

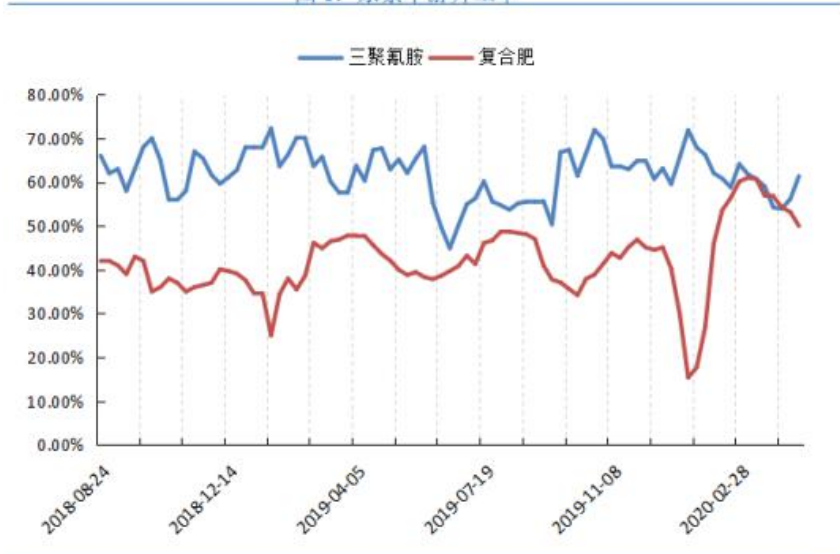
供需格局变化，尿素价格今年或跌破成本线

尿素上半年的消费旺季已经结束，近期尿素下游消费的衰减，淡季的悲观情绪占据主流。对于未来尿素行情走向哪里，我想从行业基本面角度去分享个人的一些观点。

需求端：弱势下行，淡季弹性大

尿素下游需求重点关注三类：农业需求、工业需求、印标出口。尿素农业需求的特点是需求集中，季节性特征明显。如今，时间已经进入5月份，是传统的作物生长空档期，小麦水稻用肥结束，玉米用肥还未开始。贸易商们备货会领先当季消费，基本同步于复合肥企业的采购，时间点上看基本会在5月中下旬结束。这是最近尿素价格始终震荡没有进一步走低的原因之一，需求还未停止。然而到6月份后，农业需求对尿素价格的支撑已经有限，这时候尿素价格走低的可能性比较大。

图 1：尿素下游开工率



数据来源：wind 冠通研究

尿素工业需求来源于复合肥企业、板材企业、电厂等方面，从用量的角度考虑，我们应该重点关注复合肥和三聚氰胺行业。尿素的复合肥需求严格来说不算工业需求，在我看来属于一种间接的农业需求。复合肥用肥时间和尿素基本一致，但需要提前采购氮肥加工进行生产，在数据上表现出来的就是复合肥开工率提升领先尿素消费开始，复合肥开工率下降领先尿素消费衰退。**复合肥企业的开工率对尿素行情的走向具备参考价值。**

今年，受到新冠疫情的影响，复合肥行业的开工率在 2 月 7 日降至历史性低位，最低到 15.4%，低于 2019 年同期的 25%。底部短暂停留后，复合肥开工率在 2、3 月份加速上行，并于 3 月底以 61%的开工率创下近三年的新高。2018 年以前，由于产能过剩和成本偏高，复合肥行业并不景气，头部企业具备成本优势尚能保持 70%以上开工率，而中小企业开工率一般不到 50%。今年情况有些变化，受益于成本下行和需求旺盛，氨基复合肥利润接近 2019 年高点，硫基复合肥利润创下三年来新高。高利润刺激今年复合肥行业开工率维持高位，利润拐点发生在春节后。由于复合肥一季度需求很好，近期的尿素价格降幅要大于复合肥，利润从上游尿素加速向下游复合肥转移。**值得关注的是，最近的数据显示，复合肥企业开工率已经连续五周下滑，从最高的 61%降至 50%。尽管降幅不大，但基本表明下游需求已经开始见顶回落。**

图 2: 45%氯基复合肥利润

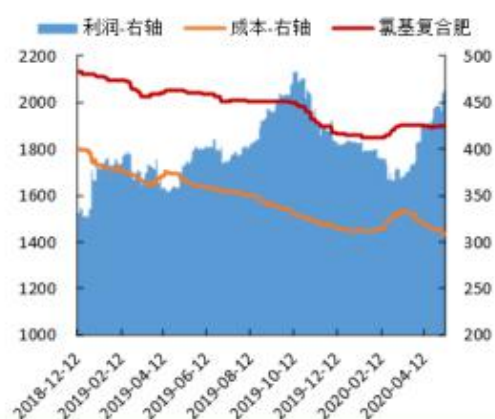
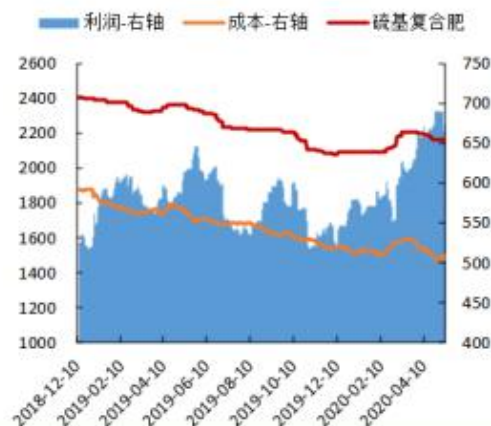


图 3: 45%硫基复合肥利润



数据来源: wind 冠通研究

同属尿素行业下游，三聚氰胺市场表现远不如复合肥市场。从价格上看，三聚氰胺价格已经连续两年走低，山东地区最近价格已经跌至 4850 元/吨，远不如 2017/2018 年景气。从利润上看，当前三聚氰胺生产利润基本是四年来最低，根据测算，山东地区外采三聚氰胺生产亏损大概在 450-600 元/吨。

图 4: 三聚氰胺价格

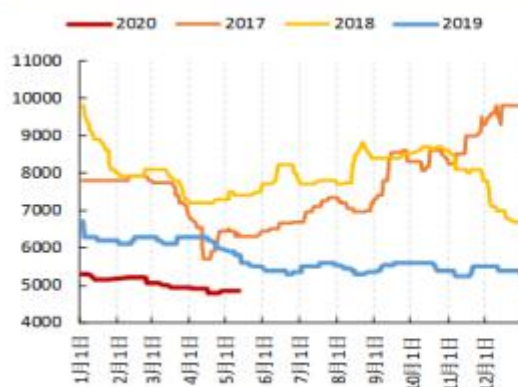
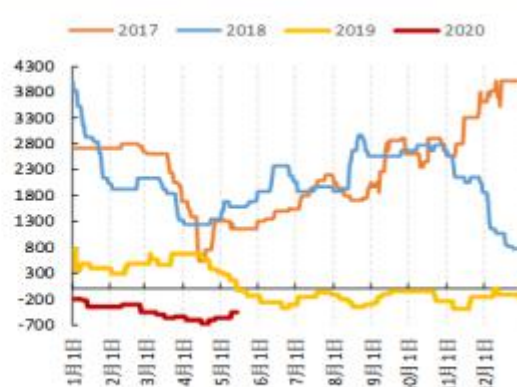


图 5: 三聚氰胺利润（外采）

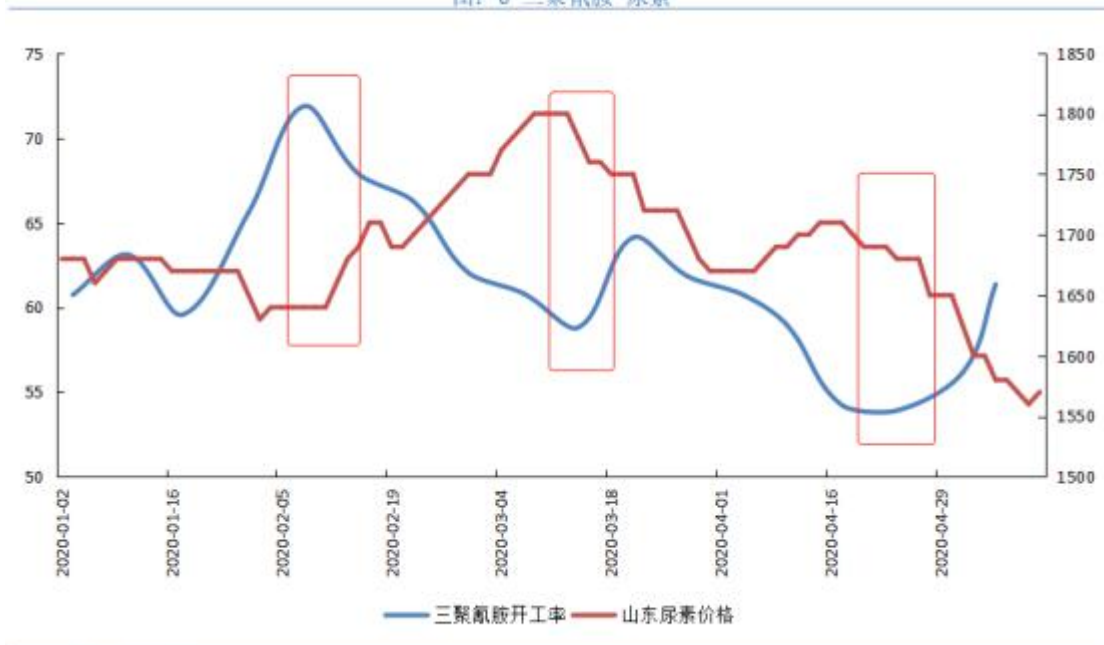


数据来源: wind 冠通研究

三聚氰胺行业深陷亏损，其开工率跟随亏损幅度变化。尿素采购价格走高，企业亏损加深，被动的下调开工率，主动消费的意愿并不强。将山东地区尿素价

格走势和三聚氰胺开工率对比来看,就能发现一季度尿素价格走高实际上压制三聚氰胺企业开工率,直到近期尿素价格下跌,三聚氰胺开工率才有小幅回升。

图：6 三聚氰胺-尿素



数据来源：冠通研究

屋漏偏逢连夜雨，国内需求走弱，印标出口同样受阻。5月8日的招标价格相比上批 RCF 招标价格大幅降低约 25 美元/吨，国内本次印标出口难度极大。尽管国内价格已经在走低，但同伊朗相比，价差仍旧偏高，竞争优势不明显。

图 7：小颗粒价差（右轴）

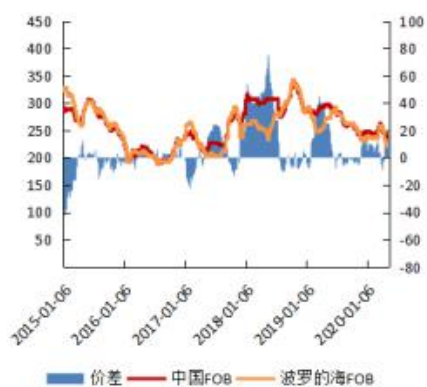
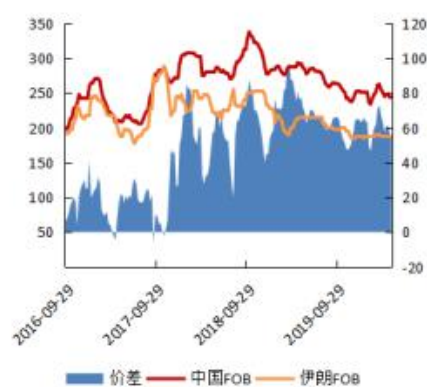


图 8：大颗粒价差（右轴）



数据来源：wind 海关总署 冠通研究

供给端：生产结构调整，产量维持高位

春节后，因为疫情升级，多数化工品遭遇需求断崖，库存暴增的窘境。尿素由于下游主要是刚性的农业需求，不存在停工，因此需求没有中断，库存很快被旺季消费化解。一季度期间，尿素算是化工品里少数价格不跌反涨的强势品种。这种强势表现也带来关联品种价差的变化。以甲醇为例，长期以来甲醇售价要高于尿素，甲醇-尿素价差在元旦还保持在 400 元/吨以上。春节后，甲醇价格受疫情和原油影响大幅走低，同期尿素价格逆势上涨，甲醇-尿素价差由正转负，最低下探到-200 元/吨。合成氨市场也有类似的情况，合成氨-尿素价差从元旦的 900 元/吨一度收窄至不足 600 元/吨。对产业链来说，生产尿素的效益要好于产业链其他品种，企业会调整生产结构，增加尿素产出。这点在我们统计的检修产表上有所体现，今年转产尿素企业数量较去年出现明显增加。未来尿素相关品种价差没有增加的话，尿素日产量或保持高位。

图 9：合成氨-尿素价差

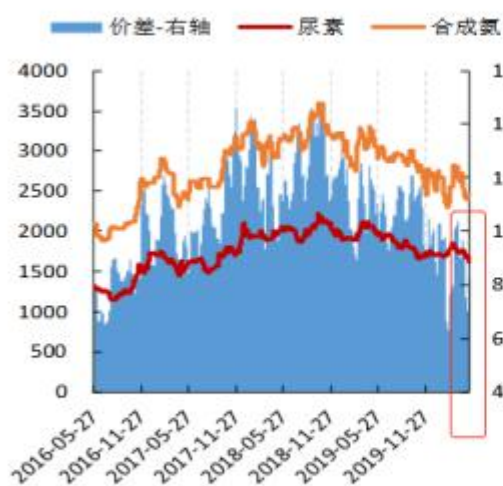
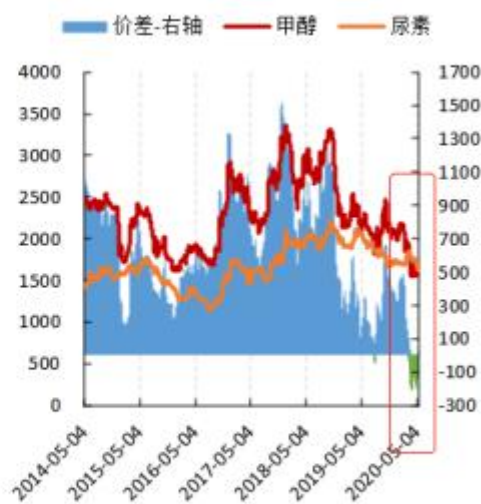


图 10：甲醇-尿素价差



数据来源：wind 冠通研究

尿素日产数据有一个很有意思的现象。当前尿素日产量相比 2017 年同期几乎没有变化，而开工率要高出 20%。考虑到尿素行业在过去的 5 年内经历一轮供给侧改革，我认为高成本产能在产量过剩阶段被淘汰，市场份额被低成本产能占据。当尿素价格走低的时候，低成本产能依然能有较好的生产利润，维持高开工状态。反映到数据上就是，尿素成本结构改变后，尿素日产量几乎可以保持不变，同时生产利润走高刺激企业开工率创下五年来新高。

图 11：尿素日产量

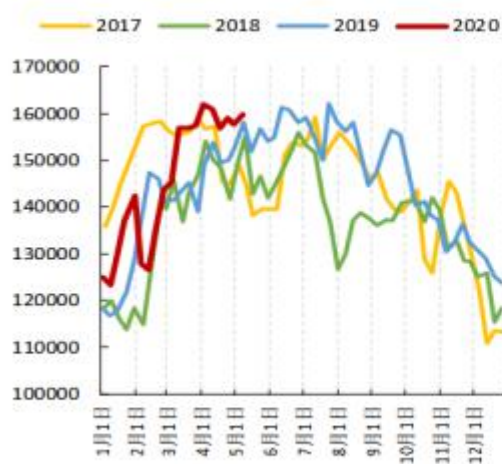
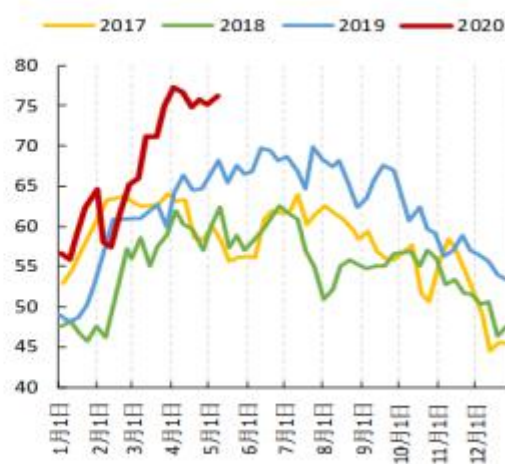


图 12：尿素开工率



数据来源：wind 隆众资讯 冠通研究

低成本产能占据主流后，企业对低价的接受能力增加，一定程度上会拉低尿素价格下限。每逢旺季，尿素价格靠需求拉动；若遇淡季，尿素价格常需要靠成本支撑。如今成本结构改变后，未来尿素价格底部，不能再以传统高成本产能为基准，还需要去关注低成本产能的利润情况。如果以固定床工艺利润归零作为阶段支撑的话，尿素价格向下预计还有 110 元的空间。此时水煤浆工艺利润仍好于 2016 年同期水平，企业并非不可接受。近期尿素开工率稳定在 70% 以上，淡季到来后如果开工率降幅不大，那 110 元的下调或许不是终点。

图 13：水煤浆工艺利润

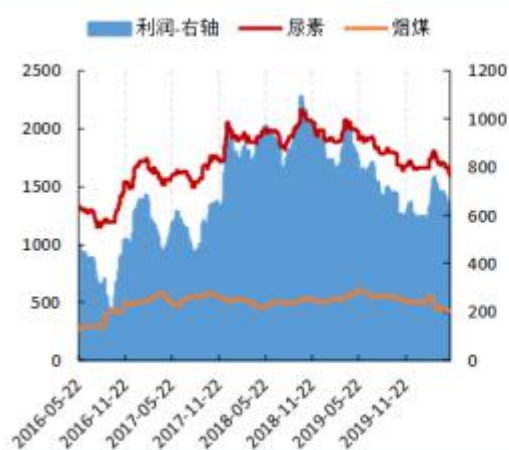
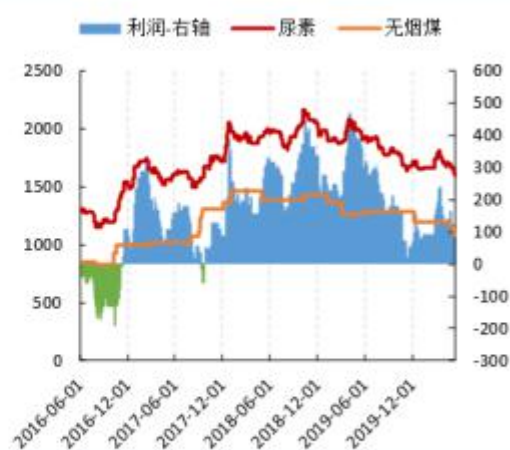


图 14：固定床工艺利润

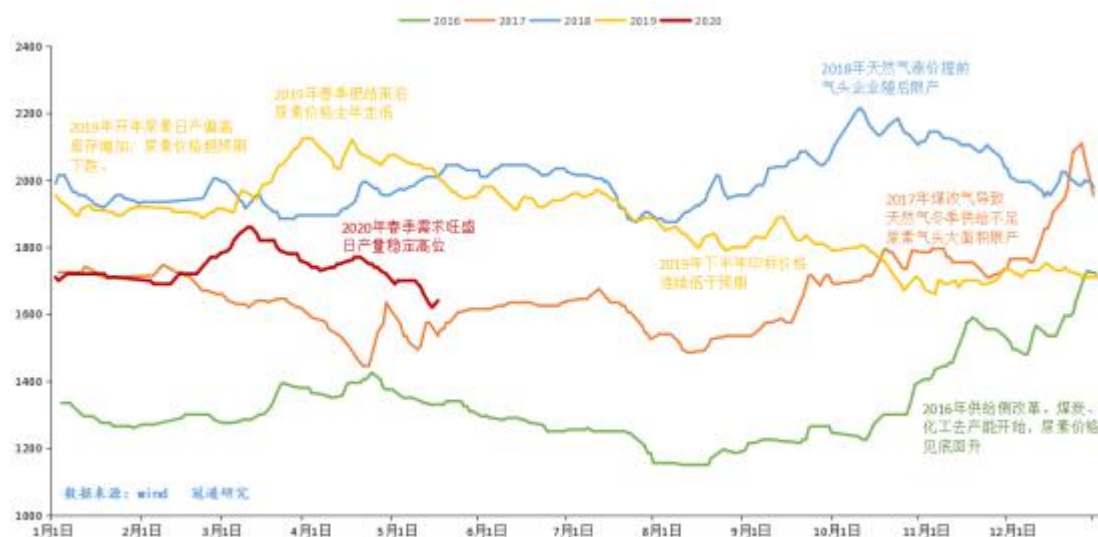


数据来源：wind 冠通研究

原料端：原料价格走低，成本支撑下移

除去政策对尿素行业的影响，尿素的价格变化和原料端有很大的关系。

2016-2017 年上半年，煤炭行业加速去产能，动力煤价格翻倍，其余烟煤、无烟煤、褐煤都有不小的上涨。尿素价格在成本推动下一路走高。再到 2017 年煤改气政策的推进，让冬季天然气出现短缺，尿素气头企业在随后的两年中，同时遭遇天然气涨价和政策限产，冬季日产下降、成本抬升，继而推高价格。



数据来源：wind 冠通研究

如今，煤炭行业去产能早已结束，主要煤种价格基本跌回 2016 年供改初期的状态。天然气去年冬季政策保证供应，今年春季提前执行淡季气价，价格处于 4 年低位。冬季价格上涨幅度逐年降低，限产企业和限产时间都有大幅减少。尿素原料成本连续两年下降，导致一季度尿素价格在逐年降低，这点在上图中可以明显看出来。2020 年，天然气和原料煤价格预计将继续保持稳中有降，尿素成本支撑则有望下移。

图 15: 动力煤

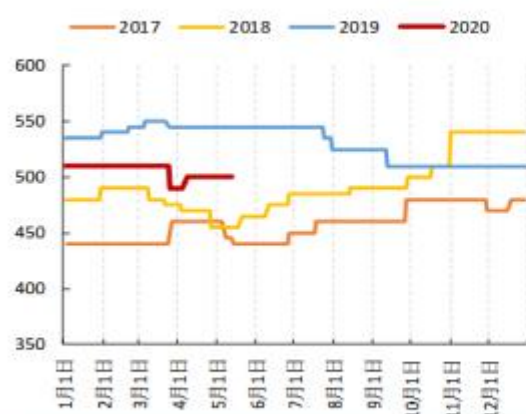
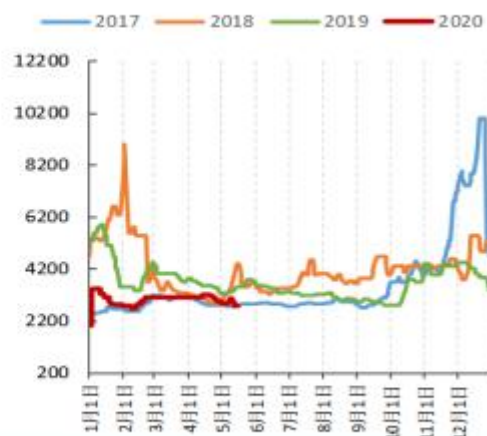


图 16: 天然气



数据来源: wind 冠通研究

原油价格处于低位，压制能源商品价格。北美页岩气，中东天然气都有较大降幅，芝商所近期甚至开启天然气期货负价格测试。海外气头尿素同样因为原料价格走低成本下移，在生产尿素效益相对较好的背景下，今年出口尿素难度或会增加。

图 17： 尿素出口占比



数据来源：wind 冠通研究

当前尿素价格还未出现大幅下滑，主产区现货价基本还在 1600 元/吨附近。但风险近在眼前，需要警惕高日产量对后市价格的影响。企业可以考虑加快自身库存周转速度，降低未来的存货贬值风险。去年 8 月在郑商所上市的尿素期货也是一个可利用金融工具，企业通过套期保值解决风险敞口，锁定经营利润。尿素期货改变以往贸易商跌价价周期只能被动承受的难点，减小企业因为尿素价格波动对生产经营的影响。

总体来看，复合肥的高利润挤压尿素利润空间，未来农业需求回升后尿素企业盈利难以扩大。三聚氰胺行业自身亏损严重，开工率跟随尿素降价被动提高，主动扩大尿素消费的动力不足。出口尿素竞争力下滑，印标出口难度加大。生产结构调整，尿素企业开工率居高不下。原料端走低后，成本支撑下移，今年尿素价格或跌破部分厂家成本线。

分析师：严森胜
执业证书号：F3068966
联系电话：010-85356555
分析师：王静
执业证书号：F0235424/Z0000771
联系电话：010-8535661

本报告发布机构

一冠通期货股份有限公司（已获中国证监会许可的期货投资咨询业务资格）

免责声明：

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述品种买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本报告仅向特定客户传送，版权归冠通期货所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版，复制，引用或转载

