



五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

专题报告

2025-07-24

尿素：近年大级别单边行情回顾

刘洁文

能化研究员

从业资格号：F03097315

交易咨询号：Z0020397

☎ 0755-23375134

✉ liujw@wkqh.cn

报告要点：从尿素近年行情回顾来看，1、三季度在价格低位的时候市场更容易因为出口政策以及海外需求的变动出现价格大幅上涨。2、淡储肥的储备节奏对于价格的运行有重要影响。3、尿素作为重要的农用物资，长期的高价或长期的低价都较难持续，成本对于价格的支撑以及高估值对于价格的压制都较为明显。

201909-201911 价格下跌

行情在下跌之前的基本面表现:

上游利润中性偏好,利润在 250-300 元左右,开工同期高位。三聚氰胺在亏损边缘,利润较差,复合肥利润偏低,三聚氰胺开工同期低位,复合肥开工中性。尿素工厂库存中性偏低,但复合肥企业库存高位且秋季肥生产逐步结束。与小氮肥比价中性稍偏高,甲醇与尿素价差低位。

主要矛盾:

尿素估值偏高,与其他产品比价高位,上游开工维持在高位。下游终端走差,利润低位。整体表现为上游供应高位而下游整体需求偏弱。实际上尿素期货上市前尿素价格处于大级别下行周期,上市场期间推高价格,后续情绪回落,价格重回下跌。

下跌过程中的基本面表现:

上游利润走低,下游复合肥利润走高,三聚氰胺低位维持。上游库存累积,复合肥库存去化。冬季气头开工仍旧处于高位,上游开工依旧处于季节性高位。复合肥 11 月之后会进入冬储累库期,复合肥冬储补库会缓解上游现货压力。下游补库带动产销和预收订单大幅走高。

图 1: 尿素价格走势图 (元/吨)



数据来源: 文华财经

202007-202008 价格上涨

行情在上涨之前的基本面表现:

供应: 上游开工产量均在季节性水平,低出口状态持续。

需求: 全国产销同期高位,7 月复合肥开始秋季备肥,开工开始回升,三聚氰胺开工也出现明显走高,但复合肥与三聚氰胺利润均处于同期低位。出口维持低位,印度发布新一轮招标但中国需要低价才可以接。

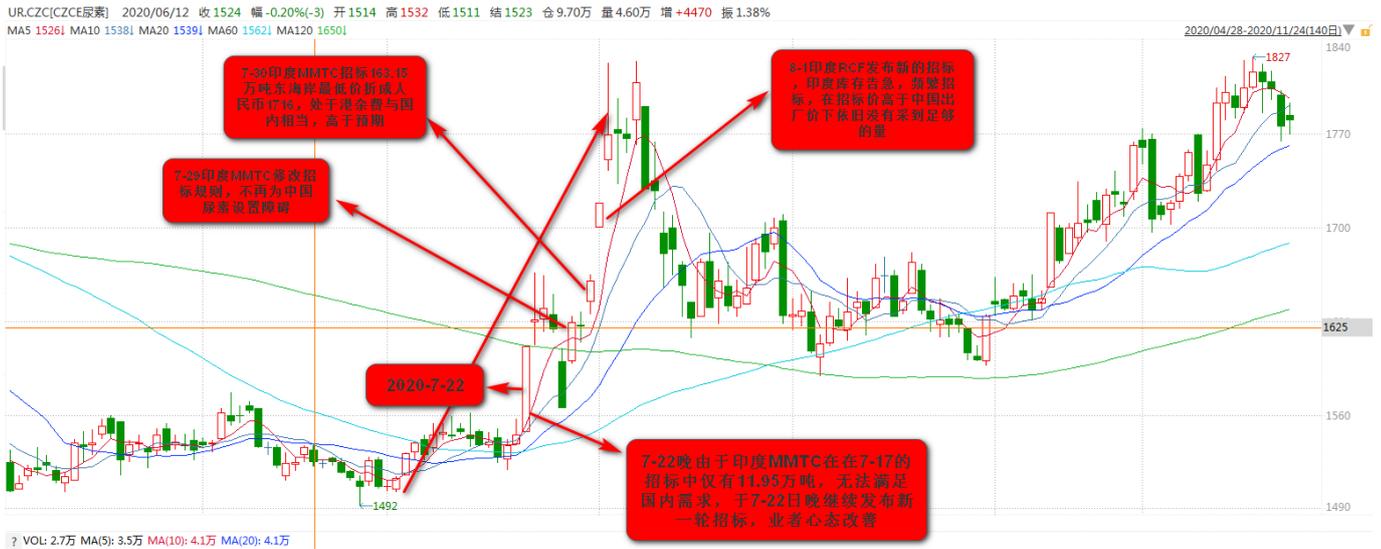
库存: 上游企业库存中低位,港口库存低位,复合肥企业库存同比中性偏低。

比价: 尿素与其他品种比价整体处于中性,利润季节性中位,在煤化工中属于利润较好的品种。国内相对于外盘价格中性偏低。

总体看尿素基本面相对偏中性,下游开工与库存表现不算差,利润相对低一些。但产销数据显示需求整体向好。需求端的主要驱动可能是印度的需求恢复和持续招标,尿素国内库存也处于低位,迫切需要补充国内库存(后续来看确实如此)。

三季度对于尿素来说重点看出口表现,在价格低位且市场基本反应完绝大部分利空消息时往往出口总能带来行情的走高。

图 2: 尿素价格走势图 (元/吨)



数据来源：文华财经

202103-202106 价格上涨

行情在上涨之前的基本面表现:

上游产量开工高位，产销高，预收季节性回落。印度尿素供应不足，国内尿素与国际价格相比低位，估值较低。上游企业库存低位，复合肥企业成品库存低位，三聚氰胺利润明显回升，开工大幅提升。

可以看到，在需求走好的时候，高开工高产量并不构成价格下跌的利空，只要需求好，库存依旧能去化，只有在下游利润与需求走差之后，就要警惕高开工带来的风险。

在 1 月之后，国外价格快速走强，与国内价格大幅拉开价差，出口利润快速走好，这为后续的出口走高埋下基础。在出口自由的情况下需要关注内外价差的异常变化。

国外价格大幅走强源于天然气价格在 2021-03 之后就开始出现明显上涨，尿素成本端迅速抬升。

行情在上涨中的基本面变化:

3 月之后印度开始招标，由于出口利润较好，货物开始集港，港口库存开始大幅走高，内地企业库存走低。

4 月之后三聚氰胺表现亮眼，利润涨至历史高位，负荷开始快速走高，出口放量。三聚氰胺利润走高，开工走高，复合肥利润低位，开工中性偏好。

行情主逻辑:

国外天然气上涨→尿素成本提升，价格上涨→内外价差走扩→国内出口利润走高→尿素出口增加、下游产品（三聚氰胺）出口增加→国内需求转好，价格上涨

这波行情主要在于国外尿素供应紧缺导致国际尿素价格走高，使得国内尿素价格明显低于国外（行情上涨之前已体现），使得后续的尿素出口出现明显放量，另外三聚氰胺的出口增长（国外尿素成本高）使得国内需求大增，对于尿素的需求也带来显著增量。

图 3：尿素价格走势（元/吨）

UR.CZC(CZCE尿素) 2021/06/11 收 2316 幅 -0.17%(-4) 开 2295 高 2328 低 2262 结 2289 仓 8.38万 量 13.18万 增 -6180 振 2.88%
 MAS 2352| MA10 2376| MA20 2324| MA60 2139| MA120 2032



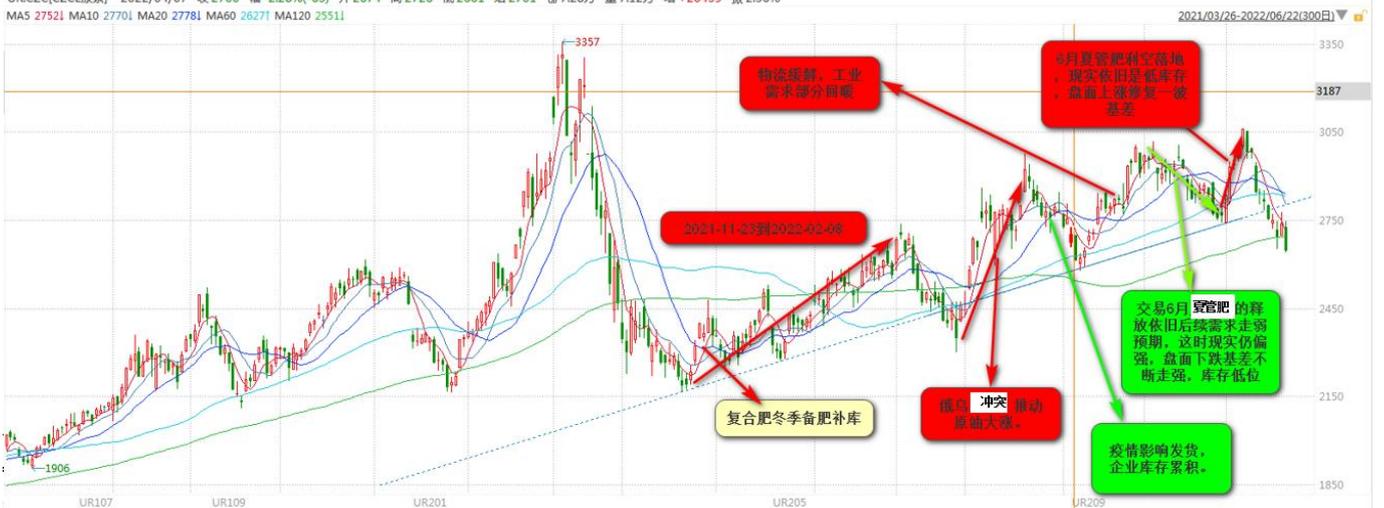
数据来源：文华财经

2021-11-21 到 2022-06-08 价格震荡上行

这段行情包括了冬季备肥补库，俄乌冲突以及夏管肥等多个影响，从淡储肥可以看出 Back 结构以及对未来较差的预期会大幅降低冬储的积极性，因为 Back 下持有库存预期负收益，除非对未来价格较为乐观。11 月下旬复合肥会进行冬季备肥，开工会出现季节性回升，2020 年 11 月中旬与 2021 年 11 月中下旬都出现复合肥冬季备肥补库行情。

图 4：尿素价格走势图（元/吨）

UR.CZC(CZCE尿素) 2022/04/07 收 2700 幅 -2.28%(-63) 开 2674 高 2726 低 2661 结 2701 仓 7.28万 量 7.12万 增 +20459 振 2.36%
 MAS 2752| MA10 2770| MA20 2778| MA60 2627| MA120 2551



数据来源：文华财经

2022 年 6 月到 7 月价格大跌

行情在下跌之前的基本面表现：

- 1、上游利润历史高位，开工与产量均处于历史高位，而下游三聚氰胺因为国内需求与出口走差，利润已压缩到亏损，开工从高位大幅回落至季节性中低位，出口量也从高位开始回落（利润的走差反应出需求的走差）。复合肥利润也处于同期低位，开工位于季节性低位。
- 2、库存方面，企业库存依旧处于同期低位，港口由于阶段性的集港库存有所走高。当时高产量与出口限制，显性库存却处于低位，解释主要有 1）需求确实还不错 2）多数库存或存在于经销商手中，因全国经销商数量众多所以该部分库存难以统计。
- 3、当时绝大部分化工品都处于严重亏损的局面，而尿素利润却依旧处于历史高位（前期因为国

外天然气大涨带动国际尿素大幅走高)，尿素不管是横向比较或者是纵向比较，其估值都处于高位。

4、从当时平衡表推演来看，在后续出口不放开的背景下尿素将转为累库格局，高估值的状态将难以维持，且当时甲醇与尿素的价差处于历史低位，有联醇装置开始转产尿素。

行情爆发点：

随着美国 CPI 数据的走高以及加息预期的走强，宏观情绪开始走差，商品价格开始大跌，尿素作为估值较高且后续预期供需走差的品种，下跌幅度相对其他品种来说更大，随着价格的下跌，估值开始回落，利润走低，上游检修增加。

图 5：尿素价格走势图（元/吨）



数据来源：文华财经

2023 年 3 月底到 5 月底的大幅下跌

这波尿素的下跌行情可以分为两段。第一段为 5 月之前的震荡下跌，第二段为五月之后的快速下跌。第一段集中了各种利空，一方面尿素在高利润下企业产量大幅提升至高位水平，供应同比出现大幅增长。而需求端受外盘大跌影响，出口倒挂，出口已无利多故事可讲。国内方面，地产持续走弱，工业需求尽显疲态，三聚氰胺利润与开工都走至低位水平。另外一方面，除尿素外其他化肥品种已经出现大幅下跌，尿素合成利润涨至历史高位，与合成氨比价大幅抬升，相对比之下，尿素估值持续处于高位水平，市场对于尿素的看空情绪也逐渐走高。第二阶段，也就是 5 月之后，随着港口煤炭库存的快速走高与外盘低价货物的冲击，煤炭开启大跌模式，煤化工成本端坍塌，加上宏观情绪转弱，尿素开始大幅流畅下跌。

图 6：尿素价格走势图（元/吨）



数据来源：文华财经

免责声明

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，并鼓励交易者征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。

研究报告不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。

公司总部

深圳市南山区粤海街道 3165 号五矿金融大厦 13-16、18 层

电话：400-888-5398

网址：www.wkqh.cn