

2024年12月19日



## 需求动能减弱，工业硅重心下移

### 核心观点及策略

- 美联储明年降息进入“慢车道”或拖累全球资本市场风险偏好降温，特朗普政府上台后主张恢复和扩大石油化工产业预计对全球光伏产业发展形成一定制约。我国下半年制造业重回扩张区间但工业企业利润维持负增速，中央经济工作会议强调将实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，大力刺激内需，发展新质生产力，预计2025年中国经济将走向企稳反弹。
- 供应方面，今年西北地区产量高位运行，川滇地区产能利用率偏低，全国开炉数总体增加，供应季节性影响边际减弱，社会库存持续上行，从今年年底至2025年我国将有总计392.5万吨新增产能计划投放，预计今年全年产量将达485万吨，2025年将进一步升至530万吨，同比增速将接近10%。
- 需求方面，光伏自律监管约束下产业链中下游减产已是大势所趋，电池和组件市场结构将迎来新平衡，光伏终端装机增速将逐年递减；有机硅新单体产能集中投放但消费增速偏低；铝合金受房地产竣工疲软以及基建投资放缓等影响产量有制约，预计2025年工业硅消费增速将降至5%左右。
- 预计明年工业硅供大于求的结构仍将持续演绎，国内宏观预期回暖对价格有阶段性支撑，而光伏行业减速将拖累期价重心或进一步下移。预计工业硅2025年的主要运行区间在9000-12500元/吨。
- 策略建议：逢高做空为主
- 风险点：国内产能投放不及预期，光伏行业增速回升

投资咨询业务资格  
沪证监许可【2015】84号

李婷

☎ 021-68555105

✉ li.t@jyqh.com.cn

从业资格号：F0297587

投资咨询号：Z0011509

黄蕾

✉ huang.lei@jyqh.com.cn

从业资格号：F0307990

投资咨询号：Z0011692

高慧

✉ gao.h@jyqh.com.cn

从业资格号：F03099478

投资咨询号：Z0017785

王工建

✉ wang.gj@jyqh.com.cn

从业资格号：F03084165

投资咨询号：Z0016301

赵凯熙

✉ zhao.kx@jyqh.com.cn

从业资格号：F03112296

投资咨询号：Z0021040

## 目录

一、2024 年行情回顾 .....	4
二、宏观经济分析 .....	5
1、制造业回归扩张区间，工业企业利润尚有修复空间.....	5
2、货币财政齐发力，一揽子政策将进入兑现周期.....	5
三、基本面分析 .....	6
1、国内产量增长较快，新疆地区全年高位运行.....	6
2、2025 年全国新增产能仍将集中投放.....	8
3、国内库存居高不下，出口增速保持平稳.....	11
四、工业硅需求分析 .....	12
1、利润空间遭受挤压，光伏行业四季度主动减产.....	12
2、有机硅产能集中投放，供需弱平衡结构将延续.....	13
3、铝合金产量增速下滑，房地产竣工下行压力较大.....	13
4、2025 年工业硅需求增速将继续放缓.....	14
五、2025 年行情展望 .....	16

## 图表目录

图表 1 工业硅期货价格走势.....	4
图表 1 中国房地产分项数据.....	6
图表 2 中国制造业 PMI 指数.....	6
图表 3 全国工业硅产量当月值.....	7
图表 4 上半年工业硅产量占比结构.....	7
图表 5 新疆地区产量.....	8
图表 6 云南地区产量.....	8
图表 7 四川地区产量.....	8
图表 8 工业硅企业开工率.....	8
图表 9 2024-2025 国内工业硅新扩建项目汇总（万吨）.....	9
图表 10 国内工业硅主流生产企业产能列表（万吨）.....	10
图表 11 工业硅国内社会库存.....	11
图表 12 工业硅出口量.....	11
图表 13 多晶硅产量.....	14
图表 14 有机硅 DMC 产量.....	14
图表 15 有机硅行业开工率.....	15
图表 16 多晶硅出厂成交价.....	15
图表 17 有机硅 DMC 价格.....	15
图表 18 铝合金产量.....	15
图表 19 国内工业硅供需平衡表预估（万吨）.....	16

## 一、2024 年行情回顾

2024 年，工业硅期价整体呈阶梯式下行趋势，价格从年初的 14500 元/吨逐步下探至 9 月下旬的 9200 元/吨，下跌幅度高达 36.5%，年初市场主要矛盾在于北方环保限产头部企业降负运行导致供应收缩，又叠加国内消费和出口尚可对价格有一定支撑；进入 3 月以后，由于天气回暖环保影响减退，供应端瓶颈期逐步恢复，但二季度国内光伏产业链面临“失速”困境，终端采购力度逐步趋缓，产业链各环节利润大幅收缩，硅价逐步贴近生产成本线甚至一度面临亏损局面，在供需关系的逐渐失衡下，期价重心不断下挫并下破 11500 一线关键支撑位，创下了合约上市以来的新低，而现货市场的高升水未能对期价产生提振作用，期限两端价差逐步扩大，市场预期转向悲观。6 月丰水期后川滇地区硅企大面积开工，虽然产能利用率不及往年同期但市场情绪修复，光伏行业在一轮去库存周期结束后低廉的原料成本刺激中下游刚需补库力度回升，有机硅 DMC 需求旺季来临加快对硅料的消费速度，此前超跌反弹的技术面修正需求也十分强烈，期间整体运行在 11000-11500 的震荡区间。但从 7 月份开始，交易所出台仓单交割新规，原有交割库中的绝大多数 4 系仓单注销后将无法重新注册，导致大量仓单隐性库存将涌入现货市场，再度打压市场预期，而三季度光伏行业装机增速明显放缓，下游电池和组件行业面临高库存抛压，排产计划逐月下调，多晶硅厂家同样被迫减产拖累原料需求，在供应端产能逐级扩张的背景下，供给增速远大于需求增速令基本面预期逐渐失衡。四季度后，虽然国内宏观一揽子刺激政策提振市场预期，制造业 PMI 逐渐回归扩张区间，但工业品板块受此提振影响轻微，期价逐渐跌破万元关口转入低位弱震荡。12 月主力合约换月后，期价一度高开反弹至 13000 一线上方但随后重心逐渐回落。在不考虑换月因素的情况下，截止 12 月 16 日，工业硅主力合约 SI2408 收于 11420 元/吨，较去上半年价格相比，大幅下挫 1855 元/吨，跌幅达 14.7%，上半年价格波动区间在 11420-14400 元/吨，波动幅度为 20.7%。

图表 1 工业硅期货价格走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

## 二、宏观经济分析

### 1、制造业回归扩张区间，工业企业利润尚有修复空间

我国三季度 GDP 增速同比增长 4.6%，其中第二产业增加值为 36.1 万亿元，同比增长 5.4%。前三季度全国规模以上工业增加值同比增长 5.8%，其中装备制造业增加值同比增长 7.5%，高技术制造业同比增长 9.1%，其中新能源汽车、集成电路产品产量分别增长 33.8% 和 26%，显示我国前三季度经济运行总体平稳，经济结构持续优化，高新技术产业快速发展。11 月我国官方制造业 PMI 录得 50.3%，连续三个月回归扩张区间，其中生产和新订单指数环比均持续增长，原材料库存指数下降，从业人数指数略低，表明我国制造业企业生产活动持续加快，市场需求景气度持续改善，企业原材料主要库存水平下滑，国内宏观刺激政策对制造业正向拉动效应逐步显现，我国经济正向绿色能源领域和新质生产力不断转型。

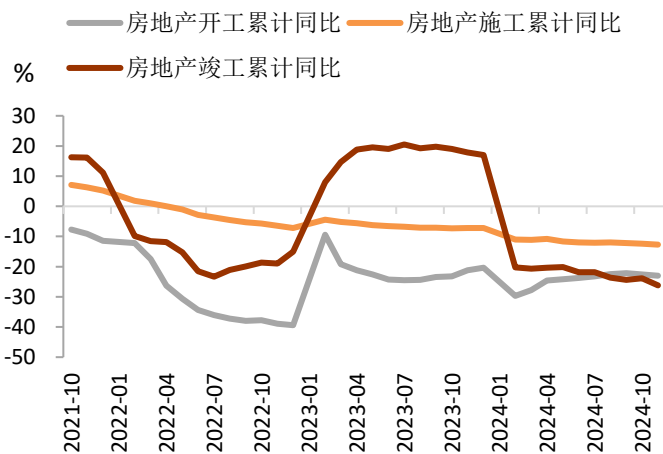
上半年我国工业企业利润增速较快而下半年同比增速逐渐放缓，今年 1-10 月我国规模以上工业企业利润总额达 5.86 万亿元，同比下降 4.3%，其中 10 月工业企业利润同比下降 10%。分企业类型看，国有控股企业利润总额同比下降 8.2%，私营企业同比下降 1.3%。分行业看，有色金属冶炼和压延加工业利润同比增长 40.0%，电力、热力生产和供应业增长 13.8%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长 8.4%，纺织业增长 5.3%，农副食品加工业增长 2.8%，通用设备制造业下降 0.1%，石油和天然气开采业下降 1.8%；汽车制造业下降 3.2%，电气机械和器材制造业下降 5.1%，专用设备制造业下降 5.2%，化学原料和化学制品制造业下降 7.7%，煤炭开采和洗选业下降 23.7%，非金属矿物制品业下降 49.6%，石油煤炭及其他燃料加工业、黑色金属冶炼和压延加工业同比由盈转亏。值得注意的是，10 月我国高技术产业利润同比增长 12.9%，工业企业正逐步向绿色智能高端方向发展，虽然美国关税政策对我国工业企业出口具有一定拖累，但大力扩大内需积极开拓美国以外的海外市场将一定程度对冲出口下行风险。

### 2、货币财政齐发力，一揽子政策将进入兑现周期

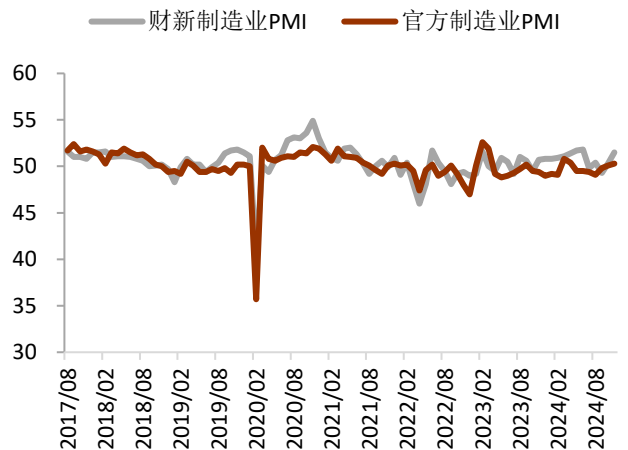
今年中国经济面临一系列外部环境压力包括特朗普政府上台后带来的逆全球化格局、中东和俄乌地缘政治冲突反复，以及中国经济面临经济发展增速下行、人口自然增长率转负、内部有效需求不足、部分产能面临过剩、基建投资边际收益递减、地方政府债务压力增加、经济结构亟需调整的现状。为应对我国经济增速放缓的压力，12 月中央政治局会议强调要实施更为积极的财政政策，自 09 年后首次将货币政策基调由稳健转向适度宽松，充实完善政策工具箱，加强超常规逆周期调节，打好政策“组合拳”，发改委将着力加大政府投资支

持力度，今年已安排政府投资资金约 6 万亿，未来经济结构上要以科技创新引领新质生产力的发展，我国绿色转型领域仍有广阔投资空间，将大力刺激消费全方位扩大国内需求。此外，中央政府多部门今年多次联合出台了一系列货币和财政端的刺激经济政策，其中包括降低存款准备金率、降低 LPR 和逆回购利率、宏观一揽子增量政策、10 万亿地方政府化债方案等等，楼市政策方面主要包括降低贷款利率和存量房贷利率、降低首付比例及上调贷款限额、取消限购限售及非普通住房标准、优化构建保障房体系、收储存量商品房等等，今年宏观政策的调控力度可谓历史最强。2025 年央行将继续坚持支持性的货币政策立场，强化逆周期条件，综合运用多种货币政策工具，重点加强对科技创新、绿色金融和消费金融领域的支持力度，进一步促进房地产市场和资本市场的平稳发展。我们认为灵活稳健的货币政策将继续配合扩张型的财政政策带领经济逐渐走向平稳复苏。

图表 1 中国房地产分项数据



图表 2 中国制造业 PMI 指数



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

### 三、基本面分析

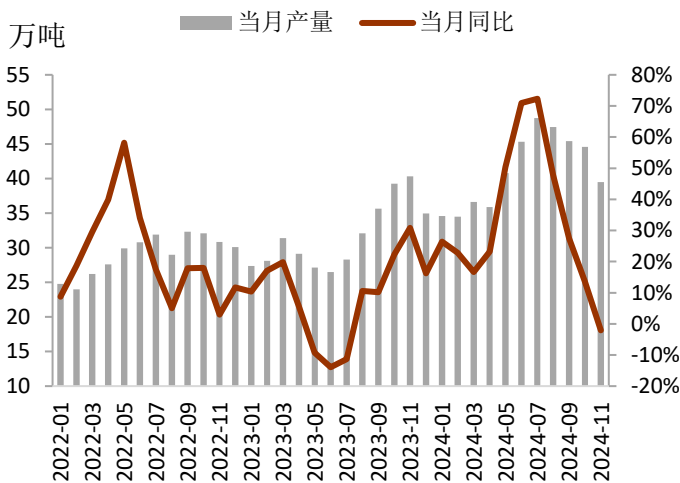
#### 1、国内产量增长较快，新疆地区全年高位运行

今年年初北方因大气污染导致环保限产升级，西北部分硅企产能利用率大幅下降，自 3 月份以后，新疆地区的环保管控政策松绑，当地低负荷企业生产逐步恢复生产，新疆地区在 3 月底的周度产量已接近 4 万吨。4 月份以后，云南地区优惠电价的消息提振当地硅企在政策的扶持下陆续复产开炉，而其余云南地区、四川和重庆仍面临枯水期用电成本较高的压力为避免成本倒挂风险多数选择停炉和减产，4 月云南地区工业硅月度产量回升至 3.15 万吨，环比增加 9.1%。5-6 月中下旬产能利用率已接近 9 成，主流企业周度产量达到 4.4 万吨，创下了历史产量新高，四川地区正式进入丰水期电价下调刺激企业加快复产节奏，7-8 月川滇地区维持丰水期的高产量状态，新疆地区同样维持高开工月度产量逐渐回升至 45 万吨，这

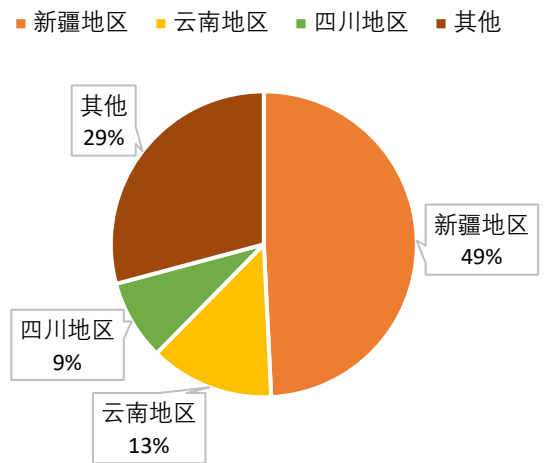
样的国内高供应一直持续到了10月，进入四季度以后川滇地区枯水期电价上调令企业产量逐渐下降，云南地区月度产量逐渐降至8万吨下方，四川地区月度产量降至5万吨以下，整体呈快速回落态势，进入11月以后川滇地区产量降幅愈发明显，11月四川云南月度产量合计仅为6.4万吨，环比10月大幅下降45.5%，整体上，川滇地区上半年工业硅产量因成本倒挂利润收缩保持低开工，而下半年先是快速回升而后枯水期来临又大幅回落；新疆地区产量总体运行呈现稳中有升的态势。

根据百川盈孚的数据统计，11月我国工业硅产量为39.5万吨，同比下降2.1%，环比下降11.5%，工业硅企业开工率降至64.9%，环比下降12.9%。今年1-11月我国工业硅累计产量达453.4万吨，同比增长31.3%，其中全年新疆地区产量累计达223.2万吨，仍为我国产量最大的省份，占比略降至49.2%，云南地区上半年累计产量达59.6万吨，占比为13.2%，四川地区累计产量38.4万吨，占比略提升至8.5%。

图表3 全国工业硅产量当月值

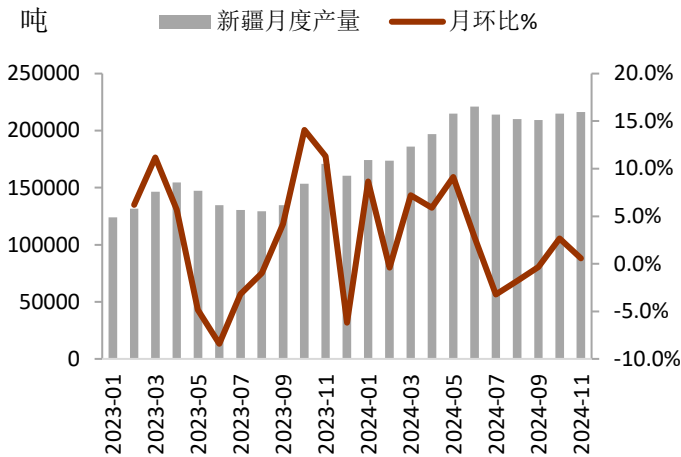


图表4 上半年工业硅产量占比结构

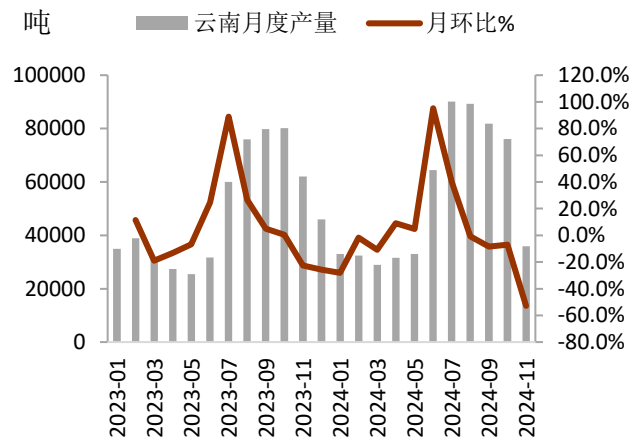


资料来源：iFinD，百川盈孚，SMM，铜冠金源期货

图表 5 新疆地区产量

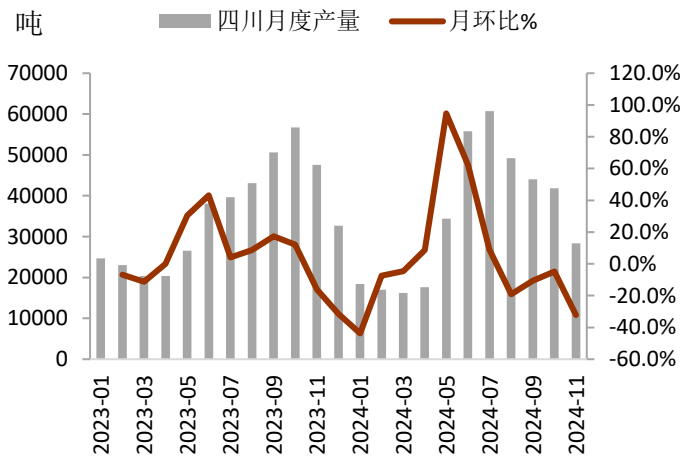


图表 6 云南地区产量

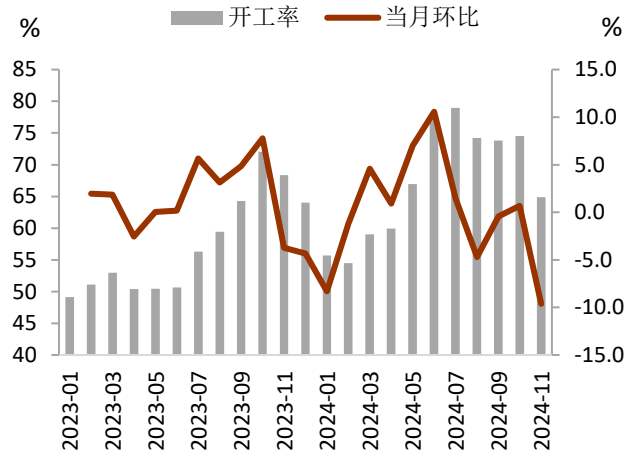


资料来源: iFinD, 百川盈孚, 铜冠金源期货

图表 7 四川地区产量



图表 8 工业硅企业开工率



资料来源: iFinD, 百川盈孚, 铜冠金源期货

## 2、2025 年全国新增产能仍将集中投放

根据 SMM 统计, 2024 年我国新成立的硅石采矿权大多集中在北方, 且年度设计开采规模大多在年产能 10 万吨以上的大型矿山。但目前新立的采矿权中部分并未投入使用, 其中新疆地区新立的采矿权项目数量占比较大, 且不乏个别年度开采量超百万吨的超大型硅石矿山项目建立。其中新疆地区去年新立的两处超大型硅石矿山配有下游工业硅加工环节, 分别为合成硅业的年产 275 万吨的硅石矿山以及东方希望的 100 万吨的硅石矿山, 大大弥补了新疆地区硅石供应的缺口。目前国内拥有自有矿山资源的工业硅生产企业占比仍较低甚至不足 10 家, 总体来看国内硅石矿山项目发展呈大型化和配套化的趋势。



截止目前我国工业硅总体产能规模为 730.6 万吨，其中有效产能为 721.5 万吨，占比达 98.7%，其中年产 5 万吨产能以上的企业截止目前有 28 家，产能超过 20 万吨的企业目前有 4 家，分别是合盛硅业（鄯善）、新建西部合盛硅业、兰州东金硅业以及昌吉吉盛，5 万吨以上的主流企业的有效产能达 352.6 万吨，占全国有效产能比重为 48.8%，多数企业主要地区集中在新疆、云南、甘肃、宁夏、四川和内蒙等地区。根据百川数据显示，目前全国工业硅的总炉数已达到 754 台，截止 12 月 12 日，全国工业硅的开工炉数为 282 台，整体开炉率为 37.4%，环比 2023 年 12 月下旬减少 30 台，新疆硅企部分停产检修时间较长拖累全国开炉数持续下滑，且今年春节较早假期延长部分企业因利润收缩压力主动降负运行。

2024-2025 年国内工业硅新建和扩建产能项目仍在集中释放期，我们统计了从今年年底半年至 2025 这段期间的全国新增建设和投放产能总量高达 392.5 万吨，其中仅 2024 年底国内就有近 100 万吨的新增产能即将投放。如果所有新建项目进展顺利，2025 年底我国工业硅的名义产能将超过 1100 万吨，而有效产能也将超过 1000 万吨。在行业产能大幅快速扩张的背景下，工业硅供应过剩的压力愈演愈烈，行业生产利润空间将被进一步挤压，中小企业生存环境将更为艰难，光伏产业链中上游恶性竞争加剧，在全球 80% 的光伏制造业产能集中在我国的背景下，明年的大规模产能投放压力终将压制期现市场两端的价格重心持续下移，这也是工业硅期货自挂牌上市以来价格持续承压的核心因素。

**图表 9 2024 年底-2025 国内工业硅新建项目汇总 (万吨)**

公司名称	项目名称	省份	新增产能	预计投产年月
天合光能(青海)硅晶有限公司	天合青海	青海	15	2024-11
云南永昌硅业股份有限公司	云南永昌	云南	10	2024-12
商南中剑实业有限责任公司	商南中剑	陕西	10	2024-12
内蒙古通威高纯硅晶有限公司	内蒙古通威	内蒙	12.5	2024-12
弘元绿色能源股份有限公司	上机数控	江苏	15	2024-12
新安硅材料(盐津)有限公司	新安邵通	云南	10	2024-12
特变电工股份有限公司	特变昌吉	新疆	20	2024-12
新疆大全新能源股份有限公司	大全新能源	新疆	30	2025-1
内蒙古大全新能源有限公司	大全新能源	内蒙	30	2025-3
云南合盛硅业有限公司	合盛云南	新疆	40	2025-6
东方日升新能源股份有限公司	东方日升	浙江	20	2025-8
清电硅材料有限公司	清电硅材料	新疆	40	2025-12
合盛硅业(鄯善)有限公司	鄯善硅业	新疆	40	2025-12
特变电工股份有限公司	特变昌吉	新疆	100	2025-12
总计			392.5	

资料来源：百川盈孚，上市公司财报，铜冠金源期货

图表 10 国内工业硅主流生产企业产能列表 (万吨)

公司名称	省份	产能	有效产能
合盛硅业(鄯善)	新疆	80	80
合盛硅业(新疆)	新疆	35	35
昌吉吉盛	新疆	24.5	18.7
兰州东金硅业	甘肃	20	20
内蒙古鑫元硅材料	内蒙	15	15
宁夏晶体新能源	宁夏	15	15
内蒙古通威	内蒙古	12	12
黑和合盛	黑龙江	11.4	11.4
怒江宏盛	云南	11.3	11.3
新疆协鑫	新疆	10	10
新疆晶鑫硅业	新疆	9.9	9.9
四川鑫河电力	四川	9.9	9.9
云南永昌硅业	云南	9.9	9.9
甘肃河西硅业	甘肃	9	9
晶和源新材料	新疆	8	8
瑞丽景成硅业	云南	7.5	7.5
甘肃三新硅业	甘肃	6.5	6.5
蓝星硅材料	甘肃	6.5	6.5
新疆中硅科技	新疆	6.4	6.4
新疆加森格硅业	新疆	6.3	6.3
镇康汇华	云南	6.3	6.3
福建兴朝阳硅业	福建	5.8	5.8
龙陵永隆	云南	5.6	5.6
四川协鑫	四川	5.6	5.6
泸水金志	云南	5.5	5.5
内蒙古润阳悦达	内蒙	5.5	5.5
新疆金松硅业	新疆	5	5
甘肃瓜州宝丰	甘肃	5	5
总计		358.4	352.6

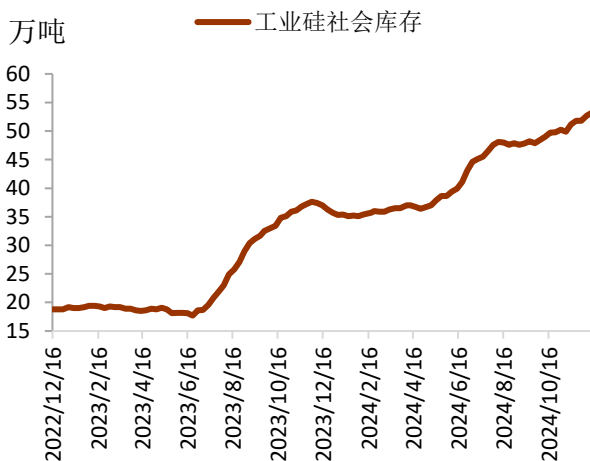
资料来源：百川盈孚，上市公司财报，铜冠金源期货

### 3、国内库存居高不下，出口增速保持平稳

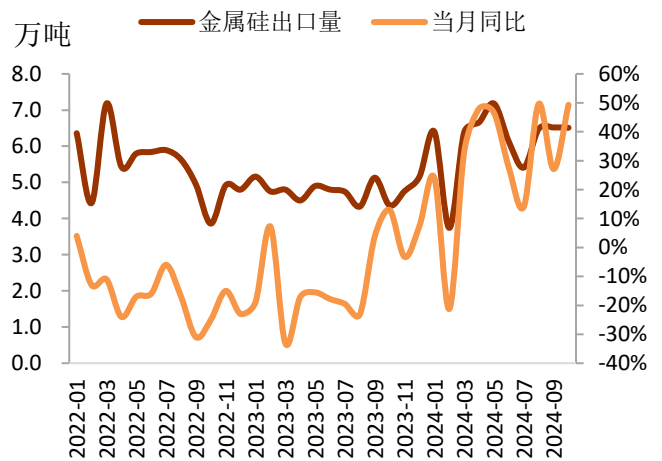
根据 SMM 数据统计，截止 12 月 13 日，我国工业硅社会库存累计达 53.6 万吨，环比去年年底大幅增加 17.5 万吨，增幅高达 49%。广期所仓单库存今年以来持续走高直至 11 月新交割标准实施前强制注销清零后于近期又持续快速反弹，今年的交易所平均仓单库存总量均在 20 万吨以上，最高峰值为今年 8 月初创下的近 34 万吨。截止 12 月 16 日，广期所工业硅仓单库存累计达 39457 手，合计仓单库存总量 19.7 万吨，由于今年 11 月前存在于交易所交割库中的近 20 多万吨仓单中绝大多数为 4 系牌号工业硅，且绝大多数无法满足交易所最新的替代品交割标准（主因大多不符合钛含量 $\leq 0.04\%$ 的指标），导致绝大多数的仓单在 11 月底集中注销以后，基本无法再重新注册成 12 月以后的标准仓单，短期对远月合约价格形成较强的推动作用，11-12 月合约一度出现了 2000 元/吨以上的月差空间，而强制注销以后的原有 4 系仓单多数货源将被迫流入现货市场进行消化，将对淡季社会库存形成上行压力，由于大多数 4 系牌号的微量元素含量均不符合交割新规，且主动降级成普通交割品的空间有限，因此 12 月后新注册入库的仓单大多以市场流通量最高的 5 系牌号为主。另一方面，由于工业硅 40% 的终端用途集中在光伏领域，今年以来光伏产业链终端增速放缓已几乎成为定局，而国内工业硅企业仍在新扩建产能的集中投放期，供需结构长期处于供大于求的背景下国内库存重心持续上移。

出口方面，海关数据显示 1-10 月出口总量为 61.41 万吨，累计同比增长 23%，其中 10 月出口量为 6.51 万吨，同比增长 49%，环比持平。我国工业硅主要出口的国家集中在日本、印度、韩国、阿联酋、巴林、马来西亚以及墨西哥等，以东南亚国家为主，当前其他国家对工业硅外需的进口增长逐步扩大，主因全球 80% 的光伏制造业产能集中在我国，东南亚国家和地区对新型光伏集中式和分布式项目的投资建设力度逐年递增，其中印度 80% 的光伏组件产品进口均来自于我国，我国工业硅行业凭借较强的成本优势和竞争力持续输出硅料面向东南亚国家，整体预计 2025 年工业硅出口量将维持 10% 以上的增速。

图表 11 工业硅国内社会库存



图表 12 工业硅出口量



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

## 四、工业硅需求分析

### 1、利润空间遭受挤压，光伏行业四季度主动减产

SMM 数据，2024 年 1-10 月我国多晶硅产量累计达 154.7 万吨，累计统计增长 30.4%，多晶硅厂商今年上半年面临较大的高库存和出货销售压力，结合今年部分头部企业较大规模产能的相继投产，多晶硅年内价格呈持续下行态势，行业整体处于产能过剩格局。直至下半年多晶硅企业进行了多轮的常规例行减产已试图维稳现货市场，头部企业的减产挺价为市场提供了较强的支撑力度，虽然签单总量日益下降但对下游的溢价能力逐渐加强，此外，多晶硅期货也将于明年正式上市，市场容量和各级主体规模的不断扩大将带来行业的需求扩张，光伏上游的硅料高库存压力有望得到缓解，多晶硅上半年的库存高位逼近 30 万吨，下半年基本回落至 20-25 万吨，部门新入市的中小企业承担了一部分的库存压力，12 月后受中下游淡季需求转弱影响，12 月多晶硅排产降至 9.1 万吨，环比 11 月大幅下降 18.3%。截止 12 月中旬，P 型致密料市场成交价格在 34-38 元/千克，N 型硅料价格位于 37-42 元/千克之间。

从硅片端来看，今年硅片降价去库的趋势延续导致企业一度面临亏损境地，上半年硅片库存居高不下行业且在缺乏行业管理的背景下，硅片企业的现金流和出货压力受到较大挑战，下半年十一期间我国硅片库存一度超过 40 万吨，库存压力较大的企业四季度后开始积极应对被迫降价出货同时开始降低负荷减产运行。11 月后在行业协会召开会议督促展开自律监管，会议要求头部企业落实政治局会议精神，防止“内卷式”恶性竞争，维护光伏市场公平竞争秩序，引导行业健康可持续发展，11 月大中型硅片企业开始抱团减产停炉，11 月国内硅片排产降至 42.4GW，环比 10 月下降 8%。光伏电池端今年 N 型对 P 型电池的替代性日益增强，TOPCON 电池需求逐步增加，头部电池企业开工率基本维稳，但库存压力持续上行，厂家对下游组件厂商缺乏议价权，电池企业只能依靠调节自身产能利用率维持正常生产，下半年电池企业随着上游硅料端的成本持续下降生产利润得以修复，在有限的调价空间下电池一体化企业开工仍然承压运行。组件方面上半年企业纷纷加快生产节奏以应对今年光伏终端装机的旺季预期，但事与愿违二季度以后我国装机容量增速明显减弱，随着终端交付需求下滑以及组件行业自身的排产高压，企业超负荷生产推动行业进入高库存周期，企业不得不降价倾销维持运营，下半年组件产量逐步下滑，11 月后组件企业维持按需生产，12 月排产已大幅降至 45GW，部分企业年底已选择提前停产修整迎接春节假期。终端来看，今年集中式项目总体装机仍保持一定增量，分布式依靠工商业订单勉强提供支撑，但分布式的问题在于电价淡旺季的波动导致的预期收益率的下降，但集中式项目装机的瓶颈在于东部地区接网消纳能力的制约，目前国家已经将电网消纳红线降至 90%，预计 2025 年灵活电价的政策预计将为行业发展提供一定转机，欧洲和东南亚新兴市场的清洁能源体系建设将提供外部需求增长，预计 2025 年光伏行业将围绕自律减产的基调，进入低增速低利润的发展阶段，对上游工业硅原料的需求增速将逐年下降。

## 2、有机硅产能集中投放，供需弱平衡结构将延续

SMM 数据，今年 1-11 月我国有机硅 DMC 产量累计达 218.9 万吨，同比增长 14.4%，其中 11 月产量升至 23.2 万吨，环比 10 月增长 10.4%。工业硅在 DMC 的成本比重接近一半，今年全年有机硅产量呈前低后高的态势，主因年初有机硅行业面临成本倒挂，企业生产积极性不足，山东地区单体企业普遍降负运行，而同期消费端的增量有限，有机硅企业普遍选择降价出货并维持低开工。二季度以后部分龙头企业挺价封盘减产，北方单体企业联合挺价意愿较浓，供应端快速收缩为 5-6 月份的旺季销售形成了阶段性的供需错配，在新能源电力、汽车交通、工业助剂和国防军工等领域迎来旺季的带动下，而有机硅高库存压力得到显著缓解，DMC 现货价格企稳快速反弹升至 16000 元/吨的年内高点。进入下半年有机硅单体企业在挺价情绪结束后遭遇到了淡季需求回落的困境，出货销售压力逐步加大，国内新扩建单体产能逐步进入投放期，天汇江西新材、瓦克化学、湖北泽美新材、九江润禾等等，鲁西集团 40 万吨有机硅产能已于三季度点火试车投入运营，在供应预期增量不断扩张的背景下，头部企业挺价松动纷纷采取以价换单的方式维持运营，DMC 现货价格此后一路下行并最低跌至 13200 元/吨的年内低点，利润收窄的压力又令主要生产被迫下调开工率，部分中小企业被迫例行检修，8 月国内产量一度低于 19 万吨。四季度后，国内迎来传统行业消费旺季，在电子电器、建筑材料、医疗护理和日化纺织的用量快速回升，山东为首的单体企业新增产能逐步爬坡，浙江企业前期事故干扰停车也陆续复产，行业开工率持续上行，现货价格小幅反弹至 13800 元/吨上方。11 月后天气迅速转冷，房地产领域施工进度放缓，硅油订单减弱拖累有机硅消费，下游企业刚需补库为主，在供大于求的结构背景下现货市场呈弱稳态势，反弹动能不足，我们预计在国内大厂暂无较大检修干扰的情况下，12 月产量仍将继续回升，全年有机硅产量将达 242 万吨，同比增速近 15%。预计 2025 年我国有机硅产量仍将维持较快增长，供需弱平衡的结构仍将持续。

## 3、铝合金产量增速下滑，房地产竣工下行压力较大

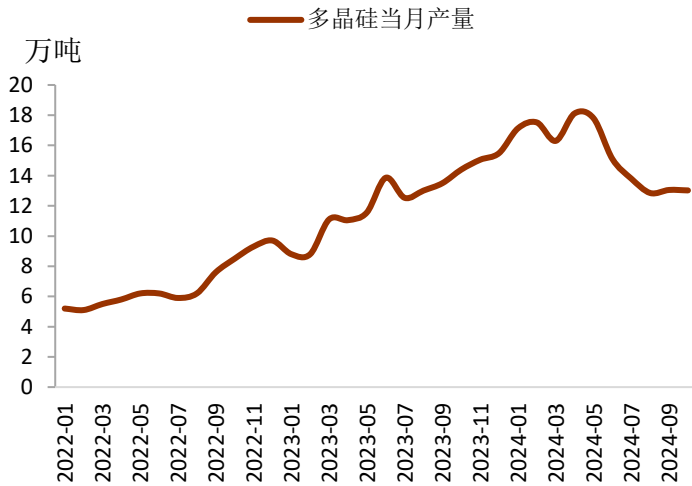
国家统计局数据，1-10 月我国铝合金产量累计为 1321.8 万吨，同比增长 8.7%，其中 10 月产量为 140.8 万吨，同比增长 9.1%。我国房地产行业今年竣工增速同比降幅重回 20% 以上，建筑建材作为铝合金的主要消费领域受拖累影响较大，铝棒企业开工率全年低位承压运行，其中内蒙古和山东地区铝棒企业运行产能大幅收缩，尤其是四季度后部分企业主动应对淡季压力进入年底修整周期，新疆铝棒企业今年基本维持高开工，部分停产企业四季度后基本恢复生产，云南地区头部企业枯水期影响偏弱维持按需生产，目前 6063 铝棒加工费维持在 200-400 元/吨之间整体偏低，今年企业生产积极性减弱也因为加工费上行空间有限，但今年铝锭端的成本刚性支撑，以及废铝的供应不足对铝棒价格重心持续上移提供了有力保证。总体来看，房地产市场明年竣工增速仍偏低，主因行业开工建设周期为 3 年左右，2022 年我国放低开工和施工面积已环比大幅回落，此外我国基建增速呈稳中有降的态势，2025 年

铝合金两大消费领域均存在一定调整，铝合金产量或受到需求端持续承压运行，预计明年铝合金产量增速将低于 8%，消费复苏预期并不明朗。

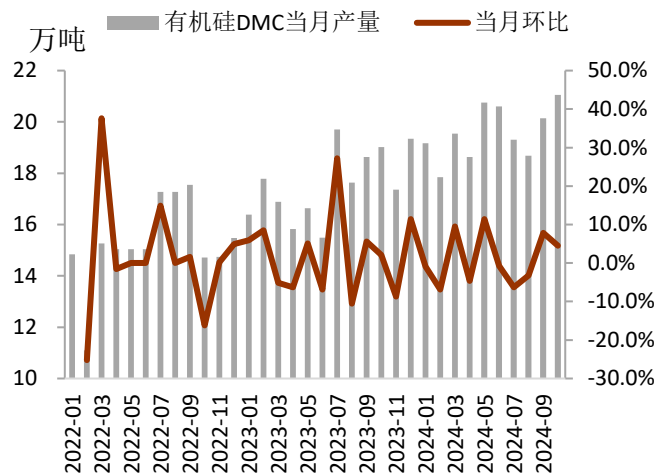
#### 4、2025 年工业硅需求增速将继续放缓

综合来看，2025 年我国光伏产业发展仍面临减速困境，中国制造业保持扩张区间的韧性有待检验，房地产竣工增速转正面临一定挑战。从国内终端用铜来看，光伏自律监管约束下产业链中下游减产已是大势所趋，下游电池和组件市场结构将迎来新平衡，光伏终端装机增速逐年递减；有机硅新单体产能集中投放但消费增速偏低；铝合金受房地产竣工疲软以及基建投资放缓等影响产量有制约，明年工业硅总体需求增速将继续放缓，供需预期将延续失衡，预计 2025 年工业硅消费增速将降至 5%左右。

图表 13 多晶硅产量

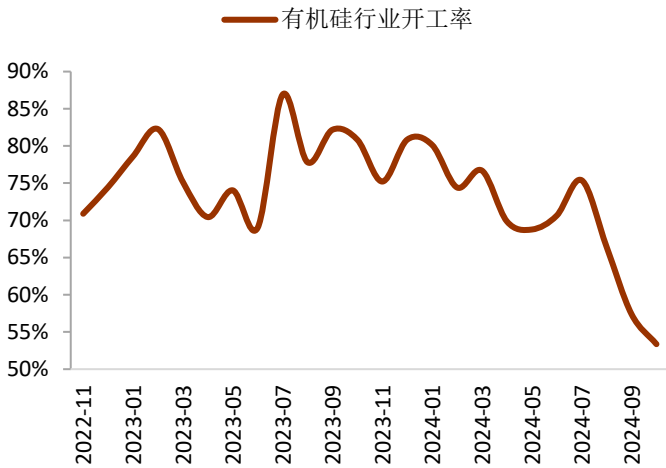


图表 14 有机硅 DMC 产量

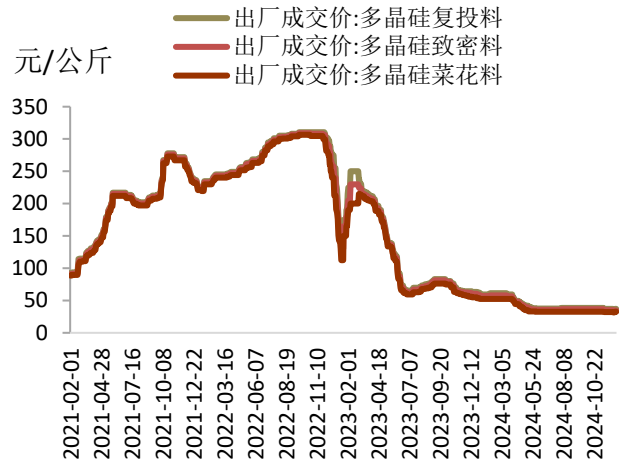


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 15 有机硅行业开工率



图表 16 多晶硅出厂成交价

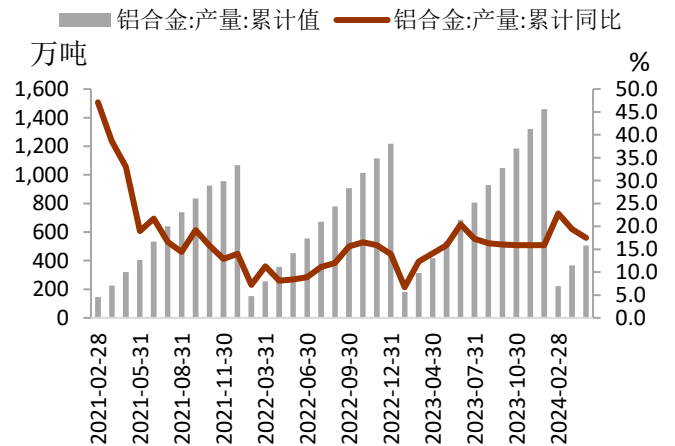


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 17 有机硅 DMC 价格



图表 18 铝合金产量



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 19 国内工业供需平衡表预估（万吨）

年份	2021	2022	2023	2024E	2025E	增速
产量	321.4	349.5	380.2	485	530	9.3%
进口	0.4	0.8	0.65	1	1.1	10.0%
出口	77.8	65.08	57.4	66	75	13.6%
表观消费	243.7	285.22	323.45	420	456.1	8.6%
实际消费	235.8	258	353	390	410	5.1%
供需平衡	7.9	27.2	-29.6	30.0	46.1	

资料来源：IFIND，广期所，SMM，铜冠金源期货

## 五、2025 年行情展望

美联储明年将进入缓慢降息轨道或拖累全球资本市场风险偏好降温，特朗普政府上台后奉行“美国优先”原则提振其本国制造业，主张恢复和扩大石油化工产业规模预计对全球光伏产业发展形成一定制约。我国下半年制造业重回扩张区间但工业企业利润维持负增速，中央经济工作会议强调将实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，大力刺激内需，发展新质生产力，预计 2025 年中国经济将从平稳着陆走向企稳反弹。

供应方面，今年西北地区产量高位运行，川滇地区产能利用率偏低，全国开炉数总体增加，供应季节性影响边际减弱，社会库存持续上行，从今年年底至 2025 年我国将有总计 392.5 万吨新增产能计划投放。预计今年全年的累计产量将达 485 万吨，2025 年将进一步升至 530 万吨，同比增速将接近 10%。

需求方面，光伏自律监管约束下产业链中下游减产已是大势所趋，下游电池和组件市场结构将迎来新平衡，光伏终端装机增速逐年递减；有机硅新单体产能集中投放但消费增速偏低；铝合金受房地产竣工疲软以及基建投资放缓等影响产量有制约，明年工业硅总体需求增速将继续放缓，供需预期将延续失衡，预计 2025 年工业硅消费增速将降至 5% 左右。

整体预计明年工业硅供大于求的结构仍将持续演绎，国内宏观预期回暖对价格有阶段性支撑，海外关注美联储是否会暂停降息，期价重心或将进一步下移。预计工业硅 2025 年的主要运行区间在 9000-12500 元/吨。

策略建议：逢高做空为主

风险因素：国内产能投放不及预期，光伏行业增速回升



洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

**全国统一客服电话：400-700-0188**

### 总部

上海市浦东新区源深路 273 号  
电话：021-68559999（总机）  
传真：021-68550055

### 上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 305、307 室  
电话：021-68400688

### 深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方广场 2104A、2105 室  
电话：0755-82874655

### 江苏分公司

地址：江苏省南京市江北新区华创路 68 号景枫乐创中心 B2 栋 1302 室  
电话：025-57910813

### 铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财富广场 A906 室  
电话：0562-5819717

### 芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号伟星时代金融中心 1002 室  
电话：0553-5111762

### 郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来公寓 1201 室  
电话：0371-65613449

### 大连营业部

辽宁省大连市沙河口区会展路 67 号 3 单元 17 层 4 号  
电话：0411-84803386

### 杭州营业部

地址：浙江省杭州市上城区九堡街道九源路 9 号 1 幢 12 楼 1205 室  
电话：0571-89700168



## 免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。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。