



在目前的年金市场资产管理份额中，基金公司占比50%左右，养老保险公司占比为47%，剩下部分掌握在证券公司手中——

年金市场“矿工”忙

本报记者 江帆

虽然企业年金税优政策的出台早就在业内人士的预料之中，但三部委联合发布的个人递延税政策仍然让养老保险公司的管理者们感到了几许兴奋。

春天来了

“企业年金市场的春天要来了。税收优惠政策至少有两点意义，一是表明了国家对企业年金发展持更鼓励的态度；二是很快有更多的人享受到延税政策的实惠，这对企业年金市场将产生很大的推动作用。”中国人寿养老保险股份有限公司市场与销售部总经理欧阳矩华说。

此时，中国人寿养老保险股份有限公司受托管理的企业年金资产刚刚突破了1000亿元大关。“即使没有新资金进入，靠现在的市场存量也能达到年均至少20%的发展速度，更不用说再加上国家的政策支持了。”欧阳矩华表示。

“虽然企业建立年金制度后，税后利润会减少，但个人通过税收递延和企业配资其税后收入却会增加，综合税收收益率的效果约为1.37%到3.05%。因此税收递延能够激励职工参与企业年金的积极性，企业也会对企业年金作出正面的回应。”长江证券刘俊说。

他预计，2013年到2015年企业年金的年增长规模约900亿元至1000亿元。“如果以900亿元新增委托资产规模进行测算，带来的管理费收入在8亿元左右，在市场维持现有参与格局不变的背景下，保险、银行、基金、信托和券商分别受益39.3%、30.9%、23.8%、5.5%和0.5%。”

跨界竞争

能有更大的市场自然是好事，不过事情的另一面是，尽管企业年金政策利好不断，5家专业养老保险公司也在此方市场占据了不小的份额，但要保住份额并“挖”到更多的金矿，养老保险公司实际上将承受前所未有的竞争压力，而这种竞争早已超越了单纯的保险业层面，跃升为一种在大资管平台上与银行、基金、券商、信托等多业态金融机构的竞争，这种竞争几乎达到了白热化的程度，混乱中相互压价，费率打折直逼底线。

对此，欧阳矩华感触很深：“在客户眼中，保险公司更擅长固定收益类投资，而不是权益类投资。在市场上，银行显然比我们更有话语权，很多客户与他们有资金来往；而基金公司和证券公司在资本市场上的经历和经验貌似也比我们多。但保险公司在精算和服务上有专长，特别是精算，是其他机构所没有的。”

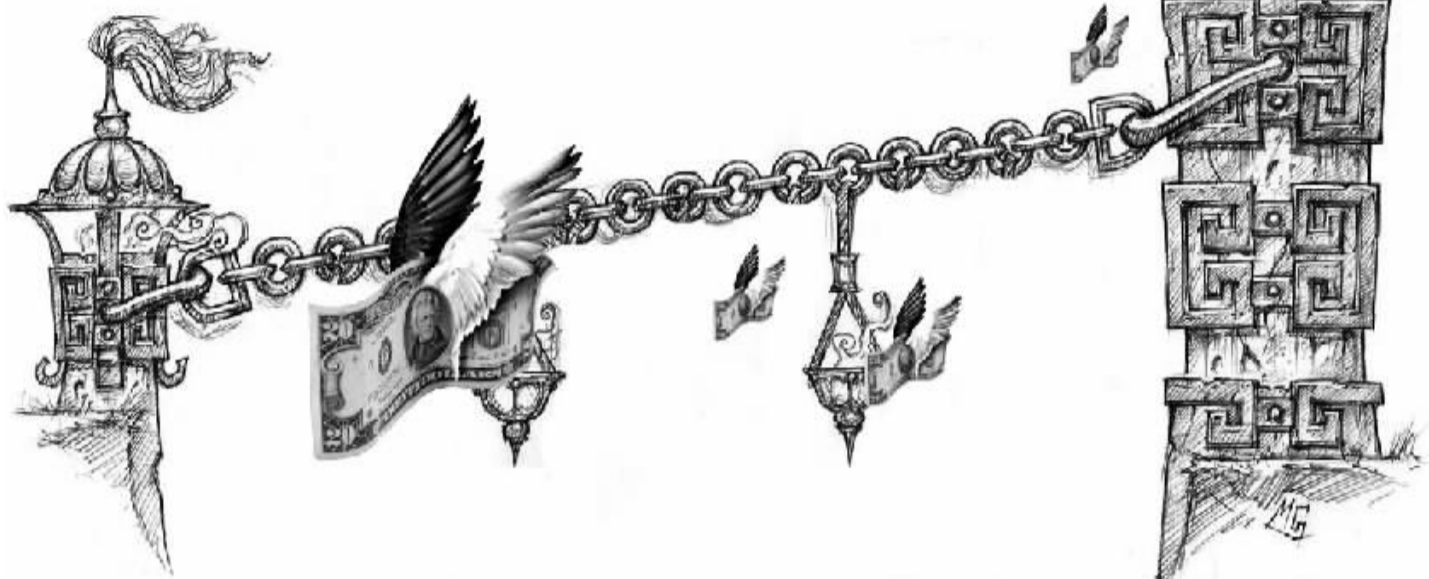
不过近两年，年金市场的竞争似出现了新特点。虽然对大企业的争夺仍然是目前的焦点区域，但中小企业年金市场开始快速扩容。

“中小企业年金市场越来越受到大家的关注。我们有很多产品是专门针对中小企业的集合业务计划，这种计划2013年同比增长超过150%，明显高于针对大企业的单一计划的增长速度。”欧阳矩华说。

除了竞争热点向中小企业市场延展外，投资收益也是一个竞争焦点。这不仅仅是简单看一个报价，或者短期的投资收益承诺，更多的是服务质量和水准的较量。当下年金市场约定俗成的投资收益标线是三年银行定存利率。基金和证券公司这类投资机构在收益稳定性上并没有占到多大便宜，这可能与其投资理念有关。但保险公司近两年的投资理念开始倾向于对绝对收益的重视。

“企业年金是员工的养老钱，它不能承受损失。如果收益波动太大，或者收益率比较低的话，对客户来说是看得见的损失。如果员工抱怨企业，企业会问责我们，压力马上就传递过来了，这种挑战和考验相当大。”欧阳矩华说。

“银鳞胸甲，蓝色品质，5金一件，先到先得。”这是动漫《我叫MT》里的经典台词，还记得风靡全球的角色扮演类网络游戏《魔兽世界》吧？其由著名的游戏公司暴雪娱乐所制作，现如今在中国地区的运营商是网易。诸如此类产业，除有制作、运营外，还有什么？如何估值，又如何投资？



“魔兽”们的生意

本报记者 姚进

★先到先得

据了解，网页游戏、手机移动网游和PC客户端网游构成了网络游戏的三种主要存在形式。

眼下，手游市场“如火如荼”，正与网游市场形成分庭抗礼之势。

网络游戏又称“在线游戏”，是相对单机游戏而言的，强调“互联网”、“游戏运营商服务器”、“多人参与互动”等要素的游戏品种。

根据EnfoDesk易观智库产业数据库发布的《2013年第3季度中国客户端网络游戏市场季度监测》数据显示，2013年第3季度中国客户端网络游戏市场整体规模达到141.64亿元，环比增长5.3%，同比增长21.4%。

“端游市场已相对成熟，也是最大的细分市场，格局基本稳定，规模稳步增长，增速不断下滑。”上海证券分析师张涛表示，而手游市场增长迅速，尤其是2013年以来非常火爆。

以手游“起家”的掌趣科技，自2013年初并购网页游戏公司动网先锋后，股价飞涨，这一方面得益于整个手游市场的爆发，另一方面，“收购动网先锋后，我们正在形成优势互补，这也是股价上涨的重要原因”，掌趣科技董事长姚文彬日前表示，和互联网一样，移动互联网第一波赚钱的还是游戏。

“掌趣科技正是迅速、敏锐地抓住了这一先机。”一位不愿具名的业内人士指出，2013年流水过千万元的手游产品还有很多，基于人口红利和用户碎片化时间利用需求的提升，手游市场暂时还看不到“天花板”，不久的将来可能也会达到如同端游般的市场规模。

谈到手游迅速发展的原因时，张涛表示，首先是苹果为代表的智能手机的普及，特别是千元智能机带来渗透率的上升；其次，电信运营商以3G为代表的网络投资，带动了移动互联网用户的猛增；最后，还有以苹果应用商店模式为代表的手游等应用生态的成熟。

★游戏大鳄

在最后到玩家手里之前，拥有完整产业链的网游通常会历经开发商、运营商、渠道商等环节。“类似于电影的产业链，游戏开发商对应电影制片商，代理商与电影的发行商类似，分发平台则对应电影的院线，其利益也是采取分成的模式。”张涛介绍说。

“网络游戏需要不间断提供服务，在这条产业链中，具备核心资源优势的游戏运营商居于核心地位。”兴业证券分析师纪云涛说，他们代理开发商的游戏，负责运营，包括游戏的宣传、销售，游戏平台的搭建、运行、维护，客户管理等工作，从而连接游戏开发商、电信运营商、渠道销售和用户这几个环节。

这可以从运营商游戏收入的分成比例中看出来。以运营商巨头之一的腾讯为例，在2012年之前，开发商仅仅获得整个游戏月收入30%的分成，而腾讯获得高达70%的分成；而在2012年之后，虽然腾讯细分了不同收入等级的游戏分成比例，但

经济环境“内紧外松”

中债资信 许南星 贾书培

2013年，在全球经济再平衡的背景下，主要国家和经济体面临着应对外部环境变革与本国经济结构调整的挑战。

随着美国家庭和金融企业去杠杆的逐步完成、消费和房地产的复苏以及失业率的下降，美国经济长期前景比较乐观。2014年美国房地产市场和私人消费将维持复苏势头，伴随内外需求的回暖和投资者信心的恢复，美国企业投资增长很可能有所提速。不过，美国联邦政府在帮助美国家庭和金融企业去杠杆过程中积累了大量的债务，未来将面临长期的去杠杆任务，从而对美国长期经济增长产生负面影响。

2014年全球经济增长复苏确定性增加，美国经济增长将有所提速，欧洲将走出衰退，实现温和增长，而日本的经济增长则很可能在2013年的基础上有所放缓。2014年我国经济或将小幅放缓，上半年下行压力可能较大，而通胀压力相对有限。

从政策面看，深化改革强调市场在资源配置中起决定性作用，这或将改变政府主导经济的局面，“甩开膀子”的具体行动在2014年料将更多显现。由此预计2014年政府对于经济的直接干预或明显减少，考虑到经济结构的惯性，政府干预的下降必然对基建投资等与政府行为高度关联的

需求产生一定负面作用，而基于市场的内生力量又需要一定时间进行酝酿，短期内或难弥补前述需求的减弱，因此从内需来看2014年较2013年可能出现一定放缓，特别是基建投资已出现放缓，而房地产投资也存在一定放缓压力，制造业投资虽有所恢复但持续性有限，2014年实际消费增速或与2013年持平，预计2014年上半年内需下行压力较大。

对于外需而言，2014年美、日、欧预计总体处于温和复苏阶段，有助于相关国家外需的增长。预计2014年我国出口增速将小幅上行，可能达到10%以上。不过，2014年初美联储缩减QE规模，届时国际资本从新兴市场国家流出，可能导致新兴经济体需求下滑，或对2014年上半年出口产生一定负面影响，2014年一季度可能成为全年出口增速的低点。

据测算，2014年CPI涨幅或将较为温和，预计略高于2013年水平。2013年银行间资金面略显紧张，利率中枢处于较高水平，在央行优化流动性结构意图明显的背景下，预计该种状况还将持续一段时间。在外汇占款趋势性回落、表外监管持续推进以及企业利息支付不断上升的背景下，预计2014年实体经济流动性总体将处于中性偏紧张状态。

盈利是金

交银资源基金经理 饶超

回顾2013年，国内A股市场用结构性牛市来形容全年的行情一点也不为过：中小板指数涨幅超过17%，创业板指数涨幅超过80%，而沪深300则是负收益。行业层面，按照中信一级行业的分类，传媒行业大涨，跌幅最大的是煤炭。回头看，对大小盘风格的判断和在传统产业、新兴产业之间如何选择择成了2013年最重要的投资决策。

从后视镜去看2013年的行情，笔者理解结构化行情出现主要有以下几个原因：首先，2013年经济运行平稳，增速窄幅波动，房价和通胀在前三季度都未成为明显的制约条件，为小盘、主题、成长类股票提供了有利的宏观环境；其次，经济结构调整和转型升级不断强化，政策红利释放，部分新兴行业如手游、传媒和移动互联网等经历了行业拐点；第三，IPO暂停，股票供应受限，热门行业和主题标的多半市值相对较小而显得稀缺，二级市场的火爆行情也催生了行业的主动并购和重组。而2013年前三季度中小板和创业板归属母公司股东净利润的同比增幅分别为4.9%和5.1%，可见中小板和创业板整体指数的上涨主要动力来自于估值的提升。

2014年，考虑到IPO重启和新股发行制度向注册制的改变，中小板和创业板的估值水平有一定的下行压力，结构性牛市

总体来看，腾讯仍占据了产业价值链的制高点。

“运营商是创造网络游戏增值的主角，能获得增值中的大部分收入，但在整个游戏产业价值链中，运营商承担的风险也最大。”纪云涛表示，因此，随着运营商技术研发能力和资源整合能力的增强，为了分散风险，许多运营商向上自主开发、向下自行开拓渠道，或者通过产业链的垂直整合以期获得最大利润。

网络游戏到底有哪些盈利模式？据张涛介绍，主要有：一次性下载付费的，如苹果商店的付费软件、中国移动手机游戏基地等；增值服务付费的，如游戏免费下载，通过激活关卡、购买游戏道具等方式进行收费；还有通过植入广告，靠广告商发布广告来盈利的，以及通过售卖游戏相关玩具、服装等来盈利的。

★投资王道

规模较大的网游公司大多在美国上市（网易、搜狐畅游、完美时空等），部分在香港（腾讯等），国内A股游戏公司主要有北纬通信、掌趣科技以及通过并购进入网游市场的文化传媒集团（浙报传媒收购盛大旗下浩方和边锋游戏、博瑞传播收购漫游谷、光线传媒收购页游天神互动等）。“事实上，并购已经成为网游行业发展的主流模式。”市场人士如是表示。

“对于游戏开发类公司，应该根据其现有游戏产品盈利情况（包括运营的可持续性、收入成长指标等）和未来新游戏上线预期收入以及上线时间等因素来综合判断其价值。”张涛认为，对于以发行为主的游戏公司，应该以公司发行代理游戏的效率、品牌以及平台规模、能否维持良性发展来进行价值判断。

以奥飞动漫3.25亿元收购北京方寸科技100%股权为例（方寸科技开发的第一款移动网游《怪物X联盟》是国内迄今为止最为成功的萌宠类移动网络游戏之一，上线10个月在国内共取得6182万元的流水），方寸科技的业绩承诺是2013年、2014年、2015年、2016年实现的合并报表扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润不低于2500万元、3500万元、4725万元、6142.5万元，承诺2014年至2016年的净利润增速为40%、35%和30%，业绩对应的收购溢价为13倍、9.28倍、6.88倍、5.29倍。

“PE倍数受行情影响较大，尤其对于手游开发公司来说，变化较快。”张涛表示，平台型公司相对于内容制作公司享有更高的溢价，比如2013年腾讯每股收益预计为10.21港币，对应的市盈率超过40倍。

很难重现。盈利无法兑现预期的个股，即使插上再美丽的主题翅膀终将证伪而打回原形。改革和新经济的方向依然应该是关注的重点，但对盈利增长确定性的把握显得更为重要，需要精挑细选和去伪存真。

再看美国市场，在2012年下半年之后，美国经济恢复的持续性增强。特别是进入2013年后，经济和企业盈利基本面的改善部分抵消了市场预期货币政策趋紧的影响，所以2013年出现了股指、国债收益率和美元指数同向上涨的阶段行情。2013年标普的整体净利率水平也创下了历史新高。2014年美国基本面的改善和货币政策的变化会推升国债收益率缓慢上行，无风险利率的上行会对估值扩张产生一定压制，融资成本的上升也将对盈利产生负面影响。在整体市场盈利水平创历史新高的条件下边际上继续改善也变得更具挑战，在此环境下，对个股的深度挖掘和盈利增长的把握也显得更为重要。

值班基金经理 信札



股上的痕迹

张涛 志铭文

