

石油石化 VOCs 的监测和治理解决方案供应商

暂无评级

2021 年 11 月 10 日

证券分析师 刘博

执业证号: S0600518070002

18811311450

liub@dwzq.com.cn

证券分析师 唐亚辉

执业证号: S0600520070005

18806288427

tangyh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	118	152	191	242
同比 (%)	-0.6%	29.3%	25.6%	26.8%
归母净利润 (百万元)	31	29	42	54
同比 (%)	2.9%	-4.5%	41.6%	30.5%
每股收益 (元/股)	0.60	0.43	0.61	0.80
P/E (倍)	13.33	18.56	13.10	10.04

投资要点

■ **公司简介:** 深耕石油石化领域, 聚焦油站油库 VOCs 的监测、治理和回收。公司成立于 2000 年, 主要为石油、石化企业提供油气回收在线监测、油气回收治理、液位量测等专业设备、软硬件集成产品及相关服务。1) 主营业务: 油气回收在线监测领域的产品和解决方案为主, 在加油站数据管理领域, 公司采用了数据融合与联动技术, 打通了油气回收在线监测系统、液位量测系统、油气回收治理设备等各产品之间安全、环保、运营数据的交互, 实现了各个产品的联动。2) 财务表现: 2020 年在线监测业务占比提升, 毛利率、净利率和 ROE 稳定。3) 发行规模不超过 1955 万股, 最终募集资金 1.56 亿元, 用于 VOCs 在线监测系统及核心传感器装配测试中心建设项目、研发中心建设项目和补充流动资金。

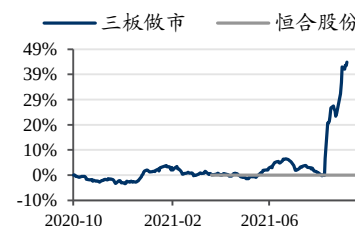
■ **行业判断:** 市场空间广阔+景气度提升, 公司作为龙头市占率仍有提升空间。1) 行业发展: VOCs 监测治理相关政策不断出台、财政环保支出总额持续增长、借鉴欧美发达国家的环保治理发展经验, 行业景气度有望持续提升; 2) 市场空间: 根据 GEP Research 数据, 预计到 2023 年, 我国 VOCs 治理市场规模将达到 666.6 亿元, 较 2019 年数据年复合增长率达 28.5%。而石油化工作为我国针对重点 VOCs 排放行业, 2020 年油气回收在线监测系统业务的整体市场空间约为 208.96 亿元, 保守假设中国境内加油站 50% 的数量为 2000 吨以上加油站, 即仅有 50% 的加油站需安装油站在线监测系统, 以此数据测算估计, 公司油气回收在线监测系统业务的市场空间约为 104.48 亿元。3) 竞争格局: 较为分散, 公司参与了 19 个省 (直辖市、自治区) 油气回收在线监测实施工作, 市占率仅为 1.35%, 仍有充分提升空间。

■ **核心竞争力:** 客户+技术+渠道+产品, 竞争优势明显且有望进一步增强。1) 客户: 公司作为油气回收治理行业的综合产品供应商, 有着较为丰富的行业经验和客户资源, 与中石油、中石化、壳牌等主要客户建立了长期稳定的合作关系。2) 技术: 研发团队拥有丰富的数据挖掘和算法设计经验, 多项专利在手, 获得 2021 年度 (第一批) 北京市“专精特新”中小企业证书。3) 渠道: 直销为主、经销为辅, 公司选择熟悉当地市场且具有丰富经验的服务商合作开发市场, 将与服务商合作开发模式作为重要补充。4) 产品: 前瞻性布局和储备油库在线监测回收系统, 随着 VOCs 治理监测力度的加大和政策的趋严, 行业订单放量在即。

■ **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 0.43、0.61、0.80 元, 发行价对应 PE 分别为 19、13、10 倍。

■ **风险提示:** 产业政策变动风险、下游客户领域较为集中的风险、销售模式导致市场开拓的风险、部分供应商为国外企业的风险等

股价走势



市场数据

发行价(元)	8.00
一年最低/最高价	NA
市净率(倍)	2.04
流通 A 股市值(百万元)	NA

基础数据

每股净资产(元)	2.78
资产负债率(%)	10.17
总股本(百万股)	68.00
流通 A 股(百万股)	NA

内容目录

1. 公司简介：深耕石油石化领域，聚焦油站油库 VOCs 的监测、治理和回收	4
1.1. 主营业务：产品和解决方案为主，聚焦油站和油库的监测回收利用	4
1.2. 财务表现：2020 年在线监测业务占比提升，毛利率、净利率和 ROE 稳定	7
1.3. 募投项目：实际募集资金 1.56 亿元，主要用于现有产能扩建和研发中心	8
2. 行业判断：市场空间广阔+景气度提升，公司作为龙头市占率仍有提升空间.....	10
2.1. 行业发展：政策出台+财政投入+国外经验，行业景气度有望持续提升	10
2.2. 市场空间：2020 年油气 VOCs 整体为 208.96 亿元，2000 吨以上为 104.48 亿元	11
2.3. 竞争格局：较为分散，公司作为龙头治理加油站数量占比仅为 1.35%	13
3. 核心竞争力：客户+技术+渠道+产品，竞争优势明显且有望进一步增强	14
3.1. 客户：与中石油、中石化、壳牌等大型龙头企业建立了长期合作关系	14
3.2. 技术：研发团队拥有丰富的数据挖掘和算法设计经验，多项专利在手	16
3.3. 渠道：直销为主、经销为辅，将与服务商合作开发模式作为重要补充	17
3.4. 产品：前瞻性布局和储备油库在线监测回收系统，行业订单放量在即	18
4. 盈利预测与估值	18
5. 风险提示	20

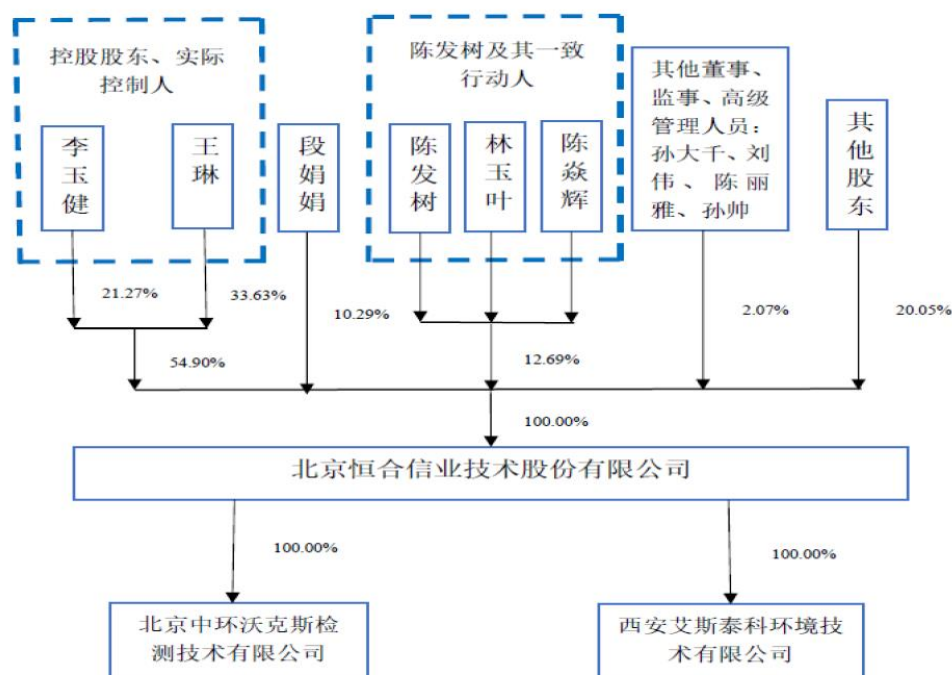
图表目录

图 1: 截至 2021H1, 公司的股权结构及分、子公司情况	4
图 2: 油站在线监测系统	5
图 3: 油库在线监测系统	6
图 4: 二次油气回收设备	6
图 5: 2019-2021H1 年公司营收和净利润情况 (亿元)	8
图 6: 2019-2021H1 年公司的毛利率和 ROE 情况 (%)	8
图 7: 2019-2021H1 年公司分业务收入和同比增速 (亿元)	8
图 8: 2019-2021H1 年公司分业务的毛利率 (%)	8
图 9: 2010-2020 年中国加油站数量 (万座)	13
图 10: 公司已经完成治理的加油站数量占比	13
图 11: 公司开发的智网监测平台构造图	17
表 1: 公司本次公开发行的募投项目 (单位: 台 (套) / 年)	9
表 2: 近年来关于 VOCs 监测治理的政策不断出台	11
表 3: 工业排放源中的 VOCs 来源	12
表 4: 北京和上海安装油站在线监测系统具体情况 (座)	12
表 5: 公司在北京和上海年销售在线监测系统具体情况 (座)	14
表 6: 公司与主要客户的合作历史情况	15
表 7: 2019、2020、2021H1 公司前五大客户及销售收入占比 (亿元)	16
表 8: 2021-2023 年公司分业务产品的订单数量、金额、收入预测	19
表 9: 公司与 A 股部分 VOCs 监测治理标的的估值比较 (截至 2021 年 11 月 3 日)	20

1. 公司简介：深耕石油石化领域，聚焦油站油库 VOCs 的监测、治理和回收

公司成立于 2000 年，是一家从事挥发性有机化合物（VOCs）综合治理与监测服务的企业，主要为石油、石化企业提供油气回收在线监测、油气回收治理、液位量测等专业设备、软硬件集成产品及相关服务。自 2008 年起，公司逐步与大型石油石化企业建立了长期合作关系。经过长期在石油、石化 VOCs 治理领域的深耕，公司目前已成为中石油、中石化、中海油、中化、道达尔、壳牌、BP 等国内外知名石油石化公司的供应商，业务遍及京津冀、长三角、珠三角、川渝等多个地区，在石油、石化行业 VOCs 治理领域奠定了较强的市场地位。公司控股股东为李玉健、王琳夫妇，截至 2021 H1，其合计持有公司股权的 54.90%。

图 1：截至 2021H1，公司的股权结构及分、子公司情况



数据来源：招股说明书、东吴证券研究所

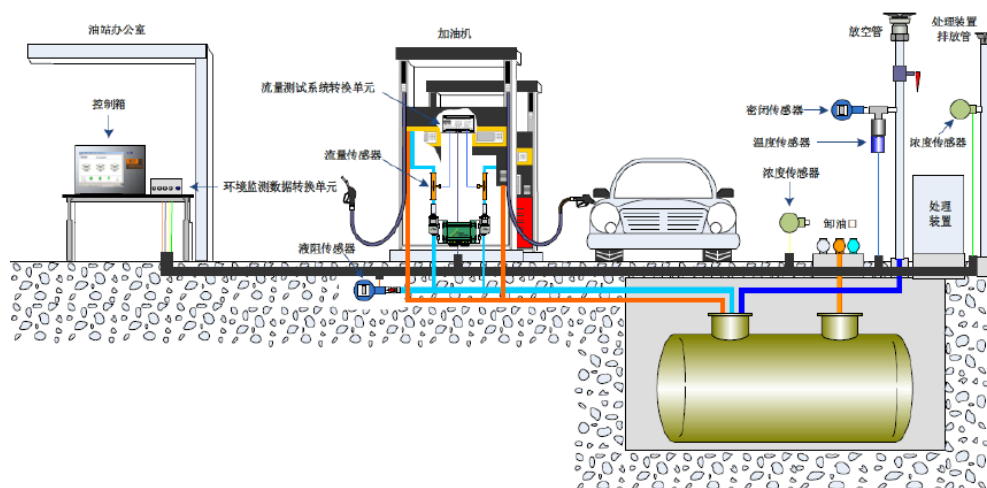
1.1. 主营业务：产品和解决方案为主，聚焦油站和油库的监测回收利用

公司通过自主研发，在所在领域取得多项技术成果。在油气回收在线监测领域，公司凭借丰富的油气回收治理及监测经验，开发了多个数据分析软件算法，实现了油气回收系统密闭性、液阻、气液比三项核心指标的实时自动化监管；在加油站数据管理领域，

公司采用了数据融合与联动技术，打通了油气回收在线监测系统、液位量测系统、油气回收治理设备等各产品之间安全、环保、运营数据的交互，实现了各个产品的联动。

1) **油站在线监测系统**：环保监测、故障诊断和数据服务等功能。该系统主要由在线监测软件及各类传感器等硬件设备组成，可实时监测油气回收过程中的气液比以及油气回收系统的密闭性和管线液阻等情况，将监测数据以及相应安全指标实时反馈给监测人员，以便于加油站管理部门、设备维护部门实时监督油气回收治理设备的工作状态以及加油站的环境状态，当发现异常时系统可提醒维修人员采取相应的措施，有效保障了加油站的运营安全性。此外，该系统会对接当地环保部门的监管系统，将监测数据实时反馈给环保部门，也为环保部门实时监测挥发性有机化合物的排放状态、掌控大气污染情况提供了强有力的支持。

图 2：油站在线监测系统



数据来源：招股说明书、东吴证券研究所

2) **油库在线监测系统**：油库在线监测系统主要由油罐车在线监测、发油平台在线监控、油气回收装置在线监控和网络监控数据中心 等模块 组成。该系统可采集 和监测发油台的油气流量、压力和温度等数据信息并进行分析，对出现的异常情况进行预警。同时，该系统还可对油气回收装置进出口的油气温度的、压力、流量以及 NMHC 浓度进行连续在线监测和报警。此外，该系统可与环保及监管部门联网，实现实时数据传输。

3) **二次油气回收设备**：二次油气回收设备是一种将车辆加油过程中溢出的油气通过真空辅助方式回收储油罐中的油气回收治理设备。二次油气回收设备以油气回收加油枪、真空泵等硬件设备为载体，嵌入公司自主研发的二次油气回收气液比控制软件和油气回收控制系统等软件从而形成的软硬件集成产品。该设备适用于国内各类主流加油机，整体油气回收效率大于 90%，另外，该设备维修较为方便，维修工作可在加油站现

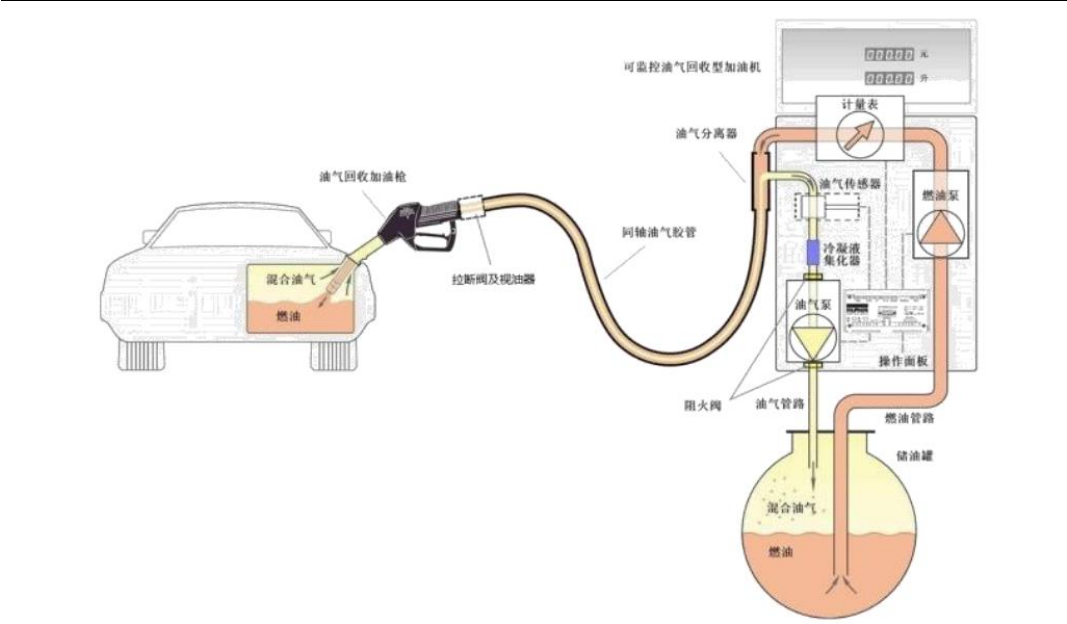
场安全区执行，提高了加油站运营效率，降低了维护成本。二次油气回收设备可有效控制油气造成的危害，起到减少汽油浪费和提高加油站安全运营的作用。

图 3：油库在线监测系统



数据来源：招股说明书、东吴证券研究所

图 4：二次油气回收设备



数据来源：招股说明书、东吴证券研究所

4) 三次油气回收设备：三次油气回收设备利用冷凝及活性炭吸附技术，对加油站地下储罐密封储存的油气以及通过放空管排放的油气进行回收处理，将高浓度油气和液

态汽油返回地下储罐，并将达标气体排放出去，实现提高油气回收效率并控制地下储罐压力的功效。三次油气回收设备搭载有公司自主研发的油气处理装置控制软件，该软件可实时观测三次油气回收设备的回收效果及运行状态等信息。

5) **油站液位监测系统**：由控制箱、软件系统和液位仪探棒组成。该系统搭载多种传感器，主要用于监测油罐内油品的液位、储量和温度等相关指标，通过对上述指标的监测，可以测算罐内的进销存情况、油品质量、油品渗泄漏情况等，系统可在满足生产运营的要求下减少环境污染。同时，该系统支持数据远程传输和系统化管理，为加油站提供数字化的管理手段。该系统采用模块化设计，除用于加油站外，亦可用于一般工业行业所用储罐的油品监测管理。

6) **油站渗泄漏系统**：支持液媒法真空压力法浓度法测漏，可对 SF 双层罐、FF 双层罐、内衬改造双层罐、双层管线、人井底盆、加油机底盆、监测井等关键位置进行实时渗泄漏检测，通过公司自主研发的渗泄漏检测数据管理软件 HLD Monitor 系统可直观显示监测点渗泄漏状态，同时支持声光报警提示。当发现监测点出现渗泄漏时，软件界面会通过改变图标颜色、弹出报警提示框、发出语音报警等方式进行提示。HLD Monitor 软件支持大容量存储，可以查看三年以上的历史数据，同时支持权限管理、报表导出等功能，满足了加油站渗泄漏检测数据管理的需求。

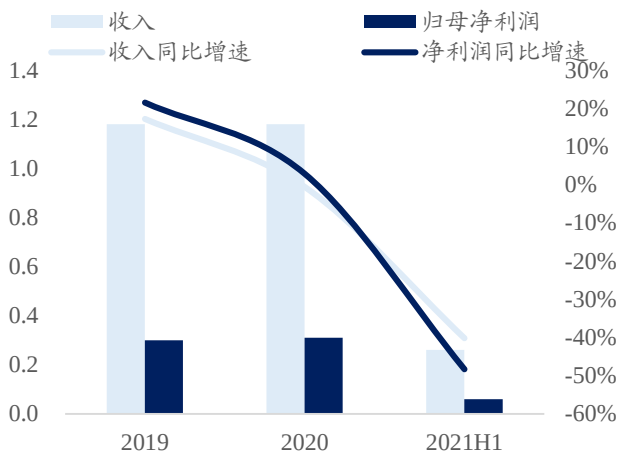
7) **智网监测平台**：是公司基于对石油石化领域的 VOCs 监测与治理的深刻理解和大数据技术，打造的一个以数据为核心、以 Hadoop、Spark 生态圈为主要技术，同时充分利用物联网、分布式集群存储等关键技术的服务于石油石化领域的大数据管理平台。该平台采用模块化设计，可根据客户需求建立站级油气回收在线监测系统、油气回收治理设备、液位量测系统等数据管理平台之间的数据传输通道，实时接收部署在各加油站的油气回收治理设备和监测系统等发送的数据，并进行统计和可视化分析。环保监管单位和石油公司管理部门可以通过计算机或手机、平板电脑等移动设备登录智网监测平台，通过互联网实时查看油气回收等相关系统及设备的运行状态和历史数据，并对各系统设备的运行数据进行分析，形成运行情况的分析报告，为油气回收及监测的监督和维修提供及时可靠的数据服务。

1.2. 财务表现：2020 年在线监测业务占比提升，毛利率、净利率和 ROE 稳定

根据 Wind 数据，公司 2019、2020、2021H1 收入分别为 1.18、1.18、0.26 亿元，同比增速分别为 17.23%、-0.58%、-40.21%；归母净利润分别为 0.30、0.31、0.06 亿元，同比增速分别为 21.52%、2.86%、-48.36%；毛利率分别为 54.08%、58.35%、51.45%，净利率分别为 25.25%、26.13%、24.98%，ROE（平均）分别为 24.57%、21.85%、4.41%。分业务来看：**1) 在线监测业务**：2019、2020、2021H1 收入分别为 0.79、0.97、0.20 亿元，同比增速分别为 61.26%、23.15%、-45.37%，占比分别为 66.90%、82.87%、76.87%；

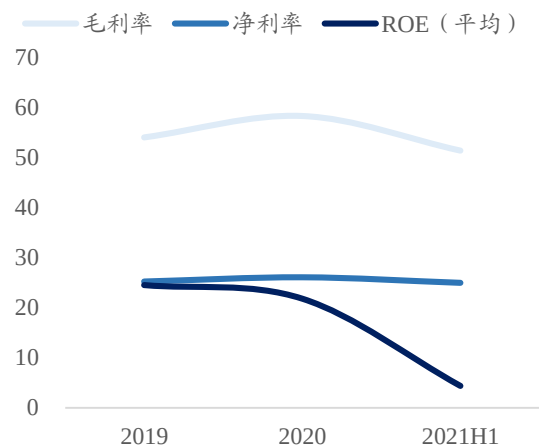
毛利分别为 0.49、0.60、0.11 亿元，毛利率分别为 61.70%、61.41%、57.09%。**2) 液位仪系统业务：** 2019、2020、2021H1 收入分别为 0.18、0.11、0.03 亿元，同比增速分别为 -20.90%、-41.55%、-8.07%，毛利分别为 0.08、0.05、0.01 亿元，毛利率分别为 42.95%、47.55%、35.12%。**3) 二次油气回收系统业务：** 2019、2020、2021H1 收入分别为 0.20、0.08、0.02 亿元，同比增速分别为 -30.26%、-59.57%、-34.13%，毛利分别为 0.07、0.03、0.01 亿元，毛利率分别为 33.26%、36.21%、24.29%。

图 5: 2019-2021H1 年公司营收和净利润情况 (亿元)



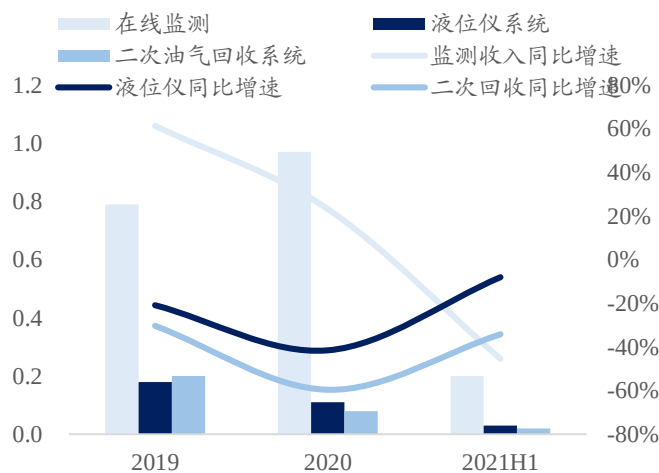
数据来源: Wind、东吴证券研究所

图 6: 2019-2021H1 年公司的毛利率和 ROE 情况 (%)



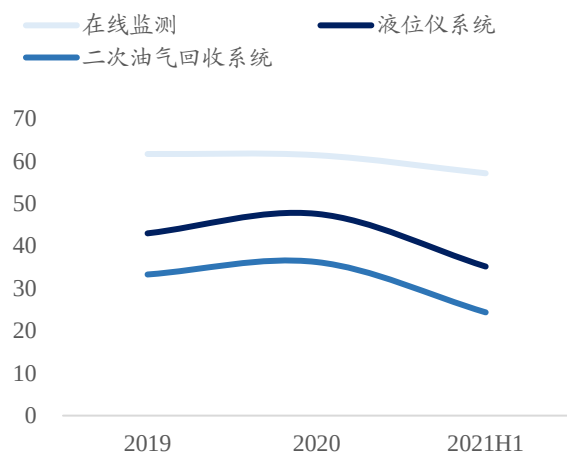
数据来源: Wind、东吴证券研究所

图 7: 2019-2021H1 年公司分业务收入和同比增速 (亿元)



数据来源: Wind、东吴证券研究所

图 8: 2019-2021H1 年公司分业务的毛利率 (%)



数据来源: Wind、东吴证券研究所

1.3. 募投项目：实际募集资金 1.56 亿元，主要用于现有产能扩建和研发中心

根据公司的招股说明书，此次发行规模不超过 1955 万股（考虑超额配售选择权的

情况下)，最终实际募集资金 1.56 亿元，用于：1) VOCs 在线监测系统及核心传感器装配测试中心建设项目；2) 研发中心建设项目；3) 补充流动资金。

1) VOCs 在线监测系统及核心传感器装配测试中心建设项目：进行新型大口径油气流量传感器、磁感式油气流量传感器和挥发性有机物（VOCs）在线监测系统的硬件装配和软硬集成产线的建设。其中，大口径油气流量传感器主要用于储油库在线监测系统，磁感式油气流量传感器主要用于加油站在线监测系统，通过两款核心传感器集成产线的建设，可满足油气回收在线监测系统的业务需求。此外，VOCs 在线监测系统一方面可应用于储油库，另一方面可应用于石油石化行业的固定污染源和厂界石油石化、化工、工业企业、环保等领域。通过 VOCs 在线监测系统软硬件集成产线的建设，可实现对公司产品技术的应用场景拓展，打造面向更广泛应用领域的挥发性有机物（VOCs）的在线监测系统，从而持续推动公司业务和营收规模的快速增长。

2) 研发中心建设项目：主要针对公司加油站油气回收在线监测系统、储油库油气在线监测系统、智网在线监测综合管理平台三大核心产品的技术研发、升级和迭代。公司也将对挥发性有机物（VOCs）在线监测系统在新领域的应用进行研发和拓展，不断强化公司在核心技术的自主研发实力，通过搭建完善的研发环境、扩大研发人员规模，提升企业产品技术创新和研发能力，为企业整体竞争力的提升和业务拓展提供有力支撑。

表 1：公司本次公开发行的募投项目（单位：台（套）/年）

产品	设计产能	设计产量	应用领域
磁感式油气流量传感器	8000	6400	采用先进的磁感式测量原理，用于混合油气精确测量的新型流量传感器，替代原有进口传感器；加油站油气回收在线监测系统核心传感器，自用同时也可可为其他加油站在线监测厂商、加油机厂等提供配套；可用于加油机油气回收闭环调节系统配套传感器；用于其他环保、石油、化工领域小口径混合气体测量
新型大口径油气流量传感器	500	400	基于热式质量流量测量原理的变浓度流量校准核心算法，填补混合气体精确测量领域技术空白；解决大口径管道低流速混合气体介质精确测量的技术难题，在此领域实现国产传感器对昂贵进口超声传感器的替代；储油库油气在线监测系统核心传感器，自用同时也可可为其他储油库在线监测厂商等提供配套；应用于其他环保、石油、化工领域大口径混合气体测量
挥发性有机物（VOCs）在线监测系统	250	200	主要应用于储油库及石油石化行业的固定污染源和厂界挥发性有机物（VOCs）在线监测；也可应用于石油石化、化工、工业企业、环保等领域的环境空气挥发性有机物（VOCs）在线监测系统

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

2. 行业判断：市场空间广阔+景气度提升，公司作为龙头市占率仍有提升空间

1) 行业发展：VOCs 监测治理相关政策不断出台、财政环保支出总额持续增长、借鉴欧美发达国家的环保治理发展经验，行业景气度有望持续提升；2) 市场空间：根据 GEP Research 数据，预计到 2023 年，我国 VOCs 治理市场规模将达到 666.6 亿元，较 2019 年数据年复合增长率达 28.5%。而石油化工行业是我国重点 VOCs 排放行业，2020 年我国油气回收在线监测系统业务的整体市场空间约为 208.96 亿元，根据公司的招股说明书，保守假设中国境内加油站 50% 的数量为 2000 吨以上加油站，即仅有 50% 的加油站需安装油站在线监测系统，以此数据测算估计，公司油气回收在线监测系统业务的市场空间约为 104.48 亿元。3) 竞争格局：较为分散，公司参与了 19 个省（直辖市、自治区）油气回收在线监测实施工作，加油站数量市占率仅为 1.35%，仍有充分提升空间。

2.1. 行业发展：政策出台+财政投入+国外经验，行业景气度有望持续提升

根据生态环境部 2020 年 6 月发布的《第二次全国污染源普查公报》数据，2017 年我国最主要的四类大气污染物为颗粒物、氮氧化物、二氧化碳和挥发性有机物，排放量分别为 1270.50 万吨、645.90 万吨、529.08 万吨和 481.66 万吨。

政策出台：1) 2018 年 7 月，国务院印发《打赢蓝天保卫战三年行动计划》对我国大气污染防治工作进行了部署；2) 2018 年 10 月，全国人大常委会对《大气污染防治法》进行再次修正；3) 2020 年 3 月，国务院印发《关于构建现代环境治理体系的指导意见》，指出要提高企业治污能力和水平，加强企业环境治理责任制度建设，接受社会监督，重点排污企业安装使用监测设备，坚决杜绝治理效果和监测数据造假；4) 2021 年 3 月，全国人民代表大会审议通过了《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》，指出要加强大气污染物排放治理，推进细颗粒物（PM_{2.5}）和臭氧的协同控制，目标在十四五期间实现挥发性有机物排放总量下降 10% 以上，在 2030 年前实现碳达峰，2060 年前实现碳中和。

投资规模：近几年我国财政环保支出总额持续增长。《国务院关于财政生态环保资金分配和使用情况的报告》显示，2016-2018 年，全国财政生态环保相关支出规模累计安排 24510 亿元，年均增长 14.8%。其中，2017 年我国大气污染治理固定资产完成额达到 277.29 亿元，同比增速约为 5.80%。2020 年 1 月，国家发行 7881 亿元专项债，其中用于生态环保项目金额达 837 亿元，占比 10.6%。此外，为推动实现污染防治攻坚战阶段性目标，2020 年，国家大气污染防治资金达 250 亿元，占污染防治资金总额的 41.2%，2021 年，我国大气污染防治资金安排 275 亿元，同比增长 10%，大气污染治理重要性

不断凸显。

国外经验: 由于欧美等发达国家工业化进程较早, 1970 年后, 欧美等国相继印发《清洁空气法案》、《远距离越境空气污染公约》、《国家空气污染排放限值指令》等法规, 加强 VOCs 污染治理。从减排量来看, 1990-2005 年, 美国 VOCs 减排量总计约为排放量的 55%, 1999-2019 年, 欧盟范围内 VOCs 排放量消减约 45%。我国十三五期间的 VOCs 削减量约为 10%, 公司招股说明书预计十四五期间 VOCs 排放总量将进一步下降 10%。根据欧美市场的发展经验来看, 我国 VOCs 治理和减排需求仍然迫切, 治理市场发展空间大, 伴随我国大气污染治理相关标准法规的完善和政策支持力度的持续提升, 我国 VOCs 减排需求将保持增长态势, 行业将进一步发展。

表 2: 近年来关于 VOCs 监测治理的政策不断出台

政策时间	出台部门	政策名称	主要内容
2017.9	环境保护部	《“十三五”挥发性有机物污染防治工作方案》	强调 VOCs 综合治理, 提出到 2020 年, 建立健全以改善环境空气质量为核心的 VOCs 污染防治管理体系, 排放总量下降 10%以上
2018.7	国务院	《打赢蓝天保卫战三年行动计划》	要求重点区域 VOCs 全面执行大气污染物排放特别限值
2021.8	生态环境部	《关于加快解决当前挥发性有机物治理突出问题的通知(征求意见稿)》	加快解决当前挥发性有机物治理突出问题

数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

2.2. 市场空间: 2020 年油气 VOCs 整体为 208.96 亿元, 2000 吨以上为 104.48 亿元

挥发性有机物 (VOCs) 是指参与大气光化学反应的有机化合物, 包括非甲烷烃类 (烷烃、烯烃、炔烃、芳香烃等)、含氧有机物 (醛、酮、醇、醚等)、含氯有机物、含氮有机物、含硫有机物等, 是形成臭氧和细颗粒物 (PM2.5) 污染的重要前体物。我国 VOCs 治理起步于 2007 年, 尚处于成长期的中早期阶段, 是大气污染治理行业继烟气除尘、脱硫、脱硝阶段以后的新兴领域。根据 GEP Research 数据, 2017 年中国 VOCs 治理行业市场规模已达到 150 亿元。2019 年我国 VOCs 治理行业整体发展势头良好, 行业规模较 2018 年相比有所扩大, 2019 年 VOCs 治理、检测和服务 (咨询、培训和运营服务) 等细分领域保持增长, 行业总产值增长 6%以上, 企业总数达 2000 多家。GEP Research 预计到 2023 年, 我国 VOCs 治理市场规模将达到 666.6 亿元, 较 2019 年数据年复合增长率达 28.5%。

其中，石油化工是我国针对重点 VOCs 排放行业开展综合整治工作最早的领域，近几年，我国汽油和柴油消费量快速增长，石化领域的 VOCs 排放量随之升高。成品油在存储和运输过程中的气体挥发是造成石油石化领域 VOCs 排放的重要原因，主要的排放环节包括装卸挥发损失、有机液体储罐挥发损失等。油气散逸会造成臭氧超标、光化学烟雾、油品损耗、安全事故等严重危害，并危害人类健康。我国汽油和七成左右的柴油消费主要通过加油站零售，截至 2020 年，全国境内加油站数量增长至 119000 座，总量呈现快速增长态势，其中中石油和中石化所营加油站占据了总数的一半以上，销量占比超过七成。伴随国家经济的发展和原油战略储备的实施，我国油库、油站的数目将逐年增长。

表 3：工业排放源中的 VOCs 来源

VOCs 产生方式	主要行业	所占比例
含 VOCs 产品的使用	装备制造涂装、半导体与电子装备制造、包装印刷、医药化工、塑料和橡胶制品生产、人造革生产、人造板生产、造纸、纺织印染	53.2%
以 VOCs 为原料的工艺过程	涂料生产、油墨生产、高分子合成、胶粘剂生产、食品生产、日用品生产、医药化工、轮胎制造	20.4%
VOCs 的生产	石油炼制、石油化工、煤化工、有机化工	17.8%
有机物的存储和运输	原油、成品油、溶剂、生产原材料和产品的储存/转运/销售	8.6%

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

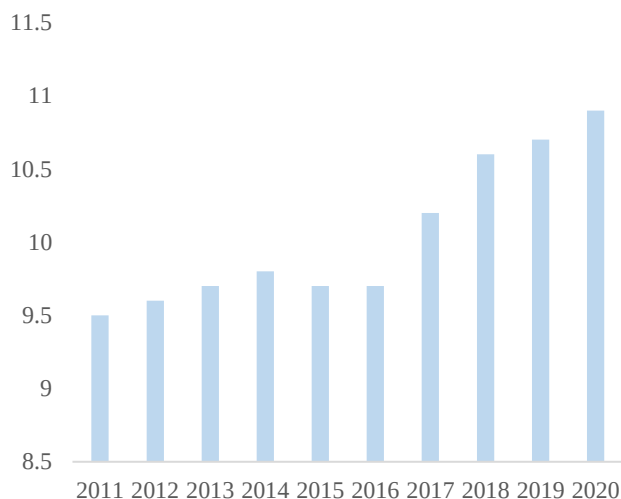
市场空间：2020 年油气回收在线监测系统业务的整体市场空间约为 208.96 亿元，我们保守估算（仅考虑 2000 吨以上）市场空间为 104.48 亿元。根据公司招股说明书，公司服务加油站的单站平均服务单价约为 17.56 万元，按照 2020 年中国境内加油站总量 11.90 万座计算，油气回收在线监测系统业务的整体市场空间约为 208.96 亿元。我们保守假设仅 2000 吨以上加油站需安装油站在线监测系统，北京和上海已安装油站在线监测系统的加油站数量占当地总加油站数量的比例分别为 72.51%和 70.00%，因北京和上海均已基本完成 2000 吨以上加油站油站在线监测系统的安装，且全国范围内 2000 吨以上加油站数量占比应小于北京和上海的水平，因此，我们保守假设中国境内加油站 50%的数量为 2000 吨以上加油站，即仅有 50%的加油站需安装油站在线监测系统，以此数据测算估计，公司油气回收在线监测系统业务的市场空间约为 104.48 亿元。

表 4：北京和上海安装油站在线监测系统具体情况（座）

城市	加油站数量	已安装油站在线监测系统的加油站数量	占比
北京	1004	728	72.51%
上海	811	568	70.00%

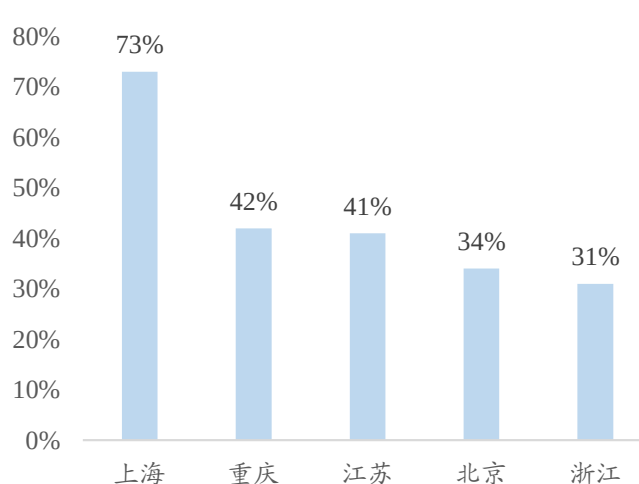
数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图 9：2010-2020 年中国加油站数量（万座）



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图 10：公司已经完成治理的加油站数量占比



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

2.3. 竞争格局：较为分散，公司作为龙头治理加油站数量占比仅为 1.35%

随着 VOCs 治理政策和标准的陆续颁布实施，市场参与者数量不断增长，整体来看，VOCs 污染物具有种类多、排放源涉及行业多和单一排放源排放量较小等特点。单个污染源的治理规模较小，大型治理项目所需技术体系较为复杂，对多类型 VOCs 污染物同时达标的技术要求较高，治理企业需要掌握多种技术，组合完成治理工程。因此，国内 VOCs 治理企业整体处于小而散的状态，行业内具备完成多种类、多污染源综合治理能力的企业较少。根据中国环境保护产业协会废气净化委员的调查统计，截至 2017 年底，我国已有超过 2000 家企业从事 VOCs 治理，其中大部分企业技术较为单一，产值相对较低。根据招股说明书的数据，截至 2021 年 5 月 31 日，全国共 22 个省（直辖市、自治区）市开展了在线监测的实施工作，主要集中在京津冀、长三角、珠三角、川渝及中东部地区，公司参与了其中 19 个省（直辖市、自治区）的油气回收在线监测实施工作，市场覆盖率较高。截至 2021 年 6 月底，公司完成油气回收在线监测系统实施工作的加油站数量共计 1603 座，加油站数量市场占有率仅为 1.35%。根据部分省（市）生态环境局发布的截至 2020 年末的已完成或计划完成实施的加油站数量测算，公司在上海区域的市场占比最高，完成治理加油站的数量约占当地已治理总数量的 73%，在重庆区域的市场占比约为 42%，在江苏区域的市场占比约为 41%，在北京区域的市场占比约为 34%，在浙江区域的市场占比均约为 31%，市场地位显著。目前公司主要深耕石油化工 VOCs 治理领域中以加油站为核心的成品油的储存和销售过程中涉及油气排放管理，并逐步向储油库等领域延伸。随着公司 VOCs 在线监测系统等新产品的推出，将帮助公

司进一步拓宽在储油库、厂界和化工等领域的市场。

表 5：公司在北京和上海年销售在线监测系统具体情况（座）

城市	加油站数量	5000 吨以上规模公司已安装 监测系统的加油站数量	占比	2000-5000 吨规模公司已安装监 测系统的加油站数量	占比
北京	1004	107	10.66%	142	14.14%
上海	811	134	16.52%	278	34.28%

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

3. 核心竞争力：客户+技术+渠道+产品，竞争优势明显且有望进一步增强

1) 客户：公司作为油气回收治理行业的综合产品供应商，有着较为丰富的行业经验和客户资源，长期服务于石油石化企业，与中石油、中石化、壳牌等主要客户建立了长期稳定的合作关系。2) 技术：研发团队拥有丰富的数据挖掘和算法设计经验，多项专利在手，获得 2021 年度（第一批）北京市“专精特新”中小企业证书。3) 渠道：直销为主、经销为辅，公司选择熟悉当地市场且具有丰富经验的服务商合作开发市场，将与服务商合作开发模式作为重要补充。4) 产品：前瞻性布局和储备油库在线监测回收系统，随着 VOCs 治理监测力度的加大和政策的趋严，行业订单放量在即。

3.1. 客户：与中石油、中石化、壳牌等大型龙头企业建立了长期合作关系

公司产品的主要客户群体是中石油、中石化、壳牌等大型石油化工企业下属的加油站、油库以及国内民营加油站等，2019、2020、2021H1 公司前五大客户的销售收入合计分别为 0.89、0.91、0.20 亿元，占比营业收入分别为 75.57%、77.70%、75.86%。通过在油气回收治理领域的长期深耕，公司积累了丰富的客户资源，先后服务中石油、中石化、中海油、陕西延长等客户，与相关客户具有较长的合作历史，且一直保持业务的稳定。同时，公司部分客户在安装油气回收在线监测前，就曾向公司采购过二次油气治理设备或液位量测系统。因此，公司作为油气回收治理行业的综合产品供应商，有着较为丰富的行业经验和客户资源，公司长期服务于石油石化企业，与中石油、中石化等主要客户建立了长期稳定的合作关系。

表 6: 公司与主要客户的合作历史情况

客户名称	开始合作时间	合作历史
中石化	2009	公司在 2009 年中标中国石化销售股份有限公司的二次油气回收设备供应商名录，成为了合格供应商，开启了与中石化的合作；2010-2015 年，二次油气回收设备进入蓬勃发展期，中石化广东、浙江、江苏分公司陆续与公司开启合作；2016 年，公司在液位仪数据采集接口技术方面的研发突破，通过石化盈科的测试，开始在液位量测系统业务领域与中石化开始合作；随着我国油气回收在线监测系统业务相关政策的推动，2017 年，公司开始向中石化北京分公司批量销售油气回收在线监测系统，2018 年至今，公司又相继向中石化上海、江苏、浙江分公司安装油气回收在线监测系统
中石油	2008	公司自 2008 年开始就油气回收设备与中石油展开初步合作；2012 年 9 月，公司成功入围中石油销售公司物资供应商入围招标项目加油站液位仪，成为了合格供应商，开启了与中石油就液位量测系统业务的合作；随着政策转变与液位量测系统存量市场的减少，公司与中石油的合作重心由液位量测系统逐步转向具有更高毛利率和更高附加值的油气回收在线监测系统，2017 年，公司开始向中石油北京分公司批量销售油气回收在线监测系统，2018 年起，公司又相继向中石油上海、江苏、浙江分公司销售油气回收在线监测系统，油气回收在线监测业务在中石油全国业务逐渐铺开
壳牌中国	2009	为满足《加油站大气污染物排放标准》（GB20952-2007）的要求，保证油气回收系统密闭性，油站不能再采取人工量油方式，致使壳牌公司对自动量油设施液位仪有了需求，2009 年，公司通过壳牌签订的液位量测系统全球协议成功进入其供应商名录，开启了液位量测系统业务后续的合作，并一直保持稳定合作关系；2019 年后，随着我国油气回收在线监测系统业务相关政策的推动，公司开始为壳牌及其合资公司提供油气回收在线监测系统产品，壳牌油气回收在线监测系统业务有所提升
陕西延长	2010	陕西延长与壳牌集团有下辖较多合资站，公司通过壳牌签订的液位量测系统全球协议成功进入其供应商名录，开启了液位量测系统业务后续的合作；2010-2017 年，陕西延长在液位量测系统业务保持稳定波动，2018 年后，液位量测系统业务收入有所下滑；2012 年-2015 年，延长壳牌响应国家号召进行油气回收治理，公司中标并向延长壳牌批量销售了二次油气回收设备；随着油气回收在线监测系统业务相关政策的推动，公司与陕西延长就油气回收在线监测系统业务亦展开合作，2017-2018 年，

公司在北京、广东、四川等地陆续与延长壳牌开展油气回收在线监测业务

上海
仁熠

2017

上海仁熠从2017年开始成为公司油气回收在线监测系统业务的经销商，主要经营上海地区的业务，该经销商在上海地区先后服务过中石油、中石化、中海油及道达尔等大型石油石化公司，积累了丰富的行业经验和客户资源

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

表 7：2019、2020、2021H1 公司前五大客户及销售收入占比（亿元）

2019 年前 五	营业收入	占比	2020 年前 五	营业收入	占比	2021H1 前五	营业收入	占比
中石化	0.42	35.23%	中石化	0.52	43.97%	中石油	0.09	33.07%
中石油	0.17	14.35%	中石油	0.17	14.46%	中石化	0.06	24.23%
延长石油	0.15	12.48%	延长石油	0.12	10.43%	正星科技	0.02	7.58%
正星科技	0.12	10.04%	上海仁熠	0.06	4.82%	延长石油	0.01	5.59%
壳牌中国	0.04	3.47%	壳牌中国	0.05	4.03%	中海油	0.01	5.38%
合计	0.89	75.57%	合计	0.91	77.70%	合计	0.20	75.86%

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

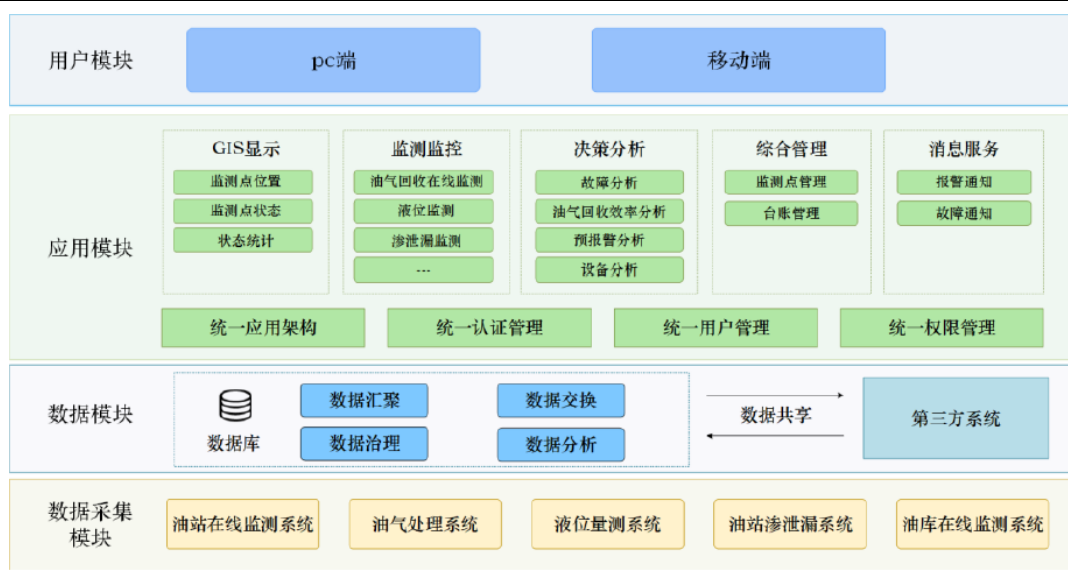
3.2. 技术：研发团队拥有丰富的数据挖掘和算法设计经验，多项专利在手

公司结合长期以来积累的本地化实践和改良经验，不断对产品进行适应于我国油品及环境特性的本地化改造和优化，产品质量得到广泛认可。同时，公司研发团队依据多年对组分复杂多变的汽油油气的流量测量经验和技术积累，采用公司提出的全新数据处理算法和浓度校准等算法，使得产品更好地满足在中国汽油饱和蒸汽压和油气组分情况下的应用。比如在油气回收在线监测领域，公司凭借丰富的油气回收治理及监测经验，陆续开发了油气回收在线监测系统 V1.0、油气回收在线监测系统软件 V1.1、智点加油站在线监测软件 V3.0、智点加油站在线监测软件 V3.5、智点加油站在线监测软件 V5.0 等多个数据分析软件算法，不断提高了油气回收在线监测系统密闭性、液阻、气液比三项核心指标自动化监管的实时性和准确性。

公司通过与具有足够优势的国外配件供应商合作和对产品进行本地化创新优化，不断加强配件及软硬件产品的适配性，推动市场份额稳步的增加。公司拥有多年经营加油站油气回收及监测的数据基础及自主研发经验，使得核心技术的壁垒无法在很短的时间内突破，公司的核心技术应用于公司的核心产品，为公司在激烈的市场竞争中取得一定的竞争优势。公司有能力和下游市场提供高性能、高性价比、高可靠度的产品。同时，

公司也通过不断的自主研发和软件迭代，形成了丰富的产品体系。公司打造的专业研发团队、构建的创新软件架构体系和底层应用，也将为客户持续提供高质量的产品及服务，并为公司盈利打下了坚实基础。出于对公司专业化、创新化及综合实力的认可，公司近期获得北京市经济和信息化局颁发的 2021 年度（第一批）北京市“专精特新”中小企业证书。

图 11：公司开发的智网监测平台构造图



数据来源：招股说明书、东吴证券研究所

3.3. 渠道：直销为主、经销为辅，将与服务商合作开发模式作为重要补充

公司一直以来均以直销为主、经销为辅的模式进行产品销售，其中直销模式为公司的主要销售模式。直销模式下，公司主要客户为中石油、中石化、延长石油等大型国有企业，该类企业主要通过招标方式下达采购需求。公司凭借自身的技术水平、产品可靠性及多年来积累的行业经验和品牌等多方面的综合优势独立通过招标获取业务机会，在中石油、中石化等主要客户省级分公司招标中具有较强的先发优势。公司已在北京、上海、广东、江苏、福建、安徽等十余个全国省级重点治理区域入围相关客户的供应商名录，并在入围后签署相关采购框架协议。由于油气回收在线监测系统的相关产业政策推动迅速，下游客户落实相关政策具有较强的紧迫性，且公司下游终端客户地域分布较为广泛，公司销售人员难以做到全国范围的覆盖，因此尽管公司已成功入围省级供应商名录或签署采购框架协议，但基于提高市场拓展效率，迅速在各个地级市、区或县终端加油站推进实施的考虑，公司选择熟悉当地市场且具有丰富经验的服务商合作开发市场。合作开发模式有利于发挥公司的品牌优势，迅速占领市场，随着公司自有市场开发团队的逐渐扩大，不断积累终端客户基础并产生用户粘性效应，服务商对公司的销售作用影响将不断下降。

3.4. 产品：前瞻性布局和储备油库在线监测回收系统，行业订单放量在即

公司依托油站在线监测系统积累的技术与经验，并经过反复研发与优化，2019-2021 年陆续研发了储油库油气回收在线监测系统、储油库油气回收在线监测系统 V2.0 和储油库油气在线监测系统 3.0，并同步开发了多款油库在线监测系统软件及相关核心传感器。储油库在线监测软件 V2.0 是结合大口径低流速管路油气流量测量浓度校正算法，通过大量实验室和现场测试，以国内汽油饱和蒸气压和组分情况为模型，在油站在线相关算法基础上增加了不同温度下理论油气浓度参量研发而成的一款油库在线监测系统软件，该软件搭配油库在线监测系统相关硬件大幅提升了油气流量测量的范围和测量精度并实现了油库在线监测系统的自动化检测。

上述优势为公司开展相关业务奠定了良好的基础。2020 年，广东、浙江两地已率先在当地开展油库油气回收在线监测系统的试点工作，公司作为试点单位之一参与并取得良好的试点效果，我们预计上述两地将陆续开展油库油气回收在线监测系统建设工作。同时，安徽、江苏、四川等地已于 2021 年陆续开展油库油气回收在线监测系统的招标工作，公司已参与上述地区的招标并已在江苏和安徽地区成功中标，四川地区尚在等待招标结果。截至 2020 年，中国境内储油库总量超过 3000 座并不断增加，上述市场使得油库在线监测系统具有丰富的市场空间，随着 VOCs 治理监测力度的加大和政策的趋严，公司油库在线监测系统业务有望快速放量。

4. 盈利预测与估值

核心假设：1) 订单数量：根据公司历史订单和在手订单情况，我们预计 2021-2023 年，油气回收在线监测系统分别为 786、1022、1328 个，同比增速分别为 20%、30%、30%；液位量测系统分别为 485、485、485 个；油气回收治理设备分别为 314、314、314 个；智网监测平台分别为 8、12、18 个，同比增速分别为 166.67%、50.00%、50.00%；检测服务分别为 28、56、112 个，同比增速分别为 154.55%、100.00%、100.00%。

2) 订单单体金额：我们选取 2018、2019、2020、2021H1 订单单体金额的平均值，油气回收在线监测系统为 18.51 万元、液位量测系统为 3.23 万元、油气回收治理设备为 4.17 万元、智网监测平台为 47.07 万元、检测服务为 1.56 万元。

3) 营业收入：2021-2023 年，在线监测分别为 1.23、1.60、2.08 亿元；液位仪系统分别为 0.14、0.14、0.14 亿元；二次油气回收系统分别为 0.11、0.11、0.11 亿元；智网监测平台分别为 0.03、0.05、0.08 亿元；检测收入规模较小，忽略不计。

表 8: 2021-2023 年公司分业务产品的订单数量、金额、收入预测

订单数量 (个)	2021E	2022E	2023E
油气回收在线监测系统	786	1022	1328
液位量测系统	485	485	485
油气回收治理设备	314	314	314
智网监测平台	8	12	18
检测服务	28	56	112
订单金额 (万元)	2021E	2022E	2023E
油气回收在线监测系统	14552.69	18918.50	24594.05
液位量测系统	1565.54	1565.54	1565.54
油气回收治理设备	1306.31	1306.31	1306.31
智网监测平台	376.60	564.89	847.34
检测服务	43.70	87.41	174.81
营业收入 (万元)	2021E	2022E	2023E
在线监测	12316.66	16011.65	20815.15
液位仪系统	1382.81	1382.81	1382.81
二次油气回收系统	1124.35	1124.35	1124.35
智网监测平台	337.31	505.97	758.96
检测收入	28.40	56.80	113.60

数据来源: Wind、东吴证券研究所

盈利预测: 我们预测 2021-2023 年公司营收分别为 1.52、1.91、2.42 亿元, 同比增速分别为 29.3%、25.6%、26.8%; 归母净利润分别为 0.29、0.42、0.54 亿元, 同比增速分别为 -4.5%、41.6%、30.5%, EPS 分别为 0.43、0.61、0.80 元。

估值及投资建议: 我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 0.43、0.61、0.80 元, 发行价对应 PE 分别为 19、13、10 倍, 考虑到: 石油石化 VOCs 的监测和治理解决方案供应商: 1) 行业判断: 市场空间广阔+景气度提升, 公司作为龙头市占率仍有提升空间; 2) 核心竞争力: 客户+技术+渠道+产品, 竞争优势明显且有望进一步增强, 建议关注。可比公司选取雪迪龙、先河环保、力合科技, 雪迪龙从事环境监测、工程过程分析业务, 先河环保是集环境监测、大数据服务、综合治理为一体, 力合科技从事环境自动化监测仪器仪表制造, 以自主研发生产的环境自动监测仪器为核心; 三个公司与公司业务存在较强可比性。

表 9: 公司与 A 股部分 VOCs 监测治理标的的估值比较 (截至 2021 年 11 月 9 日)

代码	公司	市值(亿元)	归母净利润(亿元)			PE		
			2021 E	2022E	2023 E	2021 E	2022E	2023 E
002658.SZ	雪迪龙	54	1.65	1.79	1.94	33	30	28
300137.SZ	先河环保	37	2.42	2.89	3.37	15	13	11
300800.SZ	力合科技	57	2.96	3.68	4.70	19	15	12
平均						22	19	17
832145.NQ	恒合股份	---	0.29	0.42	0.54	19	13	10

数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (除恒合股份来自东吴证券研究所预测, 其余来自 Wind 一致预期, 恒合股份估值数据为发行价对应)

5. 风险提示

1) 产业政策变动风险: 公司所处的大气污染治理产业是典型的政策驱动型产业, 若政策落实不及预期, 可能导致公司经营出现重大风险。

2) 下游客户领域较为集中的风险: 公司前五大客户销售金额占比较高。就目前的情况而言, 石油石化领域的 VOCs 治理受政策推动影响因素较大, 若因经济形势和行业政策变化等原因放缓推行政策或由于公司产品质量、行业竞争等因素流失主要客户, 将对公司的经营发展产生不利影响。

3) 销售模式导致市场开拓的风险: 公司受限于下游客户地域分布广泛, 自身市场开发及技术支持人员规模限制, 或对市场开拓产生不利影响。

4) 部分供应商为国外企业的风险: 公司部分核心供应商为国外企业, 若该等供应商在产品质量、供应及时性与服务响应等方面不能满足公司业务需求, 或受贸易政策影响无法或延迟供应, 则会影响公司正常经营。

恒合股份三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	195	360	398	431	营业收入	118	152	191	242
现金	53	183	168	148	减:营业成本	49	75	92	115
应收账款	100	119	156	194	营业税金及附加	1	2	2	3
存货	32	44	57	69	营业费用	16	21	26	33
其他流动资产	9	14	16	20	管理费用	8	10	12	16
非流动资产	3	77	120	173	研发费用	7	9	11	14
长期股权投资	0	0	0	0	财务费用	0	0	0	0
固定资产	1	25	54	88	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	0	49	65	83	加:投资净收益	0	0	0	0
无形资产	0	0	0	0	其他收益	2	1	1	1
其他非流动资产	2	2	2	2	资产处置收益	0	0	0	0
资产总计	198	436	518	603	营业利润	36	34	48	63
流动负债	47	117	157	189	加:营业外净收支	0	0	0	0
短期借款	5	55	80	93	利润总额	36	34	48	63
应付账款	33	46	59	72	减:所得税费用	5	5	7	9
其他流动负债	9	16	18	24	少数股东损益	0	0	0	0
非流动负债	0	0	0	0	归属母公司净利润	31	29	42	54
长期借款	0	0	0	0	EBIT	37	35	47	61
其他非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	38	38	53	72
负债合计	47	117	157	189	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	0	0	0	0	每股收益(元)	0.60	0.43	0.61	0.80
归属母公司股东权益	151	319	361	415	每股净资产(元)	2.96	4.69	5.30	6.10
负债和股东权益	198	436	518	603	发行在外股份(百万股)	51	68	68	68
					ROIC(%)	20.4%	8.2%	9.1%	10.4%
					ROE(%)	20.4%	9.2%	11.5%	13.1%
现金流量表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	毛利率(%)	58.3%	50.5%	51.6%	52.5%
经营活动现金流	6	21	10	30	销售净利率(%)	26.1%	19.3%	21.8%	22.4%
投资活动现金流	0	-76	-50	-63	资产负债率(%)	23.8%	26.9%	30.4%	31.3%
筹资活动现金流	-5	186	25	13	收入增长率(%)	-0.6%	29.3%	25.6%	26.8%
现金净增加额	1	131	-15	-21	净利润增长率(%)	2.9%	-4.5%	41.6%	30.5%
折旧和摊销	1	3	7	11	P/E	13.33	18.56	13.10	10.04
资本开支	0	-76	-50	-63	P/B	2.71	1.71	1.51	1.31
营运资本变动	-19	-14	-38	-35	EV/EBITDA	9.59	10.86	8.56	6.75

数据来源: Wind, 东吴证券研究所(估值数据为发行价对应)

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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

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>