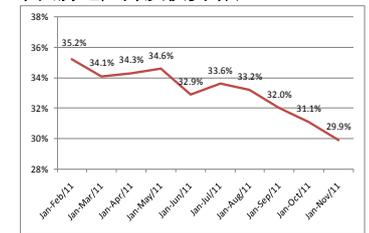


中国房地产 - 房地产销售至少在明年上半年前不容乐观

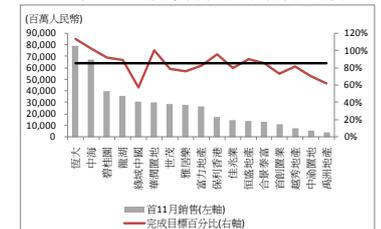
- ❖ **房地产销售增速于 11 月份放慢。**根据国家统计局，全国房地产开发投资于 1-11 月份同比增长 29.9% 至 55483 亿元，增速比 1-10 月份的 31.1% 明显放缓。此外，全国商品房销售面积及销售额分别增长 8.5% 至 896 亿平方米及 16.0% 至 49047 亿元；不过，11 月的单月销售面积及销售额却分别下跌了 1.7% 及 1.2%，这显示 11 月份物业销售情况恶化。
- ❖ **在今年首 11 个月只有少部份的房地产商能完成全年销售目标。**直至 11 月底，17 家在我们追踪的房地产商，只有 3 家完成全年销售目标，分别为恒大(3333 HK)、中国海外(688 HK)及华润置地(1109 HK)；另有 5 家完成全年销售目标的 85.1%-96.0%，包括融创中国(1918 HK)、碧桂园(2007 HK)、龙湖(960 HK)、佳兆业(1638 HK)及恒盛(845 HK)，我们相信这些房地产商至少能完成 95% 或全部的销售目标，我们害怕余下的 9 家公司明年盈利有下行的风险。
- ❖ **不预期宏调会放宽。**虽然房价开始下跌，我们不预期中国政府会放宽针对房地产市场的宏观调控措施。有 10 个城市的限购令将在 2011 年 12 月 31 日到期，其中包括海口、福州、厦门、长春 4 个城市已表示会延续限购令，我们相信其他城市将同样宣布将限购令延期，这表示中央政府将有巨大决心将房价压下。我们预期整体中国房价在 2012 年将下跌 10-15%，其中一线城市、二线城市及三线城市的房价跌幅分别为 15-20%、10-15% 及 5-10%。
- ❖ **选择能完成销售目标的开发商。**内房股的股价继续波动，不过我们相信 5 倍的市盈率或比资产净值折让 50% 以上的估值已反映不明朗的因素，我们相信中国政府在明年下半年有机会放宽对房地产的调控，以刺激 2012 年的经济增长。投资者要审慎选择内房股，我们内房股的首选会是能完成今年销售目标的公司，包括恒大、中国海外、华润置地及碧桂园。

中国房地产开发投资增长



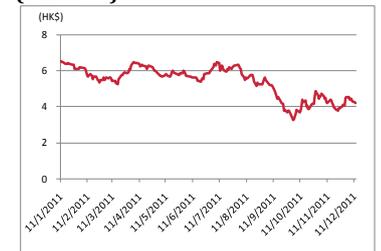
来源: 国家统计局

2011 年 1-11 月内房公司销售金额



来源: 公司及招銀国际

标智中证香港上市内地地产指数基金 (2839 HK)



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。