

原材料 - 有色

2010 年 8 月 30 日

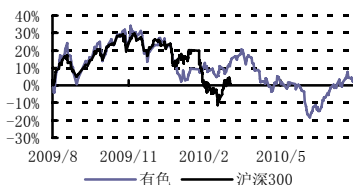
## 重要资料

总股本 (百万股)	98.00
流通股 (百万股)	19.60
募集资金总额	6 亿
行业 PE (X)	100
定价区间 PE (X)	100
第一大股东	成都天齐实业(集团)有限公司
公司网址	http://www.likunda-china.com

## 财务数据

	2007	2007	2009
营业收入 (百万)	306.3	284.7	305.1
增长率%		-7.03	7.15
净利润 (百万)	63.42	43.76	36.48
增长率%		-32.1	-16.9
毛利率%	29.56	23.79	20.00
净利率%	20.71	15.37	11.96
ROE	36.05	21.06	15.36
ROA	25.21	14.68	12.42
资产负债率	38.15	33.58	38.85

## 行业一年期行情比较



表现	1m	3m	12m
有色	9.07%	-2.07%	-7.33%
沪深 300	2.25%	-0.05%	-9.43%

执业证书: S1060200010017

周宽

0755-83199424

zhouchong@csc.com.cn

## 分析师申明

本人,周宽,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。

## 国内最大的电池级碳酸锂生产企业

—天齐锂业 (002466) 新股定价报告

询价区间: 30

定价区间: 70-80

## 预测指标

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	305.13	357.59	448.59	554.59
净利润 (百万元)	36.47	39.49	59.70	83.52
每股收益 (元)	0.50	0.40	0.61	0.85
净利润增长率%	-16.98%	8.3%	51.2%	39.9%
每股净资产 (元)	3.23	8.7	9.3	10.1

资料来源: 世纪证券研究所

■ 公司是目前国内最大的电池级碳酸锂生产企业。国内锂产品领军企业。公司主要产品为工业级碳酸锂、电池级碳酸锂、无水氯化锂、氢氧化锂等,目前拥有合计 8500 吨的锂产品产能,名列国内第一。公司 2009 年实现销售收入 3.05 亿元,净利润 3647 万元。

■ 公司最受关注点在于四川措拉锂辉石矿权及生产的进程。目前公司原材料锂辉石全部由澳矿提供,价格根据市场变化而定。未来,措拉锂辉石矿 2012 年投产将大幅降低原料成本,以目前公司到厂的澳矿 2000 元/吨粗略计算,每生产 1 万吨自给的锂精矿,约增加利润 700 万—1000 万元。

■ 募投项目提升产能。天齐锂业本次募资 2.65 亿元投资于“电池级碳酸锂和无水氯化锂技改项目”和“技术中心扩建项目”,项目建成后电池级碳酸锂、无水氯化锂的产能将分别增加 5000 吨和 1500 吨。

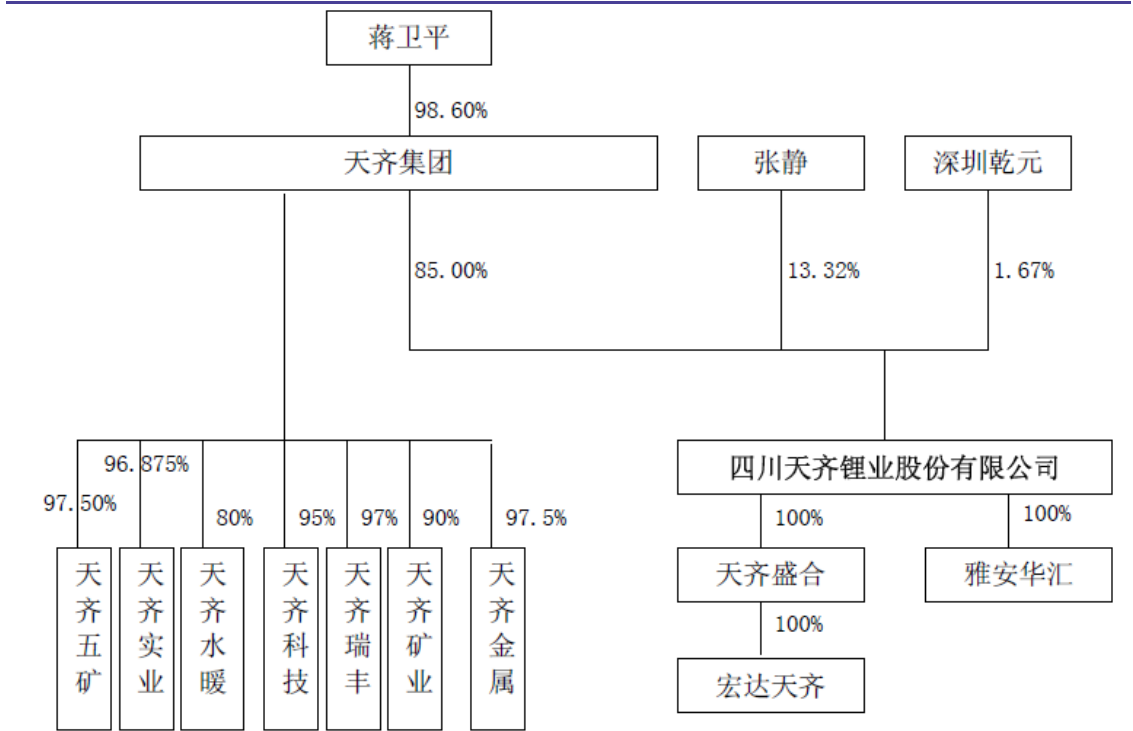
■ 估值。与公司较为相似的上市公司为赣锋锂业,以及涉及锂产业的西藏矿业、中信国安、路翔股份,由于市场对锂电池强烈向好的预期,使各家公司的估值都较高,我们预计以 30 元、90 倍 PE 发行的天齐锂业也会出现较为抢眼的表现,按赣锋锂业的估值计算,公司股价有可能达到 70 元以上。

■ 风险因素: 公司为正极材料公司提供原料,不过,公司对正极材料也有染指的想法,比如磷酸铁锂的小批量生产已在进行中,我们认为或许会对正极材料生产商形成冲击,从而减少对公司材料的订货。另外,碳酸锂企业扩张冲动较强,特别是四川及江西矿石提锂区,对供求关系造成影响,有可能使碳酸锂价格走低。

**公司概况**

公司主要从事锂系列产品的研发、生产和销售，主要产品为“锂坤达”牌工业级碳酸锂、电池级碳酸锂、无水氯化锂、氢氧化锂等四大系列、十多个品种规格的锂产品。公司电池级碳酸锂产品是国家级重点新产品，于2006年11月获得国家科技部、商务部等四部委颁发的《国家级重点新产品证书》。公司是我国目前锂行业中产量和销售规模最大的企业，拥有五项发明专利。公司充分发挥技术创新优势，在生产工业级碳酸锂等基础锂产品的基础上，致力于发展电池级碳酸锂、电池级无水氯化锂等高端锂产品，在我国锂产品产业中具有综合优势。公司前身射洪锂业成立于1995年10月16日。2007年12月，射洪锂业以经四川君和审计的截至2007年11月30日的净资产175,477,974.59元折为发起人股份7,200万元，以整体变更方式设立股份有限公司。

Figure 1 公司实际控制人为蒋卫平



资料来源: 招股书

**公司所处行业背景**

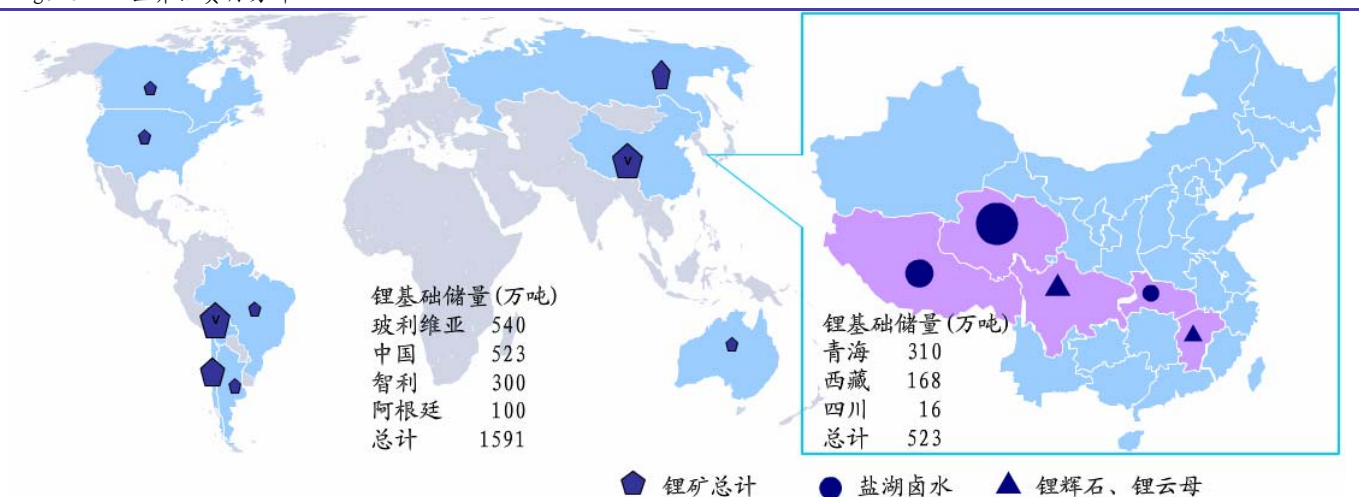
全球已探明的锂资源约90%储存于盐湖卤水中。我国锂矿80%为盐湖卤水锂矿，但由于技术、资源等因素，卤水提锂产量很小。来两年碳酸锂的新增供给主要来自中国。近两年约有5万吨的产能形成，保守考虑，如果高镁低锂盐湖提锂技术不突破，仅国内矿山提锂产能的释放就达到2万吨。

全球已探明的锂资源约90%储存于盐湖卤水中。锂矿分为固体矿和液体矿两大类。固体锂矿分为锂辉石和锂云母两大类。全球锂辉石矿主要分布于澳大利亚、加拿大、津巴布韦、扎伊尔、巴西和中国；锂云母矿主要分布于津巴布韦、加拿大、美国、墨西哥和中国。

我国锂矿80%为盐湖卤水锂矿，但由于技术、资源等因素，卤水提锂产量很小。主要分布于青海和西藏的盐湖中。目前已开始进入盐湖卤水提锂开发领域的有西藏扎布耶盐湖和青海东、西台吉乃尔盐湖。西藏扎布耶盐湖是世界上三个锂资源超百万吨的超大型盐湖之一，其特点是镁锂比例很低，容易分离提取碳酸锂，但自然环境恶劣，海拔高，基础设施极差，开采难度很大。其他盐湖则普遍存在镁锂比例高，分离难度大，开采条件较为恶劣的问题。到目前为止，我国盐湖卤水锂矿的开发还处于初级阶段。

我国锂矿20%为固体矿，资源较为丰富，主要分布在四川、新疆和江西。四川甘孜州甲基卡矿山是世界第二、亚洲最大的锂辉石矿山，探明氧化锂储量92万吨，折合金属锂39万吨。该矿由于地处高原，交通不便，目前开采规模很小。新疆可可托海锂矿经过近50年的开发，资源已基本开采殆尽，矿山已于1999年关闭。江西宜春是重要的锂云母矿产地，已开发多年，开采规模较小，矿石品质较低。

Figure 2 世界锂资源分布



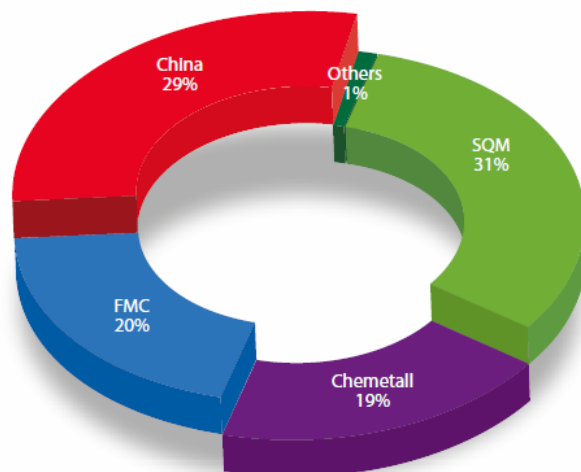
资料来源：招股书

存在两种工艺路线——盐湖提锂和矿石提锂。盐湖卤水提锂成本低，但镁锂比制约产量。盐湖卤水提锂的最主要影响因素有两个：一是盐湖中锂含量的高低，通常盐湖锂含量越高成本越低；二是盐湖中镁锂比，一般镁锂比越小越好。矿石提锂成本略高，但工艺成熟。矿石提锂的产能

主要集中在我国。我国锂行业的主要企业均为矿石提锂企业。在矿石供应方面，我国国内原有新疆、江西和四川三大锂矿产地。其中新疆可可托海锂辉石矿已因开采殆尽而于1999年闭矿；江西宜春系锂云母矿；四川甲基卡矿虽然资源储量丰富，但由于交通不便、基础设施差而未能大规模开采，仅在金川和马尔康等地分别有小规模锂辉石矿生产。目前国内锂辉石矿供应量约为3.6万吨/年左右，远远不能满足各矿石提锂企业生产的需要。

**碳酸锂行业集中度高，前三名占全球70%。**目前全球锂行业集中度非常高，主要产能集中在SQM、FMC和Chemetal1三家手中。以2009年度为例，SQM、FMC和Chemetal1三家锂产品在全球的市场份额约为70%，我国锂产品在全球的市场份额约为29%。

Figure 3 2009年全球锂盐的供给



资料来源：SQM2009年报

**高镁低锂型盐湖大规模工业化开采还有难度，意味着锂的供给仍有限制。**目前全球主要的碳酸锂产能集中于盐湖卤水提锂。盐湖卤水开发通常是对各有用成分进行分别提取，而不是单纯提锂。盐湖卤水提锂的生产成本低，其关键是它的开采、浓缩成本已计入盐湖卤水开发的钾盐及其他产品中。所以，盐湖提锂的成本低廉实际上取决于与钾盐及其他产品共同分摊成本。世界三大盐湖卤水提锂生产企业SQM、FMC和Chemetal1主要以开发条件较好、镁锂比较低的盐湖作为生产基地。如FMC开发的阿根廷翁布雷穆尔托盐湖，其卤水镁锂比为1.2:1，Chemetal1开发的美国银峰盐湖，其卤水镁锂比为1.5:1，SQM开发的智利阿塔卡玛盐湖，其卤水镁锂比为6:1。而玻利维亚的乌尤尼盐湖，含锂量世界第一，但镁锂比高达22:1，SQM、FMC均对其进行过开发尝

试，均未获成功，至今未能实现工业化生产。三大巨头从产品结构来讲，其主要产品是钾肥、硼肥等其他产品，锂产品仅占很小的部分。

Figure 4 SQM 和 FMC 锂产品收入占公司总收入的比例小

年份	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
SQM	7.2%	8.1%	9.1%	12.4%	15.1%	9.7%	8.0%
FMC	7.8%	7.3%	8.1%	7.8%	8.0%	-	-

资料来源：SQM、FMC 历年年报

未来两年碳酸锂的新增供给主要来自中国。近两年约有 5 万吨的产能形成，保守考虑，如果高镁低锂盐湖提锂技术不突破，仅国内矿山提锂产能的释放就达到 2 万吨。实际上近两年中国锂盐供给全球份额不断上升，据 SQM 统计，2008 年中国占 22%，2009 年中国上升到 29%。下图为我们统计各方面资料后所得，中国碳酸锂的产能上升较快，2009 年产量约 2 万吨，估计到 2013 年产量可以增加近 5 万吨。以上统计中包括工业级碳酸锂及电池级碳酸锂，我们判断，从技术角度，工业级碳酸锂提纯到电池级碳酸锂难度并不太大，据了解，成本将上升 3000 元/吨左右，只要需求旺盛，工业级碳酸锂向电池级的转化速度将会较快。从上述不全的统计中，近两年约有 5 万吨的产能形成，考虑到盐湖提锂技术进展不顺，仅国内矿山提锂产能的释放达到 2 万吨。

Figure 5 2009 年我国主要锂产品生产企业碳酸锂实际产量统计一览表

企业名称	产量(吨)	资源	近两年产能增加	目前成本
四川天齐锂业	6000	澳洲锂辉石， 未来增加甲基卡矿	增加5000吨，2012年试车	3万左右
融达锂业（路翔股份）	0	甲基卡矿	增加10000吨，2012年底试车	-
新疆昊鑫锂盐 （原新疆锂厂）	3200	进口澳矿、新疆锂辉石	不详	3万左右
四川阿坝广盛锂业	1500	马尔康自有矿	增加3000吨，2010年底投产	2-2.5万
四川阿坝闽峰锂业	1500	马尔康自有矿为主	增加4000吨，2011年6月份投产	2-2.5万
四川尼科国润锂业（原江西锂厂）	2000	四川马尔康自有矿	增加3000吨，彭山	2-2.5万
江西赣峰锂业	2000	进口卤水	增加2000吨	2.8-3万
四川省集祥锂业	500	进口澳矿和国内采购	不详	3万左右
赣州晶泰（西部资源）	2000	进口矿石	不详	-
白银扎布耶锂业（西藏矿业）	1200	西藏扎布耶盐湖	增加7000吨	1万左右， 目前运输 成本高
青海盐湖（中信国安）	5000	东、西台吉乃尔盐湖	增加5000吨	2万以下
蓝科锂业（盐湖集团）	0	青海察尔汗别勒盐湖	增加5000吨	-

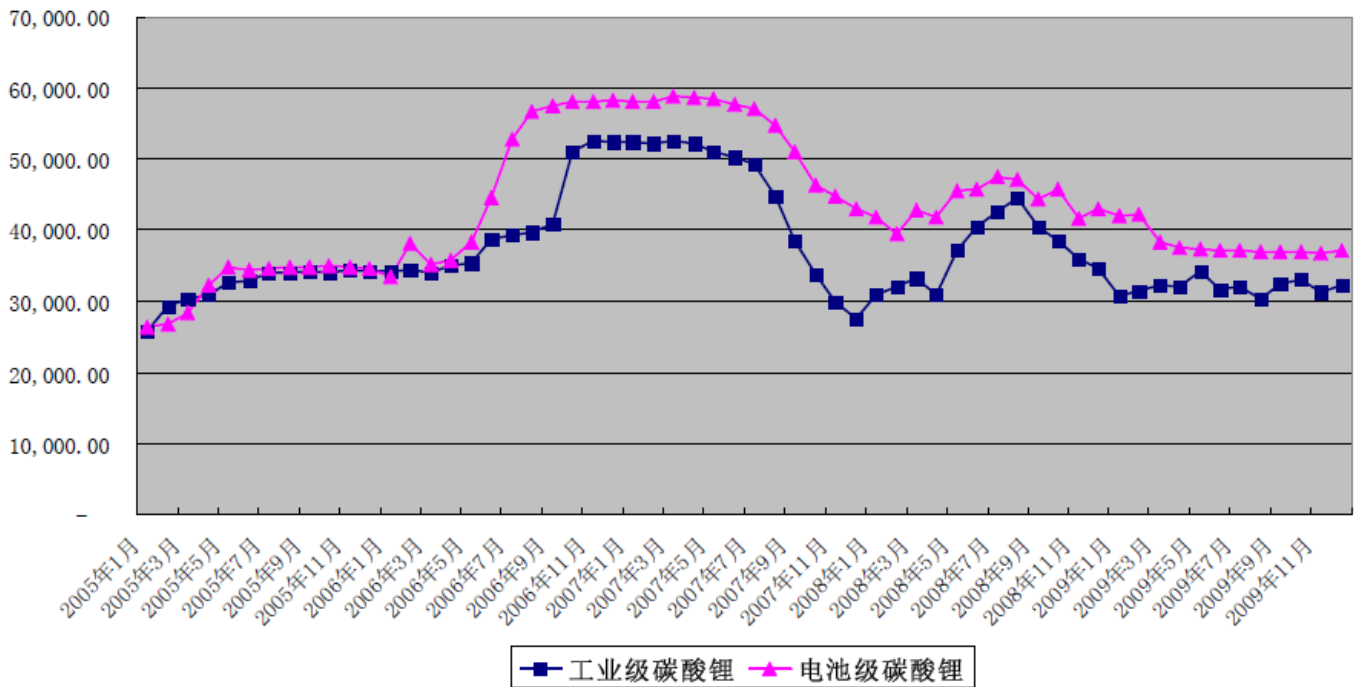


中国合计	25000		中国增加5万吨左右	
SQM (智利)	21300	智利阿塔卡玛盐湖	产能达到40000吨	9000元左右
FMC (美国)	28000	美国银峰盐湖		
Chemetal1 (德国)	23000	阿根廷翁布雷穆尔托盐湖		
全球合计			增加6-7万吨	

资料来源：有色经济研究院、公司年报、世纪证券研究所整理（国内盐湖增量按规划的一半计算）

我们认为，近两年，从新增供给的角度出发，盐湖提锂供给无法快速放大，新增供给主要依靠矿石提锂，四川锂矿区都存在大规模扩张；从新增需求的角度，锂电汽车近两年放量的可能性并不大。预计近两年内供大于求的局面可能会形成，碳酸锂价格难以大幅上涨。不过，每增加100万辆锂电汽车，需要新增3万吨碳酸锂的需求，根据JP摩根预测，未来10年（2010-2020）HEV需求增加迅速，到2020年，将会增长到1128万台/年的市场规模，按这个速度发展下去，预测碳酸锂价格是不不断走高的过程，矿石提锂由于矿山使用年限问题，供给数量存在上限，而盐湖提锂，高镁低锂提取技术何时突破是个问题。

Figure 6 由于自动车需求难以放量，判断碳酸锂价格近两年难以走高



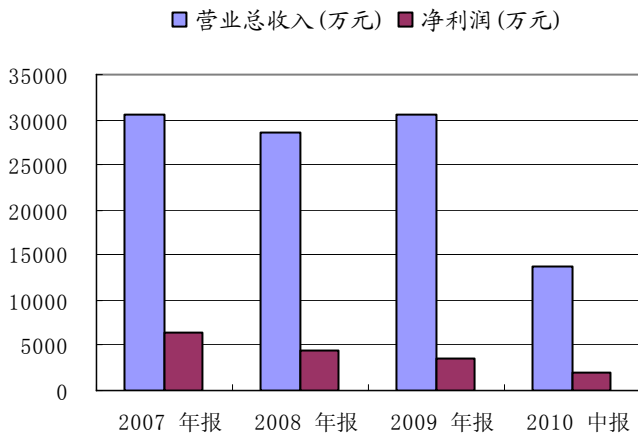
资料来源：WIND 世纪证券研究所

**公司主营业务分析**

公司主要产品已扩充为工业级碳酸锂、电池级碳酸锂、无水氯化锂和氢氧化锂等系列锂产品，成为我国目前规模最大的锂产品生产企业。

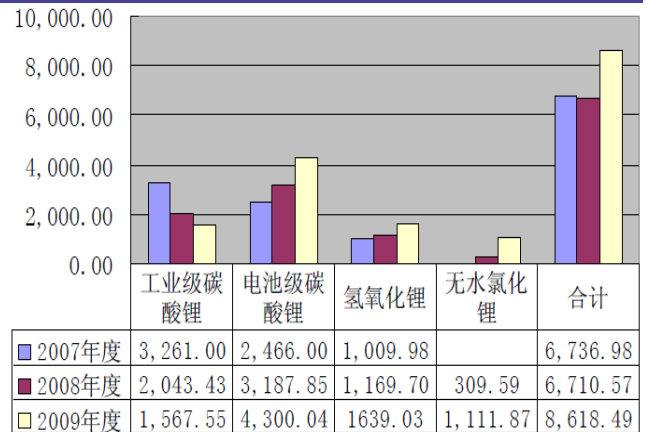
从主营收入及利润增长情况来看，表现并不好，主要与公司主要产品价格近三年为不断走低有关，不过公司电池级碳酸锂的产量不断增加，说明公司产品在向高端走。

Figure 7 主营收入、利润增长情况



资料来源: WIND 世纪证券研究所

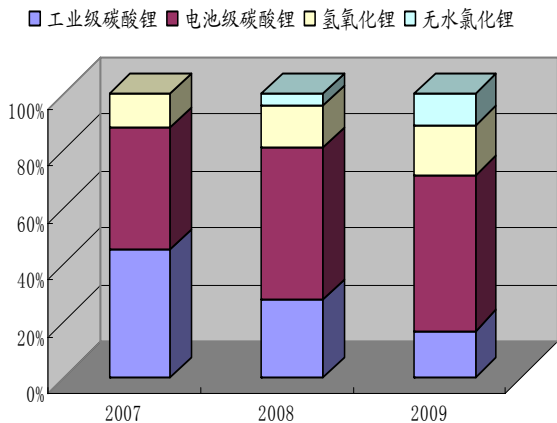
Figure 8 公司产品销量 (吨)



资料来源: WIND 世纪证券研究所

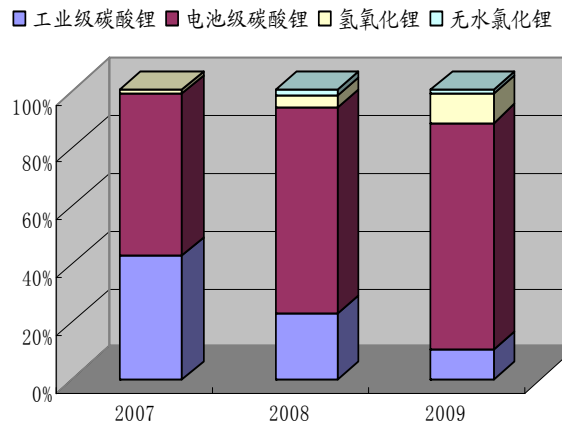
从主营收入占比来看，公司的主要产品是电池级碳酸锂和工业级碳酸锂，2009年这两种产品占总营收69.02%。近三年，工业级碳酸锂占比迅速下降，从2007年的43.2%降至2009年的16.2%。同时，氢氧化锂和无水氯化锂占比逐渐提高，2009年氢氧化锂的占营收比达到17.04%，超过工业级碳酸锂成为第二位。

Figure 9 主营收入占比



资料来源: WIND 世纪证券研究所

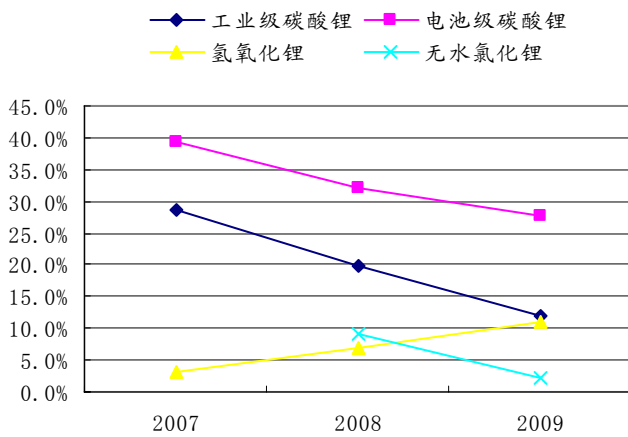
Figure 10 主营利润占比



资料来源: WIND 世纪证券研究所

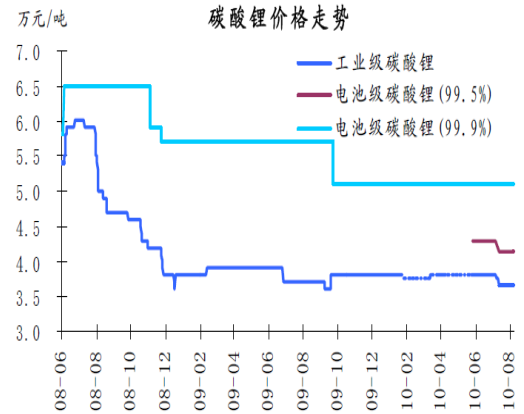
从产品毛利率来看，公司的四种主要产品除氢氧化锂由于成本下降毛利率上升外其余三种产品毛利率均下降明显。这与锂产品的销售价格近三年迅速下滑关系密切。2009年，公司的产品中，电池级碳酸锂毛利率最高，达27.76%，工业级碳酸锂和氢氧化锂毛利率接近分别为12.02%和10.09%，而无水氯化锂毛利率最低，仅2.16%。

Figure 11 公司各产品毛利率变化



资料来源: WIND 世纪证券研究所

Figure 12 碳酸锂价格近三年不断走低



资料来源: WIND 世纪证券研究所

### 成本结构分析

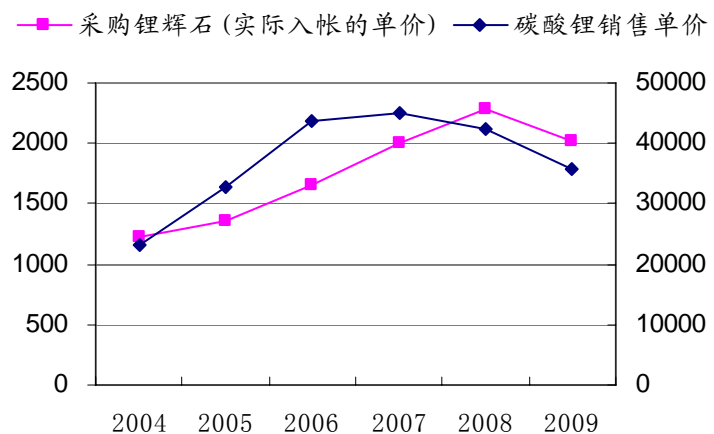
目前公司原材料锂辉石全部由澳矿提供，价格根据市场变化而定。锂辉石是公司主要原材料，报告期内锂辉石全部从澳大利亚塔力森公司进口，已成为塔力森公司锂辉石的最大销售客户。2007年、2008年和2009年，公司锂辉石采购金额分别为13,775.99万元、11,812.66万元和10,708.55万元，占原材料采购金额的比例分别为58.85%、58.81%和61.19%。2008年，公司向塔力森公司进口锂辉石51,823.57吨，约占其总产量的23%，约占其出口中国总量的43%。塔力森公司近年来进行了扩产，其锂辉石产能由2007年的22万吨提升至目前的28万吨左右。公司与塔力森公司于2008年8月签定2009-2011年锂辉石长期采购协议，2009-2011年塔力森公司在每个合同年中至少向公司供应80,000吨规格为SC6.0的锂辉石，其中50,000吨按合同固定价格执行，剩余30,000多吨按该合同年开始前一年的9月30日或之前确定的价格执行。在塔力森公司保证锂辉石供应数量不变的前提下，每年的采购价格根据市场变化情况另行确定。

未来，措拉锂辉石矿2012年投产将大幅降低原料成本，以目前公司到



厂的澳矿 2000 元/吨粗略计算, 每生产 1 万吨自给的锂精矿, 约增加利润 700 万—1000 万元。公司子公司天齐盛合于 2008 年 10 月 17 日以 3,500 万元竞拍获得四川省雅江县措拉锂辉石矿的探矿权。该矿是亚洲最大的锂辉石矿四川甘孜甲基卡矿的一部分。甲基卡锂辉石矿是上世纪 70 年代发现的一个超大型矿床, 该矿区面积 23.54 平方公里。四川省地质矿产勘查开发局 108 地质队《四川省雅江县措拉锂辉石矿地质详查 2009 年度工作报告》显示, 措拉矿区锂辉石矿石量 1,905.43 万吨, 氧化锂资源量 22.34 万吨 (折合金属锂资源量约 9.57 万吨), 平均品位 1.24%, 折合 SC6.0 锂辉石约 372 万吨, 资源储量丰富。措拉矿区锂辉石矿采选条件较好, 可以露天开采。

Figure 13 锂辉石价格跟随碳酸锂价格而变, 有滞后



资料来源: WIND 世纪证券研究所

### 公司竞争力分析

**技术优势——电池级碳酸锂的行业标准由公司主持起草。**公司是四川省高新技术企业、四川省“小巨人”企业、四川省成长型中小企业、四川省创新型培育企业。公司建有省级技术中心, 承担了国家“八五”火炬计划项目。电池级碳酸锂的行业标准由公司主持起草, 并于 2006 年 8 月 1 日开始执行。电池级碳酸锂被列入国家科技部科技型中小企业技术创新基金扶持项目, 于 2006 年 11 月获得国家科技部、商务部等四部委颁发的《国家级重点新产品证书》。

**综合成本优势。**成本控制是锂产品企业综合竞争优势的核心之一, 同时也是体现企业内部管理机制及其运行效果的绩效指标。公司是国内同行业中唯一拥有以锂辉石直接生产工业级碳酸锂、电池级碳酸锂、无水氯化锂和氢氧化锂生产工艺的企业, 可以根据市场需求灵活调节各项锂产

品的生产，从而大大降低生产成本。公司不断改进生产工艺，充分利用系列锂产品在生产工序上的关联性，优化生产流程，提高竞争力。公司通过对各种生产工艺、设备、技术的不断完善和革新，降低单位产品成本，克服主要原材料上涨的压力，保持了较高的盈利能力。

**原料优势。**在锂辉石原材料供给方面，为应对原材料涨价及供应风险，公司除与供货商澳大利亚塔力森公司签订有长期供货协议外，公司已于2008年10月成功取得四川省雅江县措拉锂辉石矿探矿权，已获得勘探许可证，并已进入地质详查阶段。公司长期可持续发展提供充足的原料保障，并显著降低成本。

### 募集资金投向分析

本次募集资金拟投向以下两个项目：

**1、新增年产5,000吨电池级碳酸锂和1,500吨无水氯化锂技改扩能项目。**该项目在公司射洪本部厂区内实施，项目总投资23,630万元，其中固定资产投资18,630万元，流动资金5,000万元，建设期36个月。本项目完全达产后，项目每年将实现销售收入26,217.95万元，利润总额5,142.23万元，净利润4,370.90万元，投资利润率18.50%，所得税前静态投资回收期6.66年，所得税后静态投资回收期6.9年（均含3年建设期）。

**2、技术中心扩建项目。**该项目投资总额2,867万元，建设期12个月。技术中心扩建后将有力提升公司的核心竞争力，提高公司整体盈利能力。募投项目建成达产后公司将形成年产3,000吨工业级碳酸锂、7,500吨电池级碳酸锂、3,000吨无水氯化锂、1,500吨氢氧化锂和200吨金属锂的生产能力，成为全球主要的锂产品生产企业之一。

Figure 14 募股项目投产后增加产能（单位：吨）

	2009年产能	2009销量	产能增加	总产能
工业级碳酸锂	3000	1567	-	3000
电池级碳酸锂	2500	4300	5000	7500
氢氧化锂	1500	1639	-	1500
无水氯化锂	1500	1112	1500	3000
金属锂			200	200
高纯碳酸锂与磷酸二氢锂	-	-	500	500
合计	9100			15700

资料来源：世纪证券研究所整理

### 盈利预测

假设条件:

- 1、工业级碳酸锂及氢氧化锂产量保持不变；电池级碳酸锂未来两年销量分别达到7000吨、9000吨
- 2、产品价格与毛利率水平保持目前水平。
- 3、自有矿2011年无产出，2012年有2万吨锂精矿产出。
- 4、所得税按目前水平计算。
- 5、新产品高纯碳酸锂及磷酸二氢锂按招股书500吨销量计算，随产品规模化及产业化，毛利率不断上升。

Figure 15 盈利预测

	2007 年报	2008 年报	2009 年报	2010E	2011E	2012E
营业总收入(万元)	30631	28477	30513	35759	44859	55459
营业成本(万元)	21576	21703	24410	28566	35263	42349
营业税金及附加(万元)	180	195	232	272	341	403
销售费用(万元)	624	653	735	877	1101	1361
管理费用(万元)	1203	1097	925	1311	1645	2033
财务费用(万元)	136	240	447	100	-500	-500
资产减值损失(万元)	(287)	159	(108)	87	87	87
营业利润(万元)	7200	4431	3872	4546	6923	9726
加: 营业外收入(万元)	100	197	507	100	100	100
减: 营业外支出(万元)	232	40	84	-	-	-
利润总额(万元)	7069	4588	4296	4646	7023	9826
减: 所得税(万元)	726	212	648	697	1054	1474
归属于母公司所有者的净利润(万元)	6475	4393	3647	3949	5970	8352
每股收益(元)	0.66	0.45	0.37	0.40	0.61	0.85

资料来源: 世纪证券研究所

与公司较为相似的上市公司为赣锋锂业，以及涉及锂产业的西藏矿业、中信国安、路翔股份，由于市场对锂电池强烈向好的预期，使各家公司的估值都较高，我们预计以30元、90倍PE发行的天齐锂业也会出现较为抢眼的表现，按赣锋锂业的估值计算，公司股价有可能达到70元以上。

Figure 16 锂相关上市公司估值

	收盘价	09EPS	10EPS 预 测	11EPS 预 测	09PE	10PE 预 测	11PE 预 测
西藏矿业	33.67	0.08	0.21	0.33	433	161	103
中信国安	12.66	0.39	0.30	0.40	32	42	32
路翔股份	33.2	0.17	0.30	0.70	195	111	47
赣锋锂业	64.75	0.45	0.43	0.57	144	151	114
天齐锂业	-	0.37	0.40	0.61	-	-	-

资料来源: WIND 世纪证券研究所

### 风险因素分析

- 1、碳酸锂企业扩张冲动较强，特别是四川及江西矿石提锂区，对供求关系造成影响，有可能使碳酸锂价格走低。
- 2、天齐锂业进军下游正极材料，有可能使目前的客户流失。

---

---

**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.



