



能源周观点

数据专题简报
 证券研究报告

国金证券研究所

分析师：刘道明（执业 S1130520020004） 联系人：钱家洛

liudaoming@gjzq.com.cn

qianjialuo@gjzq.com.cn

OPEC+需要更坚定的产量政策才能有效支撑油价

原油

油价展望：基于供需基本面，我们维持中期油价看空观点。我们认为当前油价反转的条件是供应端大幅增产的预期发生改变，目前的油价尚未抑制美国油企的增产意愿，仍然预期 OPEC+ 在 2025 年开始增产，因此目前中期观点并无变化。若 OPEC+ 再次推迟增产，则对油价有短期的支撑效果，最终还需要 OPEC+ 提出更坚定的产量政策才能转变供应明显过剩的预期，例如大幅推迟增产，或是直接下调未来的生产配额。

本周行情：2024 年 11 月 29 日，布伦特期货价(连续)为 71.04 美元/桶，本周下跌 2.83 美元/桶。WTI 期货价(连续)分别收于 68.00 美元/桶，本周下跌 3.36 美元/桶。

供给端：短期中性，中期偏空。目前的油价尚未影响美国原油生产；本周频频传来的 OPEC+ 将延迟增产的消息对油价刺激作用有限，说明市场对 OPEC+ “挤牙膏” 式的推迟减产信心不足，若该消息兑现还是可以延迟供应过剩的发生，因此近期的下跌空间不大；考虑到 OPEC+ 面对大量闲置产能和低市占率的压力，我们认为 OPEC+ 在 2025 年仍会进行增产。

需求端：短期偏空，中期中性。国内原油库存出现异常的累库，进口量与加工量均偏低，目前国内需求暂未出现恢复迹象，到 2025 年中下旬，需求在目前的低基数下进一步下降的概率较低，因此中期偏中性。

地缘政治：偏空。黎以达成停火协议，中东局势目前趋于稳定。

天然气

气价展望：在 2024 年 12 月和 2025 年 2 月或许存在做多机会，TTF 机会优于 HH，其余时间偏中性。由于 2023 年 12 月和 2024 年 2 月欧美气温异常偏暖，因此在 2024 年 12 月和 2025 年 2 月气温更大概率会同比下降。目前美国天然气正在复产，将压制 2024 年 12 月美国气价上涨空间，目前 2025 年俄罗斯过境乌克兰对欧输送管道气的合约仍无法续签，2024 年美国 LNG 液化站液化能力增长有限，因此欧洲气价上涨机会大于美国。

本周行情：2024 年 11 月 29 日，TTF 连一为 14.73 美元/MMBtu，较上周下跌 0.06 美元/MMBtu。JKM 连一为 15 美元/MMBtu，与上周持平。HH 连一为 3.36 美元/MMBtu，较上周上涨 0.23 美元/MMBtu。

供给端：在未来 1-2 个月内偏空，美国供应较欧洲更宽松。美国天然气产量正在恢复，产量仍有约 6000 万立方米/天的增长空间，或许会在 1-2 个月内完成复产；对于欧洲来说，2025 年俄罗斯管道气或断流，存在约 4000 万立方米/天的下降空间。

需求端：在 2025 年 3 月前偏多。由于 2023 年 12 月和 2024 年 2 月欧美气温异常偏暖，因此在 2024 年 12 月和 2025 年 2 月气温更大概率会同比下降，支撑供暖需求。

煤炭

本周行情：2024 年 11 月 29 日，秦皇岛 Q5500 动力煤平仓价为 818 元/吨，本周下跌 6 元/吨。

供给端：2024 年 10 月，全国原煤产量为 4.14 亿吨，同比+5.93%，煤炭海运进口量仍然处于高位。

需求端：在截至 2024 年 11 月 21 日的一周内，重点电厂煤炭日耗量为 514 万吨，同比+0.59%。

风险提示

气温变化不及预期的风险；经济增速不及预期的风险；天然气减产规模不足的风险；地缘政治变化的风险；其他第三方数据来源出现误差对结果产生影响的风险。



内容目录

| | |
|-------------------|----|
| 继续看空中期油价..... | 4 |
| 原油数据更新..... | 6 |
| 国内原油库存充足..... | 6 |
| 国内炼厂开工率较低..... | 6 |
| 美国成品油需求较弱..... | 7 |
| OPEC+原油出口量较低..... | 8 |
| 美国原油产量已恢复..... | 8 |
| 天然气数据更新..... | 9 |
| 美国天然气生产正在恢复..... | 9 |
| 欧美天然气库存趋势分化..... | 9 |
| 欧洲天然气消费下滑..... | 10 |
| 美国天然气需求走强..... | 11 |
| 煤炭数据更新..... | 11 |
| 国内煤炭库存偏高..... | 11 |
| 国内煤炭供应充足..... | 12 |
| 电厂耗煤量小幅增长..... | 12 |
| 风险提示..... | 13 |

图表目录

| | |
|------------------------------------|---|
| 图表 1: 油价结论: 偏空..... | 4 |
| 图表 2: 原油期货价格(美元/桶)..... | 4 |
| 图表 3: 气价结论: 冬季偏多, 欧洲气价将强于美国气价..... | 5 |
| 图表 4: 全球气价(美元/MMBtu)..... | 5 |
| 图表 5: 全球煤价(元/吨)..... | 6 |
| 图表 6: 国内原油库存处于高位且持续增长..... | 6 |
| 图表 7: 公路出行同比小幅增长..... | 7 |
| 图表 8: 航空出行维持高位..... | 7 |
| 图表 9: 主营炼厂开工率接近年内最低水平..... | 7 |
| 图表 10: 山东地炼开工率略微增长..... | 7 |
| 图表 11: 美国车用汽油消费量较低..... | 7 |
| 图表 12: 美国馏分油消费量较低..... | 7 |
| 图表 13: OPEC+原油海运出口量低位震荡..... | 8 |



| | |
|-------------------------------------|----|
| 图表 14: 沙特原油海运出口量较低..... | 8 |
| 图表 15: 俄罗斯原油海运出口量保持正常..... | 8 |
| 图表 16: 其他成员国的原油海运出口量低位震荡..... | 8 |
| 图表 17: 美国原油产量恢复..... | 9 |
| 图表 18: 美国天然气产量恢复..... | 9 |
| 图表 19: 近期欧洲天然气库存下降较快..... | 10 |
| 图表 20: 美国天然气库存处于历史高点..... | 10 |
| 图表 21: 欧洲主要国家天然气消费量下降..... | 10 |
| 图表 22: 欧洲主要国家工业及发电天然气消费量低于历史同期..... | 11 |
| 图表 23: 欧洲主要国家本地分销区消费者天然气消费量下降..... | 11 |
| 图表 24: 美国天然气旺季已开始..... | 11 |
| 图表 25: CCTD 主流港口煤炭库存快速上升..... | 12 |
| 图表 26: 国内重点电厂煤炭库存快速上升..... | 12 |
| 图表 27: 国内原煤产量增长..... | 12 |
| 图表 28: 中国煤炭海运进口量处于高位..... | 12 |
| 图表 29: 电厂耗煤量同比小幅增长..... | 13 |



继续看空中期油价

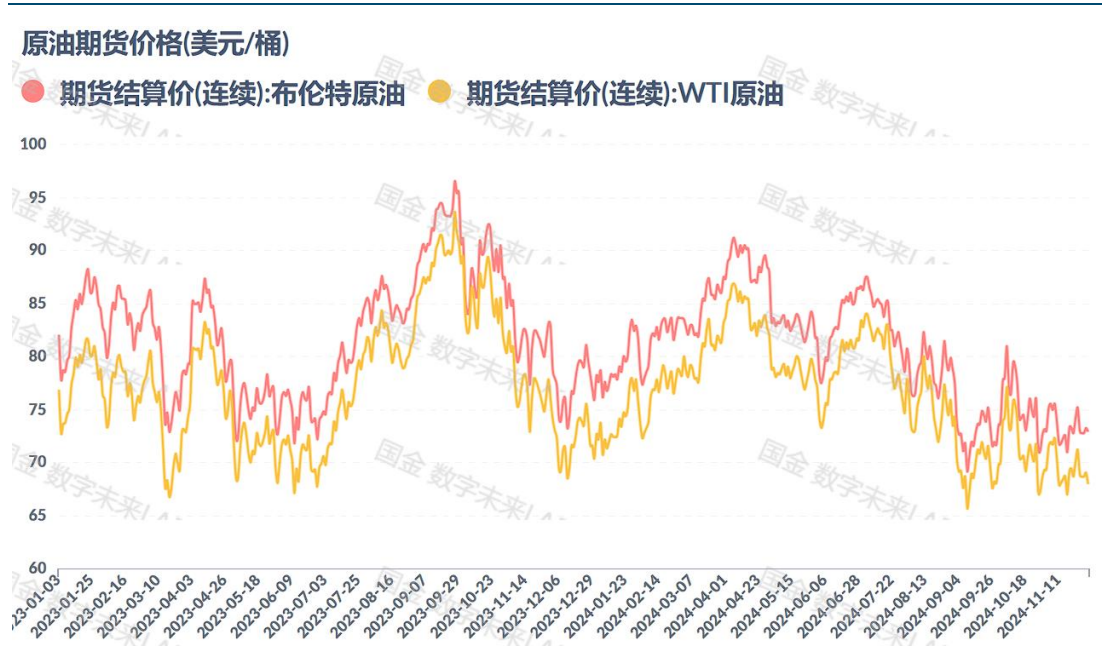
我们维持油价中期偏空的观点，OPEC+推迟减产可支撑短期油价。2024年11月29日，布伦特期货价(连续)为71.04美元/桶，本周下跌2.83美元/桶。WTI期货价(连续)分别收于68.00美元/桶，本周下跌3.36美元/桶。

图表1: 油价结论: 偏空

| 因素 | 多空 | 理由 |
|---------------|------|--|
| 库存 | 略看空 | 国内库存高于历史同期且继续累库 |
| 供应: 其他国家产量 | 中性 | 预计其他国家原油产量增速稳定 |
| 供应: OPEC+(短期) | 略看涨 | 预计OPEC+将再次推迟增产, 若兑现可在短期内支撑油价 |
| 供应: OPEC+(中期) | 强烈看空 | OPEC+市占率处于历史最低水平, 闲置产能接近历史最高水平, OPEC+在2025年开始增产的概率仍然极高 |
| 需求 | 略看空 | 国内炼厂开工率持续低位, 美国成品油需求无起色 |
| 地缘政治 | 略看空 | 黎以已达成停火协议 |

来源: 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

图表2: 原油期货价格(美元/桶)



来源: WIND, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

美国天然气开始复产, 12月欧美气温有望同比下降, 冬季气价仍有上涨空间。2024年11月29日, TTF连一为14.73美元/MMBtu, 较上周下跌0.06美元/MMBtu。JKM连一为15美元/MMBtu, 与上周持平。HH连一为3.36美元/MMBtu, 较上周上涨0.23美元/MMBtu。

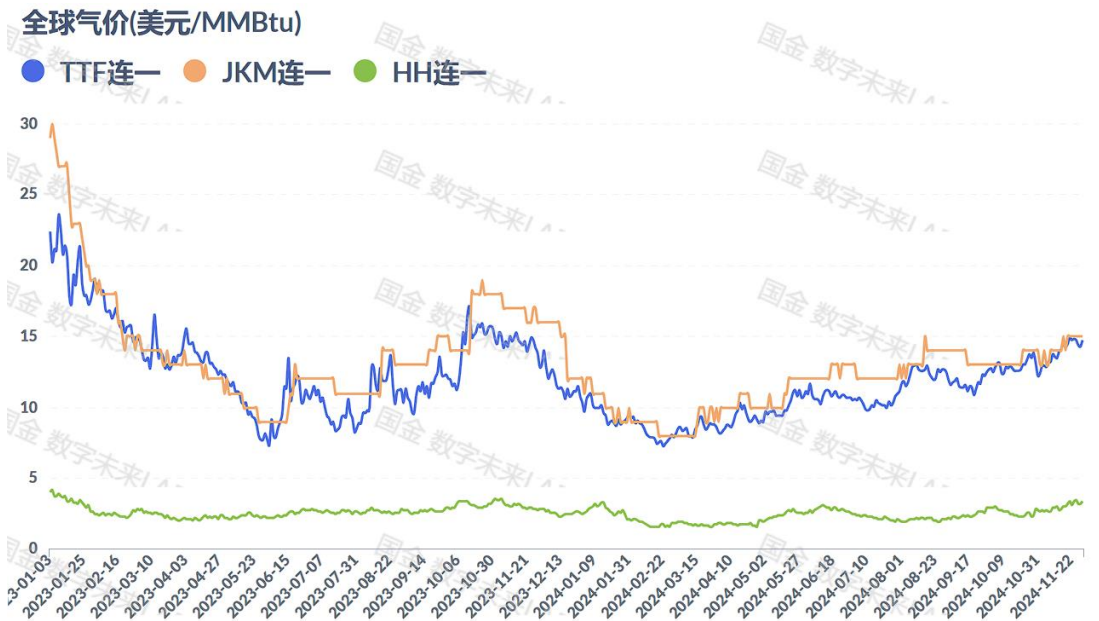


图表3: 气价结论: 冬季偏多, 欧洲气价将强于美国气价

| 因素 | 多空 | 理由 |
|---------|-----|--|
| 库存: 美国 | 略看空 | 近期美国库存仍过剩 |
| 库存: 欧洲 | 略看涨 | 欧洲去库速度加快 |
| 需求 | 略看涨 | 上个冬季欧美气温非常偏暖, 这个冬季气温同比或有所下降, 尤其在2024年12月和2025年2月 |
| 供应: 美国 | 略看空 | 美国天然气开始复产, 本轮减产已结束, 目前还有约6000万立方米/天的增产空间 |
| 供应: 俄罗斯 | 略看涨 | 俄罗斯经由乌克兰对欧洲管道气输送协议将在2025年1月1日到期, 影响约4000万立方米/天供应 |

来源: 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

图表4: 全球气价(美元/MMBtu)

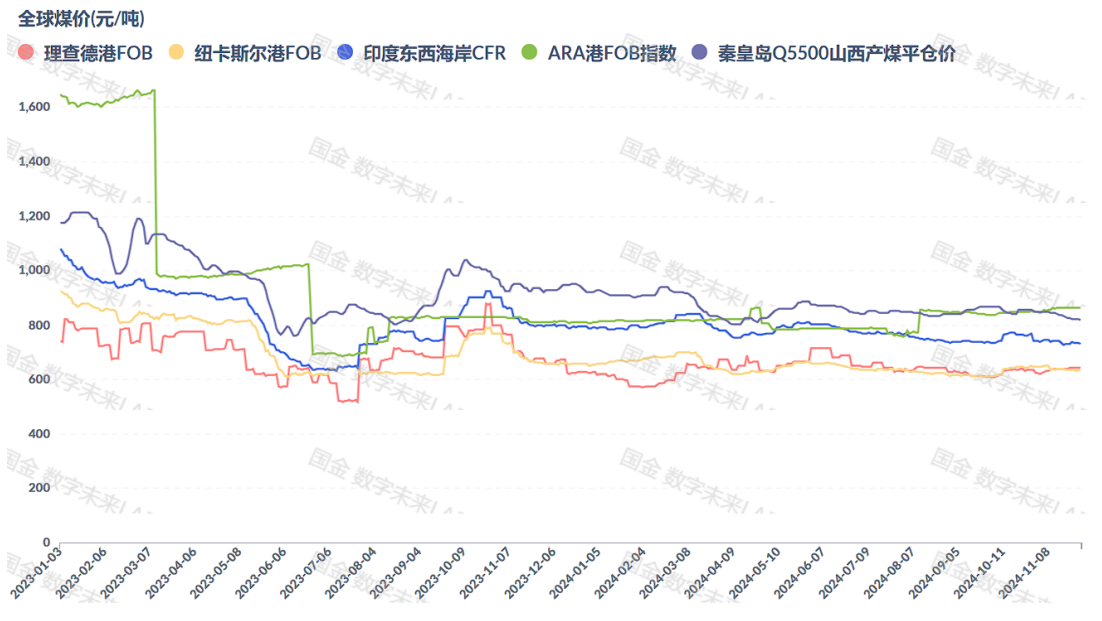


来源: Refinitiv, WIND, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

2024年11月29日, 秦皇岛Q5500动力煤平仓价为818元/吨, 本周下跌6元/吨。



图表5: 全球煤价(元/吨)



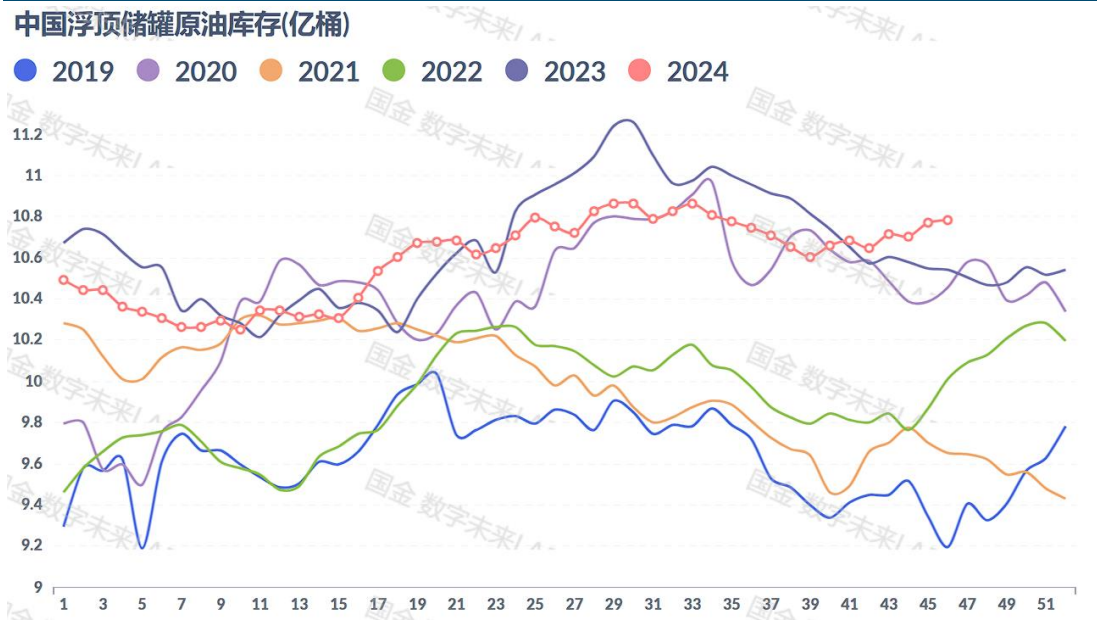
来源: Refinitiv, WIND, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

原油数据更新

国内原油库存充足

在截至 2024 年 11 月 29 日的一周内, 中国浮顶储罐原油库存平均为 10.82 亿桶, 处于高位且持续增长。

图表6: 国内原油库存处于高位且持续增长



来源: Vortexa, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

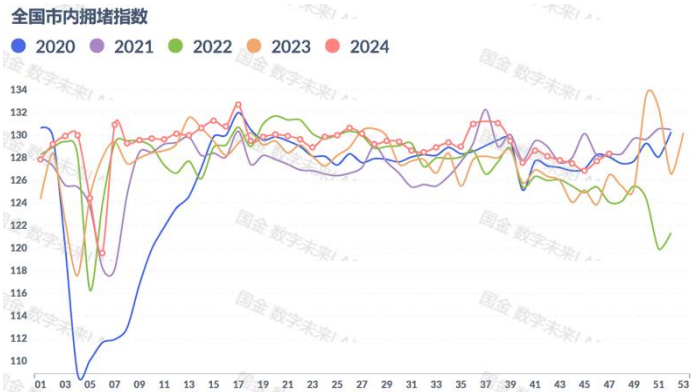
国内炼厂开工率较低

在截至 2024 年 11 月 30 日的一周内, 全国市内拥堵指数为 128.38, 国内周均航班离港量为 13995.17 架次, 分别同比+1.46%和+5.66%。在截至 2024 年 11 月 28 日和 11 月



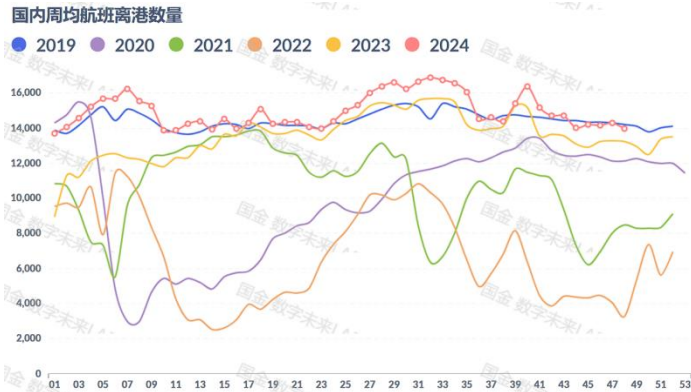
27日的一周内，主营炼厂和山东地炼开工率分别为74.88%和58.38%，开工率较低。

图表7: 公路出行同比小幅增长



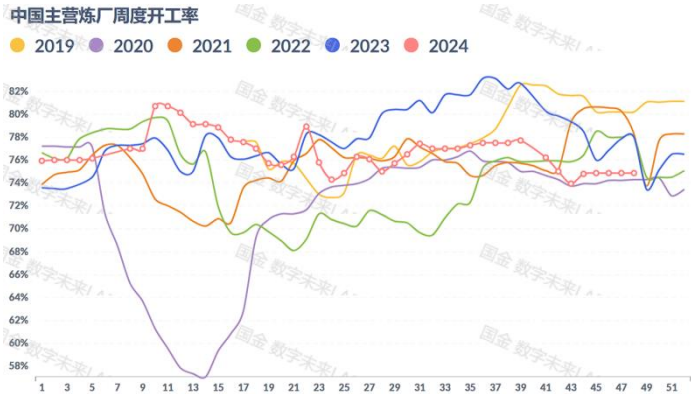
来源: 高德地图, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

图表8: 航空出行维持高位



来源: 航班管家, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

图表9: 主营炼厂开工率接近年内最低水平



来源: WIND, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

图表10: 山东地炼开工率略微增长

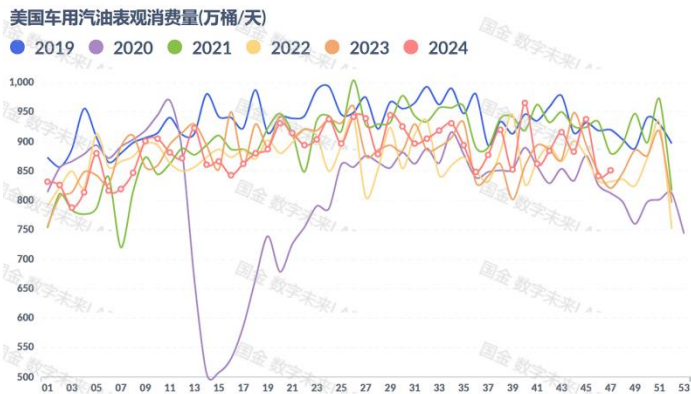


来源: WIND, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

美国成品油需求较弱

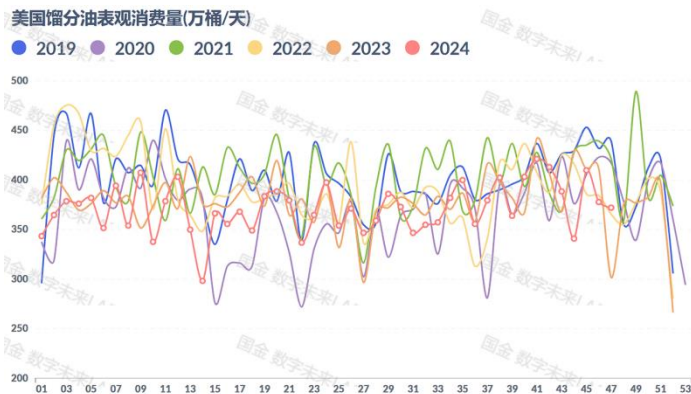
在截至11月22日的一周内,美国车用汽油和馏分油表需分别为850.6和371.8万桶/天,均处于较低水平。

图表11: 美国车用汽油消费量较低



来源: EIA, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

图表12: 美国馏分油消费量较低



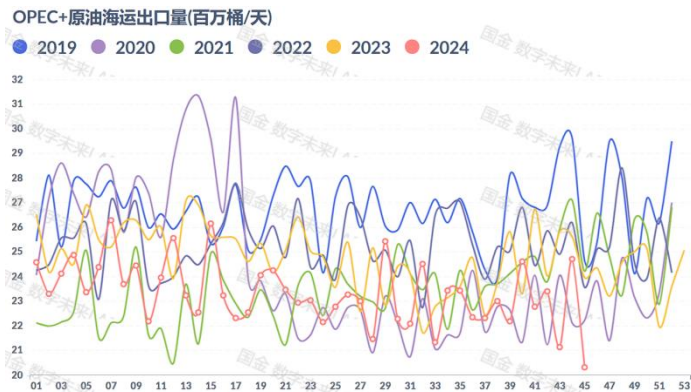
来源: EIA, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室



OPEC+原油出口量较低

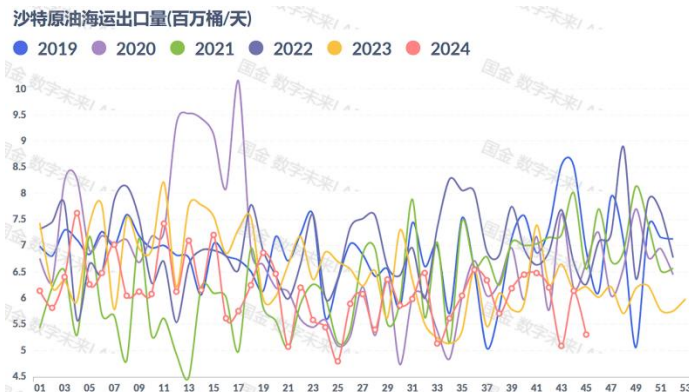
在截至2024年11月16日的一周内，OPEC+原油海运出口量较低，仅2030万桶/天，周出口量仍在以2300万桶/天为中枢震荡。

图表13: OPEC+原油海运出口量低位震荡



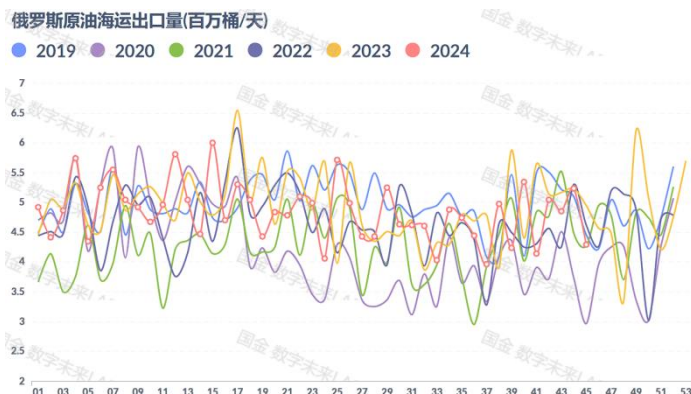
来源: Vortexa, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

图表14: 沙特原油海运出口量较低



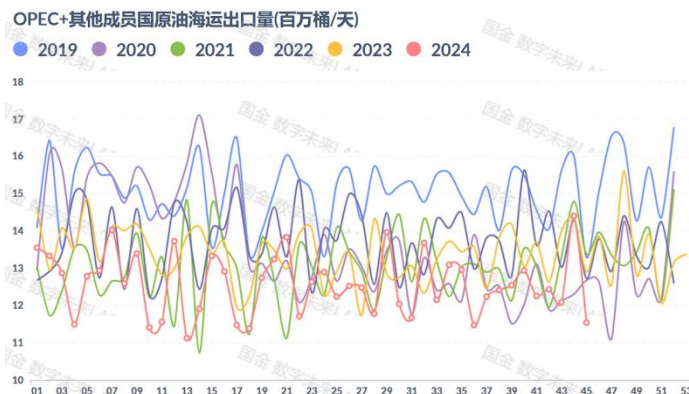
来源: Vortexa, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

图表15: 俄罗斯原油海运出口量保持正常



来源: Vortexa, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

图表16: 其他成员国的原油海运出口量低位震荡



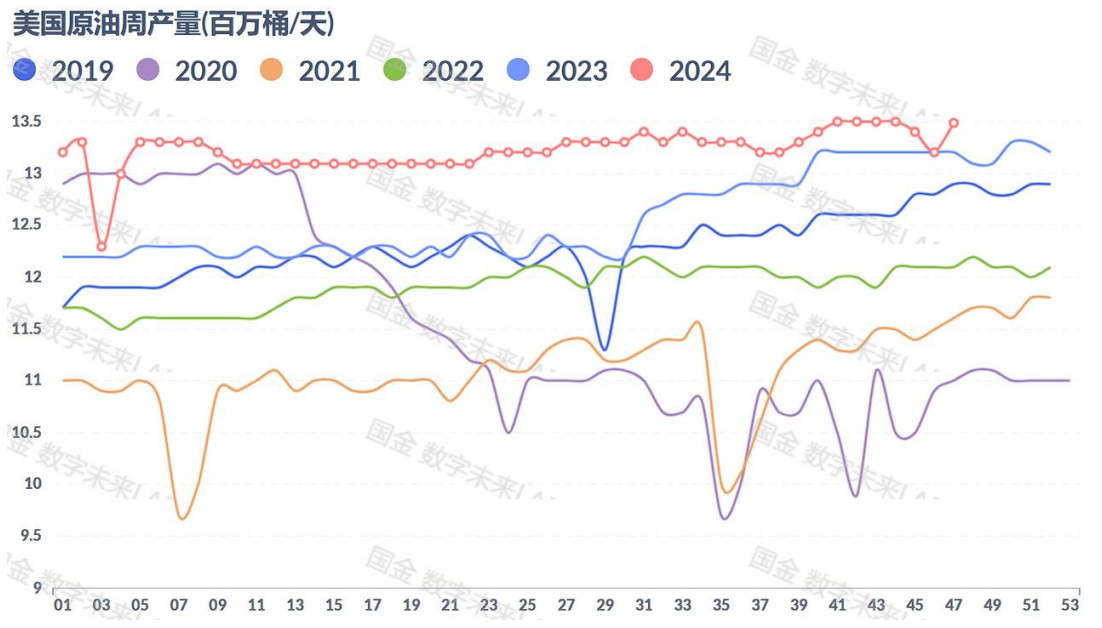
来源: Vortexa, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

美国原油产量已恢复

在截至11月22日的一周内，美国原油周产量为1349万桶/天，飓风过后产量恢复。



图表17: 美国原油产量恢复



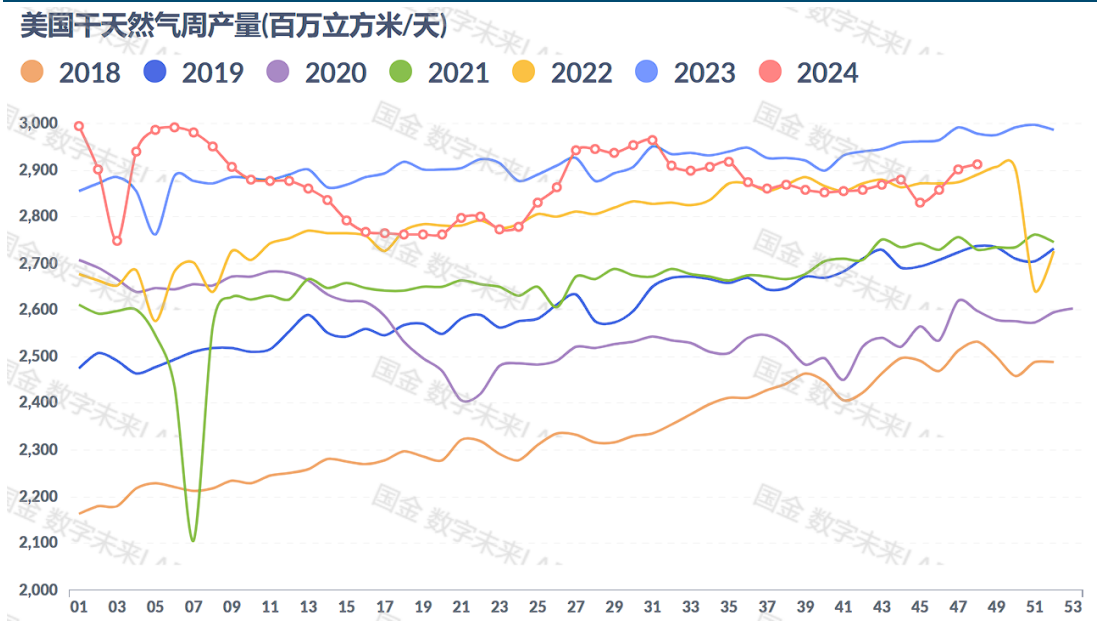
来源: EIA, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

天然气数据更新

美国天然气生产正在恢复

在截至 2024 年 11 月 30 日的一周内, 美国干天然气产量为 29.12 亿立方米/天, 同比-2.25%, 正在逐渐复产, 本轮减产已结束。

图表18: 美国天然气产量恢复



来源: Refinitiv, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

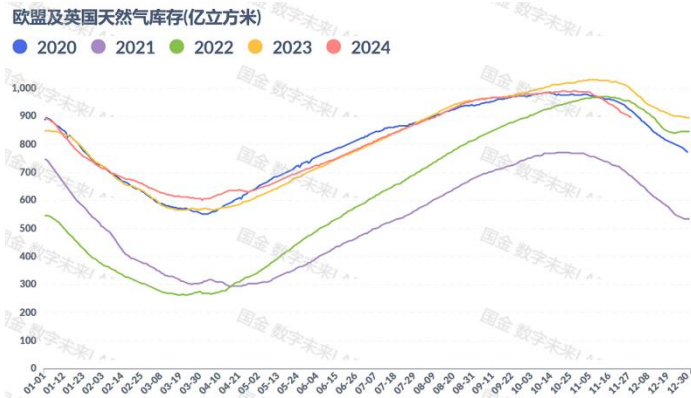
欧美天然气库存趋势分化

欧洲库存过剩得到缓解, 美国仍然库存充足。2024 年 11 月 29 日, 欧盟及英国天然气库存为 891.55 亿立方米, 去库速度较快; 2024 年 11 月 22 日, 美国天然气库存为 1123.48



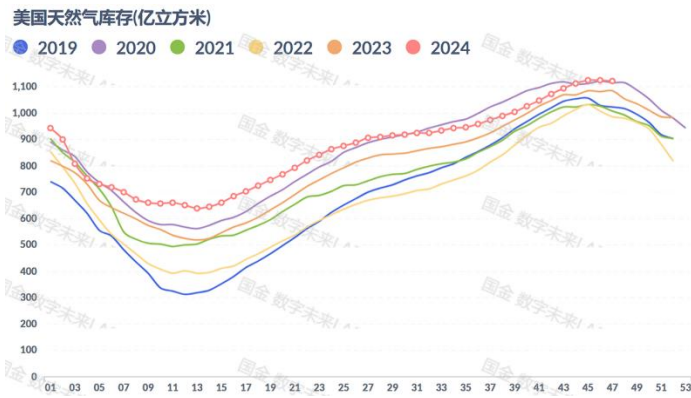
亿立方米，库存仍然偏高。

图表19: 近期欧洲天然气库存下降较快



来源: AGSI, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

图表20: 美国天然气库存处于历史高点

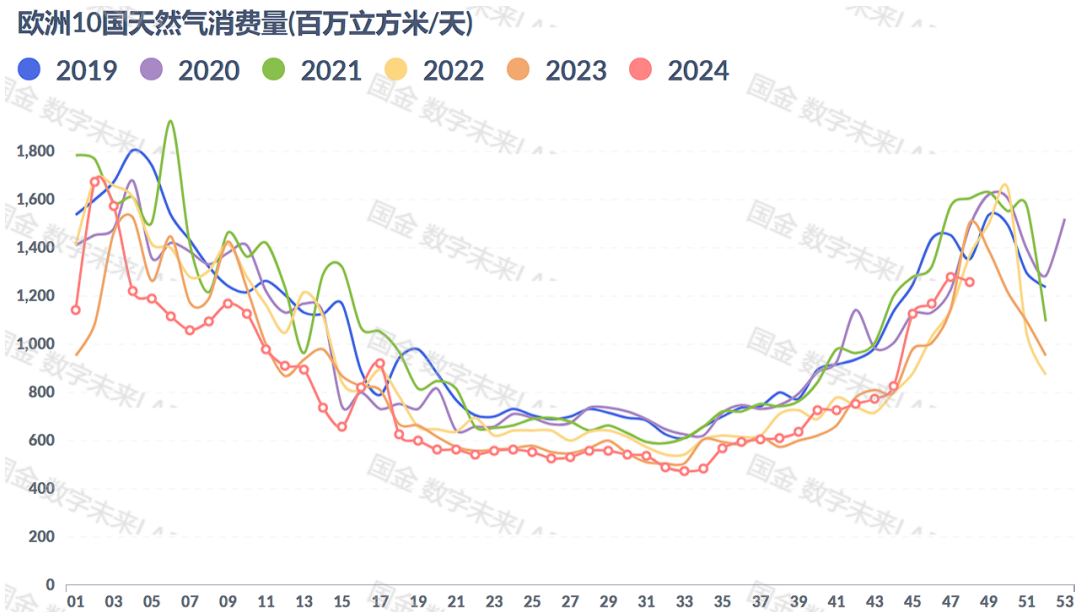


来源: EIA, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

欧洲天然气消费下滑

在截至2024年11月29日的一周内，欧洲10国天然气消费量为12.57亿立方米/天，同比-16.29%，欧洲风力已完全恢复正常，气温回暖，导致气电发电和供暖需求均下降。

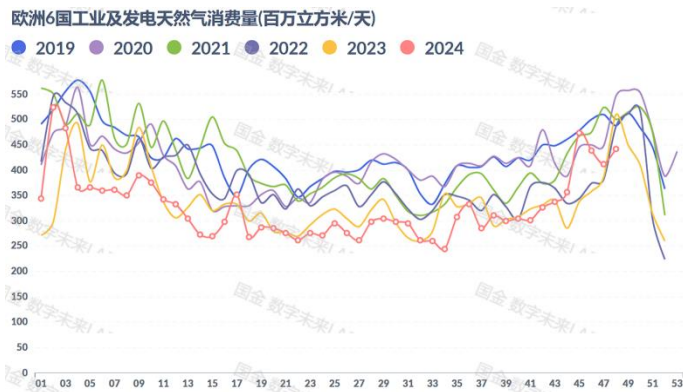
图表21: 欧洲主要国家天然气消费量下降



来源: Refinitiv, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室



图表22: 欧洲主要国家工业及发电天然气消费量低于历史同期



来源: Refinitiv, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

图表23: 欧洲主要国家本地分销区消费者天然气消费量下降

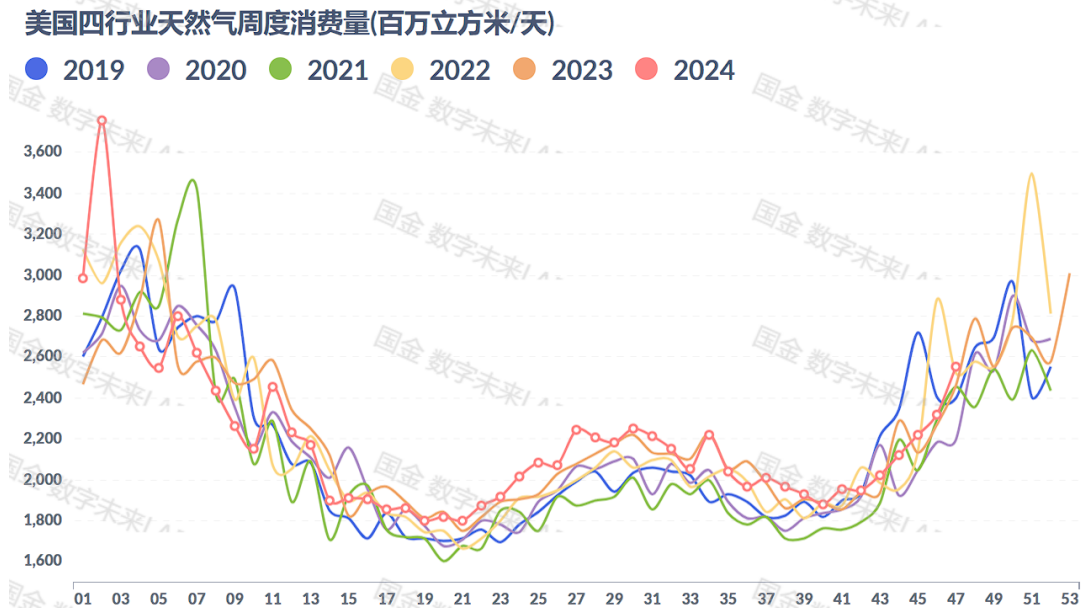


来源: Refinitiv, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

美国天然气需求走强

在截至 11 月 30 日的一周内, 四行业天然气消费量为 25.54 亿立方米/天, 同比+3.81%。

图表24: 美国天然气旺季已开始



来源: Refinitiv, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

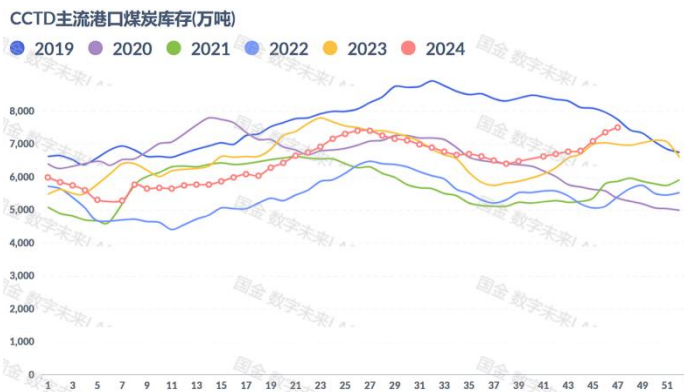
煤炭数据更新

国内煤炭库存偏高

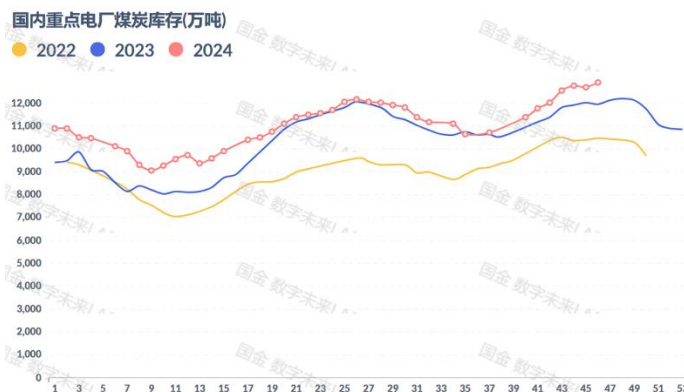
港口和电厂煤炭库存均偏高。截至 2024 年 11 月 25 日, CCTD 主流港口库存为 7508.9 万吨, 同比+7.32%; 截至 2024 年 11 月 21 日, 重点电厂库存为 1.29 亿吨, 同比+7.85%。



图表25: CCTD 主流港口煤炭库存快速上升



图表26: 国内电厂煤炭库存快速上升



来源: WIND, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

来源: WIND, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

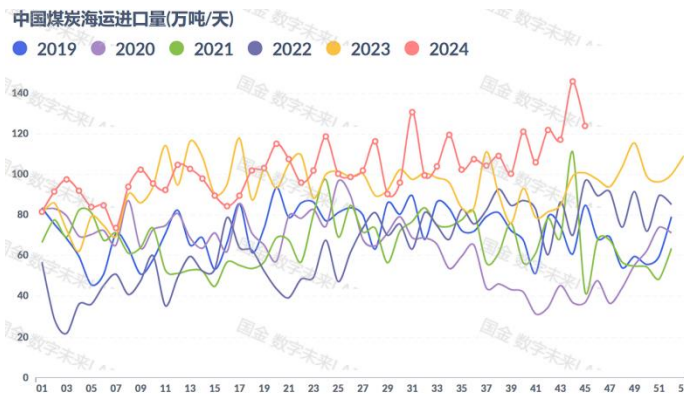
国内煤炭供应充足

2024 年 10 月, 全国原煤产量为 4.12 亿吨, 同比+5.93%, 煤炭海运进口量处于历史同期最高水平。

图表27: 国内原煤产量增长



图表28: 中国煤炭海运进口量处于高位



来源: WIND, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

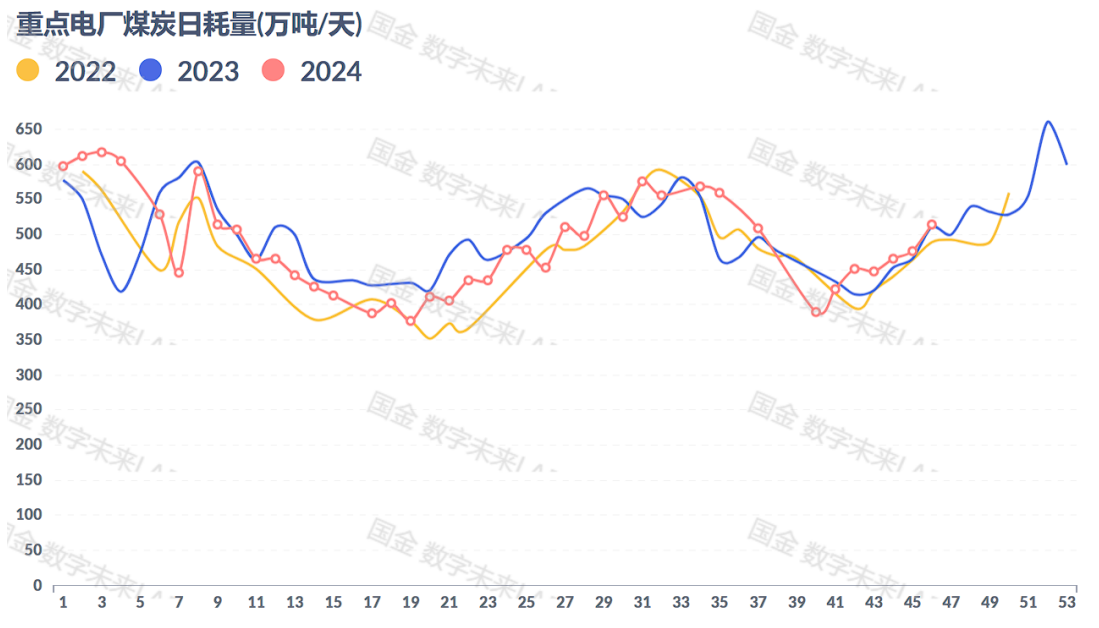
来源: Refinitiv, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

电厂耗煤量小幅增长

在截至 2024 年 11 月 21 日的一周内, 重点电厂煤炭日耗量为 514 万吨, 同比+0.59%。



图表29: 电厂耗煤量同比小幅增长



来源: WIND, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

风险提示

- 1、气温变化不及预期的风险: 夏季和冬季气温将影响煤炭和天然气需求。
- 2、经济增速不及预期的风险: 当前宏观经济运行情况复杂, 若经济增速不及预期, 将影响能源需求。
- 3、天然气减产规模不足的风险: 若美国天然气减产规模不足, 则气价上涨将受到限制。
- 4、地缘政治变化的风险: 地缘政治对油价有较大影响。
- 5、其他第三方数据来源出现误差对结果产生影响的风险: 我们进行测算时使用的数据来自多个来源, 不同数据源的数据在准确度、统计口径上存在差别。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

| 上海 | 北京 | 深圳 |
|-------------------------------|------------------------------|------------------------------------|
| 电话：021-80234211 | 电话：010-85950438 | 电话：0755-86695353 |
| 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn | 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn | 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn |
| 邮编：201204 | 邮编：100005 | 邮编：518000 |
| 地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼 | 地址：北京市东城区建内大街26号 新闻大厦8层南侧 | 地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806 |



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究