

欧科亿 (688308)

证券研究报告

2021年03月12日

掌握核心技术，助力硬质合金刀具国产化

一、立足于优质赛道，业绩持续提升

公司成立于1996年，于2020年12月上市，是一家专业从事硬质合金制品和数控刀具产品的研发、生产和销售，具有自主研发和创新能力的高新技术企业。

公司营业收入由2017年的4.28亿元增加至2019年的6.03亿元，年复合增长率为18.63%；归母净利润由2017年的4457.97万元增加至2019年的8843.78万元，年复合增长率为40.85%，业绩增长趋势强劲。根据公司发布2020年业绩快报，公司实现营业收入7亿元，同比增长16%，实现归属于母公司所有的净利润1.07亿元，同比增长21.5%。

二、刀具市场规模持续增长，国产化空间较大

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；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，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、国内产品距高端市场仍有差距

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、技术优势突出，公司发展长期看好

公司具有较强的研发创新能力及技术持续更新能力，掌握了贯穿硬质合金制造、刀具制造与集成应用全过程的技术体系，形成“不锈钢和钢加工数控刀片设计与制备技术”“耐腐蚀硬质合金制备技术”和“超薄硬质合金制备技术”三大核心技术，均达到行业先进水平。

五、盈利预测与投资建议

预计2020-2022年欧科亿营业收入分别为7.02亿、8.69亿、10.84亿，YOY为16.44%、23.75%、24.73%；归母净利润分别为1.08亿、1.62亿、2.22亿，YOY为21.78%、50.53%、36.97%，对应PE 39X、26X、19X。

看好中国刀具产品的国产化进程以及欧科亿在刀具行业中的核心竞争力，给予公司2021PE为45X，对应目标价为72.9元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：产品价格受原材料价格波动影响较大；毛利率整体较低；主要产品受下游应用领域行业政策、需求变化影响的风险、公司主要国内竞争对手与供应商紧耦合的风险等

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	583.92	602.99	702.11	868.85	1,083.68
增长率(%)	36.27	3.26	16.44	23.75	24.73
EBITDA(百万元)	133.83	184.18	149.47	211.14	283.86
净利润(百万元)	67.09	88.44	107.70	162.12	222.04
增长率(%)	50.51	31.81	21.78	50.53	36.97
EPS(元/股)	0.67	0.88	1.08	1.62	2.22
市盈率(P/E)	63.34	48.06	39.46	26.22	19.14
市净率(P/B)	7.13	6.27	3.23	2.87	2.50
市销率(P/S)	7.28	7.05	6.05	4.89	3.92
EV/EBITDA	0.00	0.00	23.47	16.73	11.76

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	40.3元
目标价格	72.9元

基本数据

A股总股本(百万股)	100.00
流通A股股本(百万股)	22.75
A股总市值(百万元)	4,030.00
流通A股市值(百万元)	916.75
每股净资产(元)	9.94
资产负债率(%)	30.14
一年内最高/最低(元)	47.00/23.13

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. 公司简介：立足于优质赛道，产能迅速攀升	4
1.1. 硬质合金制品和数控刀具齐发力	4
1.2. 股权结构简单，控制人兼具技术与营销	4
1.3. 产品种类丰富，适用多种工况	5
1.4. 立足优势赛道，业绩持续强劲增长	6
2. 市场空间：刀具市场规模持续增长，国产化空间较大	7
2.1. 刀具产品下游行业需求有望持续增长	7
2.2. 刀具市场未来持续增长，存在 1/3 以上进口替代空间	9
2.3. 硬质合金刀具占比有望随数控化率提高而不断提高	11
3. 竞争格局：国内产品距高端市场仍有差距	12
4. 核心竞争力：技术优势突出，公司发展长期看好	13
4.1. 研发技术优势突出，发展方向把握明确	13
4.2. 产品种类丰富，性价比高	14
4.3. 上游企业控股，下游客户稳定	14
5. 盈利预测与投资建议	15
6. 风险提示	17

图表目录

图 1：公司业务发展历程	4
图 2：公司股权结构	4
图 3：2017 年-2020 年 Q3 营业收入（百万元）	6
图 4：2017 年-2020 年 Q3 归母净利润（百万元）	6
图 5：2017 年-2020 年 Q3 毛利率和净利率	6
图 6：2017 年-2020 年 Q3 ROE 和 ROA	6
图 7：数控刀具产品比例不断增加	7
图 8：刀具下游行业结构	7
图 9：2015-2020 中国汽车年度产销量（万辆）	8
图 10：全球数控机床产业规模	8
图 11：模具行业规模稳定持续增长	9
图 12：中国刀具消费额占机床消费额比例	10
图 13：全球切削刀具消费额（亿美元）	10
图 14：我国切削刀具市场规模（亿元）	10
图 15：中国进口刀具占比	10
图 16：世界刀具产品市场结构	11
图 17：国内切削刀具产品市场结构	11
图 18：中国金属切削机床数控化率	12

图 19: 2015-2018 年中国数控刀具产值 (亿元)	14
图 20: 2013-2018 年中国金属切削机床产量中数控机床占比	14
图 21: 2015-2019 年中国刀具进出口金额 (亿元)	14
图 22: 公司主要客户	15
表 1: 公司产品分类	5
表 2: 不同材料工件应用领域	6
表 3: 不同材料刀具的特点及应用	11
表 4: 国内不同材料切削刀具产值变化	12
表 5: 行业内的主要企业	12
表 6: 国内主要竞争对手 2019 财年财务指标对比	13
表 7: 公司产品广受认可	15
表 8: 公司业务拆分预测 (单位: 百万元)	16
表 9: 公司相对估值 (单位: 倍; 百万元)	16

1. 公司简介：立足于优质赛道，产能迅速攀升

1.1. 硬质合金制品和数控刀具齐发力

公司成立于 1996 年，于 2020 年 12 月上市，是一家专业从事硬质合金制品和数控刀具产品的研发、生产和销售，具有自主研发和创新能力的高新技术企业。公司生产硬质合金制品和数控刀具，硬质合金制品主要是锯齿刀片和圆片，经下游企业加工制成硬质合金锯片、圆片铣刀等硬质合金切削刀具，广泛应用于切割各种非金属和金属材料工件；数控刀具产品主要是数控刀片，是数控机床实现切削功能的“牙齿”，是工作母机的关键部件，广泛应用于加工不锈钢、钢、铸铁、有色金属等金属材料工件。

公司目前是国内锯齿刀片生产规模最大的企业，同时，产能从 2017 年的 2300 万片，增至 2019 年的 4580 万片，成为中国数控刀具产量第二大企业。与百得工具（BLACK+DECKER）、乐客（LEUCO）、金田锯业、日东工具、永泰锯业等国内外知名的工具企业建立了长期稳定的合作关系，并且多次获得国际工具巨头百得工具（BLACK+DECKER）的“优秀供应商”称号。

图 1：公司业务发展历程



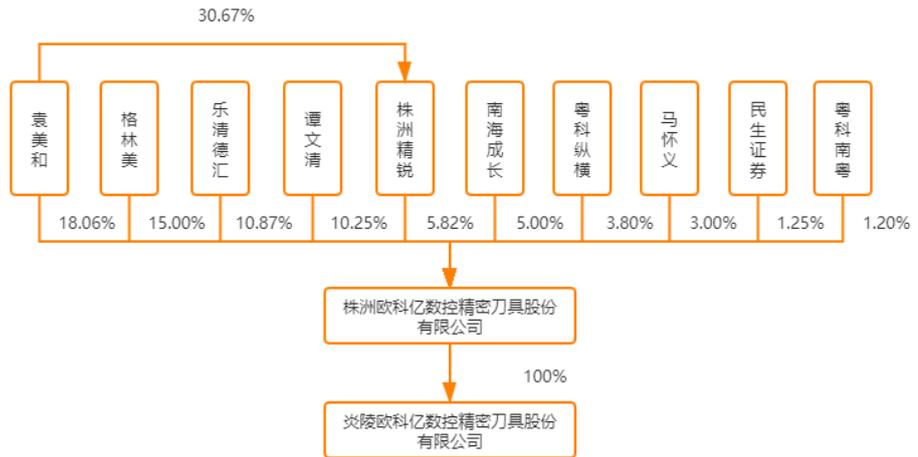
资料来源：《金属加工》、天风证券研究所

1.2. 股权结构简单，控制人兼具技术与营销

袁美和与谭文清为公司控股股东、实际控制人。袁美和直接持有公司 18.06%的股份，通过员工持股平台株洲精锐间接持有 1.78%的股份。谭文清直接持有 10.25%的股份。袁美和与谭文清合计持有本次发行后发行人 30.09%的股份，并通过签署《一致行动人协议》，成为公司的共同实际控制人。

袁美和，毕业于中南大学有色冶金专业，高级工程师，曾任 601 厂研究所技术员、副主任，601 厂劳服培训中心副厂长，具有丰富的实业经验；谭文清曾任株洲市长江实业开发总公司四星工贸公司销售经理，具有丰富的市场经验。

图 2：公司股权结构



资料来源：wind、天风证券研究所

1.3. 产品种类丰富，适用多种工况

公司成立之初，专注于硬质合金制品，即锯齿刀片的研究、制造和销售，主要用于家具木材和部分钢材的切割。经过多年发展，成为中国锯齿刀片生产规模最大的企业，产品由低端转向高端，适用于多领域、多工况。

锯齿刀片分为通用级、专业级和工业级。其中工业级产品是具备竞争力的高端产品，用于切割人造板时，可切割刨花板、高密度板、多层复合实木地板等对切割刀具具有较高要求的木质复合材料；用于切割钢材时，主要用于大型碳钢、合金钢、特种钢和不锈钢坯等难加工钢材。

表 1：公司产品分类

产品名称	产品类别	图示	产品简介	用途
硬质合金锯齿刀片	硬质合金制品		属于一种焊接刀片。锯齿刀片可通过焊接、刃磨等工序制作成硬质合金锯片。	加工对象为实木、胶合板、密度板、刨花板、防火板等木质板材以及塑料、亚克力、铝制品、黄铜制品、铸铁、无缝钢管、圆钢、彩钢瓦等工件，主要应用于家具、家装、冶金、建筑、园艺等行业。
整体硬质合金圆片铣刀毛坯	硬质合金制品		产品通过刃磨、开齿、抛光等工序制作成整体硬质合金圆片铣刀、切刀等。	主要加工对象为不锈钢、钛合金、耐热合金、各类其他钢材、铝、铜等有色金属及亚克力、玻璃纤维、塑料、橡胶、纸板等，主要应用于眼镜、汽车、造纸、电器、轻纺、食品、轻工等行业。
数控刀片	数控刀具产品		公司生产的数控刀片安装在数控机床上，可用于车削、铣削、钻削加工。公司能够提供符合国际标准和客户定制要求的数控刀片，包括PVD/CVD 涂层刀片、行业专用数控刀片、复	广泛应用于各种领域的金属加工，例如卫浴管件；汽车零部件；注塑模具；汽车轴承、不锈钢法兰、工量夹具等

资料来源：招股说明书、天风证券研究所

从工件材料来看，可分为钢（P）、不锈钢（M）、铸铁（K）、有色金属（N）、耐热钢（S）和淬硬钢（H）等六大类。公司数控刀具产品结构愈发多元化，其中钢加工是公司产品最主要的应用领域，不锈钢加工刀片的收入呈现快速增长趋势，铸铁、有色金属等其他工件加工刀片的收入增长明显。

表 2：不同材料工件应用领域

工件材料	应用领域
P（钢）	
模具钢	汽车模具、玻璃制品模具、塑胶模具
轴承钢	汽车轴承、轴承钢圈等
工具钢	高铁钢轨、工量夹具等
其他钢	通用机械、汽车零部件
M（不锈钢）	
SUS316	医疗器械、食品机械、水轮机叶片、汽轮机叶片
SUS201、SUS304	日用品、管道、泵阀、建筑五金、法兰、化工设备
K（铸铁）	汽车发动机缸体、缸盖、刹车盘、轮毂、曲轴；空调压缩机
N（有色金属）	汽车铝合金轮毂、变速箱、发动机缸、LED 铝合金灯具等
S（耐热合金）	航空领域零部件

资料来源：欧科亿招股说明书、天风证券研究所

1.4. 立足优势赛道，业绩持续强劲增长

近年来，欧科亿盈利水平逐年增长。公司营业收入由 2017 年的 4.28 亿元增加至 2019 年的 6.03 亿元，年复合增长率为 18.63%；归母净利润由 2017 年的 4457.97 万元增加至 2019 年的 8843.78 万元，年复合增长率为 40.85%，业绩增长趋势强劲。根据公司发布 2020 年业绩快报，公司实现营业收入 7 亿元，同比增长 16%，实现归属于母公司所有的净利润 1.07 亿元，同比增长 21.5%。

图 3：2017 年-2020 年 Q3 营业收入（百万元）



资料来源：wind、天风证券研究所

图 4：2017 年-2020 年 Q3 归母净利润（百万元）



资料来源：wind、天风证券研究所

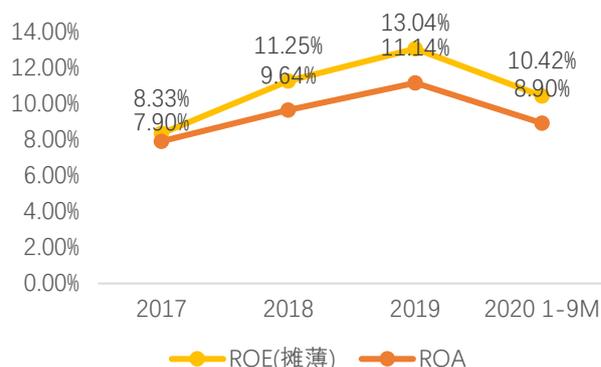
盈利能力稳步提升，长期向好。2017 年至 2020 年 Q3，公司毛利率由 27.49% 提升至 31.43%（2018 年受原材料的市场价格波动影响出现小幅波动，但不改增长态势），净利率由 10.40% 稳步提升至 15.68%。近年来，ROE 保持在 10% 以上，ROA 保持在 9% 以上，整体比较优秀。

图 5：2017 年-2020 年 Q3 毛利率和净利率

图 6：2017 年-2020 年 Q3 ROE 和 ROA



资料来源：wind、天风证券研究所



资料来源：wind、天风证券研究所

从产品分类来看，公司业务向数控刀片制造领域不断延伸，数控刀具产品占公司主营业务收入的比例也在不断增加。2017年至2019年，欧科亿数控刀具的营业收入分别为1.33亿元、2.07亿元和2.56亿元，占主营业务收入的比例分别为31.28%、35.55%和42.60%，逐年增长。

图7：数控刀具产品比例不断增加



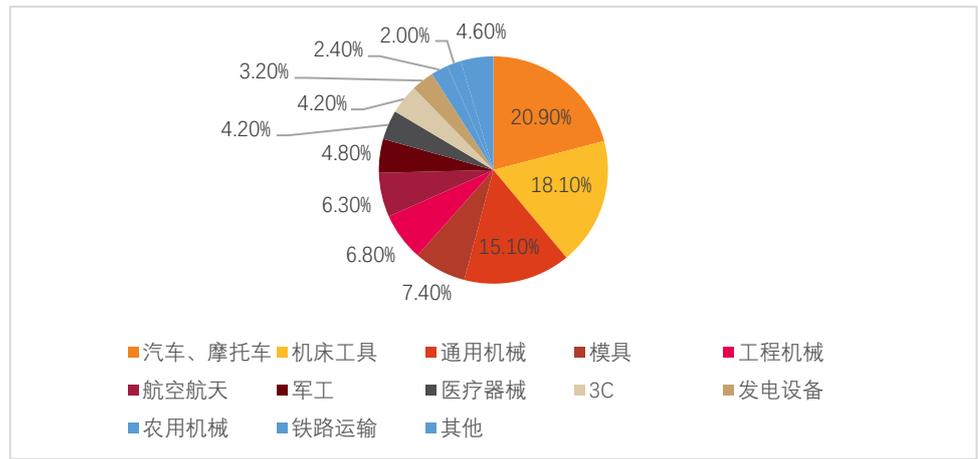
资料来源：wind、天风证券研究所

2. 市场空间：刀具市场规模持续增长，国产化空间较大

2.1. 刀具产品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。这些下游行业的发展态势良好，为刀具产品提供了稳定的需求支撑。

图8：刀具下游行业结构



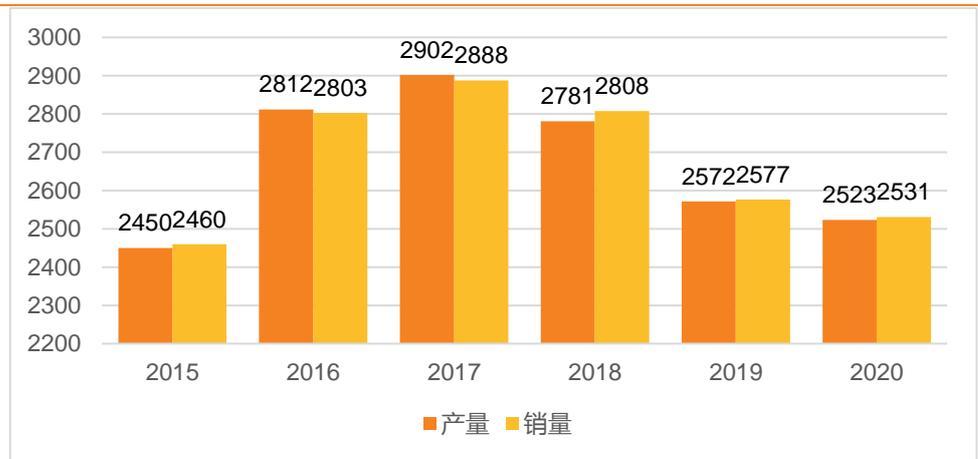
资料来源：《金属加工》、天风证券研究所

1) 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较大市场空间，汽车工业对于数控刀具的需求也将持续存在。

图 9：2015-2020 中国汽车年度产销量（万辆）

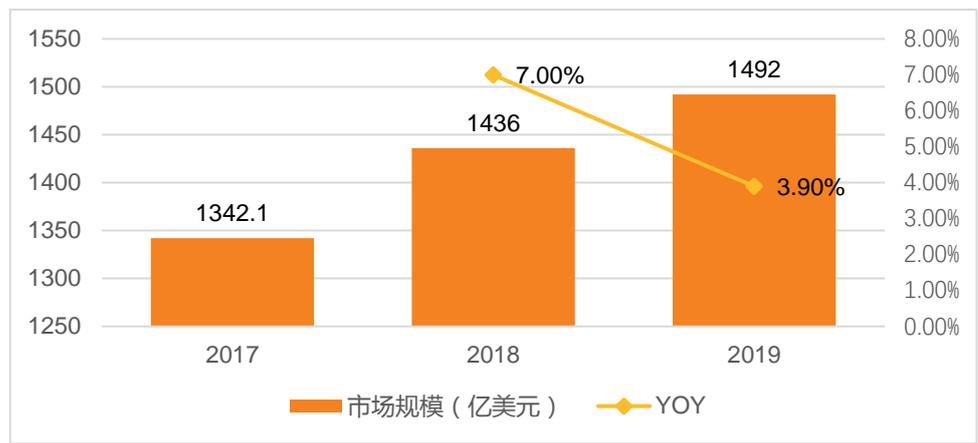


资料来源：前瞻产业研究院、汽车工业协会、天风证券研究所

2) 全球数控机床规模稳步增长，2019 年市场空间近 1500 亿美元，

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。2017-2019 年全球数控机床产业规模呈逐年增长态势，2019 年全球数控机床产业规模为 1492 亿美元，同比增长 4%。其中数控金属切削机床规模为 783.3 亿美元，占总规模比重为 52%。中国、日本和德国为全球数控机床产业主要生产国家。

图 10：全球数控机床产业规模



资料来源：前瞻产业研究院、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，

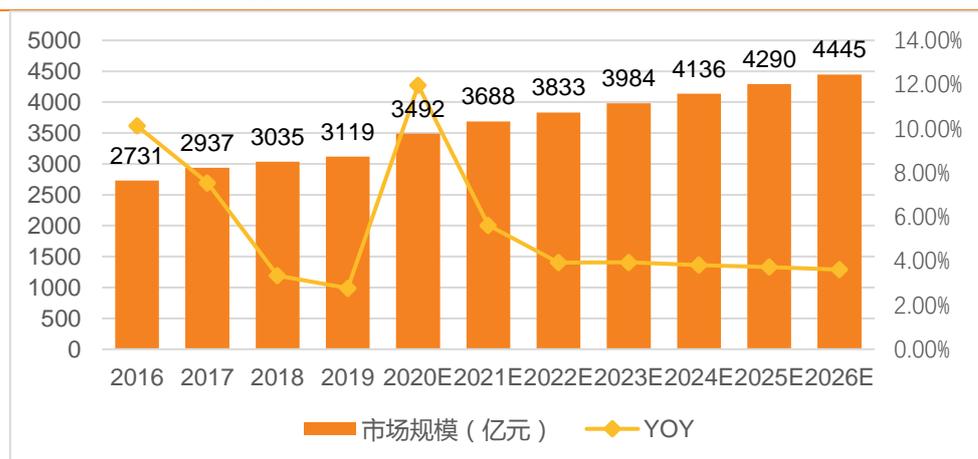
数控刀具广泛应用于通用机械中的不锈钢法兰、阀门、液压件、流体，手机配件等零部件的精密加工。近年来通用机械行业规模持续增长，2019年通用机械行业规模以上企业5437家，全行业实现销售收入8362.5亿元，同比增长6.29%，主要产品产量平稳增长。伴随国内去产能、调结构的进程，通用机械制造企业也不断加大自身研发投入，一批新型、高效、高精度的生产工艺在通用机械制造业中得到广泛应用，预计未来通用机械行业仍将保持平稳增长，对精密高效数控刀具的需求也将不断增加。

4) 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 11: 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

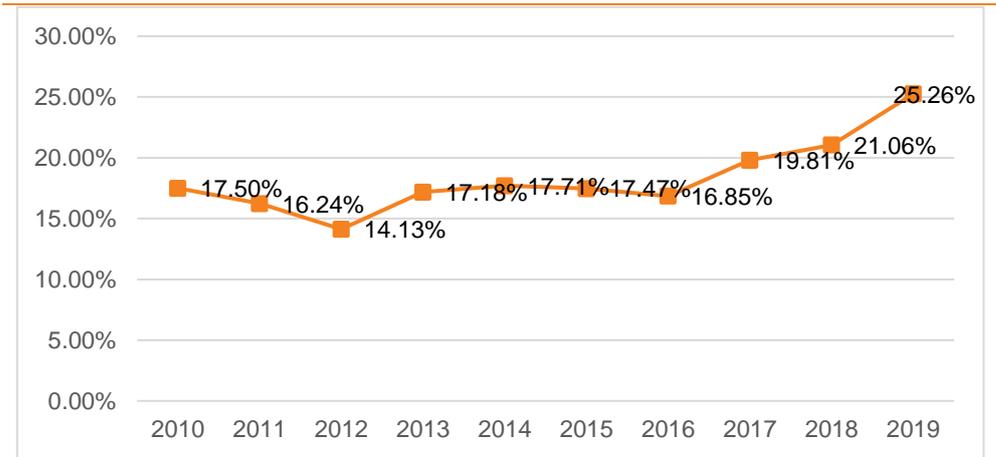
2.2. 刀具市场未来持续增长，存在 1/3 以上进口替代空间

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。

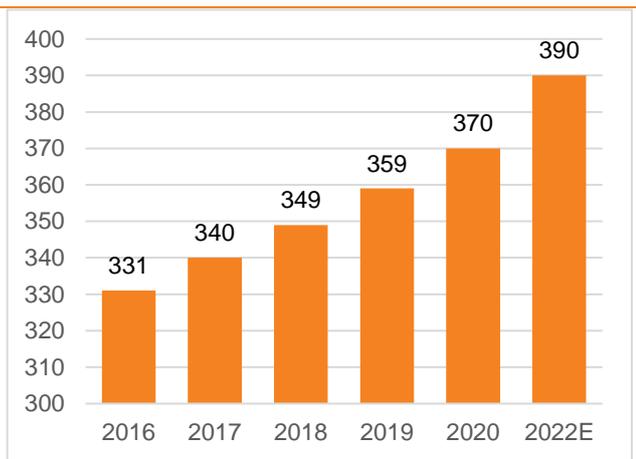
图 12：中国刀具消费额占机床消费额比例



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

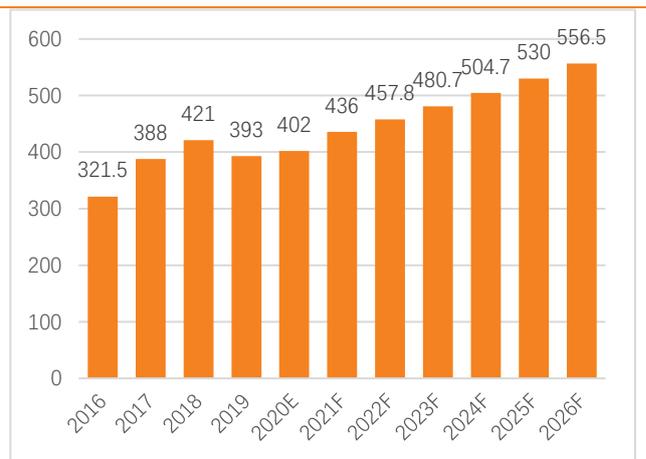
全球切削刀具从 2016 年的 331 亿美元增长到 2020 年的 370 亿美元，到 2022 年将增长到 390 亿美元，保持稳定增长。我国刀具市场规模从 2016 年的 321.5 亿元增长到 2020 年的 402 亿元，到 2026 年预计为 556.5 亿元，十年 CAGR=5.64%。进入 2010 年来，以中国为代表的亚洲刀具市场增长率排在全球刀具规模增长首位，是全球增长率的 2.5 倍。

图 13：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 14：我国切削刀具市场规模（亿元）

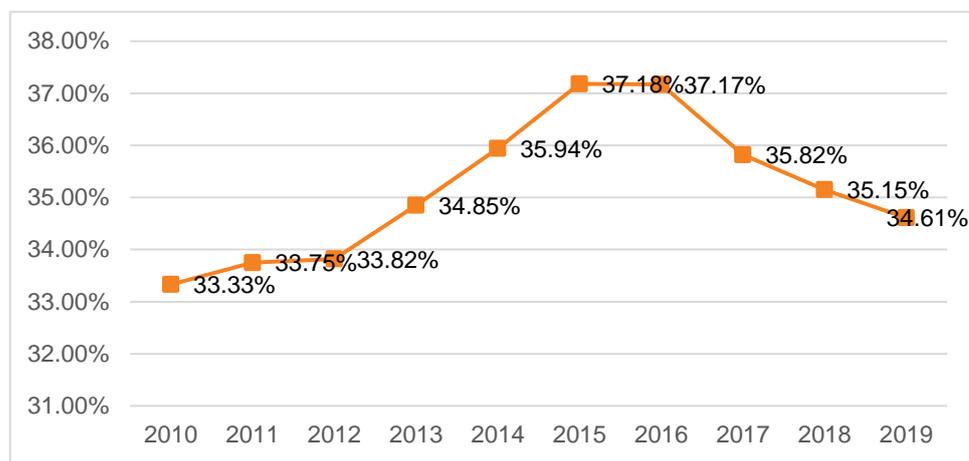


资料来源：中国机床工具工业协会、前瞻产业研究院、天风证券研究所

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。作为高端装备制造制造业配套用的数控刀具，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 15：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. 硬质合金刀具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 3：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 16：世界刀具产品市场结构

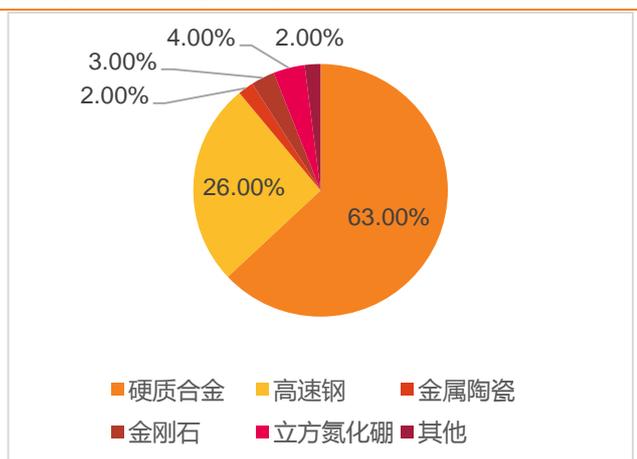
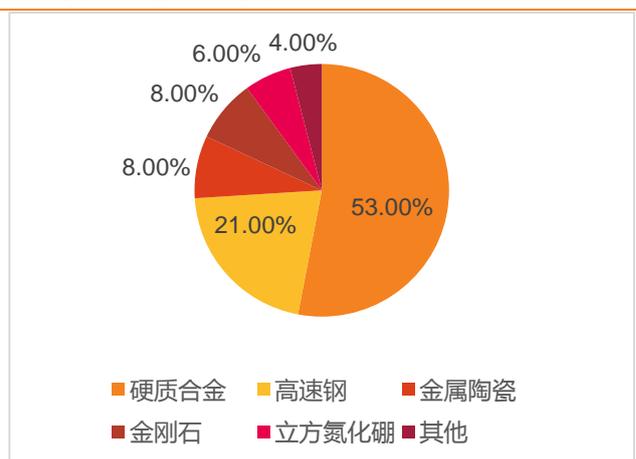


图 17：国内切削刀具产品市场结构



资料来源：前瞻产业研究院、华锐精密招股说明书、天风证券研究所

资料来源：《金属加工》、华锐精密招股说明书、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%。

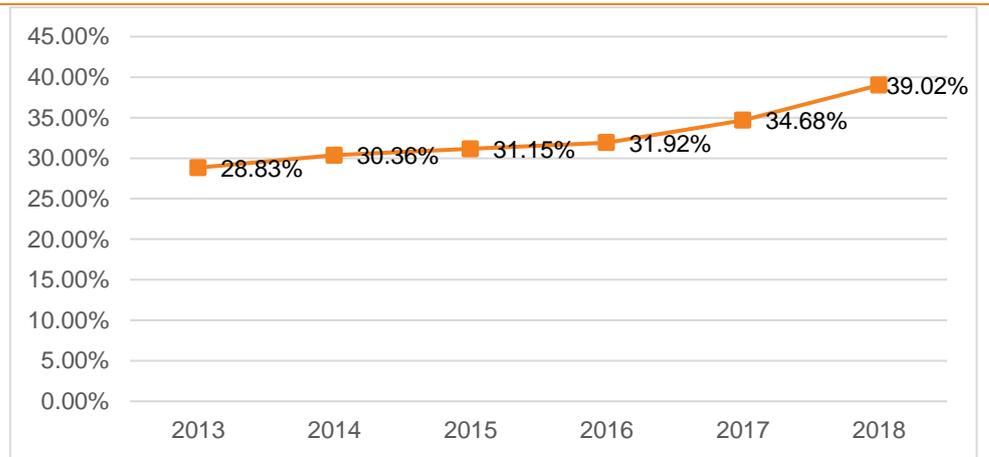
硬质合金数控刀具“高精度、高效率、高可靠性和专用化”，贴合数字化发展的趋势。硬质合金刀具是参与数字化制造的主导刀具，其产值占比上升与我国机床装备数控化升级的宏观背景相关。根据《中国制造 2025》规划，预计我国关键工序数控化率在 2020 年达到 50%，相对于国际上制造业强国机床数控化率 60% 以上水平，我国金属切削机床的数控化程度的提升空间很大。未来随着我国制造业持续升级，硬质合金刀具的产值占比将逐步提高。

表 4：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 18：中国金属切削机床数控化率



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

3. 竞争格局：国内产品距高端市场仍有差距

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 5：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。
	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。
二	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。
三	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。
	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：欧科亿、华锐精密招股说明书、天风证券研究所

表 6：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：欧科亿招股说明书、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. 核心竞争力：技术优势突出，公司发展长期看好

4.1. 研发技术优势突出，发展方向把握明确

公司成为中国数控刀具第二大企业，和其技术水平关系重大。公司具有较强的研发创新能力及技术持续更新能力，掌握了贯穿硬质合金制造、刀具制造与集成应用全过程的技术体系，形成“不锈钢和钢加工数控刀片设计与制备技术”“耐腐蚀硬质合金制备技术”和“超薄硬质合金制备技术”三大核心技术，均达到行业先进水平。

由于近年来，厂商加工要求逐渐变高，数控刀具需求逐年增多。公司在产品上积极向数控刀具转型，符合行业发展趋势，公司数控刀具产品收入占比逐年提升，由 2017 年的 31.28% 提升至 2020 年 H1 的 44.38%。

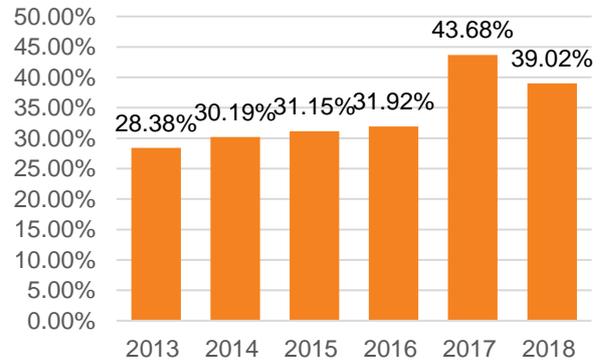
数控刀具按照硬度从低到高，主要分为高速钢、硬质合金、陶瓷以及超硬材料四类。相对传统标准刀具，数控刀生产技术要求也更高。在 2018 年末，中国只有不超过 35 家企业建成数控刀片生产线，而中国规模以上刀具企业却超过 500 家。

图 19：2015-2018 年中国数控刀具产值（亿元）



资料来源：维科网、亿欧网、天风证券研究所

图 20：2013-2018 年中国金属切削机床产量中数控机床占比



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

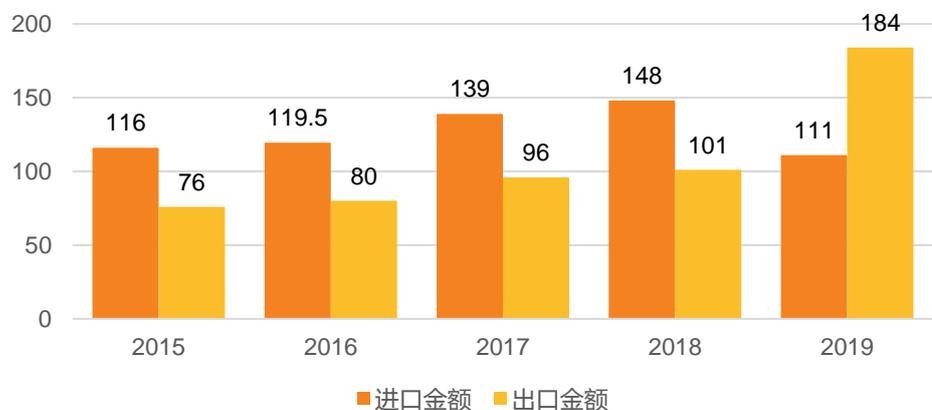
4.2. 产品种类丰富，性价比高

刀具企业的服务能力随着其产品品种及系列的不断丰富而不断增强。公司拥有较为齐全的车削、铣削、钻削数控刀片系列，涉及数千种产品规格型号，能够满足不同客户的差异化需求；公司设计丰富的材料牌号和槽型结构，满足在不同加工状况（如重载加工、粗加工、半精加工、精加工）对不同材料工件（如钢、不锈钢、铸铁、有色金属等）的切削需要。

和竞争对手相比，性价比突出。以山特维克集团、肯纳金属集团、伊斯卡集团等为代表的，具有全球领导地位的欧美刀具制造商，价格昂贵、交货周期长；以日本三菱、日本京瓷、韩国特固克等为代表的日韩刀具企业，产品价格略贵于国产刀具；中国大部分企业产品虽然价低，但是品质不高，而且大部分企业以生产传统刀具为主。错位竞争优势明显。

公司产品竞争力逐步提升，将加速国产化替代。中国刀具出口金额逐年增多，进口额 2019 年下降明显，2019 年中国出口金额明显大于进口金额，2019 年中国刀具进口金额为 111 亿元，出口金额为 184 亿元，这为公司带来了广阔的市场空间。

图 21：2015-2019 年中国刀具进出口金额（亿元）



资料来源：智研咨询、天风证券研究所

4.3. 上游企业控股，下游客户稳定

上游情况：格林美持有公司总股本的 15%，成为公司第二大股东。格林美是公司的上游企业，主营业务涵盖了生态环境、新能源等材料的研发。格林美的入股有助于打通“材料—硬质合金—数控工具”的全产业链，产生协同效应。

下游情况：与百得工具、乐客、金田锯业、日东工具、永泰锯业等国内外知名的工具企业建立了长期稳定的合作关系，并且多次获得国际工具巨头百得工具的“优秀供应商”称号。

图 22：公司主要客户



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

公司产品认可度高，媲美国外高端产品。在外部试刀时，得到大族激光、比亚迪等知名公司的高度认可，认为公司用于钢或不锈钢加工的数控刀片，能够替代其原使用的进口刀片。

表 7：公司产品广受认可

用户名称	应用领域	工件材料	用户评价
深圳大族激光智能装备有限公司	专用设备制造业	Q235 钢	欧科亿刀片略优于原有进口品牌刀片，可以替换成欧科亿刀片。
北京精雕科技集团有限公司	机床行业	304 不锈钢、30CrMnSi 合金结构钢	欧科亿刀片性能与原用进口品牌刀片性能相当。
一汽解放汽车有限公司发动机分公司	汽车行业	35CrMo 合金	在相同的切削条件下，欧科亿刀片性能略优于原用进口品牌刀片，性价比更高。
比亚迪汽车工业有限公司	汽车行业	20CrMoH 合金钢	在相同的切削条件下，欧科亿刀片性能与原用进口品牌刀片相当。
北京机床精密机电有限公司	机床行业	45#碳素结构钢	在相同的切削条件下，欧科亿刀片性能超过原用进口品牌刀片。

资料来源：欧科亿招股说明书、天风证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

通过以上分析，欧科亿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；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。

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) 公司研发优势突出：公司具有较强的研发创新能力及技术持续更新能力，掌握了贯穿硬质合金制造、刀具制造与集成应用全过程的技术体系，形成“不锈钢和钢加工数控刀片

设计与制备技术”“耐腐蚀硬质合金制备技术”和“超薄硬质合金制备技术”三大核心技术，均达到行业先进水平。

4) **产品种类丰富，广受下游客户好评：**公司拥有较为齐全的车削、铣削、钻削数控刀片系列，涉及数千种产品规格型号，能够满足不同客户的差异化需求。下游与百得工具、乐客、金田锯业、日东工具、永泰锯业等国内外知名的工具企业建立了长期稳定的合作关系，并且多次获得国际工具巨头百得工具的“优秀供应商”称号。

基于此，预计 2020-2022 年欧科亿营业收入分别为 7.02 亿、8.69 亿、10.84 亿，YOY 为 16.44%、23.75%、24.73%；归母净利润分别为 1.08 亿、1.62 亿、2.22 亿，YOY 为 21.78%、50.53%、36.97%，对应 PE 39X、26X、19X。

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	428.49	583.92	602.99	702.11	868.85	1083.68	1381.30
YOY		36.27%	3.27%	16.44%	23.75%	24.73%	27.46%
营业总成本	310.71	436.71	412.05	472.07	568.88	686.41	849.71
毛利率	27.49%	25.21%	31.66%	32.76%	34.52%	36.66%	38.48%
硬质合金产品							
收入	293.09	375.24	345.34	379.08	429.66	483.45	544.35
YOY		28.03%	-7.97%	9.77%	13.34%	12.52%	12.60%
成本	228.12	307.74	267.80	291.89	326.54	362.59	408.26
毛利	64.97	67.50	77.54	87.19	103.12	120.86	136.09
毛利率	22.17%	17.99%	22.45%	23.00%	24.00%	25.00%	25.00%
数控刀具							
收入	133.40	206.99	256.32	321.64	437.73	598.70	835.33
YOY		55.16%	23.83%	25.49%	36.09%	36.77%	39.53%
成本	81.06	127.71	143.15	179.20	241.32	322.74	440.32
毛利	52.35	79.28	113.17	142.44	196.41	275.95	395.01
毛利率	39.24%	38.30%	44.15%	44.28%	44.87%	46.09%	47.29%
其他业务							
收入	2.00	1.70	1.33	1.40	1.47	1.54	1.62
YOY		-15.41%	-21.55%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
成本	1.53	1.26	1.11	0.98	1.03	1.08	1.13
毛利	0.47	0.44	0.22	0.42	0.44	0.46	0.48
毛利率	23.60%	25.75%	16.58%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源：wind、天风证券研究所

选取恒锋工具、沃尔德、华锐精密作为可比公司，可比公司 PE 在 21X~68X 之间，平均值为 43X。我们看好中国刀具产品的国产化进程以及欧科亿在刀具行业中的核心竞争力，给予公司 2021PE 为 45X，对应目标价为 72.9 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 9：公司相对估值（单位：倍；百万元）

证券代码	证券简称	PE(LYR)	总市值	2017	2018	2019
300488.SZ	恒锋工具	20.53	2647.55	96.05	69.25	128.96
688059.SH	华锐精密	67.78	4867.28	31.28	54.16	71.81
688028.SH	沃尔德	40.04	2403.20	58.14	66.30	60.02
688308.SH	欧科亿			44.58	67.09	88.44

资料来源：wind、天风证券研究所

6. 风险提示

产品价格受原材料价格波动影响较大：2017-2020H1，公司主要产品硬质合金制品的销售收入占比虽逐年降低，但一直保持在 50%以上；硬质合金制品的平均销售价格为 267.21 元/公斤、313.93 元/公斤、300.47 元/公斤和 292.28 元/公斤。由于硬质合金制品的营业成本中直接材料占比在 80%左右，硬质合金制品销售价格受原材料价格波动影响较大。

毛利率整体较低：2017-2020H1，公司硬质合金制品的毛利率分别为 22.17%、17.99%、22.45%和 22.56%。相对于数控刀具产品，公司硬质合金制品的毛利率整体处于较低水平。2017-2020H1，发行人硬质合金制品的毛利分别为 6,496.89 万元、6,749.92 万元、7,754.31 万元和 3,854.97 万元，占整个主营业务毛利的比例分别为 55.38%、45.99%、40.66%和 39.53%。报告期内，公司硬质合金制品的毛利稳中有增，但占比逐年下降。

主要产品受下游应用领域行业政策、需求变化影响的风险：公司产品包括硬质合金制品和数控刀具产品。锯齿刀片是公司最主要的硬质合金制品。锯齿刀片是制造锯片的重要原材料。锯片主要作为电动工具和木工机械的易耗配件，主要用于木制品、家具、家装等市场，其市场需求会受到房地产政策影响。如果未来我国执行更严厉的房地产调控政策，限制新房供给，可能会对我国木制品、家具、家装等行业的发展造成负面影响，传导至上游将影响公司锯齿刀片的销售。

公司数控刀具产品主要为 P 类（钢）和 M 类（不锈钢）数控刀片，主要应用于通用机械、汽车和模具等领域。通用机械和汽车行业对切削刀具的使用需求最大。在通用机械领域，公司数控刀片主要用于加工工业阀门、法兰、轴承等，相关领域受到我国装备制造业的产业政策影响较大。同时，我国汽车产量连续两年减少，如果未来汽车产量持续下滑，可能影响公司数控刀具产品的市场销售。

公司主要国内竞争对手与供应商紧耦合的风险：厦门钨业（SH.600549）是国内领先的具有国资背景的大型上市公司，拥有“钨冶炼-硬质合金-刀具制造”的全产业链，其子公司厦门金鹭也是具有影响力的国产数控刀片制造企业。厦门钨业子公司九江金鹭和厦门金鹭均是公司的重要原材料碳化钨的供应商。厦门金鹭也是公司数控刀具产品的竞争对手之一。2017-2020H1，公司向厦门钨业的采购额占采购总额的比例分别为 13.24%、16.44%、28.58%和 31.18%。

厦门金鹭拥有集团内自给原材料的产业协同优势。尽管市场上可选择的碳化钨供应商较多，但是如果其母公司厦门钨业为增强厦门金鹭的竞争地位，限制向公司供应原材料，将扰乱公司采购、生产和销售等经营计划的正常组织。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	153.61	170.37	740.51	728.87	925.29
应收票据及应收账款	200.83	218.80	160.68	320.03	279.55
预付账款	6.31	1.39	8.22	4.13	9.77
存货	165.83	158.64	123.83	192.21	212.63
其他	22.28	10.55	14.31	15.74	13.89
流动资产合计	548.86	559.75	1,047.55	1,260.99	1,441.12
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	345.95	374.73	386.50	415.51	441.87
在建工程	8.42	16.49	45.89	75.54	75.32
无形资产	17.54	40.83	39.52	38.22	36.91
其他	26.77	15.64	22.96	18.11	16.93
非流动资产合计	398.67	447.69	494.88	547.38	571.03
资产总计	947.53	1,007.44	1,542.43	1,808.36	2,012.15
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	127.38	90.35	81.24	164.51	138.40
其他	93.85	149.04	110.18	122.09	129.88
流动负债合计	221.23	239.39	191.42	286.61	268.28
长期借款	86.85	37.81	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	42.97	52.07	34.57	43.21	43.28
非流动负债合计	129.82	89.88	34.57	43.21	43.28
负债合计	351.06	329.27	226.00	329.81	311.56
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	75.00	75.00	100.00	100.00	100.00
资本公积	421.71	421.75	930.13	930.13	930.13
留存收益	520.88	600.36	1,216.43	1,378.55	1,600.59
其他	(421.11)	(418.94)	(930.13)	(930.13)	(930.13)
股东权益合计	596.48	678.17	1,316.43	1,478.55	1,700.59
负债和股东权益总计	947.53	1,007.44	1,542.43	1,808.36	2,012.15

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	67.09	88.44	107.70	162.12	222.04
折旧摊销	41.09	48.35	20.13	22.65	25.16
财务费用	1.58	8.18	0.86	(2.55)	(2.88)
投资损失	0.00	(0.01)	(0.00)	(0.00)	(0.00)
营运资金变动	(47.96)	43.50	30.09	(123.67)	(2.79)
其它	(7.86)	(39.39)	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	53.95	149.06	158.78	58.54	241.53
资本支出	77.42	96.01	77.49	71.37	49.92
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(178.01)	(178.23)	(137.49)	(151.37)	(99.92)
投资活动现金流	(100.59)	(82.22)	(60.00)	(80.00)	(50.00)
债权融资	109.84	80.09	21.76	29.01	31.01
股权融资	(1.64)	(5.65)	529.70	2.55	2.88
其他	20.72	(136.30)	(80.09)	(21.76)	(29.01)
筹资活动现金流	128.92	(61.85)	471.36	9.81	4.88
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	82.28	4.99	570.15	(11.65)	196.42

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	583.92	602.99	702.11	868.85	1,083.68
营业成本	436.71	412.05	472.07	568.88	686.41
营业税金及附加	3.05	4.36	4.43	5.43	7.15
营业费用	21.90	25.42	28.08	26.07	32.51
管理费用	22.73	24.57	28.08	34.75	43.35
研发费用	20.77	30.70	35.11	43.44	54.18
财务费用	1.81	7.90	0.86	(2.55)	(2.88)
资产减值损失	2.98	(2.62)	5.00	1.79	1.39
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	0.01	0.00	0.00	0.00
其他	(3.16)	0.21	(0.01)	(0.01)	(0.01)
营业利润	77.14	100.38	128.48	191.04	261.57
营业外收入	0.04	2.14	0.74	0.97	1.28
营业外支出	0.27	1.09	2.51	1.29	1.63
利润总额	76.91	101.43	126.70	190.73	261.23
所得税	9.81	12.99	19.01	28.61	39.18
净利润	67.09	88.44	107.70	162.12	222.04
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	67.09	88.44	107.70	162.12	222.04
每股收益(元)	0.67	0.88	1.08	1.62	2.22

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	36.27%	3.26%	16.44%	23.75%	24.73%
营业利润	45.89%	30.13%	27.99%	48.70%	36.92%
归属于母公司净利润	50.51%	31.81%	21.78%	50.53%	36.97%
获利能力					
毛利率	25.21%	31.66%	32.76%	34.52%	36.66%
净利率	11.49%	14.67%	15.34%	18.66%	20.49%
ROE	11.25%	13.04%	8.18%	10.96%	13.06%
ROIC	16.12%	17.95%	19.21%	27.88%	28.91%
偿债能力					
资产负债率	37.05%	32.68%	14.65%	18.24%	15.48%
净负债率	-7.34%	-13.31%	-54.60%	-47.33%	-52.59%
流动比率	2.48	2.34	5.47	4.40	5.37
速动比率	1.73	1.68	4.83	3.73	4.58
营运能力					
应收账款周转率	3.39	2.87	3.70	3.61	3.61
存货周转率	4.17	3.72	4.97	5.50	5.35
总资产周转率	0.72	0.62	0.55	0.52	0.57
每股指标(元)					
每股收益	0.67	0.88	1.08	1.62	2.22
每股经营现金流	0.54	1.49	1.59	0.59	2.42
每股净资产	5.96	6.78	13.16	14.79	17.01
估值比率					
市盈率	63.34	48.06	39.46	26.22	19.14
市净率	7.13	6.27	3.23	2.87	2.50
EV/EBITDA	0.00	0.00	23.47	16.73	11.76
EV/EBIT	0.00	0.00	27.12	18.74	12.91

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