

中國房地產板塊 (與市場同步) 一降價刺激需求

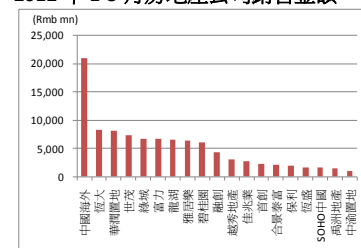
❖ **物業銷售在三月反彈。**物業銷售在一月和二月表現淡靜。在中國向首次購房者放寬房貸及開發商降價促銷後，物業銷售在三月恢復力度。多家上市公司在 3 月份的銷售恢復按月增長。受益於在香港的銷售強勁，中國海外 (688 HK) 在 2012 年第 1 季實現的簽約銷售金額達 209 億元人民幣。若扣除香港及澳門的銷售，中國海外在 2012 年第 1 季的國內物業銷售金額為 170 億元人民幣，仍躋身香港上市的內地開發商的銷售額之首。

❖ **小型開發商出現破產。**一方面，在過去幾個月的物業銷售疲弱。另一方面，銀行比較喜歡授信予領先開發商。最近有新聞報告表示在杭州和廣東的一些小型開發商申請破產。我們相信這樣的市場整合，是對中國房地產市場的健康發展。在 2011 年，中國共售出約 11 億平方米的物業。恒大地產 (3333 HK) 和中國海外去年銷售分別約 1220 萬平方米物業和 560 萬平方米物業，即表示他們的市場佔有率分別為 1.1% 和 0.5%，我們相信中國房地產市場是相對分散。

❖ **非所有開發商在 2011 年有亮麗的業績。**所有的開發商在 2011 年 3 月底前已公佈 2011 年業績。部份開發商的業績令人失望，只有單位數的純利升幅或甚至業績倒退。這可能來自一些會計準則的影響，尤其是在投資物業的公允價值變動拖累，也可能來自交付總建築面積下降或確認均價下跌的不利影響。例如，恒盛地產 (845 HK)、佳兆業 (1638 HK) 和盛高置地 (337 HK) 的 2011 年確認均價分別下跌 32.8%、15.8% 和 6.8%。

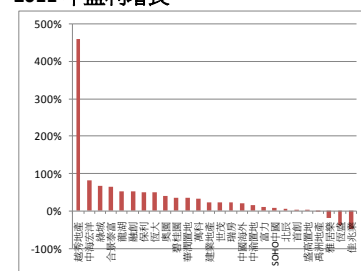
❖ **便宜的估值，但缺乏催化劑。**我們相信大多數中國房地產公司目前的估值很便宜，大約為 5 倍的市盈率或超過 50% 的與資產淨值折扣。然而，我們並沒有看到任何可令中國房地產公司重新評級的催化劑。除非銷售勢頭可持續一段較長的時間或中央政府放鬆緊縮措施，我們相信中國房地產公司仍繼續在目前較低的估值水準徘徊。

2012 年 1-3 月房地產公司銷售金額



資料來源：公司

2011 年盈利增長



資料來源：公司

估值表

公司	代碼	收市價 (港元)	目標價 (港元)	評級	市值 (百萬港元)	市 盈 率 2012E 2013 PE	市 賬 率 2012E	資產淨值 (港元/股)	與資產 淨值折讓
華潤置地	1109 HK	14.10	16.83	買入	82,170	10.1 8.8	1.2	24.1	-41.4%
恆盛地產	845 HK	1.13	1.34	持有	8,806	4.0 2.3	0.4	5.4	-79.1%
SOHO中國	410 HK	5.92	8.14	買入	30,717	5.6 4.5	1.0	13.6	-56.3%
合景泰富	1813 HK	4.80	4.57	持有	13,887	5.7 4.6	0.8	11.2	-57.1%
碧桂園	2007 HK	3.29	3.92	買入	57,168	6.5 6.7	1.3	5.6	-41.3%
中海宏洋	81 HK	9.17	9.42	持有	13,952	5.7 6.5	1.9	15.7	-41.6%

來源：彭博、招銀國際

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：(1) 發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；(2) 他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）(1) 並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；(2) 不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；(3) 沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；(4) 並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-15%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 15%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司 (招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受標的資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合 1986 年英國金融服務法案(投資廣告)(豁免)(第 2 號)第 11(3)條 1995 年修正案規定範圍的個人，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行爲即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。