

## 甲醇尿素供需持续分化，多尿素空甲醇驱动仍存

投资咨询业务资格：  
证监许可【2012】669号

### 报告要点

中短期 01 合约而言，根据我们年底前平衡表的预测情况，甲醇和尿素基本面仍存在较大分化，尿素供需压力大概率不及甲醇，因此供需驱动下建议继续择机逢高做缩甲醇-尿素价差。长期角度 2023 年去看，节奏上甲醇我们偏向于价格先抑后扬，上半年偏承压，下半年预计反弹，而尿素考虑到自身较强的季节性属性，全年预计先强后弱，因此甲醇-尿素 05 合约价差的做缩逻辑明年上半年或将延续。

### 摘要：

#### 甲醇尿素同属于煤化工，关联来自于液氨，但影响有限

甲醇与尿素同属煤化工板块，主流工艺是煤制路径。企业可通过调节醇氨比来影响产品结构。甲醇与液氨、尿素之间的转换需要结合价差以及企业自身经济性去考量。当价差和利润足够充分时，联醇企业会出现转产操作，但由于单套联醇装置规模较小且分散，难以形成区域联动，总产能占比也较为有限，因此对于甲醇和尿素价差而言影响力度较弱。

#### 甲醇与尿素主力价差走势主要受两者供需驱动影响

回顾今年甲醇与尿素主力期货价差走势，整体波动范围较大，运行区间在-300 至 550 之间。近期的价差行情单边逻辑下甲醇供增需弱+煤炭大跌，价格下行而尿素受山西装置复产延迟+复合肥集中采购+淡储出口积极补货等需求推动下大幅拉涨。以价差整体走势去看，价差与甲醇尿素供需（库存比）驱动存在较强的相关性。

#### 后期甲醇尿素供需分化或依然明显，多尿素空甲醇驱动仍存

中短期 01 合约而言，根据我们年底前平衡表的预测情况，甲醇和尿素基本面仍存在较大分化，尿素供需压力大概率不及甲醇，因此供需驱动下建议继续择机逢高做缩甲醇-尿素价差。长期角度 2023 年去看，节奏上甲醇我们偏向于价格先抑后扬，上半年偏承压，下半年预计反弹，而尿素考虑到自身较强的季节性属性，全年预计先强后弱，因此甲醇-尿素 05 合约价差的做缩逻辑明年上半年或将延续。

**风险要素：**尿素物流恢复疆内货源集中出疆卸压、出口政策趋严；甲醇上游投产不及预期、海外装置意外减停产

### 化工研究团队

研究员：  
胡佳鹏  
021-80401741  
hujiapeng@citicsf.com  
从业资格号：F3039655  
投资咨询号：Z0013196

黄谦  
021-80401738  
huangqian@citicsf.com  
从业资格号：F3063512  
投资咨询号：Z0014611

杨家明  
021-80401704  
yangjiaming@citicsf.com  
从业资格号：F3046931  
投资咨询号：Z0015448

## 目 录

摘要: .....	1
一、甲醇尿素同属于煤化工，可通过液氨调节，但影响有限 .....	4
二、甲醇与尿素主力价差走势主要受两者供需驱动影响 .....	6
三、后期甲醇尿素供需分化或依然明显，多尿素空甲醇驱动仍存 .....	12
免责声明 .....	错误!未定义书签。

## 图目录

图表 1: 联醇产业链 .....	4
图 1: 山东液氨-甲醇价差 .....	5
图 2: 山东尿素-0.58 液氨 .....	5
图 3: 液氨外销量（吨） .....	6
图 4: 山东甲醇、液氨、尿素现货价格 .....	6
图 5: 山东甲醇-尿素现货价差 .....	6
图 6: 河南甲醇-尿素现货价差 .....	6
图 7: 甲醇尿素盘面走势 .....	7
图 8: 甲醇-尿素主力价差季节性 .....	7
图 9: 甲醇装置开工率 .....	8
图 10: 国际甲醇开工率 .....	8
图 11: 外采型 MTO 开工率 .....	9
图 12: 甲醇传统下游开工率 .....	9
图 13: 甲醇内地企业库存（万吨） .....	9
图 14: 甲醇港口总库存（万吨） .....	9
图 15: 复合肥开工率 .....	10
图 16: 三聚氰胺开工率 .....	10
图 17: 尿素工厂库存（万吨） .....	10
图 18: 尿素港口库存（万吨） .....	10
图 19: 甲醇尿素库存走势 .....	11
图 20: 甲醇尿素库存比与价差 .....	11
图 21: 无烟煤与动力煤走势 .....	12
图 22: 煤炭比价与甲醇尿素价差 .....	12
图 23: 煤炭价格 .....	13
图 24: 内蒙煤制企业现金流利润 .....	13
图 25: 25 省电厂日耗合计 .....	14
图 26: 25 省电厂库存合计 .....	14
图 27: 甲醇非一体化检修产能（万吨） .....	14
图 28: 天然气制甲醇周度产量（万吨） .....	14
图 29: 伊朗货源进口利润（美元/吨） .....	15
图 30: MTO 现货利润 .....	15

图 31:	尿素固定床利润 .....	16
图 32:	全国尿素日产（万吨） .....	16
图 33:	煤头尿素开工率 .....	16
图 34:	气头尿素开工率 .....	16
图 35:	尿素周度产销率 .....	17
图 36:	山东尿素基差 .....	17
图 37:	甲醇库存走势预测.....	17
图 38:	尿素库存走势预测.....	17

## 一、甲醇尿素同属于煤化工，可通过液氨调节，但影响有限

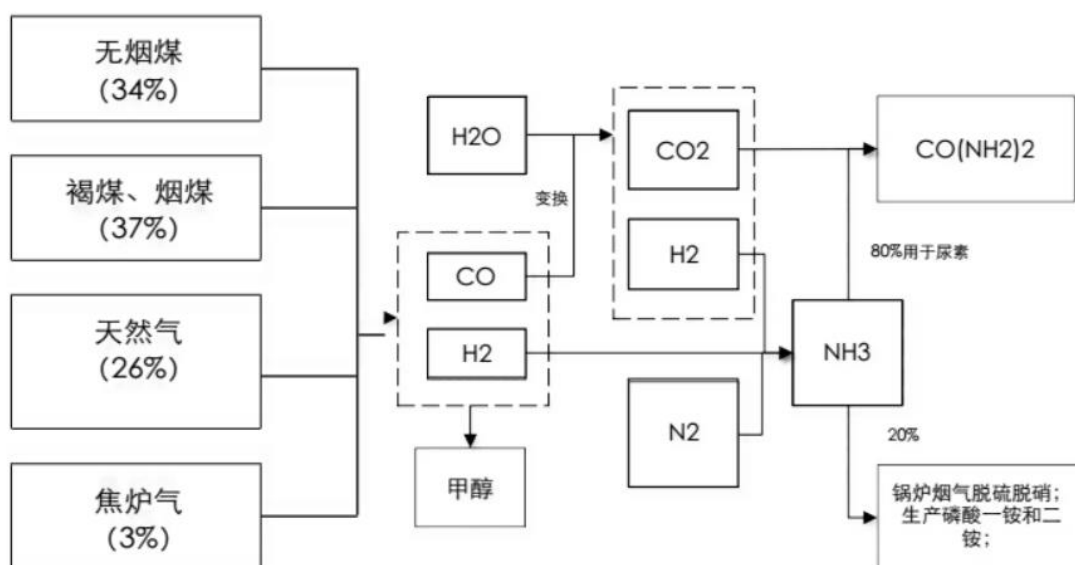
甲醇与尿素同属煤化工板块，主流工艺是煤制路径，天然气和焦炉气工艺为辅。两者之间可供调节的是煤联醇工艺装置。煤单醇仅生产甲醇产品，而联醇工艺甲醇和尿素则可以互相转换。从建设时间和规模上看，联醇工艺开发于 20 世纪 60 年代，当时以氮肥企业联产甲醇为主，其规模大多集中在年产 20 万吨上下，较大的可至年产 50 万吨水平，其中一些企业升级换代延续至今。

一般情况下企业可通过调节醇氨比来影响产品结构，核心环节为 CO 变换。当醇氨比在 10-20%时，合成氨经济效益最高，但当甲醇利润水平高而化肥利润低迷时却无法有效提高甲醇产量，而过高的醇氨比又使得煤耗增加成本提升影响整体经济效益。因此通常的醇氨比例在 10-50%的区间进行调整。

国内联醇装置主要集中在华北、华东以及华中区域，装置产能在 10-50 万吨不等。由于联醇技术应用主要以中小型企业为主，且多数使用固定床气化法，采用无烟煤作为原料，煤耗成本较高，因此企业抗风险能力较差，再加上近几年各地陆续出台政策加快淘汰固定床间歇式煤气化炉，退出 30 万吨以下产能，联醇装置经历了一轮明显的产能出清。目前国内联醇产能在 800 万吨左右，占比甲醇总产能已不足 8%，可供调节的影响量约 200 万吨。

甲醇与液氨、尿素之间的转换需要结合价差以及企业自身经济性去考量。一般情况下液氨、甲醇价差在 200 以内时可以进行转换，但转换一次需要几十万成本，配套装置全停，限制较多，因此转换量相对有限，除非有足够大的利润空间。

图表 1：联醇产业链

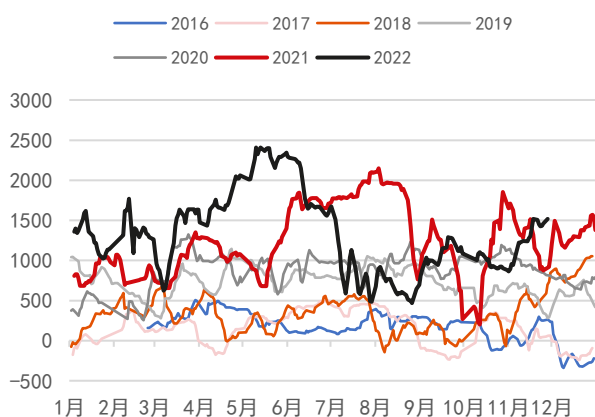


资料来源：公开信息整理 中信期货研究所

首先是液氨与甲醇和尿素之间的价差，因为考虑到液氨既可以用于外售也可以生产尿素。通常情况下，甲醇-液氨价差达到 200 以上时企业会有转产甲醇驱动，从两者的价差图可以看出，液氨价格绝大多数时间要高于甲醇，仅 2016 和 2017 年两者价差曾超过 200，当时液氨厂家面对甲醇的强势行情，部分企业如安徽临泉等选择去转产甲醇，企业的减氨增醇使得合成氨价格持续上扬，价差也随之回归。其次就是液氨与尿素的价差，按照单耗进行计算，尿素-0.58 液氨价差以加工费作为参考，当两者价差超过 300 时，企业选择用液氨生产尿素会更加有利可图，届时会相应减少液氨的外销量。像今年大部分时段，该价差是要高于 300 的，也就是说生产尿素的经济性要优于液氨，因此从液氨的外销量上也可以看出今年相较往年普遍处于低位水平。

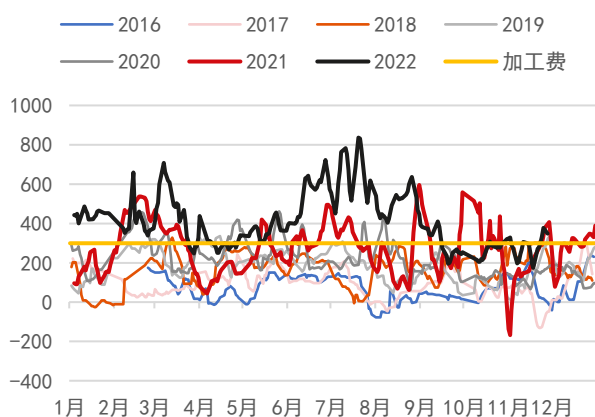
其次是甲醇与尿素的价差对比。根据 2014 年以来甲醇与尿素之间的现货价差走势来看，以主流地区山东为例，甲醇与尿素的现货价差基本上在-500 至 1500 区间运行。尽管当价差和利润足够充分时，联醇企业会出现转产操作，特别是近三年，当甲醇-尿素价差下破-200 时，转产尿素企业数量会出现增加，但由于单套联醇装置规模较小且分散，难以形成区域联动，总产能占比也较为有限，因此联醇工艺这部分可调节量对于甲醇和尿素价差而言影响力度较弱。

图 1：山东液氨-甲醇价差



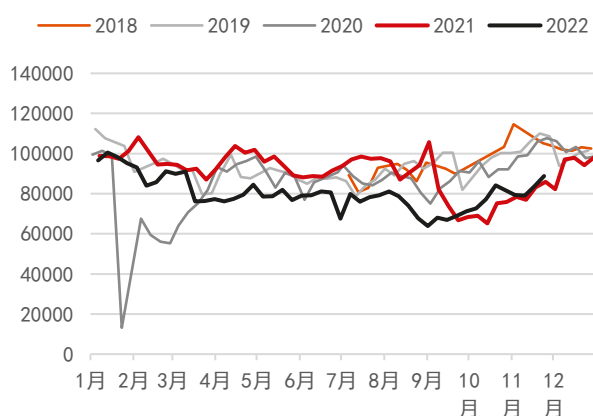
资料来源：隆众 卓创 中信期货研究所

图 2：山东尿素-0.58 液氨



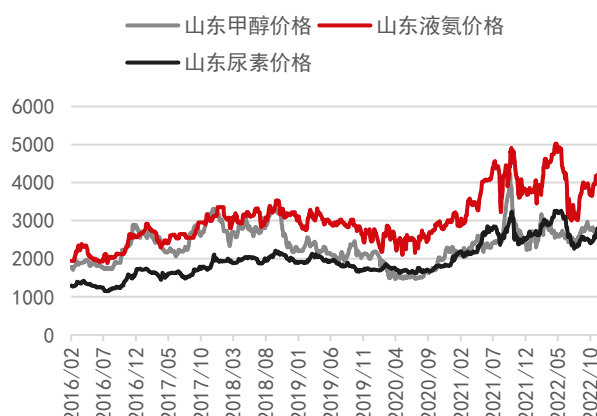
资料来源：隆众 卓创 中信期货研究所

图 3：液氨外销量（吨）



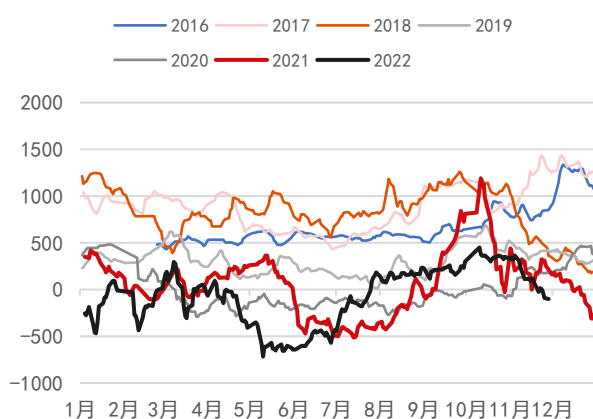
资料来源：隆众 卓创 中信期货研究所

图 4：山东甲醇、液氨、尿素现货价格



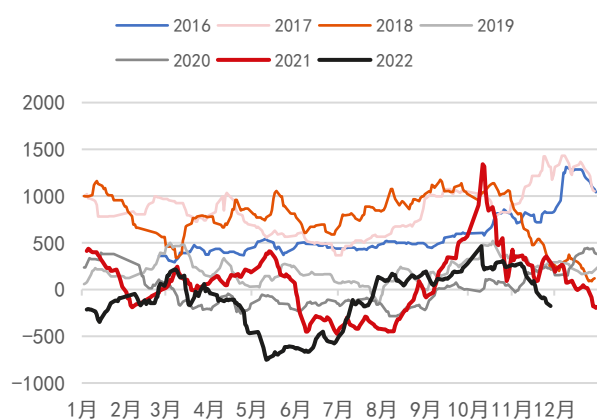
资料来源：隆众 卓创 中信期货研究所

图 5：山东甲醇-尿素现货价差



资料来源：隆众 卓创 中信期货研究所

图 6：河南甲醇-尿素现货价差



资料来源：隆众 卓创 中信期货研究所

## 二、甲醇与尿素主力价差走势主要受两者供需驱动影响

回顾今年以来甲醇与尿素主力期货价差走势，整体波动范围较大，运行区间在-300 至 550 之间。其中一季度甲醇-尿素价差走扩，甲醇方面 2021 年碳中和政策叠加限电导致 MT0 装置开工低位，1 月需求开始快速恢复，库存持续去化，尿素价格同样反弹，背后逻辑是冬储以及夏管肥储备，但幅度不及甲醇；随后进入二季度，俄乌冲突爆发推动能源价格大涨，随后高位回落，同时国内疫情再度爆发导致需求转弱，甲醇上行乏力开始进入累库周期，而尿素 3 月开始国内进入农



需旺季需求偏刚性，且尿素相比于磷钾肥以及其他类低氮肥经济性较高导致农业和复合肥生产对于尿素的替代性需求量大幅增加，尿素库存持续去化至绝对低位，两者基本面走势背离之下主力价差一度下跌至-300 附近的历史低位。

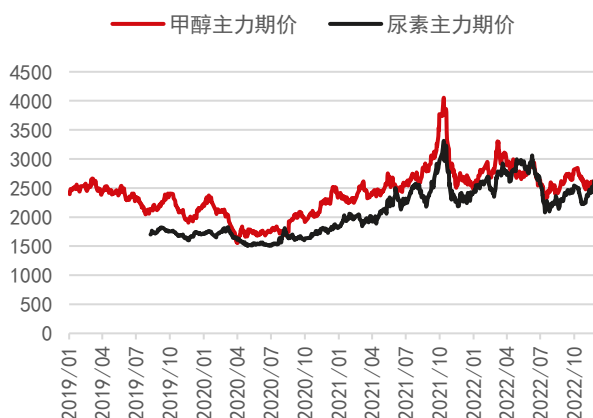
下半年开始，三季度尿素工农业需求进入淡季，库存开始大幅累积，而甲醇国内外供应出现大幅缩量，国内主要为集中性的常规装置检修，而海外伊朗地区则受运力影响大面积产能进入停产状态，进口减量明显，港口库存进入连续去库模式，截至 10 月下旬，甲醇-尿素价差最高走扩至 400 以上。

之后，从 10 月下旬直至目前，也就是 11 月下旬，短短一个月的时间里，二者价差由甲醇大幅升水尿素一路收缩至尿素小幅升水甲醇。

今年甲醇尿素价差主要的行情拐点：

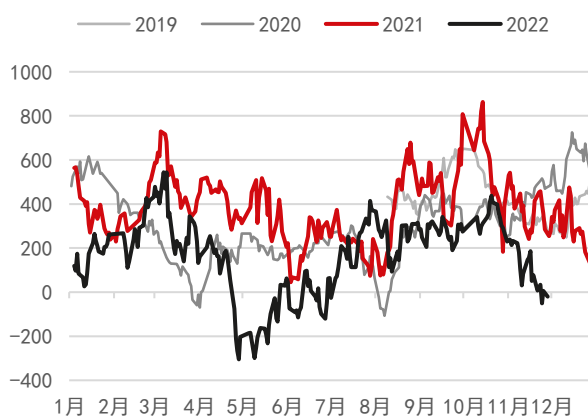
1. 3 月 9 日甲醇-尿素价差高位回落：核心在于能源价格大幅调整引发的预期波动，甲醇大幅回落，而尿素处于需求旺季，供需格局偏紧的情况下回调空间相对有限。
2. 5 月 9 日甲醇-尿素价差触底反弹：核心在于化工煤施行市场化定价，甲醇生产使用的烟煤价格快速上涨与尿素的无烟煤价差大幅收窄，估值端驱动带动甲醇价格低位反弹。而尿素受乌兰大化新装置投产以及抛储预期影响价格震荡下行，甲醇-尿素价差快速上涨。
3. 8 月初甲醇-尿素价差达到 400 左右高位后快速下跌：核心在于甲醇需求端沿海 MTO 企业爆发负反馈，装置集中停产降负引发甲醇下跌，尿素下游阶段性补货需求释放价格震荡上行。
4. 9 月初甲醇-尿素价差开始震荡上行：核心在于甲醇供需改善进入去库周期，而尿素季节性结束库存持续累库。

图 7：甲醇尿素盘面走势



资料来源：WIND 中信期货研究所

图 8：甲醇-尿素主力价差季节性

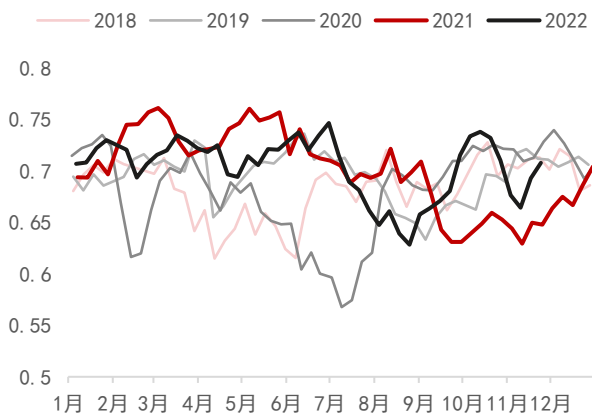


资料来源：WIND 中信期货研究所

5. 甲醇-尿素价差 10 月下旬扩大至 400 以上后急速回落。

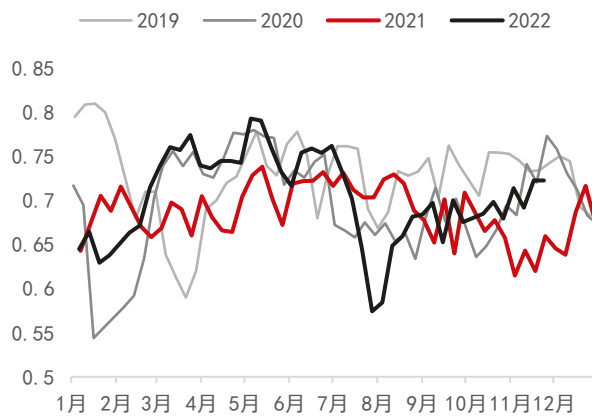
首先是甲醇。从供应端来看，增量方面内蒙古久泰 200 万吨新产能 10 月中下旬已顺利投产出料并向市场销售，其配套下游乙二醇投产时间未定，因此甲醇需要全部销往山东等地销区进行消化。存量供应方面多数前期停产装置陆续重启，11 月初甲醇非一体化检修产能最高超过 900 万吨，随后除了西北部分气头装置检修要持续至明年 2、3 月底外，其余常规性检修装置以及一些成本性检修装置，如新奥、华昱等均已重启，截至 11 月底，甲醇非一体化检修产能仅 500 余万吨。海外方面整体开机率也是在不断回升的，期间部分伊朗装置曾因意外短暂停车检修，但目前均已恢复，目前仅剩 Marjan 一套装置仍处于停车状态，此外非伊包括美国以及东南亚部分装置也已回归。虽然 11 月开始沿海地区频繁受天气原因影响进口船只卸货效率，但港口的去库节奏环比已有明显放缓。因此甲醇国内外的供应压力是在不断增加的。然后是需求端，今年以来连续的亏损导致目前外采型 MTO 企业基本上处于停产或者低负荷运行状态，对于甲醇需求支撑不足，此外传统下游进入淡季叠加山东等地疫情影响，传统开工也表现疲弱。因此在供增需弱的背景下甲醇价格一路下滑。

图 9：甲醇装置开工率



资料来源：卓创 中信期货研究所

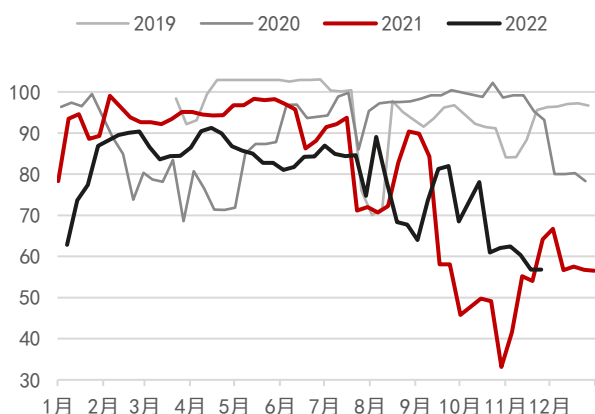
图 10：国际甲醇开工率



资料来源：金联创 中信期货研究所

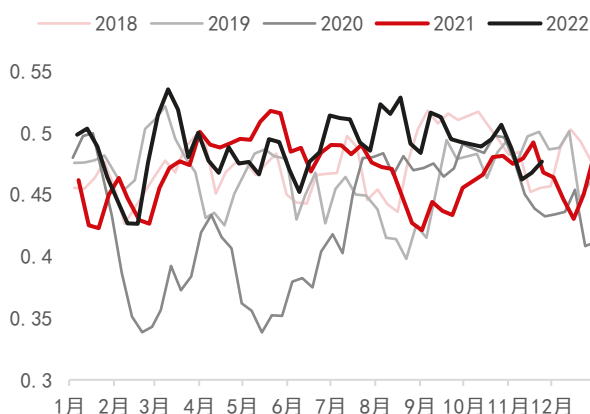


图 11： 外采型 MTO 开工率



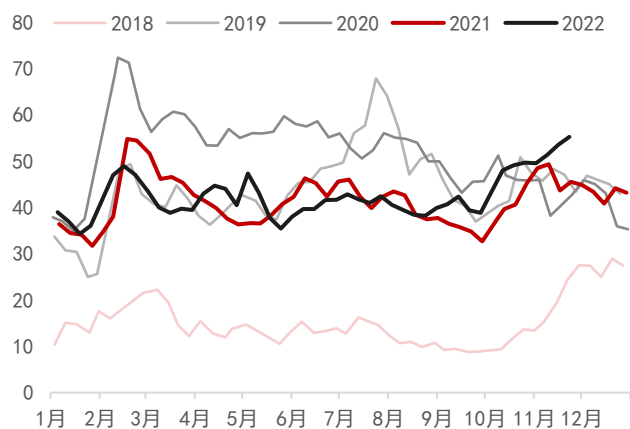
资料来源：卓创 中信期货研究所

图 12： 甲醇传统下游开工率



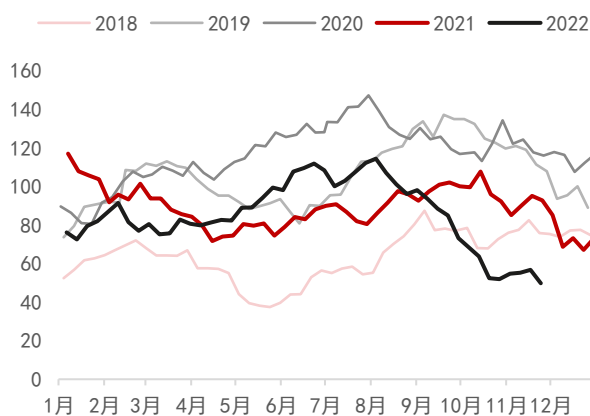
资料来源：卓创 中信期货研究所

图 13： 甲醇内地企业库存（万吨）



资料来源：隆众 中信期货研究所

图 14： 甲醇港口总库存（万吨）

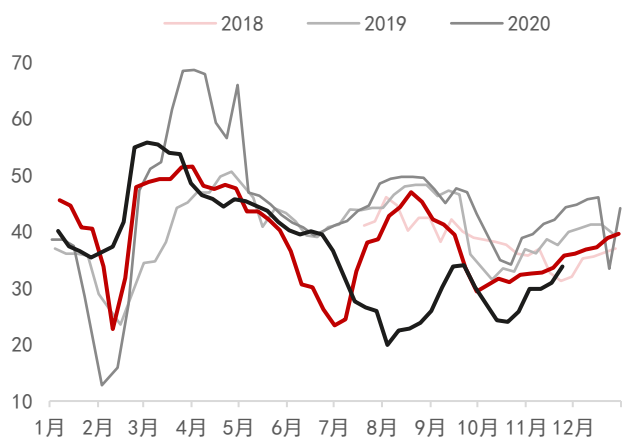


资料来源：卓创 中信期货研究所

其次是尿素。供应端自 10 月中旬国家重要会议召开以来，山西晋城地区多数尿素主力企业开始停产，原计划是 11 月初恢复，但受到环保限产以及疫情影响被不断延后。虽然尿素的日产水平持续处于同期高位，但行情的上涨驱动主要来自于需求端的拉动。目前国内农需处于空档期，但东北市场整体成交火爆需求旺盛，农业需求持续补货中；工业复合肥企业 11 月开始进入高氮肥生产季，开工和尿素用量环比显著提升，三聚氰胺开工也逐步提升，板材类需求出现边际改善；此外就是淡储以及出口需求的释放。今年 11 月底是国储的首个检查月，承储企业需要在 11 月底完成 50% 的储备任务量，因此前期陆续采购带动需求增量。还有就是出口。10 月 17 日印度 IPL 以及 11 月 15 日印度 NFL 陆续发布进口招标，中国两轮

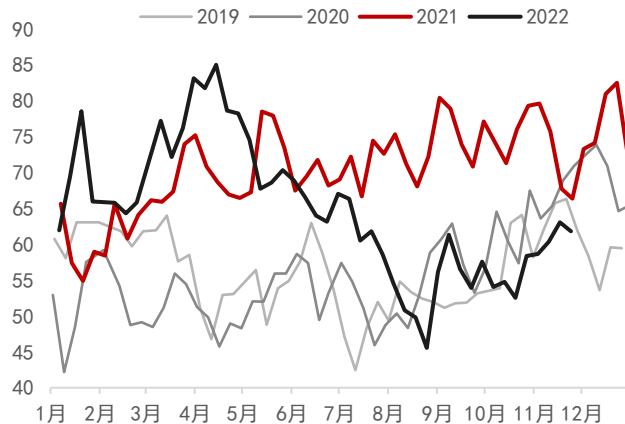
印标的参与量均在 20-30 万吨，船期分别为 12 月 5 日和 12 月 22 日，叠加中国与巴基斯坦以及埃塞俄比亚 G2G 的援助性出口（其中巴基斯坦 12.5 万吨，埃塞俄比亚 20 万吨）。东北市场持续采购加上出口补货以及山西延迟复产使得内蒙地区成交火爆，高库存压力有所缓解，据悉部分企业一天收到保单量 30 万吨导致大颗粒货源一货难求，给予市场强力的利多支撑。

图 15： 复合肥开工率



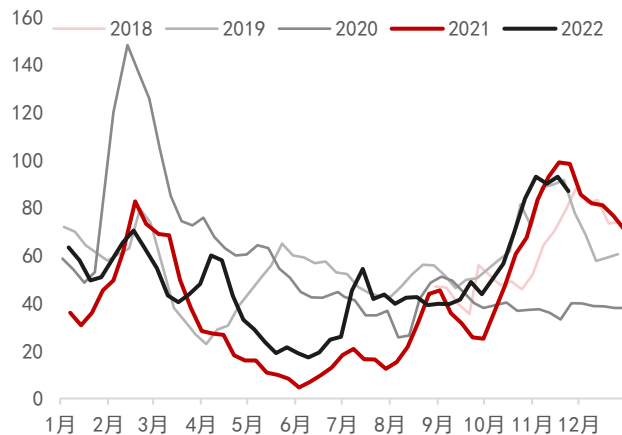
资料来源：卓创 中信期货研究所

图 16： 三聚氰胺开工率



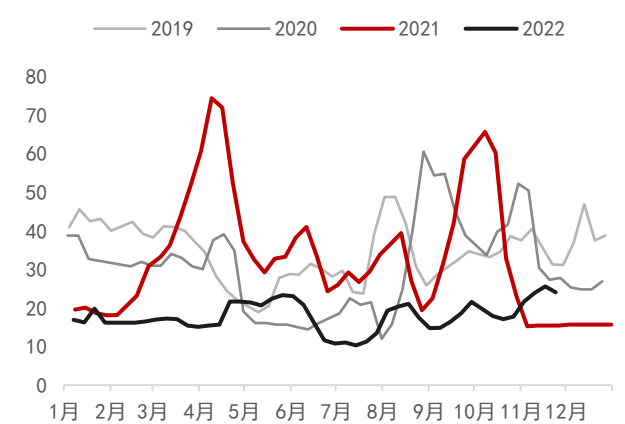
资料来源：卓创 中信期货研究所

图 17： 尿素工厂库存（万吨）



资料来源：卓创 中信期货研究所

图 18： 尿素港口库存（万吨）



资料来源：卓创 中信期货研究所

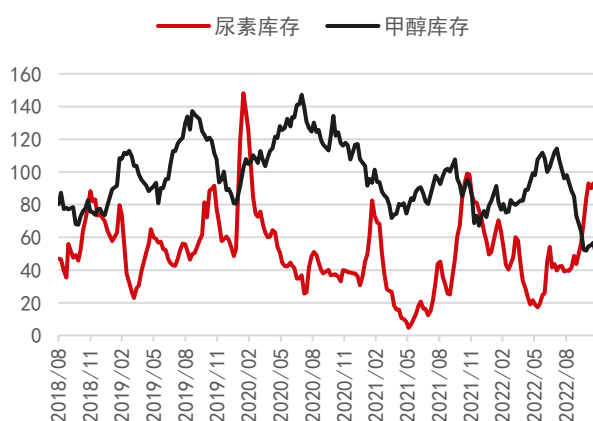
前面我们按照两个单边逻辑对于近期价差的行情进行了解读，如果按照供需和估值驱动来看整体的价差表现，也是存在较强的相关性的。

由于库存是供需结果的直接体现，我们选取甲醇港口库存和尿素企业库存的

比值来与甲醇尿素比价进行对比（如下图所示），可以看到库存比与价差呈现了比较好的负相关性，也就是当库存比高位时，代表甲醇的过剩程度要强于尿素，则反应到甲醇/尿素比价上面通常是一个偏低位的水平。近期 11 月以来的走势要偏离正常的相关性逻辑，主要原因在于尿素的内地库存受疫情影响锁定在内蒙和新疆地区无法正常外运，如果将两地库存排除，主流区域的库存反而是在去化的，且去库幅度要高于甲醇，也能够印证尿素基本面表现要强于甲醇。

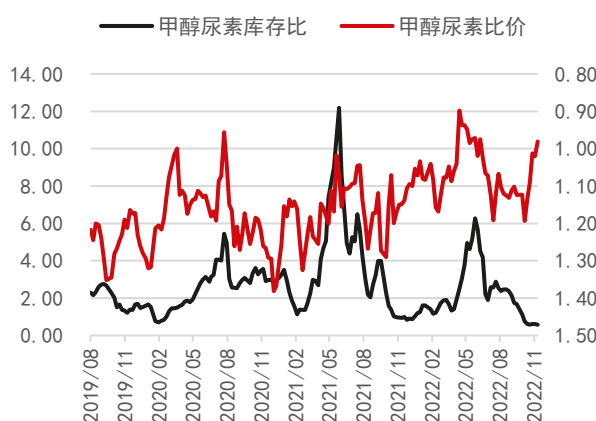
接下来是估值驱动，由于甲醇尿素生产用煤存在差异，我们选取无烟块煤和烟煤的比值与价差作对比（如下图所示），也可以看到具有一定的负相关性。主要逻辑是当无烟煤/动力煤的比价处于低位时，例如去年能耗双控政策导致动力煤价格一度飙涨至超过无烟煤，以及今年化工煤市场化定价后价格的不断上行，此时动力煤对于甲醇的估值支撑会有所体现，相应的甲醇尿素比价也会偏高。近期的行情无烟煤表现较动力煤相对抗跌，煤炭比价的走强也使得甲醇估值支撑弱化。但从相关性强弱去看，煤炭对于价差的影响相对较小，供需差异体现到库存上的变化是影响价差走势的核心因素。

图 19： 甲醇尿素库存走势



资料来源：卓创 中信期货研究所

图 20： 甲醇尿素库存比与价差



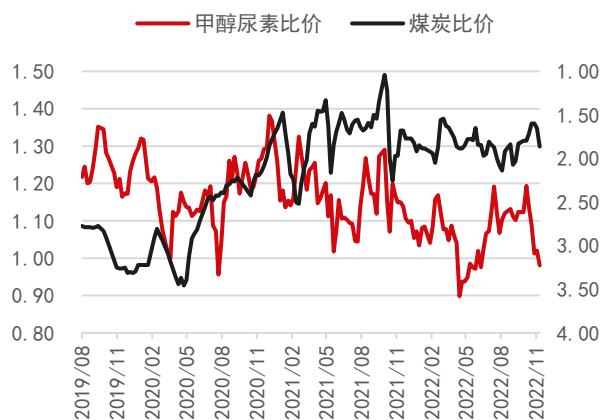
资料来源：卓创 中信期货研究所

图 21： 无烟煤与动力煤走势



资料来源：CCTD 隆众 中信期货研究所

图 22： 煤炭比价与甲醇尿素价差



资料来源：卓创 中信期货研究所

### 三、后期甲醇尿素供需分化或依然明显，多尿素空甲醇驱动仍存

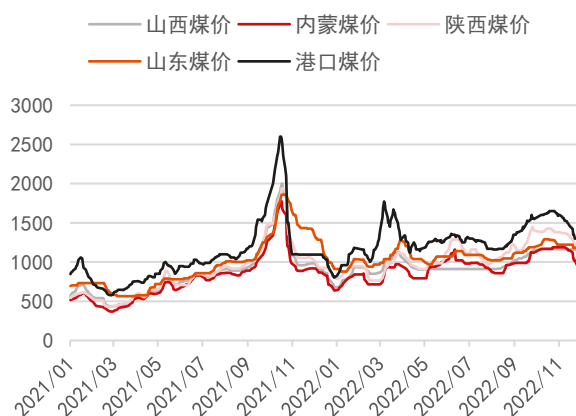
以上部分是我们对于甲醇和尿素本轮价差的驱动以及逻辑进行的简单复盘。对于后期的价差走势判断，我们依然维持甲醇-尿素的逢高做缩思路，驱动仍在于两者基本面分化。

后期价差主要逻辑：

1. 估值来看，尿素生产利润要高于甲醇，固定床盈利水平良好而煤制甲醇依然亏损，尿素估值相较甲醇要偏高一些。而从基差角度目前甲醇尿素期货贴水幅度都比较大，但尿素基于旺季预期盘面接货意愿要强于甲醇。
2. 供应端来看，增量方面年底前甲醇有 300 万吨产能计划投放且落地可能性较大，尿素有新疆中能 52 万吨和山东明水 80 万吨新增产能但大概率延期投产，甲醇供应增量压力或高于尿素。
3. 供应存量方面，甲醇和尿素开工产量均有提升，且随着原料煤炭价格下跌煤制利润修复，供应弹性有望进一步释放；从检修装置复产角度看，尿素复产产能或高于甲醇，而根据 12 月西南气头公布的检修计划来看，甲醇计划检修产能明显不及尿素。因此存量供应上两者矛盾并不突出。
4. 甲醇尿素需求端差异或将成为引导价差走势的核心因素。后期甲醇下游烯烃及传统需求提振不足的情况下，供需将逐步承压；而尿素有春耕和复合肥生产备肥以及淡储、出口等需求托底，供需压力将不及甲醇。

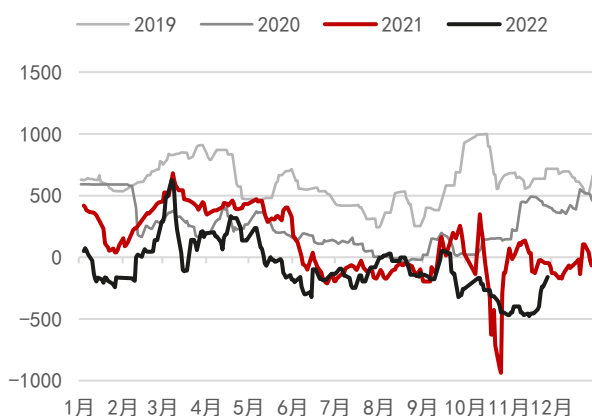
甲醇方面我们认为后期供需预计将逐步承压。从供应端来看，增量方面年底前宁夏鲲鹏 60 万吨以及宁夏宝丰 240 万吨甲醇产能计划投放，供应增量压力较大；存量方面，近期原料端港口和坑口煤价持续下跌，非电需求持续低迷，终端采购空间不足，目前内蒙地区 5500 大卡化工煤价格已跌至 910-960，折算煤制成本 2380，煤制现金流利润已大幅修复至-130。后期来看，主产区受疫情影响部分煤矿暂停生产，市场供应趋紧，且随着气温转冷终端用煤需求增加，电厂日耗提升或为煤价提供一定底部支撑，但临近冬季企业出于安全生产因素考虑，装置停车以及开工大幅下降的可能性较低；此外气头方面由于今年川渝地区天然气供应较为充裕，气头限气停产可能性不大，目前仅泸天化、玖源以及卡贝乐装置存在计划性检修，影响量相对有限。因此内地高供应以及高库存排库压力或将持续压制甲醇价格。港口方面，随着阶段性封港的结束，卸货效率将逐步提升，此外在海外高供应弱需求以及进口利润持续高位的背景下，伊朗和非伊货流入中国的量预计也将有所增加，还有就是港口-内地高价差驱动下低价内地货源也有冲击港口市场的可能。反观需求端，MTO 利润和开工维持低位且难有明显改善预期，港口几套主流装置兴年内恐难重启，富德近期有检修计划，诚志一套装置持续停车中，盛虹炼化投产在即乙烯即将出料，斯尔邦 MTO 装置存停车/降负预期，且今年由于过年较早部分下游存在提前放假可能。整体而言，甲醇后期考虑到存量装置重启、新增投产和进口回升，而烯烃以及传统需求支撑不足情况下供需压力将逐步增加，库存大概率累库。

图 23： 煤炭价格



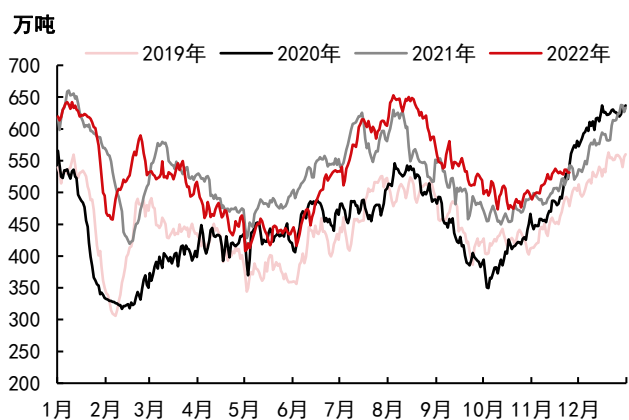
资料来源：CCTD 中信期货研究所

图 24： 内蒙煤制企业现金流利润



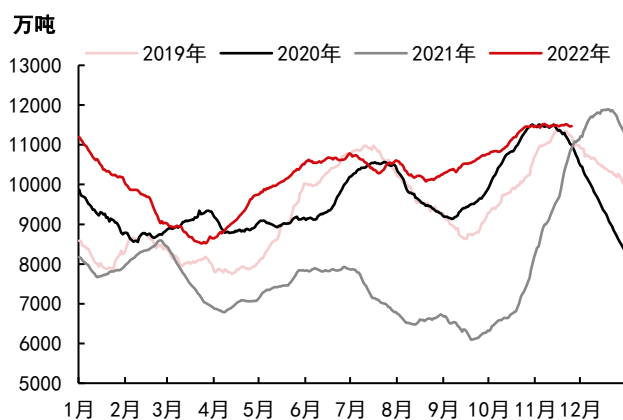
资料来源：CCTD 卓创 中信期货研究所

图 25： 25 省电厂日耗合计



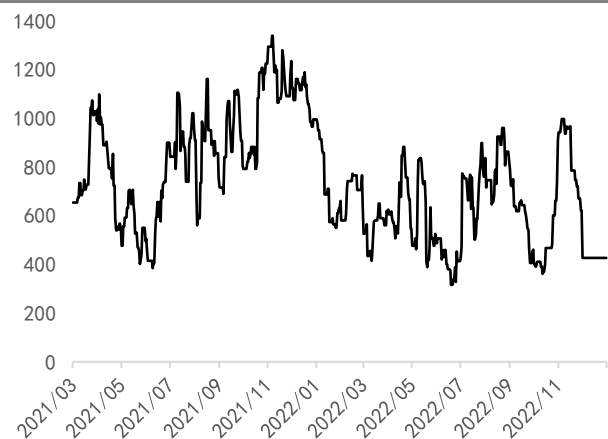
资料来源：CCTD 中信期货研究所

图 26： 25 省电厂库存合计



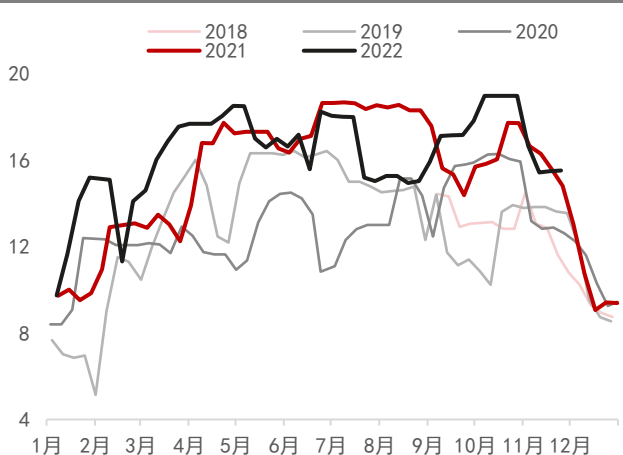
资料来源：CCTD 卓创 中信期货研究所

图 27： 甲醇非一体化检修产能（万吨）



资料来源：隆众 卓创 中信期货研究所

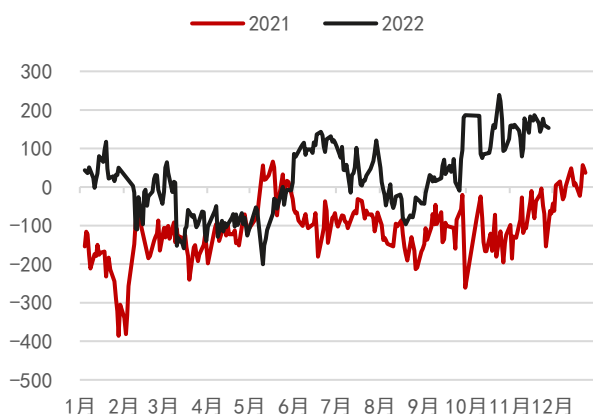
图 28： 天然气制甲醇周度产量（万吨）



资料来源：隆众 中信期货研究所

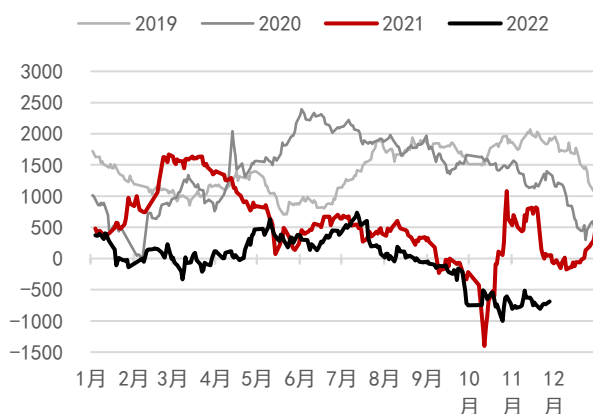


图 29： 伊朗货源进口利润（美元/吨）



资料来源：ICIS 卓创 中信期货研究所

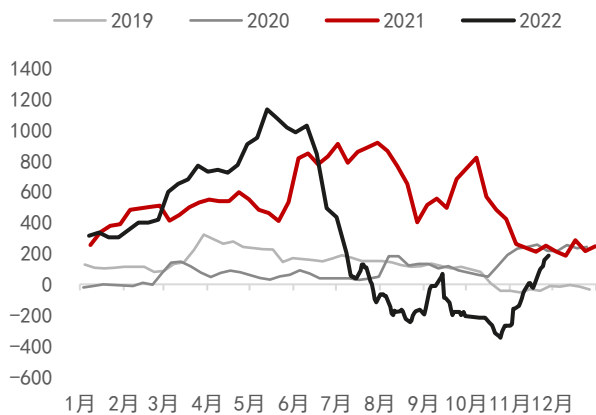
图 30： MTO 现货利润



资料来源：WIND 隆众 中信期货研究所

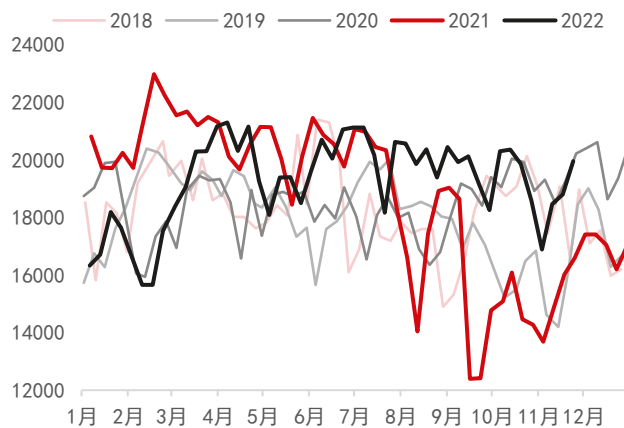
尿素方面我们认为后期供需压力相对有限且基本面大概率将强于甲醇。从供应端来看，年底前部分新产能计划投放但存在延后可能；存量方面，原料端无烟煤价格高位回落，固定床成本 2500-2600 目前已有盈利，目前尿素日产水平 15.2 万吨附近处于同期高位，后期随着利润修复以及山西装置的复产，尿素供应将维持宽松，12 月开始部分气头企业存在检修计划。今年气头装置检修并未明显受到天然气供应以及价格影响，大部分企业是根据年度检修计划有序进行检修。按照隆众资讯统计的气头装置停车计划表，后期将近 700 多万吨气制产能存在检修计划，对于尿素日产的影响量预计在 2 万吨左右（由于多数企业尚未明确具体检修时间，实际减量可能会少一些）。因此后期气头尿素的减产量能够一定程度上缓解煤头企业复产带来的供应压力。目前全国疫情扰动持续下，物流运输依然不畅导致部分区域供需偏紧造成供需错配，主流交割区库存水平偏低，虽然新疆发运开始恢复但尚未对市场造成冲击。然后是需求端，虽然前期价格上涨过快导致市场新单成交节奏放缓，下游高价抵触情绪渐增拿货积极性有所下降，以及出口利好情绪的降温价格存在阶段性回调可能，但我们认为后期需求仍然存在较强支撑能够对尿素行情形成托底。12 月开始由南向北农业备肥将陆续展开，此外复合肥进入生产季开工持续回升，原料库存偏低后期对于尿素用量也将增加，同时对于政府间援助性出口船期将持续到明年一季度，后期出口需求仍存，因此需求预计呈现稳步提升趋势。此外当前期现高基差的局面也将吸引部分中下游买入盘面用作储备。

图 31： 尿素固定床利润



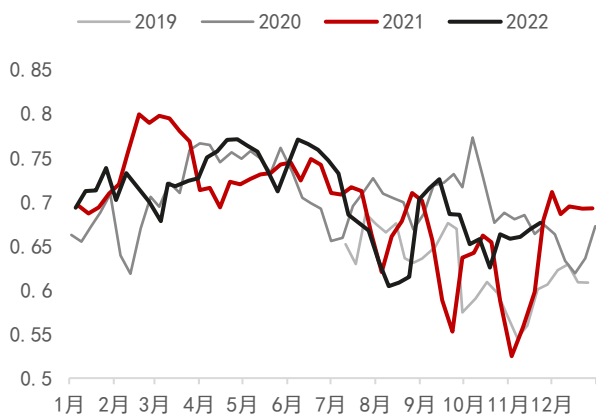
资料来源：隆众 中信期货研究所

图 32： 全国尿素日产（万吨）



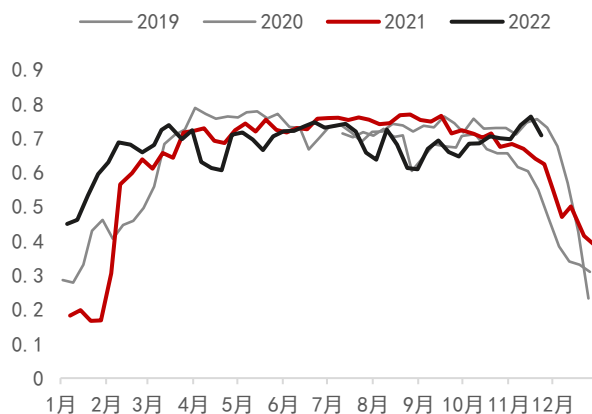
资料来源：隆众 中信期货研究所

图 33： 煤头尿素开工率



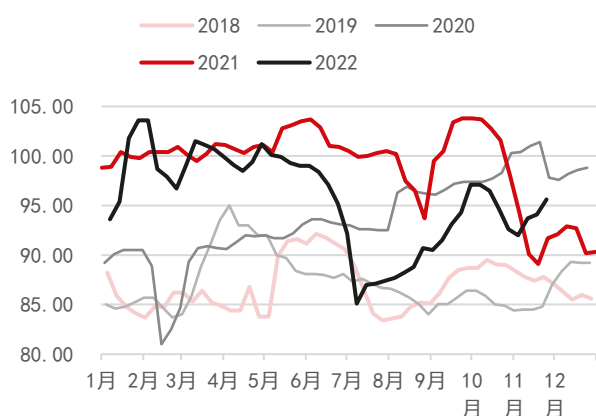
资料来源：隆众 中信期货研究所

图 34： 气头尿素开工率



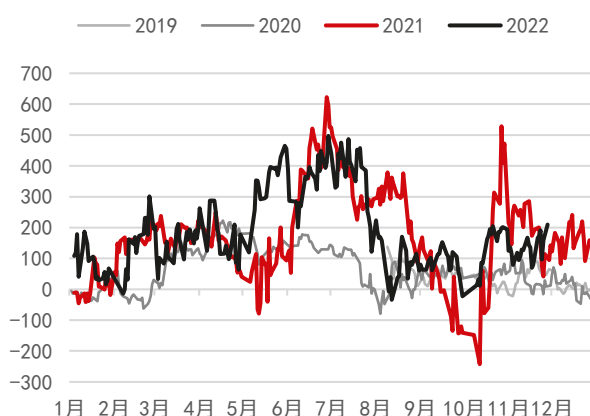
资料来源：隆众 中信期货研究所

图 35： 尿素周度产销率



资料来源：卓创 中信期货研究所

图 36： 山东尿素基差

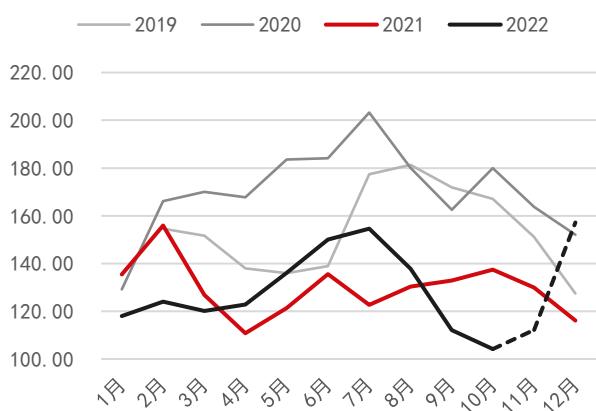


资料来源：WIND 隆众 中信期货研究所

综上所述，我们认为中短期 01 合约而言，根据我们年底前平衡表的预测情况，甲醇和尿素基本面仍存在较大分化，尿素供需压力大概率不及甲醇，因此建议继续择机逢高做缩甲醇-尿素价差。长期角度 2023 年去看，节奏上甲醇我们偏向于价格先抑后扬，上半年偏承压，下半年预计反弹，而尿素考虑到自身较强的季节性属性，全年预计先强后弱（详细内容可以参考甲醇和尿素 2023 年度策略报告），因此甲醇-尿素 05 合约价差的做缩逻辑明年上半年或将延续。

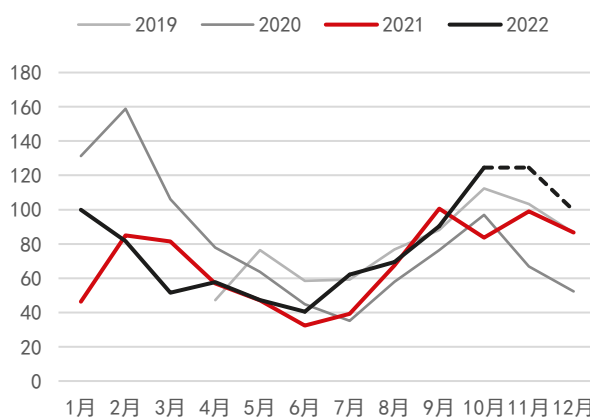
**风险要素：** 能源价格波动，宏观及疫情形势，基本面超预期变化

图 37： 甲醇库存走势预测



资料来源：卓创 中信期货研究所

图 38： 尿素库存走势预测



资料来源：隆众 中信期货研究所

## 免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

中信期货有限公司

深圳总部 地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>