

祝振駒

博客：BLOG.SINA.COM.CN/RAYMONDJ2011

聯騰投資管理(香港)有限公司董事總經理
特許財務分析師
曾經在不同國際投行研究部擔任分析師及主管逾14年之久，專長中小型股研究，後轉職任對沖基金擔任基金經理，2010年創立聯騰。

結構性衰退

上周有兩家本地老牌藍級公司宣布中期業績，分別為電視廣播(00511)及利豐(00494)。

前者純利按年倒退74%，後者則倒退52%；經調整後純利(撇除一次性及非常運性帳目)，兩者依然分別倒退35%及16.5%。兩者多年前均曾經是香港的頂尖企業，一家是傳媒龍頭，另一家是出口貿易一哥。隨着互聯網科技的興起，內地經濟結構改變，行業新對手的出現，兩者於過去數年間逐漸失去競爭力，原有的商業模式面臨永久性的衰退。周期性股票例如石化，原材料等有高低潮起伏，假如經濟復甦，總會有低位反彈的一刻。但**結構性衰退多數是永久性**，即原來的業務已失去競爭能力，原有模式架構無法演變，流失的客戶將永不會回頭。

免費電視已死

筆者過往曾多次評論本港免費電視市場的死亡，隨着更多外地科網新媒體巨頭進軍香港，免費電視的死亡只會加速。近年就有內地的樂視網(300104.SZ)及美國的Netflix(NFLX)透過機頂盒推出轉播以英超足球聯賽及美國電影和電視劇集為主打的收費內容。家裏如果有年輕一代，必定留意到他們晚上追看的不再是電視節目，而是平板電腦或智能手機上的YouTube或者其他免費網絡內容。今天40歲以上的中年人或許仍然對無線有慣性收視的情意結，再過數年當年輕一代長大成為最有能力的消費群，他們根本不會再花時間看免費電視，所以無線的廣告市場將無以為繼。就算身為追看無線節目長大的筆者自己，除了新聞，已多年沒有觀看翡翠台的任何節目。網上世界內容百花齊放，且沒有時間限制，誰會有興趣定時追看千篇一律的劇集及無聊的飲食節目？現在無線推出myTV Super機頂盒迎戰其他科網巨頭，但老實說誰會願意付月費觀看

無綫的陳年舊節目？無綫假若不對節目內容作出全面改革，依然企圖靠吃老本過日子，其前景只會加快黯淡。電視廣播曾經一度為恒指成分股(1988至2004)，但早於2004年9月已被剔除。

中介人面臨淘汰

利豐的興起及衰落見證了中國作為世界工廠的演變。上世紀80年代內地開始改革開放，廣東省成為了製造業及中國工廠的大本營，大量中小型工廠因為缺乏規模，需要倚賴利豐作為中間人，將產品出口至美國及世界各地。利豐提供物流、驗證、品質管理、海關及種種專業服務，替海外大型買家到內地找尋合適供應商，同一時間幫助中小型廠家透過利豐平台將產品出口到海外，產生雙贏局面。筆者記得在90年代初期，利豐仍然屬於小型股，被當時筆者效力的投行研究部推介為最佳小型股之一。到了2000年，利豐更成為恒指成分股及基金寵兒。今天，利豐只佔恒指市值的0.3%，為恒指市值最小的4間成分股之一。互聯網及電子商貿的興起，亦開始了利豐的式微。過去10年人民幣不停升值，內地工資及生產成本不斷上漲，中小型工廠逐漸被淘汰，海外買家逐漸減少透過中介買貨以降低成本。今天，大型海外買家寧願直接向具規模的生產商採購，小的則利用電子商貿平台例如阿里巴巴(BABA)等網購，利豐以往的模式再難以提供增值服務。科技及互聯網的興起令很多傳統行業的巨人倒下，假如管理層不能及早迎接及採納新科技，與時並進，最後只會面臨淘汰。

權益披露：筆者旗下基金持有電視廣播及利豐淡倉，並隨時於市場買入或沽出

利豐(00494)反覆向下



上周收報：3.8元

電視廣播(00511)一沉不起



上周收報：25.85元