

行业评级：看好（维持）
证券研究报告 | 行业专题报告
交通运输
2025年1月18日



美对伊俄油制裁升级，油运景气度锦上添花

——航运船舶行业专题（三）

证券分析师

姓名：孙延

资格编号：S1350524050003

邮箱：sunyan01@huayuanstock.com

证券分析师

姓名：王惠武

资格编号：S1350524060001

邮箱：wanghuiwu@huayuanstock.com

证券分析师

姓名：曾智星

资格编号：S1350524120008

邮箱：zengzhixing@huayuanstock.com

联系人

姓名：张付哲

邮箱：zhangfuzhe@huayuanstock.com



■ 美国对伊俄油轮制裁持续升级

- 拜登政府在特朗普上任前，多次增加针对伊俄油贸制裁。2025年1月10日，美国对俄罗斯原油出口实施了迄今为止最大力度的制裁。截至2025年1月10日，美国财政部海外资产控制办公室（OFAC）制裁名单上共有，原油油轮272艘/5037万DWT（占10.9%）；成品油轮124艘/765万DWT（占4.1%）。2025年1月10日制裁更是首次直接制裁伊俄委油贸的下游港口，预计将直接影响伊俄委油贸。
- 特朗普2.0上任在即，对伊俄制裁或将加重。特朗普支持美国油气产业发展。在全球原油供过于求的背景下，为确保美国在国际原油市场份额与发展前景，预计将继续、甚至加大对俄伊委油贸的制裁。

■ 油运景气度锦上添花

- 2020年到2024年，伊俄委原油出口量不断上升，挤压了其他地区的原油出口，并成为2024年VLCC TD3C运价下滑的主要原因之一。
- 在不考虑制裁影响下，预计随非OPEC+国家扩大产量、OPEC+复产，将有效刺激运量需求，而船队供给相对紧张，供需缺口持续扩大。中长期来看，我们认为油运市场处于上行周期。
- 在OPEC+持续推迟复产的背景下，持续增产的非OPEC地区成为原油海运贸易的核心增量来源。非OPEC的美国、拉美等位于大西洋地区，到中国的运距较中东远一倍以上，适合船型最大的VLCC进行海运运输。
- 随着制裁的加严，俄伊委货量转向其他地区，或将为合规船队市场提供新的需求增量，为油运基本面锦上添花。

■ 投资建议：

- 油运景气度锦上添花，建议关注中远海能、招商轮船、招商南油；
- 航运景气度传导船舶产业链上游，建议关注中国船舶、中国动力、松发股份。

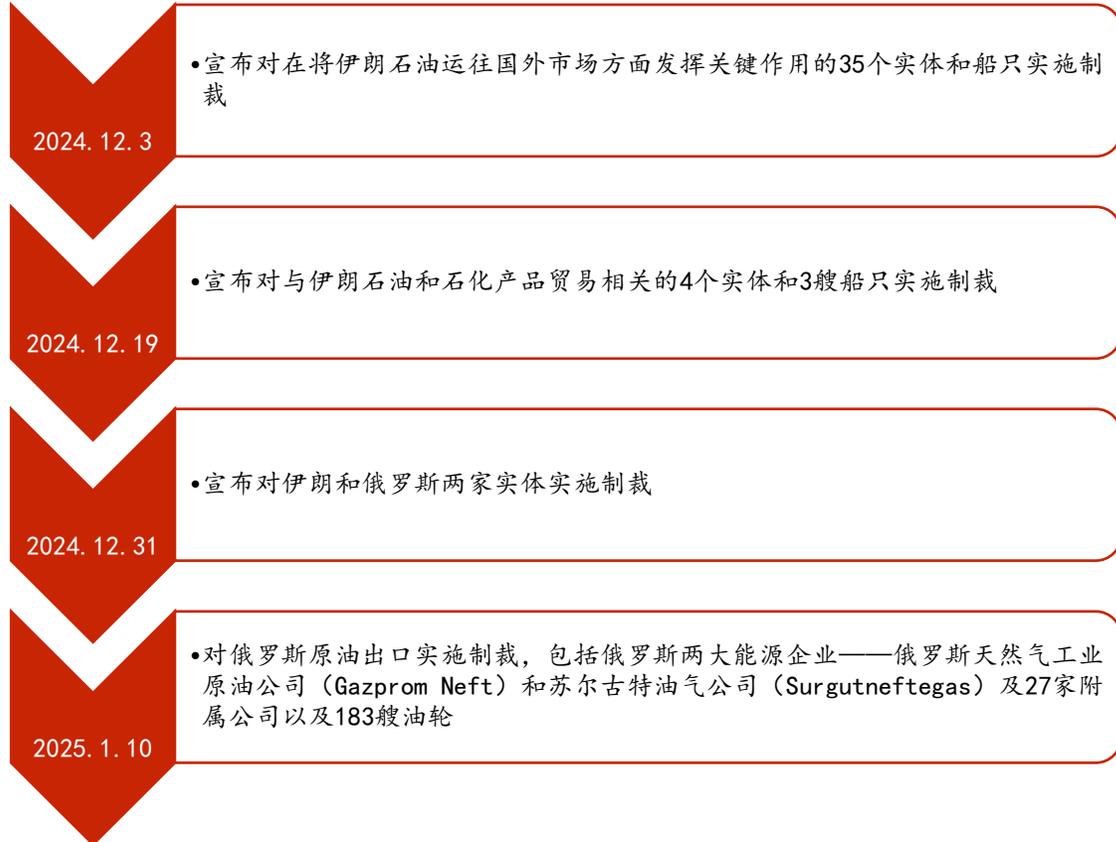
■ **风险提示：**对俄伊委制裁的变化，中国经济增长不及预期，美联储降息不及预期，经济制裁和出口管制，行业环保法规不及预期。

主要内容

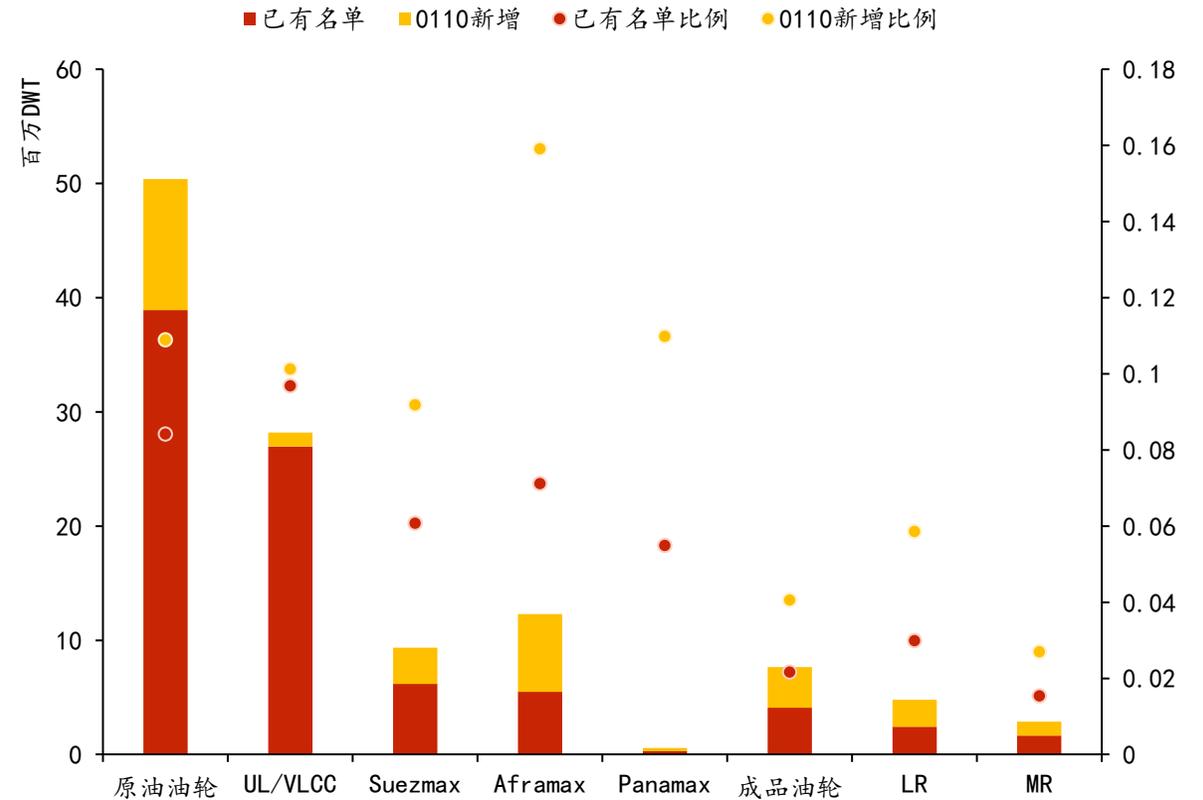
1. 美国对伊俄油制裁升级
2. 油运景气度锦上添花
3. 风险提示

- 拜登政府在特朗普上任前，多次增加针对伊俄油贸制裁。2025年1月10日，美国对俄罗斯原油出口实施了迄今为止最大力度的制裁。
- 截至2025年1月10日，美国财政部海外资产控制办公室（OFAC）制裁名单上共有：原油油轮272艘/5037万DWT（占10.9%），其中，2025年1月10日新增原油油轮90艘/1147万DWT（占2.5%）；成品油轮124艘/765万DWT（占4.1%），其中，2025年1月10日新增成品油轮50艘/357万DWT（占1.9%）。

图：拜登政府在特朗普上任前，多次增加针对伊俄油贸制裁



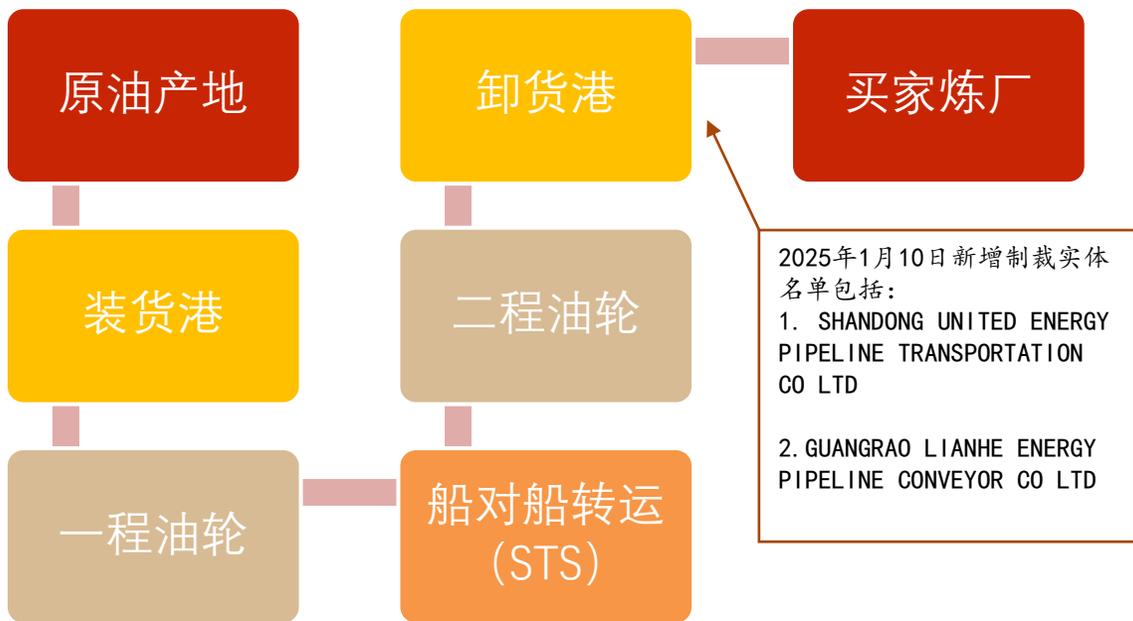
图：美国财政部制裁油轮船队情况（截至2025. 1. 10）



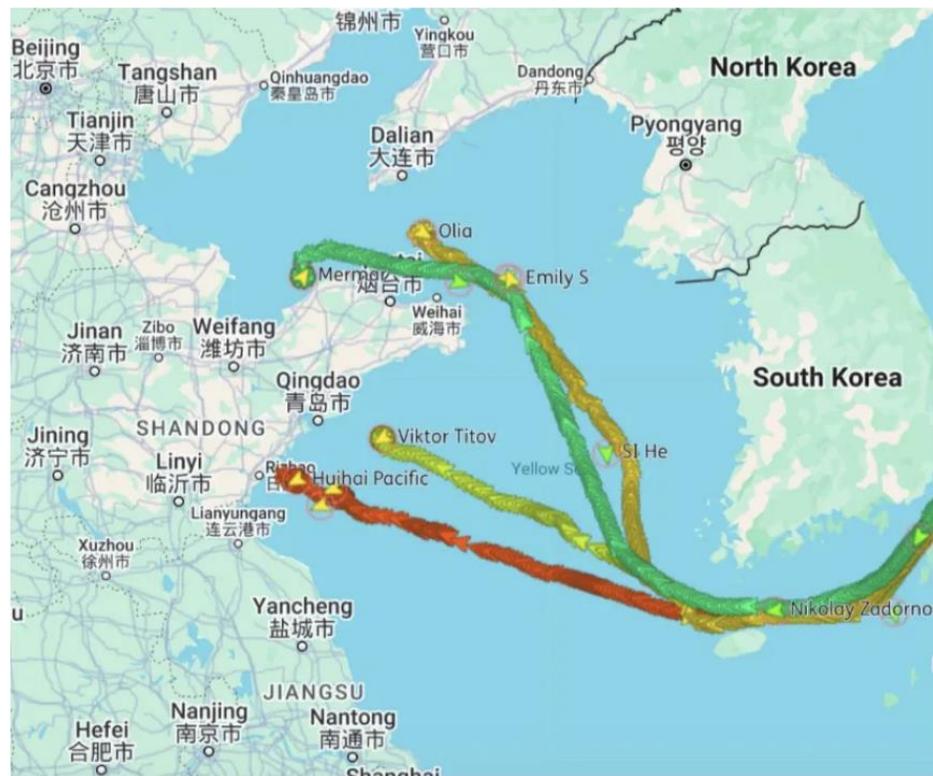
“制裁2.0”：美国直接制裁伊俄油卸货码头，导致俄油轮开始积压

- 2025年1月10日制裁中，美国对俄罗斯石油生产和出口加大制裁深度，首次直接制裁伊俄油贸的下游港口，预计将直接影响伊俄委油贸，使涉及油轮无法进港，堪称“制裁2.0”。多艘被美国制裁的油轮在中国山东港口外等待，无法进港。
- 据劳氏日报，截至1月10日，美国、英国或欧盟已对669艘运输伊俄委油的影子船队油轮中的35%实施了制裁，其中，专门运输俄罗斯原油的船舶比例被制裁更高，可能达到40%-50%。

图：2025年1月10日新增制裁实体名单包括伊俄油贸的卸货港口



图：俄油轮无法进港，开始在山东港口附近海域挤压



- 在特朗普1.0时期，美国原油产量大幅增长，坐稳全球第一大原油产地。2022年2月俄乌冲突开始，欧美对俄油实施制裁，而后美油对欧洲出口大幅增加，补充了大部分俄油缺口。
- 特朗普2.0上任在即，结束俄乌冲突的意向明确，但在全球原油供过于求的背景下，为确保美油的市场份额与发展前景，预计或将继续，甚至加大对俄伊委油贸的制裁。

图：特朗普2.0能源主张

放开油气开采限制

在充分纳入特朗普主张的共和党2024年党纲中，首条政策要点是开采和释放包括油气在内的所有能源生产，取消对能源生产的限制和终止“社会主义绿色新政”，继续令美国成为世界最大的油气生产国

结束俄乌冲突，但解除俄油制裁较难

特朗普结束俄乌冲突意向明确，但随着美油供应加强，全球原油供过于求带动油价下滑，考虑市场份额与前景，预计对俄油制裁仍将延续

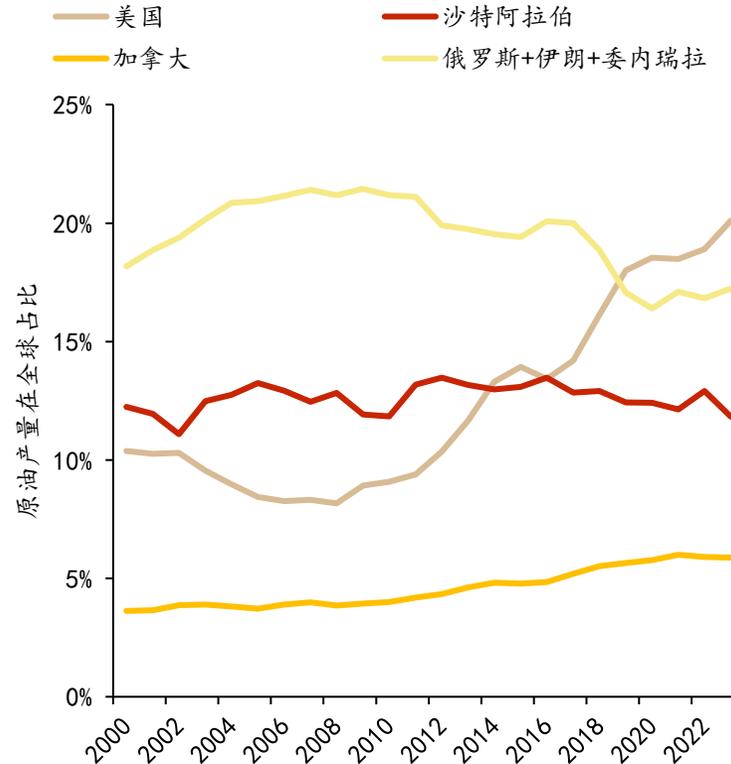
加大对伊制裁

特朗普计划在他的第二个任期内对伊朗采取强硬策略，遏制其石油销售，并承诺在“外交上孤立伊朗，在经济上削弱伊朗”

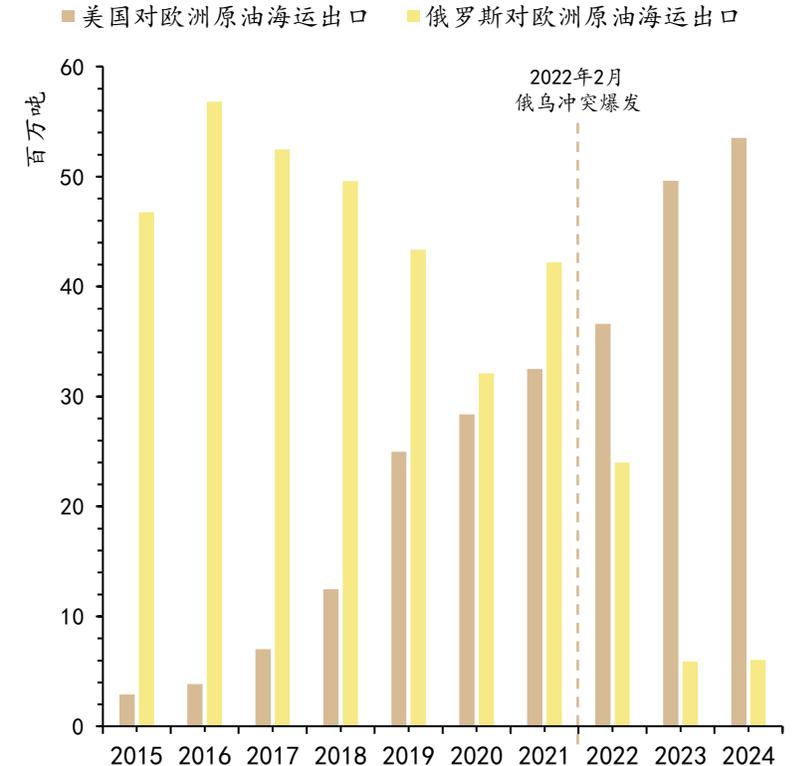
降低国内油价

特朗普声称要上任之后使国内油价减半，让美国获得“世界上最便宜的能源”

图：在特朗普1.0时期，美国原油产量大幅增长，超过俄罗斯和沙特，坐稳全球第一大原油产地



图：俄乌冲突爆发后，美国原油对欧洲出口大幅增加，补充了大部分俄油的缺口

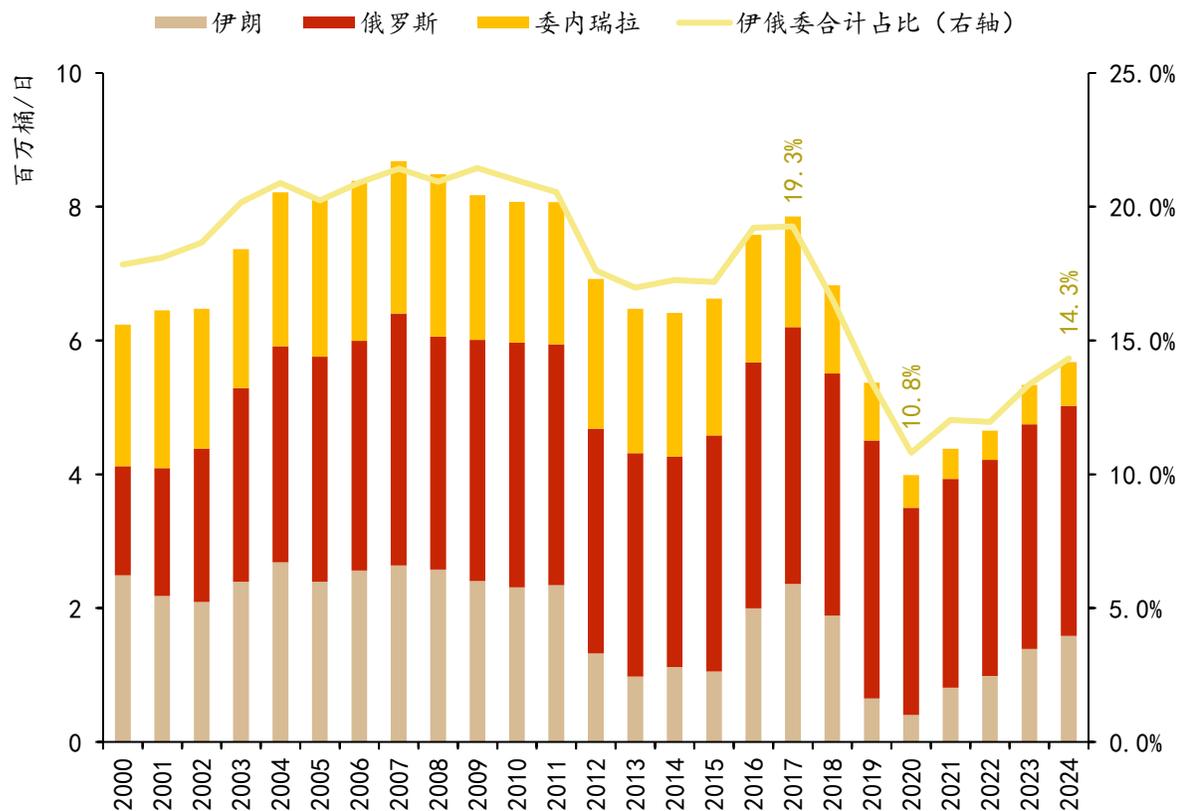


主要内容

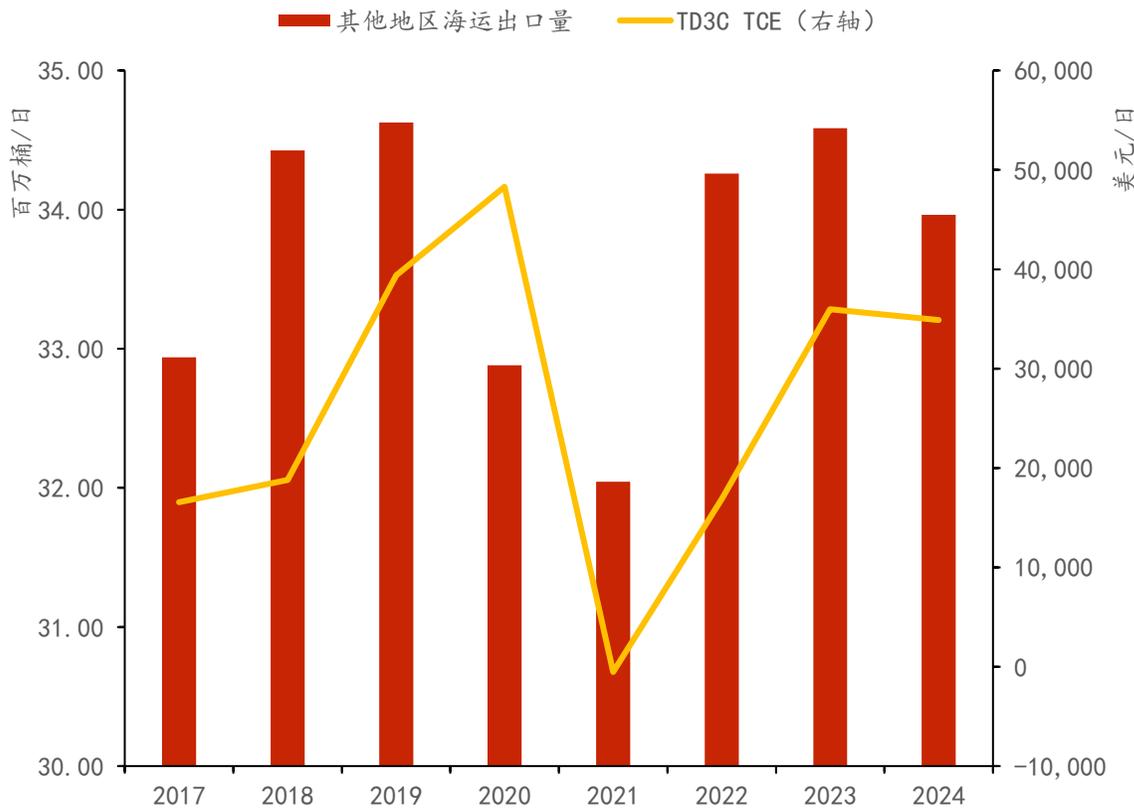
1. 美国对伊俄油制裁升级
2. 油运景气度锦上添花
3. 风险提示

- 2020年到2024年，伊俄委原油出口量不断上升，从2020年的399万桶/日增加到2024年的568万桶/日，挤压了其他地区的原油出口。
- 由于OPEC+继续延长减产以及伊俄委油对其他地区出口的挤压，2024年其他地区出口量下降1.8%，2024年VLCC TD3C运价均值下降3.0%。

图：2020年以来，伊俄委油海运出口量不断上升挤压其他地区



图：OPEC+减产持续叠加伊俄委油挤压导致2024年VLCC运价略弱



备注：其他地区指除伊俄委以外地区
资料来源：克拉克森，华源证券研究



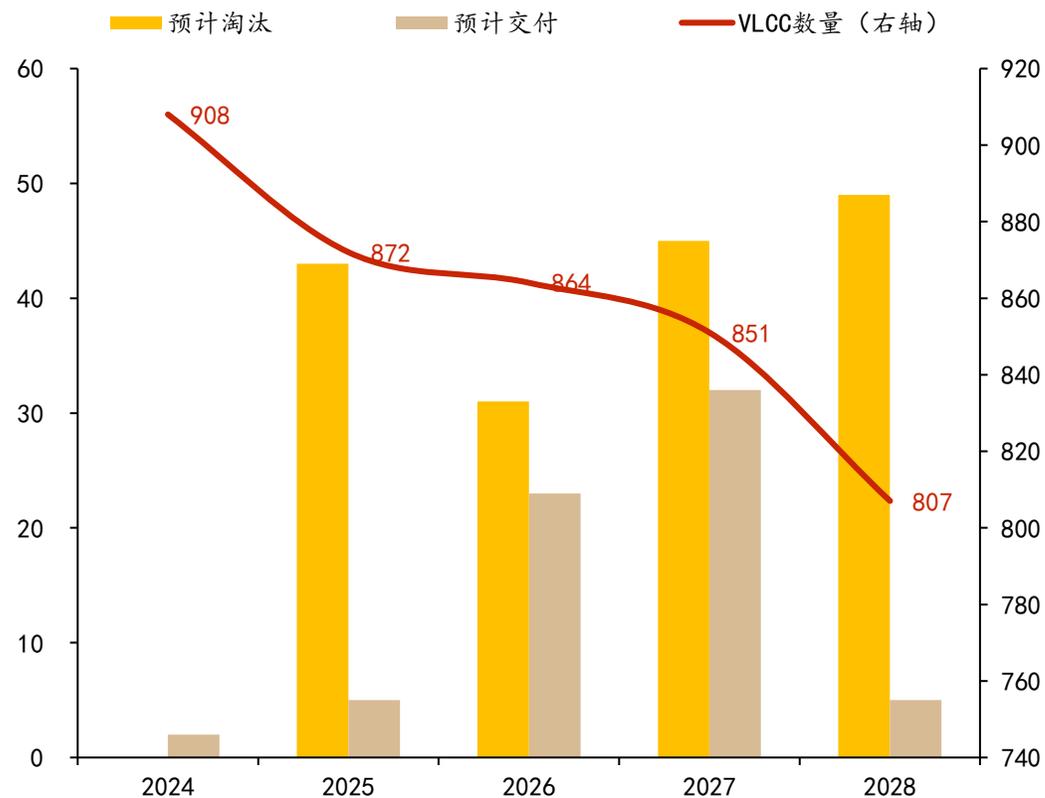
- 在不考虑制裁影响下，预计随非OPEC+国家扩大产量、OPEC+复产，将有效刺激运量需求，而船队供给相对紧张，供需缺口持续扩大。中长期来看，我们认为油运市场处于上行周期。
- 随着制裁的加严，俄伊委货量转向其他地区，或将为合规船队市场提供新的需求增量，为油运基本面锦上添花。

图：原油油运市场2025与2026年基本面乐观（不考虑制裁2.0影响）

| 运量需求 | 百万Dwt | | | 需求预测 | | | |
|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F | 2026F | 2025% | 2026% |
| VLCC | 171 | 182.4 | 184.5 | 188.9 | 193.5 | 2.40% | 2.40% |
| Suezmax | 74.6 | 79.2 | 80.2 | 82.3 | 83.8 | 2.70% | 1.70% |
| Aframax | 52.9 | 56.6 | 57.7 | 58.9 | 59 | 2.00% | 0.20% |
| 总需求 | 301.9 | 321.5 | 325.6 | 333.1 | 339.2 | 2.30% | 1.80% |
| yoy | 7.60% | 6.50% | 1.30% | 2.30% | 1.80% | | |

| 油运运力 | 百万Dwt | | | 供给预测 | | | |
|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2022 | 2023F | 2024F | 2025F | 2026F | 2025% | 2026% |
| VLCC | 255.8 | 268.3 | 269.4 | 270.6 | 276.6 | 0.40% | 2.20% |
| Suezmax | 92.7 | 94.3 | 94.9 | 98.7 | 103.3 | 4.00% | 4.70% |
| Aframax | 70.7 | 72.9 | 72.9 | 73.3 | 73.7 | 0.50% | 0.60% |
| 船队运力 | 423.7 | 440 | 441.7 | 446.8 | 457.7 | 1.20% | 2.40% |
| yoy | 5.10% | 3.80% | 0.40% | 1.20% | 2.40% | | |
| 航速调整 | -2.80% | 0.40% | 1.90% | -0.90% | -1.50% | | |
| 有效供给 | 2.30% | 4.20% | 2.30% | 0.30% | 0.90% | | |

图：VLCC新船难补老船空缺（单位：艘）



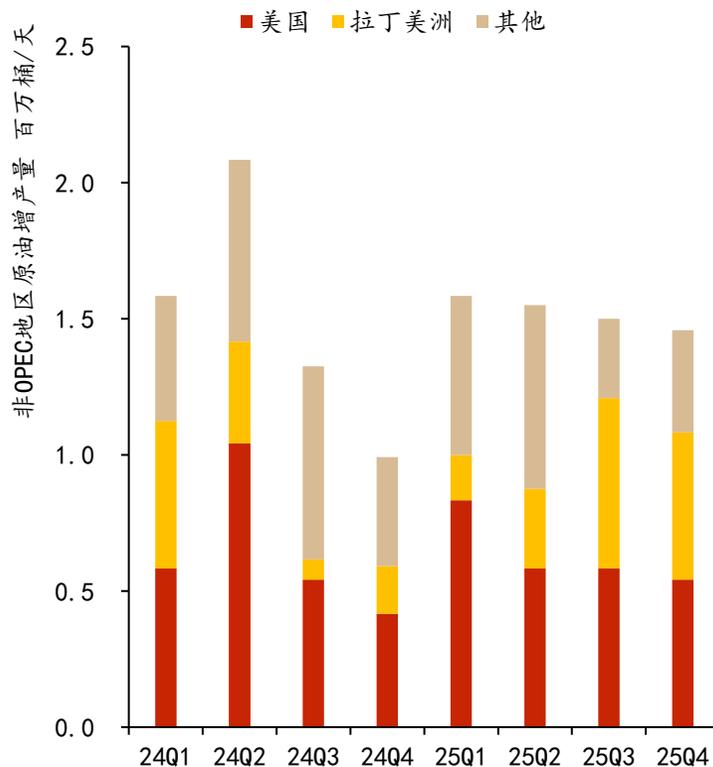
备注：其他地区指除伊俄委以外地区
资料来源：克拉克森，CMB Tech，华源证券研究

- 在OPEC+持续推迟复产的背景下，持续增产的非OPEC地区成为原油海运贸易的核心增量来源。非OPEC的美国、拉美等位于大西洋地区，到中国的运距较中东远一倍以上，适合船型最大的VLCC进行海运运输。
- 在制裁2.0下，部分俄伊委货量将转向持续增产的非OPEC地区，直接利好VLCC运价，船型较小的Suezmax和Aframax亦会受益。

图：OPEC+持续推迟复产



图：美洲、西非等非OPEC地区原油增产是2025年油运需求的核心驱动



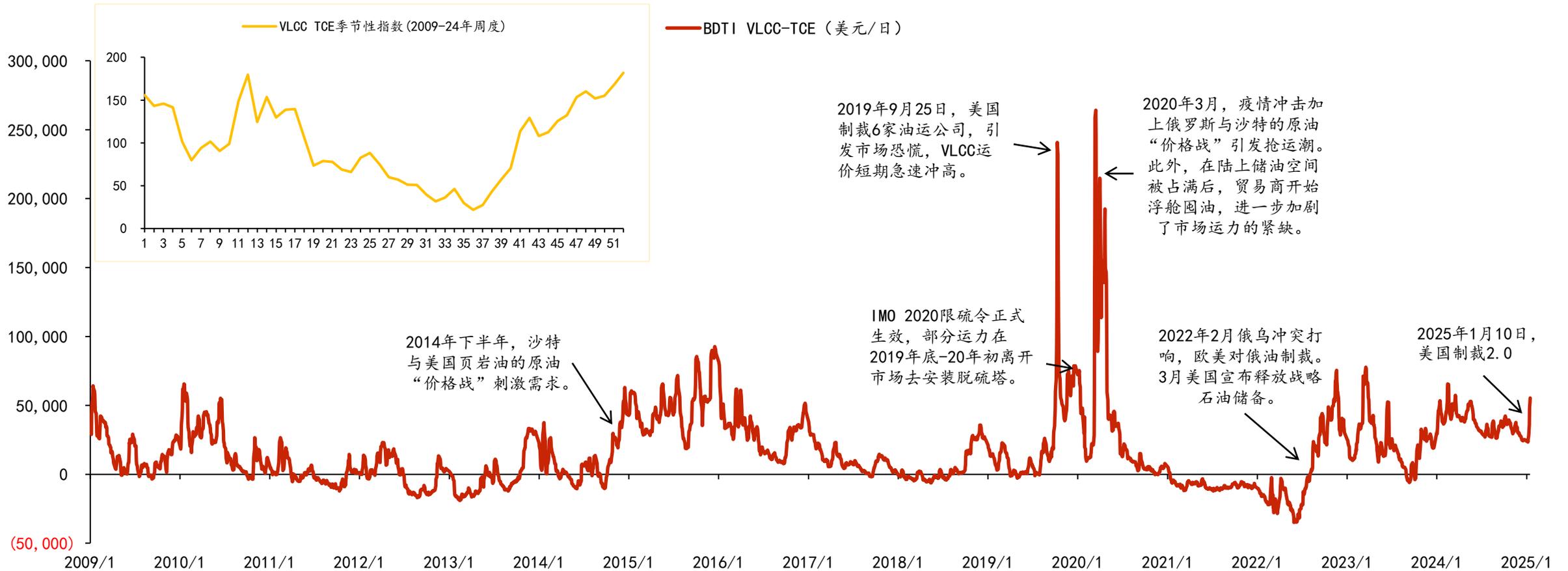
图：若伊俄油贸被限制，需求将流向增产的非OPEC地区，利好长程海运运价



备注：其他地区指除伊俄委以外地区
资料来源：第一财经，财经早餐公众号，日经中文网，IEA，华源证券研究

- 油轮运价遇到贸易、地缘等突发事件时的弹性较大。从2008年以来，原油供给侧和运力制裁等因素是催化短期运价飙升的主要原因。
- 美国对俄伊制裁2.0开始后，VLCC运价开始迅速拉升。VLCC TD3c TCE从1月7日的20,781美元/日大涨至1月15日的57,589美元/日，大涨177.1%。

图：VLCC TCE复盘与季节性



主要内容

1. 美国对伊俄油制裁升级
2. 油运市场锦上添花
3. 风险提示

- **对俄伊委制裁的变化：**俄伊委作为主要产油国，其原油出口的限制程度将直接影响合规市场原油运量。
- **中国经济增长不及预期：**中国作为主要原油进口地区，其经济发展情况将对相关商品和海运需求产生较大影响。
- **美联储降息不及预期：**美联储降息决策对全球经济有重要影响，包括全球货币流动性和经济复苏，影响海运需求。
- **经济制裁和出口管制：**特朗普2.0或继续加强关税政策，增加贸易成本，影响世界经济与海运贸易量。
- **行业环保法规不及预期：**短期内法规弱约束、中期法规制定推后等情况，不利于推升老旧运力出清。



证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，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作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数。



華源証券

HUAYUAN SECURITIES