

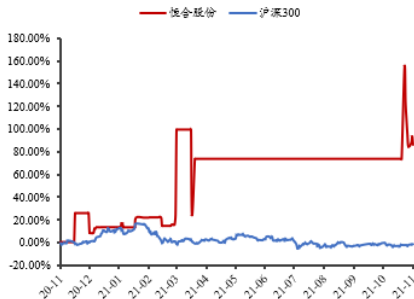
# 乘政策东风，打造石油石化 VOCs 治理领军企业

投资评级：无评级

报告日期：2021-11-25

收盘价(元)	14.32
近12个月最高/最低(元)	31.99/9.00
总股本(百万股)	68
流通股本(百万股)	21.51
流通股比例(%)	31.63
总市值(亿元)	9.7
流通市值(亿元)	3.1

## 公司价格与沪深300走势比较



分析师：王莺

执业证书号：S0010520070003

电话：18502142884

邮箱：wangying@hazq.com

## 相关报告

无。

## 主要观点：

### ● 深耕 VOCs 治理领域，客户资源与产品储备丰富。

北京恒合信业技术股份有限公司成立于2000年，长期致力于大气污染物挥发性有机化合物（VOCs）综合防治与监测，深耕于石油石化领域。主要产品为油气回收在线监测系统、油气回收治理设备、液流量测系统以及智网监测平台等，并拥有丰富的产品专利和产品配套软件储备，在石油石化 VOCs 综合防治与监测领域形成一定的客户基础和品牌知名度。公司销售模式以直销为主、经销为辅，主要客户涉及中石化、中石油、中海油、中化、壳牌、道达尔、BP 等多家石油公司，与客户形成了长期稳定的合作关系。

### ● 环保政策不断推进，助力 VOCs 治理行业快速发展。

近年来国家政策大力推动环保产业发展，特别随着国家对大气污染治理逐渐重视以及碳达峰、碳中和的目标部署，石化领域 VOCs 治理的重要性愈发凸显。根据头豹研究院数据，预计到2023年，我国大气污染治理产业规模将超过2743亿元，恒合股份作为一家从事 VOCs 综合治理与监测服务的企业，在深耕现有业务的基础上，积极布局石油石化业务领域，稳步向储油库、石油石化行业厂界及其他行业领域拓展，未来发展前景广阔。

### ● 行业竞争格局较为分散，公司有望借助优势资源抢占市场份额。

近年来，我国油站在线监测系统市场参与者数量不断增长，小型环保治理公司体量逐步成长，传统环保治理公司业务线持续拓展，竞争主体不断增多。但由于 VOCs 种类繁多，国内大部分企业技术较为单一，产值较低，具备完成多类型、多污染源综合治理能力的企业较少。公司基于在加油站在线监测领域的业务积累以及自主创新的在线监测系统，在新业务油库油气回收在线监测系统方面也积累了丰富的优势，未来有望抢占相关细分领域的业务市场。

### ● 坚持自主创新，重视研发投入与业务扩展。

公司一方面重视研发费用投入，坚持自主创新的产品与技术理念，同时紧跟市场需求及行业政策，不断对现有技术和产品进行更新换代。另一方面，公司从2018年开始不断扩充研发团队，并在2020年对研发团队结构进行了优化，不断增强公司产品研发实力和技术沉淀，为公司未来业务的发展提供了强有力的技术支持。

### ● 风险提示

产业政策变动风险，经营季节性波动风险，下游客户领域较为集中的风险等。

# 正文目录

<b>1 深耕 VOCs 治理领域，产品技术积累丰富</b>	<b>4</b>
1.1 多年深耕 VOCs 治理领域，与大型石油企业建立长期合作	4
1.2 自主研发获多项突破，合作开发直销占比高	7
1.2.1 油气回收在线监测系统	8
1.2.2 油气回收治理设备	9
1.2.3 液位量测系统	10
1.2.4 智网监测平台	10
1.2.5 检测服务	11
1.3 在线监测业务支撑，营收集集中于第四季度	11
<b>2 行业规模加速扩张，环境政策带来市场机遇</b>	<b>14</b>
2.1 依托环保现状，借助政策优势，行业前景光明	14
2.2 投资金额攀升，下游领域减排压力加大，市场空间不断扩展。	16
2.3 行业竞争主体不断增加，竞争格局较为分散	17
<b>3 重视研发投入，打造核心竞争力</b>	<b>19</b>
3.1 研发技术：坚持自主创新，拥有多项技术专利	19
3.2 客户资源：与供应商、客户长期深度合作，在市场竞争中处于优势地位	20
3.3 产业规划：顺应国家发展战略，积极扩展业务领域	21
<b>风险提示：</b>	<b>21</b>

## 图表目录

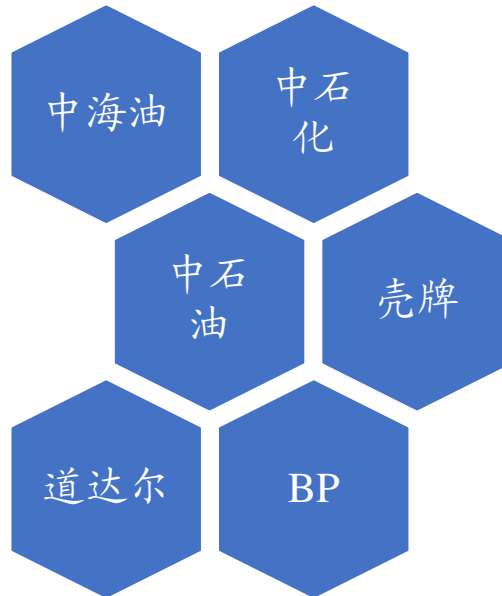
图表 1 公司与多家大型石油企业建立长期合作关系 .....	4
图表 2 公司发展历程 .....	5
图表 3 公司股权结构 (截至 2021 年 11 月 15 日) .....	6
图表 4 公司前十名股东持股情况 (截至 2021 年 11 月 15 日) .....	6
图表 5 公司主要产品及用途 .....	7
图表 6 公司油气回收在线监测系统 .....	8
图表 7 2018-2021H1 公司油气回收在线监测系统和回收治理设备销售收入 (单位: 亿元) .....	9
图表 8 不同油气回收治理设备产品技术原理 .....	9
图表 9 公司油气回收治理设备产品标准认证 .....	10
图表 10 公司液位量测系统产品介绍 .....	10
图表 11 智网监测平台工作示意图 .....	11
图表 12 公司检测服务流程图 .....	11
图表 13 2018-2021H1 公司主营业务收入及增速 (亿元) .....	12
图表 14 2018-2021H1 公司归母净利润及增速 (亿元) .....	12
图表 15 2018-2021H1 公司主营业务收入 (按产品类型分) (亿元) .....	12
图表 16 2018-2021H1 公司主营业务收入 (按销售模式分) (单位: 亿元) .....	13
图表 17 2018-2021H1 公司 H1\H2 主营业务收入 (亿元) .....	13
图表 18 2018-2021H1 公司第四季度主营收入占比 .....	13
图表 19 2018-2021H1 公司毛利率和净利率 (单位: 亿元) .....	14
图表 20 2017 年四类大气污染物排放量占比 .....	15
图表 21 近年来政府政策出台情况 .....	15
图表 22 中国大气污染治理行业市场规模及增长预测 (单位: 亿元) 及 YOY .....	16
图表 23 2010-2020 年中国加油站数量 (万座) 级 YOY .....	17
图表 24 横向公司对比 .....	18
图表 25 可比公司营业收入对比 (亿元) .....	19
图表 26 可比公司毛利率对比 (%) .....	19
图表 27 可比公司营研发费用率对比 (%) .....	19
图表 28 公司主要客户合作历史 .....	20

# 1 深耕 VOCs 治理领域，产品技术积累丰富

## 1.1 多年深耕 VOCs 治理领域，与大型石油企业建立长期合作

北京恒合信业技术股份有限公司成立于 2000 年，属国家高新技术企业、北京中关村园区高新技术企业，是从事环保科技产品开发、工业产品应用推广、工程项目实施的综合性企业。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。公司是德国 FAFNIR 公司在中国的战略合作伙伴和授权总代理商，负责在中国建立 FAFNIR 公司产品的统一销售和技术服务平台；同时还是德国 ELAFLEX 和 DÜRR 公司在中国地区的全权代理商，是 ZVA 系列产品在中国地区的总授权维修中心。

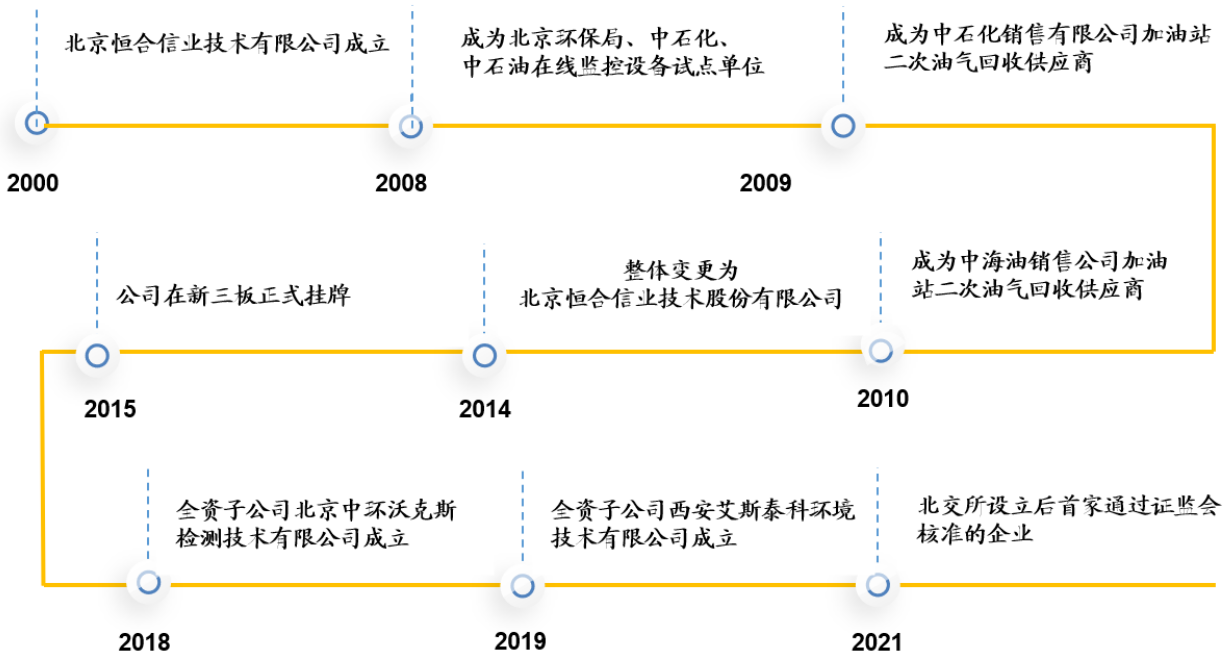
图表 1 公司与多家大型石油企业建立长期合作关系



资料来源：恒合股份公开发行说明书，华安证券研究所

公司产品采用直销和经销两种销售模式，业务遍及京津冀、长三角、珠三角、川渝等多个地区，直销销售收入占主营业务收入的比例超过 80%。对于中石油、中石化等大型国有企业，公司主要通过其下属各省或市级分公司公开招标的方式进入其供应商名录；对于延长壳牌、壳牌(中国)等外资企业客户，公司主要通过公开招标的方式获得订单；对于石油化工领域的小型企业或部分环保局等政府机构，公司主要通过邀请招标、竞争性谈判、询价等方式获取供货合同。公司的直销模式可分为自主开发模式和合作开发模式，2019 年以后，公司主要以合作开发模式进行直销。

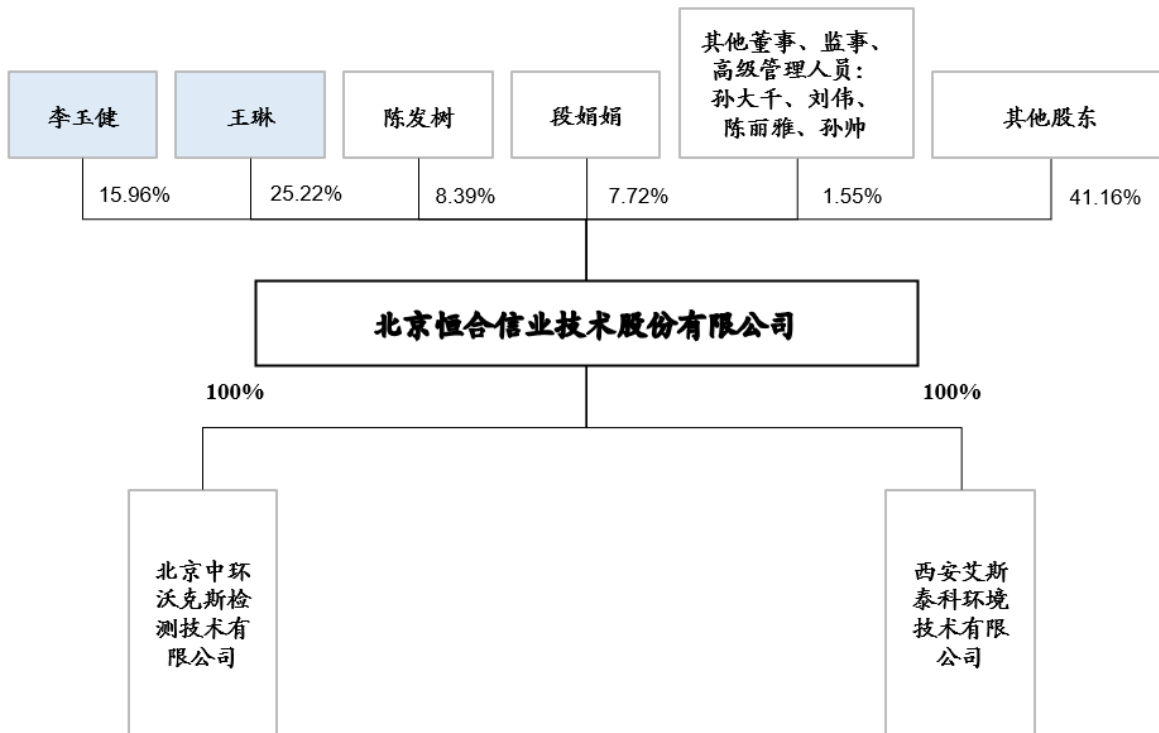
图表 2 公司发展历程



资料来源：公司官网，华安证券研究所

截止 2021 年 11 月 15 日，王琳直接持有公司 25.22% 股份；李玉健直接持有公司 15.96% 股份，是公司的法定代表人。王琳与李玉健系夫妻关系，截至 2021 年 11 月 15 日，李玉健、王琳夫妇合计持有公司 41.18% 股份，足以对发行人股东大会的决议产生重大影响，为恒合股份控股股东。除李玉健、王琳夫妇外，持有发行人 5% 以上股份的股东有陈发树、段娟娟，其中陈发树与其行动一致人林玉叶、陈炎辉共持有公司 9.52% 股份。

图表 3 公司股权结构 (截至 2021 年 11 月 15 日)



资料来源：恒合股份公开发行说明书，华安证券研究所

截至 2021 年 11 月 15 日，公司前十名股东合计持有公司 48,332,000 股，占公司总股份比例为 71.07%。

图表 4 公司前十名股东持股情况 (截至 2021 年 11 月 15 日)

序号	持有人名称	数量 (股)	占比 (%)	股份性质
1	王琳	17,150,000	25.22	境内自然人
2	李玉健	10,850,000	15.96	境内自然人
3	陈发树	5,703,000	8.39	境内自然人
4	段娟娟	5,250,000	7.72	境内自然人
5	龚道勇	2,000,000	2.94	境内自然人
6	吴静怡	1,750,000	2.57	境内自然人
7	赵锦程	1,750,000	2.57	境内自然人
8	王妙楠	1,700,000	2.50	境内自然人
9	吴佳文	1,329,000	1.95	境内自然人
10	青岛晨融柒号股权投资管理中心(有限合伙)	850,000	1.25	境内非国有法人
合计		48,332,000	71.07	---

资料来源：恒合股份公开发行说明书，华安证券研究所



## 1.2 自主研发获多项突破，合作开发直销占比高

公司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，主要产品为油气回收在线监测系统、油气回收治理设备、液位量测系统以及智网监测平台等。公司主要为石油、石化企业提供油气回收在线监测等专业设备、软硬件集成产品及相关服务。

图表 5 公司主要产品及用途

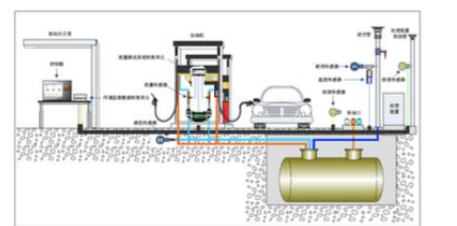

一级产品名称	二级产品名称	用途
油气回收 在线监测 系统	油站在线 监测系统	油站在线监测系统主要用于监测加油站油气回收治理设备运行情况的信息化系统，具有环保监测、故障诊断和数据服务等功能，当发现异常时，系统可提醒维修人员采取相应的措施，有效保障了加油站的运营安全性。
	油库在线 监测系统	油库在线监测系统是用于储油库在发油过程中油气回收、油气处理和油气排放的全过程监控系统。可采集和监测发油台的油气流量、压力和温度等数据信息并进行分析，对出现的异常情况进行预警。此外该系统可与环保及监管部门联网，实现实时数据传输。为环保部门实时监测挥发性有机化合物的排放状态、掌控大气污染情况提供了强有力的支持。
油气回收 治理设备	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。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%，可有效控制油气造成的危害，起到环保，减少汽油浪费和提高加油站安全运营的作用。
	三次油气 回收设备	三次油气回收设备，对加油站地下储罐密闭封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。可用于各类车用无铅汽油和乙醇汽油，并且在非开启时可保持油气回收系统的密闭性。
液位量测 系统	油站液位 监测系统	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。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。
	油站渗泄 漏系统	油站渗泄漏系统可直观显示监测点渗泄漏状态，支持权限管理、报表导出等功能，能满足加油站渗泄漏检测数据管理的需求，为加油站运营提供了进一步的安全保障。
智网监测 平台	-	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发送的数据，并进行统计和可视化分析。为相关单位油气回收及监测的监督和维修提供及时可靠的数据服务。

资料来源：恒合股份公开发行说明书，华安证券研究所

### 1.2.1 油气回收在线监测系统

公司油气回收在线监测系统主要包括油站在线监测系统和油库在线监测系统。

图表 6 公司油气回收在线监测系统

系统类型	系统介绍	系统图示
<p><b>油站在线监测系统</b></p>	<p>油站在线监测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。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。</p>	
<p><b>油库在线监测系统</b></p>	<p>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。该系统还可对油气回收装置进出口的油气温度、压力、流量以及 NMHC 浓度进行连续在线监测和报警。</p>	

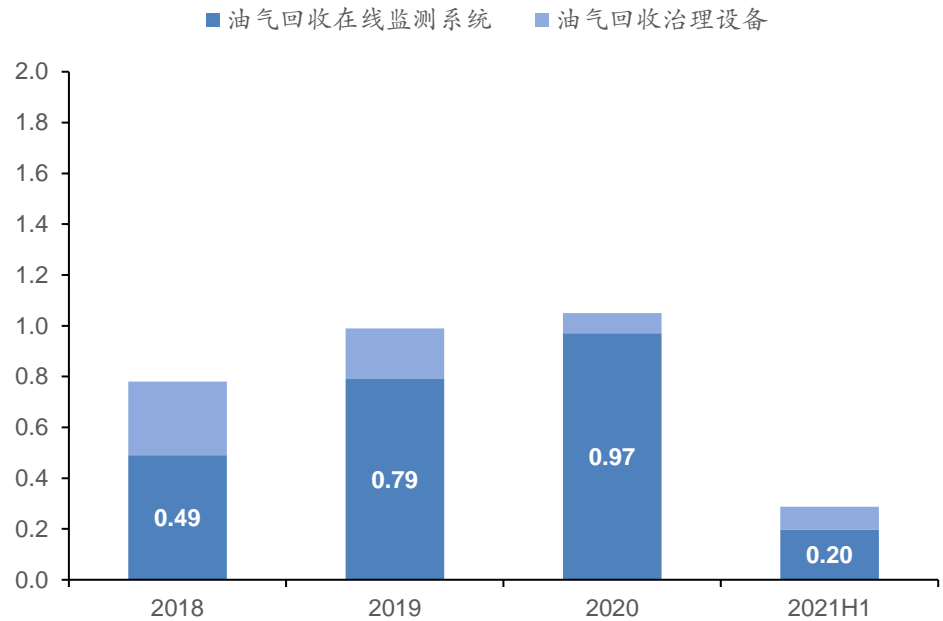
资料来源：恒合股份公开发行说明书，华安证券研究所

**2018-2020 年公司两类油气回收在线监测系统产品合计销售额为 0.49 亿元、0.79 亿元、0.97 亿元，对主营业务收入的占比为 48.64%、66.90%、82.87%。**

2021 年上半年公司油气回收在线监测系统销售收入比上年同期明显减少，为 1985.79 万元，较上年同期减少 43.21%，主要原因是公司上年同期在线监控系统营业收入较高是基于合同约定，中石化、中石化壳牌等项目客户采购的商品无法在 2020 年前完成验收并确认收入，故该类销售收入需要在完成验收后才能在 2020 年上半年确认，致使 2020 年上半年收入较同期增幅较大。



图表 7 2018-2021H1 公司油气回收在线监测系统和回收治理设备销售收入 (单位: 亿元)



资料来源: 恒合股份公开发行说明书, 华安证券研究所

### 1.2.2 油气回收治理设备

公司的油气回收治理设备按照油气回收阶段不同分为二次油气回收设备和三次油气回收设备。

图表 8 不同油气回收治理设备产品技术原理

设备类别	产品技术原理
二次油气回收设备	通过真空辅助方式, 将车辆加油过程中溢出的油气回收至储油罐中的油气回收治理设备。
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闭封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。

资料来源: 恒合股份公开发行说明书, 华安证券研究所

公司油气回收治理设备产品均搭载了公司自主研发的控制软件, 二次油气回收设备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了软硬件集成产品。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。

图表 9 公司油气回收治理设备产品标准认证

设备类型	标准认证
二次油气回收设备	设备通过了欧盟 TUV、PTB 等国际检验检测机构的标准认证，以及中国国家级相关检验检测机构的标准认证。
三次油气回收设备	设备满足国家标准 GB20952 及行业标准相关要求

资料来源：恒合股份公开发行说明书，华安证券研究所

### 1.2.3 液位量测系统

公司的液位量测系统包括油站液位监测系统和油站渗泄漏系统。

图表 10 公司液位量测系统产品介绍

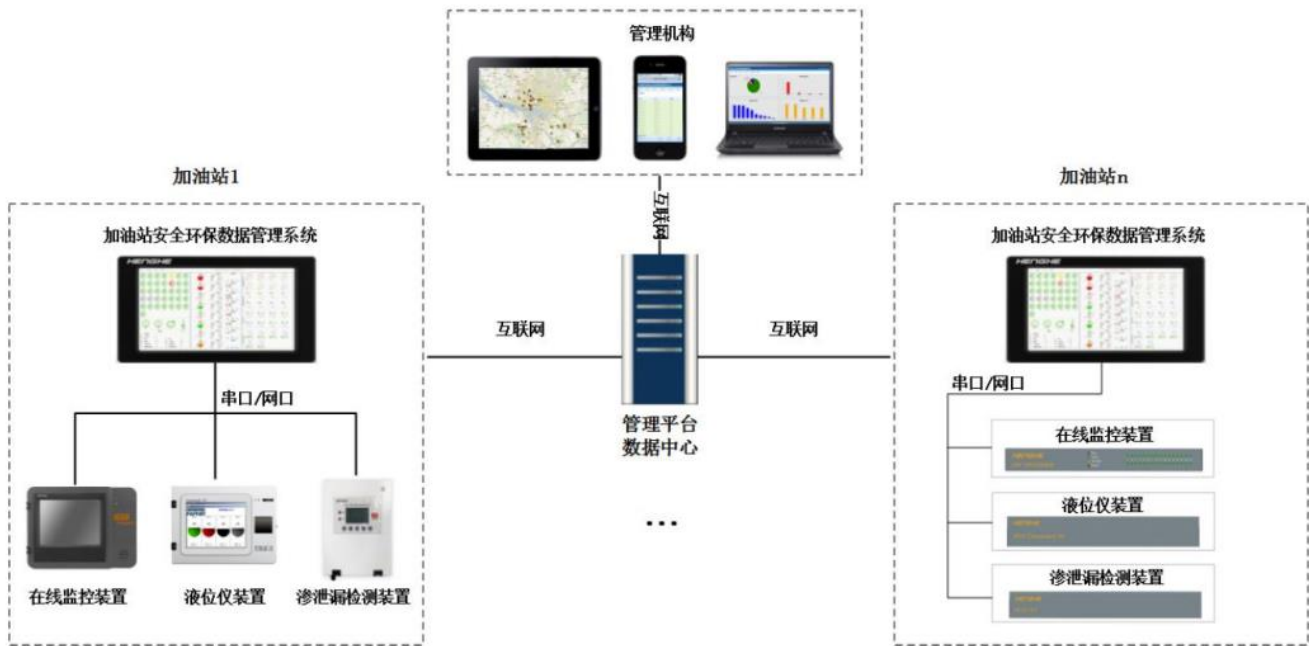
产品名称	产品介绍
油站液位监测系统	油站液位监测系统由控制箱、软件系统和液位仪探棒组成，该监测系统内嵌 VISY-Monitor 液位仪管理软件，该软件可用于监测并记录加油站及油库的相关数据
油站渗泄露系统	油站渗泄漏系统支持液媒法/真空压力法/浓度法测漏，通过公司自主研发的渗泄漏检测数据管理软件 HLD-Monitor，系统可直观显示监测点渗泄漏状态，同时支持声光报警提示。

资料来源：恒合股份公开发行说明书，华安证券研究所

### 1.2.4 智网监测平台

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。

图表 11 智网监测平台工作示意图

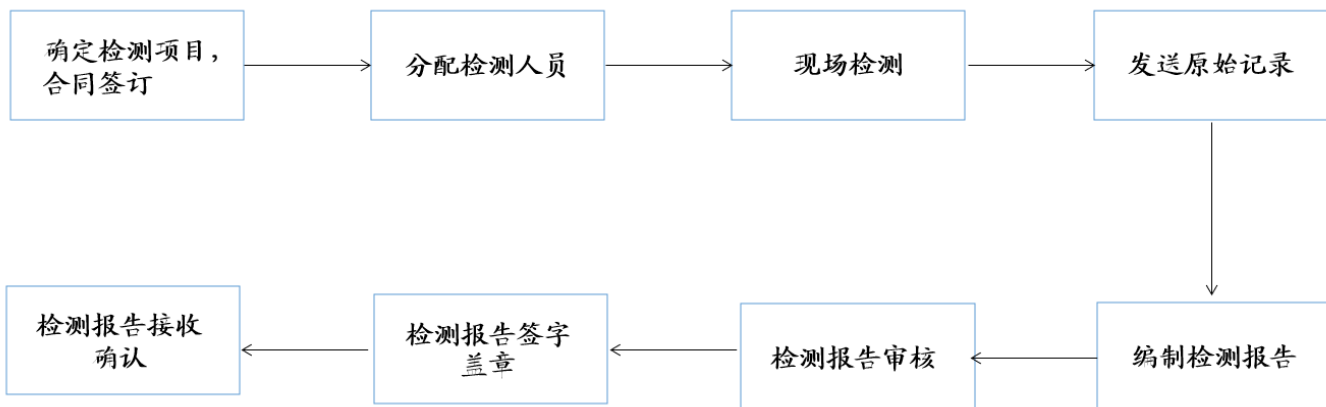


资料来源：恒合股份公开发行说明书，华安证券研究所

### 1.2.5 检测服务

公司的检测服务主要是对加油站油气回收系统运行的气液比、密闭性、液阻等方面的检测，检测完成后出具检测报告或分析报告。公司的检测服务主要由全资子公司北京中环沃克斯检测技术有限公司提供。

图表 12 公司检测服务流程图



资料来源：恒合股份公开发行说明书，华安证券研究所

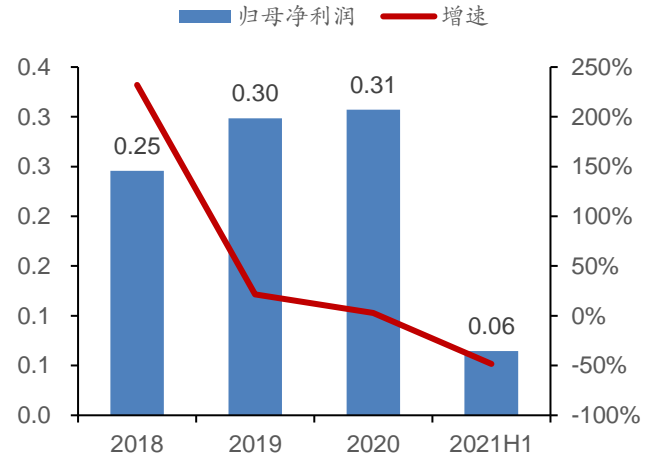
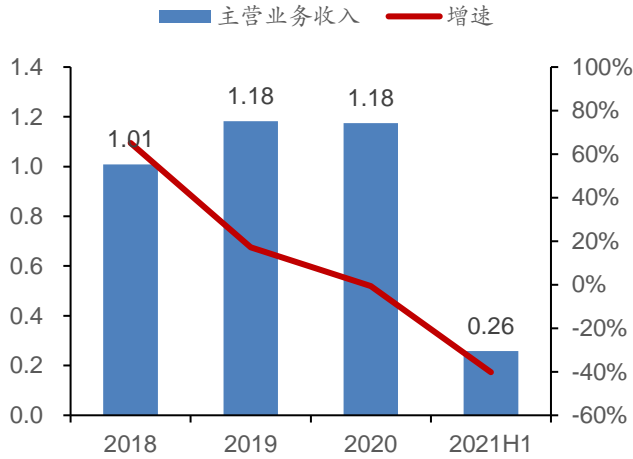
### 1.3 在线监测业务支撑，营收集中于第四季度

2018 年、2019 年、2020 年和 2021H1，公司主营业务收入分别为 1.01 亿元、1.18 亿元、1.18 亿元和 0.26 亿元，2018-2020 年复合增长率为 7.96%。2018 年、

2019年、2020年和2021H1, 公司归母净利润分别为0.25亿元、0.30亿元、0.31亿元和0.06亿元, 增速分别为232%、21.5%、2.86%和-48.4%, 其中, 2021H1归母净利润减少主要由于上半年主营业务收入同比下降1847.26万元。

图表 13 2018-2021H1 公司主营业务收入及增速 (亿元)

图表 14 2018-2021H1 公司归母净利润及增速 (亿元)

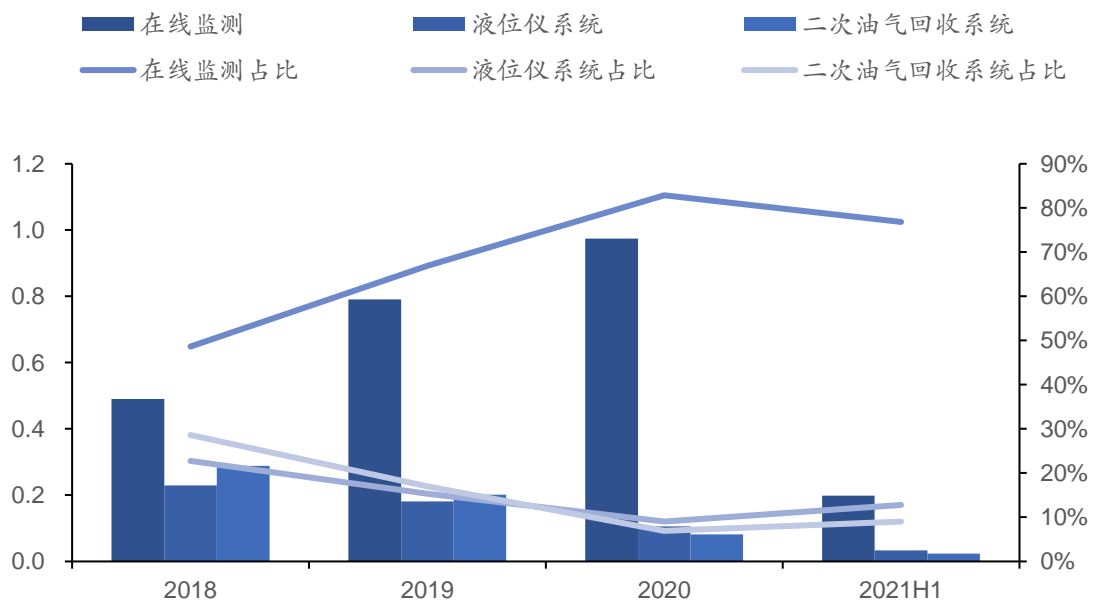


资料来源: wind, 华安证券研究所

资料来源: wind, 华安证券研究所

从产品类型来看, 公司主营业务主要分为在线监测、液位仪系统、二次油气回收系统和其他主营业务。其中在线监测是公司主要收入来源, 2018-2020年及1H2021的收入分别为0.49亿元、0.79亿元、0.97亿元和0.20亿元, 占主营业务收入的比重分别为48.6%、66.9%、82.9%和76.9%, 呈上升趋势。受行业政策和下游企业需求影响, 公司在2018年开始进行战略转型, 销售重心从原先的二次油气回收治理设备及液位量测系统转向油气回收在线监测系统。受政策文件的影响, 公司主要下游客户自2019年下半年加大对加油站油气回收在线监测系统的采购需求, 使得公司2019年度油气回收在线监测系统业务的销售规模大幅增长。

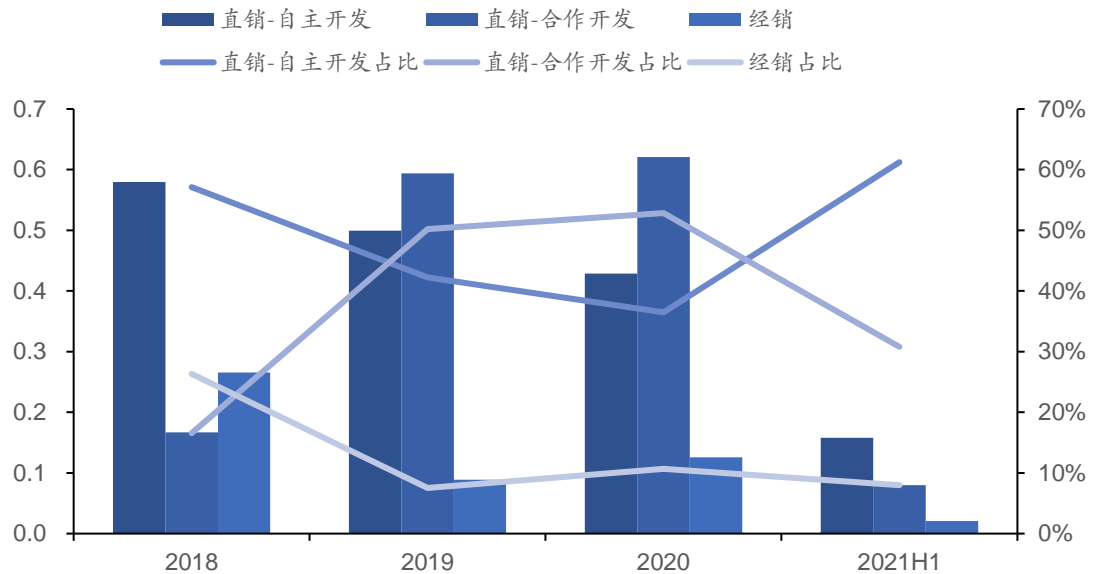
图表 15 2018-2021H1 公司主营业务收入 (按产品类型分) (亿元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

从销售模式看, 公司销售收入以直销为主、经销为辅, 直销又分为自主开发和合作开发。2018-2021H1 直销收入分别为 0.74 亿元、1.09 亿元、1.05 亿元和 0.24 亿元, 占主营业务收入比例分别为 73.7%、92.5%、89.3%和 92%, 占比总体呈上升趋势; 其中公司自主开发销售收入分别为 0.58 亿元、0.50 亿元、0.43 亿元和 0.16 亿元; 公司合作开发收入分别为 0.17 亿元、0.59 亿元、0.62 亿元和 0.08 亿元。

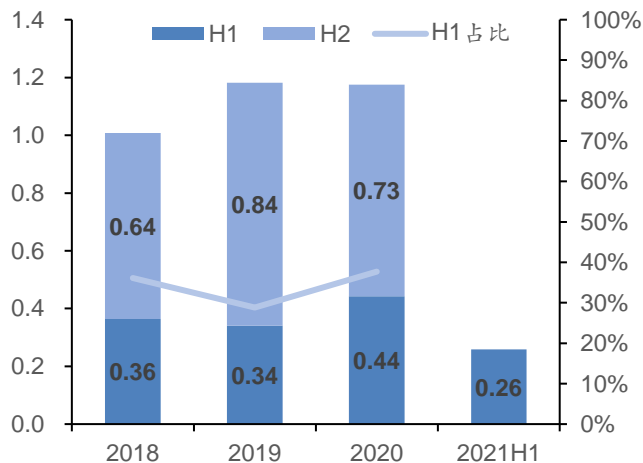
图表 16 2018-2021H1 公司主营业务收入 (按销售模式分) (单位: 亿元)



资料来源: 恒合股份公开发行说明书, 华安证券研究所

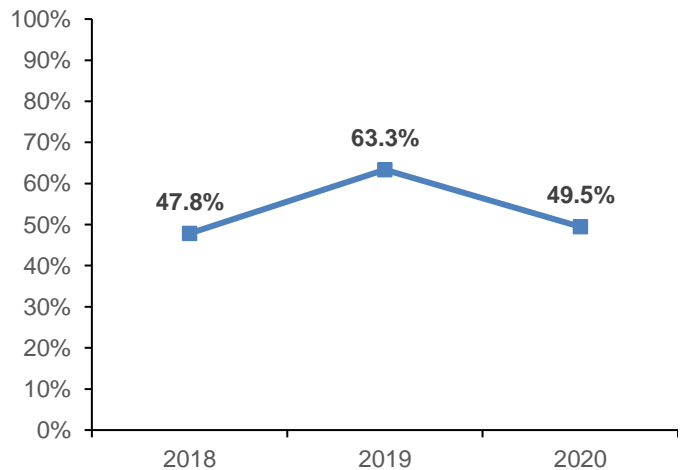
分季节看, 公司销售收入受客户影响季节性特征明显, 集中于第四季度。2018-2020 年第四季度主营收入占比分别为 47.8%、63.3%、49.5%。故公司销售收入的季节性波动使得净利润在全年的不均衡分布。

图表 17 2018-2021H1 公司 H1/H2 主营业务收入 (亿元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

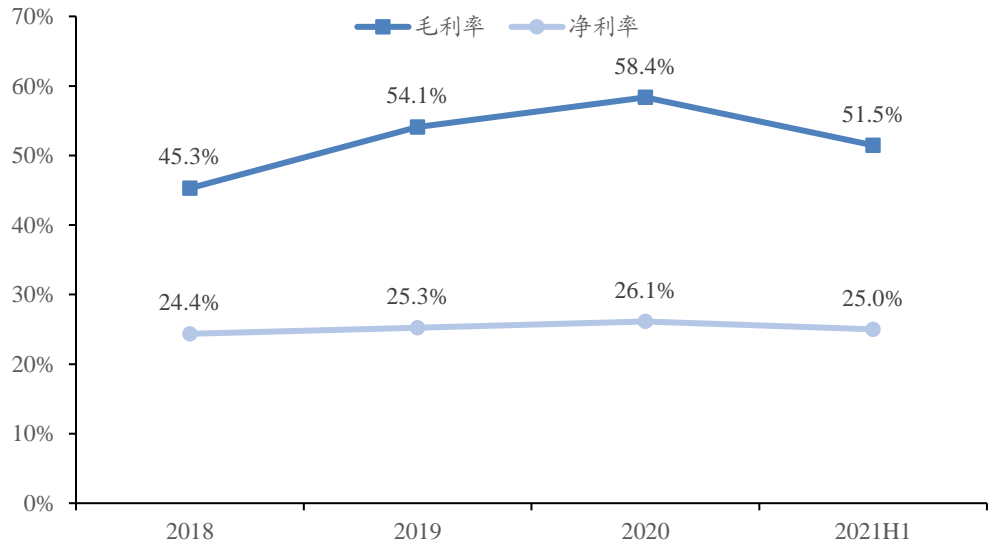
图表 18 2018-2021H1 公司第四季度主营收入占比



资料来源: wind, 华安证券研究所

从盈利能力看，公司毛利率和净利率较为稳定。2018-2021H1 毛利率分别为 45.3%、54.1%、58.4%和 51.5%，净利率分别为 24.4%、25.3%、26.1%和 25%，公司 2021 年上半年直销模式有部分因加油机厂商复购销售给其油气回收在线监测系统产品的情况，致使毛利率有所略微下降。

图表 19 2018-2021H1 公司毛利率和净利率 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

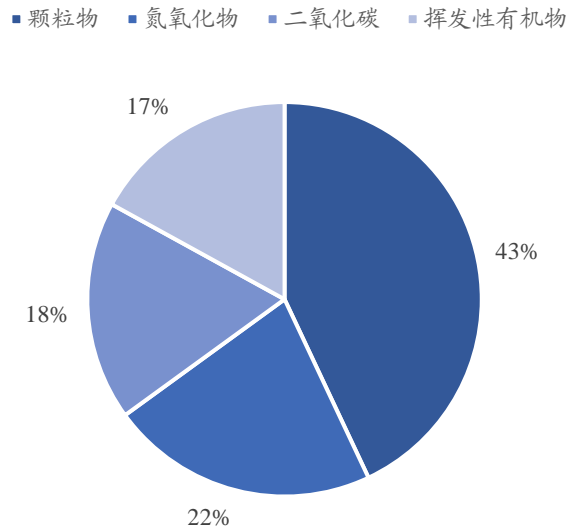
## 2 行业规模加速扩张，环境政策带来市场机遇

### 2.1 依托环保现状，借助政策优势，行业前景光明

公司属于大气污染治理行业大类中的 VOCs 治理行业，目前主要应用于石油石化领域。VOCs 治理行业是我国大气污染治理行业的重要组成部分，是我国改善环境空气质量、打赢蓝天保卫战的重要抓手，得到了有关政策的大力支持。目前大气污染物主要是能源利用中煤和石油的燃烧排放出的硫氧化物、氮氧化物、碳氢化合物、一氧化碳及颗粒物等。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 (VOCs)，排放量分别为 1,270.50 万吨、645.90 万吨、529.08 万吨和 481.66 万吨。我国的大气污染治理行业的细分为除尘、脱硫、脱硝和 VOCs 污染治理几个方面，根据发达国家的大气污染治理经验，烟气除尘、烟气脱硫、烟气脱硝和 VOCs 治理市场之间有很强的传递性关系，随着前面三个市场的发展成熟，增长趋于平稳，VOCs 治理将成为新的增长点。我国在 VOCs 治理方面起步较晚，于 2007 年开始进行，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。



图表 20 2017 年四类大气污染物排放量占比



资料来源：生态环境部，华安证券研究所

近年来，我国相继发行了《关于加快解决当前挥发性有机物治理突出问题的通知》、《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》、《2020 年挥发性有机物治理攻坚方案》、《重点行业挥发性有机物综合治理方案》、《打赢蓝天保卫战三年行动计划》等文件，鼓励 VOCs 治理的发展，明确 VOCs 排放标准，严格要求相关设备的性能和解决方案的可行性，为我国 VOCs 治理行业的快速发展提供动力。虽然我国目前 VOCs 治理行业存在水平相对较低，行业相关标准不明确，法规不健全，存在较高的技术和人才壁垒等问题。但随着我国环保要求的不断提升，我国 VOCs 治理行业存在巨大发展机遇，行业将逐渐向专业化、精细化发展，研发投入水平将持续提高。

图表 21 近年来政府政策出台情况

出台时间	出台部门	政策名称
2021.08	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》
2021.03	全国人民代表大会	《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年远景目标纲要》
2020.06	生态环境部	《2020 年挥发性有机物治理攻坚方案》
2019.06	生态环境部	《重点行业挥发性有机物综合治理方案》
2018.07	国务院	《打赢蓝天保卫战三年行动计划》

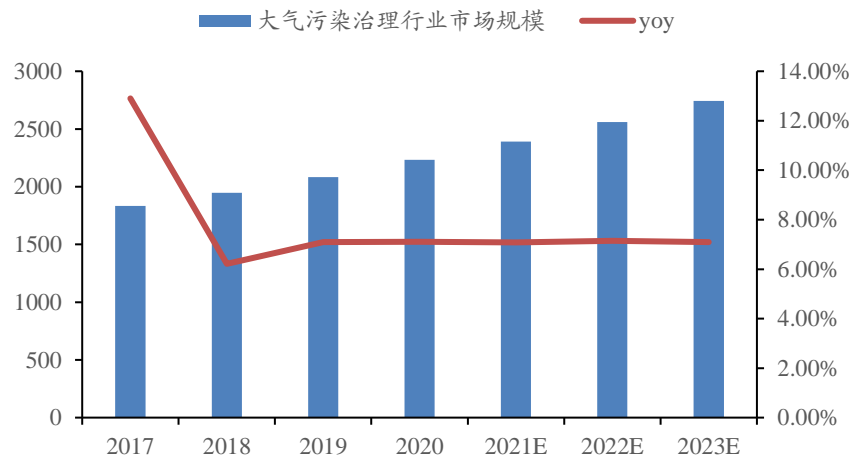
资料来源：恒合股份公开发行说明书，华安证券研究所

## 2.2 投资金额攀升，下游领域减排压力加大，市场空间不断扩展。

近年来，我国在环保领域的财政支出不断增长。《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24,510亿元，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277亿元，同比增速约为5.80%。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额达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。行业投资逐年攀升，大气污染治理市场规模持续增长，我国大气污染防治投资额保持着平稳向上的增长态势，市场发展空间较大。

伴随我国汽油柴油的大量消耗，石化领域VOCs治理的重要性愈发凸显。造成石油石化领域VOCs排放的重要原因成品油在存储和运输过程中的气体挥发，环保部估算我国工业源排放量占人为排放源的比重约为55.5%，其中，石油炼制、石油化工、原油及成品油储运销等工业油品和有机溶剂生产、储存、运输产生的VOCs占比超过25%，对环境造成了巨大破坏。因此在我国“十三五”挥发性有机物减排目标下，随着我国“碳达峰、碳中和”目标的提出，重点区域、重点行业VOCs排放治理的紧迫性和VOCs治理市场需求不断增加，行业市场规模将不断扩大，行业景气度有望持续提升。

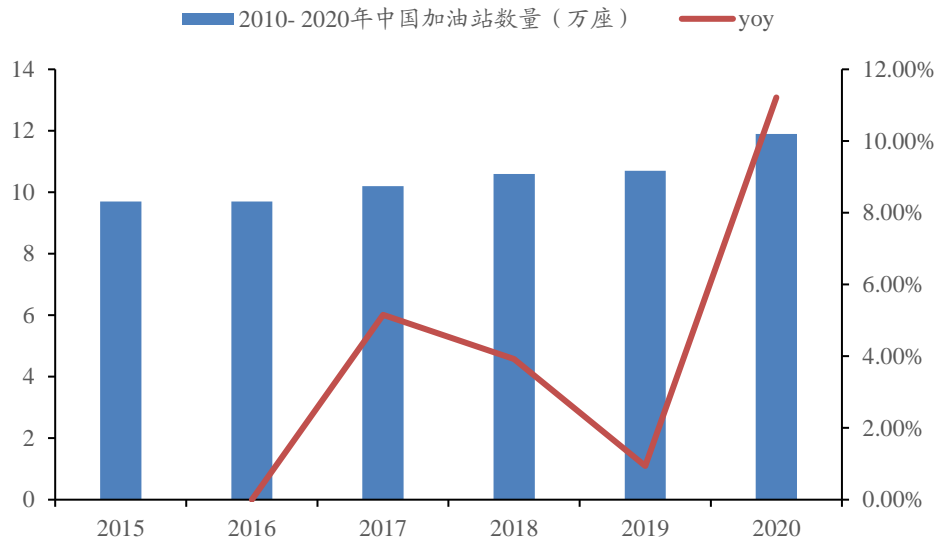
图表 22 中国大气污染防治行业市场规模及增长预测（单位：亿元）及 yoy



资料来源：头豹研究院,华安证券研究所

我国目前VOCs减排仍处于发展阶段。根据发达国家的大气污染治理经验，VOCs污染治理的市场周期很长，一般而言产业周期30年才会到达顶峰。对比欧美国家近年来VOCs减排量，我国VOCs行业未来仍具有较大发展空间。特别是随着未来我国加油站和油库的数量逐年增加，石油石化领域加强油气治理已成大势所趋。恒合股份在深耕现有业务的基础上，深入布局石油石化业务领域，稳步向储油库、石油石化行业厂界及其他行业领域拓展，未来发展前景广阔。

图表 23 2010- 2020 年中国加油站数量 (万座) 级 yoy



数据来源：前瞻产业研究院，华安证券研究所

### 2.3 行业竞争主体不断增加，竞争格局较为分散

行业竞争格局较为分散，集中度低。近年来，我国油站在线监测系统市场参与者数量不断增长，小型环保治理公司体量逐步成长，传统环保治理公司业务线持续拓展，竞争主体不断增多。但由于 VOCs 种类众多，国内大部分企业技术较为单一，产值较低，具备完成多种类、多污染源综合治理能力的企业较少。

公司行业市场地位显著，市占率仍有较大提升空间。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。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，目前加油站市场占有率仅为 1.35%，仍有较大提升空间。

行业市场参与者大多具备丰富的技术积累及治理经验，行业存在较高壁垒，市场参与主体较为稳定。目前，国内油气回收在线监测系统市场主要由长期从事 VOCs 相关治理业务经验的企业或石化相关设计院所组成，除公司外，还包括维德路特和优必得的在华子公司、安工院等。

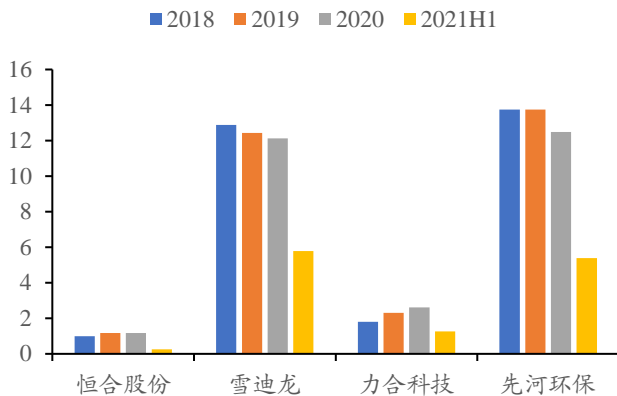
**图表 24 横向公司对比**

名称	成立时间	公司主营业务
吉尔巴克-维德路特公司	1865 年	为中国的油品零售行业打造专业的一体化产品和管理解决方案。
优必得	1892 年	专业从事加油设备与系统设计、开发、生产及技术支持服务，在 VOCs 治理市场主要提供一、二、三次油气回收产品、油气封存解决方案等。
富兰克林电气集团	1944 年	全球范围内加油站配套设备完整系统的制造供应商。
海湾环境科技	1944 年	工业 VOC（挥发性有机物）、油气回收、锅炉低氮燃烧和 PM2.5 污染治理企业，经营范围包括技术推广服务、废气治理、大气污染治理和环保设备等。
中国石化安全工程研究院	1979 年	我国石油化工行业安全、健康和环境（HSE）科学研究和应用技术开发的重要基地，国家危险化学品管理、危害预防与控制、应急救援的重要技术支撑单位。
先河环保（300137.SZ）	1996 年	涵盖生态环境监测装备、运维服务、社会化检测、环境大数据分析 & 决策支持服务、VOCs 治理、农村分散污水治理等领域。
力合科技（300800.SZ）	1997 年	主要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，应用自动化控制与系统集成技术为客户提供自动化、智能化的环境监测系统解决方案，并为客户提供环境监测设施的第三方运营服务。
雪迪龙（002658.SZ）	2001 年	围绕环境监测、环境信息化及工业过程分析领域的“产品+系统应用+服务”展开业务，产品始终定位于中高端市场，广泛应用于环保、电力、垃圾焚烧、水泥、钢铁、空分、石化、化工、农牧业及科研等领域。
优捷特环保科技	2011 年	聚焦于包括地下水、大气、土壤防治技术方案及配套设备的研发研制，在新材料、工业互联网和清洁能源等领域有广泛涉猎，主要为石油石化企业提供智慧加油加气站和油气回收在线监测的专业解决方案。

资料来源：恒合股份公开发行说明书，华安证券研究所

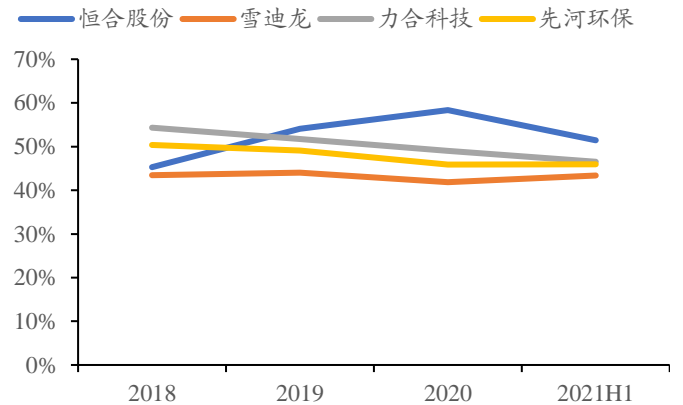
恒合股份并未出现和其他可比上市公司主营业务和经营模式完全重合的情况，与可比上市公司相比，公司目前整体营业规模较小，但盈利能力高于行业平均水平，毛利率呈现增长趋势。

图表 25 可比公司营业收入对比 (亿元)



资料来源: 恒合股份公开发行说明书, 华安证券研究所

图表 26 可比公司毛利率对比 (%)



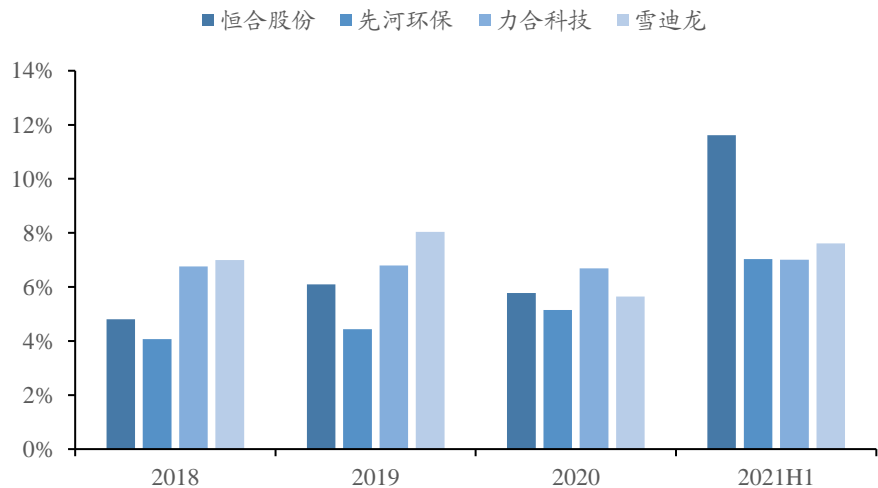
资料来源: 恒合股份公开发行说明书, 华安证券研究所

### 3 重视研发投入, 打造核心竞争力

#### 3.1 研发技术: 坚持自主创新, 拥有多项技术专利

公司十分重视研发技术与研发人才投入。我国 VOCs 治理行业发展较晚, 行业相关标准法规尚不健全, 行业存在较高的技术和人才壁垒。公司一方面重视研发费用投入, 坚持自主创新的产品与技术理念, 同时紧跟市场需求及行业政策, 不断对现有技术和产品进行更新换代。2018 年至 2021 年 H1, 公司研发费用率分别为 4.8%, 6.10%, 5.77%, 11.62%, 与公司收入规模相适应, 在行业可比公司中处于较高水平。另一方面, 公司从 2018 年开始不断扩充研发团队, 并在 2020 年对研发团队结构进行了优化, 增强了公司软件研发实力和技术沉淀, 截至 2021 年 6 月 30 日, 公司员工中研发人员占比 21.28%, 其中具有 5 年以上行业或岗位经验的研发人员占总数的 45.00%。

图表 27 可比公司营研发费用率对比 (%)



资料来源: 恒合股份公开发行说明书, 华安证券研究所



公司研发技术积累为公司未来业务的发展提供了强有力的技术支持。公司多年来致力于油气回收设备和油气在线监控系统研发，研发团队积累了多年从事油气流量的精确测量的经验，拥有领域内大量的数据挖掘和算法设计经验和对核心算法不断优化和改进的能力，目前公司拥有 6 项实用新型专利、43 项软件著作权登记权和 6 项处于实质审查中的发明专利，包括“储油库油气回收在线监测系统”、“油站渗透泄露系统”、“三次回收治理设备”、“智网监测平台”等与主营业务高度相关的专利技术。公司软件产品匹配硬件后可显著提高产品性能和适应性。

### 3.2 客户资源：与供应商、客户长期深度合作，在市场竞争中处于优势地位

**在上游供应方面**，公司硬件部件主要向德国 DUERR、ELAFLEX 和 FAFNIR 三家专业厂商采购，产品质量有所保证。公司坚持“轻资产”经营的战略理念，虽然并不直接涉及硬件生产环节，但为保证产品质量制定了严格的外协供应商选择规定，并与代工供应商之间建立了长期稳定的合作关系。

**在下游市场方面**，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。公司通过专业的产品和优质的服务与主要客户建立了稳定持久的合作关系，由此带来的客户忠诚度将是公司在市场上不断发展的强劲动力。

图表 28 公司主要客户合作历史

客户名称	合作历史
中石化	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 年公司在液为以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公司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	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	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	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。

资料来源：恒合股份公开发行说明书，华安证券研究所



在维护客户资源同时，公司注重在新服务区域对客户和服务商的开发。利用已有客户资源与口碑优势不断扩展新客户，公司拓展新客户主要方式包括通过原有客户资源引荐介绍；进行产品推介；获取服务商信息进行拜访洽谈等多种途径。

### 3.3 产业规划：顺应国家发展战略，积极扩展业务领域

随着国内油气回收相关环保政策的不断推动，全国开展油气回收的区域将进一步扩大，特别是在石油石化领域，相关政策的完善不断推进，国内需建设的油库、油站数目将逐年增长，相关产品竞争愈发激烈。

公司基于在加油站在线监测领域的业务积累，在新业务油库油气回收在线监测系统方面也积累了丰富的优势，为公司未来业务持续开展奠定了良好的基础。公司凭借中石化、中石油、延长石油等大型石油公司的客户资源以及产品储备的提前部署，在相关业务领域存在一定的先发优势。2020年，广东、浙江两地已率先在当地开展油库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，上述两地预计将陆续开展油库油气回收在线监测系统建设工作。同时公司积极部署参与安徽、江苏等地的油库油气回收在线监测系统的招标，已经取得了一定进展，未来有望抢占相关细分领域的业务市场。

### 风险提示：

产业政策变动风险，经营季节性波动风险，下游客户领域较为集中的风险等。

## 分析师与研究助理简介

**分析师:** 王莺, 华安证券农业首席分析师, 2012 年水晶球卖方分析师第五名, 农林牧渔行业 2019 年金牛奖最佳行业分析团队奖。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国 (不包括香港、澳门、台湾) 提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券 (或行业指数) 相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 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; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上;

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
- 无评级—因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, 致使无法给出明确的投资评级。