

乌鸡变凤凰

——公司深度调研报告

深国商
000056

郑康豪入主深国商，公司开始重放光彩。公司股权几经更迭，去年8月终于尘埃落定，潮汕商人郑康豪获得公司控制权，目前共间接持有深国商14.81%股份。郑康豪家族在深圳商界享有盛誉，旗下皇庭地产集团97年起步，实力雄厚，土地储备规划总建筑面积高达500万平米。

以商业地产开发和商业经营为主业。公司目前主要有三块资产：深圳福田区晶岛购物中心，股权比例60%，总建面13.8万平米；林业，现储备林地35万亩，协议190万亩；龙岗坂田村10万平米工业用地。2010年9月，新一届董事会成立后，公司制定并明确了以商业地产开发和商业经营为主业的新的发展战略。

晶岛项目地处CBD黄金地段，堪称深圳铺王。项目地理位置十分优越，位于深圳CBD核心，北倚深南大道、市民中心，南接会展中心，东、西清一色高档写字楼与五星级酒店。所在地为交通枢纽，地铁1、4号线在此交汇，距3号线仅200米；广深港高铁近在咫尺并通过地下人防商业街直达。项目堪称深圳铺王，升值潜力十分巨大。

招商工作初见成效，力争年底前开业。截至4月26日，晶岛项目招商工作已初见成效，大约有30家公司签订意向书，成功签约面积近2万平米，此外与一些国际知名品牌商家也在紧密商谈之中。政府主管部门对项目开业时间非常重视，希望能赶得上给8月中旬深圳大运会献礼。据2010年报披露，公司争取项目年内实现开业运营。

晶岛项目合理价值区间50-60元/股。若出售，保守估计，每股净值将达到50元左右；若出租，综合PE、DCF估值，项目价值至少60元/股。综合以上两种情况，晶岛国际购物中心的价值枢纽在50-60元/股。

林业同样值得期待，想象空间十分巨大。公司共营造桉树速生丰产原料林面积12万亩，已储备林地资源35万亩，与当地政府签订合作开发林地协议面积190万亩。①若35万亩储备林地全种，5年一轮成熟，每亩熟林按0.3万元净利润计，折合每股收益0.95元。②如190万亩协议林地全种，每股收益则可高达5.16元！

价值被严重低估，目标价55元，首次给予公司“买入”评级。预计11-13年公司营业收入分别为0.84亿元、14.75亿元、16.47亿元，净利润分别为0.07元、2.31元、2.71元，对应PE分别为282X、8X、7X。综合商业与林业两者估值，公司合理价值区间应在55-65元/股。目前股价仅20元，上涨空间将十分巨大！！

首次

买入

分析师：桂长元

投资咨询执业证书编号：

S0630511010016

联系信息：

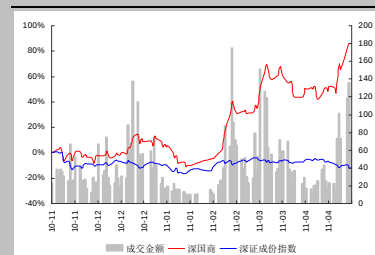
021-50586660-8623

gcy@longone.com.cn

日期

分析：2011年05月05日

行业表现



相关研究报告

正文目录

一、实际控制人郑康豪实力雄厚	4
1、郑康豪入主深国商	4
2、皇庭集团实力雄厚	5
二、发展战略聚焦商业	5
三、晶岛项目堪称深圳铺王	6
1、打造“5个1”工程	6
2、地段优越，人流量巨大	8
3、工程建设重回正常轨道	11
4、置换信托贷款有序推进	11
5、内部认购商铺正逐步解决	11
6、项目力争年内开业	12
7、项目价值 50-60 元/股	12
四、林业资产值得期待	14
1、成长空间十分广阔	14
2、打造林业产业一体化	15
3、林业估值打开想象空间	16
五、合理价值区间 55-65 元/股	16

图表目录

图 1: 公司控股股东与实际控制人情况.....	4
图 2: 郑康豪控制的核心企业及关联企业.....	5
图 3: 晶岛项目处深圳中心的中心.....	6
图 4: 晶岛国际规划内部效果图.....	7
图 5: 晶岛国际规划外观效果图.....	7
图 6: 晶岛国际规划外观效果图.....	8
图 7: 罗湖商圈日渐式微.....	9
图 8: 华侨城商圈难以形成深圳核心区域.....	9
图 9: CBD 中心区将成深圳的核心.....	10
图 10: 交通便捷, 人文荟萃.....	10
表 1: 郑康豪先生最近 5 年内的职业、职务.....	4
表 2: 售价 18 万元/平米时, 项目净现金流入.....	13
表 3: 溢价 20%时, 项目净现金流入.....	13
表 4: 出租情景下, 项目的盈利预测.....	14
表 5: 2011-2015 年, 林业盈利预测.....	16
表 6: 公司盈利预测表.....	18

一、实际控制人郑康豪实力雄厚

1、郑康豪入主深国商

郑康豪先生，潮汕人，出生于 1976 年，现任深圳市皇庭房地产开发有限公司和深圳市皇庭地产集团有限公司执行董事兼总经理、深圳市政协委员、深圳市总商会（工商联）副会长、深圳国际商会副会长、深圳市光彩事业促进会副会长、深圳市企业家协会/深圳市企业联合会副会长。其父为深圳潮汕商会会长，在深圳商界的影响力不同一般。

表 1：郑康豪先生最近 5 年内的职业、职务

任职单位	任职单位职务	任职起止日期	任职单位注册地	任职单位主营业务
深圳市皇庭房地产开发有限公司	执行董事兼总经理	2004.8.9至今	深圳市福田区民田路91号华融大厦19层	从事房地产开发经营
深圳市皇庭地产集团有限公司	执行董事兼总经理	2005.10.26至今	深圳市福田区民田路91号华融大厦1902-1904	投资
深圳市恒浩房地产开发有限公司	执行董事	2005.12.15-2007.3.23	深圳市福田区民田路新华保险大厦7楼23-28室	从事房地产开发经营
深圳市中行建设监理有限公司	执行董事	2004.1.13-2007.6.3	深圳市福田区深南大道深圳特区报业大厦25层B区	工程建设监理
皇庭国际集团有限公司 (WONGTEE INTERNATIONAL GROUP LIMITED)	董事	2009.5.7至今	FLAT/RM 06 BLK A 8/F WANG KWONG BUILDING 33 NGAU TAU KOK ROAD KOWLOON BAY KL	投资
POWERLAND HOLDINGS LIMITED	董事	2009.8.7至今	FLAT/RM 03 12/F WING ON HOUSE 71 DES VOEUX ROAD CENTRAL HK	投资

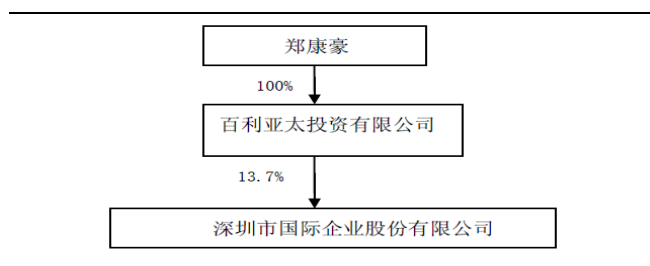
资料来源：公司公告

2010 年 8 月 11 日，郑康豪先生以 1.6 亿元人民币收购百利亚太 100%股份，成为公司第一大股东百利亚太的实际控制人。百利亚太目前持有上市公司 13.7%的股权。郑康豪收购时公开承诺：在未来 60 个月内不减持本次收购而持有的百利亚太股份，在未来 60 个月内不减持本次收购间接持有的深国商股份，并且不排除未来 12 个月内增持的可能。

深国商目前的股权结构较为分散，前三大股东持股比例接近，百利亚太投资有限公司 13.7%，深圳茂业商厦有限公司及其一致行动人大华投资（中国）有限公司合计 13.18%，深圳市特发集团有限公司 9.44%。公司股权结构的三足鼎立，不排除出现类似 2010 年深振业 A 的举牌现象。

2011 年 3 月 15 日，公司发布公告，百利亚太的实际控制人本公司董事长郑康豪先生个人及其控制的深圳市皇庭投资管理有限公司于 2011 年 02 月 14 日至 2011 年 03 月 14 日收市止在二级市场累计增持深国商 A 股：2,202,546 股、深国商 B：257,809 股，合计占公司总股本的 1.11%。截至目前，郑康豪共持有深国商 14.81%的股份。

图 1：公司控股股东与实际控制人情况



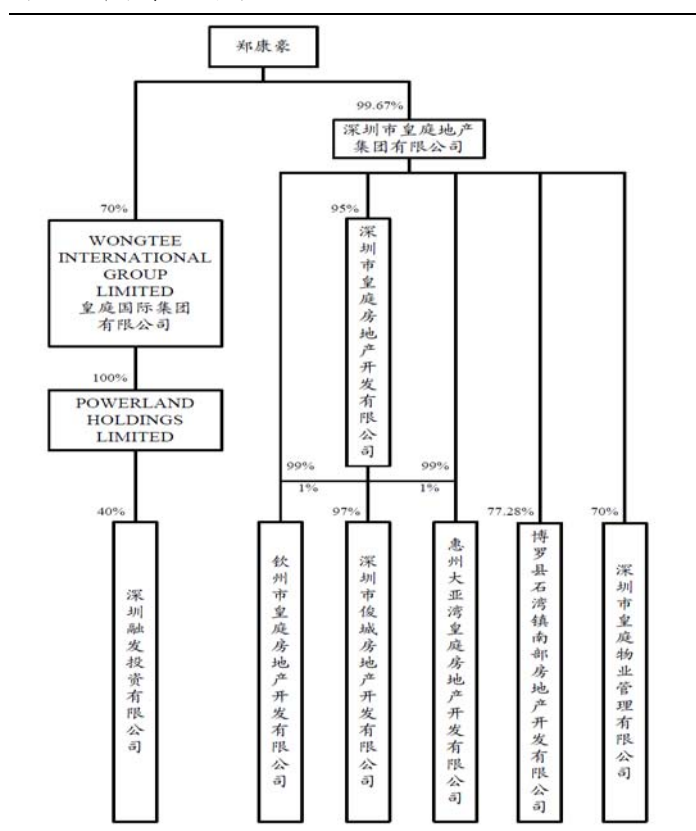
资料来源：公司公告

2、皇庭集团实力雄厚

郑康豪先生于1997年创立皇庭集团，这是一家主营业务涉及房地产开发、商业管理、五星级酒店管理、投资管理等领域的大型综合集团公司，总部深圳，现有员工2000余名，其中95%以上为本科学历。

皇庭集团旗下主力为深圳皇庭地产，该公司1997年深圳成立，历经15年，开发面积近200万平方米；土地储备总占地面积300万平米，规划总建筑面积达500万平米。公司已形成以主题式地产、低密度住宅、商业地产、高层精品等四大成熟产品线系列，同时涉及高星级酒店、写字楼、体育公园等公建项目的开发。战略布局上，皇庭地产已逐渐实现从深圳到珠三角，从环渤海到大西南，从长三角到北部湾，成长为全国性开发企业。

图 2：郑康豪控制的核心企业及关联企业



资料来源：公司公告

二、发展战略聚焦商业

公司目前旗下主要有三块资产：深圳福田区晶岛购物中心，股权比例60%，总建面13.8万平米；林业，现储备林地35万亩，协议190万亩；龙岗坂田村10万平米工业用地。

2010年9月，公司完成了股权重组和董事会换届选举。新一届董事会成立后，公司制定并明确了以商业地产开发和商业经营为主业的新的发展战略。在此新的战略规划的指导下，公司迅速启动了深圳福田中心区购物中心项目的各项工作，对项目的整体设计装修和业态布局进行了调整，全面启动了项目装修工程和招商工作。在招商方面，引入了业内优秀的专业人才并组建了新的招商团队，重新拟定了项目招商方案，招商的

各项工作逐步展开。

三、晶岛项目堪称深圳铺王

1、打造“5个1”工程

晶岛项目（现名皇庭·IA MALL）业态定位十分清晰，即打造“5个1工程”：一个高档时尚百货精品店、一个国际时尚品牌汇聚地、一个“个性化的数码时尚馆”、一个各国风情美食城、一个欢乐动感娱乐新天际。换言之，项目是集购物、娱乐、美食、休闲、展示、旅游为一体的深圳顶尖级购物中心。项目与周边的五星级酒店、高级写字楼、高尚住宅区、市民中心、文化中心等项目将共同形成深圳最繁荣的中央商务区（CBD）。

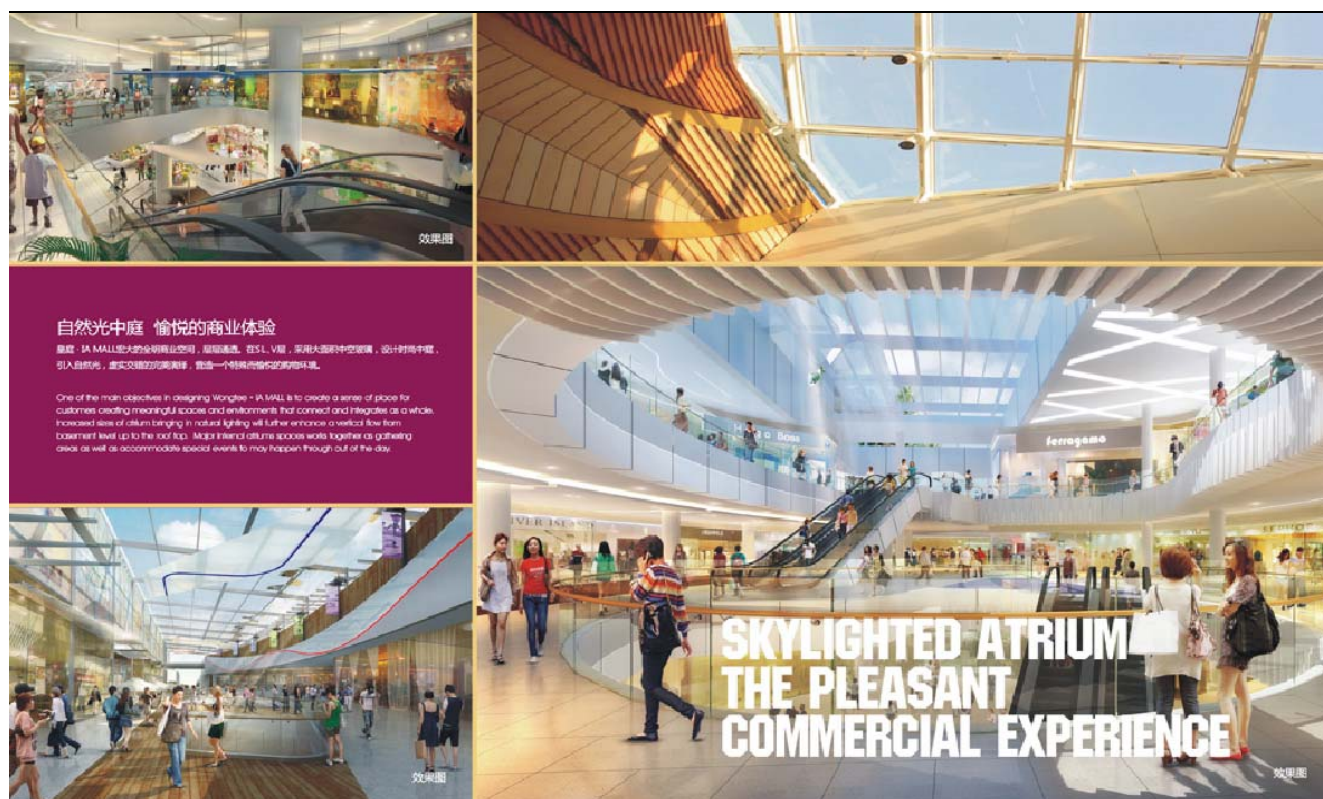
图 3：晶岛项目处深圳中心的中心



资料来源：公司网站

项目占地面积 4.23 万平米，总建筑面积 13.8 万平方米。项目共 5 层，地上一层（另含一夹层），地下三层，其中地下三层（B3 层）为大型地下停车场，建面 3.35 万平米；地下二层（B2 层）为停车场以及商业中的餐饮，大型主力店和零售，建面 3.35 万平米；下沉式广场层（LG 层）为商业中的大、小型主力店，餐饮和零售，建面 2.775 万平米（含核增面积）；下沉式广场上层（M 层）同样为商业中的大、小型主力店，餐饮和零售，建面 2.32 万平米（含核增面积）；首层（G 层）为商业中的大型主力店，餐饮和零售，建面 1.8 万平米（含核增面积）。

图 4：晶岛国际规划内部效果图



资料来源：公司网站

图 5：晶岛国际规划外观效果图



资料来源：公司网站

图 6：晶岛国际规划外观效果图



资料来源：公司网站

2、地段优越，人流量巨大

晶岛项目地理位置十分优越，位于深圳 CBD 核心，北倚深南大道、市民中心，南接会展中心，东、西清一色高档写字楼与五星级酒店，其占尽了天时、地利、人和及将来中心区商务的繁华。

目前深圳商业呈现多中心的发展格局，已形成东门、华强北、人民南、深南中路、华侨城、南山、龙岗、宝安等八个较为成熟的商圈，但随着福田的中心区商圈迅速形成，在市政府的大力推动下，以中心区为核心的“一心多核”的商业格局正日渐形成。

老罗湖

“ 东门（杂乱）
港化（低俗）
粤文化（市井）
日益衰败没落
被新移民摒弃 ”

东门游离在传统和现代之外，其改造是失当的

东门（杂乱）
港化（低俗）
粤文化（市井）
日益衰败没落
被新移民摒弃

东门游离在传统和现代之外，其改造是失当的

图 8: 华侨城商圈难以形成深圳核心区域



资料来源：网络媒体

图 9: CBD 中心区将成深圳的核心

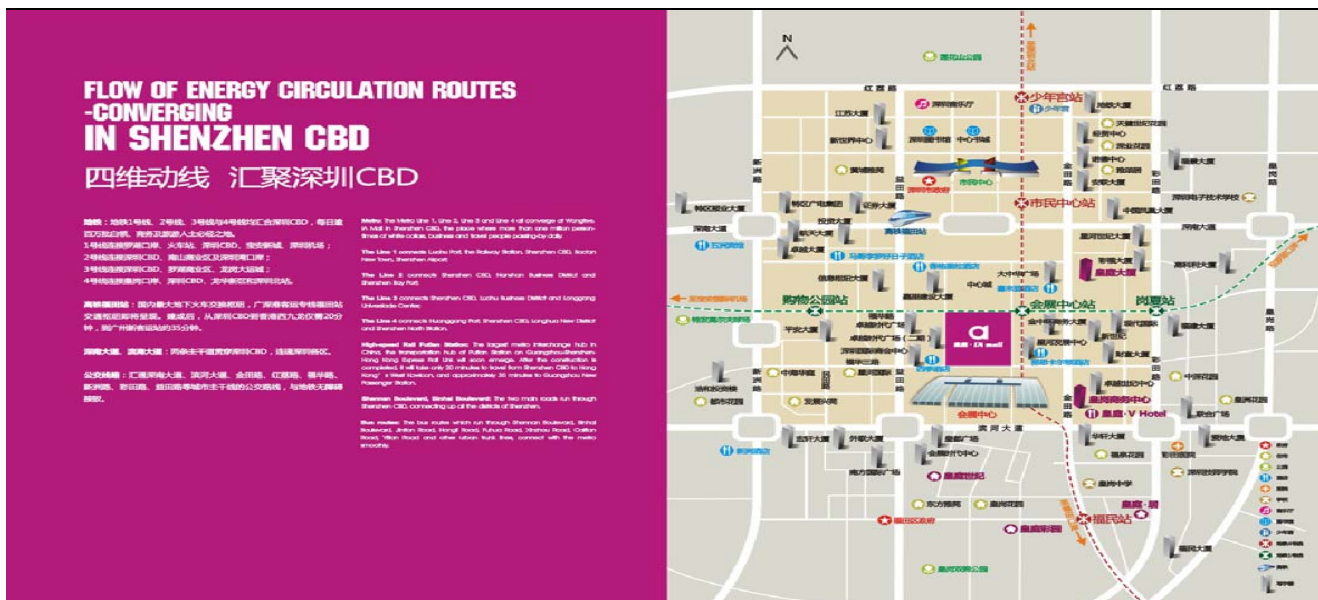


资料来源：网络媒体

项目所在地为交通枢纽，人流量十分巨大：地铁 1 号线和 4 号线在晶岛项目交汇，3 号线（龙岗至益田村）在 cocopark（购物公园）有站点，距离项目仅仅 200 米，地下相连，7 月即可开通；地面也是交通枢纽，广深港高铁近在咫尺并通过地下人防商业街直达；深圳国际会展中心每周至少一次会展，观展人流量很大。

广深港客运专线预计 2011 年将投入使用。深国商开发建设的晶岛国际购物中心紧邻广深港专线福田站，该线开通后将为晶岛带来大量的香港人流，晶岛国际广场北面座落了一个 7000 平方米的公交站，与购物中心 G 层连为一体，建成后将是国内最豪华的公交站，接近 20 条公交线路将带来巨大人流。

图 10: 交通便捷，人文荟萃



资料来源：公司网站

我们认为，这块风水宝地拥有无限的升值空间。高端消费人流量在国内将无可匹敌（晶岛国际地下车库与国际会展中心相连）。这里是深圳乃至珠江三角洲的交通枢纽。天然人流远胜深圳最旺的华强北和东门！

为迎接大运会，深圳主城区正在大规模开展名为“穿衣戴帽”的建筑物外墙翻新工程。会展中心作为承揽大运会四个比赛项目的分场地，其周边景观要求无疑更加严格。这个大型商业地产项目，也受到了深圳市政府领导的高度关注和重视，因此整个项目，从前期的规划设计、招商营运，都是高起点，高定位，也需要高度专业的管理团队。

3、工程建设重回正常轨道

2002年，深国商拿下晶岛项目土地使用权，至2007年地价款已全部付清，土地成本共计6316万元。2005年1月，深国商子公司融发投资确定由泛华公司承建晶岛项目，2006年底完成主体封顶。深国商在2009年中报披露，晶岛项目的开发成本8.03亿元。2009年10月29日，深国商发布公告称，晶岛项目审定工程造价约为7.87亿元。

建设过程中，因为种种原因项目曾一度出现烂尾，仅实现主体封顶。2010年9月深国商董事会换届，标志着困扰深国商多年的股权之争落下帷幕。在实际控制人的安排下，深圳融发投资有限公司成功通过渤海信托融资13亿元，不但付清了项目前期欠款，而且精装修资金也已基本到位，于是项目的改造升级顺利开展。

目前电梯、电力设施等已安装完毕，外围绿化也部分完成。为打造精品工程，公司决定改变部分规划，对外墙及内部结构进行大范围改造升级。项目现在的设计是英国知名设计公司Benoy承做，根据新的规划设计，项目天台的部分采光天窗将弃用传统材料，改用奥运水立方的外墙材料，时尚又环保。

4、置换信托贷款有序推进

2010年7月，为了解决融发公司晶岛项目到期巨额债务，实现项目早日开张营业，保障项目持续发展，在深国商的担保下渤海信托向融发公司借款13亿元。该笔借款按照用途分为三部分：一是融发公司偿还4.6亿元公司借款；二是用于偿还泛华公司晶岛项目4.85亿元未付工程款；另外3.55亿元偿还融发公司历史遗留对外借款，以及支付晶岛项目精装修资金（此项费用预计需要1.5亿元至1.8亿元）。

借款期限为12个月，可以提前还款。借款利率约定：半年以内年利率9.18%；期限超过半年以上的，年利率为15%；如果借款期限内，银行贷款基准利率调整，则相应调整。由于还款期超6个月后，融发公司将担负15%的年利率的高额利息。因此，贷款置换的时间紧迫。

项目房产权证已经于2010年三季度办下来，项目抵押向银行融资正逐步推进。2010年公司年报披露，公司正与多家银行商谈进一步的融资事宜。目前项目融资已进入银行审批阶段，预计随着项目招商工作的推进，公司计划融资15-17亿元人民币，用以置换信托贷款及保障公司核心项目的发展需要。实际控制人郑康豪先生系潮汕商人，潮汕商帮在深圳地位举足轻重，其父在深圳商界影响力极大，应付13亿元信托贷款应该不成问题。

5、内部认购商铺正逐步解决

2007年4月，公司董事会通过员工认购晶岛铺位以实施激励的议案。

认购资格：公司本部人员、二级公司业务副经理以上人员、在公司工作年限15年以上人员以及年度的

先进人员、融发公司业务经理、工程师和工作 5 年以上人员。

内部认购的商铺范围：晶岛国际内广场一层北面临内街铺位，套内使用面积约 1400 平米（按 0.65 实用率计算，建筑面积约 2200 平米），共划分为 36 个铺位。

商铺认购价格：一个月内交清认购款的按 15000 元/平米（建筑面积）计算，一个月以上两个月内交清认购款的按 16000 元/平米（建筑面积）计算，超过两个月未交清认购款的视同放弃，部分位置好的商铺采用拍卖的方式确定价格。

为防止公司违约，员工与公司还签订了苛刻的对公司不利的条款：公司取得商铺的预售许可证后须立即书面通知乙方，乙方在获取通知 10 日内可选择签订正式买卖合同或放弃认购；如书面放弃认购，则公司退回认购人全部认购款，并同时支付年利率为 20% 的资金占用利息给认购人；如乙方在此期间不作购买表示，则视为乙方放弃购买商铺，甲方有权单方面解除本认购书并可将该商铺另行出售，并在两个月内退还乙方认购款及同期银行贷款利息。

深国商取得的晶岛项目产权证明文件上明确列明不能分割出售，已实质导致该等商铺无法交付。2007 年，深国商内部认购被监管部门查出后，视为违规内部融资。为保证晶岛项目的顺利开业，新的董事会班子着手解决员工内部认购商铺一事。深国商提出的解决方案是：以不超过员工认购款项数额 300% 的比例（含认购本金的返还和补偿款，总计不超过 4.5 万元/平米）对员工进行补偿并解除原认购书，同时承担对方因收取员工商铺补偿款项而产生的个人所得税。

截至 2011 年 4 月 26 日，深国商已与 10 名认购人（共计 35 名认购人）达成协议（达成协议的金额为 31,893,682.70 元，对应面积为 606.16 平方米），其余 25 名认购人（认购面积 1,701.56 平方米）仍然无法与公司达成一致。目前晶岛项目周边商铺市场价格已经达到 15-18 万元/平米左右，由于剩下的 25 名认购人预期补偿金额与深国商补偿差异较大，目前谈判还没有突破性的进展。我们认为，这个问题的焦点在于双方就补偿金额存在分歧，只要合适补偿不难取得共识，何况涉及面积占比仅 1.23%，对项目整体价值影响并不大。

6、项目力争年内开业

晶岛项目有别于周边的商场，在入驻品牌的选择上定位更高，选择走高端精品路线。目前已与许多国际一线品牌进行深入接触，有很多品牌表示有强烈的入驻意愿。同时深圳市贸工局、福田区贸工局等上级主管部门也非常重视晶岛的招商工作，尤其在针对海外品牌的组团招商推广方面将给予大力支持。

截至 4 月 26 日，晶岛项目招商工作已初见成效，大约有 30 家公司签订意向书，成功签约面积近 20000 平米，此外与一些国际知名品牌商家也在紧密商谈之中。

至于开业时间问题，政府主管部门对该项目非常重视，希望该项目能赶得上给 8 月中旬深圳大运会献礼。公司方面现在各项工作都在加紧进行。2010 年报披露，公司 2011 年将大力推进中心区购物中心项目的发展，并力争项目年内实现开业运营。

7、项目价值 50-60 元/股

我们从出售与出租两个角度对晶岛项目进行估值。

出售

根据项目现场调研所获取的信息,与晶岛国际相邻的怡景中心城2010年12月计划出售8000平米商铺(非核心铺面),目前销售均价为18万/平米。事实上,晶岛国际与深圳会展中心比肩而邻,通过人行天桥与地下通道紧密相连,其位置优于怡景中心城,我们认为,晶岛售价高20%以上更为合理。

① 若按18万/平米计

表 2: 售价18万元/平米时,项目净现金流入

预期售价(万元/平米)	18
总建面(万平米)	13.8
项目股权比例	60%
销售收入(亿元)	149.04
营业税(亿元)	7.45
土地增值税(亿元)	8.20
信托融资额(亿元)	7.80
财务费用(亿元)	0.94
企业所得税(亿元)	33.11
净现金流入(亿元)	91.54

数据来源:公司公告、东海证券研究所

若项目全部出售,可为深国商带来91亿元净现金流入,考虑到总股本2.21亿股,每股净值将达到41.4元。

② 若按18万/平米溢价20%计

表 3: 溢价20%时,项目净现金流入

预期售价(万元/平米)	21.6
总建面(万平米)	13.8
项目股权比例	60%
销售收入(亿元)	178.85
营业税(亿元)	8.94
土地增值税(亿元)	9.84
信托融资额(亿元)	7.80
财务费用(亿元)	0.94
企业所得税(亿元)	39.78
净现金流入(亿元)	111.55

数据来源:公司公告、东海证券研究所

净现金流入达到111亿元,深国商晶岛项目每股净值达到50.5元!!

出租

根据中原地产发布的2010年3季度数据,北京、上海、广州、深圳中国四大一线城市中高档购物中心租

金指数为 118.89 点，平均租金为 915 元/平方米·月。

实际上，晶岛购物中心地处深圳福田区黄金地段，1 号与 4 号线地铁上盖物业，会展中心之侧，紧靠广州-深圳-香港高铁站口，实为深圳商圈的“铺王”。假设 2011 年底项目开业，2012 年便可产生稳定现金流。考虑到开业培育期，保守起见，假设 2012 年项目平均租金为 800 元/平方米·月，2015 年达到 1200 元/平方米·月，同时，假设 2015 年项目贷款还清，财务费用从此归零。

值得一提的是，晶岛项目规划为 5 层，事实上顶层（即地面层）也可以出租，所以实际上为 6 层，除 B3 外每一层均与地铁出口、人防通道或人行天桥无缝对接，每一层的租金价格均较为接近。

表 4：出租情景下，项目的盈利预测

	2012年	2013年	2014年	2015年
租金价格（元/平方米·月）	800	900	1000	1200
总建面（万平方米）	13.8	13.8	13.8	13.8
项目股权比例	60%	60%	60%	60%
年租金收入（万元）	79,488	89,424	99,360	119,232
营业税（万元）	3,974	4,471	4,968	5,962
房产税（万元）	9,539	10,731	11,923	14,308
财务费用（万元）	5,850	5,850	5,850	0
利润总额（万元）	60,125	68,372	76,619	98,963
企业所得税（万元）	15,031	17,093	19,155	24,741
净利润（万元）	45,094	51,279	57,464	74,222
总股本（亿股）	2.21	2.21	2.21	2.21
EPS（元）	2.04	2.32	2.60	3.36

数据来源：公司公告、东海证券研究所

若采用相对估值法，参照可比公司王府井、天虹商场的估值水平，深国商 30 倍左右的市盈率比较合理，PE 估值约 60 元/股。

若采用 DCF 模型估值，假设 2016 年-2025 年租金价格年均增长率 8%，2026 年-2042 年均增长率为 3%，贴现率 8%，项目价值 61 元/股。

综合项目出售与出租两种情况，晶岛国际购物中心的价值枢纽在 50-60 元/股。

四、林业资产值得期待

1、成长空间十分广阔

公司对商业与林业之间关系的定位是“以商养地，以地促商，大力发展林业”，自 2004 年起便开始了林业项目的开发。在当地政府的大力支持下，公司先后在广东省北部的翁源县、东部的五华县、兴宁市成立了

3 家林业基地公司，在江西赣州市和广东紫金县设立了 2 家办事处。

到目前为止，公司共营造桉树速生丰产原料林面积 12 万亩，其中翁源县 4.2 万亩，五华县 5.2 万亩，兴宁市 1.8 万亩和赣州市 0.8 万亩。已储备林地资源 35 万亩，与当地政府签订合作开发林地协议面积 190 万亩。

翁源基地

翁源县位于广东省北部，是粤北重点林区县之一，全县土地总面积 332.6 万亩，林业用地面积 247.2 万亩。属亚热带季风气候，年均气温为 20.3℃，全年无霜期 303 天，年均降雨量 1763.8 毫米，土壤为红壤、赤红壤、黄壤。京珠高速、106 国道，昆汕高速从境内通过，交通便捷。2005 年开始种植，至今已种植面积 4.2 万亩，储备林地 3 万余亩，与当地政府签订合作开发林地协议面积 50 万亩。

五华基地

五华地处粤东地区，韩江上游，总面积 322.61 平方公里，其中山地面积 367 万亩。属亚热带季风气候，年均气温 18.6℃-21.2℃，年均降雨量在 1400-1700 毫米，土壤为红壤、赤红壤、紫色土三种。广梅汕铁路、205 国道、梅河高速和粤赣高速从境内通过，交通便捷。2005 年开始种植，至今已种植面积 5.2 万亩，林地储备 6 万余亩，与当地政府签订合作开发林地面积 20 万亩。

兴宁基地

兴宁市位于广东省东部，地处东江、韩江上游。气候属南亚与中亚热带过渡气候，年均气温 21℃，无霜期长，年降雨量 1500 毫米。土壤为红壤、赤红壤和紫色土。梅河高速、兴畲高速、205 国道、S225 线和广梅汕铁路贯穿全市。2007 年开始种植，至今已种植面积 1.8 万亩，林地储备 3 万余亩，与当地政府签订合作开发林地面积 40 万亩。

紫金基地

紫金县位于广东省东中部河源市东南部、东江中游东岸，面积 3046 平方公里。气候属亚热带季风气候，气候温和，年均无霜期 300 天、降水量 1760 毫米。已有林地储备近 12 万亩。

赣州基地

赣州市位于江西省的南部，与广东省接壤。赣州市属亚热带季风性气候，年均气温 19.3℃，年均日照 1092 小时，年均降雨量 1076 毫米，无霜期 298 天。办事处设置在赣州市区，目前在赣县、于都、兴国等三个县设立了经营区。2009 年种植试验林 0.8 万亩，储备林地 10 万余亩，与当地政府签订合作开发林地协议面积 30 万亩。

2、打造林业产业一体化

实施科学管理、技术创新战略，邀请中国林科院、华南农大等科研机构作为科技支持单位，聘请国家桉树中心谢耀坚主任和中国林科院热林所徐大平所长担任林业高级技术顾问，这为公司林业的发展提供了强有力的技术保障。目前公司已形成了一支高效、精干、团结、富有科技素质的经营管理团队。

已建立完善的组织管理体系，林业公司下设基地公司，林业公司设财务部、行政人事部、工程部和营运部四个职能部门，基地公司设财务部、工程部、征地部和行政部四个职能部门。

实施集约化、信息化管理模式，建立了完善的 GIS 信息管理系统，采用小班经营全过程管理。在良种繁

育、林木栽培、病虫害防治、森林防火、森林经理等方面都体现出现代林业的经营理念。

公司的营林模式是经过多年实践总结而来，征地、清山、开穴、施肥回土、种植补植、抚育追肥、林木管护等营林各个环节实行全过程管理，各个工序都具有科学的管理及施工规程，结合实际生产情况能较好地控制成本并确保营林质量，已形成成熟实用的营林模式。

稳定供应的自有林木资源。公司自 2005 年种植，种植面积逐年增加，至今已有 12 万亩桉树速生丰产原料林，2005 年种植的 2 万余亩桉树林木 2010 年开始进入成熟采伐收获期，预计产材 12-14 万吨。从 2010 年开始公司将以每年 10 万亩的种植速度规模化发展，其将为国商林业产业化发展提供充足的林木储备。

完整的产业链，塑造企业核心的竞争力。为力求将国商林业打造成为林业产业一体化的龙头企业，公司计划兴建年产 15 万立方米高、中密度纤维板项目及其它精深加工项目。由广东省岭南综合勘察设计院为公司编写的《速生丰产林基地建设项目可行性研究报告》已经通过国家及广东省专家论证。

3、林业估值打开想象空间

桉树成长周期 5 年，前期成本包括打穴种植、种苗、肥料、施肥抚育、开路、山租、管理等合计 800 元/亩（5 年）；桉树原木报价 750 元/立方米，以 5 年生桉树出材 7 立方米/亩计，则收入 5250 元/亩；后期成本主要是采伐运输费，550 元/亩；还有税费，约 900 元。平均每亩林地净利润约 3000 元（5 年）

①若 35 万亩储备林地全种，5 年一轮成熟，每亩熟林按 0.3 万元净利润计，则净利润可达 7 万亩 $\times 0.3$ 万元/亩=2.1 亿元，折合每股收益 0.95 元。

②如 190 万亩协议林地全种，年净利润 38 万/亩 $\times 0.3$ 万元/亩=11.4 亿元，折合每股收益则可高达 5.16 元！显然，林业的估值空间将十分巨大。

2011 年，公司进入砍伐成熟期的林地面积为 16000 亩，可贡献净利润约 4800 万元。

表 5：2011-2015 年，林业盈利预测

	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年
砍伐面积（亩）	16,000	20,000	30,000	30,000	70,000
净利润（万元）	4,800	6,000	9,000	9,000	21,000
总股本（亿股）	2.21	2.21	2.21	2.21	2.21
EPS（元）	0.22	0.27	0.41	0.41	0.95

数据来源：公司公告、东海证券研究所

五、合理价值区间 55-65 元/股

商业方面，预计晶岛项目 2012 年可实现 EPS2.04 元，采用相对估值法，参照可比公司王府井、天虹商场的估值水平，深国商 30 倍左右的市盈率比较合理，PE 估值约 60 元/股。

若采用 DCF 模型估值，假设 2016 年-2025 年租金价格年均增长率 8%，2026 年-2042 年均增长率为 3%，贴现率 8%，晶岛项目价值 61 元/股。

综合项目出售与出租两种情况，晶岛国际购物中心的价值枢纽在 50-60 元/股。

林业方面，公司共营造桉树速生丰产原料林面积 12 万亩，已储备林地资源 35 万亩，与当地政府签订合作开发林地协议面积 190 万亩。预计 2012 年有 2 万亩桉树林地进入砍伐期，可实现 EPS0.27 元，给予 20 倍市盈率，约为 5.4 元/股。

两者合计，深国商合理价值区间应在 55-65 元/股。目前股价仅 20 元左右，上涨潜力十分巨大！我们给予深国商“买入”评级，目标价 55 元/股。

表 6: 公司盈利预测表

资产负债表(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E	利润表(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	19	153	2079	5157	8929	营业收入	23	18	84	1475	1647
应收款项	10	5	38	529	629	营业成本	19	17	25	37	41
存货净额	1317	1296	1268	2128	2559	营业税金及附加	1	2	4	59	66
其他流动资产	0	0	2	29	28	销售费用	8	6	8	7	8
流动资产合计	1345	1455	3388	7843	12145	管理费用	12	44	44	44	44
固定资产	67	53	45	46	48	财务费用	24	114	59	59	59
无形资产及其他	27	26	25	24	24	投资收益	1	0	0	0	0
投资性房地产	2	1	1	1	1	资产减值及公允价值变动	9	(2)	(1)	(1)	1
长期股权投资	7	6	7	7	7	其他收入	0	0	105	72	79
资产总计	1447	1541	3467	7922	12226	营业利润	(31)	(167)	46	1339	1509
短期借款及交易性金融负债	190	1317	0	0	0	营业外净收支	17	(114)	0	0	0
应付款项	571	45	305	496	588	利润总额	(14)	(281)	46	1339	1509
其他流动负债	295	227	160	433	499	所得税费用	0	0	11	289	301
流动负债合计	1056	1588	465	928	1087	少数股东损益	(20)	(113)	19	540	608
长期借款及应付债券	254	35	3035	6035	9035	归属于母公司净利润	6	(168)	16	510	600
其他长期负债	7	67	84	102	124						
长期负债合计	261	102	3119	6137	9159	现金流量表(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
负债合计	1317	1691	3585	7065	10247	净利润	6	(168)	16	510	600
少数股东权益	(91)	(204)	(188)	276	799	资产减值准备	(20)	(0)	9	0	0
股东权益	222	54	71	581	1180	折旧摊销	5	6	3	3	3
负债和股东权益总计	1447	1541	3467	7922	12226	公允价值变动损失	(9)	2	1	1	(1)
						财务费用	24	114	59	120	198
关键财务与估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E	营运资本变动	(37)	(508)	213	(897)	(350)
每股收益	0.03	-0.76	0.07	2.31	2.71	其它	(0)	(113)	7	464	523
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	(56)	(781)	250	82	776
每股净资产	1.00	0.25	0.32	2.63	5.34	资本开支	15	12	(6)	(4)	(4)
ROS	27%	-916%	20%	35%	36%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	3%	-309%	23%	88%	51%	投资活动现金流	15	12	(7)	(5)	(4)
毛利率	18%	9%	70%	98%	98%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	-34%	-289%	50%	90%	90%	负债净变化	(164)	(219)	3000	3000	3000
EBITDA Margin	-14%	-256%	54%	90%	90%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	-16%	-19%	359%	1656%	12%	其它融资现金流	319	1341	(1317)	0	0
净利润增长	-124%	--	-110%	2993%	18%	融资活动现金流	(9)	903	1683	3000	3000
资产负债率	85%	96%	98%	93%	90%	现金净变动	(50)	135	1926	3078	3771
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	68	19	153	2079	5157
P/E	366.5	-15.3	265.4	8.6	7.3	货币资金的期末余额	19	153	2079	5157	8929
P/B	10.1	47.1	61.8	7.5	3.7	企业自由现金流	(24)	(538)	242	142	837
EV/EBITDA	-802.4	-80.6	244.6	13.2	16.0	权益自由现金流	0	584	1835	2953	3520

资料来源: 公司公告、东海证券研究所

作者简介

桂长元: 经济学硕士, 房地产行业 5 年相关从业经历。2007 年 12 月起就职于东海证券研究所, 从事房地产行业研究。

重点跟踪公司——万科、保利地产、金地集团、招商地产、华发股份、滨江集团、广宇集团、苏宁环球、栖霞建设、中天城投、亿城股份、中华企业、福星股份、荣盛发展、中南建设等

评级定义

市场指数评级 看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%

行业指数评级 超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

公司股票评级 买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间

风险提示

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, 建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料, 但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断, 并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

联系方式

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路 87 号国际财经中心 D 座 15F	世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11F
电话: (8610) 66216231	电话: (8621) 50586660
传真: (8610) 59707100	传真: (8621) 50819897