

# 上海证券交易所

## 关于中金开元旅业封闭式商业不动产证券投资基金上市及中金-开元旅业1期商业不动产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

20260428R0019

中金基金管理有限公司、中国国际金融股份有限公司：

根据《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，上海证券交易所（以下简称本所）对你公司提交的不动产基金上市及资产支持证券挂牌转让申请进行审核，并形成如下反馈意见：

### 一、业务参与者资质及履职能力

#### （一）关于主要原始权益人

1.关于权属情况。根据申报材料，项目公司股权拟重组至原始权益人。请管理人补充披露重组进展情况，并请管理人、律师对原始权益人是否符合《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》）第七条相关规定发表明确意见。

2.关于持续经营能力。根据申报材料，原始权益人报告期内净利润逐年下滑，截至2025年末的净资产为负。请管理人对原始权益人的持续经营能力是否符合《审核关注事项》第七条相关规定发表明确意见。

3.关于底层资产选取。根据申报材料，开元旅业集团有限公司（以下简称开元旅业）持有并运营合计20家酒店及2家乐园酒店。请管理人根据《审核关注事项》第三十九条相关规定，补充披露杭州开元名都项目（以下简称杭州项目）、温州开元名都项目（以下简称温州项目）、嵊州开元名都项目（以下简称嵊州项目，与杭州项目、温州项目合称本项目）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，进一步说明以本项目作为不动产基金底层资产的主要考虑。

（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。

## 二、不动产合规情况

### （一）关于合规手续

#### 1.关于手续完备性

（1）请管理人补充披露未完整取得合规手续的装修改造工程是否独立产生现金流及其占比、面积占比情况，请管理人、律师对前述装修改造工程未完整取得合规手续是否影响项目权属合法有效转移、持续稳定运营发表明确意见。

(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相关合规文件，说明本项目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。请管理人、律师对本项目是否符合《审核关注事项》第十二条相关规定发表明确意见。

## 2.关于土地用途

(1) 根据申报材料，杭州项目部分面积存在实际用途与规划用途不一致的情形。请管理人根据《审核关注事项》第十二条相关规定，补充披露涉及的面积及现金流占比、存在差异的原因以及有关法规政策依据(如有)，充分揭示风险，并设置风险缓释措施。

(2) 根据申报材料，温州项目部分面积存在实际用途与规划用途不一致的情形，临时改变用途的年限至 2028 年，对应收益金已缴清。请管理人补充披露涉及的面积及现金流占比，结合临时改变用途的相关规定，说明上述期限届满后在不动产基金存续期内持续续期是否存在实质障碍，测算无法续期对不动产基金现金流的影响，并充分揭示相关风险。

(3) 根据申报材料，嵊州项目部分车位改造为餐厅储物室，拟于不动产基金取得注册批复前将实际用途恢复为车位功能。请管理人补充披露整改进展情况及预计完成时间，并请管理人、律师结合本题回复，对本项目土地用途是否符合《审核关注事项》第十二条相关规定发表明确意见。

## （二）关于资产完整性

1.关于入池资产范围。根据申报材料，本项目所在建筑物的部分楼层未入池。请管理人说明相关安排是否影响本项目持续稳定运营。

2.关于共用资产。根据申报材料，本项目存在与未入池资产共用部分设施设备的情形；原始权益人正在沟通相关业主出具就不动产项目后续物业运营维护等事宜与项目公司保持一致行动的同意函。请管理人根据《审核关注事项》第十七条相关规定，补充披露同意函取得进展情况，并说明相关安排是否影响本项目持续稳定运营。

（三）关于转让限制。根据申报材料，温州项目转让需取得品牌方事先同意，原始权益人拟于不动产基金取得注册批复前取得品牌方同意或与其协商终止相关协议。请管理人补充披露品牌方同意函取得情况或协议终止进展，并请管理人、律师结合本题回复，对本次转让是否符合《审核关注事项》第十二条相关规定发表明确意见。

## 三、项目经营与财务情况

（一）关于运营模式。根据申报材料，本项目拟由原始权益人子公司整租，并以收入分成方式计算租金。

1.关于收入分成比例。根据申报材料，不动产基金存续期前10年内，按约定收入分成比例执行，第11年起可对分成比例进行调整。

（1）根据申报材料，本项目运营成本费用包括客房成本、餐饮成本、其他成本、行政及一般开支成本、市场推广及营

销成本、物业营运及保养成本、能源费等；运营团队拟采取成本管控措施降低成本，部分成本项预测占比低于报告期内的平均水平。请管理人补充披露具体成本管控措施，量化分析各项措施对成本费用的影响，审慎评估各项成本占比的合理性。

(2)请管理人结合报告期内各项收入、成本金额及本题回复说明前10年收入分成比例的合理性、公允性，是否充分考虑成本占比变化的影响。

(3)请管理人补充披露第11年起对分成比例进行调整的决策程序、调整原则，说明是否在估值中充分考虑分成比例调整的影响，并对该机制是否有利于保护不动产基金持有人的利益发表明确意见。

2.关于业务资质。根据申报材料，相关业务资质均由原始权益人子公司持有。请管理人对项目公司未持有业务资质的情形是否影响本项目持续稳定运营、是否符合《审核关注事项》第十二条相关规定发表明确意见。

3.关于资金路径。根据申报材料，客房收入渠道分为线上直销、直连分销以及线下直销三种收入渠道，酒店经营收入由原始权益人子公司收取后按比例支付给项目公司。请管理人补充披露各渠道与原始权益人子公司之间的收入结算频率，说明本项目资金路径是否符合相关规定，以及拟采取的确保项目公司收入真实性、准确性的相关措施。

4.关于重要现金流提供方。根据申报材料，原始权益人子公司为本项目重要现金流提供方，其中两家截至2025年

末的净资产为负，且报告期内存在净利润为负的情形。请管理人对重要现金流提供方是否符合《审核关注事项》第三十四条相关规定发表明确意见。

## （二）关于运营情况

1.关于品牌方。根据申报材料，杭州项目、嵊州项目品牌方为德胧集团，温州项目由德胧集团与万豪双品牌运营。请管理人：

（1）补充披露本项目与品牌方的历史合作情况、协议期限、运营策略、运营管理分工安排、计费方式、业绩考核与激励机制，说明本项目品牌相关费用是否纳入估值测算，以及本项目品牌方是否符合《审核关注事项》之附件《第一号——商业不动产》第十八条相关规定。

（2）补充披露温州项目双品牌运营模式下的人员聘任、责任分摊、收益分配等方面的安排，说明双品牌运营模式的合理性和必要性。

（3）结合同品牌其他酒店、区域内同档次品牌酒店的运营情况及本题回复，说明相关协议终止或无法续期对本项目运营稳定性的影响，充分揭示风险并设置缓释措施。

2.关于租赁业务情况。根据申报材料，三项目均涉及对外租赁收入；预测期三项目出租率均稳定在95%，租金单价年增速均为2.5%。

（1）请管理人根据《审核关注事项》第二十四条、第二十五条、第二十八条、第二十九条、第三十三条等相关规定，补充披露本项目租赁业务相关情况。

(2) 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》第十三条、第十五条相关规定，结合本题回复，审慎评估出租率、租金单价预测的合理性。

3.关于关联租赁。根据申报材料，本项目存在 7 个关联方租户。请管理人补充披露关联方租约的核心条款（含租金定价、续租、租金调整机制），并根据《审核关注事项》第四十条相关规定，说明关联租赁的价格公允性、商业合理性。

4.关于餐饮业务毛利率。根据申报材料，三项目餐饮业务毛利率存在一定差异，其中嵊州项目 2024 年度、2025 年度毛利率分别为 3.12%、4.18%。请管理人说明嵊州项目餐饮业务毛利率较低的原因，以及本项目餐饮业务毛利率水平是否符合行业惯例。

5.关于利益冲突。根据申报材料，杭州开元萧山宾馆与杭州项目直线距离 2.1 公里。请管理人根据《审核关注事项》第六十八条相关规定，结合开元旅业体系内的酒店品牌级次、目标客群、平均客房单价等，对相关利益冲突缓释措施的合理性、充分性和可行性发表明确意见。

6.关于投保情况。根据申报材料，本项目保额无法覆盖评估值。请管理人根据《审核关注事项》第三十八条相关规定，披露后续投保安排。

#### **四、资产评估与估值合理性**

##### **（一）关于收入参数取值合理性**

1.关于入住率。根据申报材料，预测期内，除嵊州项目 2026 年度预测入住率外，其他项目预测入住率均高于报告期

各期最高值。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》第十三条、第十五条相关规定，结合本项目报告期各期平均入住率、可比项目入住率、区域内市场供需等情况，审慎评估入住率参数取值的合理性。

2.关于客房单价。根据申报材料，报告期内，温州项目平均客房单价复合增速为 2.13%，杭州项目、嵊州项目平均客房单价复合增速为负，预测期内年增速处于 0-4.1%区间。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》第十三条、第十五条相关规定，结合本项目报告期各期客房单价增长率、可比项目客房单价增长率、区域内市场供需等情况，审慎评估客房单价增长率参数取值的合理性。

3.关于餐饮收入。根据申报材料，三项目 2025 年度餐饮收入均为报告期各期最低值，嵊州项目餐饮收入逐年下降；杭州项目、温州项目以 2023 年度、2024 年度餐饮收入均值作为 2026 年度预测值，嵊州项目以运营团队预测餐饮收入作为 2026 年度预测值，各项目 2026 年度预测值相较 2025 年度分别增长 29.73%、11.77%、6.50%，预测期内年增速均为 3%。请管理人结合历史餐饮收入变动情况，审慎评估预测 2026 年度大幅增长且持续稳定增长的合理性。

4.关于其他收入。根据申报材料，杭州项目、温州项目预测其他收入占运营收入比例高于报告期各期占比均值。请管理人结合其他收入及其占比历史变动情况，审慎评估预测其他收入占比的合理性。

5.关于收缴率。请管理人、评估机构充分考虑费用支付安排、可比项目情况等，审慎评估收缴率取值的合理性。

## （二）关于成本及折现率参数取值合理性

1.关于资本性支出。根据申报材料，与新开业竞品相比，杭州项目开业时间较早，硬件设施逐步老化，在客房智能化水平、空间设计时尚感及公共区域体验上存在一定差距；本项目预测资本性支出主要包括翻新改造及主体工程、设备设施的大修、更换及调整升级。请管理人、评估机构：

（1）结合酒店行业客房升级改造的时间、金额、频率惯例情况，说明资本性支出预测中是否充分考虑酒店客房升级改造支出及对本项目运营稳定性的影响，充分说明资本性支出构成的合理性。

（2）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、与项目运营年限及行业惯例是否匹配，并结合同类资产资本性支出占比情况，充分说明预测资本性支出的合理性。

2.关于折现率。根据申报材料，本次评估采用的折现率为 6.25%-6.50%。请管理人、评估机构结合本项目所属行业风险收益特征、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情况等因素，进一步说明折现率的取值依据，充分论证折现率取值合理性。

## （三）关于评估过程与结论

1.关于评估方法。请评估机构根据《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。

2.关于敏感性分析。请评估机构根据《审核关注事项》第四十四条相关规定补充披露关于折现率、长期增长率等核心估值参数的敏感性分析。

## 五、基金运作与治理

1.关于基金收益分配调节机制。根据申报材料，原始权益人承诺对上市前五年的预测可供分配金额进行补足。请管理人说明设定上述机制的原因，并对上述机制是否符合《审核关注事项》第十三条相关规定发表明确意见。

2.关于基础管理费用。根据申报材料，基础管理费用为运营收入的1%。请管理人根据《审核关注事项》第六十九条相关规定，对上述费用机制的合理性发表明确意见。

3.关于浮动管理费用。根据申报材料，浮动管理费用包括浮动管理费用1和浮动管理费用2，费率分别根据酒店分成收入和项目公司运营经营收益的目标值达成情况确定，其中2036年及以前的目标值根据首发评估报告确定，2037年目标值在2034年至2036年平均实际值基础上增长2.25%，此后每年增长2.25%。请管理人根据《审核关注事项》第七十条相关规定，说明目标净运营收入设定机制的合理性，现有绩效管理费率机制能否有效实现激励约束目标、体现奖惩对等原则。

## 六、其他反馈意见

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。

请你公司对上述问题逐项落实并在三十个工作日内提交《关于中金开元旅业封闭式商业不动产证券投资基金上市及中金-开元旅业 1 期商业不动产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》，并在《关于反馈意见的答复》中对反馈意见进行逐项回复并包含具体文件修订内容，同时由基金管理人和资产支持证券管理人加盖公章。

反馈回复涉及申请文件修改的，请提交修改后的申请文件及《修改勘误表》。涉及修改申请文件的，请以楷体加粗方式或黄色高亮方式标明，并在经修改的材料原文件名后添加“-修改稿”字段。

本所联系人：王先生

联系方式：请拨打 400 8888 400，接通后按 6，根据提示拨打分机号 2158 后按“#”确认即可

