

市場概覽

為使股東更了解本集團營運的市場環境及所面對的挑戰，《南華早報》專訪三位香港頂尖傳媒分析師。他們以深入探討傳媒行業及於年內撰寫多份分析報告而聞名，對傳媒在大中華的發展提供中肯的分析。

林建純女士

德意志銀行

董事

亞洲傳媒及消費市場主管

Ramiz Chelat

麥格理研究部

亞洲消費及傳媒市場主管

郭雁婷女士

法國巴黎百富勤證券(亞洲)

助理董事

證券分析

《南華早報》：閣下就二零零七年廣告市場作何預測？

林：與中國相比，香港的媒體市場規模較小，但其人均國民生產總值在亞洲排名極高，可媲美紐約及倫敦等城市。香港是亞洲區的時尚樞紐之一。因此，新產品選擇在香港推出，而廣告商亦重視此市場，其影響力遍及亞洲。

香港廣告業的增長與經濟起伏息息相關。於二零零七年，香港的本地生產總值增長可望達至 5.3%，廣告市場之廣告總開支增長則可達 8%，而廣告開支淨額則視乎各媒體間的市場競爭狀況。經濟蓬勃時電視廣告最受惠於廣告開支增長，廣告商會花費更多透過電視廣告建立形象。報章廣告的增長波幅則較小，廣告商多以報章促銷產品。

網上廣告在香港只佔廣告總開支的小部份（約 2%）。於較低的基數下，我們預期網上廣告會較二零零六年倍增。媒體代理對網上廣告並不熱忱，他們認為這種廣告方式工序多但利潤少，而在傳統媒體，代理只要撥一個電話就能取得 15% 的佣金。在網上媒體，廣告商要吸引年輕人的市場，便要更具創意，提供包括活動、手機和網上的全面宣傳方案。要量化網上廣告的成效亦比較困難及費時。儘管如此，網上廣告乃未來的趨勢。

現時中國乃媒體的先驅，尤以新興媒體為然。相比於香港，中國更易於接受新媒體。網上廣告於二零零六年增長約 40%（佔總體廣告 4%）。展望未來，我們預期網上廣告按年增長最少達 45% 至 50%，雖然其基數較低。

Chelat：我們預料廣告業將增長約 6%，而各種戶外廣告及新媒體廣告的增長將超越報章和電視廣告。工資上調及內地旅遊業帶動零售消費和廣告開支乃廣告增長的推動力。如二零零六年情況，大眾化報章將面對激烈競爭，免費報章將取去一定市場份額，及電視廣告將被新媒體搶佔市場。於商業廣告方面，能迎合高檔次廣告的媒體將會比大眾化報章優勝。

郭：香港傳媒的問題徵結是廣告的增長。儘管本地經濟穩健增長，二零零七年廣告開支預期將維持 5% 的增長。此增幅尚算不俗，但與中國的 15% 增長相比則並不理想。按廣告的增長，印刷廣告預計將增長 6% 至 8%，廣播媒體則預期增多 3% 至 5%。房地產廣告佔廣告總開支的 5% 至 10%，媒體代理相信與廣播媒體相比，房地產廣告的復甦將對印刷媒體更為有利。

免費報章於去年對印刷媒體造成沖擊，但市場佔有率的爭奪戰已漸趨平穩，而免費報章所得的增幅並不顯著。若免費報章加快市場推廣或有更多報章加入競爭，則會使情況惡化。若各方面保持不變，則不會產生風險。目前免費報章對優質報

一般而言，免費報章對中文報章的影響較英文報章大。免費報章偏向吸納較年長、對價格較敏感的讀者。縱然免費報章的讀者並非富裕人士，但若讀者人數和發行量均下跌，則較難向廣告商提高廣告收費。

即使沒有新媒體的出現，中文報章的讀者群也正呈現老化現象。年輕人不再閱讀傳統模式的報章。年輕人自視為新聞的一部分，他們喜歡創作自己的內容，並建立自己的英雄形象。

我們需按讀者的年齡觀察其行為習慣，他們會否依然從互聯網獲取新聞資訊，還是會轉向報章？年輕讀者傾向網上閱讀，因可快速瀏覽娛樂資訊、產品信息及新聞標題。他們現階段對政治或經濟不太感興趣，但當他們投身商業社會後或許會有所轉變。

Chelat：縱使時下網誌和非專業新聞報導非常普遍，能轉至數碼平台的傳統媒體將仍有生存空間因市場對具質素的資訊內容仍有需求。問題只在於傳統的資訊內容能否立足於數碼平台上。

“免費報章於去年對印刷媒體造成沖擊，但市場佔有率的爭奪戰已漸趨平穩。”

郭雁婷

然而，我注意到香港在轉向新媒體落後於韓國、澳洲、日本及美國。互聯網僅佔整體廣告開支的 3%，而在美國則佔接近 8%，韓國 6% 及澳洲為 6%。在日本，新媒體僅次於電視和報章成為第三大廣告媒體，表現勝過雜誌及電台。

香港的新媒體發展落後，乃因小型網站不願在內容方面多作投資，而像 Google 那樣的大型網站則只著重較大的市場。然而，網上廣告的發展指日可待。香港網上廣告的開支在五年內將佔 6% 至 7%，屆時於其他國家將可能達至 10% 至 12%，而於中國現已達到 6%。

章仍未構成影響，若大眾化報章爭相減價，則會影響各方。

《南華早報》：傳統媒體企業正面對什麼挑戰？

林：香港的印刷媒體現正面對兩方面的影響，其一是多份免費報章的出現，其次是年輕一代的閱讀習慣改變，形成讀者群呈現老化現象。

廣告商日漸喜歡搜索模式的廣告推銷，即直接點擊、瀏覽廣告內容、潛在銷售及與客戶建立直接關係。網上廣告的趨勢將影響商業廣告，但報章的商業廣告較分類廣告更能夠過渡至網上廣告。分類廣告存在風險。分類廣告的發行機制依附報章，若讀者只想閱讀分類廣告，他們根本不需要前部分的版頁。因此，如果有擁有大量讀者的網上發行平台，廣告商便可接觸目標客群。

郭：投資者未確定閱讀習慣是否已由報章轉變為上網。這趨勢正在形成，但步伐緩慢。雖然情況正改變，但不會立即帶來重大變化。接近 30 歲或以上的讀者仍較喜歡閱報。

不過，必需為不斷變化的閱讀習慣作出相應計劃，開拓網上媒體是明智之舉。關鍵是如何令現有業務不失據並鞏固收益，這並非單靠將傳統媒體轉移至網上。若要廣告客戶在網上媒體投放更多，他們將不會輕易從傳統媒體的廣告預算中轉撥至網上媒體，因兩者的廣告收費不盡相同。

傳統媒體的關鍵在於如何成功轉型。投資者並不希望在過渡期內收益會下降。如收益有任何減少，就得提出如何扭轉局面的具體方案。

另一項挑戰是業內存在非理性的經營者。比如印刷媒體，廣告收費割價和提供大幅折扣能造成破壞。若將新加坡與香港的市場作比較，新加坡雖然增長不大，但傳媒股份都有著穩定的股價表現，乃因從業者都會按規經營，不會非理性地割價而收益率亦平穩，但不幸地香港市場上就存在非理性的經營者。

《南華早報》：香港傳媒企業在中國之潛力如何？

林：香港傳媒企業在中國將面對嚴峻之局面，或許於規管較寬鬆之戶外媒體部份可尋獲商機，但因內容受監管而難於擴展。

Chelat：香港傳媒企業要進軍中國市場面對困難重重，但亦在發展中。電視廣播是這方面的先驅。而報章則因為沒有讀者而經營艱難。即使中國政府放寬其發行限制，也僅是提供了一個商機。倘若收購一家中國傳媒公司，亦只可掌握其廣告業務，卻無權決定編採內容。這並非簡單易行，亦未有成功的先例。所以除非中國政府改變規管措施，否則傳媒企業必需對收購採取

謹慎態度。

郭：在中國事情往往知易行難。中國的發展固然吸引，但過於進取便得不償失，這樣的情況並不罕見。我會將零售行業的情況投映於傳媒企業。不少香港零售商在中國取得的收益只佔總收入 5%，對投資者而言實在微不足道。也許這 5% 的收益隨附有較高的市盈率，但即使

式，並取得新傳媒企業所達到的增長，它們將可獲得更高市盈率。股票市場著重每股盈利的預測及流動現金流之增長。僅僅引入網絡因素，卻未能帶來收益便無意義必須推出一種至少能吸引大眾的產品。

預期新傳媒企業的盈利增長介乎 25% 至 30%。其中廣告收益佔業務的 10% 至 60%，餘下是短訊、下

“年輕人自視為新聞的一部份，他們喜歡創作自己的內容，並建立自己的英雄形象。”

林建純

如此，這個數字仍無吸引力。當此收益達致 20% 時，才可能引起投資者的興趣。

進軍中國市場的最佳途徑是與當地企業合作，但這在報業卻十分困難。中國報業市場由 1,000 份報章瓜分。即使涉足其內，如不能自主報導內容，就不是真正的傳媒企業，只是充當廣告代理而已。除非能爭取到在報章內容上的自主權，否則就沒有太大意義。作少量投資以了解這個市場則無傷大雅，但開放中國傳媒市場非一朝一夕之事。香港傳媒企業確實尋求向外擴展，但目前以南亞地區的吸引力較大。

《南華早報》：閣下如何評論傳統傳媒及新傳媒企業在價值上的區別？

林：如果傳統企業引進多媒體模

載和增值服務等收益。然而，如果一家新傳媒企業不能達標，它就得付出代價。預計股份可以在市場上取得成功才能有高市盈率，當中的要素便是高增長。但是，相對於傳統傳媒而言，新媒體的業務模式更加靈活，使其可以更容易採納並嘗試新的收益模式。

Chelat：投資者願為未來的增長付出代價。報業正面臨衰落，而網上企業正在冒起。如果傳統傳媒擁有具吸引力的顧客群，可以發展成為引進資金的門戶，當投資者知道這個範疇具有增長潛力便會給予它高市盈率。這就好比建立一個社區。若能贏得顧客的支持，就會得到很高評價，但這對網上媒體來說則不容易，畢竟網上顧客的忠誠度遠不及印刷刊物的顧客。

新傳媒企業有一套適合自己的業務模式。只有成功的傳統傳媒才能取得更高的市盈率。五年前市場可能還會給予前景未明的傳統媒體機會，而如今媒體市場正被瓜分。我並不認為市場對沒表現的新傳媒企業的股份有很高評價。

新媒體業務在傳統傳媒企業佔重大比重的例子甚為少見。傳統媒體業務佔收益的 90%，企業具領導地位並未因此受惠，因為其收益增長下跌至低於本地生產總值之增長。投資者不會以溢價投資具領導地位但無增長潛力的企業。

郭：爭論在於傳統媒體是否面臨被淘汰。這或許是不公平的，但這就是市場的觀點。印刷媒體業務在全球均放緩。面對前景不明朗，投資者對印刷媒體看低一線。新興媒體的價值乃視乎其增長及目標市場而定。投資者並不相信大字標題的故事，因為他們已經吸取了教訓。

《南華早報》：既然內容對媒體的成功如此重要，投資者應怎樣把內容評價？

林：內容主宰一切，當然這取決於如何界定內容。網絡世界創造了不同的內容形式，如網誌或自建內容。所以問題在於印刷傳媒能否提供不同的內容模式。

廣播傳媒行業正在進行這樣的嘗試，而大多數的傳統傳媒企業亦已通過不同的傳播渠道進入新媒體市場。即使如此，傳統傳媒仍需創新，可運用其檔案資料，但必須吸引非傳統的讀者。

Chelat：新媒體在用戶自建內容領域發展蓬勃，其運作都是圍繞網誌主題及網上互動活動。新媒體不能依靠傳統的內容形式來吸引讀者，他們不需要記者現場報道。但毫無疑問傳統媒體和新媒體可以共存，我不認為其中一個的位置會被另一個完全取代。

印刷傳媒約 20% 的收益來自其發行量。必須找尋一種模式，令用戶願花錢以網上訂閱形式獲取資訊。首先會提供免費訂閱，然後再推出一些優惠服務。傳統傳媒面臨的挑戰在於它們在網上的運作模式不能只是重複傳統媒體的模式。網上的版本必須更具互動性並時常更新內容。新一代讀者不喜歡被牽著鼻子走。

人們依舊願意花錢去獲取獨家的新聞。如果一份報章報導一宗具有劃時代意義的交易，就能引起投資者的注意。傳統報章必須突破平淡無奇的報導，發掘獨家新聞。只有內容才能吸引世人目光。我們認為市場至今對內容重視的程度遠未達到應有的價值。那些善於發行但內容貧乏的企業將面臨困境。

《南華早報》：私人股票投資者似乎比公眾投資者更看好傳統傳媒？

Chelat：私人股票投資者認為傳統傳媒的長遠收益可達到較高市盈率，介乎接近 20 倍甚或以上。私人股票投資者看好傳統傳媒轉向新媒體的過渡，而且其淨收益將十分吸引。私人股票投資者給予傳統傳媒如此高的市盈率，是因為他們認

為傳統傳媒能夠渡過難關。公眾投資者並無對傳統傳媒業務或其內容予以全面評估。他們不關心十年後的發展，反而更注重於短期盈利。

郭：私人投資者一直關注香港傳媒業。邵逸夫爵士將從電視廣播撤資，九龍倉將有線電視私有化，嘉里集團將《南華早報》私有化，企業大亨在商討收購東方報業集團，這些都是傳媒領域熱門話題。我們相信併購猜測仍然是傳媒業的焦點。這些收購如果能夠實現便令股價提升，因為這些傳媒企業的股價較其總價值平均折讓 34%。

雖然很多人認為香港傳媒業不會有什麼變化，但我們認為這個行業正經歷結構重組，這可能將這些傳媒企業的隱藏價值釋放出來。就此行業目前的發展來看，併購將成為下一個重要焦點。

目前我們注意到一位企業大亨對一家私有報章《信報》的投資。市場猜測投資者對電視廣播及東方報業等傳媒企業感興趣。雖然其發展前景並不樂觀，但這些企業有實現槓杆式收購的可能性（尤其對於管制較為寬鬆的印刷傳媒而言），能夠成為進入中國實現快速發展的平台，而被選中的傳媒企業發展狀況十分樂觀，三年內盈利的複合年增長率為 15%，平均股息率達 4.2%，並提供了向社會大眾施加影響力的平台。這些都成為它們吸引潛在投資者的原因。

《南華早報》：傳統傳媒企業轉向新平台有何意義？

林：以往印刷企業就只會緊守印刷業務，但如今海外市場的趨勢是融合所有媒體成為大型集團企業，就連電視企業也收購印刷業務。但在香港及其他國家都必須遵循擁有跨媒體的限制。

就融合而言，我們正在觀察電訊公司的情況。比如，中國移動通信剛收購了鳳凰衛視 20% 的股權。中國移動通信透過介入媒體來提供傳播內容，但它並不製作資訊內容，只是利用其設施來傳播。製作出能吸引大眾的內容是有技巧的。傳播平台越來越多，但內容卻不足。

可能僅會透過數碼平台獲取新聞訊息。報章須保持靈活，通過技術將合適的資訊內容透過不同的平台傳送。該等能適當運用傳播平台的人將成為勝利者。

過去幾年市場加快分裂。市場意識到一些事情正在發生，但不知道市場未來五年至十年之發展，大眾多只關心短期發展。事物變化迅速，但變化速度不太快。在五年內不會見到翻天覆地的改變，你會看到重大的變化。如果傳統媒體未能迅速發展網上媒體，它們的市場份額將減少，但仍可存留。

“人們想內容供應者提供更多資訊。若報章報導獨家新聞，人們會付費購買。”

Ramiz Chelat

新媒體及傳統媒體的融合並不只意味著新傳媒企業收購傳統傳媒企業，情況可能恰好相反。電視可能挑戰互聯網，新媒體可能挑戰傳統媒體。大家都試圖在別人的碗裏分一杯羹，在這個過程中，某些企業可能因過度擴張而陷入危機，而收購機遇亦由此而生。現階段，市場不斷變革及發展，嘗試並勾劃下一階段的發展。

郭：新媒體是傳統媒體注視的焦點。但它所佔的市場份額依然很小，短期內不會成為主流。新聞報道應當向網上發展，但讓讀者在網上免費閱讀新聞是有風險的，因為這會削減訂閱數量。某些業務如分類廣告，登上網並無不可，但倘若把整份報紙的內容登載上網就會產生風險，過渡網上發展必須要審慎。

我在科網熱潮的末期開始涉足媒體事業。在股價下挫前大眾為概念付出代價。現在人們回到願為有業績支持的股份支付溢價。投資者正尋找有業績支持的公司。然而，美國在線收購時代華納卻令股價下挫。這個錯誤可能會重演。大眾可能對新媒體有非常錯誤的推斷。

郭：香港的變化不會太大，因為市場仍然是非理性的，受企業大亨主宰。如果純粹以商業方面而言，香港應該經歷一次重大的整合。目前，很可能會有一定程度的權益重組。最終擁有雄厚資金最為重要，那些未有強大支持的媒體公司可能無法存留。

Chelat：如今透過任何平台都能輕易地傳播訊息，內容質量尤為重要。想知道最新的新聞，所有電訊公司都可以直接傳送到你的電話上。但人們永遠想知道更多。一份報章有突發性獨家新聞，大眾會願意付費購買。如果報章專注於這項優勢帶來的商機，其內容就可以向數碼平台擴展。這些企業能否將傳統業務的成果於網上業務中轉化為收益仍難定論，但印刷傳媒必須積極開展這種演變。

《南華早報》：香港傳媒業在今後五年內的發展如何？

林：傳統媒體市場將萎縮，但速度不會太快。將有更多公司擁有多於一個媒體。多媒體模式可能成為日常生活的主導。

Chelat：我們將看到變化，但並不是完全徹底的改變。大眾仍會繼續閱讀報章，而 10% 至 20% 的人

分析師簡歷

林建純

林女士於二零零四年加入德意志銀行，出任媒體及消費市場研究部區域主管。德意志銀行是全球首屈一指的投資銀行，擁有實力雄厚和頂尖的私人客戶網路。林女士擁有逾十年的研究和分析經驗，於加入德意志銀行前，曾於滙豐銀行、Crosby Securities 及 Dharmala Securities 出任分析師。

林女士精闢的研究分析助她取得多個獎項。彼獲《亞元》雜誌 (Asiamoney) 選為二零零五 / 二零零六年度區域消費市場組別的最佳分析員，而在同一選舉中，更獲選為最佳香港零售市場分析員。林女士在二零零四 / 二零零五年度《機構投資者》(Institutional Investor) 選舉中名列前茅，而在該雜誌二零零五 / 二零零六年度區域媒體市場組別中同樣名列前茅。

林女士於香港浸會大學主修語言學及英國文學，擁有文學和社會科學學位。

Ramiz Chelat

Ramiz Chelat 為麥格理證券亞洲消費及傳媒市場研究主管。Ramiz 於二零零四年調任至香港麥格理，負責研究亞洲傳媒股，包括電視廣播、南華早報、Singapore Press 及 BEC 等主要傳媒公司。麥格理證券為澳洲之主要投資銀行 Macquarie Bank Limited 之成員公司。

在此之前，Ramiz 為澳洲麥格理傳媒研究隊之成員達四年，研究涵蓋當地傳媒市場及主要傳媒公司（如新聞集團）。於二零零零年加入麥格理之前，Ramiz 於 Optus 流動電話部出任財務分析員，及曾任安永之審計及諮詢服務之高級會計師。Ramiz 持有悉尼 Macquarie University 商學士學位，及為一名合資格特許會計師。

郭雁婷

作為法國巴黎銀行之分析師，郭女士負責傳媒及消費市場之研究。郭女士為法國巴黎銀行區域消費市場研究小組之核心成員，該小組在最近的機構投資者選舉中排名第二。彼亦在《亞元》雜誌分析員選舉中名列前茅。

於加入傳媒及消費市場組別前，郭女士為區域運輸及基建市場研究小組之成員，該小組在二零零二年及二零零三年《亞元》雜誌選舉中名列前三位。於加入法國巴黎銀行之前，郭女士曾出任瑞士信貸第一波士頓之分析員、DaimlerChrysler 集團之會計師，及德勤·關黃陳方會計師行之助理會計師。

法國巴黎銀行 (www.bnpparibas.com) 為歐洲銀行及金融服務業的領導者，市值及資產總值名列全球銀行前十五名。

法國巴黎百富勤集團就文中的資料及提供的意見只供參考，並不構成任何有關投資的建議，如有任何直接或因此而產生的損失概不負責。

林女士撰寫下列有關香港媒體市場的報告：

二零零七年二月五日：白馬戶外媒體有限公司：Access China – Beijing 2007
 二零零七年一月二十九日：天地數碼 (控股) 有限公司：Tuning into the Right Signals
 二零零六年十二月十二日：壹傳媒有限公司：Cloud 2HFY07 Outlook
 二零零六年十二月六日：SCMP 集團有限公司：Company Outlook
 二零零六年一月六日：Consumer & Media：A Buyer's Guide

Chelat 撰寫下列有關香港媒體市場之報告：

二零零七年二月十六日：白馬戶外媒體：ASP hikes take their toll
 二零零七年二月十三日：白馬戶外媒體：Occupancy to start recovering
 二零零七年一月二十四日：電視廣播：The show is over for now
 二零零六年十二月十四日：電視廣播：An improving ad outlook
 二零零六年十一月十五日：有線寬頻：Game Over
 二零零六年十一月七日：SCMP 集團：Getting the all clear
 二零零六年十月五日：電視廣播：Some positive signs emerging
 二零零六年九月一日：SCMP 集團：Good results on notice

郭女士撰寫下列有關香港媒體市場之報告：

電視廣播
 二零零七年一月十一日：Stronger, but not strong enough
 二零零六年十二月十三日：Solid demand seen from ACS
 二零零六年八月二十五日：A strong set of results? Think again
 二零零六年七月六日：Slow property market dents ad growth
 二零零六年四月二十六日：Digitisation is a double-edged sword
 二零零六年三月二十三日：Good results but slower growth ahead
 二零零六年一月九日：Less attractive growth profile

南華早報

二零零六年九月一日：Here the paper delivers
 二零零六年八月四日：Display and N&A ads drive growth
 二零零六年四月七日：Results below expectations

有線寬頻

二零零七年一月四日：Going downhill
 二零零六年八月十八日：Operating landscape sees improvement
 二零零六年八月十四日：Challenges ahead
 二零零六年七月二十一日：Substantial decline expected in 1H06
 二零零六年三月三日：Let's wait until the dust settles
 二零零六年二月十三日：De-rated to utility-like valuations

東方報業

二零零六年十月二十三日：Bottoming out
 二零零六年七月十日：Disappointing results