

关于《关于光大保德信光大安石封闭式商业不动产证券投资基金上市及光大保德信光大安石 1 号资产支持专项计划资产支持证券挂牌转让申请受理反馈意见》的答复

上海证券交易所：

光大保德信基金管理有限公司、光大保德信资产管理有限公司已收到《关于光大保德信光大安石封闭式商业不动产证券投资基金上市及光大保德信光大安石 1 号资产支持专项计划资产支持证券挂牌转让申请受理反馈意见》(20260130R0007)，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）》等有关法律法规及有关规章的规定，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

1.请管理人根据《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》）第三十九条相关规定，补充披露本项目的资产规模、营业收入、运营净收益等指标在原始权益人及其实际控制人体系内的排名情况，并结合主要财务指标、运营指标说明以本项目作为基金底层资产的主要考虑。

答复：

本项目原始权益人安石锦瑞、光翎投资均为有限合伙企业，光控安石投资作为基金管理人/普通合伙人/执行事务合伙人，光控安石投资的控股股东为光大嘉宝。光大嘉宝作为原始权益人的重要投资方，能够对原始权益人的业务开展提供多维度的支持，同时能够为包括购物中心、仓储物流、写字楼在内的多业态不动产提供综合资产管理服务，有能力主导大型城市综合体开发、城市更新及复杂不动产项目的续建、改造，开展不动产项目规划定位、价值诊断、代理开发、建设监管业务，为在管基金、在管项目及各类合作伙伴提供一站式不动产资产管理解决方案。光大嘉宝利用完善的不动产“大资管”业务体系，能够对原始权益人的业务开展提供多维度的支持。

光大嘉宝投资的部分同类型商业不动产项目情况如下：

表 光大嘉宝投资的同类型商业不动产项目

序号	项目名称	所在城市	建筑面积（万平方米）
1	静安大融城	上海市	18.9
2	江门大融城	广东省江门市	12.0
3	中关村 ARTPARK 大融城	北京市	19.3
4	新光大 ARTPARK 大融城	北京市	43.4
5	虹桥中心 ARTPARK 大融城	上海市	15.4
6	嘉定大融城	上海市	11.0
7	观音桥大融城	重庆市	12.9
8	朝天门大融汇	重庆市	19.1
9	西安大融城	陕西省西安市	11.5

注：综合体项目面积未分拆列示。

经管理人核查及原始权益人说明，根据 2025 年统计，在上述资产中，静安大融城建筑面积排名第 4，营业收入排名第 1，

运营净收益排名第 1；江门大融城建筑面积排名第 7，营业收入排名第 4，运营净收益排名第 3。

原始权益人选择将静安大融城、江门大融城作为基金底层资产，主要基于二者在光大嘉宝体系内具备优质资产规模基础、领先的经营业绩表现，同时结合区位布局、运营稳定性等商业不动产基金底层资产的核心筛选逻辑，具体考量如下：

一是经营业绩突出，现金流稳定性强。静安大融城及江门大融城为光大嘉宝同类型商业不动产项目中的业绩标杆，2025 年核心经营指标排名靠前，能为基金提供持续、稳定的收益支撑。其中静安大融城在体系内营业收入、运营净收益均位列第 1，是业绩头部项目；江门大融城营业收入排名第 4、运营净收益排名第 3，同样属于优质盈利资产，二者的经营表现均能有效保障基金底层资产的现金流创造能力。

二是资产规模具备优势，属于体系内核心优质资产。从资产规模（建筑面积）来看，静安大融城以 18.9 万平方米在体系内排名第 4，江门大融城 12.0 万平方米排名第 7。经过多年的精耕细作，两项目都已进入成熟运营期，在本地获得了较高的获客率和评价，具备成熟商业不动产的资产规模基础，符合基金对底层资产的规模要求。

三是区位布局合理，兼顾核心一线与大湾区潜力城市。两个项目分别布局于上海（一线核心城市）和江门（粤港澳大湾区重点城市），区位特征互补性强。上海作为全国商业核心城市，消费需求旺盛、商业氛围成熟，静安大融城能依托城市能级实现业

绩的持续稳定；江门属于粤港澳大湾区重要节点城市，具备商业消费的增长潜力。二者的区位布局既保障了当下的资产价值，也为基金底层资产提供了长期的增值空间。

总体而言，静安大融城及江门大融城均满足商业不动产基金对优质成熟资产的核心要求：既具备可量化的领先经营指标，又有明确的资产规模和区位优势，同时依托实际控制人光大嘉宝的专业运营能力，能有效规避商业不动产运营中的空置率、收益波动等风险，是商业不动产领域的优质标的。

管理人已在本基金《招募说明书》“第二部分 不动产项目”之“一、不动产项目概况”之“（七）项目公司基本情况”之“3、不动产项目选取考量因素”对以本项目作为基金底层资产的主要考虑进行披露。

2.请管理人完善原始权益人、运营管理机构股权结构披露。

答复：

（1）原始权益人的股权结构

1) 原始权益人 1 的股权结构

原始权益人 1 为有限合伙企业，光控安石投资为基金管理人/执行事务合伙人/普通合伙人，持有全部普通合伙份额，出资额为 10 万元；光大嘉宝、宜兴光控为有限合伙人，分别持有 49.99% 和 49.99% 有限合伙份额，出资额合计为 9 亿元。

作为基金管理人/执行事务合伙人/普通合伙人，光控安石投资对原始权益人 1 具有较强控制力。光控安石投资的控股股东为光大嘉宝。截至 2025 年 12 月 31 日，光大嘉宝的第一大持股主

体为上海光控股权投资管理有限公司及其一致行动人北京光控安宇投资中心（有限合伙）、上海安霞投资中心（有限合伙），其合计持股占光大嘉宝总股本的 29.17%。

截至 2025 年 12 月 31 日，原始权益人 1 的股权结构如下图所示：

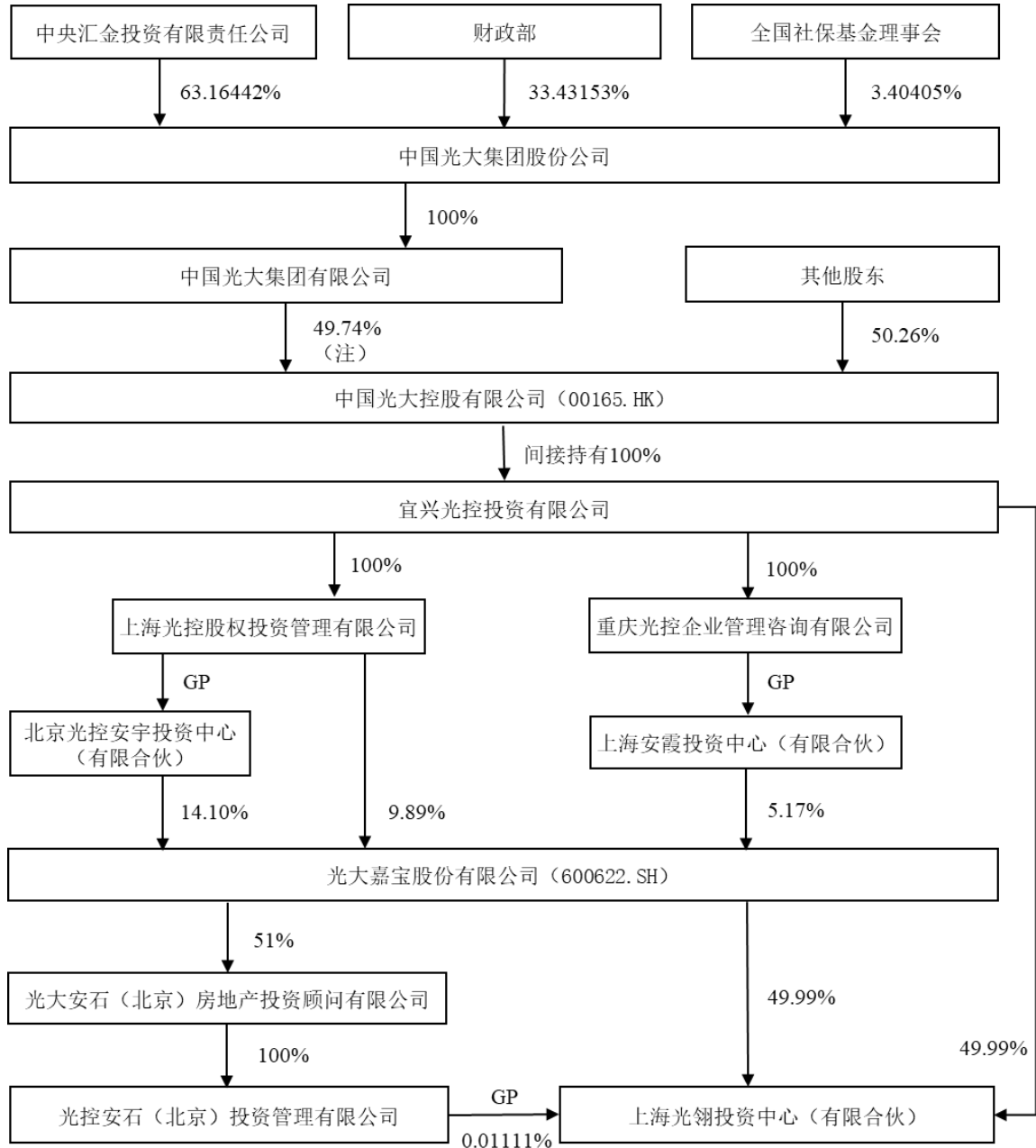


图 原始权益人 1 的股权结构图

注：中国光大集团有限公司分别持有（1）Honorich Holdings Limited（以下简称“Honorich”）（一家于英属维尔京群岛成立的公司）的 100% 的已发行股份；及（2）光大投资管理有限公

司（一家于香港成立的公司）的 100%的已发行股份。由于 Honorich 和光大投资管理有限公司分别持有中国光大控股有限公司约 49.386%和约 0.358%的已发行股份，根据中国光大控股有限公司注册地及上市地香港特别行政区《证券及期货条例》第 XV 部第 2 及第 3 部条文，中国光大集团有限公司被视为持有中国光大控股有限公司约 49.74%的已发行股份。

2) 原始权益人 2 的股权结构

截至 2025 年 12 月 31 日，原始权益人 2 为有限合伙企业，光控安石投资为基金管理人/执行事务合伙人/普通合伙人，持有全部普通合伙份额，出资额为 1 万元；光大嘉宝、宜兴光控为有限合伙人，分别持有 29.73%和 70.27%有限合伙份额，出资额合计为 6 亿元。

作为基金管理人/执行事务合伙人/普通合伙人，光控安石投资对原始权益人 2 具有较强控制力。光控安石投资的控股股东为光大嘉宝。

截至 2025 年 12 月 31 日，原始权益人 2 的股权结构如下图所示。

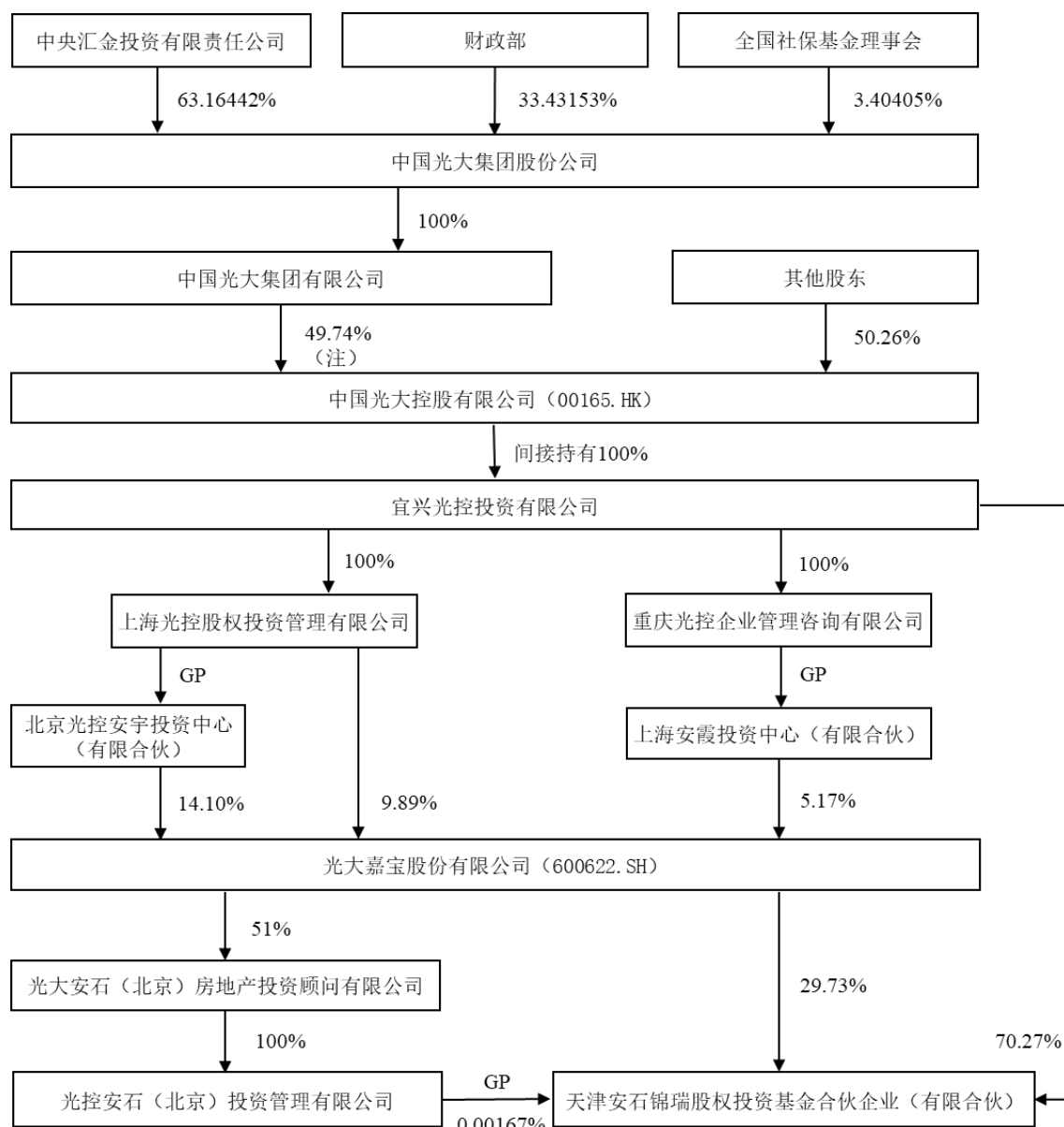


图 原始权益人 2 的股权结构图

注：见图“原始权益人 1 的股权结构图”注。

(2) 运营管理机构股权结构

光大安石资管持有运营管理机构（光控安石商管）100%的股权，是光控安石商管的控股股东。光大嘉宝持有光大安石资管 51%的股权，是光大安石资管的控股股东。

截至 2025 年 12 月 31 日，运营管理机构的股权结构图如下图所示：

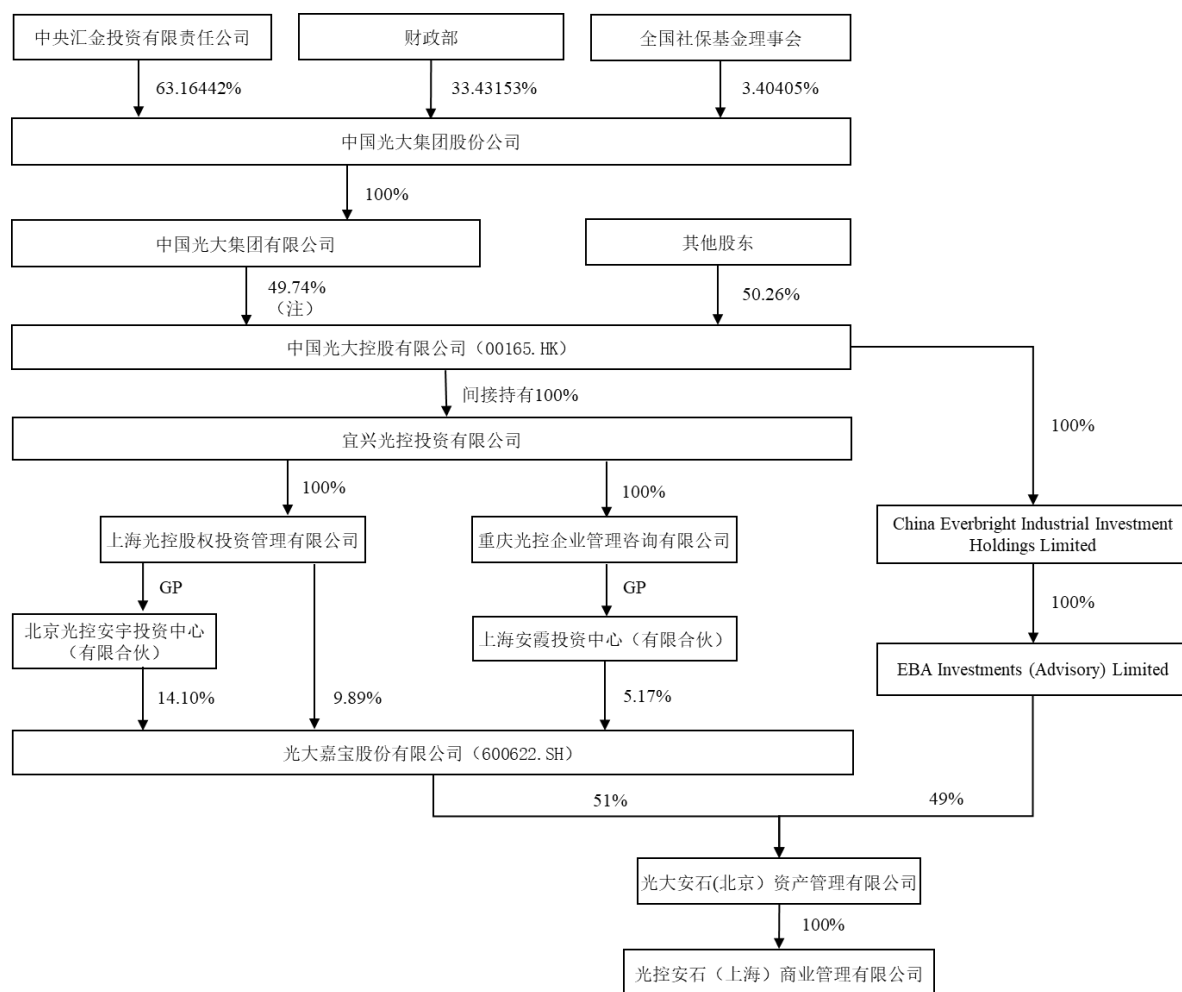


图 运营管理机构的股权结构图

注：见图“原始权益人1的股权结构图”注。

管理人已在本基金《招募说明书》“第二部分 不动产项目”之“三、原始权益人”及“四、运营管理机构”中对原始权益人、运营管理机构的股权结构进行披露。

(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：

经光大保德信基金和汉坤律所律师核查，光大保德信基金已经根据《证券投资基金法》《公开募集证券投资基金运作管理办法》等相关法律法规规定，设置/配备了不动产基金部门、人员、制度、流程设置等，具体情况如下：

1.基金管理人部门、人员、制度、流程设置等情况说明

(1) 基金管理人已设置专门部门，业务人员配备、资产管理经验符合相关法律法规要求

就基金管理人的部门设置，根据公司组织架构图、《光大保德信基金管理有限公司不动产投资信托基金（REITs）业务管理办法》，光大保德信基金已设置不动产投资部/不动产投资团队作为独立的不动产基金投资管理部门。不动产投资部依据《光大保德信基金管理有限公司不动产投资信托基金（REITs）业务管理办法》，在公司股东会、董事会以及管理层的授权范围内，独立负责不动产基金业务的具体规划、组织、实施、统计等工作，并牵头开展不动产基金业务的管理和内部控制。

就基金管理人的业务人员配备，光大保德信基金已配备不少于 3 名具有 5 年以上不动产项目运营或投资管理经验的主要负责人员，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。

就基金管理人的资产管理经验，光大保德信基金具有不动产研究经验，在房地产、物流、水务、高速公路等领域均配备了专门的行业研究员。光大保德信基金具有同类产品或业务投资管理或运营专业经验，具有良好的社会声誉，截至本材料出具日，光大保德信基金同类产品或业务均不存在重大未决风险事项，光大

保德信基金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。

(2) 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等符合相关法律法规要求

就基金管理人的公司治理，根据《光大保德信基金管理有限公司章程》，光大保德信基金的公司治理结构为：公司的股东大会由全体股东组成，股东大会是公司的最高权力机构；公司设立董事会，董事会对股东大会负责；总理由股东或薪酬、提名和资格审查委员会提名，由董事会批准聘任，总经理应为公司董事会成员，总经理对董事会负责；公司设一名督察长，全权负责公司的监察稽核、风险管理工作，督察长对董事会负责；公司不设监事或监事会，由董事会下设审计委员会承接《公司法》等法律法规规定的监事会职权。光大保德信基金治理结构健全，符合《公司法》的相关规定。

就基金管理人的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，光大保德信基金已经制定了涵盖不动产基金业务管理、尽职调查、运营管理、风险控制、投资管理、信息披露相关的制度和流程文件，具体制度如下：《光大保德信基金管理有限公司不动产投资信托基金（REITs）业务管理办法》《光大保德信基金管理有限公司不动产投资信托基金（REITs）尽职调查工作管理办法》《光大保德信基金管理有限公司不动产投资信托基金（REITs）项目运营管理办法》《光大保德信基金管理有限公司公开募集不动产投资信托基金（REITs）内部控制指引》《光大保德信基金管理有限公司公开募集不动产投资信托

基金（REITs）投资管理办法》《光大保德信基金管理有限公司公开募集不动产投资信托基金（REITs）业务信息披露办法》等。

2. 经律师进行核查符合相关法律法规要求

就基金管理人部门、人员、制度、流程设置是否符合相关法律法规要求之事项，汉坤律所在其出具的法律意见书中已发表明确意见，认为光大保德信基金已设置独立的不动产基金投资管理部门，并配备相关业务人员，业务人员数量符合《公开募集证券投资基金运作管理办法》第六条第（二）项等规定，光大保德信基金已确认该等业务人员具备相应不动产项目运营或不动产项目投资管理经验；光大保德信基金符合《公开募集证券投资基金运作管理办法》第六条第（七）项等规定，光大保德信基金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。

综上，经基金管理人、律师核查，光大保德信基金的部门、人员、制度、流程设置符合《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。

二、不动产合规情况

（一）关于合规手续

1. 关于合规手续完备性。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：

(1) 关键合规手续符合《审核关注事项》第十二条相关规定

静安大融城和江门大融城均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，关键合规手续齐备、合法有效，能够实现静安大融城和江门大融城权属合法有效转移、保障项目持续稳定运营，符合《审核关注事项》第十二条第(六)项规定：

“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”。

1) 静安大融城

静安大融城已根据相关法律法规取得了建设用地规划许可证、建设工程规划许可证、消防竣工验收、环保竣工验收、竣工证明等项目建设运营所需的关键合规文件，详细内容如下表所示：

表 静安大融城关键合规文件

序号	手续名称	签发时间	签发机构	文件编号	合规意见
1	建设用地规划许可证	2014/1/16	上海市闸北区规划和土地管理局	沪闸地(2014)EA31010820144060	合规手续合法有效
2	建设工程规划许可证	2014/8/21	上海市闸北区规划和土地管理局	沪闸建(2014)FA31010820145128	合规手续合法有效
		2014/9/16	上海市闸北区规划和土地管理局	沪闸建(2014)FA31010820145264	合规手续合法有效
		2014/11/21	上海市闸北区规划和土地管理局	沪闸建(2014)FA31010820145620	合规手续合法有效
		2015/1/4	上海市闸北区规划和土地管理局	沪闸建(2015)FA31010820154020	合规手续合法有效
		2015/1/4	上海市闸北区规划和土地管理局	沪闸建(2015)FA31010820154001	合规手续合法有效

序号	手续名称	签发时间	签发机构	文件编号	合规意见
3	消防竣工验收	2017/1/20	上海市消防局	沪公消验字（2017）第 0022 号	合规手续合法有效
		2017/9/30	上海市静安区公安消防支队	沪静公消验字（2017）第 0244 号	合规手续合法有效
4	环保竣工验收	2017/5/15	上海市静安区环境保护局	沪静安环保许管[2017]124 号	合规手续合法有效
5	竣工证明	2017/12/28	上海市静安区建设和管理委员会	备案编号：2017ZB0038	合规手续合法有效

2) 江门大融城

江门大融城已根据相关法律法规取得了建设用地规划许可证、建设工程规划许可证、消防竣工验收、环保竣工验收、竣工证明等项目建设运营所需的关键合规文件，详细内容如下表所示：

表 江门大融城关键合规文件

序号	手续名称	签发时间	签发机构	文件编号	合规意见	备注
1	建设用地规划许可证	2011/4/7	江门市城乡规划局	江规地字第 [2011]0023 号	该建设用地规划许可证系补办，为历史遗留问题，不涉及整改，不影响项目合法转让及持续稳定运营。鉴于项目投入运营前已补办建设用地规划许可证，未批先建潜在处罚措施仅为罚款；由于相关违法事实已超过《行政处罚法》规定的 2 年追诉期，预计受到行政处罚的风险较低。原始权益人安石锦瑞已于《上海悟瓴企业管理有限公司股权转让意向协议》第七条第 1 款中作出承诺，如江门国翔因江门大融城任何合规手续延迟办理而受到行政处罚的，安石锦瑞将承担相应赔偿责任	
2	建设工程规划许可证	2012/7/3	江门市城乡规划局	江规建字第 [2012]0264 号	合规手续合法有效	
		2024/11/21	江门市自然资源局	建字第 4407032024G G0626460 号	该建设工程规划许可证系未批先建事后补办，为历史遗留问题，不涉及整改，不影响	五层装

序号	手续名称	签发时间	签发机构	文件编号	合规意见	备注
					响项目合法转让及持续稳定运营。江门国翔已因此受到江门市蓬江区人民政府环市街道办事处的行政处罚（罚金 34,952.23 元人民币，决定书文号为江环执罚决(2024)58 号），并已补办建设工程规划许可证并缴纳该等罚金，取得票据号码为 0010546001 的《广东省非税收入一般缴款书（电子）》。原始权益人安石锦瑞已于《上海悟瓴企业管理有限公司股权转让意向协议》第七条第 1 款中作出承诺，如江门国翔因江门大融城任何合规手续延迟办理而受到行政处罚的，安石锦瑞将承担相应赔偿责任	饰改造工程
		2025/6/11	江门市自然资源局	建字第 4407032024G G0626460 号	合规手续合法有效	
3	消防竣工验收	2013/10/24	江门市公安消防局	江公消验字 [2013]第 0182 号	合规手续合法有效	
		2014/8/18	江门市公安消防局	江公消验字 [2014]第 0142 号	合规手续合法有效	
		2024/1/11	江门市蓬江区住房和城乡建设局	蓬住建消备凭字[2024]第 8 号	合规手续合法有效	五层装饰改造工程
		2025/8/26	江门市蓬江区住房和城乡建设局	蓬住建消验抽字[2025]20 号	合规手续合法有效	
		2025/12/15	江门市蓬江区住房和城乡建设局	蓬住建消验抽字[2025]34 号	合规手续合法有效	二层装饰改造

序号	手续名称	签发时间	签发机构	文件编号	合规意见	备注
						工程
4	环保竣工验收	2013/11/18	江门市环境保护局	/	合规手续合法有效	
5	竣工证明	2014/7/30	江门市蓬江区住房和城乡建设局	GD41301	合规手续合法有效	
		2024/1/12	江门市蓬江区住房和城乡建设局	编号：4407032024011202	合规手续合法有效	五层装饰改造工程
		2025/8/28	江门市蓬江区住房和城乡建设局	编号：4407032025082801	合规手续合法有效	
		2025/12/17	江门市蓬江区住房和城乡建设局	编号：4407032025121702	合规手续合法有效	二层装饰改造工程

(2) 其他合规文件符合《审核关注事项》第十二条相关规定

静安大融城和江门大融城均已取得能够实现权属合法有效转移、保障不动产项目持续稳定运营的其他合规文件，符合《审核关注事项》第十二条第（九）项规定，“（九）应当已取得能够实现权属合法有效转移、保障不动产项目持续稳定运营的其他合规文件”。

1) 静安大融城

除建设用地规划许可证、建设工程规划许可证、消防竣工验收

收、环保竣工验收、竣工证明等保障不动产项目持续稳定运营的关键合规手续之外，静安大融城就项目建设及验收事项，已经取得了环境影响报告书的审批意见、节能评估报告书的审查意见及节能验收意见、建设工程竣工规划验收合格证、人防建设工程竣工验收备案证书、公共聚集场所投入使用、营业前消防安全检查合格证等手续。另外，就运营事项，已经取得户外广告设施设置的行政许可决定书、上海市公共停车场（库）备案证明、上海市人防工程使用备案证书等手续。

2) 江门大融城

除建设用地规划许可证、建设工程规划许可证、消防竣工验收、环保竣工验收、竣工证明等保障不动产项目持续稳定运营的关键合规手续之外，江门大融城就项目建设及验收事项，已经取得了建设项目环境影响报告书的批复、节能评估报告书的审查意见、江门市建设工程规划条件核实通知书、广东省江门市人防工程竣工验收备案书、公共聚集场所投入使用、营业前消防安全检查合格证等手续。

另外，就运营事项，①江门国翔首次申报时尚未就江门大融城办理户外广告设置许可相关手续，后已取得江门市蓬江区城市管理和综合执法局于2026年2月28日核发的《户外广告设置许可证》（许可证编号：蓬江城管广告许字（2026）1号）；②江门国翔未办理江门大融城的经营性停车场备案手续。但是，根据《江门市机动车停放服务收费管理实施细则》（江发改价格〔2023〕14号），该细则要求“应当严格遵守《中华人民共和国民法典》《中华人民共和国价格法》等法律法规，按照规定实行明码标价，

在停车设施入口处及缴费地点的醒目位置设置标价牌，标明停车设施经营单位、收费标准、服务内容、免费停放时限、投诉举报电话等，接受社会监督”，江门国翔已在停车设施入口处及缴费地点的醒目位置设置标价牌。前述细则并未要求进行停车场备案，且经汉坤律所律师于 2026 年 1 月 20 日电话咨询江门市 12345 政务服务便民热线（0750-12345），目前江门市并不要求经营性停车场进行备案，只需明码标价并持有合格营业执照即可；③江门国翔未就江门大融城的人防车位取得人防平时使用许可文件。经汉坤律所律师核查并于 2026 年 1 月 15 日咨询江门市行政服务中心核实，广东省、江门市没有地方性规范性文件规定应当办理人防车位办理平时使用许可。另经汉坤律所律师核查，国家层面相关规定即《人民防空工程平时开发利用管理办法》已于 2025 年 8 月 27 日废止。故江门大融城无需再办理人防车位办理平时使用许可文件。就人防车位平时利用，根据《中华人民共和国人民防空法》第五条的规定，“国家鼓励、支持企业事业组织、社会团体和个人，通过多种途径，投资进行人民防空工程建设；人民防空工程平时由投资者使用管理，收益归投资者所有。”江门国翔作为江门大融城的投资、建设主体，据此享有人防车位的使用权、收益权。故江门大融城上述情况符合《审核关注事项》第十二条第（九）项规定。

管理人已于本基金《招募说明书》“第二部分 不动产项目”之“一、不动产项目概况”之“（二）不动产项目合规性”之“3、不动产项目持续稳定运营的关键合规手续或者有关主管部门的关键合规说明情况”中披露了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。

2.关于经营资质。请管理人补充披露本项目相关经营资质补办安排及进展，以及在不动产基金存续期间的续期具体安排，说明前述情形对本项目现金流及运营稳定性的影响，充分揭示相关风险，并设置缓释措施。

答复：

(1) 江门大融城

1) 相关经营资质的补办安排及进展，以及在不动产基金存续期间的续期具体安排

就江门大融城的户外广告设置许可事项，江门国翔于本基金首次申报时尚未就江门大融城办理户外广告设置许可相关手续，后已取得江门市蓬江区城市管理和综合执法局于2026年2月28日核发的《户外广告设置许可证》（蓬江城管广告许字〔2026〕1号）。上述《户外广告设置许可证》将于2028年2月24日到期，根据江门国翔反馈，将在2028年2月24日之前，完成新一轮的申请工作。

江门国翔未办理江门大融城的经营性停车场备案手续，但符合《审核关注事项》第十二条第（八）、（九）项规定，该经营资质无需补办，且对现金流和经营稳定性影响较小。《江门市机动车停放服务收费管理实施细则》（江发改价格〔2023〕14号）仅于第十二条规定“应当严格遵守《中华人民共和国民法典》《中华人民共和国价格法》等法律法规，按照规定实行明码标价，在停车设施入口处及缴费地点的醒目位置设置标价牌，标明停车设

施经营单位、收费标准、服务内容、免费停放时限、投诉举报电话等,接受社会监督”,并未要求进行经营性停车场备案。同时,经汉坤律所律师于 2026 年 1 月 20 日电话咨询江门市 12345 政务服务便民热线(0750-12345),目前江门市并不要求经营性停车场进行备案,只需明码标价并持有合格营业执照即可。经查,江门国翔已根据该等要求在停车设施入口处及缴费地点的醒目位置设置标价牌。

江门大融城的人防车位未取得人防平时使用许可文件,但符合《审核关注事项》第十二条第(八)、(九)项规定,该经营资质无需补办,且对现金流和经营稳定性影响较小。经汉坤律所律师核查并于 2026 年 1 月 15 日咨询江门市行政服务中心核实,广东省、江门市没有地方性规范性文件规定应当办理人防车位办理平时使用许可。另经汉坤律所律师核查,国家层面相关规定即《人民防空工程平时开发利用管理办法》已于 2025 年 8 月 27 日废止。故江门大融城无需再办理人防车位办理平时使用许可文件。就人防车位平时利用,根据《中华人民共和国人民防空法》第五条的规定,“国家鼓励、支持企业事业组织、社会团体和个人,通过多种途径,投资进行人民防空工程建设;人民防空工程平时由投资者使用管理,收益归投资者所有。”江门国翔作为江门大融城的投资、建设主体,据此享有人防车位的使用权、收益权。

2) 前述情形对本项目现金流及运营稳定性的影响较小

江门大融城 2023 年~2025 年的户外广告设施收入(不含税)分别为 41.49 万元、38.86 万元和 48.97 万元,分别占项目当年营业收入(不含税)的 0.26%、0.18%和 0.24%,对本项目现金流及

运营稳定性的影响较小。

江门大融城 2023 年~2025 年的停车场收入（不含税）分别为 605.67 万元、886.60 万元、974.49 万元，分别占项目当年营业收入（不含税）的 3.86%、4.21%和 4.85%。根据汉坤律所意见，目前江门市并不要求经营性停车场进行备案，江门大融城已根据《江门市机动车停放服务收费管理实施细则》相关规定，在停车设施入口处及缴费地点的醒目位置设置标价牌，因此管理人认为上述情况不会导致行政处罚风险，对本项目现金流及运营稳定性无实质影响。

3) 风险揭示及缓释措施

管理人已于本基金《招募说明书》之“第一部分 招募说明书概要及风险因素”之“二、风险因素”之“（三）与不动产项目相关的风险”之“14、不动产项目合规相关的风险”已新增“（2）户外广告设置许可存续期间续期风险”，进行如下风险揭示：

江门大融城的《户外广告设置许可证》（许可证编号：蓬江城管广告许字〔2026〕1号）将于 2028 年 2 月 24 日到期。根据《江门市区户外广告管理办法》（江府〔2009〕7 号）第十条、第二十条的规定，“需要设置户外广告的，设置人应当在设置前向市、区城市管理部门提出申请，由市、区城市管理部门组织审批。同意设置的，作出行政许可；不符合设置条件的，作出不予行政许可的决定。”“设置期满，设置人应当自期满之日起 5 日内拆除；需要继续保留的户外广告，设置人应当在期满前 30 日内重新办理延期使用手续。”在不动产基金存续期间，江门国翔

将在户外广告设置许可到期前，及时办理户外广告许可证的续期手续。如届时无法重新申领户外广告设施设置的行政许可，将面临按期拆除户外广告设施的风险。

针对上述风险，设置了以下缓释措施：

根据《运营管理服务协议》，运营管理机构负责积极协调并落实项目公司向相关主管机关及时申请、更新各项批准或核准、许可、备案、报告、证书/证照等手续/资料。在不动产基金存续期间，江门国翔和运营管理机构将在户外广告设置许可到期前，及时办理户外广告许可证的续期手续。

（2）静安大融城

1) 相关经营资质在不动产基金存续期间续期的具体安排

静安大融城的《关于准予户外广告设施设置的行政许可决定书》将于 2026 年 4 月 20 日到期。上海融光已取得上海市静安区绿化和市容管理局于 2026 年 3 月 23 日核发的《关于准予户外广告设施设置的行政许可决定书》（许可证编号：沪静绿容许[2026]159 号），设置期限为“2026 年 4 月 21 日至 2027 年 2 月 28 日”。

2) 前述情形对本项目现金流及运营稳定性的影响较小

静安大融城的 2023 年~2025 年的户外广告设施收入（不含税）分别为 84.87 万元、81.54 万元和 45.66 万元，分别占项目当年营业收入（不含税）的 0.28%、0.30%和 0.19%，对本项目现金流及运营稳定性的影响较小。

3) 风险揭示及缓释措施

针对上述风险，在本基金《招募说明书》之“第一部分 招

募说明书概要及风险因素”之“二、风险因素”之“（三）与不动产项目相关的风险”之“14、不动产项目合规相关的风险”已新增“（2）户外广告设置许可存续期间续期风险”，进行如下风险揭示：

静安大融城的《关于准予户外广告设施设置的行政许可决定书》将于2026年4月20日到期。上海融光已取得上海市静安区绿化和市容管理局于2026年3月23日核发的《关于准予户外广告设施设置的行政许可决定书》（许可证编号：沪静绿容许[2026]159号），设置期限为“2026年4月21日至2027年2月28日”。根据《上海市户外广告设施管理办法》（上海市人民政府令第56号）第十五条（设置许可及备案）和第十六条（设施设置的期限）规定，“设置户外广告设施的，应当按照《上海市市容环境卫生管理条例》的规定，向绿化市容行政管理部门办理许可或者备案手续。”“经批准设置的户外广告设施的设置期限一般不超过3年，……。户外广告设施设置期满后，设置者应当在5日内予以拆除。”在不动产基金存续期间，上海融光将在户外广告设置许可到期前，及时办理户外广告许可证的续期手续。如届时无法重新申领户外广告设施设置的行政许可，将面临按期拆除户外广告设施的风险。

针对上述风险，设置了以下缓释措施：

根据《运营管理服务协议》，运营管理机构负责积极协调并落实项目公司向相关主管机关及时申请、更新各项批准或核准、许可、备案、报告、证书/证照等手续/资料。在不动产基金存续期间，上海融光和运营管理机构将在户外广告设置许可到期前，

及时办理户外广告许可证的续期手续。

（二）关于资产完整性

1.关于权属证明文件。请管理人补充披露江门项目地下停车场不动产权证书等权属证明文件的办理安排及进展,所产生的现金流及其占比情况,对上述情形是否影响相关不动产权属合法有效转移、入池资产是否符合《审核关注事项》第十二条相关规定发表明确意见,并评估现金流纳入估值的合理性。

答复:

（1）江门大融城地下停车场不动产权证书等权属证明文件的办理安排及进展

1) 负二层地下停车场: 首次申报后已补充取得《不动产权证书》

就江门大融城负二层地下停车场的不动产权,于本基金首次申报时,江门国翔已取得江门市房地产交易登记所核发的独立的484份《商品房权属登记证明书》,尚未就该部分资产取得《不动产权证书》,《商品房权属登记证明书》可用于办理该部分资产交易登记且已足以证明该部分资产权属。首次申报时,江门国翔已向江门市不动产登记中心提交办理江门大融城负二层地下停车场《不动产权证书》的申请。截至目前,江门国翔已补充取得负二层地下停车场的《不动产权证书》。

2) 五层装饰改造工程部位: 已取得《不动产权证书》,后续办理更新

江门国翔尚未取得因江门大融城五层装饰改造工程需变更

（更新）登记的《不动产权证书》。江门国翔已就江门大融城裙楼（负一至地上五层）的不动产权取得独立的 69 份《不动产权证书》，并针对江门大融城五层装饰改造工程取得建设工程规划许可证、建筑工程施工许可证，完成消防验收、规划验收、竣工验收备案。由于上述 69 份《不动产权证书》对应的不动产已为中信银行江门分行、中信银行上海分行的贷款提供抵押担保，并已办理抵押登记，该等抵押登记注销前无法进行《不动产权证书》更新换发，除此之外，《不动产权证书》的更新换发手续无其他实质性障碍。根据本项目解除抵押登记的相关安排，在江门国翔以本基金募集款等资金偿还上述中信银行贷款后，中信银行将及时配合办理不动产抵押权的注销登记；在抵押登记解除后，江门国翔将在本基金设立日起 60 个工作日内办理并取得因五层装饰改造工程需变更（更新）登记的《不动产权证书》。为缓释上述安排的不确定性风险，中信银行江门分行已出具《关于同意提前还款并解除担保的函》，同意在江门国翔债务清偿完毕后，配合办理抵押权的注销登记（包括向不动产登记部门提交依法应提交的全部合格申请材料），同时配合办理存量质权的注销登记手续；同意在全部债务结清之日配合办理资金监管措施的解除手续。中信银行上海分行拟出具《关于同意提前还款并解除担保的函》，同意在江门国翔存量贷款债务清偿完毕后及时配合办理完成存量抵押权的注销登记（包括向不动产登记部门提交依法应提交的全部合格申请材料），中信银行上海分行已将该等同意函提交内部审批流程，目前不存在实质障碍，拟于本基金获得注册批复前出具同意函。综上，未取得变更（更新）登记的《不动产权证书》

对江门大融城不动产权属的合法有效转移不会造成实质影响。

(2) 江门大融城地下停车场所产生的现金流及其占比情况

江门大融城 2023 年~2025 年的地下停车场收入（不含税）分别为 605.67 万元、886.60 万元、974.49 万元，分别占项目当年营业收入（不含税）的 3.86%、4.21%和 4.85%。由于停车场统一收费管理，负二层停车场收入在上述收入中的占比无法进行拆分，其建筑面积在江门国翔经营停车场总体建筑面积中占 41.99%。

(3) 上述情形不影响相关不动产权属合法有效转移、入池资产符合《审核关注事项》第十二条相关规定

就江门大融城负二层地下停车场的不动产权，于本基金首次申报时，江门国翔已取得江门市房地产交易登记所核发的独立的 484 份《商品房权属登记证明书》，但尚未就该部分资产取得《不动产权证书》，《商品房权属登记证明书》可用于办理该部分资产交易登记且已足以证明该部分资产权属。首次申报时，江门国翔已向江门市不动产登记中心提交办理江门大融城负二层地下停车场《不动产权证书》的申请。截至目前，江门国翔已补充取得负二层地下停车场的《不动产权证书》。

就江门大融城裙楼（负一至地上五层）的不动产权（包括建设用地使用权），江门国翔已经取得独立的 69 份《不动产权证书》。根据《中华人民共和国民法典》第三百五十二条有关“建设用地使用权人建造的建筑物、构筑物及其附属设施的所有权属于建设用地使用权人，但是有相反证据证明的除外”和第二百三十一条“因合法建造、拆除房屋等事实行为设立或者消灭物权的，自事实行为成就时发生法律效力”的规定，虽然五层装饰改造工程相

关的不动产权证正在更新，但鉴于江门国翔就五层装饰改造工程所取得的建设用地使用权真实、合法、有效，且五层装饰改造工程由江门国翔投资建设，其可基于“合法建造”，通过原始取得方式取得五层装饰改造工程的所有权。

江门大融城负二层地下停车场和裙楼（负一至地上五层）的权属清晰，可合法有效转移，因江门大融城五层装饰改造工程需变更（更新）登记的《不动产权证书》对江门大融城不动产权属的合法有效转移不会造成实质影响，入池资产符合《审核关注事项》第十二条第（二）项规定。

（4）评估现金流纳入估值的合理性

如前所述，根据汉坤律所意见，江门大融城包括负二层地下停车场部分及五层装饰改造工程部分资产在内的项目整体，权属清晰并取得相关权属证明文件，因此管理人认为上述情况不会导致行政处罚风险，纳入估值具有合理性。

管理人已于本基金《招募说明书》“第二部分 不动产项目”之“一、不动产项目概况”之“（二）不动产项目合规性”之“2、项目权属、他项权利及解除安排”之“（1）项目权属情况”中披露了江门项目地下停车场不动产权证书等权属证明文件的办理安排及进展。

2.关于非入池资产。根据申报材料，静安项目建设用地红线范围内设置了 20 个外摆场所，江门项目红线范围内设置了 15 处外摆场所，拟转让予运营管理机构，不纳入资产范围。请管理人结合外摆场所的面积、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，分析外摆场所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，并说明外摆场所不入池是否符合《审核关注事项》第十二条相关规定。

答复：

（1）外摆场所拟纳入本基金资产范围，属于入池资产

为确保本基金不动产项目资产完整性，使实现资产功能作用所必需的、不可分割的各组成部分完整纳入入池资产范围，本基金已调整不动产项目外摆场所相关的交易安排，确保项目公司享有土地使用权的外摆场所将纳入本基金资产范围，属于入池资产。

按照本次反馈答复明确的调整后安排，首次申报阶段拟签署的《外摆场所委托运营协议》不再签署，项目公司亦不再以其他形式直接或间接剥离外摆场所。上述情况及安排符合《审核关注事项》第十二条第（三）项规定：“资产完整，资产范围明确，原则上应当包括与不动产项目运营有关的主要土地、房屋、机器设备、特许经营权、经营收益权等资产的所有权或者使用权；……”。

基于上述安排，外摆场所将被作为入池资产纳入本基金资产范围，不再剥离，故与入池资产不存在同业竞争。

但考虑到外摆场所现金流的持续性与稳定性仍存在潜在的不确定因素，经基金管理人、评估机构审慎考虑，本次调整后的不动产项目评估价值中不包括外摆场所预计产生的现金流，以避免本基金可能因外摆场所合规性风险导致的估值偏差。

（2）外摆场所的面积、占有使用项目所在宗地情况、收费模式、经营情况、现金流及估值占比情况

本基金交易安排经上述调整后，不动产项目评估价值中不包括外摆场所预计产生的现金流。

就静安大融城而言，外摆场所占用外场场地的使用面积为4,230.48平方米，占有使用项目所在宗地面积的5.28%；上海融光对上述外摆场所收取的租赁费用为租金、综合管理费（部分店铺收取），其中2023年~2025年租金收入（不含税）平均占上述外摆场所收取总租赁费用（不含税）的97.54%。计租方式分为固定租金、抽成租金、固定租金与抽成租金两者取高（简称“两者取高”）三种方式，2023年~2025年两者取高租金收入（不含税）平均占上述外摆场所总租金收入（不含税）的60.71%；上述外摆场所于2023年~2025年度产生的不含税收入分别为364.55万元、409.56万元和517.15万元，分别占项目当年营业收入（不含税）的1.21%、1.52%和2.20%。

表 静安大融城外摆场所经营情况

单位：万元

项目	2023 年度	2024 年度	2025 年度
外摆场所收入	364.55	409.56	517.15
占项目营业收入的比例	1.21%	1.52%	2.20%

注：外摆场所收入和项目营业收入均为不含税收入。

就江门大融城而言，外摆场所占用外场场地的使用面积为475平方米，占有使用项目所在宗地面积的1.81%；江门国翔对上述外摆场所收取的租赁费用包括租金和综合管理费，其中2023年~2025年租金收入（不含税）平均占上述外摆场所收取总租赁费用（不含税）的84.05%。计租方式分为固定租金、两者取高两种方式，2023年~2025年两者取高租金收入（不含税）平均占上述外摆场所总租金收入（不含税）的86.25%；上述外摆场所于

2023 年~2025 年度产生的不含税收入分别为 267.21 万元、278.03 万元和 221.34 万元,分别占项目当年营业收入(不含税)的 1.70%、1.32%和 1.10%。

表 江门大融城外摆场所经营情况

单位: 万元

项目	2023 年度	2024 年度	2025 年度
外摆场所收入	267.21	278.03	221.34
占项目营业收入的比例	1.70%	1.32%	1.10%

注: 外摆场所收入和项目营业收入均为不含税收入。

(三) 关于权利限制。根据申报材料,项目公司尚未取得银行关于提前还款、解除权利限制和项目公司股权转让的同意函。请管理人根据《审核关注事项》第十二条相关要求补充披露同意函的取得安排。

答复:

本基金项目公司及 SPV 存量贷款银行包括兴业银行张杨支行、中信银行上海分行、中信银行江门分行。截至本材料出具日,静安项目公司已取得兴业银行张杨支行、中信银行上海分行关于静安大融城提前还款、解除权利限制和 SPV1 股权转让的同意函。江门项目公司已取得中信银行江门分行关于江门大融城提前还款、解除权利限制和 SPV1 股权转让的同意函。

因贷款银行流程时间安排等原因,目前原始权益人正在积极沟通中信银行上海分行出具关于提前还款、解除权利限制和 SPV1 股权转让的同意函。中信银行上海分行已将该等同意函提交内部流程,目前不存在实质障碍,拟于本基金获得注册批复前出具该等同意函。

管理人已于本基金《招募说明书》之“第一部分 招募说明书概要及风险因素”之“二、风险因素”之“（三）与不动产项目相关的风险”之“10、尚未取得银行提前还款同意函相关风险”中补充披露上述安排。

三、项目经营与财务情况

（一）关于运营情况

1.关于运营模式。根据申报材料，本项目收费方式包括固定租金、抽成租金、固定租金与抽成租金两者取高；江门项目对于项目内的化妆品商铺，采用联营模式。

（1）请管理人补充披露三种租金收取模式涉及的租户行业分布、租赁面积占比、合同租金约定方式及报告期内实际租金支付情况；说明不同租金收取模式下租户经营波动对本项目现金流的影响，充分揭示相关风险。

1) 静安大融城

截至2025年12月31日，静安大融城签约租户共计277个。计租方式分为固定租金、抽成租金、固定租金与抽成租金两者取高（简称“两者取高”）三种方式。三种方式的租户面积和合同租金占比情况如下：

表 静安大融城各租金收取模式的面积及租金占比

序号	合作方式	租户面积（平方米）	合同租金占比
1	固定租金与抽成租金两者取高	60,952.48	84.38%
2	抽成租金	9,191.97	7.80%
3	固定租金	6,792.61	7.82%
	合计	76,937.06	100.00%

管理人对每种计租方式下的前十大租户进行了统计，具体情况如下表所示：

表 静安大融城固定租金模式前十大租户情况（按业态）

业态	品牌个数	租用面积（平方米）	合同租金占比
配套	7 个	5,095.56	2.78%
零售	3 个	957.05	3.03%
合计		6,052.61	5.80%

静安大融城固定租金模式下前十大租户在业态上主要以配套为主（共 7 家），另有零售三家。前十大租户共计租用 6,052.61 平方米，占静安大融城可出租面积的 7.20%；租金收入占静安大融城总体收入的 5.80%。截至 2025 年 12 月 31 日，除一家商铺存在少许尾款外，其余租户在报告期内均按照合同约定按时缴纳了租金。

表 静安大融城抽成租金模式前十大租户情况（按业态）

业态	品牌个数	租用面积（平方米）	合同租金占比
零售	6 个	4,193.62	2.62%
配套	3 个	1,509.62	0.53%
餐饮	1 个	820.00	1.47%
合计		6,523.24	4.62%

静安大融城抽成模式下前十大租户在业态上主要以零售为主（共 6 家，均为服装），另有配套三家（生活娱乐及生活配套），餐饮一家。前十大租户共计租用 6,523.24 平方米，占静安大融城可出租面积的 7.76%；租金收入占静安大融城总体收入的 4.62%。所有租户在报告期内均按照合同约定按时缴纳了租金。

表 静安大融城两者取高模式前十大租户情况（按业态）

业态	品牌个数	租用面积（平方米）	合同租金占比
零售	2 个	2,472.00	1.78%

业态	品牌个数	租用面积（平方米）	合同租金占比
配套	5 个	11,437.00	9.50%
餐饮	3 个	3,233.60	2.67%
合计		17,142.60	13.95%

静安大融城两者取高模式下前十大租户在业态上较为分散，分别为配套五家（生活配套 2 家，生活娱乐 3 家），餐饮三家（均为大型餐饮），零售两家（服装及配饰）。前十大租户共计租用 17,142.60 平方米，占静安大融城可出租面积的 20.39%；租金收入占静安大融城总体收入的 13.95%。两者取高模式下由于租金的计算存在一定的滞后性，所以实际租金支付情况相较于其他两种收费模式相对略低，但从报告期内数据来看，整体租金收缴率在 99%以上，具有很好的稳定性。

2) 江门大融城

截至 2025 年 12 月 31 日，江门大融城签约租户共计 191 个。计租方式分为固定租金、抽成租金、固定租金与抽成租金两者取高三种方式。三种方式的租户面积和合同租金占比情况如下：

表 江门大融城各租金收取模式的面积及租金占比

序号	合作方式	租户面积（平方米）	合同租金占比
1	固定租金与抽成租金两者取高	38,636.40	78.63%
2	抽成租金	4,620.00	7.14%
3	固定租金	3,686.00	14.23%
合计		46,942.40	100.00%

管理人对每种计租方式下的前十大租户进行了统计，具体情况如下：

表 江门大融城固定租金模式前十大租户情况（按业态）

业态	品牌个数	租用面积（平方米）	合同租金占比
配套及 餐饮	3 个	1,732	0.65%
零售	7 个	1,414	8.17%
合计		3,146	8.82%

江门大融城固定租金模式下前十大租户在业态上主要以零售为主（共 7 家，涵盖服装、数码、新能源汽车及珠宝），另有餐饮两家（大型餐饮及休闲餐饮），配套一家（生活娱乐）。前十大租户共计租用 3,146 平方米，占江门大融城可出租面积的 6.00%；租金收入占江门大融城总体收入的 8.82%。报告期内所有租户均按照合同约定按时缴纳了租金。

表 江门大融城抽成租金模式前十大租户情况（按业态）

业态	品牌个数	租用面积（平方米）	合同租金占比
配套及餐饮	2 个	530	1.02%
零售	8 个	3,267	3.75%
合计		3,797	4.78%

江门大融城抽成租金模式下前十大租户在业态上主要以零售为主（共 8 家，其中服装类 7 家），另有餐饮两家（均为休闲餐饮）。前十大租户共计租用 3,797 平方米，占江门大融城可出租面积的 7.24%；租金收入占江门大融城总体收入的 4.78%。报告期内所有租户均按照合同约定按时缴纳了租金。

表 江门大融城两者取高模式前十大租户情况（按业态）

业态	品牌个数	租用面积（平方米）	合同租金占比
配套及餐饮	4 个	5,066	3.60%
零售	6 个	5,975	7.78%
合计		11,041	11.38%

江门大融城两者取高租金模式下前十大租户在业态上主要

以零售为主（共 6 家，服装与其他零售各 3 家），另有配套四家（生活娱乐 2 家，KTV1 家，餐饮 1 家）。前十大租户共计租用 11,041 平方米，占江门大融城可出租面积的 21.04%；租金收入占江门大融城总体收入的 11.38%。报告期内所有租户均按照合同约定按时缴纳了租金。

管理人已在本基金《招募说明书》“第二部分 不动产项目”之“二、经营业绩与财务状况分析”之“（四）不动产项目租户情况”中对三种租金收取模式涉及的租户行业分布、租赁面积占比、合同租金约定方式及报告期内实际租金支付情况进行披露。

3) 相关风险揭示

静安大融城及江门大融城两者取高模式为主的收入结构，对于项目现金流的下限具有较高程度的保障，即使租户业绩出现下滑，亦可按约定的固定租金获取收入。但若当前项目公司两者取高重要商户的销售业绩较差或者重要商户突然撤租，确实可能对项目收入造成一定影响。对此，管理人已在本基金《招募说明书》之“第一部分 招募说明书概要及风险因素”之“二、风险因素”之“（三）与不动产项目相关的风险”之“3、不动产项目的运营相关风险”风险提示章节进行如下风险披露：

“3) 不动产项目的部分租户采用营业额提成或固定租金与提成租金二者取高的方式计算租金，静安大融城和江门大融城以该种方式计算租金的面积占比分别为 79.22%和 82.31%，该等租金收入与租户的营业额息息相关。此外，租户的经营情况亦关系到其续约及租金承受能力，若不动产项目的整体客流量、租户的营业额表现下滑，将影响租户的履约能力、续约意愿及部分与租户

营业额强相关的租金收入，进而对不动产项目的收入产生不利影响。”

(2) 请管理人补充披露江门项目联营具体模式、最近一期新签合同的联营扣率、定价加点情况。

答复：

因江门项目公司与联营方就合作模式及具体价格签订了保密协议，根据《审核关注事项》总则第四条，相关内容属于商业秘密，因此不对具体内容做详细披露。

江门大融城对于项目内的高端化妆品商铺采用联营模式，与品牌方签订商品采买合同，品牌方有权进行解约。具体情况如下：

甲方（某国际知名高端化妆品品牌）与乙方（江门市国翔企业发展有限公司）签订《销售协议》，甲方授权乙方根据协议约定销售相关品牌的协议产品，本协议下双方之间的关系是两个独立实体之间在规定时间内就协议产品的连续销售关系。《销售协议》每年签署，约定甲方将协议产品根据合同约定的折扣价格出售给乙方。作为协议产品经销链的一部分，在乙方遵守甲方不定时更新的选择标准及甲方的营销政策、程序和规范协议的前提下，乙方制定转售价格的自由不受影响，其价差即等同于乙方的联营扣率。乙方有权随时以进货价格申请退货，不承担存货风险。相关联营柜台每3年更新一次，更新费用由双方平均分担。

据项目公司访谈情况及管理人实地尽调结果，当前江门地区其他可比项目均不存在与项目公司类似的化妆品联营模式，江门大融城凭借独有的联营模式在该地区高端化妆品领域建立了引领地位。

管理人已在本基金《招募说明书》“第二部分 不动产项目”之“二、经营业绩与财务状况分析”之“（四）不动产项目租户情况”之“2、江门大融城”之“（1）运营情况”中对江门项目联营具体模式、最近一期新签合同的联营扣率、定价加点情况进行披露。

2.关于租户。根据申报材料，本项目租户分为主力店、次主力店及专门店。请管理人根据《审核关注事项》之附件《第一号——商业不动产》第八条相关规定补充披露租金情况，包括月租金坪效、分类对比与周边可比物业租金单价差异情况、租金增长率、租金收缴率和支付结算方式等。

答复：

据管理人通过人员访谈、现场尽调等多个渠道了解，当前静安大融城及江门大融城均采用相同的标准，将租赁面积超过1,000平方米的商户定为主力店，其余商户为专门店。具体情况如下：

（1）静安大融城

1) 静安大融城总体情况

表 静安大融城租金相关情况汇总表

年度	2023 年度	2024 年度	2025 年度
月租金坪效（元/m ² ）	180.63	167.84	130.26
租金增长率	-	-7.08%	-22.39%
租金收缴率	99.90%	99.05%	99.28%
支付结算方式	押三付一（按月支付，每月 20 日之前支付）		

2024 年及 2025 年静安大融城月租金坪效下降，主要是出于

两方面的原因。一是项目公司主动调商带来的短期内出租率与租金收入压力。静安大融城自 2024 年起积极推动产品结构优化，主动对部分业态进行战略性调整，2025 年被视为本轮调整的阶段性底部。例如，针对租金贡献较高但实际客流拉动作用有限的电动汽车业态，项目逐步压缩其租赁面积，年租金收益由原来的 2,000 余万元调整至约 800 万元，以腾挪首层空间进行业态战略性调整。同时，原传统超市业态也已清退，并已于 2026 年引入盒马鲜生，以进一步提升生活配套品质与客流吸引力。二是受市场变化等因素影响，2025 年项目个别主力店经营业绩出现波动，为了保障资产整体稳健运营与长期价值提升，项目对个别主力店提供了阶段性租金减免支持 2025 年静安大融城租金减免合计 471.91 万元（含税），占静安大融城 2025 年租金收入的 3.30%。其中，商铺 A 为配套主力店，区域竞争力与客流集聚效应显著，本次租金减免仅为行业调整期内的阶段性支持，2026 年商铺 A 将继续给予减免扶持，未来将随行业复苏有序取消，项目整体租金水平保持稳定；针对餐饮等商户，租金扶持均为临时性、阶段性举措，待租户经营恢复后将及时终止，且项目已建立充足品牌储备与快速补位机制，可有效防范空置风险、确保铺位租金收入稳定，2026 年商铺 D 预计给予 1~3 个月租金减免，其余商铺不会延续租金减免。

表 静安大融城主力店租金减免情况

序号	商铺名称	业态	租赁面积	减免租金收入 (万元)	现状
1	商铺 A	配套	6,500.00	177.70	经营中
2	商铺 B	配套	2,267.00	122.85	已换租
3	商铺 C	餐饮	1,236.2	26.18	经营中
4	商铺 D	餐饮	1,236.2	145.18	经营中

序号	商铺名称	业态	租赁面积	减免租金收入 (万元)	现状
合计	-	-	11,106.20	471.91	

目前，项目以优化品牌结构和升级品牌级次为核心调商策略，重点引入符合项目整体定位、具备一定行业代表性及增长潜力，且租金水平符合市场同类条件的商户，包括盒马鲜生、梅果云贵川 bistro、睿福咖啡小红帽三明治、鲜山季野山菌火锅、迪卡侬、大行自行车、大疆无人机授权体验店、骆驼户外运动城等多家网红餐饮、特色零售、户外品牌等，能够不断创新消费内容、丰富消费场景，预计项目经营状况可随相关调商方案的逐步落地企稳回升。据项目公司经营数据，剔除 2024 年空铺租户后，2025 年下半年调商引进租户的月均销售额较同铺位 2024 年同期租户水平提升 17.42%。

2) 周边可比物业租金单价差异情况

根据行业通行规律：主力店承担客流引导功能，单位租金相对较低；专门店尤其首层专门店租金水平相对较高。该结构体现出行业通行的“由主力店向专门店逐级递增”的租金分布规律。静安大融城租金结构符合购物中心行业常见租金梯度特征，未出现结构性异常。

静安大融城与周边可比物业各店铺类别租金单价差异情况如下：

静安大融城位于上海市静安区大宁板块，地处成熟居住社区与办公集聚区交汇地带，周边人口密度较高、消费基础稳定，具备较为成熟的区域商业氛围。项目定位为区域型社区购物中心，业态结构以零售、餐饮、亲子娱乐及生活配套为主，形成以家庭

客群及周边办公客群为核心的稳定消费结构。

根据仲量联行对区域零售市场的调研，并结合本项目周边静安及相邻成熟板块内典型可比购物中心的租金数据，对可比样本进行了细化分析。本次选取的可比项目均为已进入成熟运营阶段的社区型或区域型购物中心，在业态组合、目标客群及经营定位方面与本项目具有较高相似性，因此具备较强参考意义。

商业物业租金受多重因素影响，包括租金计价结构差异（如固定租金与营业额挂钩的安排）、租户业态及品牌差异、个体谈判情况以及物业条件等。在部分租赁模式下，租金与营业额表现相关，实际租金水平可能随经营情况产生波动。在上述因素综合作用下，不同项目及同一项目不同铺位之间租金区间存在一定差异具有合理性，且不排除受其他市场化因素影响。

在上述基础上，对各可比项目主力店及专门店（首层）租金水平分别列示如下：

表 静安大融城可比项目租金对比

项目名称	主力店（元/m ² /月）	专门店首层（元/m ² /月）
静安大融城	45-152	90-810
对标项目 1	70-180	150-900
对标项目 2	30-180	150-900
对标项目 3	30-105	30-750

注：租金区间已剔除奢侈品等极端值影响。

由上表可见，各可比项目主力店租金主要集中于约 30-180 元/m²/月区间，不同项目之间整体差异相对有限；专门店（首层）租金受项目定位、品牌组合及铺位条件等因素影响，整体分布区间为约 30-900 元/m²/月。

在上述可比基础上，本项目租金水平如下：

- 主力店加权平均合约租金为 96.93 元/m²/月，处于区域市场合理区间范围内；
- 专门店加权平均合约租金为 206.15 元/m²/月，处于区域市场区间中段水平。

综上，本项目整体租金水平与区域内同类成熟商业项目相比处于合理区间范围内。

3) 租户行业与期限分布情况

表 静安大融城主力店与专门店行业分布情况汇总表

单位：平方米

主力店			专门店		
业态	已租赁面积	租赁面积占比	业态	已租赁面积	租赁面积占比
零售	3,856.68	21.98%	零售	17,366.00	29.24%
餐饮	2,306.20	13.14%	餐饮	18,661.69	31.42%
配套	11,382.00	64.87%	配套	23,364.49	39.34%
合计	17,544.88	100.00%	合计	59,392.18	100.00%

注：表中合计数与各分项数加总之间的差异为四舍五入导致的尾差。下同，不再赘述。

如表中所示，截至 2025 年 12 月 31 日，静安大融城主力店总租赁面积为 17,544.88 平方米，按面积计算，其中 64.87%为配套相关业态，21.98%为零售业态，13.14%为餐饮业态；专门店总租赁面积为 59,392.18 平方米，按面积计算，其中 39.34%为配套业态，29.24%为零售业态，31.42%为餐饮业态。

表 静安大融城主力店与专门店租赁期限分布情况汇总表

单位：平方米

主力店			专门店		
租赁期限区间	面积总和	占比	租赁期限区间	面积总和	占比
0-1 年（不含）	0	0.00%	0-1 年（不含）	1,146.29	1.93%
1-3 年（不含）	0	0.00%	1-3 年（不含）	2,604.62	4.39%

主力店			专门店		
3-5年（不含）	3,470	19.78%	3-5年（不含）	17,257.23	29.06%
5-7年（不含）	3,877	22.10%	5-7年（不含）	23,447.18	39.48%
7-10年（不含）	1,451	8.27%	7-10年（不含）	11,129.42	18.74%
10年及以上	8,746.68	49.85%	10年及以上	3,807.44	6.41%
总计	17,544.88	100.00%	总计	59,392.18	100.00%

如表中所示，截至 2025 年 12 月 31 日，静安大融城所有主力店的租赁均在 3 年以上。按面积计算，其中 10 年以上的占比最高为 49.85%，说明静安大融城中主力店具有较高的用户粘性，与项目公司的绑定程度较深。专门店方面，按面积计算，截至 2025 年 12 月 31 日，占比最高的区间为 5-7 年区间（39.48%）及 3-5 年区间（29.06%），3 年以内的租户面积仅占 6.32%。总体而言，静安大融城的租户普遍租期较长，在出租率上具备中长期的稳定保障基础。

（2）江门大融城

1) 江门大融城总体情况

表 江门大融城租金相关情况汇总表

年度	2023 年度	2024 年度	2025 年度
月租金坪效（元/m ² ）	143.86	186.70	169.47
租金增长率	-	29.78%	-9.23%
租金收缴率	99.94%	99.96%	99.90%
支付结算方式	押三付一（按月支付，每月 20 日之前支付）		

如表中所示，江门大融城主力店在报告期内月租金坪效变化具体原因分析如下：

2023 年坪效偏低受影院租金影响。2023 年主力店业态中包含影院，影院业态拉低了当年主力店的整体平均租金，进而导致月租金坪效偏低；江门大融城 2023 年 10 月至 2025 年 6 月将 5

层的电影院改造为空中花园商铺，调租期间出租率有一定下滑。

2025 年坪效偏低受多重因素叠加影响。一是受市场环境变化影响，某餐饮品牌主力店 2025 年经营业绩下滑，项目对其提供阶段性租金减免扶持，合计减免租费 30.36 万元，为调商争取时间；二是为提升品牌层级、增强运营韧性，项目于 2025 年调整了部分主力店品牌，引入品牌实力更强、经营更稳定的 OF、BENLAI、森马等时尚品牌，相关租户租金低于调整前品牌租金，上述因素共同导致主力店平均租金走低，坪效随之下降。

目前江门大融城电影院部分已经改造完成，项目还将于 2026 年内通过打造空中解压公园、补充配套娱乐业态、积极对接国际精品及网红流量品牌、推动存续品牌进行形象店升级、联合毗邻社区商业项目引入大型超市等方式，形成经营策略“组合拳”以提振项目经营表现，预计项目经营状况可随相关提升方案的逐步落地企稳回升。

2) 周边可比物业租金单价差异情况

(a) 江门大融城与周边可比项目的租金单价比较

根据行业通行规律：主力店承担客流引导功能，单位租金相对较低；专门店尤其首层专门店租金水平相对较高。该结构体现出行业通行的“由主力店向专门店逐级递增”的租金分布规律。江门大融城租金结构符合购物中心行业常见租金梯度特征，未出现结构性异常。

江门大融城与周边可比项目各店铺类别租金单价差异情况如下：

江门大融城位于江门市核心发展板块，为区域内体量较大的

商业综合体项目之一，承担一定区域消费升级及商业集聚功能。项目定位为区域型商业综合体，业态结构以零售、餐饮、娱乐及生活方式品牌为主，并引入部分区域首店及品质消费品牌，整体定位相对区域其他传统商业项目更为提升。

根据仲量联行对江门市区零售市场的专项调研，并结合区域内典型购物中心的租金数据，对可比样本进行了细化分析。本次选取的可比项目在体量规模、业态结构及客群覆盖范围方面与本项目具有一定相似性，具备可比参考意义。

商业物业租金受多重因素影响，包括租金计价结构差异（如固定租金与营业额挂钩的安排）、租户业态及品牌差异、个体谈判情况以及物业条件等。在部分租赁模式下，租金与营业额表现相关，实际租金水平可能随经营情况产生波动。在上述因素综合作用下，不同项目及同一项目不同铺位之间租金区间存在一定差异具有合理性，且不排除受其他市场化因素影响。

在上述基础上，对各可比项目主力店及专门店（首层）租金水平分别列示如下：

表 江门大融城可比项目租金对比

项目名称	主力店（元/m ² /月）	专门店首层（元/m ² /月）
江门大融城	35-90	300-700
对标项目 1	20-40	300-500
对标项目 2	25-50	200-380
对标项目 3	25-55	220-300

注：租金区间已剔除奢侈品等极端值影响。

由上表可见，各可比项目主力店租金主要集中于约 20-90 元/m²/月区间；专门店（首层）租金受项目定位、品牌组合及铺位条件等因素影响，整体分布区间约为 200-700 元/m²/月，不同项

目之间存在一定差异。

在上述可比基础上，本项目租金水平如下：

- 主力店加权平均合约租金为 61.89 元/m²/月；
- 专门店加权平均合约租金为 219.13 元/m²/月。

与区域可比项目相比，本项目主力店租金水平高于区域内相关竞品，专门店租金处于区域租金区间的上沿水平。主要系江门大融城在区位条件、入驻品牌、核心客群、定位级次、运营团队等方面较竞品更有优势，具体为：

①从区位条件看，江门大融城坐落于蓬江区白石大道、环五邑华侨广场商圈，该商圈为江门市客流量最高的传统核心商圈，受江门市消费者认可度最高；

②从入驻品牌看，江门大融城品牌数量近 200 家，主要竞品品牌数量在 120~160 个之间，江门大融城品牌丰富度更高、辐射范围更强，代表性品牌包括独家高化品牌、独家精品品牌浪琴、SALOMON 等，另拥有独家潮玩组合品牌 POPMART、LEGO 等，以及华为、小米、DJI、影石 360 等数码品牌，FILA、NIKE KICKSLOUNGE、ADIDAS、NIKE、PUMA、李宁、ANTA 等一线运动品牌；

③从核心客群看，江门大融城主要面向江门市全年龄段的中高端消费客群，主打都市青年、商务白领、潮流家庭，核心客群基数稳定、消费能力及消费意愿较强，主要竞品则分别服务于大众刚需及办公配套消费、年轻潮玩及高校学生或本地家庭人群，江门大融城吸引优质客流能力相对更强；

④从项目定位看，江门大融城定位为品质消费地标，主要竞

品定位主要分别为普惠消费及办公配套、潮玩流量商业、社区商业，与江门大融城形成差异化竞争关系；

⑤从运营团队看，江门大融城由光控安石商管团队操盘运营，大融城商业品牌在全国范围内有一定知名度及美誉度，能够在全国范围内吸引优质品牌入驻，较本土商业管理团队管理的可比项目具备更强的管理优势与协同优势。

在区域供需整体相对平衡的背景下，本项目租金水平虽高于部分可比样本，但仍处于区域市场可比区间的合理延展范围内，具备一定经营支撑基础。未来租金表现仍将受区域消费能力、项目运营能力及品牌结构调整等多重因素影响。

(b) 租金结构合理性说明

从结构特征看，各项目均呈现首层租金高于非首层，专门店租金高于主力店的趋势，符合购物中心行业通行的租金梯度分布规律。

本项目整体租金水平处于区域商业市场分层体系之中。不同项目之间的租金差异，主要受项目自身商业定位、品牌组合结构、客流规模、铺位资源禀赋、商业能级及招商策略等因素影响。

从市场调研情况看，本项目租金差异具有可解释的市场基础，未体现出结构性异常或定价逻辑失衡的情形。本项目在品牌层级、建筑规模及客流表现等方面，在区域范围内处于相对较高水平。能够在品牌结构、项目体量及客群覆盖范围等多个维度同时具备较强竞争力的项目数量相对有限。因此，在可比项目选取过程中，已优先选取片区内运营成熟、市场认可度较高的购物中心作为参照对象。但鉴于各项目在发展阶段、商业定位及招商策略方面存

在差异，可比项目难以在全部维度与本项目完全一致，相关对比分析主要基于区位、体量及商业功能相近原则进行。

3) 租户行业与期限分布情况

表 江门大融城主力店与专门店行业分布情况

单位：平方米

主力店			专门店		
业态	已租赁面积	租赁面积占比	业态	已租赁面积	租赁面积占比
零售	3,879	48.29%	零售	22,557.00	57.97%
餐饮	1,122	13.97%	餐饮	13,444.40	34.55%
配套	3,031	37.74%	配套	2,909.00	7.48%
合计	8,032	100.00%	合计	38,910.40	100.00%

如表中所示，截至 2025 年 12 月 31 日，江门大融城主力店总租赁面积为 8,032 平方米，按面积计算，其中 37.74%为配套相关业态，48.29%为零售业态，13.97%为餐饮业态；专门店总租赁面积为 38,910.40 平方米，按面积计算，其中 57.97%为零售业态，34.55%为餐饮业态，7.48%为配套业态。总体而言，江门大融城以零售为主要业态，辅以餐饮及部分配套业态以提升客户体验。

表 江门大融城主力店与专门店租赁期限分布情况汇总表

单位：平方米

主力店			专门店		
租赁期限区间	面积总和	占比	租赁期限区间	面积总和	占比
0-1 年（不含）	/	/	0-1 年（不含）	297.00	0.76%
1-3 年（不含）	/	/	1-3 年（不含）	12,683.00	32.60%
3-5 年（不含）	/	/	3-5 年（不含）	12,960.00	33.31%
5-7 年（不含）	4,843	60.30%	5-7 年（不含）	8,530.00	21.92%
7-10 年（不含）	1,501	18.69%	7-10 年（不含）	651.00	1.67%
10 年及以上	1,688	21.02%	10 年及以上	3,784.40	9.73%
总计	8,032	100%	总计	38,910.4	100.00%

如表中所示，截至 2025 年 12 月 31 日，江门大融城所有主力店的租赁均在 5 年以上。按面积计算，其中 5-7 年以上的占比最高，为 60.30%。专门店方面，按面积计算，截至 2025 年 12 月 31 日，占比最高的区间为 1-3 年区间（32.60%）及 3-5 年区间（33.31%），1 年以内的租户面积仅占 0.76%。总体而言，江门大融城的主力店租户普遍租期较长，在出租率上具备中长期的稳定保障基础；专门店租户在租赁期限上以中短期为主，相对主力店而言轮动和替换的概率更高。

管理人已在本基金《招募说明书》“第二部分 不动产项目”之“二、经营业绩与财务状况分析”之“（四）不动产项目租户情况”中对租金坪效、分类对比与周边可比物业租金单价差异情况、租金增长率、租金收缴率和支付结算方式等进行披露。

（二）关于不动产收入情况

1.关于租约集中到期。根据申报材料，静安项目现有合约 2026 年内到期的面积比例为 25.96%；江门项目现有合约 2026 年内到期的面积比例为 30.68%。

请管理人补充披露目前的招商及续租进展，根据《审核关注事项》第二十五条相关规定，结合本项目历史去化时间、同区域可比项目去化时间、2026 年本项目已到期及即将到期合约的最新去化情况、新签合同到期时间分布情况，说明租约集中到期对未来现金流稳定性的影响，充分揭示风险，并设置风险缓释措施。

答复：

(1) 静安大融城

截至 2025 年 12 月 31 日，静安大融城在租约中，主力店的合同租赁期限均在 3 年以上。按租赁面积计算，其中租期 10 年以上的占比最高为 49.85%，说明估价对象中主力店具有较高的用户粘性，与项目公司的绑定程度较深。专门店方面，按租赁面积计算，截至 2025 年 12 月 31 日，占比最高的区间为 3-5 年区间（29.06%）及 5-7 年区间（39.48%），3 年以内的租户面积仅占 6.32%。按租赁面积计算，租户租约到期时间集中在 2026 年-2028 年，占已租赁面积的 60.97%。在租约加权平均租期为 6.22 年，加权剩余租期为 3.02 年，其租赁期限情况、租赁合同到期分布情况如下表：

表 租赁期限情况

单位：平方米

主力店			专门店			占比合计
租赁期限区间	租赁面积	租赁面积占比	租赁期限区间	租赁面积	租赁面积占比	
0-1 年(不含)	0	0.00%	0-1 年(不含)	1,146.29	1.93%	1.49%
1-3 年(不含)	0	0.00%	1-3 年(不含)	2,604.62	4.39%	3.39%
3-5 年(不含)	3,470	19.78%	3-5 年(不含)	17,257.23	29.06%	26.94%
5-7 年(不含)	3,877	22.10%	5-7 年(不含)	23,447.18	39.48%	35.51%
7-10 年(不含)	1,451	8.27%	7-10 年(不含)	11,129.42	18.74%	16.35%
10 年及以上	8,746.68	49.85%	10 年及以上	3,807.44	6.41%	16.32%
总计	17,544.88	100.00%	总计	59,392.18	100.00%	100.00%

表 租赁合同到期分布情况

单位：平方米

主力店			专门店			占比合计
租约到期年份	租赁面积	占已出租面积的百分比	租约到期年份	租赁面积	占已出租面积的百分比	
2026年	0.00	0.00%	2026年	20,115.34	33.87%	26.15%
2027年	1,103.00	6.29%	2027年	8,657.95	14.58%	12.69%
2028年	4,657.00	26.54%	2028年	12,374.61	20.84%	22.14%
2029年	1,203.20	6.86%	2029年	4,836.41	8.14%	7.85%
2030年	0.00	0.00%	2030年	10,158.52	17.10%	13.20%
2031年	3,061.00	17.45%	2031年	1,459.95	2.46%	5.88%
2032年	0.00	0.00%	2032年	0.00	0.00%	0.00%
2033年	6,500.00	37.05%	2033年	1,789.40	3.01%	10.77%
2034年	0.00	0.00%	2034年	0.00	0.00%	0.00%
2035年	1,020.68	5.82%	2035年	0.00	0.00%	1.33%
总计	17,544.88	100.00%	总计	59,392.18	100.00%	100.00%

1) 已开展招租情况

2026年静安大融城预计到期商铺数量共116家,其中预计到
期续约商铺数量75家。截至2026年3月31日已完成续约签约
20家,完成率26.67%; 2026年预计到期换商41家。截至2026
年3月31日,已完成换商13家,占比31.71%。其余铺位也将
按工作机制,根据预计到期时间,如期开展换商招租工作。

2) 铺位去化时间以及可比项目去化情况

2025年项目公司共退租52家店铺,其中主力店5家,平均
退租去化时间为26.58天;专门店47家,平均退租去化时间为
41.88天。

根据市场调研,区域成熟购物中心中,主力店铺位在退租后,
去化周期一般为1-3个月,不同项目因面积规模、招商策略及调

整安排存在一定差异；专门店铺位退租后的去化周期通常约为 1 个月。结合本项目历史运营情况，其店铺更替节奏整体落于上述市场区间范围内。具体而言，主力店铺位因面积较大及品牌匹配要求较高，去化周期相对审慎，本项目历史更替节奏与区域成熟购物中心的平均水平相符；专门店铺位面积较小、品牌替代性较强，整体更替节奏相对平稳，除个别铺位因业态调整及重新装修去化时间较长外，本项目大多数专门店历史去化周期基本维持在约 1 个月，未出现异常长周期空置情况。

3) 针对到期情况的风险缓释保障措施

静安项目公司围绕商户续约、品牌换商两大核心环节制定了全流程、针对性的运营保障措施，通过分维度管控合约周期、精细化推进续约洽谈、系统化布局换商招商，实现项目运营的稳定衔接。具体保障性措施主要分为以下三个方面：

(a) 差异化设定新签及续约合约周期，匹配运营需求

根据商户合作类型制定不同合约周期标准，续约商户合约周期基本为 1-3 年，适配成熟商户的稳定合作需求；换商商户合约周期基本为 3-5 年，为新引入品牌提供经营培育期，同时保障项目铺位的长期稳定运营，减少频繁换商带来的运营波动。

(b) 精细化推进商户续约工作，分层分类保障续约效率

针对未完成续约商户实施分层摸底、分级洽谈、提前预警的全流程管理策略，确保续约工作如期完成。一是按商户属性分维度预留洽谈时间，依据商户业态（零售、餐饮、配套）、经营面积划定洽谈启动及合同签署的时间节点。例如，零售类小于 300 m² 商户提前 3 个月启动洽谈、提前 1 个月完成签约；大于 300 m²

商户提前 6 个月启动洽谈、提前 2-3 个月完成签约；假期及特殊情况可酌情调整。餐饮及配套商户按照同样的逻辑，根据面积标准开展相关续约工作。二是按经营状况提前预警并定制策略，针对租费比较高的商户提前进行经营风险预警，分析其可持续经营能力，为不同类型商户制定一对一洽谈策略，从源头保障续约成功率。

（c）系统化布局换商招商工作，实现铺位无缝衔接

静安项目公司通过“提前规划、储备品牌、多方联动”的系统化工作范式，保障换商环节的高效推进，避免铺位空置。一是提前制定调商计划，在上一年度末预算阶段即制定未来调商规划，结合铺位到期时间、招商难易程度提前开展洽谈工作。二是建立品牌储备机制，为每个待换商铺位储备 2-3 个备选品牌，从资源端保障合同到期后铺位的无缝衔接。三是多方联动攻克难点铺位，针对招商难度较大的铺位，及时向区域及总部通报并调动全渠道资源推进招商；同时组建华东区域招商中心，且资管商业事业部招商中心对接人亲自驻场，从团队和资源层面为招商工作赋能，确保换商招商任务按期按质完成。

（2）江门大融城

截至 2025 年 12 月 31 日，江门大融城在租租约中，主力店的合同租赁期限均在 5 年以上。按租赁面积计算，租期在 5-7 年的占比最高（60.30%），说明主力店的用户粘性，与项目公司的绑定程度较深。专门店方面，按租赁面积计算，占比最高的区间为 1-3 年（32.60%）及 3-5 年（33.32%）。租户租约到期的时间集中在 2026 年-2028 年，占已租赁面积的 72.03%。在租租约的

加权平均租期为 4.82 年，加权平均剩余租期为 2.45 年，租赁期限情况、租赁合同到期分布情况如下：

表 江门大融城租赁期限情况

单位：平方米

主力店			专门店		
租期期限区间	租赁面积	租赁面积占比	租期期限区间	租赁面积	租赁面积占比
0-1 年（不含）	0.00	0.00%	0-1 年（不含）	297.00	0.76%
1-3 年（不含）	0.00	0.00%	1-3 年（不含）	12,683.00	32.60%
3-5 年（不含）	0.00	0.00%	3-5 年（不含）	12,960.00	33.32%
5-7 年（不含）	4,843.00	60.30%	5-7 年（不含）	8,530.00	21.92%
7-10 年（不含）	1,501.00	18.69%	7-10 年（不含）	651.00	1.67%
10 年及以上	1,688.00	21.02%	10 年及以上	3,784.40	9.73%
合计	8,032.00	100.00%	合计	38,910.4	100.00%

表 江门大融城租赁合同到期分布情况

单位：平方米

主力店			专门店			占比合计
租约到期年份	租赁面积	占已出租面积	租约到期年份	租赁面积	占已出租面积	
2026 年	0.00	0.00%	2026 年	14,313.40	36.79%	30.49%
2027 年	0.00	0.00%	2027 年	9,813.00	25.22%	20.90%
2028 年	2,652.00	33.02%	2028 年	7,032.00	18.07%	20.63%
2029 年	1,501.00	18.69%	2029 年	4,440.00	11.41%	12.66%
2030 年	0.00	0.00%	2030 年	1,151.00	2.96%	2.45%
2031 年	2,191.00	27.28%	2031 年	1,640.00	4.21%	8.16%
2032 年	0.00	0.00%	2032 年	0.00	0.00%	0.00%
2033 年	0.00	0.00%	2033 年	521.00	1.34%	1.11%
2034 年	1,688.00	21.02%	2034 年	0.00	0.00%	3.60%
合计	8,032.00	100.00%	合计	38,910.40	100.00%	100.00%

1) 已开展招租情况

经统计，2026 年江门大融城预计租赁到期商铺 70 个，其中

预计到期续约商铺 41 家。截至 2026 年 3 月 31 日，项目公司已针对将于 2026 年到期的铺位开展招租、续租工作，其中 11 个铺位已完成签约，完成率 26.83%。其余商家因距离到期日超过 3 个月，按公司制度尚在续约谈判中；2026 年预计到期更换商铺 29 家。截至 2026 年 3 月 31 日，已完成换商店铺 7 家，占比 24.14%。其余铺位也将根据预计到期时间，如期开展换商招租工作。

2) 铺位去化时间以及可比项目去化情况

2025 年，江门大融城共出现退租商铺 47 个，其中主力店 2 个，平均去化时间为 67.72 天，专门店 45 个，平均去化时间为 40.70 天。蓬江区为江门市核心商业区域，区域内购物中心数量相对有限，整体供给规模保持稳定。区域商业项目主要通过品牌调改和业态优化实现租户更替，未出现长期大面积持续空置情况。

本项目客流规模及商业能级在区域内具备较好的市场基础，租户更替主要基于阶段性品牌优化安排进行，整体更替节奏符合区域商业运营惯例。

各可比项目在发展阶段及运营策略方面存在差异，去化时间统计口径亦可能不同。根据市场调研了解，区域成熟购物中心主力店铺位退租后去化时间一般处于约 1-3 个月区间，专门店铺位通常处于约 1 个月左右区间。不同项目因面积规模、业态匹配程度、招商策略安排，调改计划节奏，以及品牌商户对项目开店意愿等因素，均会对实际去化周期产生影响。江门大融城的续租率在 70%左右，续租商铺在租约到期后可实现无缝衔接。本项目历史更替节奏整体处于上述市场区间范围内。

管理人已在本基金《招募说明书》“第二部分 不动产项目”

之“二、经营业绩与财务状况分析”之“（四）不动产项目租户情况”中对目前的招商及续租进展情况进行披露。

3) 针对到期情况的风险缓释保障措施

江门大融城立足商业运营实际，围绕商户续约管理与日常运营维护两大核心环节，制定并落地分层分类、精准施策的专项保障措施，通过差异化续约策略实施与全流程运营管控体系搭建，全方位保障项目运营的稳定性与可持续性。针对核心主力店、优质连锁品牌、普通商户、调整型商户四类不同层级商户，结合其在项目经营中的战略定位、品牌价值及运营现状，项目制定并执行差异化续约方案。对核心主力店，提前 12 个月启动对接洽谈，签订 8-10 年长期租约，租金设置梯度递增条款，同时在配套资源调配、营销推广策划等方面给予优先支持，强化核心锚点商户的经营粘性与带动作用；对优质连锁品牌，提前 6 个月开展续约洽谈，通过联合营销、资源协同等方式赋能品牌经营，巩固项目中坚经营力量的合作稳定性；对普通商户，提前 3 个月启动标准化续约流程，采用短租形式实现经营过渡，并辅以流量扶持、运营指导等举措，保障铺位整体利用率与经营活力；对调整型商户，推进有序退出与简化转让流程，同步开展替代品牌储备工作，从源头降低铺位空置风险，持续优化项目经营布局。

为进一步筑牢运营保障基础，项目建立租约到期预警台账，按照 12 个月、6 个月、3 个月三个关键时间节点实施分级推进管理，明确各阶段工作要求与执行标准，实现租约续约工作的全流程闭环管控。在业态运营层面，项目聚焦首店经济、体验式消费、夜间经济等发展方向，持续优化业态组合布局，推行相邻业态组

团化运营模式，通过业态间的客流互导、优势互补，提升项目整体商业活力与消费吸引力。同时，项目建立常态化商户沟通机制，及时收集、响应并解决商户经营过程中的痛点难点问题，依托项目会员体系开展精准客流导流，为商户拓宽经营增收渠道，实现项目与商户的共赢发展。硬件设施方面，为重点商户提供专属维保服务，保障其日常经营不受影响，同时持续推进项目动线设计、停车配套、消费环境等硬件设施的升级优化，夯实项目运营的硬件基础，提升消费者体验与商户经营保障能力。此外，项目建立规范化的运营风险兜底机制，遵循“先帮扶后调整”原则，对经营困难的商户优先给予运营帮扶与资源支持；对确需解约或转让的商户，严格规范相关操作流程与执行标准，最大限度减少经营纠纷，降低铺位空窗期，保障项目整体经营的连续性与稳定性。

2.关于租金收入。根据申报材料，静安项目 2023 年至 2025 年租金收入分别为 1.99 亿元、1.67 亿元和 1.36 亿元；江门项目 2023 年至 2025 年出租率分别为 95.04%、93.60%和 89.15%。请管理人补充披露静安项目租金收入及江门项目出租率逐年降低的原因，相关情况是否持续至不动产基金存续期间，并分析对项目现金流的影响。

答复：

（1）静安大融城

近年来，面对宏观经济环境的调整与零售消费市场需求的深刻变化，国内许多购物中心主动启动了以优化品牌组合与提升空

间价值为核心的调改升级。静安大融城调租策略旨在主动适应市场周期，通过业态结构的战略性调整来夯实长期竞争力。尽管此过程在短期内会带来出租率与租金收入的压力，但随着新引进品牌的成熟与市场需求的回暖，项目经营状况有望在调整后步入复苏与增长轨道。

在此背景下，静安大融城自 2024 年起积极推动产品结构优化，主动对部分业态进行战略性调整，2025 年被视为本轮调整的阶段性底部。例如，针对租金贡献较高但实际客流拉动作用有限的电动汽车业态，项目逐步压缩其租赁面积，以更合理地匹配实际经营贡献。同时，原传统超市业态也已清退，并已于 2026 年引入盒马鲜生，以进一步提升生活配套品质与客流吸引力。叠加上海零售消费市场存在周期性波动因素，静安大融城在短期内面临一定的出租率与租金收入压力。具体分析如下：

1) 业态调整带来的租金收益下降

静安大融城主动压缩电动车业态，提升零售业态占比。在 2023 年项目的电动车面积和品牌数量、收入均达到峰值，占用面积一度达到 3,239 m²，占 1F 可租赁面积 29.38%，而相应服装零售面积占比较低，导致 1F 的零售氛围不足，虽然收获了电动车业态带来的租金红利，但长期影响了顾客的体验感和用户粘性，导致客流提升乏力，所以自 2023 年开始有步骤地逐年减少电动车品牌的数量和面积，导致 2024 年比 2023 年收益减少 408 万元，2025 年比 2024 年收益减少 611 万元。

表 静安大融城历年新能源汽车品牌数量及收入贡献情况

新能源	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
品牌数量(个)	2	5	5	10	15	13	7
面积(平方米)	429	890	984	2,381	3,239	2,745	1,452
收入(万元)	133	300	547	1,310	2,100	1,692	1,081

2) 租赁面积减少

2023年~2024年，静安大融城对商场的动线进行重新规整，将1F和负一层的动线进行打通，形成现在的环形动线格局，共计减少可租赁面积1,863.5 m²，其中1F减少899.56 m²，按照楼层月平均租金单价每年减少收入310.80万元，负一层减少963.94 m²，按照楼层区域月平均租金单价每年减少收入209.27万元，合计减少收入520.07万元/年。该变动虽然造成了可出租面积的减少，但随着新的客户动线的打通，能为各商铺带来更高的客户流量，有利于商铺经营总额的增加，在未来为项目的扣点收租模式带来更好的增长前景。

3) 教培业态被动调整影响

受市场宏观经济波动和双减政策影响，2023年~2025年项目的优势业态之一教培业态受到严重冲击，掉铺和减租数量大幅增加，该业态面积历史最高值曾达到1.11万m²，占可租赁面积的13.16%，新招租户受市场销售和竞品低价抢商影响，租金水平大幅下降。

受以上几个因素叠加影响，2023年~2025年整体租金收入有所下降，但是随着合同的逐步到期，后期续约和换商租金不会再有大幅度下探的过程，租金收益已趋于稳定，随着运营的深入，及品牌结构的进一步调整，2026年预估销售有所提升，相应的品

牌收益也会逐步企稳提升；其次主力店的淘汰替换在提高项目可逛性与商品丰富度的同时，租金收益也有所提升。如 2025 年底新调整主力店迪卡侬、骆驼户外、盒马鲜生，调整后租金收益较原品牌提升约 300 万元/年。

此外，项目公司计划于 2026 年启动硬件提升工作，包括但不限于卫生间、景观、外立面、泛光照明等，这也有助于提升项目的客户吸引力和经营能力。展望未来，随着现有品牌经营趋稳、业绩逐步回升，以及项目硬件升级改造的推进，静安大融城的租金水平具备可持续增长的空间。

（2）江门大融城

受局部工程改造的阶段性影响，江门大融城在特定时点的出租率有所承压，但若以更反映长期稳定性的年度加权出租率衡量，其整体出租水平实际保持稳健。报告期内，江门大融城的年度加权平均出租率分别为 95.40%、95.59%及 93.52%。2025 年 12 月末时点出租率的下滑，主要系原电影院改造为空中花园商铺这一重大调改工程所导致，该工程在施工期间不可避免地影响了相关区域的正常运营与招租。

具体而言，江门大融城于 2023 年 10 月至 2025 年 6 月期间，对原位于 5 层的电影院进行改造，将其转型为空中花园商铺。改造期间由于工程影响及业态调整，出租率出现阶段性下降。五层原电影院面积 4,770 m²，占可出租面积 9.36%；改造为空中花园后，五层的可出租面积为 3,942.57 m²。由于改造完成时间不久，相关招租销售工作尚在开展中，在 2025 年 12 月 31 日时点，五

层未出租的面积 2,934.57 m²，占可出租面积的 5.59%，这也是江门大融城在 2025 年末时点出租率较 2024 年末下降的主要原因。

截至本回复出具日，江门大融城五层招租情况如下：

表 江门大融城五层招租情况

序号	进展	名称	预计租赁面积（平方米）
1	已签约	嘎嘎酷电竞	521
2	已签约	钢铁猿	299
3	意向租户，洽谈中	意向租户 1	6,023
4	意向租户，洽谈中	意向租户 2	1,418
5	意向租户，洽谈中	意向租户 3	1,942
6	意向租户，洽谈中	意向租户 4	83
7	意向租户，洽谈中	意向租户 5	868
8	意向租户，洽谈中	意向租户 6	527
9	意向租户，洽谈中	意向租户 7	527
10	意向租户，洽谈中	意向租户 8	83
11	意向租户，洽谈中	意向租户 9	360
12	意向租户，洽谈中	意向租户 10	203
13	意向租户，洽谈中	意向租户 11	437
14	意向租户，洽谈中	意向租户 12	1,942
合计			15,233

注：存在一铺对应多个潜在承租租户或区域与其他楼层联动招商情况，因此意向租户租赁面积加总超过可租赁面积。

随着空中花园改造工作的顺利完成，相关招租工作持续开展，项目核心客群将保持稳定，整体客流及出租情况将趋于平稳。基于上述招商进度，预计至 2028 年，五层出租率能够逐步恢复至 90%以上，项目整体出租率恢复至 2023 年水平。运营团队将进一步优化业态组合，加强餐酒吧、精致餐饮及配套娱乐等品类的占比，以提升整体出租率和顾客体验。

综上所述，静安大融城本次以优化品牌结构和升级品牌级次

为核心调商策略，重点引入符合项目整体定位、具备一定行业代表性及增长潜力，且租金水平符合市场同类条件的商户，能够创新消费内容、丰富消费场景，预计项目经营状况可随相关调商方案的逐步落地企稳回升。据项目公司经营数据，剔除 2024 年空铺租户后，2025 年下半年调商引进租户的月均销售额较同铺位 2024 年同期租户水平提升 17.42%，调商对于项目整体销售水平的提升具有积极作用。江门大融城将通过打造空中解压公园、补充配套娱乐业态、积极对接国际精品及网红流量品牌、推动存续品牌进行形象店升级、联合毗邻社区商业项目引入大型超市等方式，形成经营策略“组合拳”以提振项目经营表现，预计店铺出租状况可逐步回升至 2023 年改造前水平。

管理人已在本基金《招募说明书》“第二部分 不动产项目”之“二、经营业绩与财务状况分析”之“（三）不动产项目主要财务及经营指标分析”及“（四）不动产项目租户情况”中分别对静安项目租金收入及江门项目出租率逐年降低的原因进行披露。

四、资产评估与估值合理性

首次申报不动产项目估值合计 61.05 亿元，本次反馈回复更新后估值合计 58.04 亿元，下调 3.01 亿元，降幅 4.93%。不动产项目估值变化具体情况如下：

表 估值变化整体情况

单位：亿元

不动产项目名称	调整前估值	调整后估值	估值变动金额	估值变动幅度
静安大融城	39.00	37.02	-1.98	-5.08%
江门大融城	22.05	21.02	-1.03	-4.67%

表 静安大融城项目估值参数调整对比表

类别	项目	申报稿	回复稿
收入端	租金增长率	专门店：2026年0%，2027年-2029年7%，2030年-2035年5%；主力店：2026年0%，2027年-2035年3%	专门店：2026年2%，2027年2.5%，2028年3%，2029年-2035年3.5%；主力店：2026年-2030年2%，2031年-2035年3%；
	出租率	2026年-2028年95%，稳定期97%	95%
	长期增长率	2.50%	2.25%
	其他收入（包括物业管理费、多经收入等）	多经点位收入：1,900万元，每年增长2.5%；	多经点位收入：1,390万元，每年增长2.5%；
成本端	运营成本	营业成本：3,000万元，每年增长2%；销售费用：700万元，每年增长2%；管理费用按经营收入的1%	营业成本：3,000万元，每年增长1%；销售费用：700万元，每年增长1%；管理费用按经营收入的1%
	资本性支出	16,820.22万元，占比1.59%	18,322.77万元，占比1.86%
折现率		5.50%	5.25%

表 江门大融城项目估值参数调整对比表

类别	项目	申报稿	回复稿
收入端	市场租金单价	2026年一层市场租金403元/平方米/月	2026年一层市场租金394元/平方米/月
	租金增长率	专门店：2026-2030年4%，2031-2035年3.5%；次主力店：2026-2030年3.5%，2031-2035年3.0%；主力店：2026-2030年3%，2031-2035年2.5%	专门店：2026-2030年3.5%，2031-2035年3.0%；主力店：2026-2030年3.0%，2031-2035年2.5%
	出租率	2026年90.6%，长期94%	2026年92.4%，长期94%
	长期增长率	2.25%	2.00%
	销售额	2026年销售额1,653.25万元	2026年销售额1,569.26万元
	其他收入	2026年7,389.38万元	2026年7,397.49万元

类别	项目	申报稿	回复稿
成本端	资本性支出	10,559.57 万元	11,823.04 万元
折现率		6.25%	6.25%

（一）关于收入参数取值合理性

1.关于出租率。根据申报材料，静安项目近三年出租率在**89.50%-91.73%**，江门项目近三年出租率在**95.04%-89.15%**。预测静安项目 2026 年起出租率稳定在**95%**以上；江门项目 2028 年起出租率稳定在**94%**以上。请管理人、评估机构根据《审核关注事项》之附件《第一号——商业不动产》第九条相关规定，结合项目历史运营数据、周边可比项目情况，审慎评估出租率参数取值的合理性。

答复：

（1）静安大融城

根据静安大融城产权方提供的资料，本项目产权商业建筑面积合计为 146,156.93 平方米，车位产权建筑面积为 42,530.70 平方米，另有部分人防车位。截至 2025 年 12 月 31 日的商业可租赁面积为 84,077.37 平方米，已租赁面积为 76,937.06 平方米，出租率为 91.51%。项目报告期年度加权平均出租率情况见下表：

表 静安大融城年度加权平均出租率

年份	2025 年	2024 年	2023 年
年度加权平均出租率	95.66%	94.41%	94.87%

管理人与评估机构认为，相比于年末时点出租率，年度加权平均出租率更能反映项目的实际长期出租率情况。以年度加权平

均出租率计算，报告期内，静安大融城的年度平均出租率分别为 94.87%、94.41%和 95.66%，稳定处于较高水平。

静安大融城可比项目出租率情况如下：

表 静安大融城可比项目出租率比较情况

项目	静安大融城	上海久光中心	大宁国际商业广场	宝山日月光中心
地址	上海市静安区沪太路	上海市静安区共和新路	上海市静安区共和新路 与灵石路交汇区域	上海市宝山区沪太路
所属商圈	静安区大宁板块	静安区大宁板块核心商业区	静安区大宁板块核心商业区	宝山区与静安区北部交界位置
出租率	94%-95%	90%-95%	85%-95%	80%-90%
定位	区域级购物中心	区域级购物中心	区域级购物中心	区域级购物中心

根据产权人介绍，静安大融城在年末时点的出租率较低是由于项目公司一般选择在年末进行调商换租，导致年末时点的出租率小于年度加权平均出租率。项目目前已引进盒马鲜生入驻（2026年3月15日已交付），届时项目出租率有望止跌回升。

根据对本项目所处区域商业用房空置情况的了解，综合考虑项目所处区位、商业品牌及过往同类项目的运营数据，大融城商业运营期内由于换租、免租期等因素产生的空置及租金损失，结合本项目实际情况及历史运营情况，设定估价对象未来给与新签租赁租户每年 10 天的空置期。

综合项目历史数据、项目所在区域状况、可比项目出租情况及项目自身状况，静安大融城出租率预测如下：

表 静安大融城预测出租率

期限	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年
出租率	95%	95%	95%	95%

以年度加权平均出租率计算，静安大融城报告期内年度加权平均出租率稳定在 94.5%至 95.5%的水平区间。考虑到项目公司主动调商将于 2026 年结束，管理人认为，在充分考虑了项目历史数据及未来业态调整带来的新增顾客流量后，评估机构对于项目出租率 95%的预测值是审慎的。

（2）江门大融城

江门大融城 2023 年和 2024 年的年末节点出租率分别为 96.42%和 95.18%，于价值时点 2025 年 12 月 31 日的出租率为 89.46%。年末时点出租率低于年度平均出租率的原因主要是由于估价对象 5 层的电影院改造为空中花园商铺，对项目出租率有较大影响。江门大融城于 2023 年 10 月至 2025 年 6 月期间，对原位于 5 层的电影院进行改造，将其转型为空中花园商铺。改造期间由于工程影响 5 层整体处于不可出租状态，因此 2023 年末及 2024 年末未计入项目公司可供出租面积中；2025 年由于部分改造工程完工及其他铺位调整，相较于 2024 年新增了 1,319 平方米可供出租面积。由于项目公司在改造完工后方启动五层招商工作，因此在 2025 年末时点上存在较大的空置面积。

项目运营方对 5 层商铺的未来经营定位为配套业态，打造“Chic Park 空中零重力解压公园（天际玩聚所）”，以“天际视野+多元欢聚”为核心，联动屋顶花园，重点招商清吧、KTV、网吧、健身房、瑜伽馆等类型，构建江门空中一站式休闲欢聚地。随着 5 层出租率的逐步提高，整体出租率将随之提高。评估机构出于审慎的评估态度，将 5 层出租率预测为 2026 年 51.62%，2027 年 85.11%，2028 年 92.38%，2029 年 94.86%，2030 年 94.79%。实

际经营中，按项目公司已签署意向合同计算，预计可在 2026 年三季度将五层出租率提升至 60%以上。

综上所述，5 层改造对江门大融城 2025 年的年末出租率造成了明显影响，且这一影响是临时性而非长期的。同时，管理人与评估机构认为，相比于年末时点出租率，年度加权平均出租率更能反映项目的实际长期出租率情况。以年度加权平均出租率计算，报告期内，江门大融城的年度加权平均出租率分别为 95.40%、95.59%和 93.52%。

表 江门大融城年度加权平均出租率

年份	2025 年	2024 年	2023 年
年度加权平均出租率	93.52%	95.59%	95.40%

江门大融城 2025 年年度加权平均出租率与年末时点出租率存在较大差异的原因，在于前文所述五层改造工程于 2025 年 8 月正式完成，该工程改造完成前 5 层整体处于不可出租状态，未计入项目可出租面积；8 月份改造完成后，项目整体可租赁面积大幅增加，同时因招商工作启动较晚，造成项目在年末的空置率上升。

江门大融城可比项目出租率情况如下：

表 江门大融城与可比项目出租率比较

项目	江门大融城	江门利和广场	江门蓬江万达广场	江门健威广场
地址	蓬江区白石大道 166 号	蓬江区迎宾大道中 118 号	蓬江区广场西路 1 号	蓬江区白石大道 213 号
所属商圈	北新区商圈	北新区商圈	北新区商圈	北新区商圈
出租率	93%-95%	约 95%	约 95%	约 90%
定位	区域级购物中心	区域级购物中心	区域级购物中心	区域级购物中心

2026年至2035年的预测出租率如下：

表 江门大融城 2026 年至 2035 年的预测出租率

期限	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年
出租率	92.4%	95.8%	95.8%	95.1%	94.8%
期限	2031 年	2032 年	2033 年	2034 年	2035 年
出租率	94.5%	94.3%	94.2%	94.1%	94.0%

管理人认为，在充分考虑了项目历史数据及未来业态调整带来的新增顾客流量后，评估机构对于项目出租率 94% 的预测值是审慎的。

2.关于租金单价。根据申报材料，静安项目商业首层月租金范围跨度在 200-500 元/平方米/月，对比可比实例确定首层市场月租金为 330 元/平方米/月；江门项目商业首层月租金范围跨度在 200-700 元/平方米/月，首层平均月租金为 403 元/平方米/月，高于周边其他购物中心的首层平均水平。

请管理人、评估机构说明本项目首层平均月租金计算依据，高于周边其他项目租金水平的原因，并根据《审核关注事项》之附件《第一号——商业不动产》第九条的规定，结合“关于运营情况”相关问题的答复，充分说明可比项目选取、市场租金计算方式的合理性，以及预测期租金单价参数取值的合理性。

答复：

(1) 静安大融城

2023 年末、2024 年末、2025 年末，静安大融城专门店加权

平均合同租金单价分别为 265.67 元/平方米/月、241.88 元/平方米/月和 206.15 元/平方米/月，主力店加权平均合同租金单价分别 129.03 元/平方米/月、121.66 元/平方米/月和 96.93 元/平方米/月。同期首层专门店的有效租金分别为 430 元/平方米/月、432 元/平方米/月和 355 元/平方米/月，主力店有效租金单价分别为 127 元/平方米/月、103 元/平方米/月和 91 元/平方米/月。

表 静安大融城租金情况

年度	2025 年	2024 年	2023 年
专门店年末合同租金单价	206.15 元/平方米/月	241.88 元/平方米/月	265.67 元/平方米/月
首层专门店年末有效租金单价	355 元/平方米/月	432 元/平方米/月	430 元/平方米/月
主力店年末合同租金单价	96.93 元/平方米/月	121.66 元/平方米/月	129.03 元/平方米/月
主力店年末有效租金单价	91 元/平方米/月	103 元/平方米/月	127 元/平方米/月

为保证数据具有对比性，评估机构使用了首层租金单价进行比较分析。江门大融城亦同，不再赘述。

静安大融城首层平均月租金是根据项目于价值时点 2025 年 12 月 31 日首层已出租商铺租赁合同约定的固定租金加权平均确定。

根据项目历史数据显示，已签约的固定租金与抽成租金两者取高租户租金收入中抽成收入占比较低，因此确定首层平均月租金时未考虑二者取高租约中的抽成收入，通过对固定租金部分加权平均，2025 年项目专门店首层平均有效租金为 355 元/平方米/月（含税）。

静安大融城毗邻大宁商圈核心区域，区位上受益于大宁板块完善的交通条件、成熟的生活配套及稳定的客群基础，是北上海重要的区域级商业综合体之一。

估价人员对同一供需圈内，格局相近、装修类似、附属设施类似、用途相同的房地产进行了租金市场调查。周边可比的购物中心有上海久光中心、大宁国际商业广场、宝山日月光中心，可比实例情况如下：

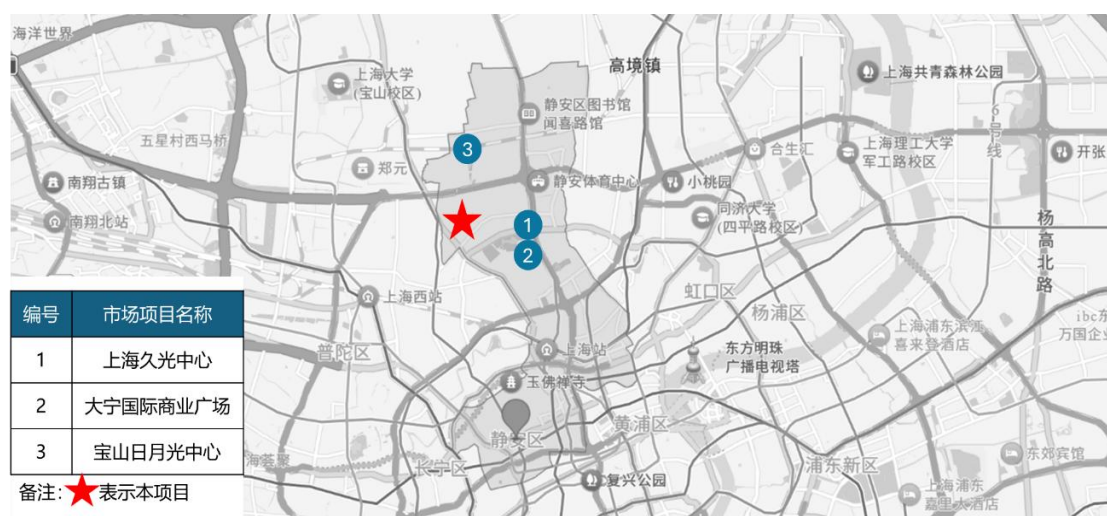


图 静安大融城及可比项目位置分布图

实例 1：上海久光中心位于静安区共和新路 2188 号，属于静安区大宁板块核心商业区。总建筑面积 34.8 万平方米（地下 2 层，地上 6 层），商业面积 26.7 万平方米。利福中国首座集购物、休闲、娱乐、商务于一体的旗舰综合体，以零售、餐饮、休闲娱乐及生活服务为核心业态，覆盖家庭、周边居民及职住人群，兼顾日常消费和周末休闲需求。项目汇聚知名零售品牌、特色餐饮及社区服务设施，形成稳定且高频的消费客群基础。

上海久光中心首层平均租金为 450-600 元/平方米/月(含税)，

空置率 5%-10%。

实例 2：大宁国际商业广场位于静安区共和新路与灵石路交汇区域，处于大宁板块核心位置，是区域内较早开发的综合性商业项目之一。项目由崇邦房地产发展有限公司开发打造，于 2006 年正式开业，项目包括地上多层及地下空间，商业建筑面积约 60,000 平方米。

作为大宁板块的重要商业载体，大宁国际商业广场以服务周边居住及办公人群为主要目标，商业定位偏向区域级与社区型消费，业态组合以餐饮、休闲娱乐及生活方式类业态为主，并配合一定比例的零售品牌，对大宁板块商业氛围的形成和区域消费集聚发挥了基础性支撑作用。

大宁国际商业广场首层平均租金为 600-900 元/平方米/月(含税)，空置率 5%-15%。

实例 3：宝山日月光中心位于上海市沪太路 1933 号，位于宝山区与静安区北部交界位置。项目由日月光集团开发打造，于 2021 年 12 月正式开业，建筑包括地上四层及地下一层，商业建筑面积约 175,000 平方米。项目定位为大型社区商业综合体，业态布局兼顾周边产业人口、居民及过往客群需求，涵盖餐饮、零售、亲子、教育培训、休闲娱乐及运动健身等多元业态，旨在打造集购物、休闲、娱乐和生活服务于一体的多功能生活场景。

宝山日月光中心首层平均租金为 300-450/平方米/月(含税)，空置率 10%-20%。

根据项目历史数据，考虑本项目 2025 年专门店首层平均有

效租金为 355 元/平方米/月（含税），对比三个可比实例的位置、体量、经营状况等方面，综合确定预测期首年静安大融城首层市场租金为 336.6 元/平方米/月（含税）为合理水平。

（2）江门大融城

2023 年末、2024 年末、2025 年末，江门大融城专门店合同约定加权平均租金单价分别为 226.43 元/平方米/月、230.40 元/平方米/月和 219.13 元/平方米/月，主力店合同约定加权平均租金单价分别 70.82 元/平方米/月、67.56 元/平方米/月和 61.89 元/平方米/月。同期首层专门店的有效租金分别为，430.19 元/平方米/月、494.08 元/平方米/月和 407.40 元/平方米/月，主力店有效租金单价分别为 68.07 元/平方米/月、64.86 元/平方米/月和 56.90 元/平方米/月。

2025 年，江门大融城全年新签约一层专门店平均合同租金单价为 385.64 元/平方米/月。

表 江门大融城租金情况

年度	2025 年	2024 年	2023 年
专门店年末合同租金单价	219.13 元/平方米/月	230.40 元/平方米/月	226.43 元/平方米/月
首层专门店年末有效租金单价	407.40 元/平方米/月	494.08 元/平方米/月	430.19 元/平方米/月
主力店年末合同租金单价	61.89 元/平方米/月	67.56 元/平方米/月	70.82 元/平方米/月
主力店年末有效租金单价	56.90 元/平方米/月	64.86 元/平方米/月	68.07 元/平方米/月

江门大融城首层平均租金是依据项目租赁合同约定的固定租金及历史抽成租金情况，经比较后采用加和方式确定。与静安大融城不同，江门大融城大部分租约采用两者取高模式收取租金，

近三年的抽成租金均高于固定租金；而静安大融城两者取高模式下，抽成租金收入较低，与固定租金模式差距较小。因此，静安大融城首层租金仅考虑固定租金，而江门大融城需充分考虑抽成租金收入。具体而言，先测算江门大融城首层商铺租赁合同约定的固定租金，再测算近三年每年首层抽成租金超出固定租金的金额，取平均值作为首层抽成租金超出固定租金的金额，将两者相加得到首层商铺的平均租金。

江门大融城与其区位相近、定位相似、商业形态相近的参考项目的首层租金对比情况如下：

表 江门大融城与可比项目首层租金对比

项目名称	江门大融城	江门利和广场	江门蓬江万达广场	江门健威广场
首层平均租金（元/平方米/月）	首层所有店铺：344.92 首层专门店：407.40	280-500	180-380	200-300

江门大融城首层租金相较周边其他项目处于较高水平，主要有以下原因：

1) 客流规模显著高于周边可比项目

作为江门市首个现代化商业综合体，江门大融城自 2014 年开业以来，率先引入了众多江门首店品牌，奠定了其在江门商业领域的开创性地位，目前形成了较高的知名度和较强的客户粘性。

根据市场调研数据及项目运营统计情况，江门大融城全年日均客流量约 5 万人次左右，而竞品案例中江门蓬江万达广场和江门健威广场的全年日均客流量均低于 3 万人次，江门利和广场于 2025 年 9 月底开业，截至目前开业不足半年，该项目开业初期

日均客流量约 5 万人次，但该数值为开业阶段高峰客流，全年平均客流预计明显低于该水平。

从客流规模对比看，江门大融城日均客流显著高于区域内其他成熟运营项目。商业项目租金水平与客流规模、停留时间及转化率具有高度相关性，客流优势为租金水平提供重要支撑。

2) 品牌级次显著高于区域其他项目

江门大融城目前为江门市品牌级次最高的购物中心之一，在品牌结构上明显区别于区域其他购物中心，主要体现在：

(a) 高端美妆集群优势

江门大融城成功引入兰蔻、YSL、阿玛尼等国际一线化妆品品牌，形成目前江门全市唯一的高端美妆品牌集群，极大提升了江门大融城对中高端客群的吸引力及用户粘性，该类品牌的自营模式亦为项目带来了较高的经营收入。

(b) 高端运动与奢侈属性品牌引入

江门大融城通过引入 SALOMON(萨洛蒙)、浪琴表、Charlie & Keith 等高端运动及轻奢品牌，进一步提升了项目整体品牌层级及消费客群结构，使项目成为江门市客群定位及租户档次最高的购物中心，因此租户承租能力明显高于周边以大众消费为主的购物中心。

3) 空间场景设计及定位差异化

在当前商业市场环境下，场景力与体验感已成为商业项目实现差异化竞争及租金溢价的重要因素之一。自开业以来，江门大

融城不断调整优化业态组合与空间场景，并陆续推出“夜遇·音乐夜市”、“Chic Park 空中花园”等全新空间场景，通过打造该类场景式商业空间，有力地提升了项目的社交传播能力及停留时长，增强项目对年轻客群的吸引力，从而在提升商户经营收入的同时提高项目租金溢价。

综上所述，江门大融城以“年轻、时尚、潮流”为定位，引进了大量的高端美妆、名表、国际轻奢名品、高端运动、精致餐饮等品类品牌在江门地区的首店，依托首进品牌形成流量聚集地，持续释放项目年轻力及提升对中高端客群的吸引力，目前已成为江门优质零售市场中市场表现最佳的项目之一。

与项目所在区域其他主要商业项目相比，江门大融城具备更高的客流基数、更高端的品牌组合、更强的消费承载能力以及更突出的商业定位，能为项目租金水平带来一定的溢价基础。对比周边区域情况，综合确定预测期江门大融城首层市场租金为 394 元/平方米/月（含税）为合理水平。

3.关于增长率。根据申报材料，静安项目预测专门店租金前十年增长率为 0%-7%，主力店前十年增长率为 0%-3%，第 11 年起专门店和主力店增长率均为 2.5%；江门项目预测专门店增长率 3.5%-4%，次主力店增长率 3%-3.5%，主力店增长率 2.5%-3%，长期增长率设定为 2.25%。

请管理人补充披露静安项目各种类门店预测期前十年各年增长率；请管理人、评估机构结合“关于运营情况”相关问题的答

复，根据《审核关注事项》之附件《第一号——商业不动产》第十三条、第十五条相关规定，审慎评估长期增长率参数取值的合理性。

答复：

(1) 静安大融城

静安大融城报告期内的合同约定租金增长率情况如下：

表 静安大融城报告期内合同约定租金增长率

项目	2025 年度	2024 年度	2023 年度
专门店合同约定平均增长率	2.48%	3.37%	3.17%
主力店合同约定平均增长率	1.55%	2.61%	1.91%

注：合同约定平均增长率为租户合同约定租金增长率按面积加权平均。

首次申报时，静安项目预测专门店租金前十年增长率为 0%-7%，主力店前十年增长率为 0%-3%，第 11 年起专门店和主力店增长率均为 2.5%。在审慎考虑项目公司的宏观区域情况、周边市场情况及资产自身情况后，评估机构将预测期前十年的增长率做出下调，其中主力店增长率为 2%-3%，专门店增长率为 2%-3.5%。

1) 区域宏观情况分析

上海市位于中国东部，地处长江入海口，是全国最大的经济中心城市和全球重要的经济枢纽，是中国经济发展最活跃、开放程度最高、创新能力最强的区域之一。上海经济持续快速发展，经济总量不断实现新突破，从 2020 年的 38,701 亿元增长至 2024 年的 53,927 亿元，年均复合增长率约为 8.65%，2025 年前三季度上海市实现地区生产总值 40,721 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.5%；伴随着城市经济平稳和高质量发展，2020-2024 年上

海市城镇居民人均收入水平也呈不断提升的态势，从 2020 年的 76,437 元跃升至 2024 年的 93,095 元，年均复合增长率约为 5.05%；收入水平的提高有助于提升居民人均消费支出水平，尽管 2020 年、2022 年受特殊情况影响，上海市城镇居民人均消费支出略有下滑，但 2020-2024 年仍呈总体上升态势，年均复合增长率约为 5.23%。2025 年前三季度，上海市居民人均可支配收入 69,220 元，同比增长 4.3%，其中，城镇常住居民人均可支配收入增长 4.2%，农村常住居民人均可支配收入增长 5.4%。经济的蓬勃发展，持续吸引来自全国各地的人才涌入，尤其是劳动年龄段人口持续流入为城市发展增添活力。

表 上海市经济增长情况

指标	GDP	上海市城镇居民人均收入水平	上海市城镇居民人均消费支出
时间	2020 年-2024 年	2020 年-2024 年	2020 年-2024 年
年均复合增长率	约 8.65%	约 5.05%	约 5.23%

2) 资产周边市场分析

静安区零售物业市场发展成熟，商业资源分布呈现“核心引领、多点支撑”的格局，主要集聚于南京西路核心商圈，以及上海站、苏河湾和大宁等非核心商圈板块。

大宁板块依托稳定的周边居住与办公客群，商业项目运营成熟、社区型消费需求稳定，整体租金水平处于全区中等偏上区间，空置率处于全区最低水平，为 1%-6%。

本项目静安大融城毗邻大宁商圈核心区域，区位上受益于大宁板块完善的交通条件、成熟的生活配套及稳定的客群基础，是北上海重要的区域级商业综合体之一。大宁板块作为静安区重点

打造的功能型城市副中心，依托大宁灵石公园的生态资源及完善的轨道交通网络，形成以周边居住及办公人群为主的稳定消费基础，商业定位以中端至中高端的区域型及社区型消费为主，强调家庭客群、生活方式与休闲娱乐功能，代表性项目包括大宁国际商业广场、上海久光中心等，在“环大宁地区发展规划”推动下，已形成较为成熟的城市功能与商业配套体系，对区域零售物业需求具备稳定支撑。

截至 2025 年末，大宁板块及其周边区域内未有同类大型区域级购物中心新增入市，且在 2026–2028 年可预见周期内暂无同等体量项目集中落成，区域新增供给压力相对有限。

3) 资产自身情况分析

静安大融城毗邻大宁商圈核心区域，紧邻地铁 7 号线行知路站。项目周边交通便利、路网通达，在板块内具备较好的区位可达性与客群辐射能力。项目汇聚众多品牌商户，业态涵盖零售、餐饮及休闲娱乐等，凭借较大体量及多元业态组合，项目在区域内维持稳健的运营表现，对周边消费需求具备较强承接能力。

根据估价人员对估价对象所在区域商用物业租金水平以及大融城自身运营情况的调查了解，项目所在大宁商圈商服繁华度高，其兼具日常生活配套与城市体验型消费场景的定位可以为其提供稳定的客流和收入。

根据产权人提供资料，于价值时点 2025 年 12 月 31 日，静安大融城专门店加权平均合约租金为 206.15 元/平方米/月，合同约定平均增长率为 2.48%；首层专门店加权平均合约租金为

327.96 元/平方米/月，基本与周边市场专门店首层租金 330 元/平方米/月相一致，其合同约定平均增长率为 2.35%；主力店加权平均合约租金为 96.93 元/平方米/月，合同约定平均增长率为 1.55%；2025 年全年新签约专门店加权平均合约租金为 134.81 元/平方米/月，合同约定平均增长率为 3.65%，其中一层平均合同单价为 240.05 元/平方米/月，相较于 2025 年 12 月 31 日的市场租金低 27.26%，其合同约定平均增长率为 2.62%；2025 年全年新签约主力店加权平均租金为 72.32 元/平方米/月，合同约定平均增长率为 2.68%；2025 年全年新签约全部店铺的合同约定平均增长率为 3.4%。

根据产权人介绍，静安大融城于 2025 年下半年开始进行招商调整，目前已引进盒马鲜生入驻（2026 年 3 月 15 日交付）；据产权人提供数据显示，静安大融城 2025 年下半年调商租户月均销售额为 216,057 元，较同铺位租户 2024 年月均销售额 184,000 元，提升 17.42%。根据产权人提供的招商调改方案披露，预计静安大融城 2026 年营业收入即可止跌回升，并使租金在短期内恢复至历史合理水平。

静安大融城与大宁板块及周边可比项目在基础业态设置上存在一定程度的相似性，均涵盖餐饮、零售、亲子及生活配套等高频消费业态，因此在部分品牌类型及消费功能上存在一定重合。但从具体品牌组合及层级结构来看，各项目之间仍存在差异：如部分可比项目在首层或核心区域布局中包含高客单价零售或高承租能力业态，对整体租金水平形成支撑；而本项目整体以零售、餐饮及生活方式类品牌为主，品牌层级定位更偏向服务周边家庭

客群及日常消费需求。上述差异属于不同商业定位及业态结构安排下的正常表现，体现为在相似业态框架下的差异化组合，而非完全同质化竞争格局。

从客群结构来看，本项目及可比项目均依托大宁板块及周边区域的居住及办公人群，客源基础存在一定交叉。但结合各项目的业态配置及运营策略，其目标客群侧重点仍存在一定差异，例如本项目以家庭客群及周边办公人群的高频消费为主，强调亲子、教培及社区生活服务功能；部分可比项目则通过引入不同类型的零售或主题业态，对中高端消费或特定细分客群形成补充。整体而言，区域内项目在客群层面呈现“部分重叠、结构分化”的特征，不同项目通过品牌组合及业态侧重形成一定区隔。上述差异亦与各项目租金水平及增长预期的形成机制相关，但相关判断主要基于现有市场调研资料，具体效果仍有待后续实际运营数据进一步验证。

管理人和评估机构在审阅了项目公司的调商方案和当前存量合同后，认为：（1）静安大融城的调商计划预计在 2026 年初见成效，2027 年在新业态下客流量及其消费水平会有所增加，因此出于审慎的考虑 2026 年开始，增长率逐年提升；（2）当前存量合同和新签合同中，对部分商铺有明确规定租金每三年会增长 3%-10%（不同商铺增长不同）。基于以上两点原因，本次估价对未来预测期内租金增长率做出调整。

本次对静安大融城的租金增长率做了下调，调整前的租金增长率如下：

表 原静安大融城增长率预测情况

分类	2026 年	2027-2029 年	2030-2035 年
专门店	0.0%	7.0%	5%
主力店	3.0%		

调整后的租金增长率如下：

表 静安大融城增长率预测情况

分类	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年	2031-2035 年	2036 年 及以后
专门店	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%		3.5%	2.25%
主力店	2.0%					3.0%	2.25%

调整后的静安大融城租金增长率情况如下：

表 静安大融城租金增长预测

店铺 类型	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年	2031 年	2032 年	2033 年	2034 年	2035 年	2036- 以后
专门店	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	2.25%
主力店	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	2.25%

(2) 江门大融城

江门大融城报告期内的合同约定租金增长率情况如下：

表 江门大融城报告期内合同约定租金增长率

项目	2025 年度	2024 年度	2023 年度
专门店合同约定平均增长率	4.56%	4.04%	4.11%
主力店合同约定平均增长率	4.71%	5.11%	4.71%

注：合同约定平均增长率为租户合同约定租金增长率按面积加权平均。

首次申报时，江门项目预测专门店增长率 3.5%-4%，次主力店增长率 3%-3.5%，主力店增长率 2.5%-3%，长期增长率设定为 2.25%。在审慎考虑项目公司的宏观区域情况、周边市场情况及资产自身情况后，评估机构将预测期前十年及以后的租金增长率做出下调，其中专门店增长率为 3.5%-3%，长期增长率为 2.0%。

1) 宏观经济层面分析

江门市 2014 年至 2024 年 GDP 的复合增长率为 7.3%，2014 至 2024 年社会消费品零售总额的复合增长率为 3.1%，2014 至 2024 年城镇常住居民可支配收入复合增长率为 7.2%。

江门市宏观经济发展迅速，居民生活水平逐年提高，居民消费意愿逐年活跃，城市 GDP 与居民可支配收入增速较高，未来发展态势较为乐观，稳定的 CPI 水平也为未来增长提供坚实支撑。

2) 资产周边市场分析

蓬江区为江门市中心城区之一，也是江门市的行政、商务、教育、文化中心，是江门市最重要的城市功能集聚区之一，因此蓬江区优质零售物业发展较江门其他区域更加成熟，也是江门市重点打造的城市商业主中心区域，服务辐射范围覆盖蓬江、江海、新会三区的绝大多数区域及鹤山、开平等县域的部分区域。

蓬江区的商业早期主要围绕常安路—胜利路一带的老城区周边发展，主要以百货、批发市场等老旧业态为主，商业品质相对较低。近年来，随着城市的不断发展，江门城市中心不断北移，北新区商圈（即以五邑华侨广场为中心，建设路以东、港口路以西、迎宾大道以北、簞庄大道以南所围合的片区）居住及商业氛围日趋成熟。在过去的十余年间，江门大融城、中天新地广场、江门蓬江万达广场、江门奥园广场、江门健威广场、江门利和广场等优质购物中心项目先后在北新区商圈落地，为江门引进多个国际知名品牌，江门优质零售地产也迎来了历史发展新机遇。作

为蓬江区乃至整个江门的零售商业核心，本项目所在的北新区的租金水平在江门各商圈中处于最高水平。

3) 资产自身情况分析

江门大融城地处江门市蓬江区核心位置，位于北新区商圈核心，毗邻五邑华侨广场，区位优势较好，是区域内乃至全江门重要的城市商业综合体之一。作为江门市首个现代化商业综合体，本项目自 2014 年开业以来，率先引入了众多江门首店品牌，奠定了其在江门商业领域的开创性地位，目前已形成了较高的知名度和较强的客户粘性。项目近年来全年日均客流量稳定在 5 万人次左右，节假日高峰期最高可达 12 万人次，是江门市公认的商业地标。

项目周边高端成熟住宅区及写字楼密集，政务、商务、会展、旅游设施齐备，交通便利，便于吸引周边居民和外来客流，具备稳定的客源基础。商场内部业态覆盖全面，涵盖时尚精品、娱乐体验、家庭亲子、环球美食、生活配套等多元业态，满足不同年龄段、不同消费群体的需求。

近年来，项目先后引入多个国际高化品牌和江门城市首店，并通过打造空中花园、主题街区等特色空间，提升消费体验。这种专业化的管理策略不仅提升了项目的商业价值，也为江门市民提供了更具品质的消费选择。

根据对项目所在区域商用物业出租率以及江门大融城自身运营情况的调查了解，项目所在北新区商圈商服繁华度高，未来定位商务区、居住区的发展规划利好商用物业的运营，估价对象

现有租约的租金增长率为 2%至 10%，2023 年至 2025 年的租约加权平均租金增长率均在 4%以上，综合考虑上述因素，结合过往的运营数据，根据项目实际运营分类情况对原分类做出调整，并对租金增长率做了下调。

调整前的分类如下：

表 江门大融城调整前的分类

租赁模式	已租赁面积（平方米）	租赁面积占比
主力店	13,095.40	27.73%
次主力店	12,947.00	27.41%
专门店	21,185.00	44.86%
合计	47,227.40	100.00%

调整后的分类如下：

表 江门大融城调整后的分类

租赁模式	已租赁面积（平方米）	租赁面积占比
主力店	8,032.00	17.11%
专门店	38,910.40	82.89%
合计	46,942.40	100.00%

调整前的租金增长率如下：

表 原江门大融城增长率预测情况

分类	2026-2030 年	2031-2035 年
专门店	4.0%	3.5%
次主力店	3.5%	3.0%
主力店	3.0%	2.5%

调整后的租金增长率如下：

表 江门大融城增长率预测情况

分类	2026-2030 年	2031-2035 年
专门店	3.5%	3.0%
主力店	3.0%	2.5%

调整后的江门大融城前十年各年增长率如下：

表 江门大融城租金增长预测

店铺类型	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年	2031 年	2032 年	2033 年	2034 年	2035 年
主力店	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
专门店	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%

综合考虑城市宏观经济发展水平、区域经济发展水平、商圈活跃度以及项目自身增长情况，估价对象十年后的长期净收益增长率设定为 2.0%。

管理人及评估机构综合考虑了项目历史租赁合同租金增长率、周边竞争案例项目情况、新签约租户租金增长率情况等，审慎地对不动产项目的租金增长率进行了预测。在前次假设基础上，本次评估将专门店 2026-2030 年的租金增长率由 4.0% 下调至 3.5%，2031-2035 年的租金增长率由 3.5% 下调至 3.0%，主力店在 2026-2035 年的租金增长率未作调整。十年后的长期净收益增长率由 2.25% 下调为 2.0%，租金增长率假设审慎合理。

管理人已在本基金《招募说明书》“第三部分 资产评估与现金流测算”之“一、资产评估情况”之“（一）不动产项目评估情况”之“1、静安大融城”之“（3）评估过程、评估参数设置依据”中对静安项目各种类门店预测期前十年各年增长率进行披露。

（二）关于成本及折现率参数取值合理性

1.关于运营成本。根据申报材料，静安项目营业成本参考2025年营业成本水平，年增长2%；江门项目综合管理费以2025年的综合管理费为基准，年增长2%。请管理人、评估机构对成本预测是否符合《审核关注事项》之附件《第一号——商业不动产》第十三条相关规定发表明确意见。

答复：

（1）静安大融城

静安大融城历史营业成本情况如下：

表 静安大融城报告期内营业成本

年份	2025年	2024年	2023年
营业成本（万元）	3,017.36	3,372.28	4,343.86

根据权利人提供的信永中和会计师事务所出具的《上海融光寰芘企业管理有限公司2025年度、2024年度、2023年度审计报告》（XYZH/2026CDAE1B0005），静安大融城项目2023年、2024年及2025年营业成本分别为4,343.86万元、3,372.28万元及3,017.36万元。

静安项目公司2023年的营业成本数据显著高于报告期内其余年份，经管理人与审计机构核查，2023年营业成本中1,454.45万元为弥补光控安石物业历史年份受托经营管理停车场亏损金额，由于委托合作协议已经终止，后续营业成本不受影响。剔除该笔成本后，静安项目公司2023年的营业成本为2,889.41万元，

报告期内三年营业成本基本在 3,000 万元的基准上波动。调整后的实际营业成本如下：

表 静安大融城报告期内营业成本

年份	2025 年	2024 年	2023 年
营业成本（万元）	3,017.36	3,372.28	2,889.41

鉴于此，评估机构参考报告期内营业成本水平，预测 2026 年的营业成本为 3,000 万元，后续每年增长 1%。

考虑到静安大融城目前出租率持续处于较高水平，整体运营状况保持稳定，租户结构及经营节奏相对成熟，预计未来物业管理及运营相关成本支出将呈现平稳增长态势。

从宏观价格环境来看，上海市消费市场整体保持温和复苏态势。2025 年上海市居民消费价格指数（CPI）总体与上年同期基本持平，全年同比上涨约 0.1%，2025 年 12 月 CPI 同比上涨 0.6%，整体通胀水平处于低位区间，价格涨幅总体温温和。

同时，从工业品价格走势看，2025 年全年，工业生产者出厂和购进价格分别比上年同期下降 2.2%和 0.8%。处于相对低位区间，表明上游成本端价格未出现显著上行压力。

在居民消费价格涨幅整体低位运行、工业品价格未出现明显上涨的背景下，物业管理费、人工成本及能源费用等支出虽存在刚性增长因素，但整体成本环境未显示出较强通胀驱动。综合考虑项目运营稳定性及宏观价格环境，预测物业成本支出按每年约 1%增长，已高于当前上海整体 CPI 水平，属于相对审慎的假设安排，具有一定合理性。

未来成本变化仍可能受人工费用调整、能源价格波动及政策环境变化等因素影响。

（2）江门大融城

江门大融城 2023 年至 2025 年的综合管理费分别为 2,065.00 万元、2,199.91 万元、2,253.26 万元，综合管理费每年均有增长。

综合管理费中的营销推广费在 2023 至 2025 年分别为 354.51 万元、335.93 万元、442.59 万元，2025 年的营销推广费比 2024 年增长了 31.8%。2025 年的营销推广费比上年大幅增加是出于短期经营考虑，增加了营销活动支出，未来该项支出将恢复到正常水平。

综合管理费中的物业人力成本在 2023 至 2025 年分别为 340.94 万元、386.02 万元、322.72 万元。通过优化人力资源配置，2025 年的物业人力成本支出比 2024 年下降了 16.4%。

除营销推广费和物业人力成本以外的综合管理费在 2023 至 2025 年分别为 1,369.55 万元、1,477.96 万元、1,487.95 万元。管理成本支出增速明显下降，2025 年的费用较 2024 年小幅增长 0.7%。除营销推广费和物业人力成本以外的综合管理费包括水电能源费、物业保洁费、维修维护费、生活垃圾处置费、保安费、招商成本等费用。各项费用支出未来将继续贯彻降本增效的原则保持平稳或小幅增长。

本次预测以 2025 年的综合管理费为基准上涨 2%，预测 2026 年的综合管理费为 2,298.33 万元，之后预测期内每年增长 2%。

综上，管理人和评估机构认为对成本预测符合《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。

2.关于资本性支出。静安项目根据相关协议及工程尽调数据，预测前十年的资本性支出为**391.80万元-454.10万元**，第十一年起每年递增**2.5%**。江门项目根据未来三年的资本性支出预算及工程尽调数据，资本性支出在预测期内共计**4,469.11万元**。

请管理人、评估机构根据《审核关注事项》第四十六条相关规定，说明本项目未来资本性支出与历史水平相比是否具有延续性、与项目运营年限及设备使用年限是否匹配，并结合可比项目资本性支出占比情况，本项目未来维修的改造的可能性及安排（如有），充分说明资本性支出的合理性。

答复：

（1）静安大融城

由于设备老化、通胀等因素，资本性支出普遍呈现随运营年限增长而增长的趋势。静安大融城未来10年含税资本性支出测算年均约717万元，约占运营收入2.62%。历史近3年含税资本性支出年均约370万元，约占运营收入1.50%。未来资本性支出在年均支出水平上高于历史资本性支出，主要原因为未来3年内有重大改造维修计划，从未来第4年起资本性支出恢复至390万至450万元水平区间，略高于历史资本性支出。2026年起静安大融城资本性支出预测金额较高，特别是未来3年计划含税资本性支出合计达到约3,954.86万元（该部分从原始权益人股转价款里扣除，不占用不动产项目现金流，不在估值中体现），是本基

金及运营管理机构、项目公司为应对目前项目达到阶段性底部、促使项目现金流尽快完成回升的关键举措，同时也反映了基金管理人、评估机构出于审慎对待项目未来情况的考虑。相关预测金额符合一般项目运营管理规律及静安大融城实际需求，未来资本性支出与历史支出在金额水平上也具有延续性。

静安大融城于 2018 年开业，截至基准时点已运营 7 年，土地使用年限截止日期 2053 年 9 月 28 日。资本性支出测算年限为基准日之后 10 年。根据项目剩余使用年限，静安大融城未来 3 年内有重大维修改造计划，主要内容为卫生间、景观、外立面、泛光及标识等升级改造，涉及费用共计 3954.86 万元（含税），此重大维修改造支出分布在未来 3 年资本性支出内，其余一般的资本性支出则分布在剩余运营的年限内，形成了合理的全生命周期支出时间表。预留的支出总额和节奏，足以维持或提升资产在其目标运营年限内的竞争力和功能状态。资本投入与资产在剩余年限内能产生的经济回报（收入增长、价值保值）相适应。未来资本支出计划呈前低后高态势，与项目逐步稳定高现金流的特征相吻合。

综上所述，未来资本性支出具有历史延续性，并与项目运营年限及设备使用年限匹配，资本性支出具有合理性。

此外，需说明的是，依据《股权转让意向协议》，静安大融城前三年资本性支出约定由专项计划向项目公司提供的追加投资进行定向支付，该笔款项将在专项计划收购 SPV1 股转款中等额调减，确保该部分支出不占用不动产项目现金流。因此评估机构在评估报告中将静安大融城前三年资本性支出设定为 0。

（2）江门大融城

由于设备老化、通胀等因素，资本性支出普遍呈现随运营年限增长而增长的趋势。江门大融城未来 10 年含税资本性支出测算年均约 498 万元，约占运营收入 2.49%。历史近 3 年含税资本性支出年均约 305 万元（不含 5 层影院改造费用），约占运营收入 1.64%。未来资本性支出在年均支出水平上高于历史资本性支出，主要原因为未来 4 年内有重大改造维修计划，从未来第 5 年起资本性支出略高于历史资本性支出，这是管理人出于审慎对待项目未来的考虑，相关预测金额符合一般项目运营管理规律及江门大融城实际需求，未来资本性支出与历史支出在金额水平上也具有延续性。

江门大融城于 2014 年开业，土地使用年限截止日期为 2050 年 9 月 5 日。资本性支出测算年限为基准日之后 10 年。根据项目剩余使用年限，江门大融城未来 4 年内有费用支出较大的维修改造计划，主要内容为建筑、机电、给排水、暖通、消防、弱电等内容，涉及费用约为含税金额 2,900 万元，此维修改造计划支出分布在未来 4 年资本性支出内，其余一般的资本性支出则分布在剩余运营的年限内，形成了合理的全生命周期支出时间表。预留的支出总额和节奏，足以维持或提升资产在其目标运营年限内的竞争力和功能状态。资本投入与资产在剩余年限内能产生的经济回报（收入增长、价值保值）相适应。未来资本支出计划呈前低后高态势，与项目逐步稳定高现金流的特征相吻合。项目未来全部收益期的资本性支出共计 11,823.04 万元。

综上所述未来资本性支出具有历史延续性，并与项目运营年

限及设备使用年限匹配，资本性支出具有合理性。

3.关于折现率。请管理人、评估机构结合行业收益风险特征、本项目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，充分说明折现率取值合理性。

答复：

(1) 静安大融城

本次对静安大融城的折现率进行了调整，调整前为 5.5%，调整后为 5.25%。

本次评估的折现率（即报酬率）采取累加法计算，调整为选取 5.25%作为测算依据。评估机构已综合考虑项目所处城市以及区域的经济指标、行业收益风险特征、项目特点及项目公司资本结构等因素，具体分析如下：

1) 报酬率的选取方法

物业的价值为其经营收益于价值时点的收益折现值，报酬率从纯理论上讲，应等于同等风险条件下的平均获利率。根据《房地产估价规范》（中华人民共和国国家标准 GB/T50921-2015），报酬率的确定方法一般有市场提取法、累加法、投资收益率排序插入。本次评估测算采用累加法进行确定，以安全利率和风险调整值加总作为报酬率。

报酬率=安全利率+风险投资报酬率

风险投资报酬率：等于投资风险补偿率、管理负担补偿率、缺乏流动性补偿率等三项补偿之和，并扣除投资带来的优惠率。

2) 累加法计算报酬率的具体过程

(a) 安全利率

根据《中华人民共和国国家标准房地产估价规范》，安全利率可选用国务院金融主管部门公布的同一时期一年定期存款年利率或同一时期国债年利率，结合项目情况及行业通常选取方法，本次项目参照价值时点（2025年12月31日）的十年期国家债券的收益率1.85%作为安全利率。

(b) 投资不动产风险补偿率

是指当投资者投资于收益不确定、具有风险性的房地产时，要求对所承担的额外风险进行补偿，否则将不会投资。

a) 区域经济情况

静安大融城位于一线城市上海市，上海市位于中国东部，处长江入海口，是全国最大的经济中心城市和全球重要的经济枢纽，是中国经济发展最活跃、开放程度最高、创新能力最强的区域之一。上海经济持续快速发展，经济总量不断实现新突破，从2020年的38,701亿元增长至2024年的53,927亿元，年均复合增长率约为8.65%，2025年前三季度上海市实现地区生产总值40,721亿元，按不变价格计算，同比增长5.5%；伴随着城市经济平稳和高质量发展，2020-2024年上海市城镇居民人均收入水平也呈不断提升的态势，从2020年的76,437元跃升至2024年的

93,095 元，年均复合增长率约为 5.05%；收入水平的提高有助于提升居民人均消费支出水平，尽管 2020 年、2022 年受特殊情况影响，上海市城镇居民人均消费支出略有下滑，但 2020-2024 年仍呈总体上升态势，年均复合增长率约为 5.23%。2025 年前三季度，上海市居民人均可支配收入 69,220 元，同比增长 4.3%，其中，城镇常住居民人均可支配收入增长 4.2%，农村常住居民人均可支配收入增长 5.4%。经济的蓬勃发展，持续吸引来自全国各地的人才涌入，尤其是劳动年龄段人口持续流入为城市发展增添活力。

表 上海市经济增长情况

指标	GDP	上海市城镇居民人均收入水平	上海市城镇居民人均消费支出
时间	2020 年-2024 年	2020 年-2024 年	2020 年-2024 年
年均复合增长率	约 8.65%	约 5.05%	约 5.23%

b) 同类资产大宗交易

表 类似商业大宗交易情况

单位：平方米、元/平方米

交易时间	项目名称	行政区	房屋性质	建筑面积	单价	卖家	交易总价	交易结构
2024 年	七宝万科中心 (50%股权)	闵行	商业	148,853	32,029	万科	238,380	境内股权
2024 年	南翔印象城 MEGA (48%股权)	嘉定	商业	186,000	25,806	万科印力	230,400	境内股权
2025 年	中福大厦	黄浦	商业	11,181	23,961	上海中福置业	26,791	法拍

根据以上大宗交易信息，上海市类似商业的大宗交易单价均

在 23,000 元/平方米以上，静安大融城项目估值单价为 19,620 元/平方米，低于上述大宗交易估值单价，风险可控。

c) 本项目风险收益特征

静安大融城毗邻大宁商圈核心区域，紧邻地铁 7 号线行知路站。项目周边交通便利、路网通达，在板块内具备较好的区位可达性与客群辐射能力。项目汇聚众多品牌商户，业态涵盖零售、餐饮及休闲娱乐等，凭借较大体量及多元业态组合，项目在区域内维持稳健的运营表现，对周边消费需求具备较强承接能力。

根据估价人员对项目所在区域商用物业租金水平以及大融城自身运营情况的调查了解，项目所在大宁商圈商服繁华度高，其兼具日常生活配套与城市体验型消费场景的定位可以为其提供稳定的客流和收入。

根据产权方介绍，静安大融城于 2025 年下半年开始进行招商调整，目前已引进盒马鲜生入驻（2026 年 3 月 15 日交付），根据产权方提供的招商调改方案披露，预计本项目 2026 年营业收入即可止跌回升，并使租金在短期内恢复至历史合理水平。

本项目未来经营风险可控，评估机构综合考虑上述因素，投资风险补偿率确定为 2.4%。

(c) 管理负担补偿率、缺乏流动性补偿率和投资带来的优惠率

除一般的风险补偿率之外，在评估商业不动产时，还需考虑项目日常运营管理投入对应的管理负担补偿率、商业不动产交易缺乏流动性对应的补偿率以及投资商业不动产对应的融资与税

收优惠率。

管理负担补偿率：是指一项投资因所要求的管理活动越多，其吸引力就会越小，因此投资者必然会要求对所承担的额外管理进行补偿。

缺乏流动性补偿率：是指投资者在投资资金后，对因此损失的资金流动性要求的补偿。

投资带来的优惠率：是指由于投资房地产可能会使投资人获得某些额外的好处（如易于获得融资等），从而投资者会降低所要求的报酬率。

评估机构综合考量上述因素后，进一步追加 1% 的风险补偿率。

3) 报酬率确定

综上所述，累加法的计算过程如下表所示：

表 报酬率确定计算方式

项目	取值	取值理由
安全利率	1.85%	价值时点（2025 年 12 月 31 日）十年期国家债券的收益率。
风险补偿率——投资不动产的风险补偿率	2.4%	物业类型为购物中心，考虑区域经济、行业风险以及项目特点后取值 2.4%。
风险补偿率——管理负担补偿率+缺乏流动性补偿率-投资带来的优惠率	1%	按 1% 考虑
报酬率	5.25%	

综上，确定静安大融城的报酬率为 5.25%（向上取整）。

（2）江门大融城

根据仲量联行发布的《中国零售地产与消费市场 2025 年上

半年度研究报告》，伴随着供应放缓，中国零售地产市场已然进入增量放缓周期。在整体出租率回稳的预期中，市场在调整中伴生发展新机，正重塑中国零售地产市场新动能。

2023 年以来，中国消费市场总体恢复良好。2025 年我国社会消费品零售总额首次突破 50 万亿元，同比增长 3.7%，市场销售平稳增长。随着社会消费品零售总额的整体稳步向好，叠加当前密集的政策刺激措施推动，我国未来消费品零售市场依然蕴藏着巨大的潜力。

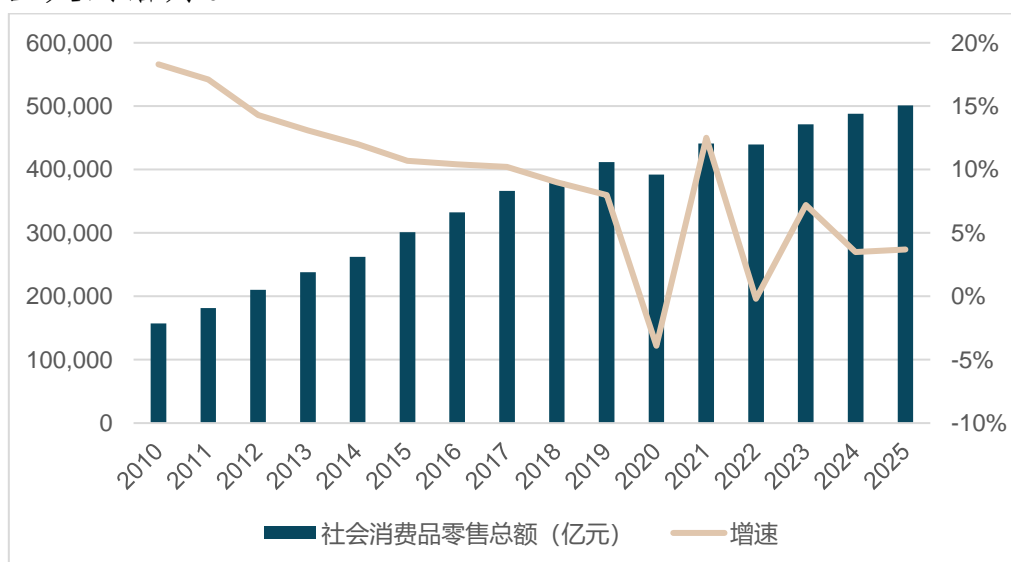


图 中国社会消费品零售总额（2010~2025年）

根据仲量联行估算，截至 2025 年末，江门市域范围内优质零售物业市场总存量约 190 万平方米，其中中心城区总存量约 100 万平方米，四大县级市合计总存量约 90 万平方米。江门市各商圈优质购物中心项目首层平均租金水平多在 100-800 元/平方米/月之间不等，不同项目之间租金标准受各项目地理区位、运营水平、人流量等因素影响分化明显。其中，蓬江区作为市级商业主中心，运营情况较好的项目首层平均租金多在 300-500 元/平

方米/月之间，头部项目首层部分店铺租金可达 1,000 元/平方米/月以上；其余区域商圈由于辐射服务范围不及蓬江区，因此租金普遍略低于蓬江区优质项目，多在 100-300 元/平方米/月之间不等。

近年来，随着城市的不断发展，江门城市中心不断北移，估价对象所在的北新区商圈居住及商业氛围日趋成熟。未来两年（2026-2027 年），江门市各商圈预计新增供应规模相对有限，且新项目对于既有头部优势项目所构成的竞争压力亦较为有限。对于已经进入成熟运营期、已经历长期客群及品牌积累的头部项目而言，在未来一段时间内仍将保持竞争优势，为项目的租金及出租率增长提供较为稳固的支撑。

从城市角度分析，江门市地处粤港澳大湾区，距广州、深圳、珠海约一小时车程，能够享有广深两个一线城市经济发展外溢的利好。在宏观经济层面，项目所在江门市 2020 年至 2025 年 GDP 逐年增长，2025 年江门实现地区生产总值 4,293.91 亿元，按不变价格计算，比上年增长 2.8%。其中，第一产业增加值 375.56 亿元，增长 5.3%；第二产业增加值 1,850.68 亿元，增长 1.5%；第三产业增加值 2,067.67 亿元，增长 3.5%。

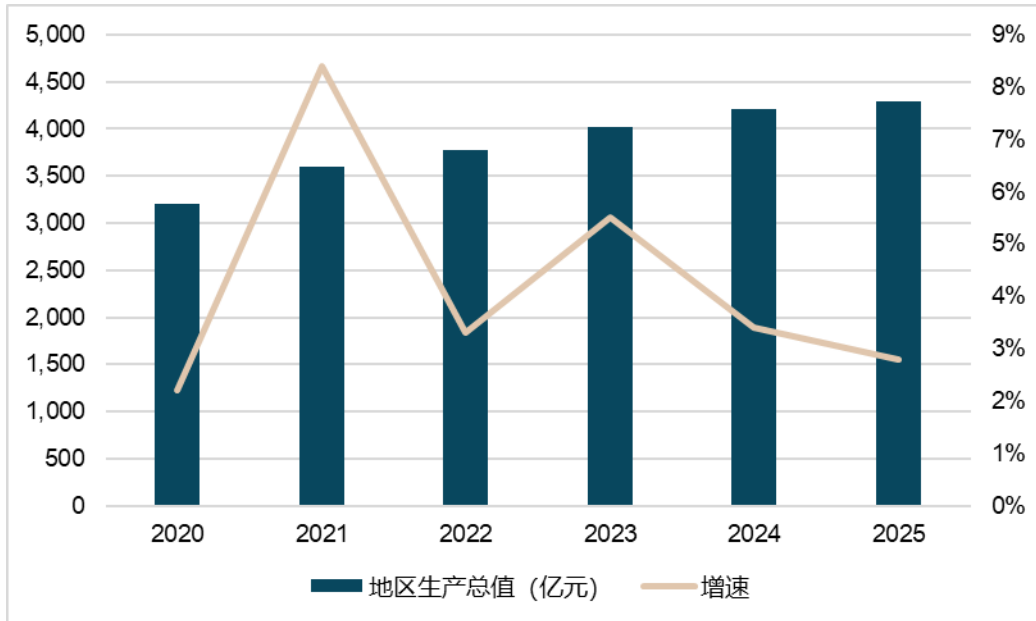


图 江门市地区生产总值及增速（2020-2025年）

江门大融城地处江门市蓬江区核心位置，位于北新区商圈核心，毗邻五邑华侨广场，区位优势较好，是区域内乃至全江门重要的城市商业综合体之一。作为江门市首个现代化商业综合体，本项目自 2014 年开业以来，率先引入了众多江门首店品牌，奠定了其在江门商业领域的开创性地位，目前已形成了较高的知名度和较强的客户粘性。项目近年来全年日均客流量稳定在 5 万人次左右，节假日高峰期最高可达 12 万人次，是江门市公认的商业地标。

项目周边高端成熟住宅区及写字楼密集，政务、商务、会展、旅游设施齐备，交通便利，便于吸引周边居民和外来客流，具备稳定的客源基础。商场内部业态覆盖全面，涵盖时尚精品、娱乐体验、家庭亲子、环球美食、生活配套等多元业态，满足不同年龄段、不同消费群体的需求。

近年来，项目先后引入多个国际高化品牌和江门城市首店，

并通过打造空中花园、主题街区等特色空间，提升消费体验。这种专业化的管理策略不仅提升了项目的商业价值，也为江门市民提供了更具品质的消费选择。

项目区位和运营优势明显，经营状况较好，业态齐全符合市场需求，客源基础稳定，经营风险较小。

本次报酬率（折现率）采用累加法进行确定，以安全利率和风险调整值加总作为报酬率。

报酬率=安全利率+风险投资报酬率

安全利率：参照价值时点（2025年12月31日）十年期国家债券的收益率（1.85%）作为安全利率。

风险投资报酬率：等于投资风险补偿率、管理负担补偿率、缺乏流动性补偿率等三项补偿之和，并扣除投资带来的优惠率。

江门大融城的报酬率（折现率）确定为 6.25%。

经调查，江门市近三年没有可以对比的购物中心大宗交易实例。

从资本化率来看，资本化率=净收益 NOI/估值，是验证估值合理性的重要指标之一。通过对资本化率的分析，一线城市资本化率约在 3.6%-5.3%之间，江门市作为三线城市资本化率约在 5.6%-7.3%之间，江门大融城以报酬率（折现率）为 6.25%，估值 210,200 万元，2026 年的资本化率为 6.10%（资本性支出加回后的资本化率为 6.58%），资本化率处于合理水平。

经过以上分析，综合购物中心行业收益风险、项目所处城市

和区域经济指标、项目风险收益特征等因素，静安大融城、江
大融城本次评估报酬率（折现率）的取值合理。

（三）关于评估过程与结论

1.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）静安大融城

由于静安大融城周边同类、类似体量的房地产市场交易案例
较少，较难收集交易案例，故本次评估采用成本法进行校验。

测算估价对象在价值时点的重置成本和折旧，将重置成本减
去折旧得到估价对象价值或价格的方法。本次估价采用房地合估
路径，公式如下：

房地产重置成新价=土地取得成本+建筑物开发成本+管
理费用+销售费用+投资利息+开发利润+销售税费-建筑物折
旧

采用比较法求取土地价格：比较法是在求取一宗估价对象的
价格时，根据替代原则，将估价对象与价值时点较近时期内已经
发生了的类似宗地交易实例加以比较对照，并依据后者已知的价
格，参照该宗地的交易情况、交易日期、区域因素、个别因素以
及使用年期等差别，修正得出估价对象在价值时点地价的一种方

法。根据替代原则，选取三个可比实例情况如下：

表 静安大融城周边可比实例情况

可比实例	位置	用途	宗地面积 (平方米)	容积率	土地使用 年限	土地开发程度	成交 日期	土地楼 面单价 (元/平 方米)
可比实例 1	静安区彭浦 社区 N070101 单 元 zb017C- 02 地块	商业/ 办公用 地	20,622.03	3	40 年	宗地红线外 “七通”（通 路、供电、通 讯、通上水、 通下水、通污 水、通燃气） 及红线内“场 地平整”	2024/1 2/17	15,500
可比实例 2	浦东新区北 蔡镇南新社 区 Z001001 单元 02-01 地块	商业/ 办公用 地	5,431.98	3	40 年	宗地红线外 “七通”（通 路、供电、通 讯、通上水、 通下水、通污 水、通燃气） 及红线内“场 地平整”	2024/1 2/25	14,650
可比实例 3	普陀区 W060401 单 元 A03D-03 地块	商业/ 办公用 地	12,858.65	1.95	40 年	宗地红线外 “七通”（通 路、供电、通 讯、通上水、 通下水、通污 水、通燃气） 及红线内“场 地平整”	2025/7 /24	12,403

对上述可比实例，我们从土地用途、交易时间、交易情况、土地使用年期、区域因素、个别因素等方面进行了相应的修正。

将各项影响因素与可比实例的各项影响因素相比较，修正后各可比实例价格接近，故取各可比实例比准价格的简单算数平均数，作为估价对象土地楼面单价，则估价对象土地楼面单价为 13,930 元/平方米。

根据以上土地楼面单价，考虑土地取得税费，确定土地取得成本。房屋建设成本包括建筑物开发成本、管理费用、销售费用、投资利息、开发利润、销售税费，并考虑建筑物折旧，求取房地产的重置成新价值。成本法测算过程如下：

表 成本法测算过程表

序号	名称	单价（元/平方米）
1	土地取得成本	9,793
2	建筑物开发成本	5,616
3	管理费用	281
4	销售费用	658
5	投资利息	1,168
6	开发利润	3,270
7	销售税费	1,149
8	建筑物折旧	967
9	房地产重置成新单价	20,966
10	房地产重置成新总价（取整，万元）	395,600

估价对象收益法总价为人民币 370,200 万元，采用成本法校验测算总价为人民币 395,600 万元，经检验，估价对象结果差异在 20%以内，本次估价结果具备合理性。

（2）江门大融城

由于江门市近三年没有与江门大融城类似体量的购物中心交易，不具备比较法校验的条件。根据调查，周边项目商业用房的一层售价在 26,000 至 40,000 元/m²，具体如下：

表 周边项目商业用房价格表

项目名称	项目位置	物业类型	楼层	售价（元/平方米）
保利中心	蓬江区体育路保利国际广场东侧	商业	1 层	30,000
保利琅悦	蓬江区育德街北侧	商业	1 层	27,800

项目名称	项目位置	物业类型	楼层	售价（元/平方米）
盛悦华府	蓬江区江门大道东侧	商业	1层	26,000
御峰雅苑	蓬江区发展大道63号	商业	1层	36,000
莱茵华庭	蓬江区丰泽路5号	商业	1层	40,000

备注：上表为住宅配套及综合体项目的商业用房，数据来源于 CREIS（中指数据）

本次采用成本法进行校验。测算估价对象在价值时点的重置成本和折旧，将重置成本减去折旧得到估价对象价值或价格的方法。本次估价采用房地合估路径，公式如下：

房地产重置成新价 = 土地取得成本 + 建筑物开发成本 + 管理费用 + 销售费用 + 投资利息 + 开发利润 + 销售税费 - 建筑物折旧

估价对象位于江门市中心核心区域，所在区域内近三年没有商业用地交易，江门市最新基准地价于 2025 年 4 月发布，与评估价值时点较为接近，故采用基准地价系数修正法求取估价对象商业用地的价格，考虑土地取得税费，确定土地取得成本。房屋建设成本包括建筑物开发成本、管理费用、销售费用、投资利息、开发利润、销售税费，并考虑建筑物折旧，求取房地产的重置成新价值。成本法测算过程如下：

表 成本法测算过程表

序号	名称	单价（元/平方米）
1	土地取得成本	2,502
2	建筑物开发成本	7,320
3	管理费用	366
4	销售费用	443
5	投资利息	702
6	开发利润	2,658
7	销售税费	788

序号	名称	单价（元/平方米）
8	建筑物折旧	2,207
9	房地产重置成新单价	12,570
10	房地产重置成新总价（万元）	178,200

估价对象成本法总价为 178,200 万元，估价对象收益法总价为 210,200 万元，经检验，估价对象结果差异在 20%以内，本次估价结果具备合理性。两种评估方法分别从成本和收益角度测算估价对象的房地产价值，估价对象为经营性物业，其价值主要取决于效用而不是成本，经营性物业优先选择收益法进行评估，收益价值作为更能反映估价对象的客观价值水平。

管理人已在本基金《招募说明书》“第三部分 资产评估与现金流测算”之“一、资产评估情况”之“（三）不同评估方法校验说明”中对其他不同评估方法进行披露。

2.关于敏感性分析。请管理人、评估机构根据《审核关注事项》第四十四条的规定补充披露关于折现率、长期增长率等核心估值参数对估值影响的敏感性分析。

答复：

（1）静安大融城

1) 运营净收益

估价对象的运营净收益水平受到收入和成本的综合影响，其变化可以综合体现一般经营性利好或风险对于项目整体估值的影响。“基准运营净收益”情景为价值时点 2025 年 12 月 31 日估

值人民币 370,200 万元对应的运营净收益水平。项目运营净收益的变化对估值的影响如下：

表 静安大融城敏感性分析：运营净收益

运营净收益变化	价值时点估值：370,200 万元	
	情境下估值（万元）	估值变化比例
下降 10%	333,200	-9.99%
下降 5%	351,700	-5.00%
基准运营净收益	370,200	0.00%
增长 5%	388,700	5.00%
增长 10%	407,200	9.99%

2) 长期增长率

长期增长率会受到区域经济发展情况、利率和城市商业活力等宏观因素影响，不可预见的宏观环境变化会对估值产生影响。“基准长期增长率”情景为本次估值人民币 370,200 万元对应的长期增长率。

表 静安大融城敏感性分析：长期增长率

长期增长率变化	价值时点估值：370,200 万元	
	情境下估值（万元）	估值变化比例
下降 0.5%	361,600	-2.32%
下降 0.25%	365,800	-1.19%
基准长期增长率（2.25%）	370,200	0.00%
上调 0.25%	374,600	1.19%
上调 0.5%	379,200	2.43%

3) 折现率

折现率会受到利率及所在地区、行业、市场的风险水平等因素的影响。“基准折现率”情景为本次估值人民币 370,200 万元对应的折现率。

表 静安大融城敏感性分析：折现率

折现率变化	价值时点估值：370,200 万元	
	情境下估值（万元）	估值变化比例
下降 0.5%	392,900	6.13%
下降 0.25%	381,300	3.00%
基准折现率（5.25%）	370,200	0.00%
上调 0.25%	359,600	-2.86%
上调 0.5%	349,400	-5.62%

4) 长期出租率

长期出租率受项目运营情况、消费市场变化和市场竞争情况的影响。“基准长期出租率”情景为本次估值人民币 370,200 万元对应的长期出租率为 95%。项目长期出租率的变化对估值的影响如下：

表 静安大融城敏感性分析：长期出租率

长期出租率变化	价值时点估值：370,200 万元	
	情境下估值（万元）	估值变化比例
下降 2%	364,200	-1.62%
下降 1%	367,200	-0.81%
基准长期出租率（95%）	370,200	0.00%
上调 1%	373,200	0.81%
上调 2%	376,200	1.62%

(2) 江门大融城

1) 运营净收益

估价对象的运营净收益水平受到收入和成本的综合影响，亦可以体现多个不同方向的市场变化对项目的整体影响。“基准 NOI”情景为本次估值 210,200 万元对应的 NOI 水平。项目 NOI 的变化对估值的影响如下：

表 江门大融城敏感性分析：运营净收益

运营净收益变化	价值时点估值：210,200万元	
	情境下估值（万元）	估值变化比例
下降10%	189,100	-10.04%
下降5%	199,700	-5.00%
基准运营净收益	210,200	0.00%
增长5%	220,700	5.00%
增长10%	231,200	9.99%

2) 长期增长率

长期增长率会受到区域经济发展情况、利率和城市商业活力等宏观因素影响，不可预见的宏观环境变化会对估值产生影响。“基准长期增长率”情景为本次估值 210,200 万元对应的长期增长率。项目长期增长率的变化对估值的影响如下：

表 江门大融城敏感性分析：长期增长率

长期增长率变化	价值时点估值：210,200万元	
	情境下估值（万元）	估值变化比例
下降0.5%	206,700	-1.67%
下降0.25%	208,400	-0.86%
基准长期增长率（2%）	210,200	0.00%
上调0.25%	211,900	0.81%
上调0.5%	213,700	1.67%

3) 折现率

折现率受市场安全利率和风险投资报酬率的影响。“基准折现率”情景为本次估值 210,200 万元对应的折现率为 6.25%。项目折现率的变化对估值的影响如下：

表 江门大融城敏感性分析：折现率

折现率变化	价值时点估值：210,200万元	
	情境下估值（万元）	估值变化比例
下降0.5%	220,800	5.04%
下降0.25%	215,400	2.47%
基准折现率（6.25%）	210,200	0.00%
上调0.25%	205,100	-2.43%
上调0.5%	200,300	-4.71%

4) 长期出租率

长期出租率受项目运营情况、消费市场变化和市场竞争情况的影响。“基准长期出租率”情景为本次估值 210,200 万元对应的长期出租率为 94%。项目长期出租率的变化对估值的影响如下：

表 江门大融城敏感性分析：长期出租率

长期出租率变化	价值时点估值：210,200万元	
	情境下估值（万元）	估值变化比例
下降2%	208,800	-0.67%
下降1%	209,500	-0.33%
基准长期出租率（94%）	210,200	0.00%
上调1%	210,800	0.29%
上调2%	211,500	0.62%

管理人已在本基金《招募说明书》“第三部分 资产评估与现金流测算”之“一、资产评估情况”之“（一）不动产项目评估情况”中对关于折现率、长期增长率等核心估值参数对估值影响的敏感性分析进行披露。

五、基金运作与治理

（一）关于相关费用安排

1.关于运营管理费用构成。根据申报材料，本项目的运营管

理费包括基础管理费、管理输出服务费和浮动管理费。请管理人说明运营管理费用计算方式、费率设置的合理性，并对运营管理费用设置是否符合《审核关注事项》第六十九条相关规定发表明确意见。

答复：

(1) 本项目运营管理费设置情况

本项目参考运营管理机构历史实际发生的运营成本，并考虑合理利润，同时结合购物中心行业的收费模式来设置基础管理费。同时，为调动运营管理机构积极性，促进其勤勉尽责并提升不动产项目业绩表现，设置了正向及负向的浮动管理费。参考行业命名习惯，将首次申报的“基础管理费”和“管理输出服务费”名称分别变更为“基础管理费 1”和“基础管理费 2”，相关设置具体如下：

1) 基础管理费 1

基础管理费 1 包含运营管理机构为保障不动产项目运营而聘用人员直接或间接产生的推广支出、管理费用类人力管理支出。

根据《运营管理服务协议》约定，运营管理机构应按照基金管理人已经批准的预算承担推广支出、管理费用类人力管理支出，运营管理机构有权在已经批准的预算范围内向项目公司收取基础管理费 1，每年基础管理费 1 的预算通过决策不动产项目年度预算制订的形式由基金管理人逐年审核确定，但任一不动产项目对应的基础管理费 1 的预算范围应以持有该不动产项目的项目公司当年预算收入（营业收入、营业外收入及其他收益之和）的 12% 为限。“营业收入”中的联营业务收入系扣除联营业务对应

的成本后的金额，下文计算运营管理费涉及“营业收入”的，均按该约定执行。

本基金设置了较为严格规范的年度预算制订决策程序。根据《运营管理服务协议》《基金合同》等本基金交易文件及《光大保德信基金管理有限公司公开募集不动产投资信托基金（REITs）投资管理办法》《光大保德信基金管理有限公司不动产投资信托基金（REITs）项目运营管理办法》等基金管理人内部制度规定，运营管理机构在每年末根据实际需求情况向基金管理人提交包括基础管理费 1 的年度预算报告，基金管理人将结合不动产项目评估/跟踪评估情况、当年度及历史财务数据以及项目运营实际需求等情况对年度预算报告进行审批；预算一经审批，应严格执行，不得随意调整；基础管理费 1 的年度预算审批以及执行过程中的调整，均需要提交基金管理人审批，基金管理人内部由不动产投资决策委员会进行决策审批，若经不动产投资部判断属于基金存续期重大事项的，不动产投资决策委员会应当拟定方案后报基金管理人管理层审批；更进一步，若基础管理费 1 涉及《基金合同》中约定的需要召开基金份额持有人大会的事由（如对投资人权利和义务产生重大影响的事项），应提起基金份额持有人大会审议。

2) 基础管理费 2

基础管理费 2 包括运营管理机构为不动产项目提供的运营统筹安排、会员体系、管理人员培训、商标授权使用、标准化运营管理体系及信息系统、各类平台资源导入所需的服务费用。

根据首次申报时《运营管理服务协议》的约定，不动产基金

设立后第一个自然年度的基础管理费 $2=I\times 8\%+C\times 8\%$ ；自第二个自然年度起，基础管理费 $2=I\times 7\%+C\times 7\%$ ；本次调整基础管理费 2 费率，统一按基础管理费 $2=I\times 7\%+C\times 7\%$ ，不再区分是否为首年，其中：

a) I 表示项目公司当年经审计的营业收入、营业外收入及其他收益之和，C 表示项目公司当年经审计的实际运营净收益（扣除资本性支出前），如当年 C 不为正，则按照 0 计算。

b) 项目公司在运营管理服务协议任期内，除向运营管理机构支付基础管理费 2 外，不再以自有资金承担上述各项支出，上述支出由运营管理机构自行承担。

3) 浮动管理费

项目公司根据运营管理机构的预算实现率情况向运营管理机构支付浮动管理费，或由运营管理机构向项目公司支付运营管理补偿金。其中：预算实现率=实际运营净收益/目标运营净收益 $\times 100\%$ 。

a) 正向浮动管理费

当且仅当预算实现率大于 105%时，运营管理机构方可收取浮动管理费。浮动管理费用=(年度实际运营净收益-年度目标运营净收益 $\times 105\%$) $\times 15\%$ ；

b) 负向浮动管理费

当且仅当预算实现率小于 95%时，浮动管理费用为负，即运营管理机构需向项目公司支付运营管理补偿金。运营管理补偿金=(年度目标运营净收益 $\times 95\%$ -年度实际运营净收益) $\times 15\%$ ，但最高扣罚金额不超过对应年度应收的基础管理费 2 金额。

项目公司实际运营净收益（扣除资本性支出前）=营业收入-营业成本-销售费用-管理费用-税金及附加+营业外收入-营业外支出+其他收益-信用减值损失-资产减值损失+折旧及摊销。其中，营业成本或管理费用不含运营管理费中基础管理费 2 部分和浮动管理费用，符合《运营管理服务协议》资本性支出定义但未计入折旧及摊销的支出不作为成本项扣除，其他数据采用项目公司审计数据。

并且，运营管理机构有权根据项目运营情况，在每年实际收到运营管理费用后，对其运营管理团队进行业绩考核和激励。相关考核激励岗位及激励方案由运营管理机构制定，向基金管理人备案后具体执行。

（2）运营管理费用合理性分析

1) 运营管理费计算方式

就基础管理费，本基金充分借鉴上述同类可比项目，在基础管理费层面设置了“项目收入（I）+运营净收益（C）”的双基数收费模式。其中基础管理费 1 在基金管理人批准的预算范围内向项目公司收取；基础管理费 2 则同时考量项目收入（I）和运营净收益（C）双重指标。基础管理费用 2 的收取模式既与项目收入增长能力直接挂钩，又强调通过成本管控提升运营净收益，从而实现对项目整体运营能力和效率的全面评估，这一机制能够有效引导运营管理机构采取积极措施，在追求收入增长的同时注重成本的管控，形成良性的激励与约束机制。

就浮动管理费，参照上述同类可比项目，本基金浮动管理费设置了正向和负向激励机制，特别地，当实际运营净收益低于目

标运营净收益的 95%时，扣减的激励管理费以基础管理费 2 为上限，可确保基础管理费用 1 可以覆盖的必要成本费用，从而确保运营管理机构正常开展业务。

2) 运营管理费费率设置

关于运营管理费费率设置合理性，详见下题“2.关于基础管理费”的分析。

综上所述，运营管理费用的构成、收取基准、计算方式等设置合理，符合《审核关注事项》第六十九条相关规定。

2.关于基础管理费。根据申报材料，基础管理费计费基础为付现成本。请管理人根据《审核关注事项》第六十九条相关规定，结合现有费用设置是否与历史运营成本相匹配、可比项目计费方式及行业惯例等因素，说明基础管理费设置的合理性。

答复：

(1) 历史运营成本情况分析

本次反馈答复已将首次申报中的“基础管理费”名称改为“基础管理费 1”，根据《运营管理服务协议》约定，运营管理机构应按照基金管理人已经批准的预算承担上述费用，运营管理机构有权在已经批准的预算范围内向项目公司收取基础管理费 1。基金管理人将参照历史实际发生的金额及占项目收入的比例，结合实际需求情况对预算进行审批，同时预算金额不超过项目公司当年预算收入(营业收入、营业外收入及其他收益之和)的 12%。

表 基础管理费 1 对应历史运营成本费用情况

单位：万元

项目	2025 年	2024 年	2023 年
静安大融城基础管理费 1（模拟）	1,935.46	2,052.83	1,978.62
静安大融城基础管理费 1（模拟）/当期项目收入	8.15%	7.46%	6.39%
江门大融城基础管理费 1（模拟）	1,299.37	1,190.54	1,186.36
江门大融城基础管理费 1（模拟）/当期项目收入	6.29%	5.55%	7.36%

对于基础管理费 2，无有效的可比历史数据，但历史上“专业咨询费”涵盖的支出与基础管理费 2 所覆盖内容相似，参考 2023 年~2025 年度专业咨询费，两个项目专业咨询费/(I+C) 比例范围为 1.90%~4.03%，与设置的基础管理费 2 中 7%的费率有一定差距，原因主要包括以下方面：

1) 历史发生的“专业咨询费”与基础管理费 2 所覆盖的内容不一致。历史发生的“专业咨询费”主要为向运营管理机构支付的费用，服务内容主要包括市场推广、品牌管理、财务管理、法务服务、IT 服务等；而基础管理费 2 主要包括运营统筹安排、会员体系、管理人员培训、商标授权使用、标准化运营管理体系及信息系统、各类平台资源导入所需的服务费用，两者服务内容有一定差异。同时历史发生的“专业咨询费”为运营管理机构及其关联方向体系内在管项目公司提供的管理服务，未预留合理利润，故历史发生的“专业咨询费”偏低。

2) 本基金设立后，项目运营管理的成本体系将发生变化。静安项目公司上海融光历史上部分以高级管理人员薪酬形式发生的、实际对应于区域总部职能的支出将不再产生，相应转移至以运营管理机构作为主体提供服务、收取费用，因此相应项目公司管理费用中的人力支出将合理减少。静安大融城历史三年（2023 年~2025 年度）管理费用中的职工薪酬和业务招待费合计

分别为 1,216.83 万元、1,334.24 万元和 1,119.40 万元，占当年营业收入的比例为 4.04%、4.94%和 4.77%，基于运营管理成本体系变化，根据评估预测数据测算，静安大融城未来三年（2026 年~2028 年度）替代上述支出发生的基础管理费 1 预计将降至仅收取 236.51 万元、239.64 万元和 245.25 万元，上述支出降低导致了基础管理费 2 覆盖的运营管理机构成本提升，因此相应增加了基础管理费 2 费率水平。

3) 对公募 REITs 项目的运营管理成本将显著提升。本基金作为公开上市的金融产品，相应的监管规则对标的项目的运营管理、信息披露等事项也提出了较高的要求。在对标的项目常规的运营管理的基础上，为了符合监管及基金管理人相关的要求，需要额外履行的事项包括但不限于：协助进行信息披露，向基金管理人、计划管理人提供资产运营相关的报告等，具体包括定期报告和临时报告等。上述报告对真实性、准确性、及时性要求严格，在一般运营管理工作基础上增加了较大工作量。此外，为了进一步提升两个标的项目的运营能力，运营管理机构在统筹招商资源、管理人员培训、优化会员体系、提升运营效率等方面将加大投入力度，相应的成本随之增加。

综合以上情况，考虑到上市产品对运营管理、信息披露等方面的要求，以及为了提升项目运营能力会产生额外成本，目前基础管理费设置具有必要性和合理性。

（2）可比项目及行业惯例分析

1) 行业可比公募 REITs 运营管理费设置情况

表 可比公募 REITs 基础管理费设置情况

项目名称		华夏华润商业 REIT	华夏凯德商业 REIT	中金绿发 REIT
基础管理费 1	名称	基础管理费（人力行政、冰场运营部分）	基础管理费 A	基础管理费（成本部分）
	计费方式	营业收入×（6.5%~7.4%）	实际运营收入×（3.47%~6.65%）	未单独约定，基础管理费合计公式见下
	覆盖内容	人力行政成本、冰场运营成本	人员薪酬、行政管理费成本	人工成本和行政管理费
基础管理费 2	名称	基础管理费（轻资产运营管理部分）	基础管理费 B	基础管理费（管理输出部分）
	计费方式	营业收入×4%+经营利润×8%	实际运营收入×4%+运营净收益×8%	未单独约定，基础管理费合计公式见下
	覆盖内容	招商及平台资源导入管理、大会员体系及异业资源导入，标准化购物中心运营体系管理等	运营管理机构提供标准化购物中心运营管理体系及信息系统、财务及行政共享中心、会员体系维护、品牌授权、各类平台资源导入所需的管理输出成本	标准化运营管理体系及信息系统、各类平台资源导入所需的服务费用、项目公司使用品牌费
基础管理费合计		营业收入×（10.5%~11.4%）+经营利润×8%	实际运营收入×（7.47%~10.65%）+运营净收益×8%	营业总收入×（18.7%~19.2%）+净运营收入×3%
浮动管理费		预算实现率=运营净收入/目标运营净收入 A) 预算实现率>105%时，为（运营净收入-目标运营净收入×105%）×15% B) 95%≤预算实现率≤105%时，为 0 C) 预算实现率<95%时，为（目标净收入×95%-运营净收入）×15%	预算实现率=运营净收益/目标运营净收益 A) 预算实现率>105%时，为（运营净收益-目标运营净收益×105%）×15% B) 95%≤预算实现率≤105%时，为 0 C) 预算实现率<95%时，为（目标净收益×95%-运营净收益）×15%	（经营净现金流-经营净现金流目标值）×20%

依据《审核关注事项》第六十九条相关规定，参考华夏华润商业 REIT、华夏凯德商业 REIT 和中金绿发 REIT 等已发行可比项目（入池项目为购物中心且运营管理费构成与本基金安排具有一定可比性），均设置了基础管理费和浮动管理费，其中基础管理费通常分为两部分：**a)** 人工、行政相关服务，主要涵盖人力、行政等管理相关费用；**b)** 管理输出、轻资产运营相关服务，主要

包括标准化运营、招商资源导入、信息服务、会员体系、品牌使用等。对比行业惯例，本项目基础管理费主要用于覆盖运营管理机构的相关运营成本及费用，并预留合理利润空间，其中基础管理费 1 主要覆盖聘用人员直接或间接产生的推广支出、管理费用类人力管理支出，基础管理费 2 主要覆盖运营统筹安排、会员体系、管理人员培训、商标授权使用、标准化运营管理体系及信息系统、各类平台资源导入所需的服务费用；为了进一步激励运营管理机构，推动其提升管理水平，促进项目长期稳定运营，设置了浮动管理费部分。

本基金中，按照评估预测金额测算，2026 年起 10 年周期内（未来 10 年）不动产项目相关支出折合为基础管理费 1 后的合计平均金额为 2,372.12 万元/年，未来 10 年不动产项目收入合计平均为 47,360.62 万元/年，则未来 10 年基础管理费 1 占项目收入 (I) 的平均比例为 5.01%。进一步结合基础管理费 2 约定的收取费率，未来 10 年平均基础管理费 1 与基础管理费 2 的合计费率可折合为： $I \times 12.01\% + C \times 7.0\%$ 。

参照可比项目来看，基础管理费均由“总收入”及对应费率、“净收入”及对应费率两部分组成，本项目基础管理费涉及的上述两个费率均与可比项目的费率水平较一致，可以佐证本项目基础管理费费率设置的合理性。

表 可比公募 REITs 项目基础管理费对比

项目名称	基础管理费费率情况
本项目	项目收入 $\times 12.01\%$ + 运营净收益 $\times 7.0\%$
华夏华润商业 REIT	营业收入 $\times (10.5\% \sim 11.4\%)$ + 经营利润 $\times 8\%$
华夏凯德商业 REIT	实际运营收入 $\times (7.47\% \sim 10.65\%)$ + 运营净收益 $\times 8\%$

项目名称	基础管理费费率情况
中金绿发 REIT	营业总收入×(18.7%~19.2%)+净运营收入×3%

综合以上历史情况、可比项目及行业惯例情况分析，本项目基础管理费设置具有合理性。

3.关于浮动管理费。请管理人根据《审核关注事项》第六十九条、第七十条相关规定，说明现有机制能否有效实现激励约束目标、体现奖惩对等原则，并发表明确意见。

答复：

(1) 浮动管理费的设置

对浮动管理费的设置分析，详见“问题 1.关于运营管理费用构成”答复中涉及浮动管理费的设置及合理性分析的相关内容，能够有效实现激励约束目标、体现奖惩对等。

(2) 对运营管理机构的考核

根据《运营管理服务协议》，对运营管理机构有明确的考核机制：如出现下列违规事项，经基金管理人与运营管理机构确认达成一致后，基金管理人将按以下约定指定项目公司扣减其当年应支付给运营管理机构的运营管理费。

表 运营管理机构考核

违规事项	处理方式
因运营管理机构的过错导致其受托管理项目未能合法合规经营或出现其他违规情形，使得项目公司或基金管理人受到政府、监管部门等机构的行政处罚	扣减不低于所受行政处罚的等额金额，视运营管理机构的过错程度以及情节严重程度与运营管理机构协商确认具体金额；无行政处罚金额的，视运营管理机构的过错程度以及情节严重程度与运营管理机构协商确认扣减金额
因运营管理机构过错导致不动产基金信息披露或运作管理等违反监管要求	根据运营管理机构的过错程度以及情节严重程度，与运营管理机构确认扣减金额

违规事项	处理方式
的，包括但不限于违反关联交易审查要求、未按要求提供或披露经营报告资料等	
因运营管理机构过错导致其受托管理项目发生安全责任事故或重大财产损失	根据运营管理机构的过错程度以及情节严重程度，与运营管理机构确认扣减金额以弥补财产损失
因运营管理机构运营管理服务问题，引发严重社会负面影响，或受到政府部门书面警示的	根据运营管理机构的过错程度以及情节严重程度，与运营管理机构确认扣减金额
因运营管理机构违反其出具的《关于避免同业竞争的承诺函》项下承诺内容或违反本协议项下关联交易审查机制的原因导致不动产项目净现金流下降	根据运营管理机构的过错程度以及情节严重程度，与运营管理机构确认扣减金额
任何一个不动产项目某年度实际运营净收益（扣除资本性支出前）未达到目标运营净收益的95%	运营管理机构应当分析未达成原因并提出整改措施，且基金管理人有权约谈运营管理机构的对应运营负责人
任何一个不动产项目某年度实际运营净收益（扣除资本性支出前）未达到目标运营净收益的90%	运营管理机构应当分析未达成原因并提出整改措施，基金管理人有权约谈运营管理机构的对应运营负责人，且基金管理人有权要求运营管理机构更换或调整应承担责任的运营管理团队成员

（3）对运营管理团队的考核和激励

基金管理人鼓励运营管理机构对运营管理团队进行考核和激励，根据《运营管理服务协议》，运营管理机构有权根据项目运营情况，在每年实际收到运营管理费用后，对其运营管理团队进行业绩考核和激励。相关考核激励岗位及激励方案由运营管理机构制定，向基金管理人备案后具体执行。

（4）运营管理机构解聘

根据《运营管理服务协议》，运营管理机构应当勤勉尽责、专业审慎运营管理不动产项目，发生下列情形之一的，基金管理人应当解聘运营管理机构：

- a) 运营管理机构因故意或重大过失给不动产基金造成重大损失；
- b) 运营管理机构依法解散、被依法撤销、被依法宣告破产

或者出现重大违法违规行为；

c) 运营管理机构专业资质、人员配备等发生重大不利变化已无法继续履职；

d) 当任一不动产项目连续 3 年（不动产基金成立所在年度为第 1 年）实际运营净收益未达到目标运营净收益的 85%时，如运营管理机构提交的书面提升方案未能通过基金管理人审核，且运营管理机构未能或者拒绝按照基金管理人的合理要求调整提升方案并重新提交基金管理人的；

e) 法律法规及中国证监会规定的其他情形。

(5) 小结

综合以上浮动管理费设置、对运营管理机构的考核、对运营管理团队的考核以及运营管理机构解聘等机制，运营管理机制能够有效实现激励约束目标、体现奖惩对等原则。

(二) 关于分层决策机制安排。请管理人根据《审核关注事项》第六十四条相关规定，评估在不同层级设置针对运营管理相关重要事项的决策程序和审批权限，充分发挥运营管理机构及相关方参与项目运营的作用。

答复：

本基金整体治理架构拟安排如下：

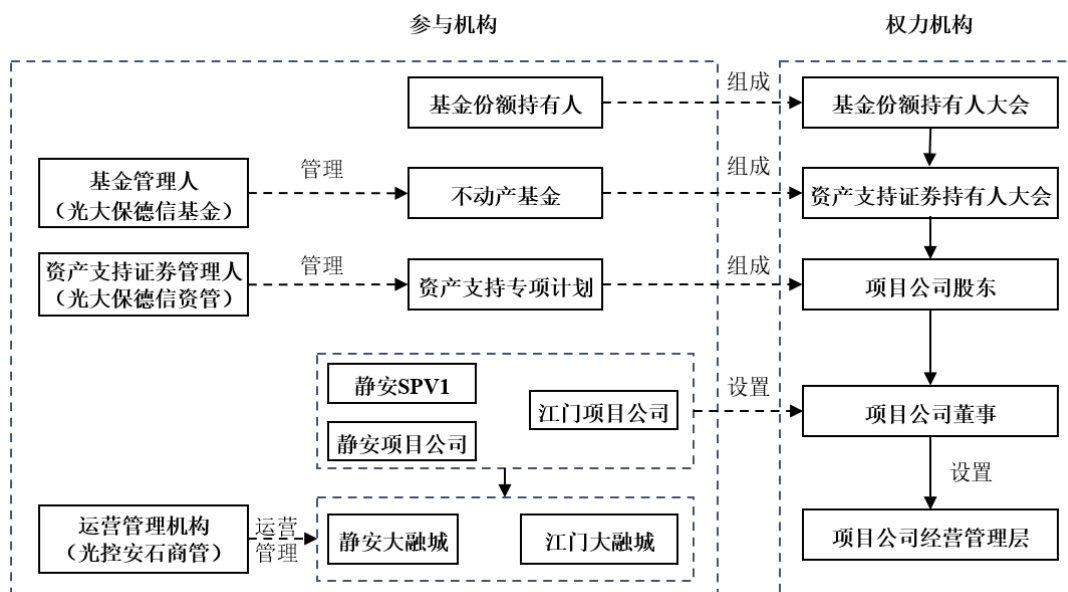


图 本基金整体治理架构

本基金拟采用“基金份额持有人大会-基金管理人-专项计划管理人-项目公司”的分层决策机制。

基金管理人（代表不动产基金）通过资产支持证券和项目公司取得不动产项目完全所有权或经营权利。基金层面，通过基金合同约定基金份额持有人大会的决策权限与议事规则、基金合同当事人的权利义务。基金管理人内部，不动产投资部负责不动产基金的具体规划、组织、实施、统计等工作，并牵头开展不动产基金业务的管理和内部控制等；基金管理人新设立不动产投资决策委员会，作为基金管理人经营管理层的专门工作机构。不动产投资决策委员会对不动产基金存续期间投资、运营中的重要事项进行决策，其中属于公司管理层和/或基金份额持有人大会审议事项的，不动产投资决策委员会应当在形成具体方案或作出决定后，提请公司管理层和/或基金份额持有人大会审议。

专项计划层面，在基金管理人（代表不动产基金）作为单一不动产资产支持证券持有人期间，计划管理人根据《标准条款》

的约定按照基金管理人（代表不动产基金）事先做出的专项计划直接决议或其他书面形式的指示，行使及履行其作为 SPV 股东或通过持有 SPV 股权由 SPV 作为项目公司股东，依据 SPV 或项目公司章程及/或中国法律规定所享有及承担的股东权利、权力及职责。

项目公司层面，项目公司采用精简的治理模式，不设董事会，设 1 名董事，不设监事，公司法定代表人由董事担任。项目公司法定代表人、董事、高级管理人员均由基金管理人委派。

各决策主体的决策程序和审批权限如下：

1. 基金份额持有人大会

（1）基金份额持有人大会的审议事项

- ① 提前终止基金合同；
- ② 更换基金管理人、基金托管人；
- ③ 转换基金运作方式；
- ④ 调整基金管理人、基金托管人的报酬标准；
- ⑤ 变更基金类别；
- ⑥ 本基金与其他基金的合并；
- ⑦ 对基金的投资目标、投资策略等作出调整；
- ⑧ 变更基金投资范围；
- ⑨ 变更基金份额持有人大会程序；
- ⑩ 提前终止基金上市，但因基金不再具备上市条件而被上海证券交易所终止上市的除外；
- ⑪ 本基金进行扩募；
- ⑫ 本基金以首次发售募集资金收购不动产项目后，对金额超

过基金净资产 20%的其他不动产项目或不动产资产支持证券的购入或处置（金额是指连续 12 个月内累计发生金额）；

- ⑬ 本基金以首次发售募集资金收购不动产项目后，金额超过本基金净资产 5%的关联交易（金额是指连续 12 个月内累计发生金额）；
- ⑭ 延长基金合同期限（但由于不动产项目收费期限延长，导致基金合同期限相应延长的，无需召开基金份额持有人大会）；
- ⑮ 除本合同约定解聘运营管理机构法定解聘情形外，基金管理人解聘、更换运营管理机构的；
- ⑯ 修改基金合同的重要内容；
- ⑰ 法律法规及中国证监会规定的和基金合同约定的对基金合同当事人权利和义务产生重大影响的其他事项。

（2）会议的表决

基金份额持有人所持每份基金份额有同等表决权。

若基金份额持有人与表决事项存在关联关系时，应当回避表决，其所持基金份额不计入有表决权的基金份额总数。与运营管理机构存在关联关系的基金份额持有人就解聘、更换运营管理机构事项无需回避表决，中国证监会认可的特殊情形除外。

基金份额持有人大会决议分为一般决议和特别决议：

一般决议，一般决议须经参加大会的基金份额持有人或其代理人所持表决权的二分之一以上（含二分之一）通过方为有效；除下列第①至⑨项所规定的须以特别决议通过事项以外的其他

事项均以一般决议的方式通过。

特别决议，特别决议应当经参加大会的基金份额持有人或其代理人所持表决权的三分之二以上(含三分之二)通过方可做出。发生下列情形的，以特别决议通过方为有效：

- ① 转换基金运作方式；
- ② 本基金与其他基金合并；
- ③ 更换基金管理人或者基金托管人；
- ④ 提前终止基金合同；
- ⑤ 对本基金的投资目标和投资策略等作出重大调整；
- ⑥ 本基金以首次发售募集资金收购不动产项目后，金额占基金净资产 50%及以上的不动产项目或不动产资产支持证券购入或处置（金额是指连续 12 个月内累计发生金额）；
- ⑦ 本基金以首次发售募集资金收购不动产项目后，金额占基金净资产 50%及以上的扩募（金额是指连续 12 个月内累计发生金额）；
- ⑧ 本基金以首次发售募集资金收购不动产项目后，金额占基金净资产 20%及以上的关联交易（金额是指连续 12 个月内累计发生金额）；
- ⑨ 本基金运作期间内由于国家或当地有权机构出台相关规定、政策等鼓励、倡导不动产项目减免租金的情形，拟执行减免租金政策的。

2.基金管理人

（1）基金管理人的决策机构

基金管理人内设不动产投资决策委员会，负责在其授权范围

内对不动产项目的投资、运营等重要事项进行审议决策。不动产投资决策委员会由首席投资总监、首席运营总监、首席市场总监、产品部总监以及不少于三名负责该不动产项目的基金经理（由基金管理人委派确定）组成。委员会成员将根据业务发展需要由基金管理人依据内部决策流程不定期更换。

（2）不动产投资决策委员会的决策事项

- ① 决定不动产基金直接或间接新增对外借款；
- ② 选择、更换律师事务所、会计师事务所、证券经纪商、资产评估机构、或其他为基金提供服务的外部机构；
- ③ 调整运营管理机构运营管理费标准；
- ④ 根据法律法规、会计准则变动或实际运营管理需要而发生的可供分配基金计算方法变更；
- ⑤ 决定包括但不限于专项计划的扩募、延长专项计划期限、修改专项计划法律文件重要内容等；
- ⑥ 不动产项目固定资产投资计划（资本性支出）、重大合同/协议的签署；
- ⑦ 委派人员担任不动产项目公司董事、高级管理人员等；
- ⑧ 对年度基金运营管理履职工作报告的审议；
- ⑨ 对运营管理机构履职评估报告的审议；
- ⑩ 基金经理的选聘、变更、解聘等相关事项；
- ⑪ 不动产投资决策委员会外聘专家顾问的选聘、变更、解聘等相关事项；
- ⑫ 公司所管理的不动产基金所持有的不动产项目公司关于修订公司章程、分红、增减资安排、制定或修订项目公司

基本制度等相关重大事项；

- ⑬ 按照《基金合同》约定需要基金份额持有人大会审议事项；
- ⑭ 对依据公司制度规定需提交公司管理层会议审议的事项进行审议；
- ⑮ 其他需经不动产投资决策委员会审议的与不动产基金相关的事项。

上述决策事项中属于公司管理层和/或基金份额持有人大会审议事项的，不动产投资决策委员会应当在形成具体方案或作出决定后，提请公司管理层和/或基金份额持有人大会审议。

（3）管理层会议的决策事项

- ① 调整不动产基金投资目标、投资策略；
- ② 不动产基金项目的扩募；
- ③ 资产处置；
- ④ 不动产项目购入或出售；
- ⑤ 重大关联交易；
- ⑥ 解聘运营管理机构；
- ⑦ 不动产投资决策委员会认为对不动产基金的投资和运营可能产生重大影响的其他事项。

根据法律法规、证监会规定及《基金合同》约定，上述决策事项中属于基金份额持有人大会审议事项的，还需提请基金份额持有人大会审议。

（4）表决方式

不动产投资决策委员会会议包括临时会议和定期会议，临时会议可随时由不动产投资决策委员会成员发起和召集。会议议程由不动产投资决策委员会秘书在会议召开前发给各位成员，经三分之二及以上不动产投资决策委员会委员同意后决议通过。管理层会议实行集体决策机制，会议决议须经三分之二及以上成员同意方可形成有效决策。

3. 专项计划管理人

专项计划系项目公司的直接/间接全资股东，专项计划管理人代表专项计划对不动产项目拥有间接决策权。专项计划管理人根据《标准条款》的约定按照基金管理人（代表本基金的利益）事先作出的专项计划直接决议或其他书面形式的指示，行使及履行其作为项目公司直接/间接全资股东依据项目公司章程、SPV章程及/或中国法律规定所享有及承担的股东权利、权力及/或职责。

4. 项目公司

项目公司采用精简的治理模式。设1名董事，不设监事。公司法定代表人由董事担任。项目公司法定代表人、董事、高级管理人员均由基金管理人委派。

项目公司日常经营事项，由基金管理人委托运营管理机构为项目提供运营管理服务，基金管理人、项目公司与运营管理机构签订《运营管理服务协议》，通过约定相关事项的决策机制，充分地保障了运营管理机构日常运营管理的独立性。

根据《运营管理服务协议》的条款，运营管理机构在项目公司日常运营管理的各个阶段均发挥了重要作用，项目公司在整个

过程中主要承担监督和审核职责。

六、其他反馈意见

1.关于回收资金使用。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，以及主要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。

答复：

本基金拟发售规模为 46.27 亿元，在该发售规模下，预计资金使用结构为：①预留费用 450 万元，含不动产基金预留费用 40 万元、专项计划预留费用 410 万元；②专项计划向项目公司以及 SPV 发放关联方借款 45,430.31 万元，含向江门国翔发放 32,491.76 万元、向江门 SPV1 发放 12,938.54 万元；③专项计划向 SPV1 增资 238,561.31 万元，含向上海 SPV1 增资 183,316.31 万元、向江门 SPV1 增资 55,245.00 万元；④向原始权益人支付股权转让价款 178,258.38 万元。

原始权益人取得上述回收资金（股权转让价款）后，拟按照以下用途及金额使用：①支付股权转让印花税及进场交易服务费，合计约 62.56 万元；②认购本基金战略配售份额，具体金额待定，原始权益人及其同一控制下关联方拟持战配比例合计为 20%；③剩余资金按照《有关上海光翎投资中心（有限合伙）经第四次修订及重述之合伙合同》（EBA[2018034B]-GLHH-004）、《天津安石锦瑞投资中心（有限合伙）之有限合伙协议》（EBA[2025001]-TJJR-001）约定，向原始权益人合伙人进行处分分配。

原始权益人 1 光翎投资及原始权益人 2 安石锦瑞均已出具

《回收资金用途承诺函》，承诺如下：

本合伙企业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由本合伙企业或其关联方用于存量资产收购、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。

同时，原始权益人 1 和原始权益人 2 已制定《不动产投资信托基金回收资金管理办法》，将严格按照有关法律、法规及有关规范性文件的规定使用回收资金，该项制度将有效监督及规范原始权益人对于回收资金的使用。

管理人已在本基金《招募说明书》“第二部分 不动产项目”之“三、原始权益人”之“（十一）募集资金用途”中对回收资金具体用途、对应金额，以及主要原始权益人关于回收资金用途作出的承诺、回收资金管理制度进行披露。

2.其他事项。请管理人补充披露或说明以下事项：

（1）补充披露项目公司应收账款、其他应收款的明细情况及清理安排。

答复：

1) 静安大融城项目公司

a) 应收账款

截至 2025 年末，静安大融城项目公司存在应收账款 2,131.86 万元，均为应收租金，应收租金期末余额较大主要是公司根据《企业会计准则第 21 号——租赁》第四十五条的规定：“在租赁期内

各个期间，出租人应当采用直线法或其他系统合理的方法，将经营租赁的租赁收款额确认为租金收入”，对固定租金部分的租金总额在租赁期内按照直线法确认租金收入所致，但在租赁合同实际执行的过程中，静安大融城项目公司 2025 年末租金收缴率为 99.28%，租金收缴率较高，各租户基本按照合同约定的租金及综合管理费等支付时间支付款项，且在租赁开始时，静安项目公司已对各商户收取了租赁保证金，截至 2025 年末，不存在租户因违约而导致租赁款无法收回的情况。

静安项目公司应收账款余额按照客商列示明细如下：

表 静安项目公司应收账款总额及前十大明细

单位：元

序号	客商名称	期末余额
1	客商 1	784,453.54
2	客商 2	643,957.25
3	客商 3	583,597.50
4	客商 4	520,186.55
5	客商 5	507,098.14
6	客商 6	473,406.78
7	客商 7	460,307.72
8	客商 8	445,672.65
9	客商 9	437,102.22
10	客商 10	414,606.14
11	其他 272 户客商	16,048,189.10
	合计	21,318,577.59

若不考虑直线法调整的因素，截至 2025 年末，静安大融城项目公司应收客户租金余额为 73.20 万元，主要为应收提成租金 58.23 万元。

b) 其他应收款

静安大融城项目公司截至 2025 年末其他应收款余额为 228,975.38 万元，其中关联方往来款余额为 228,699.50 万元，其他应收款 2025 年末按款项性质、产生原因列示明细如下：

表 静安大融城项目公司其他应收款来源明细

单位：元

款项性质	2025 年 12 月 31 日 账面余额	产生原因
往来款-关联方 (SPV 合并范围内)	1,875,930,493.14	向上海光梵投资有限公司提供借款的本金及利息，REITs 成立后将随 SPV1 的股权受让一并装入本基金，不构成本基金的对外债权
往来款-关联方 (SPV 合并范围外)	411,064,550.67	向光控安石静安大融城 1 号私募股权投资基金提供借款的本金及利息，该基金已进行原状分配，相关债务转入原始权益人上海光翎投资中心（有限合伙）
日常借支及垫付款	4,461.09	对外垫付的款项
押金及保证金	56,686.00	对外支付的押金及保证金
水电及公共事业服务费	2,697,608.44	应收租户的水电及公共事业服务费
合计	2,289,753,799.34	

静安大融城项目公司其他应收款 2025 年末按客商列示的明细如下：

表 静安大融城项目公司其他应收款明细

单位：元

序号	客商名称	披露口径	期末审定数	产生原因
1	上海光梵投资有限公司	往来款-关联方 (SPV1 合并范围内)	1,830,000,000.00	关联方借款本金
2	上海光梵投资有限公司	往来款-关联方 (SPV1 合并范围内)	45,930,493.14	关联方借款利息
3	光控安石静安大融城 1 号私募股权投资基金	往来款-关联方	401,000,000.00	关联方借款本金
4	光控安石静安大融城 1 号私募股权投资基金	往来款-关联方	10,064,550.67	关联方借款利息

序号	客商名称	披露口径	期末审定数	产生原因
5	客商 1	押金及保证金	5,000.00	支付的押金
6	客商 2	押金及保证金	150.00	支付的押金
7	客商 3	押金及保证金	30,000.00	支付的押金
8	客商 4	押金及保证金	9,636.00	支付的押金
9	客商 5	押金及保证金	3,000.00	支付的押金
10	客商 6	押金及保证金	8,600.00	支付的押金
11	其他客户	押金及保证金	300.00	支付的押金
12	某保险公司	日常借支及垫付款	1,676.09	垫支款
13	其他客户	日常借支及垫付款	2,785.00	垫支款
14	应收客户水电及公共事业服务费	水电及公共事业服务费	2,697,608.44	应收水电及公共事业服务费
	合计		2,289,753,799.34	

为优化融资成本，静安项目公司于 2024 年 9 月取得经营性物业贷 35 亿元，用于置换此前为融资发行的 ABS 产品优先级。ABS 产品载体包括光证资管-光控安石商业地产第 4 期资产支持专项计划，简称“4 期专项计划”，及光控安石静安大融城 1 号私募股权投资基金，简称“1 号基金”。对 35 亿元优先级资金的偿还路径包括：静安项目公司偿还 4 期专项计划存续借款 12.69 亿元及由 1 号基金向 4 期专项计划分配投资本金 22.31 亿元。

为将 22.31 亿元资金归集至 1 号基金，资金流转路径为：静安项目公司向 1 号基金提供借款 4.01 亿元，因此形成对 1 号基金的往来款 4.01 亿元；1 号基金向上海光梵减资 18.3 亿元，并由静安项目公司代上海光梵向 1 号基金支付减资款，因此形成对上海光梵的往来款 18.3 亿元。

关于上述其他应收款项，具体处理方式如下：1) SPV1 合并范围内的关联方往来借款本金余额 1,875,930,493.14 元将随

SPV1 的股权转让一并装入本基金，不构成本基金的对外债权；
2) 光控安石静安大融城 1 号私募股权投资基金已进行原状分配，其债务由原始权益人上海光翎投资中心（有限合伙）承担，将于本 REITs 设立，且原始权益人收到股权对价后，于 15 个工作日内收回；3) 押金及保证金将根据相关合同约定收回；4) 除应收耀充科技（上海）有限公司的水电及公共事业服务费因预期无法收回已全额计提减值外，其他应收客户的水电及公共事业服务费将根据结算周期于次月收回。

2) 江门项目公司

a) 应收账款

截至 2025 年末，江门项目公司应收账款余额为 1,130.32 万元，主要为应收租金 1,034.86 万元，及应收租户综合管理费、水电及公共事务服务费等款项金额 95.46 万元，应收租金期末余额较大主要是公司根据《企业会计准则第 21 号——租赁》第四十五条的规定：“在租赁期内各个期间，出租人应当采用直线法或其他系统合理的方法，将经营租赁的租赁收款额确认为租金收入”，对固定租金部分的租金总额在租赁期内按照直线法确认租金收入所致，但在租赁合同实际执行的过程中，江门项目公司 2025 年末租金收缴率为 99.90%，租金收缴率较高，各租户基本按照合同约定的租金及综合管理费等支付时间支付款项，且在租赁开始时，江门项目公司已对各商户收取了租赁保证金，截至 2025 年末，不存在租户因违约而导致租赁款无法收回的情况。

江门项目公司应收账款余额按照客商列示明细如下：

表 江门项目公司应收账款总额及前十大明细

单位：元

序号	客商名称	期末余额
1	客商 1	1,694,028.68
2	客商 2	430,741.83
3	客商 3	366,260.73
4	客商 4	321,770.19
5	客商 5	321,679.23
6	客商 6	311,785.82
7	客商 7	271,238.35
8	客商 8	270,151.73
9	客商 9	259,862.43
10	客商 10	243,228.12
11	其他 269 户客商	6,812,432.68
	合计	11,303,179.79

若不考虑直线法调整的因素，截至 2025 年末，江门项目公司应收客户租金、综合管理费、水电及公共事务服务费等款项余额为 197.74 万元，其中应收客户租金余额为 102.29 万元，主要为应收提成租金 70.21 万元。截至 2026 年 1 月，上述应收款已回款金额 158.12 万元。

b) 其他应收款

江门项目公司 2025 年末其他应收款余额为 19,091.25 万元，其中关联方往来款余额为 19,078.96 万元，江门项目公司其他应收款明细及产生原因列示如下：

表 江门项目公司其他应收款明细

单位：元

序号	单位名称	款项性质	期末余额	产生原因
1	宜兴安伦投资有限公司	往来款-关联方（SPV1 合并范围内）	146,035,935.01	提供关联方往来借款的本金及利息

序号	单位名称	款项性质	期末余额	产生原因
2	宜兴市光石投资有限公司	往来款-关联方 (SPV1 合并范围内)	43,302,178.09	提供关联方往来借款的本金及利息
3	天津安石锦瑞股权投资基金合伙企业 (有限合伙)	往来款-关联方 (SPV1 合并范围外)	1,100,572.60	提供关联方往来借款的本金及利息
4	江门市汇悦城物业管理有限公司	往来款-关联方	350,947.23	江门市汇悦城物业代收的公共区域水电费及公共事业服务费
5	公司 1	押金及保证金	500.00	支付的水费押金
6	公司 2	押金及保证金	3,000.00	支付的购买办公用品保证金
7	深圳市顺易信息科技有限公司	其他	119,377.36	预付的停车场云托管服务费余额, 每年按照应结算服务费结转成本
	合计		190,912,510.29	

项目公司与宜兴安伦的往来款用于偿还原交通银行贷款本金 72,580,000 元及其利息, 及向原股东宜兴光迪分配金额 72,300,000 元。项目公司与宜兴光石的往来款用于偿还前期宜兴光迪向宜兴光石提供的股东借款, 其中 43,000,000 元为借款本金余额, 302,178.09 元为对应利息。项目公司与安石锦瑞的往来款 1,100,572.60 元用于支付其管理费、托管费等运营费用。

关于上述其他应收款项, 具体处理方式如下: 1) SPV1 合并范围内的关联方往来借款本息余额 18,933.81 万元将随 SPV1 的股权转让一并装入本基金, 不构成本基金的对外债权; 2) SPV1 合并范围外的天津安石锦瑞股权投资基金合伙企业 (有限合伙) 的关联方借款本息余额将于本 REITs 设立, 且原始权益人收到股权对价后, 于 15 个工作日内收回; 3) 江门市汇悦城物业管理有限公司的其他应收款余额根据结算周期于次月收回; 4) 押金及

保证金将根据相关合同约定收回；5) 对深圳市顺易通信息科技有限公司的预付款项，将按照结算进度进行成本结转。

管理人已在本基金《招募说明书》“第二部分 不动产项目”之“二、经营业绩与财务状况分析”之“（三）不动产项目主要财务及经营指标分析”中对项目公司应收账款、其他应收款的明细情况及清理安排进行披露。

(2) 补充披露期初现金的分配安排，量化分析其对分派率的影响，说明前述安排是否有利于保护基金份额持有人利益，并充分揭示相关风险。

答复：

1) 期初现金的分配安排

截至 2025 年末，拟入池资产拥有货币资金 26,260.70 万元，具体为：

表 拟入池资产期初现金明细

单位：万元

截止日	上海融光	静安 SPV1	静安 SPV2	江门国翔	江门 SPV1	江门 SPV2	江门 SPV3	合计
2025 年 12 月 31 日	13,737.56	50.91	400.06	12,034.34	12.33	18.23	7.27	26,260.70

现金的分派安排如下：

表 期初现金使用计划

项目	金额
期初货币资金（万元）	26,260.70
预留经营活动所需现金（万元）	17,696.63

项目	金额
用于偿还银行借款及资本性支出（万元）	8,564.07
剩余货币资金（万元）	0.00

a) 预留经营活动所需现金

截至 2025 年 12 月 31 日，静安大融城及江门大融城可用经营性资产（含货币资金）合计 31,604.66 万元，应偿还经营性负债合计 23,040.59 万元，偿还后经营性资产剩余金额为 8,564.07 万元，期初货币资金 26,260.70 万元扣除偿还后经营性资产剩余金额后的 17,696.63 万元用于预留未来偿还经营性负债。

b) 剩余款项用于偿还银行借款及资本性支出

期初货币资金扣除预留未来偿还经营性负债后的 8,564.07 万元用于偿还银行借款及资本性支出。

2) 量化分析其对分派率的影响，说明前述安排是否有利于保护基金份额持有人利益发表明确意见，并充分揭示相关风险

项目公司期初现金源自历史沉淀资金，由于项目公司摊销折旧较大导致截至基准日未分配利润为负，因而无法在本基金设立前对其进行利润分配，需留存在项目公司。同时，经分析本次期初现金的分配安排也符合项目公司实际运营资金需求及债务结构优化需求，不会对本商业不动产证券投资基金的分派率产生不利影响，亦不会导致可供分配金额的减少。

管理人认为，前述期初现金分配安排基于项目运营实际需求，充分考虑了资产安全、运营稳定及财务成本优化，有利于保护基金份额持有人利益。

尽管上述安排有利于保护持有人利益且不影响分派率，但管理人仍就相关事项提示如下风险：

a) 资金使用效率风险：若项目公司未来实际经营情况优于预期，导致预留的用于偿还经营性负债的货币资金出现阶段性闲置，可能会在短期内降低资金的整体使用效率。

b) 预测偏差风险：用于偿还经营性负债的金额系基于当前市场环境及运营计划进行的合理预估。若未来宏观经济环境、政策法规或项目实际运营状况发生重大变化，导致实际支出与预留金额存在较大偏差，管理人将根据实际情况及时调整资金使用计划。

管理人已在本基金《招募说明书》“第三部分 资产评估与现金流测算”之“二、现金流测算分析”之“（六）期初现金的分配安排”中对期初现金的分配安排进行披露。

（本页无正文，为《关于<光大保德信光大安石封闭式商业不动产证券投资基金上市及光大保德信光大安石 1 号资产支持专项计划资产支持证券挂牌转让申请受理反馈意见>的答复》之盖章页）

光大保德信基金管理有限公司



2026年4月20日

（本页无正文，为《关于<光大保德信光大安石封闭式商业不动产证券投资基金上市及光大保德信光大安石 1 号资产支持专项计划资产支持证券挂牌转让申请受理反馈意见>的答复》之盖章页）

光大保德信资产管理有限公司



2026年4月20日