

工业品部

尿素：冬去春晓

刘洋（分析师-化工品）
F0286567 Z0010893

摘要

我们在 12 月发布了报告《高估值强预期，尿素偏强震荡》，提出“综合成本、供需、价格等因素看，当前尿素处于淡旺季切换阶段，市场从交易强现实转向交易强预期；预计估值继续推高缺乏动力，不过高估值仍将持续，整体思路以偏强震荡对待。”报告发布至今尿素期现货价格在区间中轴上方震荡为主，走势先下后上，当前距离 12 月初高点约 7%。近期尿素市场应需求而动，供需格局由弱转强，具体如下：

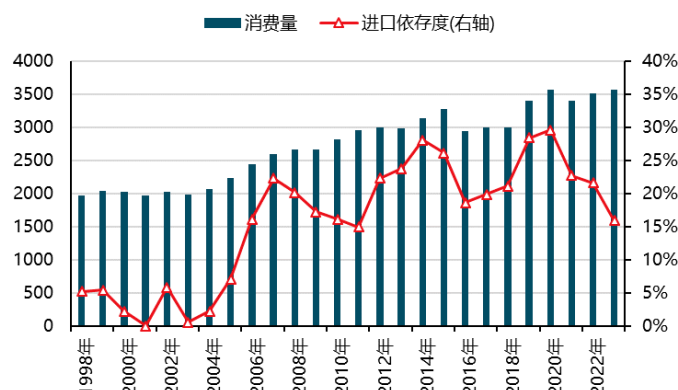
- 一、产能：印度进口依存度持续下行
- 二、供需：中期供需向好
- 三、估值：价格、利润、基差均中高位

免责声明

本报本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券或期货的买卖出价或征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布。如引用、刊发，须注明出处为永安期货公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

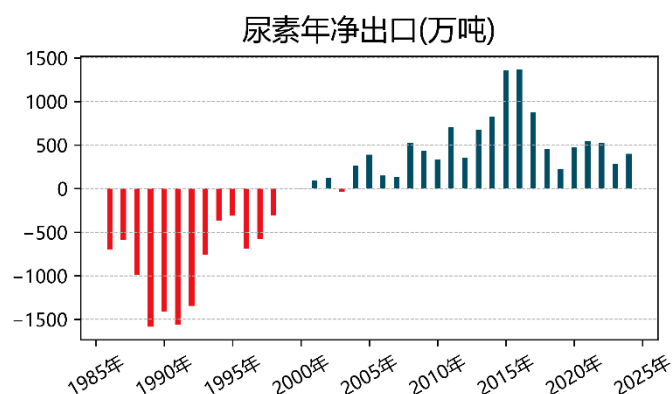
一、产能：印度进口依存度持续下行

图1：印度尿素消费量及进口依存度



数据来源：公开新闻信息，永安期货研究院整理

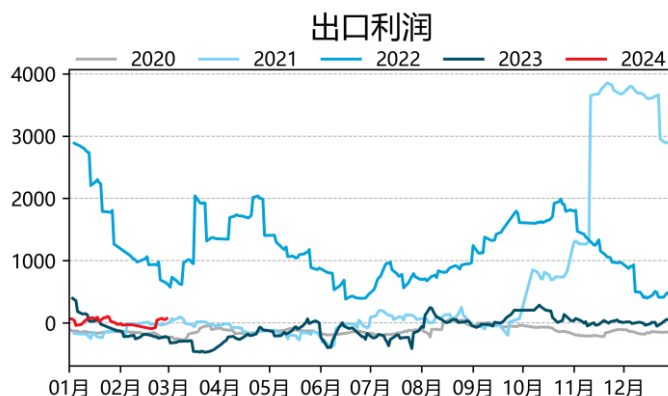
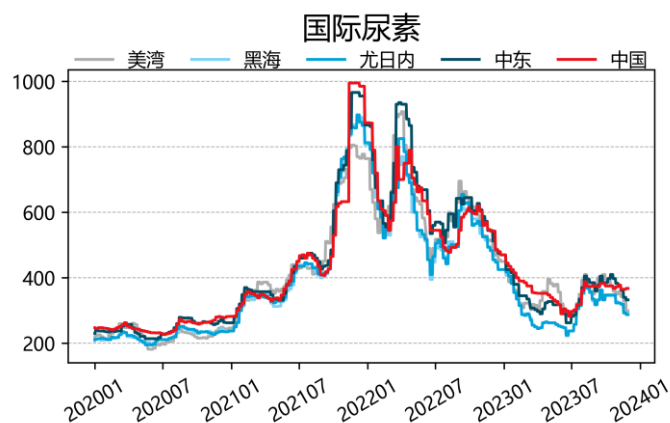
图2：中国尿素年净出口量



数据来源：公开新闻信息，永安期货研究院整理

农业革命是开启全新世的标志性事件，农业是现代人类社会的基础行业，粮食是关乎国家兴亡的关键。在全球人口持续增加，粮食需求持续上行的背景下，全球尿素产能仍处于增长期，并且增长点趋向于资源地和消费地，代表地分别为中东和印度。目前印度仍是全球第一大尿素进口国，不过近年来随着“复兴计划”持续推进，印度对尿素的进口依存度在消费量大致持平的情况下持续走低（图1），从峰值的近30%下降至16%；此外，虽然2023年印度尿素装置扩产低于预期，使得“印度实现尿素完全自主供应”的进度向后推迟，但参照中国尿素国产替代进程（图2），预计印度国产替代的趋势不变，因此维持“预计当前400美元/吨的价格将是很长一段时间国际市场价格天花板”的结论（图3）。

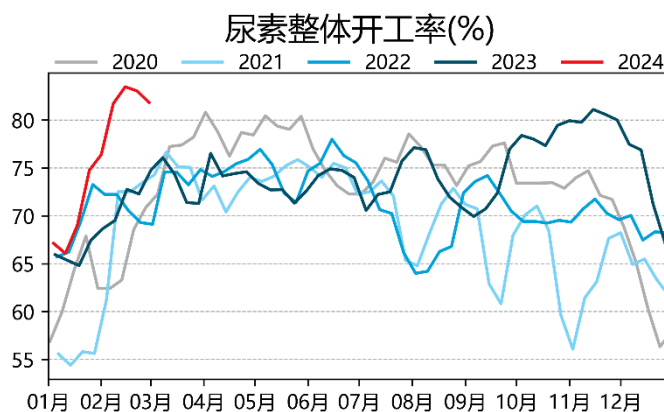
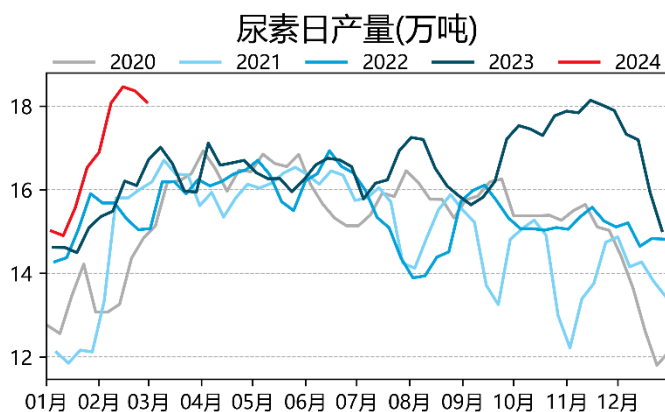
图3：尿素国际价格及出口利润



数据来源: Wind 资讯, 海关总署, 永安期货研究院整理

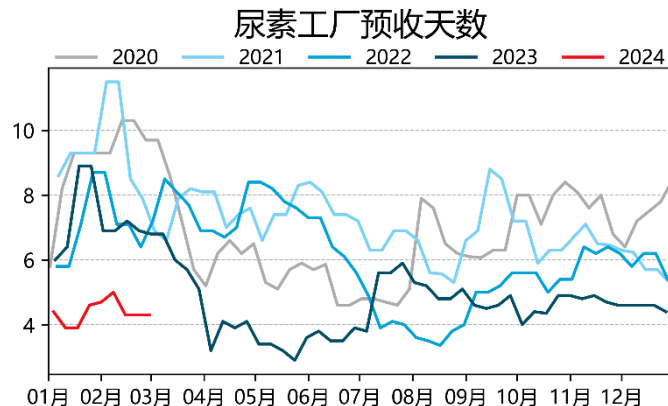
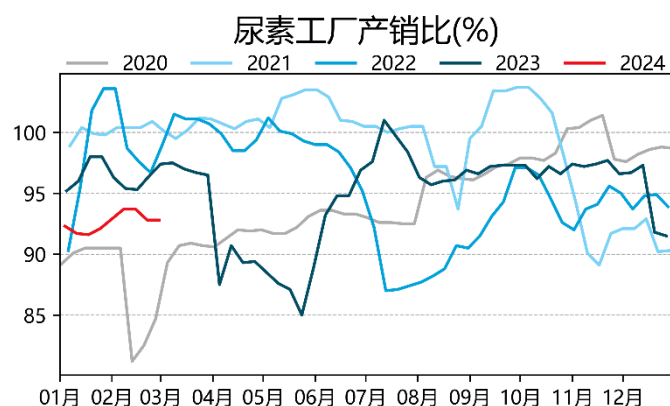
二、供需：中期供需向好

图4：尿素生产情况



数据来源: 卓创资讯, wind 资讯, 永安期货研究院整理

图5：尿素工厂预收天数及产销比

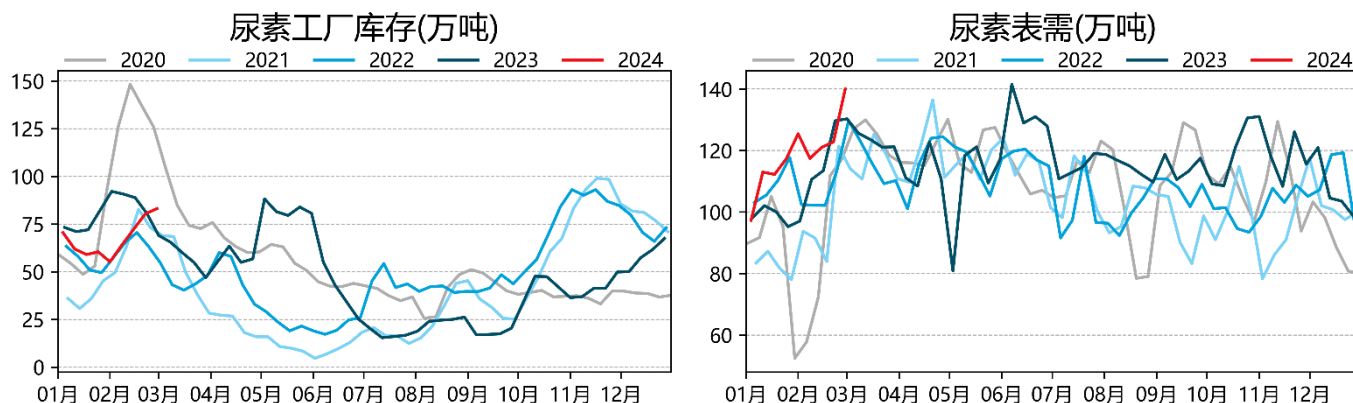


数据来源: 卓创资讯, 永安期货研究院整理

2023 年尿素产量增速 (6%) 和表需增速 (6%) 大致相当, 产能增量基本被需求增量消化; 从结构上看, 2023 年累计净出口 420 万吨, 净出口增速 (52%) 远高于国内表需增速 (4%), 内需不足外需补。2023 年下半年新投产的装置逐步形成供应, 国内尿素日产量突破 18 万吨, 对生产企业的库存调节能力以及下游需求的强度均提出了更高的要求。进入 2024 年后, 尿素行业在出口预期下调的基础上产量和表需增速达 10%, 在旺季前的表现大幅强于

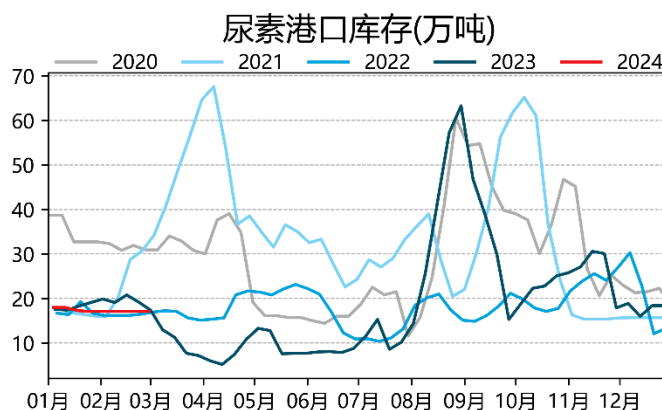
预期，处于“高产量+低销售+高库存+高表需”的状况。相应地近期尿素市场供需格局持续好转：产量处于历史高位（图4），近期工厂销售也有转暖迹象（图5），虽然库存尚未开始季节性去化（图6左），但尿素表需已处于季节性高位（图6右）。

图6：尿素库存



数据来源：卓创资讯，海关总署，永安期货研究院整理

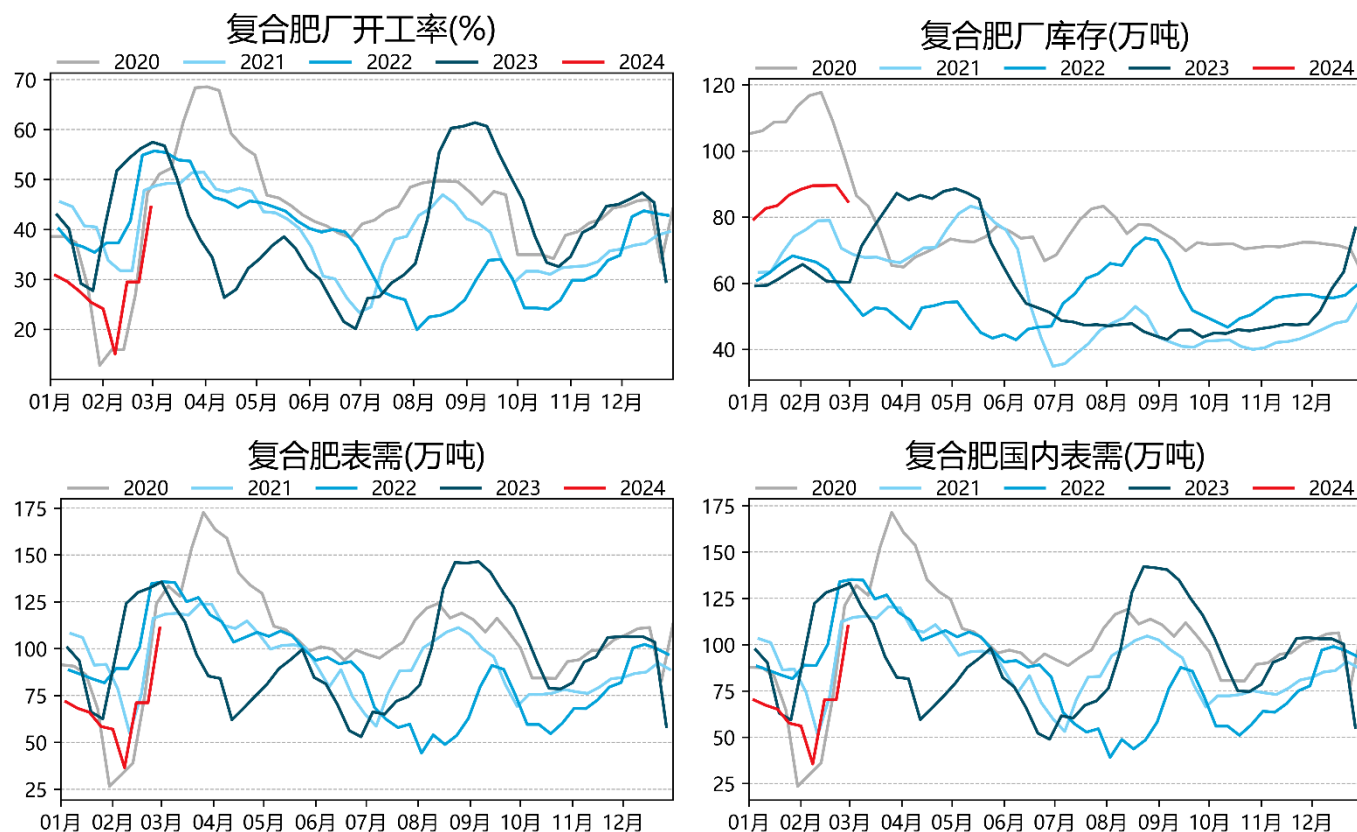
图7：尿素港口库存



数据来源：卓创资讯，永安期货研究院整理

复合肥近期处于季节性复苏阶段，工厂开工走高同时库存开始去化（图8）。从总量上看，复合肥在2023年度实现了逆袭，产量增速（9%）和表需（9%）双双由上半年的负增长转为年终的正增长，结束了持续两年的负增长；从结构上看，复合肥和尿素不同，外需增速（-7%）为负，表需增量全部来自内需增量。此外，随着复合肥表需及国内表需回正，复合肥和尿素在表需和国内表需上的劈叉情况基本消解，在出口大幅起量之前预计将保持较好的一致性。

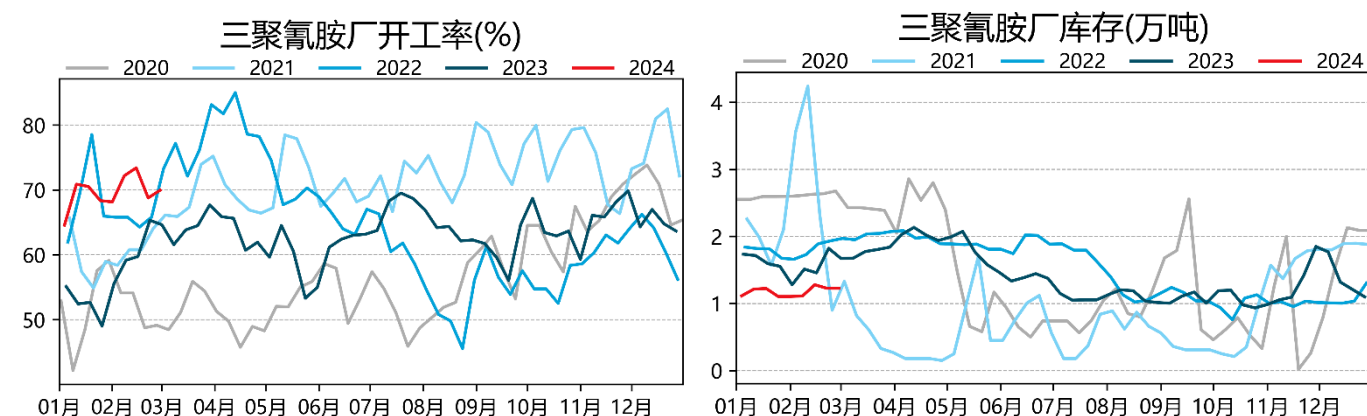
图8：复合肥产业情况



数据来源：卓创资讯，永安期货研究院整理

三聚氰胺产销不温不火，价格持续低位，开工处于高位，库存处于季节性低位（图9）。从总量看，三聚氰胺2023年的表需及国内表需大幅触底反弹，国内表需增速从-15%回至4%附近，表需增速从-19%回至-4%附近；从结构看，三聚氰胺内需和2022年持平，而外需则回落至2021年水平，并在2024年可能进一步回落至2020年水平。三聚氰胺和人造板类似，终端需求——地产行业的底部大概率已经看到，但是持续性好转的节点未至，关注两会后的政策导向。

图9：三聚氰胺开工及库存

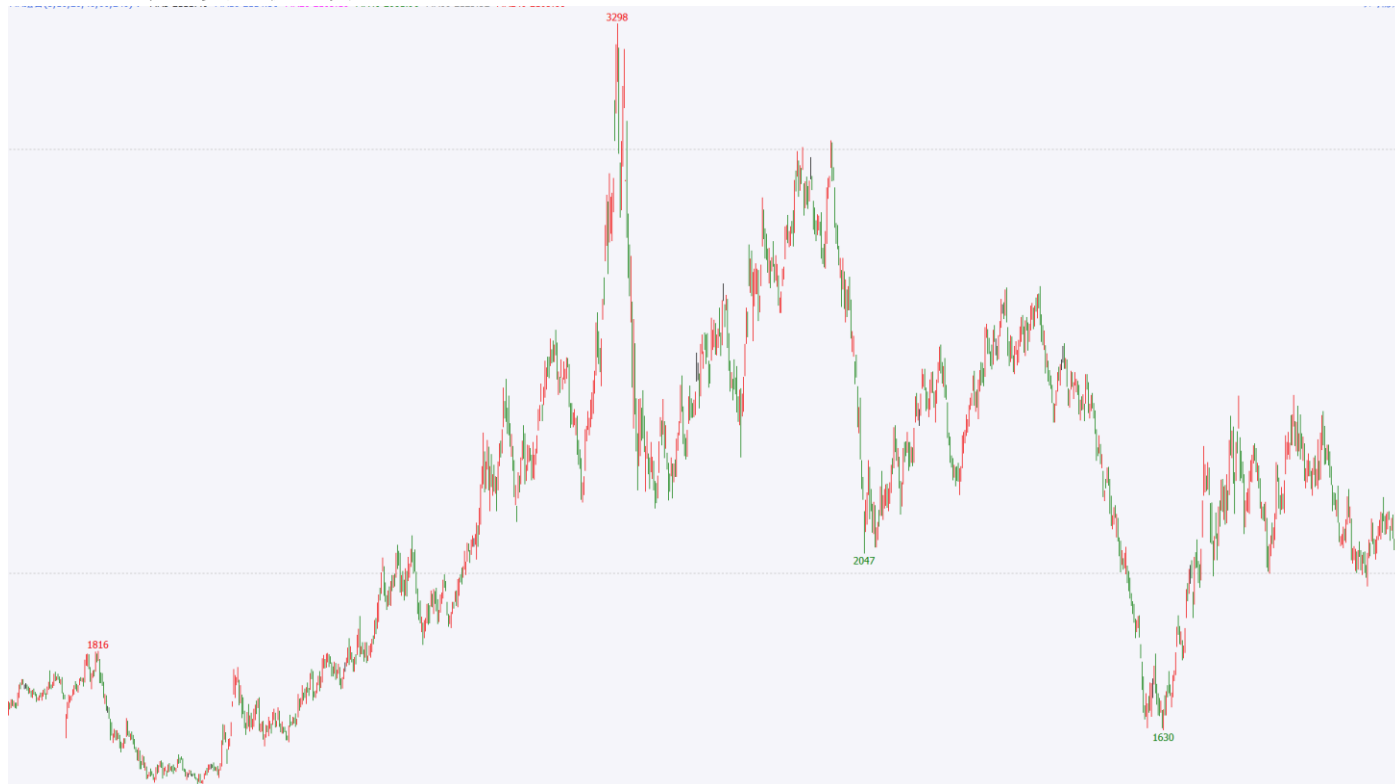


数据来源：卓创资讯，永安期货研究院

综上一季度尿素大概率供需双旺，去库节点和内需强度是两大关键变量，重点关注当前的超高表需能否在旺季持续兑现。

三、估值：价格、利润、基差均中高位

图10：尿素期货加权走势



数据来源：wind 资讯，永安期货研究院整理

自 2021 年 10 月中旬后，尿素现货及期货经历了三轮下跌以及三轮回升（图 10），第一轮下跌源于成本坍塌，第一轮回升源于估值上修及主要出口地区东欧出现状况；第二轮下跌源于需求预期落空，第二轮回升源于估值上修及主要消费地区西欧出现状况；第三轮下跌源于成本再次坍塌，第三轮回升源于估值上修及需求增量超预期。经过三轮下跌及三轮回升后，当前尿素期现货绝对价格处于历史中高位水平，较 2020 年之前高 40% 左右。

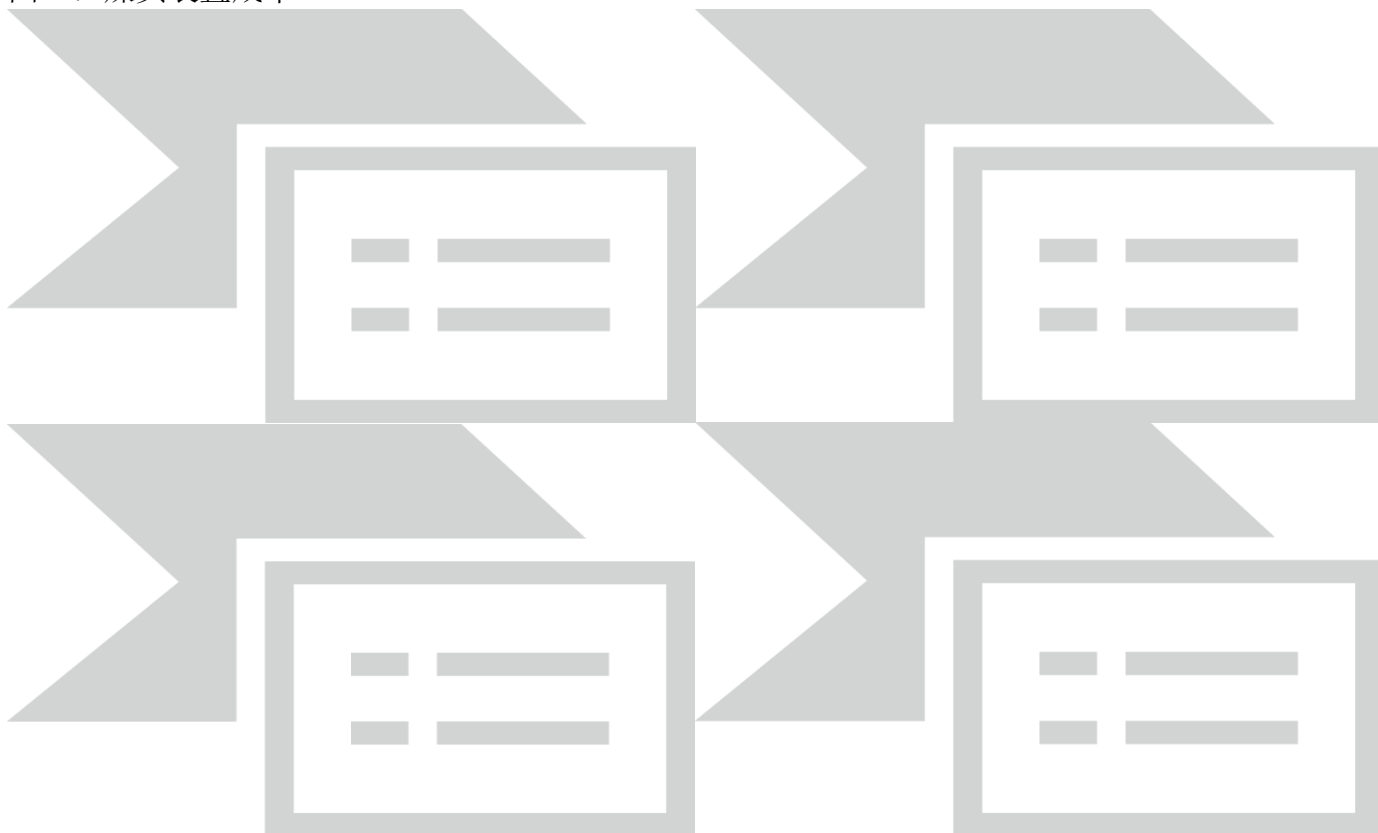
图11：煤炭价格



数据来源：Wind 资讯，永安期货研究院整理

今年冬季因天气偏暖，煤炭价格弱势运行（图 11），不过国内动力煤、国内无烟煤较三年前高 30% 以上；相应地尿素装置成本远高于三年前，固定床装置和水煤浆装置的成本分别较三年前高 20% 和 15%（图 11）；总的来说尿素现货涨幅仍大于成本涨幅，当前尿素利润仍处于近五年中高位水平，工厂生产意愿充足。

图12：煤头装置成本



数据来源：Wind 资讯，永安期货研究院整理

图13：尿素基差



数据来源：wind 资讯，永安期货研究院

前期尿素现货跌幅大于盘面，基差快速走弱（图 13），5 月基差一度收至 50 元/吨以内，9 月基差也收至 200 元/吨以内。从短期视角看，盘面各合约维持深 back 结构（图 14 左上），但贴水幅度大幅收窄（图 14 右上），盘面贴水幅度趋于合理；从长期视角看，盘面各合约基差仍属于较高水平（图 14 右下），潜在下修空间较大。

图14：尿素期限结构



数据来源：Wind 资讯，永安期货研究院整理

综上尿素供需格局中期预计较好但现货、利润及盘面溢价已经处于中高位水平，因此策略上建议做为对冲组合的多头配置。

免责声明：

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券或期货的买卖出价或征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布。如引用、刊发，须注明出处为永安期货公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。