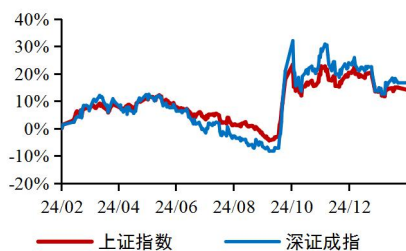


信义山证汇通天下

研究早观点

2025 年 2 月 6 日 星期四

市场走势



资料来源：最闻

国内市场主要指数

指数	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,229.49	-0.65
深证成指	10,164.22	0.08
沪深 300	3,795.08	-0.58
中小板指	6,319.41	0.42
创业板指	2,062.92	-0.04
科创 50	982.83	2.90

资料来源：最闻

分析师：

李召麒

执业登记编码：S0760521050001

电话：010-83496307

邮箱：lizhaoqi@sxzq.com

【今日要点】

- 【行业评论】通信：山西证券通信行业周跟踪：Stargate 和 DeepSeek，大模型创新和工程优化的双向奔赴
- 【公司评论】巨化股份(600160.SH)：巨化股份-制冷剂淡季不淡，供给偏紧格局可持续
- 【行业评论】【山证电新】20250205 光伏产业链价格跟踪



【今日要点】

【行业评论】通信：山西证券通信行业周跟踪：Stargate 和 DeepSeek，大模型创新和工程优化的双向奔赴

高宇洋 gaoyuyang@sxzq.com

【投资要点】

➤ 行业动向：

- 美国宣布“星际之门”超算计划，Meta 也计划提升 2025 年资本开支。据新华社报道，美国总统特朗普 21 日宣布，将由软银集团、OpenAI、中东主权基金 MGX 以及 Oracle 公司成立合资公司计划 4 年内投资 5000 亿美金建设“星际之门”超算中心。“星际之门”初始投资为 1000 亿美金，据 Altman 透露，OpenAI、软银、甲骨文&MGX 首期将分别注资 190 亿、190 亿、70 亿，剩余资金或由 LP 投资人或债务融资解决。另一方面，1 月 24 日据 Meta CEO 扎克伯格在 Facebook 上表示，Meta 今年将投资 600 至 650 亿美金用于 AI 相关资本开支，这一数字远高于彭博社此前预计 513 亿美元的资本开支。扎克伯格表示，META 正在建设一个超过 2GW 的数据中心，计划在 2025 年上线 1GW，并在年底前拥有超过 130 万 GPU。我们认为，海外 AI 和 CSP 巨头纷纷上调资本开支表明了美国政界和产业界一致希望扩大算力领先优势以巩固美国在 AI 颠覆下的全球新秩序下的领导地位。目前，AI 算力投资的需求空前旺盛，这一方面来自各种 agent 智能体应用层出不穷，“AI 员工”真正渗透千行百业，另一方面来自各大云巨头害怕踏空的“AI 军备竞赛”逻辑，推理和训练双重驱动北美 2025 投资再创新高，将有效增强投资者的信心维持板块估值坚挺。
- 国内 DeepSeekv3 惊艳创新，低成本实现全球领先推理大模型训练。另一方面，国内深度求索公司旗下的 DeepSeekv3 近期震撼发布，根据其技术报告分析，DeepSeekv3 是一个拥有 6710 亿参数的 MoE 混合专家模型并且每个 token 只有 370 亿参数被激活。DeepSeekv3 在 2048 个 H800 集群上只花了总共 279 万 H800 GPU Hours（按照 2 美金/GPU Hour 约 558 万美金成本）完成训练，相当于成本较同等规模的 Llama3 节省了约 10 倍算力，而最终实现的效果根据海外评测各项均超越了迄今为止所有开源模型。DeepSeekv3 惊艳亮相的背后是我国 AI 工作者在算力资源有限下对系统架构和算法的极致创新，比如多头潜注意力（MLA）机制、混合专家模型（MoE）的改进以及多令牌预测。其中 MLA 利用低秩压缩和潜向量，大幅减少了长序列模型推理（尤其 CoT）对 KV 缓存的需求；MoE 利用无辅助损失的负载均衡和共享专家机制攻克了路由崩溃难题；多令牌预测能够实现一次前向传递，预测多个 token 同时提高了训练和推理效率。此外，RL 阶段基于规则的奖励模型和机遇模型的奖励模型；SFT 阶段采用基于 DeepSeekR1 生产的高质量推理数据；以及数据处理方面的最小化数据冗余 FP8 低精度训练等均显著降低了算力需求。
- 算力北美之“大”与国内之“精”为何能实现双向奔赴首先，北美模型创新与国内工程优化的定位不

同，目前在预训练、后训练、思维链等大模型的理论创新多由 openAI 等北美巨头发起，这一数据的处理和中间的探索过程天然需要更大算力（如 DeepSeekv3 的技术报告指出，558 万美元训练成本是正式训练成本，不包括前期研究和架构算力数据的前期破冰研究）。其次，在国内算力芯片供给受限的背景下大模型优化的前提更侧重于“用”，成本的下降反而有利于应用的铺开和国产算力的配套，未来国内算力投资的迫切感增强。最后，基于北美 AI 巨头将更加倾向于增加投资以扩大领先优势并实现某种超越阈值的算力“护城河”。我们认为无论是哪种发展路线，最终都会走向全球 AI 投资共热加速的态势。

- **投资建议：**我们看好北美 AI 算力链业绩释放并建议关注技术创新的机会，建议关注 AI infra 光纤布线、电源母排、液冷，IT 设备服务器、光模块、电源、DCI 以及 GB300 创新相关的超级电容、GPU Socket、1.6T 等。我们也持续看好国产算力投资增加叠加自主可控的双重贝塔，建议关注 ASIC 芯片、国产 HBM、国产超节点交换芯片、高密度背板连接器、AEC 铜连接，AI 物联网等配套机会。
- **市场整体：**本周（2025.01.20-2025.01.24）市场整体上涨，申万通信+5.24%，创业板指数+2.64%，深证成指+1.29%，科创板指数+0.92%，沪深 300 +0.54%，上证综指+0.33%。细分板块中，周涨幅最高的前三板块为液冷（+15.8%）、光缆海缆（+14.2%）、IDC（+13.1%）。从个股情况看，广和通、长飞光纤、博创科技、网宿科技、瑞可达领先，涨幅分别为+48.27%、+27.58%、+24.36%、+20.06%、+18.72%。中国卫星、高澜股份、中国电信、中国移动、中国联通居后，分别-1.84%、-0.50%、-0.43%、-0.07%、+0.21%。
- **风险提示：**
- 海外算力需求不及预期，国内运营商和互联网投资不及预期，外部制裁升级。

【公司评论】巨化股份(600160.SH)：巨化股份-制冷剂淡季不淡，供给偏紧格局可持续

李旋坤 lixuankun@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- 公司发布《2024 年业绩预增公告》，实现归母净利润为 18.7-21 亿元，其中 2024Q4 预计归母净利润为 6.12-8.42 亿元，实现扣非后归母净利润为 5.37-7.67 亿元。
- **制冷剂 24Q4 持续改善，逆转非制冷剂颓势。**公司 24 年主要产品外销 314.38 万吨，同比+14.96%，实现收入 205.24 亿元，同比+29.84%。第二、三代氟制冷剂因配额制优化供需与竞争格局，下游需求改善，价格大幅上涨，贡献了主要增量，抵消了非制冷剂化工产品市场下行的负面影响。24 年制冷剂外销 35.3 万吨，同比+22.61%，制冷剂售价为 26765 元/吨，同比+32.69%，其中 24Q4 外销量为 10.7 万吨，环比+25.3%，售价为 29354 元/吨，环比+4.3%，主要系下游家电及汽车市场需求增长，叠加四季度配额紧张所致。

- **非制冷剂业务仍存压力，等待市场修复。**24 年非制冷剂业务外销 279 万吨，均价为 3969 元/吨，其中 24Q4 外销 72.1 万吨，环比+4.7%，价格为 3927 元/吨，环比-9.0%。24Q4 石化材料外销为 13.2 万吨，环比-2.0%，售价为 7503 元/吨，环比-2.9%；基础化工产品及其他外销为 46.8 万吨，环比+11.5%，价格为 1553 元/吨，环比-11.1%。
- **25 年配额整体仍然趋紧，供给偏紧格局有望持续。**根据生态环境部，三代制冷剂在 24 年度配额基础上，根据含氢氯氟烃（HCFCs）淘汰的替代需求（25 年配额减少 5.12 万吨）、半导体行业 HFC-41 和 1,1,1,2,3,3-六氟丙烷（HFC-236ea）的增长需求，增发二氟甲烷（HFC-32）生产配额 4.5 万吨，其中内用生产配额 4.5 万吨；1,1,1,3,3-五氟丙烷（HFC-245fa）生产配额 8000 吨，其中内用生产配额 8000 吨，整体配额偏紧的供应格局得以维持。
- **投资建议**
- 预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 0.73\1.16\1.34，对应公司 2 月 5 日收盘价 25.66 元，2024-2026 年 PE 分别为 35\22\19，维持“买入-B”评级。
- **风险提示**
- 新建项目投产进度不及预期；重要原材料与能源价格大幅波动；下游需求不及预期；产业政策风险等。

【行业评论】【山证电新】20250205 光伏产业链价格跟踪

肖索 xiaosuo@sxzq.com

- **多晶硅 价格持平：**根据 Infolink 数据，本周致密料均价为 39.0 元/kg，较节前持平；颗粒硅均价为 36.0 元/kg，较节前持平。本周逢春节假期，多晶硅企业整体暂无规模性签单，多晶硅市场价格维持稳定。本周企业正常执行前期订单，年后订单仍在洽谈中，下游硅片企业排产有上调预期，对多晶硅需求量稳步增长。短期下游硅片有累库风险，对硅料涨价接受度较低，预计价格持稳为主。但大多数在产企业积极履行行业自律的约定，多晶硅供需关系逐步走向平衡，预计多晶硅价格在上半年呈上涨趋势。
-
- **硅片 价格持平：**150um 的 182mm 单晶硅片均价 1.15 元/片，较节前持平；130um 的 183mm N 型硅片均价 1.18 元/片，较节前持平；130um 的 182*210mmN 型硅片均价 1.350 元/片，较节前持平。2 月硅片排产有望小幅上涨，但近期下游采购放缓，硅片库存上涨，预计短期内价格持稳。
-
- **电池片 价格持平：**M10 电池片（转换效率 23.1%）均价为 0.33 元/W，较节前持平；210mm 电池片（转换效率 23.1%）均价为 0.28 元/W，较节前持平；182mm TOPCon 电池片均价为 0.29 元/W（转换效率 25.0%+），较节前持平。春节假期前后，电池厂家开工率持续偏低，供需均有所减少。下游需求仍待恢复，预计短期内价格稳定为主。



- **组件 价格持平：**182mm 双面 PERC 组件均价 0.65 元/W，较节前持平；182TOPCon 双玻组件价格 0.69 元/W，较节前持平。1 月 23 日，国家能源局发布《分布式光伏发电开发建设管理办法》，明确项目新老划断并允许大型工商业分布式光伏余电上网，保障 2025 年装机。2 月来看，需求预计整体偏淡，各环节排产环比变化不大。春节假期后，终端需求尚未见好转迹象，市场整体活跃度偏低，预计价格稳定为主。



- **重点推荐：**BC 新技术方向：爱旭股份、隆基绿能； 供给侧改善方向：福莱特； 海外布局方向：阿特斯、阳光电源、德业股份。建议积极关注：协鑫科技、通威股份、大全能源、TCL 中环、新特能源、信义光能、帝尔激光、福斯特、海优新材、晶澳科技、天合光能、晶科能源、中信博、迈为股份、晶盛机电、捷佳伟创、奥特维、时创能源、京山轻机、上海艾录、宇邦新材、广信材料。



- **风险提示：**光伏装机不及预期，产业竞争加剧等。

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--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。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

