

生物燃料及油脂化工行业

棕榈油价格大幅上行，生物燃料替代有望加速

优于大市

◆ 行业研究 · 行业快评

证券分析师： 杨林 010-88005379
证券分析师： 薛聪 010-88005107
证券分析师： 张歆钰 021-60375408
证券分析师： 董丙旭 0755-81982570

◆ 基础化工

yanglin6@guosen.com.cn
xuecong@guosen.com.cn
zhangxinyu4@guosen.com.cn
dongbingxu@guosen.com.cn

◆ 投资评级：优于大市（维持）

执证编码：S0980520120002
执证编码：S0980520120001
执证编码：S0980524080004
执证编码：S0980524090002

事项：

据央视新闻，2月28日，美以对伊朗全境24个省份约500个目标实施精准打击。2月28日起，伊朗伊斯兰革命卫队宣布：禁止任何船只通过霍尔木兹海峡，强行通过将被视为敌对目标并遭打击。中东原油供应受限背景下，原油价格持续上涨，3月9日上午，布油期货价格曾达119.5美元，生物燃料经济性与需求提振，棕榈油、豆油、菜油价格大幅上涨。

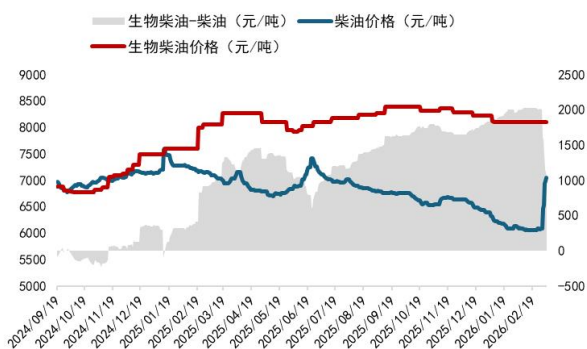
国信化工观点：1) 原油价格快速上涨，生物燃料经济性显现，需求或将持续提振。2) 棕榈油、豆油、菜籽油等油料价格与原油价格高度正相关。3) 高油价背景下，各国生物燃料政策或将加速推进。4) 印尼油脂化工与棕榈油原料税差加大，利好印尼棕榈油脂化工企业。5) 投资建议：原油价格中枢长期处于高位将推动各国加快推进生物燃料政策落地，对应生物燃料需求持续增长；棕榈油价格中枢随原油价格上涨，主产国印尼棕榈油出口税金提升，原料与棕榈油基化工品间税金差走扩，利好在印尼的本土棕榈油脂化工厂。建议关注可持续航空燃料（SAF）、生物柴油行业相关企业：卓越新能；印尼棕榈油脂化工品产能领先企业：赞宇科技。6) 风险提示：原油价格剧烈波动的风险；各国生物燃料政策及需求落地不及预期的风险；地缘冲突持续扩大的风险。

评论：

◆ 原油价格快速上涨，生物燃料经济性显现，需求或将持续提振

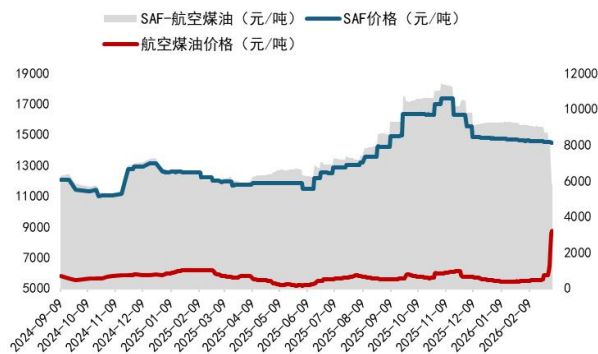
生物燃料是以生物质为原料生产的燃料，用以替代石化汽油、柴油、航空煤油，主要包括生物柴油、燃料乙醇、可持续航空燃料（SAF）等。各国在综合考虑能源安全、碳中和、环保等多因素后，相继推出生物燃料掺混政策，以推动生物燃料需求增长。但受限于产能规模、技术、成本等因素，各国生物燃料推进进度不一，且售价远高于传统石化汽柴煤油价格。根据wind、百川盈孚数据，2026年3月1日，生物柴油-柴油价差达2070元/吨，SAF-航空煤油价差达8679元/吨；而随着原油价格快速上涨，截至3月6日，生物柴油-柴油价差收敛至1045元/吨，SAF-航空煤油价差收敛至5733元/吨。原油价格快速上涨背景下，生物燃料经济性逐渐显现，且部分无化石能源储备国家将更为重视能源安全，进而提振生物燃料需求。

图1: 生物柴油与柴油价格对比 (元/吨)



资料来源: wind、百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图2: 可持续航空燃料与航空煤油价格对比 (元/吨)



资料来源: wind、百川盈孚、国信证券经济研究所整理

◆ 生物质燃料可部分替代化石燃料，油料价格与原油价格呈高度正相关

伴随生物质燃料对化石燃料的替代，生物油脂价格将传导原油价格，呈现高度相关性：2020-2022 年原油价格中枢上行，棕榈油、豆油、菜籽油价格同步上涨；2022-2023 年原油价格中枢下行，棕榈油、豆油、菜籽油价格同步下跌；2023-2026 年各类油料价格区间震荡；2026 年 2 月 28 日至 3 月 9 日，受地缘冲突影响，布伦特原油上涨 36.5%、棕榈油上涨 9.5%、豆油上涨 6.0%、菜籽油上涨 8.1%（各油料价格均采用期货结算价）。

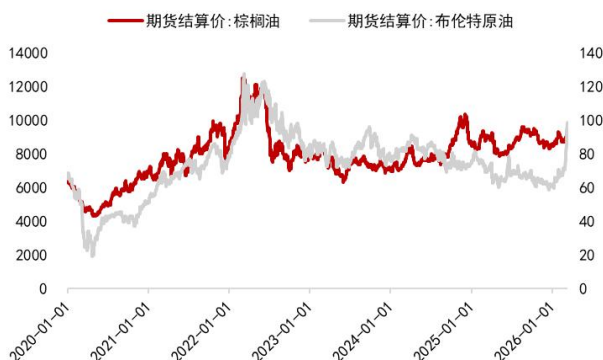
棕榈油与原油价格相关度复盘：2020 年 1 月-2022 年 12 月是棕榈油与原油价格强相关周期，其中 2020 年 4 月-2022 年 3 月为原油价格受俄乌冲突影响处于大幅抬升周期，伴随原油价格上涨，化石柴油价格推高，生物柴油经济性边际改善，欧美、印尼、马来等地对生物燃料的推动力度增强，棕榈油在燃料端边际用途增加，使棕榈油兼具“农产品属性+能源替代属性”。2024 年-2025 年，棕榈油价格与原油价格出现背离，原油价格中枢回落而棕榈油价格中枢上行，2024 年起棕榈油的独立行情由印尼减产、低库存与 B40 政策预期共同主导。2026 年 3 月来，棕榈油价格与原油价格再次呈现强相关度，再次演绎“原油价格上涨推动化石柴油价格上行-生物柴油经济性改善-生物柴油替代加速-传导原油价格上涨”路径。

图3: 原油 (美元/桶, 右轴)、棕榈油、豆油、菜籽油 (元/吨, 左轴) 价格走势



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图4: 原油 (美元/桶, 右轴)、棕榈油 (元/吨, 左轴) 价格走势



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

◆ 高油价背景下，各国生物燃料政策或将加速推进

欧盟、美国、中国、印尼等全球多国家地区基于碳中和、环保、能源安全等因素，均提出一定的生物柴油/可持续航空燃料掺混比例，其中 2025 年后欧洲强制添加 2%比例 SAF，同时美国、中国、印尼等国家持续推动本地区相关生物燃料添加政策。高油价背景下，全球生物燃料长期需求有望高速增长，市场空间巨大。

表1: 各地区生物柴油与可持续航空燃油主要政策及油料使用情况

地区	生物燃料类型	主要政策	原料限制
欧盟	生物柴油	《可再生能源指令》(RED III): 要求 2030 年交通领域可再生能源占比 29%或温室气体 (GHG) 强度降低 14.5%; 先进生物燃料+非生物源可再生燃料 (RFNBO) 合计占比 \geq 5.5%, 其中 RFNBO \geq 1%; 废油脂在交通中上限 1.7%。	禁止棕榈油、大豆油等高间接土地利用变化风险原料; 优先 UCO、农业残渣、藻类等先进原料。
	SAF	《ReFuelEU 航空法规》: 2025 年起, 所有在欧盟机场加注的航煤中 SAF 占比至少 2%, 2030/2035/2040/2045/2050 年目标分别为 6%/20%/34%/42%/70%。	禁止棕榈油、大豆油等高 ILUC 风险原料; 优先 UCO、农业残渣、藻类等先进原料。
美国	生物柴油	2005 年 8 月美国国会通过了《国家能源政策法案》, 授权美国环保署 (EPA) 制定实施《可再生燃料标准》(RFS), 要求 2006 年美国生物燃料利用量至少达到 40 亿加仑。2007 年 EPA 修订通过 RFS II, 细分了生物燃料种类, 规定了各类型生物燃料义务掺混量 (RVO), 要求 2022 年生物柴油为主, 动物油脂、UCO、菜燃料总义务掺混量达到 360 亿加仑, 其中生物柴油掺混量 24.3 亿加仑。据美国环保署 (EPA) 2025 年 6 月发布的“SET2”规则提案, 2026 年美国生物柴油掺混目标为 56.1 亿加仑, 较 2025 年同比增长 67%。	美国农业部、能源部和运输部发布了 SAF 挑战路线图, 旨在与工业界合作, 到 2030 年实现国内 SAF 年产量 30 亿加仑; 到 2050 年实现 SAF 年产量 350 亿加仑, 以满足美国航空业 100%普及 UCO、农业残渣、豆油等。可持续航空燃料的发展目标。
	SAF	2008 年前柴油几乎未掺混生物柴油; 此后沿 B1 (2008 - 2009) >B2 (2010 - 2012) >B7.5 (2012 - 2013) >B10 (2013 - 2015) >B15 (2015 - 2018) >B20 (2018 - 2019) >B306 (2019 - 2023) >B35 棕榈油。(2023 - 2024) >`87B40 (2025 起) 的路径稳步上行, B50 原定 2026 年下半年全国推行。2026 年起从雅加达与巴厘岛出港的国际航班先行试行 1%混掺, 目标到 2030 - 2035 年将混掺比例抬升至 2.5 - 5%, 目前主要约束航空公司与出港航班。	棕榈油。

资料来源: 各政府官网, 国信证券经济研究所整理

◆ 印尼油脂化工与棕榈油原料税差加大，利好印尼棕榈油脂化工企业

印尼政府针对毛棕榈油与精炼棕榈油出口加征关税，由 Duty 税与 Levy 税构成，其中 Levy 税收构成了印尼对于生物柴油与石化柴油的价差补贴，因此随着印尼生物柴油掺混比例持续提升，2026 年 3 月 1 日起，印尼将毛棕榈油出口 Levy 税率从 10%提高到 12.5%，精炼产品的税率同步提高 2.5 个百分点。直接进口印尼棕榈油需要缴纳 duty 与 levy 税金，棕榈油价格越高则缴纳税金金额越高；进口以棕榈油为原料制备的如硬脂酸等油化产品则关税为零。若国内企业在印尼设有棕榈油脂化工工厂，则可通过税金差额赚取超额利润，而随着棕榈油价格中枢提升与出口 Levy 税率提升，两者税金差额将走扩。

图5: 不同棕榈油价格对应棕榈油出口税金 (美元/吨)

价格区间 (美元/吨)	CPO Duty (美元/吨)	Levy税率 (2026.3.1后)	Duty+Levy合计 (美元/吨)
<=680	0	12.50%	<=85
680-730	3	12.50%	88-94.25
730-780	18	12.50%	109.25-115.5
780-830	33	12.50%	130.5-136.75
830-880	52	12.50%	155.75-162
880-930	74	12.50%	184-190.25
930-980	124	12.50%	240.25-246.5
980-1030	148	12.50%	270.5-276.75
1030-1080	178	12.50%	306.75-313
1080-1130	201	12.50%	336-342.25
1130-1180	220	12.50%	361.25-367.5
1180-1230	240	12.50%	387.5-393.75
1230-1280	250	12.50%	403.74-410
1280-1330	260	12.50%	420-426.25
1330-1380	270	12.50%	436.25-442.5
1380-1430	280	12.50%	452.5-458.75
>1430	288	12.50%	>458.75

资料来源: 印尼财政部、国信证券经济研究所整理测算

◆ 投资建议：

原油价格中枢长期处于高位将推动各国加快推进生物燃料政策落地，对应生物燃料需求持续增长；棕榈油价格中枢随原油价格上涨，主产国印尼棕榈油出口税金提升，原料与棕榈油基化工品间税金差走扩，利好在印尼的本土棕榈油脂化工厂。

卓越新能：卓越新能：公司是国内生物柴油龙头企业，公司国内现有一代生物柴油产能 50 万吨/年，SAF 产能 10 万吨/年，天然脂肪醇 5 万吨/年。公司未来在新加坡、泰国等地规划建设产线，泰国规划 30 万吨/年一代生物柴油、10 万吨/年 HVO/SAF 产能；新加坡规划 30 万吨生物柴油产能。东南亚产能有望于 2026-2027 年陆续建成，可以有效规避欧盟关税风险，增厚公司利润，公司远期在中东地区也有产能规划，有望达到 130 万吨生物柴油+10 万吨脂肪醇+10 万吨甘油的产能规模，长期成长性突出。

赞宇科技：公司为国内油脂化工、表面活性剂、洗护加工领先企业，油脂化学品产能超过 100 万吨/年、表面活性剂超 120 万吨/年产能、OEM/ODM 达 110 万吨/年。其中油脂化学品印尼产能为杜库达印尼有限公司拥有，2025-2026 年该印尼工厂实现产能扩张，主要生产销售硬脂酸、氢化油、甘油等油脂化工产品，产品与原料棕榈油、棕榈仁油相比可与产业链上下游共享丰厚的税金优惠。levy 税率提升叠加棕榈油价中枢提升将增加原料与化工品间税金绝对值，进而提升杜库达公司的盈利水平。

表2：推荐标的盈利预测

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价(2026/3/9) (元)	EPS			PE			PB
				2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	
688196	卓越新能	优于大市	83.55	1.24	1.34	3.11	27.05	44.04	26.86	3.66
002637	赞宇科技	优于大市	15.28	0.29	0.33	0.87	34.24	46.30	17.56	1.90

资料来源：wind、国信证券经济研究所预测

◆ 风险提示：

疫情等宏观因素对生产经营的影响，电网接入工程建设进度无法及时满足海上风电建设需求，企业产品出现质量问题导致相关质量损失。

相关研究报告：

《农化行业：2026 年 1 月月度观察-钾肥合同价上涨，储能拉动磷矿需求，草铵膦将取消出口退税》——2026-02-04

《农化行业：2025 年 12 月月度观察-钾肥供需紧平衡，储能拉动磷矿石需求，草甘膦价格下行》——2026-01-08

《硫磺行业深度报告-全球供需矛盾突出，硫磺价格有望上行》——2025-12-09

《石化化工行业 2026 年投资策略——石化化工行业景气度有望复苏》——2025-11-15

《可持续航空燃料(SAF)行业点评-欧盟推出 33 亿欧元投资计划，稳定可持续燃料行业投资者信心》——2025-11-10

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032