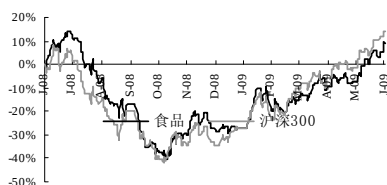


食品饮料行业

Food & Beverage

2009 年 07 月 01 日

行业相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
食品行业	17.4%	25.8%	8.9%
中标 300	15.2%	24.7%	13.8%

代码	名称	6m	YTD	评级
600519	贵州茅台	33.4	4.6%	买入
000568	泸州老窖	61.8	-2.1	买入
600809	山西汾酒	139.	103.	增持
600600	青岛啤酒	33.1	33.7	增持
600887	*ST 伊利	85.3	-9.2	买入
000895	双汇发展	7.2%	-0.9	买入

梁希民

+86 755 83199427

liangxm@csc.com.cn

分析师申明

本人，梁希民，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。

行业面临盈利和估值的双向回升

—食品饮料行业 2009 年下半年投资策略

评级： 强于大市

- 给予食品饮料行业“强于大市”的投资评级。由于消费的刚性，食品饮料行业的景气度滞后于宏观经济，在股市中表现为慢于大盘见底或见顶。目前宏观经济和消费的增长动力正逐步增强，而农产品价格仍维持低位，预计下半年食品饮料行业的盈利将呈现快速回升的势头。同时，食品饮料的整体涨幅明显低于大盘，相对估值已创近三年的新低。行业整体面临盈利和估值的双向回升。
- 白酒行业：等待“消费税靴子”真正落地。1-5 月白酒产量持续增长，价格触底反弹，随着下半年中秋、国庆白酒销售旺季的到来，白酒产销量将继续回升。其中高档白酒具有较高的消费弹性，将显现更大的活力。预计随着加强消费税征管相关政策的出台，白酒行业将利空出尽，白酒类公司将走出价值回归的行情。推荐：贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒。
- 啤酒行业：预计 09 年产量增速可恢复到 9%-10%。啤酒作为大众消费品，受到经济减速的影响小。由于上年度的高成本大麦已基本消化完毕，国内啤酒重点公司毛利率将有望回升。推荐：青岛啤酒
- 乳制行业：市场恢复情况良好，毛利率上半年达到高位。目前，全国原奶的供应已经基本恢复到三聚氰胺事件之前的 90%，液奶市场恢复到 80%，婴幼儿奶粉市场基本恢复。09 年以来，由于原奶和鲜奶价格之间较大的差距，乳品企业毛利率和税前利润率达到高位。在旺季需求回升，而供给减小的情况下，原奶价格继续下跌的幅度有限，但年内大幅上涨的可能性不大。推荐：ST 伊利
- 肉制品行业：猪肉价格下降背景下，毛利率有望持续回升。09 年一季度肉制品重点公司毛利率水平已处于 04 年以来的历史高点。预计二、三季度伴随猪价持续下行，肉制品行业毛利率仍将上升。推荐：双汇发展

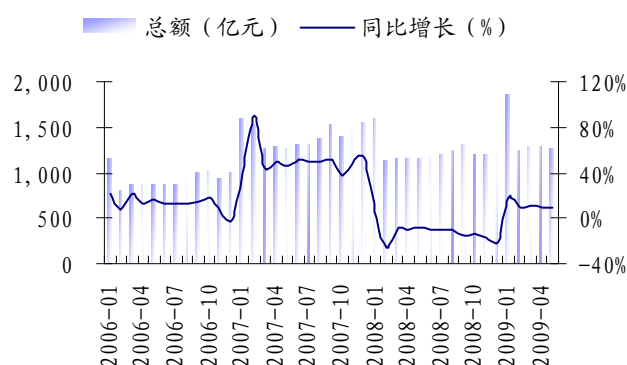
食品饮料行业面临盈利的恢复和估值的回升

经济回暖+消费旺季来临——推动食品饮料业的景气回升

产量增速已触底回升。09 年以来，食品饮料的销售明显回升，月度和累计销售额均同比增长 12% 左右，增长幅度接近 06 年的水平（16%），明显高于 08 年全年的负增长。食品饮料行业的景气度已出现回升，但仍未恢复到正常的增长水平。

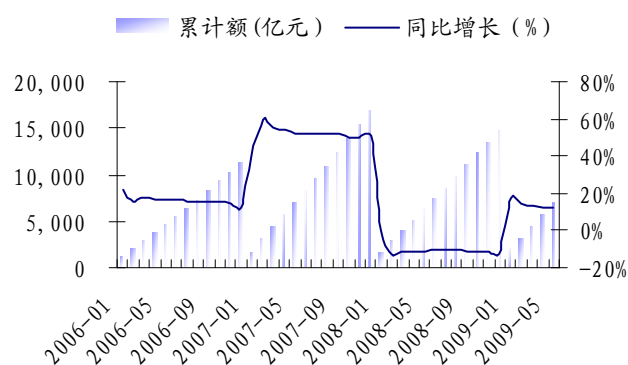
下半年将迎来进一步的高增长。从宏观景气指数看，宏观经济的先行指数和一致指数的拐点已分别在 08 年 10 月和 09 年 2 月出现，而滞后性指数也将于 09 年中期得到确认。食品饮料的景气指数落后于宏观经济 3-6 个月，尽管目前仍处于探底过程，但消费者信心指数已基本企稳。基于宏观经济持续复苏的前提，以及销售旺季的来临和去年同期行业数据基数低的背景，可以判断，下半年食品饮料行业的消费量将延续回升的势头，并迎来进一步的高增长。

Figure 1 食品、饮料、烟酒类批发额出现回升（月度值）



资料来源：WIND、世纪证券研究所

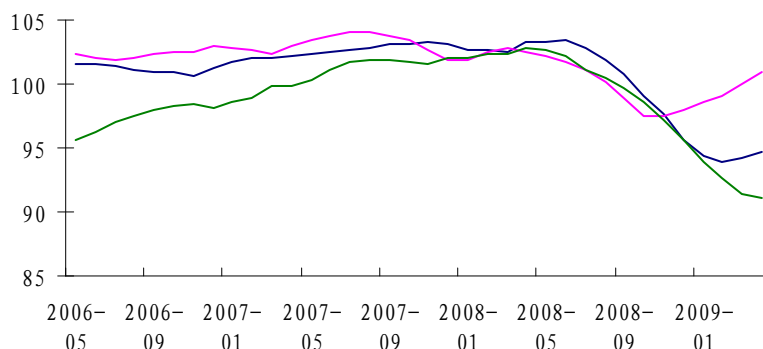
Figure 2 食品、饮料、烟酒类批发额出现回升（累计值）



资料来源：WIND、世纪证券研究所

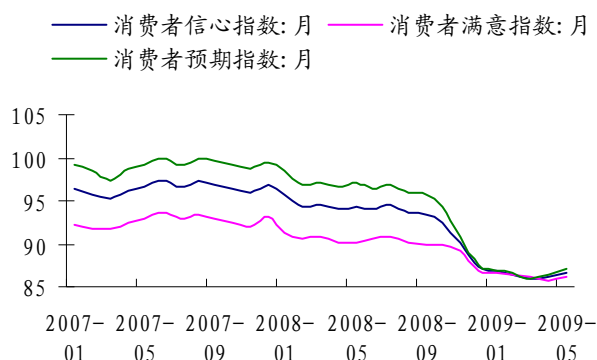
Figure 3 宏观经济指数已见底回升

— 宏观经济景气指数: 一致指数 — 宏观经济景气指数: 先行指数
— 宏观经济景气指数: 滞后指数



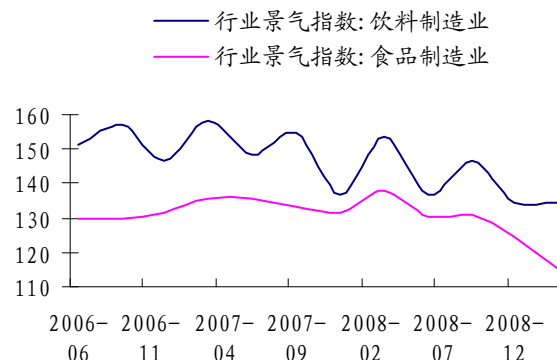
资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 4 消费者相信指数企稳



资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 5 食品饮料制造业景气指数探底



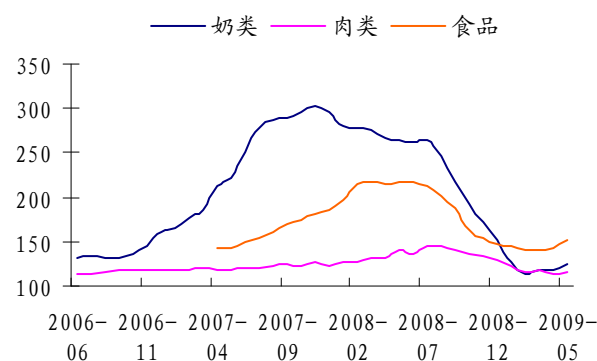
资料来源: WIND、世纪证券研究所

农产品价格普跌扩大了食品制造业盈利空间

08 年下半年以来, 农产品包括猪肉、原奶、大麦等价格持续下跌, 而对于肉制品、乳制品和啤酒等大众消费品来说, 其产品销售价格具有明显的刚性, 价格变动滞后于原材料的变动, 因此肉制品、奶制品制造企业的毛利率出现明显回升。

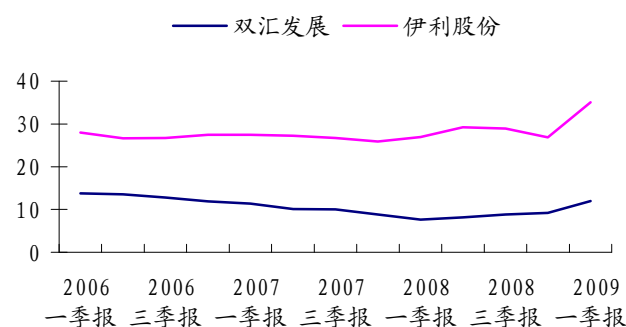
由于相关农产品的低价已经持续到二季度, 预计食品制造公司的毛利率在下半年有望进一步提升。

Figure 6 联合国粮农组织农产品价格指数 (1998-2000=100)



资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 7 主要公司毛利率回升



资料来源: WIND、世纪证券研究所

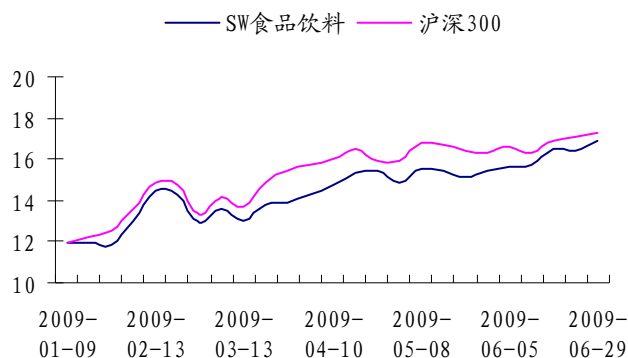
相对估值已见近三年新低, 行业估值存在回升动力

指数涨幅明显滞后。截止 6 月 29 号, 09 年沪深 300 指数累计涨幅达到 51.9%, 食品饮料行业涨幅 41.5%, 落后沪深指数涨幅 10 个百分点。从二级分类指数来看, 制糖和乳品行业涨幅超越大盘, 白酒和肉制品涨幅落后于大盘。

行业估值面临回升。从市盈率方面看, 09 年 4 月以来, 食品饮料的市盈率与沪深 300 成分股市盈率差距明显收窄, 显示 4 月份至今, 食品

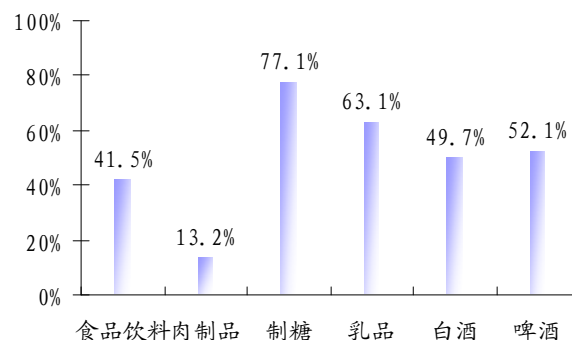
饮料行业的整体涨幅明显落后于大盘。从历史来看，食品饮料行业市盈率与沪深 300 成分股市盈率之比也已创近三年的新低。食品饮料行业存在补涨的动力。

Figure 8 09 年以来食品饮料指数落后于大盘



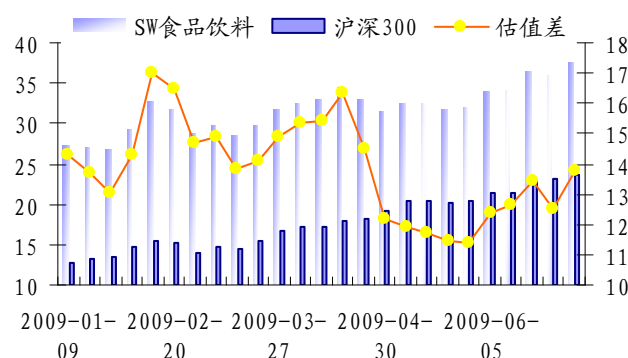
资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 9 二级行业指数 09 年以来涨幅



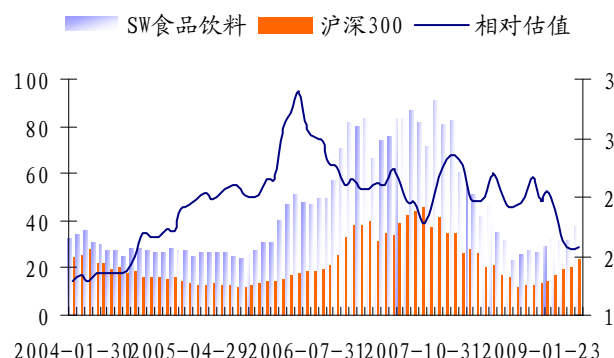
资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 10 食品饮料行业市盈率相对沪深 300 差距减小



资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 11 食品饮料行业市盈率/沪深 300 市盈率创 3 年新低



资料来源：WIND、世纪证券研究所

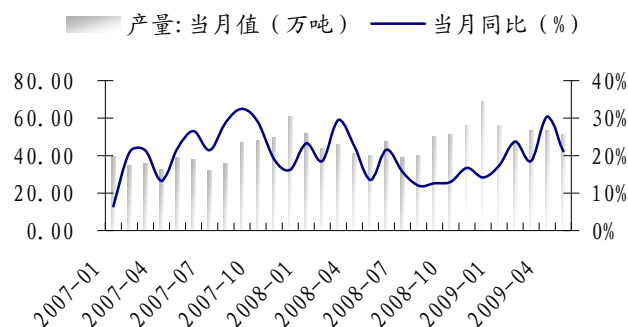
整体而言，由于消费的刚性，食品饮料行业的景气度滞后于宏观经济，在股市中表现为慢于大盘见底或见顶。目前宏观经济和消费的增长动力正逐步增强，而农产品价格仍维持低位，预计食品饮料行业的盈利将于下半年呈现快速回升的势头。同时，09 年以来，食品饮料的整体涨幅明显低于大盘，相对估值已创近三年的新低。行业整体面临盈利和估值的双向回升，给予行业“强于大市”的投资评级。

白酒行业：等待消费税靴子真正落地

白酒产量持续增长，价格触底反弹。2009 年 1-5 月，全国白酒产量达 250.6 千升，同比增长 17.4%，明显高于 08 年水平（15.8%）。

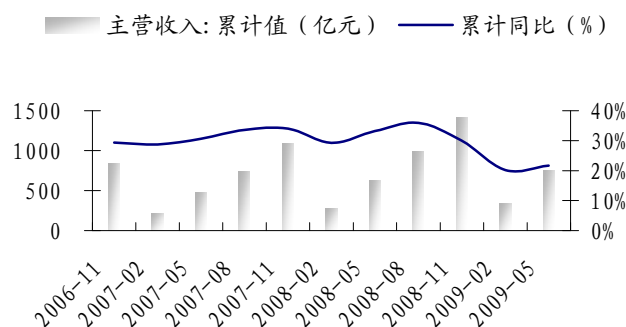
从白酒单月增速来看，近几个月出现了恢复性的增长，其中 5 月份产量同比增长 21.1%，接近 2007 年的增速（22.2%）。1-5 月累计实现销售收入同比增长 21.7%，。销售收入增长快于销售量的增长，显示酒类产品平均价格出现回升。

Figure 12 白酒产量增速提升



资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 13 白酒销售收入增长触底回升



资料来源：WIND、世纪证券研究所

旺季即将来临，量价有望继续回升。白酒行业的利润增速与 GDP 增速高度相关，其中高档白酒具有较高的消费弹性，而中低档酒相对刚性。随着经济的复苏以及政务、商务活动的增多，高档白酒将显现更大的活力。草根调研显示，2 季度经销商进货的积极性较 1 季度明显好转，贵州茅台的 1 批价格有所回升。预计随着下半年中秋、国庆白酒销售旺季的到来，经销商提前备货将推动 7-8 月白酒产销量的继续回升。

等待消费税靴子真正落地。国家税务总局发布了“关于加强税种征管促进堵漏增收的若干意见”，核定大酒厂白酒消费税最低计税价格，保全税基、增收消费税，受负面政策预期的利空影响，白酒类上市公司股价较长时间处于盘整状态。预计随着相关政策的出台，且政策力度不超过市场预期，可视为白酒行业的利空出尽，白酒类公司将走出价值回归的行情。

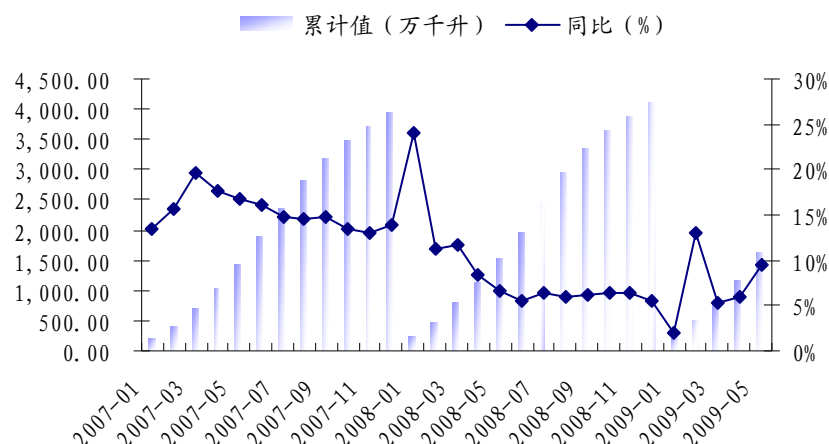
推荐：贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒和水井坊

啤酒行业：成本下降、毛利率有望回升

预计 09 年产量增速可恢复到 9%-10%。啤酒作为大众消费品，受到经济减速的影响小。09 年 1-5 月啤酒产量累计增速为 9.40%，超过 08 年 5.5% 的增长水平，其中 5 月啤酒产量同比增长 21.70%，表现出较好的旺季需求特征。预计 6、7、8 月，啤酒行业仍将保持较高的产量增长率。行业龙头企业在 07 和 08 年利用行业成本压力加快行业整合速

度，通过新建扩充产能。09 年随着产能的释放，行业龙头的产量增速将大于行业的平均水平。

Figure 14 啤酒产量累计



资料来源：WIND、世纪证券研究所

产品成本已锁定低位。啤酒的生产成本主要为包装物、制造成本和麦芽，所占成本比例约为 33.6%-50%，15.4-22.4%和 15.4%-20.2%。前两项支出相对稳定，大麦价格的波动对啤酒厂商利润率影响较大。国际大麦价格 08 年 7 月后高位回落，进口大麦价格由最高时的 430~440 美元/吨下降到 250 美元/吨，国产大麦价格波动小于进口大麦，由原先低于进口大麦 1000 多元/吨调整到低于进口大麦 700 元/吨。从供需角度看，全球的啤麦种植面积和啤酒消费量增速基本吻合，如未有大规模旱灾气候，价格不会再次出现大幅波动。09 年大麦主产区澳麦丰收，产量同比增长 15.3%，有利于维持大麦价格稳定。即使进口啤麦价格因通胀而有抬头趋势，啤酒企业近一年的签单价也已基本锁定在低位，对成本影响不大。

啤酒重点公司二三季度毛利率将有望回升。由于消化上年度的高成本大麦，国内啤酒重点公司（青岛啤酒和燕京啤酒）09 年一季度的毛利率仍有回落，预计二三季度随着低成本大麦的使用以及消费旺季的来临，啤酒重点公司毛利率将有望回升。

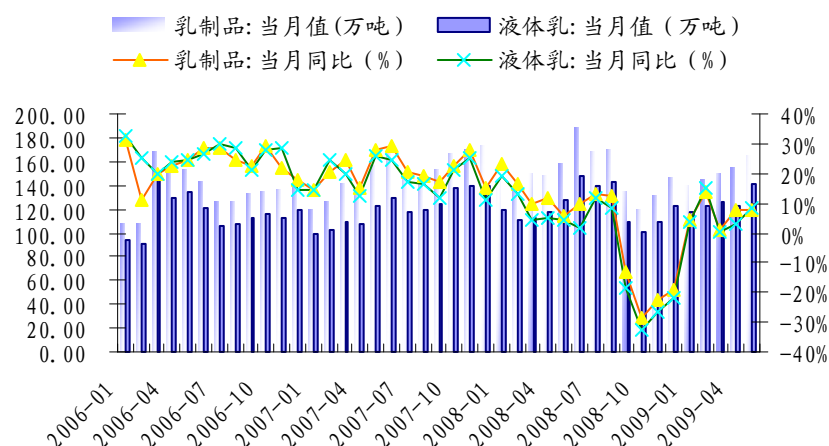
推荐：能够享受品牌溢价和规模优势的行业龙头青岛啤酒。

乳制行业：市场恢复情况良好，毛利率上半年达到高位

乳品市场已基本得到恢复。截至 2009 年 5 月份，液态奶和乳制品产量分别同比增加 8.52%和 8%，达到 140 万吨和 164 万吨。2009 年

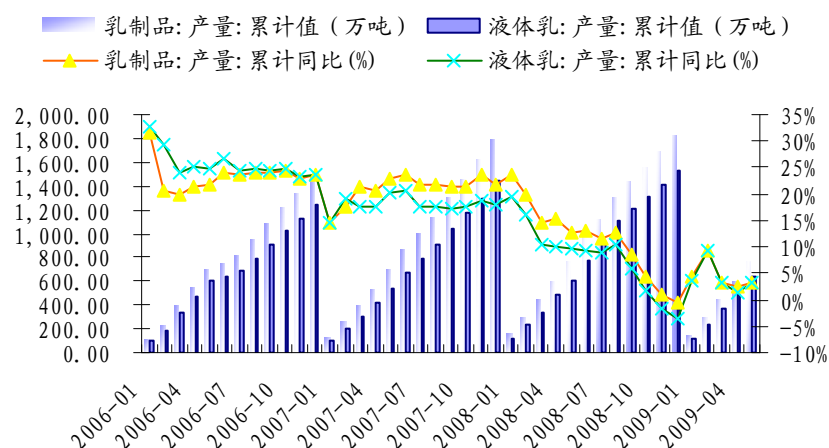
1-5 月份，液态奶和乳制品产量累计同比增加 7%和 2%。乳制品产量相对于 2008 年 10 月份低点已经有较大增长。目前全国原奶供应已经基本恢复到三聚氰胺事件之前的 90%，液奶市场恢复到 80%，奶粉消费中婴幼儿奶粉的市场基本恢复。

Figure 15 乳品行业当月产量数据



资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 16 乳制品行业产量累计数据

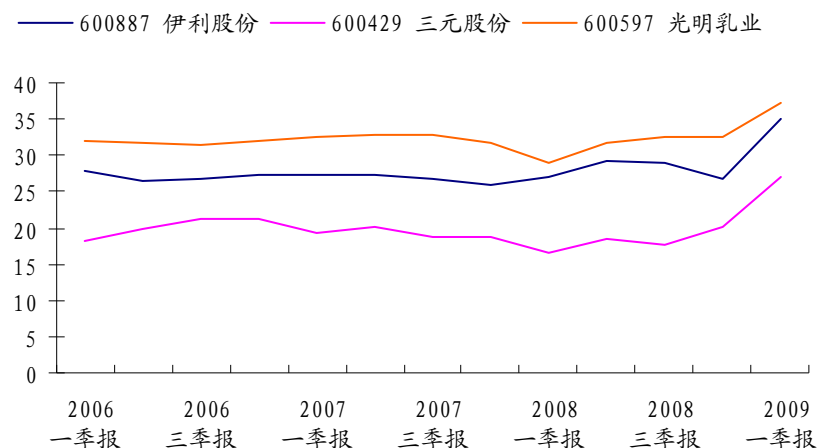


资料来源：WIND、世纪证券研究所

乳品企业毛利率上半年达到高位，但未来提升幅度有限。09 年以来，原奶和鲜奶价格差距较大，36 城市零售鲜牛奶价格保持稳定，而原奶价格却同比下降约 10%，乳品企业毛利率和税前利润率在上半年达到高位。由于经历了 2008 年第三季度三聚氰胺事件之后，奶农杀牛造成奶牛存栏量由 1400 万头缩小到 1000 万头。在旺季需求回升，而供给减小的情况下，原奶价格下跌幅度有限，但年内大幅上涨的可能性不大。

推荐：行业龙头 ST 伊利

Figure 17 乳品公司毛利率达到高位

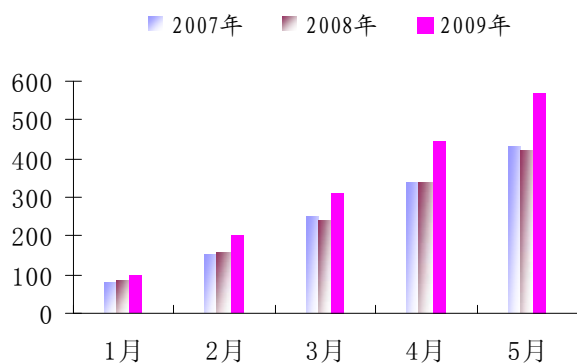


资料来源: WIND、世纪证券研究所

肉制品行业: 猪肉价格下降背景下, 毛利率有望持续回升

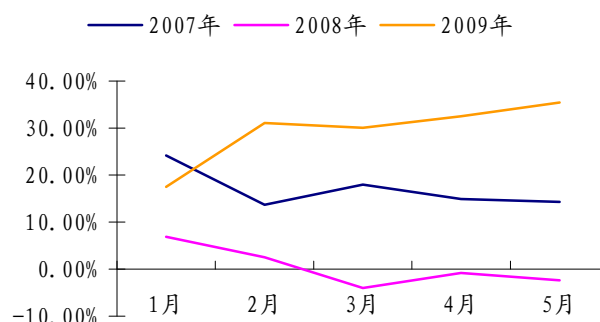
销量回升。09 年 1-5 月, 鲜冷藏冻肉产量同比增长率达到 30% 以上, 产量和增速明显高于 07 年 (15%) 和 08 年 (负增长)。肉类产品销量的大幅增长主要在于肉类价格的下跌及整体经济的回暖。

Figure 18 鲜冷藏冻肉产量



资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 19 鲜冷藏冻肉产量同比增长



资料来源: WIND、世纪证券研究所

猪肉价格有望继续回落。猪肉价格 09 年出现快速大幅下跌, 4 月 24 日, 生猪价格已跌至 10.08 元/公斤, 同比下降 40%, 与上一轮猪价高峰—04 年 10 月价格 (9.54 元/公斤) 相差无几。根据市场反馈的信息, 4 月份生猪出栏体重高达 105-110 公斤, 大大高于经济出栏体重 95 公斤, 显示一季度猪肉价格的下跌导致部分养殖户推迟出栏, 积压情况严重。预计在 6-8 月的猪肉消费淡季内, 猪肉价格仍将进一步下行。

政府整体收储规模不大, 对市场影响较小。由于从 5 月 6 日起, 猪

粮比低于 6 的时间超过 4 周，政府在 6 月 13 日启动三级响应机制，开始收储冻肉。但从收储的情况来看，目前收储量仅占屠宰量的 1/10，对猪价的企稳难有实质影响。如果政府未能进一步采取措施，猪肉价格下跌势头可能延长至 2010 年。

行业毛利率仍有可能上升。对下游肉制品企业而言，成本下降推动毛利率回升，09 年一季度，肉制品重点公司毛利率水平已处于 04 年以来的历史高点。预计二、三季度伴随猪价持续下行，肉制品行业毛利率仍有可能上升。

推荐：双汇发展

重点上市公司推荐

贵州茅台（600519）：量价回升明显

一季度业绩实现 40%增长。09 年一季度实现收入 25.1 亿元、利润总额 17.1 亿元、净利润 12.2 亿元，分别同比增长 26.0%、39.5%、39.35%，实现 EPS1.29 元。

二季度量价回升明显。53 度“飞天”茅台全国一批价已回升至 580-610 元，较春节前回升了 40 元左右。草根调研得知，上海、北京最大经销商的库存均已仅有高峰时的 20%，全国大多数经销商、专卖店的库存均已处于较低水平，低库存导致 53 度茅台和 15 年陈年酒等一批的批发价格回升明显。由于销售形势好转，库存已较少，预计 6-8 月份茅台出厂价可能仍将上调 50 或 60 元。量价回升有利于公司保持 20% 以上的快速增长水平。

危机有利于茅台垄断渠道资源。茅台酒的出厂价格与批发价格相差 50% 左右，而其他酒相差 20% 左右，巨大的中间差价成为吸引经销商的一个重要原因。在经济低迷、行业销售整体放缓的情况下，茅台可以趁势垄断渠道资源，部分挤出其他品牌。未来一旦形势转好，终端销售就有望大增。

茅台酒收藏价值有待进一步挖掘。酱香型白酒产量仅占全国白酒总量的 1%，茅台占酱香型白酒产量的 80%，未来发展前景广阔。茅台有工艺、环境、品质、历史等方面的优势，五粮液涉足酱酒有助于推动茅台更好地发展。茅台酒收藏价值有待进一步挖掘（注：不考虑涨价因素，

茅台酒每放一年能增值 10%，目前 00、01、02、03 年生产的茅台成品酒的出厂价分别为 929 元、839 元、759 元和 689 元，每早一年价格贵 10%)。

盈利预测及投资评级。预计公司 09-11 年的 EPS 分别为 5.20 元、6.25 元和 7.49 元，给予公司“买入”评级。

风险：如果国家税务总局要求白酒企业给销售公司的售价不低于出厂价的 50%，茅台的盈利将影响 7%。

青岛啤酒 (600600)：享受品牌溢价和规模优势

公司产品主要以“1+3 品牌”构成，即以青岛啤酒为主品牌，以山水、汉斯、崂山为第二品牌，其中二线品牌销量比重为 94%。公司的品牌价值居国内啤酒行业首位。

公司全年销量增长快于行业 2 个百分点。09 年 1 季度公司啤酒销量同比增长 5.2%，与全国平均增速相当，但不及燕京 (13.5%增长) 与华润雪花 (20.5%增长，其中内涵增长 12.5%)，主要原因是青岛啤酒去年 3 月份对比基数较高，4 月份公司销量同比增长已恢复到 16%，预计全年销量增长 12%。

成本较 08 年明显下降，但仍高于 07 年水平。公司主品牌产品 2/3 使用进口大麦，副品牌产品全部用国产大麦。随着上年度高价大麦的消化完毕，公司在二季度已经开始使用低价大麦。同时，玻璃瓶、纸箱价格也在下降，易拉罐价格下降最明显。预计公司 09 年全年吨成本同比价低 2-3 个百分点。

盈利预测与投资评级。预计公司 09-11 年的 EPS 分别为 0.77 元、0.95 元和 1.13 元，给予公司“增持”评级。

风险：大麦价格反弹幅度超预期；

竞争无序带来销售费用增加。

双汇发展 (000895)：享受产量和毛利的双增

公司主营畜禽屠宰、肉制品加工，高温肉制品、低温肉制品和生鲜冻肉的利润贡献分别为 47.9%、19.9%和 20.2%。

低温肉制品进入快速成长期。目前肉制品市场出现两种转型：低温肉制品对高位肉制品的替代，以及高温肉制品消费市场的逐渐转移。随着农村市场需求的释放，高温肉制品未来将保持低速稳定的增长。公司高温肉制品产能约 72 万吨，基本能支持近一、两年的发展。低温肉制

品方面，未来公司将主要以挖潜改造来进行快速扩张。2008 年公司高温和低温肉制品的产量增长为-8.2%和 27.72%。低温肉制品虽然受到了经济不景气的影响，但仍然保持了较高的增长。

二三季度，公司屠宰量以及肉制品加工量将明显上升。09 年一季度，公司屠宰量与去年同期相比有所下降，主要原因在于公司预期猪肉价格仍有进一步的下降空间。随着猪肉价格逐渐接近公司的预期低价（8.5 元-9 元/公斤），二季度公司肉制品以及冷鲜肉的发货量已经明显上升。公司目前有冷库 5 万吨，最多可以储存 6-7 万吨，在猪肉价格下降到预期价位后，公司将加大开工力度，提高屠宰量及肉制品加工量，在猪肉价格底部形成部分储备。预计二季度会有 15 亿的销售收入增量。

原料收购成本下降提升了公司的盈利能力。猪肉占高、低温肉制品生产成本的 60%和 40%，在肉制品市场寡头垄断格局下，猪肉价格持续下滑将明显提高肉制品加工企业的毛利率。同时，公司建立了肉制品业和屠宰业的两大创利数据模型，有效地控制了采购成本，保证公司毛利率的稳定。预计在生猪收购价格下跌的过程中，09 公司毛利率将明显提升。尽管双汇发展与集团的关联采购可能减弱低价猪肉对 09 年股份公司业绩的贡献，但低价猪肉毕竟为之带来了良好的经营环境，公司盈利增长前景明确。

关联交易摊薄利润。2008 年集团销售收入 350 亿元，实现净利润 17 亿元，而股份公司 260 亿的销售只实现了约 7 亿元的净利润。刨除股份公司的集团其他兄弟公司合计实现了约 90 亿元的销售收入和 10 亿元的净利润，净利润率高达 11%，明显领先于上市公司 3%左右的水平；即使扣除 130 亿元的关联交易，上市公司的净利润率也不足 7%。可以推断，公司代销集团产品不仅占用渠道等资源，同时还承担了一些集团的隐性成本。期待公司尽快实现整体上市，以彻底消除该因素对资本市场的困扰。

盈利预测与投资评级。预计 2009 年-2011 年实现每股收益分别为 1.41 元、1.83 元和 2.15 元，给予公司“买入”的投资评级。

风险：出人意料的大规模生猪疫情发生；

整体上市的进度和方案不确定。

ST 伊利（600887）：奶粉业务成为主要利润增长点

公司主要产品为液体乳、冷饮及奶粉，三项产品的销售收入占比为 66.8%，15.3%和 14.9%，与蒙牛的战略不同，公司实现的是全产品线策

略，且各项产品均无短板。

奶粉业务成为公司 09 年利润的主要增长点。奶粉市场需求刚性较大，需求恢复较快，三鹿的破产为其他企业空出了较大的市场空间。公司今年新建成 6 万吨奶粉生产基地，去年新增 2 万吨奶粉产能，09 年奶粉的总产能在 15 万吨左右。先进而充足的奶粉产能为公司未来扩展奶粉的市场规模，提高市场占有率提供了较为坚实的基础。

原奶价格下降，推动毛利率提升和业绩的快速恢复。由于三聚氰胺事件和国际奶价的快速下跌，公司一季度原奶的收购均价约为 2.7 元/公斤，而去年同期约为 3.1 元/公斤，原奶价格的下降对公司一季度毛利率的提升有一定的推动作用。预计原奶的收购价格在短期内至少在今年末之前不会有很大的增长，公司的毛利率有望维持在 60%以上的水平。

产品结构的提升推动液体乳业务利润和毛利率的上升。公司一季度液体奶的利润较去年同期略有上涨，而液体奶的总销量可能还未完全恢复。金典和营养舒化奶等中高档液体乳的销量在蒙牛特仑苏的销售受 OMP 事件影响后获得较快的增长，中高档奶品销售占比的提高，液体乳的产品结构提升将使得公司在总销量略有下降的情况下，获得液体乳毛利率和利润的上升，这对公司盈利能力的提高有很好的推动作用。

冰淇淋业务保持稳定较快增长。近两年，公司冰激凌业务一直保持 20% 左右的稳定长，预计 09 年仍将保持增速。

盈利预测与投资评级。预计 2009 年-2011 年实现每股收益分别为 0.60 元、0.74 元和 0.96 元，给予“买入”的投资评级。

风险：原奶价格回升幅度超预期

Figure 20 重点上市公司盈利预测及评级

	EPS				PE				评级
	2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E	
600519 贵州茅台	4.03	5.20	6.25	7.49	36.66	28.41	23.64	19.72	买入
000568 泸州老窖	0.91	1.10	1.37	1.60	32.97	27.27	21.90	18.75	买入
600809 山西汾酒	0.57	0.79	0.98	1.18	41.96	30.28	24.41	20.27	增持
600600 青岛啤酒	0.53	0.77	0.95	1.13	50.19	34.55	28.00	23.54	增持
600887 *ST伊利	-2.11	0.60	0.74	0.96	--	24.70	20.03	15.44	买入
000895 双汇发展	1.15	1.41	1.83	2.15	31.28	25.51	19.66	16.73	买入

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.