

2025 年 02 月 05 日

# 特朗普对伊制裁，油运利好持续兑现

## ——航运船舶市场系列（四）

投资评级：看好（维持）

### 投资要点：

#### 证券分析师

孙延

SAC: S1350524050003

sunyan01@huayuanstock.com

曾智星

SAC: S1350524120008

zengzhixing@huayuanstock.com

王惠武

SAC: S1350524060001

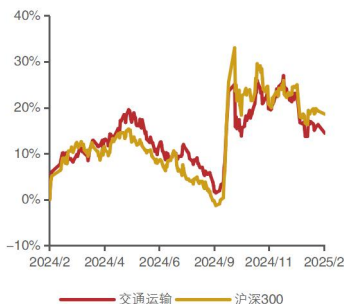
wanghaiwu@huayuanstock.com

#### 联系人

张付哲

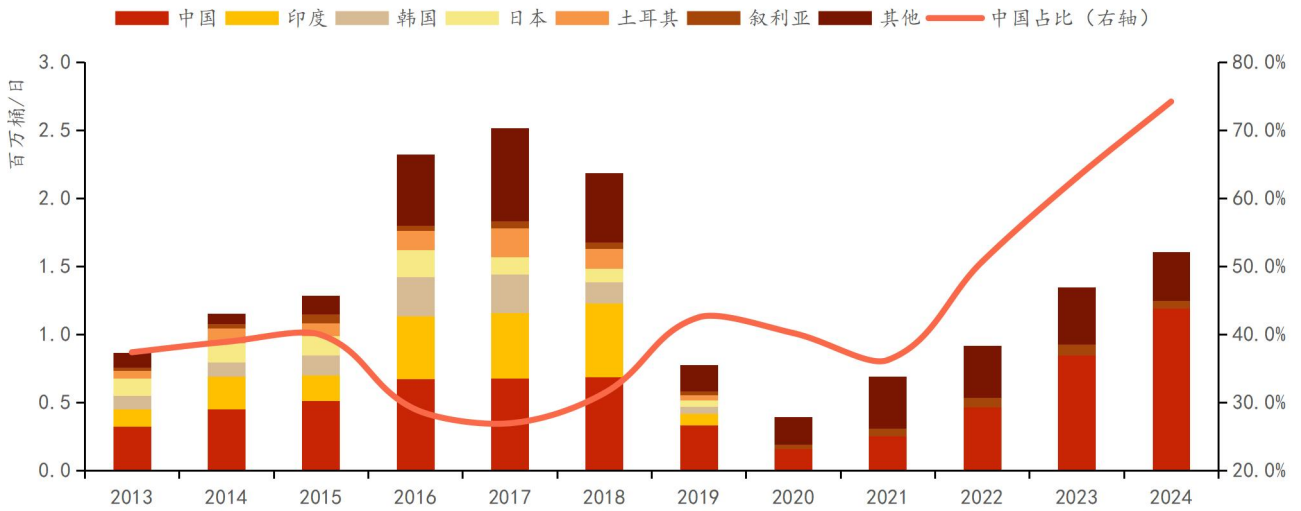
zhangfuzhe@huayuanstock.com

#### 板块表现：



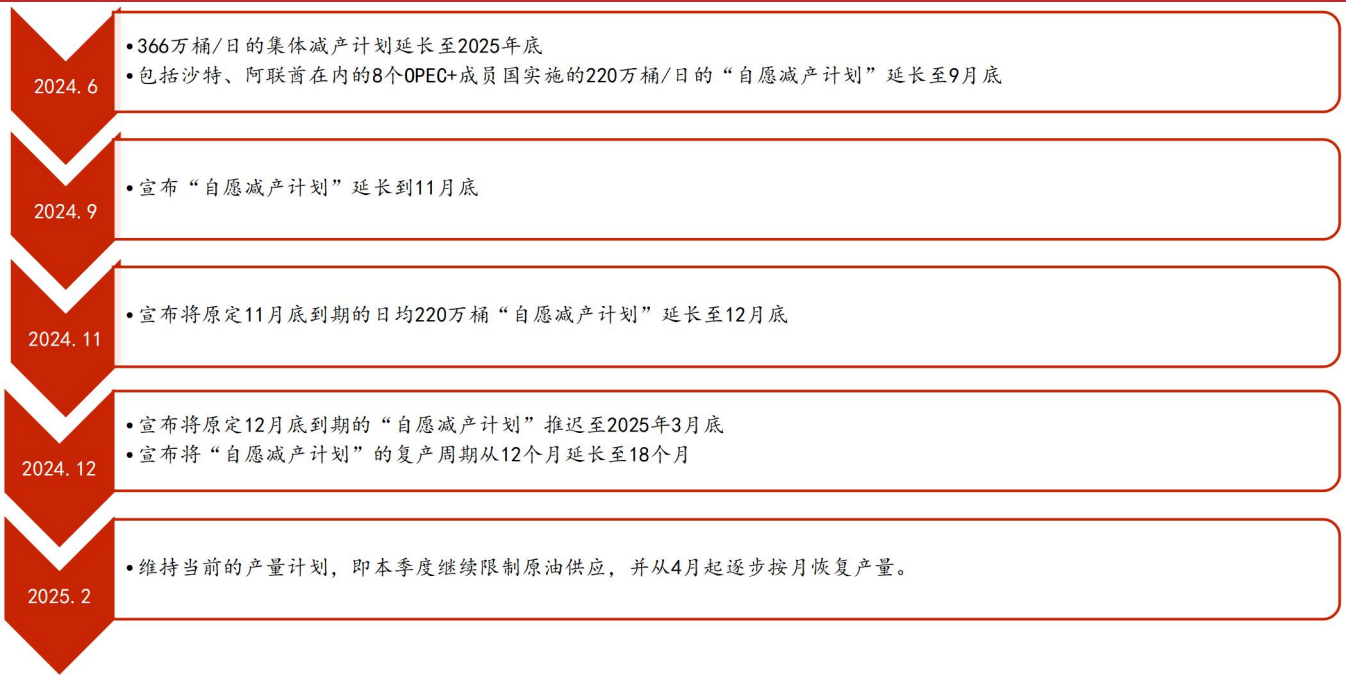
- **特朗普 2.0 重启对伊制裁：**美国总统特朗普于周二签署总统备忘录，重新实施针对伊朗的严格政策，旨在阻止该国获得核武器并限制其石油出口。根据 Oceanbolt，在特朗普 1.0 时期，其在伊核问题的严厉态度与对伊油的严格制裁让伊油出口从 2017 年的 251 万桶/日大幅下降至 2020 年的 40 万桶/日，随后，伊油出口逐年爬升，至 2024H2 达到 168 万桶/日。特朗普 2.0 制裁或让伊油出口回落至 2020 年水平，潜在出口减少量达约 120 万桶/日。
- **美国对伊油制裁加严或将为 OPEC+ 复产提供空间。**特朗普本次制裁的时机非常“巧”，刚好在周一 OPEC+ 宣布维持复产计划、周二中国宣布对美能源进口关税反击之后。后续可能发生的情况是，OPEC+ 将维持增产计划，将从 4 月开始恢复“自愿减产计划”，预计在 18 个月内恢复 220 万桶/日产量，即每月复产 12 万桶/日（每月增加约 1.7 船 VLCC 货量）。
- **特朗普 2.0 对伊制裁对油运利好。**从特朗普 1.0 制裁伊油以来，中国一直是其主要买家，亦是沙特的一个重要买家。中长期看，伊油制裁加严（预计供给减少 120 万桶/日）或与 OPEC+（预计复产 220 万桶/日）对冲。然而，伊油制裁属于快变量，而 OPEC+ 复产节奏缓慢（需要至少 10 个月的复产才能完全补充伊油潜在缺口，即最早到 2025 年底）。对于原伊油买家，在 2025H1，增加从持续增产的非 OPEC 地区的进口才能满足缺口。根据我们的测算，特朗普 2.0 对伊制裁影响，短期的边际影响较强：
  1. **短期情景：**非 OPEC 增产在 2025H1 补充 60 万桶/日伊油缺口，VLCC 将是主要贸易船型，将对合规原油海运量增加 1.8%（运力需求增加 3.1%），对 VLCC 合规运量增加 3.3%（运力需求增加 5.7%）。
  2. **中长期情景：**OPEC+ 复产弥补 120 万桶/日伊油缺口，VLCC 将是主要贸易船型，将对合规原油海运量增加 3.4%，对 VLCC 合规运量增加 6.3%。
- **短期运价跳涨，补库旺季进行时。**2025 年 2 月 4 日周二 TD3C 运价大涨 19.3%，达到 49,973（+8,090）美元/日。由于西非/南美等非 OPEC 地区到远东航距较远，补库需要提前发货，2 月补库活动已经开始，例如 2024 年 2 月，VLCC TD3C TCE 大涨至 74,778 美元/日。
- **投资建议：**油运基本面利好持续兑现，行业景气度百尺竿头，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、中船防务、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。

图表 1：中国是伊朗原油的主要买家



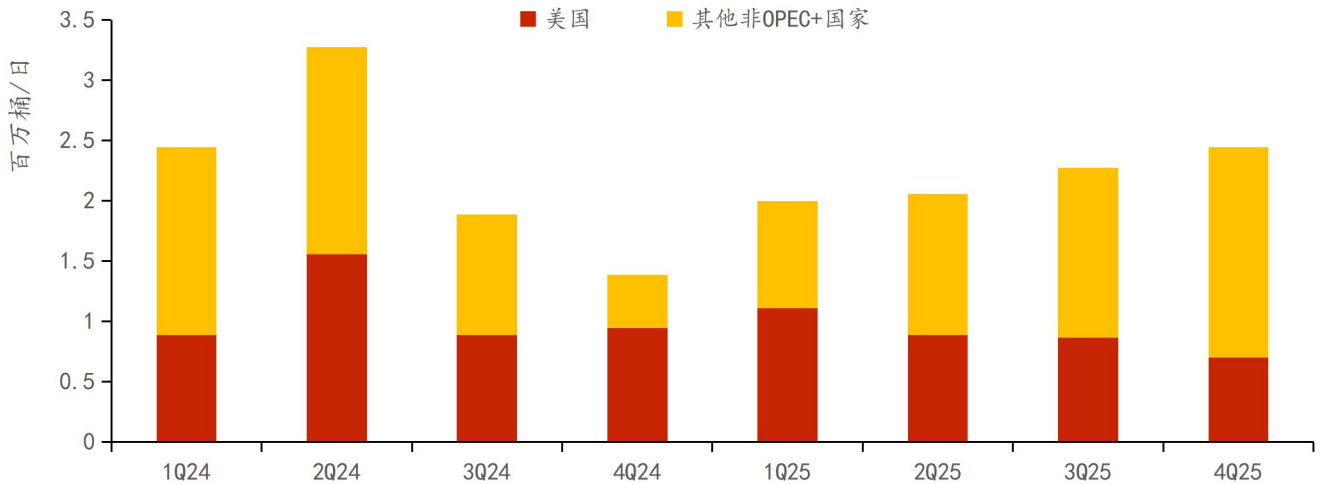
资料来源：Oceanbolt、华源证券研究所

图表 2：2025 年 2 月 4 日，OPEC+在持续推迟复产后，维持复产计划不变



资料来源：第一财经，财经早餐公众号，华尔街见闻，日经中文网、华源证券研究

图表 3：2025 年非 OPEC 地区（美国、巴西、圭亚那、加拿大、挪威等）增产为潜在贸易替换创造空间



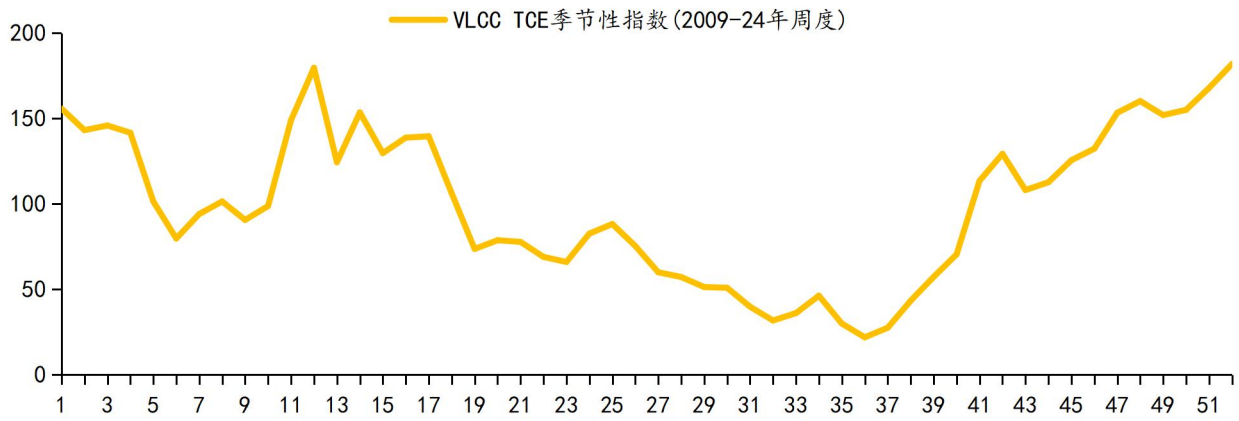
资料来源：IEA、华源证券研究所

图表 4：VLCC 运价复盘



资料来源：克拉克森、人民网、新华网、美国财政部等、华源证券研究所

图表 5: VLCC 运价季节性



资料来源: 克拉克森、华源证券研究所

## 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。