

尿素产业链汇报

招商期货研究所能化组 谭洋

2021年7月21日

- 招商期货研究所秉承基本面、产业链和定价研究的基本理念,立足专业,鼓励创新。目前,招期研究所设有6个研究小组,分别为金融组、有色金属组、能源化工组、黑色金属组、农产品组以及量化组,研究覆盖面广泛,拥有专职研究员21人,是一支结构合理、素质较高、后劲十足的研究团队。
- 招商期货研究所在投研一体化、产业机构客户服务等方面卓有成效。凭借扎实的分析基础以及实地调研为产业客户提供相关套保方案,助力客户稳定生产经营利润、扩大市场规模,协助其有效控制市场风险。
- 研究所始终谨记招商真诚的服务理念——**研究创造价值,服务提升品质**。通过组织现场调研、线上会议、线下策略会等活动,为客户提供投资策略以及最新市场资讯,每日、每周、每月不间断为客户提供行情点评报告,协助客户做出投资决策的同时也促进自身朝着高端服务产品生产基地、创新人才培养基地、高端营销服务中心三大发展方向砥砺前行。

能源化工团队以其全面的基本面分析，出色的策略制定以及严密的风控，于化工产业链挖掘板块投资机会，团队覆盖多个化工品种，其中包括：原油、沥青、燃料油、PP、塑料、苯乙烯、PTA、MEG、玻璃、纯碱、液化气、甲醇、尿素。

能源化工团队在投研一体化、产业机构客户服务等方面卓有成效。凭借扎实的分析基础以及实地调研为产业客户提供相关套保方案，助力客户稳定生产经营利润、扩大市场规模，协助其有效控制市场风险，赢得了客户的高度认可，我们长期与产业龙头圈，投资圈保持持续沟通与交流。

团队成员包括：

- **李国洲**：多年从事能化研究和投资工作，先后担任商品咨询公司能化研究负责人、塑料现货贸易公司、投资公司研究部能化负责人。在长期的研究和投资过程中，逐步形成以基本面研究为基础，以商品要素（价格）联动为纽带，以商品要素（基差）背离为切入点，以对冲套利为主要投资手段的日渐成熟的投资研究体系。现任招商期货研究所化工研究主管。（从业资格号：F3012499）。
- **吕杰**：专注PVC、玻璃、纯碱等产业研究。历任某500强中国采购部，某大型贸易公司期货部经理。对化工品品种有套期保值，对冲交易、期货点价经验，在市场历练中对产业结构、景气周期，库存周期有认识。致力于构建自上而下的供需框架和从市场供需的松紧、氛围、现货规律出发的自下而上体系相结合的商品研投方法。拥有期货从业资格（证书编号：F3021174）和投资咨询资格（证书编号：Z0012822）
- **安婧**：英国华威大学金融硕士，招商期货研究所能化研究员，专注原油基本面研究，善于从国际供需矛盾及数据分析中对行情走势进行判断。（从业资格号：F3035271）及投资咨询资格（证书编号：Z00014623）。
- **刘韩**：招商期货能源化工研究员，具有期货从业资格（证书编号：F3066558）。中山大学材料工程及香港城市大学金融学硕士，中山大学工学学士。关注沥青、燃料油等能化产业链研究，擅长从细节挖掘板块投资机会。
- **谭洋**：招商期货研究所化工研究员，毕业于英国布里斯托大学金融投资专业。专注甲醇及尿素产业链基本面分析，发掘投资机会，拥有期货从业人员资格（证书编号：F3069046）。

➤ 日常服务系列

每日盘前定时推送各期货品种观点

每周提供各品种的周度策略报告及交流会议

每月进行现场、线上的月度策略分享

➤ 不定期服务系列

举办相关商品沙龙、投资策略会；

不定期邀请行业专家分享经验

➤ 持续服务系列

构建客户服务群，实时推送行业资讯，积极响应相关客户需求

➤ 定制服务系列

调研、交流需求，定制套利、套保等方案。

- 招商期货能化团队已连续举办四年10余届的招商能化产融论坛更是成为华南地区的能化板块品牌会议，论坛吸引了大量重量级的投资机构和华南产业客户负责人参与。得益于电子、玩具、包装、汽车、机械等行业的发展，广东化工行业也在全国举足轻重，但它们在原材料价格的剧烈波动下均面临一定发展瓶颈。通过系列论坛活动将招商期货能化投研平台发展强化，用最专业的服务为实体产业出谋划策，让更多的企业通过该平台获得帮助，做好风险管理，实现实体产业的做大做强。同时我们将携手招商集团化（金融、港口、物流、仓储）服务，以及整合各种产业资源形成强大的综合服务能力。





- ◆ 通过调研积累产业资源，筛选需求对接子公司；
- ◆ 整合资金资源，通过资产管理转化需求；
- ◆ 研究资源、资金整合，提供综合解决方案。



- ◆ 通过潜在客户开发、项目支持等方式，大力支持业务部门对产业客户的开发；
- ◆ 建立完整的路演、培训、交流等渠道，加大产业和私募机构等专业客户服务。



- ◆ 以研究为基础，做市、自有资金跟投等相关业务人才培养；
- ◆ 机构业务部门从基础到深入的培训方案，不断完善；
- ◆ 形成内部人才培养基地。



- ◆ 以研究服务为导向，加大与公募、保险、私募等大型机构沟通、合作，建立良好沟通桥梁；
- ◆ 以合作为目标，加深与招证、招商香港等外部团队的沟通合作与联系，建立较好沟通合作渠道。

目 录

1

尿素产业链概述

2

尿素基本面分析及高频数据跟踪

3

尿素后市行情研判

4

期货合约及期现交易策略

尿素前情复盘-本次大涨，有什么启示？

一、前情提要：

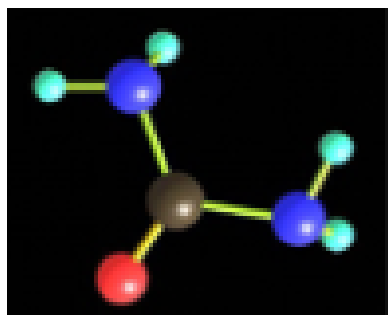
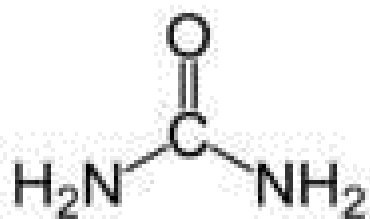
- 1、1月看多中期需求，2月初提示尿素3-6月为农需大期，全年最为强势季节，同时煤炭价格大幅上涨，成本端底部抬升，上行趋势明确，是很好的加仓时刻，建议逢低做多05为主。
- 2、3月继续看多，前期高价，下游需求后置，短期下游农需将集中入市采购，基本面数据持续向好（企业库存、预收天数、待发订单、印标招标），短期仍有上行动力
- 3、4月提示指出二季度尿素正值农需大期，需求持续放量，成本端有煤炭价格支撑，海外价格高企以及印度招标高峰也带来利好预期，建议短期做多为主，但是注意煤炭价格大幅波动风险
- 4、6月国家政策层面关注大宗商品涨幅过快，原料动力煤面临政策面指导压力，尿素短时上游供应高位，印标不及预期，提示短期有回落风险，但整体由于成本端底部抬升、企业库社会库低位等强支撑呈现较强的抗跌性，难以出现大幅回调
- 5、7月提示成本端煤炭价格仍有上行可能，主要来自硬缺口（澳煤）叠加用电高峰，尿素成本端支撑作用较强，且印度正值尿素施用旺季，前期高价下备肥进口偏低，则近期招标节奏将提速，此外国际其他区域价格高位也利好国内出口信心。尿素供需面紧平衡支撑较强。
- 6、后市短期来看我们认为尿素行业将进入预期和现实博弈期，上游供应端日产高位，供应较为充足，尿素上方空间也有高估值压力，但成本端强势、海外高价和印度招标仍有较强支撑作用

（详情参见过往报告）

二、复盘本次尿素大涨，有什么启示？

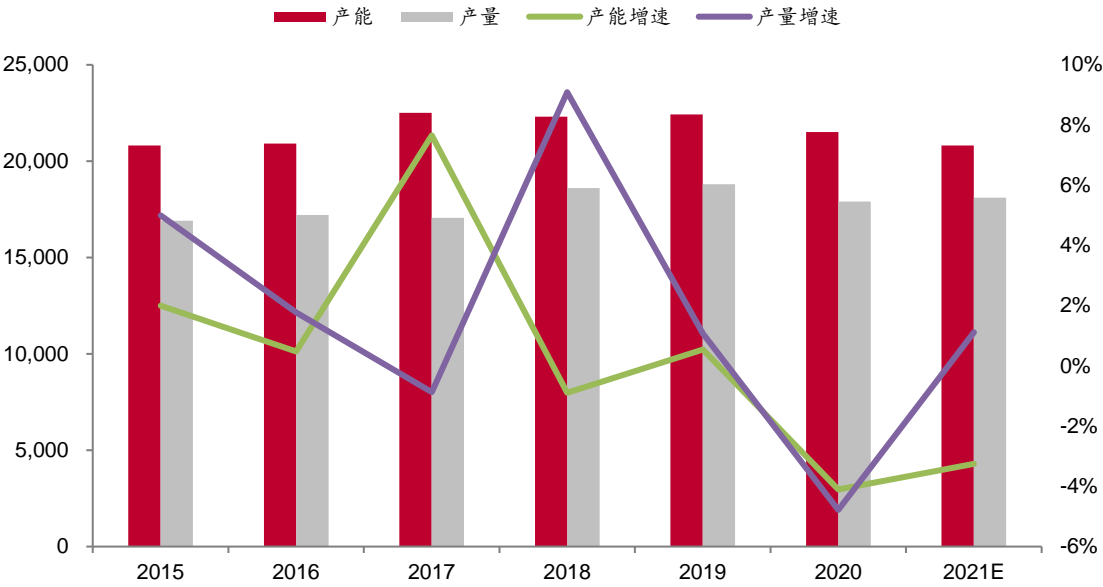
- 1、2021年之前，尿素行情运行稳定，主要是季节性主导，每年二季度是农需旺季，同时印度招标边际影响市场心态，四季度有商储、限气以及出口支撑，为全年次强势运行区间
- 2、2021年之后，尿素供需面持续收紧，今年农产品价格涨幅较多，下游种植面积同比有所增长，且企业库存、社会库存绝对低位运行，行业掀起轮番涨价潮，叠加后疫情时代通胀共振，尿素整体估值抬升较为明显，目前行业利润较为客观，成本端由于煤炭价格强势也给予较强支撑
- 3、本次大涨是基本面、外围宏观、成本端三者共振的结果，目前看暂不支持大跌行情出现，后续板块如何运行，主要矛盾仍是煤炭端的价格变动趋势，不过三季度农需高峰结束后，供应面短时仍将趋于宽松，而后四季度秋季肥生产开启、冬季限气行情到来，尿素不乏再度走强可能。

尿素，又称碳酰胺（carbamide），化学式： $\text{CO}(\text{NH}_2)_2$ ，是由碳、氮、氧、氢组成的有机化合物是一种白色晶体。最简单的有机化合物之一，是哺乳动物和某些鱼类体内蛋白质代谢分解的主要含氮终产物。其使用方便、较易储存，对土壤的适应能力强、破坏作用小，是化肥市场最具代表性和普遍性的产品。

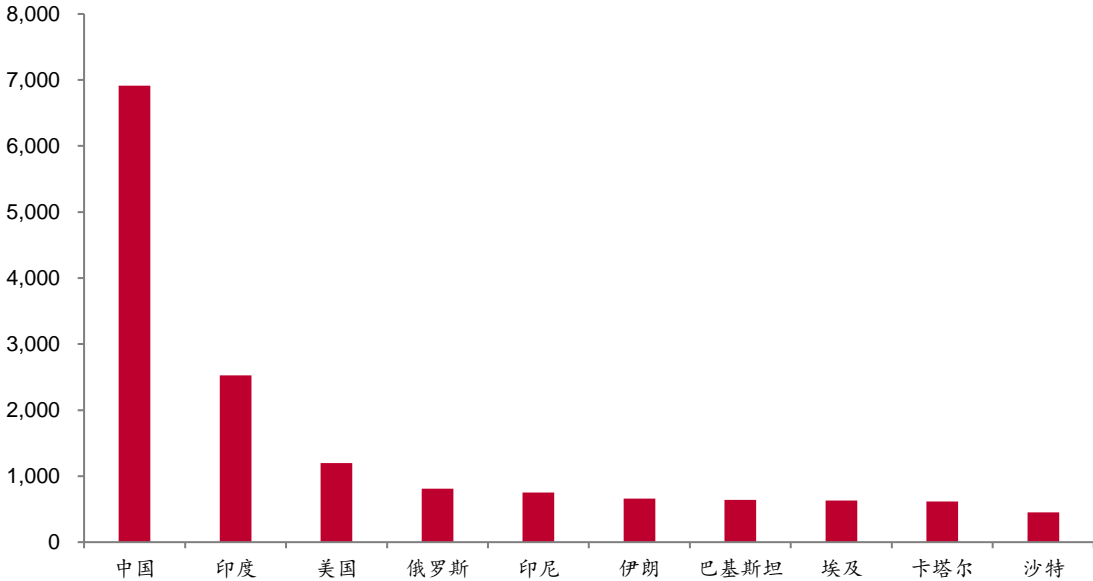


- 物理特性：无色或白色针状或棒状结晶体，工业或农业品为白色略带微红色固体颗粒，无臭无味。含氮量约为46.67%。熔点：132.7°C。溶解性：溶于水、甲醇、甲醛、乙醇、液氨和醇。
- 尿素生产分为大小颗粒，颗粒大小的差异源自于造粒工艺与设备的区别。大颗粒相对小颗粒粉尘含量低，抗压强度较高，流动性好，可散装运输，不易破碎和结块，价格也相对略高，中小颗粒尿素占市场总流通量的 80%以上。

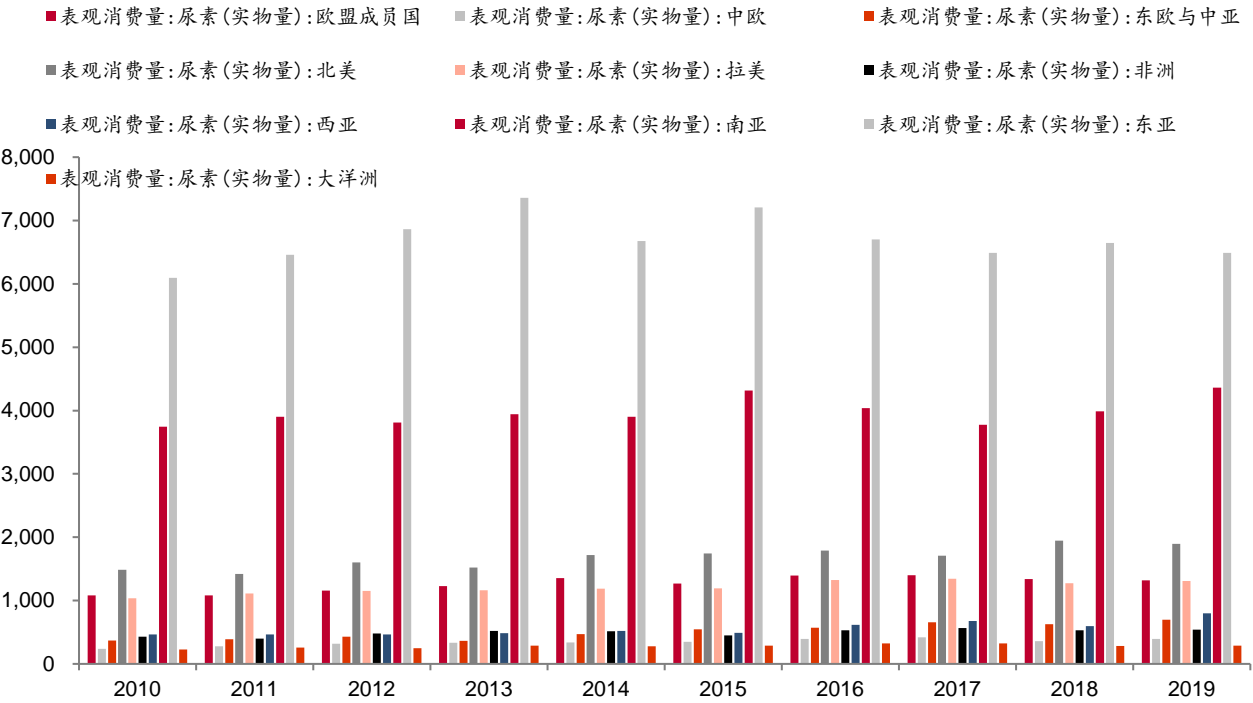
全球尿素产能与产量：万吨



2019年主要国家尿素产能：万吨



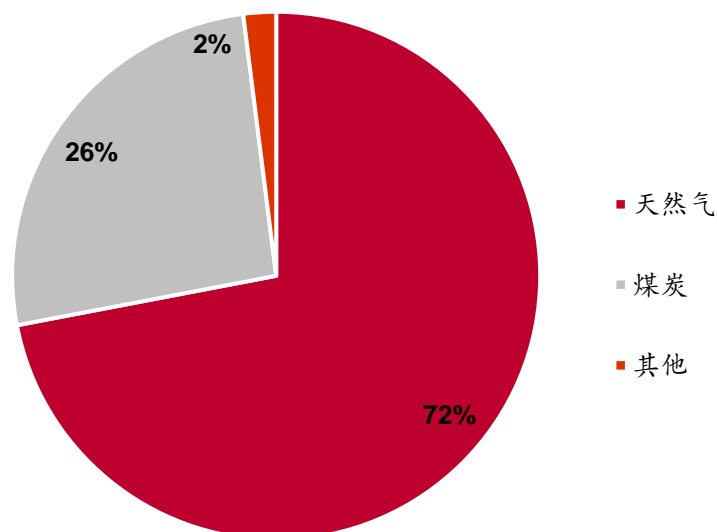
世界主要地区尿素年度表观消费量：万吨



➤ 全球尿素投产高峰已过，产能增速下降。2015-2017年，全球尿素经历了一次产能扩张，2017年全球尿素产能达2.2亿吨，是近10年的峰值。随后自2018年开始，全球尿素产能增速稳步下降，其中全球产能占比最大的中国更是淘汰了大量的落后高成本煤头制尿素产能。

➤ 从2020年全球产能分布情况来看，全球尿素产能较为集中，中国拥有约6913万吨，稳居第一位。其余产能分布在美洲、南亚、欧洲等地区。由于全球尿素产地与消费地严重不匹配，印度、美国和拉美部分国家等尿素消费大国主要以进口贸易为主，而中东、东欧、东南亚地区的国家则以出口贸易为主。

世界尿素生产原料构成



CMF: 国内尿素新增产能

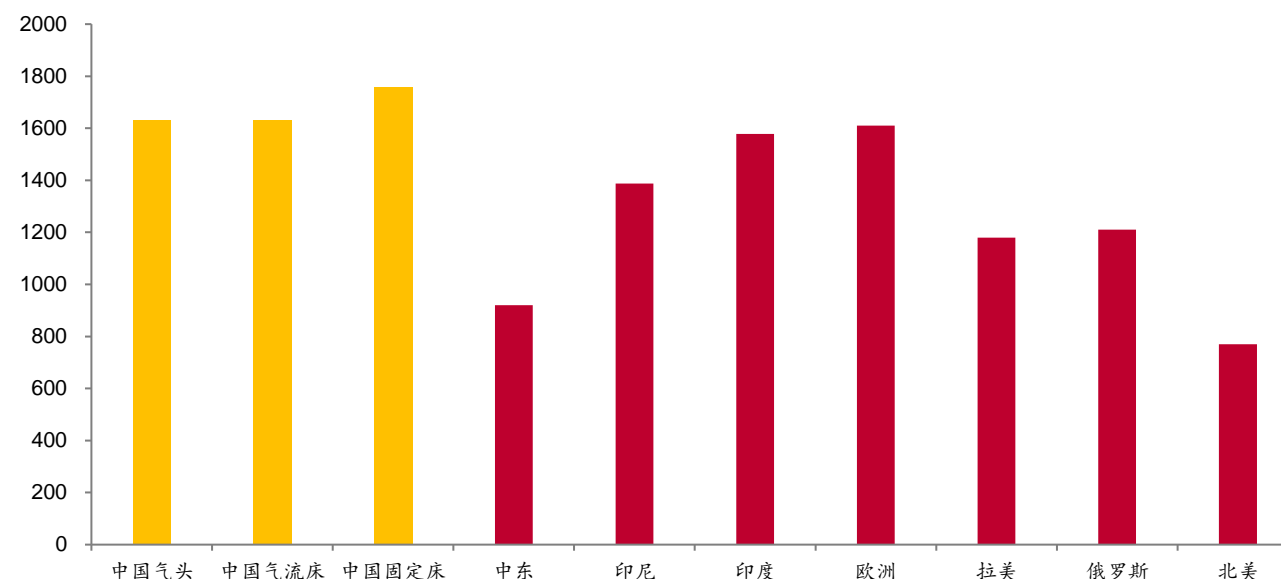
地区	企业	产能	投产情况
华东	九江心连心	52	2021年3月
西南	云南祥丰	50	2021年4月
中南	湖北三宁	80	2021年4月
西北	内蒙古乌兰	120	2021年8月
华东	山东瑞星	100	2021年10月
华东	安徽昊源	80	2021年11月

国外尿素新增产能

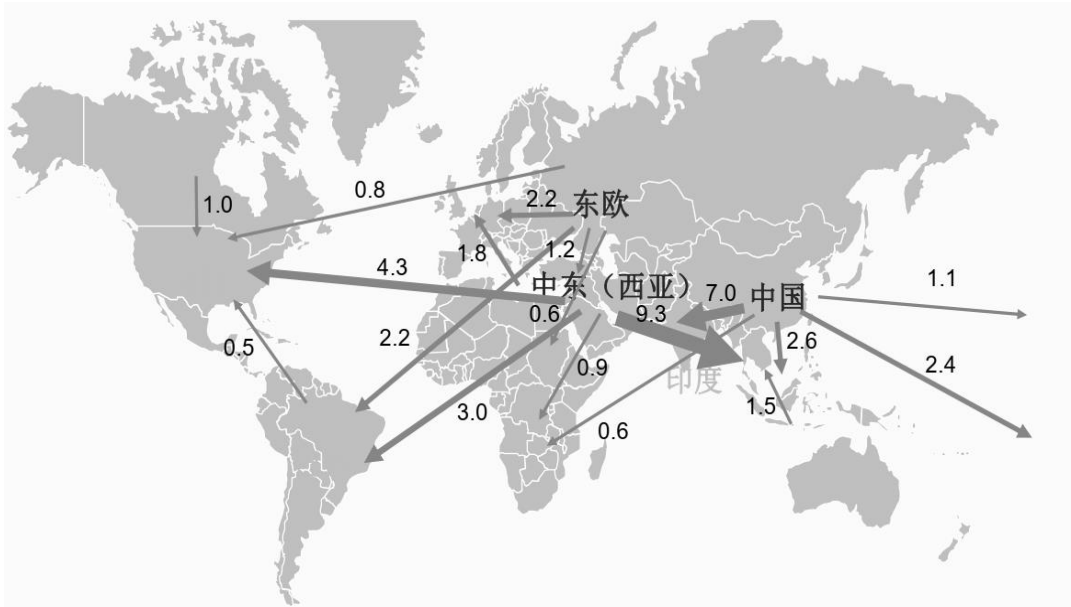
地区	企业	产能	投产情况
墨西哥	Coatzacoalcas	50	2021年
伊朗	Hengam	110	2021年
俄罗斯	Metafrax	136	2021-2022年
乌兹别克斯坦	Navoiyazot	175	2021-2022年
尼日利亚	Indorama	135	2021-2022年
印度	RFCL	130	2021-2022年

- 从新增产能情况来看，据卓创资讯统计，2021年国外预计新增产能550万吨，印度尿素产能稳步提升，走在实现自给自足的路上（印度曾计划到2022年新增尿素产能约1100万吨）

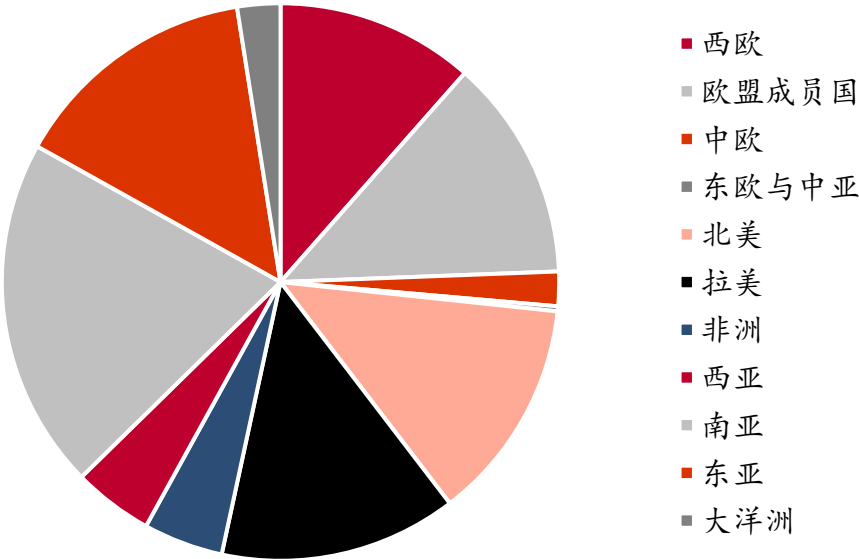
当前全球尿素成本曲线：元/吨



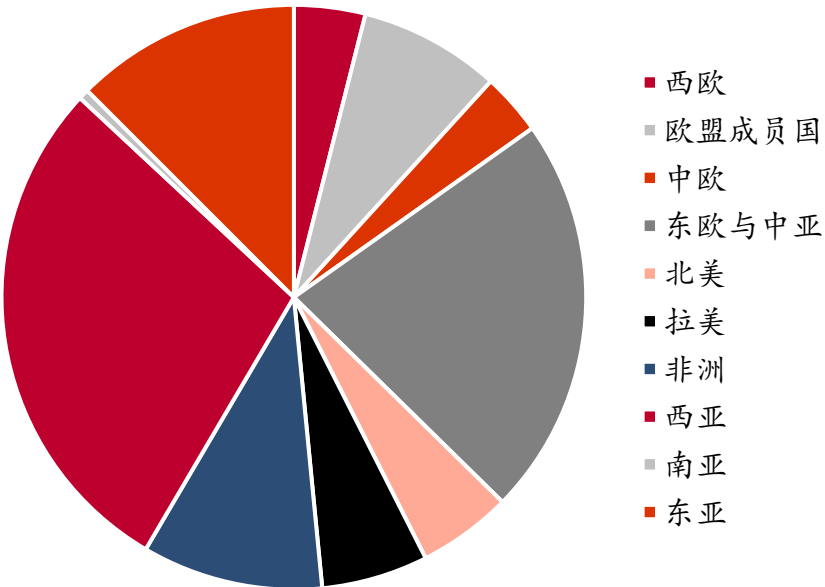
- 全球尿素生产原料主要为煤炭、天然气以及其他原料。国外尿素生产大多以天然气为主，主要由于国外天然气供应充足，原料可得性高且价格便宜，并且气头尿素装置无论从规模、品质、环境友好度上都略胜煤头一筹。反观国内，由于“富煤、贫油、少气”的能源结构，天然气储备量有限，长期难以平衡生产生活需要，且工业用气价格较高，我国尿素生产大多以煤炭作为原料
- 从全球尿素成本曲线来看，北美、拉美、中东和俄罗斯因天然气资源丰富而位于全球成本曲线最左端，东南亚、印度及欧洲依赖天然气进口来生产尿素，成本曲线位于中部，而中国则因使用煤炭制取尿素，成本差异较大而处于成本曲线高端区域，国际竞争力较低。随着我国制取尿素技术不断优化，中国气流床装置成本逐渐左移，竞争力有所提升。



世界主要地区进口数量：千吨



世界主要地区出口数量：千吨

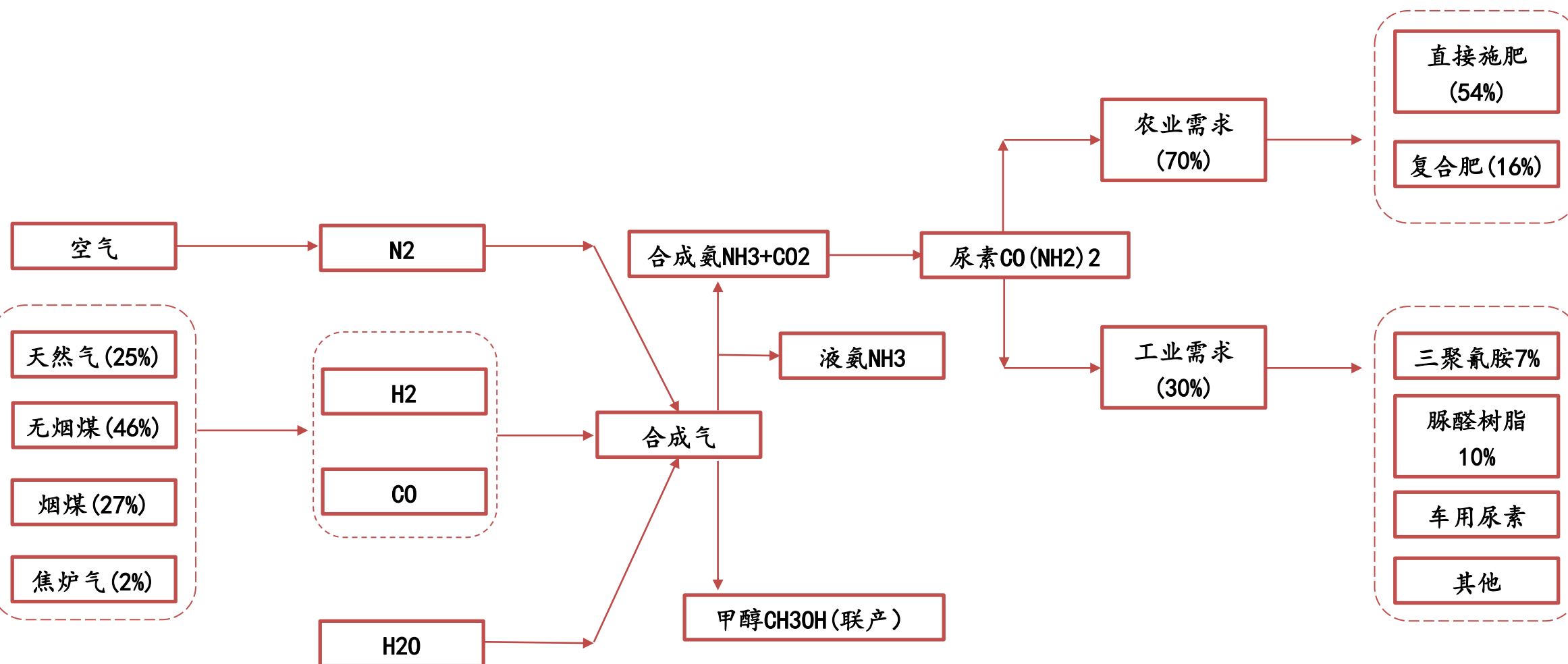


- 从尿素全球贸易流动来看，中东（气头）、中国（煤头）、俄罗斯（气头）因产能剩余而成为主要的生产及出口来源地
- 拉美、北美、南亚因产能供应不足且农业种植面积大，尿素需求高而成为尿素主要进口地区

上游生产原料来源

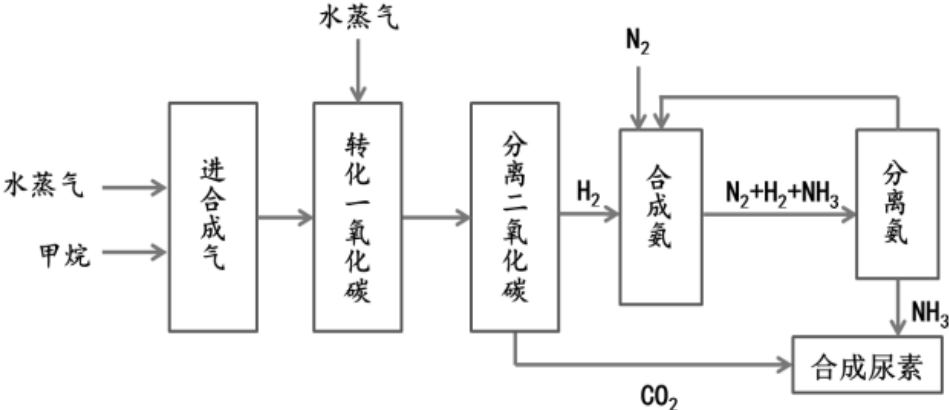
尿素生产（联产合成氨、甲醇）

下游需求

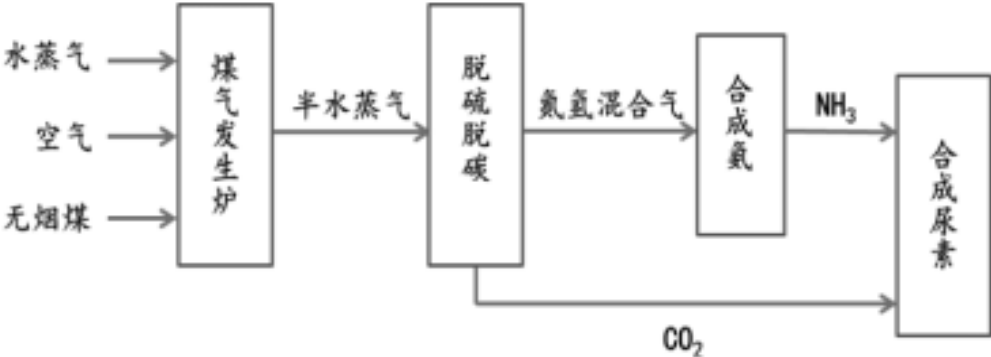


国内各主要工艺生产路径

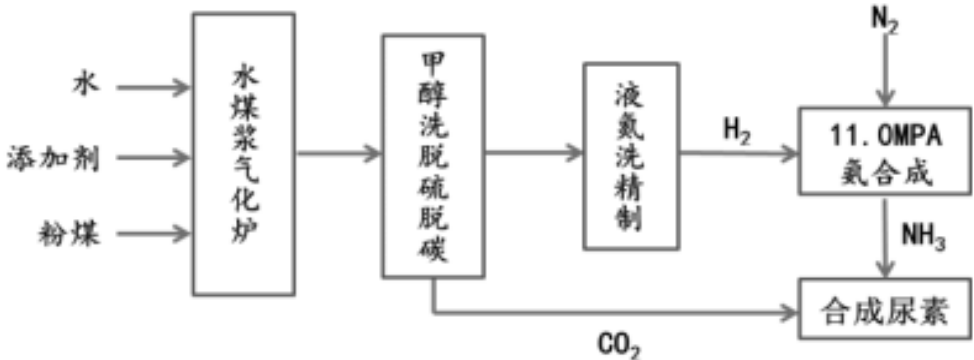
天然气



固定床



气流床（水煤浆）



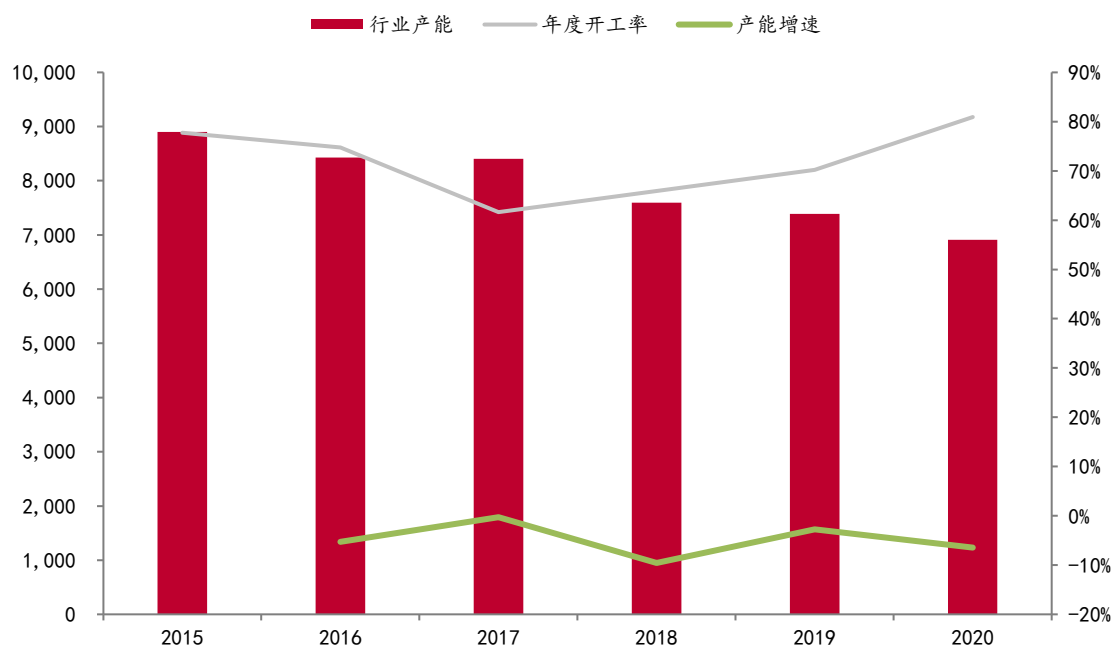
项目	固定床工艺	气流床工艺
投资	初始投资相对较小； 工艺使用多年，技术比较稳定；	初始投资相对较大； 单炉产能高，适合大规模生产；
原料	仅能使用无烟煤生产； 氧耗较低；	煤种适用范围较广，包括无烟煤、烟煤等； 氧耗相对较高
产品质量	气体中含焦油、酚类， 净化流程长	合成气质量高，一般可以用于工业合成，
环境污染	存在吹风气体污染、废水排放量较大等问题	不污染环境，三废处理较方便

CMF测算

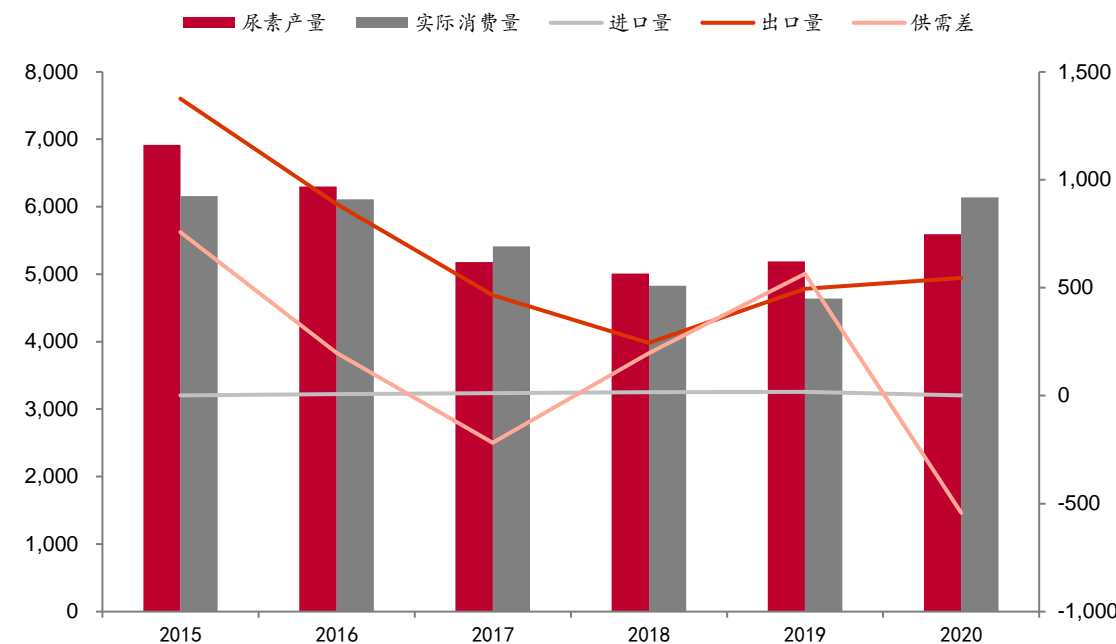
项目	固定床工艺（无烟煤）	气流床工艺（烟煤）	天然气工艺（天然气）
原料单耗（吨/立方米）	0.7	0.9	700
单价（元/吨）	1350	780	1.65
动力煤单耗（吨）	0.1	0.2	0
单价（元/吨）	890	890	0
电单耗（度）	650	400	350
单价（元/度）	0.5	0.5	0.5
人工+折旧	400	550	300
总成本	1759	1630	1630

- 我国尿素制取工艺主要分为固定床、气流床、流化床三类，流化床因技术发展较慢，大规模工业应用并不多。因此主要以固定床和气流床为主，天然气为辅。固定床产能占比接近70%，气流床工艺中以水煤浆工艺最常见，其次还有航天炉工艺。气流床工艺单炉产能更大，原料使用范围广，能耗较低，环境污染少，具有相对明显生产优势。
- 随着我国尿素规模化生产持续发展，尿素单炉产能及成本都得到了优化，国内逐步通过水煤浆、航天炉等新产线工艺替换落后的固定床工艺，同时，通过技改不断压缩固定床工艺成本，整体煤制尿素成本结构不断优化

尿素年度产能及开工率：万吨，%



尿素年度供需情况：万吨

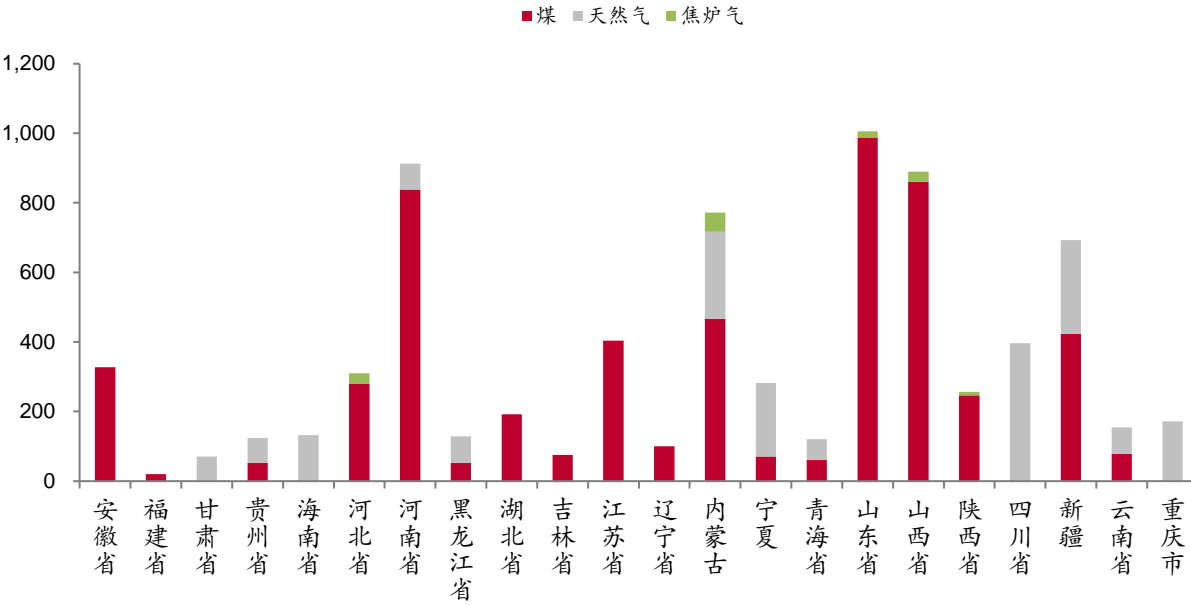


CMF：国内尿素新增产能

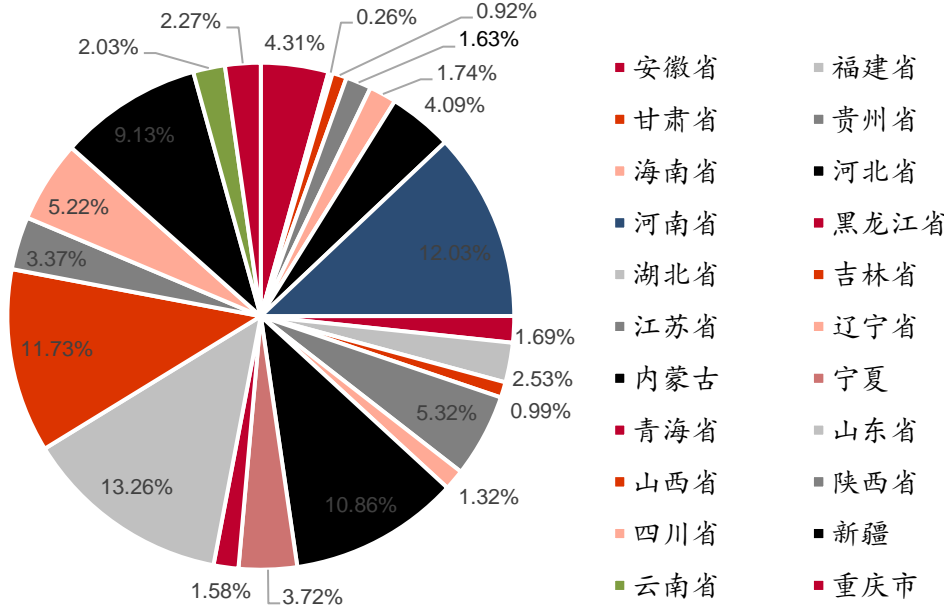
地区	企业	产能	投产情况
华东	九江心连心	52	2021年3月
西南	云南祥丰	50	2021年4月
中南	湖北三宁	80	2021年4月
西北	内蒙古乌兰	120	2021年8月
华东	山东瑞星	100	2021年10月
华东	安徽昊源	80	2021年11月

- 2015年国内尿素产能过剩情况十分明显，从大规模的企业到分散的小企业都在进行尿素生产，国内尿素库存高企，长期处于供应过度宽松格局，供应量的高位导致尿素价格承压下行，上游生产企业亏损显现严重。
- 随后，2016年开始，国家主动进行落后产能淘汰，叠加环保政策收紧，国内尿素行业经历了一次产能出清和产线工艺升级改造，2017年和2018年国内尿素产能退出480万吨和500万吨，有效产能大幅收缩，供给端产能出清效果明显，尿素行业供需状况有所好转，而后库存逐步回归良性，行业逐渐趋于平衡，预计2020年产能稳定在7000万吨左右，行业产能集中度逐渐提升。2021年来看，预计有超500万吨产能待投放

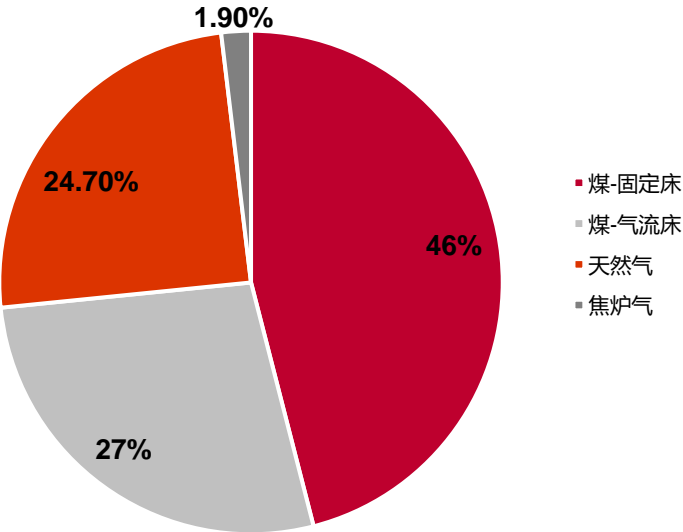
我国尿素装置产能区域分布情况：万吨



我国尿素产能各省分布情况：万吨



国内各原料生产尿素产能占比：%

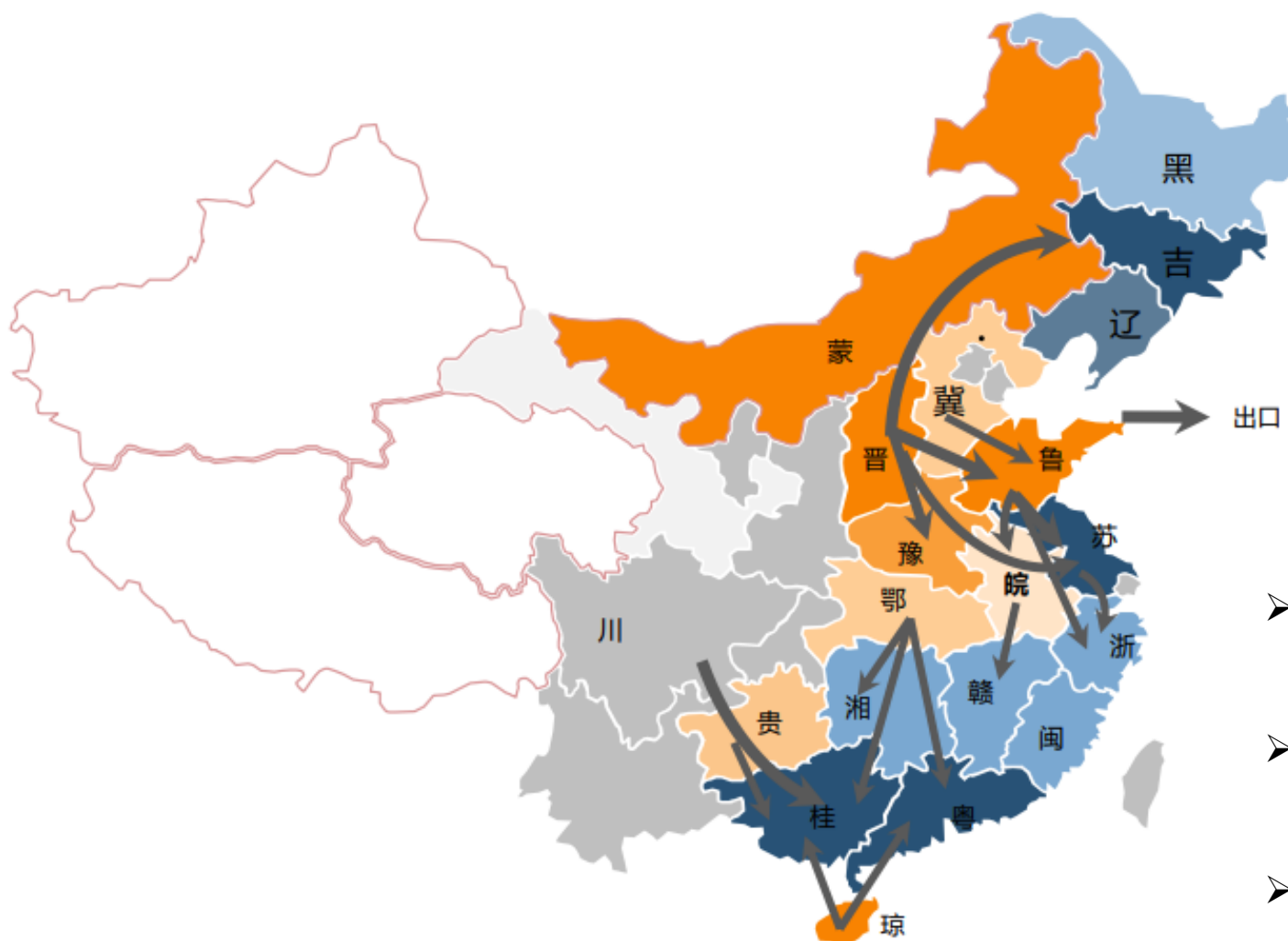


- 从产能分布来看，因尿素生产对资源禀赋有着较高要求，绝大部分生产企业建设靠近原料提供地，例如山东、山西、内蒙古、河南、新疆安徽、四川等煤炭和天然气资源丰富的地区，主产区产能占全国产能的70%以上。
- 从原料占比情况来看，以煤炭为原料的尿素生产产能占比超过70%，随后是以天然气为原料的产能，占比约24.7%，剩余则为以焦炉气为原料生产尿素的产能，占比约1.9%。

国内部分尿素装置

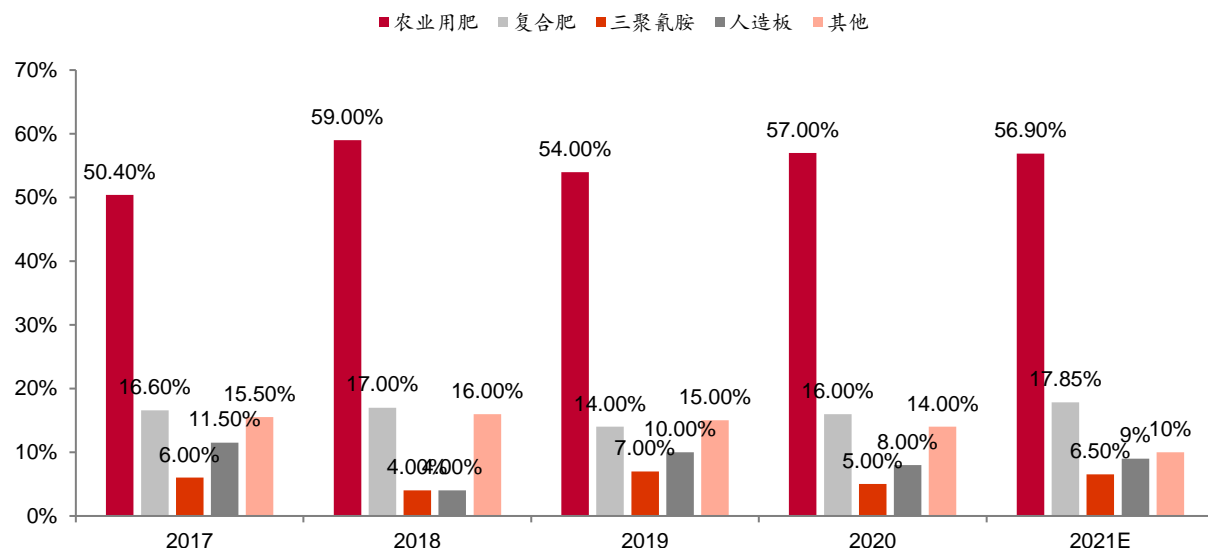
地区	省份	生产装置	原料	尿素装置产能（万吨）
华北地区	河北省	河北东光	煤	120
华北地区	河北省	河北正元	煤	120
华北地区	山西省	山西丰喜	煤	180
华北地区	山西省	山西晋丰	煤	120
华北地区	山西省	山西兰花	煤	120
华北地区	山西省	天泽煤化	煤	290
华东地区	安徽省	安徽昊源	煤	120
华东地区	安徽省	安徽临泉（晋煤中能）	煤	100
华东地区	江苏省	江苏恒盛（新沂化肥）	煤	90
华东地区	江苏省	江苏灵谷	煤	170
华东地区	山东省	华鲁恒升	煤	200
华东地区	山东省	鲁西化工	煤	95
华东地区	山东省	瑞星集团	煤	280
华东地区	山东省	山东联盟	煤	205
西北地区	内蒙古	博大实地	煤	80
西北地区	内蒙古	兴安盟博源	煤	52
西北地区	内蒙古	鄂尔多斯工业	天然气	95
西北地区	内蒙古	金新	煤	80
西北地区	内蒙古	内蒙古天野	天然气	52
西北地区	内蒙古	内蒙联合#1	天然气	52
西北地区	内蒙古	内蒙联合#2	天然气	52
西北地区	内蒙古	亿利资源	煤	52
西北地区	内蒙古	中煤鄂能	煤	175
西北地区	宁夏	宁夏石化#1	天然气	52
西北地区	宁夏	宁夏石化#2	天然气	80
西北地区	宁夏	宁夏石化#3	天然气	80
西北地区	青海省	青海云天化	煤	60
西北地区	青海省	盐湖股份#1	天然气	30
西北地区	青海省	盐湖股份#2	天然气	30
西北地区	陕西省	奥维乾元	煤	52
西北地区	陕西省	龙门煤化	煤	48
西北地区	陕西省	陕化集团	煤	52
西北地区	陕西省	陕化集团	煤	52
西北地区	陕西省	陕西渭化	煤	52

西北地区	新疆	阿克苏华锦	天然气	80
西北地区	新疆	新疆乌石化	煤	104
西北地区	新疆	奎屯锦疆	煤	70
西北地区	新疆	新疆鸿基	煤	21
西北地区	新疆	新疆塔石化	天然气	80
西北地区	新疆	新疆天运	煤	60
西北地区	新疆	新疆心连心	煤	48
西北地区	新疆	新疆玉象	天然气	60
西北地区	新疆	新疆宜化	煤	60
西北地区	新疆	新疆中能	煤	60
西北地区	新疆	兖矿新疆	煤	52
西南地区	四川省	成都玖源#1	天然气	30
西南地区	四川省	成都玖源#2	天然气	45
西南地区	四川省	成都玉龙	天然气	20
西南地区	四川省	泸天化#1	天然气	16
西南地区	四川省	泸天化#2	天然气	76
西南地区	四川省	四川美丰#1	天然气	30
西南地区	四川省	四川美丰#2	天然气	35
西南地区	四川省	四川美青	天然气	30
西南地区	四川省	四川天华	天然气	64
西南地区	云南省	云南云维	煤	60
西南地区	云南省	云南祥丰化肥	天然气	50
西南地区	云南省	云天化	天然气	76
西南地区	重庆市	重庆建峰#1	天然气	52
西南地区	重庆市	重庆建峰#2	天然气	80
中南地区	海南省	海南富岛#1	天然气	52
中南地区	海南省	海南富岛#2	天然气	80
中南地区	河南省	昊华骏化#1	煤	70
中南地区	河南省	昊华骏化#2	煤	30
中南地区	河南省	河南心连心#1	煤	30
中南地区	河南省	河南心连心#2	煤	45
中南地区	河南省	河南心连心#3	煤	100
中南地区	河南省	开封晋开#1	煤	110
中南地区	河南省	开封晋开#2	煤	80
中南地区	河南省	中原大化#1	天然气	40
中南地区	河南省	中原大化#2	天然气	35
中南地区	江西省	九江心连心	煤	52
中南地区	湖北省	三宁化工#1	煤	45
中南地区	湖北省	三宁化工#2	煤	10
中南地区	湖北省	三宁化工#3	煤	80

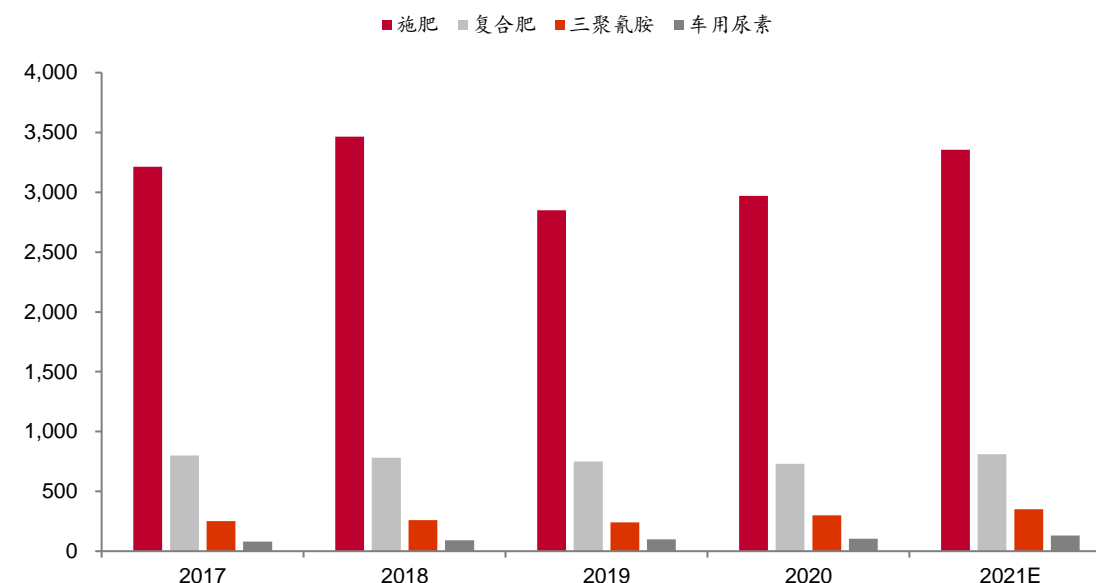


- 东北地区：净流入地区，货源主要来自内蒙古，少量来自华北等地区
- 华东及华北地区：最大的尿素生产、消费、出口和贸易集散地
- 华中地区：关停企业较多，产量较少，主要是内部消费，外发很少
- 华南地区：尿素净流入最大的地区，货源主要来自西北、西南、华中及华北
- 西南地区：以天然气为生产原料。相对独立的市场，所产尿素以内部消费为主，产品少量流向华南地区

2017-2021我国尿素下游需求结构：%



中国尿素下游消费量：万吨

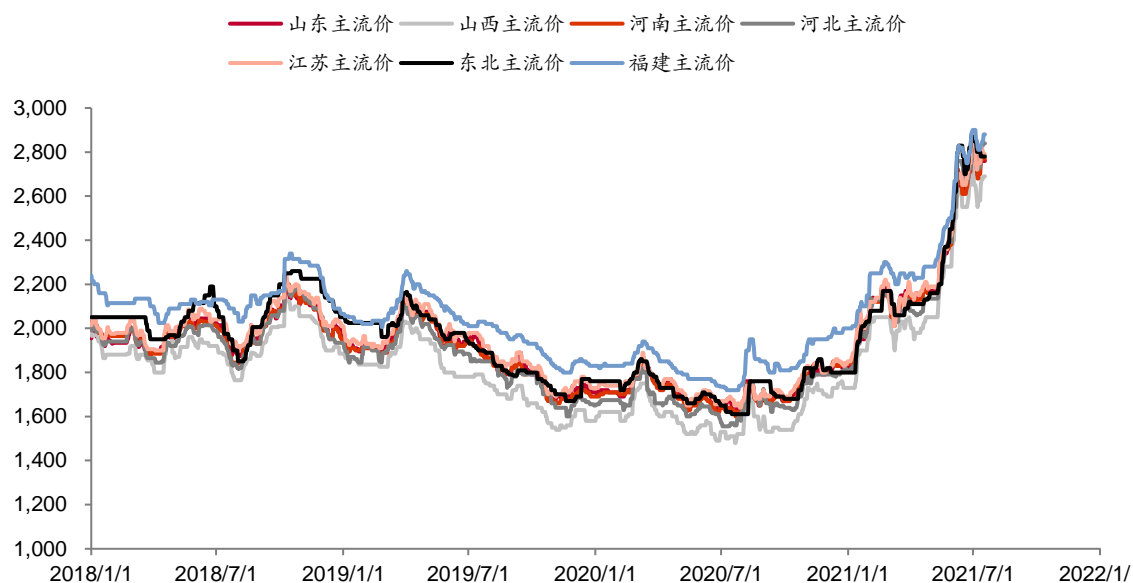


➤ 我国尿素下游需求主要分为农业需求、工业需求以及海外出口。农业需求指尿素作为氮肥直接施用在农（经济）作物上，包括但不限于水稻、玉米、小麦、油菜籽、甘蔗等等。目前国内作物种植面积较为稳定，使用尿素量波动不大，农业需求偏刚性。工业需求主要包括复合肥、人造板、三聚氰胺、脲醛树脂、车用尿素、火电脱硝等等，在农业需求增量空间有限背景下，工业需求成为推动尿素需求增长的主要驱动因素。

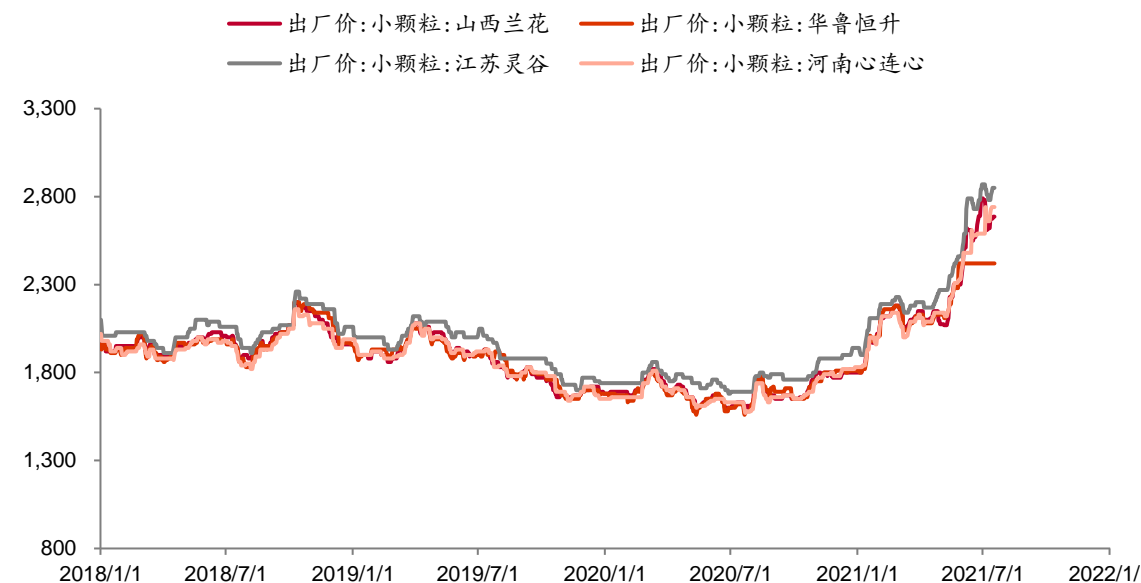
➤ 据我们测算，预计2021年，尿素直接施用量在3356万吨，复合肥尿素消费量在810万吨，三聚氰胺消费尿素量在350万吨，车用尿素消费尿素量在130万吨。

现货市场：供需面持续偏紧，出口偏乐观，现货高位运行

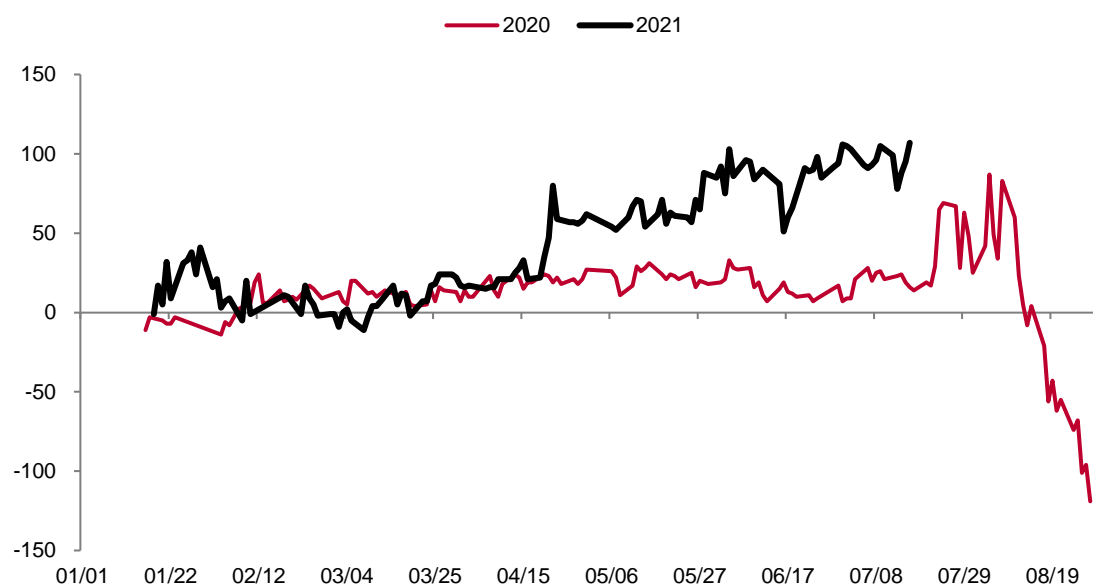
国内尿素市场主流价格



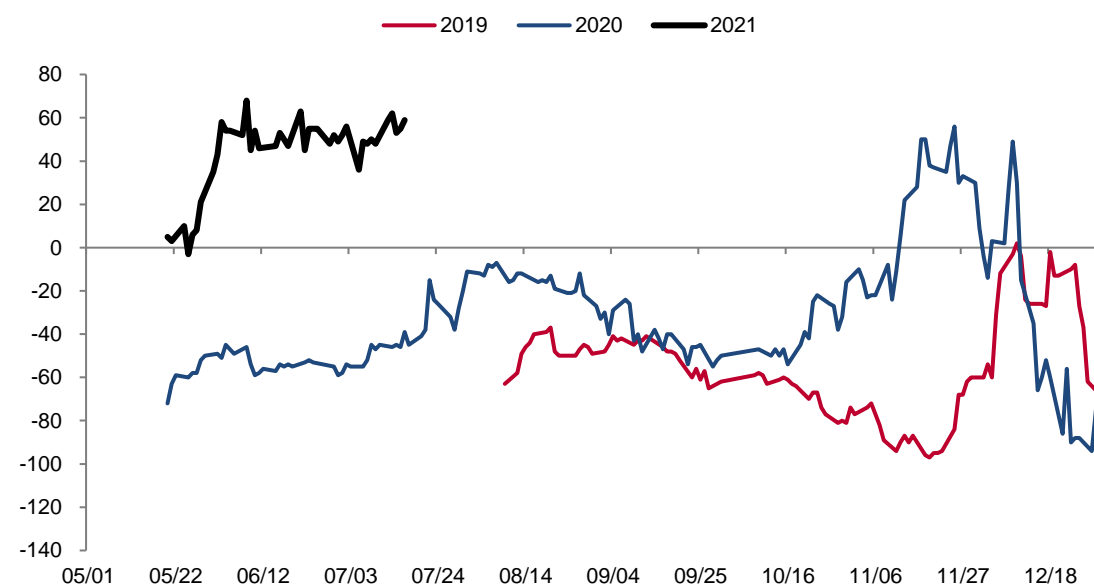
国内主流生产商出厂价:元/吨



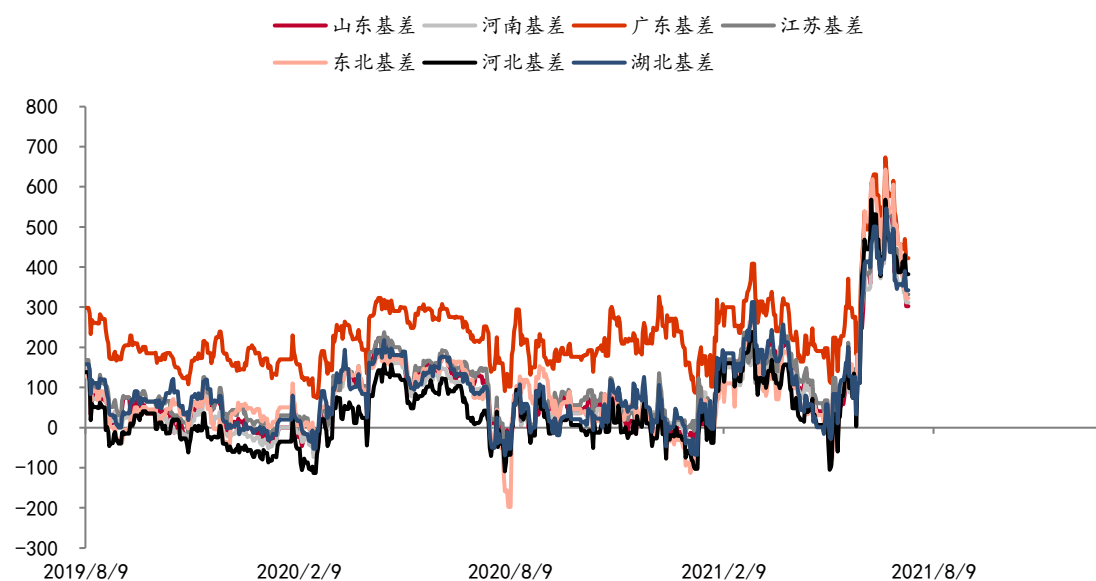
尿素合约九一价差结构



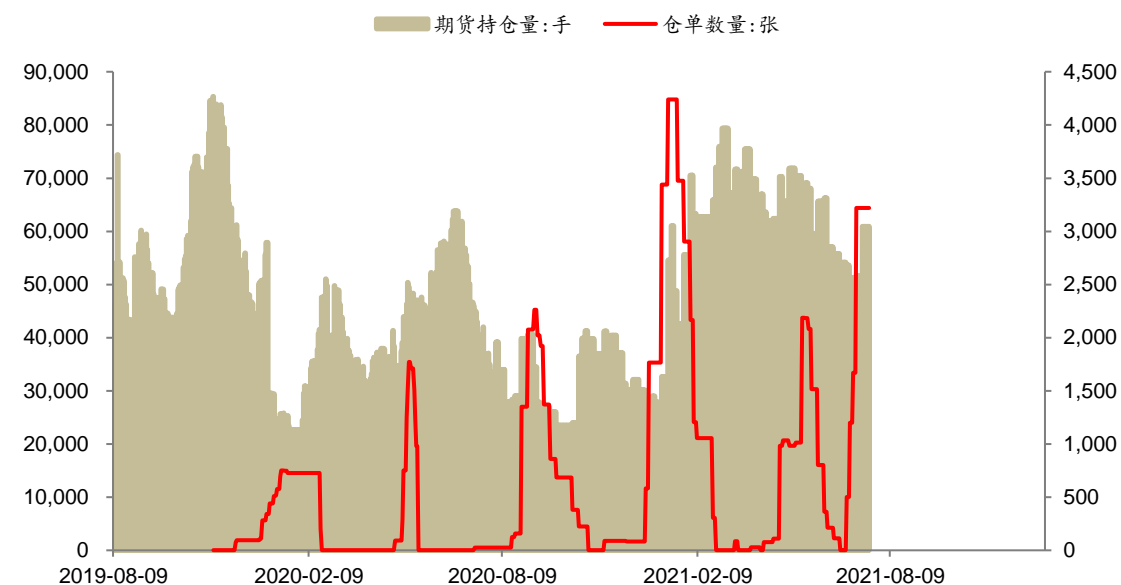
尿素合约一五价差结构 (下一年合约)



尿素主要地区基差情况



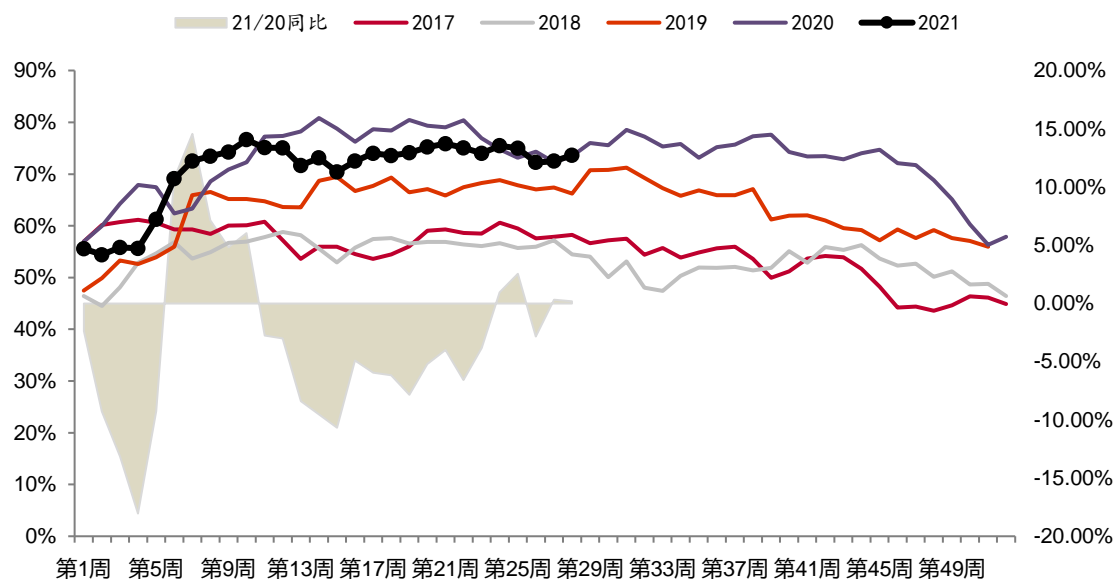
尿素持仓量与仓单数量情况



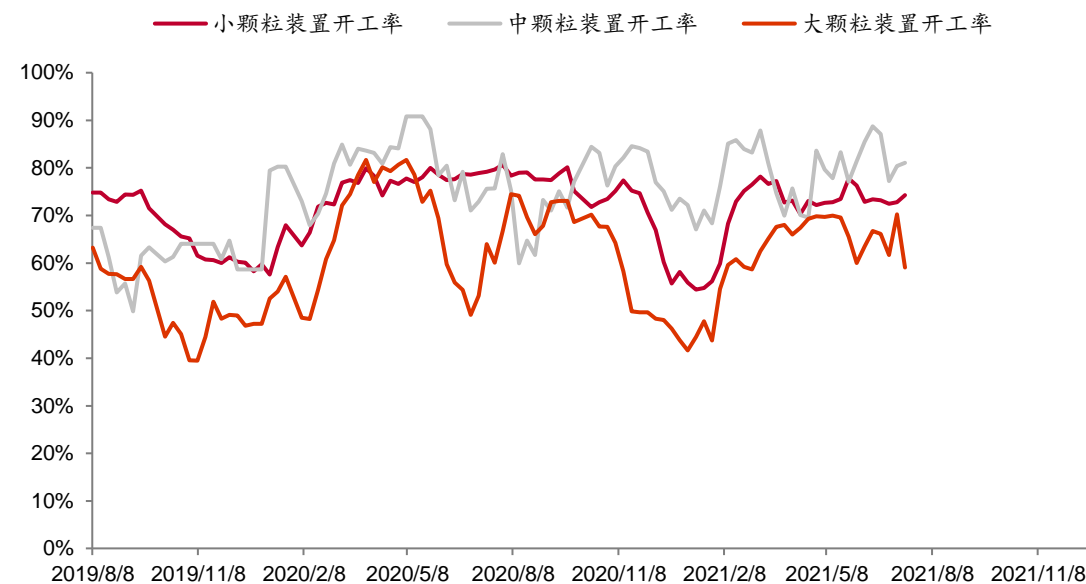
- 短期农需向消费淡季转变，农肥基本无大增量，主产区基差回落。
- 仓单大幅增加

国内供给：供应端日产重回高位，短期无大检修

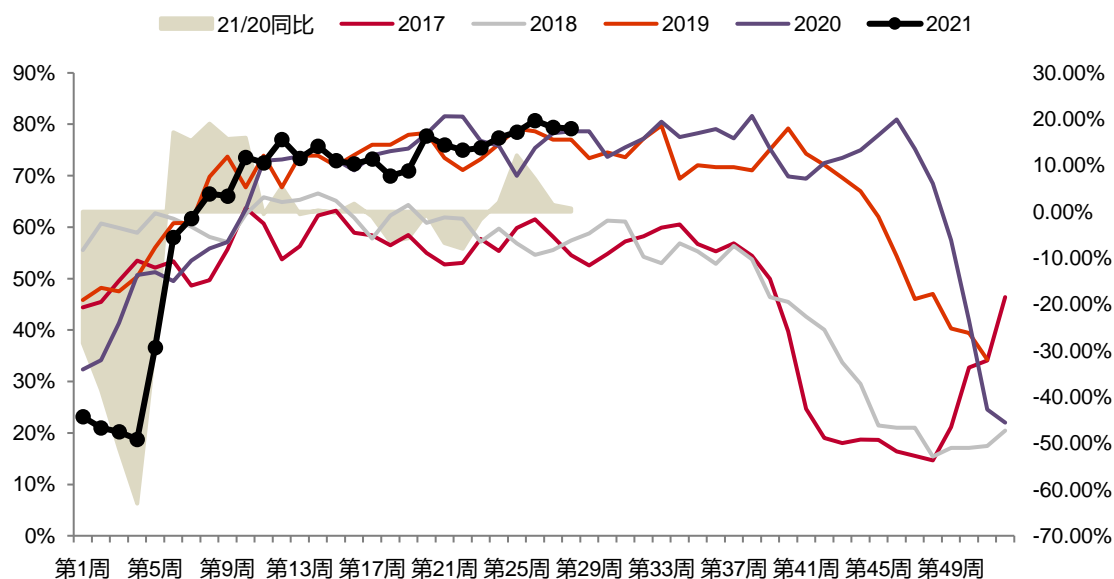
全国尿素装置开工率季节性（卓创样本）：%



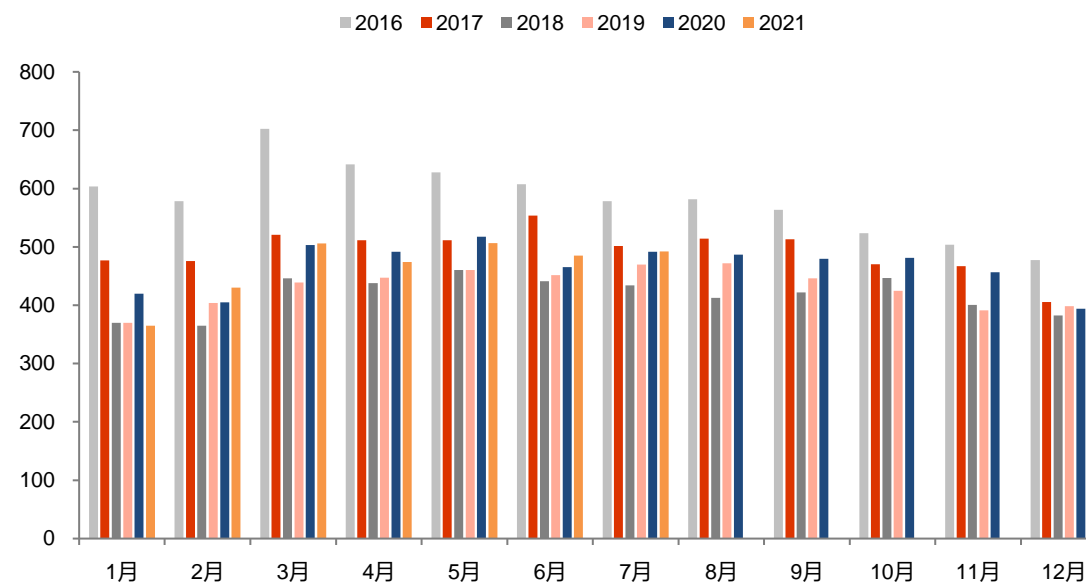
小、中、大颗粒尿素周度开工率：%



尿素气头装置开工率季节性：%



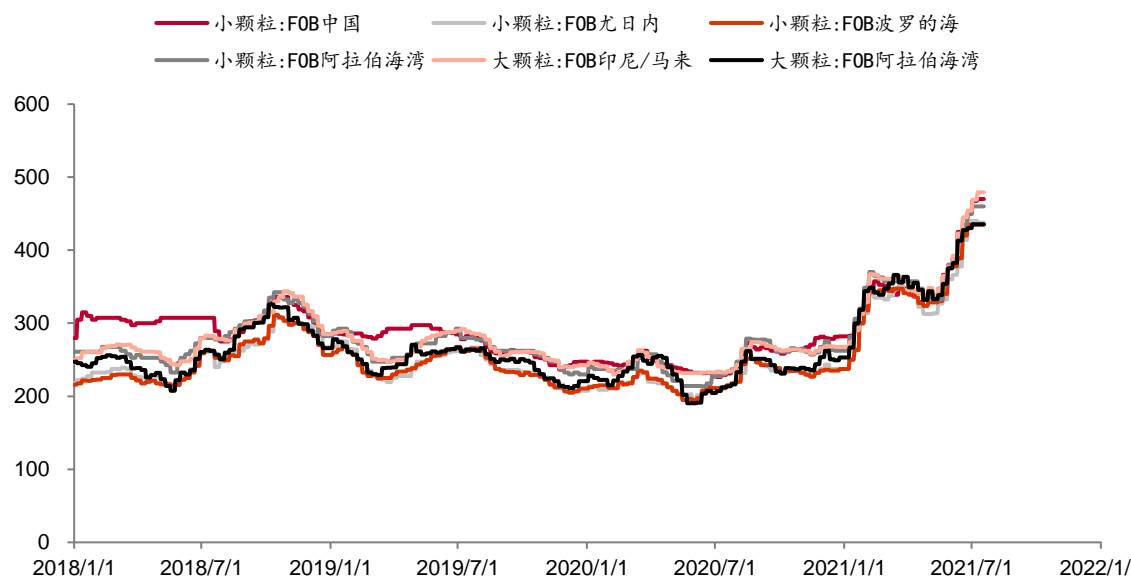
中国历年月度尿素产量情况：万吨



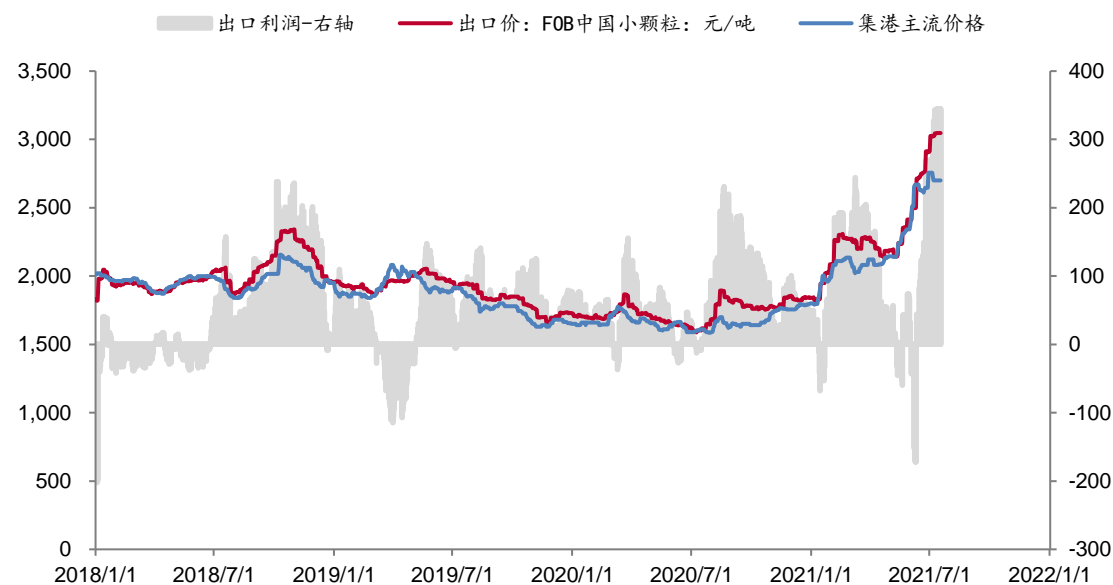
➤ 二季度产量稳步回升，供应面略显充足

外盘价格：全球尿素价格维持高位，出口仍有利好

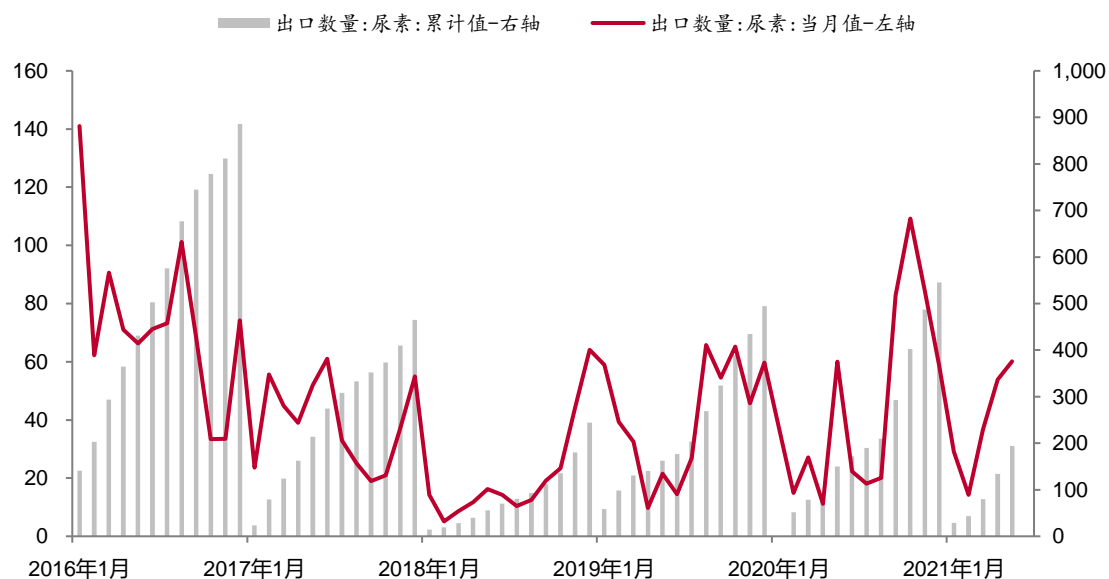
尿素海外价格走势：美元/吨



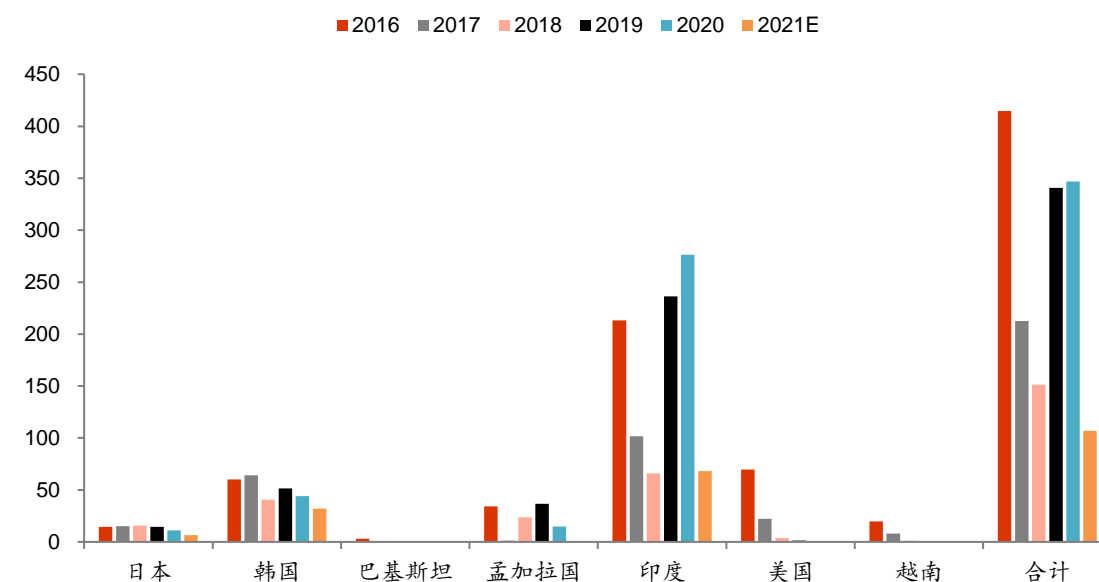
CMF: 中国尿素出口利润情况：元/吨



我国尿素历年出口情况：万吨



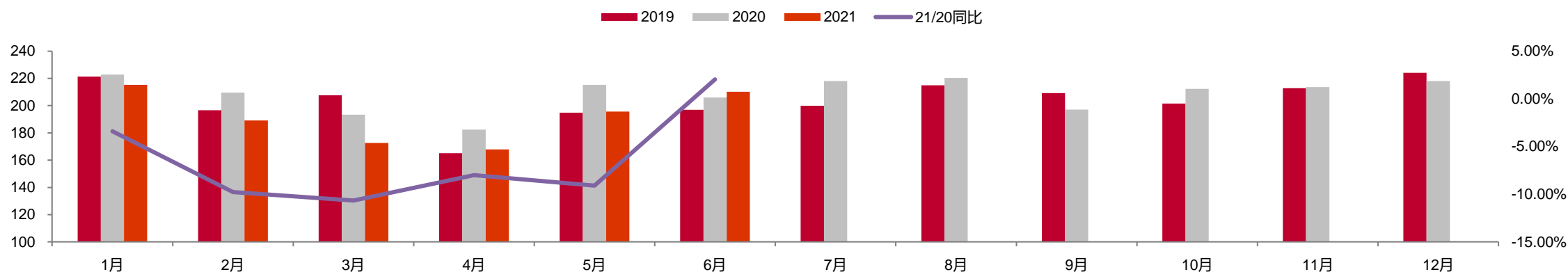
中国尿素历年主要出口国情况：万吨



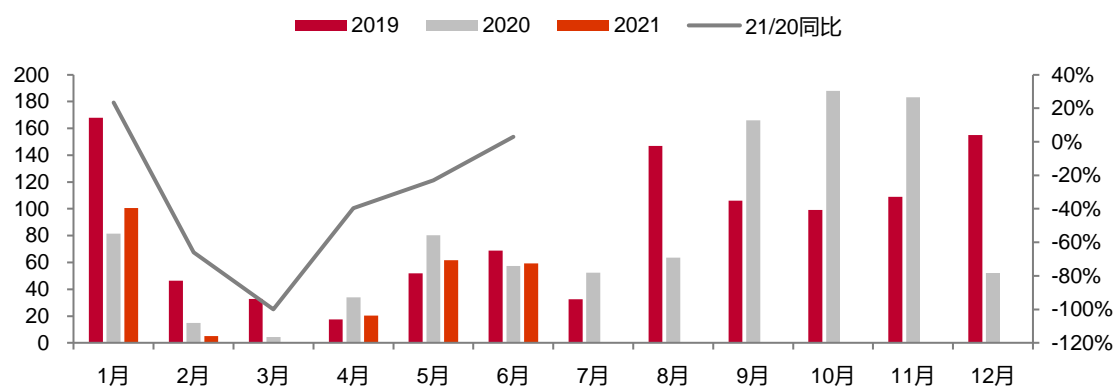
➤ 外盘价格仍是高位，利好国内出口，支撑内贸市场信心

印度尿素情况：印度正值播种旺季，高价下需求后置，招标缺口增多

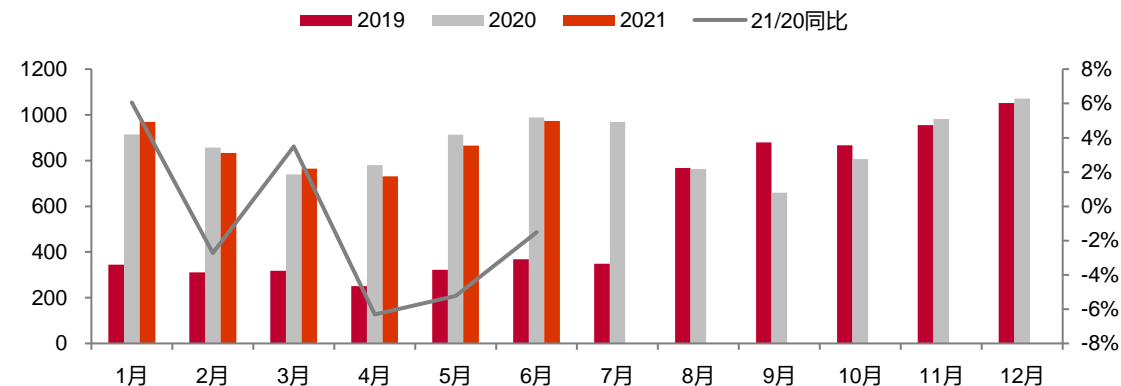
印度尿素月度产量：万吨



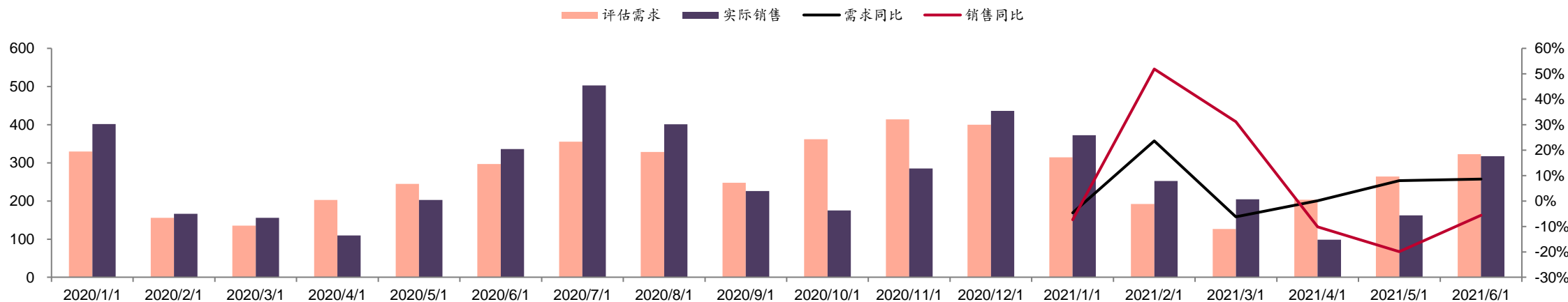
印度尿素月度进口量：万吨



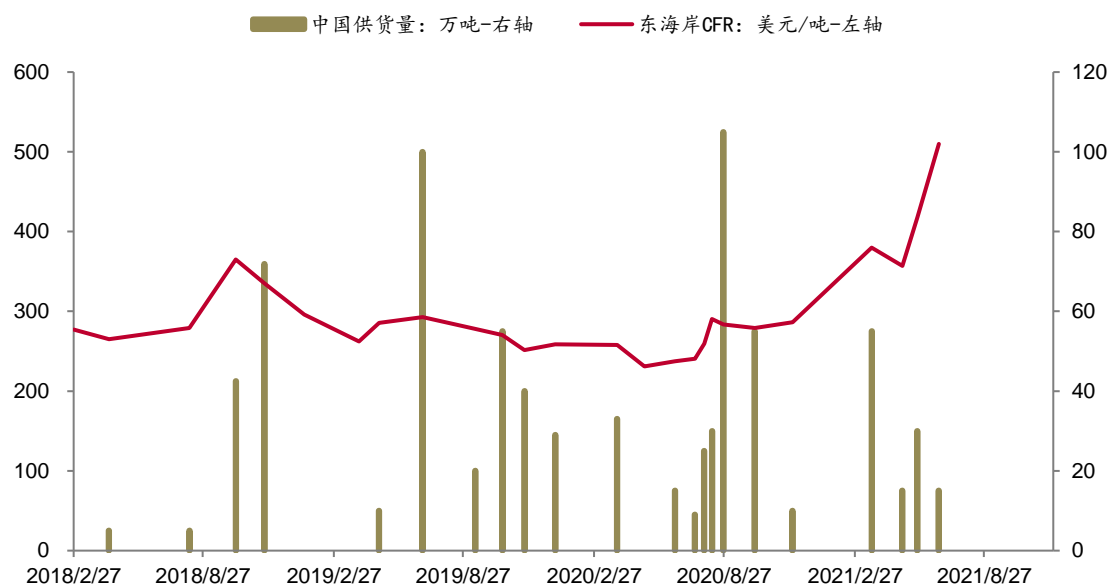
印度尿素月度可用库存量：万吨



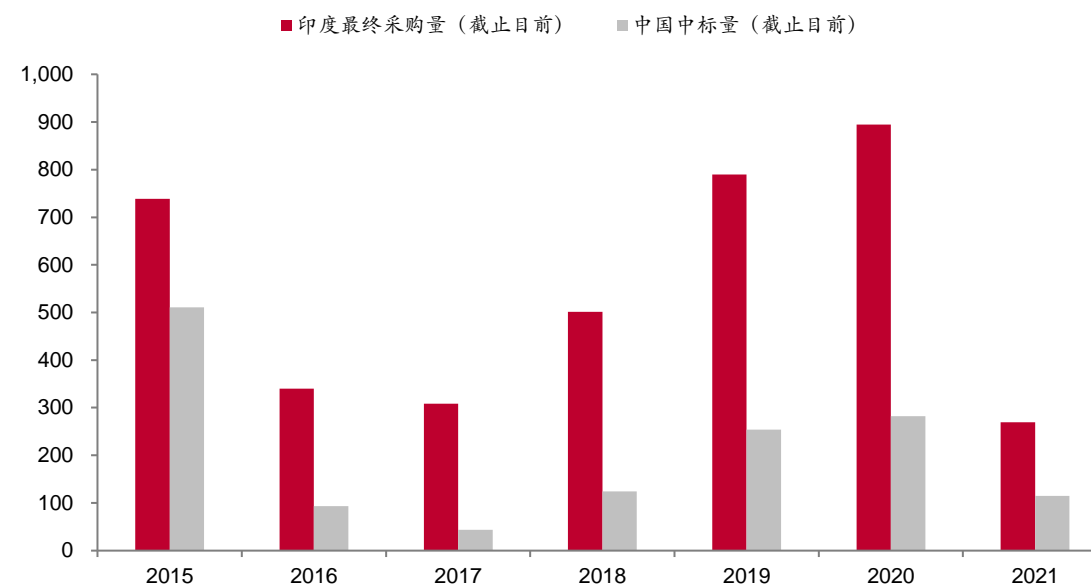
印度化肥部月度尿素评估需求和实际销售



CMF：印标东海岸最低中标价格及中国供货量



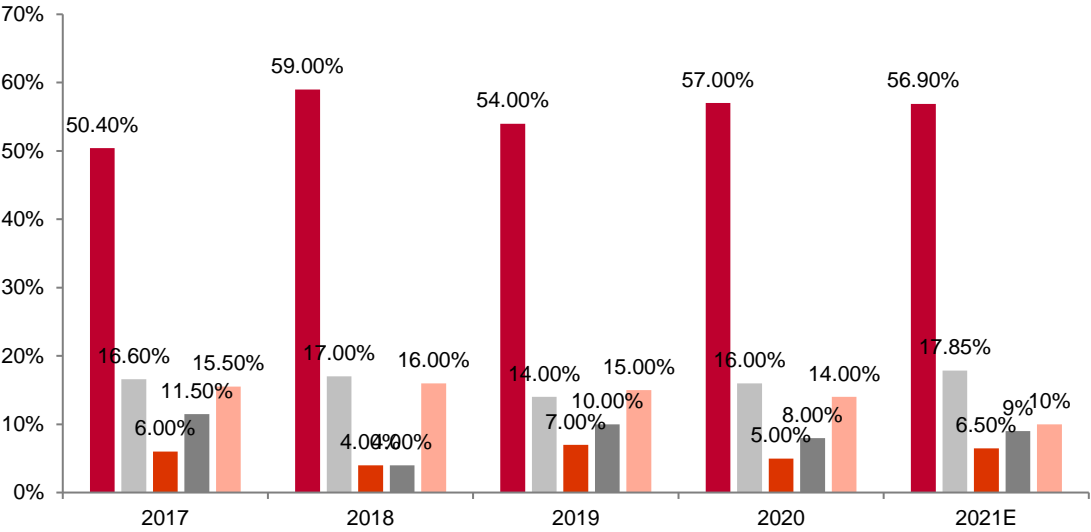
CMF：2015-2021年印度尿素招标情况：万吨



年份	公司	发布日期	开标日期	船期	中标价格CFR：美元/吨	最终供货量：万吨	中国中标量：万吨	中国占比
2020	RCF	2020/3/21	2020/3/30	2020/5/5	东海岸257.65CFR	74.7	33	36.14%
2020	MMTC	2020/5/1	2020/5/7	2020/6/15	东海岸230.90CFR	63	0	0.00%
2020	RCF	2020/6/15	2020/6/19	2020/7/18	东海岸237.35CFR	62.8	15	23.89%
2020	MMTC	2020/7/9	2020/7/17	2020/8/20	东海岸240.50CFR	11.9	9	75.63%
2020	MMTC	2020/7/22	2020/7/30	2020/9/4	东海岸 259.50CFR	69.755	25	35.84%
2020	RCF	2020/8/1	2020/8/10	2020/9/15	东海岸 290.50CFR	95.9	30	31.28%
2020	MMTC	2020/8/18	2020/8/26	2020/10/5	东海岸 283.52CFR	171.4	105	61.26%
2020	RCF	2020/9/30	2020/10/9	2020/11/16	东海岸279.25 CFR	218.4	55	25.18%
2020	MMTC	2020/11/23	2020/12/1	2021/1/6	东海岸286.50CFR	127	10	7.87%
合计						894.855	282	31.51%
2021	RCF	2021/3/13	2021/3/22	2021/4/28	东海岸379.87CFR	80.25	55	68.54%
2021	MMTC	2021/4/26	2021/5/4	2021/6/21	东海岸356.99CFR	55	15	27.27%
2021	RCF	2021/5/18	2021/5/25	2021/6/30	东海岸418.00CFR	56.5	30	53.10%
2021	RCF	2021/6/15	2021/6/24	2021/8/11	东海岸509.95CFR	77.9	15	19.26%
2021	RCF	2021/7/14	2021/7/22	2021/8/31	待定	待定	待定	

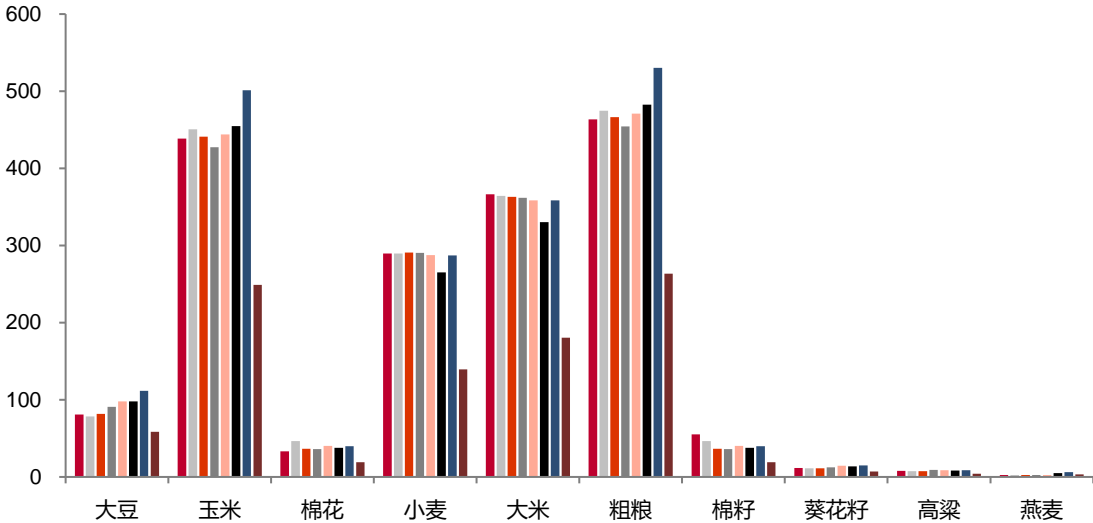
2017-2021我国尿素下游需求结构：%

■ 农业用肥 ■ 复合肥 ■ 三聚氰胺 ■ 人造板 ■ 其他



国内主要农作物播种面积预测（USDA）：百万公顷

■ 2014 ■ 2015 ■ 2016 ■ 2017 ■ 2018 ■ 2019 ■ 2020 ■ 2021（截止6月）



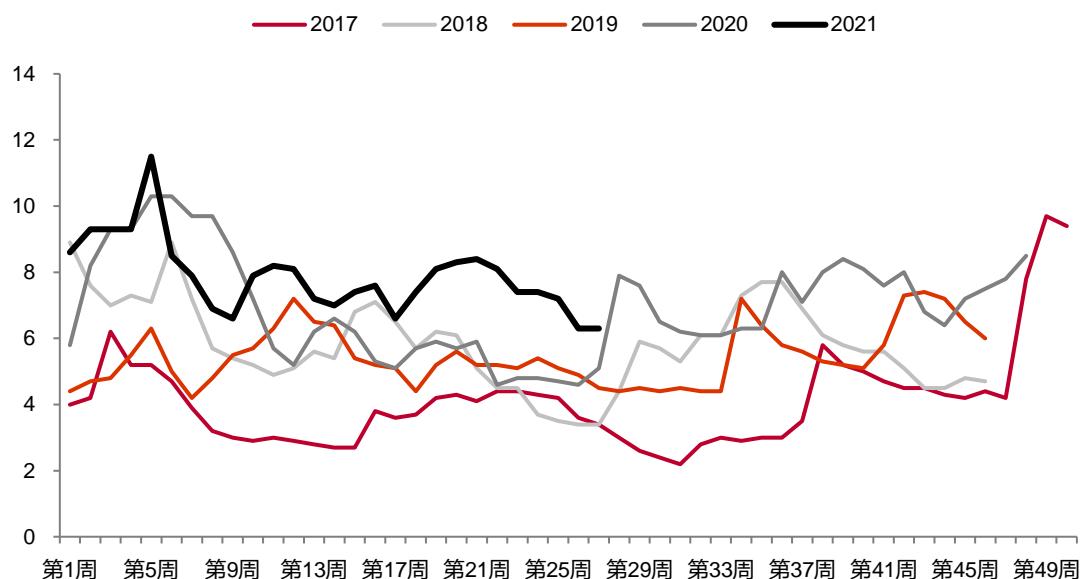
国家	地区	主要作物	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
东北	黑龙江、吉林、辽宁	玉米、水稻、大豆	备肥			4月下-5月上 玉米水稻底肥		6月下-7月上 玉米水稻追肥			备肥			
西北	内蒙古、甘肃、宁夏、山西、新疆、青海	玉米、棉花、小麦					5月前后 春季作物底肥	6月下-7月中 玉米追肥			9月中下 秋播小麦用肥			
华北	山东、河北、河南、山西	玉米、棉花、小麦		2月下-3月初 小麦返青追肥				6月中下旬 玉米底肥	7月中下-8月上 玉米追肥			10月中上 小麦底肥		
华中	湖北、湖南、安徽、江西	油菜、小麦、玉米、水稻			湖南双季稻		湖北水稻		湖南柑橘，湖北棉花、油菜					
华东	江苏、浙江	油菜、小麦、水稻			小麦追肥			6月下-7月初 水稻追肥				10月中下 小麦底肥		
西南	四川、重庆、贵州、云南、广西	油菜、小麦、玉米、烟草、水稻、甘蔗					5月底-7月初 水稻、玉米、甘蔗追肥				9月中下 小麦底肥			
华南	广东、福建、海南	水稻		种植肥					种植肥					
国际用肥季节性	中国、东南亚 印度、巴基斯坦 美国、墨西哥 巴西、阿根廷		小需求	中需求		大需求				小需求	中需求		小需求	
			中需求		小需求				大需求				中需求	
			小需求		大需求				小需求		中需求		小需求	
			中需求		小需求				大需求		中需求			

➤ 从尿素施用季节性来看，每年4-7月是我国尿素农业需求高峰期，随后的秋季备肥、施肥也集中了部分需求。国外来看，印度消费高峰相对我国延后2-3个月，美国消费高峰则在每年的3-6月，拉美地区消费高峰在每年的8-9月

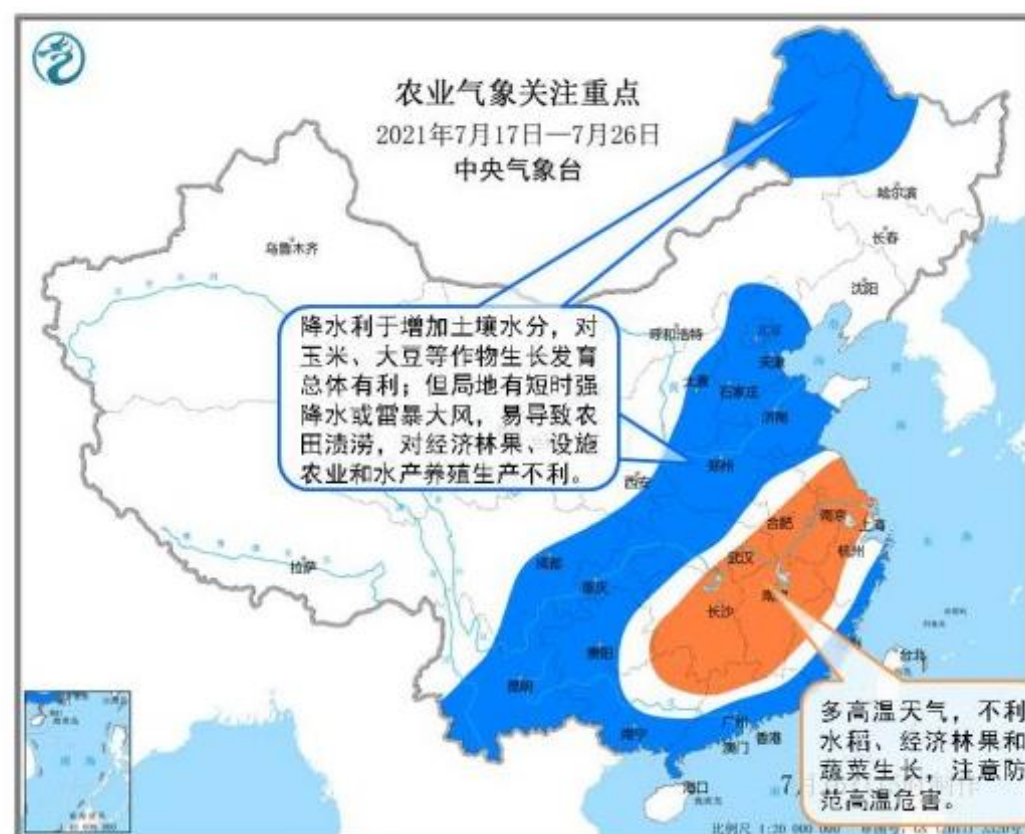
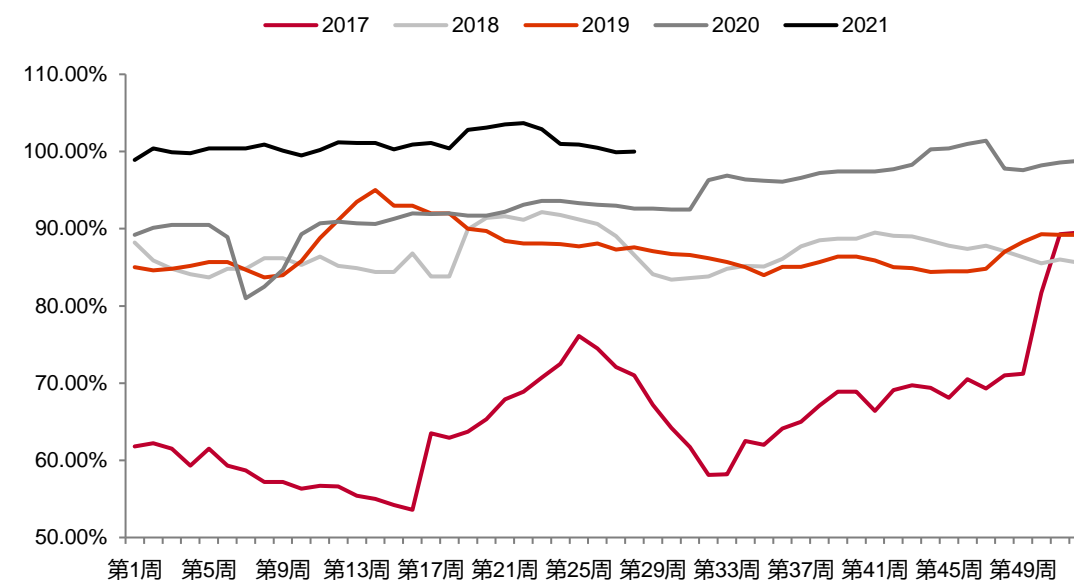
参考资料：WIND，招商期货研究所

农业需求：企业预收良好，产销率高位

尿素样本企业预收天数：天

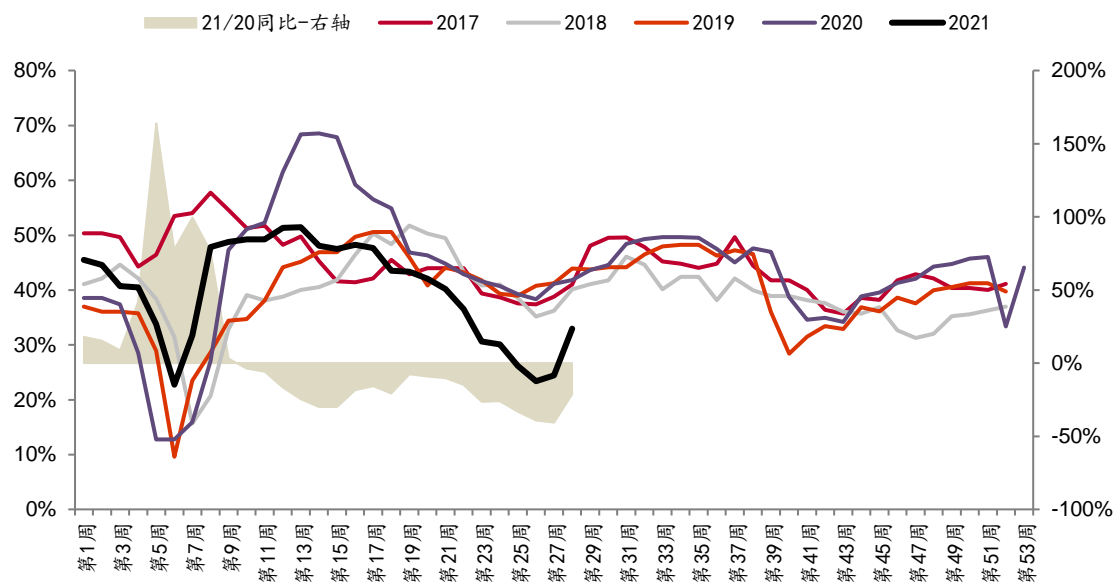


尿素生产商周度产销率：%

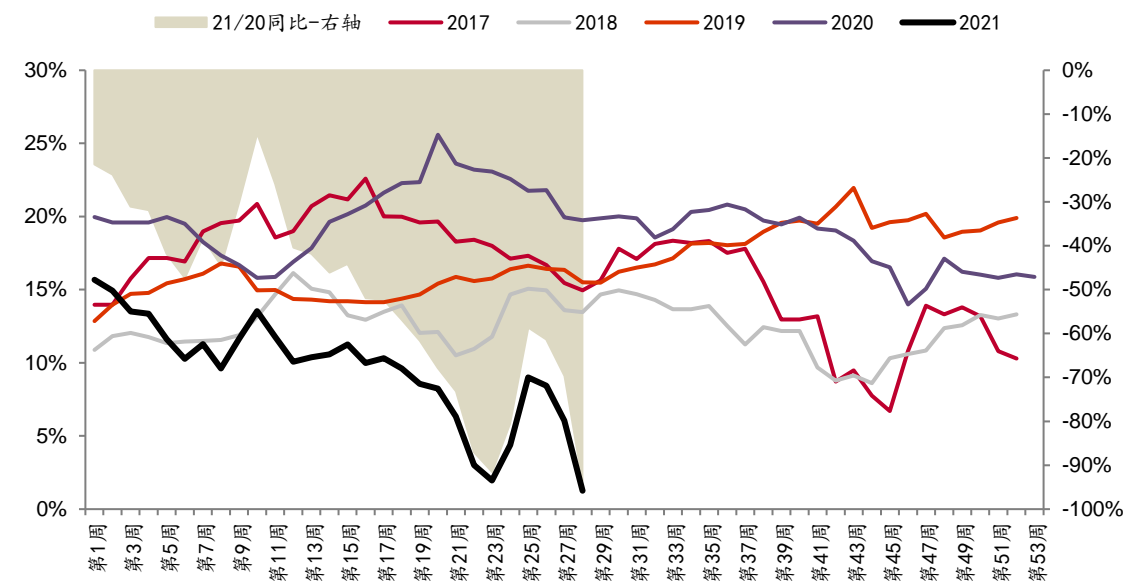


农业需求：复合肥原料高价抵触，利润同比大减

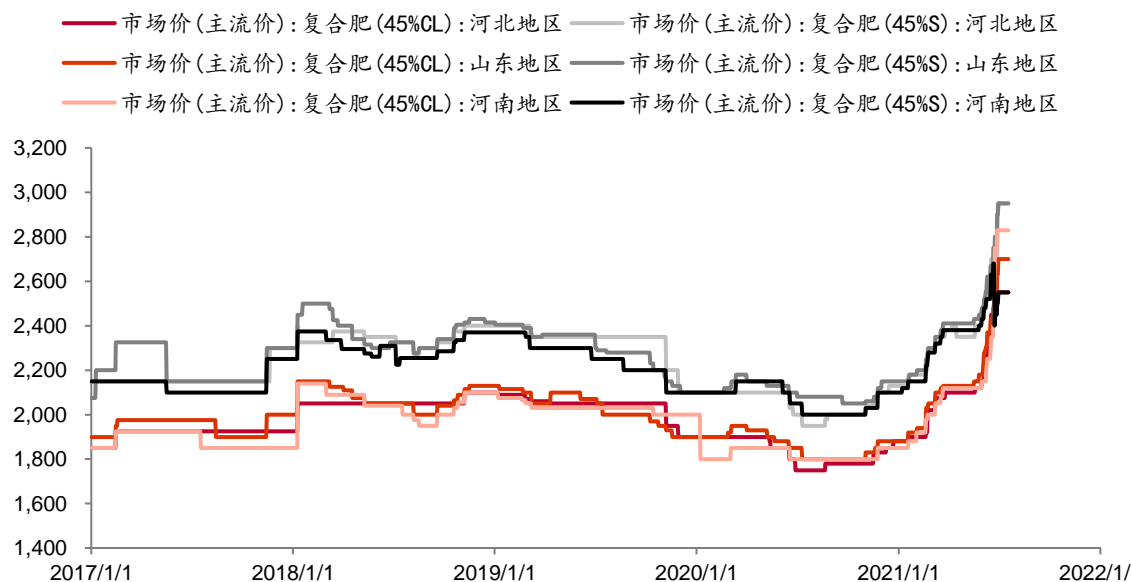
全国复合肥装置周度开工率：%



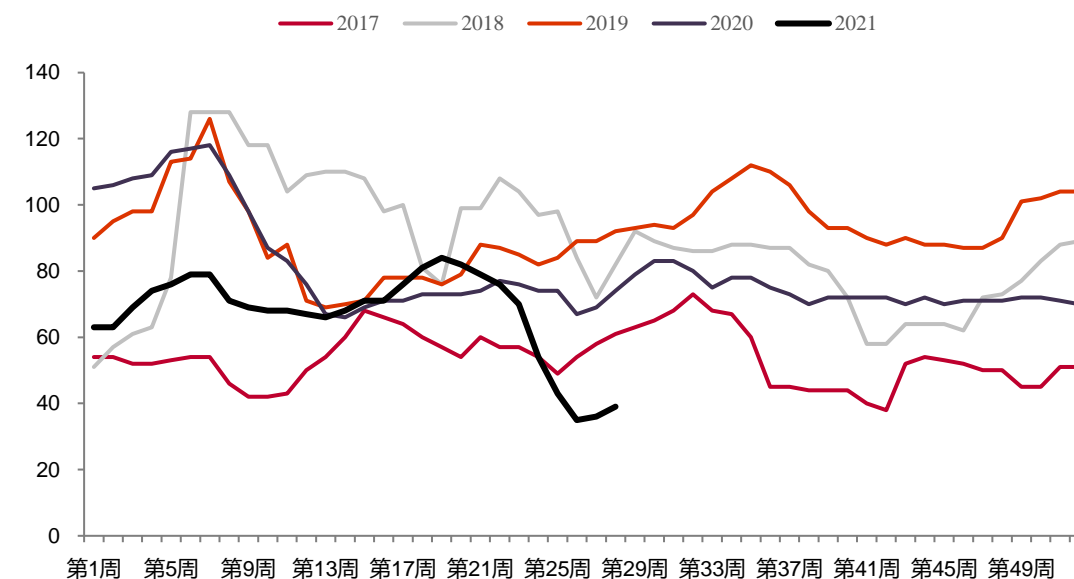
山东复合肥周度毛利率：%



国内主要地区复合肥主流市场价：元/吨

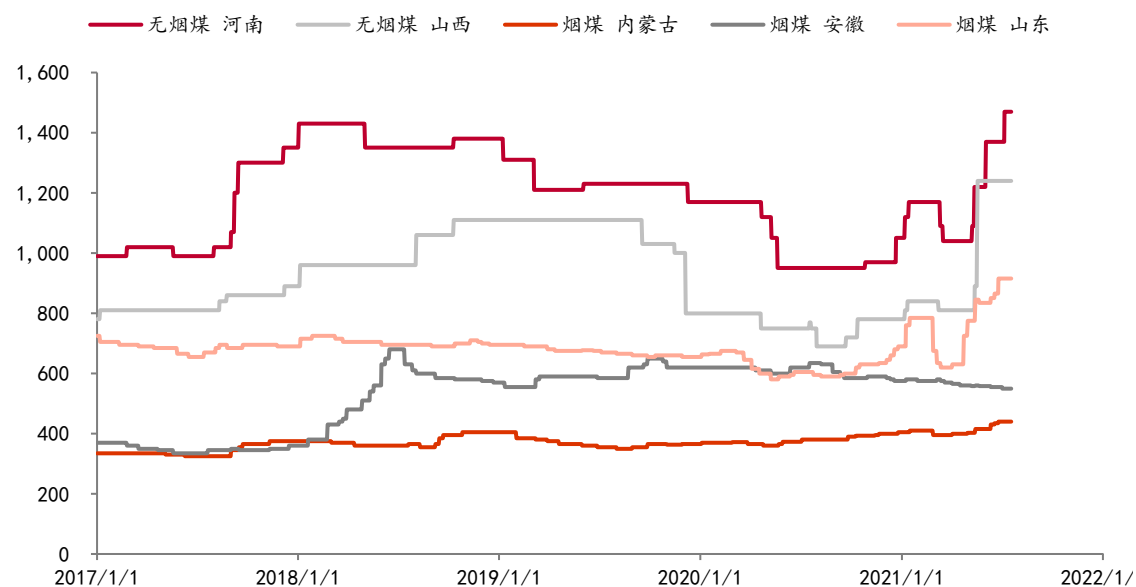


中国复合肥企业周度库存：万吨

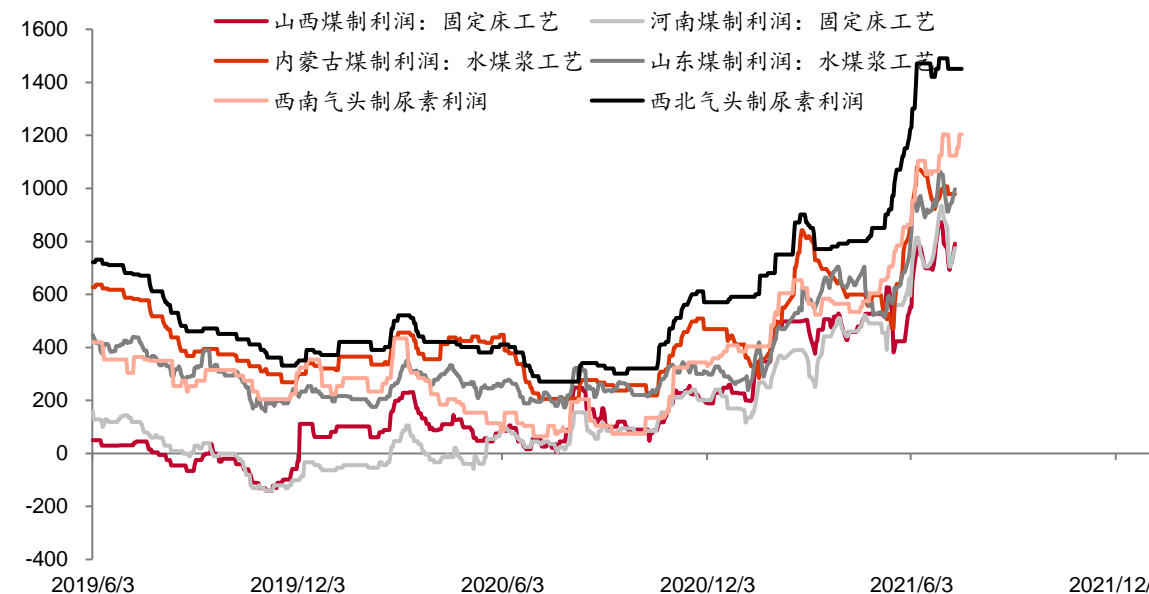


尿素生产利润：成本端压力传导顺畅，生产利润乐观

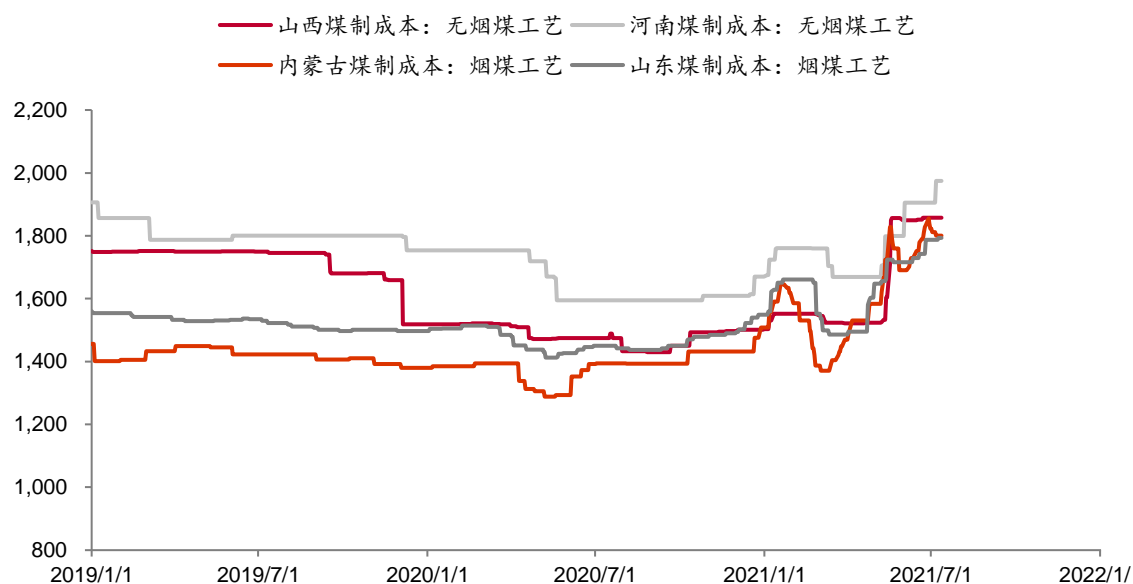
烟煤及无烟煤价格走势：元/吨



CMF:尿素主产区利润情况：元/吨



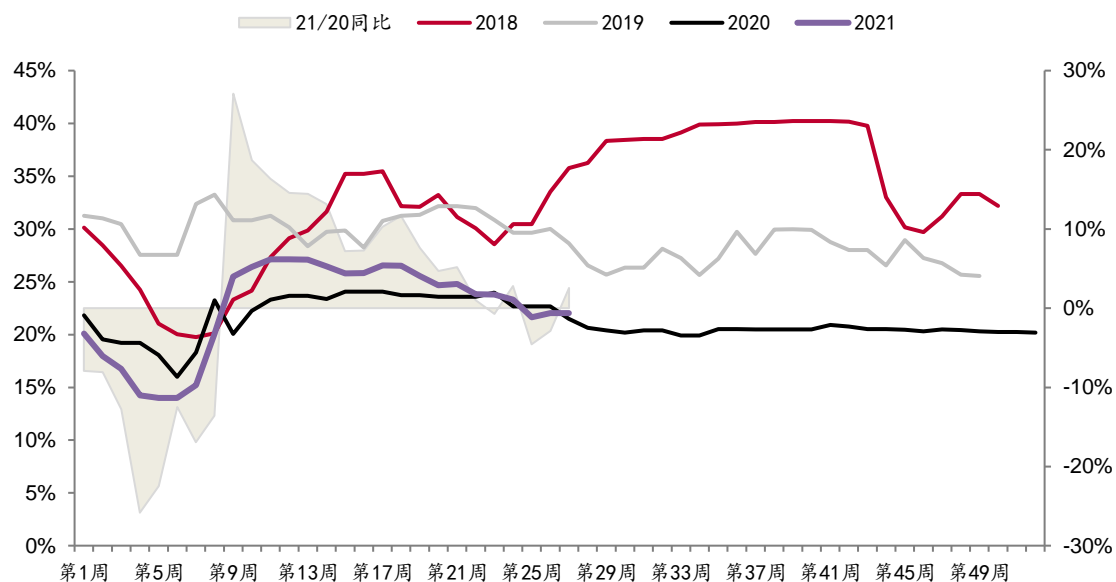
尿素煤制路线成本：元/吨



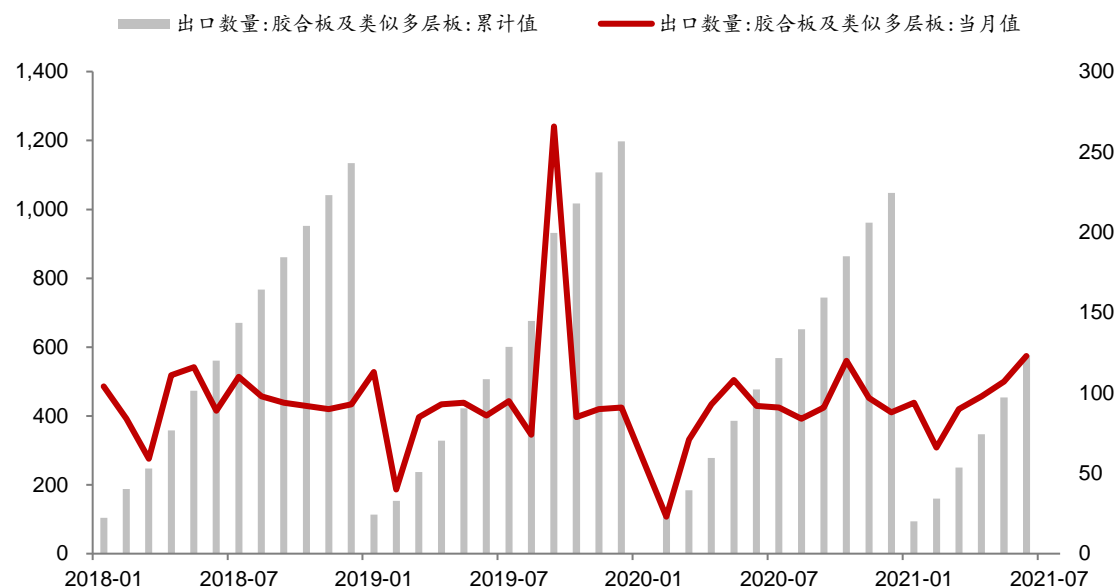
➤ 煤炭价格重心坚挺带动尿素成本有所上移，但高价现货背景下，生产商利润尚可，促进上游生产积极性

工业需求：胶板厂需求淡季，三聚氰胺景气度回落

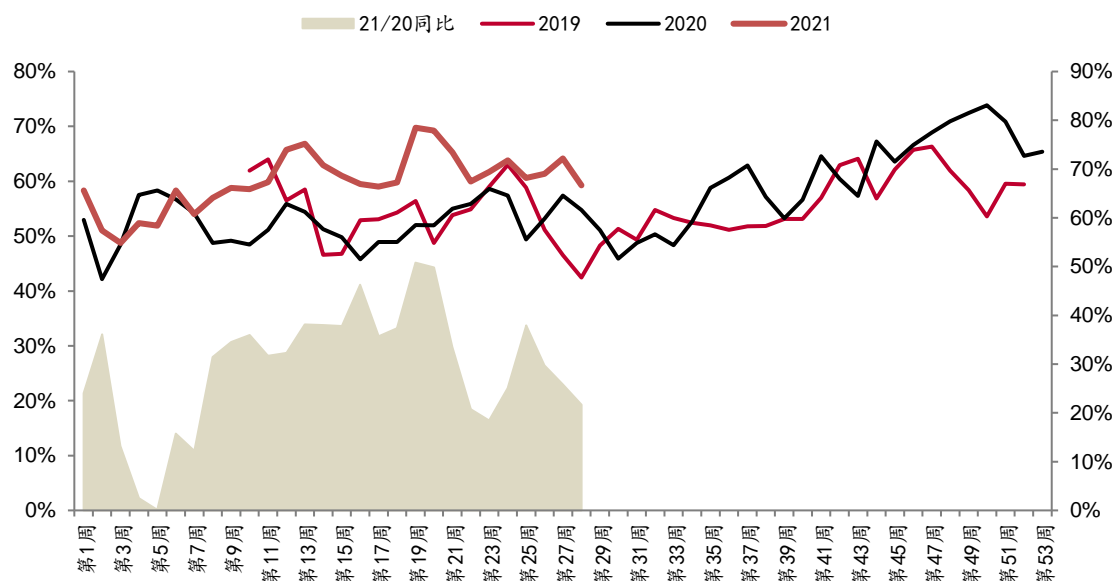
甲醛周度开工率：%



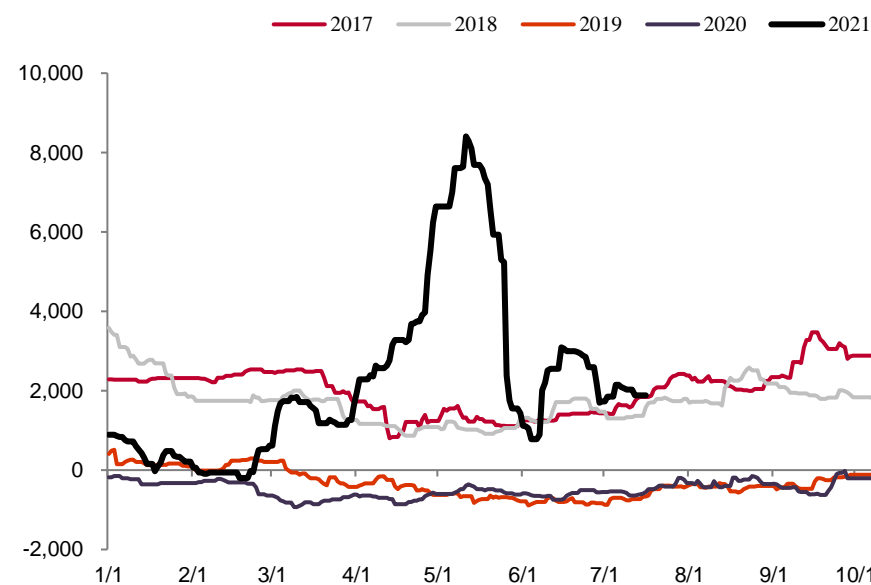
胶合板及类似多层板出口数量：万立方米



三聚氰胺周度开工率：%



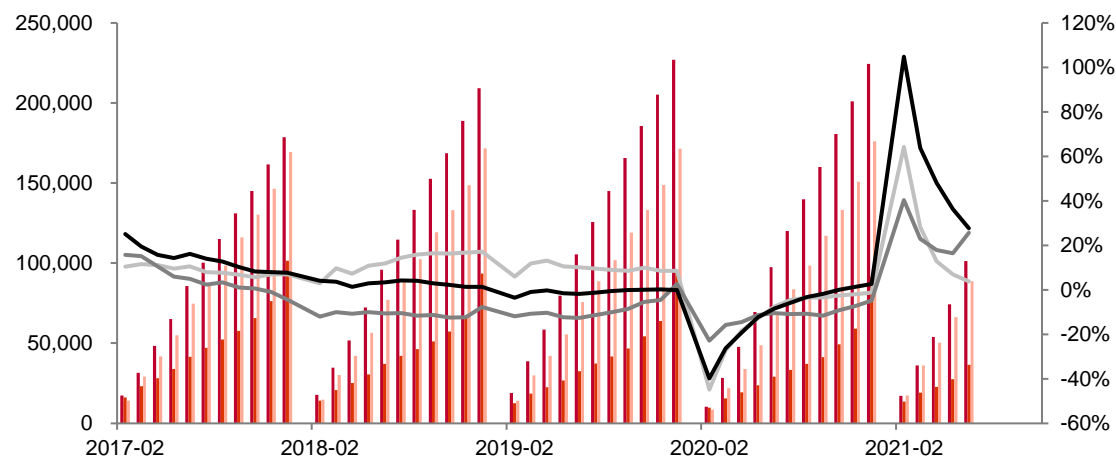
三聚氰胺利润季节性：元/吨



工业需求：板材消费淡季，工业需求支撑力度一般

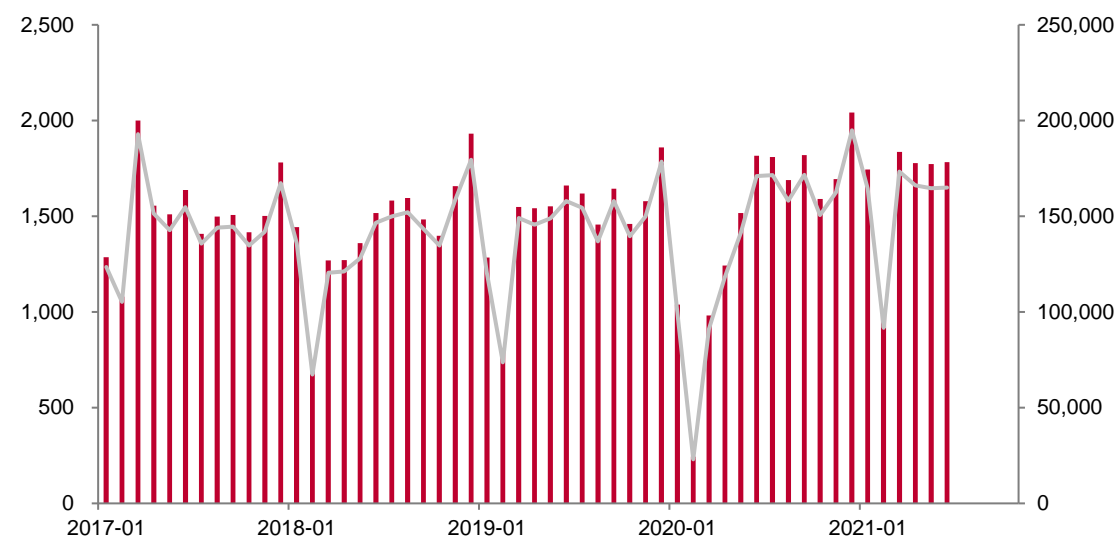
全国房屋开工竣工面积情况：万平方米

■ 房屋新开工面积:累计值 ■ 房屋竣工面积:累计值
■ 商品房销售面积:累计值 ■ 房屋新开工面积:累计同比
■ 房屋竣工面积:累计同比 ■ 商品房销售面积:累计同比



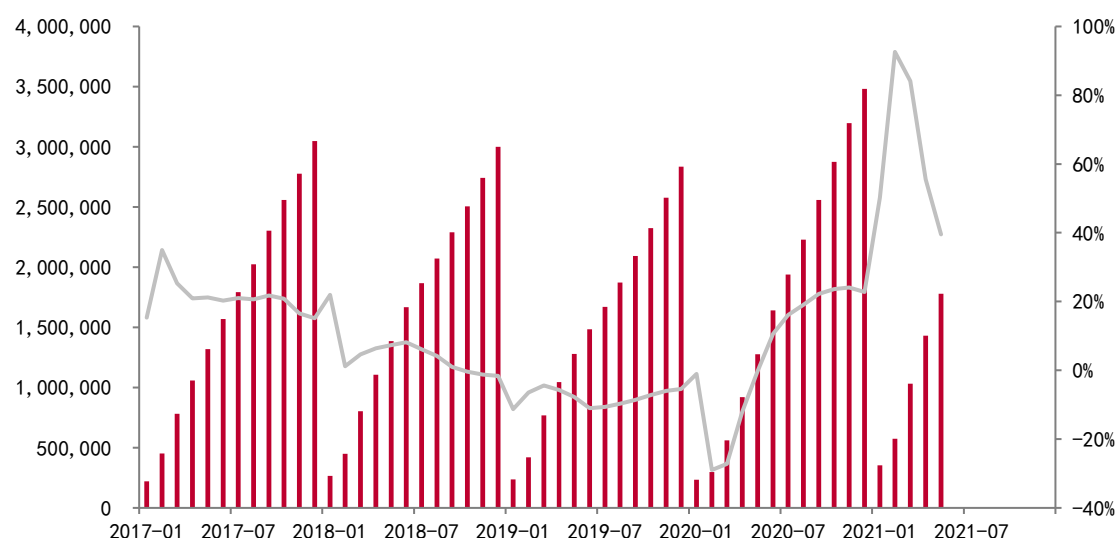
30城商品房销售情况：万平方米，套

■ 30大中城市:商品房成交面积 ■ 30大中城市:商品房成交套数-右轴



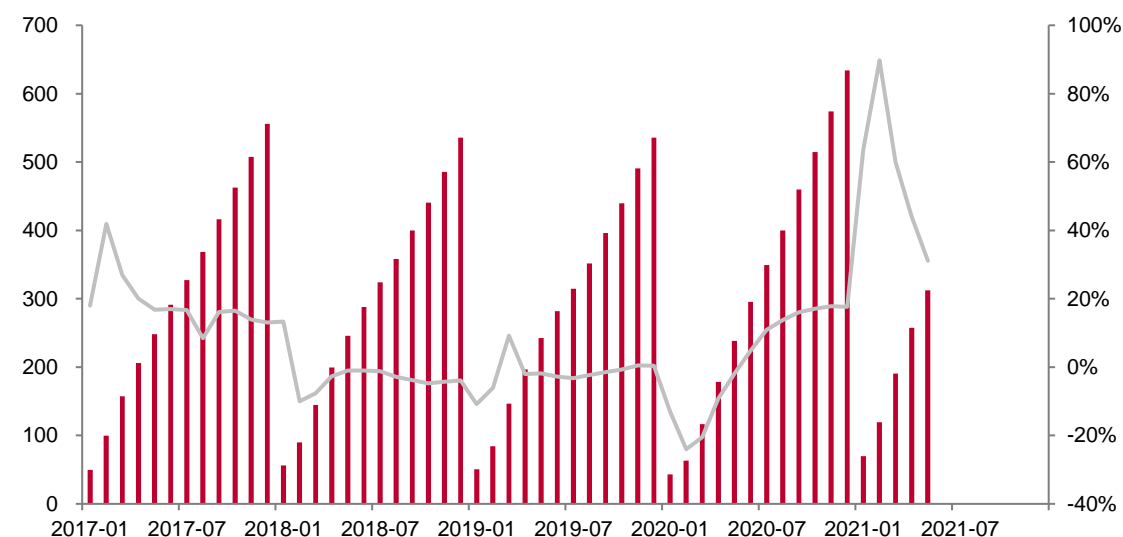
国内柴油车销量情况：辆，%

■ 销量:商用车:柴油汽车:累计值 ■ 销量:商用车:柴油汽车:累计同比



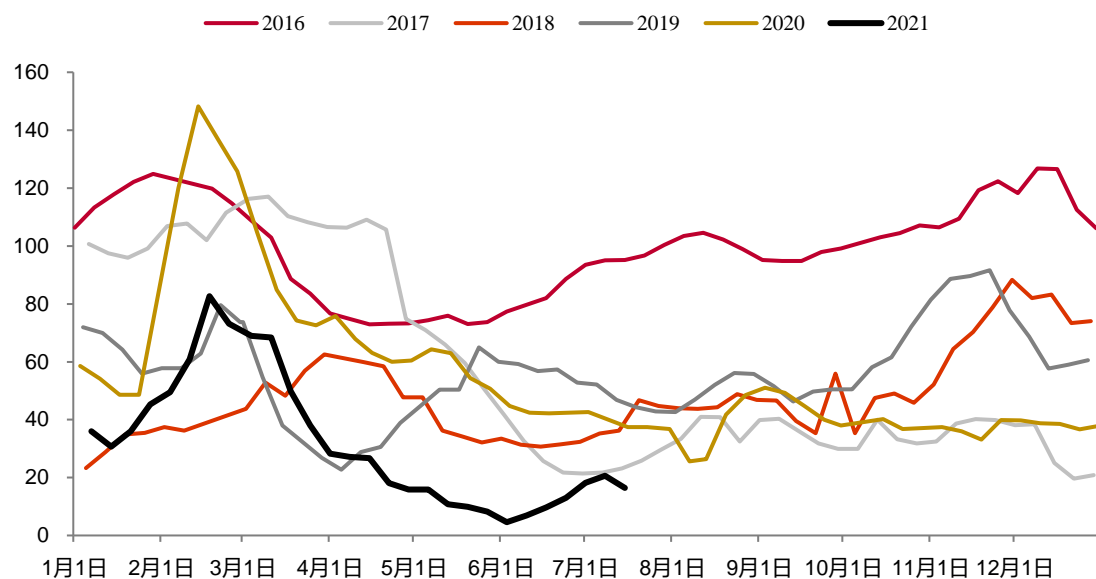
国内柴油机销量情况：万台，%

■ 销量:柴油机:累计值 ■ 销量:柴油机:累计同比

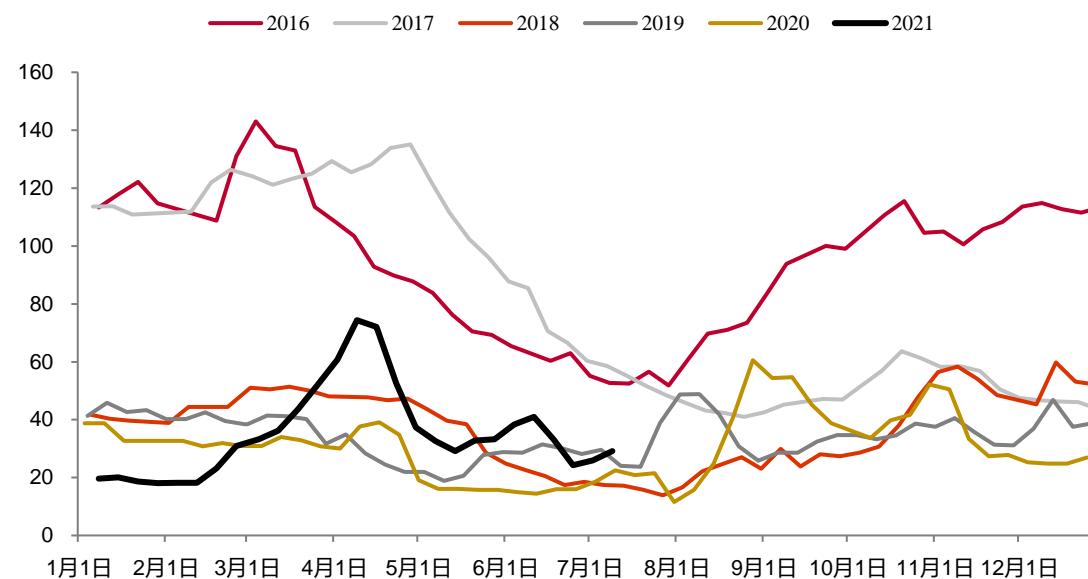


库存：内地生产企业库存极低，港口滞留较多

尿素企业周度库存：万吨

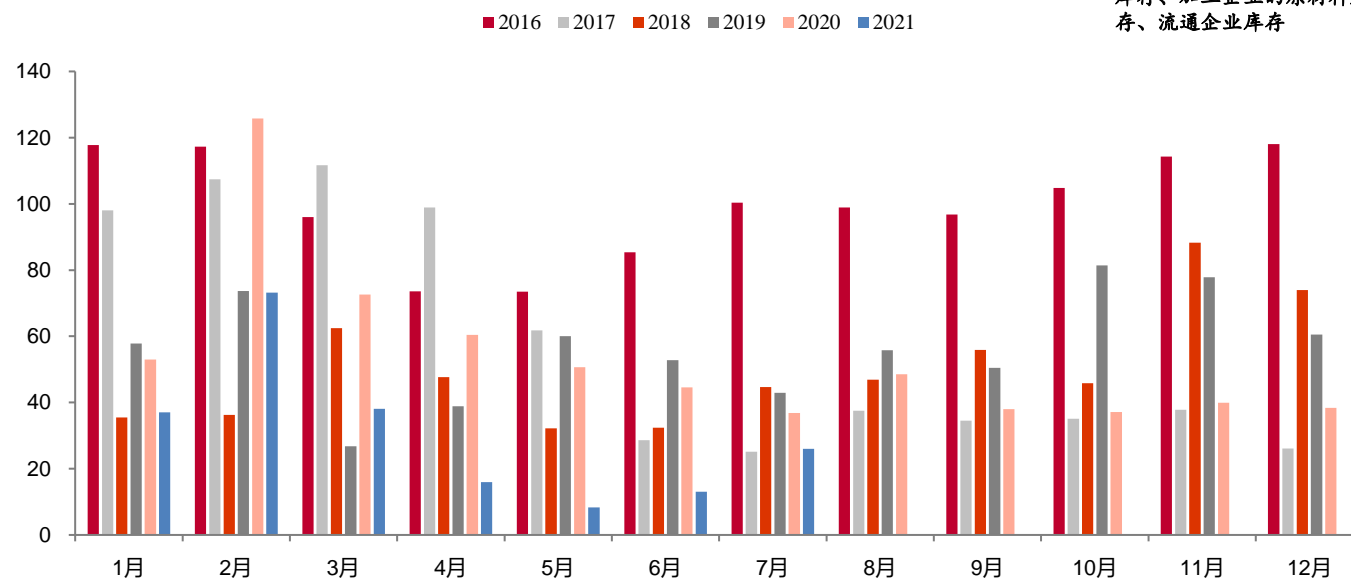


尿素港口周度库存：万吨



CMF：卓创尿素月度社会库存：万吨（含预估）

*涵盖了生产企业的产成品库存、加工企业的原材料库存、流通企业库存

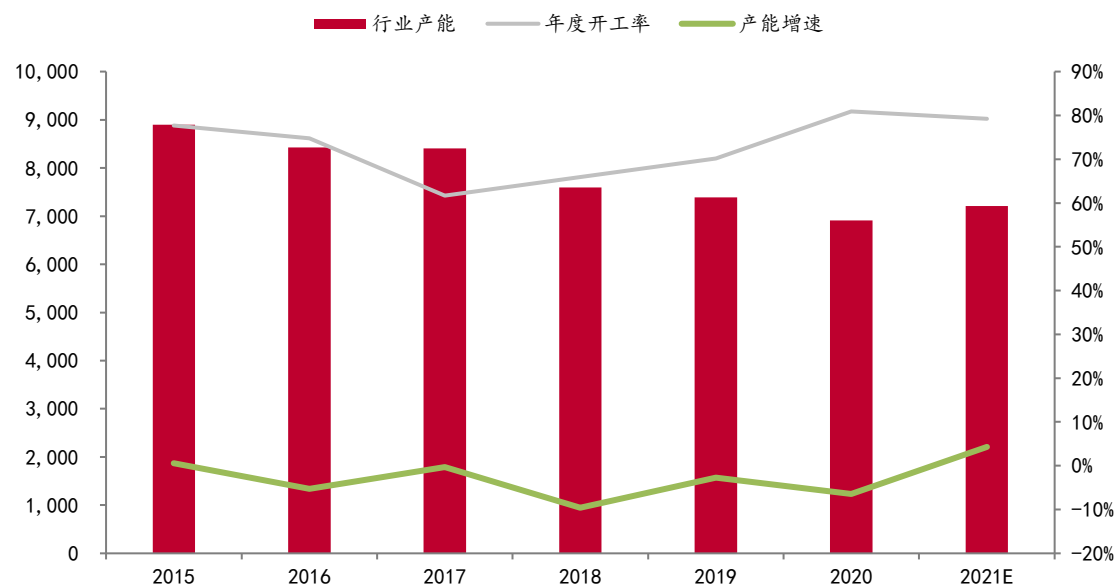


➤ 库存同比低位仍有支撑，但需求走弱速度或加快，后期库存有累积预期，关注印标节奏对库存的影响

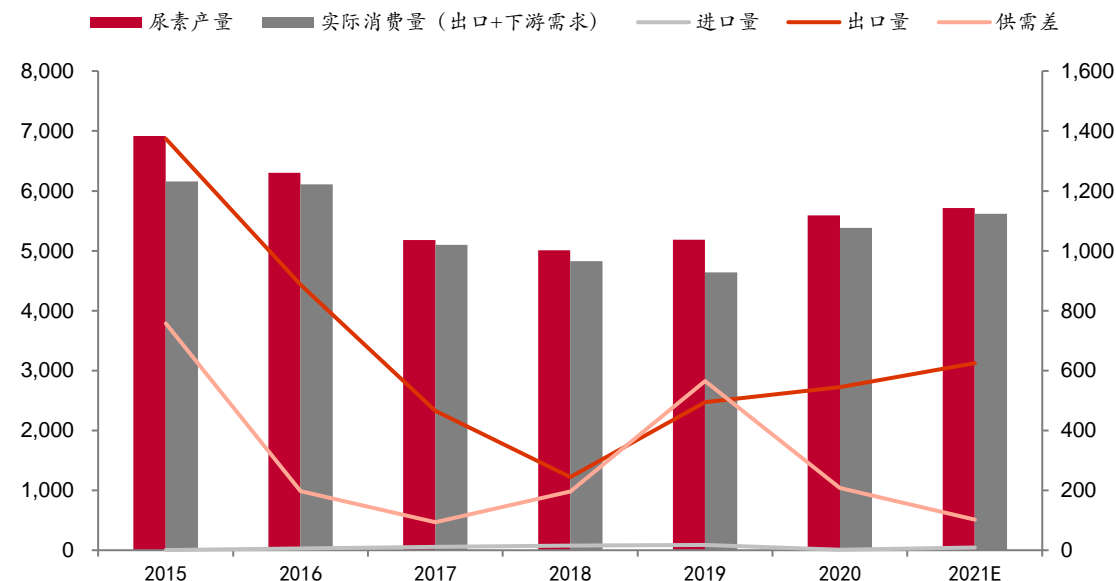
➤ 社会库存下降明显

年度供需情况及月度平衡表

尿素年度产能及开工率：万吨，%



尿素年度供需情况：万吨



月份	产量	产量增速	进口	国内消费量	消费增速	出口	供需变动
2020年1月	419.8		0.005	318.0		25.8	76.0
2020年2月	405.0	-3.5%	0.005	306.4	-3.6%	25.8	72.8
2020年3月	502.9	24.2%	0.026	529.0	72.6%	27.1	-53.2
2020年4月	491.6	-2.2%	0.010	492.7	-6.9%	11.2	-12.2
2020年5月	517.5	5.3%	0.016	467.2	-5.2%	60.0	-9.7
2020年6月	465.1	-10.1%	0.006	449.0	-3.9%	22.3	-6.1
2020年7月	491.6	5.7%	0.018	481.3	7.2%	18.1	-7.8
2020年8月	486.6	-1.0%	0.004	454.9	-5.5%	20.1	11.7
2020年9月	479.7	-1.4%	0.009	407.4	-10.5%	82.9	-10.5
2020年10月	481.4	0.4%	0.028	373.1	-8.4%	109.2	-0.9
2020年11月	456.4	-5.2%	0.020	368.6	-1.2%	85.0	2.8
2020年12月	394.2	-13.6%	0.160	336.0	-8.8%	58.2	0.2
2021年1月	350.6	-11.1%	0.020	343.2	2.1%	29.2	-21.8
2021年2月	398.5	13.7%	0.020	370.6	8.0%	14.3	13.6
2021年3月	505.7	26.9%	0.060	504.2	36.0%	36.8	-35.3
2021年4月	474.2	-6.2%	0.010	442.5	-12.2%	53.9	-22.2
2021年5月	506.5	6.8%	0.010	454.0	2.6%	60.1	-7.6
2021年6月	489.2	-3.4%	0.15	435.6	-4.1%	45.2	8.5
2021年7月	491.6	0.5%	0.25	449.2	3.1%	31.5	11.2
2021年8月	485.2	-1.3%	0.2	438.2	-2.4%	15.8	31.4
2021年9月	478.3	-1.4%	0.1	413.8	-5.6%	56.2	8.4
2021年10月	485.4	1.5%	0.1	381.4	-7.8%	69.7	34.4
2021年11月	461.5	-4.9%	0.15	363.7	-4.6%	85.8	12.2
2021年12月	402.5	-12.8%	0.2	340.1	-6.5%	79.5	-16.9
2022年1月	395.2	-1.8%	0.03	348.6	2.5%	43.9	2.7

- 2021中国尿素行业产能增速预估在4.3%，国内尿素行业产能规模在7200万吨左右，落后产能面临进一步淘汰
- 从供需角度看，2021年下半年预计供需偏紧有望缓解

指标	细分项	评估	驱动	强弱（程度1-5星）
供应端	国内产量	上游负荷高位，供应端暂无大检修，关注潜在缺煤影响	↓	**
需求端	农业需求	三季度农需收尾加速，农需支撑偏弱	↓	*****
	工业需求	工业需求季节性环比走弱	↓	*
	出口&印标	部分生产商仍有有待发出口订单，印度招标需求后置边际影响市场心态	↑	**
库存	企业库存	库存同比低位，后期存回升预期	↑	**
	港口库存	港口库存走高，主要是预期出口对接	↓	*
成本&利润	上游	煤价高位，成本端支撑强势	↑	*****
	出口利润	海外价格高位，出口利润支撑，内地生产商出口积极性较高	↑	**
期货	基差 跨期价差 仓单	基差偏强震荡 9-1维持BACK结构 仓单增加较快		
驱动因素	短期 中期	三季度农需旺季收尾加速，而供应偏高位，尿素反弹估值承压，但成本端强势、海外高价和印度招标支撑下，短时难以出现明显大跌行情，走势预计震荡 中线关注秋季肥备肥、商储、年末限气		
估值		生产商利润良好，估值中性偏高		
策略建议	单边 跨期 跨品种	建议观望，或逢高进入09空头头寸 短期建议逢高布局9-1反套，关注政策面指导压力传导和国际出口，不排除成本强势和印标消息面摆动下行情波动较大 观望		
风险点		上游检修超预期，海外价格大幅下降，企业库存出现大幅累积		

期货合约及交割

尿素期货合约

交易品种	尿素
交易单位	20吨/手
报价单位	元（人民币）/吨
最小变动价位	1元/吨
每日价格波动限制	上一交易日结算价±4%及《郑州商品交易所期货交易风险控制管理办法》相关规定
最低交易保证金	合约价值的5%
合约交割月份	1-12月
交易时间	每周一至周五（北京时间法定节假日除外） 上午 9：00-11：30 下午 1：30-3：00及交易所规定的其他交易时间
最后交易日	合约交割月份的第10个交易日
最后交割日	合约交割月份的第13个交易日
交割品级	见《郑州商品交易所期货交割细则》
交割地点	交易所指定交割地点
交割方式	实物交割
交易代码	UR
上市交易所	郑州商品交易所

规则要点：基准交割品

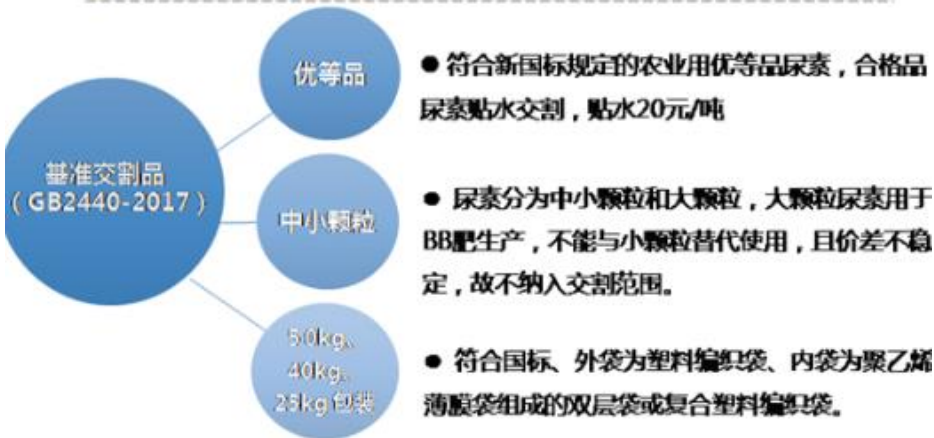


表 1 农业用(肥料)尿素的要求

项目 ^a			等级		
			优等品	合格品	
总氮(N)的质量分数			≥	46.0	45.0
缩二脲的质量分数			≤	0.9	1.5
水分 ^b			≤	0.5	1.0
亚甲基二脲(以 HCHO 计) ^c 的质量分数			≤	0.6	0.6
粒度 ^d	d 0.85 mm~2.80 mm	≥	93	90	
	d 1.18 mm~3.35 mm	≥			
	d 2.00 mm~4.75 mm	≥			
	d 4.00 mm~8.00 mm	≥			
^a 含有尚无国家或行业标准的添加物的产品应进行陆生植物生长试验,方法见 HG/T 4365—2012 的附录 A 和附录 B。					
^b 水分以生产企业出厂检验数据为准。					
^c 若尿素生产工艺中不加甲醛,不测亚甲基二脲。					
^d 只需符合四档中任意一档即可,包装标识中应标明粒径范围。农业用(肥料)尿素若用作掺混肥料(BB)生产原料,可根据供需协议选择标注 SGN 和 UI,计算方法参见附录 A。					

尿素期货免检交割品牌

序号	企业名称	品牌名称
1	山东华鲁恒升化工股份有限公司	友谊牌
2	河南心连心化学工业集团股份有限公司	心连心牌
3	中化化肥有限公司	中化牌
4	山西天泽煤化工集团股份公司	泽州牌
5	西兰花科技创业股份有限公司	兰花牌
6	内蒙古鄂尔多斯化学工业有限公司	鄂尔多斯牌

手续费标准

- ◆ 尿素期货交易手续费收取标准为5元/手，日内平仓交易手续费收取标准为5元/手。
- ◆ 尿素期货交割手续费、仓单转让手续费、期货转现货手续费按照0.5元/吨收取。

郑州商品交易所指定尿素交割仓库名录

地区	仓库编号	仓库名称	升贴水	最低保障库容(万吨)
河南	0109	河南濮阳皇甫国家粮食储备库	0	2
	0301	河南国储物流股份有限公司	0	2
	1509	河南万庄安阳物流园有限公司	0	2
	2014	史丹利化肥宁陵有限公司	0	2
河北	0304	衡水市棉麻总公司	0	2
山东	0102	菏泽市粮油中转储备库	0	2
	1761	青州中储物流有限公司	0	2
	2011	国投山东临沂路桥发展有限责任公司	0	2
	2013	烟台市农业生产资料总公司	0	2
安徽	2015	安徽辉隆集团农资连锁有限责任公司	0	2

备注：公布库容为交割仓库最低保障库容，交割仓库实际存放期货货物可能超过最低保障库容。

郑州商品交易所指定尿素交割厂库名录

地区	厂库编号	名称	日发货速度(吨/天)	厂库额度(万吨)	升贴水(元/吨)
河南	2000	河南心连心化学工业集团股份有限公司	3000	5	0
	2001	河南晋开化工投资控股集团有限责任公司	3000	5	0
	2002	河南晋控天庆煤化工有限责任公司	2500	4	0
	0809	河南省中原大化集团有限责任公司	2000	3	0
	2018	四川农资化肥有限责任公司	500	0.6	0
河北	2003	河北省东光化工有限责任公司	2500	4	0
	2004	河北正元氢能科技有限公司	1500	2	0
	2016	中农集团控股股份有限公司	1000	2	0
山东	2006	山东晋煤明水化工集团有限公司	1000	2	0
	2007	山东润银生物化工股份有限公司	4000	6	0
	2010	中化化肥有限公司	1000	2	0
	2113	成都云图控股股份有限公司	2000	3	0
	2019	山东晋煤明升达化工有限公司	3000	4	0
安徽	2008	安徽昊源化工集团有限公司	4000	4	0
	2009	安徽晋煤中能化工股份有限公司	2500	4	0
	2017	山西兰花科技创业股份有限公司	1000	2	0

规则要点：交割方式和基准价区

●交割方式：“仓库+厂库+免检品牌”

- ◆仓库交割：在区域内尿素主要集散地设置交割仓库，如临沂、菏泽、青州、商丘、徐州等地
- ◆厂库交割：在区域内选取规模大、质量好、生产稳定的生产企业作为交割厂库，具体由交易所指定。
- ◆免检交割品牌制度。尿素同质化程度高，现货市场一般不检验。通过实行免检交割，可最大程度降低交割成本。

●基准价区

交割区域内不设置区域升贴水，盘面价格即交割区域尿素价格

郑州商品交易所

二、期货合约与规则要点

规则要点：仓单非通用，有效期4个月

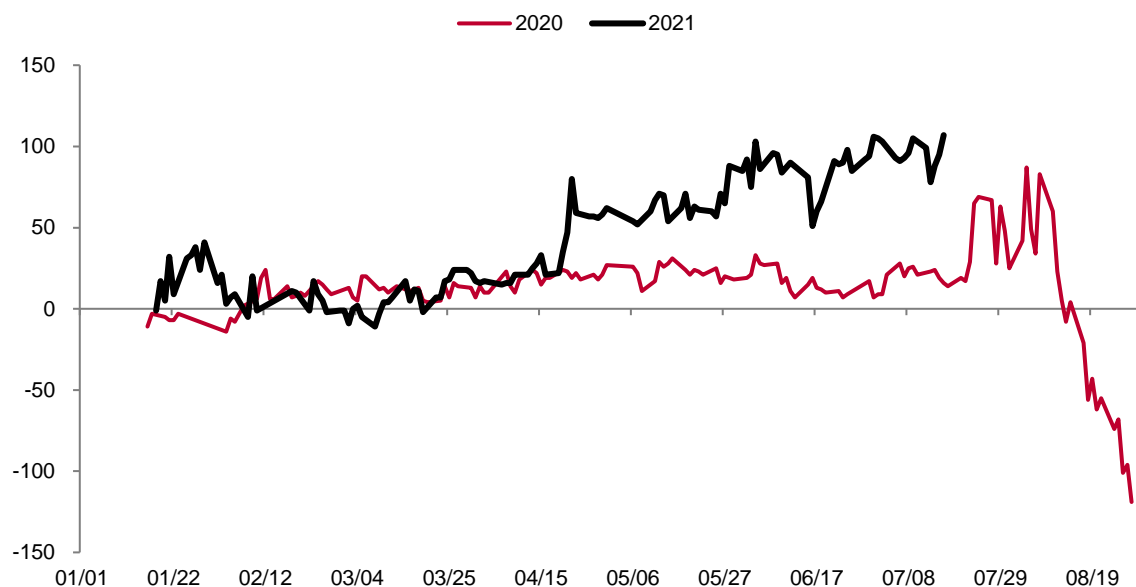
- ◆ 2月、6月、10月第15个交易日之前退出。
- ◆ 规定入库时尿素生产日期距最近仓单退出日的时间不得超过150个自然日。



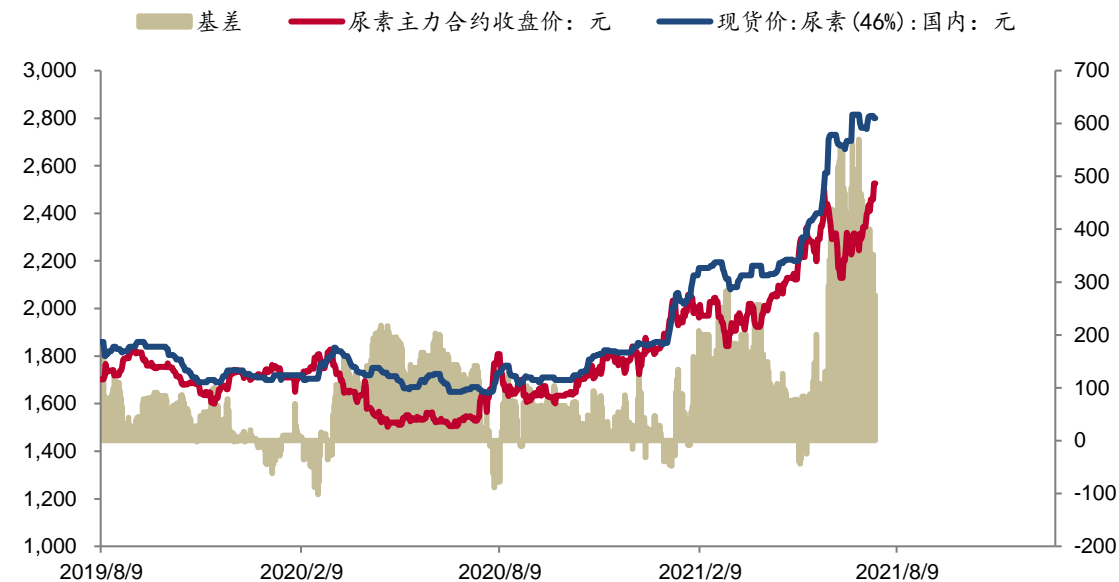
假设在注册仓单时，距离最近的仓单退出日是2019年10月20日，那么入库尿素的日期必须是2019年5月23日（含当日）之后的才能注册

- 仓储费：0.5元/吨天，出库入库费：10元/吨
- 交割单位：20吨，与交易单位一致
- 主要采用仓库交割，交割仓库设置在尿素贸易主要集散地区，如河南、山东等地

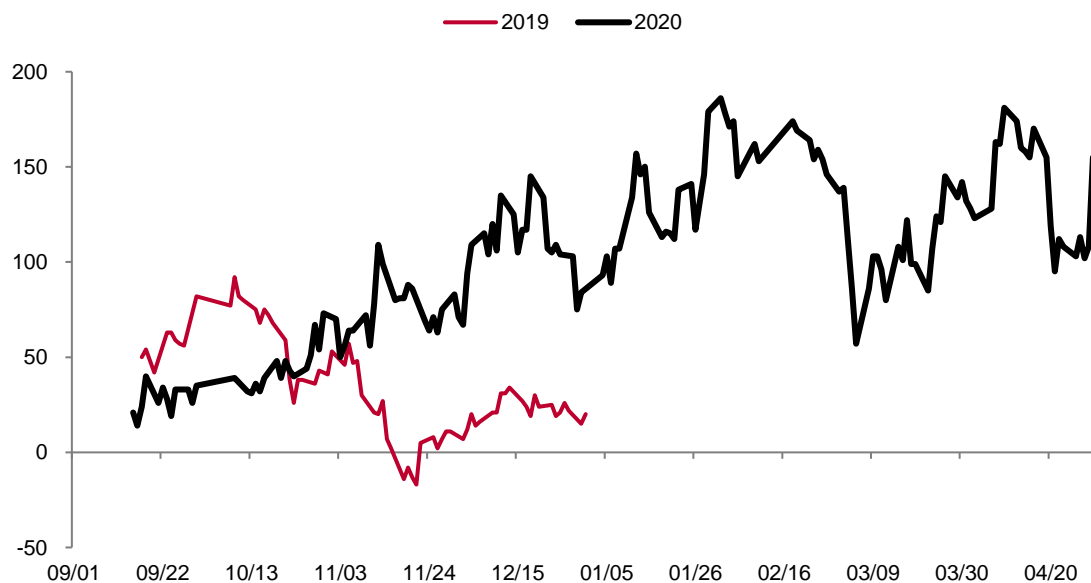
尿素合约九一价差结构



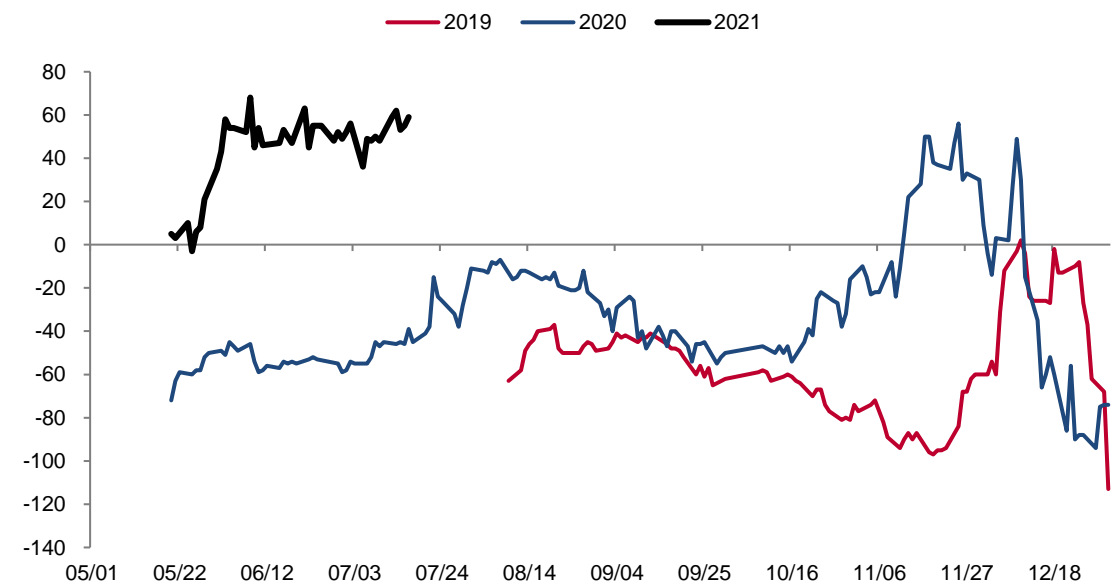
CMF：尿素基差走势

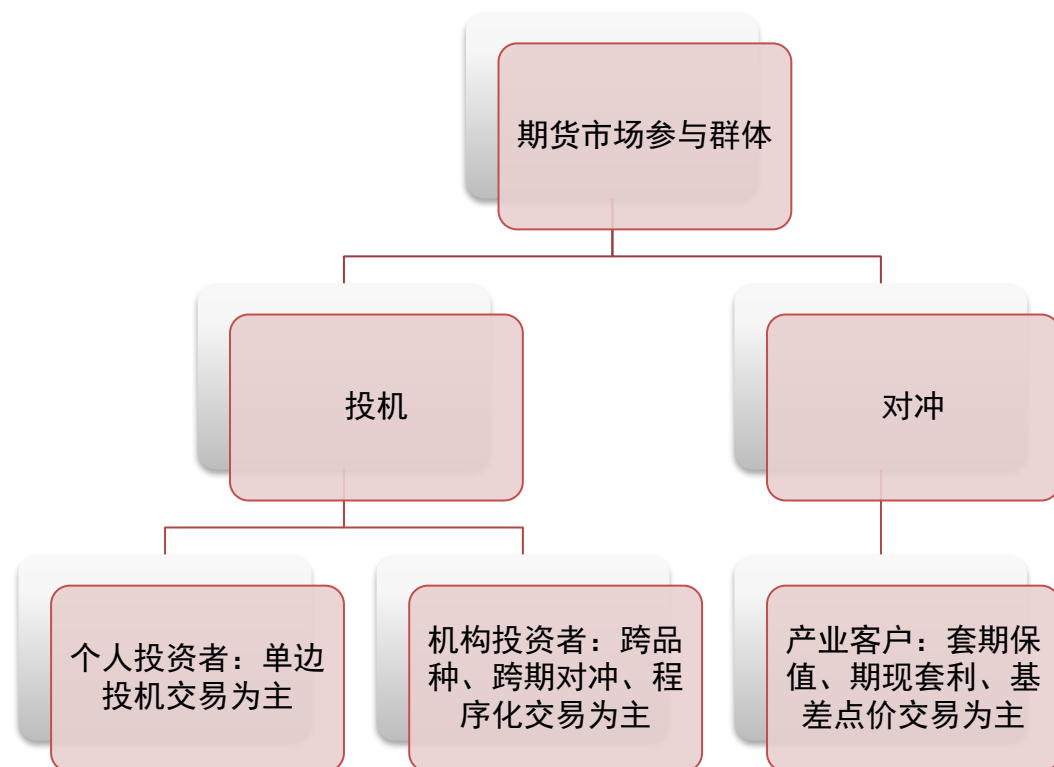


尿素合约五九价差结构（时间轴跨下年）



尿素合约一五价差结构（下一年合约）





期货主要功能：

1、价格发现 2、规避风险 3、套期保值

期现操作策略：

- 1、套期保值策略
- 2、期现套利策略
- 3、基差交易策略

套期保值是什么？

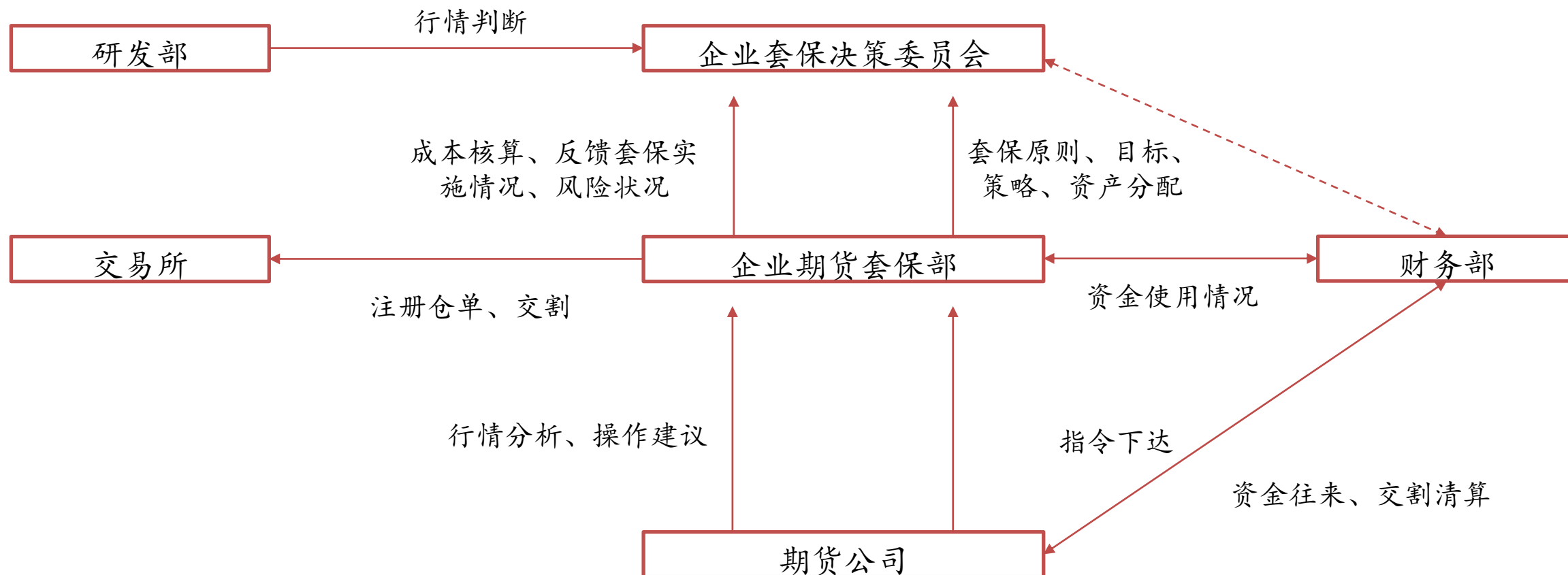
套期保值（Hedging），又称风险对冲，指利用金融合约来减少企业所面临的由于市场变化而产生的风险。套期保值是一套跨部门、长期性，且与现货贸易和企业发展战略相结合的企业风险管理体系的一部分。

套期保值基本原理？

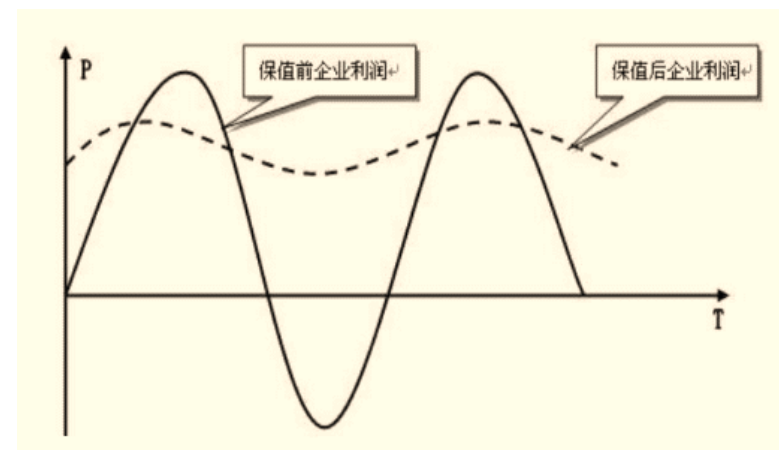
套期保值就是在期货市场买进或者卖出与现货数量相等但交易方向相反的商品期货合约，在未来一段时间内通过卖出或者买进期货合约而补偿因现货市场价格不利变动带来的实际损失，也就是说，套期保值是以规避现货价格风险为目的的期货交易行为

大致有以下几种情形(行业中周期维度):

- (1)、终端成品上行周期, 原料原料价格上行周期—原料买入套保
- (2)、终端成品价格上行周期, 原料价格下行周期—主动留敞口 (五星级行业状态)
- (3)、终端成品价格下行周期, 原料价格上行周期—终端成品卖出套保, 原料买入套保 (行业大考验)
- (4)、终端成品价格下行周期, 原料价格下行周期—终端成品卖出套保



- 套期保值的目的：“两锁一降”，锁定原材料成本，锁定产品销售利润，降低原材料或产品的库存成本和风险。
- 锁定原材料成本：对于在未来某一时间准备购进原材料的企业，但担心其价格上涨，为了避免原材料价格上涨的风险，保证原材料成本稳定，可以采取**买入套期保值**。1、担心未来采购价格上涨。2、已签约了下游产品的售出，但要保证原材料的供应。3、虽然认为目前原材料价格已进入低价区，但由于当前缺乏资金或库存条件而不能采购时，采取买入套保。
- 锁定产品生产或销售利润：对于在未来某一时间准备出售产品的经营者，担心销售价格下跌，为了避免产品价格下跌的风险，锁定利润，可以采取**卖出套期保值**。1、担心产品价格下跌。2、已签约了原料的购进，但要保证下游产品的销售。3、虽然认为目前产品价格已进入高价区，但限于产能等条件的限制而不能卖出，可采取卖出套保。



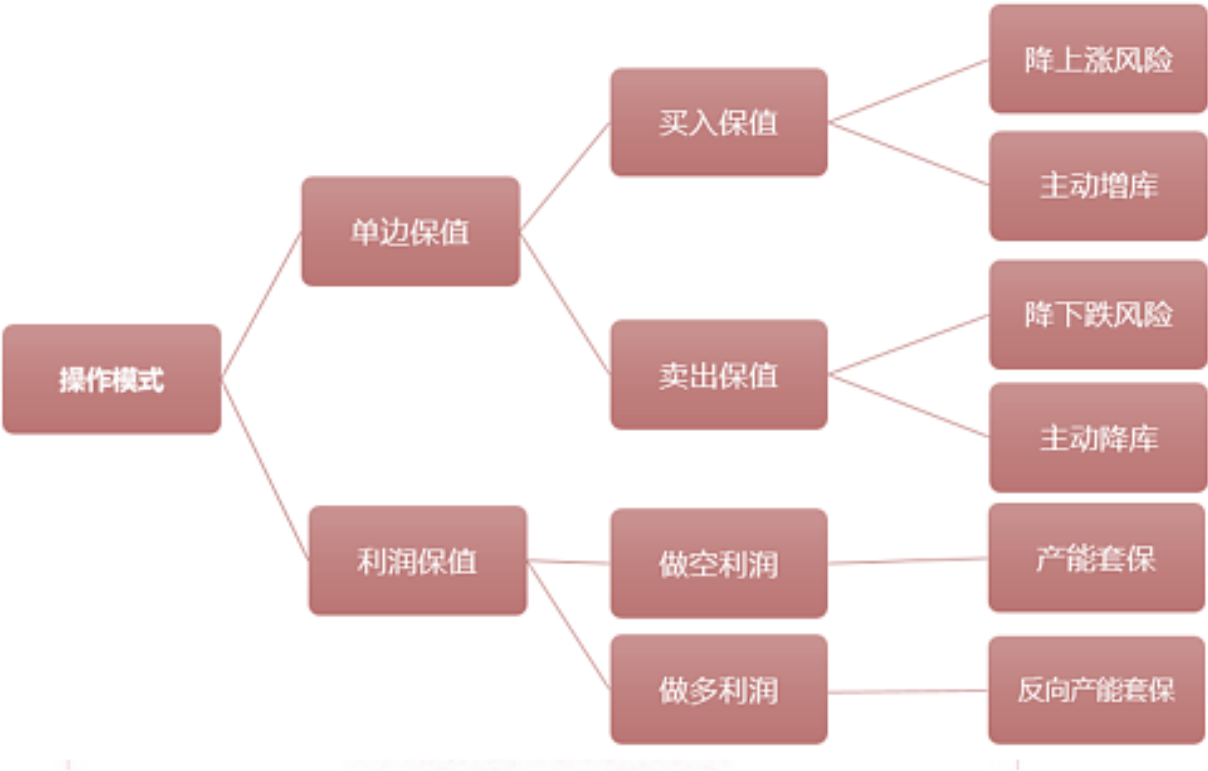
企业类型	特点	风险	保值策略
生产型企业	原料价格基本稳定，或者已经确定（上游闭口下游敞口）	产品价格波动大，直接影响企业利润	卖出套保
加工、贸易型企业	原料和产品价格同时变动，或者没有确定（上下游双边敞口）	企业利润受到原料和产品双边变动的影响	买入套保 卖出套保
消费型企业	产品价格基本稳定，或者已经确定（上游敞口下游闭口）	原料价格波动大，直接影响企业利润	买入套保

上游生产商

- 行业景气周期向下
- 生产利润面临进一步压缩风险
- 库存管理

下游企业

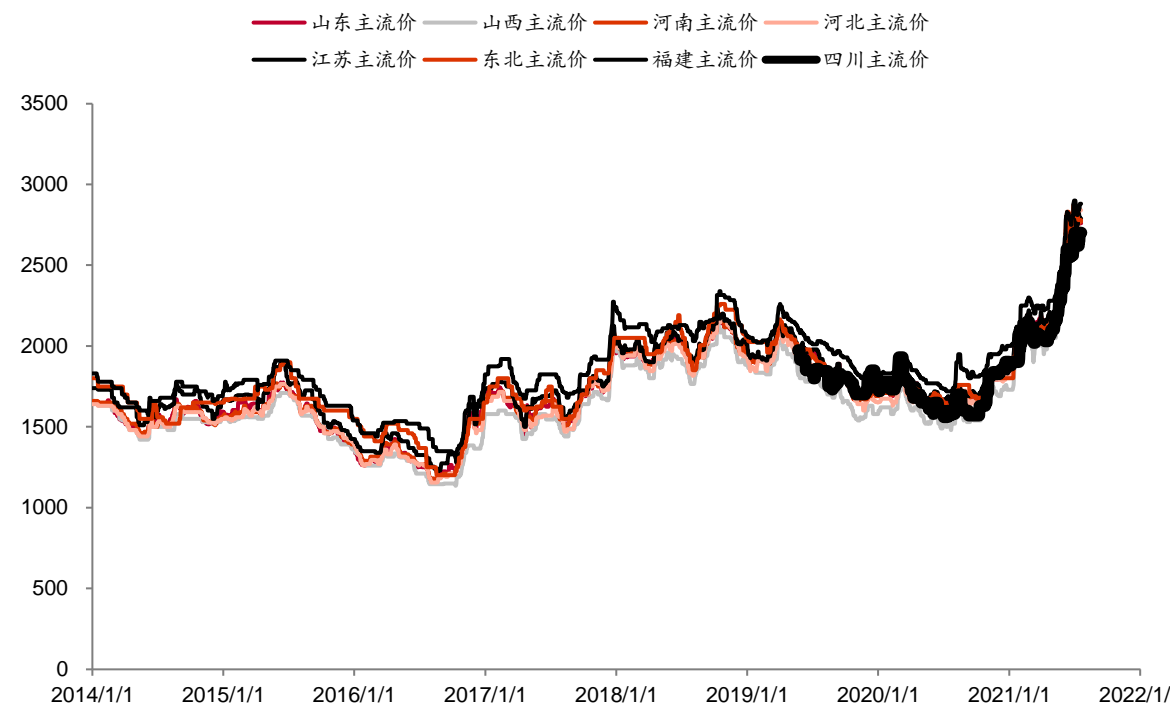
- 原料成本占比大，被动接受原料价格波动
- 加工利润波动大
- 灵活原料采购



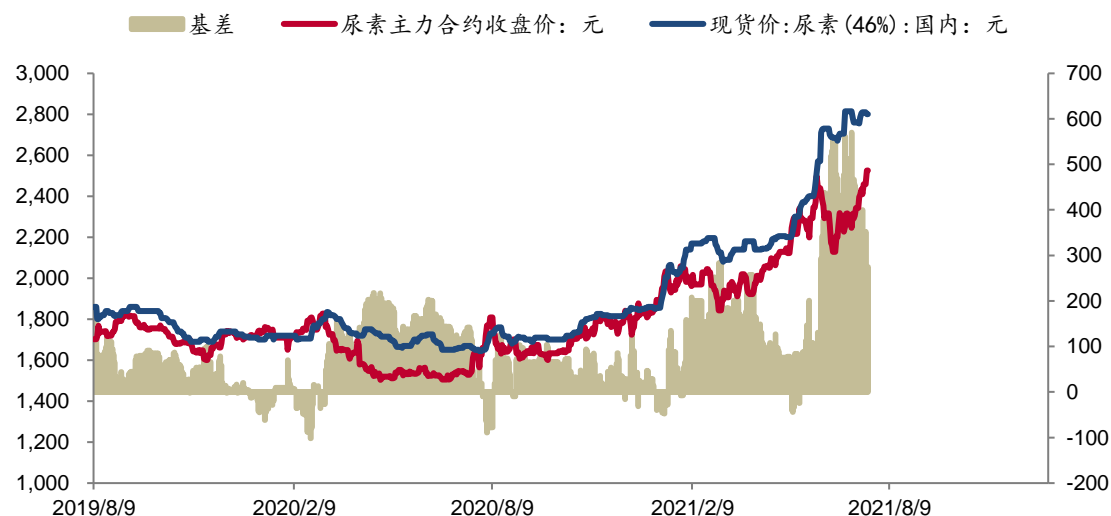
合理运用期货进行风险管理的基本思路：

- 1、灵活的标准化的远期工具，突破现货市场的制约
- 2、期现结合的有利有事在于赚取基差有利变动的收益
- 3、期现结合的目标在于赚取时间差和区域差

全国尿素主流市场价格：元/吨

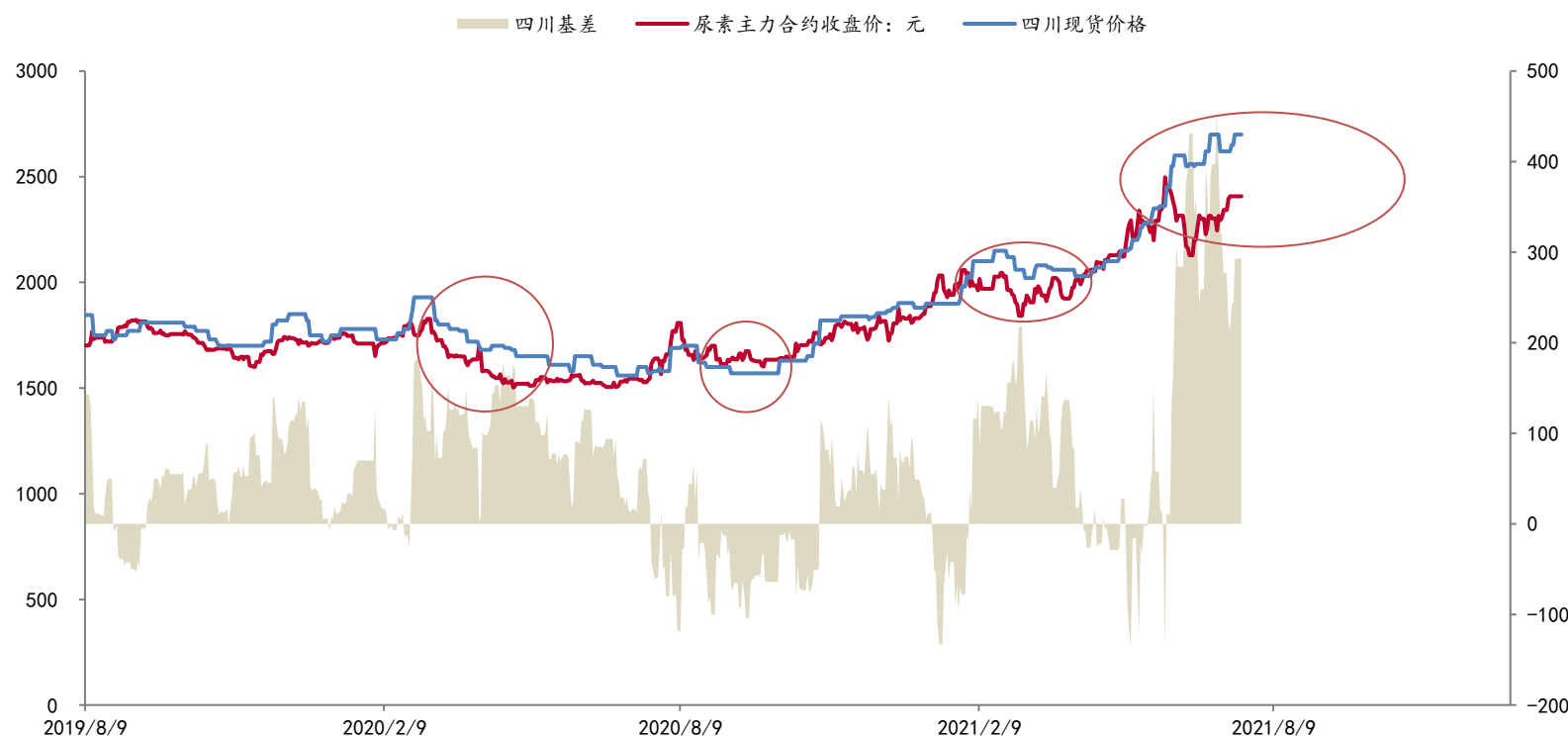


CMF：尿素基差走势



- 选用期货活跃合约连续价与四川市场价的数据，两者的价格走势基本一致，基差均可回归。同时通过具体的测算，华南、山东、四川、河南尿素现货价之间及期货-现货之间的相关系数大于0.8，相关联程度非常高，套期保值可行

尿素四川基差走势（现货-主力期货）：元/吨



- **买入套保策略（未来需采购）**：采购价格未知，在销售价格确定后，如果后期结算价格涨幅较高，超过销售价格，则面临亏损风险。在 $t=0$ 日确定销售价格后，同时在期货盘面买入套保XXX吨，锁定采购价格上涨风险，后期 $t=T$ 日期货卖出平仓XXX吨。
套保效果：现货市场价格上涨，期货套保实现锁定买入成本，基差走弱时实现增值。存在因基差走强带来的风险。
- **卖出套保策略（未来需销售）**：采购价格确定，销售价尚未确定。如果后期销售价格跌幅较高，则面临亏损风险。可以进行期货对冲操作来规避风险。在 $t=0$ 日确定当天现货价格采购CCCC后，同时在期货盘面卖出套保XXX吨，锁定未来销售价格下跌风险，在 $t=T$ 日全部卖出XXX吨现货，销售价格DDDD元。
套保效果：现货市场价格下跌，期货套保基本覆盖了现货亏损，基差走强时实现增值。存在因基差走弱带来的风险。

无风险套利窗口概念

无风险套利窗口：指现货价格加上现货和期货的交割成本、持仓成本、资金利息、仓储费用以及其他相关费用的总和仍然小于期货当前价格，则企业可以通过买入现货持有至期货合约交割仍有利润。

如：某日尿素现货价格为2200元，持有现货到5月份期货交割相关持仓成本及费用为140元；而当日尿素期货合约价格为2500元，则无风险套利窗口（利润）：

$$\text{（期货）} 2500 - \text{（现货）} 2200 - \text{（持仓费用）} 140 = 160 \text{元}$$

尿素现货价格	1975	期货空单成本	2140	货在外库 (提前30日入库)	货在交割库
交割日	2020-1-16	套保日	2019-7-9		
套保时间	191				
买入现货	仓储费			47.2	95.5
	交割手续费\过户费			0	1
	移库费用			10	0
	入库费			5	0
	检验费			5	5
	现货资金成本			62.01	62.01
	现货增值税			22.76	22.76
期货空单	总计			152	186
	交易手续费			0.20	0.20
	期货资金成本			6.72	2.70
	总计			6.92	2.90
套利成本				158.89	189.17
期现价差				165	165
锁定利润				6	-24

期货交割安全边际及交割利润

尿素交割成本=仓储费+入库费+检验费+交割手续费+资金持仓成本

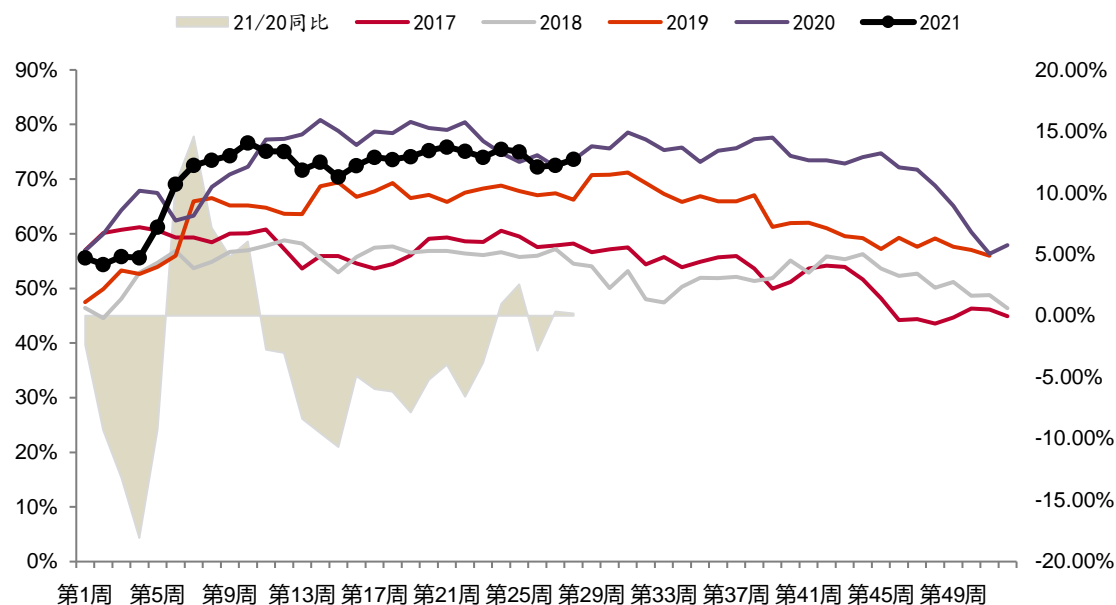
（其中资金持仓成本=期货占用成本+现货占用成本）：

1、现货资金占用成本=吨数*现货价格*0.0515*天数/365

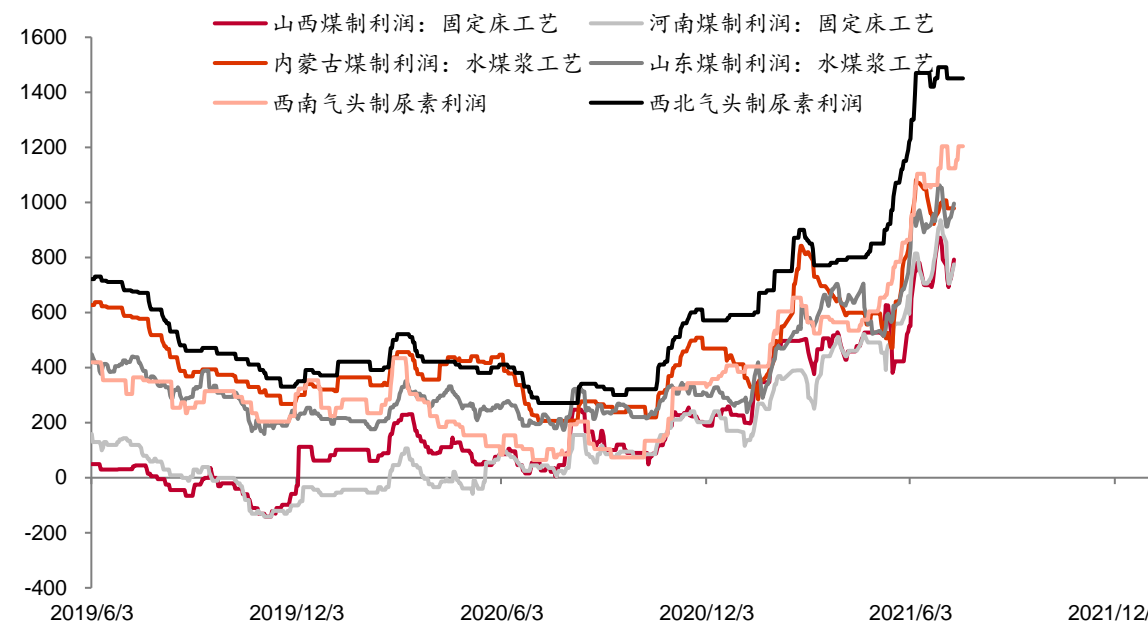
2、期货资金占用成本=保证金占用成本+交易手续费=期货盘中价格*20*保证金比例*0.0515*天数/365
（这里资金利息以央行半年期贷款利率计算）

尿素交割利润=期货空单价格-现货价格-交割成本

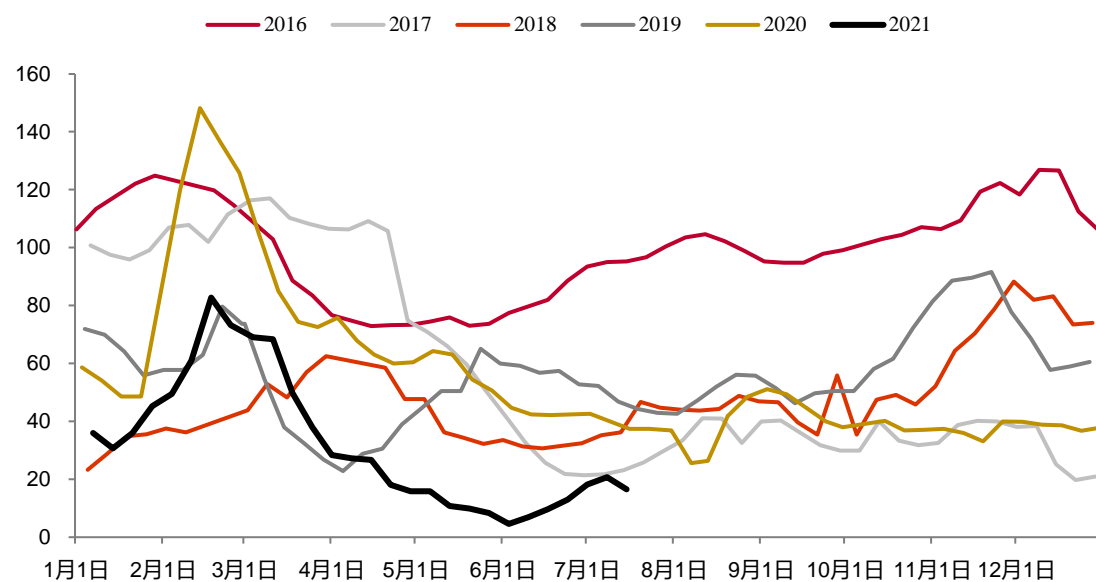
全国尿素装置开工率季节性（卓创样本）：%



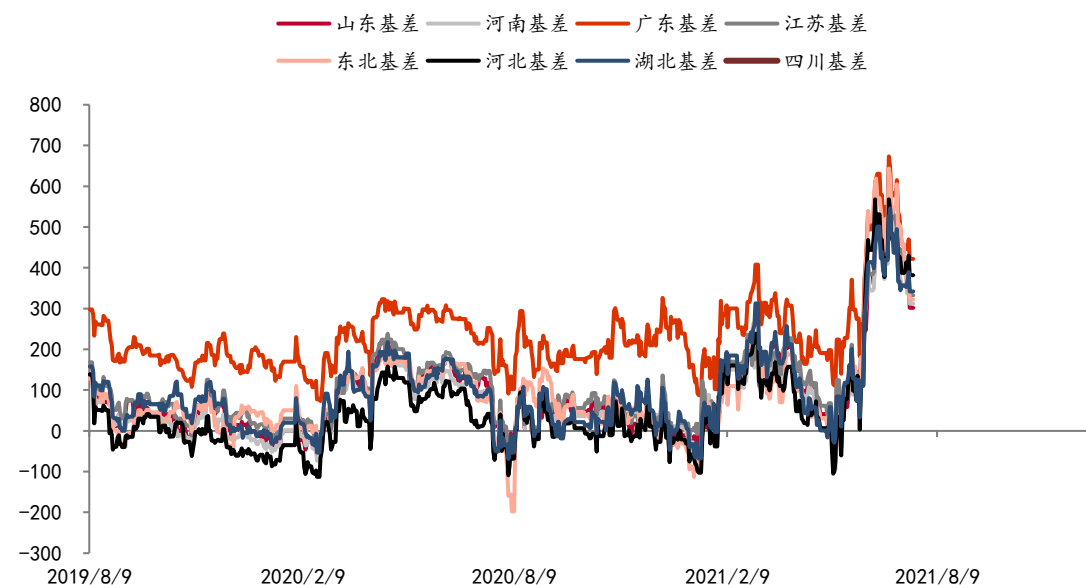
CMF:尿素主产区利润情况：元/吨



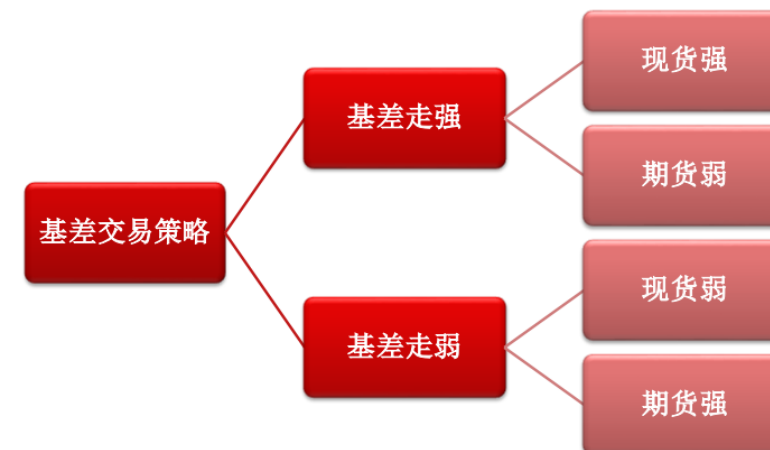
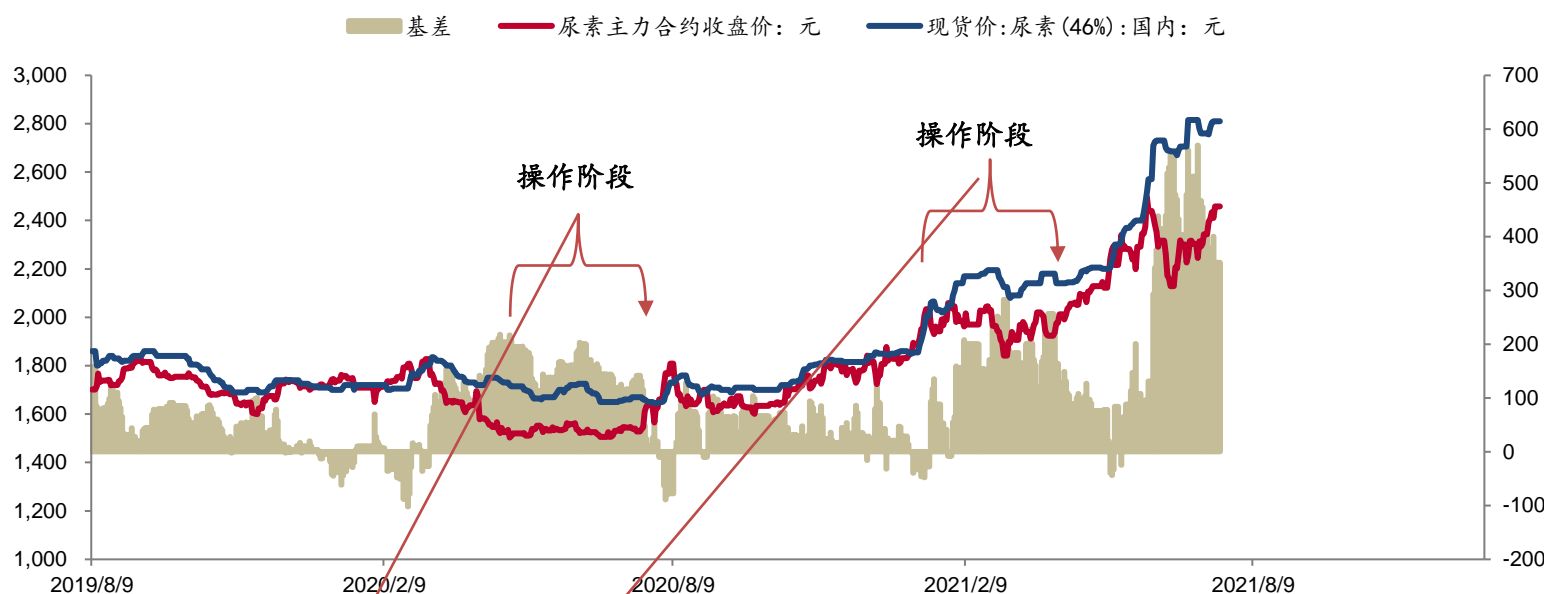
尿素企业周度库存：万吨



尿素主要地区基差情况



CMF：尿素基差走势



➤ **基差的定义：**基差=现货-期货

基差具有时间价值，理论上随着时间的波动最终趋零

基差主要反映现货和期货两个市场之间的运输成本和持有成本。

➤ **基差走弱交易（期货走强，现货走弱）：**在 $t=0$ 日卖出现货AAAA元/吨，买入期货CCCC元/吨，后期 $t=T$ 日买入现货BBBB (BBBB<AAAA)，期货多头平仓DDDD (DDDD>CCCC)。盈利=基差缩小的点数

➤ **基差走强交易（期货走弱，现货走强）：**在 $t=0$ 日买入现货AAAA元/吨，卖出期货CCCC元/吨，后期 $t=T$ 日卖出现货BBBB (BBBB>AAAA)，期货空头平仓DDDD (DDDD<CCCC)。盈利=基差扩大的点数

谭洋：

招商期货研究所能化组研究员。毕业于英国布里斯托大学金融投资专业，专注甲醇及尿素产业链供需分析，挖掘投资机会，拥有期货从业人员资格（证书编号：F3069046）。

安婧：

英国华威大学金融硕士，招商期货研究所能化研究员，专注原油基本面研究，善于从国际供需矛盾及数据分析中对行情走势进行判断。（从业资格号：F3035271）及投资咨询资格（证书编号：Z00014623）。

重要声明

《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，本报告发布的观点和信息仅供经招商期货有限公司评估风险承受能力为C3及C3以上类别的投资者参考。若您的风险承受能力不满足上述条件，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。本报告基于合法取得的信息，但招商期货对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述品种买卖的出价或对任何人的投资建议，招商期货不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。投资者据此作出的任何投资决策与本公司、本公司员工无关。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可取代自己的判断。除法律或规则规定必须承担的责任外，招商期货及其员工不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本报告版权归招商期货所有，未经招商期货事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。

谢谢！

重要声明：《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，本报告发布的观点和信息仅供经招商期货有限公司评估风险承受能力为C3及C3以上类别的投资者参考。若您的风险承受能力不满足上述条件，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。

本报告基于合法取得的信息，但招商期货对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述品种买卖的出价或对任何人的投资建议，招商期货不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。投资者据此作出的任何投资决策与本公司、本公司员工无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可取代自己的判断。除法律或规则规定必须承担的责任外，招商期货及其员工不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本报告版权归招商期货所有，未经招商期货事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。

谢

聆

听

谢

