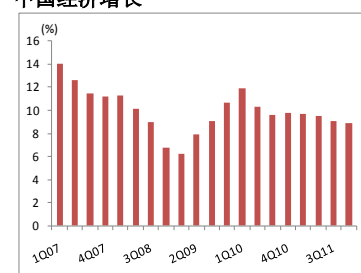


2012 宏观与策略 —在不明朗的外在环境下，中国 2011 年仍有稳定增长

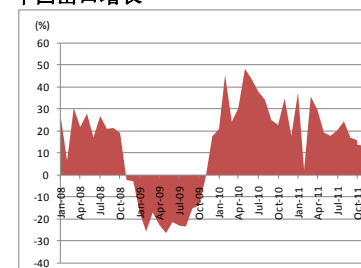
- ❖ **中国 2011 经济增长 9.2%。**中国国家统计局昨天公布 2011 年经济数据，中国 2011 年国内生产总值为 47.2 万亿元(人民币·下同)，按可比价格计算，较 2010 年增长 9.2%。按季度计算，第 4 季经济增长较第 3 季的 9.1%放慢至 8.9%，但仍较市场预测的 8.6%为佳，这显示中国经济仍未出现「硬着陆」的迹象。
- ❖ **固定资产投资减速。**2011 年固定资产投资增加 23.8%至 30.2 万亿元。不同的行业中，铁路运输业的投资减少 22.5%至 5,767 亿元，而电力、热力的生产与供应业及道路运输业的投资分别增加 1.8%至 11,557 亿元及 9.8%至 13,475 亿元，皆比整体投资为慢。另外，房地产投资增加 27.9%至 61,740 亿元，商品房销售只上升 4.9%至 11.0 亿平方米。受到紧缩货币政策及宏观调控影响，2011 年的投资增长放缓。此外，出口受到西方经济不景打击，只增加 20.3%至 18,986 亿美元。
- ❖ **零售消费稳步增长。**中国政府鼓励内需以支撑经济增长，2011 年中国消费品零售总额增加 17.1%至 18.1 万亿元。于 2011 年底的中国总人口达至 13.47 亿名及城市人口增至 6.91 亿名，城市化比率较 2010 年扩大 1.32 个百分点至 51.3%。
- ❖ **2012 年经济为「J」型。**我们相信未来环境会不稳定，主要仍受欧债危机的冲击。我们维持之前的判断，中国增长在 2012 上半年会慢下来，第 1 季或第 2 季的经济增长可能放缓至 8.5%。中国政府在 2012 下半年将会推出刺激方案来支持经济增长，届时，利息可能下调以支撑 8%以上的增长。我们预期中国 2012 年的经济增长及全年通胀分别为 8.6%及 3.5%。

中国经济增长



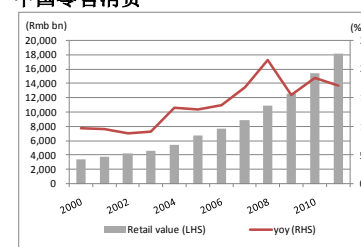
来源：彭博

中国出口增长



来源：彭博

中国零售消费



来源：彭博

中国宏观经济数据

	单位	2009 实际	2010 实际	2011 实际	2011 预测	2012 预测
国内生产总值	10 亿元人民币	34,090	40,120	47,156	45,800	50,400
实质经济增长	%	9.2	10.4	9.2	9.3	8.6
固定资产投资	10 亿元人民币	22,485	27,814	30,193	30,200	32,800
消费物价指数增长	%	-0.7	3.3	5.4	5.4	3.5
零售销售	10 亿元人民币	12,534	15,455	18,123	17,880	20,250
城市人口	百万	645	670	691	700	730
总人口	百万	1,335	1,341	1,347	1,348	1,356
城市化	%	48.3	49.9	51.3	51.9	53.8

来源：彭博、招银国际预测

恒大地产 (3333 HK, HK\$3.58, 未评级) — 保守的 2012 年销售策略

- ❖ **2011 年销售额打破其他香港上市房地产。**恒大公布 2011 年销售金额及面积分别上升 59.4%至 804 亿元(人民币·下同)及 54.7%至 1220 万平方米, 销售金额较去年初定下的目标高 14.8%及在众多的香港上市房地产公司中为最高金额。虽然中国整体房价在 2011 年出现下跌, 但恒大的平均销售价钱仍上升 3.1%至每平方米 6,590 元, 因为三线城市的房价在 2011 年并未如一线或二线城市般下跌。
- ❖ **保守的 2012 年销售目标。**恒大定下 2012 年的销售目标为 800 亿元, 比 2011 年实际销售金额略低, 不过管理层表示有信心在 2012 年的实际销售金额仍会上升, 公司表示 2012 年将会有 60 个新项目推出发售。另外, 公司认为中国房地产市场在 2012 上半年会表现疲弱, 尤其是在第 1 季, 但他们希望在下半年随着中国放宽宏观调控而房地产市场会再趋活跃。
- ❖ **审慎的补充土地政策。**于 2011 年底, 总土地储备为 1.37 亿平方米, 共有 187 个项目。于 2011 年的净增加土地储备为 4,086 万平方米, 但下半年的增加步伐放慢, 净增加土地储备只有 129 万平方米。2011 年底的净负债比率较年中的 80.5%会有所改善, 在 2011 年底, 手持现金 272 亿元及银行的未动用借贷为 372 亿元。
- ❖ **执行能力是重点。**以销售计算, 公司成为国内最大的房地产公司, 有效的营运能力将成为未来增长的重点。市场预期 2011-13 年纯利分别为 92 亿元、110 亿元及 132 亿元, 估值相等于 4.8 倍 2011 年市盈率或 4.1 倍 2012 年市盈率。

财务资料

(截至 12 月底)	FY09A	FY10A	FY11E	FY12E	FY13E
营业额 (百万人民币)	5,723	45,801	61,835	79,825	98,065
净利润 (百万人民币)	1,046	7,589	9,193	10,980	13,229
每股收益 (百万人民币)	0.07	0.51	0.62	0.73	0.86
每股收益变动 (%)	(64.8)	583.8	21.7	17.7	18.5
市盈率(x)	40.0	5.8	4.8	4.1	3.4
市帐率(x)	3.5	2.2	1.5	1.1	0.9
股息率 (%)	0.2	4.3	4.8	5.6	6.6
权益收益率 (%)	9.9	45.3	35.7	31.9	30.3
净财务杠杆率 (%)	52.0	88.0	79.8	40.6	5.5

来源: 公司及招银国际预测

恒大地产(3333 HK)

评级	未评级
收市价	HK\$3.58
目标价	不适用
市值 (港币百万)	53.318
过去 3 月平均交易 (港币百万)	335
52 周高/低 (港币)	6.27/2.13
发行股数 (百万)	14,894
主要股东	许家印
	(68.1%)

来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	14.7%	6.9%
3 月	27.9%	19.3%
6 月	-40.5%	-33.6%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-15%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 15%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司 (招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受标的资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合 1986 年英国金融服务法案(投资广告)(豁免)(第 2 号)第 11(3)条 1995 年修正案规定范围的个人，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美商投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。