



Research and
Development Center

美国对俄罗斯发起新一轮制裁， 原油市场受此影响多大？

2025年1月13日

左前明 能源行业首席分析师
执业编号：S1500518070001
联系电话：010-83326712
邮箱：zuoqianming@cindasc.com

胡晓艺 石化行业分析师
执业编号：S1500524070003
邮箱：huxiaoyi@cindasc.com

证券研究报告

行业研究——点评

石油加工行业

本次评级——看好
上次评级——看好

左前明 能源行业首席分析师
执业编号：S1500518070001
联系电话：010-83326712
邮箱：zuoqianming@cindasc.com

胡晓艺 石化行业分析师
执业编号：S1500524070003
邮箱：huxiaoyi@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编：100031

美国对俄罗斯发起新一轮制裁，原油市场受此影响多大？

2025年1月13日

➤ **事件：**2025年1月10日，美国财政部宣布针对俄罗斯的主要收入来源，对 Gazprom Neft 和 Surgutneftegas 及其 20 多家子公司、183 艘船只（大部分属于影子舰队油轮以及俄罗斯船队运营商油轮，运送俄罗斯和伊朗石油）以及数十家石油贸易商、油田服务提供商、保险公司和能源官员实施制裁。

财政部还发布了修订后的 8L 通用许可证，该许可证授权在东部夏令时间 2025 年 3 月 12 日 12: 01 之前逐步结束某些与俄罗斯能源相关交易。

同时，美国财政部禁止向位于俄罗斯联邦的人提供美国石油服务，从而切断俄罗斯获得与原油和其他石油产品开采和生产相关的美国服务的机会。该禁令从东部标准时间 2025 年 2 月 27 日 12: 01 开始生效。

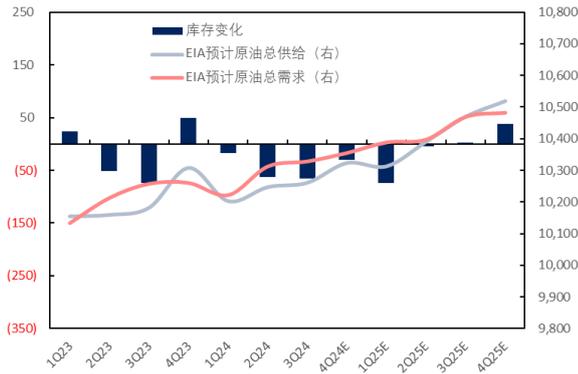
➤ **点评：**

➤ **美国对俄罗斯实施大力度制裁，或导致原油供给端减少百万桶/天：**美国 1 月 10 日宣布对俄罗斯实施新一轮制裁，制裁涉及 183 艘船只，其中包括 119 艘原油油轮（包括 crude oil tanker、oil tanker、浮动原油储油船及穿梭油轮）、43 艘产品油轮（包括 chemical/oil tanker、products tanker、LPG 运输船）、21 艘其他类型船只（包括补给船、LNG 运输船、拖船、客船、破冰船等），主要由俄罗斯船队运营（108 艘）和影子舰队船只（75 艘，小部分涉及中国船东）。根据 IEA 统计，截至 2024 年 11 月，俄罗斯原油出口量为 490 万桶/天、石油产品出口量为 250 万桶/天。截止 2024 年 7 月，约 80% 的俄罗斯海运原油出口和 40% 左右的海运石油产品出口的运输船只非 EU/G7/Norway 拥有或投保。根据标普全球，俄罗斯影子舰队规模在 586 艘，主要服务于俄罗斯的波罗的海和黑海出口港口，以规避 G7 集团价格上限的制裁。我们粗算，俄罗斯受制裁油轮（crude oil tanker、oil tanker、浮动原油储油船、穿梭油轮以及 chemical/oil tanker）为 143 艘，占比约 24%，根据彭博统计，可能会对俄罗斯约 30% 的海运原油出口造成影响，对原油供给端影响规模在 100 万桶/天以上水平。2022 年欧盟禁运和价格上限后，俄罗斯石油出口总量保持稳定，主要得益于贸易航线向亚太地区转移，此次美国加大对俄罗斯船队及影子舰队制裁，或对俄罗斯的石油出口流动性打击更大。

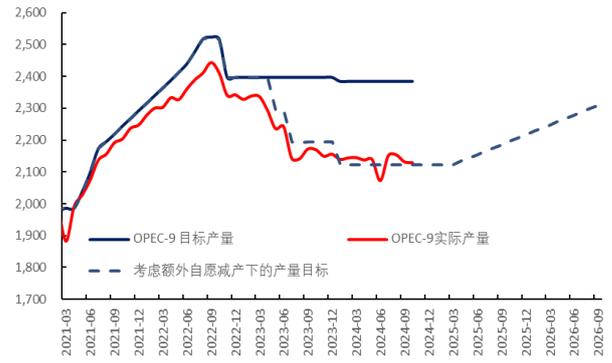
➤ **市场供给大幅抽紧，供需改善将需时日：**根据 EIA 在 2024 年 12 月 STEO 数据，由于需求增长和 OPEC+ 推迟增产等，2025H1 市场供给存在不足，其中 25Q1 去库幅度达 74 万桶/天。由于本次制裁涉俄海运原油出口量的约 30%，且出口链条上的相关方完成出口通道的重塑需要时间，我们预计会使得 25Q1 俄罗斯的原油出口量产生较大降幅，有望超百万桶规模。加之 2024 年 12 月美国实施了对伊朗的制裁，山东港禁止被制裁油轮入港，导致伊朗石油出口量存在下降预期。我们认为全球原

油供给在 25Q1 紧张程度持续增加。后续供给端的改善需视 25Q2 开始的 OPEC+增产情况，以及俄、伊原油出口应对制裁的有效性。

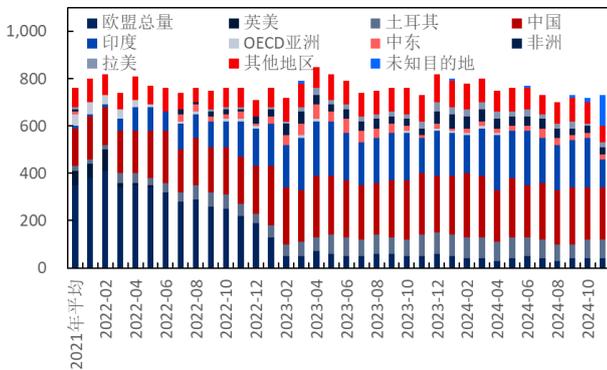
- **油价及运价涨幅较大且仍有上行动能，短期利空难现，特朗普上台后的政策动向影响市场方向：**2024 下半年油价表现出强现实弱预期的走势，但近期油价利空或已出尽，短期利空难现，市场预期出现了反转，包括特朗普提振美国中短期原油产量的手段和幅度有限（详见专题报告《特朗普新任期将会如何影响油价？》）、OPEC+推迟增产且降低了 2025 年增产节奏和增产总量、对中国及全球经济和需求预期好转等。后续主要关注特朗普上台后的政策动向，如发动贸易战等或将损害宏观经济环境和原油需求，对油价有潜在压制；如重拾对伊朗的强硬施压策略，则可能进一步降低伊朗原油生产能力及出口规模（特朗普上一任期对伊朗原油产量制裁力度在 100 万桶/天以上），从而推动油价继续上行。
- **油价上涨利好资源及油服标的，制裁油供给减少或利空地炼企业：**油价近期上涨且有较好支撑，利好中国石油、中国海油、中曼石油等资源型标的以及中海油服、海油工程等油服标的。美国对伊朗和俄罗斯原油的制裁或压缩国内敏感油供应量，提升原料油成本和重油运输成本，山东地炼企业等成本压力加大，有向下游成品油端价格传导或降低开工负荷的可能，有望改善国内成品油市场供需，利好中国石化、荣盛石化、东方盛虹等国营或民营炼化企业。
- **风险因素：**宏观经济波动风险；地缘政治风险；OPEC+调整产量政策风险。

图 1: EIA 对 2025 年原油供需结构预测 (万桶/天)


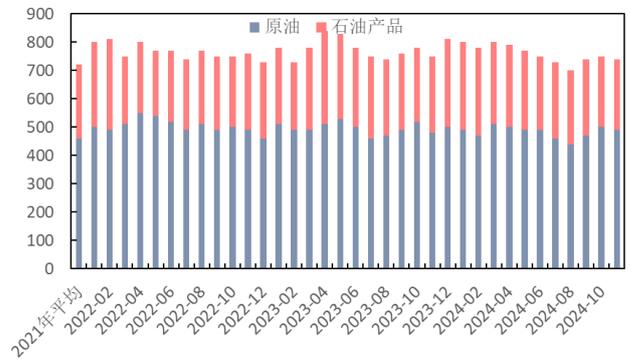
资料来源: EIA, 信达证券研发中心

图 2: OPEC 2025 年增产计划 (万桶/天)


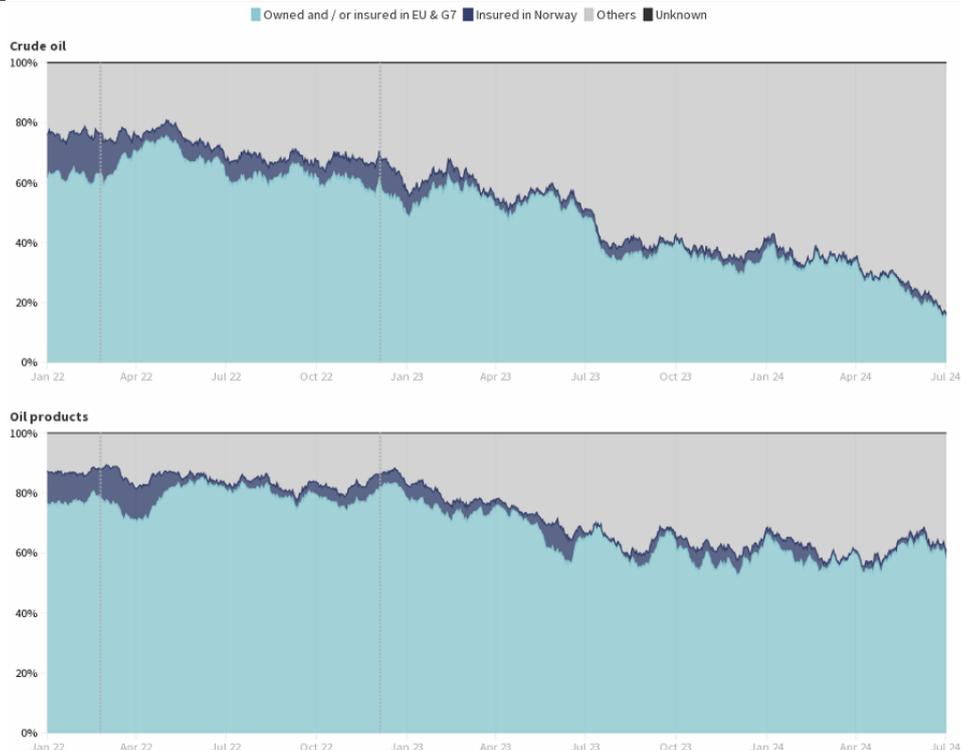
资料来源: OPEC, 信达证券研发中心

图 3: 俄罗斯分地区石油出口 (万桶/天)


资料来源: IEA, 信达证券研发中心

图 4: 俄罗斯分类型石油出口 (万桶/天)


资料来源: IEA, 信达证券研发中心

图 5: 俄罗斯海运石油出口运输油轮构成


资料来源: CREA, 信达证券研发中心

研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，信达证券研发中心副总经理，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

刘红光，北京大学博士，中国环境科学学会碳达峰碳中和专业委员会委员。曾任中国石化经济技术研究院专家、所长助理，牵头开展了能源消费中长期预测研究，主编出版并发布了《中国能源展望 2060》一书；完成了“石化产业碳达峰碳中和实施路径”研究，并参与国家部委油气产业规划、新型能源体系建设、行业碳达峰及高质量发展等相关政策文件的研讨编制等工作。2023年3月加入信达证券研究开发中心，从事大能源领域研究并负责石化行业研究工作。

胡晓艺，中国社会科学院大学经济学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

刘奕麟，香港大学工学硕士，北京科技大学管理学学士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入：股价相对强于基准15%以上；	看好：行业指数超越基准；
	增持：股价相对强于基准5%~15%；	中性：行业指数与基准基本持平；
	持有：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡：行业指数弱于基准。
	卖出：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。