

需求回暖或提振尿价短期反弹，中线空间恐依然不足

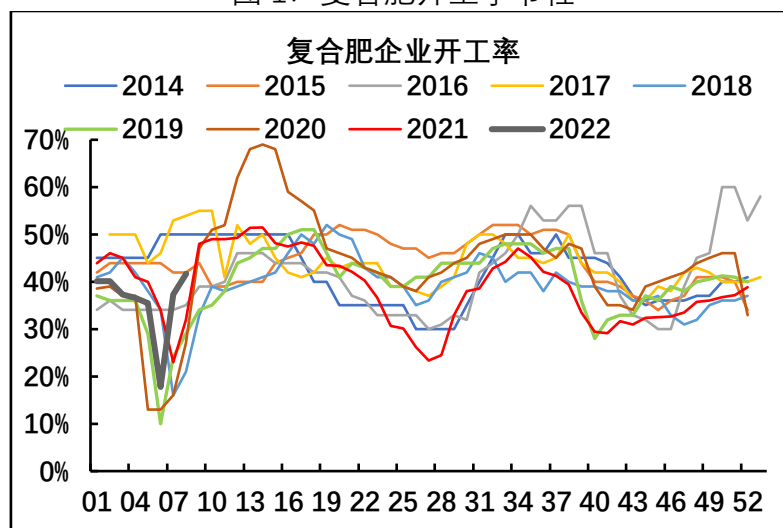
近期虽逐步进入尿素需求旺季，但市场表现却不尽人意，下游对高价原料采购意愿偏低，加之新单跟进不足，市场交投疲弱。上周末开始尿素现货市场才出现企稳迹象，各地区尿素报价小幅走高，但价格上涨动能仍有限。3月份随着农需备肥陆续推进，我们认为后续尿素价格将呈现部分抗跌性，价格有望企稳反弹。但中期趋势来看，鉴于现阶段煤价严控、农需保供以及出口受限等因素考虑，预估尿素价格反弹空间或有限。

一、需求增量预期犹存，产业去库依然可期

从农业需求来看，3月份开始逐步进入农需旺季，农需环比改善预期犹存。现阶段东北市场稳步备货，待发订单以及复合肥需求支撑下出货较好，对尿素消耗量增加，需求陆续跟进，其他地区农需后续也将阶段性启动。在农需季节性旺季预期下，刚性需求有望逐步释放，产业去库压力弱化，并对尿素价格形成利多支撑。

从工业需求来看，需求增量的焦点主要集中于复合肥和板材需求的恢复。对于复合肥而言，从下图的开工季节性走势可以看到，节前由于原料价格高企导致开工弱于往年同期，而节后恢复较快，开工提升明显且高于去年同期水平，整体呈现先抑后扬走势。据卓创数据显示，截止2月底复合肥开工率约41.69%，环比月初明显走高。考虑到后续的消费旺季预期，复合肥开工仍有提升空间，且对原料的需求增量可期，进而对尿素价格形成利多提振。但是需要注意的是，今年复合肥的原料价格普遍较高，成本压制下需求释放的持续性以及滞后性还需谨慎关注。

图 1：复合肥开工季节性

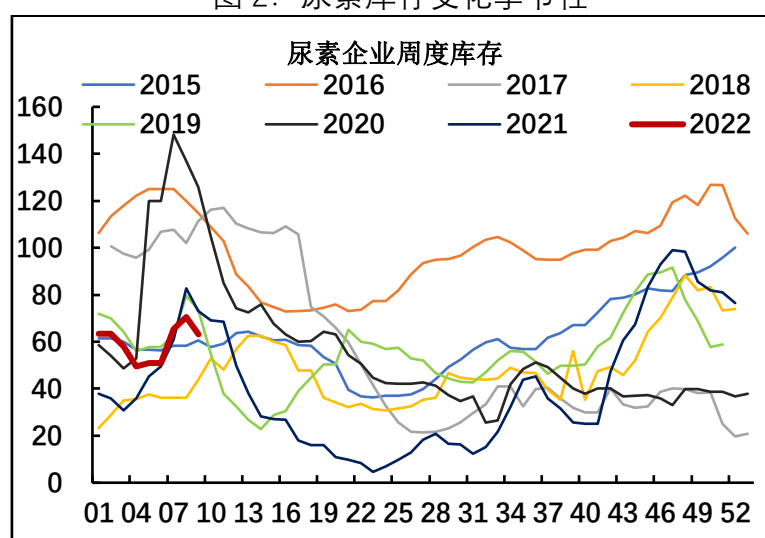


资料来源：卓创资讯，海证期货

对于胶合板而言，此前由于冬奥会等因素影响，下游负荷恢复缓慢。3 月份预计山东地区终端板厂开工陆续恢复，需求亦存改善预期，这部分增量需求对于消耗尿素库存起到重要作用。但是，由于近几年房地产市场整体欠佳，胶合板的需求增量亦或有限。

鉴于需求端增量预期犹存的预判，后续尿素产业去库仍将持续进行，能否顺利去库还需关注需求释放节奏。下图是尿素库存的季节性走势情况，从该图我们可以看到，今年节前的库存绝对量偏高，但节后季节性累库压力却弱于去年同期。据卓创数据统计显示，截止 2 月 24 日，国内尿素主产区企业库存约 63.2 万吨，同比减少约 14%。分区域来看，华北地区库存约 21.3 万吨，东北地区 2.6 万吨，西北 31.1 万吨，华中地区 3.7 万吨，华东尿素企业库存 1.2 万吨，西南尿素企业库存 3.3 万吨，节后各地区库存均呈现不同程度下降。对于后续的去库，我们认为今年尿素库存出现快速下降的概率较小，未来缓慢下移的可能性更高。这主要是考虑到未来下游需求的增量释放较为缓慢，阶段性释放特点更为明显，那么对于尿素去库周期或有所拉长。

图 2：尿素库存变化季节性



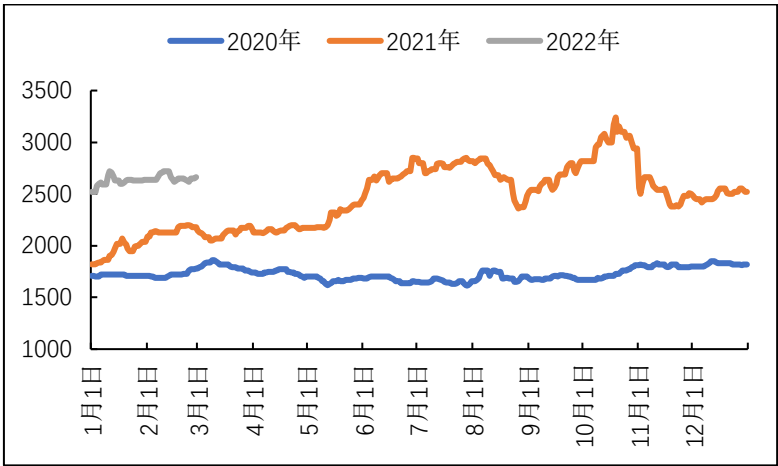
资料来源：卓创资讯，海证期货

二、原料价格偏高，恐抑制需求释放节奏

今年氮肥、磷肥以及钾肥均呈现不同程度的上涨，价格重心上移。从山东地区尿素价格季节性表现可以明显看出，今年尿素绝对价格要远高于过去两年，重心出现大幅提高。而原料端价格的坚挺直接导致了需求端利润的压缩，尤其是复合肥利润持续下降。根据隆众统计的复合肥利润来看，截止 2 月底，45%S (3*15) 毛利为 399 元/吨，45%CL (3*15) 毛利为 204 元/吨。而复合肥产业利润压缩导致对原料采购节奏放缓，阶段性需求释放受到抑制。整体来看，我们认为，随着

需求由南至北推进，刚需支撑犹存，但受利润影响需求启动或有所延后且持续性偏弱。

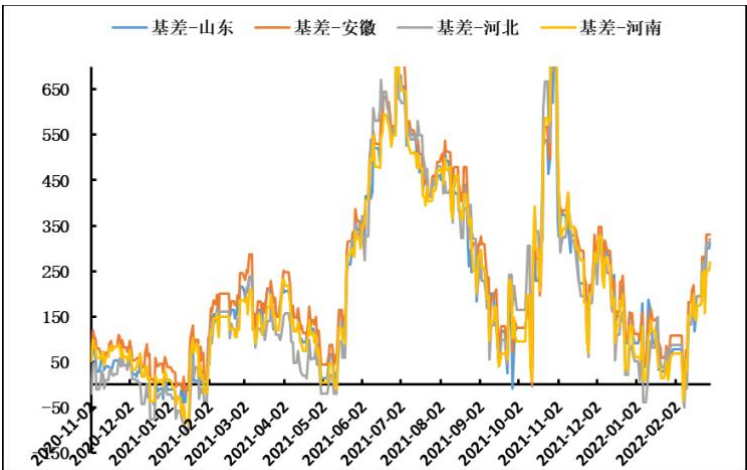
图 3：山东尿素价格季节性



资料来源：Wind，海证期货

三、基差走扩，期价或部分抗跌

如下图所示，尿素 05 合约基差持续走扩。相较于盘面而言，现货价格调整力度较缓，且出现企稳回升迹象。现阶段基差水平偏高，加之后续因旺季临近使得现货市场价格呈现较强抗跌性，那么对于盘面而言，也一定程度提振盘面价格反弹。



四、政策引导，限制尿价反弹空间

从成本端的角度来看，目前国际政治局势不稳，外盘油价坚挺的氛围短期延续，对于国内化工品的利多刺激不减。虽油价走势对工业品情绪的影响不容忽视，但对于尿素而言，煤炭价格的变化与其价格关联更为紧密。现阶段煤炭港口现货

资源偏紧，但发改委于 2 月下旬印发《关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》，明确煤炭价格的合理运行区间，如若长期偏离该区间，发改委将采取措施调控。受制于该政策性的调控制约，预计未来中长期煤价较难出现明显涨势，基于此，对于尿素而言，短期价格更多反映油市不稳引发的市场情绪波动，但中期来看，来自于成本端的支撑将逐步弱化。

此外，对于尿素市场本身而言，国家保供农耕以及出口限制的政策引导下，预计尿素价格的反弹空间亦将受限。后续逐步进入农耕用肥旺季，2 月 22 日发改委召开会议研究部署春耕化肥保供稳价工作。今年国际形势变幻莫测，国家对于农耕保供更为重视，预估后续尿素的负荷将高位运行，以保证农耕需求。现阶段尿素开工约 69%，日产约 15 万吨，供给端较为充裕，预计 3 月份尿素维持高负荷运行的概率较大，加之乌兰新增装置投产预期，供给较为宽松的格局下尿素价格反弹空间或受限。