

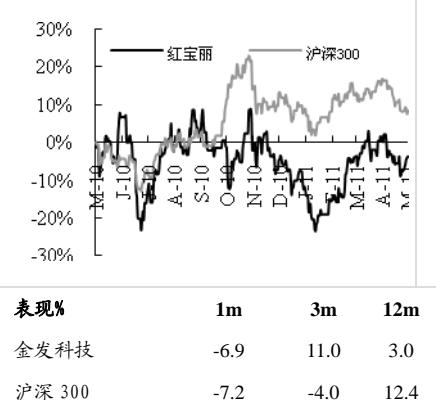


**化工**  
**Chemical**

2011 年 5 月 18 日

市场数据		2011 年 5 月 18 日
当前价格 (元)	15.96	
52 周价格区间 (元)	12.70-18.9	
总市值 (百万)	4021.92	
流通市值 (百万)	3935.79	
总股本 (万股)	25200	
流通股 (万股)	24660	
日均成交额 (百万)	63	
近一月换手 (%)	24.49	
Beta (2 年)	0.65	
第一大股东	江苏宝源投资管理有限公司	
公司网址	www.hongbaoli.com	

**一年期收益率比较**



杨杰

+86 755 83025935

yangjie@jyzq.cn

执业证书编号: S0370511030002

**红宝丽 (002165) 调研报告**  
——产能快速扩张、新材料渐次突破

**评级: 买入**

赢利预测	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入 (百万元)	1387	2145	2901	3537
主营收入增长率 (%)	50.2%	54.7%	35.2%	21.9%
归属于母公司净利润 (百万元)	92	159	274	335
归属于母公司净利润增长率 (%)	-7.8%	73.7%	72.3%	22.3%
每股收益 (元)	0.36	0.63	1.09	1.33
PE	43.9	25.3	14.7	12.0

资料来源: 金元证券研究所

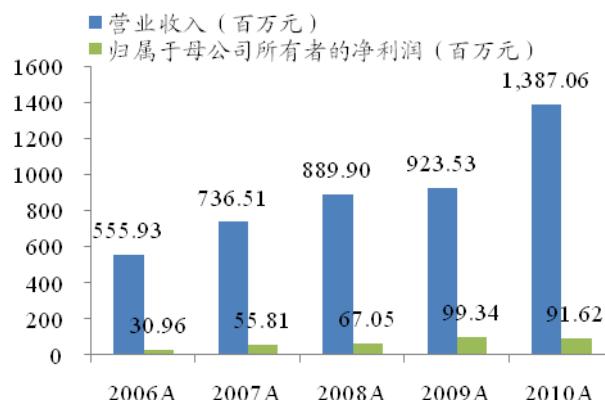
1. 国内硬泡组合聚醚龙头, 产能将提高 67%。公司现有硬泡组合聚醚 9 万吨, 占国内硬泡组合聚醚总产能的 10.6%。公司拟通过增发新建 6 万吨硬泡组合聚醚项目, 将产能提高 67%。一季度公司对硬泡组合聚醚定价机制进行了完善, 考虑了除环氧丙烷以外的原辅料材料如白糖、油料价格变动因素, 公司组合聚醚盈利能力明显好转。
2. 国外经济复苏将拉动公司异丙醇胺出口增长。公司异丙醇胺产能 4 万吨, 是全球产能最大的企业。公司异丙醇胺 70%左右用于出口, 目前出口价格在 2200 美元/吨以上。随着全球经济的复苏, 公司异丙醇胺业务有望大幅好转。随着公司对水泥客户的大力开拓, 预计 2011 年公司水泥外加剂销量有望大幅提高。
3. EVA 胶膜需求有望高速增长, 公司项目将于三季度竣工。我国 EVA 胶膜进口依存度在 60%左右, 随着国内外光伏产业的快速增长, 我国 EVA 胶膜需求将出现爆发式增长。公司 1200 万平米 EVA 胶膜项目预计将于 2011 年 9 月竣工, 项目完全达产后可贡献 EPS0.1 元左右。我们认为, 未来公司 EVA 胶膜产能有望快速扩张。
4. 聚氨酯保温板项目 2011 年中投产, 发展前景广阔。公司 100 万平米聚氨酯保温板项目一期 (50 万平米) 有望近期投产, 我们预计价格 200 元/平方米左右, 毛利率 30%以上。公司通过改变组合聚醚的分子结构, 使得公司聚氨酯保温板达到 B1 级阻燃标准。公司产品质量优势和成本优势明显, 将受益于未来我国建筑节能市场的发展。同时我们认为, 公司保温板产品未来放量仍有待国家政策的推动。
5. 估值。预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.63、1.09、1.33 元, 对应 PE 为 25.3、14.7、12.0 倍。公司硬泡组合聚醚、异丙醇胺的技术优势明显、龙头地位突出, 未来有望持续较快发展。EVA 胶膜和聚氨酯板材将为公司带来广阔的发展前景。给予公司买入评级。

## 公司是国内硬泡组合聚醚龙头

公司是国内硬泡组合聚醚龙头。公司具有硬泡组合聚醚产能 9 万吨、异丙醇胺产能 4 万吨、水泥添加剂产能 1 万吨。公司通过对聚醚分子结构的调整，在不添加阻燃剂的情况下，生产的聚氨酯保温板达到 B1 级阻燃标准。公司 EVA 太阳能电池封装膜项目有望 2011 年 9 月份竣工。

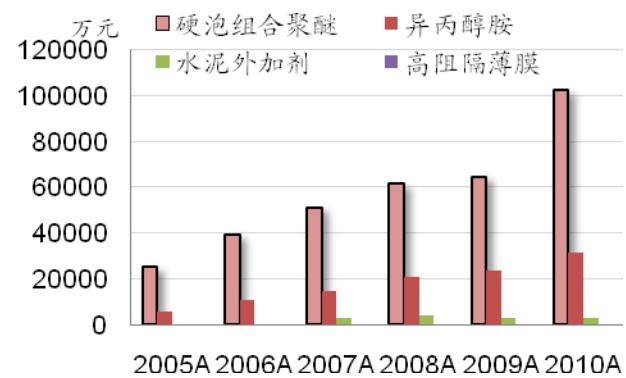
2004-2010 年，公司营业收入复合增长率为 36.8%，归属于母公司股东的净利润复合增长率高达 40.96%。尽管公司 10 年公司毛利率有所下滑，但随着公司定价模式的完善，毛利率正逐步回升。未来，公司硬泡组合聚醚产能的扩张、异丙醇胺产能的释放和聚氨酯保温板、EVA 膜的产业化，公司有望保持较快增长。

**图表 1 公司近年来业绩增长情况**



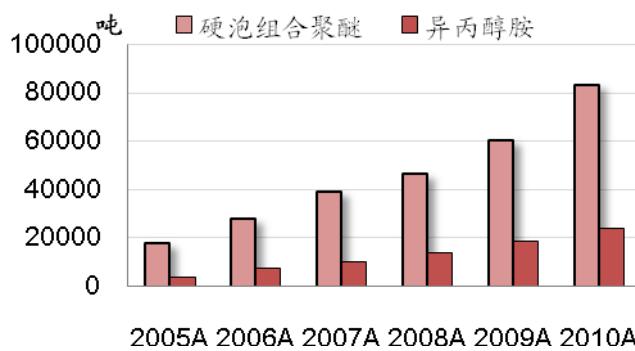
资料来源：wind 金元证券研究所

**图表 2 公司主要业务收入保持快速增长**



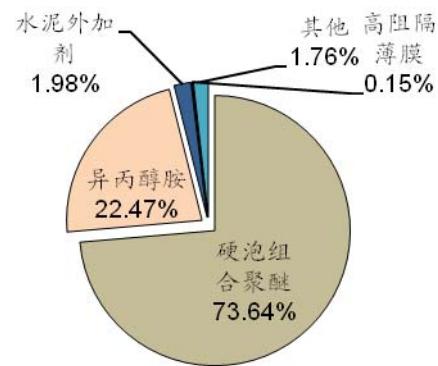
资料来源：wind 金元证券研究所

**图表 3 公司组合聚醚与异丙醇胺销量复合增速高达 36.22% 和 44.02%**



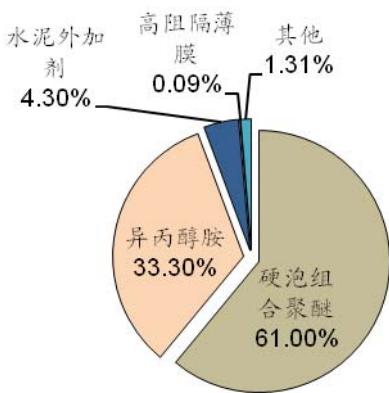
资料来源：金元证券研究所

**图表 4 公司 2010 年主营业务收入构成**



资料来源：wind 金元证券研究所

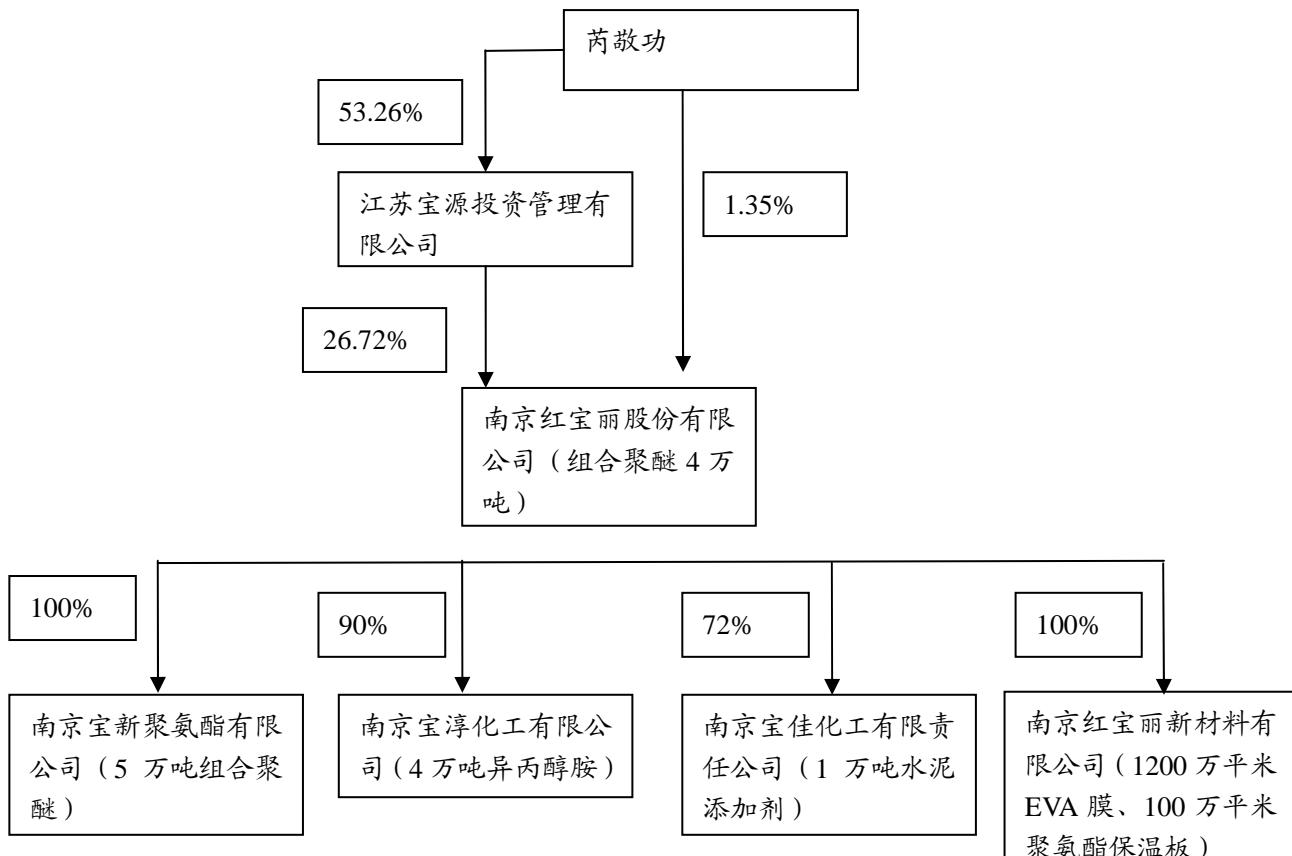
图表 5 公司 2010 年主营毛利构成



资料来源：wind 金元证券研究所

公司实际控制人为芮敬功，通过江苏宝源投资管理有限公司持有公司 26.72% 的股权，此外还直接持有公司 1.35% 的股权。

图表 6 公司股权结构图



资料来源：公司公告

## 组合聚醚需求较快增长，公司产能大幅提升

### 1、全球聚醚供给略有过剩，我国聚醚产能结构性过剩

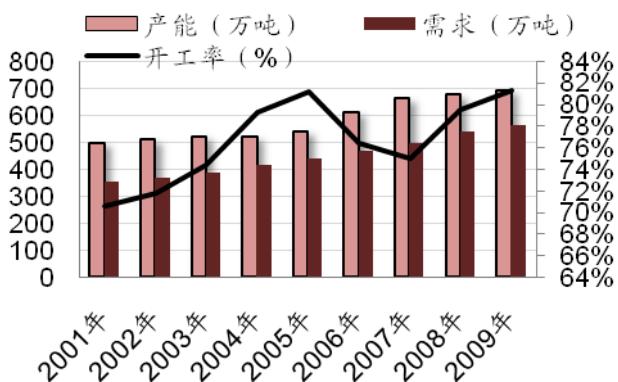
聚醚多元醇是指分子中含有三个或三个以上羟基的醇类，如甘油、三羟甲基乙烷、季戊四醇、木糖醇、山梨醇等。聚醚多元醇可分为三类，分别为聚氧化丙烯多元醇（PPG）、聚合物聚醚多元醇（POP）和聚四氢呋喃型多元醇（PTMEG）。其中我国聚醚多元醇的主要产品为聚氧化丙烯多元醇（PPG）。

全球聚醚总体供略过于求，国际硬泡聚醚主要用于建筑领域。根据不完全统计，09 年全球聚醚多元醇产能 693 万吨，需求 563 万吨，整体开工率大约 80%。2001 年-2009 年，全球聚醚多元醇需求复合增速为 6.07%，保持相对较快增长。全球聚醚主要以生产软泡为主，硬泡主要用于建筑市场。以美国为例，硬泡聚醚占聚醚总需求的 27% 左右，硬泡聚醚的 55% 左右用于建筑领域。

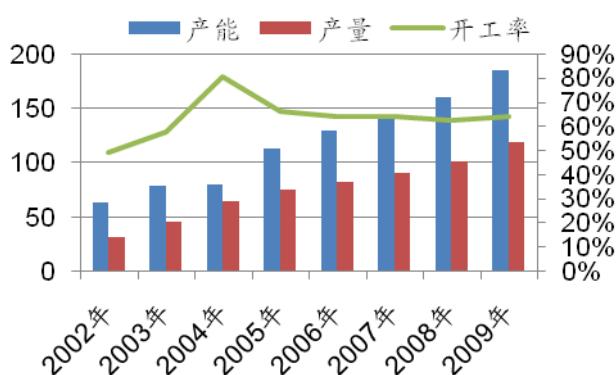
我国软泡聚醚整体过剩、硬泡聚醚供需情况较好。据不完全统计，2009 年我国聚醚多元醇产能 184.6 万吨，占全球产能的 26.64%。2009 年国内聚醚需求 116.59 万吨，2002-2009 年复合增速为 12.7%。我国聚醚产能整体过剩，大量产能集中于低端的软泡聚醚。由于上游原料环氧丙烷短缺和产能过剩，软泡聚醚企业处于盈亏平衡或亏损状态。

2010 年，我国硬泡组合聚醚产能为 85 万吨（09 年 59.1 万吨），产量达 63 万吨。我国硬泡组合聚醚供需状况较好，存在部分进口。近年来，我国硬泡组合聚醚下游需求快速增长，行业发展形势相对乐观。

图表 7 全球聚醚多元醇供略过于求



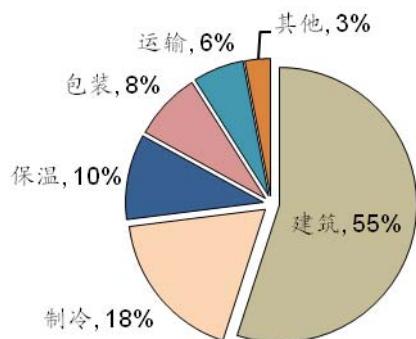
图表 8 受软泡聚醚产能过剩影响，我国聚醚多元醇开工率整体偏低



资料来源：金元证券研究所

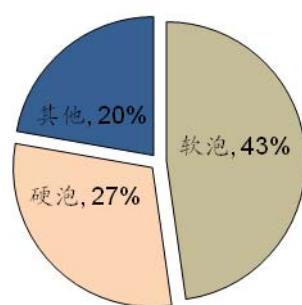
资料来源：金元证券研究所

图表 9 建筑市场是美国最大的硬泡聚醚应用市场



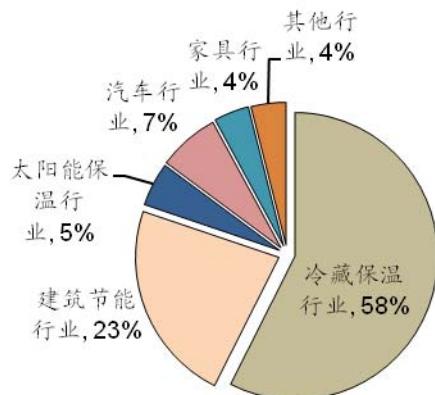
资料来源：金元证券研究所

图表 10 美国硬泡聚醚需求占比 27%



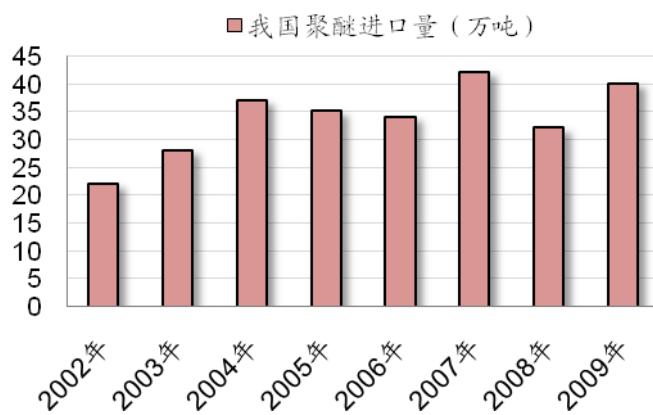
资料来源：金元证券研究所

图表 11 我国硬泡聚醚主要下游为冷藏保温行业



资料来源：金元证券研究所

图表 12 我国聚醚多元醇产品结构不合理，部分高端产品和硬泡聚醚需要进口



资料来源：金元证券研究所

## 2、国内硬泡聚醚需求增速有望保持 15%左右

我国冰箱、冰柜行业回归平稳增长，对硬泡组合聚醚需求增速 15%左右。冰箱、冰柜等冷藏行业是硬泡聚醚最大的下游市场，2001-2010 年，我国冰箱（柜）对硬泡组合聚醚需求的复合增速高达 20%。2010 年我国冰箱、冰柜产量分别为 7300 万台和 1709 万台，同比增长 23.1% 和 35.92%。11 年前 4 个月，我国冰箱、冰柜销量增速有所下滑。我们预计，即使考虑到冰箱（柜）产量增速周期性下滑因素，未来 5 年我国冰箱冰柜产量增速有望保持接近 15%。此外，冰箱逐步向节能变频、大容量、多间室的方向发展，我们预计国内冰箱冰柜对硬泡聚醚的需求增速略在 15%左右。

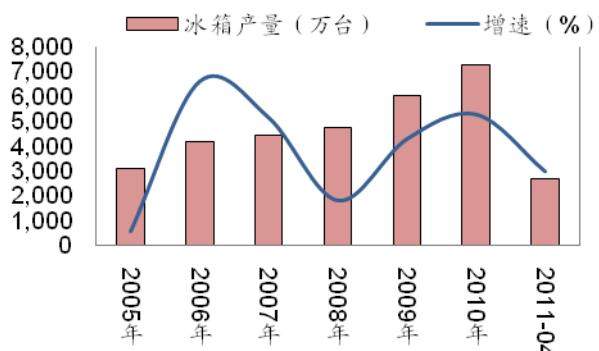
按每台冰箱消耗组合聚醚 3.05kg、每台冰柜消耗组合聚醚 4.2kg 计算，估算 2010 年我国冰箱（柜）消耗硬泡组合聚醚 29.45 万吨，占国内硬泡组合聚醚产量的 46.75%。预计 2015 年我国冰箱（柜）对硬泡组合聚醚需求达到 59.23 万吨，大约为 10 年需求量的 2 倍。

**冷链物流领域对硬泡组合聚醚需求增速 30%以上。**据统计，我国果蔬、肉类、水产品流通腐损率分别达到 20-30%、12%、15%，仅果蔬每年损失大 1000 亿元以上。随着农产品价格的不断上涨，国家对冷链物流重视程度不断提高。一般来说，每个冷藏集装箱消耗组合聚醚 160kg，09 年我国冷藏集装箱消耗组合聚醚 0.84 万吨。我们预计在国家政策的大力推动下，未来几年内我国冷藏集装箱和冷藏车领域消耗的硬泡组合聚醚增速在 30%以上。

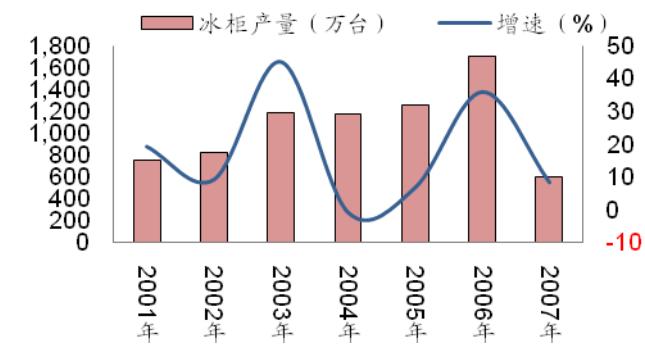
**建筑保温市场有待启动，潜在市场广阔。**在发达国家，55%的硬泡组合聚醚应用于建筑节能领域；而我国比例仅在 22%左右。目前我国建材及建筑的能耗占能源总消耗的 47.3%，建筑节能市场发展空间巨大。我们认为，一旦国家政策到位，建筑领域对组合聚醚的需求将出现爆发式增长。

此外，太阳能保温、汽车部件行业对硬泡聚醚需求呈较快增长的态势。

图表 11 05-10 年我国冰箱产量复合增速 18.64%



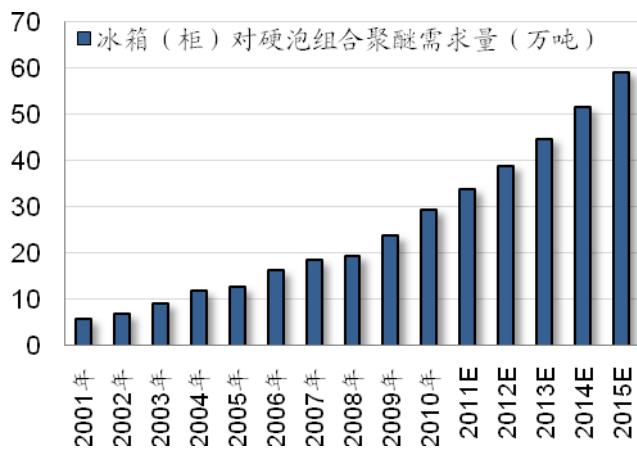
图表 12 05-10 年我国冰柜产量复合增速 17.94%



资料来源：wind

资料来源：wind

图表 13 2001-2010 年冰箱(柜)对硬泡组合聚醚需求 增速 19.81%，2015 年需求量将是 2010 年的 2 倍 图表 14 红宝丽硬泡组合聚醚销量增速明显高于行业增速，公司行业龙头地位不断强化



资料来源：金元证券研究所



资料来源：金元证券研究所

### 3、公司硬泡组合聚醚产能将增加 67%、盈利能力明显好转

国内硬泡组合聚醚龙头，产能将大幅提高 67%。公司目前具有硬泡组合聚醚产能 9 万吨，占国内硬泡组合聚醚总产能的 10.6%。2010 年公司销量达到 8.32 万吨，在国内冰箱(柜)、冷藏集装等冷藏领域的市场占有率达到 27.9%，公司龙头地位十分突出。公司拟增发 1700 万股，发行价格不低于 15.11 元，募集资金 2.46 亿元，新建 6 万吨环保型聚氨酯硬泡聚醚技术改造项目。公司计划增发项目在 2011 年上半年建成，届时公司组合聚醚产能将提高至 15 万吨。

硬泡组合聚醚盈利能力逐步好转。2010 年，公司在实现收入增长 50.19% 的同时利润略有下滑，主要在于：1) 白糖、油料等辅料价格大幅上涨，而成本未能转嫁。公司聚醚定价模式为：本月聚醚产品价格 = 上月环氧丙烷平均价格 \* 系数 + 加工费，2010 年产品定价时不考虑辅料价格变动因素，而 2010 年下半年主要原辅料价格涨幅较大；2) 2010 年上半年产能紧张（5 万吨聚醚项目系 10 年中投产），公司外购了 1 万多吨单体聚醚，降低了产品毛利率。

今年以来，公司在产品定价时考虑了辅料价格变动因素，辅料价格波动对毛利的负面影响大幅下降。其次，随着公司聚醚产能的扩张，今年不再外购单体聚醚，可部分降低生产成本。再次，我国环氧丙烷 70% 用于生产聚醚，而主要下游软泡聚醚大多处于盈亏平衡或亏损的状态，对环氧丙烷涨价接受能力较弱。目前环氧丙烷价格接近 08 年高点，未来价

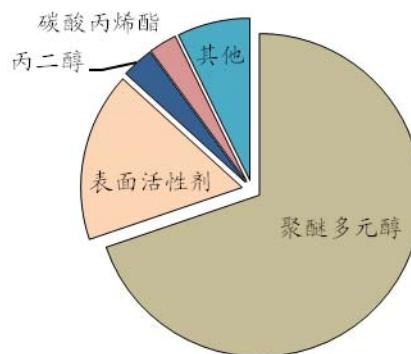
格上涨速度或将相对平缓。最后，白糖和油料价格已出现下滑趋势，未来生物基多元醇添加比例将有所提高。今年以来，组合聚醚的加工费提高了 1000 元/吨左右。与之相应的是，公司一季度综合毛利率达到 17.88%，环比提高 3.5 个百分点。

#### 4、公司组合聚醚技术优势突出，服务下游龙头企业

公司产品定位较高，主要集中于冰箱、冰柜等高端市场。公司覆盖了全国市场，美的、海信、三星、新飞、美菱、康佳、中集等主流冰箱（柜）、冷藏集装箱企业都是公司的客户。此外，还进入了国际冰箱企业和太阳能热水器市场，开发了皇明太阳能和 AO 史密斯等客户。公司行业地位突出，在 2007 年参与制订《建筑板材用聚氨酯硬质泡沫塑料国家标准》后，2008 年起又牵头起草《冰箱、冰柜用硬质聚氨酯泡沫塑料国家标准》、《太阳能热水器用聚氨酯硬质泡沫塑料国家标准》。

公司的技术优势主要表现在 CFC-11 替代技术的开发能力、特种聚醚多元醇的开发能力、生物基多元醇开发能力、快速脱模组合聚醚的开发能力、优化性价比的开发能力、高阻燃型板材的开发能力等。公司在个性化服务能力、新产品协同开发能力等方面优势突出。如公司通过技术攻关，降低了冰箱聚氨酯中聚醚和 MDI 的比例，降低了冰箱企业的生产成本。通过将冰箱脱模时间从行业平均 6 分钟降低至 3 分钟，提高了冰箱企业的生产效率。公司通过提高生物基多元醇使用量，公司聚醚原料中环氧丙烷比例可降至 50-70%。尽管 2010 年由于生物基多元醇原料价格上涨导致环氧丙烷用量比例较高，但公司未来仍可根据原料价格的相对波动灵活调整原料构成，从而获得相应的成本优势。

图表 15 大约 70% 的环氧丙烷用于生产聚醚多元醇



资料来源：金元证券研究所

图表 16 国内部分硬泡组合聚醚企业基本情况

	产能(万吨)	销量(万吨)	主要市场	供应区域
红宝丽	9	8.3	冰箱、冷柜	全国
万华容威	3	2.8	冰箱	华南
山东联创	2	2	太阳能、建筑保温	华北、华东
东大聚合物	3	1.8	冰箱、太阳能	华东、华北
绍兴恒丰	3	1.5	冰箱、太阳能	华东、华南
光阳实业	2	1.5	冰箱	华中
广州朗腾	2	1.2	冰箱	华南
天津天寰	3	1.2	冰箱	华东、华南

资料来源：环球聚氨酯网 金元证券研究所

### 全球异丙醇胺龙头，将受益国际市场复苏

异丙醇胺是一异丙醇胺(MIPA)、二异丙醇胺(DIPA)、三异丙醇胺(TIPA)的统称，其中一异丙醇胺主要用于合成洗涤剂、表面活性剂，二异丙醇胺用于石油天然气脱硫，三异丙醇胺用于水泥外加剂。异丙醇胺具有性能优异、环保性能强、亲和性好等特点。

公司异丙醇胺产能 4 万吨，位居全球第一。2010 年，公司异丙醇胺销售量 2.38 万吨，预计 2011 年公司产量有望达到 3 万吨以上。2010 年，公司 67.42% 的异丙醇胺用于出口，主要竞争对手为巴斯夫、陶氏、朗盛等国际知名企业。近年来，几家异丙醇胺巨头均未进行产能扩张。

公司采用独有的连续高压超临界法工艺，产品质量和能耗水平优于其他工艺。公司一异、二异、三异的组成比例基本为 1:1:1，产品构成可调。随着国外经济的逐步复苏，预计将显著拉动公司异丙醇胺出口。从 09 年开始，公司加大对国内市场的宣传与引导，国内销售比例逐步提高。

公司水泥外加剂销量有望增长 70%。公司现有 1 万吨水泥添加剂产能，10 年销量 3300 吨左右。水泥添加剂是三异丙醇胺的下游产品，毛利率高达 36%。三异丙醇胺主要提高水泥球磨效率、降低能耗和增加水泥强度。在国外，大约 70-80% 的水泥生产采用了水泥外加剂，而三异丙醇胺逐步替代了三乙醇胺在水泥外加剂领域的主导地位。一般来说，三异丙醇胺的平均耗用量为水泥产量的万分之二，目前我国水泥产量 15.2 亿吨，三异丙醇胺的理论市场空间为 30.4 万吨。而实际上，我国三异丙醇胺在水泥中的用量在 2 万吨左右，预计随着水泥行业节能减排政策要求的提高，未来三异丙醇胺的下游需求有望大幅增长。公司近年来开发了华润水泥、华新、盘固、台泥、南京小野田、广西鱼峰、浙江金元和山东山铝等水泥生产知名企业，预计公司 11 年水泥添加剂销量同比提

高 70% 左右。

**图表 16 异丙醇胺种类和应用情况**

类别	应用领域	特殊性能/结构	独特作用
一异丙醇胺	表面活性剂、合成洗涤剂	具有较强的浸润性、分散性，且碱度较小	对人体无毒副作用，刺激性更小，并具有较强的去油、去污、增粘作用
二异丙醇胺	石油及天然气炼制脱硫剂	对烃的溶解性低，具有较强的吸收性	可以有效降低胺溶剂损失和脱除硫氧碳
三异丙醇胺	水泥及混凝土外加剂、合成树脂、聚氨酯助剂	具有较好的分散性	可以有效提高水泥及混凝土的生产效率和后期强度，并能有效降低产品成本

资料来源：金元证券研究所

### 太阳能电池 EVA 封装胶膜需求高速增长，公司项目将于 9 月竣工

EVA 胶膜一种热熔粘接胶膜，用 EVA（乙烯-醋酸乙烯共聚物）为主要原料，添加各种助剂后，加热挤出成型的产品。EVA 胶膜经一定条件的热压便发生熔融粘接与交联固化，具有寿命长、高透明度、耐候性强的特点。EVA 胶膜受太阳能电池拉动而快速发展，我国从 09 年开始实现 EVA 胶膜的国产化，目前仅有少数厂商生产。目前我国 EVA 膜主要依赖进口，进口依存度在 60% 左右。

EVA 膜需求将高速增长。2010 年，全球光伏装机容量为 14GW，欧洲光伏产业协会（EPIA）预计 2015 年全球光伏装机容量将达到 130-200GW，复合增长率达到 56% 以上。2010 年我国光伏装机量 380MW（出货量达到 8GW），预计到 2015 年有望达到 6GW 左右，复合增长率高达 70% 以上。目前太阳能背板分 TPT 和 PTE 两种，其中 TPE 在粘结强度、介电性能、输出功率等方面优于 PTE，同时具备价格优势。我们预计，未来 PTE 有望成为太阳能背板的主流。EVA 胶膜是 TPE 膜中的第三层。2009 年我国 EVA 胶膜消费量 8000-9000 万平方米，预计未来复合增长 40% 以上。

公司 EVA 胶膜项目产能 1200 万平米，将于 2011 年 9 月底竣工，四季度可投产。公司 EVA 胶膜项目明年可贡献利润，估计售价 20 元/平方米左右，比进口的 30 多元/平方米有价格优势。我们预计公司 EVA 膜毛利率 25% 以上，完全达产后可贡献 EPS0.1 元左右。

## 公司聚氨酯保温板技术优势突出、2011 年中投产

聚氨酯保温板技术优势突出。公司通过调整聚醚分子结构，实现了在不添加阻燃剂情况下的高效阻燃。公司聚氨酯保温板阻燃等级已达到 B1 级，在 2000 度以上不燃烧、不变形，明显优于添加阻燃剂的聚氨酯板材（仅耐 400-500 度高温）。公司产品安全性能已达到国际先进水平，由于不需要添加阻燃剂，公司聚氨酯保温板成本相对要低。

公司 100 万平米的聚氨酯保温板项目（其中一期 50 万平米）预计将于 2011 年年中投产。预计产品价格 200 元/平方米左右，毛利率 30% 以上。我们认为，未来建筑保温市场发展空间巨大，但市场启动仍需相应政策推动。短期内公司聚氨酯保温板对业绩贡献有限，但长期发展前景和战略价值十分突出。我们预计公司 2015 年聚氨酯保温板产能有望提高至 1000 万平米。

## 估值

不考虑增发摊薄因素，我们预计公司 2011-2013 年 EPS 为 0.63、1.09、1.33 元，按最近 15.96 元的收盘价，对应 PE 为 25.3、14.7、12.0 倍。我们认为，公司硬泡组合聚醚、异丙醇胺的技术优势明显、龙头地位突出，未来有望持续较快发展。EVA 胶膜和聚氨酯板材将为公司带来广阔的发展前景。鉴于公司未来成长性突出，我们给予公司买入评级。

## 风险

原材料价格波动风险、人民币升值风险、聚氨酯保温板市场开拓风险。

图表 17 公司估值基本假设

		2010A	2011E	2012E	2013E
硬泡组合聚醚	销量 (吨)	83207	100000	122000	150000
	价格 (万元/吨)	1.23	1.55	1.58	1.58
	毛利率	13.6%	14.8%	15.2%	15.2%
异丙醇胺	销量 (吨)	23819	31000	40000	45000
	价格 (万元/吨)	1.31	1.60	1.65	1.68
	毛利率	24.4%	25.0%	26.1%	26.2%
水泥添加剂	销量 (吨)	3370	5729	7500	9000
	价格 (万元/吨)	0.816	0.92	0.92	0.92
	毛利率	35.6%	34.8%	34.8%	34.8%
聚氨酯板材	销量 (万平米)		10	35	50
	价格 (元/平米)		200	200	200
	毛利率		35%	35%	38%
EVA 膜	销量 (万平米)			740	960
	价格 (元/平米)			20	20
	毛利率			25%	25%

资料来源：金元证券研究所

图表 18 公司利润表预测

会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1387	2145	2901	3537
营业成本	1159	1763	2348	2860
营业税金及附加	3	4	5	7
销售费用	30	48	65	80
管理费用	56	92	125	152
财务费用	22	28	15	18
资产减值损失	2	6	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>117</b>	<b>204</b>	<b>344</b>	<b>420</b>
营业外收入	7	0	0	0
营业外支出	2	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>121</b>	<b>204</b>	<b>344</b>	<b>420</b>
所得税	23	35	55	67
<b>净利润</b>	<b>98</b>	<b>169</b>	<b>289</b>	<b>353</b>
少数股东损益	7	10	14	18
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>92</b>	<b>159</b>	<b>274</b>	<b>335</b>
EBIT	139	227	356	435
EPS (元)	0.36	0.63	1.09	1.33

资料来源：金元证券研究所

**金元证券行业投资评级标准:**

增持: 行业股票指数在未来 6 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6 个月内明显弱于大盘。

**金元证券股票投资评级标准:**

买入: 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 15%以上;

增持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 5%~15%;

中性: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -5%~+5%;

减持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -5%~-15%。

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究，对公司的投资价值做出的评判，谨代表金元证券研究所的观点，投资者需根据情况自行判断，我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务，如果报告中的具体情况发生了变化，我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可，严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2011. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.