



2020.02.11 星期二

尿素期货高升水何时止

✍ 刘佳伟

☎ 021-33038627

✉ liujiawei014001@gtjas.com

投资咨询从业资格号：Z0011961

李响（联系人）

022-58365035

lixiang020401@gtjas.com

【观点】

近日尿素主力合约走势强势，目前围绕 1720 元/吨震荡，而交割区域内多个厂库现货实际成交价格达到 1600 元/吨，基差达到-120 元/吨，已达到期货上市以来最低值。盘面高升水给出期现套利机会，具体表现在买现货的同时期货建立空头并持有进行交割，目前 2 月合约即将结束，距离 5 月主力合约还有整三个月。期货主力合约高升水倘若再进一步上升，将触及交割仓库仓单无风险套利区间。我们以三个月的周期进行核算得出结论：目前盘面已给出厂库注册仓单抛盘面利润，且利润空间较大；而仓库仓单目前的基差仍不足以达到无风险套利。下面我们从厂库直接注册仓单以及买现货后至仓库注册仓单进行核算，具体分析见表：

【期现套利核算】

1、厂库

仓单成本	三个月持有仓单费用	盘面（UR05）	利润
仓储费	36	1736	71
现货资金利息	24		
期货保证金利息	3		
手续费	2		
至交割库运费	0		
出入库费	0		
合计	65		

注：利润=盘面价格-现货价格-仓单成本

目前山东、河南地区工厂实际成交价多在 1600-1630 元/吨，我们按照 1600 元/吨进行核算，加上 65 元/吨三个月的仓单持有成本，可以得出厂库仓单价格为 1665 元/吨，而尿素期货主力合约目前的价格为 1730 元/吨，也就是如果厂库愿意为贸易商或者期现公司注册厂库仓单，仓单所有者至少有 70 元/吨的无风险利润；如果厂库愿意以自身名义进行仓单注册，那么 36 元/吨的仓储费用经过交易所扣除最终流转回厂库，因此仓储费用也可以节省，最终的利润空间超过 100 元/吨。

这么高的利润为什么厂库不积极去注册仓单呢？答案是厂库原有销售模式多为即期定价、随行就市，没有远期销售经验，这里的远期销售模式是指现货贸易中远期货物公式定价，而非已定价但未出库代提货物。加之工厂当前最重要的工作是消化库存，注册仓单用于 5 月份交割无法解决当前高库存的问题，我们推测在三月底、四月份才会逐步有新的厂库仓单形成。以上解释了即便是给出如此高的卖出套保利润，厂库参与度低的原因。

2、仓库

仓库	厂库	出厂价	运输费	入库费	仓储费	资金利息	手续费 (开仓+交割)	质检费	仓单成本
河南国储	天泽/兰花	1580	85	30 (汽运)	36	27	2	0	1760
	心连心	1610	35					0	1739
	晋煤天庆	1615	65					1	1775
河北衡水	东光	1600	40	40 (火运)	36	27	2	1	1745
	华鲁	1610	36					0	1750
	平原	1600	60					1	1755

经过 UR01 合约交割我们可以观察到，在郑州商品交易所公布的 10 个尿素交割仓库中，仓单注册量最大的两个仓库为河北衡水棉麻库以及河南国储库，两个仓库共同的特点是距离传统产地较近，衡水棉麻库距离内蒙产区较近、河南国储库距离山西较近，加之周边也有尿素工厂的优势，两个仓库目前以及未来均将成为尿素期货仓单注册量较多的交割库。当然，两个仓库硬件条件都很好，但是均有当地需求有限的不足，决定了两个仓库更多情况下买方接货后仍需二次周转。

仓库仓单是厂库仓单注册受限情况下的首选，经过核算运输费及入库费是仓库仓单成本比重最大的两个费用，通过询问交割仓库及周边工厂，衡水棉麻库附近目前汽运受限，仓库仓单成本核算均用火车运费及火车入库费计算，河南国储库仓单成本核算用汽运运费及汽运入库费计算，根据郑州商品交易所规定，火车及汽车入库费用均包括汽车出库费用。根据核算可以看出，目前期货主力合约价格已经逼近部分工厂采购尿素运输至交割仓库注册仓单成本，倘若价格进一步上升，将给出仓库仓单期现套利空间。

【总结】

期货较现货升水已达 136 元/吨，厂库自身注册仓单并在盘面卖出套保可收获 107 元/吨的利润，即便是贸易商及期现公司名义注册承担三个月 36 元/吨仓储费用利润也达到了 71 元/吨；在首选厂库仓单无法实现的情况下，仓库仓单成本着重考虑河北衡水棉麻库及河南国储库，两个仓库周边尿素工厂资源较多，但经过与仓库沟通，目前衡水棉麻库剩余库容有限，周边汽运受限，河南国储库入库已汽运为主，但目前汽运及火运均较难入库。期货主力合约高升水倘若再进一步上升，将触及交割仓库仓单无风险套利区间，届时尿素期货交割仓库将为现货高库存转移部分压力。

分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为“国泰君安期货产业服务研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本研报发布的观点和信息仅供风险承受能力合适的投资者参考。若您并非风险承受能力合适的投资者，为控制投资风险，请取消订阅、接收或使用本研报中的任何信息。请您审慎考察金融产品或者服务的风险及特征，根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险。

上海市静安区新闸路 669 号博华大厦 30 楼 电话: 021-33038635 传真: 021-33038762

广东分公司

天河区珠江新城华夏路 10 号富力中心 1102 房
电话: 020-38628010 传真: 020-38628583

金融理财部

上海市静安区新闸路 669 号博华大厦 29 楼
电话: 021-33038803 传真: 021-33038720

上海期货大厦营业部

上海市自由贸易试验区松林路 300 号期货大厦 2001B
电话: 021-68401886 传真: 021-68402738

上海延安东路营业部

上海市黄浦区延安东路 58 号 14 楼 1403、1404 室
电话: 021-63331738 传真: 021-63332282

深圳营业部

深圳市福田区益田路 6009 号新世界中心 15 楼 1502、1503、1504 室
电话: 0755-23980587 传真: 0755-23980597

大连营业部

大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座-大连期货大厦 2703
电话: 0411-84807755 传真: 0411-84807759

宁波营业部

宁波市高新区扬帆路 999 弄 4 号 <6-1>
电话: 0574-87916522 传真: 0574-87916513

天津营业部

天津和平区郑州道 18 号港澳大厦 6 层
电话: 022-23304956 传真: 022-23300863

郑州营业部

郑州市郑东新区商务外环路 30 号 1105 房间
电话: 0371-65600697 传真: 0371-65610168

青岛营业部

青岛市崂山区香港东路 195 号 11 号楼杰正财富 5 楼 501 室
电话: 0532-80993629 传真: 0532-80993630

北京三元桥营业部

北京曙光西里甲 5 号院 22 号楼 15 层 1501、1502 单元
电话: 0311-85360890 传真: 0311-85360907

济南营业部

济南市历下区草山岭南路 975 号 11 层 1107-1108 室
电话: 0531-81210190 传真: 0531-81210177

厦门分公司

厦门市思明区湖滨东路 95 号华润大厦 B 座 1508-1509 单元
电话: 0592-5886138

北京分公司

北京建国门外大街乙 12 号双子座大厦东塔 7 层 06 单元
电话: 010-58795771 传真: 010-58795787

产业发展部

上海市静安区新闸路 669 号博华大厦 29 楼
电话: 021-33038719

上海国宾路营业部

上海市国宾路 36 号万达广场 B 座 1607、1608 室
电话: 021-55892500 传真: 021-65447766

上海中山北路营业部

上海市中山北路 3000 号长城大厦 507、508 单元
电话: 021-32522836 传真: 021-32522823

长春营业部

吉林省长春市净月开发区生态大街 2188 号川渝泓泰国际环球贸易中心 1 号楼 23 层 2302、2303 室
电话: 0431-81907955 传真: 0431-85916622

杭州营业部

杭州江干区五星路 185 号泛海国际中心 6 幢 1 单元 501-B 室
电话: 0571-86809289 传真: 0571-86922517

南京营业部

南京市建邺区庐山路 168 号 1911 室
电话: 025-87780990 传真: 025-87780991

武汉营业部

武汉市江岸区建设大道 718 号浙商大厦 40 楼 4005 室
电话: 027-82886695 传真: 027-82888027

西安营业部

西安市高新三路 12 号中国人保金融大厦 1802 室
电话: 029-88220218 传真: 029-63091956

石家庄营业部

石家庄市裕华区裕华东路 133 号方北大厦 B 座 8 层 803 室、804 室
电话: 0311-85360890 传真: 0311-85360907

长沙营业部

长沙市芙蓉中路一段 442 号新湖南大厦产业楼 3404 室
电话: 0731-82258088 传真: 0731-82256453

上海延安东路营业部

上海市黄浦区延安东路 58 号 14 楼 1403、1404 室
电话: 021-63331738 传真: 021-63332282

上海银城路营业部

中国(上海)自由贸易试验区银城路 88 号 27 楼(实际楼层 24 楼) 06 单元
电话: 021-58590368

国泰君安证券各营业部受理 IB 业务 客户服务中心: 95521<http://www.gtjaqh.com>

国泰君安期货客户服务电话 95521