

区域型小券商的涅槃之路——业绩拐点已现，转型前景光明

核心观点：

1. 事件

公司发布了 2013 年年度报告及 2014 年一季度报。

2. 我们的分析与判断

1) 战略转型效果初显，一季度业绩惊艳

公司 2013 年共实现营业收入 4.86 亿元，归属于母公司股东的净利润 7460 万元，同比分别下降 7.49% 和上升 5.83%；EPS0.045 元，同比增长 4.65%，ROE 为 3.45%，同比增加了 0.14 个百分点。在管理层积极推动公司业务转型的战略指导下，公司一季度共实现营业收入 1.80 亿元，归属于母公司股东净利润 6173 万元，增幅分别高达 51.98% 和 212.92%；EPS0.037 元，同比增长 208.33%；ROE 达到 2.79%，大幅增长 1.87 个百分点。公司 2014Q1 的净利润已经相当于去年全年的 82.75%。

2) 2014Q1 经纪及投行业务表现稳健，自营及资管业务亮眼

公司一季度经纪业务总体表现稳健，共计实现经纪业务 6269 万元，同比小幅增长 2.20%，去年平均佣金率约为 0.119%，保持稳定。投行业务方面，目前公司有效 IPO 项目 3 个，其中正常在会 3 家，1 家已反馈；尚有一单过会未发，预计将贡献收入 2300 万左右。根据利润表相关数据估算，公司一季度自营业务投资收入约为 0.83 亿元，同比大幅增长 1.26 倍。根据此数据计算的自营业务年化投资收益率高达 19.94%，可比口径远高于同业水平。此外，2013 年公司共实现资产管理业务净收入 0.15 亿元，而 2014Q1 公司单季度就已经实现该业务收入 0.13 亿元，同比大幅增长 9.5 倍，相当于该业务去年全年收入的 85%，是公司今年一季度实现手续费及佣金收入同比较大幅度增长的最主要原因。

3) 创新业务前景可期，公司业绩拐点已现

继公司去年顺利获取约定购回和股票质押式回购等业务资质之后，今年 1 月份公司终于获取了资本中介型业务中最重要的融资融券业务资质。随着公司在 4 月份顺利完成定增并大幅增加了净资本之后，可以预见公司未来将通过稳步提升杠杆来进一步补充资本金，做大做强一系列资本中介型业务，预计将带来极其可观的增量收入。此外，公司在经纪和资产管理业务方面也做了很多转型的准备，并通过在老挝设立合资券商迈出了拓展东南亚资本市场的第一步。

3. 投资建议

我们认为，公司作为极具地方特色的区域型小券商，今年业绩拐点已然显现，盈利水平大幅度提升前景可期。公司坐拥沿边金融综合改革区的地利，目前公司业务资质日趋齐全，定增顺利完成创新业务有望全面爆发。我们首次覆盖给予“推荐”评级，给予 2014/2015 年摊薄 EPS0.089/0.143 元。

太平洋（601099.SH）

推荐 首次评级

分析师

赵强

☎：(8621) 2025 2661

✉：zhaoqiang_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130512050002

特别鸣谢：

白舟

☎：(8610) 8357 4080

✉：baizhou@chinastock.com.cn

从业证书编号：S0130113090032

对本报告的贡献

市场数据 时间 2014.04.29

A 股收盘价(元)	6.42
A 股一年内最高价(元)	8.06
A 股一年内最低价(元)	4.70
上证指数	2020.34
市净率	2.57
总股本(万股)	235364.47
实际流通 A 股(万股)	165364.47
限售的流通 A 股(万股)	70000
流通 A 股市值(亿元)	106.16399

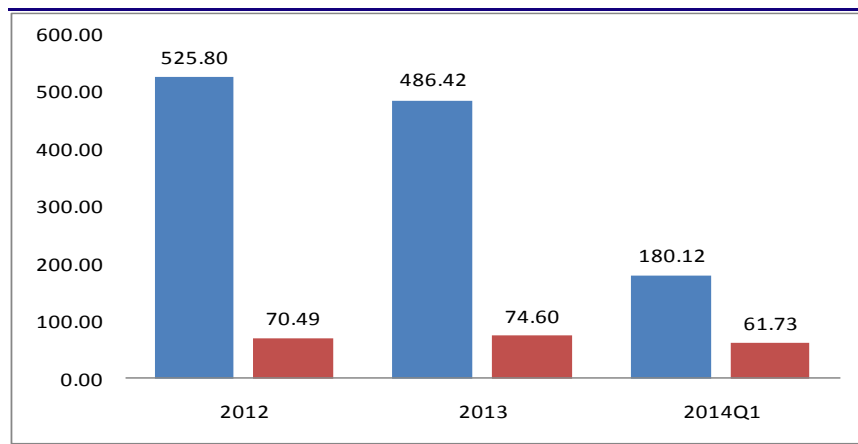
相关研究

（一）战略转型效果初显，一季度杠杆率大幅增加显著改善 ROE 水平

公司 2013 年共实现营业收入 4.86 亿元，归属于母公司股东的净利润 7460 万元，同比分别下降 7.49% 和上升 5.83%；EPS0.045 元，同比增长 4.65%，ROE 为 3.45%，同比增加了 0.14 个百分点；期末净资产为 21.83 亿元，同比增长 2.27%。

公司对 2013 年的经营状况进行了讨论，意识到公司业务收入结构单一，规模较小，亟需通过再融资扩大公司资产规模并加大创新业务的开拓力度。在此战略思想的指导下，公司 2014Q1 业绩实现了大幅飞跃。公司一季度共实现营业收入 1.80 亿元，归属于母公司股东净利润 6173 万元，增幅分别高达 51.98% 和 212.92%；EPS0.037 元，同比增长 208.33%；ROE 达到 2.79%，大幅增长 1.87 个百分点。公司 2014Q1 的净利润已经相当于去年全年的 82.75%。

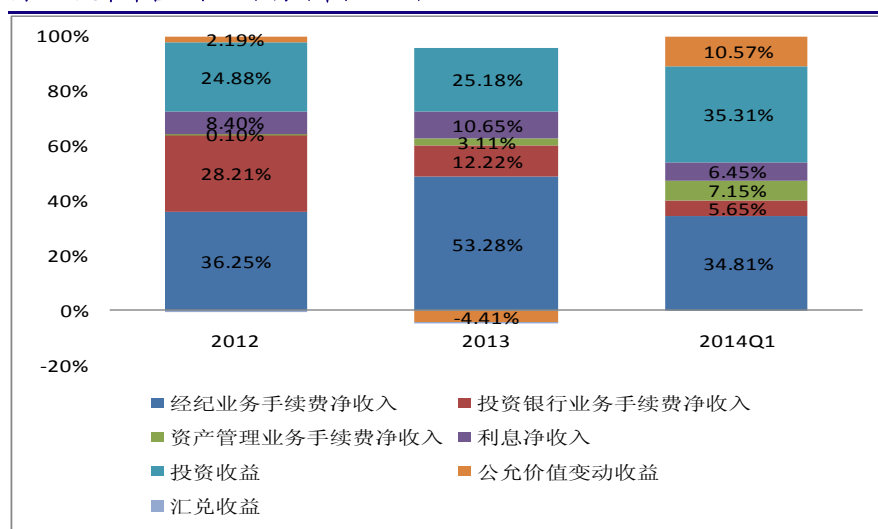
图 1：太平洋营业收入及净利润变化（单位：百万元）



资料来源：公司财务报表，中国银河证券研究所整理

受益于整体转型规划，公司 2014Q1 的营业收入结构较 2013 年底有了明显优化。2014Q1 公司经纪业务占比下降至 34.81%，而投资收益占比和公允价值变动收益占比分别大幅增长至 35.31% 及 10.57%。此外，公司资产管理业务收入占比也大幅增长至 7.15%。

图 2：太平洋营业收入结构（单位：%）



资料来源：公司财务报表，中国银河证券研究所整理

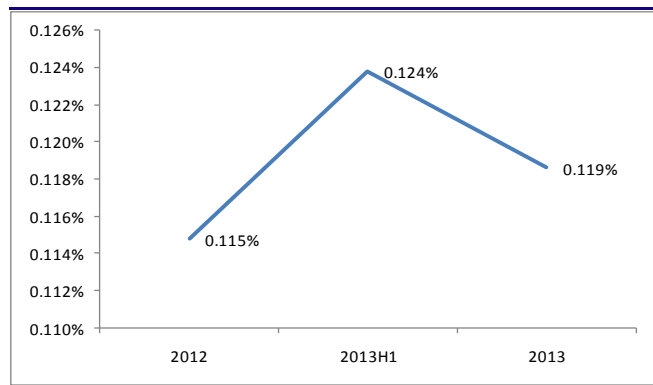
一季度公司通过大幅增加卖出回购金融资产融入资金款来主动提升杠杆率。截止一季末，公司卖出回购金融资产款余额达到 13.73 亿元，较年初大幅上升 81.42%。目前，公司总资产杠杆率达到 2.37，较年初增长 11.99%，剔除客户资产后的杠杆率则达到 1.68，较年初大幅增长 19.30%。

此外，公司已于今年 4 月顺利完成非公开发行股票事宜，发行数量为 7 亿股，合计募集资金净额为 37 亿元，相当于公司一季末所有者权益总额的 1.64 倍。增发完成后，公司净资产及净资本大幅增加，从而大幅提升了加杠杆的空间，为支持资本中介型业务发展提供了有利条件。

（二）一季度经纪及投行业务表现稳健，自营及资管业务亮眼

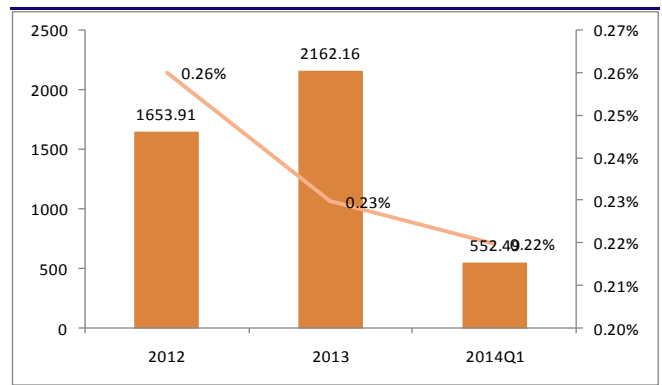
公司一季度经纪业务总体表现稳健，共计实现经纪业务 6269 万元，同比小幅增长 2.20%。公司一季度股基交易量为 522.49 亿元，股基交易市占率较上年出现小幅下滑，最近两年及一期公司股基交易市占率持续出现下滑态势。此外，公司在过去的一年中佣金率总体上保持了稳定，2013 年公司年度平均佣金率约为 0.119%，较 2012 年小幅增长 0.004 个百分点。

图 3：太平洋佣金率变化（%）



资料来源：Wind，公司财务报表，中国银河证券研究所整理

图 4：太平洋股基交易量（单位：亿元）及市场份额（%）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

投行业务方面，公司 2013 年受 IPO 暂停影响较大。根据 Wind 统计，2013 年公司承销了 6 只债券，在 79 家券商中排名 43 名，总承销金额 51 亿，市场份额 0.44%，最终实现投行业务手续费净收入 0.59 亿元，较 2012 年下滑近 60%。

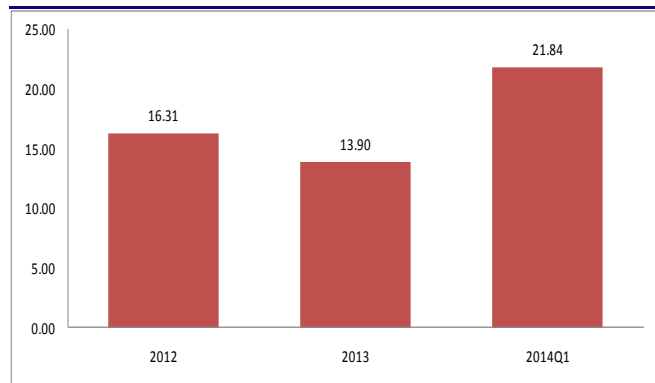
今年 IPO 重新开闸之后，一季度公司投行业务净收入达到 1018 万元，同比小幅增长 3.01%。据 Wind 统计，公司报告期内共完成债券主承销 3 单（1 单联主），合计保荐承销收入约为 850 万元。目前公司有效 IPO 项目 3 个，其中正常在会 3 家，1 家已反馈；尚有一单雪浪环境过会未发，按创业板 10% 的费率计算，预计将贡献收入 2300 万左右。考虑到去年公司投行业务收入基数较低，今年该业务的业绩弹性较大。

自营业务方面，2013 年公司总体自营业务规模为 13.90 亿元，较上年略有下降。而今年一季度以来公司自营业务规模达到了 21.84 亿元，较年初增长了 57.15%，这主要是由于交易性金融资产的规模较年初大幅增长。

根据利润表相关数据估算，公司一季度自营业务投资收入约为 0.83 亿元，同比大幅增长 1.26 倍。根据此数据计算的公司一季度自营业务年化投资收益率高达 19.94%，而按照同一口

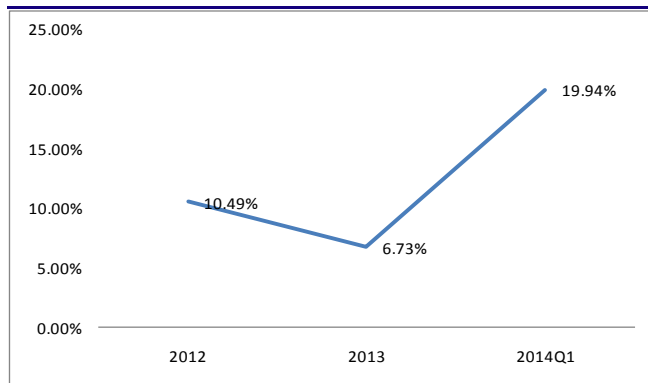
径计算的 2013 年全年平均投资收益率仅为 6.73%。

图 5: 太平洋期末自营业务规模 (单位: 亿元)



资料来源: 公司财务报表, 中国银河证券研究所整理

图 6: 太平洋可比口径自营业务投资收益率



资料来源: 公司财务报表, 中国银河证券研究部整理

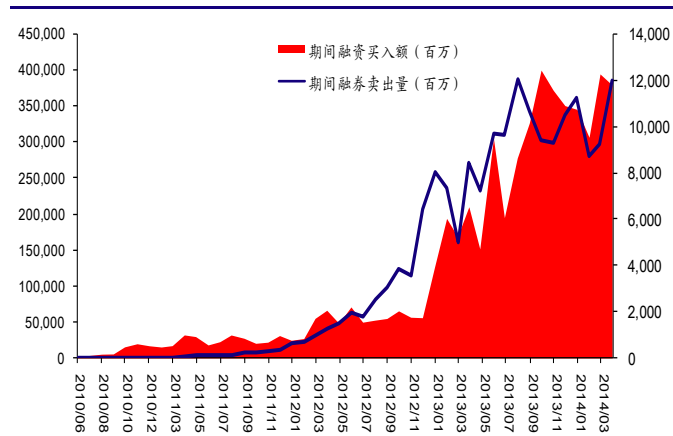
资产管理业务方面公司一季度表现惊艳。自 2012 年下半年取得资产管理业务资质以来, 公司资产管理业务表现出了强劲的发展态势。2013 年公司共实现资产管理业务净收入 0.15 亿元, 而 2014Q1 公司单季度就已经实现该业务收入 0.13 亿元, 同比大幅增长 9.5 倍, 相当于该业务去年全年收入的 85%, 是今年一季度公司手续费及佣金收入实现同比较大幅度增长的主要原因。

(三) 创新业务布局有条不紊, 公司业绩拐点已现

针对近两年来券商行业整体转型的大局面, 公司在战略上已经充分意识到了扩大公司规模, 优化盈利模式, 促进业务多样化转型的重要性, 并在近期内取得了积极的成果。

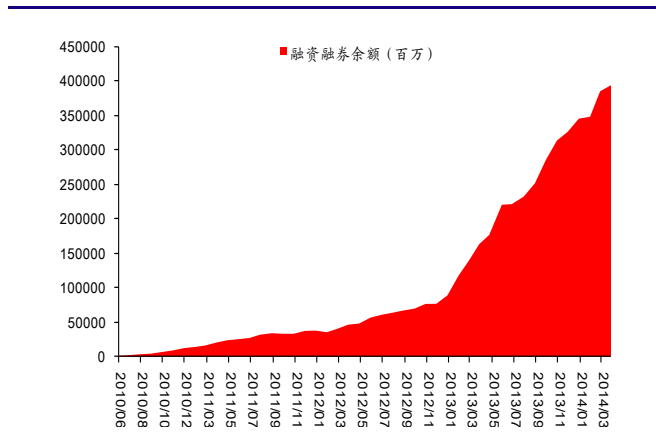
继公司去年顺利获取约定购回和股票质押式回购等业务资质之后, 今年 1 月份公司终于获取了资本中介业务中最重要的**融资融券业务资质**。在过去的两年间, 融资融券业务的规模及收入已成为券商行业创新业务中最可观的增量。截止 2014Q1, 全市场两融余额已经达到 3954 亿元, 较 2013 年初增长 3.4 倍。目前公司两融业务已顺利起航, 一季末余额为 5028.17 万元。

图 7: 全市场两融业务交易情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

图 8: 市场融资融券余额



资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

随着公司在4月份顺利完成定增并大幅增加了净资本之后,可以预见公司未来将通过稳步提升杠杆来进一步补充资本金,做大做强包括融资融券、约定购回及股票质押式回购在内的一系列资本中介型业务的规模及收入,从而显著优化公司的收入结构。从以往的同业经验来看,融资融券业务将带来非常可观的收入增量,公司业绩拐点已然显现。

此外,公司在经纪业务和资管业务方面也进行了持续的投入和探索。经纪业务方面,公司调整了业务组织架构,力图将经纪业务网点建设成为公司各业务线的触角。公司作为区域型小券商,实体营业部数量较少,为经纪业务进一步向线上线下相结合的模式转型提供了便利条件。一季度公司线下分支机构稳步拓展,在云南省内新增的10家营业部正式开业,并获准在省外新增新疆、广西两家分公司以及其他6家营业部。资管业务方面,公司自2013年起构建了新的管理团队并初步形成了稳定的业务渠道。资产管理业务开发了多只新产品,为云南省地方政府、中小企业提供了大量融资服务,并充分发挥了定向资产管理产品的灵活性,为银行等金融机构和各类企业提供业务支持或专项理财服务。今年一季度以来,公司集合理财计划发行稳步推进,业务整体发展进步显著。

最后,公司作为云南省内重要的金融平台,有望持续受益于相关政策红利。2013年,国务院正式出台《云南省广西壮族自治区建设沿边金融综合改革试验区总体方案》,而公司将成为沿边金融综合改革试验区内的直接受益对象,后续相关政策值得期待。此外,公司参股的与老挝相关方合资设立的老-中证券有限公司于2013年11月正式开业,为公司未来进一步开拓东南亚资本市场打下了坚实基础。

投资建议

我们认为,公司作为极具地方特色的区域型小券商,今年业绩拐点已然显现,盈利水平大幅度提升前景可期。公司坐拥沿边金融综合改革区的地利,目前公司业务资质日趋齐全,定增顺利完成创新业务有望全面爆发。我们首次覆盖给予“推荐”评级,给予2014/2015年摊薄EPS0.089/0.143元。

附表:太平洋盈利预测及估值简表(单位:百万元)

	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入	526	486	1,229	1,966
其中:手续费及佣金净收入	339	334	799	1,180
营业支出	427	380	958	1,533
其中:业务及管理费	396	351	882	1,411
归属于母公司股东的净利润	70	75	209	334
EPS(元)	0.043	0.045	0.089	0.143
PE	149.30	142.67	72.34	45.01
PB	4.97	4.86	2.48	2.35

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

赵强，房地产行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
北京地区：高兴 83574017 gaoping_jg@chinastock.com.cn
北京地区：李笑裕 83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn