

# 抢装窗口将至，弱现实如何破局？

## 多晶硅

分析师：王彦青

期货交易咨询从业信息：Z0014569

2025年2月21日

研究助理：刘佳奇

期货从业信息：F03119322

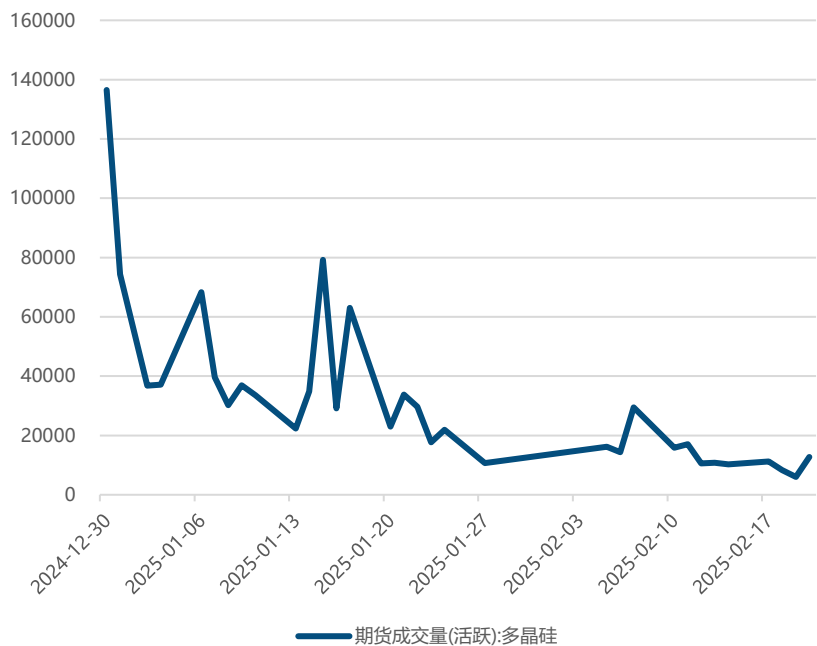
# 行情回顾

- 近期多晶硅期货震荡运行
- 一方面**自律机制约束以及生产亏损背景下，硅料厂维持低排产**，价格底部支撑相对较强
- 另一方面，下游硅片厂近期采购意愿不佳，原因或是前期2024年底前后硅片厂低价抄底硅料，导致**目前低价原料库存储备较为充足**，因此在硅料厂挺价背景下，抵触情绪较高

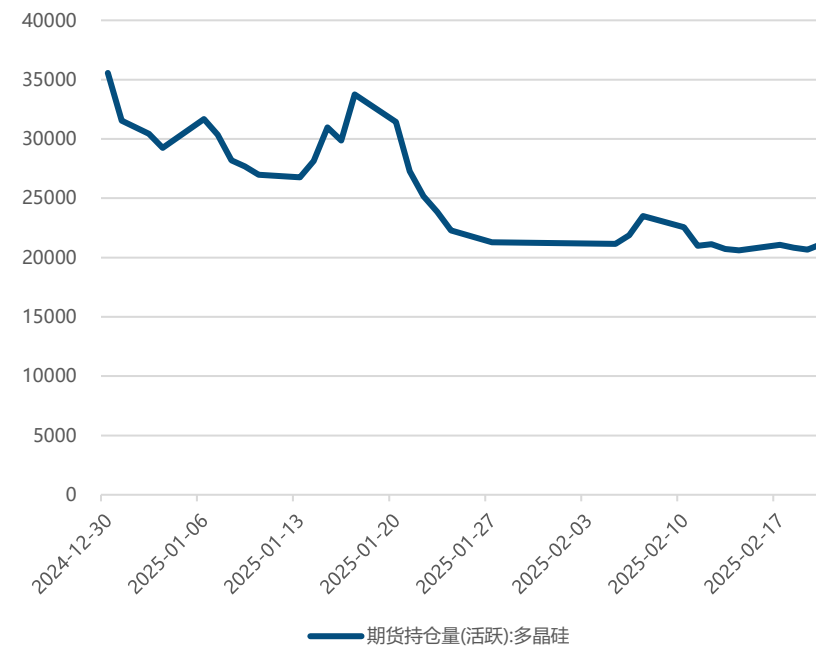
多晶硅期货价格（元/吨）



多晶硅主力合约成交量（手）



多晶硅主力合约持仓量（手）



数据来源：广州期货交易所，中信建投期货

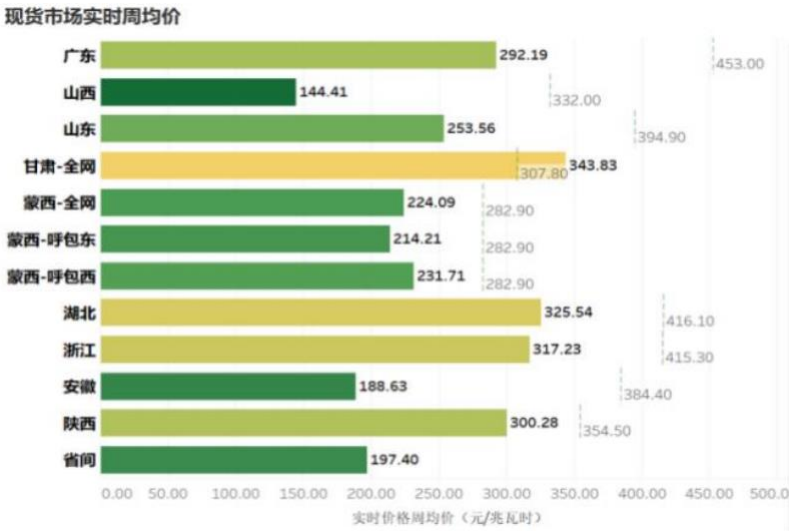
# 电价市场化改革政策出台，直接影响发电IRR

- 2025 年 2 月 9 日，国家发改委、能源局发布《关于深化新能源上网电价市场化改革 促进新能源高质量发展的通知》
- 新能源项目上网电量原则上全部进入电力市场，上网电价通过市场交易形成，当电价形成方式转为市场化后，电价实时波动将使得现金流变得更加不确定，或将加剧业主投资电站时的观望情绪；且光伏发电出力曲线通常与电力现货日内价格波动存在错配，直接影响 IRR 收入端
- 本次《通知》创新性引入“差价结算机制”，当电力市场交易均价低于机制电价时，电网需向发电主体补足差额部分；相反，当电力市场交易均价高于机制电价时，超额收益将由电网进行差额扣除
- 预计2025.6.1后新项目竞价形成的机制电价低于燃煤基准价，或将催化“531”抢装

图：“差价结算机制”规则确定方式

	电量规模	机制电价	执行期限
2025 年 6 月 1 日以前投产项目	现行具有保障性质的相关电量规模政策	按现行价格政策执行，不高于当地煤电基准价	按照现行相关政策保障期限确定
2025 年 6 月 1 日起投产的增量项目	受年度非水电可再生能源电力消纳责任权重完成情况，以及用户承受能力等因素影响	已投产和未来 12 个月内投产的项目自愿参与竞价形成	同类项目回收初始投资的平均期限

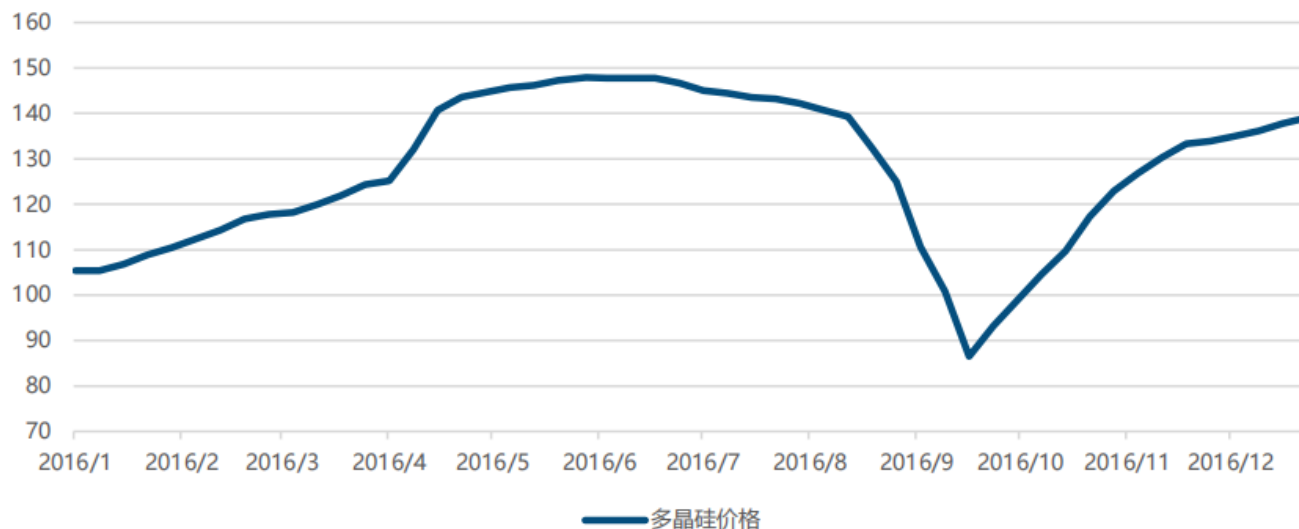
图：2025 年第 5 周电力现货市场价格均价（虚线为燃煤发电基准价）



# 分布式新政与电价市场化改革，或催化25H1抢装

- **预计2025H1终端将出现抢装行情**
- **分布式新政：**430之后，大型工商业分布式将原则上全部自发自用；一般工商业分布式将不得全额上网
- **电价市场化改革：**新能源上网电量全面进入市场、上网电价由市场形成；531之前，机制电价按现行政策执行，不高于燃煤基准价；531之后，机制电价由市场化竞价形成（我们预计将低于老政策）
- 参考2016年“630”抢装，抢装前2个月开始多晶硅价格出现大幅反弹，但抢装结束后，需求骤降导致多晶硅价格快速回落；如果25H1抢装行情能够兑现，**预计3-5月多晶硅价格将有偏强运行的动能，随后价格将出现回落**

2016年多晶硅价格表现（元/千克）



数据来源：硅业分会，中信建投期货

# 目前市场矛盾与潜在演变

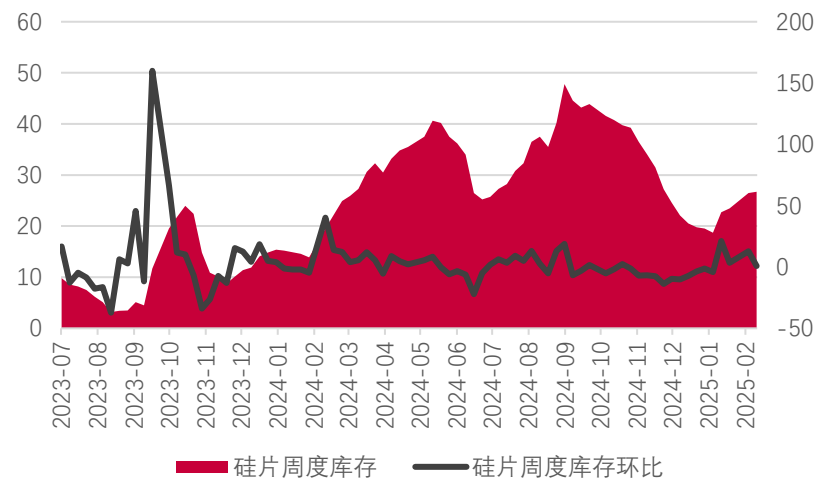
## ■ 为何抢装预期渐起，但多晶硅期货未有明显反应？

- ✓ 1、PS2506锚定2025年6月价格，基于前述分析，预计抢装后需求回落，将导致**6月多晶硅价格偏弱**
- ✓ 2、近期硅片环节垒库压力增加，**硅片基本面恶化**使得2月排产小幅下调，拖累多晶硅需求
- ✓ 3、前期硅片厂大量抄底低价硅料，隐性库存储备充足下，并不急于采购目前的高价硅料，导致**短期内多晶硅库存总量压力依然较大**

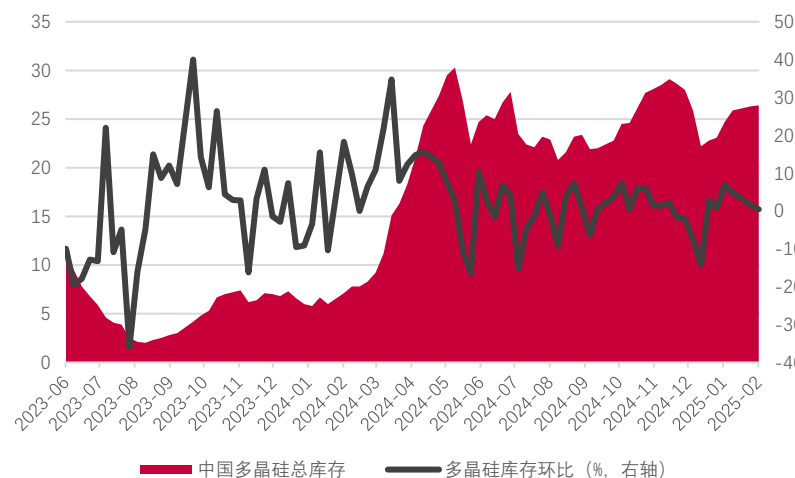
## ■ 但我们也看到了积极的一面：

- ✓ 1、虽然2025年6月价格可能回落，但价格下跌并非一蹴而就，相较目前价格而言，**仍有反弹空间**
- ✓ 2、目前业主多在评估政策影响，尚未有大规模订单放量，后市组件采购回升带动的正反馈，**有望消化硅片库存**
- ✓ 3、我们积极地看到，多晶硅隐性库存正在被快速消化，据我们测算**1月底多晶硅隐性库存约13-14万吨，相较12月底去库将近4万吨**

硅片库存（GW）



多晶硅库存（万吨）



多晶硅库存变动推演（万吨）

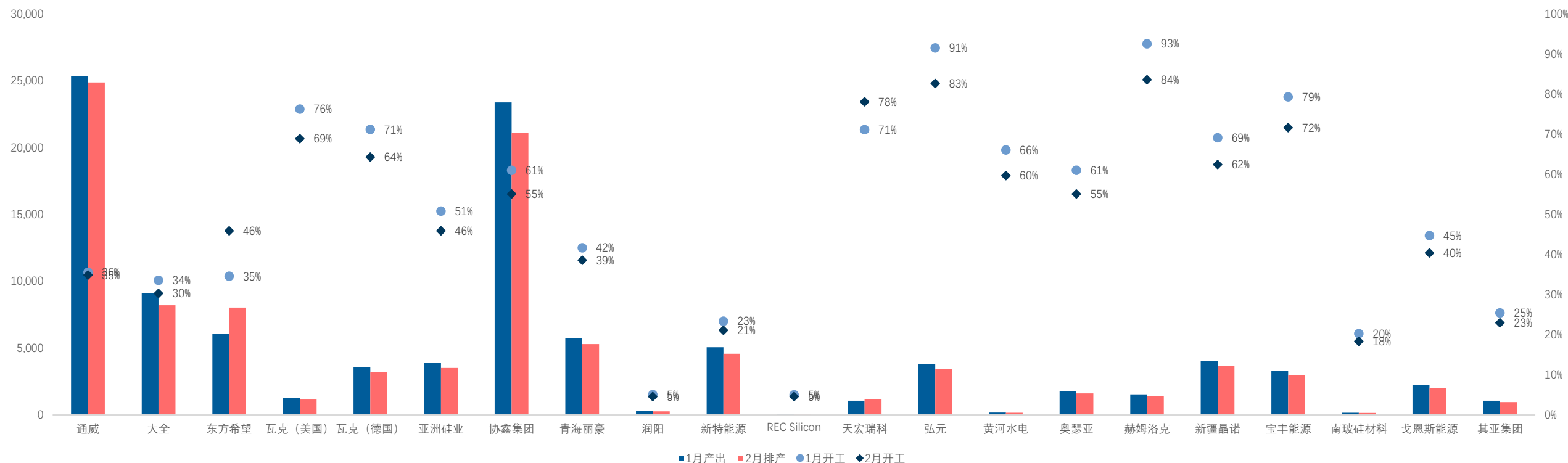
	2024	2025
单位：万吨	12月	1月
多晶硅供应	10.66	9.95
硅片需求	10.10	9.84
半导体需求	0.40	0.35
需求合计	10.50	10.19
库存变动	0.16	-0.24
上期累计库存	39.78	39.94
本期累计库存	39.94	39.70
显性库存	22.20	25.90
隐性库存	17.74	13.80
显性库存变动	-6.90	3.70
隐性库存变动	7.06	-3.94

数据来源：SMM、硅业分会，中信建投期货测算

# 多晶硅2月排产小幅下调，短期库存压力依然存在

- 硅业分会数据显示，多晶硅 1 月产量 9.67 万吨，2 月排产或进一步下调至 9.4 万吨左右
- 虽然排产处于低位，但目前核心关注点在于库存环节，目前SMM数据显示多晶硅库存约25-26万吨上下，消化压力依然较大；如考虑隐性库存，则硅业分会数据显示，截至1月底多晶硅库存累计约为39.7万吨
- 由于多晶硅供给相对刚性，复产仍需再爬产，因此如果抢装兑现，供需错配下有可能会出现多晶硅供需紧缺的情形

图：多晶硅2月各企业排产情况（吨）

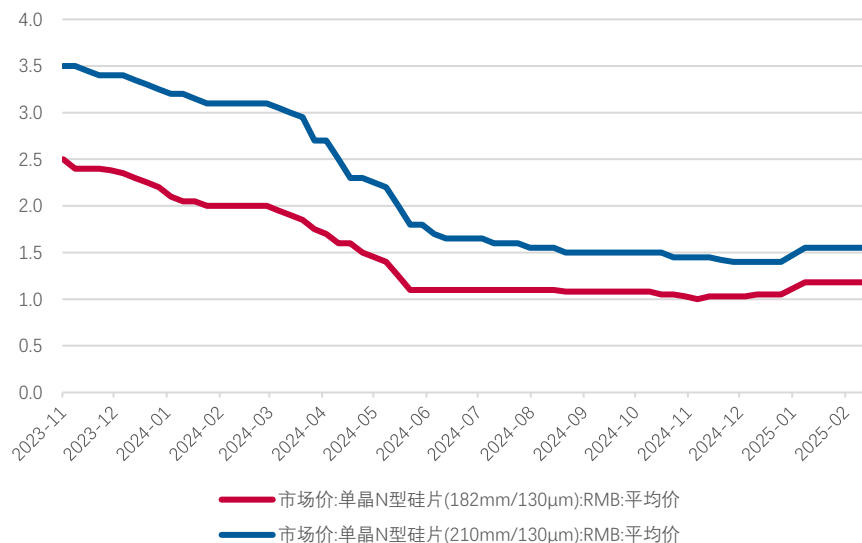




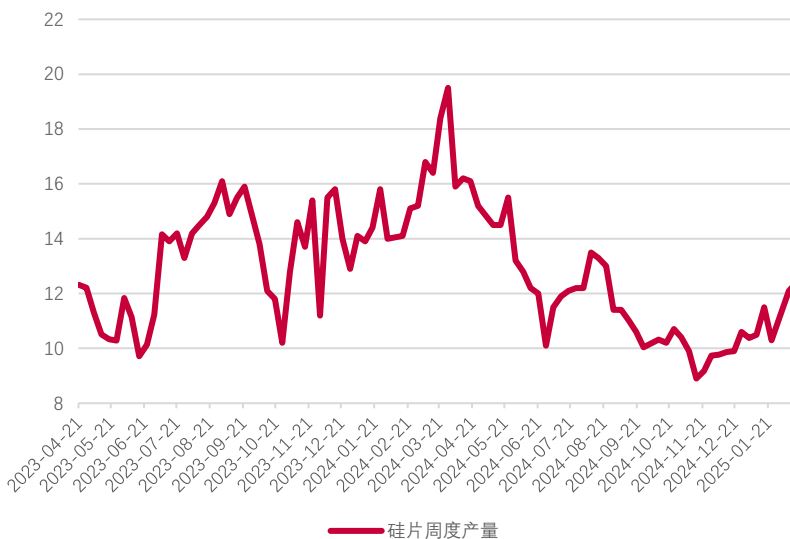
# 硅片紧缺得到修复，但库存压力增加

- 硅片春节前持续去库，导致供需出现阶段性紧缺，不过春节前电池片企业因休假较早，导致**硅片需求环比减弱，库存出现累库迹象**，使得前期供需偏紧的情况得到修复，目前处于紧平衡
- 硅片厂家策略较为灵活，适时调整开工以基本匹配下游电池片环节产量，专业化龙头继续降负荷或小幅拖累多晶硅需求，**硅业分会预计 2 月硅片产量 44GW 左右，相较 1 月小幅减产**
- 硅片进一步减产的空间或相对有限，未来更应该关注下游环节稼动率变化，对硅片库存的影响

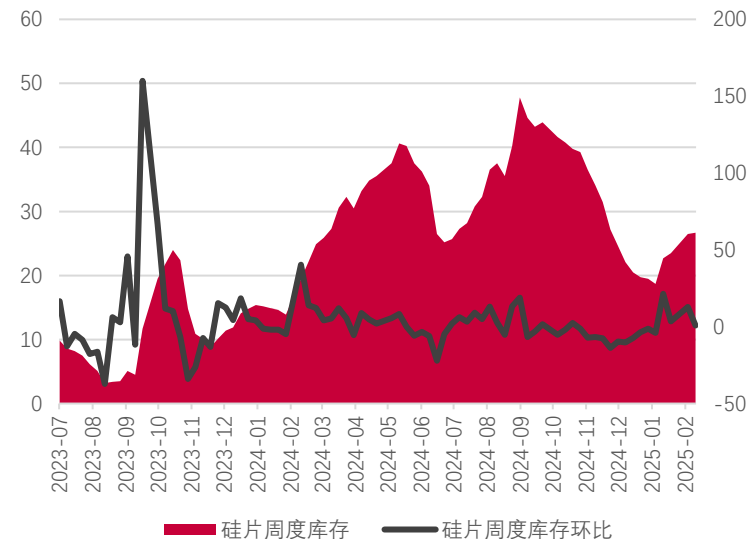
图：N型硅片价格（元/W）



图：硅片产量（GW）



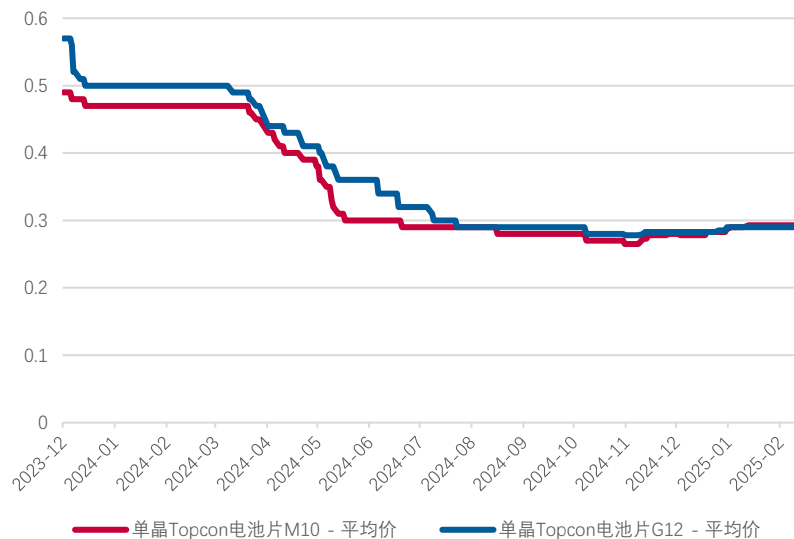
图：硅片库存（GW）



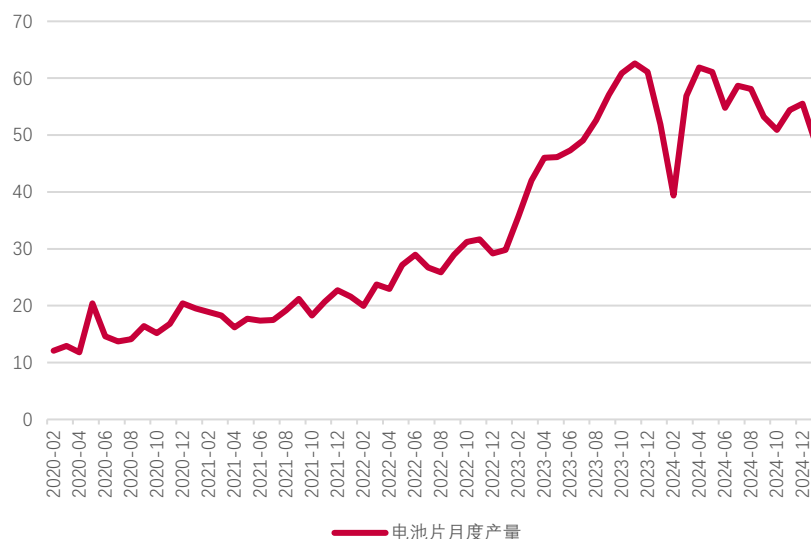
# 电池片库存增加，后市表现将影响中上游修复

- 电池片近期也有垒库迹象
- 多晶硅价格上涨兑现的关键前提是下游硅片厂实际采购需求增加，与硅片基本面相挂钩，而硅片基本面修复情况则取决于电池片环节
- 如果说组件价格回暖是抢装兑现的风向标，那么电池片环节的好转就是主材中上游修复的风向标

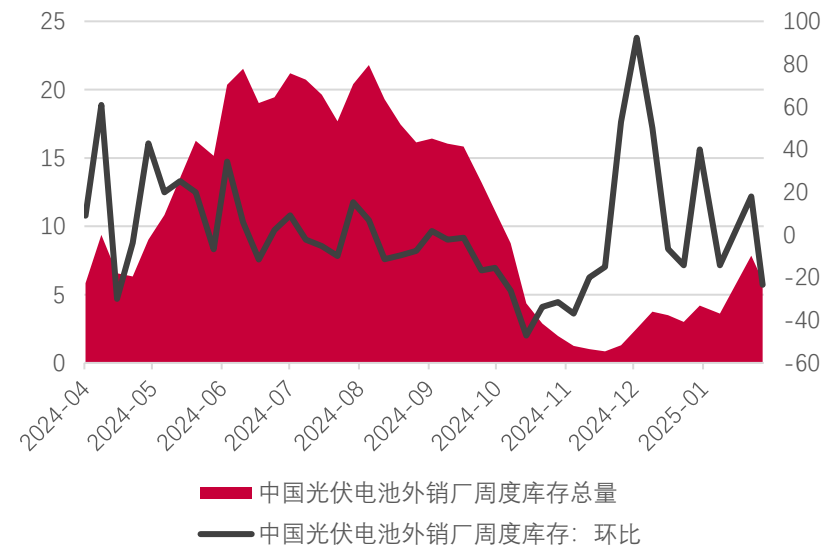
图：TOPCon电池片价格（元/W）



图：电池片产量（GW）



图：电池片库存（GW）

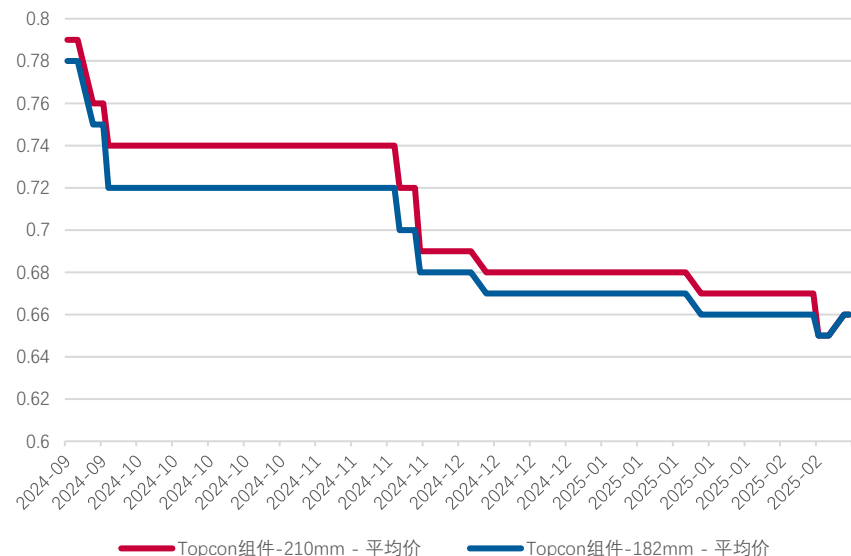




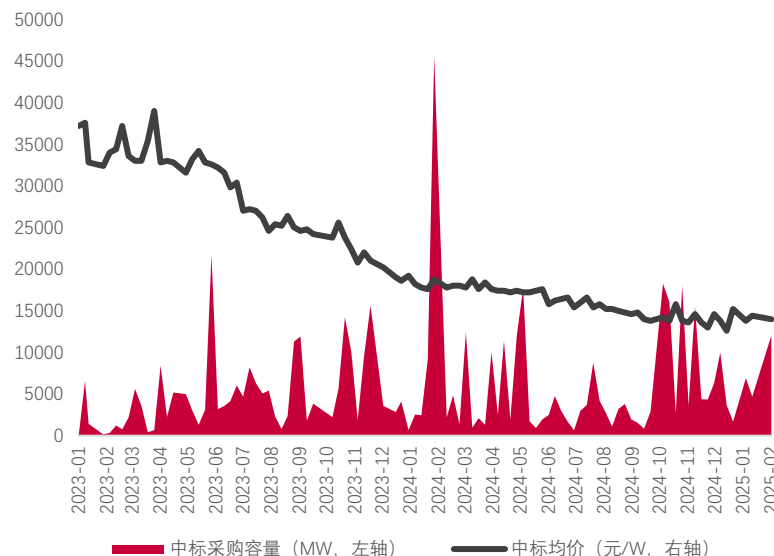
# 组件表现边际好转

- 招投标市场上，组件加权中标价格高于CPIA公布的0.69元/W指导成本，并向0.7元/W以上试探，限价自律机制效果显著，中标数量也好于去年同期
- 零售市场上，分布式订单量有所回升，价格报涨1-2分；TOPCon组件在0.62-0.65元/W的低价区间交付量有所缩减
- 海外市场方面，组件出口维持低迷，但近期欧洲市场逐步酝酿涨价，不过终端能否接受尚待观望，目前涨价尚未顺利向上传导

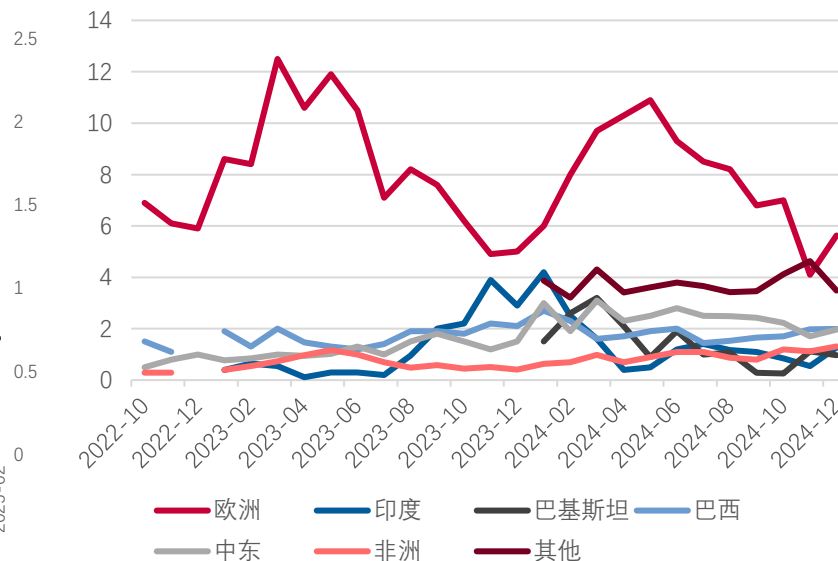
图：TOPCon组件价格（元/W）



图：组件中标情况



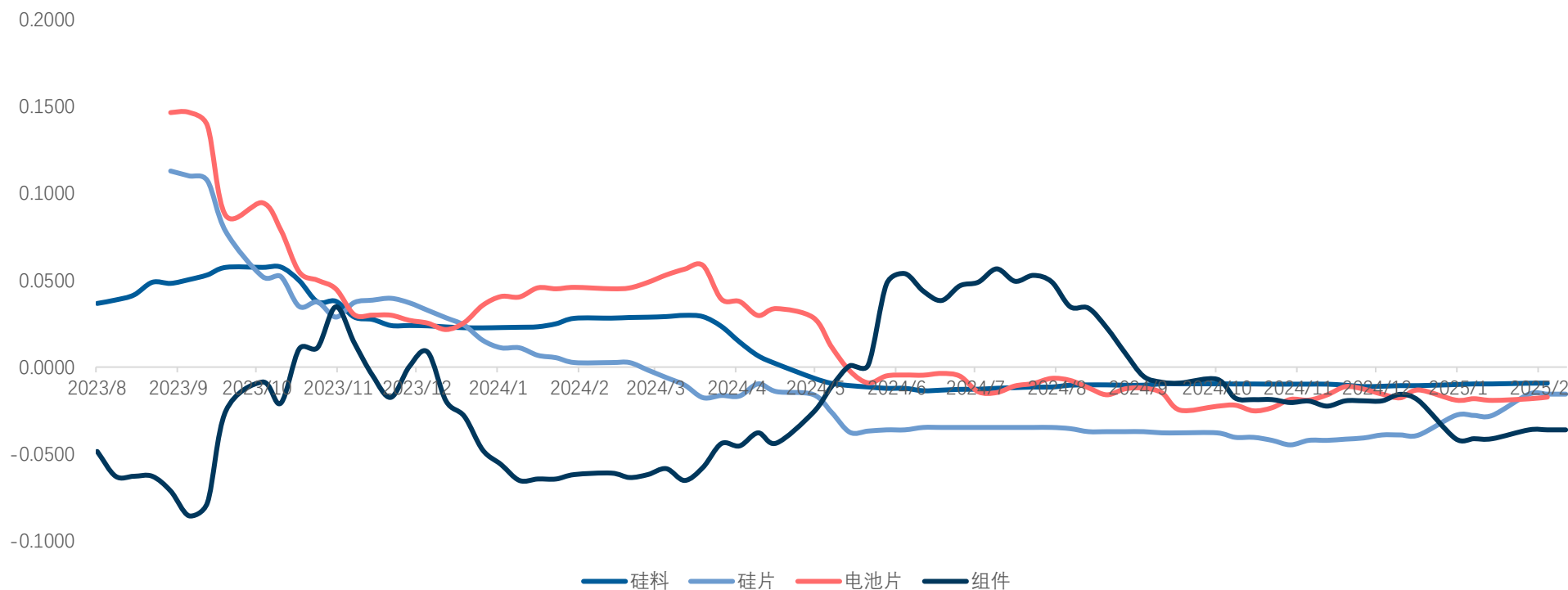
图：组件出口量（GW）



# 产业链利润集中在上游，原料端涨价落地需要看到下游利润修复

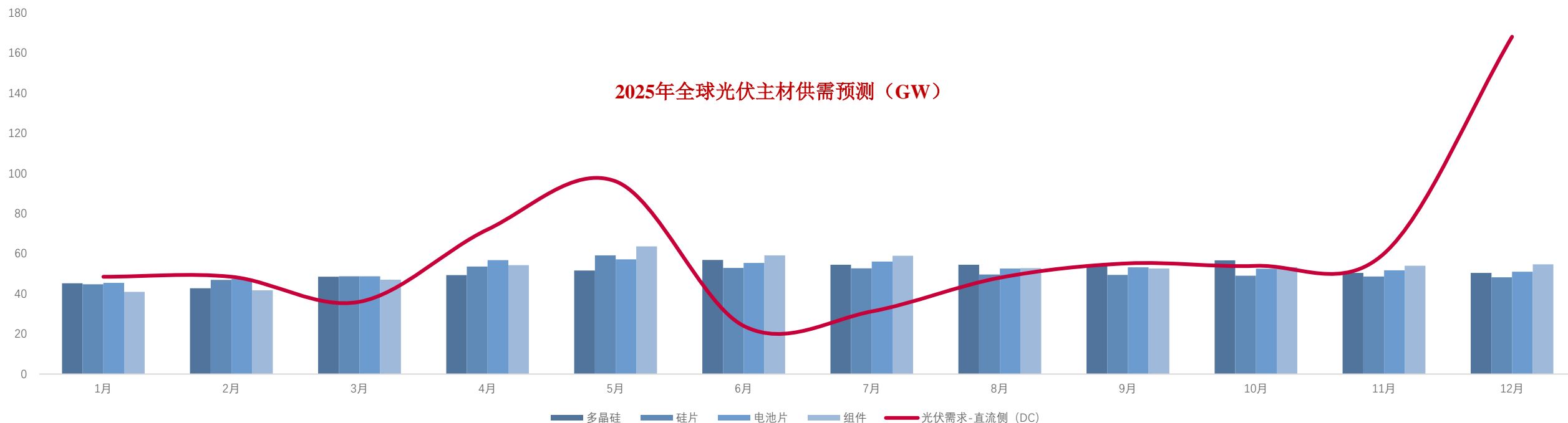
- 产业链利润分配（单W净利，元/W）：**多晶硅（-0.009）>硅片（-0.0156）>电池片（-0.0173）>组件（-0.0362）**
- **目前产业链“利润”仍集中在上游，短期内多晶硅试图涨价显然难以落地，因此后期我们更需要看到下游环节因抢装到来等因素而出现的利润修复，届时多晶硅的涨价才有落地可能**

图：光伏主材单W净利（元/W）



# 总结

- 我们认为430与531抢装兑现概率较高，有望带动未来多晶硅价格上涨，但是存在前提条件：需要看到多晶硅实际采购需求好转
- 多晶硅实际采购需求好转=硅片厂隐性原料库存消化+硅片基本面好转
  - ✓ 据我们测算，目前下游硅片厂的原料库存去库速度较快，现有原料消化完毕后或有补库需求
  - ✓ 而硅片环节基本面能否好转，直接与下游利润修复相挂钩，但目前具有不确定性，需要看到电池与组件两个环节量价齐升
- 最后，由于2025年6月恰逢抢装结束，不宜过度乐观估计PS2506的上方高度
- 操作上，PS2506预计运行区间43800-44800元/吨，轻仓布多



# 谢谢！请指正 |

欢迎扫码关注官方微信号



中信建投期货研究



CFC商品策略研究

中信建投期货 · 研究发展部

重庆/上海

[www.cfc108.com](http://www.cfc108.com)