

供需宽松格局延续，尿素下探寻底

观点

供给端，存量端，在高利润驱动下工厂将维持高开工。增量端，下半年有近 300 万吨的投产计划，投产预期较大，后续关注具体落实情况。进入四季度气头装置开工将季节性下降，届时供给或阶段性收紧。整体来看，下半年供给维持相对宽松状态。

需求端，国内农需旺季已接近尾声，三季度仅有秋季用肥需求，且以高磷肥为主，且华东地区梅雨季节也将影响工业板材需求。国际市场目前企稳反弹，巴西、印度、美国为下半年国际市场主要需求国家，国际价格高于国内，出口窗口打开。但目前国内仍有法检政策，国际市场对出口的影响仍要关注法检力度。三季度整体需求并不乐观。

估值端，纵向估值依旧偏高，固定床利润仍有 250 元/吨左右，产业利润仍大部分集中在尿素端。成本端短期有所企稳，煤炭中期仍是供需宽松格局，天然气则供需相对偏紧。预计尿素成本重心下移空间有限。横向估值来看，尿素和磷肥、钾肥相比不再具有经济性。

综合来看，下半年尿素供需将延续宽松，供给整体维持高位，需求处于农需淡季，整体弱于上半年。在法检政策影响下，国际市场的强势对国内出口的影响需打折扣。6 月末盘面的强势反弹将基差迅速收窄，但面对即将到来的淡季，现货大概率向下修复，跌至甚至跌破高成本工艺价格，有效降低供给，形成供需再平衡。盘面预计反应更快、幅度更大，带动基差再次走强。近月合约预计承压。四季度将迎来气头检修及国内淡储，整体供需将边际好转，远月合约预计强于近月合约。

策略面，单边方面，近月在供过于求格局下维持逢高空配，根据基差节奏进行操作。套利方面，因远月供需边际好转，跨期反套可逢高入场。

风险点：成本端异常波动，供应增长不及预期。

能源化工 · 年度报告

2023 年 7 月 2 日 星期日

国贸期货 · 研究院
能源化工研究中心

陈一凡

投资咨询号：Z0015946

从业资格号：F3054270

欢迎扫描下方二维码
进入国贸投研小程序



期市有风险，入市需谨慎



一、行情回顾

二季度尿素延续一季度末端的下行趋势。整体行情分为两阶段。

第一阶段为 4 月到五月底。这段期间尿素整体呈流畅下跌态势，尿素指数从 2230 元/吨水平滑落至 1650 元/吨，跌幅超 25%。期间下跌的主要逻辑是对下半年供过于求及成本下滑的预期。因今年整体备肥有所提前，部分备肥需求已在春节前就开始落实，导致真正到了旺季，需求不及往年。淡季备肥需求抬高了价格后，一定程度遏制了旺季需求，造成了高利润高供给局面。到了四五月份的春夏需求间的空窗，期现价格均迅速下挫。且成本端煤炭也在不断下跌，沿海港口库存及电厂库存不断创新高，叠加进口低价煤冲击，港口煤价一度跌破 750 元/吨。期货盘面上，对应需求转弱的 8、9 月份在弱预期影响下跌幅较为明显，近月 5、6 合约则在强现实下相对坚挺。

第二阶段是 5 月底至 6 月末，这段期间尿素开始在低位筑底，前期不再有流畅的下跌，且在 6 月末迎来大幅反弹。这段期间主要利多逻辑有以下几点：1、盘面跌至当时的固定床成本附近。当时虽然现货仍有较高的利润，但期货盘面严重贴水，主力合约最大贴水达 600 元/吨，远月悲观预期充分反映在价格中。2、前期价格过高，社会库存几乎为零。当价格跌至下游心理预期后，积累已久的工农业需求一起爆发，下游开始大量补货，上游厂库在几周内迅速去库，从百万吨级别降至不足 50 万吨。3、国际市场触底反弹。欧洲天然气受地缘政治影响暴涨，带动以主要以天然气为原料的国际尿素价格反弹。叠加后续迎来的巴西需求旺季、美国季节性补货，国际尿素价格反弹后高于国内价格，带动二季度末国内出口行情好转。诸多利好刺激盘面大幅反弹，主力合约低位反弹近 300 元/吨。

尿素指数走势



数据来源：wind

二、 供给端

2.1 下半年预期投产压力较大

新增产能方面，上半年已投产能包括山东明水 80 万吨、新疆中能 52 万吨以及最近的黑龙江七台河 30 万吨。下半年整体投产压力较上半年明显增大。下半年有包括安徽昊源、华强化工等 200 万吨左右装置投产，预计将增加七千吨左右的日产。整体投产压力较大。

下半年拟投产装置

企业	装置名称	工艺路线	计划投产时间	产能	单位	所在区域	所在省份
山东华鲁恒升化工股份有限公司	水煤浆气化法尿素装置	水煤浆气化法	2023.07.31	100	万吨	华中地区	湖北省
安徽昊源化工集团有限公司	航天炉气化法尿素装置	航天炉气化法	2023.12.31	70	万吨	华东地区	安徽省
华强化工集团股份有限公司	水煤浆气化法尿素装置	水煤浆气化法	2023.12.31	80	万吨	华中地区	湖北省

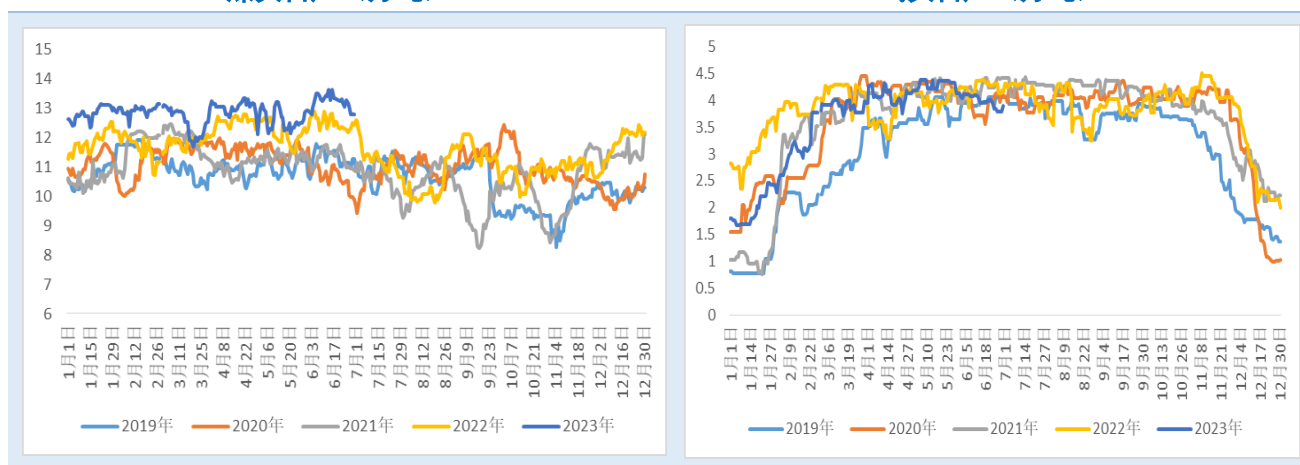
数据来源：wind

2.2 高利润驱动高日产

存量方面，二季度尿素在高利润及需求旺季背景下，日产维持高位。二季度整体平均日产约 17 万吨，在 16.1-17.6 区间运行。日产低位水平出现在春夏农需之间的空窗期，高位水平出现在春季需求期间。分工艺来看，煤头日产整体维持高位，日产运行区间在 12.1-13.6 万吨，煤炭供应充足的情况下并未太大波动。气头日产在 3.7-4.4 万吨水平，整个二季度气价水平不高，并非保供用气时期，整体供给也相对稳定。对于下半年来看，一方面，目前现货价格仍有 2000 以上，各工艺利润较好，工厂预计继续维持高开工。但 7-8 月国内需求转弱，届时或跟随季节性相应下调供给。且接近年底，西南地区保供限气开始，气头日产也将季节性缩减。因此，我们预计下半年尿素日产或维持 15-17 万吨波动。

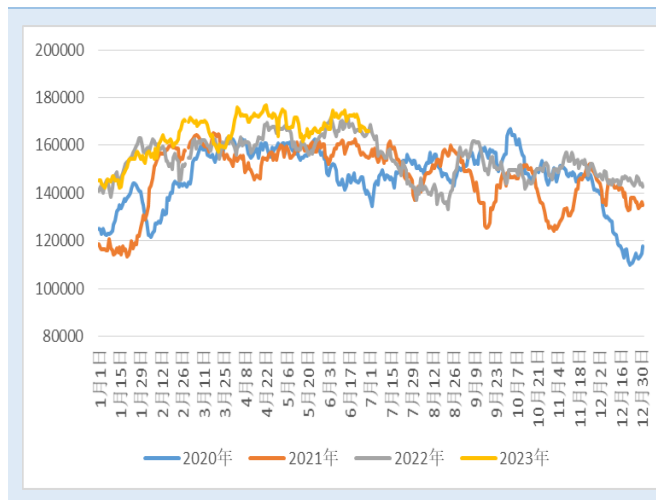
煤头日产（万吨）

气头日产（万吨）

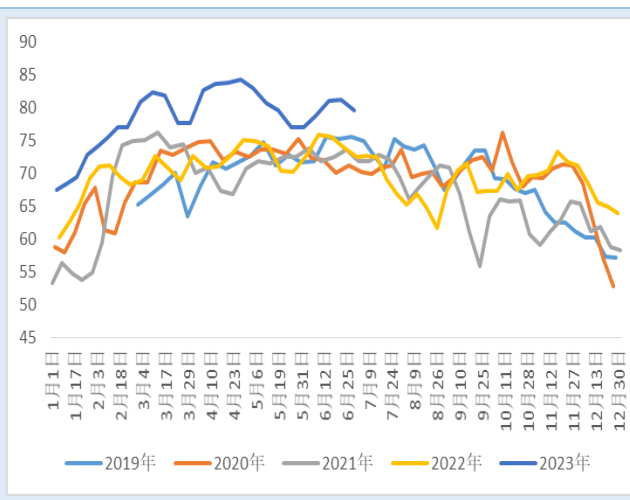


数据来源：Wind

尿素日产（吨）



尿素开工（%）

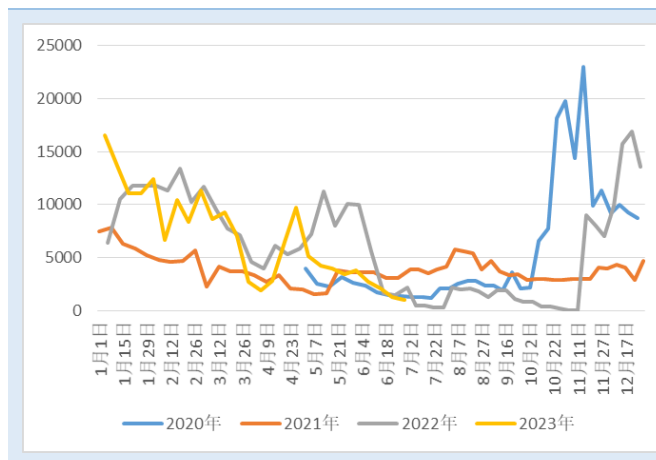


数据来源：Wind

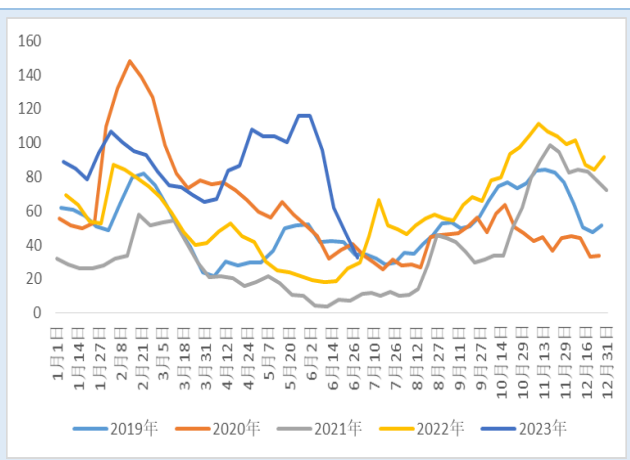
2.3 库存先扬后抑，下半年或重新累库

二季度上游工厂库存先扬后抑，在春夏需求间的空窗期开始累库，从 65.5 万吨水平累积到 6 月初的 116 万吨。随着库存累积，价格不断下跌，下游买涨不买跌心态下持续观望。但夏季刚需开启，下游复合肥企业的样本原料库存较上游库存提前开始去库，且在价格下跌区间，下游库存整体偏低。以至于到了 6 月，刚性需求及偏低的价格刺激下游大量补货，工农业需求重叠之下，工厂库存迅速下滑，目前跌至不足 40 万吨。但随着国内需求进入尾声，阶段性补货需求也将减弱，配合供给高位，预计下半年将重新开启累库趋势。

复合肥企业样本库存（吨）



尿素工厂库存（万吨）

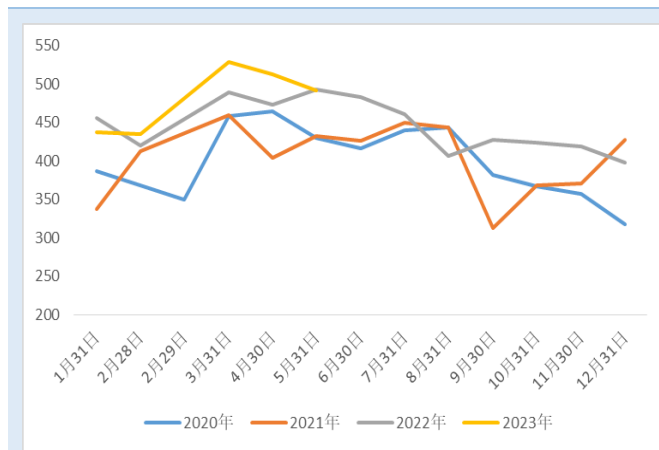


数据来源：Wind

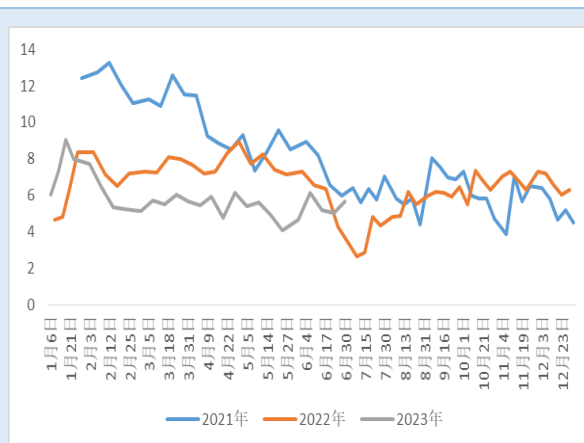
三、需求端

3.1 农需整体稳定，下半年季节性转弱

表观消费量（万吨）



预收天数（天）



数据来源：Wind

农业需求方面，政策端，今年国家政策依旧是稳玉米扩大豆及油料种植，而大豆具有固氮性，消耗尿素量较少，所以政策面对尿素没有额外提振。

季节性来看，上半年是国内农业需求旺季，需求刚性且集中。上半年 3-6 月是国内农业需求旺季，7 月开始各地农需基本结束，9-10 月部分地区有小麦的秋季肥需求，但整体和上半年相比需求已大幅下降。冬季则基本没有农需，仅少部分地区开启隔年冬小麦施肥。从表观需求量也可以明显看出，全年需求整体前高后低，3-5 月出现高点。

农业需求（直接施用）占尿素下游约一半的需求，上半年春夏两季均是农需旺季，以一年 5500 万吨的总需求量来估计，上半年农业需求预计消耗近 2000 万吨，剩余不足 1000 万吨的需求将在下半年秋冬季用肥进行。可见下半年农需难以在对尿素提供更多支撑。

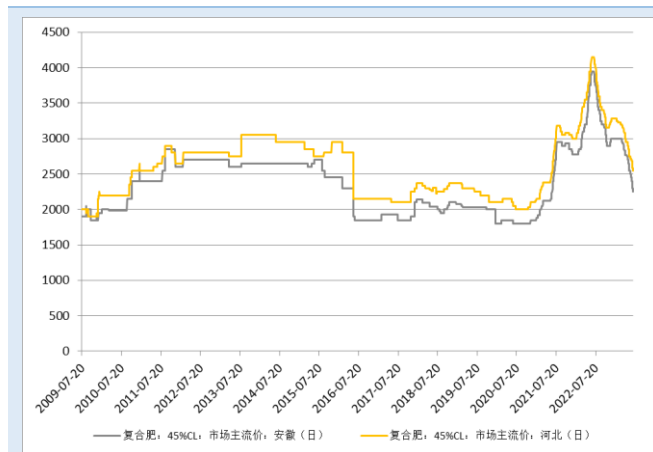
3.2 工需受宏观大周期影响延续弱势

工业需求方面，主要包括复合肥与脲醛树脂、三聚氰胺。

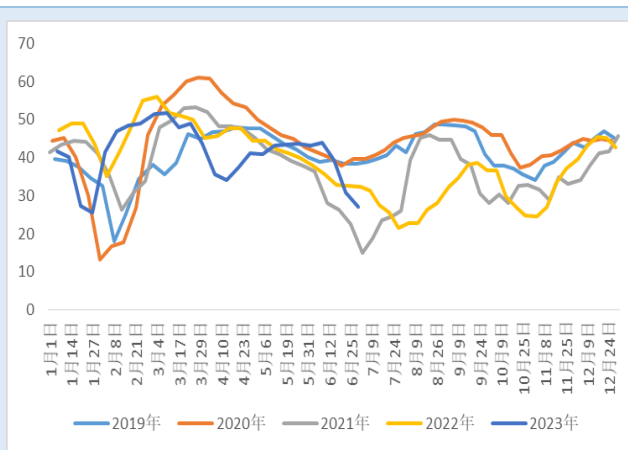
复合肥方面，季节性也相对较强，占尿素下游约 15% 的需求，跟随国内农业需求进行生产，以夏季高氮肥生产为主。从复合肥开工也可以明显看出，过了夏季高氮肥生产高峰后，复合肥开工基本在 6 月就快

速回落，且成品库存已经有拐头向上的迹象。到了下半年，秋季肥的生产虽使得复合肥开工再次回升，但秋季主要以高磷肥为主，对尿素消耗量有限。

复合肥价格（元/吨）

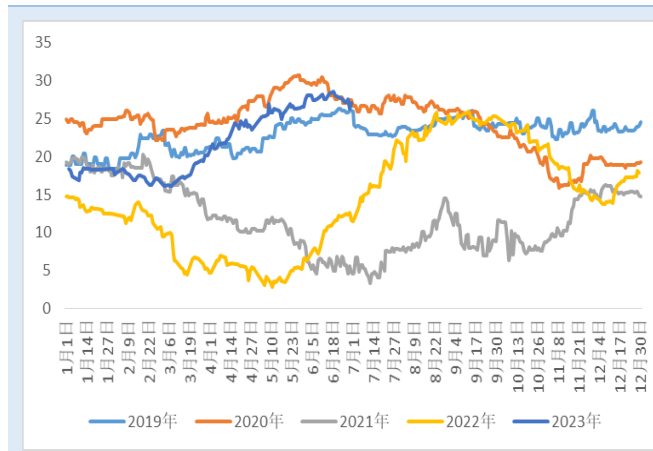


复合肥开工（%）

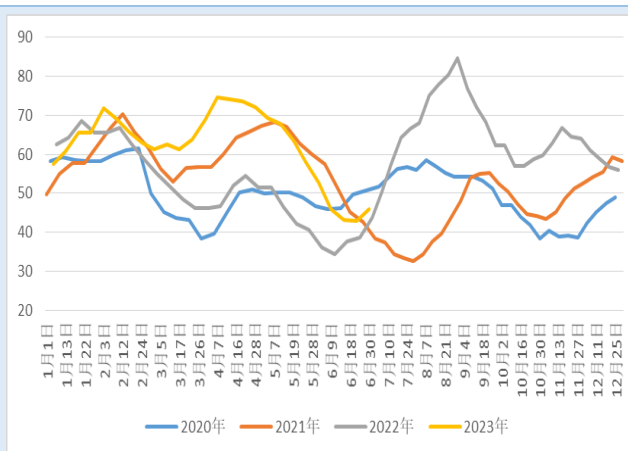


数据来源：Wind

复合肥利润（元/吨）



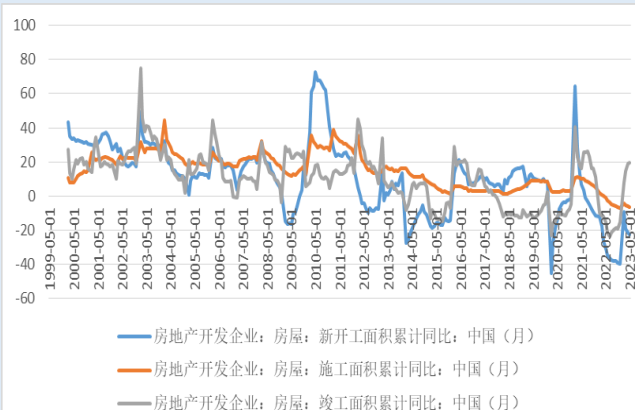
复合肥库存（万吨）



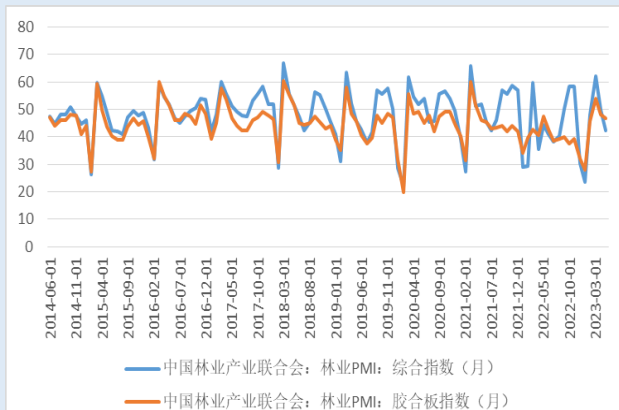
数据来源：Wind

三聚氰胺、脲醛树脂方面，这部分需求用于制作板材，生产家具、木地板等，与房地产后周期密切相关。从国内房地产三工数据来看，竣工面积增速有所好转，增速回到正值，但新开工和施工面积表现依旧不佳，主要原因是国内地产政策以推动保交楼为主。虽有竣工端利好，但地产整体仍表现不佳，源头新开工依旧低迷，因此工业板材方面需求仍不乐观。且夏季梅雨季节或影响板材开工，甲醛开工在7-8月有季节性下降的情况，因此三季度板材开工下降或进一步压制尿素需求。

地产三工累计同比

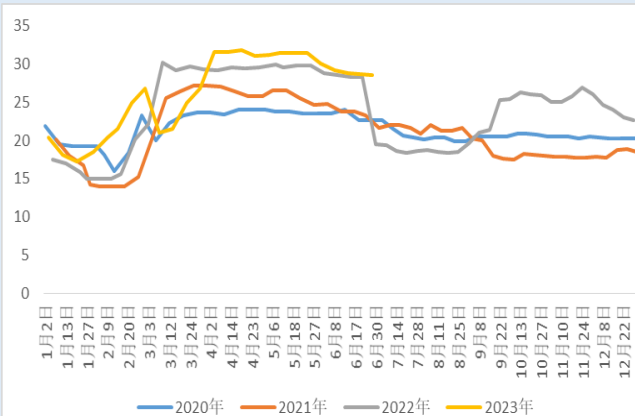


林业 PMI 及胶合板指数

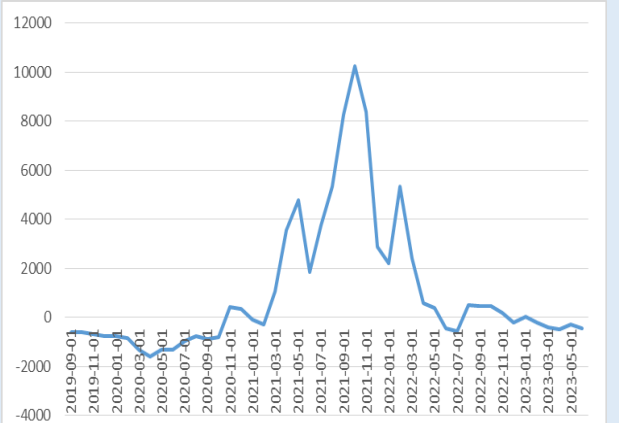


数据来源：Wind

甲醛开工（%）



三聚氰胺利润（元/吨）

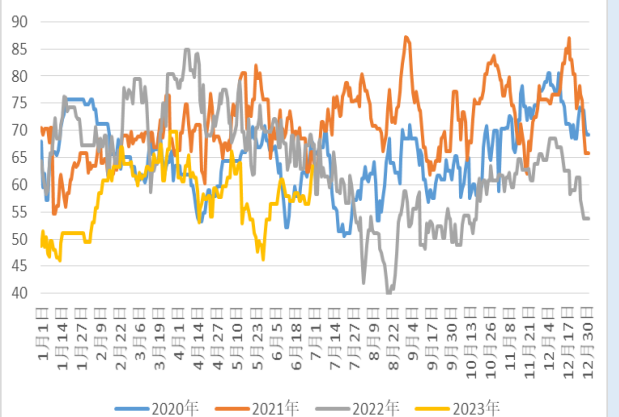


数据来源：Wind

三聚氰胺价格（元/吨）



三聚氰胺开工（%）



数据来源：Wind

3.3 国际市场走强带动出口订单行情，但需关注法检力度

国际市场方面，今年上半年大部分时间都是下行态势，但6月中旬开始，国际市场有企稳迹象。一方面，欧洲天然气大幅反弹带动埃及、北非等地价格反弹。目前埃及价格已经来到 FOB 350 美金/吨左右，较上涨前反弹了近 60 美金。此外，东南亚马来西亚、文莱合计 280 万吨产能停机，使得东南亚供应紧张。为了补足需求缺口，其周边国家需求转移到中国。截至目前中国已接到近 30 万吨订单，小颗粒价格在 290-300FOB 美元/吨，折合山东出厂价 1950 元/吨以上。

印标方面，本轮印标于5月底6月初宣布，处于国际市场下行的尾声。35天船期，256万吨的投标量，偏低的投标价格（西海岸 low1 低于 280 美金 CFR），以及低于预期的跟标量（不足 60 万吨）。市场认为本轮中标量偏低，印度近期或再度开启招标补足其国内缺口。偏低的跟标量也说明国际市场趋于坚挺。

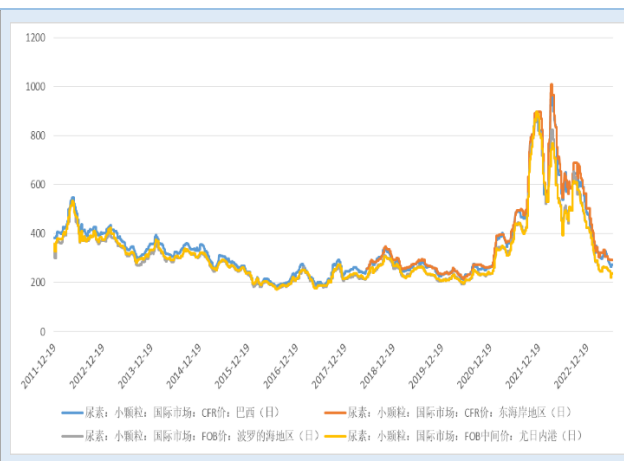
对于下半年国际市场，主要需求点在巴西、印度和美国。首先，巴西将迎来其国内的农业需求旺季（9月开始玉米、水稻、大豆等施肥需求）。目前巴西成交价在 CFR310 美金/吨左右，7-8 月的外商报价在 330CFR 左右，远月在价格上涨预期下开始升水近月。其次，印度方面，虽今年印度国内尿素装置投产大增，但在其旺季期间仍有缺口。6-10 月为其农业需求旺季，也是其招标频繁期。最后，美国季节性和我国类似，上半年旺季已基本结束，但美国买家会在淡季进行带有投机性质的补货，也将为国际市场尿素提供支撑。

因此，下半年国际市场预计难在继续下跌，国际市场理论上将拉动国内出口（目前已有 30 万吨出口订单）。但国内法检政策依旧。整个出口法检流程预计至少一个月，且随着出口意愿增强，法检力度也在不断加强。保供国内市场依旧是尿素出口的主旋律，国际市场对国内的影响依旧要打一定折扣。

尿素市场价（元/吨）

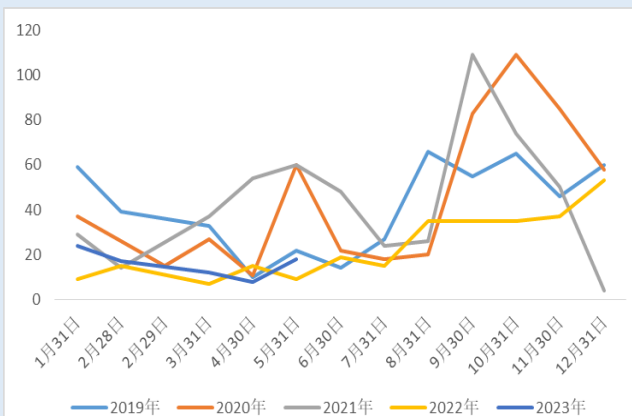


尿素外盘价（美元/吨）

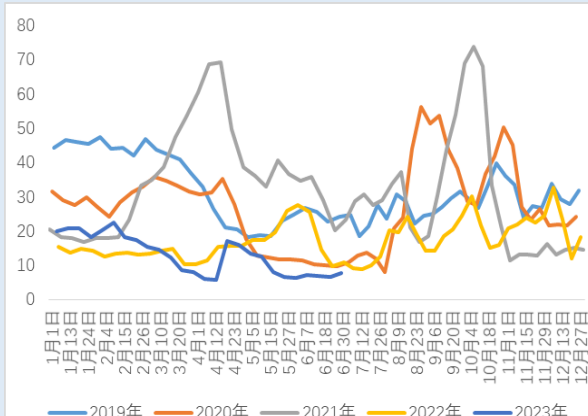


数据来源：Wind

尿素出口量（万吨）



港口库存（万吨）



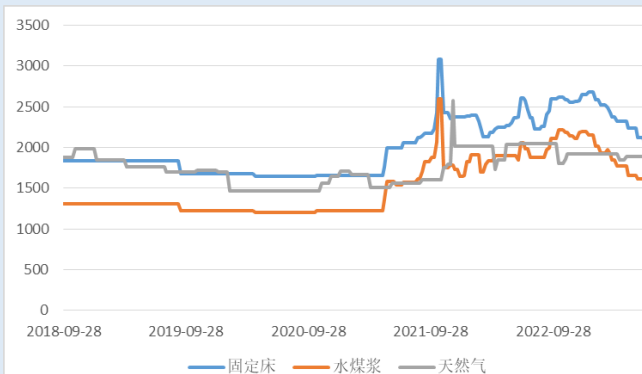
数据来源：Wind

四、 估值端

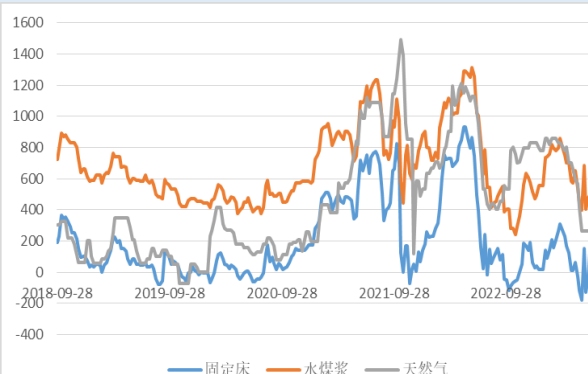
纵向估值方面，上半年在煤价下跌及旺季对现货价格的支撑下，尿素整体利润水平较高。目前尿素现货主流交割地价格目前在 2150-2200 元/吨左右，固定床工艺利润约在 250 元/吨，水煤浆工艺利润约在 450 元/吨，天然气工艺利润受近期天然气涨价影响有所收窄，约在 300 元/吨。上游合成氨方面，上半年合成氨整体供过于求较明显，价格大幅回落，与尿素价差在二季度来到高位，生产利润远不及尿素。下游三聚氰胺利润同样偏低。整个产业链利润相对集中在尿素这一环。

横向估值方面，尿素与磷肥、钾肥的比价也从去年 1.5 左右的高位跌落至不足 1，表明尿素与磷肥、钾肥相比不再具有经济性，一定程度会压制下游复合肥企业对尿素的采购。

尿素各工艺成本（元/吨）

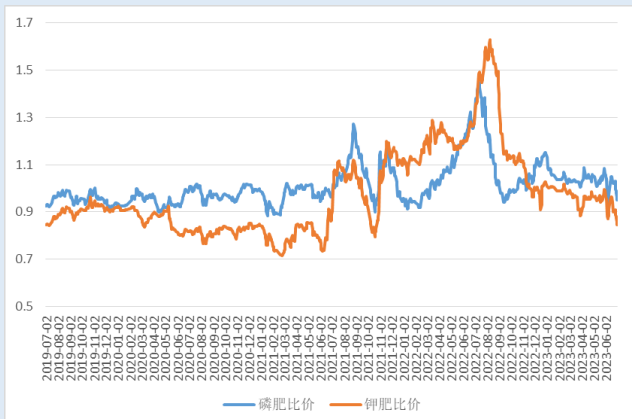


尿素各工艺利润（元/吨）

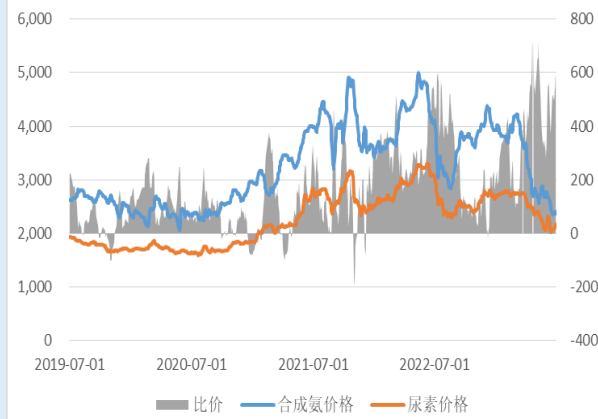


数据来源：Wind

单质肥比价

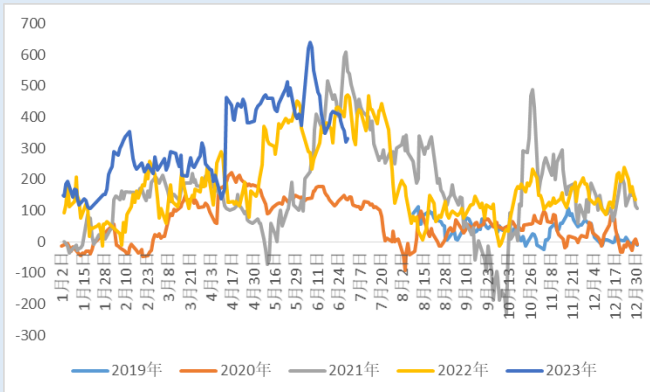


合成氨-尿素比价（元/吨）

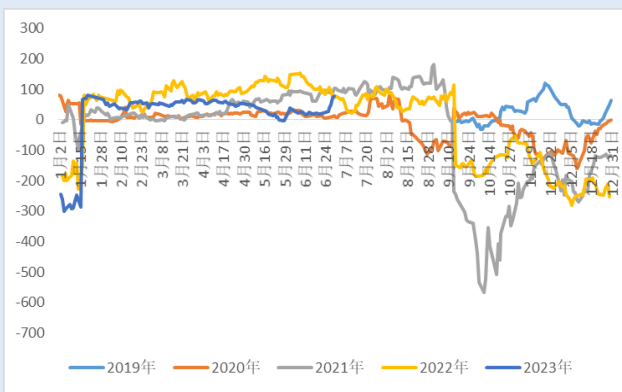


数据来源：Wind

基差季节图（元/吨）



9-1 价差



数据来源：Wind

五、 下半年展望

综合来看，下半年尿素供需将延续宽松，供给整体维持高位，需求处于农需淡季，整体弱于上半年。在法检政策影响下，国际市场的强势对国内出口的影响需打折扣。6月末盘面的强势反弹将基差迅速收窄，但面对即将到来的淡季，现货大概率向下修复，跌至甚至跌破高成本工艺价格，有效降低供给，形成供需再平衡。盘面预计反应更快、幅度更大，带动基差再次走强。近月合约预计承压。四季度将迎来气头检修及国内淡储，整体供需将边际好转，远月合约预计强于近月合约。

策略面，单边方面，近月在供过于求格局下维持逢高空配，根据基差节奏进行操作。套利方面，因远月供需边际好转，跨期反套可逢高入场。

风险点：成本端异常波动，供应增长不及预期。

免责声明

本报告中的信息均源于公开可获得的资料，国贸期货力求准确可靠，但不对上述信息的准确性及完整性做任何保证。

本报告不构成个人投资建议，也未针对个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者需自行判断本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，据此投资，责任自负。

本报告仅向特定客户推送，未经国贸期货授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权，我司将视情况追究法律责任。

期市有风险，入市需谨慎