

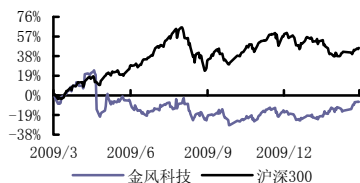
投资品 - 电气设备

2010 年 3 月 4 日

市场数据	2010 年 3 月 4 日
当前价格 (元)	34.30
52 周价格区间 (元)	25.34-44.25
总市值 (百万)	48020.00
流通市值 (百万)	21085.09
总股本 (百万股)	1400.00
流通股 (百万股)	614.73
日均成交额 (百万)	624.68
近一月换手 (%)	101.83%
第一大股东	新疆风能有限责任公司
公司网址	http://www.goldwind.cn

财务数据	FYE
毛利率	26.29%
净利率	16.26%
净资产收益率	33.56%
总资产收益率	1172.87%
资产负债率	62.86%
现金分红收益率	0.00%
市盈率	27.44
市净率	9.22

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
金风科技	11.65%	15.22%	-3.68%
沪深 300	3.23%	-7.12%	55.69%

相关报告

《产业链不断完善，毛利率继续提升》，2009.8

陆勤、颜彪

0755-83199599-8136

yanbiao@csc.com.cn

分析师申明

陆勤、颜彪，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。

向风电整体解决方案提供商转型提升竞争力

——金风科技（002202）09 年年报点评

评级： 买入（调高）

预测指标	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	10738.36	16870.00	20410.00	25360.00
净利润（百万元）	1745.58	2398.76	2918.53	3616.76
每股收益（元）	1.25	1.71	2.08	2.58
收入增长率%	66.28%	57.10%	20.98%	24.25%
净利润增长率%	90.87%	37.42%	21.67%	23.92%
市盈率	27.29	19.86	16.32	13.17
EV/EBITDA	22	15	13	10

资料来源：世纪证券研究所

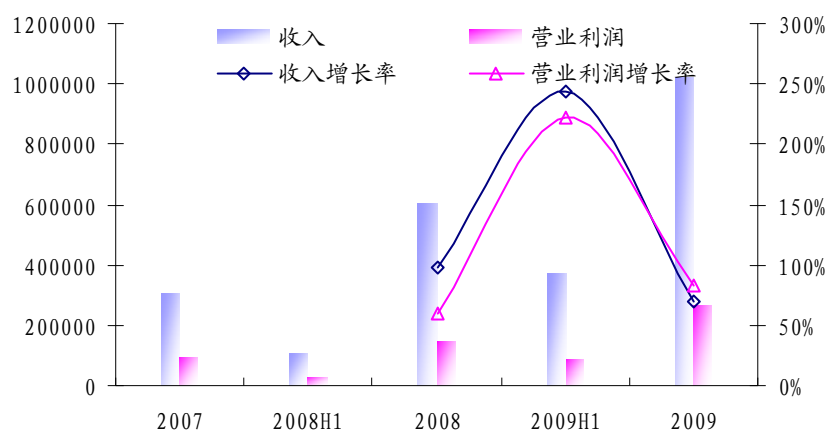
- **业绩超预期。**09 年公司实现营收 107.38 亿元，同比增长 66.28%；实现归属于母公司净利润 17.46 亿元，同比增长 92.58%。利润分配及资本公积金转增股本预案是每 10 股送 6 股派 1 元（含税）。
- **产品结构成功转型。**1.5MW 机组收入占比从 08 年的 45.31%迅速提高到 09 年的 82.91%；1.5MW 机组对盈利的贡献从 08 年 35.99%上升到 09 年的 78.08%。09 年 1.5MW 机组销售收入达 84.87 亿元，同比增长 210.35%。截止 09 年底，新增订单 2915.25MW，待执行订单总量为 2217.75MW，另外还有已中标未签合同订单 657MW。
- **新产品开发加速，产业链逐步完善。**（1）09 年积极推进德国、北京、新疆乌鲁木齐研发中心建设；持续进行对 1.5MW 机组的优化；自主研发的 2.5MW 直驱永磁风力发电机组、3.0MW 混合传动风力发电机组成功试运行；自主研发的控制、变流器和变桨系统现场运行数据良好。（2）依托风机研发与制造、风电投资、风电服务以及零部件研发与制造，逐步向风电整体解决方案提供商转型。
- **国际化战略取得重大进展。**德国 Vensys 实现 1.5MW 机组在欧洲的销售。09 年研制生产的首台 2.5MW 永磁直驱风电机组样机在德国下线，产品进入欧洲市场；公司在美国明尼苏达 UILK 风电场项目的 3 台 1.5MW 机组已于年底并网；此外，公司还积极进军中亚和非洲，国际化战略取得重大进展。
- **毛利率将继续保持稳定。**09 年风电机组的销售毛利率为 25.60%，比 08 年提高了 1.84 个百分点。综合零部件采购价格、风机销售价格、兆瓦级风机规模效应以及部分零部件自制，我们认为公司 2010 年以后毛利率将趋于平稳。
- **盈利预测与评级：**我们预测 2010-2012 年实现 EPS 分别为 1.71 元、2.09 元和 2.58 元，考虑到公司多盈利模式的转变以及海外市场的重大进展，给予“买入”评级。

业绩超预期

09 年公司实现营收 107.38 亿元, 同比增长 66.28%; 实现营业利润 19.47 亿元, 同比增长 72.90%; 实现净利润 17.91 亿元, 同比增长 74.66 亿元; 实现归属于母公司净利润 17.46 亿元, 同比增长 92.58%。利润分配及资本公积金转增股本预案是每 10 股送 6 股派 1 元 (含税)。

营收和盈利的超预期增长, 主要因为: (1) 公司生产情况良好, 部分业主项目进度较预期加快, 公司销售收入确认高于预期; (2) 公司风电场销售进度快于预期。

Figure 1 07 年以来公司收入和营业利润及其增长情况 (单位: 万元)



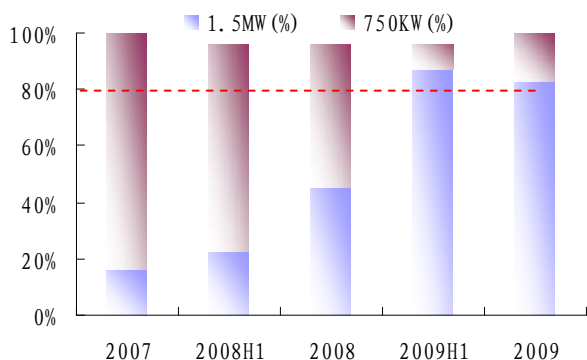
数据来源: 公司公告、世纪证券研究所

产品结构成功转型

兆瓦级风机成为主流

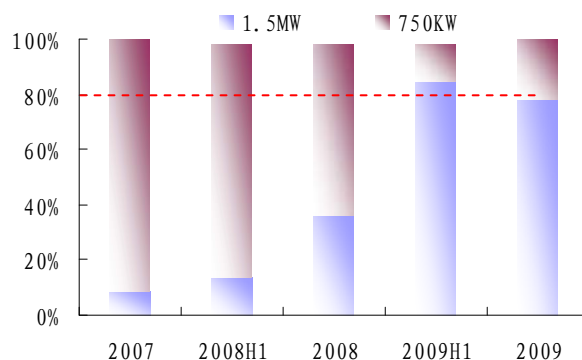
2009 年公司完成了 750kW、1.5MW 机组并重到 1.5MW 机组为主的过渡。其中, 1.5MW 机组收入占比从 08 年的 45.31% 迅速提高到 09 年的 82.91%; 而 1.5MW 机组对盈利的贡献从 08 年 35.99% 上升到 09 年的 78.08%。

Figure 2 07 年以来公司收入结构



数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 3 07 年以来公司营业利润构成

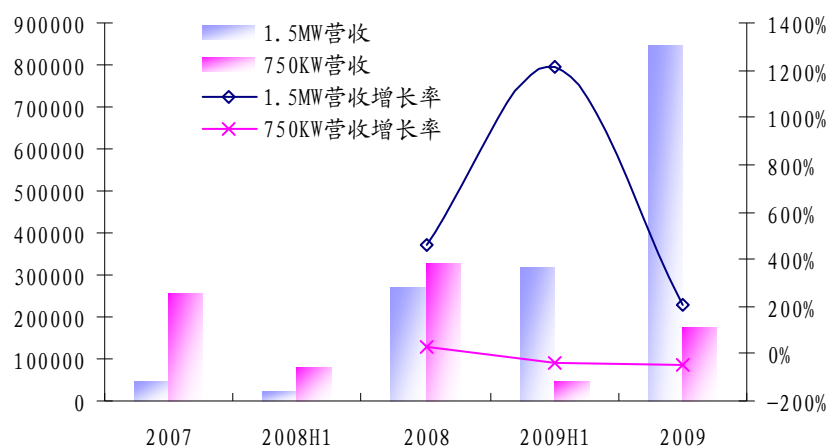


数据来源: wind、世纪证券研究所

09 年 1.5MW 机组销售收入达 84.87 亿元, 同比增长 210.35%; 而

750KW 机组销售收入为 17.50 亿元，同比下降 46.99%。09 年全年完成 1.5MW 机组生产 1391 台、750kW 机组生产 782 台。

Figure 4 公司 07 年以来风机结构变化趋势（单位：万元）



数据来源：wind、世纪证券研究所

新产品开发加速，产业链逐步完善

新产品研发实力进一步加强

2009 年公司加大了研发力度，积极推进德国、北京、新疆乌鲁木齐研发中心和在技术、人才、资源方面的整合，提升了公司的研发实力和核心竞争力。

公司投运的近 2000 台 1.5MW 永磁直驱风电机组运行稳定，发电效率高，尤其是符合电网各项标准要求，获得电网公司认可，被誉为电网友好型风机。公司持续进行对 1.5MW 机组的优化，已经推出适应高低温、高海拔、低风速、沿海及海上等不同运行环境的系列化机组。

公司自主研发的 2.5MW 直驱永磁风力发电机组、3.0MW 混合传动风力发电机组样机分别在北京官厅风电场、达坂城风电场完成安装，已进入试运行阶段。

公司自主研发的控制、变流器和变桨系统现场运行数据良好，为公司掌握核心控制技术、降低整机成本提供了保障；公司自主开发的风电场能量管理平台，经过现场的验证获得了高度认可，该项控制技术标准已成为内蒙、东北电网公司的风电控制和并网执行标准，并且在上述区域强制执行。

产业链逐步完善，打造整体解决方案提供商

公司逐步向风电整体解决方案提供商转型。目前，公司有控股子公司 43 家，分类四类：风机研发与制造、风电投资、风电服务以及零部件研发与制造。

（1）风机研发与制造：金风科创、内蒙古金风科技和德国 VENSYS

成为公司生产和研发基地。09 年 2.5MW 机组样子在北京官厅完成吊装，进入试运行阶段；德国 VENSYS 开始进行 1.5MW 机组的生产与销售，首台 2.5MW 直驱风机样子在德国下线。

(2) 风电投资：主要经营实体为天润新能源，共有 24 家项目子公司；09 年实现销售收入 1.06 亿元，实现净利润 4139 万元。

(3) 风电服务：包括天源科创和天运配送。天源科创 09 年风电业务发展迅速，业务内容包括风电场前期开发、中期工程管理咨询和总包、后期项目的运行监测及维护、软件应用等，实现销售收入 4.06 亿元，实现净利润 1960 万元；天运配送 09 年实现销售收入 1.14 亿元，实现净利润 2246 万元。两个子公司净利率分别达到 4.83% 和 19.70%。

(4) 零部件研发与制造：经营实体为天诚同创，公司持有其 75% 的股权。09 年开始生产大型风电机组的变流、变桨及主控系统，将成为公司重要的零部件供应商；2009 年实现销售收入 7873 万元，实现净利润 521 万元。

Figure 5 09 年公司主营收入构成

	收入 (百万元)	收入占比	毛利率
风机收入	10237.05	95.55%	25.60%
发电收入	114.25	1.07%	71.13%
风机配件等收入	100.94	0.94%	9.55%
技术咨询服务收入	104.05	0.97%	39.07%
技术许可费	40.80	0.38%	100.00%
其他收入	116.66	1.09%	11.71%
合计	10713.75	100.00%	26.19%

数据来源：公司公告、世纪证券研究所

国际化战略取得重大进展

公司控股子公司德国 Vensys energy AG 实现了 1.5MW 机组在欧洲的销售。09 年研制生产的首台 2.5MW 永磁直驱风电机组样机在德国下线，产品进入欧洲市场。2009 年实现销售收入 6.76 亿元，实现净利润 8447 万元。

为尽快进入美国风电市场，获得美国市场对金风科技风电机组的认可，公司在美国开展风电场项目建设和运营，美国明尼苏达 UILK 风电场项目的 3 台金风 1.5MW 机组已在 2009 年底并网发电。

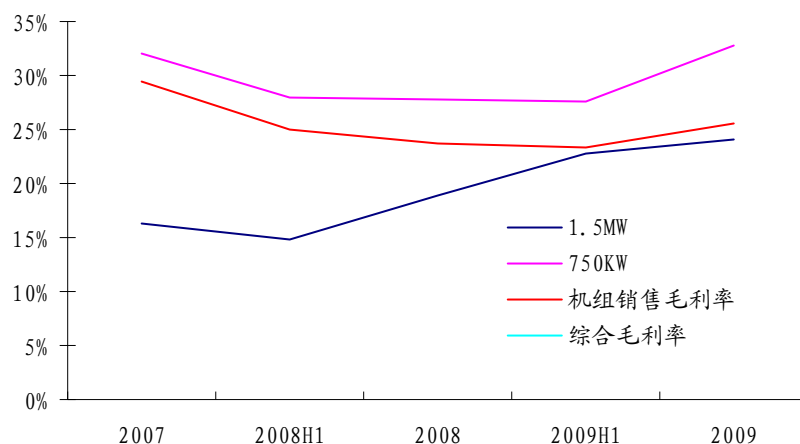
此外，公司还中标埃塞俄比亚 5 万千瓦项目，与哈萨克斯坦工贸部贸易促进署签署了《谅解备忘录》，为哈萨克斯坦评估风资源及编制风电开发规划、协助有关政府机构制定风电开发行业政策和法规、评估和培育风电设备制造能力等。

公司在美国、澳大利亚设立的全资子公司已完成注册登记；2009 年公司正式启动 H 股上市计划，目前正在积极推进。

毛利率将继续保持稳定

09 年风电机组的销售毛利率为 25.60%，比 08 年提高了 1.84 个百分点，比 09 年中期提高了 2.19 个百分点。这表明 09 年下半年风电机组销售毛利率比上半年有大幅提高。

Figure 6 07 年以来公司主要产品毛利率变化趋势



数据来源: wind、世纪证券研究所

1.5MW 机组毛利率 09 年达到 24.11%，同比增加了 5.23 个百分点，比 09 年中期提高了 1.31 个百分点。主要原因有：（1）零部件采购价格的下降。09 年 9 月份，公司发生两起零部件合同变更事项，两份定子供货价格下降幅度为 10% 和 2.4%；叶片供货价格下降幅度为 2.54%。（2）规模效应。09 年公司实现 1.5MW 机组的全面量产，导致单位生产成本的下降，从而带来毛利率的提升。

但是也应看到，09 年以来，1.5MW 机组销售价格出现较大调整：单机价格下降了 15% 左右，达到 5399 元/KW 左右。

Figure 7 2009 年公司主要合同情况

时间	合同金额（元）	台数/型号	单价（元/KW）	备注
2009年12月31日	1084998000	134/1.5MW	5398	2008年7月14日中标甘肃酒泉风电基地瓜州干河口第六风电场20万千瓦风电特许权项目
2009年12月31日	1084998000	134/1.5MW	5398	2008年7月14日中标甘肃酒泉风电基地瓜州北大桥第四风电场20万千瓦风电特许权项目
2009年12月29日	541243970	66/1.5MW	5467	2008年7月15日中标甘肃酒泉风电基地瓜州北大桥第一风电场20万千瓦风电特许权项目，中标金额从6.33亿元调整为5.41亿元，下调14.5%。
2009年12月29日	591883849	73/1.5MW	5405	2008年7月16日中标甘肃酒泉风电基地瓜州干河口第四风电场20万千瓦风电特许权项目，中标金额从7.01亿元调整为5.92亿元，下调15.51%。
2009年11月10日	542599000	66/1.5MW	5481	2008年7月15日中标甘肃酒泉风电基地瓜州桥湾第三南风电场10万千瓦风电特许权项目
2009年10月13日	275349000	34/1.5MW	5399	2008年7月15日中标甘肃酒泉风电基地瓜州干河口第五风电场20万千瓦风电特许权项目，合同金额由中标金额的3.26亿元下调到2.75亿元，下降了15.61%。
2009年8月19日	1085159000	134/1.5MW	5399	2009年5月20日中标国华能源投资有限公司内蒙古巴彦淖尔市乌拉特中旗风电基地川井1号风电场20万千瓦特许权项目
2009年4月22日	145380000	39/750KW	4970	中标新疆风能有限责任公司利用德国政府混合贷款扩建新疆达坂城风电一场29.25MW风电项目

数据来源: 公司公告、世纪证券研究所

综合零部件采购价格、风机销售价格、兆瓦级风机规模效应以及部分零部件自制，我们认为公司 2010 年以后毛利率将趋于平稳。

2010 年经营展望分析

公司面临良好的外部发展环境

在全球和中国风电市场继续高速发展的背景下，市场的整合也加剧，单一的以风机销售为主营的公司价格和利润上受到较大程度的压力。公司在 09 年实现了盈利模式多样化的转型，即成功的实现了以风机研发和生产、零部件开发和生产、风电服务、风电场开发以及风电技术开发和转让为主的盈利模式的转变。

我们认为，公司将面临国内和国外市场两方面的战略任务：

国内方面：继续巩固国内市场份额；完善公司零部件供应链体系；进一步提升研发实力，争取 2.5MW 直驱永磁风机的量产、完成 3.0MW 混合传动风电机组的小批量生产和 5.0MW 的设计；风电场开发服务成本进一步降低；全面提升公司技术服务能力；继续推进 H 股发行。

国外方面：德国基地 09 年表现突出，公司风机成功进入欧洲市场；09 年将加大在美国市场的渗透；同时，可先期在中亚、东南亚等地的业务拓展。

强大的订单获取能力保证收入的增长

2009 年公司订单充裕。截止 2009 年底，公司新增订单 2915.25MW，待执行订单总量为 2217.75MW，另外，公司尚有已中标未签合同订单 657MW。

六大制造基地整装待发，提供产能保障

2009 年公司酒泉基地、德国 Neunkirchen 基地正式投产，西安基地实现试生产，预计 2010 年一季度正式投产，届时，公司 1.5 兆瓦机组产能将超过 3000 台。公司已拥有六个制造基地，即：北京亦庄、新疆乌鲁木齐、内蒙古包头、甘肃酒泉、德国 Neunkirchen 及陕西西安；另有以联营及委托加工方式成立的河北承德及宁夏银川两个总装基地。

盈利预测及投资评级

收入与成本预测:

根据前面对风机价格变动的预测, 以及毛利率的预期, 我们预计 2010-2012 年公司的营业收入分别达到 168.7 亿元、204.1 元和 253.6 亿元。

Figure 8 公司 2010-2012 年营业收入和毛利率预测 (单位: 万元)

		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
750KW	销售量 (台)	514.00	892.00	1,200.00	500.00	600.00	500.00
	单价 (万/台)	285.00	287.00	275.00	270.00	250.00	220.00
	销售收入 (万)	146,381.00	255,911.00	330,102.00	174,993.99	150,000.00	110,000.00
	毛利率 (%)	30.55%	31.95%	27.81%	32.82%	32.00%	31.00%
1.5MW	销售量 (台)		57.00	335.00	1,050.00	1,900.00	2,600.00
	单价 (万/台)		853.00	816.00	810.00	750.00	680.00
	销售收入 (万)		48,645.00	273,466.00	848,711.03	1,425,000.00	1,768,000.00
	毛利率 (%)		16.34%	18.88%	24.11%	24.60%	24.00%
发电收入	销售收入 (万)	424.00	453.00	9,263.00	11,425.00	15,000.00	20,000.00
	毛利率 (%)	51.20%	46.28%	60.09%	71.13%	65.00%	65.00%
技术服务	销售收入 (万)		1,268.00	1,602.00	10,405.00	20,000.00	28,000.00
	毛利率 (%)		92.49%	90.12%	39.00%	50.00%	50.00%
风机配件	销售收入 (万)	781.00	2,521.00	6,685.00	10,094.00	15,000.00	23,000.00
	毛利率 (%)	44.60%	22.12%	21.40%	9.55%	15.00%	15.00%
材料/运输	销售收入 (万)	205.00	1,192.00	22,643.00	34,000.00	50,000.00	80,000.00
	毛利率 (%)	70.28%	51.31%	27.75%	27.00%	27.00%	27.00%
其他收入	销售收入 (万)	195.00	313.00	2,020.00	11,166.00	12,000.00	12,000.00
	毛利率 (%)		68.40%	79.20%	11.71%	20.00%	20.00%
营业收入					1,687,000.00	2,041,000.00	2,536,000.00
营业成本					1,250,550.00	1,528,130.00	1,900,700.00
综合毛利率					25.87%	25.13%	25.05%

数据来源: 世纪证券研究所

盈利预测:

在收入和毛利率预测的基础上, 我们对相关参数进行假设, 根据我们的预测模型显示, 2010-2012 年公司净利润将分别达到 23.99 亿元、29.19 亿元和 36.17 亿元, 实现 EPS 分别为 1.71 元、2.09 元和 2.58 元。

投资评级:

根据预测的 EPS, 2010-2012 年对应的动态市盈率分别为 20.02、16.45 和 13.28。

我们认为公司在经历业绩连续翻番的高速增长之后, 将进入平稳阶段, 而公司实现的向风电整体解决方案提供商转型, 为公司在行业洗牌与市场扩容中获得更强的竞争力。结合公司的估值指标, 我们给予“买入”评级。

Figure 9 公司 2010-2012 年盈利预测 (单位: 百万元)

项目(单位: 百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业利润				
减: 营业成本	7,915.56	12,505.50	15,281.30	19,007.00
销售毛利率(%)	26.29%	25.87%	25.13%	25.05%
减: 营业税金及附加	47.24	67.48	61.23	76.08
减: 营业费用	670.13	1,096.55	1,224.60	1,521.60
减: 管理费用	276.34	472.36	510.25	634.00
减: 财务费用	60.39	75.35	87.37	101.13
减: 资产减值损失	32.45	35.00	20.00	20.00
加: 公允价值变动净收益	-3.80	0.00	0.00	0.00
加: 投资净收益	214.49	200.00	200.00	200.00
营业利润	1,946.92	2,817.76	3,425.25	4,200.19
二、利润总额				
加: 营业外收入	56.50	70.00	90.00	110.00
减: 营业外支出	12.86	15.00	20.00	30.00
利润总额	1,990.56	2,872.76	3,495.25	4,280.19
三、净利润				
减: 所得税	199.95	373.46	454.38	513.62
净利润	1,790.60	2,499.30	3,040.87	3,766.57
四、归属于母公司所有者净利润				
减: 少数股东损益	45.02	100.55	122.33	149.81
归属母公司净利润	1,745.58	2,398.76	2,918.53	3,616.76
EPS(摊薄)	1.247	1.713	2.085	2.583
EPS	1.247	1.713	2.085	2.583

数据来源: 世纪证券研究所

风险提示

公司面临的风险有:

- (1) 原材料价格的波动
- (2) 由于竞争加剧带来风机销售价格的继续下降
- (3) 公司发行 H 股的不确定性, 以及对盈利摊薄的风险

Figure 10 三大报表预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	11286	16912	20732	26508	营业收入	10738	16870	20410	25360
现金	4677	6748	8577	11396	营业成本	7916	12506	15281	19007
应收账款	2710	4145	5208	6471	营业税金及附加	47	67	61	76
其他应收款	83	320	290	361	营业费用	670	1097	1225	1522
预付账款	737	1251	1528	1901	管理费用	276	472	510	634
存货	2854	4364	5028	6253	财务费用	60	75	87	101
其他流动资产	226	84	102	127	资产减值损失	32	35	20	20
非流动资产	3597	3999	4727	5540	公允价值变动收益	-4	0	0	0
长期投资	126	130	150	150	投资净收益	214	200	200	200
固定资产	1081	2176	3172	4140	营业利润	1947	2818	3425	4200
无形资产	472	472	472	472	营业外收入	57	70	90	110
其他非流动资产	1918	1221	933	778	营业外支出	13	15	20	30
资产总计	14883	20911	25460	32049	利润总额	1991	2873	3495	4280
流动负债	6882	10364	11672	13894	所得税	200	373	454	514
短期借款	297	855	400	400	净利润	1791	2499	3041	3767
应付账款	1998	3126	3515	3801	少数股东损益	45	101	122	150
其他流动负债	4588	6382	7757	9693	归属母公司净利润	1746	2399	2919	3617
非流动负债	2473	2668	2868	3468	EBITDA	2090	2978	3656	4504
长期借款	2022	2558	2758	3358	EPS (元)	1.25	1.71	2.08	2.58
其他非流动负债	451	110	110	110	主要财务比率				
负债合计	9356	13032	14540	17362	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	326	427	549	699	成长能力				
股本	1400	1400	1400	1400	营业收入	13.3%	57.1%	21.0%	24.3%
资本公积	1670	1670	1670	1670	营业利润	56.6%	44.7%	21.6%	22.6%
留存收益	2138	4397	7316	10932	归属于母公司净利润	59.2%	37.4%	21.7%	23.9%
归属母公司股东权益	5201	7452	10371	13988	获利能力				
负债和股东权益	14883	20911	25460	32049	毛利率 (%)	26.3%	25.9%	25.1%	25.1%
现金流量表					净利率 (%)	16.3%	14.2%	14.3%	14.3%
单位: 百万元					ROE (%)	33.6%	32.2%	28.1%	25.9%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC (%)	50.7%	58.0%	57.7%	55.3%
经营活动现金流	1327	2106	2840	3133	偿债能力				
净利润	1791	2499	3041	3767	资产负债率 (%)	62.9%	62.3%	57.1%	54.2%
折旧摊销	82	85	144	202	净负债比率 (%)	30.63%	26.19%	21.72%	21.64%
财务费用	60	75	87	101	流动比率	1.64	1.63	1.78	1.91
投资损失	-214	-200	-200	-200	速动比率	1.22	1.21	1.34	1.46
营运资金变动	-356	-375	-304	-817	营运能力				
其他经营现金流	-35	21	72	79	总资产周转率	0.83	0.94	0.88	0.88
投资活动现金流	-1652	-354	-681	-814	应收账款周转率	3.82	4.63	4.12	4.10
资本支出	1678	500	800	1000	应付账款周转率	4.61	4.88	4.60	5.20
长期投资	51	3	20	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	77	149	139	186	每股收益 (最新摊薄)	1.25	1.71	2.08	2.58
筹资活动现金流	1496	319	-330	501	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.95	1.50	2.03	2.24
短期借款	247	558	-455	0	每股净资产 (最新摊薄)	3.72	5.32	7.41	9.99
长期借款	740	536	200	600	估值比率				
普通股增加	400	0	0	0	P/E	27.29	19.86	16.32	13.17
资本公积增加	1	0	0	0	P/B	9.16	6.39	4.59	3.41
其他筹资现金流	108	-775	-75	-99	EV/EBITDA	22	15	13	10
现金净增加额	1173	2071	1829	2819					

数据来源: 世纪证券研究所

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.