

利伯特 (605167)

国内领先工业模块制造商，充分受益于全球化工龙头资本开支扩张 增持（首次）

2023年09月27日

分析师
陈睿彬

(852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	1,721	2,584	3,366	4,345
同比	-13%	50%	30%	29%
归属母公司净利润（百万元）	137	183	256	346
同比	25%	34%	40%	35%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.31	0.41	0.57	0.77
P/E（现价&最新股本摊薄）	30.86	23.08	16.51	12.22

关键词：#新需求、新政策

投资要点

- **国内领先工业模块制造商，业绩稳健增长：**公司2006年成立以来业务发展历经初创期、成长期、快速发展阶段，从冷箱制造、预制管道等其他小型模块生产商发展为具备“设计-采购-模块化-施工”（EPFC）全产业链环节及一体化服务能力的领先企业。公司主营业务为工程服务和工业模块设计和制造，2017-2021年营收CAGR为13.4%，2022年疫情影响施工节奏，全年营收同比下滑13.2%；2023上半年公司承揽的项目执行与结算情况良好，实现营收13.5亿元，同比+127.0%，归母净利润8736万元，同比+150.6%。
- **全球化工行业加速产能转移，模块化建设优势明显：**（1）模块化生产可将大型装置进行拆解，对比传统建造模式，在成本及质量控制，安全生产等方面优势突出，且有利于后续生产线的升级改造、维修检修和回收利用；（2）全球化学品销售额增长，化工资本开支不断增长，俄乌冲突使得不少化工巨头加大在中国的项目投资，巴斯夫、科思创、PPG等化工龙头企业在中国陆续投产，将拉动我国化工市场资本开支提升；（3）制造业人力成本不断上升，模块化建设进一步提高工人工作效率、缩短工期，降低劳动力成本，渗透率将不断提升；（4）工业模块设计和制造业对过往业绩和资质较为看重，进入壁垒较高；欧美企业的技术实力雄厚，但随着一带一路的发展，国内已经出现少量可配套进行大型装置工业模块设计和制造的企业。
- **公司专注工业模块领域，产业链不断延伸：**（1）公司具备在国际及国内开展相关业务的必要资质，截至2023年4月共拥有发明专利25项，实用新型专利71项，截至2022年末共拥有技术人员452人，专利数量、技术人员数量及占比逐年提升；（2）公司深耕巴斯夫等核心客户，且与林德气体、霍尼韦尔、科思创等数十家企业建立了长期稳定的合作关系，前五大客户营收占比多年达到45%以上；2022-2023Q1公司公告7项重大项目合同，签约合同金额累计超41亿，成为未来3年业绩释放的压舱石；（3）公司张家港重装园区基地靠近港口，可大幅减少模块出口前的发运成本；湛江基地坐落于湛江经开区，全区拥有包括公司长期合作客户巴斯夫、液化空气、陶氏化学等在内的世界500强企业投资的多个工业项目，公司可实现对客户建设需求进行快速响应；（4）公司生产的工艺模块已从化工行业延伸至油气能源、矿业、水处理等多个行业，有望充分受益各行业模块化渗透率提升。
- **盈利预测与投资评级：**我们选取卓然股份、东华科技、三联虹普、中工国际作为可比公司，公司PE（TTM）低于可比公司平均水平。公司是国内少数具备大型工业模块设计建造能力的企业，客户多为知名化工跨国企业，重大在手订单量为未来3年业绩提供支撑，且有望持续受益于与巴斯夫湛江项目的深度绑定。我们预测公司2023-2025年归母净利润分别为1.8/2.6/3.5亿元，截至9月11日收盘价对应市盈率分别为23.1/16.5/12.2倍，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示：**在手订单推进不及预期；海外化工龙头来华投资不及预期；模块化生产方式渗透率提升不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	9.42
一年最低/最高价	6.98/11.14
市净率(倍)	2.77
流通 A 股市值(百万元)	2,096.09
总市值(百万元)	4,230.24

基础数据

每股净资产(元,LF)	3.40
资产负债(% ,LF)	48.18
总股本(百万股)	449.07
流通 A 股(百万股)	222.52

相关研究

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持，尤其感谢黄诗涛、房大磊、石峰源和杨晓曦的指导。

1. 国内领先的工业模块制造商，业绩稳健增长

公司主要业务为工业模块设计和制造，以及工程总承包、工程设计、工程采购、工程施工、工程维保等各类工程服务。工业模块设计和制造方面，公司深耕行业多年，是国内少数具备大型工业模块设计和制造能力的企业，主要模块产品包括工艺模块、管廊模块和管道预制件，产品广泛用于抗氧剂装置、生物质处理、气体分离、制氢、锂电、矿石筛选等生产。公司具备全面的业务资质和丰富的设计技术、经验，与行业知名的跨国企业巴斯夫、林德气体、霍尼韦尔、科思创、优美科、陶氏化学、液化空气、英威达等多家知名企业建立起了持续合作关系。

近年来公司业绩持续释放，利润稳健增长。收入端，公司 2017-2022 年营业收入分别为 10.6/14.3/14.2/15.1/19.8/17.2 亿元，其中 2017-2021 年营收 CAGR 为 13.4%。2022 年疫情影响施工节奏，前三季度营收水平均出现下滑，导致公司全年营收同比下滑 13.2%；利润端，2017-2022 年公司归母净利润由 0.60 亿元增长至 1.37 亿元，CAGR 达到 14.9%。2023 上半年公司承揽的项目执行与结算情况良好，收入及利润规模显著增加，实现营业收入 13.5 亿元，同比+127.0%。实现归母净利润 8736 万元，同比+150.6%。

2. 全球化工行业加速产能转移，模块化建设优势明显

对比传统建造模式，模块化建设在成本及质量控制，安全生产等方面具备突出优势，且有利于后续生产线的升级改造、维修检修和回收利用。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，历经多年发展，欧美企业在核心工艺、专利技术和设计等方面占据优势地位。总体来看，行业内欧美企业的技术实力雄厚，业务以工艺较为复杂的大型装置模块为主，掌握先进的设计和制造技术，具备较强的总装、调试能力。

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。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，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，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。

3. 公司：专注工业模块领域，产业链不断延伸

公司具备在国际及国内开展相关业务的必要资质。资质审核过程需要对企业的生产环境、工艺、设备等进行现场评估，对行业新进入者形成了较高的资质壁垒。加强研发夯实核心竞争力，专利数量、技术人员数量及占比逐年提升。

公司客户多为行业知名的跨国企业，与客户建立稳定合作关系。公司已与巴斯夫、林德气体、霍尼韦尔、科思创、优美科、陶氏化学、英威达、液化空气等数十家企业建立了长期稳定的合作关系，项目质量获得广泛认可，前五大客户营收占比多年达到45%以上。重大在手订单为公司未来3年业绩提供支撑，与巴斯夫湛江项目深度绑定有望持续受益。2022-2023Q1 公司共公告 7 项重大项目合同，包括 3 个模块制造合同，2 个总承包合同，其中英威达总承包合同包含模块化内容。

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，随着各行各业项目建设不断向模块化趋势发展，工业模块应用的广度和深度不断提升，公司的业务发展空间也将持续拓展。

4. 盈利预测与投资建议

结合上文我们对于公司的分析，我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 25.8/33.7/43.5 亿元，同比分别+50.1%/+30.3%/+29.1%，归母净利润分别为 1.8/2.6/3.5 亿元，同比分别+33.7%/+39.8%/+35.1%。

截至 2023 年 9 月 11 日，利柏特市盈率（TTM）水平低于可比公司平均。利柏特是国内少数具备大型工业模块设计建造能力的企业，客户多为化工行业知名的跨国企业，与巴斯夫、林德气体、霍尼韦尔等客户建立稳定合作关系，重大在手订单量为公司未来 3 年业绩提供支撑，且有望持续受益于与巴斯夫湛江项目的深度绑定。我们预测公司 2023-2025 年归母净利润分别为 1.8/2.6/3.5 亿元，截至 9 月 11 日收盘价对应市盈率分别为 23.1/16.5/12.2 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

5. 风险提示

(1) 在手订单推进不及预期。公司模块化业务和工程服务按进度确认营业收入，若在手订单推进不及预期，将影响公司收入增速。

(2) 海外化工龙头来华投资不及预期。公司与巴斯夫、英威达等海外化工龙头建立了稳定的合作关系，且湛江基地毗邻的湛江经开区拟长期吸引外资进入、打造产业集群；若海外化工龙头来华投资不及预期，将影响公司新签订单规模的增长。

(3) 模块化生产方式渗透率提升不及预期。工业模块化生产是一种新型生产方式，有助于节省资源、人力，提升建造效率，渗透率有望提升；但若考虑到运输成本等增加，渗透率提升不及预期，将影响公司主营业务的市场需求。

利柏特三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,541	2,486	3,245	4,294	营业总收入	1,721	2,584	3,366	4,345
货币资金及交易性金融资产	568	810	1,139	1,533	营业成本(含金融类)	1,380	2,157	2,801	3,606
经营性应收款项	521	1,018	1,320	1,699	税金及附加	14	16	20	26
存货	190	271	305	436	销售费用	18	23	30	39
合同资产	220	331	431	556	管理费用	121	142	168	209
其他流动资产	42	57	52	69	研发费用	20	31	40	52
非流动资产	1,195	1,244	1,289	1,332	财务费用	0	(1)	2	2
长期股权投资	6	6	7	9	加:其他收益	8	13	17	22
固定资产及使用权资产	724	779	829	876	投资净收益	(3)	0	0	0
在建工程	231	231	231	231	公允价值变动	(2)	0	0	0
无形资产	184	178	172	166	减值损失	7	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	178	229	320	433
其他非流动资产	50	50	50	50	营业外净收支	(1)	0	0	0
资产总计	2,735	3,730	4,535	5,626	利润总额	177	229	320	433
流动负债	1,134	1,986	2,535	3,280	减:所得税	40	46	64	87
短期借款及一年内到期的非流动负债	17	17	17	17	净利润	137	183	256	346
经营性应付款项	423	895	1,128	1,477	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	522	815	1,059	1,363	归属母公司净利润	137	183	256	346
其他流动负债	173	259	332	423	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.31	0.41	0.57	0.77
非流动负债	138	138	138	138	EBIT	181	228	322	435
长期借款	120	120	120	120	EBITDA	221	279	378	494
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	19.80	16.53	16.78	17.01
租赁负债	4	4	4	4	归母净利率(%)	7.97	7.09	7.61	7.97
其他非流动负债	13	13	13	13	收入增长率(%)	(13.21)	50.12	30.26	29.11
负债合计	1,272	2,124	2,673	3,418	归母净利润增长率(%)	25.25	33.69	39.79	35.14
归属母公司股东权益	1,464	1,606	1,862	2,208					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	1,464	1,606	1,862	2,208					
负债和股东权益	2,735	3,730	4,535	5,626					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	419	383	429	496	每股净资产(元)	3.26	3.58	4.15	4.92
投资活动现金流	(353)	(100)	(101)	(102)	最新发行在外股份(百万股)	449	449	449	449
筹资活动现金流	47	(41)	0	0	ROIC(%)	9.26	10.89	13.75	15.99
现金净增加额	111	242	328	394	ROE-摊薄(%)	9.37	11.42	13.76	15.68
折旧和摊销	40	51	55	59	资产负债率(%)	46.49	56.95	58.94	60.76
资本开支	(321)	(100)	(100)	(100)	P/E(现价&最新股本摊薄)	30.86	23.08	16.51	12.22
营运资本变动	242	149	118	91	P/B(现价)	2.89	2.63	2.27	1.92

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及 / 或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、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表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观

点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门，如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时，其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密，仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有，未经本公司同意，不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途，任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任，损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易，也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务，及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突，请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

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。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话：(852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808(客户服务)

公司网址：<http://www.dwzq.com.hk/>

