

多晶硅专题报告

2024 年 12 月 26 日

研究员：陈寒松

期货从业证号：

F03129697

投资咨询证号：

Z0020351

联系方式：

✉:chenhansong\_qh@chinastock.com.cn

## 多晶硅期货上市首日点评

### 第一部分 摘要

多晶硅期货上市首日受到市场高度关注，加权成交金额 416 亿，处于期货市场靠前水平。多晶硅期货上市合约为 PS2506 至 PS2512 合约，挂牌基准价均为 38600 元/吨，上市首日集合竞价均涨停至 44000 元/吨。开盘后下跌，尾盘主力合约收于 41570 元/吨，相较于挂牌价收涨 7.69%。涨停板附近高开主要系上市前市场看涨预期较为一致，开盘后下跌更多体现期货价格的估值修复。

多晶硅期货价格锚定最便宜交割品牌的 N 型料现货价格。目前交易所批复的交割品牌企业现货均有一定的品牌溢价，开工率降至低位后，低价于现金成本出货的意愿不强。参考目前最低可交割货源现货价格考虑期现套利成本后，期货价格 42000 元/吨以下基本不存在期现正套空间。

基本面方面，硅片环节排产增加且多晶硅原料库存处于低位，后市虽然存在季节性淡季，但目前对多晶硅需求刚性，短期多晶硅企业议价能力偏强。当前多晶硅库存虽超过 30 万吨，但 12 月进一步减产后，多晶硅月产降低至 10 万吨以下，已经存在供需缺口，预计 2025 年 Q1 多晶硅环节可能持续去库。上市首日，期货价格收于现货价格估值水平，市场仍存在一定分歧，但当前多晶硅现货价格基本处于大部分厂商现金成本附近，向下空间不大，逢低多配仍具有较高性价比。

#### 交易策略：

**单边：** 42000 元/吨以下可以多单持有，后市仍建议逢低多配

**套利：** 2025 年 Q1 若没有大规模复产，则 06 和 11 合约仍有正套机会

**期权：** 12 月 27 日期权上市后，短期可卖出执行价格 40000 元/吨以下的看跌期权

**风险提示：** 硅片企业大规模减产

## 第二部分 多晶硅期货首日运行情况

多晶硅期货上市合约为 PS2506、PS2507、PS2508、PS2509、PS2510、PS2511、PS2512 合约，挂牌基准价均为 38600 元 /吨，上市首日集合竞价除 07 合约外均涨停至 44000 元/吨。开盘后大幅下跌，尾盘主力合约收于 41570 元/吨，相较于挂牌价收涨 7.69%。主力合约 PS2506 合约成交量 301655 手，加权成交量 331253 手；主力合约持仓量 31271 手，加权持仓量 39699 手；主力合约成交金额 379 亿，加权成交金额 416 亿。

图1：多晶硅期货合约首日运行情况

合约名称	最新	现手	买价	卖价	买量	卖量	成交量	涨跌	涨幅%	持仓量	日增仓	开盘	最高	最低	结算
多晶硅加权 <sup>o</sup>	41640	11	----	----	----	----	331253	3040	7.88%	39699	39699	43995	43995	41070	41960
多晶硅主连	41570	11	41570	41580	1	12	301655	2970	7.69%	31271	31271	44000	44000	41010	41845
多晶硅2506 <sup>M</sup>	41570	11	41570	41580	1	12	301655	2970	7.69%	31271	31271	44000	44000	41010	41845
多晶硅2507	41535	1	41405	41605	1	2	7069	2935	7.60%	2338	2338	43950	44000	41035	42540
多晶硅2508	41560	1	41505	41575	2	8	2722	2960	7.67%	697	697	44000	44000	41075	42495
多晶硅2509	41600	1	41555	41600	1	6	2537	3000	7.77%	617	617	44000	44000	41105	42230
多晶硅2510	41525	1	41345	41665	8	1	1720	2925	7.58%	410	410	44000	44000	41040	42060
多晶硅2511	41500	1	41465	41510	1	1	7514	2900	7.51%	2263	2263	44000	44000	40865	41580
多晶硅2512	43000	1	42960	42970	1	1	8036	4400	11.40%	2103	2103	44000	44000	42015	43120

数据来源：银河期货、文华财经

## 第三部分 首日行情分析

### 一、行情走势逻辑分析

多晶硅期货集合竞价几乎全合约涨停，核心逻辑在于：（1）下半年以来光伏行业政策密集，市场存在一定的供给侧改革预期；（2）12月以来多晶硅企业持续减产，多晶硅月产降低至 9.8 万吨，存在供需缺口；（3）12月 24 日多晶硅一线厂商发布减产公告；（4）多晶硅期货市场关注度较高，看涨情绪较浓。

多晶硅期货早盘开盘后价格下行，最低下跌至 41010 元/吨，午盘窄幅震荡，收于 41570 元/吨。核心逻辑在于：（1）当前多晶硅库存仍然超过 30 万吨，后市对价格形成压制；（2）2025 年一季度为光伏行业传统淡季，多晶硅需求偏弱；（3）当前多晶硅 N 型致密料现货均价 39.5 元/kg，44000 元/吨的期货价格估值偏高。

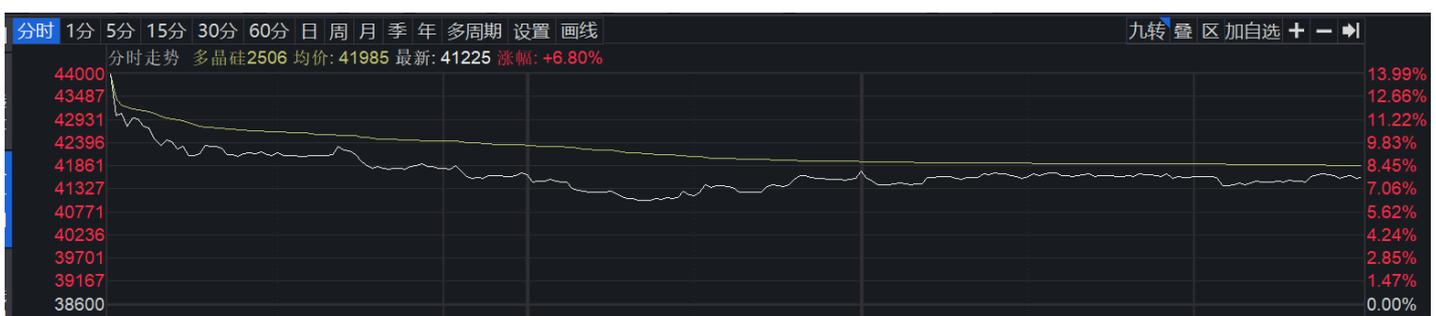
月差方面：PS2506~PS2511 合约整体呈现 back 结构，PS2512 合约升水幅度较大。11 月集中注销仓单，且生产日期三个月以外的多晶硅无法再次入库，11 月现货价格承压，

因而 11 合约相较于 12 合约贴水。

## 二、多晶硅期货的定价

多晶硅期货采取基准交割品和替代交割品相结合的模式，期货价格锚定基准交割品基本是市场共识。此外，多晶硅期货采取品牌交割制度，因而多晶硅期货价格将锚定最便宜交割品牌 N 型料现货价格。目前交易所批复的交割品牌有通威股份、大全能源、亚洲硅业、新特能源、青海丽豪。五家企业多晶硅现货均有一定的品牌溢价，且开工率降至低位后，低价于现金成本出货的意愿不强，因而期货价格向下有支撑。参考目前最低可交割货源现货价格考虑期现套利成本后，期货价格 42000 元/吨以下基本不存在期现正套空间。

图2：多晶硅期货主力合约日内价格走势



数据来源：银河期货、IFIND

图3：SMM多晶硅报价

多晶硅复投料 i	37~39	38.0	0	元/千克	12-26	<a href="#">↗</a>
多晶硅致密料 i	35~36	35.5	0	元/千克	12-26	<a href="#">↗</a>
多晶硅菜花料 i	33~34	33.5	0	元/千克	12-26	<a href="#">↗</a>
N型颗粒硅	36~37	36.5	0	元/千克	12-26	<a href="#">↗</a>
颗粒硅	33~35	34.0	0	元/千克	12-26	<a href="#">↗</a>
多晶硅价格指数		37.4	0	元/千克	12-26	<a href="#">↗</a>
N型多晶硅料	39~42	40.5	0	元/千克	12-26	<a href="#">↗</a>
电子级多晶硅	28~29	28.5	0	美元/千克	12-26	<a href="#">↗</a>
海外光伏级多晶硅价格	13.5~20	16.75	0	美元/千克	12-26	<a href="#">↗</a>

数据来源：银河期货、SMM

表 1: 多晶硅 2506 合约套利成本 (元/吨)

类别	仓储成本	资金成本	入库费	手续费	合计
单价	4 (元/吨/天)	3% (年)	25 (元/吨)	1 (元/吨)	1319
PS2506合约	600	693	25	1	

数据来源: 银河期货、广州期货交易所

## 第四部分 基本面情况

### 一、多晶硅价格持续下跌已触发行业负反馈

自 3 月以来多晶硅价格持续下跌, 5 月份多晶硅现货价格跌破大部分厂家的现金成本线, 厂家开始大规模减产。截至 12 月, 多晶硅行业开工率已降低至 35% 左右。预计 12 月多晶硅产量 9.8-10 万吨, 环比 11 月降低 20% 左右。(图 6 多晶硅综合售价按照 N 型料比例 70% 测算)

图 4: 12 月多晶硅行业开工情况

产能单位: 万吨			
地区	总产能	开工产能	开工率
新疆	83.5	29.5	35%
内蒙古	98.0	43.5	44%
四川	32.5	5.0	15%
云南	26.0	0.0	0%
江苏	10.5	7.0	67%
青海	27.0	13.0	48%
陕西	1.8	0.5	28%
甘肃	5.0	2.0	40%
宁夏	5.0	1.5	30%
<b>总计</b>	<b>289.3</b>	<b>102</b>	<b>35%</b>

图 5: 多晶硅行业平均现金利润测算 (元/吨)



数据来源：银河期货，百川盈孚

数据来源：银河期货，SMM、百川盈孚

## 二、组件环节高库存依旧，限制全产业链价格高点

年底终端装机市场抢装机不及预期，国内组件环节库存 52GW，欧洲市场库存 50GW。组件环节涨价受阻，利润并不乐观，2025 年 Q1 组件环节排产量可能下调。组件端供需宽松，上游涨价传导或有不畅，拖累全产业链价格高点。

图 6：光伏组件月度产量、N 型渗透率 (GW, %)

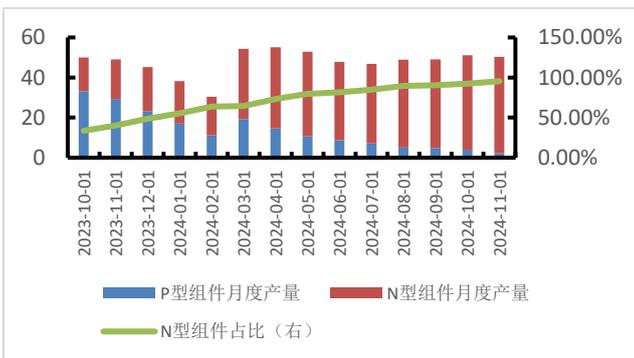
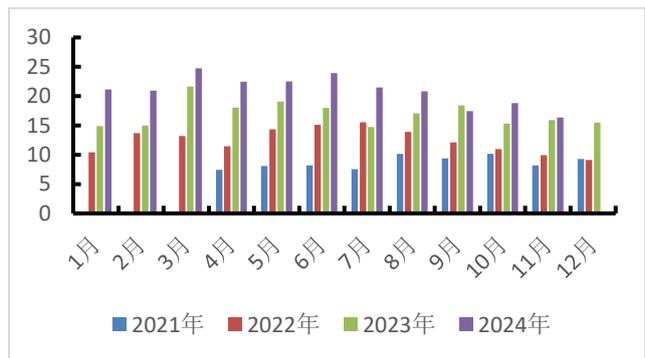


图 7：组件出口量 (GW)



数据来源：银河期货，SMM

数据来源：银河期货，SMM

图 8：光伏组件库存 (GW)



图 9：N 型组件理论利润 (元/W)



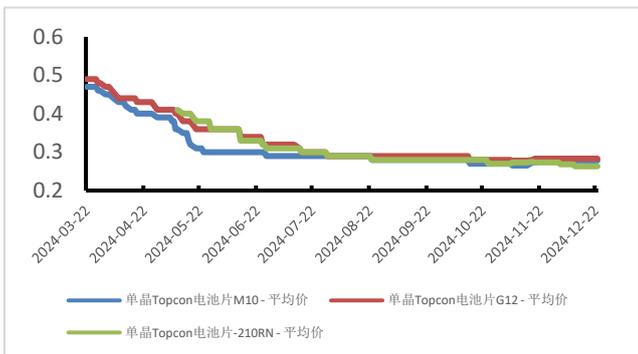
数据来源：银河期货，SMM

数据来源：银河期货，SMM

## 三、电池开始累库

12 月中旬专业化电池厂家库存已再度积累，预计 2025 年 Q1 季节性需求淡季的背景下，电池环节可能持续累库。

图 10: 光伏电池价格 (元/W)



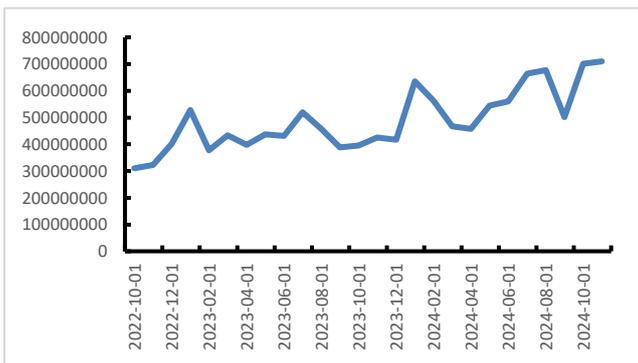
数据来源: 银河期货, SMM

图 11: 光伏电池产量 (GW)



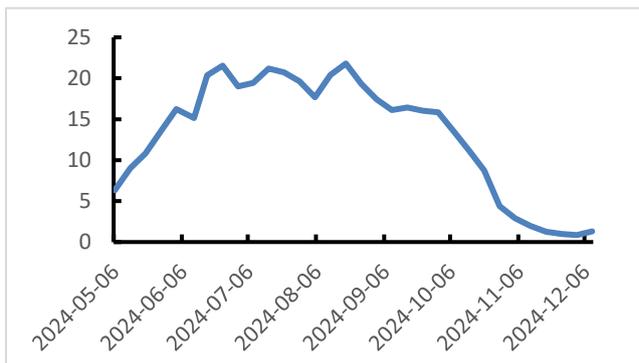
数据来源: 银河期货, SMM

图 12: 光伏电池片出口数量 (个)



数据来源: 银河期货, SMM

图 13: 电池外销厂库存 (GW)

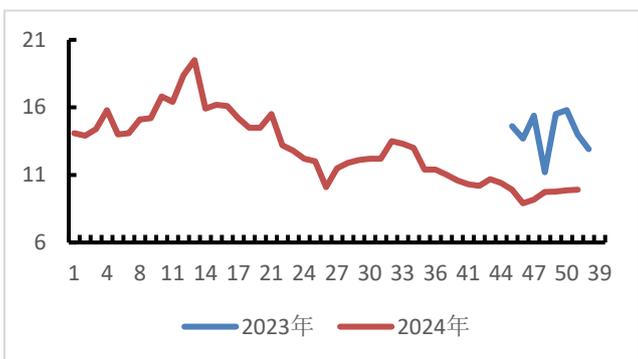


数据来源: 银河期货, SMM

#### 四、硅片排产增加, 多晶硅刚需

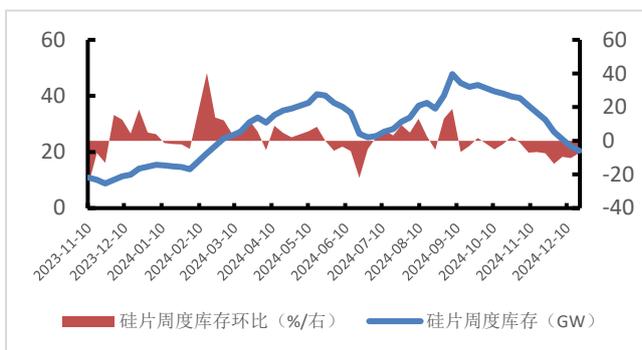
下半年以来硅片环节持续减产, 连续三个月存在供需缺口, 截至 12 月中旬, 硅片环节库存已降低至 20GW 左右, 已无库存压力。11 月硅片产量仅 42GW, 12 月排产或增加 10% 至 45-46GW。10 月、11 月硅片合计产量 88.29GW, 对多晶硅需求为 19.42 万吨。10 月、11 月多晶硅产量合计 24.31 万吨, 多晶硅累库 9 万吨, 意味着 10、11 月硅片环节消耗自有原料库存 4 万吨左右。当前硅片环节多晶硅原料库存已下降至低位, 在硅片环节排产增加的背景下, 硅片逐渐对多晶硅表现为刚需。

图 14: 硅片周度产量 (GW)



数据来源: 银河期货, SMM

图 15: 硅片库存 (GW)

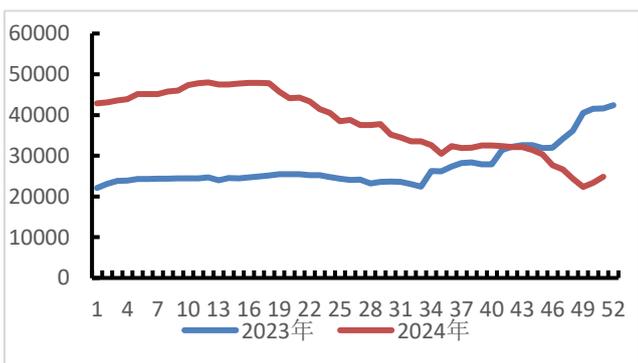


数据来源: 银河期货, SMM

### 五、库存是多晶硅最大的压力，但需关注 2025 年 Q1 多晶硅企业复产情况

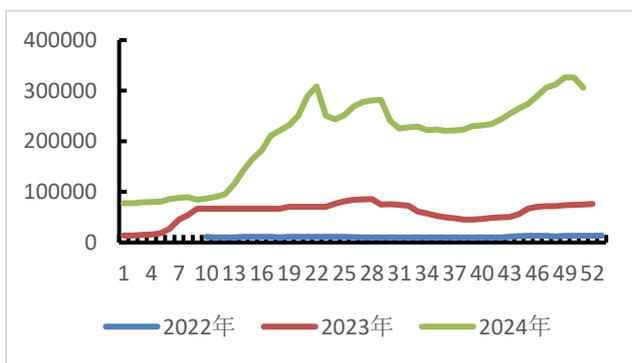
多晶硅企业 11 月份以来进一步扩大减产规模，但硅片低排产且采购意愿不强，多晶硅近三个月快速累库。截至 12 月中旬，多晶硅库存仍保持在 30 万吨左右，为 12 月产量的 3 倍量级。倘若 2025 年 Q1 多晶硅企业并未复产，则 Q1 多晶硅库存不会再度积累。4 月份多晶硅开始注册仓单，交割库将消化部分现货，届时多晶硅现货价格相对坚挺。（即便是 2025 年 3 月多晶硅企业大规模复产，按照多晶硅产能 2-3 个月爬坡期测算，3、4 月份多晶硅亦不会显著累库）。

图 16: 多晶硅周度产量 (吨)



数据来源: 银河期货, SMM

图 17: 多晶硅工厂库存 (吨)



数据来源: 银河期货, 百川盈孚

## 第五部分 行情展望及操作策略

### 一、行情展望

硅片环节排产增加且多晶硅原料库存处于低位，后市虽然存在季节性淡季，但目前对多晶硅为刚需，短期多晶硅企业议价能力偏强。当前多晶硅库存虽超过 30 万吨，但 12 月进一步减产后，多晶硅月产降低至 10 万吨以下，已经存在供需缺口，预计 2025 年 Q1 多晶硅环节可能持续去库。上市首日，期货价格收于现货价格估值水平，市场仍存在一定分歧，但当前多晶硅现货价格基本处于大部分厂商现金成本附近，向下空间不大，逢低多配仍具有较高性价比。

### 二、交易策略

**单边：** 42000 元/吨以下可以多单持有，后市仍建议逢低多配

**套利：** 2025 年 Q1 若没有大规模复产，则 06 和 11 合约仍有正套机会

**期权：** 12 月 27 日期权上市后，短期可卖出执行价格 40000 元/吨以下的看跌期权

### 作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

### 免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

### 联系方式

---

#### 银河期货有限公司 大宗商品研究所

北京：北京市朝阳区建国门外大街 8 号北京 IFC 国际财源中心 A 座 31/33 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号上海白玉兰广场 28 层

网址：[www.yhqh.com.cn](http://www.yhqh.com.cn)

电话：400-886-7799