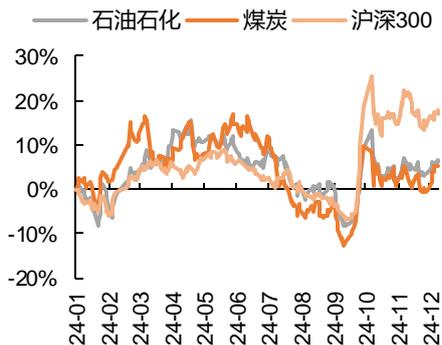


能源化工行业 2025 年年度策略报告  
能源降价周期，静待底部反转

## 强于大市（维持）

## 行情走势图



## 证券分析师

陈潇榕 投资咨询资格编号  
S1060523110001  
chenxiaorong186@pingan.com.cn

马书蕾 投资咨询资格编号  
S1060524070002  
mashulei362@pingan.com.cn



## 平安观点：

- 传统能源尚处降价周期，2025 年供应稳中有增，需求回暖仍需等待，基本面整体偏弱，价格中枢或继续下移，但同比降幅有望收窄。
- **煤炭：动力煤保供稳价为主，炼焦煤等待需求筑底回暖。**动力煤：2024 年动力煤市场价整体同比下行，季度环比稳中有降，下游火电旺季需求不及预期，非电煤按需采购，电厂和港口煤炭库存高位，叠加进口煤量高增，供需相对宽松导致煤价下跌；展望 2025 年，保供稳价仍是行业主旋律，电煤需求或维持稳增长，山西煤矿复产和进口煤高增导致供应趋于宽松或使煤价中枢继续下移，但在长协价和疆煤外运高成本支撑下，价格下方空间有限，可能存在的极端天气导致的供需失衡仍有望推动煤价阶段性走高。**炼焦煤：2024 年焦煤价格持续走低，各季度价格均环比下降，主要系终端地产需求疲软，基建项目开工延缓，建材成交低迷，焦钢价格走低导致较多企业亏损，传导至上游焦煤价格受压制；展望 2025 年，下游建筑钢材市场或呈现筑底乃至小幅回暖状态，焦煤终端地产需求疲软拖累或边际减弱，一揽子利好宏观经济的政策出台后，下游出现边际好转的信号，后续政策逐步落地生效有望刺激地产链需求回暖，虽然在下游钢铁持续压产减量的大趋势和焦炭供应偏宽的现实下，预计 2025 年我国炼焦煤或仍呈供过于求格局，价格中枢延续震荡走弱态势，但考虑到目前价格已接近历史较低水平，且国内优质焦煤已相对稀缺，价格降幅或收窄。**
- **原油：基本面过剩担忧或逐步兑现，价格小幅下移但底部支撑强劲。**回顾 2024 年油价走势，上半年国际油价走势主要围绕地缘政治局势变化，呈现地缘风险溢价效应和冲突缓和后的溢价回吐，下半年主要交易美国政治经济形势和对原油供需基本面的预期，特朗普行情和强美元预期交易，叠加市场对全球原油基本面过剩担忧情绪较浓，油价整体呈震荡走弱态势。展望 2025 年，供应端，OPEC+ 自愿减产计划可能在下半年逐渐退出，将带来一定供应增量，同时以美国为代表的美洲国家持续增产或加大原油供应压力；需求端，欧美经济增长趋缓、中国成品油消费下滑，叠加新能源对传统能源需求的不可逆挤占仍在演绎，预期 2025 年国际原油或逐步呈现供过于求的局面。基于基本面过剩担忧和特朗普执政偏空油价的观点，我们预计 2025 年国际油价运行区间或同比下降 5-10 美元/桶，但考虑到美国页岩油渐触资源瓶颈、生产成本线整体上移，同时 OPEC+ 多次延长减产协议执行时间，托底油价意愿较强，因此预期布伦特油在 60 美元/桶的底部支撑或更为强劲。

- 投资建议：**虽然传统能源尚处降价周期，但随着系列利好经济的政策出台，基本上存在边际好转信号，后市政策生效有望推动下游需求回暖，预期能源价格降幅同比收窄。此外，传统能源勘探开采型企业资本开支呈收缩趋势，而为响应国家鼓励上市企业强化投资者回报的倡导，油企和煤企均将较大占比的现金流用于提高分红，在当前低利率环境下，经营稳健的低估值高股息资源型企业仍具较好投资价值。煤企方面，建议关注业绩具有韧性、高分红兑现率高的资产优质煤企：**中国神华、中煤能源、新集能源、昊华能源**，及产销量回暖、利空渐出尽的山西煤企：**潞安环能**；油气企业方面，建议关注低估值高股息的稳健型龙头企业：**中国石油、中国石化、中国海油**，以及项目量增弹性较大的**中曼石油**。
- 风险提示：**1) 宏观经济走弱导致需求不振的风险；2) 供应扰动的风险；3) 货币政策发挥作用的不确定性；4) 地缘局势的不确定性；地缘政治局势的变化会造成油价走势的较大扰动；5) 能源迭代的风险：新能源加速替代传统能源的风险，全球2050年净零排放政策调整的风险；6) 矿山安全事故发生的风险：矿山安全事故频发，政府持续加强矿山安全管理，相关企业产量可能会受到较大影响；7) 测算数据主观性风险：文中测算和预期数据存在假设条件，具有一定主观性，仅供参考。

| 股票名称 | 股票代码      | 股票价格<br>(元) |       | EPS   |       |       |       |       | P/E   |       |      |  | 评级 |
|------|-----------|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|--|----|
|      |           | 2024/12/10  | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |      |  |    |
| 潞安环能 | 601699.SH | 15.00       | 2.65  | 1.19  | 1.34  | 1.44  | 5.7   | 12.6  | 11.2  | 10.4  | 推荐   |  |    |
| 中国神华 | 601088.SH | 42.54       | 3.00  | 3.03  | 3.10  | 3.17  | 14.2  | 14.0  | 13.7  | 13.4  | 暂未评级 |  |    |
| 中煤能源 | 601898.SH | 12.91       | 1.47  | 1.45  | 1.54  | 1.64  | 8.8   | 8.9   | 8.4   | 7.9   | 暂未评级 |  |    |
| 新集能源 | 601918.SH | 7.79        | 0.81  | 0.88  | 0.95  | 1.12  | 9.6   | 8.9   | 8.2   | 7.0   | 暂未评级 |  |    |
| 昊华能源 | 601101.SH | 8.88        | 0.72  | 0.98  | 1.12  | 1.23  | 12.3  | 9.1   | 7.9   | 7.2   | 暂未评级 |  |    |
| 中国石油 | 601857.SH | 8.36        | 0.88  | 0.95  | 0.99  | 1.02  | 9.5   | 8.8   | 8.4   | 8.2   | 暂未评级 |  |    |
| 中国石化 | 600028.SH | 6.44        | 0.51  | 0.50  | 0.56  | 0.60  | 12.6  | 12.9  | 11.5  | 10.7  | 暂未评级 |  |    |
| 中国海油 | 600938.SH | 27.03       | 2.60  | 3.13  | 3.32  | 3.48  | 10.4  | 8.6   | 8.1   | 7.8   | 暂未评级 |  |    |
| 中曼石油 | 603619.SH | 20.84       | 2.02  | 2.18  | 2.70  | 3.28  | 10.3  | 9.6   | 7.7   | 6.4   | 暂未评级 |  |    |

资料来源：Wind，平安证券研究所，注：潞安环能EPS为我们的预测值，其余未覆盖公司EPS来自wind一致预期

# 正文目录

|  |           |
|--|-----------|
| <b>一、 能源整体行情：能源降价周期，看好高股息稳健龙头股</b> .....   | <b>7</b>  |
| 1.1 煤炭指数演绎高股息估值溢价，石油化工指数与油价走势趋同.....       | 7         |
| 1.2 低估值高股息的稳健型头部能源企业仍具较好投资价值.....          | 8         |
| <b>二、 煤炭：保供稳价为主，供应偏宽或使中枢小降</b> .....       | <b>10</b> |
| 2.1 煤价复盘与展望：2024 年动焦走势双弱，2025 年中枢继续小降..... | 11        |
| 2.2 供应端：山西产量回归正常水平，进口保持强劲增势.....           | 14        |
| 2.2 需求端：动力煤维持稳中有增，炼焦煤等待筑底回暖.....           | 18        |
| <b>三、 原油：基本面过剩担忧渐兑现，中枢继续小幅下移</b> .....     | <b>24</b> |
| 3.1 油价回顾与展望：地缘主导渐退，回归基本面定价.....            | 24        |
| 3.2 供应端：OPEC+逐渐退出减产和美国增产或使供应压力加大.....      | 27        |
| 3.3 需求端：汽柴油消费长期趋减，中国成品油产销增速放缓.....         | 31        |
| <b>四、 投资建议</b> .....                       | <b>35</b> |
| <b>五、 风险提示</b> .....                       | <b>35</b> |

# 图表目录

|       |  |    |
|-------|--|----|
| 图表 1  | 年初至今主要大宗商品和金融资产价格涨跌幅                                   | 7  |
| 图表 2  | 煤炭、原油、天然气等热值价格对比                                       | 7  |
| 图表 3  | 申万煤炭开采业市净率和市盈率走势                                       | 8  |
| 图表 4  | 煤企区间涨跌幅和前三季度归母净利润同比情况                                  | 8  |
| 图表 5  | 石油石化行业指数走势和国际油价走势                                      | 8  |
| 图表 6  | 石化企业区间涨跌幅和归母净利润同比情况                                    | 8  |
| 图表 7  | 2024 年煤企股息率预测情况  | 9  |
| 图表 8  | 2023 年和 2024E 煤企现金分红率 (%)                              | 9  |
| 图表 9  | 油气行业代表性企业股息分红率   | 9  |
| 图表 10 | 油气行业代表性企业市净率   | 9  |
| 图表 11 | 代表性油气企业现金分红额和股息率                                       | 10 |
| 图表 12 | 代表性油气企业资本性支出情况   | 10 |
| 图表 13 | 煤炭开采业销售额和利润额同比增速                                       | 10 |
| 图表 14 | 2024Q1-Q3 上市煤企营收和归母净利润同比增速                             | 10 |
| 图表 15 | 秦皇岛港:平仓价:动力末煤(Q5500,山西产)价格走势(元/吨)                      | 11 |
| 图表 16 | CCTD 主流港口煤炭库存(万吨)                                      | 11 |
| 图表 17 | 中国重点电厂煤炭日耗量(万吨)  | 11 |
| 图表 18 | 广义动力煤各下游耗煤量(万吨)  | 12 |
| 图表 19 | 我国动力煤供需预测  | 12 |
| 图表 20 | 京唐港:库提价(含税):主焦煤(A8%,V25%,S0.9%,G85,山西产)价格走势(元/吨)       | 13 |
| 图表 21 | 螺纹钢(HRB400E,20mm)市场价走势(元/吨)                            | 13 |
| 图表 22 | 我国 247 家钢厂高炉开工率 (%)                                    | 13 |
| 图表 23 | 京唐港:库提价:焦煤(1/3,A9%,V33%,S0.5%,G80,Y13mm,俄罗斯产)价格走势(元/吨) | 14 |
| 图表 24 | 我国炼焦煤需求预期  | 14 |
| 图表 25 | 我国炼焦煤供需差预测   | 14 |
| 图表 26 | 我国动力煤月度产量(万吨)  | 15 |
| 图表 27 | 我国动力煤月度进口量(万吨)   | 15 |
| 图表 28 | 我国动力煤历年产量及预测   | 15 |
| 图表 29 | 我国疆煤月产量及铁路外运量  | 15 |
| 图表 30 | 我国动力煤历年进口量及预测  | 16 |
| 图表 31 | 印尼和澳煤较山西和内蒙煤价格优势(元/吨)                                  | 16 |
| 图表 32 | 我国动力煤进口主要来源  | 16 |
| 图表 33 | 海外国家新建产能预期(百万吨)  | 16 |
| 图表 34 | 我国炼焦煤月度产量(万吨)  | 17 |

|       |                                     |    |
|-------|-------------------------------------|----|
| 图表 35 | 我国炼焦煤月度进口量（万吨）                      | 17 |
| 图表 36 | 国内炼焦煤产量及同比增速                        | 18 |
| 图表 37 | 炼焦煤供应总量及同比增速                        | 18 |
| 图表 38 | 我国炼焦煤进口主要来源                         | 18 |
| 图表 39 | 我国炼焦煤进口量及同比增速                       | 18 |
| 图表 40 | 广义动力煤各下游耗煤量（万吨）                     | 19 |
| 图表 41 | 我国广义动力煤下游消费结构                       | 19 |
| 图表 42 | 广义动力煤主要应用领域耗煤量 yoy                  | 19 |
| 图表 43 | 社会用电量和实际 GDP 增势趋同、增速相对高             | 20 |
| 图表 44 | 我国全社会月度总用电量（亿千瓦时）                   | 20 |
| 图表 45 | 我国火电月度发电量（亿千瓦时）                     | 20 |
| 图表 46 | 电煤消耗量增速预测                           | 20 |
| 图表 47 | 2024 年前 10 月水泥产量同比减少 10.3%          | 21 |
| 图表 48 | 甲醇开工率（%）                            | 21 |
| 图表 49 | 烯烃开工率（%）                            | 21 |
| 图表 50 | 纯碱开工率（%）                            | 21 |
| 图表 51 | 我国螺纹钢表需（万吨）                         | 22 |
| 图表 52 | 我国六大港口炼焦煤库存（万吨）                     | 22 |
| 图表 53 | 预期 2024-2025 年我国炼焦煤、焦炭消费量和生铁产量同比下滑  | 22 |
| 图表 54 | 我国 247 家钢厂盈利率（%）                    | 23 |
| 图表 55 | 我国 247 家钢厂日均铁水产量（万吨）                | 23 |
| 图表 56 | 我国焦炭月产量（万吨）                         | 23 |
| 图表 57 | 我国粗钢月产量（万吨）                         | 23 |
| 图表 58 | 地产数据表现（累计同比，%）                      | 24 |
| 图表 59 | 基建/交运/制造业固定资产投资完成额累计同比              | 24 |
| 图表 60 | 五大品种钢材产量（万吨）                        | 24 |
| 图表 61 | 我国钢材出口量和金额累计同比（%）                   | 24 |
| 图表 62 | 2024 年国际油价走势（美元/桶）                  | 25 |
| 图表 63 | 布伦特原油年均现货价走势（美元/桶）                  | 26 |
| 图表 64 | 美国 WTI 原油年均现货价走势（美元/桶）              | 26 |
| 图表 65 | 国际油价和美元指数走势                         | 26 |
| 图表 66 | ICE:IPE:原油期货和期权管理基金多头净持仓            | 27 |
| 图表 67 | NYMEX WTI 原油:非商业多头净持仓（万张）           | 27 |
| 图表 68 | OPEC+ 和主要非 OPEC+ 国家石油供应环比增量预测（万桶/日） | 27 |
| 图表 69 | 全球重要地区石油供应预期（万桶/日）                  | 28 |
| 图表 70 | 欧佩克原油产量和国际油价走势                      | 28 |

|       |                                |    |
|-------|--------------------------------|----|
| 图表 71 | 俄罗斯原油产量（千桶/日）                  | 29 |
| 图表 72 | 沙特原油产量（千桶/日）                   | 29 |
| 图表 73 | OPEC+ 配额量及产量情况（千桶/日）           | 29 |
| 图表 74 | 美国原油累计钻机数（台）                   | 30 |
| 图表 75 | 美国原油进出口情况（千桶/日）                | 30 |
| 图表 76 | 美国原油和页岩油产量及新钻井油田数              | 30 |
| 图表 77 | 美国商业原油和战略储备原油库存                | 31 |
| 图表 78 | WTI 油价和美国商业原油库存走势呈负相关          | 31 |
| 图表 79 | 2016Y-2025E 全球主要地区原油需求增量（万桶/日） | 31 |
| 图表 80 | 全球主要地区原油需求预期                   | 32 |
| 图表 81 | 我国各成品油产量预测（万吨）                 | 33 |
| 图表 82 | 我国天然气重卡和新能源汽车渗透率走高             | 33 |
| 图表 83 | 我国各成品油出口量（万吨）                  | 33 |
| 图表 84 | 我们预测的全球原油供需情况                  | 34 |
| 图表 85 | EIA 预测的全球原油供需和库存变动             | 34 |
| 图表 86 | OPEC 和 EIA 预测的全球原油供需平衡表（百万桶/日） | 34 |
| 图表 87 | 重点公司估值                         | 35 |

## 一、能源整体行情：能源降价周期，看好高股息稳健龙头股

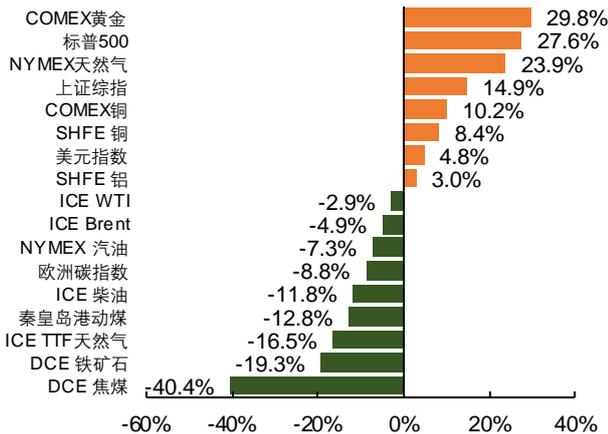
2024 年年初至 12 月 9 日，原油、天然气、煤炭三大传统能源中，国际原油价区间震荡、整体小幅下跌，国际天然气价呈 W 型震荡走高、整体涨幅在大宗商品中居前，动力煤和焦煤价持续走低且跌幅较深。

1) 今年国际油价震荡下跌主要是地缘风险溢价回吐和对需求端疲软现实及后市基本面过剩担忧的交易，2025 年基本面过剩担忧或逐渐兑现，供应可能趋于宽松，预计油价中枢同比下移 5-10 美元/桶左右；

2) 煤价的持续走低主要是中国水电贡献高增挤占电煤需求，地产数据表现疲软、钢材消费低迷导致焦煤需求较弱，欧洲和日韩煤炭进口量不及预期，预计 2025 年动煤保供稳价为主，焦煤下游建筑钢材有望筑底回暖，焦钢基本面边际好转，焦煤价格降幅收窄。

3) 国际天然气价格上涨主要系地缘冲突阶段性升温加剧了供应不确定性，俄罗斯、澳大利亚、美国和挪威等多国大型液化 LNG 项目接连中断导致供应阶段性缺失，需求端-LNG 在重卡运输领域逐步替代柴油，全球多地夏季超高温推动 LNG 发电制冷需求提升；2025 年全球液化天然气产能逐步进入扩张周期、市场库存相对充足，虽不排除欧洲取暖旺季供需错配带来的阶段性涨价，但随着供应增加，整体气价中枢或稳中有降。

图表1 年初至今主要大宗商品和金融资产价格涨跌幅



资料来源：wind，平安证券研究所

图表2 煤炭、原油、天然气等热值价格对比



资料来源：wind，平安证券研究所，注：单位均为美元/百万英热

### 1.1 煤炭指数演绎高股息估值溢价，石油化工指数与油价走势趋同

#### ■ 煤炭行业指数脱钩煤价，演绎出高股息带来的估值溢价

2024 年初至 12 月 9 日，申万煤炭行业指数上涨 5.29%，在申万一级 31 个行业中排名第 22 位。今年以来，虽然煤炭基本面表现不佳，需求不及预期，终端景气偏低，煤价中枢下移，但行业指数摆脱高度锚定煤价的局面，演绎出中特估+高股息高分红带来的估值溢价。

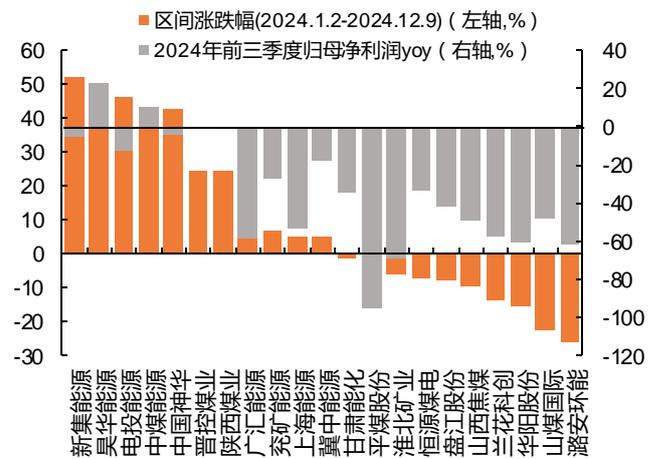
个股方面，煤炭板块 21 家上市煤企中，11 家上涨、10 家下跌，涨幅排名前五的是新集能源、昊华能源、电投能源、中煤能源、中国神华，对应公司前三季度归母净利润同比变动幅度排名也相对居前，排名靠前煤企具主营动力煤、规模领先和资源禀赋优质、上下游一体化发展、长协比例相对高等特点，在煤价下行期业绩也更具韧性。

图表3 申万煤炭开采业市净率和市盈率走势



资料来源: ifind, 平安证券研究所

图表4 煤企区间涨跌幅和前三季度归母净利润同比情况



资料来源: wind, 平安证券研究所

石油石化行业指数与油价走势趋同, 主营资源勘探企业涨幅靠前

2024 年年初至 12 月 9 日, 申万石油石化行业指数上涨 6.49%, 在申万一级 31 个行业中排名第 21 位, 指数走势与油价走势基本趋同。今年以来, 油价逐渐从地缘风险主导回归到基本面主导, 地缘溢价回吐和市场对后市原油供过于求的担忧导致油价在下半年持续震荡下行, 石油石化指数同步走弱, 9 月下旬-10 月初的大涨主要是中国一揽子利好宏观经济的政策组合拳出台刺激全市场普涨。

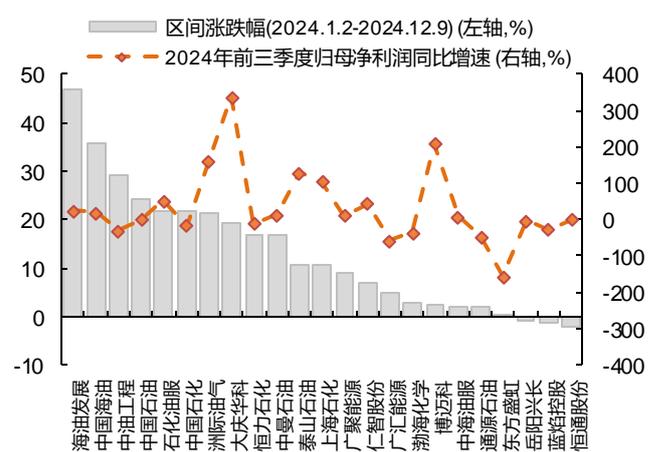
个股方面, 石油石化行业上市公司中, 涨幅排名前六的是海油发展、中国海油、中油工程、中国石油、石化油服、中国石化, 涨跌幅排名靠前的主要是经营上游油气资源勘探开发和提供相关技术的企业。

图表5 石油石化行业指数走势和国际油价走势



资料来源: ifind, 平安证券研究所

图表6 石化企业区间涨跌幅和归母净利润同比情况



资料来源: wind, 平安证券研究所

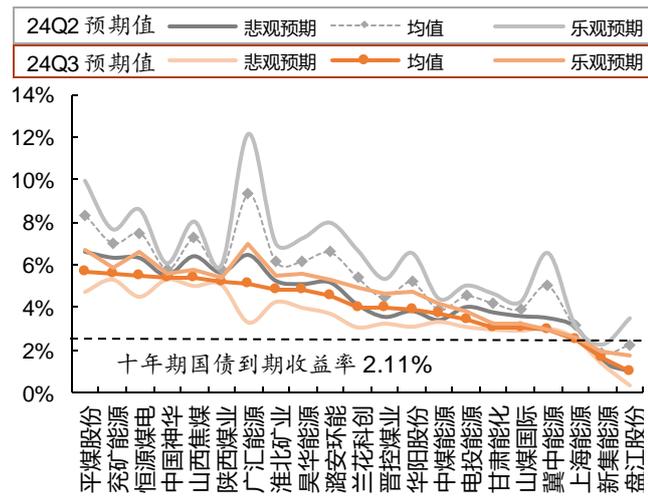
1.2 低估值高股息的稳健型头部能源企业仍具较好投资价值

煤企股息率较原预期整体下调, 但较国债仍有相对高收益

煤企持续优化的盈利能力和良好的资产负债率保障了高分红高股息的兑现, 在当前国内低利率环境下, 煤企预期股息率显著高于十年期国债收益率, 仍具有一定投资价值。

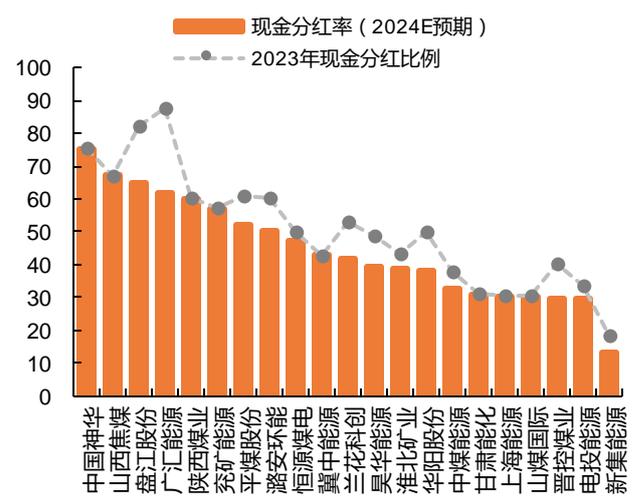
据 wind 最新一致预期归母净利润预测 2024 年煤企股息率，悲观预期下（使用 wind 一致预期归母净利润最低值，据各公司规划小幅下调部分煤企分红率）煤企股息率均值为 3.5%，偏乐观预期下股息率均值约 4.6%，两者均值约 4.1%，虽因三季度煤企业绩仍承压，多家煤企 wind 一致预期归母净利润下调导致预期的股息率整体下降，但均值仍高于目前的十年期国债利率约 2 个百分点，且大部分煤企股息率高于十年期国债利率，在煤炭高长协比例和整体生产成本抬升趋势下，煤价下方空间相对有限，随着产销增加，煤企业绩有望持稳回升，同时煤企负债结构优化、货币资金和现金流逐渐充裕，高股息兑现有较高保障。

图表7 2024 年煤企股息率预测情况



资料来源: wind, 各公司公告, 平安证券研究所

图表8 2023 年和 2024E 煤企现金分红率 (%)

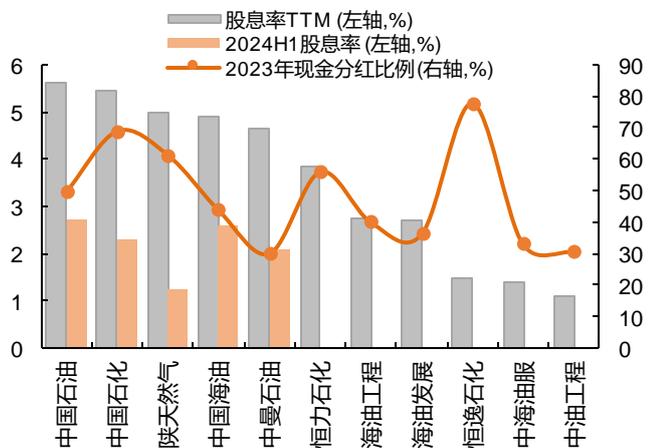


资料来源: wind, 各公司公告, 平安证券研究所

■ 低估值高股息的油气龙头作为稳健资产仍具一定投资价值

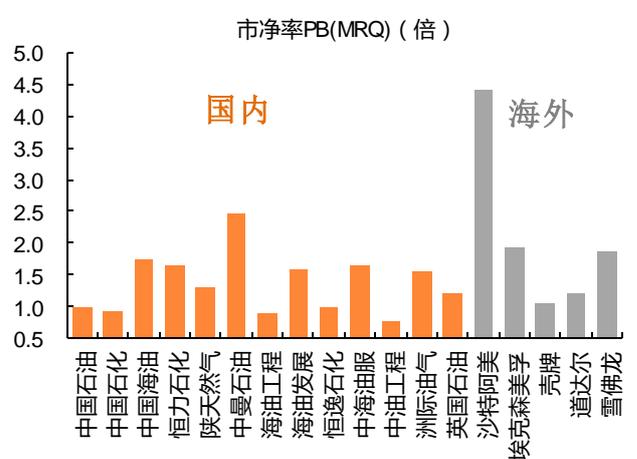
我国油气开采行业逐步从依靠资本开支大幅增加拉动增储上产目标快速实现的成长期过渡到注重投资回报率的成熟期，2025 年是油气行业增储上产“七年行动计划”的收官之年，油气供应在逐渐摆脱高对外依存度后将以稳定产出为主旋律。随着资本开支率的下调，油企更多资金可用于增加现金分红、提高股息率，为积极响应国家鼓励上市企业合理提高高分红率、强化投资者回报的倡导，代表性油气开采国企将维持高现金分红率和股息率，2024 年中石油、中石化、中海油、中曼石油、陕天然气等企业进行了中期分红，在当前国内低利率环境下，低估值高股息的稳健资产仍具一定投资价值。

图表9 油气行业代表性企业股息分红率



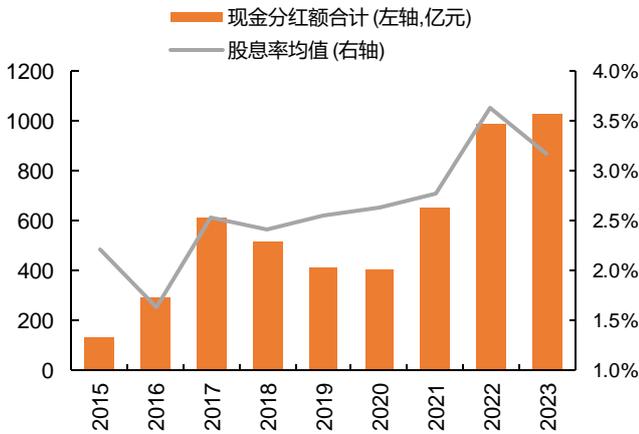
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表10 油气行业代表性企业市净率



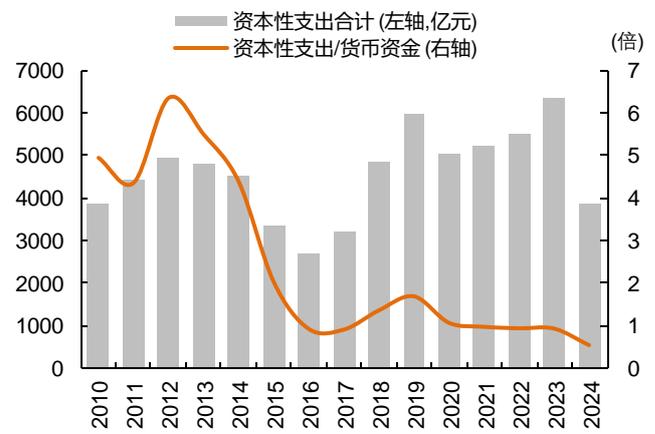
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表11 代表性油气企业现金分红额和股息率



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表12 代表性油气企业资本性支出情况



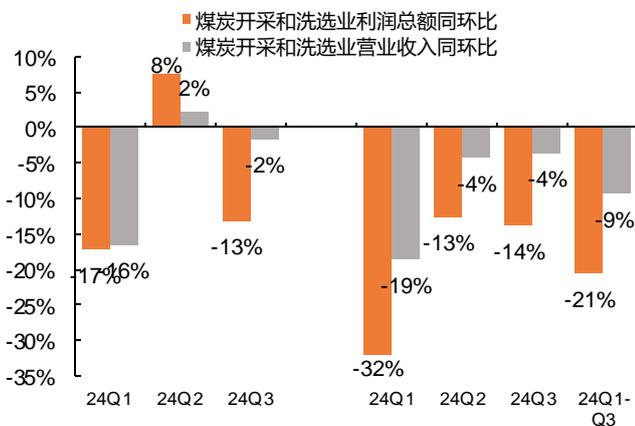
资料来源: wind, 平安证券研究所

## 二、 煤炭：保供稳价为主，供应偏宽或使中枢小降

我国煤炭开采洗选业收入和利润均下降：2024年1-9月我国煤炭业营收同比下降9.3%，利润总额同比下降20.5%。我国焦煤和动煤价格均呈下行走势。焦煤下游钢材需求疲软、建材成交低迷，炼焦煤港口库存累积，导致其价格持续走低；动力煤下游火电需求受水电贡献高增影响而不及预期，导致夏季用电耗煤旺季煤价仍小幅下跌，上半年山西查三超使国内煤炭产量减少，但从澳大利亚和蒙古的进口量大增，全年供应相对宽松，港口煤炭库存有所累积。

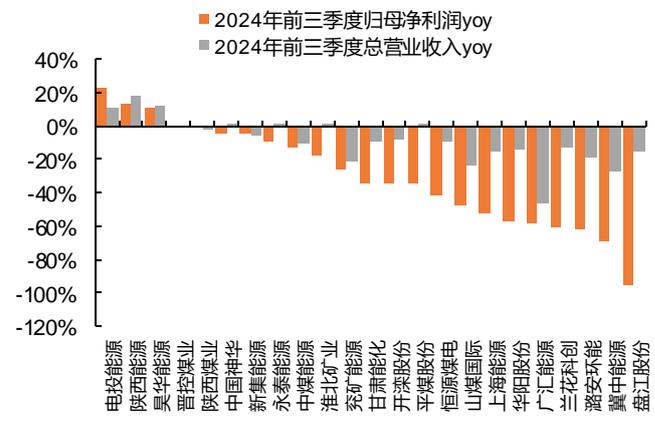
2024年煤企整体业绩承压，煤电一体化发展企业相对具韧性。终端需求表现不佳，市场煤价持续走低，今年前三季度我国煤企整体业绩承压。据wind和各公司公告提供的数据，24Q1-Q3主要上市煤企煤炭业务销售收入合计7032.1亿元，同比下降7.7%，较上半年同比12.0%降幅有所收窄；24Q1-Q3煤企煤炭业务毛利润合计约2339.1亿元，同比下降13.9%；24Q1-Q3煤企归母净利润合计达1215.84亿元，同比下降18.8%。其中部分煤企业绩表现相对好：1)资源优质规模领先的煤企陕西煤业、中国神华业绩表现具韧性；2)煤电一体化发展的中国神华、陕西煤业、新集能源、昊华能源业绩增速靠前；3)电投能源因布局有电解铝产品，整体业绩同比增速领先。

图表13 煤炭开采业销售额和利润额同比增速



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表14 2024Q1-Q3上市煤企营收和归母净利同比增速



资料来源: wind, 平安证券研究所

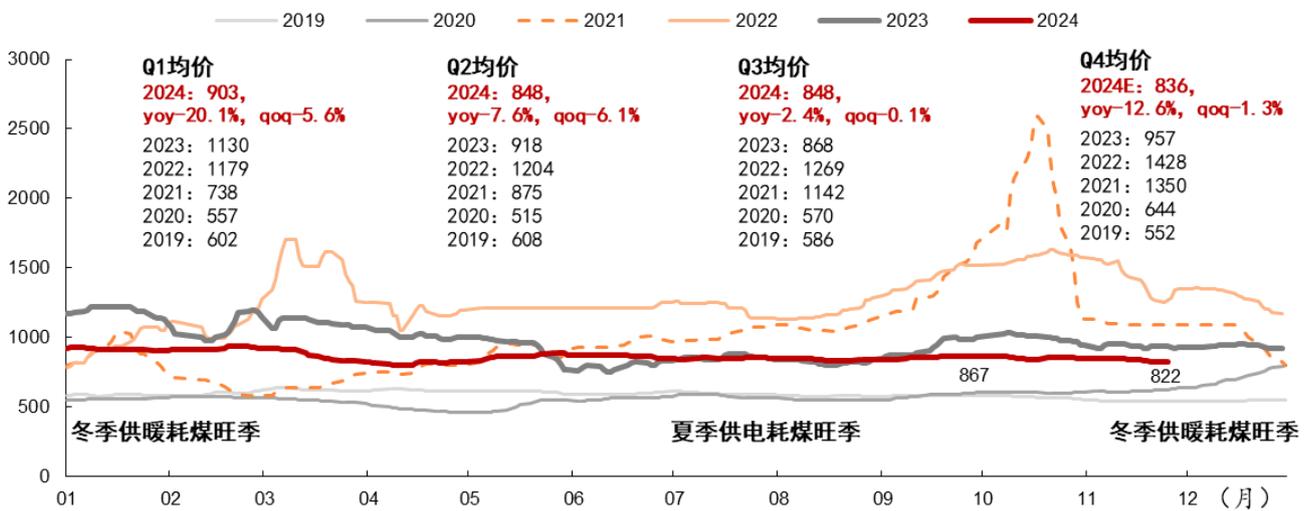
## 2.1 煤价复盘与展望：2024 年动焦走势双弱，2025 年中枢继续小降

### ■ 动力煤价回顾：2024 年供需双弱，价格同环比走低

2024 年动力煤市场价整体下行，据 wind 数据，目前动力煤月长协价在 699 元/吨，接近 675 元/吨的港口基准价，下游火电旺季需求不及预期，非电煤按需采购，电厂和港口煤炭库存高位，供应相对宽松，年初至今(2024 年 12 月 9 日)秦皇岛 Q5500 动力煤均价同比下降 12.8%，年内各季度价格同环比均有所下降。

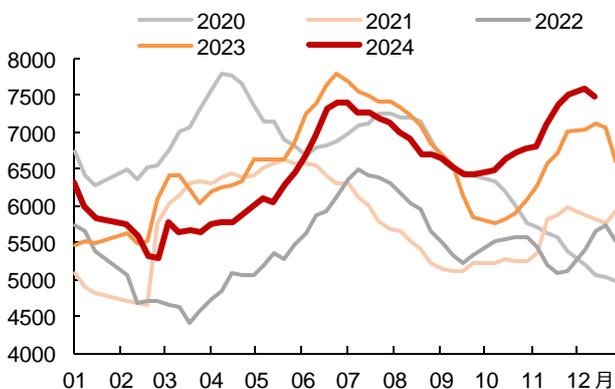
回顾 2024 年动力煤市场价走势：1-2 月冬季用煤高峰、库存走低、煤价持稳，春节假期阶段性补库推动煤价小涨；3-4 月进入淡季，气温回升、居民用电回落、煤价下行，5 月在铁路优惠政策助推下，下游提前备货，叠加旺季行情将至，煤价回升；6-8 月夏季用电高峰，但因南方地区降水充沛、水电贡献高增挤占部分火电需求，动力煤耗量不及预期，煤价未出现反弹；9 月“秋老虎”天气，南方多地持续高温，三峡水库出库量回落，火电发电量同比增幅超预期，动力煤价回涨；10 月以来，随着耗电旺季结束，重点电厂和港口煤炭库存走高，煤价再次回落；11 月下旬以来，因暖冬影响（据国家气候中心发布的今年冬季气候趋势预测，全国大部气温接近常年同期或偏高），供热耗煤需求一般导致煤价继续走低。

图表 15 秦皇岛港:平仓价:动力末煤(Q5500,山西产)价格走势 (元/吨)



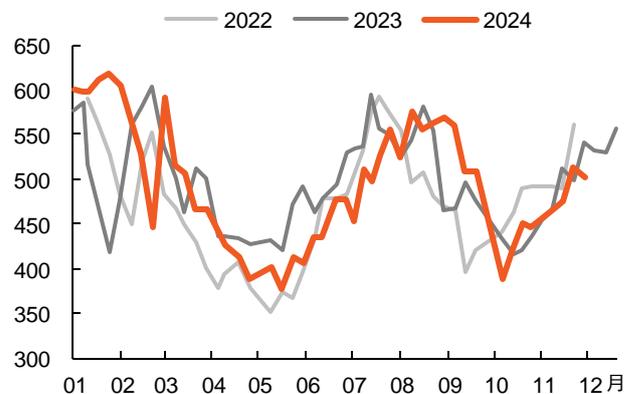
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表 16 CCTD 主流港口煤炭库存 (万吨)



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表 17 中国重点电厂煤炭日耗量 (万吨)



资料来源: wind, 平安证券研究所

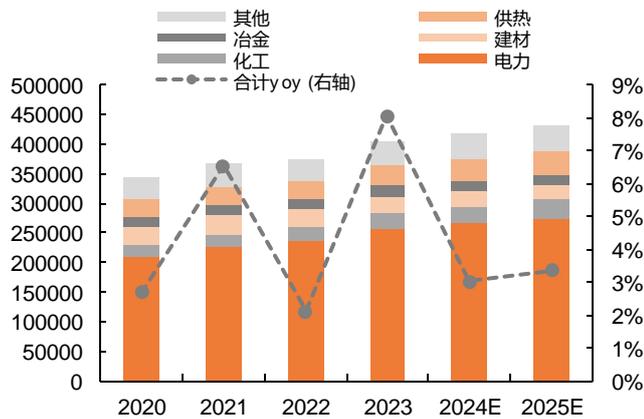
■ 动力煤价展望：2025 年保供稳价为主，供应偏宽或使价格中枢小降

预期 2025 年基本面略走弱、供应相对偏宽，动力煤价中枢稳中略降；展望 2025 年，保供稳价仍是行业主旋律，供应趋于宽松或使煤价中枢小幅下移，但在长协价和疆煤外运高成本支撑下，价格下方空间有限，可能存在的极端天气导致的供需失衡仍会推动煤价阶段性走高。

供应端，2025 年国内供给增量主要来自山西煤矿恢复正常生产水平（据国家统计局，2024 年前 10 月山西原煤产量共减少 7468 万吨），进口方面，预期从蒙古、澳大利亚和美国的进口动力煤量继续呈较高增速，俄煤进口量同比转正，在进口煤维持价格优势的情况下，2025 年我国进口动力煤量或仍将保持增长。

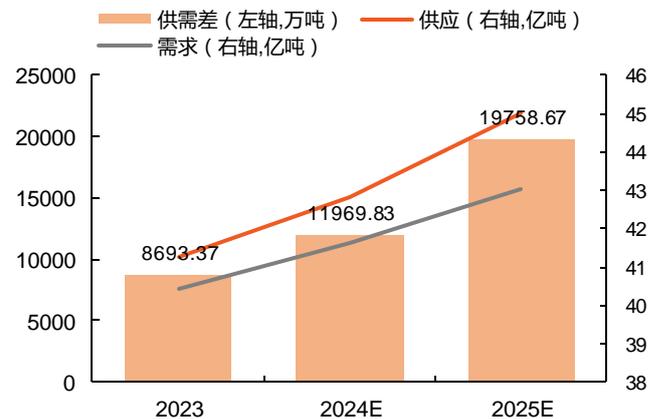
需求端，电煤需求和 GDP 高挂钩、增速相对稳定，非电煤下游冶金、建材水泥等在国内系列经济和地产利好政策落地后，需求降幅有望收窄，化工用煤仍有望保持强劲增长。综上判断，2025 年动力煤或将供需齐增态势，虽然供应增速可能快于需求增速导致预期供需差有所扩大、煤价中枢存在继续下移的潜在压力，但在 675 元/吨的长协基准价和疆煤外运高成本支撑下，预期煤价中枢将保持坚挺，在不考虑极端天气和大型煤矿安全事故发生的情况下，预期 2025 年动力煤价格中枢在 830 元/吨左右，较 2024 年初至今(2024.12.9)煤价均值同比小幅下降约 3.54%。

图表 18 广义动力煤各下游耗煤量（万吨）



资料来源：wind，平安证券研究所预测

图表 19 我国动力煤供需预测



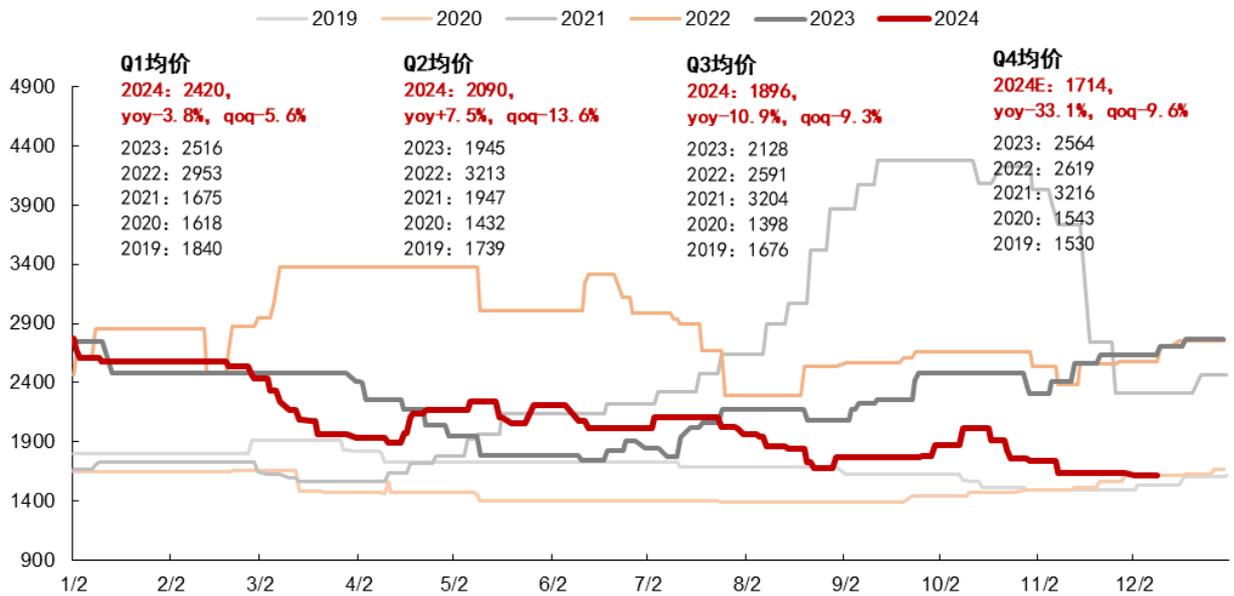
资料来源：wind，平安证券研究所预测

■ 焦煤价格回顾：2024 年终端需求疲软，价格多轮提降

2024 年焦煤价格持续走低，截至 12 月 3 日，新华山西焦煤长协价格指数较年初下调 338 元/吨 (-19.9%)，今年年初至今(2024 年 12 月 9 日)京唐港主焦煤库提价下降了 1150 元/吨 (-41.5%)，各季度价格均环比下降，焦煤价格持续走低主要系终端地产需求疲软，基建项目开工延缓，建材成交低迷，焦钢价格走低、企业盈利大幅缩减，传导至上游焦煤价格受压制，同时今年焦煤向铁矿厂让渡了部分利润。

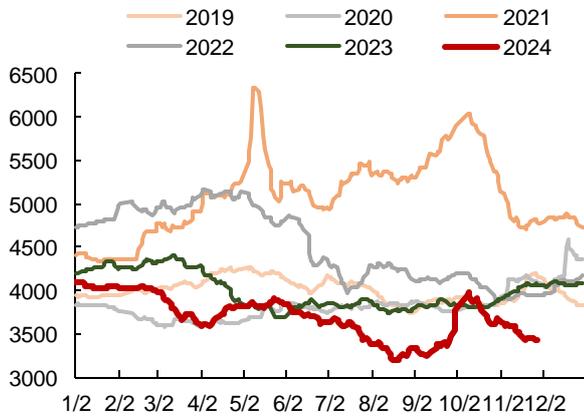
回顾 2024 年焦煤价格走势：1-3 月，成材消费淡季、终端需求不景气，多数焦钢企业以耗库为主，焦炭连续多轮提降后多家焦企呈亏损状态，向上对焦煤施压导致其价格降幅较大；4 月，钢厂陆续复产、刚需增加，钢材价格回暖、利润提升，带动焦煤价格小幅反弹；5-6 月，下游需求持稳，焦钢价格维稳；三季度新旧国标更换，市场低价抛售钢材清库，钢厂持续亏损，叠加 7-8 月建材消费淡季，焦钢和焦煤价格持续走低。9 月下旬-10 月上旬，建材消费旺季叠加一揽子宏观利好政策密集出台，刺激地产市场信心，钢厂价格反弹、盈利修复、高炉开工提升，短期带动焦煤价格小涨，但由于终端实际刚需仍未改善，上涨缺乏实质性动力，10 月下旬以来焦钢价格再次快速回落。

图表20 京唐港:库提价(含税):主焦煤(A8%,V25%,S0.9%,G85,山西产)价格走势(元/吨)



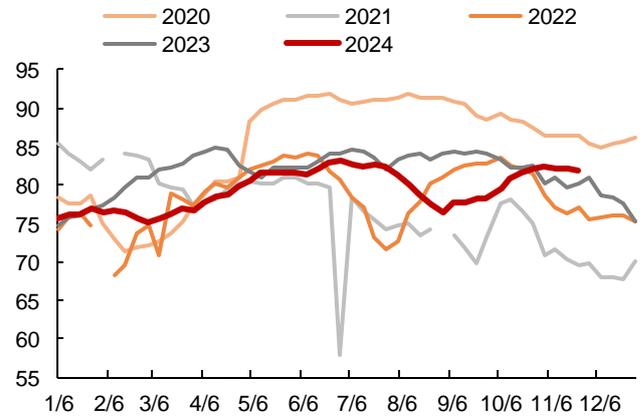
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表21 螺纹钢(HRB400E,20mm)市场价走势(元/吨)



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表22 我国 247 家钢厂高炉开工率(%)



资料来源: wind, 平安证券研究所

■ 焦煤价格展望: 2025 年供应趋于宽松, 价格继续下移但降幅有限

预期 2025 年焦煤下游有望筑底回暖, 地产拖累边际减小, 供应增加或导致价格中枢稳中小降; 展望 2025 年, 下游建筑钢材市场或呈现筑底乃至小幅回暖状态, 焦煤终端地产疲软拖累或边际减弱, 一揽子利好宏观经济的政策逐步落地发力有望刺激地产链需求回暖。

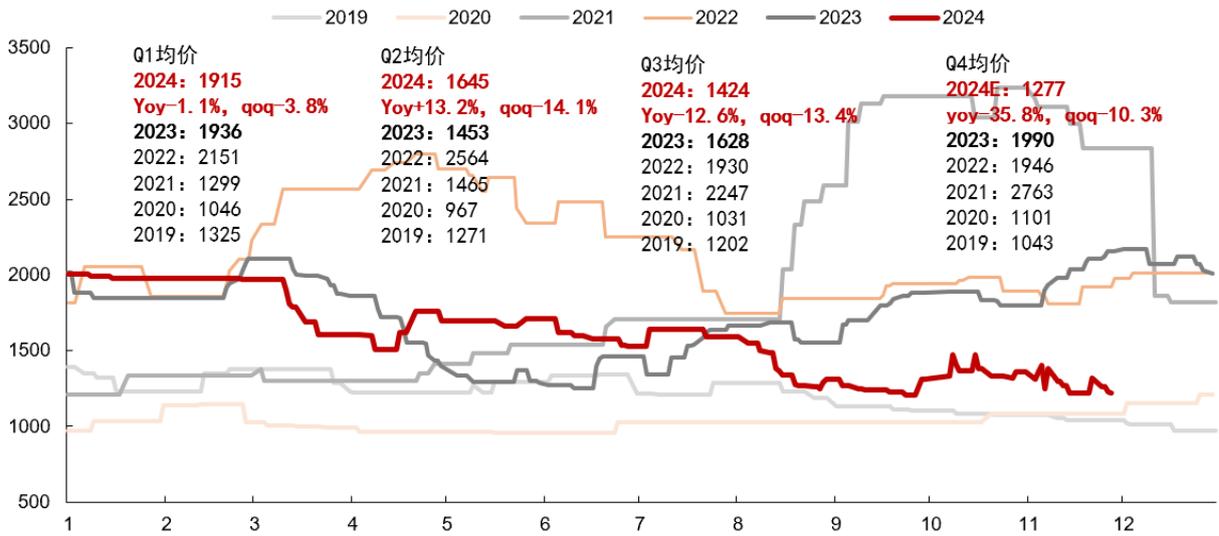
1) 下游钢铁持续压产减量仍是大趋势, 政策要求到 2025 年底钢铁行业能效标杆水平以上产能占比要达到 30%, 低能效产能需完成技改或淘汰退出, 同时提出到 2025 年底废钢利用量达 3 亿吨、电炉钢占粗钢产量比例力争提升到 15%, 钢铁产能出清将使行业基本面边际改善。

2) 下游焦炭基本面预期波动不大, 关小建大的政策发力、超 1000 万吨新增产能待释放、市场供应充足, 焦企低库存状态或将延续, 山东焦化产能置换清退工作将于 2025 年展开(涉及 1000 多万吨量), 或能缓解一定供应压力。3) 宏观政策效果有

待观察，终端需求有望筑底乃至小幅回暖，2025 年焦煤需求同比降幅将收窄；国内供应相对稳定，山西煤矿复产或将使产量恢复至 2023 年的正常水平；进口煤量继续增长，蒙古通关能力提升、俄罗斯加速外贸恢复均将增加焦煤进口。

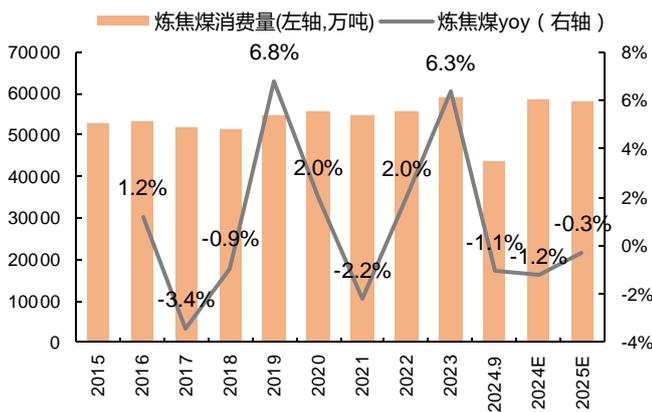
综上，预计 2025 年我国炼焦煤或呈供过于求格局，价格中枢延续震荡走弱态势，但考虑到目前价格已接近 2019-2020 年的较低位水平，地产疲软对焦煤需求的拖累边际减弱，且国内优质焦煤已相对稀缺，价格下方空间或有限，预期 2025 年主焦煤均价同比下降 50-100 元/吨左右。

图表 23 京唐港:库提价:焦煤(1/3,A9%,V33%,S0.5%,G80,Y13mm,俄罗斯产)价格走势 (元/吨)



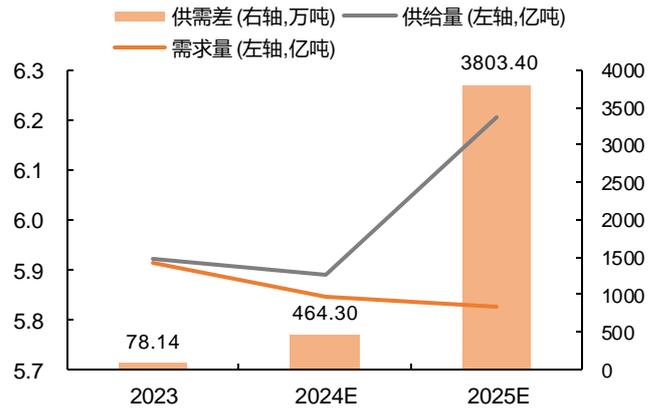
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表 24 我国炼焦煤需求预期



资料来源: wind, 平安证券研究所预测

图表 25 我国炼焦煤供需差预测



资料来源: wind, 平安证券研究所预测

## 2.2 供应端：山西产量回归正常水平，进口保持强劲增势

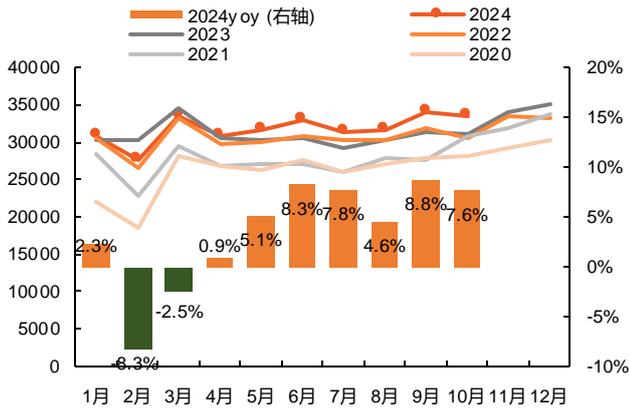
■ 动力煤供应：2024 年产量先减后增，进口增量显著；2025 年山西复产是主要增量，进口煤或保持高增势

2024 年我国动力煤产量先减后增，下半年供应加速提升。据 wind 数据显示，2024 年 1-10 月我国动力煤产量同比增加 3.4%，较 2023 年全年 1.9% 的同比增速有所提升。2024 年 1-4 月受春节假期和山西查三超严格限产影响，我国动力煤产量

同比下降 1.9% (据 wind); 2024 年 5 月以来, 动力煤产量重回同比正增, 6 月后山西省减停产煤矿全面复产, 煤炭供应加速回升。

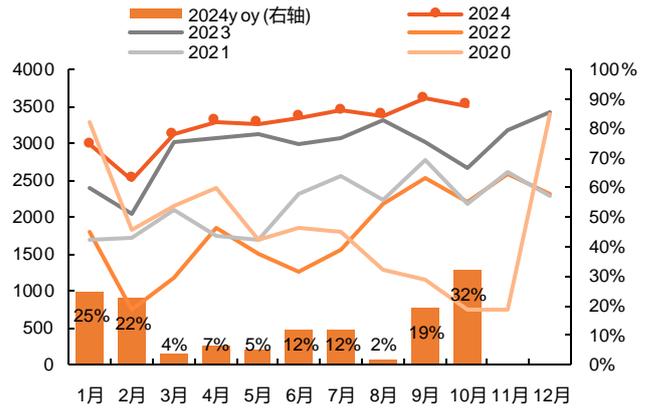
2024 年我国动力煤进口量增幅较大, 主要系进口煤存在价格优势, 前几大进口国中增量较大的是澳煤和蒙煤。据 Mysteel 数据, 2024 年 1-10 月我国动力煤累积进口量达 3.25 亿吨, 同比增加 13.1%, 主要原因是低卡印尼煤、蒙煤和高卡澳煤等进口煤较国内同热值煤炭存在一定价格优势, 据 wind 和百川盈孚数据, 以 2024 年 11 月 20 日煤价计算, 换算为同热值 5500 大卡的印尼进口煤较山西煤价低约 135 元/吨, 广州港优混 Q5500 的澳洲进口煤较山西煤价低约 66 元/吨。

图表 26 我国动力煤月度产量 (万吨)



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表 27 我国动力煤月度进口量 (万吨)

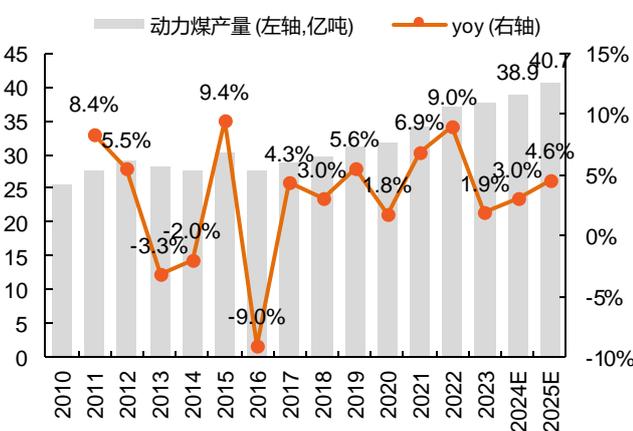


资料来源: mysteel, 平安证券研究所

国内动力煤预期: 远期增量主要来自蒙新, 山西产量回至正常水平。

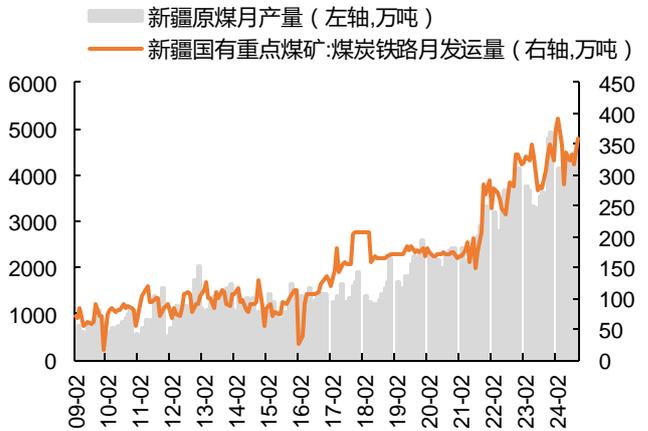
我们预测 2024 年和 2025 年我国动力煤产量分别同比增加 3.0%和 4.6%至 38.88 亿吨和 40.66 亿吨。根据新批和核增煤矿项目分布情况, 未来国内煤炭供应增量将主要来自新疆和内蒙古, 据国家统计局数据显示, 截至 2024 年 10 月, 内蒙古和新疆原煤产量分别同比增加 4.9%和 21%, 疆煤在全国产量中的占比近 11%, 预计 2025 年蒙新地区产量仍将维持增长、同比增速分别为 5.0%和 16.8%。新疆一主两翼外运格局成型后, 疆煤发运量加速抬升, 疆煤对全国煤炭的贡献持续加大, 据中国铁路乌鲁木齐局集团披露, 截至 2024 年 10 月 24 日, 新疆铁路疆煤外运量达 7005.38 万吨, 同比增长 51.7%。此外, 山西煤企今年因查三超和矿山安全监管而限产, 产量同比回落, 预计 2025 年产量将有所回升、同比增速为 3.5%; 陕西煤炭产量主要根据下游需求情况调节, 据国家统计局数据, 2021 年-2024 年前 10 月陕西原煤产量同比增速分别为 3.0%、6.6%、2.1%、1.6%, 预计 2025 年产量同比增加 1.4%。

图表 28 我国动力煤历年产量及预测



资料来源: wind, 平安证券研究所预测

图表 29 我国疆煤月产量及铁路外运量



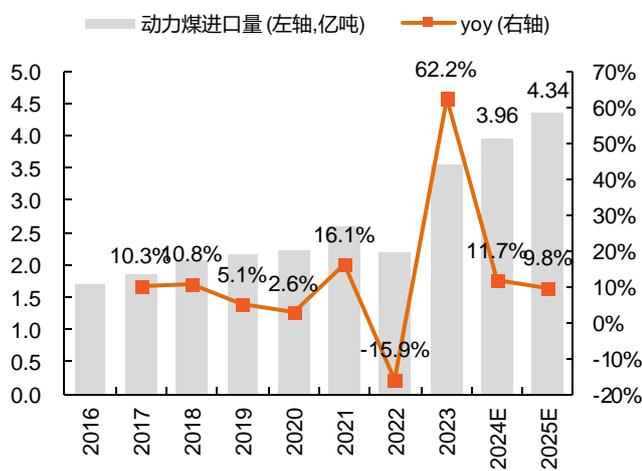
资料来源: wind, 平安证券研究所

进口动力煤预期：进口煤低价优势维持，进口量高增速或持续。

我们预测 2024 年和 2025 年我国动力煤进口量分别同比增加 11.7%和 9.8%至 3.96 亿吨和 4.34 亿吨，国内产量加进口量的合计供应量同比增加 3.75%和 5.08%至 42.83 亿吨和 45.01 亿吨。

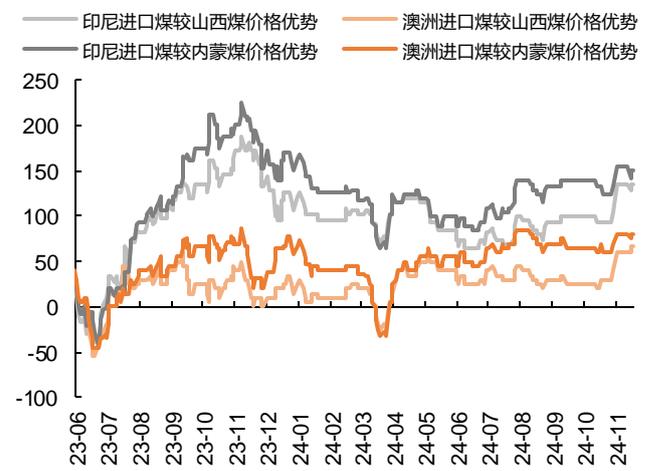
进口煤价格优势持续存在的情况下，2025 年我国煤炭进口量或仍将保持较高增速。**澳煤**：自 2023 年以来中澳关系缓和，两国煤炭贸易重启，澳煤进口量明显恢复，同时参考 IEA 对海外煤矿项目的梳理，2025 年海外增量煤矿项目主要来自澳大利亚，因此预计 2025 年我国对澳煤进口量仍将保持较高增速、同比增加约 35%；**外蒙煤**：其地理位置的优势使得运输成本相对较低，已成为我国煤炭进口的稳定供应国之一，今年前 9 月我国对蒙煤进口量同比大增 50%以上，如果蒙煤相对低价优势持续，预计 2025 年我国对蒙煤的进口增速仍有望在 20%以上；**印尼煤**：印尼低卡煤在持续低价优势下，我国内蒙古煤企增加了对印尼煤的长期采购，同时贸易商转向进口市场寻求利润空间，但印尼煤产量扩张逐渐进入瓶颈期，预计 2025 年印尼煤进口增幅达 3%左右；**俄煤**：今年俄罗斯企业受制裁等因素影响煤炭出口减少，但近日俄罗斯能源部部长已公开表示，对中国的煤炭出口量将逐步恢复，预计明年我国进口俄煤量将同比转正。

图表30 我国动力煤历年进口量及预测



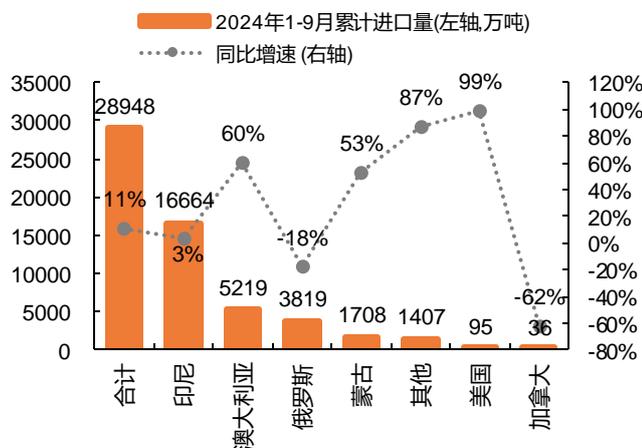
资料来源：wind, Mysteel, 平安证券研究所预测

图表31 印尼和澳煤较山西和内蒙煤价格优势(元/吨)



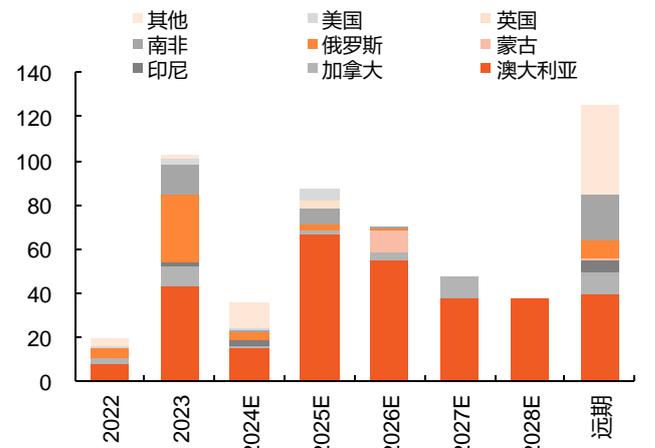
资料来源：百川盈孚, 平安证券研究所

图表32 我国动力煤进口主要来源



资料来源：Wind, 海关总署, 平安证券研究所预测

图表33 海外国家新建产能预期(百万吨)



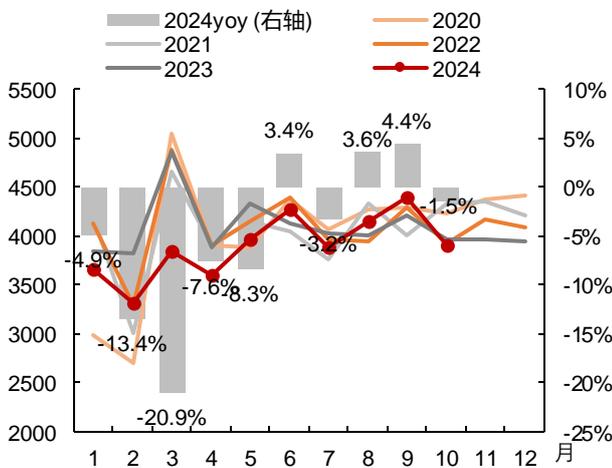
资料来源：IEA, 平安证券研究所

■ 炼焦煤供应：2024 年国内产量因安全严监管减少，进口同比大增；2025 年国内产量恢复，进口维持增长

炼焦煤供应回顾：2024 年我国炼焦煤产量受矿山安全监管趋严影响同比减少，下半年减停产煤矿复产后产量回暖，但需求疲软压制产量增幅。据 wind 数据，2024 年 1-10 月我国炼焦煤产量同比减少 5.1%，今年上半年产量同比减少 9.0%，由于我国炼焦煤 50%左右产自山西，且焦煤矿事故率更高，因此山西省查三超和矿山安全严监管对焦煤生产影响较大；6 月后，山西省减停产煤矿逐渐复产，焦煤供应回升，但由于下游地产建材需求疲软，大部分钢厂处亏损状态，7 月铁水日产快速下行，焦煤需求大幅走低，因此 7 月我国炼焦煤产量仍呈同比下降。

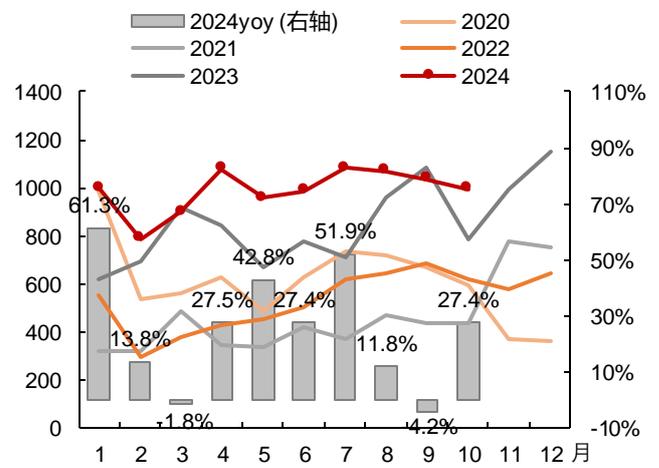
2024 年我国炼焦煤进口大幅增加。据 Mysteel 数据，2024 年 1-10 月我国炼焦煤进口量达 9924.74 万吨，同比增加 23.3%。其中，从澳大利亚进口量增幅最为显著，今年前 10 月累计进口同比高增 233.35%，主要系澳煤价格大幅下降、具较好性价比，补充了部分山西高品炼焦煤的阶段性缺失；最大进口国仍是蒙古，蒙煤进口量继续保持增长，随着中蒙口岸基础设施不断完善，蒙煤通关能力不断提升。

图表34 我国炼焦煤月度产量（万吨）



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表35 我国炼焦煤月度进口量（万吨）



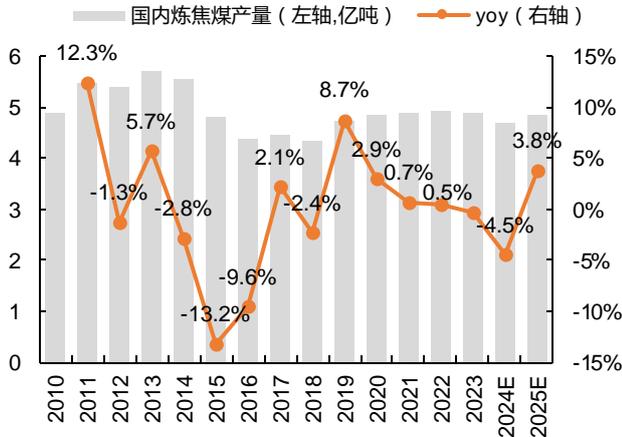
资料来源：Wind，Mysteel，平安证券研究所

炼焦煤供应预期：国内产量回归正常水平，进口量维持较高增势。我们预测 2024 年和 2025 年我国炼焦煤产量分别同比减少 4.52%和同比增加 3.79%至 4.68 亿吨和 4.86 亿吨，进口量分别同比增加 18.6%和 11.5%至 1.21 亿吨和 1.35 亿吨，产量加进口量的合计供应量同比减少 0.54%和同比增加 5.37%至 5.89 亿吨和 6.21 亿吨。

国内产量方面，今年我国焦煤产量受山西省查三超和矿山安全事故影响以及终端需求疲软压制而减少，2025 年山西省煤矿恢复正常生产，我们预期国内炼焦煤产量将回升至 2023 年的 4.9 亿吨左右水平，同比增加约 3.8%，国内供应趋稳为主。

进口方面，预期 2025 年我国焦煤进口仍将维持高位，蒙古国加快铁路建设、新开通阿拉善乌力吉口岸、运输能力显著改善，致力于促进煤炭出口，俄罗斯是蒙古铁路发展的重要援方，双方合作推动俄蒙中经济走廊项目，同时，俄罗斯此前计划未来每年向中国出口煤炭增加至 1 亿吨，随着俄乌冲突和贸易制裁影响边际减弱，预期俄煤向我国出口量也将保持较高增势。

图表36 国内炼焦煤产量及同比增速



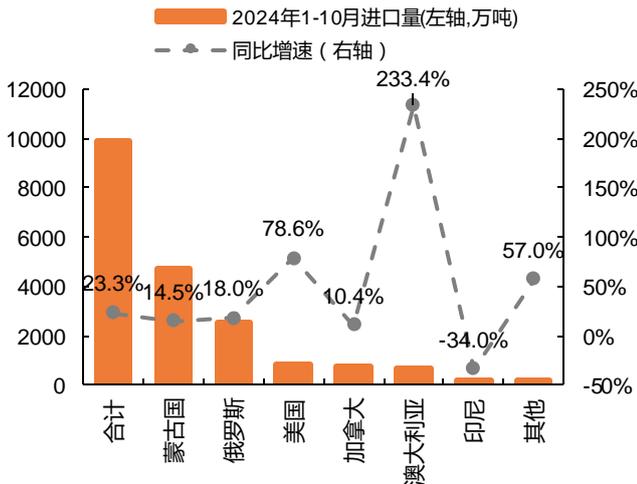
资料来源: Wind, 国家统计局, 平安证券研究所

图表37 炼焦煤供应总量及同比增速



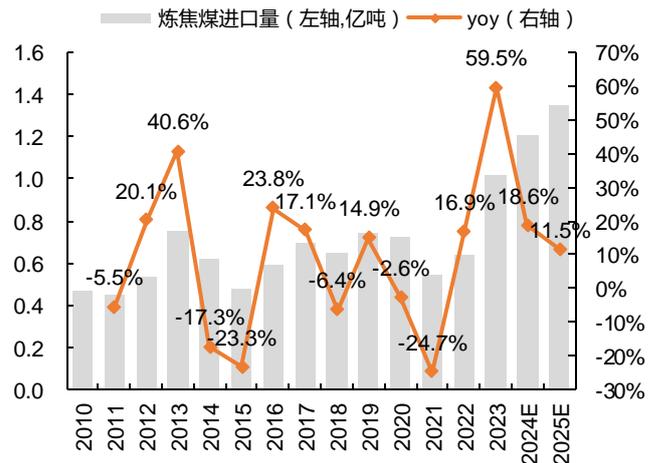
资料来源: Wind, 国家统计局, 平安证券研究所

图表38 我国炼焦煤进口主要来源



资料来源: Mysteel, 平安证券研究所

图表39 我国炼焦煤进口量及同比增速



资料来源: Wind, 平安证券研究所

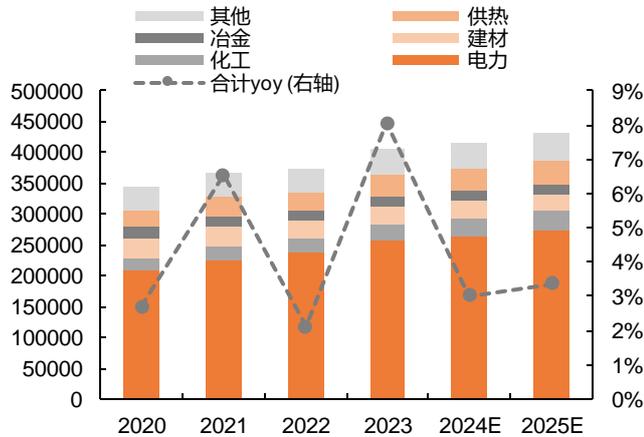
## 2.2 需求端：动力煤维持稳中有增，炼焦煤等待筑底回暖

### ■ 动力煤需求：预期2025年电煤增速持稳，建材冶金煤降幅收窄

需求方面，我国动力煤消费结构稳定，以电力耗煤为主、占比约64%（据wind数据），另用于供热、制水泥、炼钢、制烯烃/氨/醇等，终端电力、地产、化工等领域景气度和国民经济增速高度相关。

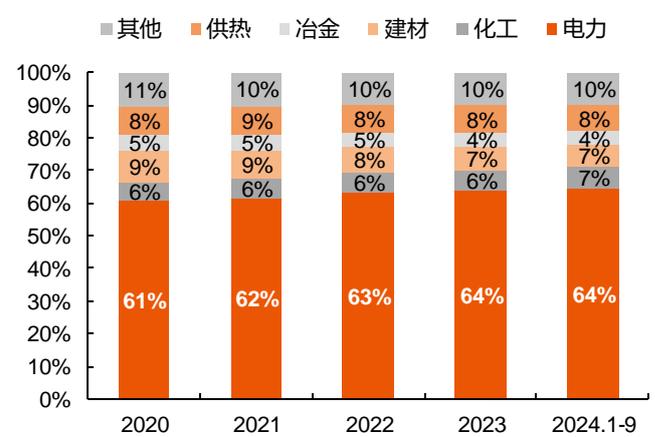
电煤需求和GDP增势趋同，增速相对稳定，我们预计2024-2025年电力行业耗煤同比增速为3.0%和3.2%；非电煤需求中，今年醇氨等化工品开工上行、景气提升，化工耗煤同比高增，我们预计2024-2025年有望实现15%和10%的同比增速；建材和冶金耗煤因终端地产需求低迷而表现不佳，但10月以来国内系列经济利好政策出台，提振地产需求，2025年建材和冶金耗煤降幅有望收窄；供热耗煤主要关注冬季气候，我们预期今明两年同比增速在6%-7%左右。综上，我们预期2024-2025年我国动力煤耗量合计将达41.64亿吨和43.03亿吨，同比增长3.02%和3.35%。

图表40 广义动力煤各下游耗煤量(万吨)



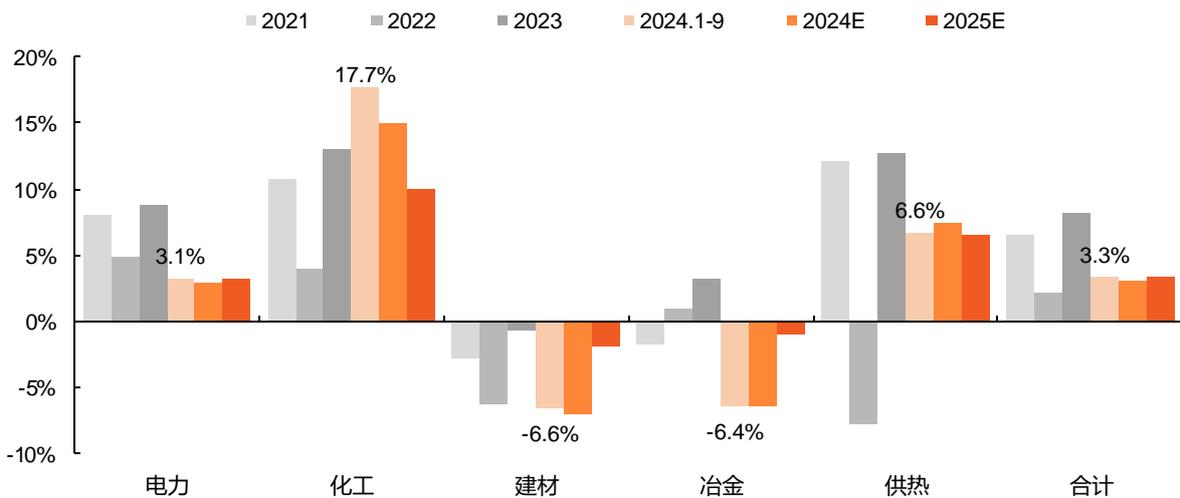
资料来源: Wind, 平安证券研究所预测

图表41 我国广义动力煤下游消费结构



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表42 广义动力煤主要应用领域耗煤量 yoy

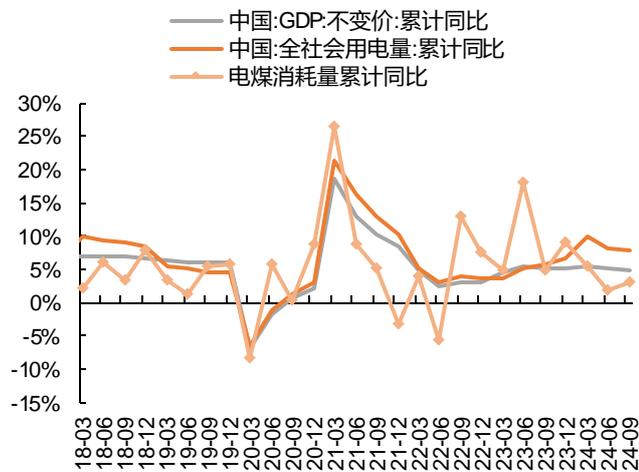


资料来源: Wind, 平安证券研究所预测

据国家统计局数据, 2024年1-10月我国全社会用电量为81836亿千瓦时, 同比增长7.6%, 增速较去年同期5.8%提高; 规上工业总发电量为78027亿千瓦时, 同比增长5.2%; 其中, 火电发电量52110亿千瓦时, 同比增加2.5%, 占总发电量的66.8%; 2024年前三季度, 我国煤电发电量4.1万亿千瓦时, 占全口径发电量的54.4%。

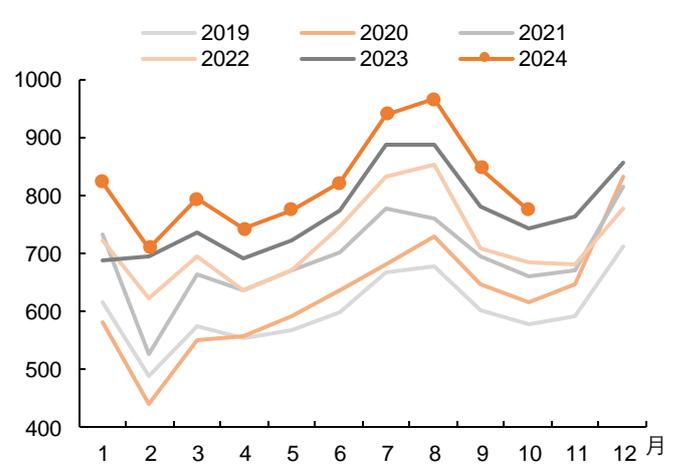
全社会用电量较实际GDP增势趋同、增速相对高, 据高盛和瑞银预测, 2024-2025年中国GDP同比增速约4.8%和4.5%, 结合今年前10月数据, 我们预计今明两年我国全社会用电量增速在8.0%和7.5%, 虽然新能源在新增发电量中占比持续提升, 但主要以燃煤发电的火电仍是国内电力结构中坚力量, 我们预期2024-2025年我国电煤耗量同比增速在3.0%和3.2%。

图表43 社会用电量和实际 GDP 增势趋同、增速相对高



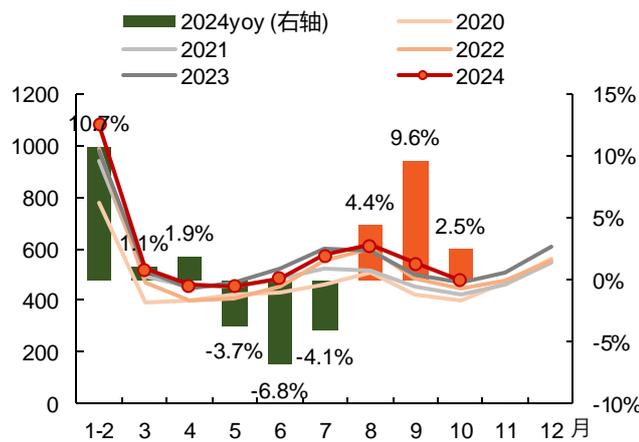
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表44 我国全社会月度总用电量 (亿千瓦时)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表45 我国火电月度发电量 (亿千瓦时)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

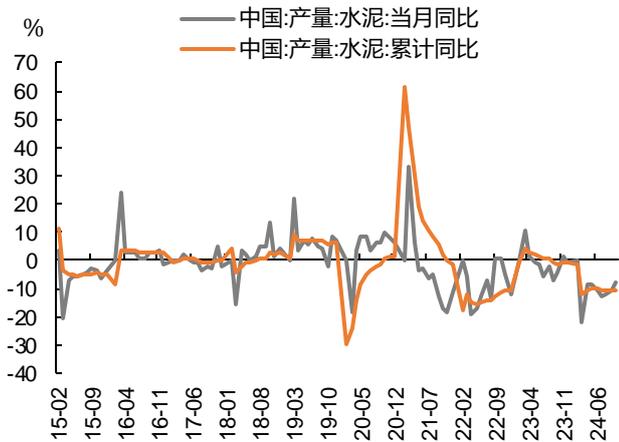
图表46 电煤消耗量增速预测

|              | 中国 GDP 增速   | 全社会用电量增速    | 煤电占总发电量的比例   | 电煤消耗量增速     |
|--------------|-------------|-------------|--------------|-------------|
| 2020         | 2.3%        | 3.1%        | 60.8%        | 1.9%        |
| 2021         | 8.1%        | 10.3%       | 60.0%        | 6.2%        |
| 2022         | 3.0%        | 3.6%        | 58.4%        | 2.1%        |
| 2023         | 5.2%        | 6.7%        | 57.9%        | 3.9%        |
| <b>2024E</b> | <b>4.8%</b> | <b>8.0%</b> | <b>55.2%</b> | <b>3.0%</b> |
| <b>2025E</b> | <b>4.5%</b> | <b>7.5%</b> | <b>53.0%</b> | <b>3.2%</b> |

资料来源: Wind, 中国能源报, 平安证券研究所预测

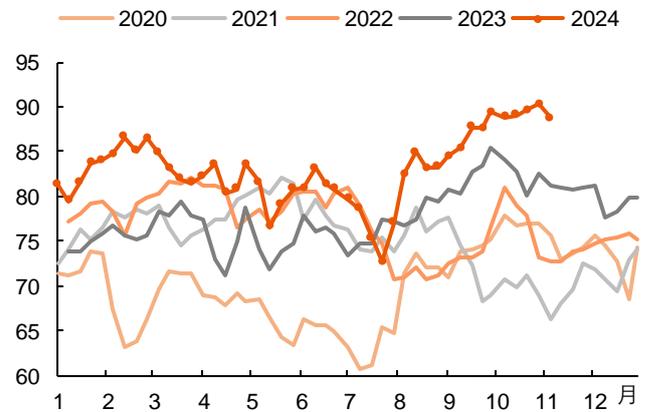
2024 年醇氨等化工品开工上行, 化工耗煤需求增势强劲, 且因煤油价差长期存在, 煤制烯烃原材料成本优势仍显, 加上美国乙烷出口已近满负荷、新增产能有限, 煤制烯烃需求有望增长。据 wind 数据, 今年前 9 月化工消耗动力煤同比增加约 17.7%, 我们预期 2024-2025 年化工业消耗动力煤同比增加约 15%和 10%。冶金、建材业消耗部分混煤受终端地产需求疲软影响同比下滑, 据 wind, 今年前 9 月冶金和建材耗动力煤同比减少 6.6%和 6.4%, 10 月以来我国一揽子经济和地产利好政策出台, 后续政策逐步落地有望刺激地产需求回暖, 我们预期 2025 年建材和冶金耗动力煤降幅收窄至-2%和-1%。供暖耗煤需求增速持稳为主, 关注将至的供暖旺季耗煤情况, 结合前三季度数据, 我们预计 2024-2025 年供热耗煤同比增加 7.0%和 6.6%。综上, 我们预期 2024-2025 年我国非电力行业消耗动力煤同比增长 3.1%和 3.6%。

图表47 2024年前10月水泥产量同比减少10.3%



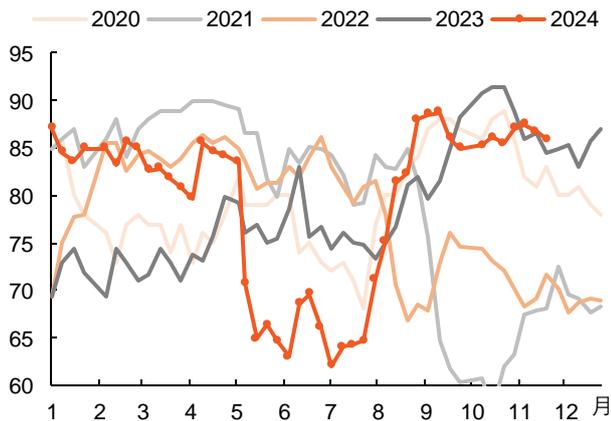
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表48 甲醇开工率 (%)



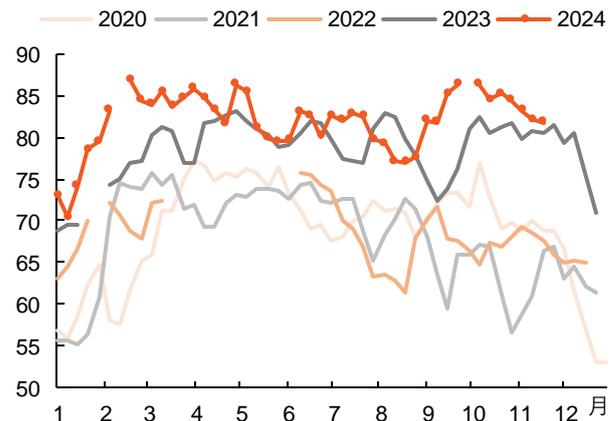
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表49 烯烃开工率 (%)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表50 纯碱开工率 (%)

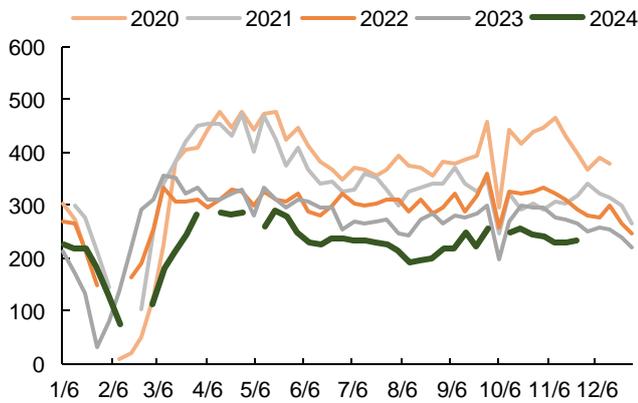


资料来源: Wind, 平安证券研究所预测

■ 炼焦煤需求: 今年受地产拖累消费表现较弱, 明年有望边际好转

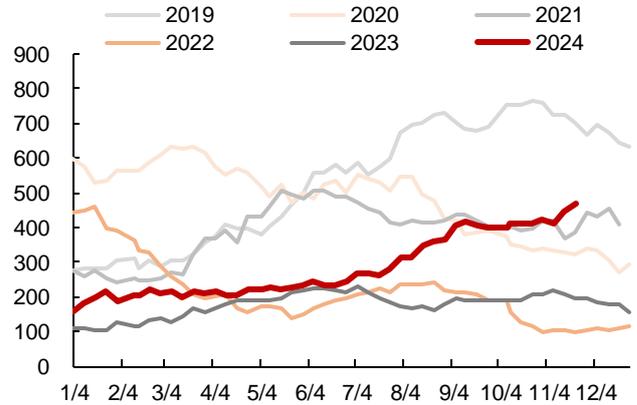
炼焦煤主要作为生产焦炭的原料, 焦炭主要用于钢铁冶炼, 2024年下游建筑钢材需求疲软, 焦炭/生铁/粗钢产销同比均有所下降, 导致焦煤消费量同比小幅减少, 2024年前9月我国炼焦煤累计消费量为4.37亿吨, 同比下降1.1%。目前下游焦化厂和钢厂的炼焦煤库存保持低位运行、港口炼焦煤自7月有所累库, 10月焦钢在系列经济利好政策刺激下价格回暖、利润回调、开工和产销同环比均有明显增加, 2025年地产疲软对焦煤需求影响或将边际减弱, 宏观政策落地后有望刺激地产消费边际回暖, 我们预计2025年炼焦煤消费量同比下降0.3%左右, 降幅较今年的-1.2%收窄。

图表51 我国螺纹钢表需(万吨)



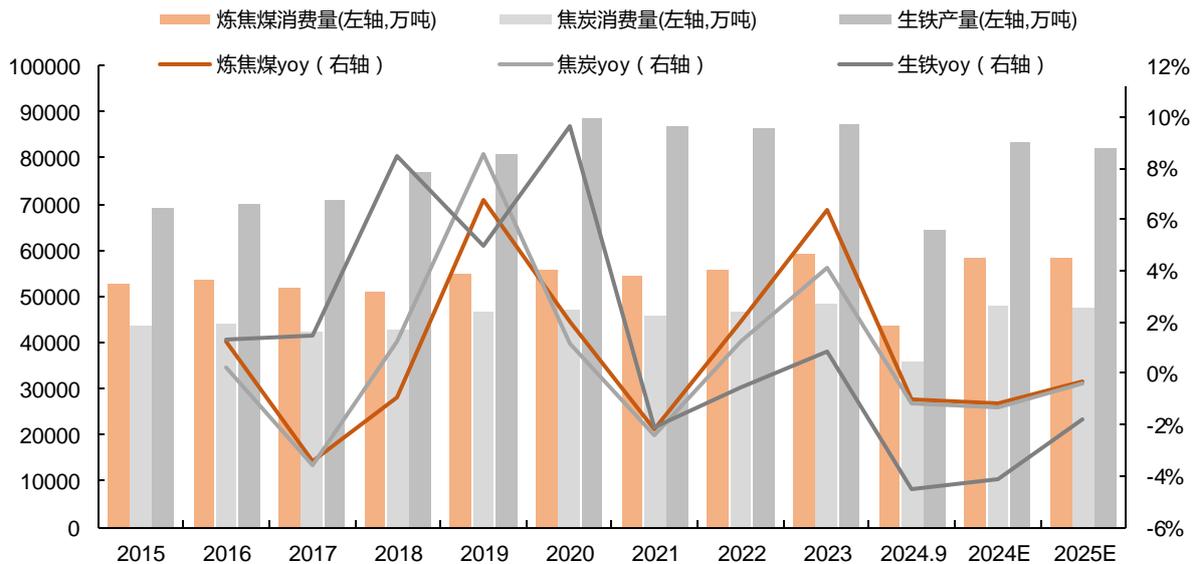
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表52 我国六大港口炼焦煤库存(万吨)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

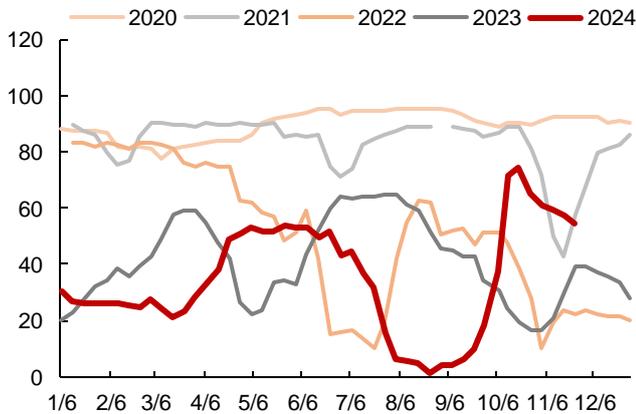
图表53 预期 2024-2025 年我国炼焦煤、焦炭消费量和生铁产量同比下滑



资料来源: Wind, 平安证券研究所预测

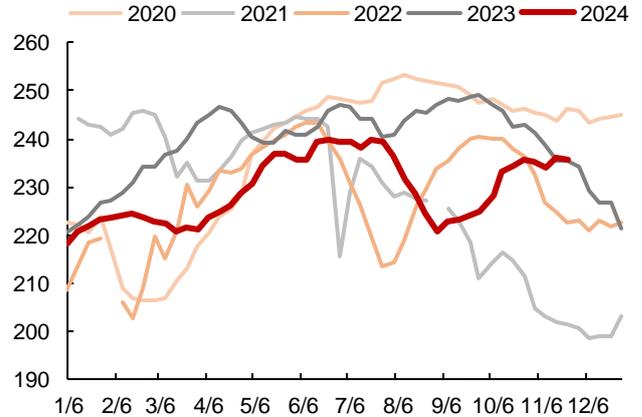
焦煤下游需求: 焦钢产需见底回升, 钢厂利润有所修复。今年我国炼焦煤下游焦钢产需疲软, 企业盈利能力较弱。据 wind 数据, 2024 年 1-10 月我国焦炭累计产量 40570.8 万吨, 同比减少 1.0%; 生铁累计产量 71511.4 万吨, 同比减少 4%; 粗钢累计产量 85073.1 万吨, 同比减少 2.7%; 钢材累计产量 116484.2 万吨, 同比增加 0.5%。今年以来, 我国焦炭和钢材价格多轮提降, 钢厂和焦企一度亏损加剧, 9 月中下旬-10 月上旬, 一系列经济和地产利好政策出台, 提振市场对地产消费预期的信心, 钢材价格回暖、利润快速修复, 铁水产量见底回升, 10 月焦炭、生铁和粗钢等产品产量均有回升, 虽然下游需求回暖持续性不佳, 价格上涨缺乏动力, 宏观情绪降温后, 供需双弱的现状再次主导焦钢和焦煤价格有所回落, 但后续随着适度宽松的货币政策和地产利好政策逐渐落地、发挥效用, 焦钢需求有望筑底回暖。

图表54 我国 247 家钢厂盈利率 (%)



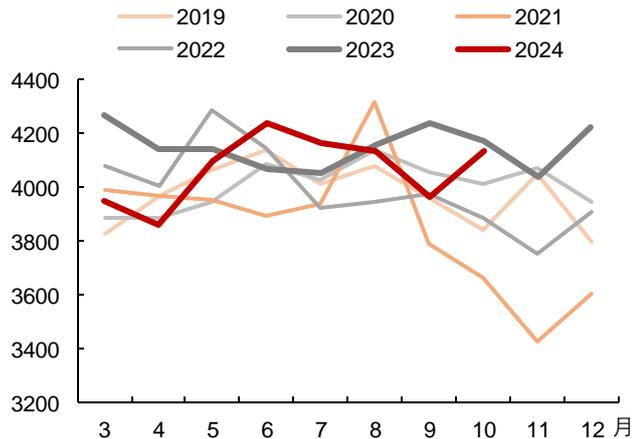
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表55 我国 247 家钢厂日均铁水产量 (万吨)



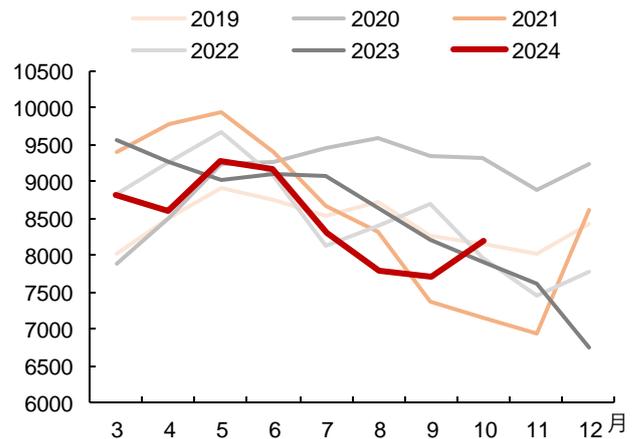
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表56 我国焦炭月产量 (万吨)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

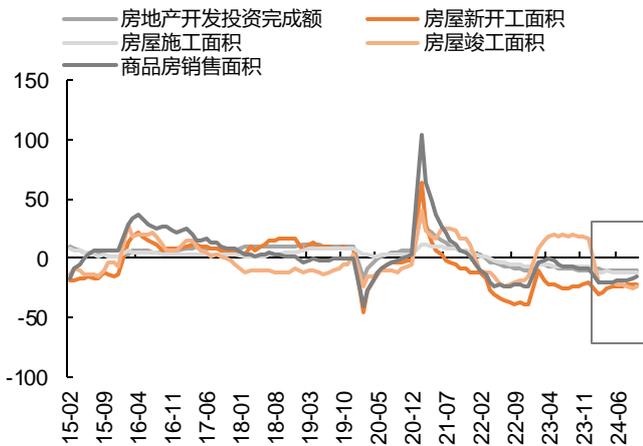
图表57 我国粗钢月产量 (万吨)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

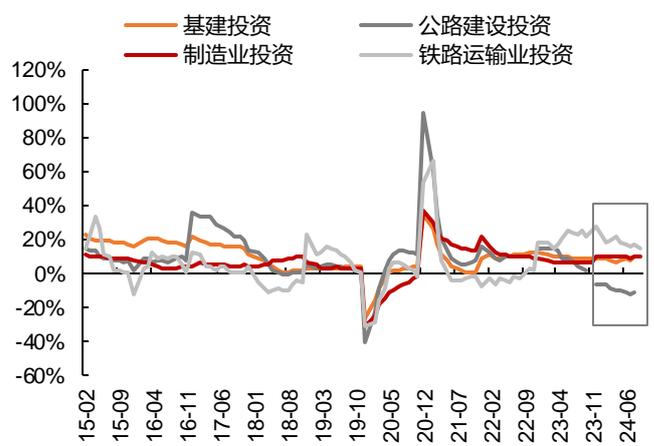
**焦煤终端需求：地产需求有望筑底回暖，钢材基本面有望渐好转。**从终端来看，基建、铁路运输、制造业、采矿业投资额增速表现较好，汽车产销增加和钢材出口高增对钢铁需求有较明显拉动，而地产需求疲软、建筑钢材成交量低迷是压制今年国内钢材需求最主要的因素，2024 年 1-10 月我国基建投资完成额同比增加 9.35%，房地产开发投资完成额同比下降 10.3%，房屋新开工、施工、竣工面积分别同比-22.6%、-12.4%和-23.9%，商品房销售面积同比减少 15.8%。房地产仍是最主要的耗钢产业，地产需求难复苏导致国内钢材消费难有实际支撑，虽然目前地产消费仍未见明显回暖迹象，但系列经济利好政策出台后，钢材价格和产销有明显反弹迹象，后市政策对地产需求的刺激作用有望逐渐生效，预期 2025 年地产需求有望边际好转，焦煤消费降幅有望收窄。

图表58 地产数据表现(累计同比, %)



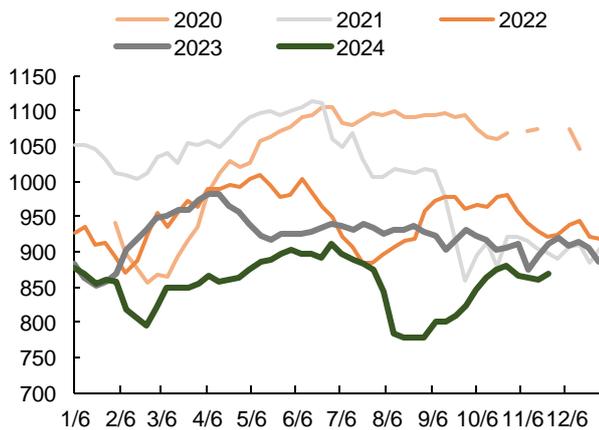
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表59 基建/交运/制造业固定资产投资完成额累计同比



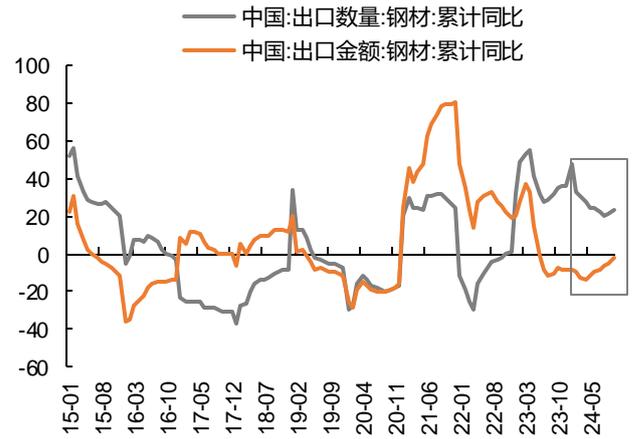
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表60 五大品种钢材产量(万吨)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表61 我国钢材出口量和金额累计同比(%)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

注: 五大品种钢材指螺纹钢、线材、热轧板卷、中厚板、冷轧板卷

### 三、原油：基本面过剩担忧渐兑现，中枢继续小幅下移

#### 3.1 油价回顾与展望：地缘主导渐退，回归基本面定价

##### ■ 国际油价回顾：上半年围绕地缘局势，下半年回归基本面

2024 年油价走势复盘：截至 2024 年 12 月 9 日，布伦特油和 WTI 油现货价较年初小幅下降 2.9%和 2.5% (-2.01 和-1.92 美元/桶)，上半年主要围绕地缘政治局势变化，呈现地缘风险溢价效应和冲突缓和后的溢价回吐，下半年主要交易美国政治经济形势和对原油供需基本面的预期。

2024 年 1-3 月油价持续上涨主要是地缘局势紧张化带来的风险溢价，包括红海危机发酵、伊以关系恶化、乌克兰袭击俄罗斯炼油厂等事件助推油价上涨；

4-6月巴以开启第一轮停火谈判，美国经济韧性较强、降息预期减弱，叠加全球制造业较疲软，中国汽柴油需求偏弱，油价持续回落；

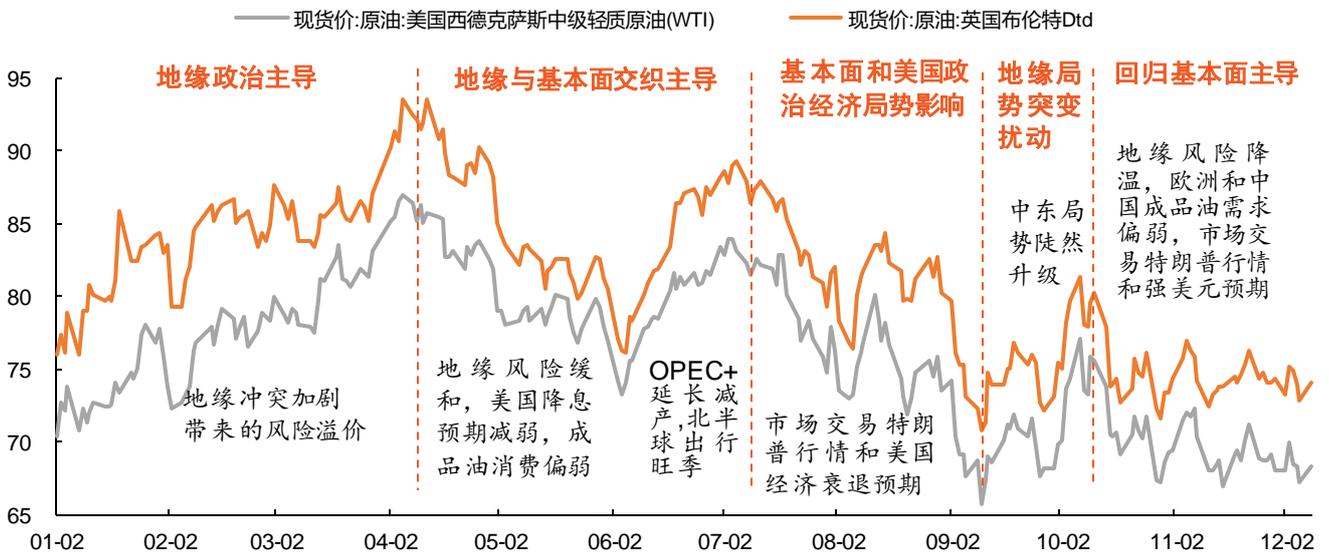
6月初 OPEC+会议宣布将 165 万桶/日的减产协议延长至 2025 年底，将 8 国合计 220 万桶/日的自愿减产协议从今年 6 月底延迟至 9 月底，以此延缓原油供应过剩压力，同时，北半球进入夏季出行旺季，汽油日耗和炼厂开工提升，叠加俄罗斯炼厂和出口设施受乌克兰无人机袭击产生供应扰动，油价短期出现反弹；

7-9月，市场交易特朗普行情（特朗普政府主张加大传统能源开发，可能采许打压油价的手段对冲潜在通胀压力）以及美国经济持续走弱下的衰退预期，加上地缘局势边际缓和，油价震荡走低，期间利比亚东西部政府政权博弈带来的供应扰动短期推涨油价，但 9 月初起加速复产、对油价影响不具有持续性；

9月中下旬-10月上旬美国经济衰退预期降温，OPEC+再次延长自愿减产至 11 月底，中东局势陡然升级（伊朗袭击以色列，以色列扬言报复）短期推涨油价；

10月中下旬以来，地缘风险降温，欧洲和中国成品油需求偏弱，11月6日特朗普胜选美国新任总统，市场交易特朗普行情和强美元预期，油价震荡偏弱。

图表62 2024年国际油价走势（美元/桶）



资料来源：Wind，平安证券研究所

■ 国际油价展望：基本面存在过剩担忧，价格中枢或小幅下移

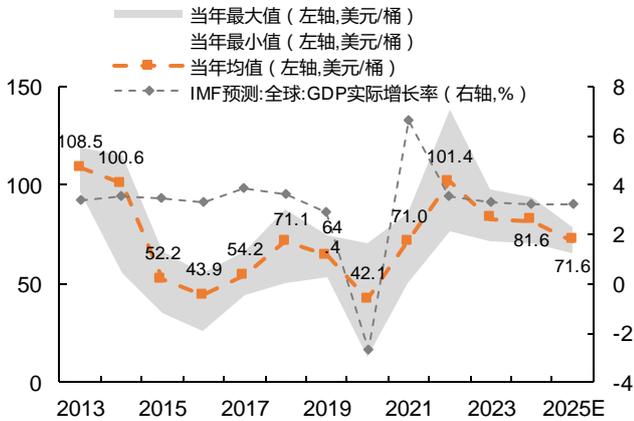
油价展望：2025年国际原油供应增幅或大于需求增幅，但从平衡转向过剩的时点或延后，油价中枢整体可能小幅下移。

供应端，OPEC+220 万桶/日自愿减产原计划自今年年底后逐渐退出，产量预期增加，但当地时间 2024 年 12 月 5 日，OPEC+在会议上宣布再次推迟原定增产计划，将自愿减产协议延至 25Q1 且逐步退出时间延长至 18 个月，集体减产计划延至 2026 年底，OPEC+多次延后减产协议，表现出较强的托底油价意愿，重心在“保平衡、保油价”和“保市场份额”间倾向前者，OPEC+供应实际增量或不及预期，国际原油供过于求的时点再延后；但另一方面，特朗普上台后，主张加大本土传统能源开发，油企或加大石油开采，美国页岩油产量增幅可能有所扩大。

需求端，欧美经济增长趋缓，中国经济暂未见明显修复迹象，叠加液化天然气重卡和电动汽车渗透率的不断提升将持续挤占汽油和柴油需求，因此 2025 年全球原油存在供过于求的担忧。基于基本面趋于过剩的担忧和特朗普执政偏空油价的观点，我们预计 2025 年国际油价运行区间或同比下降 5-10 美元/桶，布油震荡区间在 65-75 美元/桶、WTI 油在 60-70 美元/桶，

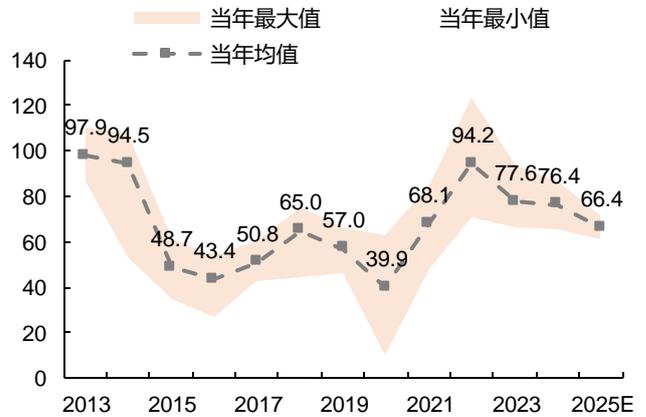
但考虑到美国页岩油渐触资源瓶颈、生产成本线上移，较特朗普上一任期 60 美元/桶油价中枢上涨 5 美元/桶左右，且油价底部支撑或更为强劲。

图表63 布伦特原油年均现货价走势（美元/桶）



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表64 美国 WTI 原油年均现货价走势（美元/桶）



资料来源: Wind, 平安证券研究所

■ 原油衍生品行情：投机资金仍持看空情绪，基金净多头尚处低位

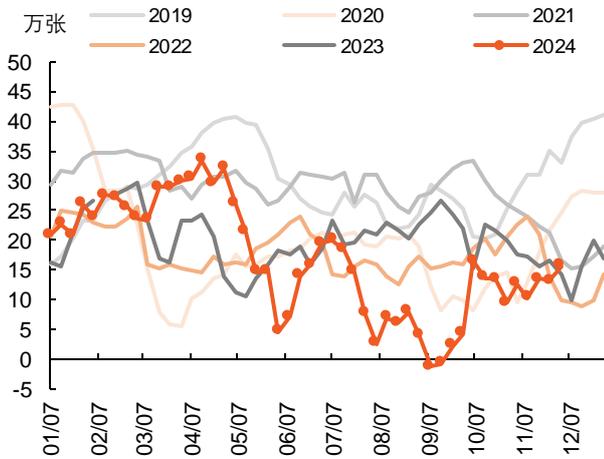
2024 年 4 月中下旬以来，随着地缘风险边际缓和，市场开始交易原油基本面过剩预期，资金看空情绪较浓，甚至在 9 月中旬出现了布伦特油管理基金空头头寸超过多头的罕见迹象，随后在中东局势陡然升温情况下基金头寸空翻多，但供需仍呈双弱态势，市场对后市原油基本面过剩担忧尚存。且特朗普上台后，主张“对内削减所得税、对外加征高关税”，市场交易美元走强预期，对原油等以美元定价的大宗品价格形成压制，市场对油价预期较悲观。目前 ICE 布伦特油管理基金和 NYMEX WTI 原油非商业多头净持仓仍处历史低位，但从另一个角度而言，较低的多头净头寸说明未来多头加仓空间和潜力相对大，多头对基本面和消息面利好的反馈会更积极。

图表65 国际油价和美元指数走势



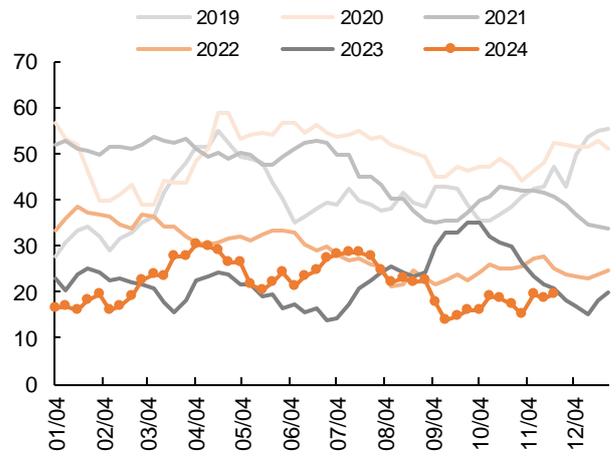
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表66 ICE:IPE:原油期货和期权管理基金多头净持仓



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表67 NYMEX: WTI原油:非商业多头净持仓(万张)



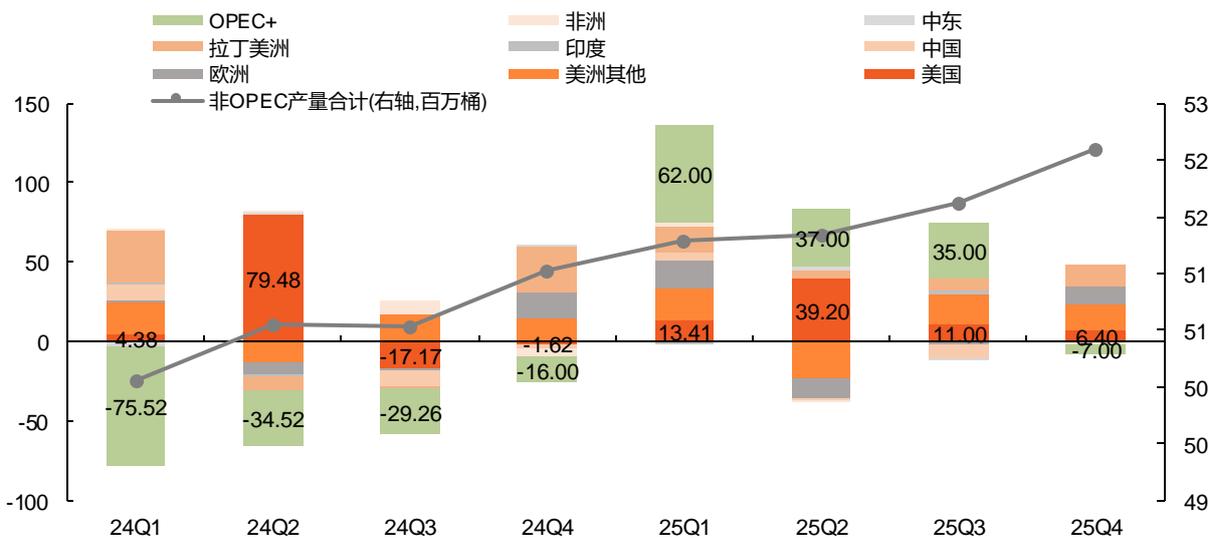
资料来源: Wind, 平安证券研究所

### 3.2 供应端：OPEC+逐渐退出减产和美国增产或使供应压力加大

2024 年 OPEC+ 减产放缓供应增速，2025 年供应压力相对大。

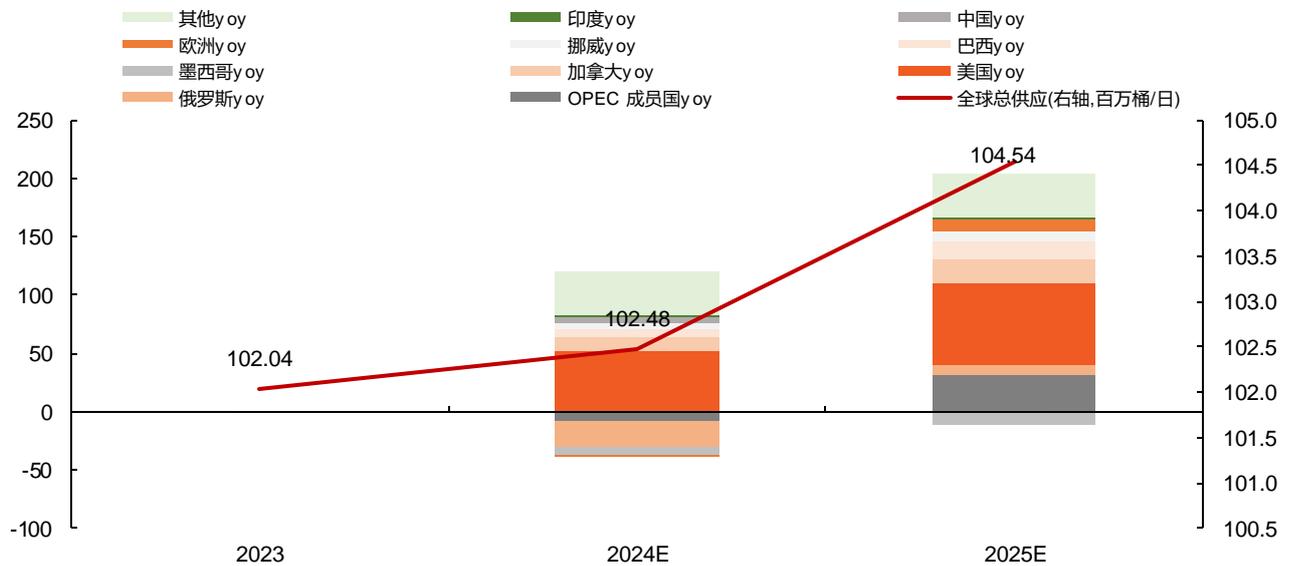
原油供应预期：EIA 预计 2024 年全球原油(含凝析油)产量同比增加 60 万桶/日，OPEC+ 国家在减产协议约束下，原油产量同比有所下调，延缓了供应压力到来的时间；EIA 预计 2025 年全球原油(含凝析油) 产量将同比增加 204 万桶/日，非 OPEC+ 国家供应增量将主要来自美国、加拿大、巴西、圭亚那等美洲国家和北欧的挪威，EIA 预计 2025 年美国原油(含凝析油)将同比增加 46 万桶/日（OPEC 和 IEA 分别预计同比增加 50 万桶/日和 62 万桶/日），美洲其他国家产量将同比增加 61 万桶/日（OPEC 预计仅同比增加 16 万桶/日），除美洲国家外的其余非 OPEC+ 国家 2025 年产量同比增加约 41 万桶/日；OPEC+ 国家随着 OPEC+220 万桶/日的自愿减产计划在 2025 年下半年逐渐退出，同时 2025 年基础产量配额同比上调，预期产量将增加，主要来自阿联酋、沙特和俄罗斯，EIA 预计 2025 年 OPEC+ 石油产量将同增约 56 万桶/日。基于 EIA 和 OPEC 对原油供应的数据，我们预测 2024-2025 年全球原油供应增量分别为 43.6 万桶/日和 206.0 万桶/日。

图表68 OPEC+和主要非 OPEC+国家石油供应环比增量预测(万桶/日)



资料来源: OPEC, EIA, IEA, 平安证券研究所, 注: 除非 OPEC 产量合计外其余均为(左轴, 万桶/日)

图表69 全球重要地区石油供应同比增量预期 (万桶/日)

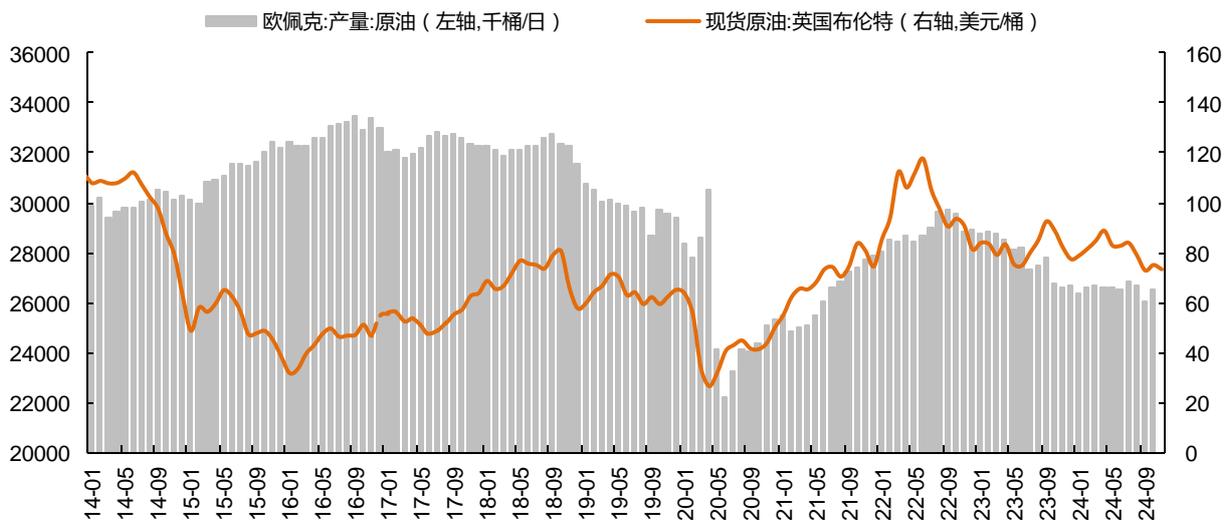


资料来源: OPEC, EIA, IEA, 平安证券研究所预测, 注: 除全球总供应外, 其余均为 (左轴, 万桶/日)

■ OPEC+: 2024 年通过延长减产计划缓解供应压力, 减缓油价降速

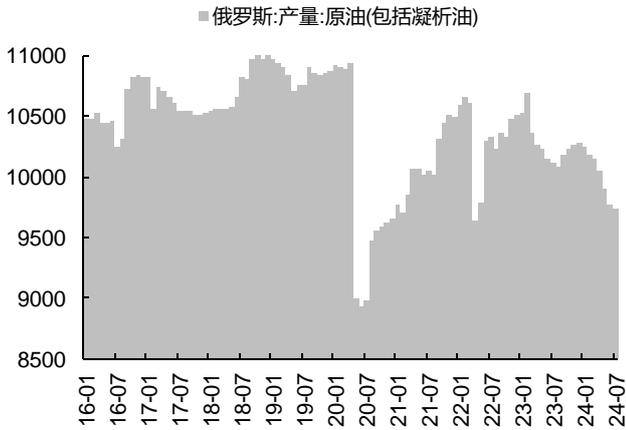
OPEC+通过减产缓解原油供应压力, 起到托底油价的作用。2024 年 6 月 OPEC+会议将 219.3 万桶/日自愿减产延长一个季度至 2024 年 9 月底 (现已延至明年一季度末), 将 200 万桶/日集体减产、165.7 万桶/日自愿减产延长到 2026 年底 (原计划 2025 年底), 以此缓解供应压力。EIA、OPEC 分别预测 2024 年 OPEC+ 原油总产量同比减少 123 万桶/日和 139 万桶/日, 2024 年 1-10 月欧佩克每月日均产量同比减少约 152.0 万桶/日、其中沙特 yoy-76.5 万桶/日, OPEC+ 中的非欧佩克产油国代表-俄罗斯产量同比减少约 32.7 万桶/日。

图表70 欧佩克原油产量和国际油价走势



资料来源: Wind, 平安证券研究所整理

图表71 俄罗斯原油产量（千桶/日）



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表72 沙特原油产量（千桶/日）



资料来源：Wind，平安证券研究所

**OPEC+：2025 年减产计划退出、配额上调，预期供应增幅较大。**

OPEC+执行配额制，调节原油显性剩余产能，2024 年 OPEC+减产使得国际原油供需呈现紧平衡态势，但在油价上涨期间，部分国家存在超产情况，主要是伊拉克、阿联酋和俄罗斯、哈萨克斯坦等国，其中俄罗斯和哈萨克斯坦承诺将对今年上半年的超产进行补偿性减产，补偿期持续到 2025 年 9 月。今年以来，为缓解供应压力，OPEC+ 多次延长 220 万桶/日的自愿减产计划，从 2024 年 6 月底延至 2025 年一季度末后逐步退出，但目前部分成员国存在分歧，2025 年下半年减产协议可能较难维系。2024 年 6 月 2 日的 OPEC+会议声明，2025 年基础产量配额确定，OPEC+ 总产量配额同比上调 54.2 万桶/日至 3972.5 万桶/日，同意将阿联酋的产量配额同比提高 30 万桶/日至 351.9 万桶/日。自愿减产计划逐步退出和产量配额上调将导致 2025 年 OPEC+ 原油供应增加，我们预期将同比增加 60 万桶/日左右。

图表73 OPEC+配额量及产量情况（千桶/日）

| 单位：千桶/日          | 2024年10月产量   | 24Q4配额       | 2025.1-2025.9配额 | 2024年配额      | 2025年配额      | 2025年配额同比变动 |
|------------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|-------------|
| 阿尔及利亚            | 909          | 908          | 959             | 1007         | 1007         |             |
| 刚果               | 265          | 277          | 277             | 276          | 277          | +1          |
| 赤道几内亚            | 56           | 70           | 70              | 70           | 70           |             |
| 加蓬               | 214          | 169          | 169             | 177          | 177          |             |
| 伊拉克              | 4068         | 4000         | 4220            | 4431         | 4431         |             |
| 科威特              | 2417         | 2413         | 2548            | 2676         | 2676         |             |
| 尼日利亚             | 1434         | 1500         | 1500            | 1380         | 1500         | +120        |
| 沙特阿拉伯            | 8968         | 8978         | 9978            | 10478        | 10478        |             |
| 阿联酋              | 2955         | 2912         | 3375            | 3219         | 3519         | +300        |
| <b>OPEC 9国合计</b> | <b>21286</b> | <b>21227</b> | <b>23096</b>    | <b>23714</b> | <b>24135</b> | <b>+421</b> |
| 阿塞拜疆             | 482          | 551          | 551             | 551          | 551          |             |
| 哈萨克斯坦            | 1585         | 1468         | 1550            | 1628         | 1628         |             |
| 墨西哥              | 1585         | 1753         | 1753            | 1753         | 1753         |             |
| 阿曼               | 765          | 759          | 801             | 841          | 841          |             |
| 俄罗斯              | 9010         | 8978         | 9449            | 9828         | 9949         | +121        |
| 马来西亚             | 326          | 401          | 401             | 401          | 401          |             |
| 其他               | 347          | 467          | 467             | 467          | 467          |             |
| <b>OPEC+合计</b>   | <b>35386</b> | <b>35604</b> | <b>38068</b>    | <b>39183</b> | <b>39725</b> | <b>+542</b> |

资料来源：OPEC，平安证券研究所整理

■ 美国：特朗普上台或提高页岩油供应，但增幅受资源瓶颈限制

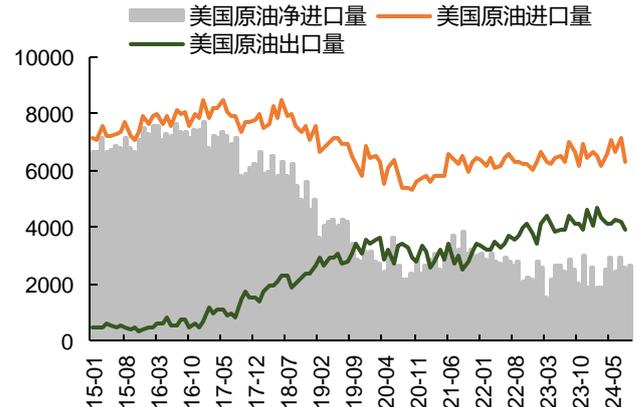
EIA 预期 2024 年美国原油(不含凝析油)产量同比增加 30 万桶/日，据 wind 数据，2024 年 1-9 月美国原油和页岩油每月日均产量同比增加量的均值为 33 万桶/日和 24 万桶/日。2024 年美国原油钻机数小幅减少，新钻井和库存井数量持续走低，库存井不断向下透支将使美国页岩油产量增长逐渐缺乏支撑；进出口方面，自 2017 年特朗普上台再次加大页岩油开发以来，美国原油净进口量明显回落，2024 年日均进出口量均同比小幅增加 17-18 万桶/日，净进口量持稳。考虑到特朗普上台后大概率将再次加大对传统能源开发的支持，美国原油供应增量或提升，但随着巴肯、鹰福特、巴肯等大型优质油井触及资源瓶颈，产量增幅或难以达到 2017-2019 年的程度，我们预期 2025 年美国原油产量同比增加约 70 万桶/日。

图表74 美国原油累计钻机数（台）



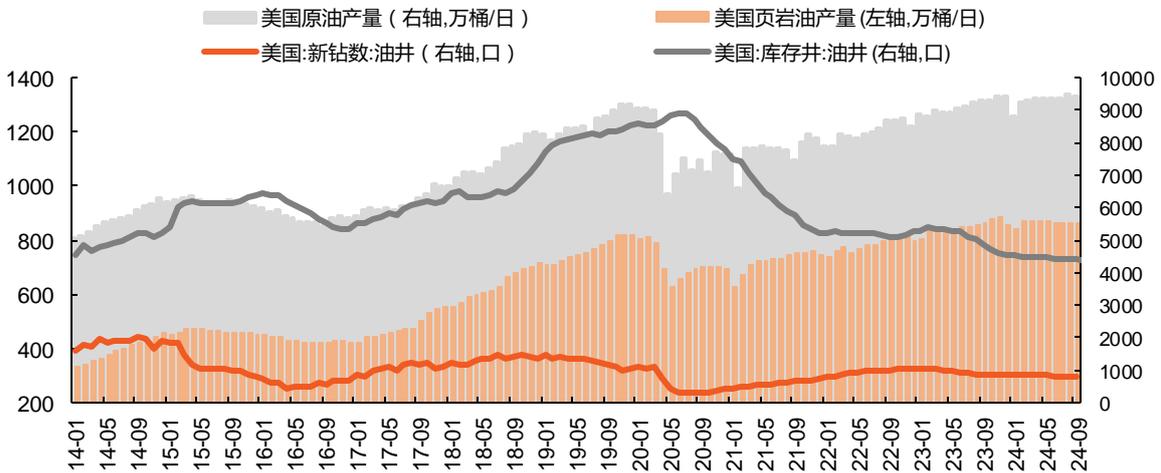
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表75 美国原油进出口情况（千桶/日）



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表76 美国原油和页岩油产量及新钻井油田数



资料来源：Wind，平安证券研究所

美国：商业原油库存整体趋稳，准备继续补充战略石油储备

供需差即库存变动决定长期油价走势，WTI 油价和美国商业原油库存长期走势整体呈现一定负相关性。2024 年，美国商业原油库存随季节性波动，但整体较为稳定，维持在 440 百万桶左右（据 wind 数据），较去年同期 450 百万桶的库存均值小幅减少，供需呈现紧平衡状态。战略储备原油方面，由于 2017 年特朗普上任后再次加大美国页岩油开发、原油产量持续增加、净进口量加速下降，根据国际能源署建议的石油储备量应达到 90 天的石油净进口量，美国所需的战略储备石油量大幅

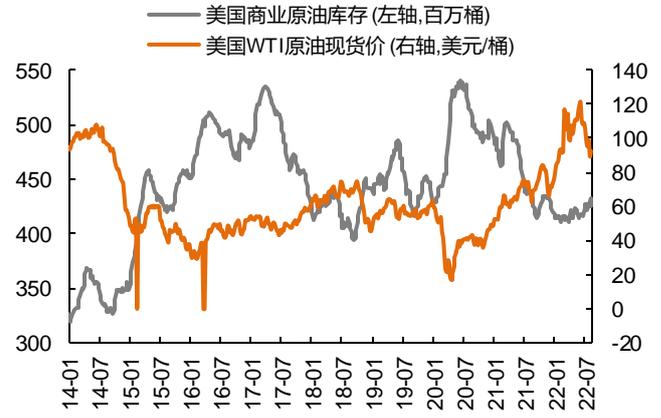
下降，因此 2022 年为减少储存和维修成本，美国加速释放战略石油储备，2023 年 7 月储备量降至历史低点，此后为防止地缘冲突等带来的供应中断，再次开始逐步增加原油战略储备，2024 年美国原油净进口量在 240 万桶/日左右，理论所需战略储备原油约 2.16 亿桶，现有储备 3.89 亿桶，处于安全线内。2025 年特朗普上台，根据其此前提出的计划，为防备原油价格暴涨和国内供应中断，准备进一步补充战略石油储备。

图表 77 美国商业原油和战略储备原油库存



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 78 WTI 油价和美国商业原油库存走势呈负相关

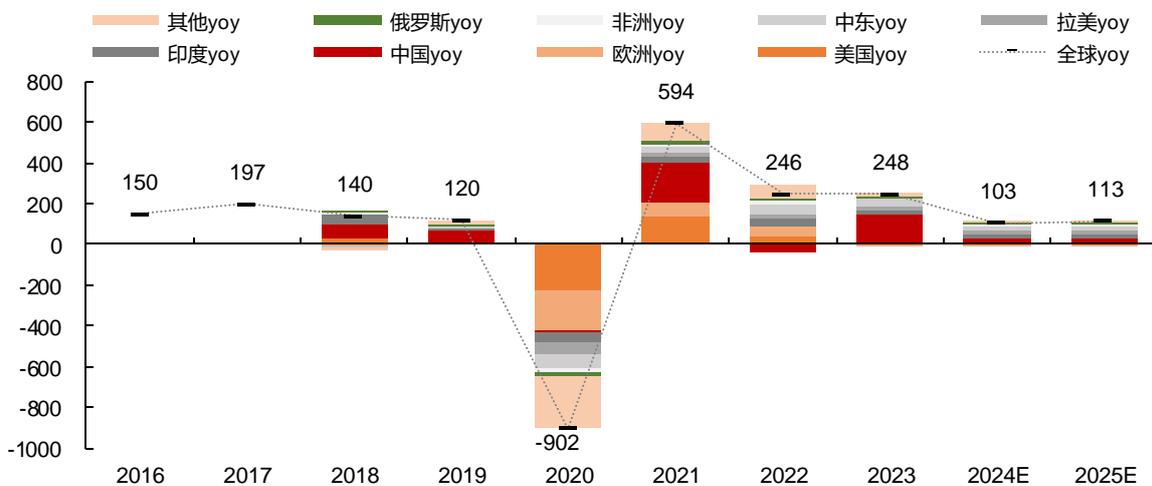


资料来源: Wind, 平安证券研究所

### 3.3 需求端：汽柴油消费长期趋减，中国成品油产销增速放缓

原油需求增速和全球经济增速呈现较高的正相关性，全球经济增速回落和新能源加速渗透导致原油需求呈现趋减态势。今年以来，我国和欧美等国经济整体走弱、制造业较疲软，汽柴油消费增速显著回落，航空煤油因疫后出行逐步恢复、2024 年增速仍相对高，但 2025 年高增速或将回落至正常水平，我们预计 2024-2025 年全球原油需求较 2022-2023 年疫后时期近 250 万桶/日的同比增量或将大幅放缓，逐渐恢复到 100-150 万桶/日的正常水平，反映了疫后被压抑的需求释放结束，全球宏观经济增速回落，以及汽车电气化快速推进、天然气重卡运输持续迭代对汽柴油需求的挤占。参考 EIA、OPEC 和 IEA 预测的数据，我们预计 2024 年全球原油需求为 103.2 万桶/日，同比增加 103 万桶/日；2025 年全球原油需求将达 104.3 万桶/日，同比增加 113 万桶/日、yoy+1.1%。

图表 79 2016Y-2025E 全球主要地区原油需求增量 (万桶/日)



资料来源: OPEC, EIA, IEA, 平安证券研究所预测

■ 分国别：欧美原油需求持稳，印度炼油产能爬升，中国成品油消费增速回落

分国家来看，中国作为全球原油需求增量主要贡献国，2024 年经济增速放缓和清洁能源持续渗透对汽柴等成品油消费的不可逆挤占是全球原油需求增长放缓的主因，参考 EIA 和 OPEC 的数据，我们预期中国在全球原油需求增量中占比将从 2023 年的 53% 至 2024 年的 22% 再降至 2025 年的 14%，预期 2025 年原油需求同比增量或进一步下调 (yoy+16 万桶/日、+1.0%)；印度正处工业化成长期，炼油产能爬升，原油需求呈强劲增势，预期 2025 年需求同比增加约 24 万桶/日，成为全球原油需求增量主要来源国；欧洲经济复苏缓慢，原油需求或基本维持稳定；美国经济逐步走向软着陆，韧性与疲态交织，2025 年经济增速呈震荡下行，但特朗普政府主张“对内大幅减税、降低监管成本、促进制造业回流”，后续相关政策颁布或有望刺激美国经济回暖，预期 2025 年美国原油需求有望同比小幅增加 11 万桶/日、yoy+0.5%，整体需求基本维持稳定。

图表 80 全球主要地区原油需求预期

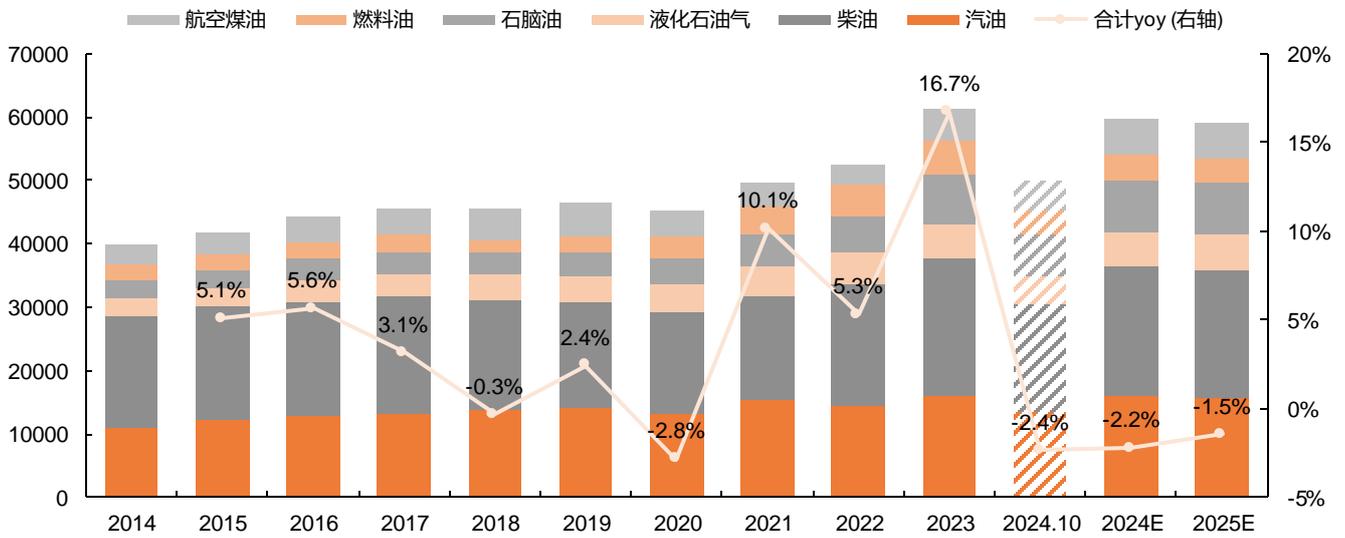
|                 | 中国           | 美国          | 欧洲           | 印度           | 俄罗斯          | 非洲          | 拉美           | 中东           | 其他          | 全球    |
|-----------------|--------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-------------|--------------|--------------|-------------|-------|
| 2023Y 需求(百万桶/日) | 16.4         | 20.3        | 13.5         | 5.3          | 3.8          | 4.5         | 6.7          | 8.6          | 23.1        | 102.1 |
| 需求量占全球比         | 16.0%        | 19.9%       | 13.2%        | 5.2%         | 3.8%         | 4.4%        | 6.5%         | 8.5%         | 22.6%       |       |
| yoy             | 8.7%         | 0.6%        | -0.7%        | 4.0%         | 2.4%         | 1.3%        | 4.0%         | 4.0%         | 0.9%        | 2.5%  |
| 增量(万桶/日)        | 131.3        | 12.0        | -10.1        | 20.5         | 8.9          | 5.9         | 25.4         | 33.1         | 21.4        | 248.4 |
| 需求增量占全球比        | <b>52.9%</b> | <b>4.8%</b> | <b>-4.1%</b> | <b>8.3%</b>  | <b>3.6%</b>  | <b>2.4%</b> | <b>10.2%</b> | <b>13.3%</b> | <b>8.6%</b> |       |
| 2023Y GDP 增速    | 5.2%         | 2.5%        | 0.5%         | 8.2%         | 3.6%         | 2.6%        |              |              |             | 3.0%  |
| 2024E 需求(百万桶/日) | 16.6         | 20.3        | 13.4         | 5.6          | 3.9          | 4.5         | 6.8          | 8.8          | 23.1        | 103.2 |
| 需求量占全球比         | 16.1%        | 19.7%       | 13.0%        | 5.4%         | 3.8%         | 4.4%        | 6.6%         | 8.6%         | 22.4%       |       |
| yoy             | 1.4%         | 0.2%        | 0.0%         | 4.8%         | 2.8%         | 1.7%        | 1.7%         | 2.4%         | 0.0%        | 1.0%  |
| 增量(万桶/日)        | 23.0         | 4.0         | -0.3         | 25.5         | 10.7         | 7.6         | 11.3         | 21.1         | 0.2         | 103.0 |
| 需求增量占全球比        | <b>22.3%</b> | <b>3.9%</b> | <b>-0.3%</b> | <b>24.7%</b> | <b>10.4%</b> | <b>7.4%</b> | <b>11.0%</b> | <b>20.5%</b> | <b>0.2%</b> |       |
| 2024E GDP 增速    | 4.8%         | 2.6%        | 0.9%         | 7.0%         | 3.2%         | 3.4%        |              |              |             | 3.1%  |
| 2025E 需求(百万桶/日) | 16.8         | 20.4        | 13.4         | 5.8          | 4.0          | 4.6         | 6.9          | 9.1          | 23.1        | 104.3 |
| 需求量占全球比         | 16.1%        | 19.6%       | 12.9%        | 5.6%         | 3.9%         | 4.4%        | 6.7%         | 8.7%         | 22.2%       |       |
| yoy             | 1.0%         | 0.5%        | -0.2%        | 6.5%         | 2.4%         | 2.2%        | 2.1%         | 2.8%         | 0.3%        | 1.1%  |
| 增量(万桶/日)        | 16.0         | 11.0        | -2.3         | 23.9         | 9.4          | 9.9         | 14.2         | 24.9         | 6.0         | 113.0 |
| 需求增量占全球比        | <b>14.2%</b> | <b>9.7%</b> | <b>-2.1%</b> | <b>21.2%</b> | <b>8.3%</b>  | <b>8.8%</b> | <b>12.6%</b> | <b>22.0%</b> | <b>5.3%</b> |       |
| 2025E GDP 增速    | 4.5%         | 1.9%        | 1.5%         | 6.5%         | 1.5%         | 3.8%        |              |              |             | 3.0%  |

资料来源：OPEC, EIA, IEA, IMF, 世界银行, 平安证券研究所

■ 中国各成品油需求：整体产销和出口量下滑，汽柴油需求或呈趋减态势

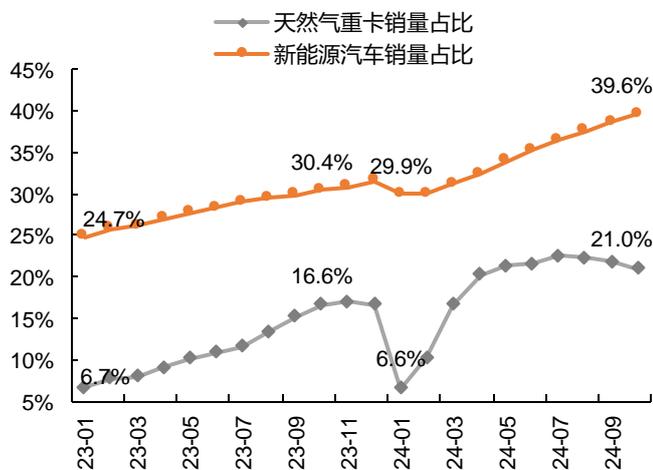
中国以生产和出口成品油为主，近年来我国民营大炼快速发展，炼油产能持续上行，2023 年超越美国成为全球最大的炼油国，但是 2024 年在我国和欧美等原油主要消费国经济增速放缓、制造业较疲软的大环境下，同时在清洁能源技术快速迭代的大趋势下，汽车加速电动化对汽油需求造成较大挤占，天然气重卡持续渗透对柴油消费形成不可逆影响，下游成品油汽柴和燃料油产销和出口增速大幅回落乃至转负，我们预期 2024 年中国成品油总产量同比下降约 2.2%，到 2025 年汽油和航空煤油供需增速下滑、柴油产销降幅收窄，我国成品油整体降幅预期收窄至 1.5% 左右。

图表81 我国各成品油产量预测 (万吨)



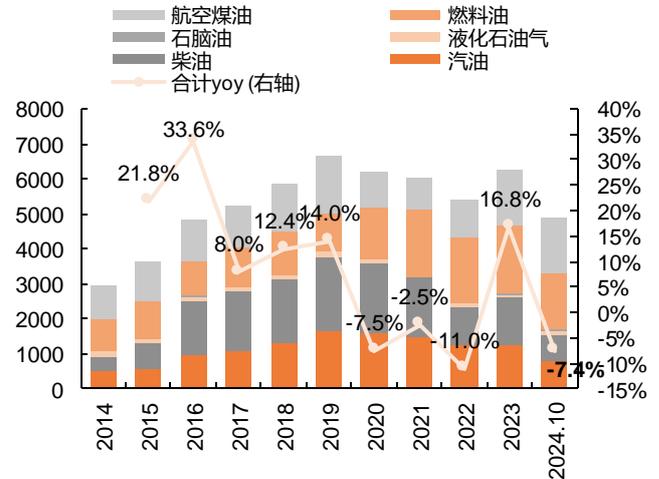
资料来源: Wind, 平安证券研究所预测

图表82 我国天然气重卡和新能源汽车渗透率走高



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表83 我国各成品油出口量 (万吨)

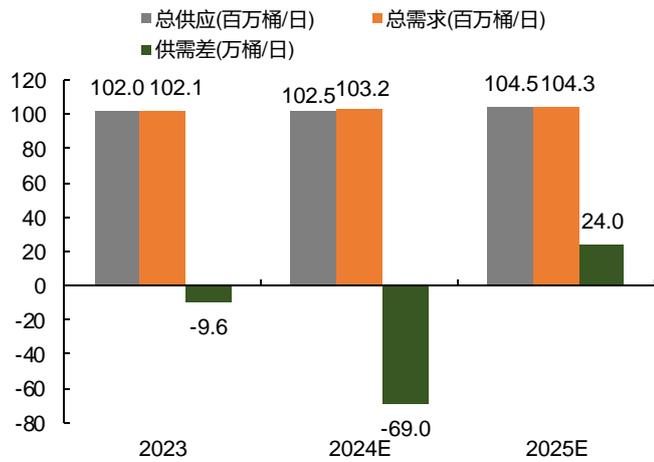


资料来源: Wind, 平安证券研究所

■ 原油供需平衡: 供应趋于宽松, 重新开启累库

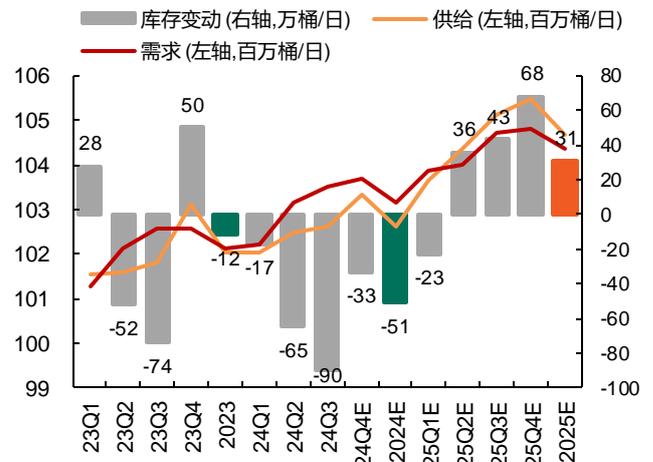
我们主要参考 EIA 的预测, 2024 年四季度 OPEC+ 延长自愿减产, 全球原油延续去库态势, 但是汽柴油需求走弱、去库幅度收窄; 自 2025Q2 起, OPEC+ 自愿减产计划退出后, 产量逐步增加, 美国、加拿大、巴西等美洲国家供应持续增加, 国际原油或恢复累库状态, EIA 预计 2025 年全球原油将累库约 31 万桶/日, 我们预测将累库 24 万桶/日左右。

图表84 我们预测的全球原油供需情况



资料来源: EIA, OPEC, 平安证券研究所预测

图表85 EIA 预测的全球原油供需和库存变动



资料来源: EIA, 平安证券研究所

图表86 OPEC 和 EIA 预测的全球原油供需平衡表 (百万桶/日)

| OPEC   | 2023          | 1Q24          | 2Q24          | 3Q24          | 4Q24          | 2024          | 1Q25          | 2Q25          | 3Q25          | 4Q25          | 2025          |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Demand:</b>   |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |
| OECD   | 45.65         | 44.79         | 45.80         | 46.41         | 46.21         | 45.81         | 44.89         | 45.87         | 46.57         | 46.32         | 45.91         |
| Non-OECD   | 56.56         | 58.01         | 57.39         | 58.12         | 59.35         | 58.22         | 59.40         | 58.77         | 59.75         | 60.68         | 59.65         |
| <b>World demand</b>  | <b>102.21</b> | <b>102.80</b> | <b>103.19</b> | <b>104.54</b> | <b>105.56</b> | <b>104.03</b> | <b>104.29</b> | <b>104.63</b> | <b>106.31</b> | <b>107.00</b> | <b>105.57</b> |
| <b>Y-o-y change</b>  | <b>2.56</b>   | <b>1.64</b>   | <b>1.41</b>   | <b>2.17</b>   | <b>2.05</b>   | <b>1.82</b>   | <b>1.49</b>   | <b>1.45</b>   | <b>1.78</b>   | <b>1.44</b>   | <b>1.54</b>   |
| <b>World production:</b>                                   |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |
| Total OECD   | 30.77         | 31.03         | 31.60         | 31.73         | 31.82         | 31.54         | 32.04         | 32.07         | 32.37         | 32.71         | 32.30         |
| Total Non-OECD   | 18.60         | 19.03         | 18.96         | 18.94         | 19.09         | 19.00         | 19.24         | 19.27         | 19.27         | 19.39         | 19.29         |
| Total Non-OPEC production                                  | 49.37         | 50.06         | 50.56         | 50.66         | 50.90         | 50.55         | 51.29         | 51.35         | 51.64         | 52.10         | 51.59         |
| <b>Total Non-OPEC liquids production</b>                   | <b>51.84</b>  | <b>52.58</b>  | <b>53.08</b>  | <b>53.18</b>  | <b>53.42</b>  | <b>53.07</b>  | <b>53.87</b>  | <b>53.93</b>  | <b>54.22</b>  | <b>54.68</b>  | <b>54.17</b>  |
| <b>(b) Total non-OPEC liquids production and OPEC NGLs</b> | <b>60.07</b>  | <b>60.98</b>  | <b>61.37</b>  | <b>61.42</b>  | <b>61.73</b>  | <b>61.38</b>  | <b>62.27</b>  | <b>62.36</b>  | <b>62.53</b>  | <b>63.08</b>  | <b>62.56</b>  |
| <b>Y-o-y change</b>  | <b>2.68</b>   | <b>1.73</b>   | <b>1.99</b>   | <b>1.19</b>   | <b>0.35</b>   | <b>1.31</b>   | <b>1.28</b>   | <b>0.99</b>   | <b>1.11</b>   | <b>1.35</b>   | <b>1.18</b>   |
| OPEC crude oil production                                  | 27.02         | 26.57         | 26.62         | 26.52         | 26.72         | 26.75         | 27.00         | 27.18         | 27.27         | 27.27         | 27.18         |
| Non-OPEC DoC crude production                              | 14.96         | 14.65         | 14.25         | 14.06         | 13.96         | 14.22         | 14.26         | 14.36         | 14.45         | 14.48         | 14.39         |
| <b>Total liquids production</b>                            | <b>102.04</b> | <b>102.20</b> | <b>102.24</b> | <b>102.00</b> | <b>102.41</b> | <b>102.34</b> | <b>103.53</b> | <b>103.90</b> | <b>104.25</b> | <b>104.83</b> | <b>104.13</b> |
| <b>Balance (供需差) (百万桶/天)</b>                               | <b>-0.17</b>  | <b>-0.60</b>  | <b>-0.95</b>  | <b>-2.53</b>  | <b>-3.15</b>  | <b>-1.69</b>  | <b>-0.76</b>  | <b>-0.73</b>  | <b>-2.07</b>  | <b>-2.17</b>  | <b>-1.44</b>  |
| <b>EIA</b>   | <b>2023</b>   | <b>1Q24</b>   | <b>2Q24</b>   | <b>3Q24</b>   | <b>4Q24</b>   | <b>2024</b>   | <b>1Q25</b>   | <b>2Q25</b>   | <b>3Q25</b>   | <b>4Q25</b>   | <b>2025</b>   |
| <b>consumption :</b>                                       |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |
| OECD   | 45.67         | 44.80         | 45.55         | 46.15         | 46.22         | 45.68         | 45.44         | 45.22         | 46.05         | 46.16         | 45.72         |
| Non-OECD   | 56.47         | 57.40         | 57.59         | 57.37         | 57.46         | 57.45         | 58.44         | 58.80         | 58.66         | 58.65         | 58.64         |
| <b>total world consumption</b>                             | <b>102.14</b> | <b>102.20</b> | <b>103.14</b> | <b>103.52</b> | <b>103.68</b> | <b>103.13</b> | <b>103.88</b> | <b>104.02</b> | <b>104.71</b> | <b>104.81</b> | <b>104.36</b> |
| <b>production:</b>   |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |
| OPEC total   | 32.17         | 32.16         | 32.09         | 32.03         | 32.10         | 32.09         | 32.34         | 32.51         | 32.60         | 32.60         | 32.51         |
| crude oil  | 26.90         | 26.77         | 26.82         | 26.69         | 26.72         | 26.75         | 27.00         | 27.18         | 27.27         | 27.27         | 27.18         |
| Other liquids  | 5.27          | 5.40          | 5.26          | 5.34          | 5.38          | 5.35          | 5.33          | 5.33          | 5.33          | 5.33          | 5.33          |
| Non-OPEC total   | 69.84         | 69.87         | 70.39         | 70.59         | 71.26         | 70.53         | 71.30         | 71.87         | 72.54         | 72.88         | 72.15         |
| crude oil  | 49.67         | 49.93         | 49.37         | 49.41         | 50.32         | 49.76         | 50.78         | 50.70         | 51.22         | 51.69         | 51.10         |
| Other liquids  | 20.18         | 19.94         | 21.03         | 21.18         | 20.94         | 20.77         | 20.52         | 21.17         | 21.32         | 21.19         | 21.05         |
| <b>total world production</b>                              | <b>102.02</b> | <b>102.03</b> | <b>102.48</b> | <b>102.62</b> | <b>103.36</b> | <b>102.62</b> | <b>103.64</b> | <b>104.38</b> | <b>105.14</b> | <b>105.48</b> | <b>104.66</b> |
| <b>balance (供需差) (百万桶/天)</b>                               | <b>-0.12</b>  | <b>-0.17</b>  | <b>-0.66</b>  | <b>-0.90</b>  | <b>-0.32</b>  | <b>-0.51</b>  | <b>-0.24</b>  | <b>0.36</b>   | <b>0.43</b>   | <b>0.67</b>   | <b>0.30</b>   |

资料来源: EIA, OPEC, 平安证券研究所

## 四、投资建议

虽然传统能源尚处降价周期，但随着系列利好经济的政策出台，基本上存在边际好转信号，后市政策生效有望推动下游需求回暖，预期能源价格降幅同比收窄。此外，传统能源勘探开采型企业资本开支呈收缩趋势，而为响应国家鼓励上市企业合理提高分红率的倡导，油企和煤企均将较大占比的现金流用于提高分红，在当前低利率环境下，经营稳健的低估值高股息资源型企业仍具较好投资价值。

煤企方面，建议关注业绩具有韧性、高分红兑现率高的资产优质煤企：**中国神华、中煤能源、新集能源、昊华能源**，及产销量回暖、利空渐出尽的山西煤企：**潞安环能**；

油气企业方面，建议关注低估值高股息的稳健型龙头企业：**中国石油、中国石化、中国海油**，以及项目量增弹性较大的**中曼石油**。

图表87 重点公司估值

| 股票名称 | 股票代码      | 股票价格<br>(元) | EPS(元/股) |       |       |       |       | P/E(倍) |       |       |      | 评级 |
|------|-----------|-------------|----------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|------|----|
|      |           | 2024/12/10  | 2023A    | 2024E | 2025E | 2026E | 2023A | 2024E  | 2025E | 2026E |      |    |
| 潞安环能 | 601699.SH | 15.00       | 2.65     | 1.19  | 1.34  | 1.44  | 5.7   | 12.6   | 11.2  | 10.4  | 推荐   |    |
| 中国神华 | 601088.SH | 42.54       | 3.00     | 3.03  | 3.10  | 3.17  | 14.2  | 14.0   | 13.7  | 13.4  | 暂未评级 |    |
| 中煤能源 | 601898.SH | 12.91       | 1.47     | 1.45  | 1.54  | 1.64  | 8.8   | 8.9    | 8.4   | 7.9   | 暂未评级 |    |
| 新集能源 | 601918.SH | 7.79        | 0.81     | 0.88  | 0.95  | 1.12  | 9.6   | 8.9    | 8.2   | 7.0   | 暂未评级 |    |
| 昊华能源 | 601101.SH | 8.88        | 0.72     | 0.98  | 1.12  | 1.23  | 12.3  | 9.1    | 7.9   | 7.2   | 暂未评级 |    |
| 中国石油 | 601857.SH | 8.36        | 0.88     | 0.95  | 0.99  | 1.02  | 9.5   | 8.8    | 8.4   | 8.2   | 暂未评级 |    |
| 中国石化 | 600028.SH | 6.44        | 0.51     | 0.50  | 0.56  | 0.60  | 12.6  | 12.9   | 11.5  | 10.7  | 暂未评级 |    |
| 中国海油 | 600938.SH | 27.03       | 2.60     | 3.13  | 3.32  | 3.48  | 10.4  | 8.6    | 8.1   | 7.8   | 暂未评级 |    |
| 中曼石油 | 603619.SH | 20.84       | 2.02     | 2.18  | 2.70  | 3.28  | 10.3  | 9.6    | 7.7   | 6.4   | 暂未评级 |    |

资料来源：wind，平安证券研究所，注：潞安环能EPS为我们的预测值，其余未覆盖公司EPS来自wind一致预期

## 五、风险提示

- 1) 宏观经济走弱导致需求不振的风险：**若欧美经济持续走弱，中国等新兴经济体消费难以回暖、地产政策落实不及预期，则可能导致国际原油和煤炭等传统能源需求不振，基本面持续趋弱导致价格存在超预期下跌的风险。
- 2) 供应扰动的风险：**OPEC+调整增减产计划和成员国可能违反协议约定的风险，美国油企调整资本开支、页岩油产量释放速度、钻机开工数等均存在较大不确定性；国内煤炭产量和进口煤炭量超预期增加的风险。
- 3) 货币政策发挥作用的 uncertainty：**美联储降息周期开启，但其对经济和原油需求发挥的作用仍具较大不确定性。
- 4) 地缘局势的不确定性：**地缘政治局势的变化会造成油价走势的较大扰动。
- 5) 能源迭代的 risk：**新能源加速替代传统能源的 risk，全球 2050 年净零排放政策调整的 risk。
- 6) 矿山安全事故发生的 risk：**矿山安全事故频发，政府持续加强矿山安全管理，相关企业产量可能会受到较大影响。
- 7) 测算数据主观性 risk：**文中测算和预期数据存在假设条件，具有一定主观性，仅供参考。

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在  $\pm 10\%$  之间）
- 回避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在  $\pm 5\%$  之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

## 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

## 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

# 平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

### 深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

### 北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层