

华特迪士尼公司 (DIS US)

“流媒体+体育”风起时

凭借庞大内容生态、经典 IP、多元产品矩阵，我们认为迪士尼将持续受益于流媒体和体育赛道风口，且降本增效下利润释放可期。1QFY24 亮眼业绩中，迪士尼流媒体亏损收窄好于预期，且明确体育业务扩张战略及增效举措。管理层预计 FY24 EPS 为 4.6 美元（同比增长 22%），自由现金流为 80 亿美元，同时流媒体将在 4QFY24 实现盈利。展望未来，我们预计公司 FY24-26 年将实现 5%/16% 的收入和利润 CAGR，受益于广告版会员渗透、即将推出的共享付费、Hulu 协同效应、主题公园 OP 韧性增长。体育业务长期有望打开上升空间。首次覆盖给予“买入”评级，目标价为 142 美元，对应 FY24 30.7 倍市盈率。

■ **全球娱乐巨头转型进行时。**作为百年娱乐巨头，迪士尼凭借著名 IP、庞大内容生态及多元产品矩阵构筑护城河。近期战略调整后，迪士尼加速向流媒体和体育业务迈进，其中 Disney+ 付费订阅用户已在 1QFY24 达 1.5 亿。在有效成本管控和运营效率提升下，我们预计迪士尼 FY24-26 将实现 16% 利润 CAGR。

■ **流媒体盈利在即，ESPN+ 有望成为长期引擎。**我们看好 DTC（主要是流媒体）长期增长空间，驱动因素包括 1) 丰富内容储备及经典 IP 加持；2) 广告版会员及共享付费增量；3) 更精准的定向和推荐系统优化；以及 4) Hulu 与 Disney+ 协同效应待释。我们预计 DTC FY24-26 订阅用户增长 CAGR 为 4%，其中 2QFY24 净增会员预计在 550 万至 600 万之间。鉴于其有竞争力的定价策略，我们认为在内容供给上行和全行业提价浪潮中，公司仍有充足提价空间。管理层指引流媒体业务将在 4QFY24 实现盈亏平衡，并在长期实现双位数运营利润率。对于体育板块，我们看好数字体育市场潜力，受益于流媒体渗透率上升及体育爱好者强劲需求。迪士尼 ESPN+ 将通过战略合作和独立 app 上线等举措进一步捕捉行业风口。

■ **主题公园：“现金牛”韧性增长，支撑健康自由现金流。**随着园区扩张、新项目推出和游轮线路推出，国际公园将保持稳健增长势头（增速回归正常），且 2H24 美国主题公园收入有望加速增长。主题公园板块继续作为集团现金牛，支持自由现金流健康增长（长期营业利润率超过 25%，预计 FY24 贡献约 2/3 的集团运营利润）。我们预计主题公园 FY24-26 营业利润 CAGR 达 10%。

■ **首次覆盖，给予“买入”评级。**基于 SOTP 目标价为 142 美元（对应 FY24 30.7 倍市盈率，较 Netflix 低 14%，接近历史平均，但略高于行业平均水平）。主要催化剂包括：1) 流媒体扭亏为盈；2) 内容供给上行，广告付费会员渗透及未来共享付费带来会员稳健净增；3) 主题公园业务韧性表现；4) 体育板块战略推进下潜力释放。

财务资料

(截至 09 月 30 日)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
销售收入 (百万美元)	83,745	88,898	91,829	97,017	101,701
同比增长 (%)	24.2	6.2	3.3	5.6	4.8
调整后净利润 (百万美元)	6,445.0	6,855.8	8,493.3	10,029.9	11,461.3
同比增长 (%)	53.5	6.4	23.9	18.1	14.3
稀释每股收益 (美元)	3.53	3.75	4.62	5.46	6.23
同比增长 (%)	53.6	6.2	23.4	18.0	14.2
市场平均预估每股收益 (美元)	NA	NA	4.64	5.40	6.15
市销率 (倍)	2.5	2.3	2.2	2.1	2.0
调整后市盈率 (倍)	31.3	29.4	23.9	20.2	17.7
股本回报率 (%)	3.4	2.4	7.7	8.5	8.9

资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

买入

目标价	142.0 美元
潜在升幅	26.4%
当前股价	112.3 美元

全球传媒文娱

黄群

(852) 3900 0889

sophiehuang@cmbi.com.hk

许义鑫

(852) 3900 0849

easonxu@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万美元)	201,959.9
3 月平均流通量(百万美元)	1,195.2
52 周内股价高/低(百万美元)	113.69/79.32
总股本 (百万)	1833.0

资料来源：FactSet

股东结构

Vanguard	8.3%
BlackRock	6.7%

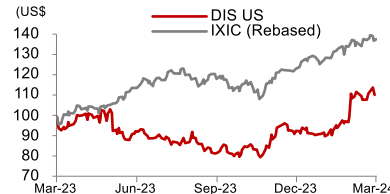
资料来源：纽交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 - 月	-0.3%	-1.8%
3 - 月	18.7%	6.7%
6 - 月	35.1%	15.9%

资料来源：FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

估值

投资逻辑

我们给予买入评级，基于 SOTP 目标价为 142 美元，对应 FY24E 市盈率 30.7 倍。鉴于迪士尼 1QFY24 良好业绩，我们认为公司在流媒体业务利润率提升、集团效率改进以及体育板块战略拓展方面展现了更快的发展路径。我们认为，迪士尼股价正面驱动因素和催化剂可能来自：1) 流媒体即将实现盈亏平衡；2) 内容储备推动订阅用户上升、即将推出的共享付费和行业涨价浪潮；3) Hulu 协同效应待释；4) 体育业务进展；5) 主题公园持续超预期表现。

SOTP 估值和同行对比

考虑到迪士尼多元化业务模式，我们采用 SOTP 估值法作为主要估值方法。对于娱乐业务，我们对 DTC 和内容销售业务采用与行业平均水平一致的 3.0 倍/1.0 倍 EV/Sales，而对有线网络部分采用与行业平均水平一致的 8 倍 EV/EBIT。为了更好地评估 DTC 长期盈利能力，我们还使用了未来折现估值法（市盈率倍数）进行交叉验证。我们假设其长期调整后的净利润率(NPM)为 12%（低于 FY24E Netflix 的 20%），并给予 25 倍 FY24 市盈率，得出 660 亿美元的估值（接近市销率倍数法）。对于体育和体验业务，我们采用 20 倍/15 倍 EV/EBIT，得出 142 美元的目标价。SOTP 估值对应 FY24/25E 市盈率分别为 30.7 倍/26 倍，基本与历史平均市盈率相符。

图 1: SOTP 估值

业务 (十亿美元)	估值方法	2024年收入	运营利润率	2024年运营利润	估值倍数	估值
娱乐	EV/EBIT	40,747	7.2%	2,927	35.0x	102,570
有线网络	EV/EBIT	11,014	32.5%	3,583	8.0x	28,667
DTC	EV/Sales	22,085	-1.5%	(324)	3.0x	66,256
内容销售与授权	EV/Sales	7,647	-4.4%	(333)	1.0x	7,647
体育	EV/EBIT	17,642	15.2%	2,678	20.0x	53,569
体验	EV/EBIT	34,889	28.2%	9,854	15.0x	147,804
公司价值						303,944
(+) 净现金						(43,189)
股权估值						260,754
稀释后总股数(百万)						1,835
目标价(美元)						142

资料来源: 招银国际环球市场预测

我们选择了六组同业公司进行比较，包括全球 TMT 龙头、娱乐与内容、媒体与流媒体、中国视频娱乐以及公园与体验业务板块。娱乐/媒体/中国同行/体验业务的 FY24E 市盈率分别为 22 倍/17 倍/15 倍/21 倍。行业平均市盈率为 FY24E 的 21.4 倍，高于我们目标价对应的 30.7 倍。

在全球范围内，Netflix、派拉蒙和康卡斯特在涉及流媒体和主题公园业务上是最具可比性的公司。目前，Netflix 和派拉蒙 FY24 预计市盈率分别为 35.5 倍和 10.3 倍。Netflix 在全球市场流媒体领导者，其收入 100%来自流媒体（相比之下，派拉蒙/迪士尼的流媒体收入贡献率为 15%-25%）。随着迪士尼流媒体业务即将实现盈亏平衡，我们预计迪士尼与 Netflix

之间的估值差异或将收窄。市场争议可能集中在迪士尼近期内容表现平平（相较于 Netflix 的强劲原创）。然而，我们认为迪士尼凭借其经典的 IP 将区别于其他公司，并在流媒体业务实现盈亏平衡后逐步释放其会员和 ARPU 增长潜力。康卡斯特业务多元化，包括连接服务、流媒体、主题公园等，但增长潜力和利润率提升空间较小（根据彭博一致预期，FY24-26 年复合增长率为 10%）。相比之下，我们认为迪士尼更有利于抓住流媒体增长势头，其产品组合更为多样化，拥有大量活跃订户。康卡斯特 FY24E 市盈率为 10 倍，我们认为迪士尼应当享有更高的估值，这得益于其更高的收益增长潜力、稳健的利润前景、有效的转型以及来自流媒体和体育的明确增长动力。

图 2: 同业估值

公司	Ticker 代码	Mkt cap (USD mn) 市值 (百万美元)	Currency 货币	Price 股价	CMBI Rating CMBI 评级	CMBI TP 目标价	PE			PS			FY24-26 EPS CAGR	
							FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E		
							PE			PS				
							FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E		
迪士尼	DIS US	208,542	USD	110	BUY	142	23.8	20.2	17.7	2.2	2.1	2.0	16%	
全球TMT龙头														
奈飞	NFLX US	266,506	USD	616	BUY	613	35.5	29.4	25.2	6.9	6.2	5.6	21%	
苹果	AAPL US	2,703,873	USD	175	NA	NA	26.8	25.1	23.7	6.9	6.5	6.3	9%	
英伟达	NVDA US	2,130,925	USD	852	NA	NA	35.1	29.8	29.0	19.5	16.4	14.7	14%	
甲骨文	ORCL US	313,542	USD	114	NA	NA	20.0	18.0	15.9	5.9	5.4	4.9	13%	
AMD	AMD US	331,818	USD	205	NA	NA	58.3	37.9	29.0	12.9	10.3	8.4	40%	
平均							29.3	28.0	24.6	6.6	6.0	5.6	14%	
数字娱乐与内容														
Snap	SNAP US	18,206	USD	11	NA	NA	NA	41.7	20.5	3.5	3.0	2.7	76%	
Spotify	SPOT US	53,229	USD	270	NA	NA	73.0	46.5	33.7	3.2	2.8	2.5	45%	
Pinterest	PINS US	24,715	USD	36	NA	NA	29.8	22.8	17.2	6.9	5.9	5.1	26%	
Match	MTCH US	9,396	USD	35	NA	NA	15.1	13.2	11.6	2.6	2.4	2.3	13%	
平均							22.4	18.0	16.4	4.0	3.5	3.1	19%	
媒体与流媒体														
派拉蒙	PARA US	7,119	USD	10	NA	NA	10.3	8.2	6.2	0.2	0.2	0.2	33%	
华纳兄弟	WBND US	19,786	USD	8	NA	NA	NA	80.4	29.2	0.5	0.5	0.5	NA	
福克斯	FOXA US	13,209	USD	29	NA	NA	8.6	7.9	8.2	0.9	0.9	0.9	8%	
Roku	ROKU US	9,045	USD	63	NA	NA	NA	NA	NA	2.3	2.0	1.8	NA	
纽约时报	NYT US	6,992	USD	43	NA	NA	25.2	22.5	19.8	2.7	2.6	2.4	13%	
平均							14.7	12.9	11.4	1.3	1.2	1.2	18%	
公园与体验														
康卡斯特	CMCSA US	166,222	USD	42	NA	NA	10.2	9.9	9.4	1.3	1.3	1.3	10%	
华侨城	000069 CH	3,328	CNY	3	NA	NA	NA	18.7	16.4	0.3	0.3	0.3	NA	
宋城演艺	300144 CH	3,965	CNY	11	NA	NA	31.0	3.0	2.5	13.8	1.4	1.2	33%	
海昌海洋公园	2255 HK	726	HKD	1	NA	NA	83.4	16.0	10.7	2.2	1.6	1.2	145%	
平均							20.6	11.9	9.8	1.3	1.2	1.0	21%	
邮轮														
挪威邮轮	NCLH US	8,266	USD	19	NA	NA	13.6	9.9	7.1	0.9	0.8	0.8	36%	
皇家加勒比	RCL US	32,158	USD	125	NA	NA	11.6	9.9	8.7	2.0	1.9	1.7	16%	
平均							12.6	9.9	7.9	1.4	1.3	1.2	26%	

财务分析

损益表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 09 月 30 日 (百万美元)						
销售收入	67,418	83,745	88,898	91,829	97,017	101,701
销售成本	45,131	54,401	59,201	59,071	61,951	64,577
毛利润	22,287	29,344	29,697	32,759	35,065	37,124
运营费用	14,521	17,223	16,834	17,300	17,376	17,562
销售	13,517	16,388	15,336	15,414	15,606	15,848
其他	1,004	835	1,498	1,886	1,770	1,713
运营利润	7,766	12,121	12,863	15,459	17,689	19,562
其他收入	201	(667)	96	150	200	200
其他费用	(1,406)	(1,397)	(1,209)	(1,275)	(1,406)	(1,378)
其他盈亏	(2,418)	(2,353)	(1,998)	(1,747)	(1,728)	(1,728)
调整后 EBITDA	9,370	13,933	15,504	18,267	20,332	22,191
净利润	1,995	3,145	2,354	7,863	9,330	10,661
调整后净利润	4,199	6,445	6,856	8,493	10,030	11,461

资产负债表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 09 月 30 日 (百万美元)						
流动资产	33,657	29,098	32,763	21,975	23,511	30,456
现金与现金等价物	15,959	11,615	14,182	4,501	5,203	11,395
限制性现金	3	3	0	0	0	0
应收账款	13,367	12,652	12,330	12,737	13,456	14,106
存货	1,331	1,742	1,963	2,028	2,142	2,246
其他流动资产	2,997	3,086	4,288	2,710	2,710	2,710
非流动资产	169,952	174,533	172,816	184,119	193,261	198,287
物业及厂房及设备 (净额)	29,549	35,777	33,591	42,827	49,742	53,936
合资及联营公司投资	3,935	3,218	3,080	3,252	3,751	4,255
无形资产	17,115	14,837	13,061	12,627	12,411	11,915
商誉	78,071	77,897	77,067	77,066	77,066	77,066
其他非流动资产	41,282	42,804	46,017	48,347	50,291	51,115
总资产	203,609	203,631	205,579	206,093	216,772	228,744
流动负债	31,077	29,073	31,139	33,710	34,916	36,005
短期债务	5,866	3,070	4,330	6,087	6,087	6,087
应付账款	20,894	20,213	20,671	21,353	22,559	23,648
其他流动负债	4,317	5,790	6,138	6,270	6,270	6,270
非流动负债	79,521	75,679	70,483	61,410	61,680	61,986
长期债务	48,540	45,299	42,101	41,603	41,603	41,603
递延收入	7,246	8,363	7,258	7,211	7,481	7,787
其他非流动负债	23,735	22,017	21,124	12,596	12,596	12,596
总负债	110,598	104,752	101,622	95,120	96,595	97,991
股本	55,471	56,398	57,383	58,255	59,128	60,043
留存收益	40,429	43,636	46,093	52,066	60,020	69,304
其他储备	(6,440)	(4,119)	(3,292)	(3,502)	(3,502)	(3,502)
股东权益总额	88,553	95,008	99,277	105,912	114,739	124,938
少数股东权益	3,871	3,871	3,986	4,780	4,874	4,968
总负债和股东权益	203,022	203,631	204,885	205,811	216,208	227,898

现金流量表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 09 月 30 日 (百万美元)						
经营现金流						
折旧摊销	5,111	5,163	5,369	5,197	5,272	5,272
营运资金变化	2,194	488	177	(35)	372	336
其他	(1,739)	351	4,320	1,707	3,434	7,561
净经营现金流	5,566	6,002	9,866	6,869	9,079	13,169
投资现金流						
资本开支	(3,578)	(4,943)	(4,969)	(7,299)	(7,000)	(5,600)
其他	407	(65)	(130)	53	0	0
净投资现金流	(3,171)	(5,008)	(4,641)	(7,246)	(7,000)	(5,600)
融资现金流						
已支付股息	(3,737)	(4,016)	(1,675)	(1,685)	(1,376)	(1,377)
净借贷	(26)	(334)	(191)	1,046	0	0
发行股票所得现金	435	127	52	0	0	0
其他	(1,057)	(506)	(910)	(8,743)	0	0
净融资现金流	(4,385)	(4,729)	(2,724)	(9,382)	(1,376)	(1,377)
净现金流变动						
年初现金	17,954	16,003	11,661	14,235	4,556	5,258
汇率变动	(1,951)	(4,342)	2,574	(9,679)	702	6,192
年末现金	16,003	11,661	14,235	4,556	5,258	11,450
增长率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 09 月 30 日						
销售收入	na	24.2%	6.2%	3.3%	5.6%	4.8%
毛利润	na	31.7%	1.2%	10.3%	7.0%	5.9%
经营利润	na	56.1%	6.1%	20.2%	14.4%	10.6%
净利润	na	57.6%	(25.2%)	234.0%	18.7%	14.3%
调整后净利润	na	53.5%	6.4%	23.9%	18.1%	14.3%
盈利能力比率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 09 月 30 日						
毛利率	33.1%	35.0%	33.4%	35.7%	36.1%	36.5%
营业利润率	11.5%	14.5%	14.5%	16.8%	18.2%	19.2%
调整后净利润率	6.2%	7.7%	7.7%	9.2%	10.3%	11.3%
股本回报率	na	3.4%	2.4%	7.7%	8.5%	8.9%
资产负债比率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 09 月 30 日						
净负债/股东权益比率 (倍)	0.4	0.4	0.3	0.4	0.4	0.3
流动比率 (倍)	1.1	1.0	1.1	0.7	0.7	0.8
应收账款周转天数	72.4	56.7	51.3	49.8	49.3	49.5
存货周转天数	31.8	24.0	19.4	19.6	20.6	22.6
应付账款周转天数	169.0	137.9	126.0	129.8	129.4	130.6
估值指标	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 09 月 30 日						
市盈率	48.6	31.3	29.4	23.9	20.2	17.7
市销率	3.0	2.5	2.3	2.2	2.1	2.0

资料来源：公司资料及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	：行业股价于未来 12 个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	：行业股价于未来 12 个月预期表现与大市指标相若
落后大市	：行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址：香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话：(852) 3900 0888

传真：(852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司（“招银国际环球市场”）为招银国际金融有限公司之全资附属公司（招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司）

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。