

分析师申明:

分析师在此申明,本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外,分析师薪酬的任何部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

晨会主题

【宏观策略】

- PMI 首破 50, 去库存压力增加
- 11 月新增信贷可能大幅低于市场预期
- 欧元区制造业快速萎缩, 经济衰退可能超预期
- 顺风起舞

【行业公司】

- 东方电热 (300217): 投资水电加热器, 再造成长空间

【报告回顾】

- 12 月宏观经济数据点评: PMI 首破 50, 去库存压力增加
- 12 月宏观事件点评: 存准率下调开启, 但并非全面放松
- 投资策略简评: 存款准备金率下调点评

【国海股票池】

宏观策略

国内要闻点评

PMI 首破 50，去库存压力增加

事件：最新数据显示，11月中国制造业采购经理指数（PMI）为49.0%，相比上月回落1.4个百分点，这是近3年来首次破50%。

点评：11月PMI为49%，近三年来首次跌破50%的荣枯线，表明制造业活动已出现萎缩。对此，我们认为未来经济放缓趋势仍将延续，尤其是新出口订单指数继续下行，表明出口还将面临较大回落。而且11月份PMI库存指数亦创出有数据以来的新高，甚至高于2008年经济大幅下滑时的水平，表明未来还将面临较大去库存压力。

不过同时，我们认为对该数据也不用过于悲观，一方面，相比2008年PMI数据仍好很多，未来经济不会出现急速下滑，缓慢回落概率较大；另一方面，政策已开始预调微调，存准率下调启动，政策及流动性改善将有利于防止经济的过快下滑。

11月新增信贷可能大幅低于市场预期

事件：据媒体消息，11月新增信贷或仅5000亿低于市场预期的6000亿元。

点评：

1、11月新增信贷可能低于预期，主要原因在于银行体系的放贷能力受限于资本充足率、存贷比等监管标准。仅从上市银行来看，截至三季度末，已经有中行、招行、兴业、民生等四家银行的存贷比超过75%的红线，总共有9家上市银行的存贷比超过70%；同时，还有招行、兴业、深发展、光大、民生等4家银行的核心资本充足率不到8.5%。

2、12月1日央行宣布下调0.5个百分点的存准率，大约释放4000亿元流动性，将有助于缓解银行体系流动性状况，增加放贷能力，预计12月新增贷款将超过11月。

国际要闻点评

欧元区制造业快速萎缩，经济衰退可能超预期

事件：

欧元区11月PMI跌至近两年半来新低。数据显示，欧元区11月Markit制造业采购经理人指数终值为46.4，低于50的荣衰分界线，触及2009年7月以来的最低点。其中，德国11月制造业PMI终值从10月的49.1降至47.9，同样以2009年中期以来的最快速度下滑；法国11月制造业PMI终值从10月的48.5降至47.3；意大利11

月制造业 PMI 意外从上个月的 43.3 升至 44.0，但仍连续第四个月出现萎缩。

点评:

数据显示欧元区经济衰退趋势可能正蔓延至德法等核心国家，欧元区经济陷入衰退的时点可能比预期更早，其原因主要在于久拖不决的债务危机导致财政紧缩、信贷环境以及大幅下滑的市场信心都抑制了私人消费和投资的增长。当前来看，我们将关注 12 月 9 日的欧盟峰会上债权国与债务国能否在促进财政统一上取得进展，以缓解目前紧张形势。

策略观点

顺风起舞

当前市场对于政策转向的认知度较高，普遍认可货币政策取向宽松，以实现保增长。这是存款准备金率下调与此前定向宽松不一样的市场影响。但是，具体而言，政策出台解决外汇占款外流加快，银行存款规模显著降低以至于信贷承压是明显的，但是是否是彻底的转为宽松尚不能证伪。毕竟，政策前瞻性的微调以防止经济硬着陆是肯定的，但是否会重回 2008 年的信贷刺激大家莫衷一是。政策短期刺激效应明显，高仓位者理应逢高减仓，积极的投资者可以借助市场情绪进行短线投资。不过，总体而言，我们建议投资者仍然维持“防御”策略，关注稳定增长类行业（医药、食品饮料、百货、电力设备、服装等）和低估值防御类行业（高速公路、电力、金融等）。

在熊市，我们对于市场的中长期看法不变，只有成长才能获取超额收益。长期来看，证券市场仍然缺乏中长期的趋势性机会，最终的低点还未出现，2012 年继续探底概率较大，初步预计市场波动空间为 2000-3000 点；短期来看，市场将维持箱体震荡，等待下一步宏观数据的验证。维持我们一贯的策略思想：从长期的角度出发，买入顺应“经济结构调整”的成长类投资机会，关注消费多元化中的行业集中度提升、节能环保以及工业自动化的相关上市公司。

行业公司

东方电热（300217）：投资水电加热器，再造成长空间

公司拟使用部分超募资金共计 8500 万元投资年产 600 万套新型水加热器生产项目，其中，流动资金投资 859.04 万元，建设投资 7640.95 万元（其中使用不超过 6510 万元参与公开竞拍江苏大港股份有限公司位于镇江新区机电工业园 A 区标准厂房及土地）。

预计项目建设期 9 个月，运营期 10 年计算。生产期第 1 年的生产负荷为设计生产能力的 40%，第 2 年的生产负荷为设计生产能力的 60%，第 3 年的生产负荷为设计生产能力的 80%，第 4 年起达到设计生产能力的 100%。公司披露预计正常年营业收入 21000.00 万元，可实现年税后利润 1672.15 万元。

水电加热器主要应用于：洗衣机，烘干机，热水器，太阳能热水器等领域。因电加热管需要在极度潮湿的环

境下工作，其在技术要求在民用电加热器中最高。目前国内从事水电加热器生产的主要是外资和合资企业。东方电热具有工业电加热器的技术积累和民用电加热器的规模化生产经验，其拓展水电加热器领域相对较为容易。水电加热器行业本身具有一定技术壁垒，附加价值较高，市场容量大等特点，是公司民用电加热器未来重点拓展的领域，预计明后年公司水电加热器业务将快速增长。

东方电热技术优势明显，有较强的溢价能力，并积极拓展天然气加热器，水电加热器等新应用领域，防御多晶硅和空调行业性风险，业绩有强势保障。保守预计2011-2013年完全摊薄EPS分别为1.36元、1.81元、2.27元，维持“买入”评级。但鉴于公司流通盘较小，股价波动幅度较大，建议谨慎选择买卖时点。

报告回顾

12月宏观经济数据点评：PMI首破50，去库存压力增加

事件：

最新数据显示，2011年11月份，中国物流与采购联合会发布的中国制造业采购经理指数（PMI）为49.0%，相比上月回落1.4个百分点，这是近3年来首次破50%。

点评：

PMI首破50，经济将继续面临出口下滑及去库存压力。

新订单及新出口订单指数下滑最明显，内外需放缓延续。

产成品库存出现快速上升，甚至高于2008年同期，未来面临较大去库存压力。

购进价格指数继续回落，但降幅缩小，预计PPI将继续回落。

PMI指标不乐观，反映了经济仍面临继续放缓，不过同时，我们认为对该数据也不用过于悲观。

12月宏观事件点评：存准率下调开启，但并非全面放松

事件：中国人民银行决定，从2011年12月5日起，下调存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点。

点评：

存准率下调，符合稳健货币下的预调微调，但并非全面放松

首先，此次存准率下调主要为对冲因外汇占款下降、未来公开市场操作到期量少可能导致的资金面过紧，体现预调微调。

其次，此次存准率下调有利于舒缓银行放贷难的问题。

再次，货币政策全面放松，将以降息为标志，其前提为经济迅速大幅下滑，同时通胀快速回落至3%以下并出现通缩担忧，但是这些条件尚不具备。

至于未来存准率是否继续下调，我们认为将继续视外汇占款等流动性情况而定。考虑到人民币升值幅度减缓及出口明显回落趋势，外汇占款预计保持低增长，预计存款准备金率仍有下调空间，下一次调整时点可能在2012年初的春节前后。而2012年全年可能有2-3次下调空间。

投资策略简评：存款准备金率下调点评

存款准备金率下调：央行不淡定了么？

央行在连续十二次上调存款准备金率之后首次下调存款准备金率，大约释放流动性4000亿元。我们认为存款准备金的下调仅仅是维持流动性稳定，并不意味着2012年货币政策将出现方向性变化，也并不代表着金融危机以来的“二次”宽松开闸。我们的主要观点如下：

(1) **经济结构转型需要稳健的货币政策。**我们在2012年年度策略（《因退而进，重筑繁荣之路》，11月30日）中提及，中国经济重回繁荣必备的条件就是“自由的市场”与“稳健的货币”。2009年以来天量信贷投放的后遗症尚未消除，通胀压力仍在高位，央行就此扭转货币政策的依据不足。

(2) **下调对冲短期流动性压力。**当前货币市场收益率水平维持在4%左右，短期流动性压力仍然明显。按照我们8月份对于央行对保证金存款补缴准备金的测算（《悲观情绪将再现，静待拐点》，8月29日），未来12、1、2月三个月分别还将上缴770亿、1000亿、1000亿元，如果考虑到潜在资金外流以及未来央行到期规模减少，流动性压力还将持续扩大。本次下调存款准备金率只是对冲未来三个月补缴准备金的不利影响。

(3) **未来准备金率还有下调的空间。**我们在年度策略中对于货币政策的观点为：2012年货币政策将以稳健为主，货币市场收益率水平将成为观测指标，但与2011年将其作为上调准备金的观测目标不同，2012年可能反而作为下调准备金的观测目标。去年底周小川提出的“池子论”明年仍然适用，只不过今年的“蓄水池”将成为明年的“放水池”，但是在这种“收放有度”下，流动性稳定有余，期待大幅度宽松太难。

策略简评：“掩耳盗铃”式的游戏，您愿意再玩一次？

政策出台不改变市场大趋势。本次存款准备金率下调仍然在我们的预期之内，具体参见我们年度策略《因退而进，重筑繁荣之路》。央行此举不改变我们对于2012年货币政策保持稳健的判断，在负利率水平转正之前，货币政策方向性的拐点难以出现。因此，央行的措施主要是对冲短期流动性压力，保持流动性的适度宽松，因此对于A股市场来说，不会从流动性层面改变市场的大趋势。

政策短期影响有限，反弹是卖出机会。政策出台有望部分缓解投资者对实体经济下滑、房地产调控压力、资金显著流出等方面的担忧，但是对于市场反弹的支撑较为有限。经过前期2300点的市场反弹之后，投资者对于政策方向性转变的可能性认识更加深刻。因此预计本次措施出台之后，投资者将会更加理性解读政策影响，“掩

耳盗铃”式的游戏难以继续。如果投资者都期望从别人相信政策反转的情绪中获利，那这个游戏就根本不会开始。因此我们目前仍然维持“防御”策略，关注稳定增长类行业（医药、食品饮料、百货、电力设备、服装等）和低估防御类行业（高速公路、电力、金融等），对于仓位较重的投资者，反弹即是卖出机会。

市场的长期格局未变。政策出台不会改变市场长期格局。就中长期而言，房地产和基建放缓带来的周期性行业“去杠杆”过程还为完成，通胀仍在高位徘徊，市场长期仍然是探底筑底的过程，维持我们对于A股2012年前低后高的判断，震荡区间约为2000-2800点，市场反转的时机还未到来。

详细观点请参见国海研究2012年年度投资策略报告——《因退而进，重筑繁荣之路》。

国海股票池

主题核心20股票池

上周国海核心20股票池跌-2.43%，上证综指跌-1.50%。涨幅前5：瑞贝卡3.77%、榕基软件2.01%、软控股份1.60%、柳化股份0.62%、红宝丽0.38%。

自2011年1月1日来，核心20累计收益-13.28%，上证综指-16.78%。累计涨幅前5：累计涨幅前5：益生股份32.41%、北方创业25.52%、紫鑫药业16.02%、通产丽星15.76%、ST新材13.60%。

行业	股票代码	股票名称	调入日期	市价	EPS				PE				分析师
				2011-11-18	2009A	2010A	2011E	2012	2009A	2010A	2011E	2012E	
新消费	600439	瑞贝卡	2011-1-4	8.22	0.20	0.24	0.37	0.57	40.83	34.25	22.22	14.42	刘金沪
绿色能源	600969	郴电国际	2011-1-4	17.07	0.25	0.39	0.52	1.20	68.28	43.77	32.83	14.23	张晚霞
	600309	烟台万华	2011-1-4	14.01	0.64	0.92	1.16	1.41	21.89	15.23	12.08	9.94	翟卢琼
	300029	天龙光电	2011-1-4	18.01	0.34	0.43	0.95	1.54	52.97	41.88	18.96	11.69	谭倩
	000541	佛山照明	2011-1-4	11.55	0.22	0.27	0.45	0.89	52.50	42.78	25.67	12.98	翟卢琼
	300056	三维丝	2011-3-14	26.90	0.43	0.40	0.85	1.39	62.56	67.25	31.65	19.35	翟卢琼
信息网络	600423	柳化股份	2011-1-4	8.01	0.05	0.32	0.49	0.79	160.20	25.03	16.35	10.14	翟卢琼
	002073	软控股份	2011-4-18	17.54	0.42	0.50	0.80	1.15	41.76	35.08	21.93	15.25	蒋传宁
	002104	恒宝股份	2011-7-18	11.38	0.32	0.24	0.36	0.54	35.56	47.42	31.61	21.07	蒋传宁
	002474	榕基软件	2011-1-4	42.80	0.62	0.93	1.25	1.98	69.03	46.02	34.24	21.62	蒋传宁
新材料	002165	红宝丽	2011-7-25	13.25	0.63	0.36	0.65	0.96	21.03	36.81	20.38	13.80	翟卢琼
高端制造	000988	华工科技	2011-7-18	14.99	0.40	0.62	0.57	0.76	37.48	24.18	26.30	19.72	冯胜
	300007	汉威电子	2011-5-3	16.05	0.34	0.36	0.64	1.22	47.18	45.10	24.97	13.19	刘金沪
	300008	上海佳豪	2011-1-4	16.66	0.86	0.72	0.61	0.96	19.37	23.14	27.31	17.35	冯胜
	600967	北方创业	2011-5-18	18.58	0.26	0.33	0.61	0.75	71.46	56.30	30.46	24.77	冯胜

节能环保10股票池

国海节能环保10股票池上期（2011年11月21日至2011年11月25日）跌2.84%，上证综指跌1.50%，超额收益率为-1.34%，上期涨幅前三的是：碧水源涨4.29%，红宝丽涨0.38%，佛山照明跌1.902%。股票池成立至今净值为0.8035，上证综指跌16.89%，超额收益率为-2.76%。

股票代码	股票简称	调入时间	调入价格	EPS (元/股)				PE				市价 2011-11-28	上周 涨幅	累计 涨幅
				10A	11E	12E	13E	10A	11E	12E	13E			
600309.SH	烟台万华	2011/5/9	23.81	0.71	0.88	1.20	1.45	33.6	15.1	11.1	9.2	13.29	-5.14%	-26.21%
000541.SZ	佛山照明	2011/5/9	13.98	0.27	0.38	0.56	0.78	51.8	29.8	20.2	14.5	11.33	-1.90%	-17.42%
300070.SZ	碧水源	2011/8/29	48.80	0.55	1.20	1.90	2.60	89.2	40.2	25.4	18.5	48.18	4.29%	-1.27%
601117.SH	中国化学	2011/8/29	8.38	0.34	0.45	0.70	0.85	24.9	15.8	10.1	8.4	7.10	-3.79%	-15.27%
002254.SZ	泰和新材	2011/5/9	29.80	0.65	0.71	0.92	1.17	45.6	18.6	14.4	11.3	13.21	-5.10%	-31.53%
002165.SZ	红宝丽	2011/6/13	13.98	0.36	0.60	0.96	1.18	38.8	22.2	13.9	11.3	13.30	0.38%	-4.86%
000792.SZ	盐湖股份	2011/8/8	53.88	0.70	2.45	3.48	4.55	77.3	16.0	11.3	8.6	39.15	-2.76%	-27.34%
002011.SZ	盾安环境	2011/5/9	27.15	0.29	0.45	0.70	0.92	92.7	25.6	16.4	12.5	11.50	-4.17%	-14.40%
600416.SH	湘电股份	2011/10/17	11.02	0.36	0.38	0.78	1.12	30.6	24.4	11.9	8.3	9.27	-2.42%	-15.88%
002334.SZ	英威腾	2011/5/9	48.19	1.00	1.47	2.21	2.13	48.2	23.5	15.6	16.2	34.50	-9.21%	-28.41%

光电 10 股票池

本期(11月21日-11月28日),光电10股票池下跌-0.86%,上证综指跌-1.50%。美国对中国太阳能电池板展开“双反调查”,德国可能自2012年7月起将太阳能光伏系统年装机量降至1GW,海外政策不明朗,国内产能过剩,行业调整仍在进行,创新技术暗藏结构性机会。光电10股票池自11月21日起降为两成仓位,在一定程度上抵御了光伏行业波动和宏观经济下行造成的冲击。自2月14日成立以来,光电10股票池累计收益-18.87%,同期上证综指跌-15.81%,详见光电10股票池。

本期暂无调仓; 整体仓位保持两成。

股票代码	股票名称	光伏领域	调入时间	调入价格	EPS				PE				市价 2011/11/28	本周涨幅
					2009	2010	2011E	2012E	2009	2010	2011E	2012E		
000012.SZ	高峡A	多晶硅、晶硅电池、薄膜电池、光伏玻璃	2011/2/11	19.38	0.68	0.70	0.90	1.12	15.78	15.33	11.92	9.58	10.73	-4.45%
600537.SH	海通集团	晶硅电池、封装	2011/7/1	37.73	0.01	-0.17	1.08	2.19	1348.00	-128.12	13.98	10.72	23.48	-2.13%
300029.SZ	天龙光电	光伏设备	2011/2/11	30.57	0.46	0.43	0.65	0.85	55.83	38.59	25.35	19.39	16.48	-8.50%
002006.SZ	精工科技	光伏设备	2011/3/4	26.07	0.16	0.53	1.48	2.22	162.88	41.37	17.61	11.74	26.06	-4.01%
300080.SZ	新大新材	硅片切割材料	2011/8/12	23.54	0.93	1.18	0.94	1.42	16.59	13.02	16.41	10.07	15.43	-5.05%
002131.SZ	恒星科技	硅片切割钢丝	2011/2/11	14.08	0.39	0.55	0.41	0.63	26.44	22.77	19.44	12.65	7.97	-4.09%
002118.SZ	拓日新能	薄膜电池、晶硅电池、光伏设备、光伏玻璃	2011/2/11	15.67	0.12	0.33	0.41	0.56	87.00	31.64	25.31	15.73	10.44	-4.13%
600703.SH	三安光电	发光电池	2011/2/11	21.70	0.71	0.72	0.58	0.89	18.72	18.46	22.89	14.87	13.29	-3.49%
300102.SZ	乾照光电	发光电池	2011/2/11	31.81	0.95	1.39	1.06	1.41	19.58	13.38	17.61	13.19	18.60	-11.64%

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。