

季度报告-工业硅

削肉难医骨，量起方回春



东方证券
ORIENT SECURITIES

期货

走势评级：工业硅：震荡
报告日期：2025 年 4 月 3 日

★成本还有多少下降空间

目前盘面价格已经打到新疆大厂的外购电现金成本线，北方除自备电产能外，基本均处于亏损或盈亏边缘线附近。西南若不考虑电价下调，测算丰水期现金成本在 11000 元/吨左右（折盘面）。若考虑电价下调，现金成本或降至 10300 元/吨左右（折盘面）。西南丰水期想实现盈利较为困难，但若盘面上涨将给到硅厂套保机会。

★大厂减产落地

假设新疆大厂西部基地开炉维持现状，东部基地 4-5 月开炉 22 台，此后逐步复产到 49 台，丰水期高点西南复产 40%，新增产能继续投产，部分小厂在亏损下出现减产，预计 24Q2 工业硅总供给 106 万吨，同比-25%，全年总供给 460 万吨，同比-18%。

★需求萎靡不振

多晶硅和有机硅当前产量减至低点，5 月起排产或有回升。铝合金表现稳定。出口受政策影响，短期之内或将下行。预计 Q2 工业硅需求量 111 万吨，同比-20%，全年总需求 470 万吨，同比-7%。

★后市展望：削肉难医骨，量起方回春

4-5 月份工业硅有可能进入去库，叠加年底的枯水期，全年去库体量或达 10 万吨左右，但是本质上去库与新疆大厂的减停产节奏有较大关系。但目前工业硅行业库存高企，10 万吨的去库量级对基本面难以带来太大的变化。此外，硅厂对于套保、后点价等方式越来越熟练的掌握也限制了盘面的上方空间。对于盘面的下方空间，主要需要考虑以下两点：1) 成本与减产。当“狼来了”的故事出现太多次，市场或也将对此类叙事感到麻木。但若价格继续下探，则建议关注大厂的现金流风险。2) 估值标的切换，新标 421# 当作 99 硅销售。考虑现货价格或继续向大厂成本线走跌，以及新合约下新标 421# 800 元/吨的升水，则意味着较差情况下，盘面或将跌至 9000 元/吨左右。总体来看，若无政策助力，工业硅向上驱动乏力，盘面或在 9000-10500 元/吨运行，单边建议关注盘面反弹后的逢高沽空机会。套利建议关注 Si2511-Si2512 反套机会。

★风险提示：供给变化超预期，政策超预期。

孙伟东 有色金属首席分析师
从业资格号：F3035243
投资咨询号：Z0014605
Tel: 8621-63325888
Email: weidong.sun@orientfutures.com

联系人 肖嘉颖 分析师（有色金属）
从业资格号：F03130556
Email: jiaying.xiao@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。

目录

1、行情回顾	4
2、成本还有多少下降空间?	5
3、大厂减产落地	8
4、需求萎靡不振	11
4.1、多晶硅：清晰的现实	11
4.2、有机硅：挺价的决心	12
4.3、铝合金：刚需的采购	16
4.4、出口：政策的影响	18
5、后市展望：削肉难医骨，量起方回春	18
6、风险提示	20

图表目录

图表 1：工业硅期现货价格走势.....	5
图表 2：中国电力价格.....	6
图表 3：中国电极价格.....	6
图表 4：中国硅煤价格.....	7
图表 5：台塑高硫焦平均价.....	7
图表 6：中国硅石价格.....	7
图表 7：中国木炭价格.....	7
图表 8：2025 年丰水期主产区工业硅现金成本（折盘面）.....	8
图表 9：中国工业硅开工率.....	9
图表 10：新疆工业硅开工率.....	9
图表 11：云南工业硅开工率.....	10
图表 12：四川工业硅开工率.....	10
图表 13：2025 年工业硅新产能规划.....	10
图表 14：多晶硅现货价格.....	12
图表 15：多晶硅周度毛利润.....	12
图表 16：中国多晶硅周度库存.....	12
图表 17：中国多晶硅企业排产.....	12
图表 18：房地产商品房销售面积.....	13
图表 19：北上广深二手房成交面积.....	13
图表 20：100 大中城市成交土地占地面积.....	13
图表 21：100 大中城市成交土地溢价率.....	13
图表 22：房地产新开工施工面积.....	14
图表 23：房地产竣工面积.....	14
图表 24：光伏新增装机量.....	14
图表 25：新能源车月度销量.....	14
图表 26：中国有机硅月度出口量.....	15
图表 27：中国有机硅分地区出口量.....	15
图表 28：中国有机硅 DMC 价格.....	16
图表 29：中国有机硅 DMC 周度利润.....	16
图表 30：中国有机硅 DMC 周度库存.....	16
图表 31：中国有机硅 DMC 周度产量.....	16
图表 32：中国汽车月度产量.....	17
图表 33：铝合金 ADC12 理论利润.....	17
图表 34：中国原生铝合金产量.....	17

图表 35：中国再生铝合金产量.....	17
图表 36：工业硅月度出口量.....	18
图表 37：工业硅月度进口量.....	18
图表 38：工业硅月度供需平衡表.....	20
图表 39：SMM 工业硅社会库存.....	20
图表 40：SMM 工业硅样本工厂库存.....	20

1、行情回顾

2025Q1 又是工业硅价格震荡走低的一个季度。2025 年 1 月，期货盘面在 10500-11000 元/吨一线震荡。春节前空头止盈离场，带动盘面略有上行。春节后，工业硅再度走出流畅的下跌行情，主要是因为北方小厂的大规模减停产迟迟未现，相反新疆大厂节后逐步复产、新增产能继续投产，而下游有机硅却开启减产，导致枯水期工业硅库存仍不断累积。此外，新标 421# 交割体量远超此前市场预期，目前新标 421# 占总仓单量近 30%，且龙头企业持续交仓新标 421#，带动盘面或转为新标 421# 定价。截至 4 月 2 日，工业硅主力合约收盘价 9760 元/吨，较年初下跌 12%。

图表 1：工业硅期现货价格走势



资料来源：SMM，东证衍生品研究院

2、成本还有多少下降空间？

在 2025 年年报中，我们虽然已经考虑了原材料成本的下跌，但从 Q1 走势来看，原材料价格的下降仍超出我们此前的预期，进而带动工业硅价格继续深跌。进入 Q2，我们对原材料价格如此展望：

电价：去年年底伊犁兵团计划取消电价补贴，但由于工业硅价格快速下跌，实际电价补贴并未取消，兵团电价仍维持 0.35 元/千瓦时左右，国网电价维持 0.386 元/千瓦时左右。Q2 西南将进入平丰水季，电价逐步下调。根据往年经验，保山丰水期电价在 0.32-0.36 元/千瓦时，云南其他地区电价在 0.37-0.40 元/千瓦时，四川电价在 0.34-0.38 元/千瓦时。但 3 月以来市场不断传言今年西南丰水期电价有进一步下调的可能，主要是因为西南水电相对丰富，且若电价不下调，则今年工业硅企业利润承压，不利于带动地方经济。但目前电价政策仍未落地，关注后续进展。

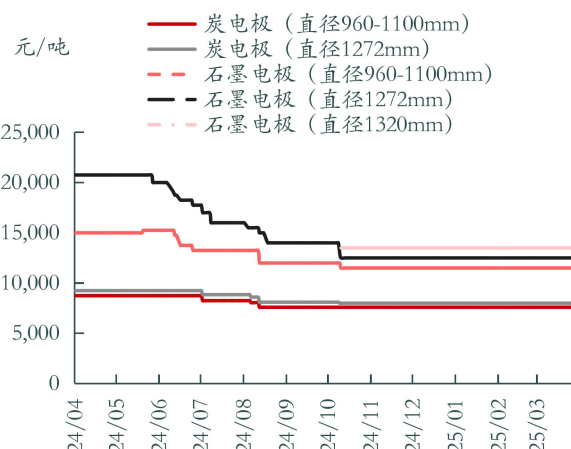
电极：25Q1 电极价格持稳。960-1100mm 直径碳电极、1272mm 直径碳电极分别 7600、8000 元/吨，960-1100mm 直径石墨电极、1272mm 直径石墨电极分别 11500、12500 元/吨，去年新出现的 1320mm 直径石墨电极单价 13500 元/吨。考虑到目前电极价格已经接近成本线，继续下跌空间不大，预计电极价格仍在此价位震荡。但对于工业硅生产而言，1320mm 新规格石墨电极的使用也使得工业硅单产再度提升、成本继续走低。

图表 2：中国电力价格

地区	电价（元/千瓦时）			
	2024年7月	2024年6月	2024年5月	2024年4月
新疆	0.35-0.38	0.35-0.38	0.35-0.38	0.35-0.38
云南怒江	0.37-0.40	0.44-0.47	0.5-0.52	0.51-0.53
云南保山	0.32-0.35	0.37-0.40	0.46-0.49	0.47-0.50
云南德宏	0.37-0.40	0.44-0.47	0.51-0.54	0.51-0.54
四川凉山	0.35-0.38	0.35-0.38	0.43-0.48	0.56-0.58
四川阿坝	0.34-0.38	0.34-0.38	0.42-0.47	0.48-0.54
四川乐山	0.28-0.36	0.30-0.38	0.42-0.47	0.58-0.63
四川雅安	0.35-0.39	0.35-0.39	0.45-0.50	0.53-0.58

资料来源：SMM，东证衍生品研究院

图表 3：中国电极价格

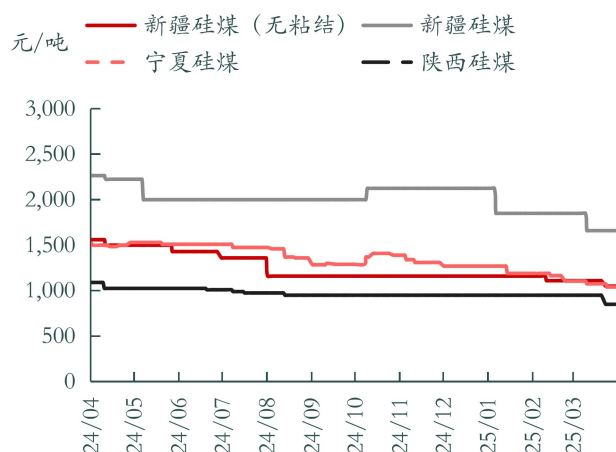


资料来源：SMM，东证衍生品研究院

硅煤：25Q1 各主产区硅煤价格均大幅走跌。新疆粘结煤质优量少，此前一直维持高价运行，但在工业硅利润承压下，高价差受到冲击，成为今年以来跌幅最大的煤种。截至3月底，新疆粘结煤单价 1660 元/吨，较年初下跌 22%。跌幅其次为宁夏煤、陕西煤、新疆无粘结煤，单价分别为 1040、850、1050 元/吨，较年初下跌 18%、11%、9%。宁夏煤主要面对西南硅厂，今年工业硅行情弱势，西南丰水期复产心态并不积极，导致原料补库热情不足。此外，宁夏矿口原煤可以同时加工成硅煤或焦煤，因此宁夏硅煤受焦煤价格联动大，焦煤价格走低变相利空宁夏硅煤价格。新疆粘结煤在运距优势下包揽疆内大厂订单，跌幅最小。硅煤价格虽然已经跌至近年低位，但在工业硅弱势行情传导下，恐仍有一定下行空间。

石油焦：工业硅主要使用的石油焦为台塑焦。25Q1 台塑焦价格先涨后跌，主要是因为1-2月国内炼厂检修、减产计划频出，供应端持续收缩，而春节前后下游备货需求支撑强劲，供需利好推动石油焦价格明显拉涨。工业硅利润承压、开工低位，对台塑焦需求不高，但其价格低廉的特点受到铝用碳素企业的关注，碳素企业入市采购，带动台塑焦价格整体有所抬升。但至2月下旬，前期价格上涨后，下游对高价石油焦的接受程度减弱，接货进度放缓，后续需求跟进不足，市场情绪出现回落，国内焦价格下跌后，炭素企业转而采购国产焦，台塑焦价格亦跟随下跌。往后看，考虑到工业硅深陷亏损，西南丰水期复工不及往年，对台塑焦需求一般，预计台塑焦价格维持低位震荡。

图表 4：中国硅煤价格



资料来源：SMM，东证衍生品研究院

图表 5：台塑高硫焦平均价

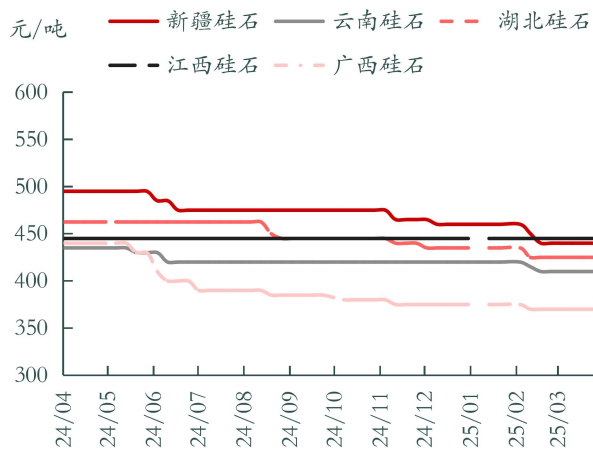


资料来源：SMM，东证衍生品研究院

硅石：如年报所言，一方面，2023-2024 年国内硅石采矿权大幅增加，且大厂多配套硅石矿山资源，外购需求不断降低；另一方面，工业硅价格一路走低，工业硅厂备采原料积极性下降，导致 25Q1 硅石价格也向下松动。截至 3 月底，新疆、云南、湖北硅石平均价分别为 440、410、425 元/吨，较年初下降 4%、2%、2%。但与其他原材料相比，硅石价格下跌幅度较小，主要是因为矿口挺价情绪强烈，且硅石在工业硅生产成本中的占比相对较小，因此工业硅厂对硅石价格的接受程度相对宽松。但是在硅石供给不断增加、需求难以回暖的大背景之下，预计硅石价格仍有一定下跌空间。

木炭：今年以来西南工业硅开工率处于历史同期最低水平，对木炭需求大幅减少，木炭价格持续回落。截至 3 月底，木炭单价 2650 元/吨，较年初下降 10%。西南所用木炭主要从缅甸进口。理论上今年工业硅深陷亏损，西南丰水期复产远低于往年，或带动木炭价格继续走跌。但 3 月 28 日，缅甸发生 7.9 级大地震，对当地造成巨大影响，后续需关注原料的持续供应是否受到波及。

图表 6：中国硅石价格



资料来源：SMM，东证衍生品研究院

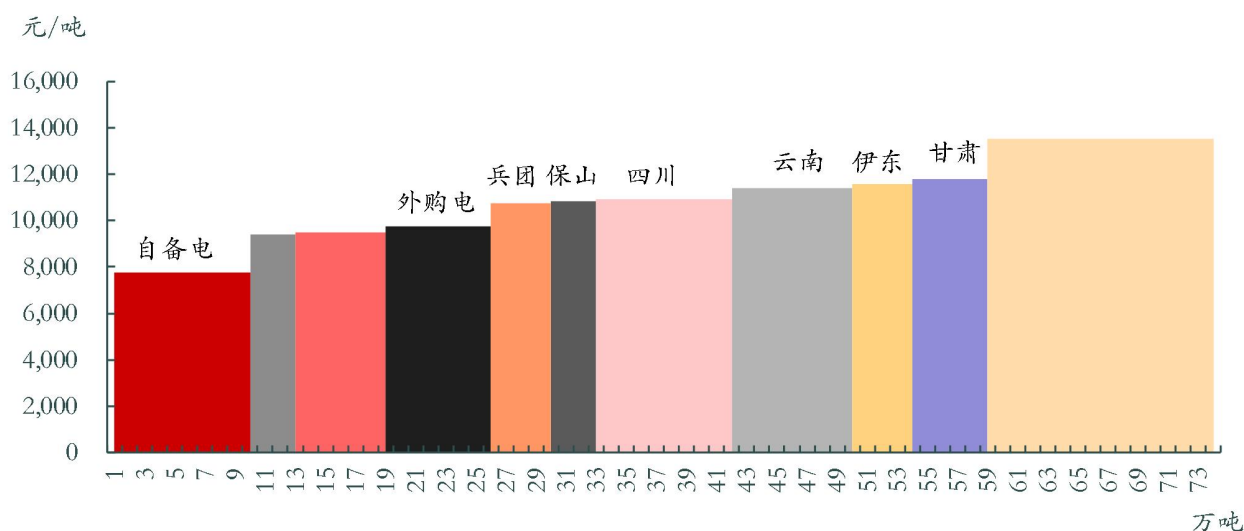
图表 7：中国木炭价格



资料来源：SMM，东证衍生品研究院

根据对 2025Q2 原材料价格展望，我们测算了工业硅的现金成本曲线（折盘面）。以目前盘面 9800 元/吨左右的价格看，已经打到新疆大厂的外购电现金成本线，北方除自备电产能外，基本均处于亏损或盈亏边缘线附近。对于西南而言，若不考虑电价下调，我们测算西南丰水期现金成本在 11000 元/吨左右（折盘面）。因此即使进入丰水期，西南也难以实现盈利。而若考虑水电价格下调（假设保山下跌至 0.28 元/千瓦时，四川下跌至 0.32 元/千瓦时），则现金成本下调至 10300 元/吨左右（折盘面）。当前价格下，水电价格下调虽然能使得西南丰水期减亏，但想实现盈利也较为困难。但反而言之，若盘面明显上涨，也将给到硅厂套保机会。

图表 8：2025 年丰水期主产区工业硅现金成本（折盘面）



资料来源：SMM，东证衍生品研究院测算

3、大厂减产落地

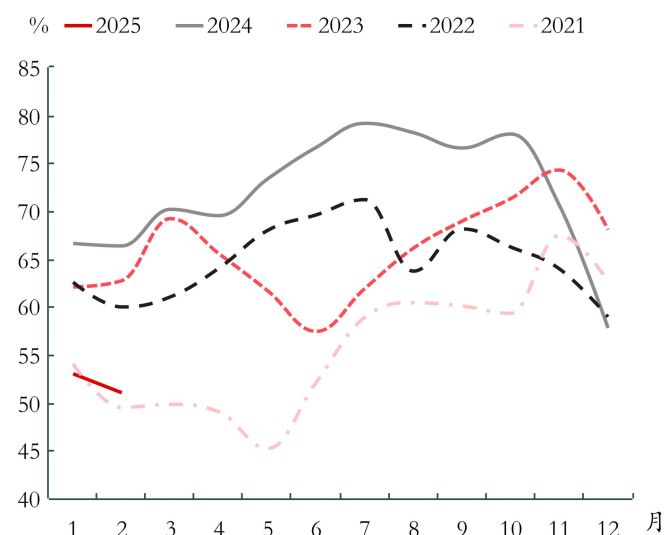
根据 SMM，2025 年 1-3 月全年全国工业硅产量 93.7 万吨，同比-11%，开工率处于近年低位。分地区看，新疆工业硅产量 54.1 万吨，同比-9%；云南产量 4.7 万吨，同比-59%；四川产量 1.0 万吨，同比-79%；内蒙产量 12.5 万吨，同比+41%；甘肃产量 10.9 万吨，同比+52%。

新疆：受环保扰动和大厂减产影响，25 年 1-2 月新疆开工率处于历史低位。春节后新疆大厂陆续复产，一度复产至东部基地开炉 50 台、西部基地开炉 48 台。但随工业硅价格持续下跌，市场供应扰动消息频发。早在 3 月 21 日，市场开始传言新疆大厂商讨东部基地减产 20 台矿热炉。3 月 25 日，市场再度传言新疆大厂将与其他几家西北大厂联合减产，减产数量合计达 40 台矿热炉。根据三方统计，截至 4 月 1 日，最终落实的减产情况为，新疆大厂东部基地 64 台 33000KVA 矿热炉剩余 22 台在产，西部基地 56 台 12500/25000KVA 矿热炉剩余 48 台在产。停产工业硅炉复工时间尚不确定。其余大厂的减产计划尚未得到确认。以此测算，新疆大厂东部基地新增停产的 28 台矿热炉日度产量影响约在 1800 吨左右。

西南：2025 年 1-2 月以枯水期电价核算，西南陷入大幅亏损，四川开工率降低至历史最低水平，云南开工率也持续降低。虽然我们测算即使进入丰水期，西南工业硅生产也难以实现盈利，但出于集团企业控股硅厂服务下游、自有小水电站、应政府要求消耗当地存量水电、留存技术工人、生产库存等原因，预计今年丰水期西南仍旧会有一部分工业硅厂选择复产。从 3 月的开工统计可以看到，四川部分产能已经开始复产。因此，在盘面没有大涨给到西南硅厂充分套保机会的情况下，我们预期丰水期高点西南也会至少复产 40%左右的产能，而若盘面给到西南硅厂充分的套保机会，则预计硅厂会发生抢跑式套保，提前锁定整个丰水期的生产利润。

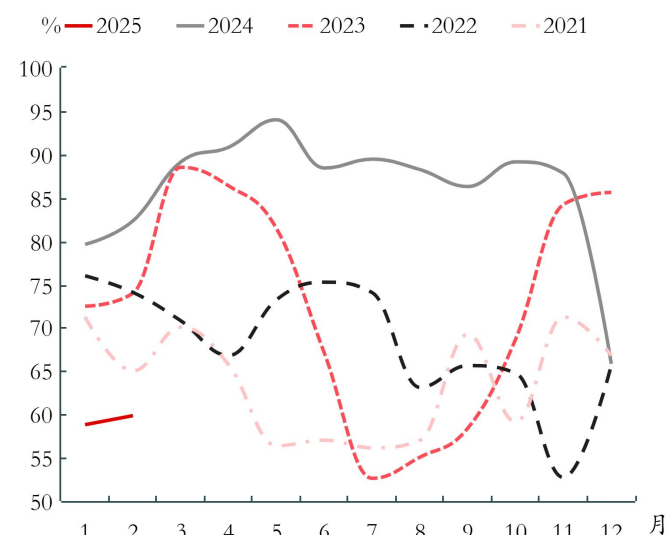
内蒙甘肃：2025Q1 内蒙甘肃工业硅产量大幅增加，主要是来自于去年投产的新增产能，包括兰州东金、弘元、宝丰、通威包头等。新投产产能均为集团产能或下游向上游一体化产能，因此即使生产不具备经济性，预计大厂仍将维持高开工。

图表 9：中国工业硅开工率

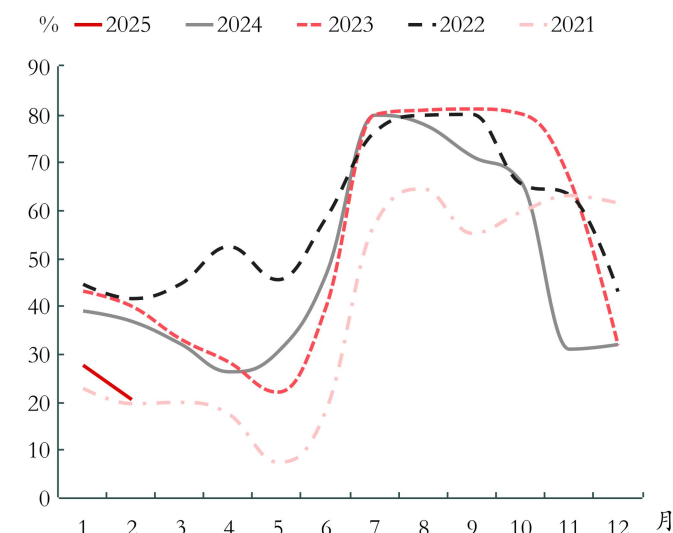


资料来源：SMM，东证衍生品研究院

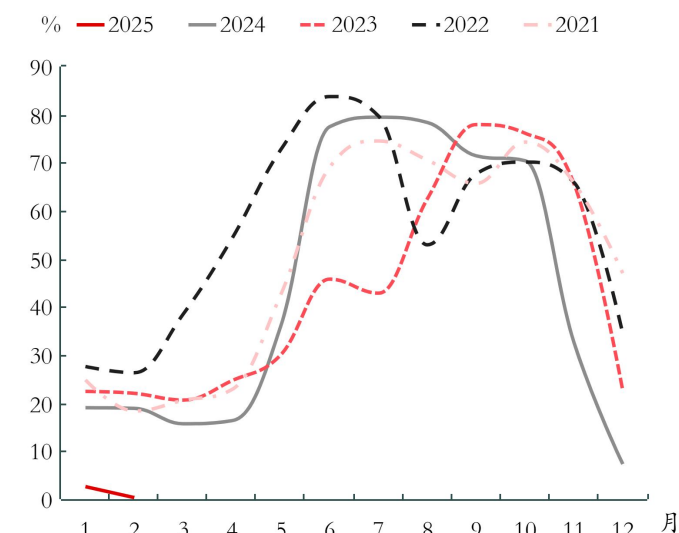
图表 10：新疆工业硅开工率



资料来源：SMM，东证衍生品研究院

图表 11：云南工业硅开工率


资料来源：SMM，东证衍生品研究院

图表 12：四川工业硅开工率


资料来源：SMM，东证衍生品研究院

新产能方面，部分企业出于产业链一体化的原则或集团公司的全盘考虑仍有投产计划。

如其亚硅业共建设 8 台工业硅炉，计划 4 月投产 2 台；永昌硅业共建设 6 台工业硅炉，计划 4 月投产 2 台；新安盐津共建设 6 台工业硅炉，计划 4 月投产 2 台；青海红狮共建设 8 台工业硅炉，计划 6 月起投产；通威包头和通威广元各自建成 8 台和 12 台工业硅炉，现已投产 5 台和 3 台，后续仍将继续投产。以上工业硅炉均为 33000KVA 的大炉型，技术进步下日产超过 60 吨，可见工业硅的潜在供给压力较大。

综合考虑存量产能开工情况和新增产能投产情况，我们预计 24Q2 工业硅产量 97 万吨，叠加 97 硅、再生硅总产量 106 万吨，同比-25%。全年工业硅产量 421 万吨，叠加 97 硅、再生硅总产量 460 万吨，同比-18%。

图表 13：2025 年工业硅新产能规划

地区	企业	预计新增产能 (万吨)	下游配套	投产进度
甘肃	东方希望兰州	32.4	配套有机硅	已投产 10 台/28 台
内蒙	弘元新材料	3.6	配套多晶硅	已投产 4 台/6 台
内蒙	通威包头	5.4	配套多晶硅	已投产 5 台/8 台
四川	通威广元	16.2	配套多晶硅	已投产 3 台/12 台
新疆	其亚硅业	14.4	配套多晶硅	已建成 8 台，预计 25 年 4 月投产 2 台
云南	永昌硅业	10.8	配套有机硅	已建成 6 台，预计 25 年 4 月投产 2 台
云南	新安硅材料（盐津）	10.8	配套有机硅	已建成 6 台，预计 25 年 4 月投产 2 台
青海	青海红狮	14.4	配套多晶硅	已建成 8 台，预计 25 年 6 月投产
云南	合盛昭通	14.4	配套有机硅	已建成 8 台，暂无生产计划
青海	天合光能	14.4	配套多晶硅	已建成 8 台，暂无生产计划
陕西	商南中剑	14.4	无	已建成 8 台，暂无生产计划

资料来源：铁合金在线，东证衍生品研究院

注：新增产能按单台 33000KVA 矿热炉单产 60 吨，一年生产 300 天计算

4、需求萎靡不振

4.1、多晶硅：清晰的现实

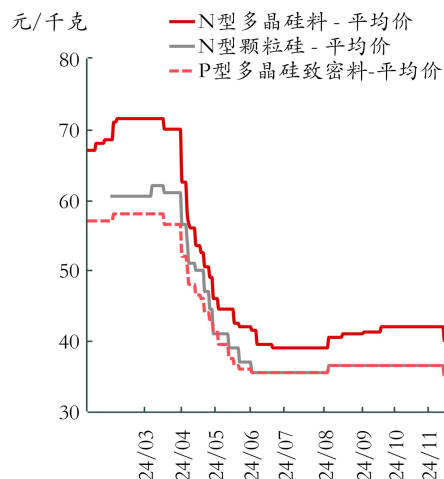
关于多晶硅的详细研究欢迎阅读我们的多晶硅季报《清晰的现实与多空的节奏》，此处我们简单概括结论。

产量方面，受行业亏损、自律公约、枯水期等因素影响，2025 年 1-2 月多晶硅单月产量下降至最低点。3 月头部企业有提产动作，带动多晶硅排产有所回升。预计 2025Q1 多晶硅产量 29 万吨，同比-44%。

价格方面，N 型致密复投料价格自年初以来有小幅上涨。根据 SMM，截至 4 月 2 日，N 型致密复投料均价 42 元/千克，较年初上涨 4%。但对于硅料厂的平均出厂价格或者硅片厂的平均投料成本而言，并没有明显上涨。下游涨势未向多晶硅实现良好的传导，本质上仍是因为多晶硅环节库存高企。根据 SMM，截至 3 月 30 日，中国多晶硅厂库存 24.7 万吨，同比+64%。考虑下游硅片厂的原材料库存约 1.5 个月，则全行业库存或接近 45 万吨。在此价格下，预计除头部两家硅料厂外，其余企业仍处于亏损现金流状态。但即使亏损，部分停产较久的产能出于设备养护、配额使用率、交割等因素考虑，预计也将启动复产。

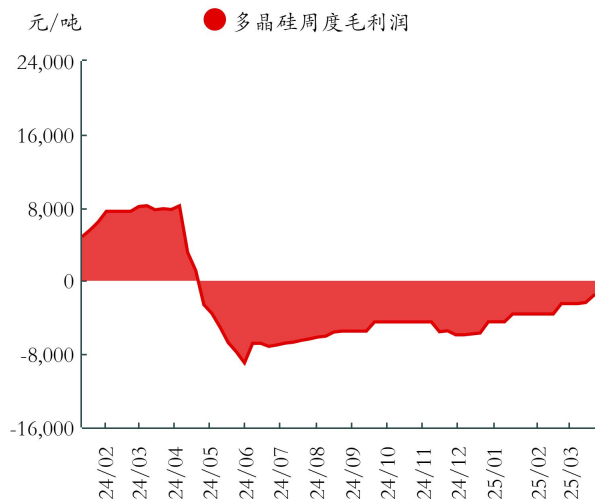
4 月综合考虑部分企业提产、部分企业检修、亚洲硅业海东 10 万吨新产能试线，预计多晶硅产量环比变动不大。5 月起，一方面，部分北方产能当前配额利用率较低，且 3 个月内生产的多晶硅产品可以参与交割，其复产动力较高；另一方面，随着平丰水期即将来临，预计西南产能也将逐步复产。因此，多晶硅排产将逐月提升，直到 11 月枯水期到来，排产或再下降。综上考虑，预计 2025Q2 中国多晶硅排产 33 万吨，对工业硅需求 40 万吨，同比-38%；全年多晶硅排产 140 万吨，对工业硅需求 168 万吨，同比-23%。多晶硅供给将逐月增加，而需求端随“430”和“531”抢装结束，4 月下旬起硅片和电池片价格或随国内需求退坡而松动、排产亦将下调，多晶硅现货价格也将再度承压。

图表 14: 多晶硅现货价格



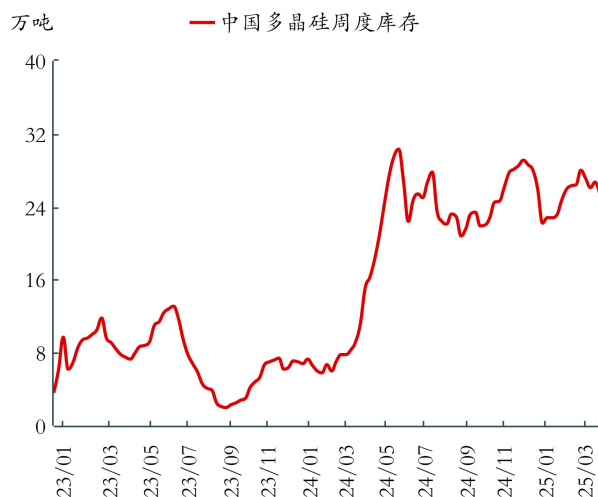
资料来源: SMM, 东证衍生品研究院

图表 15: 多晶硅周度毛利润



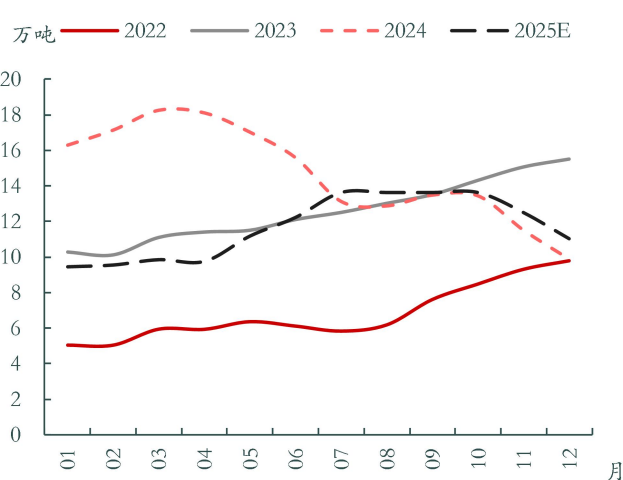
资料来源: 百川盈孚, 东证衍生品研究院

图表 16: 中国多晶硅周度库存



资料来源: SMM, 东证衍生品研究院

图表 17: 中国多晶硅企业排产

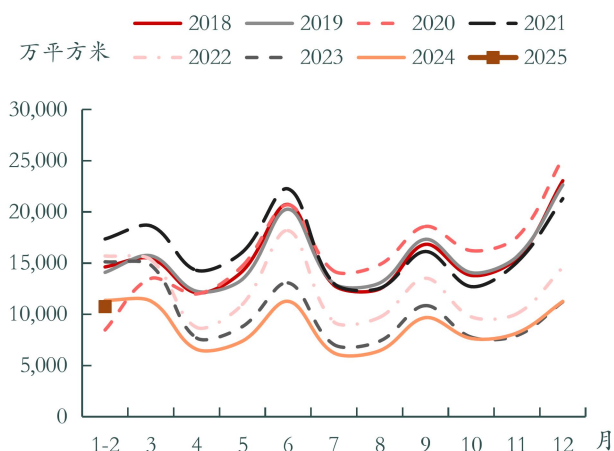


资料来源: SMM, 东证衍生品研究院

4.2、有机硅：挺价的决心

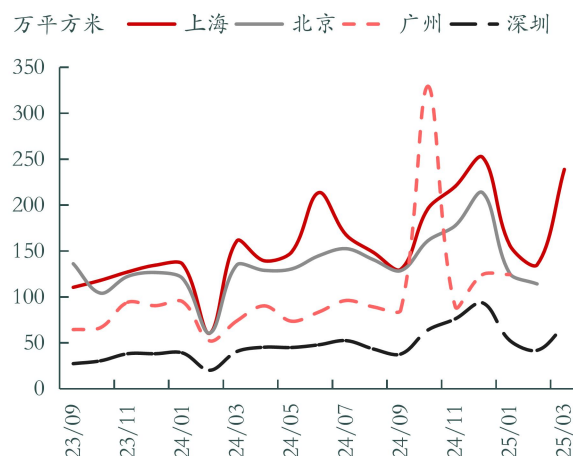
需求端看，有机硅增量有限。首先 25Q1 地产后端表现边际改善。2025 年 1-2 月房地产竣工面积 8764 万平方米，同比-16%，降幅比上年全年收窄 10 个百分点；房地产商品房销售面积 10746 万平方米，同比-5%，降幅比上年全年收窄 7 个百分点。去年 9.26 一揽子政策落地以来，楼市政策环境已处于近几年最宽松水平，新房销售有所修复，二手房成交实现明显增长，市场“止跌回稳”取得一定成效。

图表 18: 房地产商品房销售面积



资料来源: iFind, 东证衍生品研究院

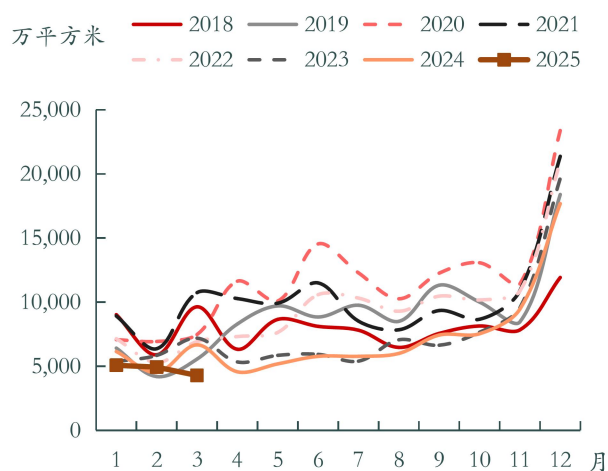
图表 19: 北上广深二手房成交面积



资料来源: iFind, 东证衍生品研究院

但是地产前端表现依旧乏力。2025年1-2月,房地产新开工面积6614万平方米,同比-30%。对新开工有领先意义的指标是拿地,2024年百城成交土地占比面积同比-5%,2025年1-3月同比-18%。终端需求的边际好转以消化库存为主。近期核心城市土地出让以确定性较强的高端优质宅地为主,出让土地区位、价值较之前明显提升,土地溢价率大幅提升,但是相对得,土地供给明显减少,未来也将体现到新开工施工面积上。

图表 20: 100 大中城市成交土地占地面积



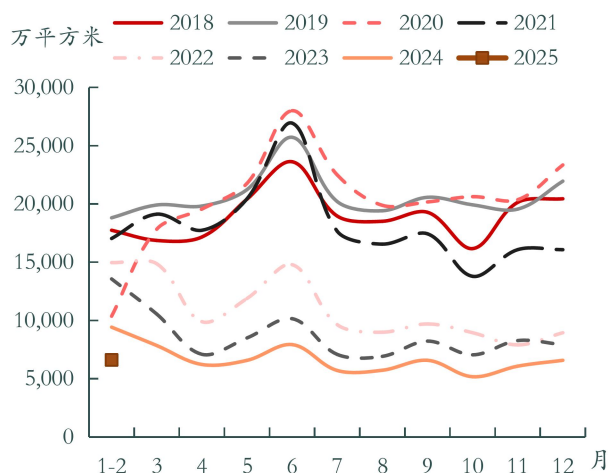
资料来源: iFind, 东证衍生品研究院

图表 21: 100 大中城市成交土地溢价率



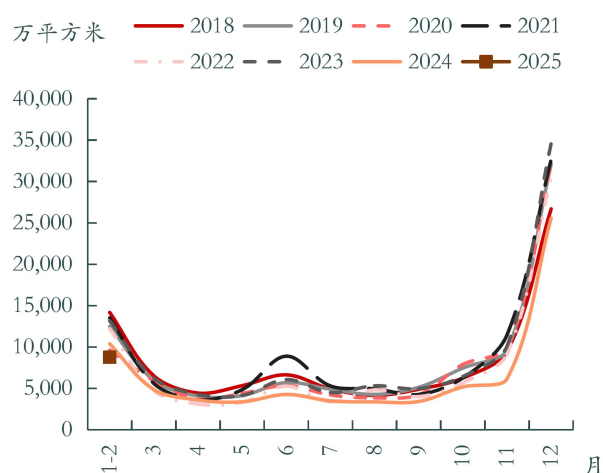
资料来源: iFind, 东证衍生品研究院

图表 22: 房地产新开工施工面积



资料来源: iFind, 东证衍生品研究院

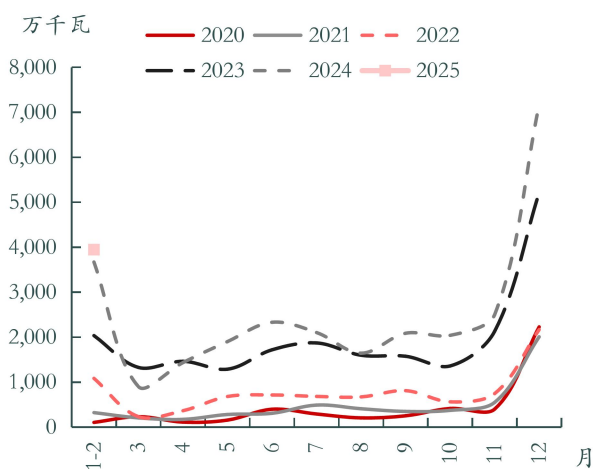
图表 23: 房地产竣工面积



资料来源: iFind, 东证衍生品研究院

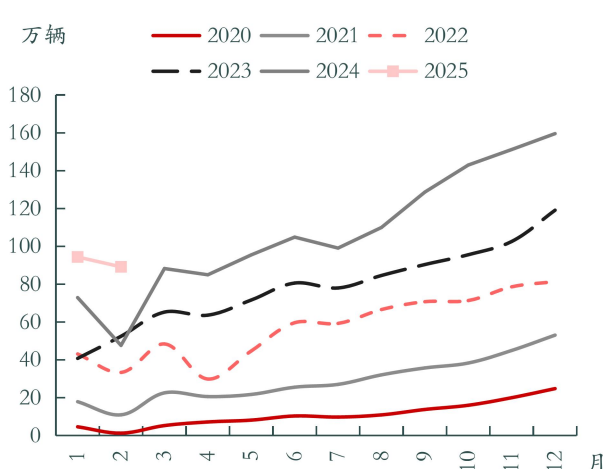
新能源增速符合预期。2025 年 1-2 月光伏新增装机 39.5GW, 同比+7%。受政策影响, 今年“531”之前分布式光伏项目将抢装并网, 导致下半年需求前置。预计全年国内光伏新增装机量 250GWac, 同比-10%, 节奏上呈现“N”字形走势。2025 年 1-2 月新能源汽车销量 183.6 万辆, 同比+52%。受以旧换新补贴影响叠加基数效应, 今年以来新能源汽车保持高增。考虑到政策主要从去年下半年开始发力, 预计今年新能源汽车增速呈现前高后低特点, 全年增速或提升至 30%。

图表 24: 光伏新增装机量



资料来源: iFind, 东证衍生品研究院

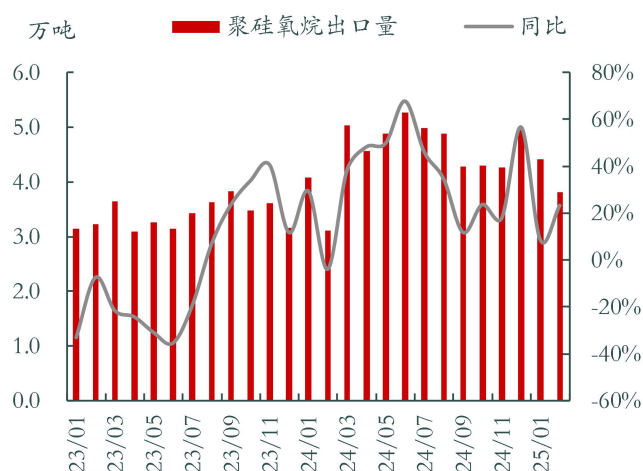
图表 25: 新能源车月度销量



资料来源: iFind, 东证衍生品研究院

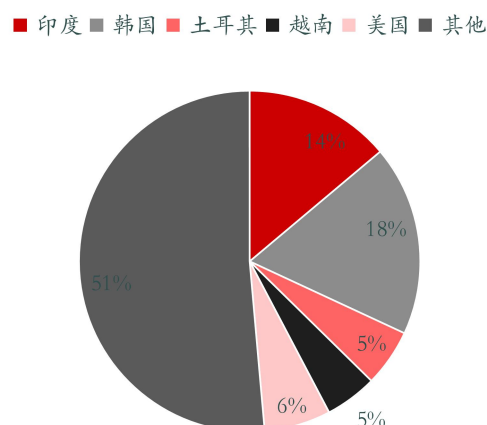
出口关注后续关税影响。2025 年 1-2 月国内初级形状的聚硅氧烷出口量达 8.2 万吨, 同比+15%。从出口国家来看, 韩国依然是第一出口国, 占比 18%, 其次为印度、美国、土耳其、越南, 占比分别为 14%、6%、5%、5%。美国是中国有机硅的重要出口目的地之一, 美国加征关税后, 对有机硅的出口构成一定影响。

图表 26：中国有机硅月度出口量



资料来源：海关总署，东证衍生品研究院

图表 27：中国有机硅分地区出口量



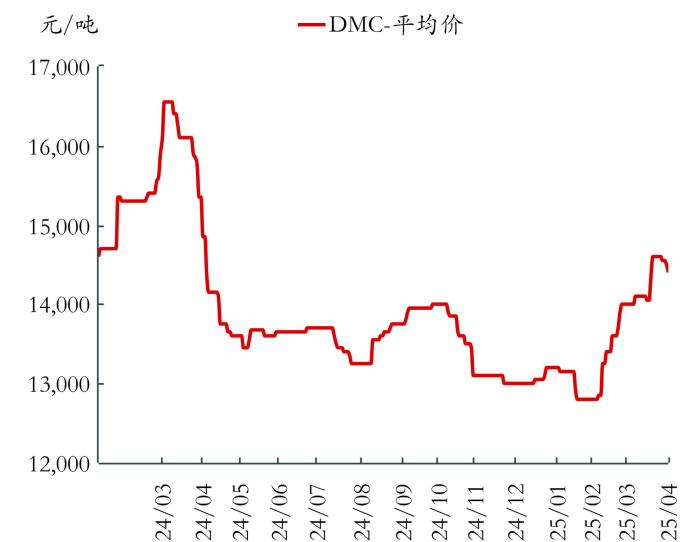
资料来源：海关总署，东证衍生品研究院

供给端看，春节后有机硅开启联合减产挺价模式。根据百川盈孚，2025 年 1 月有机硅单月产量 23.1 万吨，同比+40%，开工率 80.7%。2 月中旬，有机硅单体厂提起联合减产挺价，计划在彼时开工产能基础上降负 20% 左右，同时有机硅产品价格提升 500-800 元/吨。2-3 月，单体厂减产操作确有执行，2 月有机硅单月产量 19.4 万吨，同比+15%，开工率下降至 67.5%，3 月产量 20.0 万吨，同比+12%，开工率 69.8%。

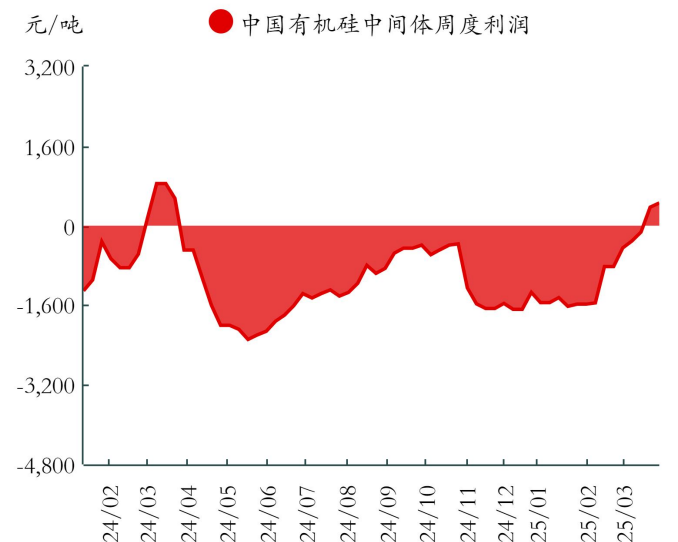
减产带动有机硅市场价格推涨。DMC 价格于 3 月中下旬上涨至最高点 14600 元/吨，较年初低点上涨 14%。但是价格上涨后，下游对高价的接受度有限，采购力度减弱。单体厂 3 月预订单交付后，4 月份接单量并不理想，企业出货不畅，库存不降反升。为促进订单，有机硅价格局部有所松动，体现为明稳暗降，企业虽然报价坚挺，但是实际让利成交。3 月底 DMC 部分订单成交价格下跌，甚至出现低于 14000 元/吨。

往后看，4 月有机硅单体厂仍有较强的减产挺价意愿。存量产能计划开工率均下降至 70% 以下，甚至部分单体企业开工将下降至 30% 以下，预计有机硅供给环比 3 月仍有所下降。此外，新产能的投产有较高的不确定性。我们测算 25Q2 有机硅 DMC 产量 63 万吨，对工业硅需求 33 万吨，同比+5%，全年产量 270 万吨，对工业硅需求 140 万吨，同比+11%。

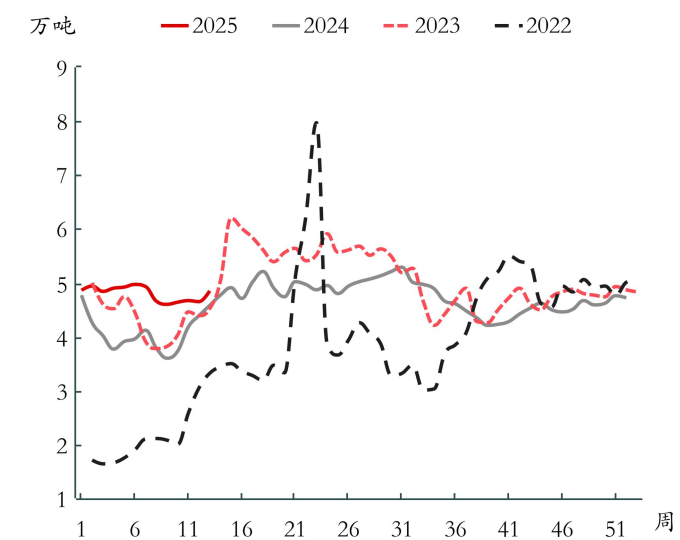
图表 28: 中国有机硅 DMC 价格



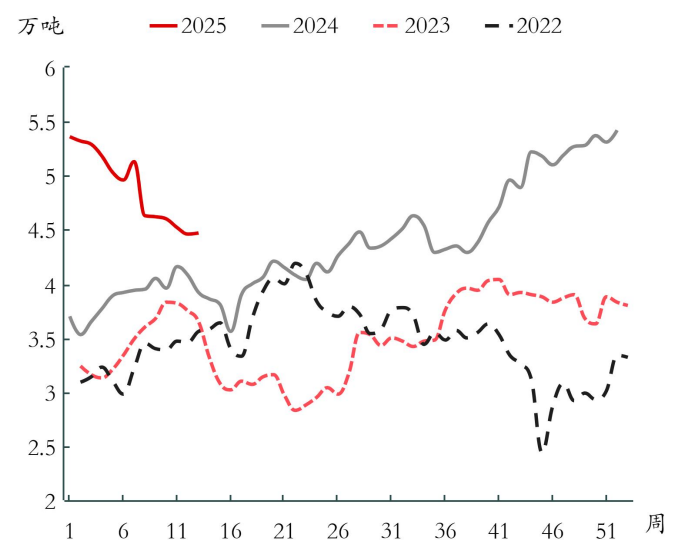
图表 29: 中国有机硅 DMC 周度利润



图表 30: 中国有机硅 DMC 周度库存



图表 31: 中国有机硅 DMC 周度产量

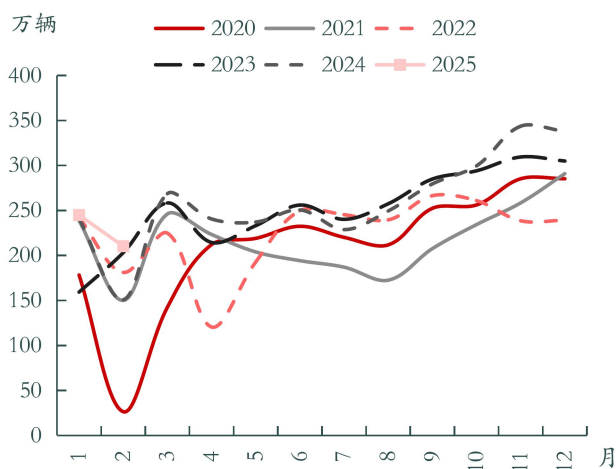


4.3、铝合金：刚需的采购

汽车产销数据好于预期。2024 年汽车产量 3128 万辆，同比+3.7%。受益于新能源汽车增长以及春节后的政策发力,2025 年汽车开局情况较好,1-2 月产量 455.3 万辆,同比+16%。根据东证衍生品研究院新能源汽车研究员观点,综合考虑外部环境恶化对出口的影响以及国内报废更新和以旧换新的增量体现后,我们预计全年全国汽车产销量增速同比仍有 4%。

铝合金表现稳定。2024 年原生铝合金产量 144 万吨，同比+23%；再生铝合金产量 600 万吨，同比+15%。2025 年 1-2 月原生铝合金产量 22.9 万吨，同比+10%；再生铝合金产量 93.6 万吨，同比+16%。铝合金利润水平维持稳定，对工业硅以刚需采买为主。我们测算 24Q2 铝合金对工业硅需求 18 万吨，同比+5%。全年对工业硅需求 71 万吨，同比+6%。

图表 32：中国汽车月度产量



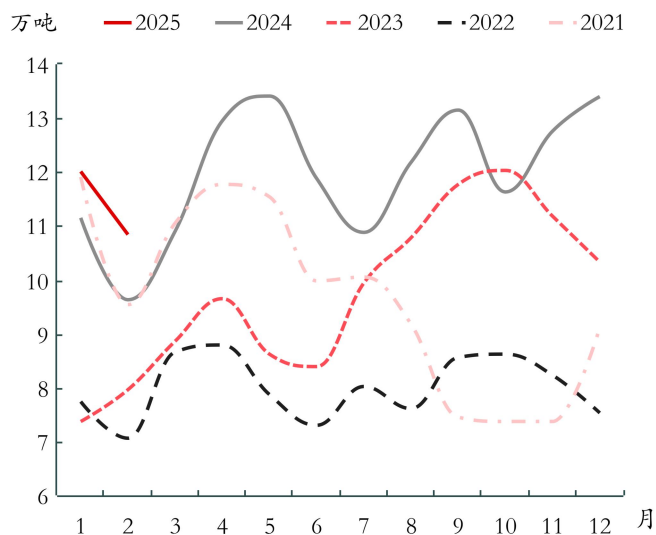
资料来源：中国汽车工业协会，东证衍生品研究院

图表 33：铝合金 ADC12 理论利润



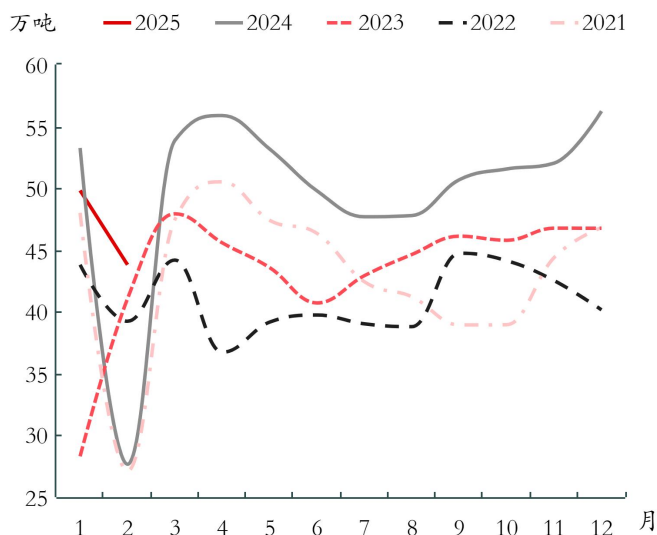
资料来源：上海钢联，东证衍生品研究院

图表 34：中国原生铝合金产量



资料来源：上海钢联，东证衍生品研究院

图表 35：中国再生铝合金产量



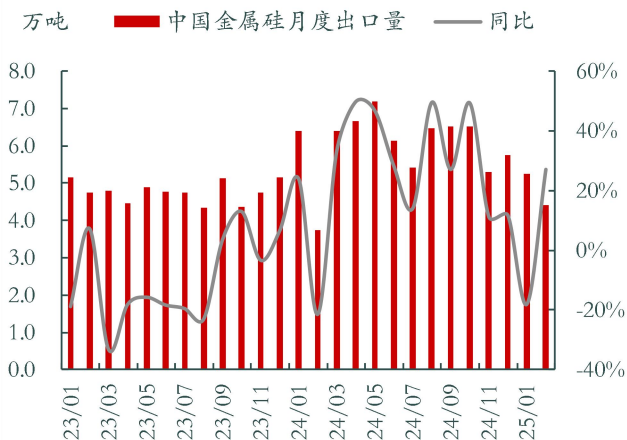
资料来源：上海钢联，东证衍生品研究院

4.4、出口：政策的影响

政策影响工业硅出口需求。2025 年 1-2 月工业硅出口 9.7 万吨，同比-5%。3 月 28 日晚，国家税务总局、财政部、商务部、海关总署以及国家市场监督管理总局五大部门联合发布了《关于应征国内环节税货物出口优化服务 规范管理有关事项的公告》，标志着国家对买单出口逃税问题的打击力度已从过去的零散行动上升至法律法规层面，买单出口行为将受到根本性的遏制。

买单出口是指没有出口权的企业为了规避某些限制或简化流程，选择向拥有合法出口权的企业购买一套完整的出口报关资料，以便向海关进行申报。买单出口现象在工业硅领域并不少见，给企业、行业及国家带来诸多不利影响，如买单出口的工业硅价格低于市场正常水平的 10% 左右，价格差主要体现为不开票的增值税差距，通过低价向国外买家争取订单，导致大量税收白白让利给外商。买单出口受到遏制后，出口贸易商对外商的报价出现上调，外商客户或难以接受，短期之内工业硅出口需求也将受到影响。因此，我们下调工业硅近月出口量至 4.5-5 万吨左右。

图表 36：工业硅月度出口量



资料来源：海关总署，东证衍生品研究院

图表 37：工业硅月度进口量



资料来源：海关总署，东证衍生品研究院

5、后市展望：削肉难医骨，量起方回春

从平衡表上看，假设供给端新疆大厂西部基地开炉维持现状，东部基地 4-5 月开炉 22 台，此后逐步复产到 49 台，丰水期高点西南复产 40%，新增产能继续投产，而部分小厂在亏损下出现减产，需求端多晶硅和有机硅在经历一段时间的减产后来于 4-5 月份逐步复产，则 4-5 月份工业硅有可能进入去库，叠加年底的枯水期，全年去库体量或达 10 万吨左右，但是本质上去库与新疆大厂的减停产节奏有较大关系。

工业硅核心的问题还是高企的库存。根据 SMM，截至 3 月 28 日，工业硅社会库存（含注册仓单）约 60 万吨，同比增加 24 万吨，较年初增加 2.3 万吨。工厂样本库存约 26.7 万吨，同比增加 5.5 万吨，较年初增加 1.4 万吨。即三方机构统计到的工业硅显性库存接近 90 万吨。若考虑未统计到的隐性库存，我们预计全行业库存超过 130 万吨。因此，

即使工业硅去库, 10 万吨左右的去库量级与目前高企的库存相比也显得微乎其微, 对基本面也难以带来太大的变化, 靠基本面实现工业硅价格的上涨较为困难。此外, 随着硅厂对于套保、后点价等方式越来越熟练的掌握, 抢跑式的套保也限制了工业硅盘面的上方空间。

对于盘面的下方空间, 我们认为主要需要考虑以下两点:

1) **成本与减产**。在此前的周报中, 我们多次提示关注新疆大厂外购电现金成本线。考虑到原材料价格下跌以及单产提升后带来的单耗下降, 我们测算新疆大厂外购电现金成本线折盘后或在 9500 元/吨左右。而在盘面价格下跌至此范围后, 我们确实见到大厂停炉消息频发, 这在一定程度上或也验证了工业硅价格的快速下跌给到了大厂一定的成本压力。在盘面估值较低的背景下, 供给端的消息容易给盘面造成较大的扰动, 这也是 3 月下旬以来盘面出现小幅反弹的原因, 但本质上盘面仍以空头减仓避险为主, 上行动力并不足, 原因也在于我们上文提到的, 减产并不能真实改变基本面, 且市场快速计入了硅厂的套保预期。当“狼来了”的故事出现太多次, 市场或也将对此类叙事感到麻木。但若价格继续下探, 则建议关注大厂的现金流风险。

2) **估值标的切换, 新标 421# 当作 99 硅销售**。新标 421# 交仓体量远超此前市场预期, 据了解, 目前新标 421# 占总仓单量近 30%, 且龙头企业或持续交仓新标 421#, 带动盘面转为新标 421# 定价。若仓单中的新标 421# 无法销售给有机硅, 那么其最终结局仍与去年的老标货一般需要当作 99 硅折价销售给多晶硅厂。考虑现货价格或继续向大厂成本线走跌, 以及新合约下新标 421# 800 元/吨的升水, 则意味着较差情况下, 盘面或将跌至 9000 元/吨左右。

总体来看, 若无政策助力, 工业硅向上驱动乏力。4 月宏观或多为利多影响, 市场对政策端仍有一定预期。工业硅反复提及的便是能耗双控问题, 但从 2023 年 6 月出台《工业重点领域能效标杆水平和基准水平 (2023 年版)》至今, 我们仍未见到操作上的具体落实。对于工业硅而言, 过剩的产能当然是悬在头上的一把利剑, 但当前减产已部分落地, 基本面仍无明显好转, 核心也在于大幅萎缩的需求。若需求无明显起色, 则工业硅价格也难以明显上行。

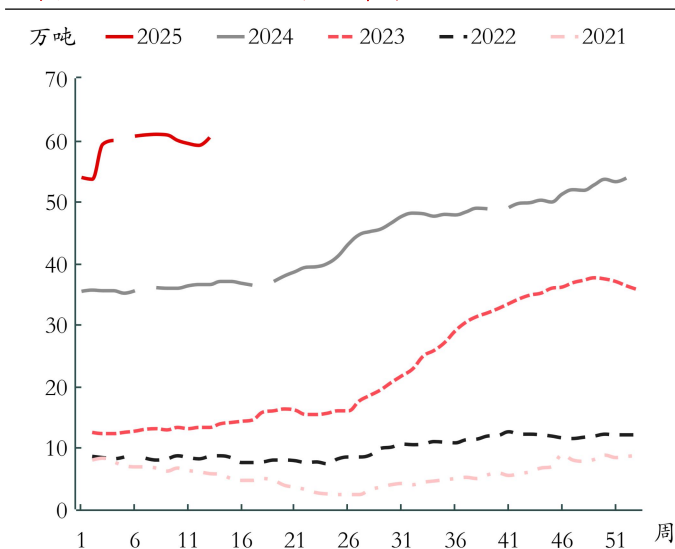
综上, 工业硅期货盘面或在 9000-10500 元/吨运行, 单边建议关注盘面反弹后的逢高沽空机会。套利建议关注 Si2511-Si2512 反套机会。

图表 38：工业硅月度供需平衡表

	Jan-25	Feb-25	Mar-25	Apr-25	May-25	Jun-25	Jul-25	Aug-25	Sep-25	Oct-25	Nov-25	Dec-25	2024	2025
工业硅	30.68	29.81	34.93	29.42	30.17	37.05	39.36	39.53	39.53	39.53	36.52	34.51	489.59	421.04
进口	0.15	0.16	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20	2.96	2.31
97 硅	2.97	2.51	1.90	1.70	1.70	1.70	1.70	1.70	1.70	1.70	1.70	1.70	42.14	22.68
再生硅	0.80	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	26.25	14.55
总供给	34.60	33.73	38.28	32.57	33.32	40.20	42.51	42.68	42.68	42.68	39.67	37.66	560.93	460.59
多晶硅	11.36	11.48	11.84	11.73	13.44	14.70	16.38	16.38	16.38	16.38	15.02	13.26	217.82	168.37
有机硅	12.03	10.07	10.41	9.88	10.92	11.78	12.09	12.35	12.00	12.92	12.31	13.44	126.59	140.19
铝合金	5.42	4.90	5.90	6.16	6.05	5.88	5.69	5.85	6.11	6.05	6.12	6.42	66.45	70.55
其他	1.90	1.90	1.90	1.90	1.90	1.90	1.90	1.90	1.90	1.90	1.90	1.90	22.30	22.80
出口	5.25	4.42	5.50	4.50	5.00	5.00	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50	72.46	68.67
总需求	35.96	32.77	35.55	34.17	37.31	39.26	42.57	42.98	42.89	43.74	41.85	41.52	505.61	470.58
平衡	-1.37	0.96	2.73	-1.60	-3.98	0.94	-0.06	-0.29	-0.21	-1.06	-2.19	-3.86	55.31	-9.99

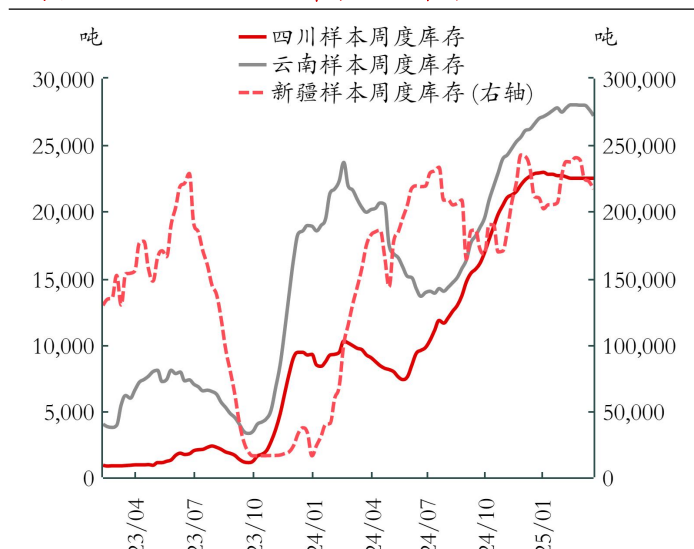
资料来源：SMM，百川盈孚，硅业协会，钢联，东证衍生品研究院

图表 39：SMM 工业硅社会库存



资料来源：SMM，东证衍生品研究院

图表 40：SMM 工业硅样本工厂库存



资料来源：SMM，东证衍生品研究院

6、风险提示

供给变化超预期，政策超预期。

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，需注明出处为东证期货衍生品研究院，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