仅供内部参考，请勿外传

综合

证券研究报告
2026 年 09 月 18 日

9 月 REITs 市场跟踪：关注第三单特高压配套新能源 REIT，外送通道护航收益稳定性

REITs 行情及大类资产对比：9 月上半月 REITs 指数小幅回落，但在大类资产中表现较为抗跌。
9 月上半月中证 REITs 指数与全收益指数分别累计-1.93%、-1.44%；换手率回落至 0.27%，同比 8 月上半月回落 0.07pct、环比 8 月下半月回落 0.10pct。大类资产中，REITs 全收益指数涨跌幅排名第二。

月度专题：关注第三单特高压配套新能源 REIT，外送通道护航收益稳定性。

从资产基本面看：底层风电资产优质，运营稳健与区位优势双重保障。
①并网超 5 年、收入稳定：两项目均于 2020 年 12 月投运，近三年净利润及经营性净现金流持续为正，上网电量、EBITDA 均稳定在合理区间内。
②风资源稳定、利用小时领先：2025 年宁夏风电平均利用小时 1984 小时，项目同期平均利用小时高达 2747 小时，表现明显优于区域内同类项目。
③区位优势降低调出风险：距灵州±800kV 换流站约 70-80 公里，电气距离短、损耗小，叠加发起人与项目资质优势，预期调出外送电源清单风险较小。

从消纳属性看：特高压配套新能源收益稳定性通常优于可比纯市场化项目。
①灵绍直流运行可靠：2025 年外送电量 570 亿千瓦时，居全国±800kV 直流首位；2021-2024 年能量利用率连续 4 年全国第一。
②受电端浙江需求旺盛：2022-2025 年浙江电力缺口从 1683.9 亿拉大到 2348.7 亿千瓦时，且浙江电量消纳情况良好，风电利用率近 100%。
③电价具备竞争力：浙江煤电标杆 0.4153 元/千瓦时，宁夏仅 0.2595 元，宁夏外送电在浙江省内市场具备较好的价格竞争优势。
④外送电价更稳定：项目对比来看，历史区域内项目参与灵绍直流外送的新能源电价表现相对更为稳定。

从电源属性看：风电整体出力稳定性、负荷匹配度优于光伏。
①风电价值日益凸显：风电出力同时率低、区域出力稳定，且相对光伏而言，风电出力时机匹配用电需求，上午与夜间出力往往更高，可满足用电高峰需求，从而在电力消纳稳定性和价格交易稳定性两个方面带来相对优势。
②宁夏存量优质风电项目日益凸显稀缺性：宁夏地区近年风电年新增装机比例较低，除 2021 年外年装机增幅均低于 5%，预计未来仍将延续低增长态势。宁夏地区优质风区资源日趋稀缺，凸显存量优质风电项目市场竞争力。

关注未纳入估值假设的部分潜在收益。
①未考虑西部大开发税收优惠延续可能性：评估假设 2030 年后西部大开发税收优惠政策结束，所得税率从 15%回到 25%；若政策延续，则可供分配金额有望提升，且折现率下降有望带来估值提升。
②机组延寿潜在收益：基金存续 16 年，评估假设机组设计寿命 2040 年底到期；若延寿 5 年获批，预估每年可产生运营净收益 4672.90 万元，延寿 5 年净收益折现值预估为 1.93 亿元，预计基金份额持有人可分配 0.39 亿元。
③国补到期后绿证/绿电交易收入：本项目在资产组估值中已考虑国补退坡对收入的影响，项目公司预计未来国补到期后将参与绿证及绿电交易市场相关工作，或可为投资人带来额外的潜在投资收益。

政策动态：扩宽参与主体、拓展资产范围、规范资产评估。
①8 月 28 日国家发展改革委全国投资工作推进会议提出，支持民营企业参与基础设施 REITs 发行、PPP 新机制项目建设运营。②近日，六部门联合印发乡村振兴投入机制实施方案，支持符合条件的涉农项目发行 REITs。③9 月 14 日中评协发布公募 REITs 资产评估指导意见征求意见稿，细化参数预测与折现率选取等要求，旨在规范公募 REITs 资产评估执业行为，保护资产评估当事人合法权益和公共利益。

风险提示：基本面复苏不及预期风险；流动性及解禁抛压风险；利率波动与比价效应风险；估值与基本面背离风险。

投资评级

行业评级	强于大市(维持评级)
上次评级	强于大市

作者

李蓉 分析师
SAC 执业证书编号：S1110525080007
lirong@tfzq.com

汪知瑶 分析师
SAC 执业证书编号：S1110525090001
wangzhiyao@tfzq.com

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

1 《ESG 月报：机构间 REITs 新规与新能源资产证券化（一）》2026-09-11
2 《综合-行业专题研究:1-2 月 REITs 市场跟踪：指数震荡、先扬后抑；关注能源 REITs 4Q25 业绩归因拆分》2026-03-14

仅供内部参考，请勿外传

内容目录

1. REITs 行情及大类资产对比：9 月上半月指数小幅回落，但凸显抗跌属性 3
2. 月度专题：关注第三单特高压配套新能源 REIT，外送通道护航收益稳定性 4
2.1. 宁夏首单公募 REITs，上市主体赋能 4
2.2. 优质风电资产运营稳健，特高压配套提供消纳与电价双重优势 4
2.2.1. 从资产基本面看：底层风电资产优质，运营稳健与区位优势双重保障 4
2.2.2. 从消纳属性看：特高压直流配套新能源收益稳定性通常优于可比纯市场化消纳项目 6
2.2.3. 从电源属性看：风电整体出力稳定性、负荷匹配度优于光伏 9
2.3. 关注未纳入估值假设的部分潜在收益 10
3. 政策动态：扩宽参与主体、拓展资产范围、规范资产评估 13
4. 风险提示 14

图表目录

图 1：REITS 市场指数走势 3
图 2：REITS 流通市值及换手率趋势 3
图 3：大类资产涨跌幅对比 3
图 4：中证 REITS 指数、红利指数、十年期国债收益率走势变化 4
图 5：底层资产风速和对应应发小时数情况 5
图 6：底层资产实际结算利用小时情况 5
图 7：底层资产与可比项目近年限电率对比 6
图 8：底层资产 2024-2026 年历年 1 季度结算电量波动情况 6
图 9：2022 年-2025 年灵绍直流送出电量情况 7
图 10：浙江省发、用电量及增长趋势 7
图 11：浙江省电力缺口增长趋势 7
图 12：近年浙江省新能源利用率水平和全国平均水平对比 8
图 13：本项目 2026 年参与灵绍直流外送前电价与宁夏区域内其他新能源通过灵绍直流外送电价表现的对比 8
图 14：我国典型日负荷特性 9
图 15：我国典型风电日出力曲线 9
图 16：我国典型光伏日出力曲线 9
图 17：2025 年末宁夏装机结构 10
图 18：2021 年-2025 年宁夏地区风电装机情况 10

表 1：灵绍直流配套项目历史扩容情况 5
表 2：国金嘉泽新能 REIT 募集说明书对各类估值关键指标的假设情况 13

人在草木间

仅供内部参考，请勿外传

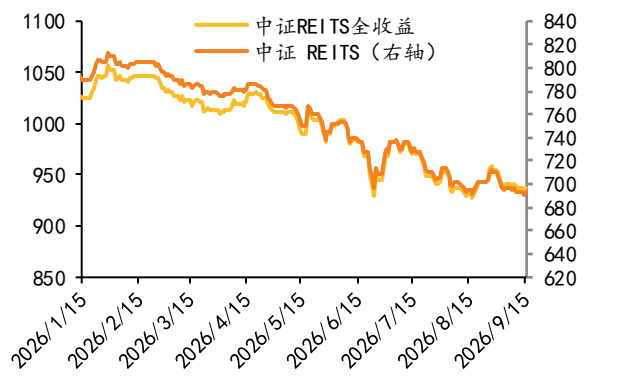
1. REITs 行情及大类资产对比：9 月上半月指数小幅回落，但凸显抗跌属性

从指数价格、换手率、大类资产走势对比等维度看，9 月上半月 REITs 市场终止了从 8 月下半月的回调上行趋势、重回下跌通道，但整体在大类资产表现中位列上游。

✓ **从指数收盘价看：9 月前半月重回下跌态势。**8 月下半月 REITs 指数逆转此前下跌趋势而有所回升，主因：保险新规强化保险资金资产负债久期匹配、稳定账面收益的考核导向带来 REITs 投资预期利好，以及前半月持续下跌使得指数今年第二次探底、部分版块估值具备吸引力等，我们认为更多是情绪面因素。9 月开始指数重回阴跌趋势，或因前期市场情绪有所消化，9 月上半月（后文均指 9 月 1 日至 15 日）中证 REITs 指数与全收益指数分别累计-1.93%、-1.44%。

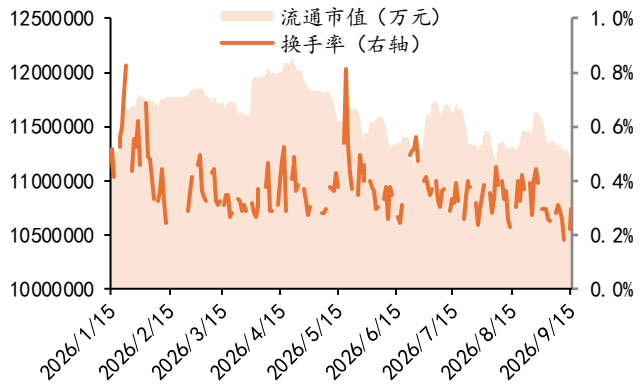
✓ **从换手率看：市场活跃度相比 8 月有所下滑。**8 月 REITs 二级市场平均换手率为 0.35%，其中 8 月上半月为 0.34%、下半月为 0.37%；9 月上半月 REITs 二级市场平均换手率回落至 0.27%，同比 8 月上半月回落 0.07pct、环比 8 月下半月回落 0.10pct。

图 1：REITS 市场指数走势



资料来源：Ifind、天风证券研究所

图 2：REITS 流通市值及换手率趋势

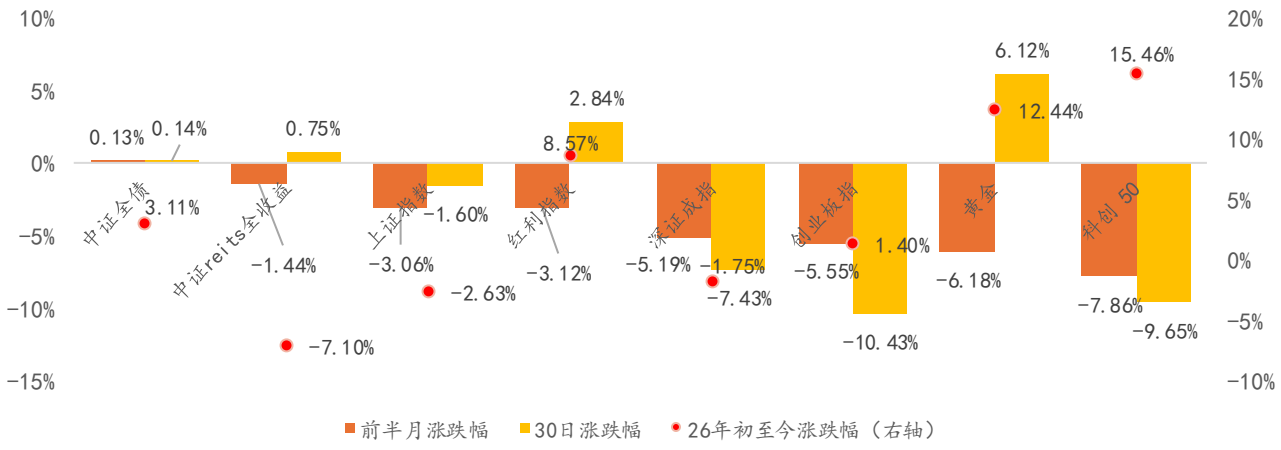


资料来源：Ifind、天风证券研究所

✓ **大类资产对比：9 月 REITs 在大类资产表现中位列上游。**9 月前半月各类资产价格多数有所回落、跌幅分化，指数累计涨跌幅排名前三名为中证全债（+0.13%）、中证 REITs 全收益指数（-1.44%）、上证指数（-3.06%）；累计涨跌幅排名后三名为科创 50（-7.86%）、黄金（-6.18%%）、创业板指（-5.55%），REITs 全收益指数涨跌幅排名第二。

和红利指数、十年期国债收益率等防御性资产的收益率对比来看，9 月上半月中证 REITs 全收益指数走势 9 月偏居中——略弱于国债收益率指数走势、但强于红利指数走势。

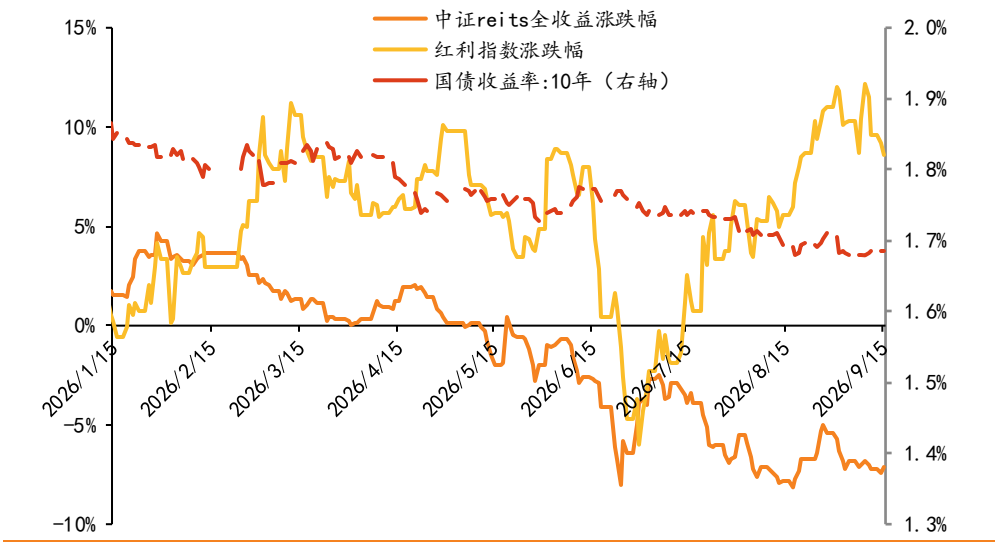
图 3：大类资产涨跌幅对比



资料来源：Ifind、天风证券研究所（截至 2026 年 9 月 15 日）

仅供内部参考，请勿外传

图 4：中证 REITS 指数、红利指数、十年期国债收益率走势变化



资料来源：Ifind、天风证券研究所（注：涨跌幅为 2026 年初至今水平）

2. 月度专题：关注第三单特高压配套新能源 REIT，外送通道护航收益稳定性

2026 年 9 月 11 日，继华夏特变电工新能源 REIT（天中直流配套）、中航中核汇能新能源 REIT（吉泉直流配套）之后，国内第三单底层资产纳入国家级特高压直流配套电源清单的新能源公募 REIT——国金嘉泽新能源封闭式基础设施证券投资基金取得进展、注册生效；该项目底层资产已纳入灵绍直流配套新能源具体项目清单。

2.1. 宁夏首单公募 REITs，上市主体赋能

宁夏首单公募 REITs，填补区域空白。本项目底层资产为位于宁夏吴忠市同心县的两座陆上风电项目——焦家畔项目（100MW）与新农村项目（17.5MW），合计装机容量 117.5MW，预计募集规模 10.46 亿元。本项目作为宁夏首单公募 REITs，对推进区域清洁能源资产证券化、盘活存量新能源基础设施具有示范意义。

发起人嘉泽新能系上交所主板上市公司，资本实力与行业地位突出。

- ✓ 项目发起人嘉泽新能是宁夏电力交易中心 11 家股东之一，自 2024 年以来连任宁夏电力市场管理委员会发电企业类别委员；其子公司宁夏嘉骏售电有限公司获得宁夏首家新能源发电企业独立售电资质，成为 2025 年宁夏电力市场 8 家保底售电服务公司之一。
- ✓ 嘉泽新能于 2017 年 7 月 20 日在上海证券交易所主板上市，结束了宁夏地区 14 年无地方企业在主板上市的空白。公司已形成新能源电站开发-建设-运营-出售、新能源电站运维管理服务、屋顶分布式光伏、新能源产业基金和新能源装备制造产业园区建设五大板块协同发展的业务格局，自成立初期即扎根宁夏地区开展新能源发电项目、宁夏地区销售占比超过 90%，且业务及项目开发、建设区域覆盖 23 个省区市。
- ✓ 此外，本项目运营管理机构为宁夏嘉隆新能源运营管理有限公司，系嘉泽新能控股子公司（持股 75%）。截至 2026 年 3 月末，嘉隆运管提供新能源发电业务的运营管理规模已经超过 4GW，所管理电场多次被中国电力企业联合会评选为优胜风电场，管理经验较为丰富。

2.2. 优质风电资产运营稳健，特高压配套提供消纳与电价双重优势

2.2.1. 从资产基本面看：底层风电资产优质，运营稳健与区位优势双重保障

并网运行超 5 年，运营状态良好，收入稳定。底层资产焦家畔项目于 2020 年 12 月 29 日

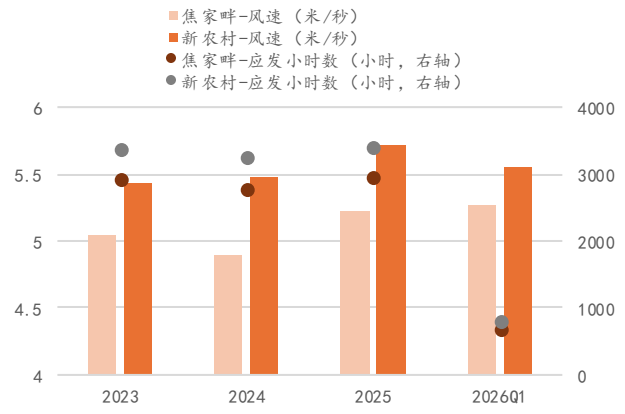
仅供内部参考，请勿外传

投入运营，新农村项目于 2020 年 12 月 28 日投入运营，截至 2026 年 3 月 31 日，两项目均已稳定运营超过 5 年；最近三年净利润及经营性净现金流持续为正。近三年以来每年上网电量稳定在约 3.07-3.23 亿千瓦时区间内，每年发电收入（含税）稳定在约 1.55-1.83 亿元的区间内，EBITDA 稳定在约 1.38-1.54 亿元的区间内，整体运营情况较为稳定。

风资源条件稳定，利用小时数显著高于全国及区域平均水平。

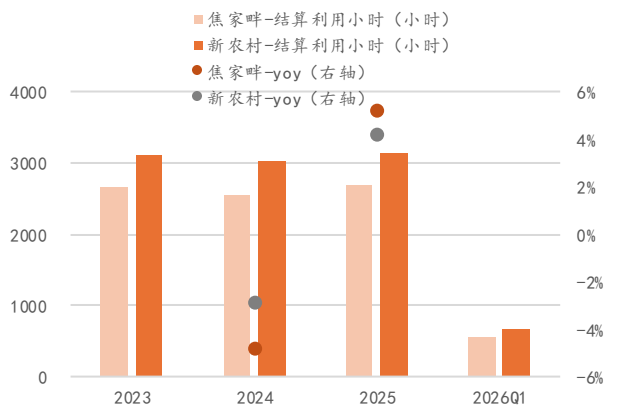
- ✓ 风速方面，焦家畔项目 2022 年-2025 年及 2026 年 1-3 月风速稳定在 4.90 米/秒至 5.27 米/秒的区间内，平均值为 5.08 米/秒；新农村项目 2022 年-2025 年及 2026 年 1-3 月风速稳定在 5.31 米/秒至 5.71 米/秒的区间内，平均值为 5.50 米/秒。根据《中国风能太阳能资源年景公报》披露的宁夏区域风速数据，项目历年平均风速变化与公报披露的风速以及邻近可比项目平均风速相近，项目所属区域历年风速整体保持平稳，本项目风速指标均处于区域风能资源合理波动范围内，风资源条件稳定性较好。
- ✓ 利用小时方面，焦家畔项目 2023 年-2025 年机组应发小时数分别在 2773.00-2947.15 小时之间波动，新农村项目在 3250.41-3406.75 小时之间波动，变化幅度在正常风资源年际波动范围内。2025 年 1-12 月，宁夏地区风电项目平均利用小时 1984 小时，对比不动产项目同期平均利用小时高达 2747 小时，项目运营表现明显优于区域内同类项目平均水平。

图 5：底层资产风速和对应应发小时数情况



资料来源：国金嘉泽新能 REIT 募集说明书、天风证券研究所

图 6：底层资产实际结算利用小时情况



资料来源：国金嘉泽新能 REIT 募集说明书、天风证券研究所

距离灵绍直流送端电气距离短，区位优势利好降低调出外送名单风险。焦家畔和新农村项目同处于 330kV 鲁家窑变电站供电区域内，该变电站与灵州 ±800kV 换流站（灵绍直流送端）地理直线距离约 70-80 公里，电气传输仅需经过“110kV（本项目）—330kV（鲁家窑变）—750kV（妙岭变）—800kV（灵绍直流）”3 个电压层级，仅 2 级电压变换，电气距离短，电能损耗小，路径清晰顺畅，地理与电气距离优势显著，潮流传输顺畅，可实现本项目电力的高效、低损耗外送，最大化保障项目发电效益。考虑本项目具备发起人层面与项目资质层面双重优势，叠加区域优势后，我们认为综合来看预期因调出电源清单而引发的未来业绩波动风险或较低。此外，我国目前尚无已投产直流配套电源被取消配套资格的先例，灵绍直流配套项目历史上根据前述筛选标准持续、稳定扩容，暂无已投产项目被调出的先例，进一步降低了调出风险。

表 1：灵绍直流配套项目历史扩容情况

扩容批次	相关文件	具体内容
首轮扩容	《第一批以沙漠、戈壁、荒漠地区为重点的大型风电光伏基地建设项目清单》（发改办能源〔2021〕926 号）	宁夏第一批大型风电光伏基地建设项目清单共 2 个项目，建设规模共 300 万千瓦，包括宁夏银东直流外送 100 万千瓦光伏项目和宁夏灵绍直流外送 200 万千瓦光伏项目。
二轮扩容	《以沙漠、戈壁、荒漠地区为重点的大型风电光伏基地规划布局方案》（发改基础〔2022〕195 号）	宁夏采煤沉陷区新能源项目 600 万千瓦，纳入“十四五”时期采煤沉陷区基地项目清单，并明确其消纳市场为华东地区，输电通道为“存量宁夏至浙江

仅供内部参考，请勿外传

		外送通道”。
三轮扩容（本项目所属轮次）	《自治区发改委关于明确灵绍直流配套新能源具体项目的通知》（宁发改电力〔2025〕692号）相关文件	按照国家发展改革委、国家能源局关于明确跨省跨区输电通道配套新能源及大型风电光伏基地具体项目的工作安排，本批次共有37个风电项目和14个光伏项目纳入灵绍直流配套新能源项目清单，其中风电项目装机规模合计360万千瓦、光伏项目合计209万千瓦，共计569万千瓦。

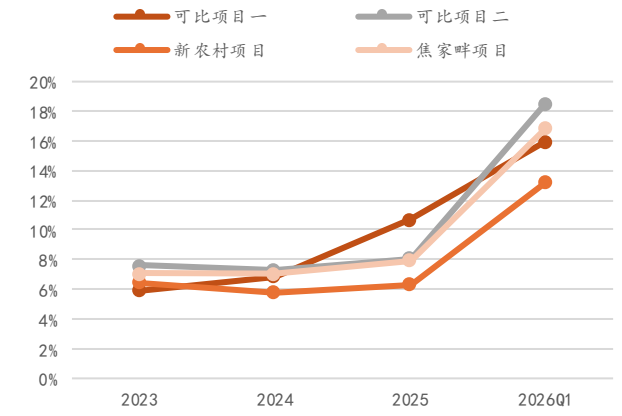
资料来源：国金嘉泽新能REIT募集说明书、天风证券研究所

限电率与区域内同类项目基本一致，2026Q1上升系多重外部因素叠加。

✓ 2023年-2025年，焦家畔项目限电率在7.06%-7.94%之间浮动，新农村项目限电率在5.77%-6.43%之间浮动，年度消纳情况较为稳定。2026Q1限电率分别升高至16.83%和13.19%，主要系三重因素叠加所致：①电量消纳暂由宁夏电网统筹安排；②一季度平均风速创近年新高；③春节假期期间用电需求阶段性回落。除春节假期因素影响外，风资源优于往年的影响及电网调度的过渡期影响均为偶发性因素，不具备持续性和代表性；2026Q2随着电力需求逐渐回暖，焦家畔和新农村项目限电率已较Q1环比大幅下降至11.65%和9.25%（略高于2025Q2同期水平）。

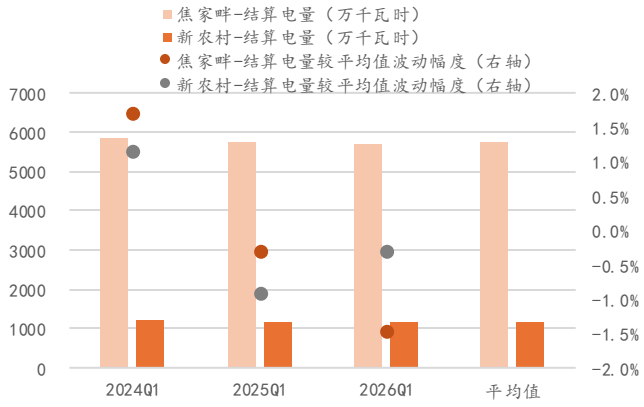
✓ 横向对比来看，根据项目募集说明书，项目2026Q1限电率与同区域可比项目限电率相近，Q1限电率提升或为区域内风电站共有现象而非项目自身原因，且项目当期总结算电量仍处于历史合理区间，相关数据较平均值波动幅度均未超过2%。

图7：底层资产与可比项目近年限电率对比



资料来源：国金嘉泽新能REIT募集说明书、天风证券研究所

图8：底层资产2024-2026年历年1季度结算电量波动情况



资料来源：国金嘉泽新能REIT募集说明书、天风证券研究所

2.2.2. 从消纳属性看：特高压直流配套新能源收益稳定性通常优于可比纯市场化消纳项目

灵绍直流运行可靠、输送电能力强、消纳情况良好。

✓ 灵绍直流工程起于位于宁夏灵武的灵州换流站，止于位于浙江绍兴的绍兴换流站，线路全长约1720千米，是西北首个将电力外送至华东负荷中心的直流工程。作为宁夏核心外送通道，2025年灵绍直流外送电量570亿千瓦时，外送规模居全国±800kV直流特高压线路输送电量首位，且近2年送出电量中新能源占比持续提升。目前，灵绍直流已形成“送端有资源、受端有需求、运行有保障、机制有支撑”的全链条消纳闭环，其消纳能力的稳定性、成长性与可靠性在国内跨省跨区特高压通道中具备显著优势。

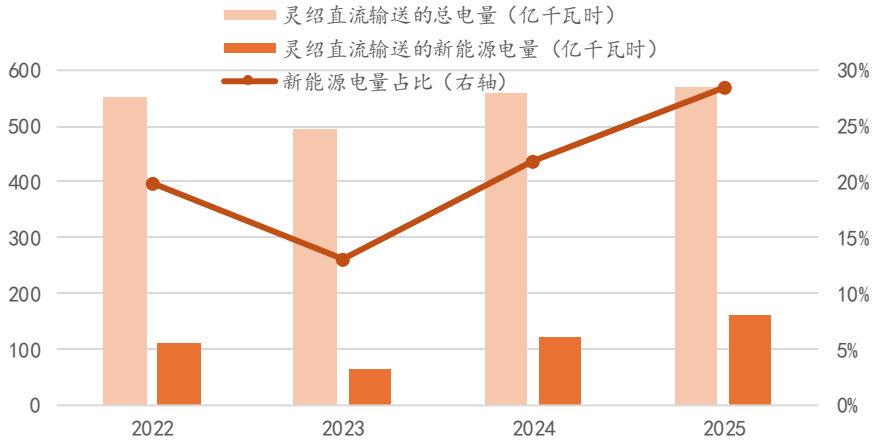
✓ 从利用率看，据国家能源局统计，灵绍直流2021年-2024年的能量利用率分别为71.94%、78.56%、69.45%、79.28%，连续4年位居全国在运特高压直流通道首位。2025年迎峰度夏期间，灵绍直流工程多日连续满功率运行，最大日送电量超1.7亿千瓦时，相当于浙江省日用电量的8%以上。

✓ 从未来发展空间来看，灵绍直流的消纳能力具备一定的提升潜力：①随着宁夏“沙戈

仅供内部参考，请勿外传

荒”新能源大基地持续投产，配套储能规模化应用将进一步提升新能源打捆外送的调峰支撑能力，通道新能源消纳占比有望持续攀升；②随着浙江经济持续向好，将带动用电需求与绿电需求保持双增长，送受两端跨省电力协同机制将持续完善，通道利用效率有望长期保持全国领先水平。

图 9：2022 年-2025 年灵绍直流送出电量情况

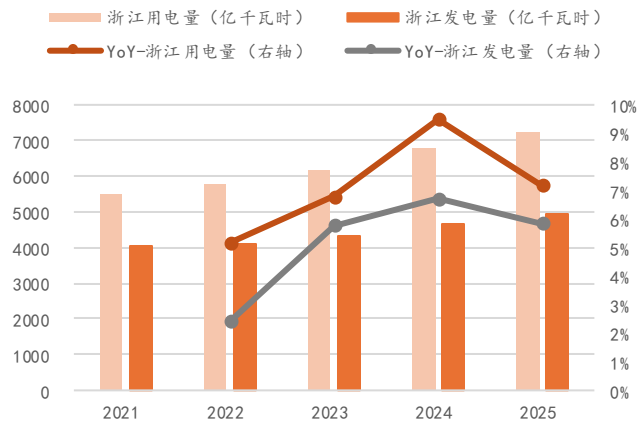


资料来源：国金嘉泽新能 REIT 募集说明书、天风证券研究所

灵绍直流受电端浙江省电力需求增长快，供需缺口持续扩大且风电利用率较高。

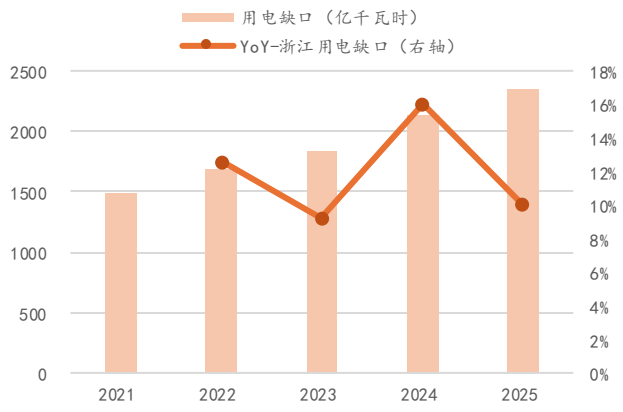
✓ 浙江地区经济发达，用电缺口持续扩大。2022-2025 年，浙江全社会用电量从 5799.0 亿千瓦时增至 7266.5 亿千瓦时，年均增速超 7%，2025 年同比增长 7.18%，增速位居全国主要经济大省前列。此外，全省电力缺口持续增长，从 2022 年的 1683.9 亿千瓦时已拉大到 2025 年的 2348.7 亿千瓦时。目前，算力已经逐渐成为浙江用电需求新动能——截至 2025 年底，浙江已建成投用的总算力规模超 156EFLOPS，其中智能算力达 151EFLOPS、占比 96.58%。

图 10：浙江省发、用电量及增长趋势



资料来源：国金嘉泽新能 REIT 募集说明书、天风证券研究所

图 11：浙江省电力缺口增长趋势

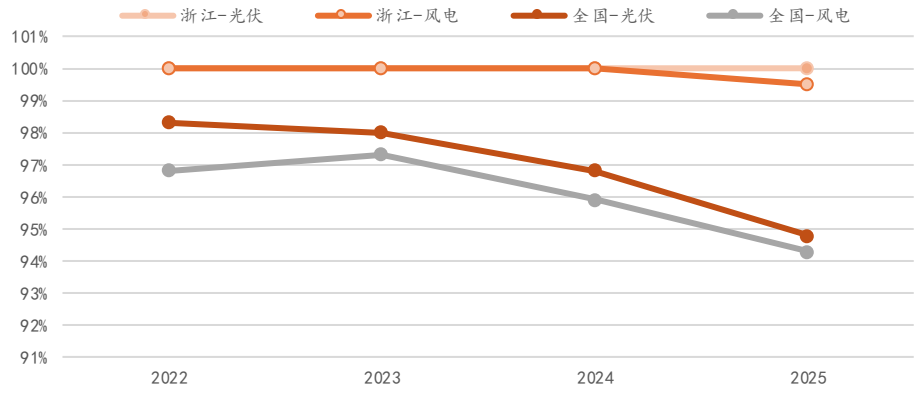


资料来源：国金嘉泽新能 REIT 募集说明书、天风证券研究所

✓ 浙江电量消纳情况良好，风电利用率近 100%。据监测预警中心统计，2022 年-2025 年浙江风电利用率分别为 100%、100%、100%和 99.5%，光伏利用率连续四年保持 100%，显著高于全国平均水平，连续多年实现全额消纳。我们认为，浙江经济稳健发展，为本项目未来的电量消纳和运营稳定提供了一定保障，预计市场竞争风险相对较低。

仅供内部参考，请勿外传

图 12：近年浙江省新能源利用率水平和全国平均水平对比



资料来源：国金嘉泽新能 REIT 募集说明书、Ifind、天风证券研究所

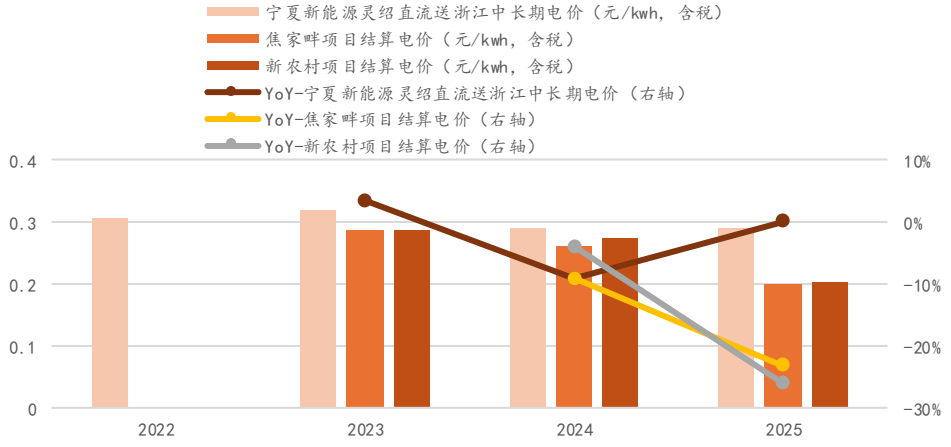
浙江与宁夏电价价差明显，灵绍直流电价具备竞争力。对于送出方宁夏而言：2022 年-2025 年间灵绍直流历史送出的中长期交易电价（含税）持续高于宁夏区内燃煤标杆电价（含税），其中 2025 年高出幅度约为 11.18%，显示出在大电网资源配置作用下，灵绍直流电价在宁夏区域内已具备显著优势。更重要的是，对受电方浙江而言：截至 2026 年 4 月，浙江煤电脱硫标杆电价维持 0.4153 元/千瓦时，对比宁夏回族自治区煤电脱硫煤标杆价格仅为 0.2595 元/千瓦时，可见宁夏外送电在浙江省内市场具备较好的价格竞争优势，利好外送消纳。

项目对比：预计灵绍直流外送新能源电价稳定性较省内消纳相对更高。

- ✓ 底层资产 2026 年参与灵绍直流外送后以计划内中长协为主——项目纳入灵绍直流配套电源后，2026 年预计可分配配套新能源协议电量约 2.19 亿千瓦时，占 2025 年度结算电量（约 3.23 亿千瓦时）比例约 68%；2027 年起灵绍直流配套新能源协议基量电量由 85 亿千瓦时提升至 95 亿千瓦时，底层资产预计可分得更多计划电量。由于该部分电量外送浙江，电价按省间送受电协议协商确定，2026 年配套新能源上网电价 0.26 元/千瓦时，较该资产的其他结算模式而言具备一定竞争力。

- ✓ 本项目 2026 年为首次参与外送、历史可参考数据较为有限。考虑到参与灵绍直流外送后以计划内中长协为主，我们以历史上区域内其他宁夏地区新能源通过灵绍直流送电浙江的中长期交易价格作为参考样本，对比 2026 年之前不参与灵绍直流外送时（主要为区域内消纳，交易方式主要为优先交易和市场化交易）底层资产的电价表现来看，参与灵绍直流外送的电价稳定性整体而言明显表现更好。

图 13：本项目 2026 年参与灵绍直流外送前电价与宁夏区域内其他新能源通过灵绍直流外送电价表现的对比



资料来源：国金嘉泽新能 REIT 募集说明书、天风证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

2.2.3. 从电源属性看：风电整体出力稳定性、负荷匹配度优于光伏

我国风电出力稳定性、出力曲线与用电需求的匹配度均相对更高，带来电力消纳和交易价格的稳定性优势。

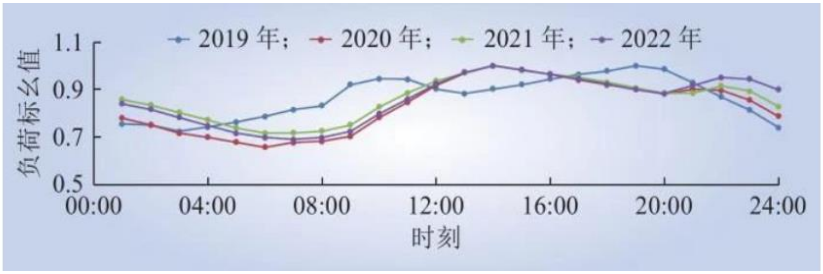
✓ 根据北极星风力发电网，专家认为新能源进入电力市场后，风电项目价值将进一步凸显，主要源于其电源特性与电力需求的匹配度，具体体现在两个方面：

① 风电的同时率较低，区域总体出力相对稳定。在较大区域内，风电机组不易同时发电。以满发风速 8m/s 为例，风速下风一小时可移动 28.8 公里，一阵风瞬间可带动的风电机组有限；而风可能在不同风电场随机出现，从而实现风电出力的总体稳定。

② 二是风电出力时机较为匹配用电需求。我国多数省份用电尖峰时段为上午 7—11 时和夜间 19—23 时。风电可 24 小时内有风即发电，且在上午与夜间出力往往更高，既可满足用电高峰需要，也可错开光伏出力高峰。

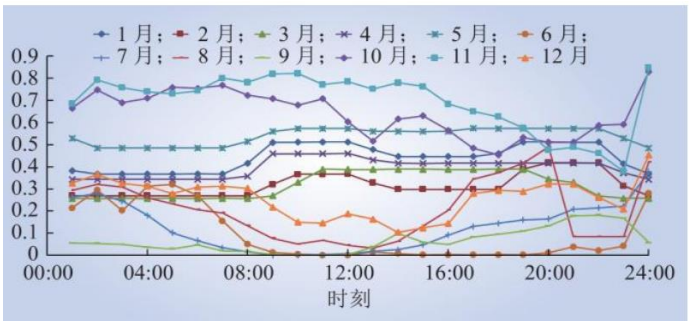
✓ 相比之下，光伏相对集中在午间出力，而午时用电需求通常并非上述两类用电高峰，可见风电出力和负荷的匹配度一般更高，我们认为这将在电力消纳稳定性和价格交易稳定性两个方面带来一定的相对优势。

图 14：我国典型日负荷特性



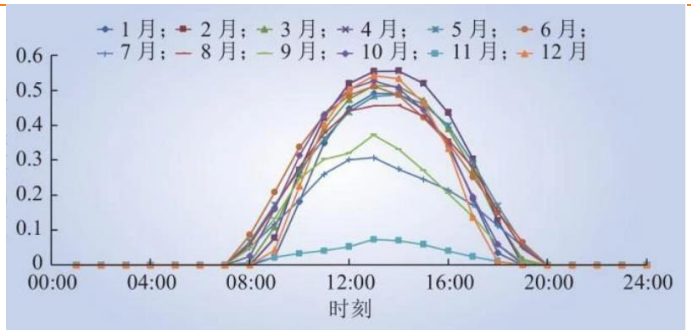
资料来源：北极星电力软件网、《考虑碳排放约束的新能源与调峰资源优化配置方法》(《中国电力》2024 年第 4 期，作者李虎军等人)、天风证券研究所

图 15：我国典型风电日出力曲线



资料来源：北极星电力软件网、《考虑碳排放约束的新能源与调峰资源优化配置方法》(《中国电力》2024 年第 4 期，作者李虎军等人)、天风证券研究所

图 16：我国典型光伏日出力曲线



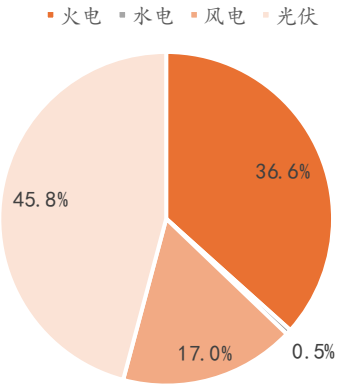
资料来源：北极星电力软件网、《考虑碳排放约束的新能源与调峰资源优化配置方法》(《中国电力》2024 年第 4 期，作者李虎军等人)、天风证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

宁夏风电装机增速放缓，存量优质项目竞争优势凸显。

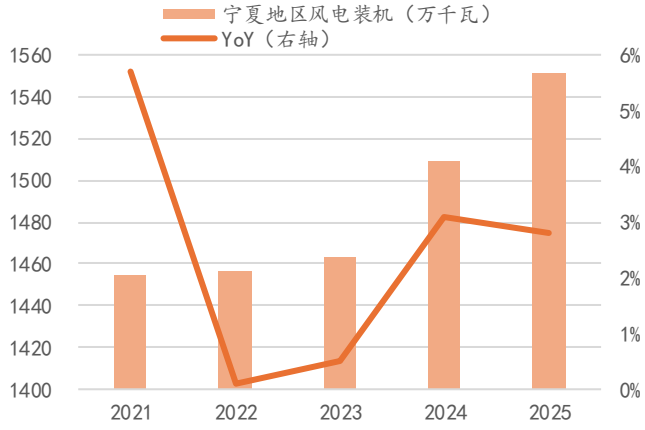
- ✓ 截至 2025 年末，宁夏电网统调总装机容量 9120.04 万千瓦；其中，新能源总装机容量 5732.24 万千瓦、占比 65.5%，风电 1551.37 万千瓦、占比仅 17.01%。
- ✓ 此外，宁夏常年干旱少雨、风能光能富集、荒漠土地充裕，为清洁能源发展提供了得天独厚的优势，具备发展清洁能源产业的资源优势和产业基础。宁夏各地年平均风速为 2.0-7.0 米/秒，部分地区如贺兰山脉、香山-罗山-麻黄山、西华山-南华山-六盘山区等为风能资源较丰富的区域。
- ✓ 宁夏地区近年风电年新增装机比例较低，除 2021 年外年装机增幅均低于 5%，2024-2025 年同比增速虽有所回升，但预计未来仍将延续低增长态势。我们认为，宁夏地区优质风区资源日趋稀缺，未来存量优质风电项目有望获得更强的市场竞争力。

图 17：2025 年末宁夏装机结构



资料来源：国金嘉泽新能 REIT 募集说明书、天风证券研究所

图 18：2021 年-2025 年宁夏地区风电装机情况



资料来源：国金嘉泽新能 REIT 募集说明书、宁夏回族自治区国民经济和社会发展统计公报、宁夏电力交易中心、天风证券研究所

2.3. 关注未纳入估值假设的部分潜在收益

评估假设 2030 年以后项目公司企业所得税税率为 25%，未考虑西部大开发税收优惠政策延续的积极因素。

- ✓ 根据《关于延续西部大开发企业所得税政策的公告》（财政部公告 2020 年第 23 号）第一条规定“自 2021 年 1 月 1 日至 2030 年 12 月 31 日，对设在西部地区的鼓励类产业企业减按 15%的税率征收企业所得税”，项目公司属于鼓励类产业，享受上述所得税优惠政策，评估假设 2030 年以后项目公司企业所得税税率为 25%，即假设西部大开发企业所得税优惠政策在 2030 年到期后不再延续。
- ✓ 西部大开发作为国家长期战略，税收优惠政策历史上有延续先例，若 2030 年以后该政策延续，项目公司所得税税率将从评估假设的 25%降至 15%，所得税支出将显著降低，可供分配金额将相应提升，有望为投资者带来潜在收益提升空间。此外，由于 WACCBT 为“税后加权平均成本/(1-t)”，由于假设西部大开发税收优惠政策 2030 年截止，因此 2030 年后 WACCBT 取值增大，若税收优惠政策延续，则折现率有望降低、带来估值提升利好。

估值未包含机组寿命届满后延长使用或改造升级的潜在收益，延寿净收益的 20%将作为潜在分成收益回报长期投资人。

- ✓ 本基金存续期限为 16 年，初始投资的不动产项目机组设计寿命将于 2040 年 12 月到期，本次评估按发电机组预计可使用利用小时数考虑经营年限，预计可使用至 2040 年 12 月 31 日，未考虑机组设计寿命届满后延长使用或改造升级的潜在收益。
- ✓ 国内风电项目风机设计使用寿命一般为 20 年，风电项目延寿运营期限一般可延寿 5-10 年。假设本基金项目申请延寿 5 年获批，暂不考虑延寿所需评估费用等成本，

仅供内部参考，请勿外传

电价等其他假设条件不变，根据原评估报告国补到期后年经营现金净现金流，预估每年可产生运营净收益（NOI）4672.90 万元；以机组设计寿命届满日为预测基准日，延寿 5 年净收益折现值预估为 1.93 亿元，预计基金份额持有人可分配延寿净收益的 20%、即 0.39 亿元。

国补到期后项目可能参与绿证/绿电交易，增加额外潜在运营收入。

✓ 本项目在资产组估值中已考虑国补退坡对收入的影响，项目公司预计未来国补到期后将参与绿证及绿电交易市场相关工作，通过交易增加不动产项目的运营收入。

✓ 按照财建（2020）第 426 号文及 2024 年 8 月国家发改委、国家能源局发布的《电力中长期交易基本规则—绿色电力交易专章》（发改能源〔2024〕1123 号）规定，未来当本不动产项目不再享受中央财政补贴资金后，将会准许参与绿证交易或绿电交易。

当前，浙江作为电力受端大省，可再生能源电力消纳责任权重刚性提升，依托灵绍直流持续加大跨省绿电采购力度；宁夏作为国家级新能源基地，通过跨区绿电交易、重点行业绿电消费硬性约束等机制，有望常态化兑现绿电溢价。伴随电能量与环境价值分离机制不断完善，绿电、绿证市场化定价日趋成熟，未来国补退坡后绿电、绿证交易收入有望为投资人带来额外投资收益。

表 2：国金嘉泽新能 REIT 募集说明书对各类估值关键指标的假设情况

估值指标		具体假设	逻辑
电量相关	利用小时	焦家畔项目及新农村项目应发小时数 2026 年 4-6 月取实际值，2026 年 7-12 月取 2025 年 7-12 月同期数，取值分别为 2197.84 小时和 2569.65 小时； 2027 年及以后应发电小时参数选取历史滚动 3 年平均值计算，取值分别为 2,870 小时和 3,320 小时。	2026 年取值为反映项目整体发电水平真实水平以及基准日期后实际发电情况，同时平滑个别年份特殊天气因素干扰影响，使评估结果与项目的实际情况相符； 2027 年后取值鉴于项目历史风速和应发小时数稳定，通过历史滚动 3 年的平均值可较为全面地反映出项目整体情况。
	场用损耗率	取值方式与机组应发小时数采用相同口径预测，假设上述参数维持至预测期末不变。	从 2023 年 4 月-2026 年 3 月滚动三年平均值来看，两个项目历史年度场用及耗损率的当年值较平均值的波动幅度未超过 5%，历史场用损耗情况总体稳定可预测。
	限电率	本项目限电率采取分段式预测取值，2026 年 4-6 月取实际值，2026 年 7-12 月取 2025 年 7-12 月同期数，自 2027 年起至预测期末维持不变，取 2023 年-2025 年平均值。	① 本项目历史年度限电率变动幅度较小，2023 年-2025 年，焦家畔项目限电 率在 7.06%-7.94%之间浮动，新农村项目限电率在 5.77%-6.43%之间浮动，年度消纳情况稳定； ② 2026Q1 限电率显著高于历史年度限电率，主要系多重因素叠加所致：首先 2026Q1 度风资源情况优于往年导致应发电量增加；其次，受春节假期停工影响，全社会用电负荷大幅回落；最后，暂受技术条件限制，过渡期内灵绍直流配套电源限电量暂由宁夏电网统筹安排，限电依然受到宁夏区内电力平衡影响。除春节假期因素外，上述多为偶发性因素，故限电率预测对 2026 年第 1 季度的异常高波动值未纳入考虑。
电价相关	灵绍交易计划电量电价	灵绍交易计划电量电价：灵绍交易计划电量电价预测值取 2026 年灵绍直流配套电源省间送受电协议价格 0.2600 元/千瓦时（含税）。	中长期交易电价方面，项目在纳入灵绍直流配套电源项目清单后，电量将主要通过灵绍直流送往浙江省，因此浙江省的经济发展和用电需求将成为影响项目电价的较大因素。浙江省经济增速高、电力需求高速增长，高于全国水平，为项目中长期电价的
	超合同电量电价	超合同电量电价预测值假设 2026 年 4-6 月取实际数，焦家畔项目和新农村项目分别取	

仅供内部参考，请勿外传

		0.1236 元/千瓦时和 0.1313 元/千瓦时，之后维持不变至预测期末。	稳定提供一定保障。
	少合同电量电价	少合同电量电价预测值假设 2026 年 4-6 月取实际数，焦家畔项目和新农村项目分别取 0.1930 元/千瓦时和 0.1951 元/千瓦时，之后维持不变至预测期末。	
	超合同电量-省间现货替代电价	西北省间电力互济市场自 2026 年 6 月起结算试运行以来时间较短，交易活跃度暂不成熟，售电方暂采用偏差电量交易（按照区内现货市场的分时实时价格进行结算）进行替代。根据宁夏区内现货市场结算试运行以来 2025 年 10 月-2026 年 6 月本项目历史省间现货各交易时段电量加权的宁夏区内现货市场实时均价进行预测，焦家畔和新农村项目分别为 0.2194 元/千瓦时和 0.2185 元/千瓦时。	
	省间现货交易预测电价	2026 年 4-6 月取实际值，2026 年 7 月后的取值为以下两者的孰低值：1.评估基准日前省间现货电价的历史滚动最低均值；2.宁夏与参考省份现货市场价格均值。	在省间现货交易电价方面，项目可自主参与其他区域市场的现货交易，现货终端需求方更为分散，受端区域具有较强的经济韧性和用电需求，历史现货电价整体稳定。
考核费用		在 2026 年 4-6 月参考实际发生的费用水平、2026 年 7-12 月参考 2025 年同期水平，之后参考 2024 年及 2025 年考核费率的平均水平，假设该考核费率水平不变至经营期末。	假设未来纳入灵绍直流配套电源后将不再承担宁夏区内调峰辅助服务市场的分摊成本及省间调峰辅助服务市场分摊费用。
可再生能源发电补贴		焦家畔项目及新农村项目上网电价为 0.54 元/千瓦时（含增值税），其中标杆电价为 0.2595 元/千瓦时（含增值税），补贴电价为 0.2805 元/千瓦时（含增值税）。国补电价按合同约定，取 0.2805 元/千瓦时（含增值税）。	根据购售电合同，假设电价维持该水平至国补周期结束。
成本相关	折旧摊销	根据企业会计折旧/摊销政策进行测算	折旧摊销主要为发电相关设备、房屋建筑物和无形资产的折旧及摊销费，根据实际情况预测。
	运维费用	焦家畔项目质保期内（即 2026 年全年）运维费用为 1037.74 万元/年（不含税），质保期外（即 2027 年起）运维费用为 1132.08 万元/年（不含税）；新农村项目质保期内（即 2026 年全年）运维费用为 181.60 万元/年（不含税），质保期外（即 2027 年起）运维费用为 198.11 万元/年（不含税）。	项目公司未来预测运维费用为外包，外包服务费包含电厂的日常运维、管理费用及保险费的一切费用，根据实际情况预测。
	维护性资本性支出	调整后基金存续期内预测焦家畔项目和新农村项目每年发生维护性资本性支出（含税）分别为 100 万元和 17.5 万元（即含税 0.01 元/瓦）。	维护性资本性支出包括项目包括维持项目正常运行需要预留的大部件维修更换费用、技术监督服务费用、技术改造费用等，参考风电资产运营情况，基金管理人和运营管理机构对维护性资本性支出进行调整，不再由运营管理费中统一考虑。
	下网电费	预测下网电费参考历史年度实际发生额，焦家畔项目按 50 万元/年考虑；新农村项目预测为零。	焦家畔项目及新农村项目共用一个升压站，目前下网电费记入焦家畔项目，新农村项目下网电费历史年度均未发生。
	其他成本	取 0	焦家畔项目及新农村项目其他成本中参考历史情况，占比较大的主要为工程绿化费、技术服务费、

仅供内部参考，请勿外传

			专项储备。其中工程绿化费及技术服务费为偶发费用，经济行为完成后不再发生，专项储备已在运维费用中考虑，未来不予预测。其余均为零星杂费，金额较小预测为零。
	安全生产费	取 0	主要为根据会计准则要求计提的安全生产费用，考虑到该项目的运维已经外包，安全生产的费用由运维方承担，因此预测中安全生产费预测为零。
其他	经营期末资产变现	取 0	经营期末资产变现为期末资产的回收价值，本次基于审慎原则考虑资产的回收价值为零。
	收益期确定	预计可使用至 2040 年 12 月 31 日	本次按发电机组预计可使用利用小时数考虑经营年限。
	企业所得税	2030 年前为 15%，2030 年后为 25%	根据《关于延续西部大开发企业所得税政策的公告》(财政部公告 2020 年第 23 号)第一条规定“自 2021 年 1 月 1 日至 2030 年 12 月 31 日，对设在西部地区的鼓励类产业企业减按 15%的税率征收企业所得税”。本次评估假设 2030 年以后项目公司企业所得税税率为 25%。
	折现率	2026-2030 年 7.72%、2030 年后 8.23%	折现率采用税前加权平均资本成本（WACCBT）进行确定，按各类资本所占总资本来源的权重加权平均计算公司资本成本。 由于 WACCBT 为税后加权平均成本/(1-t)，由于假设西部大开发税收优惠政策 2030 年截止，因此 2030 年后 WACCBT 取值增大。

资料来源：国金嘉泽新能 REIT 募集说明书、天风证券研究所

3. 政策动态：扩宽参与主体、拓展资产范围、规范资产评估

1、国家发展改革委召开全国投资工作推进会议，支持民营企业参与基础设施 REITs 发行

2026 年 8 月 28 日，国家发展改革委联合有关部门召开全国投资工作推进会议，分析当前投资形势，研究布置重点任务，加力做好稳投资工作，推动投资止跌回稳。

会议部署多项稳投资重点任务，其中会议第六条提出，抓紧推出一批吸引民营企业参与的重大项目，支持民营企业参与基础设施 REITs 发行、政府和社会资本合作（PPP）新机制项目建设运营，落实支持民营企业发展各项政策，建立健全民营企业问题反馈和协调解决机制、激发民间投资活力。

2、六部门发文支持涉农项目 REITs，打开乡村资产对接资本市场大门

近日，农业农村部、中央农办、国家发展改革委、财政部、中国人民银行、金融监管总局联合印发《坚持农业农村优先发展 完善乡村振兴投入机制实施方案》，提出到 2030 年，基本建立与农业农村发展水平相适应、结构合理、方式科学、质效并重的乡村振兴投入机制，为巩固拓展脱贫攻坚成果、加快补齐农业农村现代化短板弱项、扎实推进乡村全面振兴提供有力支撑。

《方案》提到，盘活用好农村资源资产——健全农村基层党组织领导机制，鼓励农村集体经济组织因地制宜探索资源发包、物业出租、居间服务、经营性财产参股等路径发展新型农村集体经济，增强其自身发展能力。加快推动农村产权流转交易和融资服务平台建设应用。建立统一的脱贫攻坚国家投入形成资产登记管理台账，创新项目运营模式，促进资产有效盘活、高效利用，持续发挥联农带农作用。深化农村集体“三资”管理，指导农村集体经济组织规范投资行为，审慎选择经营方式，稳健开展经营活动。支持符合条件的涉农项目发行基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）。鼓励各类企业与村集体通过村企合

仅供内部参考，请勿外传

作等模式，在农村地区合理开展光伏、风能、水电、生物质能等能源项目建设和运营。

3、中评协发布公募 REITs 资产评估指导意见征求意见稿，细化资产评估执业规范

9 月 14 日，中国资产评估协会发布《基础设施领域公募不动产投资信托基金（REITs）资产评估指导意见（征求意见稿）》，旨在规范公募 REITs 资产评估执业行为，保护资产评估当事人合法权益和公共利益。

征求意见稿明确评估方法导向，提出公募 REITs 评估原则上应当采用收益法，以此反映资产未来收益能力，并分别对所有权类、经营权类项目收益法参数预测、折现率选取作出细化操作要求。

在报告披露层面，文件要求评估报告充分披露评估假设、评估方法、关键参数、经营权到期移交安排等内容，可通过敏感性分析开展重大因素风险提示。且附件针对园区、能源、交通、污水处理等八类基础设施列明了专项评估关注点。

4. 风险提示

基本面复苏不及预期风险： REITs 底层资产的盈利能力与宏观经济强相关。在经济弱复苏背景下，若后续经济数据或政策力度不及预期，尤其是产业园区、仓储物流等顺周期板块的租金收入与出租率可能持续承压，导致其基本面进一步恶化。此外，中东局势如果持续升级，其带来的能源价格波动也可能会给部分 REITs 带来基本面压力。

流动性及解禁抛压风险： 市场整体交投活跃度持续低迷，个券流动性分层加剧。叠加四季度将迎来的限售份额集中解禁，可能引发特定标的价格的短期剧烈波动，需警惕由此带来的流动性冲击和止盈抛压。

利率波动与比价效应风险： REITs 估值与市场利率水平密切相关。若未来因通胀预期升温或货币政策微调导致长端利率再度上行，将削弱 REITs 作为类固收资产的吸引力，同时与债券、红利股等的比价效应也可能导致资金分流。

估值与基本面背离风险： 部分版块因资金追捧，估值及净值溢价率或已处于相对高位、存在估值泡沫化倾向；一旦市场情绪转向或其现金流增长无法匹配当前估值，将面临较大的估值回调压力。

仅供内部参考，请勿外传

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区东长治路 855 号北外滩金茂中心 T1 栋 19 楼	深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 22 层
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200082	邮编：518028
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-60256006	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com