

从量变到质变

——传媒行业 2010 年投资策略报告

优于大势

维持评级

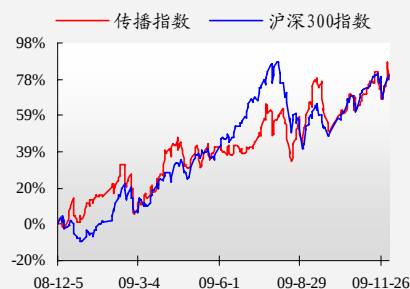
可选消费/传媒

2009 年 12 月 7 日

投资要点:

- 2009 年,随着文化体制改革的深入,传媒行业逐渐进入质变阶段。《文化产业振兴规划》首次将文化体制改革和大力发展文化产业上升到国家战略的层面,其中明确提出,进一步深化文化体制改革,打开文化传媒行业的投融资渠道,培育大型传媒集团,落实财税和金融支持文化体制改革的配套政策。
- 2008 年,我国人均 GDP 超过 3000 美元,根据国际经验,我国文化消费将有爆发性增长。此外,从人口结构角度来看,“70 后”、“80 后”逐渐成为消费主体,他们倾向于投入更多的钱消费文化娱乐产品。
- 从细分行业来说,出版、有线电视网络等传统媒体,政策支持力度空前,出版行业的转企改制、有线网络的省网整合都限定在 2010 年底完成。政策导向与行业自身发展都迫切需要传统媒体打破区域垄断、跨地区、跨媒体整合资源,培育有竞争优势的大型媒体集团。
- 另一方面,以网络游戏、动漫娱乐、影视制作为代表的新媒体生机勃勃。这些处于上升阶段的新媒体产业都受惠于近年来我国经济的迅速增长,面临广阔的市场空间和巨大的增长前景。2009 年,奥飞动漫、华谊兄弟的上市,标志着我国新媒体发展进入了新纪元。
- 投资建议:我们建议投资者关注经营稳健、主营业务增长前景明确,同时有超预期增长机会的企业。推荐组合:时代出版+歌华有线+天威视讯+博瑞传播。

走势图



子行业	评级
有线电视	推荐
出版	推荐
网络游戏	推荐
广告	中性

重要公司	评级
博瑞传播	推荐
歌华有线	推荐
天威视讯	推荐
时代出版	推荐

分析师:耿云

TEL: (8621)6337 7000

FAX: (8621)6337 3209

Email: cloud.geng@gmail.com

地址:上海市延安东路 45 号 20F

邮编: 200002

目录

综述.....	4
投资逻辑.....	6
传统媒体：整合是主题.....	6
出版：内生增长不足，政策驱动整合.....	6
关键驱动因素.....	6
政策回顾.....	7
行业现状.....	8
重点公司分析及投资建议.....	9
有线电视：省网整合带来规模效应，增值业务提高 ARPU 值.....	9
关键驱动因素.....	9
政策回顾.....	10
行业现状.....	10
重点公司分析及投资建议.....	11
冉冉上升的新兴媒体行业：以网络游戏、影视制作、动漫为代表的新兴媒体 生机勃勃。.....	11
网络游戏：未来三年仍将维持 50% 的年复合增长率.....	11
关键驱动因素.....	11
行业现状及预期.....	11
政策回顾.....	12
重点公司分析及投资建议.....	12
影视制作：有待挖掘的巨大市场空间.....	13
关键驱动因素.....	13
行业现状.....	14
重点公司分析及投资建议.....	15
动漫：积极的政策扶植+庞大的市场规模.....	15
关键驱动因素.....	15
政策回顾.....	16
行业现状：关键在于可靠的盈利模式.....	16
重点公司分析及投资建议.....	16
推荐投资组合.....	17

图表目录

图表 1 投资逻辑示意图	6
图表 2 出版行业现状	7
图表 3 新闻出版行业 2009 年政策回顾	7
图表 4 出版集团上市情况	8
图表 5 出版行业上市公司 2009 年外延式扩张回顾	8
图表 6 有线电视网络行业上市公司 ARPU 值对比	9
图表 7 有线电视网络行业 2009 年政策回顾	10
图表 8 我国有线数字电视用户增长迅速	10
图表 9 2009-2012 年中国网络游戏市场规模预测	12
图表 10 我国电影票房迅速增长	13
图表 11 2008 年全球电影票房排名前 13 名	13
图表 12 2007 和 2008 年中国与世界各国平均观影人次对比	14
图表 13 2006-2008 年国内电影票房排名	14
图表 14 中日动漫产业扶植政策对比	15

综述

2009 年，中国传媒产业由量变步入质变，进入新的发展阶段：传统媒体面临全面改制和整合；新兴文化产业依托于巨大的市场空间、优惠的产业政策，快速发展，竞相走上资本舞台。

1. 文化体制改革进入快速轨道

2009 年，文化体制改革进入加速阶段，政策力度空前。2006 年 9 月出台的《国家“十一五”发展规划纲要》明确提出文化产业是重点发展的九大行业之一。2009 年 7 月出台的《文化产业振兴规划》延续和升华了“十一五”发展规划纲要，首次将文化体制改革和大力发展文化产业上升到国家战略的层面。《文化产业振兴规划》明确提出进一步深化文化体制改革，打开文化传媒行业的投融资渠道，培育大型传媒集团，落实财税和金融支持文化体制改革的配套政策；进一步大力发展文化产业，提升文化消费，配合国家“保增长和调结构”的经济战略；提升文化软实力和文化产品出口，配合“大国崛起”的国家长期战略。

2. 人均 GDP 登上 3000 美元的新台阶

根据国家统计局的数据，2008 年我国人均 GDP 为 3266.8 美元。根据世界各国的经验，当人均消费超过 3000 美元时，文化消费会快速增长；接近或超过 5000 美元时，文化消费会出现井喷。我国人均 GDP 已超过 3000 美元，按照国际标准计算，文化消费支出总量应该在 4 万亿元以上，而目前只有不到 8000 亿元，占 GDP 的比重还不到 3%。我国居民文化消费的潜力巨大，文化产品总体供不应求。

此外，从人口结构更替的角度来分析，“70 后”和“80 后”逐渐成为消费主力，娱乐产品和休闲产品将占更大消费比重。

3. 出版、有线电视网络等传统行业面临全面重组

出版、有线电视网络等传统媒体，由于历史原因，形成了按地区分割的分区垄断格局，随着经济的发展、居民需求的变化，打破地域和部门限制、培育资产和资源集中度高的大型传媒集团，已经成为传统媒体迫在眉睫的任务。2009 年，传统媒体的改革、重组有了重大进展。

出版行业已有了明确的转制时间表：2010 年底前所有中央社、大学社改制完成；除公益性音像出版单位外，地方和高等院校所属音像出版单位必须在 2009 年底前全部转企改制，中央各部门各单位所属音像出版单位必须在 2010 年底前全部完成转企改制。2009 年 4 月，新闻出版总署出台的《关于进一步推进新闻出版单位体制改革的指导意见》明确指出：鼓励新闻出版企业跨地区、跨行业、跨媒体、跨所有制发展，打造文化产业战略投资者。此外，新闻出版总署鼓励出版集团积极上市，借助资本舞台壮大集团力量。目前中原出版集团、江西出版集团都正在进行借壳上市，中国出版集团等也都在积极筹备上

市。未来一到两年，出版板块将涌现更多的投资标的。

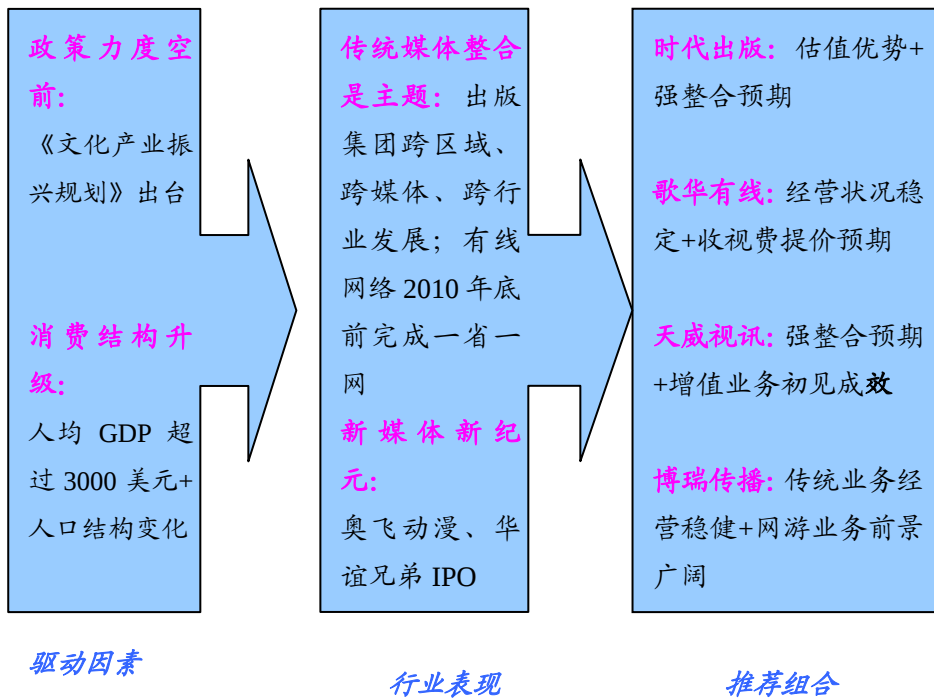
有线电视行业的数字化转换工程在 2009 年继续快速进行，预计到 2011 年，中国有限数字电视用户将超过一亿人。随着数字电视用户形成一定规模，各大运营商开展增值服务的动力和信心将越来越足，高清互动业务已经逐渐开展。整合也将是有线电视行业的主题：《文化产业振兴规划》中指出的重点工作之一就是有线电视的跨区域网络整合，有线电视网络链条将会缩短并展宽，未来我国将出现 10 家左右比较大的区域性有线电视网络运营商；国家积极推进的“三网融合”，对有线电视行业来说也是重大的发展机遇，整合资源、建设几家较大的有线网络运行商，是与实力较为雄厚的电信运营商谈判的基础和前提。

4. 新媒体的新纪元

2009 年是中国新媒体发展的一个重要里程碑，网络游戏、影视娱乐以及动漫行业正式登陆中国资本市场。博瑞传播全资传播收购成都梦工厂网络游戏公司、奥飞动漫和华谊兄弟的成功 IPO 给了新媒体发展更多的想象空间。资本市场给了新媒体更广阔的发展平台以及充沛的资金支持，而新媒体企业的上市，完善丰富了传媒板块，给资本市场带来了更多的投资标的。创业板的设立，也给以处于创业阶段的中小型公司为主的新媒体行业带来了更多机会。可以预见，未来几年将有更多的新媒体行业投资标的出现在资本市场上。

投资逻辑

图表 1 投资逻辑示意图



资料来源：东北证券金融与产业研究所

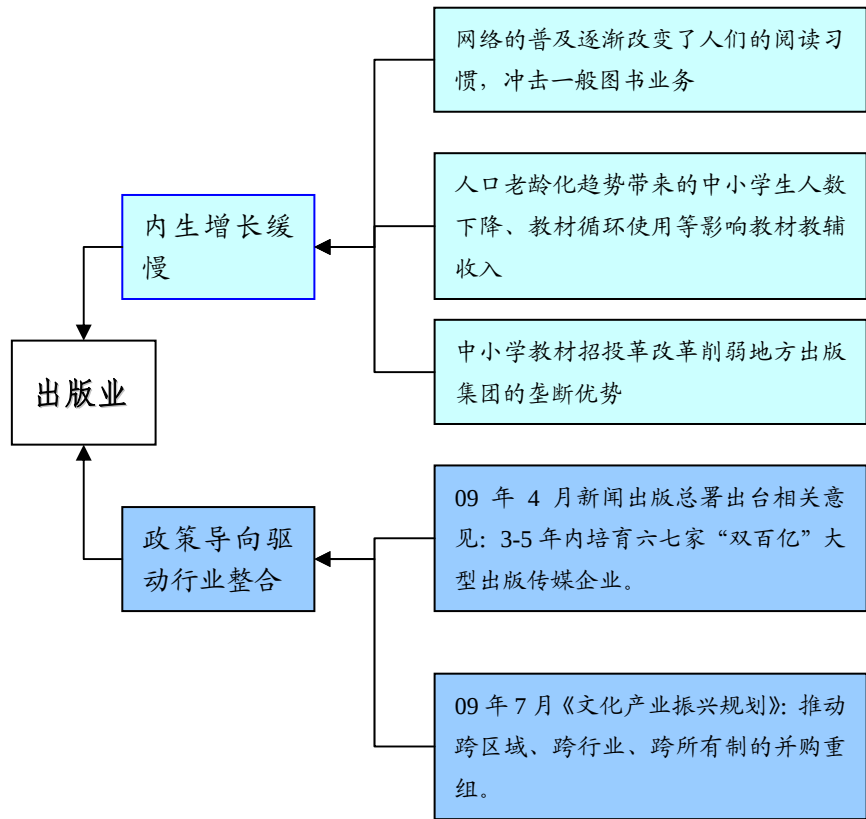
传统媒体：整合是主题

出版：内生增长不足，政策驱动整合

关键驱动因素

出版行业是典型的低成长行业，行业增长的关键驱动因素在于政策推动的行业整合，外延式增长仍将是未来一年的投资主题。

图表 2 出版行业现状



资料来源：东北证券金融与产业研究所

政策回顾

图表 3 新闻出版行业 2009 年政策回顾

时间	发起部门	政策	内容
2009 年 1 月	新闻出版总署	《关于认定新闻出版行业高新技术企业有关问题的通知》	2009-2013 年国家将对文化产业支撑技术等领域内需要重点扶持的高新技术企业，按 15%征收企业所得税。
2009 年 4 月	财政部、税务总局	《关于文化体制改革中经营性文化事业单位转制为企业的若干税收优惠政策的通知》、《关于支持文化企业发展若干税收政策问题的通知》	2009 年初到 2013 年底，对经营性文化事业单位转制为企业的，给予所得税、营业税、增值税等税收优惠。
2009 年 4 月	新闻出版总署	《关于进一步推进新闻出版单位体制改革的指导意见》	推动经营性新闻出版单位转制：所有地方和高校出版单位 2009 年底前完成转制，所有中央出版单位 2010 年底前完成转制；推进联合重组，三到五年内，培育出六到七家资产过百亿、销售过百亿的大型出版传媒企业
2009 年 7 月	国务院办公厅	《文化产业振兴规划》框架	文化资源整合：推动跨地区、跨行业联合或重组，推进有线电视网络和出版物发行的跨地区整合，培育骨干文化企业
2009 年 9 月	国务院办公厅	《文化产业振兴规划》细则	完善市场主体、优化产业结构，培育一批跨地区跨行业经营、有较强市场竞争力、产值超百亿的骨干文化企业和企业集团。政策优惠：降低准入门槛，积极吸收社会资本和外资；加大政府投入；落实税收优惠政策；鼓励银行业加大对文化企业的金融支持。

资料来源：东北证券金融与产业研究所

郑重声明:本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。

行业现状

（1）积极寻求上市

2009 年以来，文化体制改革进入深化阶段，新闻出版总署出台的相关政策和《文化产业振兴规划》中都明确提出，鼓励出版集团上市，借助资本平台打造有竞争力的大型出版传媒集团；各大出版集团纷纷响应。

图表 4 出版集团上市情况

已上市出版发行集团	
新华文轩	2002 年香港证交所上市
出版传媒	2007 年 A 股 IPO
时代出版	2008 年借壳科大创新
待上市出版发行集团	
中原出版集团	正借壳 ST 鑫安上市
江西出版集团	欲借壳鑫鑫股份上市
江苏凤凰传媒集团	旗下凤凰置业借壳 ST 耀华
皖新传媒	IPO 获批准
中国出版集团	筹备上市
世纪出版集团等	

资料来源：东北证券金融与产业研究所

（2）外延式扩张

对于出版业来说，未来几年的另一个重要主题是资源整合。新闻出版总署提出：要在三到五年内，培育出六到七家资产、销售过百亿的大型出版传媒企业。目前除江苏凤凰传媒集团外，国内出版集团均与“双百亿”的标准相距较远，通过跨地区、跨行业、跨所有制进行资源整合是国内出版集团“达标”的必要手段。

图表 5 出版行业上市公司 2009 年外延式扩张回顾

名称	时间	事件
出版传媒	2009 年 6 月	与内蒙古新华发行集团、天津出版总社分别签订《战略合作框架协议》
	2009 年 8 月	与内蒙古新华发行集团签订《合作实施协议》，约定以收购部分股权的形式收购有关发行业务和资产
	2009 年 11 月	与天津出版总社（集团）签署合作方案，约定以收购部分股权的形式收购其出版、发行业务主营业务及资产
时代出版	2009 年 8 月	与广东出版集团等签署战略合作框架协议
	2009 年 11 月	与中国出版集团签署战略合作框架协议

资料来源：公司公告、东北证券金融与产业研究所

重点公司分析及投资建议

时代出版（600551）：

时代出版的整合方式主要是自下而上，积极整合出版资源，2009 年分别与广东出版集团、中国出版集团等签署了战略合作框架协议，并定向增发募集 7 亿元投入数字出版等项目。虽然整合预期不及出版传媒，但市盈率处于板块低端，具备估值优势，在文化体制改革深化的大背景下，跨地区整合也值得期待。推荐评级。

有线电视：省网整合带来规模效应，增值业务提高 ARPU 值

关键驱动因素

我国有线电视行业目前以收视费为主要收入来源，行业增长的关键驱动因素主要是有线网络整合带来的规模效应和发展增值业务提高单个用户 ARPU 值。

（1）网络整合

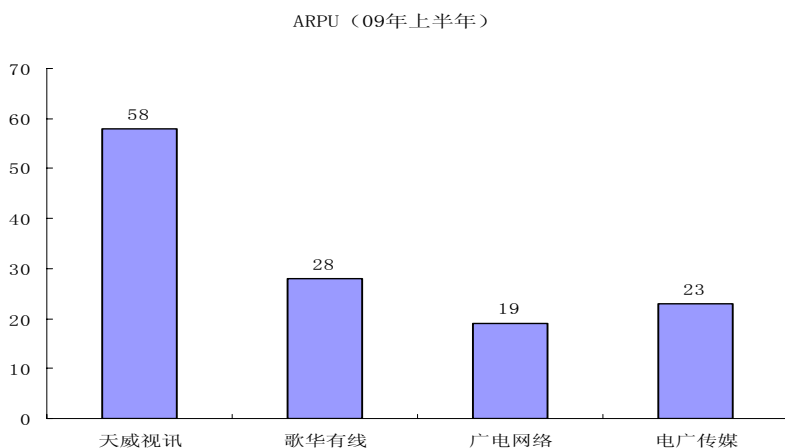
2009 年 8 月，广电总局相关文件明确提出，要在 2010 年底前完成有线网络的省内整合，转企改制同时进行。目前，天津、北京、河北、吉林、安徽、广西等省份已基本完成省内网络整合。目前 A 股市场上有线电视板块中：广电网络和歌华有线省内网络整合都已完成；天威视讯目前拥有深圳特区关内 100 多万有线电视网络用户，尚有关外 150 多万用户有待整合，根据广电总局的整合时间表，天威视讯有望 2010 年整合关外用户；电广传媒在湖南省内的网络整合预计将于今年年底完成（不包括中信国安五地市）。

（2）增值业务

增值业务的发展与有线网络数字化平移密切相关。数字电视用户形成一定规模后，增值业务才有发展的空间，而增值业务带来的盈利可以弥补数字转化的巨大资本开支，进一步加快有线网络数字化转换进程。

有线电视网络行业上市公司中，天威视讯完成数字化整体转换最早，ARPU 值已经明显高于同行业其他上市公司。

图表 6 有线电视网络行业上市公司 ARPU 值对比



资料来源：各公司 2009 年中报、东北证券

国家十一五规划中提出的电视、计算机、电信“三网融合”在 2009 年也有了实质性的进展,三网融合将使有线运营商有机会开展更多、更全面的增值业务,进一步提高 ARPU 值。

政策回顾

图表 7 有线电视网络行业 2009 年政策回顾

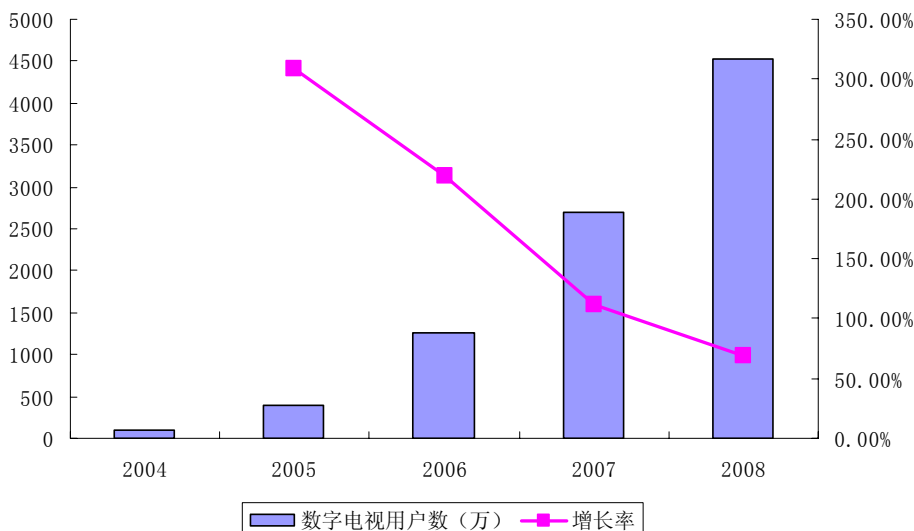
时间	发起部门	政策	内容
2009 年 5 月	国家发改委	《关于 2009 年深化经济体制改革工作的意见》	落实国家相关规定,实行广电和电信企业的双向进入,推动“三网融合”取得实质性进展。
2009 年 8 月	广电总局	《关于加快广播电视有线网络发展的若干意见》	推进有线网络整合,确保 2010 年底前各省基本完成整合;加快有线电视数字化整体转换和网络双向化改造。

资料来源：东北证券金融与产业研究所

行业现状

截至 2008 年底,全国有线数字电视用户数已达 4528 万户,比前一年增长 69%,全国有 229 个城市进行了数字化整体转换,其中 106 个城市已经完成转换。根据易观国际的数据,截止 2009 年第三季度中国有线数字电视用户规模达到 5824 万户。

图表 8 我国有线数字电视用户增长迅速



资料来源：广电总局、东北证券金融与产业研究所

2009 年前三季度,有线电视行业 4 家上市公司实现营业收入 53.28 亿元,同比增长 17.35%;实现净利润 3.78 亿元,同比下降 18.29%。其中歌华有线、天威视讯收入保持平稳增长。

重点公司分析及投资建议

歌华有线 (600037):

作为转制文化企业,歌华有线获得免征 2009-2013 年企业所得税优惠;增资控股北广传媒数字电视,积极整合上游内容资源,为开展高清互动增值业务奠定基础。此外,目前国内仅有北京数字电视收视费尚未提价,歌华有线数字电视收视费有望上调。预计 2009-2011 年每股收益分别为:0.36、0.40、0.47 元,相对于当前股价市盈率分别为:39x、35x、30x,推荐评级。

天威视讯 (002238):

天威视讯在广东省省网整合的大背景下,有望整合关外 150 万用户;目前大力公司推广高清、互动电视等增值业务,长期来看用户 ARPU 值有望稳步提升。预计 2009-2011 年每股收益分别为:0.29、0.38、0.56 元,相对于当前股价市盈率分别为:63x、48x、33x,推荐评级。

冉冉上升的新兴媒体行业:以网络游戏、影视制作、动漫为代表的新兴媒体生机勃勃。

网络游戏:未来三年仍将维持 50%的年复合增长率

关键驱动因素

不断完善的网络技术和规模庞大的网民人数是网络游戏行业快速发展的基础条件。决定网游行业市场规模的关键因素主要有两个:玩家人数的增加和玩家平均付费额的提高。

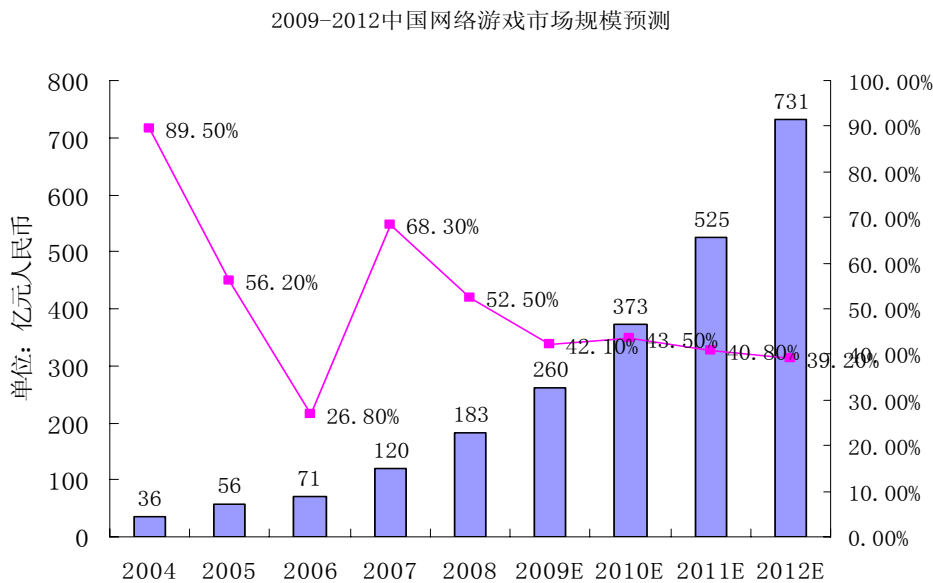
根据中国互联网络信息中心的最新数据,2009 年中国大型网络游戏用户规模为 6931 万人,较 2008 年增长 24.8%。截止 2009 年 7 月,我国网民数量达 3.38 亿人,其中宽带网民数 3.3 亿人,互联网渗透率 25.5%。中国网民数量已经是全球第一,但互联网渗透率与主要发达国家仍然相距甚远,根据最新数据,韩国互联网普及率已达 80%。随着网民数量的增加,网游玩家也将继续保持快速增长。

根据著名市场情报公司 Niko Partners 发布的中国游戏市场 2008 年产业报告,中国游戏玩家平均付费额一直在增长,08 年新增 26%的玩家而网游收益增长却达 61%。随着居民消费水平的提高和消费结构的转化,“80 后”逐渐成为消费主体,他们更倾向于互联网消费,中国玩家平均消费额仍将保持高增长的趋势。

行业现状及预期

根据易观国际的预测,到 2012 年中国网络游戏市场规模将达到 731.3 亿元,网络游戏用户规模将达到 2.272 亿,从 2004 到 2012 年网络游戏市场规模的年均复合增长率为 45.71%。

图表 9 2009-2012 年中国网络游戏市场规模预测



资料来源：易观国际

政策回顾

2009 年 6 月 26 日，文化部、商务部联合印发了《关于加强网络虚拟护臂管理工作的通知》，首次明确了网络游戏虚拟货币的适用范围，规范了虚拟货币的准入门槛，明确了企业责任，并就严厉打击利用网游虚拟货币从事违法犯罪活动进行了规范说明。中国网游行业多年来迅猛发展，但缺乏系统性的监管，该通知的出台，是政府逐渐完善、规范网络游戏行业的开始。

重点公司分析及投资建议

博瑞传播 (600880):

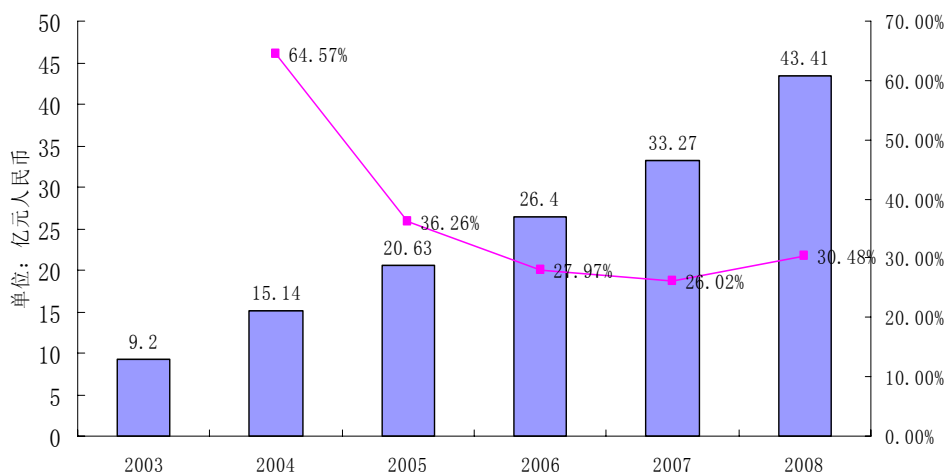
2009 年博瑞传播全资收购成都梦工厂信息网络有限公司，新媒体业务取得突破性进展。梦工厂是西南地区最大的网络游戏开发商，目前自主开发和运营有 5 款游戏，以武侠为题材的《侠义道》系列三部曲、改编自日本经典动漫的《圣斗士 O L》以及休闲类游戏《棋魂》。09 年下半年起，梦工厂的收入将并入博瑞传播财务报表，在网游行业市场规模高速增长的大背景下，梦工厂很可能会实现超市场预期增长，提高上市公司业绩。预计 2009-2011 年每股收益分别为 0.75、0.88、1.03 元，相对当前股价市盈率分别为：34x、29x、25x，推荐评级。

影视制作：有待挖掘的巨大市场空间

关键驱动因素

影视制作属于文化娱乐行业，总体上与 GDP 水平密切相关。得益于国民经济的快速增长，中国电影市场已连续多年实现快速增长。

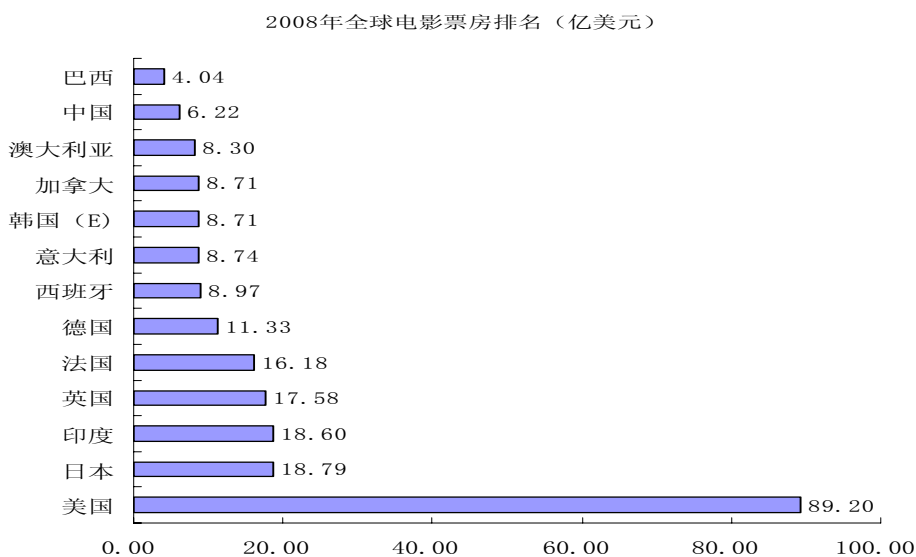
图表 10 我国电影票房迅速增长



数据来源：广电总局、东北证券金融与产业研究所

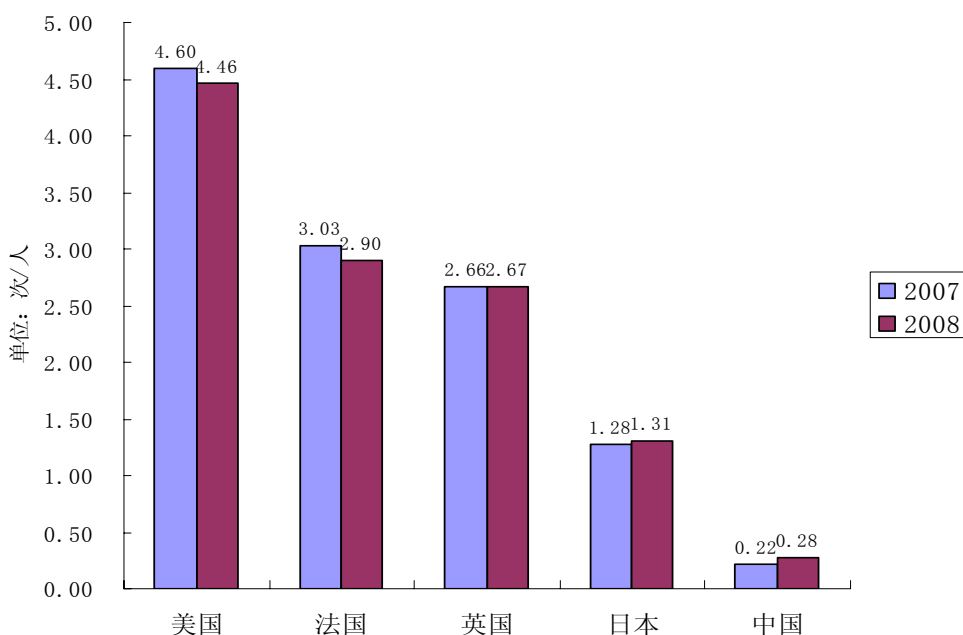
与发达国家相比，我国电影市场总体规模与人均观影次数都有较大差距。根据艺恩咨询发布的《2008-2009 年中国电影产业研究报告》，2008 年中国电影票房收入折合 6.22 亿美元，位列全球第 12 位，2008 年我国城镇人口的人均观影次数仅为 0.28 次。

图表 11 2008 年全球电影票房排名前 13 名



资料来源：艺恩咨询、东北证券金融与产业研究所

图表 12 2007 和 2008 年中国与世界各国平均观影人次对比



注：中国观影人次以城镇人口数作为计算依据

资料来源：艺恩咨询、东北证券金融与产业研究所

行业现状

目前国内电影市场集中度较高，中影、华谊、上影等少数几家电影企业已经成为我国电影市场的主导力量。

国内主要电影企业排名及市场份额如下图所示。

图表 13 2006-2008 年国内电影票房排名

票房排名	公司名称	入围年度票房前十名的影片数量（部）	票房收入合计（万元）	占同期国产电影票房总收入比重（%）
1	中影集团	7.5	100,920	16.97
2	华谊传媒	5	72,870	12.26
	原关联方影业投资	2	19,700	3.31
	合计	7	92,570	15.57
3	上影集团	5	56,200	9.45
4	保利博纳	7.5	32,540	5.47
5	新画面	1	23,000	3.87
6	安乐影业	1	13,760	2.31
7	中影华纳横店	1	2,300	0.39

资料来源：华谊兄弟招股书

重点公司分析及投资建议

华谊兄弟（300027）：

华谊兄弟是 A 股市场第一支影视娱乐概念股，拥有包括电影、电视和艺人经纪业务在内的完整产业链，国内电影市场票房排名第二。中国电影市场巨大的增长潜力给公司业绩带来了很大的想象空间。但同时，公司的巨大风险不容忽视：对冯小刚团队的依赖、一线明星的流逝、行业监管政策的变化。预计 2009-2011 年每股盈利分别为：0.5、0.92、1.39 元，相对于当前股价市盈率分别为：137x、75x、50x，中性评级。

动漫：积极的政策扶植+庞大的市场规模

关键驱动因素

动漫行业与影视制作行业同属文化娱乐行业，同样受益于近年来我国经济的快速增长。未来几年国家对动漫产业的政策扶植与我国庞大的消费人口将是行业增长的关键驱动因素。

目前全世界 60% 的动漫作品来自日本，动漫产业占日本 GDP 的比重超过 10%，日本已成为全球第一动漫大国。在日本动漫产业崛起的过程中，日本政府的扶植政策功不可没。近年来，动漫产业在我国也日益受到重视，国家出台了一系列优惠政策扶植动漫产业的发展。

图表 14 中日动漫产业扶植政策对比

	日本主要动漫政策	中国主要动漫政策
法律法规	2004 年《内容产业促进法》、《创造新产业战略》	尚无专门针对动漫产业的专门立法
优惠政策	不详	2009 年 8 月，财政部公布了一系列针对动漫企业的减免税收优惠政策。
知识产权保护	保护知识产权，成立了知识产权保护的财团法人，保护日本动画片及其衍生产品的知识产权。“阿童木”、“小叮当”等知名卡通形象多年来成就了包含漫画图书、动画片和周边商品在内的完整产业链。	目前我国动漫产业主要靠《著作权法》保护，辅之以《商标法》、《专利法》等，动漫形象的外观设计专利权仅有十年。
产业辅导、对外文化传播	进行专门产业辅导，设立东京漫画中心，举办“东京国际动画节”；2007 年起设立“国际漫画奖”	中国国际动漫节、中国国际动漫创意产业交易会等国家级动漫展；上海、西安、广州等许多大城市都有一年一度的动漫展
资金支持	建立产业信息服务体系，对动漫企业尤其是中小企业进行辅助；2004 年日本成立第一家动漫基金，2005 年出现投资资金，金融界开始在内容产业链条中扮演重要角色	2009 年，第一支动漫概念股奥飞动漫成功上市；创业板也将为学步阶段的中国动漫企业提供更多融资机会

人才培养	看重后续人才培养，东京艺术大学、学习院大学等知名高校开设动漫文化专业，动漫专业已进入研究生院。	目前我国已有 450 多所高校开始动漫专业、46 万多名动漫专业在校学生
基础建设	重资投入动漫产业基地等硬件建设，目前全日本近 500 家动漫制作公司，60%以上集中在东京	中央政府鼓励各地成立动漫产业园区，政府投资建设动漫企业孵化器；各地政府纷纷扶植本地动漫企业，北京计划打造传媒产业走廊，杭州规划成为中国动漫之都。

资料来源：东北证券金融与产业研究所

根据相关统计，目前，我国 13 亿人口中至少 5 亿是动漫市场消费者。2009 年第一季度的统计数字表明，我国目前有 5,600 多家动漫企业、超过 20 万动漫从业人员，300 亿元以上动漫产值。根据管理当局提出的目标，5-10 内，我国动漫产值要占到 GDP 总量 1% 左右，这意味着至少 1000 亿的市场空间，三倍于目前产值。

政策回顾

2009 年 7 月 31 日，财政部和国家税务总局发布《关于扶持动漫产业发展有关税收政策问题的通知》。该《通知》为动漫企业在增值税、企业所得税、营业税、进出口方面提供了一系列优惠政策。

行业现状：关键在于可靠的盈利模式

广东原创动力文化传播有限公司出品的《喜羊羊与灰太狼》自 2005 年起在全国近 50 家电视台热播，播出集数多大 500 多集。在北京、上海、杭州、广州等城市，最高收视率超过了同时段播出的境外动画片。2009 年推出的剧场版《喜羊羊与灰太狼之牛气冲天》制作成本近 600 万，门票收入 8000 万，成为中国“最火”的动画电影。

但在剧场版推出之前，广受欢迎的喜羊羊并没有给原创动力带来财富效应，2008 年原创动力经营收入不过 1000 万元。深层原因是因为没有进行产业链的延伸。目前中国动漫企业 60%以上的赢利点来自衍生品收益，将动画片卖给电视台播映并不能盈利，在电视台播映动画片更多的是作为一种宣传手段，提升动漫形象的知名度。

另一方面，中国目前知识产权保护环境并不好，盗版猖獗。还以喜羊羊为例，喜羊羊形象的毛绒玩具、贴纸、靠垫等周边商品，几乎都是“山寨版”，盗版厂商并不向原创企业支付相应的品牌使用费。原创动漫企业创造出成功的动漫形象仅仅是开始，如何将知名度转化为利润是关键。

重点公司分析及投资建议

奥飞动漫（002292）是中国最大的玩具制造商，成功将玩具与动漫相结合，开创了产

业运营与动漫形象创作一体化的盈利模式。2009 年上半年，公司动漫玩具收入达 2.8 亿元，占公司总营业收入的 81.93%。作为行业龙头，在动漫行业众多优惠政策出台、快速增长的大背景下，奥飞动漫将分享动漫玩具市场的巨大增长潜力。预计其 2009-2011 年每股收益分别为：0.67、0.86、1.15，相对当前股价市盈率分别为 72x、56x、42x，仍有新股溢价，中性评级。

推荐投资组合

在传媒行业进入质变的新时期，我们建议关注业绩经营稳健、经营风险较小，同时具备超预期增长可能的上市公司。

推荐组合：时代出版+歌华有线+天威视讯+博瑞传播

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。