

从首单“破冰”到第二单落地

银华基金REITs团队：深耕水利赛道 践行精品策略

□本报记者 张凌之



视觉中国图片

从绍兴汤浦水库的碧波荡漾,到广东飞来峡和潮州枢纽的奔涌向前,银华基金REITs团队用不到两年时间,完成了中国水利公募REITs从首单“破冰”到第二单落地的跨越。

2024年,银华绍兴原水水利REIT的成功发行,让市场记住了这支深耕水利赛道的团队,他们提出的“精品店”理念——不追求大而全,而是做精品化项目、打造精品团队,也给投资者留下了深刻印象。

9月3日,银华粤海水务水利REIT正式获批。从绍兴原水的供水保障,到粤海项目的发电收益,银华REITs团队在水利资产领域实现了两大核心收益功能的全覆盖。

近日,银华基金REITs团队的三位拟任基金经理康芳、朱皓翔和刘文学接受了中国证券报记者的采访,围绕底层资产价值评估、项目推进经验及REITs长期配置价值等话题展开交流。

首单水利设施发电REIT集齐多项优势

银华粤海水务水利REIT的底层资产,是位于广东省的两大水利枢纽——飞来峡水利枢纽和潮州供水枢纽。前者以防洪为主、发电为辅,后者以供水为主、兼顾发电。广东省是全国用电第一大省,电量缺口从2021年的1561亿千瓦时扩大至2025年的1951亿千瓦时,省内电力供需缺口持续扩大。与此同时,全省兼具清洁能源与调节属性的水电装机仅占统调装机规模的3.6%。在水电占比偏小、增量有限,这使得广东省内的水电资产更加稀缺。”这一供需格局和资源禀赋,构成了粤海项目的底层投资价值逻辑。

电价是投资者衡量此类资产收益能力的核心指标。飞来峡项目投运近27年,潮州项目投运近21年,两个项目的电价从未出现过下调。“电价自电站投运时由政府批复定价,一直执行到现在,电量方面均为保障性收购,历史期间没有发生过不利变化。”康芳介绍,2020年两个项目由事业单位改制为企业运营后,政府在改制方案中亦明确电价不予下调,为电价的长期稳定提供了制度保障。

潮州项目作为小水电站,还享受广东省差别化电价政策——生态流量达标即可享受每度电加1.5分的奖励。“潮州项目是径流式电站,来多少水就下泄多少,历史达标率均实现100%。”该REIT拟任基金经理刘文学从专业角度补充。不过,基于审慎性原则,团队将这一奖励电价的预测期限缩短了一半,审慎压降了估值。

对于投资者普遍关心的电力市场化改革风险,康芳判断:“广东省自2006年电力市场化改革推进以来,水电始终未纳入市场化交易,从‘十五五’规划来看,未见明确安排。综合广东省水电优先上网消纳政策以及项目自身的公益定位与电价政策保护,预计两项目短期内参与市场化交易的可能性较小,但长期随着政策的演变,不排除会进行电力市场化改革。”

针对广东省电改起步早,但水电尚

未纳入市场化交易正式政策的现状,团队已构建起覆盖“内功修炼”与“外部借力”的双层应对体系。刘文学介绍,“内部层面,团队正持续完善人才梯队建设,系统研究市场化交易规则,结合政策提前制定动态交易策略,优化来水预测预报体系,并打通发电调度与市场交易的联动闭环,力争未来具备自主参与电力现货及中长期交易的决策能力。外部层面,广东省内具有多家头部售电服务机构,未来可根据市场成熟度灵活选择自主交易或委托第三方代理,从而平滑初期市场化交易操作风险。”在压力测试方面,管理人在招募说明书中以2026年广东省中长期年度交易电价的保守预期为基准,进行了收益波动敏感性分析,并向市场充分披露提示风险。

在电量预测上,团队同样采取了相对审慎的策略,以改制后近6年的平均发电量作为预测基准,且预测期内电量未考虑增长。“我们对比了历史3年、6年、10年、15年甚至20多年更长时间跨度的多年平均发电量,综合考虑水文条件和企业运营管理能力的变化,最终选定改制后近6年的平均发电量(潮州剔除极枯年2021年)作为预测基准,数据分析表明该时段既能充分代表长周期水文波动的表现,也能反映当前管理效能下的正常运营水平。相比之下,近3年均值偏高,若以此为依据,则未能充分计入来水不确定性的潜在冲击。另外,成本端则考虑了每年1%的增长,整体现金流预测相对审慎。”康芳解释说。

在运营管理方面,两个项目自2020年起完成改制转企,由广东省省属国企粤海集团承接管理,运营团队在改制前后保持了高度稳定。“近200名专业水电人员,九成以上具备10年以上专业运营管理经验。纳入粤海集团管理体系以来,通过精细化管理及精益化调度,搭建全员绩效评价体系,已形成贯穿考核与分配全链条的激励约束机制,进一步提升了运营效益。”该REIT拟任基金经理朱皓翔说。

“原始权益人认购比例58%,与其他投资人利益高度绑定。同时,粤海集团是广东省政府全资企业,资产雄厚、稳定现金流与国企背书为项目提供强大资本支撑。目前,已梳理出逾160亿元的可扩募资产,覆盖原水供应、水力发电、自来水、污水处理等全水务产业链,为基金的扩募提供保障。”朱皓翔介绍。

第二单水利REIT提速落地

银华粤海水务水利REIT从筹备到获得批复,仅用了15个月。从首单绍兴原水水利REIT历时两年半的探索攻坚,到第二单15个月完成从筹备到获批的全流程,这一提速并非流程简化,而是在尽调深度、合规完备度和监管沟通效率全面提质增效的结果。这一成绩的背后,是一系列硬仗的攻坚及首单“汤浦经验”在合规梳理、估值方法、政府沟通机制等方面积累的宝贵经验及成功复制。

在水利部、广东省水利厅及各级地方政府的大力支持下,粤海集团、粤海水务及粤海飞来峡公司牵头统筹,银华基金联合各中介机构团队高效协同,仅用15天、50天分别完成飞来峡枢纽与潮州枢纽的关键厂房不动产权证办理,为项目正式获批奠定了坚实基础。

同时,作为全国首单省级水利REIT,银华粤海水务水利REIT不仅在盘活水利存量资产筹措重大水利工程建设资金方面进行了有益的探索,也为全国水利行业省属水利存量资产打造了可复制、可推广的实践样板,对深化全国水利基础设施投融资体制改革具有积极示范意义。

事实上,银华基金与水利REITs的结缘,远早于这只产品的筹备。

2021年6月,国家发展改革委发布《关于进一步做好基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点工作的通知》,将水利设施列为公募REITs两大

探索领域之一。在此之前,银华基金已开始组建REITs团队。选择深耕水利赛道,既是基于资产特性的专业判断——水利设施服务民生、经营预期稳定,供水供电需求刚性,受短期经济波动影响较小;也与服务国家战略的使命紧密相连——水利关系国计民生,是“十四五”期间基础设施补短板的重点领域。通过REITs工具盘活存量水利资产,既是拓宽基础设施投融资渠道的有力探索,也是金融服务实体经济、支持国家水网建设的直接体现。

2024年10月,银华绍兴原水水利REIT作为全国首单水利基础设施REIT成功发行,以网下106倍、公众235倍的认购倍数,印证了市场对这一资产的高度认可。到如今银华粤海水务水利REIT作为全国首单水利设施发电REITs成功获批,从供水到发电,银华基金REITs团队将水利资产的两大核心收益功能悉数收入囊中,也在这一利国利民的赛道上持续深耕。

“我们追求的并不是规模上的大而全,而是聚焦每一单项目的精耕细作,力争每只产品的底层资产质量、合规水平和运营管理都经得起审视。”在团队看来,精品化的核心在于以审慎态度打磨产品,以专业能力控制风险,以长期视角兑现收益。“对投资人而言,精品店意味着每一只产品都值得放心持有;对行业而言,精品化意味着每一单都要经得起市场检验和监管审视。”这也是银华基金对REITs团队一以贯之的定位与要求。

流动性、政策预期及市场情绪影响。因此,两者在驱动因素的权重和传导路径上存在差异。”她进一步提示,当前REITs市场整体规模虽已突破2000亿元,但与成熟股票市场相比体量仍然偏小,流动性相对有限,这在客观上放大了二级市场的价格波动幅度,也使得部分基本面优质资产的估值在短期内可能偏离其内在价值。

但在康芳看来,波动之中更应关注REITs区别于其他权益类资产的核心锚点——强制分红机制。“REITs分红的不是项目公司净利润,而是现金流口径的可供分配金额,产品不低于可供分配金额的90%需以现金形式向投资者分配,这一制度安排为REITs的长期收益提供了一个相对可预期、可持续的回报要求。”她说,尤其对于水利资产而言,供水与发电服务均属民生刚需,需求弹性低,区域垄断性高又进一步巩固了存量资产的稀缺价值,这使得水利REITs的现金流更具吸引力,其长期配置价值不应被短期价格波动所掩盖。

基于这样的认知,康芳对有意参与REITs投资的投资者给出了建议:“REITs更适合不追求短期绝对收益、能够承受一定波动的长期投资者。在当前市场环境下,对于有长期配置需求的投资者而言,或具备较好的性价比。”

REITs更适合长期配置

2025年7月以来,REITs二级市场经历了一轮深度调整。在此背景下,银华粤海水务水利REIT的长期配置价值,成为投资者关注的焦点。

康芳坦言,“我们从筛选项目起就非常看重底层资产的质量,追求资产本身带给投资人的收益体验。”在估值层面,银华REITs团队采取了一系列合理、有据考量,整体预测相对审慎。

从配置价值来看,康芳给出了一组关键数据:银华粤海水务水利REIT的全周期内部收益率(IRR)为5.22%,2026年和2027年的预测净现金流分派率分别达到6.90%(年化)和7.64%。“这处于风险收益相对公允的区间。”她进一步表示,评估IRR时需关注一个关键参数——预测期现金流复合增长率。“我们这只产品的两项目复合现金流增长率均为负值,分别为-0.10%和-1.03%,现金流预测审慎,收入端未考虑增长,成本端考虑了一定比例增长。在这样的假设前提下,IRR仍能达到5.22%,估值是相对扎实的。”

谈及REITs的资产属性,康芳表示,政策和制度层面均将REITs明确归入权益类金融产品,但其与股票存在本质差异。“股票的价格波动更多体现企业盈利周期、成长预期和市场的情绪博弈,而REITs更贴近底层资产运营与现金流表现,但同样受利率、