

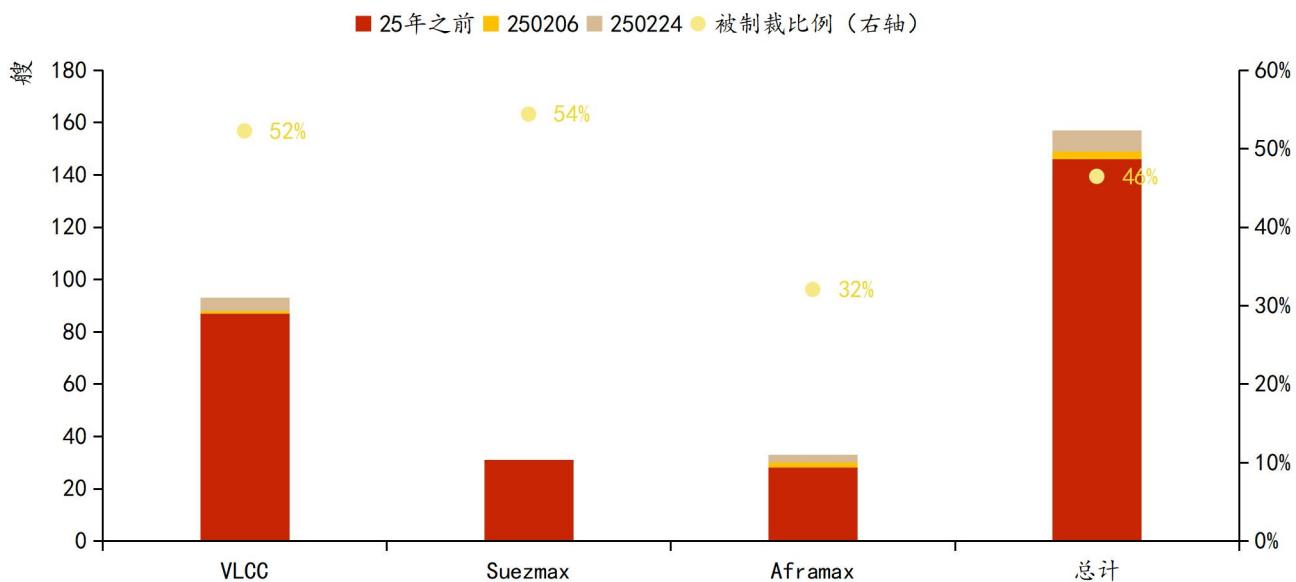
油价对制裁反应钝化，美国对伊制裁或加速

——航运船舶市场系列（十）

投资要点：

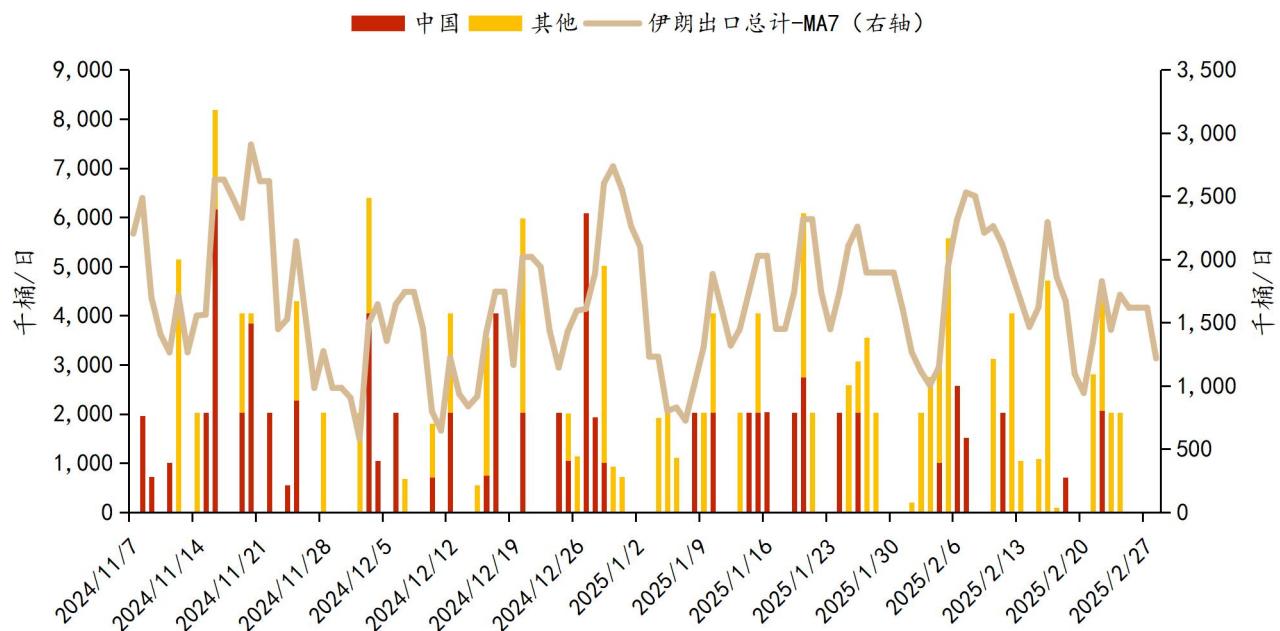
- **事件：**2025年2月24日，美国开展自该月4日以来针对伊朗石油销售实施的第二轮制裁，继续加大对伊朗石油销售网络的制裁，17家航运公司及13艘船舶被列入OFAC的特别指定国民（SDN）名单。根据OFAC官方发布的表单显示，本次制裁覆盖伊朗石油行业高层、终端运营企业、海外经纪商及运输船队。
- **特朗普2.0要对伊“最大压力”，具体措施较为谨慎。**特朗普自2025年1月上任以来，在2月4日，特朗普决定重启首个总统任期内对伊朗实施的“极限施压”系列措施，力图将伊朗石油出口规模打压至“零”。随后，已针对伊朗石油行业展开两轮制裁：第一轮：2月6日，美国财政部瞄准伊朗石油网络“拉黑”多个涉及的实体、个人及船只，包括原油油轮制裁3艘（VLCC 1艘，Aframax 2艘）；第二轮：2月24日，OFAC与美国国务院联合宣布，对伊朗石油供应链中的30余名个人及13艘船舶实施新一轮制裁，包括原油油轮9艘（VLCC 5艘，Aframax 3艘，Panamax 1艘）。特朗普就打击伊朗油运供应链的措施逐步加码。
- **油价对新制裁反应钝化，美国或加速对伊制裁。**特朗普曾在竞选期间提出让美国“获得世界上最便宜的能源”的主张，力求通过降低油价来降低国内通胀。但近期对俄的制裁行为令油价短涨：1月10日美国政府加强对俄能源出口制裁后，WTI原油价格当日上涨2.65美元/桶，涨势延续至下一交易日，13日开盘后进一步上涨1.55美元/桶；2月4日，特朗普签署恢复对伊朗的“最大压力”的备忘录导致WTI原油短线上扬0.6美元/桶。油价短期上涨或将加剧美国国内通胀，凸显制裁“副作用”。然而，2月24日，美国对伊第二轮制裁相比之前范围更大，制裁对象由涉伊油轮扩大至阿联酋石油经纪人、印度油轮运营商等，涉及供应链上下游，当日WTI油价短线仅拉升0.5美元/桶。制裁引发的油价市场反应相较之前钝化，美国对伊制裁或将加速。
- **若美国制裁加速，伊朗原油出口量或可年底触底。**回顾特朗普1.0时期，前后两轮对伊大规模制裁，历时15个月，让伊油出口由峰值约280万桶/日降至约21万桶/日，原油出口量被削减92.6%。特朗普2.0时期，对伊制裁效果初现，2月4日以来，伊朗原油出口量震荡下行。2025年1月，伊朗原油出口为150.8万桶/日。参考“特朗普1.0”时期，在特朗普持续加强制裁的背景下，预计耗时7-8个月，即2025年底，伊朗原油出口或将重回2019Q4低位（约35.5万桶/日），较2024年下降125万桶/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；OPEC+产量政策变化；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：特朗普政府近期对伊朗原油出口制裁谨慎加码



资料来源：OFAC, UANI, 克拉克森, 华源证券研究所

图表 2：2月4日特朗普签署对伊“最大压力”备忘录后，伊油海运出口震荡下行



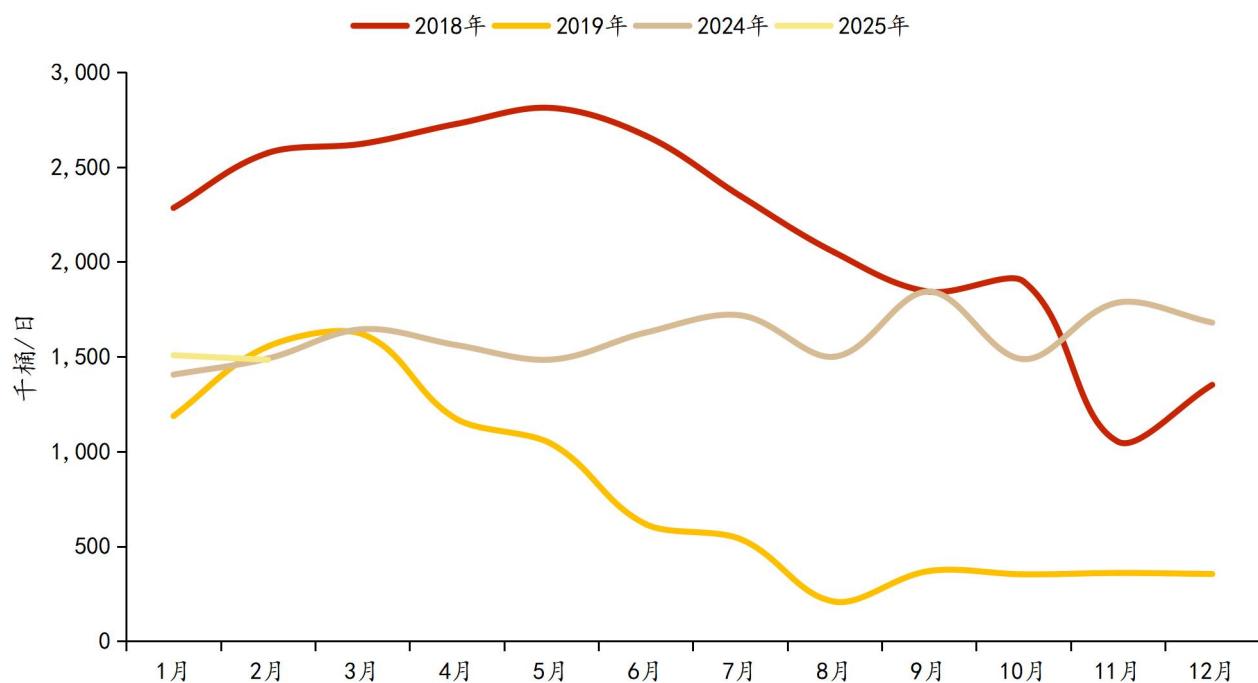
资料来源：Oceanbolt, 华源证券研究所

图表 3：特朗普 1.0 对伊制裁历程回顾



资料来源：澎湃新闻，人民网，界面新闻，lexology，华源证券研究所

图表 4：特朗普 1.0 时期，对伊朗持续制裁导致伊朗海运出口量在 15 个月时间内降低 260 万桶/日



资料来源：Oceanbolt，华源证券研究所

图表 5：1月 10 日制裁发布后，近期伊朗浮舱货量处于 2024 年 12 月以来较高水平



资料来源：Oceanbolt，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。