

高库存弱需求 多晶硅偏弱整理



基本面分析

【价格端】期货回调，现货成交僵持。本周PS09结算价36,015元/吨，周内先扬后抑，高点触及38,995元后大幅回落，周度跌幅约5.6%。N型复投料现货维稳于33,000元/吨、致密料31,750元/吨，期现深度贴水约4,265元/吨。现货成交清淡、买卖双方博弈胶着。短期偏弱震荡。

【供应端】周产小幅回落，复产方向未改。本周多晶硅周产量23,200吨，环比下降600吨（-2.5%），结束连续四周增长。6月排产10.3万吨、开工率32.03%，环比5月（9.1万吨/27%）显著回升。在持续深度亏损背景下，增产主要来自已有复产计划的惯性推进，增量节奏存在不确定性。

【需求端】下游排产偏强，采购弹性不足。硅片6月预计开工率54.27%，较5月51.14%环比回升。电池片、组件端排产同步增长，需求链条总体稳固。但硅片企业原料库存充裕（25.7万吨），采购策略趋于保守，排产高、采购低的背离格局限制多晶硅需求弹性。

【成本利润】全产业链深陷亏损，出清压力积累。多晶硅行业平均亏损扩大至-11,749元/吨，毛利率约-36%。硅片端同样深亏（-32,988元/吨），仅电池片微利（9,603元/吨）。全链亏损格局下，对供应端形成持续性出清压力。但囚徒困境下主动去产能意愿不足，行业磨底周期可能延长。

【库存端】厂库持续去化，总量压力未解。工厂库存28.5万吨，环比降0.3万吨，连续四周去化（累计1.6万吨，-5.3%）。但硅片企业原料库存25.7万吨仍充裕，全产业链等效库存超60万吨。去库方向正确但速度偏慢，库存从上游向下游转移的结构特征明显。

策略建议

【产业局势】当前多晶硅市场处于期货承压、现货维稳、供应恢复、全链亏损、缓慢去库的复杂格局。供应端，6月排产增至10.3万吨，复产惯性延续但亏损加深下检修风险上升；需求端，硅片高排产提供刚性消费支撑，但原料库存充裕限制采购弹性；价格端，期现深度贴水反映市场对近月供需宽松的定价，产业链情绪偏谨慎；成本端，全产业链深陷亏损，产能出清压力持续积累但短期难以兑现。整体呈基本面偏弱、成本支撑渐显格局。

【核心矛盾】市场核心博弈体现在两个层面。其一，亏损深度与去产能速度的背离——吨亏损已超万元、逼近现金成本线，理论上应触发大规模减产，但长协合同约束、市场份额保卫、已有复产计划惯性推进等因素导致减产存在粘性，供应收缩节奏慢于利润恶化速度。其二，库存去化方向与去化速度的落差——厂库连续四周下降确立去库方向，但月均去库仅约0.4万吨，按全产业链超60万吨等效库存计算，回到合理水平需以年计。若6月实际产量突破排产预期，库存拐点风险不可忽视。

【策略观点】短期方向：偏弱震荡，等待减产兑现信号。

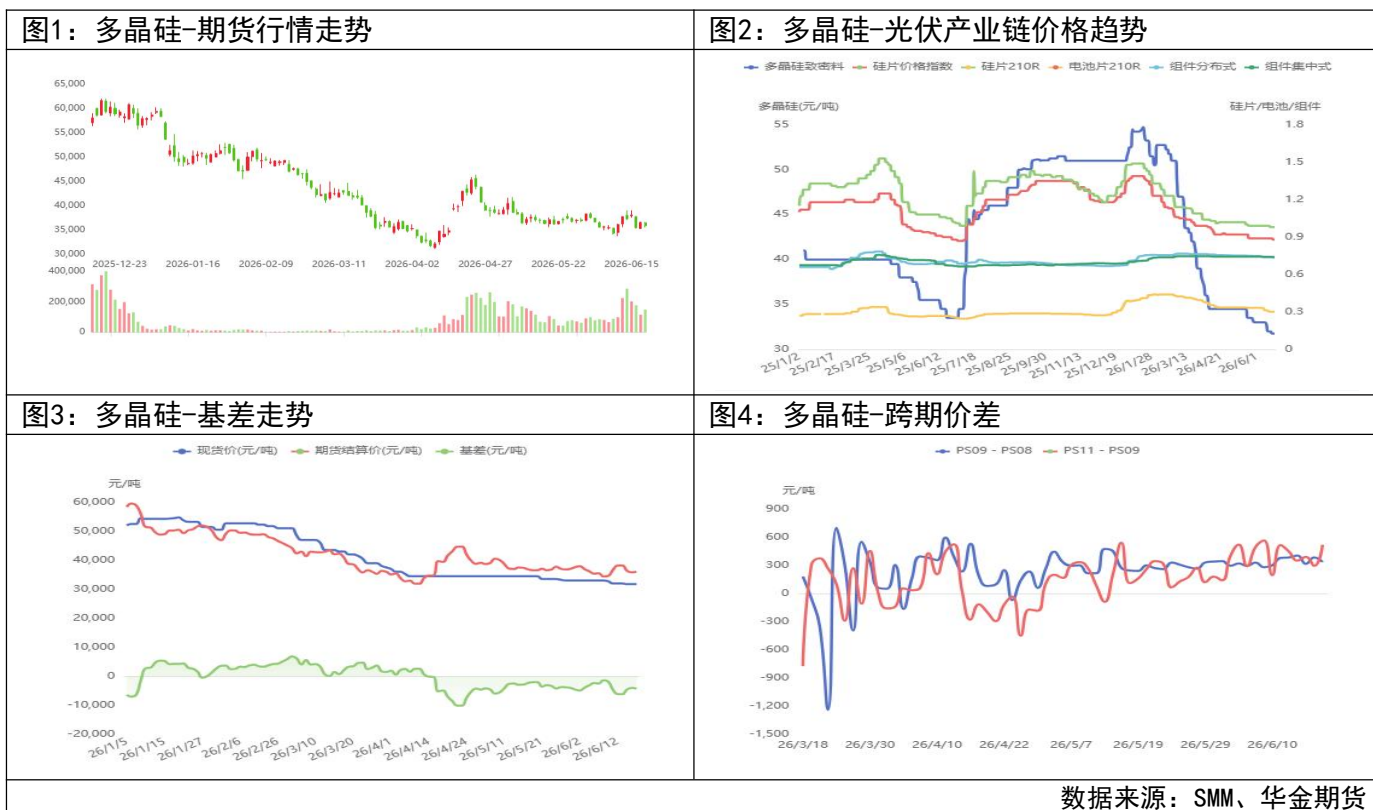
风险提示

(1) 若6月实际产量超预期（超出10.3万吨），库存去化节奏受阻，厂库再度累积，价格下行空间将进一步打开，当前成本支撑逻辑削弱。

(2) 若下游硅片排产在6月下旬出现调减（开工率跌破52%），多晶硅消费量同步收缩，供需宽松格局延续，期货价格难以企稳。

(3) 政策端预期及市场情绪带动多晶硅价格波动加大。

一、 期货承压回调 现货价格维稳 期现基差深度贴水



本周多晶硅市场呈现期货回调、现货僵持维稳的分化格局。期货端，PS09合约周内先扬后抑——周初受上周末市场情绪延续小幅高开至38,995元/吨，但随后在基本面偏弱压力下连续走低，结算价36,015元/吨、收盘价35,840元/吨，周内高低点振幅超3,000元/吨，周度跌幅约5.6%。持仓量101,573手较前期小幅收缩，多头主动离场迹象明显，资金博弈趋于谨慎。

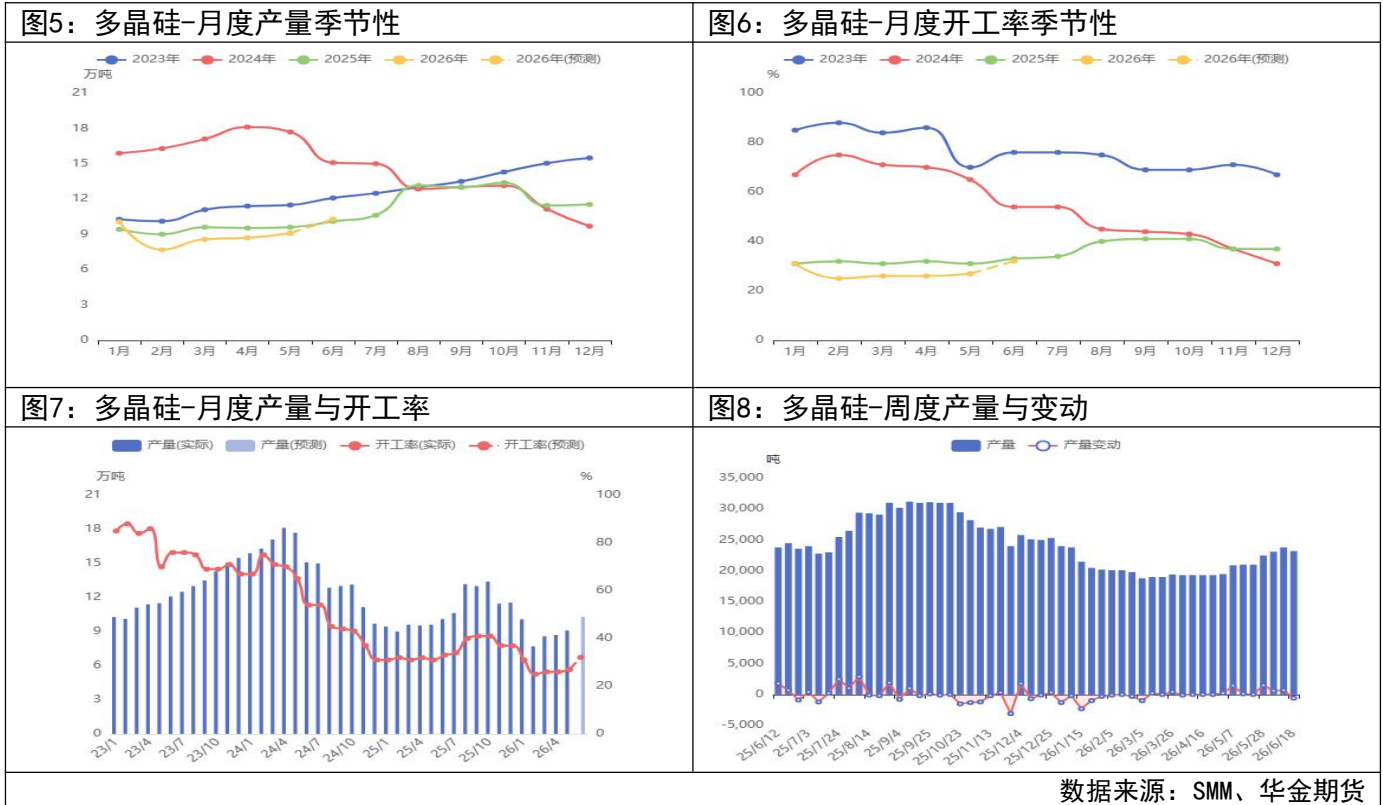
现货端成交清淡，N型复投料均价33,000元/吨、N型致密料31,750元/吨、N型颗粒硅32,500元/吨，与上周基本持平。买卖双方博弈胶着——卖方在深度亏损下降价意愿有限，买方在高库存和价格下行预期中压价动力充足。期现商出货几近停滞，厂家端签单呈现价格低、数量少的特征，市场观望情绪浓厚。

产业链价格方面，N型硅片-210R报0.98元/片，单晶Topcon电池片-210R报0.3025元/瓦，Topcon组件-210R（分布式）0.7365元/瓦、集中式N型组件0.74元/瓦。下游链条价格整体稳定，但多晶硅降价压力尚未完全向下游传导，中间环节利润缓冲作用仍在。原料端工业硅通氧553#现货（华东）报9,150元/吨、三氯氢硅3,435元/吨，成本端维持刚性。综合来看，价格端呈现现货筑底、期货寻底格局，现货在成本线附近存在刚性支撑但向上缺乏驱动，期货受资金情绪和仓单压力主导偏弱概率较大。

基差方面，以N型致密料均价31,750元/吨对比PS09结算价36,015元/吨，现货贴水约4,265元/吨，处于深度贴水状态。贴水扩大反映市场对近月供需宽松的定价逻辑——现货供应充裕且需求弹性不足，买方压价意愿强劲；期货端则有部分资金对远月复产受阻存在博弈预期，价格相对坚挺。期现价差的拉宽理论上吸引套利资金入场，但在现货流动性偏弱的背景下，套利空间难以有效兑现。

跨期结构方面，PS07合约35,150元/吨、PS01（明年）合约40,510元/吨，远月显著升水，呈典型Contango结构，反映市场对远期供需格局改善的预期——当前深度亏损下产能出清只是时间问题。若去产能信号明确出现，远期曲线可能进一步陡峭化。但需警惕政策预期扰动过后，预期差修复带来的价差回归风险。

二、周产小幅回落，复产惯性延续但节奏存疑

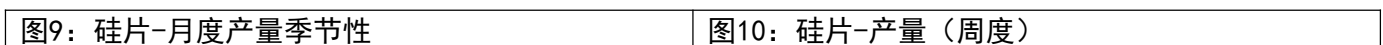


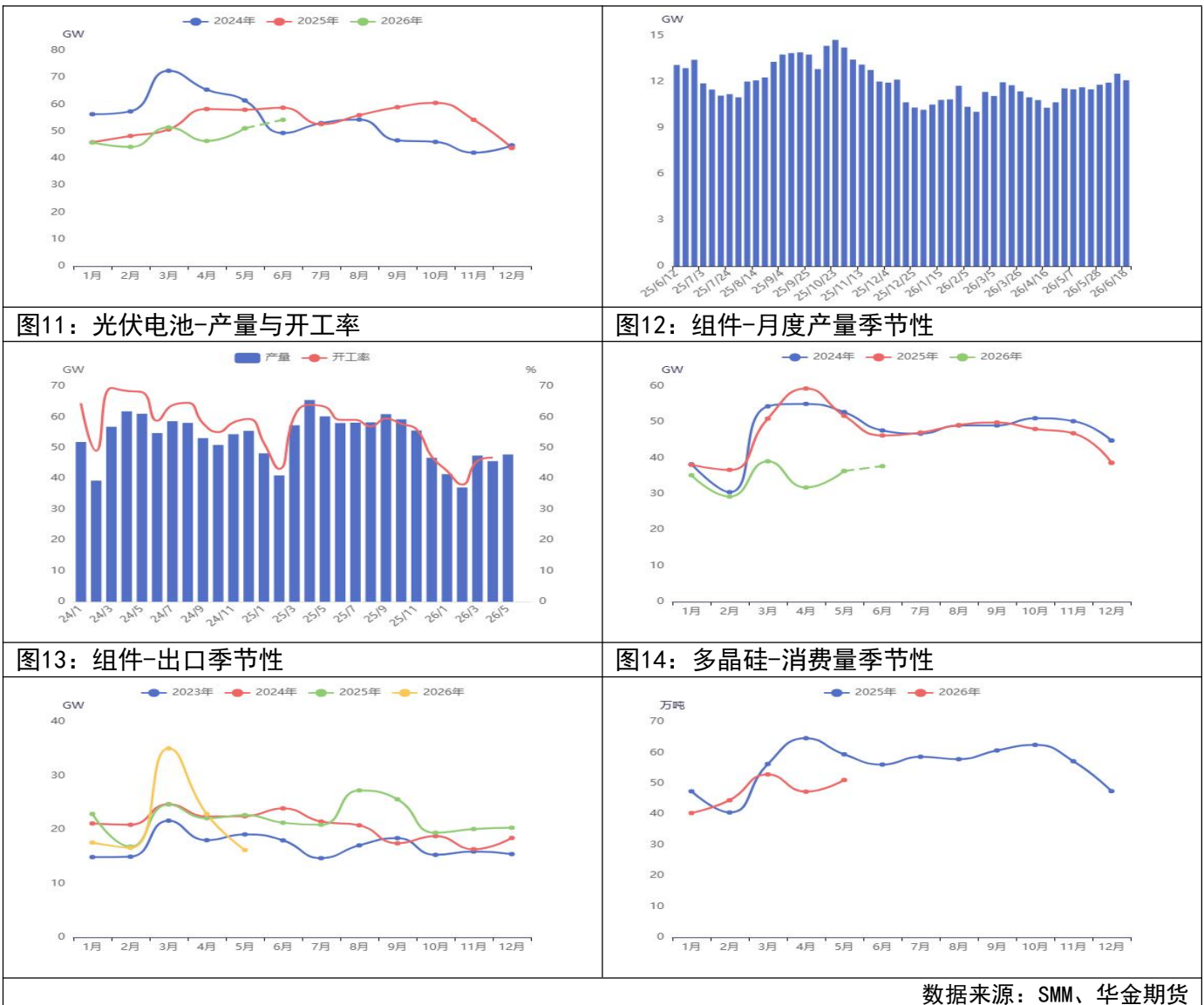
本周多晶硅周产量23,200吨，环比下降600吨（-2.5%），结束连续四周增长。月度维度，5月实际产量9.1万吨（开工率27%），6月排产计划10.3万吨（开工率32.03%），环比增量约1.2万吨（+13.2%）。预计6月全月产量落在10.0-10.3万吨区间。

从供应结构来看，增量主要来自头部企业三产区产能的逐步复产，其中颗粒硅企业产量小幅增加，青海地区部分产能6月已达满产。但复产推进并非单边扩张——新疆地区某厂存在后续检修预期，若执行可能影响月产量约3,000吨；四川地区部分产能因技改升级短期检修，本月产出大幅减少。

值得关注的是，在完全成本44,078元/吨、吨亏损11,749元的背景下，增产动力几乎完全来自已有复产计划的惯性执行，而非基于利润驱动的主动扩产。复产但不盈利的格局意味着供应增量存在天花板。往前看，预计下周产量维持在23,000-24,000吨区间。核心观察变量：亏损扩大是否触发新增减产，以及检修计划的实际落地时点。

三、硅片排产回升 组件产量稳中向好





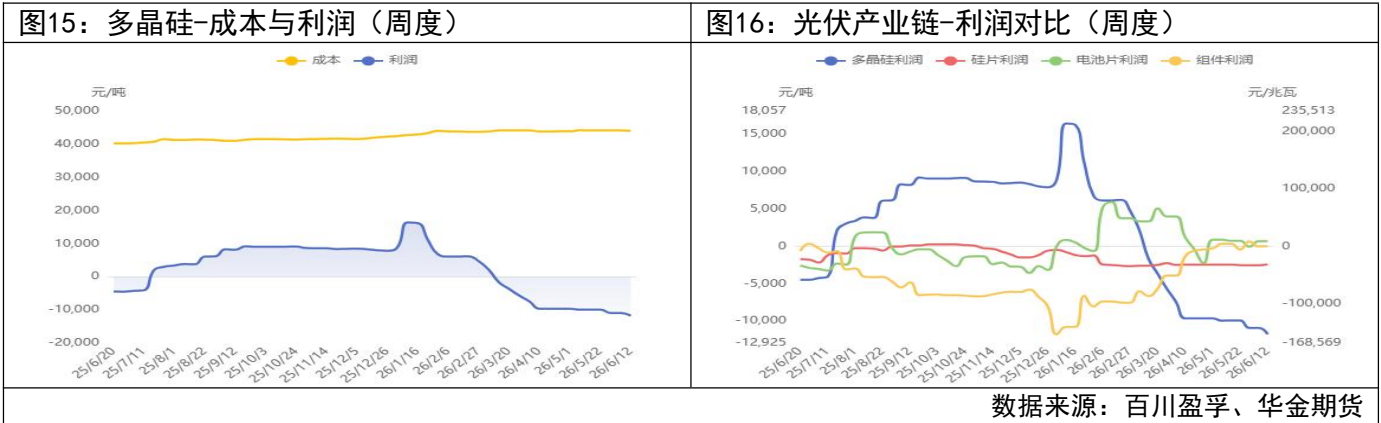
本周硅片产量12.11GW（6月18日当周），较上周12.53亿片小幅回落，但6月月度开工率预计54.27%，高于5月实际51.14%，排产总体偏强。按硅片产能倒算，6月多晶硅消费量预估约9.8万吨，环比5月9.22万吨增加0.58万吨（+6.3%），需求增长方向明确。

中下游环节同步扩张。电池片5月实际产量47.88GW（开工率49.09%），6月排产计划50.91GW，延续增长态势；组件5月产量36.4GW（开工率35.31%），6月排产预估37.78GW，环比增约3.8%。组件出口5月16.22GW，环比改善明显，海外需求呈分阶段释放。整体来看，下游链条量的支撑稳固。

但需求端的隐忧在于采购弹性不足。硅片企业多晶硅原料库存25.7万吨（5月末），备货充裕。在当前多晶硅价格偏弱、下行风险未释放完毕的背景下，硅片企业采购策略明显趋于保守，倾向于随用随采。排产高、采购低的背离格局说明，多晶硅的实际消费增速可能低于硅片排产增速所暗示的水平。供需缺口方面，6月预计产量10.3万吨vs消费9.8万吨，理论月度过剩约0.5万吨，库存去化动力相对有限。

此外，多晶硅降价压力正在沿产业链向下传导。电池片、组件端利润空间持续收窄，若中下游利润被进一步压缩，反向抑制开工率的风险不容忽视。光伏产业链量增价跌的格局下，上游多晶硅的压力最为集中。

四、完全成本高位 行业亏损扩大

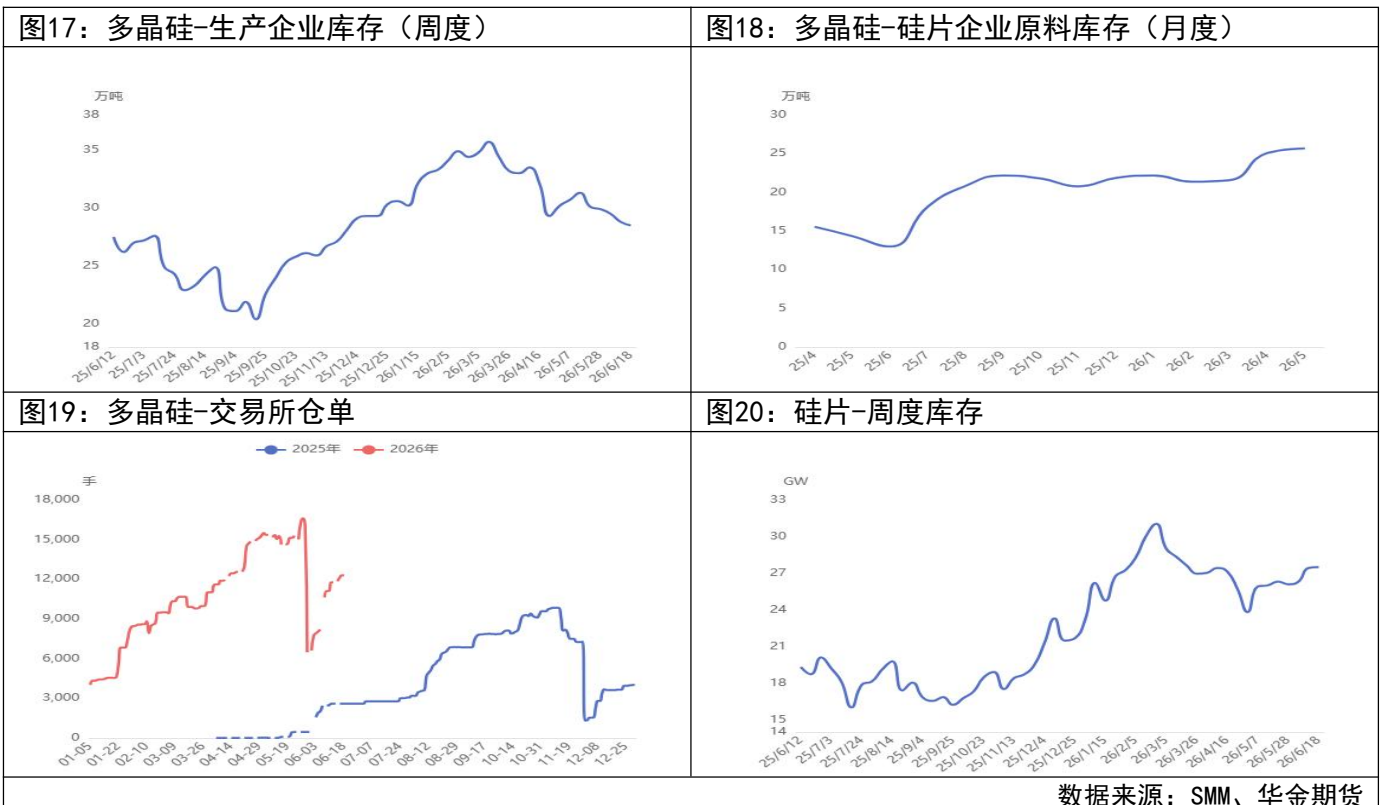


利润层面，本周综合亏损-11,749元/吨，较上周-10,902元/吨亏损进一步扩大847元，毛利率约-36%，为年内最深。地区分化显著：新疆头部企业因成本优势亏损约-6,000至-8,000元/吨，而四川、云南中小企业亏损可能超过-15,000元/吨。

全产业链利润分布同样堪忧。硅片端深亏-32,988元/吨（折合约-3.3万元/吨，毛利率约-25%），仅电池片环节存在微利（约9,603元/吨），组件端利润在盈亏平衡线附近波动（约381元/吨）。全链亏损格局下，产能出清压力持续积累。但因困境下企业普遍抱持希望别人先减产的心态，主动去产能意愿不足。

当前亏损幅度已超历史高位，理论上应触发明显减产，但实际减产存在“粘性”——长协合同、复产计划既定、保住市场份额等因素导致减产滞后。

五、厂库连续四周去化 仓单快速增加



截至6月18日，多晶硅生产企业工厂库存28.5万吨，环比上周28.8万吨去库0.3万吨（-1.0%），连续四周去化。从5月中旬高点31.3万吨累计去库2.8万吨（-8.9%），去库方向明确。主要驱动来自硅片企业刚需采购的持续消耗。

但从全产业链视角来看，库存压力远未解除。下游硅片企业多晶硅原料库存25.7万吨（5月末），硅片产品周度库存27.52亿片，均处相对高位。叠加期货仓单12,310张及期现商持有的非标库存，全产业链多晶硅等效库存总量超过60万吨。库存结构变化值得深思：工厂库存去化表明生产端在主动降库，但下游原料库存和成品库存充裕意味着，这轮去库更多是库存从上向下游的转移，而非真实消费的超预期增长。硅片成品库存若出现累积拐点，反向传导至多晶硅采购的收缩将加速。

期货仓单方面，交割库仓单12,310张，较年初4,030张大幅增加两倍以上，且持续攀升趋势明确。持仓方交割意愿上升，对近月期货合约形成直接抛压，是当前压制期货价格的重要边际变量。

综合来看，去库方向正确但速度偏慢、库存结构存在隐患。月均去库仅约0.4万吨，按全产业链60万吨总量计算，回到合理水平需较长时间。仓单持续增加、硅片成品库存高企，对价格形成多重压制。库存压力的边际改善需要更明确的加速信号。



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。