

7 月金股组合

股票代码	股票名称
002244.SZ	滨江集团
002352.SZ	顺丰控股
1519.HK	极兔速递-W
002648.SZ	卫星化学
688019.SH	安集科技
688680.SH	海优新材
603011.SH	合锻智能
600054.SH	黄山旅游
300476.SZ	胜宏科技
688519.SH	南亚新材

市场指数

指数名称	收盘价	涨跌%
上证综指	3605.73	0.65
深证成指	11193.06	1.21
沪深 300	4149.04	0.71
中小 100	6934.38	1.24
创业板指	2345.37	1.50

行业表现（申万一级）

指数名称	涨跌%	指数名称	涨跌%
美容护理	3.10	银行	(1.42)
有色金属	2.78	通信	(0.15)
钢铁	2.68	公用事业	(0.09)
商贸零售	2.61	石油石化	0.01
非银金融	2.06	家用电器	0.06

资料来源：万得，中银证券

中银晨会聚焦-20250725

■重点关注

【宏观经济】达利欧的国家债务认知错在哪里？*徐高。理解债务问题有三个思维层次。第一层微观思维层次，认识到一个微观经济主体债务可持续的前提条件是，该主体的现金流能够在任何时点上覆盖其债务的本息支出。第二层宏观思维层次，认识到对一个国家而言，债务的真正约束在国家的生产能力——产能过剩、内需不足的国家债务可持续，而产能不足、内需过剩的国家债务不可持续。美国作为国际储备货币的发行国，其债务约束甚至不在美国的供给能力，而在于“美元霸权”。这是理解债务的第三层次思维，即国际货币体系的思维。

【机械设备】可控核聚变行业动态点评*陶波 曹鸿生。7月22日，中国聚变能源有限公司（以下简称“聚变公司”）挂牌成立大会在沪举行，会上中核集团等7家央企股东方签署增资扩股协议，共向聚变公司增资115亿元。聚变公司作为推进我国聚变工程化、商业化的创新主体，其正式成立是我国聚变商业化进程的重要一步，随着技术的不断突破，我国核聚变商业化渐行渐近，产业链或将进入快速发展期而充分受益。

【电子】歌尔股份*苏凌瑶。公司发布筹划股权收购公告，拟收购精密金属结构件领域优秀企业。我们认为待收购公司质地优良，有望与上市公司产生较好协同效应。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

产品组

证券分析师：王军

(8621)20328310

jun.wang_sh@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300511070001

重点关注

【宏观经济】达利欧的国家债务认知错在哪里？

徐高

理解债务问题有三个思维层次。第一层微观思维层次，认识到一个微观经济主体债务可持续的前提条件是，该主体的现金流能够在任何时点上覆盖其债务的本息支出。第二层宏观思维层次，认识到对一个国家而言，债务的真正约束在国家的生产能力——产能过剩、内需不足的国家债务可持续，而产能不足、内需过剩的国家债务不可持续。美国作为国际储备货币的发行国，其债务约束甚至不在美国的供给能力，而在于“美元霸权”。这是理解债务的第三层次思维，即国际货币体系的思维。

瑞·达利欧是世界最大对冲基金桥水基金的创始人，世界著名投资家。他对债务问题的核心观点是：一个经济体，不管是企业还是国家，只要过度积累了债务，就会碰到债务危机的麻烦。而为了降低爆发债务危机的风险，需要通过“去杠杆”措施来压缩债务规模。达利欧在分析宏观经济问题的方法论上犯了两个严重错误：（1）他错误地用微观思维来分析宏观问题，因而让其对国家债务的分析始终停留在第一层微观思维中；（2）他错误地将宏观经济看成了一台机器，因而没能看到不同宏观经济状况下，宏观运行逻辑的差异。达利欧方法论上的错误衍生出了他对国家债务的诸多错误认知。

在分析宏观经济时，达利欧所犯的错误很有代表性，是许多人都不知不觉会落入的陷阱。尽管每个人都生活在宏观经济中，但宏观经济运行的逻辑对许多人而言其实是陌生的，甚至怪异的东西。理解宏观经济的第一步是认识到自己对宏观经济的无知。而要克服无知，得靠学习。未能认识到自己对宏观经济的无知，未经反思地“想当然”，是很多人分析宏观经济时会犯的错误。宏观经济分析要少谈直觉、多讲逻辑，慎谈常识、多讲学识，如此方能在包括国家债务等宏观问题上避开陷阱，把握真相，做出正确判断。

（风险提示：宏观经济走势具有不确定性，宏观政策可能超预期变化。）

【机械设备】可控核聚变行业动态点评—聚变公司在沪挂牌成立，我国可控核聚变发展进入新阶段

陶波 曹鸿生

7月22日，中国聚变能源有限公司（以下简称“聚变公司”）挂牌成立大会在沪举行，会上中核集团等7家央企国股东方签署增资扩股协议，共向聚变公司增资115亿元。聚变公司作为推进我国聚变工程化、商业化的创新主体，其正式成立是我国聚变能商业化进程的重要一步，随着技术的不断突破，我国核聚变商业化渐行渐近，产业链或将进入快速发展期而充分受益。

支撑评级的要点

聚变公司作为中核集团直属二级单位，是实现聚变能商业化的重要平台。根据浙能电力公告，聚变公司成立于1983年6月24日，由中国核燃料有限公司更名而来，是中核集团聚变能源产业的实施主体、投融资平台及抓总单位。该公司将以磁约束托卡马克为技术路线，按照先导实验堆、示范堆、商用堆“三步走”发展阶段，最终实现聚变能商业化应用的任务目标。中国聚变公司正式成立是国资央企推动聚变未来产业取得的重要进展，开启了加快建设世界一流聚变能源公司的崭新篇章。

聚变公司获得多家央企国股东增资，助力聚变能发展。聚变公司目前为中国核工业集团有限公司（中核集团）全资子公司。7月22日，在聚变公司挂牌成立大会上，聚变公司与中核集团、中国石油昆仑资本、上海未来聚变、中国核电、浙能电力、国家绿色发展基金和四川重科聚变7家央企国股东方签署增资扩股协议，7家公司共同向聚变公司投资约114.92亿元。根据中国核电及浙能电力的公告，增资完成后聚变公司的注册资本达到150亿元，根据各方出资情况，中核集团此次增资后在聚变公司持股50.35%、中国核电持股6.65%、中石油集团旗下昆仑资本持股20.00%、上海未来聚变持股11.81%、国家绿色发展基金持股3.19%、浙能电力持股5.00%、四川重科聚变持股3.00%。截至2025年H1，聚变公司资产总额53.69亿元，所有者权益53.67亿元，暂无营业收入，净利润-0.4亿元。

我国多条技术路线齐头并进，可控核聚变产业进入发展快车道。目前，我国可控核聚变产业形成了以中科院和中核集团为主，多家商业公司参与，多条技术路齐头并进的格局。其中磁约束托卡马克方向，合肥BEST项目2025年5月正式启动总装，预计2027年建成，并将首次在上世界演示聚变能发电；除了磁约束托卡马克，7月18日，瀚海聚能（成都）科技有限公司HHMAX-901主机建设完成暨等离子体点亮仪式在公司聚变装置基地成功举行，中国首台商业化直线型场反位形聚变装置成功实现等离子体点亮，标志着我国在直线型场反位形技术路线的商业化应用上取得了重大突破。

评级面临的主要风险

技术进展不及预期风险；技术路线更替的风险；资金投入不及预期的风险；行业政策不及预期的风险；相关项目进展不及预期的风险。

【电子】歌尔股份—筹划大额股权收购，拓展精密结构件业务

苏凌瑶

公司发布筹划股权收购公告，拟收购精密金属结构件领域优秀企业。我们认为待收购公司质地优良，有望与上市公司产生较好协同效应。

支撑评级的要点

公司筹划 95 亿元收购精密金属结构件公司股权。2025 年 7 月 22 日晚间歌尔股份发布公告，拟以自有资金 104 亿港元（折合人民币约 95 亿元），收购香港联丰全资子公司 Mega Precision Technology Limited（米亚精密科技有限公司）及 Channel Well Industrial Limited（昌宏实业有限公司）100% 股权。

待收购公司质地优秀。据公司公告披露，米亚精密在精密金属结构件领域内具有行业领先的竞争力，在金属/非金属材料加工、精细化表面处理相关领域内具有深厚的核心技术积累，并在精密结构件领域与行业领先客户长期合作，营收和资产规模可观。

香港联丰商业集团成立于 1988 年，是一家为高科技企业提供精密金属部件的生产商。公司重点生产由不锈钢、铝、钛、硅胶等物料制作成的部件，员工达 11000 人，下游产品主要包括智能手机、智能手表、电动车等。据香港联丰官网披露，公司产品优势包括：在金属机械性方面，公司采用崭新的材料技术能够支持高级别防水、防尘，并使电子产品具有更长寿命；在外观处理方面，公司微弧氧化技术，能够在极细小的金属表面镀上细腻独特的颜色和塑造深层次的质感；在制造自动化方面，可真正做到生产流程无缝交接，同时减少资源浪费。

现金收购方案有望直接增厚业绩。公司账面现金充裕，截至 2025 年 3 月 31 日，公司账面现金 217.44 亿元，相较收购所需资金 95 亿元较为充裕。同时由于此次为现金收购，完成后有望直接增厚公司当期利润。

评级面临的主要风险

宏观市场风险、客户相对集中的风险、汇率波动风险、核心技术人员流失的风险、管理风险、关税政策带动供应链风险、收购失败风险。

中银证券研究部

首席经济学家

徐高 S1300519050002 gao.xu@bocichina.com

全球首席经济学家

管涛 S1300520100001 tao.guan@bocichina.com

宏观研究团队

朱启兵 S1300516090001 qibing.zhu@bocichina.com

张晓娇 S1300514010002 xiaojiao.zhang@bocichina.com

刘立品 S1300521080001 lipin.liu@bocichina.com

陈琦 S1300521110003 qi.chen@bocichina.com

郭军 S1300519070001 Jun.guo@bocichina.com

李晨希 S1300525010002 chenxi.li@bocichina.com

固收研究团队

肖成哲 S1300520060005 chengzhe.xiao@bocichina.com

张鹏 S1300520090001 peng.zhang_bj@bocichina.com

策略研究团队

王君 S1300519060003 jun.wang@bocichina.com

徐沛东 S1300518020001 peidong.xu@bocichina.com

郭晓希 S1300521110001 xiaoxi.guo@bocichina.com

徐亚 S1300521070003 ya.xu@bocichina.com

高天然 S1300522100001 tianran.gao@bocichina.com

金融工程研究团队

郭策 S1300522080002 ce.guo@bocichina.com

李腾 S1300522080001 tengli@bocichina.com

宋坤笛 S1300123070004 kundi.song@bocichina.com

非银金融研究团队

张天愉 S1300521100002 tianyu.zhang@bocichina.com

医药生物研究团队

刘恩阳 S1300523090004 enyang.liu@bocichina.com

地产研究团队

夏亦丰 S1300521070005 yifeng.xia@bocichina.com

许佳璐 S1300521110002 jialu.xu@bocichina.com

电新研究团队

武佳雄 S1300523070001 jiexiong.wu@bocichina.com

李扬 S1300523080002 yang.li@bocichina.com

顾真 S1300525040003 zhen.gu@bocichina.com

机械研究团队

陶波 S1300520060002 bo.tao@bocichina.com

曹鸿生 S1300523070002 hongsheng.cao@bocichina.com

化工研究团队

余嫻嫻 S1300517050002 yuanyuan.yu@bocichina.com

徐中良 S1300524050001 zhongliang.xu@bocichina.com

范琦岩 S1300525040001 qian.fan@bocichina.com

赵泰 S1300123070003 tai.zhao@bocichina.com

食品饮料研究团队

邓天娇 S1300519080002 tianjiao.deng@bocichina.com

社会服务团队

李小民 S1300522090001 xiaomin.li@bocichina.com

宋环翔 S1300524080001 huanxiang.song@bocichina.com

纠泰民 S1300524040001 taimin.jiu@bocichina.com

计算机研究团队

杨思睿 S1300518090001 sirui.yang@bocichina.com

郑静文 S1300525010001 jingwen.zheng@bocichina.com

电子研究团队

苏凌瑶 S1300522080003 lingyao.su@bocichina.com

李圣宣 S1300123050020 shengxuan.li@bocichina.com

茅珈恺 S1300123050016 jiakai.mao@bocichina.com

通信研究团队

庄宇 S1300520060004 yu.zhuang@bocichina.com

吕然 S1300521050001 ran.lv@bocichina.com

交通运输研究团队

王靖添 S1300522030004 jingtian.wang@bocichina.com

刘国强 S1300524070002 guoqiang.liu_01@bocichina.com

银行研究团队

何贯嘉 S1300525040002 guanjia.he@bocichina.com

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买 入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；

增 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；

中 性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；

中 性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话：（8621）68604866
传真：（8621）58883554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话：（852）39886333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：108008521065
中国电信 21 省市客户请拨打：108001521065
新加坡客户请拨打：8008523392
传真：（852）21479513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话：（852）39886333
传真：（852）21479513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编：100032
电话：（8610）83262000
传真：（8610）83262291

中银国际（英国）有限公司

2/F, 1Lothbury
London EC2R7DB
United Kingdom
电话：（4420）36518888
传真：（4420）36518877

中银国际（美国）有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7BryantPark15 楼
NY10018
电话：（1）2122590888
传真：（1）2122590889

中银国际（新加坡）有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼（049908）
电话：（65）66926829/65345587
传真：（65）65343996/65323371