

能源观察系列（四）

东忧西困——近期国内外能源动态跟踪

相关研究报告

【平安证券】行业深度报告*前瞻性产业研究*能源观察系列（一）：能源革命初探，不止于碳中和*20220720

【平安证券】行业深度报告*前瞻性产业研究*能源观察系列（二）：极端气候之变，能源转型之思——兼论新旧能源协同下的传统能源长期逻辑*20220906

【平安证券】行业深度报告*前瞻性产业研究*能源观察系列（三）：危墙之下——欧盟今冬天然气供给缺口测算*20220915

证券分析师

陈骁 投资咨询资格编号
S1060516070001
chenxiao397@pingan.com.cn

郝博韬 投资咨询资格编号
S1060521110001
haobotao973@pingan.com.cn



投资要点

- 10 月上旬，能源领域延续了以地缘政治对传统能源的供给扰动为短期主线、以新能源的加速发展为长期主线的特征；并呈现出中东原油、东亚煤炭面临隐忧，欧盟能源危机困局难解的“东忧西困”格局。同时，随着地缘政治及宏观经济形势的不断变化，传统能源供给修复的困难程度不断加深，新能源供给加速的需求不断强化。
- 传统能源扰动加剧，走势分化。10 月上旬：1）全球原油价格因供给端 OPEC+减产预期落地而大幅上行，扭转了 6 月以来强美元、弱需求导致的缓慢回落态势。2）天然气价格因欧盟缺乏实质性补供措施而维持高位。3）动力煤上游生产情况略有好转，价格有所回落；炼焦煤下游需求改善，价格不断走高。展望后市，我们认为传统能源价格整体仍将维持高位。其中，原油及天然气的主要支撑因素源自供给不足，而煤炭则主要来源于下游需求的持续改善。
- 新能源发展预期不断强化。受传统能源供给不足影响，可再生能源发展预期愈发稳定，欧盟及中国在 10 月上旬均加大了政策支持力度。1）欧盟继 9 月进一步上调可再生能源发展目标后，于 10 月上旬不断批准各成员国的国家援助计划，以保障平稳过冬及可再生能源体系建设。2）中国出台了《能源碳达峰碳中和标准化提升行动计划》，从供给、需求及技术三方面优化能源体系标准，推动可再生能源建设的规范化，避免盲目上量、建设水平不达标等情况的出现，同时尽可能减少化石能源所导致的排放及污染问题，并规范电力市场运行。
- 投资建议：我们认为，传统化石能源价格高企的现状在短期内恐难出现较大幅度的改善，因此其上游产业链仍将维持较高景气度。其中：1）原油开采行业的景气度受益于国际油价的再度回升。2）煤炭开采行业中，炼焦煤在补库需求下短期相较动力煤更优，而随着冬季到来动力煤价格也有望再度上涨。3）天然气领域，液化设备及液化服务提供商在欧盟天然气缺口较大背景下有望获得增量业务机会。4）海运等运输服务在欧盟强化能源进口、中国炼焦煤补库的情况下也具有一定机会。5）此外，我们看好新能源的长期发展趋势，且在当前欧盟能源供给不足、冬季开工形势堪忧的背景下，我国新能源设备生产商及出口商的景气度具有保障，建议持续关注相关领域的投资机会。
- 风险提示：1）地缘政治形势变化，传统能源供给超预期修复或超预期恶化，量、价两端损害企业利润；2）疫情反复，下游企业预期悲观，能源消费、补库需求恶化；3）冬季极端天气再度发生，企业开工、运输等面临较大困境，生产销售无法保障。

一、传统能源：油气供给各存隐忧，煤炭价格相对稳定

近期传统能源价格走势分化。油价因供给端 OPEC+减产而大幅上行，天然气价因欧盟缺乏实质性补供措施而维持高位，煤炭价格则根据品种呈现分化走势。

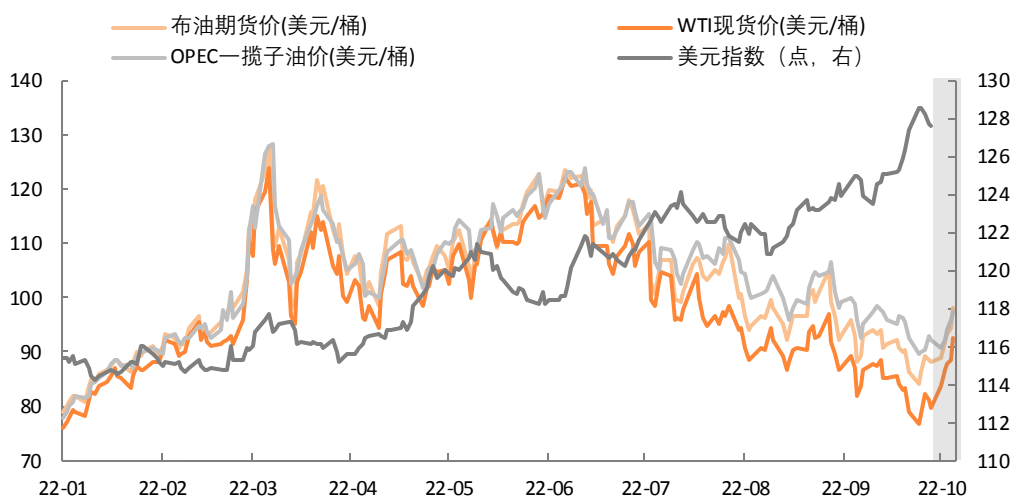
1.1 原油：OPEC+减产确定，国际油价再度回升

OPEC+减产确定，国际油价回升。自 6 月以来，美元的不断走强及全球经济衰退预期发酵等因素，导致此前高企的油价不断回落。然而，10 月 5 日，OPEC+会议决定坚持自 11 月起将原油总产量下调 200 万桶，美国斡旋无效。供给收缩确定，国际油价大幅上涨。截至 10 月 7 日，布油期货上涨 11.32%至 97.92 美元/桶，WTI 现货上涨 16.54%至 92.64 美元/桶。

OPEC+减产的潜在原因有二：一是地缘政治因素，既包括全球性的俄欧、俄美政治博弈，也包括区域性的伊核协议、也门军事行动等方面的美国-中东博弈。二是全球经济衰退风险加剧及美元不断走强之下，以沙特为首的中东产油国的石油出口面临量、价双重风险，国内经济前景堪忧，减产稳价意愿强烈。

展望后市，原油价格或将维持高位。在地缘政治冲突、欧盟能源危机、中国疫情反复等多重因素影响之下，全球宏观经济形势的不确定性仍大。OPEC 国家为保障自身经济安全，可能继续通过供给侧调整维持原油价格在较高水平，因此需求端及美元对原油价格的扰动很可能被供给调整所弥合。

图表1 10 月初国际原油价格再度回升



资料来源：Wind，平安证券研究所

1.2 天然气：欧盟供暖季开始，欧盟仍然缺乏实质性措施

欧盟动作频繁，但缺乏应对能源危机的实质性措施。10 月 1 日起，欧盟正式进入供暖季，同时俄罗斯对欧步步紧逼，欧盟天然气缺口暂时无解，因此 10 月以来欧盟政策决策陷入挣扎：

一方面，欧盟动作不断，各类措施层出不穷。10 月 6 日，欧盟通过了新一轮对俄制裁措施，手段包括对俄海上石油贸易设置价格上限、新的进出口禁令、禁止欧盟国民参与俄罗斯国有企业董事会等；同日，欧盟及其周边国家（包括乌克兰）在布拉格召开欧洲政治共同体（European Political

Community) 成立大会,以“扩大版欧盟”的形式强调对欧盟邻国的支持,并以此应对俄罗斯的核威胁等“鲁莽行为”。

另一方面,增量气源难寻,欧盟各国应对能源危机难成合力,削减需求看似不可避免。10月7日,欧洲政治共同体领导人在布拉格非正式会议上继续讨论天然气价格上限措施,但无法达成一致,德国、奥地利和荷兰等欧盟成员国与挪威等非欧盟成员国持反对态度。同时,法国也在反对建立西班牙至德国的MidCat天然气管道,并主张在短期内以建立更加一体化的电网为首要任务,西班牙出售天然气和氢气与法国出售电力之间的矛盾仍难调和。不仅欧盟级别的政策难以达成一致,成员国间对各自政策的外部性影响也更加敏感。德国宣布将为其国民及企业提供2000亿欧元的补贴以减轻通胀的影响,但被波兰等其他国家批评为对统一市场具有“摧毁性”;英国启动新一轮石油及天然气项目许可,但短期内难以形成产量扩张,并被批评为气候政策的倒退。

简而言之,10月以来,欧盟虽然动作不断,但缺乏应对能源危机的进一步措施,主要措施仍以此前的一揽子计划为主。

图表2 当前欧盟应对能源危机主要手段

序号	主要手段	具体内容
1	节能计划	强制削减5%的电力需求,并鼓励自愿削减10%的电力需求
2	可再生能源利润帽	对非化石能源发电厂设定180欧元/兆瓦时的超额收入上限,超出部分由政府收取
3	化石能源暴利税	如果化石能源公司在2022财年的利润比2018年以来均值增长了20%及以上,将面临33%的暴利税

资料来源:EU Commission, 平安证券研究所

图表3 天然气价格维持高位(便士/色姆)



资料来源:Wind, 平安证券研究所

展望后市,天然气价格仍将维持较高水平,且仍有继续上涨可能。如同我们在能源观察系列³中所述,欧盟暂时无法通过其他途径大量进口天然气以弥补俄气断供的损失。同时,自北溪管道事故后,俄罗斯恢复供气渠道受损,即便俄欧双方重新合作也需要较长时间对基础设施进行维修,供气量难以恢复到往年水平,天然气价格易升难降。同时,考虑到俄乌局势趋于复杂化,天然气供给的不确定性愈发增加,在需求相对刚性的冬季甚至有进一步上涨的可能。

1.3 煤炭:国内动力煤价回落,国际煤价平稳

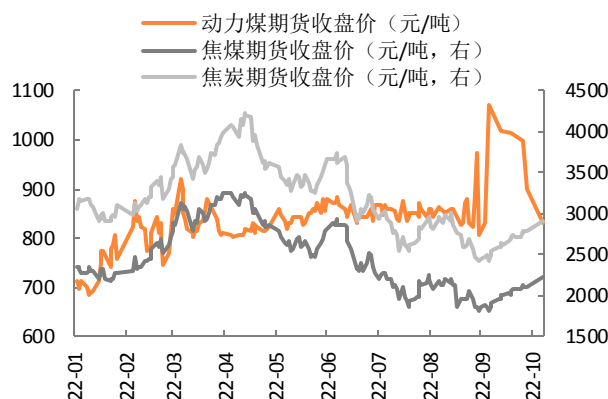
国内动力煤价回落,炼焦煤价上涨。10月以来,中国动力煤及炼焦煤价格走势出现分化。其中,动力煤价格高位回落,主要原因在于前期部分产煤区疫情管控影响逐渐好转,结构性供给不足缓和,动力煤价有所回落。而炼焦煤则受益于下游需求好转及前期低库存影响,迎来一波价格上行走势。

国际方面,国际煤价相对平稳,主因在于俄罗斯煤炭通过土耳其绕过进出口禁令。欧盟对俄进口禁令颁布后,俄罗斯煤炭断供本身有望为其他煤炭出口国带来增量需求,进而为其他主要煤炭出口国煤价提供上行动力。然而,在实际运行过程中,俄罗斯煤炭通过转道土耳其实现对欧供应,其他国家可获得的市场份额不及预期,国际煤炭价格相对稳定。

³ 见:平安证券前瞻性产业研究报告.能源观察系列(三):危墙之下——欧盟今冬天然气供给缺口测算.20220915.

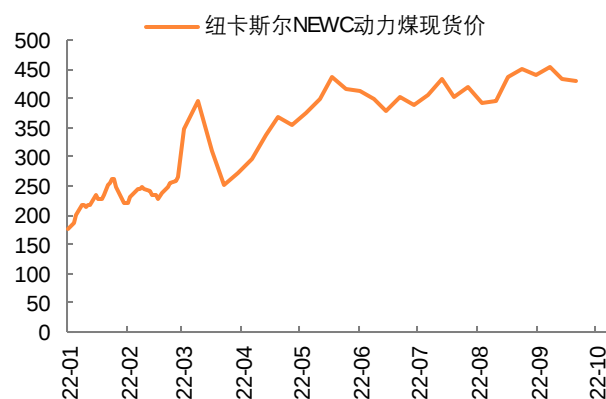
展望后市，煤炭价格仍有维持高位的动力。国际方面，今冬欧盟面临较大天然气供暖缺口，包括德国在内的多个欧盟国家大量使用煤炭取暖基本已成定局，英、法等国的政府首脑也在10月初不约而同地谈及冬季停电问题。需求旺盛之下，国际煤炭价格暂时不存在大幅下行的可能性。国际煤炭价格维持高位，同样将会对我国煤炭价格形成支撑，动力煤价随之维持高位的可能性较大。同时，国内炼焦煤在下游预期好转及补库需求之下，年内也大概率不会出现价格大幅下跌的情况。国内、国际煤炭价格均具有维持高位的动力。

图表4 国内动力煤价回落，炼焦煤价上涨



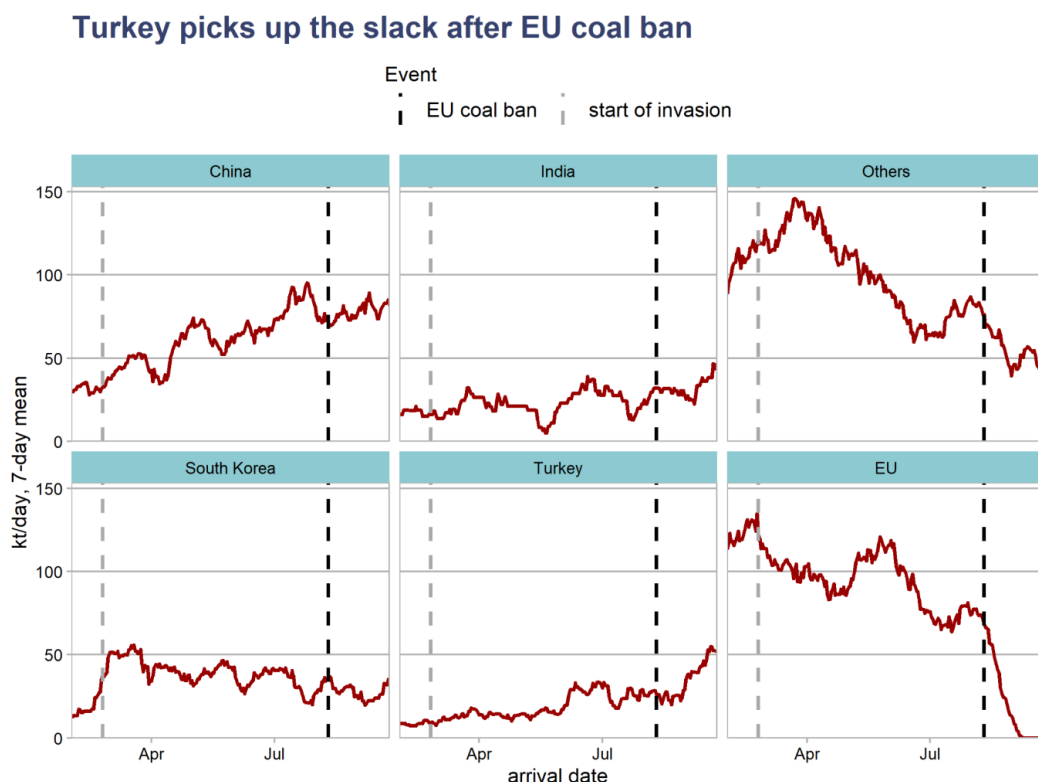
资料来源：EU Commission，平安证券研究所

图表5 澳大利亚动力煤价逐渐平稳（美元/吨）



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表6 俄罗斯煤炭转道土耳其向欧盟输送，其他国家增量市场份额不及预期



资料来源：CREA，平安证券研究所

二、 新能源：欧盟推动能源转型，中国加速体系标准化

可再生能源领域，国庆期间欧盟及中国均有一定政策措施出台。其中，欧盟主要聚焦于进一步提升对可再生能源的支持力度，加速能源转型；而中国则聚焦于提升可再生能源标准化，通过标准化进程提升可再生能源发展质量，促进双碳目标达成。

2.1 欧盟：可再生能源发展目标再强化

欧盟 10 月起开始通过各类手段强化可再生能源基础设施建设。9 月欧盟议会通过可再生能源指令修正案，确立在 2030 达到可再生能源占 45% 的目标，高于此前各成员国确定的 40%。该目标虽仍需成员国进一步讨论才能最终确定，但已然表明欧盟通过可再生能源提升能源独立性的决心。为实现该目标，欧盟成员国需要进一步提升跨国合作，平均每个国家需要实施至少两个跨境电力项目²。

10 月以来，欧盟通过各类政策不断提升该目标实现的可能性。一方面，欧盟成立了规模达到 241 亿欧元的“2021-2027 年欧洲基础设施、气候和环境基金”，用于能源基础设施改造。另一方面，欧盟还分别批准了斯洛伐克、芬兰的国家援助计划，其中斯洛伐克将自欧盟 RRF 及现代化基金获得 11 亿欧元的资金，以帮助工业脱碳、降低能源密集度，并减轻对俄能源依赖；芬兰将可以通过自身财政为电力生产商提供 100 亿欧元的贷款担保，以减轻能源危机对其造成的冲击。

整体看，相较于对当前能源危机的“束手无策”，欧盟发展可再生能源、降低能源对外依存度的决心十分坚定，并在不断付诸行动。

2.2 中国：优化可再生能源技术标准

10 月 9 日，国家能源局发布《能源碳达峰碳中和标准化提升行动计划》（简称《计划》），推动能源领域标准化行动。《计划》主要领域包括：1）供给侧，对新能源（水核风光氢）、电力、储能三大领域的相关标准进行建设，推动能源标准从数量规模型向质量效益型转变；2）消费侧，进一步提升化石能源能效标准，研究电力及能源服务市场标准制定或提升；3）健全完善能源产业链的碳减排标准。

同时，《计划》提出：到 2025 年，初步建立起较为完善、可有力支撑和引领能源绿色低碳转型的能源标准体系；到 2030 年，建立起结构优化、先进合理的能源标准体系，能源标准与技术创新和产业转型紧密协同发展，能源标准化有力支撑和保障能源领域碳达峰、碳中和。

总体而言，《计划》主要聚焦于通过制定行业及技术标准，推动可再生能源建设的规范化，避免盲目上量、建设水平不达标等情况的出现，同时尽可能减少化石能源所导致的排放及污染问题，并规范电力市场运行。

三、 投资建议

整体看，近期能源领域延续了以地缘政治对传统能源的供给扰动为短期主线、以新能源的加速发展为长期主线的特征。同时，随着地缘政治及宏观经济形势的不断变化，传统能源供给修复的困难程度不断加深，新能源供给加速的需求不断强化。

² 欧洲议会支持 2030 年 45% 的可再生能源目标 - EURACTIV.com

我们认为，传统化石能源价格高企的现状在短期内恐难出现较大幅度的改善，因此其上游产业链仍将维持较好景气度。其中：1) 原油开采行业的景气度在国际油价再度回升的背景下整体较好；2) 煤炭开采行业中炼焦煤在补库需求下短期相较动力煤更优，而随着冬季到来动力煤价格也有望再度上涨；3) 天然气领域，液化设备及液化服务提供商在欧盟天然气缺口较大背景下有望获得增量业务机会；4) 海运等运输服务在欧盟强化能源进口、中国炼焦煤补库的情况下也具有一定机会。

此外，我们不仅长期看好新能源发展趋势，还认为在当前欧盟能源供给不足、冬季开工形势堪忧的背景下，我国新能源设备生产商及出口商的景气度具有保障，建议持续关注相关领域投资机会。

四、风险提示

- 1、地缘政治形势变化，传统能源供给超预期修复或超预期恶化，量、价两端损害企业利润。
- 2、疫情反复，下游企业预期悲观，能源消费、补库需求恶化。
- 3、冬季极端天气再度发生，企业开工、运输等面临较大困境，生产销售无法保障。

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 2022 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

上海

北京

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
邮编：518033

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033