

证券研究报告

短期关注地缘，中期锚定供需 ——石油石化行业2025年中期策略报告

石油石化 强于大市（维持）

| 证券分析师

分析师：陈潇榕 S1060523110001 (证券投资咨询)

分析师：马书蕾 S1060524070002 (证券投资咨询)

2025年6月28日

请务必阅读正文后免责条款

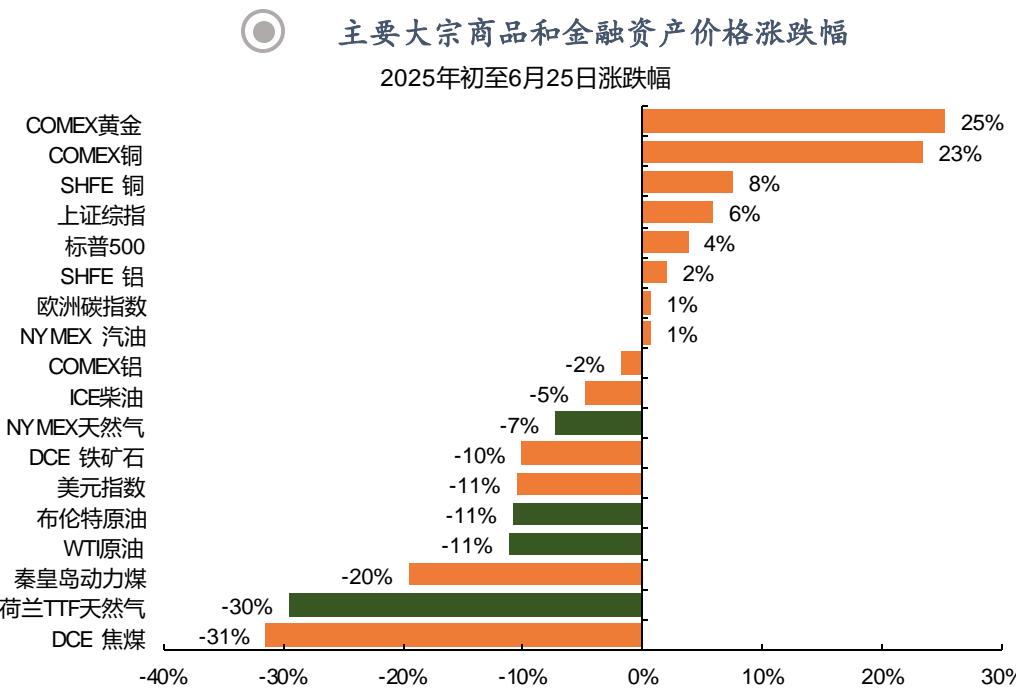
平安证券

投资要点

- **原油：**2025年上半年国际油价前期呈现震荡下跌走势，主要是地缘冲突缓和，OPEC+增产推进导致基本面过剩担忧逐步兑现，同时美国对等关税事件后，市场对全球原油需求偏弱的担忧加剧导致油价承压，但6月中旬伊以因核问题爆发军事冲突，而后在6月24日伊以双方宣布停火，短期市场交易地缘局势变化，油价出现急涨急跌的行情，我们认为假设后续中东局势真正降温，利多兑现后，油价冲高回落，且随着OPEC+增产的加快推进，基本面过剩预期仍将兑现，油价在回吐地缘溢价后，中枢可能进一步下移至60美元/桶左右。
- **天然气：**2025年1-2月中旬传统采暖季欧美受偏冷气候影响，储气库气量消耗速度较快，国际气价高位震荡，后续随着气温转暖，欧洲天然气消费进入淡季，由耗库转为储库，天然气价震荡回落。展望下半年，欧洲补库需求较为强劲，且俄罗斯-欧洲大部分管道气仍处关闭状态，因此欧洲对美国LNG进口需求或将增加，叠加夏季电力部门对天然气需求的季节性回升，有望支撑美气价格中枢偏强运行。
- **投资建议：**国际油气价格受地缘政治风险、气候变化、供应国权衡份额和价格等因素影响而波动剧烈，国内油企通过上下游一体化布局和多元化油气资源的进口来源而降低了整体业绩对国际油气价格的敏感性，并加速在国内挖掘海上油气资源等方式降低能源对外依存度。此外，为响应国家鼓励上市公司合理提高分红率的倡导，头部油企维持较高的现金分红率，在当前低利率环境下，经营较稳健的低估值高股息资源型企业仍具较好投资价值。建议关注低估值高股息的稳健型资源领先企业：中国石油、中国石化、中国海油，以及兼有油气挂钩长协气源和市场化气源等多元化原料构成、分红比例较高的城燃企业：中国燃气、昆仑能源、新奥股份。
- **风险提示：**1) 宏观经济走弱导致需求不振的风险；2) 供应过剩的风险：如果OPEC+加快原油增产节奏，美国、加拿大等国家加大油气资源开发，LNG项目加快产能释放进程，则可能导致国际油气资源出现供应过剩的格局，从而影响油气价格中枢。3) 地缘局势的不确定性：地缘政治局势的变化会造成油气价格的剧烈波动，从而影响油气价格的判断。4) 新能源加速迭代的风险。

能源走势：油价下行趋势因地缘反转，气价受冷冬高耗库支撑

- ▶ 原油：2025年上半年国际油价前期呈现震荡下跌走势，但6月中旬伊以因核问题爆发军事冲突，而后在6月24日双方宣布停火，短期市场交易地缘局势变化，油价出现急涨急跌的行情，我们认为假设后续中东局势真正降温，随着OPEC+增产的加速推进，基本面过剩预期仍将兑现，油价在回吐地缘溢价后，中枢可能进一步下移至60美元/桶左右。
- ▶ 天然气：2025年1-2月中旬传统采暖季欧美天气偏冷，耗气需求表现强劲，国际气价高位震荡，后续随着气温转暖，欧洲天然气消费进入淡季，天然气价震荡回落。展望下半年，欧洲补库需求强劲，且俄罗斯-欧洲大部分管道气仍处关闭状态，因此对美国LNG进口需求或进一步增加，叠加夏季电力部门对天然气需求的季节性回升，有望支撑美气价格中枢偏强运行。



资料来源：Wind，平安证券研究所





目录 CONTENTS

● 原油：短期关注地缘反复，中期回归基本面定价逻辑

价格端：短期交易地缘动荡，中期锚定基本面预期

基本面：OPEC+加快增产节奏，供需过剩预期或兑现

● 天然气：冷冬延续支撑气价，贸易结构进一步调整

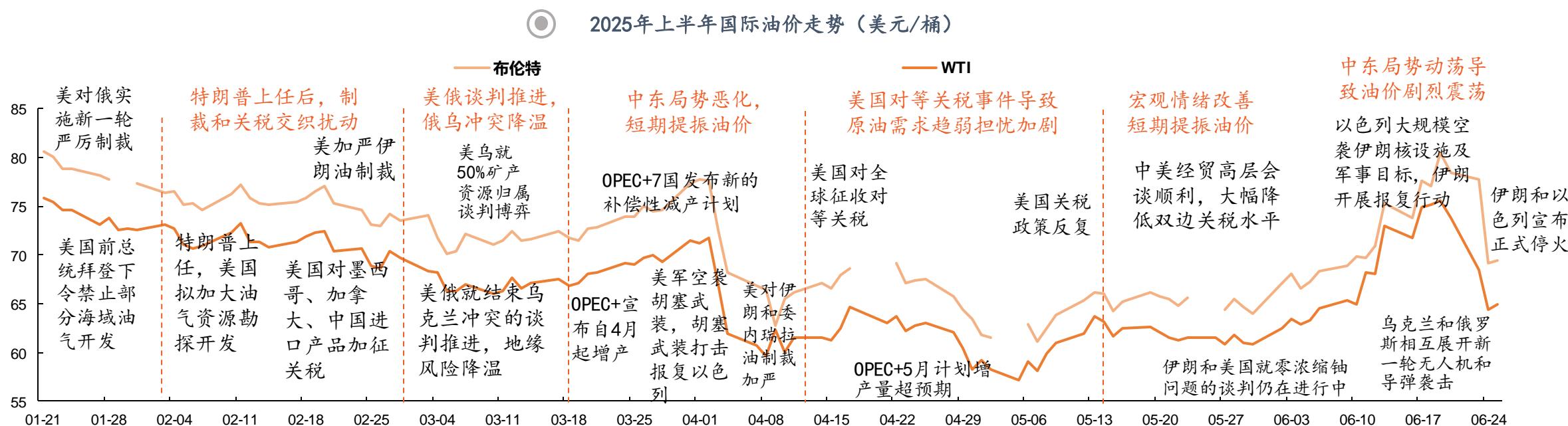
价格端：呈较强季节性规律，冷冬高耗库驱动气价偏强震荡

基本面：欧补库对美LNG需求或增加，中对俄进口管道气上行

● 投资建议和风险提示

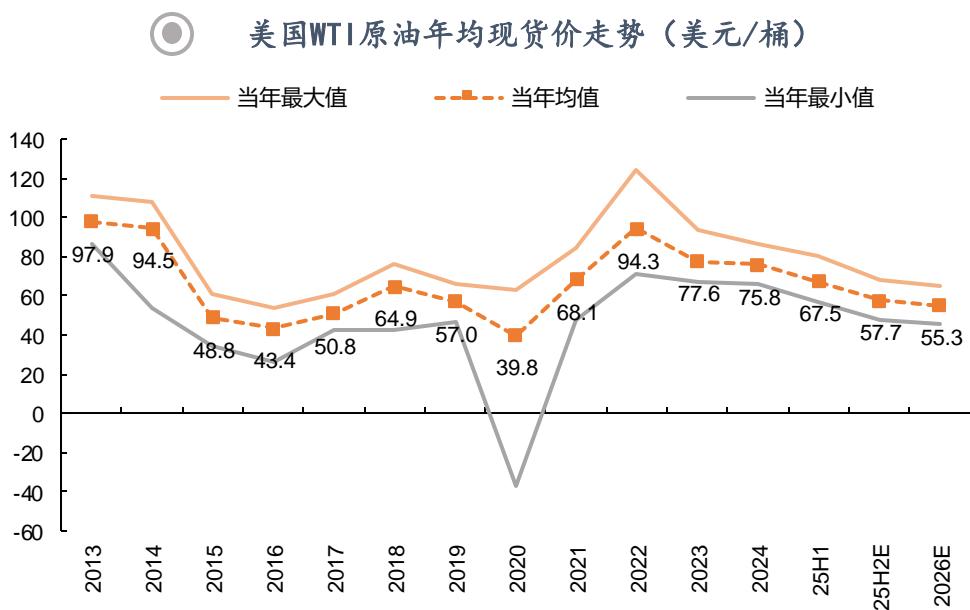
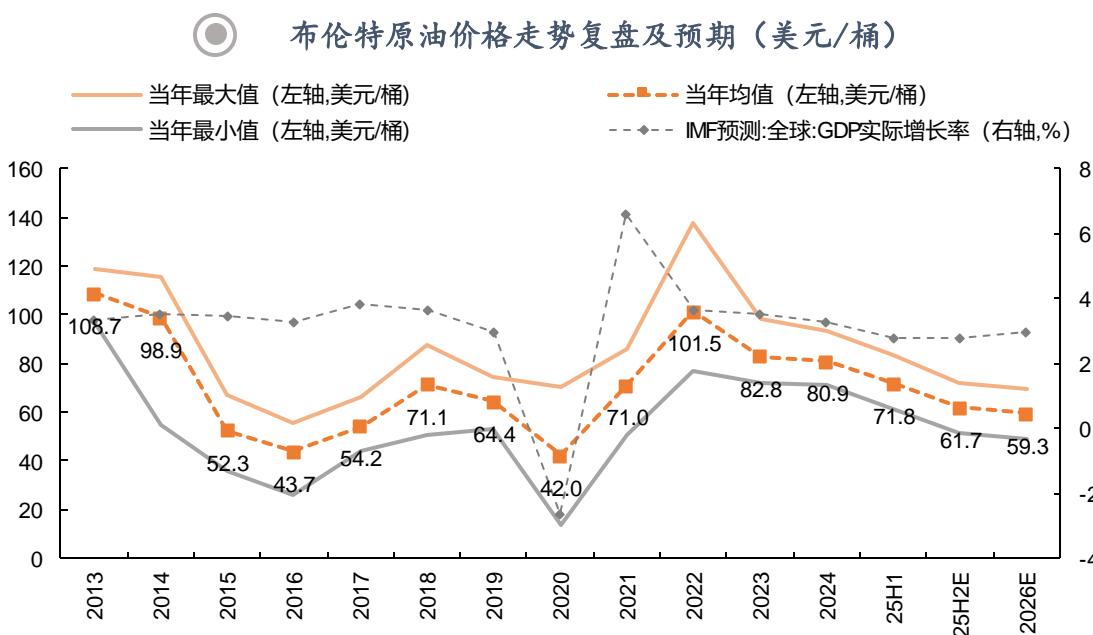
2025H1油价回顾：基本面趋弱主导油价中枢向下，伊以局势刺激油价剧烈震荡

- 25H1油价复盘：截至2025年6月25日，布伦特油和WTI油现货价较年初同比下降9.53%和下降11.23%（-7.31和-8.21美元/桶），2025年上半年油价主要围绕OPEC+增产节奏推进和美国关税政策反复而交易基本面悲观预期，期间因伊朗油和俄油出口受阻及中东地缘局势动荡而阶段性反弹。
- 1月，特朗普上任后，签署旨在促进阿拉斯加油气开发的命令，美国拟加大油气开发打压油价中枢，但美对伊朗和俄油制裁加严短期缓解供应压力；2月，美俄就结束乌克兰冲突的谈判推进，地缘风险边际降温；3月，美军空袭胡塞武装，胡塞武装打击报复以色列，中东局势恶化，短期提振油价；4月，美国宣布对全球各国征收对等关税的事件导致全球原油需求进一步趋弱的担忧加剧，油价断崖式下跌；5月，中美经贸会谈顺利，双方大幅降低双边关税，宏观情绪改善短期提振油价；6月，以色列对伊朗发动“狮吼行动”，大规模空袭伊朗核设施及军事目标，宣称“伊朗将不再构成核威胁”，伊朗开展报复行动，美军也对伊朗核设施发动袭击，随后在6月24日伊朗和以色列宣布正式停火，地缘局势的动荡导致油价短期出现急涨急跌的行情。



2025H2油价展望：短期关注地缘反复，中期回归基本面定价

- 油价展望：参考EIA 2025年5月报的预测，全球石油库存将从2025年中期开始累积，欧佩克+成员国退出减产，非欧佩克国产量持续增长，石油产量的增长将超过需求的增长，2025年和2026年供应增加量将比需求增加量多约100万桶/日，导致全球石油库存积累。据EIA 2025年5月报预计，库存增加将导致2025年下半年布伦特原油均价降至62美元/桶，2026年降至59美元/桶。
- 短期需关注中东局势可能反复的风险，但假设伊以冲突真正停火，后续中东局势降温，我们认为原油将重新回到原基本面定价逻辑，则随着OPEC+增产推进，25H2原油供应增量将大于需求增长，基本面过剩预期仍将逐渐兑现，中期油价仍相对偏空，2025H2油价中枢可能趋近62美元/桶左右（布伦特油，EIA 2025年5月报预期值）。

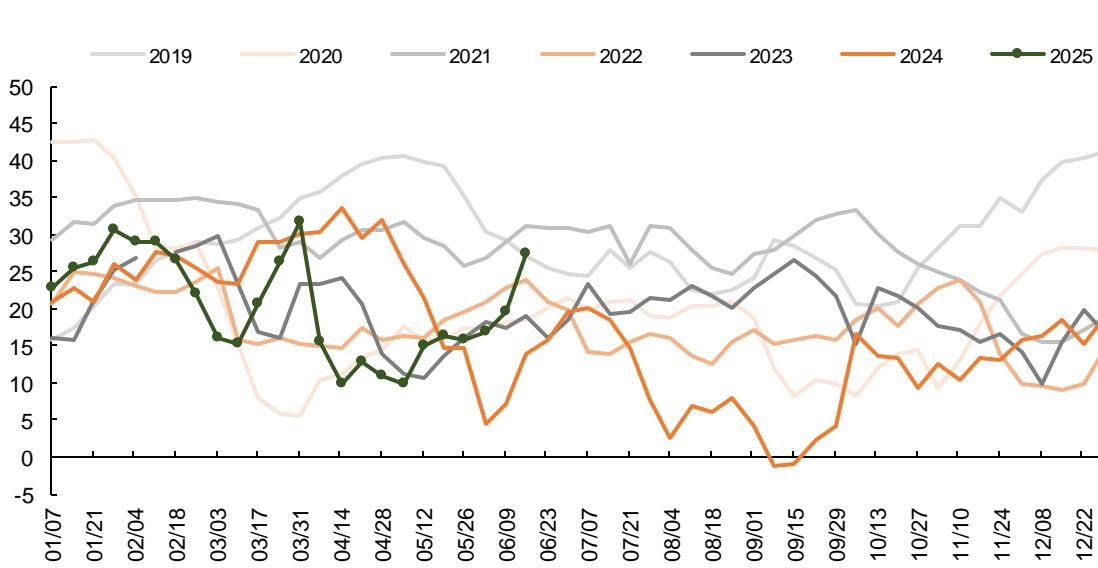


资料来源：wind, EIA, 平安证券研究所

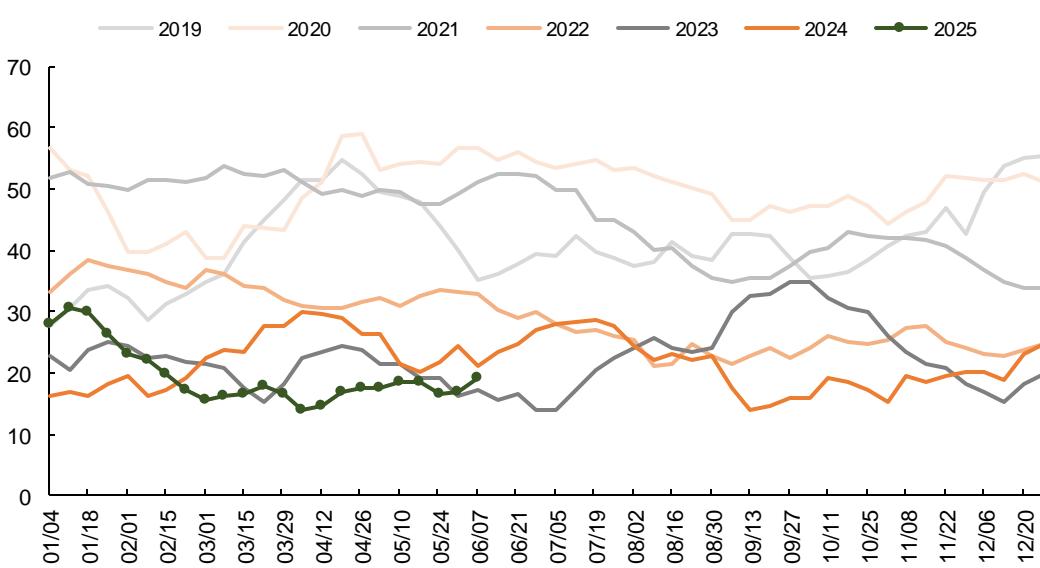
原油衍生品行情：投机资金围绕基本面和地缘局势交易，持仓反馈较快

- 2025年上半年原油衍生品市场交易OPEC+退出自愿减产叠加北美国家产量保持增长导致的供应过剩预期，以及美国向全球加征对等关税事件后，关税反复变化导致的需求趋弱担忧，中期基本面趋弱预期下，投资情绪整体偏悲观，但由于投资基金多头净持仓处于低位，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，例如3月中下旬因美军空袭胡塞武装、胡塞武装打击报复以色列，6月中旬伊以因核问题爆发大规模军事冲突，中东局势陡然升温驱动基金多头持仓快速增加，但后续如果伊以局势真正缓和，原油重回基本面定价逻辑，则投机资金交易情绪或重新回落。

● ICE: IPE: 原油期货和期权管理基金多头净持仓（万张）



● 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



目录 CONTENTS

● 原油：短期关注地缘反复，中期回归基本面定价逻辑

价格端：短期交易地缘动荡，中期锚定基本面预期

基本面：OPEC+加快增产节奏，供需过剩预期或兑现

● 天然气：冷冬延续支撑气价，贸易结构进一步调整

价格端：呈较强季节性规律，冷冬高耗库驱动气价偏强震荡

基本面：欧补库对美LNG需求或增加，中对俄进口管道气上行

● 投资建议和风险提示

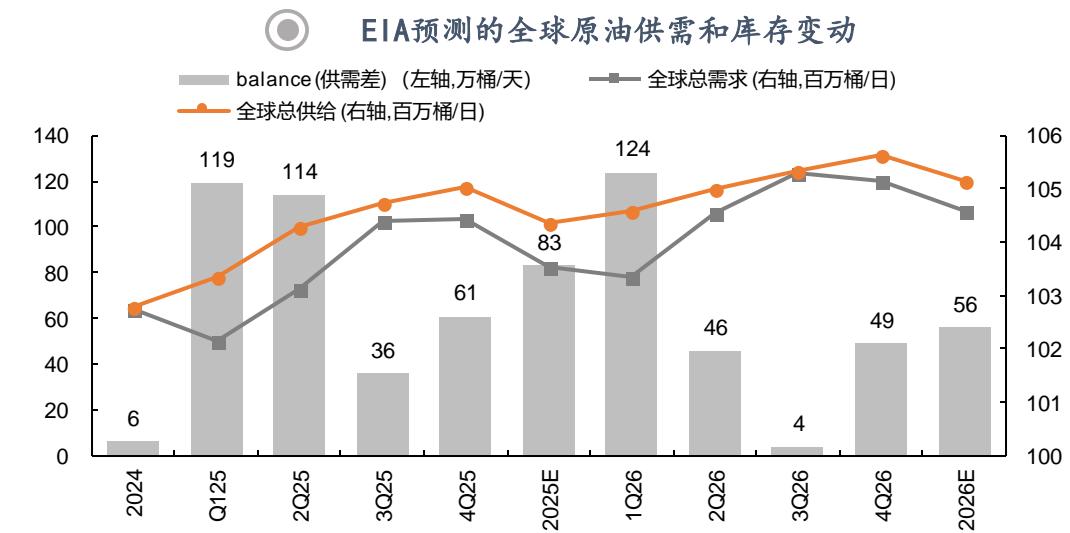
基本面：供应增幅扩大，需求相对承压，供需过剩预期或兑现

➤ 2024年OPEC+延长自愿减产使得全球原油保持供需紧平衡状态，但是2025年4月OPEC+退出自愿减产，5月-7月加速增产41万桶/日左右，叠加美洲国家持续增产，全球原油过剩预期将兑现；而需求端，疫后被压制的需求释放已结束，石油消费增速回归历史均值，同时受新能源技术快速部署在运输和发电领域日益挤占汽柴油需求的影响，2025年石油需求增速或放缓至100万桶/日以下。综上，参考EIA的预计，2025年全年平均累库约83万桶/日，2026年累库约56万桶/日。

EIA预测的全球原油供需平衡表（百万桶/日）

EIA	2024	Q125	2Q25	3Q25	4Q25	2025	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	2026
consumption:											
OECD	45.67	45.26	45.00	46.18	45.93	45.59	45.37	45.32	46.04	45.79	45.63
Non-OECD	57.07	56.88	58.13	58.20	58.51	57.93	57.97	59.23	59.24	59.35	58.95
total world consumption	102.74	102.14	103.13	104.38	104.44	103.52	103.34	104.55	105.28	105.14	104.58
production:											
OPEC total	32.44	32.67	32.76	32.71	32.78	32.73	32.85	32.88	32.99	32.98	32.93
crude oil	26.74	26.97	27.05	27.00	27.03	27.01	27.06	27.06	27.13	27.09	27.09
Other liquids	5.70	5.70	5.71	5.71	5.75	5.72	5.79	5.82	5.86	5.89	5.84
Non-OPEC total	70.36	70.66	71.51	72.03	72.27	71.62	71.73	72.13	72.33	72.65	72.21
crude oil	49.50	49.99	50.20	50.61	51.16	50.49	51.06	50.76	50.68	51.13	50.91
Other liquids	20.86	20.67	21.31	21.42	21.11	21.13	20.67	21.37	21.65	21.52	21.30
total world production	102.80	103.33	104.27	104.74	105.05	104.35	104.58	105.01	105.32	105.63	105.14
balance (供需差) (万桶/天)	6.00	119.00	114.00	36.00	61.00	83.00	124.00	46.00	4.00	49.00	56.00

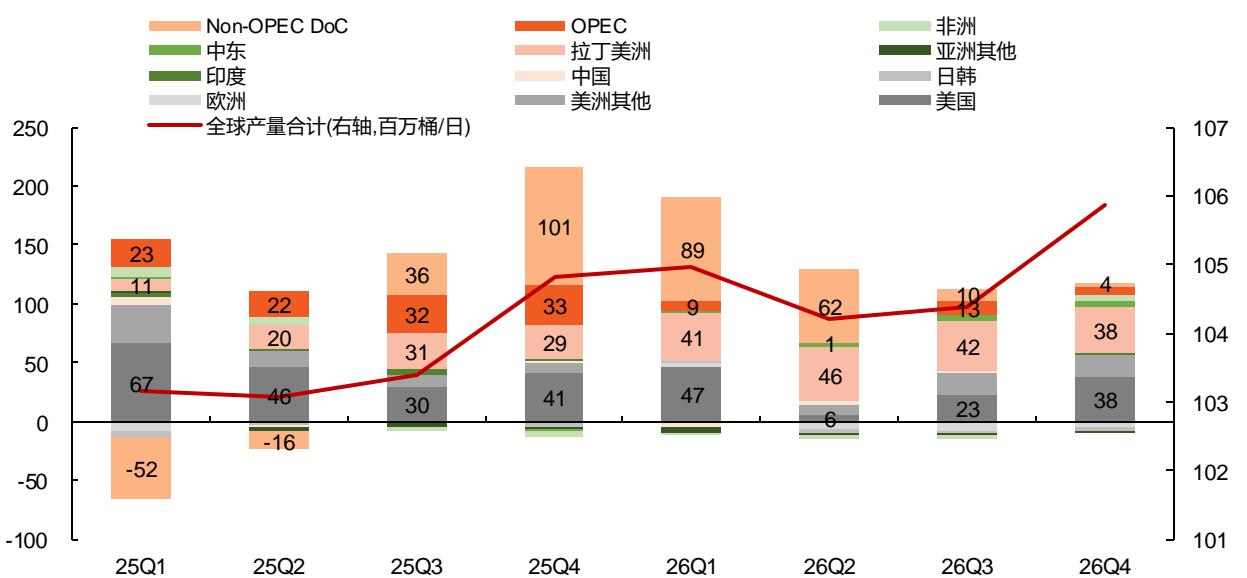
资料来源：EIA，平安证券研究所



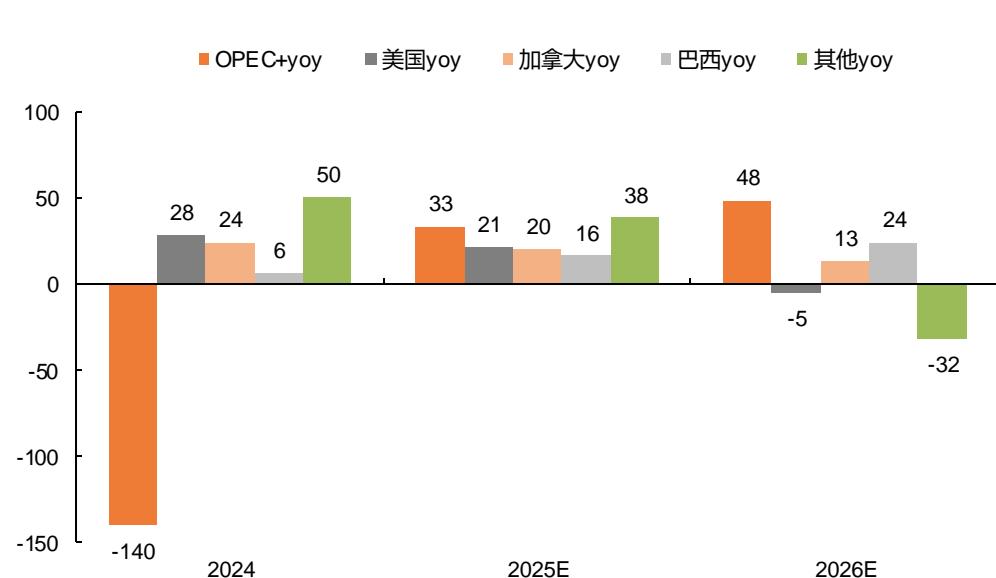
供应端：OPEC+和美洲国家增产或使基本面过剩担忧逐步兑现

➤ 2025年下半年全球原油供应增量预期：参考OPEC的预计，25Q3和25Q4全球原油(含凝析油)产量将同比增加135万桶/日和203万桶/日，美国原油(含凝析油)同比增加30万桶/日和41万桶/日，除美洲国家外的其余非OPEC+国家产量同比增加28万桶/日和19万桶/日；OPEC+国家随着220万桶/日的自愿减产加速退出，2025年三、四季度产量同比或有明显增加。参考EIA的数据，预计25Q3和25Q4 OPEC+原油产量同比增加68万桶/日和134万桶/日。OPEC+增产的持续推进，美洲国家增产节奏的保持，使得2025年下半年全球原油供应增幅不断扩大，年初以来的基本面过剩担忧可能逐步兑现。

● 全球主要国家石油供应季度同比增幅（万桶/日）



● 全球石油供应增量预期（万桶/日）

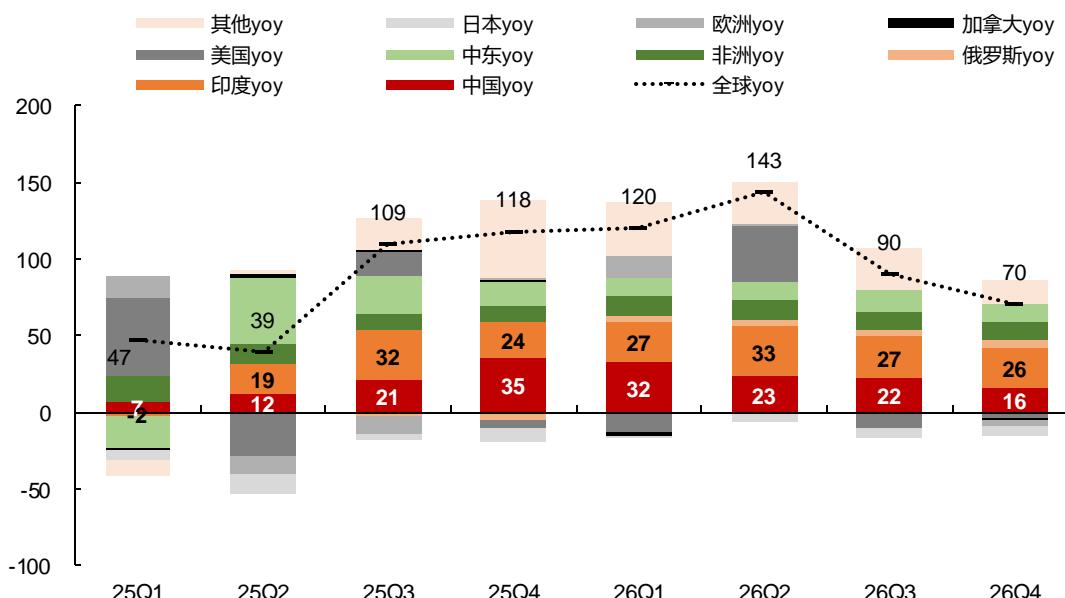


资料来源：OPEC, EIA, 平安证券研究所，注：左图除全球产量合计外其余均为左轴，单位：万桶/日

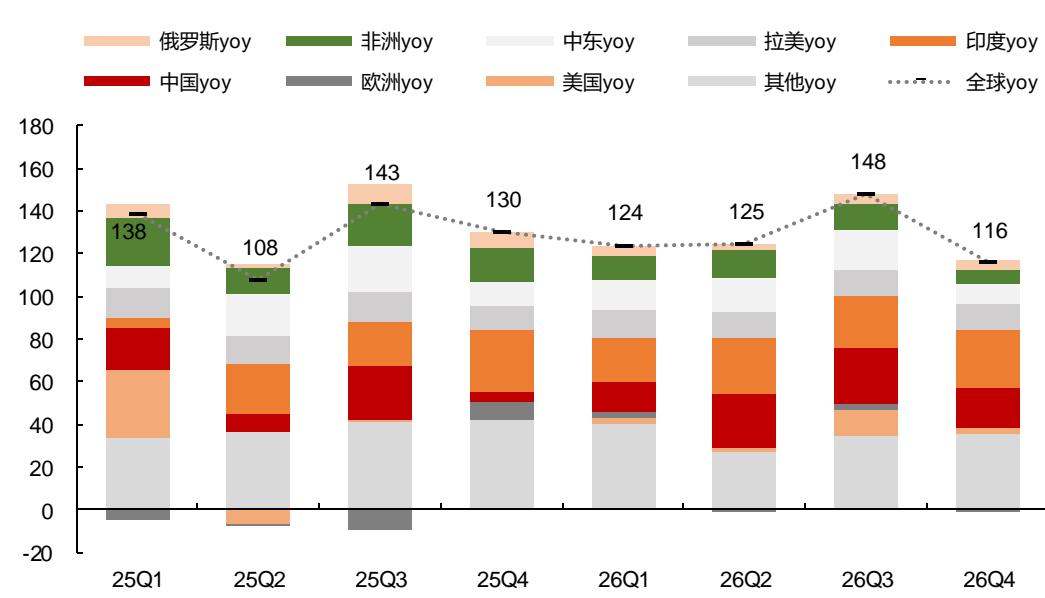
需求端：全球石油消费增速回落至正常水平，中印仍贡献主要增量

➤ 2025年以来，全球原油需求较2022-2023年疫后时期超250万桶/日（据wind）的同比增量大幅放缓，逐渐恢复到100-150万桶/日（据OPEC）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。欧美等OECD国家原油消费持稳为主、需求增量有限，中国、印度等新兴经济体仍然是全球石油消费增长的主要贡献国，EIA预测25Q3和25Q4中国石油消费同比增加21万桶/日和35万桶/日，炼化产品开工率较好提振原油需求，液化石油气LPG、石脑油等成品油对原油的消耗将贡献主要需求增量；EIA预计25Q3和25Q4印度石油消费同比增长32万桶/日和24万桶/日，占全球石油总消费增量的29%和20%，主要受其炼化产能持续提升、汽柴油等运输燃料需求增加推动。

EIA预期的全球主要地区原油需求增量（万桶/日）



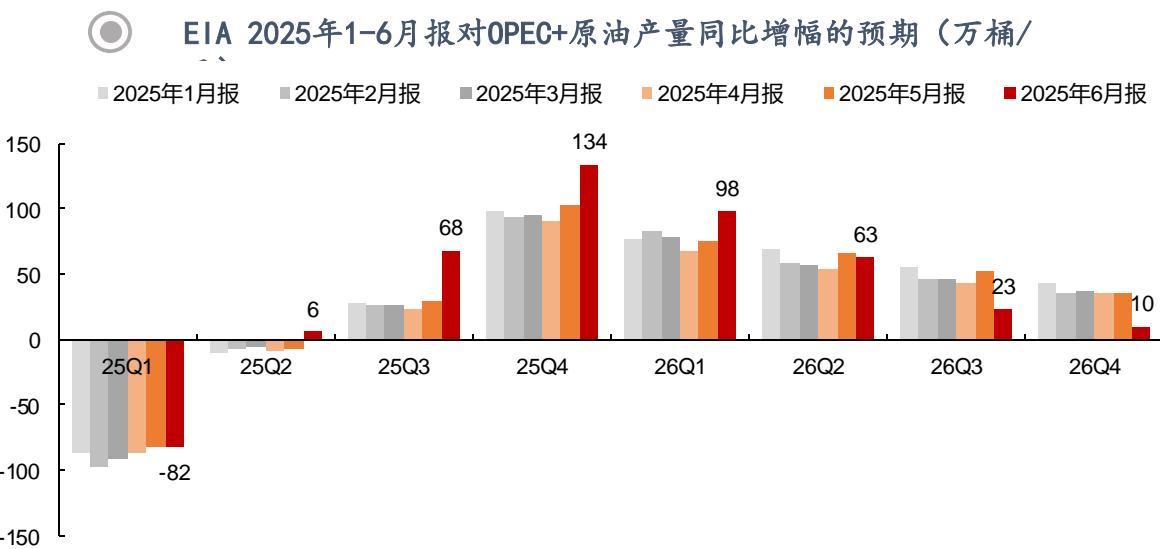
OPEC预期的全球主要地区原油需求增量（万桶/日）



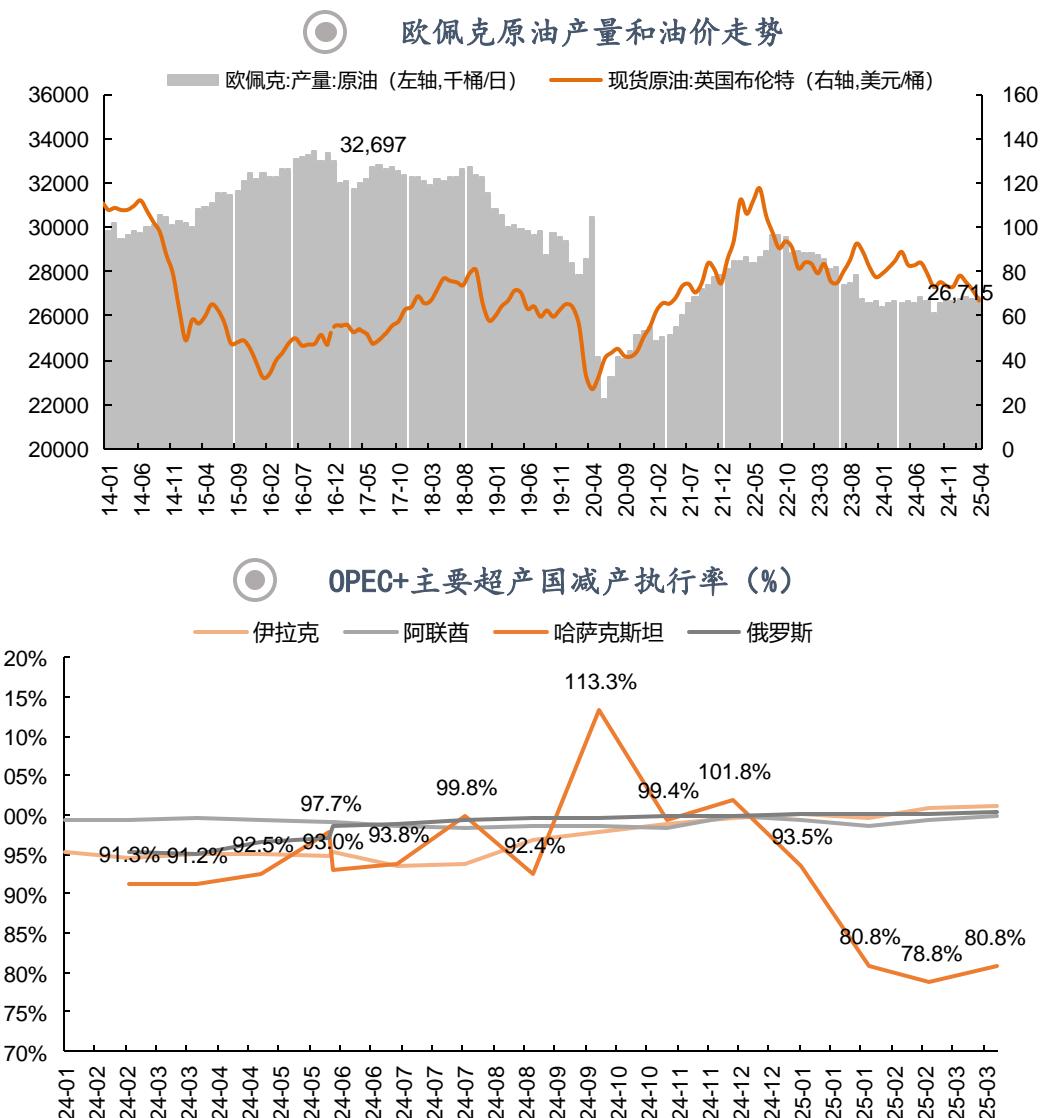
资料来源：OPEC, EIA, 平安证券研究所

OPEC+：选择以增产压价约束超产国，且加快增产节奏

➤ 2022-2024年期间OPEC+通过减产缓解原油供应压力，起到托底油价的作用，但自2025年3月以来，OPEC+对增产态度有所转变，战略转变是因为沙特厌倦了哈萨克斯坦和伊拉克等成员国的超产，考虑选择通过价格暴跌的金融制衡策略来约束他们，2025年以来哈萨克斯坦减产执行情况仍较差。OPEC+加速增产的态度导致供应悲观预期再次被放大，对油价造成一定下行压力。参考EIA在2025年6月报中的预期，自2025Q3起，OPEC+原油产量将呈同比正增，25Q4产量同比增幅将扩大至130万桶/日以上，提供全球原油供应增量主要来源。



资料来源：EIA, OPEC, wind, 平安证券研究所



OPEC+：增产计划加快推进，补偿性减产兑现情况尚存疑

➤ 2024年12月5日，OPEC+决定将220万桶/日自愿减产计划再延迟3个月至2025年一季度末后退出，逐步增产时间从12个月变为18个月，另将166万桶/日额外自愿减产延至2026年底(原计划2025年底)；2025年4月，OPEC+自愿减产的8国开始恢复增产，并在5月加速增加约41万桶/日的产量，较原计划的13.5万桶/日大幅上调；6月-7月OPEC+已就继续增产41万桶/日达成共识，但一些成员国持保留意见，其中俄罗斯是建议暂停增产的成员国之一；而彭博援引知情人士报道称，沙特希望OPEC+在未来几个月继续加速增产，8月和9月至少增加41.1万桶/日产量，以此夺回失去的市场份额。OPEC+的加速增产将导致原油供应过剩压力加大，从而进一步压低油价中枢。不过此前超产的7个国家发布新的补偿性减产计划，根据计划，5月-9月合计减产量分别为37.8、43.1、45.5、50.1、52.0万桶/日，假设补偿性减产计划兑现，则中短期OPEC+产量仍以持稳为主，但考虑到此前超产国减产兑现情况不佳，OPEC+供应或仍将呈持续增加态势。

● OPEC+此前自愿减产220万桶/日的8国计划增产量(千桶/日)

现计划	2025.1-3	25-Apr	25-May	25-Jun	25-Jul	25-Aug E	25-Sep E
阿尔及利亚	908	911	919	928	936	944	952
伊拉克	4000	4012	4049	4086	4122	4158	4194
科威特	2413	2421	2443	2466	2488	2510	2532
沙特	8978	9034	9200	9367	9534	9701	9868
阿联酋	2912	2938	3015	3092	3169	3246	3323
哈萨克斯坦	1468	1473	1486	1500	1514	1528	1542
阿曼	759	761	768	775	782	789	796
俄罗斯	8978	9004	9083	9161	9240	9319	9398
合计	30416	30554	30963	31375	31785	32195	32605
现计划合计qoq	138	409	412	410	410	410	410
原计划合计qoq	138	135	140	134	139	134	

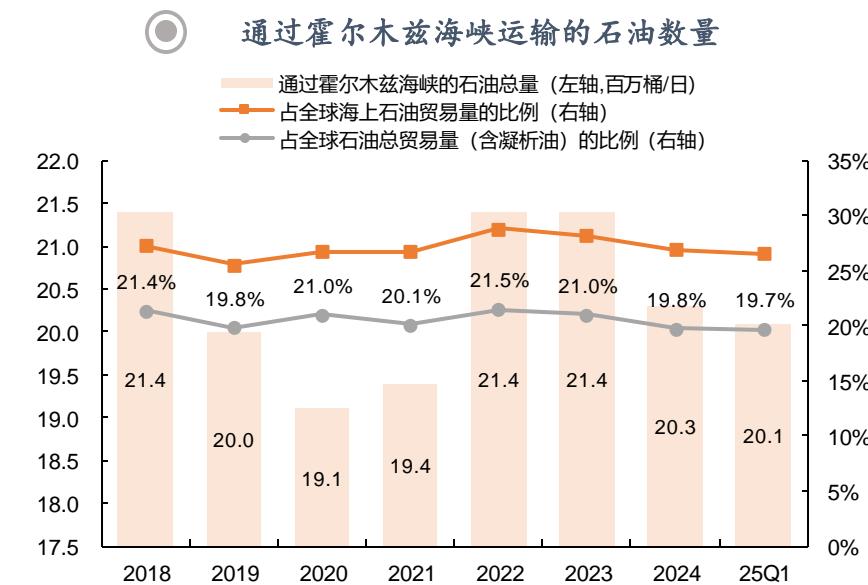
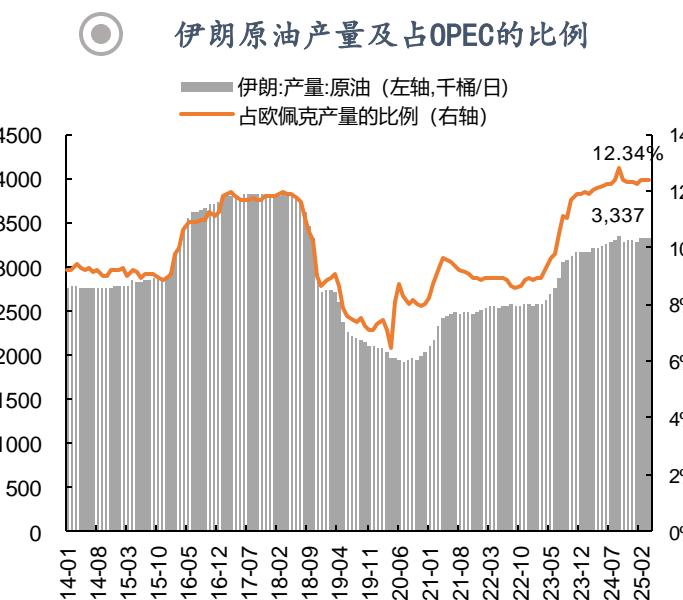
● OPEC+此前超产的7国补偿性减产计划(千桶/日)

	伊拉克	科威特	沙特	阿联酋	哈萨克斯坦	阿曼	俄罗斯	合计
25-Apr	120	8	15	5	63	5	6	222
25-May	140	15		10	116	12	85	378
25-Jun	140	23		10	132	15	111	431
25-Jul	135	30		10	126	17	137	455
25-Aug	130	38		10	141	19	163	501
25-Sep	135	37		10	135	14	189	520
25-Oct	135			10	160	15		320
25-Nov	135			20	114			269
25-Dec	130			20	69			219
26-Jan	125			33	49			207
26-Feb	125			33	38			196
26-Mar	124			33	40			197
26-Apr	120			57	38			215
26-May	120			62	42			224
26-Jun	120			63	36			219
合计	1934	150	15	386	1299	97	691	4572

资料来源：OPEC，平安证券研究所

中东：短期关注地缘局势反复对伊朗油供应和海上石油运输的影响

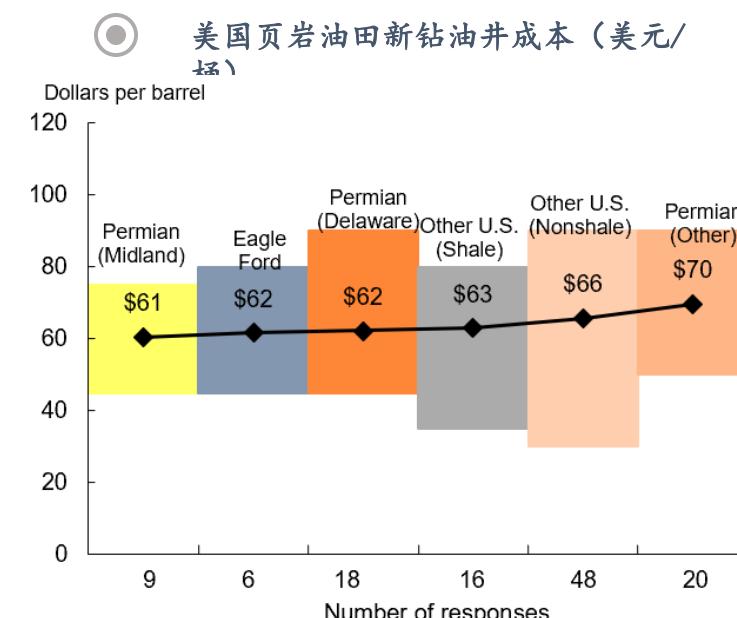
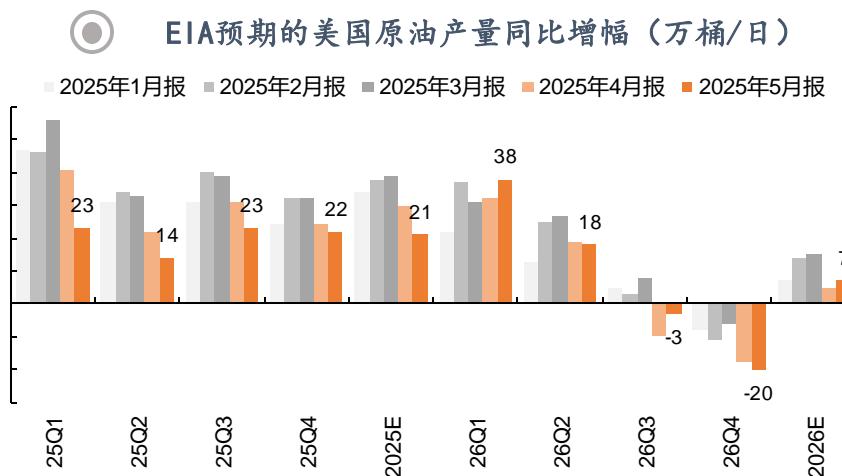
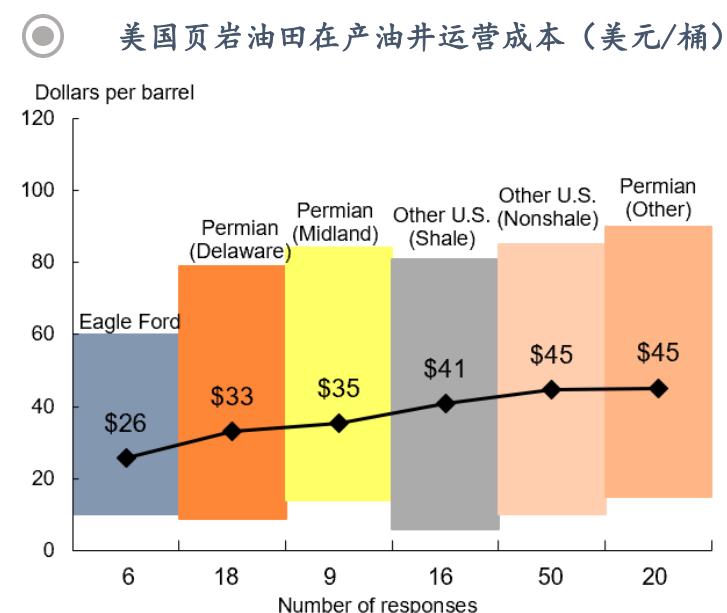
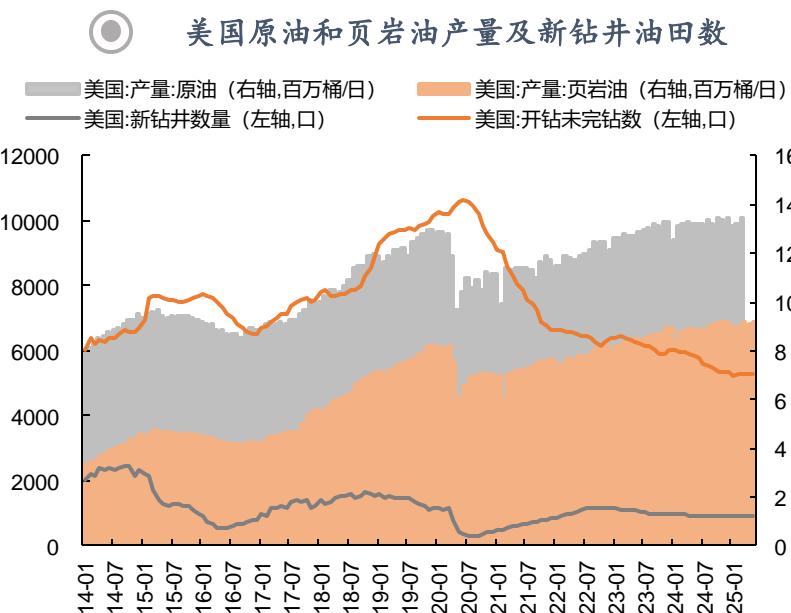
➤ 本次伊以冲突市场对原油供应扰动的担忧分析：一方面，据wind数据，伊朗本土原油产量约330万桶/日，占OPEC总产量12%左右，出口量在170-180万桶/日左右（据格隆汇），虽然OPEC+有500万桶/日左右的闲置产能，其中220万桶/日正在加速释放，但伊朗油供应和出口如果受阻，短期仍会对全球原油供应造成一定影响；另一方面，市场担忧霍尔木兹海峡石油运输受到一定阻碍，据EIA数据，霍尔木兹海峡承载全球约20%的海上石油贸易，主要从沙特、科威特、伊朗、伊拉克、卡塔尔等国流向中国、印度、日韩等亚洲国家。虽然当前伊朗和以色列已宣布停火，但短期仍需关注中东局势的反复。



资料来源：wind, EIA, 平安证券研究所

美国：拟加大油气资源开发，但增幅受资源瓶颈和高成本限制

虽然特朗普上台后鼓励加大本土油气资源开发，但巴肯、鹰福特等大型优质油井触及资源瓶颈，产量已难以达到特朗普上一任期的增幅；且美国页岩油在产油井运营成本在25-46美元/桶，新钻探油井的成本在60-70美元/桶，25H1 67美元/桶左右的WTI油价导致产油商新开油井热情不高，受高成本限制，美国页岩油产量较难大幅增加。EIA预期2025年美国原油产量同比增加20-40万桶/日，2026年同比增幅收窄至5-15万桶/日。据wind数据，2025年1-3月美国原油每月日均产量同比增幅的均值为35万桶/日，主要由页岩油增长提供。



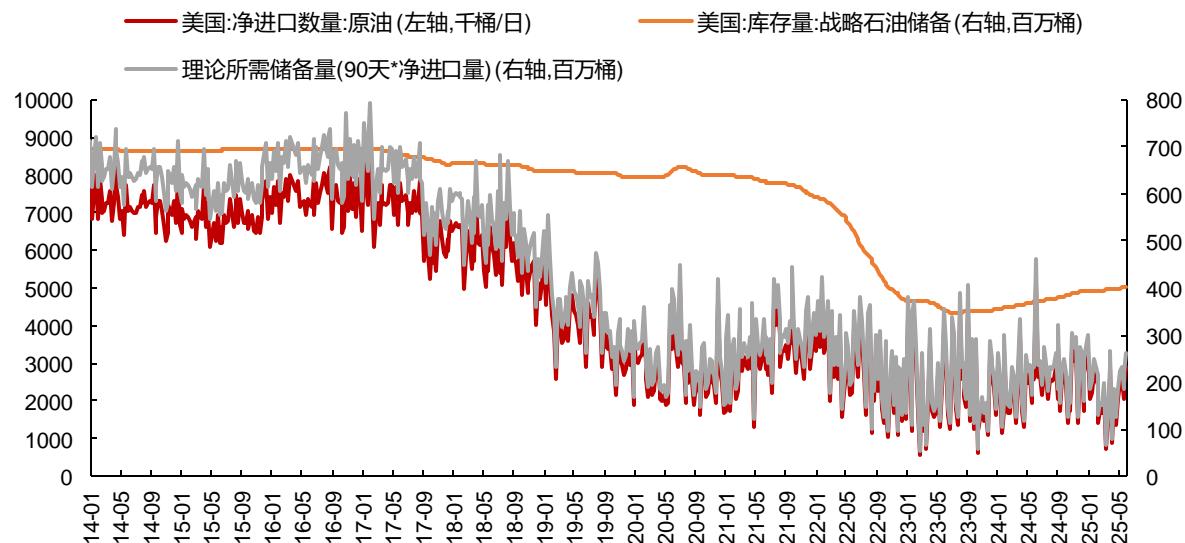
资料来源：EIA, wind, 达拉斯联储, 平安证券研究所

美国：商业原油超预期去库，战略石油储备相对充裕

➤ 2025年以来，美国商业原油库存处于历史偏低位，成品油高开工和出口需求强劲推动美国原油超预期去库，后续随着夏季出行旺季来临，汽油和航煤需求上行，美国商业原油库存将进一步走低。战略储备原油方面，美国页岩油革命后，本土原油产量大幅提升，所需战略石油储备下降，根据国际能源署建议，石油储备量达到90天的石油净进口量较为安全，美国目前理论所需战略石油储备在2亿桶左右，2024-2025年补充了部分战略石油储备，现有储备大约在4亿桶，相对于理论所需值相对充裕。



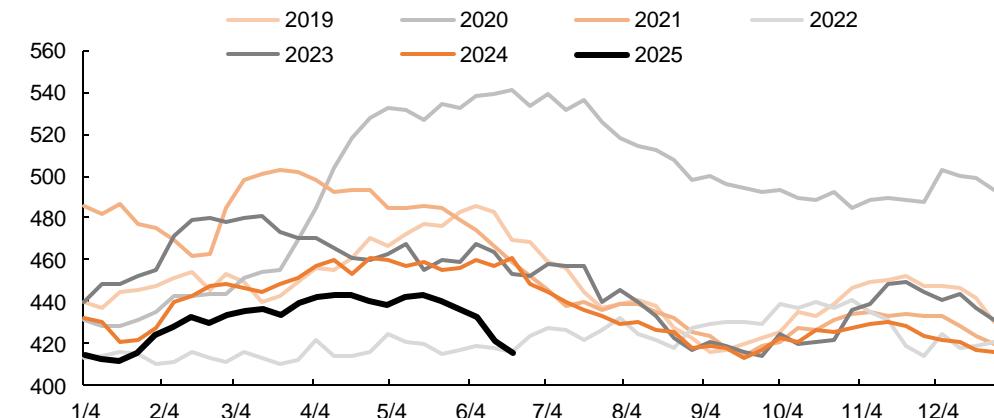
美国商业原油库存和战略储备原油库存



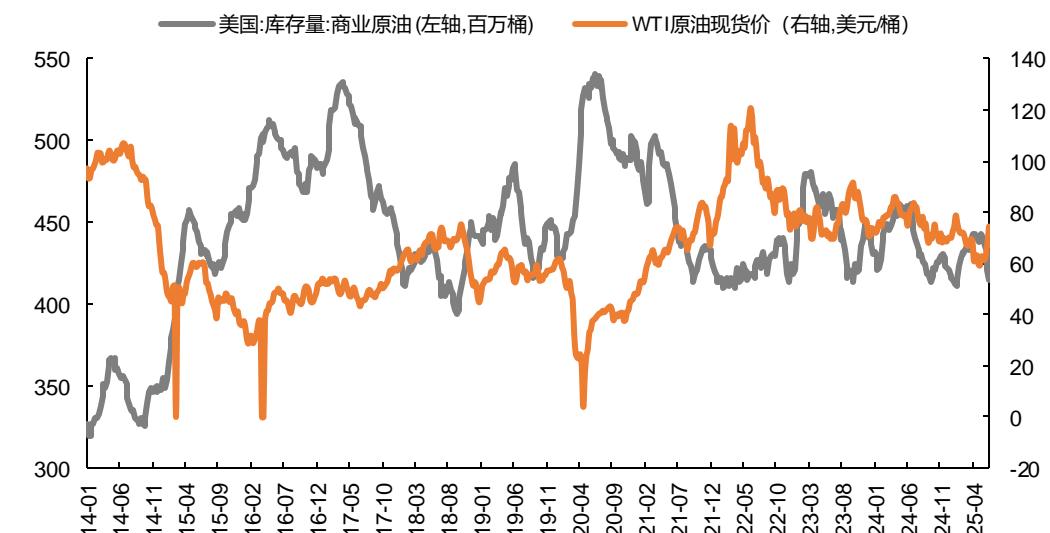
资料来源：wind，平安证券研究所



美国商业原油库存走势（百万桶）



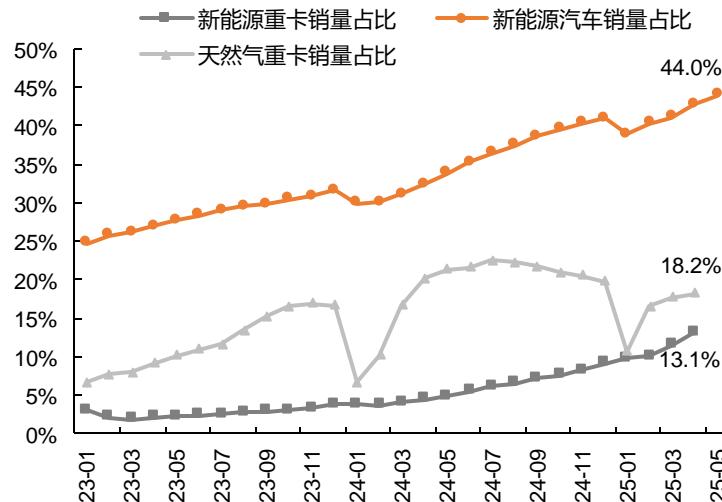
WTI油价和美国商业原油库存走势整体呈现较强负相关性



中国：汽柴消费趋减，但供应降幅更大使基本面边际好转

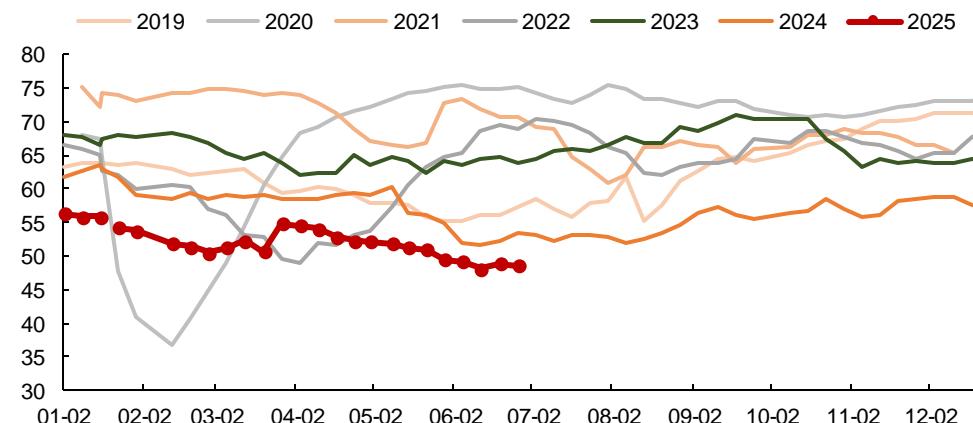
在新能源不断替代传统能源趋势下，汽车电动化推进挤占汽油消费，LNG重卡和新能源重卡加速渗透挤占柴油消费，叠加美国对等关税事件后，我国对美进口原油及燃料油进口关税上调，25H1我国汽柴油产销和出口增速转负，而航煤需求在过去两年从疫情中加速恢复后增速开始回落。据隆众能源，2025年1-5月我国汽柴油产量分别为6829万吨和8315万吨，同比下降6.4%和10.85%，消费量分别为6640万吨和8170万吨，同比下降3.78%和5.48%，由于产量降幅更大，汽柴油供需面反而向好，库存有所去化，基本面支撑使成品油价格跌幅较国际油价小，进而带动国内成品油裂差上涨，利润阶段性修复。此外，除炼化一体化新型炼厂开工负荷处于高位外，传统地方炼厂开工率下滑较为明显，传统炼油企业或面临新一轮产能出清。

新能源汽车和重卡及LNG重卡渗透率提升

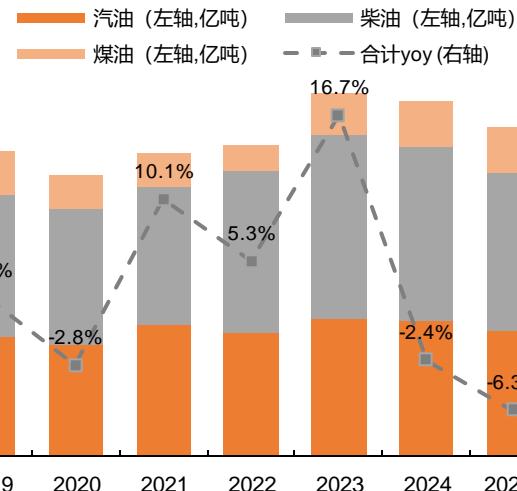


资料来源：wind，《国际石油经济》期刊(2025-3)-孔劲媛,高鲁营等《中国成品油市场2024年回顾与2025年展望》，平安证券研究所

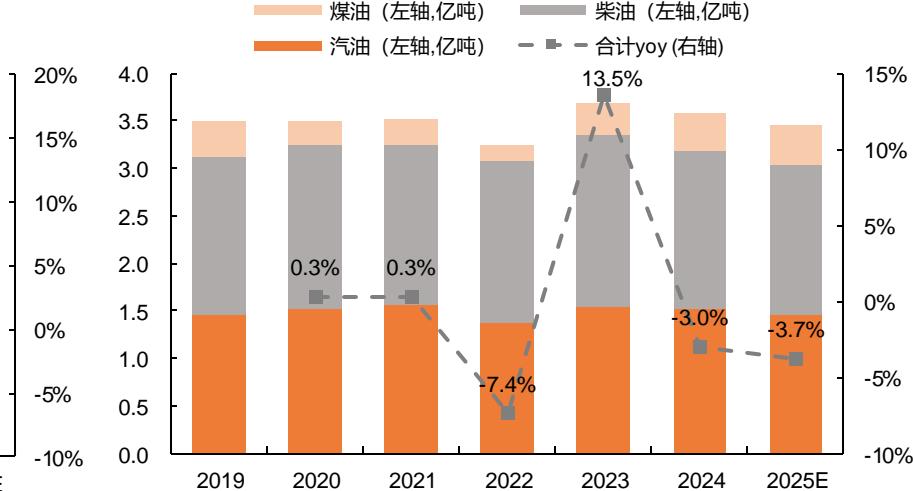
中国山东地炼厂开工率 (%)



我国汽柴煤消费量



我国汽柴煤产量





目录 CONTENTS

● 原油：短期关注地缘反复，中期回归基本面定价逻辑

价格端：短期交易地缘动荡，中期锚定基本面预期

基本面：OPEC+加快增产节奏，供需过剩预期或兑现

● 天然气：冷冬延续支撑气价，贸易结构进一步调整

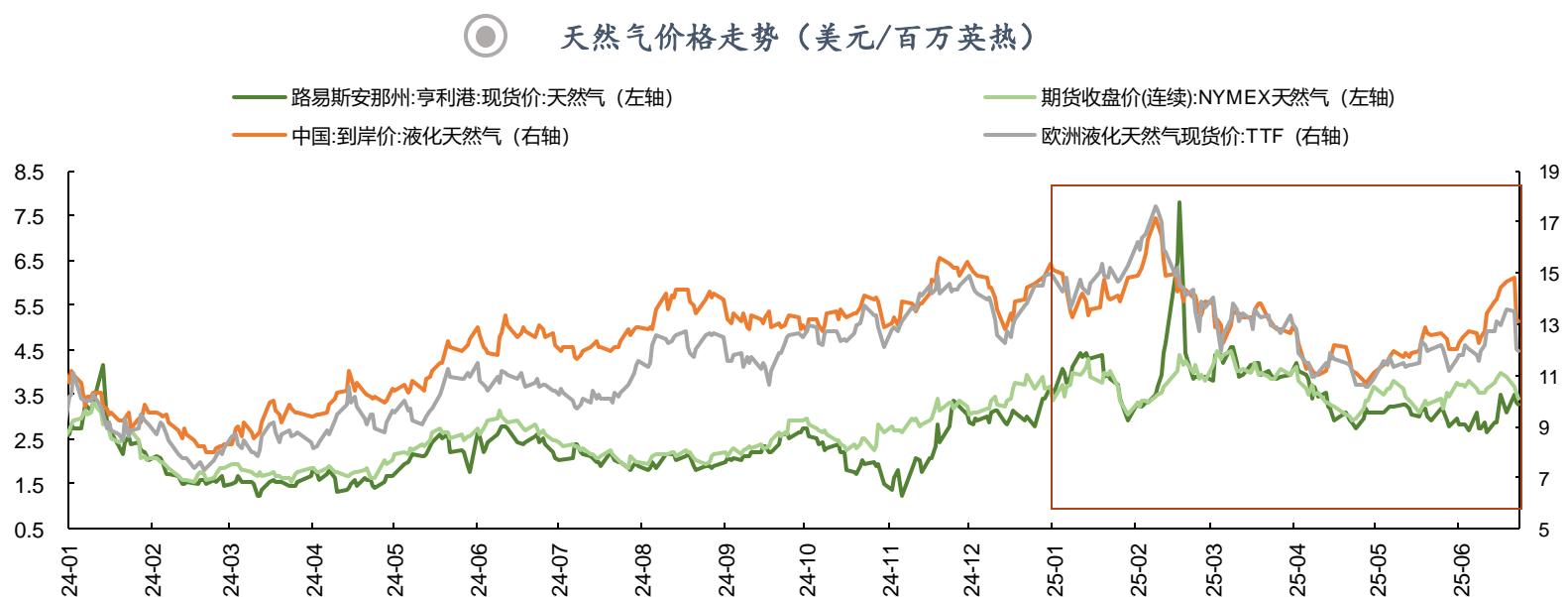
价格端：呈较强季节性规律，冷冬高耗库驱动气价偏强震荡

基本面：欧补库对美LNG需求或增加，中对俄进口管道气上行

● 投资建议和风险提示

2025H1 气价回顾：季节性规律明显，冷冬高耗库支撑气价

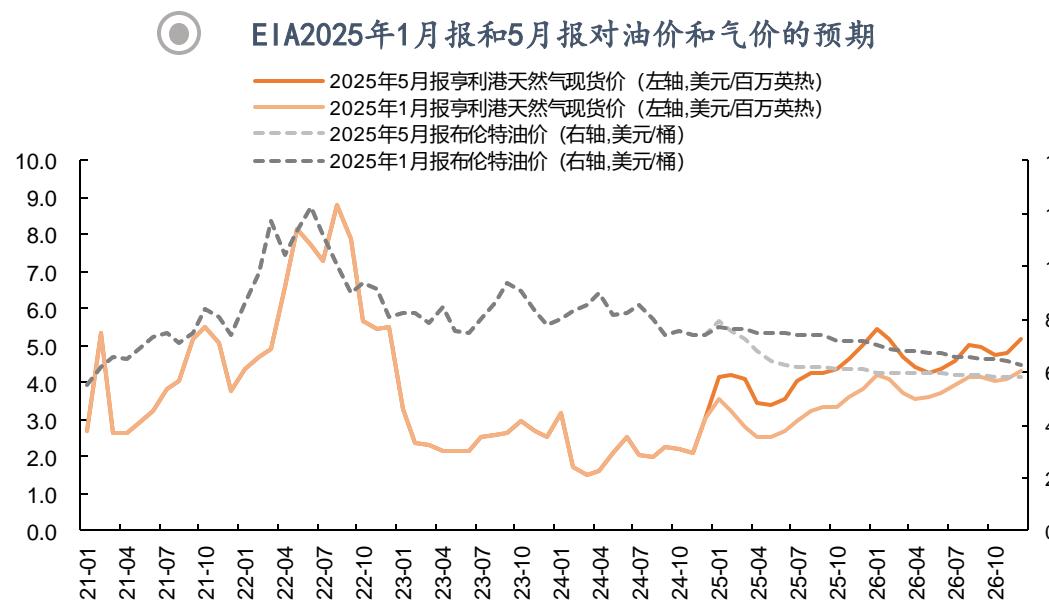
- 25H1 天然气价格走势复盘：截至2025年6月25日，美国亨利港HH天然气现货价和NYMEX天然气期货价较年初下降10.9%和7.3%至3.26\$/MMBtu和3.39\$/MMBtu，年初至今均值分别为3.63\$/MMBtu和3.69\$/MMBtu，同比大幅提升80%和68%，中国液化天然气到岸价和欧洲液化天然气现货价较年初下降14.3%和20.0%至13.15\$/MMBtu和11.98\$/MMBtu，年初至今均值分别为13.18\$/MMBtu和13.14\$/MMBtu，同比提升29%和41%。
- 1月，传统采暖季，欧美受偏冷气候影响，储气库气量消耗速度较快，国际LNG价格高位续涨，但1月中下旬美气HH阶段性走低，主要是市场担忧特朗普政府将对多国加征关税，可能拖累全球经济增长及能源需求；2月，美国液化天然气出口量增加，叠加天气寒冷提振用气需求的同时导致部分地区天然气井冻结，美国天然气库存量快速降低驱动价格飙升，欧亚LNG价格先升后降主要是气温由寒转暖、需求减弱，及欧洲部分国家拟推动天然气储存宽松政策；3-4月，气温转暖，天然气进入消费淡季，由耗库转为储库，国际气价震荡回落，4月初美国对全球实施对等关税导致市场对LNG贸易有所担忧，气价跌幅较大；5-6月，美国天然气持续累库，加上部分LNG出口工厂常规检修影响进气量和出口量，从而对美国HH气价短期造成一定压力；欧洲夏季补库需求仍显强劲，挪威Troll气田和Kollsnes天然气处理厂新一轮检修，埃及大量采购计划吸引更多LNG船货进入欧洲，叠加中东局势动荡，推动LNG价格震荡上行。



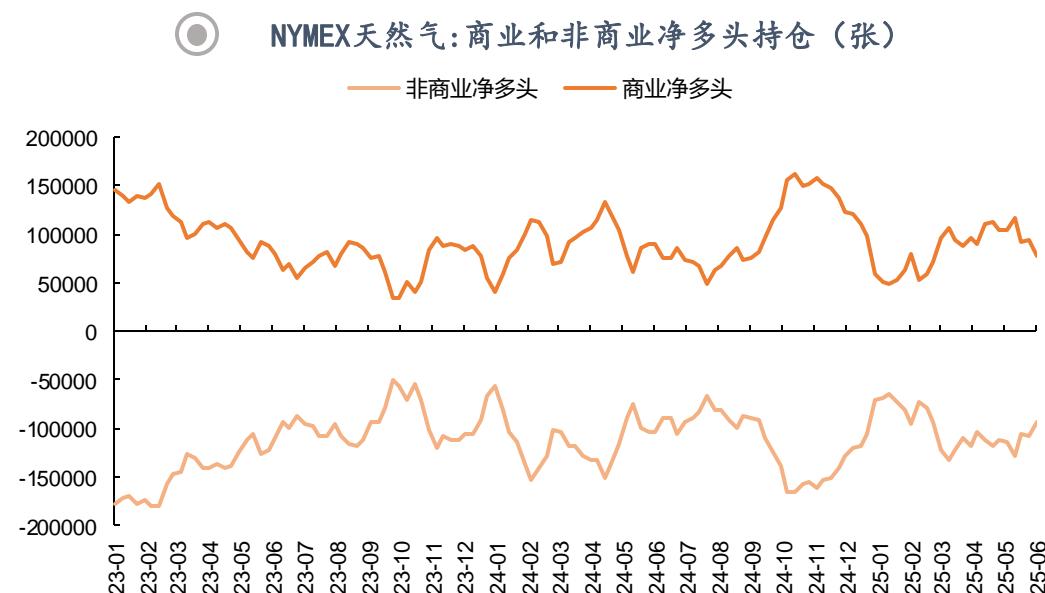
资料来源：wind, ifind, 平安证券研究所, 注：LNG-液化天然气

2025H2气价展望：欧洲补库需求和电力、取暖刚性需求或支撑气价偏强震荡

■ 2025年上半年在欧美冷冬天气延续、欧洲强劲补库需求的支撑下，天然气价格中枢维持在较高水平。展望2025年下半年，在欧洲偏强的补库需求和夏季电力耗气、冬季取暖耗气刚性需求支撑下，国际气价整体有望偏强震荡，但考虑到气价呈较强的季节性规律，三季度欧亚耗气淡季价格可能阶段性回落。参考EIA能源月报的预期，2025年5月报相较2025年1月报大幅上调气价预期、下调油价预期，预计2025年下半年亨利港气价均价为4.31 \$/MMBtu，EIA 2025年5月报较2025年1月报预期的月度价格平均上调了1.02 \$/MMBtu。由于今年1月天气比预测寒冷，导致大量天然气库存消耗，虽然3月后气温变暖，天然气进入消费淡季，气价震荡回落，但欧洲补库需求强劲，且俄罗斯-欧洲大部分天然气运输管道仍处关闭状态，库存缺口需依赖进口LNG补充，因此美国液化天然气出口有望增加，叠加夏季电力部门对天然气需求的季节性回升，后市美气价格有望走高。中长期来看，EIA预计2026年亨利港气价均价为4.80 \$/MMBtu，EIA 2025年5月报较2025年1月报预期的月度价格平均上调0.82 \$/MMBtu，原油价格的持续下跌或使美国原油产量增长受限，从而影响伴生天然气供应增量。



资料来源：EIA, wind, 平安证券研究所





目录 CONTENTS

● 原油：短期关注地缘反复，中期回归基本面定价逻辑

价格端：短期交易地缘动荡，中期锚定基本面预期

基本面：OPEC+加快增产节奏，供需过剩预期或兑现

● 天然气：冷冬延续支撑气价，贸易结构进一步调整

价格端：呈较强季节性规律，冷冬高耗库驱动气价偏强震荡

基本面：欧补库对美LNG需求或增加，中对俄进口管道气上行

● 投资建议和风险提示

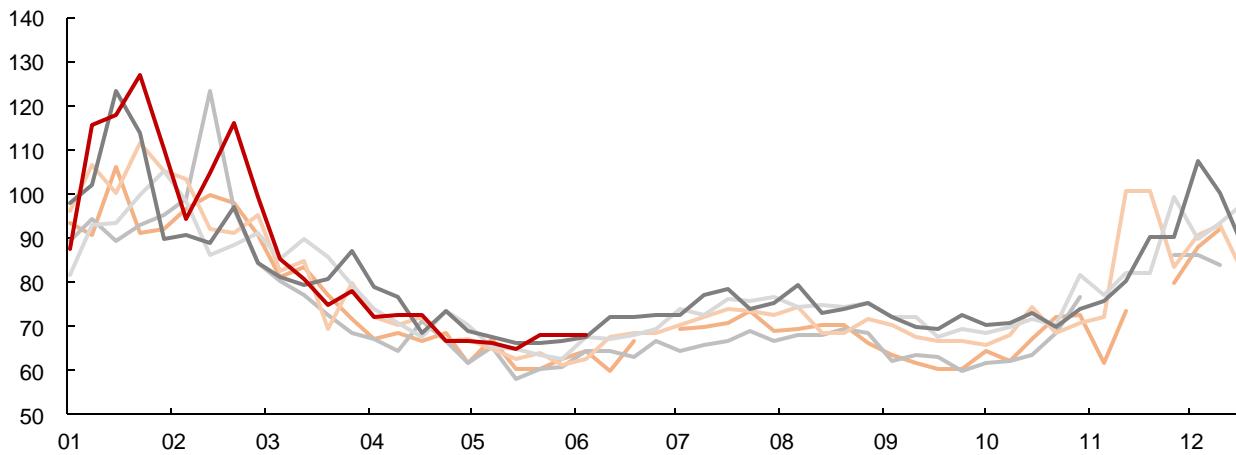
美国：需求表现偏强，库存储备充裕

➤ 美国本土天然气需求表现较强劲，供应持稳，库存储备较充裕，后续主要看夏季电力耗气需求和LNG出口增长的驱动。2025年上半年，美国天然气维持在111十亿立方英尺/天左右的供应量，同比增幅较为显著，主要是冷冬取暖高需求的刺激以及发电部门对天然气较强劲的消费，25H1美国本土天然气消费量处于历史同期中高位，夏季高温来临有望继续提振气电需求；近期，美国LNG加工和出口量短期受Freeport、Sabine Pass、Corpus Christi检修影响而下滑，但后续随着加工厂复产和欧洲补库需求推进，LNG出口流量有望恢复；库存方面，美国天然气库存自3月以来加速累积，目前储库量已处于历史同期偏高水平。



美国天然气消费量（十亿立方英尺/天）

— 2020 — 2021 — 2022 — 2023 — 2024 — 2025

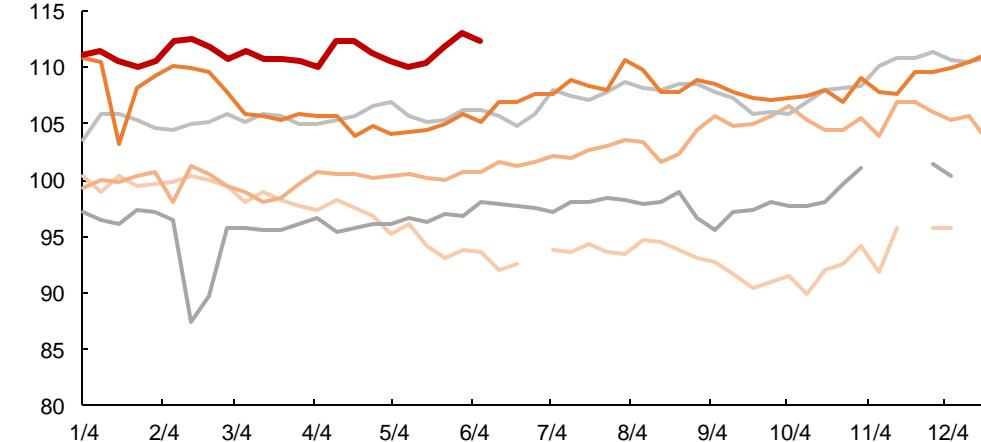


资料来源：wind, 平安证券研究所, 注：LNG-液化天然气



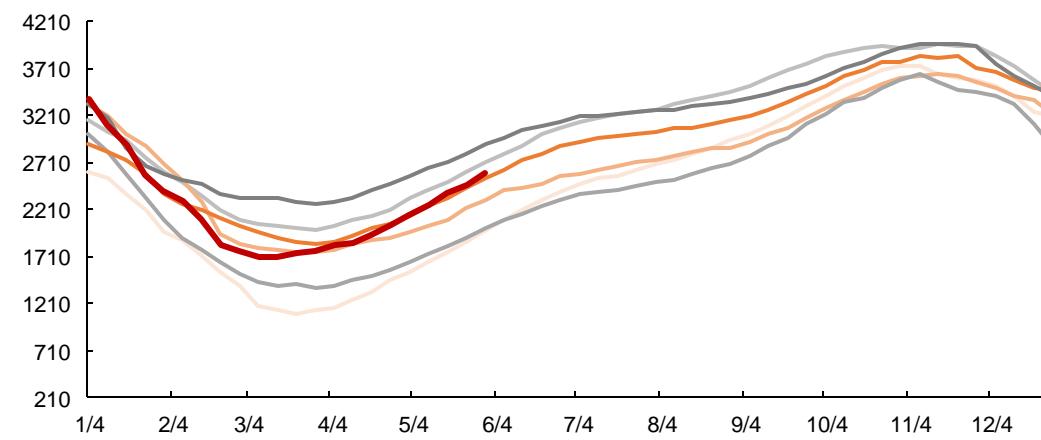
美国天然气供应量（十亿立方英尺/天）

— 2020 — 2021 — 2022 — 2023 — 2024 — 2025



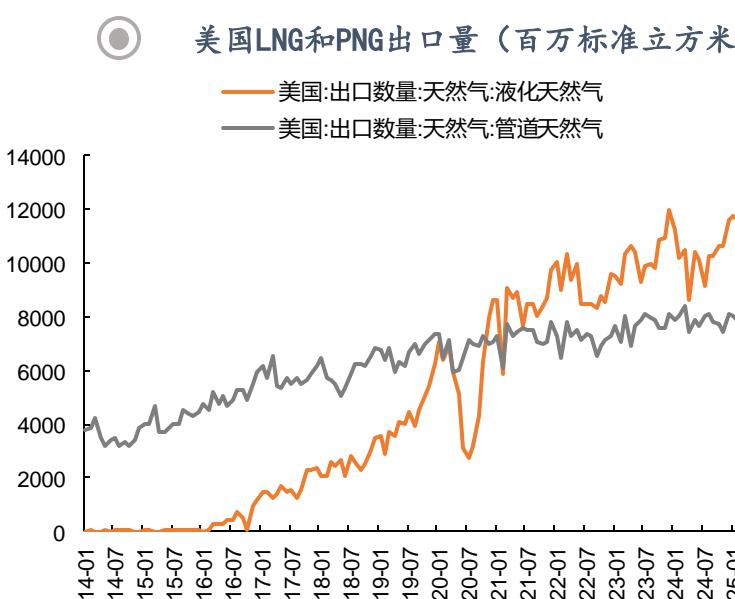
美国48个州天然气库存（十亿立方英尺）

— 2019 — 2020 — 2021 — 2022 — 2024 — 2025



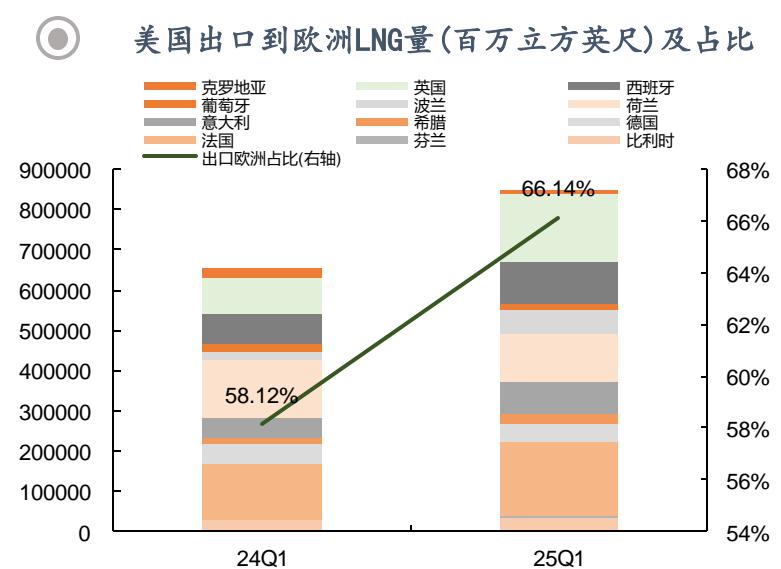
美国：LNG出口增长表现对HH气价走势起关键作用

➤ 液化天然气出口是美国天然气需求增长的主要驱动力。据金联创和IGU《2024 WORLD LNG REPORT》，美国两个液化天然气（LNG）出口设施—Plaquemines LNG T1-18和Corpus Christi三期于2024年底投产运营，2025年产能有望释放；另外两个液化天然气开发项目—Golden Pass T1和Plaquemines LNG T19-36项目计划将在未来两年内投产。据石油商报，截至2024年底，全球共有22个国家/地区运营LNG出口设施，美国运营液化产能9750万吨、占全球的19.7%；全球拟建/潜在液化产能约1129.1百万吨/年、美国占比达32.7%。2025-2026年美国新增LNG产能释放，出口量或将有明显增长，LNG产能释放有望打开原料气需求空间，美国天然气内弱外强的格局有望改善。据wind数据，25Q1美国LNG出口量同比增加14%。据EIA《Short-Term Energy Outlook》2025年5月报预计，2025年液化天然气出口将同比增长22%，2026年将同比增长10%；此外，管道气出口也有望保持增长态势，预计2025年将同比增长8%，2026年将同比增长7%。



资料来源：wind

正文资料来源：金联创，IGU《2024 WORLD LNG REPORT》，石油商报，EIA《Short-Term Energy Outlook》2025年5月报，平安证券研究所



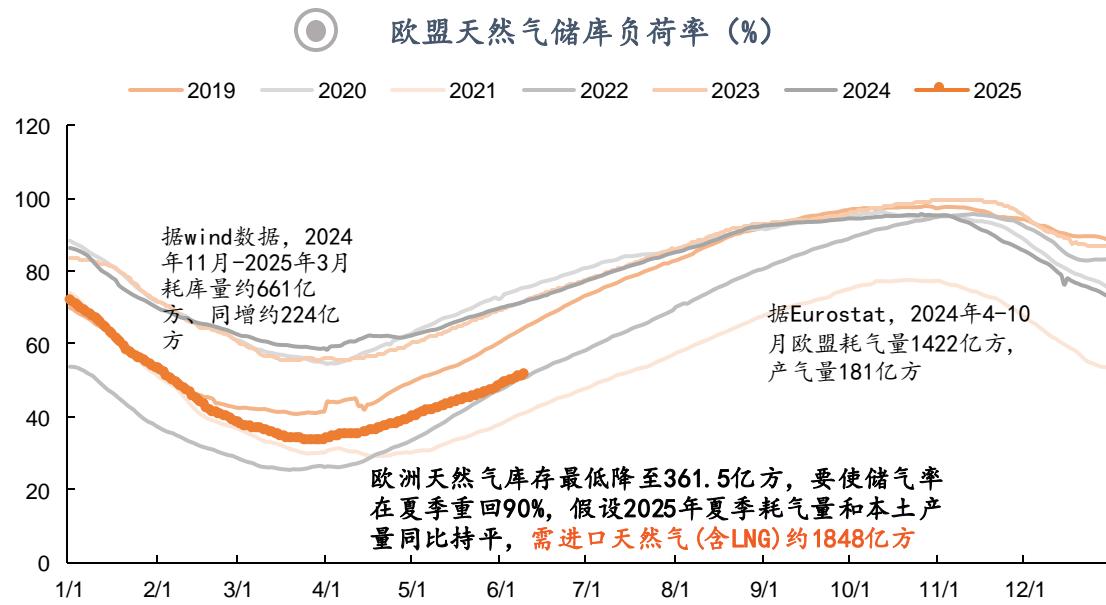
资料来源：EIA《Natural Gas Monthly》2025年5月报，注：除出口欧洲占比为右轴外，其余均为（左轴，百万立方英尺）

国家	项目名	产能 (万吨/年)	预计投产时间
美国	Plaquemines LNG T1-18	1008	2024年底
美国	Corpus Christi S3	994	2024年底
毛里塔尼亚	Greater Tortue FLNG1	250	2025年4月
澳大利亚	Darwin LNG (Restart)	370	2025年8月
加拿大	LNG Canada	1400	2025年8月
刚果	Congo FLNG 2	240	2025年
美国	Golden Pass T1	600	2025年
卡塔尔	North Field East	3300	2025年
卡塔尔	QatarGas LNG T8/T9	1560	2026年
澳大利亚	Pluto LNG T2	500	2026年
美国	Plaquemines LNG T19-36	1008	2026年
墨西哥	Energia Costa Azul	330	2026年6月

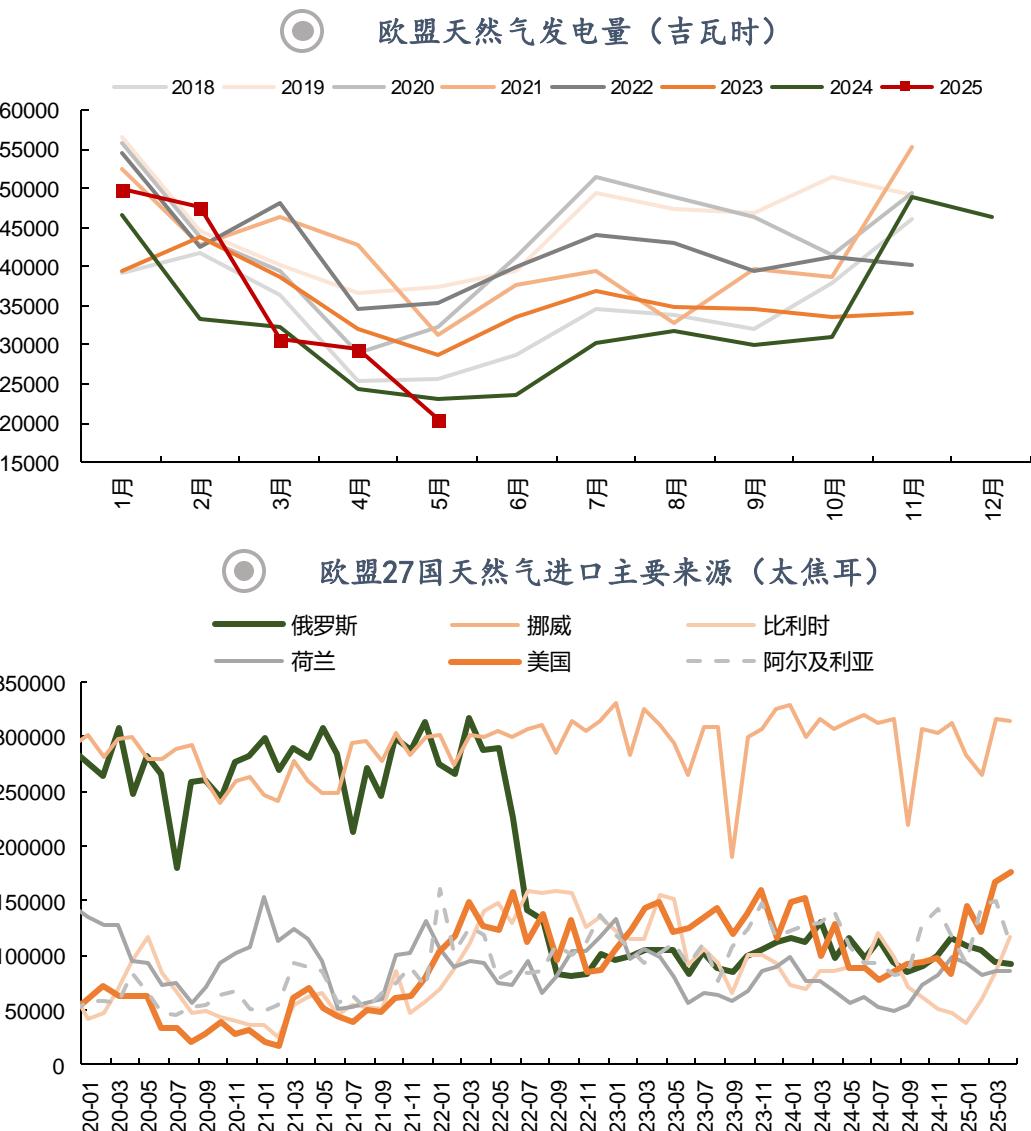
资料来源：IGU《2024 WORLD LNG REPORT》，金联创，石化行业走出去联盟

欧洲：补库需求较强劲，对美LNG进口量或保持增长

➤ 24Q4-25Q1欧洲冬季气温异常偏低、风光供电不足，天然气库存持续减少至历年低位，最低储库率降至33.57%（2025年3月27日），假设按照满储量1077亿立方米计算，从最低点补库至90%的饱和目标则需超600亿方供应量，但欧盟部分成员国正在推动放宽储气目标，今年的储库目标可能有所下调。4月起，欧洲天然气需求转淡，补库季开启，但从俄罗斯到欧洲大部分管道气渠道仍处中断状态，较大的库存缺口需进口相当量的LNG补充，欧盟从美国进口的LNG呈明显抬升趋势。在欧盟较大的补库需求下，即使LNG新增项目放量使供应增加，全球LNG也较难转向全面宽松，中短期内LNG气价尚有支撑。

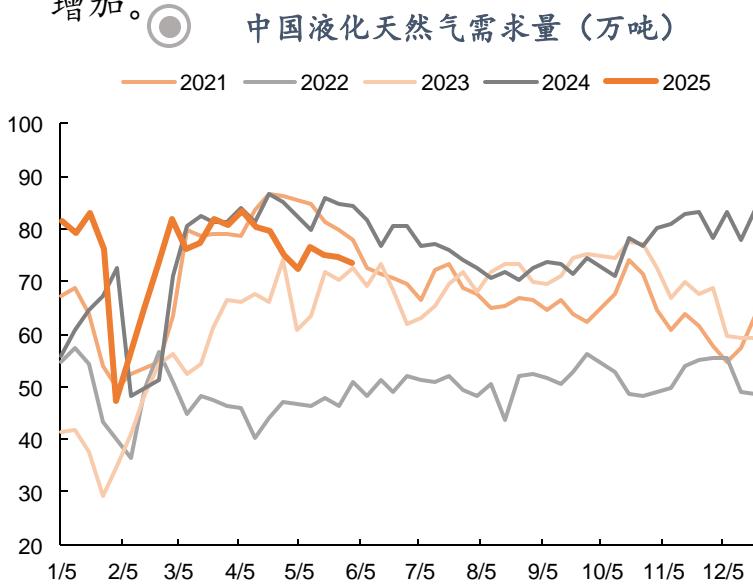


资料来源：wind, Eurostat, 平安证券研究所

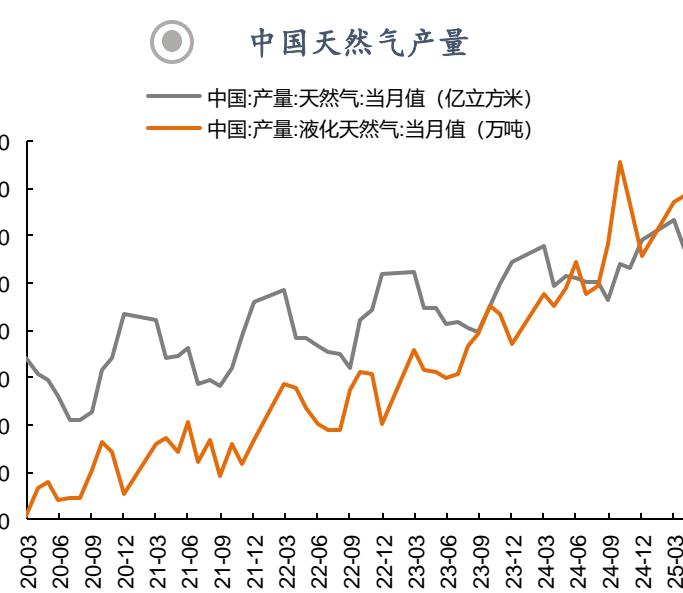
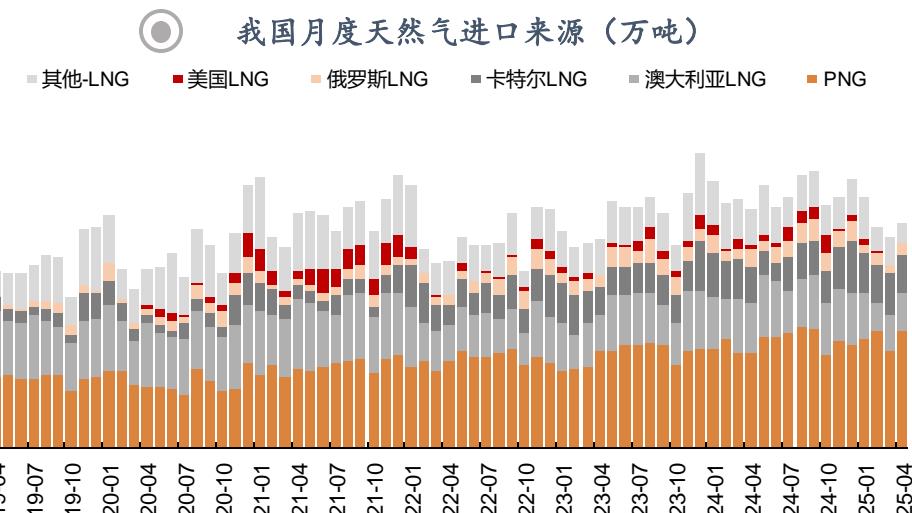
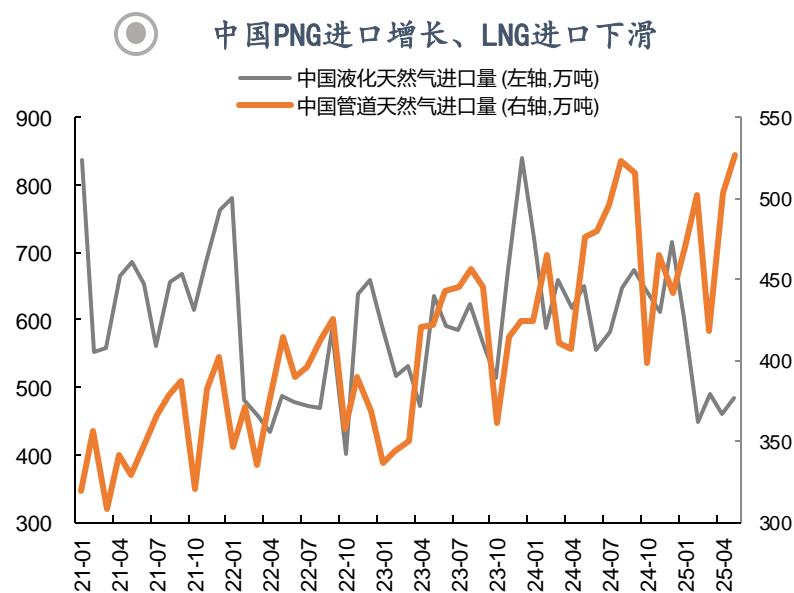


中国：国产气+进口俄罗斯管道气上量，国内供应充足，LNG进口减少

➤ 2025年上半年，因厄尔尼诺事件滞后效应及冬季风偏弱，国内冬季气温偏高，供暖用气需求不足，叠加中美双方关税博弈，导致天然气消费表现偏弱；供给端，西伯利亚力量1号管线输气能力释放，我国从俄罗斯进口管道气持续增加，同时国产天然气增产上量节奏向好，国内供应充足。由于国际LNG气价仍处高位，对中国LNG进口量形成一定压制，2025年上半年中国液化天然气进口量下降明显（据wind数据，前5月我国LNG累计进口量同比下降23.2%）。2025年下半年，随着全球贸易关系缓和，国际天然气贸易有望好转，迎峰度夏发电用气旺季和储气需求刺激下，我国天然气消费和进口有望增加。



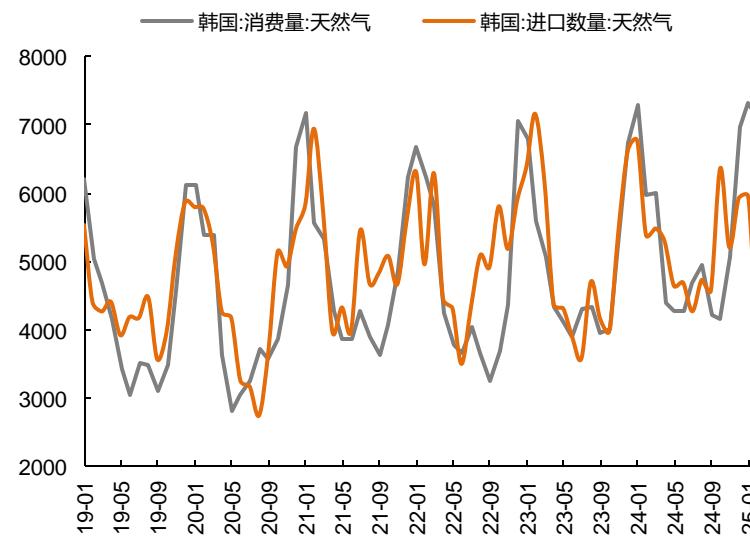
资料来源：wind，平安证券研究所，PNG-管道天然气



日韩：日本天然气需求受核电挤占稳中趋弱，韩国受发电和城燃耗气支撑

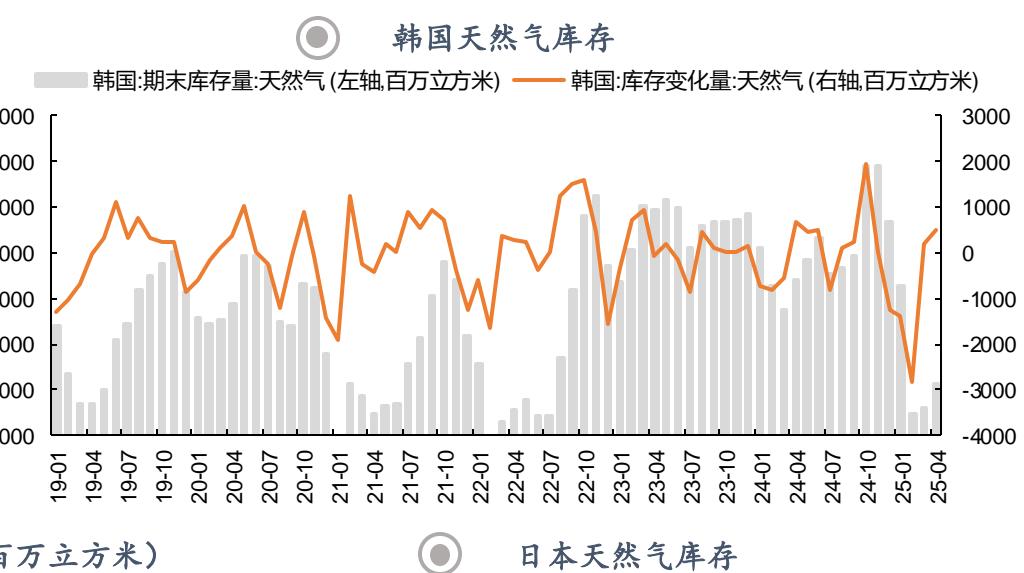
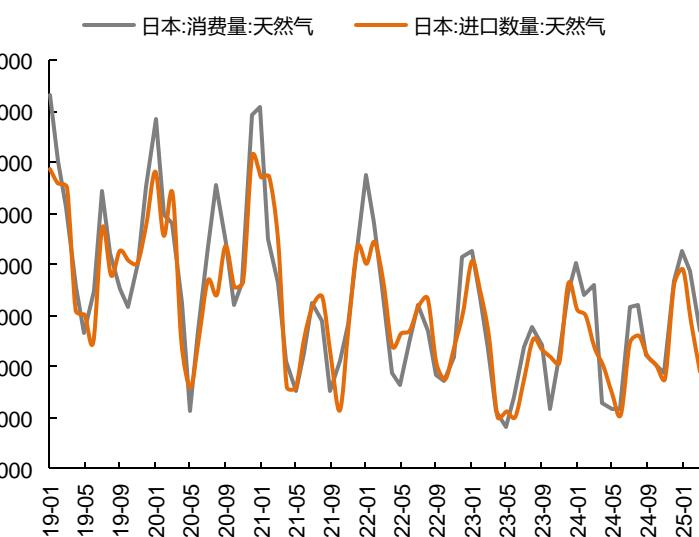
- 日本重启核电机组后，核电对气电需求有一定挤占，天然气消费量整体趋弱，25Q1日本冬季气温偏低叠加核电机组推迟重启，取暖季天然气消费表现坚挺，进口天然气同比小增0.84%（据wind），当前日本天然气库存储备较为充裕。
- 韩国天然气需求受发电和城燃用气支撑，据wind数据，25Q1取暖季气温偏低带动天然气消费同增5.4%，但在国际LNG高价下，25Q1韩国天然气进口同比下降7.5%，导致供暖季末库存降至低位，短期若气价下跌则有较低补库需求。
- 进入三季度，日韩天然气进入消费淡季，需求或呈现震荡趋弱状态。

韩国天然气消费量和进口量（百万立方米）



资料来源：wind，平安证券研究所

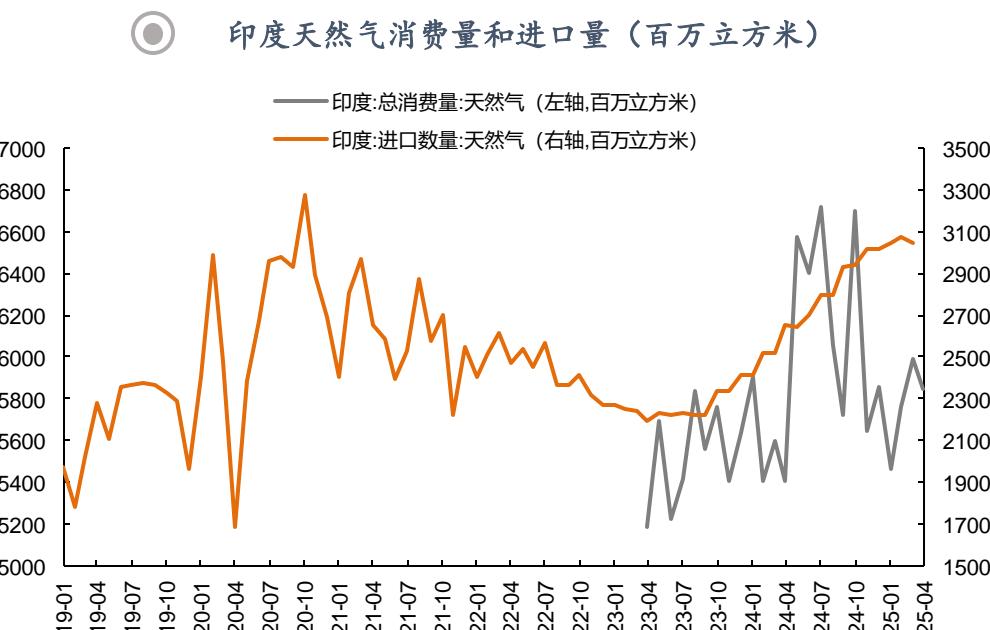
日本天然气消费量和进口量（百万立方米）



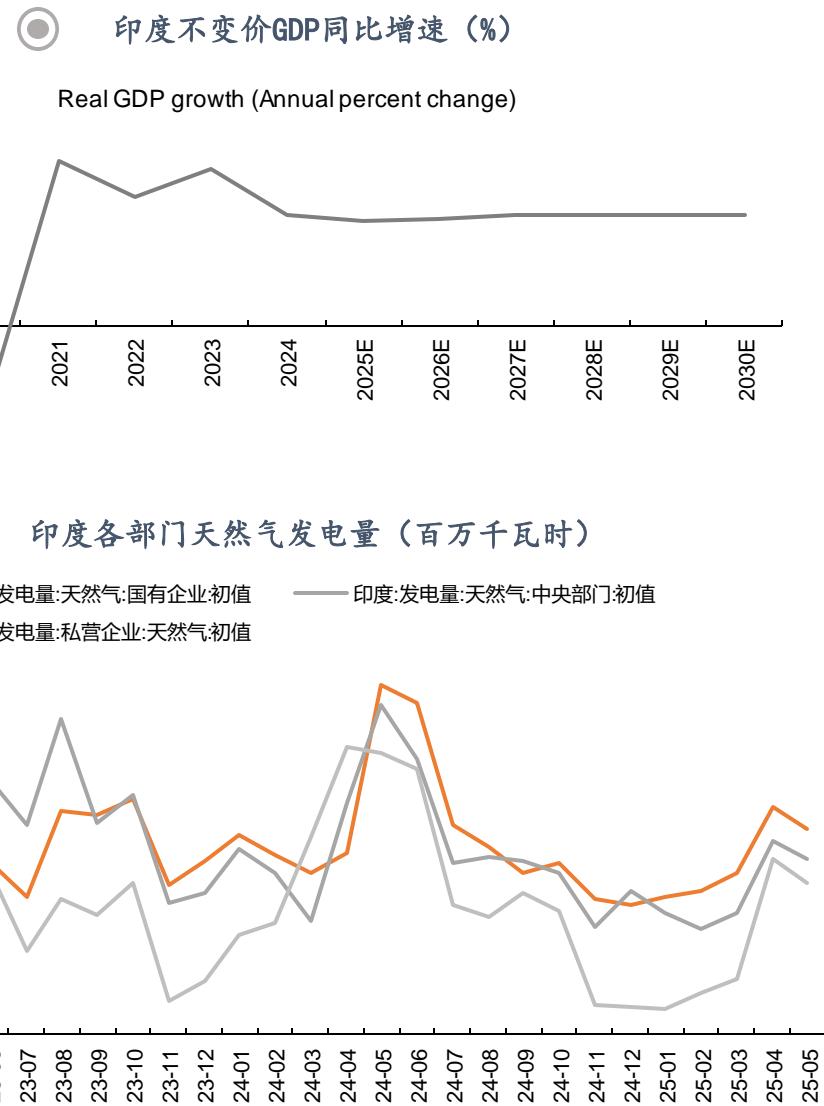
印度：经济增长相对强劲，天然气消费和进口得到提振

➤ 印度经济有望保持强劲的增长势头，据IMF预计，2025-2028年

印度GDP年均增速有望达6.375%，经济增长向好提振电力、工业、民用等产业耗气需求，印度天然气消费量有望保持增长趋势，2025年1-4月印度天然气消费量同比增加3.3%，25Q1印度LNG进口量同比高增23%，随着夏季高温天气来临，居民耗电需求上行，印度天然气消费和进口有望继续保持增长。



资料来源：wind, IMF, 平安证券研究所，注：wind披露印度天然气总消费量数据时间从2023年4月开始，因此此前数据未显示





目录 CONTENTS

● 原油：短期关注地缘反复，中期回归基本面定价逻辑

价格端：短期交易地缘动荡，中期锚定基本面预期

基本面：OPEC+加快增产节奏，供需过剩预期或兑现

● 天然气：冷冬延续支撑气价，贸易结构进一步调整

价格端：呈较强季节性规律，冷冬高耗库驱动气价偏强震荡

基本面：欧补库对美LNG需求或增加，中对俄进口管道气上行

● 投资建议和风险提示

投资建议：维持“推荐”评级

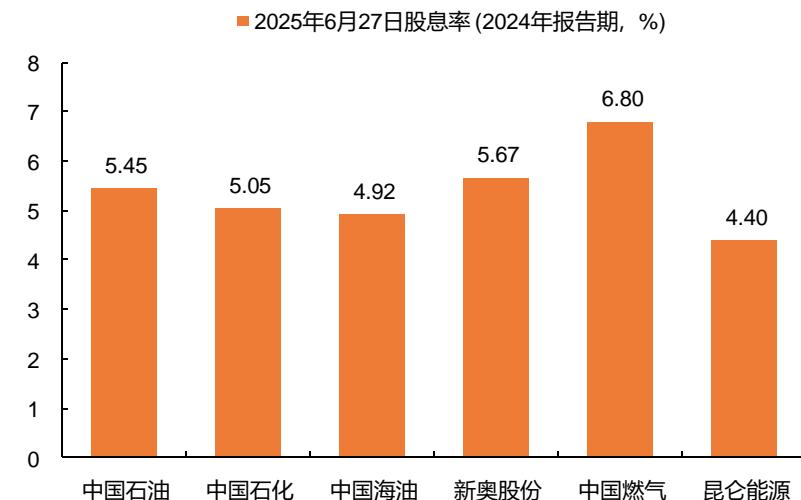
➤ 国际油气价格受地缘政治、气候变化、供应国权衡份额和价格等因素影响而波动剧烈，国内油企通过上下游一体化布局和多元化油气资源的进口来源而降低了整体业绩对国际油气价格的敏感性，并加速在国内挖掘海上油气资源等方式降低能源对外依存度。此外，为响应国家鼓励上市公司合理提高分红率的倡导，头部油企维持较高的现金分红率，在当前低利率环境下，经营较稳健的低估值高股息资源型企业仍具较好投资价值。建议关注低估值高股息的稳健型资源领先企业：中国石油、中国石化、中国海油，以及兼有油气挂钩长协气源和市场化气源等多元化原料构成、分红比例较高的城燃企业：中国燃气、昆仑能源、新奥股份。

◎ 重点公司估值表

股票名称	股票代码	股票价格(元)	EPS(元/股)				P/E (倍)				评级
			2025/6/27	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
中国石油	601857.SH	8.62	0.90	0.92	0.94	0.98	9.6	9.4	9.2	8.8	暂未评级
中国石化	600028.SH	5.66	0.41	0.45	0.48	0.51	13.8	12.6	11.8	11.1	暂未评级
中国海油	600938.SH	26.12	2.90	2.88	2.95	3.01	9.0	9.1	8.9	8.7	暂未评级
新奥股份	600803.SH	18.70	1.45	1.70	1.92	2.16	12.9	11.0	9.7	8.7	暂未评级
中国燃气	0384.HK	6.71	0.54	0.62	0.69	0.76	12.4	10.8	9.7	8.8	暂未评级
昆仑能源	0135.HK	7.00	0.69	0.76	0.81	0.87	10.1	9.2	8.6	8.0	暂未评级

资料来源：ifind，平安证券研究所，注：重点公司估值EPS来自ifind一致预期

◎ 重点公司股息率



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) 供应过剩的风险：如果OPEC+加快原油增产节奏，美国、加拿大等国家加大油气资源开发，LNG项目加快产能释放进程，则可能导致国际油气资源出现供应过剩的格局，从而影响油气价格中枢。
- 3) 地缘局势的不确定性：地缘政治局势的变化会造成油气价格的剧烈波动，从而影响油气价格的判断。
- 4) 新能源加速迭代的风险：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。

股票投资评级:

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数20%以上）

推 荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数10%至20%之间）

中 性（预计6个月内，股价表现相对沪深300指数在±10%之间）

回 避（预计6个月内，股价表现弱于沪深300指数10%以上）

行业投资评级:

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于沪深300指数5%以上）

中 性（预计6个月内，行业指数表现相对沪深300指数在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于沪深300指数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:

此报告旨为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2025版权所有。保留一切权利。