

2025 年 03 月 08 日

投资评级：看好（维持）

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

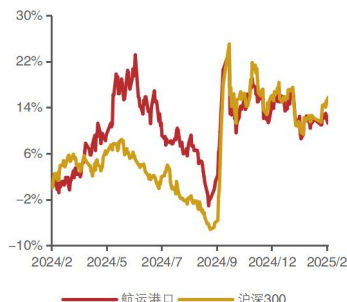
wanghuiwu@huayuanstock.com

联系人

张付哲

zhangfuzhe@huayuanstock.com

板块表现：



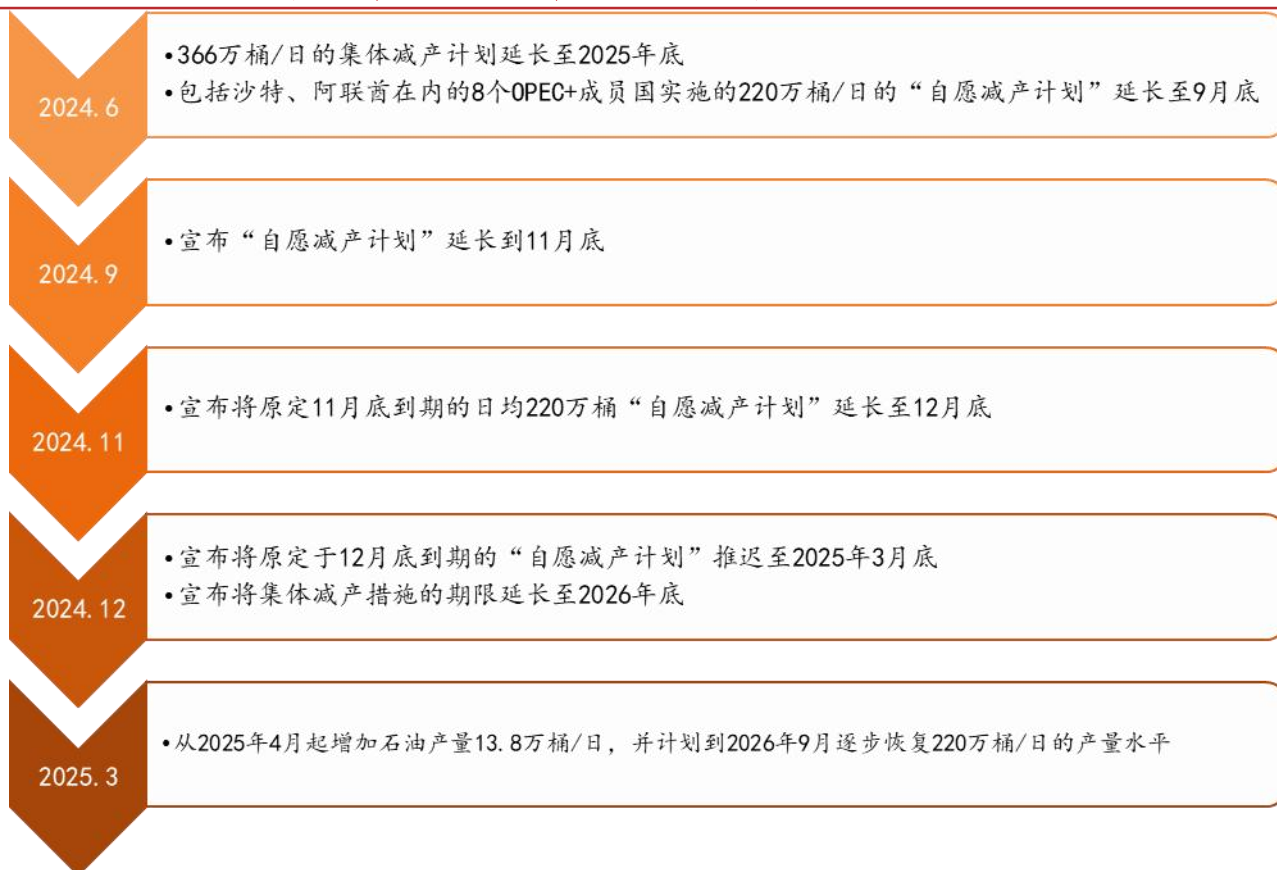
OPEC+复产一波三折，合规油贸添增量

——航运船舶市场系列（十一）

投资要点：

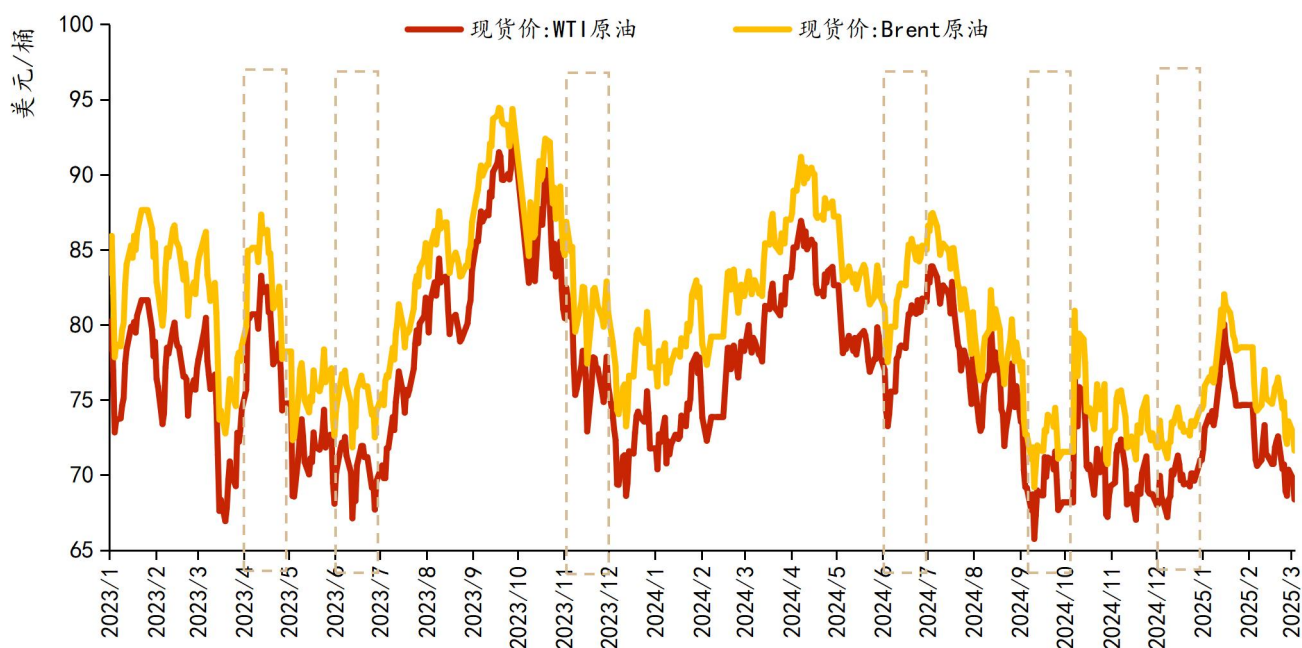
- **事件：**3月4日，OPEC+宣布将从2025年4月起增加石油产量13.8万桶/日，并计划到2026年逐步恢复220万桶/日产量。OPEC+从2024年6月首次宣布恢复该部分产能以来，已经多次推迟复产日期。
- **OPEC+对油价与市场份额的艰难抉择。**OPEC+多次延迟复产意在减少市场原油供给，以提振油价。沙特财政对能源收入依赖较高，需要高油价维持财政支出。根据IMF测算，沙特需要每桶96.20美元的油价来平衡其预算，其原因很大程度上是由于为实现其雄心勃勃的《2030年愿景》。根据历史数据，OPEC+延长减产行为短期内有刺激油价的效果，但受非OPEC+增产行为影响，原油油价整体表现震荡下行。2025年3月3日WTI原油与布伦特原油分别报69.8/72.8美元/桶，相较2023年同期下滑10.7%/14.1%。OPEC+在持续减产的同时，面临市场份额流失的风险。非OPEC+从2021年以来持续增产，2024年原油产量超过7000万桶/日，OPEC+减产期间预计损失全球市场份额约1.4%。
- **特朗普为降低油价，需要OPEC+复产。**特朗普为减缓国内通胀水平，主张降低油价，然而非OPEC+原油产量与油价关联较高，若油价下降，潜在增产空间有限。OPEC+闲置产能充足（586万桶/日），若完全释放，可大幅拉低油价。3月4日宣布增产计划后，油价反应迅速，WTI原油油价及布伦特油价较3月3日分别下跌1.4/1.2美元/桶。
- **特朗普对伊委制裁或为OPEC+复产创造市场空间。**自2022年减产以来，OPEC+与美国为代表的非OPEC+不断博弈，油价震荡偏弱，但近期美国制裁行为或将改变原油供需基本面，为OPEC+创造市场空间。特朗普在2月4日签署对伊朗“最大压力”制裁的备忘录，又在2月26日撤销雪佛龙在委内瑞拉的原油开采许可。若伊委原油被打压至“零”，原油市场将出现约220万桶/日的供应缺口，为OPEC+增产提供空间。虽然油价无法如愿上涨，市场份额的提升仍然符合OPEC+利益。
- **OPEC+增产为合规油贸提供增量，利好VLCC中期前景。**假设OPEC+从4月份开始每月增产13.8万桶/日为基础进行测算，预计OPEC+增产及伊委原油出口制裁或将在2025年底增加全球原油合规贸易量93.2万桶/日（较2024年增长2.7%），其中VLCC合规贸易量83.8万桶/日（较2024年增长4.6%）。
- **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；全球原油需求不及预期；行业环保法规不及预期。

图表 1：OPEC+ 多次延长减产计划，最终在 2025 年 3 月决定开始复产



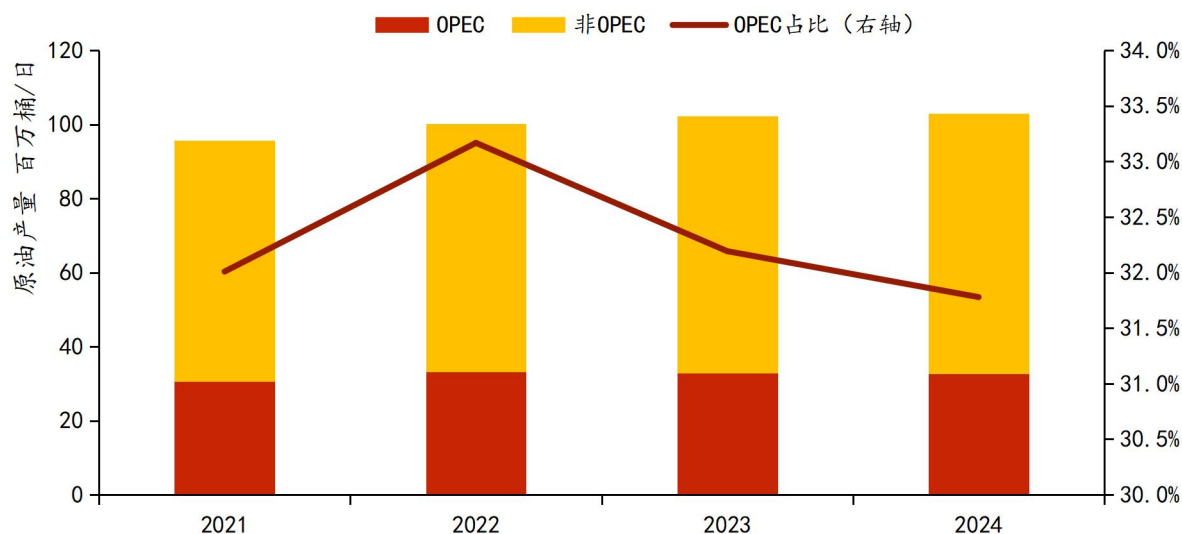
资料来源：第一财经公众号，财经早餐公众号，日经中文网，隆众资讯公众号，华源证券研究所

图表 2：OPEC+ 减产行为短期内刺激油价，但油价整体保持震荡下行



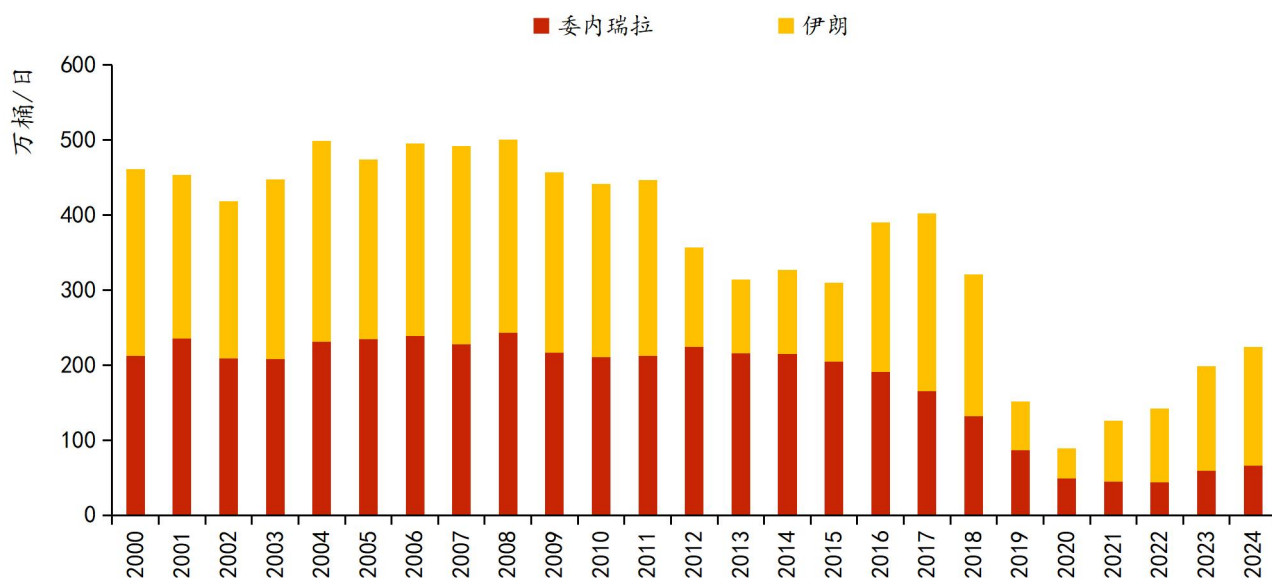
资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 3：非 OPEC 持续增产，逐渐挤占 OPEC 市场份额



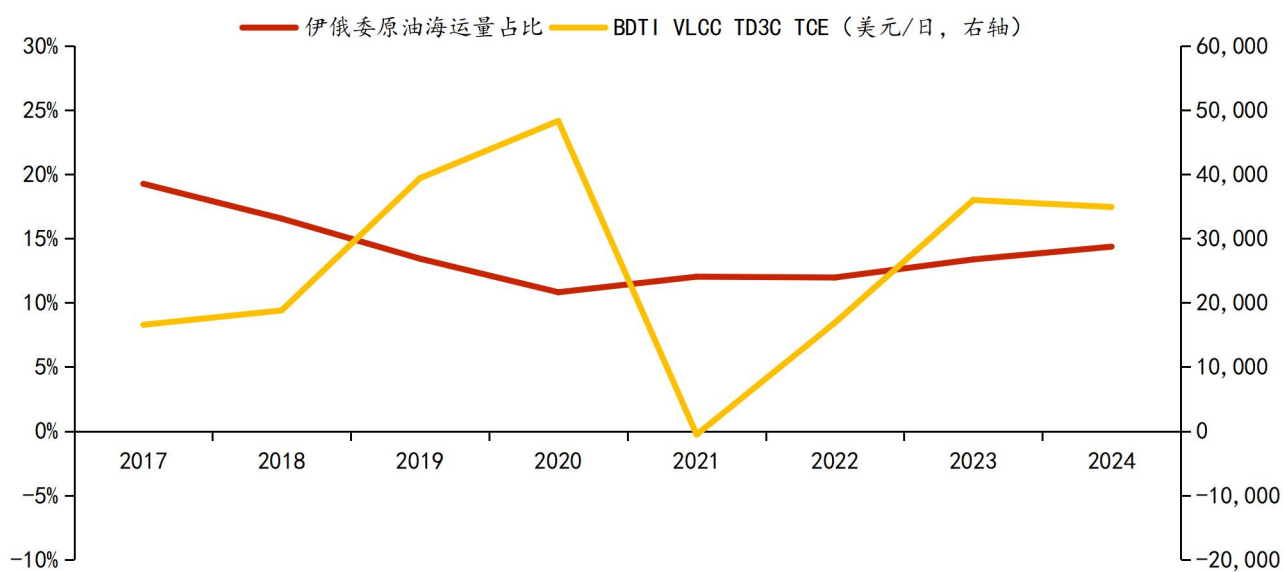
资料来源：IEA，华源证券研究所

图表 4：2024 年伊委原油出口总量约 220 万桶/日，与 OPEC+ 计划复产产能相等



资料来源：克拉克森，华源证券研究所

图表 5：VLCC TD3C TCE 与伊俄委原油出口占比大致呈反向关系



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。