



市场研究部 证券研究报告

2014年05月21日

## 大连控股(600747.SH):

产业转型仍在继续，资产具备股权质押还款能力

### —大连控股研究报告

#### ⑤ 大显集团拥有资产的情况

**现金资产类：**1、大显集团账面现金。2013年末，大显集团账面现金5亿元，应收账款2.2亿元，其他应收款10.75亿元；**土地房屋类：**2、公司拥有大量收储及待收储的土地，已收储土地政府尚欠4.6亿元尾款，待收储土地评估合计12.3亿元。3、代威、王晓夫妇的房屋资产合计5亿元左右；4、再生资源公司（大显集团子公司，控股电解铜业务的公司）天津土地，可用于贷款，预评估价值为9.5亿元，可用于抵押或者贷款。**股权类：**5、海通证券股权，7亿元。6、拟上市公司里伍铜矿12.62%的股权。该公司上市后，持有证券的对应市值有望在7-10亿元之间。

#### ⑥ 大股东大显集团还款能力讨论

**1、大显集团自身经营性现金流。**第一、大显集团的盈利情况尚可，每年均有盈利，合并报表的利润良好；第二、未来几年，预计公司大宗商品交易（铜贸易）的销售额在110亿元左右，且贸易业务的现金流情况比较好，只要有现金流，公司就具备还款的能力。第三、再生资源公司（大显集团子公司）持有天津大通矿业（电解铜厂）97.49%的股权，未来，大通矿业盈利能力好转之后，可以获得分红。第四、大连太平洋多层线路板有限公司的利润分红。**2、未来土地收储的补偿收入** **3、减持里伍铜矿及海通证券（A股）的股份** **4、其他投资或资产处置收益。**大显集团未来将陆续清理其下属经营效益一般的企业，具体措施包括转让、注销等，这些处置将为大显集团带来一定的收益。

#### ⑦ 跌破低价3.38元概率不大

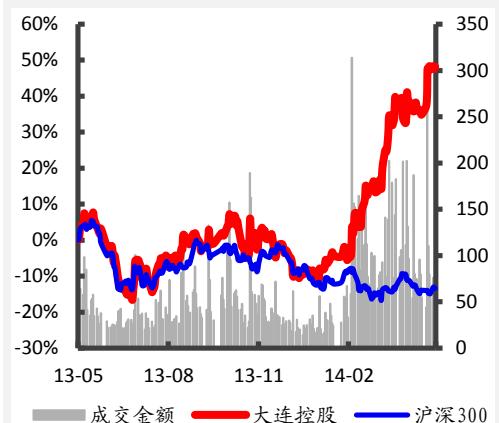
若仅考虑现有业务，由于公司贸易收入的占比较高，且未来还有继续提高的可能，我们尝试用市消比来做估值参考，大连控股预计贸易业务年销售收入约为110亿元，但由于该业务毛利率较低，我们仅能给予公司0.5倍的市消率做参考，对公司估值55亿元，按照增发后股本摊薄的每股股价是3.75元。考虑后续可能植入的几项业务，铜贸易、电解铜、金矿能够给公司带来的实质近84亿元，按照增发后股本计算的股价在6元左右。而公司历史股价的低点是2.45元，出现在2008年11月，最近一次低点是3.38元，出现在2012年11月。综合各方因素考虑，我们认为，公司股价跌破前期低点3.38元的概率不大，此价位较当前股价折价41.42%。

#### ⑧ 重大风险提示

公司盈利情况很不稳定，报表真实性有待核查；集团公司打算注入资产（矿产资源、电解铜）具有不确定性；资产注入的过程中，可能继续增发股票，股东权益摊薄；

大连控股(600747.SH)  
投资评级：中性

市场表现 截止 2014-05-21



市场数据	2014-05-21
收盘价	5.77
52周内高	6.29
52周内低	3.38
总市值(百万元)	6173
流通市值(百万元)	6173
总股本(百万股)	1064
流通股(百万股)	1064
每股净资产(元)	0.71

分析师：张彬  
执业证书编号：S1490513100002  
Tel: 010-58566807  
Email: zhangbin@hrsec.com.cn

## 目 录

一、大连控股的公司基本面情况较差.....	4
二、本次增发的具体情况.....	5
三、本次非公开发行对象（大股东——大显集团）的基本情况.....	6
四、大连控股的股价底线判断.....	7
五、大显集团的资产情况及还款能力讨论.....	8
5.1 大显集团现有的流动资产及固定资产 .....	8
5.2 大显集团还款能力的讨论.....	9
5.3 大连控股未来可能的资本运作 .....	10
六、结论：跌破低价 3.38 元概率不大.....	10
七、重大风险提示.....	11

## 图表目录

图表 1: 公司近几年来营业收入和净利润情况 (单位: 亿元) .....	4
图表 2: 公司主营业务收入构成 .....	5
图表 3: 大显集团股权结构 .....	6
图表 4: 大显集团近三年来财务指标 .....	6

## 一、大连控股的公司基本面情况较差

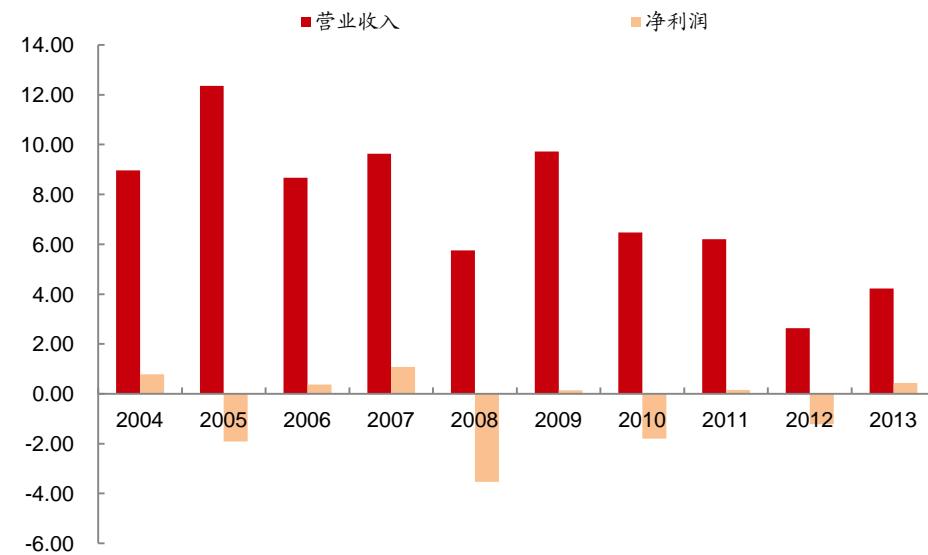
大连大显控股股份有限公司于1995年底上市，在2006年以前，公司主要从事电子元器件的研发、制造与销售和房地产开发业务。随着公司传统产品市场的萎缩和国家对房地产市场融资限制和政策调控，公司开始寻求战略转型，公司先后投资了矿产和金融行业。

2006年以来，公司已投资了诚浩证券有限责任公司、深圳瑞龙期货有限公司、吉林银行股份有限公司、青海银行股份有限公司、远中租赁有限公司、大连创新投资中心（有限合伙）等金融单位，实行了对证券、期货、银行、租赁、投资等金融领域的全方位布局。

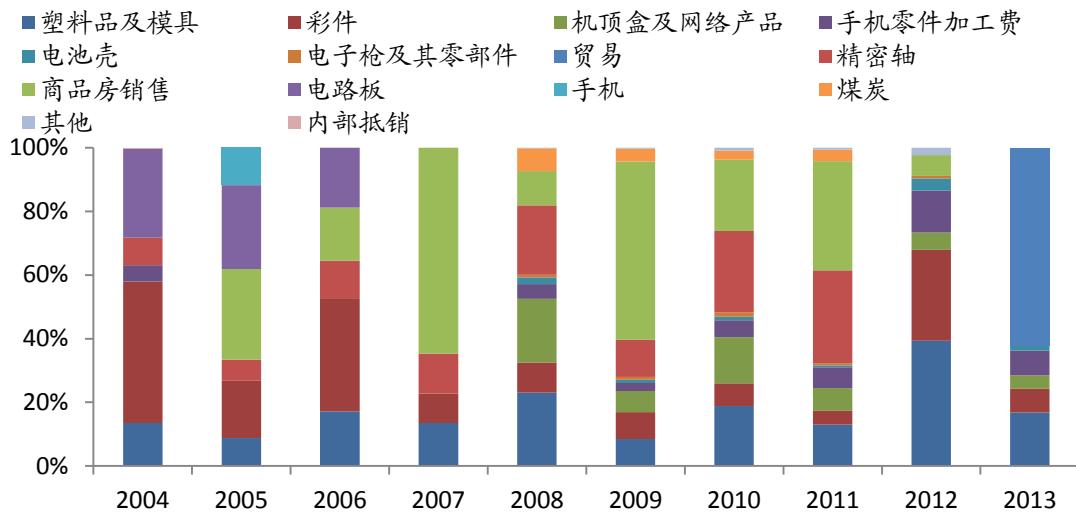
但是，公司在金融领域的投资效果不大，2011年，经过详细论证，公司决定向矿产资源开采行业发展。2011年12月，公司与新疆托里县国有资产投资经营公司签订了《矿产资源整合协议书》，成立矿产资源整合工作小组，共同对托里县的部分金矿进行整合。此后，公司又围绕着矿产业务签订了一些框架合作协议，但至今收效不大。

进入2013年以来，公司又陆续剥离了电子业务资产，可以说，公司近几年一直都走在转型发展的道路上。

图表 1：公司近几年来营业收入和净利润情况（单位：亿元）



数据来源：wind

**图表2：公司主营业务收入构成**


数据来源：wind

从上图可以看到，公司近10年来，主营业务收入一直在变化，截止2013年末，公司已经相继剥离了房地产、煤炭、电路板、精密轴等业务，暂时保留了大显控股的传统业务，如塑料件、模具、彩件、电子枪加工（未来也将逐步剥离或者置换成集团公司），并新装入了对铜贸易业务。值得注意的是，对外贸易业务的收入是2.586亿元，占2013年公司合计营业收入的61.27%，传统电子制造业务的占比正在不断收缩。尽管如此，2013年公司的营业利润为负值，处于亏损状态，是依靠出卖资产和股权才使得净利润为正。

## 二、本次增发的具体情况

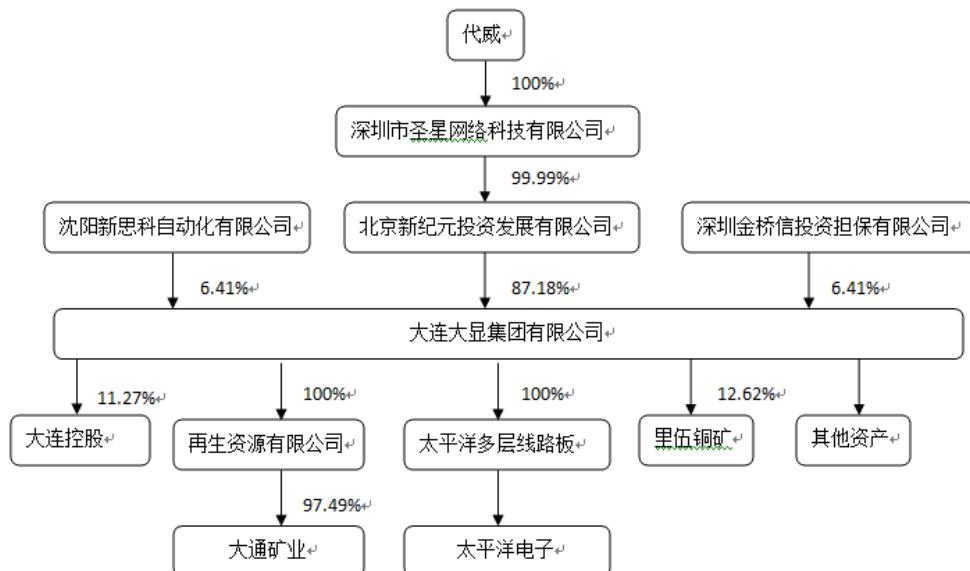
公司本次非公开发行股票不超过4亿股，发行底价3.44元/股，募集资金总额不超过13.76亿元，公司股东大显集团拟以现金认购本次非公开发行的全部股权。本次非公开发行完成，大显集团持有的大连控股的股份将提高至30%以上。非公开发行募集资金总额扣除发行费用后全部用于补充流动资金，缓解公司流动资金存在不足的局面，降低公司融资费用，以满足公司未来长期发展所需。

目前大显集团的持股比例仅为11.27%，本次增发完成后，大股东持股比例将上升至35.51%。

### 三、本次非公开发行对象（大股东——大显集团）的基本情况

本次非公开发行的对象大连大显集团是大连控股的股东，持有公司 11.27% 的股份。2004 年，大显集团由于受到国家宏观调控及产品升级换代等因素的影响，出现了亏损；2005 年，大显集团的贷款引发了债权银行的债务危机，大显集团进一步陷入发展的困境。2006 年 4 月，大显集团开始实施股权多元化改革，引进了三家战略投资者；2011 年 9 月，大显集团改制完成，国有资本逐步退出，自然人代威成为公司实际控制人。

**图表 3：大显集团股权结构**



数据来源：华融证券

大显集团目前主营业务为电子产品（含电话机、网络设备、VCD 机、DVD 机、电视机）及零部件开发、生产、销售、技术咨询、技术服务；医疗器械、化工产品生产、销售（仅限分支机构）；物业管理；房屋租赁。未来大显集团的主要业务方向包括资产和股权管理、工业园区开发和管理、对现已收购的再生资源公司电解铜业务的发展。

**图表 4：大显集团近三年来财务指标**

项目	2013 年度/末	2012 年度/末	2011 年度/末
总资产	4,631,893,755.09	5,227,369,835.62	4,880,174,609
净资产（归属母公司）	627,315,953.75	615916353.65	452,288,805

营业收入	14,161,588,911.41	4,484,984,163.71	5,324,169,396
净利润	324,068,748.86344	67,627,252.39	215,087,689
归母净利润	262,485,576.96	146,973,524.24	51,008,876
经营活动现金流		76,296,030	116,578,088

数据来源：内部资料

大显集团母公司多年来保持着持续盈利，集团2013年合并报表实现归属母公司的净利润3.24亿元。集团合并报表受上市公司或其他子公司亏损拖累，在部分年度或中期数据体现为亏损。

#### 四、大连控股的股价底线判断

根据当前设计的交易结构，华融参与本次非公开增发项目的实质是为大显集团融资，并将定向增发的股权质押在我司，因此，大致判断大连控股的股价波动范围对于防范风险比较重要。

但是，从2013年年报来看，大连控股的主营业务中，对外贸易的占比达到61.27%。而电子加工制造行业的收入占比不到40%。分业务来看，彩件、电子枪加工、电池壳产品的毛利率为负值，单项业务为亏损；对外贸易的毛利率仅有0.38%，塑料品模具的毛利率为8.35%，几乎不赚钱；而仅有手机零件加工、机顶盒产品的毛利率分别为36.23%和22.65%，但合计收入仅5000万元左右，占比12%，由此造成2013年公司营业利润为负值。

我们分析，连续几年来，公司电子制造业务的盈利能力都在下滑，这是拖累公司长远发展的重要包袱。且收入占比在不断收缩，因此，仅从电子制造行业和贸易产业来看，公司的盈利情况不容乐观，我们现在难以对公司的收入与利润情况作出准确预测。而根据公司长远规划，大连控股拟将原有部分电子元器件产业、分厂等相关资产剥离给控股股东，稳步注入相关资源类产业，逐步实现向资源类产业转型。而同时，大连控股又开始涉足电子商务，公司将把握适当的时机，进一步参与电子商务平台及电子金融平台业务，为公司提供参与互联网信息平台的机会和途径，拓展公司新业务发展渠道。可以说，公司业务的整体变动范围较大，现有业务的剥离和新资产的注入都有不确定性，盈利预测的能见度较低。我们大致采用下面几种方法对股价的底价做预测：

第一：若仅考虑现有业务，而不考虑公司可能面临的资产注入，则公司有可能继续呈现亏损状态。而仔细查看公司的财务报表，公司12.05亿元的总资产中，用于矿业贸易的预付账款为4.19亿元，长期股权投资3.16亿元，几乎没有固定资产，故用PB估值也不合适。考虑到公司贸易收入的占比较高，且未来还有继续提高的可能，我们尝试用市消比来做估值参考，当前公司贸易业务收入2.59亿元，未来

还有望继续提升。根据目前大显集团对铜贸易的需求情况进行测算，大连控股预计贸易业务年销售收入约为 110 亿元，但由于该业务毛利率较低，我们仅能给予公司 0.5 倍的市消率做参考，对公司估值 55 亿元，按照增发后股本摊薄的每股股价是 3.75 元。

第二：而通过访谈，我们了解到的信息是，公司计划在此次定向增发完成后，将大宗商品贸易业务纳入上市公司，并寻找新的环保资源产业，为上市公司提供利润增长点。按照测算，2014 年，大宗商品贸易能够给公司带来收入约 25 亿元左右，利润预计约 1 亿元以上。未来三年，公司计划将大显集团的电解铜业务等将陆续注入上市公司，预计未来盈利正常后，年利润在 2 亿元左右。上市公司实际控制人目前拥有的金矿资产也将在未来合适的时机注入上市公司，此金矿主要在河北承德，挨着中国黄金的矿场，探明储量 10 亿吨，年利润 2 亿元左右。如果考虑以上资产注入的预期，则长期来看公司的年利润在 5 亿元左右，净利润在 4 亿元左右。从 PE 估值的角度看，极为保守情况下，商贸板块的 PE 较低，8 倍左右，电解铜与有色金属板块的估值较高，分别对应 18 倍与 20 倍，这样长远看来，三块拟注入的资产对应上市公司市值在 84 亿元以上，按照增发后股本计算的股价在 6 元左右。

## 五、大显集团的资产情况及还款能力讨论

由于本次交易结构的核心是华融将向大显集团提供融资，交易对手是大显集团，因此，讨论大显集团的还款能力比较重要。下面，我们将梳理大显集团的现有资产、未来可注入资产的价值及盈利情况，进而分析其可能给华融提供的抵押品及还款能力。

### 5.1 大显集团现有的流动资产及固定资产

#### 现金资产类：

**1、大显集团账面现金。**截止 2013 年末，大显集团账面现金 5 亿元，应收账款 2.2 亿元，其他应收款 10.75 亿元；未来，应收账款和其他应收款有望实现收付；

#### 土地房屋类：

**2、公司拥有大量收储及待收储的土地，政府尚欠 4.6（3.3+1.3）亿元，待收储 12.3 亿元。**

第一、大连市太平洋地块，已完成收储，政府收储补偿款共计 6.5 亿元（这 6.5 亿元已经用于偿付货款及搬迁，花掉一部分），目前政府已支付 3.2 亿元，尚欠 3.3 亿元。

第二、双 D 港地块已完成收储，政府收储补偿共计 4.4 亿元，目前尚欠 1.3 亿元尾款未支付。

第三、胜利路地块已完成收储的前期评估工作，评估值（也即政府收储补偿）2.3 亿元，目前正等待政府正式启动收储计划。

第四、革镇堡地块，房屋建筑面积 10 万平，土地面积 21 万平米，目前政府在收储前的评估工作已结束，大显集团后续将因政府收储获得补偿 10 亿元。

### 3、代威、王晓夫妇的房屋资产合计 5 亿元左右；

4、再生资源公司（大显集团子公司，主营电解铜业务的公司）天津土地，可用于贷款。再生资源公司在天津拥有 2700 亩土地，250 亩已经用作电解铜业务厂房，该土地已经被规划天津自贸区规划用地，该地块于 2013 年 5 月 23 日的预评估价值为 9.5 亿元，可用于抵押或者贷款。

#### 股权类：

5、海通证券股权，7 亿元。大显集团控股股东北京新纪元投资发展有限公司（代威实际控制）目前其持有 A 股海通证券的股票市值约 7 亿元。（本资产有待考证）

6、拟上市公司里伍铜矿 12.62% 的股权。再生资源公司（大显集团子公司）持有的里伍铜业在证监会排队处于深圳中小板中的 152 位（全部排队企业近 700 家），其在 2015 年初实现上市的可能性非常大；上市后，市值有望在 7-10 亿元之间。

## 5.2 大显集团还款能力的讨论

### 1、大显集团自身经营性现金流

第一、2013 年，大显集团合并口径实现收入 141.62 亿元，实现净利润 3.24 亿元，其中归属于母公司的净利润 2.62 亿元。

第二、未来几年，预计公司大宗商品交易（铜）贸易的销售额在 110 亿元左右，且贸易业务的现金流情况比较好，只要有现金流，公司就具备还款的能力。

第三、再生资源公司（大显集团子公司）持有天津大通矿业（电解铜厂）97.49% 的股权，未来，大通矿业盈利能力好转之后，可以获得分红。（据中信建投的尽调报告，大通矿业 2014 年的收入有望达到 160 亿元，利润有望达到 2 亿元）。

第四、大连太平洋多层线路板有限公司的利润分红。公司位于大连经济技术开发区哈尔滨路 22 号，占地 22,380 平方米、厂房建筑面积 15,390 平方米，现拥有

员工 600 人。公司与日本电产、新加坡 SME、美国 DALPAC.A、德国 DALPAC.A、北京西门子、上海贝尔、西安大唐等国内外知名企合作多年，建立了长期稳定的关系。其产品覆盖通信、航天、计算机、工控机、电梯、民用电子等行业，是我国通讯行业的主要线路板供应商，预计将登陆新三板。

## 2、未来土地收储的补偿收入

公司拥有大量收储及代收储的土地，已经收储的土地政府尚欠 4.6 亿元，待收储土地评估额为 12.3 亿元，未来几年有望实现收付。同时，实际控制人夫妇的房产合计约 5 亿元，天津地块的评估值为可用于抵押或者贷款。

## 3、减持海通证券（A 股）及里伍铜矿的股份

大显集团间接持有拟上市公司里伍铜矿 12.62% 的股权，该公司上市后预计持有的股票市值在 7-10 亿元之间，可通过减持股份来还款。另外，大显集团控股股东北京新纪元投资发展有限公司（代威实际控制）目前其持有 A 股海通证券的股票市值约 7 亿元（本资产有待考证），减持后可用于还款。

## 4、其他投资或资产处置收益

大显集团未来将陆续清理其下属经营效益一般的企业，具体措施包括转让、注销等，这些处置将为大显集团带来一定的收益。

### 5.3 大连控股未来可能的资本运作

未来三年，上市公司将陆续获得大显集团矿产资源类资产，前期主要为大宗矿产资源和化工产品的贸易业务资源。

需要补充说明的是，后续包括电解铜业务等将陆续注入上市公司。上市公司实际控制人目前拥有的金矿资产也将在未来合适的时机注入上市公司。上市公司实际控制人目前拥有的金矿主要在河北承德，挨着中国黄金的矿场，探明储量 10 亿吨，年利润 2 亿元左右。对该部分补充说明的内容，上市公司实际控制人要求谨慎表达，注意保密，因为大范围说明将造成上市公司信批违规。

## 六、结论：跌破低价 3.38 元概率不大

根据以上分析，大连控股由于当前业务盈利能力很差，且按照公司的长远发展规划，当前的电子制造业务将逐步剥离，植入新的资源类资产或者其他轻资产类业务。这给我们对公司的盈利预测和股价判断带来很大困难，盈利预测的能见度较低。

悲观情况下，若仅考虑现有业务，而不考虑公司可能面临的资产注入，由于公

司贸易收入的占比较高，且未来还有继续提高的可能，我们尝试用市消比来做估值参考，根据大显集团对铜贸易的需求情况进行测算，大连控股预计贸易业务年销售收入约为 110 亿元，但由于该业务毛利率较低，我们仅能给予公司 0.5 倍的市消率做参考，对公司估值 55 亿元，按照增发后股本摊薄的每股股价是 3.75 元。

若考虑后续可能植入的几项业务，铜贸易、电解铜、金矿能够给公司带来的实质近 84 亿元，按照增发后股本计算的股价在 6 元左右。

而公司历史股价的低点是 2.45 元，出现在 2008 年 11 月，最近一次低点是 3.38 元，出现在 2012 年 11 月。综合各方因素考虑，我们认为，公司股价跌破前期低点 3.38 元的概率不大，此价位较当前股价折价 41.42%。

## 七、重大风险提示

1、从公司历年的报表情况看，盈利情况很不稳定，2005 年、2008 年、2010 年、2012 年、2013 年，公司营业利润都是亏损状态，而在 2013 年公司依靠营业外收入实现净利润转正，才避免 ST。因此，公司财务报表的真实性、准确性还需要进一步进场调查考证，可能公司的真实盈利情况更加不乐观。

2、未来，集团公司打算注入资产（矿产资源、电解铜）的时间是不确定的，如果进展不顺利，可能需要等待 2 年以上的时间，则在这一段时间内，公司股价缺乏催化剂，有大幅下挫的可能；

3、在集团公司注入资产的过程中，由于公司缺乏资金，故有可能需要继续增发股票，通过发股的方式购买资产。故老股东股权可能被摊薄，并承担由此带来的股价下行的风险。

## 投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来6个月内股价相对市场基准指数升幅在15%以上	看好	预期未来6个月内行业指数优于市场指数5%以上
推荐	预期未来6个月内股价相对市场基准指数升幅在5%到15%	中性	预期未来6个月内行业指数相对市场指数持平
中性	预期未来6个月内股价相对市场基准指数变动在-5%到5%内	看淡	预期未来6个月内行业指数弱于市场指数5%以上
卖出	预期未来6个月内股价相对市场基准指数跌幅在15%以上		

## 免责声明

张彬，在此声明，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，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了本人的研究观点。本人不曾因，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受到任何形式的补偿等。华融证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司（以下简称本公司）的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

## 华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市西城区金融大街8号A座5层(100033)

传真：010-58568159 网址：[www.hrsec.com.cn](http://www.hrsec.com.cn)