

供应增量、库存高企 多晶硅延续底部整理

基本面分析

【价格端】期、现货价格偏弱运行，主力PS2609收33,365元/吨，周价格重心下移，基差升水幅度收窄；现货成交延续清淡，上下游议价博弈持续加剧。

【供应端】周度产量约2.28万吨，企业检修与复产同时存在，总体产能释放大于缩减力度。7月排产预计9.8-10.2万吨，开工率从27%攀升至约32%，供给延续稳步爬坡，关注供应增量能否被下游有效承接，以及能耗新政下落后产能出清节奏。

【需求端】硅片周度产量12.34GW小幅下降，预计7月开工率回落至52.36%（较6月下降2%）；电池片开工率56.23%，有所回升，但中大尺寸库存高企，组件出口连续走弱。下游对硅料采购维持极致按需策略，优先消耗原料库存，多晶硅需求端缺乏主动性增量。

【成本利润】全产业链仅组件维持盈亏平衡，硅料亏损最深但产能出清最慢——头部企业现金成本优势使得仅靠市场力量推动退出需要更长时间。

【库存端】工厂库存约31.8万吨，延续累积，硅片企业原料库存26.8万吨处于高位，交易所仓单18,820吨持续增长，三层库存同步承压。库存累积由供给放量驱动而非下游囤货，去库进程高度依赖供给端减产或终端需求回暖。

策略建议

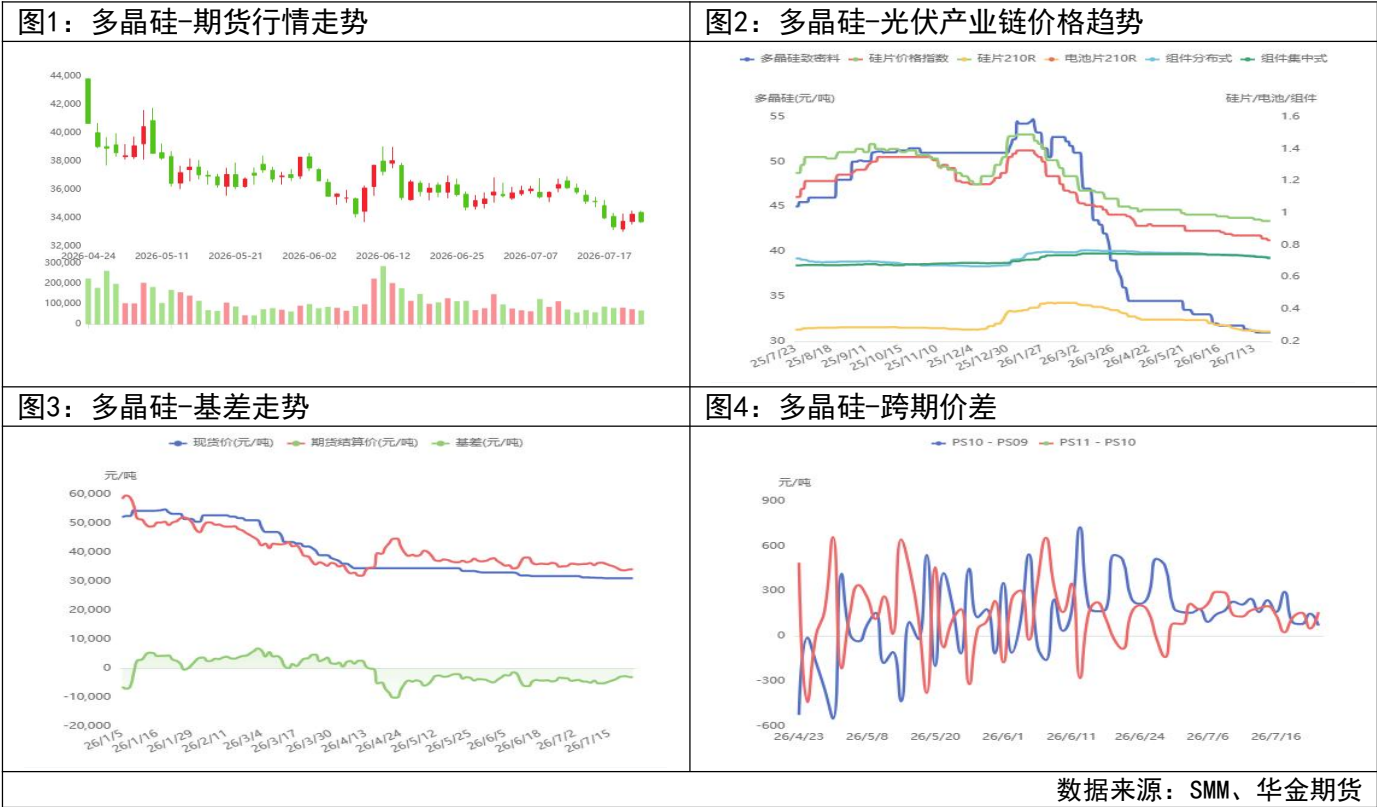
【产业局势与核心矛盾】当前多晶硅市场处于供给放量与需求疲弱、亏损加深与去产迟缓的双重矛盾中。供给端，7月排产9.8-10.2万吨、开工率攀升至32%，头部企业三产区复产持续推进，产能释放力度大于检修缩减力度。需求端，硅片开工率逆季节性回落至52%，电池片和组件虽排产边际上调但库存高企、出口走弱，全产业链采购策略极致保守。成本端，行业亏损，但头部企业依赖现金成本优势维持正现金流，去产能进程明显慢于市场预期。库存端，工厂库存、硅片原料库存、仓单三者同步累积，高库存对价格形成中长期压制。

【策略观点】上方受供给放量和高库存双重压制，下方有成本支撑，同时政策端提供潜在支撑；预计多晶硅延续底部整理。

风险提示

- 1、若7月实际产量超预期突破10.5万吨，库存累积加速，成本支撑逻辑将被进一步削弱。
- 2、若硅片开工率跌破50%叠加电池片大幅减产，多晶硅消费面临断崖式收缩。
- 3、若交易所仓单持续攀升突破2万手，近月合约抛压加大将导致期现价差结构性走扩。
- 4、若能耗新政执行力度超预期，加速高成本产能退出，供给收缩将推动价格反弹。
- 5、若印度光伏贸易壁垒政策放开落地，电池片出口恢复将向上传导拉动硅片与硅料需求。

一、 期货偏弱运行 基差升水收窄



本周多晶硅期货延续偏弱走势，截至7月23日主力PS2609合约收盘33,365元/吨，较前周收盘下跌近2%。从盘面结构看，周一开盘34,100元/吨，周中最低下探至33,015元/吨，整体在前低附近窄幅震荡，成交量68,075手维持在偏低水平，持仓量117,476手未出现显著增减，表明多空双方在当前价位均缺乏主动发力意愿。

现货端成交氛围延续清淡。N型致密料成交价维持31,000元/吨，N型复投料31,800元/吨，N型颗粒硅31,250元/吨较前周下调250元，N型混包料29,750元/吨维持低位。新签订单企业虽有增加但签单量未见起色，下游压价心态明显，采购以零散刚需为主，实际成交重心存在小幅下移压力。

基差方面，以N型致密料现货31,000元/吨与期货主力33,715元/吨计算，基差为-2,715元/吨，较前周约-4,140元/吨大幅收窄1,425元/吨。期货升水收窄主要受期货价格下跌快于现货、现货在成本线附近下行空间有限的双重驱动。跨期价差方面，PS09-PS01价差在50-100元/吨窄幅波动，无明显趋势指引。

产业链价格传导方面，压力自上而下渐次释放。N型硅片210R参考均价0.94元/片较前周下跌0.01元/片，电池片G12R报0.263元/W跌0.005元/W，组件分布式0.724元/W延续弱势。硅片自身利润恶化，对硅料采购压价动力更强，形成负反馈。工业硅原料端，通氧553#报9,050元/吨、421#报9,350元/吨，三氯氢硅3,435元/吨，原料成本保持相对稳定。

二、供给延续爬坡 开工率稳步抬升

图5：多晶硅-月度产量季节性



图6：多晶硅-月度开工率季节性

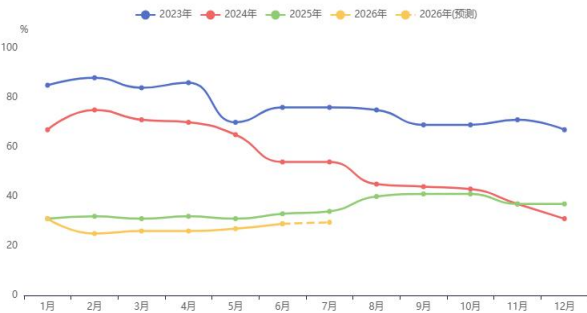


图7：多晶硅-月度产量与开工率

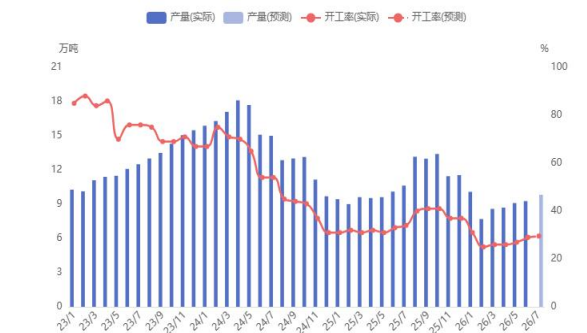


图8：多晶硅-周度产量与变动



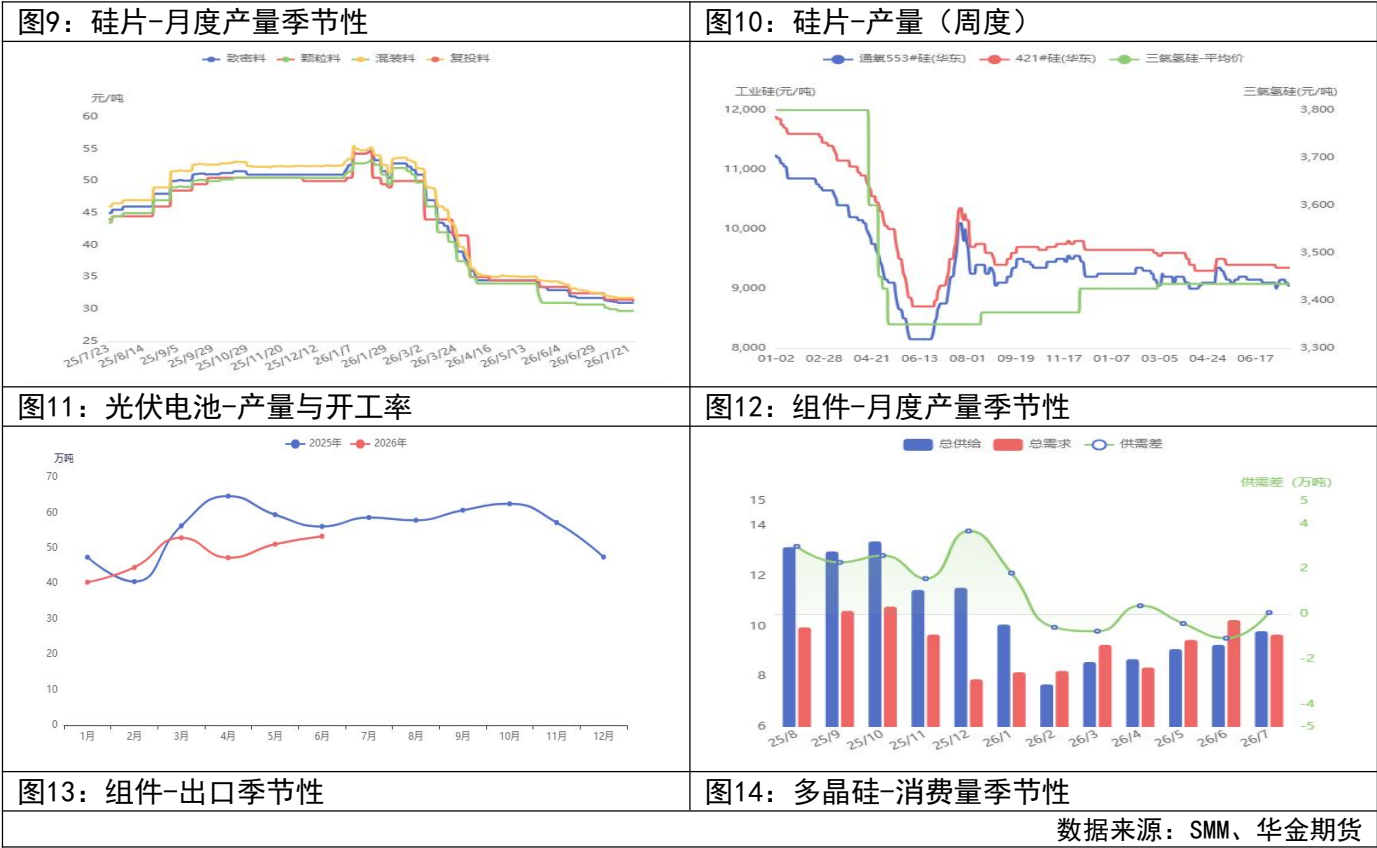
数据来源：SMM、华金期货

本周多晶硅周度产量约22,800吨，较前周小幅增加。从月度维度看，7月排产预计9.8-10.2万吨，较6月实际产量9.27万吨环比增长6-10%，开工率从27%攀升至约32%，延续自5月以来供给稳步爬坡的态势。供给增量主要来自头部企业三产区产能复产——新疆、内蒙古、四川三大主产区均处于产能释放通道。

企业层面，结构性检修与复产并存。内蒙古某厂因冷氢化问题7月检修，预计产出减少约4,000吨；新疆某厂甘泉堡产能计划检修半个月，减产约2,000吨。但产能释放力度大于检修缩减力度——青海地区某厂技改升级结束、装置爬坡中，云南某厂丰水期低成本产能稳步提升。分区域看，新疆开工产能约28.6万吨（-1.3）、内蒙古31万吨（+0.7）、四川17.7万吨（+1.7）、云南5.8万吨（+1.0），西南丰水期低成本区域产能持续释放，加大了供给端压力。

从更长周期看，供给端面临产能释放与能耗新政的双向作用。一方面，头部企业复产与新产能投放持续推进，新疆、甘肃个别大厂本季度仍有投产计划，远期供给增量确定性较强。另一方面，能耗新政从政策端加速落后产能出清，部分高成本、高能耗产能面临被动退出。当前核心矛盾在于产能出清速度远慢于产能释放速度——行业已持续深度亏损数月，但开工率仍在32%一线稳步攀升，表明头部企业仍在以量换价、通过规模效应压低单位成本。

三、下游排产分化 采购策略极致保守



需求端整体延续疲软态势，下游采购策略极致保守。硅片7月预测开工率52.36%，较6月的55.43%下降约3个百分点，周度产量12.34GW较前周12.51GW继续小幅回落。硅片企业依据订单与资金压力灵活调控拉晶产出，部分企业为加快库存周转采取折价出货策略，上游硅料价格下探持续削弱硅片成本支撑。

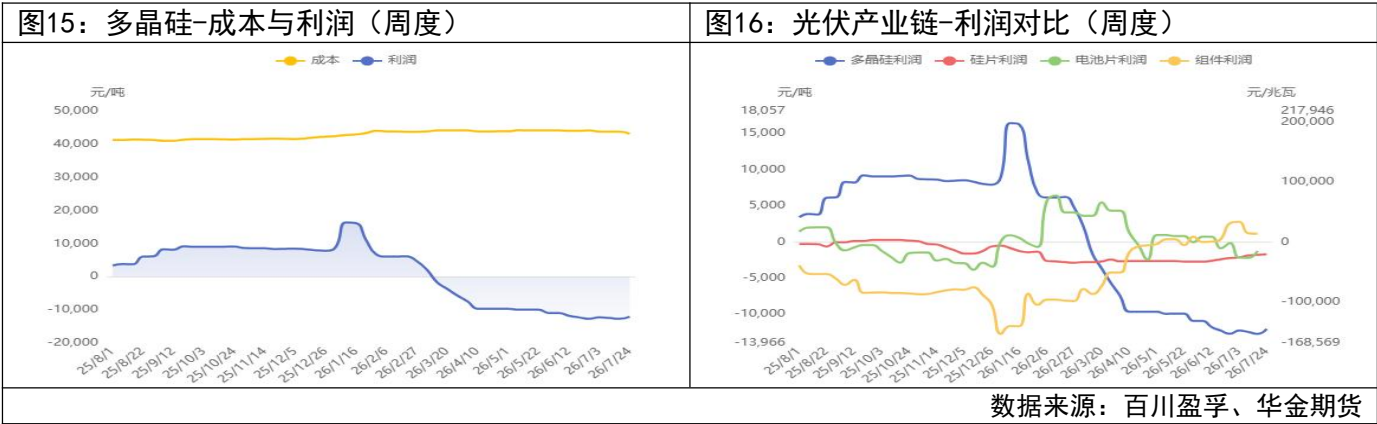
电池片环节，7月预计开工率56.23%较6月50.91%有所回升。但尺寸维度行情分化加剧：小尺寸电池片（M10）得益于供给持续收缩、库存有效出清，价格持稳于0.268元/W；中大尺寸电池片（G12R）供应过剩压力仍存，价格跌至0.263元/W。部分独立电池厂商迫于盈利与库存压力落实减产降负，但一体化头部企业仍维持较高开工，对冲了中小厂商减产带来的减量。

组件端，7月预测产量41.95GW，预测开工率40.74%，较6月38.2GW有所提升。但组件价格维持下跌趋势，低效组件降价抢单拖累常规组件报价被动下调。出口方面，5月组件出口16.22GW，较4月22.88GW和3月35.08GW连续走弱，外需收缩对国内组件排产形成压制。

从供需缺口看，若按7月排产约10万吨、硅片开工52GW倒推多晶硅消费约9.5-10万吨，理论月度过剩量在0-0.5万吨之间，供需处于弱平衡状态。但这一弱平衡建立在硅片高库存的背景下——硅片企业原料库存26.8万吨处于高位，对硅料的新增采购需求将优先被库存消耗。产业链自上而下的采购保守策略短期难以逆转，多晶硅

需求端缺乏主动性增量。

四、 亏损小幅收窄 全链利润分化延续

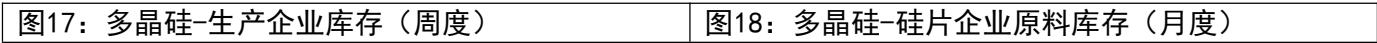


本周多晶硅行业综合成本约43,200元/吨，行业利润约-12,000元/吨，较前周-12,700元/吨亏损收窄约700元。亏损收窄主要受成本端小幅下移驱动（西南丰水期电价下行压低电力成本），而非价格端改善——以当前N型复投料31,800元/吨计，行业毛利率约-27%，持续深度亏损对企业现金流和经营决策形成显著压力。

从全产业链利润分布看，多晶硅亏损12,000元/吨，硅片亏损20,500元/兆瓦（较前周-21,600元/兆瓦收窄），电池片亏损约15,000元/兆瓦，组件维持盈亏平衡附近。全产业链中仅组件环节勉强维持微利，利润分配格局反映出行情压力正从上游向下游渐次传导：硅料亏损最深但产能出清最慢，硅片亏损次之但在主动减产，电池片和组件通过减产降价消化库存。这种结构性分化暗示去产能进程尚未抵达最关键的硅料环节。

深层逻辑上，当前市场面临的核心矛盾是亏损深度与去产能速度的背离。行业已持续亏损超半年，但硅料产能出清速度缓慢——头部企业仍在复产、开工率仍在攀升。这一现象的根本原因在于现金成本与综合成本的分层：行业综合成本约43,200元/吨，而头部企业凭借规模效应和电价优势，现金成本在27,000-35,000元/吨，当前价格仍可覆盖现金成本。这意味着仅靠市场力量推动硅料产能退出需要更长时间，能耗新政能否加速高成本产能出清是打破僵局的关键变量。

五、 厂库高位运行 仓单持续增长



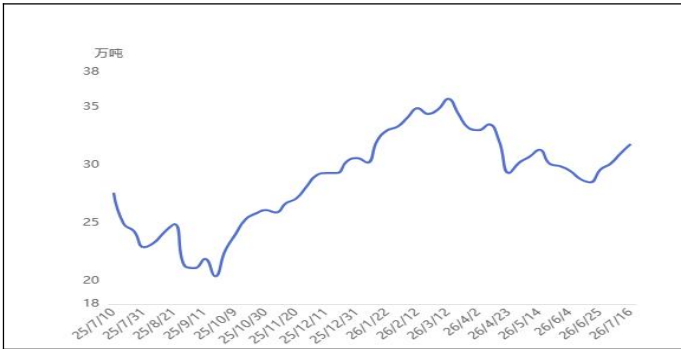


图19：多晶硅-交易所仓单

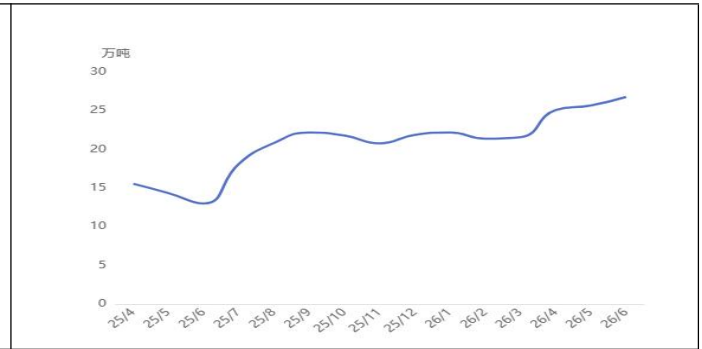
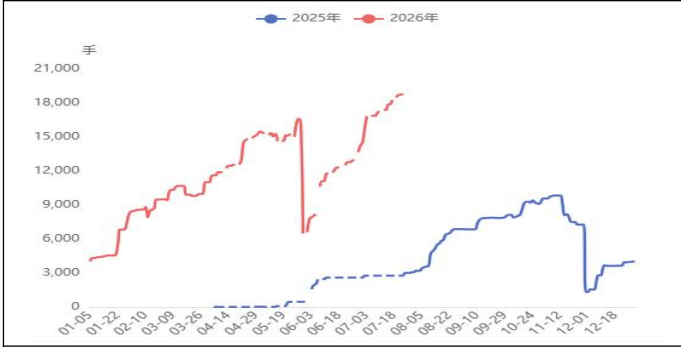


图20：硅片-周度库存



数据来源：SMM、华金期货

本周多晶硅工厂库存约31.8万吨，延续累积态势。从趋势看，工厂库存自5月以来持续攀升，表明供给放量与需求疲软的剪刀差正在转化为显性库存压力。库存累积的驱动因素清晰：7月排产环比增长6-10%，而下游硅片开工率逆季节性回落至52%，采购以消耗原料库存为主，新增采购有限。

从全产业链库存视角看，下游硅片企业原料库存26.8万吨（6月末），较5月末25.7万吨增加1.1万吨。交易所仓单持续增长至18,820吨，反映现货流通压力抬升。库存呈现分层分布特征：上游厂库、硅片企业原料库存、交易所仓单三者同步承压，库存去化进程缓慢。在供需尚未形成有效匹配的背景下，库存压力难以快速消解，持续对现货报价形成中长期压制。



马园园

从业资格号：F3059193

投资咨询号：Z0016074

免责声明

本公司具有中国证监会核准的期货交易咨询业务资格（核准文号：津证监许可〔2019〕2号）。

本报告的观点信息仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议。投资者应独立评估报告内容并自主做出投资决策，自行承担投资风险。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告由华金期货有限公司编制，仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。本报告中的信息来源于公开的资料或实地调研，但本公司对本报告所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证。报告中的观点仅代表发布当时的判断，在不同时期本公司可能发出与本报告观点不一致的研究成果，且不承担更新或通知义务。

本报告版权归本公司所有，未经书面许可不得以任何形式复制、转载或引用。如经授权引用，须注明出处为“华金期货有限公司”，且不得断章取义或有悖原意。