



国信期货  
GUOSEN FUTURES

# 商品基本面分析方法

国信期货贺维  
2020年09月22日

# 目录

## CONTENTS

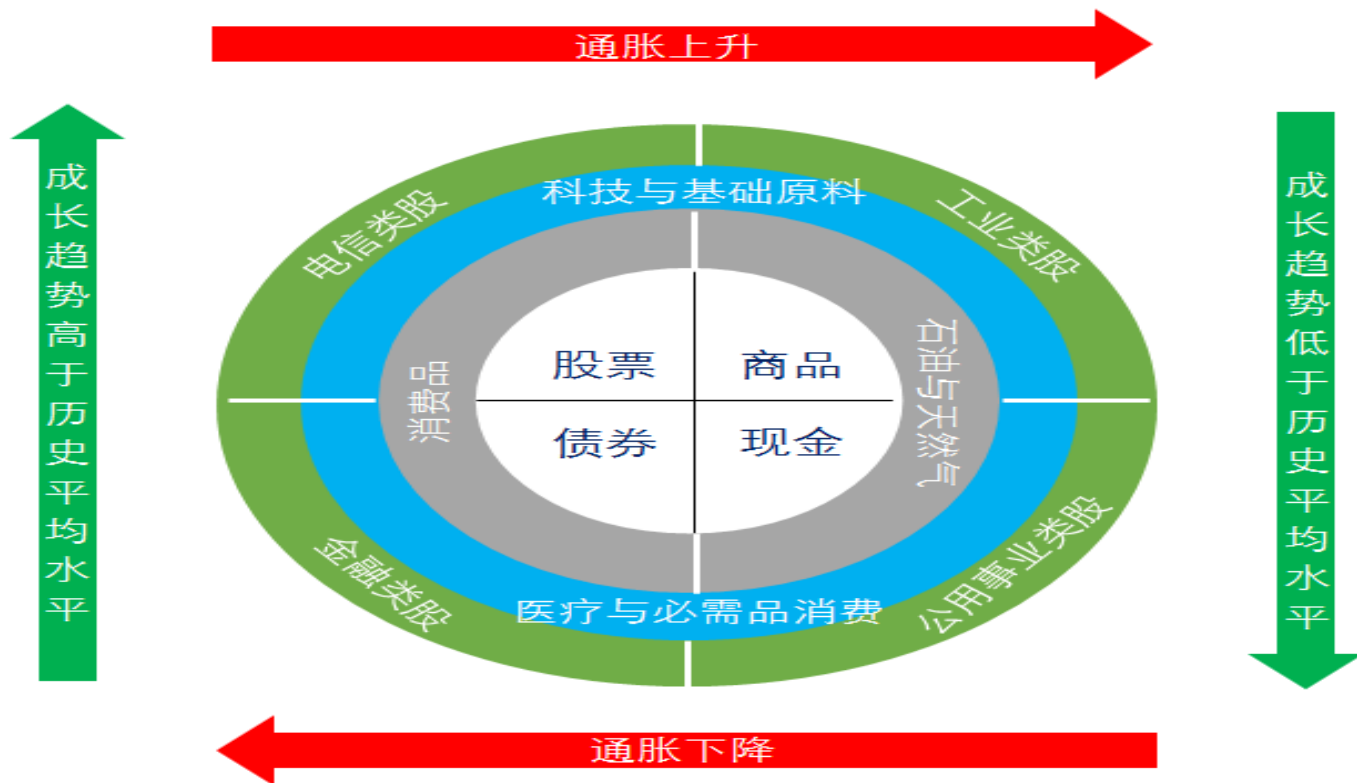
- ① 宏观逻辑及指标
- ② 行业周期研究
- ③ 供需分析框架

# Part1

第一部分

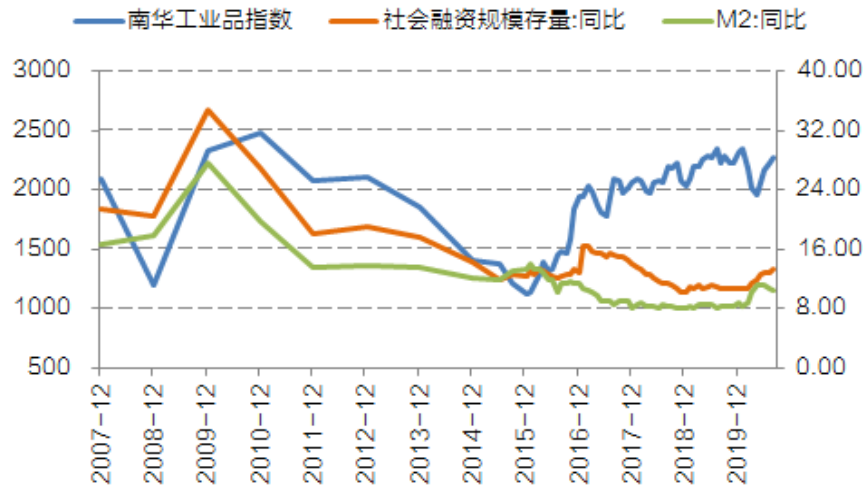
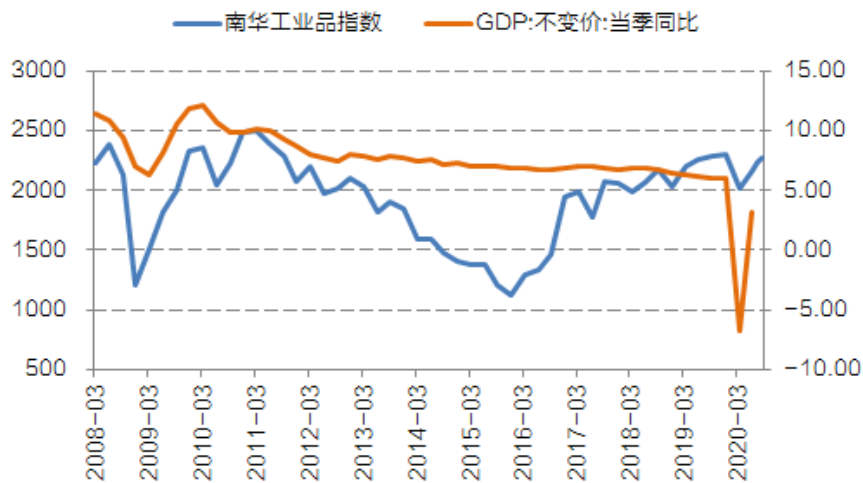
## 宏观逻辑及指标

# 大类资产轮动逻辑



# 工业品宏观总量指标

1. GDP增速可定性总需求方向，但不同时期弹性不同。
2. 流动性指标——社会融资及M2增速变化具有领先意义。



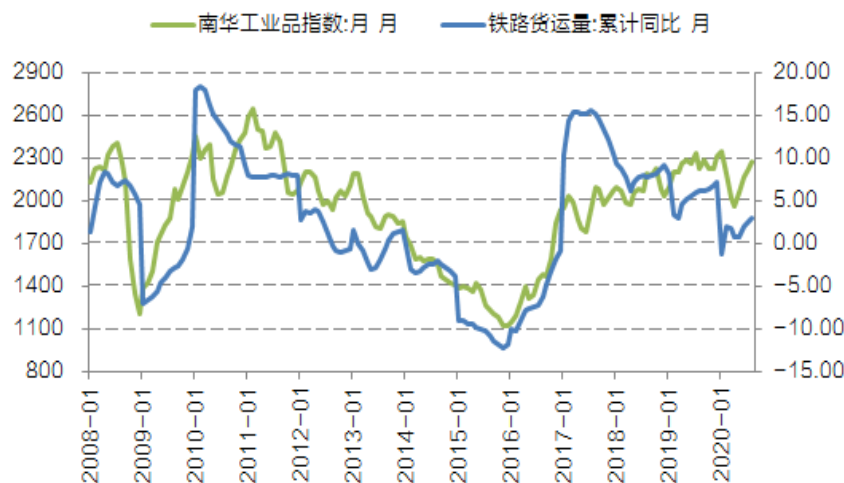
# 工业品宏观内需指标

**传导路径：**用于刻画总需求，是工业品价格同步指标。

①发电量、用电量反映工业生产情况。

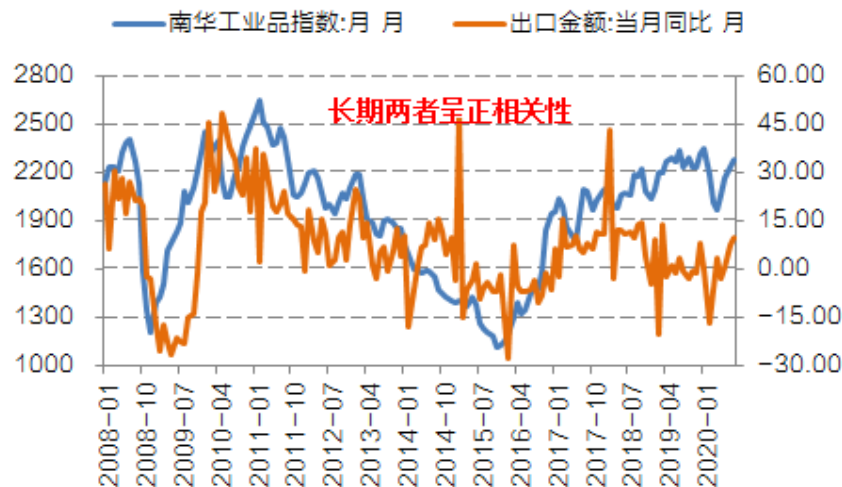
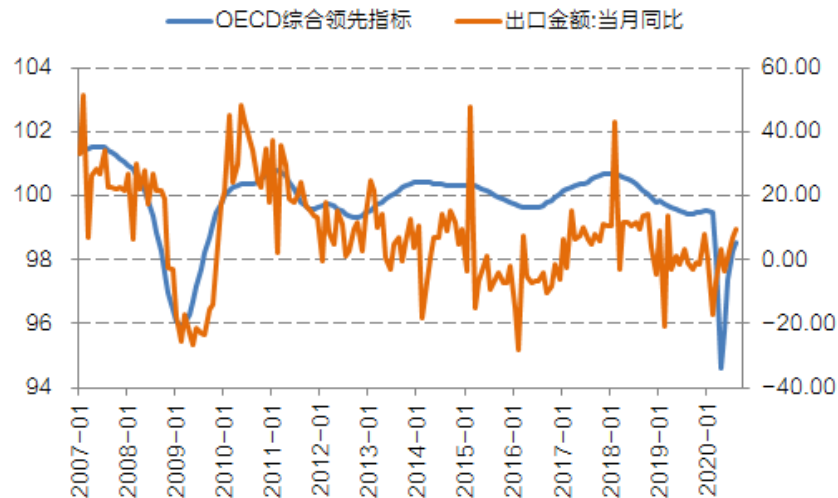
②货运量体现商品运输状况。

③作为经济运行的表征，用于跟踪验证工业品需求。



# 工业品宏观外需指标

**传导路径：**出口仍是工业品终端消费两大渠道之一（外需）



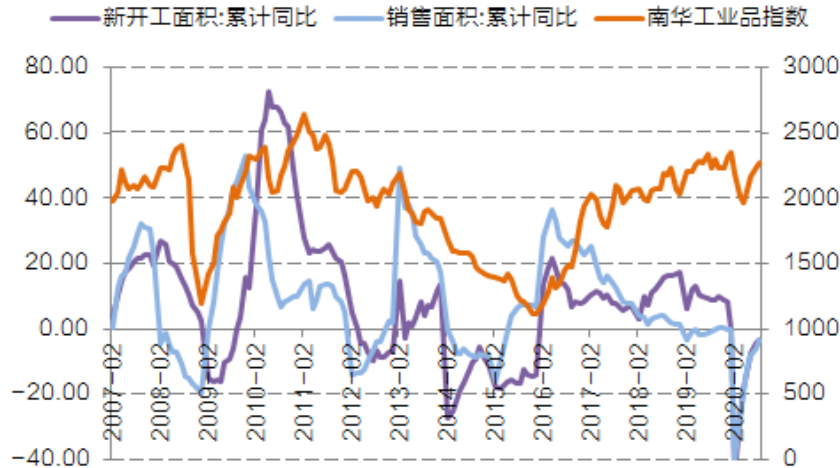
# 工业品宏观行业指标

**传导路径：**房地产是工业品需求同步或略领先指标

① 房地产对大宗商品需求拉动显著，涉及黑色、有色、化工等。

② 房地产投资增速与工业品价格基本同步，地产销售增速略领先投资。

销售回升（下滑） $\Rightarrow$ 资金回笼（紧张） $\Rightarrow$ 投资增加（减少） $\Rightarrow$ 工业品需求 $\Rightarrow$ 工业品价格





# 工业品宏观库存指标

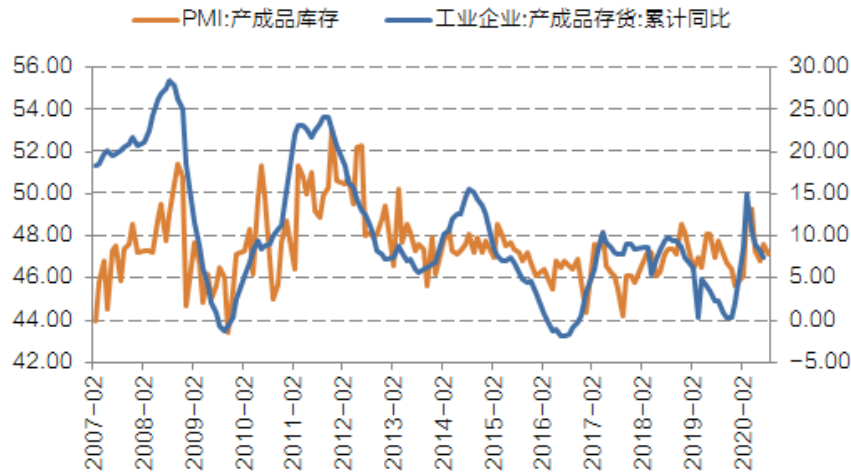
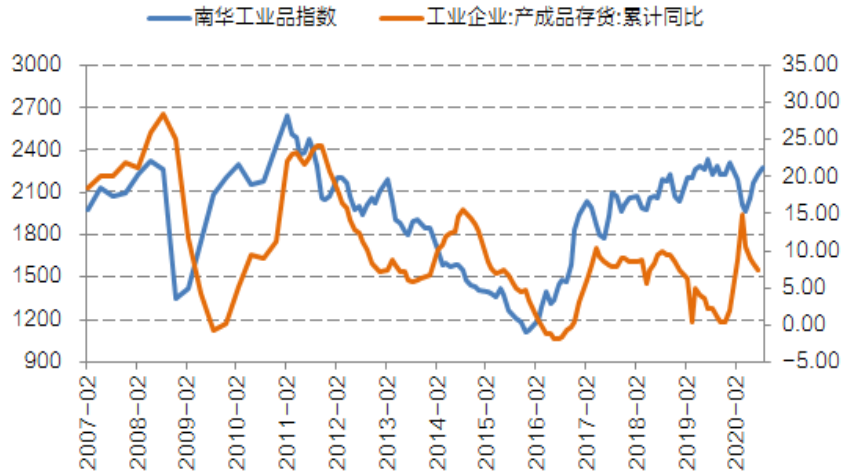
**传导路径：库存是工业品价格同步或略滞后指标**

①宏观层面的经济扩张、收缩预期引导微观层面的企业再库存、去库存。

② 库存周期分：主动补库、被动补库、主动去库、被动去库。

经济扩张（紧缩） $\Rightarrow$ 企业补库（去库） $\Rightarrow$ 工业品需求 $\Rightarrow$ 工业品价格

预期引导企业行为



# Part2

第二部分

## 行业周期研究

产能周期是经济波动中的主周期，长度6-11年，体现为设备投资的周期性调整，分为四个阶段：

第一个阶段，经济繁荣时期，企业家过度乐观导致产能快速扩张。

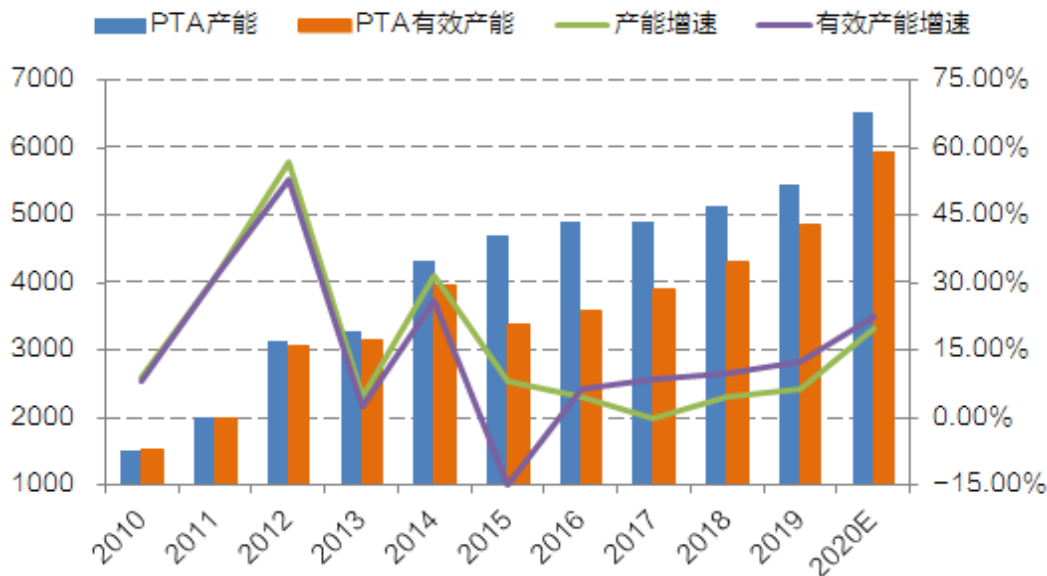
第二个阶段，产能走向过剩，供求格局恶化引发价格通缩，落后产能开始退出市场，行业开启产能出清。

第三个阶段，产能出清尾声，行业集中度显著提升，大型企业利润改善，开始修复资产负债表。但因为刚刚经历冬天，企业对未来前景较为谨慎，新增产能扩张不明显。

第四个阶段，随着企业盈利持续改善和资产负债表修复，行业开启新一轮产能扩张，一开始带动需求，后期增加供给。

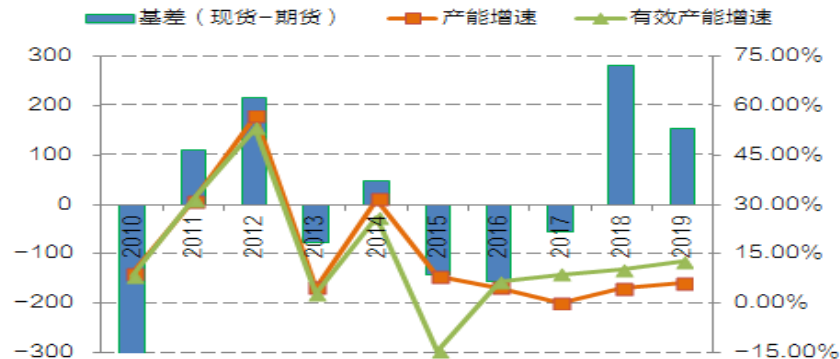
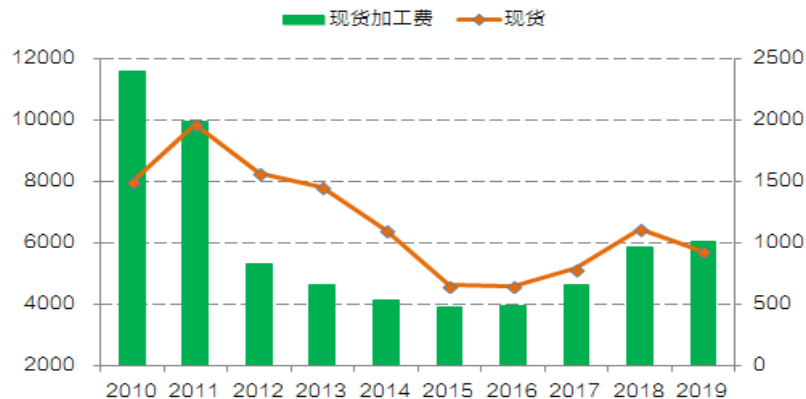
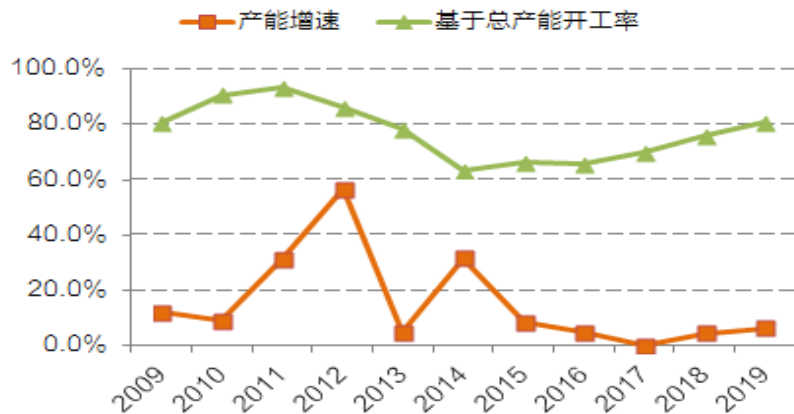
# 行业周期的演进

1. 2011–2014年产能快速扩张。
2. 2012–2014年产能走向过剩。
3. 2013–2016年落后产能出清。
4. 2017–2018年行业稳步复苏。
5. 2019年开启新一轮产能周期。



数据来源：WIND，国信期货

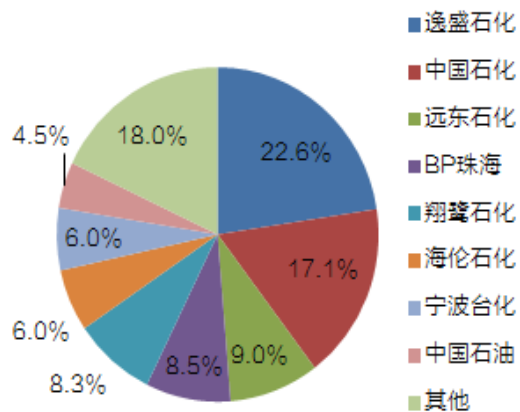
# 周期各阶段市场特征



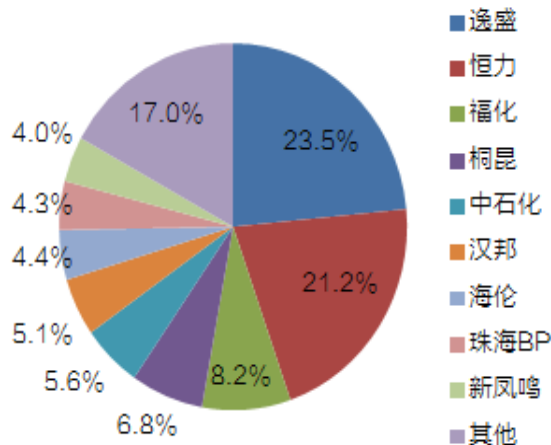
数据来源: WIND, 国信期货

# 新周期加速行业寡头化

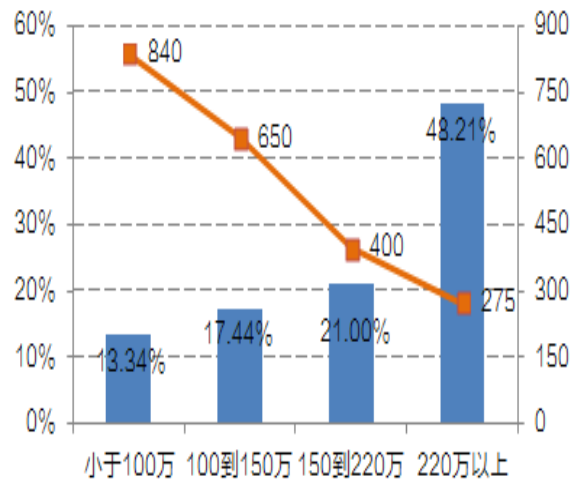
2011年有效产能占比



2020年7月有效产能占比



产能占比 理论边际成本 (元)



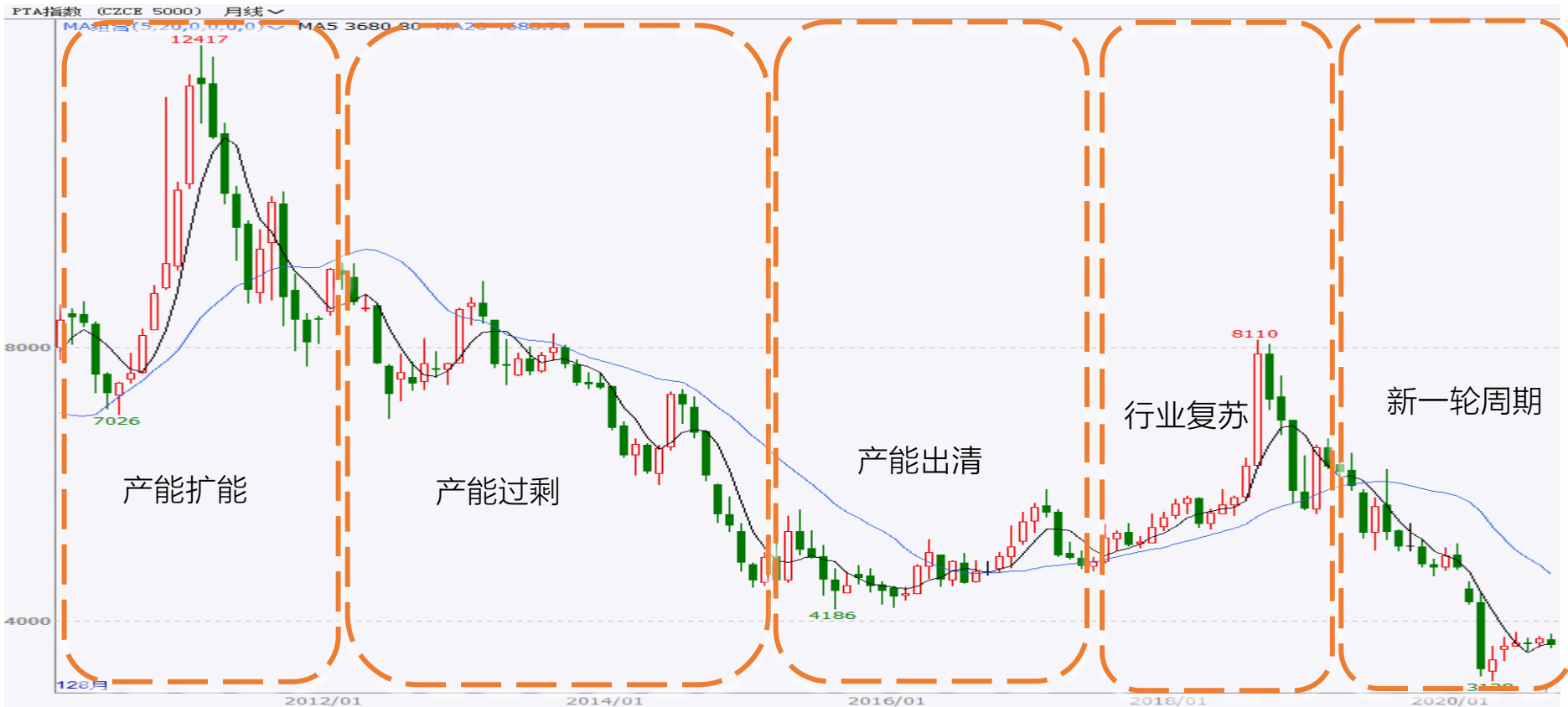
数据来源：卓创，国信期货

表：2020年PTA产业链龙头企业产能（万吨）

企业	PX产能	PTA产能	聚酯产能
恒力石化	450	1160	260
荣盛石化	364	704	150
福化工贸	160	450	0
恒逸石化	150	883	915
桐昆石化	80	370	690
新凤鸣	0	440	476
盛虹石化	0	400	230
三房巷	0	240	370
中石化	516	306	313
中石油	275	109	20

数据来源：卓创，国信期货

# 新周期会是“扩能&过剩&出清”三期叠加



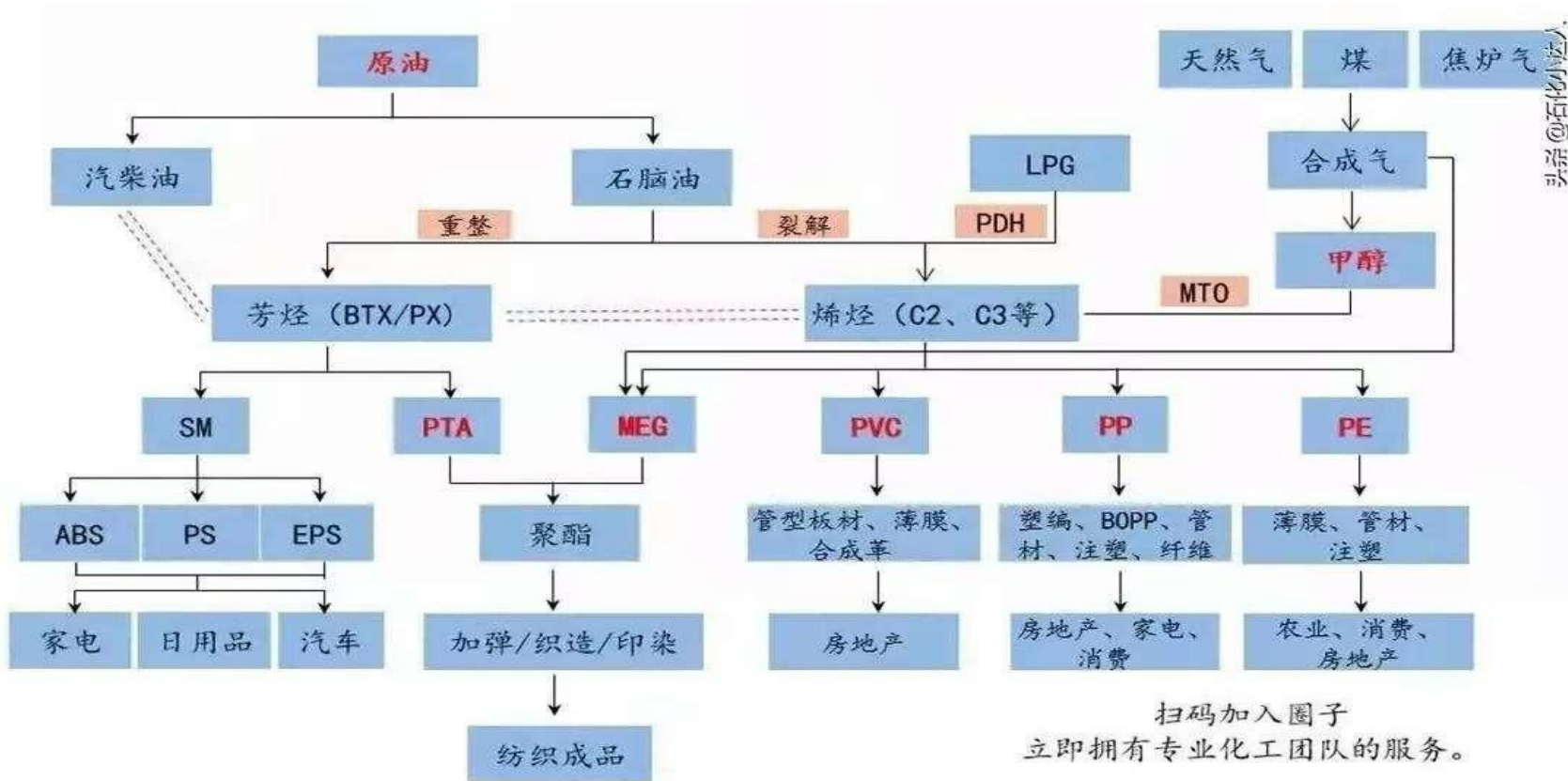


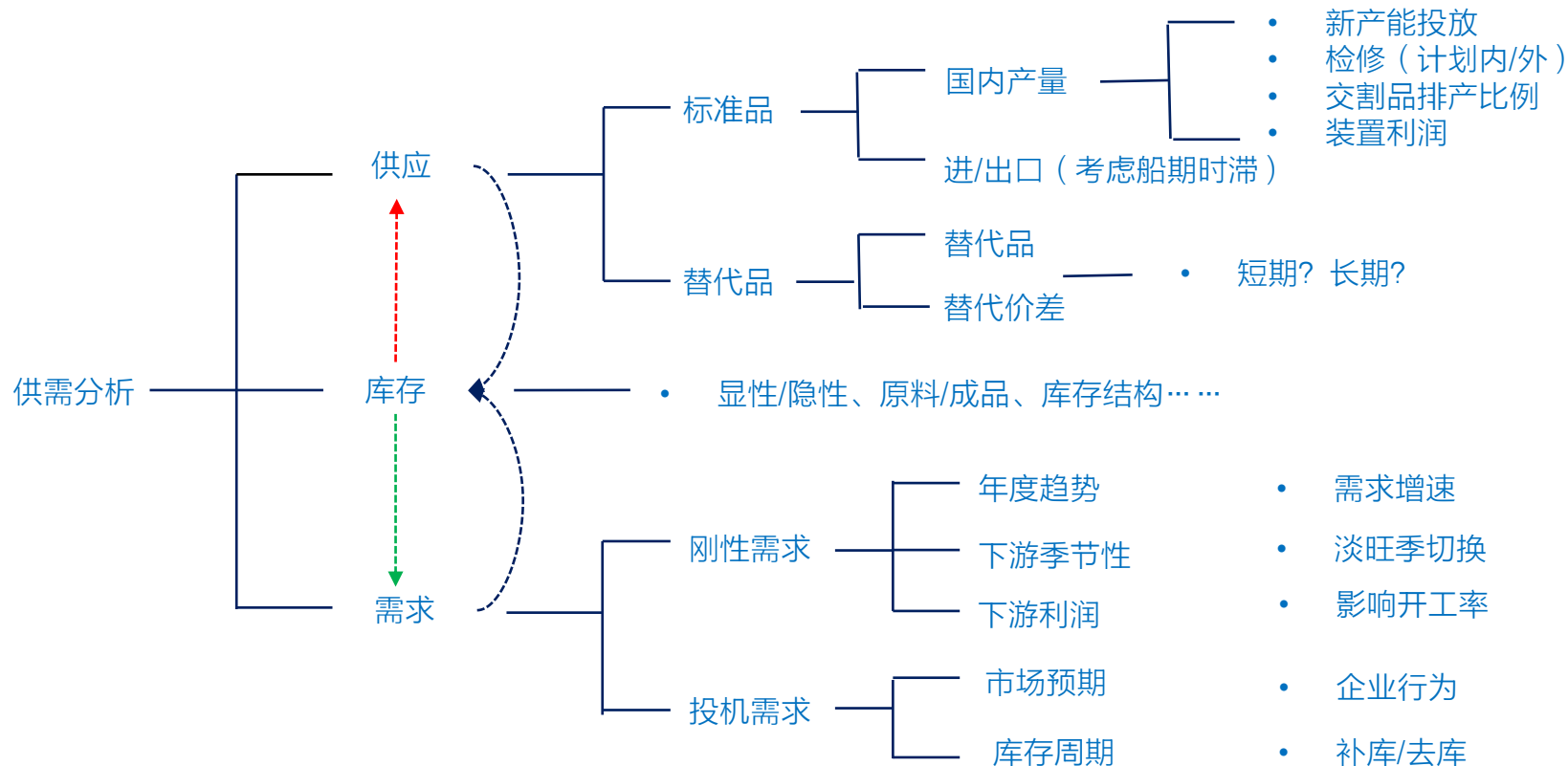
# Part3

第三部分

## 供需分析框架

# 产业链导图





# 逻辑框架：估值+驱动

## 1. 估值&驱动定义

估值：横向比较（国内外、同体系）、纵向比较（上下游成本、利润）

驱动：供应、需求、库存及其边际变化

## 2. 四种组合：

价值低估，驱动向上（戴维斯双击）

价值低估，驱动向下（可能是“价值陷阱”）

价值高估，驱动向上（持续性？）

价值高估，驱动向下（戴维斯双杀）

## 3. 时间周期：短期和中长期

# 案例：扩能周期触发“戴维斯双杀”

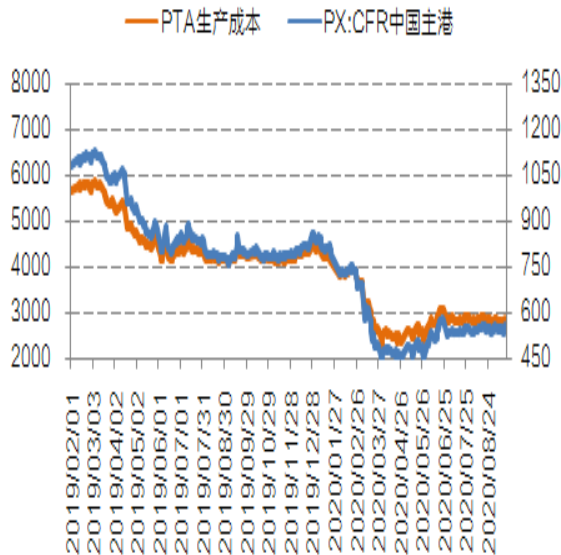
1. 新产能加入行业过剩，驱动向下。
2. 芳烃PX扩能成本坍塌，估值向下。
3. 时间跨度中长期。

表：2019-2020年PTA扩能计划（万吨）

企业	产能	计划投产时间
川能化学	100	2019年5月底
独山能源1期	220	2019年11月
中泰化学1#	120	2020年1月初
恒力石化4#	250	2020年1月中旬
恒力石化5#	250	2020年6-7月
独山能源2期	220	预计2020年10月投产
福建百宏	250	预计2020年10月投产
宁波逸盛	330	2020年底或2021年初

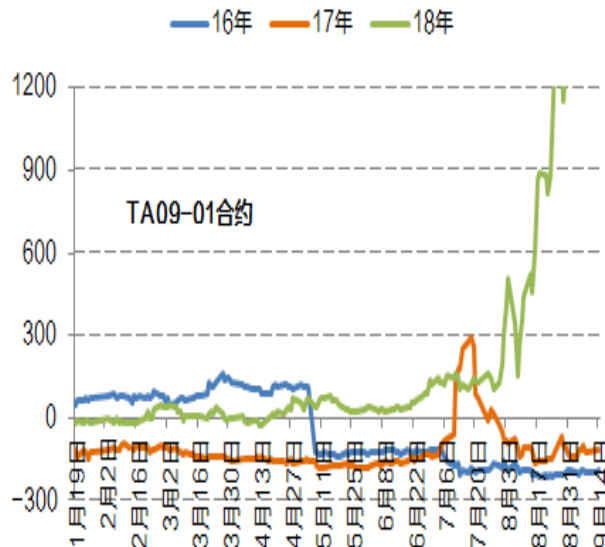
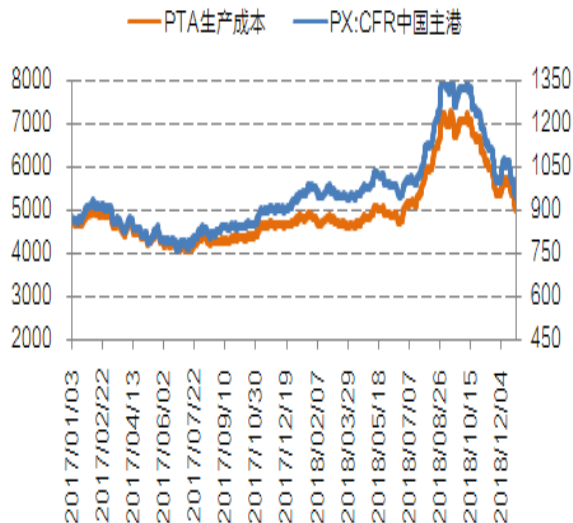
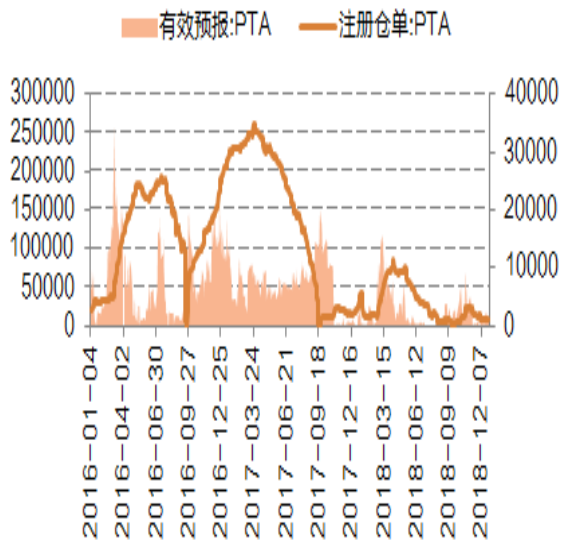
表：2019-2020年PX扩能计划（万吨）

企业	产能	计划投产时间
福海创	160	2018年12月及2019年3月重启
恒力石化	450	2019年3月、5月11日投产
中化弘润	80	2019年8月投产
海南炼化二期	100	2019年9月底投产
恒逸文莱	150	2019年11月投产
浙石化一期	400	2020年1-2月投产
东营威联化学	100	预计2020年9月投产
中化泉州	80	预计2020年12月投产



# 案例：低库存环境引燃逼仓行情

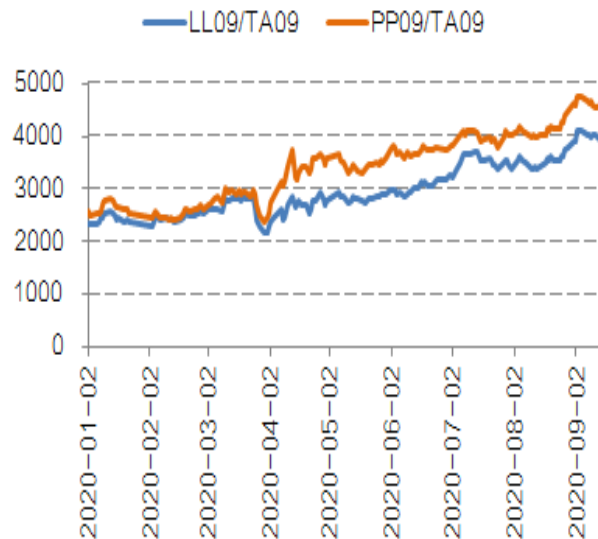
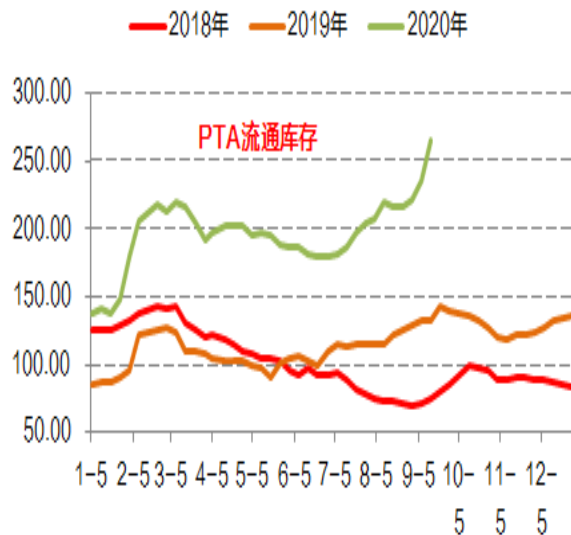
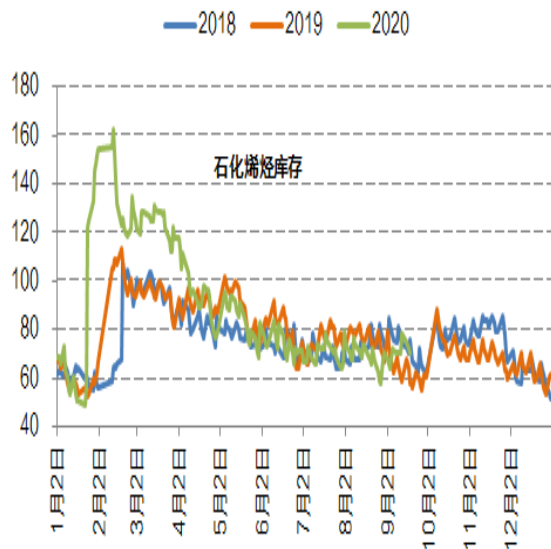
1. 低库存，供需驱动向上。
2. 成本估值向上。
3. 时间跨度短周期。



# 案例：基于相对强弱交易策略

4月-8月份：

1. 烯烃需求恢复良好，供需驱动向上（估值高估）。
2. PTA库存矛盾突出，供需驱动向下（估值偏低）。



# 感谢观赏

Thanks for Your Time

分析师：贺维

从业资格号：F3071451

电话：0755-82130614

邮箱：15098@guosen.com.cn



## 重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写编译，仅为投资者教育用途而准备，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其它人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容和引用资料和数据的主观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。