

太平洋：高估值风险仍在

减持（维持）

投资要点：

- 佣金率高于行业平均，而市场份额保持稳定
- 二季度自营亏损拉低公司业绩
- 费率刚性压缩利润空间

报告摘要：

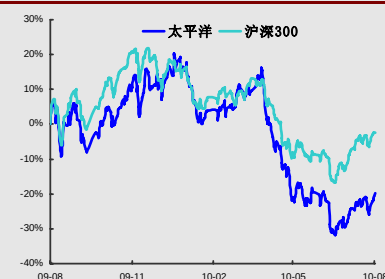
- 上半年公司实现营业收入 2.46 亿元，较上年同期下降 31.33%；实现净利润 0.56 亿元，较上年同期下降 72.6%。EPS0.038 元，其中二季度 EPS 为-0.01 元。**二季度单季自营亏损拉低公司业绩，经纪业务佣金率下滑较少，市场份额稳定，承销业务实现突破。**
- 经纪业务佣金率下滑较少，市场份额保持稳定。**上半年公司代理买卖证券净收入达 2.07 亿元，同比下降 15.27%，占营业收入比重为 83.74%。从佣金率来看，得益于公司经纪业务集中于竞争相对不激烈的云南地区，上半年公司综合佣金率 0.152%，远远高于行业 0.088% 的行业水平，与 2009 年相比下降 14.8%，与行业相比下降趋势较慢，其中 2 季度佣金率由 1 季度的 0.155% 继续下降至 0.148%。从市场份额来看，公司保持了稳定的态势。上半年代理交易额市场份额为 0.26%，同比下降 1.09%，环比下降 11.49%，其中 2 季度公司市场份额环比下降了 0.52%。
- 2 季度自营亏损拉低公司业绩。**上半年公司自营亏损 0.57 亿，其中 2 季度亏损 0.89 亿。期末自营规模为 5.38 亿，与 1 季度相比下降 11%。公司自营风格与东北证券类似，资产配置以权益为主，且划分为交易性金融资产，公司主要控制仓位。季末公司自营权益占比为 82.37%。
- 证券承销业务实现突破。**上半年公司已完成股票 IPO 项目 2 家，股票承销金额 107.4 亿元，市场份额为 0.34%，城投债项目一家，分别实现了主承销 0 的突破；报告期内公司承销业务净收入为 0.61 亿，占营业收入的比重为 24.7%。
- 费用率刚性进一步挤压利润。**上半年公司业务及管理费为 1.61 亿，同比增长 16%，历年来看，各季度(四季度提奖金较多)费用基本在 0.8 亿，费用率的据下刚性进一步挤压了利润空间。
- 太平洋是一家业务线比较单一的小型地方券商，即使考虑到公司地缘因素使得佣金率下降较慢，在 2200 亿日均股票交易额、佣金率下降 30%（行业下降 30%）自营收益率 9.6% 的乐观假设下，公司 10、11、12 年的 EPS 为 0.17、0.2、0.25 元，对应的 PE 为 75、61 和 60 倍，估值较高，维持减持评级。

分析师：黄立军 邢波

电话：010-88085983

Email：huanglijun@hysec.com

市场表现



行业数据

股票家数（家）	18
总市值（亿元）	14848
流通市值（亿元）	10328
重点公司（家）	16
重点公司占行业市值比重	99.3%

数据来源：港澳资讯

相关研究

- 广发证券：出售华福或成催化剂 8.16
- 长江证券：2 季度自营拖累业绩 8.10
- 广发证券：定向增发正当其时 8.3
- 东北证券：高弹性特性强化 7.29
- 证券：非上市券商半年报情况综述

7.27

保险：下半年保费增速将有所下降
7.21

利润表(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	资产负债表(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	-387	835	603	739	906	货币资金	1,659	3,440	3,784	4,163	4,579
手续费净收入	361	623	485	520	615	结算备付与保证金	911	1,197	1,317	1,449	1,595
代理买卖证券业务净收入	323	587	438	474	568	交易性金融资产	382	1,146	1,260	1,386	1,525
证券承销业务净收入	18	6	47	47	47	买入返售金融资产	380	100	138	138	138
资产管理业务净收入	0	0	0	0	0	可供出售金融资产	0	2	2	2	3
利息净收入	32	55	34	37	33	其他资产	162	74	185	246	294
投资收益及公允价值变动	-779	157	84	181	258	资产总计	3,493	5,959	6,687	7,385	8,134
其他业务收入	-1	0	0	0	0	短期借款	0	0	0	0	0
营业支出	279	-430	271	332	407	交易性金融负债	0	0	0	0	0
营业税金及附加	20	-35	30	37	45	衍生金融负债	0	0	0	0	0
业务及管理费	259	-395	241	295	362	卖出回购金融资产款	380	416	0	0	0
营业利润	-667	405	332	406	498	代理买卖证券款	1,683	3,582	3,944	4,338	4,772
营业外收支	-1	0	0	0	0	其他负债	50	177	747	791	789
利润总额	-668	406	332	406	498	负债合计	2,113	4,174	4,691	5,129	5,561
所得税	-23	0	83	102	125	股本	1,503	1,503	1,503	1,503	1,503
净利润	-645	405	249	305	374	归属母公司所有者权益	1,380	1,785	1,997	2,256	2,574
归属母公司所有者净利润	-645	405	249	305	374	少数股东权益	0	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	0	所有者权益合计	1,380	1,785	1,997	2,256	2,574
经营指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	风险指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
平均总资产收益率	-15.32%	8.58%	3.94%	4.33%	4.82%	净资本	1,194	1,612	1,802	2,016	2,289
平均净资产收益率	-37.90%	25.61%	13.16%	14.34%	15.48%	扣除代买卖证券款负债率	23.76%	24.93%	27.23%	25.97%	23.46%
管理费用率	30.00%	-47.29%	40.00%	40.00%	40.00%	自营规模/净资本	60.69%	49.45%	48.64%	47.83%	46.34%
营业收入/总资产	-2.73%	17.68%	9.54%	10.50%	11.67%	权益自营规模/净资本	54.62%	44.50%	38.91%	43.05%	41.71%
每股数据(元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	估值	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.0	0.3	0.2	0.2	0.2	市盈率	-334	46	75	61	50
每股净资产	0.9	1.2	1.3	1.5	1.7	市净率	13.6	10.5	9.4	8.3	7.3

分析师简介:

分析师姓名: 黄立军, 宏源证券研究所非银行金融行业研究员, 中国人民银行研究生院金融硕士, 2009 年加盟宏源证券研究所。2008 年新财富非银行金融行业最佳分析师第三名。

主要研究覆盖公司: 中国人寿、中国太保、中国平安、中信证券、海通证券、招商证券、太平洋、东北证券、长江证券等

机构销售团队

华北区域	华东区域	华南区域
牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	刘爽 010-88085798 liushuang@hysec.com	
	孙利群 010-88085096 sunliqun@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。