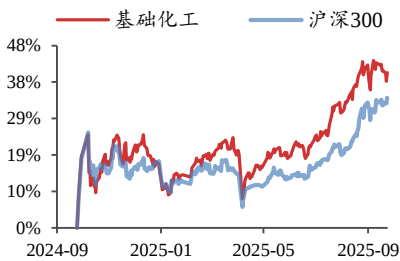


基础化工

2025 年 09 月 25 日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《本周电石价格上涨，国内生物酶解法 rPET 产业化进程提速——化工行业周报》-2025.9.21

《2025 年 8 月 PPI 环比持平，环氧氯丙烷供给偏紧，价格上行——化工行业周报》-2025.9.14

《酚酮产业链投产高峰已过，“反内卷”背景下利润向上弹性空间较大——化工“反内卷”系列报告（十一）》-2025.9.9

UCO-SAF 供需持续偏紧，欧盟对美 SAF 征收反倾销税或凸显中国 SAF 竞争力

——行业点评报告

金益腾（分析师）

jinyiteng@kysec.cn

证书编号：S0790520020002

宋梓荣（分析师）

songziron@kysec.cn

证书编号：S0790525070002

李思佳（分析师）

lisijia@kysec.cn

证书编号：S0790525070006

● SAF 海外供应减少叠加全球需求旺盛，UCO-SAF 产业链价格持续上涨

据百川盈孚数据，截至 9 月 24 日，欧盟、中国 SAF FOB 价格分别为 2,705、2,400 美元/吨，分别较 2025 年年初+46%、+33%；馏水油不含税价格 7,400 元/吨，较 2025 年初+15%。据我们计算，9 月 24 日中国 SAF 单吨利润超 3,000 元/吨，2025 年以来单吨利润最高超 3,500 元/吨。近期 SAF 需求向好而海外供应减少，国内 SAF 景气增加带动原料 UCO 供需偏紧，UCO-SAF 产业链价格同步上涨。**供应方面**，9 月 3 日，壳牌荷兰石油公司不再重启建设大型生物燃料厂的计划；此前壳牌公司已叫停在佩尔尼斯的生物燃料工厂建设；芬兰芬欧汇川集团在 5 月宣布退出鹿特丹项目。据 NESTE 2025 年中报，NESTE 预计在 2025 年 4 季度对鹿特丹工厂、12 月对新加坡工厂均进行为期 6 周的检修。4 月 9 日 NESTE 鹿特丹工厂 50 万吨 SAF 投产后，其 SAF 总产能达到 150 万吨，未来短期 NESTE 工厂陆续检修将使得国外 SAF 供给减少。国内镇海炼化 SAF 装置复工时间延长至 11-12 月，9 月中旬张家港 HVO/SAF 工厂（35 万吨）停机检修，国内外 SAF 装置检修频发，SAF 供应持续短缺。**需求方面**，9 月 12 日，欧盟拨 1.18 亿美元 ETS 配额支持航空采购 SAF；9 月 22 日，新加坡宣布将在 2026 年推出 SAF 税以支持新加坡 2026 年实现 1% SAF 添加目标；国内方面，预计 2025 年下半年将推出 SAF 第三阶段试点，将试点范围拓展至全国省会机场。短期 SAF 全球需求稳步增长，远期进入 2027 年，CORSIA 要求成员国国家强制推出 SAF 掺混比例，2050 年实现航空业净零排放，SAF 需求蓬勃发展。综上，SAF 未来需求或快速增长，但海外新增产能较少，国内 SAF 工厂有望凭借较为充足的 UCO 资源持续获取全球 SAF 市场份额，UCO-SAF 产业链景气有望持续增长。

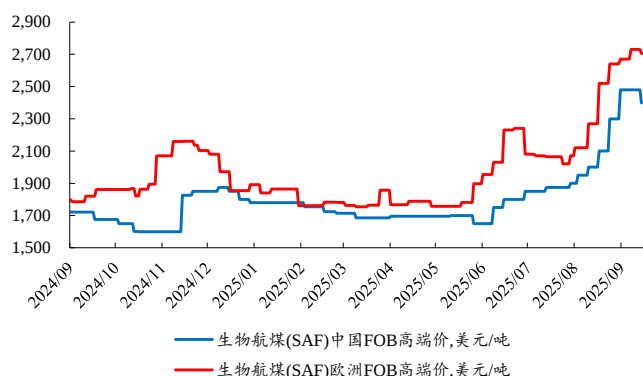
● 欧盟对美国 SAF 产品征收反倾销税，中国 SAF 产品竞争力或进一步凸显

9 月 12 日，欧盟对 2021 年出台的针对美国生物柴油反倾销措施进行修正，新增对美 SAF 产品征收反倾销税，目前反倾销税约为 172.2 欧元/吨。2009 年开始欧盟对美国生物柴油征收反倾销和反补贴税，由于美国国内生产的生物柴油享用了美国政府 1 美元/加仑的税收抵扣政策。目前美国为生物柴油、SAF 分别提供 1、1.75 美元/加仑补贴，这也是欧盟将美国 SAF 纳入征收反倾销税范围的最主要原因。我国 SAF 行业目前尚未出台明确的补贴政策，同时目前我国仅有嘉澳环保一家 SAF 企业获得出口白名单。未来我国进入 SAF 出口白名单的企业或增多，但我国 SAF 行业基本以自驱动发展为主，被欧盟征税概率较小。同时未来随着越来越多的国家推出 SAF 掺混政策，中国 SAF 工厂凭借 UCO 带来的低碳属性，叠加海外 SAF 供应短缺带来的发展机遇，中国 SAF 产品具有较强市场竞争力。

● **受益标的：**嘉澳环保、山高环能、卓越新能、海新能科、鹏鹞环保等。

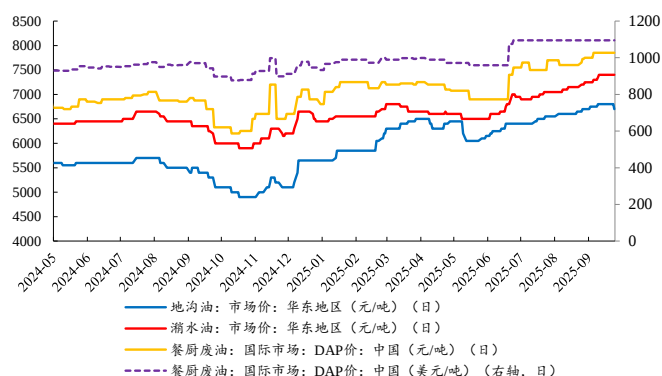
● **风险提示：**政策推进不及预期、原材料价格大幅上涨、技术进步不及预期等。

附图 1：2025 年以来，中国、欧洲 SAF 价格上涨



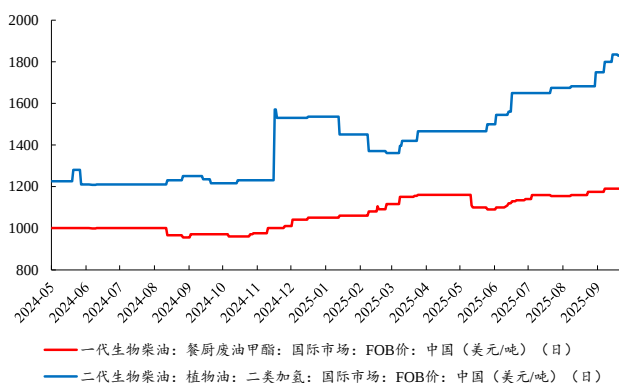
数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

附图 2：2025 年以来，我国潞水油、地沟油价格上涨



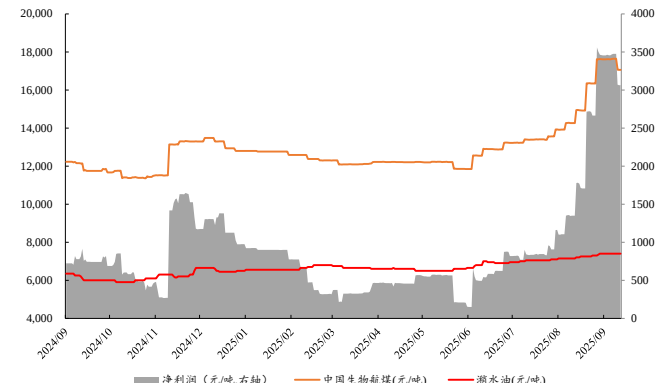
数据来源：隆众资讯、开源证券研究所

附图 3：中国一代、二代生物柴油 FOB 价格持续上涨



数据来源：隆众资讯、开源证券研究所

附图 4：2025 年以来 SAF 单吨利润最高超 3,500 元/吨



数据来源：百川盈孚、隆众资讯、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn