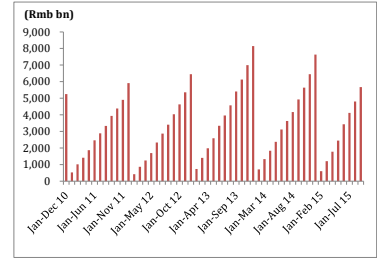


中国房地产 — 九月销售亮丽

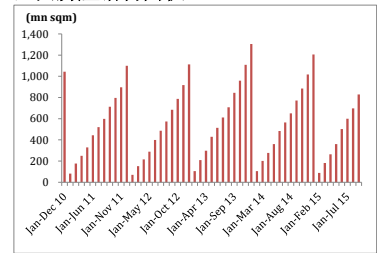
- ❖ **1-9月全国房屋销售增长15%。**国家统计局公布全国房屋销售金额及面积分别增加15.3%至56,745亿元(人民币·下同)及7.5%至8.29亿平方米,换句话说,1-9月的全国平均销售房价增加7.2%至每平方米6,844元。房地产市场的复苏主要由政府的支持政策带动,包括房贷的放宽及大部份城市的限购令解除。我们预期2015年余下的时间会有进一步的利息及存款准备金率的下降,因此,我们预期2015全年的房屋销售金额及面积分别增加16.0%至88,500亿元及6.6%至12.86亿平方米。
- ❖ **发展商依然审慎。**虽然房地产市场的气氛改善,发展商在投资方面仍然审慎及小心。全国在1-9月的房地产投资轻微增加2.6%至70,535亿元,新屋动工自2014年起持续偏低,1-9月新屋动工下跌12.6%至11.48亿平方米。因此,土地销售在1-9月减少33.8%至1.59亿平方米或27.5%至4,916亿元。
- ❖ **库存问题改善。**2015年9月已完工待售物业面积增加16.4%至6.65亿平方米,较8月份只增加186万平方米。受惠于改善的销售及放慢投资,已完工待售物业的消化期由2015年8月的7.6个月下降至2015年9月的7.2个月,但库存量仍较过去数年为多。我们预期至2015年底会进一步减至6.4个月。
- ❖ **销售两极化。**房地产公司的销售表现分歧。2015年1-9月,部份龙头房企(包括华润置地(1109 HK)、恒大(3333 HK)、保利(119 HK)及万科(2202 HK))的销售增长由21%至43%。相反,富力地产(2777 HK)在1-9月的销售下跌16.6%,其他中型地产商的销售增长平稳。我们相信两极化的销售表现是由可售资源、品牌及物业地点不同所引致。
- ❖ **大部份发展商面临价格的压力。**因为激烈的竞争及全国的布局,大部份发展商在1-9月面临价格的压力,17家开发商中的其中11家在1-9月的销售均价下跌,当中的3家(合景泰富(1813 HK)、世茂(813 HK)及富力)面临均价及销售面积双降;相反,华润置地、恒大、保利、万科及首创置业(2868 HK)受惠于均价及销售面积的双升,将有助未来的盈利表现。

全国房屋销售金额



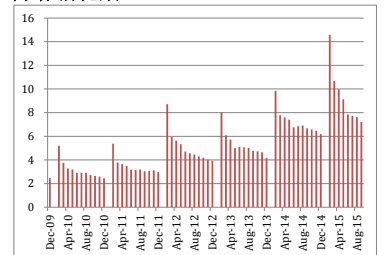
来源:国家统计局

全国房屋销售面积



来源:国家统计局

库存消化期



来源:国家统计局

估值表

公司	代码	收市价 (港元)	市值 (百万港元)	评级	目标价 (港元)	14A	15E	16E	折让	每股资产 (港元)
中国海外	688	25.7	253,417	买入	29.8	7.6	7.1	7.3	5.1%	27.09
华润置地	1109	21.35	147,976	买入	26.4	8.5	10.0	9.7	43.4%	37.72
世茂	813	13.7	47,574	买入	16.79	4.8	4.2	3.7	42.9%	23.98
碧桂园	2007	3.07	69,345	买入	4.31	4.7	5.2	4.8	50.2%	6.16
雅居乐	3383	4.37	17,117	买入	5.34	2.9	3.7	2.9	75.5%	17.81
合景泰富	1813	5.78	17,319	买入	8.41	4.2	4.4	3.3	58.7%	14.01
龙湖	960	10.22	59,549	买入	14.16	5.5	5.5	5.6	56.7%	23.61
融创	1918	4.9	16,655	买入	7.26	4.2	5.5	3.0	73.0%	18.14
亿达	3639	2.82	7,287	持有	2.73	N.A.	5.7	4.0	69.0%	9.09
SOHO中国	410	3.84	19,966	买入	7.45	4.0	14.1	13.5	69.1%	12.41
力高	1622	5.59	8,944	卖出	3.26	20.7	17.8	12.3	-2.9%	5.43
平均						6.7	7.6	6.4	49.1%	

来源:彭博、招银国际研究部

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关于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-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
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”)为招银国际金融控股有限公司之全资附属公司(招银国际金融控股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，并可能会受目标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，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5)条之人士及(II)属金融服务令第 49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，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国投资者

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。