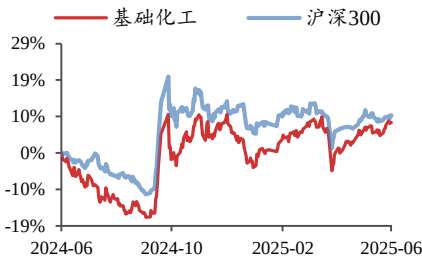


基础化工

2025 年 06 月 13 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

《2025 年印度钾肥大合同价敲定 349 美元/吨，有望提振钾肥景气——行业周报》-2025.6.8

《光引发剂供需格局有望改善，行业底部回暖可期——行业深度报告》-2025.6.2

《山东高密化工厂发生爆炸事故，相关行业落后产能有望加速出清——行业周报》-2025.6.2

海外 SAF 需求回暖，UCO-HVO/SAF 价格同步上涨

——行业点评报告

金益腾（分析师）

jinyiteng@kysec.cn

证书编号：S0790520020002

宋梓荣（联系人）

songziron@kysec.cn

证书编号：S0790123070025

李思佳（联系人）

lisijia@kysec.cn

证书编号：S0790123070026

● 海外 HVO/SAF 价格上涨，我国 UCO 价格跟涨

HVO/SAF 方面，据隆众资讯数据，截至 2025 年 6 月 11 日，欧洲四类加氢 HVO FOB、SAF FOB 价格分别为 2,002、1,949 美元/吨，分别较 2025 年 2 季度以来的最低点+13.97%、+11.60%。据 argus 5 月 29 日报道，主要是夏季飞行季前欧洲季节性需求强劲，带动 SAF 需求增长，其中高品质的 HVO 价格涨幅更大。**原料 UCO 方面**，据隆众资讯数据，截至 6 月 12 日，我国华东地区地沟油、泔水油价格分别为 6,250、6,650 元/吨，分别较 2025 年 2 季度以来的最低点+3.31%、+2.31%。受海外 HVO/SAF 需求上涨推动，近期我国港口对原料 UCO 询价活跃，原料 UCO 价格上涨。我们认为未来随着欧盟落实 2025 年 2% 的 SAF 掺混政策，SAF 需求增长，叠加目前欧洲 HVO 价格高于 SAF，SAF 价格后续仍有涨价空间。SAF 需求增加有望推动 UCO 价格上涨，进而实现 UCO-HVO/SAF 全产业链景气上行。

● SAF：欧盟逐步落实 2% 的 SAF 掺混政策，中国 SAF 产品成本优势凸显

欧盟为实现 2% 的 SAF 掺混政策，已陆续推出相关措施。据 advanced biofuels usa、路透社等报道，欧盟部分航空公司已经开始征收 6-20 欧元的“环境附加费”或者 SAF 附加费，用于传导掺混 SAF 带来的成本增加；6 月 11 日，欧盟已提出补贴航空公司购买超过 2 亿升可持续航空燃料（约 16 万吨）。但上述措施仍不足以弥补欧洲使用 SAF 带来的成本增加，主要是欧洲对于使用 SAF 的合规成本较高。据 IATA 报道，预计 2025 年欧洲将购买 100 万吨 SAF，预计成本约 12 亿美元，但生产商或供应商为避免被欧盟征收对于 SAF 的不达标销售的罚款，其向航空公司预计额外收取共计约 17 亿美元的合规费用，使得欧洲航空公司采购的 SAF 成本翻倍。在此基础上，由于我国具有价格较低、且供应量较多的 UCO 原料优势，我国 SAF 生产成本较低，有望有效弥补欧盟 SAF 供应不足的问题，且有望凭借成本优势获得欧盟较大市场份额。**SAF 受益标的：嘉澳环保、海新能科、卓越新能、鹏鹞环保等。**

● UCO：未来 SAF 需求或稳步增长，或将推动其对 UCO 需求增长

欧盟终端需求回暖推动 SAF 工厂持续积极采购原料，带动国内不同规格的餐厨废油 UCO 均出现上涨。国内 UCO（加氢）交易最为活跃，尤其是高品质 UCO 需求较高，海内外加氢植物油 HVO 及 SAF 工厂的采购水平中枢不断上移，普级 UCO 的价格也受到影响上涨。实际上，2025 年以来我国 UCO 需求呈增长趋势，一方面我国 UCO 具有较强碳减排属性，随着其下游 SAF、生物柴油需求增加，而其自身新增产能受限，景气度率先增长。另一方面，由于印尼为发展其国内生物柴油产业，印尼于 2025 年 1 月限制 UCO 出口，因而尽管有地缘贸易冲突影响，我国 UCO 在国际上的需求持续增加。据隆众资讯数据，2025 年 1-4 月出口 UCO 80.72 万吨，同比+5.65%。因此未来 SAF 需求持续增长的情况下，原料 UCO 景气有望率先上行。**UCO 受益标的：山高环能、朗坤环境等**

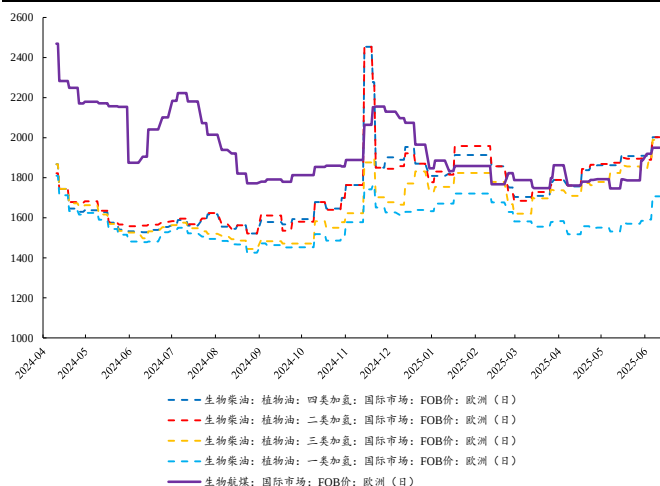
● **风险提示：**政策推进不及预期、原材料价格大幅上涨、技术进步不及预期等。

表1：根据 HVO/SAF 的规划产能计算，弹性由大到小依次为嘉澳环保、海新能科、卓越新能、鹏鹞环保

序号	股票代码	公司名称	规划产能（万吨）	2025/6/12 市值（亿元）	产能/市值（吨/万元）
1	603822.SH	嘉澳环保	74	45.56	1.62
2	300072.SZ	海新能科	45	73.08	0.62
3	688196.SH	卓越新能	20	54.79	0.37
5	300664.SZ	鹏鹞环保	10	40.73	0.25

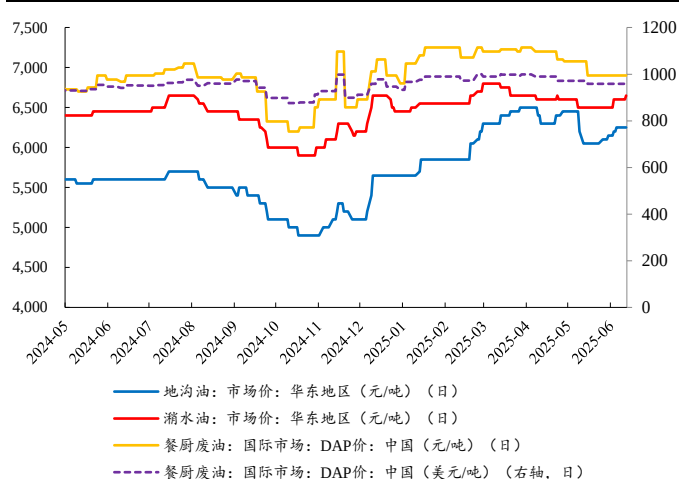
数据来源：Wind、各公司公告、《连云港嘉澳新能源 100 万吨/年度弃油脂转化生物质能源项目》环评、开源证券研究所

附图 1：2025 年 5 月底，HVO/SAF 价格上涨



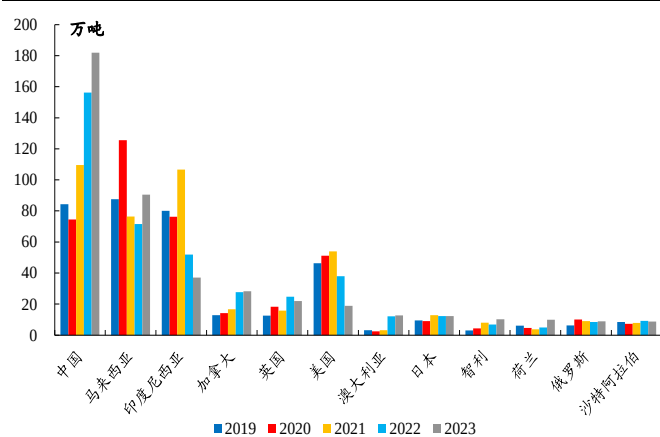
数据来源：隆众资讯、开源证券研究所

附图 2：2025 年 5 月底，我国潮水油、地沟油价格上涨



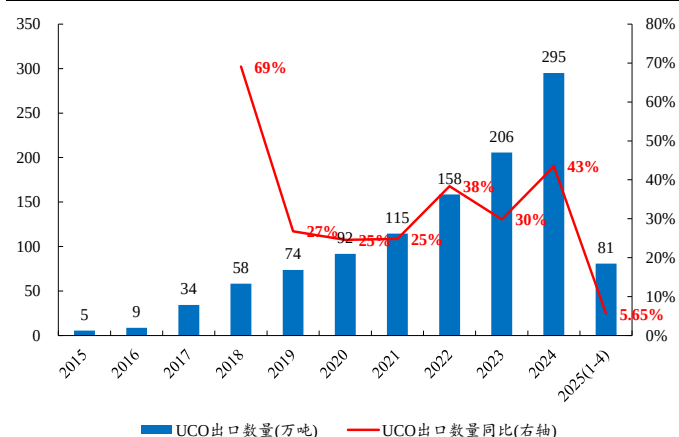
数据来源：隆众资讯、开源证券研究所

附图 3：2023 年中国、马来、印尼为主要 UCO 出口国



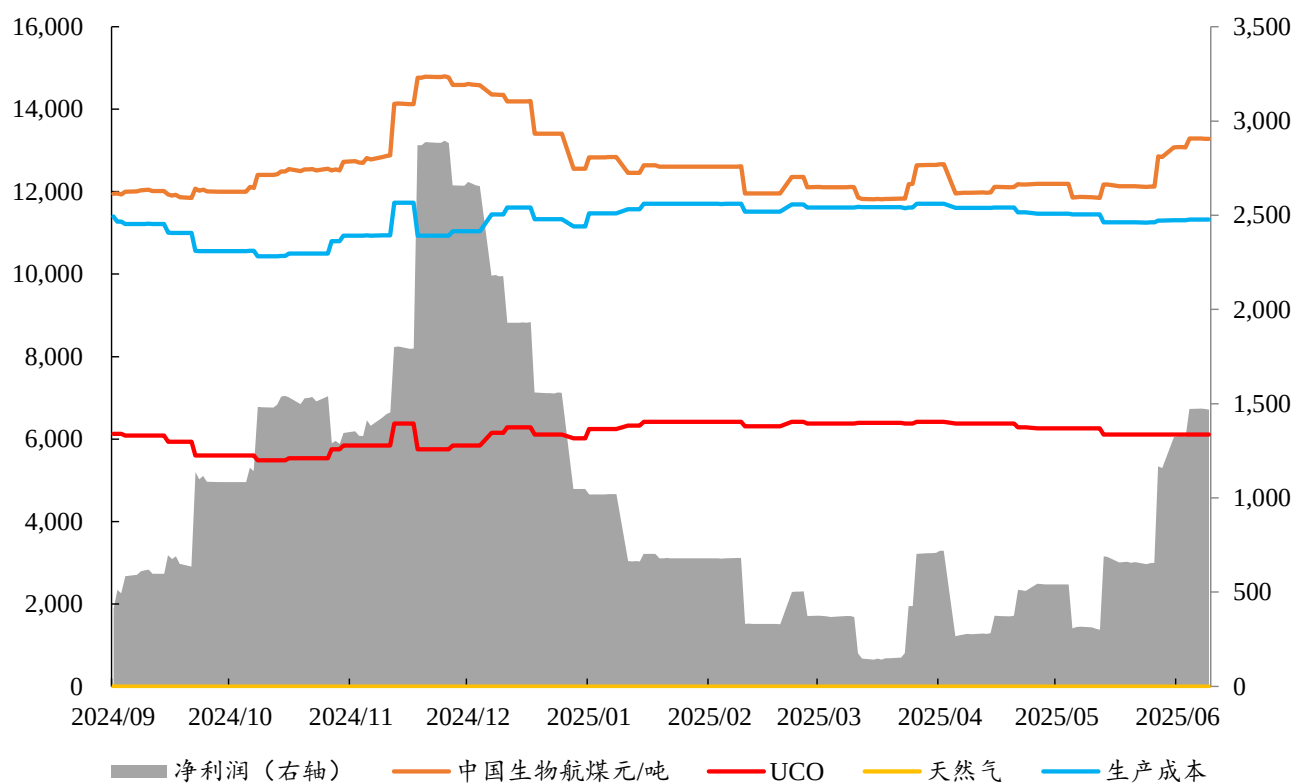
数据来源：ASA、开源证券研究所

附图 4：2025 年以来，中国 UCO 出口仍保持同比增长



数据来源：隆众资讯、开源证券研究所

附图 5：2025 年 5 月底以来，SAF 利润持续增加



数据来源：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