产收储力度，进一步防风险和保交房，持续用力推动房地产市场止跌回稳。科技创新、新质生产力领域要因地制宜推动，持续增强经济新动能。面对外部冲击，我国将以更大力度促进消费、扩大内需、做强国内大循环，以有力有效的政策应对外部环境的不确定性，预计全年经济总量再上新台阶，结构进一步优化。

[详见《关税博弈，坚定做好自己的事情——2025年二季度宏观经济展望》。](#)

模块化生产和制造行业具有一定行业壁垒，拥有避免恶劣施工环境、有利于成本及质量控制、安全生产等优势，但也存在大型模块组装复杂、对运输条件要求高等发展受限因素，历经多年发展，国内外企业数量较多，行业竞争较为激烈

模块指的是具有独立功能、可互换的产品单元，目前广泛应用于各种工业领域。模块化技术最早应用于海洋油气能源领域的大型装置制造，自上世纪60年代以来，模块化技术在美国、俄罗斯、日本等国得到了迅速发展，并逐步向其他行业领域扩展。模块化生产和制造行业具有一定行业壁垒，主要包括品牌壁垒、设计和制造壁垒、资质壁垒、资金壁垒、项目管理及人才壁垒等。模块化生产和制造的优势主要包括：符合国际化分工产业格局，平衡全球生产资源；避免恶劣的施工环境；成本及质量控制、安全生产、环保。但行业发展仍存在一定受限因素，如对投资规模较小及技术要求不高的企业来说，模块化产品相较于传统设备制造成本仍偏高；大型模块化产品体积庞大，组装过程较为复杂，且对运输工具及运输条件要求较高。故行业头部企业一般选择沿海布局建厂，海陆结合助力产品的运输和海外市场的开拓。

历经多年发展，模块化制造和生产行业形成了一些核心工艺、专利技术和设计方面均占据优势地位

的欧美企业，该类企业多系实力雄厚的总承包商，其特点主要有：业务以高端产品为主，具备较强的设计、制造及总装能力。

随着一带一路的发展，越来越多的国内企业开始涉足海外的项目，出于对当地政策了解的缺乏，使得这些企业更倾向于使用国内的模块制造企业作为总承包商，采用在国内进行模块预制后运送至海外现场组装的方式进行项目建设。由于我国在技术工人的数量和成本、大型建造场地及设施的齐备性、基础配套设施的完善性等诸多模块制造相关条件上具有竞争优势，使得越来越多的海外企业模块化项目选择在中国执行。随着项目建设不断向模块化发展，越来越多的国内企业认识到这一模式的重要性和优越性，行业将在迎来广阔的发展机遇的同时迎来更加激烈的竞争。目前，国内已经出现少量具备大型装置工业模块设计和制造能力的企业，如东华科技、博迈科和公司。

目前工程服务行业中具有国资背景的大型工程设计、工程总承包及施工企业占据较高的市场份额。国外或外资工程企业在国内的服务范围主要集中在提供前期规划和基础设计环节。民营工程企业亦逐渐产生一批通过不断发挥机制灵活、快速响应等自身特点优势而在细分领域发展壮大的优秀企业。

工业模块设计和制造与工程施工行业上游原材料供应稳定、货源充足；下游应用范围较广，且需求有望进一步挖掘

工业模块设计和制造与工程施工行业的相关上游行业主要是原材料供应商和分包供应商，原材料主要包括管材管件、钢板钢材、建筑材料、电气仪表以及通用设备，相关材料全国供应商众多，供应稳定、充足、及时；我国各地建筑业分包市场发达、在不同地区均能迅速获取劳务分包及专业分包，上游行业均属于充分竞争性行业，不存在被单一厂商所垄断的情形。

工业模块设计和制造下游行业涉及的行业较多，包括化工、能源、核电工程、矿山机械、医药等行业，利柏特目前主要服务于化工行业，并逐步延伸至油气能源、核电工程、矿业、水处理等其他行业。

化工行业方面，化工行业的固定资产投资较大，大型化工工程逐步采用模块化方式进行建造。化工装置的模块化技术能够将化学品生产中酯化、羰化、精馏等各项化学反应所需的工艺设备预制为各类工艺模块，并根据生产的不同需求，对模块进行相应的选择，将各类模块通过标准接口按照工艺流程相连接，实现单体模块制造到大型装置的集成，模块化制造已成为化工工程项目建设的主要方式之一。2023年，位于中国的化工行业投资总额约1,249.44亿欧元，约占全球化工行业投资的46.51%，中国已成为世界最大的化工产品生产国，预计这一趋势将进一步延续。

油气能源行业方面，随着液化天然气的需求和投资的增长，模块化技术凭借高效、环保、定制化的特点也逐步应用于液化天然气相关大型装置中，采用模块化技术建设大型天然气液化工厂，可以有效地降低投资成本和缩短建设周期，同时可预留升级改造的空间。据中石油经济技术研究院于2015年发布的《2050年世界与中国能源展望》预测，中国石油消费量2014年至2027年间年均增长率预计约为2%，且2027-2035年石油消费量继续保持在高位，为石油行业的发展提供了良好稳定的宏观环境。

随着石油化工、油气能源等下游领域模块化发展的应用趋势的深入以及其他应用场景的开辟和挖掘，下游行业对工业模块及工程服务的需求也将不断提升，下游市场具有广阔的发展空间。

四、经营与竞争

公司深耕工业模块制造行业多年，在行业内具有较高的知名度和一定的市场份额，目前主要客户为化工、能源等行业知名的跨国企业，近年来公司业务规模逐步扩张，收入规模持续增长，下游行业不断拓展，但业务整体获利能力一般

公司专注于工业模块的设计和制造，经过多年发展积累了丰富的项目经验，具有一定设计及管理优势，在行业内知名度较高并占据一定市场份额。公司拥有工程总承包（EPC）、工程设计（E）、工程采购（P）、模块化（F）、工程施工（C）和工程维保等全产业链环节及一体化服务能力，能够为客户提供定制化的项目建设服务。公司目前主要服务于化工行业，并逐步延伸至油气能源、核电工程、矿业、水处理等其他行业。

受益于近年下游化工行业投资增长及公司新行业开拓，公司2022-2024年收入规模呈持续增长趋势，从主营业务构成来看，2023年工业模块设计和制造业务收入显著增长，主要因YINSON浮式生产储油轮上部模块项目确认收入体量较大，2024年因巴斯夫 MDI 3 Project、巴斯夫（广东）一体化项目乙烯区项目PAR模块项目等，带动收入进一步大幅增长；2023年公司工程服务收入规模增长较快，主要系当期英威达¹聚合物三期扩建项目、艾仕得²NCF项目、浙江拓烯³EPC项目、巴斯夫⁴湛江罐区项目等项目确认收入较多所致；公司工程服务中工程施工业务板块除了对外独立承接工程施工业务，还为工程总承包业务提供工程施工服务，2023年因雅保眉山锂电池材料项目湿法区机电安装包和寰球巴斯夫（广东）一体化项目乙烯区土建安装综合工程项目确认收入体量较大，带动同期工程施工收入显著增加，2024年板块收入则主要由寰球巴斯夫（广东）一体化项目乙烯区土建安装综合工程等项目贡献。公司其他业务收入则主要为废料销售、延保服务和租金收入等，体量较小。

毛利率方面，公司业务毛利润主要由收入占比较高的工程总承包、工程施工和工业模块设计和制造业务贡献，单个项目受体量、类型、施工难度等多种因素影响毛利率存在差异，整体来说工业模块设计和制造获利能力相对较好；2022年因工程施工业务中英威达ADN项目ISBL标段A6000施工服务项目毛利率较高，使得同期工程施工业务毛利率显著提高，2023年以来毛利率水平有所回落；2023年公司工程总承包业务毛利率有所下滑，主要系当期确认收入规模较大的巴斯夫湛江罐区项目工程设计和现场施工难

¹ 英威达是英威达尼龙化工（中国）有限公司等英威达附属公司的统称。

² 艾仕得包括：艾仕得涂料（吉林）有限公司、艾仕得绝缘材料（安徽）有限公司。

³ 浙江拓烯指浙江拓烯光学新材料有限公司，为拓烯科技（衢州）有限公司的全资子公司。

⁴ 巴斯夫包括：巴斯夫一体化基地（广东）有限公司、巴斯夫化工有限公司、巴斯夫新材料有限公司、巴斯夫特性化学品（南京）有限公司、BASF CORPORATION、巴斯夫环保技术（上海）有限公司。

度有所增加，使得当期施工成本和人工成本较原计划有所增加所致。整体来看，近年公司毛利率有所波动，业务获利能力一般。

表3 公司 2022-2024 年营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元，%）

项目	2024 年			2023 年			2022 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
主营业务收入	34.84	99.77	15.97	32.35	99.77	14.40	17.14	99.56	19.54
工业模块设计和制造	7.24	20.73	26.58	4.95	15.26	26.04	3.88	22.54	20.10
工程服务	27.60	79.04	13.18	27.40	84.51	12.29	13.26	77.02	19.37
其中：工程总承包	15.76	45.12	13.18	16.90	52.12	10.46	5.89	34.24	15.46
工程施工	9.73	27.87	11.87	8.78	27.08	13.76	5.21	30.27	23.53
工程维保	1.72	4.91	17.65	1.07	3.29	20.22	1.13	6.55	17.04
工程设计	0.34	0.97	27.01	0.36	1.11	27.81	0.40	2.32	25.18
工程采购	0.06	0.17	20.01	0.30	0.91	26.24	0.63	3.65	20.42
其他业务收入	0.08	0.23	65.76	0.08	0.23	75.29	0.08	0.44	79.44
合计	34.93	100.00	16.09	32.42	100.00	14.54	17.21	100.00	19.80

注：（1）工程总承包是指受业主委托，按照工程总承包合同的约定，公司对工程建设项目的总体策划、工程设计、采购、施工、试运行等全过程实行总承包。公司工程施工业务板块除了对外独立承接工程施工业务，还为工程总承包业务提供工程施工服务。

（2）2024 年公司因会计政策变更进行追溯调整，受重要影响的报表项目和金额如下：2023 年度利润表中营业成本增加 23.83 万元，销售费用减少 23.83 万元；2022 年度利润表中营业成本增加 114.02 万元，销售费用减少 114.02 万元，受此影响，公司 2022-2023 年主营业务毛利率分别调整为 19.47%和 14.39%、销售毛利率分别调整为 19.74%和 14.53%。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表4 公司 2023-2024 年工业模块设计和制造、工程服务主要收入情况（单位：万元）

年份	业务类型	项目名称	客户名称	营业收入	占比
2024 年	工业模块设计和制造	巴斯夫 MDI 3 Project	巴斯夫	35,105.24	48.49%
		巴斯夫（广东）一体化项目乙烯区项目 PAR 模块项目	中国寰球工程有限公司	19,441.99	26.86%
		H.52055 ALFE TSMC F20 Modular	液化空气 ⁵	3,523.09	4.87%
		S-OIL SHAHEEN Project	FIVES CRYO	2,312.52	3.19%
		H.61091 Heartwell SMR	液化空气	1,560.03	2.15%
		-	合计	61,942.87	85.56%
	工程服务	巴斯夫湛江罐区项目	巴斯夫	126,491.63	45.83%
		寰球巴斯夫（广东）一体化项目乙烯区土建安装综合工程	中国寰球工程有限公司	26,572.55	9.63%
		英威达聚合物三期扩建项目	英威达	18,204.99	6.60%
		雅保眉山锂电池材料项目湿法区机电安装包	雅保四川新材料有限公司	9,531.08	3.45%
		拓烯 41000 吨/年光学树脂 EPC 项目	浙江拓烯	9,052.46	3.28%
		-	合计	189,852.71	68.79%
2023 年	工业模块设计和	YINSON 浮式生产储油轮上部	JORD OIL&GAS	20,760.97	41.97%

⁵ 液化空气是液化空气（杭州）有限公司等液化空气附属公司的统称。

	制造	模块项目	SYSTEMS B.V.		
		H.52055 ALFE TSMC F20 Modular	液化空气	3,432.36	6.94%
		巴斯夫（广东）一体化项目乙烯区项目 PAR 模块项目	中国寰球工程有限公司	3,142.33	6.35%
		乙烯项目部裂解炉辐射段、过渡段模块化项目	中国石油天然气第六建设有限公司	3,045.82	6.16%
		ARCTIC LNG2 PROJECT	GYGAZ SNC	2,694.62	5.45%
		-	合计	33,076.10	66.87%
	工程服务	英威达聚合物三期扩建项目	英威达	88,129.95	32.16%
		巴斯夫湛江罐区项目	巴斯夫	63,376.45	23.13%
		雅保眉山锂电池材料项目湿法区机电安装包	雅保四川新材料有限公司	33,448.38	12.21%
		拓烯 EPC 项目	浙江拓烯	20,712.31	7.56%
		寰球巴斯夫（广东）一体化项目乙烯区土建安装综合工程	中国寰球工程有限公司	12,617.61	4.60%
		-	合计	218,284.70	79.66%

注：上表占比分别为占工业模块设计和制造、工程服务收入的比重。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司是国内少数具备大型工业模块设计和制造能力以及“设计-采购-模块化-施工”（EPFC）的全产业链环节及一体化服务能力的企业，具备较强的化工工程项目的设计及项目管理能力，拥有一定业绩和资质壁垒，张家港、湛江的三大生产基地为公司大型工业模块的制造及出运提供了保障，随着本期债券募投项目建设投产，公司的制造和总装能力将得到显著提升，但需持续关注后续公司的产能利用⁶情况

公司生产的大型工业模块应用场景较多且具有重量重、体积大、高度高等特点，制造周期相对较长，短则半年长则一年，不同的制造环节需要配备不同的场地资源，包括结构车间、组装场地、总装场地、滑道、码头以及为上述环节配备的设备等。生产流程方面，根据公司与客户签订的《工程总承包合同》、《工程、采购和施工合同》以及其他合同类型，按照客户要求开展相关生产活动，生产过程主要包括三个主要环节：钢结构、管道预制；工艺设备、电气仪表集成；模块总装、试车、拆解、出运。

公司目前在张家港、湛江拥有三大生产基地，为公司大型工业模块的制造及出运提供了保障，其中张家港重装园区生产基地坐落于张家港保税区港新重装码头区域，占地约15.00万平方米，能够制造的最大单个模块可达70米*50米*35米（长*宽*高），重达8,000吨；张家港保税区工厂占地约10.50万平方米，主要定位于模块配套的压力容器、管道、钢结构以及相对标准化的模块的制造；湛江生产基地位于湛江经济技术开发区东海岛石化产业园区，占地约13.30万平方米，定位主要为满足该化工产业园内国内外大型企业的投资建设需求。此外，南通利柏特重工有限公司大型工业模块制造项目（其中一期为本期债券募投项目）正在建设之中，项目预计总投资25.14亿元，截至2024年末，累计已投资1.01亿元，目前建设资金来源主要是公司自有资金和银行借款，南通生产基地占地面积48.78万平方米，建成后将有

⁶ 公司的工业模块设计和制造及工程服务业务均属于定制化的生产及服务方式，其中各个工业模块产品结构及制造工艺均不尽相同，因此无法用恰当指标衡量和比较公司的生产能力及产量。

利解决原有生产基地的场地限制，便于承接更大规模的装置项目，优化场地布局，进一步提升公司工业模块设计和制造业的制造和总装能力，但亦使得公司目前面临较大资金支出压力。

为达到行业准入门槛及争取更多行业客户，公司已获得较多行业的设计和施工资质，帮助公司形成一定资质壁垒，其中化工行业优势最为突出。工程设计资质方面，公司拥有化工石化医药行业甲级、建筑行业（建筑工程专业）甲级、市政行业（城镇燃气工程专业）乙级资质；建筑业企业资质方面，建筑工程施工总承包二级资质、石油化工工程施工总承包一级、施工劳务企业资质劳务分包不分级（备案）；拥有建筑施工安全许可资质；拥有石化、化工、医药工程咨询单位乙级资质，及其他资质证书。

人员配备方面，公司组建了专业的管理团队，具备精细化的项目管理能力以及严格的质量管理体系，截至2024年末，公司总人数2,052人，其中管理人员233人，生产及施工人员1,366人。此外，公司亦较为重视研发及设计的人才储备，截至2024年末，公司研发及设计人员的数量为395人，2022-2024年，公司研发费用分别为0.20亿元、0.47亿元和0.78亿元，截至2024年末主要在研项目包括清洁能源模块化的研发、化工产品高精度高端仪表的研发项目等，旨在帮助公司进行新行业开辟、改善施工作业环境、提高生产效率、确保产品质量、缩短建造周期。

但需关注的是，公司的工程施工过程存在一定的危险性，如果管理、防护不当或者在技术、操作方面出现意外，可能造成人员伤亡及财产损失，存在发生安全事故、工程质量出现的可能性；公司在生产过程中会产生一定的废水、废气和固体废弃物，倘若施工过程中处理不当或者设备发生故障，则可能对环境产生一定污染。此外，公司施工过程中还存在一定原材料价格波动、工程成本波动、工程分包、工程延期及误工等风险。此外，随着本期债券募投项目建设投产，公司的制造和总装能力将得到显著提升，但需持续关注后续公司的产能利用情况。

公司主要通过邀标及议标的方式获取客户，主要客户系化工、能源等行业的知名跨国企业，但客户集中度较高，目前在手订单体量较大，可对公司短期业务收入形成支撑，此外公司在积极开拓新的行业，预计下游需求仍有提升空间，但需关注后续重大项目结算或客户变动对公司营收可能产生的不利影响

公司业务主要通过邀标及议标等方式获取客户，由公司商务部负责招投标，展开销售工作。公司主要通过既有客户的维护和新客户的开发两种方式进行项目的拓展。收入确认方面，公司工业模块设计和制造、工程总承包、工程施工、工程设计按完工百分比法确认收入，部分项目会收取一定比例预收款，工程采购经客户签收后确认合同，工程维保在完成合同规定的维保服务后确认收入，下游的结算账期主要在0-90天。

公司深耕工业模块化制造行业多年，积累了较多工程经验，在行业内具有一定口碑，形成一定品牌优势，且下游客户多采取邀标的形式进行合作，合作关系建立后较为稳定。公司主要客户多为能源、化

工等行业的知名跨国企业，多年来具有持续合作关系的有巴斯夫、林德气体、霍尼韦尔、科思创⁷、优美科、陶氏化学、液化空气、英威达等多家企业，2022年公司前五大客户的集中度近50.00%，2023年及2024年，受英威达聚合物三期扩建项目、巴斯夫湛江罐区项目确认收入金额较大影响，前五大客户集中度显著提升至70.00%以上。

前五大客户中英威达聚合物三期扩建项目合同金额13.22亿元，该项目是公司首次将模块化技术应用到聚合物项目中，截至2024年末收入已确认完毕；巴斯夫（广东）一体化项目中央罐区化学品罐区和装车站工程设计、采购、施工总承包合同金额合计19.78-24.78亿元，截至2025年3月末累计已确认收入21.24亿元，剩余预计将于2025年完成结算，后续需持续关注重大项目结算或客户变动可能对公司营收造成的不利影响。

表5 公司 2022-2024 年前五大客户情况（单位：万元）

年份	客户名称	营业收入	占营业总收入比重
2024 年	巴斯夫	163,567.12	46.83%
	中国寰球工程有限公司	46,274.17	13.25%
	Albemarle Corporation ⁸	28,537.26	8.17%
	英威达	19,047.88	5.45%
	浙江拓烯	11,913.04	3.41%
	合计	269,339.46	77.11%
2023 年	英威达	91,619.06	28.26%
	巴斯夫	66,380.12	20.47%
	Albemarle Corporation	38,969.85	12.02%
	浙江拓烯	21,300.83	6.57%
	JORD OIL & GAS SYSTEMS B.V.	20,760.97	6.40%
	合计	239,030.82	73.72%
2022 年	英威达	27,676.76	16.08%
	林德气体	18,024.44	10.47%
	中核二三 ⁹	15,271.03	8.87%
	艾仕得	12,622.39	7.33%
	浙江拓烯	9,028.29	5.25%
	合计	82,622.91	48.01%

注：同一集团体系内客户合并统计。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

此外，公司亦在积极进行新行业和新客户的开辟，2025年2月公司中标了由中广核工程有限公司发包的宁德二期 5BDA、7BUG 模块建造安装工程及临时泊位工程项目，合同金额2.67亿元，标志着公司

⁷ 科思创是科思创聚合物（中国）有限公司等科思创附属公司的统称。

⁸ Albemarle Corporation 包括雅保四川新材料有限公司、江西雅保锂业有限公司、广西雅保锂业有限公司。

⁹ 中核二三是中核工业二三建设有限公司的简称，截至 2025 年 3 月末，中核二三持有公司 3.68%股权。

在下游核电工程行业取得新突破。截至2025年3月末，公司在手订单规模超20.00亿元，后续有望陆续转化为收入，公司短期内业务及收入持续性较好，预计业务盈利情况也将较为稳定。

从区域来看，公司客户虽以跨国企业为主，但主要是外企在中国境内的项目投资，境外销售收入占比不高，公司近年境外销售业务收入规模持续增长，且受益于近年结算的项目毛利率较高，业务获利能力相对境内业务来说较好，公司境外销售业务主要以外币结算，近年人民币汇率存在一定的波动，需关注后续境外客户开拓及人民币汇率波动对公司利润的影响。

表6 公司 2022-2024 年主营业务收入境内外销售情况（单位：万元）

项目	2024 年		2023 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
境内	308,259.18	88.48%	297,338.51	91.92%	152,513.07	89.00%
境外	40,147.30	11.52%	26,137.57	8.08%	18,842.06	11.00%
合计	348,406.48	100.00%	323,476.08	100.00%	171,355.13	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

总的来看，公司通过多年项目经验的累积已形成一定品牌优势，下游客户认可度较高，合作关系较为稳定，公司在维系化工客户的基础之上，积极开拓了核电工程、海工等新领域，随着公司下游行业的不断扩张，预计产品需求有望得到进一步提升。但需关注，如若未来行业竞争加剧，而公司在客户集中度较高的情况下，如若公司不能持续、稳定的开拓新客户和维系现有客户，则面临一定业绩下滑风险。

公司的采购包含原材料采购和分包两种形式，其中原材料采购的模式主要有招标采购、询比价采购两种，采购的货品主要为管材管件、钢板钢材、电气仪表、电缆以及建筑用设备等，分包主要为劳务和专业分包，不存在依赖少数供应商情况

采购方面，公司原材料采用招标采购和询比价采购相结合的模式，公司各子公司相关职能部门针对不同业务需求编制、审批供应商名册并制定采购计划，与原材料供应商签订采购合同或与分包方签订分包合同，并由采购部对采购业务及流程进行管理和监控。在供应商的选择上，公司建立了较为完善的评价体系，对供应商资质、质量管理体系、生产能力、技术水平、供货周期、价格竞争力等进行综合评审，评审通过后纳入合格供应商名单。针对已有合格供应商，公司定期组织评审，根据评审结果进行名单更新。

公司工业模块设计和制造业务、工程总承包和工程施工业务均需要采购原材料（主要包括管材管件、钢板钢材、建筑材料、电气仪表以及电缆等）、设备（主要包括电气仪表及建筑用设备），同时工程总承包和工程施工业务还涉及将劳务、地基基础工程、保温防腐、钢结构工程部分施工工作分包给第三方。近年来公司前五大供应商的采购占比均不超过30%，上游原材料大多处于充分竞争的行业，因此不存在依赖少数供应商的情况。

结算方式方面，公司与上游供应商主要采取电汇的方式，部分使用银行承兑汇票，付款周期一般为0-60天，此外，公司部分原材料采取预付款的方式以获取一定价格优惠。

表7 公司 2022-2024 年原材料、分包采购的采购金额及占比情况（单位：万元）

项目	2024 年		2023 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
材料采购	99,567.80	44.31%	100,788.05	49.05%	48,503.00	53.66%
分包采购	125,143.89	55.69%	104,704.90	50.95%	41,883.25	46.34%
合计	224,711.69	100.00%	205,492.95	100.00%	90,386.25	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司近年采购体量与业务发展趋势较为匹配，2023年随着公司在手订单规模显著增加，公司增加管材、管件、钢板、钢材、电缆等基础建筑材料的采购量，同期分包采购规模亦显著增长。公司分包采购内容以劳务分包为主，辅以其他工程分包，近年公司劳务分包规模持续增长，主要系公司出于成本、效率考虑，以劳务分包或者专业承包的方式替代了部分直接人工投入。

近年随着公司业务快速发展，将部分非核心生产工序委托外协厂商加工，从而提高生产效率。外协加工的工序主要包括简单的机械加工如切割、折弯、冲孔、焊接等，以及根据业主对工业模块的具体需求而进行的换热器加工及添加衬胶，主要外协厂商均具有相应的质量认证证书及环境认证证书。2022-2024年，公司外协加工采购金额占采购总额的比例均小于1%。

五、 财务分析

财务分析基础说明

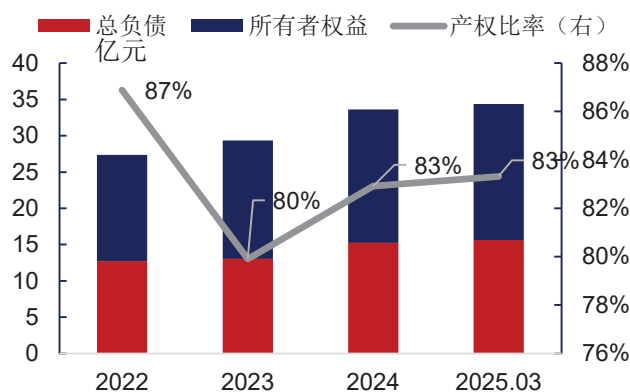
以下分析基于公司提供的经中汇会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022-2024年审计报告及2025年1-3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。2022年，公司合并范围子公司无变化，2023年9月新设全资子公司南通利柏特重工有限公司，2023年11月新设全资海外子公司JOYEC SOLUTIONS PTE. LTD.，2024年4月公司收购上海煌幸建筑工程有限公司，截至2025年3月末，公司纳入合并范围子公司情况详见附录三。

资本实力与资产质量

近年公司资产规模呈持续增长趋势，随着IPO及本期债券募投项目持续建设或投用，带动公司固定资产及在建工程规模显著增长，账上货币资金较充裕，资产整体流动性尚可

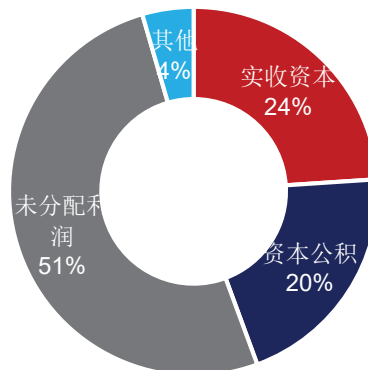
2023年以来随着公司利润规模的累积，产权比率有所回落，截至2025年3月末，公司所有者权益对债务的保障程度仍较好。截至2025年3月末，公司所有者权益主要由未分配利润、股本以及2021年公开发行股票所形成的资本公积构成。

图1 公司资本结构



资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图2 2025年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司资产主要由货币资金、应收账款、存货、合同资产和固定资产构成，与公司经营模式较为匹配。近年随着公司IPO募投项目湛江模块制造及管道预制件、张家港专业模块生产线技改及上海佘山基地等陆续开启建设，2022年以来逐步从在建工程完工结转至固定资产，致2023年末固定资产规模增长较快；此外，本期债券募投项目2024年开工以来持续投入，亦带动同期末在建工程账面价值大幅增长，随着项目的陆续投用，公司生产和管理能力将得到进一步提升，但亦需关注后续投产后的收益实现情况。

公司业务回款情况尚可，应收账款计提的坏账准备规模不大，结合合同资产规模来看，截至2024年末，公司应收账款和合同资产前五大对象的金额占比为66.73%，集中度较高，主要系巴斯夫一体化基地（广东）有限公司、中国寰球工程有限公司等稳定合作对象，2025年一季度回款情况有改善，仍需持续关注业务后续的回款情况。公司存货主要由原材料和在产品构成，暂未出现存货大面积跌价的情况，近年规模未异常波动。预付款项则主要为预付原材料及设备采购款等，2022年末以及2023年末预付款项金额较大，主要原因为公司在2022年新签署了英威达聚合物三期扩建项目、巴斯夫湛江罐区项目等金额较大的合同，为了提高项目交付效率，部分原材料以及设备款采用了预付款方式。公司账上资金较充裕，其中2024年末公司货币资金规模显著增长，主要系业务回款、融资扩张等多重因素影响所致，截至2024年末，账上379.03万元的资金因银行承兑汇票保证金等原因而使用受限。

其他资产方面，公司交易性金融资产主要为银行理财产品以及证券公司理财产品，风险等级均在R2¹⁰以内（含），2024年末规模显著下降；无形资产则主要是公司厂房和办公楼所对应的工业性质的土地，均已缴纳土地出让金。

整体来看，近年公司资产规模增长较快，且公司资产结构与业务模式较为匹配，资产构成以因业务形成的存货、合同资产、应收账款和固定资产为主，账上货币资金较充裕，资产整体流动性尚可。

¹⁰ R2：中低风险，表示本金风险相对较小，收益波动相对可控。

表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2025 年 3 月		2024 年		2023 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	8.14	23.70%	8.10	24.10%	5.06	17.25%	5.66	20.71%
交易性金融资产	0.75	2.18%	0.64	1.89%	2.53	8.62%	0.02	0.07%
应收账款	2.05	5.98%	4.12	12.26%	3.33	11.35%	2.53	9.25%
预付款项	0.70	2.03%	0.61	1.81%	2.02	6.89%	1.93	7.04%
存货	1.44	4.18%	1.38	4.10%	1.81	6.17%	1.90	6.93%
合同资产	4.09	11.91%	2.67	7.94%	1.76	6.00%	2.20	8.05%
流动资产合计	18.30	53.26%	19.39	57.70%	17.04	58.08%	15.41	56.32%
固定资产	9.21	26.80%	9.33	27.78%	9.75	33.21%	7.14	26.10%
在建工程	3.27	9.52%	1.05	3.13%	0.02	0.09%	2.31	8.44%
无形资产	2.30	6.71%	2.27	6.74%	1.78	6.06%	1.84	6.74%
非流动资产合计	16.06	46.74%	14.22	42.30%	12.30	41.92%	11.95	43.68%
资产总计	34.37	100.00%	33.61	100.00%	29.35	100.00%	27.35	100.00%

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

公司近年营收规模呈增长趋势，业务获利能力一般，且信用和资产减值损失以及投资亏损对公司利润形成一定侵蚀；公司短期内仍有望维持现有竞争优势和盈利水平，但长期仍需关注客户、单个项目体量变动以及成本控制可能对公司营收规模和盈利水平产生的影响

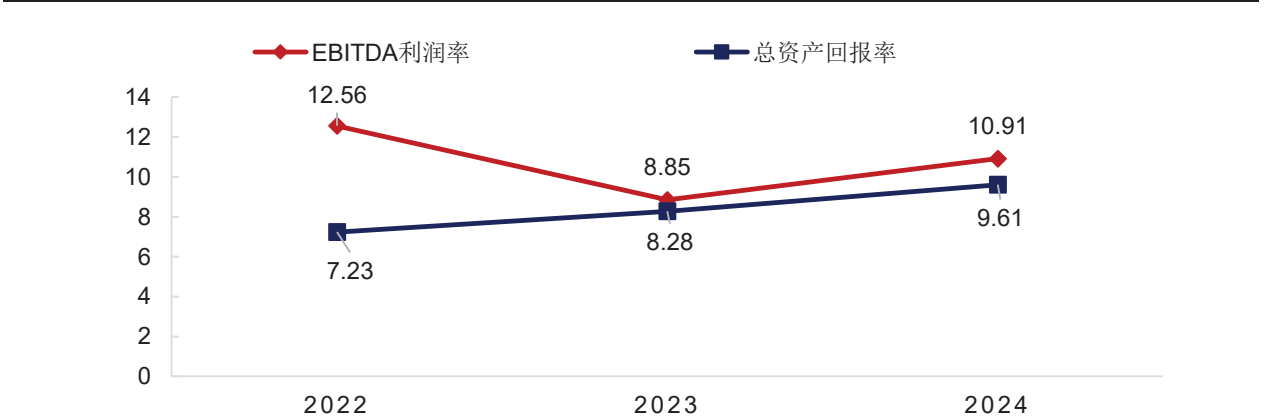
2022-2024年及2025年1-3月，公司分别实现营业收入17.21亿元、32.42亿元、34.93亿元和6.68亿元，其中主营业务收入主要由工业模块设计和制造、工程服务收入构成，近年随着公司业务规模拓张，各业务板块收入均有不同程度增长；公司其他业务收入则主要为废料销售、延保服务和租金收入等，体量较小。销售毛利率方面，工程设计、工程采购和工业模块设计和制造业务毛利率相对较高，而工程总承包和工程施工获利能力相对较弱，受每年收入结构、单个项目体量不同影响，近年业务毛利率有所波动，业务整体盈利能力一般。

公司期间费用主要为销售费用、管理费用和研发费用，财务费用规模较小，近年公司持续进行研发投入，研发费用呈增长趋势，整体来看近年期间费用占营业收入的比重波动不大，与公司的业务发展趋势较为匹配。此外，报告期内公司针对应收账款及合同资产计提了一定规模资产减值准备，且2022-2024年，公司投资收益分别为-252.24万元、-580.86万元和-22.75万元，持续为负，对各期利润形成一定挤占。但公司各年度均有收到政府补助，计入其他收益，对各期利润形成一定补充。此外，公司2023年营业收入增幅大幅高于净利润增幅，出现增收不增利的情况，主要系当期工程服务类业务收入显著增长，而该类项目毛利率较低所致；2024年随着公司在人力支出等成本端进行控制，盈利情况有所改善。

2022-2024年，公司分别实现利润总额1.77亿元、2.32亿元和2.96亿元，呈持续增长趋势，带动总资

产回报率呈上升趋势，但EBITDA利润率有所波动，业务获利能力一般。展望未来，公司短期内有望持续维持现有提供一体化服务竞争优势，盈利能力将较为稳定，但营收规模受近年大体量项目陆续结算影响或存在一定下行可能，长期仍需关注客户、单个项目体量变动以及成本控制可能对公司营收规模和盈利水平产生的影响。

图 3 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2022-2024 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

公司目前总债务规模不大，债务期限和品种结构较为合理，业务回款较为及时，经营活动现金流表现较佳，偿债及流动性指标表现较好；但需关注本期债券成功发行后杠杆水平攀升所引发的风险

公司总债务体量不大，银行借款主要系长期的项目借款，应付票据系公司通过银行承兑汇票支付的货款、设备款等，租赁负债体量小。

经营性负债方面，公司应付账款主要为1年之内的应付采购款，合同负债则主要是因建设合同而形成的预收款，其中2022年末合同负债体量较大，主要系公司承接的英威达聚合物三期扩建项目、巴斯夫湛江罐区项目在当年新签订了金额较大的合同，2022年末累计支付的工程款项大于项目的累计实际发生成本和毛利之和所致，2023年以来随着项目陆续确认收入，规模逐步回落。

表9 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2025 年 3 月		2024 年		2023 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.76	4.86%	0.40	2.61%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
应付票据	1.58	10.11%	2.45	16.10%	1.35	10.34%	0.22	1.70%
应付账款	7.30	46.74%	7.17	47.06%	5.49	42.13%	4.01	31.54%
合同负债	1.55	9.92%	1.59	10.44%	2.84	21.77%	5.22	41.03%
一年内到期的非流动负债	0.12	0.78%	0.12	0.80%	0.29	2.21%	0.17	1.31%
流动负债合计	12.05	77.15%	13.18	86.51%	11.57	88.75%	11.34	89.17%
长期借款	3.37	21.55%	1.84	12.05%	1.33	10.19%	1.20	9.45%

租赁负债	0.08	0.52%	0.09	0.62%	0.01	0.08%	0.04	0.32%
非流动负债合计	3.57	22.85%	2.05	13.49%	1.47	11.25%	1.38	10.83%
负债合计	15.62	100.00%	15.23	100.00%	13.03	100.00%	12.72	100.00%
总债务	5.91	37.81%	4.90	32.18%	2.97	22.81%	1.63	12.78%
其中：短期债务	2.46	41.64%	2.97	60.61%	1.64	55.01%	0.38	23.55%

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

现金流方面，公司下游客户资质较优，业务回款较为及时，2022-2024年经营活动现金流量净额持续为正，2025年一季度，公司当期支付薪酬、购买商品、接受劳务支付的现金规模较大，致同期经营活动现金流净额为负；公司近年处于快速发展阶段，IPO募投项目近年建设支出金额较大且本期债券募投项目2024年开启建设工作，因此公司2022-2024年投资活动呈现金持续净流出状态，随着本期债券募投项目建设的持续推进，公司投资活动现金支出压力仍存。

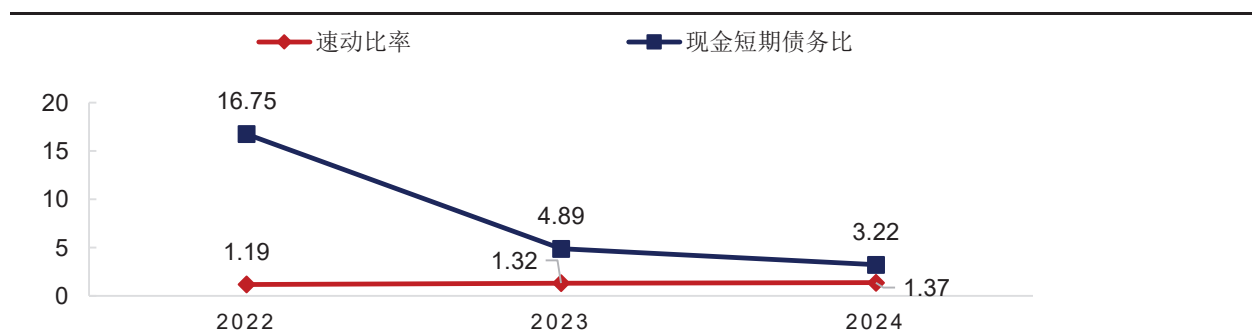
财务杠杆方面，近年公司资产负债率则回归在45%左右波动，资产负债水平一般，公司目前整体债务体量不大，净债务为负，净债务/EBITDA、EBITDA利息保障倍数、FFO/净债务等偿债指标表现较佳，速动比率及现金短期债务比也均大于1，资产流动性尚可且现金类资产对短期债务保障程度较好。但需关注的是，本期债券规模7.50亿元，发行成功后将引致公司杠杆水平显著上升。

表10 公司偿债能力指标

指标名称	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
经营活动现金流净额（亿元）	-0.99	4.15	3.51	4.19
FFO（亿元）	--	2.33	1.11	1.01
资产负债率	45.45%	45.33%	44.42%	46.49%
净债务/EBITDA	--	-0.98	-1.44	-2.00
EBITDA 利息保障倍数	--	61.72	38.84	53.00
总债务/总资本	--	21.06%	15.42%	10.00%
FFO/净债务	--	-62.20%	-26.85%	-23.36%
经营活动现金流净额/净债务	--	-110.72%	-84.77%	-96.79%
自由现金流/净债务	--	-48.74%	-52.46%	-22.61%

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 4 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2022-2024 年审计报告，中证鹏元整理

六、其他事项分析

ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司ESG表现对其经营和信用水平暂无重大负面影响，但面临一定的安全生产风险

环境因素

环境方面，根据公司提供的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》（以下简称“诚信说明”），公司过去一年，不存在因空气污染、温室气体排放、废水排放和废弃物排放等情况而受到相关部门的处罚。

社会因素

社会方面，公司在报告期内受到的行政处罚情况如下表所示，处罚金额不大，对公司业务经营影响较小，除此以外不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保的情形。但需关注，公司所服务的行业的工程施工难度较大、工期紧、技术要求高、施工环境复杂、存在一定的危险性，如果防护不当或者在技术上、操作上出现意外，可能造成人员伤亡及财产损失，存在发生安全事故的可能性。

表11 2022-2024 年及 2025 年 1-3 月公司及合并范围内控股子公司受到的行政处罚情况（单位：万元）

涉及主体	处罚机关	处罚原因	处罚日期	处罚金额
公司	杭州市拱墅区卫生健康局	安排未经职业健康检查的劳动者从事接触职业病危害的作业等	2022-02-28	5.00
公司	张家港海关	出口货物商品编号申报不实	2022-06-09	0.80
公司	苏州市生态环境局	使用排放不合格的非道路移动机械	2022-07-20	0.50
公司	苏州市生态环境局	项目未批先建	2023-09-04	0.34

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2022年1月1日至报告查询日2025年4月21日，公司本部及子公司利柏特工程不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户。

根据中国执行信息公开网，从2021年1月1日至报告查询日（2024年5月19日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

在本期债券存续期内，中证鹏元将根据监管部门规定出具定期跟踪评级报告。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的计划公布时间。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在本评级机构网站（www.cspengyuan.com）、证券交易场所、中国证券业协会网站和中国证监会指定的其他网站公布跟踪评级报告，本评级机构通过其它渠道发布跟踪信用评级信息的时间不先于上述指定渠道。

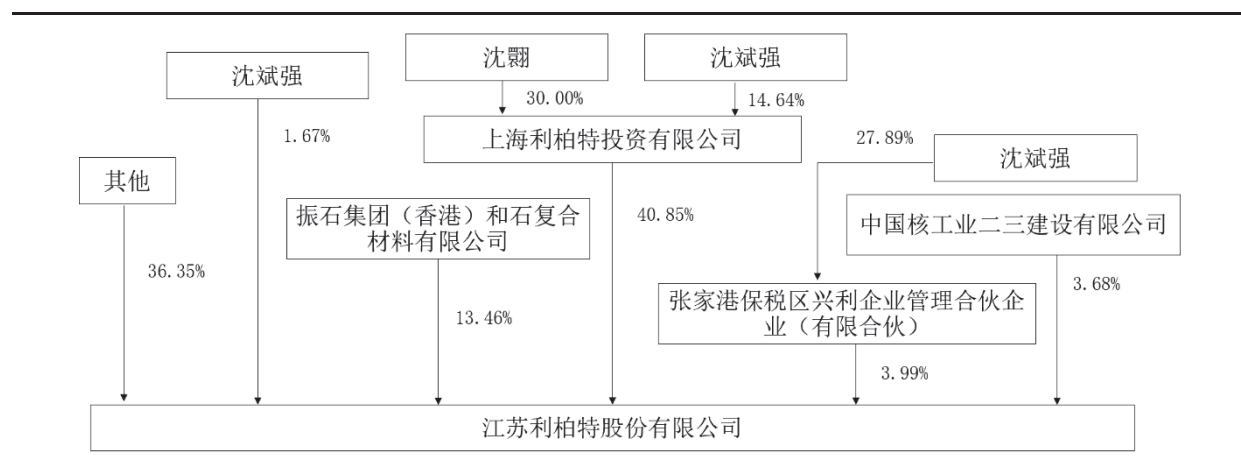
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
货币资金	8.14	8.10	5.06	5.66
应收账款	2.05	4.12	3.33	2.53
预付款项	0.70	0.61	2.02	1.93
存货	1.44	1.38	1.81	1.90
合同资产	4.09	2.67	1.76	2.20
流动资产合计	18.30	19.39	17.04	15.41
固定资产	9.21	9.33	9.75	7.14
在建工程	3.27	1.05	0.02	2.31
无形资产	2.30	2.27	1.78	1.84
非流动资产合计	16.06	14.22	12.30	11.95
资产总计	34.37	33.61	29.35	27.35
短期借款	0.76	0.40	0.00	0.00
应付账款	7.30	7.17	5.49	4.01
合同负债	1.55	1.59	2.84	5.22
一年内到期的非流动负债	0.12	0.12	0.29	0.17
流动负债合计	12.05	13.18	11.57	11.34
长期借款	3.37	1.84	1.33	1.20
租赁负债	0.08	0.09	0.01	0.04
非流动负债合计	3.57	2.05	1.47	1.38
负债合计	15.62	15.23	13.03	12.72
总债务	5.91	4.90	2.97	1.63
所有者权益	18.75	18.37	16.31	14.64
营业收入	6.68	34.93	32.42	17.21
营业利润	0.44	2.96	2.33	1.78
净利润	0.36	2.40	1.90	1.37
经营活动产生的现金流量净额	-0.99	4.15	3.51	4.19
投资活动产生的现金流量净额	-0.82	-1.19	-4.05	-3.53
筹资活动产生的现金流量净额	1.85	0.07	0.03	0.47
财务指标	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
EBITDA（亿元）	--	3.81	2.87	2.16
FFO（亿元）	--	2.33	1.11	1.01
净债务（亿元）	--	-3.74	-4.14	-4.33
销售毛利率	12.33%	16.09%	14.54%	19.80%
EBITDA 利润率	--	10.91%	8.85%	12.56%
总资产回报率	--	9.61%	8.28%	7.23%
资产负债率	45.45%	45.33%	44.42%	46.49%
净债务/EBITDA	--	-0.98	-1.44	-2.00

EBITDA 利息保障倍数	--	61.72	38.84	53.00
总债务/总资本	--	21.06%	15.42%	10.00%
FFO/净债务	--	-62.20%	-26.85%	-23.36%
经营活动现金流净额/净债务	--	-110.72%	-84.77%	-96.79%
速动比率	1.40	1.37	1.32	1.19
现金短期债务比	--	3.22	4.89	16.75

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2025 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 2025 年 3 月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
上海利柏特工程技术有限公司	30,000.00	100%	工程设计、工程总承包
上海里卜特工业设备有限公司	1,000.00	100%	工程采购
湛江利柏特模块制造有限公司	28,600.00	100%	工业模块制造
南通利柏特重工有限公司	20,000.00	100%	工业模块制造
JOYEC SOLUTIONS PTE. LTD.	400 万新加坡元	100%	工程设计咨询
上海煌幸建筑工程有限公司	2,000.00	100%	建筑施工

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) - 资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

附录五 信用等级符号及定义

中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
a	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
b	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在不考虑外部特殊支持的情况下，在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
c	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。