



分析师

张新红、赵曦

电话: 010-62294477、010-62294627

Email: zhangxinhong@hysec.com

深国商 (000056)
买入(首次)

调研简报



深国商：资产重估使价值显现

公司的晶岛购物中心资产重估价值使公司净资产可达到 **23.5 亿元**，远超过目前总市值 **13.7 亿元**；晶岛大厦的投入经营和桉树林的进入收获期使公司拥有了业绩支撑。

1、公司的主要业务是即将开业的晶岛购物中心和 05 年开始投入的林业业务。晶岛购物中心是集购物、休闲、娱乐、观光、旅游于一体的高档的、现代化的购物中心。建筑面积 136135 m²，商用面积 80800 m²。晶岛大厦深圳市中心区的南中轴线上，南接会展中心，东西两边紧邻多座甲级写字楼、五星级酒店及高档住宅。地铁 1 号线和 4 号线在晶岛国际广场 B1 层交汇，北面将建一个 7000 平方米的、拥有 30 多条线路的全国最豪华的公交车站，交通十分便利，客流量充裕。目前晶岛大厦的主体建筑已经完工，精装修部分将依据晶岛大厦的定位后续进行，预计精装修部分需投入 1 亿元。

晶岛大厦的经营方向有可能采取整租的方法委托第三方管理，目前在谈的第三方大约有 3-4 家，每年的租金收入大约在 1.2-1.4 亿元，公司的晶岛项目投资 10 亿元（目前以存货形式存在，尚未转固），主体工程按照 33 年折旧，每年折旧费用约 3000 万元，由于公司只拥有晶岛购物中心 60% 股权，因此未来几年的每年租金收入带来的净利润大约在 6000 万元左右。

2、公司 05 年进入林业产业，目前公司在梅州、韶关、赣州等地拥有 30 万亩的租赁林地，其中 10 万亩已经种植速生林桉树，桉树的成熟期大约为 5 年，10 年公司将有 1.5 万亩桉树林进入砍伐期。目前桉树的市场价格大约为 250 元/吨，每亩林地产量大约为 8 吨，因此每亩地的经过 5 年成熟期的收入约为 2000 元/亩。目前公司每亩桉树林的 5 年成熟期培育成本大约为 1000 元/亩，砍伐和运输成本约为 600 元/亩，其他费用需要 200-300 元，因此桉树林目前基本属于增收不增利的项目。按照目前的市场价格 2010 年 1.5 万亩桉树林可贡献收入 3000 万元，贡献营业利润 300 万元。

3、过去三年，公司的主业处于停滞阶段，晶岛项目和林业均处于投入期。公司已经完全退出百货业务，因此过去三年公司仅靠原有的物晶岛和业管理和少量房地产业务维持经营。公司的股权结构也经历较大变动，09 年 4 月份第一大股东马来西亚合昌父子将其持有的本公司 30,264,192 股（占股本 13.7%）B 股转让给百利亚太投资有限公司，同时转让公司子公司深圳融发投资有限公司（原深国商占据 60% 的股权，合昌父子占 40% 股权）40% 的股权给南亚基金，公司的晶岛购物中心项目和林业均属于此子公司资产，因此子公司股权转让

降低了晶岛项目对公司利润贡献能力。

- 4、09 年公司的各项业务仍然没有盈利能力，上半年靠出售木头龙小区 22 套房获得营业外收入 1325 万元，预计 09 年全年公司难以扭亏为盈。随着 10 年公司晶岛大厦和林业的投入经营，公司的经营发展进入新的阶段。如果晶岛购物中心按照原定计划在年底或明年初开业，则晶岛为公司贡献净利润约为 6000 万元，林业为公司贡献净利润 300 万元，10 年 EPS 为 0.29 元，对应 10 年 PE 27 倍。

晶岛购物中心位于深圳市福田区核心商圈，周边居民住宅价格已经达到 3 万元/平米。对于公司的晶岛项目，按照周边可比物业的市场价格我们保守以 4.5 万元/平米计算，晶岛购物中心的资产价值为 58.5 亿元，按照公司持有子公司融发投资股权 60%比例公司拥有的晶岛购物中心资产价值为 35.1 亿元，除掉公司目前负债总额 9.8 亿元，剩余净资产价值为 25.3 亿元，目前公司的总市值为 $11889 \times 7.85(\text{A 股}) + 10169 \times 4.25(\text{B 股}) = 13.65$ 亿元。晶岛购物中心的资产重估价值已远远大于公司的总市值，在此我们没有计算货币资金及其他资产的价值，从资产重估角度可以给予公司“买入”评级。

销售经理：万玮
联系电话：010-62294617
电子信箱：wanwei@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