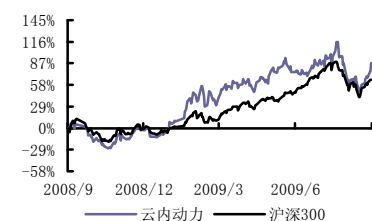


投资品 - 机械
machinery

2009 年 09 月 21 日

市场数据	2009 年 09 月 18 日
当前价格 (元)	10.5
52 周价格区间 (元)	4.19-12.40
总市值 (百万)	4065.6
流通市值 (百万)	2482.72
总股本 (万股)	378.20
流通股 (万股)	236.45
日均成交额 (百万)	74.18
近一月换手 (%)	76.8
第一大股东	云南内燃机厂
公司网址	http://www.yunneidongli.com

一年期收益率比较

表现	1m	3m	12m
云内动力	17.67%	8.17%	90.80%
沪深 300	5.73%	10.28%	72.10%

相关报告:

《云内动力 2009 年中报点评》 2009.8

吕丽华、冉飞

+86 755 83199599 ext 8202

+86 755 83199599 ext 8267

lvli@csc.com.cnranfei@csc.com.cn**分析师声明:**

本人, 吕丽华、冉飞, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

乘柴转机初显, 业绩释放尚需时日

—云内动力 (000903) 投资价值分析报告

评级: 中性 (下调)

预测指标	2008A	2009E	2010E	2011E
主营收入 (百万元)	1792	2344	2943	3932
净利润 (百万元)	136	141	174	244
每股收益 (元)	0.36	0.37	0.46	0.65
净利润增长率%	-33%	4%	23%	41%
市盈率	29	29	23	16
EV/EBITDA	43	21	16	12

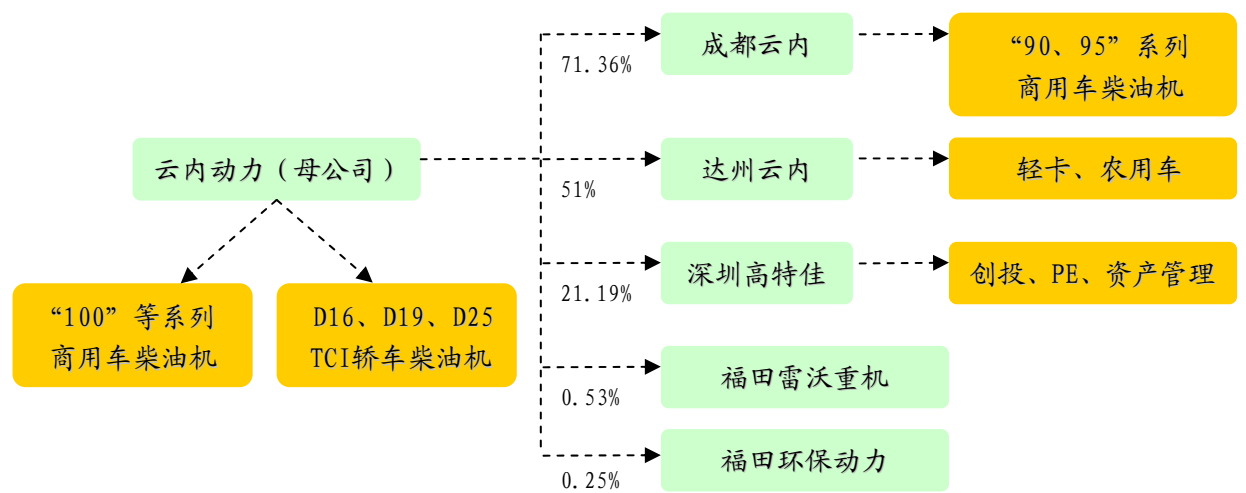
- 公司是我国最大的多缸小缸径柴油机独立供应商, 具备 30 万台轻型商用车柴油机、3 万台轻卡及农用车产能; 公司还在国内较早涉入了乘用车柴油机领域, 后者是公司实现战略转型的新兴业务。
- 2009 年受政策等拉动, 预计多缸小缸径柴油机行业同比增速达到 25%~28%, 未来 2 年增速趋于平缓, 预计复合增长率为 10%。尽管多缸小缸径柴油机市场容量较大, 但中低端产品竞争激烈, 难以向主机厂转嫁成本, 产品盈利能力较差; 同时随着主机厂进一步增加柴油机自配率, 独立发动机供应商在中长期面临着较大挑战。
- 基于柴油供应、油品、发动机技术等一系列原因, 近年柴油乘用车在我国发展举步维艰, 市场份额不足 1%; 不过从 2009 年起, 在主要内外部条件趋于改善的情况下, 行业开始迎来较好的发展机遇, 保守估计 2015 年柴油乘用车销量达 55 万辆, 市场份额接近 5%, 在国内乘用车市场占据一席之地。
- 结合对公司两大业务所处细分行业的发展趋势以及自身竞争力的判断, 我们认为, 公司的多缸小缸径柴油机业务在未来 2 年增速与行业大致同步, 2011 年及以后市场份额有下滑可能。乘用车柴油机在 2010 年达到盈亏平衡; 2011 年开始为公司贡献较大利润, 弥补传统业务可能出现的利润萎缩; 2014~2015 年乘用车柴油机市场需求有望基本覆盖公司规划产能, 实现公司战略转型目标。
- 预测公司 2009~2011 年 EPS 分别为 0.37、0.46、0.65 元, 对比国内可比上市公司的估值水平略为偏高; 我们看好公司乘用车柴油机业务的中长期前景, 但就短期而言, 考虑到业绩大幅释放尚需时日, 暂下调评级为“中性”。
- 风险提示 (1) 乘柴业务低于预期; (2) 乘柴技术风险; (3) 原材料价格大幅波动。

公司简介

云内动力是我国最大的多缸小缸径柴油机独立供应商，具有 40 多年从事柴油机研发生产的历史，产品包括“90、92、95、100、102、105、108” 7 个系列柴油机及在此基础上拓展的 600 多种变型机。

公司主要实体包括昆明本部、两家控股子公司（成都云内动力有限公司及云内动力达州汽车有限公司），现具备 30 万台轻型商用车柴油机、3 万台轻卡及农用车产能；公司还是深圳高特佳投资集团公司的并列第一大股东，此外参股了福田雷沃重机股份有限公司和福田环保动力股份有限公司两家公司。

Figure 1 公司旗下业务单元及持股比例示意图

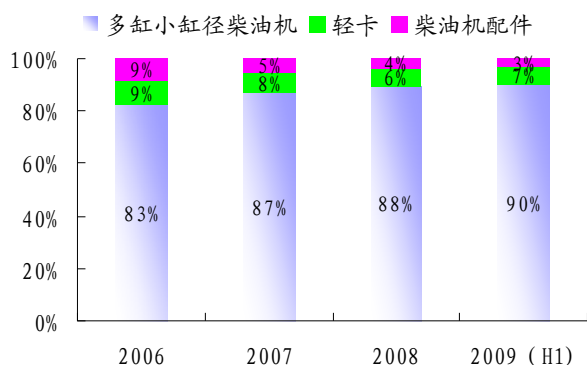


数据来源：上市公司公开信息、世纪证券研究所

公司传统主营业务—多缸小缸径柴油机一直是其收入和盈利的绝对来源，2009 年上半年分别占公司营业收入和毛利润的 90%、92%。

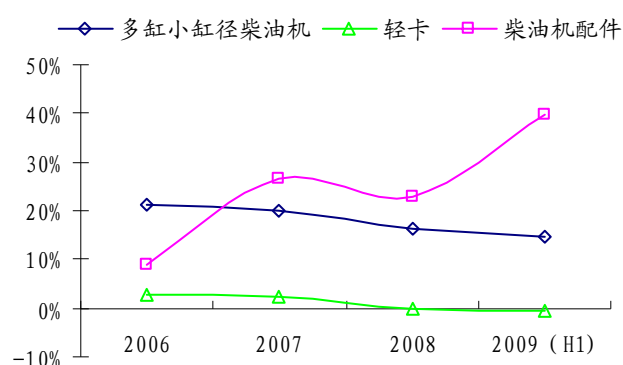
乘用车柴油机则是公司实现战略转型的新兴业务。公司 2002 年底开始与德国 FEV 发动机技术公司合作，先后开发出了拥有自主知识产权、具有国际先进水平的节能环保型 D16TCI、D19TCI、D25TCL 型轿车柴油机，并于 2005 年 11 月首次向社会发布，该产品排放达到欧 4 标准，功率、扭矩、油耗、噪声指标均达到国际同类型产品先进水平，适用于轿车、SUV、MPV 等乘用车型。

Figure 2 公司近年营业收入构成



数据来源：公司年报、中报、世纪证券研究所

Figure 3 公司近年各业务毛利率走势

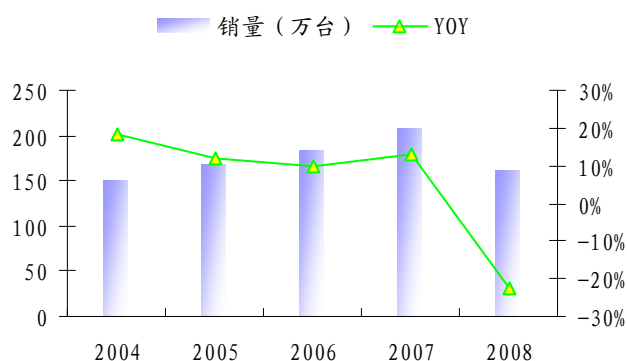


数据来源：公司年报、中报、世纪证券研究所

多缸小缸径柴油机：短期增速稳定，长期面临挑战

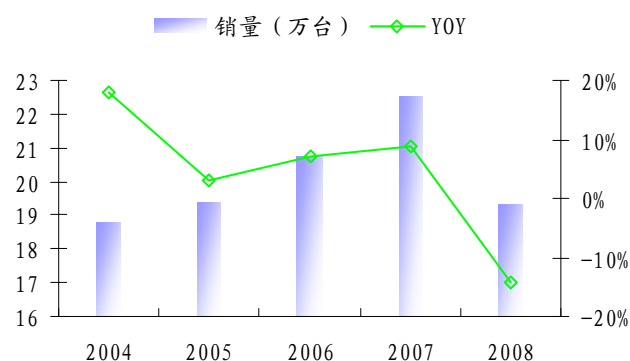
多缸小缸径柴油机一般归属于轻型柴油机(功率<100KW),其中80%配套于轻型商用车(轻卡、轻客)和低速货车,少数也配套小型工程机械、发电机组等领域;公司柴油机产品主要配套N1类(总质量不超过3.5吨)轻卡(约占40%)和低速货车(约占60%)两大类,以中低端为主;2009年受农民工返乡创业及政策刺激,轻卡、低速货车销量均出现反弹,拉动柴油机市场强劲回暖,公司上半年共销售柴油机14.62万台,同比增长23.5%。

Figure 4 近年我国多缸小缸径柴油机销量及同比增速



数据来源：中国内燃机工业年鉴、世纪证券研究所

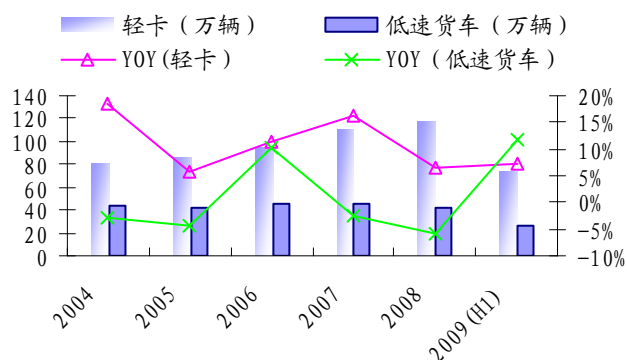
Figure 5 近年公司多缸小缸径柴油机销量及同比增速



数据来源：中国内燃机工业年鉴、世纪证券研究所

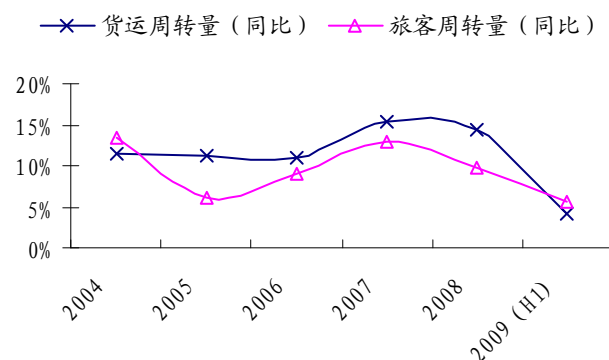
目前国内轻卡和低速货车柴油化率超过90%,轻客约为60%。其中低速货车作为农村的传统运载工具,受上牌上路政策管制等影响,近年已初现颓势;同时由于低端轻卡的价格中枢已下移至2.5万~4万,与低速货车价格(2~3万)已非常接近,在农村市场购买力日渐增强、道路条件改善以及“汽车下乡”政策多重作用下,低速货车将逐渐被轻卡淘汰。

Figure 6 近年我国轻卡、低速货车销量及同比增速



数据来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 7 近年我国公路客货运周转量同比增速



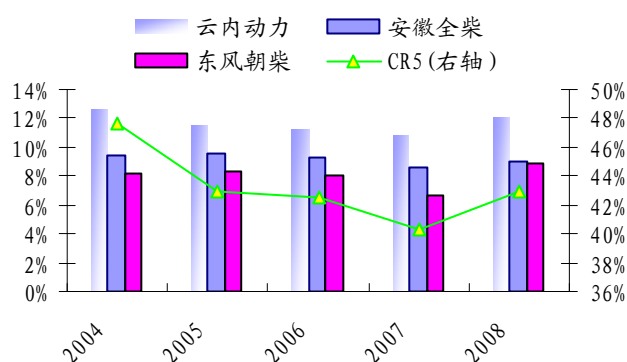
数据来源: WIND、世纪证券研究所

多缸小缸径柴油机的未来增速主要取决于轻型商用车市场,后者主要作为城乡中短途运输工具,替代性较弱,保有量总体随公路运输周转量稳定增长。2009年受政策等拉动,预计多缸小缸径柴油机销量同比增速达25%~28%,未来2年行业增速趋于平稳,复合增长率为10%。

目前纳入内燃机工业协会统计的国内多缸小缸径柴油机制造商共有37家,近5年CR5保持在40%以上,市场集中度较高。公司销量已连续多年位居行业首位,主要竞争对手包括全柴动力、东风朝柴、玉柴机器、无锡四达等。

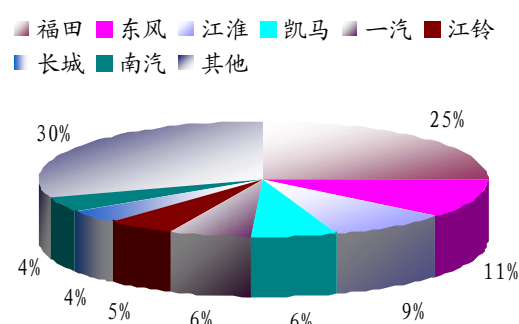
公司在业内的竞争优势主要体现在以下两方面:(1)经过数十年的积累,具备一定的技术和规模优势;(2)作为独立的柴油机供应商,下游客户几乎涵盖除江铃、庆铃等少数以外的国内所有轻卡和农用车企业,对任何一家主机厂均不形成依赖,市场份额比较稳定。

Figure 8 近年公司在多缸小缸径柴油机的市场份额及CR5



数据来源:

Figure 9 2009 年前 7 月主要轻卡制造商累计市场份额



数据来源: 中汽协、世纪证券研究所

不过由于中卡市场走向萎缩,玉柴等传统中机企业陆续向轻机市场

拓展,导致多缸小缸径柴油机行业竞争越来越激烈;加上中低端产品本身同质化严重,发动机厂在与主机厂的配套关系中处于明显弱势,很难转嫁成本;因此,尽管多缸小缸径柴油机市场容量较大,但产品盈利能力较差;受原材料价格上涨和市场竞争影响,公司此项业务毛利率也逐年走低,从 2006 年的 21.29%已跌落至 2009 年中期的 14.66%。短期来看,在完成上半年的去库存后,下半年毛利率有望随成本改善小幅回升,预计全年为 16.4%,与去年基本持平。

同时,以福田为代表的部分主机厂也开始自建发动机厂,项目投产后无疑将冲减公司的传统固定订单。随着主机厂进一步增加柴油机自配率,独立的发动机供应商在中长期面临着较大挑战。我们预计未来 2 年公司多缸小缸径柴油机业务增速与行业大致同步,2011 年及以后市场份额有逐年小幅下滑可能。

乘用车柴油机(轿柴):行业渐迎转机,业绩释放仍需等待

乘用车用柴油机相比汽油机来说,具有节能(燃烧效率高)、减排(主要是 CO₂)、动力性强(低速扭矩大)等优点,随着高压共轨、增压中冷、可变增压、废气再循环等系列先进技术的普遍应用,柴油乘用车的 NVH(振动、噪声、平顺性)等重要性能指标已接近汽油车水平,同时有效控制了柴油机 NO_x、PM 等污染物排放强度大的不足。

另据 2005 年美国能源部和环保局在 JettaM5 轿车上分别装备汽油机和柴油机进行燃油经济性试验的实测结果显示,汽油机的年均燃油消耗成本为 1082 美元,而柴油机仅为 597 美元,较前者低 45%,可见虽然柴油乘用车的初置成本更高,但在累计行驶里程较高的情况下依旧具有经济性优势。

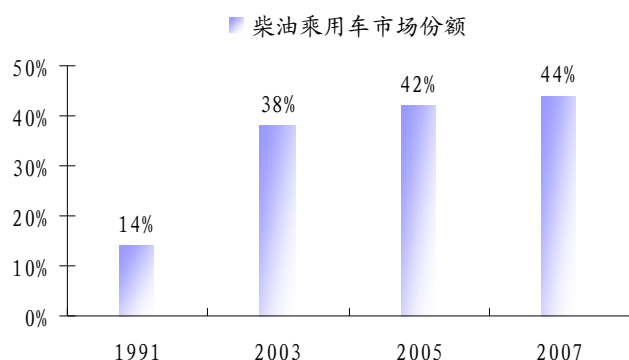
Figure 10 乘用车用柴油机 VS 乘用车用汽油机

主要优势(相对汽油机)	主要劣势(相对汽油机)
1、能量转换效率高,同种类型和排量的柴油车平均节油 30%~40%	1、成本更高,一般是同等排量汽油机的 1.5 倍~2 倍
2、CO ₂ 排放减少 25%,CO 和 HC 排放也更低	2、NO _x 、PM 污染物排放强度大
3、低速扭矩大,动力性能好	3、噪声、舒适性相对较差
4、转速、缸内燃烧温度较低,相关零部件不易老化,故障率低	4、零部件维修费用高 15%~20%

数据来源:世纪证券研究所整理

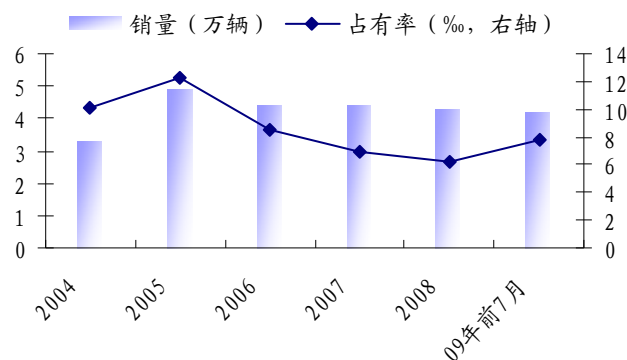
在全球能源、环境形势日益严峻背景下,柴油乘用车的地位也不断提升;尤其是石油资源匮乏的西欧国家大多对柴油实行税收优惠政策,使柴油乘用车的经济性进一步凸显,目前柴油乘用车已占据西欧乘用车市场 40%以上份额;亚洲主要汽车消费体中,韩国、印度也达到 40%,日本约占 8%,我国柴油乘用车尚不足 1%,处于边缘化状态。

Figure 11 西欧柴油乘用车市场份额



数据来源:

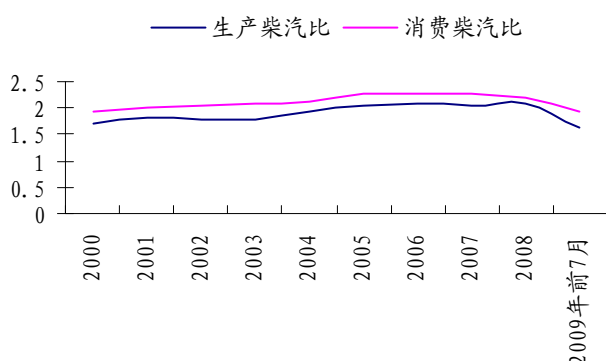
Figure 12 近年我国柴油乘用车销量及份额



数据来源: 中汽协、世纪证券研究所

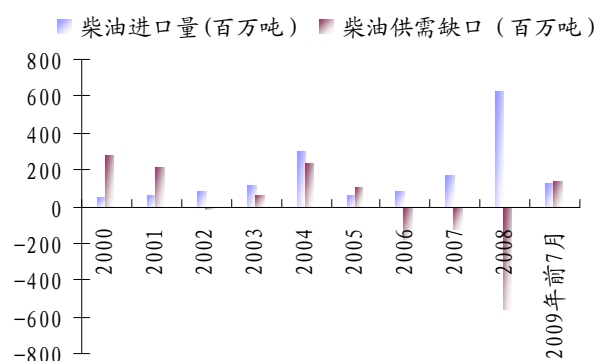
造成柴油乘用车在我国长期停滞不前的一大主因是柴油供给相对紧缺。由于柴油用途广泛,而现阶段我国汽车、农业、工程建设等多个领域都存在较大的柴油需求,造成我国消费柴汽比一直高于生产柴汽比、“柴油荒”现象时有发生;乘用车柴油机的大规模推广无疑将使柴油供给更加紧缺,进而影响国民生计。

Figure 13 近年我国生产、消费柴汽比



数据来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 14 近年我国柴油供需缺口及进口量



数据来源: WIND、世纪证券研究所

同时,核心技术缺失、国内成品油定价机制和油品品质的缺陷、柴油车初置成本较高、以及部分城市“限柴”的现状也都制约了我国柴油乘用车的发展。基于以上限制因素,政策对柴油乘用车的态度也几经转

变。

Figure 15 近年国家针对柴油乘用车发展的重大政策

年度	相关政策	内容描述
2004	《汽车产业发展政策（2004）》	重点发展轿车柴油发动机技术
2005	国家《产业结构调整指导目录（2005 年本）》	“先进的轿车用柴油发动机开发制造”列入鼓励类
2007	国家《产业结构调整指导目录（2007 年）》	“先进的轿车用柴油发动机开发制造”被删除，无相关支持内容
2009	《汽车产业调整和振兴规划》	重点支持排量 3 升以下、升功率达到 45 千瓦以上乘用车柴油机的研制

数据来源：世纪证券研究所

正是缺乏政策支持和良好市场前景，以大众为代表的欧系汽车制造商近年在我国大力推广柴油乘用车收效甚微，仅一款捷达柴油版轿车取得成功（主要应用于出租车市场）；自主品牌大多更是望而却步，仅长城哈弗、华泰圣达菲等少数 SUV 实现了较好销量。

不过柴油乘用车的节能减排优势显著，业界对其关注和呼吁也从未停止，以云内、玉柴为代表的国内柴油机供应商也积累了一定的乘用车柴油机研发基础，从我国最新的汽车产业政策导向来看，新能源汽车成为首要发展重点，柴油乘用车也重获转机；其中，排量 3 升以下、升功率达到 45 千瓦以上乘用车柴油机被《汽车产业调整和振兴规划》首次列为重点支持对象；同时，随着经济增长向集约化转型、城市化率的不断提高，国内柴油供应紧张的局面有望持续缓解；此外随着《成品油价格和税费改革》等相关产业政策出台，影响柴油乘用车发展的主要外部因素也在趋于改善，行业开始迎来较好的发展机遇。

Figure 16 近期我国与柴油车发展相关的石化产业政策

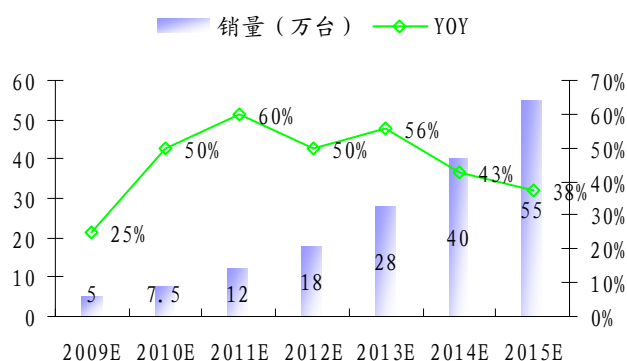
相关产业政策	下发时间	相关核心内容	相关意义
《关于实施成品油价格和税费改革的通知》	2008.12	提高成品油消费税单位税额以替代养路费；完善成品油价格形成机制和配套措施	实现国内成品油价与国际原油价格同步；短期影响有限，中长期有利于消除柴油供应瓶颈、凸显柴油车经济性
《石化产业调整和振兴规划》	2009.5	2010 年车用柴油全部达到国 III 标准	解决油品质量问题，达到与柴油发动机的匹配标准，有利于提高柴油机的使用效率和寿命，从而增强其竞争力

数据来源：世纪证券研究所整理

短期来看，考虑到市场推广、标定匹配（1~2 年）所需的时间因素，我们认为乘用车柴油机行业内外条件的改善体现在相关公司业绩上尚需时日，加上柴油乘用车初置成本一般高于同级别汽油车 1.5~2 万

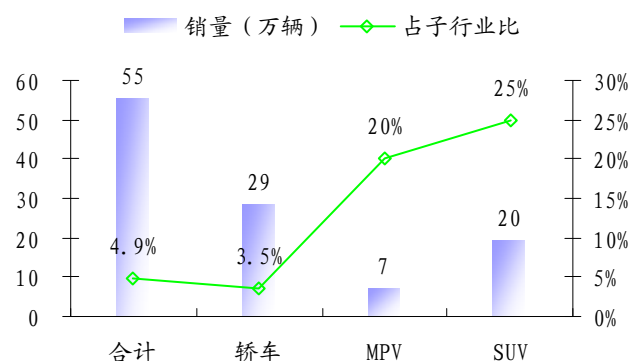
元,大范围推广并不现实。现阶段其优点主要体现在动力性强和节油(行驶里程长)方面,适合于MPV、SUV及出租车等局部市场;中期来看,我们保守估计2015年柴油乘用车销量约55万辆,市场份额接近5%,在国内乘用车市场占据一席之地。

Figure 17 2009~2014 年我国柴油乘用车销量及增速预测



数据来源: 世纪证券研究所

Figure 18 2015 年我国柴油乘用车销量及份额预测



数据来源: 世纪证券研究所

在客户开发方面,公司走在了行业前列,目前已与8家国内主机厂的10余款乘用车型进行了标定。公司在MPV和SUV的市场开拓相对顺利,其中江淮瑞鹰SUV和东风风行MPV已实现批量供货,而轿车方面因主机厂柴油车型仍未推出,进展比较迟缓。

Figure 19 公司已完成或正在标定的品牌及对应车型

主机厂	品牌	车型
江淮	瑞鹰	SUV
东风	风行	MPV
东南	得利卡、富利卡	SUV、MPV
一汽	自由风	MPV
福田	迷笛	CDV
华晨	骏捷、尊驰、阁瑞斯	轿车、MPV
海马	海马3	轿车
上汽	荣威550	轿车

数据来源: 世纪证券研究所

目前国内涉足柴油乘用车领域的还包括玉柴动力、江铃、长城、华泰等少数主机和发动机企业,其中江铃等主机厂仅自配。公司涉入柴油乘用车领域相对较早,未来主要竞争对手包括以大众为代表的欧系厂商,以及玉柴、欧意德(华泰汽车子公司)等国内极少数发动机企业。与欧系厂商相比,公司的核心技术依赖合作方,优势仅体现在价格(低25%~35%)方面;与玉柴等国内发动机企业相比,公司的综合优势比较

明显。

因此,我们认为短期内公司的乘用车柴油机增量需求主要来自于自主品牌的 MPV、SUV 市场,未来在自主品牌轿车市场也有一定空间,由于市场容量偏小、竞争对手有限,公司有望占据自主品牌乘用车柴油机市场较大市场份额。

Figure 20 2009 年前 7 月国内主流自主品牌 MPV、SUV 累计销量及份额¹

MPV	累计销量	市场份额	SUV	累计销量	市场份额
瑞风	25,307	20.89%	哈弗	31,966	10.21%
风行	9,147	7.55%	华泰系列	24,828	7.93%
阁瑞斯	6,456	5.33%	瑞虎 3	21,174	6.76%
东方之子 Cross	4,672	3.86%	猎豹	16,497	5.27%
蒙派克	3,449	2.85%	中兴系列	6,257	2.00%
景逸	3,219	2.66%	瑞鹰	6,035	1.93%
合计	52,250	43.14%	合计	106,757	34.11%

数据来源: 公司年报, 世纪证券研究所

公司于 2007 年 12 月通过定向增发 7850 万股, 募集资金 12.58 亿元, 所投入的 20 万台乘用车(轿车)柴油机项目规划于 2011 年达产。由于下游市场原因, 目前公司乘用车柴油机项目进度总体略有滞后。结合对国内乘用车柴油车行业的发展分析, 我们预计 2009 年公司乘用车柴油机出货 4000 台; 2010 年达到 1.8 万, 达到盈亏平衡; 2011 年开始为公司贡献较大利润, 弥补传统业务可能的利润萎缩; 2014~2015 年市场需求有望基本覆盖公司规划产能, 实现公司战略转型目标。

Figure 21 公司乘用车柴油机销量及市场占有率预测

年度/指标	2009E	2010E	2011E	2014E~2015E
销量(万台)	0.4	1.8	4.5	16
市占率	8%	24%	38%	32%

数据来源: 世纪证券研究所

投资收益增长有望抵消政府补助减少

公司还是深圳高特佳投资集团公司(以下简称“高特佳”)的并列第一大股东, 持有其 21.19%的股权。高特佳成立于 2001 年, 依托国泰君安, 是国内最早成立的专业风险投资机构之一, 已先后成功投资中兴通讯、迈瑞生物、川大智胜等上市公司; 目前高特佳投资了约 70 家公

¹ 黄色为公司完成或正在标定的车型
请参阅文后免责条款

司，主要分布在高科技、生物制药、医疗健康行业，大多数处在孵化期；随着创业板市场正式开闸，2010 年起高特佳有望为公司贡献较可观的投资收益，从而抵消财政补贴的减少（公司 2008 年获得政府补助达 0.79 亿元，主要来自昆明市政府对轿柴项目的支持，预计 2009 年仍可达 0.3 亿元，但 2010 年开始政府补助将大幅减少）。

另外，公司控股 71.36% 的成都云内老厂土地预计在 2011 年前出售，将为公司贡献 2 ~ 2.5 亿元的投资收益。

盈利预测及投资评级

➤ 营业收入预测

- 1、传统多缸小缸径柴油机业务：预计 2009 年销售收入增长 28%，未来 2 年保持 10% 的复合增长。
- 2、轻卡及农用车业务：达州云内近年介于微利和亏损之间，由于其产能有限，竞争力弱，主要为公司多缸小缸径柴油机提供标定匹配，假设未来 3 年收入维持现状。
- 3、柴油机配件业务：增速与公司多缸小缸径柴油机业务保持一致。
- 4、乘用车柴油机业务：预计 2009 年出货量 4000 台，2010 年、2011 年分别为 1.8 万、4.5 万台，对应销售收入分别为 1.16、5.04、12.6 亿元。

Figure 22 营业收入预测

单位：万元

项目/年度	2008	2009E	2010E	2011E
多缸小缸径柴油机	158057	202313	222544	244799
YOY	-7%	28%	10%	10%
轻卡及农用车	11384	11384	11384	11384
YOY	-25%	0%	0%	0%
柴油机配件及其它	7168	9103	10014	11015
YOY	-29%	27%	10%	10%
乘用车柴油机	2579	11600	50400	126000
YOY	—	350%	334%	150%
合计（万元）	179188	234400	294342	393198
YOY	-8%	31%	26%	34%

数据来源：公司年报，世纪证券研究所

➤ 盈利预测（未考虑成都云内土地搬迁收益）

Figure 23 利润表预测及相关附注

单位: 百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	相关附注
营业收入	1792	2344	2943	3932	
营业成本	1503	1958	2440	3232	
毛利率	16.13%	16.45%	17.1%	17.8%	2010 年起乘柴业务放量改善综合毛利率
营业税金及附加	6	10	12	17	
营业费用	82	98	129	173	
营业费用率	4.55%	4.20%	4.40%	4.40%	乘柴推广增加相关营业费用
管理费用	152	148	182	244	
管理费用率	8.48%	6.3%	6.2%	6.2%	乘柴研发支出及职工薪酬增长
财务费用	-16	-5	-3	10	
财务费用率	-0.88%	-0.21%	-0.10%	0.25%	募集资金持续投入项目导致利息收入减少
资产减值损失	3	6	6	6	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	0	5	15	25	高特佳分红增加
营业利润	62	134	191	276	
营业外收入	79	30	8	8	财政补贴减少
营业外支出	1	1	1	1	
利润总额	140	163	198	283	
所得税	30	24	30	42	
税率	21.59%	15%	15%	15%	
净利润	110	138	168	240	
少数股东损益	-25	-5	-5	-4	
归属母公司净利润	136	143	173	244	
EPS（元）	0.36	0.38	0.46	0.65	

数据来源：公司资料、世纪证券研究所

➤ 投资评级

预测公司 2009~2011 年 EPS 分别为 0.37、0.46、0.65 元，当前股价对应 PE 分别为 29、23、16 倍。对比国内可比上市公司的估值水平略为偏高；我们看好公司乘用车柴油机业务的中长期前景，但就短期而言，考虑到业绩大幅释放尚需时日，暂下调评级为“中性”，股价催化剂主要来自于国内乘用车柴油机市场需求提速。

Figure 24 可比上市公司业绩及估值对比²

上市公司	EPS/PE	2008	2009E	2010E	2011E
威孚高科	EPS	0.34	0.48	0.61	0.87
	PE	31	22	18	12
东安动力	EPS	0.35	0.49	0.57	0.58
	PE	31	22	19	18
宗申动力	EPS	0.58	0.6	0.71	0.76

² 其他 4 家公司业绩预测参考 WIND 盈利预测综合值，股价参考 9 月 18 日收盘价。

银轮股份	PE	22	22	18	17
	EPS	0.44	0.61	0.71	0.83
云内动力	PE	31	22	19	16
	EPS	0.36	0.37	0.46	0.65
平均	PE	29	29	23	16
	EPS	0.41	0.51	0.61	0.74
	PE	29	23	19	16

数据来源：公司年报、WIND、世纪证券研究所

风险提示

- 1、乘柴业务低于预期。
- 2、乘柴技术风险。
- 3、原材料价格大幅波动。

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.

