

推荐 (维持)

续写并购编年史

2018年11月01日

美的集团吸收合并小天鹅简评

上证指数	2606		
行业规模	占比%		
股票家数 (只)	59	1.7	
总市值 (亿元)	9648	2.2	
流通市值 (亿元)	8508	2.4	
行业指数			
%	1m	6m	12m
绝对表现	-9.1	-23.6	-29.8
相对表现	-0.8	-7.5	-8.5



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 美的集团 (000333) — COLMO 剑指 AI 科技家电, M·IoT 引领工业互联网 2018-1022
- 美的集团 (000333) — 砥砺前行 2018-0724
- 美的集团 (000333) — 调研纪要 180620: 积跬步, 至千里 2018-0623

纪敏

0755-82960304
jimin@cmschina.com.cn
S1090511040039

吴昊

0755-83074302
wuhao7@cmschina.com.cn
S1090517080007
研究助理
隋思誉
0755-83215913
suisiyu@cmschina.com.cn

敬请阅读末页的重要说明

- 事件描述: 美的系企业发布公告, 美的集团将以发行 A 股方式, 换股吸收合并小天鹅。本次换股吸收合并完成后, 小天鹅将终止上市并注销法人资格, 美的集团或其全资子公司将承继及承接小天鹅的全部资产、负债、业务、人员、合同及其他一切权利与义务。
- 凡此过往, 皆为序章。美的集团的发展历程也是一部“并购史”, 此番私有化小天鹅, 是在当前产业发展阶段, 公司再续并购整合发展的新篇章。美的集团旗下的压缩机、冰箱、洗衣机等业务条线均为早年收购并入美的。在国内大规模开疆拓土后, 2010 年后美的多次通过国际并购大跨步扩展主业版图, 如 2016 年先后收购库卡、Clivet、东芝白电。据招商家电研究不完全统计, 美的成立以来, 已累计斥资至少 400 亿元以上用于并购重组相关事项。并购对于美的的积极作用来自于: 1) 打通产业链上下游, 实现协同与联动; 2) 扩大产业规模, 降低生产成本; 3) 前人树下好乘凉, 以最方便快捷的方式进入新业务条线; 4) 国际视角, 有效打破贸易壁垒, 快速拓展全新地域市场。
- 为何要私有化小天鹅? 本次吸并预案前, 美的集团已经直接及间接持有小天鹅 52.67% 的股权, 实现控股, 本次私有化的原因: 1) 法律以及监管层面: 避免潜在同业竞争, 消除关联交易; 2) 公司经营层面: 整合内部资源, 发挥协同效应; 3) 收购成本方面: 市场低迷股价下跌, 客观节约收购成本。
- 交易方案以及后续流程: 每股小天鹅 A 可以获得 1.211 股美的集团股票, 每股小天鹅 B 可以获得 1.0007 股美的集团股票。美的集团将因本次换股吸收合并新增 3.42 亿股 (占原总股本约 5.16%), 对应市值金额 143.83 亿元。方案通过后, 异议股东可以按定价基准日前一个交易日收盘价的 90% 行使现金选择权。本次换股吸收合并尚需美的集团及小天鹅再次召开董事会审议通过、美的集团及小天鹅股东大会审议通过以及中国证监会核准。
- 该交易对于双方股东的影响: 吸并完成后美的集团股东 EPS 略有摊薄, 但整体影响不大 (1%); 对于小天鹅股东而言, A 股以及 B 股均获得一定增厚, A 股股东增厚 (33.9%) 高于 B 股股东 (10.6%)。交易层面, 由于换股比例已经锁定, 若方案可通过且不同标的均可交易, 在股价偏离美的集团股价 = 小天鹅 A 股价/1.2110 = 小天鹅 B 股价/1.0007 这一等式关系时将出现套利空间。此外, 异议股东现金选择权机制的设置也为本方案平添博弈色彩。从长计议, 私有化将有利于美的集团发挥协同效应, 提高营运效率。
- 风险提示: 方案通过与否尚存不确定性、宏观经济放缓社会消费承压

重点公司主要财务指标

	股价	17EPS	18EPS	19EPS	18PE	19PE	PB	评级
格力电器	38.70	3.72	4.67	4.68	8.3	8.3	2.7	强烈推荐-A
美的集团	38.62	2.63	3.12	3.61	12.4	10.7	3.1	强烈推荐-A
青岛海尔	12.88	1.09	1.26	1.47	10.2	8.7	2.2	强烈推荐-A
小天鹅 A	44.45	2.38	2.89	3.48	15.4	12.8	3.6	强烈推荐-A
苏泊尔	47.90	1.59	1.98	2.40	24.3	19.9	7.9	强烈推荐-A

资料来源: 公司数据、招商证券

事件概览：美的集团吸收合并小天鹅

美的集团（000333.sz）近期发布公告,将以发行 A 股方式,换股吸收合并小天鹅（小天鹅 A: 000418.sz;小天鹅 B: 200418.sz）,即美的集团向小天鹅除美的集团及 TITONI 外的所有换股股东发行股票,交换该等股东所持有的小天鹅 A 股股票及小天鹅 B 股股票。美的集团及 TITONI 所持有的小天鹅 A 股及 B 股股票不参与换股,该等股票将在本次换股吸收合并后予以注销。

本次换股吸收合并完成后,小天鹅将终止上市并注销法人资格,美的集团或其全资子公司将承继及承接小天鹅的全部资产、负债、业务、人员、合同及其他一切权利与义务。美的集团因本次换股吸收合并所增发 A 股股票将申请在深交所主板上市流通。

美的并购史回顾：凡此过往,皆为序章

美的集团的发展史,同时也是一部“并购史”。此番私有化小天鹅,是在当前产业发展阶段,公司再续并购整合发展的新篇章。

美的成立于 1968 年,创始人何享健集资 5000 元,创办了“北街办塑料生产组”;1980 年美的开始制造风扇,进入家电行业,并于 1985 年开始生产空调。此后,经历了股份制改造、事业部改造的美的逐渐完善企业制度,并通过收购兼并扩张版图。1998 年,美的收购东芝万家乐 40% 股权,进入空调压缩机领域;2004 年,先后收购华凌、荣事达,进入冰箱、洗衣机行业;2007 年起美的开始收购小天鹅,并逐渐提高持股比例,进一步整合洗衣机业务。在国内大规模开疆拓土后,2010 年后美的的多次通过国际并购大跨步扩展主业版图,如 2010 年和 2011 年先后通过收购埃及和拉美的空调公司,进一步拓展非洲以及拉美地区的空调业务;2016 年先后收购库卡、Clivet、东芝白电,可谓美的史上的“巨资”收购年。据招商家电研究不完全统计,美的成立以来,已累计斥资至少 400 亿元以上用于并购重组相关事项。

回溯美的的并购步履,并购对于美的的积极作用来自于: 1) 打通产业链上下游,实现协同与联动;2) 扩大产业规模,降低生产成本;3) 前人树下好乘凉,以最方便快捷的方式进入新业务条线;4) 国际视角,有效打破贸易壁垒,快速拓展全新地域市场。

并购对于企业的整合能力要求较高,并需要一定时间理顺新并入的业务条线。以小天鹅为例,自收购以来美的集团倾注大量资源进行整改,小天鹅作为美的事业部的改革先锋,坚决执行“产品领先、效率驱动”和“T+3”等战略,在集团的大力帮助下,2014 年至今小天鹅收入及归母净利增长翻倍,股价涨幅超过 400%。从美的收购威灵、华凌、荣事达、小天鹅等案例来看,美的具备较好的经营整合能力;当然,2016 年美的的斥巨资收购的库卡以及东芝白电至今仍在整合之中,仍需时日与耐心。

表 1: 美的集团历年并购回顾

时间	并购事项	对价及意义
*** 国 内 ***		
1998 年	收购东芝万家乐	以 5400 万元收购东芝万家乐 40% 股权,进入空调压缩机领域
2003 年 5 月	收购云南客车厂	

*更名为云南美的客车制造有限公司,在昆明市高新区规划、建设了美的汽车工业园

*2014年05月,名称由云南美的客车制造有限公司变更为云南五龙汽车有限公司,控股股东为云南美的汽车产业控股有限公司和香港西南电动汽车有限公司,美的方控股50%,认缴出资为3486.75万元人民币

2004年3月 收购江苏清江电机

*2013年10月,卧龙电气公司全资子公司香港卧龙控股集团有限公司以1.56亿元的交易价格受让江苏清江电机制造有限公司100%股权,本次股权转让方为美的集团股份有限公司、美的国际控股有限公司,分别持有清江电机75%和25%股权

2004年5月 收购君兰国际高尔夫俱乐部

*目前佛山市顺德区君兰高尔夫发展有限公司由佛山市顺德区君兰控股发展有限公司100%控股,认缴出资18850万元;目前佛山市顺德区君兰控股发展有限公司由佛山市顺德区美的发展有限公司100%控股,认缴出资35887.2361万元

2004年3月 收购威灵电机 以1.86亿元购买威灵电机75%的股权

*2007年11月,美的宣布把旗下的威灵电机卖给华凌,同时置换出华凌资产,威灵电机作价45亿港元。

*“私有化”: 2017年11月,美的提出以每股2.06港元收购其剩余股份,总代价约18.5亿港元(约合2.37亿美元),溢价30%。

2004年5月 收购华凌 以2.345亿接手华凌大股东42.4%的股份,进入冰箱行业

*2007年11月23日美的电器与美的集团签订了股权转让协议,约定由美的电器或其下属子公司收购美的集团直接或间接持有的广州华凌100%股权、合肥华凌100%股权以及中国雪柜95%股权,对价近4.79亿元。2008年3月19日,公司公告收购美的集团直接或间接所持合肥华凌、广州华凌、中国雪柜等三家公司全部股权事项已获得香港联交所批准,此举意在进一步消除关联交易,整合冰洗业务。

2004年7月 收购重庆通用 设立重庆生产基地

*2004年8月,与重庆通用合资成立了美的通用制冷设备有限公司,设立重庆生产基地,目前美的通用中美的占股55.00%,认缴出资为375(美的集团)+312.5(美的电器)万元人民币。

2004年11月 收购荣事达 至2008年实现完全控股,美的进入洗衣机行业

*2004.11 以2000万美元买入荣事达50.5%股权

*2005.7 以650万美元买入荣事达24.5%股权,合计买入75%

*2008年 以1.42亿元买入荣事达剩余25%股权,合计买入100%

2005年 收购江苏春花 收购春花80%股权,对价不详,美的清洁电器前身

*2015年5月,名称变更为江苏美的清洁电器股份有限公司

2007年初 收购小天鹅 至2014年实现对小天鹅的绝对控股,进一步整合洗衣机业务

*2007年初 以1.03亿买入5.63%小天鹅B股

*2008.2 以16.8亿元购入小天鹅24.01%股权,合计持有小天鹅29.64%股权

*2010.11 以7.32亿元购入小天鹅13.41%股权,合计持有小天鹅39.08%股权

*2014.8 以6.75亿元购入小天鹅20%股权,合计持有小天鹅60.08%股权

2007年12月 收购正力压缩机 以1.25亿收购广东正力93%的股权

2009年 投资山西华翔

*2009年与美的集团合资,在甘亭工业园创建生产生活一体的华翔工业园区

2010年6月 收购江西贵溪贵雅照明

*成立江西美的贵雅照明有限公司,美的集团持股50%,认缴出资5000万元

***** 国 外 *****

2010年 收购埃及空调公司 Miraco 出资5748万美元收购埃及空调企业 Miraco 公司32.5%的股权,借此开拓非洲市场

2011年 收购开利拉美空调公司 约14.16亿元人民币收购开利拉美51%股权,作为美的在拉美主要国家开展空调业务的平台

2016年5月 收购德国库卡机器人公司 以人民币292亿元收购库卡81%股权,2017年1月完成后合计持有库卡94.55%股权,进行双主业布局

2016年6月 收购意大利中央空调公司 Clivet 完成后美的持有 Clivet80%股权,交易对价未公开;实现资源互补,布局欧洲市场

2016年7月 完成收购东芝家电 以约31亿人民币收购东芝家电80.1%股权,深入东盟市场

资料来源: 互联网新闻整理、Wind、招商证券

刨根问底：美的集团为何要私有化小天鹅？

截止本次吸并预案前,美的集团已经直接及间接持有小天鹅 52.67%的股权,实现控股,缘何要完全私有化? 我们认为原因可以从以下三方面进行分析:

1、法律以及监管层面：避免潜在同业竞争,消除关联交易

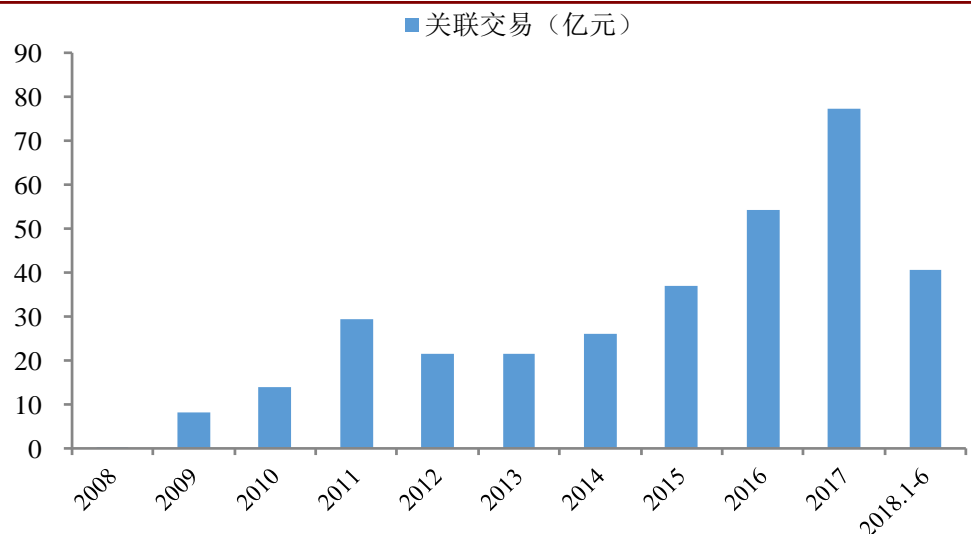
《首次公开发行并上市管理办法》《上市公司治理准则》《公司法》等法律法规均对上市公司的同业竞争、关联交易等有明确要求。

*《上市公司治理准则》第二十七条：上市公司业务应完全独立于控股股东。控股股东及其下属的其他单位不应从事与上市公司相同或相近的业务。控股股东应采取有效措施避免**同业竞争**。

*《首次公开发行并上市管理办法》第二十五条：发行人应完整披露关联方关系并按重要性原则恰当披露**关联交易**。关联交易价格公允,不存在通过关联交易操纵利润的情形。

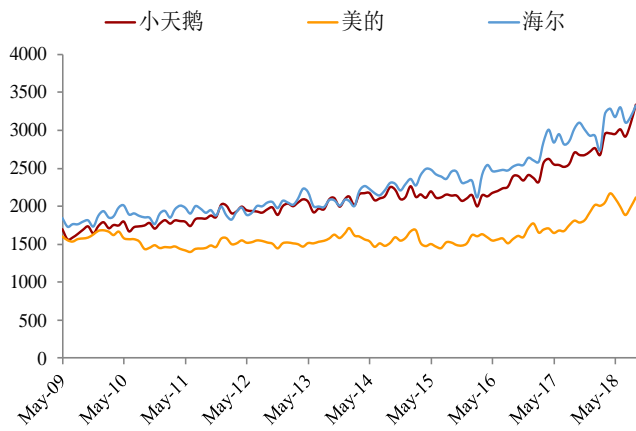
虽然本次交易实施前美的集团与小天鹅主营业务不存在实质性同业竞争,但不排除美的集团与小天鹅未来业务在发展过程中发生交叉、重叠的可能。2017 年美的集团与小天鹅的经营性关联交易金额达 77.3 亿元,自 2012 年以来逐年上升(见图 1),2018H1 经营性关联交易也已突破 40 亿元。越来越高的关联交易下,如果美的集团与小天鹅经营情况出现分化,外界难免就利益输送问题有所担忧;而关联交易相对复杂的预算以及披露方式也给企业经营带来掣肘。此外,美的集团下也并非所有洗衣机业务都放在小天鹅事业部中,全新的高端品牌 COLMO 以及此前收购进来的东芝白电也均有洗衣机产品,尽管不同品牌有不同的定位、也面向不同的市场,但在同业竞争方面势必花费不少口舌向公众作出解释。因此,美的集团换股吸收合并小天鹅,可以彻底解决双方潜在的同业竞争问题,突破合并双方各自业务发展的瓶颈,同时小天鹅与美的集团的关联交易也将随之全面消除。

图 1、自美的成为小天鹅股东后二者的关联交易持续增加



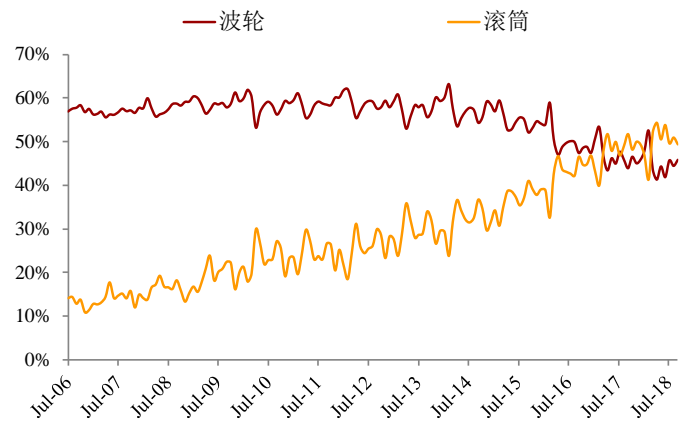
资料来源：公司公告、招商证券

图 6、美的、小天鹅、海尔三品牌洗衣机历年零售均价



资料来源：Wind、招商证券

图 7、近年来滚筒洗衣机对波轮洗衣机替代明显

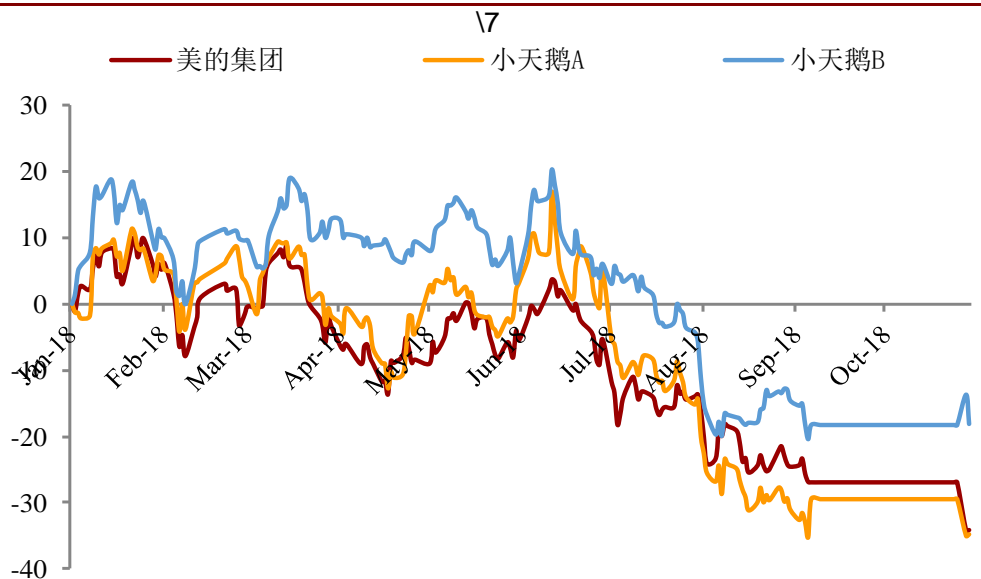


资料来源：Wind、招商证券

3、收购成本方面：市场低迷股价下跌,客观节约收购成本

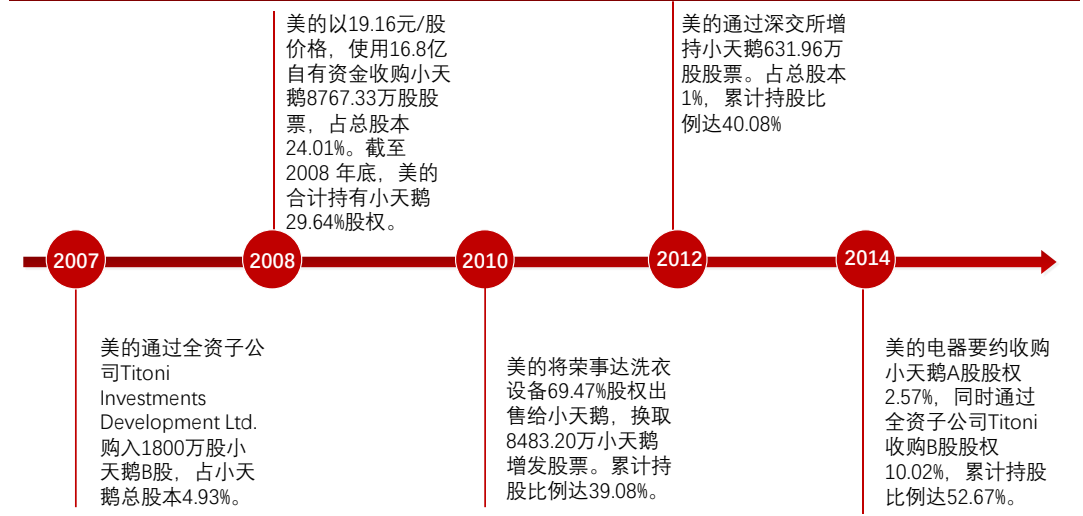
2018 年在宏观经济放缓、海外不确定因素增加的大环境下,A 股整体调整较多,家电板块也未能摆脱深度调整的命运。年初至今,上证综指累计下跌 21.3%,深证成指累计下跌 32.2%,CS 家电累计下跌 31%;美的集团年初至今股价下跌 31.6%,小天鹅 A 下跌 36.7%。此前美的集团已累计持有小天鹅 52.67%的股权,尚需吸并 47.33%,体量较大,从交易成本而言,在股价深度调整阶段进行资本运作可在一定程度上节约交易费用。

图 8、年初至今美的系标的股价走势



资料来源：公司公告、招商证券

图 9、美的收购小天鹅历史进程回顾：私有化补齐最后一块拼图



资料来源：公司公告、招商证券

交易方案与流程：按部就班,逐步推进

1、交易方案简介

1) 换股价格: 美的集团换股价为 42.04 元,为定价基准日前 20 个交易日的股票均价;小天鹅 A 换股价为 50.91 元/股,为基准日前 20 个交易日股票均价的基础上溢价 10%;小天鹅 B 换股价为 48.41 港元/股 (合人民币 42.07 元/股),为定价基准日前 20 个交易日的股票交易均价溢价 30%。

2) 换股比例: 每股小天鹅 A 股票可以获得 1.2110 股美的集团股票,每股小天鹅 B 股票可以获得 1.0007 股美的集团股票。美的集团将因本次换股吸收合并新增 3.42 亿股 (占原总股本约 5.16%),对应市值金额 143.83 亿元。

3) 现金选择权定价: 对方案有异议的美的集团、小天鹅 A、小天鹅 B 的股东,可以按定价基准日前一个交易日的收盘价的 90%获得相应的现金。

4) 现金选择权调价机制:

可触发条件: 深证综指 (399106.SZ) /申万白色家电指数 (801111.SI) 在任一交易日前的连续二十个交易日中有至少十个交易日收盘点位较定价基准日前一交易日收盘点位跌幅超过 20%,且在该交易日前美的集团/小天鹅每日的交易均价在连续二十个交易日中有至少十个交易日较定价基准日前二十个交易日美的集团/小天鹅的交易均价跌幅超过 20%。

调整机制及调价基准日: 当上述调价触发情况出现时,美的集团在调价触发条件成就之日起 10 个工作日内召开董事会会议审议决定是否按照价格调整方案对美的集团异议股东收购请求权价进行调整。调价基准日为上述触发条件成就之日的次一交易日。调整后的美的集团异议股东收购请求权价格为调价基准日前一个交易日收盘价的 90%。

2、市场纠结点解析

1) 为何采用吸收合并方式而非现金收购方式?

大陆法律体系并无港股市场中的小股东挤出机制,因此无法实现 100%控股;即如若通过现金收购,关联交易等问题依然存在。换股吸并是大陆实现私有化的唯一路径。

2) 小天鹅 A 和 B 各自的溢价水平是否合理? 当前溢价水平下小天鹅 A 股、B 股股东换股比例不同,是否合理?

参照历史可比 A 吸 A 案例,平均溢价水平为 4%左右,考虑保障小天鹅 A 股东的利益,将溢价调整至 10%;A 股与 B 股流动性不同,除考虑分红权、表决权外,也考虑了股票的变现价值。

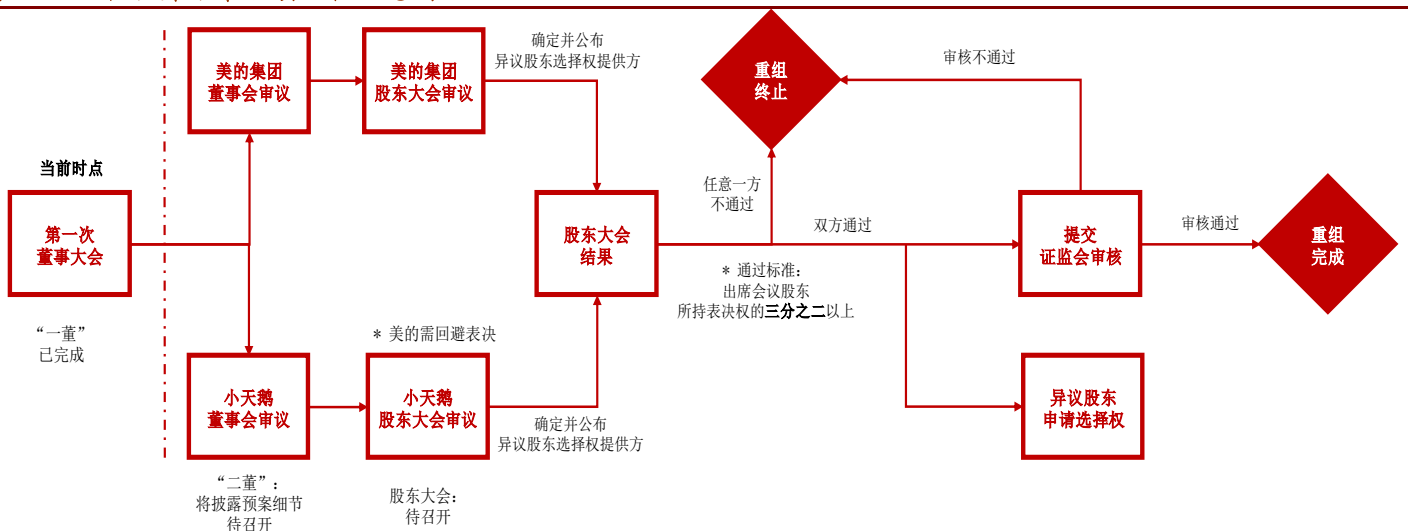
3) 现金选择权为何打九折?

考虑停牌时点之后的大盘走势以及当前的市场环境,现金选择权平价或溢价也许会形成较大的套利空间,妨碍参与投票的股东作出理性的选择,增加股东为了使用现金选择权套利而投反对票的概率,最终影响方案的投票结果或加大美的集团的付现成本。

3、后续流程详解

吸并方案目前已经完成第一次董事会的召开(“一董”),上市公司已对交易所问询函进行回复,相关股票已经复牌恢复交易。本次换股吸收合并尚需美的集团及小天鹅再次召开董事会(“二董”)审议通过、美的集团及小天鹅股东大会审议通过以及中国证监会核准,本次换股吸收合并能否取得批准、核准以及最终取得核准的时间均存在不确定性。

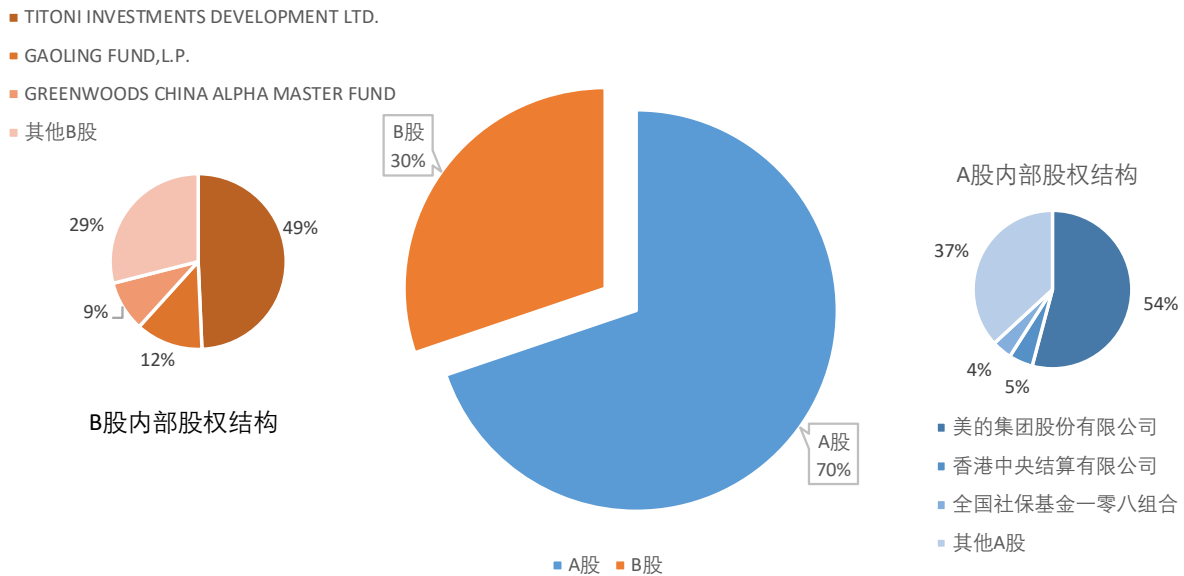
图 10、吸收合并方案后续流程示意图



资料来源:公司公告、招商证券

交易对于双方股东的影响：数字游戏？从长计议？

图 11、小天鹅股权架构图



资料来源：公司公告、招商证券

1、对于吸并方与被吸并方的影响讨论

对于美的集团而言,此次交易的主要影响在于: 1) 美的集团将因本次换股吸收合并新增 3.42 亿股 (占原总股本约 5.16%), 股本增加; 2) 也将原来小天鹅对应的少数股东损益并入, 归母盈利增加。

小天鹅股权结构相对复杂 (见图 11)。对于小天鹅 A 股以及 B 股而言, 影响的测算核心在于赋予相应的换股权重: 即小天鹅 A 股和 B 股换股后每股收益是分别按照本次合并换股比例 1:1.2110、1:1.0007, 与美的集团在本次合并后每股收益及每股净资产相乘计算得到。

从下表的测算结果来看, 吸并方美的集团股东略有摊薄, 但整体影响不大 (1%); 对于小天鹅股东而言, A 股以及 B 股均获得一定增厚, A 股股东增厚高于 B 股股东。

表 2: 吸并方与被吸并方的摊薄情况分析

美的集团	吸并前	吸并后	摊薄/增厚比例
2017 年归母净利 (亿元)	172.84	179.96	
2017 年股本 (亿股)	65.61	69.03	
2017 年 EPS (元/股)	2.63	2.61	-1.04%
小天鹅 A	吸并前	吸并后	摊薄/增厚比例
2017 年 EPS (元/股)	2.38	3.19	33.88%
小天鹅 B	吸并前	吸并后	摊薄/增厚比例
2017 年 EPS (元/股)	2.38	2.63	10.63%

资料来源：公司公告、招商证券

2、套利空间讨论

由于方案中的换股比例已经确定,即 1) 如果在方案可以弄过的理想状态下,若 2) 相关股票可以自由交易,如果相应股价偏离以下公式,即出现套利空间:

$$\text{美的集团股价} = \text{小天鹅 A 股价}/1.2110 = \text{小天鹅 B 股价}/1.0007$$

以美的集团 29 日收盘价 36.27 元为例,以换股比例测算,小天鹅 A 对应股价为 43.92 元,而小天鹅 A 当日收盘价为 42.82 元,即小天鹅超跌,或美的集团高估,存在套利空间;30 日早美的集团开盘价 34.1 元,小天鹅 A 对应股价为 41.3 元,而小天鹅 A 开盘价 41.52 元,套利空间缩窄。

整体而言,虽然方案最终是否通过具有不确定性,但考虑到吸并方案提供了明确的换股比例,在一定程度上锚定了美的集团与小天鹅的股价。

此外,现金选择权也为本方案平添博弈色彩。本次交易的异议股东可按定价基准日前一个交易日的收盘价的 90% 获得相应的现金,因此,在双方股东大会召开前,如果小天鹅/美的集团股价较定价基准日前一交易日收盘价下跌超过 10%,意味着如果方案通过,投反对票的意义股东将具有通过行使现金选择权进行套利的机会,可能会导致部分套利股东投出反对票;但如果此类套利股东过多,导致大量反对票出现从而方案未能通过,则现金选择权也便无从行使。

3、期待协同,从长计议

回顾历史,小天鹅作为一家上市公司,并未在资本运作等方面发挥优势,而账面上的大笔现金也具有较强的营运属性,放在集团层面统一使用或将更能发挥协同效应。基于未来对集团内部各条线协同发展的考量,大股东美的集团此次吸并收购小天鹅的意志坚决;如果单纯评估战略,对于美的集团无疑是积极正面的。该方案一定程度上会带来情绪搅动,且某些交易层面的限制也可能导致部分股东在方案通过后被动卖出股票的情形;因此股价的波动性是存在的,从中长期视角评估美的集团的投资价值更为理性。美的集团资产优质,业务条线丰富,双主业布局战略清晰,民企背景事业部制激励有效,整体来看依然是 A 股家电市场的标杆企业。

风险提示

根据《上市公司重大资产重组管理办法》等有关法律法规的规定,本次换股吸收合并尚需美的集团及小天鹅再次召开董事会审议通过、美的集团及小天鹅股东大会审议通过以及中国证监会核准,本次换股吸收合并能否取得上述批准、核准以及最终取得核准的时间均存在不确定性。

宏观经济增速放缓,社会消费增长放缓,或将影响对家电等耐用消费品的需求,给上市公司业绩带来压力。

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师,在此申明,本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

招商家电研究组:

纪敏 复旦大学,计算机专业学士和硕士。2012-至今,任招商证券家电行业首席分析师。

吴昊 新加坡南洋理工大学金融学硕士,美国爱荷华大学金融学和经济学双学士。2015-至今,任招商证券家电行业资深分析师。

隋思誉 北京大学金融硕士,香港中文大学经济学硕士,北京大学文学和经济学双学士。2017年入职。

团队荣誉:

新财富: 2017-第4名 2016-第3名 2015-第3名 2014-第3名 2013-第5名

金牛奖: 2017-第2名 2016-第4名 2015-第3名 2014-第3名 2013-第4名

水晶球: 2017-第2名 2016-第5名 2015-第4名 2014-第4名 2013-第5名

保险资管最受欢迎分析师 IAMAC 奖 2017-第2名 2016-第3名 2014-第3名

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内,公司股价相对同期市场基准(沪深300指数)的表现为标准:

强烈推荐: 公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐: 公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性: 公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避: 公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A: 公司长期竞争力高于行业平均水平

B: 公司长期竞争力与行业平均水平一致

C: 公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内,行业指数相对于同期市场基准(沪深300指数)的表现为标准:

推荐: 行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数

中性: 行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数

回避: 行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司(以下简称“本公司”)编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息,但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券买卖的出价,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。除法律或规则规定必须承担的责任外,本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载,否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。