

## 固收点评 20250703

# 利柏转债：工业模块化制造龙头

2025年07月03日

### 事件

- 利柏转债(111023.SH)于2025年7月3日开始网上申购：总发行规模为7.50亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于南通利柏特重工有限公司大型工业模块制造项目。
- 当前债底估值为99.26元，YTM为2.23%。利柏转债存续期为6年，中证鹏元资信评估股份有限公司资信评级为AA/AA，票面面值为100元，票面利率第一年至第六年分别为：0.10%、0.30%、0.60%、1.20%、1.80%、2.00%，公司到期赎回价格为票面面值的110.00%（含最后一期利息），以6年AA中债企业债到期收益率2.36%（2025-07-01）计算，纯债价值为99.26元，纯债对应的YTM为2.23%，债底保护较好。
- 当前转换平价为100.4元，平价溢价率为-0.41%。转股期为自发行结束之日起满6个月后的第一个交易日起至转债到期日止，即2026年01月09日至2031年07月02日。初始转股价12.14元/股，正股利柏特7月1日的收盘价为12.19元，对应的转换平价为100.41元，平价溢价率为-0.41%。
- 转债条款中规中矩，总股本稀释率为12.09%。下修条款为“15/30,85%”，有条件赎回条款为“15/30、130%”，有条件回售条款为“30、70%”，条款中规中矩。按初始转股价12.14元计算，转债发行7.50亿元对总股本稀释率为12.09%，对流通盘的稀释率为12.09%，对股本有一定的摊薄压力。

### 观点

- 我们预计利柏转债上市首日价格在128.57~142.73元之间，我们预计中签率为0.0028%。综合可比标的以及实证结果，考虑到利柏转债的债底保护性较好，评级和规模吸引力较好，我们预计上市首日转股溢价率在35%左右，对应的上市价格在128.57~142.73元之间。我们预计网上中签率为0.0028%，建议积极申购。
- 江苏利柏特股份有限公司是国内少数具备大型工业模块设计和制造能力的企业。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。
- 2019年以来公司营收稳步增长，2019-2024年复合增速为23.02%。自2019年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率“V型”波动。2024年，公司实现营业收入34.93亿元，同比增加88.39%。与此同时，归母净利润逐年上涨，2019-2024年复合增速为17.48%。2024年实现归母净利润2.40亿元，同比增加38.73%。
- 江苏利柏特股份有限公司营业收入主要来源于工程服务业，工业模块设计和制造业务，产品结构占比逐年优化。2022年以来，公司的主营业务收入逐年增长，2022-2024年工程服务业收入占主营业务收入比重分别为77.02%、84.51%和79.03%，2022-2024年工业模块设计和制造业务收入占主营业务收入比重分别为22.54%、15.26%和20.73%，同时产品结构年际调整，其他主营业务规模占比稳定。
- 江苏利柏特股份有限公司销售净利率和毛利率在2022年出现高点后逐年回落，销售费用率与行业平均水平基本持平，财务费用率和管理费用率近年来保持稳定。2019-2024年，公司销售净利率分别为7.05%、6.92%、5.52%、7.97%、5.87%和6.89%，销售毛利率分别为18.66%、17.29%、14.95%、19.80%、14.54%和16.09%。
- 风险提示：申购至上市阶段正股波动风险，上市时点不确定所带来的机会成本，违约风险，转股溢价率主动压缩风险。

证券分析师 李勇

执业证书：S0600519040001  
010-66573671

liyong@dwzq.com.cn

证券分析师 陈伯铭

执业证书：S0600523020002  
chenbm@dwzq.com.cn

### 相关研究

《债券“科技板”他山之石：我国与海外科创债的机构持仓结构及策略有何异同？》

2025-07-01

《转债双低策略如何增厚？》

2025-06-30

## 内容目录

1. 转债基本信息 .....	4
2. 投资申购建议 .....	6
3. 正股基本面分析 .....	7
3.1. 财务数据分析.....	7
3.2. 公司亮点.....	10
4. 风险提示 .....	11

## 图表目录

图 1: 2019-2025Q1 营业收入及同比增速 (亿元) .....	8
图 2: 2019-2025Q1 归母净利润及同比增速 (亿元) .....	8
图 3: 2022-2024 年营业收入构成 .....	9
图 4: 2019-2025Q1 销售毛利率和净利率水平 (%) .....	10
图 5: 2019-2025Q1 销售费用率水平 (%) .....	10
图 6: 2019-2025Q1 财务费用率水平 (%) .....	10
图 7: 2019-2025Q1 管理费用率水平 (%) .....	10
表 1: 利柏转债发行认购时间表 .....	4
表 2: 利柏转债基本条款 .....	5
表 3: 募集资金用途 (单位: 万元) .....	5
表 4: 债性和股性指标 .....	5

## 1. 转债基本信息

表1：利柏转债发行认购时间表

时间	日期	发行安排
T-2	2025/07/01	1、刊登《募集说明书》及其摘要、《募集说明书提示性公告》、《发行公告》、《网上路演公告》
T-1	2025/07/02	1、网上路演 2、原股东优先配售股权登记日 1、发行首日
T	2025/07/03	2、刊登《可转债发行提示性公告》 3、原股东优先配售认购日（缴付足额资金）
T+1	2025/07/04	1、刊登《网上中签率及优先配售结果公告》 2、根据中签率进行网上申购的摇号抽签
T+2	2025/07/07	1、刊登《网上中签结果公告》 2、网上投资者根据中签号码确认认购数量并缴纳认购款
T+3	2025/07/08	1、保荐机构（主承销商）根据网上资金到账情况确定最终配售结果和包销金额
T+4	2025/07/09	1、刊登《发行结果公告》 2、向发行人划付募集资金

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

表2：利柏转债基本条款

转债名称	利柏转债	正股名称	利柏特
转债代码	111023.SH	正股代码	605167.SH
发行规模	7.50 亿元	正股行业	建筑装饰-专业工程-化学工程
存续期	2025 年 07 月 03 日至 2031 年 07 月 02 日	主体评级/债项评级	AA/AA
转股价	12.14 元	转股期	2026 年 01 月 09 日至 2031 年 07 月 02 日
票面利率	0.10%,0.30%,0.60%,1.20%,1.80%,2.00%.		
向下修正条款	存续期, 15/30, 85%		
赎回条款	(1) 到期赎回: 到期后五个交易日内, 公司将以本次可转债票面面值的 110% (含最后一期利息) 全部赎回 (2) 提前赎回: 转股期内, 15/30, 130%(含 130%); 未转股余额不足 3000 万元		
回售条款	(1) 有条件回售: 最后两个计息年度, 连续 30 个交易日收盘价低于转股价 70% (2) 附加回售: 投资项目实施情况出现重大变化, 且被证监会认定为改变募集资金用途		

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

表3：募集资金用途 (单位: 万元)

项目名称	项目总投资	拟投入募集资金
南通利柏特重工有限公司大型工业模块制造项目	129,481.04	75,000.00
<b>合计</b>	<b>129,481.04</b>	<b>75,000.00</b>

数据来源: 募集说明书, 东吴证券研究所

表4：债性和股性指标

债性指标	数值	股性指标	数值
纯债价值	99.26 元	转换平价 (以 2025/07/01 收盘价)	100.41 元
纯债溢价率 (以面值 100 计算)	0.74%	平价溢价率 (以面值 100 计算)	-0.41%
纯债到期收益率 YTM	2.23%		

数据来源: 募集说明书, 东吴证券研究所

当前债底估值为 99.26 元，YTM 为 2.23%。利柏转债存续期为 6 年，中证鹏元资信评估股份有限公司资信评级为 AA/AA，票面面值为 100 元，票面利率第一年至第六年分别为：0.10%、0.30%、0.60%、1.20%、1.80%、2.00%，公司到期赎回价格为票面面值的 110.00%（含最后一期利息），以 6 年 AA 中债企业债到期收益率 2.36%（2025-07-01）计算，纯债价值为 99.26 元，纯债对应的 YTM 为 2.23%，债底保护较好。

当前转换平价为 100.4 元，平价溢价率为-0.41%。转股期为自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日至转债到期日止，即 2026 年 01 月 09 日至 2031 年 07 月 02 日。初始转股价 12.14 元/股，正股利柏特 7 月 1 日的收盘价为 12.19 元，对应的转换平价为 100.41 元，平价溢价率为-0.41%。

转债条款中规中矩。下修条款为“15/30, 85%”，有条件赎回条款为“15/30、130%”，有条件回售条款为“30、70%”，条款中规中矩。总股本稀释率为 12.09%。按初始转股价 12.14 元计算，转债发行 7.50 亿元对总股本稀释率为 12.09%，对流通盘的稀释率为 12.09%，对股本有一定的摊薄压力。

## 2. 投资申购建议

我们预计利柏转债上市首日价格在 128.57~142.73 元之间。按利柏特 2025 年 7 月 1 日收盘价测算，当前转换平价为 100.41 元。

1) 参照平价、评级和规模可比标的华兴转债（转换平价 96.03 元，评级 AA，发行规模 8.00 亿元）、奇正转债（转换平价 117.07 元，评级 AA，发行规模 8.00 亿元）、洋丰转债（转换平价 81.80 元，评级 AA，发行规模 10.00 亿元），7 月 1 日转股溢价率分别为 34.37%、11.01%、48.41%。

2) 参考近期上市的恒帅转债（上市日转换平价 94.23 元）、伟测转债（上市日转换平价 96.09 元）、安集转债（上市日转换平价 99.05 元），上市当日转股溢价率分别为 66.93%、32.80%、30.52%。

基于我们已经构建好的上市首日转股溢价率实证模型，其中，建筑装饰行业的转股溢价率为 26.57%，中债企业债到期收益为 2.36%，2025 年一季报显示利柏特前十大股东持股比例为 69.06%，2025 年 7 月 1 日中证转债成交额为 62,776,880,417 元，取对数得 24.86。因此，可以计算出利柏转债上市首日转股溢价率为 28.45%。综合可比标的以及实证结果，考虑到利柏转债的债底保护性较好，评级和规模吸引力较好，我们预计上市首日转股溢价率在 35%左右，对应的上市价格在 128.57~142.73 元之间。

表 5：相对价值法预测转债上市价格（单位：元）

转股溢价率/正股价		30.00%	32.00%	35.00%	38.00%	40.00%
-5%	11.58	124.01	125.92	128.78	131.64	133.55
-3%	11.82	126.62	128.57	131.49	134.41	136.36
2025/07/01 收盘价	12.19	130.54	132.54	135.56	138.57	140.58
3%	12.56	134.45	136.52	139.62	142.73	144.79
5%	12.80	137.06	139.17	142.33	145.50	147.61

数据来源：东吴证券研究所整理

我们预计原股东优先配售比例为 **70.72%**。利柏特的前十大股东合计持股比例为 69.06%（2025/03/31），股权较为集中。假设前十大股东 80%参与优先配售，其他股东中有 50%参与优先配售，我们预计原股东优先配售比例为 70.72%。

我们预计中签率为 **0.0028%**。利柏转债发行总额为 7.50 亿元，我们预计原股东优先配售比例为 70.72%，剩余网上投资者可申购金额为 2.20 亿元。利柏转债仅设置网上发行，近期发行的甬矽转债（评级 A+，规模 11.65 亿元）网上申购数约 801.06 万户，华辰转债（评级 A+，规模 4.60 亿元）793.38 万户，锡振转债（评级 AA-，规模 5.2 亿元）785.32 万户。我们预计利柏转债网上有效申购户数为 793.25 万户，平均单户申购金额 100 万元，我们预计网上中签率为 0.0028%。

### 3. 正股基本面分析

#### 3.1. 财务数据分析

江苏利柏特股份有限公司是国内少数具备大型工业模块设计和制造能力的企业。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，并需要具备对大型装置工艺流程的深刻理解，具有较高的技术门槛，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。公司拥有在国际及国内开展相关业务的所有资质。在国际市场，公司拥有国际通行的美国机械工程师协会“ASME U”、“ASME S”资质认证证书，大部分国家对相关产品适用或参考该认证；此外公司还拥有欧盟焊接质量管理体系 EN 认证、加拿大焊接协会 CWB 焊接体系认证、韩国气体安全公社 KGS 认证等国际认证资质，能够覆盖全球大多数国家和地区对工业模块的准入要求。在国内市场，公司拥有《工程设计资质证书(化工石化医药行业甲级;建筑行业(建筑工程)甲级)》及压力管道、压力容器的设计和制造等相关资质，可以根据客户需求为其提供定制化服务。

**2019 年以来公司营收稳步增长,2019-2024 年复合增速为 23.02%。**自 2019 年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率“V 型”波动。2024 年，公司实现营业收入 34.93 亿元，同比增加 88.39%。与此同时，归母净利润逐年上涨，2019-2024 年复合增速为 17.48%。2024 年实现归母净利润 2.40 亿元，同比增加 38.73%。

图1：2019-2025Q1 营业收入及同比增速（亿元）

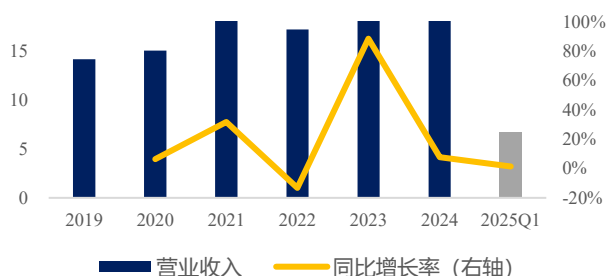
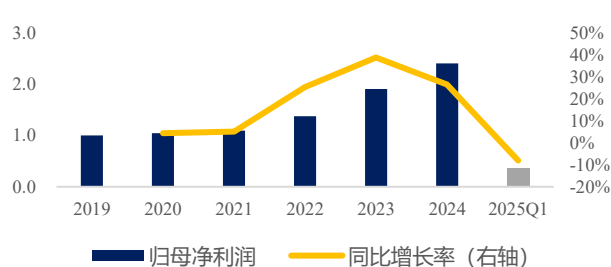


图2：2019-2025Q1 归母净利润及同比增速（亿元）

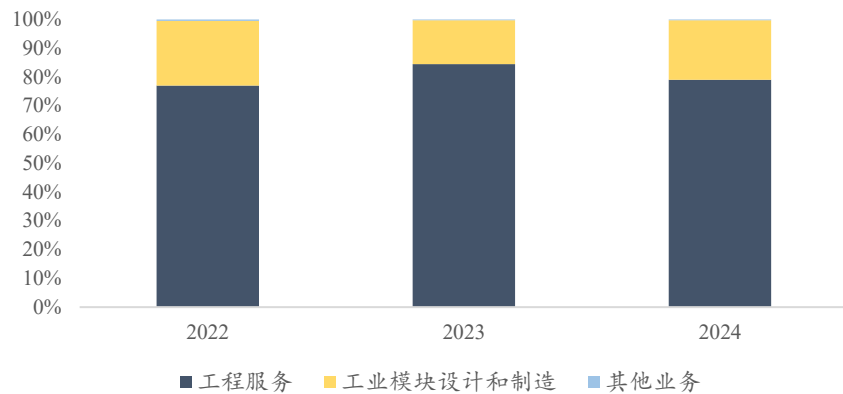


数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

江苏利柏特股份有限公司营业收入主要来源于工程服务业，工业模块设计和制造业务，产品结构占比逐年优化。2022 年以来，公司的主营业务收入逐年增长，2022-2024 年工程服务业收入占主营业务收入比重分别为 77.02%、84.51%和 79.03%，2022-2024 年工业模块设计和制造业务收入占主营业务收入比重分别为 22.54%、15.26%和 20.73%，同时产品结构年际调整，其他主营业务规模占比稳定。

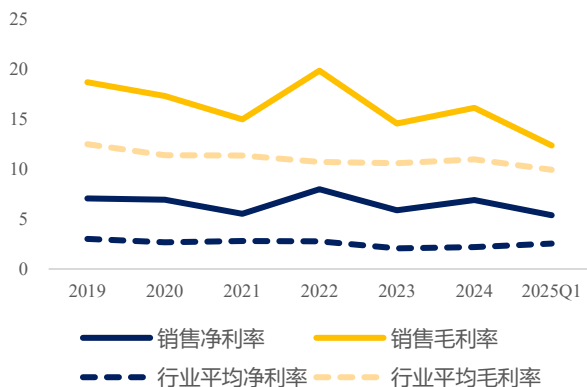
图3：2022-2024 年营业收入构成



数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

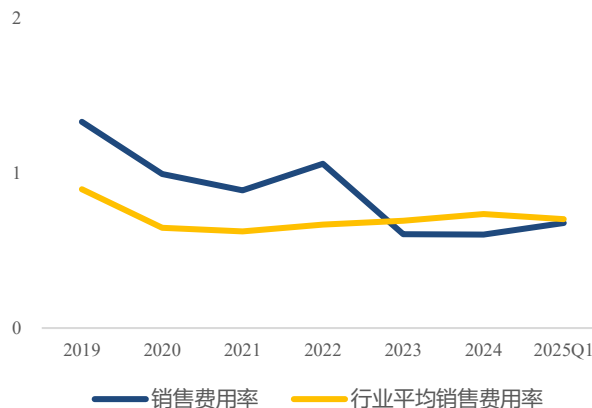
江苏利柏特股份有限公司销售净利率和毛利率在 2022 年出现高点后逐年回落，销售费用率与行业平均水平基本持平，财务费用率和管理费用率近年来保持稳定。2019-2024 年，公司销售净利率分别为 7.05%、6.92%、5.52%、7.97%、5.87%和 6.89%，销售毛利率分别为 18.66%、17.29%、14.95%、19.80%、14.54%和 16.09%。江苏利柏特股份有限公司的销售毛利率和销售净利率表现亮眼，均显著高于行业均值。报告期内，公司营业收入呈稳定增长态势，主要来自于主营业务收入，主营业务突出。公司经过多年积累，凭借领先的模块建造技术、科学的建造流程体系、经验丰富的项目管理团队形成了强大的模块设计、建造能力；公司在化工、能源油气等领域完成了一些具有代表性的成功案例，在行业内具有较高的客户知名度，积累了一批优质的客户资源，从而为公司不断承接工业模块和制造业务订单提供了基础。公司销售费用主要由职工薪酬、办公费、业务招待费和市场咨询费构成。2024 年度公司市场咨询费较以前年度大幅度提升，主要原因系公司为更好地开拓海外业务。公司财务费用率较小，主要原因为公司现金流情况较好，银行借款相对较小。公司管理费用率整体略高于同行业可比上市公司，主要系公司与同行业上市公司产品或服务的应用领域及所处的发展阶段不同。

图4：2019-2025Q1 销售毛利率和净利率水平（%）



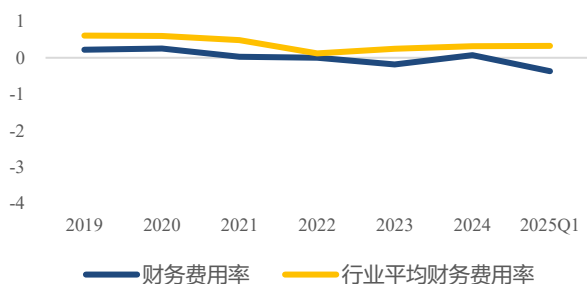
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：2019-2025Q1 销售费用率水平（%）



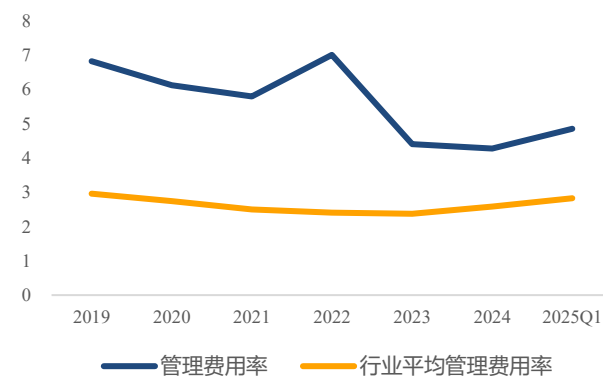
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：2019-2025Q1 财务费用率水平（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：2019-2025Q1 管理费用率水平（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：图 4-7 中的行业平均线，均是通过计算申万二级行业指数的各项费用和主营收入的比值，得到相应的费用率，而不是单个公司的相应费用率的加权平均，这种计算方法在行业集中度比较高的时候，可能会突出主营收入较大的公司的影响，弱化主营收入较小的公司的影响。

### 3.2. 公司亮点

公司是国内少数具备大型工业模块设计和制造能力的企业，深耕行业多年，积累了众多工业模块的设计技术和经验，能够充分考虑大型装置的工艺要求和业主自身的标准规范进行定制化设计；同时，公司拥有行业领先的多项模块制造技术、坐落于优势区位的大型生产基地，为公司大型工业模块的制造及出运提供了保障。公司拥有在国际及国

内开展相关业务的必要资质。在国际市场，公司拥有国际通行的美国机械工程师协会“ASMEU”、“ASMES”资质认证证书，大部分国家对相关产品适用或参考该认证；此外公司还拥有欧盟焊接质量管理体系 EN 认证、加拿大焊接协会 CWB 焊接体系认证、韩国气体安全公社 KGS 认证等国际认证资质，能够覆盖全球大多数国家和地区对工业模块的准入要求。在国内市场，公司拥有《工程设计资质证书（化工石化医药行业甲级；建筑行业（建筑工程）甲级）》及压力管道、压力容器的设计和制造等相关资质，可以根据客户需求为其提供定制化服务。

#### 4. 风险提示

申购至上市阶段正股波动风险，上市时点不确定所带来的机会成本，违约风险，转股溢价率主动压缩风险。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,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。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>