

复产预期升温，需求承接待验证，供需格局进入观察窗口

基本面分析

价格走势：多晶硅本周价格重心下移，主力PS2609收盘价报35675元/吨，周跌幅3.15%，现货方面，N型致密料主流报价33000元/吨，周环比持平，基差从-4,915快速收敛至-3,165元/吨。SNEC展会期间交投清淡。

供应情况：结合各企业排产计划，产能释放力度大于产能缩减，整体产出持续上行。6月预计产量增至10万吨左右，其中头部企业三产区产能复产为主要增量来源。但实际幅度可能弱于预期。核心矛盾在于“复产增量预期 vs 亏损抑制弹性”。

需求情况：硅片价格全系持稳但全行业亏损，为产业链最大亏损环节。6月硅片产出预计55GW环比增长，对应多晶硅月消费约9.35万吨，与预测产量基本匹配呈紧平衡。但SNEC展会期间上下游暂缓签单，阶段性需求真空。电池片M10跌3.03%、组件182mm跌1.33%，产业链价格全线走弱信号不容忽视。展会后订单恢复节奏成为检验需求韧性的关键。

成本利润：行业平均利润亏损，亏损幅度未见收窄。原料端工业硅价格上涨；但丰水期电价下行仅能边际改善500-1,000元/吨，覆盖亏损仅5%—10%。硅片为全产业链亏损最深，电池片为唯一盈利环节，利润分布呈“哑铃型”。成本支撑体现为底部托举而非反弹驱动。

库存变化：生产企业库存4周去化，但绝对水平仍处历史高位。5月供需缺口0.20万吨，6月若产量9.2万吨+消费9.35万吨延续紧平衡，累库风险取决于复产超预期或硅片减产两个变量。

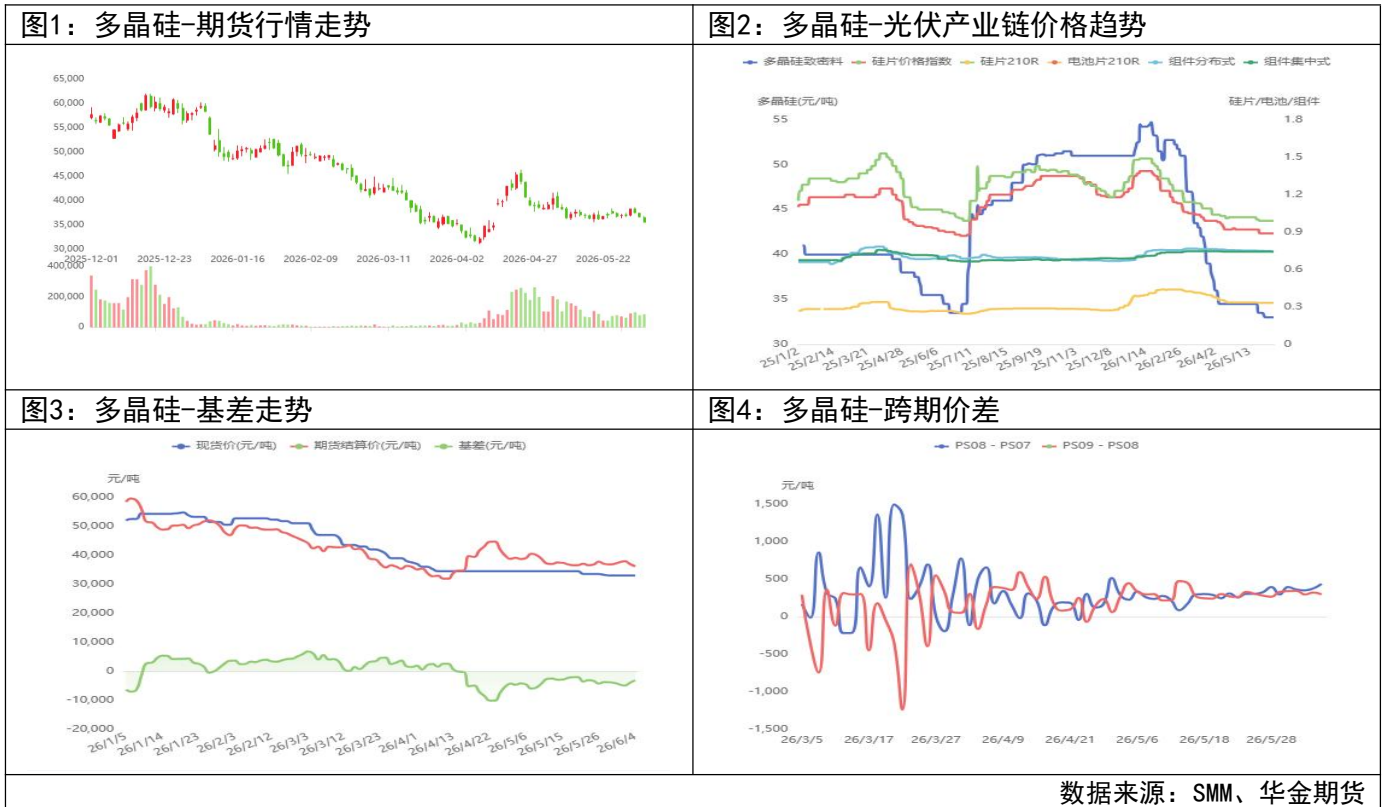
策略建议

当前多晶硅市场核心矛盾在于复产增量预期修正与下游需求韧性的博弈。供应端向上方向增加确定，但幅度有一定调整空间，需求端硅片6月排产与产量基本匹配，供需呈现紧平衡。库存维持高位，成本端支撑随着电价下跌有所弱化。市场情绪从多空分歧转向空方主导。当前来看多晶硅供给端及需求端（展会后硅片实际排产调整）均有较大变数，当前价格在区间下沿磨底，暂观望，关注35000元/吨支撑情况，可短线操作，不宜追涨杀跌。

风险提示

- 1) 头部企业6月复产规模超预期，月产量突破10万吨且持续放量，叠加硅片排产下调至50GW以下，6月供需盈余超预期将触发累库拐点，价格有望跌破支撑将延续下探
- 2) 印度ALMM清单落地后贸易摩擦进一步升级至美国、欧洲市场，电池片及组件出口全面受阻，全产业链需求断崖式回落，多晶硅消费降至8万吨/月以下，价格有望跌破支撑将延续下探
- 3) 丰水期电价全面下调叠加工业硅原料价格回落，成本端进一步支撑弱化，价格有望跌破支撑将延续下探
- 4) “反内卷”政策推动或全行业协议减产，推动价格止跌企稳

一、 期货价格下跌至区间低位，基差收窄



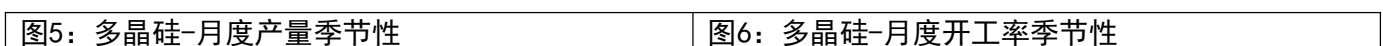
本周多晶硅价格中心下移。主力合约ps2609收盘价报35675元/吨，周跌幅3.15%，创一个月来新低，已跌破35200元/吨前期震荡平台下沿，呈现破位下行态势。从合约结构看，近月合约PS2607收于34945元/吨，远月合约PS2611收于35965元/吨，呈现近弱远弱的contango结构，反映市场对未来供应宽松的悲观预期；成交量方面，周初放量至9.9万手后逐日缩量至8.6万手，量能未见恐慌性抛售但持续偏弱，反映市场在35,500元/吨附近存在一定支撑，缺乏主动买盘。

现货方面，N型致密料主流报价33,000元/吨，周环比持平；N型复投料34,500元/吨、混包料32,000元/吨、颗粒硅33,500元/吨，各品种价差维持稳定。然而实单成交清淡——本周恰逢SNEC光伏展会期间，上下游暂缓集中议价，市场进入休整观望阶段。

基差方面，本周现货持稳而期货下跌，基差快速收窄。6月2日基差-4,915元/吨（现货33,000 vs 结算价37,915），6月3日收窄至-3,945元/吨，6月4日进一步收窄至-3,165元/吨。三日内基差收敛1,750元/吨，反映期货端快速向现货靠拢。当前现货较主力合约升水约9.6%（以35,515元/吨收盘价计），升水幅度较上周17%显著收窄。高升水结构下，期货存在向现货收敛的内在动力——若现货因供给增量承压启动下跌，升水将加速收窄；若现货维持坚挺，期货存在阶段性修复空间。

跨期价差方面，近远月维持Contango结构。PS09-PS08价差6月4日报320元/吨，近期在240-345元/吨区间窄幅波动；PS08-PS07价差报375元/吨，稳定在360-395元/吨区间。

二、 6月产量增加，复产进程可能不及此前乐观预期



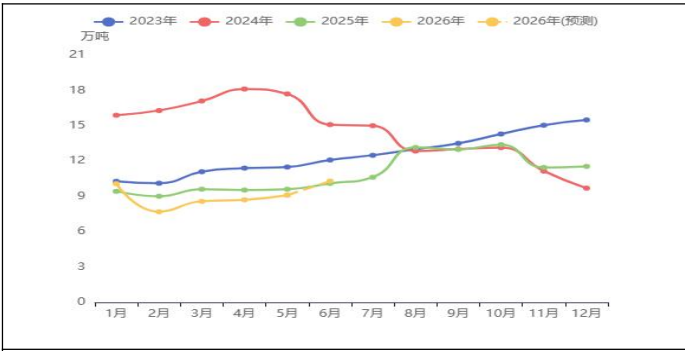


图7：多晶硅-月度产量与开工率

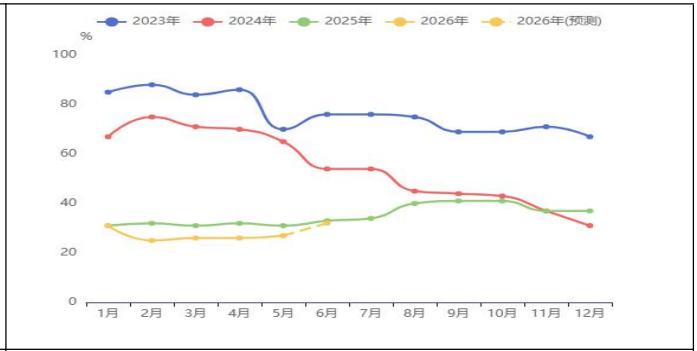


图8：多晶硅-周度产量与变动



图9：硅片-月度产量季节性

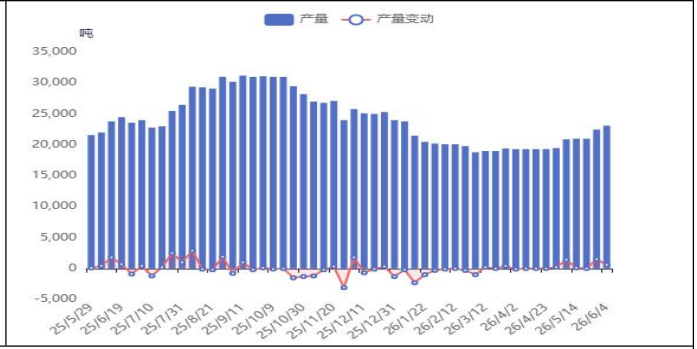


图10：硅片-产量（周度）

本周多晶硅供应端核心变化在于复产预期的重新定价和市场预期的修正。根据百川盈孚最新数据，国内多晶硅总产能334.7万吨，本周开工产能105.8万吨，对应行业开工率31.6%，环比小幅上升（+1万吨）。结合各企业排产计划，产能释放力度大于产能缩减，整体产出持续上行。

6月预计产量增至10万吨左右，其中头部企业三产区产能复产为主要增量来源。颗粒硅企业产量亦有小幅增加；青海地区某厂6月部分产能达到满产，产量继续增加。但与此同时，新疆地区某厂继续执行停产计划，影响产量约5,000吨。但价格下跌及亏损状态下，复产进程可能不及此前乐观预期。

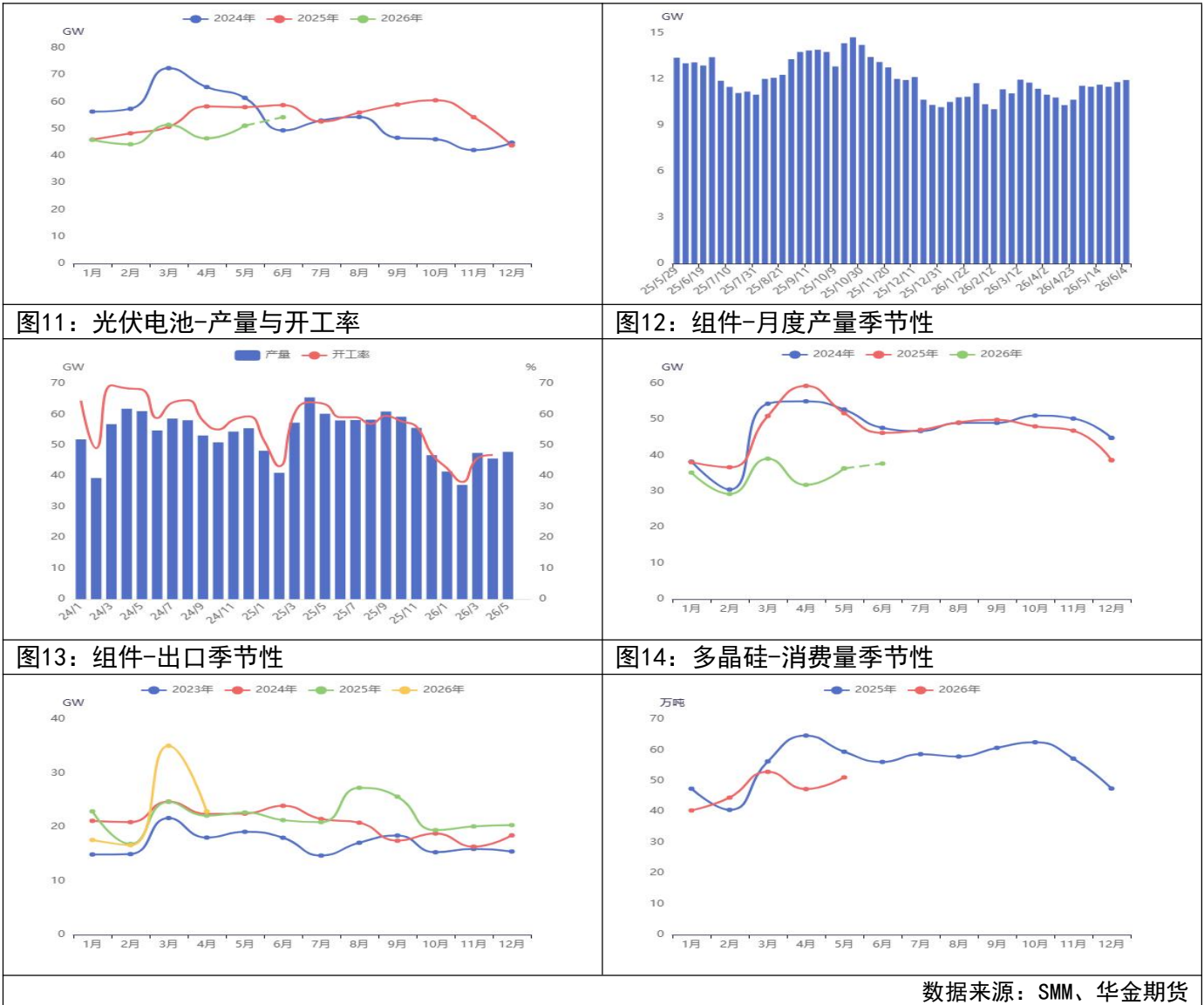
区域结构方面呈现显著分化。新疆地区总产能84.5万吨，开工35.4万吨（环比-0.9万吨），大厂落实6月阶段性检修计划导致供应边际收缩。内蒙古总产能99万吨，开工34.8万吨（环比-0.7万吨），小幅减量。四川总产能37万吨，开工3.0万吨（环比+0.8万吨），丰水期电价下调至0.30-0.35元/千瓦时后复产有所提速但绝对量仍然偏低。云南总产能27万吨维持零开工状态，云南电价（0.33-0.44元/千瓦时）较新疆（0.26元/千瓦时）仍无成本优势，硅企复产意愿谨慎。江苏、青海、陕西等地开工率基本稳定。

综合来看：供应端增加确定，但幅度可能弱于此前激进预期。核心矛盾在于“复产增量预期 vs 亏损抑制弹性”——当前多晶硅全行业深度亏损约9,902元/吨（SMM），售价33,000元/吨远低于完全成本线44,214元/吨，复产的经济性驱动并不充分。即便丰水期电价下调带来500-1,000元/吨的成本改善，也仅能覆盖亏损的5%—10%。实际复产力度将更多取决于头部企业现金流策略而非单纯的产能技术条件。预计下周产量维持小幅增长态势，周度产量有望从当前的2.2万—2.3万吨向2.3万—2.4万吨区间上移。

三、 展会期间需求阶段性真空，下游高排产对应深度亏损

图9：硅片-月度产量季节性

图10：硅片-产量（周度）



本周需求端呈现典型的“展会周”特征——上下游暂缓大额签单，市场进入阶段性交易真空期，整体交投氛围清淡

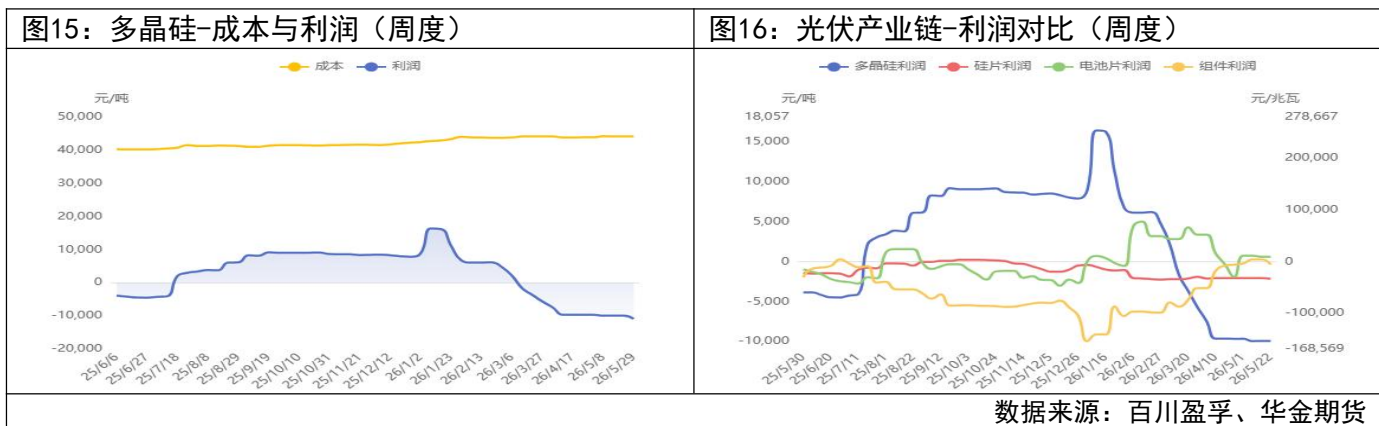
硅片环节：本周硅片价格全系持稳——N型183mm报0.89元/片、210mm报1.19元/片、210R报0.99元/片。供应端维持宽松格局，6月硅片产出预计约55GW（环比增长）、开工率42.02%（环比+0.51%），其中内蒙古（+0.87%）、四川（+0.94%）开工率小幅提升，丰水期成本优势开始兑现。但硅片全行业深度亏损32,988元/吨，为光伏产业链最大亏损环节。头部大厂库存储备偏高，短期存量资源去化速度滞后于产出节奏。

电池片环节：本周价格再度下行——TOPCon M10报0.318元/W（周跌0.01元/W，-3.03%）、G12R报0.325元/W（周跌0.005元/W）。印度ALMM清单落地执行后，电池片出口渠道受限，海外需求快速收缩。183N受贸易壁垒影响较大，价格有较大幅度下调。6月电池片行业月度排产环比小幅抬升，但增量主要由垂直一体化企业贡献（内部产销闭环消化），专业化电池企业排产增量有限。库存方面，受6月排产环比增量及下游需求收缩的双重影响，电池片库存水位环比小幅攀升。

组件环节：本周价格窄幅下行——182mm报0.74元/W（周跌0.01元/W，-1.33%）、210mm报0.75元/W（周跌0.01元/W）。5月末组件环节多降价出货，海外又受印度ALMM清单落地影响，出货压力攀升。6月组件开工环比小幅抬升，但呈现结构性分化——一体化企业开工上调以交付5月末低价锁单订单，专业化企业排产增量有限。库存方面小幅去库，下游多持观望情绪，仅维持小批量采购。

多晶硅消费测算：若6月硅片产量55GW，对应多晶硅月消费约9.35万吨，与预测产量9.2万吨基本匹配，供需呈紧平衡。但若硅片企业因深度亏损主动下调排产至50GW以下，消费将降至约8.5万吨，6月供需将转为小幅盈余。SNEC展会后订单恢复节奏将成为关键变量——展会动态、行业最新政策及订单信息将直接影响短期市场走向。

四、多晶硅行业成本利润格局延续“深度亏损、改善缓慢”



当前多晶硅行业成本利润格局延续“深度亏损、改善缓慢”的基本态势。多晶硅完全成本（含折旧摊销及三费）约44,214元/吨，连续多周稳定在该水平附近。行业平均利润-9,902元/吨，亏损幅度未见明显收窄，全行业仍处于深度亏损状态。

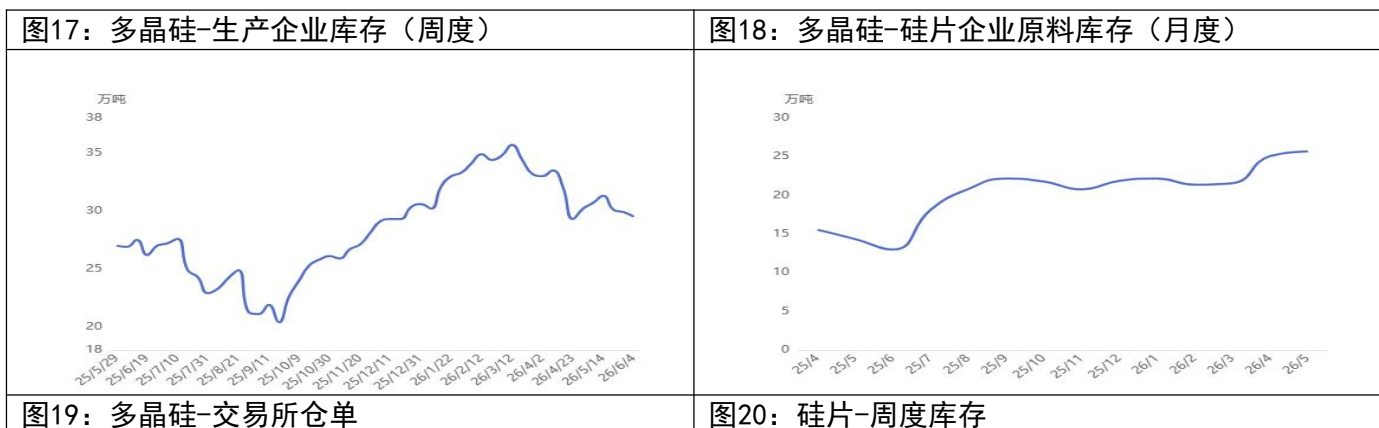
成本端呈现多空交织的结构特征。利多方面：上游工业硅553#出厂含税价8,802元/吨，周环比上调0.47%，依托还原剂煤炭、油焦价格走强所提供的成本支撑。工业硅现货可流通货源虽呈明显增量（周内新增十余台矿热炉点火投产），但不通氧产品货源较少，报价维持高位运行。工业硅作为多晶硅主要原料，原料价格高位对多晶硅成本形成支撑。三氯氢硅光伏级均价4,100元/吨，周环比持平，辅料成本稳定。

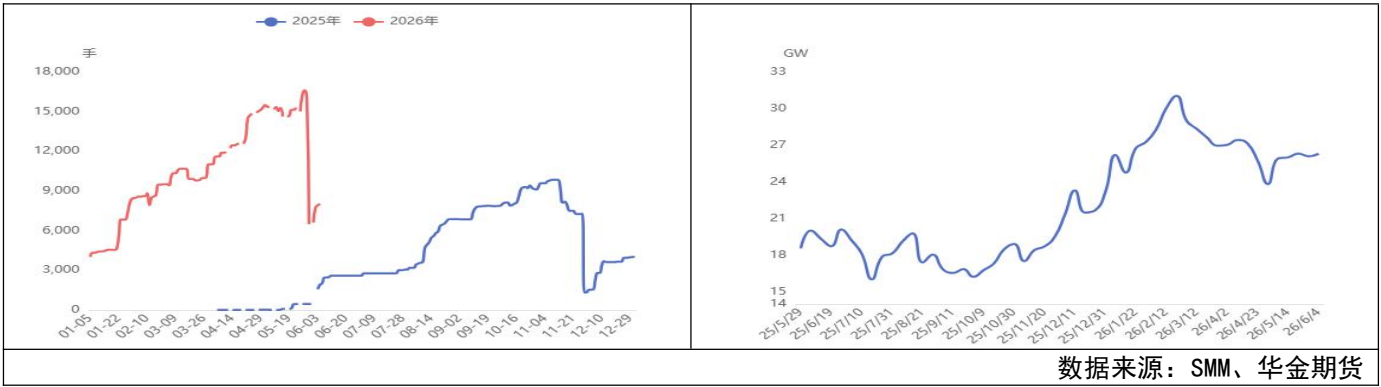
利空方面：丰水期到来正在拉低西南产区电力成本。四川乐山电价降至0.30-0.32元/千瓦时、凉山0.32-0.33元/千瓦时；云南保山电价降至0.33-0.36元/千瓦时（百川盈孚）。电力成本占多晶硅完全成本的30-35%，电价下行将从边际上改善成本结构，但降幅有限——预计丰水期电价下调带来约500-1,000元/吨的成本下降，仅能覆盖行业亏损的5-10%。

从光伏全产业链利润分布看（SMM），结构分化加剧：多晶硅利润-9,902元/吨（亏损），硅片利润-32,988元/吨（全产业链最大亏损），电池片利润+9,603元/吨（全产业链唯一正利润环节），组件利润-5,441元/吨（亏损）。利润分布呈典型的“哑铃型”——上游硅料和下游组件均深度亏损，中游电池片为唯一盈利环节。硅片-32,988元/吨的极端亏损值反映了N型转型期旧产能淘汰的阵痛，专业化硅片企业面临前所未有的经营压力，存在被动减产的潜在风险。

成本端展望：成本支撑体现为“底部托举”而非“反弹驱动”。当前44,214元/吨的完全成本线距离现货售价33,000元/吨仍有11,214元/吨的巨大价差，即便现金成本（约30,000-31,000元/吨，不含折旧）在当前售价下尚有微利，成本对价格的直接支撑力有限。真正的成本支撑逻辑在于：行业持续深度亏损已开始抑制边际产能——新疆大厂阶段性检修、云南维持零开工即为明证。若亏损幅度持续而需求无显著改善，不排除更多二线企业被动减产，从而从供给侧为价格提供支撑。

五、6月复产增量成累库风险





本周多晶硅库存呈现“高位运行、缓慢去化”的特征。多晶硅生产企业库存约29.9万吨，近1个月连续去化——5月14日31.3万吨→21日30.1万吨→28日29.9万吨→6月4日29.5万吨，累计降1.8万吨，前期快速累库阶段已告一段落。库存去化主要得益于5月下游硅片排产维持高位（11.82GW/周），消费端短期承接尚可。但库存绝对水平29.9万吨仍处于历史高位，较去年同期增幅显著。

硅片企业原料库存25.7万吨（5月末），环比4月末25.1万吨增加0.6万吨（+2.4%），小幅累积。硅片企业维持低库存策略，原料采购以刚需补库为主，叠加SNEC展会期间上下游暂缓签单，原料库存被动小幅累积。硅片成品库存26.11GW（5月28日），近期在26.0-26.3GW区间窄幅波动，去库进展缓慢——高排产对应高库存，硅片环节“以产定销”的模式面临成品积压风险。

交易所仓单方面，截至6月4日仓单量8,050吨（较6月2日的7,770吨增加280吨，+3.6%），仓单保持小幅增长态势，但当前绝对量不大，影响可控。



马园园

从业资格号：F3059193

投资咨询号：Z0016074

免责声明

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。