



电力设备与新能源行业研究

买入（维持评级）
行业专题研究报告

证券研究报告

国金证券研究所

 分析师：姚遥（执业 S1130512080001）
 yaoy@gjzq.com.cn

 分析师：唐雪琪（执业 S1130525020003）
 tangxueqi@gjzq.com.cn

 分析师：田露露（执业 S1130521110001）
 tianlulu@gjzq.com.cn

宁夏首单公募 REITs 落地，新能源资产证券化再提速

投资逻辑

国金嘉泽新能源 REIT 正式获证监会注册批复，为宁夏首单公募 REITs 项目。基金以宁夏吴忠市同心县焦家畔 100MW 风电项目及新农村 17.5MW 风电项目为底层资产，拟募集规模 10.46 亿元（最终以询价结果为准），存续期限 16 年，拟于上交所上市，基金管理人为国金基金、发起人为嘉泽新能。本单获批是 2026 年以来新能源 REITs 扩容提速的标志性事件，为民营电站资产盘活提供了新的市场化退出渠道。

资产端：两项目合计装机 117.5MW，2020 年 12 月全容量并网，风机运营至 2040 年 12 月（剩余 14.75 年），已纳入灵绍直流配套新能源清单（宁发改电力〔2025〕692 号），2026 年起发电量主要外送浙江、配套上网电价锁定 0.2600 元/千瓦时；2023-2025 年焦家畔、新农村平均利用小时数约 2632 小时和 3086 小时，显著高于宁夏全区平均（2015/1856/1960 小时）。

运营端：2023-2025 年合计结算电量稳定在 3.05-3.23 亿千瓦时区间，售电电价（含税）由 0.5679 元/千瓦时降至 0.4816 元/千瓦时，收入回落主要由市场化电价下行所致；限电率 2023-2025 年保持 6.99%-7.66%，2026 年一季度阶段性升至 16.22%；毛利率保持在 73.15%-75.98%，经营活动现金流量净额 0.85-1.65 亿元，盈利质量与现金流水平平均较好。

估值端：以 2026 年 3 月 31 日为评估基准日，两项目资产组评估值 104600.00 万元，较账面净额增值 28918.67 万元、增值率 38.21%；税前折现率 8.23% 处于已上市陆上风电 REITs 最新一期折现率（8.01%-8.63%）区间内；评估值对市场化电价与发电量最为敏感（-10% 分别对应 -5.01% 与 -4.10%）。

现金流端：2026 年 4-12 月及 2027 年度可供分配金额测算分别为 13177.89 万元和 10917.01 万元，对应净现金流分派率 12.60% 和 10.44%，存续期全周期 IRR 5.69%；收益分配比例不低于合并后年度可供分配金额的 90%，2027 年度分派率更接近常态化运营水平。

行业端：2025 年全国风电新增装机 1.2 亿千瓦（+51%）、累计并网 6.4 亿千瓦（+23%），136 号文稳定存量项目收益预期；本单形成“电站开发-并网运营-REITs 退出-回收资金再投资”闭环，85% 以上净回收资金拟投向敦化泽瑞 300MW 风电项目等在建资产，为区域新能源资产证券化提供了实践案例。

投资建议

本基金评估值与拟募资规模均为 10.46 亿元，发行定价以询价结果确定；折现率 8.23% 较 2023-2024 年发行项目（发行时 8.48%-10.16%）明显下移，反映利率下行环境下的估值中枢变化，参数取值处于合理审慎区间。参考 2026 年 4-12 月净现金流分派率 12.60%、2027 年度 10.44% 及全周期 IRR 5.69%，在产品定价合理、底层资产运营稳定的前提下，本基金具备较好的配置价值，建议关注后续询价结果与发行定价，重点跟踪灵绍直流外送执行、限电率变化及市场化电价走势。

风险提示

电力市场化电价波动、消纳限电阶段性上升、国补到期后收入下降、二级市场价格折溢价与流动性风险、运营与关联交易风险、现金流预测偏差与评估值调整可能。



内容目录

一、国金嘉泽新能源 REIT 获注册批复，宁夏首单公募 REITs 落地	4
二、底层资产为宁夏 117.5MW 风电项目，灵绍直流配套消纳优势突出	5
2.1 两项目合计装机 117.5MW，资产权属清晰、剩余运营期限充足。	5
2.2 纳入灵绍直流配套电源体系，跨区消纳优势显著	6
2.3 风资源稳定，利用小时数显著高于宁夏全区平均	7
三、REITs 项目经营与财务：收入稳定、盈利质量高、现金流充足	8
3.1 结算电量整体平稳，收入回落主要由市场化电价下行所致	8
3.2 毛利率连续三年保持在 73%以上，成本管控优于可比 REITs	9
3.3 经营性现金流充沛，偿债后财务费用负担有望下降	10
四、估值与现金流测算：评估增值 38.21%，分派率具备吸引力	10
4.1 评估增值 38.21%，估值与拟募资规模一致	10
4.2 折现率 8.23%处于可比区间内，评估值对电价与电量最为敏感	11
4.3 2027 年度分派率 10.44%接近常态化水平，高派息来源清晰	11
五、行业视角：新能源 REITs 扩容，电站资产退出渠道拓宽	12
5.1 风电装机延续高增长，存量优质资产价值凸显	12
5.2 新能源 REITs 扩容提速，成为民营电站资产盘活的重要渠道。	13
六、风险提示	14

图表目录

图表 1：REITs 发行概况表	4
图表 2：REITs 整体架构图	4
图表 3：回收资金投向表（发起人在建项目概览）	5
图表 4：REITs 不动产项目概况对比表	5
图表 5：宁夏风电消纳关键指标表	6
图表 6：灵绍直流定价与竞争力要素表	6
图表 7：宁夏直流外送通道能力变化	7
图表 8：焦家畔、新农村项目利用小时数 vs 宁夏全区平均	7
图表 9：项目合计结算电量与售电电价趋势	8
图表 10：焦家畔、新农村项目合计限电情况表	8
图表 11：宁夏博疆营业收入（2023-2026Q1）	9
图表 12：宁夏博疆利润表摘要（单位：万元）	9
图表 13：本项目营业成本占比与可比 REITs 对比	10



图表 14: 宁夏博疆经营活动现金流量净额	10
图表 15: 焦家畔、新农村项目资产评估情况 (单位: 万元)	10
图表 16: 已上市陆上风电 REITs 最新一期折现率 vs 本项目	11
图表 17: 焦家畔项目敏感性分析及压力测试 (单位: 万元)	11
图表 18: 不动产项目可供分配金额计算表 (单位: 万元)	12
图表 19: 可供分配金额与净现金流分派率测算	12
图表 20: 全国风电新增装机规模 (万千瓦)	13
图表 21: 全国风电累计并网装机规模 (亿千瓦)	13
图表 22: 全国风电关键数据表	13
图表 23: 已上市陆上风电 REITs 与本项目对比	14
图表 24: “开发-运营-REITs 退出-再投资” 资金闭环示意	14



一、国金嘉泽新能源 REIT 获注册批复，宁夏首单公募 REITs 落地

国金嘉泽新能源 REIT 获中国证监会注册批复，为宁夏首单公募 REITs 项目，标志宁夏新能源资产实现公募 REITs “零的突破”。该基金以宁夏同心县焦家畔 100MW 风电项目及新农村 17.5MW 风电项目为底层资产，募集规模 10.46 亿元，基金存续期限 16 年，在上海证券交易所上市，基金管理人已于 2026 年 8 月 28 日签署招募说明书，为后续询价、定价与挂牌交易奠定基础。

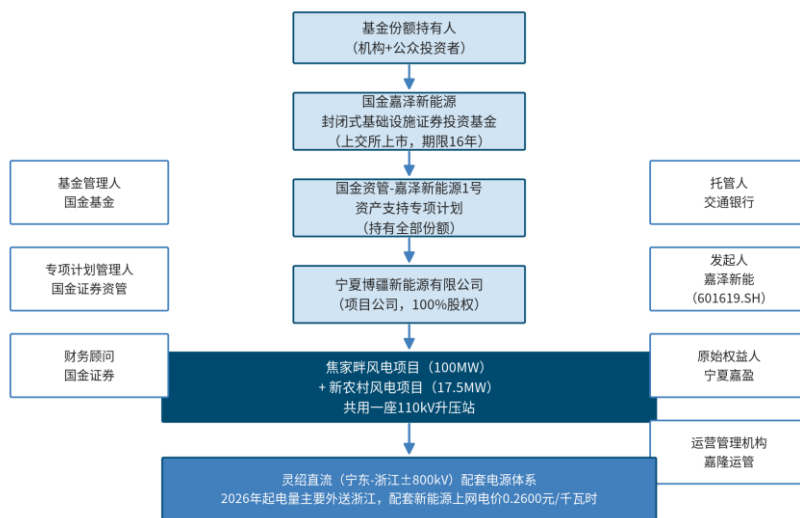
图表1: REITs 发行概况表

项目	内容
基金名称	国金嘉泽新能源封闭式基础设施证券投资基金
不动产项目	宁夏国博新能源同心焦家畔风电项目（100MW）、宁夏国博新农村风电项目（17.5MW）
预计募集规模	10.46 亿
拟上市交易所	上海证券交易所
基金存续期限	16 年
不动产项目估值	10.46 亿元
收益分配	在符合分配条件的前提下至少每年 1 次，分配比例不低于合并后基金年度可供分配金额的 90%
原始权益人及其同一控制下关联方拟持战配比例	不低于本次基金份额发售数量的 20%

来源：国金嘉泽新能源 REITs 招募说明书、国金证券研究所

交易结构通过“基金—专项计划—项目公司”三层架构实现资产隔离，战略配售比例不低于 20%且设有分层锁定期。基金通过持有“国金资管-嘉泽新能源 1 号资产支持专项计划”全部份额，穿透取得项目公司宁夏博疆新能源有限公司 100%股权及底层不动产项目，项目预计出表；原始权益人及其同一控制下关联方拟参与战略配售的比例合计不低于本次基金份额发售数量的 20%，其中份额发售总量的 20%持有期自上市之日起不少于 60 个月，超过 20%部分持有期自上市之日起不少于 36 个月，其他专业机构投资者参与战略配售的份额持有期不少于 12 个月，分层限售安排有助于维护上市初期市场稳定。

图表2: REITs 整体架构图



来源：国金嘉泽新能源 REITs 招募说明书、国金证券研究所

回收资金实行闭环管理，85%以上净回收资金拟投向在建新能源资产。发起人嘉泽新能承



诺将通过基础设施证券投资基金获得的 85%以上净回收资金用于在建项目、前期工作成熟的新建（含改扩建）项目和存量资产收购，且自基金购入项目完成之日起 2 年内净回收资金使用率不低于 75%、3 年内全部使用完毕；原始权益人宁夏嘉盈已出具关于回收资金拟投资或收购项目真实性的承诺函。根据招募说明书披露，募集资金拟投向敦化泽瑞新能源有限公司 300MW 风电项目等在建资产，实现资产运营与产业发展的衔接。

图表3：回收资金投向表（发起人在建项目概览）

投资项目	核准容量	预算金额 (亿元)	工程累计投入占 预算比例	资金来源
鸡东县博晨新能源有限公司 200MW 风电项目	200MW	11.34	36.90%	自筹+融资租赁
鸡东县博祥新能源有限公司 200MW 风电项目	200MW	12.28	13.57%	自筹
敦化泽瑞新能源有限公司 300MW 风电项目	300MW	16.75	0.37%	自筹
黑龙江省鸡西市鸡东县 30 万吨绿氢醇航油 化工联产项目	不涉及	35.57	0.59%	自筹
合计	700MW	75.94	—	—

来源：国金嘉泽新能源 REITs 招募说明书、国金证券研究所

二、底层资产为宁夏 117.5MW 风电项目，灵绍直流配套消纳优势突出

2.1 两项目合计装机 117.5MW，资产权属清晰、剩余运营期限充足。

底层资产为两座相邻风电场、合计装机 117.5MW，自 2020 年 12 月全容量并网并连续稳定运营。两项目分别为位于宁夏吴忠市同心县的焦家畔 100MW 风电项目与新农村 17.5MW 风电项目，共用一座 110kV 升压站；风机运营起始时间为 2020 年 12 月，运营终止时间至 2040 年 12 月（风机剩余年限 14.75 年），国有建设用地使用权至 2044 年 5 月（剩余年限 18.15 年），资产权属清晰、剩余运营期限充足。

图表4：REITs 不动产项目概况对比表

项目	焦家畔风电项目	新农村风电项目
装机规模	100MW（40 台×2.5MW）	17.5MW（7 台×2.5MW）
项目所在地	同心县韦州镇青龙山焦家畔附近	同心县韦州镇东南方向 9.5km
开工时间	2019 年 4 月 20 日	2019 年 4 月 20 日
投入运营时间	2020 年 12 月 29 日	2020 年 12 月 28 日
风机运营终止时间	2040 年 12 月 29 日（剩余 14.75 年）	2040 年 12 月 28 日（剩余 14.75 年）
土地使用权终止时间	2044 年 5 月 26 日（剩余 18.15 年）	2044 年 5 月 26 日（剩余 18.15 年）
用地性质	出让/工业用地	出让/工业用地
项目权属	宁夏博疆新能源有限公司	宁夏博疆新能源有限公司

来源：国金嘉泽新能源 REITs 招募说明书、国金证券研究所。注：两项目共用一座 110kV 升压站；共用的 110kV 外送输电线路为国家电网有限公司持有资产，不在入池资产范围内。

宁夏区域禀赋突出，风电利用率连续 5 年保持 95.5%以上。宁夏是我国“西电东送”的重要送端和全国首个新能源综合示范区，截至 2025 年末已成为全国第四个新能源装机占比超 50%的省区，并网储能规模居全国第五，单位国土面积新能源开发强度居全国首位；2021-2025 年宁夏连续 5 年风电利用率保持在 95.5%以上，2025 年达 95.6%，风电消纳能力多年超过全国平均水平、明显高于西北其他省份。宁夏地区优质风区资源日趋稀缺，存量优质风电项目市场竞争力较强、运营较为稳定。



图表5：宁夏风电消纳关键指标表

指标	数据	数据来源/期间
风电利用率	连续 5 年 95.5%以上，2025 年达 95.6%	2021-2025 年
新能源装机占比	全国第四个超 50%的省区	截至 2025 年末
并网储能规模	全国第五	截至 2025 年末（中电联）
单位国土面积新能源开发强度	全国首位	国家能源局
直流外送通道	3 条（宁东-山东±660kV、宁东-浙江±800kV、中衡±800kV）	截至 2025 年末
最大直流外送能力	约 1400 亿千瓦时/年	中衡直流投运后
2025 年宁夏电网发电量	2215.99 亿千瓦时	2025 年

来源：国金嘉泽新能源 REITs 招募说明书、国金证券研究所

2.2 纳入灵绍直流配套电源体系，跨区消纳优势显著

项目已纳入灵绍直流配套新能源清单，2026 年起发电量外送浙江并锁定配套上网电价 0.2600 元/千瓦时。根据宁夏发改委 2025 年 11 月发布的《自治区发展改革委关于明确灵绍直流配套新能源具体项目的通知》，本项目已纳入灵绍直流配套新能源具体项目清单，2026 年起项目发电量主要通过灵绍直流外送浙江、不再参与宁夏区内电力中长期市场交易，2026 年配套新能源上网电价为 0.2600 元/千瓦时，由宁夏、浙江两省区协商确定。价格竞争力方面，截至 2026 年 4 月，浙江煤电脱硫标杆电价为 0.4153 元/千瓦时，宁夏仅为 0.2595 元/千瓦时，叠加 2026 年核定灵绍直流输配电价 0.0488 元/千瓦时、线损率 4.26%后，宁夏新能源外送浙江仍具备较强的价格竞争优势；浙江地区经济发达、近年风电利用率 100%，为项目电量消纳和运营稳定提供了充分保障。

图表6：灵绍直流定价与竞争力要素表

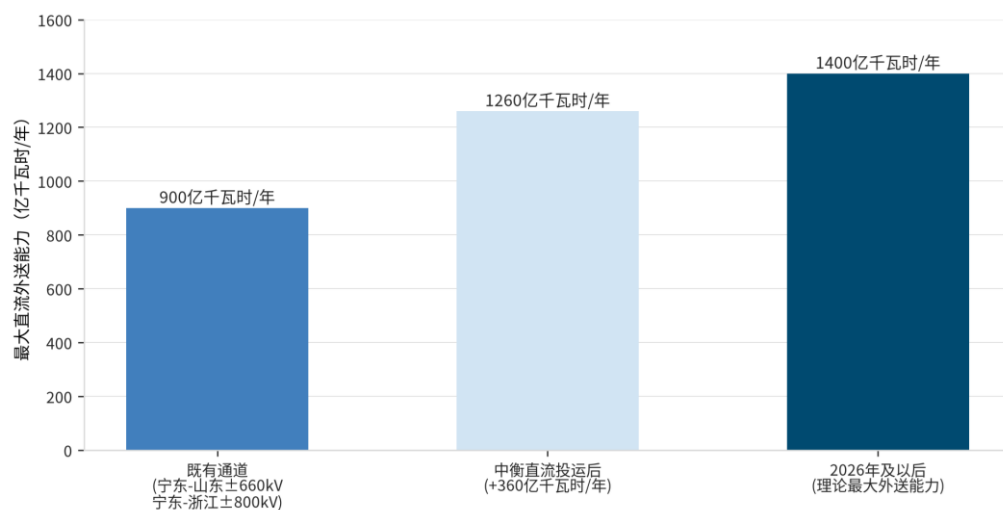
要素	数值	说明
2026 年配套新能源上网电价	0.2600 元/千瓦时	宁浙两省区协商确定，增送电量适用同一价格
浙江煤电脱硫标杆电价	0.4153 元/千瓦时	截至 2026 年 4 月
宁夏煤电脱硫标杆电价	0.2595 元/千瓦时	—
灵绍直流输配电价	0.0488 元/千瓦时	2026 年核定
线损率	4.26%	2026 年核定
定价机制	中长期交易+省间现货交易	偏差电量按宁夏区内现货市场分时实时价格结算
浙江风电利用率	近年 100%	消纳保障度高

来源：国金嘉泽新能源 REITs 招募说明书、国金证券研究所

宁夏直流外送能力大幅提升，中衡直流投运后最大外送能力达约 1400 亿千瓦时/年。灵绍直流（宁东-浙江±800 千伏）是连接宁夏能源基地与浙江负荷中心的重要跨区输电通道，也是“西电东送”国家能源战略的重要载体。截至 2025 年末，宁夏共有宁东-山东±660 千伏、宁东-浙江±800 千伏两条投运直流通道，最大直流外送能力约 900 亿千瓦时/年；2025 年 6 月底，第三条通道中衡直流（宁夏-湖南±800 千伏）建成送电，2025 年累计送电 77.97 亿千瓦时，为宁夏新增约 360 亿千瓦时/年外送能力，使宁夏总直流外送能力达到最大约 1400 亿千瓦时/年（理论直流最大外送能力占比提升约 44%）。对比 2025 年宁夏电网发电量 2215.99 亿千瓦时，宁夏电力外送能力得到大幅提升，为新能源跨区消纳提供了坚实通道保障。



图表7：宁夏直流外送通道能力变化

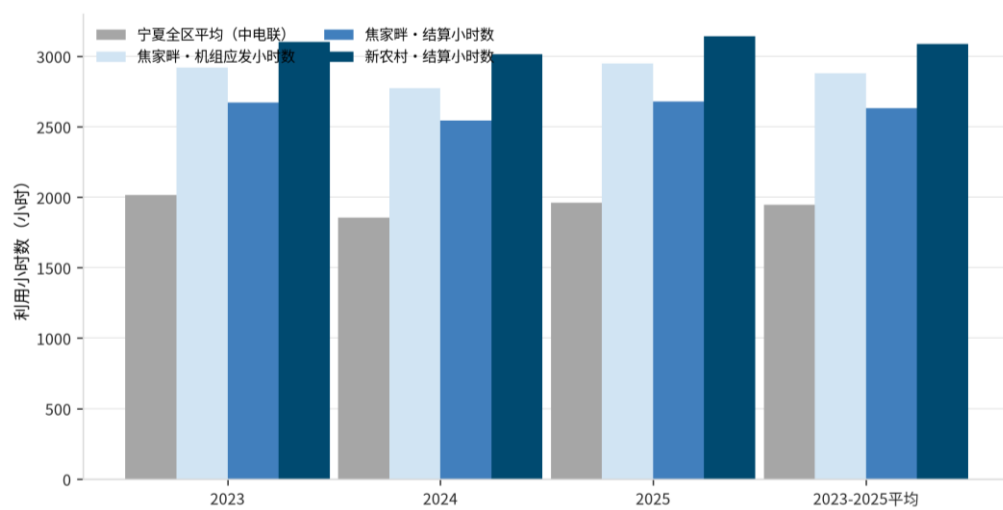


来源：国金嘉泽新能源 REITs 招募说明书、国金证券研究所

2.3 风资源稳定，利用小时数显著高于宁夏全区平均

两项目风资源稳定，利用小时数显著高于宁夏全区平均。2023-2025 年，焦家畔项目机组应发小时数在 2773-2947 小时之间，按结算电量折算的平均利用小时数为 2632 小时；新农村项目机组应发小时数在 3250-3407 小时之间，按结算电量折算的平均利用小时数为 3086 小时。同期，根据中电联数据，宁夏全区风电场平均年利用小时数分别为 2015 小时、1856 小时和 1960 小时，两项目利用小时数显著高于宁夏平均水平，处于区内领先水平。

图表8：焦家畔、新农村项目利用小时数 vs 宁夏全区平均

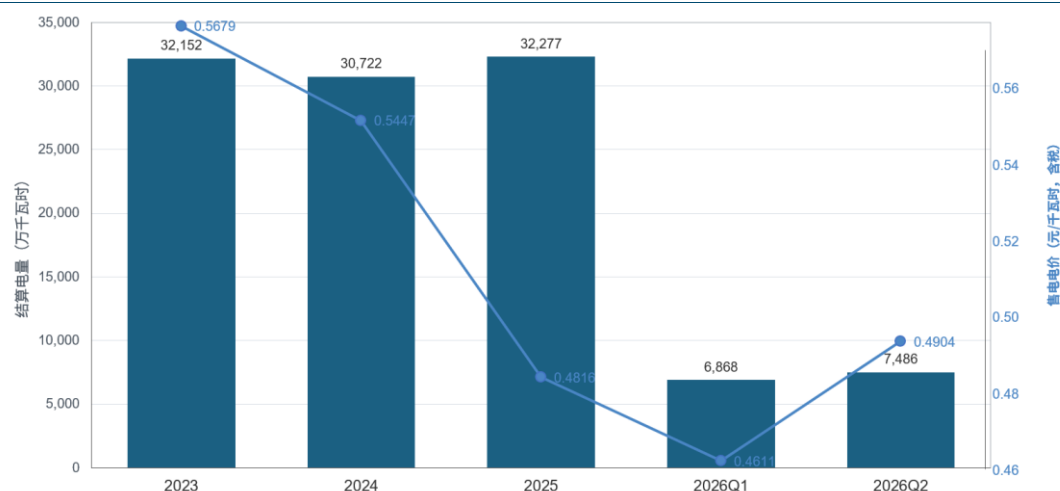


来源：国金嘉泽新能源 REITs 招募说明书、国金证券研究所

风资源年际波动小、结算电量整体平稳，售电电价随市场化推进下行后于 2026 年二季度企稳回升。2022-2025 年及 2026 年 1-3 月，焦家畔项目平均风速稳定在 4.90-5.27 米/秒区间（均值 5.08 米/秒），新农村项目平均风速稳定在 5.31-5.71 米/秒区间（均值 5.50 米/秒），与《中国风能太阳能资源年景公报》披露的宁夏区域风速及邻近可比项目基本一致；2023-2025 年项目合计结算电量分别为 32152.21 万、30722.38 万和 32276.82 万千瓦时，整体平稳，同期售电电价（含税）由 2023 年的 0.5679 元/千瓦时降至 2025 年的 0.4816 元/千瓦时，主要受电力市场化交易推进、市场化电价占比提升影响。进入 2026 年，随着灵绍直流交易计划电量占比提升、平均风速恢复正常水平以及春节假期影响消退，项目电网侧结算电价（不含国补）快速回升，电量电价双双回暖。



图表9：项目合计结算电量与售电电价趋势



来源：国金嘉泽新能源 REITs 招募说明书、国金证券研究所

2026 年一季度限电率阶段性上升后二季度明显回落，项目历史限电水平稳定、长期消纳受灵绍直流外送支撑。2023-2025 年焦家畔项目限电率稳定在 7.06%-7.94% 区间、新农村项目稳定在 5.77%-6.33% 区间，整体保持稳定；2026 年 1-3 月两项目限电率分别升至 16.83% 和 13.19%，主要系电量消纳暂由宁夏电网调度部门统筹安排、一季度平均风速创近年新高以及春节假期用电需求阶段性回落等多重因素叠加所致。2026 年 4-6 月，两项目限电率分别回落至 11.65% 和 9.25%，较一季度分别下降 5.18 和 3.94 个百分点，弃电压力边际缓解，消纳水平重回向好通道。经与同区域可比项目对比，本项目限电率水平与区域内同类项目基本一致，属区域内共有现象而非项目自身问题。未来随着跨省调度技术条件逐步完善、宁发改电力 752 号文明确的省间外送交易规则全面落地，灵绍直流通道的跨区外送消纳优势将充分释放，有效改善项目弃电限制水平。

图表10：焦家畔、新农村项目合计限电情况表

项目	2026 年 4-6 月	2026 年 1-3 月	2025 年度	2024 年度	2023 年度
风机发电量 (万千瓦时)	7,583.90	6,969.57	32,717.49	31,132.71	32,621.63
限电量 (万千瓦时)	961.10	1,349.10	2,715.83	2,285.45	2,450.62
限电率	11.25%	16.22%	7.66%	6.84%	6.99%
焦家畔项目限电率	11.65%	16.83%	7.94%	7.06%	7.10%

来源：国金嘉泽新能源 REITs 招募说明书、国金证券研究所。注：限电率=限电量/（限电量+风机发电量）。

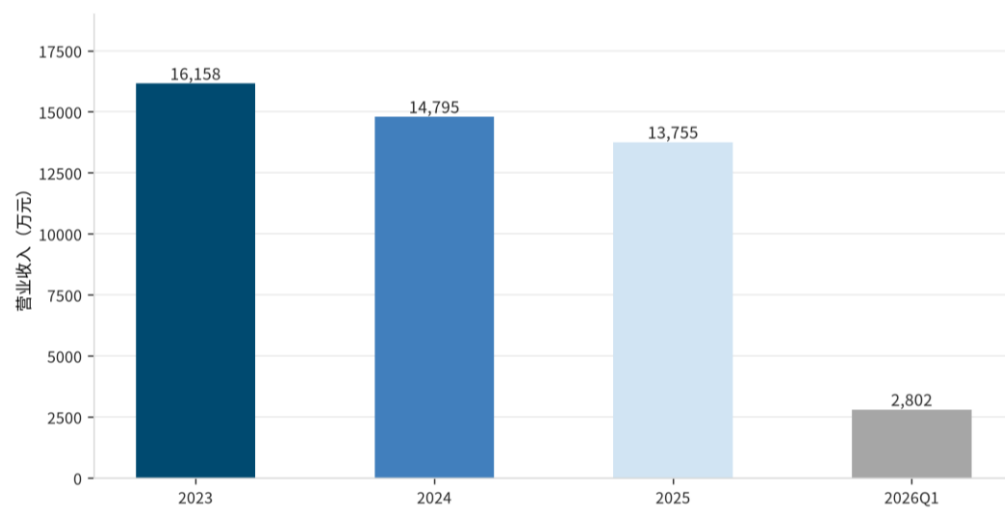
三、REITs 项目经营与财务：收入稳定、盈利质量高、现金流充足

3.1 结算电量整体平稳，收入回落主要由市场化电价下行所致

项目公司收入结构清晰，2023-2025 年营业收入稳定在 1.38-1.62 亿元区间。2023-2025 年及 2026 年 1-3 月，项目公司宁夏博疆营业收入分别为 16157.85 万元、14794.99 万元、13754.99 万元和 2802.24 万元，收入来源为焦家畔项目及新农村项目的风力发电收入，包含市场化交易收入及国补收入；其中焦家畔项目 2023-2025 年营业收入分别为 13436.15 万元、12203.54 万元和 11401.54 万元，新农村项目分别为 2721.70 万元、2591.45 万元和 2353.46 万元，结构清晰。收入小幅回落主要系市场化电价下行影响，结算电量整体平稳。



图表11：宁夏博疆营业收入（2023-2026Q1）



来源：国金嘉泽新能源 REITs 招募说明书、国金证券研究所

3.2 毛利率连续三年保持在 73%以上，成本管控优于可比 REITs

项目公司盈利规模稳定、盈利质量较高，毛利率连续三年保持在 73%以上。2023-2025 年宁夏博疆净利润分别为 8363.78 万元、8402.85 万元和 7634.63 万元，息税折旧摊销前利润(EBITDA)分别为 15396.40 万元、14979.01 万元和 13806.28 万元，毛利率分别为 75.98%、74.41%和 73.15%。2025 年净利润与 EBITDA 小幅下降，主要系售电价下行及财务费用等因素影响，2026 年一季度受限电率阶段性上升影响，收入与利润同比有所回落。

图表12：宁夏博疆利润表摘要（单位：万元）

项目	2026 年 1-3 月	2025 年度	2024 年度	2023 年度
营业收入	2,802.24	13,754.99	14,794.99	16,157.85
营业成本	939.54	3,693.20	3,785.57	3,881.80
税金及附加	74.30	189.39	148.80	56.77
管理费用	12.11	78.72	190.80	137.76
财务费用	648.03	2,207.93	2,603.57	3,776.27
营业利润	1,083.79	8,312.20	9,089.15	8,337.00
净利润	920.70	7,634.63	8,402.85	8,363.78
EBITDA	2,554.00	13,806.28	14,979.01	15,396.40
毛利率	66.47%	73.15%	74.41%	75.98%

来源：国金嘉泽新能源 REITs 招募说明书、国金证券研究所

营业成本占比处于可比 REITs 较低水平，成本管控能力较好。最近三年及一期宁夏博疆营业成本占营业收入的比重稳定在 24%-34%区间，营业成本主要包括风机设备折旧费及运营管理费等，其中折旧费、土地使用权摊销、运营管理费占营业收入的比重保持稳定，购电费占营业收入的比重较低。与已上市风电 REITs 相比，本项目 2025 年营业成本占营业收入比重约 26.9%，显著低于中信建投国家电投新能源 REIT（47.67%），与中信建投明阳智能新能源 REIT（32.69%）较为接近，并低于工银蒙能清洁能源 REIT（45.14%）。



图表13：本项目营业成本占比与可比REITs对比

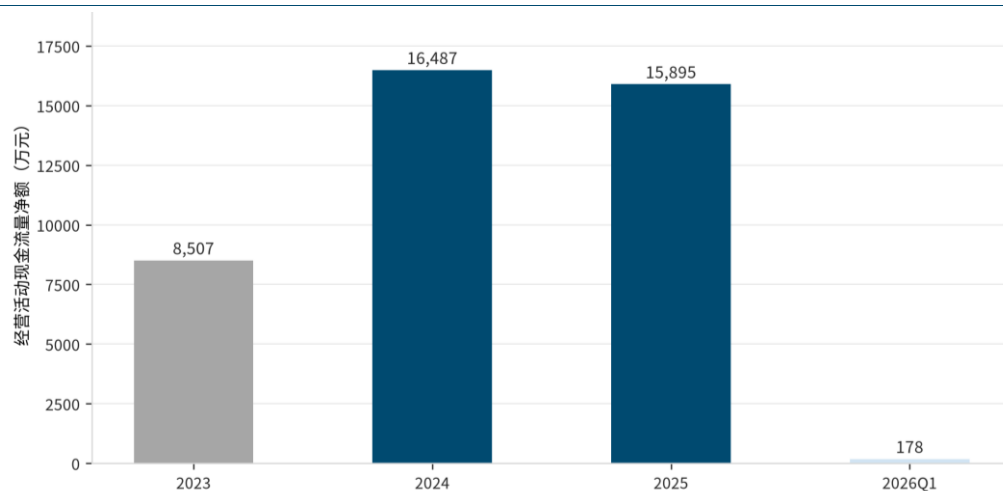
项目	营业收入（万元）	营业成本（万元）	成本占收入比重
本项目（宁夏博疆，2025年）	13,754.99	3,693.20	26.9%
中信建投国家电投新能源REIT	90,757.49	43,267.43	47.67%
中信建投明阳智能新能源REIT	18,918.56	6,185.06	32.69%
工银蒙能清洁能源REIT	14,219.58	6,418.11	45.14%

来源：国金嘉泽新能源REITs招募说明书、国金证券研究所

3.3 经营性现金流充沛，偿债后财务费用负担有望下降

经营性现金流充沛，募集资金偿债后将显著优化债务结构。2023-2025年宁夏博疆经营活动现金流量净额分别为8506.52万元、16487.37万元和15894.95万元，2024-2025年经营性现金流保持充沛，主要系风电项目电费结算及时、折旧摊销等非付现成本占比较高所致。募集完成后，基金将以募集资金完成对不动产项目的收购：根据可供分配金额测算，2026年4-12月偿还存量借款支付资金69220.18万元、购买不动产项目支出35179.61万元，项目公司债务结构将得到优化，财务费用负担下降，为后续高比例分配奠定基础。

图表14：宁夏博疆经营活动现金流量净额



来源：国金嘉泽新能源REITs招募说明书、国金证券研究所

四、估值与现金流测算：评估增值38.21%，分派率具备吸引力

4.1 评估增值38.21%，估值与拟募资规模一致

两项目评估增值38.21%，评估值与拟募资规模一致。以2026年3月31日为评估基准日，评估机构采用收益法（企业自由现金流折现模型）对焦家畔及新农村项目资产组进行评估，资产组评估值为104600.00万元，较账面资产净额增值28918.67万元，增值率38.21%；其中焦家畔项目评估值87900.00万元（增值率36.54%）、新农村项目评估值16700.00万元（增值率47.71%）。评估增值主要系项目已进入稳定运营期、历史现金流表现良好，叠加利率下行环境下折现率中枢下移所致；基金预计募集规模10.46亿元与评估值一致，发行定价以询价结果确定。

图表15：焦家畔、新农村项目资产评估情况（单位：万元）

项目	资产组账面净额	评估值	评估增值	增值率
焦家畔项目	64,375.32	87,900.00	23,524.68	36.54%
新农村项目	11,306.01	16,700.00	5,393.99	47.71%
资产组合计	75,681.33	104,600.00	28,918.67	38.21%

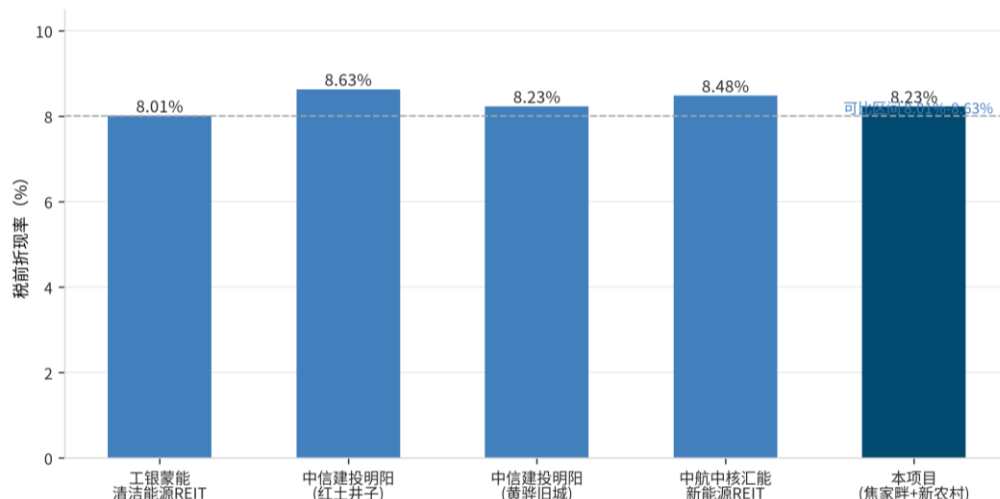
来源：国金嘉泽新能源REITs招募说明书、国金证券研究所



4.2 折现率 8.23%处于可比区间内，评估值对电价与电量最为敏感

折现率 8.23%处于已上市陆上风电 REITs 可比区间内，利率下行支撑估值中枢。本项目税前加权平均资本成本（WACC）取值为 8.23%，其中 2026-2030 年折现率 7.72%、2031-2040 年折现率 8.23%，处于已上市陆上风电 REITs 最新一期税前折现率 8.01%-8.63%区间内。折现率中枢下移主要受益于宽松利率环境：10 年期国债收益率已从 2023 年 6 月 30 日的 2.64%下降至评估基准日的 1.82%，5 年期以上 LPR 利率由 4.20%降至 3.50%；同时“136 号文”促进市场电价风险释放、本项目纳入灵绍直流配套新能源具体项目清单，均利好折现率下调。与 2023-2024 年发行项目（发行时折现率 8.48%-10.16%）相比，本项目折现率取值处于合理偏审慎水平。

图表16：已上市陆上风电 REITs 最新一期折现率 vs 本项目



来源：国金嘉泽新能源 REITs 招募说明书、国金证券研究所

评估值对市场化电价与发电量最为敏感，电价与消纳的稳定性是资产价值的核心变量。评估机构分别针对限电率、发电量、市场化电价、发电付现成本、折现率进行了情景分析及压力测试，以焦家畔项目为例，市场化电价下调 10%对应评估值下降 5.01%，发电量下调 10%对应评估值下降 4.10%，限电率上调 100%对应评估值下降 3.41%，折现率上调 5.00%对应评估值下降 1.93%。

图表17：焦家畔项目敏感性分析及压力测试（单位：万元）

关键因素	较基准增减	评估值	估值变化比例
限电率	+100%	84,900.00	-3.41%
限电率	-100%	90,600.00	+3.07%
发电量	+10%	91,400.00	+3.98%
发电量	-10%	84,300.00	-4.10%
市场化电价	+10%	92,300.00	+5.01%
市场化电价	-10%	83,500.00	-5.01%
发电付现成本	+10%	86,700.00	-1.37%
发电付现成本	-10%	89,200.00	+1.48%
折现率	+5.00%	86,200.00	-1.93%
折现率	-5.00%	89,700.00	+2.05%

来源：国金嘉泽新能源 REITs 招募说明书、国金证券研究所

4.3 2027 年度分派率 10.44%接近常态化水平，高派息来源清晰

分派率具备吸引力，2026 年 4-12 月与 2027 年度净现金流分派率分别为 12.60%和 10.44%。假设基金于 2026 年 4 月 1 日成立并完成对不动产项目的资产重组、专项计划设立、收购项目公司和发放股东借款等相关事宜，2026 年 4-12 月及 2027 年度可供分配金额测算分



别为 13177.89 万元和 10917.01 万元，对应净现金流分派率 12.60%和 10.44%，本基金存续期内全周期 IRR 为 5.69%；基金在符合分配条件的前提下至少每年分配 1 次，收益分配比例不低于合并后基金年度可供分配金额的 90%，分配机制明确。

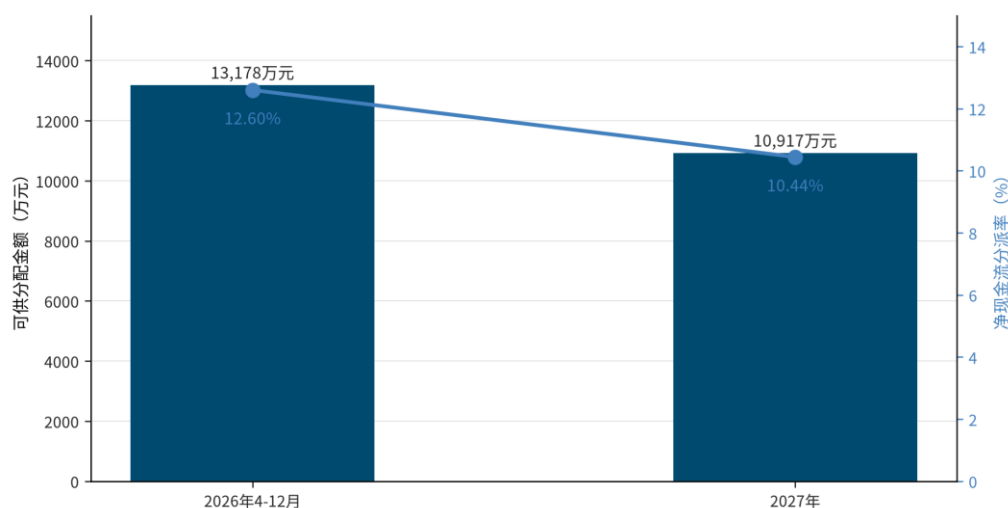
图表18：不动产项目可供分配金额计算表（单位：万元）

项目	2026 年 4-12 月	2027 年度
一、合并净利润	4,347.51	5,377.24
二、不动产项目相关调整	4,537.83	6,194.88
其中：折旧和摊销	4,011.84	5,349.12
利息支出	—	224.06
所得税费用	526.00	621.70
三、其他调整	4,492.76	-13,833.00
四、本期/本年现金净变动额	13,378.10	-2,260.88
五、期末/年末现金余额	13,378.10	11,117.21
六、可供分配金额	13,177.89	10,917.01
净现金流分派率	12.60%	10.44%

来源：国金嘉泽新能源 REITs 招募说明书、国金证券研究所。

高派息水平来源清晰，主要由稳定现金流、偿债降费和保理平滑三方面支撑。一是风资源与电量基础扎实，2026 年 4-12 月预测合并净利润 4347.51 万元，折旧和摊销 4011.84 万元、所得税费用 526.00 万元等调整合计 4537.83 万元，现金流生成能力强；二是基金通过募集资金偿还项目公司存量借款 69220.18 万元并完成收购支付 35179.61 万元，重构项目公司资本结构、降低财务费用负担；三是项目公司采用应收账款保理融资安排平滑现金流，保理融资利率按 1 年期 LPR 减 40BP 确定，测算假定年利率 2.60%。需要说明的是，2026 年 4-12 月可供分配金额包含募集资金到位、存量借款偿还、保理借款变动等结构性现金调整因素，12.60%的分派率为阶段性水平；2027 年度分派率 10.44%更接近常态化运营水平，仍具备较强吸引力。

图表19：可供分配金额与净现金流分派率测算



来源：国金嘉泽新能源 REITs 招募说明书、国金证券研究所

五、行业视角：新能源 REITs 扩容，电站资产退出渠道拓宽

5.1 风电装机延续高增长，存量优质资产价值凸显

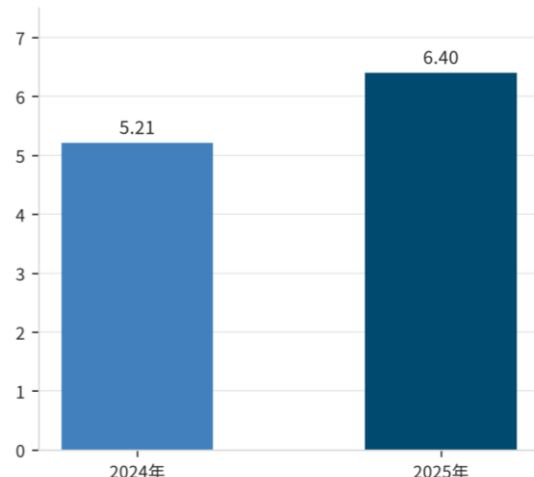
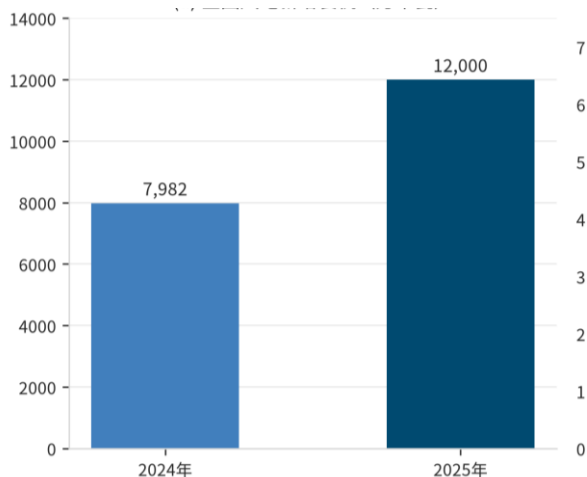
风电装机延续高增长，2025 年新增装机 1.2 亿千瓦、累计并网 6.4 亿千瓦。据国家能源局数据，2024 年全国风电新增装机 7982 万千瓦、同比增长 6%，累计并网装机 5.21 亿千瓦、同比增长 18.0%；2025 年全国风电新增装机 1.2 亿千瓦、同比增长 51%，累计并网容



量达 6.4 亿千瓦、同比增长 23%，其中陆上风电 5.9 亿千瓦、海上风电 0.47 亿千瓦；2025 年全国风电发电量 1.13 万亿千瓦时、同比增长 13%，全国风电平均利用率 94%。从新增装机分布看，“三北”地区 2024 年、2025 年新增装机占比分别达 75%和 79%，优质风资源区域的存量项目运营优势突出。

图表20：全国风电新增装机规模（万千瓦）

图表21：全国风电累计并网装机规模（亿千瓦）



来源：国金嘉泽新能源 REITs 招募说明书、国金证券研究所

来源：国金嘉泽新能源 REITs 招募说明书、国金证券研究所

136 号文稳定存量项目收益预期，存量优质风电资产价值凸显。2025 年 2 月国家发改委、国家能源局发布《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》，提出完善适应新能源发展的市场交易和价格机制，推动新能源公平参与市场交易；坚持分类施策，区分存量项目和增量项目，建立新能源可持续发展价格结算机制，保持存量项目政策衔接、稳定增量项目收益预期，对已投运的陆上风电项目合理发电收益明确了政策保障。电力市场化改革深化背景下，具备稳定消纳渠道、电价确定性较高的存量优质风电资产价值凸显，公募 REITs 作为盘活存量资产的金融工具迎来扩容窗口。

图表22：全国风电关键数据表

指标	2024 年	2025 年
新增装机容量（万千瓦）	7,982 (+6%)	12,000 (+51%)
其中：陆上/海上（万千瓦）	7,579/404	约 11,000/659
累计并网装机（亿千瓦）	5.21 (+18.0%)	6.40 (+23%)
其中：陆上/海上（亿千瓦）	4.8/0.41	5.9/0.47
风电发电量（万亿千瓦时）	—	1.13 (+13%)
全国风电平均利用率	—	94%
“三北”地区新增装机占比	75%	79%

来源：国金嘉泽新能源 REITs 招募说明书、国金证券研究所。

5.2 新能源 REITs 扩容提速，成为民营电站资产盘活的重要渠道。

公募 REITs 为基础设施存量资产盘活提供了新的市场化路径，已上市陆上风电 REITs 估值中枢随利率下行系统性回落。截至招募说明书出具之日，已上市陆上风电 REITs 包括工银蒙能清洁能源 REIT、中信建投明阳智能新能源 REIT、中航中核汇能新能源 REIT 等产品，最新一期税前折现率介于 8.01%-8.63%之间。国金嘉泽新能源 REIT 以民营企业嘉泽新能源股份有限公司（601619.SH）为发起人，是新能源 REITs 扩容背景下民营电站资产盘活与退出渠道拓宽的代表案例，为民营新能源运营商提供了“资产上市-资金回笼-滚动发展”的新路径。



图表23：已上市陆上风电 REITs 与本项目对比

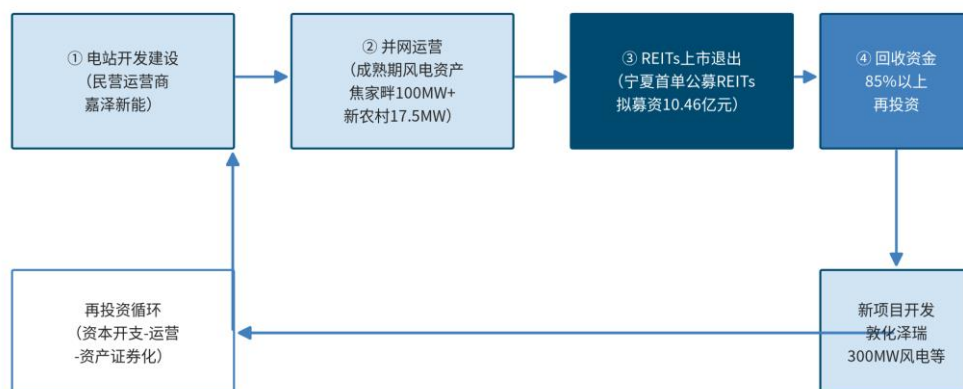
REITs 产品	入池项目	装机规模 (MW)	最新一期税前折现率
工银蒙能清洁能源 REIT	华晨风电项目、恒润一期风电项目	149.5	8.01%
中信建投明阳智能新能源 REIT	红土井子风电场、黄骅旧城风电场	150	8.23%-8.63%
中航中核汇能新能源 REIT	北塔山风电项目、富川协合风电项目	196	8.48%
国金嘉泽新能源 REIT (本项目)	焦家畔、新农村风电项目	117.5	8.23%

来源：国金嘉泽新能源 REITs 招募说明书、国金证券研究所

回收资金再投资形成“开发-运营-REITs 退出-再投资”闭环，本单对区域新能源资产证券化具有示范意义。国金嘉泽新能源 REIT 将成熟运营的风电基础设施资产引入资本市场，通过发行回收资金（85%以上净回收资金再投资）支持新能源领域后续投资，实现资产运营与产业发展的衔接。作为宁夏新能源基础设施领域公募 REITs 探索项目，本单也为资本市场了解宁夏新能源资源和产业发展情况提供了新的窗口。

图表24：“开发-运营-REITs 退出-再投资”资金闭环示意

“开发-运营-REITs退出-再投资”闭环示意图



来源：国金嘉泽新能源 REITs 招募说明书、国金证券研究所

六、风险提示

政策调整初期市场机制尚不成熟，项目面临结算电价与结算电量波动的政策与市场风险。近年来全国统一电力市场体系基础架构基本成型，市场化电价机制初步建立；本项目 2025 年 10 月以来经历了宁夏电力现货市场结算试运行、纳入灵绍直流配套电源以及西北区域省间电力互济市场结算试运行等政策调整，2026 年起售电模式调整为通过灵绍直流外送至浙江，灵绍直流外送电量以外的偏差电量按照宁夏区内现货市场分时实时价格结算。政策调整初期市场机制尚不成熟，项目面临区内现货市场结算电价日间大幅波动、省间现货交易电量成交萎缩的不确定性，结算电量和结算电价可能出现较大幅度波动，运营收益面临不确定性。

2026 年一季度限电率阶段性上升，短期弃电水平仍可能维持较高。2026 年 1-3 月两项目限电率升至 13.19%-16.83%（合计 16.22%），明显高于 2023-2025 年 6.99%-7.66%的历史水平，主要系电量消纳暂由宁夏电网调度部门统筹安排、一季度平均风速创近年新高以及春节假期用电需求阶段性回落所致。若跨区调度技术条件完善和宁发改电力〔2025〕752 号文明确的省间外送交易规则落地不及预期，短期弃电水平可能维持较高，将影响发电量结算与收入。



折溢价波动与限售解禁带来基金价格与流动性风险，需关注二级市场价格风险。基金上市后交易价格受市场供求、利率环境、投资者情绪等因素影响，可能相对基金份额净值出现折价或溢价波动；原始权益人及其同一控制下关联方战略配售份额持有期不少于 60 个月（占比不低于 20% 部分），其他战略配售投资者持有期不少于 12 个月，限售期届满后份额集中解禁可能对二级市场价格形成阶段性压力；基金份额二级市场交易活跃度不足时，投资者可能面临无法按合理价格变现的风险。

运营与关联交易风险集中于运营机构履职、关联交易与保理安排，可能推升运营成本。运营管理机构宁夏嘉隆的履职情况直接关系项目运营效率与发电量水平；基金与发起人嘉泽新能及其关联方之间在资金管理、保理融资（利率按 1 年期 LPR 减 40BP 确定）等方面存在关联交易与利益冲突可能，需关注相关定价的公允性；此外，风机等设备进入运营中后期后，非周期性大修、更换部件等费用若超预期，将增加营业成本并摊薄可供分配金额。

评估与预测风险主要体现为现金流预测偏差与评估值调整可能，影响基金净值与分派水平。可供分配金额测算基于发电量、电价、限电率、成本及折现率等一系列假设，若实际运营数据与预测假设发生较大偏离（如电价进一步下行、限电率持续高企），可供分配金额可能低于预测值；基金份额净值也将随底层资产评估值调整而波动，投资者实际获得的分派水平可能与预期存在差异。



行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究