



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

供应过剩预期持续打压油价

原油

本周重大变化：无。

油价展望：短期看反弹，2025 年下半年偏空。近期供应过剩的预期持续打压油价，布油接近此前 70 美元/桶左右的支撑，与 2024Q4 相比，目前供需更紧，布油直接跌破 70 美元/桶支撑的概率较低，但随着 4 月临近，在 OPEC+ 确定下一步措施之前，反弹空间将受到更强的压制。

本周行情：2025 年 2 月 28 日，布伦特期货价(连续)为 73.18 美元/桶，本周下跌 1.25 美元/桶。WTI 期货价(连续)分别收于 69.76 美元/桶，本周下跌 0.64 美元/桶。

供给端：短期看涨，中期偏空。美国新出台对伊朗石油业制裁，需警惕未来美国加大对伊朗“船对船”贸易制裁力度的可能性；2 月 17 日俄罗斯副总理诺瓦克快速对“OPEC+ 将再次推迟增产”的传言进行澄清，OPEC+ 增产或许与美俄谈判内容有关，因此目前 OPEC+ 在 4 月进行增产的概率仍较高。

需求端：短期看涨。美国本国成品油需求及海外对其需求均有所恢复。

地缘政治：中性。俄乌和谈概率加大，存在解除对俄罗斯石油业制裁的预期，但兑现或需要较长时间。

天然气

本周重大变化：俄罗斯寻求在美国支持下重启北溪 2 号。

气价展望：气价或将继续下跌。冬季结束后来自取暖需求的压力降低，欧美气温预报偏暖，同时俄乌和谈的可能性也导致对欧洲供应的紧张有所缓解，气价或仍有下跌空间。

本周行情：2025 年 2 月 28 日，TTF 连一为 13.52 美元/MMBtu，较上周下跌 0.61 美元/MMBtu。JKM 连一为 14 美元/MMBtu，与上周持平。HH 连一为 3.83 美元/MMBtu，较上周下跌 0.4 美元/MMBtu。

供给端：短期偏多，中期中性。俄罗斯经乌克兰对欧洲管道断流持续发挥影响，但 2025 年 LNG 液化站投产规模高于 2024 年，一定程度缓解当前的供应紧张问题。

需求端：短期偏空，中期偏多。冬季结束后出现大幅降温的概率降低，同时预计 3 月中旬欧美气温将高于往年同期均值；2025 年亚洲天然气需求或将保持较高增速，加大 LNG 进口的竞争。

煤炭

本周行情：2025 年 2 月 28 日，秦皇岛 Q5500 动力煤平仓价为 690 元/吨，本周下跌 29 元/吨。

供给端：2024 年 12 月，全国原煤产量为 4.39 亿吨，同比+5.92%，在截至 2025 年 2 月 15 日的一周内，中国煤炭海运进口量为 84.93 万吨/天，进口量仍低于 2024 年末。

需求端：在截至 2025 年 2 月 20 日的一周内，重点电厂煤炭日耗量为 544 万吨，节后耗煤量缓慢恢复。

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

| | |
|-----------------------|----|
| 2025 年油市将先紧后松 | 4 |
| 原油数据更新 | 6 |
| 2025 年初国内原油库存下滑 | 6 |
| 国内主营炼厂开工恢复 | 6 |
| 美国成品油需求同比增长 | 7 |
| 美国原油产量保持在高位 | 7 |
| 天然气数据更新 | 8 |
| 美国天然气产量回升 | 8 |
| 欧美天然气去库较快 | 8 |
| 欧洲天然气消费同比增长 | 9 |
| 美国天然气需求同比下降 | 9 |
| 煤炭数据更新 | 10 |
| 国内煤炭库存偏高 | 10 |
| 国内煤炭进口量下降 | 10 |
| 电厂耗煤量恢复 | 11 |
| 风险提示 | 11 |

图表目录

| | |
|--|---|
| 图表 1: 油价结论: 短期紧张长期宽松 | 4 |
| 图表 2: 原油期货价格(美元/桶) | 4 |
| 图表 3: 气价结论: 气价对快速去库反应较充分, 后市逐步谨慎 | 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: 2025 年初国内原油库存走平 | 6 |
| 图表 7: 公路出行同比持平 | 7 |
| 图表 8: 航空出行春节后季节性下降 | 7 |
| 图表 9: 主营炼厂开工率上升 | 7 |
| 图表 10: 山东地炼开工率下滑 | 7 |
| 图表 11: 美国车用汽油消费量同比持平 | 7 |
| 图表 12: 美国馏分油消费量同比增速较快 | 7 |
| 图表 13: 美国原油产量处于高位 | 8 |



| | |
|--------------------------------|----|
| 图表 14: 美国天然气产量下降..... | 8 |
| 图表 15: 近期欧洲天然气库存下降较快..... | 9 |
| 图表 16: 美国天然气去库速度较快..... | 9 |
| 图表 17: 欧洲主要国家天然气消费量同比大幅增长..... | 9 |
| 图表 18: 美国天然气需求同比下降..... | 10 |
| 图表 19: CCTD 主流港口煤炭库存过剩..... | 10 |
| 图表 20: 国内电厂煤炭库存仍过高..... | 10 |
| 图表 21: 国内原煤产量增长..... | 11 |
| 图表 22: 中国煤炭海运进口量下降..... | 11 |
| 图表 23: 节后电厂耗煤量逐渐恢复..... | 11 |



2025 年油市将先紧后松

短期看反弹，2025 年下半年偏空。近期供应过剩的预期持续打压油价，布油接近此前 70 美元/桶左右的支撑，与 2024Q4 相比，目前供需更紧，布油直接跌破 70 美元/桶支撑的概率较低，但随着 4 月临近，在 OPEC+ 确定下一步措施之前，反弹空间将受到更强的压制。

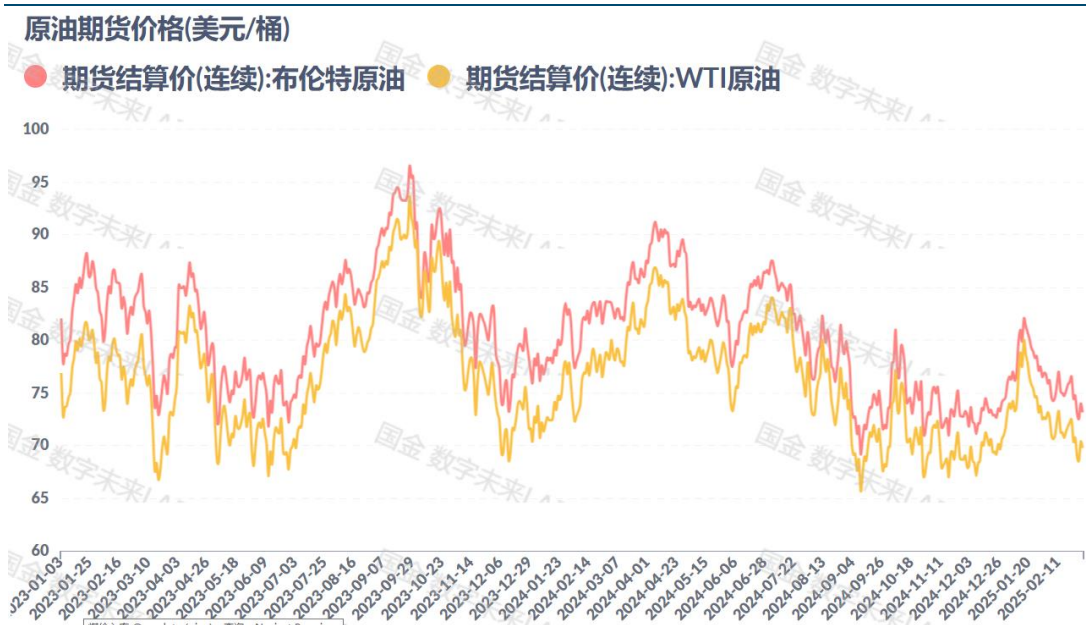
2025 年 2 月 28 日，布伦特期货价(连续)为 73.18 美元/桶，本周下跌 1.25 美元/桶。WTI 期货价(连续)分别收于 69.76 美元/桶，本周下跌 0.64 美元/桶。

图表1: 油价结论: 短期紧张长期宽松

| 因素 | 多空 | 理由 |
|--------------|-----|----------------------------------|
| 库存 | 略看涨 | 全球原油库存低位，美国成品油库存也较低 |
| 供应：贸易（中期） | 略看涨 | 美国或许会继续制裁伊朗原油出口 |
| 供应：OPEC+(中期) | 略看空 | OPEC+的产量政策仍会导致供应过剩 |
| 需求（短期） | 略看涨 | 美国成品油需求及海外对美国成品油需求回暖 |
| 地缘政治(中期) | 略看空 | 俄乌达成和谈概率提高，但时间表并不确定，并且基本已完全计入油价中 |

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

气价或将继续下跌。冬季结束后来自取暖需求的压力降低，欧美气温预报偏暖，同时俄乌和谈的可能性也导致对欧洲供应的紧张有所缓解，气价或仍有下跌空间。

2025 年 2 月 28 日，TTF 连一为 13.52 美元/MMBtu，较上周下跌 0.61 美元/MMBtu。JKM 连一为 14 美元/MMBtu，与上周持平。HH 连一为 3.83 美元/MMBtu，较上周下跌 0.4 美元/MMBtu。

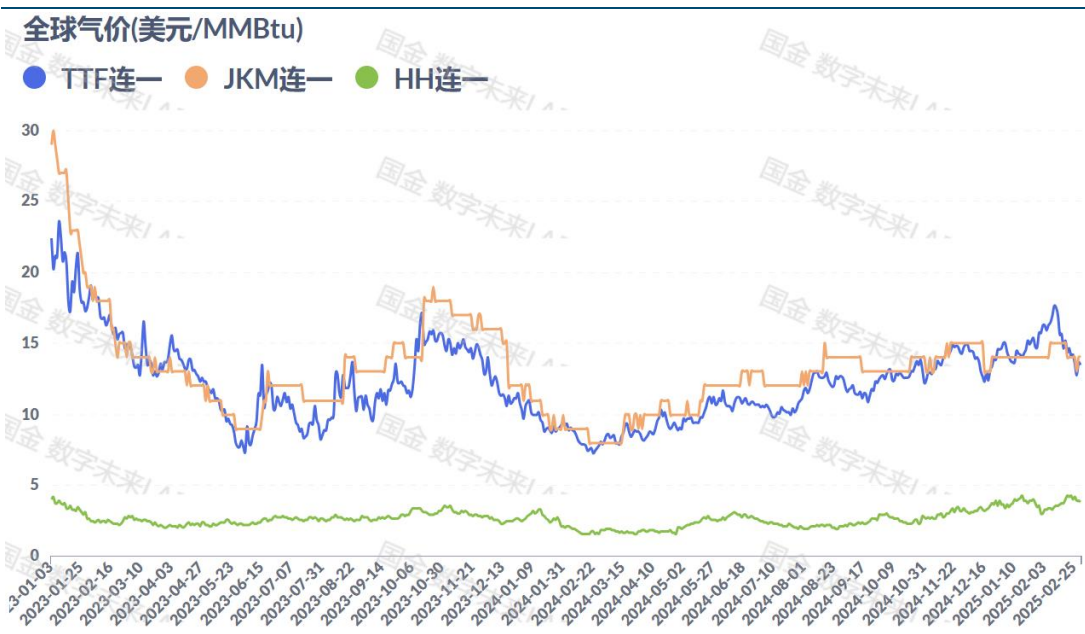


图表3: 气价结论: 气价对快速去库反应较充分, 后市逐步谨慎

| 因素 | 多空 | 理由 |
|---------|-----|---|
| 库存 | 中性 | 欧美去库较快, 但基本已反应至价格中 |
| 需求 (中期) | 略看涨 | 亚洲天然气需求或将保持较高增速 |
| 需求 (短期) | 略看空 | 冬季结束后出现大幅降温的概率降低, 同时预计3月中旬欧美气温将高于往年同期均值 |
| 供应 (短期) | 略看涨 | 俄罗斯经乌克兰对欧洲管道断流持续发挥影响 |
| 供应 (中期) | 中性 | 2025年LNG液化站投产规模高于2024年, 一定程度缓解当前的供应紧张问题, 俄乌和谈的可能性降低了对欧洲供应担忧 |

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)

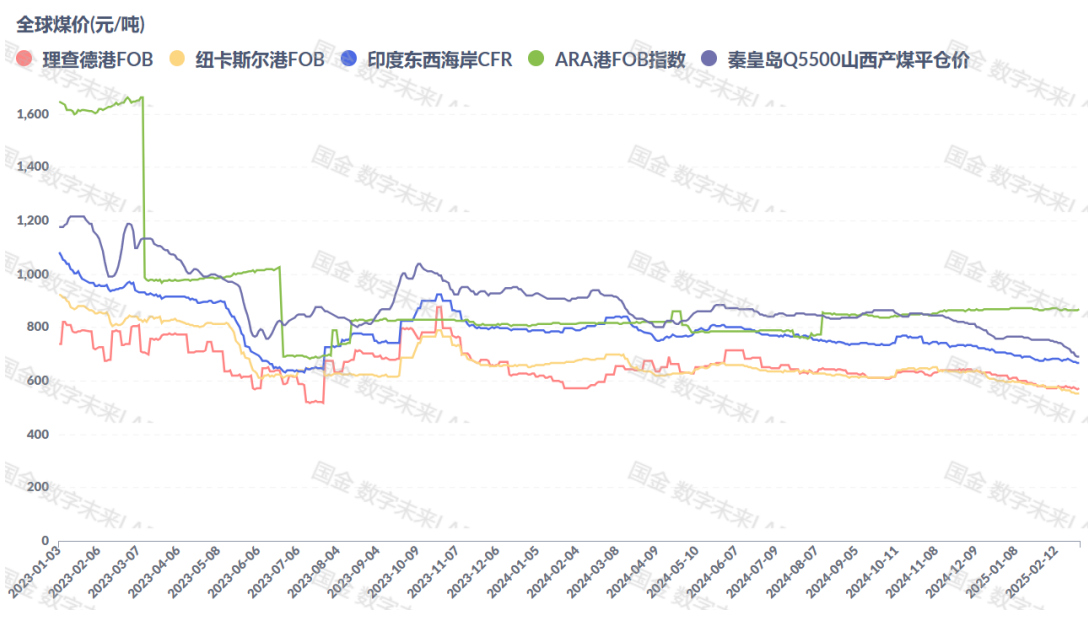


来源: Refinitiv, WIND, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

2025年2月28日, 秦皇岛Q5500动力煤平仓价为690元/吨, 本周下跌29元/吨。



图表5: 全球煤价(元/吨)



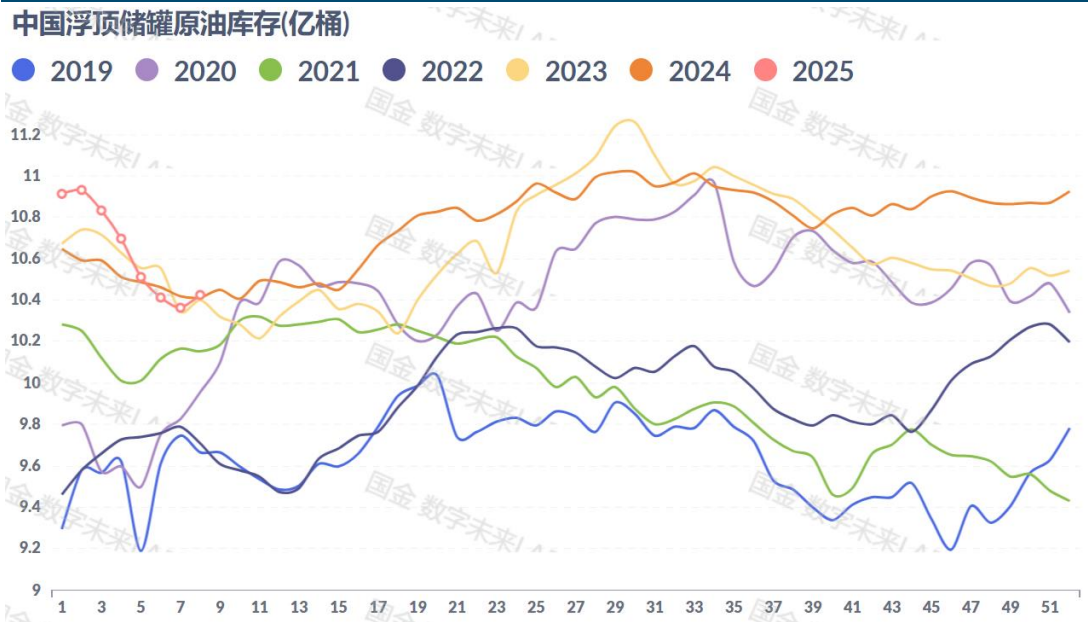
来源: Refinitiv, WIND, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

原油数据更新

2025 年初国内原油库存下滑

在截至 2025 年 3 月 1 日的一周内, 中国浮顶储罐原油库存平均为 10.42 亿桶, 库存略回升。

图表6: 2025 年初国内原油库存走平



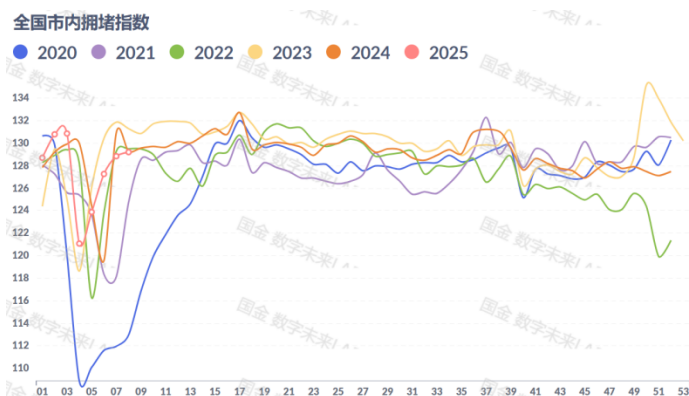
来源: Vortexa, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

国内主营炼厂开工恢复

在截至 2025 年 3 月 1 日的一周内, 全国市内拥堵指数为 129.22, 同比-0.04%, 国内周均航班离港量为 14593.83 架次, 同比-0.28%。在截至 2025 年 2 月 27 日和 2 月 26 日的一周内, 主营炼厂和山东地炼开工率分别为 79.17%和 50.47%, 主营炼厂和地炼开工率背离。

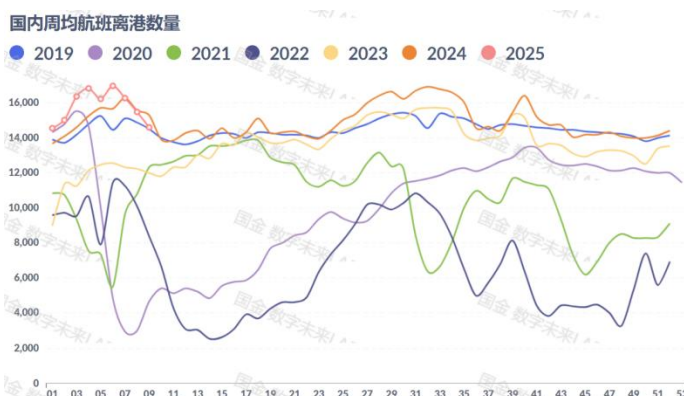


图表7: 公路出行同比持平



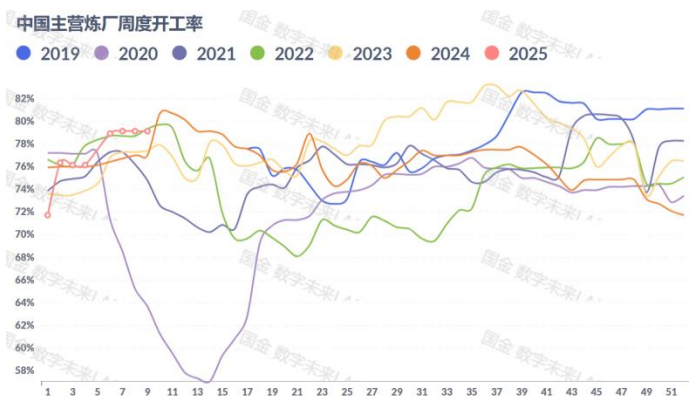
来源: 高德地图, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

图表8: 航空出行春节后季节性下降



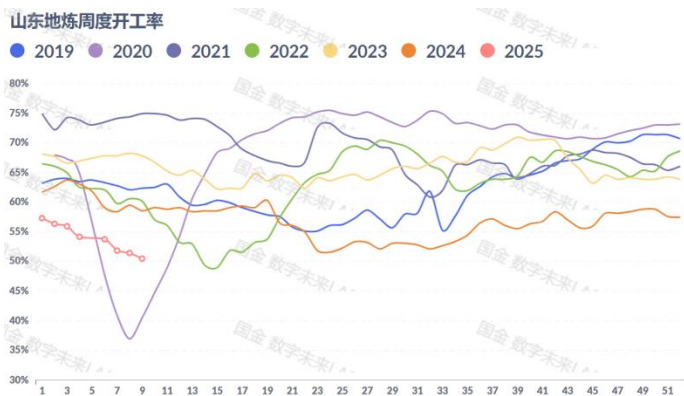
来源: 航班管家, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

图表9: 主营炼厂开工率上升



来源: WIND, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

图表10: 山东地炼开工率下滑

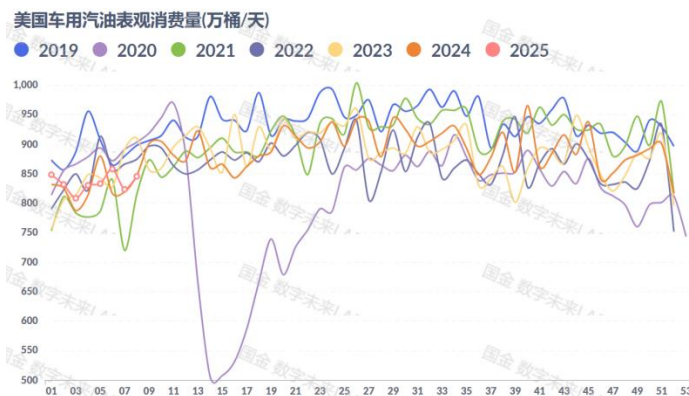


来源: WIND, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

美国成品油需求同比增长

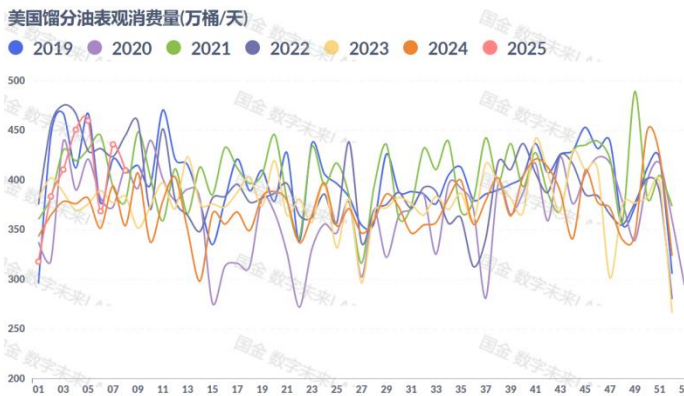
在截至 2025 年 2 月 21 日的一周内, 美国车用汽油和馏分油表需分别为 845.4 和 409.7 万桶/天, 两类成品油的周表需分别同比下降 1.3 和 56.1 万桶/天。

图表11: 美国车用汽油消费量同比持平



来源: EIA, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

图表12: 美国馏分油消费量同比增速较快



来源: EIA, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

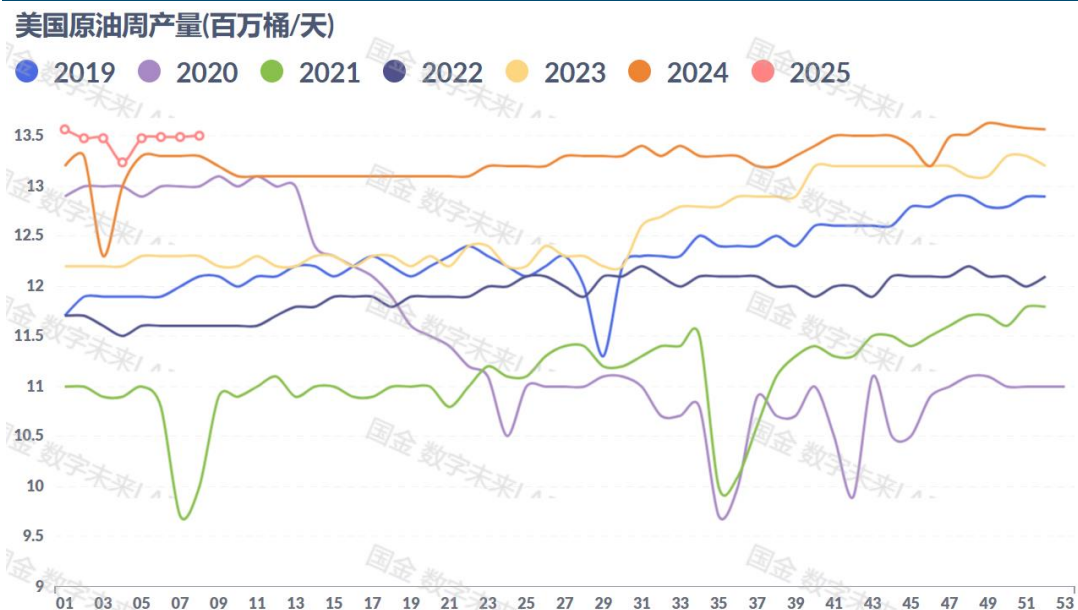
美国原油产量保持在高位

在截至 2025 年 2 月 21 日的一周内, 美国原油产量为 1350 万桶/天, 产量处于高位, 近



期产量稳定。

图表13: 美国原油产量处于高位



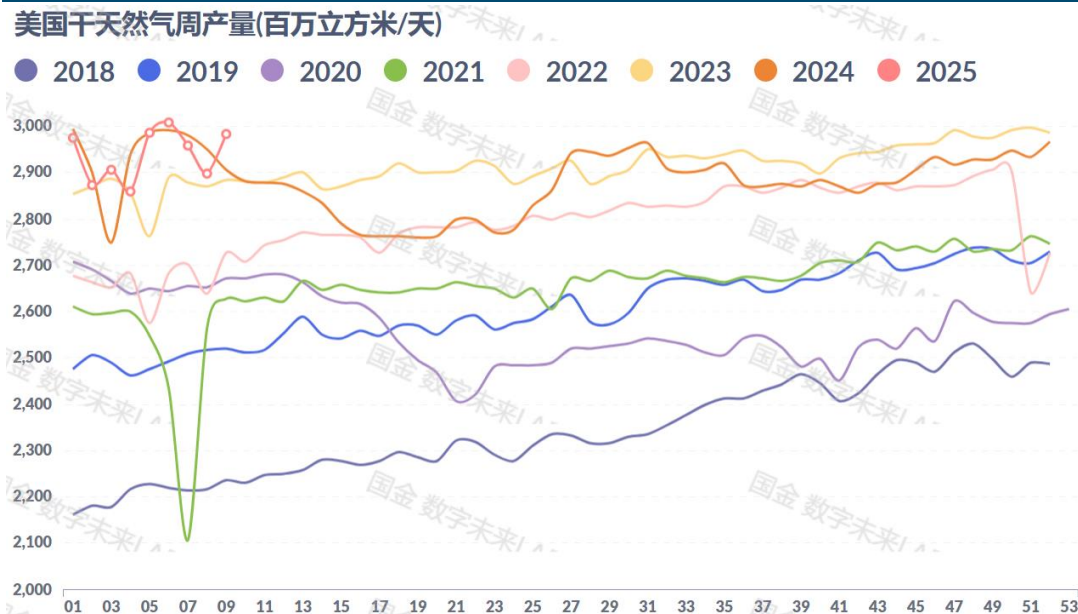
来源: EIA, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

天然气数据更新

美国天然气产量回升

在截至2025年3月1日的一周内,美国干天然气产量为29.84亿立方米/天,同比-2.65%,本周美国气温回暖后产量恢复。

图表14: 美国天然气产量下降



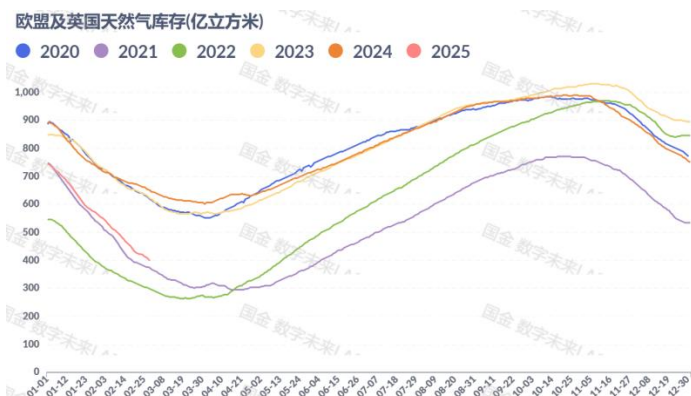
来源: Refinitiv, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

欧美天然气去库较快

2025年2月28日,欧盟及英国天然气库存为400.09亿立方米,2025年2月21日,美国天然气库存为521.1亿立方米,2025年欧美天然气去库速度均较快。

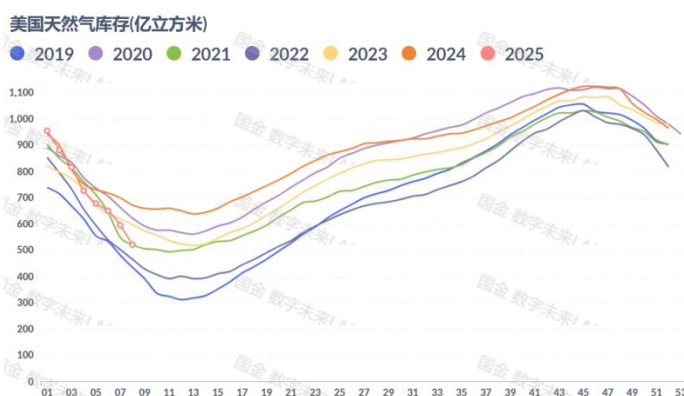


图表15: 近期欧洲天然气库存下降较快



来源: AGSI, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

图表16: 美国天然气去库速度较快

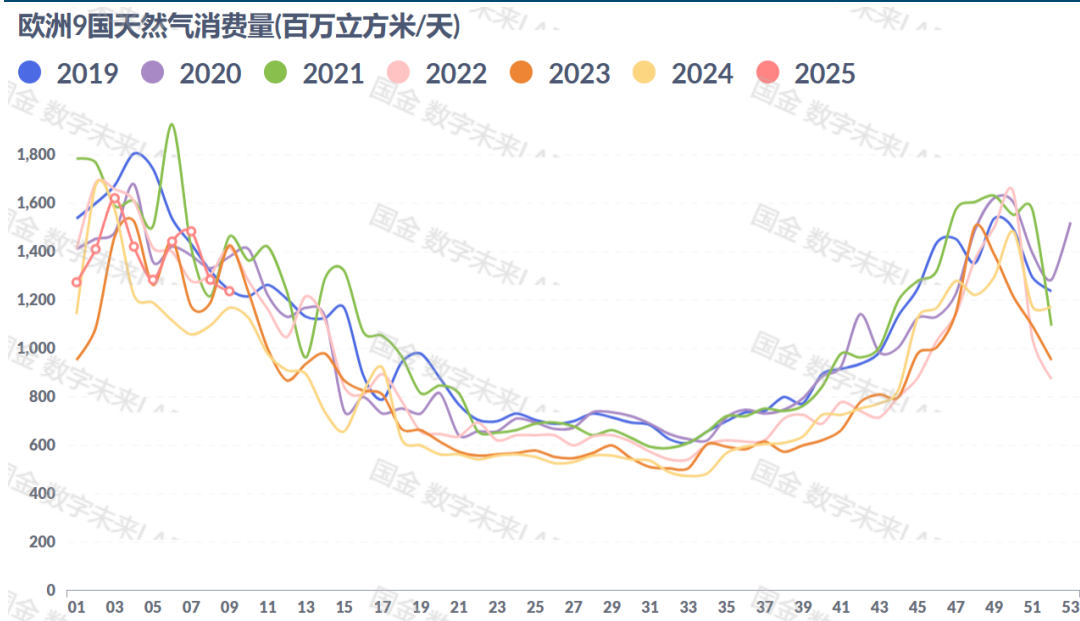


来源: EIA, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

欧洲天然气消费同比增长

在截至2025年2月28日的一周内,欧洲9国天然气消费量为12.35亿立方米/天,同比增长6.02%,需求季节性下降但同比仍增长。

图表17: 欧洲主要国家天然气消费量同比大幅增长



来源: Refinitiv, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

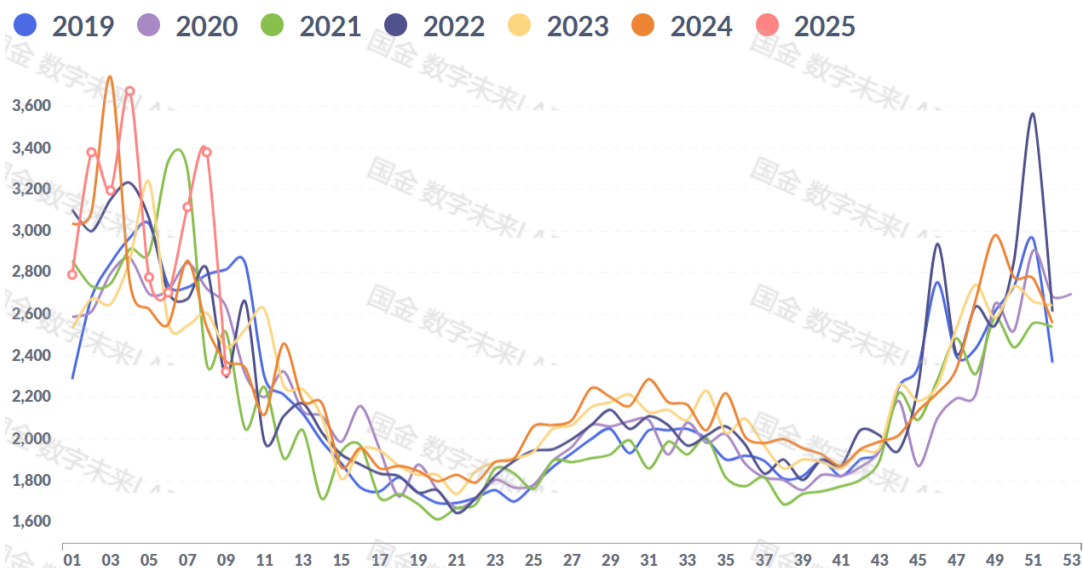
美国天然气需求同比下降

在截至2025年2月21日的一周内,四行业天然气消费量为33.28亿立方米/天,同比-1.88%。



图表18: 美国天然气需求同比下降

美国四行业天然气周度消费量(百万立方米/天)



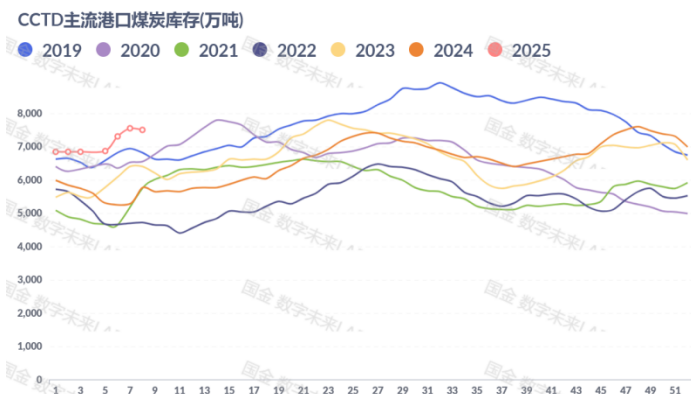
来源: Refinitiv, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

煤炭数据更新

国内煤炭库存偏高

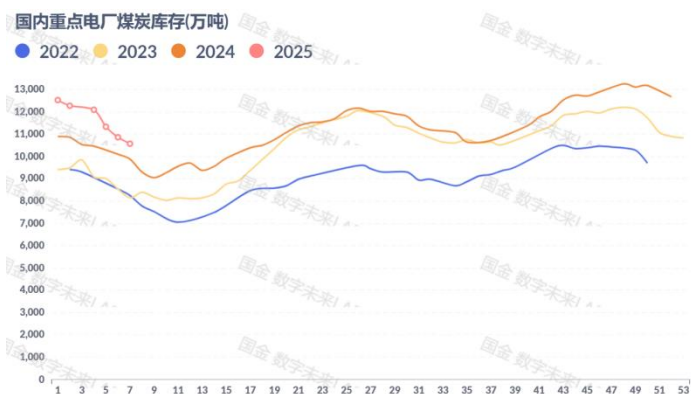
港口和电厂煤炭库存均偏高。截至 2025 年 2 月 24 日, CCTD 主流港口库存为 7498.9 万吨, 同比+29.87%; 截至 2025 年 2 月 20 日, 重点电厂库存为 1.06 亿吨, 同比+6.70%。

图表19: CCTD 主流港口煤炭库存过剩



来源: WIND, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

图表20: 国内电厂煤炭库存仍过高



来源: WIND, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

国内煤炭进口量下降

2024 年 12 月, 全国原煤产量为 4.39 亿吨, 同比+5.92%, 在截至 2025 年 2 月 15 日的一周内, 中国煤炭海运进口量为 84.93 万吨/天, 进口量仍低于 2024 年末。

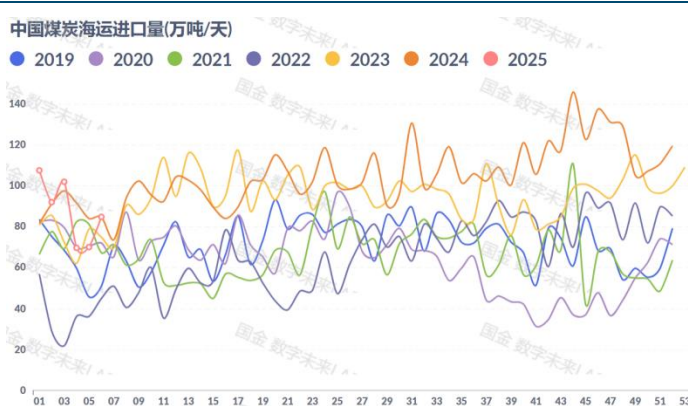


图表21: 国内原煤产量增长



来源: WIND, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

图表22: 中国煤炭海运进口量下降

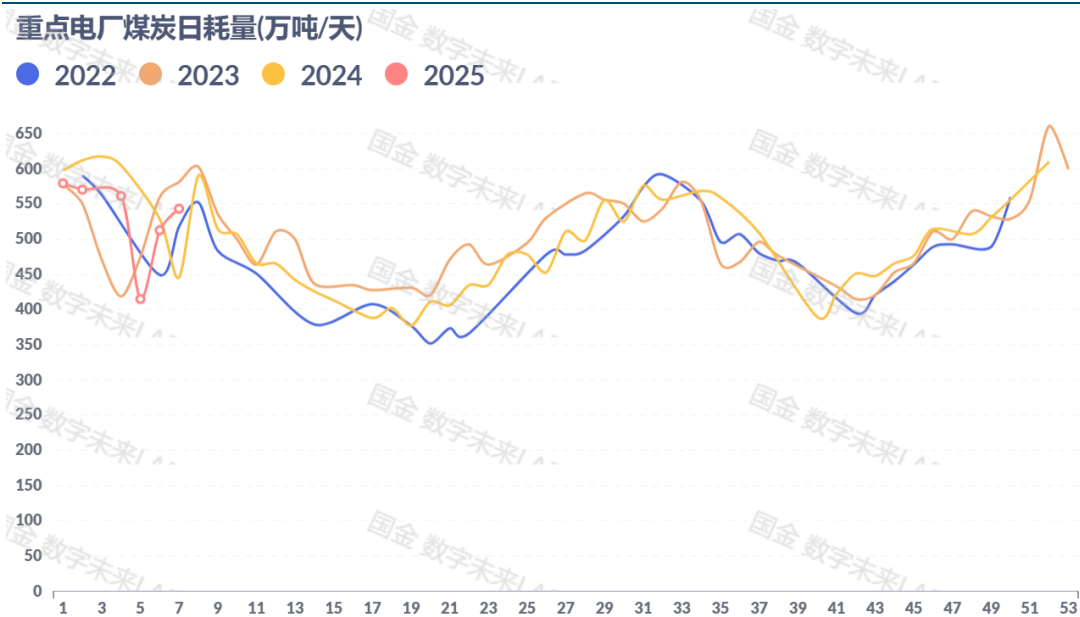


来源: Refinitiv, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

电厂耗煤量恢复

在截至 2025 年 2 月 20 日的一周内, 重点电厂煤炭日耗量为 544 万吨, 节后耗煤量缓慢恢复。

图表23: 节后电厂耗煤量逐渐恢复



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: 冬季气温将影响天然气需求。
- 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、地缘政治变化的风险: 地缘政治对油价有较大影响。
- 4、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。

授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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：北京市东城区建国内大街 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