

投资评级 优于大市 维持

格力电器：混改落地，蓄势待发

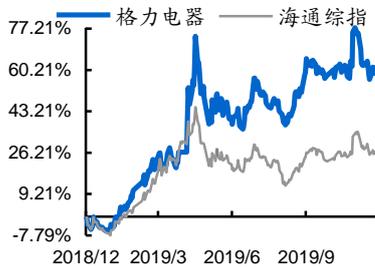
股票数据

12月02日收盘价(元)	57.71
52周股价波动(元)	35.35-65.40
总股本/流通A股(百万股)	6016/5970
总市值/流通市值(百万元)	347168/344524

相关研究

《增长稳健，混改可期》2019.09.02
《18全年营收增长靓丽，整体经营稳健》2019.04.30
《换届预期逐步明朗，行业景气仍需担忧》2019.01.02

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-9.5	0.7	0.4
相对涨幅(%)	-6.6	0.2	0.7

资料来源：海通证券研究所

分析师:陈子仪

Tel:(021)23219244

Email:chenzy@htsec.com

证书:S0850511010026

分析师:刘璐

Tel:(021)23214390

Email:ll11838@htsec.com

证书:S0850519100003

分析师:朱默辰

Tel:(021)23154383

Email:zmc11316@htsec.com

证书:S0850519020001

分析师:李阳

Tel:(021)23154382

Email:ly11194@htsec.com

证书:S0850518080005

投资要点:

- 格力电器与美的集团一直存在一定估值差。**从美的集团整体上市以来至格力电器混改公告前为观察区间，格力电器 PE (FY1) 均值在 9.5 倍，美的集团 PE (FY1) 均值在 12.8 倍，美的集团相对格力电器存在的估值溢价均值为 1.35 倍。**我们认为，美的和格力之间长期形成的估值差有这样几个因素导致：(1) 公司治理：**美的集团的民企属性和格力电器的国企属性相比之下更具治理优势，包括决策流程、激励机制等等，最终或导致更高的经营效率。**(2) 成长空间：**美的集团除空调业务外，冰洗、小家电、厨电等家电业务均有所涉足且属行业翘楚，多元化业务一方面降低业绩波动性，另一方面亦避免单业务成长空间天花板的限制。
- 整体来看，混改前的格力在弱化国有属性、股权激励、经销商利益绑定等层面都做出过一些优化治理结构的努力。**从控制权角度来看，从上市之初的国资高度集权控股，到随着股改、增发、减持等一系列操作后，大股东格力集团的股权逐步稀释，格力的国有属性有所弱化。而从高管激励及经销商利益捆绑来看，格力电器上市以来仅在股改时做过一期为期三年的股权激励安排，截至 19Q3，加上自行购买公司股票的“自我激励”，公司董事长董明珠持股比例也仅有 0.7%。另外股改时格力引入经销商持股平台——河北京海担保，对渠道利益进行了一次捆绑。
- 本次混改结果落地，我们认为更根本意义上对治理结构优化的突破。**2019年12月2日公司控股股东格力集团与珠海明骏签署《股份转让协议》，股权转让事宜完全落地，格力在本次股份转让完成后变为无控股股东和实际控制人。管理层本次通过格臻投资直接及间接持有珠海明骏股份为 11.13%，从而间接持有上市公司 1.67% 股权，管理层利益通过珠海明骏得到进一步捆绑，对分红及股权激励亦有一定承诺安排。总体来看，此次混改携手高瓴资本，对原本国企属性的治理结构产生了根本意义上的突破。
- 多元化角度来看格力亦在边际改善当中。**格力目前的多元化体现在两个维度：其一是以空调为基础的 ToC 端发展，家电产品多元化的重新出发。其二是以强大制造能力为基础的 ToB 端发展，在智能制造、工业制品方面的持续进步。目前来看多元化仍未在收入及利润端做出太大贡献，但我们认为，在存量竞争且套系化竞争的时代，厂商及经销商均存在推出全品类的动力及压力，冰洗小家电有望借力空调原本雄厚的渠道资本及网络，在近年内实现较为快速的成长；而 B 端智能装备的拓展则诞生于格力坚实的制造业基因，我们认为亦有望在工业机器人、数控机床等高端装备领域实现厚积薄发。
- 盈利预测及估值。**我们认为格力在估值上的压制因素均在边际改善当中：一则混改落地后，公司治理结构有望得到进一步优化，与美的之间估值差有望缩小。二则目前公司生活电器板块及智能装备板块发力增长，长期来看有望为格力多元化打开空间。我们预测 19-21 年 EPS 分别为 4.78 元、5.34 元及 6.06 元，结合 PE 相对估值及 DCF 现金流折现估值，我们给予 2019 年 12-15xPE 估值，对应合理价值区间 57.36-71.7 元，维持“优于大市”评级。
- 风险提示。**渠道库存风险，行业价格战风险。

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	150020	200024	210608	228625	253574
(+/-)YoY(%)	36.2%	33.3%	5.3%	8.6%	10.9%
净利润(百万元)	22400	26203	28757	32135	36462
(+/-)YoY(%)	44.9%	17.0%	9.7%	11.7%	13.5%
全面摊薄 EPS(元)	3.72	4.36	4.78	5.34	6.06
毛利率(%)	33.5%	30.9%	30.9%	32.0%	32.0%
净资产收益率(%)	34.1%	28.7%	29.3%	29.2%	30.1%

资料来源：公司年报(2017-2018)，海通证券研究所
备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

目 录

1. 混改签署协议，靴子落地.....	5
1.1 混改方案靴子落地.....	5
1.2 格力美的估值差有望进一步缩小.....	6
2. 国资背景下的治理结构优化尝试.....	7
2.1 混改前大股东股权稀释至 18.22%.....	7
2.2 高管及经销商利益的绑定.....	9
2.3 混改花落高瓴资本，未来蓄势待发.....	11
3. 多元化不断推进.....	13
3.1 ToC：冰洗小家电发力成长.....	13
3.2 ToB：商用空调技术储备充足，智能制造起步.....	15
4. 盈利预测及风险提示.....	16
财务报表分析和预测.....	19

图目录

图 1	美的集团相对格力电器存在估值溢价（倍）.....	6
图 2	2017 年以来美的集团陆股通持股比例增加大于格力电器.....	7
图 3	格力地产持股比例不断降低.....	9
图 4	珠海华声实业持股比例不断降低.....	9
图 5	大股东格力集团持股比例变化总结.....	9
图 6	格力电器朱江洪及董明珠历年持股比例变化.....	10
图 7	格力电器高管历年持股比例变化.....	10
图 8	格力电器重要股东股权结构图（截至 2019Q3）.....	11
图 9	高瓴资本部分投资公司一览.....	12
图 10	2019H1 冰箱内销累计出货量份额.....	14
图 11	2019H1 洗衣机内销累计出货量份额.....	14
图 12	“格力”洗衣机及“晶弘”冰箱产品.....	14
图 13	格力小家电板块收入占营业收入比例.....	15
图 14	格力小家电板块收入及增速.....	15
图 15	智能装备与精密模具申请专利数量（项）.....	16
图 16	格力智能装备板块年度及半年度收入及增速.....	16
图 17	公司 2019-2028 年自由现金流预测.....	17

表目录

表 1	格力电器两次配股情况总结	8
表 2	格力电器两次增发情况总结	8
表 3	格力电器三年期股权激励明细	10
表 4	高瓴资本部分知名投资案例	12
表 5	2019Q3 高瓴资本退出美的集团前十大股东	13
表 6	2015-2019Q3 高瓴资本重仓持股白电龙头从未缺席	13
表 7	格力电器多年多项“国际领先”技术.....	15
表 8	可比公司估值情况.....	16
表 9	格力电器收入分项预测表.....	17
表 10	永续增长率及 WACC 对股票价值的敏感性分析	17

1. 混改签署协议，靴子落地

1.1 混改方案靴子落地

事件：格力电器混改结果靴子落地。自今年4月初公司公布控股股东筹划转让部分股权重大事项以来，相关事项稳步推进，2019年8月开始公开征集受让方，2019年9月确认两家意向受让方，2019年10月28日晚发布公告，经评审委员会对参与本次公开征集的两家意向受让方进行综合评审，确定珠海明骏投资合伙企业为最终受让方。据公告，珠海明骏投资于2017年5月成立，基金管理人为珠海高瓴股权投资管理有限公司。至此混改最终花落高瓴。2019年12月2日格力电器发布公告，公司控股股东格力集团与珠海明骏签署《股份转让协议》，股权转让事宜完全落地。

（一）受让主要情况：

本次《股份转让协议》约定珠海明骏以46.17元/股的价格受让格力集团持有的格力电器9.02亿股股份（占格力电器总股本的15%），合计转让价款为416.6亿元。截至协议签署日，珠海明骏合伙人包括珠海贤盈（出资比例0.0567%），珠海博韬（出资比例77.0737%），高瓴瀚盈（出资比例12.8364%），珠海熠辉（出资比例3.6538%），格臻投资（出资比例6.3794%）。其中格臻投资的18位出资人为董明珠（出资额占95.5%）为首的格力电器管理层。

（二）管理层享有权益：

管理层实体通过格臻投资参与此次股权转让，格臻投资实际出资人管理层实体通过受让珠海毓秀的股权、受让珠海贤盈的有限合伙份额、认缴珠海明骏的有限合伙份额，分别在珠海毓秀、珠海贤盈、珠海明骏享有相应的权益，并与珠海博韬达成有关珠海明骏股份的转让协议安排。总计来看，管理层通过格臻投资直接及间接持有珠海明骏股份为11.13%（ $0.0567\% \times 41\% + 6.3794\% + 4.7236\% = 11.13\%$ ），从而间接持有上市公司1.67%股权。

（1）珠海毓秀层面：管理层占有41%股权。珠海高瓴、HH Mansion和Pearl Brilliance分别按照实缴出资平价向管理层实体转让珠海毓秀的部分股权，持股结构为珠海高瓴38%、HH Mansion 11%、Pearl Brilliance 10%和管理层实体41%。

（2）珠海贤盈层面：管理层占有41%有限合伙人出资份额。就珠海明骏产生的“GP收益”，管理层按照出资份额比例享有其中41%。管理层实体应确保其享有的占全部GP收益的8%的部分应以适当的方式分配给对上市公司有重要贡献的上市公司管理层成员和员工。

（3）珠海明骏层面：管理层实体总计可认缴珠海明骏出资总额的11%。管理层实体作为有限合伙人认缴珠海明骏出资总额的6.3794%。同时，珠海博韬拟将其以10.32亿元认缴的珠海明骏股份转让给管理层，占珠海明骏认缴出资总额的4.7236%，管理层实体可在珠海明骏基金最终交割日起六个月内进行拟转让份额的价款支付和转让交割。

（三）分红及激励安排：

（1）分红：由于本次协议转让的自筹资金来源为银行贷款，所以存在债权人保护条款，即明骏投资承诺在股东大会或董事会上积极行使股东投票权，以尽力促使上市公司每年净利润分红比例不低于50%。

（2）股权激励：珠海高瓴、HH Mansion、Pearl Brilliance和格臻投资一致同意，应在本次交易完成交割后，推进格力电器层面给予管理层实体认可的管理层和骨干员工总额不超过4%格力电器股份的股权激励计划。

总体来看，本次股权转让协议顺利落地，管理层利益通过珠海明骏得到进一步捆绑，

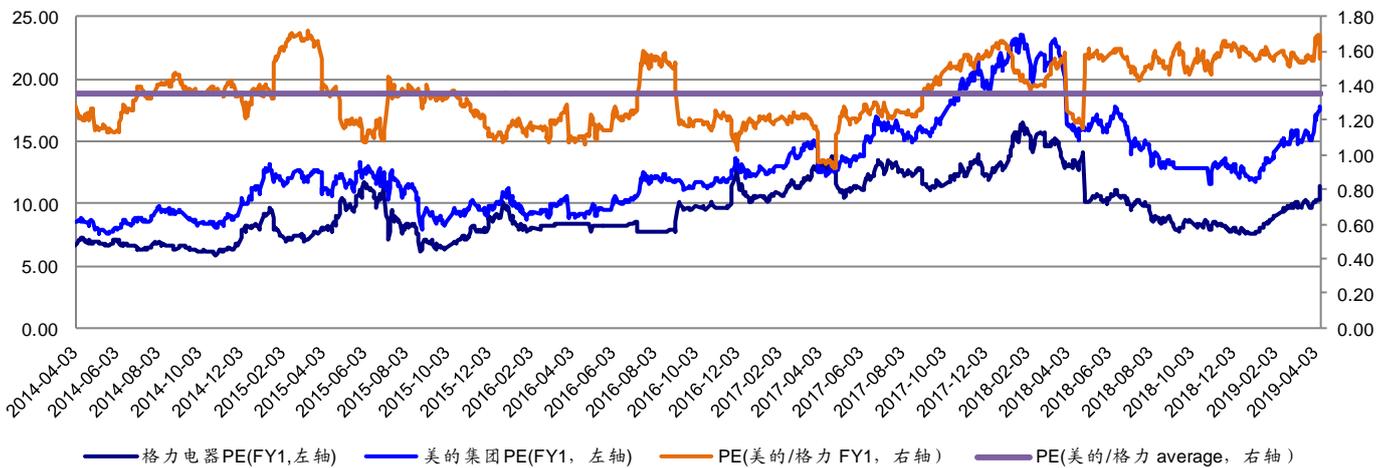
分红及股权激励亦可有所期待，我们认为这是格力治理的重大改善，也是其与美的集团之间估值差有望进一步缩小的重要因素。

1.2 格力美的估值差有望进一步缩小

格力电器与美的集团一直存在一定估值差。从2014年4月3日至格力电器混改公告前（2019年4月8日）的5年为观察区间，格力电器PE（FY1）均值在9.5倍，美的集团PE（FY1）均值在12.8倍，美的集团相对格力电器存在的估值溢价均值为1.35倍。2017年以来随着外资流入及持股白电龙头的比例抬升，基于外资更为偏好持股美的，美的与格力之间估值溢价整体有所提升。

我们认为，美的和格力之间长期形成的估值差有这样几个因素导致：**（1）公司治理：**美的集团的民企属性和格力电器的国企属性相比之下更具治理优势，包括决策流程、激励机制等等，最终或导致更高的经营效率。**（2）成长空间：**美的集团除空调业务外，冰洗、小家电、厨电等家电业务均有所涉足且属行业翘楚，多元化业务一方面降低业绩波动性，另一方面亦避免单业务成长空间天花板的限制。

图1 美的集团相对格力电器存在估值溢价（倍）



资料来源：wind，海通证券研究所，PE_FY1取Wind一致预期

图2 2017年以来美的集团陆股通持股比例增加大于格力电器


资料来源：wind，海通证券研究所

而目前我们认为，这两点因素边际上皆有望改善，换届后的格力有望步入新的发展阶段：治理结构的优化及多元化业务的持续推进，有望缩小格力及美的之间长期形成的估值差距。

2. 国资背景下的治理结构优化尝试

从控制权角度来看，从上市之初的国资高度集权控股，到随着股改、增发、减持等一系列操作后，大股东格力集团的股权逐步稀释，格力的国有属性有所弱化。从朱江洪时代到董明珠时代，虽也曾有过和集团之间的矛盾摩擦，但整体而言格力集团在经营层面对格力电器的干预较少。而从高管激励及经销商利益捆绑来看，格力电器上市以来仅在股改时做过一期为期三年的股权激励安排，截至19Q3，加上自行购买公司股票“自我激励”，公司董事长董明珠持股比例也仅有0.7%。另外股改时格力引入经销商持股平台——河北京海担保，对渠道利益进行了一次捆绑。

2.1 混改前大股东股权稀释至18.22%

(1) 1996年上市之初，国资高度集权控股。1996年11月上市时，公司前三大股东均为法人股，合计持股72%，其中珠海格力集团公司处于绝对控股地位，持股60%，珠海格力房产有限公司持股10%，珠海华声实业股份有限公司持股2%；剩余25.9%为社会公众股，2.1%为内部职工股。

(2) 1998-2006年：两次配股及股权分置改革后，格力集团持股比例大幅减少。1998年4月公司按总股本15000万股为基数，每10股配3股，法人股东放弃该次配股权，最终实际向个人股东共配售总量为1260万股。配股完成后，大股东格力集团持股比例稀释至55.35%。2000年9月公司再次实行配股，以总股本32520万股为基数，向全体股东每10股配3股，法人股东全额放弃配股权，最终公司向公众股东共配售3276万股。配股完成后，大股东格力集团持股比例进一步稀释至50.29%。

表 1 格力电器两次配股情况总结

时间	方式	目的	结果
1998 年 4 月	按现有总股本 15000 万股为基数, 每 10 股配 3 股, 法人股东放弃本次配股权, 实际向个人股东共配售总量为 1260 万股, 实际募集资金 2.7 亿元	配股募集资金用于: (1)钣金冲压生产线(2)柜机喷塑生产线(3)窗机、分体机喷塑生产线(4)注塑机生产线(5)控制器生产线(6)热交换器生产线(7)钣金开料生产线(8)中央空调生产线(9)实验测试中心(10)实施 CIMS 工程项目	配股完成后, 大股东格力集团持股比例稀释至 55.35%
2000 年 9 月	按现有总股本 32520 万股为基数, 每 10 股配 3 股, 法人股东放弃本次配股权, 实际向个人股东共配售总量为 3276 万股, 实际募集资金 4.5 亿元	募集资金用于: (1)空调器可视化研究中心; (2)空调器并行研发中心; (3)兴建新产品空气净化器生产线; (4)扩建中央空调生产线; (5)投资设立格力电器巴西有限公司	配股完成后, 大股东格力集团持股比例稀释至 50.29%

资料来源: 1998 年及 2000 年公司配股说明书, 海通证券研究所

2006 年公司施行股权分置改革方案。具体方案为非流通股股东向方案实施股权登记日登记在册的全体流通股股东平均每 10 股支付 2.7 股的股份。**股改完成后, 格力集团持股比例稀释至 41.06%**。除关于股权的法定承诺外, 股改方案还做了几个特别承诺: (1) 集团将“格力”商标无偿转让至格力电器; (2) 2006 年格力电器董事会换届选举中, 集团将继续支持朱江洪担任格力电器董事长; (3) 股改从格力集团所持股份中划出部分股份, 作为格力电器管理层股权激励计划的股票来源。

(3) 2007 年: 格力集团转让给河北北京海担保 10% 股权, 大股东股权进一步稀释。2007 年 4 月, 格力集团履行在股权分置改革中为格力电器引进战略投资者的承诺, 将其持有的格力电器 8054 万股股份转让给由 10 家格力电器区域销售公司投资组建的河北北京海担保投资有限公司, 转让价格为 12.75 元/股。权益变动前, 格力集团持有格力电器股份 32004 万股, 占总股份的 39.74%。**权益变动后, 格力集团持有格力电器股份 23950 万股, 占总股份的 29.74%。**

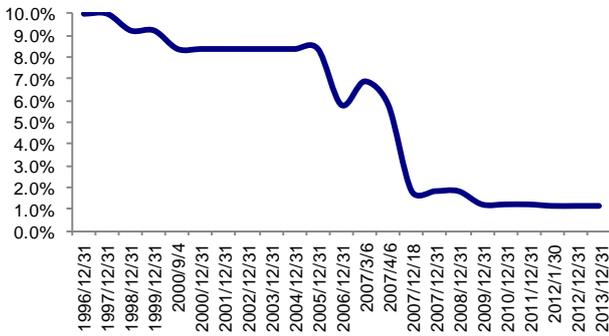
(4) 2007 年-2012 年: 两次增发、股权激励及不断小幅减持下, 大股东持股比例降低至 18%。格力集团主要于 2007 年和 2009 年发生两次集中减持, 2007 年累计共减持 4 次 4027.05 万股, 2007 年底持股比例降至 23.86%。2009 年累计共减持 4 次 2442.3 万股, 2009 年底持股比例降至 20.0%。叠加高管股权激励及增发影响下, 格力集团 2012 年底持股比例降至 18.22%。**2012 年至今, 格力集团持股上市公司比例维持在 18.22%**。除格力集团之外, 上市之初的格力地产及珠海华声实业亦在不断减持当中逐步退出前十大股东行列。

表 2 格力电器两次增发情况总结

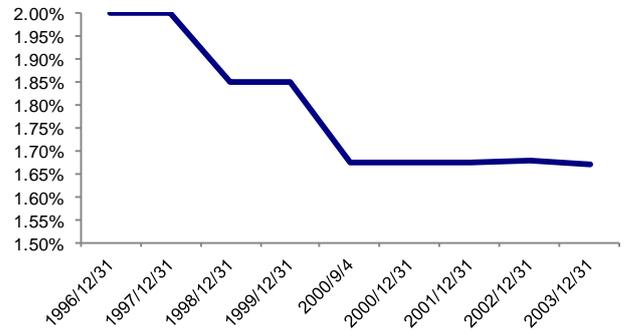
时间	方式	目的	结果
2007 年 12 月	公开发行 2952 万股, 实际募集资金 11.35 亿元	募集资金投向: (1) 新增 300 万台/年空调产能项目 (2) 新增 360 万套/年压缩机技术改造项目	增发完成后, 格力集团持股比例由 26.9% 降至 25.4%
2012 年 2 月	公开发行 18998 万股, 实际募集资金 31.95 亿元	募集资金投向: (1) 格力总部商用空调技术改造项目 (2) 武汉商用空调建设项目 (3) 郑州家用空调建设项目 (4) 年产 600 万台新型节能环保家用空调压缩机项目 (5) 节能环保制冷设备工程技术研究中心技术改造建设项目	增发完成后, 格力集团持股比例由 19.45% 降至 18.22%

资料来源: 2007 年及 2012 年公司增发意向书及上市书, 2013 年年报, 海通证券研究所

总体来看，格力上市至今国资控股比例在经历增发、改制及减持后不断降低，格力集团从 60% 的绝对控股降低至 18.22% 的控股比例，维持原有国资大股东地位的前提下，国资属性削弱，市场活力不断增强。

图3 格力地产持股比例不断降低


资料来源: wind, 海通证券研究所

图4 珠海华声实业持股比例不断降低


资料来源: wind, 海通证券研究所

图5 大股东格力集团持股比例变化总结


资料来源: wind, 海通证券研究所

2.2 高管及经销商利益的绑定

(1) 高管持股: 除自行买入公司股票进行“自我激励”外，格力历史上仅对高管做过一次三年期的股权激励安排。

公司上市之初，公司董事会、监事会及高层管理人员共持有公司股票 22000 股，占公司总股本的 0.029%。其中，时任副董事长兼总经理的朱江洪持股 6000 股，时任销售经理的董明珠持股 500 股。

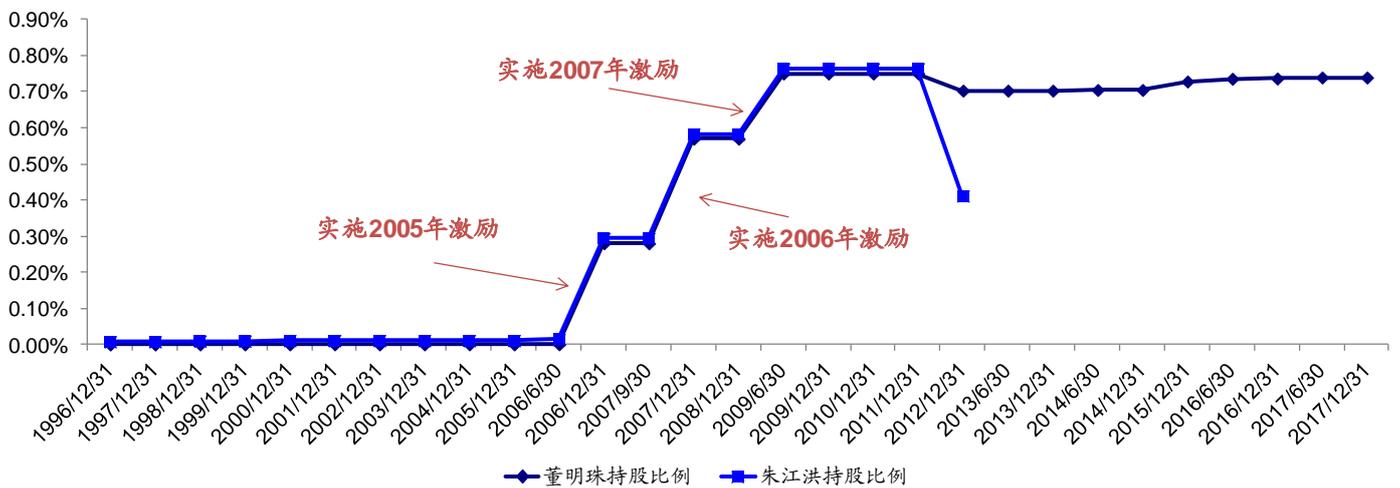
2006 年伴随股权分置改革，公司对高管进行股权激励。在 2006 年实施股改方案时公司做出股权激励的特殊承诺，其股权激励安排为：在 2005、2006、2007 年度中的任一年度，若公司经审计的净利润达到承诺的当年应实现的数值，在当年年度报告公告后 10 个工作日内，格力集团将按当年年底经审计的每股净资产值作为出售价格、向公司管理层出售 713 万股的股份。若以上三个年度均达到承诺的净利润水平，则向公司管理层出售的股份总数为 2139 万股。格力电器 2005-2007 年度皆实现了股权分置改革方案中的股权激励目标，也成为公司历史上唯一一次对高管的股权激励。2009 年 2 月最后一次股权激励实施完毕后，董明珠持股 1409.9 万股，占比 0.75%；朱江洪持股 1433.8 万股，占比 0.76%。

表 3 格力电器三年期股权激励明细

激励年度	完成时间	具体安排
公司股改方案中承诺：在 2005、2006、2007 年度中的任一年度，若公司经审计的净利润达到承诺的当年应实现的数值（以上三年对应的净利润数分别为 50493.60 万元、55542.96 万元、61097.26 万元），格力集团将按当年年底经审计的每股净资产值作为出售价格、向公司管理层出售 713 万股的股份。		
2005 年度激励	2006 年 7 月	格力集团按照承诺向公司管理层出售 713 万股本公司股份，出售价格为 5.07 元/股。激励对象为公司高管人员、中层干部、业务骨干及本公司控股子公司高管人员，总共 94 人。其中朱江洪与董明珠各 150 万股。
2006 年度激励	2007 年 10 月	格力集团按照承诺向公司管理层出售 1069.5 万股本公司股份，出售价格为 3.87 元/股。对象为公司高管人员、中层干部、业务骨干及公司控股子公司高管人员、中层干部，总共 609 人。其中朱江洪与董明珠各 250 万股。
2007 年度激励	2009 年 2 月	格力集团按照承诺向公司管理层出售 1604.25 万股本公司股份，出售价格为 4.494 元/股，对象为公司高管人员、中层干部、业务骨干及公司控股子公司高管人员、中层干部，总共 1059 人。其中朱江洪与董明珠各 226 万股。

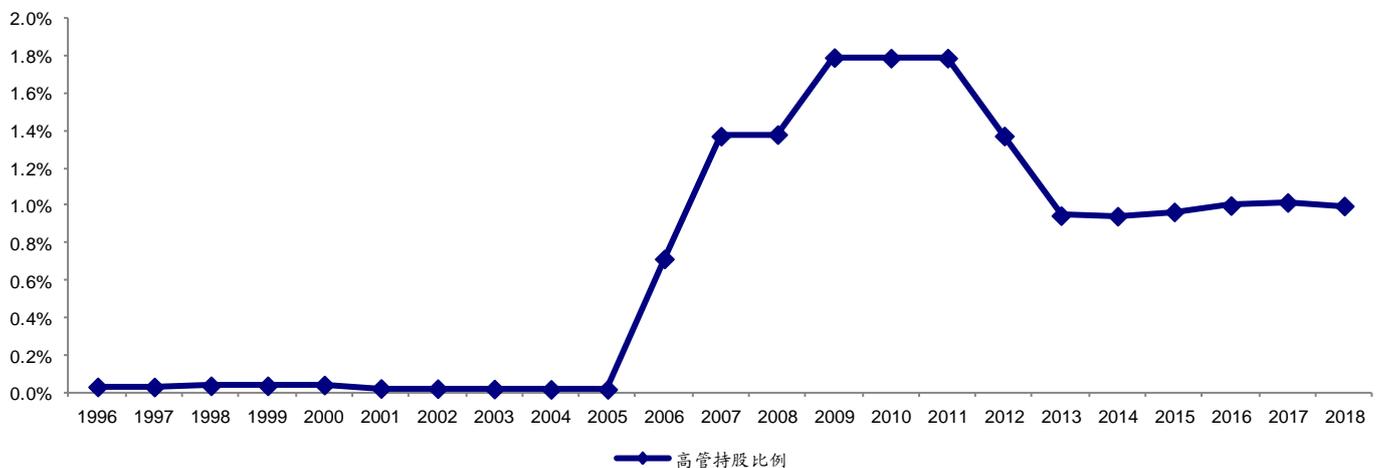
资料来源：格力股改说明书及股改承诺事项实施公告等，海通证券研究所

图 6 格力电器朱江洪及董明珠历年持股比例变化



资料来源：wind，海通证券研究所

图 7 格力电器高管历年持股比例变化



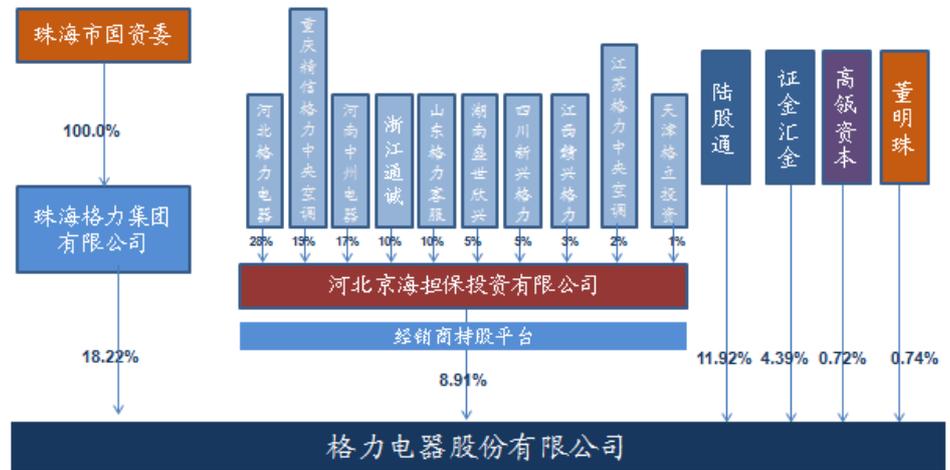
资料来源：wind，海通证券研究所

（2）经销商持股：经销商持股平台河北京海担保目前持有上市公司 8.91%股权。

河北京海担保成立于 2006 年 8 月，2007 年 4 月与格力电器 10 家销售公司签订股权转让协议，将全部股权转让给重庆精信格力中央空调工程有限公司、河南格力电器市场营销有限公司、山东格力电器市场营销有限公司、北京明珠盛兴格力中央空调销售有限公司、河北格力电器营销有限公司、浙江格力电器销售有限公司、江西赣兴格力空调销售有限公司、湖南格力家用电器销售有限公司、四川新兴格力电器销售有限责任公司、天津格力空调销售有限公司共 10 家销售公司。自此，京海担保成为格力电器主要销售公司的持股平台，法人代表为郭书战，也是格力电器历任董事。

2007 年 4 月，格力集团以 12.75 元/股的价格将所持有的 10% 股权转让给河北京海担保，自此京海担保成为格力电器第二大股东。继销售模式的不断演化进步后，格力也在股权上与经销商有了更为紧密的联结。经过增发及小幅减持后，截至 2019 年 Q3，京海担保仍持有格力电器 8.91% 股权。

图8 格力电器重要股东股权结构图（截至 2019Q3）



资料来源：wind，海通证券研究所

2.3 混改花落高瓴资本，未来蓄势待发

2019 年 10 月 28 日晚格力电器发布公告，确定珠海明骏投资合伙企业为大股东格力集团 15% 股权的最终受让方。据公告，珠海明骏投资于 2017 年 5 月成立，基金管理人为珠海高瓴股权投资管理有限公司。至此，混改最终花落高瓴。

据高瓴资本官网，高瓴资本成立于 2005 年，是亚洲最大的投资机构之一。高瓴的投资理念为以创造可持续的长期增长为目标，通过科技创新，在全球尤其是亚洲范围内寻找最优秀的企业家和管理团队，共同创造价值。投资案例包括：腾讯、京东、美团点评、爱奇艺、滴滴、Uber、Airbnb、Traveloka、百丽国际、Peet's Coffee、百济神州和药明康德等。

图9 高瓴资本部分投资公司一览


资料来源:《企业家中国》杂志制表,海通证券研究所

据《投资界》,张磊曾在访谈中提及高瓴投资理念的最核心之处在于寻找到"具有伟大格局观的坚定实践者",而高瓴来思考如何才能帮助投资的公司将它的护城河挖深。从这个角度来讲,张磊带领的高瓴资本及被投资企业更像是创业合作伙伴。从其曾经的一些投资案例也可看出,高瓴的投资并不局限在一级或二级市场,其成功案例跨越 TMT 及传统消费,并且为被投资公司之间建立连接打通资源。

表 4 高瓴资本部分知名投资案例

时间	被投资企业	投资方式	事件内容
2005 年	腾讯	二级市场	第一桶金重仓腾讯股票
2008 年	蓝月亮	一级市场	到 2013 年,蓝月亮营业收入已经从 2007 年的 4 亿增长到了 43 亿人民币,年复合增长率 49%。2008 年起蓝月亮洗衣液市场份额连续六年排行第一。
2010 年	京东	一级市场	高瓴资本 1.50 亿美元参与京东 C 轮融资。
2013 年	腾讯	合资公司	高瓴与腾讯及印尼媒体集团公司 Global Mediacom 宣布共同出资成立合资公司,在印尼发展微信业务。
2015 年	梅奥医疗集团	合资公司	与美国梅奥医疗集团共同合资设立惠每医疗管理有限公司,将通过专家互访、技术合作、人才交流、教育培训和管理咨询等方式,全面引进并本土化梅奥的医疗技术、管理经验和培训体系。
2015 年起	宠物医院	一级市场产业整合	主要以控股并购方式,"孵化+整合"两线并行,通过 3 年时间整合了 10 余个遍布国内主要城市的宠物医院品牌。截至 2018 年夏天,高瓴投资的宠物医院数超过 700 家。
2017 年	百丽	二级市场私有化控股	2017 年 7 月 27 日百丽集团以 531 亿港元完成私有化,高瓴成私有化后最大股东。

资料来源:新浪财经、36 氪,清科研究,华商韬略等公开资料收集整理,海通证券研究所

而就高瓴资本与家电行业的渊源来讲,2015 年年报美的集团前十大股东就已出现高瓴资本的身影,并紧接着在 2016 年中报时入驻格力电器的前十大股东,一直到 2019 年半年报之前,高瓴在 A 股的重仓股中格力电器及美的集团从未缺席,长期重仓持有。2019Q3 基金季报显示,高瓴资本退出了美的集团的前十大股东,仍然持股格力电器 0.72%,将“鸡蛋放进了一个篮子中”。

表 5 2019Q3 高瓴资本退出美的集团前十大股东

美的集团 2019 三季度报前十大股东			美的集团 2019 半年报前十大股东		
排名	股东名称	方向	排名	股东名称	方向
1	美的控股有限公司	不变	1	美的控股有限公司	不变
2	香港中央结算有限公司(陆股通)	增加	2	香港中央结算有限公司(陆股通)	减少
3	中国证券金融股份有限公司	不变	3	中国证券金融股份有限公司	不变
4	加拿大年金计划投资委员会-自有资金(交易所)	不变	4	加拿大年金计划投资委员会-自有资金(交易所)	不变
5	中央汇金资产管理有限责任公司	不变	5	中央汇金资产管理有限责任公司	增加
6	黄健	减少	6	黄健	不变
7	MERRILL LYNCH INTERNATIONAL	新进	7	高瓴资本管理有限公司-HCM 中国基金	不变
8	栗建伟	不变	8	袁利群	不变
9	黄晓祥	新进	9	栗建伟	新进
10	GIC PRIVATE LIMITED	减少	10	GIC PRIVATE LIMITED	减少

资料来源：wind，海通证券研究所

表 6 2015-2019Q3 高瓴资本重仓持股白电龙头从未缺席

报告期	出现在十大股东中的 A 股股票
2015	中国国贸（0.51%）；美的集团（1.4%）；恒瑞医药（0.85%）；燕京啤酒（1.39%）
2016	美的集团（1.84%）；格力电器（0.85%）；恒瑞医药（0.94%）
2017	美的集团（1.79%）；格力电器（0.85%）
2018	美的集团（1.1%）；格力电器（0.73%）；宁德时代（1.51%）
2019H1	爱尔眼科（1.94%）；泰格医药（1.42%）；美的集团（0.91%）；格力电器（0.73%）
2019Q3	海螺水泥（0.93%）；爱尔眼科（1.94%）；泰格医药（1.42%）；格力电器（0.72%）

资料来源：wind，海通证券研究所

整体来看，混改前的格力在弱化国有属性、股权激励、经销商利益绑定等层面都做出过一些优化治理结构的努力。而本次混改，我们认为则是更根本意义上的突破：彻底转变国有属性，携手高瓴，成为更市场化、更具活力的企业。

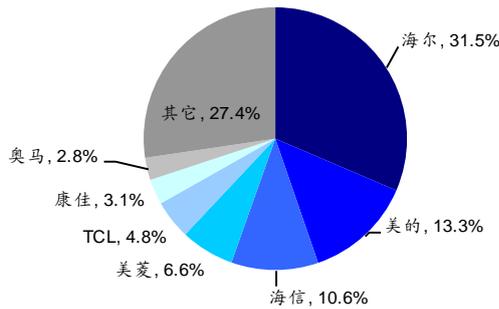
3. 多元化不断推进

关于格力估值折价于美的的另一个原因我们认为多元化，而这个角度来看格力亦在边际改善当中。格力目前的多元化体现在两个维度：其一是以空调为基础的 ToC 端发展，家电产品多元化的重新出发。其二是以强大制造能力为基础的 ToB 端发展，在智能制造、工业制品方面的持续进步。

3.1 ToC：冰洗小家电发力成长

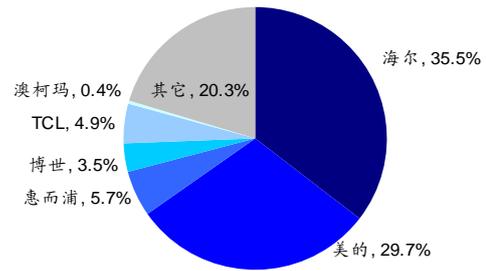
冰洗格局中，“其它”品牌仍占比较高。据产业在线数据，截至 2019H1，美的及海尔洗衣机累计内销份额相加达 65%，双寡头占据了近三分之二的市场份额，其他品牌份额均不足 10%。冰箱内销则面临着“一超多强”的竞争格局，海尔独占 32% 的市场份额，美的、海信、美菱等品牌位居二线。冰洗两行业相似的地方在于，龙头优势稳固且集中度仍在上提，同时“其它”品牌仍占比较高，因而我们认为家电头部品牌仍具备份额提升空间。

图10 2019H1 冰箱内销累计出货量份额



资料来源：产业在线，海通证券研究所

图11 2019H1 洗衣机内销累计出货量份额



资料来源：产业在线，海通证券研究所

冰洗持续发力，晶弘冰箱于2018年Q4纳入上市公司体内。公司2018年9月30日收购合肥晶弘100%股权，将冰箱业务纳入上市公司体内。据产业在线数据，在冰箱行业2018全年内销量同比下降3.9%的情况下，晶弘冰箱同比增长50.3%，增长率行业第一，总销量行业第九。据公司2018年报披露，晶弘18Q4实现销售收入7.84亿元，实现净利润8881万元。洗衣机领域亦在加大投入，据新京报报道，2019年初公司投资约50亿元，在成都落成首个专门的洗衣机生产基地，主要生产格力净静洗干一体机，热泵洗干一体机等产品。我们认为，在错失曾经的增长良机后重新起航的冰洗，是格力在家电产品领域多元化的重新出发，在冰洗格局仍具备突破空间的情况下，有望依靠空调领域累计的品牌及渠道实力，实现快速增长。

图12 “格力”洗衣机及“晶弘”冰箱产品



资料来源：格力电器官网，海通证券研究所

近年来小家电版块成长迅速，增速可观，大松（TOSOT）覆盖生活电器领域，目前拥有电风扇、电暖器、净水机、空气净化器、加湿器、干衣机、除湿机等健康电器和电饭煲、电压力锅、电磁炉、抽油烟机、消毒柜、燃气灶等厨房电器。近年来均取得了不错的增长成绩，增速及占整体收入比例均在提升。2018年公司小家电收入规模37.9亿元，同比增长64.9%。2019H1小家电收入规模25.6亿元，同比增长63.6%，占整体营收比例提升至2.6%。

图13 格力小家电版块收入占营业收入比例


资料来源：wind，海通证券研究所

图14 格力小家电版块收入及增速


资料来源：wind，海通证券研究所

3.2 ToB: 商用空调技术储备充足，智能制造起步

格力在商用空调领域的技术储备处于国内领先地位。商用大型项目市场空间有待突破。据产业在线数据，2018年中央空调市场销售金额达967亿元，同比增长10.3%。从趋势上来看，随着精装比例提升，我们认为中央空调市场规模及渗透率仍将不断增长，而格力在商用空调领域内的技术储备多年来亦在不断沉淀，多项商用大型机技术获得“国际领先”，有望厚积薄发，在中央空调领域实现国产替代，份额上提。

表7 格力电器多年多项“国际领先”技术

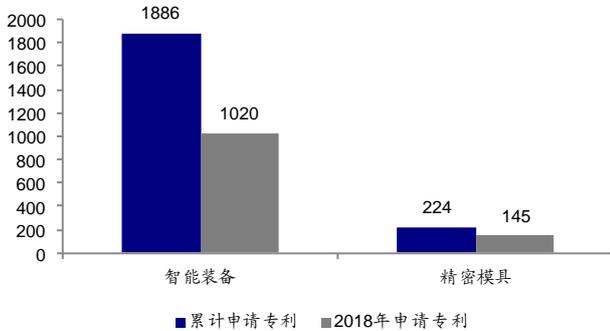
时间	领先技术
2011年	“冷暖辐射生活热水多功能一体地暖户式中央空调”、“高效直流变频离心机”被鉴定为“国际领先”
2012年	“双级压缩技术”（“双级增焓变频压缩机的研发及应用”）被鉴定为“国际领先”
2013年	“光伏直驱变频离心机系统”、“磁悬浮变频离心式制冷压缩机及冷水机组”、“双极增焓转子式变频压缩机研究及在空调和热泵热水器中的应用”被鉴定为“国际领先”。
2014年	“磁悬浮离心机”被鉴定为“国际领先”
2015年	“百万千瓦级核电水冷离心式冷水机组”被鉴定为“国际先进”
2016年	“高效永磁同步变频离心式冰蓄冷双工况机组”、“环境温度-40℃工况下制冷技术”和“三缸双级变容压缩机技术”被鉴定为“国际领先”
2017年	“分布式送风技术在热泵空调上的研究及应用”、“基于大小容积切换压缩机技术的高效多联机”、“面向多联机的CAN+通讯技术研究及应用”、“格力车用尿素智能机”4项被鉴定为“国际领先”
2018年	“基于G-PLC无通讯线缆的多联机系统”“空调光储直流化关键技术研究及应用”“全工况自适应高效螺杆压缩机关键技术研究”“地铁车站用高效直接制冷式空调机组”“工业机器人用高性能伺服电机及驱动器”被鉴定为“国际领先”

资料来源：公司2011-2018年年报，海通证券研究所

2018年是格力智能制造突破性进展的一年，智能装备及精密模具专利数量均飞跃式增长。智能装备方面，截至2018年年报，公司已设有珠海格力智能装备有限公司、珠海格力机器人有限公司、珠海格力数控机床研究院有限公司等六家专业

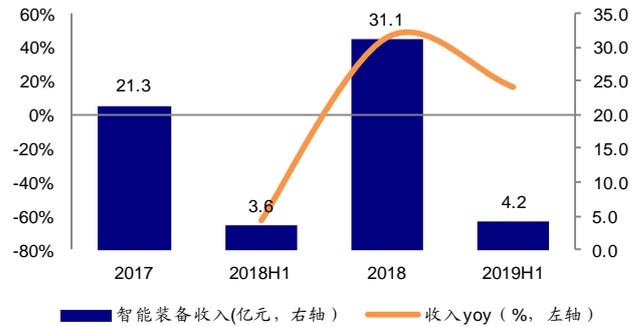
化智能装备公司，产品覆盖伺服机械手、工业机器人、智能仓储装备、智能检测、换热器专用机床设备、无人自动化生产线体、数控机床等十多个领域，超百种规格产品。精密模具方面，公司产品现可满足家电、汽车、3C、医疗器械、光学器件、马达铁芯等领域模具和产品，目前客户有宝马、通用、丰田、本田、一汽、东风、吉利、长城、日本小系、敏实集团等众多汽车及汽车零部件厂商；华为、歌尔、富士康、比亚迪、领胜等精密 3C 领域厂商；并与中国商飞、江苏科邦、成都润博等军民融合企业建立战略合作。

图15 智能装备与精密模具申请专利数量（项）



资料来源：wind，海通证券研究所

图16 格力智能装备板块年度及半年度收入及增速



资料来源：wind，海通证券研究所

目前来看，无论是 ToC 端的家电品类多元化发力，还是 ToB 端的智能制造起步，都仍未在收入及利润端做出太大贡献，格力依然是以空调决定命运。但我们认为，在存量竞争且套系化竞争的时代，厂商及经销商均存在推出全品类的动力及压力，冰洗小家电有望借力空调原本雄厚的渠道资本及网络，在近年内实现较为快速的成长；而 B 端智能装备的拓展则诞生于格力坚实的制造业基因，我们认为亦有望在工业机器人、数控机床等高端装备领域实现厚积薄发。

4. 盈利预测及风险提示

(1) 从相对估值的角度，公司与美的集团之间存在较大估值差，我们认为一则因公司业务构成单一，多元化开展并不顺利，二则因公司作为国企，整体公司治理及高管激励机制不及美的。但目前来看，公司混改落地后治理结构有望得到进一步优化，另则公司生活电器板块发力增长，多元化顺利推进中。我们认为公司与美的之间估值差有望缩小。参考美的集团估值，给予公司 12x-15xPE 估值。我们预测 19-21 年 EPS 分别为 4.78 元、5.34 元及 6.06 元，结合 19 年 12-15xPE 估值，对应合理价值区间 57.36-71.7 元。

表 8 可比公司估值情况

代码	公司	收盘价(元)	市值(亿元)	EPS (元/股)			PE (倍)		
				2017	2018	2019E	2017	2018	2019E
000333.SZ	美的集团	54.75	3799.05	2.49	2.92	3.43	22.0	18.8	16.0
600690.SH	海尔智家	16.90	1076.27	1.08	1.16	1.38	15.7	14.6	12.2

资料来源：wind，海通证券研究所；表中可比公司 EPS 为 wind 一致预期

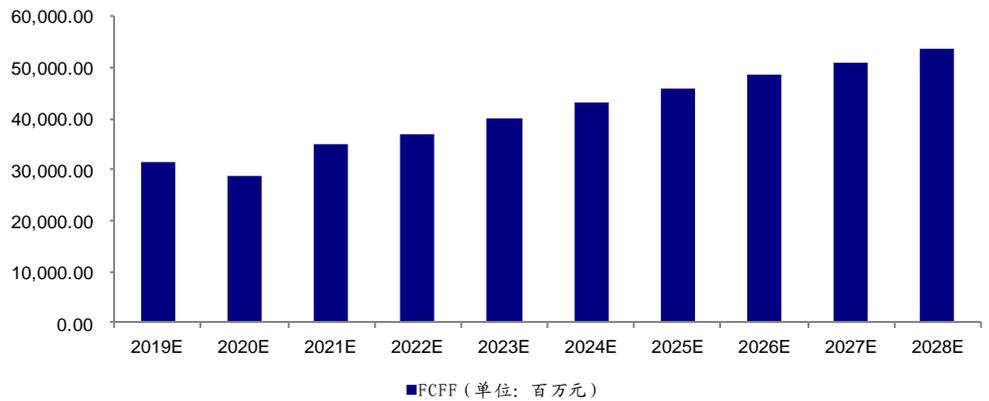
表 9 格力电器收入分项预测表

总结	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入(亿元)	1,500.2	2,000.2	2,106.1	2,286.2	2,535.7
YOY	36.2%	33.3%	5.3%	8.6%	10.9%
毛利率 (%)	33.5	30.9	30.9	32.0	32.0
营业收入(亿元)	1,321.9	1,705.9	1,782.3	1,930.1	2,144.0
YOY	41.9%	29.1%	4.5%	8.3%	11.1%
毛利率 (%)	35.8	34.1	34.0	34.3	34.3
空调业务(亿元)	1,234.1	1,556.8	1,592.9	1,696.8	1,860.4
YOY	40.1%	26.2%	2.3%	6.5%	9.6%
毛利率 (%)	37.1	36.5	36.5	37.2	37.5
小家电业务(亿元)	23.0	37.9	56.9	74.0	92.5
YOY	33.9%	64.9%	50.0%	30.0%	25.0%
毛利率 (%)	20.7	18.2	19.0	20.5	21.0
智能装备业务(亿元)	21.3	31.1	40.4	52.5	68.3
YOY		46.2%	30.0%	30.0%	30.0%
毛利率 (%)	5.9	6.5	6.5	6.5	6.5

资料来源: wind, 海通证券研究所

(2) 从绝对估值的角度: 我们以 DCF 模型测算公司未来现金流。

我们以 FCFE 企业自由现金流折现来测算公司当前股票价值, 根据 wind 计算取 beta 为 1.13, 无风险收益率取十年期国债收益率 3.28%, 股权预期回报率取 9%。永续增长率取 1.5%。计算可得合理股价为 71.11 元, 2019 年对应隐含 PE 为 14.9x。

图17 公司 2019-2028 年自由现金流预测


资料来源: wind, 海通证券研究所

对影响模型结果较重要的变量永续增长率及 wacc 值进行敏感性分析如下表。

表 10 永续增长率及 WACC 对股票价值的敏感性分析

		WACC										
每股价值 (元)		10.0%	10.5%	11.0%	11.5%	12.0%	12.5%	13.0%	13.5%	14.0%	14.5%	15.0%
永续增长率	0.5%	91.88	87.60	83.74	80.24	77.05	74.15	71.48	69.03	66.77	64.67	62.73
	1.0%	94.09	89.50	85.39	81.68	78.32	75.26	72.47	69.90	67.55	65.37	63.36
	1.5%	96.55	91.62	87.22	83.27	79.71	76.48	73.54	70.85	68.39	66.12	64.02
	2.0%	99.32	93.98	89.25	85.03	81.23	77.81	74.71	71.88	69.30	66.93	64.74
	2.5%	102.46	96.65	91.52	86.98	82.92	79.28	75.99	73.01	70.29	67.80	65.52

资料来源: wind, 海通证券研究所

结合 PE 相对估值及 DCF 现金流折现估值,我们给予 2019 年 12-15xPE 估值,对应合理价值区间 57.36-71.7 元。

风险提示。渠道库存风险,终端需求不及预期。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)					营业总收入	200024	210608	228625	253574
每股收益	4.36	4.78	5.34	6.06	营业成本	138280	145485	155420	172311
每股净资产	15.18	16.34	18.31	20.13	毛利率%	30.9%	30.9%	32.0%	32.0%
每股经营现金流	4.48	5.66	5.20	6.29	营业税金及附加	1742	1931	2061	2299
每股股利	2.10	3.35	3.74	4.24	营业税金率%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
价值评估 (倍)					营业费用	18900	21693	25240	27183
P/E	13.25	12.07	10.80	9.52	营业费用率%	9.4%	10.3%	11.0%	10.7%
P/B	3.80	3.53	3.15	2.87	管理费用	4366	4213	4572	5072
P/S	1.74	1.65	1.52	1.37	管理费用率%	2.2%	2.0%	2.0%	2.0%
EV/EBITDA	7.80	7.51	6.47	5.44	EBIT	29748	30689	34244	38821
股息率%	3.6%	5.8%	6.5%	7.4%	财务费用	-948	-2423	-2707	-2993
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.5%	-1.2%	-1.2%	-1.2%
毛利率	30.9%	30.9%	32.0%	32.0%	资产减值损失	262	226	257	56
净利润率	13.1%	13.7%	14.1%	14.4%	投资收益	107	52	281	265
净资产收益率	28.7%	29.3%	29.2%	30.1%	营业利润	30997	33814	37727	42805
资产回报率	10.4%	11.8%	12.3%	12.9%	营业外收支	277	457	588	663
盈利增长 (%)					利润总额	31274	34271	38315	43468
营业收入增长率	33.3%	5.3%	8.6%	10.9%	EBITDA	32858	32541	36114	40730
EBIT 增长率	14.3%	3.2%	11.6%	13.4%	所得税	4894	5339	5978	6779
净利润增长率	17.0%	9.7%	11.7%	13.5%	有效所得税率%	15.7%	15.6%	15.6%	15.6%
偿债能力指标					少数股东损益	176	175	202	227
资产负债率	63.1%	59.2%	57.0%	56.3%	归属母公司所有者净利润	26203	28757	32135	36462
流动比率	1.3	1.3	1.4	1.5	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
速动比率	1.1	1.2	1.3	1.3	货币资金	113079	102864	113695	125783
现金比率	0.7	0.7	0.8	0.8	应收账款及应收票据	43611	45248	48306	53878
经营效率指标					存货	20012	19049	20419	22613
应收帐款周转天数	74.5	78.4	77.1	77.6	其它流动资产	23009	25442	26863	29286
存货周转天数	48.3	47.8	48.0	47.9	流动资产合计	199711	192602	209282	231560
总资产周转率	0.9	0.8	0.9	0.9	长期股权投资	2251	2290	2300	2310
固定资产周转率	11.2	12.1	14.7	18.2	固定资产	18386	16452	14759	13096
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	在建工程	1664	2239	2837	3427
净利润	26203	28757	32135	36462	无形资产	5205	5669	5968	6303
少数股东损益	176	175	202	227	非流动资产合计	51523	51886	51100	50371
非现金支出	3372	2079	2127	1965	资产总计	251234	244488	260382	281931
非经营收益	-1599	-2117	-1030	-1089	短期借款	22068	0	0	0
营运资金变动	-1211	5133	-2131	279	应付票据及应付账款	49823	53187	55515	62030
经营活动现金流	26941	34026	31303	37845	预收账款	9792	13492	13495	15393
资产	-3831	-501	-486	-507	其它流动负债	76004	77019	78524	80493
投资	-9797	396	-160	-160	流动负债合计	157686	143698	147533	157916
其他	-8218	-26	441	425	长期借款	0	0	0	0
投资活动现金流	-21846	-131	-204	-242	其它长期负债	833	939	939	939
债权募资	3407	-22068	0	10	非流动负债合计	833	939	939	939
股权募资	0	0	0	0	负债总计	158519	144637	148472	158855
其他	-893	-22043	-20268	-25524	实收资本	6016	6016	6016	6016
融资活动现金流	2514	-44110	-20268	-25514	普通股股东权益	91327	98289	110145	121084
现金净流量	7609	-10215	10831	12089	少数股东权益	1388	1562	1765	1991
					负债和所有者权益合计	251234	244488	260382	281931

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 12 月 02 日
 资料来源: 公司年报 (2018), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

陈子仪 家电行业
刘璐 家电行业
朱默辰 家电行业
李阳 家电行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 格力电器, TCL 集团, 欧普照明, 美的集团, 海信家电, 石头科技, 苏泊尔, TCL 电子, 三花智控, 海尔智家, 小天鹅 A, 浙江美大, 老板电器, 莱克电气, 华帝股份, 九阳股份, 兆驰股份

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通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，未经海通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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
于博(021)23219820 yb9744@htsec.com
李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com
联系人
应镓娴(021)23219394 yjx12725@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
梁镇(021)23219449 lz11936@htsec.com
联系人
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈瑶(021)23219645 chen Yao@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com

固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珊珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
李波(021)23154484 lb11789@htsec.com
联系人
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
钟青(010)56760096 zq10540@htsec.com
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
周旭辉 zhx12382@htsec.com
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com
李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com
曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com
吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com
李凡 lf12596@htsec.com

中小市值团队

张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com
联系人
王园沁 02123154123 wyq12745@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
联系人
张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
吴佳桢 0755-82900465 wj11852@htsec.com
联系人
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
朱赵明(010)56760092 zzm12569@htsec.com
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com

汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
联系人
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com
郑蕾 075523617756 zl12742@htsec.com

公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
联系人
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com
郑景毅 zjy12711@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com
杨凡(021)23219812 yf11127@htsec.com

电子行业 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 联系人 肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com	煤炭行业 李淼(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 联系人 王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com	电力设备及新能源行业 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com 陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com
基础化工行业 刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com 鲁立(021)23154138 ll11383@htsec.com 于成龙 ycl12224@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com	通信行业 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张峥青(021)23219383 zzzq11650@htsec.com 张戈 01050949962 zy12258@htsec.com 联系人 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com
非银行金融行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com 联系人 任广博(021)23154388 rgb12695@htsec.com	交通运输行业 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江(010)56760091 lyj12399@htsec.com 李轩(021)23154652 lx12671@htsec.com 联系人 李丹(021)23154401 ld11766@htsec.com	纺织服装行业 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com 联系人 刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com	机械行业 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com 杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com 周丹 zd12213@htsec.com 联系人 吉晟(021)23154145 js12801@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 周慧琳(021)23154399 zh11756@htsec.com
建筑工程行业 张欣劼 zxx12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lf12225@htsec.com 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com	农林牧渔行业 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com 联系人 孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com	食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com 联系人 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
军工行业 张恒昭 zhx10170@htsec.com 联系人 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com	银行行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 林加力(021)23154395 lj12245@htsec.com 谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com 许樱之 xy11630@htsec.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	造纸轻工行业 衣楨永(021)23212208 yzy12003@htsec.com 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com	

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
 王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com
 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
 欧阳梦楚(0755)23617160
 oymc11039@htsec.com
 巩柏含 gbh11537@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
 朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com
 李唯佳(021)23219384 liwj@htsec.com
 黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
 黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
 马晓男 mxn11376@htsec.com
 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
 张思宇 zsy11797@htsec.com
 王朝领 wcl11854@htsec.com
 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com
 李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
 郭楠 010-58067936 gn12384@htsec.com
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
 何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com
 李婕 lj12330@htsec.com
 欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com
 郭金珪(010)58067851 gjy12727@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：（021）23219000
传真：（021）23219392
网址：www.htsec.com