



联合研究 | 公司深度 | 利柏特 (605167.SH)

工业模块生产领军者，核电模块化业务受益

报告要点

公司亮点业务为大型工业模块的设计制造，公司工艺模块主要应用于化工行业，并已延伸到油气能源、矿业、水处理、核电工程等多个行业。2025年2月公司中标中广核工程有限公司宁德二期5BDA、7BUG模块建造安装工程及临时泊位工程，中标价格22618.67万元，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。中国核工业二三建设有限公司，持有公司股份3.68%，公司具有核电背景，结合当前的核电建设周期，有望获取更多核电订单。

分析师及联系人



张弛

SAC: S0490520080022

SFC: BUT917



张韦华

SAC: S0490517080003

SFC: BQT627



司旗

SAC: S0490520120001



刘亚辉

SAC: S0490523080003



张智杰

SAC: S0490522060005

利柏特 (605167.SH)

2026-01-27

联合研究 | 公司深度

投资评级 买入 | 维持

工业模块生产领军者，核电模块化业务受益

利柏特：专注工业模块的 EPFC 全链路服务提供商，海外客户积累深厚

公司亮点业务为大型工业模块的设计制造，公司工艺模块主要应用于化工行业，并已延伸到油气能源、矿业、水处理、核电工程等多个行业。工业模块的设计过程以大型装置所需达到的工艺用途为基础，根据其工艺设备、空间布局等因素，综合应用结构设计、三维建模、总装、管道应力计算、吊装运输等多项设计技术将大型装置拆解成数个模块或将多个相关工艺流程中的设备及管路集成至单个大型模块，并对各个模块的结构、管路、控制系统、安全检测等方面进行详细设计；工业模块的制造过程需应用预制、焊接、拼装、检测、吊装等多项模块制造技术。

大客户合作历史悠久，公司先发优势显著。国际知名企业对于项目的交期、质量、安全方面要求非常苛刻，对于已经完成认证并合作过的供应商往往不会轻易更换。基于以往项目形成的口碑及合作黏性，公司与巴斯夫、林德气体、霍尼韦尔、科思创、优美科、陶氏化学、液化空气、英威达等数十家企业均保持了长期的合作关系，同时也拓展了科慕公司、富美实等知名客户。

核电：或迎来加速成长期，公司技术+股东背景有望充分受益核电模块化

核电是所有“清洁能源”中运营最高效、最稳定的电源。相似的能量转化原理助核电可以实现大功率、长时间稳定供电，这也使得其与火电一样有能力在电网供电环境中承担起“基荷能源”的角色，进而保障能源供给的安全性。2024 年我国核电机组平均利用小时高达 7683 小时，远超过火电 (4400h)、水电 (3349h)、风电 (2127h) 以及光伏 (1211h)，机组利用效率位列所有电源之首。2024 年核电机组核准数量高达 11 台也印证了政策对核电远期发展的积极态度。

2025 年，公司在核电模块化业务上获得重要订单，2025 年 2 月公司中标中广核工程有限公司宁德二期 5BDA、7BUG 模块建造安装工程及临时泊位工程，中标价格 22618.67 万元，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。**2025 年，宁德核电二期项目“应急柴油机厂房大模块”工程在南通利柏特重工有限公司顺利开工，这一工程开创了我国核电建设“工厂造厂房”的全新模式，标志着我国核电工程在模块化、工业化建造领域取得技术新突破。**

展望后续，依托股东中核二三，公司有望与广核建立长效合作。中国核工业二三建设有限公司，持有公司股份 3.68%，该股东之控股股东为上市公司中国核建，中国核建控股股东为中国核工业集团有限公司，公司具有核电背景，结合当前的核电建设周期，有望获取更多核电订单。

可转债募投项目有望年内投产，夯实产能基础，看好未来订单增长

公司可转债募资投向南通生产基地，面积约 48.78 万平米，主要用于石油化工、油气能源及核电工程等行业的大型模块生产制造，建设期预计 2 年，已于 2024 年 4 月开始前期工作。公司已有张家港重装园区基地，生产的大型模块需从厂区运至张家港保税区重装码头，途经开放道路需协调公安、应急等部门封闭道路保障运输安全，在一定程度上加大运输风险，南通项目毗邻长江入海口，可满足公司大型工艺模块运输需求，同时可通过稀缺性的自有码头资源，获取显著的运输优势。

风险提示

1、新签订单不及预期；2、盈利能力不及预期；3、行业竞争加剧；4、核电项目盈利能力不及预期；5、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。

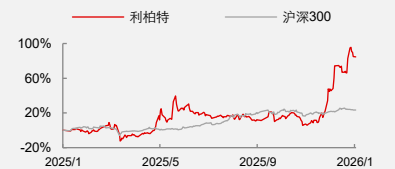
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	17.42
总股本(万股)	44,907
流通A股/B股(万股)	44,907/0
每股净资产(元)	4.40
近12月最高/最低价(元)	18.94/7.57

注：股价为 2026 年 1 月 26 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《核电建设加速，看好利柏特投资机会》2026-01-06
- 《Q1-Q3 工作量有所减少，收入业绩承压》2025-11-09
- 《毛利率有所提升，关注核电业务进展》2025-09-03



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

模块化制造领军者，一体化服务能力领先.....	6
EPFC 全产业链服务体系领军企业	6
模块化业务领域多元，未来成长可期.....	11
核电：碳中和必选路径，迎来加速成长期.....	14
大客户+区位优势助力公司实现业绩释放	19
技术完善资质全面，公司模块化设计制造壁垒高筑	19
大客户合作优势显著，公司未来成长可期.....	22
生产基地区位优势显著，毗邻大额项目有望率先受益.....	24
风险提示.....	29

图表目录

图 1：公司的主要客户情况	7
图 2：利柏特公司发展历程	8
图 3：利柏特公司股权结构（截至 2025 年 3 季报）	8
图 4：公司营收及增速.....	9
图 5：公司归母净利润及增速.....	9
图 6：公司分业务营收与毛利率情况	10
图 7：公司分地区营收与毛利率情况	10
图 8：公司期间费用率.....	10
图 9：公司人均创收	10
图 10：公司经营性现金流净额与净现比情况	11
图 11：公司的模块化建造方式在多个行业均有所应用	11
图 12：巴斯夫项目团队在位于张家港的利柏特车间内讨论	13
图 13：巴斯夫全球首个模块化项目模块运输过程.....	13
图 14：巴西石油 FPSO 5 年规划	13
图 15：中国的核电历史装机容量及核准台数	14
图 16：核电年度利用小时波动幅度远小于其他电源	15
图 17：各类电源机组利用小时对比（单位：小时）	15
图 18：核电季度利用小时季度环比波动幅度远小于其他清洁能源	15
图 19：完整生命周期内各电源种类的温室气体排放强度（单位：克/千瓦时）	16
图 20：2024 年核电机组核准数量高达 11 台（单位：台）	17
图 21：宁德核电“应急柴油机厂房大模块”工程在江苏南通开工	18
图 22：利柏特与中核二三股权穿透（截至 2025 年 3 季报）	19
图 23：公司具有全产业链环节、一体化服务能力.....	22
图 24：公司南通基地位置图	26
表 1：不同模块化产品外观与规格特点	6
表 2：2022-2023Q1 公司重大销售/中标合同.....	9

表 3：工业模块相较于传统浇筑在成本和工期上具有明显优势	12
表 4：核电保障性消纳相关国家政策文件及有关内容	15
表 5：2021 年至今国家层面涉及核电发展的相关文件及论述	16
表 6：公司的模块设计技术情况	19
表 7：公司的模块制造技术情况	20
表 8：公司拥有的资质、许可、备案情况	21
表 9：公司的主要竞争对手情况	21
表 10：公司为主要客户提供的服务情况	22
表 11：工业模块设计和制造项目情况	23
表 12：工程服务项目情况	24
表 13：公司生产基地情况	25
表 14：广东地区已公布的大型投资计划情况	26
表 15：公司模块化业务主要竞争对手情况	27

模块化制造领军者，一体化服务能力领先

EPFC 全产业链服务体系领军企业

公司前身利柏特钢制品有限公司于 2006 年成立于张家港保税区，2011 年经董事会批准利柏特有限公司改制重组为江苏中核利柏特股份有限公司，2016 年，公司为解决同业竞争问题通过收购控股股东利柏特投资旗下的利柏特工程及利柏特建设实现了业务链的进一步拓展，公司业务也由单一的工业模块设计与制造业务拓展至工程总承包、工程设计、工程施工、工程维保等各类工程服务，2021 年公司于上交所主板上市。

公司的亮点业务为大型工业模块的设计制造，公司工艺模块主要应用于化工行业，并已延伸到油气能源、矿业、水处理、核电工程等多个行业。工业模块的设计过程以大型装置所需达到的工艺用途为基础，根据其工艺设备、空间布局等因素，综合应用结构设计、三维建模、总装、管道应力计算、吊装运输等多项设计技术将大型装置拆解成数个模块或将多个相关工艺流程中的设备及管路集成至单个大型模块，并对各个模块的结构、管路、控制系统、安全检测等方面进行详细设计；工业模块的制造过程需应用预制、焊接、拼装、检测、吊装等多项模块制造技术。公司主要产品为工艺模块、管廊模块以及管道预制件。工艺模块的应用领域广泛，不同工艺模块之间用途差异较大，公司具备将各类大型装置进行模块化的设计和制造技术。

表 1: 不同模块化产品外观与规格特点

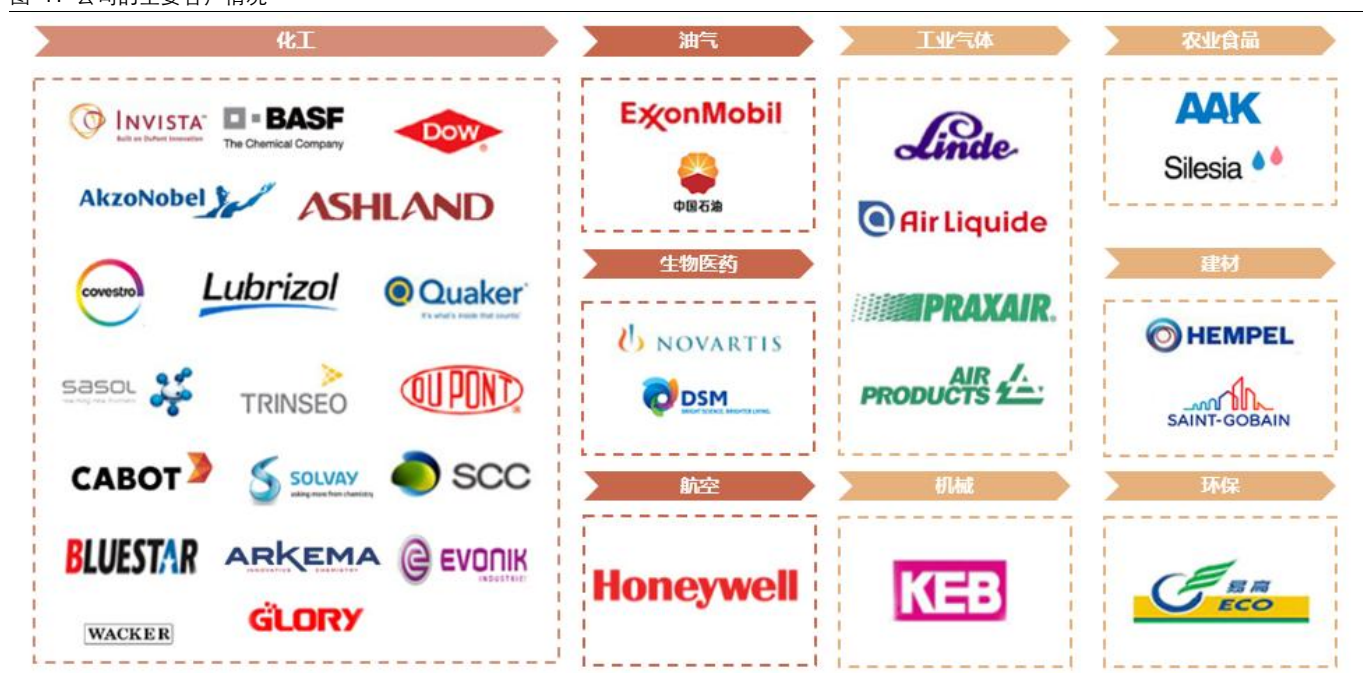
模块名称	模块图示	模块规格及特点	模块名称	模块图示	模块规格及特点
抗氧剂装置模块		该装置中模块需要与工厂内公用设施进行无偏差对接，制造拼装精度要求高；同时该装置中包含有混凝土板，对于运输和吊装要求高	气体分离模块		是目前国内最大单体整装冷箱模块，模块内部管道介质温度低至-196 度，内部空间狭小，设备管路高，主要设备均布置于同一模块内，为行业内首次单体设计和制造的模块
催化重整模块		先进石油炼化工厂装置模块的典型代表，装置中不同材质管道数量多且排布紧密，模块制造的难度和精度要求极高	空分装置模块		相关装置高度模块化，相关设计可复制供重复投资；工艺集合度高，可用于多类别气体分离，对清洁度及质量控制要求高
生物质快速热处理模块		为创新生物燃料生产，涉及工艺设备及材料种类繁多，工艺流程涉及高温，对模块的安装精度及消防等方面要求较高	核电气体分离装置		装置用于核电制氢，为国际热核聚变实验堆辅助装备之一，焊接精度和管道清洁度要求高
汽提模块		模块设计简练精巧，易于搬迁安装；部分管道因介质特性需要进行抛光	制氢模块		装置设计标准化程度高，可根据业主对装置的产量需求任意增减模块数量。该装置涉及介质多具有易燃、易爆等特点，且阀组较多，要求无应力安装、误差极小，对压力管道安装精度要求高
锂电模块		装置为锂矿石加工工艺模块，模块布局紧凑，整体拼装精度要求高	水处理模块		装置将整个水处理车间进行模块化设计，涵盖水处理工艺全过程

<p>矿石筛选模块</p>		<p>装置工艺为矿石筛选和精制，其中筛选、分离、脱水、粉碎、研磨等流程完整，模块数量及设备种类繁多，制造精度要求高</p>	<p>管廊模块 (非工艺模块)</p>		<p>在生产装置中承担着介质输送枢纽的作用，是连接各工艺单元的桥梁</p>
<p>LNG 模块</p>		<p>该系列模块装置系液化天然气 (LNG) 生产安全运行的紧急切断、保护装置模块，保障 LNG 生产安全控制的核心模块。该系列模块装置共计 3 个模块，分别应用于 3 条液化天然气 (LNG) 生产线，单个模块装置尺寸约 47 米*26 米*46 米，重达 3,000 余吨，项目总重达 9,000 余吨</p>	<p>FPSO 上部模块</p>		<p>该装置系浮式生产储油卸油装置 (FPSO) 上部模块中的核心功能模块。发电机、燃气轮机等安装精度要求高，高精大型设备需散件组装安装。该装置由 2 个发电模块，2 个集管模块，1 个公用工程模块，共计 5 个模块组成，总重达 12,000 余吨</p>

资料来源：公司公告，长江证券研究所

大客户合作历史悠久，公司先发优势显著。国际知名企业对于项目的交期、质量、安全方面要求非常苛刻，对于已经完成认证并合作过的供应商往往不会轻易更换。基于以往项目形成的口碑及合作黏性，公司与巴斯夫、林德气体、霍尼韦尔、科思创、优美科、陶氏化学、液化空气、英威达等数十家企业均保持了长期的合作关系，同时也拓展了科慕公司、富美实等知名客户。

图 1：公司的主要客户情况



资料来源：公司官网，长江证券研究所

深耕行业十余年，产业链布局与服务领域均不断延伸。公司的业务发展主要分为三个阶段。2006 到 2010 年为初创期，彼时公司的业务主要集中于冷箱制造、预制管道以及其他小型模块制造，公司在该阶段的发展中逐渐意识到大型装置的模块化制造方式具备缩短建设周期、提高产品质量、降低施工现场安全风险系数及环境污染等诸多优势，对未来大型装置将呈现模块化制造的趋势有了更加清晰的认知。2011 到 2015 年为公司业务的成长期，凭借在初创期积累的优质客户，公司开始承接化工行业大型装置的工业模块

设计和制造业务，取得了巴斯夫、陶氏化学、液化空气等国际知名企业的高度认可。2016年至今为公司业务的快速发展期，通过对利柏特工程及利柏特建设的收购公司在这一阶段逐步形成了“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，公司的经营规模、盈利能力和市场竞争力均得到进一步增强。

图 2：利柏特公司发展历程



资料来源：招股说明书，公司官网，长江证券研究所

公司股权结构稳定，核电背景有望贡献更多核电订单。截止至 2026/1/18，公司实控人为沈斌强、沈翺（沈斌强之子），其他重要的股东包括：1) 振石集团（香港）和石复合材料有限公司，持有公司股份 13.46%，该股东之控股股东振石控股集团有限公司经营范围涵盖玻纤制品、风能基材、复合材料、物流运输、矿产贸易、特种钢材、房地产开发、酒店旅游、医疗健康、金融投资等多个领域，位列中国民营企业 500 强、中国制造业 500 强，旗下拥有三十余家国内外控(参)股子公司，产业布局覆盖美国、西班牙、印尼、埃及等国家，其控股子公司中国巨石在上交所上市；2) 中国核工业二三建设有限公司，持有公司股份 3.68%。

图 3：利柏特公司股权结构（截至 2025 年 3 季报）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

2023 年，公司实现了收入的跨越式增长，同年利润稳步推进；但随着前期订单逐步结算 2025Q1-3 收入业绩有所下滑。2023 年，公司全年实现营业收入 32.42 亿元，同比增长 88.39%；归属净利润 1.90 亿元，同比增长 38.73%；扣非后归属净利润 1.83 亿

元，同比增长 37.81%，2023 年的快速增长主要系在手项目充裕，带动项目执行与结算情况良好。2025 年，公司前三季度实现营业收入 19.83 亿元，同比减少 23.44%；归属净利润 1.78 亿元，同比减少 11.15%；扣非后归属净利润 1.72 亿元，同比减少 8.12%，伴随着前一批订单逐步确收，公司在兑现了大量业绩后，由于新订单规模偏弱，2025 年完成的工作量减少，收入业绩承压。

图 4：公司营收及增速

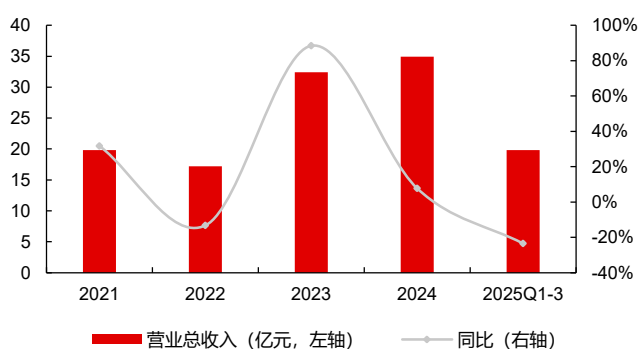
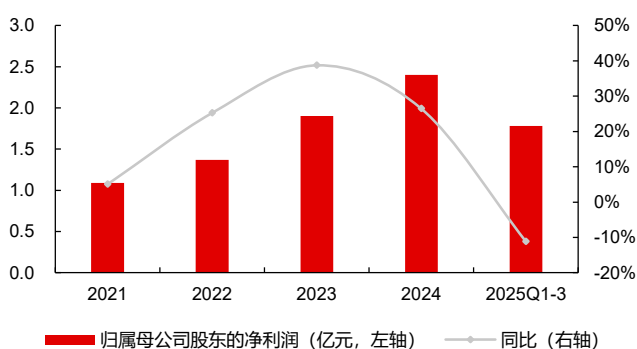


图 5：公司归母净利润及增速



资料来源：公司公告，长江证券研究所

资料来源：公司公告，长江证券研究所

2022-2023Q1 期间公司签订的大量订单是推动 2023 年收入业绩快速增长之主因。根据公司已披露的中标信息，2022 年以来公司共有 7 笔大型的新签订单，合计中标金额预计达 40 亿以上。目前公司的项目执行周期一般为 10 个月-18 个月，周期长的大型项目需要 2 年或 3 年，而 22 年中标的英威达 EPFC 总承包项目、JOGS 模块 M01、M02、M20、M40 和 M41 的施工分包合同与美国雅保年产 5 万吨氢氧化锂锂电池材料项目均将于 2023 年年底完成。

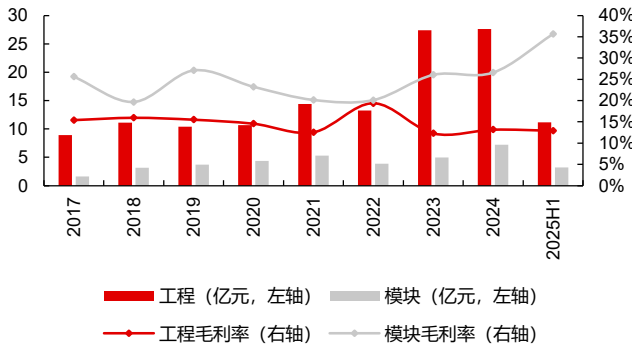
表 2：2022-2023Q1 公司重大销售/中标合同

日期	业主	项目名称	合同金额	项目工期
2023/01/30	巴斯夫	盖斯马尔工厂的 MDI 产能提升项目	5000 至 6500 万美元	2025 年一季度前
2022/12/28	巴斯夫	巴斯夫（广东）一体化项目乙烯区 PAR 模块	22550 万元	2024 年 9 月 18 日前
2022/12/28	巴斯夫	巴斯夫（广东）一体化项目乙烯区土建安装综合工程 B 标段	40813 万元	2025 年 5 月 31 日前
2022/11/17	美国雅保	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	18066 万元	2023 年 10 月 31 日前
2022/08/01	巴斯夫	EPC 工程总承包	15-20 亿元	2022 年 7 月至 2025 年 6 月
2022/04/22	JOGS	模块 M01、M02、M20、M40 和 M41 的施工分包合同	3150 万美元	2022 年 4 月至 2023 年 9 月
2022/02/07	英威达	设计-采购-模块化-施工（EPFC 总承包项目）	127872 万元	2022 年 1 月 28 日至 2023 年 12 月 13 日

资料来源：公司公告，长江证券研究所

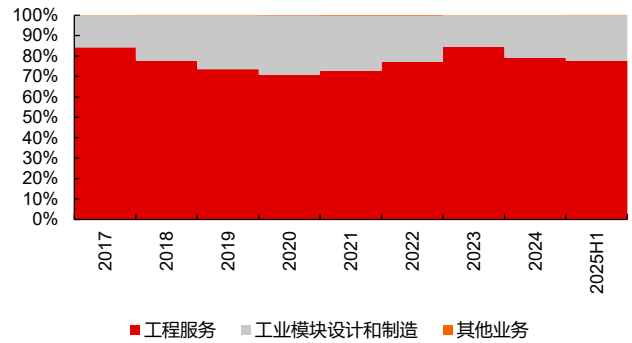
相比工程业务，公司工业模块业务毛利率更高，同时随着 2023 年工程业务的集中结转，未来占比有望持续提升。分业务来看，近年来公司模块化业务占比提升，从 2023 年的 15%逐步提升至 2025H1 的 22%左右，考虑到工程总承包项目中的模块化业务在披露口径上仍按照工程服务类项目进行披露，实际上模块化业务的占比可能会更高。同时公司模块化业务的毛利率水平也一直高于传统的工程服务类业务，自 2023 年以来公司两项业务的毛利率差值一直维持在超过 10%的水平。

图 6：公司分业务营收与毛利率情况



资料来源：公司公告，长江证券研究所

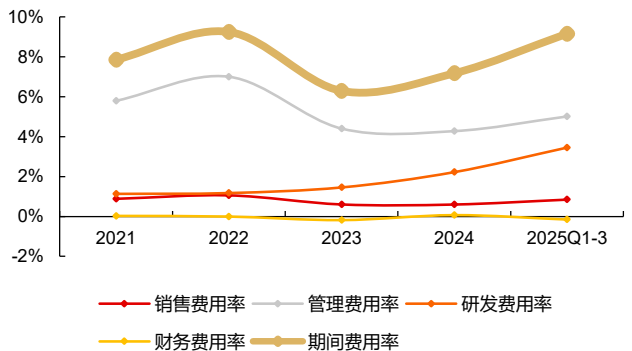
图 7：公司分地区营收与毛利率情况



资料来源：公司公告，长江证券研究所

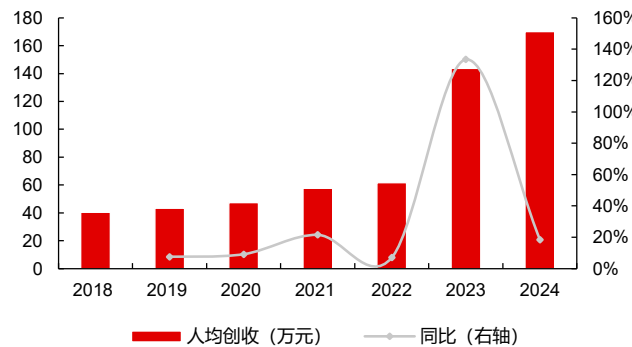
2023 年以来，公司期间费用率有所提升，人均创收再创新高。2025Q1-3，公司综合毛利率 20.44%，同比提升 2.91pct；费用率方面，公司前三季度期间费用率 9.16%，同比提升 1.64pct，其中，销售、管理、研发和财务费用率分别同比变动 0.24、0.78、0.93、-0.31pct 至 0.85%、5.01%、3.45%和-0.15%。人均创收方面，受益于此前工程订单的增长，公司人均创收持续提升，2024 年达到 170 万元。

图 8：公司期间费用率



资料来源：Wind，长江证券研究所

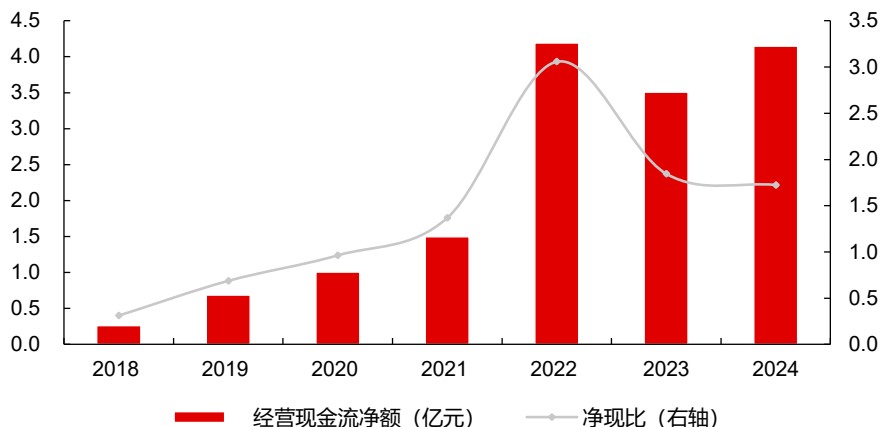
图 9：公司人均创收



资料来源：Wind，长江证券研究所

公司现金流表现健康，净现比维持在较高水平。由于公司的客户以行业知名的跨国企业为主，客户资金实力雄厚、信誉程度较高，项目一般均有预付款，实施过程中有进度款，因此公司 95%以上的应收账款账期均在一年之内，回款情况良好。2024 全年经营活动现金流净流入 4.15 亿元，同比多流入 0.64 亿元。

图 10：公司经营性现金流净额与净现比情况



资料来源：公司公告，长江证券研究所

模块化业务领域多元，未来成长可期

工业界的“装配式建筑”，智能建造新趋势。从原理来看，模块化就是将一个复杂问题自上而下逐层把系统划分成若干模块的过程，每个模块完成一个特定的子功能或者适合分项的单一结构，所有的模块按某种方法组装起来成为一个整体最终完成整个系统所要求的功能。在建筑业中实施模块化的过程即模块化建造。工业模块的设计过程以大型装置所需达到的工艺用途为基础，根据其工艺设备、空间布局等因素将大型装置拆解成数个模块或将多个相关工艺流程中的设备及管路集成至单个大型模块，并对各个模块的结构、管路、控制系统、安全检测等方面进行详细设计。工业模块的制造过程需应用预制、焊接、拼装、检测、吊装等多项模块制造技术，而从具体的安装上来看模块化建造具有一定的安装逻辑与安装次序，十分类似于“搭积木”的过程。

图 11：公司的模块化建造方式在多个行业均有所应用



资料来源：公司官网，长江证券研究所

相较于传统的建造方式，模块化施工具有很多优点。从生产流程上来看，采用模块化制造方式时，模块在工厂内制造，完成后将模块运输至现场进行安装即可投入生产，因此相较于传统的建造方式模块化施工具有很多优点：

1) **有效压缩建设周期，控制施工成本。**模块化可以实现不同模块间的同步制造，从而可以压缩项目建设周期，**对业主抢占市场、收回投资都是助力。**同时模块化也可以更好地对在建设项目进行成本控制，这主要体现在工厂制造材料的利用率高，工厂不仅工人相对比较稳定，还可以更好的利用机械设备，技术上也更加成熟。

以中国石油承建的新疆独山子石化分公司 8 台 15 万吨乙烯裂解炉为例，相比现场安装模式，模块化在几乎各个环节均大幅提升效率，并节省了人员和场地设施成本，平均单台裂解炉建造施工成本减少约 260 万元。

表 3：工业模块相较于传统浇筑在成本和工期上具有明显优势

产品类别	现场安装		整体模块化模式	
	数量	时长	数量	时长
人力	安装工 450-700 人	22 月	安装工 350-450 人	9 月
	筑炉工 150-280 人	10 月	筑炉工 80-120 人	6 月
	仪电工 60-100 人	8 月	仪电工 40-60 人	4 月
	其它（保温、防腐、架子）150-460 人	10 月	其它（保温、防腐、架子）60-100 人	6 月
吊车	450 吨履带吊 3 台	18 月	800 吨龙门吊 1 台	5 月
	250 吨履带吊 1 台	12 月	200 吨龙门吊 2 台	5 月
	600T.M 塔吊 3 台	22 月	600 吨履带吊 1 台	5 月
脚手架杆	规格 9187 米*8 台，共 7.3 万米	18 月	规格 1460 米*9 台，共 1.3 万米	1-6 月
	规格 2200 米*8 台，共 1.76 万米	1-6 月	规格 1500 米*9 台，共 1.35 万米	1-6 月

资料来源：招股说明书，长江证券研究所

2) 有效避免恶劣的施工环境，提升施工质量。石油天然气开采、矿业等行业对于大型装置模块化有着较高需求，主要因为其项目建设地多为人迹罕至的地区且自然环境条件恶劣，不适合大规模现场施工作业，提高了项目建设的难度、周期和成本。而采用模块化制造方式，可以把大型开采及生产装置设计拆解成各种具有功能的中小型模块，在异地制造完成后运输至现场进行简单安装即可生产，有效地避免了恶劣的施工环境。同时由于模块可以在更优良的工厂环境中实施集中生产，工作内容相对固定明确，也可以起到提高制造质量的作用。

3) 有效降低施工风险。采用模块化施工可以有效减少高空风荷下的组对焊接作业，减少高空吊装次数和难度与高空脚手架搭设数量，降低了施工的安全风险的同时也在一定程度上降低了质量隐患。

4) 更有利于产线的升级改造和检修工作。在升级改造或者生产线检维修时通常需要对整条生产线停工，而模块化方式建设的生产线可以在连续生产的情况下，通过不断拆卸单个模块化装置实现整条生产线的升级改造和检修工作，减少了停工损失。

认可度进一步提升，大型化工工程逐步采用模块化方式进行建造。从施工建造方式来看，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成各类工艺模块，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。模块化制造在工厂生产可以缩短施工周期，且模块化制造项目在工厂的维修与技改升级中更具优势。随着越来越多的行业巨头选择模块化制造方式进行项目建设，我们预计模块化制造在化工工程项目中的渗透率有望进一步提升并逐步成为化工工程项目建设的主要方式之一。

图 12: 巴斯夫项目团队在位于张家港的利柏特车间内讨论



资料来源: 公司微信公众号, 长江证券研究所

图 13: 巴斯夫全球首个模块化项目模块运输过程

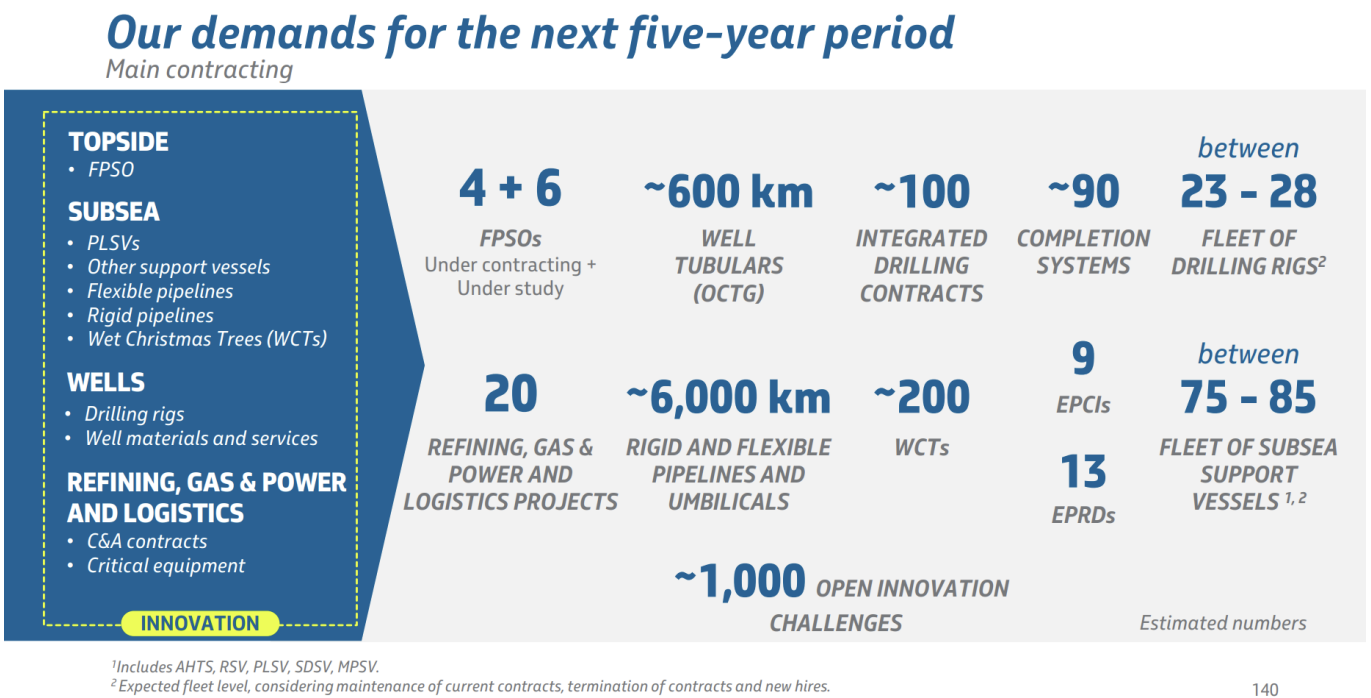


资料来源: 公司微信公众号, 长江证券研究所

立足化工辐射多元, FPSO 有望迎来需求增量。 油气能源方面: 海洋油气储量丰富, 是全球油气供应的重要组成部分, 美国地质调查局 (USGS) 评估也显示世界 (不含美国) 海洋中待发现的石油资源量 (含凝析油) 为 548 亿吨, 待发现天然气资源量为 78.5 万亿立方米, 分别占世界待发现油气资源量的 47% 和 46%。许多油气公司逐渐将目光聚焦于潜力巨大, 开发前景良好的海洋油气资源。

未来或有多家企业推进 FPSO 项目建设。 以巴西石油为例, 根据其发布的《巴西石油 2026-2030 发展规划 (PETROBRAS 2026-2030 BUSINESS PLAN)》, 在 FPSO 领域, 4 艘进入项目推进阶段, 还有 6 艘列入中期研究与储备范围。

图 14: 巴西石油 FPSO 5 年规划



资料来源: PETROBRAS, 长江证券研究所

采用模块化技术建设大型天然气液化工厂或储油卸油船不仅可以有效地降低投资成本和缩短建设周期, 还可以预留升级改造的空间, 因此工业模块在液化天然气和浮式生产储油卸油船等相关建设领域具有相当广阔的市场空间。公司 2022 年 4 月公告签订《为

YINSON FPSO 提供模块 M01、M02、M20、M40 和 M41 的施工分包合同》，合同金额 3150 万美元，后续随着 FPSO 持续放量亦有持续接收该类订单的可能性。

核电：碳中和必选路径，迎来加速成长期

中国的核电发展历史，是一个从落后到追赶的过程，基本分为 5 个阶段：

- 1、起步阶段（1970-1993）：70 年代启动研制，80 年代确定压水堆技术，90 年初期秦山核电投产结束“无核时代”；
- 2、适度发展（1994-2005）：1996 年引入法国核电技术，大亚湾、秦山二期等核电开始逐步建设投产；
- 3、积极推进（2006-2011）：大批量投产二代核电，并自行研制二代改进型核电，积极引进美国、法国三代核电；
- 4、安全发展（2012-2020）：福岛核事故后开启安监排查，核电发展步伐极速放缓，甚至 16-18 年三年“零封”；
- 5、积极发展（2021 至今）：2021 年正式提出“积极有序发展核电”，核电审批数量快速提升。

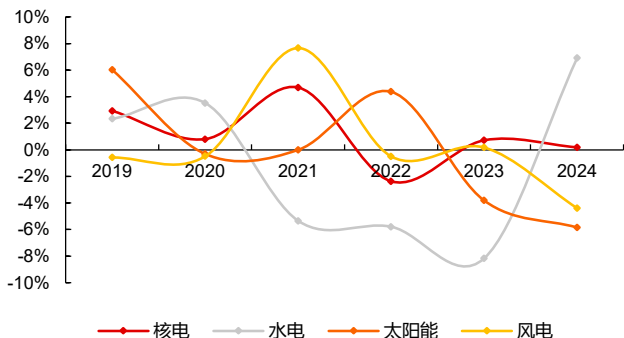
图 15：中国的核电历史装机容量及核准台数



资料来源：同花顺 iFinD，长江证券研究所

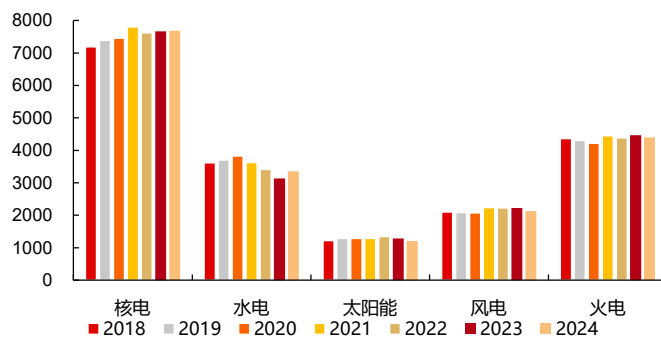
核电是所有“清洁能源”中运营最高效、最稳定的电源。相似的能量转化原理助核电可以实现大功率、长时间稳定供电，这也使得其与火电一样有能力在电网供电环境中承担起“基荷能源”的角色，进而保障能源供给的安全性。2024 年我国核电机组平均利用小时高达 7683 小时，远超过火电（4400h）、水电（3349h）、风电（2127h）以及光伏（1211h），机组利用率位列所有电源之首。

图 16: 核电年度利用小时波动幅度远小于其他电源



资料来源: Wind, 长江证券研究所

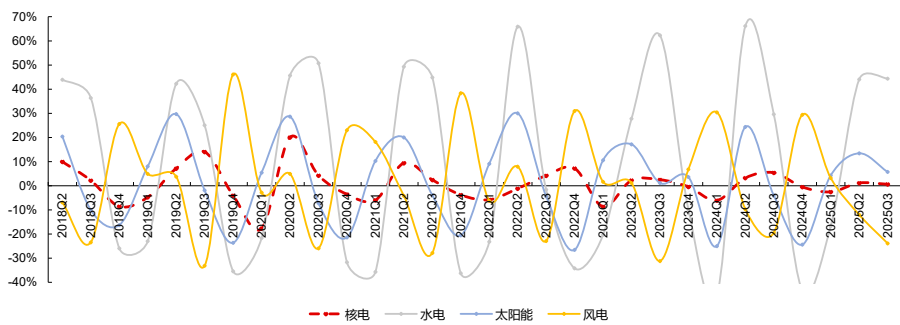
图 17: 各类电源机组利用小时对比 (单位: 小时)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

除年度维度外, 清洁能源的不稳定性最大暴露敞口在季度, 这个维度下核电供电安全性的优势将更加清晰明了: 利用小时季度环比大幅增长对于水电来说通常发生在枯汛之交的二季度, 风电则主要发生在气温显著下降、盛风期逐步来临的四季度, 而光伏存在更加明显的日夜、冬夏区分, 三者高度依赖季节性自然资源从而显现出一定的周期性, 而核电利用小时季度波动幅度远低于水风光等其他清洁能源。

图 18: 核电季度利用小时季度环比波动幅度远小于其他清洁能源



资料来源: 中电联, 长江证券研究所

自 2017 年开始, 国家发改委、国家能源局出台了一系列强力保障核电消纳的政策性文件, 旨在提高核电的利用效率, 减少闲置装机。同时叠加电力市场化改革, 核电相比其他能源具有更强的价格竞争力, 核电企业的营收和盈利能力得到进一步保障。从这一点上, 核电具备和水电一样不惧“销路”的特性, 基本“应发尽发”, 从而具备了穿越经济牛熊周期的能力。

表 4: 核电保障性消纳相关国家政策文件及有关内容

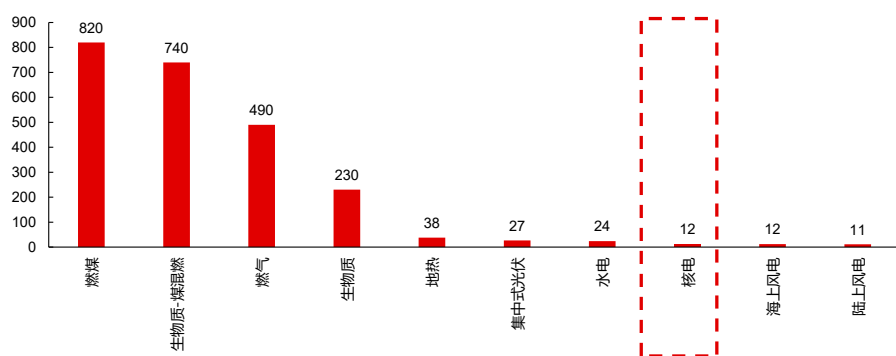
时间	国家部委	文件名称	相关内容
2017-03-01	国家发改委、国家能源局	《保障核电安全消纳暂行办法》(发改能源〔2017〕324号)	明确核电保障性消纳的基本原则为“确保安全、优先上网、保障电量、平衡利益”, 强调按照一类优先保障顺序安排核电机组发电, 严格执行核电优先发电合同, 优先发电权计划按照所在地区 6000 千瓦以上电厂发电设备上一年平均利用小时数的一定倍数确定, 其中倍数按照【全国前三年核电平均利用小时数/全国前三年 6000 千瓦及以上电厂发电设备平均利用小时数】确定
2017-03-29	国家发改委、国家能源局	《关于有序放开用电计划的通知》	强调核电在保障性收购小时内的电量为优先发电计划, 电网负责保障执行核电优先发电计划, 同时提出重点保障核电等清洁能源发电, 优

	(发改运行〔2017〕294号)	先发电计划电量不低于上年实际水平或多年平均水平
2018-10-30	国家发改委、国家能源局《清洁能源消纳行动计划(2018-2020年)》(发改能源规〔2018〕1575号)	指出2018年全国大部分核电要实现保障性消纳,2019年全国核电基本实现保障性消纳,2020年全国核电实现保障性消纳
2019-06-22	国家发改委《关于全面放开经营性电力用户发用电计划的通知》发改运行〔2019〕1105号	强调研究推进保障优先发电政策执行,重点考虑核电、水电、风电、太阳能发电等清洁能源的保障性收购,其中核电机组发电量纳入优先发电计划,按照优先发电优先购电计划管理有关工作要求做好保障消纳工作

资料来源:国家发改委,国家能源局,长江证券研究所

相较于燃烧化石能源的传统发电方式,初始能量来源的差异决定了核电在可持续发展的环保排放上具有显著的优势,使用由铀矿加工形成核燃料的核电在生产过程中除乏燃料外几乎不产生任何排放物,因此核电作为一种清洁能源在环保减排以及能效利用上具有巨大的优势。根据WNA对于不同电源在其完整生命周期内的温室气体排放强度数据统计显示,核电的生命周期温室气体排放当量以12克/千瓦时的水平处于各电源较低水平,不足燃煤发电的1.5%。

图 19: 完整生命周期内各电源种类的温室气体排放强度(单位:克/千瓦时)



资料来源:WNA,长江证券研究所

核电发展再获中长期规划确认,“碳中和”的必选路径值得重视。2021年3月5日总理在十三届人大四次会议上所作的《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”,这是近十年来政府工作报告中来首次使用“积极”一词来形容核电发展工作安排。核电是实现“碳中和”的必选路径之一,运营高效、稳定的核电行业发展有望在“十四五”期间迎来确定性加速。同时,“有序”一词的使用,实际上便是每年核电常态化审批的指引。“积极有序”,已经奠定了未来很长一段时间内核电审批和发展的基调。

表 5: 2021 年至今国家层面涉及核电发展的相关文件及论述

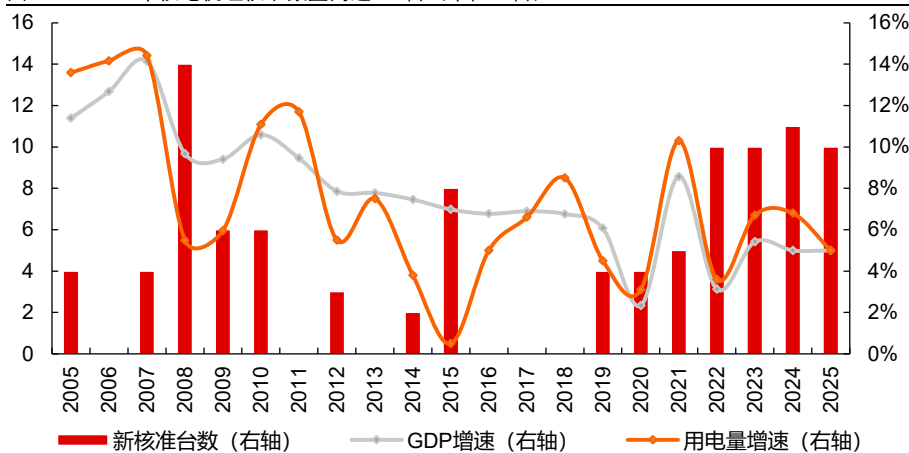
时间	有关文件或部委	详细内容
2021.03.05	《2021 年政府工作报告》	制定 2030 年前碳达峰行动方案,扎实做好碳达峰、碳中和各项工作,优化产业结构和能源结构,推动煤炭清洁高效利用,大力发展新能源,在确保安全的前提下积极有序发展核电。
2021.03.09	国家能源局	制定更加积极的新能源发展目标,推进陆上风电和光伏发电全面实现平价无补贴上网;因地制宜开发水电;在安全的前提下,积极有序发展核电。

2021.03.13	《“十四五”规划和2035年远景目标》	加快发展非化石能源，坚持集中式和分布式并举，大力提升风电、光伏发电规模，加快发展东中部分布式能源，有序发展海上风电，加快西南水电基地建设， 安全稳妥推动沿海核电建设 ，建设一批多能互补的清洁能源基地，非化石能源占能源消费总量比重提高到20%左右。
2022.01.29	《“十四五”现代能源体系规划》	积极有序推动沿海核电项目建设，积极推动高温气冷堆、快堆、模块化小型堆、海上浮动堆等先进堆型示范工程，推动核能在清洁供暖、工业供热、海水淡化等领域的综合利用，推进三代核电关键技术优化升级示范应用。
2023.06.02	《新型电力系统蓝皮书》	积极安全有序发展核电，以保障核电项目安全、高效、经济、可持续发展为目的，开展核电关键技术优化和新一代核电研发应用，加快推动核能综合利用技术应用。

资料来源：中国政府网，国家能源局，长江证券研究所

远期看，核电作为唯一一种具备低碳、稳定且具备广阔空间的电源，将成为护航电力系统稳定的核心抓手。2024年核电机组核准数量高达11台也印证了政策层面对于核电远期发展的积极态度。此外，从经济发展的角度，核电作为典型的重资产行业，投资规模大、单位造价高、计划程度高，在社会固定资产投资，尤其是民间固定资产投资整体承压的时间段，核电投资可以起到平滑经济周期，稳定经济发展的作用。在当前时点整体固定资产投资增速承压阶段，核电作为政策抓手的特点有望再获政策倾斜。

图 20：2024 年核电机组核准数量高达 11 台（单位：台）



资料来源：Wind，长江证券研究所

从 2025 年以来的新签来看，公司在核电模块业务方面取得突破。2025 年 2 月公司中标中广核工程有限公司宁德二期 5BDA、7BUG 模块建造安装工程及临时泊位工程，计划工期：1480 日历日，中标价格人民币 22618.67 万元，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。**2025 年，宁德核电二期项目“应急柴油机厂房大模块”工程在南通利柏特重工有限公司顺利开工，这一工程开创了我国核电建设“工厂造厂房”的全新模式，标志着我国核电工程在模块化、工业化建造领域取得技术新突破。**

图 21：宁德核电“应急柴油机厂房大模块”工程在江苏南通开工

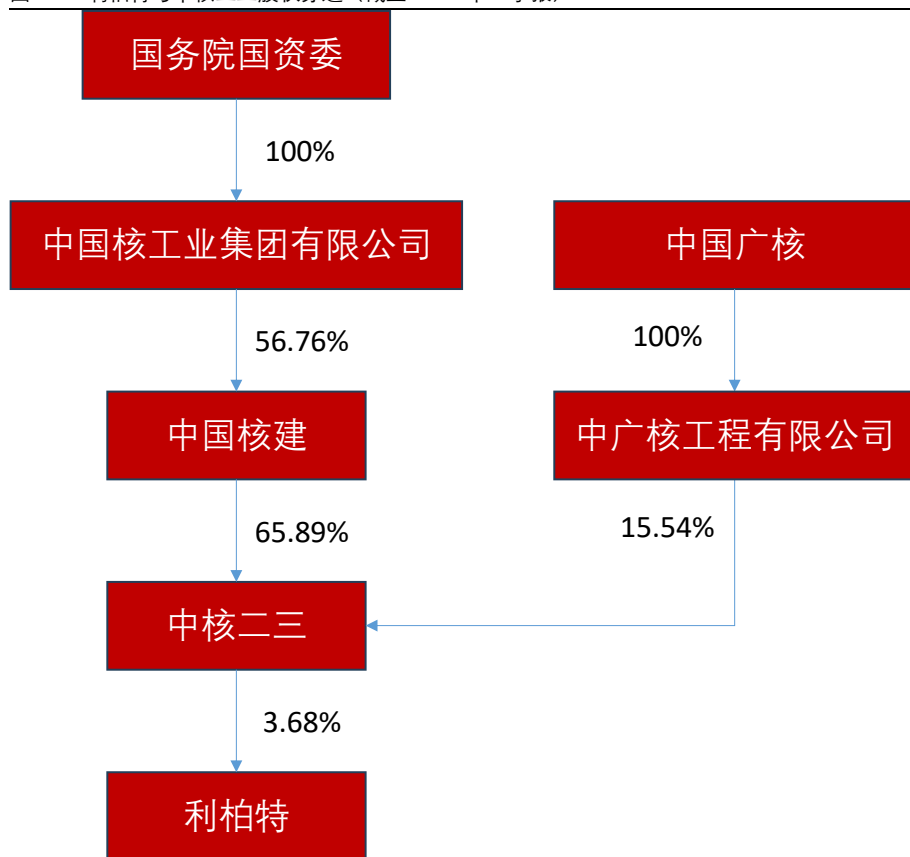


资料来源：新华财经，长江证券研究所

公司股东的核电背景有望贡献更多核电订单。中国核工业二三建设有限公司，持有公司股份 3.68%，该股东之控股股东为中国核工业建设股份有限公司（即上市公司中国核建），中国核建控股股东为中国核工业集团有限公司（简称“中核集团”），**从股东结构来看，公司具有核电背景，结合当前的核电建设周期，有望获取更多核电订单。**

此外，公司实控人同样具有核电背景：公司实控人之一沈斌强先生，于 1967 年出生，厦门大学 EMBA。2008 年 3 月至 2015 年 11 月，担任中核二三苏州分公司负责人。

图 22：利柏特与中核二三股权穿透（截至 2025 年 3 季报）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

大客户+区位优势助力公司实现业绩释放

技术完善资质全面，公司模块化设计制造壁垒高筑

公司是国内少数具备大型工业模块设计能力的企业。公司在工业模块的设计过程中主要由工艺设计、总图设计、管道设计、动静设备设计、建筑结构设计、电气仪表设计、暖通设计、消防及给排水设计等数个设计科室参与。各设计科室以大型装置所需达到的工艺用途为基础并充分考虑客户各项规范及标准，综合应用结构设计、三维建模、总装、管道应力计算、吊装运输等多项设计技术将大型装置拆解成多个模块或将多个相关工艺流程中的设备及管路集成至单个大型模块，并对各个模块的结构、管路、控制系统、安全检测等进行详细设计。设计过程中则采用 SP3D、PDS、PDMS 等多项先进技术软件对大型装置进行仿真绘图，体现出基础结构设备、管道、电缆、仪表托盘等位置关系，从三维模型上避免互相之间的碰撞的同时考虑模块制造后运输条件、吊装、现场施工环境、投产后改造升级及维保等多项因素。

表 6：公司的模块设计技术情况

模块设计技术	对应产品或生产环节	模块设计技术	对应产品或生产环节
结构设计计算	模块结构的详细设计	结构三维建模技术	各类模块的结构详细设计
热量衡算	模块工艺设计计算	模块设计三维建模技术	各类模块的设计碰撞检查、出图、材料清单的加工设计
物料衡算	模块工艺设计计算	管道应力计算	各类模块的管道强度设计

电力计算	各类模块的详细设计	电缆桥架系统优化设计技术	各类模块的电缆桥架系统设计
吊装计算	各类模块的详细设计	3D 激光扫描预拼装技术	各类模块的预拼装设计
模块称重技术	各类模块的加工设计	模块顶升设计技术	各类模块的顶升安装设计
运输设计	各类模块装运的加工设计		

资料来源：招股说明书，长江证券研究所

在大型工业模块项目的执行上公司具备领先的制造技术和科学控制的流程。从模块制造阶段来看，该阶段主要涉及焊接反变形控制技术、模块分层施工技术、模块高精度预拼装和分离技术、模块吊装技术等多项制造技术。同时公司基于工业模块项目的特点以ERP+PCMS（生产条件监控系统）管理系统为支撑，对生产过程实行工序化、流程化和标准化的控制。公司在项目执行过程中采用二维码对各个工序的完成、检查及放行等节点进行流程控制，实现P（策划）、D（实施）、C（检查）、A（改进）各阶段控制的无缝衔接，确保质量控制体系的执行之余还规范了公司设计、生产、项目管理、采购、安全环保、质量检验和服务等多个环节。

表 7：公司的模块制造技术情况

模块制造技术	技术特点及应用
焊接反变形控制技术	避免模块制造过程中焊接应力引起的焊接变形。
模块分层施工技术	分层施工便于作业面的展开，提高施工效率，缩短模块的制造周期。
模块翻滚制造技术	主要应用于结构制造阶段，利用此技术使模块保持在利于焊接工作开展的空间位置。
模块高精度预拼装和分离技术	预拼装可以对模块整体进行检查，对控制阀门和仪表的、气密性以及回路等方面进行测试，及时发现并解决在拼装过程中的问题，减少现场的工作量的同时保证了模块整体制造质量。
模块总装精度控制技术	利用三维激光测量技术，以测量数据为基础，建立精度优化数学模型，提高安装精度的定位与优化，应用于大型模块的制造。
模块临时支撑优化计算技术	通过临时支撑的设计计算，保证模块在制造和运输过程中管道、设备等避免受到损坏。
氦检漏检测技术	应用于高严密性要求的承压设备及管道，以精度、迅速准确的判断工件的泄露情况。
压力试验	应用于检验承压部件的强度和严密性。在试验过程中，通过观察承压部件有无明显变形或破裂，来验证承压部件是否具有设计压力下安全运行所必需的承压能力。同时，通过观察焊缝、法兰等连接处有无渗漏，检验承压部件的严密性。
大型模块自行式液压平板车装载调试技术	分析优化轴线的载荷及调整、受力、稳定性及结构安全，建立连续调载模型及调载水量计算模型，应用于大、中型模块的装船调载。
特殊材料焊接技术	应用于洁净管道、蒙乃尔合金、铬镍铁合金、铝材、锆材、钛材等特殊材料焊接。
模块吊装技术	根据模块的参数（重量、大小等）进行平衡梁计算，选择合理的吊车，同时考虑吊车的站位，吊装的地面荷载和吊装的角度。
机械性能试验	包括并不限于拉伸试验、压缩试验、弯曲试验、剪切试验、扭转试验等，通过各种试验方式确定材料的力学性能是否符合要求。
蓝点法检验	检验亚铁离子污染的一种检验方法，可以检验是否进行钝化处理以及检验钝化效果。
真空度试验	应用于高严密性要求的承压设备及管道。试验要求在80%额定负荷以上，抽气设备停运后，按规定的方法测量单位时间内真空变化，以确定真空系统严密性。

资料来源：招股说明书，长江证券研究所

公司拥有在国际及国内开展相关业务的所有资质。资质方面，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。

表 8：公司拥有的资质、许可、备案情况

资质名称	证书编号	有效期	颁发单位	备注
ASME U 认证证书	41984	2022/12/6	美国机械工程师协会	压力容器制造认证
ASME S 认证证书	46561	2022/12/6	美国机械工程师协会	动力锅炉制造和集成认证
EN1090-1 认证证书	0036-CPR-1090-1.00085.TÜVSÜD.2014.008	2024/3/18	南德意志工业服务有限公司	焊接质量认证
EN1090-2 认证证书	TÜV SÜD-00085.2014.007	2024/3/18	南德意志工业服务有限公司	焊接技术认证
EN ISO 3834-2 认证证书	TÜV SÜD-W-0152.2016.005	2023/4/1	南德意志工业服务有限公司	金属材料焊接认证
CWB 认证证书	JIACH1	2021/5/29	加拿大焊接协会	钢结构预制件及模块向加拿大出口认证
TSSA 认证证书	QA 06133	2023/7/16	加拿大安全标准局	工艺管道的预制、组装、维修认证
KGS 认证证书	ES472	2022/1/23	韩国气体安全公社	压力容器制造认证
特种设备生产许可证	TS3832723-2023	2023/12/30	江苏省市场监督管理局	工业管道安装 (GC1)
特种设备制造许可证 (压力容器)	TS2210949-2021	2021/6/30	国家市场监督管理总局	A2 级, 固定式压力容器类别, 第三类压力容器品种
特种设备生产许可证 (压力容器)	TS1210861-2024	2024/4/28	国家市场监督管理总局	压力容器设计, 固定式压力容器规则设计
特种设备设计许可证 (压力管道)	TS1810368-2023	2023/6/2	国家市场监督管理总局	GB1、GB2 级公用管道; GC (1) (2) (3) 级工业管道
中华人民共和国特种设备生产许可证	TS3831H15-2023	2023/7/23	上海市市场监督管理局	工业管道安装 (GC1)
工程设计资质证书	A135000059	2022/2/14	住房和城乡建设部	化工石化医药行业甲级, 建筑行业 (建筑工程) 甲级
工程设计资质证书	A231025038	2024/12/15	上海市住房和城乡建设管理委员会	市政行业 (城镇燃气工程专业乙级)
建筑业企业资质证书	D231249140	2025/11/5	上海市住房和城乡建设管理委员会	石油化工工程施工总承包一级, 建筑工程施工总承包三级, 机电工程施工总承包三级, 钢结构工程专业承包三级, 施工劳务企业资质劳务分包不分级
安全生产许可证	(沪) JZ 安许证字 [2015]014951	2023/9/15	上海市住房和城乡建设管理委员会	建筑施工

资料来源：招股说明书，长江证券研究所

从竞争格局来看，经过多年的发展，欧美企业在一些核心工艺、专利技术和设计等方面占据优势地位。而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、基础设施的完善性等诸多模块制造相关条件上具有竞争优势。在这样的大背景下，**目前越来越多的海外企业模块化项目选择在中国执行，而国内也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。**

表 9：公司的主要竞争对手情况

业务领域	竞争对手	竞争对手简介
工业模块设计和制造业	上海燕达建设有限公司	上海燕达建设有限公司是专业化模块建造及一体化解决方案承包商，主要从事石油天然气、能源、化工、矿业、海洋工程、水处理、电子、医药及食品等工程建设领域的各类工艺及管廊模块制造与组装、各类设备撬块制造及组装，管道预制，压力容器制造、冷箱制造、控制室及电气模块制造等业务。
	日本森松工业株式会社	上海燕达建设有限公司为林德气体、普莱克斯等公司生产制造冷箱、模块及配件，产品出口墨西哥、印度等十几个国家和地区。 日本森松工业株式会社成立于 1947 年，致力于不锈钢及碳钢压力容器、常压反应、贮存、热交换器设备的制造、安装和研究开发。下游客户涉及建筑、化工、医药、制酒、食品行业。目前，日本森松工业株式会社在华设立了子公司上海森松压力容器有限公司，能够为海洋工程、制药等行业提供模块化服务。

博迈科海洋工程股份有限公司	博迈科海洋工程股份有限公司是一家专注于国际市场的专业模块服务公司，致力于海洋油气工程、液化天然气 LNG 和矿业为主的各类模块设计和集成制造，为国际高端能源和矿业等客户提供服务。
WorleyParsons Ltd (沃利帕森)	沃利帕森是国际知名的跨国国际工程承包商，是资源与能源领域以及复杂工业领域处于世界领先地位的专业工程公司，具体服务范围涵盖能源、化工、环境、水处理、工业基础设施建设、矿产、交通、电力及冶金等多个子领域。沃利帕森在 34 个国家拥有 137 个分支机构、近 30,000 名员工。该公司在澳大利亚证券交易所上市 (ASX:WOR)。 沃利帕森在北京、天津、南京、连云港、沈阳、成都等地均设有办公室。沃利帕森在中国设立有子公司——连云港沃利工程技术有限公司，该子公司具备化工石化医药行业化工工程专业甲级、化工石化医药行业石油及化工产品储运专业甲级、建筑行业（建筑工程）甲级资质，能够在资质许可的范围内开展石化工程设计咨询服务和工程总承包服务。
John Wood Group PLC (伍德)	伍德是一家能源和工业领域的全球领先的跨国公司，服务的行业包括石油天然气上游、中游和下游、控制和工艺、环境与基础设施、清洁能源、矿业、核工业和一般工业部门等。伍德在中国的子公司众一阿美科福斯特惠勒工程有限公司能够提供涵盖工程设计与咨询、工程总承包、生产线技改等项目全生命周期的一站式国际化工程服务解决方案。
东华工程科技股份有限公司	东华工程科技股份有限公司的主营业务为设计咨询以及以设计为主体的工程总承包业务，主要为化工领域客户提供服务，拥有多项化工、石油化工、医药等设计资质。

资料来源：招股说明书，长江证券研究所

大客户合作优势显著，公司未来成长可期

公司拥有行业领先的“设计-采购-模块化-施工”全产业链环节、一体化综合服务能力。

具体而言，公司 EPFC 全产业链环节可以进一步分解为工程总承包（EPC）、工程设计（E）、工程采购（P）、模块化（F）、工程施工（C）和工程维保等五个环节。通过全产业链环节服务，公司能够在每个参与设计、模块制造及施工的项目中积累经验。如通过设计为模块制造及施工的经济性、功能性提供保障。利用模块制造及施工过程中的数据信息形成反馈，为未来其他项目设计提供经验和指导，减少变更工作，不断提升设计能力及设计成果。与不具备全产业链环节服务能力的企业相比，公司在设计、模块制造、施工各单独业务环节、客户开发以及产业协同效应上更具竞争优势。

图 23：公司具有全产业链环节、一体化服务能力



资料来源：公司官网，长江证券研究所

依托公司的全产业链服务能力，目前公司可以针对客户的不同需要进行不同工程阶段的单独或组合服务。根据招股说明书，从 2016 到 2020 年公司为客户提供的服务整体上呈现出更加多元的趋势，我们认为更为多元化的服务将有助于公司增加与客户间的黏性，为公司后续订单的获取打下坚实基础。

表 10：公司为主要客户提供的服务情况¹

业主/年份	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
巴斯夫	F+C	F+E+C	F+EPC+E+C	F+E+C	F+C
林德气体	F+C	F+C	F+C	F+C	F+C

¹ 表中 F 代表工业模块设计和制造、EPC 代表工程总承包、E 代表工程设计、C 代表工程施工。

霍尼韦尔	F+EPC	F+EPC+E+C	F+EPC+E+C	F+EPC+E+C	E+C
科思创	C	EPC+C	EPC+E+C	EPC+E+C	EPC
优美科	EPC	EPC+E	EPC+E+C	EPC+E+C	E+C
陶氏化学	EPC+C	EPC+E+C	EPC+E+C	EPC+E+C	EPC+E+C
液化空气	F+C	F+E+C	F+E+C	F+E+C	F+C
英威达	EPC	E	EPC+E	EPC+E	EPC+E

资料来源：招股说明书，长江证券研究所

经过多年积累，公司已具备化工、能源油气、矿业、水处理行业的工业模块设计和制造项目业绩以及化工行业的各类工程服务业绩。**整体来看，公司项目经历丰富，客户资源优质。**

表 11：工业模块设计和制造项目情况

名称	主要情况	主要项目情况	项目内容
富美实	FMC Corporation，于纽约证券交易所上市，证券代码为 FMC.N，旗下锂业部门业务量位居全球前列，以锂技术领导者的优势作为基础，为电动汽车和其他能源存储应用、聚合物和合成锂合金、高性能润滑剂、以及其他专业用途提供更广泛的产品组合。	Bessemer City LiOH Expansion Project	为富美实位于美国的项目所制造的用于氢氧化锂加工的工艺模块
		Los Patos Water Treatment Plant Project	为富美实位于阿根廷项目所制造的水处理装置模块
科慕公司	The Chemours Company，于纽约证券交易所上市，证券代码为 CC.N，是一家提供钛技术、氟产品和化学解决方案的公司。	Jesup Mineral Sands Mine Development Project	为科慕公司制造的用于矿石筛选和精制的工艺模块
林德气体	林德 (Linde) 及普莱克斯 (Praxair, Inc) 均为全球领先的工业气体和工程公司，于 2018 年 10 月合并为林德气体 (LINDE PLC)，林德气体为全球三大工业气体供应商之一。	40079FG 1st M3800 cold box	为林德气体所制造的用于空气分离的冷箱模块
		19013FG Interconnecting Modules Project	为普莱克斯位于美国的项目所制造的空气分离装置配套的管廊模块
		21952FG T2700 Plant#2 cold box	为林德气体所制造的用于空气分离的冷箱模块
杭氧股份	杭州制氧机集团股份有限公司 (002430)，是目前全球最大的空分设备制造之一。	浙石化二期 KOT10N	为杭氧股份浙石化项目所制造的用于空气分离的冷箱模块
		浙石化 KOT08 冷箱模块项目	为杭氧股份浙石化项目所制造的用于空气分离的冷箱模块
霍尼韦尔	Honeywell International Inc，于纽约证券交易所上市，证券代码为 HON，是全球多元化高科技和制造企业。	Dangote CCR R060 Module Fabrication Project	为霍尼韦尔向尼日利亚石油公司提供的催化重整装置所制造的工艺模块
		KNPC PSA SKID Project	为霍尼韦尔向科威特国家石油公司提供的变压吸附器所制造的工艺模块
巴斯夫	BASF SE，于法兰克福、伦敦、苏黎世多地上市，是全球最大的化工、功能材料、农业解决方案企业之一。巴斯夫作为中国化工领域重要的外商投资企业，主要的生产基地位于上海、南京和重庆，而上海创新园更是全球和亚太地区的研发枢纽。根据巴斯夫发布的《巴斯夫大中华区 2019 年度报告》，目前巴斯夫在大中华区拥有 28 个主要全资子公司，9 个主要合资公司。巴斯夫在大中华区的业务包括石油化学品、中间体、特性材料、单体、分散体与颜料、特性化学品、催化剂、涂料、护理化学品、营养与健康农业解决方案。	BASF MDI 1 Chamber Project	为巴斯夫在美国的 MDI 扩建计划所制造的 MDI 装置预制件
		BASF AO and Infra Project (MIRA)	为巴斯夫位于上海的项目所制造的抗氧剂生产及配套设施装置模块，系巴斯夫全球范围内第一套模块化装置
		BASF Debromination Project	为巴斯夫位于美国的除溴项目制造的工艺模块
液化空气	Air Liquide，于巴黎证券交易所上市，证券代码为 AI，全球三大工业气体供应商之一。	ITER LN2 Project	为液化空气位于法国的 ITER 项目用于生产氦气和氮气的低温工艺模块
		Moerdijk LMA 4.2	为液化空气位于荷兰的项目用于空气分离的冷箱模块

GYGAZ SNC GYGAZ SNC 系德希尼布 (TECHNIP) 所成立之项目公司	ARCTIC LNG 2 PROJECT	为 GYGAZ SNC 位于俄罗斯的大型液化天然气
--	----------------------	---------------------------

资料来源：招股说明书，长江证券研究所

表 12：工程服务项目情况

名称	主要情况	主要项目情况	项目内容
科思创	COVESTRO GROUP，于法兰克福证券交易所上市，证券代码为 1COV，原属拜耳集团下辖材料科技板块，于 2015 年从拜耳集团分立，是全球领先的高科技聚合物材料生产企业。	科思创 HCL 气体回收利用项目	为科思创 HCL 气体回收利用项目提供 EPC 服务
易高	易高生物化工科技（张家港）有限公司和内蒙古易高煤化工科技有限公司系香港中华煤气集团下辖的全资子公司。香港中华煤气有限公司（煤气公司）于 1862 年成立，是香港历史最悠久的公共事业机构，也是香港规模最大的能源供应商之一。公司为超过 190 万客户供应煤气、提供多元化的煤气炉具和应用方案。	张家港易高表面活性剂扩建项目	为张家港易高表面活性剂扩建项目提供 EPC 服务
陶氏化学	Dow Inc.，于美国纽约证券交易所上市，证券代码为 DOW，是全球最大的化工企业之一。	张家港陶氏树脂项目	为陶氏化学年产 1.2 万吨有机硅树脂扩建项目提供机电安装工程服务
英威达	INVISTA，是全球领先的尼龙、氨纶、聚酯和特殊化学品生产商。	英威达尼龙 6,6 聚合物扩建项目	为英威达年产 5 万吨尼龙 6,6 聚合物扩建项目提供 EPC 服务
巴斯夫	BASF SE，于法兰克福、伦敦、苏黎世多地上市，是全球最大的化工、功能材料、农业解决方案企业之一。巴斯夫作为中国化工领域重要的外商投资企业，主要的生产基地位于上海、南京和重庆，而上海创新园更是全球和亚太地区的研发枢纽。目前巴斯夫在大中华区拥有 28 个主要全资子公司，9 个主要合资公司。巴斯夫在大中华区的业务包括石油化学品、中间体、特性材料、单体、分散体与颜料、特性化学品、催化剂、涂料、护理化学品、营养与健康和农业解决方案。	巴斯夫 MIRA GC2 项目	为巴斯夫抗氧剂生产及配套设施二期项目提供地基基础工程、机电安装等工程施工服务
优美科	Umicore S.A.，于比利时上市，证券代码为 UMI.BR，是全球知名汽车催化剂生产企业。	江门优美科龙项目	为优美科工厂公用工程及新建四条生产线提供管道、设备、电气、仪表等工程施工服务
润英联	Infineum International Limited，是一家全球性燃油及润滑油添加剂研发、生产和销售的行业领先企业。	润英联张家港罐区扩建及产品调整技术改造总承包项目	为润英联张家港罐区扩建及产品调整技术改造总承包项目提供 EPC 服务
中化蓝天 霍尼韦尔	中化蓝天霍尼韦尔由中国中化集团有限公司和霍尼韦尔共同组建，后变更为中化集团的控股子公司。公司主要生产和销售用于泡沫隔热材料的 HFC-245fa 发泡剂，是一种可广泛应用于电器、建筑、运输等领域的节能环保材料。	中化蓝天霍尼韦尔 Super-3 项目	为中化蓝天霍尼韦尔建设生产发泡剂生产线项目提供 EPC 服务
帝斯曼	荷兰皇家帝斯曼集团是一家在全球范围内活跃于营养、健康和绿色生活的全球科学公司，已在泛欧交易所上市。其生物材料已广泛用于：医疗器械；创新型药物传递系统；使医疗器械更易于植入的涂层。	靖江帝斯曼蓝天项目	为帝斯曼 VOC 综合治理改造项目提供管道、设备、电气、仪表等工程施工服务
林德气体	林德 (Linde) 及普莱克斯 (Praxair, Inc) 均为全球领先的工业气体和工程公司，于 2018 年 10 月合并为林德气体 (LINDE PLC)，林德气体为全球三大工业气体供应商之一。	广西钦州华谊能源化工配套空分项目机电安装工程	为林德气体新建的化工厂提供机电安装施工服务

资料来源：招股说明书，长江证券研究所

生产基地区位优势显著，毗邻大额项目有望率先受益

截至 2025 年底，考虑 IPO 与可转债募投项目，公司的主要生产基地包括：1) 张家港：

公司于张家港拥有 2 个生产基地，其中位于张家港保税区内工厂占地约 105000 平米，主要定位于模块配套的压力容器、管道、钢结构以及小型模块制造。另一个生产基地位于张家港重装园区，占地约 150000 平米，主要定位于大型模块的制造和总装，能够制

造的最大单个模块可达 70 米*50 米*35 米，重达 8000 吨；**2) 湛江**：湛江生产基地则位于湛江经济技术开发区东海岛石化产业园区，毗邻巴斯夫正在投资建设的一体化生产基地，占地约 50000 平米，主要定位于大型工业模块的制造和总装以及管道预制；**3) 南通**：公司可转债募资投向南通利柏特重工有限公司大型工业模块制造项目，生产基地面积约 48.78 万平方米（包含港池），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，项目建设期预计为 2 年，已于 2024 年 4 月开始前期准备工作。

表 13：公司生产基地情况

地址	占地面积（平米）	业务定位
张家港保税区工厂	105000	模块配套的压力容器、管道、钢结构以及小型模块制造
张家港重装园区	150000	大型模块的制造和总装
湛江生产基地	50000	生产工业模块化产品(包括模块撬块设备、钢结构预制件和管道预制件等
南通基地	487800	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

资料来源：公司官网，公司公告，长江证券研究所

从区位与生产条件来看，公司新建的南通与湛江基地具备如下优势：

1) 虽然张家港重装园区工厂坐落于张家港保税区港新重装码头区域，该深水国际货运码头靠近出海口，能满足公司大型工业模块的全球发运需求，但大型模块需从厂区运至张家港保税区重装码头，途经开放道路需协调公安、应急等部门封闭道路保障运输安全，在一定程度上加大运输风险，**南通项目位于南通市通州湾示范区，毗邻长江入海口，可满足公司大型工艺模块运输需求，同时可通过稀缺性的自有码头资源，获取显著的运输优势。**

图 24：公司南通基地位置图



资料来源：南通项目环评报告书，长江证券研究所

2) 湛江生产基地则位于湛江经济技术开发区东海岛石化产业园区，毗邻巴斯夫正在投资建设的一体化生产基地，占地约 50,000 平米，主要定位于大型工业模块的制造和总装以及管道预制。目前位于湛江的化工产业园已吸引了包括巴斯夫、中科炼化、宝钢在内的国内外大型企业进行基础建设投资，根据湛江政府公布的《湛江经济技术开发区产业园区(2019-2022 年)发展规划》，预计钢铁和石化两大产业相关项目将拉动投资 5,000 亿元以上，产业集聚效应显著。依托湛江生产基地的区位优势公司将进一步提升华南地区工业模块及管道预制件产品需求的配套生产及快速响应能力。**整体来看，公司湛江生产基地区位优势显著，更有望受益于广东地区的一系列大型投资计划。**

表 14：广东地区已公布的大型投资计划情况

序号	投产项目	建设内容及规模	项目单位	投资额/亿元
1	埃克森美孚惠州乙烯项目	一期建设含原油直接裂解制乙烯和下游聚合物装置以及配套装置，二期建设 120 万吨/年乙烯装置、聚乙烯、聚丙烯、丁基橡胶、加氢石油树脂等工艺装置以及配套的公用工程装置、储运包装装置、辅助生产设施和系统工程等	埃克森美孚（惠州）化工有限公司	569
2	揭阳中委广东石化炼化一体化项目	年产 2000 万吨炼油、240 万吨芳烃、120 万吨乙烯	中国石油天然气股份有限公司广东石化分公司	504.07
3	湛江巴斯夫（广东）一体化项目一期（乙烯裂解装置及下游十套生产装置）	建设乙烯裂解装置及下游十套生产装置	巴斯夫一体化基地（广东）有限公司	500

4	茂名丙烷脱氢及下游产品综合利用项目	建设 4 套 100 万吨/年丙烷脱氢装置、6 套 50 万吨/年聚丙烯 (PP) 装置、1 套 100 万吨/年低碳烃裂解制乙烯装置、1 套 40 万吨/年三元共聚装置、2 个 5 万吨级液化烃专用码头及仓储罐区。	东华能源 (茂名) 有限公司	400
5	惠州中海壳牌三期乙烯项目	以 150 万吨/年乙烯裂解装置为核心, 主要包括环氧乙烷/乙二醇、SMPO、POD、 α -烯烃等 14 套化工装置	中海壳牌石油化工有限公司	396
6	惠州大亚湾 PTA 项目及其下游项目	PTA 项目计划生产 500 万吨/年 PTA。PTA 下游项目计划生产 300 万吨/年 PET、100 万吨/年工业丝、100 万吨/年民用丝、50 万吨/年 PBT 工程塑料和 50 万吨/年 BOPET 薄膜	恒力石化股份有限公司	280
7	揭阳 60 万吨/年 ABS 及其配套工程	建设包括 60 万吨/年 ABS、13 万吨/年丙烯腈、0.4 万吨/年乙腈、5 万吨/年丙烯酸甲酯、15 万吨/年废酸再生共 5 套生产装置	中国石油吉化 (揭阳) 分公司	71.67
8	湛江中科合资广东炼化一体化项目	安装建设 30 套工艺装置和 4×450 吨/小时 CFB 锅炉、3×100 万千瓦发电机组及相应配套公用工程, 新增炼油能力 1000 万吨/年、乙烯生产能力 80 万吨/年, 厂外工程包括码头和成品油管道, 码头共 8 个泊位	中科 (广东) 炼化有限公司	66.65
9	惠州石化产品结构优化及升级项目	新建 150 万吨/年芳烃联合装置、100 万吨/年连续重整装置、160 万吨/年加氢裂化装置、40 万吨/年轻汽油醚化装置	中海油惠州石化有限公司	61.49
小计				2848.88

资料来源: 招股说明书, 长江证券研究所

目前公司模块化业务在海外的竞争对手主要包括韩国现代重工、三星重工、大宇重工; 新加坡淡马锡控股下的胜科海事以及东南亚也有一些规模相对较大的船厂或是模块厂。我们认为公司的工业模块设计和制造业务中海外收入占比一直保持较高水平的的原因主要系海外的人工成本较高, 预计未来随着公司生产能力的进一步提升公司在海外的销售收入有望持续走高, 为公司业绩的增长注入新的动力。

表 15: 公司模块化业务主要竞争对手情况

公司模块化业务竞争对手	竞争对手简介	工厂情况	工厂图示
现代重工	现代重工以创造和开拓精神在一个小渔村开始了造船事业, 现已发展成为全球船舶建造量很多的, 全球较大的造船厂。现代重工通过造船行业积累的技术, 进军到海洋设备, 工业成套设备, 发动机, 电子电气设备, 工程机械及新能源领域, 成长为综合性重工业企业。	现代重工生产场面积规模达 635 万平方米	 <div style="font-size: 8px;"> 公司名称 现代重工株式会社 (HYUNDAI HEAVY INDUSTRIES CO., LTD.) 成立日期 1972年03月23日 首席执行官 林英铉, 李相均 员工人数 12, 800 总部所在地 蔚山广域市东区的蔚山环1000 生产场 工厂面积 635万平方米 </div>
三星重工	三星重工是一家从事制造和销售船舶和平台的韩国公司。该公司通过两个部门经营业务。造船部门主要从事液化天然气运输船、油轮、集装箱船、钻船和破冰船油轮、悬浮式原油生产储存装卸设备船舶等的设计和开发。工程和工业部门涉及住宅建筑和土木工程的工程和建设。该公司的产品分销往国内市场 and 海外市场。	在中国山东荣成市设有分厂	

胜科海事

胜科海事总部设在新加坡，在全球范围内提供海上和海洋工程解决方案。

胜科海事在新加坡、印度尼西亚、英国、挪威和巴西均有工厂设施



资料来源：公司官网，长江证券研究所

风险提示

- 1、新签订单不及预期：公司的主要业务，工程总承包与工业模块，受下游客户的需求波动影响较大，伴随着前一批订单逐步确收，公司在兑现了大量业绩后，由于新订单规模偏弱，2025年完成的工作量减少，收入业绩承压。
- 2、盈利能力不及预期：公司模块业务毛利率较高，主要是由于公司下游客户的支付能力较强，以及对供应商交付能力的要求较高，公司在这类客户上积累了长足的技术与服务优势，但如公司后续技术实力与交付能力下降，可能导致盈利能力不及预期。
- 3、行业竞争加剧：公司目前的竞争对手主要是国内外模块供应商，在公司传统优势领域（精细化工）场景内，公司与目标客户的联系较为紧密彰显竞争力，但如果后续客户对供应商多元化的要求提升，亦或是更多企业参与到工业模块的生产当中，可能导致公司未来前景展望下调。
- 4、核电项目盈利能力不及预期：核电项目是关系到国计民生的重大工程，项目相关过程管理与控制较为严格，可能导致工期较长，同时作为重要的民生工程，在项目价格控制上同样有比较严格的限制，多种因素制约下可能导致未来公司核电模块毛利率不及预期。
- 5、盈利预测假设不成立或不及预期的风险：在对公司进行盈利预测及投资价值分析时，我们基于行业情况及公司公开信息做了一系列假设。我们预计随着公司新产能落地，核电、海洋油气、精细化工等订单不断增加，2025-2027年业务将稳步增长，但也存在由于外部环境的不确定性导致对公司盈利预测的假设不成立或者不及预期。若模块业务竞争加剧，收入增长不及预期，同时毛利率低于预期，则悲观情形下预计公司2025-2027年实现营业收入29.30、29.92、30.60亿元，同比变动-16.11%、2.12%、2.28%，毛利率为17.34%、15.59%、15.02%，归母净利润为2.16、1.80、1.86亿元，同比变动-9.99%、16.69%、3.25%。

表：公司收入和利润的敏感性分析（单位：亿元）

项目	基准情形			悲观情形		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
营业收入	29.30	31.71	34.13	29.30	29.92	30.60
yoy	-16.11%	8.24%	7.61%	-16.11%	2.12%	2.28%
毛利率	17.34%	18.46%	19.41%	17.34%	15.59%	15.02%
归母净利润	2.16	2.64	3.29	2.16	1.80	1.86
yoy	-9.99%	21.94%	24.74%	-9.99%	-16.69%	3.25%

资料来源：Wind，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。