仅供内部参考，请勿外传！

公用事业

行业点评报告

2026 年 10 月 26 日

整体领跑 内部分化：从板块溢价走向资产优选

——能源基础设施公募 REITs 全景梳理

投资评级： 看好（维持）

证券分析师

查浩

SAC：S1350524060004

zhahao@huayuanstock.com

邓思平

SAC：S1350524070003

dengsiping@huayuanstock.com

联系人

板块表现：



投资要点：

- **政策推动公募 REITs 常态化发行，市场回报转向分派兑现。**2026 年 3 月“十五五”规划纲要提出积极推动基础设施 REITs 常态化推荐发行，市场供给持续扩充。截至 2026 年 9 月 22 日，全市场共 89 只、总市值约 2300 亿元，覆盖 11 类资产；中证 REITs 全收益指数近五年共下跌 5.7%：2021 年 9 月 30 日—2022 年 2 月 14 日市场起步、高溢价推动指数上涨 30.5%，然后至 2024 年 1 月 10 日高溢价回归、指数下跌 39.0%，再至 2025 年 6 月 20 日利率下行推动指数上涨 41.3%，最后至 2026 年 9 月 22 日指数下跌 16.2%。我们认为，本轮回调主要源于产权类分派的下修：2024 年以前上市、2025 年未扩募的 10 只产业园区与仓储物流 REITs，2025 年可供分配金额全部同比下降，中位数降幅 9.3%。**分派能否兑现或已成为决定价格表现的核心变量。**
- **能源 REITs 全收益跑赢基准，但内部分化显现。**以 2023 年 6 月 29 日为基期，流通市值加权、分红再投资的能源 REITs 全收益指数上涨 23.8%，同期中证 REITs 全收益指数上涨 1.9%。但 2025 年 6 月 20 日以来，陆上风电的中信建投明阳智能新能源 REIT、工银蒙能清洁能源 REIT 全收益分别下跌 30%以上，起初源于高溢价回吐，叠加中信建投明阳智能新能源 REIT 战略配售份额解禁，以及内蒙古 136 号文实施方案自 2025 年 7 月起执行，市场提前计入区域电价下行的预期；2026 年上半年的量价双降陆续体现在季报或者中报数据上面，3 月 31 日以来两只产品全收益再跌 12.9%和 23.1%。而同一时间区间，有容量电价或高比例机制电量托底的鹏华深圳能源 REIT、中信建投国家电投新能源 REIT 跌幅不到前两者的四分之一。
- **“十五五”电力供需前松后紧，同时部分区域的电价出现上涨，我们预计“三北”地区新能源电价和限电率 2026—2027 年筑底。**主要受端省份的电价回暖信号已经显现，2026 年 1 月 1 日—9 月 23 日广东现货日前均价同比上涨 22.6%，江苏月度竞价成交价 9—10 月转为同比上涨，且 10 月已高于年度长协。**我们判断，2026—2027 年电力供需或从宽松走向平衡，预计 2026 年起，东南沿海省份有望电价修复；2028 年往后，调节性电源或更加稀缺。**但是部分风光项目受区域新能源装机速度过快以及集中时段出力的影响，消纳问题日益凸显，中信建投明阳智能新能源 REIT 和工银蒙能清洁能源 REIT 的项目出现量价齐跌的现象，**预计 2026—2027 年为“三北”区域新能源电价的筑底期，也是弃电率的见顶期。**
- **按 9 月 22 日收盘价，能源 REITs 持有人层隐含 IRR 市值加权平均为 3.19%，较十年期国债高 152 个基点，高分派率中近六成是本金返还。**以各产品最新评估报告的逐年税前现金流为基础，按收盘价测算隐含 IRR，并以管理人披露的 IRR 折算至持有人层。**需要注意的是，若实际电量、电价低于项目每年更新的评估预测，真实 IRR 会低于测算值。**从分派率看，7 只有完整 12 个月分派记录的产品，按 9 月 22 日收盘价计算的近 12 个月分派率市值加权平均为 9.03%，扣除本金返还后，真正的收益率为 3.79%。
- **投资分析意见：按区域与电源种类精选底层资产。**136 号文后电价市场化程度加深，中长协与机制电量占比高的项目受现货电价波动的影响小，同时风光项目的结算电量还受风光资源波动和限电影响。风电关注受端基本不限电的**中信建投国家电投新能源 REIT** 以及具有外输优势的**中航中核汇能新能源 REIT**，水电关注批复电价支撑的**华夏中核清洁能源 REIT**，燃气关注区域供需偏紧的**鹏华深圳能源 REIT** 及有 85%

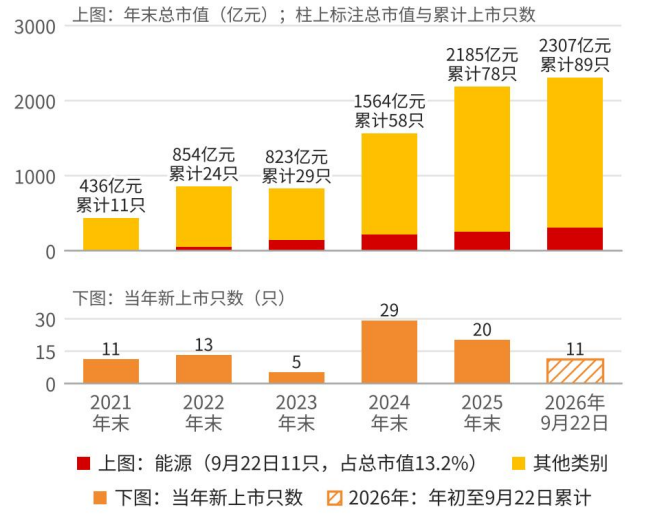
政府合约的**华夏华电清洁能源 REIT**。将上市的项目中，两煤电项目有容量电费的保底、但电价与煤价影响营收；**国金嘉泽新能源 REIT**（待上市）灵绍直流配套协议电量占比高、但需要关注限电率的上升；**银华粤海水务水利 REIT**（待上市）电价和电量相对较稳、但需关注发行溢价压低回报。

- **风险提示：用电需求不及预期、上网电量不及预期、机制外电价下行超预期、补贴回款不及预期、机制电量安排调整、利率上行、资料统计误差风险等。**

1. 能源 REITs 整体领跑 内部分化：从板块溢价走向资产优选

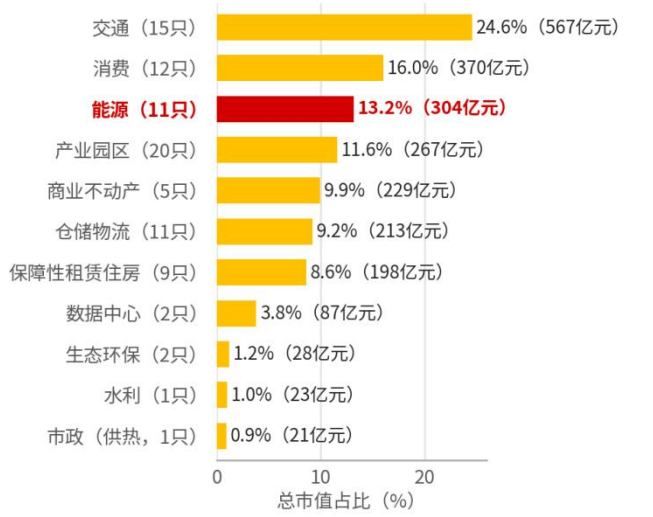
中国公募 REITs 经历五年多发展，扩容已进入常态化。2021 年 6 月首批 9 只上市，覆盖产业园区、交通、仓储物流和生态环保四类资产；截至 2026 年 9 月 22 日已扩容至 89 只、总市值约 2300 亿元，覆盖交通、消费、能源、产业园区、商业不动产、仓储物流、保障性租赁住房、数据中心、生态环保、水利和市政 11 类资产，其中消费、产业园区等产权类合计约 1365 亿元，占总市值的 59.1%；交通、能源等特许经营权类合计约 943 亿元，占 40.9%。能源基础设施 REITs（以下简称能源 REITs）从 2022 年 7 月首单鹏华深圳能源 REIT（燃气发电）起步，目前已扩容至 11 只、总市值约 300 亿元，覆盖风电、光伏、水电和燃气发电四类电源；另有 4 单已注册待上市，其中长城华能燃煤发电 REIT 与华夏华润电力燃煤发电 REIT 是煤电项目首次出现在公募 REITs 中。

图表 1：2021—2026 年公募 REITs 年末总市值、累计上市只数与当年新上市只数（亿元；只）



资料来源：iFinD，华源证券研究所测算。注：上图为各年末总市值（红色为能源、黄色为其他类别），柱上标注总市值与累计上市只数；下图为当年新上市只数；2026 年为截至 9 月 22 日数据，新上市只数为年初至该日累计值。

图表 2：截至 2026 年 9 月 22 日公募 REITs 分资产类别只数与总市值占比（只；%）



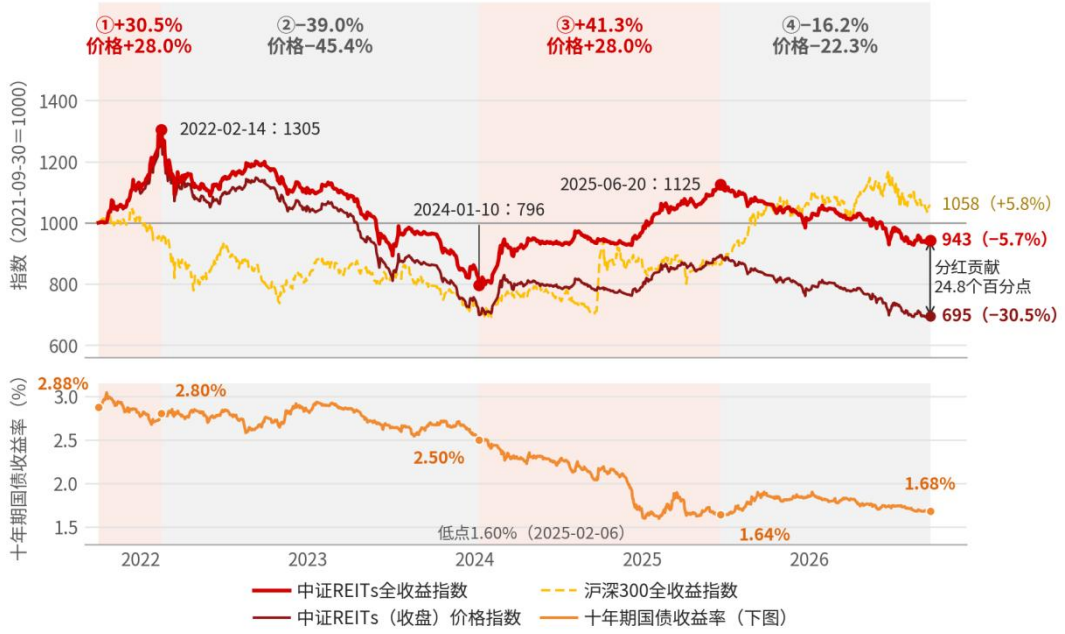
资料来源：iFinD，沪深交易所，华源证券研究所测算

1.1. 公募 REITs：回报取决于可分配金额兑现

五年来中证 REITs 全收益指数累计仅下跌 5.7%，本轮下跌源于部分项目经营走弱，价格正向可分配金额的实际兑现回归。自 2021 年 9 月 30 日起，指数经历四个阶段：（1）2021 年 9 月 30 日—2022 年 2 月 14 日，市场起步，仅 11 只产品、平均溢价约 53%，指数上涨 30.5%；（2）2022 年 2 月 14 日—2024 年 1 月 10 日，高溢价回归，叠加战略投资者份额解禁与新产品持续上市，指数下跌 39.0%；（3）2024 年 1 月 10 日—2025 年 6 月 20 日，利率下行主导，十年期国债收益率下行 86 个基点，指数上涨 41.3%；（4）2025 年 6 月 20 日—2026 年 9 月 22 日，底层资产经营走弱，指数下跌 16.2%。本轮下跌主要集中在产权类，2024 年以前上市、2025 年未扩募（2025 年末总份额与 2024 年末相同）的 10 只产业园区与仓储

物流 REITs，2025 年可供分配金额全部同比下降，降幅 2.2%—22.8%，中位数下降 9.3%。同期这 10 只产品的价格下跌 8.9%—49.9%，中位数下跌 36.0%，约为可供分配金额降幅的四倍。

图表 3：2021 年 9 月 30 日—2026 年 9 月 22 日中证 REITs 全收益指数的四个阶段与十年期国债收益率（2021 年 9 月 30 日＝1000；%）



资料来源：iFinD，中证指数有限公司，中国债券信息网，华源证券研究所测算。注：1）上图红线为中证 REITs 全收益指数，基日 2021 年 9 月 30 日＝1000，含分红再投资；深红线为中证 REITs（收盘）价格指数（932006，不含分红，同日＝1000），各阶段标注第二行为价格指数同期涨跌幅，两线末端之差为分红再投资的贡献；黄色虚线为沪深 300 全收益指数（按同日＝1000 重新定基）；2）阶段以指数涨跌幅超过 20%的转折点划分，转折点为 2022 年 2 月 14 日、2024 年 1 月 10 日和 2025 年 6 月 20 日，第（4）阶段为最近一段下行，跌幅 16.2%；3）下图为中债十年期国债收益率，标注各阶段分界日数值。

1.2. 能源 REITs：整体领跑 内部分化已经开始显现

能源 REITs 全收益整体领跑公募 REITs，但 2025 年 6 月 20 日以来内部分化已经开始显现。以 2023 年 6 月 29 日为基期、截至 2026 年 9 月 22 日，流通市值加权的能源 REITs 全收益指数累计上涨 23.8%，同期中证 REITs 全收益指数上涨 1.9%；能源 REITs 年化波动率 8.7%、最大回撤 13.3%，也低于中证 REITs 全收益指数的 9.2%和 19.6%。但 2025 年 6 月 20 日—2026 年 9 月 22 日，陆上风电的中信建投明阳智能新能源 REIT、工银蒙能清洁能源 REIT 全收益分别下跌 31.7%和 35.1%，同期，燃气的鹏华深圳能源 REIT、海上风电的中信建投国家电投新能源 REIT、水电的嘉实中国电建清洁能源 REIT 仅下跌 7.0%、4.3%和 11.3%。我们认为，分化的根源在于项目所在区域的电力供需和电源种类的不同。

“十五五”电力供需前松后紧，同时部分区域的电价出现上涨，“三北”新能源电价和限电率 2026—2027 年筑底。2025 年风电、光伏、煤电分别净增装机 1.19 亿、3.15 亿和 0.85 亿千瓦，是 2024 年的 1.5 倍、1.1 倍和 2.8 倍。其中一半以上的风光新增装机位于“三北”地区，当地消纳问题凸显。由于供给侧的偏松抑制新增投资，我们预计 2026—2027 年光伏年新增装机量回落至 1.6 亿—1.7 亿千瓦，2027 年煤电利用小时降幅收窄至 186 小时，从而带动供需从宽松走向平衡，“三北”区域新能源电价有望在 2026—2027 年筑底、弃电率有望见

顶。在受端侧，部分区域的电价先行回暖已经开始显现，2026 年 1 月 1 日—9 月 23 日广东现货日前均价同比上涨 22.6%，江苏月度竞价成交价 9—10 月转为同比上涨（分别上涨 7.8%和 16.0%），10 月成交价 395.32 元/兆瓦时，较 2026 年年度长协（双边协商）均价 344.85 元/兆瓦时高 14.6%。我们预计 2026 年起，东南沿海省份有望电价修复；2028 年往后，调节性电源或更加稀缺。

图表 4：2024—2035 年全国电量平衡与夏季晚高峰电力平衡测算（亿千瓦时；亿千瓦；小时；%）

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2035E
全社会用电量（亿千瓦时）	98521	103682	108866	114309	120025	126026	132327	164904
同比增速	6.8%	5.2%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	4.5%
夏季最大负荷（亿千瓦）	14.51	15.24	16.06	16.93	17.84	18.80	19.82	25.78
煤电净增装机（亿千瓦）	0.30	0.85	0.80	0.70	0.35	0.30	0.30	0.30
风电净增装机（亿千瓦）	0.80	1.19	1.10	1.10	1.10	1.20	1.20	0.80
光伏净增装机（亿千瓦）	2.77	3.15	1.70	1.60	1.80	2.50	2.80	3.20
风电利用小时（小时）	2127	1979	1900	1900	2000	2050	2050	2000
光伏利用小时（小时）	1211	1088	1000	1000	1050	1100	1100	1100
煤电利用小时（小时）	4733	4585	4347	4161	3944	3778	3668	3236
同比变动（小时）	-76	-148	-238	-186	-217	-166	-110	-86
风电+光伏发电量占比	19.6%	22.0%	24.0%	26.1%	29.4%	32.8%	35.3%	44.5%
煤电发电量占比	56.7%	54.7%	52.7%	50.8%	47.6%	44.4%	41.9%	32.6%
夏季晚高峰备用率	24.9%	26.4%	28.5%	29.4%	28.8%	27.1%	25.5%	16.2%

资料来源：中电联，《中国电力年鉴》，华源证券研究所测算。注：1）假设用电量 2026—2030 年每年增长 5%、2031—2035 年每年增长 4.5%；预计"十五五"净增煤电 2.45 亿千瓦、风电 5.7 亿千瓦、光伏 10.4 亿千瓦；2）煤电发电量＝用电量－其他电源发电量，结果只代表趋势；3）晚高峰备用率＝（装机×保证容量系数＋需求响应）÷最大负荷－1，预计最大负荷 2026 年起每年增长 5.4%。

新增风电集中在"三北"区域，送端消纳问题开始显现，受端新能源项目运营平稳。2026 年上半年全国风电利用率降至 90.9%，利用率偏低的省区集中在西北与蒙西等地，叠加同期风速下降，五座样本风电场风速同比下降 6.4%—11.6%，从而导致结算电量下降 14.6%—22.0%。电价上，136 号文后电价市场化程度加深，较多送端区内现货电价走低，**项目收益的差异在受端与送端之间、以及送端项目消纳条件的好坏之间充分体现**：中信建投国家电投新能源 REIT 的滨海北海上风电场位于受端江苏，90%的电量纳入机制，不含补贴结算电价较发行前仅下降 3%，即便 2026 年上半年风速回落拖累上网电量，2026 年以来全收益仍微增 0.1%；再看中航中核汇能新能源 REIT，北塔山风电场虽位于新疆送端，但系"西电东送"吉泉直流配套项目，2023—2025 年约 98%（分别为 98.5%、97.9%和 98.4%）的结算电量经吉泉直流外送华东，2026 年 7 月上市以来全收益上涨 3.3%；反观同处送端的工银蒙能清洁能源 REIT 和中信建投明阳智能新能源 REIT（红土井子风电场），项目均非外送通道配套电源，机制电量又少：蒙西存量带补贴风电每年仅 215 小时，红土井子上半年机制电量只占结算电量的 14.6%，大量电量随区内供需结算，暴露在送端现货的低价之下，红土井子上半年不含补贴结算电价同比下降 45%；叠加限电与风速回落，两只产品上半年结算电量分别下降 21.4%和 15.5%（其中红土井子风电场下降 17.1%），项目营业收入分别下降 25.6%和 17.3%，最终反映在 2026 年以来全收益上，分别下跌 16.3%和 12.2%。

水电和燃气发电项目运营相对稳定，燃气发电的调节价值正在兑现。水电项目方面，华夏中核清洁能源 REIT 执行批复电价并全额保障收购，2026 上半年结算电量 2.73 亿千瓦时；嘉实中国电建清洁能源 REIT 2026 上半年结算电量同比增长 13.1%，EBITDA 同比增长 25.6%。气电项目方面，鹏华深圳能源 REIT 2026 上半年有 45%的结算电量来自现货，现货均价比中长期合约均价高 0.1384 元/千瓦时，上半年结算电价同比上涨 5.8%；广东又将容量电价由每年每千瓦 100 元提高到 165 元，上半年 EBITDA 增长 7.7%。华夏华电清洁能源 REIT 有 85%的电量执行政府授权合约价，浙江自 2026 年 4 月起将容量电价由每年每千瓦 302.40 元提高到 331.20 元。

图表 5：2026 年上半年能源 REITs 经营与分配概况及全收益表现

简称	电源	上市日期	营业收入同比	EBITDA 同比	可供分配（万元）	同比	结算电量同比	综合结算电价（元/千瓦时）	上市以来全收益	2026 年以来全收益	主要原因
鹏华深圳能源 REIT	燃气发电	2022-07-26	-4.41%	+7.67%	7628.74	-18.01%	-9.61%	0.5434（+5.76%）	+3.8%	+4.1%	付款节奏导致应付账款变动；现货电价与容量电费上升
中信建投国家电投新能源 REIT	海上风电	2023-03-29	-22.11%	-22.08%	7158.40	-47.67%	-21.91%	0.839（-2.12%）	+28.5%	+0.1%	平均风速同比下降 11.60%；保理净流入减少 6847 万元
中航京能国际能源 REIT	光伏+水电	2023-03-29	+100.94%	+83.83%	27981.26	+310.77%	+7.32%	0.3770（-8.08%）	+14.2%	-3.8%	扩募并入两河水电，口径不可比；保理款增加 1.40 亿元
嘉实中国电建清洁能源 REIT	水电	2024-03-28	+9.53%	+25.55%	3068.44	+0.55%	+13.07%	0.2664（-3.00%）	+50.3%	-3.5%	上游电站库容消落与回蓄；二季度电价同比下降 24.10%
华夏特变电工新能源 REIT	光伏	2024-07-02	-10.82%	-10.43%	6216.03	+238.69%	-10.08%	0.2259（+3.43%）	+6.3%	-9.0%	一次性无追索保理 4195.85 万元；二季度限电
中信建投明阳智能新能源 REIT	陆上风电	2024-07-23	-17.28%	-21.77%	2620.93	-28.63%	-15.49%	0.5078（-8.34%）	-7.0%	-12.2%	风速下降；限电率上升；机制外电价下行；增值税即征即退取消
工银蒙能清洁能源 REIT	陆上风电	2024-12-10	-25.59%	-28.92%	2064.02	-43.64%	-21.37%	0.3124（-6.58%）	-8.1%	-16.3%	风速下降；限电率上升；机制外电价下行；增值税即征即退取消
华夏华电清洁能源 REIT	燃气发电	2025-08-01	—	—	6024.31	—	—	0.8611（含容量电费）	-12.1%	-0.4%	4 月 1 日起全电量参与现货，容量电价上调
华夏中核清洁能源 REIT	水电	2026-02-02	—	—	3516.79	—	—	0.198	-1.5%	-1.5%	执行批复电价，全额保障收购
中航中核汇能新能源 REIT	陆上风电	2026-07-28	—	—	14635.71（2026 年预测）	—	—	北塔山 0.4845；富川 0.5395（2025 年）	+3.3%	+3.3%	上市晚于 6 月 30 日，未披露中期报告
华泰三峡新能源 REIT	海上风电	2026-08-07	—	—	54528.79（2026 年预测）	—	—	0.8027（2025 年）	+1.6%	+1.6%	上市晚于 6 月 30 日，未披露中期报告

资料来源：各基金 2025、2026 年中期报告，招募说明书，iFinD，华源证券研究所测算。注：1）营业收入、EBITDA 为项目公司口径；2）电价为含税结算电价，华夏特变电工新能源 REIT 为不含补贴电价；3）华夏华电清洁能源 REIT、华夏中核清洁能源 REIT 上年同期基金尚未成立，中航京能国际能源 REIT 扩募前后口径不可比；4）全收益以上市首日开盘价为起点、分红再投资，截至 9 月 22 日；5）中航中核汇能新能源 REIT、华泰三峡新能源 REIT 未披露中报，可供分配为 2026 年预测值，电价为 2025 年数。

按 9 月 22 日收盘价，能源 REITs 持有人层隐含 IRR 市值加权平均为 3.19%。我们测算以各产品最新评估报告的逐年税前现金流为基础，先求出使剩余现金流现值等于企业价值（收盘价×份额＋净负债）的折现率，即资产层隐含 IRR；再以管理人在最新年报或招募说明书中披露的 IRR，反推持有人可得现金流占评估现金流的比例（0.78—0.88），按该比例折算后重新测算，最终得到持有人层隐含 IRR。按 9 月 22 日各能源 REITs 收盘价测算，11 只产品的持有人层隐含 IRR 介于-0.64%（工银蒙能清洁能源 REIT）—6.15%（华夏特变电工新能源 REIT），按市值加权平均为 3.19%。

图表 6：截至 2026 年 9 月 22 日能源 REITs 隐含 IRR 测算

简称	电源	9 月 22 日收盘价（元）	总市值（亿元）	企业价值（亿元）	管理人披露 IRR	折算系数	资产层隐含 IRR	持有人层隐含 IRR
中信建投明阳智能新能源 REIT	陆上风电	5.587	11.17	11.04	2.21%（2025 年报）	0.87	8.37%	5.19%
中航中核汇能新能源 REIT	陆上风电	6.610	13.22	13.22	5.52%（招募说明书）	0.85	7.44%	4.33%
工银蒙能清洁能源 REIT	陆上风电	4.601	9.20	8.91	-3.61%（2025 年报）	0.86	3.08%	-0.64%
华泰三峡新能源 REIT	海上风电	8.149	40.75	40.75	5.28%（招募说明书）	0.88	6.37%	4.18%
中信建投国家电投新能源 REIT	海上风电	9.620	76.96	78.68	3.47%（2025 年报）	0.83	6.33%	3.24%
华夏特变电工新能源 REIT	光伏	4.019	12.06	11.78	3.46%（2025 年报）	0.85	9.38%	6.15%
中航京能国际能源 REIT	光伏＋水电	8.860	53.24	56.65	2.51%（2025 年报）	0.78	6.21%	3.00%
华夏中核清洁能源 REIT	水电	6.300	18.90	18.40	6.10%（招募说明书）	0.82	4.48%	3.06%
嘉实中国电建清洁能源 REIT	水电	3.754	15.02	14.08	1.25%（2025 年报）	0.85	2.67%	1.52%
华夏华电清洁能源 REIT	燃气发电	4.225	21.13	20.90	2.66%（2025 年报）	0.79	5.83%	3.19%
鹏华深圳能源 REIT	燃气发电	5.347	32.08	32.29	未披露（见注 3）	0.85	4.97%	1.86%
市值加权平均	—	—	**303.72**	**306.70**	—	—	**5.98%**	**3.19%**

资料来源：各基金评估报告、招募说明书、2025 年年报与 2026 年中报，iFinD，华源证券研究所测算。注：1）企业价值=9 月 22 日总市值+6 月末净负债，中航中核汇能新能源 REIT、华泰三峡新能源 REIT 尚无定期报告，净负债按 0 计（超出评估值的募集资金已作为股权对价付给原始权益人）；2）资产层隐含 IRR 为评估报告剩余税前现金流现值等于企业价值的折现率，持有人层先按管理人披露的 IRR 反推折算系数，再对折算后现金流求折现率；3）鹏华深圳能源 REIT 未披露 IRR，折算系数取其余十只中位数 0.85，取 0.78—0.88 时为 0.45%—2.63%；4）按电源类型排列，市值加权平均以 9 月 22 日总市值为权重。

2. 投资分析意见

按区域与电源种类精选底层资产。136 号文后电价市场化程度加深，中长期合约与机制电量占比高的项目受现货电价波动的影响小，同时风光项目的结算电量还受风光资源波动和限电影响。风电项目建议关注受端基本不限电的**中信建投国家电投新能源 REIT** 以及具有外输优势的**中航中核汇能新能源 REIT**，水电项目建议关注由批复电价支撑的**华夏中核清洁能源 REIT**，燃气发电建议关注区域供需偏紧的**鹏华深圳能源 REIT** 以及有 85%政府授权合约电量的**华夏华电清洁能源 REIT**。待上市项目中，两单煤电 REIT 有容量电费保底，但电价与煤价影响营收；**国金嘉泽新能源 REIT**（待上市）灵绍直流配套协议电量占比高，但需关注限电率上升；**银华粤海水务水利 REIT**（待上市）电价和电量相对较稳，但需关注发行溢价压缩回报。

仅供内部参考，请勿外传！

图表 7：能源 REITs 项目估值表

鹏华深圳能源 REIT	2023	2024	2025	2026H1
营业收入（百万元）	1,900.4	1,560.5	1,352.9	591.0
同比增长率（%）	—	-17.89	-13.30	-4.43
净利润（百万元）	292.0	134.6	55.6	67.7
同比增长率（%）	—	-53.91	-58.71	23.32
可供分配金额（百万元）	420.1	355.6	240.7	76.3
同比增长率（%）	—	-15.35	-32.32	-18.01
年末分派率（%）	11.15	9.34	7.47	4.49
年末溢价率（%）	6.27	18.61	6.96	13.75

中信建投国家电投新能源 REIT	2023*	2024	2025	2026H1
营业收入（百万元）	682.6	903.0	893.0	387.8
同比增长率（%）	—	—	-1.11	-22.11
净利润（百万元）	208.2	288.9	279.9	75.3
同比增长率（%）	—	—	-3.12	-55.89
可供分配金额（百万元）	656.9	779.2	669.1	71.6
同比增长率（%）	—	—	-14.13	-47.67
年末分派率（%）	8.59	9.72	8.16	1.83
年末溢价率（%）	1.60	12.29	19.15	22.33

中航京能国际能源 REIT	2023*	2024	2025	2026H1
营业收入（百万元）	319.3	359.8	306.4	306.5
同比增长率（%）	—	—	-14.84	100.91
净利润（百万元）	125.0	172.9	100.9	93.7
同比增长率（%）	—	—	-41.65	67.08
可供分配金额（百万元）	328.2	348.0	323.4	279.8
同比增长率（%）	—	—	-7.08	310.77
年末分派率（%）	11.28	10.99	5.33	10.12
年末溢价率（%）	6.29	23.73	10.12	7.28

嘉实中国电建清洁能源 REIT	2023	2024*	2025	2026H1
营业收入（百万元）	—	77.1	84.1	39.1
同比增长率（%）	—	—	—	7.56
净利润（百万元）	—	-48.0	4.9	2.4
同比增长率（%）	—	—	—	164.58
可供分配金额（百万元）	—	76.2	82.0	30.7
同比增长率（%）	—	—	—	0.55
年末分派率（%）	—	4.78	5.11	4.10
年末溢价率（%）	—	56.02	74.25	72.98

华夏特变电工新能源 REIT	2023	2024*	2025	2026H1
营业收入（百万元）	—	91.4	189.0	84.9
同比增长率（%）	—	—	—	-13.34
净利润（百万元）	—	55.5	101.3	42.4
同比增长率（%）	—	—	—	-15.95
可供分配金额（百万元）	—	93.9	119.5	62.2
同比增长率（%）	—	—	—	238.69
年末分派率（%）	—	6.20	8.43	8.88
年末溢价率（%）	—	31.64	21.58	27.47

中信建投明阳智能新能源 REIT	2023	2024*	2025	2026H1
营业收入（百万元）	—	72.2	173.9	87.4
同比增长率（%）	—	—	—	-22.48
净利润（百万元）	—	30.1	53.3	27.7
同比增长率（%）	—	—	—	-30.88
可供分配金额（百万元）	—	198.9	143.2	26.2
同比增长率（%）	—	—	—	-28.63
年末分派率（%）	—	12.69	10.41	4.55
年末溢价率（%）	—	26.63	21.37	9.36

工银蒙能清洁能源 REIT	2023	2024	2025	2026H1
营业收入（百万元）	—	—	115.0	50.1
同比增长率（%）	—	—	—	-25.11
净利润（百万元）	—	—	-11.5	8.0
同比增长率（%）	—	—	—	-62.50
可供分配金额（百万元）	—	—	193.8	20.6
同比增长率（%）	—	—	—	-43.64
年末分派率（%）	—	—	15.06	3.40
年末溢价率（%）	—	27.23	36.35	41.45

华夏华电清洁能源 REIT	2023	2024	2025*	2026H1
营业收入（百万元）	—	—	868.8	669.7
同比增长率（%）	—	—	—	—
净利润（百万元）	—	—	-15.2	2.6
同比增长率（%）	—	—	—	—
可供分配金额（百万元）	—	—	53.5	60.2
同比增长率（%）	—	—	—	—
年末分派率（%）	—	—	2.46	5.83
年末溢价率（%）	—	—	15.27	13.09

华夏中核清洁能源 REIT	2023	2024	2025	2026H1*
营业收入（百万元）	—	—	—	48.2
同比增长率（%）	—	—	—	—
净利润（百万元）	—	—	—	8.0
同比增长率（%）	—	—	—	—
可供分配金额（百万元）	—	—	—	35.2
同比增长率（%）	—	—	—	—
年末分派率（%）	—	—	—	3.77
年末溢价率（%）	—	—	—	23.73

资料来源：iFinD，各基金年度报告、2026 年中期报告，华源证券研究所。注：1）营业收入、净利润、可供分配金额为基金合并口径，取自 iFinD，年度营业收入为利润表口径、半年度为"本期收入"；*为基金合同生效当年或项目交割当期，不足一年（半年）；2）同比只计两期均完整的情形，2026H1 与 2025H1 比较，中航京能国际能源 REIT 2026H1 含新购入的两河水电，不完全可比；3）年末分派率＝每份可供分配金额÷年末收盘价，2026H1 为可供分配金额÷6 月 30 日总市值×365/181；年末溢价率＝（期末收盘价－期末份额净值）÷期末份额净值，收盘价不复权，2026H1 为截至 2026 年 6 月 30 日的溢价率；中期可供分配受国补保理影响（中信建投国家电投新能源 REIT 中期不含年末国补保理，中航京能国际能源 REIT 上半年保理融资款同比多 1.40 亿元），2026H1 分派率与年度数不完全可比；4）中信建投明阳智能新能源 REIT 2024 年可供分配金额按年报的年度口径（含过渡期及国补保理）；5）按上市时间排列；工银蒙能清洁能源 REIT 未编制 2024 年年报，华夏中核清洁能源 REIT 只有 2026H1，中航中核汇能新能源 REIT、华泰三峡新能源 REIT 尚无定期报告，未列示。

3. 风险提示

用电需求不及预期，上网电量不及预期，机制外电价下行超预期，补贴回款不及预期，机制电量安排调整，利率上行，资料统计误差风险等。

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户 本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司对本报告保留一切权利 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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20%以上；
增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5%～20%之间；
中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在－5%～＋5%之间；
减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于–5%及以下。
无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；
中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；
看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数。