

2026 年 01 月 14 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

张付哲

SAC: S1350525070001

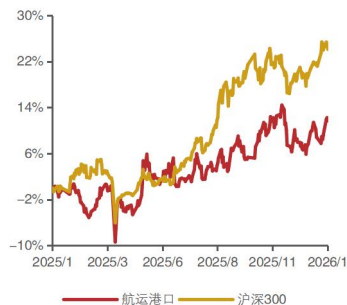
zhangfuzhe@huayuanstock.com

联系人

高树根

gaoshugen@huayuanstock.com

板块表现：



地缘变局有望开启“油运大时代”

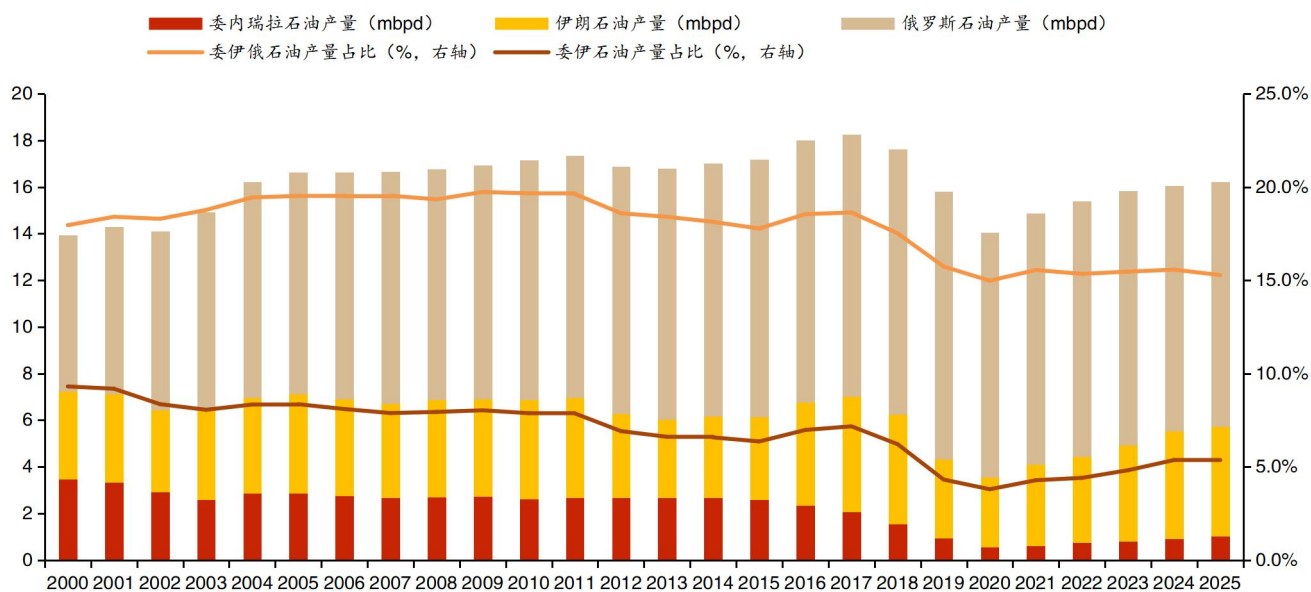
——航运船舶市场系列（十七）

投资要点：

- **美国突袭委内瑞拉或开启新一轮地缘变局：**特朗普在首次总统任期内制裁伊朗和委内瑞拉，导致伊委油出口规模大幅缩减。然而，从 2020 年起，油价高企与影子船队助力，让两国出口有所恢复。2025 年特朗普再次就任美国总统，延续了之前对伊朗、委内瑞拉的高压态度，多次制裁并威胁干涉伊朗，推进对俄制裁法案，甚至突袭委内瑞拉进行军事封锁，开启了新一轮全球地缘政治格局变化。
- **委内瑞拉：美军事行动有望推进委油合规化。**美国对委内瑞拉的长期制裁持续冲击委油贸易，2026 年初美突袭委内瑞拉进行军事封锁或进一步推动委油向合规化转型。我们判断，短期而言，委油出口因运输封锁受限，原有油贸需求或转向中东等合规地区，相当于 19 艘 VLCC 运力需求；中期而言，若美国取消委油制裁，委油海运有望转向合规市场，相当于 46 艘 VLCC 运力需求；长期而言，委油若依托特朗普提出的 1000 亿美元基础设施修复资本持续注入，完成产能修复，委油出口有望达到 240 万桶/日的历史峰值，相当于 141 艘 VLCC 运力需求。
- **伊朗：国内动乱与美国威胁双重压力下，伊油“被制裁”贸易或至拐点。**特朗普 1.0 时期，伊油出口在持续制裁下承压下滑，2020 年后依托影子船队等方法规避制裁，出口规模逐渐恢复。特朗普 2.0 重启对伊油的严格制裁。美国多年制裁导致伊朗出现严重的通货膨胀和货币暴跌问题，进一步导致 2025 年底爆发大规模社会动荡。同时，美方借故多次威胁出兵，伊油海运出口贸易前景难料。我们判断，短期看，若内乱升级波及伊油出口，油贸需求转向中东合规供给，相当于 38 艘 VLCC 运力需求；若美国或以色列袭击伊朗，油运地缘风险溢价抬升；中长期看，若美国解除伊朗制裁，伊朗原油设备维护、产能恢复推进，伊油出口有望回升至制裁前 240 万桶/日（2017 年）峰值，相当于 57 艘 VLCC 运力需求。
- **俄罗斯：影子船队维持俄油出口，西方加强制裁或结束制裁均有望利好 VLCC。**俄乌冲突爆发后，西方国家针对俄油出口展开多轮制裁。俄罗斯通过组建影子船队绕过制裁维持俄油出口，原本输往欧洲的原油转向亚洲市场，显著拉长小船运输航距。我们判断，若美国加强对俄制裁，俄油部分出口量或被合规替代，或影响俄油出口 150 万桶/日，相当于 36 艘 VLCC；若俄乌冲突结束且西方对俄油制裁解除，预计俄油将由亚洲回归运距更近的欧洲市场；非 OPEC+ 国家在持续增产的背景下，预计将转向需求持续增长的亚洲市场，填补俄油返欧缺口，量距双增，利好 VLCC 西油东运（约 68 艘 VLCC 的需求）。
- **地缘变局凸显油运战略价值，看好“油运大时代”。**地缘新变局下，全球原油贸易流向重构，合规油运市场扩容。短期来看，地缘冲突引发的供应变化或将有利支撑运价；中长期来看，贸易流向重构与合规化转型的双重逻辑，或将推动油运行业需求向好，油运战略价值凸显。

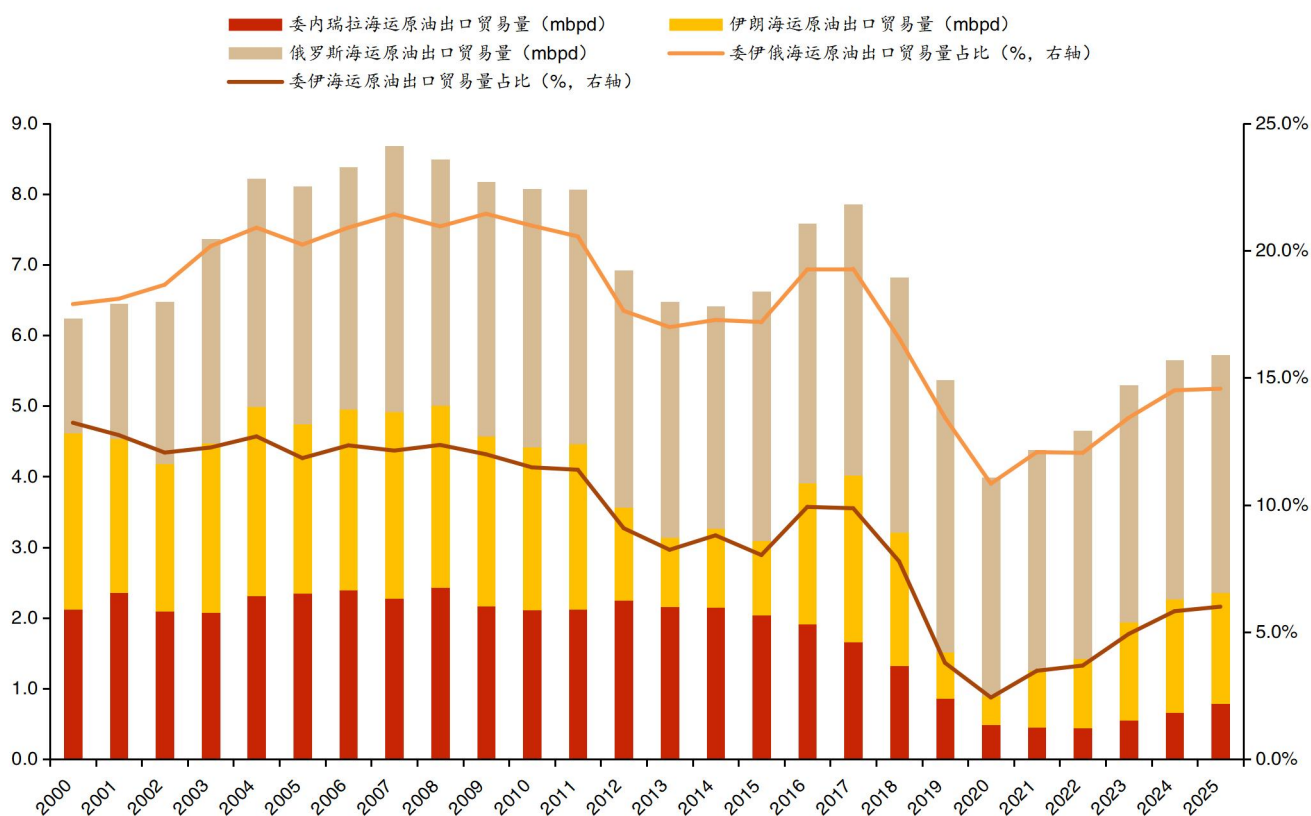
- **投资分析意见。**油运基本面向好，叠加地缘变局催化，“油运大时代”有望来临，建议关注招商轮船、中远海能、招商南油。
- **风险提示：**地缘事件风险、美国制裁存在不确定性、原油需求不及预期、老船淘汰不及预期

图表 1：伊朗与委内瑞拉产量受美国制裁影响较大，在 2020 年后有所恢复



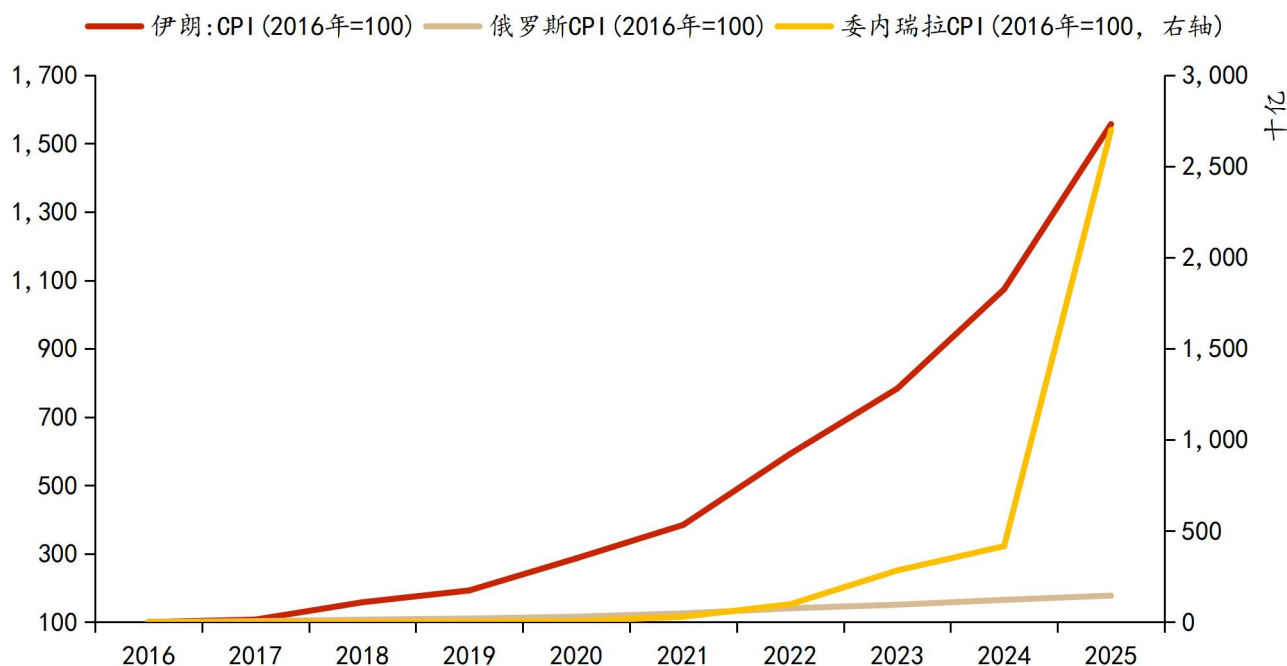
资料来源：EIA，华源证券研究所

图表 2：伊俄委海运原油出口量从 2020 年谷底持续复苏，挤压其他地区出口量



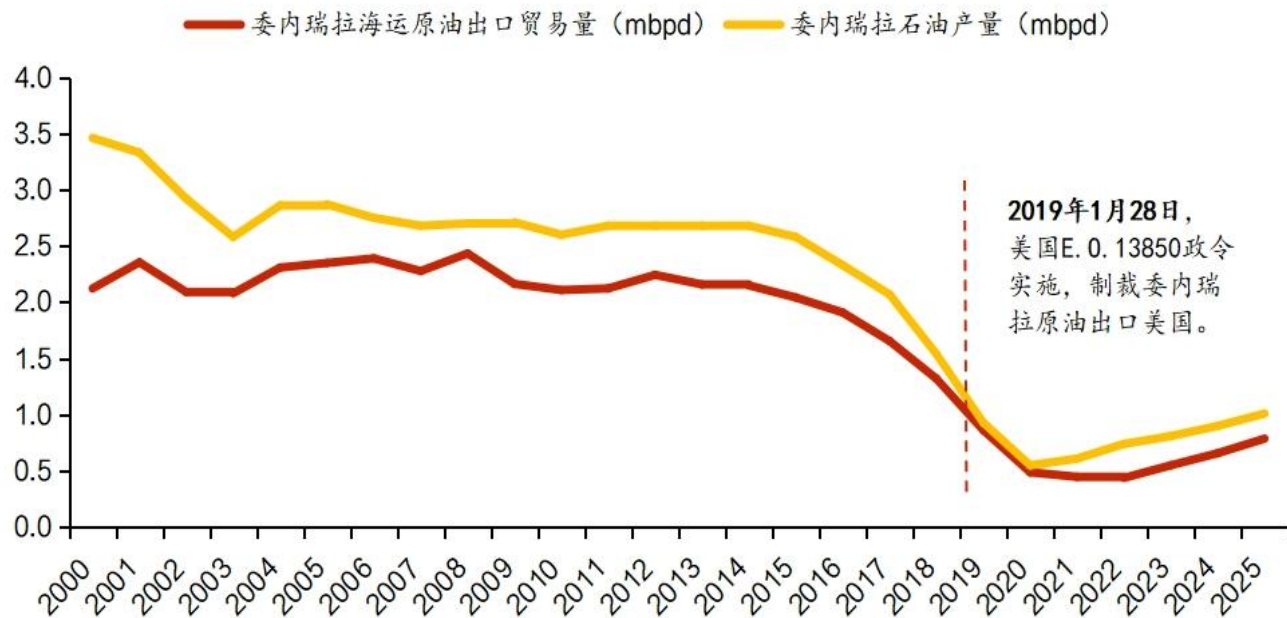
资料来源：克拉克森，华源证券研究所

图表 3：美国制裁导致委伊 CPI 加速恶化，俄罗斯情况相对温和



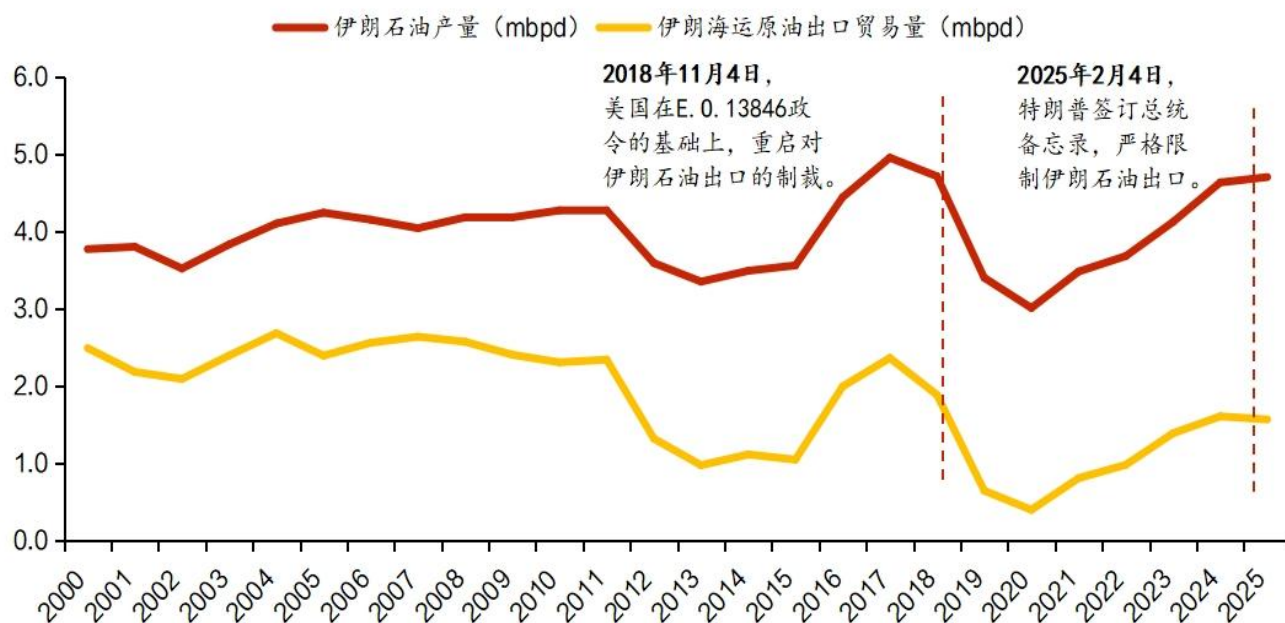
资料来源：iFIND，华源证券研究所

图表 4：美国制裁长期冲击委油出口，2026 年初美军事行动或推进其油运市场规范化进展



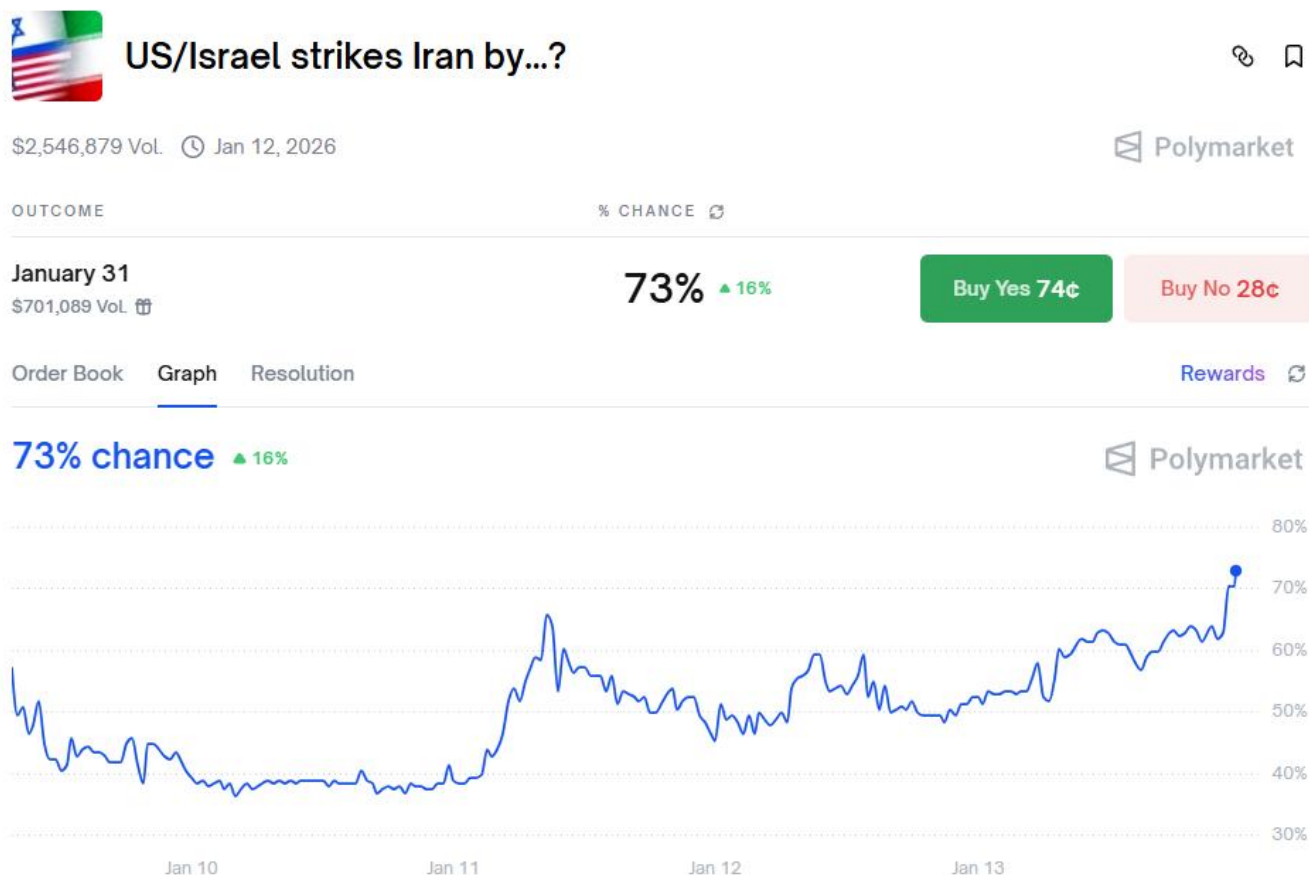
资料来源：EIA，克拉克森，OFAC，华源证券研究所

图表 5：伊油出口量受美制裁大幅下降，2025 年起面临美制裁加严与国内大规模动乱双重压力



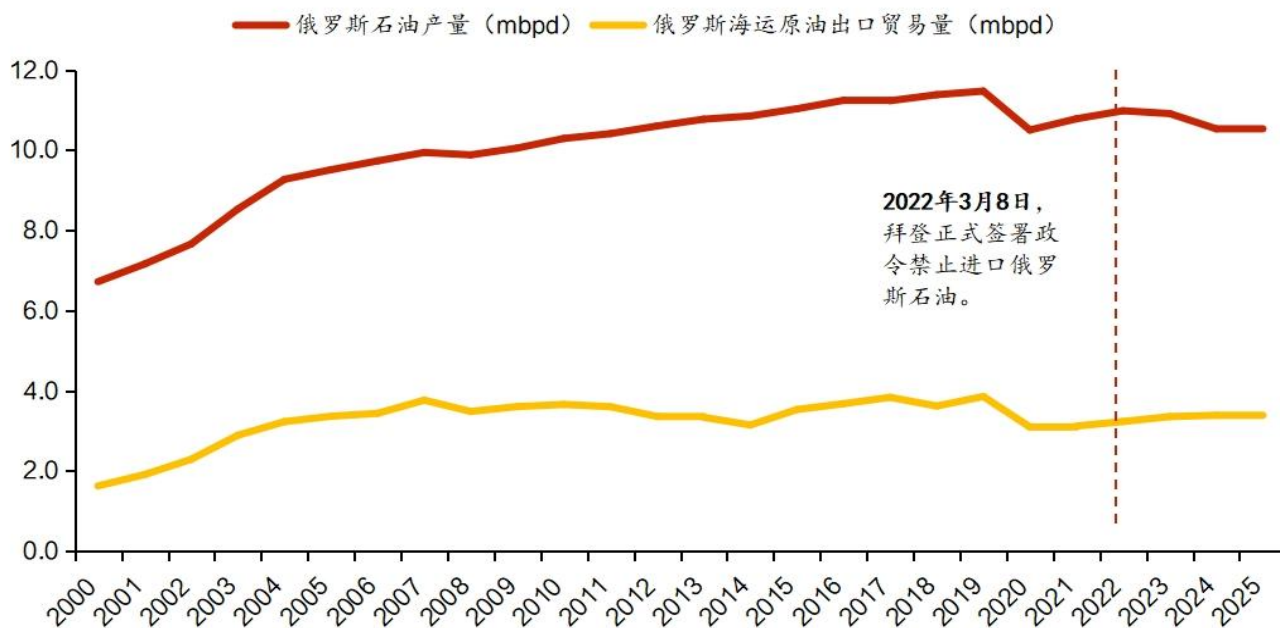
资料来源：EIA，克拉克森，信德海事网，新华网，华源证券研究所

图表 6：截至 2026 年 1 月 13 日，Polymarket 预测美国/以色列在 1 月袭击伊朗的概率为 73%



资料来源：Polymarket，华源证券研究所

图表 7：制裁压力下，俄油贸易重构，影子船队维持海运出口量稳定



资料来源：EIA，克拉克森，中国石油新闻中心，华源证券研究所

图表 8：俄乌冲突爆发和西方对俄油制裁反应或直接利好 Suezmax 和 Aframax



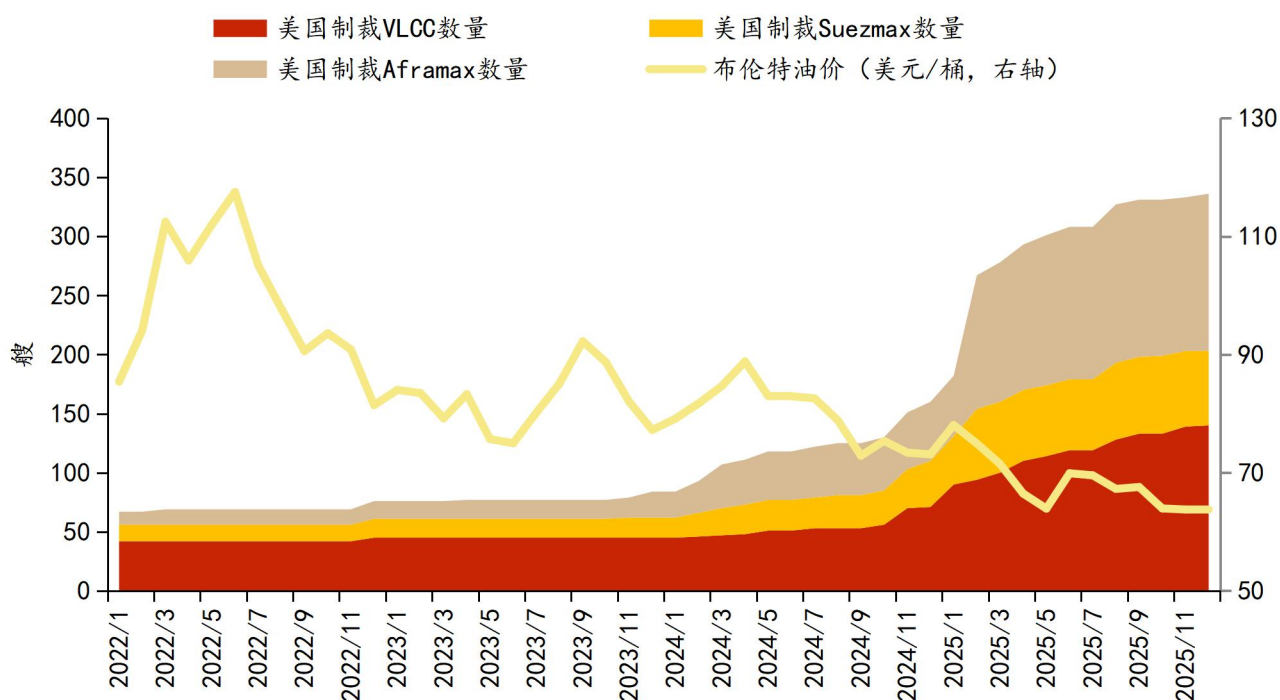
资料来源：克拉克森，中国石化新闻网，界面新闻公众号等，华源证券研究所

图表 9：俄油制裁结束对全球海运供需影响测算

俄油制裁结束测算	俄罗斯（海运+管道）	非俄出口地区	海运需求变化	老旧船淘汰-中性假设	供需差变化
影响货量（万桶/日）	195	204	398		
对欧洲出口航距（海里）	1,610	5,843	3,773		
对亚洲出口航距（海里）	6,029	9,479	7,792		
航距变化	-73%	62%	-4%		
吨海里影响	-4.0%	3.4%	-0.6%	-6.1%	5.5%
——VLCC	0.0%	9.1%	9.1%	0.0%	9.1%
——Suez&Afra	-12.7%	-9.2%	-22.0%	-15.7%	-6.3%

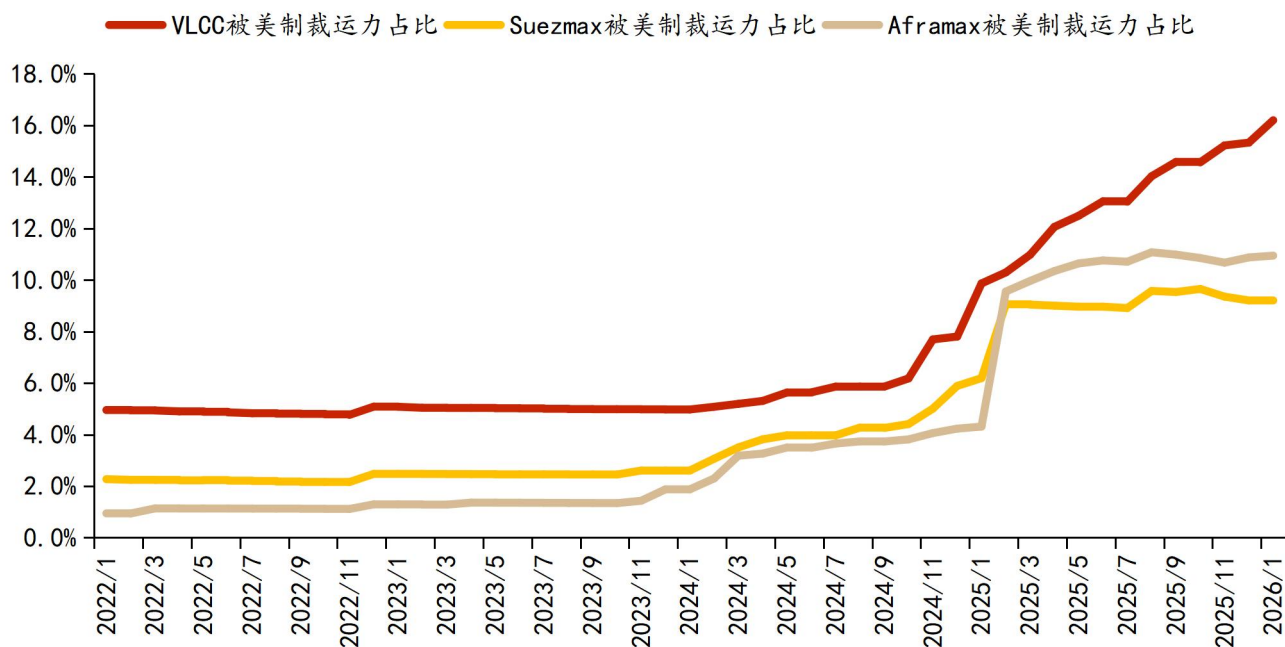
资料来源：克拉克森，华源证券研究所测算

图表 10：油价下行背景下美制裁力度加强



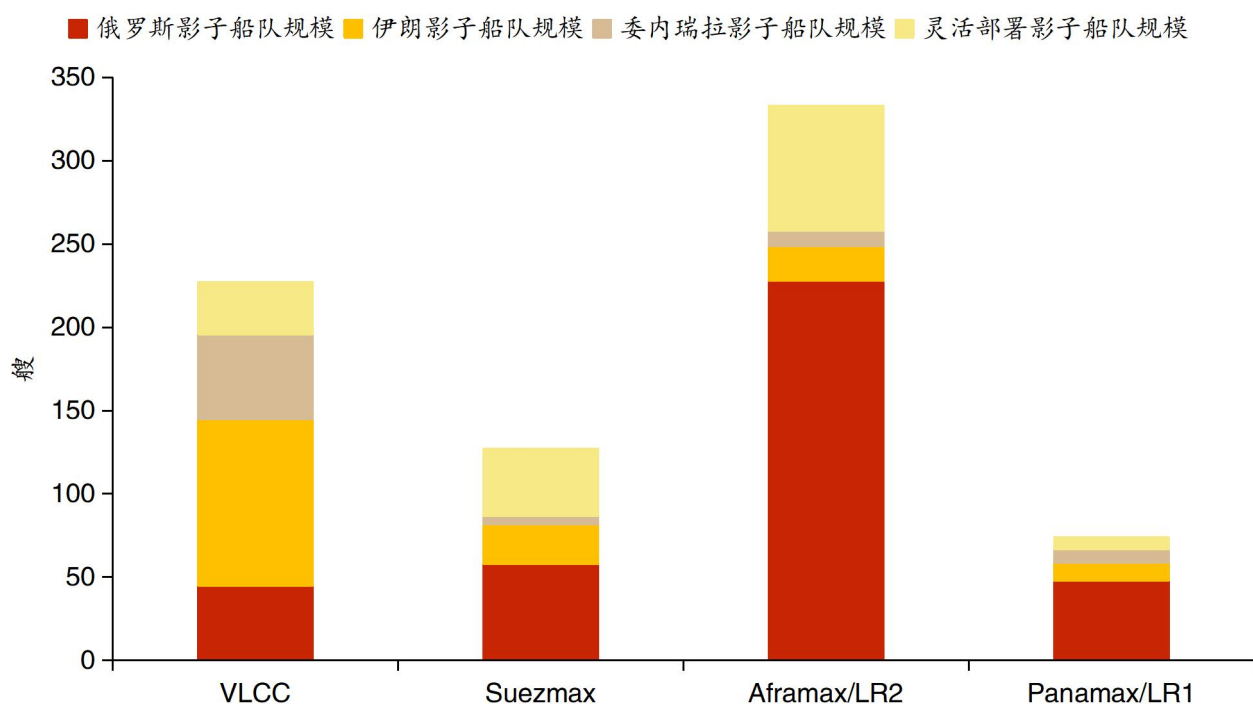
资料来源：克拉克森，华源证券研究所

图表 11：VLCC 为美制裁核心目标，打击跨区域长途运力



资料来源：克拉克森，华源证券研究所

图表 12：委伊俄借影子船队规避制裁，若合规化转型或将导致影子船队老旧运力出清



资料来源：克拉克森，华源证券研究所

图表 13：地缘变局有望催生大量合规 VLCC 运力需求

地缘变局对 VLCC 需求影响			
(年化 VLCC 需求, 艘数)	委内瑞拉	伊朗	俄罗斯
出口受限导致合规替代	19	38	36
出口合规化	46	38	68
恢复至制裁前产量	141	57	68

资料来源：克拉克森，Oceanbolt，华源证券研究所测算

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。