

# 华锐精密 (688059)

证券研究报告

2021年02月27日

## 硬质合金刀具隐形冠军，业绩快速增长

### 一、深耕刀具行业，技术、产品优势领先

株洲华锐精密工具股份有限公司成立于2007年3月，是国内先进的硬质合金切削刀具制造商，主要从事硬质合金数控刀片的研究、生产和销售业务，专注于硬质合金数控刀片研发与应用。公司业绩逐年上升，2017-2019年营业收入为1.34亿、2.14亿、2.59亿，2018-2019年同比增长59.23%、21.20%；2017-2019年归母净利润为3128.38万元、5416.13万元、7181.19万元，2018-2019年同比增长73.13%、32.59%。2020Q3营业收入2.21亿，归母净利润6105.61万元。

### 二、刀具市场未来稳定增长，进口环节存在较大替代空间

全球切削刀具从2016年的331亿美元增长到2020年的370亿美元，到2022年将增长到390亿美元，保持稳定增长。我国刀具市场规模从2016年的321.5亿元增长到2020年的402亿元，到2026年预计为556.5亿元，十年CAGR=5.64%。

2016-2019年进口刀具占总消费的比重从37.17%下降至34.61%，一定程度上说明我国数控刀具的自给能力在逐步增强，进口依赖度在逐年降低，但超过1/3的市场被国外产品占据说明刀具行业仍存在较大的国产化替代空间。

### 三、国外品牌占据高端刀具市场，国内企业仍有提升空间

刀具行业竞争格局可大致分为欧美、日韩、本土三个阵营：1) 欧美刀具企业定位于为客户提供完整的刀具解决方案，在高端定制化刀具领域始终占据着主导地位；2) 日韩刀具企业定位于为客户提供通用性高、稳定性好和极具性价比的产品，在高端制造业的非定制化刀具领域赢得了众多厂商的青睐；3) 本土刀具企业数量众多，竞争实力差距较大，主要通过差异化的产品策略和价格优势，赢得了较多的中低端市场份额。

### 四、四大核心技术构筑公司护城河，积极拓展新材料市场

公司经过十多年的科研创新积累，公司掌握了硬质合金数控刀片基体材料、槽型结构、精密成型和表面涂层四大领域的核心技术，并形成相应的制备工艺参数或控制方法，导入主要设备实施数控刀片产品生产。

### 五、盈利预测与投资建议

预计2020-2022年华锐精密营业收入分别为3.19亿、4.47亿、5.97亿，YOY为23.06%、40.37%、33.59%；归母净利润分别为0.88亿、1.32亿、1.76亿，YOY为22.04%、50.10%、33.60%，对应PE 41X、37X、28X。

我们看好刀具行业的发展和华锐精密在该行业中的竞争优势，给予公司2021PE为40X，对应目标价为119.6元，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**主要产品受下游应用领域需求变化影响的风险、主要经销客户流失风险、应收账款增长较快、逾期比例较高的风险等

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	213.63	258.93	318.63	447.25	597.50
增长率(%)	59.23	21.20	23.06	40.37	33.59
EBITDA(百万元)	99.74	133.82	123.93	171.68	227.40
净利润(百万元)	54.16	71.81	87.64	131.55	175.75
增长率(%)	73.13	32.59	22.04	50.10	33.60
EPS(元/股)	1.23	1.63	2.66	2.99	3.99
市盈率(P/E)	89.38	67.41	41.43	36.80	27.54
市净率(P/B)	18.84	15.03	8.86	5.37	4.50
市销率(P/S)	22.66	18.70	11.39	10.82	8.10
EV/EBITDA	0.00	0.00	29.08	25.68	18.82

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	机械设备/金属制品
6个月评级	买入(首次评级)
当前价格	110元
目标价格	119.6元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	44.01
流通A股股本(百万股)	8.95
A股总市值(百万元)	4,840.88
流通A股市值(百万元)	984.74
每股净资产(元)	11.62
资产负债率(%)	35.58
一年内最高/最低(元)	123.50/62.25

### 作者

邹润芳	分析师
SAC执业证书编号：S1110517010004	
zourunfang@tfzq.com	
朱晔	联系人
zhuye@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

## 内容目录

1. 深耕刀具行业，技术、产品优势领先.....	4
1.1. 资本结构良好，实现健康经营.....	5
1.2. 业绩持续增长，盈利质量优秀.....	6
2. 刀具市场未来稳定增长，进口环节存在较大替代空间.....	6
2.1. 刀具产品应用广泛，公司下游行业需求有望持续增长.....	6
2.2. 刀具市场或将持续增长，我国进口占比超 1/3 有较大国产化空间.....	8
2.3. 硬质合金占据最多市场，且占比有望随数控化率提高而不断提高.....	10
3. 国外品牌占据高端刀具市场，国内企业仍有提升空间.....	11
4. 四大核心技术构筑公司护城河，积极拓展新材料市场.....	12
4.1. 重视研发投入，十四年深耕积累四大核心技术.....	12
4.2. 不断开拓，IPO 加码新材料刀具市场.....	14
5. 盈利预测与投资建议.....	15
6. 风险提示.....	16

## 图表目录

图 1：2017 年-2020Q3 资产负债率（%）.....	5
图 2：经营现金流净额情况（万元）.....	6
图 3：营业收入、归母净利润情况（万元）.....	6
图 4：刀具下游行业结构.....	6
图 5：2020H1 公司下游营收结构.....	7
图 6：模具行业规模稳定持续增长.....	7
图 7：2015-2020 中国汽车年度产销量（万辆）.....	8
图 8：中国刀具消费额占机床消费额比例.....	9
图 9：全球切削刀具消费额（亿美元）.....	9
图 10：我国切削刀具市场规模（亿元）.....	9
图 11：中国进口刀具占比.....	9
图 12：世界刀具产品市场结构.....	10
图 13：国内切削刀具产品市场结构.....	10
图 14：中国金属切削机床数控化率.....	11
图 15：公司研发投入不断提高.....	13
图 16：四大核心技术助力产品开发生产.....	14
表 1：公司主要产品.....	4
表 2：不同材料刀具的特点及应用.....	10
表 3：国内不同材料切削刀具产值变化.....	11

表 4：行业内的主要企业.....	11
表 5：国内主要竞争对手 2019 财年财务指标对比.....	12
表 6：公司研发费用率位于可比公司前列 .....	13
表 7：公司自主研发四大核心技术领域.....	13
表 8：公司业务拆分预测（单位：百万元） .....	15
表 9：公司相对估值模型（单位：倍；百万元） .....	16

## 1. 深耕刀具行业，技术、产品优势领先

株洲华锐精密工具股份有限公司成立于 2007 年 3 月，是国内先进的硬质合金切削刀具制造商，主要从事硬质合金数控刀片的研究、生产和销售业务，专注于硬质合金数控刀片研发与应用。硬质合金数控刀片作为数控机床执行金属切削加工的核心部件，广泛应用于汽车、轨道交通、航空航天、精密模具、能源装备、工程机械、通用机械、石油化工等领域的金属材料加工。

公司自成立以来始终聚焦于数控刀片的研究、生产和销售，已经成为国内知名的硬质合金切削刀具制造商，公司连续多年产量位居国内行业前列。硬质合金数控刀片产量在国内企业中 2019 年排名第三、2018 年排名第二。

表 1：公司主要产品

产品名称	图片展示	具体用途	应用场景
普通车削刀片	 <p>普通车削刀片 普通车削刀杆</p>	主要应用于钢（P）、不锈钢（M）、铸铁（K）等被加工材料的外圆、内圆、端面等车削加工	通用机械、汽车、轨道交通等
切断切槽刀片	 <p>切断切槽刀片 槽刀刀杆</p>	主要用于钢（P）、不锈钢（M）类被加工材料的轴类、环类等零件的切槽、仿形或切断加工	精密轴承、通用机械等
螺纹刀片	 <p>螺纹刀片 螺纹刀杆</p>	主要用于不锈钢（M）类被加工材料紧固连接件的螺纹加工	高端卫浴、石油化工等
铣削刀片	 <p>铣削刀片 铣刀刀盘</p>	主要用于钢（P）、淬硬钢（H）等被加工材料的型面、平面、方肩、仿形、凹槽等铣削加工	精密模具、能源装备等



主要用于钢（P）、不锈钢（M）类被加工材料的机械加工中孔钻加工

工程机械、  
新能源等

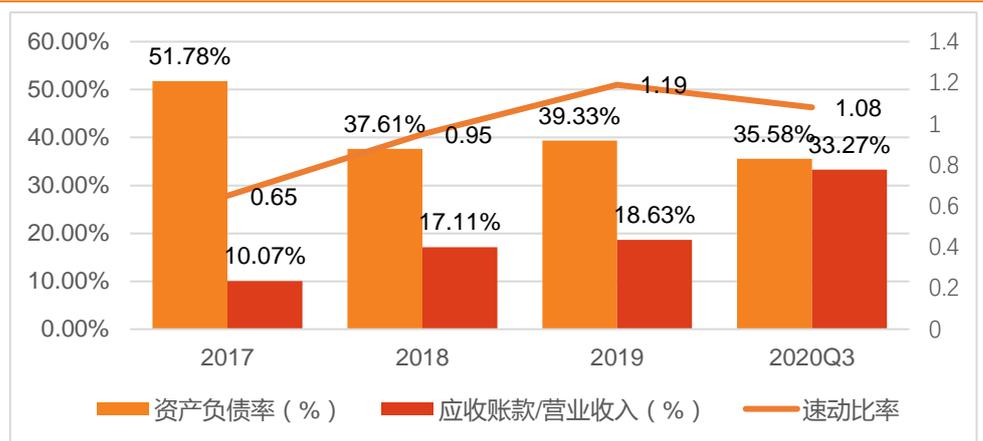
资料来源：华锐精密招股说明书、天风证券研究所

### 1.1. 资本结构良好，实现健康经营

尽管公司近年来规模快速扩张，但是公司仍然保持着良好的资本结构。资产负债率由 2017 年的 51.78% 下降至 2020 年 Q3 的 35.58%，逐年降低；速动比率 2017 年的 0.65 上升至 2019 年的 1.19，2020 年 Q3 为 1.08，保持在高位，公司偿债能力优秀。

公司应收账款/营业收入由 2017 年的 10.07% 上升至 2019 年的 18.63%，2020 年 Q3 为 33.27%，2020 年中应收账款/营业收入出现大幅度增加，主要系因为年中各经销商均需款项周转，回款较慢，而公司根据行业惯例主要在年底对经销商进行应收账款考核与集中催收所致，该回款模式未发生重大变化且与同行业变动情况基本一致。

图 1：2017 年-2020Q3 资产负债率（%）



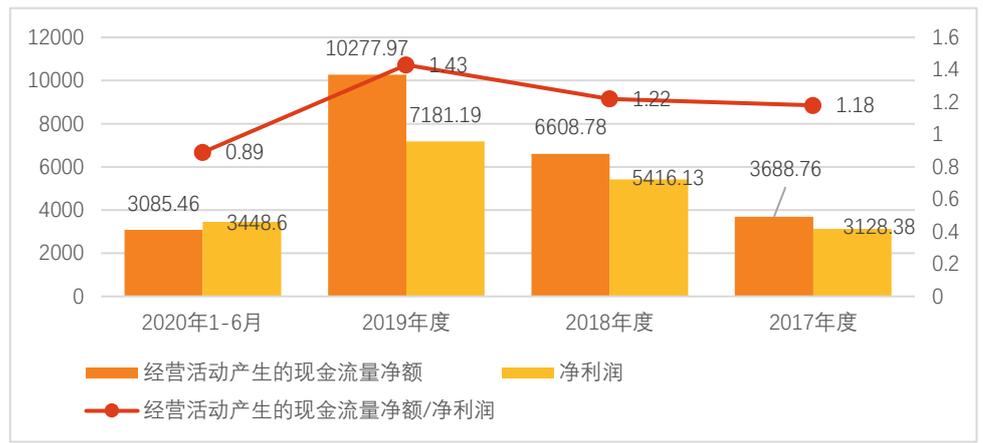
资料来源：招股说明书、天风证券研究所

2017-2020H1 公司存货账面价值分别为 3,198.52 万元、4,825.36 万元、5,390.74 万元和 5,756.56 万元，占流动资产的比例分别为 30.89%、34.53%、26.72%和 27.79%，存货逐年增加，与收入变动趋势一致。随着公司经营规模的不断增长，存货相应增长，2017-2020H1 存货占营业成本的比例分别为 47.50%、44.68%、42.03%和 41.71%，呈现基本稳定但小幅下降的趋势。

公司采取“以销定产，适度备货”的生产模式。公司产品工序较多，工艺复杂，对市场需求较稳定的产品设置适度安全库存以快速响应客户需求。存货账面价值各期末逐步增长，增长幅度和营业收入、营业成本的增长幅度基本一致，存货增长情况与经营规模增长相匹配，体现公司较强的存货管理水平。

2017-2020H1 公司经营活动产生的现金流量净额分别为 3,688.76 万元、6,608.78 万元、10,277.97 万元和 3,085.46 万元，均为正且快速增长。2017 年至 2019 年，公司经营活动产生的现金流量净额超过同期净利润，分别是同期净利润的 1.18 倍、1.22 倍、1.43 倍和 0.89 倍，说明公司经营现金流情况较好、盈利质量较高。2020 年 1-6 月公司经营活动产生的现金流量净额低于同期净利润，主要是公司客户应收账款回款受新冠疫情影响有所降低。

图 2：经营现金流净额情况（万元）

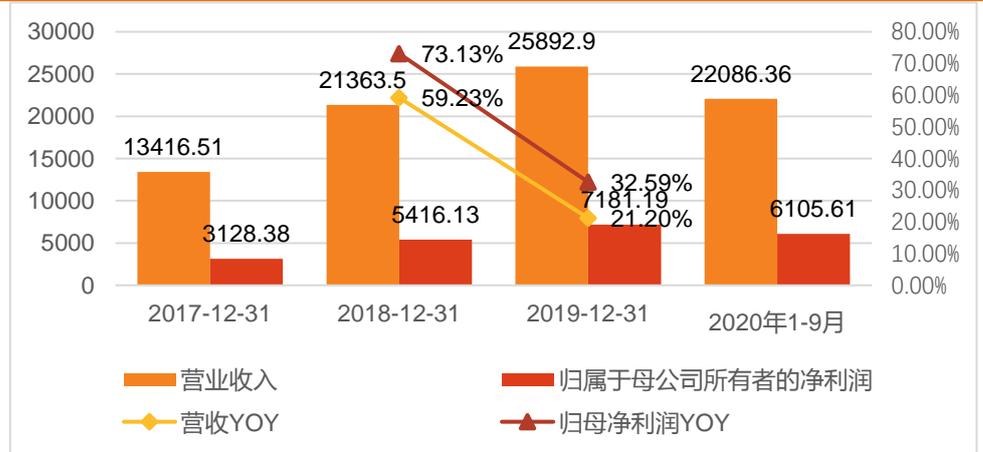


资料来源：wind、天风证券研究所

## 1.2. 业绩持续增长，盈利质量优秀

公司业绩逐年上升，2017-2019 年营业收入为 13416.51 万元、21363.5 万元、25892.9 万元，2018-2019 年同比增长 59.23%、21.20%；2017-2019 年归属于母公司所有者的净利润为 3128.38 万元、5416.13 万元、7181.19 万元，2018-2019 年同比增长 73.13%、32.59%。2020Q3 营业收入 22086.36 万元，归母净利润 6105.61 万元。

图 3：营业收入、归母净利润情况（万元）



资料来源：wind、天风证券研究所

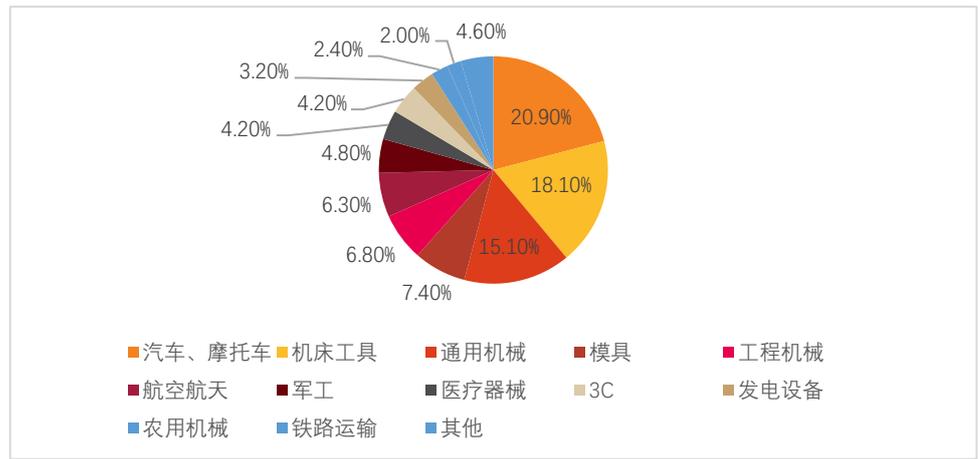
## 2. 刀具市场未来稳定增长，进口环节存在较大替代空间

### 2.1. 刀具产品应用广泛，公司下游行业需求有望持续增长

切削刀具的下游行业包括汽车、摩托车、航空航天、军工、通用机械、模具、工程机械、能源等，涉及到国民生活的方方面面。根据《金属加工》的调查，汽车、摩托车、机床工具、通用机械和模具行业是刀具下游应用最广的行业，合计刀具使用量占比超过 6 成。

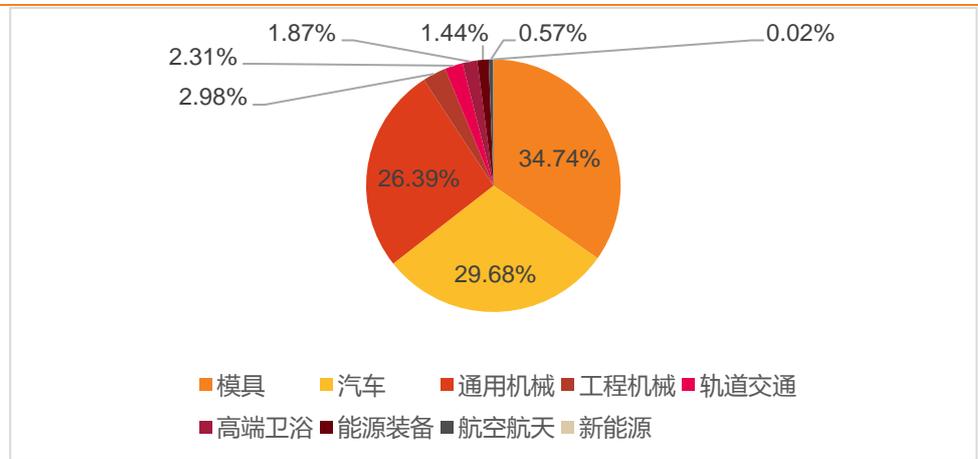
截至 2020H1，公司下游营收最多的三个行业为模具、汽车和通用机械行业，占比分别为 34.74%、29.68%和 26.39%，合计占比超过总收入的 9 成，是公司主要收入来源。

图 4：刀具下游行业结构



资料来源:《金属加工》、天风证券研究所

图 5: 2020H1 公司下游营收结构



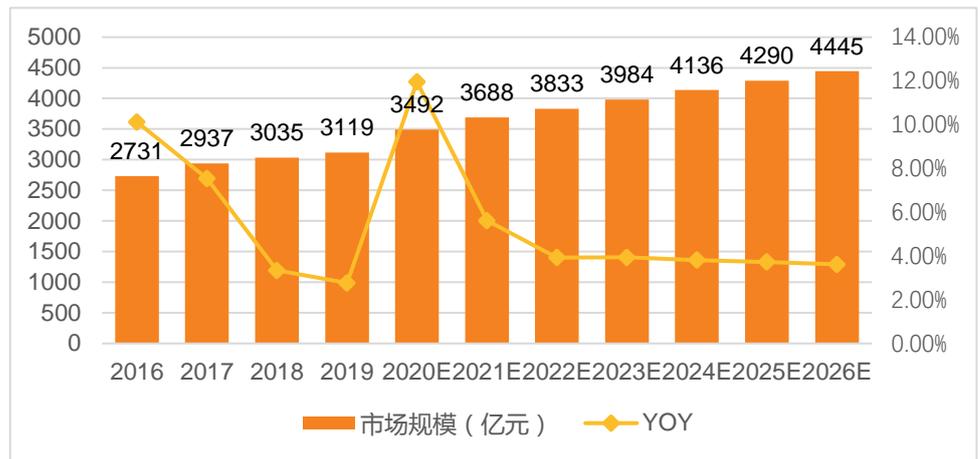
资料来源: 华锐精密招股说明书、天风证券研究所

### 1) 模具行业快速发展, 市场规模稳步提升

公司产品在模具行业主要应用于家电、模架、汽车覆盖件、内饰模具等, 模具的需求与下游电子设备、家电或汽车等行业改款和更新需要密切相关, 模具市场需求庞大。2020 年我国模具行业市场规模预计约 3492 亿元, 同比增长 12%, 预计到 2026 年将增加约 1000 亿空间达到 4445 亿元。

切削是模具加工中最高效、最重要的加工方式, 模具的制作过程会消耗大量的切削刀具。随着模具下游电子产业的发展, 未来我国模具行业将向高精密化、自动智能化、新型化、融合化等方向发展, 对精密高效数控刀具需求将会相应增加。

图 6: 模具行业规模稳定持续增长



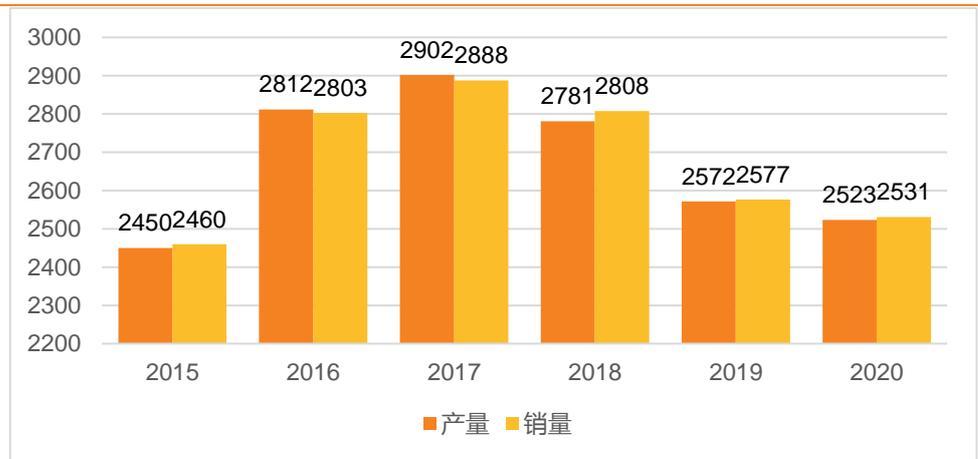
资料来源：智研咨询、天风证券研究所

## 2) 汽车行业存量需求较大，市场空间广阔

汽车零部件技术含量高，工艺复杂，整个制造过程中分工极其细致、数控化程度较高，是金属切削刀具需求量最大的行业之一。尽管自 18 年开始汽车产销量连续 3 年下降，但 2020 年在疫情影响下汽车产销同比降幅收窄，反弹在即。全年汽车产销分别完成 2523 万辆和 2531 万辆，同比分别下降 2%和 1.9%，降幅比上年分别收窄 5.5 和 6.3 个百分点。

随着汽车市场需求结构的转变，我国各地区车辆购买、置换需求的增加以及国产化相关政策的鼓励，我国汽车行业仍然有巨大的市场空间，汽车工业对于数控刀具的需求也将持续存在。

图 7：2015-2020 中国汽车年度产销量（万辆）



资料来源：前瞻产业研究院、汽车工业协会、天风证券研究所

## 3) 通用机械行业是装备制造业中的基础性产业，市场规模稳定上升，

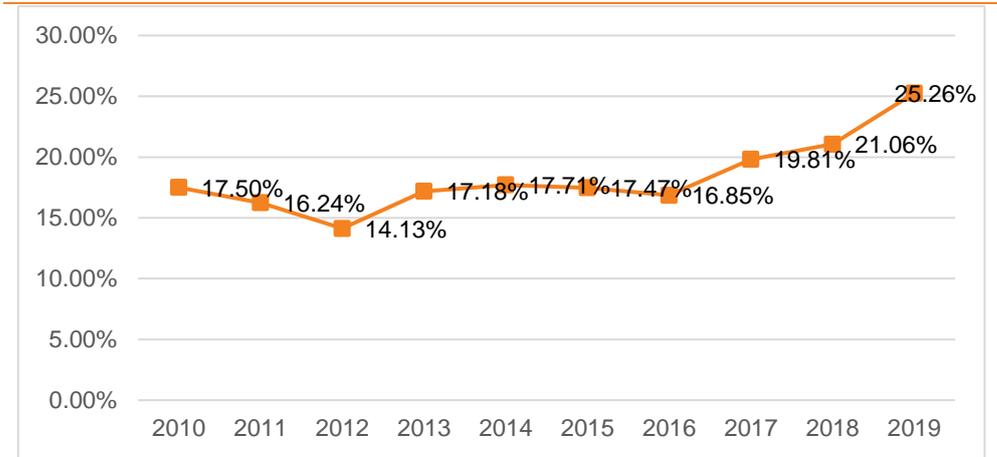
数控刀具广泛应用于通用机械中的不锈钢法兰、阀门、液压件、流体，手机配件等零部件的精密加工。近年来通用机械行业规模持续增长，2019 年通用机械行业规模以上企业 5437 家，全行业实现销售收入 8362.5 亿元，同比增长 6.29%，主要产品产量平稳增长。伴随国内去产能、调结构的进程，通用机械制造企业也不断加大自身研发投入，一批新型、高效、高精度的生产工艺在通用机械制造业中得到广泛应用，预计未来通用机械行业仍将保持平稳增长，对精密高效数控刀具的需求也将不断增加。

### 2.2. 刀具市场或将持续增长，我国进口占比超 1/3 有较大国产化空间

在下游市场需求增加的同时，刀具消费占生产成本比重也将不断提高。根据《金属加工》，刀具费用占总生产成本在 1%~4%的企业由 2008 年的 59.6%上升到 2014 年的 63%又上升到 2019 年的 68.3%，总体来说刀具费用的占比呈现出上升的趋势。

如果比较刀具费用占机床费用之比，中国刀具消费额占机床消费额比例也在不断提高，从2010年的17.50%上升到2019年的25.26%，但是与德国、美国和日本等制造业强国每年50%的比例对比，中国市场的刀具消费仍有较大提升空间。

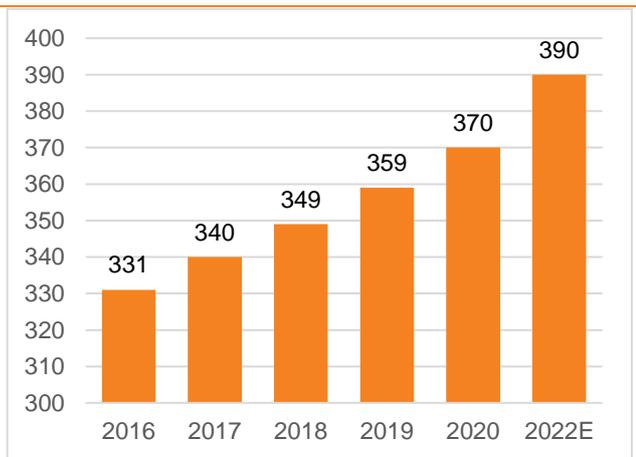
图 8：中国刀具消费额占机床消费额比例



资料来源：中国机床工具工业协会、华锐精密招股说明书、天风证券研究所

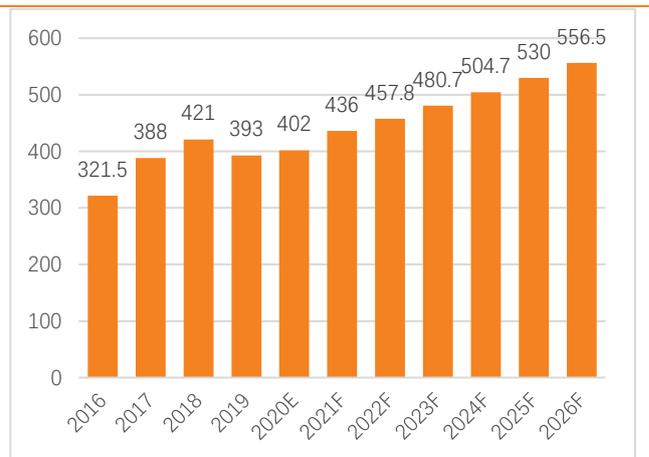
全球切削刀具从2016年的331亿美元增长到2020年的370亿美元，到2022年将增长到390亿美元，保持稳定增长。我国刀具市场规模从2016年的321.5亿元增长到2020年的402亿元，到2026年预计为556.5亿元，十年CAGR=5.64%。进入2010年来，以中国为代表的亚洲刀具市场增长率排在全球刀具规模增长首位，是全球增长率的2.5倍。

图 9：全球切削刀具消费额（亿美元）



资料来源：华锐精密招股说明书、前瞻产业研究院、QY Research、天风证券研究所

图 10：我国切削刀具市场规模（亿元）

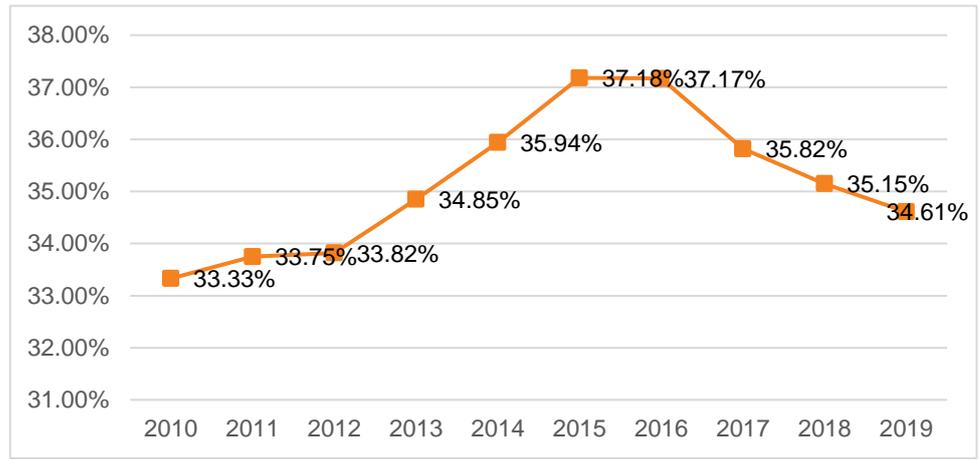


资料来源：中国机床工具工业协会、前瞻产业研究院、天风证券研究所

2010-2019年，我国进口刀具占比均在33%以上，占据着大量的中高端市场份额。而国产刀具总体上以中低端产品为主。进口刀具中绝大部分是现代制造业所急需的高效刀具。作为高端装备制造配套用的数控刀具，加速其国产化对国民经济安全有着重要意义。

根据我国机床工具工业协会统计数据，2016-2019年进口刀具占总消费的比重从37.17%下降至34.61%，一定程度上说明我国数控刀具的自给能力在逐步增强，进口依赖度在逐年降低，但超过1/3的市场被国外产品占据说明刀具行业仍存在较大的国产化替代空间。

图 11：中国进口刀具占比



资料来源：中国机床工具工业协会、华锐精密招股说明书、天风证券研究所

### 2.3. 硬质合金占据最多市场，且占比有望随数控化率提高而不断提高

刀具材料主要包括硬质合金、高速钢、金属陶瓷、金刚石、立方氮化硼等，不同材料具备各自的特点，适用于不同的领域，见下表。从不同材料占据的市场结构来看，**硬质合金刀具占据了切削刀具市场的主要份额，其次是高速钢刀具**。世界范围内硬质合金刀具使用量占据市场 63%的比例，高速钢占据 26%，而我国硬质合金刀具使用量占我国刀具市场的 53%，高速钢占比 21%。

表 2：不同材料刀具的特点及应用

材料	特点	应用领域
硬质合金	硬度高、耐磨、强度和韧性好、耐热及耐腐蚀	用于加工车刀、铣刀、刨刀、钻头和镗刀
高速钢	韧性好	适用于制造拉刀、滚刀等复杂刀具
金属陶瓷	硬度高、耐磨性好，硬度虽然不及 PCD 和 PCBN，但大大高于硬质合金和高速钢刀具。切削速度快、寿命长	主要用于加工硬质合金刀具不能加工的高硬材料，实现“以车代磨”
金刚石	硬度高、抗压强度高、导热性、耐磨性好，可在高速切削中获得很高的加工精度和加工效率	主要用于有色金属的高精度、低粗糙度切削，以及非金属材料的精加工，不适宜切削黑色金属。
立方氮化硼	硬度仅次于金刚石，化学性质稳定、高温下热稳定	应用于切削加工的各个领域，尤其适合高硬度及难加工材料

资料来源：华锐精密招股说明书、《金属加工》、天风证券研究所

图 12：世界刀具产品市场结构

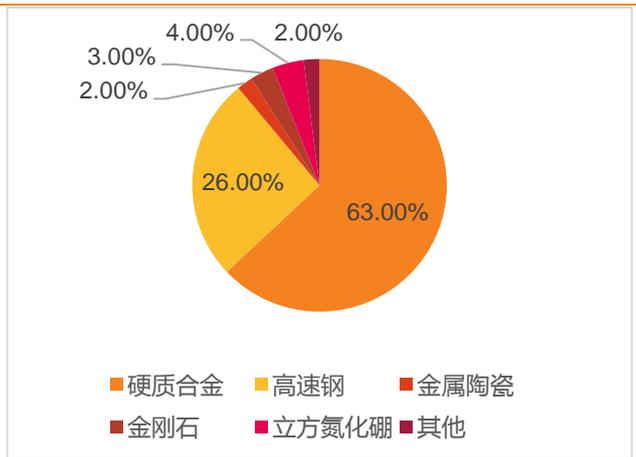
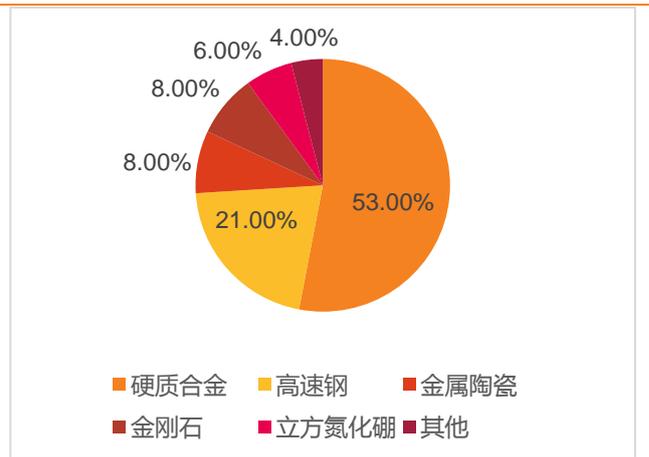


图 13：国内切削刀具产品市场结构



资料来源：华锐精密招股说明书、前瞻产业研究院、天风证券研究所

资料来源：华锐精密招股说明书、《金属加工》、天风证券研究所

公司的主要产品为硬质合金刀具，而近几年硬质合金刀具产值占比不断在提高，存在对高速钢刀具的替代趋势。我国主要刀具企业生产的硬质合金刀具的产值占比从 2015 年的 39% 提高到 2019 年的 47%。

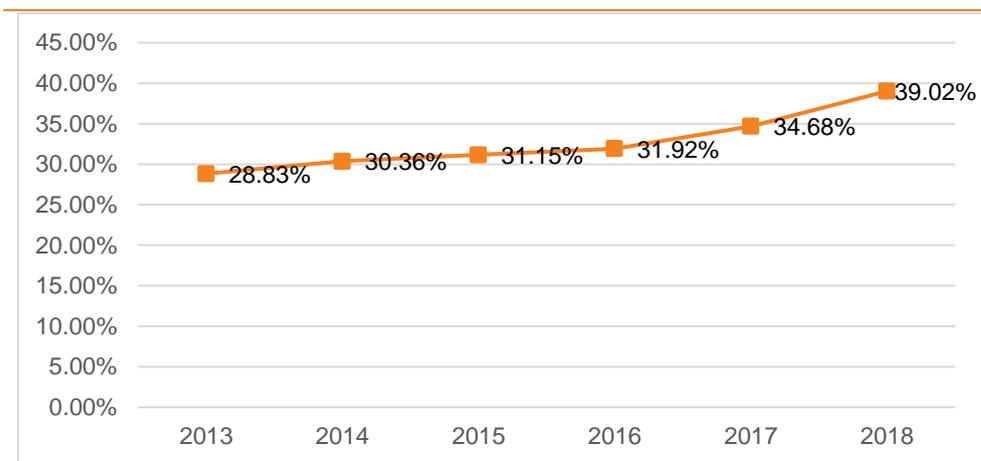
硬质合金数控刀具“高精度、高效率、高可靠性和专用化”，贴合数字化发展的趋势。硬质合金刀具是参与数字化制造的主导刀具，其产值占比上升与我国机床装备数控化升级的宏观背景相关。根据《中国制造 2025》规划，预计我国关键工序数控化率在 2020 年达到 50%，相对于国际上制造业强国机床数控化率 60% 以上水平，我国金属切削机床的数控化程度的提升空间很大。未来随着我国制造业持续升级，硬质合金刀具的产值占比将逐步提高。

表 3：国内不同材料切削刀具产值变化

		2015	2016	2017	2018	2019
硬质合金刀具	产值（亿元）	30.09	32.44	41.32	51.81	54.85
	占比（%）	39.46%	39.97%	40.05%	44.25%	47.47%
高速钢刀具	产值（亿元）	39.24	41.65	51.73	54.4	51.44
	占比（%）	51.46%	51.31%	50.15%	46.46%	44.52%
其他	产值（亿元）	6.93	7.08	10.11	10.88	9.25
	占比（%）	9.09%	8.72%	9.80%	9.29%	8.01%
刀具总产值		76.26	81.17	103.16	117.09	115.54

资料来源：前瞻产业研究院、中国机床工具工业协会、天风证券研究所

图 14：中国金属切削机床数控化率



资料来源：华锐精密招股说明书、中国机床工具工业协会、天风证券研究所

### 3. 国外品牌占据高端刀具市场，国内企业仍有提升空间

刀具行业竞争格局可大致分为欧美、日韩、本土三个阵营：

- 1) 欧美刀具企业定位于为客户提供完整的刀具解决方案，通过强大的研发投入、人才培养以及质量管理体系推动其产品体系不断推陈出新，在高端定制化刀具领域始终占据着主导地位。
- 2) 日韩刀具企业定位于为客户提供通用性高、稳定性好和极具性价比的产品，在高端制造业的非定制化刀具领域赢得了众多厂商的青睐。
- 3) 本土刀具企业数量众多，竞争实力差距较大，主要通过差异化的产品策略和价格优势，赢得了较多的中低端市场份额。

表 4：行业内的主要企业

阵营	公司	国家	成立时间	简介
----	----	----	------	----

一	山特维克	瑞典	1862	全球第一大刀具供应商，2018 年全球收入 761.93 亿元，其中刀具收入 310.32 亿元，中国区刀具收入 31.2 亿元。
	伊斯卡	以色列	1952	子公司及代理机构遍及全球 50 多个国家，拥有全系列刀具产品，为多个行业提供完整的刀具解决方案。2018 年全球收入 205-240 亿元，中国区刀具收入约 7 亿元。
二	肯纳金属	美国	1938	世界知名的硬质合金刀具制造公司，2018 年全球收入 156.67 亿元，中国区收入为 17.04 亿元。
	三菱综合材料	日本	1950	三菱集团核心公司之一，是日本最大的综合刀具供应商。2018 年金属加工业务全球收入 102.92 亿元，中国区刀具销售收入为 8.5 亿元。
	京瓷	日本	1959	产品覆盖工业金属机械加工用全系列切削工具，2018 年中国区刀具销售收入为 5.98 亿元。
	特固克	韩国	1916	1977 年涉足硬质合金刀片生产，是韩国最大的综合刀具制造商，也是世界范围内重要的钨粉、整体硬质合金轧辊及非标工业产品的供应商。2018 年中国区刀具收入为 6.55 亿元。
	克洛伊	韩国	1966	韩国知名的硬质合金刀具制造商，2018 年收入为 12.53 亿元，中国区刀具收入 3.17 亿元。
三	株洲钻石	中国	2002	中钨高新子公司，国内第一大刀具供应商，同时可为机械加工制造提供整体配套解决方案。2019 年度实现销售收入为 18.01 亿元。
	厦门金鹭	中国	1989	厦门钨业子公司，主要从事钨粉、碳化钨粉、硬质合金、切削工具等钨系列产品的生产和销售，2019 年收入为 31.78 亿元。
	恒锋工具	中国	1997	主要从事现代高效刀具和量检具生产和销售，以高速钢刀具为主，2019 年收入为 3.52 亿元。
	沃尔德	中国	2006	主营产品为超高精密钻石刀轮及其配套产品、高精密 PCD/PCBN 切削刀具。2019 年收入为 2.55 亿元。
	欧科亿	中国	1996	国内最大的锯齿刀片制造商，2011 年开始涉入硬质合金数控刀具业务。2019 年实现销售收入为 6.03 亿元，其中数控刀具产品收入为 2.56 亿元。

资料来源：华锐精密招股说明书、天风证券研究所

表 5：国内主要竞争对手 2019 财年财务指标对比

公司名称	产量/万片	销量/万片	平均售价/元/片	营业收入/亿元	其中刀具收入/亿元	毛利率	净利率	研发费用率	国内市占率
株洲钻石	6,440.00	-	-	18.01	12.47	-	-	-	3.17%
厦门金鹭	2,497.00	2,983.00	10.94	31.78	3.26	-	-	-	0.83%
恒锋工具	90.21	80.82	435.18	3.52	3.52	50.38%	36.76%	5.16%	0.90%
沃尔德	293.93	289.73	76.16	2.55	2.21	48.17%	23.54%	6.86%	0.56%
欧科亿	4,552.00	4,196.32	6.11	6.03	2.56	31.66%	14.67%	5.09%	0.65%
华锐精密	4,242.80	4,147.51	6.16	2.57	2.57	50.46%	27.73%	6.57%	0.65%

资料来源：华锐精密招股说明书、wind、天风证券研究所

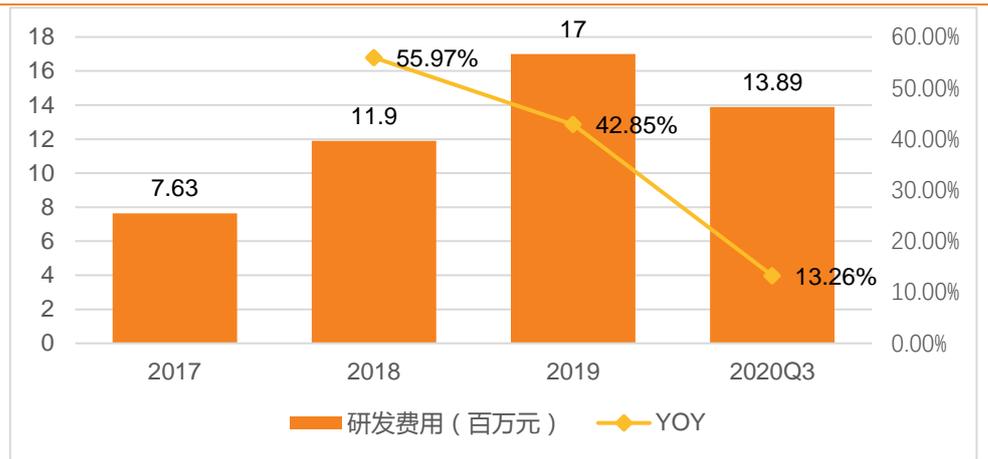
注：1、由于株洲钻石未单独公开披露刀具收入，其数据以中钨高新年报中“刀片及刀具”业务营业收入作为参考，株洲钻石的产品数量、平均售价无法通过公开信息渠道获取；2、由于厦门金鹭未单独公开披露刀具收入，其数据以厦门钨业年报中“数控刀片”业务营业收入作为参考；3、株洲钻石、厦门金鹭的净利润、研发费用无法从公开渠道获取，在此未做披露。

## 4. 四大核心技术构筑公司护城河，积极拓展新材料市场

### 4.1. 重视研发投入，十四年深耕积累四大核心技术

近年来公司研发投入持续增长，2017、2018、2019 和 2020Q3 公司的研发费用分别为 7.63、11.90、17.00 和 13.89 百万元，17-19CAGR 为 49%；研发费用率分别为 5.69%、5.57%、6.57%和 6.29%，位于可比公司前列。

图 15：公司研发投入不断提高



资料来源：wind、天风证券研究所

表 6：公司研发费用率位于可比公司前列

	2017	2018	2019	2020Q3
恒锋工具	5.29%	5.08%	5.16%	5.68%
沃尔德	6.13%	6.35%	6.86%	6.98%
欧科亿	3.83%	3.56%	5.09%	4.81%
平均值	5.08%	5.00%	5.70%	5.82%
华锐精密	5.69%	5.57%	6.57%	6.29%

资料来源：wind、天风证券研究所

公司专注于发展“高精度、高效率、高可靠性和专用化”的现代高效刀具，不断提升硬质合金数控刀片的加工精度、加工效率和使用寿命等切削性能。经过十多年的科研创新积累，公司掌握了硬质合金数控刀片基体材料、槽型结构、精密成型和表面涂层四大领域的核心技术。

表 7：公司自主研发四大核心技术领域

技术领域	核心技术	介绍	授权专利	技术细节
基体材料领域	基体牌号开发技术	根据应用需求，通过对硬质合金基体成分和结构的研究，开发具有独特性能的硬质合金基体。	发明专利 2 项	34 种基体牌号
	碳含量控制技术	通过对生产过程中碳含量变化的跟踪和调控，实现对产品碳含量的精准控制，提高产品性能的稳定性。	-	1 种碳控计算模型
	晶粒度控制技术	通过对原料、球磨、烧结等生产过程的工艺控制，实现对基体晶粒度大小和分布的精准控制，保证产品性能的一致性。	-	2 种晶粒抑制剂配方
槽型结构领域	槽型结构设计技术	根据加工材料、加工方式和加工参数的特点，结合刀片材料本身的特征，通过对前角、刃倾角、反屑角等几何特征的设计，开发出针对性的槽型结构，控制切屑流向，提高断屑能力，延长使用寿命。实现槽型结构的自主设计，自主开发。	发明专利 5 项 实用新型 11 项 外观专利 11 项	-
精密成型领域	模具制备技术	根据产品的槽型结构，设计出相应的模具结构，通过精密加工，制备出微米级精度的硬质合金模具。	-	-
	混合料制备技术	通过调整混合料制备参数，实现对料粒形貌和粒度分布的控制，保证压制的紧密性，压制单重和尺寸精度的一致性。	发明专利 1 项 实用新型 3 项	-

	压制成型控制技术	通过对压制工艺参数的计算和控制,保证自动化生产过程中压坯的精度和一致性,减少压坯缺陷。	实用新型 1 项	1 种压制修正计算模型
	烧结成型控制技术	通过制定与基体牌号匹配的烧结成型工艺,实现压坯在高温烧结过程中的均匀收缩,保证烧结后毛坯尺寸的一致性。	-	1 种亚微细合金烧结工艺 1 种梯度合金烧结工艺 1 种金属陶瓷烧结工艺
表面涂层领域	PVD、CVD	硬质合金涂层是指在硬质合金刀片上涂覆一层或多层总厚度为微米级的高耐磨性的硬质薄膜,该薄膜对硬质合金刀片有良好的化学保护和热屏障作用,相比没有涂层,涂层可以提高刀片 3~5 倍的使用寿命。目前行业内硬质合金涂层技术包括物理气相沉积 (PVD) 和化学气相沉积 (CVD) 两种。	发明专利 2 项	9 种 PVD 涂层材料配方 2 种 CVD 涂层结合技术 20 种 PVD 涂层工艺 4 种 CVD 涂层工艺

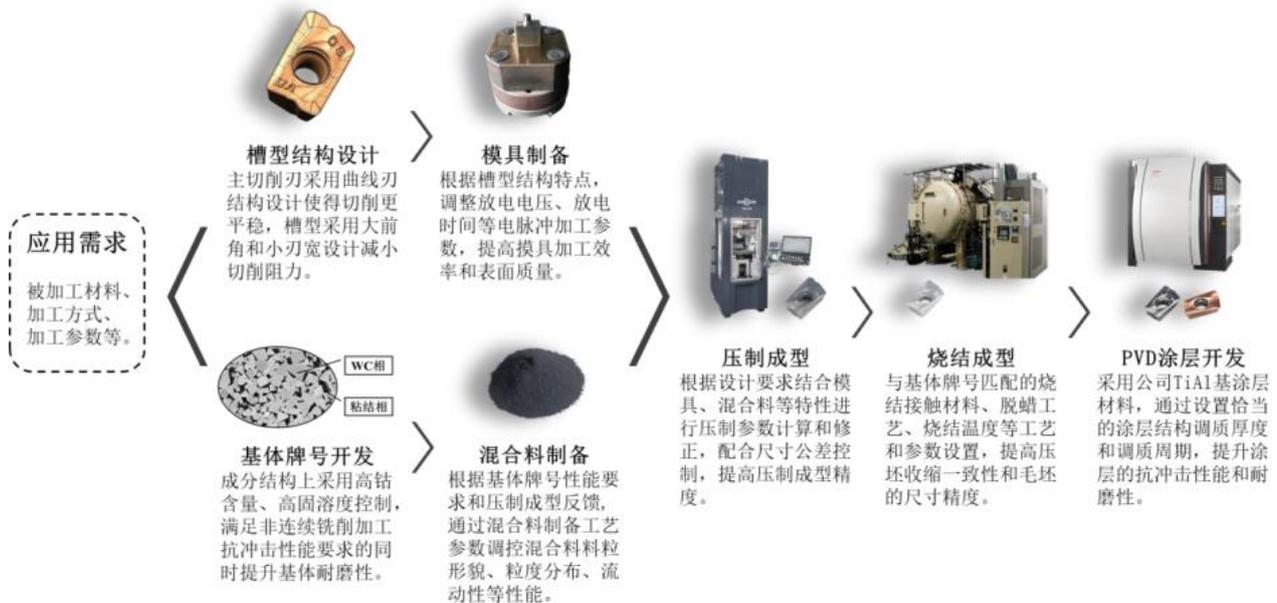
资料来源:华锐精密招股说明书、天风证券研究所

通过上表不难发现四大技术对于提高公司刀具产品的核心竞争力有明显作用:

- a) **基体材料领域技术**使公司硬质合金刀具可以处理加工难度大的材料,提高了公司产品的稳定性和性能的优异性;
- b) **槽型结构领域技术**令公司能设计好的槽型,有利于切削加工,提高断屑能力,延长使用寿命;
- c) **精密成型领域技术**保证了被加工材料的精度和表面的光洁度;
- d) **表面涂层领域技术**能够大幅度提供刀具的使用寿命。

公司通过四大领域核心技术开发满足刀片应用需求的基体牌号、槽型结构、涂层材料和结构,并形成相应的制备工艺参数或控制方法,导入主要设备实施数控刀片产品生产。

图 16: 四大核心技术助力产品开发生产



资料来源:华锐精密招股说明书、天风证券研究所

## 4.2. 不断开拓, IPO 加码新材料刀具市场

公司 IPO 募集资金拟投入项目金额合计 59986.31 万元,其中 44986.31 万元将投入精密数

控刀具数字化生产线建设项目，占募集资金的 75%。项目建成后，公司将新增硬质合金数控刀片 3000 万片、金属陶瓷数控刀片 500 万片、硬质合金整体刀具 200 万支。

其中**硬质合金数控刀片新增产能**能够有效解决公司硬质合金数控刀片产能瓶颈，满足市场快速增长的需要；**硬质合金整体刀具新增产能**有利于一站式满足终端客户整体用刀需求，为未来转型向终端客户提供整体刀具解决方案打下坚实基础；**金属陶瓷数控刀片新增产能**有利于公司在巩固硬质合金数控刀片市场优势地位的基础上，优先发展基础材料技术的研究，进军金属陶瓷、陶瓷、超硬材料等新材料领域。

## 5. 盈利预测与投资建议

基于上述分析，华锐精密的核心推荐逻辑如下：

**1) 公司所在刀具行业处于持续增长阶段：**全球切削刀具从 2016 年的 331 亿美元增长到 2020 年的 370 亿美元，预计到 2022 年将增长到 390 亿美元，保持稳定增长；我国刀具市场规模从 2016 年的 321.5 亿元增长到 2020 年的 402 亿元，到 2026 年预计为 556.5 亿元，十年 CAGR=5.64%。

**2) 国内刀具市场有较大国产化替代空间：**2016-2019 年进口刀具占总消费的比重从 37.17% 下降至 34.61%，一定程度上说明我国数控刀具的自给能力在逐步增强，进口依赖度在逐年降低，但超过 1/3 的市场被国外产品占据说明刀具行业仍存在较大的国产化替代空间。

**3) 重视研发，深耕刀具行业积累四大核心领域技术：**公司经过十多年的科研创新积累，公司掌握了硬质合金数控刀片基体材料、槽型结构、精密成型和表面涂层四大领域的核心技术，并形成相应的制备工艺参数或控制方法，导入主要设备实施数控刀片产品生产。

**4) 向提供解决方案厂商转型，进军新材料刀具市场：**公司在巩固硬质合金数控刀片市场优势地位的基础上，优先开展基础材料技术的研究，进军金属陶瓷、陶瓷、超硬材料等新材料领域；同时向工具系统、精密复杂组合刀具领域拓展，进一步丰富公司的产品线，将公司从硬质合金切削刀具制造商打造成为国内领先的整体切削解决方案供应商。

基于此，预计 2020-2022 年华锐精密营业收入分别为 3.19 亿、4.47 亿、5.97 亿，YOY 为 23.06%、40.37%、33.59%；归母净利润分别为 0.88 亿、1.32 亿、1.76 亿，YOY 为 22.04%、50.10%、33.60%，对应 PE 41X、37X、28X。

表 8：公司业务拆分预测（单位：百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
营业总收入	134.17	213.63	258.93	318.63	447.25	597.50	775.37
YOY	-	59.23%	21.20%	23.06%	40.37%	33.59%	29.77%
营业总成本	67.34	107.99	128.27	156.32	219.35	293.62	383.92
毛利率	49.81%	49.45%	50.46%	50.94%	50.96%	50.86%	50.49%
车削刀片							
收入	73.61	116.33	141.85	174.47	244.26	329.75	445.17
YOY	-	58.05%	21.93%	23.00%	40.00%	35.00%	35.00%
成本	37.43	63.36	79.44	99.45	139.23	187.96	253.74
毛利	36.18	52.97	62.41	75.02	105.03	141.79	191.42
毛利率	49.15%	45.53%	44.00%	43.00%	43.00%	43.00%	43.00%
铣削刀片							
收入	56.75	89.33	107.11	130.68	182.95	237.84	285.40
YOY	-	57.42%	19.91%	22.00%	40.00%	30.00%	20.00%
成本	28.71	42.90	45.31	52.27	73.18	95.13	114.16
毛利	28.04	46.43	61.80	78.41	109.77	142.70	171.24
毛利率	49.41%	51.98%	57.70%	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%
钻削刀片							

收入	2.09	5.52	6.46	8.40	12.60	18.90	28.35
YOY	-	163.74%	17.14%	30.00%	50.00%	50.00%	50.00%
成本	0.51	1.31	1.56	2.10	3.15	4.72	7.09
毛利	1.58	4.21	4.90	6.30	9.45	14.17	21.26
毛利率	75.61%	76.25%	75.85%	75.00%	75.00%	75.00%	75.00%
其他主营业							
收入	0.81	0.55	1.74	2.79	4.46	7.13	11.41
YOY	-	-32.29%	217.45%	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%
成本	0.60	0.32	1.34	1.81	2.90	4.63	7.42
毛利	0.21	0.23	0.40	0.97	1.56	2.50	3.99
毛利率	25.92%	41.65%	23.03%	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%
其他业务							
收入	0.91	1.91	1.77	2.30	2.99	3.88	5.05
YOY	-	109.32%	-7.44%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%
成本	0.09	0.10	0.62	0.69	0.90	1.16	1.51
毛利	0.82	1.81	1.15	1.61	2.09	2.72	3.53
毛利率	90.13%	94.76%	64.90%	70.00%	70.00%	70.00%	70.00%

资料来源：wind、天风证券研究所

根据行业的特点采用 PE 法对公司进行估值，选取恒锋工具、沃尔德、欧科亿作为可比公司，可比公司 PE 在 20X-42X 之间，平均值为 34.4X。我们看好刀具行业的发展，同时华锐精密在该行业中的拥有四大核心领域技术，积极向提供解决方案厂商转型，并进军新材料刀具市场，给予公司 2021PE 为 40X，对应目标价为 119.6 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 9：公司相对估值模型（单位：倍；百万元）

证券代码	证券简称	市盈率 PE(LYR)	总市值	净利润		
				2017	2018	2019
300488.SZ	恒锋工具	20.12	2594.54	96.05	69.25	128.96
688028.SH	沃尔德	42.26	2536.80	58.14	66.30	60.02
688308.SH	欧科亿	40.82	3610.00	44.58	67.09	88.44
688059.SH	华锐精密			31.28	54.16	71.81

资料来源：wind、天风证券研究所

## 6. 风险提示

**主要产品受下游应用领域需求变化影响的风险：**公司的数控刀具产品主要应用于模具、通用机械和汽车行业等领域，2017-2020H1 上述三个下游应用领域贡献收入占比合计达到 94.94%、93.06%、92.25%和 90.81%。若未来宏观经济不景气、产业政策发生重大调整或居民消费习惯发生重大变化，将有可能导致模具、通用机械及汽车行业的需求增速放缓或萎缩，进而减少对上游刀具行业的需求，对公司产品的销售造成不利影响。

**主要经销客户流失风险：**2017-2020H1 公司采用经销为主、直销为辅的销售模式，经销收入占比分别为 81.94%、89.87%、88.69%和 88.15%，公司前五大经销客户贡献营业收入分别为 4,169.33 万元、7,349.63 万元、8,810.65 万元和 5,613.47 万元，占主营业务收入的比例分别为 31.29%、34.71%、34.26%和 41.01%，收入贡献率不断提升。若主要经销客户因终端市场开拓不力、市场竞争因素或与公司的发展战略不一致而流失，可能会在短期内对公司的经营业绩产生不利影响。

**应收账款增长较快、逾期比例较高的风险：**2017-2020H1 公司应收账款余额分别为 1,761.83 万元、4,266.07 万元、5,507.23 万元和 7,479.09 万元，其中剔除返利后的应收账款余额

分别为 1,325.50 万元、3,284.22 万元、4,279.77 万元和 6,537.85 万元,2018 年末、2019 年末和 2020 年 6 月末分别同比增长 147.77%、30.31%和 52.76%,应收账款规模增长较快。未来随着公司业务规模不断扩大,公司应收账款金额将继续增加,逾期应收账款金额和占比则可能进一步提高,将会加大公司的资金周转压力,对公司的现金流或经营业绩造成不利影响。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	21.31	56.64	25.49	432.19	563.06
应收票据及应收账款	66.85	48.35	107.43	91.35	174.20
预付账款	1.34	1.37	0.36	3.40	1.44
存货	48.25	53.91	50.31	108.11	55.01
其他	1.38	41.48	16.66	10.49	24.01
<b>流动资产合计</b>	<b>139.13</b>	<b>201.75</b>	<b>200.25</b>	<b>645.55</b>	<b>817.72</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	221.56	285.96	298.15	330.21	361.19
在建工程	4.27	1.24	36.74	70.05	72.03
无形资产	6.39	6.06	5.70	5.35	4.99
其他	39.90	36.04	30.96	30.00	32.33
<b>非流动资产合计</b>	<b>272.12</b>	<b>329.29</b>	<b>371.55</b>	<b>435.60</b>	<b>470.54</b>
<b>资产总计</b>	<b>411.88</b>	<b>531.05</b>	<b>572.01</b>	<b>1,081.43</b>	<b>1,288.43</b>
短期借款	0.00	14.00	2.70	0.00	0.00
应付票据及应付账款	28.94	23.09	46.38	52.11	75.04
其他	66.97	87.43	83.70	93.60	96.65
<b>流动负债合计</b>	<b>95.91</b>	<b>124.52</b>	<b>132.78</b>	<b>145.71</b>	<b>171.69</b>
长期借款	35.00	49.68	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	24.02	34.68	24.82	27.84	29.11
<b>非流动负债合计</b>	<b>59.02</b>	<b>84.36</b>	<b>24.82</b>	<b>27.84</b>	<b>29.11</b>
<b>负债合计</b>	<b>154.92</b>	<b>208.88</b>	<b>157.60</b>	<b>173.55</b>	<b>200.80</b>
少数股东权益	0.00	0.00	4.61	6.84	10.84
股本	33.01	33.01	33.01	44.01	44.01
资本公积	182.15	182.15	182.15	530.84	530.84
留存收益	223.95	289.16	376.80	857.03	1,032.78
其他	(182.15)	(182.15)	(182.15)	(530.84)	(530.84)
<b>股东权益合计</b>	<b>256.95</b>	<b>322.17</b>	<b>414.42</b>	<b>907.88</b>	<b>1,087.62</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>411.88</b>	<b>531.05</b>	<b>572.01</b>	<b>1,081.43</b>	<b>1,288.43</b>

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	54.16	71.81	87.64	131.55	175.75
折旧摊销	21.21	29.38	12.66	14.99	17.39
财务费用	5.25	6.84	4.46	(0.12)	(0.67)
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(36.83)	(26.79)	(9.05)	(20.27)	(17.46)
其它	22.29	21.53	4.61	2.23	3.99
<b>经营活动现金流</b>	<b>66.09</b>	<b>102.78</b>	<b>100.32</b>	<b>128.37</b>	<b>179.00</b>
资本支出	65.66	79.75	69.86	76.98	48.73
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(166.72)	(172.09)	(130.08)	(157.05)	(98.61)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(101.06)</b>	<b>(92.35)</b>	<b>(60.21)</b>	<b>(80.07)</b>	<b>(49.88)</b>
债权融资	55.21	91.68	24.89	23.47	24.56
股权融资	109.72	(6.83)	(4.46)	359.81	0.67
其他	(129.02)	(60.46)	(91.68)	(24.89)	(23.47)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>35.91</b>	<b>24.39</b>	<b>(71.25)</b>	<b>358.39</b>	<b>1.75</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>0.94</b>	<b>34.83</b>	<b>(31.15)</b>	<b>406.70</b>	<b>130.88</b>

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>213.63</b>	<b>258.93</b>	<b>318.63</b>	<b>447.25</b>	<b>597.50</b>
营业成本	107.99	128.27	156.32	219.35	293.62
营业税金及附加	1.57	2.05	2.18	3.29	4.40
营业费用	9.69	11.92	11.15	15.65	20.91
管理费用	12.09	13.20	16.63	23.26	31.07
研发费用	11.90	17.00	20.07	27.73	37.04
财务费用	5.19	6.83	4.46	(0.12)	(0.67)
资产减值损失	3.77	(0.94)	1.00	1.28	0.44
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(1.32)	0.21	0.00	(0.00)	(0.00)
<b>营业利润</b>	<b>62.76</b>	<b>80.39</b>	<b>106.82</b>	<b>156.82</b>	<b>210.68</b>
营业外收入	0.03	2.07	0.79	0.96	1.28
营业外支出	0.12	0.19	0.88	0.40	0.49
<b>利润总额</b>	<b>62.66</b>	<b>82.27</b>	<b>106.73</b>	<b>157.38</b>	<b>211.46</b>
所得税	8.50	10.46	14.48	23.61	31.72
<b>净利润</b>	<b>54.16</b>	<b>71.81</b>	<b>92.25</b>	<b>133.77</b>	<b>179.74</b>
少数股东损益	0.00	0.00	4.61	2.23	3.99
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>54.16</b>	<b>71.81</b>	<b>87.64</b>	<b>131.55</b>	<b>175.75</b>
每股收益(元)	1.23	1.63	2.66	2.99	3.99

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入	59.23%	21.20%	23.06%	40.37%	33.59%
营业利润	63.05%	28.10%	32.87%	46.81%	34.34%
归属于母公司净利润	73.13%	32.59%	22.04%	50.10%	33.60%
<b>获利能力</b>					
毛利率	49.45%	50.46%	50.94%	50.96%	50.86%
净利率	25.35%	27.73%	27.50%	29.41%	29.41%
ROE	21.08%	22.29%	21.39%	14.60%	16.32%
ROIC	34.35%	30.41%	29.95%	34.81%	38.07%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	37.61%	39.33%	27.55%	16.05%	15.59%
净负债率	13.19%	10.88%	-0.15%	-45.02%	-49.51%
流动比率	1.46	1.62	1.51	4.43	4.76
速动比率	0.95	1.19	1.13	3.69	4.44
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	3.76	4.50	4.09	4.50	4.50
存货周转率	5.32	5.07	6.11	5.65	7.33
总资产周转率	0.60	0.55	0.58	0.54	0.50
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.23	1.63	2.66	2.99	3.99
每股经营现金流	1.50	2.34	2.28	2.92	4.07
每股净资产	5.84	7.32	12.42	20.47	24.47
<b>估值比率</b>					
市盈率	89.38	67.41	41.43	36.80	27.54
市净率	18.84	15.03	8.86	5.37	4.50
EV/EBITDA	0.00	0.00	29.08	25.68	18.82
EV/EBIT	0.00	0.00	32.38	28.14	20.38

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com