

专题报告：2025 年 5 月 13 日

【建投晶硅】多晶硅：供给侧改革值得期待吗？

专题报告

作者姓名：王彦青

期货交易咨询从业信息：Z0014569

电话：023-81157292

研究助理：刘佳奇

期货从业信息：F03119322

发布日期：2025 年 5 月 13 日

近期研究报告

请联系对口销售获取

【建投晶硅】多晶硅周报 | 短期交割矛盾或大于基本面矛盾 2025-05-11

【建投晶硅】多晶硅：仓单隐忧加剧博弈，重申 06 多配机会 2025-05-08

【建投晶硅】多晶硅周报 | 期现倒挂下，06 合约或仍有修复空间 2025-04-27

【建投晶硅】浪潮与浪花：记新疆多晶硅调研见闻 2025-04-19

【建投晶硅】多晶硅周报 | 中国需求骤降，PS 宜空配 2025-04-13

【建投晶硅】负反馈压力再度显现，下调全球新增光伏装机预测 2025-04-09

【建投晶硅】多晶硅周报 | 库存高企压制涨势，关注下游排产扰动 2025-04-07

【建投晶硅】多晶硅周报 | 抢装驱动来到最后高峰，多晶硅表现或先扬后抑 2025-03-30

【建投晶硅】多晶硅周报 | 高库存压制是本轮 PS 表现不及预期的主要因素 2025-03-23

【建投晶硅】多晶硅周报 | 短期维持震荡，关注下游生产动态 2025-03-16

【建投晶硅】多晶硅周报 | 主材全线提产，下游利润修复或快于上游 2025-3-8

【建投晶硅】多晶硅周报 | 现货涨价有望落地，但利空因素依然存在 2025-3-2

【建投晶硅】多晶硅：抢装窗口将至，弱现实如何破局？ 2025-2-21

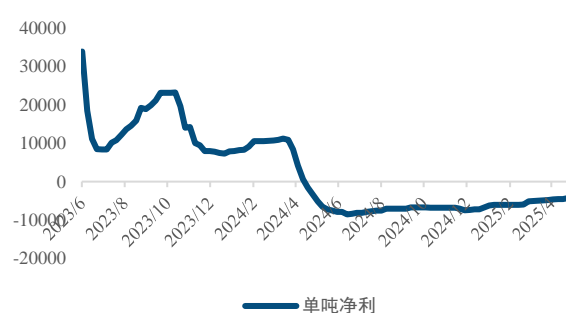
【建投晶硅】多晶硅周报 | 抢装预期渐浓，关注中期价格表现 2025-2-16

从长周期看，2022 年底多晶硅价格从 303 元/kg 高点一路下跌，随后 2024 年 4 月跌破完全成本，截至目前多晶硅环节仍处在亏损状态。我们 2024 年底研究显示目前多晶硅行业正处在朱格拉周期的出清阶段，目前 2025 年将近过半，但近期主要多晶硅上市公司业绩显示利润大幅亏损，且 25Q1 经营继续承压，资本开支同步放缓，以上特征或暗示目前多晶硅在朱格拉周期内仍处在出清阶段。那么深陷泥潭的多晶硅，何时才能走出周期底部？答案或是需求好转，或是供给收缩。

图 1：长周期看多晶硅下跌始于 2022 年底（元/kg）



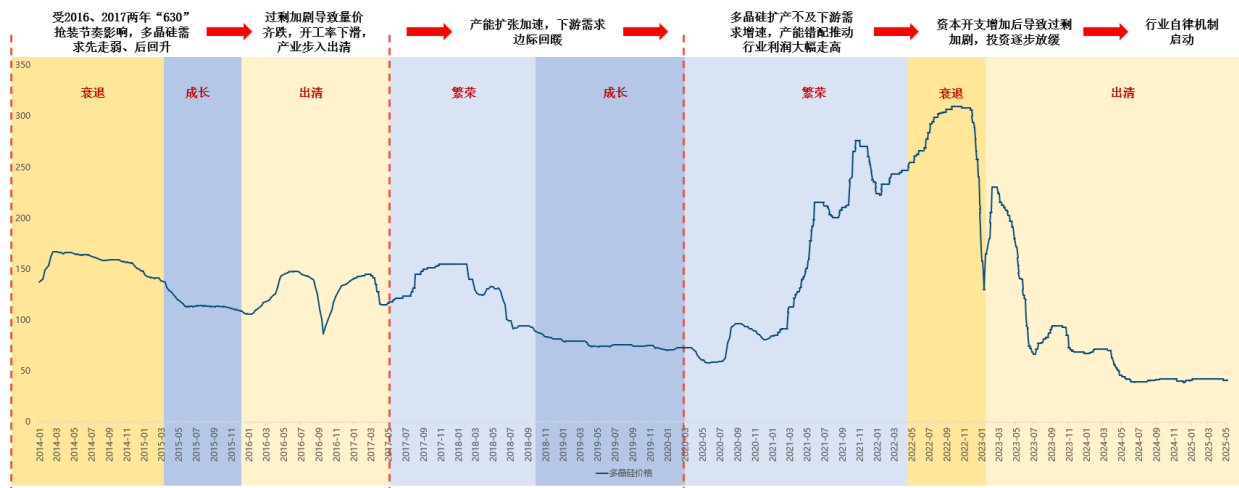
图 2：多晶硅自 2024 年 4 月开始跌破完全成本（不含税）（元/吨）



数据来源：infolink，中信建投期货

数据来源：infolink、CPIA，中信建投期货

图 3：目前多晶硅行业仍处在朱格拉周期的出清阶段（元/kg）

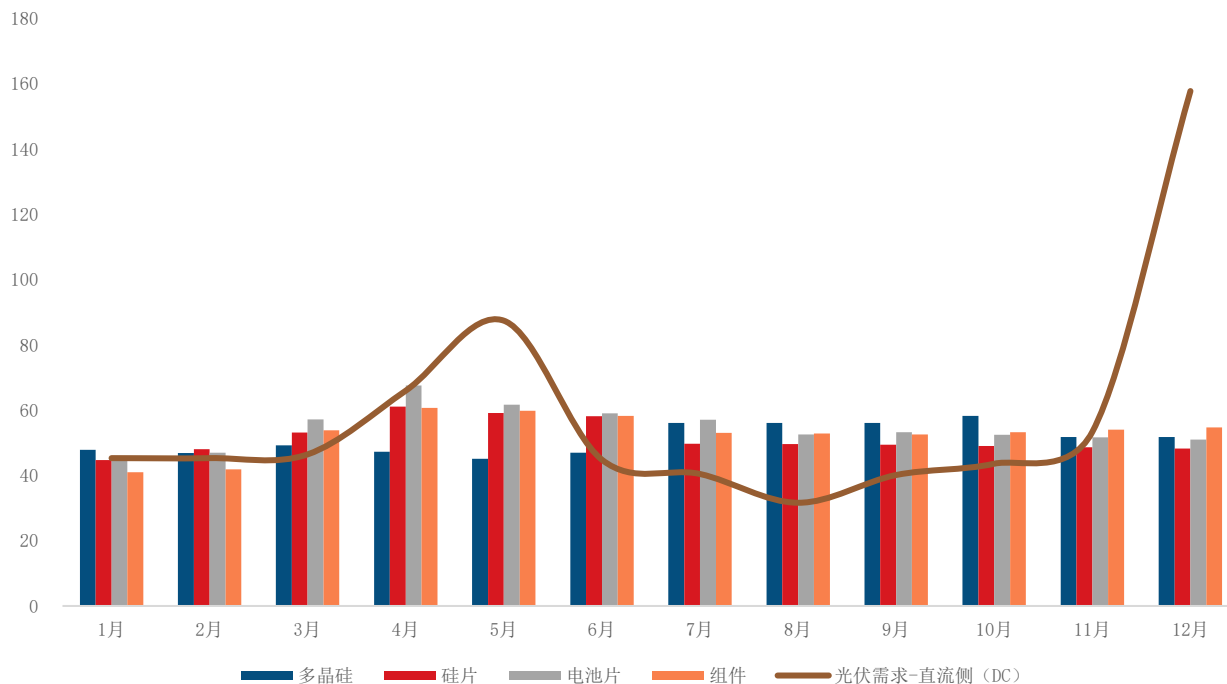


数据来源：硅业分会、SMM，中信建投期货

对于需求，是否已经迎来实质性好转？虽然我们看到山东省承接电价市场化改革 136 号文的文件中，将存量项目机制电价明确在 0.3949 元/kwh，给予存量项目相对稳定的预期，但增量项目市场化竞价对 IRR 的侵蚀仍然不容忽视，BNEF 显示山东省工商业光伏项目参与现货市场后的平均接受价格降幅估计值在 30%。同时，海外关税冲击对全球生产的冲击依然存在，受此影响我们已将本年全球新增光伏装机增速下调至 8%，东南亚双反终裁超预期的反补贴税也进一步冲击了全球供应链的稳定性。从主材角度看，我们预计 25H2 主材中下游受经营压力

及行业自律影响或将继续维持低排产，同样也难出现进一步的增量需求。

图 4：25H2 下游或继续维持低排产，全年全球光伏新增装机增速约 8%（GW）



数据来源：infolink、SMM，中信建投期货

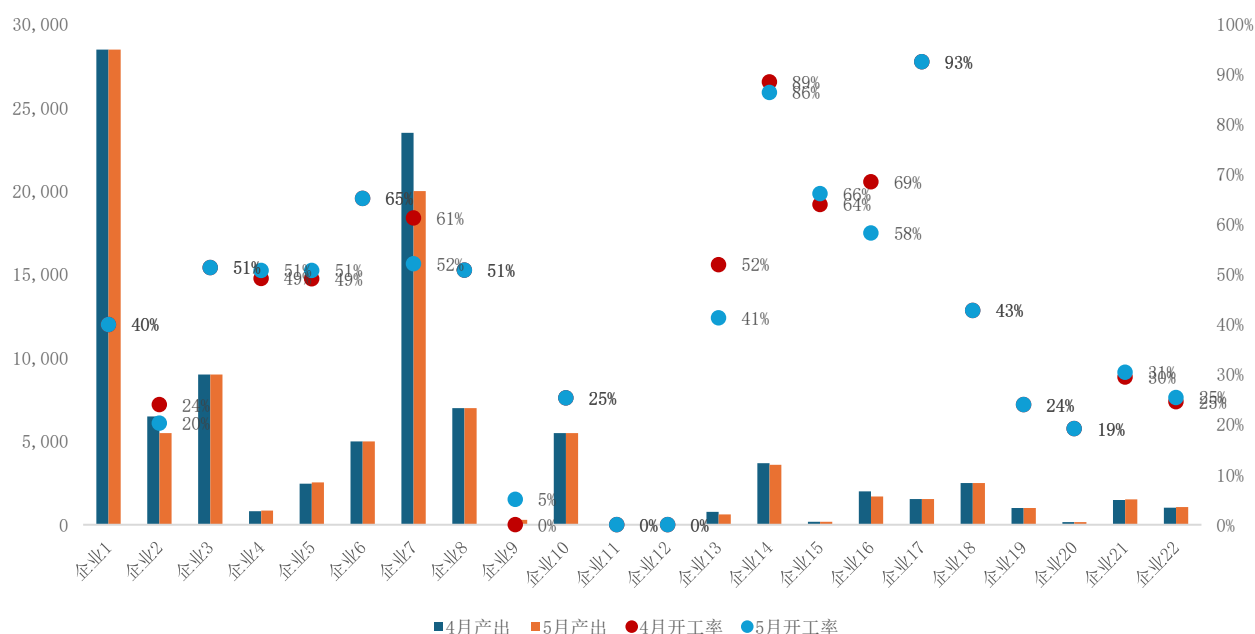
图 5：主要制造国输美关税：关税扰动利空全球光伏用电需求，并冲击供应链稳定性

关税类型	中国	越南	泰国	马来西亚	柬埔寨	印尼	老挝	印度	土耳其
对等关税	10%	46%（暂缓）	36%（暂缓）	24%（暂缓）	49%（暂缓）	32%（暂缓）	48%（暂缓）	26%（暂缓）	10%（暂缓）
反倾销税	18.32%-249.96%	52.54%-271.28%	111.45%	0-1.92%	117.18%	--	--	--	--
反补贴税	14.78%-15.97%	68.15%-230.66%	263.74%	14.64%-38.38%	534.67%-3403.96%	--	--	--	--
反规避税	--	存在规避情况的，一般适用中国案双反税	存在规避情况的，一般适用中国案双反税	存在规避情况的，一般适用中国案双反税	存在规避情况的，一般适用中国案双反税	--	--	--	--
201关税	14%	14%	14%	14%	14%	14%（豁免）	14%	14%	14%
301关税	50%	--	--	--	--	--	--	--	--
芬太尼税	20%	--	--	--	--	--	--	--	--

数据来源：Wind，中信建投期货

供给侧已开始行业自律，继续降负荷空间如何？供给角度看，25Q1 在行业自律框架下，多晶硅排产维持低位，几乎全行业产能处于停减产状态。但随着近期光伏主材负反馈加剧，多晶硅现货价格连续阴跌；期货价格在 2025 年 4 月 7 日至 5 月 8 日的一个月时间内跌幅高达约 17%，5 月初时已跌破主流厂家现金成本线。然而当我们再看 5 月排产时，全球 9.7 万吨的排产相较 4 月减产只有 0.5 万吨不到，但 5 月对应 37%的全球开工率已是近几年最低，行业再度降负荷的空间或已极其有限。

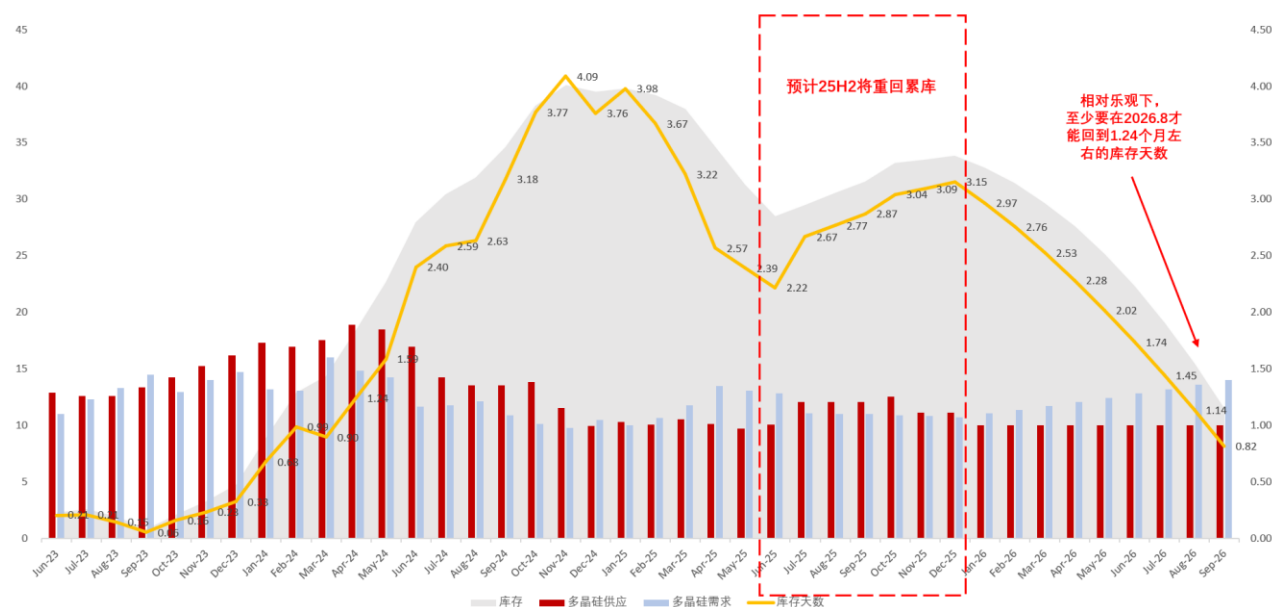
图 6：5 月多晶硅减产力度有限，但是开工率或已逼近企业承受极限（吨）



数据来源：infolink，中信建投期货

短期基本面来看，从我们的平衡表推演，虽然 25H1 多晶硅在持续去库，但预计 25H2 或将再度有累库压力。库存水平影响价格波动，价格趋势亦会通过产销影响库存变动，在 2024 年 4 月多晶硅价格跌破完全成本时对应的库存天数为 1.24 个月，相对乐观假设 2026 年 1 月起多晶硅供给继续维持不变、需求侧将以 3% 的环比增速修复，那么多晶硅环节至少要到 2026 年 8 月才可回到将近 1.24 个月的库存天数。但本轮多晶硅在朱格拉周期底部的时间已远长于历轮周期，在目前光伏需求刺激空间有限的背景下，如果要在 2025 年内将利润修复至完全成本，我们认为仍需要供给侧进一步发力。

图 7：25H2 多晶硅有累库风险，相对乐观假设下至少要在 2026.8 才能去库至 1.24 个月（万吨；月）



数据来源：infolink，中信建投期货

那么供给侧改革是否具备进一步深化的空间？在 2024-12-15 《【上市前瞻】多晶硅百页深度：朱格拉周期步入出清，产业图谱与期货投研探析》中，我们提出了对供给侧改革的理解应当是“三箭齐发”，即自律性产业调节机制+指引性行业规范+强制性约束，前两者已通过自律性排产机制及《光伏制造行业规范条件（2024 年本）》等文件兑现，强制性约束政策力度大但效果或也最为明显，不过目前尚无相关政策工具，因此无论是从行业低谷现状抑或是政策空间考虑，进一步的供给侧改革我们认为仍值得期待。

供给侧改革怎么改？我们认为行业压力之下，未来政策方向在量价两个层面均值得期待。具体执行思路与方向，或可参考此前上层精神：2024 年 5 月光伏行业高质量发展座谈会强调行业兼并重组与反恶性竞争，2025 年 3 月发改委又表态将分行业出台具体方案以推动落后产能退出，同时 25Q1 货币政策执行报告又提出从管高价转向管低价。因此，我们认为供给侧改革工具箱充足，行业兼并、推动落后产能退出、低价商品调控等方向均值得关注。

期货市场如何看？从日内盘面表现看，远月合约一度触及涨停反映出市场对未来基本面改善的乐观预期。但 06 合约涨幅偏低，主要原因系 06 合约仍在计价弱现实，但我们认为随着现货价格跌势持续，06 合约或仍具备一定上涨空间以缓解仓单矛盾。从交易节奏角度看，我们认为远月合约短期冲高后，市场尚需一定时间观望预期兑现情况与后市供给侧修复程度，待确定性的基本面改善迹象开始显现后，空方力量或将逐步衰减，因此中期角度看多晶硅期货或仍有上行空间。策略上基于对供给侧改革预期不断走强的判断，认为 PS2506 合约多单可继续持有，同时关注逢低布局远月机会，以及做多 PS/Si 比值策略。

联系我们

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：www.cfc108.com

获取更多研报报告、专业客户经理一对一服务、
了解公司更多信息，扫描右方二维码即可获得！



重要声明

本报告观点和信息仅供符合证监会适当性管理规定的期货交易者参考，据此操作、责任自负。中信建投期货有限公司（下称“中信建投”）不因任何订阅或接收本报告的行为而将订阅人视为中信建投的客户。

本报告发布内容如涉及或属于系列解读，则交易者若使用所载资料，有可能会因缺乏对完整内容的了解而对其中假设依据、研究依据、结论等内容产生误解。提请交易者参阅中信建投已发布的完整系列报告，仔细阅读其所附各项声明、数据来源及风险提示，关注相关的分析、预测能够成立的关键假设条件，关注研究依据和研究结论的目标价格及时间周期，并准确理解研究逻辑。

中信建投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。本报告中的资料、意见等仅代表报告发布之时的判断，相关研究观点可能依据中信建投后续发布的报告在不发布通知的情形下作出更

改。

中信建投的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见不一致的市场评论和/或观点。本报告发布内容并非交易决策服务，在任何情形下都不构成对接收本报告内容交易者的任何交易建议，交易者应充分了解各类交易风险并谨慎考虑本报告发布内容是否符合自身特定状况，自主做出交易决策并自行承担交易风险。交易者根据本报告内容做出的任何决策与中信建投或相关作者无关。

本报告发布的内容仅为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式对本报告进行翻版、复制和刊发，如需引用、转发等，需注明出处为“中信建投期货”，且不得对本报告进行任何增删或修改。亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告发布的全部或部分内容。版权所有，违者必究。