



五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

供应压力依旧较大

尿素半年报

2025/06/06



刘洁文（能源化工组）

☎ 0755-23375134

✉ liujw@wkqh.cn

👤 从业资格号：F03097315

👤 交易咨询号：Z0020397

目录

CONTENTS



01 半年度评估及策略推荐

04 供应端

02 行情回顾

05 需求端

03 期现市场

01

半年度评估及策略推荐

- ◆ **供应端：**上半年国内尿素产量维持高位增长，即便在2月份利润低点也未见明显减产，当前利润水平预计后续企业仍将维持高位开工，下半年仍有近300万吨新增产能投产，日产将继续创出历史新高，供应端高产量依旧是下半年压制国内尿素上方空间的最主要因素。原料表现弱势且后续短期难以扭转过剩局面，国内煤化工行业成本下移。总的来看，供应端下半年依旧偏利空为主，关注新增装置投产兑现情况以及装置的开停车，若无意外停车或其他利多因素出现，供应压力将逐步增大。
- ◆ **需求端：**上半年主要除了农业需求稳定增长外，复合肥2-4月份开工的大幅走高为尿素需求带来主要增量，去年年底到2月份复合肥市场表现平淡，经销商备肥积极性较低，使得后续形成供需缺口，2季度开始后春季用肥的展开造成需求集中爆发，造成供不应求格局，企业提高负荷满足市场需求。后续来看，夏季肥逐步进入尾声，企业开工逐步回落，下一波生产高峰需要等到7、8月份，短期复合肥需求支撑走弱。农业需求来看，6月国内仍有一波追肥需求，进入七月之后农需旺季逐步结束。因此下半年来看，下半年农业需求较淡，关注淡储肥节奏以及实际出口情况。
- ◆ **估值：**今年在高供应下国内整体企业库存水平明显高于往年，基差表现偏弱，09合约9月份交割属于国内农业需求淡季月份，从往年看，在目前这个节点依旧是国内旺季，盘面一般会给出较大基差后续由现货下跌去修复，但当前基差同比低位，前期在出口提振下甚至一度转为盘面升水现货，因此从基差的角度看，目前盘面估值依旧不低，当前盘面做多缺乏安全边际。从生产利润来看，目前利润处于近年中低位水平，但在目前水平下多数工艺依旧有利润，因此目前现货估值相对中性。
- ◆ **小结：**下半年供应大概率同比依旧维持高位，企业利润区间大方向向下，需求端主要关注旺季之后国内的出口情况，目前来看，去年出口基数低，今年出口同比大概率会好转，但实际幅度仍有待观察，难以对出口抱有太高预期，四季度则重点关注国内化肥淡储节奏。总体来看，需求依旧缺乏亮点，价格上行驱动有限，而下方有成本支撑，因此尿素大概率维持宽幅区间运行为主，难有大级别单边机会。

02

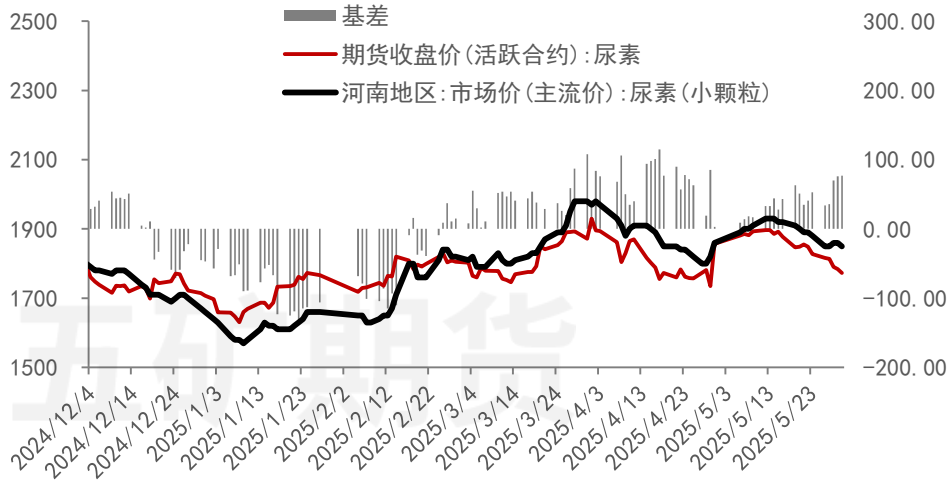
行情回顾

图1：尿素活跃合约收盘价（元/吨）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图2：上半年尿素期现走势（元/吨）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

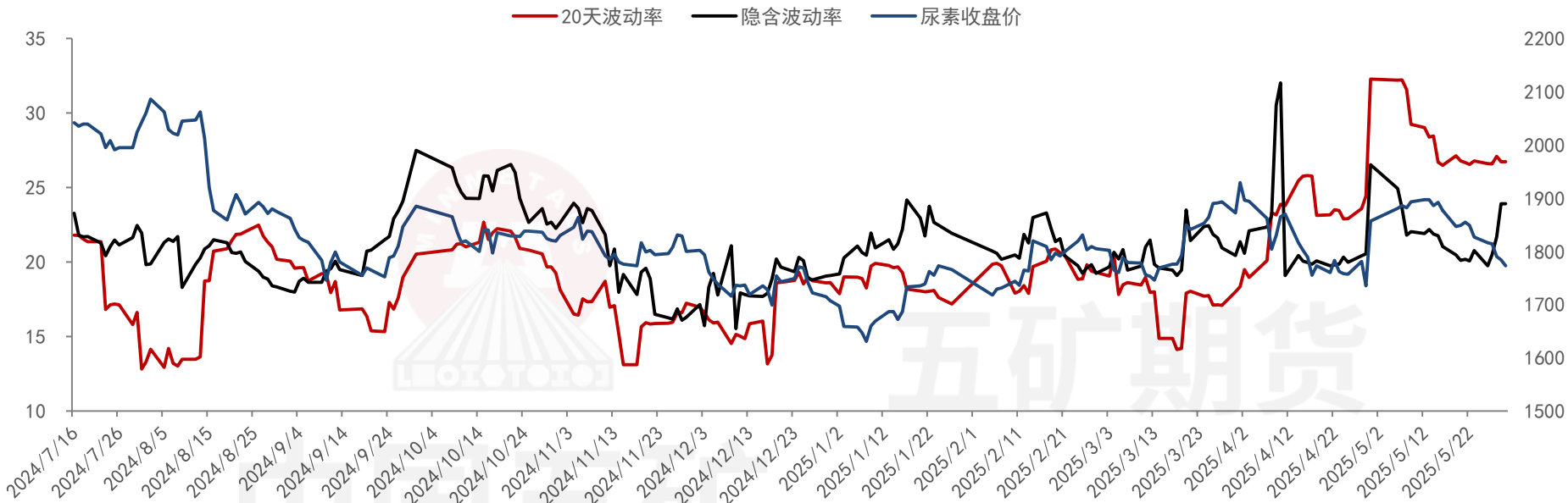
◆ 经过2024年价格的持续下跌后，尿素进入低估值区间，2025年虽然整体供应依旧处于高位且出口依旧受限，但是在其他氮肥出口大增以及国内农业用肥高增长下复合肥开工高位带动尿素需求明显增加，尿素整体估值区间逐步提升，进入二季度在出口政策持续扰动下，整体市场情绪依旧较为乐观，虽然国内库存压力持续中高位，盘面在出口政策落地之前总体保持谨慎乐观的观点。出口政策预期一直是市场多头的重要底气，在5月份政策真正落地之后市场变成利多出尽，价格反而出现高位回落。从技术层面来看，当前整体价格依旧运行在大级别的收敛形态中，因此在形态内盘面整体操作难度较大， 尿素市场上行受高供应压制，下方运行受到成本端支撑，因此除非出现更大级别的基本面驱动，不然价格大概率维持大级别震荡为主。

- ◆ 1月份价格先跌后涨，月初受前期弱势情绪延续与企业高库存影响价格持续回落，中旬1月17日周五市场传出出口放开的消息，盘面价格受此影响大幅上涨，随后消息被证伪，但价格并未出现大幅回落，此时尿素绝对价格低位，估值偏低，需求端消息的扰动容易导致价格出现大幅波动，且向上弹性大于向下。
- ◆ 2月初价格下跌主要由于节前企业收单排库，价格走强，透支部分节后需求。随着价格回调后盘面再度转为上涨，虽然企业库存高位，但盘面升水使得前期多数现货被锁定，实际流通数量较为有限，复合肥需求启动，农业返青用肥需求以及供应端故障检修装置的增多，短期内导致市场供不应求，价格出现大幅上涨。
- ◆ 3月前半部分经历2月的上涨后盘面开始回落调整，但3月20日周四市场再度传出出口将放开的消息，盘面受此影响再度大涨，虽然消息后续被证伪，但难挡市场的乐观情绪，价格依旧维持强势。在旺季需求支撑以及绝对价格较低背景下，任何利多消息总能引起市场较大的反应，3月工业需求整体较好，农需后续又有较强支撑，尿素持续下跌动力不足。
- ◆ 4月份全月价格持续震荡走弱，月底最后一个交易日价格出现大幅上涨，收复全月跌幅，月线收长下影线。清明节后美国关税政策影响商品出现无差别下跌，尿素也跟随回落，但下跌幅度相对较小。中旬之后国内迎来农需空档期且因天气影响备货推迟，下游接货较为谨慎，企业收单转差，价格开始震荡下行。在4月最后一个交易日，市场传出二铵出口以及在五一劳动节之后出口将有政策出台的消息，盘面受此影响大幅上涨。可以看到在内外价差存在以及国内绝对价格不高的背景下，出口相关消息总是能引起市场价格在短期内出现大幅走强。
- ◆ 5月份随着出口政策的落地，上半年市场最主要的利多出尽，市场开始震荡走弱。出口放开无疑可以带来部分增量需求，但需要看到的是，国内整体供应处于高位水平，出现大幅短缺的可能性较低，旺季农业需求有支撑，价格下方空间也受限，因此整体陷入区间整理。

03

期现市场

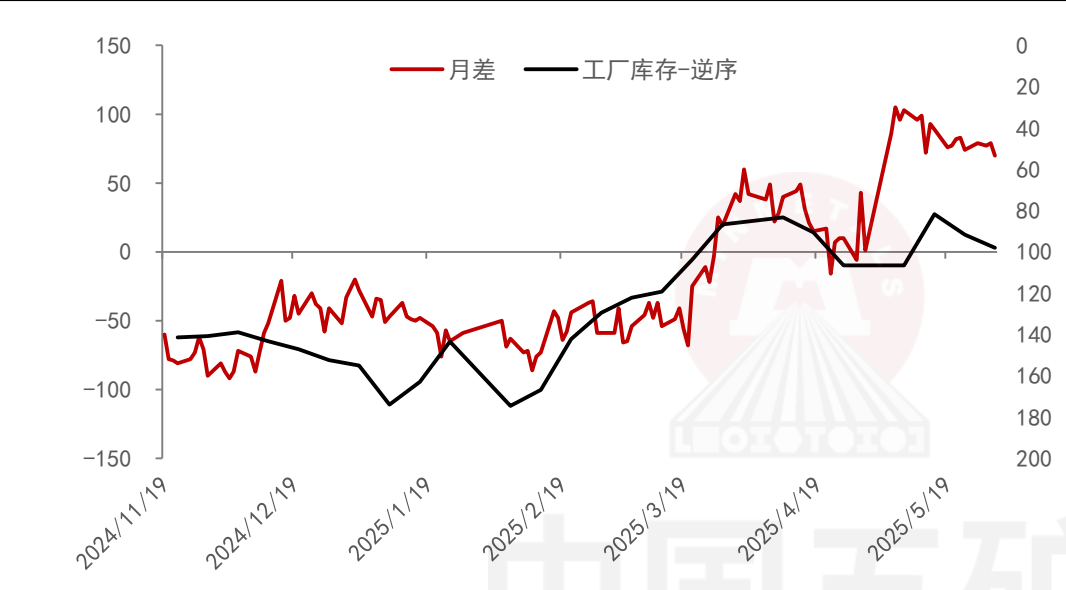
图3：尿素波动率与期货价格(%, 元/吨)



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

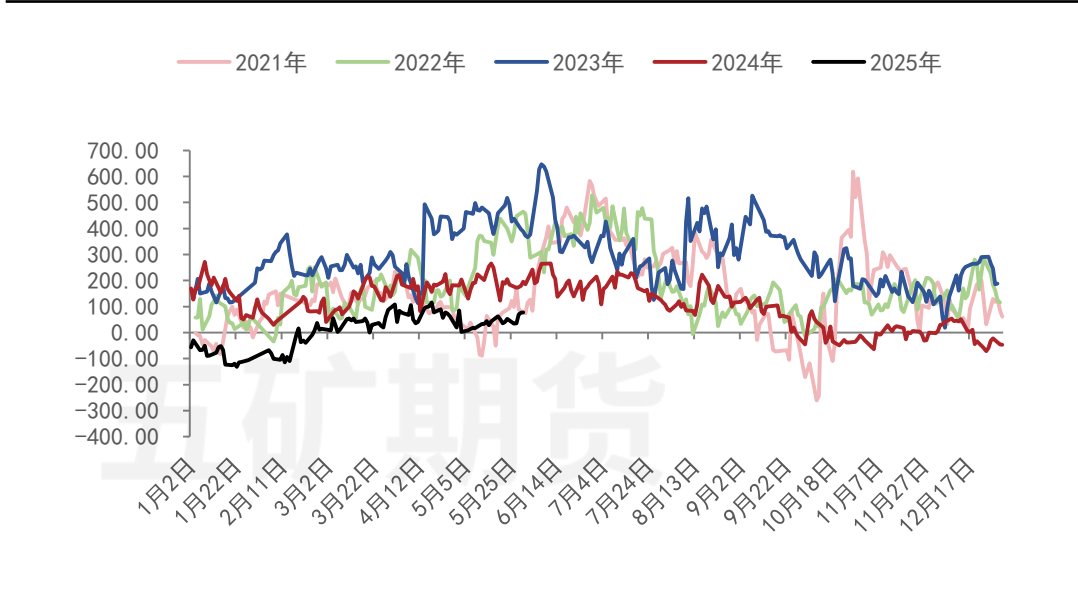
◆ 今年来看，引起尿素波动率短期内出现大幅走高的主要驱动还是出口消息的扰动，这与过去几年颇为相似，尿素本身国内高供应下企业库存水平运行区间不断抬高，库存的走高带来波动率回落，而出口消息能够快速改变大家对于短期供需格局的预期，容易引起价格的大幅波动，而一旦消息证实或者证伪，市场又会将关注重点回归到供需基本面的真实情况，下半年在国内新增装置投产下，预计价格波动率水平仍将维持趋势性回落，三季度仍要重点关注海外招标以及国内实际出口政策的变动，若是隐含波动率回落到历史低位且在可预见的未来有出口政策或其他相关因素的变动，则可以择机关注做多波动率机会，但一旦波动率在短期冲到高位，则应该考虑高波动率带来的价格风险。

图4：尿素月间价差与工厂库存（元/吨，万吨）



资料来源：钢联、五矿期货研究中心

图5：尿素主力合约基差（元/吨）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

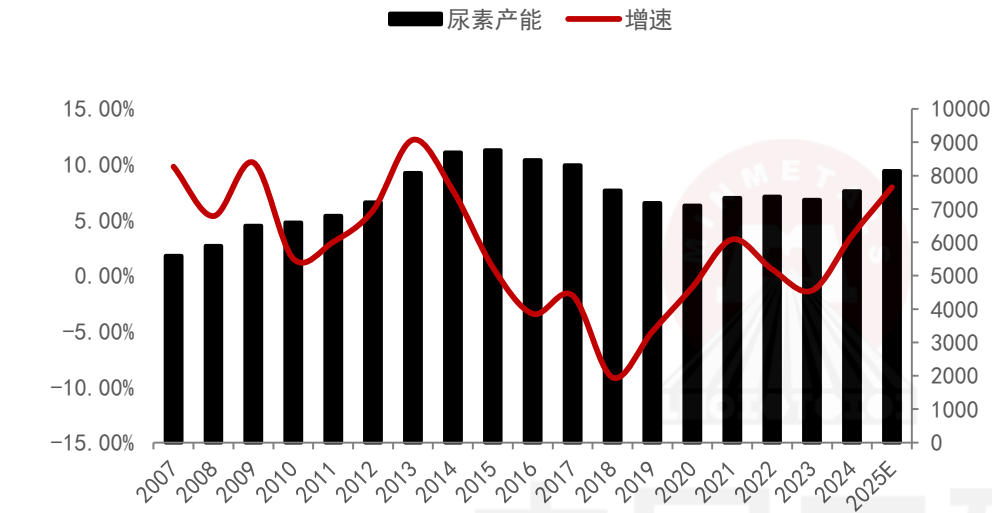
◆ 从图表来看，月间价差与企业库存保持着较为密切的负相关关系，也就是说企业库存实际上对于尿素整体的社会库存依旧起到一个比较好的反映，对于月间价差的预判可以回归到对于企业库存演变趋势的判断。从去年延续到今年2月份，企业库存受高供应影响同比持续处于高位水平且创下历史新高，月间价差创下历年新低，在3月之后随着国内农业旺季到来以及复合肥高位开工，企业库存逐步去化，月间价差逐步走强，在4月底5月初受出口消息的提振，月间价差短期内大幅冲高，随后随着消息的落地，价差开始高位回落。实际上年初月间价差持续维持在低位，基差同样也是处于低位，这使得不少显性库存实际上被锁定，实际可流通货源并没有看到的实际库存那么多，因此在现实好转或者预期改变时间，需求的走高容易出现现货短期供不应求现象，引起基差和月间价差的大幅走高。

04

供应端

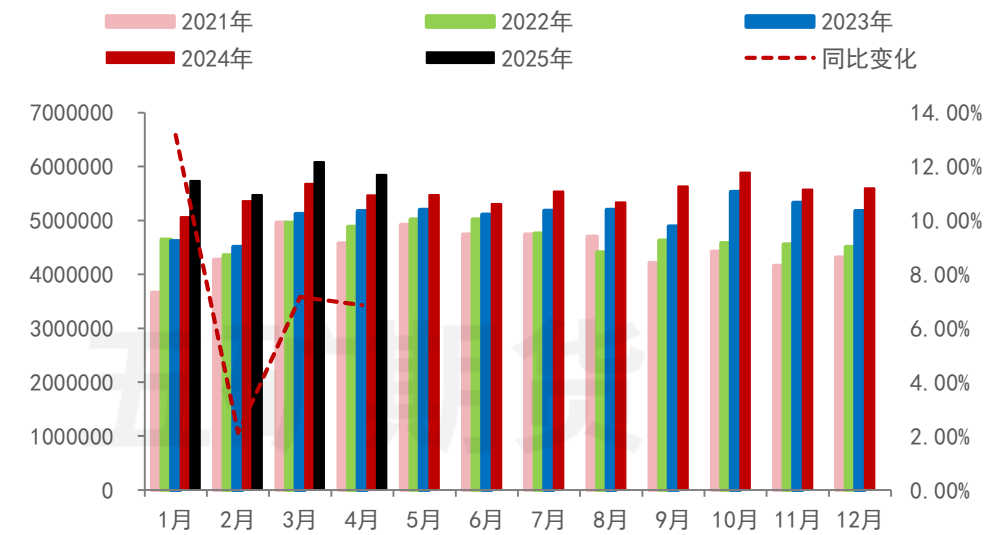
供应端：下半年产能增速依旧高位

图6：国内尿素产能（万吨，%）



资料来源：钢联、五矿期货研究中心

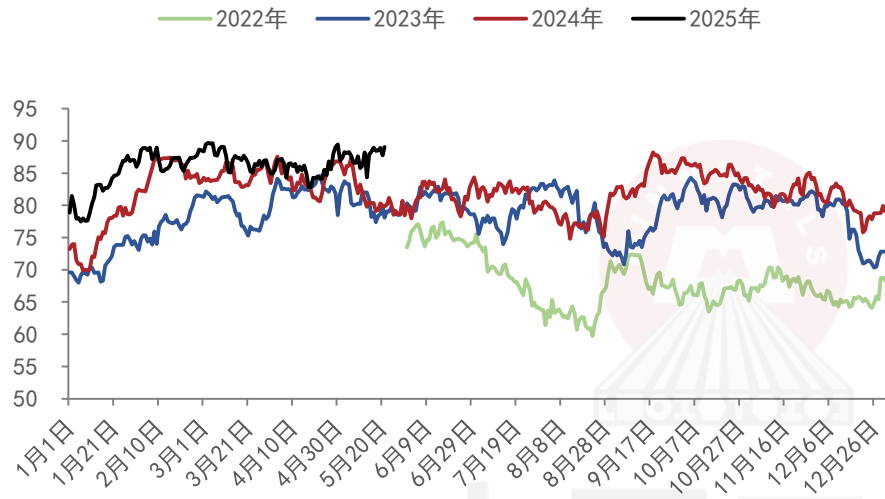
图7：国内尿素产量（吨，%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

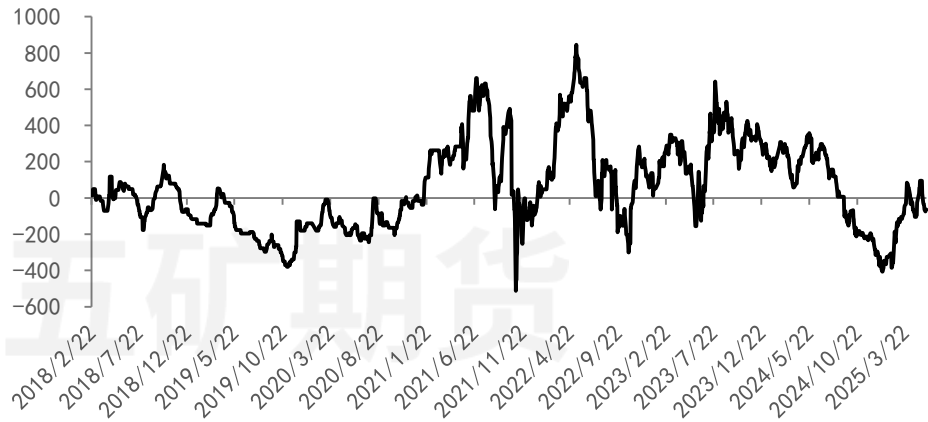
- ◆ 今年1-4月份国内尿素产量2314万吨，同比去年同期增156万吨，增幅7.24%，主要源于新增产能的投放以及高位的开工，下半年随着新增装置的投产，若保持当前生产水平，新增产量将进一步明显提升。
- ◆ 今年截止5月份已投产4套装置，新增将近300万吨产能，下半年依旧有另外接近300万吨产能等待投产，今年整体投产压力依旧较大，目前国内日产已达到20.7万吨，创下近几年历史高位，预计后续将突破21万吨。可以比较确定的是，如此高的供应将依旧成为中长期压制国内尿素上方空间的重要因素，因此下半年上方空间相对谨慎，盘面若有短期利好冲高后追高依旧面临较大的风险。

图8：国内尿素开工率（%）



资料来源：钢联、五矿期货研究中心

图9：尿素固定床利润（元/吨）



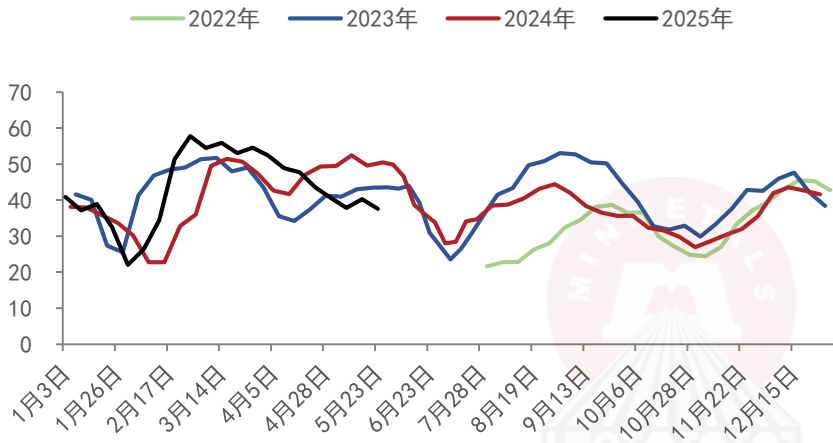
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

◆ 今年国内尿素平均开工维持在86%左右的水平，处于历史同期高位水平，固定床工艺作为煤制工艺中成本最高的一种，在今年2月份基本上接近企业的现金流成本，随后在国内旺季到来以及出口政策利好之下现货价格不断走强，利润不断修复，但我们可以明显看到在2月份利润低点的位置，企业开工依旧处于历史高位，并没有出现明显的检修行为，认为主要有以下几点：1、尿素作为重要的农用物资，对国内农业生产至关重要，行业整体保供意义重大。2、虽然固定床完全成本亏损，但现货价格依旧高于现金流成本，企业在前几年高利润环境下积累较多利润，短期即便亏损依旧可以支撑企业高负荷的持续。3、即便在现货价格低点，新型水煤浆工艺就依旧有不错的利润。从固定床工艺历史利润图表来看，其利润具有明显的下边界，鉴于尿素行业的特殊性，该成本区间具有重要参考意义，沿着利润区间低位去做多依旧具有较高的安全边际。

05

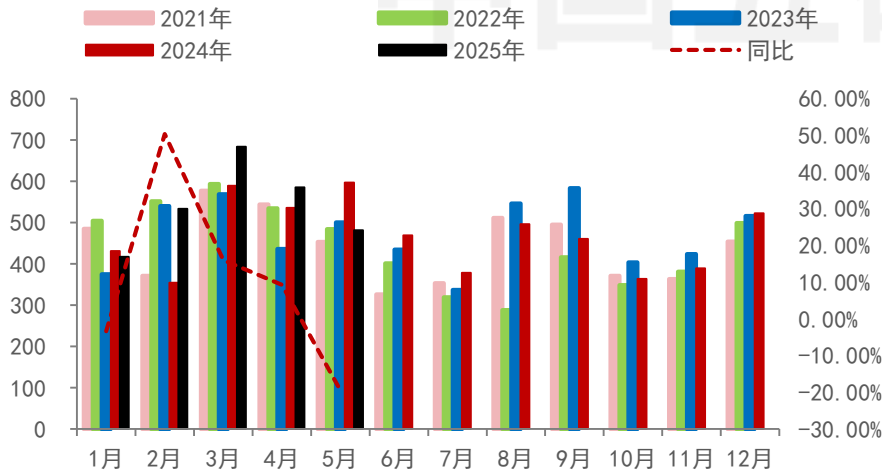
需求端

图10：复合肥开工（%）



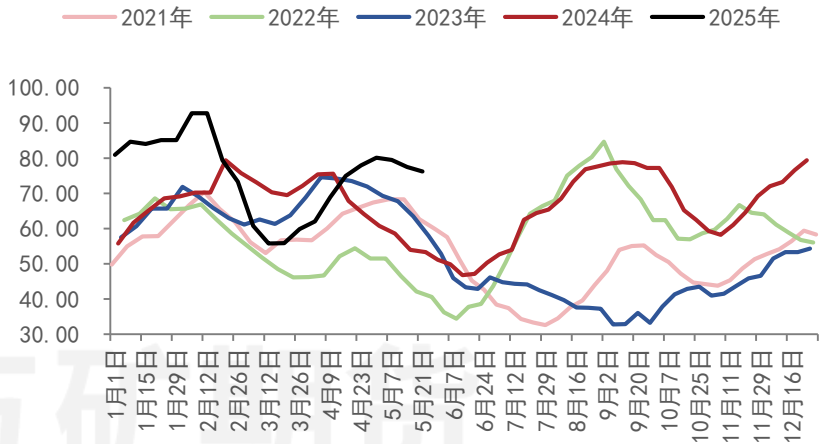
资料来源：钢联、五矿期货研究中心

图12：复合肥产量（万吨，%）



资料来源：钢联、五矿期货研究中心

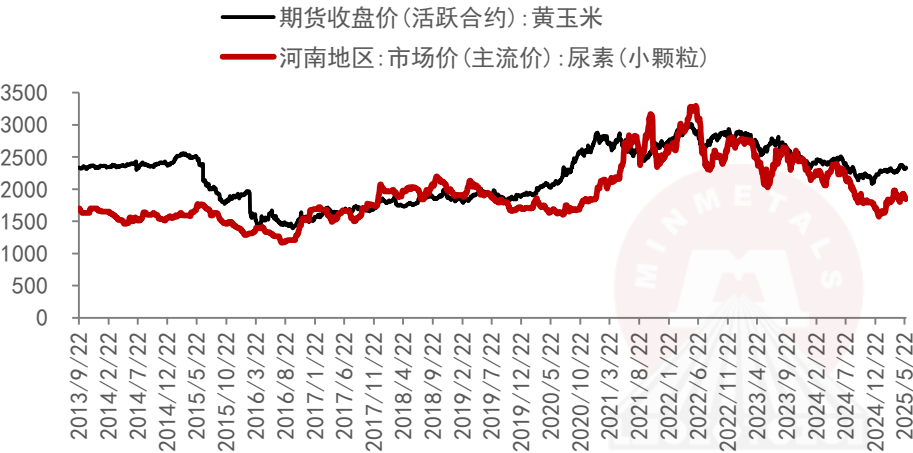
图11：复合肥成品库存（万吨）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

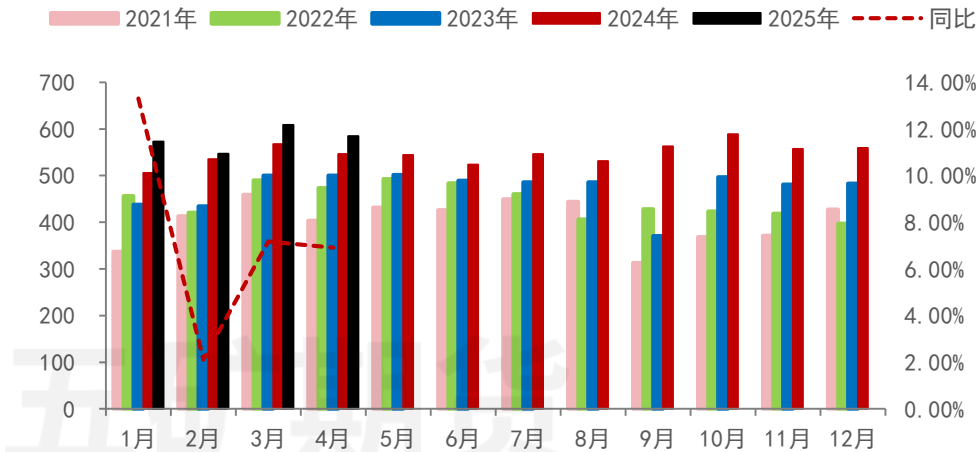
- ◆ 今年1-5月份国内尿素复合肥2699万，同比增92万吨，增幅7.66%。主要增量集中在2-4月份，前期需求有所透支，5月份同比增速度转负。6、7月随着夏季肥逐步结束，产量将逐步回落，秋季肥主要集中在8-9月份。
- ◆ 复合肥企业的开工情况仍是阶段性主导尿素价格走势的重要因素。今年年初企业延续去年年底的高库存状态，春节前开工快速回落，对尿素支撑相对较低，年后春季肥的生产带动整体尿素需求的集中释放带动尿素价格走出颓势。

图13：玉米与尿素价格（元/吨）



资料来源：钢联、五矿期货研究中心

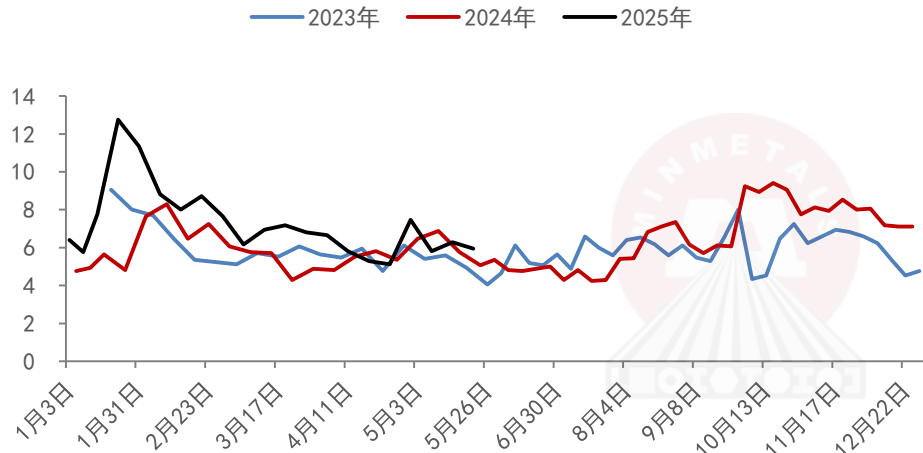
图14：国内尿素表观消费（万吨，%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

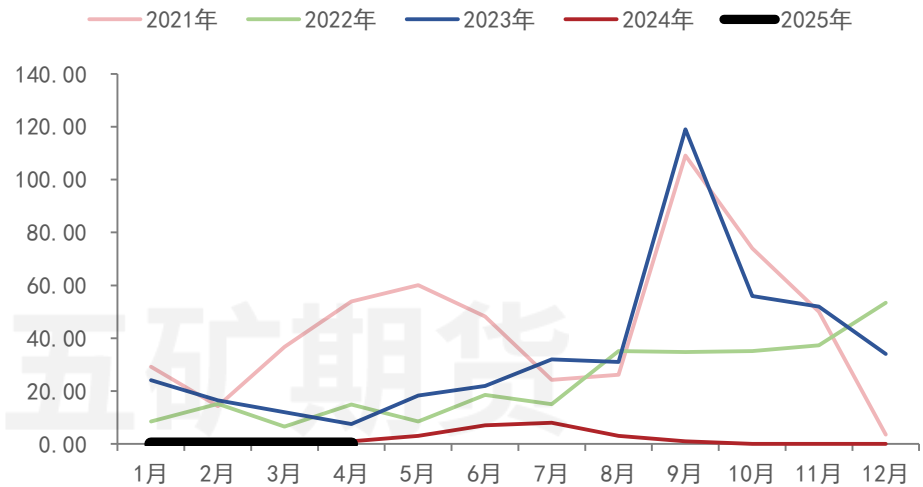
- ◆ 今年1-4月份国内尿素表观消费2312万吨，同比去年同期增157万吨，增幅7.29%。在出口几乎为零的背景下表观需求依旧能维持较高增速，可以看到国内农业需求潜力依旧巨大，即便短期出口政策落地，国内农业需求依旧是支撑尿素价格的主力军。
- ◆ 玉米作为尿素单耗最大的作物之一，也是国内种植面积最大的农产品之一，其价格变动与尿素走势有着较为密切的联系，其种植面积的变化对于农用尿素的需求有重要的影响。近几年种植面积的不断增长以及密植滴灌技术的推广无疑对尿素的需求带来明显的增量，虽然农业需求实际用量无法直接统计，但鉴于其余工业需求在宏观环境低迷的背景下难有明显增量，因此可以用表观需求量来近似反映农业需求的真实情况。

图15：尿素企业预收订单（天）



资料来源：钢联、五矿期货研究中心

图16：尿素出口量（万吨）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

- ◆ 今年1-4月份国内尿素基本零出口，延续去年以来的格局，国内出口政策迟迟没有松动使得内外价差一直存在，因此出口政策也成为多头一直以来的一张底牌，1月份、3月份、4月份市场都时不时传出出口相关消息，多头也经常借题发挥，当最后往往都被证伪，直到5月份，实际出口政策的落地反而成为多头出逃的契机，最终盘面冲高回落。从过去几年来看，只要内外价差持续存在，出口若有利可图，关于出口松动的任何消息总是能起牵动市场的情绪。
- ◆ 虽然出口几乎为零，但国内今年企业的预收订单同比依旧处于高位，国内农业需求增量较为明显，复合肥开工的大幅走高弥补部分出口缺损，国内需求维持较高增长。后续来看，出口有望贡献部分增量需求，但幅度较为有限，关注三季度实际出口变动。

五矿期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备有商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理、期货交易咨询等业务资格。

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的交易建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。五矿期货研究团队建议交易者应独立评估特定的交易和战略，并鼓励交易者寻求专业财务顾问的意见。具体的交易或战略是否恰当取决于交易者自身的状况和目标。文中所提及的任何观点都仅供参考，不构成买卖建议。

版权声明：本报告版权为五矿期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经五矿期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其它任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。

产融服务专家 财富管理平台

网址 www.wkqh.cn

全国统一客服热线 400-888-5398

总部地址 深圳市南山区滨海大道3165号五矿金融大厦13-16层



五矿期货微服务



官方微博