REITs“去不动产化”探路：动力电池批量“化身”金融底层资产

证券时报记者 王小伟

随着底层资产的扩围，“不动产投资信托基金(REITs)”里的“不动产”三个字开始松动。动力电池、储能电池等“会跑的不动产”正在进入REITs底层资产的版图，牵引REITs走出土地与钢筋水泥的围城。

业内认为，这是REITs市场拓宽边界的必经之路。在确权、评估、现金流等诸多方面与不动产有明显区别，REITs“去不动产化”之路并不好走。而且不少新能源资产贯穿采购、租用、运维、退役、循环利用、回收的全生命周期，如何练就全链条、规模化健康管理的本事，考验入场玩家。

受访人士表示，动产REITs从“首单破冰”到“规模化复制”，考验的不是某一单产品能不能发出来，而是市场的尺子还准不准。确权交割的实操标准、估值模型的搭建、全周期风控的“脚手架”，每一道坎都需要制度与市场共同跨越。



时报财经图库/供图

1 电池“变形记”

武汉光谷，一块块动力电池被分成了两个世界。

一个世界里，它是工业品，随着“车电分离”车主扫码下单，一块块电池装进车身、驶上街头，车主按月支付订阅费，享受换电模式带来的便利性。另一个世界里，它摇身一变成了金融资产，被装进资产池、贴上评级、切割成一份份证券，在银行间市场与交易所挂牌交易，机构投资者按下按键，数十亿元资金便流向了这些方方正正的“电匣子”。

同一块电池，既在公路上跑里程，又在资产负债表上“跑”现金流。这就是武汉蔚能电池科技集团正在做的事：把流动的、会折旧的甚至会被换下来的动力电池，送进REITs资产池。

REITs中文名为“不动产投资信托基金”，长期以来，“不动产”三个字定义了它的边界——高速公路、产业园区、物流仓储、保障房，底层资产多为土地与钢筋水泥。而蔚能用一次跨越四年的连续尝试，把这道边界的高墙撕开了一道口子。

湖北是全国重要汽车产业基地，武汉光谷集聚了新能源车换电、电池运营等新场景。2020年，政策放开车电分离“一车两票”，蔚能“乘此东风”推出电池订阅服务，这一模式下，用户可以选择买车不买电池，电池以租代买，极其灵活。然而，这种“电池即服务”(BaaS)的模式，让购车门槛降低，却给蔚能留下了一道难题：手里压着几十万块电池，数百亿元的购置与运营投入，钱从哪来？

“电池变成证券”给出答案。

2022年，首单绿色电池资产支持票据(ABN)发行，规模4亿元，发行利率3.12%。这是全国首单把“电池租用服务费收益权”打包成可交易的证券。2026年2月，首单持有型动力电池资产支持证券(ABS)发行，规模5.01亿元，这是动力电池首次以私募REITs的架构进行资产证券化融资。2026年9月，动力电池融资迎来质变：储架规模30亿元、首期7.58亿元的绿色科技创新类REITs完成发行，利率压到1.9%，且电池资产第一次真实出表，从蔚能的资产负债表上“搬”进了投资者的账户。

出表的意义不容小觑。对于重资产行业的公司来说，既有助于回笼资金、降低负债率，也有助于聚焦核心业务、优化资产结构。

在接受证券时报记者采访时，蔚能总经理赖晓明解释，倘若庞大的资产负债留在表内，需要企业不停增资扩股，这是不可持续的。蔚能近些年来推进轻资产化转型，形成类似黑石模式的架构——这家资产管理公司虽然全球管理规模超万亿美元，但是表内规模只有数百亿美元级别。

中投保为这一期产品提供了差额补足承诺及开放期回售承诺。华北地区一位参与项目设计的投行人士说，分层增信安排的用意很清楚：逐步降低对主体信用的依赖，引导产品向纯资产信用过渡。“这条路走通了，动力电池才算真正从企业报表里的固定资产，变成资本市场认可的资产。”他说。

2 底层资产“换赛道”

蔚能并非孤例。放眼整个REITs市场，底层资产的“去不动产化”正从试水走向规模化。

今年年中，全国首单以储能电站为基础资产的机构间REITs落地甘肃酒泉，发行规模4.51亿元，项目期限约49年。戈壁上200兆瓦/800兆瓦时独立储能电站，白天吸电、夜间放电，把峰谷价差变成现金流。这不仅填补了国内独立储能资产证券化领域的空白，也为甘肃能源企业对接资本市场、盘活存量资产提供了可复制的样本。

前述投行人士将此形容为“会呼吸的动产”：“动力电池、储能电站、充电桩设备这类资产不绑定土地，可跨区域、可批量复制，这是比不动产更辽阔的蓝海。”他预判，“双碳”目标之下，新能源补能、新型储能、电池循环利用天然契合绿色金融导向，绿色科创资产有望成为未来的主流赛道，牵引REITs“去不动产化”逐步进入深水区。

把不动产换成绿色资产，远非改个名字那么简单。动产资产天然有几道绕不过去的坎。

第一道坎是确权与定价。如何对“移动的电池”完成确权，是新能源产业必须回答的课题。不动产有产权证，有登记机构，边界清晰；动力电池却分散在千城万车的车身上，产权依据主要靠双方签署的交易合同，没有统一的登记认证机构。中投保方面对证券时报记者坦言，如何设计交易结构，使其同时满足出表要求的风险报酬转移与项目风控要求，是实操中的核心考验。

第二道坎是现金流的“人身依附性”。高速公路的过路费、产业园的租金，跟着宏观周期走，可预测性强。电池订阅费却绑在车主的用车行为上，新能源车销量、换电网络覆盖、车主每月开多少公里，任何一个变量波动，都可能让月度订阅费收入不及预期。加上电池分散在千城万车之上，回款归集的难度，远比一个集中式物业大得多。

第三道坎是估值标准的缺位。不动产依托土地，有保值属性，估值逻辑成熟。动力电池却是技术迭代极快的动产：新电芯能量密度年年爬升，存量电池面临贬值压力；充放电上千次后循环寿命衰减，退役进入循环利用时残值跳水。国内尚无一套统一的电池残值评估标准，不同机构的测算结果千差万别。

“动产与不动产之间，是否存在标准化的估值体系，非常重要。现在还没有成熟市场搭建出类似模型，这是去不动产化进程中的短板，但也为先行者带来了机会。”赖晓明透露，蔚能正与国内行业权威机构推进电池估值模型搭建工作，目标是覆盖电池从上车到退役十余年间的关键时间节点，用使用数据驱动估值精度。

相关标准建设已在路上。全国汽车标准化技术委员会已立项车用动力电池回收利用等相关标准，起草单位包括邦普循环、中汽研、宁德时代等。

3 新资产池如何走稳？

中科新基建产融研究院院长刘焕礼公开表示，新能源资产证券化须过“三道关”：现金流结构决定能否证券化，金融定价工具与假设直接影响估值，退出路径则涵盖培育期转让、机构间REITs、公募REITs及扩募。

前述投行人士判断，未来动产REITs模式料会变化：目前多数玩家只擅长前半段，而运营是一条“长链条”。不动产建成后，做好物业维护即可；动力电池却要贯穿采购、租赁、运维、退役、梯次利用、回收的全生命周期。电池衰减快了，残值就低；退役提前了，现金流就缩减。可眼下多数电池持有方只会前端采购，缺的是规模化健康管理、残值处置、梯次利用的运营能力——这是动产REITs长期运营中有待提升的方面。

从“首单破冰”走向“规模化复制”，需要补齐的“尺子”不止一把。一方面，需要把动力电池、储能、工程机械等正式纳入合格底层资产清单，明确确权、交割、隔离的实操标准；另一方面，要搭起全周期风控的“脚手架”，用好专业担保这个“压舱石”。

中投保方面的实践提供了一个观察样本：在中投保提供担保增信的产品中，增信安排逐步演进，从首单ABN中对蔚能主体的担保增信，到现在类REITs中对电池资产现金流的差额补足叠加回售承诺，主体信用依赖逐级递减，资产自身信用逐步养成。

“未来可推广信用担保、违约损失分担、残值兜底等组合工具，让专业担保机构承担部分运营风险，既压低发行成本，又为资产信用的养成争取时间。”中投保方面对证券时报记者表示，“金融进入实体经济的真实场景，产业端有创新，金融端一定要跟上。担保增信虽然处于后端，但也要把金融真正导入实体经济，这是产融结合的新起点。”

一块电池的资本迁徙，丈量的是中国REITs市场从“不动产”向“动产”、从“钢筋水泥”向“绿色科技”的跨越距离。新能源企业正试图蹚出一条能走的路。

“但一条路能不能变成一张网，取决于估值标准何时落地、出表规则何时统一、全周期运营能力何时从个案变成行业基础设施。深水区的含义正在于此。”前述投行人士认为。

出行红利持续释放 航企盈利迎修复窗口

证券时报记者 康殷

出行需求保持韧性，国际航线客流增长，上市航司正寻求将客流增量转化为盈利改善。数据显示，上市航司前三季度营业收入均同比增长，但成本端压力突出，行业呈现增收不增利的局面。

进入四季度，供给调整、部分市场票价改善及精细化降本，为经营修复提供了积极因素，但修复尚处早期。春秋航空、海航控股近期在与机构交流中透露，国际市场表现、运力投放效率和客群结构变化成为经营关注点。出行红利能否进一步兑现，仍取决于需求、票价与成本的动态平衡。

从前三季度业绩看，航空出行需求对收入形成支撑，但尚未充分转化为利润增长。

Wind数据显示，中国国航、中国东航、南方航空前三季度营业总收入分别为1409.63亿元、1170.66亿元和1472.12亿元，同比分别增长8.58%、10.01%和6.94%。同期，三家公司归母净利润分别亏损20.15亿元、21.15亿元和43.05亿元，均较上年同期由盈转亏。

其余样本航司仍保持盈利，但利润同比承压。春秋航空前三季度实现营业总收入193.53亿元，同比增长15.38%；归母净利润18.43亿元，同比下降21.08%。海航控股、吉祥航空、华夏航空分别实现归母净利润8.20亿元、3.27亿元和1.25亿元，同比分别下降71.18%、69.94%和79.78%。

航油成本是其中的重要变量。海航控股在近日与机构交流中表示，前三季度受地缘冲突等因素影响，国际原油价格大幅走高，推升公司航油成本。公司通过优化航线网络、推进精细化管理，叠加汇兑收益，保持盈利；第三季度单季实现收入202.15亿元、归母净利润5.50亿元。需要注意的是，公司前三季度营收同比仅增长4.29%，截至三季度末资产负债率为96.13%，仍处高位。

春秋航空也指出，高油价仍是影响行业经营表现的主要因素，燃油附加费只能消化部分成本压力，航司仍需通过运力调整和收益管理改善经营。由此看，当前的“修复窗口”更多体现为经营条件的边际改善，而非行业盈利已全面回升。

盈利承压之下，国际航线成为航司争取收入增量、改善收益的重要方向。

海航控股披露，前三季度旅客运输量5275.77万人，整体客座率84.89%，同比提升1.04个百分点。2026年以来，公司国际和地区航线外籍旅客占比37.1%，同比提升2.6个百分点；国际中转旅客量占比49.6%，同比提升5.6个百分点。公司表示，中转客流增长已对国际航线客座率和收益形成有效支撑，新航季将重点完善海南至东南亚的国际航线网络。

春秋航空在三季报业绩交流中表示，10月以来国内航空出行需求总体稳定，受高油价及淡季运力调整影响，行业供给有所收缩，票价表现有所改善。据公司介绍，国际市场整体表现仍好于国内，出入境客流增长及相对有利的供需格局，使成本上涨向收入端的传导更为顺畅。

需求端的结构变化，也对航司产品和运力安排提出更高要求。海航控股观察到，亲子客群出行时间相对刚性，更看重航班稳定性与配套服务；银发客群错峰特征明显，旅居康养需求有所体现。春秋航空则认为，部分地区实施秋假，有助于增加出行频次，并将部分需求延伸至传统淡季。

在供给端，航司更加注重效率而非单纯扩张。海航控股表示，未来两年飞机引进规模增速将控制在3%至5%，并以燃油效率更高的机型替换老旧运力。春秋航空预计四季度运力增速较前三季度放缓，将航班边际贡献作为动态调整的重要依据；公司第三季度单位非油成本同比继续下降，主要得益于飞机利用率提升和精细化管理。

需求增长、票价改善与降本增效能否形成合力，将影响航企后续盈利修复的力度。

宏达电子拟募资不超10亿元 投向钽电容等项目

证券时报记者 黄翔

11月9日晚间，宏达电子(300726)披露2026年度向特定对象发行A股股票预案，拟募集资金总额不超过10亿元，投向片式高分子聚合物钽电容产业化建设项目和陶瓷薄膜电路与SLCdan(单层陶瓷电容器)产业化建设项目，瞄准AI服务器、存储、光通信等下游需求。

根据预案，本次发行对象为不超过35名特定投资者，发行价格不低于定价基准日前20个交易日公司股票交易均价的80%，发行数量不超过发行前总股本的30%(即不超过1.24亿股)。募集资金中，5.3亿元拟投入片式高分子聚合物钽电容产业化建设项目(项目总投资5.81亿元，实施主体为子公司湘怡电子，实施地点为湖南省湘乡市)；4.7亿元拟投入陶瓷薄膜电路与SLC产业化建设项目(项目总投资5.02亿元，由公司实施，建设期24个月)。

近年来受益于下游需求高速增长，相关产品产能已趋于饱和。全球AI算力级聚合物钽电容产能主要集中在KEMET、AVX、松下、Vishay四家国际厂商，合计掌握全球约九成产能，国产聚合物钽电容存在广阔的导入窗口；高端陶瓷薄膜电路、SLC产品目前仍以日本、美国厂商为主导。中信证券测算，2026年光模块市场需求量有望接近9000万只，市场规模跃升至约450亿美元，同比增长约272%，带动钽电容、陶瓷薄膜电路需求成倍增长。

宏达电子表示，公司片式高分子聚合物钽电容产品已导入国内服务器、存储领域头部厂商，完成样品验证并实现批量供货。同时，公司持续将核心技术与产品向光通信产业相关领域拓展，已成为多家国际头部光模块厂商合格供应商。本次发行的募投项目顺利实施后，不会改变公司现有的主营业务，同时将优化公司产能布局，公司整体实力将进一步提高，业务优势将进一步凸显，提高公司未来整体盈利水平。

补能赛道群雄争锋 昔日配套今成竞争胜负手

证券时报记者 王小伟

近来，新能源汽车补能赛道消息不断。从吉利以易易互联和现金资产入股蔚来能源，到比亚迪锚定今年底建成2万座闪充站；从东风汽车把“超换一体”写进“十五五”战略布局，到北汽与宁德时代签下“百万换电”协议，再到华为引望联合宁德时代等合作智能化补能……车企、电池厂与科技公司，都在密集参与同一个赛道。

随着新能源汽车渗透率攀升，补能课题被提上空前重要的日程。如果说此前它还是卖车的配套设施，如今已经转变为产业竞争的正面战场。各参与方的打法随之切换：从“建桩”转向“布网”，从“比数量”转向“比效率”，从“单打独斗”转向“合纵连横”。

把近期补能赛道的诸多动作归纳起来，一是竞速线，技术参数一路提高。从比亚迪到吉利，从特斯拉到小鹏，都已提出了明确量化目标。超充、换电、家充不再彼此替代，而是日益分化为特定场景，在高速与城市快补、营运车辆与高频补能、夜间谷电等场景下各展所长。

二是结盟线，宁德时代等电池龙头用标准化产品撬动多品牌车企接入，并与多家车企合作，实现设施共享。有观点认为，这相当于电池厂要做换电领域的“安卓”，车企的入围，既可以降低投入成本，也可以融入更大的生态圈。

结盟正从此前的“签协议”推进到“换股权”的新阶段，资本纽带的绑定正在发挥越来越重要的作用。今年9月，吉利与蔚来交叉持股，换电领域罕见用真金白银下注，因此也被视为“十五五”时期中国汽车产业链整合的样本。过去车企自建站，“各扫门前雪”，联盟签了不少，但落地不多；资本绑定后，“盟而不换”会更有实际约束力。

参与资本竞合的并不只有车企。中国电力以25.56亿元将启源芯动力24.87%股权转让给宁德时代，后者由此接手一张重卡换电存量网络。在车企推进“去宁德化”背景下，这种做法有“反向布局”的意味：整车端份额被分流，转向重卡、储能与补能网络开辟新战场。

在多玩家的密集动作之下，有两个绕不过去的问题：规模效应会不会变成折旧包袱？补能体系会不会被拆成互不连通的孤岛？从未来趋势来看，封闭的网络或独木难支，只有不断提高翻台率、把资产变成流量，才更有利于构建起补能竞争能力。

更进一步看，与“刚性负荷”相比，补能网络还可以成为中国新型电力系统的“柔性资源”。充电网的第二曲线不应局限于服务费，还应该包括峰谷套利、需求响应、调频辅助、容量补偿等电力市场。当一座站能低充高放，一个车队能谷充峰放，一块电池有数字身份证，补能网络将从成本中心变成利润中心。

多年前，补能是卖车的配套，是成本项；如今它已经变成一张覆盖车、站、电池、电网的复合网络，成为产业竞争的胜负手。可以预见，谁能在技术路线上跑出效率、在结盟生态中织密网络、在电力市场中挖出价值，谁就能在“十五五”的补能棋局中占得先机。补能之争，表面争的是桩与站，实质争的是网络、生态与能源入口。这场竞争的下半场，或许才刚刚开始。