

后期需求有弹性，供给端决定价格大趋势

2021 年 10 月 11 日星期一

核心逻辑

供给：四季度是煤炭和天然气的需求旺季，今年国内煤炭短缺、国际天然气紧张都加剧了原料端价格的提升，叠加能耗双控政策的影响，因此市场对尿素供给由继续收缩预期，但是尽管目前几大主产区的尿素产量处于近几年同期低位，随着能耗目标的逐步完成，能耗双控的影响或将边际减弱，且政策也是优先化肥企业的复产，因此这在一定程度上能够弥补气头企业的大面积停产，总体日产量维持稳中下降，但应该也不会出现超预期的大幅下降。

需求：四季度直接农业需求近乎于无，需求主要靠复合肥、工业需求以及出口来支撑，但目前尿素价格过高，复合肥企业出现亏损，因此后期如果尿素价格持续上涨，复合肥企业对尿素抵触情绪将增加，需求存在不确定性；而出口政策风险也随着尿素价格的不断提升而增加。

操作策略：虽然高价抑制了需求，双控对工业需求形成压制，政策也抑制出口需求，但价格一旦回落，需求端仍有一定的兜底作用，因此从供需看，尿素价格大概率趋势上或震荡偏强。目前 1-5 价差处于 300 左右，但四季度有较强的政策预期，建议暂时观望，后期可根据市场情况对 01 合约逢低做多。

风险提示：政策超预期；气头尿素减产不及预期

投资咨询业务资格：

证监许可[2011]1294 号

投资咨询部 能源化工组

杨安

能源化工组组长

从业资格号：F0237290

投资咨询号：Z0013382

联系人：

魏亚如

weiyaru@htfutures.com

从业资格号：F3027671

投资咨询号：Z0015110

分析师承诺：

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

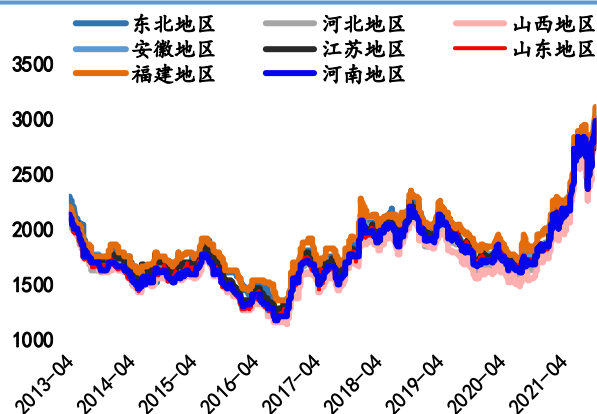
一、行情回顾

往年来看三季度是尿素需求淡季，整体走势呈现小幅下滑，但是今年的情况有所不同。由于今年煤炭和天然气资源紧缺，煤炭价格从4月份开始大幅上涨，尿素自5月份开始持续上调。进入三季度后，7月份由于部分地区仍然有夏季高氮肥采购需求，对尿素需求有一定支撑，因此尿素价格延续二季度上涨趋势；8月份随着尿素需求转淡，叠加国家多次对煤炭进行调控，动力煤有所回落，成本端对尿素价格支撑减弱，因此8月份尿素价格出现了回调；进入9月份后，受能耗双控影响，部分地区尿素企业开始大面积减产检修，日产量一度下降至13万吨左右，尿素价格又开始回升，9月下旬新一轮印标发布，国际高尿素价格使得国内尿素价格“火上浇油”，9月30日山东地区主流市场价达2820元/吨，河北地区主流市场价达2860元/吨。

尿素期货走势与现货价格相似，7月份主力09合约整体小幅上调，8月份主力合约换至01合约，期货价格也随现货价格回调，9月份随着能耗双控影响的持续扩大，市场对供给收缩预计持续性较长，因此9月份尿素期货涨幅较现货更大，01合约出现了三次涨停，基差也由贴水100元/吨变成升水150元/吨。9月21日印度RCF公司发布新一轮招标，在国际市场价格达到520美元/吨的高价下，国内市场认为印标将进一步助推尿素价格，因此尿素期货价格在9月下旬屡创新高，9月30日尿素主力01合约涨至以上市以来的最高价2984元/吨。随着四季度煤炭和天然气消费旺季来临，原材料紧缺状况或将加剧，成本端对价格在一定程度上形成支撑。

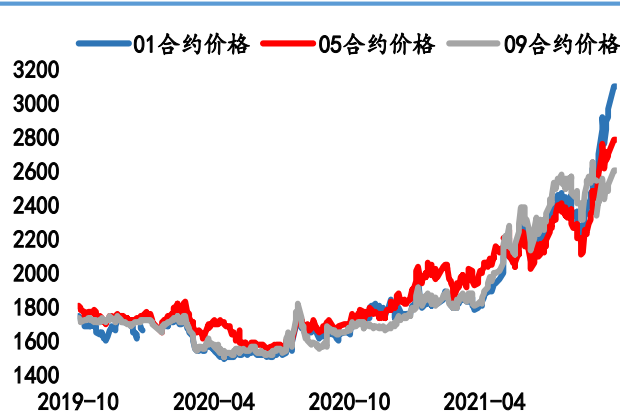


图1: 各地区小颗粒尿素市场主流价 单位: 元/吨



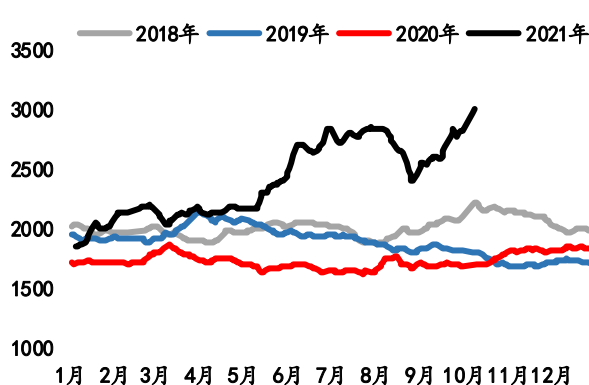
数据来源: WIND、海通期货投资咨询部

图2: 尿素01、05、09合约价格运行趋势



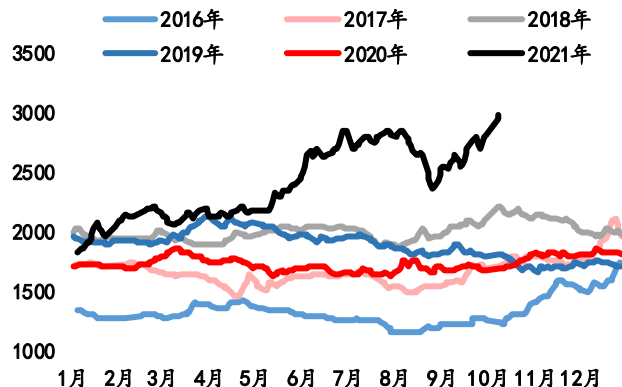
数据来源: WIND、海通期货投资咨询部

图3: 近三年尿素价格走势图 单位: 元/吨



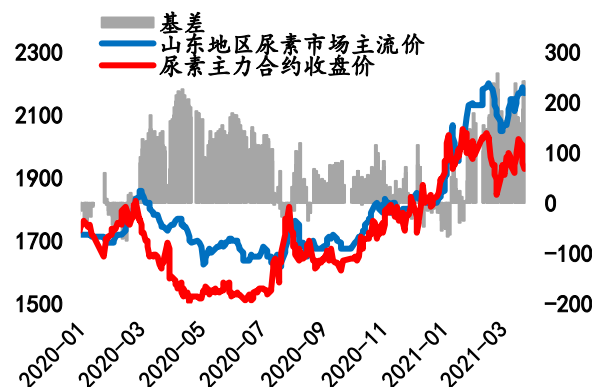
数据来源: WIND、海通期货投资咨询部

图4: 山东地区尿素价格走势图 单位: 元/吨



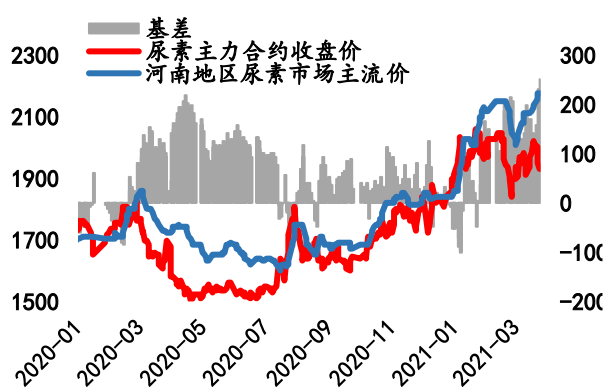
数据来源: WIND、海通期货投资咨询部

图5: 山东地区尿素基差图 单位: 元/吨



数据来源: WIND、海通期货投资咨询部

图6: 河南地区尿素基差图 单位: 元/吨



数据来源: WIND、海通期货投资咨询部

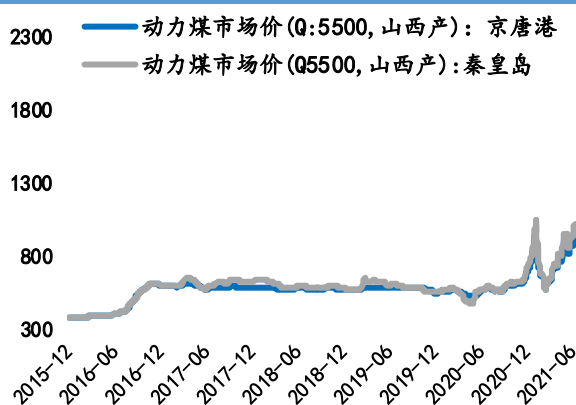
二、尿素基本面情况

1、原材料紧缺短期难改，成本端对价格有支撑

今年从4月份煤炭价格开始持续上涨，临近7月份因建党百年多地煤矿停产，七一之后煤矿复产不及预期，煤炭库存持续下滑，一度达到近五年低位，煤炭价格涨幅加大。在国家多次调控和释放煤炭产能的要求下，进入8月份后，市场对后市预期有所好转，煤炭价格小幅回调，但8月下旬由于产能释放不及预期，煤炭价格又开始上涨。截至9月30日，京唐港动力煤市场价格为1669元/吨，秦皇岛港动力煤市场价格为1682元/吨；晋城阳城无烟煤坑口价为1380元/吨，晋城高平无烟煤坑口价为1380元/吨，陕西神木烟煤坑口价为1330元/吨。

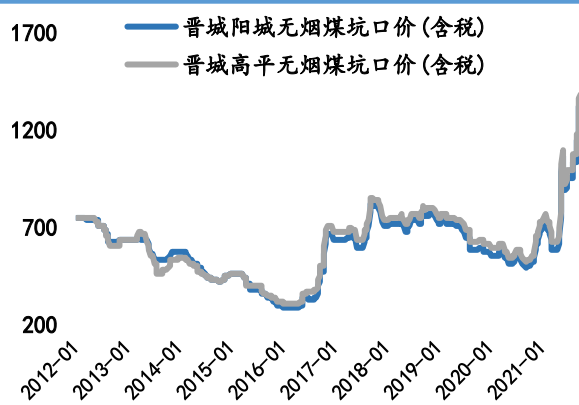
天然气方面，往年二三季度天然气价格较为平稳，甚至有小幅下滑趋势，但今年受全球能源紧缺影响，三季度价格大幅上涨，截至9月30日中国LNG出厂价全国指数为5938元/吨，同比涨幅为119%，为近五年历史同期高点。从目前的情况来看，进入四季度后煤炭的和天然气紧缺的情况将加剧，原材料端将成为影响尿素供给的核心因素。

图7：动力煤市场价格 单位：元/吨



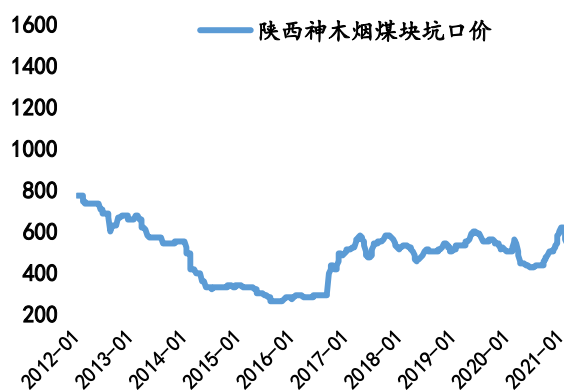
数据来源：WIND、海通期货投资咨询部

图8：晋城无烟煤坑口价 单位：元/吨



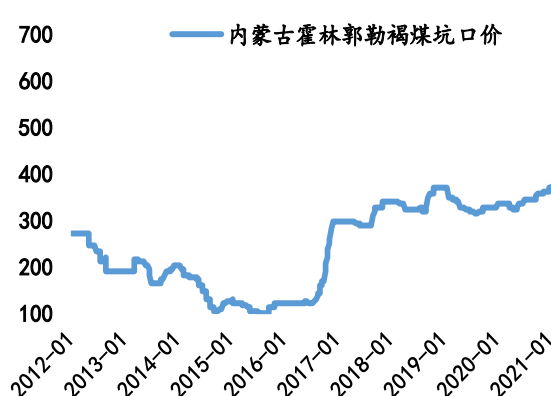
数据来源：WIND、海通期货投资咨询部

图9：陕西神木烟煤坑口价 单位：元/吨



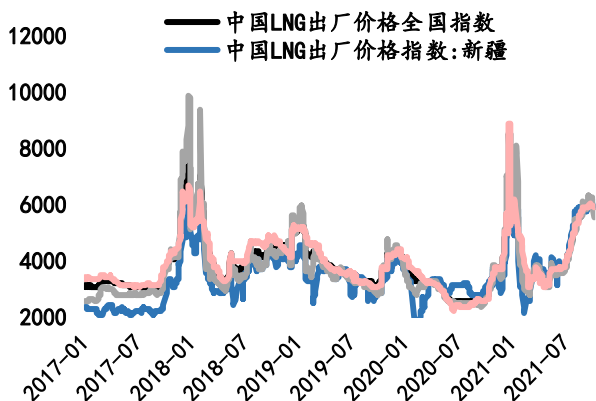
数据来源：WIND、海通期货投资咨询部

图10：内蒙古霍林格勒褐煤坑口价 单位：元/吨



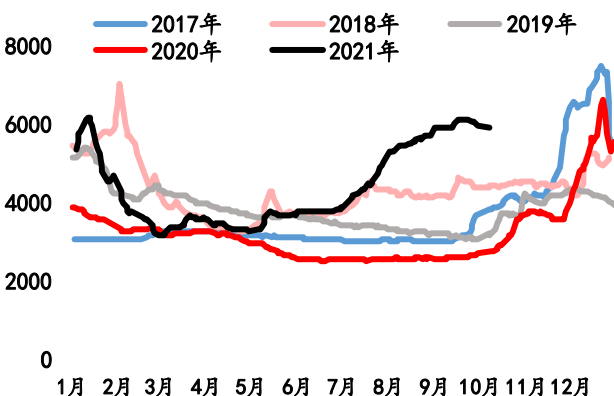
数据来源：WIND、海通期货投资咨询部

图11：中国LNG出厂价全国指数 单位：元/吨



数据来源：WIND、海通期货投资咨询部

图12：中国LNG出厂价价格指数季节图



数据来源：WIND、海通期货投资咨询部

2、供应或将小幅下滑，需关注气头限产和能耗双控影响

9月份因能耗双控局面扩大，导致山东、河南、内蒙等煤头尿素企业开工大幅下滑，山东地区日产量一度跌至1.24万吨，同比下降0.6万吨。临近月底不少完成能耗目标的地区，尿素企业有复产现象。截至9月30日，全国尿素企业开工率为65.96%，同比下滑9.69个百分点；全国尿素日产量为14.7万吨，同比下降1万吨。尿素的生产是连续的，唯一的季节性就是冬季气头尿素的减产，2020年冬季因天然气紧缺，12月份西南地区气头尿素几乎全面停产，今年未进入四季度已经出现全球天然气紧张的局面，价格也是屡创新高，且冬季拉尼娜的概率已到50%以上，叠加煤改气带来需求的增长，国内天然气化工停产的力度和周期可能都会被延长。考虑到国内气头尿素占比为25%，这个可能成为四季度尿素价格的重要支撑。

另外对供应端影响比较大的就是双控政策的扰动。目前山东、河南、内蒙和江苏等几大主产区的尿素日产量处于近几年的同期低位，主要原因就在于能耗双控政策的影响。进入四季度后随着能耗目标的逐步完成，且目前出台了有限化肥企业复产的政策，对于已经限产的区域，四季度部分地区尿素开工有恢复预期。但是对于一些能耗双控目标完成度较差的省份，如新疆、安徽、河南和山西等不排除有新一轮双控的可能性，届时可能对供应端产能影响，因此四季度仍需要关注双控政策的扰动。

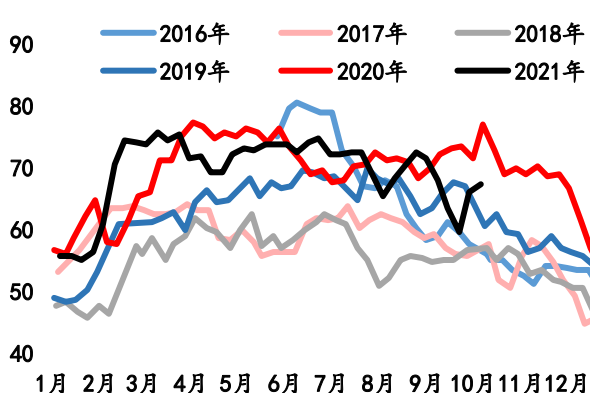
图13：国内尿素企业开工率

单位：%



数据来源：WIND、海通期货投资咨询部

图14：全国尿素企业开工率季节性图表



数据来源：WIND、海通期货投资咨询部

图15：国内尿素日产量

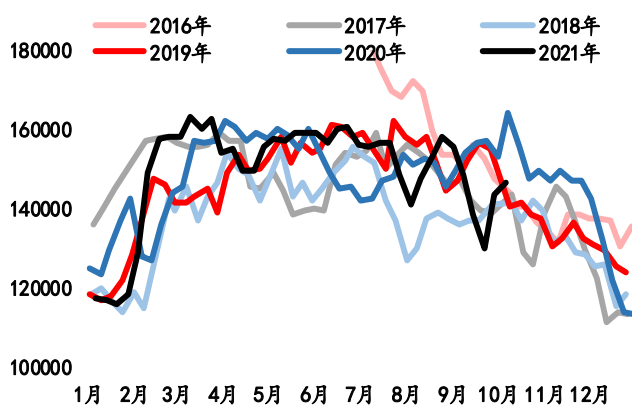
单位：吨



数据来源：WIND、海通期货投资咨询部

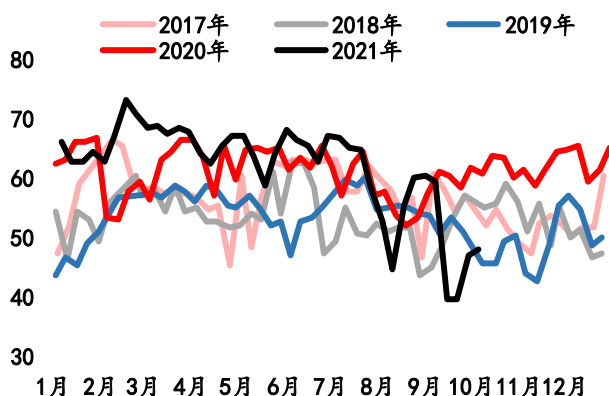
图16：国内尿素日产量季节性图表

单位：万吨



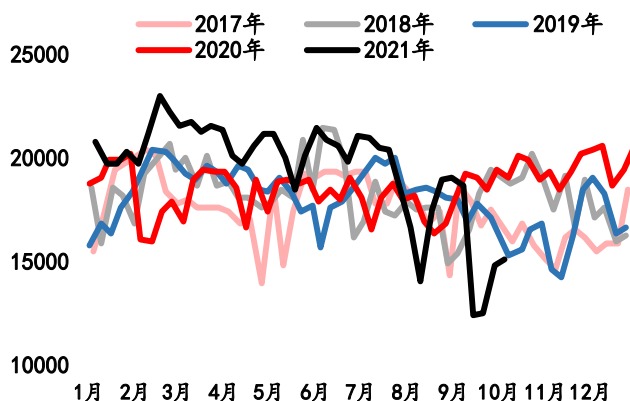
数据来源：WIND、海通期货投资咨询部

图17：山东尿素企业开工率



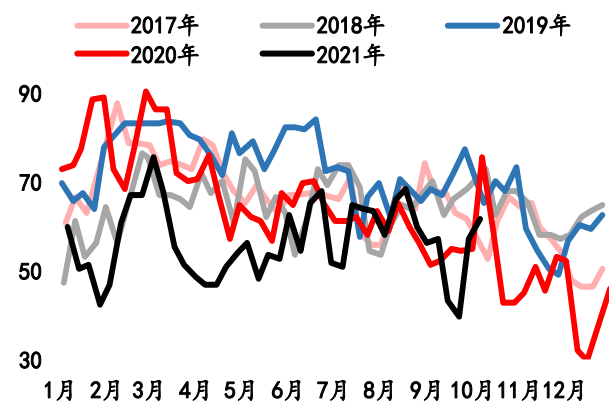
数据来源：WIND、海通期货投资咨询部

图18：山东尿素企业日产量 单位：吨



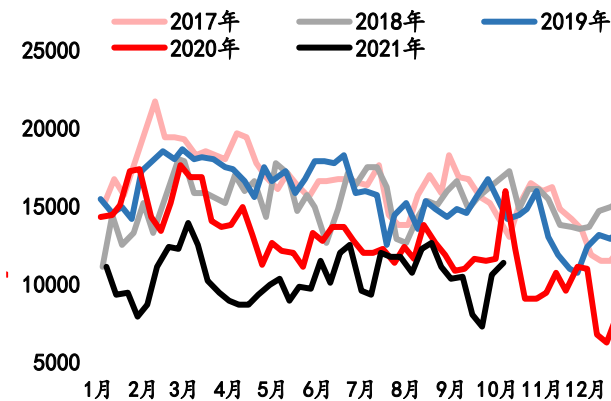
数据来源：WIND、海通期货投资咨询部

图19：河南尿素企业开工率



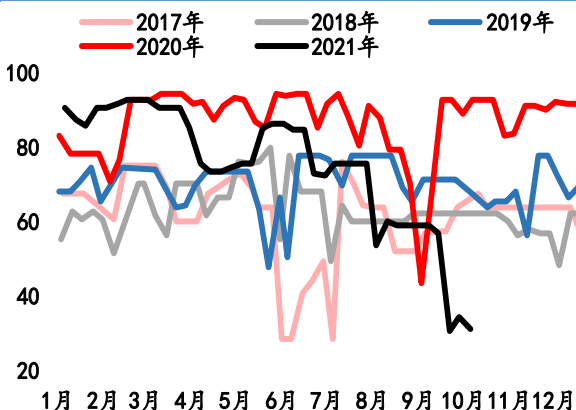
数据来源：WIND、海通期货投资咨询部

图20：河南尿素企业日产量 单位：吨



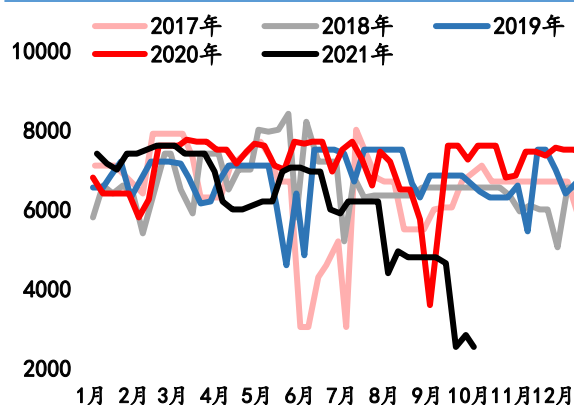
数据来源：WIND、海通期货投资咨询部

图21：江苏尿素企业开工率



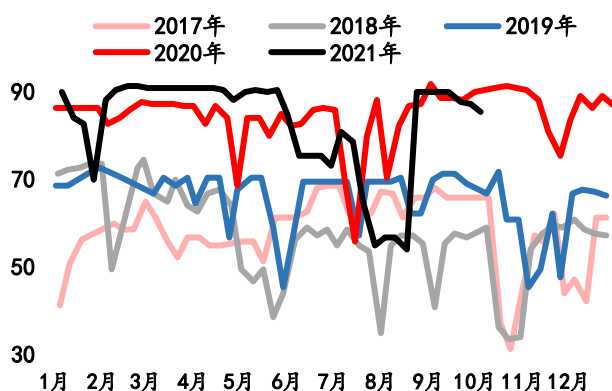
数据来源：WIND、海通期货投资咨询部

图22：江苏尿素企业日产量 单位：吨



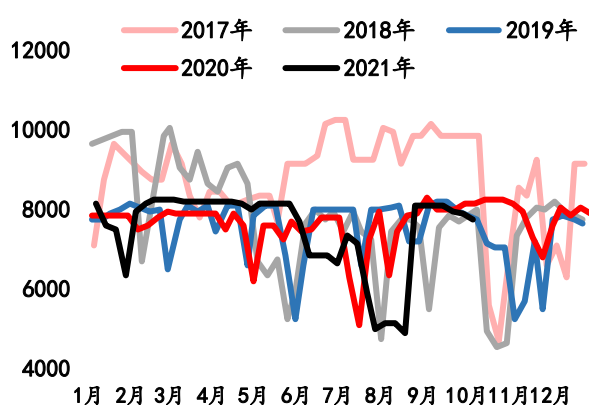
数据来源：WIND、海通期货投资咨询部

图23：河北尿素企业开工率



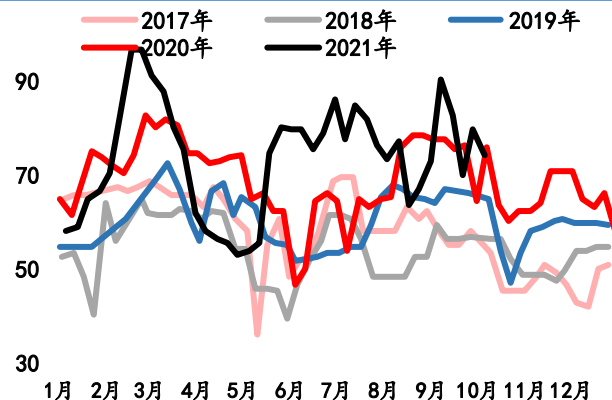
数据来源：WIND、海通期货投资咨询部

图24：河北尿素企业日产量 单位：吨



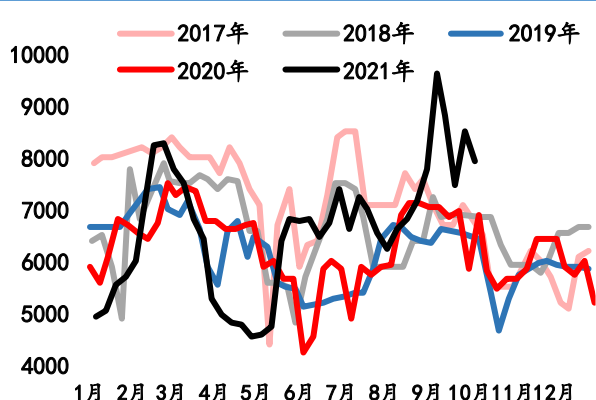
数据来源：WIND、海通期货投资咨询部

图25：安徽尿素企业开工率



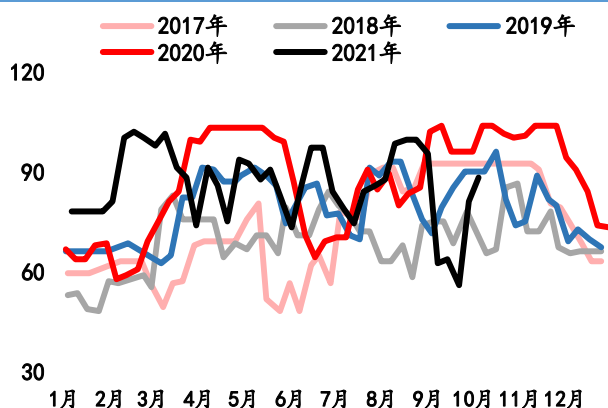
数据来源：WIND、海通期货投资咨询部

图26：安徽尿素企业日产量 单位：吨



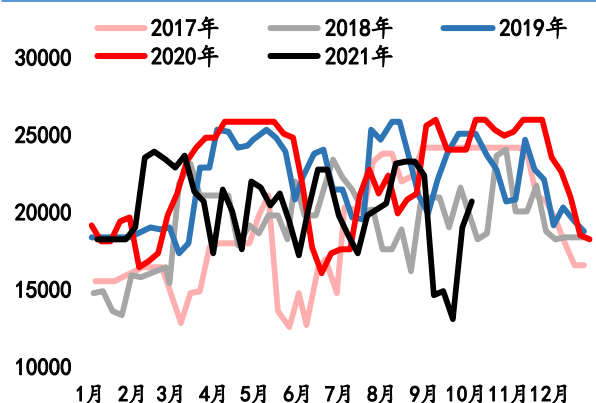
数据来源：WIND、海通期货投资咨询部

图27：内蒙古尿素企业开工率



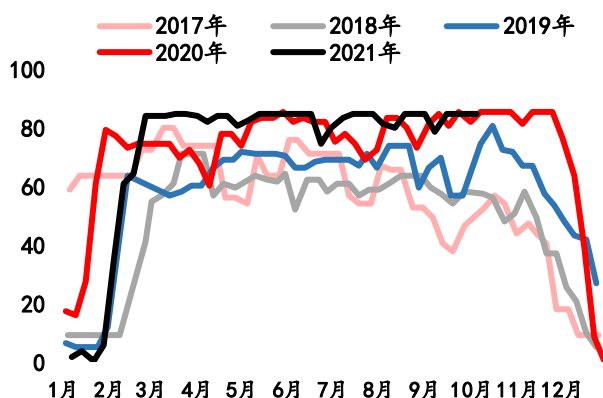
数据来源：WIND、海通期货投资咨询部

图28：内蒙古尿素企业日产量 单位：吨



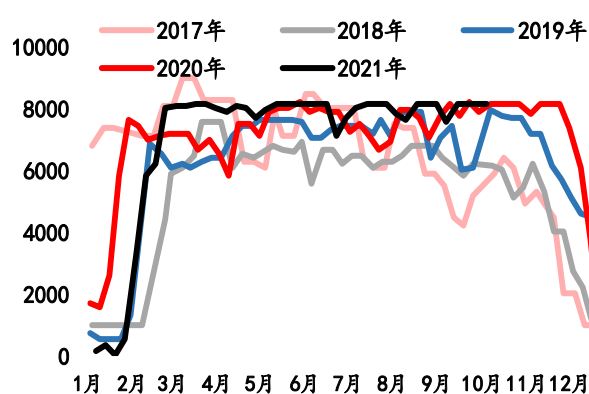
数据来源：WIND、海通期货投资咨询部

图29：四川尿素企业开工率



数据来源：WIND、海通期货投资咨询部

图30：四川尿素企业日产量 单位：吨



数据来源：WIND、海通期货投资咨询部

图31：2021年上半年各地区能耗双控目标完成情况晴雨表

地 区	能耗强度降低进度目标 预警等级	能源消费总量控制目标 预警等级
青 海	●	●
宁 夏	●	●
广 西	●	●
广 东	●	●
福 建	●	●
新 疆	●	●
云 南	●	●
陕 西	●	●
江 苏	●	●
浙 江	●	●
河 南	●	●
甘 肃	●	●
四 川	●	●
安 徽	●	●
贵 州	●	●
山 西	●	●
黑 龙 江	●	●
辽 宁	●	●
江 西	●	●
上 海	●	●
重 庆	●	●
北 京	●	●
天 津	●	●
湖 南	●	●
山 东	●	●
吉 林	●	●
海 南	●	●
湖 北	●	●
河 北	●	●
内 蒙 古	●	●

注：1. 西藏自治区数据暂缺，不纳入预警范围，地区排序的依据为各地区能耗强度降低率

2. 红色为一级预警，表示形势十分严峻；橙色为二级预警，表示形势比较严峻；绿色为三级预警，表示进展总体顺利

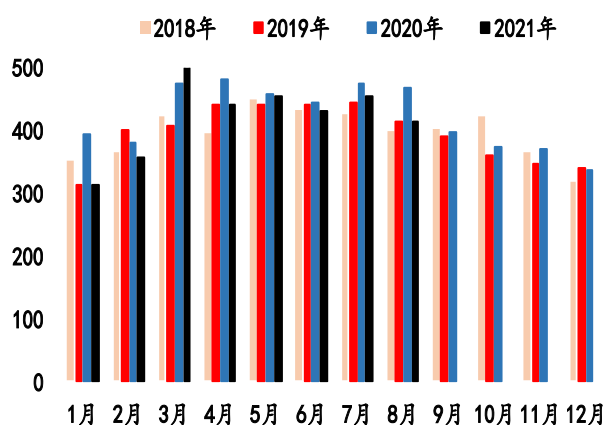
数据来源：发改委、海通期货投资咨询部

3. 国内需求关注工需和淡储，出口或继续带来波动

从传统来看，每年国内的尿素消费主要集中在上半年，下半年的尿素消费属于淡季周期，从近几年的历史数据来看，下半年尿素的月度消费量从450万吨以上下降至350万吨以下。四季度国内直接农需几乎于无，主要是复合肥、胶合板和三聚氰胺。复合肥受到低利润和双控的影响，整体开工虽然走季节性，但较往年同期偏低，截至9月30日，复合肥企业开工率为29.40%，同比下滑13.69个百分点。也正是由于高价格尿素导致复合肥企业利润较低，目前复合肥库存处于低位，从季节性来看，四季度复合肥开工率会有小幅上升，但因尿素价格较多需求弹性较大，不过预计不会太悲观。

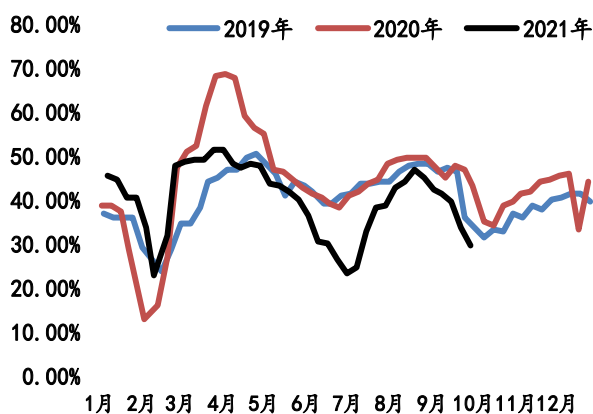
工业需求方面，胶合板四季度逐步进入淡季，家具景气指数从10月份开始拐头向下，叠加恒大事件的影响，或逐步进入拐点周期，但短期来看影响较小；三聚氰胺今年价格也持续创新高，在供需偏紧利润较高的情况下三聚氰胺企业开工积极性较高，截至9月30日，三聚氰胺企业开工率为77.11%，同比上升22.73个百分点，预计四季度三聚氰胺企业对尿素需求仍存支撑。需要注意的是，目前尿素价格高位，后期如果尿素价格仍持续上涨，下游因亏损压力必将对高价尿素出现抵触。尿素为重要农资，过高的价格很可能引起政策上的打压，因此持续看涨有一定风险。

图32：2018-2021年尿素月度消费量 单位：万吨



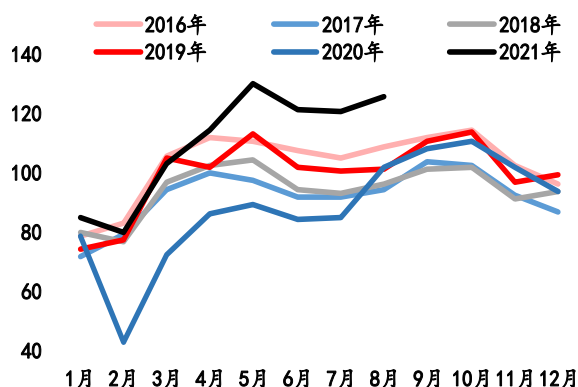
数据来源：卓创资讯、海通期货投资咨询部

图33：2019-2021年复合肥企业开工率



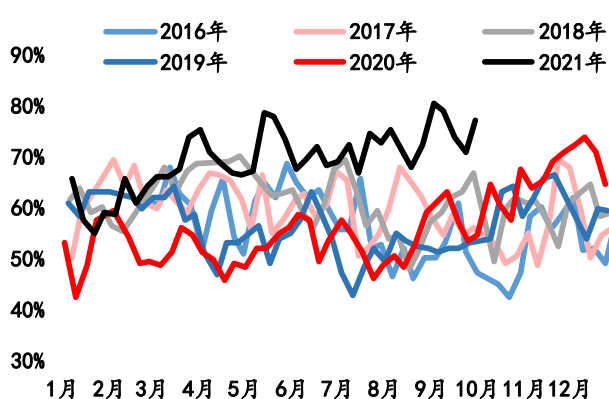
数据来源：卓创资讯、海通期货投资咨询部

图34：全国建材家居景气指数



数据来源：WIND、海通期货投资咨询部

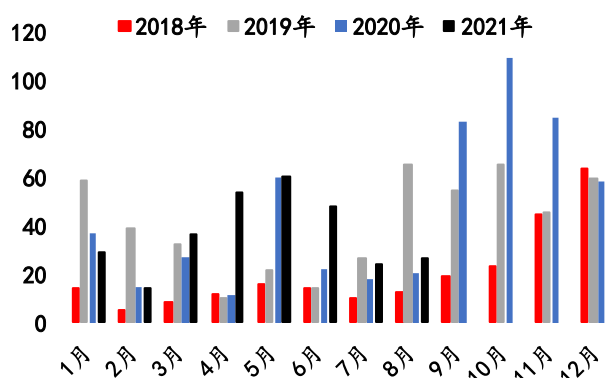
图35：全国三聚氰胺企业开工率季节图



数据来源：卓创资讯、海通期货投资咨询部

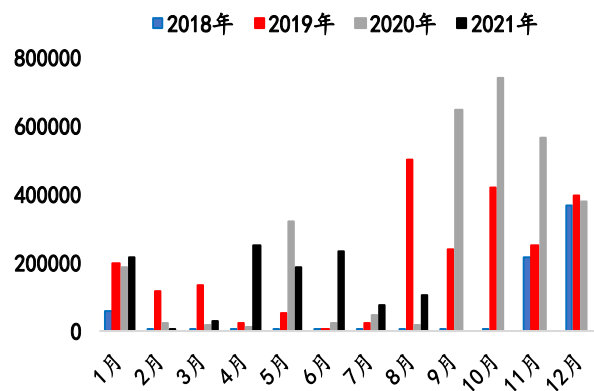
出口方面，9月22日印度 RCF 公司发布了 2021 年内的第六次招标，10月1日印度 RCF 开标，收到 12 个供货商共计 194.9 万吨尿素，其中东海岸 83 万吨，西海岸 102.4 万吨，FOB9 万吨。东海岸最低价格为 665.50 美元/吨，西海岸最低价格为 714 美元/吨，此轮招标价格为近几年最高点。10月5日印度 RCF 方面确认了 73.2 万吨货源，大部分来自中国，按照 CFR665.5 美元/吨核算，相当于中国 FOB620 美元/吨，折合人民币约 4000 元/吨。与此同时，国际尿素价格仍在继续上涨，近期部分地区 FOB 价格突破 700 美元/吨。尽管今年发改委多次会议提到保供稳价，但目前仍未见到实质性政策或确定性文件出台，更多的是做预期管理，大型贸易商和工厂配合发改委优先供应国内市场，但中小型企业还是以市场化为主，在出口利润偏高的情况下，集港依然比较积极。从往年数据来看，我国尿素出口量下半年高于上半年，四季度在国内需求较淡的背景下，出口成为尿素消耗的一个重要途径，但四季度是否落地出口相关政策并有效执行仍有一定的不确定性。

图36：2018-2021年我国尿素出口量单位：万吨



数据来源：WIND、海通期货投资咨询部

图37：2018-2020年中国尿素出口印度情况 单位：吨



数据来源：WIND、海通期货投资咨询部

三、后市展望

四季度是煤炭和天然气的需求旺季，今年国内煤炭短缺、国际天然气紧张都加剧了原料端价格的提升，叠加能耗双控政策的影响，因此市场对尿素供给由继续收缩预期，但是尽管目前几大主产区的尿素产量处于近几年同期低位，随着能耗目标的逐步完成，能耗双控的影响或将边际减弱，且政策也是优先化肥企业的复产，因此这在一定程度上能够弥补气头企业的大面积停产，总体日产量维持稳中下降，但应该也不会出现超预期的大幅下降。需求方面，四季度直接农业需求近乎于无，需求主要靠复合肥、工业需求以及出口来支撑，但目前尿素价格过高，复合肥企业出现亏损，因此后期如果尿素价格持续上涨，复合肥企业对尿素抵触情绪将增加，需求存在不确定性；而出口政策风险也随着尿素价格的不断提升而增加。虽然高价抑制了需求，双控对工业需求形成压制，政策也抑制出口需求，但价格一旦回落，需求端仍有一定的兜底作用，因此从供需看，尿素价格大概率趋势上或震荡偏强。目前 1-5 价差处于 300 左右，但四季度有较强的政策预期，建议暂时观望，后期可根据市场情况对 01 合约逢低做多。但应防范四季度政策超预期以及气头尿素减产不及预期带来的大幅波动。

法律声明：

本报告仅供海通期货股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下，本公司不对任何人因本报告中的任何内容所引致任何损失负任何责任。

本公司具有中国证监会许可的期货投资咨询业务资格。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可能发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资须谨慎。本报告所载的信息、材料及结论仅供特定客户作参考，不构成投资建议，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。请务必注意，据本报告作出的任何投资决策均与本公司、本公司员工无关。

郑重声明：

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或全部内容，否则均构成对本公司合法权利的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通期货投资咨询部并获得许可，并须注明出处为海通期货投资咨询部，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。