下载日志已记录，仅供内部参考

策略研究

申购策略

证券研究报告

申万宏源研究 SWS RESEARCH

REITs

2026 年 10 月 26 日

省级水电双料，全额消纳+政府定价

——银华粤海水务水利 REIT 首发价值深度分析

相关研究

-

证券分析师

彭文玉 A0230517080001
pengwy@swsresearch.com
朱敏 A0230524050004
zhumin@swsresearch.com
任奕璇 A0230525050002
renyx2@swsresearch.com

研究支持

陈榕杰 A0230125080001
chenrj@swsresearch.com

联系人

陈榕杰 A0230125080001
chenrj@swsresearch.com

本期投资提示：

- **广东省两座水利综合枢纽，发电创收而水调优先级高。**粤海水务水利 REIT 底层资产为飞来峡、潮州项目，两者为广东省综合水利枢纽工程，收入全部来自水力发电，且实行全额优先上网，未参与市场化交易，长期执行政府批复价（飞来峡项目、潮州项目最新电价为 0.4038、0.4532 元/kwh，前者低于广东省燃煤基准电价，后者与之相当），区域水电供给稳定、省内刚需旺盛，短期参与市场化交易概率低。两项目需优先满足防洪、防旱等功能，遵从“电调服从水调”原则，可能影响发电。原始权益人粤海飞来峡公司，控股股东粤海水务为国内大型全产业链水务运营商，已储备可扩募资产 10 个，涵盖水电、供水、污水处理等。

- **历史来水波动可控，但防洪要求下汛期水量难足额转化为电量。**水利枢纽发电受所在水域水文条件影响较大，年度来水呈“丰、平、枯”交替特征。飞来峡项目、潮州项目年均来水量波动总体合理，仅潮州项目在 2021 年出现一次极端枯水年。两项目汛期均为每年二、三季度，但因防洪优先级高，汛期水量增长难以同步转化为发电量增长。

- **上下游梯级建设基本完毕，项目具备省网消纳条件，且全省用电缺口大、刚需旺盛。**后续供给方面，除黄茅峡水库工程外（测算期蓄水期及灌溉期截流仅占飞来峡项目年发电量不到 0.5%），广东省暂无其他在建大型水力发电工程，且原则上不再新建小水电站；两项目上下游梯级建设均已完毕，新增枢纽截流影响极小。消纳方面，飞来峡项目、潮州项目所在的清远市、潮州市用电缺口相对较小，但飞来峡项目可直接接入省网，潮州项目在优先满足本市需求后可并入省网，而广东省 2024 年用电缺口达 1766 亿 kWh，用电刚需旺盛。

- **全额保障性收购且短期市场化概率低，转企改制后发电量利用率逐步回升。**两项目近 3 年营收呈下滑趋势，项目 EBITDA 大体保持稳定，EBITDA 率低于已上市的水电项目。发电量上，飞来峡项目、潮州项目近十年平均发电量为 5.70/1.77 亿 kWh，产能利用率为 103%/85%，潮州项目因极端枯水年导致利用率低，但近 3 年转企改制后已有回升。广东对水电实施优先消纳、全额收购，剔除损耗后可全额上网，项目损耗率仅 2%。电价上，**省内水电未参与市场化交易，长期执行政府批复价**，且结合省内用电缺口大、项目公共属性强，**短期参与市场化交易概率低。**此外，潮州项目作为小水电站执行差异化电价，电价据生态修复和治理效果确定，政策执行以来，潮州项目达标率 100%，**上网电价在批发价基础上获上调。**

- **项目合理估值区间为 15.03～17.34 亿元，首发 IRR 为 5.94%~6.83%。**基于对项目全生命周期 NOI 的测算，谨慎/中性/乐观情况下，预期项目合理估值区间 15.03～17.34 亿元，与招募书评估值相差-4.96%~9.66%。粤海水务水利 REIT 首发 IRR 为 5.94%~6.83%，同为水力发电的中核清洁能源 REIT、中国电建清洁能源 REIT 最新 IRR 分别为 3.10%、1.61%，粤海水务水利 REIT 中性 IRR 高出二者均值约 171.40%。

- **26/27E 首发派息率为 6.33%/7.01%，高出可比水电 REITs 同口径派息率约 69%。**2026 年 4-12 月、2027 年粤海水务水利 REIT 预计可供分配金额为 8,191 万元、 12,094 万元，首发年化派息率为 6.33%、7.01%。中核清洁能源 REIT 2026E 派息率为 3.76%，中国电建清洁能源 REIT 派息率(TTM)为 5.41%，粤海水务水利 REIT 2026E 派息率分别高出二者 68.57%(同 2026E 口径)、17.04%(差异口径)。

- **风险提示：**季节性波动及极端天气风险、电价调整及市场化交易政策变动的风险、“电调服从水调”排洪弃水风险、资产维护及资本性支出风险等。

申万宏源研究微信服务号

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

目 录

1.底层基础资产介绍..... 5
1.1 广东省两座水利综合枢纽，发电创收而水调优先级高..... 5
1.2 上游新建水库将分担防洪，粤电缺口大消纳充足..... 7
1.3 粤海水务是水务全产业链大型运营商，可扩募 10 个水资源类项目..... 10
2.底层基础资产运营情况..... 12
2.1 两项目售电收入占比 99%+，EBITDA 率低于可比水电 REITs..... 12
2.2 发电全额保障收购，近 3 年产能利用率超 100%..... 13
2.3 水电未参与市场化交易，项目长期执行政府批复价..... 14
2.4 飞来峡项目直接接入省网，潮州项目优先本地消纳..... 16
3.估值分析..... 17
3.1 预计本项目公允价值区间为 15.03～17.34 亿元..... 17
3.2 首发 IRR 为 5.94%~6.83%，中性高出水电项目均值约 171%..... 22
3.3 首发 26E 派息率 6.33%，高于水电项目同口径派息率约 69%..... 23
4.风险提示..... 24

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1：飞来峡项目年度来水量（单位：%、亿 m³）.....7
图 2：飞来峡项目发电用水量（单位：亿 m³）.....7
图 3：潮州项目年度来水量（单位：%、亿 m³）.....8
图 4：潮州项目发电用水量（单位：亿 m³）.....8
图 5：不动产项目原始权益人股权架构.....10
图 6：原始权益人营业收入、净利润（单位：亿元）.....11
图 7：原始权益人毛利率、净利率（单位：%）.....11
图 8：不动产项目营业收入、净利润（单位：万元）.....12
图 9：不动产项目 EBITDA（单位：万元）.....12
图 10：飞来峡项目发电量、上网电量（单位：亿 kWh）.....14
图 11：潮州项目发电量、上网电量（单位：亿 kWh）.....14
图 12：飞来峡项目产能利用率、损耗率（单位：%）.....14
图 13：潮州项目产能利用率、损耗率（单位：%）.....14
图 14：飞来峡项目上网电价（单位：元/kWh）.....15
图 15：潮州项目上网电价（单位：元/kWh）.....15
图 16：不动产项目应收账款周转率（单位：次）.....16
图 17：飞来峡项目两个细则考核情况（单位：万元、%）.....18
图 18：潮州项目两个细则考核情况（单位：万元、%）.....18

表 1：不动产项目基本信息.....5
表 2：不动产项目各个功能对于发电量的影响.....6
表 3：北江、韩江流域主要枢纽工程（单位：MW）.....8
表 4：广东省/清远市/潮州市 2024 年用电/发电量（单位：亿 kWh）.....9
表 5：原始权益人及控股股东拟可扩募资产（单位：万元、%）.....11
表 6：粤海水务水利 REIT 营业收入构成（单位：万元）.....13
表 7：粤海水务水利 REIT 与可比 REITs 毛利率（单位：%）.....13
表 8：粤海水务水利 REIT 与可比 REITs EBITDA 率（单位：%）.....13
表 9：潮州项目历史年度下泄流量情况（单位：m³/s、日）.....15
表 10：不动产项目电量销售模式.....16
表 11：飞来峡项目不同时期水量和发电量（单位：亿度、亿 m³、m³/s）.....17

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

表 12：潮州项目不同时期水量和发电量（单位：亿度、亿 m³、m³/s） 17
表 13：不动产项目资本性支出-A 级检修计划.....20
表 14：不动产项目资本性支出-核心设备更换及技术改造 20
表 15：谨慎情形下，不动产项目盈利预测（单位：万元、%） 21
表 16：中性情形下，不动产项目盈利预测（单位：万元、%） 21
表 17：乐观情形下，不动产项目盈利预测（单位：万元、%） 22
表 18：不同情形下，不动产项目估值情况（单位：万元、%） 22
表 19：不同情形下，本基金估值 IRR（单位：%） 23
表 20：可比 REITs 估值 IRR（单位：%） 23
表 21：可比 REITs 可供分配金额及派息率（单位：亿元、万元、%） 23

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

1.底层基础资产介绍

1.1 广东省两座水利综合枢纽，发电创收而水调优先级高

粤海水务水利 REIT 底层资产为**飞来峡项目、潮州项目**，为广东省内水利枢纽工程，两个项目合计装机容量 186MW，**收入全部来自水力发电**，电力销售对象为广东电网及其下属供电局，且实行全额优先上网。两项目具有较强的公益属性和社会效益，水力发电服从流域水资源的统一调度，**当水利工程的发电与防洪、抗旱等调度要求发生冲突时，应当服从防洪、抗旱调度的要求。**具体来看：

1）飞来峡项目：飞来峡水利枢纽工程水库总库容 19.04 亿立方米，位于广东省北江干流中游清远市飞来峡镇，属于珠江流域北江干流中游，下距清远市 33 公里，是北江流域综合治理和开发利用的关键性 I 等大（1）型水利枢纽，是广东省最大的综合性水利枢纽。飞来峡项目**最优先功能为防洪**，兼有航运、发电、水资源调配和改善生态环境等多种效益。飞来峡项目自 1999 年起陆续投运，总装机容量 140MW，设计年发电量 5.54 亿千瓦时，发电经营期限至 2049 年。

2）潮州项目：潮州供水枢纽工程正常蓄水位库容 0.49 亿立方米，位于广东省潮州市湘桥区，属于江东洲北端及东溪、西溪的上游端，距潮州市湘子桥约 4 公里，是**以供水为主**、结合发电、兼顾航运及改善水环境的大（1）型水利工程，并具备泄洪调度的防洪保障能力。潮州项目自 2005 年起陆续投运，总装机容量 46MW，设计年发电量 2.0812 亿千瓦时，发电经营期限至 2055 年。

其中，**潮州项目可无偿使用拦河闸、连接土坝等作为实现发电功能基础条件的公益性资产**，因历史原因且所有权归属广东省韩江流域管理局，无法纳入潮州项目的底层资产范围。根据该局 2025 年 12 月 19 日出具的《关于潮州供水枢纽项目资产完整性及运营稳定性的函》，该局承担东溪、西溪拦河闸、连接土坝、船闸、西陇取水涵、古树庙泵站等公益性资产的运营管理、维修及相关费用，经费由该局申请省财政列入年度预算保障，并同意潮州项目无偿使用上述资产用于发电。

表 1：不动产项目基本信息

项目	飞来峡项目	潮州项目
项目类型	水利设施（含水力发电）	水利设施（含水力发电）
项目所在地	广东省清远市清城区飞来峡镇	广东省潮州市湘桥区
项目用地类型	划拨用地	划拨用地
项目主要功能	最优先功能：防洪 以防洪为主，兼有航运、发电、水资源调配和改善生态环境等多种效益	最优先功能：供水 以供水为主、结合发电、兼顾航运及改善水环境
资产范围	(1)发电厂房、中控楼、变电站厂房、水厂、土坝、溢流坝、副坝等建筑物、构筑物所有权及其所占范围内的建设用地使用权；(2)水轮机、发电机、变压器等用于发电的所有设备设施及零配件；() 基于飞来峡水利枢纽的电费收费权所享有的获得收入的权利。	(1)东溪发电厂房、西溪发电厂房、东溪 GIS、西溪 GIS、坝区变压器室、东溪配电房等建筑物所有权及其所占范围内的建设用地使用权；(2)水轮机、发电机、变压器等用于发电的所有设备设施及零配件；() 基于潮州供水枢纽工程东溪电站、西溪电站的电费收费权所享有的获得收入的权利。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

装机容量	4 台×35MW，合计 140MW	2 台×14MW、2 台×9MW，合计 46MW
设计发电量	约 5.54 亿 kWh/年	约 2.0812 亿 kWh/年
水库/枢纽规模	总库容 19.04 亿 m³，其中防洪库容 13.36 亿 m³	正常蓄水位库容 0.49 亿 m³，其中调节库容 0.29 亿 m³
投运时间	1999 年 7-9 月机组陆续投运	2005 年 12 月-2006 年 11 月机组陆续投运
发电经营起止时间	发电经营期年限为 50 年 1999 年 7 月 26 日-2049 年 7 月 25 日	发电经营期年限为 50 年 2005 年 12 月 20 日-2055 年 12 月 19 日
项目全景图		

资料来源：基金公告、申万宏源研究

粤海水务水利 REIT 的两个底层资产在发电之外，还兼具防洪、供水、航运、水资源调配和改善生态环境等多重功能。**水力发电主要依靠“水头”**，即上下游水位差，**而不同功能对水库水位的要求存在差异，引起水头变化，进而影响发电。**具体来看：

飞来峡项目：枢纽功能优先级由高到低为防洪、航运、发电、水资源调配和改善生态环境。**正常蓄水位为 24m，航运、水资源调配和改善生态环境所需水位与之相同或相近，耗水少**；飞来峡项目**核心功能为防洪，汛期需预泄降水位**，坝址流量超过 2500m³/s 后逐步降低水位，超过 6800m³/s 时泄水闸门全开敞泄。

潮州项目：功能优先级由高到低为供水、发电、航运、改善水环境，并具备泄洪调度的防洪保障能力。**正常蓄水位为 10.5m，供水、航运、改善水环境等功能与之一致，耗水少。供水为核心功能**，2020-2025 年上游年均取水量为 12-13 亿 m³，年均复合增长率 1.01%，占来水量 (175.82 亿 m³) 的比例为 0.07%，上游取水量占比小、增长慢，对发电影响小。潮州项目**虽非控制性防洪水库，但洪水时需按调度下泄，导致水头变小**，来水达 4200m³/s 启动防洪调度，水位逐步降至 8.5m，达 10500m³/s 时闸门全开。

表 2：不动产项目各个功能对于发电量的影响

不动产项目	功能	对发电量的影响
飞来峡项目	防洪	飞来峡项目以防洪为主，汛期要预泄、降水位，发电出力降低，甚至停机。**当坝址流量达到 2500 m³/s 时，水库水位开始从 24 m 下降**；在 2500～4000 m³/s 区间内降至 23～20 m 运行；若流量达到 4000～5000 m³/s 且后续有明显上涨趋势，水位进一步降至 20～18 m。
	航运	要保障下游通航流量和库水位。通航流量 190m³/s 可通过发电机组下泄；**库水位 23.5m 以上与发电水位需求一致**；船闸“互灌水”省水，耗水小。
	水资源调配、改善生态环境	要保障生态基流 190m³/s、枯水期水位 23.80m。发电流量都超过生态基流，可“发电后泄放”；**水位需求与发电一致。**
潮州项目	供水	供水要求维持正常蓄水位 .m ，发电也需要 .m ，**水位需求一致**；上游取水增长慢、占来水比例低，对发电影响小。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

	航运	要保障上游通航水位，**正常蓄水位 10.5m 满足要求**；集中统一过闸，船闸耗水小，过闸船只减少。
	改善水环境	东溪、西溪生态流量各 11m³/s，可通过发电机组泄放；**维持 10.5m 正常蓄水位**还能改善潮州市区水环境。
	防洪	潮州项目不是控制性防洪水库，但在洪水状态下需按照泄洪调度指令下泄流量，水头变小，发电机组停机。**来水达 4200m³/s 启动防洪调度，水位逐步降至 8.5m**；达 10500m³/s 闸门全开。

资料来源：基金公告、申万宏源研究

1.2 上游新建水库将分担防洪，粤电缺口大消纳充足

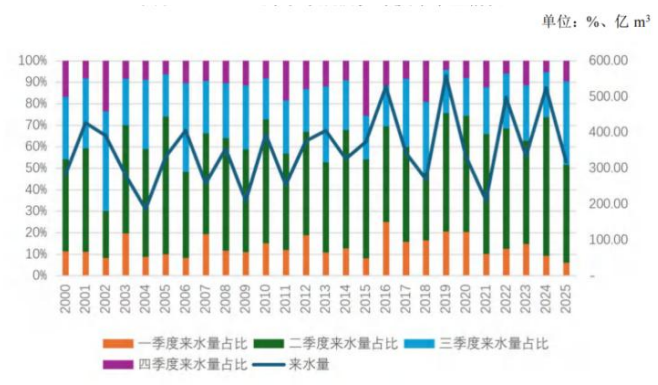
1.2.1 二三季度为汛期但防洪致发电增长慢，上游水库建成后将分担飞来峡防洪压力

飞来峡项目、潮州项目均属省管水利枢纽工程，发电直接受来水条件影响。

飞来峡项目位于北江干流中游，北江是珠江流域第二大水系，上游浈江发源于江西省信丰县石碛大茅山。飞来峡项目年度来水呈明显“丰、平、枯”交替，2000-2025 年年均来水量 352.37 亿 m³，最低 185.55 亿 m³（2004 年），最高 558.13 亿 m³（2019 年）。**年内一至四季度来水量占比平均为 13.41%、48.34%、26.89%、11.36%，二三季度为汛期，占比最大（约为 75%）。**

2020-2025 年年均发电用水量 191.49 亿 m³，占来水量 57.66%，年度与季节分布与来水相似。但来水过大时，为保障防洪安全需优先泄流，且洪水漂浮物会进一步影响发电，因此**汛期来水增加未必带动发电用水增加，甚至可能下降。**

图 1：飞来峡项目年度来水量（单位：%、亿 m³）



资料来源：基金公告、申万宏源研究

图 2：飞来峡项目发电用水量（单位：亿 m³）



资料来源：基金公告、申万宏源研究

潮州项目位于韩江干流下游，上游发源于广东省紫金县境内的上嶂七星崇、福建省宁化县大悲山东麓。潮州项目也呈现出明显的“丰、平、枯”水文年份交替出现的规律，- 年年均来水量为 . 亿 m³，最低 . 亿 m³（ 年）、最高 327.27 亿 m³（2024 年），其中 2021 年潮州项目出现极端罕见的超百—

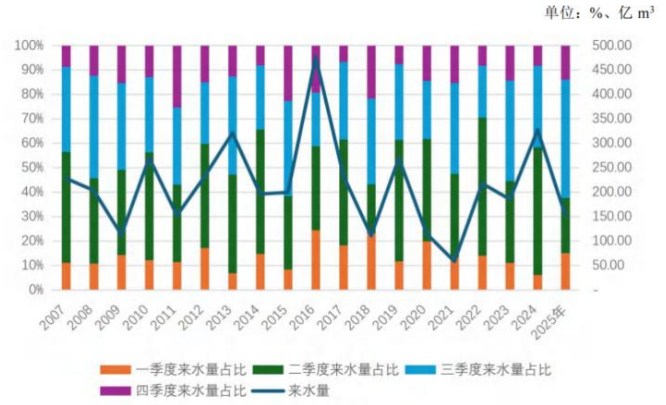
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

年一遇特枯水年，导致当年来水量仅有 58.14 亿 m³。**年内一至四季度来水量占比平均为 13.91%、39.12%、33.15%、13.82%，二三季度为汛期，占比最大（约为 72%）。**

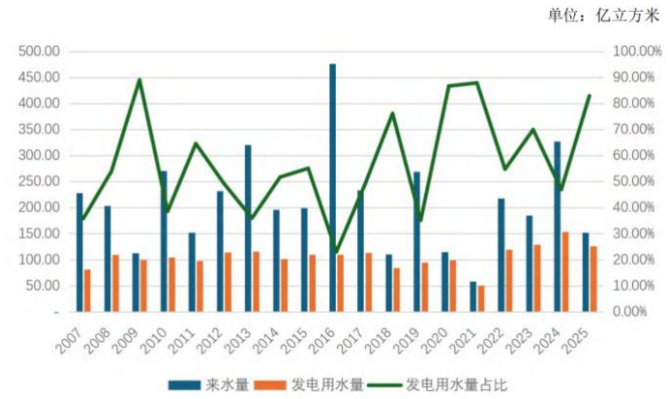
2007-2025 年，年均发电用水量为 106.13 亿 m³，占来水量 57.17%，年度与季节分布与来水相似。来水量较大时，为保障潮州市区防洪安全，潮州项目存在防洪弃水的情况，**故潮州项目汛期、丰水年发电用水量占来水量比例明显降低。**

图 3：潮州项目年度来水量（单位：%、亿 m³）



资料来源：基金公告、申万宏源研究

图 4：潮州项目发电用水量（单位：亿 m³）



资料来源：基金公告、申万宏源研究

区域供给方面，截至 2025 年末，广东省水电机组统调装机容量为 934.8 万千瓦，占同期全省各类机组统调装机容量总和的 3.6%，水电装机占比较小。**随着省内优质水电资源基本开发完毕，除黄茅峡水库工程外，广东省暂无其他在建大型水力发电工程。**2026 年 3 月 9 日，水利部、国家发展改革委、自然资源部、生态环境部、农业农村部、国家能源局、国家林草局联合印发《关于加快推动小水电绿色转型高质量发展的指导意见》，**明确原则上不再新建小水电站，预计未来三年广东省水电装机增长较为有限。**具体来看：

飞来峡项目：北江干流共规划 15 个梯级电站，其中 14 个已建成投运，仅横岗水电站尚未开工。北江第一大支流连江共设置 12 级阶梯，其中在建的黄茅峡水库以防洪为主，结合航运，兼顾灌溉、发电等综合利用，总库容 5.70 亿 m³，装机容量 4 万 kW。其中，**在建的黄茅峡水库**属于大型水利发电工程，位于飞来峡项目的上游支流连江，建设期蓄水可能短暂减少下游来水，但影响极为有限**（根据募集说明书测算，黄茅峡水库蓄水期及灌溉用水截流所影响飞来峡项目年度发电的比例不到 0.5%）**，运行后可协助分担飞来峡项目防洪压力，减少飞来峡项目防洪弃水，提升发电效益；**尚未开工的横岗水电站**位于飞来峡项目下游，规模相对小，未来建设并不会影响来水，而可能抬高下游水位，影响水头。

潮州项目：韩江干流规划 9 个梯级，潮州项目为最下游一级，上游高陂等梯级已建成投产，韩江主要支流汀江梯级也基本建成。

表 3：北江、韩江流域主要枢纽工程（单位：MW）

流域	枢纽工程名称	状态	装机容量（MW）

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

北江流域	湾头水利枢纽	已建成	30
	孟洲坝水电站	已建成	50
	濛浬水电站	已建成	50
	白石窑水电站	已建成	92
	飞来峡水利枢纽	已建成	140
	清远水利枢纽	已建成	36
	乐昌峡水利枢纽	已建成	132
	黄茅峡水库	**建设中**	**40**
韩江流域（干流）	龙上水电站	已建成	22
	三龙水电站	已建成	24
	西阳水电站	已建成	20
	丙村水电站	已建成	20
	丹竹水电站	已建成	34
	蓬辣滩水电站	已建成	44
	高陂水利枢纽	已建成	100
	东山水电站	已建成	75
	潮州供水枢纽	已建成	46
韩江流域（汀江支流）	回龙水电站	已建成	12
	金山水电站	已建成	40
	棉花滩水电站	已建成	600
	青溪水电站	已建成	144
	茶阳水电站	已建成	30

资料来源：基金公告、申万宏源研究

1.2.2 清远及潮州用电缺口小，但两项目均可并入省网，对接粤电大市场且充分消纳

从消纳端来看，飞来峡项目所在的清远市 2024 年用电量为 285.56 亿 kWh，规上工业企业发电量为 257.42 亿 kWh，**缺口约 28.14 亿 kWh**；潮州市 2024 年用电量为 134.16 亿 kWh，规上工业企业发电量为 200.01 亿 kWh，**发电量高于用电量。**

但是，两个项目的发电量均纳入广东省内统一消纳体系，而广东全省用电缺口大。其中，飞来峡项目接入省级电网，可覆盖全省负荷；潮州项目优先满足本地用电需求，富余电量输送至省级电网。广东作为全国第一用电大省，2024 年全社会用电量达 9,121.03 亿 kWh，省内规上工业企业发电量为 7,354.86 亿 kWh，缺口高达 1,766.17 亿 kWh，主要通过“西电东送”等省外输入电量弥补。区域电力刚需旺盛，为项目电量消纳提供了广阔市场空间。

表 4：广东省/清远市/潮州市 2024 年用电/发电量（单位：亿 kWh）

	2024 年用电量（亿 kWh）	2024 年规模以上工业企业发电量（亿 kWh）	缺口（正数表示用电量>发电量）
广东省	,.	,.	.

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

清远市	285.56	257.42	28.14
潮州市	134.16	200.01	-65.85

资料来源：基金公告、申万宏源研究

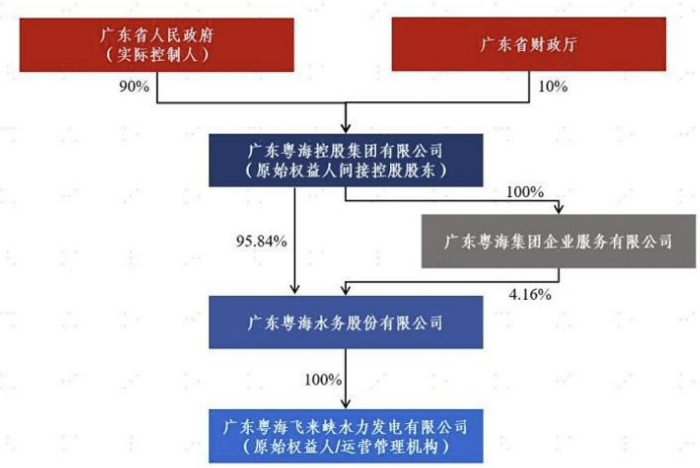
1.3 粤海水务是水务全产业链大型运营商，可扩募 10 个水资源类项目

本基金原始权益人为**广东粤海飞来峡水力发电有限公司**（简称“粤海飞来峡公司”），控股股东为**广东粤海水务股份有限公司**（简称“粤海水务”），实际控制人为**广东省人民政府**。

原始权益人粤海飞来峡公司成立于 2019 年 11 月，主营业务为水电、太阳能等清洁能源开发、运营。水电业务包括飞来峡水利枢纽、乐昌峡水利枢纽两座大型水利枢纽工程，同时承接潮州供水枢纽水力发电经营性资产及职能，形成总装机 31.8 万千瓦的水电集群，其中飞来峡水利枢纽工程在同类型工程中具有显著的规模优势和综合效益优势，工程获中国水利工程优质（大禹）奖、中国建筑工程鲁班奖（国家优质工程）、中国土木工程詹天佑奖。

控股股东粤海水务是集原水、自来水、污水处理、水环境综合治理、清洁能源、科技服务等多种业务于一体的水务全产业链大型服务运营商，投资运营水务项目 103 个，服务全国约 1 亿人口，水处理规模达 5,973 万吨/日，粤海水务同类项目运营管理经验丰富。

图 5：不动产项目原始权益人股权架构



资料来源：基金公告、申万宏源研究

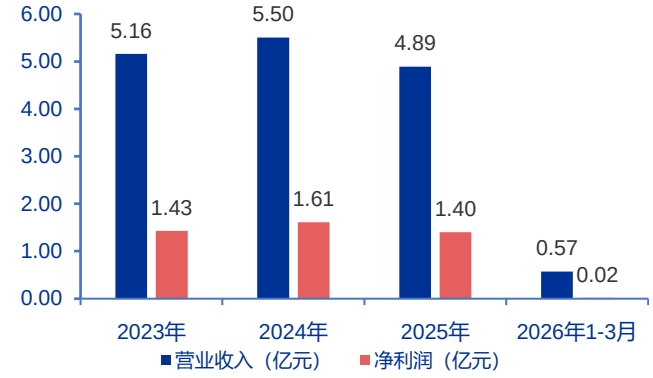
2023-2025 年及 2026 年 1-3 月，粤海飞来峡公司营收分别为 5.16 亿元、5.50 亿元、4.89 亿元、0.57 亿元，净利润分别为 1.43 亿元、1.61 亿元、1.40 亿元、0.02 亿元，其中　　年乐昌峡项目来水量大幅减少，导致当年业绩同比出现下滑，而飞

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

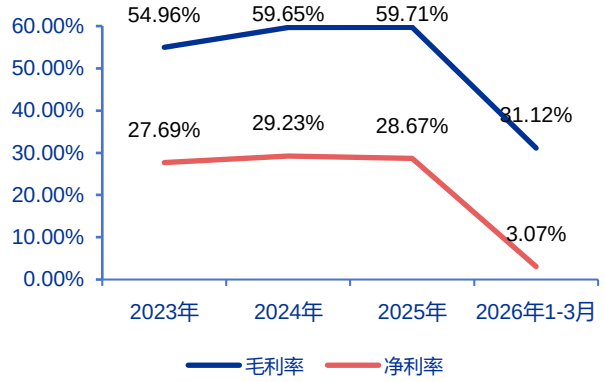
来峡项目、潮州项目营收分别同比小幅增长、小幅下降；毛利率分别为 54.96%、59.65%、59.71%、31.12%，净利率分别为 27.69%、29.23%、28.67%、3.07%。

图 6：原始权益人营业收入、净利润（单位：亿元）



资料来源：基金公告、申万宏源研究

图 7：原始权益人毛利率、净利率（单位：%）



资料来源：基金公告、申万宏源研究

截止 2026 年一季度末，**本基金可扩募项目 10 个**，涵盖水利设施（含水力发电）、原水供应、自来水供应、污水处理等四类水资源类资产，分布于广东、江苏、江西及贵州四省，合计资产总值约 164 亿元，其中 9 个项目已投入运营、1 个项目（黄茅峡水库）尚在建设，均通过粤海飞来峡公司、粤海水务公司持有。

表 5：原始权益人及控股股东拟可扩募资产（单位：万元、%）

所属行业	资产名称	所在地区	运营起始时间	资产总值（万元）	持股比例	持有人
水利设施（含水力发电）	乐昌峡水利枢纽工程	广东乐昌市	2013 年 1 月	102,860	100%	粤海飞来峡公司
	黄茅峡水库工程	广东清远	尚在建设	236,983	100%	粤海水务
水利设施（原水）	徐州市骆马湖水源地及原水管线工程	江苏徐州	2016 年 10 月	227,379	51%	粤海水务
	盐城市新水源地及饮水工程	江苏盐城市	2019 年 4 月	342,318	49%	粤海水务
市政基础设施（自来水）	南昌县供水项目	南昌县	2003 年 2 月	96,749	58%	粤海水务子公司
	常平供水项目	东莞市	2011 年 12 月	39,844	58%	粤海水务子公司
生态环保基础设施（污水）	六盘水市水城河运营维护 PPP 项目	六盘水市	2019 年 10 月	190,817	52%	粤海水务子公司
	潮南区陇田、陈店、司马浦污水厂及管网工程	广东汕头市	2020 年 4 月	174,409	100%	粤海水务子公司
	吴川滨江污水处理厂及配套管网一期工程	吴川市	2021 年 8 月	58,699	58%	粤海水务子公司
	汕尾市东部水质净化厂及配套管网一期工程 PPP 项目	汕尾市	2023 年 9 月	172,095	55%	粤海水务子公司
合计	-	-	-	**1,642,153**	-	-

注：数据截止 2026 年 3 月 31 日。

资料来源：基金公告、申万宏源研究

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

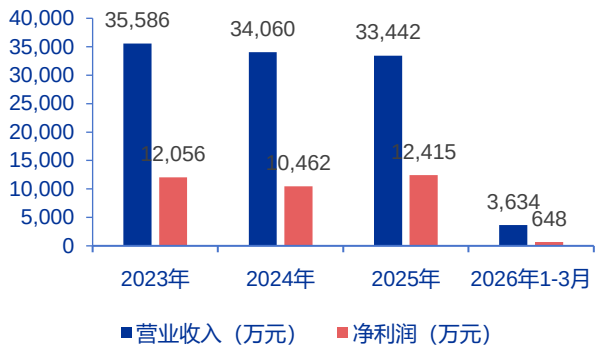
下载日志已记录，仅供内部参考

2.底层基础资产运营情况

2.1 两项目售电收入占比 99%+，EBITDA 率低于可比水电 REITs

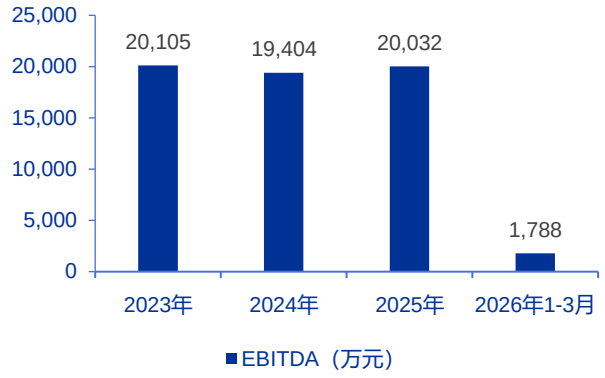
2023-2025 年及 2026Q1，不动产项目营收分别为 3.56 亿元、3.41 亿元、3.34 亿元、0.36 亿元，净利润分别为 1.21 亿元、1.05 亿元、1.24 亿元、0.06 亿元；其中，营业收入呈现逐年下降趋势，2025 年因折旧摊销及维修费用下降使得净利润回升，2026Q1 两个项目处于枯水期，因此来水量相对较少使得营收、净利润偏低。2023-2025 年及 2026Q1，项目 EBITDA 分别为 2.01 亿元、1.94 亿元、2.00 亿元、0.18 亿元，近三年保持相对平稳。

图 8：不动产项目营业收入、净利润（单位：万元）



资料来源：基金公告、申万宏源研究

图 9：不动产项目 EBITDA（单位：万元）



资料来源：基金公告、申万宏源研究

从收入构成来看，两个项目的营业收入均由**售电量收入、差别化电费收入**（仅潮州项目自 2025 年起）、**两个细则考核净收入、核算差异**构成。

两个项目的**售电收入**占比均在 99%以上。其中，潮州项目作为小水电站，根据《广东省发展改革委 广东省水利厅关于我省小水电站试行差别化上网电价有关事项的通知》，按生态流量泄放达标率进行评价：符合要求的可提高上网电价，不符合要求的维持不变或降低，变动部分计入**差别化电费收入**。

两个细则考核指《并网运行管理实施细则》和《电力辅助服务管理实施细则》。发电侧并网主体需分摊辅助服务和调频费用；若参与提供调频、调峰、备用等辅助服务，则可获得相应补偿收益。由于补偿分摊费用较大，飞来峡项目和潮州项目历史上**两个细则考核净收入**均为负。

核算差异则源于结算电费存在时滞，导致财务口径的预计结算电费与实际结算电费之间可能出现少量差异。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

表 6：粤海水务水利 REIT 营业收入构成（单位：万元）

项目	类别	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1-3 月
飞来峡项目	两个细则考核净收入	-211.04	-203.27	-205.04	-15.42
	核算差异	16.78	3.76	-5.08	-48.76
	售电量收入	26,750.96	23,868.86	24,163.04	2,552.70
	合计	**26,556.70**	**23,669.35**	**23,952.92**	**2,488.51**
潮州项目	两个细则考核净收入	-78.76	-73.84	-81.87	-12.26
	差别化电费收入	-	-	239.22	37.89
	核算差异	18.33	-10.48	-20.02	13.01
	售电量收入	9,089.50	10,474.97	9,351.53	1,106.96
	合计	**9,029.07**	**10,390.65**	**9,488.87**	**1,145.60**

资料来源：基金公告、申万宏源研究

我们选择同为水电的已上市 REITs 作为粤海水务水利 REIT 的可比 REITs，包括**中国电建清洁能源 REIT、中核清洁能源 REIT。**

2023-2025 年及 2026Q1，粤海水务水利 REIT 的毛利率分别为 60.40%、62.98%、69.55%、26.35%，**毛利率整体高于可比 REITs**，2026 年一季度因枯水期导致毛利率偏低；EBITDA 率分别为 56.50%、56.97%、59.90%、49.20%，**EBITDA 率低于两只可比 REITs。**

表 7：粤海水务水利 REIT 与可比 REITs 毛利率（单位：%）

基金代码	基金简称	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1-3 月
508026.SH	中国电建清洁能源 REIT	33.91%	45.01%	40.40%	58.07%
508050.SH	中核清洁能源 REIT	50.81%	57.30%	-	9.70%
	平均	**42.36%**	**51.16%**	**40.40%**	**33.89%**
180702.SZ	**粤海水务水利 REIT**	**60.40%**	**62.98%**	**69.55%**	**26.35%**

资料来源：基金公告、申万宏源研究

表 8：粤海水务水利 REIT 与可比 REITs EBITDA 率（单位：%）

基金代码	基金简称	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1-3 月
508026.SH	中国电建清洁能源 REIT	67.52%	63.70%	63.58%	76.03%
508050.SH	中核清洁能源 REIT	71.06%	74.07%	-	58.24%
	平均	**69.29%**	**68.89%**	**63.58%**	**67.14%**
180702.SZ	**粤海水务水利 REIT**	**56.50%**	**56.97%**	**59.90%**	**49.20%**

资料来源：基金公告、申万宏源研究

2.2 发电全额保障收购，近 3 年产能利用率超 100%

由于水电项目受流域水文条件影响，不同年份发电量存在周期性波动。拉长周期看，**最近 10 年飞来峡项目、潮州项目年均发电量分别为 5.70 亿 kWh、1.77 亿 kWh，**

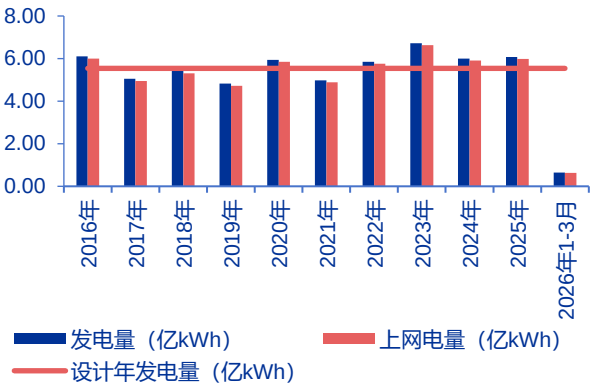
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

上网电量分别为 5.60 亿 kWh、1.74 亿 kWh。其中，粤海飞来峡公司自 2020 年转企改制后，通过优化运营调度、加强设备维护等措施，后续年均发电量高于历史水平。**飞来峡项目、潮州项目产能利用率（发电量占设计电量的比例）分别为 103%、85%**；潮州项目产能利用率偏低，主要原因是 2020 年前后其所在流域来水条件出现恶化，但最近 3 年随着水文条件的改善，潮州项目产能利用率逐步回升。

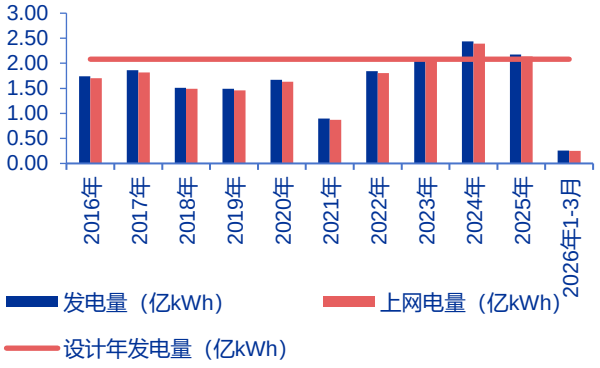
广东省对于水电项目**实行优先消纳、小水电全额收购。**因此，两项目发电量在扣除厂用和损耗后全额上网。最近 10 年，飞来峡项目、潮州项目年均损耗率分别为 1.77%、2.21%，处于较低水平。

图 10：飞来峡项目发电量、上网电量（单位：亿 kWh）



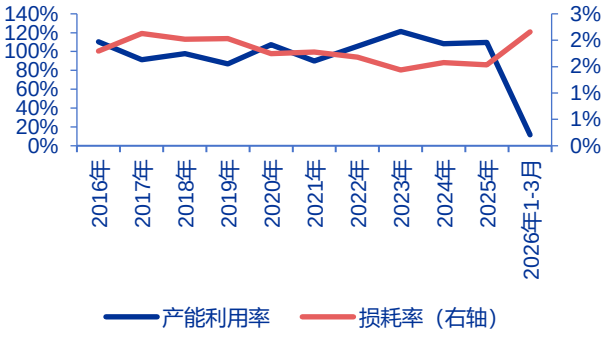
资料来源：基金公告、申万宏源研究

图 11：潮州项目发电量、上网电量（单位：亿 kWh）



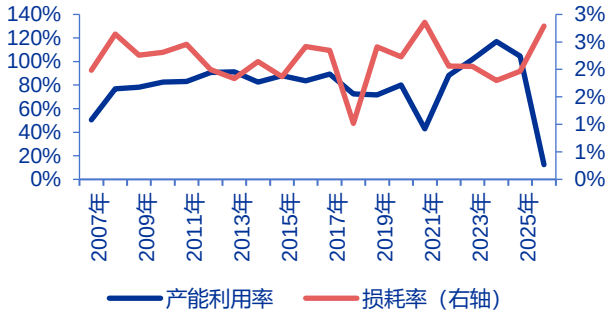
资料来源：基金公告、申万宏源研究

图 12：飞来峡项目产能利用率、损耗率（单位：%）



资料来源：基金公告、申万宏源研究

图 13：潮州项目产能利用率、损耗率（单位：%）



资料来源：基金公告、申万宏源研究

2.3 水电未参与市场化交易，项目长期执行政府批复价

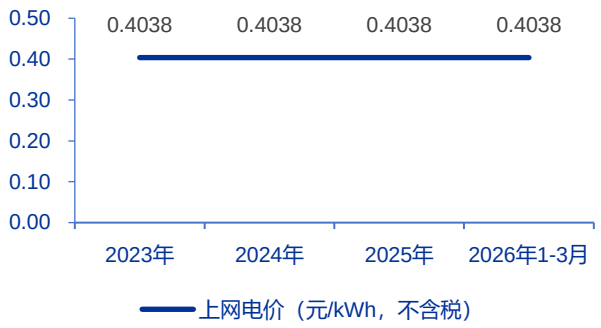
两个不动产项目均为优先发电电量，未参与市场化交易。截至 2026 年 3 月末，飞来峡项目、潮州项目不含税上网电价分别为 0.4038 元/kWh、0.4532 元/kWh，其中飞来峡项目电价低于广东省燃煤发电基准电价 0.453 元/kWh，潮州项目与之相当。根据募集说明书披露，自 2006 年电力市场改革推进以来，广东省市场化交易政策主

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

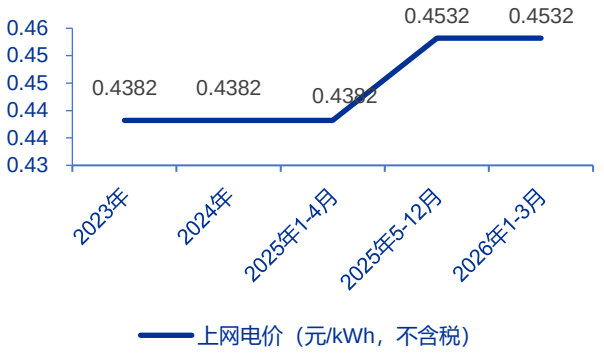
要针对风电、光伏新能源项目，而水电项目始终未纳入市场化交易范围；考虑到广东省用电缺口较大、不动产项目公益定位较强，短期内参与市场化交易的可能性较小。

图 14：飞来峡项目上网电价（单位：元/kWh）



资料来源：基金公告、申万宏源研究

图 15：潮州项目上网电价（单位：元/kWh）



资料来源：基金公告、申万宏源研究

自 2025 年起，广东省对小水电站实施差别化上网电价，是国内首个反映生态修复和治理成本的电价政策，由水利部门会同生态环境、能源部门按 4 个月周期考核生态流量泄放达标率：达标率≥90%的，上网电价提高 1.5 分/千瓦时；80%（含）至 90%的，维持不变；不足 80%的，降低 1.5 分/千瓦时。供电企业自收到考核结果的次月 1 日起执行最新价格。

自政策实施以来，潮州项目历次生态流量泄放达标率达 100%（全年平均下泄流量>生态流量核定值的 22 m^3/s），**上网电价在原基础上提高 1.5 分/千瓦时。**此外，潮州项目为径流式河床式电站，厂房即挡水建筑物，无调节能力，入库水量与出库水量基本一致，几乎必然满足生态流量要求，未来保持 100%达标率的概率较高。

表 9：潮州项目历史年度下泄流量情况（单位：m^3/s、日）

时间	生态流量核定值（m^3/s）	全年平均下泄流量（m^3/s）	全年最低下泄流量（m^3/s）	达到生态流量核定值天数（日）
2020 年	22	360.65	78	366
2021 年		184.31	52	365
2022 年		690.31	58	365
2023 年		586.59	85	365
2024 年		1,034.75	95	366
2025 年		482.45	97	365
2026 年 1 月-5 月		323.56	103	151

资料来源：基金公告、申万宏源研究

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

2.4 飞来峡项目直接接入省网，潮州项目优先本地消纳

飞来峡项目与潮州项目的上网电量均为优先发电量，分别由**广东电网有限责任公司、潮州供电局**全额收购，前者直接接入省网、后者先在本地消纳而剩余部分可接入省网，收购单价分别为 0.4038 元/kWh、0.4382 元/kWh（差别电价前），结算周期均为月结。

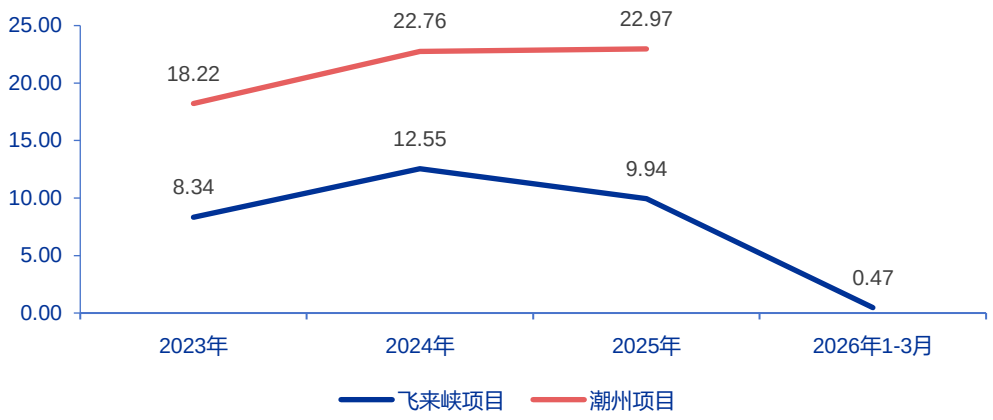
从应收账款周转情况来看，2023-2025 年，飞来峡项目的应收账款周转率分别为 8.34 次、12.55 次、9.94 次，潮州项目分别为 18.22 次、22.76 次、22.97 次。两项目的应收账款全部为应收电网公司尚未支付的电费收入，且电网公司支付节奏较快，因此项目整体回款周期短，资金回笼情况良好。

表 10：不动产项目电量销售模式

项目	收购电网公司	收购价格	合同期限及续期/延期安排	结算周期
飞来峡项目	广东电网有限责任公司	商业运行期优先发电电量上网电价：456.294 元/兆瓦时（含税）；原批复上网电价为 0.4038 元/kWh（不含税），转企改制后不降低	《并网调度协议》：2026.4.25-2027.4.24，届满前 30 日无异议自动延期 1 年，不限次数；《购售电合同》：2026.4.27-2026.12.31，届满前无异议自动延长，延长期限与合同期限一致，展期不限	月结
潮州项目	潮州供电局	438.2 元/兆瓦时（不含税）；根据差别化电价政策，生态流量泄放达标率≥90%提高 1.5 分/kWh，80%（含）-90%不变，不足 80%降低 1.5 分/kWh	《购售电合同》：自签订日至 2031.12.31，届满前无异议自动延长，延长期限与合同期限一致，展期不限；《并网调度协议》：自生效日起满一年，届满前 30 日无异议自动延期 1 年，不限次数	月结

资料来源：基金公告、申万宏源研究

图 16：不动产项目应收账款周转率（单位：次）



资料来源：基金公告、申万宏源研究

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

3.估值分析

3.1 预计本项目公允价值区间为 15.03～17.34 亿元

结合对本项目的分析，我们假设：

一、预测期内（2026-2055 年）营业收入

1）发电收入

- **发电量：**飞来峡项目、潮州项目设计年发电量分别为 5.54 亿 kWh、2.08 亿 kWh。长期来看，飞来峡项目、潮州项目不同时期的年均发电量较为平稳，且呈现递增趋势。根据广东省水利电力勘测设计研究院股份有限公司 2026 年 4 月出具的《飞来峡水利枢纽水电站和潮州供水枢纽水电站水文、水动能评估报告》，最近 6 年（2020-2025 年），飞来峡项目、潮州项目年均发电量分别为 5.93 亿 kWh、2.05 亿 kWh。**中性情形下，假设飞来峡项目、潮州项目每年发电量均按照最近 6 年均值计算，即 5.93 亿 kWh、2.05 亿 kWh；谨慎、乐观情形下，2026 年预计发电量按照最近 6 年均值计算，后续每年减少 0.5%、增加 0.5%。**
- **损耗率：**从电力生产到最后并入电网销售发电，之间的损失电量主要来自于电厂内部用电（厂用电）和电厂送出线路到电网输变电的节点（变电站）之间的线路损耗。飞来峡项目、潮州项目历史年均电厂用电量、电厂送出线路损耗占发电量的比重约为 2.00%、2.14%。**谨慎、中性、乐观情形下，假设飞来峡项目、潮州项目每年损耗率均按照历史均值 2.00%、2.14%计算。**
- **上网电价：**飞来峡项目与潮州项目的电价均未实施市场化。根据国家政策文件，水电项目虽存在参与市场化交易的可能性，但广东省现行的电价市场化改革政策主要针对风电和光电项目，水电作为清洁能源并未被纳入强制市场化改革的范围，电价仍按政府主管部门批复的标准执行。自运营以来，**飞来峡项目、潮州项目长期执行的电价分别为 403.80 元/兆瓦时、438.20 元/兆瓦时（不含税），假设未来两项目均继续执行现行电价标准。**

表 11：飞来峡项目不同时期水量和发电量（单位：亿度、亿 m^3、m^3/s）

	2000-2025 年	2006-2025 年	2011-2025 年	2016-2025 年	2020-2025 年	2021-2025 年	2023-2025 年
年均发电量(亿度)	5.43	5.62	5.66	5.7	5.93	5.93	6.27
年均来水量(亿 m^3)	352.37	363.22	376.29	391.16	369.12	376.44	391.82
年均径流量(m^3/s)	1,117	1,152	1,193	1,240	1,170	1,194	1,242

资料来源：基金公告、申万宏源研究

表 12：潮州项目不同时期水量和发电量（单位：亿度、亿 m^3、m^3/s）

	- 年	- 年	- 年	- 年	- 年	- 年
年均发电量(亿度)	1.77	1.85	1.87	2.05	2.14	2.24

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

年均来水量(亿 m³)	222.32	227.67	231.89	199.36	220.53	221.47
年均径流量(m³/s)	705	722	735	632	699	702

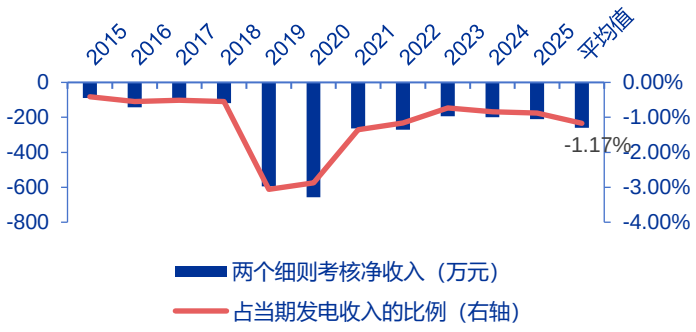
注：剔除 2021 特枯年。

资料来源：基金公告、申万宏源研究

2）两个细则考核净收入

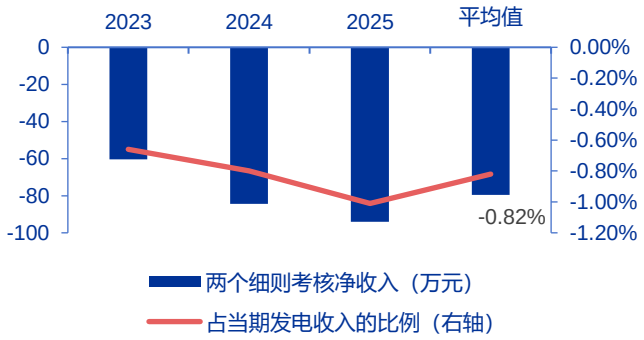
2006 年，《发电厂并网运行管理规定》、《并网发电厂辅助服务管理暂行办法》相继印发，各区域据此制定“两个细则”，有效规范了发电厂的并网运行管理。根据《南方区域电力并网运行管理实施细则（修订版）》、《南方区域电力辅助服务管理实施细则（修订版）》及相关专项实施细则，并遵照南方能源监管局相关要求，辅助服务补偿、并网运行考核以及各辅助服务市场的考核与补偿费用均实行单独结算；两个细则及辅助服务市场结算总净收入，分别按各电厂上网电量占全网的比例进行折算确认。**假设飞来峡项目、潮州项目的两个细则考核净收入，按历史年均考核净收入占发电收入比重的平均值进行预测，分别为-1.17%、-0.82%。**

图 17：飞来峡项目两个细则考核情况（单位：万元、%）



资料来源：基金公告、申万宏源研究

图 18：潮州项目两个细则考核情况（单位：万元、%）



资料来源：基金公告、申万宏源研究

3）差别化电费收入

根据《广东省发展改革委广东省水利厅关于我省小水电站试行差别化上网电价有关事项的通知》，自 2025 年 1 月 1 日起，广东省对小水电站试行差别化上网电价。相关要求为生态流量泄放达标率≥90%，上网电价提高 15 元/兆瓦时（不含税）；80%（含）-90%之间的维持不变；不足 80%，则降低 15 元/兆瓦时（不含税）。小水电站差别化上网电价以 4 个月为周期进行考核，各有关地级以上市水利部门会同级生态环境部门、能源部门分别于每年 1 月 20 日、5 月 20 日、9 月 20 日前将辖区内小水电站前 4 个月的生态流量泄放达标率结果函告当地供电企业，供电企业从收到函告件的次月 1 日起执行相应的差别化上网电价政策。

潮州项目属于小水电站，根据潮州市水务局 2025 年历次评定结果，潮州项目全年生态流量泄放达标率均为 100%，已触发电价上调条件，2025 年上网电价在原基础上（438.20 元/兆瓦时）提高 15 元/兆瓦时（不含税）。**假设未来潮州项目生态流**

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

量泄放达标率均保持在 90%以上，上网电价保持在原基础上提高 15 元/兆瓦时（不含税）至预测期结束。

二、预测期内（2026-2055 年）营业成本

1）库区基金

根据财政部关于印发《大中型水库库区基金征收使用管理暂行办法》的通知，库区基金是按照**水电站的售电量每千瓦时 0.008 元计提**，预测期内以售电量数据为基础进行测算。

2）安全生产费

根据《企业安全生产费用提取和使用管理办法》，安全生产费计提标准与营业收入挂钩，**营业收入不超过 1000 万元的，按 3%提取；营业收入超过 1000 万元至 1 亿元的部分，按 1.5%提取；营业收入超过 1 亿元至 10 亿元的部分，按 1%提取等。**

3）人工成本

飞来峡项目、潮州项目运营管理员工数量足以满足生产需要，预计未来无较大的人员变动，**假设人工成本以 2023-2025 年平均值为基础，2026 年及后续每年增长 1%进行预测。**

4）财产及保险费

财产保险费分为财产一切险、营业中断险（财产险项下）、营业中断险（机损险项下）、机器损坏险、公众责任险等。**2026 年根据保险公司保单金额确定，后续每年按照 1%的增长率进行预测。**

5）其他成本

其他成本包括电话费及邮电费、差旅费、业务招待费、其他、专业服务费、保安服务费、场地物业管理费、车辆费用、办公费、水电气费、宣传费、研发类费用等。其他成本历史年度数据较为稳定，**假设其他成本以 2023-2025 年平均值为基础，2026 年及后续每年增长 1%进行预测。**

6）折旧与摊销

假设以募集说明书披露的评估价值为购置成本，飞来峡项目、潮州项目的初始购置成本分别为 113,000 万元、48,200 万元，按照年限平均法进行折旧，折旧年限分别为 24 年、30 年，残值为 0%。

7）资本性支出

飞来峡项目、潮州项目投产至今，参考《灯泡贯流式水轮发电机组检修规程》并结合机组具体运行状态，对发电机组每年度进行定期检修，间隔一定时间安排发电机组大修。**未来资本性支出主要为 A 级检修相关支出以及水轮机、发电机、变压器及其他重要电气设备等核心设备更换及技术改造支出。**

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

- **A 级检修：**截至目前，飞来峡项目 1-4 号机组已完成两轮 A 级检修，潮州项目东溪及西溪 1、2 号机组已完成一轮 A 级检修。参考《灯泡贯流式水轮发电机组检修规程》并结合实际运行状态，**两项目后续拟每 8 年安排一次 A 级检修，飞来峡项目、潮州项目每次预计支出分别为 580 万元、450 万元。**其中，飞来峡项目检修停机不超过 110 个自然日，潮州项目不超过 100 个自然日。由于检修均安排在枯水期择机对单一机组轮流进行，此时来水不足、机组本就无法满发，因此 A 级检修对当年项目整体发电量基本无影响。

表 13：不动产项目资本性支出-A 级检修计划

项目名称	设备名称	检修频率	预计第一次检修时间	预计第二次检修时间	预计第三次检修时间	预计第四次检修时间	每次预计支出	所需停机维修时间
飞来峡项目	1#机组	8 年	2027 年	2035 年	2043 年	无	580 万元/次（含税）	枯水期 110 日
	2#机组		2028 年	2036 年	2044 年	无		
	3#机组		2030 年	2038 年	2046 年	无		
	4#机组		2029 年	2037 年	2045 年	无		
潮州项目	西溪电站 2#机组	8 年	2027 年	2035 年	2043 年	2051 年	450 万元/次（含税）	枯水期 100 日
	东溪电站 1#机组		2028 年	2036 年	2044 年	2052 年		
	西溪电站 1#机组		2029 年	2037 年	2045 年	2053 年		
	东溪电站 2#机组		2030 年	2038 年	2046 年	2054 年		

资料来源：基金公告、申万宏源研究

- **核心设备更换及技术改造：**飞来峡项目、潮州项目剩余期限内，预计将会对水轮机、发电机、变压器、开关柜等核心设备进行更新改造或核心器件更换。结合设备厂商的初步报价，未来核心设备更换及技术改造预留款项、停机时长、更换期等安排如下：

表 14：不动产项目资本性支出-核心设备更换及技术改造

项目	设备	更换安排	预留款项（万元，含税）	停机时长	预计更换期
飞来峡项目	水轮机	转轮锻更换	单台 1,000.00	均结合 A 级检修，无需额外停机	1#(2035), 2#(2036), 4#(2037), 3#(2038)
		转轮室改造	1#: 358.60 2#: 178.40	枯水期 30 日	1#(2026), 2#(2025-2026)
		调速器液压部分改造	单台 228.00	结合年度检修，无需额外停机	1#(2033), 2#(2034)
	发电机	定子线棒更换	单台 1,967.20	结合 A 级检修，无需额外停机	1#(2027-2028), 2#(2028-2029) 4#(2029-2030), 3#(2030-2031)
		出口开关柜更换	单台 132.00	枯水期 10 日	1#(2032), 2#(2033), 3#(2034), 4#(2035)
	变压器	主变压器更换	1#(220kV): 167.18 2#(110kV): 1,040.00	枯水期 28 日	1#(2025-2026), 2#(2030)
潮州	〈轮机	转轮室更换	西溪: 东溪: 280	枯水期 日	西溪 #(), 西溪 #() 东溪 1#(2032), 东溪 2#(2034)

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

项目				
	调速器整体改造 (含机械液压和电气控制)	西溪: 100 东溪: 100 (其中 2#为 89.12)	结合年度定期检修，无需额外停机	西溪 1#(2036)，西溪 2#(2034) 东溪 1#(2035),东溪 2#(2026)
	转轮轮毂更换	西溪: 470 东溪: 420	结合 A 级检修，无需额外停机	西溪 1#(2037)，西溪 2#(2035) 东溪 1#(2036),东溪 2#(2038)
发电机	定子线棒更换	西溪: 1,224.51 东溪: 1,074.03	结合 A 级检修，无需额外停机	西溪 1#(2045-2046)， 西溪 2#(2043-2044) 东溪 1#(2044-2045)， 东溪 2#(2046-2047)
	高压开关柜改造	西溪: 294 东溪: 300	枯水期 10 日	西溪(2026-2027) 东溪(2031)
变压器	主变压器更换	西溪: 330 东溪: 250	枯水期 10 日	西溪(2036) 东溪(2037)
GIS 设备	组合式电器更换	西溪: 200 东溪: 200	枯水期 20 日	西溪(2036) 东溪(2037)

资料来源：基金公告、申万宏源研究

综上，预计飞来峡项目、潮州项目每年资本性支出占当前营收的比例分别为 13.60%、19.52%。

表 15：谨慎情形下，不动产项目盈利预测（单位：万元、%）

	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
营业收入（万元）	32,212	32,051	31,890	31,731	31,572
yoy		-0.50%	-0.50%	-0.50%	-0.50%
净利润（万元）	6,857	6,627	6,383	6,393	6,239
yoy		-3.36%	-3.68%	0.15%	-2.41%
EBITDA（万元）	16,098	16,733	17,367	18,332	19,077
yoy		3.94%	3.79%	5.56%	4.07%
NOI（万元）	11,183	11,843	12,501	13,490	14,260
yoy		-5.89%	5.56%	7.92%	5.71%

资料来源：申万宏源研究

表 16：中性情形下，不动产项目盈利预测（单位：万元、%）

	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
营业收入（万元）	32,212	32,212	32,212	32,212	32,212
yoy		0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
净利润（万元）	6,857	6,703	6,534	6,620	6,541
yoy		-2.24%	-2.52%	1.33%	-1.20%
EBITDA（万元）	16,098	16,834	17,566	18,633	19,476
yoy		4.57%	4.35%	6.07%	4.53%
NOI（万元）	11,183	11,919	12,651	13,718	14,562
yoy		-6.58%	6.14%	8.43%	6.15%

料来源：申万宏源研究

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

表 17：乐观情形下，不动产项目盈利预测（单位：万元、%）

	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
营业收入（万元）	32,212	32,373	32,534	32,697	32,861
yoy		0.50%	0.50%	0.50%	0.50%
净利润（万元）	6,857	6,779	6,686	6,850	6,848
yoy		-1.13%	-1.38%	2.47%	-0.04%
EBITDA（万元）	16,098	16,934	17,766	18,936	19,881
yoy		5.19%	4.91%	6.59%	4.99%
NOI（万元）	11,183	11,995	12,802	13,947	14,867
yoy		-7.26%	6.73%	8.95%	6.60%

资料来源：申万宏源研究

三、收益年限

飞来峡项目、潮州项目发电经营期年限均为 50 年，分别于 2049 年、2055 年到期，至今剩余约 24 年、30 年。

四、折现率

基于收益法估值模型，按照收益额与折现率口径一致的原则，折现率选取所得税前加权平均资本成本。结合当前股权收益率、无风险收益率、企业风险系数等指标，**假设不动产项目折现率分别为 6.75%、7.00%、7.25%。**

谨慎、中性、乐观情形下，根据三种折现率，**测算得到本项目的合理估值区间为 15.03～17.34 亿元，与招募书披露的评估值 15.81 亿元相差-4.96%~9.66%。**

表 18：不同情形下，不动产项目估值情况（单位：万元、%）

情形/折现率	7.25%	7.00%	6.75%	7.25%	7.00%	6.75%
谨慎	150,263	**153,734**	157,334	-4.96%	**-2.76%**	-0.48%
中性	**157,489**	**161,217**	**165,086**	**-0.39%**	**1.97%**	**4.42%**
乐观	165,204	**169,210**	173,370	4.49%	**7.03%**	9.66%

资料来源：申万宏源研究

3.2 首发 IRR 为 5.94%~6.83%，中性高出水电项目均值约 171%

基于对本项目全生命周期可供分配金额的测算，按照发行规模 17.26 亿元计算，**谨慎、中性、乐观情形下，粤海水务水利 REIT 估值 IRR 分别为 5.94%、6.39%、6.83%。**

截至　　年 月 日，可比 REITs 的估值 IRR 区间为 .%~.%　　，平均值为 2.35%，粤海水务水利 REIT 中性 IRR 高出可比均值约 171.40%。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

表 19：不同情形下，本基金估值 IRR（单位：%）

	谨慎	中性	乐观
IRR	5.94%	6.39%	6.83%

注：按照发行规模计算。

资料来源：申万宏源研究

表 20：可比 REITs 估值 IRR（单位：%）

代码	简称	发电模式	IRR
508026.SH	中国电建清洁能源 REIT	水电	1.61%
508050.SH	中核清洁能源 REIT	水电	3.10%
	平均		**2.35%**
180702.SZ	**粤海水务水利 REIT（中性）**	**水电**	**6.39%**

注：数据截至 2026 年 10 月 15 日。

资料来源：基金公告、申万宏源研究

3.3 首发 26E 派息率 6.33%，高于水电项目同口径派息率约 69%

根据募集说明书披露，本基金预计 2026 年 4-12 月、2027 年可供分配金额分别为 8,191.42 万元、12,094.48 万元，按照发行规模 17.26 亿元测算，**对应年化派息率分别为 6.33%、7.01%。**

截止 2026 年 10 月 15 日，可比水电 REITs 派息率如下：

- **中核清洁能源 REIT** 2026E 派息率为 3.76%，粤海水务水利 REIT 2026E 派息率高出约 68.57%（同口径）。
- **中国电建清洁能源 REIT** 派息率（TTM）为 5.41%，粤海水务水利 REIT 2026E 派息率高出约 17.04%（差异口径）。

表 21：可比 REITs 可供分配金额及派息率（单位：亿元、万元、%）

代码	简称	发电模式	市值	可供分配金额（万元）		派息率		
			（亿元）	2026E	2027E	2026E	2027E	TTM
508026.SH	中国电建清洁能源 REIT	水电	15.19	-	-	-	-	5.41%
508050.SH	中核清洁能源 REIT	水电	18.89	7,091	-	3.76%	-	-
	平均		**17.04**	**7,091**	**-**	**3.76%**	**-**	**5.41%**
180702.SZ	**粤海水务水利 REIT**	**水电**	**17.26**	**10,922**	**12,094**	**6.33%**	**7.01%**	**-**

注：数据截至 2026 年 10 月 15 日，粤海水务水利 REIT 市值按照发行规模计算。

资料来源：基金公告、申万宏源研究

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

4.风险提示

1）季节性波动及极端天气风险。水电站发电量受来水量、防洪工程等多重因素制约，飞来峡项目地处北江流域，潮州项目地处韩江流域，受自然条件及气候因素影响，同一年度内的不同季节来水量存在一定差异；从长周期数据来看，丰水年、平水年、枯水年交替出现，在个别年份来水量将存在一定的波动。因此，在不同年份、同一年度内的不同季节，不动产项目的发电表现将有一定的差异，该差异将反映在项目公司不同年份和不同季度的营业收入中。另外，若基金存续期内，不动产项目所在流域出现洪涝、干旱等极端天气，可能会对不动产项目稳定运营产生不利影响，进而对项目公司收入及基金收益造成不利影响。

2）电价调整及市场化交易政策变动的风险。根据《国家发展改革委国家能源局关于加快建设全国统一电力市场体系的指导意见》，到 2030 年全国统一电力市场体系基本建成。2025 年 1 月，国家发展改革委、国家能源局联合印发《关于深化新能源上网电价市场化改革促进新能源高质量发展的通知》。目前广东省内市场化交易政策主要是针对风电、光伏新能源项目，水电电价仍然按照原有模式，即政府价格主管部门批复的价格执行。在本次不动产项目资产评估中，考虑到飞来峡项目、潮州项目电价未实施市场化，结合历史年度的电价情况，飞来峡项目全周期电价预测按照 403.80 元/兆瓦时（不含税）进行确定，潮州项目全周期电价预测按照 438.20 元/兆瓦时(不含税)进行确定。虽然目前广东省内水电不在本次电价市场化改革要求范围，但根据国家政策文件，水电项目仍然存在参与市场化交易的可能性。若未来不动产项目电价调整及市场化交易政策发生变化，可能导致项目公司售电收入低于预期，进而对基金收益造成不利影响。

3）“电调服从水调”排洪弃水风险。水电站发电量受来水量、防洪工程等多重因素制约，飞来峡项目地处北江流域，潮州项目地处韩江流域，从长周期数据来看，其来水量具有周期性，丰水期和枯水期交替出现，若受自然条件及气候因素影响，在个别年份来水量将存在一定的波动。同时，飞来峡项目是以防洪为主，兼有航运、发电等综合效益的大型水利枢纽工程。潮州项目是以供水为主、结合发电、兼顾航运及改善水环境的大型水利工程。飞来峡水利枢纽已纳入 2023 年度联合调度的珠江干支流水库，飞来峡水库由广东省水利厅负责调度；潮州供水枢纽已纳入重要控制性水库(水电站)，珠江水利委员会按照管理权限负责韩江流域水资源统一调度，韩江流域省级人民政府水行政主管部门及省级流域管理机构按照管理权限负责水资源调度方案和年度调度计划的组织实施。根据《广东省水利工程管理条例》，飞来峡项目与潮州项目需遵守有关法律法规要求，水力发电调度服从水资源调度，当水利工程的发电与防洪等调度要求发生矛盾时，应当服从防洪等调度要求，进而可能影响不动产项目发电收益。

4）资产维护及资本性支出风险。本基金投资的不动产项目为水电工程，未来随着使用年限的增长，不动产项目的相关设施设备可能需要更换、维修、改造。不动产项目的估值及可供分配金额预测阶段已对未来可能因不动产项目维修和改造而发生的资本性支出进行了充分的考虑，但该等维修、改造等资本性支出仍具有一定的不确定性，如未来实际支出大幅增加、工程无法按时完工等，届时发生超出预期的相关维

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

护、资本性支出或工程延期导致无法及时恢复正常运营或维修改造后表现不及预期等情况，均可能降低本基金的投资收益。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志记录，仅供内部参考

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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，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、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy） ：相对强于市场表现 20%以上；

增持（Outperform） ：相对强于市场表现 5%～20%；

中性（Neutral） ：相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；

减持（Underperform） ：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight） ：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral） ：行业与整体市场表现基本持平；

看淡（Underweight） ：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 ：沪深 300 指数（A 股）、恒生中国企业指数（H 股）、纳斯达克指数（美股）

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.swsresearch.com 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、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投资标的的邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司强烈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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster