

关于《关于汇添富九州通医药仓储物流封闭式基础设施证券投资基金上市及汇添富资本-九州通医药仓储物流基础设施 1 号资产支持专项计划资产支持证券挂牌转让申请受理反馈意见》的答复

上海证券交易所：

汇添富基金管理股份有限公司、汇添富资本管理有限公司、中信证券股份有限公司于 2024 年 10 月 18 日收到贵所《关于汇添富九州通医药仓储物流封闭式基础设施证券投资基金上市及汇添富资本-九州通医药仓储物流基础设施 1 号资产支持专项计划资产支持证券挂牌转让申请受理反馈意见》(20240920R0013), 经认真研究相关反馈意见, 结合《公开募集基础设施证券投资基金指引(试行)》《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》《上海证券交易所公开募集基础设施证券投资基金(REITs)业务办法(试行)》《上海证券交易所资产证券化业务指引》等有关法律法规及有关规章的规定, 现答复如下:

就基础设施项目估值，为进一步保障投资人利益，评估机构充分考虑历史经营情况和市场情况，对部分评估假设和长期增长率等评估参数进行了优化调整，经调整及更新基准日的估值与申报稿相比变化如下：

表：基础设施项目估值调整对比

单位：亿元

资产名称	申报稿 基准日 2024年3月31日	反馈稿 基准日 2024年6月30日	估值变动 幅度
武汉东西湖项目	11.70	10.98	-6.15%

主要调整如下：

表：基础设施项目估值假设及参数调整对比

调整项	申报稿	反馈稿
价值时点	2024年3月31日	2024年6月30日
评估假设	以合同租金测算合同 期外租金水平	以市场租金测算合同期 外租金水平
合同期外办公部分出租率	100%	评估机构考虑合同期 外，办公部分每年一个 月的免租期，故出租率 设定为 90%
长期增长率 (2034年至预测期末)	2.5%	1.5%

具体反馈及回复如下：

## 一、重点关注事项

### （一）关于基础设施项目运营

1.关于运营模式。根据申报材料，基础设施项目存在三种运营模式，直接委托模式项下，项目公司、九州通物流与委托客户签署三方协议；转付模式项下，九州通物流与客户签署委托存储服务协议，九州通物流与项目公司签署存储场所授权委托协议；承包模式项下，项目公司与九州通物流签署租赁协议。此外，部分租户存在过渡期安排，过渡期内，九州通物流与项目公司签署租赁协议，过渡期后，租户将转为前述三种模式之一或终止合作。

（1）请管理人、财务顾问结合各类协议的主要条款，补充披露各类运营模式项下协议各方的主要权利义务安排、租金确认方式、租金支付安排、现金流自产生至当期分配给基础设施基金期间在各账户间的划转安排等。

答复：

管理人、财务顾问已就权利义务安排、租金确认方式、租金支付安排、现金流自产生至当期分配给基础设施基金期间在各账户间的划转安排情况，于招募说明书第十四章补充披露，于财务顾问报告第二章之“2.2 基础设施项目运营情况”补充披露。

根据相关合同的最新约定，转付模式自管理人接收本反馈意见之日起（即 2024 年 10 月 18 日）不再适用。

基础设施项目运营模式包括两类，分别为直接委托模式和承包运营模式，各模式的主要安排如下：

要素	直接委托模式	承包运营模式
协议名称	三方存储服务协议	特定仓库租赁协议
协议签署方	甲方：委托客户 乙方：项目公司 丙方：九州通物流	甲方：项目公司 乙方：九州通物流
费用确认方式	计费单价 × 托盘数量 × 月数	
费用支付安排	委托客户直接向项目公司支付存储费用	九州通物流向项目公司支付租金
客户类型	需求及合作关系稳定的客户，现阶段均为关联方客户	需求小而分散，因综合原因无法签署三方协议的客户

部分客户原合同尚未到期，无法立即换签为三方协议，故处于过渡期租赁模式（非长期运营模式）。该类客户将在原合同到期后逐步签署三方协议，无法签署的，则纳入承包运营模式。过渡期内客户换签完毕后，过渡期租赁协议随之终止。

各类运营模式协议的权利义务安排、租金确认方式、租金支付安排、现金流自产生至当期分配给基础设施基金期间在各账户间的划转安排情况如下：

### 1) 直接委托模式

表：直接委托模式主要条款

协议名称	三方存储服务协议
协议签署方	甲方：委托客户 乙方：武汉九州首瑞供应链服务有限公司（以下简称“九州首瑞”或“项目公司”） 丙方：九州通医药集团物流有限公司（以下简称“九州通物流”）
主要权利义务安排	<b>甲方主要权利及义务：</b> 1.甲方有权要求项目公司提供存储场所，有权要求九州通物流提供存储服务；

	<p>2.甲方应当按期向项目公司支付场地使用费、综合服务管理费等费用。</p> <p><b>乙方主要权利及义务:</b></p> <p>1.乙方作为存储场所产权人,应当根据协议约定向委托客户提供存储场所并授权九州通物流对存储场所进行管理;</p> <p>2.乙方有权收取场地使用费、综合服务管理费等费用。</p> <p><b>丙方主要权利及义务:</b></p> <p>1.丙方有权基于项目公司的授权管理存储场所;</p> <p>2.丙方应当在存储场所中为委托客户提供药品存储服务;</p> <p>3.丙方应确保存储场所符合相关医药监管规定对存储场所的标准,应接受湖北省药品监督管理部门的药械存储合规性检查。</p>
场地使用费、综合服务管理费确认方式	<p>每一结算周期的场地使用费/综合服务管理费=计费单价×托盘数量×月数,不足一月按照实际使用天数计算。</p> <p>除每自然年度的最后一个结算周期外,其他结算周期应以该结算周期最低托盘使用数量为准计算场地使用费。每年最后一个结算周期核算委托客户全年实际托盘使用量,并将全年托盘数量调节至实际托盘使用量与最低托盘使用量孰高值。</p>
场地使用费、综合服务管理费支付安排	<p>每三个月为一个结算周期。</p> <p>项目公司应于每个结算周期到期后二十个工作日内向委托客户提供当个结算周期场地使用费及综合服务管理费对应的等额有效增值税专用发票。委托客户审核无误后应在收到发票后十个工作日内向项目公司支付当个结算周期的场地使用费及综合服务管理费。</p>
资金划转安排	<p>1.委托客户按期将场地使用费、综合服务管理费等费用支付至项目公司,前述费用与其他运营收入均支付至项目公司运营收支账户;</p> <p>2.项目公司按照相关协议约定按期向专项计划偿还标的债权及股东借款本息、划付股东分红;</p> <p>3.专项计划根据《标准条款》的约定向基础设施基金进行收益分配;</p> <p>4.基础设施基金根据《基金合同》的约定向投资人进行收益分配。</p>

## 2) 承包运营模式(以下简称“承包模式”)

表: 承包运营模式主要条款

协议名称	特定仓库租赁协议
协议签署方	甲方:九州首瑞 乙方:九州通物流
主要权利义务安排	甲方主要权利及义务:

	<p>1.甲方应当根据协议约定将武汉东西湖项目的部分场所作为租赁物出租予乙方；</p> <p>2.甲方有权根据协议约定收取租金、综合服务管理费。</p> <p><b>乙方主要权利及义务：</b></p> <p>1.乙方有权使用租赁物，以租赁物为特定委托客户提供药械存储服务；</p> <p>2.乙方应当按时向甲方支付租金、综合服务管理费。</p>
租金、综合服务管理费确认方式	<p>每一结算周期的仓库租金/综合服务管理费=计费单价×托盘数量×月数，不足一月按照实际使用天数计算。</p> <p>《特定仓库租赁协议》附件中初始约定的托盘均为特定区域的平库托盘，且数量为确定值。</p> <p>如委托客户因不符合《三方存储服务协议》签署要求、合同终止等原因由《过渡期仓库租赁协议》纳入承包模式的，甲乙双方应在初始托盘个数上新增承包托盘数量，新增托盘数按照《过渡期仓库租赁协议》附件一记载的该委托客户对应的托盘数量计算，并按纳入时点的承包单价计算仓库租金及综合服务管理费。</p>
租金、综合服务管理费支付安排	<p>租金/综合服务管理费自租赁起始日(含该日)起开始计算，每三个月为一个结算周期。</p> <p>项目公司应于每个结算周期结束后五个工作日内向九州通物流提供当个结算周期仓库租金及综合服务管理费对应的等额有效增值税专用发票。九州通物流应在收到发票后进行审核，若审核无误，应在收到发票后十个工作日内向项目公司支付当个结算周期的仓库租金及综合服务管理费。</p>
资金划转安排	<p>1.九州通物流按期将租金、综合服务管理费等费用支付至项目公司，前述费用与其他运营收入均支付至项目公司运营收支账户；</p> <p>2.项目公司按照相关协议约定按期向专项计划偿还标的债权及股东借款本息、划付股东分红；</p> <p>3.专项计划根据《标准条款》的约定向基础设施基金进行收益分配；</p> <p>4.基础设施基金根据《基金合同》的约定向投资人进行收益分配。</p>

### 3) 过渡期租赁模式（非长期运营模式）

表：过渡期租赁模式主要条款

协议名称	过渡期仓库租赁协议
协议签署方	甲方：九州首瑞 乙方：九州通物流
主要权利义务安排	<p><b>甲方主要权利及义务：</b></p> <p>1.甲方应当根据协议约定将武汉东西湖项目的部分场所作为租赁物出租予乙方；</p>

	<p>2.甲方有权根据协议约定收取租金、综合服务管理费。</p> <p><b>乙方主要权利及义务:</b></p> <p>1.乙方有权使用租赁物，以租赁物为特定委托客户提供药械存储服务；</p> <p>2.乙方应当按时向甲方支付租金、综合服务管理费；</p> <p>3.任一份药械存储服务协议到期后，乙方应与该委托客户积极磋商后续合作事宜。根据协商结果，续签合同关系可转化为直接委托模式或承包运营模式；</p> <p>4.如委托客户到期后不再续约，应按照《过渡期仓库租赁协议》附件一记载的该委托客户对应的托盘数量增加承包运营模式下承包托盘的数量。</p>
<p>租金、综合服务管理费确认方式</p>	<p>每一结算周期的仓库租金/综合服务管理费=每一结算周期初始仓库租金/综合服务管理费金额-到期委托客户仓库租金/综合服务管理费扣除总额。</p> <p>每一到期委托客户仓库租金/综合服务管理费扣除金额=该结算周期初始仓库租金/综合服务管理费金额×收入占比×扣减核算天数÷该结算周期实际天数。</p> <p>也即每个到期客户在续签后对应的存储费将从《过渡期仓库租赁协议》依序扣减，过渡期租赁模式内客户全部完成换签之日，过渡期结束。</p>
<p>租金、综合服务管理费支付安排</p>	<p>每三个月为一个结算周期。</p> <p>项目公司应于每个结算周期结束后五个工作日内向九州通物流提供当个结算周期仓库租金及综合服务管理费对应的等额有效增值税专用发票。九州通物流应在收到发票后进行审核，若审核无误，应在收到发票后三个工作日内向项目公司支付当个结算周期的仓库租金及综合服务管理费。</p>
<p>资金划转安排</p>	<p>1.九州通物流按期将租金、综合服务管理费等费用支付至项目公司，前述费用与其他运营收入均支付至项目公司运营收支账户；</p> <p>2.项目公司按照相关协议约定按期向专项计划偿还标的债权及股东借款本息、划付股东分红；</p> <p>3.专项计划根据《标准条款》的约定向基础设施基金进行收益分配；</p> <p>4.基础设施基金根据《基金合同》的约定向投资人进行收益分配。</p>

(2)请管理人、财务顾问补充披露各类运营模式对应的收入占比、租赁面积/托盘占比、主要租户类型、选择该类运营模式的主要原因。

答复:

管理人、财务顾问已就各类运营模式对应的收入占比、租赁面积/托盘占比、主要租户类型、选择该类运营模式的主要原因于招募说明书第十四章补充披露，于财务顾问报告第二章之“2.2 基础设施项目运营情况”补充披露。

具体如下:

### 1) 各类运营模式对应的收入及租赁面积/托盘占比

各类运营模式自 2024 年 7 月 1 日起执行。根据 2024 年第三季度（7-9 月）的结算数据（未审计），仓储区域及办公区域的收入占比、托盘数/面积占比如下表所示:

仓储区域部分:

表: 仓储区域 2024 年 7-9 月结算数据（未审计）

单位: 万元、个

运营模式	2024 年 7-9 月均托盘数量	托盘数占比**	2024 年 7-9 月总收入（不含税）	收入占比
长期运营模式				
直接委托模式	80,019	62.27%	1,706.19	79.79%
承包运营模式 <sup>1</sup>	3,381	2.63%	167.63	7.84%
非长期运营模式				
过渡期租赁安排	12,063	9.39%	264.51	12.37%
<b>仓储租赁合计</b>	<b>95,463</b>	<b>74.29%</b>	<b>2,138.33</b>	<b>100.00%</b>

\*\* 托盘数占比=各类模式实际核算托盘数（无论是否设置最低托盘使用数量）/托盘总数

办公区域部分:

<sup>1</sup> 2024 年 7-9 月，原转付模式下相关运营数据纳入承包运营模式的统计之中，后续相关统计将按照相同方式处理。

表：办公区域 2024 年 7-9 月结算数据（未审计）

单位：万元、平方米

运营模式	2024 年 7-9 月 平均租赁面积	可租面积占 比	2024 年 7-9 月总收 入（不含税）	收入占比
办公租赁 合计	14,873.21	100.00%	85.46	100.00%

## 2) 主要客户类型、选择该类运营模式的主要原因

基础设施项目各类模式中的主要客户类型以及选择相应业务模式的原因如下：

表：各类运营模式的主要委托客户类型

运营模式	主要委托客户/租户类型	模式选择原因
<b>长期运营模式</b>		
直接委托模式	医药商业、医药制造、医疗器械等一般企业	客户业务规划明确，可统一按托盘计价，合作关系稳定，接受《三方存储服务协议》的三方合作关系
承包运营模式	冷链客户、商贸类客户、药械临时储存客户、医药商业、医药制造、医疗器械等一般企业	客户需求小而零散，储存货物保存条件特殊且存储空间固定，难以统一按托盘计价，或客户因临时存储、合作倾向、内部管理需求等原因，无法签署三方协议的
租赁模式 (办公区域)	九州通物流	办公区域此前为九州通物流自用，九州通物流有驻场办公需求
<b>非长期运营模式</b>		
过渡期租赁安排	医药商业、医药制造、医疗器械等一般企业	底层客户原合同尚未到期，无法立即换签为其他模式

(3) 请管理人、财务顾问结合前期合作情况，说明过渡期后预计终止合作、转为其他运营模式的收入占比情况，估值中是否已充分考虑，终止合作客户的招租安排，并充分揭示风险。

## 答复:

管理人、财务顾问及评估机构已在估值中充分考虑预计终止合作、转为其他运营模式的客户收入占比情况。对于过渡期中终止合作的客户，其对应的托盘数量将由九州通物流承包运营。于此同时，项目公司与运营管理机构将做好客户资源储备，并提前做好续签、换签等工作，具体如下：

### 1) 过渡期后预计终止合作或转为其他运营模式的收入占比情况

《过渡期仓库租赁协议》清单内客户共计 183 家（2023 年收入 2,031.37 万元，占基础设施项目 2023 年总收入比重 21.8%）。因客户原始合同到期时间各异，到期前项目公司、九州通物流将提前与客户沟通商议具体换签事宜。具体情况如下：

表：《过渡期仓库租赁协议》客户原始合同到期后续签安排  
(预计情况，具体视与委托客户谈判情况而定)

单位：万元、个

过渡期客户租约到期后模式选择	客户数量	2023 年收入	占基础设施项目 2023 年总收入比重	收入相对占比
《过渡期仓库租赁协议》生效时即纳入承包运营范围	136	343.48	3.7%	16.9%
原始合同到期后将换签为直接委托模式	24	1,409.27	15.1%	69.4%
原始合同到期前协商确定选择直接委托或承包运营模式	23	278.62	3.0%	13.7%
合计	183	2,031.37	21.8%	100.0%

### 2) 估值预测中已充分考虑模式转换后的收入情况

根据《过渡期仓库租赁协议》及补充协议约定，任一底层客户到期后，底层客户需签署三方协议或纳入承包运营模式，故过渡期协议客户的转换安排确定。不存在因客户终止合作，而导致基础设施项目收入降低的情况。

基于上述合同条款设计，基础设施项目的估值中已充分考虑模式转换后的收入情况，且相关风险已于招募说明书第八章及财务顾问报告“重大风险提示”之“三、与基础设施项目相关的风险”中补充披露。

### **3) 终止合作客户招租安排**

由于《过渡期仓库租赁协议》清单内客户原始合同到期后转化为直接委托模式或承包运营模式，如客户选择续租，业务模式的变更不会导致客户的实质流失。续租客户的后续收入在业务稳定的前提下亦不易发生较大变化。

如《过渡期仓库租赁协议》客户原始合同到期后终止合作导致客户流失，则其对应的托盘数量将由九州通物流承包运营。项目公司将与运营管理机构相互配合，实时跟进基础设施项目租赁动态，积极了解客户需求，做好客户资源储备，并提前做好续签、换签等工作。

《过渡期仓库租赁协议》客户租约到期后终止合作的风险及相关风险缓释措施已于招募说明书第八章及财务顾问报告“重大风险提示”之“三、与基础设施项目相关的风险”中补充披露，具体如下：

“《过渡期仓库租赁协议》客户中，除已确认纳入承包运营范围的客户确定与项目公司继续合作外，到期后将换签为直接委托模式的客户虽已签署补充协议表明继续合作意愿，但也可能因业务变化和届时实际市场情况选择不再继续合作。对于其他客户，原始合同到期前需再行商议续签事宜，或可出现协商不成或无业务需求而选择不再续租的可能。”

(4)请管理人、财务顾问结合转付模式下协议具体安排，包括租金支付义务、违约责任承担主体等，明确界定项目公司与九州通物流是委托关系还是租赁关系。如为租赁关系，请评估调整相关协议安排。

答复：

根据相关合同的最新约定，转付模式自管理人接收本反馈意见之日起(即 2024 年 10 月 18 日)不再适用。

2.关于关联交易。根据申报材料，基础设施项目办公区域由九州通物流全部租赁，2024 年 7 月 1 日起租金水平为 20.70 元/平方米/月，3 个可比实例辅助办公的市场租金为 22.4 元/平方米/月。《过渡期仓库租赁协议》中约定的阴凉库存储费单价为 79 元/托盘/月，32 名关联方客户中仅有 3 名存储费单价超过上述金额。

(1)请管理人、财务顾问补充披露项目现金流来源于关

联方的比例，相关现金流包括办公区域租赁支付租金、承包模式以及转付模式项下的现金流，并结合占比情况、项目公司与关联方协议期限，以及合作关系的稳定性，对基础设施项目是否可以持续稳定产生现金流发表明确意见。

答复：

结合基础设施项目现金流来源于关联方的比例以及各业务模式项下现金流占比情况，管理人、财务顾问认为，基于基础设施项目的稀缺性以及各类客户的现实需求，主要客户的长期合作意愿较强，合作关系稳定性较高，基础设施项目可以持续稳定产生现金流。

### 1) 基础设施项目现金流来源于关联方的占比情况

办公区域、承包运营模式项下的现金流来源于关联方比例如下：

表：办公区域租赁和承包运营模式现金流来源

单位：万元

区域	运营模式	2024年7-9月结算收入(不含税)	直接现金流来源于关联方的比例	穿透现金流来源于关联方的比例	项目公司与关联方协议期限
办公区域	租赁模式	85.46	100%	100%	5年
仓储区域	承包运营模式	167.63	100%	0%	5年

### 2) 项目可持续稳定产生现金流的情况分析

总体看，基础设施项目在各运营模式下均能产生持续稳定的现金流，具体分析如下：

关于办公区域，目前该区域为九州通物流租用，租赁期

限为 5 年，关联方占比 100%。九州通物流为基础设施项目招商实施机构，并同时为底层客户提供第三方物流服务，需要匹配相应的办公空间，预计九州通物流长期租赁意愿较强，合作关系稳定性较高。

关于承包运营模式，其直接现金流提供方为九州通物流，租赁期限为 5 年，穿透现金流提供方均为非关联方，穿透现金流来源于关联方的比例为 0%。该模式下，九州通物流利用承租部分空间为非关联方客户提供第三方物流服务，客户类型主要为医药商业、医药制造、医疗器械等一般企业、冷链、临时周转、非药等客户，九州通物流长期租赁意愿较强，合作关系稳定性较高。

上述内容管理人已补充披露于招募说明书第十四章，财务顾问已补充披露于财务顾问报告第二章之“2.2 基础设施项目运营情况”。

**(2) 请管理人、财务顾问补充披露承包模式下，关联方对底层租户的租金单价、转付模式下的租金单价是否与直接委托模式项下的租金单价存在差异及原因。**

**答复：**

由于基础设施项目直接委托模式全部采用托盘计价，与承包运营模式下底层客户的计价方式存在较大差异，故大部分底层客户的租金单价无法与直接委托模式下客户进行比

较，该部分客户的收入占比较小，非基础设施项目的主要计费模式。具体原因如下：

考虑底层客户呈现小而分散、临时周转、存放要求特殊、计费模式复杂、无法签署三方协议等特征，且租金占比较小，为了便于统一规范化管理，于是将该部分客户纳入承包运营范围，这类客户均为非关联方客户。2023年该类客户的收入占比为4.44%，承包运营模式下客户的租金单价情况具体如下：

表：承包运营模式下底层客户租金单价及收入占比

租户	租金单价	温层	2023 收入占比
客户 1 <sup>2</sup>	以费率计费，费率区间为 6-7.5%	阴凉库 少数冷库	1.28%
客户 2	280 元/m <sup>2</sup> /月	冷库	1.07%
客户 3	5 元/支/月、1.76 元/支/月	冷库	1.03%
客户 4	3,000 件以下 15,000 元/月，5,000 件以下 19,000 元/月，5,000 至 7,000 件部分，3.5 元/件，超出 7,000 件部分 4 元/件	阴凉库	0.21%
客户 5	以费率计费，费率为 1.04%、或 1.8 元/人份	冷库	0.17%
客户 6	12000 元/月，在库库存超过一定数额加收单件费用	阴凉库	0.16%
客户 7	1.4 元/支/月	冷库	0.11%
客户 8	60 元/托盘/月	阴凉库	0.11%
客户 9	整件 10 元/托盘/天、散件 0.3 元/件/天	冷库	0.07%
客户 10	整件 10 元/托盘/天、散件 0.3 元/件/天	冷库	0.07%
客户 11	以费率计费，费率为 2.6%	冷库	0.06%
客户 12	整件 185 元/m <sup>2</sup> /月、散件 0.3 元/托盘/天	冷库	0.04%
客户 13	0.8 元/支	冷库	0.03%

<sup>2</sup> 实际承租方为客户 1 的联合供应商，由于数量较多，进行合并处理。

客户 14	10 元/托盘/天	冷库	0.02%
客户 15	8.6 元/瓶	冷库	0.01%
客户 16	视日均储存件数阶梯计费，18-25 元/件/月	冷库	0.00%
客户 17	4.85 元/件/月	阴凉库	0.00%
客户 18	以费率计费，费率为销售额的 0.336%	阴凉库	0.00%
客户 19	1.2 元/件/天	阴凉库	0.00%
合计			4.44%

上述内容管理人已补充披露于招募说明书第十四章，财务顾问已补充披露于财务顾问报告第二章之“2.2 基础设施项目运营情况”。

**(3)请管理人、财务顾问结合申报材料及关于问题(1)和(2)的回复，说明关联方定价与市场交易价格或独立第三方价格是否有较大差异及其原因。**

**答复：**

管理人、财务顾问认为，对于仓储区域，关联方由于托盘使用量大，目前定价略低于独立第三方定价，为常规商业安排。对于办公区域，由于为九州通物流整租，故定价略低，具备合理性。整体来看，对 2024 年 7 月 1 日起的关联方定价与市场交易价格或独立第三方价格不存在较大差异，关联方定价公允。

对 2024 年 7 月 1 日起的具体分析如下：

**1) 关于仓储区域关联方定价**

如前所述，承包运营模式下穿透的非关联方客户租金单价因计费模式多样，无法直接比较。因此，为更合理地进行定价对比，一方面，选取穿透底层以存储单元计费（以托盘为主，阴凉库）的，非关联方客户 2023 年平均单价作为独立第三方价格，另一方面，选取仲量联行出具的房地产估价报告数据作为可比实例修正市场价格，具体如下：

表：2024 年 7 月 1 日起关联方客户价格与独立第三方及可比实例修正市场价格对比

价格类型	价格来源	价格 (元/托盘/月)	偏差比例
关联方客户价格	直接委托客户等关联方协议阴凉库加权平均单价	77.43	-
独立第三方价格	穿透底层的以存储单元计费（以托盘为主，阴凉库）的非关联方客户 2023 年历史平均单价	80.87	4.44%
可比实例修正市场价格 <sup>3</sup>	房地产估价报告	80.50	3.96%

根据价格对比来看，关联方定价与市场交易价格、承包模式下的独立第三方价格的总体差异均在 5%以内，考虑到关联方客户业务量大且合作稳定，该偏差范围较小且合理。

## 2) 关于办公区域关联方定价

表：2024 年 7 月 1 日起办公区域关联方客户价格与独立第三方及市场交易价格对比

价格类型	价格来源	价格 (元/平方米/月)	偏差比例
关联方客户价格	办公用房屋租赁协议	20.70	-
独立第三方价格	此前办公区域均为自用，无历史独立第三方交易价格	-	-

<sup>3</sup> 数据来源：仲量联行

可比实例修正市场价格	房地产估价报告	22.40	8.21%
------------	---------	-------	-------

办公区域，由九州通物流根据业务需求租赁基础设施项目全部办公区域，根据上述的价格对比来看，整租价格略低于市场价格，为 8.21%，在合理范围内。关联方定价与市场交易价格不存在较大差异，关联方定价公允。

**(4) 请管理人、财务顾问结合前述问题、基础设施项目所属行业的商业模式或经营业态等、主要潜在客户情况，对基础设施项目是否可以独立市场化运营发表明确意见。**

**答复：**

根据对基础设施项目业务模式及客户现状、行业状况及潜在客户分析，并基于基础设施项目与九州通的历史合作关系，管理人和财务顾问认为基础设施项目具备独立市场化运营的条件，具体分析如下。

### **1) 基础设施项目业务模式及客户现状**

①业务模式：九州通物流为符合药品第三方物流企业条件的主体、基础设施项目为符合 GSP 要求的存储场所，九州通物流与项目公司合作、使用基础设施项目为委托客户提供药品存储服务符合相关医药监管规定。

相关医药监管规定如下：

根据《湖北省药品委托销售、储存和运输监督管理规定》，在湖北省接受药品委托储存的企业分为按药品第三方物流

管理的企业和药品第三方物流企业（以下简称“药品物流企业”，即“受托方”）。前述受托方为接受委托，专门为医药流通企业提供药品出入库作业、日常管理、拆零拣选、质量管理记录、集货配送等全流程存储、运输服务的主体，该等主体的存储、运输服务应符合严格的质量管理要求，具体包括：具备符合药品质量储存条件的场所、具备符合资质的人员、建立统一的质量管理体系、具有能够与委托方实现数据交互的计算机管理系统、具备运输等设施设备。

自 2021 年《湖北省药品委托销售、储存和运输监督管理规定》生效起，对于药品物流企业是否符合上述条件，湖北省药监局将进行现场的符合性检查，包括首次确认、日常监管及有因检查。对于首次接受委托的受托方，湖北省药监局将进行现场评估，确认其是否符合相关条件要求；此外，湖北省药监局将按照特定频次或基于应当启动有因检查的情形对其进行监督检查。

②非关联方客户占比：基础设施项目非关联方客户占比稳定，并总体呈现增长趋势。

近年来，基础设施项目外部客户收入占比近三年平均占比为 22.3%，由 2021 年的 22.8%增长至 2024 年 6 月末的 25.7%，增长幅度 12.71%，项目市场化程度逐渐提高。

表：历史三年一期关联方及非关联方收入占比情况

收入来源（万元）	2021 年	占比	2022 年	占比
关联方	6,473.39	77.2%	7,169.86	79.6%
非关联方	1,916.84	22.8%	1,840.06	20.4%

合计	8,390.23	100.0%	9,009.92	100.0%
收入来源（万元）	<b>2023年</b>	占比	<b>2024年1-6月</b>	占比
关联方	7,107.54	76.3%	3,481.89	74.3%
非关联方	2,210.31	23.7%	1,201.25	25.7%
合计	9,317.85	100.0%	4,683.14	100.0%

③关联方定价：基础设施项目的关联方客户定价公允。

基础设施项目终端客户的关联方占比较高，近三年平均占比为 77.7%。但根据价格对比来看，关联方定价与市场交易价格、独立第三方价格的总体差异均在 5%以内，考虑到关联方客户业务量大且合作稳定，该偏差范围较小且合理。基础设施项目定价具备公允性。

表：关联方客户价格与独立第三方及可比实例修正市场价格对比

价格类型	价格来源	价格 (元/托盘/月)	偏差比例
关联方客户价格	直接委托客户等关联方协议阴凉库加权平均单价	77.43	-
独立第三方价格	穿透底层的以存储单元计费（以托盘为主，阴凉库）的非关联方客户 2023 年历史平均单价	80.87	4.44%
可比实例修正市场价格	房地产估价报告	80.50	3.96%

因此，由于行业特性，基础设施项目需要诸如九州通物流一样具备药品第三方物流资质的主体作为服务商，为终端委托客户提供一体化服务。终端委托客户中虽然关联方占比较高，但非关联方客户占比近年来有所提高，且关联方定价具备公允性。因此基础设施项目具备市场化运作的条件。

## 2) 基础设施项目的行业状况及潜在客户分析

①随着第三方医药物流需求不断增长，医药仓储物

流行业市场化程度逐渐提高

基础设施项目属于医药仓储物流行业，由于行业监管环境严格，药品经营企业必须具有一定条件的医药仓储物流设施才能取得药品经营资格，因此药品经营企业所拥有的医药仓储项目主要以自用为主。

近年来，各地药品监督管理部门陆续发布相关法规<sup>4</sup>许可药品委托存储的业务模式、规范第三方医药物流服务的发展，药品经营企业有权委托第三方医药物流企业进行药品存储、配送。药品经营企业若将药品的储存、分拣和配送整体委托专业第三方医药物流企业承担，则无需单独拥有一定条件的医药仓储物流设施作为开办条件或者持续经营条件，可以在满足监管要求的同时大幅降低物流成本、提升效率，可实现降本增效，大大降低药品经营企业的负担。

随着医药行业的生产企业（如颈复康药业、健民药业、长春金赛）、规模中等的药械经营公司以及零售连锁公司（如好药师、叮当智慧药房、吉林神奇康正）、中大型的外资药械经营公司（如欧姆龙、武汉科利、卡尔蔡司）、政府战略储备

---

<sup>4</sup> 京津冀：天津市药品监督管理局、北京市药品监督管理局、河北省药品监督管理局于2024年9月30日发布《药品经营和使用质量监督管理办法》；

上海市：上海市药品监督管理局于2023年4月6日发布《上海市药品现代物流指导意见》；

广东省：广东省药品监督管理局于2023年6月1日发布《广东省药品监督管理局药品批发企业储存运输管理若干规定》；

四川省：四川省药品监督管理局于2024年1月5日发布《药品经营和使用质量监督管理办法》；

重庆市：重庆市食品药品监督管理局于2014年12月31日发布《重庆市第三方药品物流企业检查验收标准（试行）》；

江西省：江西省药品监督管理局于2023年7月21日发布《江西省药品第三方现代物流指导意见》；

海南省：海南省药品监督管理局于2021年10月22日发布《海南省药品现代物流指导原则（试行）》；

福建省：福建省药品监督管理局于2019年6月13日发布《关于加强药品第三方物流监管工作的通知》。

等对第三方医药物流服务需求不断增长，医药仓储物流行业市场化程度逐渐提高。

因此，从行业角度分析，医药仓储物流行业的基础设施可独立进行市场化运营，并获得稳定的收益是可行的。

## ②基础设施项目潜在的客户情况

从使用本项目所具备业务资质方面，虽然综合考虑本项目过往经营主体情况及行业地位，九州通物流仍担任本项目的服务商、租赁方，但按药品第三方物流管理的企业和药品第三方物流企业均可租赁、使用本项目设施设备，潜在租户范围较大。

根据《湖北省药品委托销售、储存和运输监督管理规定》等规定，药品上市许可持有人、境外药品上市许可持有人境内代理机构、药品生产企业、药品经营企业和药品零售企业（含零售连锁）等委托方可以委托按药品第三方物流管理的企业和药品第三方物流企业，为其提供储存、运输等服务。

湖北省药监局会通过公告的方式，确认按药品第三方物流管理的企业和药品第三方物流企业的企业名称和药品储存仓库地址。截至 2024 年 3 月 14 日，依据湖北省药监局《关于药品委托储存运输信息公告》（2024 年第 6 号），药品第三方物流企业为：九州通医药集团物流有限公司<sup>5</sup>、顺丰医药供应链湖北有限公司<sup>6</sup>、上药科园信海（湖北）医药供应链管理

<sup>5</sup> 武汉仓地址为武汉市东西湖区长青街田园大道 99 号—为本项目地址。

<sup>6</sup> 武汉仓地址为湖北省武汉市东西湖区东吴大道以北,新岭二路以西 DHL 中部运营结算中心转仓库 2 号仓

有限公司<sup>7</sup>；另外，还有国药控股湖北有限公司等 30 家企业属于按药品第三方物流管理的企业。

上述按药品第三方物流管理的企业和药品第三方物流企业目前均在武汉地区开展药品委托存储业务，均可租赁本项目公司的仓库，用于为委托方提供药品储存、运输等服务。湖北省药监局亦在逐步审核其他企业，扩充药品第三方物流企业名单，基础设施项目的潜在客户范围进一步扩大。

此外，基础设施项目的仓库智能化设备符合现代医药物流设备要求，历史运作情况良好，配套系统开发已相当成熟，可操作性强。库内作业、运输等服务已形成一套标准化操作体系。即使引进外部备选机构，业务衔接也相对顺畅。

### 3) 基础设施项目与九州通集团的历史合作关系

考虑九州通物流与基础设施项目的历史合作关系稳定，以及九州通物流行业领先的地位，故现阶段以九州通物流作为本项目的药品第三方物流企业对外提供一体化服务。此外，本项目亦可出租或授权予其他满足药品监管要求药品物流企业及符合 GSP 要求的委托客户。

①历史合作情况：九州通物流自 2015 年开始具备药品第三方物流企业条件，自 2021 年起，九州通物流及基础设施项目通过湖北省药监局符合性检查，并在 2021 年起湖北省药监局进行的历年公示中，均为符合药品第三方物流企业条

---

库 1 层 1、2 号仓。

<sup>7</sup> 武汉仓地址为武汉市蔡甸区九康大道花园湾一街 60 号 1#仓库。

件的主体，所使用仓库均包括基础设施项目。

根据湖北省药监局最近发布的《关于药品委托储存运输信息公告》(2024年第6号,发布时间为2024年3月14日)(以下简称“《公告》”),九州通物流现仍为有资格进行药品委托储存配送的药品第三方物流企业,《公告》附件所载九州通物流仓库地址包括武汉市东西湖区长青街田园大道99号(即基础设施项目地址)。

基础设施项目重组至项目公司后,根据《三方存储服务协议》《特定仓库租赁协议》《过渡期租赁协议》等协议的约定,项目公司继续授权九州通物流管理、使用基础设施项目或者将基础设施项目部分场所出租给九州通物流使用,因此九州通物流仍有资格以基础设施项目开展药品受托存储服务。湖北省药监局已出具函件对本项目的模式符合医药监管规定进行了确认。

因此,九州通物流为符合药品第三方物流企业条件的主体、基础设施项目为符合GSP要求的存储场所,九州通物流与项目公司合作、使用基础设施项目为委托客户提供药品存储服务符合相关医药监管规定。双方合作关系稳定。

②基础设施项目亦可出租或授权予以下客户使用:

A.其他满足药品监管要求的药品物流企业(包括按药品第三方物流管理的企业和药品第三方物流企业)。按药品第三方物流管理的企业、药品第三方物流企业及终端委托客户

均以市场化原则确定，因而除了九州通物流、九州通集团及其关联方以外，基础设施项目还可以选择其他合作方；

B. 符合 GSP 要求的委托客户，该类委托客户因符合 GSP 要求、自身即具备自行存储药品的能力，如其有意向，则在满足医药监管规定的其他条件的前提下，可向项目公司承租存储场地后自行进行药品存储。

综合考虑九州通集团及九州通物流为行业领先，且历史合作情况较好，资信情况优良，现阶段以九州通物流作为本项目的药品第三方物流企业对外提供一体化服务，九州通集团及其关联方继续作为部分终端委托客户维持原有合作关系。同时，本项目将综合比较客户资质、业务规模、资信情况、服务价格、历史合作情况等因素确定合作方，激励运营管理机构持续提升外部客户的招商能力，服务范围不限于关联方客户。

综上，基础设施项目现金流来源是基于真实存在的市场化需求，且关联方定价公允。随着业务规模发展，基础设施项目外部客户占比逐年增加。医药行业增长趋势较好，基础设施潜在的租赁方较多，存在可持续的租赁需求。因此，管理人、财务顾问认为，基础设施项目具备独立市场化运营的条件。

**3.关于营业收入。根据申报材料，基础设施项目最近三**

年营业收入分别为 8,390 万元、9,010 万元、9,318 万元，净运营收入分别为 6,938 万元、7,352 万元、7,801 万元，预计 2024 年度营业收入为 8,709 万元，净运营收入为 6,572 万元。请管理人、财务顾问补充披露基础设施项目 2024 年 1-9 月营业收入、净运营收入同比增长率，并结合行业发展趋势、可比项目情况等说明 2024 年度营业收入、净运营收入预计降低的原因，并对是否为趋势性下降发表明确意见。

答复：

管理人、财务顾问已补充披露基础设施项目 2024 年 1-9 月营业收入、净运营收入同比增长率，2024 年营业收入、净运营收入预计下降的原因并非因业务量趋势性下降所致，主要原因是穿透模式下托盘单价的调整和评估机构对 2024 年 4-12 月业务量的谨慎估计所致，具体如下：

1) 基础设施项目 2024 年 1-9 月营业收入、净运营收入同比增长率补充披露情况如下：

基础设施项目最近三年实际及 2024 年预测的营业收入及净运营收入情况如下表所示：

表：基础设施项目历史 3 年及 2024 年经营数据对比

报表项目 (万元)	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 (预计) *	2024 年 (预计/ 含税)**
营业收入	8,390.23	9,009.92	9,317.85	8,208.88	8,709.16
减：营业成本	3,054.84	3,115.10	3,048.10	3,327.92	3,357.55
减：税金及附加	819.25	877.31	904.33	799.55	1,270.20
减：销售费用	-	-	-	-	-

减：管理费用	157.59	159.86	80.03	2.76	2.76
加：折旧及摊销	2,579.95	2,493.98	2,515.30	2,493.36	2,493.36
净运营收入	6,938.49	7,351.63	7,800.69	6,572.01	6,572.01
营业收入增长率		7.39%	3.42%	-11.90%	/
净运营收入增长率		5.95%	6.11%	-15.75%	/
托盘使用率	62.4%	68.9%	70.6%	72.0%***	/

\* 该列数字的组成：1-3 月为备考报表数据，4-12 月为评估报告数据（数字均不含税），其中评估报告数据按最低托盘使用数量和直接委托模式签约单价计算。

\*\* 本问题中“2024 年度营业收入为 8,709 万元，净运营收入为 6,572 万元。”对应数据在最后一列列示，其计算 1-3 月备考报表为不含税口径，4-12 月评估报告数据为含税口径，与前列不含税数据不可比。

\*\*\* 2024 年托盘使用率取 2024 年 1-6 月的数据。

基础设施项目 2023 年 1 至 9 月及 2024 年 1 至 9 月的营业收入及净运营收入情况如下表所示：

表：基础设施项目 2023 年 1-9 月及 2024 年 1-9 月经营数据对比

单位：万元

报表项目	2023 年 1-9 月（实际）	2024 年 1-9 月（实际）*
营业收入	6,575.31	6,906.93
减：营业成本	2,244.33	2,403.08
减：税金及附加	640.92	652.56
减：销售费用	-	-
减：管理费用	80.03	8.81
加：折旧及摊销	1,884.83	1,908.59
净运营收入	5,494.86	5,751.08

\* 该列数字的组成：2024 年 1-6 月为备考报表数字，2024 年 7-9 月为实际运营结算的不含税数据（未审计）。2024 年 7-9 月所有客户（无论是否设置最低托盘使用数量）均按照实际托盘使用量进行计算。

基础设施项目 2024 年 7 至 9 月实际及评估预测的营业收入及净运营收入情况如下表所示：

表：基础设施项目 2024 年 7-9 月实际经营数据

及 2024 年 7-9 月评估预测数据对比

单位：万元

报表项目	2024 年 7-9 月（实际）	2024 年 7-9 月（评估）*	实际高于评估的百分比
营业收入	2,223.79	2,066.24	7.6%
净运营收入	1,854.82	1,641.94	13.0%

\* 基于评估报告每年收入均匀发生的假设，该列数字由评估报告 2024 年 7-12 月预测数据/2 并剔除增值税影响得到。

## 2) 基础设施项目营业收入、净运营收入变动情况分析

2021-2024 年，基础设施项目的托盘使用率由 62.4% 增长至 72.0%，托盘使用率稳步增长。2024 年营业收入、净运营收入预计下降主要原因是穿透模式下托盘单价的调整和评估机构对 2024 年 4-12 月业务量的谨慎估计。

具体分析如下：

①直接委托客户等关联方协议平均单价有所下调。2024 年 7 月 1 日变更模式后，直接委托客户等关联方协议首年阴凉库加权平均存储费单价约为 77.43 元/托盘/月，较 2021-2023 年原始权益人与直接委托客户签署的托盘计费单价整体有所降低，在托盘使用量整体保持稳定的情况下，单价的下调会导致营业收入的降低。下调租金单价主要是考虑到直接委托模式下，关联方需求稳定并在协议中设置最低托盘使用量，且合同期限延长至 5 年，提高了需求的确定性，价格对应适当调整。

②2024 年 4-12 月采取了审慎保守的估计。4-12 月的营业收入估计采用穿透模式下直接委托模式调整后的单价及合同中约定的最低使用托盘数进行估计，导致预计收入相对实际收入偏低。从 2024 年 1-9 月实际运营和 2023 年 1-9 月实际运营同比数据来看，营业收入和净运营收入分别增长了 5.0% 和 4.7%。自项目执行穿透模式以来，从 2024 年 7-9 月

实际运营和 2024 年 7-9 月评估数据看，实际营业收入和净运营收入分别超过评估预测数 7.6%和 13.0%，实际运营收入和净运营收入均高于评估机构的预测数据。

4.关于租户情况。根据申报材料，基础设施项目的底层租户包括药品企业、医药器械企业、连锁药品、电商平台等。请管理人、财务顾问补充披露截至尽调基准日基础设施项目的各类客户租赁面积/托盘、收入占比、合作稳定性情况，如为承包模式的，请穿透披露底层租户情况。

答复：

根据底层客户情况分析，管理人、财务顾问认为基础设施项目整体客户合作关系稳定，并已就截至尽调基准日基础设施项目的各类客户租赁面积/托盘、收入占比、合作稳定性情况补充披露于招募说明书第十四章，财务顾问报告第二章之“2.2 基础设施项目运营情况”。

具体如下：

截至尽调基准日，基础设施项目各类底层客户历史三年一期租金占比收入（不含税）金额如下表所示：

表：底层客户按行业分类三年一期收入及占比情况

单位：万元

客户分类	2021 年	占比	2022 年	占比	2023 年	占比	2024 年 1-6 月	占比
医药商业	5,046.34	60.1%	5,542.15	61.5%	5,684.27	61.0%	3,092.62	66.0%
医疗器械制造	945.35	11.3%	1,267.77	14.1%	1,183.34	12.7%	573.57	12.2%
医药制造	909.17	10.8%	799.81	8.9%	1,004.57	10.8%	503.62	10.8%
物流及仓储业	496.58	5.9%	973.05	10.8%	1,049.39	11.3%	336.26	7.2%
商品批发	541.79	6.5%	211.75	2.4%	164.36	1.8%	75.54	1.6%

其他	451.00	5.4%	215.39	2.4%	231.92	2.5%	101.53	2.2%
合计	<b>8,390.23</b>	<b>100.0%</b>	<b>9,009.92</b>	<b>100.0%</b>	<b>9,317.85</b>	<b>100.0%</b>	<b>4,683.14</b>	<b>100.0%</b>

各类客户历史三年一期托盘量（可按托盘统计部分）占比如下表所示：

表：底层客户按行业分类三年一期使用托盘数及占比情况

单位：个

全年托盘数 (个) <sup>8</sup>	2021年	占比	2022年	占比	2023年	占比	2024年1-6月	占比
医药商业	606,175	63.0%	683,504	64.3%	708,151	65.1%	391,079	70.5%
医疗器械制造	102,321	10.6%	135,487	12.7%	126,903	11.7%	63,520	11.4%
医药制造	112,903	11.7%	90,765	8.5%	98,728	9.1%	47,908	8.6%
物流及仓储业	65,924	6.9%	123,358	11.6%	124,179	11.4%	38,904	7.0%
商品批发	57,036	5.9%	17,723	1.7%	15,446	1.4%	6,768	1.2%
其他	17,344	1.8%	12,059	1.1%	14,762	1.4%	6,732	1.2%
合计	<b>961,703</b>	<b>100.0%</b>	<b>1,062,896</b>	<b>100.0%</b>	<b>1,088,169</b>	<b>100.0%</b>	<b>554,911</b>	<b>100.0%</b>

合作超过3年的客户，2023年全年收入占比为94.9%，客户家数占比为69.0%。其中，医药商业、医疗器械制造和医药制造行业客户收入占比81.1%，该部分客户粘性较强，租赁需求稳定，伴随医药行业整体平稳增长的发展态势，管理人、财务顾问认为，基础设施项目整体客户关系稳定。

表：合作超过3年客户收入与数量占比

客户分类	2023年收入 (不含税/万元)	收入占比	客户数量(家)	数量占比
医药商业	5,532.31	59.4%	32	13.2%
医疗器械制造	1,183.02	12.7%	5	2.1%
医药制造	837.73	9.0%	24	9.9%
物流及仓储业	924.39	9.9%	5	2.1%
商品批发	148.34	1.6%	79	32.6%
其他	211.15	2.3%	22	9.1%
总计	<b>8,836.94</b>	<b>94.9%</b>	<b>167</b>	<b>69.0%</b>

<sup>8</sup> 托盘使用量是根据财务收入结合租金单价折算的等效数据（托盘数=存储收入/托盘单价），计算口径未包含以存储单元计费之外的客户使用的托盘数（如按支、按费率计算等不包含在内），2021年至2023年此类客户历史平均收入占比约为4.5%

5.关于存储费增长率。根据申报材料，已签署的三方协议期限届满后，各方应参考 REITs 基金聘请的资产评估机构评定的续期期间存储费增长率来协商确定续期期间存储费增长率；续期协议的起始场地使用费和综合服务管理费均不得低于上一服务期限最后一个租赁期间的存储费，且存储费增长率由基金管理人按照 REITs 相关指引要求提交基金份额持有人大会进行决策（如需）。

（1）请管理人、财务顾问说明相关协议约定是否与披露内容一致，并对按照资产评估机构确定的存储费增长率而非市场情况确定价格，是否符合商业逻辑发表明确意见。

答复：

#### 1) 关于相关协议约定与披露内容的一致性

经管理人、财务顾问及项目律师复核，相关协议约定与披露内容一致。

#### 2) 关于按照资产评估机构确定的存储费增长率符合商业逻辑的分析

管理人、财务顾问认为，整体机制安排出于充分保护投资人利益考虑，兼顾承租人利益，并符合基础设施基金稳定性、可持续性、适度增长的属性，符合商业逻辑。具体分析如下：

根据三方协议约定，各方应于服务期限届满前 18-12 个月内，协商续期期间存储费增长率。

此外，续期期限为 5 年，为避免暂时性市场环境调整导致当年存储费增长率受影响，无法代表长期的存储费增长趋势，并且为了进一步保障投资人利益，续期协议约定续期期间起始存储费均不得低于上一服务期限最后一个租赁期间的存储费，并约定下一个服务期间年存储费增长率区间为 0-3.5%，避免上涨幅度过大超出承租人承受力。

综上，管理人、财务顾问认为，整体机制安排出于充分保护投资人利益考虑，兼顾承租人利益，并符合基础设施基金稳定性、可持续性、适度增长的属性，符合商业逻辑。

**(2)请管理人、财务顾问说明上述事项的决策权限对基础设施项目运营管理效率的影响，由基金份额持有人大会进行决策是否具有可行性。**

**答复：**

管理人、财务顾问认为上述事项的决策权限对基础设施项目运营管理效率的影响有限，且由基金份额持有人大会进行决策具有可行性，具体分析如下：

**1) 续期合同是否提交基金份额持有人会议决策取决于届时项目的客观条件**

根据《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》规定，基础设施基金成立后发生的金额超过基金净资产 5%的关联交易需提交基金份额持有人会议决策。

当前关联交易占比较高，若当前状态下合同续期需提交基金份额持有人会议决策。

考虑基础设施项目未来可能由于扩募、资产交易等原因导致基金净资产增加，需要根据届时的续约合同金额及基金净资产规模判断初始三方协议合同续期事项是否提交份额持有人会议。

## **2)在协议终止前提前启动协商工作，为召开基金份额持有人会议预留充足时间**

三方协议约定，本协议服务期限届满后续期时，各方应于服务期限届满前 18-12 个月内(即 2028 年 1 月 1 日至 2028 年 6 月 30 日)协商确定续期期间存储费增长率，为召开基金份额持有人会议预留充足时间。

## **3)协议限定续期的年存储费增长幅度在 0 至 3.5%之间，争议空间有限**

根据相关协议约定，续期各年度的存储费增长率由各方协商确定，年增长率期间为 0%至 3.5%。因此，各方仅在 0 至 3.5%有限空间内协商，争议空间有限，达成一致可行性较高。

## **4)对于未达成一致情形设置兜底安排**

根据三方协议，若各方未能在约定时间内(即 2028 年 1 月 1 日至 2028 年 6 月 30 日)对存储费增长率形成一致意见，应先行采用届时基金聘请的独立第三方资产评估机构评定

的增长率执行（该增长率应在 0%至 3.5%区间内），直至各方最终确定续期的年增长率（0%-3.5%区间内）。

综上，管理人、财务顾问认为，上述机制为续期谈判程序预留了充足的时间、已明确协商机制并对于未达成一致情形下设置了兜底安排，上述事项的决策权限对基础设施项目运营管理效率的影响有限，且由基金份额持有人大会进行决策具有可行性。

**6.关于业务资质。**根据申报材料，九州通物流已取得第三方药品物流资质，可以开展药品委托存储、配送业务，九州通物流使用基础设施项目场所为客户提供药械分拣、包装及配送等物流服务。

（1）请管理人、财务顾问补充披露九州通物流第三方药品物流资质的有效期、续期条件、基金存续期内的未来续期安排。请管理人、财务顾问、律师对九州通物流相关资质稳定性是否影响基础设施项目稳定运营、项目公司申请取得第三方药品物流资质的可行性与实质障碍发表明确意见。

**答复：**

管理人、财务顾问及项目律师认为，项目公司目前开展业务无需取得药品第三方物流企业资质，其持有的武汉东西湖项目为符合 GSP 要求的医药仓库，可协同与九州通物流或其他药品物流企业共同为委托客户提供药品受托存储服务。

此外，就九州通物流相关资质稳定性可能引起的项目空置风险，基础设施项目已设置了相关风险缓释措施。

具体如下：

### **1)关于九州通物流第三方药品物流资质的有效期、续期条件、基金存续期内的未来续期安排的补充披露**

根据《湖北省药品委托销售、储存和运输监督管理规定》等医药监管规定，药品第三方物流企业应当具备符合资质的人员、具有能够与委托方实现质量信息数据可视化交互的计算机管理系统、具备符合药品质量储存条件的场所和运输等设施设备、建立统一的质量管理体系。药品第三方物流企业资质不设置有效期，在未被公告取消资质的前提下长期有效且无需主动续期，基金存续期内不涉及主动续期安排，相关规定如下：

根据《湖北省药品委托销售、储存和运输监督管理规定》等医药监管规定，对于首次接受委托的受托方，湖北省药监局将进行现场评估，确认其是否符合药品第三方物流企业相关条件，如符合的，将以公告形式进行公示；后续，湖北省药监局将按照特定频次或基于应当启动有因检查的情形对其进行监督检查，如出现应当取消其药品第三方物流企业资质的，有权暂停其资质并以公告形式进行公示。

九州通物流自 2015 年起取得药品第三方物流企业资质，根据湖北省药监局截至目前最近发布的《关于药品委托储存

运输信息公告》(2024年第6号,发布日期2024年3月14日),九州通物流目前为有资格进行药品委托储存配送的药品第三方物流企业。在未被公告取消资质的前提下,九州通物流无需对该资质进行主动续期。

上述内容管理人已补充披露于招募说明书第十四章,财务顾问已补充披露于财务顾问报告第二章之“2.4 基础设施项目的合规情况”。

## 2) 九州通物流相关资质稳定性对于基础设施项目稳定运营可能存在一定影响

若九州通物流不再具备药品第三方物流企业资质,或九州通物流不再承租或使用基础设施项目,则项目公司需要另行寻找其他药品物流企业(包括按药品第三方物流管理的企业和药品第三方物流企业)<sup>9</sup>作为承租人或使用人,如未能及时找到,可能导致基础设施项目空置的风险。

上述风险已于招募说明书第八章及财务顾问报告“重大风险提示”之“三、与基础设施项目相关的风险”中补充披露。因此,管理人、财务顾问及项目律师认为,九州通物流相关资质稳定性对于基础设施项目稳定运营可能存在一定影响。

为此,基础设施项目设置了相关风险缓释措施:

《三方存储服务协议》和《特定仓库租赁协议》等底层

---

<sup>9</sup> 根据《湖北省药品委托销售、储存和运输监督管理规定》对药品物流企业的资质要求,其应当设置符合《药品经营质量管理规范》相关要求的药品储存场所,并具备药品受托存储、配送的能力。因此,满足药品物流企业资质要求的主体具备确保药品存储仓库符合《药品经营质量管理规范》相关标准的能力。

合同中约定如九州通物流提前终止合同或到期不续约的，九州通物流应支付 12-18 个月的基准场地使用费、租金和综合服务管理费的违约金。

### 3) 项目公司具备符合 GSP 要求的医药仓储资产

根据湖北省药监局截至目前最近发布的《关于药品委托储存运输信息公告》(2024 年第 6 号, 发布日期 2024 年 3 月 14 日) 等相关文件, 项目公司已持有具备符合 GSP 要求的**存储场所**; 九州通物流是符合医药监管要求的药品第三方物流企业。项目公司授权九州通物流使用本项目场所, 可合法合规为委托客户提供药品存储服务。

根据医药监管相关规定, “药品存储服务”系指包括药品出入库作业、日常管理、拆零拣选、质量管理记录、集货配送等全流程的一体化服务, 为委托客户提供药品存储服务的主体需要为满足药品监管要求的药品物流企业(包括药品第三方物流企业及按药品第三方物流管理的企业); 仅提供药品存储的场地不属于医药监管下需要取得药品第三方物流企业资质的“药品存储服务”。因此, **项目公司无需取得药品第三方物流企业资质**。此外, 湖北省药监局已出具函件确认, 项目公司作为医药仓储物流资产产权人主要持有并出租仓库及配套设备等资产, 不需要另行取得药品第三方物流企业资质, 即项目公司无需取得第三方物流企业资质。

(2)请管理人、财务顾问补充披露基础设施项目历史接受的飞行检查、年度检查等主管部门检查情况及问题整改情况，并说明是否影响九州通物流的资质有效性及基础设施项目的运营稳定性。

答复：

管理人、财务顾问认为，基础设施项目历史接受的飞行检查、年度检查等主管部门检查情况及问题整改情况，对九州通物流的资质有效性及基础设施项目的运营稳定性均无重大影响。

### 1)基础设施项目历史接受的飞行检查、年度检查等主管部门检查情况及问题整改情况

目前药品监管部门对基础设施项目的检查分为定期检查和不定定期检查，定期检查为每半年一次。九州通物流依照国家相关规定，建立了完整的质量管理体系、运营体系以及数字化的质量管理系统，配备了专业的质量管理人员。2022年至今，九州通物流公司已接受检查 63 次，其中现场检查 19 次，非现场检查 44 次。

### 2) 主管部门检查对九州通物流的资质有效性及基础设施项目的运营稳定性影响分析

主管部门检查对九州通物流的资质有效性及基础设施项目的运营稳定性均无重大影响。根据九州通物流相关说明，上述检查均顺利通过，无主要、严重缺陷问题，从未发生过

因质量管理事故而停业或者取消经营资质的情况。

此外，为了保证基础设施运营的稳定性，在项目公司与九州通物流和客户的《三方存储服务协议》、项目公司与九州通物流的《特定仓库租赁协议》中，均约定了九州通物流应当符合《湖北省药品委托销售、储存和运输监督管理规定》等相关规定且为湖北省药品监督管理局确认的医药第三方物流企业，具有开展医药第三方物流业务需要具备的组织机构、人员、设施设备、质量管理体系文件、计算机系统等相关条件，拥有接受药品及医疗器械公司的委托提供药品及医疗器械储存、分拣、配送服务的能力和资质。九州通物流应按照湖北省药品监督管理局相关规定接受湖北省药品监督管理部门的药械合规性检查。九州通物流应持续具有医药第三方物流企业资质，并保证存储场所持续符合医药经营或医药第三方物流对于仓库的标准和要求。

上述内容管理人已补充披露于招募说明书第十四章，财务顾问已补充披露于财务顾问报告第二章之“2.4 基础设施项目的合规情况”。

**7.关于租约到期时间分布。根据申报材料，已签署三方协议的客户为 32 户，到期日均为 2029 年 6 月 30 日。请管理人、财务顾问就租户集中到期情形评估设置风险缓释措施。**

**答复：**

管理人、财务顾问认为，九州通持续使用本项目意愿较强，且关于集中到期不续期的风险目前已在三方协议中设置了风险缓释措施，集中到期不再续期的风险可控。具体分析如下：

### **1) 租户集中到期情形的相关风险分析**

基础设施项目是九州通全国医药物流网络关键节点之一，充分承担了地区性物流中心和全国物流重要节点的功能。基础设施项目对于九州通集团具有中心节点的战略意义。

基础设施项目是九州通集团在武汉市仅有的一处医药物流中心，是九州通集团在武汉开展医药流通业务重要的基础设施。基础设施项目所在地区属于武汉市区域内物流核心成熟区。签署三方协议的 32 家客户均是关联方客户，这类客户如果到期不续期，除非其停止经营业务，否则，对其运营成本以及经营效率都会带来很大影响。

因此，管理人、财务顾问认为，基础设施项目为九州通集团开展经营业务重要的依托，关联方客户难以在武汉市找到同等规模以及同等营运效率的医药物流中心，继续使用本项目意愿较强，集中到期不再续期的风险可控。

### **2) 三方协议中的风险缓释措施设置情况**

三方协议到期后，各方应续期并另行签署协议，每个续期的服务期限为 5 年，续期协议的主要条款应与目前协议保持一致。服务期限到期后不续签的，项目公司有权要求九州

通集团等 32 家委托客户不得在武汉市范围内使用三方医药物流相关服务，或要求九州通物流及其关联方不得在武汉市范围内从事第三方医药物流业务（为管理人同意的特定主体提供服务除外）。服务期间委托客户或九州通物流对于存储场所的改造装修部分以及配置的相关设施设备（包括但不限于业务设施）归项目公司所有。若委托客户或九州通物流未能按照项目公司的要求予以展业限制的，则应赔偿由此给项目公司造成的一切损失。

租户集中到期情形风险及相关风险缓释措施已于招募说明书第八章及财务顾问报告“重大风险提示”之“三、与基础设施项目相关的风险”中补充披露。

## （二）关于估值与现金流

1.关于折现率。根据申报材料，本次评估测算采用 7.75% 的折现率，以安全利率加风险调整值的方法确定，安全利率取中国人民银行公布的一年期定期存款利率 1.5%。请管理人及评估机构对安全利率、折现率取值的合理性发表明确意见。请评估机构结合项目公司资本结构、大宗交易（如有）、同行业上市公司并购重组（如有）及同类型已上市基础设施基金关于折现率的取值等，审慎评估折现率具体参数取值。

答复：

基础设施项目的安全利率已采用十年期国家债券的收

益 2.21%进行确定，并依据合理的风险调整值确定基础设施项目的折现率为 7.75%。同时，管理人和评估机构结合医药仓储行业背景、竞争格局、已上市仓储物流项目折现率取值以及长期增长率取值情况等方面对基础设施项目折现率取值进行了分析，认为基础设施项目采用 7.75%的折现率具备合理性。具体如下：

### 1) 基础设施项目折现率取值方法分析

折现率是为资本成本或用以转换日后应付或应收货币金额至现值之回报率，理论上反映资本之机会成本。根据《房地产估价规范》(中华人民共和国国家标准 GB/T50921-2015)，折现率的确定方法一般有市场提取法、累加法、投资收益率排序插入。本次评估测算采用累加法进行确定，故相关取值不涉及项目公司资本结构情况。

累加法公式如下：

折现率=安全利率+风险调整值，其中：

- ①安全利率参照价值时点（2024年6月30日）十年期国家债券的收益率 2.21%进行确定；
- ②在确定风险调整值时，通过市场上同类物业的平均水平结合实际经验，评估机构通过分析：*i.*投资风险补偿率；*ii.*缺乏流动性补偿率；*iii.*行业管理负担补偿率；*iv.*投资带来的优惠率，综合取值为 5.54%。

综上，得出的估价对象的折现率为 7.75%。

表：基础设施项目与普通仓储物流项目关于风险调整值的对比

风险调整值的组成	与普通仓储物流项目取值对比	具体分析
投资风险补偿率	偏低	医药仓储物流与租赁住房行业同属民生基础设施，其市场需求受经济波动的影响较小，基础设施项目风险特征更接近于租赁住房。结合基础设施项目 1.5% 的长期增长预期相较其他已上市仓储物流项目更为保守，因此基础设施项目投资风险补偿率略低于普通仓储物流项目，体现医药仓储物流资产的稳定性及特性。
缺乏流动性补偿率	偏高	经管理人和评估机构查询，近三年来未有医药仓储物流资产的大宗交易和上市公司收购医药仓储物流资产的可比案例。与普通仓储物流项目相比，医药仓储物流资产一般以自用为主，其资产流动性相对较低，大宗交易案例较少，故一般投资者会要求更高的回报率来弥补这种流动性风险，因此基础设施项目缺乏流动性补偿率略高于普通仓储物流项目。
行业管理负担补偿率	偏低	医药仓储物流在行业背景、竞争格局及供需环境等方面与传统高标仓存在显著差异，与传统高标仓相比，基础设施项目的行业需求更稳定、行业壁垒更高，因此行业及管理负担风险低于普通仓储物流项目。
投资带来的优惠率	基本一致	投资带来的优惠率指投资房地产可能获得某些额外利益，如可以抵扣部分所得税、使投资者更容易获得融资（如抵押贷款）等，从而得到一定优惠。基础设施项目投资带来的优惠率与普通仓储物流项目基本一致。

2) 基础设施项目在行业背景、竞争格局及供需环境等方面与传统高标仓存在显著差异，与传统高标仓相比，基础设施项目的行业需求更稳定、行业壁垒更高，因此行业及管理负担风险低于高标仓，其折现率设置低于传统高标仓具备合理性。具体分析如下：

### ①医药行业需求稳定增长

随着经济的持续增长、人口老龄化问题的凸显和公众对健康生活质量的日益关注，居民对药品和医疗保健产品的需求持续增长。统计数据显示，我国 65 岁以上人口占比由 2014 年的 10.1% 上升至 2023 年的 15.4%，近十年年均复合增长率达 5.1%。七大类医药商品销售总额同期也在显著增长，近十年年均复合增长率达 9.4%。医药物流行业是上游医药产品生产向下游消费需求传递的中间环节，医药商品消费需求的稳定增长能够带动医药物流市场稳定增长。

近年来，中国医药物流行业需求因医药制造业和医药流通业的稳步增长及医药电商的兴起而持续上升，全国医药物流费用总额保持持续增长趋势。根据中物联医药物流分会不完全统计预计，2023 年费用总额将达到约 1,000 亿元，同比增长约 5.3%，近 5 年年均复合增长率达 10.3%。

### ②医药物流行业壁垒较高，头部效应明显

不同于传统的仓储物流，医药仓储物流行业具有较高的行业壁垒包含管理壁垒、渠道资源壁垒及技术壁垒等。

#### A.管理壁垒

根据《药品经营质量管理规范（2016）》，药品生产企业销售药品、药品流通过程中其他涉及储存与运输药品的，也应当符合药品 GSP 的相关要求。2019 年 9 月国家药监局发布的《关于学习宣传贯彻〈中华人民共和国药品管理法〉的通

知》中明确了取消药品 GSP 认证，但药品监督管理部门可随时对药品 GSP 执行情况进行检查。监管部门通过加强事中和事后监管，强化主体责任，对企业日常管理的系统性和持续性提出了更高的要求。

为保障医药物流的储存运输质量及安全性，作为三方医药物流仓储设施的运营企业需要积累丰富的行业经验，具有完善的数字化管理系统，并满足一定自动化设施设备要求。后期进入者在全周期管理能力和信息系统搭建等方面均将面临一定劣势。

### B.渠道资源壁垒

由于医药仓储物流行业安全性要求高、质量管控及行业监管严格，使得医药仓储物流的业务关系相对稳定，委托方与受托方一旦形成相互认同的合作关系，一般都会持续保持长期稳定的业务关系。因此，进入行业较早、规模较大的医药物流仓储企业通过多年深耕市场积累了丰富稳定且长期的客户关系资源，后期进入者在渠道资源方面将面临一定劣势。

### C.技术壁垒

根据《药品物流服务规范》(GB/T30335—2023)，医药物流应制定药品仓储、运输与配送、装卸与搬运、设施设备、信息系统、追溯、安全、应急、内审等操作流程；应具有与药品物流服务相适应的基础设施、设备工具及信息系统。信

息系统应具备信息采集、处理、储存、传输、交换、追溯等功能。医药商品较强的监管门槛，对医药流通过程提出了较高的技术要求，行业内领先企业能够通过持续的技术迭代对信息系统优化升级，而后期进入者将面临一定劣势。

### ③医药物流行业集中度日趋提高，行业格局稳定

传统的仓储物流行业的基本格局是产业门槛低，投资者包括地产企业、物流企业、外资企业等，投资进入较容易，行业集中度相对较低。相反，医药物流行业的集中度较高。随着“两票制”的落地实施以及我国医药市场的不断整合与规范，大量管理落后、运作原始的医药商业企业逐渐被淘汰，大型医药企业通过体制改革，逐步朝着集团化、管理现代化的方向发展。

目前，我国医药物流市场总体已形成“4+N”的竞争格局，初步测算，四大医药流通企业（国药集团、上药集团、华润医药、九州通集团）营业收入总和占行业比例约 43%，近 4 年复合增速为 8.7%，领先于行业均值 5.3%，九州通年复合增速为 10.8%，行业竞争优势明显，医药流通行业的持续整合为我国从事医药物流行业的头部企业的未来发展奠定了基础。

④基础设施项目三方协议已设置最低业务使用量条款，管理负担较低，该部分收入确定性较高

为确保基础设施项目的稳健运作，截至 2024 年 7 月 1

日，基础设施项目已签订的《三方存储服务协议》均明确规定了年度最低托盘使用量。此项设置使项目公司能够更加精准地规划库存，并合理配置资源，从而减少因应对客户调整与变动所引发的额外开支。同时，该设置在平抑客户存储需求量波动带来的不稳定性方面发挥重要作用，为项目公司提供了更为可靠的库存预测和管理手段，有效降低与库存管理相关的负担，从而使三方协议对应的收入部分更加稳定。

### 3) 大宗交易市场情况及上市公司重大资产重组案例

经管理人和评估机构查询，近三年来未有医药仓储物流资产的大宗交易和上市公司收购医药仓储物流资产的可比案例。

### 4) 与已上市的仓储物流基础设施基金对比

①基础设施项目风险特征更接近于服务居民基本需求的基础设施项目

医药仓储物流与租赁住房行业同属服务居民基本需求的基础设施，其市场需求受经济波动的影响较小，基础设施项目风险特征更接近于租赁住房类项目。因此，基础设施项目折现率选取略低于普通仓储物流项目，体现医药仓储物流资产的稳定性及特性。

表：已上市产权 REITs 项目发售时折现率情况

REITs 类型	折现率区间
租赁住房	6.0%-6.5%
仓储物流	7.0%-8.75%

数据来源：交易所公开信息整理

②基础设施项目长期增长率低于传统仓储物流项目

考虑到租金增长的预期也会对折现率产生影响，所以管理人和评估机构进一步对比了已上市仓储物流项目长期增长率假设，根据下表可以看出，基础设施项目 1.5%的长期增长预期相较其他已上市仓储物流项目更为保守。未来收益预期的高低与风险成正比，收益预期越高，风险越大，投资者要求的回报率即折现率也随之更高，所以基础设施项目在相对较低的增长率预期下，折现率更低。

表：已上市仓储物流 REITs（发售阶段）长期增长率情况

REIT 名称	估值时点	所在城市	折现率	长期增长率
普洛斯 REIT (首发)	2020 年 12 月 31 日	北京	7.50%	3.0%
		北京	7.75%	
		广州	8.00%	
		广州	7.75%	
		佛山	8.50%	
		苏州	8.25%	
		昆山	8.00%	
普洛斯 REIT (扩募)	2022 年 12 月 31 日	青岛	8.50%	3.0%
		江门	8.75%	3.0%
		重庆	8.00%	3.0%
盐田港 REIT (首发)	2021 年 3 月 31 日	深圳	7.00%	2.5%
盐田港 REIT (扩募)	2022 年 12 月 31 日	深圳	7.00%	2.5%
深国际 REIT	2023 年 12 月 31 日	杭州	8.00%	2.75%
		贵州	8.75%	2.75%
宝湾 REIT	2024 年 3 月 31 日	天津	8.00%	2.75%
		南京	8.00%	2.75%
		嘉兴	8.25%	2.75%
京东 REIT	2022 年 6 月 30 日	廊坊	8.00%	3.0%

REIT 名称	估值时点	所在城市	折现率	长期增长率
		重庆	8.00%	3.0%
		武汉	8.00%	3.0%
本项目	2024 年 6 月 30 日	武汉	7.75%	1.5%

数据来源：交易所公开信息整理

综上所述，评估机构和管理人认为，基础设施项目安全利率和折现率参数的设置具备合理性。

2.关于出租率和收缴率。根据申报材料，截至 2024 年 6 月 30 日，基础设施项目的出租率为 100%，2024 年 7 月 1 日起由九州通物流整租模式变更为三种运营模式，本次评估测算采用 100%的收缴率。阴凉库合同期内前三年内托盘使用量每年递增 3.5%，第 4 年起至第 5 年阴凉库托盘使用量无增长。承包运营模式下的冷库托盘使用量不设置增长。合同期外，阴凉库和冷库的托盘使用量均不设置增长。

(1)请管理人、财务顾问补充披露最近三年及一期底层租户的出租率/托盘使用率(托盘使用量占项目托盘总数的比例)、收缴率、本次评估测算中预测期出租率及底层租户出租率/托盘使用率情况。

答复：

1) 基础设施项目三年及一期托盘使用率及出租率情况

2020-2023 年及 2024 年 1-6 月，基础设施项目的托盘使用率分别为 61.8%、62.4%、68.9%、70.6%及 72.0%，2020 年至 2023 年的复合年增长率为 4.5%。

表：基础设施项目三年及一期底层租户的托盘使用率

	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年1-6月
托盘使用率 <sup>10</sup>	61.8%	62.4%	68.9%	70.6%	72.0%

有别于传统仓储物流项目，医药仓储物流中，客户主要采用根据实际托盘使用量事后进行结算的模式，故不能以出租率概念衡量医药仓储物流项目的使用情况。托盘是医药仓储物流项目中重要的计费模式及药品作业的载体，托盘使用率则是衡量现代医药仓储设施使用效率的重要指标，托盘使用率的计算公式为：托盘使用量/托盘总数。

为保障托盘流转的速度，提升仓库效率，以及防范突发的卫生事件，医药仓库一般会预留足够多的运作空间来保障托盘在入库上架、出库下架、自动拣选、传送带运输等环节上的流转效率。例如立体库在设计时的一般上限使用率约为90%，实际仓库运作过程中基于业务吞吐量不同，该使用率有一定的波动。

根据评估机构出具的《九州通东西湖现代医药物流中心REITs项目市场分析报告》，全国医药物流阴凉库稳定期的托盘使用率一般为70%-80%。在医药仓储物流领域，医药仓库从投入运营至进入稳定期通常需两至三年，如医药仓库的规模和容量较大，具体时长将相应延长。基础设施项目2021年

<sup>10</sup> 托盘使用率：1、计算口径未包含以存储单元计费之外的客户使用的托盘数，2021年至2023年此类客户历史平均收入占比约为4.5%；2、托盘使用率=托盘使用量/项目托盘总数（当年尚未投入运营的资产对应托盘容量作相应扣减），托盘使用量是根据财务收入结合租金单价折算的等效数据（托盘数=存储收入/托盘单价）；3、2020年托盘使用率较低的原因主要为公共卫生事件影响，项目收入整体不高，折合的托盘使用量较低；2021年托盘使用率较低的原因因为保障中心3号楼自下半年开始启用，分子托盘使用量只计算半年，而分母项目托盘总数统计了其对应容量，导致结算的托盘使用率偏低。

托盘使用率较低的原因系子项目保障中心 3 号楼于 2021 年下半年建成并投入运营，该子项目经历运营爬坡期后，于 2022 年逐步实现稳定运营状态。2023 年及 2024 年上半年，基础设施项目托盘使用率均已超过 70%。

截至 2023 年 6 月 30 日，基础设施项目的办公区域为九州通物流自用。基础设施项目重组后，2023 年 7 月 1 日至 2024 年 6 月 30 日，办公区域由九州通物流整体租赁，出租率为 100%。

## 2) 基础设施项目三年及一期收缴率情况

2021-2023 年及 2024 年 1-6 月，基础设施项目的收缴率均为 100%。

收缴率计算口径为：收缴率=总实收仓储收入/总应收仓储收入。

表：基础设施项目三年及一期收缴率

	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1-6 月
收缴率	100%	100%	100%	100%

## 3) 本次评估测算中预测期底层租户托盘使用率及出租率情况

评估机构充分考虑历史使用情况及合同安排，基于审慎保守原则确定预测期底层租户托盘使用率及出租率，具体如下：

表：基础设施项目预测期托盘使用率及出租率

	2024年 7-12月	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年 1-6月	2029年7- 12月至预 测期末
托盘使用率	68.8%	70.8%	72.8%	74.9%	74.9%	74.9%	74.9%
办公出租率	100%	100%	100%	100%	100%	100%	90%

上述内容管理人已补充披露于招募说明书第十四章，财务顾问已补充披露于财务顾问报告第二章之“2.6 基础设施项目的评估情况”。

(2) 请管理人结合上述问题(1)，对本次评估中出租率/托盘使用率及收缴率设置的合理性发表明确意见。请评估机构结合基础设施项目历史经营情况、运营模式调整情况、租户行业及相关政策、可比竞品情况等，审慎评估出租率/托盘使用率及收缴率具体参数取值。

答复：

### 1) 托盘使用率假设合理性分析

管理人与评估机构结合运营管理机构运营能力、三方协议约定及医药仓储物流行业托盘使用率等情况，认为托盘使用率假设具备合理性，具体如下：

①九州通物流医药物流运营能力强，能够保障持续稳定的客户来源

九州通物流是医药仓储物流行业领先的运营服务商，是行业内首家 5A 级医药物流企业，对于药品批发企业、零售连锁药店、药械生产商等客户的需求理解深刻，通过物流仓

配资源、打通业务与物流平台，为客户提供仓配全链路服务。凭借已开发的直通干线及星状支线，形成 4,000 余条配送线路，可以做到多段联运，配送覆盖广，服务总量与效率行业领先。

因此，九州通物流作为基础设施项目的招商实施机构，运营及综合化服务能力强，可有效保障基础设施项目的客户来源并提升客户粘性，从而保障基础设施项目托盘使用率的稳定性。

## ②评估测算采用最低托盘使用量

基础设施项目三方协议中约定了最低托盘使用数量。评估机构谨慎考虑，该部分客户的托盘数均采用三方协议约定的各年度的最低托盘使用数量进行测算。

另外，根据《过渡期仓库租赁协议》约定，任一份药械存储服务协议到期后，客户需订立《三方存储服务协议》或纳入《特定仓库租赁协议》的范围内。经评估机构谨慎考虑，该部分客户的托盘数总量采用《过渡期仓库租赁协议》中各委托客户对应的托盘数量总和进行测算。

基于《三方存储服务协议》和《过渡期仓库租赁协议》，评估机构测算采用各个年度最低托盘使用数量测算项目的整体运营收益，2027 年始达到稳定托盘使用率 75%。各年度最低托盘使用数量如下表：

表：各年度最低托盘使用数量

托盘单位：个

月均最低托盘数	2024年7-12月	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年至预测期末
阴凉库托盘数	86,135	88,655	91,258	93,951	93,951	93,951
冷库托盘数	2,324	2,324	2,324	2,324	2,324	2,324
合计	88,459	90,979	93,582	96,275	96,275	96,275
托盘使用率	<b>68.8%</b>	<b>70.8%</b>	<b>72.8%</b>	<b>74.9%</b>	<b>74.9%</b>	<b>74.9%</b>

③历史使用率及医药物流行业使用率支持基础设施项目托盘使用率假设

2023年及2024年的上半年，基础设施项目的托盘使用率分别达到了70.6%和72.0%，历史使用率超过了评估机构设定的2024年下半年及2025年托盘使用率，即68.8%和70.8%，考虑业务持续增长，基础设施项目托盘使用率预测取值合理。

根据评估机构市场的调研及对中物联相关专家的访谈了解，全国医药物流阴凉库稳定期的托盘实际使用率为70%-80%。故基础设施项目设置的稳定期托盘使用率符合当前行业现状。

综上所述，评估机构及管理人认为，本次评估采用的托盘使用率具备合理性。

## 2) 收缴率假设合理性分析

鉴于基础设施项目历史收缴率情况，结合招商实施机构已建立较完善的应收账款管理和租金收缴制度，预计未来发生客户欠缴租金而引发坏账的风险较小。因此，评估机构及

管理人认为，收缴率参数假设具备合理性。具体如下：

### ①历史收缴率水平支撑收缴率假设

基础设施项目作为医药仓储物流资产，主要租户为九州通集团及其下属的药品批发公司、器械公司、药品零售连锁企业，同时也包括第三方的中小药品批发企业、零售连锁药店、药械生产商以及政府战略储备单位等，客户支付能力、履约能力较强，企业信用记录较好。基础设施项目最近三年及一期的收缴率均为 100%。报告期内，基础设施项目不存在租金坏账的情形。

### ②招商实施机构应收账款管理和租金收缴制度支撑收缴率假设

招商实施机构已建立较完善的应收账款管理和租金收缴制度，具体如下：

#### A.明确应收账款管理责任，建立相关保障机制

a.分层负责制：根据业务金额的大小，由总经理、部门经理、业务经理和业务员分别负责相应的客户群体，提高应收账款的管理效率；

b.定期审查机制：通过定期审查应收账款情况，及时发现潜在的延迟支付风险，并采取相应的预防措施；

c.客情关系维护机制：通过持续的沟通和反馈维护与客户的良好关系，提升应收账款的回收效率。

#### B.细化租金收缴相关安排

a.收缴租金的时间：按照合同规定的租金收取时间，及时与承租人进行业务账单核对并确认当期租金，根据确认的账单及时向承租人开票，并跟进其付款情况。对于逾期未缴清租金的承租人，应第一时间联系其进行催缴，并严格按照合同规定的逾期费用标准进行计算和收取滞纳金。

b.收缴租金的方式：银行转账。

c.收缴租金的账务管理：已建立完善的财务管理制度，确保租金的及时入账和准确核对。对于逾期未缴清租金的承租人，建立分级清收制度，根据欠款客户的等级分别指定清收责任人，专人专门进行应收账款催缴工作，并记录在案。

d.收缴租金的监督与检查：已建立专门的监督检查机制，对租金收取工作进行定期检查和汇报，确保收取工作的规范和高效。

e.租金滞纳金规定：如租赁方未按时支付租金，每逾期一天，应按照合同约定的滞纳金比例进行追加支付。

### C. 细化应收账款紧急清收方案

招商实施机构已建立紧急清收预案，以应对应收账款总额达到影响公司正常资金使用的重大金额或其他紧急情况。该预案的启动、实施和管理流程如下：

a.启动条件：当应收账款总额达到预设阈值或出现其他紧急情况时，将触发紧急清收预案。

b.启动程序：一旦满足启动条件，预案将自动生效。财务

部、业务部门和企管部需立即联合行动，共同分析情况，制定具体的回款目标和计划，并指定清收责任人。

**c.方案实施:**

i.梳理客户欠款情况，包括欠款天数、各时间段应收金额和总额，并在《应收账款紧急清收计划表》中明确清收责任人、回款目标和时间节点；

ii.相关管理人员将根据应收账款的金额和逾期情况，优先催收大额和超期账款，直至将欠款额度降至安全警戒线以下；

iii.清收期间，财务部资信岗位负责每天汇总清收进度，并向总经理进行汇报。

综上所述，评估机构及管理人认为，本次评估采用的收缴率具备合理性。

**3.关于租金增长率。**

(1)根据申报材料，基础设施项目的合同租金低于市场租金水平，本次评估以各协议期满后持续续签为假设前提，故以合同租金测算合同期外租金水平。请管理人及评估机构结合合同期内的复合租金增长率、市场租金增长率、合同租金与市场租金差异情况、基础设施项目运营模式未来调整情况说明上述评估假设的合理性、以合同租金测算合同期外租金水平的合理性。

**答复:**

管理人及评估机构结合基础设施项目合同租金与市场租金的差异情况，认为合同期外按照市场租金的可实现性较高，并于评估模型中，将合同期外的租金水平由合同租金调整为市场租金。具体分析如下：

为更好的反映市场情况，仲量联行对以合同租金测算合同期外租金水平的评估假设进行了调整。调整后，评估机构将按照当前基准日预测的届时市场租金水平预测现有合同到期后的未来收入。

具体而言，评估机构预测市场租金采用市场比较法求取，即选择其中三个较为接近基础设施项目情况的可比实例作为参照，经过充分考虑各物业的差异，对可比案例的交易状况、市场状况和房地产状况等方面与基础设施项目进行修正，得出基础设施项目的比准市场租金，以比准市场租金为基础假设现有合约到期后市场化招租的价格，符合市场逻辑，具备合理性。

以仲量联行预测的2024年比准市场租金及2025-2029年的增长率假设为基础，计算得出基础设施项目阴凉库和冷库2029年的预测市场租金水平分别为84.6元/托盘/月和218.4元/托盘/月，与2029年合同租金的差异不超过2%，因此未来预测收入的可实现性较高。

表：基础设施项目已签订合同平均单价与市场租金水平对比

单位：元/托盘/月

库型	目前已签订合同平均价格	目前可比实例修正市场价格	2029年合同平均价格	预计2029年市场租金水平
阴凉库	77.4	80.5	82.9	84.6
冷库	200.9	207.9	215.2	218.4

经过调整，基础设施项目针对合同期外的收入预测将参照市场租金标准，以确保项目收入预测与市场发展趋势的一致性。

**(2)根据申报材料，已签署三方协议的客户基础设施项目的前3年存储费单价不递增，第4年起至第5年每年递增3.5%。请管理人、财务顾问补充披露最近三年及一期阴凉库、冷库、辅助办公对应的存储费/租金、占比、各期增长率及复合增长率，说明设置上述增长机制的原因及合理性。**

**答复：**

基于基础设施项目历史收费水平、历史收入增长率和我国卫生总费用及药品销售增长等情况，管理人、财务顾问和评估机构认为三方协议合同期内存储费单价的增长率取值具备合理性。具体分析如下：

### **1) 历史存储费单价水平支撑增长率假设**

从历史4年存储费单价水平来看，2020年基础设施项目阴凉库存储费单价为79.0元/托盘/月，2023年末增长至85.8元/托盘/月，复合年增长率为2.8%，支撑本次三方协议存储

费单价第一至第三年不增长，第四至五年增长率 3.5%，五年复合增长率 1.73%的假设。

根据三方协议约定，直接委托客户仅需要阴凉库存储服务，冷库空间已全部纳入承包运营模式，由九州通物流承包后统一管理。

表：基础设施项目历史存储费单价、收入占比

单位：元/托盘/月、元/平方米/月

库型	2020 年		2021 年		2022 年		2023 年		2024 年 1-6 月	
	单价	收入占比	单价	收入占比	单价	收入占比	单价	收入占比	单价	收入占比
阴凉库 <sup>11</sup>	79.0	88.2%	85.9	89.5%	86.4	92.8%	85.8	89.6%	84.4	87.8%
冷库	233.6	4.7%	242.7	4.4%	240.6	4.2%	245.1	4.2%	245.6	4.2%
办公	/	/	/	/	/	/	20.0	1.7%	20.7	3.5%

表：基础设施项目历史租金单价增长率、复合增长率

	2021 年增长率	2022 年增长率	2023 年增长率	2024 年 1-6 月增长率	复合增长率 <sup>12</sup>
阴凉库	8.8%	0.6%	-0.8%	-1.6%	2.8%
冷库	3.9%	-0.9%	1.9%	0.2%	1.6%
辅助办公	/	/	/	3.5%	/

上述内容管理人已补充披露于招募说明书第十四章，财务顾问已于财务顾问报告第二章之“2.2 基础设施项目运营情况”补充披露。

## 2) 历史收入增长率支撑增长率假设

根据备考财务报表，基础设施项目 2021-2023 年及 2024 年 1-6 月的营业收入、净运营收入如下：

<sup>11</sup> 阴凉库收入占比计算口径未包含以存储单元计费之外的客户收入。

<sup>12</sup> 复合增长率口径为 2020 年至 2023 年。

表：基础设施项目历史收入情况

单位：万元

项目	2021 年度	2022 年度	2023 年度	2024 年 1-6 月
营业收入	8,390.23	9,009.92	9,317.85	4,683.14
净运营收入	6,938.49	7,351.63	7,800.69	3,896.25

2021-2023 年及 2024 年 1-6 月，基础设施项目的历史收入（不含税）分别为 8,390.23 万元、9,009.92 万元、9,317.85 万元及 4,683.14 万元，2022 年、2023 年的年增长率分别为 7.39%、3.42%，复合年增长率为 5.38%；基础设施项目的净运营收入分别为 6,938.49 万元、7,351.63 万元、7,800.69 万元及 3,896.25 万元，2022 年、2023 年的年增长率分别为 5.95%、6.11%，复合年增长率为 6.03%。基础设施项目历史收入及净运营收入呈现稳步上升态势。由于项目历史期间的收入呈现增长趋势，表明了市场需求的稳定性和基础设施项目的盈利能力。因此，合同期内存储费单价的增长设置是基于过往业绩的合理预期。

### 3) 我国卫生总费用及医药商品销售额增长率支撑租金增长率假设

根据国家卫健委数据，2013 年至 2023 年我国卫生总费用年均复合增长率达 11.1%；根据商务部消费促进司数据，2012 年至 2022 年我国七大类医药商品销售额年均复合增长率高达 9.4%。鉴于卫生总费用和医药商品销售额将持续保持较高水平的增长，基础设施项目租金收入合理预测将呈现增长趋势。根据基础设施项目评估模型，存储费单价预测期前

三年不增长、仅托盘使用量有一定比例增长，而预测期第四年至第五年存储费单价按照 3.5% 的比例增长、托盘使用量保持不变，按照该存储费增长机制基础设施项目可实现收入的平稳增长趋势，也符合国内卫生总费用及医药商品销售额增长的合理预期。

综合以上分析，管理人和财务顾问认为，三方协议合同期内存储费单价增长率的取值和增长机制具备合理性。

**(3) 根据申报材料，合同期外的租金单价增长率按照市场租金增长率水平计算，即 2030 年及以后年度的租金单价增长率为 2.5%。请管理人及评估机构结合历史租金单价及增长情况、各类物业收入占比情况、同区域内医药仓储设施年供应量增长情况、现有租约中关于租金增长的约定情况、可比项目出租率情况、医药仓储物流行业政策及总体发展情况等，审慎评估预测租金增长率取值的合理性。**

**答复：**

评估机构预测基础设施项目合同期外的市场租金单价增长率为 2.5%（2030 年至 2033 年），长期增长率为 1.5%（2034 年至预测期末）。管理人和评估机构通过分析历史租金单价增长率情况、各类物业收入占比情况、武汉市医药仓储设施供应情况、现有租约中关于租金增长的约定情况及医药仓储物流行业政策及总体发展情况等方面，认为长期增长

率的取值具备合理性。具体分析如下：

### **1) 历史租金单价增长率支撑长期增长率假设**

从历史 4 年租金单价水平来看，阴凉库租金单价平均复合增长率为 2.8%，支撑本次租金 2034 年及以后年度增长率为 1.5% 的假设。

另外，长期增长率更加受到宏观周期的影响，根据类似物业的发展经验及该区域的市场状况，1.5% 的长期增长率取值合理审慎。

### **2) 冷库收入占比较低，对长期增长率影响较小**

基础设施项目项下阴凉库的租金单价历史年复合增长率约为 2.8%，而冷库的租金单价历史年复合增长率稍低，约为 1.6%。由于冷库收入在项目历史收入中的占比较小，平均占比不超过 4.5%，故其相对较低的增长率对基础设施项目整体租金单价的影响有限。

综合两种库型的租金单价，基础设施项目的历史租金单价年复合增长率为 2.6%，仍保持在一个相对稳定的水平，因此未来基础设施项目的租金单价长期增长率维持在 1.5% 是可以预期的。

表：基础设施项目租金单价复合增长率情况

单位：元/托盘/月

	2020年 单价 <sup>13</sup>	2021年 单价	2022年 单价	2023年 单价	复合增长 率
阴凉库	79.0	85.9	86.4	85.8	2.8%
冷库	233.6	242.7	240.6	245.1	1.6%
平均单价	81.7	88.5	88.9	88.4	2.6%

### 3)同区域内医药仓储设施年供应量较少，支持租金长期增长率假设

医药仓储项目是一个专门用于存储和管理医药产品的特殊仓库，医药物流仓库在政策批准、建造、运营和资质等因素上均设置有一定的行业门槛。因此武汉市场上拥有相应资质能够修建并投入运营的医药物流仓库数量有限，目前运营企业主要以国药集团、上药集团、华润医药、九州通集团等龙头企业为主，新建医药仓储项目较少。

基于行业的特性，区域内医药仓储物流项目新增供给较为有限。根据仲量联行市场调查，近年来仅有南京医药湖北有限公司于 2021 年在武汉改建投产一处单层立体库项目，位于江夏区藏龙岛科技园凤凰大道 18 号，建筑面积 2,009.37 平方米。此外，武汉市暂无其他新增医药仓储项目计划投产。因此，在区域良好的经济基础、稳定的医药仓库租赁需求下，基础设施项目作为既有成熟的医药仓储项目合理预测其未来租金将保持稳健的增长趋势。

<sup>13</sup>上述数据为穿透委托客户的存储价格统计，2020-2023 年，本项目属于运营爬坡期，使用率为 61.8%、62.4%、68.9%、70.6%，故价格单价层面复合增长率为 2.8%，未有较高的单价增长。其中 2020 年阴凉库单价相对较低的原因是由于 20 年客户结构性的原因，部分委托客户的需求量大，因而租金单价相对较低。结合历史情况，本项目在评估过程中，合同期前 3 年单价不设涨幅，预计 2027 年期末，使用率提升至 75%后，本项目处于稳定期（全国医药物流阴凉库稳定期的托盘实际使用率为 70%-80%）以上水平后，结合医药行业需求的增长，进而假设托盘单价的逐步提升。

#### **4) 现有租约中关于租金增长的约定可为租金增长率提供一定支撑**

根据已签署的三方协议和《特定仓库租赁协议》，续期协议的起始场地使用费/租金和综合服务管理费均不得低于上一服务期限最后一个租赁期间的对应费用。具体地，当个服务期到期前 18-12 个月为续期协商期，各方协商确定续期期间的存储费/租金增长率，年增长率区间应为 0%至 3.5%。相关协议关于续期单价增长率的约定可为长期租金增长率提供一定支撑。

#### **5) 医药仓储物流行业政策及总体发展情况**

**行业政策支持：**近年来，医药仓储物流行业作为国家医药卫生事业和健康产业的关键组成部分，受到行业政策的鼓励支持。《“十四五”现代物流发展规划》提出安全有序发展特种物流，完善医药物流社会化服务体系，培育壮大第三方医药物流企业；鼓励覆盖生产、流通、消费的医药供应链平台建设，健全全流程监测追溯体系，确保医药产品物流安全。

《药品经营和使用质量监督管理办法》等配套政策的持续出台和监管力度的不断强化，进一步推动行业规范化、规模化发展。

**全国医药物流费用持续增长：**2016 年至 2023 年，全国医药物流费用总额保持持续增长趋势。根据中物联医药物流分会不完全统计，预计 2023 年全国医药物流费用总额约

1,000 亿元，同比增长约 5.3%，近 5 年年均复合增长率达 10.3%，医药物流行业处于持续增长阶段。

**全国医药物流仓储面积稳步增加：**随着“两票制”的实施和药品集采的推进，医药物流行业经历了结构调整，为了满足业务需求，龙头企业继续布局，全国医药物流仓储面积持续增长。根据中国物流与采购联合会医药物流分会统计，截至 2023 年底，中国医药物流仓储面积约 2,500 万平方米，较上年增长 4.4%。

**全国医药物流中心数量逐年递增：**据中国物流与采购联合会医药物流分会统计，全国医药物流直报企业不同类型的医药物流中心数量逐年递增，2022 年达 1,298 个，预计 2023 年将达 1,338 个，主要分布在京津冀、长三角、珠三角、中部等经济发达、医疗水平较高的地区。大型医药物流中心的不断兴建，进一步反映出医药物流行业规模未来将持续增长。

综上，管理人和评估机构认为基础设施项目长期增长率的取值具备合理性。

**4.关于可比项目。**根据申报材料，本次评估中，为确定市场租金水平，针对阴凉库、冷库、辅助办公，分别选取了不同的可比实例/竞争对手，3 个冷库可比项目的租金分别为 230 元/托盘/月、193.8 元/托盘/月、200 元/托盘/月。

(1)请管理人、财务顾问补充披露可比项目的运营主体、

项目类型、用途、运营起始时间及主要经营情况。

答复：

可比项目的运营主体、项目类型、用途、运营起始时间及主要经营情况如下表所示：

表：基础设施项目可比竞品情况

	竞争对手 1	竞争对手 2	竞争对手 3	竞争对手 4	
项目名称	上海医药·上药科技园	华润湖北物流中心 <sup>14</sup>	湖北人福医药物流园	国药控股湖北物流中心	国药器械华中物流中心
仓库区位	武汉市蔡甸区	武汉市蔡甸区	武汉市江夏区	武汉市江夏区	
运营主体	国有企业	中央企业	民营企业	中央企业	
项目类型	医药仓库	医药仓库	医药仓库	医药仓库	
用途	阴凉库、冷库	阴凉库、冷库	阴凉库、冷库	阴凉库、冷库	
运营起始时间	2015 年	2006 年	2015 年	约 2011 年	
仓库容量	仓库总建筑面积约 7.7 万平方米，分两期建设	仓库面积 5 万平方米，冷库容积 0.2 万立方米	仓库面积约 2 万平方米，其中阴凉库约 0.9 万平方米，常温库约 0.5 万平方米，冷库及器械中心各 0.3 万平方米	总建筑面积达 6.8 万平方米，冷库 2 万立方米	总建筑面积达 1.2 万平方米，为器械仓库
计费方式	按托盘报价	按托盘报价	阴凉库/冷库主要按托盘/货位报价	阴凉库按托盘报价、冷库按立方米报价	按托盘报价

资料来源：仲量联行

<sup>14</sup> 鉴于竞争对手 2 的冷库面积小，且以自用为主。故未将其纳入下述问题（2）的冷库可比项目中。

图：基础设施项目及可比项目区位图



上述内容管理人已补充披露于招募说明书第十四章，财务顾问已补充披露于财务顾问报告第二章之“2.6 基础设施项目的评估情况”。

(2)请管理人、财务顾问及评估机构说明冷库可比项目租金差异较大的原因，区域内是否存在其他可比项目及其基本情况、经营情况，并结合周边可比项目区位、定位等，说明可比项目选取的合理性。

答复：管理人、财务顾问及评估机构通过分析对比可比实例与基础设施项目在区域位置、交通通达情况、主要客户定位、租金单价、运营时间等方面的异同，认为基础设施项目冷库可比实例具备可比性，具体分析如下：

### 1) 冷库可比项目租金差异较大的原因

医药冷库可比项目租金差异较大的原因系冷库有限的

供给、药企不同的议价能力以及冷库设备的差异形成。

基于自身的存储需求、产品特性、自动化管理、操作规程等因素，大型医药企业通常自行设计、自行建设医药仓库，以确保存储信息的安全性、存储服务质量的稳定性。

从面积上看，截至 2023 年末，我国医药冷库面积仅占医药物流仓储总面积的 4.6%，占比较低。而上述医药企业通常在优先满足自身冷链业务的仓储需求下，才会考虑将自建的冷库对外出租，从而导致市场上可出租的医药冷库资源相对有限。

与此同时，疫苗、制剂类企业对医药冷库的需求不断攀升，进一步加剧了医药冷库市场的供需紧张关系。在这种关系下，部分医药企业在冷库租赁市场中拥有较高的议价能力。而对于那些自身冷链需求并不旺盛的医药企业来说，则倾向于通过降低租金报价来吸引更多的冷链客户，以此推动业务的增长。因此市场上医药冷库的租金报价存在差异。

另外，根据药品对储存温度的不同要求，租金水平会相应进行调整，温度越低对制冷设备、保温材料的要求越高，租金报价相对越高。故冷库的报价区间呈现较大的波动性。

## 2) 可比项目选取的合理性分析

### ①冷库可比实例选择过程

医药仓储项目是一个专门用于存储和管理医药产品的特殊仓库，医药物流仓库在政策批准、建造、运营和资质等

因素上均设置有一定的行业门槛。因此武汉市场上拥有相应资质能够修建并投入运营的医药冷库数量有限。

对于冷库可比实例的选择，目前东西湖区域内没有类似体量和品质的医药冷库项目，因此评估机构将选择范围扩展到整个武汉市。经仲量联行市场调研，整个区域内可供比较的案例共有三个。

## ②冷库可比项目对比

本次在选择冷库可比实例时基于以下几点考虑：

A.鉴于医药物流仓库的修建和运营需要特定的资质，首先考虑可比物业的运营方或者产权人与目标物业的产权人拥有的相似运营能力和资质；

B.选择可比实例的实物状况与目标物业相似；

C.考虑可比实例周边的交通便利性、道路通达性需与目标物业相似；

D.可比实例与目标物业的仓库类型一致性考虑，确定目标物业与可比实例能够存放的物品范围相似；

E.可比实例的客户群体与目标物业的客户群体相似。

经过市场调查与研究，评估机构最终确定了三个类似医药仓储物流冷库项目作为基础设施项目的可比实例，可比实例的基本状况和建成年份与基础设施项目大致相当，具体信息如下：

表：基础设施项目和可比实例基本状况表

	本项目	可比实例 1	可比实例 2	可比实例 3
项目名称	九州通东西湖现代医药物流中心	上海医药·上药科园	湖北人福医药	国药器械华中物流中心
位置	武汉市东西湖区	武汉市蔡甸区	武汉市江夏区	武汉市江夏区
建成年份	2015-2021	2015 年	2015 年	2011 年
仓库类型	医药冷库	医药冷库	医药冷库	医药冷库
建筑面积	约 4,000 平方米	约 20,000 平方米	约 3,000 平方米	约 1,000 平方米
客户群体	医药行业相关企业	医药行业相关企业	医药行业相关企业	医药行业相关企业
交易时间	-	2024 年 3 月	2024 年 3 月	2024 年 3 月
交易租金 (元/托盘/月)	-	230.0	190.0	200.0

图：基础设施项目和冷库可比实例区位图



评估机构通过对基础设施项目和可比实例各自特点的分析，针对性地选取了区位状况、实物状况和权益状况等比

较因素。其中，区位状况包括产业聚集度、交通网络成熟度等因素；实物状况包括仓储类型、建筑结构等因素；权益状况包括规划限制条件、权属情况等因素。可比实例的上述比较因素与基础设施项目较为接近，具体情况如下：

表：基础设施项目和可比实例比较因素条件说明表

比较因素		本项目	可比实例 1	可比实例 2	可比实例 3
对象名称		九州通东西湖现代医药物流中心	上海医药·上药科技园	湖北人福医药	国药器械华中物流中心
交易价格（元/托盘/月）		待估	230.0	190.0	200.0
市场状况		2024年3月	2024年3月	2024年3月	2024年3月
交易情况		正常	正常	正常	正常
区位状况	产业聚集度	较高	较高	较高	较高
	与区域中心接近程度	一般	一般	一般	一般
	道路通达度	近武汉绕城高速公路 通达度较高	近武汉绕城高速公路 通达度较高	近武汉绕城高速公路 通达度较高	近武汉绕城高速公路 通达度较高
	对外交通便利度	较高	较高	较高	较高
	公共配套设施状况	齐全	齐全	齐全	齐全
	临街状况	临主干道	临主干道	临主干道	临主干道
	环境和景观状况	较好	较好	较好	较好
	基础设施状况	七通	七通	七通	七通
实物状况	建筑结构	钢混	钢混	钢混	钢混
	建筑外观	较好	较好	一般	较好
	层高	正常	正常	正常	正常
	楼面承载力	正常	正常	正常	正常
	建筑面积	面积大 ≥1,000平方米	面积大 ≥1,000平方米	面积大 ≥1,000平方米	面积大 ≥1,000平方米
	公共装修状况	较好	较好	较好	较好
	设施设备	较好	较好	较好	较好
	空间布局	布局合理，便于使用	布局合理，便于使用	布局合理，便于使用	布局合理，便于使用
	停车便捷度	较好	较好	较好	较好
	维护状况	良好	良好	良好	良好
权益状况	规划条件	无不利影响	无不利影响	无不利影响	无不利影响
	土地使用期限	(35,40]年	(35,40]年	(35,40]年	(35,40]年
	权属清晰情况	清晰	清晰	清晰	清晰
	租赁或占用情况	正常使用	正常使用	正常使用	正常使用
	他项权利设立情况	无	未发现	未发现	未发现

数据来源：仲量联行

针对上述比较因素，评估机构从市场状况、交易情况、区位状况、实物状况、权益状况几个方面进行了相应的调整，编制了可比因素修正系数表。具体信息如下：

表：基础设施项目和可比实例可比因素修正系数表

	本项目	可比实例 1	可比实例 2	可比实例 3
市场状况调整系数	100	100	100	100
交易情况修正系数	100	100	100	100
区位状况调整系数	100	100	100	100
实物状况调整系数	100	100	98	100
权益状况调整系数	100	100	100	100
修正和调整系数	-	1.000	1.020	1.000

数据来源：仲量联行

从上述表格对比信息可以看出，可比实例与基础设施项目可比性较强，可比实例的修正系数幅度均较小，具备可比性。

综合以上分析，管理人、财务顾问和评估机构认为，基础设施项目冷库可比项目的选取具备合理性。

**5.关于压力测试。请管理人对影响估值价值的重要参数进行敏感性分析，对不利情形进行压力测试。**

**答复：**

基于 2024 年 6 月 30 日基准日的估值结果，针对折现率和长期增长率两项重要参数，基础设施项目压力测试结果如下：

表：折现率压力测试

折现率变化比例	价值时点估值：10.98 亿元	
	情境下估值（亿元）	估值变化比例
下降 0.50%	11.66	6.2%
下降 0.25%	11.31	3.0%
基准折现率（7.75%）	10.98	-
增长 0.25%	10.67	-2.8%
增长 0.50%	10.37	-5.6%

表：长期增长率压力测试

长期增长率变化比例	价值时点估值：10.98 亿元	
	情境下估值（亿元）	估值变化比例
下降 0.50%	10.65	-3.0%
下降 0.25%	10.82	-1.5%
基准增长率（1.50%）	10.98	-
增长 0.25%	11.16	1.6%
增长 0.50%	11.34	3.3%

### （三）关于运营管理

1.关于运营管理费。根据申报材料，运营管理机构收取的管理费包括基本运营管理费和浮动运营费。基本运营管理费包括管理费（运营收入的2%）和物业费（0.0714元/平方米/天，每年增长2%），最近三年及一期扣除折旧与摊销的运营成本分别为475万元、621万元、533万元、169万元。浮动运营费以实际净运营收入与目标净运营收入的差额计算，前六个运营回收期目标净运营收入以《运营管理服务协议》列示金额为准，第七个及后续运营收入回收期对应的目标净运营收入以第六个运营收入回收期对应的目标净运营

收入和基金管理人批准的项目公司预算数据计算值孰高为准。

(1) 请管理人、财务顾问根据《审核关注事项》第三十一条的规定，说明基本运营管理费是否与基础设施项目历史运营成本相匹配，并对基本运营管理费水平的合理性发表明确意见。

答复：

为优化本基金运营管理机构的功能定位，本基金对运营管理机构作出以下调整，原运营管理统筹机构九州园区管理和原运营管理实施机构九州通物流，分别调整为本基金的资产管理机构及招商实施机构。

管理人、财务顾问认为，基本运营管理费与基础设施项目历史运营成本相匹配，具备合理性，符合《审核关注事项》第三十一条相关规定。

基本运营管理费设置主要考虑了运营管理机构运营管理基础设施项目的运营成本以及合理的服务费用，包括但不限于基础设施项目直接相关的招商、管理人员成本和非资本性支出的日常维修维养等物业管理成本（以下合称“基本运营成本”）等，未来该部分成本以运营管理机构收取的基本运营管理费承担。

管理人按照未来基金基本运营管理费的设置对历史各期基本运营管理费进行模拟测算，与历史运营成本整体可比，

符合管理人对基础设施项目未来运营成本的预测，具备合理性，具体分析如下：

### 1) 本基金基本运营管理费安排

本项目基本运营管理费为含税费用，该项费用包括：①管理费，收取标准拟为运营收入（含税）的 2%；②物业费（包含设施设备维修维养费），首年收取标准拟为 0.0714 元/平方米/天，物业费后续每年增长率 2.0%。

根据历史备考报表及《基金可供分配金额测算报告》，2024 年及 2025 年基本运营管理费预计为 596.82 万元、605.65 万元。

### 2) 基本运营管理费的合理性分析

基于历史备考报表和《基金可供分配金额测算报告》，2024 年 7-12 月以及 2025 年预测的相关数据，历史基本运营成本及模拟基本运营管理费情况如下：

表：历史基本运营成本及模拟基本运营管理费

单位：万元		历史数据				预测数据	
		2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1-6 月	2024 年 7-12 月	2025 年
历史基本运营成本合计		536.86	544.66	487.34	298.82	/	/
模拟基本运营管理费	物业费 <sup>15</sup>	415.66	415.66	415.66	211.41	213.73	432.45
	管理费 <sup>16</sup>	171.13	183.77	190.05	95.52	84.27	173.20
	合计	586.79	599.43	605.71	306.93	298.00	605.65

<sup>15</sup> 2021 年至 2023 年物业费按照 0.07 元/平方米/天测算，2024 年至 2025 年物业费按照 0.0714 元/平方米/天测算。

<sup>16</sup> 管理费按照当期含税运营收入\*2%测算。

差异=(模拟基本运营管理费-历史基本运营成本)/模拟基本运营管理费	8.51%	9.14%	19.54%	2.64%	/	/
-----------------------------------	-------	-------	--------	-------	---	---

2021年至2023年，历史基本运营成本分别为536.8万元、544.66万元及487.34万元，年均522.95万元/年；2021年至2023年，模拟基本运营管理费为586.79万元、599.43万元、605.71万元，年均597.31万元；年均差异率为14%，该差异率考虑了运营管理机构适当利润加成。因此，各期模拟基本运营管理费金额与历史基本运营成本金额基本相符，未来基本运营管理费预测合理。

此外，2023年基本运营成本与模拟基本运营管理费差异较大主要原因主要为：自2023年7月1日，基础设施项目以整租模式运营，运营管理机构仅为九州园区管理（亦简称“九州通园区”），由于整租租户单一，运营管理机构的管理成本相对较低，故运营成本端的管理费收取标准为运营收入（含税）的1%。2024年，由于基础设施项目运营模式发生变更，项目采取双运营管理机构模式，管理费率因此上升至2%，管理费率上升后的运营成本与基础设施项目整租模式前的运营成本相匹配，故该调整具备合理性。

**(2) 请管理人、财务顾问根据《审核关注事项》第四十二条的规定，结合预测期净运营收入说明浮动运营费的目标净运营收入设置的合理性，并对上述安排能否有效体现激励**

与约束要求发表明确意见。

**答复：**

本基金运营管理服务费在基本运营管理费的基础上，根据基础设施项目目标净运营收入的完成情况进一步设置了浮动运营费，用于考核激励运营管理机构及基础设施运营团队，管理人及财务顾问认为，现有机制能够有效体现激励与约束要求，促使运营管理机构提高运营质效，实现基础设施项目长期稳定运营。具体如下：

### 1) 本基金浮动运营费安排

就某个运营收入回收期而言，根据基础设施项目实际净运营收入（实际 NOI）与基础设施项目目标净运营收入（目标 NOI）的比较情况，计提浮动运营费，相应的浮动运营费 =（实际 NOI-目标 NOI）对应差额部分\*对应的累进比例，具体而言：

表：浮动运营费累进比例表

当个运营收入回收期实际 NOI 低于目标 NOI 的具体比例	扣减累进比例
0%（不含）至 10%（含）以内部分	30%
10%（不含）至 20%（含）以内部分	40%
20%（不含）以上部分	50%
当个运营收入回收期实际 NOI 超过目标 NOI 的具体比例	超额累进比例
0%（含）至 10%（不含）以内部分	30%
10%（含）至 20%（不含）以内部分	40%
20%（含）以上部分	50%

其中，实际 NOI 以项目公司年度审计报告进行计算，计算公式为：实际 NOI=营业收入-（除浮动运营费之外的营业

成本+税金及附加+销售费用+管理费用)+折旧及摊销-资本性支出。首个运营收入回收期目标 NOI 以首次申报确定的评估报告预测的净运营收入为准,后续年度目标 NOI 以基础设施基金当年年度评估报告预测的净运营收入数据为准。

浮动运营费若为负值,则扣减基本运营管理费,并以当期基本运营管理费为扣减上限。

## **2) 运营管理机制设置合理性**

### **① 浮动运营费的设置有效**

基础设施项目设置浮动运营费超额累进机制,费率略高于已上市产权类项目的浮动管理费费率,若关联方定价低于市场定价水平导致运营业绩达成情况不及预期时,可通过高比例累进对称的奖惩机制设置,相应扣减基本运营管理费。双向奖惩机制对运营管理机构形成有效激励的同时,对其设置了约束机制,可进一步督促运营管理机构对基础设施项目按照公允合理的市场价格进行交易,防范运营管理机构在基础设施项目定价中可能出现的利益冲突以及道德风险。

### **② 业务合同及基金层面的治理安排设置**

为缓释关联方定价可能对基础设施项目产生利益冲突风险,维持基础设施项目运营收入稳定,本项目设置了存储费定价机制,可保障合同期外续期存储费不低于首个合同期最后一期存储费水平,具体如下:

#### **A. 合同期内——关联方定价具备公允性**

首个合同期内，根据价格对比来看，关联方定价与市场交易价格、承包模式下的独立第三方价格的总体差异均在 5% 以内，考虑到关联方客户业务量大且合作稳定，该偏差范围较小且合理，关联方定价符合市场定价水平，具备公允性，详见本回复一/（一）/2。

## B. 合同期外——关联方续期定价机制

### i. 协议各方协商定价机制

根据三方协议及运营管理服务协议约定，各方应于服务期限届满前 18-12 个月内，协商续期期间存储费以及特定委托客户目标运营收入（以下简称“目标金额”）的增长率。

三方协议及运营管理服务期限的续期期限均为 5 年，续期协议约定续期期间起始存储费/目标金额均不得低于上一服务期限最后一个租赁期间的存储费/目标金额，并约定下一个服务期间年存储费/目标金额增长率区间为 0-3.5%，该等存储费及目标金额的续期增长率设置机制可保障基础设施项目期外运营收入不会低于首个合同期最后一期运营收入回收期对应运营收入金额。

运营管理机构收取的基本运营管理费将根据基础设施项目运营收入水平稳步增长，进一步缓释关联交易可能带来的利益冲突风险。

### ii. 基金层面治理安排

根据基金层面治理安排，公募 REITs 拟发生的重大关联

交易，属于需基金管理人 REITs 投委会审议的重大事项。此外，本基金以首次发售募集资金收购基础设施项目后，发生超过基金净资产 5%的关联交易（金额是指连续 12 个月内累计发生金额），应当召开基金份额持有人大会对该事项进行决策。对此，续期期间，若拟续签的基础设施项目关联存储合同达到上述标准的，实质将由基金管理人及持有人大会进行决策。

以上基金层面治理安排可保障基础设施项目市场化运营的独立性和稳定性，存储费续期定价受到基金层面有权机构的制约，不由运营管理机构独自决策，且九州通物流作为与表决事项存在关联关系的基金份额持有人，应当回避表决，进一步缓释关联方定价可能带来的利益冲突风险。

综上，管理人、财务顾问认为运营管理机构费用收取水平及分配机制合理，对比历史数据可覆盖运营管理机构提供运营管理服务的合理成本，奖惩措施能够实现对运营机构的激励与监督并行，督促运营管理机构切实提升运营管理水平，能够有效体现激励约束作用，符合《审核关注事项》第四十二条相关规定，关联方存储费定价机制及基金层面治理机制可进一步缓释关联方定价可能带来的利益冲突风险，保障基础设施项目运营的稳定性。

### **(3)请管理人、财务顾问评估通过运营管理协议明确约**

定考核机制的具体安排，实现激励约束到人、体现奖惩对等原则。

答复：

管理人设置了浮动运营费与运营管理团队业绩激励关联机制，能够实现激励约束到人、体现奖惩对等原则，并已通过运营管理协议予以明确，具体如下：

为激励运营管理团队提高经营业绩并保持基础设施项目长期稳定运营，基金运作期内，运营管理机构有权根据项目运营情况，在每年实际收到运营管理服务费后，对其运营管理团队进行业绩考核和激励。当浮动运营费为正数时，将不低于浮动运营费 20%的部分作为基础设施项目运营管理团队的业绩激励。相关考核激励岗位及激励方案由运营管理机构制定，向基金管理人报备后具体执行，基金管理人有权对运营管理机构团队业绩激励发放进行相应监督。

综上，管理人、财务顾问认为考核机制的具体安排能够实现激励约束到人、体现奖惩对等原则。

**2.关于分层决策机制。**根据申报材料，九州通园区设置运营管理委员会并根据基金管理人的需要，对基金存续期间内的运营管理重大事项提供专业意见，供基金管理人决策参考。请管理人、财务顾问补充披露运营管理委员会的具体职责范围、人员任免、议事规则，并对上述安排是否有利于充

分发挥运营管理机构及相关方的专业能力、提升运营管理效率发表明确意见。

**答复：**

为充分发挥运营管理机构的专业能力，提升运营管理效率，保障基础设施基金的专业化投资和运营管理，资产管理机构已经设立专门的运营管理委员会，并已建立《湖北九州产业园区运营管理有限公司运营管理委员会议事规则》（以下简称“《议事规则》”）。

运营管理委员会的主要职责是对 REITs 基金底层资产日常运营工作中的重大事项进行决策审批，并针对 REITs 基金底层资产运营中的事项提供专业咨询意见和建议，以作为基金管理人的决策参考，提升基础设施基金和底层资产的有效治理，运营管理委员会的人员任免、具体职责范围、议事规则具体如下：

### **1) 运营管理委员会人员组成和任职条件**

根据《议事规则》，运营管理委员会设主任委员一名，由公司执行董事担任，设委员 7 至 9 名。所有委员经公司运营管理委员会提名后报请公司股东做出股东决定，由公司执行董事任命。

委员每届任期 5 年，自相关任命签批之日起计算，到期可连选连任。

当出现委员因离职、退休、免职等原因造成运营管理委

员会实际履职委员人数低于 7 名时，公司执行董事应于相关  
人员缺编之日起 1 个月内向运营管理委员会提名候补委员名  
单，并按照《议事规则》的规定履行任免程序。

## 2) 运营管理委员会的职责

运营管理委员会主要对 REITs 基金底层资产日常运营工  
作中的重大事项进行决策审批，包括但不限于：

- ① 审议和批准 REITs 基金底层资产的运营管理策略；
- ② 审议批准关于 REITs 基金底层资产运营相关的关联交  
易协议、重大租赁协议、大额工程施工改造协议等重大协议；
- ③ 审议 REITs 基金底层资产的年度运营工作报告；
- ④ 审议 REITs 基金底层资产的年度运营预算、决策报告；
- ⑤ 审议运营管理委员会关于委员的相关提名、罢免等事  
项；
- ⑥ 对 REITs 基金底层资产核心运营管理人员的任免事项；
- ⑦ 其他需要运营管理委员会审议决策事项。

## 3) 运营管理委员会议事程序

① 运营管理委员会会议分为定期会议和临时会议。定期  
会议每年召开一次，在出现重大事项、紧急情况或部分委员  
认为有必要时，经三分之一以上委员提议或主任同意，可以  
召开临时会议。

运营管理委员会设置专职运营秘书一人，由主任指定人  
员担任，会议召开前，运营秘书应至少提前 2 个工作日通知

全体委员会议时间、地点、议程等事项。

②会议由主任委员主持，主任委员不能出席时，由主任委员指定的其他委员主持，主任委员未能指定主持人员的，则由出席会议的委员半数以上人员共同推举一名委员主持。

③运营管理委员会成员因故无法参加现场会议的，可通过通讯方式参加会议，或者授权其部门员工或其他运营管理委员会委员代为履行职责。

在确保会议内容不被泄露的情况下，运营管理委员会可通过视频等线上会议方式召开。

④会议应由运营秘书记录，形成会议纪要，并由出席会议的委员签字确认。会议纪要由运营秘书整理并保管。

⑤运营管理委员会的决议事项涉及信息披露的，应按照相关法律法规及运营管理机构及基金管理人的规定及时报请基金管理人履行信息披露义务。

#### **4) 运营管理委员会决策方式**

①运营管理委员会的决策模式采用投票表决制。

运营管理委员会应由超过半数以上委员参加（含授权代表人数）方可举行会议，讨论决策事项。相关决策事项应经过出席会议的运营管理委员会成员 2/3 以上（含本数）表决通过方可实施。

②运营管理委员会委员如有利益冲突的，不得参与相关会议的决策表决，其票数也不得计入表决总数。

③运营管理委员会相关会议表决通过后，决策结果须以书面方式形成会议纪要。

④对决策结果持不同意见的运营管理委员会委员，可在会议纪要中签署保留意见并署名。

此外，基金成立后，经代表基金份额 10%以上(含 10%)的基金份额持有人或基金管理人提请，经基金份额持有人大会决策可设立日常机构，相关设立方案以届时的持有人大会决议及相关法律法规规定为准。

上述内容管理人已补充披露于招募说明书第四章，财务顾问已于财务顾问报告第二章之“2.2 基础设施项目运营情况”补充披露。

综上，管理人、财务顾问认为上述安排有利于充分发挥运营管理机构及相关方的专业能力、提升运营管理效率。

**3.关于补足机制。**根据申报材料，基金管理人将为运营管理机构设定运营收入目标金额，如实际运营收入未达到目标金额，则由运营管理机构补足。请管理人、财务顾问对上述安排是否符合《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》第八条相关要求，基础设施项目能否独立产生持续、稳定的现金流，是否具有持续经营能力，发表明确意见。

**答复：**

本基金首次申报时，管理人为运营管理机构设定运营收

入目标金额，如实际运营收入未达到目标金额，则由运营管理机构补足。经运营管理机构、管理人、财务顾问评估，拟调整相关协议条款，取消上述运营管理机构补足机制相关安排。

为继续提升本项目市场化运作水平，本次申报调整了运营管理协议中对运营管理机构的业绩监控安排，拟针对特定委托客户<sup>17</sup>运营收入目标达成情况，对运营管理机构设置业绩监控措施，具体如下：

基金管理人将针对特定委托客户为运营管理机构设定运营收入目标金额，运营管理机构应当尽全力招商、物色相应的客户，并承诺该等特定客户向项目公司支付的场地使用费/租金、综合服务管理费费用总金额（“特定委托客户实际运营收入”）不低于目标金额，目标金额由评估机构基于《过渡期仓库租赁协议》项下初始租金及综合服务管理费金额确定。

表：特定委托客户运营收入目标金额

运营期间		目标金额 (元，含增值税)
从	至	
2024/7/1	2024/12/31	9,058,149.60
2025/1/1	2025/12/31	18,116,299.20
2026/1/1	2026/12/31	18,116,299.20
2027/1/1	2027/12/31	18,116,299.20
2028/1/1	2028/12/31	18,116,299.20
2029/1/1	2029/6/30	9,058,149.60

<sup>17</sup> 特定委托客户系指以下两类客户：1）与项目公司、九州通物流订立的《三方存储服务协议》（包括目前已订立及未来订立的《三方存储服务协议》）中未约定最低托盘使用数量的委托客户；2）《过渡期仓库租赁协议》和《特定仓库租赁协议》项下的九州通物流。

如特定委托客户实际运营收入未达到目标金额，且本项目的实际 NOI 小于本项目的目标 NOI 的情况下，则基金管理人有权按照比例扣减运营管理机构当期基本运营管理费，扣减比例（ $\alpha\%$ ）=1-特定客户实际运营收入/目标金额。

综上，管理人及财务顾问认为基础设施项目能够独立产生持续、稳定的现金流，具有持续经营能力，不依赖第三方补贴等非经常性收入，以上考核指标以及约束安排，将督促运营管理机构持续提升基础设施项目中来源于非关联方的运营收入，进一步提高基础设施项目的市场化运作水平。

**4.关于运营管理数据。**根据申报材料，大部分食品、疫苗类客户采用出货量计费模式计费；基础设施项目涉及的信息系统并非项目公司所有，存在项目公司难以全面掌握信息系统数据的风险。请管理人、财务顾问说明上述情形对存储费计费、基础设施项目长期稳定运营稳定性的影响，并评估设置风险缓释措施。

**答复：**

九州通物流利用自动化业务系统管理整个仓库的货物调拨并记录货物调拨情况，并基于业务系统数据进行存储费计费。为确保基金管理人可全面掌握信息系统数据，九州通物流承诺向基金管理人开放业务数据。

为此，设置风险缓释措施，由九州通集团、九州通物流、

九州园区管理出具承诺函承诺：

“1、基础设施 REITs 项目存续期间，每日自九州通物流业务系统内，导出汇添富基金因基础设施 REITs 项目管理需要的全部存储客户相关数据；

2、数据真实有效，汇添富基金具备现场查询因基础设施 REITs 项目管理需要的全部存储客户相关数据，现场查勘，核查数据和现场实际存储状态的权利，九州通集团、九州通物流、九州园区管理予以积极配合。”

以上承诺内容已于招募说明书附件中披露。

综上，管理人、财务顾问认为，基础设施项目通过相关安排可确保管理人全面掌握信息系统数据。信息系统数据风险对存储费计费、基础设施项目长期稳定运营稳定性的影响可控。

## 二、其他反馈问题

### （一）关于同业竞争。

1.关于业务辐射范围。根据申报材料，基础设施项目业务辐射范围为全国。请管理人、财务顾问补充披露实际租赁使用基础设施项目场所的客户地域分布情况，并结合物流成本、医药仓储行业总体地域分布情况说明基础设施项目辐射范围的合理性。

答复：

管理人、财务顾问认为，基础设施项目辐射全国范围的论述具备合理性。具体分析如下：

### （1）实际租赁使用基础设施项目场所的客户所属地域广泛

实际租赁使用基础设施项目场所的客户地域分布广泛，根据三年一期收入数据的统计，实际租赁使用基础设施项目场所的客户注册区域分布如下。通过统计数据可以看出，本项目的客户能够持续服务东北地区、东部长三角、南部海南等地，其他还包括西藏等西部地区。因此业务辐射范围论述为辐射全国。

表：报告期内项目收入占比情况（按照客户注册省份统计）

客户注册省份	2021年	2022年	2023年	2024年6月30日
湖北省	78.72%	75.66%	74.68%	78.18%
辽宁省	6.90%	8.12%	7.79%	7.90%
上海市	5.67%	9.99%	9.93%	6.04%
吉林省	0.82%	1.16%	1.46%	1.52%
海南省	0.34%	0.27%	0.88%	1.03%
其他	7.55%	4.80%	5.26%	5.33%

### （2）实际租赁的客户以本项目为中心仓向全国范围发货

实际租赁的客户以本项目为中心仓向全国范围发货，根据2024年上半年客户发货数据的初步统计，本项目货品配送范围在湖北省内的货品总量占比约47%，湖北省外的货品

总量占比约 53%，发货范围涉及全国。

具体来看，客户选择基础设施项目作为辐射全国的中心仓库具备合理性：对于部分客户而言，偏远省份业务量少，全国范围设仓不经济，因此客户会在全国范围内选择较少数量的仓库作为中心仓，利用九州通的全国医药网络平台配送发货；而基础设施项目定位为全国中心仓，位于华中区域，可有效辐射全国。

上述内容管理人已补充披露于招募说明书第十四章，财务顾问已于财务顾问报告第二章之“2.2 基础设施项目运营情况”补充披露。

**2.关于基础设施项目选取。根据申报材料，截至 2024 年 6 月 30 日，九州通物流运营管理 31 座省级医药物流中心、110 座区域物流中心。请管理人、财务顾问结合九州通集团持有的其他高标准医药仓储物流设施的合规情况、运管净收益、出租率等主要财务指标、运营指标，说明以本项目作为基础设施基金底层资产的主要考虑。**

**答复：**

选择本项目作为基础设施基金底层资产的主要考虑为：该资产历史运营情况稳定，在原始权益人及其关联方持有的全部仓储物流项目当中，从业务规模、收入情况等主要经营、财务指标来看均位居前列，具有较强的业务代表性。

## 1) 原始权益人及其关联方持有的其他仓储物流项目基本情况

原始权益人及其关联方拥有规模庞大的医药供应链服务平台基础设施，包括 141 座、建筑总面积超 430 万平方米的经营及配套设施，其中 GSP 仓库 290 万平方米、冷库容量 11.51 万立方米，具备 1,532 万箱储存能力、1.66 亿箱吞吐能力。

原始权益人持有的仓储物流资产主要分布在全国一线及核心二线城市，如北京、上海、武汉、天津、重庆、杭州等，主要为自用仓。

## 2) 选择本项目作为基础设施基金底层资产的主要原因

从运营情况（九州通集团内仓库整体数据上看，营业收入和建筑面积均第一）、数智化能力（全国十大“国家智能化仓储物流示范基地”）、区位代表性（靠近集团总部，定位全国中心仓）和合规性（投资管理手续齐备）等角度综合考虑，企业选择本项目为基础设施基金的底层资产。

### ① 运营情况稳定

自 2015 年开始运营至今，本项目总体情况成熟稳定。近三年保持盈利，经营性净现金流持续为正。2020-2023 年及 2024 年 1-6 月，基础设施项目的托盘使用率分别为 61.8%、62.4%、68.9%、70.6%及 72.0%，2020 年至 2023 年的复合年增长率为 7.4%。

从九州通集团内仓库整体数据上看，本项目建筑面积排名第一，可使用托盘数量排名第一，平均托盘使用数量排名第一，2024年1-9月的营业收入在九州通集团内排名第一。

## ②本项目数字化管控能力强、智能化程度高

2017年12月，国家发展改革委、商务部联合委托中物联组织开展了“国家智能化仓储物流示范基地”评选工作，经过层层筛选，本项目被评为全国十大“国家智能化仓储物流示范基地”，为医药行业唯一一个当选项目。

本项目已实现数字化管控与智能化作业。根据九州通物流WMS系统相关资料，智能装备在仓储作业的入库、存储、输送/搬运、分拣、扫码/复核、集货/配送作业环节中使用。核心枢纽物流中心集成了自动化立体仓库系统（AS/RS）、智能箱式穿梭车系统、自动输送分拣系统、智能拣选小车系统；运用了智能箱式穿梭车、拆零拣选小车、悬挂导轨牵引车、螺旋输送机；自动拆（合）盘输送机、自动码（拆）垛设备、自动条码复核设备、滑块分拣机、动态称重及外形检测设备、自动贴标机等多种物流装备。

原始权益人致力于打造湖北省及医药仓储物流基础设施REITs的标杆产品，因此选择本项目作为入池资产。

## ③位于集团总部所处的武汉市，交通便利

本项目为九州通集团全国中心仓，位于原始权益人九州通医药集团物流有限公司的总部地湖北省武汉市东西湖区，

项目业务辐射范围为全国。武汉市素有“九省通衢”之称，是中国内陆最大的水陆空交通枢纽和长江中游航运中心，其高铁网辐射大半个中国，是华中地区唯一可直航全球五大洲的城市。地处长江黄金水道与京广铁路大动脉的十字交汇点，是中国内陆最大的水陆空交通枢纽。

在运配服务方面，以九州通物流总部为管理中心，凭借覆盖全国 96%的医药配送网络平台，快速响应客户需求，在干线运输、城市运输、预约送货、逆向物流等多元化、定制化物流运输服务中，为客户提供全程可视、可控、可达的专业医药配送服务。

#### **④投资管理手续较为齐备**

本项目的立项、规划、用地、环评、施工许可、竣工验收及不动产权证等合规手续在九州通集团体系内较为齐备。

综合以上因素，原始权益人认为选择本项目作为基础设施基金底层资产具有较强的代表性和示范性。

**3.关于同业竞争。请管理人、财务顾问结合上述问题 1、2，说明原始权益人及其关联方持有的其他同类资产与基础设施项目是否存在同业竞争情况，并提出有效措施防范同业竞争和利益冲突。**

**答复：**

结合上述问题 1、2，管理人、财务顾问认为原始权益人

及其关联方持有的其他同类资产与基础设施项目在配送功能定位上和主要客户构成上不存在明显交叉，存在同业竞争的可能性小。并且，为了避免同业竞争可能产生的利益冲突，九州通物流已出具了相应的承诺函，以保障本基金利益。具体分析如下：

### **1) 基础设施项目的定位**

本项目定位为全国中心仓 CDC（Central Distribution Center）及湖北省仓 RDC（Regional Distribution Center），对于收入占比超 70%的集团体系内客户而言，本项目承担着集团集采品种全国范围内调配，湖北省内备货调配、湖北省内销售发货等功能。而区域内其他仓库均为地市仓 FDC（Front Distribution Center），主要承担地市客户业务发货、承接省仓在当地业务中转配送功能，不具备货品集中备货、调配等功能。因此本项目在湖北区域不会和地市级别的仓库产生同业竞争。

此外，原始权益人及其关联方在湖北区域仅拥有一个全国中心仓即本项目，未来，原始权益人及其关联方不会在区域内新增全国中心仓，因此湖北区域内不存在其他同类资产与本项目底层资产武汉东西湖项目构成同业竞争的情形。

### **2) 基础设施项目服务的客户群体**

根据前述业务数据统计，本项目服务客户主要位于湖北省，截至 2024 年 6 月 30 日，湖北省内客户收入占比 78.18%，

省外收入占比 21.82%，省外客户收入占比相对较少。

在全国范围内，九州通集团及其关联方持有或运营与本项目类似的资产，且不排除在本基金存续期间继续收购及运营同类资产。因此，九州通集团及其关联方在全国范围内可能与本项目存在潜在业务竞争，但由于本项目省外客户数量相对较少，与其他同类资产的潜在业务竞争对本项目未来经营影响较小。

### 3) 关于同业竞争的承诺函

为了避免同业竞争可能产生的利益冲突，九州通物流于 2024 年 12 月 4 日作出《关于防范因关联交易和同业竞争导致的利益冲突风险的承诺函》，承诺：

“二、采取以下措施，避免因同业竞争导致的利益冲突问题

(1) 关于基础设施 REITs 项目优先获得业务机会的权利

对于构成基础设施 REITs 项目和九州通物流、九州园区管理全部已管理和未来拟管理的其他物流基础设施项目之间实质竞争的物业租赁或场地提供同等业务机会，九州通物流及九州园区管理将实现基础设施 REITs 项目在同区域和同等物业标准的情况下享有优先获得上述业务机会的权利。

(2) 关于潜在同业竞争的处理

九州通物流及九州园区管理承诺：平等对待基础设施

REITs 项目和全部已管理和未来拟管理的其他物流基础设施项目，平等对待包括九州通物流及其关联方在内的项目租户或场地使用方等客户，不会通过恶意诱导客户、故意控制价格、滥用信息优势等方式损害基础设施 REITs 项目利益；不得故意降低基础设施 REITs 项目项下的各基础设施项目的市场竞争能力。

### （3）关于新建医药仓库的处理

1）在本项目项下各基础设施项目近一年全部托盘的平均使用率超过 80%的前提下，本公司方可在武汉市区域内新建医药仓库；此外，在满足上述前提下，如本公司拟在武汉市区域内新建医药仓库的，应不晚于向有权政府机关申请企业投资项目立项或备案前提前告知基础设施 REITs 项目基金管理人，并由基金管理人进行提示性公告。

2）除本项目项下各基础设施项目近一年全部托盘的平均使用率超过 85%的情形外，在武汉市区域内，本公司将优先使用本项目项下各基础设施项目开展业务经营活动。

### 三、未能履行上述承诺的处理机制

本公司及九州园区管理将出具有关防范因关联交易和同业竞争导致的利益冲突的承诺函，并在《运营管理服务协议》中约定，如果本公司或九州园区管理采取任何方式违反上述关于关联交易或同业竞争的承诺，严重损害基金份额持有人利益，公募基金管理人有权根据《运营管理服务协议》

的约定，与本公司或九州园区管理解除《运营管理服务协议》，更换运营管理机构。同时，本公司承诺如因本公司或九州园区违反上述承诺给基础设施 REITs 项目及其基金份额持有人造成相应损失的，将由本公司承担。如前述损失已经得到补偿，本公司无需重复补偿。”

**（二）关于配套资产。**根据申报材料，管控中心、分拣中心地下一层部分未转让至项目公司。请管理人、财务顾问说明上述资产未纳入基础资产范围对基础设施项目运营稳定性的影响，并评估设置风险缓释措施。

**答复：**

管理人、财务顾问认为，管控中心、分拣中心地下一层部分未纳入基础资产范围不影响基础设施项目运营的稳定性。具体分析如下：

**1) 地下一层独立于主体建筑，且占比较小**

管控中心、分拣中心地下一层的用途设置为建筑辅助设备等，独立于基础设施项目主体建筑，不影响基础设施项目主体存储及存储相关操作运营的功能性。此外，管控中心、分拣中心地下一层总面积为 2,856.06 平方米，占基础设施项目总建筑面积的 1.63%，占比较小。

**2) 九州通物流已于协议中作出相关承诺**

根据九州通物流与项目公司签署的《改制重组暨净资产

增资协议》及其补充协议，原始权益人九州通物流就管控中心、分拣中心地下一层部分已作出如下承诺：

①在基础设施基金存续期间，同意项目公司无偿占有、使用管控中心、分拣中心地下面积；

②如后续需就管控中心、分拣中心地下面积补缴土地出让金的，应由九州通物流承担；

③管控中心、分拣中心地下面积由九州通物流负责管理、维护，由此产生的任何责任、义务或债务，均由九州通物流承担；

④管控中心、分拣中心地下面积在运营、改造、维修、拆除等方面因九州通物流责任引发基础设施项目或项目公司的风险、争议、纠纷及直接损失，均由九州通物流承担；

⑤如后续九州通物流就管控中心、分拣中心地下面积补办不动产权登记手续且项目公司要求九州通物流将该等不动产权转让予项目公司的，或法律法规、监管规定要求由项目公司取得管控中心、分拣中心地下面积不动产权的，在转让价格符合市场价格或双方协商一致的价格的情况下，九州通物流应当配合办理相关手续。

### **3) 风险提示及缓释措施**

针对该风险，本项目拟通过以下方式进行缓释，并在招募说明书第八章和财务顾问报告中“重大风险提示”之“三、与基础设施项目相关的风险”进行补充说明：

①首先，根据九州通物流与项目公司签署的《改制重组暨净资产增资协议》及其补充协议，九州通物流承诺管控中心、分拣中心地下面积在运营、改造、维修、拆除等方面因九州通物流责任引发基础设施项目或项目公司的风险、争议、纠纷及直接损失，均由九州通物流承担；

②其次，原始权益人九州通物流承诺：“拟从本次项目底层资产的历史运营管理团队中挑选经验丰富的人员，继续作为运营管理基础设施 REITs 项目的人员。同时，运营管理机构将充分借鉴九州通医药集团股份有限公司运营管理众多医药物流仓储项目的丰富经验，制定科学、完善、高效的管理制度体系和流程，并配备相应的软、硬件设施设备，保证基础设施 REITs 项目的平稳运营”；

③最后，基金管理人将代表基金份额持有人的利益，根据法律法规、《基金合同》《运营管理服务协议》的约定，履行基础设施项目运营管理职责，支持并督促运营管理机构的工作，共同做好项目资产的维护和管理工作，保障项目持续健康平稳运营。

《运营管理服务协议》相关约定如下：

除因不可抗力因素外，如某一运营收入回收期内，项目公司取得的基础设施项目净运营收入低于当期运营业绩指标，资产管理机构应当分析未完成上述运营业绩指标的原因并提出整改措施；基金管理人有权就整改措施与资产管理机

构协商，协商不成，或者资产管理机构未就运营业绩指标原因提出整改措施的，基金管理人有权要求资产管理机构更换对应的运营团队主要负责人员。

（三）关于土地性质。根据申报材料，基础设施项目用地为工业用地，存在项目公司受到处罚或其他损失的风险。请管理人和律师核查土地实际用途是否符合主管部门相关用地规划、行业政策等要求，并就上述情形评估设置风险缓释措施。

答复：

经核查，基础设施项目土地实际用途与产权证书所载土地用途不完全一致的问题在项目建设过程中已得到相关主管部门的认可，且九州通集团、九州通物流此前未因该问题引起任何处罚或追责。如后续因此导致任何行政处罚，原始权益人亦在《股权转让协议》中明确表明将赔偿项目公司对应损失。

具体分析如下：

1) 根据基础设施项目《国有建设用地使用权出让合同》订立时有效的《土地利用现状分类》(GB/T21010-2007, 2007年8月10日起生效, 2017年11月1日起失效), “工矿仓储用地”为土地一级分类, 系指“主要用于工业生产、物资存放场所的土地”。“工业用地”、“采矿用地”及“仓储用地”同属“工

矿仓储用地”项下二级分类。基础设施项目《国有建设用地使用权出让合同》《不动产权证书》所载土地用途为工业用地，与实际仓储用途不完全一致，存在导致持有基础设施项目的项目公司受到处罚或其他损失的风险。

2) 基础设施项目建设实际用于药品及医疗器械分拣和仓储已在立项文件中予以体现，武汉市东西湖区发改委知悉并颁发了核准/备案文件。具体包括：

①根据管控中心、分拣中心对应的立项核准文件记载：“项目主要建设内容：1、拟建现代医药物流分拣中心、第三方物流中心、管控中心...等；2、购置、安装仓储、运输及公用设备共计 460 台套...八、该项目符合国家《外商投资产业指导目录》（2011 年修订）中鼓励外商投资产业目录六、批发和零售业 1.一般商品的共同配送、鲜活农产品低温配送等现代物流及相关技术服务的范围。”

②据保障中心 1 号楼和保障中心 2 号楼（含辅助用房）对应的立项备案文件记载：“建设规模：项目建成后，可储备保障 25 万箱药品及医疗器械。建设内容：拟建设两栋保障动员中心楼，总建筑面积 7.4 万平方米；其中 1 号楼为 12 层平库，2 号楼为 5 层平库与 1 层 30 米高自动化立体库的组合体。”

③根据保障中心 3 号楼对应的立项备案文件记载：“主要建设规模及内容：项目建成后，可储备保障 5 万箱药品及

医疗器械，总建筑面积 5526.52 平方米，包括：五层立库，一层平库，配置现代物流设备...建设成为多功能的医药物流配送保障中心。”

3) 基础设施项目建设实际用于医药物流中心已在建设手续中予以体现，具体包括：

①基础设施项目的建设用地规划许可证记载用地项目名称为“东西湖现代医药物流中心”（对应管控中心、分拣中心和保障动员中心 1 号楼）、“九州通医药集团东西湖现代医药物流中心项目（一期）”（对应保障动员中心 2 号楼和保障动员中心 3 号楼）；

②基础设施项目的建设工程规划许可证、建筑工程施工许可证和竣工验收备案证明文件分别记载建设项目名称为“东西湖现代医药物流中心”、“东西湖现代医药物流中心物流管控中心”、“东西湖现代医药物流中心物流分拣中心”等（对应管控中心、分拣中心）；建设项目名称为“九州通国家医药及医疗器械配送保障动员中心楼建设项目”、“保障动员中心 1 号楼”、“九州通国家医药及医疗器械配送保障动员中心 2 号楼”、“九州通国家医药及医疗器械配送保障动员中心 3 号楼”等（对应保障动员中心 1 号楼、保障动员中心 2 号楼、保障动员中心 3 号楼）。

4) 基础设施项目用于仓储用途已取得原始权益人的如下确认，九州通物流于 2023 年 9 月 5 日出具《确认函》：“截

至确认函出具之日，九州通集团、九州通物流未因将基础设施项目土地用于建设仓储项目受到任何行政处罚或被主张承担违约责任，未受到任何政府部门的书面质疑。”

5) 原始权益人针对上述风险采取了如下缓释措施：

①基础设施项目用于仓储用途已取得武汉市东西湖区自然资源局的如下认可：2023年9月5日，武汉市东西湖区自然资源局出具了《关于九州通申报医药仓储物流设施不动产投资信托基金（REITs）项目相关情况的复函》确认：“该项目的《建设用地规划许可证》、《建设工程规划许可证》均记载项目为‘东西湖现代医药物流中心’、‘医药及医疗器械配送保障动员中心’或‘医药及医疗器械配送保障动员中心3号楼’。该项目目前具体用于医药及医疗器械分拣、存储、配送保障及相关配套设施，符合前述证载的相关内容，不违反土地使用相关法律法规规定及《国有建设用地使用权出让合同》的约定，未因前述事宜而应受到相关处罚或承担其他责任”。

②原始权益人已在《股权转让协议》中约定赔偿项目公司因遭受行政处罚导致的全部损失：“转让方保证，如基于交割日之前的任何原因或情形，导致项目公司被卷入任何诉讼及仲裁案件、执行案件，或遭受行政处罚、受到任何损失的，由转让方赔偿项目公司及受让方的全部损失。”

综上，管理人和律师认为：武汉市东西湖区发改委、武汉市东西湖区自然资源局和武汉市东西湖区住建局对于基

基础设施项目土地实际用途已充分知悉并无异议。基础设施项目用地符合《土地管理法》《城乡规划法》《武汉市城乡规划条例》和其他有关土地管理、城乡规划和工程规划等方面的法律法规及《国有建设用地使用权出让合同》的相关约定(包括但不限于土地及规划用途、项目占地面积及建设面积等规定或约定),符合主管部门相关用地规划、行业政策。此外,原始权益人亦在《股权转让协议》中约定赔偿项目公司因遭受行政处罚导致的全部损失。

(四)关于收益分配。请管理人根据《关于规范公开募集基础设施证券投资基金(REITs)收益分配相关事项的通知》的相关要求,在相关法律文件中对收益分配安排进行充分约定,并向投资者充分揭示未按照规定进行收益分配可能导致基金终止上市的风险。

答复:

根据《关于规范公开募集基础设施证券投资基金(REITs)收益分配相关事项的通知》的具体要求,基金管理人在本基金基金合同第十九部分以及招募说明书第二十二章中对收益分配安排补充披露如下:

(1)首先,基金管理人应当根据《基金合同》第十九部分约定的方式计算基金的可供分配金额。

(2)其次,基金管理人应当根据《基金合同》约定的分

配原则进行基金收益分配，具体包括：

1) 在符合有关基金分红条件的前提下，本基金管理人可以根据实际情况进行收益分配，每年至少分配一次，每年分配比例不低于合并后基金年度可供分配金额的 90%；若《基金合同》生效不满 6 个月则可不进行收益分配。

2) 本基金收益分配方式为现金分配。

3) 本基金每份基金份额享有同等分配权。

4) 法律法规或监管机构另有规定的，从其规定。

在不违背法律法规及基金合同的规定、且对基金份额持有人利益无实质性不利影响的前提下，基金管理人经与基金托管人协商一致，并按照监管部门要求履行适当程序后可对基金收益分配原则进行调整，不需召开基金份额持有人大会，但应于变更实施日前按照《信息披露办法》的要求在规定媒介公告。

本基金连续 2 年未按照法律法规进行收益分配的，基金管理人应当申请基金终止上市，不需召开基金份额持有人大会。

(3) 此外，基金管理人应当根据《基金合同》的约定就每次基金收益分配制定收益分配方案。

(4) 最后，就基金管理人拟定的基金收益分配方案，经基金托管人复核后，基金管理人应依照《信息披露办法》和《基础设施基金指引》的有关规定进行公告。

同时,基金管理人在基金招募说明书“第八部分风险揭示”之“一、与公募基金相关的风险”之“(六)暂停上市或终止上市风险”中向投资者补充揭示相关风险,具体如下:“在《基金合同》生效且本基金符合上市交易条件后,本基金将在证券交易所挂牌上市交易。上市期间可能因信息披露等原因导致本基金停牌,投资者在停牌期间不能买卖基金份额,由此产生流动性风险。如本基金因各种原因触发法律法规或交易所规定的终止上市(包括但不限于本基金不符合基金上市条件被上海证券交易所终止上市,连续2年未按照法律法规进行收益分配,基金管理人按照有关规定申请基金终止上市),对投资者亦将产生风险,如流动性风险、基金财产因终止上市而受到损失的风险”。

(五)关于备考报表。根据申报材料,仓储业务拆分的准确性、合理性可能存在不足,可能影响备考报表数据的准确性。请管理人、财务顾问、审计机构对基础设施项目仓储业务拆分的准确性、合理性及备考报表数据的准确性发表明确意见。

答复:

基础设施项目审计机构中勤万信会计师事务所(特殊普通合伙)审计了原由九州通医药集团物流有限公司(以下简称“九州通物流”)持有、重组后由武汉九州首瑞供应链服务

有限公司（以下简称“九州首瑞”）持有的医药仓储保障中心1号楼、医药仓储保障中心2号楼、医药仓储保障中心3号楼、医药仓储分拣中心、医药仓储综合楼、医药仓储保障中心辅助用房（以下统称“基础设施项目”）相关资产及业务的备考财务报表。根据审计机构中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）出具的专项说明，审计机构对仓储业务执行的主要审计程序如下：

1) 了解、评估与收入确认相关的关键内部控制设计的合理性。

2) 获取基础设施项目备考财务报表编制基础。

3) 了解基础设施项目仓储业务拆分原因，备考财务报表的收入系基础设施项目资产对应的仓储部分的收入，因此需要对九州通物流的收入构成进行拆分，拆分出仓储收入，剔除配送收入及作业收入，评估业务拆分的合理性。

4) 获取仓储业务拆分明细表，关注仓储业务拆分数据是否准确。

5) 审阅销售合同，识别合同中的单项履约义务和控制权转移等条款，了解和评估仓储业务收入确认政策是否符合企业会计准则的要求。

6) 对记录的仓储业务交易选取样本，核对发票、销售合同、仓储记录等，评价相关收入确认是否符合公司收入确认的会计政策。

7) 就资产负债表日前后记录的仓储业务记录进行截止测试，关注是否存在重大跨期。

8) 根据客户交易的特点和性质，选取部分客户执行函证程序以确认备考财务报表中应收账款余额和仓储业务收入金额，以确认收入的真实性。

经核查，审计机构认为：基于获取的审计证据及实施的核查程序，基础设施项目 2021 年度、2022 年度、2023 年度及 2024 年 1 月至 6 月备考财务报表的仓储业务拆分准确、合理，备考报表数据准确。管理人及财务顾问结合尽职调查过程中获得的信息对专业意见的内容进行审慎核查，认可审计机构的专业意见。

**(六) 关于过渡期损益。根据申报材料，项目公司在模拟基准日至交割审计基准日期间发生的损益皆由转让方享有或承担。请管理人、财务顾问说明上述过渡期损益安排的原因及合理性，是否存在损害基金份额持有人利益的情形。**

**答复：**

管理人、财务顾问认为上述过渡期损益归属转让方享有的安排具备合理性，不存在损害基金份额持有人利益的情形。具体原因如下：

**1) 过渡期损益归属原始权益人具备合理性**

根据《股权转让协议》的约定，如完成交割，则受让方

享有目标股权自专项计划设立日起对应的全部权益和利益。

项目公司在模拟基准日至交割审计基准日期间发生的损益（简称“过渡期损益”）皆由转让方享有或承担为双方协商确定的商业安排，主要考虑本项目模拟基准日距离实际交割审计基准日期限较长，原始权益人作为过渡期间基础设施项目的实际持有人，已承担基础设施项目在过渡期间内的主要经营风险，因此确定将过渡期损益归属转让方享有或承担。

过渡期损益相关安排已在招募说明书“第三章基础设施基金整体架构”之“二、基础设施基金涉及的交易安排”之“（三）股权转让对价支付安排、交割审计、工商变更登记安排”中充分披露。

## **2）于《基金份额询价公告》中重点提示相关风险**

上述过渡期损益的归属安排可能导致基础设施项目截至交割审计基准日的资产价值与截至招募说明书所载模拟基准日的评估价值存在差异。对此，经基金管理人、计划管理人及原始权益人协商确定，拟委托评估机构于基金成立后以交割审计基准日为评估基准日出具基础设施项目资产评估报告（以下简称“交割评估报告”），交割评估费用由原始权益人承担，并于《股权转让协议》及其补充协议中约定：若交割评估报告所载明的基础设施项目估值低于本基金招募说明书载明的基础设施项目估值，估值差异金额将自资产支持专项计划向原始权益人支付的股权转让价款中扣除，用于

后续向基金份额持有人分配及其他合法合理用途；若交割评估报告所载明的基础设施项目估值等于或高于招募说明书载明的基础设施项目估值，则不调整上述股权转让价款。

此外，基金管理人将根据《基金可供分配金额测算报告》，测算扣除双方协商确定的预计过渡期损益后实际归属于基金的预测可供分配金额，并在《基金份额询价公告》中予以重点提示。

综上，管理人、财务顾问认为上述过渡期损益归属转让方享有或承担为商业安排，具备合理性，不存在损害基金份额持有人利益的情形。

**（七）关于投资强度。**根据申报材料，基础设施项目所使用土地的出让合同中存在关于投资强度的相关要求。请管理人、财务顾问说明是否存在不达经济指标的情形及可能存在的违约风险，充分提示风险，并设置风险缓释措施。

**答复：**

经核查，基础设施项目《投资协议》、《国有建设用地使用权出让合同》均设置了与投资强度相关的经济指标，但项目投资、建设运营、纳税强度等事项不存在违反《投资协议》

《国有建设用地使用权出让合同》约定的情形，地方土地主管部门亦就此出函确认。同时，基础设施项目已就相关经济指标的违约风险采取相应的风险缓释措施：地方土地主管部

门已确认就《投资协议》等相关协议约定应履行的相应义务和责任由九州通集团继续履行，武汉九州首瑞供应链服务有限公司与街道无任何投资协议约定，无需承担相应的义务和责任。此外，九州通物流亦承诺就该事项可能出现的实际损失对项目公司予以赔偿。具体分析如下：

(1) 基础设施项目对应的《九州通现代医药物流产业园项目投资协议》(以下简称“《投资协议》”)、《国有建设用地使用权出让合同》均约定了投资强度的相关要求及违约责任，具体如下：

#### 1) 《投资协议》

根据武汉市东西湖区长青街办事处(作为甲方)与九州通集团(作为乙方)签署的《投资协议》约定：“1、项目名称：九州通现代医药物流产业园项目；...3、项目投资规模：10 亿元人民币；...乙方按照产业投资政策每亩投资不少于 120 万元，达产后每亩年税收不少于 10 万元。”《投资协议》同时约定了违约责任：“协议双方应该严格履行本协议各项约定。如一方构成违约(除不可抗力外)，违约方应向对方赔偿因此造成的损失，同时守约方有权要求违约方完成其应尽的义务，否则守约方有权终止本协议。由此造成守约方损失的，全部由违约方承担。”

#### 2) 《国有建设用地使用权出让合同》

就管控中心、分拣中心、保障中心 1 号楼所在地块，2011

年 12 月 14 日，武汉市东西湖区自然资源局与九州通集团签署的《国有建设用地使用权出让合同》约定“第十二条受让人同意本合同项下宗地开发投资强度按照本条第（一）项规定执行：（一）本合同项下宗地用于工业项目建设，受让人同意本合同项下宗地的项目固定资产总投资不低于经批准或登记备案的金额人民币大写肆万玖仟陆佰捌拾壹点叁陆玖叁万元（小写 49,681.3693 万元）。”前述《国有建设用地使用权出让合同》同时约定了违约责任“项目固定资产总投资、投资强度和开发投资总额未达到本合同约定标准的，出让人可以按照实际差额部分占约定投资总额和投资强度指标的比例，要求受让人支付相当于同比例国有建设用地使用权出让价款的违约金，并可要求受让人继续履约。”

就保障中心 2 号楼及其辅助用房、保障中心 3 号楼所在地块，2012 年 6 月 27 日，武汉市东西湖区自然资源局与九州通集团签署的出让合同约定“第十二条受让人同意本合同项下宗地开发投资强度按照本条第（一）项规定执行：（一）本合同项下宗地用于工业项目建设，受让人同意本合同项下宗地的项目固定资产总投资不低于经批准或登记备案的金额人民币大写叁万叁仟捌佰伍拾壹点叁零陆贰万元（小写 33,851.3062 万元），投资强度不低于每平方米人民币大写叁仟壹佰零伍元（小写 3,105 元）。”前述《国有建设用地使用权出让合同》同时约定了违约责任“项目固定资产总投资、投

资强度和开发投资总额未达到本合同约定标准的，出让人可以按照实际差额部分占约定投资总额和投资强度指标的比例，要求受让人支付相当于同比例国有建设用地使用权出让价款的违约金，并可要求受让人继续履约。”

(2) 针对上述风险，本项目采取了如下缓释措施：

1) 地方土地主管部门已出具函件确认基础设施项目的投资、建设运营、纳税强度等事项未违反《投资协议》《国有建设用地使用权出让合同》等相关协议约定，且项目公司无需承担投资强度相关责任。

①2023年9月5日，武汉市东西湖区自然资源局出具了《关于九州通申报医药仓储物流设施不动产投资信托基金（REITs）项目相关情况的复函》：九州通集团、九州通物流自2012年以来，在东西湖区能够遵守《土地管理法》《城乡规划法》《武汉市城乡规划条例》和其他有关土地管理、城乡规划和工程规划等方面的法律法规及土地出让合同的约定（包括但不限于土地及规划用途、项目占地面积及建设面积等规定或约定），不存在违反国家土地管理、城乡规划和工程规划等方面法律、法规和规范性文件及土地出让合同约定的行为，没有因违反有关前述法律法规和规范性文件及土地出让合同约定而受到处罚的记录。

②2024年9月27日，武汉市东西湖区人民政府长青街道办事处出具了《对<九州通医药集团股份有限公司与九州

通医药集团物流有限公司关于开展公募 REITs 项目的请示函（二）>的复函》，并确认“截至本复函出具之日，东西湖区九州通现代医药物流产业园项目的投资、建设运营、纳税强度等事项未违反《九州通现代医药物流产业园项目投资协议》及《补充协议书》（以下简称“《投资协议》”）等相关协议约定；《投资协议》等相关协议约定应履行的相应的义务和责任由九州通医药集团股份有限公司继续履行；武汉九州首瑞供应链服务有限公司与街道无任何投资协议约定，无需承担相应的义务和责任。”

## 2) 原始权益人承诺函

原始权益人已出具承诺函：“1、截至本承诺函出具之日，东西湖区九州通现代医药物流产业园项目的投资、建设运营、纳税强度等事项未违反《投资协议》《国有建设用地使用权出让合同》等相关协议约定；2、进一步，本公司承诺并保证：若任何主体因上述《投资协议》《国有建设用地使用权出让合同》约定的基础设施项目投资强度、项目建设、税收强度等事宜向九州首瑞主张责任、义务或导致九州首瑞承担任何负债、或有负债、担保责任或其他任何债务，由本公司承担前述债务、责任并赔偿九州首瑞因此遭受的全部实际损失。”

综上，管理人、财务顾问和项目律师认为，《投资协议》、《国有建设用地使用权出让合同》设置了相关经济指标，本项目已就此采取相应风险缓释措施。经管理人、财务顾问和

项目律师核查，基础设施项目的投资、建设运营、纳税强度等事项不存在违反《投资协议》《国有建设用地使用权出让合同》约定的情形，地方土地主管部门已对此进行确认，并确认《投资协议》等相关协议约定应履行的相应义务和责任由九州通集团继续履行，项目公司无需承担相应的义务和责任。此外，九州通物流承诺并保证赔偿项目公司因此遭受的全部实际损失。

**（八）关于财务数据更新。请管理人、财务顾问更新项目财务数据至最近一期，并同步更新相关申报材料。**

**答复：**

申报材料的财务数据已更新至 2024 年 6 月 30 日，相关申报材料已同步更新。

**（九）关于信息披露。请管理人、财务顾问勤勉尽责，坚持便于投资者阅读的原则，按照简明扼要、逻辑清晰的要求，提高项目申报材料的可读性、可理解性。请上述机构质控、内核等相关部门加强对申报材料质量把关。**

**答复：**

医药仓储物流行业特殊、业务模式复杂、且本项目涉及业务模式调整。管理人、财务顾问已基于便于投资者阅读的原则，按照浅白易懂、简明扼要、逻辑清晰的要求，梳理优

化行文表达，提高项目申报材料的可读性和可理解性，同时认真全面核对申报材料，提高申报材料质量。管理人、财务顾问的相关部门已对申报材料进行再次复核。

(本页无正文，为《关于<关于汇添富九州通医药仓储物流封闭式基础设施证券投资基金上市及汇添富资本-九州通医药仓储物流基础设施1号资产支持专项计划资产支持证券挂牌转让申请受理反馈意见>的答复》之盖章页)



汇添富基金管理股份有限公司

2024年12月09日

(本页无正文，为《关于<关于汇添富九州通医药仓储物流封闭式基础设施证券投资基金上市及汇添富资本-九州通医药仓储物流基础设施1号资产支持专项计划资产支持证券挂牌转让申请受理反馈意见>的答复》之盖章页)



汇添富资本管理有限公司

2024年12月09日

(本页无正文，为《关于<关于汇添富九州通医药仓储物流封闭式基础设施证券投资基金上市及汇添富资本-九州通医药仓储物流基础设施1号资产支持专项计划资产支持证券挂牌转让申请受理反馈意见>的答复》之盖章页)

中信证券股份有限公司



2024年12月9日