

如何看待工业硅盘面的大幅上涨？

东方证券
ORIENT SECURITIES

期货

走势评级：工业硅：震荡
报告日期：2024 年 5 月 26 日

★事件概况

5 月 20-24 日一周内工业硅盘面 2407 合约上涨 7.58%。其中，5 月 24 日 2407 合约一度涨至接近 13000 元/吨，最终收盘于 12775 元/吨，涨幅 4.41%，持仓量 12.80 万手，日增仓 9011 手。2409 合约收盘于 12940 元/吨，涨幅 4.48%，持仓量 14.29 万手，日增仓 13964 手。

★消息面

周内市场主要传播的消息包括以下四个方面：1) 交割库容紧张（考虑 6 月待注册仓单，交割库确有紧张情况，交易所对多数交割库已有扩容计划）；2) 某大厂资金流压力大（工业硅满产满销）；3) 电力市场化改革或带动电价上涨（核心是由市场决定电价，并非一定涨或跌）；4) 能耗双控问题（企业首先自查，但部分地区由于经济压力强制部分硅厂提前复产）。

★市场的共识与分歧

丰水期供增虚弱、工业硅基本面疲软是市场共识。5 月起工业硅又将进入累库节奏，库存压力与日俱增，仓单矛盾愈发剧烈。空方认为此前盘面的下跌仍未完全反应丰水期后工业硅基本面的疲软。随着多晶硅减产，基本面恶化，现货亦将下跌，进而打开盘面的下方空间，更不用提合约规则更改和 11 月集中注销。这也是我们此前持续看空工业硅的逻辑。

多方从成本估值和资金角度认为此前盘面的下跌已经代表利空出尽，此后种种催化均为利多，这种逻辑也较为符合二级市场的认知。且多头的主要持仓在 09 合约，或也意味着期现回归没有那么着急解决。

★投资建议

以 2407 合约 12775 元/吨为基础，我们认为短期盈亏比或为 1:1，新投资者仍可暂时观望，前期空单持有者需注意头寸管理。待本轮情绪释放后再寻沽空机会。套利角度，当前 11、12 合约月差收窄至-2220 元/吨，考虑到合约规则更改后的天然月差-2000 元/吨，当前月差具有较强的安全边际，建议关注 11、12 反套策略。

★风险提示

供给变化超预期。

孙伟东 首席分析师（有色金属）

从业资格号：F3035243

投资咨询号：Z0024605

Tel: 63325888-3904

Email: weidong.sun@orientfutures.com

重要事项：本报告版权归上海东证期货有限公司所有。未获得东证期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成交易建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

有关分析师承诺，见本报告最后部分。并请阅读报告最后一页的免责声明。

1、事件概况

在经历前期漫长的下跌后，5月20日-24日一周内工业硅盘面2407合约上涨7.58%。其中，5月24日2407合约一度涨至接近13000元/吨，最终收盘于12775元/吨，涨幅4.41%，持仓量12.80万手，日增仓9011手。2409合约收盘于12940元/吨，涨幅4.48%，持仓量14.29万手，日增仓13964手。恰逢硅业分会召开2024年中国多晶硅产业发展论坛，经过与行业内多方交流，我们也对消息面和多空双方观点进行整理。

2、消息面

周内市场主要传播的消息包括以下四个方面：1) 交割库容紧张；2) 某大厂资金流压力大；3) 电力市场化改革或带动电价上涨；4) 能耗双控问题。从实际情况看：

1) 交割仓库：广期所最初交割库仓库库容为25万吨，后陆续扩容，至23年年底仓库库容近35万吨，24年以来交割仓库也在继续扩容中。截至5月24日，实际已注册仓单27.8万吨，四川地区交割仓库仍有库容。但根据近日行业交流情况，若算上6月待注册仓单，则交割仓库确有紧张情况出现。对此，交易所对多数交割库已有扩容计划。

2) 大厂资金流压力：工业硅是大厂最主要贡献正现金流的业务，据了解当前大厂策略为对工业硅满产满销。

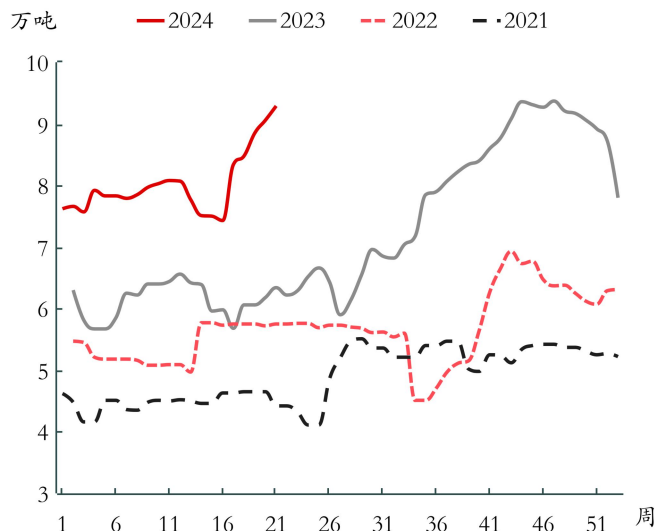
3) 电力市场化改革：5月23日总书记在山东省济南市主持召开企业和专家座谈会，会议上电力体制改革多年后再次被重点提出，或标志着两个月后的三中全会电力的系统性改革将会是重要主线。市场或担忧电力体制改革将带来电价上涨，工业硅作为用电大户，行业成本将有所提升。电改对电价的影响是多方面的，并非一定涨或一定跌，核心在于由市场决定电价涨跌。对于电力富足的地区/年份，电价可能下调；而对于电力短缺的地区/年份，电价或将上调。目前判定今年丰水期电价为时尚早。

4) 能耗双控：今年两会时隔两年再提能耗目标，即单位GDP能耗目标下降2.5%。4月29日，工业和信息化部办公厅关于下达2024年国家工业节能监察任务的通知，并下发工业硅行业能耗专项监察工作手册，要求企业首先自查，后由监察机构初审，再由现场监察核查企业能源管理情况。市场或担忧工业硅在能耗双控下再现2021年的极端行情，但从实际情况下当前环保方面仍无进一步动作，相反部分地区由于经济压力强制部分硅厂提前复产。

3、市场的共识：工业硅基本面疲软

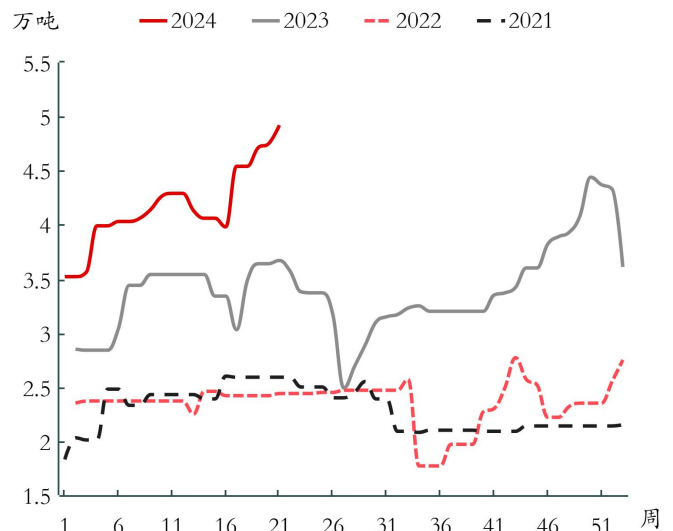
供应：工业硅产量环比大增。存量产能方面，新疆以头部大厂为代表的硅企开工率持续提升；四川迎来平水期，复产速度超此前预期；云南6月也将进入平水期，且在当前盘面价格能够给到丰水期不错利润的情况下，西南开工积极性进一步提升。新增产能方面，新特、宝丰、天合光能在接下来1-2个月内工业硅都有新投产计划。根据百川盈孚，4月25日至5月24日工业硅产量合计36万吨，环比+16%。预计5月单月月产量或突破40万吨。往后看，随丰水期到来，西南地区进一步复产，整体供给压力将进一步增大。

图表 1：全国工业硅周度产量



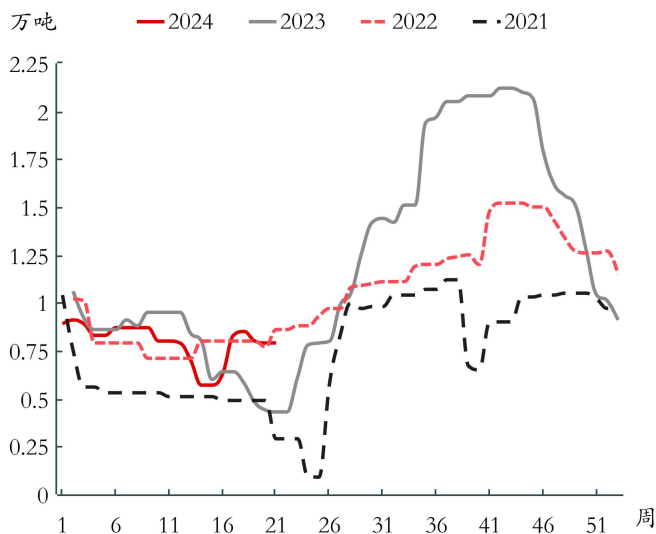
资料来源：百川盈孚，东证衍生品研究院

图表 2：新疆工业硅周度产量



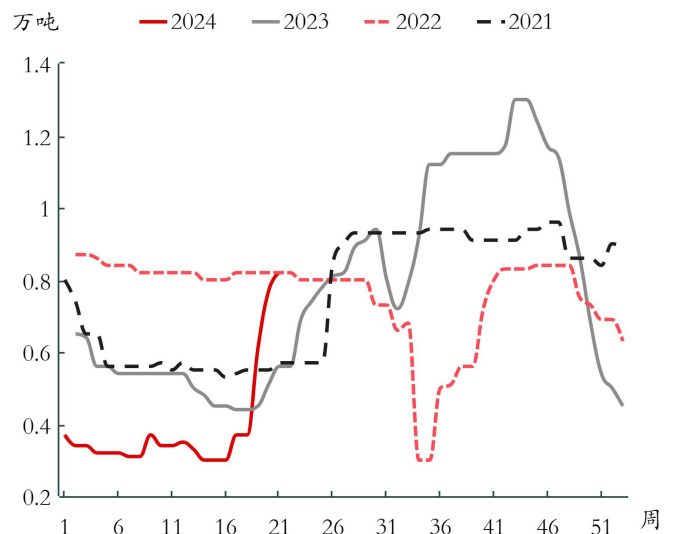
资料来源：百川盈孚，东证衍生品研究院

图表 3：云南工业硅周度产量



资料来源：百川盈孚，东证衍生品研究院

图表 4：四川工业硅周度产量



资料来源：百川盈孚，东证衍生品研究院

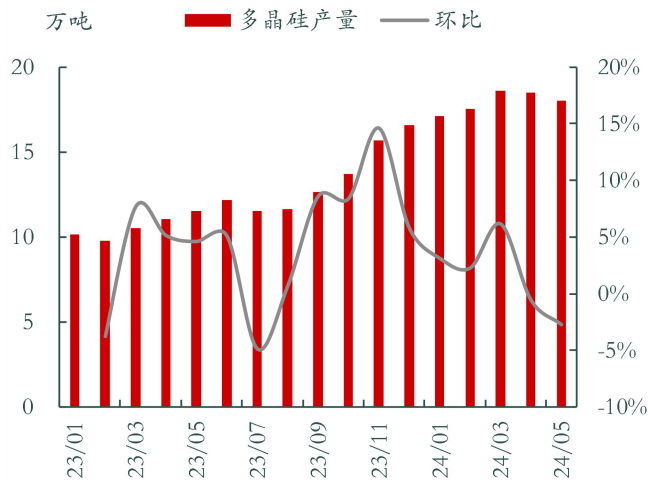
需求：核心关注点仍在多晶硅。根据 SMM，截至 5 月 24 日，多晶硅致密料 36 元/千克，颗粒硅 32.5 元/千克，N 型多晶硅 42 元/千克。二线多晶硅厂商已经亏损现金流一月有余，检修减产势在必行。根据铁合金在线统计，头部硅料企业将开始计划检修，个别降低负荷生产企业加大了减产比例。然而，通威 5 月新投产云南 20 万吨项目、7 月预投内蒙 20 万吨项目，也将给行业带来新的增量。总体看，预计 5 月多晶硅产量仍能维持在 18 万吨左右，而 6 月起或进一步下滑 2-3 万吨。硅片端减产速度快于硅料，SMM 统计硅片 5 月排产 60GW，对应硅料耗量约 12 万吨，因此硅料端仍面临累库格局，环比压力仍在增大。

图表 5：云南工业硅周度产量

序号	4月产量	检修计划	状态	影响产量
1	4000	减负荷生产	确定	负荷再降至 50%
2	5000	部分产能减负荷生产	确定	影响 1/3 左右产量
3	20000	5 月新疆老厂 5.5 万停产检修	确定	影响 2000-3000
4	1000	5 月降负荷生产	确定	5 月产量在 800 左右
5	2000	5 月已停产检修	确定	复产时间未定
6	5400	6 月	确定	
7	14000	6 月停产检修	确定	6 月预计无产出
8	4500	7 月	计划	
9	20000	部分产能停产，部分产能减负荷生产	确定	减 15%
10	2500	5 月检修	计划	
11	1500	5 月已停产检修	确定	
12	27000	减负荷生产	确定	
13	39000	部分产能计划检修	计划	

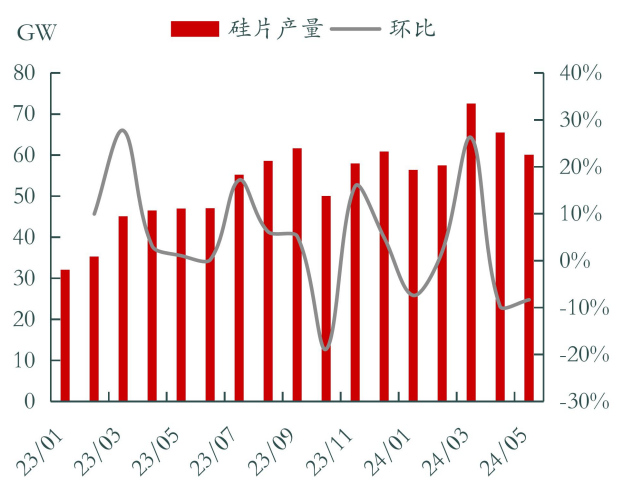
资料来源：铁合金在线，东证衍生品研究院

图表 6：多晶硅月度产量



资料来源：SMM，东证衍生品研究院

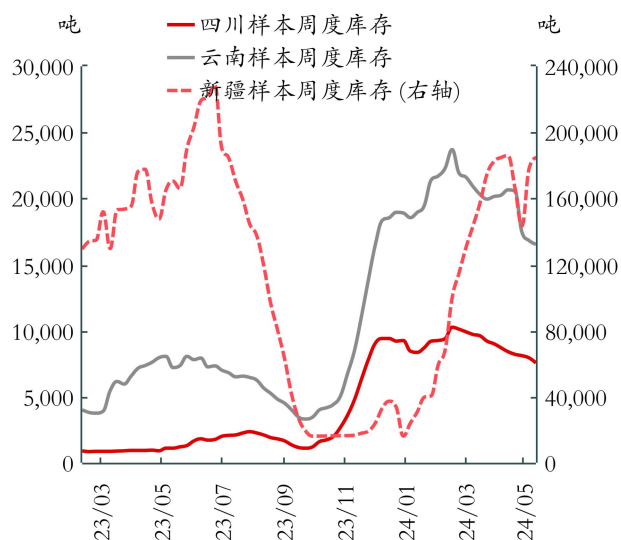
图表 7：硅片月度产量



资料来源：SMM，东证衍生品研究院

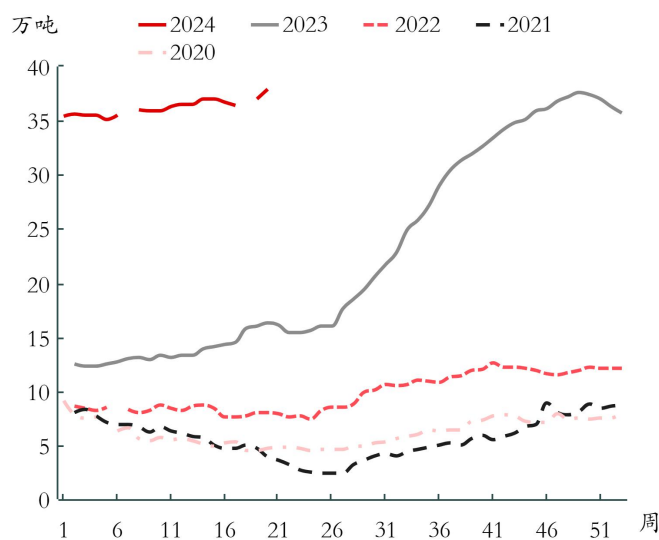
库存：压力与日俱增。根据 SMM，截至 5 月 24 日，工业硅社会库存合计 38.6 万吨（含仓单库存），样本工厂库存 21.83 万吨，即可观测的显性库存已经达到 60 万吨，加上其他流转库存，预计全行业库存至少在 70 万吨以上，对应 1.5 个月以上的需求量。从基本面角度看，5 月起工业硅又将进入累库节奏，库存压力与日俱增，仓单矛盾愈发剧烈。11 月集中注销制度显然将给现货市场带来极大压力。

图表 8: SMM 工业硅样本工厂库存季节性分析



资料来源: SMM, 东证衍生品研究院

图表 9: SMM 工业硅社会库存季节性分析



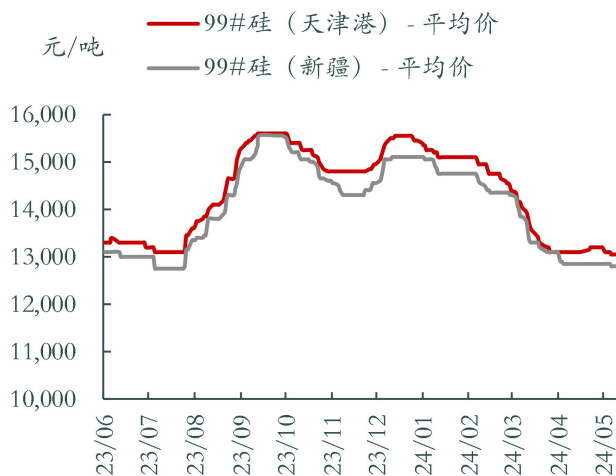
资料来源: SMM, 东证衍生品研究院

4、市场的分歧：基本面疲软究竟是否已被完全计价？

工业硅基本面的疲软是毫无异议的事实，然而在此前盘面近两个月的下跌中是否被完全计价是市场分歧所在。

空方认为此前盘面的下跌仍未完全反应丰水期后工业硅基本面的疲软。从现货估值的角度看，2412 之前的老合约仍以高钛 421# 进行估值，而高钛 421# 实则瞄准现货 99# 硅的价格。截至 5 月 24 日，现货 99# 硅平均价在 13000 元/吨左右，考虑牌号升贴水和地区升贴水，当盘面落至 11500 元/吨左右时，云南仓单开始具备性价比、并有所流出，这也是我们在四月下旬看到的情况。现货 99# 硅的价格显然尚未完全反应丰水期的供增需减，供给增加下厂库库存累积而多晶硅减产直接减少对于 99# 硅的需求，库存压力下，硅厂或终究让利出货，现货仍存下跌可能。只不过当 4 月下旬以及本轮盘面反弹之后，基差大幅缩小，期现商积极收货，使得短期内硅厂库存压力减小、现货流动性收紧，现货价格的下跌没有那么顺畅。因此，从这个角度来看，11500 元/吨或许也不是本轮周期的价格底部，随着现货下跌，盘面仍有下方的空间，更不用提合约规则更改和 11 月集中注销。这也是我们此前持续看空工业硅的逻辑。

图表 10: 99#硅现货价格



资料来源: SMM, 东证衍生品研究院

图表 11: 99 金属硅粉平均价



资料来源: SMM, 东证衍生品研究院

然而多方认为此前盘面的下跌已经完全反应丰水期工业硅基本面的疲软。一方面，从成本角度看，丰水期西南地区成本线 13000-13500 元/吨左右，对应折盘价即 11500-12000 元/吨，即此前盘面价格震荡的底部区间。另一方面，从资金角度看，经过近两个月的震荡下行后，大部分产业空头资金已经参与到盘面中，是否有新的空方力量也是一个问题。因此，多头或认为利空已经出尽，此后种种均为利多，比如电力市场化改革可能带来的电价上涨、能耗双控可能带来的供给扰动都将成为重要的利多情绪引爆点。这种逻辑也较为符合二级市场的认知。当然，期货与股票不同，本质讲究期现回归，但多头的主要持仓在 09 合约，或也意味着期现回归的问题没有那么着急解决。

5、投资建议

在 2407 合约收盘价 12775 元/吨基础上看，多头短期向上的空间在于资金面和技术面的交易，中长期向上的空间具有不确定性，在于电价、环保等供给扰动的真实兑现；而空头中长期向下的空间较为确定，即集中注销时仓单终将以等于或者低于现货 99#硅的价格流出，而短期向下的空间则或已经由上一轮交易的底部区间决定。因此，以 12775 元/吨为基础，我们认为短期盈亏比或为 1: 1，新投资者仍可暂时观望，前期空单持有者注意头寸管理。待本轮情绪释放后再寻沽空机会。套利角度，当前 11、12 合约月差收窄至-2220 元/吨，考虑到合约规则更改后的天然月差-2000 元/吨，当前月差具有较强的安全边际，建议关注 11、12 反套策略。

6、风险提示

供给变化超预期。

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3 个月）	中期（3-6 个月）	长期（6-12 个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于 2008 年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

自成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持以金融科技助力衍生品发展为主线，通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力，坚持市场化、国际化、集团化发展方向，朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼21楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com