



分析师

黄立军 邢波

电话: 010-88085983

Email: huanglijun@hysec.com

金融、保险业
减持（首次）



年报季报点评

太平洋证券：高估值压力大

- ◆ 2009年太平洋证券实现营业收入8.35亿元，同比增长315.78%；归属于上市公司股东的净利润达4.05亿元，同比增长162.82%。1季度公司实现营业收入1.62亿，归属上市公司股东的净利润0.71亿，EPS为0.047元，1季度业绩环比下滑32%。公司09年业绩扭亏为盈主要得益于自营实现盈利。1季度业绩下滑主要是因为经纪业务量价均有下降、投资环境有所恶化。
- ◆ 得益于地缘因素，10年佣金率下滑幅度小于行业，综合佣金率为上市券商最高。09年公司经纪业务净收入达5.87亿元，同比增长82%，占营业收入比重为70.26%；代理交易额达3298亿元，市场份额为0.28%，较2008年增长27.3%，其中，佣金率较高的股票基金交易市场份额为0.3%，较2008年增长10%。由于公司经纪业务主要在竞争尚不充分的云南地区，佣金率较高。09年公司综合佣金率为0.178%，从1季度来看，在市场份额基本稳定的同时佣金率仅0.155%，较09年下降12.8%，佣金率下降幅度低于行业的下降幅度（20%）。
- ◆ 09年自营实现盈利是业绩扭亏为盈的主要动力。09年公司实现自营收益1.58亿，占营业收入比重为18.8%，而08年亏损7.79亿。从09年报来看，期末公司自营盘规模为11.48亿，权益自营规模占比为52.55%。从1季报来看，公司实现自营收益0.33亿，占营业收入比重为20%。自营盘规模为6.03亿。在10年的震荡市下，公司实现超额自营收益的难度较大。
- ◆ 2010年1季度公司主承销3单债券，承销金额为7.3亿，实现承销收入0.09亿，已超过09全年的0.06亿承销业务收入。公司管理成本较高，09年、10年1季度的管理费率为48.52%、49.97%，尚有较大下降空间。
- ◆ 在今年股票日均交易额2200亿元、公司自营收益率12.25%的假定下，预计公司10年EPS为0.21元，对应PE分别为75倍，估值较高。考虑到券商行业高度依赖市场走势和成交量，10年股市上涨空间有限且佣金率下滑趋势凸显，故给予减持评级。

财务和估值数据摘要

百万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	-387	835	721	826	892
Growth(%)	-136.80%	-315.78%	-13.73%	14.59%	8.02%
净利润	-645	405	313	383	436
Growth(%)	-205.92%	-162.82%	-22.69%	22.07%	13.97%
每股收益(元)	(0.43)	0.27	0.21	0.25	0.29
每股净资产(元)	0.92	1.19	1.36	1.58	1.83
市盈率	-37	58	75	62	54
市净率	17.1	13.2	11.5	9.9	8.6
净资产收益率(%)	-18.95%	12.81%	8.17%	8.64%	8.51%

财务报表预测和估值数据汇总

利润表(百万元)						资产负债表(百万元)					
	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E		2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	-387	835	721	826	892	货币资金	1,659	3,440	3,784	4,163	4,579
手续费净收入	361	623	545	590	638	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	537	580	626	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	8	10	12	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	18	14	其他资产	162	74	160	173	187
投资收益及公允价值变动	-779	157	142	219	241	资产总计	3,493	5,959	6,663	7,312	8,027
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	303	316	311	交易性金融负债	0	0	0	0	0
营业税金及附加	20	-35	30	35	37	衍生金融负债	0	0	0	0	0
业务及管理费	259	-395	273	281	273	卖出回购金融资产款	380	416	0	0	0
营业利润	-667	405	418	510	581	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	668	598	508
利润总额	-668	406	418	510	581	负债合计	2,113	4,174	4,611	4,935	5,280
所得税	-23	0	104	128	145	股本	1,503	1,503	1,503	1,503	1,503
净利润	-645	405	313	383	436	归属母公司所有者权益	1,380	1,785	2,052	2,377	2,747
归属母公司所有者净利润	-645	405	313	383	436	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	2,052	2,377	2,747
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%	4.97%	5.47%	5.68%	净资本	1,200	1,525	1,677	1,878	2,160
平均净资产收益率	-18.95%	12.81%	8.17%	8.64%	8.51%	扣除代买卖证券款负债率	12.31%	9.95%	10.02%	8.17%	6.33%
管理费用率	-66.86%	-47.29%	37.83%	34.05%	30.64%	自营规模/净资本	31.80%	75.28%	75.28%	73.94%	70.72%
营业收入/总资产	-9.19%	17.68%	11.42%	11.82%	11.63%	权益自营规模/净资本	27.64%	39.56%	37.64%	36.97%	35.36%
每股数据(元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	估值	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
每股收益	-0.43	0.27	0.21	0.25	0.29	市盈率	-37	58	75	62	54
每股净资产	0.92	1.19	1.36	1.58	1.83	市净率	17.1	13.2	11.5	9.9	8.6

销售经理：万玮
联系电话：010-88085990
电子信箱：wanwei1@hysec.com

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。

宏源证券评级说明	类别	评级	定义
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6-12个月的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数涨跌幅为标准。	公司评级	买入	未来6-12个月跑赢上证综指+15%以上
		增持	未来6-12个月跑赢上证综指+5%~+15%
		持有	未来6-12个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来6-12个月跑输上证综指5%以上
	行业评级	增持	未来6-12个月跑赢上证综指+5%以上
		中性	未来6-12个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来6-12个月跑输上证综指5%以上