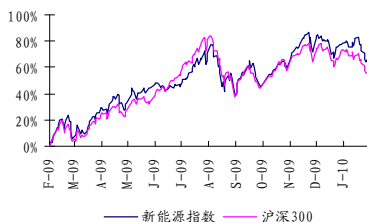


## 新能源行业—核电

2010 年 1 月 29 日

行业相对沪深 300 表现



| 表现     | 1m     | 3m     | 12m    |
|--------|--------|--------|--------|
| 新能源    | -6.45% | 1.81%  | 57.62% |
| 沪深 300 | -7.8%  | -3.69% | 49.8%  |

| 代码     | 名称   | 6m   | YTD  | 评级 |
|--------|------|------|------|----|
| 600875 | 东方电气 | 1.65 | 46.5 | 买入 |
| 600202 | 哈空调  | 32.4 | 98.9 | 增持 |

### 相关报告

《中法合资成立核电公司点评》，2009.12  
《新能源发展提速，核电有望优先》，2009.12  
《核电崛起，风光无限》2009.6  
《核电设备或构建新能源新趋势》，2009.4

### 世纪证券新能源研究小组

(0755)83199599-8206  
gijing@csc.com.cn

### 分析师申明

本人，世纪证券新能源研究小组，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。

## 风景独好，核电运营蓄势待发

——新能源与清洁能源专题之核电研究

- **核电风景独好。**与其他电力企业相比，核电行业无亏损现象，盈利能力较强，2009 年 11 月，核电行业实现累计销售收入 234.1 亿元，毛利率为 47.33%，利润率为 41.46%，从历年财务数据来看，核电毛利率保持在 46%以上，平均利润率达 30%以上。
- **核电营运需求持续，发展空间广阔。**目前国家产业政策已从“适度发展核电”转变为“加快推进核电发展”。我们乐观预计到 2020 年国内核电运行装机容量近 8000 万千瓦，将是原规划的两倍，现有机组（908 万千瓦）的近 9 倍。按照目前核电机组发电效率，预计 2020 年，国内核电发电量将超过 5600 亿千瓦时/年，若以目前核电平均上网电价计算，核电上网收入将近 4500 亿元/年。
- **核电价格优势渐显，盈利提升空间犹存。**目前作为清洁能源的核电价格已初步具备市场竞争力。秦山二期核电站整体国产化率为 55%，上网电价已低于同地区的煤电标杆电价。预计 2020 年国内核电设备平均国产化率将达 75%以上。我们认为随着核电站装机容量及设备国产化率的提升，核电行业盈利能力仍有提升空间。
- **政策扶持核电发展。主要包括：**核电机组发电上网调度顺序仅次于可再生能源机组及垃圾发电机组，优先于燃煤燃油机组；核电机组正式商业投产次月起 15 个年度内，统一实行增值税先征后退政策，返还比例分三个阶段逐级递减：正式商业投产前 5 年内，可以返还 75%的增值税。
- **积极布局，蓄势待发。**目前拥有核电开发资质三大集团已积极布局各地核电站。我们认为目前采用二代改进型技术的在建核电站造价相对较低，未来中广核集团规模、成本优势将较为明显；目前国内暂无核电运营上市公司上市，上市公司主要通过参股核电站，获得投资收益。
- **投资策略。**我们预计 2015 年左右国内在建核电站将进入集中投产期，核电运营规模将显著增加，在建核电参股上市公司将进入实质性受益期；就目前来看，位于核电产业链的中游核电设备商将首先受益。建议关注拥有核心技术、具备估值优势的核电设备公司：东方电气（600875）、哈空调（600202），我们分别给予“买入”和“增持”评级。
- **风险提示：**1) 产业政策扶持力度低于预期；2) 核电站投产速度低于预期。

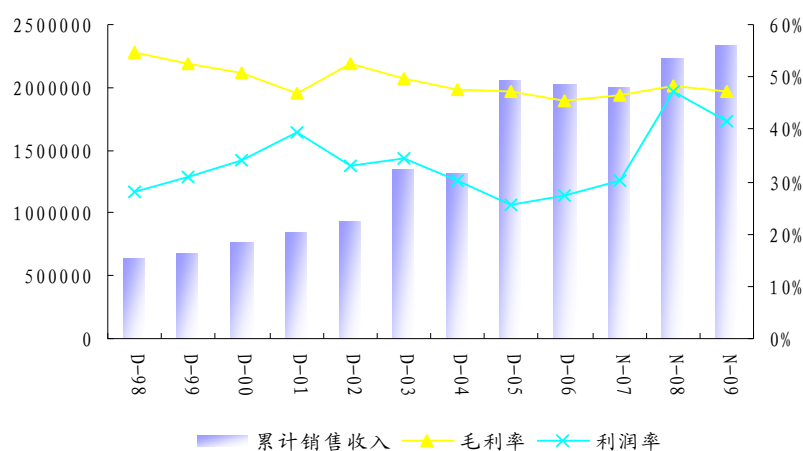
## 核电这边风景独好

### 核电业绩优良，风景独好

受电煤价格上涨，煤电联动的滞后影响，目前火电企业又再次面临亏损的风险；水电业绩依然受制于上游来水量。相比其他电力企业，核电行业无亏损现象，盈利能力较强，风景这边独好。

2009 年 11 月，核电行业实现累计销售收入 234.1 亿元，毛利率为 47.33%，利润率为 41.46%，从历年财务数据（1998 - 2009 年）来看，毛利率保持在 46% 以上，平均利润率达 30% 以上。

Figure 1 核电行业累计销售收入及毛利率、利润率



资料来源：国家统计局、世纪证券研究所

## 核电营运需求持续，发展空间广阔

### 核电行业简介

核电行业产业链主要包括：上游核燃料/原料生产、中游核电设备制造、下游核电站开发运营。核电运营主要指利用核电站发电。

Figure 2 核电行业产业链



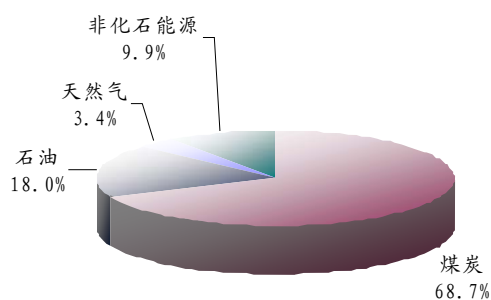
资料来源：世纪证券研究所

### 核电运营市场空间广阔

根据国务院 2009 年年底提出的目标，2020 年中国非化石能源占一次能源消费比重将从 2009 年的 9.9% 升至 15% 左右；单位 GDP 二氧化碳排放量比 2005 年下降 40%-50%。2009 年，中国能源消费总量为 30 亿吨标准煤。行业专家预测，到 2020 年，能源需求总量可能高达 45 亿吨标准煤，这意味着新能源领域必须加大投入才能确保消费比重稳定提升。

相比风电、水电、光伏等其他清洁能源发电，核电具有容量大、运行小时数高、发电波动性小，经济成本低的优点，能满足工业化大规模使用，可有效取代煤电，具备产业化发展的条件。

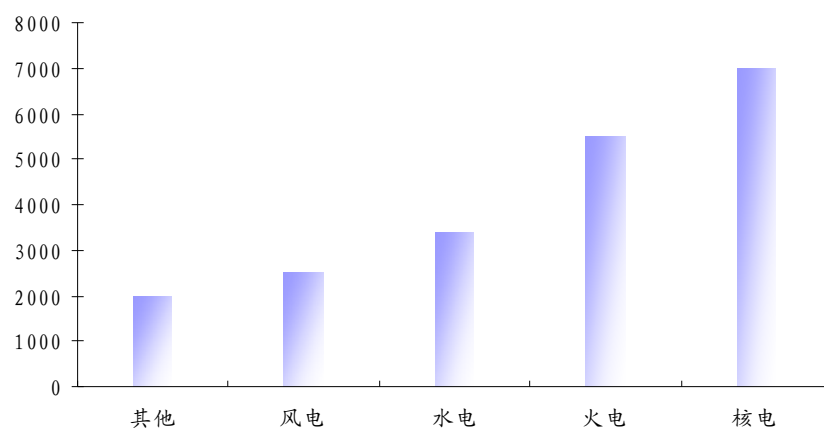
Figure 3 2009 年中国一次能源消费结构



资料来源：国家统计局，世纪证券研究所

Figure 4 各类机组年发电小时比较

单位：小时

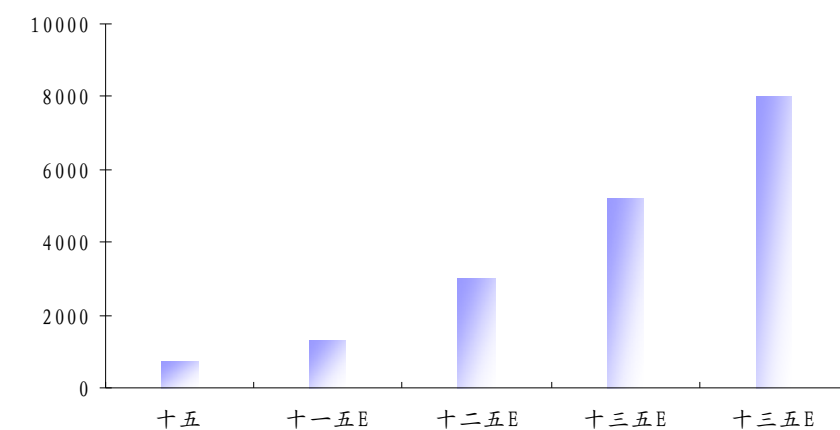


资料来源：世纪证券研究所

目前国家产业政策已从“适度发展核电”转变为“加快推进核电发展”。从目前在建和拟建核电项目来看，已超出《核电中长期发展规划(2005-2020年)》中2020年核电运行装机容量4000万千瓦目标。另外目前全国已有21个省、市提出要上马核电项目，加快了已有计划的进度。我们乐观预计到2020年国内核电运行装机容量近8000万千瓦，将是原规划的两倍，现有机组（908万千瓦）的近9倍。

Figure 5 国内核电建设进度预计

单位：万千瓦

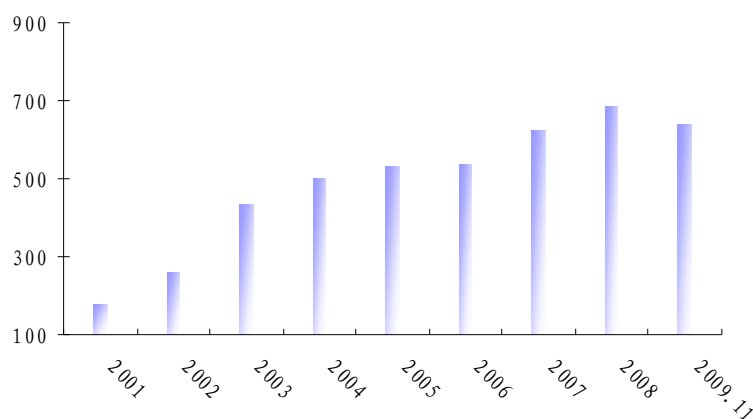


资料来源：核电中长期发展规划、世纪证券研究所

从长期来看，我们认为核电机组投运增加，核电营运市场发展空间广阔。2009 年 11 月，全国累计核电发电量为 638.11 亿千瓦，同比增长 1.75%，与 2001 比较大幅增长，增速达 265.22%。按照目前核电机组发电效率，预计 2020 年，国内核电发电量将超过 5600 亿千瓦时/年，若以目前核电平均上网电价计算（449.24 元/千千瓦），核电上网收入将近 4500 亿元/年。

Figure 6 国内核电发电量

单位：亿千瓦



资料来源：中电联、世纪证券研究所

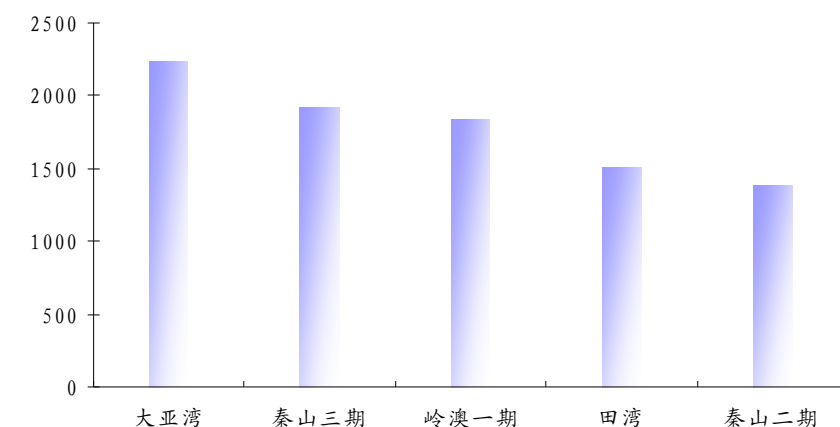
### 核电价格优势渐显，盈利提升空间犹存

#### 技术提升，核电站造价降低

目前国内已全面掌握二代改进型核电技术，并积极引进消化国际先进的第三代核电技术。核电站造价随着核电技术国产化率的提高，逐渐降低。首座完全采用国外设备的大亚湾核电站，造价为 2200 美元/千瓦；

岭澳核电站采用了一部分国产设备，造价为 1760 美元/千瓦；而自主设计的秦山二期核电站（整体国产化率为 55%），造价则降到 1330 美元/千瓦，而同期从国外引进的核电站建造成本约为 2000 美元/千瓦，约高出三分之一。

Figure 7 国内核电站单位投资 单位：美元/kw



资料来源：世纪证券研究所

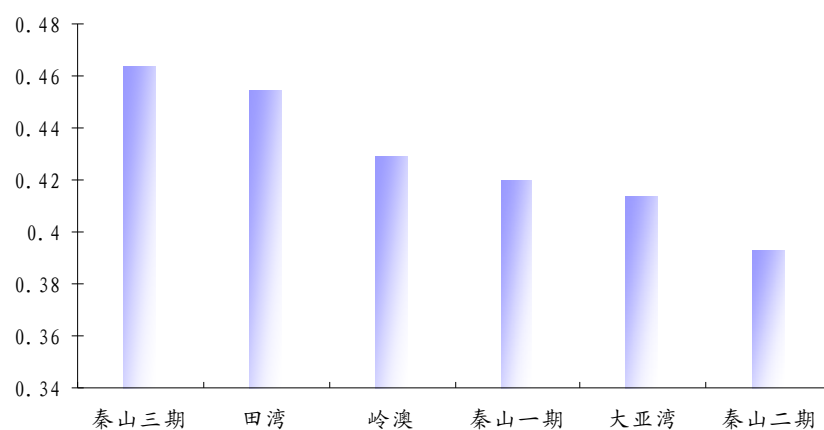
### 核电价格优势渐显

《核电中长期规划》(2005-2020 年)明确指出核电项目建成后要参与市场竞争。“按国家电价改革的方向和有关规定，核电企业可与电力用户签订购售电合同，自行协商电量与电价。

目前核电已初步具备市场竞争力，随着技术的提高，核电竞争力将进一步增强。秦山二期核电上网电价是 0.393 元/千瓦时，已低于同地区的煤电标杆电价（0.4045/千瓦时，脱硫 0.4195 元/千瓦时）。在目前在建核电站中，采用二代改进型技术 CPR1000 核电站的整体国产化率将达 80%以上；采用第三代核电技术的不断引进吸收，机组国产化率亦将逐步从 30%提高至 70%以上，预计 2020 年国内核电设备平均国产化率将达 75%以上。

另外目前环保的排污与超标收费规定，核电比煤电每度电仅少缴纳 1 分 5 厘钱，但如果考虑到能源生产过程对人类健康、环境、气候的损害（即“外部成本”），则煤电产生 CO2 是核电的 95 倍，使其外部成本比核电多 37 倍，即折合每度电需另加 5 分钱（核电电价中则无需额外增加这笔钱）。目前欧洲、日本正在制定在电价中加入 CO2 排放收费的标准。

Figure 8 国内主要核电上网价格 单位: 元/kwh



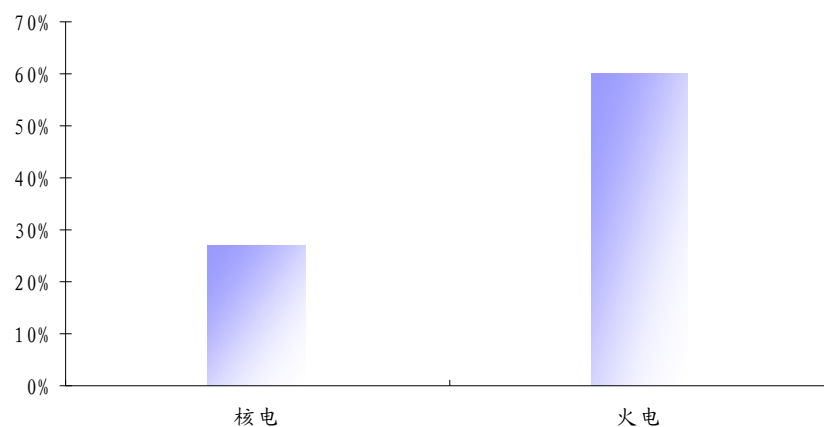
资料来源: 世纪证券研究所

### 盈利提升空间犹存

在核电站发电成本构成中, 维护和运行费用随装机容量增加变化较小, 燃料费用几乎没有变化。装机容量从 60 万千瓦增加到 120 万千瓦, 成本仅增加不到 15%。单机容量越大, 平均成本越低。我们认为随着核电站装机容量及设备国产化率的提升, 核电盈利能力仍有提升空间。

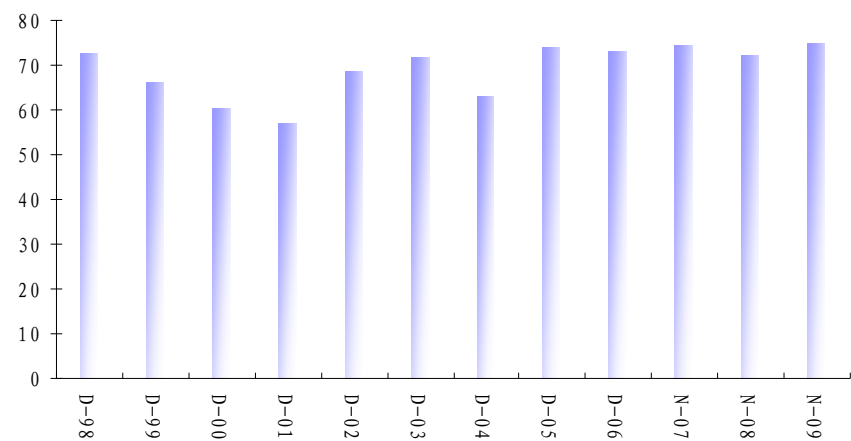
由于核电站一次性投资大, 核电行业负债率较高, 2009 年 11 月, 行业整体资产负债率为 74.93%, 历年平均资产负债率为 69%。考虑到核电燃料费用和运营费用占总投资份额较一般电站小, 相比而言, 在核电站中, 核燃料费只占发电成本的 27%, 而煤等燃料却占火电成本的 60%。另外火电厂由于煤的吞吐量大, 运行维修费也比相同规模的核电厂高。我们认为核电竞争力将随时间推移逐强。

Figure 9 核电和火电燃料成本占比



资料来源: 世纪证券研究所

Figure 10 历年核电行业整体负债率



资料来源：国家统计局、世纪证券研究所

政策扶持核电发展

核电调度享有相对优势

根据《节能发电调度办法（试行）》规定，核电机组在电力调度排序表中占第三位，发电上网调度顺序仅次于可再生能源，优先于燃煤燃油机组。

由于风能和太阳能等可再生能源的能量密度较低，装机容量有限，目前只能作为补充电源使用。而核反应堆停堆比较复杂，按照安全规程不参与日峰谷调峰，正是最为典型的基荷电站。因此核电站最适于充当电网运行的基荷电站。根据发电负荷分配原则，核电机组除特殊情况外，按照其申报的出力过程曲线安排发电负荷。

Figure 11 国内发电机组调度次序

- 1) 无调节能力的风能、太阳能、海洋能、水能等可再生能源发电机组；
  - 2) 有调节能力的水能、生物质能、地热能等可再生能源发电机组和满足环保要求的垃圾发电机组；
  - 3) 核能发电机组；
  - 4) 按“以热定电”方式运行的燃煤热电联产机组，余热、余气、余压、煤矸石、洗中煤、煤层气等资源综合利用发电机组；
  - 5) 天然气、煤气化发电机组；
  - 6) 其他燃煤发电机组，包括未带热负荷的热电联产机组；
- 其中：同类型火力发电机组按照能耗水平由低到高排序，节能优先；能耗水平相同时，按照污染物排放水平由低到高排序；机组运行能耗水平近期暂依照设备制造厂商提供的机组能耗参数排序，逐步过渡到按照实测数值排序，对因环保和节水设施运行引起的煤耗实测数值增加要做适当调整；污染物排放水平以省级环保部门最新测定的数值为准。
- 7) 燃油发电机组。

资料来源：《节能发电调度办法（试行）》



增值税先征后退，鼓励核电发展

2008 年 4 月 10 日，为支持核电发展，财政部和国家税务总局联合下发《关于核电行业税收政策有关问题的通知》，统一明确了鼓励核电发展的税收政策。根据通知，核力发电企业生产销售电力产品，自核电机组正式商业投产次月起 15 个年度内，统一实行增值税先征后退政策，返还比例分三个阶段逐级递减。正式商业投产前 5 年内，可以返还 75% 的增值税。

根据通知，具体返还比例为：自正式商业投产次月起 5 个年度内，返还比例为已入库税款的 75%；自正式商业投产次月起的第 6 至第 10 个年度内，返还比例为已入库税款的 70%；自正式商业投产次月起的第 11 至第 15 个年度内，返还比例为已入库税款的 55%；自正式商业投产次月起满 15 个年度以后，不再实行增值税先征后退政策。

同时，核力发电企业取得的增值税退税款，专项用于还本付息，不征收企业所得税。 通知规定，原已享受增值税先征后退政策但该政策已于 2007 年内到期的核力发电企业，自该政策执行到期后次月起按上述统一政策核定剩余年度相应的返还比例；对 2007 年内新投产的核力发电企业，自核电机组正式商业投产日期的次月起按上述统一政策执行。

积极布局，蓄势待发

积极布局，蓄势待发

目前国内拥有核电开发资质的企业是中核、中广核、中电投三大集团，所有核电项目均由此三大投资主体控股，形成“三足鼎立”格局。其他集团公司主要参股核电站建设。

由于核电站建设周期较长（一般为 4-5 年），目前三大核电集团已积极布局各地核电站，从规划的核电装机容量来看，中广核集团的项目储备相对较多，装机容量达 4650 万千瓦，其次是中电投、中核集团，分别为 2150 万千瓦、2120 万千瓦；其他四大发电集团亦积极参股核电站。

Figure 12 国内发电集团参股一览

| 发电集团         | 参股核电站  | 股权  |
|--------------|--------|-----|
| 中国国电集团公司     | 山东海阳核电 | 5%  |
| 中国华电集团公司     | 福清核电   | 49% |
|              | 三门核电   | 10% |
| 大唐国际发电股份有限公司 | 福建宁德核电 | 49% |
| 中国华能集团公司     | 山东海阳核电 | 5%  |

资料来源：世纪证券研究所



Figure 13 三大核电集团运行及在建和规划核电项目概况

| 集团       | 核电站           |                   | 装机容量<br>(万千瓦) | 规划装机容量<br>(万千瓦) | 技术堆型       | 股权   | 整体国<br>产化率 | 建设与投运时间                   |
|----------|---------------|-------------------|---------------|-----------------|------------|------|------------|---------------------------|
| 中核<br>集团 | 运行            | 浙江秦山一期            | 1 × 30        | /               | CNP300原堆型  | 100% | /          | 1985 - 1994.4             |
|          |               | 浙江秦山二期            | 2 × 65        | /               | CNP-650    | /    | 55%        | 1997.5-2002.4/2004.5      |
|          |               | 浙江秦山三期            | 2 × 72.8      | /               | CANDU-6（加） | /    | /          | 1998.6 - 2002.12/2003.7   |
|          |               | 广东大亚湾             | 2 × 98        | /               | M310（法国）   | 45%  | /          | 1987.8 - 1994.2.5         |
|          |               | 广东岭澳一期            | 2 × 99        | /               | M310（法国）   | 45%  | 30%        | 1997.5 - 2002.5           |
|          |               | 江苏田湾              | 2 × 106       | /               | AES-91（俄）  | /    | /          | 2007.5                    |
|          | 在建<br>及获<br>批 | 浙江秦山一期扩建<br>（方家山） | 2 × 100       | 2 × 100         | CPR1000    | /    | /          | 2013                      |
|          |               | 浙江秦山二期扩建          | 2 × 65        | 2 × 65          | CNP-600    | /    | /          | 2011                      |
|          |               | 福建福清一期            | 2 × 100       | 6 × 100         | M310       | 51%  | >75%       | 2008.11-2013.11/2014.9    |
|          |               | 浙江三门核电一期          | 2 × 125       | 6 × 125         | AP1000     | /    | /          | 2009.4-2013.11/2014.9     |
|          |               | 海南昌江              | 2 × 65        | 4 × 65          | CNP-650    | /    | 100%       | 2014-2015                 |
|          |               | 湖南桃花江             | 2 × 125       | 4 × 125         | AP1000     | /    | /          | 2010.10 - 2015.6/2016.4   |
|          | 合计            | /                 | 2071.6        | 2120            | /          | /    | /          | /                         |
| 中广<br>核  | 运行            | 大亚湾核电站            | 2 × 98        | /               | M310（法国）   | 55%  | /          | 1987.8 - 1994.2.5         |
|          |               | 岭澳核电站一期           | 2 × 100       | /               | M310（法国）   | 55%  | /          | 1997.5 - 2002.5           |
|          |               | 岭澳核电站二期           | 2 × 100       | /               | M310（法国）   | /    | /          | 05.12 - 2010/2011         |
|          | 在建<br>及获<br>批 | 辽宁红沿河核电一期         | 2 × 100       | 6 × 100         | CPR1000    | 45%  | /          | 2007.8-2012               |
|          |               | 福建宁德核电站一期         | 4 × 100       | 6 × 100         | CPR1000    | 46%  | 80%        | 2008.2 - 2012.2/2013.8    |
|          |               | 阳江核电站一期           | 2 × 100       | 6 × 100         | CPR1000    | /    | 83%        | 2008.12-2013.8/<br>2014.4 |
|          |               | 台山核电一期            | 2 × 175       | 6 × 175         | EPR        | /    | >50%       | 2009. - 2013.12/2014.10   |
|          |               | 广西防城港核电一期         | 2 × 100       | 6 × 100         | CPR1000    | 61%  | >80%       | 2009.12 - 2014.8/2015.4   |
|          |               | 湖北咸宁核电            | /             | 4 × 100         | AP1000     | /    | /          | /                         |
|          |               | 江苏第二核电项目          | /             | 4 × 100         | /          | /    | /          | /                         |
|          |               | 安徽芜湖核电项目          | /             | 4 × 100         | AP1000     | 51%  | /          | /                         |
|          | 合计            | /                 | 1946          | 4650            | /          | /    | /          | /                         |
| 中电<br>投  | 在建            | 山东海阳核电一期          | 2 × 125       | 6 × 125         | AP1000     | 65%  | 43%        | 2009.9-2014.5/2015.3      |
|          |               | 江西彭泽核电项目          | 2 × 100       | 8 × 100         | AP1000     | 55%  | /          | 2013                      |
|          |               | 辽宁红沿河核电一期         | 2 × 100       | 6 × 100         | CPR1000    | 45%  | /          | 2007.8-2012               |
|          | 合计            | /                 | 700           | 2150            | /          | /    | /          | /                         |

资料来源：公司网站、世纪证券研究所

### 技术成就未来

从三大核电集团在建核电采用的技术来看，保持发挥自主核电技术优势和吸收引进第三代核电技术并举，以中广核和中核集团为代表；引进和吸收第三代核电技术为主的中电投集团。相比而言，中核和中广核技术优势较为明显。

我们认为目前采用二代改进型技术的在建核电站造价相对较低，盈

利能力相对较强，中广核集团技术成本优势较为明显；若未来第三代核电技术被消化吸收，规模应用，三大集团均将从中受益。中广核在建核电站采用的技术中，50%采用二代改进型技术 CPR1000，其他项目分别为第三代核电技术 AP1000、EPR；中核集团核电项目大多采用自主研发的 CNP 系列技术及第三代核电技术 AP1000；中电投在建控股项目均采用第三代核电技术 AP1000。

### 分享核电收益，优化盈利模式

目前国内暂无核电营运上市公司上市，上市公司主要通过参股核电站，获得投资收益，优化公司盈利模式。从参股核电站情况来看，目前已获得核电站分红的是中能股份（600642），公司参股的秦山核电联营（参股 12%）和秦山核电三期项目（参股 10%），2008 年实现了净利润 8.29 亿元和 9.62 亿元，增加公司投资收益约 2 亿元；其他上市公司参股核电站大多采用第三代 AP1000 技术，由于核电站尚未投产，盈利贡献尚待观察。

Figure 14 国内参股核电上市公司一览

| 上市公司 | 参股核电站        | 参股比例 | 机组容量   | 状态  |
|------|--------------|------|--------|-----|
| 中能股份 | 核电秦山联营（秦山二期） | 12%  | 2×65   | 已投产 |
|      | 秦山第三核电       | 10%  | 2×72.8 |     |
| 赣粤高速 |              | 20%  |        |     |
| 深南电A | 江西彭泽核电       | 5%   | 8×100  | 在建  |
| 赣能股份 |              | 20%  |        |     |
| 皖能电力 | 安徽吉阳核电（拟）    | 49%  | 4×100  | 拟建  |
|      | 安徽芜核电        | 15%  |        | 在建  |

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

### 行业风险提示

- 1) 产业政策扶持力度低于预期；
- 2) 核电站投产速度低于预期。

### 投资策略：展望未来，关注现在

我们预计 2015 年左右国内在建核电站将进入集中投产期，核电运营规模将显著增加，在建核电参股上市公司将进入实质性受益期；就目前来看，位于核电产业链的中游核电设备商将首先受益。建议关注拥有核心技术、具备估值优势的核电设备公司：东方电气（600875）、哈空调（600202），我们分别给予“买入”和“增持”评级。

**东方电气 (600875):**

国内最大的发电设备制造企业之一。业务范围包括：火力、水力、风力、核电、燃气发电设备等研发生产。公司在新能源发电业务仍保持快速增长扩大行业领先优势地位的局面，未来水电和风电业务业绩增长确定，火电设备需求亦将随电力需求恢复维持高水平。

核电项目增长迅速，市场地位优势明显。公司在国内核岛设备市场占有率为 46%，常规岛设备市场占有率为 70% 左右。公司在二代改进型机组竞标中占绝对优势，将充分收益。核电目前正处于订单累积期，2011 年开始进入密集交货期，将成为业绩增长亮点之一；另外 2009 年 11 月，公司通过收购东方重机股权，提高核电装备制造能力。

预计公司 2010 年、2011 年 EPS 分别为 2.58 元、3.3 元，对应动态市盈率分别为 17.09 倍、13.36 倍，估值优势明显，考虑到公司良好的成长性，给予“买入”评级。

**哈空调 (600202):**

公司是全国最大的石化、电站及核电站空气处理机组的生产基地，是生产空冷器的专业化企业。公司已进行超超临界空冷机组空冷岛设计，处于世界领先水平，另外公司成功进入了电网换流站空冷器市场，开辟了全新的利润增长点，目前已经接到两大电网公司订单数千万元。

公司是中国核工业总公司确定的定点生产企业，具备生产核安 II 级设备的资格，是中国唯一有 10 年以上核级空气处理机组和核级风机安全运行经验的企业。产品先后应用于后为秦山核电站一期、二期、田湾核电站、巴基斯坦等核电站。随着我国核电建设规模的扩大，未来核电空冷将成为公司业绩增长的亮点之一。预计公司 2010 年、2011 年 EPS 分别为 0.9 元、1.1 元，对应动态市盈率分别为 22.5 倍、19.3 倍，给予“增持”评级。

Figure 15 重点公司及估值

| 股票代码   | 股票简称 | 2010.1.28<br>收盘价 | PE    |       |      |       |       |       | 投资评级 |
|--------|------|------------------|-------|-------|------|-------|-------|-------|------|
|        |      |                  | 2009E | 2010E | 211E | 2009E | 2010E | 2010E |      |
| 600875 | 东方电气 | 44.08            | 1.95  | 2.58  | 3.3  | 22.61 | 17.09 | 13.36 | 买入   |
| 600202 | 哈空调  | 20.25            | 0.83  | 0.9   | 1.05 | 24.40 | 22.50 | 19.29 | 增持   |

资料来源：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.