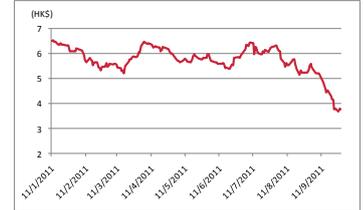


中国房地产 - 再无金九银十

- ❖ **物业买家观望。** 物业销售在 8 月份下降，根据搜房网数据，北京及深圳于 8 月份的物业销售分别下跌 40% 及 35% 至 5,500 户及 2,507 户；而且，中国指数研究院指出在 35 个观察的中国城市有 22 个在上星期(9 月 19 日至 9 月 25 日)物业成交量下跌，并且 13 个城市的成交量跌幅超过 30%。预期 9 月份的物业成交量将不乐观，我们将密切留意 10 月份的交投。
- ❖ **银行借贷收紧。** 中国自去年起收紧货币供应，银行贷款增幅放慢，因此，房地产公司寻求其他融资渠道。在 2011 年初，众多的中国房地产公司发行高息债，增加手持现金量；另一方面，部份房地产公司利用房地产信托来融资，不过，绿城中国(3900)上周表示接获中国银监会查询其信托融资的细节，我们相信房地产公司未来不可以再用房地产信托来进行融资，所以对一些高负债的公司如绿城及富力会有一些的压力。
- ❖ **房价下跌及只有 2 个城市推行限购令为好事。** 虽说市场气氛不好，但我们看见一些好现象。现在发展商愿意减价来刺激需求，部份大发展商(如万科(000002 CH)及金地(600383 CH))均表示会将 10 月推卖项目的房价下调 10-15%；而且部份房地产商的首席执行官也认为在 2012 年房价有机会下跌 15%。如果房价真的下跌，来自针对房地产市场的宏观调控压力可望减少。第二点，投资者担心 9 月份会推出宏观调控措施，不过至今只有浙江 2 个城市推出限购令，其他措施未见推出，我们相信中国对房地产措施会维持现状。
- ❖ **估值便宜但缺乏催化剂。** 标智中证香港上市内地地产指数基金(2839)追踪内房股股价表现，其股价自 2011 年 1 月 11 日成立至今下跌 42%。目前，内房股的市盈率为单位数及与资产净值折让超过 50%，估值便宜。因为去年物业预售理想，2011 年盈利已被锁定，除非未来销售转好，价值重估的催化剂仍未可见。

标智中证香港上市内地地产指数基金 (2839 HK)



来源:彭博

8 月份住宅成交量

城市	成交套数		均价	
	(户)	环比	(人民币/平米)	环比
北京	5,500	-40%	21,202	25%
上海	11,826	6%	14,987	0%
深圳	2,507	-35%	20,339	-3%
重庆	10,871	7%	6,603	-8%
杭州	1,909	2%	20,959	-9%

来源:soufun.com

19-25/9 一周成交量

城市	存货 (户)	销售面积 (百万平米)	成交量	
			成交套数 (户)	成交面积 (平米)
北京	112,917	14.46	1,448	160,300
上海	60,554	8.71	2,998	283,100
深圳	24,040	2.25	459	37,100
廣州	45,705	5.87	1,442	168,300
重慶	N.A.	N.A.	1,747	178,600

来源:中国指数研究院

预计9月份CPI增幅将继续回落，政策进入观察期

- ❖ **工业品出厂价格整体稳定。**根据国家统计局公布的资料，9月20日全国重点企业工业品出厂价格整体保持稳定。与9月5日出厂价相比，有色金属价格普跌，其中铜价下跌5.9%，铝价下跌1.9%，锌价下跌3.2%。煤炭方面，受大秦线检修影响，秦皇岛库存下降，无烟煤价格上涨4.6%，但焦煤和一般烟煤价格稳定。钢材价格仍然不振，主要品种价格大多录得下跌，但跌幅不大，而高品位铁矿石价格继续微涨1.3%-1.7%。化工产品方面，液体烧碱价格升5.2%，其他品种价格稳定。水泥价格依然延续6月份以来的跌势，均价较9月5日下滑1%。
- ❖ **食品价格稳中略涨。**国家统计局公布的9月中旬50城市主要食品变动价格情况显示，米、面、油、肉制品等价格基本维持稳定。鸡蛋价格受供给增大影响开始回落，肉制品价格依然坚挺，部分蔬菜和水果(黄瓜、西红柿、豆角、香蕉)涨幅较大。
- ❖ **CPI有望持续回落。**我们认为，翘尾因素影响在9月份继续衰减，而期内物价基本维持稳中略涨，新的物价上涨因素低于翘尾衰减幅度。我们预计9月份CPI涨幅将低于8月份的6.2%，估计区间在5.8%-6.1%之间。10月份以后翘尾因素衰减速度将加快，我们预计CPI涨幅将逐月回落，到年底单月CPI有望回落至5%甚至5%以下，全年CPI预计在5.5%左右。另外，我们预计9月份PPI涨幅也将有所回落。
- ❖ **政策进入观察期。**我们认为，目前政策已经步入观察期，经济指标的不明朗因素依然较多。另一方面，由于实际利率偏低，银行流动性匮乏，导致民间借贷盛行，蕴含风险较大，也增加了宏观调控的难度。我们不排除未来央行会通过存款准备金率或者公开市场运作等方式释放一定的流动性，但流动性释放规模不宜太过乐观。

重点企业部分工业品出厂价格变动

	9月20日	9月5日
无烟煤	4.6%	-0.1%
焦煤	-0.4%	0.1%
原油	0.0%	-2.2%
大型钢材	-0.6%	0.1%
中型钢材	-0.7%	0.1%
小型钢材	0.2%	-0.1%
线材	-1.5%	-0.1%
铁矿石(炼钢)	1.7%	1.3%
铜	-5.9%	1.1%
铝	-1.9%	0.9%
烧碱	2.7%	-1.0%
水泥	-1.0%	-0.6%

来源: 中国国家统计局

50城市部分食品均价变动

	9月中旬	9月上旬
大米	0.2%	0.2%
标准面粉	0.0%	-0.2%
豆制品	0.0%	0.0%
花生油	0.5%	0.7%
大豆油	0.3%	0.8%
猪肉	0.2%	0.8%
牛肉	0.8%	1.1%
羊肉	1.1%	1.7%
鸡肉	0.5%	1.1%
鸡蛋	-0.6%	1.8%
鲤鱼	-0.7%	-1.4%
大白菜	0.7%	1.8%
油菜	-2.7%	0.9%
芹菜	1.5%	1.1%
黄瓜	6.5%	3.4%
西红柿	5.4%	3.3%
豆角	3.2%	5.7%
马铃薯	-2.9%	-0.6%
苹果	-0.3%	0.2%
香蕉	5.1%	10.3%
牛奶	0.4%	0.2%

来源: 中国国家统计局

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

本报告期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作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 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。