

关于《关于国泰海通砂之船封闭式商业不动产证券投资基金上市及国泰海通资管砂之船商业不动产 1 期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》的回复

上海证券交易所：

上海国泰海通证券资产管理有限公司已收到《关于国泰海通砂之船封闭式商业不动产证券投资基金上市及国泰海通资管砂之船商业不动产 1 期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》（20260129R0004），经认真研究相关反馈意见，结合《中国证监会关于推出商业不动产投资信托基金试点的公告》《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不动产投资信托基金（REITs）业务办法（试行）》等有关规定，就反馈意见答复如下：

一、业务参与人资质及履职能力

（一）关于主要原始权益人。请管理人说明本基金与原始权益人体系内境外上市的 REITs 平台在产品定位、资产布局、业务规划、发展方向等方面的区别，以及防范同业竞争风险的措施与未来安排。

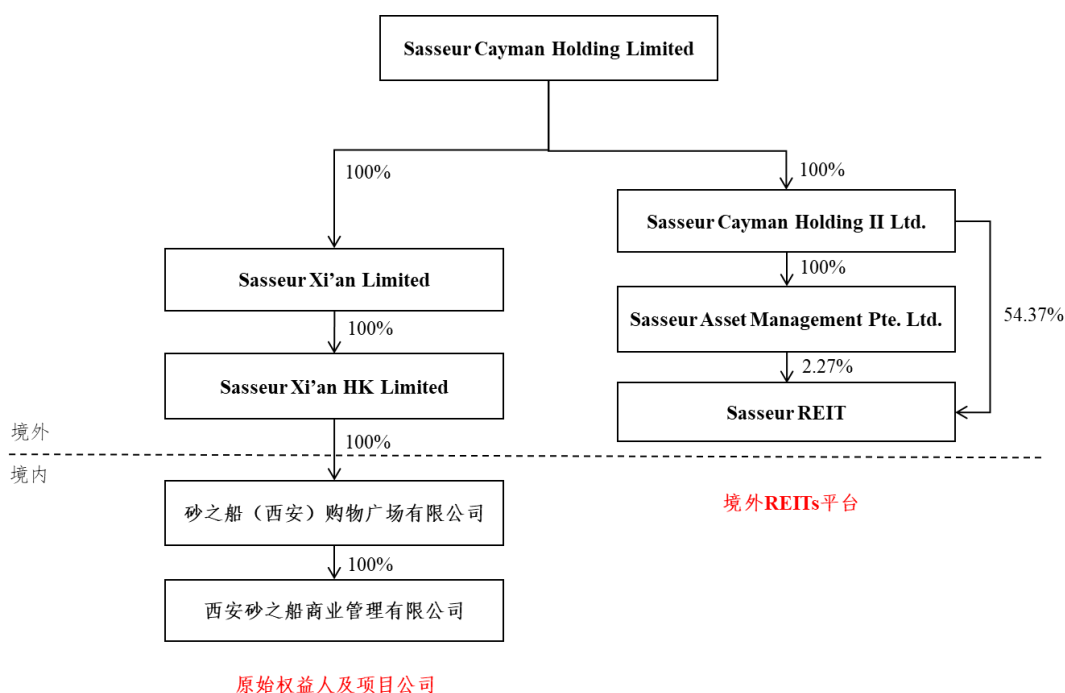
答复：

本基金主要聚焦中国境内的不动产项目投资，原始权益人体

系内境外上市的 **Sasseur REIT** 未来将探索、聚焦东南亚等地区的投资机会，两者在产品定位、资产布局、业务规划、发展方向等方面存在差异，原始权益人所属集团砂之船开曼出具承诺函，承诺将公平对待本基金项下的项目和 **Sasseur REIT** 项下的项目，以防范同业竞争风险。

Sasseur Cayman Holding Limited（砂之船开曼控股有限公司，简称“砂之船开曼”）间接持有原始权益人砂之船（西安）购物广场有限公司（简称“西安购物广场公司”）100%股权，同时持有砂之船房地产投资信托 Sasseur Real Estate Investment Trust（SGX:CRPU，简称“Sasseur REIT”）之第一大份额持有人 Sasseur Cayman Holding II Ltd.（砂之船开曼控股 II 有限公司，简称“Sasseur Holding II”）以及管理人 Sasseur Asset Management Pte. Ltd.（砂之船资产管理有限公司，简称“SAMPL”）的 100%股权。

图：原始权益人及 Sasseur REIT 股权结构图



本基金发行上市后，砂之船开曼将持有本基金与 Sasseur REIT 两个 REITs 平台的权益。针对本基金与 Sasseur REIT 的同业竞争问题说明如下：

1.砂之船开曼充分认识 REITs 的战略价值，并认可“资产、投资人、资本市场在同一区域内能形成更好的互动价值”的价值理念

砂之船开曼深耕奥特莱斯行业，此前一直聚焦发展中国奥特莱斯市场，截至目前持有或运营的中国境内不动产项目合计 20 个（其中 2 个处于筹备阶段）。砂之船开曼深刻理解 REITs 产品对砂之船开曼业务发展的战略意义和价值，持续关注境内外 REITs 市场的发展情况，并于 2018 年在新加坡证券交易所发行设立了 Sasseur REIT。

经过多年发展，砂之船开曼对资本市场的理解日益加深，高

度重视“资产、投资人、资本市场在同一区域内能形成更好的互动价值”的理念，并将积极付诸实践。本次以砂之船（西安）奥特莱斯项目申报发行本基金，砂之船开曼旨在进一步盘活存量资产、做大奥特莱斯业务版图，对标国际奥特莱斯龙头企业，在中国市场打造独具特色的砂之船超级奥莱 REIT 平台，让境内外投资者共享奥特莱斯行业发展红利。

2.砂之船开曼将严格遵照本基金与 Sasseur REIT 各自的定位及业务策略，积极采取有效措施避免两者之间的同业竞争

（1）本基金与 Sasseur REIT 各自定位清晰、业务策略分明，发展各有侧重

根据 Sasseur REIT 于 2026 年 1 月 27 日在新加坡交易所网站发布的公告，Sasseur REIT 未来将探索、聚焦东南亚等地区的投资机会，以进一步拓展 Sasseur REIT 的增长空间，实现业务多元化。砂之船开曼及 Sasseur Holding II、SAMPL 等砂之船开曼旗下的 Sasseur REIT 相关主体将积极开拓东南亚市场，助力 Sasseur REIT 实现区域多元化布局。

与此同时，本基金将以砂之船（西安）奥特莱斯项目作为首发资产，并根据基金合同，专注于中国境内的不动产项目投资，优先投资于砂之船开曼或其关联方拥有或推荐的不动产项目。砂之船开曼及西安购物广场公司、砂之船商管集团等砂之船开曼旗下的本基金相关主体将积极开拓中国境内市场，以并购、增资或轻资产输出等方式不断扩大境内不动产项目规模。未来，砂之船开曼将持续积极推荐符合不动产基金相关申报发行标准的不动

产项目，并纳入本基金的扩募资产范围。

(2) 砂之船开曼将促使西安购物广场公司、砂之船商管集团、Sasseur Holding II、SAMPL 以及其他关联主体积极采取措施，避免本基金项下项目与 Sasseur REIT 项下项目之间的同业竞争

本基金项下项目与 Sasseur REIT 项下项目位于不同城市，覆盖的客群及会员存在显著差异。同时砂之船商管集团针对不同项目设置专业化属地运营管理团队，负责具体项目运营。因此，本基金项下的项目与 Sasseur REIT 项下的项目之间不存在利益冲突与同业竞争问题。此外，砂之船开曼承诺：

1) 砂之船开曼且砂之船开曼将促使其关联方（包括但不限于西安购物广场公司、砂之船商管集团、Sasseur Holding II、SAMPL）将公平地对待本基金项下的项目和 Sasseur REIT 项下的项目，不会将本基金项下项目的业务机会不公平地授予或提供给 Sasseur REIT 项下任何同类项目。

2) 砂之船开曼将会为不动产基金和 Sasseur REIT 设置独立的管理团队、财务系统和数据管理，避免人员混同导致的信息滥用。

3) 在不动产基金的存续期间内，如因不动产项目与竞争性项目的同业竞争而发生争议，且不动产基金的基金管理人根据不动产基金适用的法律法规和基金合同认为可能严重影响不动产基金投资者利益的，砂之船开曼承诺将与基金管理人积极协商解决措施。

综上所述，砂之船开曼同时持有本基金及 Sasseur REIT 的权益预计不会对本基金未来的资产购入、规模扩张、长期发展及价值提升构成实质性制约。

(二) 关于管理人专业能力。请管理人、律师说明基金管理人的部门、人员、制度、流程设置等是否符合《证券投资基金法》《公开募集证券投资基金运作管理办法》等法律法规规定的相关条件。

答复：

本项目申报前，管理人已设置了独立的不动产投资部、配备了相关人员、制定并更新了制度和流程，符合《证券投资基金法》《公开募集证券投资基金运作管理办法》《中国证监会关于推出商业不动产投资信托基金试点的公告》《上海证券交易所公开募集不动产投资信托基金（REITs）业务办法（试行）》等法律法规要求。

1.基金管理人的相关资质

中国证监会于 2010 年 5 月 12 日出具了《关于核准国泰君安证券股份有限公司设立证券资产管理子公司的批复》（证监许可〔2010〕631 号），中国证监会核准国泰君安证券股份有限公司设立全资证券资产管理子公司，业务范围为证券资产管理业务。

根据中国证监会于 2025 年 7 月 30 日核发的《经营证券期货业务许可证》（流水号：000000059638），基金管理人证券期货业务范围为：证券资产管理，公开募集证券投资基金管理。

根据上海市黄浦区市场监督管理局于 2025 年 7 月 25 日核发的《营业执照》，基金管理人的经营范围包括“许可项目：公募基金管理业务。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动，具体经营项目以相关部门批准文件或许可证件为准）一般项目：证券资产管理业务。（除依法须经批准的项目外，凭营业执照依法自主开展经营活动）”

根据中国证券投资基金业协会网站的公示信息，基金管理人已被纳入“公募基金管理人名录”。

综上，基金管理人系由中国证监会批准设立并具备公开募集证券投资基金管理业务资格、证券资产管理业务资格的有限责任公司，符合《证券投资基金法》第十二条、《公开募集证券投资基金运作管理办法》第六条第（一）项的规定。

2.基金管理人的部门设置、业务人员配备及资产管理经验

根据基金管理人 2021 年 5 月 13 日发布的《上海国泰君安证券资产管理有限公司关于新设不动产投资部的通知》（国泰君安资产管理司发[2021]323 号），基金管理人新设立“不动产投资部”，负责公司不动产基金的业务推进和投资管理工作。

不动产投资部与公司其他投资业务之间在组织结构、人员设置、业务流程等方面相互隔离，配备了 20 名具备不动产项目运营或投资管理业务经验人员，其中具备 5 年以上不动产项目运营经验的业务人员不少于 2 名。此外，基金管理人具有不动产研究经验，专业研究人员充足，已管理 4 只不动产基金，具有同类产品或业务投资管理或运营专业经验。截至本反馈回复出具之日，

基金管理人同类产品或业务均不存在重大未决风险事项，具备与不动产项目相适应的专业胜任能力与风险控制安排。

综上，基金管理人部门、人员、经验符合《公开募集证券投资基金运作管理办法》第六条第（二）项相关规定。

3.基金管理人公司治理及不动产基金投资管理、项目运营、内部控制与风险管理制度和流程

基金管理人的公司治理结构为：设立股东、董事会及董事会专门委员会，并依法合规履行职权；股东行使公司的最高权力；董事会由 9 名董事组成，董事会对股东负责；设总经理一名，主持公司日常经营管理工作，总经理对董事会负责；设置合规负责人一名，对董事会负责，对公司业务活动及其工作人员的经营管理的执业行为的合规性进行审查、监督和检查。

根据基金管理人 2026 年 1 月 29 日发布的《关于发布<上海国泰海通证券资产管理有限公司公开募集不动产投资信托基金业务管理办法（2026 年第一次修订）>等 10 项 REITs 管理制度的通知》（国泰海通资产管理司发[2026]63 号），鉴于公募 REITs 业务相关法律法规更新，基金管理人更新以下制度：《上海国泰海通证券资产管理有限公司公开募集不动产投资信托基金发售业务管理办法（2026 年第一次修订）》《上海国泰海通证券资产管理有限公司公开募集不动产投资信托基金公平交易管理办法（2026 年第一次修订）》《上海国泰海通证券资产管理有限公司公开募集不动产投资信托基金投资管理办法（2026 年第一次修订）》《上海国泰海通证券资产管理有限公司公开募集不动产投

资信托基金投资管理决策委员会关于公开募集不动产投资信托基金工作的议事规则（2026 年第一次修订）》《上海国泰海通证券资产管理有限公司公开募集不动产投资信托基金业务信息披露管理规定（2026 年第一次修订）》《上海国泰海通证券资产管理有限公司公开募集不动产投资信托基金业务报价管理办法（2026 年第一次修订）》《上海国泰海通证券资产管理有限公司公开募集不动产投资信托基金业务风险控制管理办法（2026 年第一次修订）》《上海国泰海通证券资产管理有限公司公开募集不动产投资信托基金业务管理办法（2026 年第一次修订）》《上海国泰海通证券资产管理有限公司公开募集不动产投资信托基金运营管理办法（2026 年第一次修订）》《上海国泰海通证券资产管理有限公司公开募集不动产投资信托基金战略配售与限售管理办法（2026 年第一次修订）》。

基金管理人已根据《证券投资基金法》《公开募集证券投资基金运作管理办法》《中国证监会关于推出商业不动产投资信托基金试点的公告》《上海证券交易所公开募集不动产投资信托基金（REITs）业务办法（试行）》等法律法规要求，制定并更新不动产基金尽职调查、运营管理、风险控制、投资管理相关的制度及流程文件。

根据毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）出具的编号为“毕马威华振专字第 2500670 号”的 2024 年度的《上海国泰君安证券资产管理有限公司内部控制报告》，基金管理人的不动产基金投资管理、项目运营、内部控制风险管理制度和流程健全有效。

综上，基金管理人符合《公开募集证券投资基金运作管理办法》第六条第（七）项、《基金指引》第五条第（三）项和第（五）项规定，基金管理人的公司治理结构健全，具备不动产基金投资管理、项目运营、内部控制与风险管理制度和流程。

此外，律师已在基金法律意见书“二、不动产基金的基金管理人”处，对基金管理人的部门、人员、制度、流程设置等符合《证券投资基金法》《公开募集证券投资基金运作管理办法》等法律法规规定的相关条件发表了明确意见。

二、不动产合规情况

（一）关于合规手续

1.请管理人、律师根据《上海证券交易所公开募集不动产投资信托基金（REITs）规则适用指引第1号——审核关注事项（试行）》（以下简称《审核关注事项》）第十二条相关规定，补充披露局部改造部分的合规手续办理进展，对改造部分的合规手续完备性发表核查意见。

答复：

不动产项目电影院商户已于2025年10月31日腾退4,236.37平方米，此部分区域计划装修升级为“超奥仓”¹，截至本反馈回复出具之日，电影院腾退面积已完成清场，但尚未开展超奥仓装修施工，无需办理相关合规手续，因此现状下的合规手续完备，符合《审核关注事项》第十二条相关规定。电影院腾退面积动工装修为“超奥仓”需办理的合规手续包括施工许可、综合验收、消防

¹ 注：超奥仓为“奥莱中的奥莱”，计划打造为折扣更低的超级特卖仓

验收及公众聚集场所投入使用、营业前消防安全检查，将随着装修进度逐项办理，办理预计不存在实质障碍。

(1) 装修区域现状

不动产项目电影院商户已于 2025 年 10 月 31 日腾退 4,236.37 平方米，项目公司已于 2026 年 1 月中旬开始对腾退面积进行清场，截至本反馈回复出具之日，电影院腾退面积已完成清场，但尚未开展超奥仓装修施工，无需办理相关合规手续，因此现状下的合规手续完备，符合《审核关注事项》第十二条相关规定。

(2) 超奥仓装修所需合规手续要求

经管理人、律师核查，超奥仓装修所需的合规手续包括施工许可、综合验收、消防验收及公众聚集场所投入使用、营业前消防安全检查。

表：装修区域合规手续梳理

序号	手续名称	是否需要	说明	
1	审批、核准或备案	项目建议书批复	不适用	不属于政府投资项目
		可行性研究报告批复	不适用	不属于政府投资项目
		初步设计批复	不适用	不属于政府投资项目
		企业投资项目核准（2004 年以后）	不适用	不属于政府核准的企业投资项目
		企业投资项目备案（2004 年以后）	不适用	不涉及固定资产投资立项，2024 年 6 月 28 日国家发展改革委投资司答复“在项目管理实践中，一般不将单独的装修活动作为固定资产投资项目管理。”
2	规划	建设项目选址意见书（2019 年 9 月以后为建设项目用地预审与选址意见书）	不适用	不涉及新增用地
		建设用地规划许可证	不适用	不涉及新增用地
		建设工程规划许可证	无需办理	《西安市自然资源和规划局关于公布第一批建设工程规划许可证豁免清单的通知》（市资源发[2019]160 号）规定，“（一）不增加建筑

序号	手续名称		是否需要	说明
				面积、建筑总高度、建筑层数、不涉及修改外立面、建筑结构和变更使用性质的建筑工程（包括内部装修），但拆除重建的除外”。因此无需办理建设工程规划许可证。
3	用地	土地取得方式	不适用	不涉及新增用地
		土地预审意见（2019年9月以后为建设项目用地预审与选址意见书）	不适用	不涉及新增用地
		建设用地批准书（2019年9月以前）	不适用	不涉及新增用地
		建设项目土地使用权证（或不动产权证）	不适用	不涉及新增用地
4	用海	用海预审意见	不适用	不涉及用海
		用海申请批复文件	不适用	不涉及用海
		海域使用许可证	不适用	不涉及用海
5	节能审查	节能审查（节能报告、节能审查意见）	不适用	不涉及固定资产投资项目立项
6	环境影响评价	环境影响评价（报告书、报告和登记表）批复	不适用	不涉及固定资产投资项目立项和新增环保措施
7	施工许可	施工许可证	需要办理	<p>《西安市建筑装饰装修条例（2022修订）》第二十条：“公共建筑装饰装修工程需要依法办理施工许可的，建设单位应当申请领取施工许可证。未取得施工许可证的，不得开工。建设单位在开工前，应当按照国家有关规定办理工程质量监督手续，工程质量监督手续可以与施工许可证合并办理。”</p> <p>《陕西省住房和城乡建设厅关于调整房屋建筑和市政基础设施工程施工许可证办理限额的通知》（陕建管发〔2021〕3号）规定“自2021年1月20日起，工程投资额在100万元以下（含100万元）或者建筑面积在500平方米以下（含500平方米）的房屋建筑和市政基础设施工程，可以不申请办理施工许可证。”</p> <p>本次装修投资额预计为931.91万元，建筑面积4,236.37平方米，需办理施工许可证。</p>
8	竣工验收	综合验收	需要办理	<p>《西安市建筑装饰装修条例（2022修订）》第二十八条：“公共建筑装饰装修工程竣工验收由建设单位依法组织。建设单位应当自收到公共建筑装饰装修工程竣工报告之日起二十日内组织设计、施工、监理等单位进行验收。工程经验收合格的，方可交付使用。”第三十条：“公共建筑装饰装修工程竣工验收合格后，建</p>

序号	手续名称		是否需要	说明
				设单位应当在十五日内将竣工验收相关资料报住房和城乡建设行政主管部门备案。”
		消防验收	需要办理	《西安市建筑装饰装修条例(2022修订)》第二十八条：“……依法需要经消防验收或者备案的,还应当报住房和城乡建设行政主管部门申请消防验收或者办理备案。”
		规划验收	不适用	无需办理工程规划许可证,故不涉及规划验收
		环保验收	不适用	不涉及固定资产投资和新增环保措施
		节能验收	不适用	不涉及固定资产投资项目立项
9	外资	商务部门关于外商投资企业的批复	不适用	不涉及外商投资企业
		外商投资安全审查意见	不适用	不涉及外商投资企业
10	特殊行业	公众聚集场所投入使用、营业前消防安全检查	需要办理	《中华人民共和国消防法(2021修正)》第十五条：“公众聚集场所投入使用、营业前消防安全检查实行告知承诺管理。公众聚集场所在投入使用、营业前,建设单位或者使用单位应当向场所所在地的县级以上地方人民政府消防救援机构申请消防安全检查,作出场所符合消防技术标准和管理规定的承诺,提交规定的材料,并对其承诺和材料的真实性负责。消防救援机构对申请人提交的材料进行审查;申请材料齐全、符合法定形式的,应当予以许可。消防救援机构应当根据消防技术标准和管理规定,及时对作出承诺的公众聚集场所进行检查。申请人选择不采用告知承诺方式办理的,消防救援机构应当自受理申请之日起十个工作日内,根据消防技术标准和管理规定,对该场所进行检查。经检查符合消防安全要求的,应当予以许可。公众聚集场所未经消防救援机构许可的,不得投入使用、营业。消防安全检查的具体办法,由国务院应急管理部门制定。”

(3) 装修区域合规手续办理进展

项目公司已完成超奥仓装修工程施工许可证的前置流程,将于2026年4月中旬办理完成超奥仓装修工程的施工许可证,取得施工许可证后于2026年4月中旬至7月中旬进行超奥仓装修施工,装修完成后于2026年7月末办理装修工程的消防验收、综合验收,综合验收完成后于2026年8月中旬前取得公众聚集

场所投入使用、营业前消防安全检查手续，并预计于 2026 年 8 月中旬超奥仓正式开业。政府主管部门针对前述合规手续有明确的政府办事指南，并承诺了办结时限，合规手续的取得预计不存在实质障碍，具体见以下时间计划表。

表：超奥仓装修各项合规手续取得时间表、取得条件²

事项	(预计) 开始时间	(预计) 完成时间	合规手续取得条件
电影院腾退面积业态升级方案论证	2025年10月末	2026年1月中旬	/
电影院腾退面积清场	2026年1月中旬	2026年3月下旬	/
办理施工许可证	2026年3月下旬	2026年4月中旬	办理施工许可证的主要申请材料包括：申请书、施工图设计文件审查合格证明、施工现场具备开工条件的声明、施工合同。前置申请材料均已完成，施工许可证办理不存在实质障碍
超奥仓装修施工	2026年4月中旬	2026年7月中旬	/
办理消防验收	2026年7月中旬	2026年7月末	办理消防验收需施工完毕，并向主管部门提交申请材料，主要申请材料包括：特殊建设工程消防验收申请表、工程竣工验收报告、涉及消防的建设工程竣工图纸，办理不存在实质障碍
办理综合验收	2026年7月中旬	2026年7月末	办理综合验收需完成消防验收，并向主管部门提交申请材料，主要申请材料包括：房屋建筑和市政基础设施工程竣工验收备案表、建设工程竣工验收报告、建设工程消防竣工验收意见书、工程质量保修书，办理不存在实质障碍

² 各合规手续取得条件根据陕西政务服务网-西安市浐灞国际港（网址：<https://zwfw.xa.gov.cn/chanbagojigang/>）所列的相关办事指南整理。

事项	(预计) 开始时间	(预计) 完成时间	合规手续取得条件
办理公众聚集场所投入使用、营业前消防安全检查手续	2026年7月末	2026年8月中旬	办理公众聚集场所投入使用、营业前消防安全检查手续需完成综合验收，并向主管部门提交申请材料，主要申请材料包括：消防安全检查申报表、营业执照、消防安全管理制度、灭火和应急疏散预案、场所平面布置图、消防设施平面图，办理不存在实质障碍
超奥仓正式开业	2026年8月中旬		/

项目公司预计将按照装修进度陆续取得前述超奥仓装修合规手续后，确保装修改造行为合法合规，符合《审核关注事项》第十二条第（六）（八）（九）项要求。

管理人已在招募说明书“第二章 不动产项目/第一节 不动产项目概况/二、不动产项目的合规性情况/（八）其他合规事项”中补充披露装修区域的现状、合规手续要求、合规手续办理进展；律师已在法律意见书中补充披露装修区域的合规手续要求。

2.请管理人补充披露是否已根据相关法律法规取得项目建设运营所需的关键合规文件。请管理人说明缺失合规文件的具体原因，评估其对不动产权属合法有效转移及项目持续稳定运营的影响程度；如不构成实质性影响，请管理人充分揭示相关风险、明确拟采取的缓释措施，并就是否符合《审核关注事项》第十二条相关规定发表明确意见。

答复：

根据《审核关注事项》第十二条第（六）项“保障不动产项

目持续稳定运营的关键合规手续齐备，包括但不限于建设用地规划许可证、建设工程规划许可证、竣工验收备案证明、环保验收以及消防验收文件等；因特殊原因未取得，应当提供有关主管部门出具的合规说明”。经基金管理人及律师核查，砂之船（西安）奥特莱斯项目持续稳定运营的关键合规手续齐备、合法有效，已取得能够实现权属合法有效转移、保障项目持续稳定运营的合规文件，符合《审核关注事项》第十二条第（六）项规定。

表：砂之船（西安）奥特莱斯项目 A 区（含下沉广场改造工程）关键合规手续

关键合规手续	签发时间	签发机构	文件编号	合规情况
建设用地规划许可证	2015 年 5 月 27 日	西安市自然资源和规划局	浐灞规地字第【2015】018 号	手续合规齐备
建设工程规划许可证	2015 年 10 月 22 日	西安市自然资源和规划局	浐灞规建字第【2015】027 号	手续合规齐备
	2021 年 11 月 5 日	西安市自然资源和规划局浐灞生态分局	/	针对下沉广场工程，2021 年 11 月 5 日，西安市自然资源和规划局浐灞生态区分局原则同意对“砂之船（西安）奥特莱斯艺术商业广场项目”进行调整，将原内部下沉广场取消，地下 1 层，建筑面积 343.03 平方米调整为地下室。变更后的总建筑面积调整为 74,360.06 平方米，建筑密度、绿化率未发生变化，符合规划条件。该审批意见载明于西安自规局浐灞分局审定的《总平面图》，并明确作为浐灞规建字第【2015】027 号《建设工程规划许可证》的补充意见。
建筑工程综合竣工验收备案	2018 年 4 月 24 日	西安浐灞生态区规划建设局	浐灞 [2018]011 号	手续合规齐备
	2023 年 4 月 20 日	西安浐灞生态区规划建设局	浐灞 2023 年度房屋工程:FW(038)	针对下沉广场工程，2023 年 4 月 20 日，西安浐灞生态区规划建设局核发《竣工验收备案表》[浐灞 2023 年度房屋工程：

关键合规手续	签发时间	签发机构	文件编号	合规情况
				FW(038)], 载明砂之船(西安)奥莱南下沉广场改造工程竣工验收日期为2023年4月6日, 对应施工许可证编号“610141201604200101”, 备案机关意见为: “经对建设单位西安砂之船商业管理有限公司于2023年4月20日报送砂之船(西安)奥莱南下沉广场改造工程的竣工验收备案文件, 及工程质量监督机构2022年4月10日提交的工程质量监督报告核查, 符合要求, 准予备案。” 勘察单位、设计单位、施工单位、监理单位、建设单位均已盖章确认。
消防验收	2017年9月28日	西安市公安消防支队	西公消验字(2017)第0161号	手续合规齐备
环保验收	2026年1月28日	/	/	2018年2月2日, 项目公司对砂之船(西安)奥特莱斯项目A区进行了竣工环境保护验收, 并形成《砂之船(西安)奥特莱斯商业广场项目一期A区竣工环境保护验收组意见》, 明确“本次验收项目合格, 建议项目完成整改后通过竣工环境保护验收。” 2026年1月, 项目公司编制《砂之船(西安)奥特莱斯艺术商业广场项目一期A区项目竣工环境保护设施验收报告表》并于2026年1月27日召开了西安砂之船商业管理有限公司砂之船(西安)奥特莱斯艺术商业广场项目一期A区项目竣工环境保护验收会, 形成《砂之船(西安)奥特莱斯艺术商业广场项目一期A区项目竣工环境保护验收意见》, 明确“同意项目配套建设的污染防治设施通过竣工环境保护验收”。 经查询全国建设项目环境信息公示平台, 砂之船(西安)奥特莱斯项目A区已于2026年1月28日进行环保自主验收公示。

表：砂之船（西安）奥特莱斯项目 B 区关键合规手续

关键合规手续	签发时间	签发机构	文件编号	合规情况
建设用地规划许可证	2015年5月27日	西安市自然资源和规划局	浐灞规地字第【2015】018号	手续合规齐备
建设工程规划许可证	2015年10月22日	西安市自然资源和规划局	浐灞规建字第【2015】036号	手续合规齐备
建筑工程综合竣工验收备案	2018年4月24日	西安浐灞生态区规划建设局	浐灞[2018]012号	手续合规齐备
消防验收	2017年9月28日	西安市公安消防支队	西公消验字(2017)第0162号	手续合规齐备
环保验收	2026年1月28日	/	/	<p>2018年2月2日，项目公司对砂之船（西安）奥特莱斯项目B区进行了竣工环境保护验收，并形成《砂之船（西安）奥特莱斯商业广场项目一期B区竣工环境保护验收组意见》，明确“本次验收项目合格，建议项目完成整改后通过竣工环境保护验收。”</p> <p>2026年1月，项目公司编制《砂之船（西安）奥特莱斯艺术商业广场项目一期B区项目竣工环境保护设施验收报告表》并于2026年1月27日召开了西安砂之船商业管理有限公司砂之船（西安）奥特莱斯艺术商业广场项目一期B区项目竣工环境保护验收会，形成《砂之船（西安）奥特莱斯艺术商业广场项目一期B区项目竣工环境保护验收意见》，明确“同意项目配套建设的污染防治设施通过竣工环境保护验收”。</p> <p>经查询全国建设项目环境信息公示平台，砂之船（西安）奥特莱斯项目B区已于2026年1月28日进行环保自主验收公示。</p>

（二）关于资产完整性。根据申报材料，不动产项目涉及 29 处外摆经济点位，其中项目土地红线范围内 13 处，相邻地块 16 处，拟全部转让予原始权益人子公司西安砂之船商贸管理有限公

司。请管理人结合外摆经济点位的面积、占有使用项目所在宗地情况、收费模式、经营情况、现金流及估值的占比情况等，分析外摆经济点位与入池资产的同业竞争程度，评估其对项目持续稳定运营的影响，并说明外摆经济点位不入池是否符合《审核关注事项》第十二条相关规定。

答复：

不动产项目涉及 29 处外摆经济点位³，外摆经济点位 2025 年末面积、2026 年预测收入占比分别为 4.53%、3.51%，占比较低，外摆经济点位虽与不动产项目馆内铺位存在重复品牌，但在功能、规划方面存在差异，未来将逐步减少重合品牌，故外摆经济点位与不动产项目同业竞争风险可控。红线外外摆经济点位不在不动产项目土地红线范围内，天然无法入池；同时，外摆经济点位存在工程规划手续不齐全的合规风险，加之外摆经济点位经营持续稳定性较弱，外摆经济点位不入池符合《审核关注事项》第十二条相关规定。同时，管理人已在招募说明书充分揭示了外摆经济点位的同业竞争风险、外摆经济点位对不动产项目产生不利影响的风险并设置了风险缓释措施。

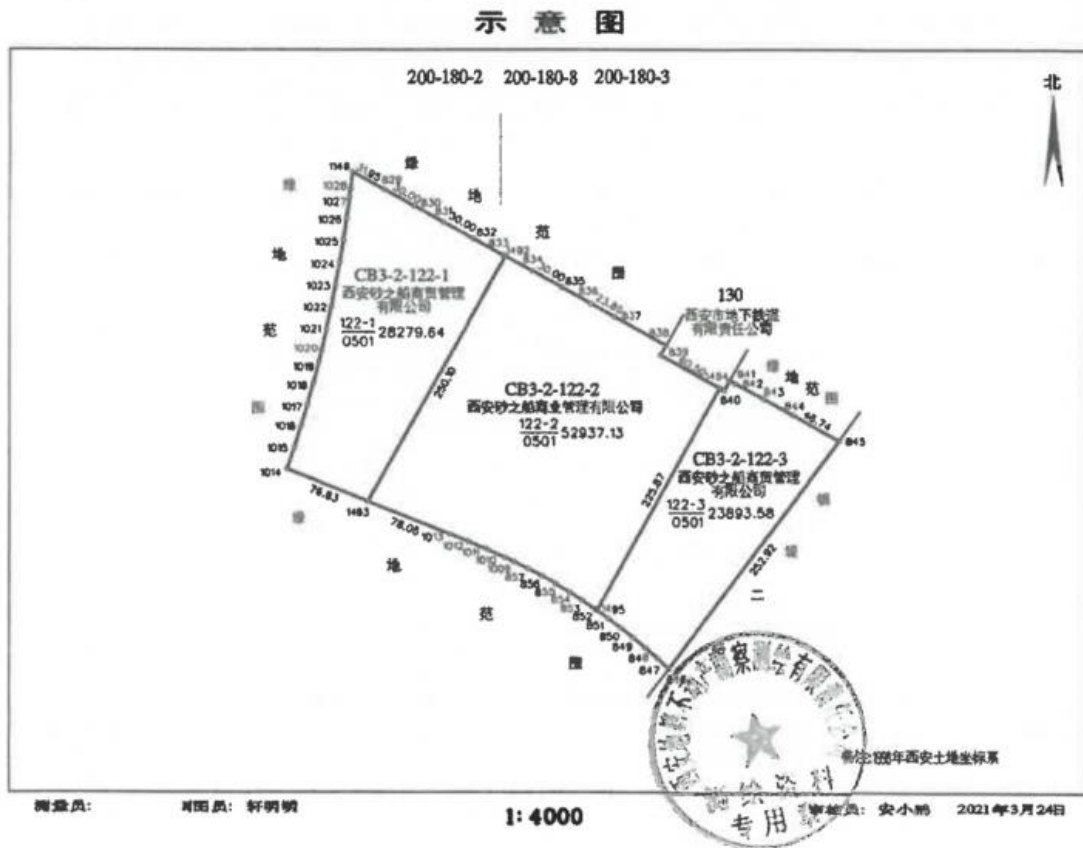
1.外摆经济点位所在宗地情况、收费模式、经营情况

项目公司于 2021 年 6 月 18 日实施派生分立，项目公司派生分立一家新公司“西安砂之船商贸管理有限公司”（简称“砂之船商贸”），项目公司继续存续，项目公司、砂之船商贸的股东均为“砂之船（西安）购物广场有限公司”。基于前述派生分立，项

³ 13 处红线内外摆经济点位简称“红线内外摆经济点位”，16 处红线外外摆经济点位简称“红线外外摆经济点位”，红线内外摆经济点位、红线外外摆经济点位合称“外摆经济点位”。

目公司将 CB3-2-122 分宗为 CB3-2-122-1（二期土地，亦称“西侧地块”或“1号地块”）、CB3-2-122-2（本不动产项目所占土地，亦称“2号地块”）、CB3-2-122-3（三期土地，亦称“东侧地块”或“3号地块”）三块宗地，并将 CB3-2-122-1、CB3-2-122-3 宗地转让至砂之船商贸，项目公司仍持有 CB3-2-122-2 宗地。

图：外摆经济点位所在宗地情况



截至 2025 年末，不动产项目涉及 29 处外摆经济点位，合计面积 3,719.63 平方米。其中土地红线范围内 13 处、面积为 1,219.63 平方米；相邻地块 16 处、面积为 2,500.00 平方米。

截至本反馈回复出具之日，全部外摆经济点位的商务合同已根据项目公司与砂之船商贸的《场地合作协议》约定，由项目公

司换签至砂之船商贸，外摆经济点位的收入由砂之船商贸收取。

表：外摆经济点位基本情况

类型	红线内外摆经济点位	红线外外摆经济点位		合计
所属宗地	CB3-2-122-2（本不动产项目所在宗地）	CB3-2-122-3（东侧地块）	CB3-2-122-1（西侧地块）	/
数量	13	14	2	29
商产品类	国际服饰、男装、女装、青休潮牌、童装童玩、运动、皮鞋皮具、餐饮、生活方式	国际服饰、男装、女装、青休潮牌、运动、童装童玩	生活方式	/
截至 2025 年末面积（平方米）	1,219.63	2,260.00	240.00	3,719.63
收费模式	9 家联营 4 家租赁	13 家联营 1 家租赁	2 家租赁	22 家联营 7 家租赁
与不动产项目馆内重合品牌数量	10	9	0	/

2.外摆经济点位面积、数量、收入变动情况

2023-2025 年，外摆经济点位数量、面积在不断发生变化，多数外摆经济点位系 2025 年 9 月后开设。截至 2025 年末，红线内外摆经济点位面积占不动产项目总可租赁面积的比例⁴为 1.53%、红线外外摆经济点位面积占不动产项目总可租赁面积的比例为 3.09%、全部外摆经济点位面积占不动产项目总可租赁面积的比例为 4.53%。

表：2023-2025 年外摆经济点位数量、面积、收入情况

类型	时间	数量	期间面积合计（平方米）	期末面积（平方米）	收入（万元）
	2023 年	年内累计 4 家，期末 2 家	324.00	160.00	81.81
	2024 年	年内累计 3 家，期末 2 家	217.00	117.00	67.59

⁴ 此处占比为红线内外摆经济点位面积/（红线内外摆经济点位面积+不动产项目总可租赁面积），不动产项目总可租赁面积为 78,423.37 平方米，本节其他占比计算公式均为某指标/（某指标+不动产项目对应指标）。

类型	时间	数量	期间面积合计 (平方米)	期末面积(平 方米)	收入(万 元)
红线内 外摆经 济点位	2025年	年内累计14家, 期末13家	1,319.63	1,219.63	214.96
红线外 外摆经 济点位	2023年	年内累计4家, 期末4家	544.80	544.80	29.22
	2024年	年内累计3家, 期末2家	409.00	240.00	38.85
	2025年	年内累计16家, 期末16家	2,500.00	2,500.00	419.38
全部外 摆经济 点位	2023年	年内累计8家, 期末6家	868.80	704.80	111.03
	2024年	年内累计6家, 期末4家	626.00	357.00	106.44
	2025年	年内累计30家, 期末29家	3,819.63	3,719.63	634.34

3.外摆经济点位现金流及估值占比

(1) 外摆经济点位现金流占比

2025年红线内外摆经济点位收入214.96万元、红线外外摆经济点位收入419.38万元, 全年销售额及收入集中在10-12月, 故用2025年全年外摆经济点位数据预测未来现金流及估值占比存在一定偏差。根据运营管理机构提供数据, 2026年1月红线内外摆经济点位收入为56.99万元、红线外外摆经济点位收入为115.16万元, 考虑到1月份系销售旺季, 运营管理机构合理审慎预测红线内外摆经济点位、红线外外摆经济点位2026年全年收入分别为460.88万元、1,044.27万元。

不动产项目估值50.28亿元对应的2026年预测运营收入为41,317.41万元, 红线内外摆经济点位收入、红线外外摆经济点位收入、全部外摆经济点位收入占不动产项目总收入的比例分别为1.10%、2.47%、3.51%。

表: 外摆经济点位2026年1月实际收入、2026年全年预测收入

类型	红线内外摆 经济点位	红线外外摆 经济点位	全部外摆经 济点位
2026年1月收入(万元)	56.99	115.16	172.16

2026 年预测收入（万元）	460.88	1,044.27	1,505.15
2026 年预测收入占比	1.10%	2.47%	3.51%

（2）红线内外摆经济点位估值占比

因红线外外摆经济点位不在不动产项目土地红线范围内，不具备入池可行性。本处仅测算若红线内外摆经济点位入池对应的估值。综合参考红线内外摆经济点位运营以来收入情况以及运营管理机构对 2026 年收入的合理预测，评估机构假设红线内外摆经济点位收入稳定可持续并纳入估值考虑，将使得不动产项目估值从 50.28 亿元提升至 50.85 亿元，估值增加 0.57 亿元，占总估值的比例为 1.12%，占比较低。

4.外摆经济点位不入池存在合理原因，符合《审核关注事项》第十二条相关规定

（1）外摆经济点位存在一定的合规问题

针对红线外外摆经济点位，其不在不动产项目土地红线范围内，天然不具备入池可行性。针对全部外摆经济点位，根据《西安市城乡规划条例（2021 修正）》第三十五条：“在规划区内的国有土地上进行建筑物、构筑物、道路、管线和其他工程建设的，应当持以下材料向资源规划主管部门申请建设工程规划许可证……”。经管理人及律师核查，《西安市自然资源和规划局关于公布第一批建设工程规划许可证豁免清单的通知》（市资源发[2019]160 号）未明确将“外摆经济点位”纳入“免于办理工程规划许可证”的建设工程或“无需办理建设工程规划许可证”的建（构）筑物、设施、设备范围。因此，外摆经济点位存在工程规划手续不齐备的合规风险，故进行剥离安排，以确保不动产项目合法合

规，符合《审核关注事项》第十二条相关规定。

(2) 外摆经济点位系商户自行投建，经营持续稳定性较弱

外摆经济点位系商户自行投入建设，商户自身销售情况变化、当地外摆经济政策对外摆经济点位的持续经营将产生一定影响，2023-2025 年，外摆经济点位的数量、面积均在不断变化，经营持续稳定性较弱。

综上，红线外外摆经济点位不在不动产项目土地红线范围内，天然无法入池；同时，外摆经济点位存在工程规划手续不齐备的合规风险，加之外摆经济点位经营持续稳定性较弱，外摆经济点位不入池符合《审核关注事项》第十二条相关规定。

5. 风险披露及缓释措施

(1) 外摆经济点位同业竞争风险及缓释措施

1) 外摆经济点位同业竞争风险

外摆经济点位共 29 处，与不动产项目馆内品牌重合 19 处，存在一定程度的同业竞争情况。管理人已在招募说明书“第一章 招募说明书概要及风险因素/第二节 风险因素/(二) 不动产项目运营相关的风险”中披露“利益冲突与同业竞争风险/(1) 外摆经济点位同业竞争风险”，具体如下：

“砂之船（西安）奥特莱斯项目红线范围内包括 13 处外摆经济点位，同时砂之船商贸持有的相邻地块上有 16 处外摆经济点位，全部外摆经济点位已于本基金发售前转让予原始权益人下属子公司西安砂之船商贸管理有限公司。上述外摆经济点位在业态上与不动产项目同属于商业不动产项目，存在与不动产项目馆

内入驻商户品牌重合的情况，前述因素均与本基金存在同业竞争与利益冲突”。

2) 外摆经济点位同业竞争程度分析

外摆经济点位设立的主要原因系不动产项目客流量大、商户租赁需求旺盛，不动产项目馆内可租面积无法承接全部商户租赁需求，故通过外摆经济点位承接溢出需求。同时，运营管理机构通过设立外摆经济点位打造“潮酷第二空间”，实现会员积累、客流引流并规划为轮候商户与新兴业态试卖空间，以实现外摆经济点位与不动产项目长期的协同效应。

因此，虽然外摆经济点位与不动产项目馆内品牌重合 19 处，短期内存在一定程度的同业竞争情况，但其面积、收入整体占比较低，且与不动产项目馆内铺位在功能、规划方面存在差异，未来重复品牌亦将逐步替换成与馆内差异化的品牌，故外摆经济点位与不动产项目同业竞争风险整体可控，具体分析如下：

①外摆经济点位面积、收入占不动产项目总可租赁面积、收入的比例分别为 4.53%和 3.51%，占比较低，与不动产项目馆内铺位的竞争有限。

②不动产项目馆内品牌设立外摆经济点位，有利于增加品牌曝光度、活跃度，引入新会员、唤回老会员、积累品牌会员数量，间接促进不动产项目馆内销售，因此，不动产项目馆内品牌设立中短期、持续轮换的外摆经济点位，在一定程度上可对馆内销售带来正向贡献。

③外摆经济点位系不动产项目配套的“潮酷第二空间”，系

“好玩好逛”体验场景的升级，设置了多个打卡点位，使外摆经济点位具备了网红打卡属性，可持续为不动产项目进行引流。

④外摆经济点位主要规划为轮候品牌、新兴品牌的试卖空间，通过前述商户在外摆经济点位的实际销售情况，检验轮候品牌或新兴品牌是否具备充分潜力入驻本不动产项目。

⑤多数外摆经济点位系 2025 年 9 月后开设，开设初期通过引入部分馆内成熟品牌，以打造“潮酷第二空间”，随着“潮酷第二空间”不断成熟，砂之船商贸将逐步减少外摆经济点位与不动产项目馆内品牌的重合品牌，回归并聚焦本小节③的引流功能及④的试卖空间属性。

⑥砂之船开曼控股有限公司、原始权益人砂之船（西安）购物广场有限公司及运营管理机构砂之船商业管理集团有限公司在《避免同业竞争的承诺函》已承诺：

（a）在不动产基金的存续期间内，如本公司实际控制的关联方持有或运营竞争性项目的，本公司将自行或督促持有或运营竞争性项目的关联方采取充分、适当的措施，公平对待不动产项目和该等竞争性项目，避免可能出现的利益冲突。

（b）除基于经营发展规划、租户运营表现等进行租户调整以及开展促销活动等正常经营管理行为外，本公司不会且将敦促其关联方不得主动诱导不动产项目项下的商户终止租约或降低租金水准或联营费率，不得故意降低不动产项目的市场竞争能力。本公司不会且将敦促其关联方不得将不动产项目所取得或可能取得的业务机会优先授予或提供给任何其他竞争性项目，亦不会

利用本公司的优势地位或利用该地位获得的信息作出不利于不动产基金而有利于其他竞争性项目的决定或判断，并将避免该种客观结果的发生。

(c) 本公司实际控制的关联方如发现任何与不动产项目主营业务构成或可能构成直接或间接竞争关系的业务机会，将促使该业务机会按合理和公平的条款在同等条件下优先提供给不动产项目；若本公司已知悉或获得任何关于不动产项目招商机会的，将秉承公平、平等和合理的原则处理业务机会，满足不动产项目的招商需求。

(d) 在不动产基金的存续期间内，如因不动产项目与竞争性项目的同业竞争而发生争议，且不动产基金的基金管理人根据不动产基金适用的法律法规和基金合同认为可能严重影响不动产基金投资者利益的，本公司承诺将与基金管理人积极协商解决措施。

⑦砂之船开曼控股有限公司、原始权益人砂之船（西安）购物广场有限公司及运营管理机构砂之船商业管理集团有限公司在《避免同业竞争的承诺函》补充承诺：本公司将自行或督促关联方，在不动产基金上市后，逐步减少外摆经济点位与不动产项目馆内的重合品牌；外摆经济点位未来主要规划为“潮酷第二空间”以及“轮候品牌、新兴品牌的试卖空间”。通过“潮酷第二空间”设计实现网红打卡功能，持续为不动产项目进行引流；通过“试卖空间”，检验轮候品牌或新兴品牌是否具备充分潜力入驻本不动产项目。

(2) 外摆经济点位合规手续不兼备对不动产项目产生不利影响的 风险及缓释措施

管理人已在招募说明书“第一章 招募说明书概要及风险因素/第二节 风险因素/(二) 不动产项目运营相关的风险”中披露“外摆经济点位对不动产项目产生不利影响的 风险”，具体如下：

“外摆经济点位无明确法规支持可豁免办理工程规划许可证，存在工程规划许可证不兼备的合规风险，外摆经济点位已于本基金发售前转让予原始权益人下属子公司西安砂之船商贸管理有限公司，虽然外摆经济点位已进行剥离，但部分外摆经济点位仍在不动产项目红线内继续运营，存在潜在的对不动产项目产生不利影响的 风险。”

同时，本基金设置了相应的风险缓释措施，具体如下：

1) 外摆经济点位已取得相关部门支持认可

根据《西安市城市管理综合行政执法条例（2022 修正）》第九条、第十条规定：“城管执法实行属地管理，违法行为由发生地的城管执法部门管辖……城管执法部门依据城乡规划和建筑市场管理方面法律、法规、规章的规定，查处未经批准擅自修建临街建筑物、构筑物等行为及建筑施工中影响市容环境的行为，配合资源规划主管部门拆除违法建筑。”

西安浐灞国际港产业促进局向西安浐灞国际港城市管理和综合执法局于 2025 年 12 月 17 日出具了《关于支持砂之船（西安）奥莱户外促销的相关事宜》，明确“请贵部门配合按程序开展支持砂之船（西安）奥莱商业综合体利用门前广场开展户外促销

活动审批”。对此，西安浐灞国际港城市管理和综合执法局于 2026 年 1 月 20 日向西安浐灞国际港产业促进局出具《西安浐灞国际港城市管理和综合执法局关于支持砂之船（西安）奥莱户外促销的相关事宜的复函》，原则上同意该等事宜。故外摆经济点位已取得城管局支持，预计不会对不动产项目造成负面影响。

2) 《场地合作协议》明确外摆经济点位权责划分

根据《场地合作协议》约定，项目公司将外摆经济点位的专属资产、经营和收益权利、经营义务、经营责任及风险概括转让予西安砂之船商贸管理有限公司，由西安砂之船商贸管理有限公司与商户签订租赁合同，并按照市场同类业务的合理标准负责外摆经济点位的日常经营、招商、日常维护、大修改造等事项并承担相应支出。如外摆经济点位对项目公司和不动产基金造成行政处罚、经济损失的，由西安砂之船商贸管理有限公司予以全额赔偿。

3) 原始权益人、项目公司已出具红线内外摆经济点位未影响不动产项目经营、未被处罚的说明函件

根据原始权益人、项目公司出具的《关于外摆经济点位的承诺及说明函》，砂之船（西安）奥特莱斯项目红线范围内已搭建 13 处外摆经济点位，该等外摆经济点位为不涉及土建工程的无基础、可拆卸的设施设备或建（构）筑物，高度均为 6 米以下，建筑面积均在 500 平方米以下，且已预留宽度 4 米以上的消防车通道，且可保证不动产资产正常功能使用。不存在因建设、使用、经营展销活动的外摆经济点位受到城市管理、城市规划、市场监

督管理、消防等主管部门的行政处罚或要求整改的情况。

综上，外摆经济点位不入池并由砂之船商贸经营，其虽存在工程规划许可证不兼备的合规风险，但已取得相关部门的支持认可，且外摆经济点位对项目公司和本基金造成损失，由砂之船商贸承担，同时，红线内外摆经济点位未影响不动产项目正常经营、历史未受处罚；故外摆经济点位对不动产项目造成负面影响的风险可控。

三、项目经营与财务情况

（一）关于运营情况

1.关于重要租户。请管理人根据《审核关注事项》之附件《第一号——商业不动产》第十一条相关规定，结合不动产项目前十大租户的租约到期时间分布，核查相关租户是否存在集中换租风险，如存在，请充分揭示风险，并设置风险缓释措施。

答复：

不动产项目前十大商户主要为国内外知名品牌商户，报告期内面积占比前十大商户的面积占不动产已签约面积的比例均值为 28.50%，收入占比前十大商户的收入占不动产项目收入的比例均值为 19.87%，前十大租户对项目整体影响较为可控；截至 2025 年末的前十大商户租约到期时间分布较为分散，集中换租风险可控，但仍存在一定的到期退租风险，管理人已在招募说明书中充分揭示前十大租户退租风险并设置了风险缓释措施。

（1）报告期内面积占比前十大商户情况

管理人已根据《审核关注事项》之附件《第一号——商业不动产》第十一条相关规定，补充披露报告期内面积占比前十大商户情况如下：

2023-2025 年末，面积占比前十大商户已签约面积占相应时点已签约面积的比例分别为 29.67%、30.04%和 25.79%，三年平均值为 28.50%，整体较为稳定。

表：截至 2025 年末面积前十大商户情况

单位：平方米、年

2025 年末										
序号	商户	已出租面积	面积占比	合作年限	合作起始日期	最新到期日				
1	N	5,622.55	7.60%	20.00	2017-12-30	2037-12-29				
2	H	2,975.22	4.02%	5.00	2022-07-01	2027-06-30				
3	O	1,961.00	2.65%	6.00	2021-09-01	2027-08-31				
		50.00	0.07%				2.72%	0.06	2025-12-15	2026-01-05
4	A	255.38	0.35%	3.95	2022-03-21	2026-02-28				
		157.00	0.21%				2.27%	1.98	2024-04-08	2026-03-31
		1,210.00	1.64%					3.05	2025-07-15	2028-07-31
		60.00	0.08%					0.05	2025-12-16	2026-01-04
5	C	1,508.26	2.04%	5.52	2022-06-17	2027-12-21				
6	F	1,242.00	1.68%	6.25	2021-09-01	2027-11-30				
7	B	241.98	0.33%	5.00	2021-08-01	2026-07-31				
		855.00	1.15%				1.62%	3.83	2022-10-01	2026-07-31
		36.00	0.05%					0.08	2025-12-01	2025-12-31
		63.00	0.08%					0.05	2025-12-16	2026-01-04
8	D	454.85	0.61%	4.00	2022-08-01	2026-07-31				
		605.00	0.82%				1.43%	3.00	2024-08-01	2027-07-31
9	E	106.60	0.14%	5.81	2021-10-10	2027-07-31				
		244.00	0.33%				1.28%	4.81	2021-10-10	2026-07-31
		171.19	0.23%					4.00	2022-08-01	2026-07-31
		166.85	0.23%					4.00	2022-08-01	2026-07-31
		261.14	0.35%					2.08	2025-07-01	2027-07-31

2025 年末							
序号	商户	已出租面积	面积占比	合作年限	合作起始日期	最新到期日	
10	G	312.09	0.42%	1.13%	4.00	2022-08-01	2026-07-31
		194.00	0.26%		4.00	2022-08-01	2026-07-31
		199.00	0.27%		2.02	2025-07-24	2027-07-31
		112.00	0.15%		4.00	2022-08-01	2026-07-31
		20.00	0.03%		0.05	2025-12-17	2026-01-04
合计		19,084.11	25.79%				

注：上表最新到期日系按照对应截止时间的租赁台账梳理，下同。

表：截至 2024 年末面积前十大商户情况

单位：平方米、年

2024 年末							
序号	商户	已签约面积	面积占比	合作年限	合作起始日期	最新到期日	
1	N	9,858.92	12.76%	20.00	2017-12-30	2037-12-29	
2	H	2,975.22	3.85%	5.00	2022-07-01	2027-06-30	
3	O	2,262.44	2.93%	6.00	2021-09-01	2027-08-31	
4	C	1,508.26	1.95%	5.52	2022-06-17	2027-12-21	
5	A	840.00	1.09%	1.62%	3.29	2023-04-16	2026-07-31
		255.38	0.33%		3.36	2022-03-21	2025-07-31
		157.00	0.20%		0.98	2024-04-08	2025-03-31
6	F	1,242.00	1.61%	6.25	2021-09-01	2027-11-30	
7	B	855.00	1.11%	1.47%	3.83	2022-10-01	2026-07-31
		241.98	0.31%		4.00	2021-08-01	2025-07-31
		36.00	0.05%		1.25	2023-10-01	2024-12-31
8	D	605.00	0.78%	1.37%	3.00	2024-08-01	2027-07-31
		454.85	0.59%		3.00	2022-08-01	2025-07-31
9	P	1,000.00	1.29%	1.29%	5.34	2022-07-01	2027-10-31
10	J	219.00	0.28%	1.19%	3.96	2022-08-16	2026-07-31
		133.00	0.17%		4.83	2020-10-01	2025-07-31
		85.00	0.11%		5.00	2020-08-01	2025-07-31
		212.00	0.27%		3.95	2021-07-20	2025-06-30
		150.00	0.19%		7.84	2017-09-30	2025-07-31
		91.00	0.12%		2.83	2022-10-01	2025-07-31
		30.00	0.04%		1.75	2023-09-01	2025-05-31
小计		23,212.05	30.04%				

表：截至 2023 年末面积前十大商户情况

单位：平方米、年

2023 年末							
序号	商户	已签约面积	面积占比	合作年限	合作起始日期	最新到期日	
1	N	9,858.92	12.72%	20.00	2017-12-30	2037-12-29	
2	H	2,975.22	3.84%	5.00	2022-07-01	2027-06-30	
3	O	2,262.44	2.92%	2.97%	6.00	2021-09-01	2027-08-31
		40.29	0.05%		0.06	2023-12-10	2024-01-02
4	C	1,508.26	1.95%	5.52	2022-06-17	2027-12-21	
5	F	1,242.00	1.60%	6.25	2021-09-01	2027-11-30	
6	A	780.00	1.01%	1.50%	1.46	2023-04-16	2024-09-30
		255.38	0.33%		2.20	2022-03-21	2024-05-31
		128.14	0.17%		0.66	2023-11-01	2024-06-30
7	B	795.00	1.03%	1.38%	2.00	2022-10-01	2024-09-30
		241.98	0.31%		4.00	2021-08-01	2025-07-31
		36.00	0.05%		0.25	2023-10-01	2023-12-31
8	P	1,000.00	1.29%	1.29%	5.34	2022-07-01	2027-10-31
9	M	185.49	0.24%	1.23%	3.92	2020-08-29	2024-07-31
		166.00	0.21%		0.08	2023-12-01	2023-12-31
		168.00	0.22%		2.00	2022-08-01	2024-07-31
		161.19	0.21%		2.00	2022-08-01	2024-07-31
		156.31	0.20%		1.83	2022-10-01	2024-07-31
		114.00	0.15%		2.00	2022-07-01	2024-06-30
10	J	219.00	0.28%	1.19%	3.96	2022-08-16	2026-07-31
		133.00	0.17%		4.00	2020-10-01	2024-09-30
		85.00	0.11%		4.00	2020-08-01	2024-07-31
		212.00	0.27%		2.95	2021-07-20	2024-06-30
		150.00	0.19%		6.84	2017-09-30	2024-07-31
		91.00	0.12%		2.83	2022-10-01	2025-07-31
		30.00	0.04%		0.75	2023-09-01	2024-05-31
	小计	22,994.62	29.67%				

(2) 报告期内收入占比前十大商户情况

管理人已根据《审核关注事项》之附件《第一号——商业不动产》第十一条相关规定，补充披露报告期内收入占比前十大商户情况如下：

2023-2025 年度，收入占比前十大商户所贡献的收入规模占相应年度运营收入规模的比例分别为 18.17%、20.11%和 21.32%，三年平均值为 19.87%，整体较为稳定。

表：2025 年收入占比前十大商户情况

单位：万元、年

2025 年度							
序号	商户	收入	收入占比		合作年限	合作起始日期	最新到期日
1	A	589.12	1.42%	3.17%	2.25	2023-04-16	2025-07-14
		430.45	1.04%		3.05	2025-07-15	2028-07-31
		25.54	0.06%		0.04	2025-08-08	2025-08-22
		134.91	0.33%		1.98	2024-04-08	2026-03-31
		132.03	0.32%		3.95	2022-03-21	2026-02-28
2	B	763.38	1.84%	2.74%	3.83	2022-10-01	2026-07-31
		312.76	0.76%		5.00	2021-08-01	2026-07-31
		56.47	0.14%		1.83	2023-10-01	2025-07-31
3	C	1,102.21	2.66%		5.52	2022-06-17	2027-12-21
4	D	542.08	1.31%	2.34%	4.00	2022-08-01	2026-07-31
		428.26	1.03%		3.00	2024-08-01	2027-07-31
5	E	103.00	0.25%	2.02%	4.00	2022-08-01	2026-07-31
		223.53	0.54%		4.81	2021-10-10	2026-07-31
		205.89	0.50%		4.00	2022-08-01	2026-07-31
		88.26	0.21%		5.81	2021-10-10	2027-07-31
		94.30	0.23%		3.72	2021-10-10	2025-06-30
		119.85	0.29%		2.08	2025-07-01	2027-07-31
6	G	183.28	0.44%	2.00%	4.00	2022-08-01	2026-07-31
		101.09	0.24%		4.00	2022-08-01	2026-07-31
		408.04	0.99%		4.00	2022-08-01	2026-07-31
		50.96	0.12%		2.98	2022-08-01	2025-07-23
		83.80	0.20%		2.02	2025-07-24	2027-07-31
7	Q	130.35	0.31%	1.74%	2.00	2023-08-01	2025-07-31
		355.36	0.86%		2.92	2023-09-01	2026-07-31
		205.15	0.50%		2.00	2025-08-01	2027-07-31
		29.89	0.07%		0.42	2025-09-29	2026-02-28
8	F	717.22	1.73%		6.25	2021-09-01	2027-11-30
9	R	244.08	0.59%	1.54%	0.70	2024-11-01	2025-07-13
		394.27	0.95%		2.05	2025-07-14	2027-07-31
10	I	104.74	0.25%	1.37%	1.97	2024-06-12	2026-05-31

2025 年度							
序号	商户	收入	收入占比		合作年限	合作起始日期	最新到期日
		119.42	0.29%		2.83	2023-08-01	2026-05-31
		106.72	0.26%		2.83	2023-08-01	2026-05-31
		237.36	0.57%		2.75	2023-11-01	2026-07-31
小计		8,823.75	21.32%				

表：2024 年度收入占比前十大商户情况

单位：万元、年

2024 年度							
序号	商户	收入	收入占比		合作年限	合作起始日期	最新到期日
1	A	927.40	2.47%	3.08%	3.29	2023-04-16	2026-07-31
		120.91	0.32%		3.36	2022-03-21	2025-07-31
		107.38	0.29%		0.98	2024-04-08	2025-03-31
2	C	1,130.13	3.01%		5.52	2022-06-17	2027-12-21
3	B	612.85	1.63%	2.55%	3.83	2022-10-01	2026-07-31
		343.65	0.91%		4.00	2021-08-01	2025-07-31
					1.25	2023-10-01	2024-12-31
4	E	196.93	0.52%	1.95%	3.81	2021-10-10	2025-07-31
		195.31	0.52%		0.04	2024-12-20	2025-01-02
		152.85	0.41%		3.81	2021-10-10	2025-07-31
		95.63	0.25%		3.00	2022-08-01	2025-07-31
		91.27	0.24%		3.81	2021-10-10	2025-07-31
5	G	265.86	0.71%	1.71%	4.00	2022-08-01	2026-07-31
		166.70	0.44%		4.00	2022-08-01	2026-07-31
		113.60	0.30%		3.00	2022-08-01	2025-07-31
		95.61	0.25%		3.00	2022-08-01	2025-07-31
6	D	640.27	1.70%	3.00	2024-08-01	2027-07-31	
				3.00	2022-08-01	2025-07-31	
7	F	608.83	1.62%		6.25	2021-09-01	2027-11-30
8	Q	598.25	1.59%	2.00	2023-08-01	2025-07-31	
				1.92	2023-09-01	2025-07-31	
9	H	559.39	1.49%		5.00	2022-07-01	2027-06-30
10	J	222.35	0.59%	1.42%	4.83	2020-10-01	2025-07-31
					5.00	2020-08-01	2025-07-31
		137.63	0.37%		3.96	2022-08-16	2026-07-31
		65.63	0.17%		7.84	2017-09-30	2025-07-31
		56.53	0.15%		3.95	2021-07-20	2025-06-30
		33.10	0.09%		2.83	2022-10-01	2025-07-31
16.38	0.04%	1.75	2023-09-01	2025-05-31			

2024 年度						
序号	商户	收入	收入占比	合作年限	合作起始日期	最新到期日
小计		7,554.44	20.11%			

表：2023 年度收入占比前十大商户情况

单位：万元、年

2023 年度							
序号	商户	收入	收入占比	合作年限	合作起始日期	最新到期日	
1	C	1,048.98	3.00%	5.52	2022-06-17	2027-12-21	
2	A	745.62	2.13%	2.50%	1.46	2023-04-16	2024-09-30
		119.87	0.34%		2.20	2022-03-21	2024-05-31
		9.50	0.03%		0.66	2023-11-01	2024-06-30
3	E	184.87	0.53%	1.88%	3.81	2021-10-10	2025-07-31
		168.42	0.48%		0.04	2023-12-15	2023-12-31
		123.85	0.35%		3.81	2021-10-10	2025-07-31
		98.90	0.28%		2.00	2022-08-01	2024-07-31
		81.92	0.23%		2.00	2022-08-01	2024-07-31
4	B	353.39	1.01%	1.83%	2.00	2022-10-01	2024-09-30
		286.16	0.82%		4.00	2021-08-01	2025-07-31
					0.25	2023-10-01	2023-12-31
5	G	200.79	0.57%	1.56%	2.00	2022-08-01	2024-07-31
		157.62	0.45%		2.00	2022-08-01	2024-07-31
		104.28	0.30%		2.00	2022-08-01	2024-07-31
		84.53	0.24%		2.00	2022-08-01	2024-07-31
6	H	546.40	1.56%	1.56%	5.00	2022-07-01	2027-06-30
7	L	275.62	0.79%	1.54%	1.79	2022-10-16	2024-07-31
		153.82	0.44%		2.00	2022-08-01	2024-07-31
		82.40	0.24%		1.00	2023-11-01	2024-10-31
		28.57	0.08%		0.22	2023-02-07	2023-04-27
8	J	202.52	0.58%	1.45%	4.00	2020-10-01	2024-09-30
					4.00	2020-08-01	2024-07-31
		131.90	0.38%		3.96	2022-08-16	2026-07-31
		68.18	0.19%		6.84	2017-09-30	2024-07-31
		49.93	0.14%		2.95	2021-07-20	2024-06-30
		39.83	0.11%		2.83	2022-10-01	2025-07-31
15.16	0.04%	0.75	2023-09-01	2024-05-31			
9	K	306.42	0.88%	1.44%	7.09	2017-09-30	2024-10-31
					3.89	2020-10-10	2024-08-31
		67.62	0.19%		6.92	2017-09-30	2024-08-31
		47.24	0.14%		2.48	2022-10-09	2025-03-31

2023 年度							
序号	商户	收入	收入占比	合作年限	合作起始日期	最新到期日	
		43.27	0.12%	2.63	2021-12-14	2024-07-31	
		40.64	0.12%		2.38	2021-12-14	2024-04-30
10	S	233.88	0.67%	1.40%	2.00	2022-08-01	2024-07-31
		233.24	0.67%		1.83	2022-10-01	2024-07-31
		23.26	0.07%		2.00	2022-07-01	2024-06-30
小计		6,358.57	18.17%				

(3) 前十大商户租约到期情况

截至 2025 年末，面积占比前十大商户租约于 2025 年、2026 年、2027 年、2028 年和 2037 年到期的面积占 2025 年末时点已签约面积的比例分别为 0.05%、4.54%、11.97%、1.64%和 7.60%，到期分布较为分散，其中 2027 年到期面积占 2025 年末时点已签约面积比例较高。整体而言，面积占比前十大商户集中换租风险较为可控。具体情况如下表：

表：面积占比前十大租户租约到期情况分布

单位：平方米

到期年份	到期面积	到期面积占该时点已签约面积比例
2025 年	36.00	0.05%
2026 年	3,357.34	4.54%
2027 年	8,858.22	11.97%
2028 年	1,210.00	1.64%
2037 年	5,622.55	7.60%
小计	19,084.11	25.79%

2025 年收入占比前十大商户租约于 2025 年、2026 年、2027 年和 2028 年到期的面积占 2025 年末时点已签约面积的比例为 2.44%、5.41%、6.37%和 1.64%，到期分布较为分散。整体而言，收入占比前十大商户集中换租风险较为可控。具体情况如下表：

表：收入占比前十大商户租约到期情况分布

单位：平方米

到期年份	到期面积	到期面积占该时点已签约面积比例
2025 年	1,806.00	2.44%
2026 年	4,000.00	5.41%
2027 年	4,711.26	6.37%
2028 年	1,210.00	1.64%
小计	11,727.26	15.85%

(4) 前十大商户退租风险及缓释措施

虽然前十大商户集中换租风险较为可控，但若前十大租户到期退租，可能对不动产项目的收益造成较大影响，管理人已在招募说明书“第一章 招募说明书概要及风险因素/第二节 风险因素/二、与不动产项目特性相关的风险/（二）不动产项目运营相关的风险”中披露了前十大商户退租风险，具体如下：

“截至 2025 年末，面积前十大商户合计占不动产项目已签约面积的比例为 25.79%，收入占比前十大商户合计占不动产项目收入的比例为 21.32%，若前十大商户合同到期后未续约、未新签其他商户或者去化时间较长，可能对基金收益产生不利影响。”

本项目前十大商户大面积退租可能性小，且项目历史去化良好，前十大商户集中退租风险可控。同时，运营管理机构将适时推动前十大商户的合约洽谈工作，促使项目稳定运营。具体如下：

1) 出现前十大商户大面积退租可能性较小

本不动产项目面积占比和收入占比前十大商户基本为知名商户，经营情况普遍良好，报告期内，面积占比前十大商户亦是收入占比前十大商户的数量分别为 5 家、7 家、7 家，有 3 家商户报告期内均位于面积前十大和收入前十大商户，前十大商户稳定性较高，基本与项目公司签署较长期限合约，2023-2025 年末，

面积占比前十大商户加权平均签约期限分别为 11.18 年、11.32 年和 9.17 年，如剔除电影院商户，则加权平均签约期限为 4.55 年、4.90 年和 4.64 年，合作期限较长，预计出现大面积退租可能性较小。

2) 报告期内项目整体去化情况良好

整体而言，不动产项目历史去化情况较好，本基金存续期间，如不动产项目出现前十大租户退租，预计亦可实现较快去化。2023-2025 年度，不动产项目续租率平均值为 87.62%，整体处于较高水平。2023-2025 年度，不动产项目商户退租后去化时间分别为 1.44 天、1.63 天和 51.94 天，其中，2025 年退租后去化时间较长，主要系电影院商户已于 2025 年 10 月末腾退部分租赁面积 4,236.37 平方米，该部分后续装修升级为超奥仓，超奥仓预计于 2026 年 8 月中旬装修升级完毕并投入使用。如剔除超奥仓对应面积，2025 年度退租后去化时间为 0.22 天，整体去化时间较短，基本为无缝续约或新签。

3) 运营管理机构根据经营策略适时推动合约洽谈工作

不动产项目系奥莱业态，需要根据品牌的销售情况，对低坪效品牌进行定期更新汰换，以保障商务条件的稳定提升、实现更优质的品牌阵容，商户的续约或新签沟通一般提前 2 至 3 个月。本项目存续期间，运营管理机构将适时推动前十大商户的合约洽谈工作，促使项目稳定运营。

2.关于同业竞争。根据申报材料，西安砂之船商贸管理有限

公司持有不动产项目周边两块宗地，尚未明确建设规划。请管理人补充披露上述土地是否建设与本项目业态相同或类似的不动产，是否构成同业竞争；如是，请充分揭示相关风险。

答复：

二、三期土地由砂之船商贸持有，当前作为不动产项目的配套停车场使用，尚未明确具体建设规划。二、三期土地若开发，计划优先建设停车楼及与不动产项目差异化竞争的配套商业，丰富产品矩阵，提升基金收益，实现与不动产项目协同发展，最大程度避免二、三期项目与不动产项目的同业竞争风险。管理人已在招募说明书中充分揭示二、三期土地潜在同业竞争风险及配套停车场使用的风险，并设置了风险缓释措施。此外，二、三期土地无强制开发义务，二、三期土地若不开发，不会产生因违反合同约定导致二、三期土地被收回，从而影响不动产项目稳定运营的风险。

（1）二、三期土地取得情况

1) 土地出让情况

2015年2月4日，西安市国土资源局、西安市国土资源局浐灞分局（作为出让人）与西安砂之船商业管理有限公司（项目公司、作为竞得人）签订了《CB3-2-122号国有建设用地使用权网上挂牌出让成交确认书》，确认在西安市国土资源局2015年第1期国有建设用地使用权网上挂牌出让活动中，经网上交易系统确认，项目公司竞得地籍编号为CB3-2-122号的国有建设用地使用权。

2015年2月12日，西安市国土资源局（作为出让人）与项目公司（作为受让人）签订了合同编号为“30901”的《国有建设用地使用权出让合同》，由出让人将坐落于西安浐灞生态区世博大道以北、世博东路以南，宗地编号为CB3-2-122号国有建设用地使用权出让予项目公司，宗地总面积为105,110.36平方米，用途为商服，出让成交总价款为313,000,000元。

2) 土地分宗

在不动产项目竣工验收后，项目公司于2021年6月18日实施派生分立，项目公司派生分立设立一家新公司“西安砂之船商贸管理有限公司”（简称“砂之船商贸”），项目公司继续存续，项目公司、砂之船商贸的股东均为“砂之船（西安）购物广场有限公司”。

基于上述派生分立，项目公司将CB3-2-122分宗为CB3-2-122-1（二期土地）、CB3-2-122-2（本不动产项目所占土地）、CB3-2-122-3（三期土地）三块宗地，并将CB3-2-122-1、CB3-2-122-3宗地转让至砂之船商贸，项目公司仍持有CB3-2-122-2宗地。

3) 不动产权证信息

基于上述分宗，西安市自然资源和规划局于2021年7月15日向项目公司核发了分宗后CB3-2-122-2宗地的《不动产权证书》（编号：陕（2021）西安市不动产权第0372863号），CB3-2-122-2宗地即为不动产项目占用范围的国有建设用地使用权，证载主要内容如下：

表：中间地块不动产权证书（本不动产项目的不动产权证）

地籍号	CB3-2-122-2
权利人	西安砂之船商业管理有限公司
坐落	西安浐灞生态区世博大道以北、世博东路以南
权利类型	国有建设用地使用权
权利性质	出让
用途	零售商业用地
面积	52,937.13 平方米
使用期限	2015 年 02 月 17 日起 2055 年 02 月 16 日止

同时，西安市自然资源和规划局于 2021 年 12 月 6 日向西安砂之船商贸管理有限公司核发了分宗后 CB3-2-122-1、CB3-2-122-3 宗地的《不动产权证书》（编号：陕（2021）西安市不动产权第 0612001 号、陕（2021）西安市不动产权第 0612002 号），具体如下：

表：西侧地块（二期土地）不动产权证书

地籍号	CB3-2-122-1
权利人	西安砂之船商贸管理有限公司
坐落	西安浐灞生态区世博大道以北、世博东路以南
权利类型	国有建设用地使用权
权利性质	出让
用途	零售商业用地
面积	28,279.64 平方米
使用期限	2015 年 02 月 17 日起 2055 年 02 月 16 日止

表：东侧地块（三期土地）不动产权证书

地籍号	CB3-2-122-3
权利人	西安砂之船商贸管理有限公司
坐落	西安浐灞生态区世博大道以北、世博东路以南
权利类型	国有建设用地使用权
权利性质	出让

用途	零售商业用地
面积	23,893.58 平方米
使用期限	2015 年 02 月 17 日起 2055 年 02 月 16 日止

(2) 二、三期土地现状、未来建设计划、同业竞争风险分 析

1) 现状及规划情况

①二、三期土地现状

自不动产项目开业至今，二、三期土地实际用于不动产项目配套停车场使用。

②二、三期土地将根据实际建设安排申请办理相应规划及投 建手续

西安砂之船商业管理有限公司于 2015 年 10 月 22 日取得的编号为“浐灞规建字第【2015】027 号”的“砂之船（西安）奥特莱斯艺术商业广场项目一期 A 区”项目建设工程规划许可证，于 2025 年 12 月 31 日取得的“浐灞规建字第【2015】036 号”的“砂之船（西安）奥特莱斯艺术商业广场项目一期 B 区”项目建设工程规划许可证。根据上述两份许可证之附图显示，二、三期土地拟计划建设罗马广场、酒店式公寓及停车楼。

虽然不动产项目建设工程规划许可证之附图对二、三期建设内容进行了初步规划，但砂之船商贸尚未取得针对二、三期土地的建设工程施工规划许可证。未来，砂之船商贸将按照二、三期土地实际建设内容申请办理工程规划许可证，同时办理对应投资管理手续后开工建设。

2) 未来建设计划

二、三期土地尚无明确建设规划，若二、三期土地开工建设，砂之船集团对于二、三期土地初步计划如下（具体建设内容以报规方案为准）：

①优先建设配套停车楼，充分保障入池资产配套停车位需求。为本次入池项目高客流、高周转充分赋能，通过优化购物体验进一步提升一期销售，提升基金收益。

②建设不动产项目配套商业，引入与不动产项目差异化、实现协同效应的品牌。例如：引入不动产项目尚未引入的大型儿童娱乐项目、超市等业态，引入多元餐饮，承接不动产项目因租赁饱和需逐步汰换的相对低坪效商户。

3) 同业竞争风险分析

二、三期土地若开工建设，拟优先建设停车楼及能够与不动产项目协同发展的业态，从而丰富产品矩阵，吸引更多客流到本不动产项目消费，提升基金收益，故二、三期项目与本项目同业竞争程度较低，整体风险可控。就二、三期土地对于不动产项目之影响，主要为潜在同业竞争风险、配套停车场使用的风险。

4) 潜在同业竞争风险及缓释措施

管理人已在招募说明书“第一章 招募说明书概要及风险因素/第二节 风险因素/（二）不动产项目运营相关的风险”中披露“利益冲突与同业竞争风险/(2)二、三期土地潜在同业竞争风险”，具体如下：

西安砂之船商贸管理有限公司持有不动产项目周边的 CB3-2-122-1、CB3-2-122-3 宗地，即二、三期土地，当前作为不动产

项目的配套停车场使用。上述二、三期土地尚无明确的开工建设规划，若开工建设，初步计划优先建设停车楼及与不动产项目的协同业态，若二、三期土地最终建设的业态与初步计划不符，则其投入运营后或将与不动产项目构成竞争关系。

同时，本基金设置了相应的风险缓释措施，具体如下：

①原始权益人出具避免同业竞争的承诺函

本公司子公司西安砂之船商贸管理有限公司持有不动产项目周边的 CB3-2-122-1、CB3-2-122-3 宗地并拟开发建设砂之船（西安）奥特莱斯艺术商业广场二期、三期项目（简称“新项目”），投入运营后或将与不动产项目构成直接竞争关系，就此，本公司承诺采取包括但不限于如下措施降低同业竞争风险：

（a）针对新项目，本公司作为不动产基金的原始权益人，在该新项目进入稳定运营期且具备由不动产基金购入的基本条件后将优先考虑纳入不动产基金未来新购入项目；

（b）对新项目实施差异化经营策略，与砂之船（西安）奥特莱斯项目实现错位竞争，在业态设置上避免与砂之船（西安）奥特莱斯项目产生直接的同质化竞争，新项目将优先建设配套停车楼，充分保障砂之船（西安）奥特莱斯项目配套停车位需求；建设砂之船（西安）奥特莱斯项目配套商业，引入与砂之船（西安）奥特莱斯项目差异化、实现协同效应的品牌；促使新项目对不动产项目实现协同作用，最大程度避免因同质化竞争带来的消费者分流问题；

（c）新项目拟招商品牌应尽最大合理努力不与砂之船（西

安)奥特莱斯项目品牌相重合,如新项目拟招商品牌与砂之船(西安)奥特莱斯项目商户品牌相同的,新项目拟招商品牌租赁单价或联营扣率应不低于砂之船(西安)奥特莱斯项目相同品牌商户铺位。针对重合品牌,本公司应秉承公平、平等和合理的原则处理业务机会,不会主动诱导砂之船(西安)奥特莱斯项目商户终止租约、降低租金水准或联营费率并真实准确录入销售额;

(d)如在新项目的招商规划中涉及对砂之船(西安)奥特莱斯项目与新项目之间的品牌迁移,应在保障砂之船(西安)奥特莱斯项目的整体收益不降低的前提下进行,在执行过程中应取得基金管理人的前置审批并提交收益测算说明,收益测算说明包括针对砂之船(西安)奥特莱斯项目新招商品牌与替换品牌的收益情况对比以及对项目未来整体收益实现情况的测算说明。

②原始权益人及时进行信息披露,充分向投资人提示二、三期建设进度

原始权益人已在《关于避免同业竞争的承诺函》中补充承诺:如未来新项目土地建设规划明确或新项目土地发生可能影响基金份额持有人利益的相关事项的,本公司将及时通知基金管理人,并由基金管理人发布临时公告,确保信息披露及时、准确。

③管理人将积极督促原始权益人按照差异化路线建设二、三期土地

二、三期土地现状作为不动产项目的配套停车场,现状下与不动产项目不存在同业竞争风险,若未来二、三期土地开工建设,管理人将积极督促原始权益人及砂之船商贸,按照优先建设停车

楼及与不动产项目的协同业态推进二、三期土地建设，实现与本不动产项目的协同发展。

5) 配套停车场使用的风险及缓释措施

管理人已在招募说明书“第一章 招募说明书概要及风险因素/第二节 风险因素/(二) 不动产项目运营相关的风险”中披露“配套停车场使用的风险”，具体如下：

“不动产项目未建设配套停车场，由砂之船商贸将旗下二、三期土地(不动产项目相邻地块)向不动产项目提供配套停车场。未来，若砂之船商贸开发建设二、三期土地，可能导致不动产项目无足够数量的配套停车位，将对不动产项目消费者出行便利性造成影响，进而引发客流量与销售额降低，从而影响基金收益与投资人收益分配的风险。”

同时，本基金设置了相应的风险缓释措施，具体如下：

① 《场地合作协议》约定砂之船商贸需提供停车位供不动产项目使用

根据《场地合作协议》约定，砂之船商贸在相邻地块红线范围内为不动产项目配建停车场，停车位数量不少于 1,350 个。砂之船商贸自行作为备案主体按时完成(或更新)停车场经营备案，并负责经营管理停车场。本基金存续期间内，未经项目公司同意，砂之船商贸不得自行转让、出售或以其他方式处置停车场的不动产或配套设施设备等资产，亦不得以任何形式在前述不动产或配套设施设备等资产上设置抵押、质押等权利限制措施或第三方权利安排。

② 管理人将积极督促原始权益人在二、三期土地上优先建设停车楼

二、三期土地现状作为不动产项目的配套停车场，若未来二、三期土地开工建设，管理人将积极督促原始权益人及砂之船商贸，在二、三期土地上优先建设停车楼，以符合《场地合作协议》约定、满足不动产项目的停车需求。

(3) 二、三期土地未开工建设的潜在风险分析

1) 相关合同对于二、三期土地使用的要求

① 《入区协议》相关约定

西安浐灞管委会（作为甲方）、砂之船（重庆）商业有限公司（作为乙方）于 2014 年 6 月签订《砂之船（西安）奥特莱斯项目入区协议书》，并签订《砂之船（西安）奥特莱斯项目入区协议补充协议》，后于 2015 年 1 月 30 日签订《砂之船（西安）奥特莱斯项目入区协议补充协议二》（以上合称“《入区协议》”），就砂之船（西安）奥特莱斯项目开发建设达成如下意向性约定：

表：《入区协议》中关于项目开发的相关约定

事项	条款
项目总投资	《砂之船（西安）奥特莱斯项目入区协议书》第三条： 项目总投资约 20 亿元人民币，由乙方独资投资建设，资金来源为乙方自筹。
建设内容	《砂之船（西安）奥特莱斯项目入区协议补充协议》第一条： 乙方投资约合 20 亿元人民币，以艺术商业为主题，建设集国际名品奥特莱斯、高端影院、高端餐饮、意大利酒窖、儿童体验活动中心等业态为一体，定位为面对高端客群的一站式购物休闲商业广场。项目总建筑面积约 25 万平方米，由乙方（或者乙方项目公司）统一经营管理。项目经营进入成熟期后，解决就业超过 1 万人，每年拉动客流 500 万人次。
建设周期	《砂之船(西安)奥特莱斯项目入区协议书》第四条： 项目将于 2015 年底奥特莱斯示范区开业，2016 年底奥特莱斯主体建成开业。

	<p>《砂之船(西安)奥特莱斯项目入区协议补充协议》第二十七条： 乙方承诺将按期开工，并于 2015 年底奥特莱斯示范区开业，2016 年底奥特莱斯主体建成开业。</p> <p>《砂之船(西安)奥特莱斯项目入区协议补充协议》第三十四条： 4、乙方承诺在 2015 年底前本项目奥特莱斯示范区建成开业，在 2016 年底前奥特莱斯主体建成开业，项目整体在取得四证（国有土地使用证、建设用地规划许可证、建设工程规划许可证、建筑工程施工许可证）后四年内全部建成。</p>
土地性质及指标	<p>《砂之船（西安）奥特莱斯项目入区协议补充协议》第三条： 土地性质及指标：项目用地性质为商服用地，规划指标如下：</p> <p>1、容积率≤ 2.0； 2、建筑密度$\leq 50\%$； 3、绿地率$\geq 20\%$（含生态停车场面积），屋顶绿化率不少于 10%。关于项目规划绿地面积及绿地率核算，将按照《西安市城市规划区建设项目绿地率审查办法》相关规定执行； 4、建筑限高≤ 100 米； 5、退界：满足《陕西省城乡规划管理技术规定》中的相关规定。</p>

② 《土地出让合同》相关约定

根据西安市国土资源局（作为出让人）与项目公司（作为受让人）于 2015 年 2 月 12 日签订的合同编号为“30901”的《国有建设用地使用权出让合同》（简称“《土地出让合同》”），关于项目开发的相关约定如下：

表：《土地出让合同》中关于项目开发的相关约定

事项	条款
开发强度	<p>第十二条第（二）款：本合同项下宗地用于非工业项目建设，受让人承诺本合同项下宗地的开发投资总额不低于人民币大写壹拾亿元（小写 1,000,000,000 元）。</p> <p>第三十四条：项目固定资产投资、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。</p>
出让宗地规划条件	<p>第十三条及合同所附《关于拟出让宗地 CB3-2-122 规划指标的复函》（市规沪灞函[2014]38 号）</p> <p>主体建筑物性质：商业服务业设施 附属建筑物性质：配建 总建筑面积：/平方米 建筑容积率不高于 2.0 不低于 1.5</p>

事项	条款
	建筑限高：/ 建筑密度不高于 50%，不低于：/ 绿地率不高于/，不低于 20%（2000 平米屋顶绿化） 第三十五条： 本合同项下宗地建筑容积率、建筑密度等任何一项指标低于本合同约定的最低标准的，出让人可以按照实际差额部分占约定最低标准的比例，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，并有权要求受让人继续履行本合同；建筑容积率、建筑密度等任何一项指标高于本合同约定最高标准的，出让人有权收回高于约定的最高标准的面积部分，有权按照实际差额部分占约定标准的比例，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。
开竣工时间	第十六条： 受让人同意本合同项下宗地建设项目在 2015 年 12 月 31 日之前开工，在 2018 年 12 月 31 日之前竣工。 第三十三条： 受让人未能按照本合同约定日期或同意延建所另行约定日期开工建设的，每延期一日，应向出让人支付相当于国有建设用地使用权出让价款总额 1‰的违约金，出让人有权要求受让人继续履约。
权利义务转让	第二十三条： 国有建设用地使用权全部或部分转让后，本合同和土地登记文件中载明的权利、义务随之转移，国有建设用地使用权的使用年限为本合同约定的使用年限减去已经使用年限后的剩余年限。
涉及土地收回的特殊条款	第十八条： 受让人应当按照本合同约定的土地用途、容积率利用土地，不得擅自改变。在出让期限内，擅自调整修改土地出让条件的，由出让人有偿收回建设用地使用权。 第三十二条： 受让人造成土地闲置，闲置满一年不满两年的，应依法缴纳土地闲置费；土地闲置满两年且未开工建设的，出让人有权无偿收回国有建设用地使用权。

《入区协议》系西安浐灞生态区管委会与砂之船集团就投资开发事项达成投资意向协议，项目具体开发条件及要求（包括投资金额、建设及开发期限、规划指标等）在后续土地招拍挂条件、《土地出让合同》及所附《关于拟出让宗地 CB3-2-122 规划指标的复函》中进行了更新，应以其约定为准。

2) 二、三期土地开发义务与收回风险分析

①二、三期土地无强制开发义务

二、三期土地尚未取得工程规划许可证、建筑工程施工许可证，尚不具备开工条件，未触发《入区协议》要求在取得四证（国

有土地使用证、建设用地规划许可证、建设工程规划许可证、建筑工程施工许可证)后四年内全部建成之限制。

《入区协议》约定了奥特莱斯示范区、奥特莱斯主体的开业时间,而后《土地出让合同》约定项目应在2018年12月31日之前竣工,已对《入区协议》约定的建设周期进行了调整,不动产项目在2017年9月建成投运,符合《土地出让合同》约定。

因此,开发期限而言,二、三期土地无强制开发义务。

②二、三期土地不存在触发合同特定条款约定被政府收回的风险

(a) 《入区协议》《土地出让合同》关于土地收回的特定条款

《入区协议》未约定触发土地使用权收回的条款。《土地出让合同》中关于土地收回的特定条款包括“第十八条:受让人应当按照本合同约定的土地用途、容积率利用土地,不得擅自改变。在出让期限内,擅自调整修改土地出让条件的,双方同意按照本条第(一)项规定办理:(一)由出让人有偿收回建设用地使用权”。及“第三十二条:受让人造成土地闲置,闲置满一年不满两年的,应依法缴纳土地闲置费;土地闲置满两年且未开工建设的,出让人有权无偿收回国有建设用地使用权。”

(b) 二、三期土地未触发第十八条土地收回情形

西安自规局浐灞分局于2021年6月7日出具《关于CB3-2-122号宗地分宗事宜的说明》,原则同意CB3-2-122地块分宗,该宗地分宗后的三宗地CB3-2-122-1、CB3-2-122-2和CB3-2-122-

3, 应严格执行 CB3-2-122 号国有土地使用权出让合同 (30901) 中约定的宗地规划条件, 不得改变。并于 2021 年 11 月 29 日出具《关于 CB3-2-122 号宗地分宗后有关事宜的相关说明》, 在确保分宗后 CB3-2-122-1、CB3-2-122-2、CB3-2-122-3 三宗地, 共同执行原 CB3-2-122 宗地出让合同及附属条件, 保障公建设施、出入口、通道等设施三宗地共用, 同意 CB3-2-122-1、CB3-2-122-3 两宗地转让至西安砂之船商贸管理有限公司, 并依规按程序办理相关手续。

因此, CB3-2-122 宗地已按照合同约定进行开发建设, 分宗后的三宗地共同执行原 CB3-2-122 宗地《土地出让合同》及附属条件, 不存在擅自调整修改土地出让条件的情形, 未触发十八条出让人有偿收回建设用地使用权的约定。

(c) 二、三期土地不存在因认定为土地闲置导致被政府收回的风险

根据《闲置土地处置办法(2012 修订)》第二条规定, 本办法所称闲置土地, 是指国有建设用地使用权人超过国有建设用地使用权有偿使用合同或者划拨决定书约定、规定的动工开发日期满一年未动工开发的国有建设用地。已动工开发但开发建设用地面积占应动工开发建设用地总面积不足三分之一或者已投资额占总投资额不足百分之二十五, 中止开发建设满一年的国有建设用地, 也可以认定为闲置土地。就 CB3-2-122 宗地而言:

i. CB3-2-122 宗地按期动工开发

本不动产项目位于 CB3-2-122 宗地, “砂之船(西安)奥特

莱斯艺术商业广场项目一期 A 区”对应的《西安市建设工程竣工验收备案表》载明“工程名称：砂之船（西安）奥特莱斯艺术商业广场项目一期 A 区”的开工日期 2015 年 8 月 1 日，早于《国有建设用地使用权出让合同》约定的“2015 年 12 月 31 日”，符合《国有建设用地使用权出让合同》约定的动工开发日期要求。

ii. CB3-2-122 宗地已动工开发面积超过建设用地总面积三分之一

2015 年 6 月 2 日，西安市人民政府就 CB3-2-122 宗地核发《国有土地使用证》（编号：西沪灞国用（2015 出）第 030 号），使用权面积为 105,110.36 平方米。CB3-2-122 宗地分宗后，西安市自然资源和规划局于 2021 年 7 月 15 日向项目公司核发了分宗后 CB3-2-122-2 宗地的《不动产权证书》（编号：陕（2021）西安市不动产权第 0372863 号），使用权面积为 52,937.13 平方米。已动工开发的 CB3-2-122-2 宗地面积占原 CB3-2-122 宗地面积的 50.36%，超过了建设用地总面积三分之一。

iii. CB3-2-122 宗地已投资额占总投资额超过 25%

根据安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）出具的《西安砂之船商业管理有限公司不动产项目相关资产及业务已审备考财务报表 2023 年度、2024 年度及 2025 年度》，入池资产开发投资总额约 1,128,178,226.63 元，其中投资性房地产原值为 899,456,313.33 元（包含土地使用权金额 150,351,055.09 元）、商户装修自投入⁵及项目公司招商装修补贴投入 228,721,913.30 元，

⁵ 参考《陕西省房屋建筑与装饰工程消耗量定额（2025 版）》，商户装修自投入按 2,000 元/平方米谨慎计算。

不论是否包括土地价款，已投资额均超过了《土地出让合同》要求的开发投资总额不低于人民币大写壹拾亿元（小写1,000,000,000元）的25%。

因此，分宗后的三宗地共同执行原CB3-2-122宗地《土地出让合同》及附属条件，不涉及闲置用地，分宗后二、三期土地不存在因认定为土地闲置导致土地使用权被政府收回的风险。

综上，《入区协议》《土地出让合同》对二、三期土地无强制性开发要求，若二、三期土地不开发，不会产生因违反合同约定导致二、三期土地被政府收回，使得不动产项目无配套停车场可使用，进而导致不动产项目无法稳定运营的情况。

3.关于运营稳定性。请管理人结合奥特莱斯业态的运营特点，以及运营管理机构及其控股股东、实际控制人拥有的运营经验，补充披露保障不动产实现持续稳定运营的主要经验能力。

答复：

砂之船集团专注奥特莱斯业务，形成了深厚的专业壁垒；采取矩阵式事业部架构，可更好掌握品牌资源、适应市场变化，运营管理机构组建了包括实控人在内的专业运营管理团队，持续深耕奥特莱斯行业，在管奥特莱斯项目整体经营情况良好，砂之船集团成立的 Sasseur REIT 自上市以来底层资产运营稳健，充分验证了运营管理机构的运管能力。运营管理机构合作品牌丰富、会员数量持续提升、会员复购率稳定并超过 1/3，已在不动产项目打造多个全国第一、西北区域第一的品牌；同时，针对不动产

项目实施了定制化的经营策略，可持续赋能不动产项目，保障不动产项目实现持续稳定运营。

（1）砂之船集团⁶专注奥特莱斯业务，逐步形成深厚的专业壁垒

公司层面，根据中国商业联合会、中华全国商业信息中心发布的“2024年度中国商业零售百强企业名单”，砂之船商管集团排名第30位，是奥特莱斯行业的头部企业之一。

自2008年砂之船（重庆两江）奥莱项目开业后，砂之船集团聚焦于奥特莱斯业务，砂之船集团人员配备、组织架构设计、业务流程规划、资源投入均围绕奥特莱斯业务开展。

因聚焦在单个业务领域，砂之船集团各层级管理人员、前中后台人员均熟悉奥特莱斯业务，并不断深耕行业、推动业务模式迭代，形成深厚的专业壁垒，实现最大程度的协同效应。

（2）运营管理机构采取矩阵式事业部架构，可更好掌控品牌资源、适应市场变化

组织架构层面，运营管理机构设置了矩阵式事业部架构，包括国际名品事业部、女装事业部、运动青休潮牌事业部、男装童装皮具事业部、超级N业态事业部、数智营销中心、物业管理中心、采购与建设管理中心、信息管理中心、财务管理中心、人力行政中心及投资发展中心，使得运营管理机构总部各事业部可垂直管理各分公司或子公司对应事业部，可更好掌握品牌资源、实现全集团品牌资源调拨和协同；奥特莱斯项目前端运营到集团总

⁶ 砂之船集团指砂之船集团的核心持股平台 Sasseur Cayman Holding Limited（中文名“砂之船开曼控股有限公司”，简称“砂之船开曼”）及其控股股东、并表范围内子公司、分公司的统称。

裁的管理层级不超过三层，运营决策更迅捷，可更好地适应市场变化。

(3) 运营管理团队专业高效，拥有多年奥特莱斯业务管理经验

人员层面，运营管理机构为不动产项目配备了包含实控人在内的、专业高效的运营管理团队，运营管理团队拥有良好的业界声誉，熟悉奥特莱斯运营管理业务流程，具备丰富的全国及地方市场管理经验。

表：运营管理团队及履历情况

序号	姓名	履历
1	徐荣灿	男，1965 年出生，砂之船集团创始人、实际控制人。拥有超过 37 年的商业行业从业经验，自 2011 年 8 月起担任砂之船集团董事局主席，在奥特莱斯行业拥有 18 年从业经验。 为中国内地“艺术商业”早期开拓者，首创“艺术商业超级奥莱”理念及 $A \times (1+N) \times AI \times S$ 商业模式，推动集团成为中国服务业 500 强、亚洲首个在新加坡交易所上市的奥特莱斯房地产投资信托运营商。曾获“中国商业改革开放 40 周年功勋人物”、意大利共和国“团结之星”骑士勋章、“2019 亚洲杰出企业家”等荣誉。
2	杨雪	女，1983 年出生，砂之船集团联合创始人。现任集团董事局联席主席、提名和薪酬委员会（NRC）主任。主导集团向奥莱行业转型、夯实国际品牌合作与高端定位，联合徐荣灿先生打造砂之船首个奥莱项目，为集团“四品四美”企业文化代言人。曾获“2019 年度最时尚形象力人物”。
3	徐荣泽	男，1957 年出生，砂之船集团联合创始人。现任集团执行董事、审监风控委员会（ARC）主任。深耕商业行业三十余年，为集团艺术商业落地与亚洲领先地位奠定坚实基础，主导集团风险控制与合规管理。曾获“2019 十大重庆经济年度人物”“2020 年重庆璧山英才”，并担任重庆璧山区人大代表。
4	许军	男，1968 年出生，拥有超过 20 年的商业营运及商业地产投资开发经验，作为中国商业地产行业的资深专家，参与过国内数十个大型商业地产项目的策划、开发及运营。 历任耐克中国有限公司零售总监，广州吉思创贸易有限公司总经理，重庆智尊物业顾问有限公司总经理，砂之船商管集团副总裁、常务副总裁。

序号	姓名	履历
		2011年加入砂之船体系,现任砂之船商管集团总裁/运动青休潮牌事业部总经理。
5	郑远来	男,1964年出生,中国奥莱行业的首批操盘者之一,深谙商业的底层逻辑,在商业规划、商业运营、市场营销方面拥有超过三十年的实战经验。中国奥莱行业协会发起人之一,奥莱商学院资深导师,成都理工大学商学院客座教授。 历任成都太平洋百货营业课长/协理,太平洋集团商业开发有限公司项目副总/招商总监,重庆西部奥莱公司副总经理、总经理、砂之船商管集团副总裁兼商管中心总经理。 2007年加入砂之船体系,现任砂之船商管集团高级副总裁/男装童装皮具事业部总经理/分公司总经理。
6	杨东升	男,1974年出生,中国注册会计师。拥有二十多年财务管理经验,对企业财务管理领域有深入研究,同时对资本市场有丰富的实战经验。 历任天健会计师事务所项目经理,西南证券咨询部经理,重庆东银控股集团有限公司战略总监,砂之船商管集团副总裁、首席财务官/财务管理中心总经理、副总裁/财务管理中心总经理/总裁办公室主任。 2017年加入砂之船体系,现任砂之船商管集团副总裁/女装事业部总经理/财务管理中心总经理/总裁办公室主任。
7	龙健	男,1971年出生,拥有深厚的人力资源管理理论功底与丰富的实战经验。全国人事科研成果奖获得者,重庆市第五届人大代表。 历任重庆理工大学人力资源系主任,中国联通重庆市分公司人力资源部副总经理,中国联通重庆市奉节分公司总经理,东方鑫源控股有限公司兼华晨鑫源重庆汽车公司人力运营副总裁,砂之船商管集团助理总裁/人力行政中心总经理、副总裁/人力行政中心总经理/分公司总经理。 2019年加入砂之船体系,现任砂之船商管集团副总裁/人力行政中心总经理。
8	郭洋溢	男,1967年出生,历任铜梁广播电视台副台长,砂之船商管集团首席行政官,砂之船商管集团监察部部长、ARC副主任。 2000年加入砂之船体系,现任砂之船商管集团监察部部长、ARC副主任。
9	沈悦	男,1984年出生,具有中国法律职业资格,历任重庆智联易才人力资源顾问有限公司法务顾问,砂之船商管集团法务经理、法务总监、董事会秘书兼法律合规部总监。 2012年加入砂之船体系,现任砂之船商管集团董事会秘书/董事局办公室主任/审计部部长/ARC委员。

序号	姓名	履历
10	张明庆	男，1975 年出生，历任重庆智尊机构副总经理，重庆英莱斯顿电子商务有限公司运营总监，砂之船商管集团投资发展总监、投资发展中心总经理。 2012 年加入砂之船体系，现任砂之船商管集团助理总裁/投资发展中心总经理。
11	程鑫渝	男，1975 年出生，历任国际医学（开元）CIO/监事，银泰商业西安区副总经理，砂之船商管集团信息管理中心总经理。 2021 年加入砂之船体系，现任砂之船商管集团助理总裁/信息管理中心总经理。
12	周丽霞	女，1977 年出生，历任香港佳程酒店管理有限公司总监，长沙运达美美总经理，步步高梅溪新天地事业部总经理，砂之船商管集团长沙分公司总经理。 2017 年加入砂之船体系，现任砂之船商管集团助理总裁/分公司总经理。

（4）运营管理机构深耕奥莱行业、管理经验丰富，在管奥特莱斯项目整体经营情况良好

在管项目历史业绩层面，自 2008 年首个奥特莱斯项目开业以来，运营管理机构在管的奥特莱斯项目数量、销售额持续增长。截至 2025 年末，运营管理机构运营管理了 18 个奥特莱斯项目，同时，筹备在建 2 个奥特莱斯项目，合计建筑面积 241.61 万平方米。截至 2025 年末，已开业的奥特莱斯项目平均出租率为 95.75%。运营管理机构长期深耕奥莱行业、具备丰富的实操经验、在管项目整体经营情况良好。

表：运营管理机构在管项目分布、面积及出租率情况

序号	资产名称	所在地区	资产状态 (开业时间)	建筑面积 (平方米) ⁷	2025 年末出租率
1	砂之船（西安）奥莱项目	西安	已完工 (2017/09/30)	141,268	94.36%
2	砂之船（重庆两江）奥莱项目	重庆	已完工 (2008/09/20)	73,373	100.00%

⁷ 建成项目的面积为产证面积，未建成的建筑面积以建成后的不动产证面积为准。

序号	资产名称	所在地区	资产状态 (开业时间)	建筑面积 (平方米) ⁷	2025 年末出租率
3	砂之船（重庆璧山）奥莱项目	重庆	已完工 (2014/01/18)	68,791	99.40%
4	砂之船（合肥）奥莱项目	合肥	已完工 (2016/05/28)	147,315	98.20%
5	砂之船（昆明）奥莱项目	昆明	已完工 (2016/12/10)	88,256	98.40%
6	砂之船（贵阳）奥莱项目	贵阳	已完工 (2017/12/07)	186,022	97.28%
7	砂之船（南京江宁）奥莱项目	南京	已完工 (2015/09/19)	171,956	98.11%
8	砂之船（杭州）奥莱项目	杭州	已完工 (2011/06/24)	45,873	99.60%
9	砂之船（长春）奥莱项目	长春	已完工 (2017/09/23)	172,128	97.84%
10	砂之船（长沙）奥莱项目	长沙	已完工 (2018/12/22)	207,359	96.95%
11	砂之船（兰州）奥莱项目	兰州	已完工 (2019/12/21)	103,605	88.24%
12	砂之船（扬州）奥莱项目	扬州	已完工 (2020/09/19)	93,056	96.10%
13	砂之船（苏州）奥莱项目	苏州	已完工 (2021/10/01)	77,833	93.84%
14	砂之船（南京江北）奥莱项目	南京	已完工 (2022/12/10)	103,824	97.31%
15	砂之船（福州）奥莱项目	福州	已完工 (2022/12/17)	193,012	87.99%
16	砂之船（石家庄）奥莱项目	石家庄	已完工 (2023/09/28)	101,635	98.09%
17	砂之船（乌鲁木齐）奥莱项目	乌鲁木齐	已完工 (2024/09/27)	126,094	99.73%
18	砂之船（银川）奥莱项目	银川	已完工 (2025/12/27)	136,128	81.99%
19	砂之船（广州）奥莱项目	广州	在建	86,000	/
20	砂之船（上海）奥莱项目	上海	在建	92,592	/

序号	资产名称	所在地区	资产状态 (开业时间)	建筑面积 (平方米) ⁷	2025 年末出租率
	嘉定) 奥莱项目				
全部项目合计/已完工项目平均值				2,416,120	95.75%

(5) Sasseur REIT 自上市以来底层资产运营稳健、资本市场口碑良好，运营管理机构运营能力得以充分验证

砂之船集团于 2018 年在新加坡上市 Sasseur REIT，系亚洲首个纯奥特莱斯 REIT，截至目前已运营超过 7 年，Sasseur REIT 的底层资产包括位于砂之船（重庆两江）奥莱项目、砂之船（重庆璧山）奥莱项目、砂之船（合肥）奥莱项目、砂之船（昆明）奥莱项目，Sasseur REIT 上市以来，除受公共卫生事件影响，底层资产出租率有所下滑外，其余年份均保持在 95% 以上，底层资产运营稳健、Sasseur REIT 在资本市场建立了较好口碑，运营管理机构运营能力得以充分验证。

表：Sasseur REIT 上市以来底层资产出租率情况

年份	销售额（亿元）	出租率
2018年	43.06	95.10%
2019年	48.26	96.00%
2020年	37.27	93.50%
2021年	41.84	94.50%
2022年	35.34	97.20%
2023年	46.63	97.60%
2024年	44.82	98.90%
2025年	45.99	98.80%

数据来源：Sasseur REIT 公告。

(6) 运营管理机构合作品牌数量超过 1,600 个，品牌资源丰富，向不动产项目导入品牌 381 个，创造多个全国奥莱第一、西北奥莱第一

2023-2025年，运营管理机构合作品牌数量从755个增长至1,606个，品牌矩阵不断完善。截至2025年末，运营管理机构已向不动产项目导入品牌381个，均衡布局各品类，适配不同的消费需求。2025年，不动产项目入驻品牌中多个品牌销售额位列全国或西北区域奥特莱斯排名第一，体现出运营管理机构较强的运管效能，与品牌商互相促进、形成良性循环。

表：2023-2025年运营管理机构合作品牌数量

品类	2023年	2024年	2025年
N业态	208	315	579
女装	200	273	394
男装童装皮具	180	279	341
运动青休潮牌	82	116	148
国际名品	85	109	144
合计	755	1,092	1,606

(7) 运营管理机构全部在管项目会员数量、不动产项目会员数量均以每年超过20%的增速提升，会员复购率超过1/3

2023-2025年，运营管理机构在管项目会员数量从1,279.33万人增长至1,968.71万人，年增速均超过20%；其中不动产项目会员数量从144.05万人增长至216.74万人，年增速亦超过20%；截至2025年末，不动产项目会员数量在运营管理机构在管项目中排名第一。此外，2023-2025年，运营管理机构在管项目、不动产项目会员复购率超过1/3。得益于运营管理机构良好的运营管理及持续的会员服务，会员增速、粘性较强。

表：2023-2025年运营管理机构在管项目、不动产项目会员数量及复购率

项目	类型	2023年	2024年	2025年
	会员数量(个)	12,793,259	15,947,519	19,687,071

运营管理 机构在管 项目合计	会员数量增长率	28.87%	24.66%	23.45%
	会员复购率	40.37%	38.85%	38.38%
不动产项 目	会员数量（个）	1,440,453	1,771,488	2,167,368
	会员数量增长率	22.42%	22.98%	22.35%
	会员复购率	40.61%	38.69%	36.74%

(8) 运营管理机构针对不动产项目特点实施定制化经营策略，保障不动产项目持续稳定运营

1) 持续扩容场景业态、强化项目特色定位

不动产项目系四层盒子式建筑结构，可实现全季节、全天候舒适购物体验，规避极端天气影响，作为砂之船体系内首个“超级奥莱”落地项目，采用独有的“A×(1+N)×AI×S”商业模式，融合文化体验与折扣购物。

运营管理机构通过持续融入“二郎岗”超级农庄、“袁家村”市集等在地文化元素，打造沉浸式消费场景，满足客群对品质、文化体验与价值消费的复合需求。此外，运营管理机构将动态观测消费趋势变化，持续扩容场景业态，增加亲子、文旅、户外业态，打造“购物+休闲+度假”一站式生活场景，实现客流持续突破。

2) 构建多元商业生态、持续引入高势能品牌，形成区域品牌标杆效应

不动产项目的目标客群覆盖面广，对高性价比、高质价比商品忠诚度高，市场接受度与消费粘性优于以“国际名品为主”的传统定位，不动产项目集聚国际、国内 381 个品牌，以各品类头部品牌为核心，构建多元协同的商业生态。运营管理机构将向不动产项目持续引入高势能品牌、区域首店、旗舰店，动态提升品

牌覆盖度，带动项目整体人气和销售额增长，形成区域品牌标杆效应，持续提升项目品牌竞争力。

3) 坚持“奥莱价”管控机制，开展各类营销活动提升消费者体验，从而提高运营效能

运营管理机构将坚持奥特莱斯运营底层逻辑，致力于通过精细化的运营为消费者提供优质低价的品牌商品，专注商品的价值管理，优化商品选品、定价与销售的全流程。运营管理机构将基于“奥莱价”管控机制，将折扣上限和定价管理标准纳入商户合同，并设立专职团队定期进行价格检查，保障消费者持续享受高性价比权益。运营管理机构将持续开展营销活动，不间断通过商品营销活动为消费者提供优质低价的商品，同时持续加强会员营销和客户服务，提升消费者的消费体验、助力客流量持续上升，从而提升不动产项目运营效能。

4) 采用灵活租约模式，动态调整商户、提高整体空间坪效

运营管理机构将针对不动产项目采用灵活的租约模式和优胜劣汰机制，既能通过长租约保证重点基石品牌的稳定持续发展，又能通过短租约及时汰换低坪效品牌，从而引入新兴潮流品牌，不断满足消费者的审美需求。

(二) 关于不动产收入情况

1.关于租约到期。根据申报材料，本项目 2026 年到期合约面积占比为 51.34%，主要集中在三季度，且 2026 年到期的面积尚未进入续约或新签谈判阶段。请管理人补充披露到期合约的收

入占比、到期租户安排、租户储备情况，结合历史去化时间、续租率等量化分析合约到期对项目现金流的影响，充分揭示风险。

答复：

不动产项目截至 2025 年末在执行租约到期面积主要集中在 2026 年，占比 59.83%，此部分到期面积对应的收入占比为 76.52%。2026 年到期租户中，有 96.97% 的租户已签约或明确签约意向，剩余在沟通中或尚未沟通的，已有较多储备租户予以覆盖。此外，不动产项目历史出租率较高、续租率较高、到期去化时间较短，预计集中到期面积可以有效、快速去化。管理人已在招募说明书中充分揭示租户集中退租风险。

（1）在执行合同到期分布情况

从到期合约的面积分布来看，截至 2025 年末，不动产项目在执行合同集中在 2026 年到期，2026 年到期面积占已出租面积的比例为 59.83%。

表：截至 2025 年末在执行租约到期情况分布（按面积）

到期时间	到期租约面积（平方米）	占比
2025年	1,519.08	2.05%
2026年	44,272.13	59.83%
2027年	16,675.43	22.53%
2028年及以后	11,533.69	15.59%
合计	74,000.33	100.00%

注：2025 年到期租约面积系 2025 年 12 月 31 日当天到期，此部分面积均已续约或新签租户。

从到期合约对应的收入分布来看，截至 2025 年末，不动产项目在执行合同 2026 年到期面积对应的收入占所有到期面积对

应的收入的比例为 76.52%，较面积占比高，主要系短期限合约的坪效较高所致。

表：截至 2025 年末在执行租约到期情况分布（按收入）

到期时间	到期租约收入（万元）	占比
2025 年	369.66	0.94%
2026 年	30,242.05	76.52%
2027 年	7,325.07	18.53%
2028 年及以后	1,585.99	4.01%
合计	39,522.77	100.00%

注：上表测算方式为统计 2025 年末在执行合约的 2025 年的收入及占比。

不动产项目 2026 年到期的面积主要集中在三季度到期，2026 年三季度到期面积占 2026 年全年到期面积的比例为 55.24%。

表：2026 年到期面积按季度分布

时间	2026 年到期面积（平方米）	占比
2026 年一季度	9,633.01	21.76%
2026 年二季度	8,607.43	19.44%
2026 年三季度	24,455.48	55.24%
2026 年四季度	1,576.21	3.56%
合计	44,272.13	100.00%

（2）大部分到期合约商户已签约或明确签约意向

截至 2026 年 3 月末，不动产项目 2026 年到期面积中，有 19.10%的面积原商户已续约、有 66.62%的面积原商户明确续约意向、2.56%的面积新商户已签约、8.69%的面积新商户明确签约意向，已签约及明确签约意向的面积占比为 96.97%，剩余 3.03%的面积尚在沟通中或未启动沟通，主要系本不动产项目为奥莱业态，需要根据品牌的销售情况，对低坪效品牌进行更新汰换，以

保障商务条件的稳定提升、实现更优质的品牌阵容，商户的续约或新签沟通一般提前 2 至 3 个月，故部分 2026 年三季度、四季度的到期商户尚未启动续约或新签沟通，符合奥莱行业的一般规律。

表：2026 年到期商户安排

类型	2026 年到期面积（平方米）	占比
原商户已续约	8,455.82	19.10%
原商户明确续约意向	29,494.65	66.62%
新商户已签约	1,132.19	2.56%
新商户明确签约意向	3,847.44	8.69%
尚在沟通中或未启动沟通	1,342.03	3.03%
总计	44,272.13	100.00%

（3）储备商户较多，可有效覆盖尚在沟通中或未启动沟通的商户面积

运营管理机构长期从事奥特莱斯项目的运营，已在 18 个直辖市、省会城市或高速发展城市签约落地 20 家奥特莱斯项目，其中在营奥特莱斯项目 18 家，已建立了成熟的招商体系和品牌管理体系，合作的品牌数量约 1,606 个，其中国际名品 144 个、女装 394 个、男装童装皮具 341 个、运动青休潮牌 148 个、N 业态 579 个，与各品牌维持良好的合作关系，可实现商户的快速导入。

本不动产项目为西北区域销售额排名第一的奥特莱斯项目，辐射区域包括西安市及陕西省、甘肃省、宁夏回族自治区、山西省等周边省份，储备商户较为充足，共有 116 个储备商户，意向租赁面积 25,203.38 平方米，丰富的储备租户可有效覆盖尚在沟

通中或未启动沟通的商户面积，若此部分商户未续约，可快速导入储备商户。

表：不动产项目储备商户情况

品类	商户数量（个）	意向租赁面积（平方米）
N 业态	31	9,823.38
餐饮	26	6,843.38
超级儿童	1	500.00
生活方式	4	2,480.00
国际名品	16	4,600.00
国际服饰	15	4,400.00
国际精品	1	200.00
男装童装皮具	34	4,280.00
男装	10	1,750.00
童装童玩	11	1,250.00
皮鞋皮具	9	780.00
配件	4	500.00
运动青休潮牌	18	3,300.00
运动	14	2,550.00
青休潮牌	4	750.00
女装	17	3,200.00
合计	116	25,203.38

注：相比传统奥莱以零售业态为主，不动产项目更注重 N 业态（包括餐饮、娱乐等），不动产项目 4 楼以餐饮为主，空铺较少、排队餐饮商户较多、意向租赁面积较大。剔除 N 业态储备商户剩余的零售储备租户亦能覆盖前述尚在沟通中或未启动沟通的商户。

（4）不动产项目历史去化情况较好、续租率较高、去化速度较快

2023-2025 年度，不动产项目年度平均出租率、期末出租率

的平均值分别为 98.29%和 97.24%，维持在较高水平。2023-2025 年度，不动产项目续租率平均值为 87.62%，2025 年度续租率有所下降，主要系电影院部分面积腾退所致。2023-2025 年度，不动产项目商户退租后去化时间均值为 1.10 天（2025 年剔除超奥仓影响），去化时间较短，基本为无缝续约或新签。

整体而言，不动产项目历史去化情况较好、续租率较高、去化速度较快，预计 2026 年到期面积能够得到及时、有效的去化。

表：报告期内不动产项目出租率、续租率和退租后去化时间

经营指标	2025 年度	2024 年度	2023 年度	2023-2025 年度平均值
年度平均出租率	98.03%	98.65%	98.19%	98.29%
期末出租率	94.36%	98.54%	98.82%	97.24%
续租率	81.83%	92.54%	88.48%	87.62%
退租后去化时间	51.94 天	1.63 天	1.44 天	18.70 天
退租后去化时间 (2025 年剔除超奥仓影响后)	0.22 天	1.63 天	1.44 天	1.10 天

注：1、2025 年末出租率、续租率有所下降，主要系 2025 年 10 月末主动腾退电影院部分面积所致。

2、2025 年退租后去化时间为 51.94 天，主要系电影院商户已于 2025 年 10 月末腾退部分租赁面积 4,236.37 平方米，该部分后续装修升级为超奥仓，超奥仓预计于 2026 年 8 月中旬投入使用。如剔除超奥仓对应面积，2025 年度退租后去化时间为 0.22 天。

(5) 租户集中退租风险

管理人在招募说明书“第一章 招募说明书概要及风险因素/第二节 风险因素/二、与不动产项目特性相关的风险/(二) 不动产项目运营相关的风险”中披露了租户集中退租风险：

“截至 2025 年末的在执行合同主要集中在 2026 年,2026 年到期面积占已出租面积的比例为 59.83%, 上述合同集中到期后如未续约或未能及时找到可替代商户, 不动产项目可能产生空置面积和一定空置期, 不动产项目空置率提高将对基金收益产生不利影响, 且未来替换商户或存续商户续签的保底销售额、合同扣率水平可能低于原有水平, 进一步对基金收益造成不利影响。”

2.关于租约期限。根据申报材料, 本项目租约期限在 1 年以内的占比为 53.53%, 报告期内续租租约加权平均期限均小于 1 年。请管理人补充说明本项目租约期限较短的原因, 结合项目运营策略、可比竞品租约期限、历史去化时间、租户储备等情况, 分析对项目稳定运营的影响, 充分揭示风险。

答复:

不动产项目租约期限主要集中在 1 年左右, 1 年左右的租约期限系奥莱行业惯常采用的经营策略, 短租约可灵活改善不动产项目商户结构的同时释放更多的收入增长空间。自不动产项目运营以来, 租约期限呈现逐渐下降趋势, 剩余期限在 1 年以内的面积占比长期稳定在 50%以上, 期限水平与其他已上市的奥莱项目的期限水平接近。同时, 不动产项目历史去化情况较好、租户储备丰富, 租约期限较短对不动产项目稳定运营的影响较为可控, 管理人已在招募说明书中披露不动产项目租约期限较短的风险。

(1) 不动产项目租约期限较短的原因和运营策略

从奥特莱斯项目的经营策略角度出发, 奥特莱斯项目以 1 年

左右期限为主的签约模式系行业惯例。如果项目经营情况良好，业内经验为物业持有方一般主动选择短租而不是被迫按照短租与商户续租，以便在合约到期后灵活改善不动产项目商户结构的同时释放更多的收入增长空间，针对经营良好的商户沟通调整更好的商务条件、针对经营不佳的商户进行汰换。

自不动产项目 2017 年起始运营尤其是 2019 年以来，不动产项目以 1 年左右签约期限为主的模式得以较为充分验证。同时考虑到不动产项目 2023-2025 年度联营销售额从 16.23 亿元增长至 19.17 亿元，年均复合增长率 8.67%，报告期内联营扣率从 11.65% 增长至 12.33%，项目持续经营向好，主动进行短期限合约签署的经营策略得以持续开展，预计未来期间前述签约模式平稳存续的可实现性较强。

(2) 不动产项目起始运营以来各期末在执行合同签约期限分布

不动产项目起始运营于 2017 年，起始运营阶段，即 2017-2019 年末，按面积统计的合同期限集中在 1（不含）至 3（含）年，占比处于 45.87%-52.76%之间，主要系为确保项目稳定运营、起始运营阶段签署较长期限合约。

不动产项目平稳运营后，为促进运营收益提升，1 年以内租约占比显著提高。2020-2022 年末，合同期限 0 至 1（含）年的面积占比分别为 18.71%、20.57%、36.33%。自 2023 年开始，商户签约趋于平稳，租约以 1 年期为主，但因商户续租率较高，且统计口径上无缝续租的合同将在原合同期限上累加，故 2023-2025

年末，下表显示的在执行合同期限并未显著缩短。另经统计报告期内新签和续租合同，2023-2025 年度的新签租约加权平均期限分别为 1.60 年、1.25 年和 1.43 年，续租租约加权平均期限分别为 0.92 年、0.78 年和 1.09 年，亦可反映出租约期限以 1 年期为主的特点。

表：2017-2025 年末各合同期限面积占比分布

合同期限	2025年末	2024年末	2023年末	2022年末	2021年末	2020年末	2019年末	2018年末	2017年末
0至1（含）年	13.27%	10.06%	9.55%	36.33%	20.57%	18.71%	8.63%	2.28%	2.45%
1（不含）至3（含）年	25.76%	39.68%	50.32%	28.18%	31.46%	31.58%	45.87%	52.18%	52.76%
3（不含）至5（含）年	36.88%	19.75%	10.46%	7.48%	20.93%	23.74%	19.96%	19.17%	20.03%
5（不含）至10（含）年	15.53%	15.09%	14.29%	12.55%	12.50%	11.70%	11.37%	11.95%	6.39%
10（不含）年以上	8.54%	15.42%	15.38%	15.47%	14.54%	14.27%	14.16%	14.42%	18.36%
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

注：上表合同期限中如涉及无缝续租，则对应合同期限考虑续租的期限。

（3）不动产项目起始运营以来各期末在执行合同剩余期限分布

剩余期限未受到续租合同期限在原合同期限上累加的影响，可以更加直观地反映租约期限的变化。

2017-2018 年末，砂之船（西安）奥特莱斯项目在执行合同剩余期限主要集中在 1（不含）至 3（含）年，占比分别为 54.30%、51.29%。

2019-2025 年末，剩余期限 0 至 1（含）年的面积占对应时点已签约面积的比例显著提升，分别为 52.24%、42.98%、63.01%、50.75%、57.62%、53.52%和 61.88%，长期维持在 50%以上。

2017-2025 年末，在执行合同加权平均剩余期限分别为 6.11 年、5.12 年、4.12 年、3.80 年、3.30 年、3.36 年、3.00 年、2.72 年和 1.90 年，随着不动产项目运营趋于成熟稳定，以往签署的长 期限合同剩余期限减小且新签合约期限集中在 1 年左右，剩余期 限呈现下降趋势。

表：2017-2025 年末各剩余合同期限面积占比分布

剩余期限	2025年末	2024年末	2023年末	2022年末	2021年末	2020年末	2019年末	2018年末	2017年末
0至1（含）年	61.88%	53.52%	57.62%	50.75%	63.01%	42.98%	52.24%	5.09%	2.63%
1（不含）至3（含）年	27.07%	31.27%	12.90%	21.61%	12.63%	31.98%	20.89%	51.29%	54.30%
3（不含）至5（含）年	0.91%	1.55%	15.33%	13.21%	4.50%	3.65%	4.76%	20.85%	18.32%
5（不含）至10（含）年	2.55%	0.90%	1.43%	1.51%	6.35%	7.70%	8.53%	8.58%	9.65%
10（不含）年以上	7.60%	12.76%	12.72%	12.92%	13.51%	13.68%	13.58%	14.19%	15.10%
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

（4）已上市可比奥莱 REITs 项目底层资产合同到期情况

本不动产项目与已上市的中金唯品会奥莱 REIT、华夏首创奥莱 REIT 招募说明书中披露的底层资产加权平均剩余租期水平相近，均在 1-2 年之间；一年内到期租约占已出租面积基本处于 50%左右，故奥特莱斯项目以 1 年左右期限为主的签约模式系行业惯例。具体如下：

1) 加权平均剩余租期

截至 2025 年末，不动产项目加权平均剩余租期为 1.90 年，与同行业项目水平相近，符合行业惯例。中金唯品会奥莱 REIT 持有的宁波杉井奥莱于 2022-2024 年末及 2025 年 3 月末加权平均剩余租期为 2.28 年、1.85 年、1.55 年和 1.65 年；华夏首创奥

莱 REIT 持有的武汉首创奥莱项目、济南首创奥莱项目于 2023 年末加权平均剩余租期分别为 1.64 年、1.87 年。

2) 租约到期分布

不动产项目因奥特莱斯项目签约特性，合同剩余期限主要集中在 1 年左右，自 2019 年末以来剩余期限在 1 年以内的面积占已签约面积比例长期维持在 50%以上，对比同行业情况，数据水平基本相当。具体如下：

表：中金唯品会奥莱 REIT 持有的宁波杉井奥莱合约到期情况

期间	合约到期面积 (平方米)	占已签约面积 的比例
截至 2025 年 3 月末		
2025 年 4-12 月 (含 2025 年 3 月 31 日)	23,283.13	49.21%
2026 年	10,572.59	22.35%
2027 年	5,074.16	10.73%
2028 年及以后	8,380.44	17.71%
合计	47,310.32	100.00%
截至 2024 年末		
2025 年 (含 2024 年 12 月 31 日)	35,283.24	69.36%
2026 年	3,192.25	6.28%
2027 年	4,412.60	8.67%
2028 年及以后	7,981.04	15.69%
合计	50,869.13	100.00%
截至 2023 年末		
2024 年 (含 2023 年 12 月 31 日)	31,114.13	61.89%
2025 年	7,117.74	14.16%
2026 年	1,943.58	3.87%
2027 年及以后	10,094.48	20.08%
合计	50,269.93	100.00%
截至 2022 年末		
2023 年 (含 2022 年 12 月 31 日)	25,414.44	50.20%
2024 年	9,846.94	19.45%
2025 年	4,545.44	8.98%
2026 年及以后	10,814.60	21.36%
合计	50,621.42	100.00%

数据来源：中金唯品会奥莱 REIT 招募说明书

表：华夏首创奥莱 REIT 持有的底层资产截至 2023 年末租约到期分布情况

到期期间	占已出租面积的比例
2024 年	44.71%
2025 年	33.56%
2026 年及以后	21.73%
合计	100.00%

数据来源：华夏首创奥莱 REIT 招募说明书

(5) 历史去化时间和租户储备情况

本反馈回复已在“三、项目经营与财务情况/（二）关于不动产收入情况/2、关于租约期限”详细披露不动产项目历史去化时间和租户储备情况。综合考虑不动产项目历史去化情况良好以及租户储备较为充沛，租约期限较短预计对不动产项目稳定运营影响较为可控。

(6) 租约期限较短的风险

管理人已在招募说明书“第一章 招募说明书概要及风险因素/第二节 风险因素/二、与不动产项目特性相关的风险/（二）不动产项目运营相关的风险”中披露了租约期限较短的风险，具体如下：

“奥特莱斯项目多以 1 年期为主合同期限进行签约，以便在合约到期后灵活改善商户结构的同时释放更多的收入增长空间。截至 2023-2025 年末，不动产项目在执行租约剩余期限分别为 3.00 年、2.72 年和 1.90 年；剩余期限 0 至 1（含）年的面积占对应时点已签约面积的比例分别为 57.62%、53.52%和 61.88%；报告期内新签租约加权平均期限分别为 1.60 年、1.25 年和 1.43 年，

续租租约加权平均期限分别为 0.92 年、0.78 年和 1.09 年，整体期限较短，可能对不动产项目的运营稳定性带来一定影响，进而影响基金收益。”

3.关于租约调整。根据申报材料，2025 年 11 月 1 日起，电影院租赁面积减少，对应区域改造为超奥仓，预计于 2026 年 8 月中旬改造完毕并投入使用。预测超奥仓 2026 年至 2028 年综合收入分别为 330.91 万元、992.71 万元和 1,091.98 万元，后续年度联营销售额按照 3%增长率测算。

(1) 请管理人补充披露超奥仓的收费标准、与现有联营模式的区别、租户签约及储备情况等，说明现金流预测中是否充分考虑了本次租约调整的影响，评估本次调整是否有利于提升不动产项目的整体运营效率。

答复：

超奥仓系“奥莱中的奥莱”，相比现有联营模式，在收费标准、商品折扣、商户类型、合同期限方面存在差异，超奥仓预计引入不动产项目其他楼层商户 3 折以下的商品及其他场外品牌低折扣商品进行售卖，储备商户丰富，本项目现金流预测中已充分考虑了本次租约调整的影响，相关调整能有效利用低效电影院面积，打造新的消费场景，有利于不动产项目整体坪效增长，提高整体运营效率。

1) 超奥仓收费标准及与现有联营模式的区别

超奥仓定位为“奥莱中的奥莱”，计划打造为折扣更低的超级

特卖仓，择优引入已在不动产项目场内负一至三楼已开设正柜的优势零售类品牌⁸，并补充尚未在该区域入驻、但货品充足且能满足低折扣要求的品牌。

超奥仓以 3 折及以下的商品为主销产品，而负一至三楼的正柜以 3 折以上商品为主销产品；负一至三楼的正柜销售的产品在一定周期后，降低折扣流转至超奥仓进行销售。

超奥仓采用联营模式，由项目公司与商户签署联营合同，超奥仓内商户预计不再单独收取各项物业管理收入、营销推广收入等增值服务收入，合约期限主要为 3-6 个月，并实行末位淘汰机制、快速进行品牌轮换。

表：超奥仓与现有联营模式对比

类型	超奥仓	现有联营模式
合同类型	联营合同	联营合同
收费标准	销售额*扣率，不单独收取物业管理收入、营销推广收入等	销售额*扣率+物业管理收入+营销推广收入等
合同期限	3-6 个月	集中在 1 年左右
商户类型	择优引入负一至三楼的正柜零售类品牌，补充货足折扣低的其他非场内品牌	负一至三楼正柜零售类品牌
商品类型	3 折以下商品	3 折以上商品

2) 超奥仓差异化经营情况说明

超奥仓与场内负一至三楼正柜的差异主要如下：

①商品与折扣差异：负一至三楼商品折扣多为 3 折以上，而超奥仓以 3 折及以下为主，客单价与件单价更低，精准吸引对价

⁸ 指不含 N 业态（即餐饮、超级儿童、生活方式、电影院等体验型或配套业态）的其他品类品牌，包括国际精品、运动、男装、皮鞋皮具、童装童玩、女装、青休潮牌等。

格更为敏感的消费者。其商品以长货龄或过季款为主，与正柜形成明显的货品差异。

②入驻品牌差异：超奥仓主要引入负一至三楼已开设正柜的品牌，并补充尚未在该区域入驻、但货品充足且能满足3折以下折扣要求的品牌。

③合同周期差异：超奥仓商户合同期限更短，核心周期为3-6个月。通过快速的品牌轮换，确保持续供应大量低折扣商品。

④商户初始投入差异：负一至三楼的店铺由商户自行承担装修、货架、灯具等全部投入，初始成本高；而超奥仓由项目公司统一完成场地装修与设施配置，商户仅需提供待售商品，一次性投入降低，与短期合同更适配，亦有利于入驻商户进行灵活经营。

⑤客群与价值差异：超奥仓核心客群对价格和折扣敏感度更高，与正柜客群形成有效区隔。对商户而言，超奥仓经营成本更低，是快速处理长货龄、错季商品以回笼资金的高效渠道。

3) 超奥仓储备商户情况

按照超奥仓装修及开业计划，预计于4月中旬至7月中旬开展超奥仓的招商及签约工作，截至本反馈回复出具之日，超奥仓商户尚未完成签约，根据运营管理机构统计，不动产项目超奥仓储备商户共112个，包括48个运动商户、12个国际精品商户、12个男装商户、12个童装童玩商户、12个皮鞋皮具商户、8个女装商户以及8个青休潮牌商户，储备商户意向租赁面积合计16,945.48平方米。

表：超奥仓储备商户情况

品类	商户数量（个）	意向租赁面积（平方米）
运动	48	7,875.45
国际精品	12	1,858.25
男装	12	1,681.27
童装童玩	12	1,592.79
皮鞋皮具	12	1,592.79
女装	8	1,283.08
青休潮牌	8	1,061.86
合计	112	16,945.48

4) 现金流预测考虑

超奥仓面积共计 4,236.37 平方米，超奥仓部分的现金流在估值中单独预测，根据超奥仓的经营模式，采用“收入=销售额*扣率”对超奥仓部分的收入进行预测，预测合理性见本反馈回复“三、项目经营与财务情况/（二）关于不动产收入情况/3、关于租约调整之问题（2）”的相关回复。

电影院腾退面积 4,236.37 平方米自腾退起始日 2025 年 10 月末至 2026 年 8 月末预测相关收入为 0 元，自 2026 年 9 月开始预测超奥仓相关收入；电影院剩余面积 5,622.55 平方米考虑 2026-2028 年每年 100 万元的费用减免，并以考虑面积变动影响后的 2023-2025 年平均电影院收入作为基准，每年增长 2%进行测算；现金流预测中已充分考虑了本次租约调整的影响。

报告期内，电影院月租金坪效约为 15 元/平方米/月，引入超奥仓后，利用了未被有效利用的低坪效电影院空间、打造了新的消费场景，预计超奥仓月租金坪效将超过 170 元/平方米/月，对

不动产项目月租金坪效、月综合收入坪效均有正向贡献，有利于提升不动产项目的整体运营效率。

表：电影院、超奥仓、整体历史及预测坪效情况

单位：元/平方米/月

时间	电影院月租金坪效	超奥仓月租金坪效	不动产项目月租金坪效	不动产项目月综合性收入坪效
2023年	13.53	/	254.02	349.75
2024年	15.51	/	272.49	374.01
2025年	14.70	/	302.25	409.27
2026年预测	0.89	172.81	307.13	409.69
2027年预测	1.19	172.81	321.36	421.61
2028年预测	1.48	172.81	328.79	431.95
2029年预测	15.25	177.13	337.60	443.03
2030年预测	15.69	181.56	345.64	453.85
2031年预测	16.00	186.10	353.87	463.01
2032年预测	16.32	190.75	362.29	474.25
2033年预测	16.65	195.52	370.91	485.86
2034年预测	16.98	200.41	379.74	495.70
2035年预测	17.32	205.42	388.79	507.49

注：1、超奥仓月租金坪效=超奥仓收入/超奥仓面积/月份。因2026年超奥仓仅预测9-12月收入，故2026年按4个月计算。

2、电影院月租金坪效=电影院收入/电影院面积/月份。2025年10月31日前，电影院租赁面积9,858.92平方米，2025年10月31日后，电影院腾退4,236.37平方米并保留5,622.55平方米，故2025年电影院租赁面积根据面积变化加权计算。

3、不动产项目月租金坪效=(联营收入+租赁收入)/可租赁面积/月份。

4、不动产项目月综合性收入坪效=(联营收入+租赁收入+物业管理收入+营销推广收入)/可租赁面积/月份。

(2)请管理人、评估机构补充披露超奥仓收入的预测依据，

结合问题（1）的回复以及本项目历史运营情况，说明超奥仓收入及增长率假设的合理性。

答复：

不动产项目超奥仓收入采用“销售额*扣率”进行预测，销售额方面，结合可比项目已有的超奥仓实践和历史表现、本不动产项目联营部分运营情况，不动产项目超奥仓销售额、销售额增长率取值审慎合理；扣率方面，结合可比项目超奥仓扣率水平、本不动产项目综合性收入扣率水平，不动产项目超奥仓扣率取值审慎合理。本不动产项目超奥仓部分预测坪效较全场坪效水平低，亦说明超奥仓收入预测审慎合理。

根据超奥仓的经营模式，采用“收入=销售额*扣率”对超奥仓部分的收入进行预测，将超奥仓的销售额增长率进行调整，具体如下。

表：超奥仓预测参数取值情况

参数取值	2026年	2027年	2028年	2029年-2035年
超奥仓销售额（万元）	2,397.84	7,193.52	7,193.52	/
销售额增长率	/	0%	0%	每年增长2.5%
超奥仓扣率	13.80%	13.80%	13.80%	13.80%
超奥仓收入（含税）	330.90	992.71	992.71	/
收入增长率	/	0%	0%	每年增长2.5%

1) 销售额预测的合理性

超奥仓计划于2026年8月中旬开业，估值模型中2026年（2026年9-12月）超奥仓销售额预测值采用运营管理机构基于

超奥仓拟引入的品牌的月均销售额，并考虑超奥仓的面积、商品折扣率等因素进行预测，取值为 2,397.84 万元，2027 年、2028 年销售额在 2026 年销售额年化的基础上不增长；2029-2035 年，超奥仓销售额增长率取 2.5%。

①2026-2028 年超奥仓销售额预测合理性分析

超奥仓模式已在运营管理机构管理的砂之船（重庆两江）奥莱项目上进行了实践，砂之船（重庆两江）奥莱项目超奥仓于 2021 年开业并已运营超过 4 年，可租赁面积约 3,699 平方米，与本不动产项目超奥仓可租赁面积 4,236.37 平方米相近。根据运营管理机构提供的数据，本不动产项目 2025 年度零售类月销售坪效⁹为 4,028.95 元/平方米/月、砂之船（重庆两江）奥莱项目 2025 年度零售类月销售坪效为 4,737.02 元/平方米/月，两者比值为 85.05%，以 2023 年砂之船（重庆两江）奥莱项目超奥仓月销售坪效 2,320.51 元/平方米/月*85.05%，可测算出本不动产项目超奥仓的首年月销售坪效为 1,973.65 元/平方米/月，对应本不动产项目超奥仓首年销售额约 8,361.11 万元，较 2026-2028 年超奥仓销售额预测值高，故超奥仓预测期前三年销售额预测较为审慎、合理。

②2029-2035 年超奥仓销售额增长率预测合理性分析

（a）不动产项目自身运营情况良好，历史数据可支撑预测期增速

不动产项目所在区域为当地经济重点发展区域，具备收入进

⁹ 本不动产项目的 N 业态相比砂之船（重庆两江）奥莱项目的 N 业态较多，N 业态坪效较低，导致月销售坪效较低，若采用两个项目的月销售坪效进行对比不具有参考性；此外，因超奥仓主要引入零售业态品牌，也不包括 N 业态，故采用除 N 业态之外的零售类月销售坪效进行比较计算。

一步提升的基础，且经过多年培育，已成为当地乃至一定城市圈内奥莱行业成熟标杆项目，占据当地奥莱市场高份额，形成了对品牌较高的吸引力（多个全国第一、西北第一的品牌矩阵）。本不动产项目联营销售额 2023-2025 年复合增长率为 8.67%，较本不动产项目超奥仓预测 2029-2035 年销售额增长率 2.5%高，故预测较为审慎、合理。

表：不动产项目联营销售额增长率

经营指标	2025 年度	2024 年度	2023 年度	2023-2025 年复合增长率
本不动产项目联营销售额增长率	11.12%	6.28%	58.91%	8.67%

**(b) 运营管理机构已有成熟的超奥仓运营经验，增长率可
验**

砂之船（重庆两江）奥莱项目超奥仓销售额 2023-2025 年复合增长率为 7.81%，超奥仓模式的增长率得以充分验证；同时考虑到本不动产项目 2017 年开业，运营时长约 8 年；砂之船（重庆）两江奥莱项目 2008 年开业，运营时长约 17 年；本不动产项目增长潜力更强。故本不动产项目超奥仓预测 2029-2035 年销售额增长率 2.5%，预测审慎、合理。

表：砂之船（重庆两江）奥莱项目超奥仓销售额增长率

经营指标	2025 年度	2024 年度	2023 年度	2023-2025 年复合增长率
砂之船（重庆两江）奥莱项目超奥仓销售额增长率	2.25%	13.68%	69.69%	7.81%

(c) 超奥仓销售额增长率取值符合行业增速规律

从行业经营数据看，一般奥莱项目会经历培育期、成长期、成熟期三个阶段。参考全国多家奥特莱斯的销售额增长趋势，在开业后 2 至 5 年，销售额增长较高，平均增长率在 20%-50% 之间。开业 5 年后，增长逐步放缓，第 6 年至第 10 年的平均增长率将在 5%-20% 之间。开业 10 年后，增长率基本稳定在 2%-5% 之间。

表：国内主要奥特莱斯项目开业后各年销售额增长率

开业年份	第 1 年	第 2-5 年	第 6-10 年	10 年以后
运营周期	开业期	培育期	成长期	成熟期
增长率	-	20%-50%	5%-20%	2%-5%

数据来源：各企业年报、公开数据，戴德梁行整理

2028 年之后，不动产项目运营满 10 年步入运营成熟期。本次预测 2029 年至预测期结束超奥仓销售额增速为 2.5%，处于前述成熟期的奥特莱斯项目一般性销售额增速的中下区间内，参数选取合理审慎。

(d) 超奥仓销售额增长率符合西安市宏观经济增长情况

2016-2025 年西安市重要经济指标年均复合增长率均超过 3%（具体数据见本反馈回复“四、资产评估与估值合理性/（一）关于收入参数取值合理性/1.关于租金增长率”的相关回复），预计西安市各支柱产业将继续保持稳定增长的趋势，故 2029-2035 年不动产项目超奥仓销售额增长率每年 2.5%与西安市宏观经济增长情况匹配，审慎合理。

综合本不动产项目历史经营情况、可比超奥仓情况、奥莱行业发展规律及所在西安市宏观经济增长情况来看，超奥仓销售额

增长率的预测合理审慎。

2) 扣率预测的合理性

超奥仓内商户不再单独收取各项物业管理收入、营销推广收入等增值服务收入，故超奥仓的合同扣率为包含上述增值服务收入的综合性收入扣率，2023-2025 年度，不动产项目综合性收入扣率持续提升，超奥仓扣率参照 2025 年不动产项目不含税综合性收入扣率，取值 13.80%，并以此计算超奥仓的含税收入，相比采用含税综合性收入扣率来计算含超奥仓的含税收入，更为谨慎保守。

表：报告期内不动产项目综合性收入扣率

经营指标	2025 年度	2024 年度	2023 年度
综合性收入扣率	15.24%	15.16%	14.94%
不含税综合性收入扣率	13.81%	13.75%	13.56%

注：1、综合性收入扣率=（含税联营收入+含税租赁收入+含税物业管理收入+含税营销推广收入）/销售额，收入、销售额中均不含电影院收入、销售额。

2、不含税综合性收入扣率=（联营收入+租赁收入+物业管理收入+营销推广收入）/销售额，收入、销售额中均不含电影院收入、销售额。

本不动产项目预测期采用的超奥仓扣率较砂之船（重庆两江）奥莱项目历史实际超奥仓扣率低，预测相对审慎。

表：2023-2025 年砂之船（重庆两江）奥莱项目超奥仓扣率

经营指标	2025 年度	2024 年度	2023 年度
砂之船（重庆两江）奥莱项目超奥仓扣率	17.09%	16.45%	16.55%

注：砂之船（重庆两江）奥莱项目超奥仓扣率=（含税超奥仓收入+含税营销推广收入中的宣传服务收入）/超奥仓销售额，因物业管理收入、营销推

广收入中除宣传服务收入外的其他收入无法按照与本不动产项目相同的口径统计，故未纳入扣率计算，故扣率较实际的综合性收入扣率偏低。

3) 超奥仓预测坪效与不动产项目历史坪效对比

2026-2028 年度，不动产项目超奥仓月租金坪效分别为 172.81 元/平方米/月、172.81 元/平方米/月和 172.81 元/平方米/月，较不动产项目报告期内月综合收入坪效、月租金坪效均较低；2026-2028 年度，超奥仓月销售坪效分别为 1,415.03 元/平方米/月、1,415.03 元/平方米/月和 1,415.03 元/平方米/月，较不动产项目报告期内全场月销售坪效均较低，预测审慎、合理。

表：2026-2028 年不动产项目超奥仓坪效情况

单位：元/平方米/月

类型	2026 年度	2027 年度	2028 年度
超奥仓月租金坪效	172.81	172.81	172.81
超奥仓月销售坪效	1,415.03	1,415.03	1,415.03

注：1、超奥仓月租金坪效=超奥仓收入/超奥仓面积/月份；

2、超奥仓月销售坪效=超奥仓销售额/超奥仓面积/月份；

3、因 2026 年超奥仓仅预测 9-12 月共 4 个月的收入，故 2026 年度超奥仓月租金坪效、月销售坪效按 4 个月计算。

表：报告期内不动产项目坪效情况

单位：元/平方米/月

类型	2025 年度	2024 年度	2023 年度
不动产项目月租金坪效	302.25	272.49	254.02
不动产项目月综合性收入坪效	409.27	374.01	349.75
不动产项目月销售坪效	2,965.61	2,717.92	2,581.32

注：1、月租金坪效=(联营收入+租赁收入)/可租赁面积/月份；

2、月综合性收入坪效=(联营收入+租赁收入+物业管理收入+营销推广收入)/可租赁面积/月份；

3、月销售坪效=销售额/可租赁面积/月份。

4.关于租金减免。请管理人补充披露电影院租户租金及物业服务费用减免金额占本项目收入的比重,采取减免措施的原因及是否符合行业惯例,说明商业合理性和公允性,充分揭示风险。

答复:

不动产项目给予电影院租户的费用减免占运营收入的比重约为 0.21%,系不动产项目为充分利用低效面积、主动腾退电影院租户部分面积而对电影院租户支付的违约金,通过费用减免的形式实现。主动调改并支付违约金是行业常见的运营策略,符合行业惯例,违约金与考虑折旧摊销后的商户初始装修自投入基本匹配,均具备商业合理性及公允性。管理人已在招募说明书中披露租金及物业管理费优惠减免的风险。

(1) 租金及物业管理费优惠减免情况及其占收入比重

根据项目公司与电影院租户签订的相关协议,项目公司将于 2026 年至 2028 年连续三年给予电影院租户每年 100 万元的费用减免。根据评估机构的预测,2026 年至 2028 年不动产项目的含税运营收入分别为 45,535.80 万元、46,856.14 万元及 47,977.49 万元。因此,预计未来三年相关优惠减免金额占含税运营收入的比重分别为 0.22%、0.21%及 0.21%。

(2) 租金及物业管理费优惠减免原因

电影院部分面积进行腾退并调改为超奥仓,主要系电影院月租金坪效较低,存在部分面积未被有效使用,运营管理机构根据

市场调研情况，并结合消费场景、习惯、趋势的变化采取了主动调改策略，主动汰换未被有效利用的部分低坪效电影院空间，调整为高坪效且具备差异化优势的超奥仓空间，以向消费者提供更好的消费体验。项目公司向电影院租户提供的相关租金及物业管理费优惠减免实质是项目公司因主动腾退电影院部分面积，需向电影院租户支付的违约金，通过费用减免的方式来实现，并非对于租户日常经营予以的相关补贴，具有一定偶发性，亦非常规的持续性补贴。

电影院租户实施腾退并计划调整成为超奥仓业态，并非为本不动产项目的首创。2020年-2021年，运营管理机构在其运营的砂之船（重庆两江）奥莱项目中也将电影院承租面积中的3,699平方米予以腾退并装修升级为超奥仓，同时根据相关合同约定向相关租户支付了违约金。

（3）主动调改并向租户支付违约金符合行业惯例，相关金额具备商业合理性及公允性

在商业不动产项目中，主动调改是业主方及商户应对消费者需求的快速迭代，提升经营效率及坪效的常见操作。商户在入驻商业不动产项目时需要进行一定的个性化装修并产生相应的前期投入，因此在业主方与商户的租赁合同中通常会约定，若因业主方原因提前收回房屋，需要向租户支付违约金。在项目公司与电影院租户签订的《租赁合同》中也有类似条款表述，该项约定也是行业内较为常见的商务条款。在已上市的华夏中海商业REIT在其运营团队的经营理念中亦提及“主动调整的具体执行

过程上，一般由项目公司根据租户实际经营情况和租户储备情况择机选择拟清退的租户，再由招商团队与租户沟通确认其租赁意向，退还保证金并由项目公司恢复铺位至毛坯状态，部分商户会涉及装修折旧补偿，具体情况视谈判而定。”

从相关减免金额的商业合理性及公允性来看，根据运营管理机构提供的数据，按商户装修自投入约 2,000 元/平方米的标准进行计算，电影院腾退部分面积对应初始装修总投入约 847.27 万元，若按照 10 年的折旧摊销年限及 5% 的残值率¹⁰，估算截至腾退日¹¹腾退部分对应的装修投入残值约为 196.10 万元，考虑到电影院租户除装修外还有设备的更新投入，因此给予电影院商户 300 万元的减免金额具备商业合理性与公允性。

（4）租金及物业管理费优惠减免的风险

管理人已在招募说明书“第一章 招募说明书概要及风险因素/第二节 风险因素/二、与不动产项目特性相关的风险/（二）不动产项目运营相关的风险”部分补充披露租金及物业管理费优惠减免的风险，具体如下：

“项目公司于 2026-2028 年给予电影院租户每年 100 万元的租金及物业管理费优惠减免，该项减免主要系项目公司主动腾退电影院部分面积向电影院租户支付的违约金，以相关费用减免的形式实现。虽然项目公司与电影院租户的相关协议中已明确约定，项目公司在履行相关费用减免的承诺后无需向电影院租户支付

¹⁰ 参考万达电影（002739.SZ）的招股说明书，“根据影城装修各部位、各项目的加权平均预计使用年限，将影城装修费用的摊销期确定为 10 年…相关机器设备的残值率为 5%。”

¹¹ 按照不动产项目开业日作为折旧摊销起始日，截至腾退日（2025 年 10 月 31 日）累计折旧摊销约 8.09 年。

现金赔偿，但可能出现电影院租户因经营不善要求项目公司持续给予赔偿，甚至因其经营不善向项目公司提出解约或退租，进而对不动产项目的运营进一步造成不利影响的风险。”

四、资产评估与估值合理性

（一）关于收入参数取值合理性

1.关于租金增长率。根据申报材料，报告期内固租模式合同租金单价存在波动，预测未来每年增长**3%**，请管理人、评估机构补充披露租金单价波动的原因，结合所属区域、可比竞品固租单价等情况，说明预测期内租金增长率的取值依据和合理性。

答复：

自本项目起始运营以来，即**2017-2025**年末，不动产固租单价年均复合增长率**11.78%**；**2023-2025**年末固租单价年均复合增长率为**11.08%**；各楼层固租租户新签或续签单价较历史水平增长超过**2.5%**，结合西安市经济发展情况、西安市优质商业租金单价增长率区间，本次反馈回复基于审慎考虑将不动产项目固租单价年增长率调整为**2.5%**具备合理性。

（1）报告期内不动产项目固租合同租金单价存在一定波动，主要受固租租户的面积变化影响

2023-2025年末，不动产项目按面积加权的固租合同租金单价分别为**110.40**元/平方米/月、**97.76**元/平方米/月和**136.21**元/平方米/月，存在一定波动，主要受固租租户的面积变化影响。**2024**年末固租合同租金单价较上年下降，主要系报告期内部分

单价较高、收益表现较好的固租商户调整为抽成模式所致；2025年末固租合同租金单价较上年提升，主要系部分商户固租合同单价提升所致。根据不动产项目经审计的备考财务数据，报告期内固租收入占营业收入比例分别为0.84%、0.81%和0.49%，占比较低，因此固租合同租金单价变动对不动产项目整体影响可控。

(2) 与可比项目固租单价相比，不动产项目固租单价处于合理水平，为未来增长提供较为充足空间

对于固租商户，租赁期内，依据租赁合同约定预测固租收入；租赁期外，参照市场租金单价预测固租收入。

评估机构选取了与不动产项目同处浣灞国际港商圈且经营情况相对可比的优质商业物业作为可比项目，可比项目首层固租单价在90-250元/平方米/月之间。

表：可比项目固租单价情况

项目名称	本不动产项目	可比项目 1	可比项目 2	可比项目 3
商圈	浣灞国际港商圈	浣灞国际港商圈	浣灞国际港商圈	浣灞国际港商圈
开业时间	2017年	2023年	2019年、2025年分期开业	2020年
商业类型	奥特莱斯	购物中心	购物中心	购物中心
首层固租单价 ¹²	/	100-250元/平方米/月	100-240元/平方米/月	90-240元/平方米/月

于评估基准日2025年12月31日，不动产项目在租固租商户租赁情况以及各楼层选用的市场租金单价如下表所示：

表：截至2025年末在租固租商户租赁情况

¹² 含税、不含物业管理收入。

租赁楼层	租赁面积 (平方米)	租赁面积占比	加权平均租金单价 (元/平方米/月)	市场租金单价 (元/平方米/月)
地上 1 层	189.00	19.45%	150.85	151.00
地上 2 层	92.00	9.47%	452.83	455.65
地上 4 层 ¹³	690.76	71.08%	90.04	115.40
合计	971.76	100.00%	136.21	154.54

对于地上 1 层商户。2025 年末，该楼层固租商户租赁面积合计为 189.00 平方米，共 2 个商户。商户 1 为国内知名生活方式品牌，品牌影响力与市场认可度较高，与不动产项目整体定位高度契合，该商户自 2022 年底入驻不动产项目以来，经营状况稳定，租赁关系持续良好，未出现退租、欠租等异常情况，租赁状态整体稳健。铺位租赁面积相对较小，属于不动产项目内精品型铺位；商户 2 为租赁期限较短的特卖点位。整体而言，结合品牌定位、承租面积、楼层价值综合来看，该楼层加权平均租金单价贴合不动产项目实际运营规划，故租赁期外地上 1 层商户市场租金单价基本参考其 2025 年末加权平均租金单价，具有合理性。

对于地上 2 层商户。2025 年末，该楼层固租商户租赁面积合计为 92.00 平方米，该楼层与地铁“务庄站”出口接驳，具备天然客流优势与便捷通达性，区位价值突出，是吸引稳定消费客流的核心楼层。该楼层承租商户以经营面积 30 平方米以下的小型餐饮业态为主，商户结构清晰、业态分布集中。截至本反馈回复出具之日，该楼层面积占比 85.87%的固租商户已顺利完成租赁合同续签和新签（剩余面积占比 14.13%的商户为 2026 年 10 月末到期的单一商户），整体地上 2 层固租铺位运营稳定性强。

¹³ 含屋面层。

本次集中续签和新签后，该楼层新签和续签租约的加权平均租金单价¹⁴较截至 2025 年末加权平均租金单价增长 59.00%，租金水平实现显著提升。上述租金增长系市场对项目区位价值、运营能力及客流支撑的直接认可，充分反映出商户对不动产项目未来发展前景的信心。地上 2 层市场租金单价选用 455.65 元/平方米/月，仅略高于其 2025 年末加权平均租金单价，考虑到前述新签和续签租约租金单价提升，该楼层市场租金单价设置与物业价值及经营收益相匹配，具备合理性，未来仍有提升空间。

对于地上 4 层商户。2025 年末，该楼层固租商户租赁面积合计为 690.76 平方米，占全部在租纯固租模式商户租赁面积的比例为 71.08%，地上 4 层固租市场租金单价取值 115.40 元/平方米，高于其 2025 年末加权平均租金单价，系综合考虑楼层位置、业态组合、市场行情及签约情况而设置，整体具备合理性：一方面，从市场比价角度来看，商业项目中 4 层租金通常较首层租金存在一定折减，通常 4 层商户租金相较首层租金的楼层修正系数多在 40%-50%之间。2025 年末地上 4 层市场租金单价，处于可比项目经楼层系数修正后租金单价（36-125 元/平方米/月）的区间内，与同区域、同类型商业物业的市场租金水平基本一致，符合市场客观规律。另一方面，该楼层固租面积中有 605.69 平方米此前采用第三方整租后转租模式，受中间环节及历史租赁条件影响，原整租租金水平相对偏低。为提升物业收益与运营质量，截至本反馈回复出具之日，运营管理机构已完成部分租约的直租转

¹⁴ 部分租约按照固定租金与提成租金两者取高模式进行新签，此处选取对应固定租金金额进行测算对比。

签工作。转签商户加权平均租金单价为 265.16 元/平方米/月，较 2025 年末加权平均租金单价增长 194.49%，租金提升空间已得到充分验证。此外，此楼层配套有电影院及具备较强客流聚集效应的知名餐饮品牌，可带动楼层客流与消费活跃度，为商户经营及租金提升提供坚实支撑。综合来看，该楼层选用的市场租金水平符合可比项目租金水平，同时通过直租转签、业态优化等运营举措，该楼层租金水平在 2025 年末后已实现增长，故地上 4 层市场租金单价审慎合理、未来增长可期。

（3）关于固定租金单价增长率预测的合理性

预测期固定租金单价增长率审慎调整为 2.5%，低于报告期内固定租金单价年均复合增长率 11.08%，也低于本项目自运营以来，即 2017-2025 年末固定租金单价年均复合增长率 11.78%。

同时，预测期固定租金单价增长率低于地上 2 层固租续签和新签后加权平均租金单价¹⁵较 2025 年末加权平均租金单价的增幅 59.00%，亦低于地上 4 层直租换签商户的加权平均租金单价增幅较 2025 年末加权平均租金单价的增幅 194.49%。

此外，预测期固定租金单价增长率落在西安市优质商业物业租金单价增长率 2%-5%的谨慎区间内，整体取值偏保守、稳健，评估参数设定合理审慎。

表：各增长率指标对比情况

指标	比率
报告期内固租租金年均复合增长率	11.08%

¹⁵ 部分租约按照固定租金与提成租金两者取高模式进行新签，此处选取对应固定租金金额进行测算对比。

指标	比率
2017 年末-2025 年末固租租金年均复合增长率	11.78%
西安市优质商业物业租金单价平均增长率	2.0%-5.0%
本次评估固租租金增长率参数	2.5%

注：西安市优质商业物业租金单价平均增长率系评估机构提供。

(4) 所在区域经济发展情况较好，预计可对本项目未来固租租金增长提供较强支撑

砂之船（西安）奥特莱斯项目所在的西安市，作为历史古都和西北核心城市，城市规划以“贯通古今的世界人文之都、合南北的绿色发展之城”为目标，构建“四轴六片多核心”国土空间开发格局。重点打造四大 CBD、三大站城融合区和 9 个商圈，强化城市功能与空间协同。根据各省市统计局数据，2025 年西安市 GDP 排名西北五省（陕西省、甘肃省、宁夏回族自治区、青海省、新疆维吾尔自治区）第一，也是西北五省唯一 GDP 突破万亿的城市。西安市经济发展前景呈现出宏观发展机遇良好、经济基础坚实稳固、消费市场潜力巨大的特点。未来，随着“一带一路”战略深化和产业升级持续推进，西安有望进一步巩固其西北核心城市地位，实现高质量发展。

2016 年-2025 年西安市重要经济指标年均复合增长率均超过 2.5%，预计西安市各支柱产业将继续保持稳定增长的趋势，可为本项目预测期内固定租金单价每年 2.5% 的增长率提供较为坚实的外部经济环境基础。

表：西安市 2016 年-2025 年重要经济指标年均复合增长率

经济指标	年均复合增长率
地区生产总值	9.01%
人均地区生产总值	5.76%

社会消费品零售总额	4.02%
城镇常住居民可支配收入	5.22%
居民消费价格指数	1.59%

注：测算数据来源于西安市统计局等机构发布的公开信息。

2.关于物业管理收入。根据申报材料，租赁合同期外物业管理收入水平参照最新收费标准及新签商户实际收费情况综合判断，每三年增长5%。请管理人结合本项目历史物业管理收费标准变动情况、当前收费标准、新签商户实际收费水平、历史及预测期内物业管理收入增速、可比竞品项目等情况，说明预测期内物业管理收入及增速假设的合理性。

答复：

租约期内，物业管理收入按租约约定进行计算，租约期外，物业管理收入单价结合基准日收费标准及新签、续签价格预测，预测期首年物业管理收入单价取值较新签、续签的物业管理收入单价水平低；物业管理收入单价增长率取值每三年5%，较不动产项目历史物业管理收入单价增长率低、位于可比消费REITs项目物业管理收入增长率取值区间；物业管理收入单价及增长率预测审慎合理。

本项目物业管理收入主要包含综合物业收入、固定管理收入、其他综合服务收入及活动服务费收入。对于已有租约的，租赁期限内采用租赁合同或合作经营合同中约定的收入单价；租约期外及现有空置部分出租后相关收入水平参照项目最新收费标准及新签商户实际收费情况综合判断（以下简称“预测期内首年单价”），相关收入单价预测期内按照每三年增长5.00%计算，考虑

空置损失。

(1) 历史物业管理收费标准变动情况

报告期内，各类物业管理收入服务内容如下表，鉴于运营管理机构在报告期内针对不同的物业管理收入采取不同的收费模式，为便于列示和测算，将收费单位统一调整为元/平方米/月，具体如下：

表：本项目各类物业管理收入服务内容和收费方式

类型	服务内容	收费单位	备注
综合物业收入单价	商场公共区域的清洁费、安保费和商场内公共设备设施的维修和保养费用及商场、店铺内中央空调使用费	报告期内按照元/平方米/月的计量单位收取	为便于列示和测算，本次将各类物业管理费单位统一折算为元/平方米/月
固定管理收入单价	包含店铺使用商场所提供的标准印刷品及耗材、收银及对账相关服务	报告期内按照元/户/月的计量单位收取	
其他综合服务收入单价	店铺使用商场所提供智能化商业物业设施、系统所缴纳的服务费以及商场线上商城推广所缴纳的服务费等		
活动服务费收入单价	店铺参与“春季购物嘉年华、周年庆、红色第五季和双旦跨年暨VIP回馈”等商场自行开展活动给予的一次性活动赞助费用	报告期内按照元/户/年的计量单位收取	

表：本项目各类物业管理收入收费单价和增速

单位：元/平方米/月

类型		2025年末	2024年末	2023年末
综合物业收入单价	收费单价	58.08	53.82	51.06
	年均复合增长率	6.65%		
固定管理收入单价	收费单价	7.79	7.35	7.09
	年均复合增长率	4.80%		
其他综合服务收入单价	收费单价	8.48	7.89	7.50
	年均复合增长率	6.34%		
活动服务费收入单价	收费单价	6.22	5.85	5.52

	年均复合增长率	6.13%
--	---------	-------

(2) 与当前在执行收费标准相比，本次预测使用单价水平具有合理性

各类物业管理收入作为现金流的稳定构成部分，依托于持续运营的租赁合同或合作经营合同与良好的客户黏性，具备持续、稳定收取的基础。基于此，评估机构在进行收益预测时，审慎考量了项目最新收费标准（即评估基准日平均单价）及新签、续签商户实际收费情况，预测期首年单价取值均低于本项目 2026 年 1-3 月新签及续签商户合同所约定的平均单价，充分考虑了项目各类物业管理收入单价的实际成交水平与未来增长的潜在空间，也为项目运营预留了合理的上调通道，具有合理性。

表：本项目物业管理收入服务内容及单价对比

单位：元/平方米/月

类型	截至 2025 年末平均单价	2026 年 1-3 月新签、续签商户平均单价	预测首年单价
综合物业收入	58.08	78.77	58.08
固定管理收入	7.79	10.25	7.79
其他综合服务收入	8.48	10.77	8.48
活动服务费收入	6.22	6.92	6.22

(3) 相较历史增长率，本项目对各类物业管理收入预测期内增长率选取具有合理性

在各类单价的预测中，评估机构所设定的增幅普遍低于各类物业管理单价报告期内 4.80%-6.65% 的年均复合增长率，也低于 2026 年 1-3 月新签、续签商户各类物业管理收入平均单价上浮水平 11.25%-35.62%（随着项目客流量逐年增加，物业成本支出增加，为维持和提升项目经营品质，运营管理机构目前推动新签和

续签合约视各商户情况提升各类物业管理收入单价水平），本次估值仅预测各类物业管理收入预测期内每三年增长 5.00%，取值审慎、稳健。

表：本项目物业管理收入历史增长率与预测增长率对比

科目	预测单价增长率	报告期内单价年均复合增长率	新签、续签商户平均单价上浮水平 ¹⁶
综合物业收入	每三年 5%，年均复合增长率约 1.64%	6.65%	35.62%
固定管理收入		4.80%	31.58%
其他综合服务收入		6.34%	27.00%
活动服务费收入		6.13%	11.25%

（4）相较已上市奥莱和购物中心 REITs 项目，本项目对各类物业管理收入预测期内增长率选取具有合理性

已上市奥莱 REITs 底层资产预测期内物业管理收入年增长率多处于 2%-2.5%之间，其他购物中心 REITs 底层资产物业管理收入增长率多处于 1%-4%之间，本项目采用每 3 年增长 5%，较为合理审慎。

表：已上市奥莱和购物中心 REITs 底层资产物业管理收入增长率参数设置

项目名称	项目上市时间	项目类别	预测期物业管理收入增长率	
本基金	砂之船（西安）奥特莱斯项目	-	奥特莱斯	每三年增长 5.00%
中金唯品会奥莱 REIT	宁波杉井奥莱	2025/9/12	奥特莱斯	每两年增长 5.00%
华夏首创奥莱 REIT	武汉首创奥莱	2024/8/28	奥特莱斯	2%
	济南首创奥莱			2%
华夏中海	佛山映月湖环	2025/10/31	购物中心	2025-2029 年：0%

¹⁶ 2026 年 1-3 月新签、续签商户各类物业管理收入平均单价/截至 2025 年末各类物业管理收入平均单价。

项目名称		项目上市时间	项目类别	预测期物业管理收入增长率
商业 REIT	宇城			2030 年：10%， 2031-2034 年：0%
华夏凯德商业 REIT	长沙雨花亭项目	2025/9/29	购物中心	每 3 年增长 8%
	广州云尚项目		购物中心	每 5 年增长 7%
中金中国绿发商业 REIT	济南领秀城	2025/6/27	购物中心	每 5 年增长 14.45%
华夏大悦城 REIT	成都大悦城	2024/9/20	购物中心	预测期第 4 年增长 6%，第 9 年增长 8%，其余年份不增长
华安百联消费 REIT	上海又一城	2024/8/16	购物中心	专门店：2025 年至 2033 年增长率为 3% 主力店：2025 年至 2033 年的增长率为 2%
中金印力商业 REIT	杭州西溪印象城	2024/4/30	购物中心	年增长率约为 4%
华夏华润商业 REIT	青岛华润万象城	2024/3/14	购物中心	预测期第 5 年和第 10 年分别递增 10%
华夏金茂商业 REIT	长沙金茂览秀城	2024/3/12	购物中心	3%-4%

数据来源：各项目封卷版招募说明书。

综上，管理人和评估机构认为本次估值预测的各项物业管理收入单价、增长率合理审慎。

3.关于收缴率。根据申报材料，本项目预测收缴率为 **100%**，请管理人、评估机构充分考虑租金支付安排、可比项目情况等，审慎评估收缴率取值的合理性。

答复：

2023-2025 年度，不动产项目收缴率¹⁷分别为 100%、100%

¹⁷ 截至本次招募说明书首次出具之日，各期实收收入/应收收入。

和 99.99%。考虑到联营模式下商户均为统一收银，联营模式预测收缴率维持在 100%；考虑到租赁模式下部分商户为非统一收银，本次反馈审慎考虑将租赁模式收缴率从 100%下调至 99%，与已上市奥莱和购物中心 REITs 预测收缴率取值可比。

(1) 奥特莱斯项目收款安排可有效保障收缴率

对于联营模式。销售款会先行汇入项目公司的账户，项目公司依据合同约定，从该笔销售款中扣除相应税金以及一定比例的联营净收入（即合同扣率部分），最后将扣除后的剩余销售款返还给联营商户。因此，在该收款模式下，联营商户销售款的收缴率能够稳定达到 100%，本次评估机构对于联营模式收缴率参数设置保持在 100%较为合理。

对于租赁模式，具体可细分为抽成和固租。本项目抽成模式商户主要系零售商户、连锁品牌商户。部分抽成商户由项目公司统一收款，收缴方式与联营模式相同，具有收缴稳定性。另有部分抽成商户自行收银之后再向项目公司划付相关款项，但该类商户市场声誉较好、履约能力较强，报告期内未发生欠缴情况。固租方面，报告期内固租收入占运营收入的比例较低，分别为 0.84%、0.81%、0.49%，对项目整体收入影响较小，报告期内整体缴纳情况正常。评估机构基于审慎考虑，将租赁模式收入收缴率从 100%调整为 99%，较为充分考虑了项目历史以往情况和运营风险，较为审慎合理。

(2) 与已上市奥莱和购物中心 REITs 项目底层资产收缴率参数相比，本项目收缴率设置较为合理审慎

已上市奥莱和购物中心 REITs 项目底层资产收缴率普遍设置在 99%-100%，本次评估机构将租赁模式收入收缴率假设审慎调整为 99%，较为合理审慎，具体如下：

表：已上市奥莱和购物中心 REITs 底层资产历史和预测收缴率

项目名称		项目上市时间	项目类别	历史三年一期收缴率均值	预测收缴率
本基金	砂之船（西安）奥特莱斯项目	-	奥特莱斯	约 100%	联营：100% 租赁：99%
中金唯品会奥莱 REIT	宁波杉井奥莱	2025/9/12	奥特莱斯	100%	联营：100% 租赁：99%
华夏首创奥莱 REIT	武汉首创奥莱	2024/8/28	奥特莱斯	100%	100%
	济南首创奥莱			99.06%	租赁 99%
华夏中海商业 REIT	佛山映月湖环宇城	2025/10/31	购物中心	99.20%	预测期内当年 99%，应缴当年之后 12 个月的收缴率 99.8%
华夏凯德商业 REIT	长沙雨花亭项目	2025/9/29	购物中心	99.60%	99%
	广州云尚项目		购物中心	99.06%	99%
中金中国绿发商业 REIT	济南领秀城	2025/6/27	购物中心	100%	99%
华夏大悦城 REIT	成都大悦城	2024/9/20	购物中心	99.72%	100%
华安百联消费 REIT	上海又一城	2024/8/16	购物中心	99.61%	100%
中金印力商业 REIT	杭州西溪印象城	2024/4/30	购物中心	99.89%	100%
华夏华润商业 REIT	青岛华润万象城	2024/3/14	购物中心	99.79%	100%
华夏金茂商业 REIT	长沙金茂览秀城	2024/3/12	购物中心	100%	100%

数据来源：各项目封卷版招募说明书。

（二）关于成本及折现率参数取值合理性

1.关于运营成本及费用。根据申报材料，本项目物业管理成本、人力行政成本、公区能源成本、共享成本预测每年增长2%，日常维修维保成本、运营推广成本按营业收入的固定比例进行预测。请管理人、评估机构补充披露本项目报告期内各项运营成本及费用的年增速和复合增速，并结合成本发生模式，逐项说明预测逻辑及与历史发生金额的匹配情况，若存在差异，请说明原因，评估相关成本及费用预测的合理性。

答复：

不动产项目历史付现成本费用主要为两类，一类成本与项目规模有关且金额以相对固定形式支出，如物业管理成本、人力行政成本、公区能源成本等，按照每年固定增长率预测；另一类历史成本费用与历史收入规模呈现一定稳定比例，如日常维修维保成本、运营推广成本等，本次测算按照其占预测期收入的一定比例进行计算。各项成本的基数及增长率充分考虑了各成本性质、历史水平、增长率情况，具有合理性。

不动产项目报告期内各项主要运营成本如下表所示：

表：报告期内各项主要运营成本表现

单位：万元

年份	2026年（预测）	2025年	2024年	2023年
物业管理成本	752.93	738.16	511.90	459.65
日常维修维保成本	429.58	250.99	285.05	258.06
运营推广成本	644.37	543.49	549.08	553.15
人力行政成本	1,597.02	1,565.71	1,546.29	1,469.14
公区能源成本	641.15	628.58	664.69	593.92
合计	4,065.06	3,726.93	3,557.02	3,333.92

本次评估机构预测 2026 年及后续年份运营成本合计数高于项目报告期内的实际运营成本，评估机构对运营成本的预测充分覆盖项目实际支出需求，符合资产评估相关规范要求，合理审慎。

本次估值测算在运营成本预测上充分考虑了项目运营时间、历史成本费用情况、维修计划、物业管理模式、行业特征等因素的影响，成本预测合理审慎。具体如下：

(1) 报告期内各项运营成本及费用的年增速和复合增速

表：报告期内运营成本费用和增长率

单位：万元

序号	类别	2025 年度	2024 年度	2023 年度
1	物业管理成本	738.16	511.90	459.65
	年增速	44.20%	11.37%	-36.83%
	年均复合增速	26.72%		
2	日常维修维保成本	250.99	285.05	258.06
	年增速	-11.95%	10.46%	50.97%
	年均复合增速	-1.38%		
3	运营推广成本	543.49	549.08	553.15
	年增速	-1.02%	-0.74%	41.92%
	年均复合增速	-0.88%		
4	人力行政成本	1,565.71	1,546.29	1,469.14
	年增速	1.26%	5.25%	-3.36%
	年均复合增速	3.23%		
5	公区能源成本	628.58	664.69	593.92
	年增速	-5.43%	11.92%	27.97%
	年均复合增速	2.88%		
6	共享成本	752.62	860.47	942.46
	年增速	-12.53%	-8.70%	12.66%
	年均复合增速	-10.64%		
7	保险费	9.75	9.09	7.56
	年增速	7.25%	20.30%	-45.13%
	年均复合增速	13.59%		

(2) 运营成本及费用预测情况

本次估值测算对于运营成本及费用预测情况如下表：

表：本项目运营成本及费用预测

序号	类别	详情	预测期设置
1	物业管理成本	包含项目正常运营时必要的保安保洁、绿化养护等费用	以 2025 年物业管理成本作为基数，预测期内按照每年增长 2.00% 计算
2	日常维修维保成本	包含项目正常运营时必要的设施设备维修维护	日常维修维保成本为含税运营收入的 1.00%
3	运营推广成本	包含项目正常运营时必要的营销活动费、渠道推广费等	运营推广成本为含税运营收入的 1.50%
4	人力行政成本	包含人员工资、社保、工会活动等人力薪酬费用	以 2025 年人力行政成本作为基数，预测期内按照每年增长 2.00% 计算
5	公区能源成本	包含项目公共区域所发生的电费、水费等公区能源费	以 2025 年公区能源成本作为基数，预测期内按照每年增长 2.00% 计算
6	共享成本	运营管理机构总部对砂之船（西安）奥特莱斯项目赋能所产生的人事、企划和差旅办公等费用	以 2022 年至 2025 年平均共享成本作为基数，预测期内按照每年增长 2.00% 计算
7	保险费	项目保险支出	按照估值数额的 0.03%，即含税 150.84 万元/年预测

（3）按固定比例增长计算成本费用的合理性分析

本项目的物业管理成本、人力行政成本、公区能源成本的预测逻辑为以项目 2025 年度数据为基准，在此基础上费用总额每年递增 2.00%。

1) 成本预测基准参考 2025 年度对应实际成本的合理性分析

① 物业管理成本与人力行政成本预测基准的合理性分析

保安人员费用原本计入人力行政成本，2025年3月，保安人员从自有转为外包，对应的保安人员费用计入物业管理成本，故物业管理成本与人力行政成本应加总来看，2022-2025年度物业管理成本与人力行政成本合计分别为2,247.88万元、1,928.79万元、2,058.20万元及2,303.87万元，整体平稳，年均复合增长率约为0.82%，低于评估机构设定的2%增长率。

2025年3月，为优化人力资源配置、提高员工积极性并适应项目发展需求，不动产项目完成了一系列薪资结构、成本支出调整，2025年物业管理成本与人力行政成本已完整反映人员模式调整后的常态化成本支出。

本次评估测算将物业管理成本和人力行政成本预测基数设定为在2025年度实际成本的基础上增长2.0%，具有合理性。

②公区能源成本预测基数的合理性分析

报告期内公区能源成本分别为593.92万元、664.69万元及628.58万元，年均复合增长率为2.88%，成本投入已趋于稳定。

从能耗波动原因看，2024年公区能源成本较高具有阶段性、一次性特征：一方面2024年入秋时间相对往年较晚，气温偏高，推高空调能耗；另一方面2024年到店客流较2023年增长10.16%，带动用水量与空调用电量同步增加。在客流保持高位的背景下，经运营管理机构精细化管控，2025年度的公区能源成本较2024年同期下降5.43%，系成熟运营、精细化管控下的常态化水平。

本次评估机构将公区能源成本预测基数设定为在2025年度成本基础上增长2.0%，已剔除特殊气候、低基数等非经常性因

素影响，较为真实反映项目在稳定客流、精细化运营下的合理能耗水平，贴合项目实际运营情况，具有合理性。

2) 各成本项预测期内增长率选取 2.00%的合理性

①对比项目各成本项历史增长率，成本增长率选取具有合理性

物业管理成本与人力行政成本 2022-2025 年度复合增长率仅为 0.82%，2025 年度公区能源成本较上年增长率为-5.43%，评估预测选取 2.0%增长率合理审慎。

②对比项目所在城市 CPI 数据，成本增长率选取具有合理性

不动产项目呈现出良好的运营态势，出租率持续维持在较高水平，整体运营状况平稳且有序。基于此现状，结合对市场动态和项目发展趋势的综合研判，预计未来各项成本支出将呈现出较为稳定的增长态势。为确保成本预测的科学性、合理性与审慎性，评估机构参考了 2016 年-2025 年西安市 CPI(居民消费价格指数)年均复合增长率 1.59%，该数据在一定程度上反映了当地物价水平和经济运行状况。本次评估机构将各项成本支出每年增速设置为 2.0%，合理审慎。

(4) 按占预测期收入一定占比计算成本费用的合理性分析

1) 运营推广成本预测方式的合理性分析

运营推广成本主要包括项目正常运营所需的营销活动费、渠道推广费等必要支出，报告期内，该成本占运营收入比例相对稳定，且逐年下降，分别为 1.58%、1.46%、1.31%，比例均值为 1.45%。

评估机构审慎选取 1.50%作为未来运营推广成本占运营收入的测算比例，贴合近年常态化运营的实际投入情况，取值具有合理性。

2) 日常维修维保成本预测方式的合理性分析

日常维修维保支出受设备状况、使用年限、突发故障及运营重点调整等因素影响，年度间分布不均衡。报告期内日常维修维保成本占运营收入的比例分别为 0.74%、0.76%、0.61%，比例均值为 0.70%。考虑到未来设备老化加快、维修成本变动及突发维修需求等因素，为保障项目持续稳定运营，评估机构本着谨慎原则将该比例上调至 1.00%，取值合理审慎。

(5) 共享成本和保险费预测合理性分析

共享成本方面，主要系运营管理机构总部对不动产项目赋能所产生的人事、企划和差旅办公等费用，通过运营管理机构单体报表的管理费用（剔除运营激励）按照本不动产项目已租赁面积占运营管理机构在管的所有项目已租赁面积的比例进行分摊计算。2022-2025 年度，共享成本分别为 836.58 万元、942.46 万元、860.47 万元和 752.62 万元，本次预测以 2022-2025 年平均共享成本作为基数，高于 2025 年共享成本。另鉴于 2022-2025 年度共享成本年均复合增长率为-3.46%，预测期内按照每年增长 2.00% 计算，可反映运营管理机构对不动产项目的总部分摊投入，具有一定的合理性。

保险费方面，综合考虑市场其他可比项目投保情况，本次评估基于审慎考虑，按照估值数额的 0.03%，即含税 150.84 万元/

年预测，考虑到参数居于可比奥特莱斯项目区间范围内，因此本次参数设置具有一定合理性。

表：已上市可比项目估值和保险金额

项目名称	估值（亿元）	保险金额（万元）	保险金额占估值比例
中金唯品会奥莱 REIT	宁波杉井奥莱：29.01	宁波杉井奥莱：82.54	宁波杉井奥莱：0.0285%
华夏首创奥莱 REIT	济南首创奥莱：9.62 武汉首创奥莱：10.11	济南首创奥莱：30 武汉首创奥莱：32	济南首创奥莱：0.0312% 武汉首创奥莱：0.0317%

数据来源：各项目封卷版招募说明书。

2.关于资本性支出。根据申报材料，本项目预测期内资本性支出为不含税运营收入的**1.5%**。

(1) 请管理人根据《审核关注事项》第四十六条、《审核关注事项》之附件《第一号——商业不动产》第十三条相关规定，结合项目投入运营以来各年度的资本性支出及占比、未来调改计划、已上市同类型不动产基金情况等，说明资本性支出预测的合理性。

答复：

工程尽调机构北京戴德梁行咨询有限公司根据不动产项目各设施设备的使用寿命、大修或更换造价，预测不动产项目土地剩余年限内的资本性支出金额。评估机构根据工程尽调机构预测结果测算预测期资本性支出规模，预测期内资本性支出均值为**711.68**万元，较报告期内平均资本性支出金额高；**2026**年单位面积资本性支出为**44.20**元/平方米，与已上市同类项目预测资本性

支出可比。此外，不动产项目除电影院腾退面积外尚无其他调改计划，电影院腾退面积的资本性支出由原始权益人承担，同时，存续期内实际资本性支出超出预测资本性支出部分由运营管理机构承担，故资本性支出对基金可供分配金额的影响能够得到较为有效的控制。

1) 资本性支出预测方法

不动产项目起始运营于 2017 年 9 月，截至 2025 年末已运营超过 8 年。工程尽调机构调研过程中充分考虑了投入运营年限对设备设施使用的影响。工程尽调报告及相关底稿文件显示，不动产项目建筑、装修、结构及机电系统维保无重大问题，可以维持正常运营，机电设施（如电气系统、暖通空调系统、给排水系统、消防系统、电梯系统、弱电系统、燃气系统等）使用年限参考《常见通用设备经济寿命参考年限表》，一般使用寿命可达到 10-30 年左右。

工程尽调报告根据不动产项目的建筑结构、电气系统、暖通空调系统、给排水系统、消防系统、电梯系统、弱电系统、燃气系统的使用寿命、大修或更换造价，测算不动产项目土地剩余年限内的资本性支出金额，预测方法及假设具体如下表所示：

表：资本性支出预测方法

序号	分类	细分类型	预测假设
1	建筑结 构	屋顶防水层的 修补，屋顶防 水保温层修复	参考新建类似项目单平方米造价，防水按使用年限考虑，进行屋面防水及保护层更换
		室内装修（包 含门窗修复）	参考本不动产项目单平方米造价，考虑商场公区装修不定期局部升级

序号	分类	细分类型	预测假设
2	电气系统	配电箱、开关柜、断路器、应急照明系统更换等	参考新建类似项目单平方米造价,根据电气系统主要设备一般占电气系统费用15%,按电气系统主设备的经济寿命,考虑电力系统设备更换
3	暖通空调系统	空调系统设备	参考新建类似项目单平方米造价,根据空调设备一般占空调系统费用60%,按暖通系统主设备的经济寿命,考虑主要设备更换
		空调系统设备管道及阀门	参考新建类似项目单平方米造价,根据空调管线一般占空调系统费用40%,按暖通系统管线的经济寿命,考虑部分暖通系统管线及阀门更换
4	给排水系统	给排水系统设备	参考新建类似项目单平方米造价,按给排水系统主设备的经济寿命,考虑给排水设备更换
		给排水系统管道及阀门	参考新建类似项目单平方米造价,按给排水系统主管线的经济寿命,考虑部分给排水管线及阀门更换
5	消防系统	火灾报警主机及探测报警设备及广播	参考新建类似项目单平方米造价,按消防电系统设备经济寿命,考虑火灾报警系统末端及主机全部更换
		消防电系统管线	参考新建类似项目单平方米造价,按消防电系统管线经济寿命,考虑部分消防电系统管线及阀门更换
		消防栓及喷淋系统设备	参考新建类似项目单平方米造价,按消防水系统主设备的经济寿命,考虑喷淋及消防栓系统设备更新
		消防水系统管线	参考新建类似项目单平方米造价,按消防水系统管线的经济寿命,考虑部分消防水系统管线及阀门更换
6	电梯系统	/	参考新建类似项目单平方米造价,按电梯经济使用寿命,考虑电梯设备更换
7	弱电系统	视频监控系统、门禁系统、楼宇管理系统等弱电系统	参考新建类似项目单平方米造价,根据弱电设备一般占弱电系统费用60%,按弱电系统设备经济寿命,考虑弱电系统设备更换
		弱电系统管线	参考新建类似项目单平方米造价,根据弱电系统管线一般占弱电系统费用40%,按弱电系统管线经济寿命,考虑弱电系统管线更换

序号	分类	细分类型	预测假设
8	燃气系统	/	参考新建类似项目单平米造价,按燃气系统设备经济寿命,考虑部分燃气系统更换

2) 资本性支出预测结果

根据工程尽调机构测算,2026年至2035年,不动产项目含税资本性支出合计为7,116.80万元,约为对应期间运营收入总额的1.54%。评估机构按工程尽调机构计算的资本性支出,代入估值模型。预测期内含税资本性支出、含税资本性支出占运营收入的比例如下表。

表：不动产项目未来资本性支出情况

单位：万元

时间	运营收入	含税资本性支出	含税资本性支出占运营收入的比例
2026年	41,317.41	624.44	1.51%
2027年	42,482.84	643.54	1.51%
2028年	43,500.24	665.96	1.53%
2029年	44,588.45	684.47	1.54%
2030年	45,652.44	701.16	1.54%
2031年	46,562.37	719.92	1.55%
2032年	47,668.82	740.27	1.55%
2033年	48,811.72	758.24	1.55%
2034年	49,789.02	778.50	1.56%
2035年	50,950.46	800.30	1.57%
合计/平均	461,323.76	7,116.80	1.54%

3) 项目历史资本性支出及未来调改计划

①历史资本性支出情况

不动产项目起始运营于2017年9月,2017年度-2025年度¹⁸,不动产项目含税资本性支出分别为86.73万元、409.89万元、

¹⁸ 2017年度-2021年度相关数据为项目公司提供的数据,未经审计。

221.94 万元、75.64 万元、45.32 万元、0 万元、293.17 万元、103.65 万元、0 万元，均值为 137.37 万元；其中 2017 年和 2018 年相关比例较高主要系项目运营初期收入规模较小且涉及较多装修资本性支出。前述期间含税资本性支出之和占营业收入之和的比例为 0.58%。

2026 年至 2035 年预测含税资本性支出均值为 711.68 万元、占运营收入的比例为 1.54%，高于 2017 年度-2025 年度各年含税资本性支出、含税资本性支出均值 137.37 万元、含税资本性支出占营业收入的比例 0.58%，资本性支出预测较为合理审慎，预测资本性支出与历史水平相比具有延续性、与不动产项目运营年限匹配。

表：不动产项目运营以来资本性支出情况

单位：万元

年份	2025 年度	2024 年度	2023 年度	2022 年度	2021 年度	2020 年度	2019 年度	2018 年度	2017 年度
含税资本性支出	0.00	103.65	293.17	0.00	45.32	75.64	221.94	409.89	86.73
含税资本性支出占营业收入比例	0.00%	0.28%	0.84%	0.00%	0.18%	0.39%	1.25%	3.44%	3.33%

②未来调改计划

不动产项目 2026 年涉及将电影院腾退面积装修升级为超奥仓的计划，除此之外，未来暂无其他主动调改计划。

针对电影院腾退面积装修升级为超奥仓的资本性支出，预算约 931.91 万元，《项目公司股权转让协议》约定：“原始权益人承诺，如在基准日后，项目公司对砂之船（西安）奥特莱斯项目

4层电影院商户部分面积（约4,236.37平方米）进行腾退和装修改造的，该等腾退和装修改造的费用、成本等任何支出均由原始权益人实际承担，原始权益人（或由原始权益人指定主体）根据计划管理人、项目公司指示，按照腾退和装修改造进度及对应的勘察、设计、施工等承包合同约定向项目公司支付、从股权转让价款中扣除或直接向第三方支付。”故电影院腾退面积装修升级为超奥仓的资本性支出未纳入工程尽调预测，亦未纳入估值模型。

4) 与已上市奥莱和购物中心 REITs 项目相比，本不动产项目资本性支出具有合理性

通常而言，对于同一类型、维护状况及运营周期相似的项目，其所需的资本性支出具体金额往往较为接近，且资本性支出金额与项目建筑面积具有较强的相关关系，经计算单位建筑面积的资本性支出，本不动产项目 2026 年单位面积资本性支出约 44.20 元/平方米，已上市的奥特莱斯 REITs 下不动产项目的单位面积资本性支出分布在 24.40 元/平方米-45.78 元/平方米、已上市的其他购物中心 REITs 下不动产项目单位面积资本性支出分布在 14.11 元/平方米-96.82 元/平方米，本不动产项目单位面积资本性支出位于可比项目预测值的区间内，具有合理性。

表：本不动产项目与已上市奥莱和购物中心 REITs 项目的预测资本性支出对比

单位：万元、平方米、元/平方米

项目名称	类型	投入运营时间	资本性支出占收入比例	年度资本性支出	建筑面积	单位面积资本性支出
------	----	--------	------------	---------	------	-----------

本不动产项目		奥特莱斯	2017/9	不含税运营收入的 1.54%	624.44 (2026 年)	141,267.67	44.20
中金唯品会奥莱 REIT	宁波杉井奥莱	奥特莱斯	2011/9、 2016/11、 2020/4	不含税运营收入的 1.70%	477.31 (2026 年)	104,262.75	45.78
华夏首创奥莱 REIT	武汉首创奥莱	奥特莱斯	2018/4	不含税营业收入的 2.5%	282.17 (2025 年)	87,397.55	32.29
	济南首创奥莱	奥特莱斯	2019/1		283.61 (2025 年)	116,236.76	24.40
华夏中海商业 REIT	佛山映月湖环宇城	购物中心	2014/5	2026 年运营总收入的 1.56%	216.52 (2026 年)	153,478.85	14.11
华夏凯德商业 REIT	长沙雨花亭项目	购物中心	2005/11	2026 年含税收入的 4.99%	455.40 (2026 年)	75,430.60	60.37
	广州云尚项目 ¹⁹		2015/12	2026 年含税收入的 3.12%	510.47 (2026 年)	92,974.39	54.90
中金中国绿发商业 REIT	济南领秀城	购物中心	2014/12	2026 年不含税收入的 3%	492.50 (2026 年)	200,940.98	24.51
华夏大悦城 REIT	成都大悦城	购物中心	2015/12	含税收入的 2.6%	983.77 (2026 年)	172,540.69	57.02
华安百联消费 REIT	上海又一城	购物中心	2007/1	运营收入的 2% (2027 年-2033 年)	1,210.00 (2026 年)	124,980.29	96.82
中金印力商业 REIT	杭州西溪印象城	购物中心	2013/5、 2019/5	1,200.00 与不含税收入的 2.55% 取高 (2026 年)		249,701.38	48.06 以上
华夏华润商业 REIT	青岛华润万象城	购物中心	2015、 2021	2024 年为运营收入的 6.29%	1,281.00 (2025 年)	419,224.06	30.56
华夏金茂商业 REIT	长沙金茂览秀城	购物中心	2016/11	2024 年为运营收入的 3.65%	545.72 (2026 年)	102,741.61	53.12

注：上表部分项目资本性支出占收入比例取值采用 2024 年度数据，主要系相关项目未披露 2026 年预测收入数据，因此使用 2024 年度比例作为参考。

¹⁹ 不考虑 2026 年业态升级改造专项支出。

5) 存续期内资本性支出的预算安排

本项目已对存续期内资本性支出设置明确约定，即超出预测金额的资本性支出由运营管理机构补偿。根据《运营管理服务协议》，“资本性支出以实际支付的不含税金额为准，原则上不超过该年度资本性支出预算金额²⁰。若项目公司当年度实际资本性支出金额超过项目公司资本性支出预算，差额部分由运营管理机构补偿给项目公司或从应付运营管理费中扣减，具体由基金管理人和运营管理机构协商确定。”

综合考虑历史资本性支出情况、工程尽调机构测算数据、已发行同类项目资本性支出水平、电影院腾退面积资本性支出的兜底安排、存续期内实际资本性支出超出预测资本性支出部分的兜底安排，本项目未来资本性支出预测具有一定的合理性，存续期内资本性支出对基金可供分配金额的影响能够得到较为有效的控制。

(2) 请管理人根据《审核关注事项》第四十八条相关规定，补充披露工程尽调报告出具主体的资质、能力、人员配备等情况。

答复：

本项目工程尽调机构为北京戴德梁行咨询有限公司，北京戴德梁行咨询有限公司系戴德梁行(中国)有限公司的全资子公司，主要从事经济信息咨询、房地产经纪及工程咨询等商务服务，具体情况如下：

²⁰ 项目公司资本性支出预算为当年度资本性支出预算与往期年度已计入资本性支出预算但未使用的额度之和，2026年-2030年的各年资本性支出预算采用首次申报获批的评估报告预测的对应年度资本性支出，2031年及以后，每年资本性支出预算为前一年跟踪评估报告中预测的当年资本性支出。

1) 基本情况

名称：北京戴德梁行咨询有限公司

住所：北京市朝阳区光华路1号（商业写字楼）4层417-418单元

办公地址：北京市朝阳区光华路1号嘉里中心南楼4层

设立日期：2019年10月18日

法定代表人：赵锦权

营业范围：经济信息咨询；企业管理咨询；从事房地产经纪业务；市场营销策划；企业管理；工程咨询；会议服务；承办展览展示；组织文化艺术交流活动；工程设计。（市场主体依法自主选择经营项目，开展经营活动；工程设计以及依法须经批准的项目，经相关部门批准后依批准的内容开展经营活动；不得从事国家和本市产业政策禁止和限制类项目的经营活动。）

2) 资质、能力、人员及经验介绍

资质方面，根据《工程咨询行业管理办法（2023修订）》第六条：“对工程咨询单位实行告知性备案管理。工程咨询单位应当通过全国投资项目在线审批监管平台进行备案。”经管理人于“全国投资项目在线审批监管平台-工程咨询单位名录”（网址：<https://new.tzxm.gov.cn/tzpt/statics/html/consult/1.shtml>）查询，北京戴德梁行咨询有限公司已完成工程咨询单位备案，备案的咨询专业包括“铁路、城市轨道交通；水运（含港口河海工程）；其他（企业管理咨询）；其他（经济信息咨询）；其他（房地产咨询）；其他（工业地产）”，涉及的咨询范围包括“规划咨询；项目咨询；

评估咨询；全过程工程咨询”，具备相应的工程尽调相关资质。

人员和专业能力方面，北京戴德梁行咨询有限公司为本项目的工程尽调工作组建了涵盖机电工程师、建筑工程师、电气/弱电工程师、土建工程等技术支持人员的团队，成员具备高级空调工程师证、一级注册建筑师、中级工程师（建筑学）、一级建造师（市政工程&建筑工程）、中级工程师（建筑工程）、全国注册监理工程师、中级工程师（暖通）等资质和证书。工程尽调机构具备出具工程尽调报告的人员及专业能力。

表：本项目工程尽调参与人员情况

人员	职务	工作年限	所获荣誉/证书	本项目承担任务
人员 1	高级助理董事	20 余年	《高级空调工程师证》	项目负责人，机电工程师
人员 2	项目经理	13 年	一级注册建筑师，中级工程师（建筑学）	建筑工程师
人员 3	高级项目经理	18 年	一级建造师（市政工程&建筑工程）中级工程师（建筑工程），全国注册监理工程师	电气/弱电工程师
人员 4	高级项目经理	10 年	中级工程师（暖通），LEED AP BD+C，WELL AP，BREEAM AP	机电工程师
人员 5	项目经理	18 年	造价员	土建工程

业务经验方面，北京戴德梁行咨询有限公司工程尽调业务经验丰富，截至本反馈回复出具之日，已参与近二十单公募 REITs 项目(含扩募)的底层资产工程尽调，具体包括中金普洛斯 REIT、红土创新盐田港 REIT（含扩募）、建信中关村 REIT、嘉实京东

仓储 REIT、华夏深国际 REIT、华夏金隅智造工场 REIT、华夏华润商业 REIT、华夏金茂商业 REIT、嘉实物美消费 REIT、华安百联消费 REIT、华夏首创奥莱 REIT、汇添富九州通医药 REIT、华夏凯德商业 REIT、华夏大悦城商业 REIT、中金亦庄产业园 REIT、中金唯品会奥莱 REIT、中银中外运仓储物流 REIT、华夏安博仓储 REIT、华夏中海商业 REIT。

3.关于折现率。根据申报材料，本次评估采用的折现率为**7.50%**。请管理人、评估机构结合行业收益风险特征、所处城市以及区域的经济指标、同类资产大宗交易、上市公司并购重组交易等情况以及本项目风险收益特征等因素，说明折现率取值的合理性。

答复：

本次反馈回复将项目折现率调整为**7.25%**。从项目运营情况与行业收益风险特征情况、项目所在城市能级、对比已上市奥莱和购物中心项目**3**个方面考虑，本项目折现率选取具备合理性。

(1) 折现率取值方法

本项目评估测算采用**7.25%**的折现率。该折现率（报酬率）是为资本成本或用以转换日后应付或应收货币金额的回报率，理论上反映资本之机会成本，评估机构在确定上述报酬率时，采用累加法进行确定。累加法是以安全利率加风险调整值作为报酬率，即将报酬率视为包含无风险报酬率和风险报酬率两大部分。公式如下：

报酬率=无风险报酬率+风险报酬率

其中，无风险报酬率参照价值时点十年到期国家债券的收益率 1.85%进行确定；风险报酬率体现投资人对长期投资超出安全利率以外的回报要求，主要包含：（1）投资不动产的风险补偿；（2）缺乏流动性风险补偿；（3）区位风险补偿；（4）行业及管理负担风险补偿；（5）合规风险补偿；（6）增长风险补偿；（7）特殊经营风险补偿。投资不动产的风险补偿一般指投资不动产行业额外要求的回报，评估机构采用 3.50%作为投资不动产的风险补偿，代表了流动性、区位、行业、合规及增长均处于均值水平下的不动产风险回报要求。

综合考虑近期市场流动性、不动产项目长期增长情况及经营情况，结合 REITs 项目合规优势，不动产项目在上述投资不动产的风险补偿均值 3.50%的基础上，上调 2.00%，综合风险折现率取值为 5.5%。

表：报酬率测算过程

风险因素	报酬率
无风险报酬率	1.85%
风险报酬率 ——投资不动产风险补偿均值	3.50%
风险报酬率 ——不动产项目流动性、区位、行业及管理负担、合规、增长、特殊经营等方面风险补偿调整	2.00%
报酬率 ²¹	7.25%

（2）基于项目运营情况与行业收益风险特征情况确定合理

²¹ 按照 0.25%归整。

折现率

1) 强主体运营背书+成熟可迭代模式，收益较为稳定

本项目依托砂之船集团品牌与专业运营，在西安市场已建立稳固竞争地位；独创“A×(1+N)×AI×S”模式经过市场验证，且具备清晰升级路径，可通过深化袁家村场景、融入亲子文旅业态持续优化体验，模式具备可优化、可扩容、可复制属性，为客流与销售增长提供稳定核心支撑，有效降低收益风险，支撑合理折现率取值。

2) 动态升级的品牌壁垒，长期增长确定性高

本项目拥有多个全国第一、西北第一的强势品牌，且并非静态优势，而是通过持续引入高势能品牌、区域首店、国际一线奢侈品牌折扣店，动态提升品牌能级。本项目目标打造区域性品牌壁垒，品牌优势预计有望随时间持续强化，未来销售与客流增长具备较为坚实支撑，匹配7.25%折现率对应的稳健收益预期。

3) 精准定位+差异化商业模式，构建核心竞争护城河

本项目精准锚定区域中高端市场，创新“艺术商业+超级奥莱”双轮驱动模式，融合当地文化元素打造沉浸式消费场景，兼顾品质购物、文化体验与价值消费，与传统商业、普通奥莱形成显著差异化，竞争壁垒突出，抗市场波动能力强，未来收益稳定性优于同业，折现率取值具备合理性。

4) 坚实高净值客群基础，客流与消费需求稳定

本项目辐射泛西安市东郊、北郊及周边市县，周边中高端住宅聚集，拥有稳定高净值消费基底，客群需求刚性强、消费能力

突出，不受短期市场波动影响，为持续经营与收益增长提供底层支撑，现金流稳定性高，风险水平与 7.25%折现率匹配。

5) 大规模高粘性会员体系+数据化精细化运营，业绩可持续兑现

本项目拥有超过 216 万高粘性会员，2025 年统一收银销售额中会员消费占比约 94.55%，会员复购率、客单价、周年庆消费数据同业领先，大规模会员体系是本项目业绩稳定的核心支柱；同时本项目依托数据化管理，持续优化商品动销、转化率、会员质量等核心指标，运营优势可度量、可管理、可提升，未来收益兑现能力强、风险可控。

综上，评估机构基于项目运营情况与行业收益风险特征情况综合确定本项目采用 7.25%的折现率，具有一定的合理性。

(3) 基于项目所在城市及区域能级确定合理折现率

1) 项目所在城市长期发展确定性高，风险可控

本项目位于新一线城市西安，西安市作为国家中心城市、“一带一路”重要节点城市及西北核心城市，依托坚实发展基础、清晰规划导向和持续动能培育，未来经济将持续保持稳中有进、质效提升的发展态势，长期发展确定性高、风险可控，核心发展态势如下：

经济增长稳健可控，发展动能持续积蓄。2016 年至 2025 年，2025 年西安市地区生产总值从 6,396.36 亿元稳步增长至 13,902.67 亿元，10 年复合增长率高达 9.01%。2025 年地区生产总值比上年增长 4.4%，总体呈现稳步回升、稳中向好态势。2016

年至 2025 年，西安市人均生产总值整体呈增长趋势，由 2016 年 6.3 万元平稳增长至 2025 年约 10.56 万元，10 年复合增长率为 5.76%。未来，西安市经济预计将延续稳健增长态势，随着“一带一路”战略深化、区域协调发展推进及相关重点活动落地，将进一步巩固西北核心城市地位。依托陆港、空港双港联动优势，开放型经济效能持续放大，中欧班列开行量与进出口贸易稳步提升，叠加民生保障改善、城市活力释放，整体经济运行的稳定性和可持续性将不断增强。

产业结构持续优化，双轮驱动格局稳固。西安市已构建完善的现代产业体系，六大支柱产业增长显著，服务业增速突出，形成工业与服务业双轮驱动格局。近年来，西安市第三产业比重超过 50%，始终保持主导地位，并且比重逐年上涨。2025 年，西安市第一产业增加值 332.80 亿元，增长 3.6%；第二产业增加值 3,970.37 亿元，增长 4.8%；第三产业增加值 9,599.50 亿元，增长 4.6%。三次产业结构从 2016 年的 3.1: 33.4: 63.5 调整为 2025 年的 2.4: 28.6: 69.0。未来，西安市产业升级将持续推进，战略性新兴产业占比提升，先进制造业与现代服务业深度融合，商务服务、科研技术服务等现代服务业持续领跑，产业韧性不断增强，为城市经济发展提供坚实支撑。

消费市场潜力巨大，升级趋势凸显。西安市消费基础坚实，整体消费稳步向好，升级类商品需求旺盛，新业态新模式快速发展，线上消费成为增长新动能。未来，随着消费升级持续推进，中高端消费需求进一步释放，城镇居民与农村居民消费均稳步增长，消费市场规模持续扩大，成为经济增长的重要引擎。

人口基数稳固，消费力支撑充足。2024 年末，西安市常住人口 1,316.76 万人，比上年末增加 8.94 万人。截至 2025 年末，西安常住人口稳居陕西省首位，作为国家中心城市的人才吸引力将推动常住人口稳步增长。同时，消费力人群占比接近 70%，形成规模庞大、消费能力较强的核心群体，叠加持续人才流入，为消费市场和经济发展提供源源不断的需求支撑。

规划导向清晰，城市功能持续升级。西安市以打造世界人文之都、绿色发展之城为目标，构建明确的国土空间开发格局，重点推进 CBD、商圈等配套建设。未来，随着城市规划落地、西安—咸阳一体化及都市圈建设深化，城市商业配套不断完善，区域辐射力持续增强，城市价值与发展潜力进一步释放。

2) 项目所在区域发展前景明朗，增长潜力较大

本项目所在浐灞国际港区域作为西安城市新中心、高质量发展示范区、重点发展的商文旅融合板块，依托两区整合的聚变效能、中欧班列的核心优势及清晰的规划导向，未来将持续释放开放活力、集聚产业动能、完善城市功能，发展前景明朗、增长潜力巨大，核心发展前景如下：

开放能级持续跃升，对外联通效能凸显。浐灞国际港作为中欧班列西安集结中心、陕西自贸区核心片区，未来将持续巩固中欧班列领先优势，稳定开行现有国际干线并新增多条全程时刻表班列，加快海外场站建设与港站智能化升级，优化“枢纽对枢纽”发展格局。同时深化人文交流与商事服务，扩大签证办理国别范围，打造“一带一路”国际商事法律服务示范区，持续放大内陆开

放高地效应，成为西安向西开放的核心门户。

产业集群加速集聚，港产港贸深度融合。区域已形成临港制造、跨境电商、大宗贸易等多元产业体系，集聚大量世界及中国500强企业。未来将重点引进亿元以上项目与外资项目，推动临港制造企业扩容，打造新质生产力聚集区，深化“跨境电商+市场采购”双轮驱动模式，力争大宗商品交易额稳步突破，实现产业能级与经济质效同步提升。

消费活力持续释放，商业配套不断完善。区域商业基础扎实，已形成砂之船奥莱等商业矩阵，消费场景持续丰富。未来将加快大型商业综合体建设，完善“15分钟生活圈”，推动线上线下消费深度融合，依托文旅IP与会展资源，进一步激活消费潜力，打造兼具品质与活力的区域性消费热点。

人口集聚效应凸显，人才支撑持续强化。随着城市功能升级与产业集聚，未来将持续吸引人才流入，常住人口稳步增长。同时依托优质教育、医疗配套，不断提升区域宜居度，集聚更多高素质、高消费潜力人群，为区域发展提供充足的人力与消费支撑。

城市功能全面升级，宜居品质持续提升。区域以建设绿色生态示范城区为目标，构建完善的交通路网与生态体系。未来将持续推进地铁、主干道等交通设施建设，完善教育、医疗、文化等公共服务配套，加快回迁安置项目落地，深化生态环境治理，实现生态宜居、产城融合与城市治理水平同步提升。

此外，区域内目前已逐步形成成熟的商业消费氛围，区域内已聚集包括本项目、浐灞印象城、凯德广场、UPlaza城开优享+

购物中心在内的多家优质商业，商业配套持续升级、消费需求稳步释放。区域内近两年除暂未确定开业时间的西安王府井国际港丝路购物中心（距离标的项目 3.5 公里）及华润万象汇（距离标的项目 4 公里）外，暂无大型购物中心或商业综合体上市，区域竞争风险较小。因此本项目采用 7.25% 的折现率以反映其所处区域特征较为合理审慎。

（4）对比已上市奥莱和购物中心 REITs 项目底层资产资本化率，侧面印证本项目折现率选取较为合理审慎

已上市奥莱和购物中心 REITs 项目底层资产预测期首年或首个完整年度资本化率分布在 5.05%-7.25%，本项目 2026 年资本化率为 6.77%，处于行业可比项目合理区间内。

表：已上市奥莱和购物中心 REITs 项目资本化率

项目名称		所在城市能级	项目上市时间	项目类别	资本化率
本基金 ²²	砂之船（西安）奥特莱斯项目	新一线城市	-	奥特莱斯	6.77% (2026 年)
中金唯品会奥莱 REIT ²³	宁波杉井奥莱	新一线城市	2025/9/12	奥特莱斯	7.25% (2025 年)
华夏首创奥莱 REIT ²⁴	武汉首创奥莱	新一线城市	2024/8/28	奥特莱斯	6.81% (2024 年)
	济南首创奥莱	二线城市			6.61% (2024 年)
华夏中海商业 REIT	佛山映月湖环宇城	新一线城市	2025/10/31	购物中心	6.77% (2026 年)
华夏凯德	长沙雨花	新一线城市	2025/9/29	购物中心	6.88%

²² 项目资产化率系使用 2026 年数据、且考虑加回资本性支出以及加回装修补贴。

²³ 中金唯品会奥莱 REIT 资本化率系使用 2025 年资本化率，考虑加回资本性支出以及加回预测期内平均招商装修补贴金额。

²⁴ 华夏首创奥莱 REIT 资本化率系使用 2024 年数据，运营净收益不扣减资本性支出，同时采用预测期内平均装修补贴金额计算，则 2024 年济南首创奥莱资本化率为 6.81%，武汉首创奥莱资本化率为 6.61%。

项目名称		所在城市能级	项目上市时间	项目类别	资本化率
商业 REIT ²⁵	亭项目	市			(2025 年)
	广州云尚项目	一线城市		购物中心	5.05% (2025 年)
中金中国绿发商业 REIT	济南领秀城	二线城市	2025/6/27	购物中心	6.09% (2025 年)
华夏大悦城 REIT	成都大悦城	新一线城市	2024/9/20	购物中心	6.34% (2025 年)
华安百联消费 REIT	上海又一城	一线城市	2024/8/16	购物中心	6.90% (2024 年)
中金印力商业 REIT	杭州西溪印象城	新一线城市	2024/4/30	购物中心	5.88% (2024 年)
华夏华润商业 REIT	青岛华润万象城	新一线城市	2024/3/14	购物中心	5.39% (2024 年)
华夏金茂商业 REIT	长沙金茂览秀城	新一线城市	2024/3/12	购物中心	5.46% (2024 年)

注：1、上表资本化率数据主要参考预测期首年或首个完整年度，数据来源于各项目封卷版招募说明书；2、华夏中海商业 REIT、中金中国绿发商业 REIT、华夏大悦城 REIT、华安百联消费 REIT、中金印力商业 REIT、华夏华润商业 REIT、华夏金茂商业 REIT 均采用扣减资本性支出前的运营净收益测算资本化率。

(5) 对比已上市奥莱和购物中心 REITs 底层资产折现率，本项目折现率具有一定的合理性

已上市奥莱和购物中心 REITs 项目底层资产折现率分布在 6%-8.25%，综合考虑资产类别和城市能级因素，本项目折现率参数设定为 7.25%较为合理审慎。

表：已上市奥莱和购物中心 REITs 项目折现率

项目名称		所在城市能级	项目上市时间	项目类别	折现率
本基金	砂之船（西安）奥特莱斯项目	新一线城市	-	奥特莱斯	7.25%
中金唯品会奥莱 REIT	宁波杉井奥莱	新一线城市	2025/9/12	奥特莱斯	7.75%

²⁵ 华夏凯德商业 REIT 系使用 2025 年数据，2025 年资本化率=(2025 年扣除资本性支出后运营净收益+2025 年业态升级改造支出（如有））/资产估值，并做年化计算。

项目名称		所在城市能级	项目上市时间	项目类别	折现率
华夏首创奥莱 REIT	武汉首创奥莱	新一线城市	2024/8/28	奥特莱斯	8%
	济南首创奥莱	二线城市			8.25%
华夏中海商业 REIT	佛山映月湖环宇城	新一线城市	2025/10/31	购物中心	6.75%
华夏凯德商业 REIT	长沙雨花亭项目	新一线城市	2025/9/29	购物中心	6.75%
	广州云尚项目	一线城市		购物中心	6%
中金中国绿发商业 REIT	济南领秀城	二线城市	2025/6/27	购物中心	7%
华夏大悦城 REIT	成都大悦城	新一线城市	2024/9/20	购物中心	7%
华安百联消费 REIT	上海又一城	一线城市	2024/8/16	购物中心	6.5%
中金印力商业 REIT	杭州西溪印象城	新一线城市	2024/4/30	购物中心	7%
华夏华润商业 REIT	青岛华润万象城	新一线城市	2024/3/14	购物中心	7%
华夏金茂商业 REIT	长沙金茂览秀城	新一线城市	2024/3/12	购物中心	7.25%

数据来源：各项目封卷版招募说明书。

（三）关于评估方法

请管理人、评估机构根据《审核关注事项》第四十四条相关规定，选择其他不同评估方法进行校验，并披露评估假设、评估过程和评估价值等。

答复：

1.评估方法

评估机构选取比较法对不动产项目的收益法估值进行校验，比较法系根据市场类似成交案例的搜集，通过对区位状况、实体状况、权益状况、市场状况、交易情况等不同因素的修正，计算

得出本项目的市场价格的方法。

2.评估假设

砂之船（西安）奥特莱斯项目为所在城市标杆型奥特莱斯项目，其物业规模、业态组合及运营特征具有较强独特性与稀缺性。基准日近期，项目所在区域内缺乏足够数量的且与项目在规模、业态、运营模式高度可比的大宗商业物业交易案例，不满足市场比较法作为正式评估方法的应用条件。同时，项目以联营合作经营模式为主、租赁模式为辅，区域及同城市内亦无同类运营模式的成熟成交案例。

综合上述市场条件，评估机构无法采用与项目高度可比的商业物业交易案例进行直接比较测算，仅可选取项目所在区域商业物业交易案例作为参考，间接校验、佐证本次评估结果的合理性。

3.评估过程

经过市场调查与研究，评估机构最终确定了三个类似项目作为不动产项目首层的可比实例。可比实例详情概述如下。

表：不动产项目首层的可比交易实例

因素	本项目	可比实例一	可比实例二	可比实例三
项目名称	砂之船（西安）奥特莱斯项目首层	世园润府底商	御锦城萨拉曼卡底商	奥园誉府底商
建筑年代	2017年	2027年	2015年	2022年
地址	西安市浐灞生态区世博大道5001号	西安市灞桥区世博大道西安世园会东南侧	西安市灞桥区御浦路	西安市灞桥区十里铺南路
案例来源	/	中指数据库	中指数据库	中指数据库
交易时间	2025/12/31	2026年1月	2024年7月	2025年1月
交易情况	/	正常	正常	正常
建筑面积	26,397.96	150.14	40.15	62.49

因素	本项目	可比实例一	可比实例二	可比实例三
(平方米)				
交易价格 (元/平方米)	/	42,904	50,167	48,990

对上述可比实例，评估机构从交易时间、交易情况、房地产状况等方面进行了相应的修正，主要有以下调整因素：

(1) 交易时间

可比实例的交易时间与基准日接近，期间西安市商业项目交易价格水平基本保持稳定，故未对可比实例的时间因素进行修正。

(2) 交易情况

可比实例的交易情况正常，故未对可比实例的交易情况进行修正。

(3) 房地产状况

房地产状况包括区位状况、实物状况和权益状况。其中，区位状况调整的内容包括商圈繁华度、交通便捷度、基础设施完善度等因素；实物状况调整的内容包括商业类型、建筑面积、楼层、楼宇配套设施设备、内部装修等因素；权益状况调整的内容包括规划限制条件、剩余土地收益年限因素。

表：比较因素修正指数表

因素	本项目	可比实例一	可比实例二	可比实例三
交易价格 (元/平方米)	/	42,904	50,167	48,990
交易时间	1.000	1.000	1.000	1.000
交易情况	1.000	1.000	1.000	1.000
区位状况	1.000	1.214	1.060	1.060
实物状况	1.000	0.955	0.973	1.005
权益状况	1.000	1.050	1.000	1.000
修正因素合计	/	1.218	1.032	1.066

因素	本项目	可比实例一	可比实例二	可比实例三
修正价格 (元/平方米)	/	52,257	51,772	52,223
权重	/	1/3	1/3	1/3
校验单价取算术 平均数(元/平方 米,十位取整)	52,080			

由于可比实例业态基本一致,区域因素类似,故平均分配权重,即每个案例的权重相同,则本项目首层的比较法校验单价为52,080元/平方米,本项目商业部分分布于地下1层至地上4层,考虑楼层因素影响后,校验总价为5,095,000,000元(取整至百万位)。

4.评估价值

本次评估选用比较法校验参考情况如下:

表:两种估值方法对比

项目名称	总建筑面积 (平方米)	评估方法	总值(元)	单价(元/平方 米)
砂之船(西 安)奥特莱 斯项目	141,267.67	收益法	5,028,000,000	35,592
		比较法	5,095,000,000	36,070

注:总值取整至百万位。

综上所述,本项目估值总价为50.28亿,采用比较法校验测算总价为50.95亿,结果差异在20%之内,本次估价结果具备合理性。

管理人已在招募说明书“第三章 资产评估与现金流测算/第一节 资产评估/二、估值参数取值的合理性/(八)估值校验”中补充披露评估机构选择比较法对收益法对不动产项目的收益法估值进行校验的原理、假设、过程及结果。

五、其他反馈问题

请管理人根据《审核关注事项》第十条相关规定，补充披露回收资金具体用途、对应金额，以及原始权益人关于回收资金用途作出的承诺、回收资金管理制度等。

1.回收资金用途及金额

基于 2025 年 12 月 31 日的资产估值及项目公司报表，假设按照 502,800 万元估值平价发行，模拟净回收资金 149,756.28 万元，具体如下：

表：净回收资金模拟计算²⁶

科目	金额（万元）
拟发售基金总额（A）	502,800.00
偿还外部借款（B）	19,510.05
拟纳税金额（C，原始权益人缴纳的企业所得税、印花税）	114,536.65
支付其他款项（D，专项计划预留费用、SPV 预留费用、预留用于偿还项目公司经营性净负债的现金）	12,849.02
偿还外部借款、缴纳税费、支付其他款项后股东之间分配金额（E=A-B-C-D）	355,904.28
原始权益人及相关方拟认购基金金额（41%）（F）	206,148.00
净回收资金（G=E-F）	149,756.28

原始权益人拟将上述净回收资金用于集团收购存量资产、新增项目投资及补充流动资金等，初步安排如下：

表：净回收资金拟使用安排

用途类型	存量资产收购	新增项目投资	补充流动资金
------	--------	--------	--------

²⁶ 本表仅为净回收资金模拟测算，具体金额以最终发行规模、原始权益人及关联方认购比例、交割审计报告数据测算为准。

项目名称	项目 A 资产收购	项目 B 土地收购（存量非住宅土地）	项目 B 土地开发建设	/
拟使用回收资金规模（万元）	50,000.00	8,000.00	50,000.00	41,756.28
回收资金使用占比	33.39%	5.34%	33.39%	27.88%

因不动产基金的发行时间及净回收资金规模尚有一定不确定性，原始权益人将综合考虑不动产基金发行时间、发行规模、募集资金的到账情况、存量资产收购进度、公司业务需求及资金结构调整计划等因素，本着有利于遵守回收资金使用要求及公司业务发展的原则，未来可能调整回收资金使用的具体金额和具体明细。若净回收资金使用的具体金额和具体明细发生调整的，基金管理人将及时进行信息披露，变更后的回收资金用途依然符合宏观政策导向，严格遵循国家产业政策、外汇管理和有关法律法规规定，并严格遵守原始权益人对回收资金用途的相关承诺。

2.回收资金用途相关承诺

（1）实控人关于回收资金用途的相关承诺

实控人徐荣灿作为原始权益人的实际控制人已出具《承诺函》，承诺：“本人保证原始权益人使用不动产基金回收资金符合宏观政策导向，严格遵循国家产业政策、外汇管理和有关法律法规规定。不动产基金回收资金将用于与原始权益人主营业务相关的存量资产收购、新增投资，以及偿还债务、补充流动资金等，不会用于购置商品住宅用地，保证回收资金于中国境内使用，不会出现流出至境外的情形。”

（2）原始权益人关于回收资金用途的相关承诺

原始权益人西安购物广场公司已出具《承诺函》，承诺：“本公司保证使用不动产基金回收资金符合宏观政策导向，严格遵循国家产业政策、外汇管理和有关法律法规规定。不动产基金回收资金将用于与本公司主营业务相关的存量资产收购、新增投资，以及偿还债务、补充流动资金等，不会用于购置商品住宅用地，保证回收资金于中国境内使用，不会出现流出至境外的情形”。

3.回收资金管理制度

2026年1月23日，砂之船（西安）购物广场有限公司的唯一股东砂之船西安有限公司（英文：**Sasseur Xi'an HK Limited**）作出决定，制定并审议通过《砂之船（西安）购物广场有限公司不动产投资信托基金回收资金管理办法》（以下简称《回收资金管理办法》）。《回收资金管理办法》明确以下规定：

（1）《回收资金管理办法》所称回收资金是指砂之船（西安）购物广场有限公司作为原始权益人参与不动产 REITs，通过向不动产 REITs 出售标的项目公司股权、债权等资产获得不动产 REITs 公开发售基金份额回收的资金，在扣除偿还外部债务、公司作为原始权益人认购基金份额出资以及缴纳相关税费等费用后的净额。

（2）公司的董事、监事和高级管理人员应当勤勉尽责，督促公司规范使用回收资金，自觉维护公司回收资金安全。

（3）回收资金投资项目通过子公司实施的，该子公司应遵守本回收资金管理办法；回收资金投资项目通过公司的其他关联方实施的，该关联方应向公司书面承诺遵守本回收资金管理办法。

(4) 回收资金的使用本着规范、透明的原则，按照适用法规要求使用回收资金。

(5) 对于回收资金的具体支出安排，应当根据公司付款制度审批。

(6) 公司应当确保回收资金使用的真实性，并采取有效措施避免资金用于购置商品住宅用地。

(7) 本办法由砂之船（西安）购物广场有限公司股东审议通过自印发之日起正式施行。

（本页无正文，为《关于<关于国泰海通砂之船封闭式商业不动产证券投资基金上市及国泰海通资管砂之船商业不动产 1 期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>的回复》之盖章页）

上海国泰海通证券资产管理有限公司



2026年4月9日