

买入

2024年7月26日

FSD 推进加速，期待 Cybercab 与新车发布

- **2024 财年第二季度业绩情况：**2024 年第二季度交付量同比减少 5%至 44.4 万台；产量同比减少 14%至 41.1 万台。Q2 总收入为 255.00 亿美元，同比增加 2%，低于市场预期。汽车业务收入为 198.78 亿美元；发电与储能业务收入为 30.14 亿美元，储能系统部署为 9.4GWh。运营利润率为 6.3%，同比下降 3.33 个百分点；净利润为 14.78 亿美元，同比减少 45%。季度末现金及现金等价物为 307.20 亿美元，其中自由现金流为 13.42 亿美元。
- **汽车毛利率较上季度维持在 18.5%：**汽车业务毛利率为 18.5%。剔除 ZEV Credit 贡献的 8.90 亿美元后，汽车业务毛利率为 14.6%，主要由于：1) 降价销售，公司为达既定的销量目标开启了多轮降价销售，ASP 因此下降；2) 柏林工厂正在升级新版 Model 3 的产线；3) 交付量下降。
- **储能业务毛利保持稳定，4680 电池产能持续爬坡：**Q2 储能业务毛利率维持在 24.6%，美国工厂还在爬坡，上海工厂的建设应该可以带来双倍甚至三倍的产能提升。虽然订单积压很多，但是公司表示由于铺设遇到的挑战阻力，收入可能会有季度出现下滑。4680 电池环比增长 50%以上，并且成本继续得到改善，股东大会上特斯拉透露，4680 电池成本目前高于供应商的三元电池，预计今年年底实现成本平价。4680 电池干法正极工艺取得突破，公司计划在年底前量产装车干法正电极的 4680 电池。
- **FSD V12 累计里程超过 6 亿英里：**截至第二季度，FSD V12 累计里程超过 6 亿英里，里程数直线增长。现在公司的神经网络训练服务器有接近 40,000 张 H100 级别的算力，今年年底预计总共会达到接近 90,000 张 H100 级别的算力。
- **目标价 290.00 美元，维持买入评级：**预计未来三年公司交付量为 182.0 万/230.1 万/290.8 万台，收入预测为 1033 亿/1335 亿/2002 亿美元。采用 DCF 估值（WACC 12%，永续增长率 3%），求得合理股价应为 290.00 美元，比当前股价高出 31.67%，维持买入评级。
- **风险提示：**新工厂和 4680 电池量产不达预期、供应链及物流影响、FSD 大规模推送时间延迟、持续降价影响。

李京霖
852-25321957
Jinglin.li@firstshanghai.com.hk
李倩
852-25321539
Chuck.li@firstshanghai.com.hk
陈晓霞
852-25321956
xx.chen@firstshanghai.com.hk
主要数据

行业	汽车
股价	220.25 美元
目标价	290.00 美元 (31.67%)
股票代码	TSLA
总股本	31.89 亿股
市值	7024.21 亿美元
52 周高/低	278.98 美元/ 138.80 美元
每股账面值	20.84 美元
主要股东	Elon Musk 12.89% Vanguard 7.31% 贝莱德 5.90% 道富 3.50% Geode Capital 1.78%

盈利摘要

截至12月31日止财政年度	22年历史	23年历史	24年预测	25年预测	26年预测
总营业收入 (美元百万元)	81,462	96,773	103,282	133,527	200,195
变动	51.35%	18.80%	6.73%	29.28%	49.93%
Non-GAAP 净利润	14,116	10,882	9,949	16,387	30,524
Non-GAAP 每股盈利	4.07	3.12	2.85	4.65	8.56
变动	80.06%	-23.27%	-8.70%	62.99%	84.18%
基于220.25美元的市盈率 (估)	54.11	70.52	77.24	47.39	25.73
每股派息 (美元)	0	0	0	0	0
股息现价比	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现


来源：彭博

财务摘要

2024年第二季度业绩情况

二季度收入超预期，净利润不及市场一致预期

第二季度，公司实现营收 255.00 亿美元，同比增长 2%，高于市场一致预期。总毛利率为 18.0%，环比上升 0.6 个百分点，同比下降 0.2 个百分点。运营费用为 29.73 亿美元，同比增长 39%；运营利润率为 6.3%，同比下降 3.3 个百分点。净利润为 14.78 亿美元，同比减少 45%，低于市场一致预期。季度末现金及现金等价物为 307.20 亿美元，同比增长 33%；自由现金流为 13.42 亿美元，同比增长 34%。

剔除碳积分后汽车毛利率为 14.6%

第二季度，汽车业务收入为 198.78 亿美元，同比减少 7%。其中，剔除碳排放积分汽车销售收入同比减少 9.5% 至 189.88 亿美元，汽车租赁收入同比下降 19.2% 至 4.6 亿美元。汽车业务毛利率为 18.5%；ZEV Credit 贡献 8.90 亿美元收入，剔除该项收入后，汽车业务毛利率为 14.6%。公司透露汽车毛利率在去掉 Cybertruck 的影响后环比有改善。

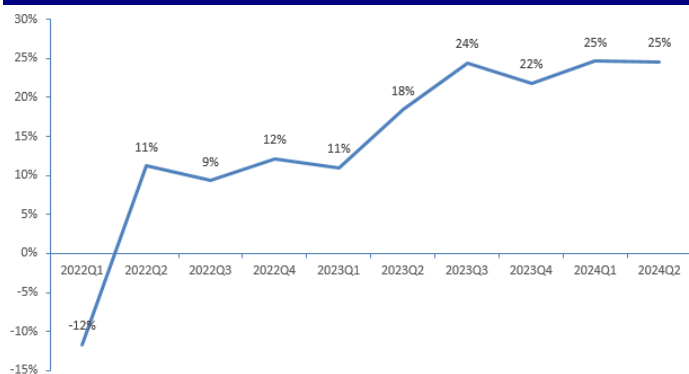
储能部署量达到新高，毛利率为 25%，维持在高水平

第二季度，发电与储能业务收入为 30.14 亿美元，同比增长 100%，高于市场预期。Powerwall 和 Megapack 储能系统部署为 9.4GWh，同比增长 157%，达到历史最高水平。能源业务毛利率为 25%，一季度为 25%，去年四季度为 22%。公司表示发电与储能业务是公司成长速度最快的业务，目前受制于产能问题，美国工厂还在爬坡，上海工厂的建设应该可以带来双倍甚至三倍的产能提升。虽然订单积压很多，但是公司表示由于部署遇到的一系列挑战阻力，包括物流、客户准备情况等原因，收入可能会出现季度性波动。

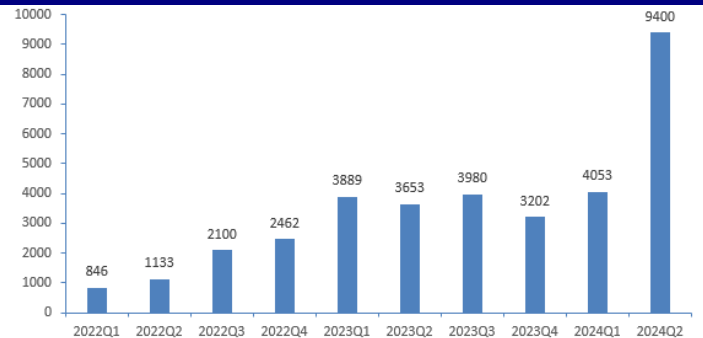
未来将继续向北美地区以外的其他电动车开放超级充电网络

服务和其他业务收入为 26.08 亿美元，同比增长 21%，超出市场预期，而毛利同比增长 1%。增长主要得益于服务中心利润率的提高和维修毛利润的增加。公司将继续扩大超级充电网络，预计今年部署的容量将超过北美行业其他公司的总和，在未来几个季度公司将继续与致力于 NACS 的 OEM 合作，同时也在北美以外地区向其他电动汽车开放更多站点，这两者都将推动收入和利润的增加。

图表 1: 2022 Q1 - 2024 Q2 储能毛利率 (%)



图表 2: 2022 Q1 - 2024 Q2 储能部署 (MWh)



资料来源: 公司披露

资料来源: 公司披露

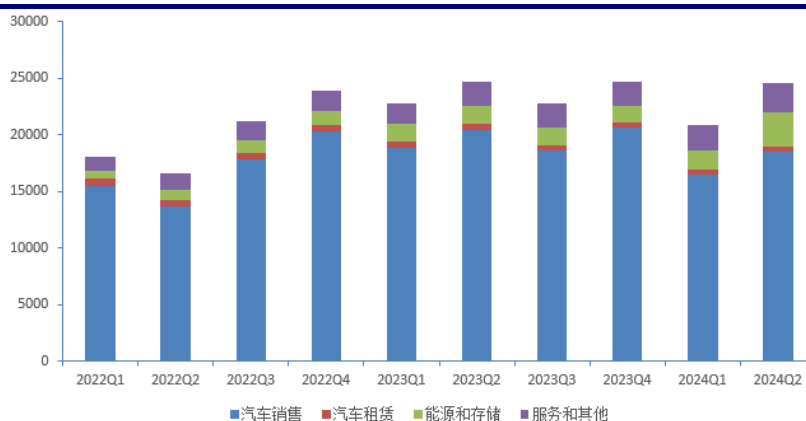
24年Q2交付443,956台

一季度公司共交付 443,956 台电动车，环比增加 15%，同比减少 5%。其中，Model 3/Y 422,405 台，其他车型 21,551 台；46% 的车型由上海工厂所生产。

24年Q2生产410,831万台

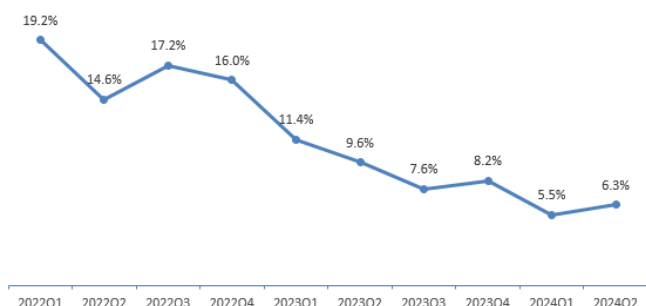
一季度公司共生产 410,831 台电动车，环比减少 5%，同比减少 14%。其中，Model 3/Y 386,576 台，其他车型 24,255 台。季度产销比为 108%，全球库存天数环比减少 36% 至 18 天。

图表 3：2022 Q1 - 2024 Q2 主营业务收入（百万美元）



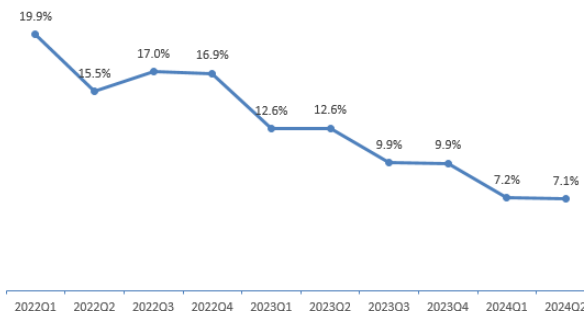
资料来源：公司披露

图表 4：2022 Q1 - 2024 Q2 运营利润率



资料来源：公司披露

图表 5：2022 Q1 - 2024 Q2 净利润率



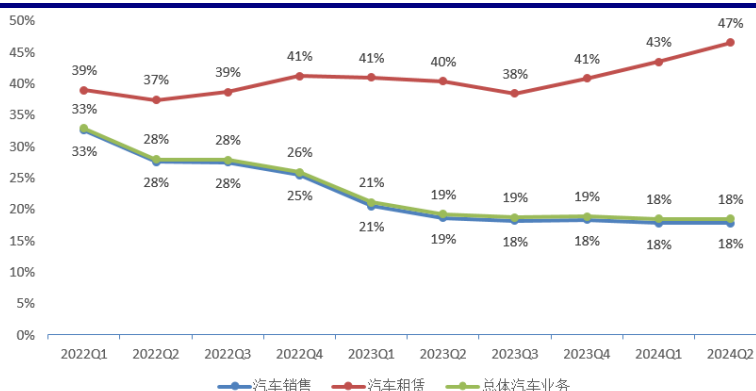
资料来源：公司披露

汽车毛利率较上季度维持 18.5%

Q2 汽车毛利率维持在 18.5%

第二季度，汽车业务毛利率为 18.5%，环比持平，同比下降 0.7 个百分点。剔除 ZEV Credit 贡献的 8.90 亿美元后，汽车业务毛利率为 14.6%，环比下降 1.8 个百分点，同比下降 3.5 个百分点，主要由于：1) 降价销售，公司为达既定的销量目标开启了多轮降价销售，平均销售单价因此下降；2) 上海工厂减产 20%；3) 交付量同比下降。

图表 6：2022 Q1 - 2024 Q2 汽车业务毛利率



资料来源：公司披露

未来影响毛利率的因素

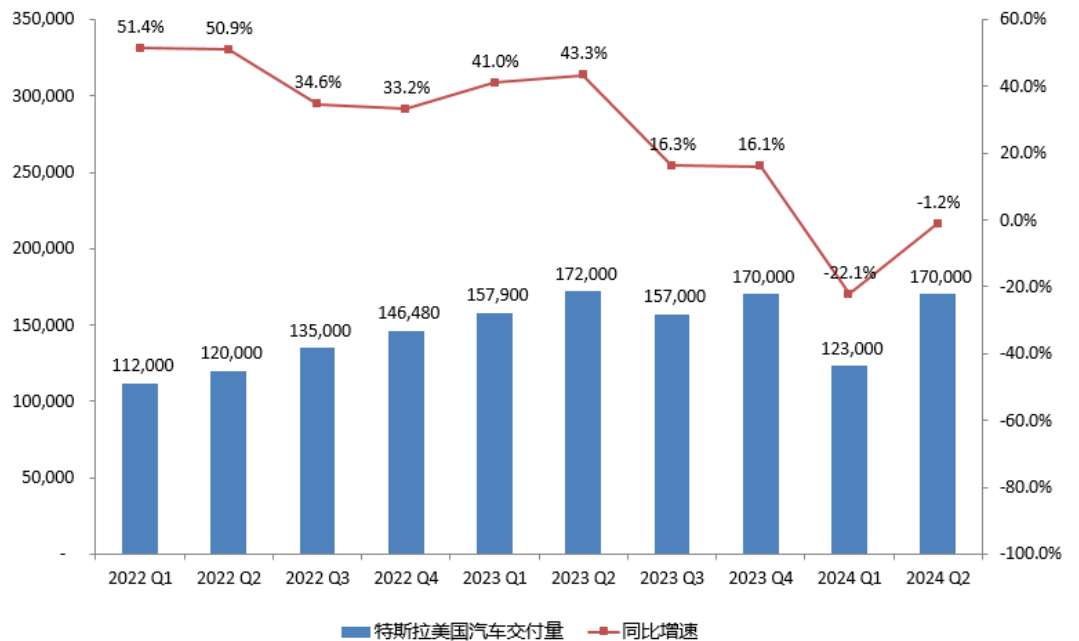
未来几个季度，随着焕新版 Model 3 和 Cybertruck 产能爬坡优化，汽车毛利率将有所改善，但可能会由以下因素影响：1) 降息周期不达预期导致美国需求持续疲软；2) 公司的持续降价策略；3) 下半年碳酸锂和中游材料价格下降，有效降低单车成本；4) 中国市场的电动车激烈竞争。

回顾特斯拉在全球电动车市场的表现

Q2 北美交付量同比减少 1.2%

第二季度，特斯拉在美国市场共交付 170,000 台电动车，同比减少 1.2%。公司第二季度北美交付量恢复至 2023 年第四季度水平。交付量恢复主要是由于弗蒙特工厂 Model 3 产能爬坡完毕。

图表 7：2022 Q1 - 2024 Q2 特斯拉美国交付量



资料来源：第一上海整理，Troy Teslike

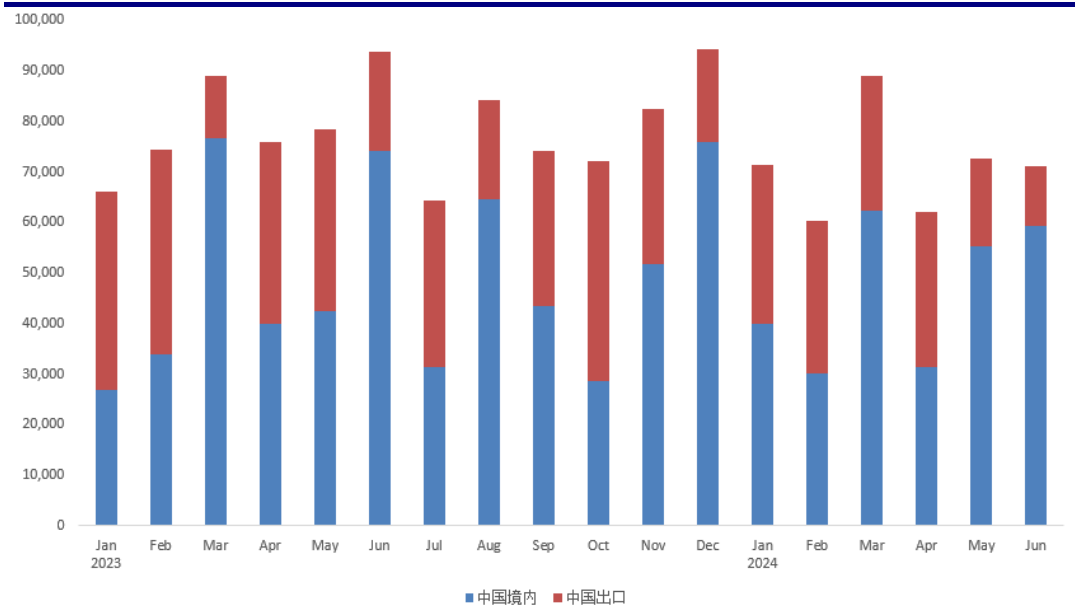
欧洲交付量同比减少 15%

第二季度，特斯拉在欧洲市场共交付 78,308 台电动车，同比减少 15%。欧洲全车型交付总占比前三的国家依次为英国（14%）/法国（11%）/德国（10%）。目前欧洲市场车型仍主要来自上海工厂；柏林工厂产能超过 5,000 台/周，所生产的 Model Y 使用的 2170 电池包和电机由上海工厂组装出口。

特斯拉中国同比减少 7%

第二季度，特斯拉中国共交付 205,747 台国产 Model 3/Y，环比减少 17%，同比减少 7%。其中，本土交付 Model 3/Y 145,897 台电动车，出口 59,850 台电动车。上海工厂第二季度占全球交付量的 46%。上海工厂 4 月共生产 62,167 台，5 月共生产 72,573 台，6 月共生产 71,007 台，年化产能超过 95 万台。本季度上海工厂通过降低 20% Model Y 产能，提升产销匹配和利用率，防止出现满产滞销问题，更好地匹配了国内激烈竞争下需求减弱问题

图表 8：2023 年至今特斯拉中国交付量



资料来源：第一上海整理、乘联会

2024 年第一季度年化产能超过 235 万台

第二季度年化产能已超过 235 万台

第二季度，特斯拉共生产 410,831 台电动车，环比减少 5%，同比减少 14%。第二季度产能汇总如下：Fremont 工厂规划年产能 65 万台，其中包含 Model S/X 年产能 10 万台，Model 3/Y 年产能 55 万台。上海工厂规划年产能 95 万台，未来或将主要负责除北美地区以外的出口车型。柏林工厂的每条产线的初始规划年产能 37.5 万台，即 7,500 台/周。德州工厂 Model Y 的初始规划年产能超 25 万台，即 5,000 台/周，Cybertruck 的初始规划产能超过 12.5 万台，即 2,500 台/周。全球工厂合计规划产能超过 235 万台。

加州工厂 Model 3 产能恢复，柏林工厂优化产线流程，德州工厂 Cybertruck 达到 1400 台周产能的里程碑，上海工厂 3-6 月减产 20%

弗里蒙特的 Model 3 产能逐渐恢复，剔除 Cybertruck 第二季度成本连续改善。柏林工厂优化产线流程，于 6 月份停产五天。二季报电话会议上提到，4680 电池产能环比提升 51%，配备 4680 电池的 Cybertruck 周产能在 1400 辆以上。

本季度上海工厂通过降低 20% Model Y 产能防止出现满产滞销问题，匹配国内激烈竞争下的需求问题。

图表 9：2024 年 Q2 特斯拉产能汇总

Region	Model	Capacity	Status
California	Model S / Model X	100,000	Production
	Model 3 / Model Y	>550,000	Production
Shanghai	Model 3 / Model Y	>950,000	Production
Berlin	Model Y	>375,000	Production
Texas	Model Y	>250,000	Production
	Cybertruck	>125,000	Production
Nevada	Tesla Semi	-	Pilot production
Various	Next Gen Platform	-	In development
TBD	Roadster	-	In development

资料来源：公司资料

估值

FSD V12 累计里程超过 6 亿英里，新一代车型或成新增长点

2025 年产能达到 300 万 公司表示，考虑到当下的宏观环境，预计 2024 年汽车交付量的增速将显著低于过往几年，但全年交付量仍将同比维持增长。同时，伴随新车型的发布以及现有车型的产能扩张，预计所有工厂的峰值产能将在 2025 年达到 300 万台。

4680 电池产能进度 本季度 4680 电池产量环比增长 50%以上，产能超过皮卡的爬坡进度，并且成本继续得到改善，年化水平达到 37.6 GWh。德州工厂 6 月份生产出了第 5000 万个 4680 电池，计算后得出德州工厂平均每天生产约 13 万个电池，超过了目前 Cybertruck 的产量。股东大会上特斯拉透露，4680 电池成本目前高于供应商，但预计到今年年底将实现与供应商的三元电池的成本平价。同时干法正极工艺的 4680 电池量产取得突破，公司计划在年底前量产装车。

FSD V12 累计里程超过 6 亿英里，HW5.0 更名 AI5，预计 2025 年下半年投入使用 本季度 FSD 累计里程超过 16 亿英里，其中 v12 版本的累计里程超过 6 亿英里。4 月 28 日，马斯克访问北京、会见了中国国务院总理李强，沟通了全自动驾驶（FSD）在中国发布的相关事宜。此外，特斯拉与百度开始合作开发自动驾驶地图。此外，特斯拉于 5 月份开始推送 FSD（监督）v12.4 系列，该版本消除了方向盘监督，更多地依靠车舱摄像头驾驶员监控系统来确认驾驶员的注意力。7 月份广泛推送 FSD（监督）v12.5，进一步提升流畅度、人性化。

监管层面，特斯拉全自动驾驶（FSD）技术获得了中国监管部门的批准，这一突破是在马斯克访问北京期间实现的。目前，特斯拉已通过国家严格的四项数据安全评估，为特斯拉 FSD 进入中国汽车市场打下一定基础。

硬件方面，德州工厂扩建基本完成，可容纳公司迄今为止最大的训练集群，包括 50000 张 H100 以及 20000 张 HW4.0。同时，柏林工厂开始全面转为生产硬件 4.0 车辆，至此特斯拉所有工厂都在生产 HW4.0 车辆，HW3.0 正在逐步被淘汰。此外，马斯克透露新硬件不会被称为 HW5.0，而是被称为 AI5。该硬件将于 2025 年下半年应用于汽车。AI5 的性能将会是 HW4 的 10 倍左右，特斯拉负责其整个软件堆栈。鉴于 Robotaxi 发布会将在今年下半年举行，新款 AI5 可能会用于 Robotaxi 车队。更多细节预计将于 Robotaxi 发布会上发布。

新车型今年年底/2025年上半年开始生产 公司将在10月10日的发布会上公布关于Model 2/25,000美元车型的更多信息。从时间线上来看，公司正在加速新产品的迭代，预计新的车型将在2025年上半年生产。公司表示，通过现有Model 3/Y产线改造所实现的Model 2产线效率将更高。

机器人预计2025年开始小批量交付 马斯克表示Optimus能带来20万亿美元的市值。承诺特斯拉将在2025年开始“限量生产”擎天柱，并于明年在工厂内测试机器人。预测明年将有数千个擎天柱机器人在特斯拉工作。

Cybertruck产能 财报会上透露，Cybertruck周产能目前为1400辆，此前在股东大会上透露会为中国和欧盟制造特供版的Cybertruck，

Semi进度 Semi量产版本有望将在25年底前生产，26年开始外部交付。内华达扩建项目的Semi工厂部分于7月初已开始动工。

Robotaxi业务 Robotaxi发布会推迟至10月10日。特斯拉仍计划于2025年上半年开始生产Robotaxi，将在现有车型相同的生产线上进行生产。这种生产方式将导致成本降低低于先前的预期，但能使资本支出更具确定性。

目标价 290.00 美元，维持买入评级

考虑到特斯拉目前已将资本开支的重心从扩大汽车产能偏向AI领域，并结合当前宏观经济状况，我们对未来的产能扩张进行了重新评估。因此，我们将公司此前对2030年电动车的交付目标下调至1232万台，此预测不包括尚未发布的MPV/Van等车型。此外，基于目前的产能规划和第一季度的实际交付数据，我们对未来三年的交付量预测也进行了相应的下调。

DCF法估值 预计未来三年公司交付量为182.0万/230.1万/290.8万台，收入预测为1033亿/1335亿/2002亿美元，未来三年均维持盈利水平。我们使用自由现金流折现对公司进行估值，WACC 12%，永续增长率为3%，求得合理股价应为290.00美元，相当于2025财年GAAP每股盈利的75倍，比当前股价高出31.67%，维持买入评级。

图表 10: DCF 估值模型

假设	高速成长期					稳定成长期					永续期
	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
(千美元)											
CFO	16,577,859	21,767,842	36,748,535	54,682,573	73,821,473	97,444,345	124,728,761	155,910,951	191,770,470	225,669,736	
自由现金流增长率		78.9%	107.4%	33.9%	35.0%	32.0%	28.0%	25.0%	23.0%	17.7%	3.0%
自由现金流量	6,577,859	11,767,842	24,410,585	32,682,573	46,374,104	56,136,873	62,133,585	93,315,775	129,175,294	163,074,560	167,966,797
折合至2024年的现金流量	6,577,859	10,507,001	19,459,969	23,262,810	29,471,582	31,853,569	31,478,808	42,211,318	52,171,735	58,806,321	673,005,674
永续期折现值											1,922,286,671

WACC	12.00%
长期增长率	3.00%

valuation	
现金流折现	978,806,645
减: 净金融负债	-33,809,309
减: 少数股东权益+合伙人权益	733,000
股本价值	1,011,882,954
股本数量 (预期)	3,489,250
DCF法之每股价值 (美元)	290.00

资料来源：第一上海预测

主要财务报表

损益表						财务能力分析					
单位: 千美元, 财务年度: 12月31日						单位: 千美元					
	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2025年 预测		2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2025年 预测
主营业务收入	81,462,000	96,773,000	103,282,041	133,527,226	200,195,112	盈利能力					
- 主营业务收入成本	60,609,000	79,113,000	84,867,517	106,658,116	154,923,634	毛利率 (%)	26%	18%	18%	20%	23%
毛利	20,853,000	17,660,000	18,414,524	26,869,111	45,271,477	EBITDA 利率 (%)	21%	14%	12%	16%	19%
营业开支	7,197,000	8,769,000	9,851,145	11,095,527	14,177,760	净利率 (%)	15%	15%	8%	10%	13%
- 营销和行政管理费用	3,946,000	4,800,000	5,366,903	5,754,438	6,169,956	Non-GAAP 净利率 (%)	17%	11%	10%	12%	15%
- 研究和开发开支	3,075,000	3,969,000	4,484,242	5,341,089	8,007,804	营运表现					
营业利润	13,656,000	8,891,000	8,563,378	15,773,584	31,093,717	行政管理与销售费用/收入 (%)	5%	5%	5%	4%	3%
- 利息支出	-191,000	-156,000	-352,485	-450,327	-675,168	研究和开发费用/收入 (%)	4%	4%	4%	4%	4%
- 营业外亏损净额	254,000	1,238,000	1,596,800	1,822,254	2,732,074	实际税率 (%)	8%	-50%	20%	20%	20%
税前利润	13,719,000	9,973,000	9,807,693	17,145,511	33,150,623	应收账款天数	10.7	12.0	12.0	12.0	12.0
- 所得税支出	1,132,000	-5,001,000	1,951,139	3,429,102	6,630,125	应付账款天数	75.1	67.5	67.5	72.0	72.0
净利润	12,587,000	14,974,000	7,856,555	13,716,409	26,520,499	财务状况					
Non-GAAP 净利润	14,116,000	10,882,000	9,949,176	16,386,953	30,524,401	总负债/总资产	44%	40%	39%	39%	37%
EBITDA	17,466,000	14,640,000	14,014,893	22,352,711	33,150,623	收入/净资产	99%	91%	86%	91%	105%
EBITDA 增长率 (%)	89%	16%	4%	59%	48%	经营性现金流/收入	18%	14%	16%	16%	18%
主营业务增速 (%)	51%	19%	7%	29%	50%	税前盈利对利息倍数	46	9	7	9	12
资产负债表						现金流量表					
单位: 千美元						单位: 千美元					
	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2025年 预测		2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2025年 预测
+ 现金与现金等同	22,185,000	29,094,000	35,928,309	47,939,528	72,581,072	+ 净利润	12,587,000	14,974,000	7,856,555	13,716,409	26,520,499
+ 应收账款与票据	2,952,000	3,508,000	3,386,506	5,526,992	7,836,864	+ 折旧、摊销	3,747,000	4,667,000	4,207,200	5,207,200	6,207,200
+ 库存	12,839,000	13,626,000	14,764,010	20,915,424	30,909,864	+ 股权激励	1,560,000	1,812,000	2,092,621	2,670,545	4,003,902
+ 其他流动资产	2,941,000	3,388,000	3,557,400	3,735,270	3,922,034	+ 库存	-6,465,000	-1,195,000	-1,736,910	-6,810,204	-10,719,109
总计流动资产	40,917,000	49,616,000	57,636,224	78,117,214	115,249,833	+ 其他经营活动	3,295,000	-653,000	4,158,393	6,983,893	10,736,043
+ 运营租赁车辆- 净值	5,035,000	5,989,000	6,587,900	7,246,690	7,971,359	经营活动现金流量	14,724,000	13,256,000	16,577,859	21,767,842	36,748,535
+ 太阳能能源系统- 净值	5,489,000	5,229,000	4,967,550	4,719,173	4,483,214	+ 资本投入	-7,158,000	-8,898,000	-10,000,000	-10,000,000	-12,337,950
+ 库存与设备- 净值	23,548,000	29,725,000	35,546,800	40,368,600	46,528,350	+ 短期投资变动	0	0	0	0	0
+ 其他长期资产	4,602,000	11,695,000	11,671,000	11,647,000	11,623,000	+ 收购与剥离净现金	0	-64,000	0	0	0
总计长期资产	41,421,000	57,002,000	63,137,250	68,345,463	74,969,923	+ 其他投资活动	-4,815,000	-6,686,000	256,450	243,378	230,959
总资产	82,338,000	106,618,000	120,773,474	146,462,676	190,219,756	投资活动现金	-11,973,000	-15,584,000	-9,743,550	-9,756,623	-12,106,991
+ 应付账款	15,255,000	14,431,000	17,414,299	25,248,948	36,720,506	+ 发行普通股	0	0	0	0	0
+ 应付负债	7,142,000	9,080,000	9,080,000	9,080,000	9,080,000	+ 发行可转债	0	3,931,000	0	0	0
+ 其他流动负债	4,312,000	5,237,000	5,809,800	6,497,160	7,321,992	+ 期权行权收益	-3,364,000	-1,351,000	0	0	0
总计流动负债	26,709,000	28,748,000	32,304,099	40,826,108	53,122,498	+ 偿还债券	541,000	700,000	0	0	0
+ 长期借款	1,597,000	2,857,000	2,857,000	2,857,000	2,857,000	+ 其他融资活动	-704,000	-691,000	0	0	0
+ 其他长期负债	8,134,000	11,404,000	12,054,200	12,834,440	13,770,728	融资所得现金	-3,527,000	2,589,000	0	0	0
总长期负债	9,731,000	14,261,000	14,911,200	15,691,440	16,627,728	现金净增减	-1,220,000	265,000	6,834,309	12,011,219	24,641,544
总负债	36,440,000	43,009,000	47,215,299	56,517,548	69,750,226						
总股东权益	44,704,000	62,634,000	72,583,176	88,970,129	119,494,530						

数据来源: 公司资料、第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供予阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送给或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。