

周期渐趋下行，静待政策指引

走势评级：

尿素：震荡

报告日期：

2024 年 12 月 31 日

★增长驱动边际弱化，明年尿素需求增速或放缓至 4%附近

近年粮食作物种植面积的持续增长、单产的提升以及脱硝政策的变化使得尿素需求快速增长，近五年复合增速在 6% 附近。但展望明年，尿素需求增速可能会回归至 4% 左右，主要原因在于粮食作物种植面积增长节奏正在放缓，单产提升带来的部分需求增量或被种植结构潜在变化所冲抵，火电脱硝政策变化带来的增量逐步达峰。另外需警惕硫酸铵供应快速增长背景下，其对尿素需求的挤占效应。

★扩能高峰期未结束，供应端压力逐步显性化

今年下半年，随着多套新装置集中释放，尿素供需过剩压力在出口受限的背景下逐步显性化。而展望 2025 年，新疆、陕甘、江苏等地区仍有新装置即将投放，未来 2 至 3 年间预计仍将新增约 1000 万吨/年以上尿素产能。2024-2026 年尿素行业产能年化复合增速预计约为 6.6%。若尿素价格中枢维持 24 年的状态，并考虑成本端下移问题，则明年尿素产量可能突破 6900 万吨，同比增速约为 7.5%。

★出口政策预期仍为最大的不确定性因素

今年出口的长时间收紧加速了工厂的累库，而明年出口政策仍为“黑箱”，我们在此仅做出几点探讨：①明年可能至少要出口 500 万吨尿素，才有望扭转供需平衡表。②“化肥保供稳价”仍为政策主基调，出口的实质性放开可能要等到春耕基本结束后，且全面放开概率极低。但若明年上半年尿素价格下行过低，则出口信号的释放可能会略有提前。③明年下半年若俄罗斯、伊朗装置如期投放，则国际尿素供需将进一步宽松；但明年印度招标量可能略多于今年。

★投资建议

从总量逻辑上看，若明年实际出口量不及预期，则需要通过压降尿素估值中枢来压低行业开工率，以实现新的供需平衡。考虑到明年动力煤中枢或较今年下移 70 元/吨，则尿素价格可能需要阶段性突破 1600 元/吨以倒逼减产。从运行节奏上看，25 年尿素盘面价格可能呈现如下状态：低位震荡运行—需求阶段性提振叠加出口信号释放，出现脉冲式上行—预期兑现后震荡整理—实际出口量不及预期/放开出口后继续累库—再次开始杀估值，挤压边际产能。

★风险提示

出口政策超预期变化，煤炭或天然气价格大幅波动。



东方证券
ORIENT SECURITIES

期货

杨泉

化工首席分析师

从业资格号：F3034536

投资咨询号：Z0014525

Tel: 8621-63325888-1591

Email: xiao.yang@orientfutures.com

联系人：

王嘉钰

化工分析师

从业资格号：F03117867

Tel: 86-15258910387

Email: Jiayu.wang@orientfutures.com

尿素期货价格走势图中



重要事项：本报告版权归上海东证期货有限公司所有。未获得东证期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。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作任何保证，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交易建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

有关分析师承诺，见本报告最后部分。并请阅读报告最后一页的免责声明。

目录

1、前言.....	3
2、长周期看，尿素需求增速或换挡运行.....	4
2.1 粮食作物种植面积仍将增长，但节奏或放缓.....	5
2.2 单产提升带来的部分需求增量或被种植结构潜在变化所冲抵.....	7
2.3 关注氮肥内部的替代效应.....	9
2.4 火电脱硝政策变化带来的增量将逐渐达峰，此后增长回归常态.....	11
2.5 脲醛树脂和三聚氰胺需求暂难成为核心变量.....	12
3、供应端压力则仍在与日俱增.....	14
3.1 明年仍将处于本轮尿素扩能的高峰期.....	14
3.2 尿素价格中枢已有下移，但尚未击穿现金成本线，高开工释放高产量.....	15
3.3 若价格中枢维持 24 年状态，25 年尿素产量或超 6900 万吨.....	16
4、出口政策预期仍为最大的不确定性因素.....	17
5、投资建议.....	21
6、风险提示.....	22

图表目录

图表 1：尿素期货主力合约价格走势.....	4
图表 2：2015-2024 年尿素表观消费量增速.....	5
图表 3：2016-2024 年我国粮食播种面积走势图.....	6
图表 4：2016-2024 年玉米及小麦价格走势.....	6
图表 5：2023-2024 年我国部分省份粮食种植面积变化情况.....	6
图表 6：高标准农田长期建设规划.....	7
图表 7：2019-2024 年黑龙江大豆/玉米比价情况.....	8
图表 8：我国能量与油料自给率的平衡关系.....	8
图表 9：2010-2023 年中国大豆产量及进口量.....	9
图表 10：不同作物每亩尿素折纯用量.....	9
图表 11：2020-2024 年硫酸铵月度产量.....	10
图表 12：2020-2024 年硫酸铵月度出口量.....	10
图表 13：2025 年己内酰胺及 PA6 新增产能预期.....	11
图表 14：2018 年-2024 年我国火电发电量.....	12
图表 15：三聚氰胺周度产量.....	13
图表 16：三聚氰胺月度出口量.....	13
图表 17：房屋竣工面积累计值及同比增速.....	13
图表 18：房屋新开工面积累计值及同比增速.....	13
图表 19：2005-2026 年尿素行业产能情况.....	14
图表 20：2024 年-2026 年我国尿素行业扩能情况及规划.....	14
图表 21：尿素小颗粒山东市场价.....	16
图表 22：尿素行业周度开工率.....	16
图表 23：秦皇岛动力煤现货价格.....	17
图表 24：无烟煤晋城价格.....	17
图表 25：2019-2025 年尿素年度供需平衡表.....	18
图表 26：中东-中国尿素小颗粒 FOB 价差.....	19
图表 27：中国尿素小颗粒 FOB 人民币价-山东市场价.....	19
图表 28：2015-2025 年全球尿素产能变化情况.....	20
图表 29：2025 年海外尿素新增产能计划.....	20
图表 30：2023-2024 年印度尿素招标情况.....	21

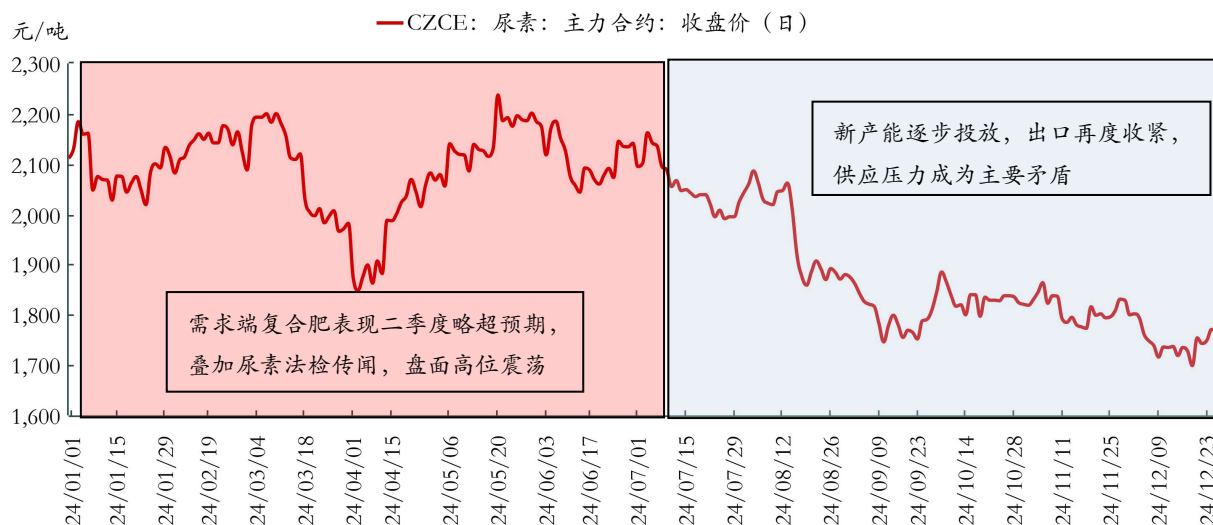
1、前言

回溯 2024，尿素价格波动较往年略有收窄，扩能兑现叠加出口受限，行业供需格局逐步向宽松切换，尿素盘面中枢整体下行。

上半年的主要矛盾在于需求端：一季度由于市场参与者对远期极度悲观，叠加需求后置问题，现实与预期出现双重打击，期现联动下行。而进入四月后，高氮肥进入生产旺季，复合肥工厂原料采购较为积极，基层备货情绪亦明显好转，整体需求增速较为超出市场预期，同时出口法检放开消息也有所传出，期现再现共振式上行。

而自三季度开始，供应压力逐步成为了主要矛盾。尿素新产能兑现较为顺利，泉盛、河南延化、陕西龙华、山东瑞星等多套装置产出合格品，尿素日产逐步提升至 19 万吨以上，供应压力明显放大。在出口持续受限的背景下，尿素供需过剩压力显性化，工厂库存大幅累积，尿素价格震荡走弱。

图表 1：尿素期货主力合约价格走势



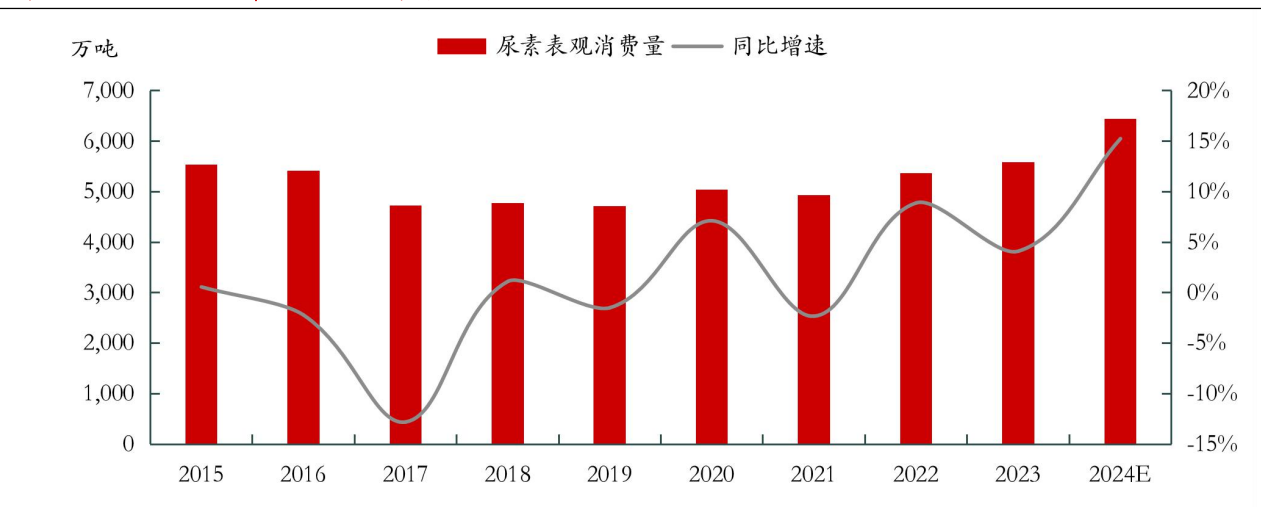
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

展望 2025 年，在尿素扩能仍将持续的背景下，我们担心其需求增长难以维持之前的斜率，冲抵明年出口潜在放开所带来的利好。在后文中，我们将首先围绕需求增速可能放缓的原因展开论述，其后探讨当前估值中枢下的潜在过剩量，并尝试探索出口“黑箱”。

2、长周期看，尿素需求增速或换挡运行

近年尿素表需增长速度较快，2019-2024 年间的年化复合增长率高达 6.5%。在本小节中，我们将在分析近年尿素需求增长成因的同时，探讨后续尿素增速是否仍能维持在这么高的水平，还是将有所放缓。

图表 2：2015-2024 年尿素表观消费量增速



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

2.1 粮食作物种植面积仍将增长，但节奏或放缓

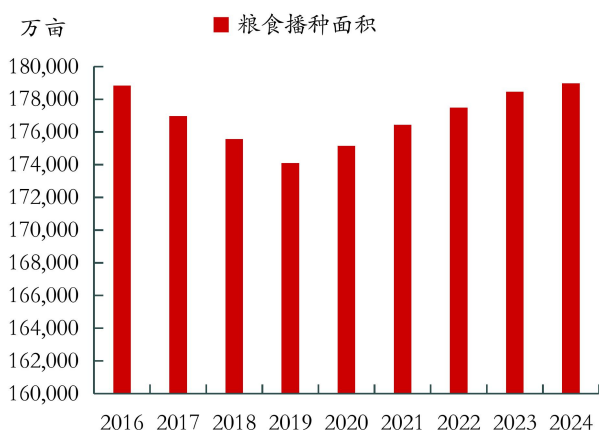
从总量维度上看，2019 年后粮食作物种植面积重回增长轨道或是尿素需求高增的重要因素。

在 2019 年至 2024 年期间，我国粮食播种面积逐年上升，从 17.4 亿亩上升至 17.9 亿亩，一改此前连续数年下行的态势。一方面，近年我国政府对粮食安全高度重视，相继推出了《中华人民共和国黑土地保护法》、《中华人民共和国粮食安全保障法》等法规，并划定了耕地和永久基本农田、生态保护红线、城镇开发边界三条控制线，同时自 2009 年发布《全国新增 1000 亿斤粮食生产能力规划（2009—2020 年）》后，在 2022 年及后续的中央农村工作会议中再次要求，要实施新一轮千亿斤粮食产能提升行动。在国家政策的引导下，近年粮食播种面积顺利实现回升目标。另一方面，2019 年以来，玉米等作物供需缺口显性化，粮食价格在 2019 年-2022 年间波动走高，叠加部分地区的玉米大豆等补贴增加，农民的种粮积极性在此阶段有所提升。

而展望明年，粮食作物种植面积仍将增长，但节奏可能会有所放缓。从政策指引维度来看，24 年 12 月召开的中央农村工作会议指出要“稳定粮食播种面积”，同时“严格耕地占补平衡管理，建立耕地种植用途监测体系”，其深层内涵在于要确保耕地总量不减少、质量不降低。分省份来看，新疆仍有较大的开荒拓面积的潜力。当地政府提出“稳

小麦”“扩玉米”，通过强化耕地用途监管，支持复垦撂荒地、间套复种等方式，挖掘粮食面积潜力。这也是在上年粮食收益一般的情况下，新疆仍然实现了粮食播种面积明显增长的原因，并对冲了部分其他省份的减量。但从增长速度来看，受制于主粮种植利润的疲软，市场目前对25年玉米等作物播种面积的增速预期并不高，对尿素的农需增速或同步走低。

图表 3：2016-2024 年我国粮食播种面积走势图



资料来源：国家统计局，东证衍生品研究院

图表 4：2016-2024 年玉米及小麦价格走势



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 5：2023-2024 年我国部分省份粮食种植面积变化情况

省份	2023 (千公顷)	2024 (千公顷)	同比增速	省份	2023 (千公顷)	2024 (千公顷)	同比增速
黑龙江	14743.1	14754	0.07%	江西	3774.3	3774.6	0.01%
河南	10785.3	10777.1	-0.08%	辽宁	3578.4	3577.5	-0.03%
山东	8387.9	8412.6	0.29%	山西	3161	3151.6	-0.30%
安徽	7334.5	7344.9	0.14%	陕西	3023	3031.9	0.29%
内蒙古	6984.7	7011.8	0.39%	广西	2834.7	2841.8	0.25%
河北	6455.2	6460.1	0.08%	新疆	2824.8	2960	4.79%
四川	6404	6405.9	0.03%	贵州	2773.8	2771.4	-0.09%
吉林	5825.6	5853.8	0.48%	甘肃	2710.9	2715.9	0.18%
江苏	5458.9	5475.5	0.30%	广东	2229.5	2236.8	0.33%
湖南	4763.5	4773.4	0.21%	重庆	2025.9	2031.9	0.30%
湖北	4707	4722.6	0.33%	浙江	1024.7	1047	2.18%
云南	4243.2	4246.8	0.08%	福建	841.1	844.4	0.39%

资料来源：国家统计局，东证衍生品研究院

2.2 单产提升带来的部分需求增量或被种植结构潜在变化所冲抵

对于尿素农业需求来说，除了上一小节提到的作物种植面积外，单位面积施肥量也是一个重要的影响因素。在过去三年里，单产提升大背景下，单位面积的尿素施用量也在呈现提升状态，但在未来这一驱动是否还是会如之前那么强劲呢？还是在边际上会略有减弱？

一方面，粮油作物大面积单产提升行动仍在持续推进，尿素需求仍有增长预期。在《新一轮千亿斤粮食产能提升行动方案（2024—2030 年）》中提出，2030 年粮食单产水平达到每亩 420 公斤左右。而 2024 年我国粮食单产为 394.7 公斤/亩，距离此目标仍有一定的提升空间。具体行动来看，我国正在持续加强高标准农田建设，目前已累计完成高标准农田超过 10 亿亩，中央也在 2024 年运用部分超长期特别国债支持高标准农田建设任务，中央财政对高标准农田建设的亩均补助标准由 1300 元提高到 2400 元，同时取消地方对产粮大县的资金配套要求，且明年预计将继续加码。另外，合理密植、水肥一体、滴灌等技术的推广也有效推动了粮食的增产，并带来了尿素需求的增量。

图表 6：高标准农田长期建设规划

时间节点	高标准农田建设成果及目标
2023 年年底	已累计完成高标准农田超过 10 亿亩
2024 年一季度	完成新建和改造提升高标准农田面积约 1000 万亩、开工在建面积约 4435 万亩
2025	建成高标准农田 10.75 亿亩，并改造提升现有高标准农田 1.05 亿亩，以此稳定保障 1.1 万亿斤以上粮食产能
2030	建成高标准农田 12 亿亩，并改造提升现有高标准农田 2.8 亿亩，以此稳定保障 1.2 万亿斤以上粮食产能

资料来源：《全国高标准农田建设规划(2021-2030 年)》，东证衍生品研究院

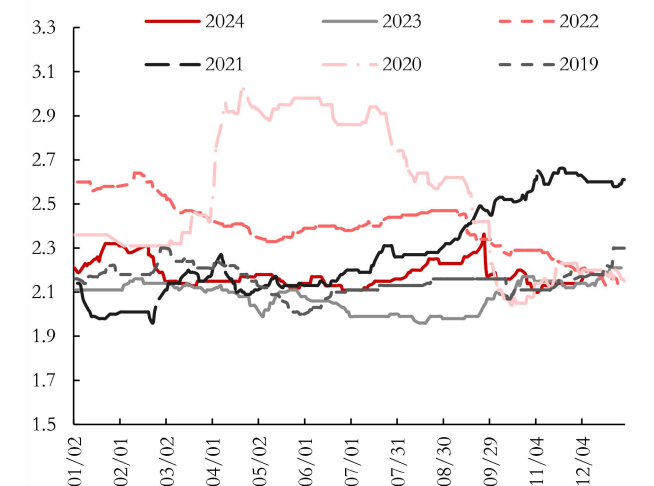
但从另一维度来看，后续种植结构的内部调整或冲抵上述部分尿素需求增量。

首先，从潜在贸易摩擦的视角来看：随着玉米等能量谷物的单产持续提升，我国自给率也在持续提升，并且近年玉米小麦的替代品结构、进口来源国也在持续多样化，拥有一定的储备库存，潜在贸易摩擦对其所带来的风险相对可控。但粮食安全的内涵不仅仅在于能量谷物，油料作物也是关键一环。若后续贸易冲突升级引发油料、蛋白粕进口受限，而玉米、小麦等能量原料单产又持续顺利提升，在保证供应充足的同时能够挤出部分面积改种其他作物，则政策可能会选择向油料作物更加倾斜，加码推广油料作物的扩种，从而降低油料和蛋白原料的进口依赖度。从种植结构上来看，可能会呈现大豆播种面积占比提升而玉米播种面积占比下降的局面。

其次，关注相对种植收益因素所带来的改种可能。2024 年东北低积温、低单产地区，存在因大豆补贴较高而改种大豆的现象，大豆-玉米套作亦略有增加，此外也有少量土地改种其它相对收益更高的小品种作物，如花生等。目前黑龙江大豆/玉米比价与去年同期基本相当，大豆-玉米种植补贴差预计继续保持高位；2024 年花生价格虽然也持续下跌，但种植收益仍然高于玉米。因此从利润的维度看，部分区域玉米改种大豆的情况可能也会增加。

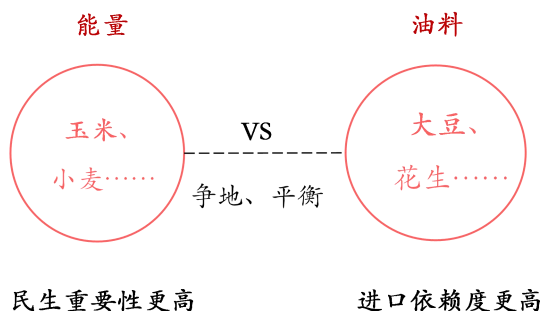
而对于尿素需求来说，不同作物的每亩尿素折纯用量存在较大差异，玉米、小麦等作物的每亩尿素折纯用量要明显高于大豆，这意味着大豆种植面积占比理论上是与尿素需求量呈现负相关关系的。因此未来潜在的种植结构的内部调整或部分冲抵玉米单产提升带来的尿素需求增量。

图表 7：2019-2024 年黑龙江大豆/玉米比价情况



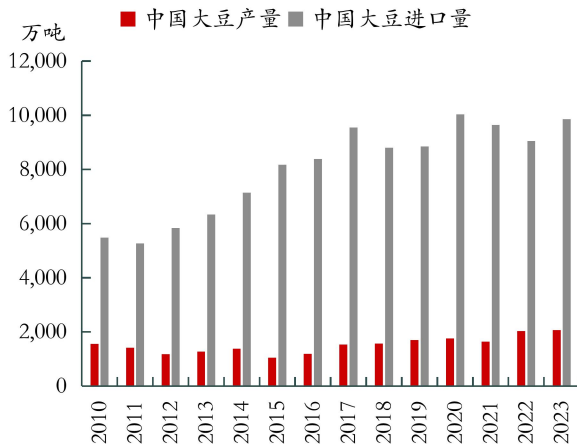
资料来源：Myagric，东证衍生品研究院

图表 8：我国能量与油料自给率的平衡关系



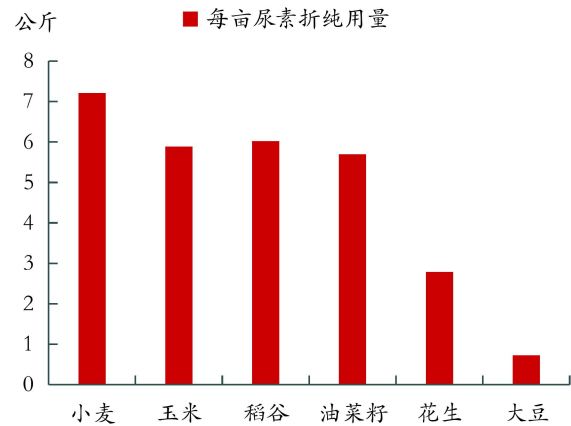
资料来源：东证衍生品研究院

图表 9：2010-2023 年中国大豆产量及进口量



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 10：不同作物每亩尿素折纯用量



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

2.3 关注氮肥内部的替代效应

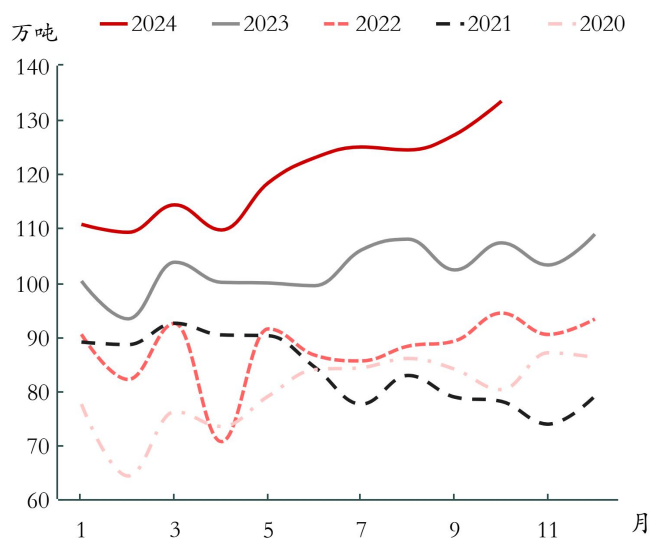
第三个问题是在硫酸铵供给高增背景下，后续可能需要注意其在氮肥内部对尿素需求的潜在替代效应。

①从现状来看，随着己内酰胺产能的快速扩张，其副产的硫酸铵也在大幅增加：今年 1-10 月硫酸铵产量达到 1195 万吨，与去年同期相比增长 17.2%，增量主要由己内酰胺副产所贡献。在 2023 年时，焦化副产与己内副产的产量占比分别为 30%、44%，但目前己内酰胺副产的硫酸铵在总产量中的占比已经超过了 50%。

②展望明年，己内酰胺产能增速仍将保持在 10% 左右。同时其下游 PA6 明年预计仍有百万吨级别的新产能投放，产能增速或在 13% 以上。再往下走，锦纶民用丝也正在经历大投产浪潮，2025 年规划投产也将达到百万吨级别。据产业内头部企业永荣预测，2025 年尼龙民用纺丝产量将达到 380 万吨（目前的年产量约为 330 万吨），2026 年将达到 470 万吨以上。2025 年锦纶产业链扩能呈现金字塔型，锦纶民用丝产能增速>PA6>己内酰胺。从终端需求来看，锦纶具有重量轻、高弹性、耐磨损、抗撕裂、耐水性等优良特性，因此广泛应用于户外领域及功能性服装中（如冲锋衣、防寒服、速干衣、瑜伽服、户外帐篷、登山包等），户外热潮的兴起有力支撑了锦纶需求，据 Euromonitor 测算，2025-2028 年户外鞋服市场规模年化符合增速仍将在 10% 以上。并且大量的终端产能释放也将加深锦纶、锦氨面料对传统涤纶市场的争夺强度与替代程度，并进一步引导服饰消费观转变，从而长远支撑己内酰胺需求。这意味着明年己内酰胺可能依旧维持较高的开工，从而带来硫酸铵的高增速。

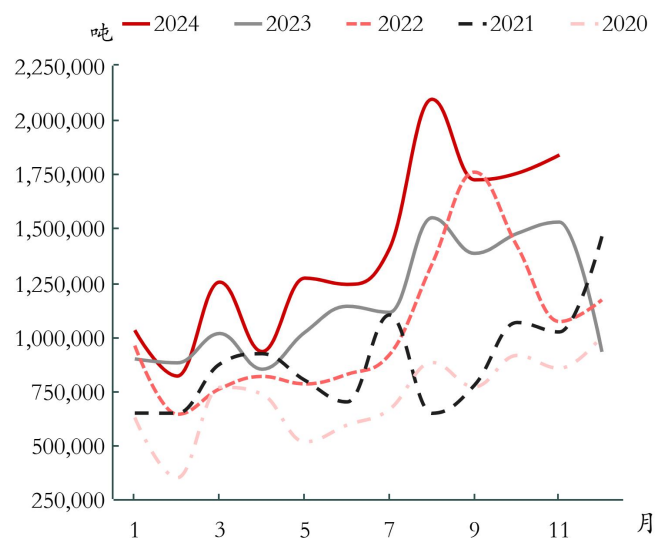
③而在 2024 年，硫酸铵的供应增量大部分被出口所消化，今年 1-11 月我国硫酸铵累计出口 1535 万吨，同比增长 19.5%。今年我国尿素出口受限，但海外农业生产对氮肥的需求则依然存在且具有一定刚性，因此其他氮肥品种如硫酸铵的需求就会相应增加。硫酸铵生产企业亦趁此机会填补市场空白，对尿素出口的缺位起到了很好的替代作用。但若明年尿素出口放开，则对应的替代逻辑或被削弱，部分硫酸铵货源流向可能将再度转回国内，反过来挤占部分尿素内需。

图表 11：2020-2024 年硫酸铵月度产量



资料来源：卓创资讯，东证衍生品研究院

图表 12：2020-2024 年硫酸铵月度出口量



资料来源：卓创资讯，东证衍生品研究院

图表 13：2025 年己内酰胺及 PA6 新增产能预期

	企业	省份	产能（万吨/年）	预计投产时间
己内酰胺	广西恒逸	河南	60	预计 25 年年中试车
	福建永荣	山东	10	技改扩能，预计 25 年上半年
	兖矿鲁南	湖南	10	技改扩能，预计 25 年上半年
	2025 年预计新增产能		80 万吨/年	
PA6	神马普利	河南	14	2024 年底
	山东聚合顺鲁化	山东	4	2025Q2
	常德聚合顺	湖南	10	2025Q1
	恒逸新材料	广西	60	2025 年年中
	湖南岳化新材料	湖南	15	未定
	嘉华再生尼龙	江苏	7	未定
	天岳（天门）新材料	湖北	30	2025Q4
	2025 年预计新增产能		126 万吨/年（若将神马 24 年底产能纳入，则为 140 万吨/年）	

资料来源：卓创资讯，东证衍生品研究院

2.4 火电脱硝政策变化带来的增量将逐渐达峰，此后增长回归常态

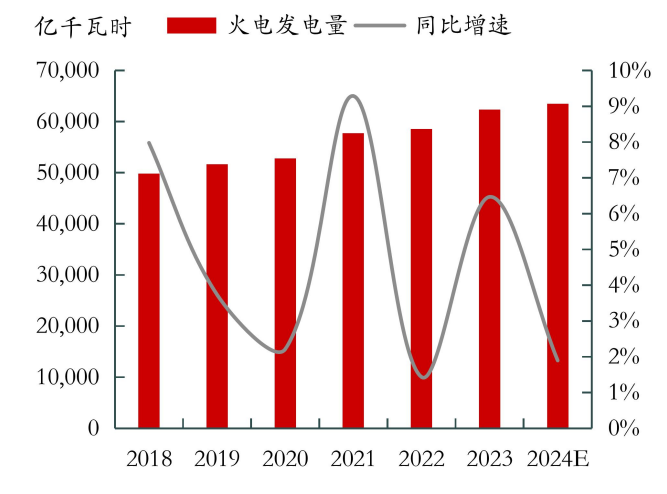
火电脱硝即在火力发电过程中，针对燃烧产生的氮氧化物进行处理，以减少其排放到大气中的技术手段与过程。近年政策端的变化（要求用尿素替代液氨作为还原剂）极大推动了电厂尿素用量的增长，火电脱硝需求占比从此前的 3% 增长逐步至 7% 左右。

具体来看，虽然此前也有关于火电厂脱硝及还原剂选择的政策条文，并提及对液氨储存、使用的安全要求等内容，但真正开始推进的节点为 2019 年。在该年江苏响水发生重大爆炸事故后，《国家能源局综合司关于切实加强电力行业危险化学品安全综合治理工作的紧急通知》发布，要求积极推进重大危险源管控及改造，开展液氨罐区重大危险源治理，加快推进尿素替代升级改造进度。而在 2022 年，国家能源局正式明确了全面改造完成的时间点，印发《电力行业危险化学品安全风险集中治理实施方案》，方案中要求全国公用燃煤电厂的液氨一级、二级重大危险源尿素替代改造工程要于 2022 年 12 月底前完成，液氨三级、四级重大危险源尿素替代改造工程要于 2024 年底前完成。

进一步测算火电脱硝政策变化带来的尿素需求增量及未来预期：假设 24 年火电发电量达到 6.4 万亿千瓦时，尿素对液氨的实际替代率为 80%（24 年全年均值），则每亿千瓦时对应尿素用量约 60 吨（不同电厂用量存在较大差异，此处为加权估测值），24 年全年尿素用量预计约为 400 万吨，相较 2023 年的用量或增加 100-120 万吨左右。展望 2025 年，尿素替代液氨所带来的增量达到峰值，火电脱硝方面的全年尿素用量约在 480-500

万吨。后续替代效应消失，预计相关需求增长将回归 4%-5% 的常态，与火电发电量增速呈线性相关。

图表 14：2018 年-2024 年我国火电发电量



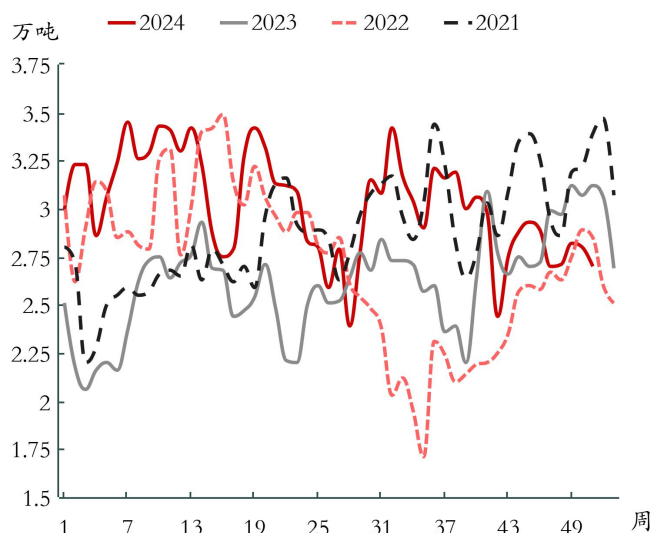
资料来源：上海钢联，东证衍生品研究院

2.5 脲醛树脂和三聚氰胺需求暂难成为核心变量

脲醛树脂是木材领域的主要粘合剂，人造板是脲醛树脂最大的下游，而三聚氰胺则主要用于生产三聚氰胺甲醛树脂，终端为建材、家居、塑料等领域。因此脲醛树脂与三聚氰胺均与地产链景气度挂钩较紧。近两年由于地产链景气度大幅下滑，故脲醛树脂与三聚氰胺需求均受到较大冲击。不过受益于板材海外需求高增以及塑料端需求占比提升，三聚氰胺在建材需求端的弱势被部分冲抵，整体产量波动不大。对 2023 年与 2024 年产量进行加总后可以发现，其基本与 21-22 年间的总量持平。

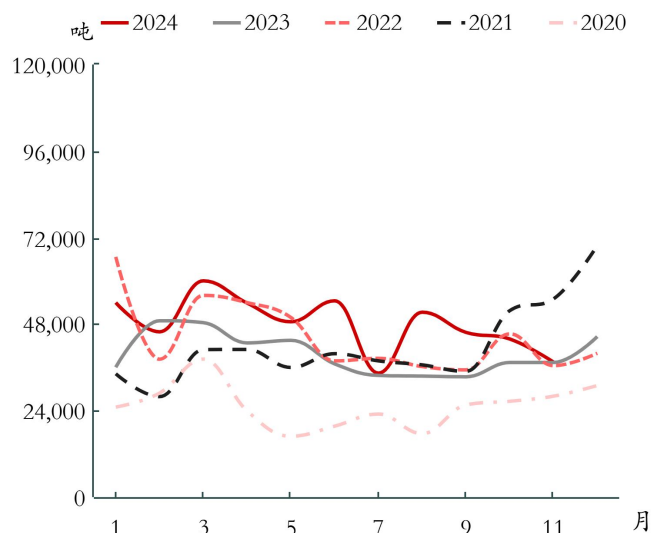
展望 2025 年，我们认为相关需求将继续延续低波动态势，对尿素的定价权重将处于一个较低的位置。虽然伴随着限购等政策的进一步放松，地产高频成交数据在四季度开始出现好转。但商品房去库存仍然任重道远，非一朝一夕能够完成，市场投资的意愿和信心也仍偏低，地产需求的修复依然会是比较渐进和温和的。并且从传导路径看，新开工面积下滑向竣工端的传导尚未结束，明年地产竣工端增速预计维持负增速。地产链上的政策预期暂时较难对三聚氰胺及脲醛树脂需求起到明显的刺激作用。

图表 15: 三聚氰胺周度产量



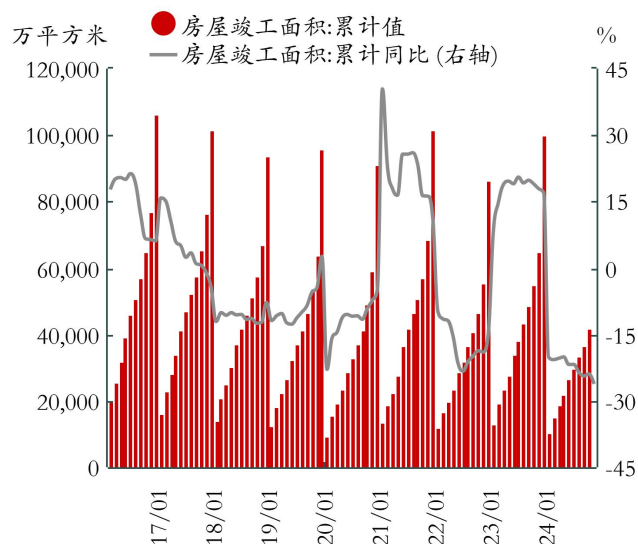
资料来源: 上海钢联, 东证衍生品研究院

图表 16: 三聚氰胺月度出口量



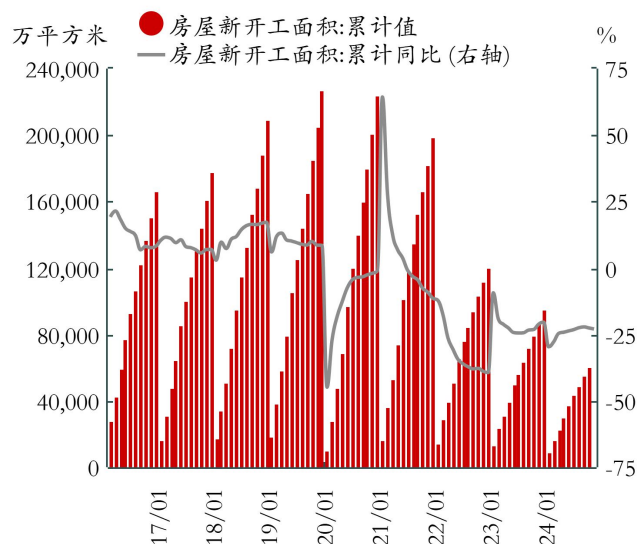
资料来源: 上海钢联, 东证衍生品研究院

图表 17: 房屋竣工面积累计值及同比增速



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 18: 房屋新开工面积累计值及同比增速



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

综上所述,近年粮食作物种植面积的持续增长、单产的提升以及脱硝政策的变化使得尿素需求快速增长,2019-2024年间的年化复合增长率高达6.5%(剔除库存因素,增速也在6%附近)。但展望明年,尿素需求增速可能会回归至4%左右,主要原因在于粮食作物种植面积增长节奏正在放缓,单产提升带来的部分需求增量或被种植结构潜在变化所冲抵,火电脱硝政策变化带来的增量逐步达峰。另外需注意氮肥内部的替代问题,警惕硫酸铵供应快速增长背景下,其对尿素需求的挤占效应。

3、供应端压力则仍在与日俱增

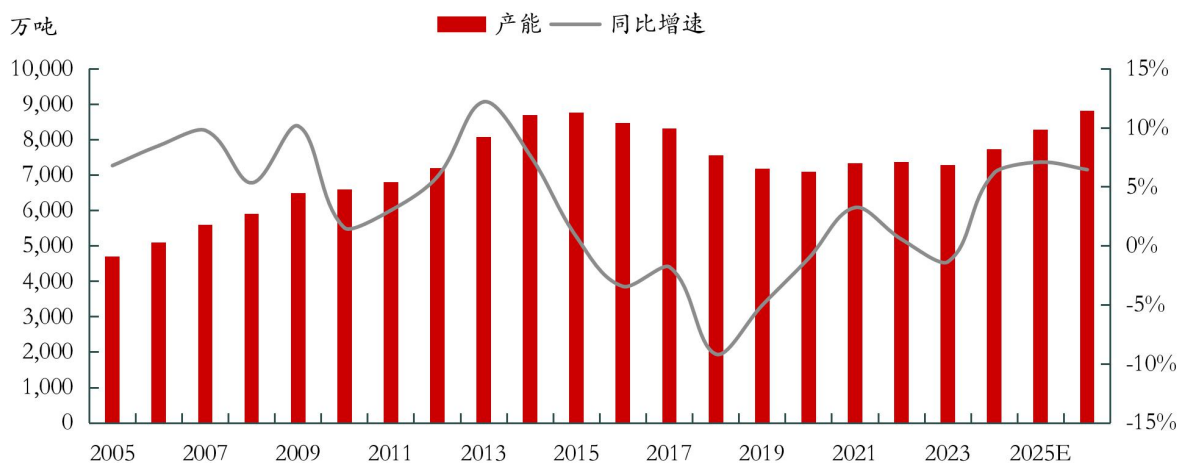
3.1 明年仍将处于本轮尿素扩能的高峰期

复盘尿素近十年的产能变化周期，可以发现受到环保政策收紧、土地审批限制、天然气补贴与运费补贴优惠政策取消，以及因利润原因部分企业转成液氨及甲醇等因素影响，尿素行业在2016年后进入了去产能周期。2020年时尿素行业产能较2015年减少了约1600万吨/年。

但自2021年开始，随着新型煤化工技术的发展，航天炉等新型煤化工装置快速普及，尿素生产成本有所降低。叠加尿素行业供需缺口再度出现，尿素利润明显回升，市场重新进入扩产周期，近三年新增产能超过千万吨。在出口受限下，大量的扩能导致了尿素行业供应压力快速上行，并在2024年下半年显性化，供需再次逐步转入过剩局面。

展望2025年，尿素行业仍将处于扩能的高峰期，新疆、陕甘、江苏等地区均有新装置即将投放，未来2至3年间预计仍将新增约1000万吨/年以上尿素产能。2024-2026年尿素行业产能年化复合增速预计约为6.6%。

图表 19：2005-2026 年尿素行业产能情况



资料来源：卓创资讯，东证衍生品研究院

图表 20：2024 年-2026 年我国尿素行业扩能情况及规划

企业名称	产能 (万吨)	原料	计划投产时间
兖矿鲁南	40	煤头	2024 年 5 月投产
安徽泉盛	80	煤头	2024 年 7 月投产
河南延化	80	煤头	2024 年 8 月投产

陕西龙华	80	煤头	2024 年 8 月投产
山东瑞星	80	煤头	2024 年 8 月投产
华鲁恒升	52	煤头	2024 年 11 月投产
陕西陕化	80	煤头	2024 年 12 月试车
合计产能	492		
陕西龙门	40	焦炉气	2025
甘肃刘化白银	70	煤头	2025
江苏晋煤恒盛	80	煤头	2025
旭阳中燃	52	煤头	2025
新疆奥福	50	天然气	2025
新疆新冀	120	煤头	2025
建元煤焦化	40	煤头-焦炉气	2025
山东晋控日月新材料	26	煤头	2025
陕西龙门	40	焦炉气	2025
合计产能	558		
安阳中盈	100	煤头	2025/2026
内蒙古大地云天化	52	煤头	2025/2026
新疆心连心	52	煤头	拟建中
新疆中能万源	80	煤头	拟建中
湖北华强	80	煤头	拟建中
阳煤沧州正元	80	煤头	拟建中
晋开化工	80	煤头	拟建中
亿利化学	52	煤头	拟建中
阳煤山西	52	煤头	拟建中
塔石化	120	气头	拟建中
合计产能	748		

资料来源：卓创资讯，东证衍生品研究院

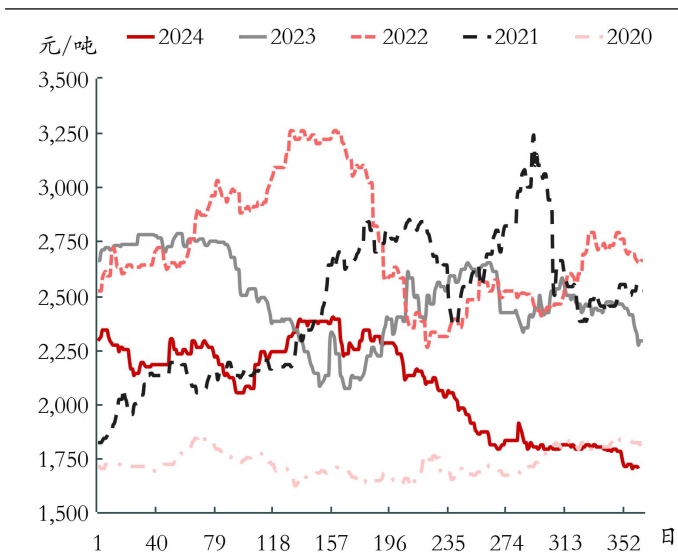
3.2 尿素价格中枢已有下移，但尚未击穿现金成本线，高开工释放高产量

从开工情况来看，尿素行业近两年利润一直处于较佳状态，行业开工一直维持在较高水平。特别在 2024 年，尿素行业全年开工率中枢达到了 84%（相较 2021 年提升了约 10%），这意味着除了一些检修原因，大部分尿素工厂均处于高负荷状态运行。

即使是在 24 年四季度，尿素出厂价及市场价均快速下滑，山西个别厂家出厂价一度逼近 1600 元/吨，但煤头开工率依旧维持在较高水平，停减产装置主要为气头的季节性检修。其本质原因在于，随着年末煤价的坍塌式下行，尿素生产成本也随之大幅下滑，按

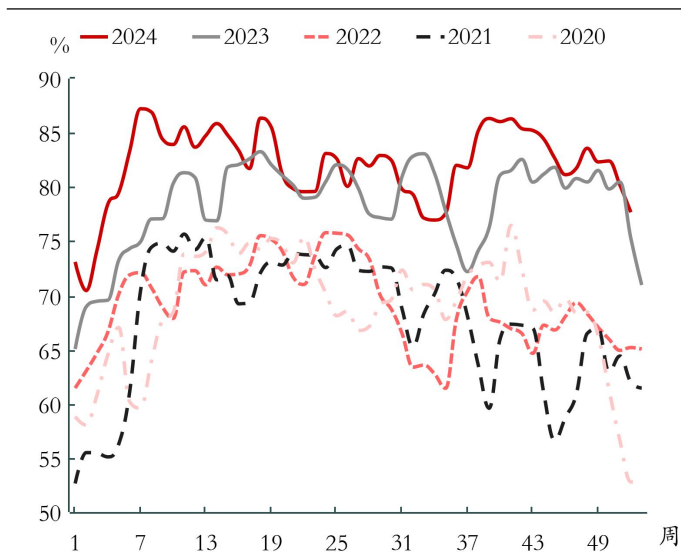
照最新动力煤及无烟煤价格核算，尿素固定床装置的现金流成本仅约为 1565 元/吨。这意味着当前尿素价格仍尚未击穿现金成本线。高扩能速度叠加高开工率，2024 年尿素产量预计约为 6420 万吨，同比增速为 6.72%。

图表 21：尿素小颗粒山东市场价



资料来源：上海钢联，东证衍生品研究院

图表 22：尿素行业周度开工率



资料来源：上海钢联，东证衍生品研究院

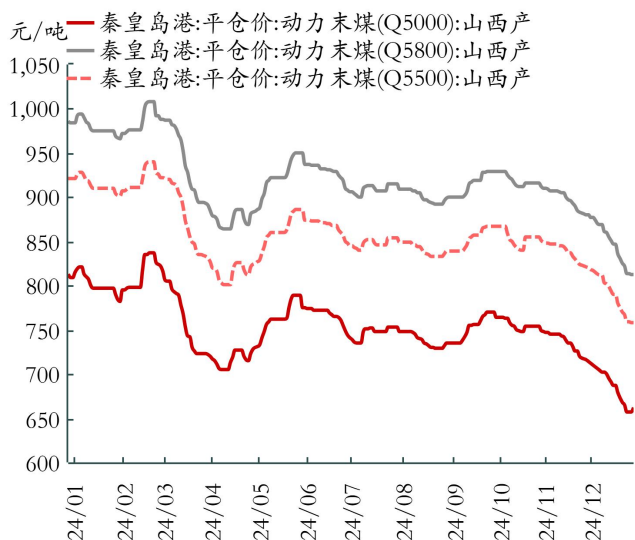
3.3 若价格中枢维持 24 年状态，25 年尿素产量或超 6900 万吨

展望 2025 年，若尿素价格中枢维持 24 年的状态，并考虑明年的成本端情况及尿素扩能节奏，则 25 年全年尿素产量可能突破 6900 万吨。

从尿素成本端看，据我们动力煤分析师研究，2025 年煤炭供需依然维持宽松态势，国内总体过剩约 1800 万吨。持续过剩叠加高库存，2025 年或持续见证高边际成本的试探和挤出，从而在更低的价格达到均衡。长期来看，伴随全球去碳和储能推进，煤价以及其他能源中枢将继续下移。2025 年，全国电力售价在 2025 年平均下降 3 分钱以上，对应煤价下调约 80 元/吨。预计明年国内 5500K 动力煤港口价格中枢下移约 70 元/吨至 800 元/吨附近，刚性成本支撑约 650-690 元/吨，对标印尼进口煤成本和国内部分煤矿长协价。

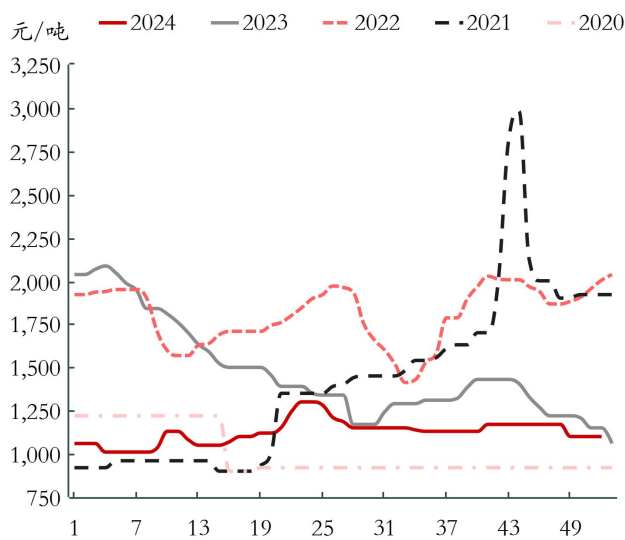
在此背景下，若明年尿素价格中枢不同步下移，则尿素的利润将被动扩张（25 年尿素边际煤头装置的现金流成本线中枢或下移至 1600 元/吨以内），这意味着行业开工率中枢可能保持在 85%-86% 附近。考虑明年的实际扩能节奏，全年加权产能预计约为 8025 万吨/年，全年尿素产量可能超过 6900 万吨，同比增速约为 7.5%。

图表 23: 秦皇岛动力煤现货价格



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 24: 无烟煤晋城价格



资料来源: 上海钢联, 东证衍生品研究院

4、出口政策预期仍为最大的不确定性因素

在前文中, 我们已经对明年的尿素国内供需做出了预测。但对于尿素的定价逻辑来说, 国内供需仅是其中一环, 出口亦占据了极高的权重。但目前我国尿素出口主要由政策主导, 且相关政策预期较为模糊, 可预测性较低。在本章节中, 我们将尝试探讨与出口相关的部分问题。

①明年尿素需要出口多少, 才能将尿素过剩的平衡表扭转回来?

今年由于出口持续受限 (全年预计仅出口不足 28 万吨, 较去年减量接近 400 万吨), 尿素在下半年逐步陷入了供需过剩的格局之中。但如果明年出口政策有所放松, 尿素能否就摆脱过剩局面呢? 理论出口量需要达到多少才能扭转平衡表呢?

基于前面两个章节的分析, 我们已得出两点结论: 第一, 如果明年尿素价格中枢不下移, 高开工率继续维持, 则在新产能的影响下, 2025 年尿素产量或超过 6950 万吨。第二, 明年尿素需求增长存在换挡运行可能, 增速或放缓至 4% 附近。

而从 2024 年的供需平衡表中可以推算出, 今年尿素的表观消费量约为 6392 万吨, 再考虑工厂库存和渠道库存累积因素, 真实需求量大概率低于 6200 万吨。那么叠加我们此前对需求增速的预期, 可估算得明年尿素真实需求量约为 6450 万吨。将产量预期与需求量预期相减, 即可算得明年可能至少要出口 500 万吨尿素, 才可能改变明年尿素累库的局面。

图表 25：2019-2025 年尿素年度供需平衡表

年份	在产产能 (万吨/年)	产量 (万吨)	同比增速	出口 (万吨)	进口 (万吨)	净出口 (万吨)	表观消费量 (万吨)
2019	6676	5187	3.55%	494	18	476	4711
2020	6773	5592	7.81%	545	0	545	5047
2021	7143	5455	-2.45%	530	5	525	4930
2022	7168	5652	3.61%	283	1	282	5370
2023	7367	6016	6.44%	425	0	425	5591
2024E	7779	6420	6.72%	28	0	28	6392（考虑社会库存累积因素，真实需求量低于 6200）
2025E	8279	6900	7.48%	?	——	——	真实需求量预计约为 6450

资料来源：卓创资讯，东证衍生品研究院

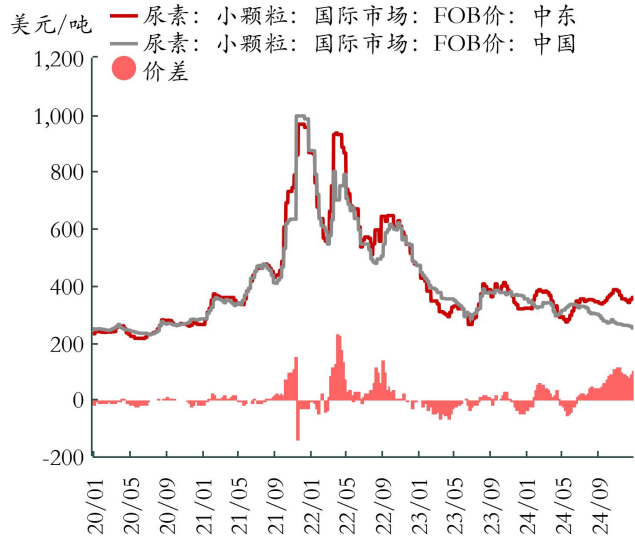
②假设能够放开出口，尿素出口的节奏可能是怎样的？

首先要明确一点，即“化肥保供稳价”仍为政策主基调，出口政策的制定与调整一般不会与主基调所背离。尿素作为粮食的“粮食”，其供应充足与价格大体稳定对于保障国家粮食安全具有极其重要的意义，近年中央的一号文件均对化肥保供稳价提出明确要求。在 2024 年 12 月 17 日至 18 日召开的中央农村工作会议中，也提出了要“确保粮食和重要农产品稳产保供”。

那么在此背景下，出口的实质性放开可能要等到春耕基本结束后，主要原因如下：①保供稳价主基调下，在明年一季度将召开的春耕会议上，我们预计发改委也会延续“要求从多方面保障春耕化肥供应量足价稳”等相关论述。②当前国内国际尿素价格差异较大，中东小颗粒港口离岸价可以达到 355 美元/吨以上，内外套利空间巨大。如果无限制放开出口，则可能会造成尿素货源阶段性快速外流与价格的大幅上行，不利于春耕用肥的顺利推进。

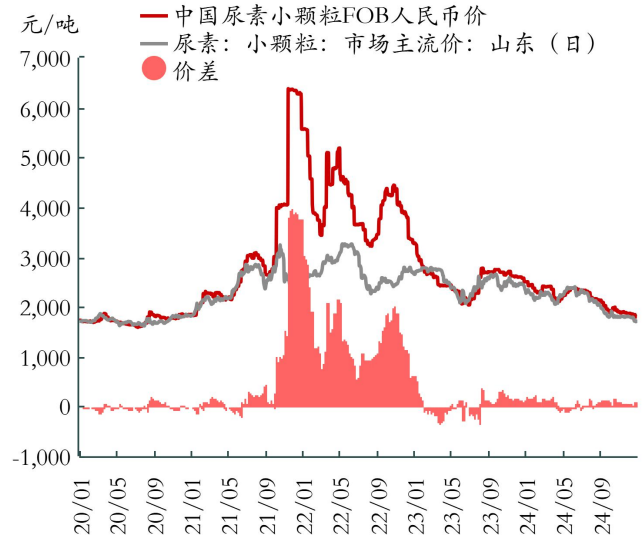
因此，我们倾向于明年 6 月后才有可能见到**实质性出口**，但若明年上半年尿素价格下行过低，工厂出现较大规模减产，则**出口信号的释放**可能会略有提前，以稳定价格、保证供应。此外，全面放开出口的概率也不高，部分限制预计将继续存在。

图表 26：中东-中国尿素小颗粒 FOB 价差



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 27：中国尿素小颗粒 FOB 人民币价-山东市场价



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

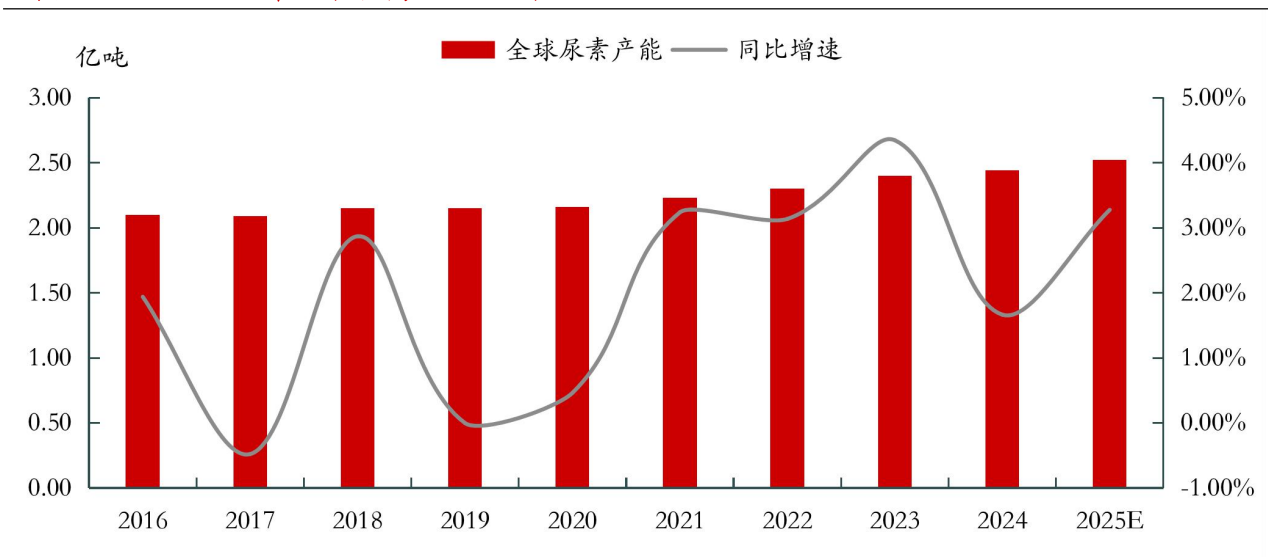
③明年下半年国际尿素供需或边际走弱，关注放开出口带来的利好持续性

今年由于出口大幅受限，因此国内价格与国际价格基本呈现双轨制运行，内外价格联动机制失效。但若明年年中出口政策能有放松，则届时的海外尿素供需情况对内盘价格的重要程度将明显提升。

关于明年的海外市场来看，我们认为要关注以下几点：

(1) **俄罗斯、伊朗或有供应增量于明年二季度后集中释放。**今年在中国尿素出口缺位的背景下，国际尿素价格波动区间却与 23 年基本持平，且远低于 22 年。此前国际上新投的产能在逐步兑现为产量后，国际尿素供需格局逐步转向宽松，从而带来了近两年国际价格中枢的整体下移。而展望明年，预计新增产能速度将较 24 年加快，其中俄罗斯和伊朗的装置或于二季度后集中兑现（具体装置投放预期可见下表），叠加届时中国存在放开出口可能，国际尿素供需格局走弱概率较大，价格中枢或进一步下移。

图表 28: 2015-2025 年全球尿素产能变化情况



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

图表 29: 2025 年海外尿素新增产能计划

企业名称	所在国家	产能 (万吨/年)	预计投产时间
俄罗斯联合化学公司	俄罗斯	70	2025 上半年
阿康集团	俄罗斯	38.5	2025 下半年
Hengam Petrochemical Company	伊朗	110	2025 下半年
Kermanshah Company	伊朗	70	2025
Abu Qir	埃及	扩产 20	2025
TFL	印度	127	2025 投放存疑

资料来源: Argus, 国际肥料协会, 东证衍生品研究院

(2) 从招标情况看, 印度尿素自给率正逐步提升, 但要注意印度尿素库存情况及新装置投建进度。印度近些年一直在推进自有尿素装置的建设, 致力于实现化肥自给自足的目标, 其在 2019 年后累计投放了 648 万吨/年新产能, 且未来 2-3 年内仍有 254 万吨/年新产能等待释放。在 2023/2024 财年里, 印度尿素自给率已经提升至 87%, 较前一年度增长了 11%。而从今年的招标情况来看, 其自给率正在进一步提升: 2024 年印度共招标 415 万吨 (按船期计算, 不包括今年 12 月的招标, 但包含去年 12 月的招标), 而 2023 年印度招标量为 560 万吨。展望明年, 我们认为印度招标量将取决于其新装置能否如期投放, 同时也需注意库存因素。印度 TFL 的 127 万吨/年装置原定于 24 年投产, 但因各种因素影响, 其建设进度极其缓慢。截止 24 年 10 月底, TFL 项目整体进度为 63.75%, 而去年同期进度已经过半, 该套装置能否在明年如期投放需要打上一个问题。同时考虑

到今年印度尿素库存较去年同期有所降低，对明年的印度招标量预期可能不能给的太低。

图表 30：2023-2024 年印度尿素招标情况

招标负责机构	开标日期	船期	标购量（万吨）	中国供货量（万吨）
IPL	2023/3/3	2023/6/1	110	0
RCF	2023/5/31	2023/7/17	58.5	5
IPL	2023/8/18	2023/9/26	176	119
RCF	2023/9/4	2023/11/15	52.5	5
IPL	2023/10/5	2023/12/10	163	42
2023 年合计			560	171
NFL	2023/12/21	2024/2/29	64.7	0
RCF	2024/3/15	2024/5/20	34	0
IPL	2024/7/8	2024/8/27	43.4	0
NFL	2024/8/29	2024/10/31	113	0
RCF	2024/10/3	2024/11/20	56.9	0
IPL	2024/11/11	2024/12/25	102.8	0
2024 年合计			415	0
RCF	2024/12/20	2025/2/10	意向购买量为 100	预计为 0

资料来源：印度化肥部，公开资料整理，东证衍生品研究院

综上所述，明年尿素需要至少出口 500 万吨才能实现供需平衡。但从时间节点上来看，尿素出口的实质性放开可能至少需要等到明年春耕基本结束之后。而明年下半年全球尿素供需或趋于宽松，叠加尿素出口放开后硫酸铵货源的再度转向将冲抵部分利好，出口刺激的强度和持续性可能略低于预期。因此在出口放开兑现后，尿素工厂可关注逢高卖出套保机会。

5、投资建议

综合来看，尿素行业在 2025 年将面临供应继续高增、需求斜率放缓以及库存同比高位的局面，能否扭转平衡表的核心在于出口环节。从总量逻辑上看，若明年实际出口量不及预期（低于 500 万吨），则需要通过压降尿素估值中枢来压低行业开工率，以实现新的供需平衡。考虑到明年动力煤中枢或较今年下移 70 元/吨，则尿素价格可能需要阶段性击破 1600 元/吨以倒逼减产。

从运行节奏上看，25 年尿素盘面价格可能呈现如下状态：低位震荡运行—需求阶段性提振叠加出口信号释放，出现脉冲式上行—预期兑现后震荡整理—实际出口量不及预期/放开出口后继续累库—再次开始杀估值，挤压边际产能。对于尿素工厂来说，在盘面受出口信号释放等因素扰动而阶段性上行时，逢高卖出套保、锁定远月生产利润可能还是较优解（价格上沿可参考 24 年旺季估值水平，并考虑库存差异，向上突破 2050 元/吨概率较低）。

6、风险提示

出口政策超预期变化，煤炭或天然气价格大幅波动。

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3 个月）	中期（3-6 个月）	长期（6-12 个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于 2008 年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

自成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持以金融科技助力衍生品发展为主线，通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力，坚持市场化、国际化、集团化发展方向，朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼21楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com