

弱预期背景下尿素投资机会分析及策略展望

发展研究中心 刘超

2020.7.9



01

尿素期货行情回顾



02

尿素供需分析



03

尿素与相关品比价分析



04

观点和策略

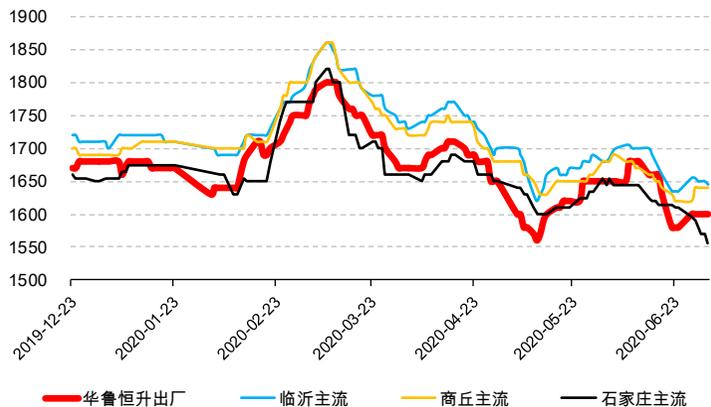
01

尿素
| 期货行情回顾 | >

上半年尿素期货行情回顾



国内尿素价格(单位:元/吨)



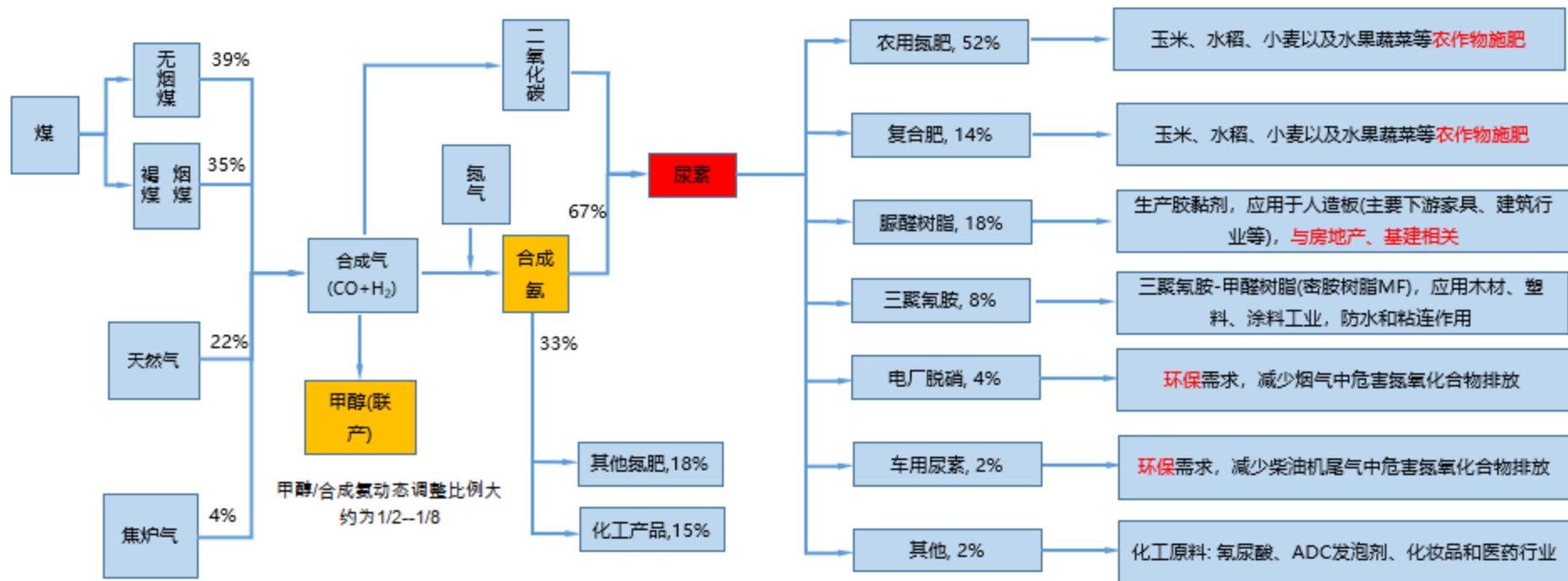
2020年初以来，尿素期货呈现冲高回落→报复性反弹→顺畅下跌→震荡式探底的行情：

1. 年初到节后2.3开盘，冲高后回落下跌，驱动因素：年前备货需求转淡、新冠肺炎疫情出现引发市场恐慌
2. 2.3日到3月初，报复性反弹，驱动因素：春耕需求释放、疫情引发物流阻断导致尿素阶段性供需错配严重
3. 3月初到4月底，顺畅式下跌，驱动因素：春耕需求转弱至淡季、疫情扩散全球加剧宏观恐慌情绪、日产严重偏高
4. 4月底到现在，震荡式探底，驱动因素：成本端反弹支撑、夏季用肥需求支撑、装置检修、交割逻辑

02

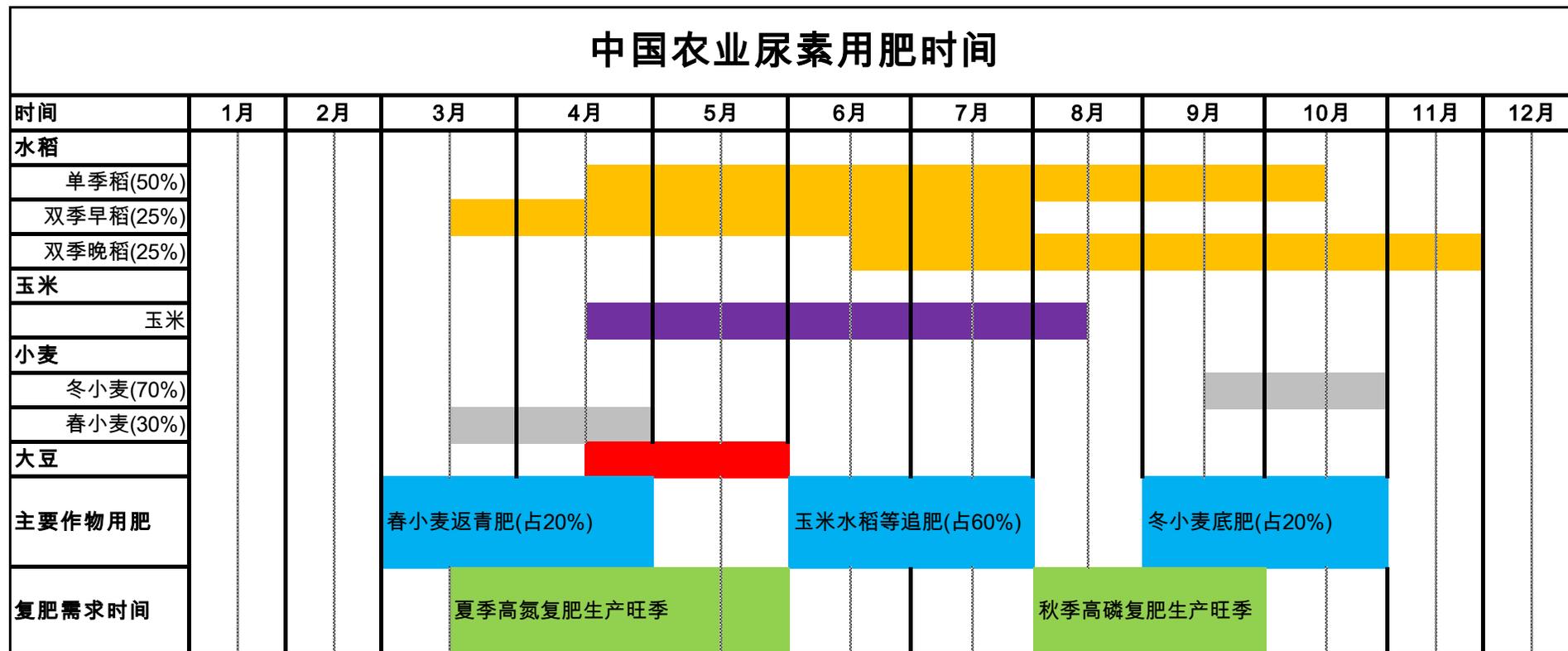
尿素
| 供需分析 |

>



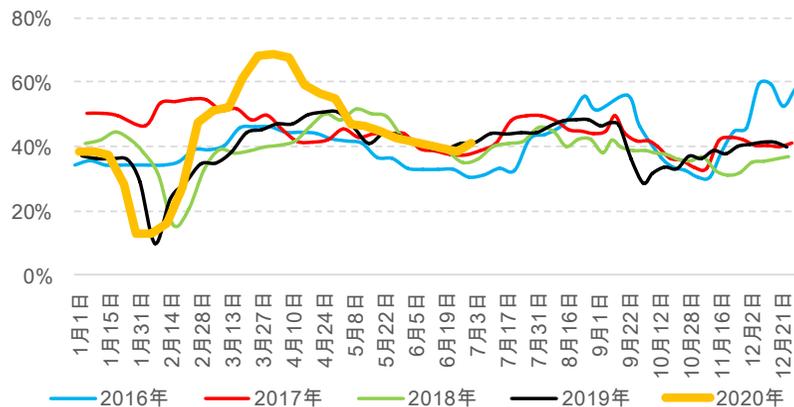
农需绝大部分发生在上半年，下半年农需寥寥

中国农业尿素用肥时间

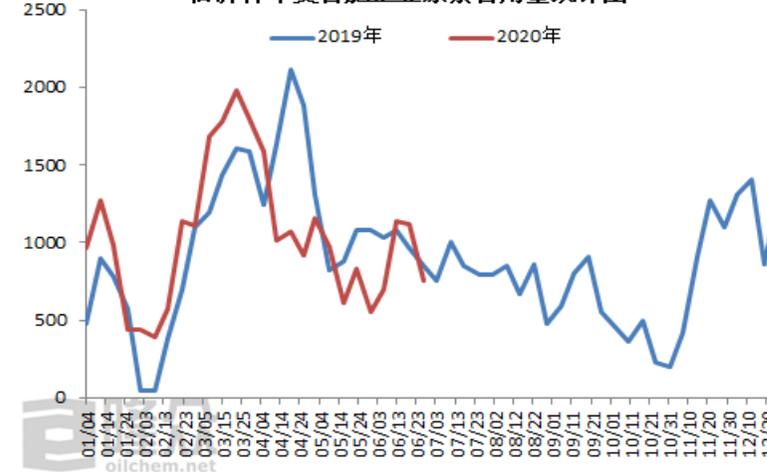


复肥厂生产高氮肥旺季已过，中期复肥需求可能难有亮点

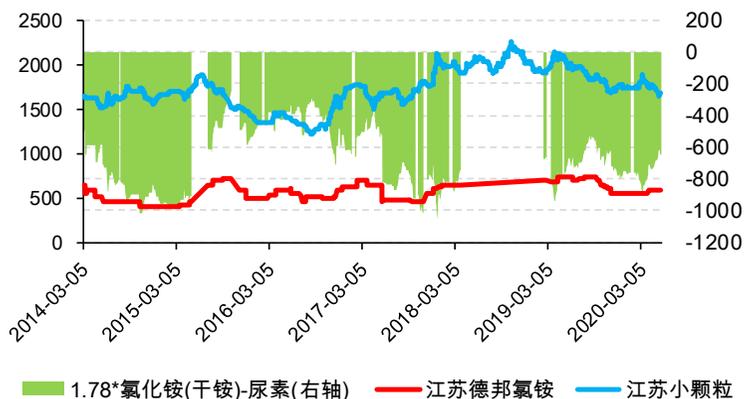
复肥企业开工率



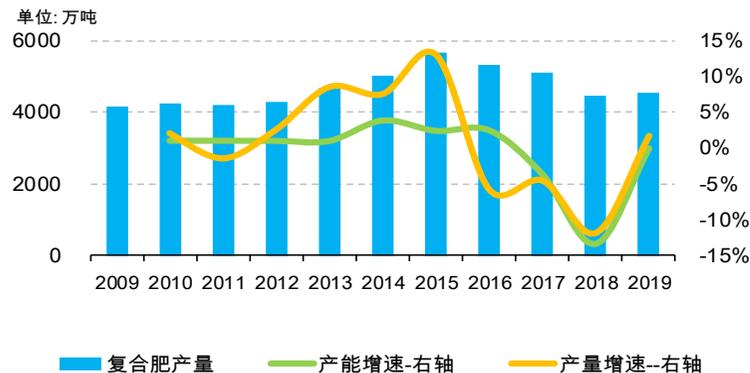
临沂样本复合肥企业尿素日用量统计图



1.78*氯化铵(干铵)-尿素(单位:元/吨)



中国复合肥产量及增速

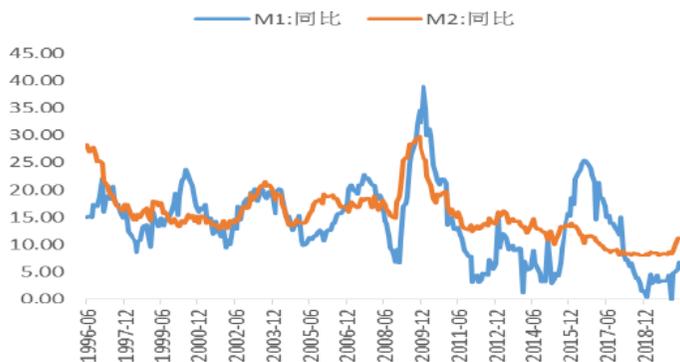


1.复肥厂生产高氮肥旺季已过，复肥厂对尿素的需求整体可能呈下滑趋势，可能持续到三季度，期间生产高磷复肥偏多，氮元素可由低价的氯铵所提供。四季度复肥厂或逐步开启高氮复肥生产，对尿素的需求开始增加。

2. 从国内历年复肥产量走势来看，2020年复肥产量大概率维持平稳或者小幅增加，上半年保春耕政策刺激复肥超预期高开工的现象在下半年可能不会实现，复肥开工平稳为主。

货币和财政政策发力稳经济基本盘，尿素工业需求会有超预期亮点？

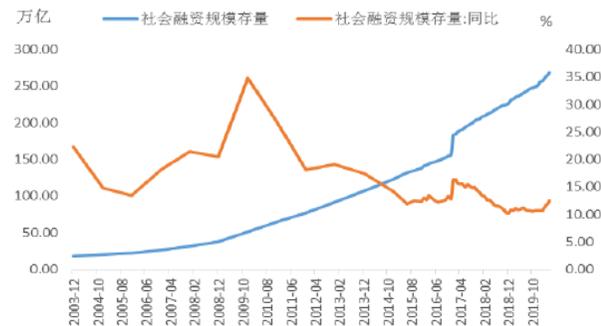
5月M2同比增速11.1%，环比持平



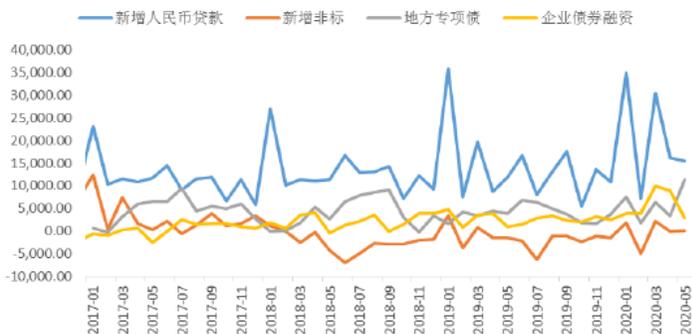
4月3日央行宣布对中小企业定向降准1个百分点



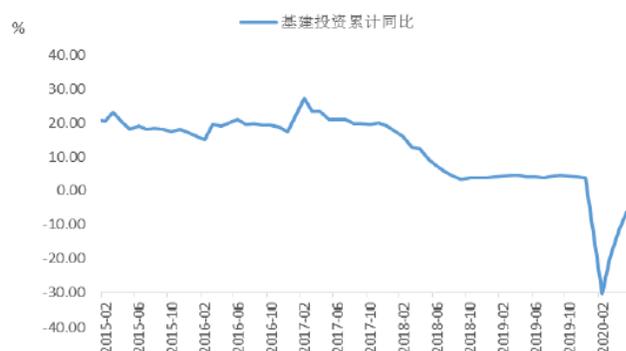
5月社会融资规模存量同比增速12.5%，环比+0.5个百分点



5月社融没有进一步显著扩张，但延续高位，专项债增多



1-5月基建投资增速-6.3%，环比+5.5个百分点



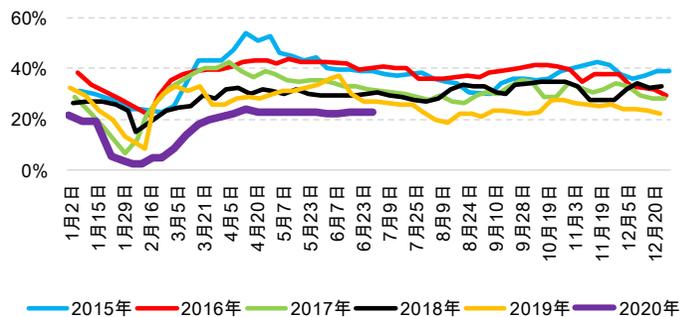
1-5月地产投资增速-0.3%，环比+3个百分点



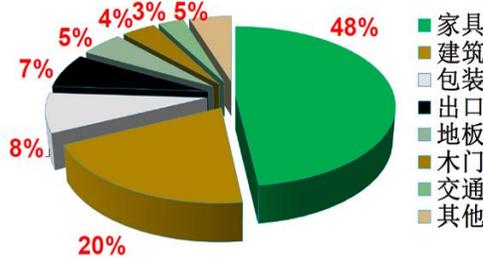
工业需求会不会有超预期亮点出现？

人造板需求疲软已久，下半年可能复苏但可能不会超预期增长

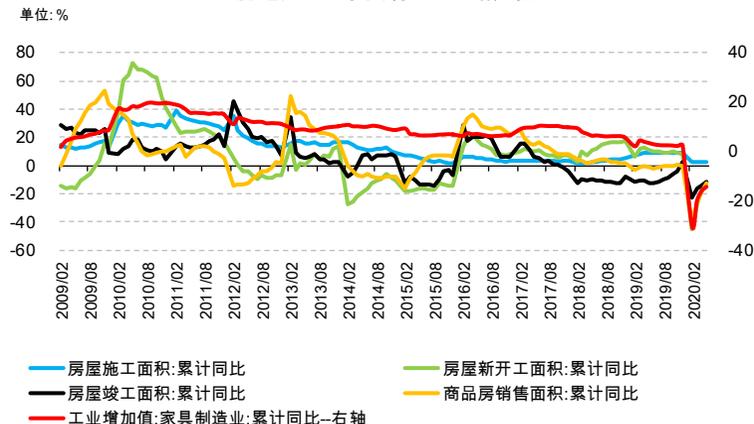
甲醛开工率



(1) 2018人造板应用领域



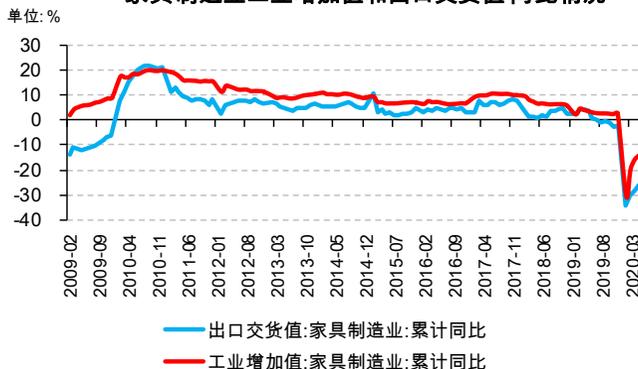
房地产 VS 家具制造工业增加值



家具制造业存货同比情况



家具制造业工业增加值和出口交货值 同比情况



2017年主要国家进口贸易额

国家	家具进口 (单位: 亿美元)	进口第一大国	进口该国占比
美国	318	中国	54%
德国	125	波兰	24%
英国	72	中国	36%
法国	64	中国	18%
加拿大	54	中国	34%

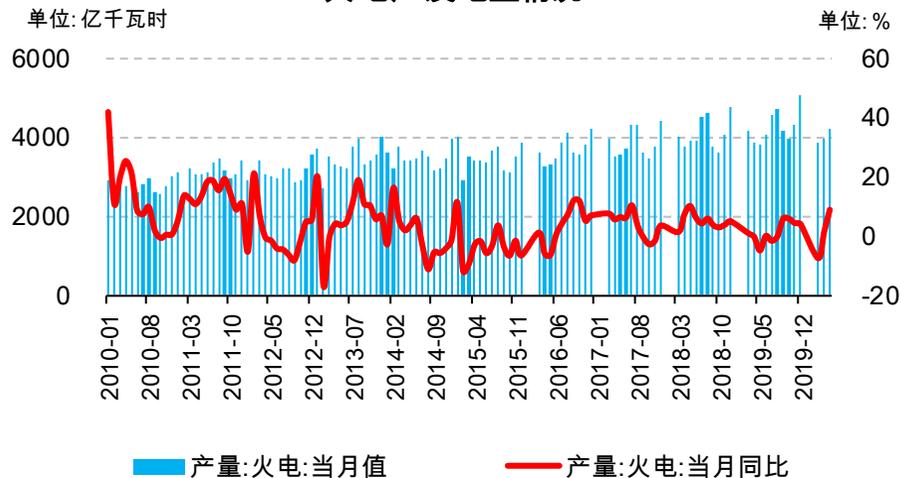
1. 海外疫情爆发，我国作为全球第一大家具出口国家出口受阻且快速下降，国内人造板需求上半年整体疲软，当前海外疫情仍较严峻，下半年家具出口需求大概率不能太乐观。
2. 地产和家具制造增加值相关性不高，下半年可能表现较好的地产需求传导至人造板的拉动作用有限，来自基建的需求亦类似。
3. 根据2019年数据，人造板需求每月使用尿素约105万吨，乐观预期若按照下半年同比增速10%计算，估算下半年的人造板需求尿素增量大概为60万吨，不过此增量对尿素需求提振作用较小。

环保类需求维持稳中有升

柴油机销量情况



火电厂发电量情况



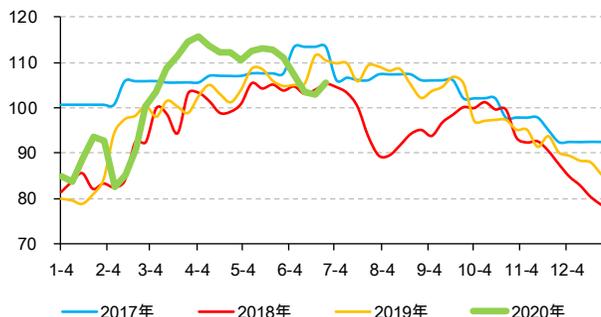
1. 柴油机和发电量两项数据未有超预期的迹象，同时考虑到国家对环保的重视力度加大，预判环保需求对尿素需求贡献保持稳中有升的态势，较难有超预期的需求表现。

检修过后，高日产压力或再次来临

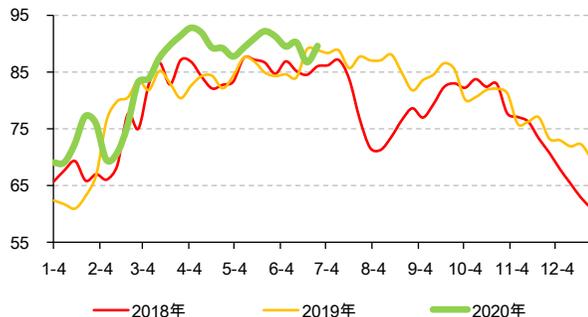
2017-2020年中国尿素日产情况对比



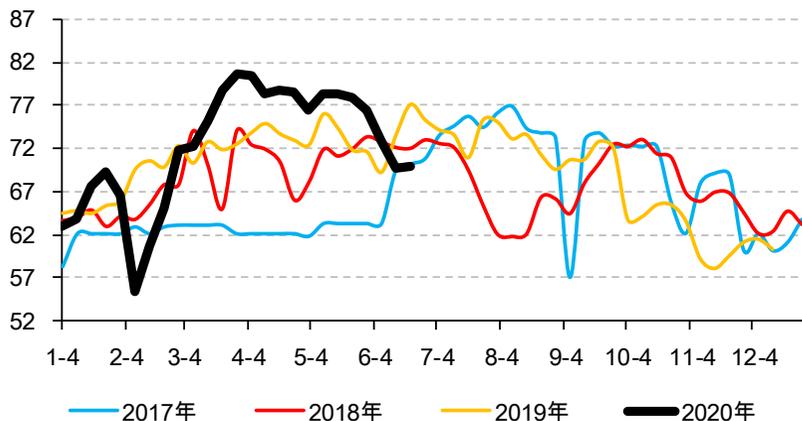
尿素周产量(单位:万吨)



中小颗粒尿素周产量(单位:万吨)



交割区+苏晋陕蒙尿素周产量(单位:万吨)



- 2-3月期间，新冠肺炎疫情和非洲蝗灾可能引发国内粮食安全问题，为实施保春耕政策，包括尿素在内的氮肥厂家提高负荷和重启闲置产能以加大氮肥供应，如新疆乌石化、宁夏石化重启闲置尿素产能，河南、山西、内蒙尿素厂家提高尿素装置负荷，使得2020年3-5月份尿素日产持续高于近3年的日产水平。
- 交割区河南、河北、安徽、山东装置虽有检修或降负荷减少日产，但仍受周边货源供应冲击。

近期装置检修多，后期淡季期间需要检修的装置减少

 2020年尿素装置降负荷和停车检修计划-更新至2020/7/1						
企业	产能/万吨	日产/吨	产品种类	降负荷/检修开始	降负荷/检修结束	停车原因
山西兰花	15	500	小颗粒	2019.9.25	待定，可能到12月	政策管控
河南昊华骏化	30	1000	小颗粒	2019.11.16	2020.12.31	转产
安徽中能	30	1000	小颗粒	2020.3.18	2020.12.31	
中化吉林长山	30	1000	小颗粒	2020.3.21	待定	转产合成氨
山东章丘日月	20	300	小颗粒	2020.3.1	2020.12.31	转产
重庆建峰	52	1700	小颗粒	2020.4.6	2020.12.31	转产
山东华鲁	100	3000	中颗粒	待定	待定	装置故障
中煤鄂尔多斯	87	2610	大颗粒	2020.6.2	2020.7.10	计划检修
中煤鄂尔多斯	88	2640	大颗粒	2020.6.2	2020.7.10	计划检修
中海油富岛	52	1700	大颗粒	2020.6.10	2020.7.30	计划检修
大庆石化	76	2280	小颗粒	2020.6.11	2020.6.19	装置故障
青海盐湖	33	1000	小颗粒	2020.5.27	2020.6.30	计划检修
河南安阳化学	20	600	小颗粒	2020.6.11	2020.6.21	装置故障
辽宁北方煤化	13	390	焦炉气	2020.6.15	2020.6.22	装置故障
中化吉林长山	30	900	小颗粒	2020.6.13	2020.7.10	转产
江苏恒盛	50	1500	小颗粒	2020.6.21	2020.6.25	装置故障
新疆中能	60	1800	小颗粒	2020.6.21	2020.6.25	装置故障
河北正元	80	2300	小颗粒	2020.7.6	2020.7.20	计划检修
河南晋开	40	1200	大颗粒	2020.6.22	2020.6.30	计划检修
内蒙金新	80	2400	小颗粒	2020.6.20	2020.7.10	计划检修
宁夏和宁	76	2280	中颗粒	2020.6.24	2020.7.18	计划检修
山东晋煤明水	50	1500	小颗粒	2020.6.26	2020.7.10	计划检修
博大实地	80	2400	小颗粒	7月中旬	待定	计划检修
阳煤和顺	30	900	小颗粒	7月上旬	2020.7.15	计划检修
云天化	80	2400	小颗粒	2020.7.13	2020.7.22	计划检修
中海华鹤煤化	52	1560	大颗粒	2020.7.15	2020.7.25	计划检修

近期装置故障检修或者转产企业较多，日产下滑至15万吨以下，7月还有数家企业有检修计划，三季度暂未听说其他企业有检修计划。

新产能明升达或在8月份稳定量产，其余装置在3-4季度陆续投产

2020年国内尿素新产能投产计划及产量增量估算

区域	所在地	企业	产品	产能/万吨	预计投产时间	气化工艺
华北	内蒙乌兰浩特	乌兰大化肥一期	尿素	120	可能推迟到2021年	水煤浆气化
华北	山东泰安	山东晋煤明升达	尿素	80	2020年7月份	水煤浆气化
华中	湖北宜昌	湖北三宁化工	尿素	80	2020年3季度	水煤浆气化
华中	江西九江	九江心连心	尿素	52	2020年4季度	水煤浆气化
华北	山东泰安	山东润银生化三期	尿素	140	2020年12月份	航天炉粉煤气化

据消息，09合约交割前最有可能投产的装置是山东晋煤明升达 80万吨装置，近期已在试生产，预计8月份可稳定量产。

供应压力同比往年逐步增加，01合约或面临新产能放量冲击

尿素月度供应表(单位:万吨)

		1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2020年(红色数据为预估数据)	国产	419.8	405.0	502.9	491.6	517.5	433.0	478.9	514.2	487.3	511.6	479.2	481.8
	同比	13.3%	0.2%	14.6%	10.0%	12.4%	-4.1%	2.0%	8.9%	9.3%	20.4%	22.6%	20.9%
	环比	5.3%	-3.5%	24.2%	-2.2%	5.3%	-16.3%	10.6%	7.4%	-5.2%	5.0%	-6.3%	0.5%
	进口	0.0052	0.0052	0.0261	0.0104	0.0127	0.0194	0.0424	0.1000	0.1000	0.1000	0.1000	0.1000
	同比	-83.2%	157.7%	255.7%	-99.8%	-99.8%	0.0%	0.0%	-98.7%	551.0%	16003.1%	1477.5%	480.2%
	出口	25.75	25.75	27.13	11.17	59.98	15.00	10.00	30.00	70.00	70.00	70.00	70.00
	同比	-57.05%	-34.73%	-16.57%	13.65%	177.45%	3.69%	-62.96%	-54.39%	28.24%	7.33%	53.17%	17.32%
	环比	-56.85%	0.0%	5.4%	-58.8%	437.1%	-75.0%	-33.3%	200.0%	133.3%	0.0%	0.0%	0.0%
	表需	394.0	379.2	475.8	480.5	457.5	418.0	469.0	484.3	417.4	441.7	409.3	411.9
	同比	26.8%	4.0%	17.1%	8.8%	2.8%	-4.3%	5.9%	17.0%	6.6%	22.8%	18.5%	21.5%
	环比	16.28%	-3.8%	25.5%	1.0%	-4.8%	-8.6%	12.2%	3.3%	-13.8%	5.8%	-7.4%	0.6%
	国产累计	419.8	824.8	1327.7	1819.3	2336.8	2769.8	3248.7	3762.9	4250.2	4761.8	5241.0	5722.7
累计同比	13.3%	6.5%	9.4%	9.6%	10.2%	7.7%	6.8%	7.1%	7.3%	8.6%	9.7%	10.6%	
累计环比		96.5%	61.0%	37.0%	28.4%	18.5%	17.3%	15.8%	12.9%	12.0%	10.1%	9.2%	
表需累计	394.0	773.3	1249.1	1729.6	2187.1	2605.1	3074.1	3558.4	3975.7	4417.5	4826.7	5238.6	
累计同比	26.8%	14.5%	15.5%	13.6%	11.1%	8.3%	7.9%	9.1%	8.8%	10.1%	10.8%	11.5%	
累计环比		96.2%	61.5%	38.5%	26.5%	19.1%	18.0%	15.8%	11.7%	11.1%	9.3%	8.5%	
			1-3月	1-4月		4-6月		5-8月				9-12月	
国产累计			1328	1819		1442		1944				1960	
累计同比			9.4%	9.6%		6.1%		4.9%				18.0%	
表需累计			1249	1730		1356		1829				1680	
累计同比			15.5%	13.6%		2.5%		5.2%				17.1%	

尿素供应情况

		国产量	出口量	表需	国产同比	表需同比
2017年	5-8月	2080	171.0	1909	-11.8%	-7.0%
2018年	5-8月	1749	53.6	1707	-15.9%	-10.6%
2019年	5-8月	1854	128.9	1739	6.0%	1.9%
2020年E	5-8月	1937	115.0	1823	4.5%	4.8%

尿素供应情况

		国产量	出口量	表需	国产同比	表需同比
2017年	9-12月	1856	132.0	1724		
2018年	9-12月	1652	151.3	1501	-11.0%	-13.0%
2019年	9-12月	1660	225.2	1435	0.5%	-4.4%
2020年E	9-12月	1960	280.0	1680	18.0%	17.1%

1.考虑检修计划产量损失、冬季气头装置限产和对出口维持去年水预期等因素，对下半年的供应做个大致测算。数据上看，供应压力同比往年逐步增加，01合约或面临新产能放量冲击。

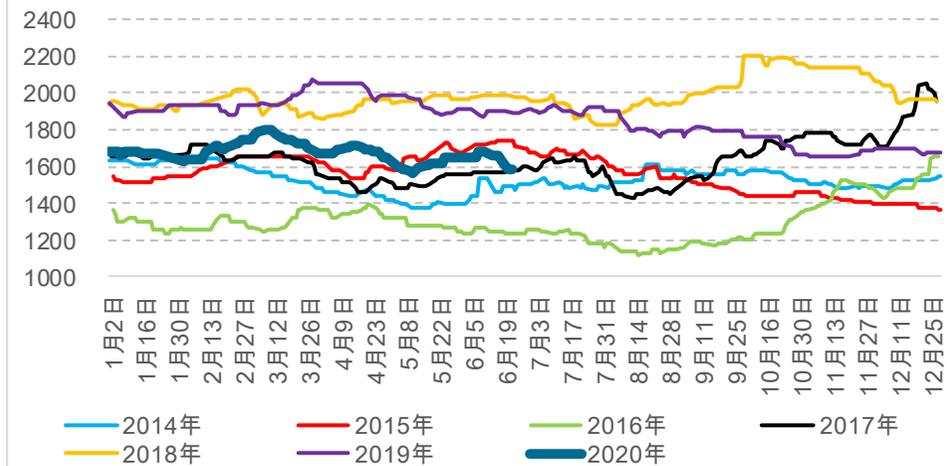
2.预测下半年表观供应量2671.2万吨，同比2019年增380万吨。若出口不能达到去年同期水平，国内面临的供应压力或更大。

尿素跌势已久，快到成本线了？

我国尿素(小颗粒)出厂价格走势(单位: 元/吨)



山东华鲁出厂价季节性图(单位: 元/吨)

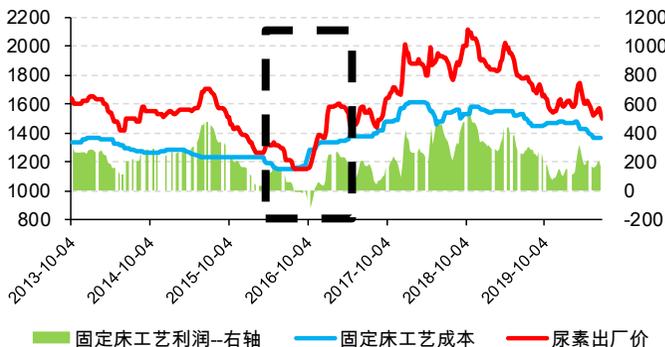


自2018年10月份以来，尿素厂家出厂价格整体呈跌势，华鲁自高点2200跌至近期低位1580，跌620点，跌幅28.2%。

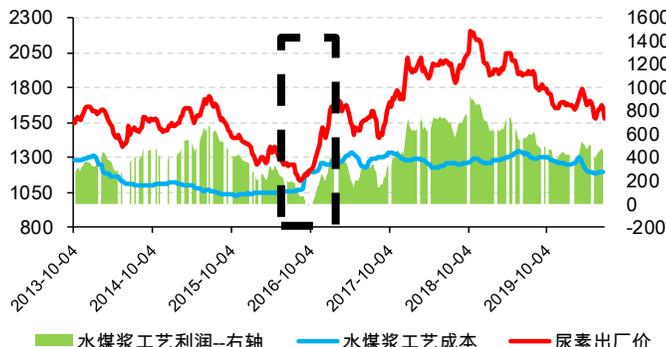
当前华鲁尿素出厂价格处于自2014年以来的历史价格低位，往下仍有空间。

成本端价格弱势，上游尿素装置利润依旧尚可，厂家生产积极，高日产仍有望得到延续

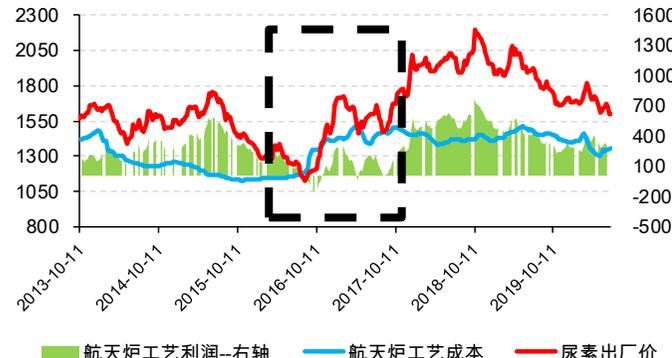
固定床工艺制尿素利润(单位:元/吨)



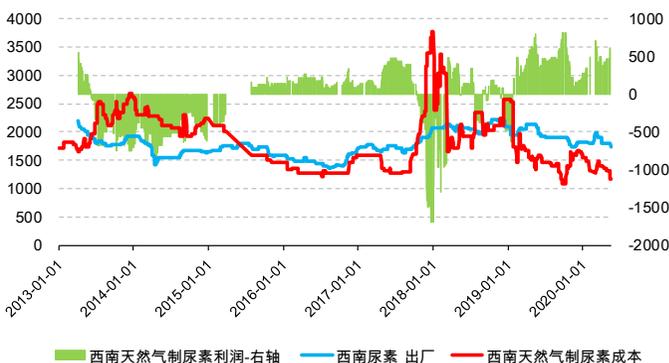
水煤浆工艺制尿素利润(单位:元/吨)



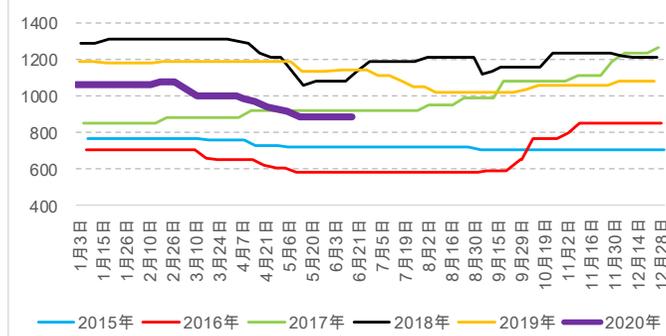
航天炉工艺制尿素利润(单位:元/吨)



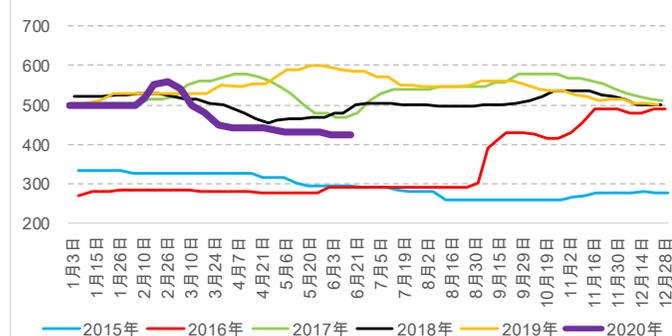
西南天然气制尿素利润(单位:元/吨)



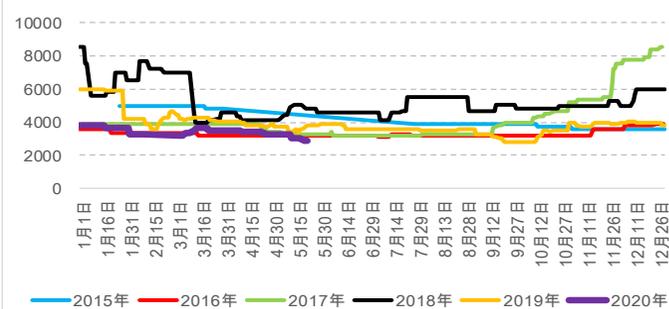
晋城无烟煤



陕西神木烟煤



四川LNG

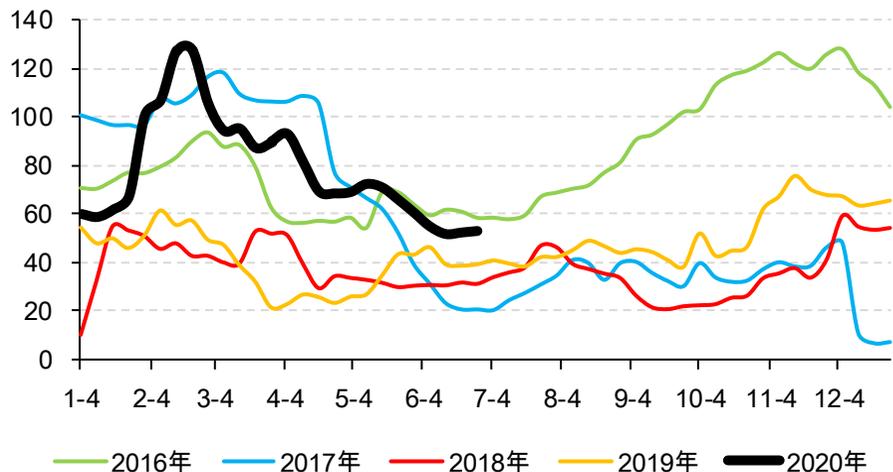


不同煤价下气化工艺的尿素完全成本估算(单位:元/吨)

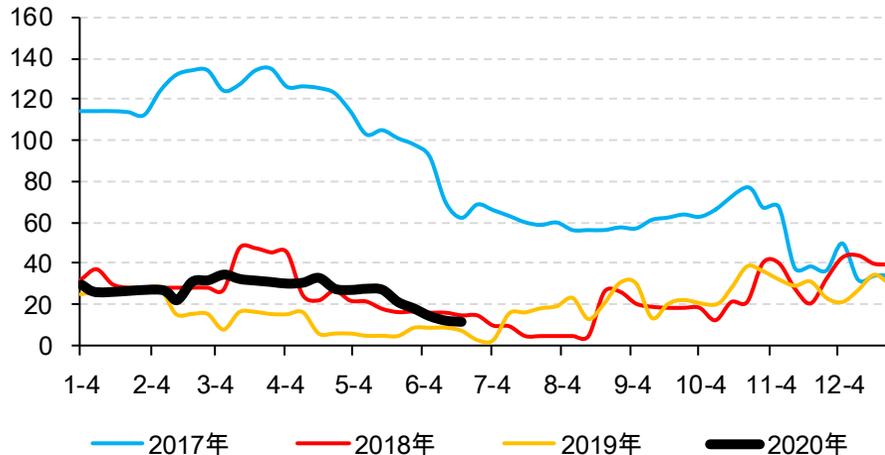
煤价	晋城无烟煤	神木烟煤	固定床工艺成本	水煤浆工艺成本	航天炉工艺成本
900	900	430	1367	1201	1356
950	950	480	1404	1240	1395
1000	1000	520	1434	1272	1426

下半年厂家库存容易累库存

尿素工厂库存(单位: 万吨)

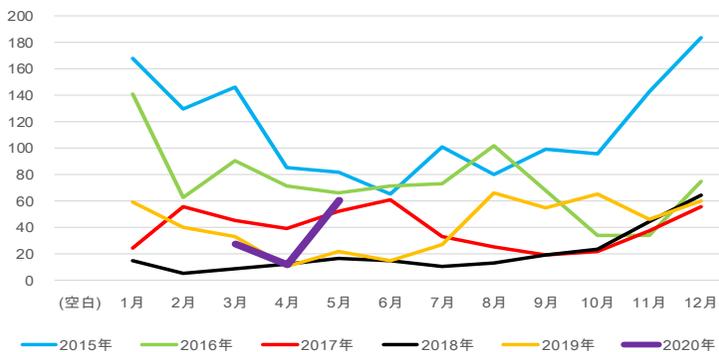


尿素港口库存(单位: 万吨)

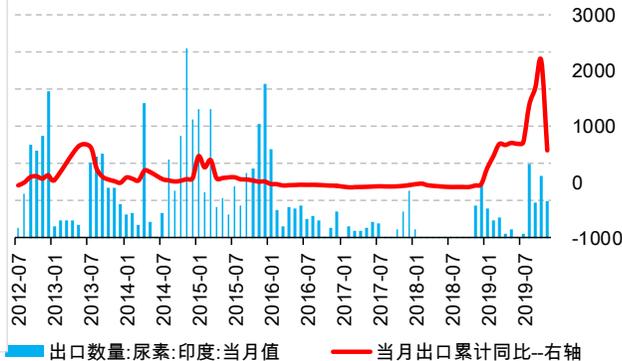


下半年国内可能得降价出口缓解高供应压力，不过出口也面临成本和政治因素的阻力

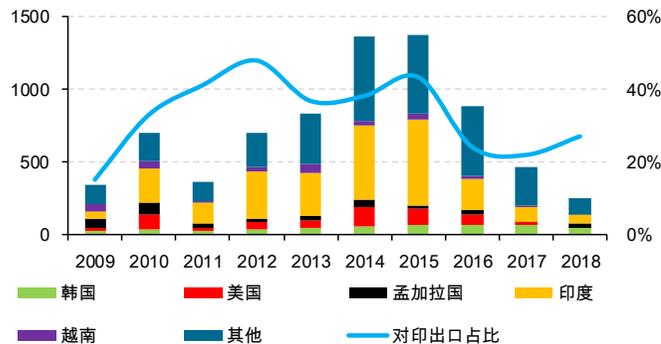
尿素月度出口量季节性(单位:万吨)



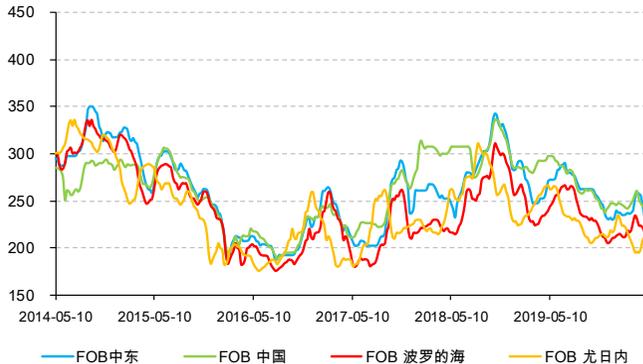
对印度的尿素出口量(单位:万吨)和同比(单位:%)



我国尿素出口情况(单位:万吨)



国际尿素(小颗粒)价格走势(单位:美元/吨)



2020-2021年外盘尿素新产能投放计划

公司名称	国家	产能 / 万吨	预计投产时间	备注
RFCL	印度	127	2020年3月	估计推迟
Matix	印度	127	2020年10月	估计推迟
Acron	俄罗斯	52	2020年12月	
	合计	306		
Navoiyazot	乌兹别克斯坦	175	2021年	
Metafrax	俄罗斯	136	2021年	
ToAz	俄罗斯	220	2021年	
	合计	531		

一般来讲，下半年是我国尿素的出口泄压期，印度是主要出口目的地，如前期尿素下半年表需测算数据显示，我们估算四季度9-12月有望每月出口70万吨尿素泄压，以保持全年出口量大致与去年持平。不过，国内尿素在国际市场没有较强的竞争力，若想获得出口标，大概率得主动降价对接出口标。

近期中印边界冲突已给两国经贸正常往来带来阻力，若两国关系持续未得到明显改善，不排除寄望出口印标以排解国内供应压力的预期得落空

下半年供应端是否有超出预期的故事可讲？

长三角地区2019-2020年秋冬季大气污染综...

立工业炉窑管理清单，按照“淘汰一批、替代一批、治理一批”的原则，全面提升产业总体发展水平。各省（市）制定工业炉窑大气污染综合治理实施方案，确定分年度重点治理项目。

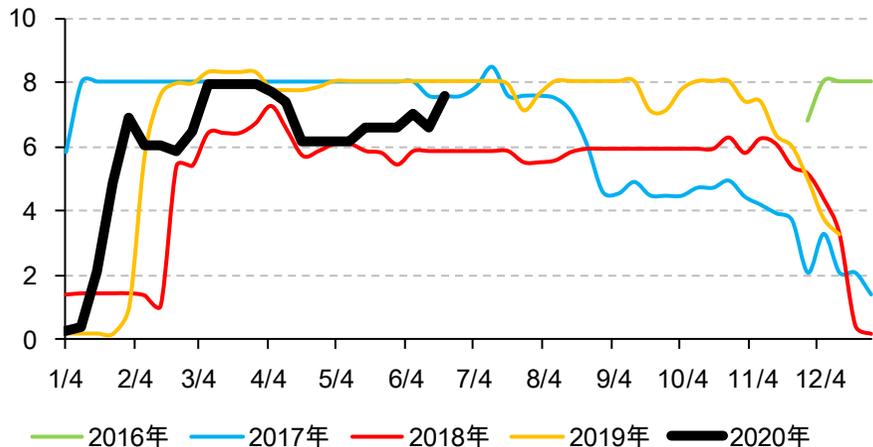
加快淘汰落后产能和不达标工业炉窑，实施燃料清洁低碳化替代，玻璃（1462，-14.00，-0.95%）行业全面禁止掺烧高硫石油焦（硫含量大于3%）。加快取缔燃煤热风炉，依法淘汰热电联产供热管网覆盖范围内的燃煤加热、烘干炉（窑），大力淘汰炉膛直径3米以下燃料类煤气发生炉。安徽淘汰一批化肥行业固定床间歇式煤气化炉。

汾渭平原2019-2020年秋冬季大气污染综合...

批”的原则，全面提升相关产业总体发展水平。各地要结合第二次污染源普查工作，系统建立工业炉窑管理清单；各省制定工业炉窑大气污染综合治理实施方案，确定分年度重点治理项目。

加快淘汰落后产能和不达标工业炉窑，实施燃料清洁低碳化替代，玻璃（1472，-4.00，-0.27%）行业全面禁止掺烧高硫石油焦（硫含量大于3%）。加快取缔燃煤热风炉，依法淘汰热电联产供热管网覆盖范围内的燃煤加热、烘干炉（窑），淘汰一批化肥行业固定床间歇式煤气化炉，大力淘汰炉膛直径3米以下燃料类煤气发生炉。

川渝地区尿素周产量(单位: 万吨)



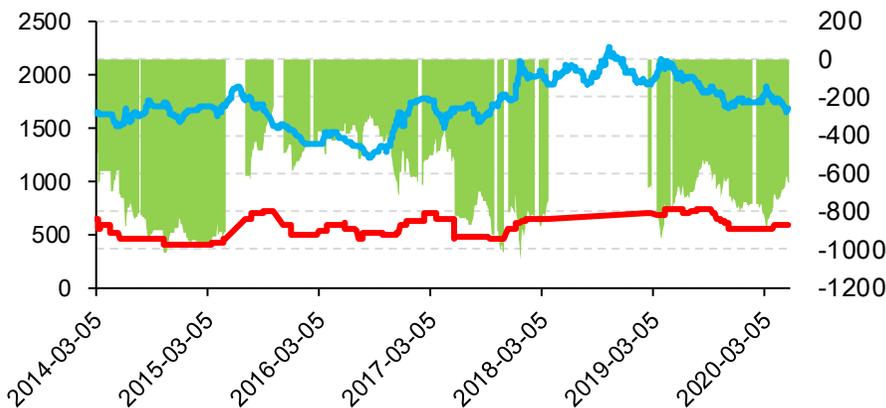
下半年秋冬季抓环保估计较严，气头装置四季度可能加大力度限产，供应端是否有超出预期的故事可讲，值得我们届时关注。

03

尿素
| 与相关品比价分析 | >

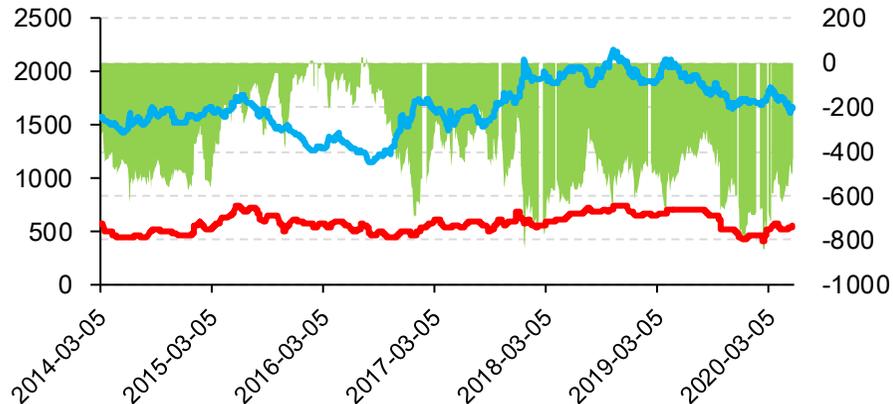
小氮肥氯铵、硫酸铵较尿素仍具价格优势，在合适的条件下可能对尿素有一定的替代性

1.78*氯化铵(干铵)-尿素(单位: 元/吨)



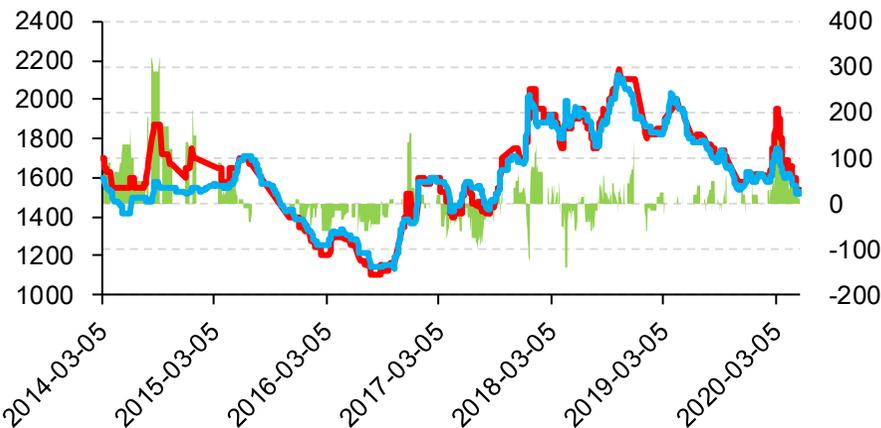
1.78*氯化铵(干铵)-尿素(右轴) 江苏德邦氯铵 江苏小颗粒

2.2*硫酸铵-尿素价差(单位: 元/吨)



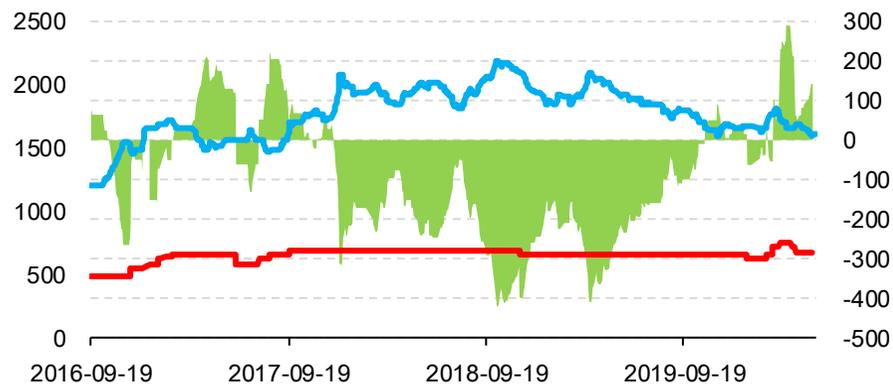
2.2*硫酸铵-尿素(右轴) 山东硫酸铵 山东小颗粒

大颗粒-小颗粒价差(单位: 元/吨)



大颗粒-小颗粒价差(右轴) 晋煤天源大颗粒 山西小颗粒

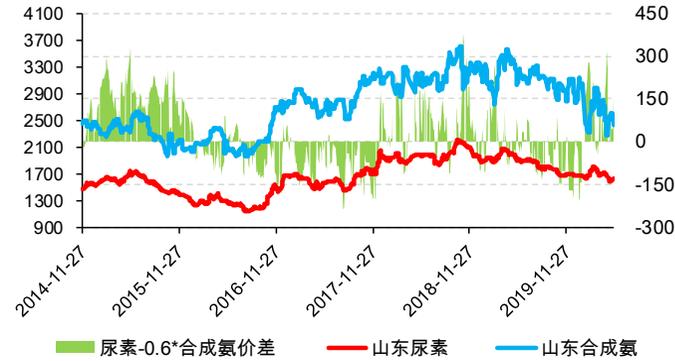
2.6*碳铵-尿素价差(单位: 元/吨)



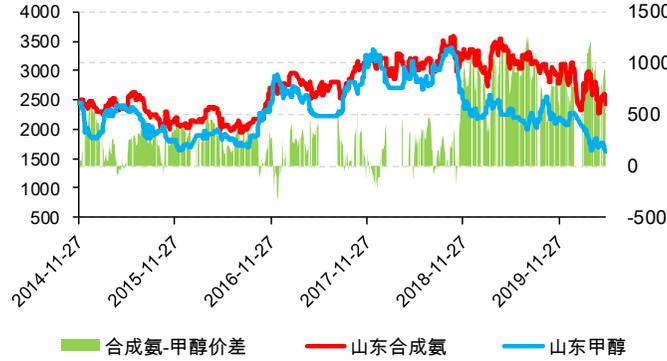
2.6*碳铵-尿素价差(右轴) 河北辛集九元碳铵出厂 河北小颗粒

尿素-甲醇价差偏高，尿素联醇装置预计倾向生产尿素较多

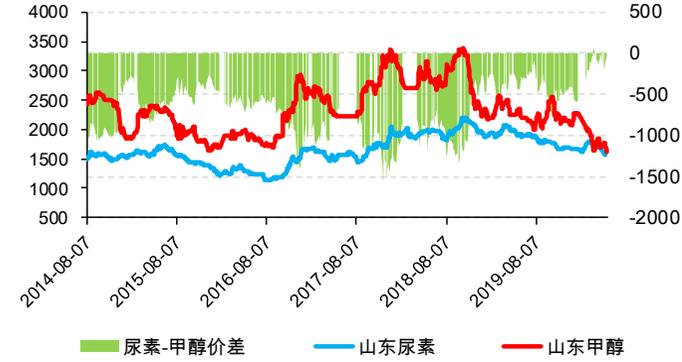
山东 尿素-0.6*合成氨价差(单位: 元/吨)



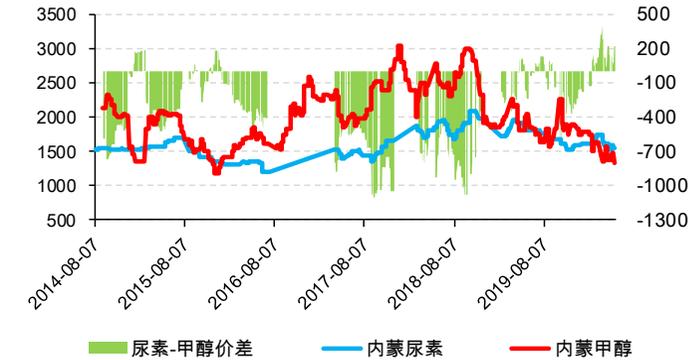
山东 合成氨-甲醇价差(单位: 元/吨)



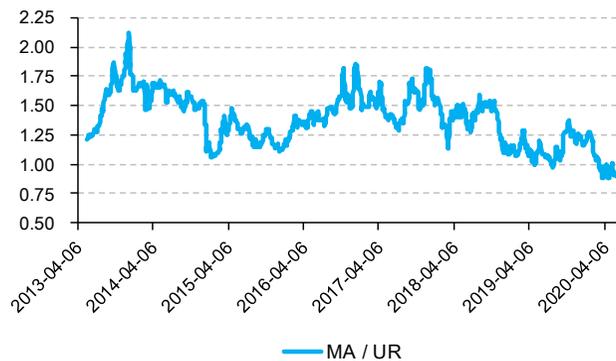
山东 尿素-甲醇价差(单位: 元/吨)



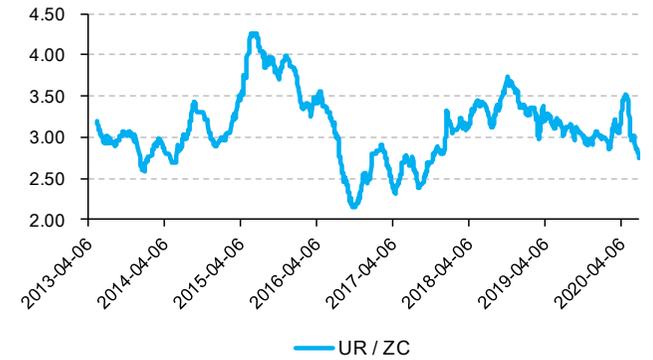
内蒙 尿素-甲醇价差(单位: 元/吨)



甲醇 / 尿素



尿素 / 动力煤



04

尿素

| 观点与策略 | >

➤ **主要观点：**

- 下半年工业需求唱主角，不过工业需求表现偏中性概率较大，宏观利好政策下可能较难有超预期表现
- 下半年高日产和新产能投放条件下，上游供应压力中长期仍存在，或驱动价格进一步向下探底，往下的空间具备
- 下半年国内可能会降价对接出口，以缓解供应端压力
- 环保政策和四季度气头限产导致的供应端缩量程度具有不确定性

➤ **总结：**预期偏悲观，趋势上价格继续下行探底为主，过程中扰动因素仍存，另供应端是否有缩量故事可讲，拭目以待。

➤ **操作策略：**单边上，建议采取逢高空的操作，滚动操作为主，中长期看盘面价格可能触及1400；套利上，我们建议将尿素当做空配配置。

本报告中的信息均来源于被广发期货有限公司认为可靠的已公开资料，但广发期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发期货或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

在任何情况下，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价，投资者据此投资，风险自担。

本报告旨在发送给广发期货特定客户及其他专业人士，版权归广发期货所有，未经广发期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广发期货”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

投资咨询业务资格：证监许可【2011】1292号

联系人：刘超 (投资咨询资格 Z0015304 ， 联系方式 020-88818058 / 13570923812)

广发期货有限公司提醒广大投资者：期市有风险 入市需谨慎！

Thanks !

谢谢

联系地址: 广州市天河区天河北路183-187号大都会广场41楼 P.C.510075 电话: 020-88800000 网址: www.gfqh.com.cn