

► 二月份配置观点：春节后的悬念

1、海外利空因素落地，好于预期。特朗普在就任首周内的行动，缓解了全球投资者关于关税风险、通胀、利率水平的担忧，这最终表现为美元指数回落，美股上涨，COMEX黄金上涨并接近前高。对中国资产而言，外部的风险在近期也经历了较大的波动，最终趋于降低：首先是关税问题，特朗普的表态从“对中国商品加征10%的关税”到“宁愿不对中国加征关税”；其次，中美之间的对话在近期密集发生，而并未产生意外波折，可谓是达成了与特朗普政府外交周期的良好开端。在这些积极因素下，人民币汇率出现了明显回升，在A股市场中，出海贸易链重获关注。回到国内来看，《推动中长期资金入市工作的实施方案》明确了增量资金来源，确立了长期投资和保护中小投资者的理念，我们认为这将加强保险等中长期资金的定价力量，并持续收敛各板块之间高低估值之间的分化，提升一、二级市场的协同，改变大类资产之间的相关性。

2、靴子落地后的A股市场，与美股相比确实相对便宜：在2024年“924”行情之后，我们采用了以美元计价的沪深300指数和标普500指数的比值，用以衡量在中美关系不断变化发展的背景下，市场因为对美联储货币政策预期的动态变化而进行的对两国经济发展水平的定价。近两周，这一比值有所上行并接近2024年9月26日的水平，但与前高还有差异，在目前全球风险下降的阶段，即使后续还有潜在的反复，沪深300相对自身在10月8日最乐观的相对定价水平，还有16%的估值差距，这是A股韧性的来源。

3、一致预期与未来观测：2月1日的关税是否落地。市场的一致预期可能在于：**(1) 美国通胀顺利回落和美联储降息概率提升**，近期原油价格大幅回落，结合美国12月核心通胀顺利下行，本就为美联储降息打开空间，而特朗普在达沃斯论坛中的发言也敦促全球央行利率下降；**(2) 特朗普政府关税实施节奏较缓**，由于上任首周，特朗普并未采取任何实际的关税行动，包括中国、加拿大、墨西哥在内的曾被威胁加关税的国家，股票市场在近期都有积极回应。**特朗普的各项承诺之间存在排斥性，需要精细安排优先级，而关税是其中的交集，观察关税行动是否落地是预测其政策路径的一个有效指标**，如果关税行动确实落地，并以此筹集资金，那么特朗普政府接下来的目标可能是推动美国国内减税的达成和财政对生产性投资的支持，在这种情形下，美国国内经济企稳对全球其他地区的带动作用减弱，甚至可能会因为通胀回落受阻而出现持续性的美元紧张，市场的“一致预期”或将遭受挑战，A股反弹也将受阻。

4、春季若“顺风”持续，要考虑性价比与边际变化。生产活动修复、盈利见底验证的关键节点或许会在未来1-2季度到来：一方面，过去每一轮以基建投资为代表的逆周期调节政策大力实施期间，用电量和PMI都会随之回升，进而带来企业盈利修复，而当前基建投资增速正处于即将超越过去3年复合增速的交界点，考虑到2025年是“十四五”规划的最后一年，“两重”的拉动作用可能会在春节后的返工潮中体现；另一方面，如果缓和顺风继续，美国财政对“生产性投资”、房屋供给的支持和当前欧元区制造业的企稳，都可能带来海外投资活动的超预期。恰好，相对于2024年9月26日前后的定价，市场较为悲观的分领域主要集中在顺制造业周期和实物工作量周期的资产上。我们推荐受益于上述周期性的潜在边际变化的领域，从材料能源类的：**工业金属、贵金属、煤炭、石油和建筑材料**，再到中下游的**设备（运输设备、电源设备）、农用化工、化学制品**，消费中的**白电、旅游**，以及与经济预期相关的低估值行业：**银行、交运**等。

► **配置策略精选：**本文按照自上而下的逻辑，梳理出10只个股与3只ETF。

► **风险提示：**国内经济不及预期、海外经济大幅下行、市场波动导致ETF净值波动、个股自身经营风险等。



分析师 牟一凌

执业证书：S0100521120002

邮箱：mouyiling@mszq.com

分析师 梅锴

执业证书：S0100522070001

邮箱：meikai@mszq.com

相关研究

1. A股策略周报 20250126：春节后的悬念-2025/01/26
2. 市场温度计系列之十七：个人与机构形成阶段向上共振-2025/01/26
3. 2024Q4 基金持仓深度分析：消失的定价权-2025/01/23
4. A股盈利寻底（一）：用电量为什么更重要-2025/01/20
5. 资金跟踪系列之一百五十三：市场热度与波动率重新回升，北上与两融均有所回流-2025/01/20

表1：2025年2月金股推荐逻辑

证券简称	行业	投资逻辑
中国神华	能源开采	1、煤炭长协比例高，业绩稳定性强。2、在建火电项目陆续投产，发电量有望持续增长。3、净现金水平行业领先，高分红凸显股息配置价值。
华峰铝业	有色金属	1、质地优秀，业绩兑现能力强。2、行业壁垒高企，业内竞争能力出众。3、AI液冷持续渗透，未来增量可期。
吉利汽车	汽车	1、组织变革助力集团内部资源整合集中，重视上市公司利益。2、自主新能源汽车龙二地位确立，多品牌发力向上。3、主品牌新能源盈利拐点已现，燃油车出海增长贡献盈利。
许继电气	电新	1、公司是特高压换流阀和直流控制保护系统的核心供应商，同时柔性直流渗透率加速提升，其换流阀价值量更高，公司有望充分受益特高压建设。2、网内业务深度受益配网投资增长：1) 智能变配电：电网智能化大势所趋，带动包括配网自动化系统在内的配网二次设备招标增长，公司的配电终端、一&二次融合设备等产品省网中标份额靠前；2) 智能中压供用电：主要产品包括开关、变压器、电抗器、消弧线圈接地成套装备、环网柜等，深度受益配网投资提升；3) 智能电表：目前国内智能电表正处于轮换周期，公司中标份额领先，有望受益需求增长。3、公司作为优质央企，积极响应国资委市值管理号召，近期公布市值管理制度有望进一步积极提升公司投资价值。
浙江鼎力	机械	1、公司产品海外竞争力突出，市场拓展效果显著。2、对美双反关税下调，从容应对贸易摩擦。
中科创达	计算机	AI端侧落地加速，中科创达具备丰富的经验和卡位优势。随着AI技术的不断进步和应用领域的不断拓展，AI端侧应用市场将迎来更加激烈的竞争。中科创达在端侧AI落地的战略目标下聚焦“AI+”的应用产品研发开发，拥有覆盖软件开发到硬件AI芯片的全栈式产品线。公司未来将在智能手机、智能汽车、智能工业机器人、智能物联网三大智能业务的框架中不断探索AI端侧的应用场景需求。未来，随着更多AI端侧产品的推出和行业市场的进一步开拓，中科创达与合作伙伴有望在终端侧智能领域挖掘到更多的“金矿”。
中芯国际	电子	1、先进制程稀缺性和重要性进一步凸显，景气震荡不改先进扩产决心，随着前期核心设备到位，国产设备配合跟进，中芯国际作为AI浪潮底盘，国产替代中军，有望全面加速AI芯片国产化。此外，AI的补缺需求也可为中芯贡献增量。2、成熟制程供应链转移，我们预计2025年稼动率稳中有升，基本面稳健。
毛戈平	商贸零售	1、国内目前正处于护肤意识已经基本普及、彩妆市场面临认知从无到有、从有到优的渗透率提升及市场规模快速扩大的阶段，彩妆行业正处于重要的结构性增长拐点，增长潜力大。2、毛戈平具备超越一般品牌的高端卓越运营能力。产品端，毛戈平以光影美学及东方美学为基本理念，遵循“深耕底妆，连带护肤，延伸色彩系列”的逻辑进行产品布局推新。渠道端，核心布局线下百货专柜，克制拓展线上渠道始终保持品牌高端定位。品牌端，长期主义思维做品牌，打造高端专业东方美学品牌心智；毛戈平先生顶级彩妆大师IP的稀缺性独占消费者心智。
嘉友国际	交通运输	公司业务布局主要延“一带一路”沿线国家，中蒙业务方面，公司在甘其毛都口岸持有煤炭海关监管仓及铜矿保税库，再向上下游延伸开展端到端全程物流运输服务。非洲业务方面，公司在刚果金、赞比亚、坦桑尼亚布局道路、口岸及海港，建设基础设施，并收购车队开展物流运输，保证跨境矿产运输安全自主可控。
招商银行	银行	高成长高股息的“双高”银行。

资料来源：各上市公司公告，民生证券研究院相关行业研究团队

表2：2025年2月金股重点财务数据

证券简称	行业	EPS (元)			PE (倍)		
		2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
中国神华	能源开采	3.00	2.89	2.77	13	14	14
华峰铝业	有色金属	0.90	1.16	1.38	22	17	15
吉利汽车	汽车	0.53	1.63	1.40	25	8	10
许继电气	电新	1.00	1.20	1.75	27	23	16
浙江鼎力	机械	3.69	4.13	4.95	18	16	13
中科创达	计算机	1.01	0.46	1.16	64	141	56
中芯国际	电子	0.61	0.49	0.66	160	200	148
毛戈平	商贸零售	1.38	1.78	2.37	48	37	28
嘉友国际	交通运输	1.49	1.52	2.01	12	12	9
招商银行	银行	5.81	5.83	6.03	7	7	7

资料来源：Wind, 民生证券研究院预测。注：1、基于2025年1月24日的收盘价计算。2、吉利汽车、毛戈平的EPS单位均为：元/股，相关计算采用的汇率 1HKD=0.9204RMB。

表3：2025年2月ETF推荐（基于1月24日份额、净值数据）

ETF 代码	ETF 名称	2025/1/24 份 额(亿份)	2025/1/24 单 位净值(元)	2025/1/24 总 净值 (亿元)	1 月复权净值增 长率	2025 年以来复 权净值增长率
518800.OF	黄金基金 ETF	12.24	6.13	75.06	4.94%	4.94%
561320.OF	交运 ETF	0.76	0.93	0.71	-4.79%	-4.79%
159667.OF	工业母机 ETF	4.24	1.06	4.48	4.93%	4.93%

资料来源：Wind, 民生证券研究院

➤ 风险提示

国内经济不及预期、海外经济大幅下行、市场波动导致 ETF 净值波动、个股自身经营风险等。

表格目录

表 1: 2025 年 2 月金股推荐逻辑	2
表 2: 2025 年 2 月金股重点财务数据.....	3
表 3: 2025 年 2 月 ETF 推荐 (基于 1 月 24 日份额、净值数据)	3

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048