

事件一：2025年1月7日，山东港口集团内部发布通知，禁止任何受美国OFAC制裁的油轮停靠其港口。

山东港口集团管理着中国东北沿海的主要港口，包括青岛、日照和烟台，这些港口是中国从俄罗斯、伊朗和委内瑞拉进口受制裁石油的主要目的地，港口为规避潜在法律风险和经济制裁风险等采取措施，实施风险隔离。

事件二：2025年1月10日，美国宣布对俄罗斯石油行业实施迄今为止最严厉的制裁。

美国财政部于2025年1月10日宣布对俄罗斯石油行业实施严厉制裁。目标包括180多艘运输油轮、两大俄罗斯石油公司（俄罗斯天然气工业石油公司和苏尔古特石油天然气公司）及其子公司，主要的石油交易商、油田服务提供商、保险公司和能源官员也均受到了制裁。

随着美国实施新的制裁以遏制俄罗斯的收入，印度公司认为俄罗斯的石油供应将受到严重干扰，这促使炼油商从中东和美国寻找原油。

点评：

1、山东港口通知措施带来合规市场 VLCC 运输需求增加：1) 涉及 900 艘制裁船舶，VLCC 占比高。山东港口是中国原油进口的重要枢纽，占中国原油进口总量的约 35%。根据 ABG Sundal Collier，当前全球油轮船队中约 5% 的运力已被正式列入美国的制裁名单，其中 VLCC 的占比更高，达到 7%。**2) 伊朗原油运输** 山东港口比重约占全国 2/3，24 年平均每天有 95 万桶运往山东，后续观察若美国对伊朗油制裁进一步加剧，则需求或转向合规市场原油，相应增加合规市场油运需求。

2、俄油制裁运距拉长、运段增加提升实际运输需求。1) 俄罗斯目前是印度最大的石油供应国，占印度原油进口总量的 40%；**2) 中国**从俄罗斯、伊朗和委内瑞拉进口的石油量在过去三年中大幅增加，从每天约 50 万桶增加到超过 150 万桶。**3) 远东、印度**的部分需求或从中东、俄罗斯可能转移至美洲，寻找石油替代供应源或拉长油运运距，提升实际运输需求。

3、VLCC 船舶运力供给有限。在全球资源贸易格局重塑中，运力供给有限或加速油轮供需紧张。1) 2024 年 12 月，VLCC “Amor” 号被拆解，是 2022 年 8 月以来第一艘被拆解的 VLCC。**2) Clarksons 预测** 2025 年全球仅 5 艘 VLCC 新船交付，边际新增接近于 0。**3) 根据 Clarksons 数据**，预计 25-27 年分别新增 5、19、21 艘 VLCC，订单量占总船队的 5%，供给有限。

投资建议：本次制裁加强的确定性高，运油市场供需缺口收紧下或抬升运价中枢，看好 VLCC 供需格局改善，建议关注中远海能 AH、招商轮船、招商南油。

风险提示：制裁程度不及预期，VLCC 超预期供给，油品需求增长不及预期。

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
600026.SH	中远海能	12.12	0.98	1.25	1.44	12	10	8
601872.SH	招商轮船	6.29	0.64	0.81	0.90	10	8	7
601975.SH	招商南油	3.08	0.43	0.44	0.46	7	7	7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；

(注：股价为 2024 年 01 月 10 日收盘价；未覆盖公司数据采用 wind 一致预期)

推荐

维持评级



分析师 黄文鹤

执业证书：S0100524100004

邮箱：huangwenhe@mszq.com

相关研究

1. 交通运输行业动态点评：航空关注春运预售表现，中蒙跨境铁路草案通过，国际物流巨头提价-2024/12/30

2. 交运行业 2025 年度投资策略：“哑铃型”策略，攻守兼备，寻找交运的投资线索-2024/12/20

3. 交通运输行业动态点评：美国大选落幕，交运板块中短长如何演绎-2024/11/09

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048