

经济低迷呈传媒最佳投资机会

增持 维持

- **我们观点：**传媒行业的投资机会从今年四季度正式启动，传媒牛市才刚刚开始。历史经验（迪斯尼、好莱坞、韩国动漫业）证明：宏观经济低迷或转型时期，是文化传媒产业的最好发展契机。2012年是政府换届年，经济难有大起色，传媒作为明确大力扶持行业，将有显著超额收益。

李小磊：解读文化政策

- **国家层面政策：**现状是文化产业规模很小，但潜力巨大。在国际经济危机背景下国务院出台了《文化产业振兴规划》、“九部委文件”、《中央关于深化文化体制改革若干重大问题决定》等，实实在在用金融手段扶持文化产业；国家领导人最关心的是民生就业，扶持文化产业可解决就业；乐观看待文化消费空间，但不能按国际通行方法预测，文化企业也要理性投资，不能盲目扩张。
- **文化部层面政策：**文化部就文化产业投资指导、文化出口、动漫、企业上市的前置审批、上市资源储备、与保险银行对接合作、文化产权交易所监管方面出台了相关政策。文化部正全力配合、积极推荐和前置审核拟上市公司。引导各类社会资源积极投入文化产业，尤其鼓励民营资本进入。“天交所”事件暴露了监管漏洞，国务院把高度提升到针对各类交易场所。近期将出台措施对现有30多家文化产权交易所进行清理整顿。

李光斗：文化产业的投资机会

- **文化产业投资收益惊人。**通过讲自身经历、美国电影《功夫熊猫》渊源、乔布斯致富等故事揭示文化产业投资能带来巨额收益、文化产业空间非常大。
- **文化产业发展时机已到。**从目前中国经济发展阶段（物质普遍过剩、精神文明匮乏）、社会风气败坏、文化媒体人长时间地位低下等角度提示中国文化产业发展时机已成熟，时不待我。
- **文化产业的投资机会：**（1）国有传媒政策风险大，但民营出版发行有机会；（2）影视行业（包含院线）目前处于快速发展期，建议选择投资风格稳健的公司，导演是关键因素。怎么评估导演的价值？（3）话剧演出市场需求很大，供不应求；动漫产业链已全球化，中国要抓住全球化机遇。（4）艺术品投资市场混乱、鱼龙混杂。（5）文化地产：借文化提升房地产价值。
- **投资文化产业的标准：**（1）投资文化产业等于投入；（2）选择平台性企业。（3）有前瞻性，对行业有想象力。（4）好的盈利模式。

传媒行业小组

分析师：

张泽京（S1180511010003）

电话：010-88085053

Email: zhangzejing@hysec.com

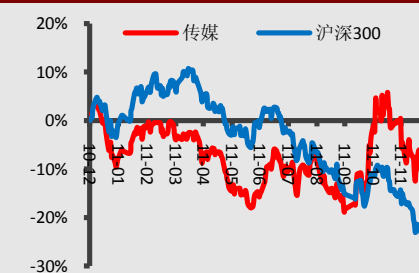
联系人：

郭幼竹

电话：010-88085096

Email: guoyouzhuzhu@hysec.com

市场表现



行业数据

股票家数（家）	37
总市值（亿元）	2410
流通市值（亿元）	1324
重点公司（家）	
重点公司占行业市值比重	

相关研究

传媒行业周报（第2期）：动漫涌动 体制松绑加快市场化（2011.12.20）

传媒行业周报（第1期）：长期看好传媒行业投资机会（2011.12.12）

宏源证券 2011 年 12 月 13 日在黄山举办了文化产业论坛，邀请了文化传媒界的两位专家交流对产业的理解。

主持人（宏源证券传媒行业分析师张泽京）：

今年来传媒板块下跌 9%，涨幅排第 3，仅次于食品饮料和银行，（A 股跌 16%）。尤其在四季度 A 股大盘下跌 2% 时，传媒板块携十七届六中全会之东风，上涨高达 17%，涨幅排第 1，遥遥领先其他行业。在我看来，**传媒行业的投资机会从今年四季度正式启动，传媒牛市才刚刚开始**。那我们怎么来把握传媒这次史无前例的投资机会呢？

今天我们请来了文化传媒界的两位专家。第一位发言的是**文化部文化产业司的李小磊司长**，李司长是文化部文化产业司工作时间最长和**经验最丰富**的政策制定专家，不仅对文化产业政策有着深刻的理解，同时也对资本市场比较熟悉。

（文化部文化产业司主要职责：**拟订文化产业发展规划和政策，起草有关法规草案；扶持和促进文化产业建设与发展；推进文化产业信息化建设；指导文化产业基地和区域性特色文化产业群建设；督促重大文化产业项目实施，配合推进对外文化产业交流与合作。**）



1. 李小磊：解读文化政策

主要讲一下国家层面和文化部层面的**政策解读**，尤其是我自己参与的那些政策。

文化产业小，潜力大：从“十六大”（2002 年）开始就要发展文化产业，**真正受到重视是从“十七大”（2007 年）开始**，提升到国家战略层面。文化产业的整体规模在中国很小，从“十六大”以来每年超过 20% 的增长速度，**2010 年文化产业 GDP 总量才 1.1 万亿元**，才占 GDP 总额的 2.78%，文化产业的发展潜力很大。

1.1 国家层面政策解读

一般经济危机时，文化传媒产业肯定有快速发展（那从投资角度：**传媒行业是较好的防御型配置品种**）。1929 年美国经济危机导致迪斯尼的发展；1997 年亚洲金融危机，韩国动漫业得以发展。2009 年 7 月从国家层面国务院出台《**文化产业振兴规划**》，背景是 2008 年底的国际经济危机，在这种背景下出台的大原则的“规划”。

九部委文件，实实在在用金融手段扶持文化产业：在此基础上，2010 年 4 月中宣部、人行、财政部、文化部、广电总局、银、证、保监会等出台《**金融指导文化产业繁荣发展的指导意见**》，统称“九部委文件”。我们圈内人都很重视，这个文件的起草主要是由人行和文化部带队调研完成的（这个班子是我组建的）。这个文件是从国家层面上，是建国以

来第一个也是唯一一个**金融与文化产业对接**的指导文件。这9个部委都有各自支持文化产业的内容：如证监会支持不少文化企业在创业板上市；如财政部在资金上的支持，每年出20亿元（支持文化产业专项资金）主要用于重点文化项目补贴、国有文化企业资本金增加、贷款贴息、保费补贴等；银监会承诺银行业有终身追究制，但我们增加了尽职免责条款，给银行行长松了绑。共20条**都是实实在在的政策**。

服务业规划，扶持文化产业可解决就业：今年是“十二五”规划的第一年，十二五规划中又把推动文化产业成为国民经济支柱性产业，从这个角度正式提到国家战略。这其中还有一个服务业规划（国际统称），现在**中国的服务业占比为43%**，发达国家在70%以上，台湾是73%，比内陆高出30个百分点。规划中指出要在这**5年中服务业从43%增长到47%**（增加4个百分点），即平均1年至少增加1个百分点才能完成目标。但感觉**难度很大**。今年上半年服务业占比实际上是下降了，说明服务业并没有第一产业、第二产业特别是制造业增长得快。国家认为还是应该大力扶持服务业发展，李克强总理还举例说明，若搞个千万吨级的现代化程度高的化工企业300个人就够了。但**服务业包括银行、证券、交通运输、尤其文化类产业是（劳动）密集型产业**，这样可以解决整体社会问题，这是从中央层面重视的角度，国家领导人层面最关心的还是**民生就业方面**。

十七届六中全会对文化产业又提出了新的要求，（1）推动文化产业跨越式发展，使之成为新的经济增长点、经济结构战略性调整的重要支点，为推动科学发展提供重要支撑。（2）构建现代文化产业体系，要结构合理、门类齐全、科技含量高、富有创意、竞争力强。要大力发展传统文化产业，包含出版发行、影视制作、印刷、广告、演艺、娱乐、会展等；更要大力发展文化创意、数字出版、移动多媒体、动漫游戏等新兴产业形态。还提出了要鼓励有能力的企业跨地区、跨行业、跨所有制的兼并重组，培育文化产业战略投资者。利用资本市场做大做强，这是我们六中全会提出的要求。还要优化布局，发展文化产业集群，提高文化产业的规模化、集约化和专业化水平——**文化企业大都是中小型企业，所以集群化已是发展趋势**。

扩大文化消费要乐观，但也要理性投资：2010年统计的文化消费为1万亿元左右，预计到“十二五”末将超过1.5万亿元；根据有关专家预测我国达到（人均GDP）4000美元的时候，**文化消费应当在5万亿元**，认为消费空间巨大：1万亿到5万亿或是1.5万亿到5万亿，有很大的空间。我比较保守，**文化消费不能完全按国际通行的**（为了存钱防老、教育孩子都不敢进行消费），所以文化消费预测跟国际通行的尤其是跟发达国家来比较，就认为我们的发展空间很大、就**盲目投资**，这恐怕会使很多企业陷入困境，这是我的个人看法。

中小企业上市年会郭树清讲话：深交所刚刚召开了第9届（每年一次）**中小企业上市年会**，新任的郭树清主席出席讲话，我作为中小企业上市培育委的委员也参加了。这次会议郭主席的讲话也是在落实六中全会精神，其中针对文化产业，他讲到了**债券融资**也存在非常广阔的前景。证监会专门提出了在资本市场至少有3个方面可以支持和促进文化产业的发展：**一是通过发展创意基金和风险投资支持文化创意人才和团队，把美好变成现实；二是通过支持符合条件的企业上市，鼓励文化类上市公司并购重组等多种渠道。三是有效提升资本市场各类主体的法制意识和诚信水平，使社会各界认可、信任这个市场，也是对社会诚信建设和文化建设不可估量的贡献。**

1.2 文化部层面政策解读

文化部作为文化产业的主管部门，这两年多来为配合国家的原则性文件，我们也出台了一些具体的政策：（这些政策内容都可以在“中国文化产业网” www.cnci.gov.cn 即文化部文化产业司主办的一个网站上看到）

（1）**文化产业投资指导目录**：2009 年我们搞了一个**文化产业投资指导目录**。基于我国体制、意识形态，我们把相关文化企业进行了分类——**鼓励类、限制类和禁止类**这 3 大类。

（2）我们还出台了关于**加快文化产业发展**的指导意见。

（3）**文化出口**：还有关于进一步推进**国家文化出口重点企业**和项目目录的相关工作的指导意见，我们在文化出口方面对文化出口企业有专项的出口奖励（不能做补贴，因为不符合 WTO 的原则）。

（4）**动漫**：我们还与海关、财政部、税务总局等制订出台了有关**动漫企业的认定**工作，还有这些企业**进口高端动漫设备的税收减免**。

（5）**前置审批**：关于推进文化企业境内上市有关工作的通知，这是今年刚下的一个通知——因为文化产业属于意识形态的范畴，所以根据**中宣部**的要求，有关文化企业包括**广播电影电视、新闻出版及文化部所属的企业上市**，根据它的隶属必须有一个**前置审批**（看其是否符合国家鼓励支持、希望发展的；对禁止类不允许，防止恶性竞争、产生浪费）。如果没有这个前置审批的话，证监会不予受理。对于地方上的文化企业，首先得让省级的文化厅、广电局或出版局进行前置审批，审核后会报至国务院我们这几个主管部门，再由我们推荐给证监会，这样就可以继续走上市流程了。在上海、深圳交易所上市的文化企业已达 50 多家，基本都是上创业板的资本量不大的企业，涉及领域包括了演艺、文化旅游、动漫游戏、影视制作与发行等，比如宋城股份、拓维信息、奥飞动漫等。

（6）**上市资源储备**：我们还专门建立了**文化企业境内上市资源储备库**，及时掌握**优秀文化企业的上市意愿和进展情况**。有些企业对上市不了解，它其实有市场但缺资金，不知道怎么通过这种直接融资的手段（来获取资金），我们也会去跟他们沟通，请他们关注是否能够上市、介绍券商为他们服务，这样为形成储备一批、培育一批、申报一批、发行一批的梯次格局，鼓励文化企业上市融资，为其上市融资打下了基础。目前已有 5 家文化企业着手向文化部报送和申请，我们正尽快推荐出去（只要符合我们内部把关的条件，就不要耽搁），使这些文化企业能够尽早得到证监会的认定。

各类型社会资源目前也在积极地投入文化产业，在文化产业间接融资迅速发展的同时，各类社会资本组成的投资基金也纷纷涌入。国家 2011 年 7 月专门成立了**中国文化产业投资基金**，由财政部作为出资人、中国国际电视总公司、中银国际和深圳文博公司 4 家发起的一个**国家级的投资基金（股权投资基金）**，它更多地是一种示范作用，年内将**筹集资金 60 亿元**，最终想达到 200 亿元。他们将选择优秀的文化企业进行股权投资，然后推荐上市、扩大经营，然后该基金再退出来扶持其他的（文化）企业。目前该基金已成功进入了出版、电影、广播电视、网络、动漫游戏等十二五期间国家要求重点发展的文化创意企业。同时**建银国际文化产业股权投资基金**（也是一个公募基金），还有**红杉资本中国基金、IDG 资本、杭州七弦投资基金、浙商投资基金等非国有基金**都已经进入了文化产业投资范畴。尤其这些民营的投资基金，更为灵活有成效，还有一些风投的私募股权基金也

都进入了这个领域。

(7) 保险：另外 2010 年 12 月，文化部还跟保监会联合发布了关于保险支持文化产业发展有关工作的通知，启动了**保险业对文化产业的支持**。中国人保、太平洋保险、中国出口信保等也都开发了十几个针对文化产业尤其是中国文化“走出去”的保险业务品种，中国财政也在这方面对这类出口企业给予保费补贴。

(8) 银行：我们设想**文化产业投融资体系**的初步建成，为此我们建设了**中国文化产业网**，并在此网站上打造了一个文化部文化产业投融资公共服务平台，该平台于 2010 年 5 月上线运行，开通了文化企业信贷申报评审系统、文化部企业网上投保、文化企业在线融资等功能，为广大文化企业与金融机构对接提供了便捷的渠道。**文化部跟 7 家银行都签有战略合作协议——中国进出口银行、中国银行、工商银行、农业银行、建设银行、国家开发银行和北京银行**，企业可在网上选择向其中某银行发出申请，然后经文化部推荐（若是鼓励类的），相关银行总行就会向下属分支行下达任务。

(9) 文化产权交易的监管：另外上海、深圳也都成立了**文化产权交易所**，是完全在纯国有状态下较早成立的，进行的是文化产权的交易，当然目前交易状态并不活跃。

2011 年 1 月份，**天津文化艺术品交易所**的事大家应该都关注过，它是**天津市金融办批准的一个交易所有限公司**，它把白庚延先生的两幅国画作价 1100 万，做成没在监管内的证券化交易，其实就是类证券化的一种交易方式：等额细分、连续交易、面向公众，由于只有两幅画同时大量资金都进入，导致由最初 1 元/股炒到最高 17 元/股，引起了社会的广泛关注。当时我们发现了这个问题后，但由于**不归文化部监管**，因此我们把事情反映到证监会，找了他们 3 个部门包括监管部，但是他们也说：“它这么操作会产生很大风险，不能保证投资者利益；但**证监会**的职责只是监管上市企业，这个交易所它没上市，所以也**没法管**。”

中央领导多次批示到我们文化部，让我们文化市场司监管，但我们根本没有法律文件参照，无法监管它。由于时间比较紧张，我们在 4 月份就向国务院中央领导报送过这方面的材料。国务院也准备发一个关于**防范交易所交易风险的国办通知**，当时全国包括大宗商品、贵金属等交易所炒作很多，我们都讨论了，国务院某领导还问工商局长“交易所是专属名词吗？”，工商局长说：“不是，这词儿谁都能用”。因为“天津文交所”（简称）平时一直是用这个简称，老百姓就认为这个“所”是政府平台，而隐藏了后面“**有限责任公司**”这几个字，大家纷纷进入，使得天津市这个市场非常不稳定。后来全国成立了大概 30 多个**各类的文化艺术品（文化产权）交易所（有限公司）**。我们很着急，分管金融的王岐山副总理也非常重视，最后国务院决定把这个国办通知**升级为国务院决定**（于是用了较长时间来完善），并在 11 月 11 日下发了《**国务院关于清理整顿各类交易场所切实防范金融风险的决定**》，具备临时法律效力。这个决定是针对大范围的，当然直接原因是天津交易所所涉资本并不大的这个事情，引起国务院对全国各文化产权交易所的重视，于是对各类交易场所进行清理整顿。

针对文化产权交易所，中宣部、文化部、广电总局和新闻出版总署**准备在近期出台《关于贯彻落实国务院决定加强文化产权交易和艺术品交易管理的实施意见》**，将按照“总量控制、合理布局、依法规范、健康有序”原则对现有 30 多家进行清理整顿。问题倒不太严重——这些交易所成立后都想效仿天津的做法，炒起来涨十几倍、哪怕涨几倍，对投机者来说都是利好。但大家看到国务院及主管部门的态度，都没有进行交易，目前只有天津文交所进行了交易。在清理整顿中，别的交易所基本只是前期费用受点损失，但没

有产生社会影响；由于没有进行交易，使得清理整顿工作不会出太大问题，问题只在天津这个事情上。

（10）国家文化产业示范基地：文化部每两年一次，8年中命名了204个国家文化产业示范基地，这都是单个企业（大家可上网去查），还有6个国家文化产业示范园区，这些都是券商的潜在客户，投资者可关注。

问题：最近像宋城股份等演艺领域的投资非常快速，怎么看待像主题公园这类的投资？

宋城股份有一部分上市的文化类业务做得挺好。2010年国家旅游局也觉得仅靠山水旅游、没有文化内容的旅游不是可持续发展的，所以跟文化部签订了一个战略协定，2010年11月一起在张家界搞了中国首届国际文化旅游节。

有些演艺节目的效果还是不错的，像印象刘三姐、印象丽江、印象西湖等演艺运作很不错，但后来就出来了很多“印象**”，有新的创意很难。还有前几年开始的全国涌现的旅游区演艺，像张家界、西安华清池、承德都做得好。但地方特色的演艺受当地气候影响有季节性波动，这类演艺必须依托于当地气候、环境、人文等各种因素，要综合考虑运作才可能成功，不能误导性地投资。包括很多主题公园也是要合理布局，建议主要由民营企业来投资，它有灵活性、市场性。

接下来与我们交流的是著名品牌战略专家李光斗先生。李光斗简介：

中国品牌第一人、中央电视台品牌顾问、影响中国营销进程的风云人物、品牌竞争力学派创始人、清华大学——中旭商学院高级讲师、华盛智业·李光斗品牌营销机构创始人。出身于市场营销第一线，参与并策动了中国VCD和乳业营销大战；自1990年开始从事市场营销和品牌策划工作，先后担任伊利集团、蒙牛乳业、广日电梯、民生药业、古越龙山、招商银行、长虹、德尔惠、喜临门集团等全国数十家著名企业的常年品牌战略和营销广告顾问。



毕业于复旦大学新闻学院（与新浪总裁曹国伟、光线传媒董事长王长田是大学同班同学）。

2. 李光斗：文化产业的投资机会

2.1 文化产业投资能带来惊人收益，发展空间很大

今天人不多但话题很热：探讨文化产业投资机会。20年前我大学毕业的理想就是从事文化产业，我的大学同学基本上都是在各个传媒行业做老大，除了刚才主持人介绍的新浪CEO曹国伟，光线传媒董事长王长田，还有上海文广新闻传媒集团总裁黎瑞刚、解放日报的老总都是我们一个班的。

【演讲的内容很散，但都是有关联的。用诙谐调侃的方式讲自身经历、美国电影《功夫熊猫》渊源、乔布斯致富等，实质上是说文化产业投资能带来巨额收益；中国文化产业空间非常大，关键要有创意和人才】

我一直是以一个观察员的身份在文化和商业之间。从2000年开始我错过了哪些机会，因为我大学文化教育非常大的缺失就是金融知识，所以我看着我服务的很多企业上市，包括蒙牛、小肥羊、古越龙山，但是我一直没有想到用金融杠杆。后来有一次机会我理解到了金融杠杆是什么：古越龙山的老板用一种变相回报的方式给我做了笔原酒投资，我现在发现我这十年来做咨询赚的钱还不如我在古越龙山存的一吨2001年黄酒赚的钱多。

今天大家听了很多严肃话题，那我给大家讲些轻松的故事。我有一本书叫做故事营销。

第一个故事：（周恩来送熊猫从而有了《功夫熊猫》）。1972年尼克松访华，带来的礼物是月亮上的陨石，实质上是告诉中国人我们可以登月了。毛泽东就问周恩来我们送什么，中国讲究投桃报李，周就说他送我们死化石，我们送活化石。尼克松告别晚宴上，周恩来就把熊猫香烟递到尼克松夫人面前，这在外交场合很不礼貌，外交场合不能给人递烟，尤其不能给女士递烟。尼克松夫人就说我不抽烟，周恩来就幽默了一下，说你不抽烟你难道不喜欢香烟盒上这两个可爱的panda吗，这下尼克松夫人一下子尖叫了起来，说：

“darling 你知道么，他要送一对熊猫给我们！”

这时，尼克松说：“淡定，我们不要。”

周恩来非常（尴尬），因为这是毛主席交代的任务，问为什么不要。

尼克松说：“养不活呀。”周恩来说：“我帮你养。”

尼克松说：“竹子都没有。”周恩来说：“我给你送过去，还有什么问题？”

尼克松说：“这也不行，我们美国人最重视家庭团聚，你送我们2个，万一死一个怎么办？”周恩来说：“死1个我再给你一个。”

天朝大国什么没有？当时的合同非常苛刻，我们给美国人的条件非常优厚，当时还有个模糊条款，说生了小熊猫之后归谁，到现在都在扯皮。美国法律规定凡是在美国出生的活物，自动都是美国国籍，不管你的父母在哪里，中国人扯皮说熊猫是租借给你的，不能送的。现在中国的熊猫要100万租借一年，但当时合同没有说这2只熊猫的产权（美国用这两个熊猫套了中国12个熊猫）。

有人说，就这2个熊猫把美国搞得金融危机了，因为美国不能用纳税人的钱养熊猫，动物基金会是个慈善组织，最大的捐献者是好莱坞演员，因为他们才有钱喜欢熊猫（美国人养条狗绝对就是富人）。一个熊猫一年吃掉50万美金，搞得动物基金会要破产，这时候好莱坞就对民主党意见很大，然后尼克松就提了个课题：《如何把这2个熊猫吃垮的钱赚回来？》，于是美国人就想：中国人最喜欢什么？结论是：中国人最喜欢熊猫，还喜欢功夫，于是美国的编剧就开始写剧本，他们的剧本做得非常好（不像中国人开几个会就决定拍了），所以我们就看到了现在的《功夫熊猫》，功夫熊猫两集全球70亿元票房，其中中国贡献了8个亿。现在有人就说：“左派啊，说要抵制功夫熊猫，不要让你的孩子看。”因为这代表了美国的帝国沙文主义、文化沙文主义，为什么？熊猫是中国的，功夫也是，两个和在一起就变成美国的了。

我们最近作婴儿奶粉，用熊猫来做代言人最能得到父母、孩子的认可，但是我们发现

熊猫的任何一个肖像版权在哪里？都在好莱坞。熊猫在中国，熊猫的版权却在美国。我讲这个故事想告诉大家，中国一年电影的票房是 100 多个亿，今年截止 11 月份是 130 亿。而中国牛奶市场的产值是 1000 多个亿。说明中国文化产业的发展空间非常大。

第二个故事：（乔布斯的财富来自投资文化产业）乔布斯为什么赚钱？苹果手机一个产品相当于全球所有做智能手机的总和，但我研究的结果是乔布斯没有从苹果上赚过一分钱。为什么呢，他是被苹果赶出去的，他 1985 年离开的时候，意气用事把苹果所有的股份都卖了，卖出价格很低，只留了一股，复出后所占股权也很少。他很倒霉，每次配股的时候价格都很高，他老是向董事会说：“我行权的时候你能不能用以前的价格给我？”董事会会觉得他很讨厌，你这个是属于运气不好。所以乔布斯的钱不是从苹果赚的，他的年薪是象征性的 1 美元。

但我们知道乔布斯是美国排名第 34 位的亿万富豪。他的财富从哪里来？他是迪斯尼最大的个人股东，他如何成为迪斯尼最大的个人股东？他花 1000 万买了个公司，就是《星球大战》导演乔治·卢卡斯的皮克斯，2006 年，迪斯尼收购皮克斯花了 74 亿美元，他的财富增长了 740 倍。（我的一位朋友投资蒙牛，作为发起股东之一 10 年之间不过翻了 400 倍，70 万变成 2.8 亿。）乔布斯说：“什么才能带来如此大的利润？”我觉得也只有文化产业才能够带来如此大的利润。

2.2 文化产业发展时机已到

【中国社会发展到目前这个阶段，应该到文化产业要启动发展的时候了】

物质上普遍过剩：中国现在将面临一个新时代：面临一个卖不出去东西、什么都过剩（除了春节时的火车票）的时代。日用消费品、房子、汽车都卖不出去，虽然中国将成为最大的汽车生产国和消费国，但未来将面临产能过大；房子也是千间房每天只能睡一张床。

现在我们收入中吃饭用的钱越来越少，看电影、话剧的钱越来越多。我上个月看了 2 场话剧，还刚看了金陵十三钗的首映。我认为未来文化消费比重将很大，刚才我们李司长也讲了十七届六中全会通过的決定叫“中共中央……若干重大问题决定”，“若干重大问题”也就是文革后小平同志通过了一个“若干重大历史问题的决定”。

社会风气败坏：我觉得我们中国社会已发展到了一个关键时刻，我们有没有发现整个社会存在着一种暴戾之气？我举个例子，我们从电视上看好像美国人民生活在水深火热之中，奥巴马当选那天我在美国，我开车逆向调头，刚好碰到了警察，我想糟了、罚款很多呀，怎么也得 1000 美元。我英文又不好，但我看是个黑人，就说恭喜奥巴马，他就非常高兴，手舞足蹈说 OK 就让我走了。而中国的警察呢，抓到个人就像是审犯人，你要开奔驰恨不得拿手铐把你拷在路边上。这种仇恨是哪里来的？

文化媒体人长时间地位低下，不利于舆论：接着想讲中国的舆论，中国执政党面对着最差的舆论环境。我们老讲美国的媒体喜欢骂政府（其实中国更甚）。改革开放 30 年谁都发财了，农民、工人都发过财，农民工也发过财（纵向对比的话）。**最悲惨境地的是谁呢？文化人，尤其报社媒体的记者，**中央台有句话：女的当男的使，男的当牲口使。这些人的生活水平是非常的低，应该说是**城市贫民**。当一个社会主流的文化人对政府出台的任何一个决策都有非常大的意见，那么舆论（引导就很难做）。在这样一个大背景下，高层

应该改变决策，至少在未来 10 年让这些文化人也发发财。

2.3 文化产业投资机会在哪里

我们看这次政策能给中国的文化产业带来哪些投资机会。现在文化产业很热很烫，但心急吃不了热豆腐，要分析一下。

1. 国有传媒：政策风险大，民营出版发行有机会

第一个是国有传媒，是我们国家非常独特的（现象）——所有传媒企业都是“国”有的或者说“党”有的（跟真正的国有不太一样）。跟国外不一样，因此不能用国外经验来分析说哪些传媒有投资价值。

我记得几个文人办了一份报纸叫《专业户经营报》，后来改名《中国农村经营报》，现在改名为《中国经营报》，它最初由几个文化人投资，最后的结果是离厂走人——因为民间资本或者个人是不能投资报纸的，最后按他们当初投入资金加银行存款利息折现给了他们。《中国经营报》目前一年有大约上亿（至少几千万）纯利润，但是跟投资者没关，为什么——政策！再举一个例子，**星空卫视**是默多克投资的，但它现在是国有企业，默多克的股份已全部卖出，现在大股东是文广。所以在中国想投资国有传媒风险太大——这个政策体制是解不开的。

但是也有非常大的机会，比方说出版业，民营企业是不能搞出版的，但我们发现很多民营出版公司做得非常大，像**磨铁图书**、**凤凰出版公司**等，一年的码洋过十个亿很轻松。像《**山楂树之恋**》，就是我一个朋友叫**张小波**看到了，觉得书稿很好，然后一下子就成了当时最流行的一部畅销小说，后来又被张艺谋买了电影版权（拍成了电影），电视版权还在张小波那里——他正在拍电视剧，一本书可以给他带来巨额财富。

既然说国有传媒不是我们的投资机会，那在未来 3-10 年哪些会成为财富暴涨的机会呢？我们看恩格尔系数（文化消费占比将会上升）。我大概梳理了一下，电影制造业、电视剧产业、卡通产业、文学话剧演出市场、艺术品投资、院线投资、网络、文化地产等；都来讲一讲。

2. 影视：投资风格稳健的公司，导演是关键

中国电影票房去年达 100 亿，（今年）前 11 个月已突破了 130 亿——贺岁档还未到来，也就是今年会增长 50%，因为好几个大片还没有上线。

刚才文化部产业司的领导也讲了，其实经济越萧条的时候，越是人们泡电影院最多的时候。好莱坞 30 年代从东部搬到了西部，就是因为美国的大萧条，加上美国文化产业政策的扶持而迅速崛起——好莱坞所在的地方其实是一片沙漠。

国内几大电影公司中，**华谊兄弟**已经上市了，华谊兄弟就吃一个人——**冯小刚**。它引进了分众传媒、马云等民营资本，所以中国电影界的大佬其实是不缺钱的，而且他们所赚的钱比我们做发电厂等（实业）既有名又有利，当然还有美女簇拥，是一个光鲜的产业。

华谊兄弟之外，就是**新画面**——老板张伟平——就吃**张艺谋**一个人，公司很小，就 3、4 个人。网上流传说每个人送一套 70 平米的房子，前台都有份，说明他的公司利润很高。

一个电影公司往往有 1 个导演就够了，当然这个导演（要很牛才行）。但是这样的公司具备投资价值么？几乎不具备，因为你投不进去，他不缺钱。

还有**光线传媒**（他的盈利模式后面细说），捧红了柳岩，还有沈星，后来被凤凰卫视挖角。**王长田**很大一块是**艺人经纪**。他以前是北京电视台记者，做过《北京特快》栏目。

【怎么评估导演的价值？】

我给大家出个题目，我们来评估张艺谋、冯小刚、陈凯歌三个导演，**分析师告诉我谁最值钱？怎么算价值和风险？有没有公式可以算导演的价值？好莱坞怎么算的？**非常简单，美国人告诉我的，**把他出道以来所有电影的票房加起来再求平均值，结论：冯小刚最值钱，陈凯歌最有风险。**陈凯歌搞不清楚自己在做什么，《刺秦》血本无归。张艺谋呢？他好像没赔过呀，他有一部电影《活着》，从来没在电影院放过，是十大禁片。好莱坞出过这事儿么？也有，《水世界》血本全无。

有做电影的老板告诉我，**电影第一天上映一定是睡不着觉的，首映要是出问题（就跟洞房花烛夜一样）之后就全卖不好了**，没人会理你，后来 VCD、版权授权收益都没有了。像张艺谋的《活着》，葛优主演，几乎获得了全世界的大奖（除了奥斯卡奖），口碑非常好，但在中国不可能上映，收入就不可能回来。张艺谋从《活着》之后，人生观、价值观都发生了显著变化，后来积极向主流商业靠拢。陈凯歌有好几部大片都不行。韩三平牛吧？说《建国大业》要卖 10 个亿，最后 1 个亿都不到。所以说，**从投资角度需要找风格稳健的电影公司。冯小刚几乎没折过**，当然也有一部小成本的片子《我是你爸爸》，到现在为止还没有放映，但那是低成本，赔得起。

以前知名的国营电影制片厂基本上都倒闭了，像长春电影制片厂、上影厂，因为不具备创新能力，靠卖地为生。拍电影是高投入高风险，大家只见贼吃肉，不见贼挨打。

电视剧更是高风险投资，有 1/3 的赚钱，1/3 的赔本，1/3 的永远在仓库中无法播出（有的被枪毙了，有的粗制滥造），所以说**电影电视行业是非常畸形的行业。**

电影院线，最近一部新电影《金陵十三钗》上映时，要跟电影院分账，拍电影的人拿的钱不多，最赚钱的是这些院线的投资者，包括成龙也投资了院线；香港人抓到了市场的先机。

（要想投资文化产业，建议大家去读两本书，一是《默多克传》，二是花花公子创始人的传记《休·赫夫纳和他的情色帝国》，会对我们进行文化产业投资有很多启发。）

3. 话剧演出：市场需求很大

演出市场，中国的**话剧市场比电视剧市场还热**，因为年轻人没有太多娱乐的方式，在北京、上海、深圳、成都、广州等大中城市，水平较一般的话剧也是场场爆满。演得最多的《两只狗的生活意见》，演了九百多场——小成本，就 2 个演员。那收益很高。

从动漫产业链延伸看全球化：

在上海未来传媒行业最大的新闻不是迪斯尼，而是**梦工厂要在上海开公司**（好莱坞的人工太贵了），几乎全世界**动漫产业链的初级（加工）**都在中国。从日本的漫画可看出，

卡通产业（延伸性）非常大。像一部《喜羊羊》几乎已经授权到了所有文具、服装等。

文学（畅销书），叫“一本书主义”。最赚钱的作家是谁呢？JK 罗琳——赚的钱超过了从莎士比亚到现在全世界所有作家稿费的总和，其收入已经超过了英女王。JK 罗琳光在中国的版税收入（不算电影的分账）就拿走了 1 亿元人民币。

网络文学，像盛大文学，跟许多网络作家签约。

唱片产业，目前彻底被乔布斯颠覆了。

4. 艺术品投资：胆大乱世

艺术品市场上涨得也非常快，中国还有世界上最大的造假艺术品市场，离奇的几个例子：（1）有个人投资几百万仿制了一件金缕玉衣，再请了一堆专家评估价值为十个亿，然后到银行抵押把钱套出来了；（2）还有季美林的一个学生（许晴的前老公），搞了一个万世传书，一本书十几万，季美林是总编辑，这书也是抵押给银行，套出钱后做房地产了。有人说中国的拍卖市场鱼龙混杂，有一家公司就是在吴冠中在世时跟他签了合同，把他的所有画买了，他的《昭和古城》当时开出了 4070 万元的天价。这幅画印了 99 张，当时在成都卖 10 万元/张，现在超过了 20 万。

艺术作品的估值（不好评估），举个例子，溥杰（末代皇帝溥仪的弟弟）的字（书法）写得很不好但卖得非常贵，这叫“字以人贵”，这就是艺术品的虚拟价值，非常大。

5. 文化地产：借文化提升房地产价值

“地产蓝海”，住宅产业获利的空间太小了，于是很多人用各种方式（拓展），如“文化地产”——教育类地产（学区房等）、娱乐类地产（如迪斯尼乐园）、体育类地产（如奥林匹克公园）、景观类地产、工业类地产（如天安门正南 50 公里）、论坛类地产（如博鳌论坛）、家居地产（红星美凯龙、苏宁）——都是未来的发展方向。

商业地产的盈利模式是：1、聚集人流量，通过场馆建设等吸引人气到人口少的地方，均衡整个城市的人流量；2、变生地为熟地，在较偏的地方搞个学校或名人集聚地等坐享这片地区的升值，如杭州的西溪；提升土地的价值。

2.4 投资文化产业的标准

比如说张艺谋、冯小刚是否具备投资价值？

我总结了几点：

1、投资文化产业等于投人。一定要“风起于青萍之末”——在他尚未成为大师时发现他。

2、平台性企业。比如张伟平的公司就不具备投资价值，他就一个人，不是平台性企业。

3、有前瞻性，对行业有想象力。我有个同学做得非常好，他到加拿大出差，看到电梯里都有块显示屏放着很搞笑的广告。他回来一想，中国的写字楼等电梯都要等 10-20 分

钟（很拥挤），这是很大的商机。他让三星把显示屏借给他，公司叫聚众传媒，我也是他的品牌顾问。他在最高峰卖给了江南春，套现 20 亿元。

平台性企业是找到一个盈利模式，他很有想象力，我们这么算的：一个白领一天至少上下写字楼 6 次，我们把上班 8 小时按 6 分钟一个循环算，拆散做广告来卖；评估一年有多少块屏幕，多少广告时间。分众传媒（股价？）到现在都没有赚过一分钱，美国有个“浑水公司”一直在做空它，但是在分众套现离场的人很多。

4、找到好的盈利模式

我给大家举个例子“光线传媒”，王长田当时做了个**娱乐现场**，定位为“娱乐界的新闻联播”，我认为电视的本质就是娱乐大众，而不是教育人民、传播知识、散布信息。他从 2003 年就想着上市，到现在用了 8 年时间才上市，因为资本市场不认可。因为他做完节目送给电视台，电视台不愿意花钱，带广告播出。这个平台非常危险，因为平台不在他手里。每次跟资本方沟通的时候，资本方给他的估值都非常低。

他就做了 3 个改变：（改变盈利模式后，盈利能力就稳定了）

（1）将节目制作变成盈利的一部分

（2）做艺人经纪，包装艺人

（3）做演出活动。中国有隆重的节庆文化，所以中国的节庆市场非常火爆。每个县市都要搞各种节，搞节就要有开幕式、闭幕式，要有晚会、演员。

他把**盈利模式搞好**后，再碰上**政策放松扶持**，一上市身价就 70 个亿了。

大家可以到新浪微博找我。我很缺乏金融知识，我只会作加法，但大家是做乘法的。希望大家在未来 10 年继续分享改革开放的成果，谢谢大家！

分析师简介:

张泽京: 宏源证券研究所传媒行业研究员; 五年证券行业从业经验, 曾任职于博时基金、华泰联合证券研究所, 2010 年加盟宏源证券研究所。

郭幼竹: 宏源证券研究所传媒行业研究员, 南开大学硕士, 2011 年加盟宏源证券研究所。

机构销售团队

	郭振举	牟晓凤	孙利群	
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	
华东区域	张璐 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com
华南区域	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com
重点机构	曾利洁 010-88085991 zenglijie@hysec.com			

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。