

# 关于《关于国泰海通崇邦封闭式商业不动产证券投资基金上市及国泰海通-崇邦商业不动产 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》的回复

上海证券交易所：

上海国泰海通证券资产管理有限公司已收到《关于国泰海通崇邦封闭式商业不动产证券投资基金上市及国泰海通-崇邦商业不动产 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》（20260209R0011），经认真研究相关反馈意见，结合《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》（以下简称“《基金指引》”）《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）》《上海证券交易所资产支持证券业务规则》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、业务参与者资质及履职能力

### （一）关于运营管理机构

根据申报材料，嘉亭荟一期（以下简称本项目）的运营管理机构上海崇伦企业管理有限公司成立于 2025 年 12 月。请管理人结合运营管理机构的主要人员配备情况、运营管理经验等，就运

营管理机构是否符合《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》）第六十七条相关规定发表明确意见。

**答复：**

根据《审核关注事项》第六十七条规定，管理人结合运营管理机构上海崇伦企业管理有限公司（以下简称“崇伦企管”）的人员配备、运营管理经验等情况，经核查后说明如下：

### **1.运营管理机构的主要人员配备情况**

嘉亭荟一期项目原采用单项目制管理模式，为契合不动产基金要求，拟将原项目核心团队重组至新设的崇伦企管，继续负责嘉亭荟一期项目的运营管理。

崇伦企管核心团队长期深耕商业不动产领域，平均从业年限超 18 年，具备覆盖项目全生命周期的成熟经验。招商租赁、市场推广、物业维保、财务等专业岗位人员齐备，平均从业年限超 10 年。

根据运营管理机构提供的相关资料确认，崇伦企管配备充足的具有不动产项目运营经验的专业人员，其中具有 5 年以上不动产项目运营经验的专业人员不少于 2 名，核心管理人员简历如下：

（1）**项目总经理：**施海雁先生，从业年限 25 年，加入崇邦控股超过 15 年，任职期间服务和参与了崇邦控股下属多个项目的前期筹备以及运营工作，包括大宁国际、金桥国际、昆城景苑和昆城广场，并担任高级管理岗位，具有丰富管理和运营管理经

验；加入崇邦之前，施海雁曾服务于瑞安集团，长期从事商业不动产项目的运营管理工作。

**(2) 招商租赁总监：**周海翔先生，从业年限 22 年，加入崇邦控股 20 年，参与嘉亭荟城市生活广场的项目前期调研和市场定位，以及项目整体招商工作；此外，周海翔曾服务于崇邦控股的其他项目，包括大宁国际、金桥国际等，积累了丰富的招商租赁资源和经验。

**(3) 客户关系管理高级经理：**张春燕女士，从业年限 17 年，曾服务于崇邦控股的大宁国际项目，嘉亭荟城市生活广场筹备开业起负责项目的客户服务及会员服务，具备丰富的客户关系管理经验。

**(4) 公关推广经理：**成玉霞女士，从业年限 16 年，在加入崇邦控股前有多年的广告公司策划与执行的工作经验，加入崇邦控股后负责嘉亭荟城市生活广场的年度活动策划、媒体协调以及活动执行等全面的推广工作。

**(5) 物业及营运管理经理：**段荣荣女士，从业年限 16 年，从嘉亭荟城市生活广场建造阶段即服务该项目，经历完整的项目开发、建造、交付和运营周期，熟悉项目的发展历程，服务范围包括项目的住宅、商业和办公各个业态。

**(6) 财务高级经理：**何洁女士，从业年限 17 年，毕业于上海交通大学，曾服务于安永华明会计师事务所，有超过 7 年的审计事务所经验；加入崇邦控股后负责嘉亭荟城市生活广场各个业态的财务和账务工作。

上述核心团队成员均长期深耕嘉亭荟一期项目，具备丰富的管理经验与扎实的专业能力，依托搭建成熟规范的运营管理体系，为项目稳定运营提供核心支撑。崇伦企管人员构成如下：

**表：运营管理机构部门构成情况**

| 职务        | 人数        | 占比             |
|-----------|-----------|----------------|
| 项目总经理     | 1         | 3.70%          |
| 招商租赁与客户协调 | 6         | 22.22%         |
| 客户关系管理    | 7         | 25.93%         |
| 公关推广      | 5         | 18.52%         |
| 物业管理及维保   | 2         | 7.41%          |
| 财务        | 5         | 18.52%         |
| 行政        | 1         | 3.70%          |
| 合计        | <b>27</b> | <b>100.00%</b> |

截至本反馈回复出具之日，上述人员已启动劳动合同换签工作，预计将于 2026 年 7 月底前完成换签。

## **2.运营管理机构的管理经验**

崇伦企管虽于 2025 年 12 月新设，但核心管理团队及主要业务人员均来自崇邦控股体系及承继项目公司原运营团队，商业不动产运营管理经验丰富。

### **(1) 运营管理机构具备成熟运营经验**

崇伦企管核心团队深耕嘉亭荟一期项目运营逾 13 年，全程参与项目筹建、开业及成熟运营全周期，对项目定位、租户结构与区域市场具备深度理解。截至 2026 年 3 月末，项目出租率自 2024 年末 83.05% 的阶段性的低点回升至 89.65%，运营整体稳定且具有较好的市场修复能力。

### **(2) 运营管理机构具备良好的市场定位、收益管理及运营**

## 成本管控能力

### 1) 市场定位能力

团队立足安亭商圈，以 3 公里半径内 30 万居住及就业人口为基底，锚定 30-40 岁中高收入白领及中产家庭为核心客群，致力于打造服务周边社区的一站式家庭购物中心。

团队精准研判区域市场特征与消费需求，持续优化项目定位与业态布局，巩固嘉亭荟一期项目在安亭商圈的标杆地位。项目业态组合以超市、餐饮、零售为核心（租赁面积占已出租面积超 70%），并不断引入年轻化消费品牌，贴合区域消费结构。

团队建立了品牌动态汰换与区域市场常态化调研监测机制，深入研究市场、经济及人口变动情况，持续迭代升级，以适配消费趋势演变。

### 2) 收益管理能力

团队结合租户业态、面积、租期、市场行情等因素实行差异化、动态化租金定价，保障项目收益稳步提升。近三年及一期，项目租售比稳定在 19%-21%，月租金坪效<sup>1</sup>维持 151-191 元/平方米；核心租户合作粘性较强，平均续租率达 75.98%，体现出租户对项目运营成效的认可。团队建立租户经营动态监测机制，持续跟踪租金坪效、租金收缴、经营状况等指标，及时清退不符项目定位的租户，并同步启动备选招商。2025 年市场复苏背景下，项目签约租金单价进入企稳回升阶段，收益提升空间持续释放。

---

<sup>1</sup> 月租金坪效=当期店铺租金收入（含租金、物业管理费、推广费，不含税）/期间平均已出租面积/当期月数。

### 3) 运营成本管控能力

团队在保障项目稳定运营前提下，持续通过精细化管理优化成本支出，近三年及一期项目运营净收益率（NOI Margin，扣除资本性支出前）保持在 55%-62%。除 2023 年因配合二期项目开业实施业态调整及铺位改造而资本性支出暂时性提高外，项目日常运营成本较为稳定、管控成效良好。团队构建了覆盖物业管理、市场营销、人力成本等全维度的预算管理与成本控制体系，并与北京世邦魏理仕物业管理服务有限公司上海分公司（以下简称“CBRE”）合作，通过精简人员、提升效率等方式实现降本增效。

### 3.运营管理机制与协议安排

基金管理人与崇伦企管已签署《运营管理服务协议》，明确约定了运营管理机构的具体服务内容、费用情况、解聘更换条件和流程、履职考核等安排。协议内容明确、具体、可执行，涵盖了项目经营计划及预算、日常经营管理、账户管理、品牌管理、考核安排、解聘条件和流程、争议解决等各个方面（详见《招募说明书》“第四章 治理机制与运营管理安排”之“第二节 运营管理安排”之“二、运管协议的主要内容”）。

协议设置了完善的考核机制和激励约束机制，其中激励运营管理费与实际运营净收益目标完成率挂钩，奖惩对等，能够有效激励运营管理机构提升运营表现。

此外，协议明确约定了运营管理机构的解聘条件和程序，包括因故意或重大过失给基金造成重大损失、依法解散或破产、专

业资质发生重大不利变化等法定情形，以及连续三个运营收入回收期运营净收益未达目标 80%等约定情形。基金管理人将持续监督运营管理机构的情况，确保其勤勉尽责。

#### **4.本项目符合《审核关注事项》第六十七条的相关规定**

《审核关注事项》第六十七条规定，运营管理机构应当具备不动产项目相关的成熟运营管理经验和良好的市场定位能力、收益管理能力、运营成本管控能力，应当制定适宜的运营管理机制，稳定提升资产收益水平。

经管理人与律师核查，运营管理机构崇伦企管虽成立时间较短，但其核心团队均为项目原团队，并具备超 13 年的同类型不动产项目成熟运营管理经验，在长期运营中形成了良好的市场定位能力、收益管理能力和成本管控能力，且已通过《运营管理服务协议》建立了明确、可执行的运营管理机制。因此，运营管理机构崇伦企管符合《审核关注事项》第六十七条的相关规定。

#### **（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：**

##### **1.基金管理人的相关资质**

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

设立全资证券资产管理子公司，业务范围为证券资产管理业务。

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

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

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

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

## **2.基金管理人的部门设置、业务人员配备及资产管理经验**

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

不动产投资部与公司其他投资业务之间在组织结构、人员设置、业务流程等方面相互隔离，配备了 20 余名具备不动产项目

运营或投资管理业务经验人员，其中具备 5 年以上不动产项目运营经验的业务人员不少于 2 名。此外，基金管理人具有不动产研究经验，专业研究人员充足，已管理 5 只不动产基金，具有同类产品或业务投资管理或运营专业经验。截至本反馈回复出具之日，基金管理人同类产品或业务均不存在重大未决风险事项，具备与不动产项目相适应的专业胜任能力与风险控制安排。

本项目拟任基金经理为张泓雨女士、刘敏女士、冯晓昀女士，三位基金经理均已按照中国证券投资基金业协会的相关规定完成注册。

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

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

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

针对不动产证券投资基金业务，基金管理人已构建较为完善的制度体系，截至反馈答复出具日已制订并发布以下专项制度：《上海国泰海通证券资产管理有限公司公开募集不动产投资信托基金发售业务管理办法（2026 年第一次修订）》《上海国泰海

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

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

根据毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）出具的编号

为“毕马威华振专字第 2601480 号”的 2025 年度的《上海国泰君安证券资产管理有限公司内部控制报告》，基金管理人的不动产基金投资管理、项目运营、内部控制风险管理制度和流程健全有效。

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

此外，律师已在本基金法律意见书“一、不动产基金的基金管理人”处，对基金管理人的部门、人员、制度、流程设置等符合《证券投资基金法》《公开募集证券投资基金运作管理办法》等法律法规规定的相关条件发表了明确意见。

## 二、不动产合规情况

### （一）关于合规手续

#### 1.关于合规手续完备性。

（1）请管理人根据《审核关注事项》第十二条相关规定，补充披露消防手续等补办安排，或相关主管部门合规说明的取得进展。

#### 答复：

截至本反馈回复出具之日，不动产项目已完成公众聚集场所投入使用、营业前消防安全检查手续补办。不动产项目消防手续齐备，符合《审核关注事项》第十二条相关规定，具体如下：

## 1) 《公众聚集场所投入使用、营业前消防安全检查意见书》 补办情况

根据招募说明书申报稿披露，不动产项目已根据《中华人民共和国消防法》等相关法律法规办理建设工程消防验收手续，但未就不动产项目履行公众聚集场所投入使用、营业前消防安全检查手续。根据《中华人民共和国消防法（2021 修正）》第十五条：

“公众聚集场所投入使用、营业前消防安全检查实行告知承诺管理。公众聚集场所在投入使用、营业前，建设单位或者使用单位应当向场所所在地的县级以上地方人民政府消防救援机构申请消防安全检查”、“公众聚集场所未经消防救援机构许可的，不得投入使用、营业。消防安全检查的具体办法，由国务院应急管理部门制定”。不动产项目属于投入运营前应当办理但未办理《公众聚集场所投入使用、营业前消防安全检查意见书》的情况，应当补办。

截至本反馈回复出具之日，上海嘉亭荟房地产发展有限公司（项目公司）已取得嘉定区消防救援支队于 2026 年 2 月 3 日核发的《公众聚集场所投入使用、营业前消防安全检查意见书》（沪嘉消安许字〔2026〕第 0018 号）。

## 2) 消防验收及营业前消防安全检查手续合规情况

截至本反馈回复出具之日，项目公司已经取得了所需的所有消防验收及营业前消防安全检查手续。消防验收及营业前消防安全检查手续情况如下：

### 表：消防验收手续合规情况

| 消防验收手续   | 签发时间       | 签发机构           | 文件编号                 | 合规情况               |
|--|------------|----------------|----------------------|--------------------|
| 《建设工程竣工验收消防备案受理凭证》                                     | 2011年9月21日 | 上海市嘉定区公安消防支队   | 310000WYS110021602   | 合规手续<br>齐备         |
| 《关于上海嘉亭荟房地产发展有限公司轨道交通11号线安亭站地块（办公楼及商业部分）建设工程消防验收合格的意见》 | 2012年1月18日 | 上海市消防局         | 沪公消验[2012]第0026号     | 合规手续<br>齐备         |
| 《建设工程消防验收备案凭证》   | 2024年2月20日 | 上海市嘉定区建设和管理委员会 | 沪住建嘉消验备字（2024）第0008号 | 合规手续<br>齐备         |
| 《公众聚集场所投入使用、营业前消防安全检查意见书》                              | 2026年2月3日  | 上海市嘉定区消防救援支队   | 沪嘉消安许字（2026）第0018号   | 已补办，<br>合规手续<br>齐备 |

### 3) 本项目符合《审核关注事项》第十二条的相关规定

《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；因特殊原因未取得，应当提供有关主管部门出具的合规说明。

经管理人与律师核查，项目公司已完成《公众聚集场所投入使用、营业前消防安全检查意见书》的补办，消防验收及营业前消防安全检查手续齐备，符合《审核关注事项》第十二条相关规定。管理人已在招募说明书“第二章 不动产项目/第一节 不动产项目概况/二、不动产项目的合规性/（三）保障不动产项目持续稳定运营的合规手续情况”中补充披露消防验收及营业前消防安全检查手续情况；律师已在法律意见书中补充披露消防验收及营业前消防安全检查手续情况。

#### （2）请管理人补充披露是否已根据相关法律法规取得项目

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

**答复：**

根据《审核关注事项》第十二条第（六）项“保障不动产项目持续稳定运营的关键合规手续齐备，包括但不限于建设用地规划许可证、建设工程规划许可证、竣工验收备案证明、环保验收以及消防验收文件等；因特殊原因未取得，应当提供有关主管部门出具的合规说明”。

经管理人及律师核查，项目公司已根据相关法律法规，就不动产项目主体建筑依法取得保障其权属合法有效转移及不动产项目持续稳定运营所必需的关键合规手续。

除不动产项目主体建筑之外，不动产项目商场部分的一、二楼和屋顶存在加建多经点位及展示馆、连廊存在加盖情况（上述简称“加建工程”），上述加建工程未就其建设履行必要报建和验收程序，亦未取得相应不动产权证书。考虑到上述加建工程均在第一期项目土地使用权的红线范围内开展，加建工程未对主体建筑设置权利负担或限制，未触发禁止性转让条件；同时加建工程建筑面积及所产生现金流占比较小，同时未将上述现金流纳入估值及可供分配现金流考虑；截至反馈答复出具之日，加建工程未因违规受到行政处罚，极端情况下整改或拆除等风险仅针对加建工

程本身，不影响主体部分正常运营。上述加建工程对应资产按照入池处理，具体分析如下：

### 1) 不动产项目主体部分合规手续齐备

经管理人及律师核查，项目公司已经取得保障权属合法有效转移及不动产项目持续稳定运营所必需的手续，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、环保验收及消防验收文件等。不动产项目持续稳定运营的关键合规手续齐备、合法有效，已取得能够实现权属合法有效转移、保障项目持续稳定运营的合规文件，符合《审核关注事项》第十二条第（六）项规定。

同时，经管理人及律师核查，项目公司已经就不动产项目取得所需立项、规划、环评、施工许可、规划验收相关手续。除前述关键合规手续，不动产项目主体部分其他合规手续亦完整齐备。嘉亭荟城市生活广场一期项目合规手续情况具体如下表所示<sup>2</sup>。

表：嘉亭荟城市生活广场一期项目合规手续情况

| 序号 | 手续名称              | 签发时间       | 签发机构                          | 文件编号            | 合规意见 |
|----|-------------------|------------|-------------------------------|-----------------|------|
| 1  | 项目建议书批复           | 2007/12/28 | 上海市嘉定区发展和改革委员会                | 嘉发改投项(2007)496号 | 批复同意 |
|    |                   | 2007/12/28 | 上海市嘉定区发展和改革委员会                | 嘉发改投项(2007)497号 | 批复同意 |
|    | 可行性研究报告批复         | 2007/12/30 | 上海市嘉定区发展和改革委员会                | 嘉发改投(2007)763号  | 批复同意 |
|    |                   | 2007/12/30 | 上海市嘉定区发展和改革委员会                | 嘉发改投(2007)764号  | 批复同意 |
|    | 初步设计批复            | 2009/7/21  | 上海市嘉定区建设和交通委员会、上海市嘉定区发展和改革委员会 | 嘉基建初审[2009]66号  | 批复同意 |
|    | 企业投资项目核准(2004年以后) | 不适用        | 不适用                           | 不适用             | 不适用  |

<sup>2</sup> 合规手续情况中关键合规手续已加粗处理。

| 序号       | 手续名称               |  | 签发时间                                | 签发机构               | 文件编号                                 | 合规意见              |
|----------|--------------------|--|-------------------------------------|--------------------|--------------------------------------|-------------------|
|          |                    | 企业投资项目备案<br>(2004 年以后)                                 | 2021/5/27                           | 上海市嘉定区发展和改革委员会     | /                                    | 同意备案 <sup>3</sup> |
| 2        | 规划                 | 建设项目选址意见书<br>(2019 年 9 月以后<br>为建设项目用地<br>预审与选址意见<br>书) | 不适用                                 | 不适用                | 不适用                                  | 不适用 <sup>4</sup>  |
|          |                    | 建设用地规划许可证  | 2008/1/29                           | 上海市嘉定区规划管理局        | 沪嘉地<br>(2008)14080129E0<br>0109 号    | 同意核发              |
|          |                    | 建设工程规划许可证  | 2009/8/25                           | 上海市嘉定区规划和土地<br>管理局 | 沪嘉建<br>(2009)FA31011420<br>091885 号  | 同意核发              |
| 2010/3/3 | 上海市嘉定区规划和土地<br>管理局 |  | 沪嘉建<br>(2010)FA31011420<br>100376 号 | 同意核发               |                                      |                   |
|          |                    | 建设工程规划许可证  | 2010/7/1                            | 上海市嘉定区规划和土地<br>管理局 | 沪嘉建<br>(2010)FA31011420<br>101217 号  | 同意核发              |
|          |                    |  | 2010/12/8                           | 上海市嘉定区规划和土地<br>管理局 | 沪嘉建<br>(2010)FA31011420<br>102326 号  | 同意核发              |
|          |                    |  | 2023/2/14                           | 上海市嘉定区规划和自然<br>资源局 | 沪嘉建<br>(2023)FA31011420<br>2300137 号 | 同意核发              |
| 3        | 用地                 | 土地取得方式   | 挂牌出让                                |                    |                                      |                   |
|          |                    | 土地预审意见<br>(2019 年 9 月以后<br>为建设项目用地预<br>审与选址意见书)        | 不适用                                 | 不适用                | 不适用                                  | 不适用 <sup>5</sup>  |

<sup>3</sup> 为连廊工程“嘉亭荟城市生活广场一期与二期联通工程”取得的投资立项手续。

<sup>4</sup> 根据不动产项目建设时适用的《中华人民共和国城乡规划法》（于 2007 年 10 月 28 日公布，于 2008 年 1 月 1 日施行，于 2015 年 4 月 24 日被修改）第三十六条规定，按照国家规定需要有关部门批准或者核准的建设项目，以划拨方式提供国有土地使用权的，建设单位在报送有关部门批准或者核准前，应当向城乡规划主管部门申请核发选址意见书。前款规定以外的建设项目不需要申请选址意见书。本项目项下不动产项目系通过公开挂牌出让方式取得国有建设用地使用权，属于无需办理选址意见书的建设项目。

<sup>5</sup> 根据不动产项目建设时适用的《建设项目用地预审管理办法(2004 修订)》（于 2004 年 11 月 1 日公布，于 2004 年 12 月 1 日施行，于 2008 年 11 月 29 日被修改）第十五规定，核准或者批准建设项目的，应当依照本办法规定完成预审，未经预审或者预审未通过的，不得批准农用地转用、土地征收，不得办理供地手续。不动产项目在办理固定资产投资立项手续时已经就其土地使用情况进行审查。不动产项目系通过公开挂牌出让方式取得国有建设用地使用权，对应《上海市嘉定区轨道交通 11 号线墨玉路站地块国有土地使用权挂牌出让文件》中记载了该宗国有土地使用条件。与此同时，根据《国土资源部关于进一步加强和改进建设项目用地预审工作的通知》(国土资发〔2012〕74 号)(于 2012 年 5 月 1 日施行，已于 2019 年 6 月 26 日废止)第三条第(八)项规定，不涉及新增用地，在已批准的建设用地范围内进行改(扩)建的项目，报投资主管部门审批(核准)时，可以不进行用地预审。本通知下发前，通过招拍挂方式取得土地使用权，并已取得地方政府颁发的土地使用证的，报投资主管部门审批(核准)项目时，可以不再补办用地预审手续。据此，依照不动产项目建设时的规定以及后续相关规定，不动产项目属于公开挂牌出让方式取得土地，对应国有建设用地不属于新增建设用地，无需补办用地预审手续。

| 序号 | 手续名称           |                               | 签发时间       | 签发机构                                | 文件编号                                    | 合规意见             |
|----|----------------|-------------------------------|------------|-------------------------------------|---|------------------|
|    |                | 建设用地批准书<br>(2019年9月以前)        | 2007/12/24 | 上海市嘉定区人民政府                          | 嘉定区市<br>(县)[2007]嘉府土<br>书字第445号         | 同意核发             |
|    |                | 建设项目土地使用<br>权证(或不动产权<br>证)    | 2011/7/13  | 上海市住房保障和房屋管<br>理局、上海市规划和国土资<br>源管理局 | 沪房地嘉字(2011)<br>第011976号                 | 同意核发             |
|    |                |                               | 2011/7/13  | 上海市住房保障和房屋管<br>理局、上海市规划和国土资<br>源管理局 | 沪房地嘉字(2011)<br>第011980号                 | 同意核发             |
|    |                |                               | 2012/7/12  | 上海市住房保障和房屋管<br>理局、上海市规划和国土资<br>源管理局 | 沪房地嘉字(2012)<br>第011654号                 | 同意核发             |
|    |                |                               | 2013/9/30  | 上海市住房保障和房屋管<br>理局、上海市规划和国土资<br>源管理局 | 沪房地嘉字(2013)<br>第033589号                 | 同意核发             |
|    |                |                               | 2013/9/30  | 上海市住房保障和房屋管<br>理局、上海市规划和国土资<br>源管理局 | 沪房地嘉字(2013)<br>第033592号                 | 同意核发             |
|    |                |                               | 2013/9/30  | 上海市住房保障和房屋管<br>理局、上海市规划和国土资<br>源管理局 | 沪房地嘉字(2013)<br>第033583号                 | 同意核发             |
| 4  | 用海             | 用海预审意见                        | 不适用        | 不适用                                 | 不适用                                     | 不适用              |
|    |                | 用海申请批复文件                      | 不适用        | 不适用                                 | 不适用                                     | 不适用              |
|    |                | 海域使用许可证                       | 不适用        | 不适用                                 | 不适用                                     | 不适用              |
| 5  | 节能<br>审查       | 节能审查(节能报<br>告、节能审查意<br>见)     | 不适用        | 不适用                                 | 不适用                                     | 不适用 <sup>6</sup> |
| 6  | 环境<br>影响<br>评价 | 环境影响评价(报<br>告书、报告表和登<br>记表)批复 | 2009/6/15  | 上海市嘉定区环境保护局                         | 沪114环保许管<br>[2009]S015                  | 同意核发             |
| 7  | 施工<br>许可       | 施工许可证                         | 2009/9/14  | 上海市城乡建设和交通委<br>员会驻上海国际汽车城办<br>公室    | 09QCJD0003D01<br>3101142009021214<br>19 | 同意核发             |
|    |                |                               | 2010/3/18  | 原上海市建筑业管理办公<br>室                    | 09QCJD0003D02<br>3101142009021214<br>19 | 同意核发             |
|    |                |                               | 2010/3/18  | 原上海市建筑业管理办公<br>室                    | 09QCJD0003D03<br>3101142009021214<br>19 | 同意核发             |
|    |                |                               | 2010/8/18  | 原上海市建筑业管理办公<br>室                    | 09QCJD0003D05<br>3101142009021214<br>19 | 同意核发             |

<sup>6</sup> 根据不动产项目建设时适用的《中华人民共和国节约能源法(2007修订)》(于1997年11月1日公布,于1998年1月1日施行,于2007年10月28日被修改)第十二条规定固定资产投资工程项目的可行性研究报告,应当包括合理用能的专题论证。对此,经查阅不动产项目取得的可行性研究报告,其包含节能专章,且不动产项目已经取得上海市嘉定区发展和改革委员会于2007年12月30日向嘉亭荟公司出具了《关于在轨道交通11号线墨玉路站地块建造商业办公用房可行性研究报告的批复》(编号:嘉发改投(2007)763号),已经依照建设时所适用的规定履行节能评估手续。

| 序号 | 手续名称 |      | 签发时间       | 签发机构            | 文件编号                                | 合规意见           |      |      |
|----|------|------|------------|-----------------|-------------------------------------|----------------|------|------|
|    |      |      | 2010/12/14 | 原上海市建筑业管理办公室    | 09QCJD0003D06<br>310114200902121419 | 同意核发           |      |      |
|    |      |      | 2023/3/28  | 上海市嘉定区建设和管理委员会  | 310114202303280101                  | 同意核发           |      |      |
| 8  | 竣工验收 | 综合验收 | 2011/11/30 | 上海市建筑业管理办公室     | 2011SH0455                          | 同意核发           |      |      |
|    |      |      | 2012/4/9   | 上海市建筑业管理办公室     | 2012SH0106                          | 同意核发           |      |      |
|    |      |      | 2024/2/23  | 上海市嘉定区建设和管理委员会  | 2024JD0016                          | 同意核发           |      |      |
|    |      | 消防验收 | 2011/9/21  | 上海市嘉定区公安消防支队    | 备案号<br>310000WYS110021602           | 同意核发           |      |      |
|    |      |      | 2012/1/18  | 上海市消防局          | 沪公消验[2012]第0026号                    | 同意核发           |      |      |
|    |      |      | 2024/2/20  | 上海市嘉定区建设和管理委员会  | 沪住建嘉消验备字(2024)第0008号                | 同意核发           |      |      |
|    |      | 规划验收 | 2011/11/8  | 上海市嘉定区规划和土地管理局  | 嘉 2011 196 号                        | 同意核发           |      |      |
|    |      |      | 2012/3/13  | 上海市规划和国土资源管理局   | 嘉 2012 045 号                        | 同意核发           |      |      |
|    |      |      | 2012/3/13  | 上海市规划和国土资源管理局   | 嘉 2012 046 号                        | 同意核发           |      |      |
|    |      |      | 2024/1/30  | 上海市嘉定区规划和自然资源局  | 沪嘉规划资源验(2024)JA310114202400156号     | 同意核发           |      |      |
|    |      | 环保验收 | 2013/1/6   | 上海市嘉定区环境保护局     | 沪 114 环保许管[2013]46号                 | 同意核发           |      |      |
|    |      | 节能验收 | 不适用        | 不适用             | 不适用                                 | 不适用            |      |      |
|    |      | 9    | 外资         | 商务部门关于外商投资企业的批复 | 2021/5/27                           | 上海市嘉定区发展和改革委员会 | 同意核发 | 同意核发 |
|    |      |      |            | 外商投资安全审查意见      | 不适用                                 | 不适用            | 不适用  | 不适用  |

## 2) 不动产项目加建工程合规手续情况

除不动产项目主体建筑之外，不动产项目商场部分的一、二楼和屋顶存在加建多经点位及展示馆、连廊存在加盖情况（上述简称“加建工程”）。具体包括（1）展示馆及多经点位：嘉亭荟一期项目商场一、二楼存在项目自用展示馆以及向餐饮、服饰类经营者出租使用的钢结构玻璃房，项目屋顶存在可移动的临时房可供出租给租户当临时仓库或活动场地使用。（2）连廊上顶加盖：

因嘉亭荟一期项目和嘉亭荟二期项目相邻，规划方案中存在二楼联通的连廊设计，项目公司在取得连廊施工许可并办理竣工验收后，在连廊上顶进行了加盖建设，将嘉亭荟一期项目和嘉亭荟二期项目的三楼连通。

项目公司未就上述加建工程履行必要报建和验收程序，亦未取得相应不动产权证书。经管理人与律师核查分析，项目公司对连廊工程享有合法权属，对多经点位及展示馆享有收益权；上述加建工程合规手续瑕疵对不动产权属合法有效转移无实质性影响，且对项目持续稳定运营的影响较小；同时原始权益人及主要原始权益人控股股东出具承诺函进行风险缓释，具体如下：

**①项目公司对多经点位及展示馆享有收益权，对连廊工程享有合法权属**

**就多经点位及展示馆**，经管理人及律师核查，上述建筑位于项目土地使用权红线范围内，该等建筑物由项目公司投资建设，建筑物及其所产生的收益归属于项目公司。

**就连廊加盖工程**，经管理人及律师核查，不动产项目配套的连廊工程在建设时取得固定资产投资立项备案、建设工程规划许可证、建筑工程施工许可证、消防验收、工程建设项目竣工规划资源验收合格证，并在建成时办理完毕竣工验收手续。根据《民法典》第二百三十一条的相关规定，“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效力”，基于项目公司就连廊工程建设取得的前述各项手续，连廊工程的建设属合法建造，项目公司对连廊工程享有的

所有权自建设完成时发生效力。根据《不动产登记暂行条例实施细则》的相关规定，不动产以不动产单元为基本单位进行登记，不动产单元是指权属界线封闭且具有独立使用价值的空间，其中，房屋类不动产单元系指独立成幢、权属界线封闭的空间，以及区分套、层、间等可以独立使用、权属界线封闭的空间。本项目下，连廊工程为不动产项目的配套设施，附属于不动产项目主体建筑，旨在为不动产项目主体的运营提供附属配套功能，不属于典型的具有独立使用价值的空间。基于上述，因连廊工程不具有独立使用价值，不属于典型的可办理不动产登记的不动产单元，故未办理不动产权登记，因项目公司已经依照建设时所适用的法律法规办理连廊工程相关报规报建手续，属合法建设，项目公司就连廊工程的所有权自建设完成时生效。

## ②加建工程对不动产项目权属合法有效转移及持续稳定运营影响有限

从不动产项目权属的有效性和合法有效转移角度而言，不动产项目主体建筑已经取得不动产权登记，且具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、环保验收及消防验收文件等关键合规手续，并依法依规办理不动产权登记并相应取得不动产权登记证书。加建工程未对不动产项目主体建筑设置权利负担或限制，未引发其他影响不动产项目转让的禁止性或限制性条件。

其次，加建工程所产生现金流整体占比较小。其中连廊上顶加盖目的为提升嘉亭荟一期项目和嘉亭荟二期项目之间通行的

便利度和舒适度，不直接产生现金流；商场加建的展示馆不用作商业用途，亦不产生现金流。多经点位虽依托租赁开展经营活动并产生租金收入，但该部分本次测算未纳入不动产项目估值，且实际运营过程中占比较小，对不动产项目稳定运营可能产生的不利影响较小；上述多经点位产生的现金流实际纳入不动产基金未来收益，但本次评估未将该等多经点位纳入项目估值范围，亦未将其未来产生的现金流纳入项目可供分配金额预测。

同时，截至本反馈回复出具之日，项目公司未因加建工程受到行政处罚或被采取监管措施，上述加建工程处于正常运营状态。极端风险情况下，如加建工程因未履行必要报建和验收程序或未取得不动产权证书等原因被认为构成违法违规，而需采取如整改、拆除和罚款等行政处罚或强制措施的，上述整改与拆除等行政处罚仅针对加建工程本身，不涉及对不动产主体部分正常经营的影响。

综上，上述加建工程对不动产权属合法有效转移不构成实质性影响，对项目持续稳定运营产生的影响有限。

### **③原始权益人及主要原始权益人控股股东出具承诺函缓释相关风险**

原始权益人泛全有限公司（Global Class Limited）、上海国际汽车城新安亭联合发展有限公司出具《关于不动产项目所涉合规事项的承诺及说明函》，承诺如不动产基金存续期间，项目公司因加建工程未办理报建手续和履行验收程序等原因导致项目公司需向第三方（包括政府部门）支付或缴纳任何款项、费用、

补偿款、税款或罚金、被要求整改、受到行政处罚，或产生任何争议或纠纷的，或遭受任何损失的，或对不动产项目运营造成任何不利影响的，或需承担任何责任的，由泛全和国际汽车城依照不动产基金设立前双方持有项目公司的比例（即 85: 15）共同承担全部款项、费用、补偿款、税款、罚金等全部责任，并赔偿项目公司所遭受的全部损失。

主要原始权益人泛全有限公司（Global Class Limited）的控股股东崇邦控股（国际）有限公司（Chongbang Holdings（International） Limited）出具《关于不动产项目所涉合规事项的承诺及说明函》，承诺如下：如不动产基金存续期间，项目公司因加建工程未办理报建手续和履行验收程序等原因导致项目公司需向第三方（包括政府部门）支付或缴纳任何款项、费用、补偿款、税款或罚金、被要求整改、受到行政处罚，或产生任何争议或纠纷的，或遭受任何损失的，或对不动产项目运营造成任何不利影响的，或需承担任何责任的，在泛全公司未依照承诺承担相关责任的情况下，由本公司承担因上述事项造成的泛全公司应当承担但未承担的款项、费用、补偿款、税款、罚金等全部经济责任，并赔偿泛全公司应当赔偿的项目公司所遭受的经济损失。

### **3) 本项目符合《审核关注事项》第十二条的相关规定**

《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；因特殊原因未取得的，应当提供有关主管部门

出具的合规说明。

经管理人与律师核查，项目公司已根据相关法律法规，就不动产项目主体建筑依法取得保障其权属合法有效转移及不动产项目持续稳定运营所必需的关键合规手续。除不动产项目主体建筑之外，项目公司虽未就不动产项目商场部分的一、二楼和屋顶的加建工程履行必要报建和验收程序，亦未取得相应不动产权证书，但①项目公司对连廊工程享有合法权属，对多经点位及展示馆享有收益权；②连廊工程合规手续瑕疵对不动产权属合法有效转移无实质性影响，且对项目持续稳定运营的影响较小；③原始权益人及主要原始权益人控股股东出具承诺函进行风险缓释。

因此，不动产项目持续稳定运营的关键合规手续齐备、合法有效，已取得能够实现权属合法有效转移、保障项目持续稳定运营的合规文件，符合《审核关注事项》第十二条相关规定。

**2.关于经营资质。请管理人说明户外广告设施许可的续期安排，并就前述情况是否符合《审核关注事项》第十二条相关规定发表明确意见。**

**答复：**

本项目已于 2026 年 1 月 26 日取得上海市嘉定区绿化和市容管理局出具的《嘉定区绿化和市容管理局关于准予延续户外广告设施设置的行政许可决定书》（编号：沪嘉绿容许〔2026〕78 号），准予设置户外广告（设置地址：墨玉南路 1055 号，批准设置期限：2026 年 1 月 26 日至 2026 年 12 月 31 日）。

基金存续期间，户外广告设施许可的办理相关机制安排如下：

**(1) 《户外广告设置许可证》的申请有明确的法规依据，属于经营常规事项**

就《户外广告设置许可证》的办理，根据《上海市户外广告设施管理办法》第十五条的规定，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变更结构、体量、位置等事项的，应当按照规定重新办理许可手续；变更其他事项的，应当向原审批机关办理变更手续。

据此，在户外广告设施许可期限届满前，不动产项目可就继续保留使用的户外广告设施向绿化市容行政管理部门办理相关许可手续。

**(2) 运营管理机构将根据《运营管理协议》的约定及时完成《户外广告设置许可证》申请**

基金管理人与运营管理机构在《运营管理协议》中约定的运营管理机构服务内容包括：“保障不动产项目经营的合法合规，包括积极协调并落实项目公司向相关主管机关及时申请、维持、更新或补办（如适用）与不动产项目相关各项事宜所涉及的各项批准或核准、许可、备案、报告、证书/证照等手续/资料等，保障项目公司合法合规经营。”

根据上述约定，本基金存续期内，运营管理机构应当在不动产项目的《户外广告设置许可证》有效期届满前，积极协调并落实项目公司向相关主管机构及时申请证件更新续期，以确保项目公司持续合法合规运营。

### **(3) 风险缓释及披露**

就《户外广告设置许可证》到期后未能及时办理的潜在风险，本项目在《运营管理协议》中进一步约定：“如因运营管理机构不当履职导致不动产项目未能合法合规经营或出现其他违规情形，使得项目公司受到政府、监管部门等机构的经济处罚，或因运营管理机构不当履职导致项目公司经营所必需的特定资质（如卫生许可证、户外广告设置许可证）等手续/资料未及时展期，进而导致项目公司的经营收入受到损失，运营管理机构承诺该等经济处罚、经营收入损失由其全额承担并从运营管理费中直接扣除，不足部分由运营管理机构予以全额补偿。”

同时，管理人在本项目招募说明书概要及风险因素之“第二节 风险因素”之“二、与不动产项目特性相关的风险”之“4、运营合规风险”中，补充风险揭示如下：

#### **“（3）许可资质到期的风险**

不动产项目已于 2026 年 1 月 26 日取得上海市嘉定区绿化和市容管理局出具的《嘉定区绿化和市容管理局关于准予延续户外广告设施设置的行政许可决定书》（编号：沪嘉绿容许〔2026〕78 号），准予不动产项目在许可范围内设置户外广告，该许可有效期为 2026 年 1 月 26 日至 2026 年 12 月 31 日。

基金管理人与运营管理机构在运营管理服务协议中约定，本基金存续期内，运营管理机构应当在不动产的《户外广告设置许可证》有效期届满前，积极协调并落实项目公司向相关主管机关及时申请证件更新续期，以确保项目公司持续合法合规运营。如

因运营管理机构不当履职导致项目公司经营所必需的特定资质（如卫生许可证、户外广告设置许可证）等手续/资料未及时展期，进而导致项目公司的经营收入受到损失，运营管理机构承诺该等经济处罚、经营收入损失由其全额承担并从运营管理费中直接扣除，不足部分由运营管理机构予以全额补偿。

尽管如此，上述许可证到期后仍可能因无法及时办理展期影响不动产项目户外广告设置，进而导致本基金的持续、正常运作受到不利影响。”

#### **（4）本项目符合《审核关注事项》第十二条的相关规定**

《审核关注事项》第十二条第八项规定，不动产项目经营涉及特定资质的，相关经营资质应当合法、有效；经营资质在不动产基金存续期间存在展期安排的，管理人应当披露具体安排，充分揭示风险，并设置风险缓释措施。

经管理人及律师核查，截至本反馈回复出具之日，不动产项目取得的《户外广告设置许可证》仍在有效期内，系合法有效的许可证件。基金存续期间，运营管理机构将根据相关法律法规和《运营管理协议》的约定及时完成《户外广告设置许可证》申请，如因运营管理机构不当履职导致项目公司遭受经济处罚或收入损失的，由运营管理机构予以全额补偿。因此，关于户外广告设施许可的续期安排符合《审核关注事项》第十二条相关规定。

#### **（二）关于股权转让**

请管理人根据《审核关注事项》第十九条相关规定，补充披露项目公司股权转让所涉审批、核准、备案、登记等手续的办理

安排。请管理人、律师结合相关手续的办理进展，说明前述情况是否影响不动产权属合法有效转移及项目持续稳定运营。

**答复：**

项目公司股权转让所涉审批、核准、备案、登记等手续主要包括国有产权非公开协议转让审核、土地出让合同转让限制解除、银行他项权利解除事宜。截至本反馈回复出具日，前述各项手续均已完备，具体如下：

**1.就不动产项目土地出让合同的转让限制，已取得主管部门同意函件**

经审阅不动产项目相关的《上海市国有建设用地使用权出让合同》及其补充合同，根据最新有效的由项目公司与上海市嘉定区规划和自然资源局于 2023 年 2 月 14 日签订的编号为沪嘉国有建设用地合同补（2023）30 号（6.0 版）的《上海市国有建设用地使用权出让合同（经营性用地）》第四十条约定，“本合同项下国有建设用地使用权的受让人，其出资比例、股权结构、实际控制人等均不得擅自改变。受让人的出资比例、股权结构、实际控制人发生改变的，应事先经出让人同意后方可实施”。

2026 年 1 月 15 日，上海市嘉定区规划和自然资源局出具《关于同意上海嘉亭荟房地产发展有限公司股权转让的批复》（嘉规划资源住〔2026〕1 号），同意嘉亭荟城市生活广场一期项目（土地合同号：沪嘉国有建设用地使用合同补（2023）30 号（6.0 版））进行股权变更，以及因此造成的出资比例、股权结构、实际控制人的改变。

## **2.就融资合同涉及的转让限制，已取得贷款行同意函件**

根据项目公司与**中国工商银行股份有限公司上海市黄浦支行**（以下简称“**工行黄浦支行**”）签署的《借款合同》，其中第7.7款约定项目公司进行股权变动、重大资产和债权转让等可能对贷款人权益造成不利影响的行动时，事先征得贷款人的书面同意或就贷款人债权的实现作出令贷款人满意的安排方可进行。

2026年1月27日，**工行黄浦支行**向项目公司出具书面同意，“同意贵司以不动产项目作为底层资产申报并注册商业不动产投资信托基金，同意贵司股东为开展商业不动产 REITs 向专项计划或其下属特殊目的公司转让贵司 100%的股权，对不动产项目以 100%股权转让方式发行商业不动产 REITs 无异议”。

## **3.就国有产权非公开协议转让事宜，已取得嘉定区国资委批复**

**新安亭公司**持有项目公司 15%的股权，**新安亭公司**的实际控制人为**上海市嘉定区国有资产监督管理委员会**（以下简称“**嘉定区国资委**”）。对此，**新安亭公司**转让其所持有的**嘉亭荟公司** 15%的股权需取得**嘉定区国资委**的同意。

2026年4月13日，**嘉定区国资委**出具《关于同意汽车城集团以**嘉亭荟一期项目**作为底层资产发行商业不动产 REITs 的批复》（**嘉国资委融〔2026〕1号**），明确项目公司 15%股权转让事项可通过非公开协议转让方式实施。至此，国有产权非公开协议转让事宜所涉审批手续已完成。

## **4.本项目符合《审核关注事项》第十九条的相关规定**

《审核关注事项》第十九条第一项规定，不动产资产支持证券基础资产的转让应当按照法律法规的规定完成转让涉及的审批、核准、备案、登记等手续。

经管理人及律师核查，除上述限制条件或特殊规定、约定外，项目公司相关股权转让或资产处置事项不存在任何其他限制或特殊规定、约定。项目公司相关股权转让所涉土地出让合同转让限制、银行他项权利解除、国有产权非公开协议转让审批等手续均已取得相关主管部门或机构的同意或批复，不存在影响不动产权属合法有效转移及项目持续稳定运营的情形，符合《审核关注事项》第十九条相关规定。

### （三）关于资产完整性

1.关于共有资产。根据申报材料，本项目消防广播系统、消防水系统等为共有设施设备。请管理人、律师按照《审核关注事项》第十七条相关规定，补充披露不动产基金存续期间相关资产的运营管理安排，评估资产共有情况对本项目稳定性、现金流和估值的影响，充分揭示风险，并设置风险缓释措施。

#### 答复：

不动产项目仅涉及一处设施设备与外部产权方（“上海艾必信数字科技有限公司”，以下简称“艾必信公司”）共用，相关费用分摊机制明确，历史期间安排合理且具备持续稳定性。本基金存续期内，相关安排将通过《运营管理服务协议》予以延续和规范，确保共用设施设备的正常使用与合规管理，预计不会对项目稳定运营及现金流产生实质性影响。《运营管理服务协议》亦

通过约定强化运营管理机构保障不动产项目正常使用共有设施设备的责任，整体风险可控。

同时，艾必信公司出具《一致行动说明函》，确保项目公司在其持有的嘉亭大厦商业部分所涉及的公共空间改造、公共设施维修维护以及不动产项目提标改造等方面具有决定权。

### **(1) 共用设施设备具体情况**

嘉亭大厦办公楼于 2012 年 5 月开业，于 2013 年 3 月由上海嘉亭荟房地产发展有限公司整体出售至艾必信（上海）置业有限公司（现“上海艾必信数字科技有限公司”，简称“艾必信公司”），出售标的共计约 100 个不动产单元，每个不动产单元均具有独立不动产权证书，后艾必信公司的香港母公司于 2016 年 12 月将艾必信公司 100%股权转让给上海菩天物业管理有限公司（以下简称“菩天公司”）。嘉亭大厦办公楼出售予艾必信公司以及后续再行通过股权转让的方式出售予菩天公司均为整体出售，不涉及分割不动产单元向多个业主出售的情形。

嘉亭大厦办公楼底商 1-2 楼为入池商业（即嘉亭大厦 101-103、105-110 室和 2 层），3 楼以上为对外出售的办公楼，图示如下：



图：嘉亭大厦办公楼情况

项目公司与外部产权方仅涉及一处设施设备共用情形，即办公楼 1-2 层入池商业楼层有部分设施与嘉亭大厦共用，共用设施设备具体包括：消防广播系统、BA 系统（照明及风机盘管）、消防水系统、消防报警系统、消防正压风机、消防排烟风机、货梯、污水排水总管、雨水排水总管、进水总水表等。

不动产项目涉及的共用设施设备主要为保障建筑整体运行所需的公共性设施，对入池商业楼层及不动产项目整体的独立运营、使用效率及收益稳定性影响较小。

**（2）共用设施设备已有明确的运营管理及费用分摊安排，权责清晰，不影响项目持续稳定运行**

上述共用设施设备由专业物业服务机构 CBRE 统一管理，相关费用按照建筑面积比例进行分摊，并专项用于共用设施的日常运营、维护保养、维修更新及保险等支出。共用设施的权责划分已依据《运营管理服务协议》等予以明确约定，能够有效保障项目在运营期间的稳定性与连续性。

**1) 本基金设立前共有设施设备费用分摊安排清晰**

根据项目公司与艾必信公司签署的交易合同以及临时公约附属协议、运管协议，艾必信公司与项目公司针对前述共用设施情形约定了运营管理和费用分摊的机制，聘请了同一家运营管理机构 CBRE，约定由 CBRE 为整栋办公楼共同利益出发进行运营和管理，保障办公楼各区域相关服务安全、稳定供应、无中断或延迟，涉及共用设施重大改造、更换、停用（影响双方区域）等事项，需项目公司与艾必信公司书面协商一致。

费用分摊方面，约定每年 11 月 30 日前，由 CBRE 向项目公司和艾必信公司提交下一年度共用设施的费用年度预算，包括具体费用类别以及按建筑面积分摊后的金额，费用专项用于共用设施的运营、维护、维修、保险等。经项目公司和艾必信公司双方批准后，双方分别向各自区域内租户收取对应分摊的共用设施费用，并转交至 CBRE 使用。

## 2) 不动产基金存续期内共用设施设备运营管理安排

本项目存续期间，为保障不动产项目收支一致性，项目公司、崇伦企管拟与基金管理人签署《运营管理服务协议》，嘉亭荟一期项目未来的物业管理收入将由项目公司直接收取并归集，前述项目公司与 CBRE 签署的《物业管理服务合同》相应终止。

同时，项目公司将依据《运营管理服务协议》相关约定向崇伦企管支付物业管理费，并由崇伦企管继续委托 CBRE 为嘉亭荟一期项目提供物业管理服务。崇伦企管将延续上述机制与 CBRE 签订物业管理协议，CBRE 将对包括共用设施设备在内的物业设施进行统一管理并按建筑面积分摊共有设施相关费用。

上述事项已在《运营管理服务协议》中明确，运营管理机构需保障不动产项目正常使用共用设施设备。运营管理机构应当自行或委托具备相关资质和能力的物业服务单位，按照相关法律法规及物业服务合同约定，对消防广播系统、消防水系统等共用设施设备承担日常巡检、维护保养、故障维修、台账记录等运营管理职责，确保符合消防、安全等监管要求。运营管理机构应当持续监督共用设施设备的运行状况，确保符合《中华人民共和国消防法》《物业管理条例》及其他相关法律法规和监管要求，保障不动产项目安全稳定运营及合规管理。

综上，本基金设立后，相关共用安排通过运营管理协议明确费用分摊及维护管理机制，予以合理规范与有效落实，不会对项目的持续稳定运营产生实质影响，亦不会对不动产项目现金流稳定性及估值构成影响。

### **(3) 嘉亭大厦办公楼业主已出具一致行动说明函**

上海艾必信数字科技有限公司已于 2026 年 6 月 22 日出具《一致行动说明函》，说明如下：

“上海艾必信数字科技有限公司（简称“本公司”）持有位于上海市嘉定区墨玉南路 1033 号的嘉亭大厦（简称“嘉亭大厦”）三楼及以上办公部分的不动产权（简称“办公楼”），上海嘉亭荟房地产发展有限公司（简称“嘉亭荟公司”）持有嘉亭大厦商业部分（即 101-103、105-110 室<sup>7</sup>和 2 层），本公司特作如下说明：

---

<sup>7</sup> 上海市嘉定区墨玉南路 1033 号未设置 104 室。

在维持办公楼一楼大堂现状且不影响本公司对办公楼一楼大堂的正常使用、不影响本公司对办公楼的所有权、不改变/不破坏办公楼现有结构及装修的前提下，本公司将就嘉亭大厦商业部分后续物业运营维护等事宜与嘉亭荟公司保持一致行动，确保嘉亭荟公司在其持有的嘉亭大厦商业部分所涉及的公共空间改造、公用设施维修维护以及不动产项目提标改造等方面具有决定权。

本函作为嘉亭荟公司发行商业不动产投资信托基金(REITs)辅助材料使用，系本公司的真实意思表示，自本公司加盖公章并经法定代表人签署之日起生效，有效期至嘉亭大厦商业部分不再作为商业不动产投资信托基金(REITs)的底层资产之日止。”

#### **(4) 风险揭示与缓释措施**

在本项目招募说明书概要及风险因素之“第二节 风险因素”之“二、与不动产项目特性相关的风险”之“4、运营合规风险”中，补充进行风险揭示如下：

##### **“项目公司与其他方共用资产的风险**

本项目涉及与外部产权方共用部分设施设备的情形，主要包括消防广播系统、BA系统（照明及风机盘管）、消防水系统、消防报警系统、消防正压风机、消防排烟风机、货梯、污水排水总管、雨水排水总管、进水总水表等保障建筑整体运行所需的公共性设施。尽管本项目共用设施设备情形较为简单清晰，相关费用分摊及运营管理机制已通过《运营管理服务协议》予以明确，同时外部产权方已出具《一致行动说明函》，确保项目公司在其持有的嘉亭大厦商业部分所涉及的公共空间改造、公共设施维修

维护以及不动产项目提标改造等方面具有决定权。但仍可能存在因第三方使用不当等因素对项目运营产生一定影响的风险。”

#### **(5) 本项目符合《审核关注事项》第十七条的相关规定**

《审核关注事项》第十七条规定，存在项目公司与其他方共用、共有资产情形的，共用、共有资产情形应当不影响不动产项目的稳定运营，共用、共有资产权利人、其他方与项目公司的权责划分应当清晰。

经管理人及律师核查，项目公司与外部产权方仅涉及一处设施设备共用情形，本项目存续期间，相关共用设施设备由崇伦企管继续委托 CBRE 为嘉亭荟一期项目提供物业管理服务。崇伦企管将与 CBRE 签订物业管理协议，CBRE 将对包括共用设施设备在内的物业设施进行统一管理并按建筑面积分摊共有设施相关费用，且外部产权方已出具一致行动说明函。因此，本项目共用设施设备已有明确的运营管理及费用分摊安排，权责清晰，不影响项目持续稳定运行，符合《审核关注事项》第十七条相关规定。

**2.关于加建情况。**根据申报材料，本项目在连廊上进行了加盖。请管理人补充披露连廊及加盖工程是否纳入资产范围，上述资产是否已取得相关合规手续。管理人、律师结合相关手续的办理进展，说明前述情况是否影响不动产权属合法有效转移及项目持续稳定运营。

**答复：**

不动产项目连廊及连廊加盖工程纳入不动产基金底层资产范围。经管理人及律师核查，连廊建设主体部分已取得相关合规

手续；连廊加盖部分虽未履行相关报规报建手续，但因其不产生现金流且极端情况下不会对建筑整体产生负面影响；连廊工程虽未取得不动产权证书，连廊工程系合法建造，项目公司享有对连廊工程的所有权（详见本反馈答复之“二、不动产合规情况-（一）关于合规手续-问题 1 之（2）”）。连廊加盖工程对不动产权属合法有效转移无实质影响，对项目持续稳定运营产生的影响有限。

### （1）项目公司已就连廊建设工程取得相关合规手续

项目公司已经就连廊建设工程取得《上海市外商投资项目备案证明》《建设工程规划许可证》《建筑工程施工许可证》《建筑工程综合竣工验收合格通知书》《工程建设项目竣工规划资源验收合格证》等报规报建手续，关键合规手续齐备。具体如下：

**表：嘉亭荟一期项目连廊工程手续**

| 合规手续                | 签发时间       | 签发机构           | 文件编号                            | 合规情况   |
|---------------------|------------|----------------|---------------------------------|--------|
| 《上海市外商投资项目备案证明》     | 2021年5月27日 | 上海市嘉定区发展和改革委员会 | /                               | 手续合规齐备 |
| 《建设工程规划许可证》         | 2023年2月14日 | 上海市嘉定区规划和自然资源局 | 沪嘉建（2023）FA310114202300137      | 手续合规齐备 |
| 《建筑工程施工许可证》         | 2023年3月28日 | 上海市嘉定区建设和管理委员会 | 310114202303280101              | 手续合规齐备 |
| 《建筑工程综合竣工验收合格通知书》   | 2024年2月23日 | 上海市嘉定区建设和管理委员会 | 2024JD0016                      | 手续合规齐备 |
| 《工程建设项目竣工规划资源验收合格证》 | 2024年1月30日 | 上海市嘉定区规划和自然资源局 | 沪嘉规划资源验（2024）JA310114202400156号 | 手续合规齐备 |

### （2）连廊加盖工程对不动产权属合法有效转移无实质影响

## 且对项目持续稳定运营可能产生的影响有限

连廊工程自身具备合法合规的规划、施工和验收及其他合规手续。连廊加建上盖系为提升嘉亭荟一期项目和嘉亭荟二期项目之间通行的便利度和舒适度增加，不直接产生现金流，对不动产项目稳定运营可能产生的不利影响较小。连廊加盖工程亦未对不动产项目主体建筑设置权利负担或限制，未引发其他影响不动产项目转让的禁止性或限制性条件，对不动产权属合法有效转移无实质影响。

同时，截至本反馈回复出具之日，项目公司未因上述连廊加盖工程受到过行政处罚或被采取监管措施，对应设施处于正常运营状态。如连廊加建工程因未履行必要报建和验收程序等原因被认为构成违法违规而需采取如整改、拆除和罚款等行政处罚或强制措施，上述整改和拆除等行政处罚措施应当仅针对加建工程本身，不涉及不动产项目主体建筑和正常经营。

综上，连廊加盖工程对不动产权属合法有效转移无实质影响，对项目持续稳定运营可能产生的影响有限。

### **(3) 风险缓释措施**

#### **1) 原始权益人及主要原始权益人控股股东出具承诺函缓释相关风险**

原始权益人泛全有限公司（Global Class Limited）、上海国际汽车城新安亭联合发展有限公司出具《关于不动产项目所涉合规事项的承诺及说明函》，承诺如不动产基金存续期间，项目公司因加建工程未办理报建手续和履行验收程序等原因导致项目

公司需向第三方（包括政府部门）支付或缴纳任何款项、费用、补偿款、税款或罚金、被要求整改、受到行政处罚，或产生任何争议或纠纷的，或遭受任何损失的，或对不动产项目运营造成任何不利影响的，或需承担任何责任的，由泛全和国际汽车城依照不动产基金设立前双方持有项目公司的比例（即 85: 15）共同承担全部款项、费用、补偿款、税款、罚金等全部责任，并赔偿项目公司所遭受的全部损失。

主要原始权益人泛全有限公司（Global Class Limited）的控股股东崇邦控股（国际）有限公司（Chongbang Holdings（International） Limited）出具《关于不动产项目所涉合规事项的承诺及说明函》，承诺如下：“如不动产基金存续期间，项目公司因加建工程未办理报建手续和履行验收程序等原因导致项目公司需向第三方（包括政府部门）支付或缴纳任何款项、费用、补偿款、税款或罚金、被要求整改、受到行政处罚，或产生任何争议或纠纷的，或遭受任何损失的，或对不动产项目运营造成任何不利影响的，或需承担任何责任的，在泛全公司未依照承诺承担相关责任的情况下，由本公司承担因上述事项造成的泛全公司应当承担但未承担的款项、费用、补偿款、税款、罚金等全部经济责任，并赔偿泛全公司应当赔偿的项目公司所遭受的经济损失。”

## 2) 风险揭示

在本项目招募说明书概要及风险因素之“第二节 风险因素”之“二、与不动产项目特性相关的风险”之“5、连廊上顶加盖和

多经点位加建的风险”中，已进行如下风险揭示：

#### **“5、连廊上顶加盖和多经点位加建的风险**

嘉亭荟城市生活广场一期项目和二期项目相邻，规划方案中存在与一期二楼联通的连廊设计，项目公司在取得连廊施工许可并办理竣工验收后，在连廊上顶进行了加盖建设，将一期项目和二期项目的三楼连通。此外，一期项目一、二楼及屋顶部分开放区域在项目建成后增加了钢结构性质的非临时性建筑多经点位，业态包括餐饮和展厅等。上述加建工程存在因未办理报建手续和履行验收程序等原因导致项目公司遭受损失的风险。

上述连廊上顶加盖和多经点位加建均在一期项目土地使用权的红线范围内开展，且相关建筑面积和产生收入占比较低，项目公司已就一期项目主体工程办理不动产权登记，具备关键合规手续，且已经履行公众聚集场所投入使用、营业前消防安全检查手续；同时，原始权益人已出具承诺函并承诺基金存续期间，项目公司因加建工程未办理报建手续和履行验收程序等原因导致项目公司需向第三方（包括政府部门）支付或缴纳任何款项、费用、补偿款、税款或罚金、被要求整改、受到行政处罚，或产生任何争议或纠纷的，或遭受任何损失的，或对不动产项目运营造成任何不利影响的，或需承担任何责任的，由原始权益人承担全部款项、费用、补偿款、税款、罚金等全部责任，并赔偿项目公司所遭受的全部损失。”

**(4) 本项目连廊及连廊加盖工程不影响不动产权属合法有效转移及项目持续稳定运营**

经管理人及律师核查，本项目连廊及连廊加盖工程纳入不动产基金底层资产范围。项目公司已经就连廊建设工程取得相关报规报建手续，关键合规手续齐备；连廊加盖部分虽未履行相关报规报建手续，但因其不产生现金流且极端情况下不会对建筑整体产生负面影响；连廊工程虽未取得不动产权证书，连廊工程系合法建造，项目公司享有对连廊工程的所有权。管理人已揭示相关风险且原始权益人及控股股东已出具兜底承诺。因此，前述情况不影响不动产权属合法有效转移及项目持续稳定运营。

**3.关于多经点位。**根据申报材料，本项目在一楼部分开放区域增加了多处多经点位。请管理人结合多经点位的面积、收费模式、经营情况、在现金流及估值中的占比情况（如有）等，评估其对项目持续稳定运营的影响，并说明相关情况是否符合《审核关注事项》第十二条相关规定。

**答复：**

**(1) 多经点位的面积、收费模式、经营情况**

截至 2026 年 3 月末，一楼、二楼及屋顶开放区域多经点位共有 16 处，合计建筑面积 849 平米，计租面积 798 平米，业态涵盖餐饮、零售、服务与其他等，均采用租赁模式。2022-2025 年及 2026 年 1-3 月，已对外出租的多经点位的数量、面积及收入情况如下：

**表：已出租多经点位数量、面积、收入情况**

| 时间     | 数量 | 期间计租面积合计<br>(平米) | 期末计租面积<br>(平米) | 租赁收入(万<br>元) |
|--------|----|------------------|----------------|--------------|
| 2022 年 | 15 | 733              | 671            | 391.65       |

| 时间           | 数量 | 期间计租面积合计<br>(平米) | 期末计租面积<br>(平米) | 租赁收入(万<br>元) |
|--------------|----|------------------|----------------|--------------|
| 2023 年       | 15 | 733              | 733            | 465.66       |
| 2024 年       | 14 | 708              | 450            | 372.02       |
| 2025 年       | 15 | 576              | 543            | 326.71       |
| 2026 年 1-3 月 | 12 | 550              | 550            | 76.06        |

2022-2025 年，搭建多经点位的数量、位置整体稳定。2025 年期间计租面积下降，主要系屋顶区域 185 平米不再出租。搭建多经点位的收入不纳入不动产项目多经收入进行估值，其面积不计入项目可租赁面积。

此外，嘉亭荟一期项目另有建筑面积为 450 平方米的展厅，不对外出租，不作为经营性多经点位。

## (2) 多经点位现金流及估值占比

鉴于上述加建的多经点位所在区域未进行不动产登记，基于合规审慎原则，本次调整后评估未将该等多经点位纳入项目估值范围，亦未将其未来产生的现金流纳入项目可供分配金额预测，该等多经点位对应估值及收入占比均为 0。

为便于理解多经点位对项目运营的实际影响，若模拟测算将其纳入考虑（实际未纳入），其预测收入及估值情况如下：假设 2026 年 4-12 月（年化后）至 2028 年多经点位收入保持基准日前一年 324.50 万元不变。不动产项目（含多经点位）第一个完整年度预测运营收入为 11,993.73 万元，其中多经收入占比 2.71%。如考虑纳入多经点位，项目整体估值 11.39 亿元，多经点位对应估值 0.36 亿元，估值占比 3.16%。在剔除多经点位后，项目估值为 11.03 亿元。具体对比如下：

表：多经点位对估值的影响

| 项目                  | 2027年预测收入<br>(万元) | 收入占比    | 估值(亿元) | 估值占比    |
|---------------------|-------------------|---------|--------|---------|
| 不动产项目(实际估值, 不含多经点位) | 11,669.24         | 97.29%  | 11.03  | 96.84%  |
| 多经点位(模拟, 实际未纳入)     | 324.50            | 2.71%   | 0.36   | 3.16%   |
| 不动产项目(模拟, 含多经点位)    | 11,993.73         | 100.00% | 11.39  | 100.00% |

**(3) 多经点位对项目持续稳定运营的影响有限且不纳入估值考虑, 符合《审核关注事项》第十二条相关规定**

**1) 多经点位现金流及估值占比较低, 对项目整体影响有限**

历史期间加建的多经点位年收入在 300-400 万元区间, 模拟测算的收入占比为 2.71%, 估值占比为 3.16%, 均处于较低水平。且本次估值和可供分配金额预测已完全剔除该部分, 即使多经点位未来停止运营或无法产生收入, 对项目整体现金流的影响极小, 项目估值具备稳健性。

**2) 极端情况下多经点位可拆除且不影响项目主体运营**

多经点位均位于项目土地使用权红线范围内并由项目公司投资建设, 建筑物及其所产生的收益归属于项目公司, 具备入池基础且符合行业的经营惯例。极端情况下, 若因合规手续问题需要拆除上述多经点位, 拆除行为不影响项目主体商业部分的建筑结构、经营空间及正常运营。项目主体部分已办理不动产权登记, 并具备关键合规手续和其他项目建设时应当办理的合规手续(包括项目公司作为建设单位已经就不动产项目取得的投资立项、规划、环评、施工许可、规划验收以及土地取得等相关手续, 详见法律意见书附件三: 不动产项目其他合规手续取得情况), 整体

运营不受影响。

### **3) 基金已进行风险揭示并由原始权益人及其控股股东出具兜底承诺**

管理人已在《招募说明书》“第一章 招募说明书概要及风险因素”之“第二节 风险因素”之“二、与不动产项目特性相关的风险”之“（二）不动产资产运营相关的风险”之“连廊上顶加盖和多经点位加建的风险”中充分揭示多经点位的相关风险。同时，原始权益人及其控股股东已出具《关于不动产项目所涉合规事项的承诺及说明函》，承诺：基金存续期间，项目公司因加建工程未办理报建手续和履行验收程序等原因导致项目公司需向第三方（包括政府部门）支付或缴纳任何款项、费用、补偿款、税款或罚金、被要求整改、受到行政处罚，或产生任何争议或纠纷的，或遭受任何损失的，或对不动产项目运营造成任何不利影响的，或需承担任何责任的，由原始权益人承担全部款项、费用、补偿款、税款、罚金等全部责任，并赔偿项目公司所遭受的全部损失。

#### **（4）本项目符合《审核关注事项》第十二条的相关规定**

《审核关注事项》第十二条规定，不动产项目资产完整，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。

经管理人及律师核查，多经点位加建均在一期项目土地使用权的红线范围内开展，因此资产纳入入池范围，但因未办理不动

产登记而未纳入项目估值。加建的多经点位历史运营稳定，收入占比较低，极端情况下可拆除且不影响项目主体运营，管理人已揭示相关风险且原始权益人已出具兜底承诺。因此，多经点位对项目持续稳定运营的影响较小，相关情况符合《审核关注事项》第十二条相关规定。

### 三、项目经营与财务情况

#### （一）关于运营情况

1.关于同业竞争。根据申报材料，报告期内，嘉亭荟二期项目开业后，本项目主动下调租金，导致营业收入下降。请管理人结合本项目与嘉亭荟二期项目在市场定位、业态规划及招商运营等方面的主要差异情况，根据《审核关注事项》第三十九条相关规定，说明拟采取的减少利益冲突的措施是否合理、充分，充分揭示风险，并设置风险缓释措施。

答复：

（1）本项目与嘉亭荟二期项目在市场定位、业态规划及招商运营等方面的主要差异

嘉亭荟一期、二期项目通过差异化定位、互补型业态布局及协同化招商运营，形成联动发展格局，共同巩固项目在安亭区域商业龙头地位。

图：嘉亭荟一期、二期位置示意



嘉亭荟一期项目紧邻地铁枢纽，采用“小而精”高效运营模式，依托交通优势聚焦即时性、高频次消费，业态以精品零售、便民服务、快消餐饮为主，同时聚焦家庭型消费业态升级，租金收益与坪效表现均位居区域同类项目前列，2026年3月出租率约90%，租户续约意愿平稳，区域客群消费粘性良好。

嘉亭荟二期项目距地铁相对较远，单店面积更大，自规划起即定位为嘉亭荟一期项目的补充与延伸，旨在做强“嘉亭荟”整体品牌，主打目的性消费，重点布局高体验、强粘性业态，以娱乐休闲、零售为主，餐饮、儿童等业态为辅，针对性吸引家庭客群、年轻消费群体等具有明确消费目的的客群，有效承接嘉亭荟一期项目因面积限制无法吸纳的优质大租户，实现业态精准补位。

**表：嘉亭荟一期、二期项目差异对比**

| 项目               | 嘉亭荟一期    | 嘉亭荟二期       |
|------------------|----------|-------------|
| 距离地铁站            | 无缝链接     | 步行距离约 600 米 |
| 已出租面积            | 5.74 万平米 | 4.76 万平米    |
| 租户数量             | 132      | 102         |
| 大型租户（1000 平方米以上） | 7        | 11          |

| 项目        | 嘉亭荟一期  | 嘉亭荟二期   |
|-----------|--|---|
| 单店面积（平方米） | 不考虑大润发为 322 平米                                       | 467 平米  |
| 业态特征      | 以超市（26.49%）、餐饮（23.15%）为核心，聚焦高频刚需、社区服务型消费，现金流稳定、可预测性强 | 以零售（23.4%）、休闲娱乐（24.4%）为核心，无大型超市，侧重体验型、目的性消费，聚客能力与经营增长空间突出 |

从一、二期项目客流量合计来看，二期项目开业前（2024 年 1-3 月）月均客流量约 98.3 万人次；开业后（2024 年 4-12 月），月均客流量约 169.6 万人次，增幅达 72.5%。2025 年全年月均客流量约 176.5 万人次，较 2024 年月均(开业后)进一步增长 4.1%，因此二期项目在开业后显著提升了项目整体客流，且增量客流在开业后一年内持续稳定，一体化运营的协同效应良好。

嘉亭荟一期项目、二期项目在市场定位、招商策略与业态规划方面都体现出了差异化互补的定位，基于区域市场需求、区位特征形成了“互补共生、协同增效”的整体商业生态。嘉亭荟一期项目作为成熟核心资产，提供稳定现金流；嘉亭荟二期项目作为战略补充资产，承接溢出需求并挖掘增长潜力，二者共同强化了整体资产的区域竞争力与抗风险能力。

## （2）减少利益冲突的风险缓释措施

嘉亭荟二期项目与本项目物理相连，目前由泛全公司的关联方持有及运营。鉴于两个项目位置毗邻、商业生态相通，客观上存在一定范围的同业竞争关系。为保障本基金份额持有人利益，基金管理人、运营管理机构及相关方已制定并承诺履行如下措施，以管理、减少并最终解决该等同业竞争：

### 1) 嘉亭荟一期、二期项目运管团队有效区分离

报告期内，嘉亭荟一期项目部分核心运营管理人员曾同时参与二期项目运营管理工作。为满足本基金设立后运营管理精细化、规范化要求，防范因人员混同管理同类项目可能产生的同业竞争风险，嘉亭荟一期项目将由崇伦企管独立运营团队负责运营管理，与二期项目运营团队实现人员、职责上的有效区分与隔离。

同时，嘉亭荟一期、二期项目运营管理团队及人员拟由崇邦控股统筹调配，以更好适配嘉亭荟一、二期项目差异化的商业定位与运营策略，实现业态互补、协同发展。

## **2) 嘉亭荟二期项目运营成熟后通过扩募方式纳入本基金**

二期项目于 2024 年开业，截至 2025 年末出租率约为 80%，尚未达到稳定运营状态。未来二期项目如达到稳定运营状态，且满足监管对资产质量的要求后，基金管理人将适时遵循《基金合同》约定，召开基金份额持有人大会审议扩募事项，在保护现有基金份额持有人利益的前提下将二期项目纳入本基金。

通过未来扩募实现一、二期项目的彻底整合，将从根本上消除同业竞争，实现资产规模的提升、运营成本的集约以及品牌价值的统一，有利于增强本基金的整体抗风险能力和长期分派能力。

## **3) 运营管理机构及其控股股东已出具避免竞争承诺函**

为进一步保障投资者权益，运营管理机构已建立完善的利益冲突防范机制，通过明确一、二期招商权限划分、租金定价市场化原则等，确保嘉亭荟一期项目的独立运营与收益稳定性，不存在损害基金份额持有人利益的潜在风险。

为明确相关方的责任与义务，崇邦控股、运营管理机构已出

具《关于避免同业竞争的承诺函》，承诺在直接或间接持有嘉亭荟二期项目所有权和相关权益、运营嘉亭荟二期项目期间，不会利用其控制地位从事任何损害不动产项目利益、或通过关联交易进行不当利益输送的行为；同时承诺，一期项目出租率达到 95% 之前，在同等条件下，优先保障一期项目的租户签约落地，积极采取有效措施避免嘉亭荟二期项目与不动产项目和项目公司之间的同业竞争与利益冲突。

综上，管理人认为上述拟采取的减少利益冲突的措施合理、充分。

### **(3) 就一期项目与二期项目的同业竞争风险，管理人已进行充分的风险揭示**

管理人已在本基金招募说明书之“第一章 招募说明书概要及风险因素”之“第二节 风险因素”之“(二) 不动产基金的投资管理风险”之“3、同业竞争的风险”补充披露相关事项，具体如下：

“本基金持有的嘉亭荟一期项目与嘉亭荟二期项目地理位置毗邻，同属安亭区域商业体且由关联方分别运营，二者客观上存在一定同业竞争基础。二期项目开业后，一期为推进业态差异化调整、吸引优质品牌及去化空置面积实施了租金下调策略，已造成一期营业收入阶段性下降；尽管目前一、二期已形成差异化的市场定位与业态布局，但未来二期项目运营过程中，仍可能因招商策略调整、租金定价竞争、客群分流等因素，对一期项目的租金水平、出租率、营业收入及现金流稳定性产生不利影响，进

而影响本基金的收益水平与分派能力。”

#### **（4）本项目已根据《审核关注事项》第三十九条进行披露及风险揭示**

《审核关注事项》第三十九规定，管理人应当披露同区域主要原始权益人以及其他主体运营或者在建的同类资产情况，包括主要运营主体、经营情况等，并说明与不动产项目的竞争关系，以及拟采取的减少利益冲突的措施安排，并充分揭示风险。

经管理人核查，同区域内主要原始权益人运营的同类资产为嘉亭荟二期项目，该项目定位为一期的补充与延伸，主打目的性消费和体验型业态。此外，区域内其他主体运营的同类资产主要包括嘉定大融城、嘉定宝龙广场、南翔印象城和江桥万达广场（详见本反馈回复“三、项目经营与财务情况/（一）关于运营情况/2、关于项目竞争力”），本项目与上述项目在市场定位、业态规划和招商运营上存在差异。为减少利益冲突，已采取运营团队隔离、承诺二期项目运营成熟后通过扩募方式纳入本基金、运营管理机构及其控股股东已出具避免竞争承诺函，承诺在二期项目运营期间不损害一期项目利益，并在一期项目出租率达到 95%之前优先保障一期项目租户签约三项措施。管理人已在招募说明书中对此进行了风险揭示。

**2.关于项目竞争力。**根据申报材料，本项目于 2012 年 9 月投入运营，嘉亭荟二期项目于 2024 年新开业，本项目入市时间早于同区域主要可比项目，且上海地区零售物业市场存量继续扩大。请管理人说明本项目与同区域可比项目在市场定位、业态规

划及招商运营等方面的主要差异情况，充分说明本项目的核心竞争力。

答复：

（1）本项目同区域可比项目在市场定位、业态规划及招商运营等方面的主要差异

本项目是嘉定区安亭镇区域内唯一一个大型商业综合体<sup>8</sup>，且在未来可预见范围内无同区域同类购物中心竞品新增入市，因此本项目在安亭镇同区域内暂无可比项目。

戴德梁行根据与本项目在商业形态、区位条件、档次定位等方面的相似程度，在上海市嘉定区安亭镇外周边区域内选择 4 个集中式商业项目作为竞争性物业对比分析的对象，分别为①嘉定大融城、②嘉定宝龙广场、③南翔印象城和④江桥万达广场。

---

<sup>8</sup> 根据《大型商业综合体消防安全管理规则》（XF/T 3019—2023），建筑面积在 5 万平方米以上的商业综合体为大型商业综合体。

图：本项目与可比项目位置示意图



资料来源：戴德梁行

表：本项目与可比项目主要差异对比

| 项目名称     | 嘉亭荟一期项目  | 嘉定大融城                       | 嘉定宝龙广场                                   | 南翔印象城   | 江桥万达广场   |
|----------|--|-----------------------------|--|---|--|
| 位置       | 嘉定区墨玉南路1055号、1077号、1099号、1019号、1033号                 | 嘉定区宝安公路3386号                | 嘉定区阿克苏路1099号                             | 嘉定区南翔镇陈翔公路2299号                               | 嘉定区金沙江西路1051弄                                    |
| 开业时间     | 2012年9月  | 2016年5月                     | 2016年                                    | 2020年8月                                       | 2011年  |
| 商业部分建筑面积 | 6.83万平方米   | 约12万平方米                     | 约7.3万平方米                                 | 约34万平方米                                       | 约17万平方米  |
| 运营主体     | 崇邦控股   | 光大安石                        | 宝龙地产                                     | 印力集团  | 万达集团   |
| 市场定位     | 立足安亭汽车城，定位汽车文化主题的跨区域消费中心，兼顾家庭一站式消费，是安亭镇区域唯一的商业特色标杆项目 | 以全家庭生活消费中心为核心，侧重“运动互娱+家庭社交” | 以全家庭生活消费中心为核心，主打“花园式+夜经济”，精准服务嘉定新城核心家庭客群 | 定位“一日微度假胜地”，聚焦新兴中产及高净值家庭，以大容量、强体验、首店集群为核心竞争力。 | 定位西上海城市级中心，依托成熟区位与万达品牌，打造一站式全能消费地，辐射江桥及周边普陀、宝山板块 |
| 业态规划     | 侧重日常刚需与家庭休闲，主打汽车文化+新潮体验                              | “购物中心+外街”形式，主要为运动娱乐、家庭社交(儿童 | 以开放式街区+MALL联动，主要业态家庭亲子类(儿童早教、儿           | 总面积34万平方米超大载体，分“时光街”“印·巷”等主题                  | 总面积55万平方米超大综合体，集商业、公寓、SOHO、办公于一                  |

| 项目名称 | 嘉亭荟一期项目      | 嘉定大融城                            | 嘉定宝龙广场                      | 南翔印象城                     | 江桥万达广场                                 |
|------|--------------|----------------------------------|-----------------------------|---------------------------|--|
|      |              | 培训、亲子乐园)、折扣零售 (Bigoffs)+盒马 NB 组合 | 童乐园)、夜经济 (TikTok 酒吧、古仓网红餐饮) | 街区, 城市/区域首店占比超 85%, 强体验业态 | 体, 各业态均衡发展。商业为全能一站式、零售、餐饮、娱乐、教育等全品类覆盖。 |
| 招商运营 | 重“主题 IP 与首店” | 重“存量焕新与年轻化场景”, 通过主题集市吸引客流        | 重“存量焕新与年轻化场景”, 通过主题集市吸引客流   | 重“主题 IP 与首店”              | 采用万达标准化的招商与运营体系, 主力店矩阵更稳定              |

市场定位上, 本项目立足安亭汽车城, 主打汽车文化+新潮体验的跨区域消费中心, 区别于南翔印象城的城市级微度假地标、嘉定大融城与嘉定宝龙广场的嘉定新城家庭消费定位, 以及江桥万达广场西上海一站式全能消费中心定位。

业态规划上, 嘉亭荟一、二期错位互补, 一期主打居民日常刚需零售、影院, 二期聚焦汽车文化+运动体验业态, 依托二期上海独有的汽车主题商业禀赋, 一期新增新能源车展厅、自动驾驶体验站点; 一二期常态化联合落地 F1 联动活动、汽车主题展会, 项目整体形成刚需消费+汽车特色+运动娱乐的组合业态, 与南翔印象城的超大体验型首店集群、嘉定大融城的运动家庭业态、嘉定宝龙广场的开放式亲子夜经济街区以及江桥万达广场全业态均衡综合体模式形成差异。

招商运营方面, 本项目与南翔印象城侧重主题 IP 及首店打造, 嘉定大融城、嘉定宝龙广场聚焦存量焕新与年轻化场景营销, 江桥万达广场则采用集团标准化运营与稳定主力店模式。

## (2) 本项目核心竞争力

本项目是上海远郊商业项目, 依托以汽车产业为主、多元高端产业协同发展的强劲产业基础, 集聚产业及年轻常住人口, 区

域消费基本面具备支撑力。同时项目凭借区域商业先发优势、与地铁 11 号线安亭站无缝衔接的交通条件，叠加未来一二期联动扩容形成的多板块商业协同效应，具备以下核心竞争力：

### 1) 产业基础：以“国际汽车城”为核，构建多元协同的高能级产业生态

安亭镇作为上海国际汽车城的核心承载区，是驱动嘉定区经济发展的核心引擎，综合实力在全市 106 个镇中排名第一<sup>9</sup>。2024 年，嘉定区地区生产总值突破 3000 亿元，在“十四五”期间成功迈上“3 个 3000 亿元”<sup>10</sup>新台阶。其中，安亭镇 2024 年规模以上工业产值达 2,260 亿元，位居嘉定区首位<sup>11</sup>，占全区工业产值的 48%；全镇总财政收入约 40 亿元，占全区的 26%。

表：嘉定区及安亭镇规模以上工业产值<sup>12</sup>

|     | 2025 年（预计） | 2024 年 | 2023 年 | 2022 年 | 2021 年 |
|-----|------------|--------|--------|--------|--------|
| 嘉定区 | 4,816      | 4,712  | 4,513  | 4,502  | 5,499  |
| 安亭镇 | 2,200      | 2,260  | 2,044  | 1,977  | 2,872  |
| 占比  | 46%        | 48%    | 45%    | 44%    | 52%    |
| 排名  | -          | 1/12   | 1/12   | 1/12   | 1/12   |

在安亭的产业版图中，汽车产业贡献了约 70% 的工业产值和 40% 的就业人口，形成了上汽大众为龙头，1,240 家汽车产业链企业、14 家世界 500 强企业集聚的完整生态。为商业项目提供了稳定且高消费能力的客群基础。

<sup>9</sup> 来源：2025 年 7 月 12 日，2025 年中国汽车论坛现场报道。

<sup>10</sup> 地区生产总值突破 3000 亿元、汽车规上工业产值跨越 3000 亿元、“十四五”期间固定资产投资累计超 3000 亿元。

<sup>11</sup> 嘉定区统计范围内包括安亭镇、南翔镇、马陆镇、江桥镇等 12 个街镇。

<sup>12</sup> 数据来源于嘉定区统计局各年度统计年鉴，2025 年数据尚未披露，来源于公开报道。

为应对汽车产业变革，安亭镇正从“单一汽车制造”向“复合型产业高地”转型，聚焦汽车产业“新四化”以及智能网联、新能源、氢能等多元化高端产业。目前已落地嘉定氢能港、汽车软件园、汽车芯片园等创新载体，同步发展新兴产业布局，积极引入生物医药（如细胞集团、精诚医疗，全镇现有 174 家相关企业）、高端制造（38 家智能工厂）、前沿科技（芯片半导体、低空经济）等，同步实现总部经济崛起，吸引斯凯孚汽车亚太总部、安波福英凯博、国药器械等重大项目相继落地，2025 年签约市级重点项目 6 家、区级 22 家，总投资超百亿元。

## 2) 人口结构：周边 5 公里范围内常住人口约 38 万人，高素质产业人口持续导入

安亭镇常住人口约 32 万人，是嘉定区人口最多的镇之一，周边花桥常住人口 37.5 万，区域内以年轻化、高素质、高收入产业人口为主，人口结构具有显著优势。

根据调研统计数据<sup>13</sup>，嘉亭荟项目 1 公里辐射圈人口规模 7.32 万人，落地住宅小 40 个、写字楼 17 栋，其中居住人口 5.9 万人、办公人口 2.0 万人，各项物业及人口密度指标全面优于周边区域<sup>14</sup>；3 公里辐射圈人口规模达 30.74 万人，住宅 127 个、写字楼 51 栋，居住人口 27.4 万人、办公人口 6.6 万人。

表：嘉亭荟一期项目周边基础信息

|         | 人口规模 | 住宅区 (个) | 写字楼 (个) | 居住人数 (万人) | 办公人数 (万人) | 客流量 (万人) |
|---------|------|---------|---------|-----------|-----------|----------|
| 周边 1 公里 | 7.32 | 40      | 17      | 5.9       | 2.0       | 29.5     |

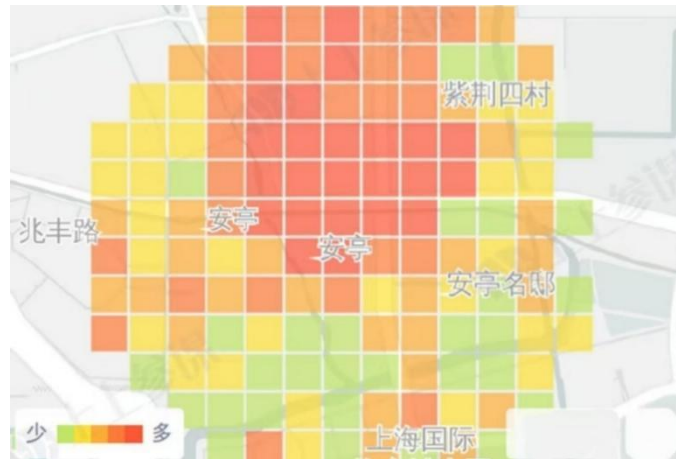
<sup>13</sup> 数据来源：上上参谋 APP

<sup>14</sup> 周边区域：当前区域向外扩大 1 倍半径。客流量：据 APP 统计的一个月内未去重的平均客流人次。

|          | 人口规模  | 住宅区 (个)      | 写字楼 (个)      | 居住人数 (万人)    | 办公人数 (万人)    | 客流量 (万人) |
|----------|-------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------|
| 1 公里情况对比 |       | 密度高于周边 66.7% | 密度高于周边 1.4 倍 | 密度高于周边 1.2 倍 | 密度高于周边 25.7% | 大幅高于周边   |
| 周边 3 公里  | 30.74 | 127          | 51           | 27.4         | 6.6          | 74.8     |
| 3 公里情况对比 |       | 密度高于周边 50%   | 密度高于周边 98.7% | 密度高于周边 4 倍   | 密度与周边持平      | 大幅高于周边   |

根据《嘉亭荟城市生活广场周边 1.0km 的人口热力分析》，项目半径 1 公里范围内热力分布主要集中在安亭地铁站及以北片区。

图：嘉亭荟一期人口总规模热力分布



通过计算得出人口总规模热力集聚度最优、人流活跃度最高的①②③区域均临近安亭地铁站，与项目一期物理距离近，项目具备较好的客流导入条件。

图：嘉亭荟一期人口总规模分布集中区域



汽车产业及相关研发机构（如华为海思、蔚来研发中心）聚集了大量中高收入的白领、工程师和技术人才，消费能力强且稳定；同济大学嘉定校区、各类研发机构和新兴产业吸引了大量年轻、高学历人才，构成新消费、体验式消费的主力军。

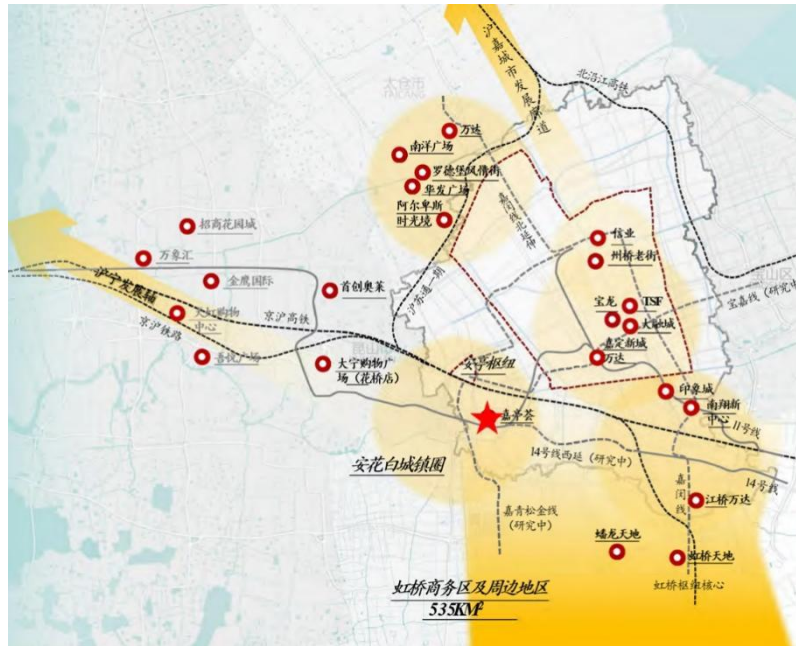
本区域内未来人口增长预期良好，产业转型带来的高端人才引进（如计划引进医疗专业人才 2000 名）将持续优化人口质量，支撑消费升级。

### 3) 商业竞争格局：先发优势显著，一期二期合并优势可期

本项目在安亭区域内具备先发优势与核心地位，作为安亭镇首个且目前唯一一个大型综合性商业体，二层与地铁 11 号线安亭站无缝连接，长期是安亭及周边花桥区域的“生活中心”，填补了区域商业空白。

嘉亭二期建成后与一期完成业态整合与空间优化，合并后纯商业面积达 14 万平方米，形成北里、中里、南里三大运营板块格局，业态布局与品牌承载能力得到完善，形成业态互补的运营格局。

图：安亭镇及周边区域商业项目分布情况<sup>15</sup>



## (二) 关于重要租户

根据申报材料，本项目有 2 家主力店，其中 1 家（以下简称主力店 1）在报告期内租赁收入占比分别为 8.75%、7.97%、8.96%、9.69%。请管理人参照《审核关注事项》关于重要现金流提供方的相关要求，补充披露或说明主力店 1 的相关情况。

答复：

### 1.基本情况

主力店 1 为上海嘉定安亭大润发商贸有限公司（以下简称“嘉亭荟大润发”），其基本情况如下：

表：嘉亭荟大润发基本情况

|      |                        |
|------|------------------------|
| 公司名称 | 上海嘉定安亭大润发商贸有限公司        |
| 注册地址 | 上海市嘉定区墨玉南路 1099 号一层至三层 |
| 注册资本 | 210 万美元                |

<sup>15</sup> 资料来源：《嘉定区商业空间布局专项规划（2024-2035）（公示稿）》。

|        |  |
|--------|--|
| 公司名称   | 上海嘉定安亭大润发商贸有限公司  |
| 公司注册号码 | 310000400644820  |
| 成立日期   | 2011年3月3日  |
| 经营范围   | 许可项目：食品销售；出版物零售；食品互联网销售；餐饮服务。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动，具体经营项目以相关部门批准文件或许可证件为准）一般项目：非电力家用器具销售；农作物种子经营（仅限不再分装的包装种子）；园艺产品销售；礼品花卉销售；肥料销售；专业保洁、清洗、消毒服务；洗烫服务；食用农产品零售；新鲜水果批发；特殊医学用途配方食品销售；婴幼儿配方乳粉及其他婴幼儿配方食品销售；保健食品（预包装）销售；母婴用品销售；第一类医疗器械销售；第二类医疗器械销售；文具用品零售；电池销售；玩具销售；电动自行车销售；工艺美术品及礼仪用品销售（象牙及其制品除外）；化妆品零售；个人卫生用品销售；五金产品零售；日用品销售；日用化学产品销售；日用杂品销售；户外用品销售；卫生杀虫剂销售；消毒剂销售（不含危险化学品）；广播影视设备销售；电池零配件销售；金属制品销售；建筑材料销售；软件销售；钟表销售；皮革制品销售；劳动保护用品销售；日用陶瓷制品销售；摩托车及零配件零售；家用电器销售；日用家电零售；家用电器安装服务；音响设备销售；玩具、动漫及游艺用品销售；食品用洗涤剂销售；汽车零配件零售；照相器材及望远镜零售；建筑装饰材料销售；箱包销售；新鲜水果零售；美发饰品销售；珠宝首饰零售；自行车及零配件零售；农林牧渔机械配件销售；灯具销售；日用百货销售；计算机软硬件及辅助设备零售；体育用品及器材零售；鲜蛋零售；汽车装饰用品销售；豆及薯类销售；新鲜蔬菜零售；服装服饰零售；鞋帽零售；办公用品销售；针纺织品销售；眼镜销售（不含隐形眼镜）；通讯设备销售；化工产品销售（不含许可类化工产品）；会议及展览服务；照明器具销售；塑料制品销售；租赁服务（不含许可类租赁服务）；柜台、摊位出租；物业管理；停车场服务；日用产品修理；日用电器修理；电动自行车维修；自行车修理；计算机及办公设备维修；家居用品销售；厨具卫具及日用杂品批发；家具安装和维修服务；制冷、空调设备销售；包装服务；家政服务；环境应急治理服务；电子产品销售；金银制品销售；居民日常生活服务；鞋和皮革修理；装卸搬运；宠物服务（不含动物诊疗）；护理机构服务（不含医疗服务）；宠物销售；宠物食品及用品零售；纸制品销售；润滑油销售；室内空气污染治理；渔需物资销售；竹制品销售。（除依法须经批准的项目外，凭营业执照依法自主开展经营活动） |
| 法人     | 李克鹏  |

## 2.主营业务情况

嘉亭荟大润发隶属于高鑫零售有限公司（高鑫零售，6808.HK），高鑫零售是拥有大卖场及多渠道电商业务的中国领

先零售商，以“大润发”、“大润发 Super”、“M 会员店”品牌经营大卖场、中型超市以及会员店业务。

截至 2026 年 3 月末，高鑫零售在全国 29 个省市自治区内 207 个城市共拥有 462 家大卖场、34 家中型超市及 6 家会员店，总建筑面积约为 1,339 万平方米<sup>16</sup>。高鑫零售致力于以质价比为基础，以健康和快乐为客户价值，为顾客提供新鲜、便宜、舒适、便利，且一次性购足的优质购物体验。

### 3.经营情况

嘉亭荟大润发是嘉亭荟一期项目自开业即入驻的核心主力店，其经营状况较为稳健，不存在影响经营的重大不利因素。报告期内嘉亭荟大润发经营情况如下：

表：嘉亭荟大润发的经营情况

| 时间        | 2026 年 3 月末<br>/2026 年 1-3 月 | 2025 年末/2025 年<br>1-12 月 | 2024 年末/2024<br>年 1-12 月 | 2023 年末/2023 年 1-<br>12 月 |
|-----------|------------------------------|--------------------------|--------------------------|---------------------------|
| 租赁面积（平方米） | 15,205.10                    | 15,205.10                | 15,205.10                | 15,205.10                 |
| 租赁面积占比    | 23.75%                       | 23.75%                   | 23.75%                   | 23.75%                    |
| 租赁收入（万元）  | 273.39                       | 1,095.37                 | 1,077.00                 | 1,077.00                  |
| 租赁收入占比    | 10.50%                       | 10.05%                   | 8.96%                    | 7.97%                     |
| 销售额（万元）   | 4,644.29                     | 13,745.97                | 21,883.96                | 23,524.54                 |

注：1、租赁收入系指与租赁业务相关的租金收入、物业管理费收入和推广费收入。不含不动产项目的多经收入、停车位收入和其他收入，系现金流口径统计数据。

2、虽然嘉亭荟大润发销售额近年有所下滑，但是据访谈运管团队，该店的单位面积销售额位于体系内中等偏上的水平。同时，大润发自身也在积极调整营运思路，及时更新目前消费者更偏好的货品，比如大幅提升生鲜货品量，将熟食、烘焙等现制档口前置，扩充电子消费类产品，同时减少传统类服饰、家用电器等周转率偏低的商品。目前该店铺的租售比（(租金+物业管理费等) ÷ 总销售额）约 6%，超市业态主力店的租售比区间通常在 3%~8%，大润发目前租售比处于合理区间，租金水平在租户可承受范围内，预计未来不会降租。

### 4.与原始权益人的关联关系和过往业务合作情况

<sup>16</sup> 数据来源：公司官网 <https://www.sunartretail.com/sc/business/business.php>。

嘉亭荟大润发与原始权益人不存在关联关系和过往业务合作情况。

## 5.历史租金支付情况

历史支付义务履行良好，该租户收缴率均为 100%。

## 6.资信情况

截至本反馈回复出具日，嘉亭荟大润发未有主体信用等级。经查询中国证监会网站<sup>17</sup>、应急管理部网站<sup>18</sup>、生态环境部网站<sup>19</sup>、自然资源部网站<sup>20</sup>、国家市场监督管理总局网站<sup>21</sup>、国家发展和改革委员会网站<sup>22</sup>、中华人民共和国财政部网站<sup>23</sup>、中华人民共和国住房和城乡建设部网站<sup>24</sup>、中华人民共和国公安部网站<sup>25</sup>、“信用中国”平台<sup>26</sup>、证券期货市场失信记录查询平台<sup>27</sup>、中国政府采购网政府采购严重违法失信行为信息记录网站<sup>28</sup>、全国建筑市场监管公共服务平台<sup>29</sup>、中国裁判文书网<sup>30</sup>、中国执行信息公开网-失信被执行人查询系统<sup>31</sup>及中国执行信息公开网-被执行人信息查询系统<sup>32</sup>，嘉亭荟大润发最近 3 年不存在因严重违法失信行为被

---

<sup>17</sup> 网址：[www.csrc.gov.cn](http://www.csrc.gov.cn)。

<sup>18</sup> 网址：[www.mem.gov.cn](http://www.mem.gov.cn)。

<sup>19</sup> 网址：[www.mee.gov.cn](http://www.mee.gov.cn)。

<sup>20</sup> 网址：[www.mnr.gov.cn](http://www.mnr.gov.cn)。

<sup>21</sup> 网址：[www.samr.gov.cn](http://www.samr.gov.cn)。

<sup>22</sup> 网址：[www.ndrc.gov.cn](http://www.ndrc.gov.cn)。

<sup>23</sup> 网址：[www.mof.gov.cn](http://www.mof.gov.cn)。

<sup>24</sup> 网址：[www.mohurd.gov.cn](http://www.mohurd.gov.cn)

<sup>25</sup> 网址：[www.mps.gov.cn](http://www.mps.gov.cn)。

<sup>26</sup> 网址：[www.creditchina.gov.cn](http://www.creditchina.gov.cn)。

<sup>27</sup> 网址：[neris.csrc.gov.cn/shixinchaxun](http://neris.csrc.gov.cn/shixinchaxun)。

<sup>28</sup> 网址：[www.ccg.gov.cn](http://www.ccg.gov.cn)。

<sup>29</sup> 网址：[jzsc.mohurd.gov.cn](http://jzsc.mohurd.gov.cn)。

<sup>30</sup> 网址：[wenshu.court.gov.cn](http://wenshu.court.gov.cn)。

<sup>31</sup> 网址：[zxgk.court.gov.cn/shixin](http://zxgk.court.gov.cn/shixin)。

<sup>32</sup> 网址：[zxgk.court.gov.cn/zhixing](http://zxgk.court.gov.cn/zhixing)。

有权部门认定为失信被执行人、重大税收违法案件当事人或者涉及金融严重失信人等情形。

管理人已在本基金招募说明书之“第二章 不动产项目”之“第一节 不动产项目概况”之“九、重要现金流提供方”补充披露上述重要现金流提供方相关情况。

### （三）关于项目稳定运营

根据申报材料，本项目的**主要原始权益人泛全有限公司（GLOBAL CLASS LIMITED）系崇邦控股（国际）有限公司（以下简称崇邦控股）控制的公司**。报告期内，崇邦控股营业收入、净利润持续下降，资产负债率持续攀升，**2024年净资产规模显著下降**。请管理人结合崇邦控股的财务状况、资信状况、内部治理机制、持续经营能力等，说明对本项目稳定运营的影响。

答复：

崇邦控股财务风险可控、资信状况良好、内部治理规范、持续经营能力稳定，其近期财务波动主要为公允价值变动及新项目培育所致，不会对本项目稳定运营、现金流安全及投资人利益产生重大不利影响。

#### 1.财务状况

报告期内，崇邦控股主要财务指标如下：

表：报告期内崇邦控股主要财务指标

| 项目       | 2026年1-3月<br>/2026年3月末 | 2025年度/末 | 2024年度/末 | 2023年度/末 |
|----------|------------------------|----------|----------|----------|
| 总资产（亿港元） | 356.74                 | 352.62   | 366.09   | 412.40   |
| 总负债（亿港元） | 257.92                 | 255.01   | 246.14   | 245.61   |

| 项目                        | 2026年1-3月<br>/2026年3月末 | 2025年度/末    | 2024年度/末 | 2023年度/末 |
|---------------------------|------------------------|-------------|----------|----------|
| 净资产（亿港元）                  | 98.82                  | 97.62       | 119.95   | 166.79   |
| 资产负债率（%）                  | 72.30                  | 72.32       | 67.23    | 59.56    |
| 经调整总资产（亿港元） <sup>33</sup> | 427.32                 | 423.19      | 410.01   | 417.35   |
| 经调整资产负债率（%）               | 60.36                  | 60.26       | 60.03    | 58.85    |
| 营业收入（亿港元）                 | <b>2.57</b>            | <b>9.81</b> | 10.65    | 11.83    |
| 净利润（亿港元）                  | -2.69                  | -31.83      | -36.90   | -6.00    |
| 经调整净利润（亿港元，剔除公允价值变动影响）    | -2.68                  | -5.18       | 2.07     | -1.05    |
| 经营活动产生现金流量净额（亿港元）         | -0.26                  | 0.96        | 4.62     | 2.84     |
| EBITDA（亿港元） <sup>34</sup> | -0.84                  | -1.11       | 4.67     | 3.98     |

报告期内，崇邦控股营业收入分别为 11.83 亿港元、10.65 亿港元、9.81 亿港元和 2.57 亿港元，净利润分别为-6.00 亿港元、-36.90 亿港元、-31.83 亿港元和-2.69 亿港元，营业收入、净利润持续下降；报告期末，崇邦控股净资产分别为 166.79 亿港元、119.95 亿港元、97.62 亿港元和 98.82 亿港元，资产负债率分别为 59.56%、67.23%、72.32%和 72.30%。

扣除公允价值变动影响后，2023 年-2025 年及 2026 年一季度末经调整总资产持续上升，资产负债率稳定在 60%中轴，资产负债表现平稳。经调整净利润亏损情况显著收窄，显示出崇邦控股剔除公允价值减值后相对稳健的财务表现。

### （1）报告期内财务指标变动原因及影响

<sup>33</sup> 为剔除公允价值变动影响，投资性房地产金额以 2023 年初金额为基数（例：2025 年总资产为报表总资产加回 2023 年-2025 年累计的 Valuation Loss 科目）

<sup>34</sup> 崇邦控股 2025 年度 EBITDA 为-1.11 亿港元，金额为负，主要系崇邦控股以港币为财务报表列报货币，境内经营收支以人民币计价结算，因记账本位币与列报货币存在币种差异，期末外币报表折算形成了账面汇兑损失 19,781.12 万港元所致。该汇兑损失不涉及实际现金流出，剔除该汇兑损失影响，2025 年度崇邦控股 EBITDA 为 0.87 亿港元，金额为正。

基于审慎原则，崇邦控股对相关投资性房地产开展保守、充分的公允价值减值测试，严格依据市场租金、出租率等核心经营数据及第三方评估机构意见，足额计提资产减值准备，产生公允价值变动亏损，以真实、公允反映资产价值与潜在市场风险。其中，2024年净资产下降，主要系2023年104.87亿港元在建物业建成后以公允价值确认投资性房地产，当期减值测试即产生较高公允价值变动亏损，投资物业科目金额下降所致。

报告期内相关减值系会计层面的资产账面价值调整，不涉及现金流出，亦未对物业正常运营与现金流创造能力产生重大影响。同期崇邦控股总负债规模保持稳定，未发生重大变动，因此导致总资产相应下降、资产负债率有所上升。

## **(2) 崇邦控股股东提供的财务支持**

崇邦控股非流动负债中包括股东方提供的无息借款，报告期内分别为64.86亿港元、64.40亿港元、64.67亿港元和65.03亿港元，占总负债平均为25.78%。根据股东借款合同的约定，崇邦控股股东借款无固定到期日、不计息，实质上等同于股东的股权出资，不涉及崇邦控股实质或潜在的支付义务。因此，目前若不考虑股东借款，则2026年3月末崇邦控股资产负债率可从72.30%进一步下降至54.07%，偿债能力有所保障。

## **(3) 未来商业地产预期改善**

随着宏观经济持续回暖、消费信心逐步修复，上海及江浙地区商业物业市场已出现触底反弹倾向，整体经营环境持续向好。当前区域消费需求稳步回升、品牌拓店意愿增强，核心商圈物业

出租率与租金水平逐步企稳，跌幅显著收窄；叠加产业升级、首店经济活跃、入境消费复苏等多重利好支撑，市场底部复苏信号明确。

崇邦控股所持核心商业物业凭借区位优势、成熟运营与稳定客流，将充分受益于市场回暖，未来经营业绩与资产价值有望持续改善，为公司整体财务表现与可持续发展提供坚实支撑。

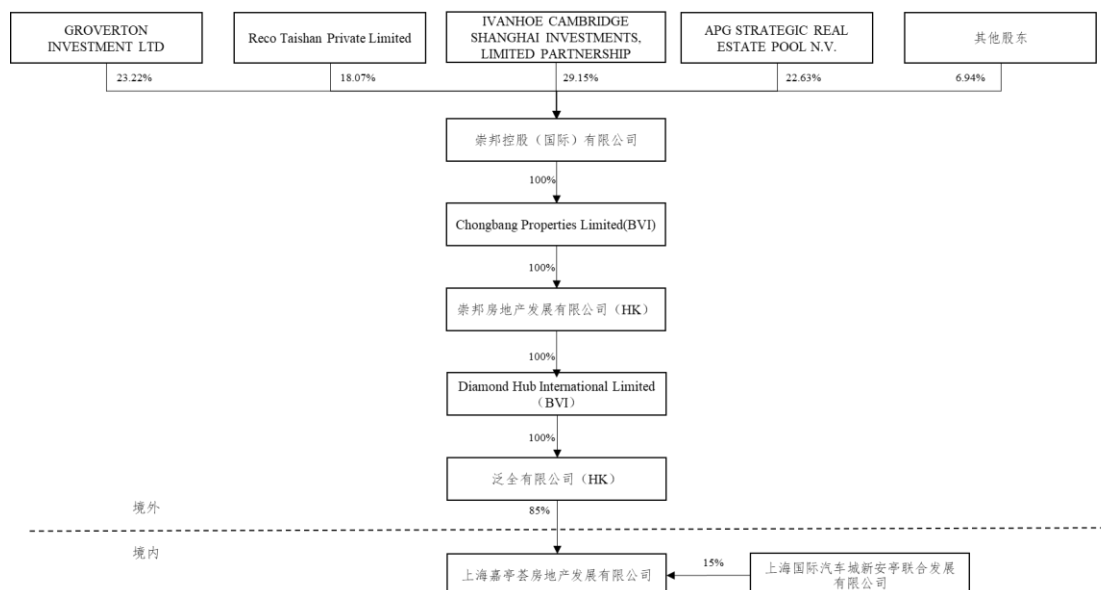
综上，上述财务指标变动仅为会计处理影响，崇邦控股整体经营状况稳健，核心物业出租与招商运营正常，长期可持续经营能力未受实质影响。

## 2.内部治理机制情况

### (1) 主要原始权益人股权结构

截至报告期末，项目公司控股股东为泛全有限公司（简称“泛全公司”及“主要原始权益人”），持股比例 85%。项目公司其余 15%股份由上海国际汽车城新安亭联合发展有限公司持有。

图:项目公司股权结构图



截至报告期末，崇邦控股（国际）有限公司（简称“崇邦控股”）为泛全公司控股股东，泛全公司及崇邦控股无实际控制人。

截至 2026 年 3 月 31 日，崇邦控股股东情况如下：

表：崇邦控股股东情况

| 序号 | 股东名称  | 股东所在集团                     | 持股比例   | 股东背景简介 <sup>35</sup>  |
|----|---|----------------------------|--------|---|
| 1  | IVANHOE CAMBRIDGE SHANGHAI INVESTMENTS, LIMITED PARTNERSHIP | 加拿大魁北克储蓄投资集团               | 29.15% | <p>(1) 加拿大领先的养老金管理机构，其投资于全球各主要的金融市场、私募股权、基建市场和房地产市场。</p> <p>(2) 房地产投资组合涵盖了北美洲、拉丁美洲、欧洲和亚太区的超过 1,500 项地产投资。</p>                                   |
| 2  | GROVERTON INVESTMENT LTD                                    | 香港安泰集团 (Edward Wong Group) | 23.22% | <p>(1) 成立于 1957 年，总部设立于中国香港。是一家集贸易、公司金融和房地产投资及发展为一体的大型综合性公司。</p> <p>(2) 旗下地产投资业务覆盖中国大陆、中国香港、美国和加拿大。</p>   |
| 3  | APG STRATEGIC REAL ESTATE POOL N.V.                         | 荷兰汇盈资产管理公司                 | 22.63% | <p>(1) 成立于 2008 年，是荷兰退休金管理公司以及全球最大的养老金投资机构之一，为荷兰共计 460 万个公共部门和私人部门的养老金参与者管理资产规模约 6 千亿欧元。</p> <p>(2) 在全球进行大规模项目的投资，旗下房地产部门投资于全球关键市场中多个类别的平台。</p> |
| 4  | Reco Taishan Private Limited                                | 新加坡政府投资公司 (GIC)            | 18.07% | <p>(1) 成立于 1981 年，隶属于新加坡政府财政部的基金管理公司，通过对新加坡外汇储备的投资实现保值和增值。</p> <p>(2) 全球知名的一家长线投资于跨资产类别的环球基金。</p> <p>GIC 房地产部门投资标的横跨 30 多个国家。</p>               |
| 5  | TIMEZONE INTERNATIONAL LIMITED                              | /                          | 2.54%  | /   |
| 6  | SHUN HING CHINA INVESTMENT LIMITED                          | /                          | 2.20%  | /   |
| 7  | Time Glory Investments Limited                              | /                          | 2.20%  | /   |

<sup>35</sup> 下表数据来源于公开渠道信息及崇邦控股提供信息整理。

| 序号 | 股东名称 | 股东所在集团 | 持股比例    | 股东背景简介 <sup>35</sup> |
|----|------|--------|---------|----------------------|
|    | 合计   | /      | 100.00% | /                    |

## (2) 认定崇邦控股、泛全公司无实际控制人的法律依据

崇邦控股向上穿透无实际控制人。持有崇邦控股股权超过 10% 的 4 家股东分别所属加拿大魁北克储蓄投资集团、香港安泰集团（Edward Wong Group）、荷兰汇盈资产管理公司以及新加坡政府投资公司（GIC）。其中，加拿大魁北克储蓄投资集团、荷兰汇盈资产管理公司为养老基金，新加坡政府投资公司（GIC）为主权财富基金，穿透来看其背后投资者较为分散，且单家持股均未超过 30%。此外，香港安泰集团旗下的 GROVERTON INVESTMENT LTD 拟出具《说明函》：“穿透来看，本公司不存在持有崇邦控股股权/股份表决权比例超过 30% 的情形，本公司与崇邦控股各股东之间不存在一致行动协议、表决权委托协议或其他可能导致形成共同控制或潜在控制安排的特殊约定。公司以自身独立的意思表示行使股东权利，不存在任何书面或口头的控制安排”。

参考《上市公司收购管理办法》（2020 修正）第八十四条，“拥有上市公司控制权”的具体情形，包括：（一）投资者为上市公司持股 50% 以上的控股股东；（二）投资者可以实际支配上市公司股份表决权超过 30%；（三）投资者通过实际支配上市公司股份表决权能够决定公司董事会半数以上成员选任；（四）投资者依其可实际支配的上市公司股份表决权足以对上市公司股东大会的决议产生重大影响等。

崇邦控股不存在任何单一股东持股或支配表决权超过30%、亦不存在能够单独决定董事会半数以上成员选任或单独对股东（大）会决议产生重大影响的主体，依照相关规定，崇邦控股无实际控制人。

参考《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第57号——招股说明书》第三十二条第（三）款，“实际控制人应披露至最终的国有控股主体、集体组织、自然人等”。基于上述要求，泛全公司实际控制人认定应上穿到最上层主体，崇邦控股无实际控制人，因此泛全公司亦无实际控制人。

### **（3）关于崇邦控股、泛全公司无实际控制人对项目经营稳定性的影响**

报告期内，崇邦控股的主要股东为 IVANHOE CAMBRIDGE SHANGHAI INVESTMENTS 、 LIMITED PARTNERSHIP 、 GROVERTON INVESTMENT LTD 等，未发生变动，公司股权结构稳定。崇邦控股虽然无实际控制人，但是各股东之间已根据相关协议和适用的法律法规、监管要求设置了股东会、董事会和执行委员会，形成了权责分明的公司治理架构。

崇邦控股治理机制清晰稳定、潜在“公司僵局”情形处理机制成熟。泛全公司控制权稳定，具备持续经营能力。具体如下：

#### **1) 崇邦控股目前的治理机制决策及授权范围**

经核查崇邦控股的公司章程及股东协议相关章节，崇邦控股的决策治理机制如下：

#### **表：崇邦控股三会构成及决策机制**

| 治理层级  | 组成/法定人数   | 主要决策事项类型  | 决策机制   |
|-------|---|---|--|
| 股东会   | 全体股东，按持股比例行使投票权   | <p><b>全体股东一致通过：</b>公司重大事项（如变更业务范围、股东追加出资或提供担保）；</p> <p><b>特别决议通过：</b>涉及资本结构、治理或重大重组的核心事项（如发行股份、修改章程、IPO、合并清算等）；</p> <p><b>普通决议通过：</b>其余日常经营及管理事项。</p>   | <p>股东会法定人数为持有<math>\geq 2/3</math>已发行股份的股东出席</p> <p><b>特别决议事项：</b>出席且有权投票的股东中，<math>\geq 2/3</math>投票权同意</p> <p><b>普通决议事项：</b>出席且有权投票的股东中，<math>&gt;50\%</math>投票权同意</p>   |
| 董事会   | <p>最多 7 人</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Groverton 提名 1 人</li> <li>• Reco 提名 1 人</li> <li>• APG 提名 1 人</li> <li>• ICS 提名 1 人</li> <li>• CEO 1 人</li> <li>• 独立非执行董事 2 人</li> </ul> | <p><b>董事会一致通过：</b>涉及公司重要变更或重大风险的事项（如建议修改章程、合并、清算、LTV 超 60%、交叉抵押等）；</p> <p><b>董事会特别决议通过：</b>涉及经营计划、资本运作、财务人事、投资及关联交易等核心决策事项（如批准预算及融资、建议 IPO、任命高管、关联交易<math>\geq 2000</math>万元、新投资及处置资产等）；</p> <p><b>董事会普通决议通过：</b>上述以外的其他日常管理事项。</p> | <p>法定人数通常为 4 名董事，首次会议不满足顺延至次周，同议程延期会议法定人数降为 3 人</p> <p><b>特别决议事项：</b>出席且有权投票的董事中，<math>\geq 2/3</math>投票权同意</p> <p><b>普通决议事项：</b>出席且有权投票的董事中，<math>&gt;50\%</math>投票权同意</p>  |
| 执行委员会 | 由董事会指定，目前由 5 名成员组成  | <p><b>日常运营管理事项充分授权：</b>公司已将部分日常经营管理事项授权执行委员会决策，有利于提升经营管理效率并降低重大治理事项对日常运营的影响。</p> <p><b>特别决议事项：</b>涉及境内子公司的重要决策（诉讼、仲裁、清算、停业、内部借款）、关联交易、投资提案等。</p> <p><b>普通决议事项：</b>除上述外的其他管理事项</p>   | <p><b>特别决议事项：</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 出席并有权投票的委员会成员，<math>\geq 75\%</math>投票权同意</li> </ul> <p><b>普通决议事项：</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 出席并有权投票的委员会成员，<math>&gt;50\%</math>投票权同意</li> </ul> |

根据上表，崇邦控股已按照公司治理的相关要求制定了《公司章程》等公司治理的相关制度，明确了股东会、董事会和执行委员会的职责权限、工作程序。股东会为最高权力机构，负责重大事项决策；董事会为最高经营决策机构，承担战略制定及核心管理职能；执行委员会及经营管理层负责日常运营与决议落地。各治理主体之间权责划分明确、决策程序清晰，有利于形成有效制衡机制，保障公司规范运作及经营稳定性。

此外，在内部控制制度方面，公司建立覆盖全业务、全流程的内控管理体系，针对性制定风险管理、信息安全、业务连续性、财务及市务管理等多项制度。建立起覆盖风险管理、信息安全、财务管理及招商运营等关键环节的内控制度，各项流程清晰、管控到位；实现决策、运营、风险防控的全流程闭环管理，内部控制健全有效，公司治理状况良好。

## 2) 公司治理机制的稳定性及“公司僵局”<sup>36</sup>化解预案

### ① “无法达成通过时的处理”机制

崇邦控股的决策机制中，“无法达成通过时的处理”可能发生在两个层面：1) 会议法定人数不足（无法开会）；2) 投票未达门槛（开会但表决不通过）。两个层面的处理方式不同：

#### A.会议法定人数不足时的处理

公司治理文件针对股东会和董事会分别设定了递延规则，有利于避免因个别股东或董事未出席而导致治理机制长期停滞：

| 会议类型 | 法定人数定义                          | 首次不足      | 再次不足  |
|------|---------------------------------|-----------|---|
| 股东会  | 持有 $\geq 2/3$ 已发行股份的股东出席        | 延期至下周同日同地 | 延期会议上30分钟内仍不足，任何2名有权投票的股东出席即构成法定人数，可处理原议程                       |
| 董事会  | 任何4名董事出席，特定情形下减少（如违约股东委派的董事不计入） | 延期至下周同日同地 | 延期会议上30分钟内仍不足，任何3名董事（或全部，若少于3人）出席即构成法定人数，前提是延期会议前已向全体董事发出至少3天通知 |

#### B.投票未达决策门槛时的处理

<sup>36</sup> 根据《公司法》及《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国公司法〉若干问题的规定（二）》的规定，“公司僵局”一般是指公司经营管理发生严重困难，继续存续会使股东利益受到重大损失，通过其他途径不能解决的情形。一般包括以下几种情形：“①公司持续两年以上无法召开股东会或者股东大会，公司经营管理发生严重困难的；②股东表决时无法达到法定或者公司章程规定的比例，持续两年以上不能做出有效的股东会或者股东大会决议，公司经营管理发生严重困难的；③公司董事长期冲突，且无法通过股东会或者股东大会解决，公司经营管理发生严重困难的；④经营管理发生其他严重困难，公司继续存续会使股东利益受到重大损失的情形。”

若相关事项未达到约定表决门槛，则该事项在当次会议中无法获得通过，公司不得实施相关行为。

从治理实践来看，公司重大事项通常需经充分沟通协商后再提交审议，且公司设置了股东会、董事会及执行委员会的分层决策机制，不同层级决策事项的权限划分较为明确；对于未获通过事项，各方可根据实际经营需要进一步协商、调整方案后重新提交审议。

## ②历史运行情况

根据崇邦控股拟出具的《崇邦控股（国际）有限公司（Chongbang Holdings (International) Limited）关于自身情况的说明及承诺函》，截至承诺函出具之日，崇邦控股现行公司治理和决策机制切实有效，历史上未出现股东会、董事会或执行委员会就重大事项长期无法形成有效决议、进而对公司正常经营造成重大不利影响的情形。

## ③未来潜在僵局的应对能力

崇邦控股的治理机制属于企业治理中保障重大决策审慎性、保护少数股东利益、防范激进经营风险的常态化制度设计，可以保障公司在面临表决分歧时仍能保持运转，说明如下：

第一，股东层面具备成熟、理性的常态化商务磋商机制。崇邦控股的股东均为国内外知名的专业房地产投资机构或产业资本，具备商业理性。若未来发生重大战略决策分歧，各方将启动股东决策层之间的友好协商机制，依托长期的战略合作关系寻找核心利益的平衡点，避免陷入恶意对立。

第二，董事会层面建立了分层决策与制衡机制。除批准业务计划及预算外，大部分日常经营事项为普通决议事项，仅需出席董事过半数(>50%)同意即可通过，通过门槛较低且经营性质更容易达成共识，保障业务连续性。重大事项适用特别决议，需 $\geq 2/3$ 董事同意。目前董事会由5名董事组成，包括1名CEO及4名股东代表董事。特别决议需至少4票同意，单一股东无权否决重大事项，需多方协商后方可通过，这是无实控人架构下防止单方控制的必要制衡机制，符合公司治理审慎性原则。事项未获通过时，各方可依据公司章程调整方案后重新提交审议或进一步协商，公司维持现状继续经营，不会导致治理瘫痪。

第三，底层项目管理层获得充分授权，形成运营托底。董事会及执行委员会已对境内子公司管理层在既定年度预算及运营目标内授予了充分的自主经营权。中长期战略层面的个别表决周期延宕，不会对项目的底层日常物业运营、商户租赁及资金流转造成实质性不利影响。

未来如出现相关事项未获通过的情况，各方将依据公司章程、股东协议及相关议事规则，通过进一步沟通协商、调整方案后重新提交审议等方式推进相关事项决策。对于日常经营事项，公司亦已通过执行委员会授权机制进行分层管理，因此预计不会因个别事项未获通过而对项目日常运营造成重大不利影响。

综上，崇邦控股虽无单一实际控制人，但其已建立较为完善的公司治理及决策机制，各治理主体权责明确，报告期内亦未出现因股东分歧导致公司治理失效或项目经营受到重大不利影响

的情形，因此，无实际控制人的情况预计不会对公司治理有效性及项目经营稳定性产生重大不利影响。

### 3) 崇邦控股承诺将持续运营不动产项目

崇邦控股专注在上海和周边地区投资开发、运营具有商业功能的城市综合体项目。截至 2025 年末，崇邦集团共持有 9 个商业城市综合体项目，建筑面积总计达 157.53 万平方米，其中 7 个位于上海、1 个位于昆山、1 个位于杭州。业务构成方面，2023-2025 年，崇邦控股主营业务收入来源中，租金收入分别为 94,280.35 万港元、78,126.35 万港元和 70,999.24 万港元，占比分别为 79.68%、73.38%和 72.37%；物业出售收入分别为 99.11 万港元、904.70 万港元、0 万港元，占比均不足 1%。体现出以持有运营为主、深耕商业不动产的成熟商业模式。综上，崇邦控股具备充足的能力和历史沉淀，能够持续深耕商业不动产领域。

崇邦控股将持续督促运营管理机构保持对不动产项目的持续运营，不主动退出不动产项目运营管理。基金发行后，原始权益人及其同一控制下的关联方拟持有战略配售份额的比例为 20%。同时，项目拟聘任上海崇伦企业管理有限公司（以下简称“崇伦企管”）担任运营管理机构，崇伦企管由崇邦控股 100% 间接控股。原始权益人自持基金份额及由原始权益人关联方担任运管机构等安排有利于保障项目的稳定运营。此外，崇邦控股拟出具相关承诺函，承诺：“崇邦控股将在基金存续期内持续监督和促使崇伦企管或崇邦控股其他关联方（如涉及）依法依规担任运营管理机构并履行相关运营管理义务和责任，采取必要措施保

障不动产项目长期持续稳定运营，不会采取任何措施以主动退出不动产项目的运营管理”。

综上，崇邦控股已构建权责清晰、运行规范的内部治理体系，并建立覆盖全面、执行有效的内部控制制度，整体治理结构完善，能够为公司持续稳健运营提供坚实保障。泛全公司作为崇邦控股穿透 100%持股的主体，控制权稳定。

#### 4) 风险揭示

管理人在本项目招募说明书概要及风险因素之“第二节 风险因素”之“二、与不动产项目特性相关的风险”中，补充风险揭示如下：

##### “主要原始权益人无实际控制人相关风险

主要原始权益人间接控股股东崇邦控股无实际控制人，崇邦控股单一股东持股均未超过 30%。尽管崇邦控股已建立完善的公司治理和分层决策机制，制定完善的“公司僵局”情形决策机制，并承诺持续保障项目稳定运营。但在极端情况下，如崇邦控股主要股东若出现重大分歧，可能影响决策效率，进而对不动产运营产生不利影响。基金管理人将持续关注相关治理情况，督促各方履行承诺，保障持有人权益。”

### 3.资信水平、商业信用、主体评级情况

截至本反馈回复出具日，崇邦控股未有主体信用等级。经查

询中国证监会网站<sup>37</sup>、应急管理部网站<sup>38</sup>、生态环境部网站<sup>39</sup>、自然资源部网站<sup>40</sup>、国家市场监督管理总局网站<sup>41</sup>、国家发展和改革委员会网站<sup>42</sup>、中华人民共和国财政部网站<sup>43</sup>、中华人民共和国住房和城乡建设部网站<sup>44</sup>、中华人民共和国公安部网站<sup>45</sup>、“信用中国”平台<sup>46</sup>、证券期货市场失信记录查询平台<sup>47</sup>、中国政府采购网政府采购严重违法失信行为信息记录网站<sup>48</sup>、全国建筑市场监管公共服务平台<sup>49</sup>、中国裁判文书网<sup>50</sup>、中国执行信息公开网-失信被执行人查询系统<sup>51</sup>及中国执行信息公开网-被执行人信息查询系统<sup>52</sup>，崇邦控股最近三年不存在重大违法违规记录，不存在因严重违法失信行为被有权部门认定为失信被执行人、失信生产经营单位或者其他失信单位并被暂停或者限制进行融资的情形。

#### 4.持续经营能力

崇邦控股集团自 2003 年成立以来，始终聚焦带商业功能的  
城市综合体这一核心赛道深耕布局，形成了高度专业化的运营发  
展模式，专注运营管理经验与能力沉淀。

---

<sup>37</sup> 网址：[www.csrc.gov.cn](http://www.csrc.gov.cn)。

<sup>38</sup> 网址：[www.mem.gov.cn](http://www.mem.gov.cn)。

<sup>39</sup> 网址：[www.mee.gov.cn](http://www.mee.gov.cn)。

<sup>40</sup> 网址：[www.mnr.gov.cn](http://www.mnr.gov.cn)。

<sup>41</sup> 网址：[www.samr.gov.cn](http://www.samr.gov.cn)。

<sup>42</sup> 网址：[www.ndrc.gov.cn](http://www.ndrc.gov.cn)。

<sup>43</sup> 网址：[www.mof.gov.cn](http://www.mof.gov.cn)。

<sup>44</sup> 网址：[www.mohurd.gov.cn](http://www.mohurd.gov.cn)

<sup>45</sup> 网址：[www.mps.gov.cn](http://www.mps.gov.cn)。

<sup>46</sup> 网址：[www.creditchina.gov.cn](http://www.creditchina.gov.cn)。

<sup>47</sup> 网址：[neris.csrc.gov.cn/shixinchaxun](http://neris.csrc.gov.cn/shixinchaxun)。

<sup>48</sup> 网址：[www.ccgf.gov.cn](http://www.ccgf.gov.cn)。

<sup>49</sup> 网址：[jzsc.mohurd.gov.cn](http://jzsc.mohurd.gov.cn)。

<sup>50</sup> 网址：[wenshu.court.gov.cn](http://wenshu.court.gov.cn)。

<sup>51</sup> 网址：[zxgk.court.gov.cn/shixin](http://zxgk.court.gov.cn/shixin)。

<sup>52</sup> 网址：[zxgk.court.gov.cn/zhixing](http://zxgk.court.gov.cn/zhixing)。

基于多年来在商业物业核心赛道的深耕积累，崇邦控股稳步推进轻资产发展策略，依托自身专业优势为第三方提供资产管理服务，进一步发挥核心运营专长。针对 2025 年 12 月新成立的崇伦企管，为充分保障投资人利益并确保项目稳定运营，崇邦控股将为其提供充足、持续的财务支持，同时在全类资源上予以重点倾斜，优先保障该管理平台的发展壮大，助力其实现长期、稳定运营。

#### 四、资产评估与估值合理性

本次反馈答复对评估参数进行了调整，估值由 12.60 亿元变更为 11.03 亿元，主要估值调整因素如下：

表：评估参数调整情况对比表

| 评估参数                                   | 申报稿   | 反馈回复稿   |
|--|---|---|
| 平均出租率                                  | 2025 年第四季度为 88.5%、2026 年为 91.9%、2027 年为 93.5%，稳定期出租率为 94.9% | 2026 年为 88%、2027 年为 89%，2028 年及稳定期为 90%（不动产项目 2021-2025 年平均出租率为 91.08%）；此外，因主力店 1 改造，考虑改造期间空置和爬坡因素，项目整体平均出租率 2032 年为 71.7%、2033 年为 84.9%、2034 年为 87.4%、2035 年及以后为 90%       |
| 主力店 1 对应区域到期后出租情况（预计租赁面积 14,583.73 平米） | 假设主力店 1 在 2032 年 4 月到期后的 6 个月为招商期和装修期，期间空置无租金               | 假设主力店 1 在 2032 年 4 月到期后的 6 个月为招商装修期。主力店 1 所在区域预测爬坡期为：2032 年 4-10 月为 0；2032 年 10-12 月平均出租率 60%，2033 年 L2/L3 平均出租率 72.5%/70%，2034 年 L2/L3 平均出租率 85%/80%，2035 年及以后整体平均出租率为 90% |

| 评估参数                | 申报稿  | 反馈回复稿   |
|---------------------|--|---|
| 专门店租约期外租金单价（市场租金）   | 地上一层专门店的市场租金为 260 元/平方米/月，项目整体市场租金（不考虑主力店 1）为 159.06 元/平方米/月 | 地上一层专门店的市场租金为 247 元/平方米/月，项目整体市场租金（不考虑主力店 1）为 144.01 元/平方米/月（较实际租金水平低 3.79%）  |
| 租金增长率               | 2026-2027 年不增长；2028-2035 年主力店 2.0%、专门店 2.5%                  | 谨慎考虑租金单价在 2026-2028 不增长；此后根据店铺类型分阶段设置增长率，具体为：<br>主力店：2026-2028 年增长率 0；2029-2030 年增长率 1.5%；2031-2032 年增长率 1.75%；2033-2035 年增长率为 2%；<br>专门店：2026-2028 年增长率 0；2029-2030 年增长率 1.5%；2031-2032 年增长率 1.75%；2033-2034 年增长率 2%；2035 年增长率 2.25% |
| 提成租金收入及增长率          | 2026 年预测数取 2025 年实际数，假设 2026-2027 年不增长，此后每年增长 2%至第十年         | 2026 年 4-12 月取值参考基准日前一年实际数，假设 2026-2028 不增长，此后每年增长 2%至第十年   |
| 物业管理费收入及增长率         | 预计 2026-2027 年物业管理单价不增长，2028 及后续年度的物业管理费单价在上述单价的基础上每年按 2%增长  | 预计 2026-2028 年物业管理单价不增长，2029 及后续年度的物业管理费单价在上述单价的基础上每年按 2%增长   |
| 多经收入及增长率            | 2026 年预测数取 2025 年实际数，假设 2026-2027 年不增长，此后每年增长 2%至第十年         | 2026 年 4-12 月取值参考基准日前一年实际数，在此基础上，假设 2026-2028 年不增长，此后每年增长 2%至第十年。特别地，因搭建点位产生的收入不计入估值及现金流预测  |
| 其他收入及增长率（推广费、停车位）   | 2026 年预测数取 2025 年实际数，假设 2026-2027 年不增长，此后每年增长 2%至第十年         | 2026 年 4-12 月取值参考基准日前一年实际数，假设 2026-2028 不增长，此后每年增长 2%至第十年   |
| 长期增长率 <sup>53</sup> | 2.50%  | 2.25%   |
| 收缴率                 | 100%   | 当期收缴率 99%，期后收缴率 100%  |
| 折现率                 | 6.00%  | 5.25%   |
| 估值                  | 12.60 亿元   | 11.03 亿元  |

调整后的资产评估预测参数如下：

表：不动产项目评估参数预测汇总表

<sup>53</sup> 长期增长率系指 10 年预测期外的运营净收益增长率。

| 评估参数          | 参数假设  |
|---------------|---|
| 市场租金          | 专门店地上一层的市场租金为 247 元/平方米/月，各层专门店市场租金修正结果范围为 51-247 元/平方米/月<br>项目整体市场租金（不考虑主力店 1）为 144.01 元/平方米/月   |
| 主力店 1 所在区域的租金 | 2032 年 4 月 14 日之前属于租约内，按在手租约签约水平预测，到期后进行业态调整按所在楼层 L2/L3 的专门店市场租金水平预测  |
| 租金增长率         | 主力店：2026-2028 年增长率 0；2029-2030 年增长率 1.5%；2031-2032 年增长率 1.75%；2033-2035 年增长率为 2%<br>专门店：2026-2028 年增长率 0；2029-2030 年增长率 1.5%；2031-2032 年增长率 1.75%；2033-2034 年增长率 2%；2035 年增长率 2.25% |
| 出租率           | 2026 年为 88%、2027 年为 89%，2028 年及稳定期为 90%（不动产项目 2021-2025 年平均出租率为 91.08%）<br>因主力店 1 改造，考虑改造期间空置和爬坡因素，项目整体平均出租率 2032 年为 71.7%、2033 年为 84.9%、2034 年为 87.4%、2035 年及以后为 90%               |
| 免租期           | 每次更新租期时有效的年均免租期及空置期合计为 10 天   |
| 提成租金收入        | 以产权方提供之 2025 年 4 月-2026 年 3 月提成租金收入数据，预计 2026-2028 年不增长，2029-2034 年按增幅 2%测算   |
| 物业管理费收入       | 2026-2028 年物业管理单价不增长，2029 及后续年度的物业管理费单价在上述单价的基础上每年按 2%增长  |
| 多经/推广费/停车位收入  | 以产权方提供之 2025 年 4 月-2026 年 3 月多经/推广费/停车位收入数据为依据，预计 2026-2028 年不增长，2029 及后续年度年增幅 2%；因搭建点位产生的收入不计入估值及现金流预测   |
| 长期增长率         | 2.25%   |
| 运营管理费         | 包含人员及行政费用、宣传及销售服务费用。根据过往经营数据及运营管理协议，运管费 2026-2032 年按运营收入的 10.0%计取，2033 年及后续年度按运营收入的 8.0%计取  |
| 物业管理费         | 包含物业日常的物业管理费用、维修保养费用及物业人员费用。根据过往经营数据及物业管理协议，物管费 2026-2027 年按运营收入的 16.5%计取，2028-2032 年按运营收入的 15.5%计取，2033 年及后续年度按运营收入的 12.5%计取   |
| 公共能源费         | 包含项目公共区域所发生的电费、水费等公区能源费。根据产权方提供 2025 年 4 月-2026 年 3 月经营数据，2025 年 4 月-2026 年 3 月公共能源费用约为 551.40 万元。本次测算首年能源费以产权方提供之 2025 年 4 月-2026 年 3 月能源费数据为基础，该费用按每三年上涨 3%测算                     |
| 保险费           | 根据 2025 年 4 月-2026 年 3 月实际保险费率，考虑覆盖估值后进行测算，预计每年保险费为 24.26 万元，该费用按每三年上涨 3%测算。  |

| 评估参数  | 参数假设   |
|-------|--|
| 资本性支出 | 根据工程尽调报告确认，2026-2028 年为 515.22 万元，2029-2031 年为 534.58 万元，2032-2035 年为 573.82 万元，折合占运营收入比例为 3.7%-4.6%。<br>2032 年因主力店到期改造后额外拟发生约 1,600 万元。 |
| 折现率   | 5.25%  |

### （一）关于收入参数取值合理性

1.关于出租率。根据申报材料，2022-2024 年度以及 2025 年 1-9 月，本项目的出租率分别为 92.36%、91.35%、83.05%、86.27%，主力店 1 计划于 2032 年到期后进行更新改造，调整为专门店对外分散出租。出租率预测假设 2026 年和 2027 年分别为 92%、93.5%，2028 年及以后为 95%。

（1）请管理人根据《审核关注事项》第二十九条相关规定，充分说明本项目报告期近三年出租率下降的原因，以及下降趋势是否具有延续性。

答复：

1) 报告期内出租率下降系二期开业后主动业态调整所致，属暂时性波动

嘉亭荟一期项目 2022-2025 年末以及 2026 年 3 月末的出租率分别为 92.36%、91.35%、83.05%、88.75%和 89.65%，呈现波动下降趋势，主要系嘉亭荟二期项目于 2024 年 5 月开业后，为做强“嘉亭荟”整体品牌、巩固区域核心商业地位并实现一、二期差异化互补定位，一期项目主动进行业态统筹调整所致。

嘉亭荟二期项目自规划阶段即明确作为一期商业的重要补

充与延伸。在招商策略与业态规划上，一、二期基于区位特征形成了清晰的差异化布局：一期紧邻地铁站，主打“小而精”的业态组合，聚焦即时性消费与高频次消费客群；二期切入目的性消费赛道，重点布局高体验感、强粘性业态。为实现上述差异化定位，一期项目在 2024 年主动进行了租户结构调整和空间改造，导致短期出租率指标出现波动。具体包括：

### ①租户结构调整对一期项目出租率的影响

为补充二期目的性消费业态，一期项目主动将符合二期定位的 8 家租户调整搬迁至二期。上述租户退租调整时间主要集中在 2024 年 2 月至 2025 年 2 月，合计退租面积达 4,391 平米，并在二期项目内承租 4,929.77 平米。具体明细如下：

表：一期项目因二期开业进行的租户调整情况统计

| 品牌名称    | 原一期租赁面积（平方米）    | 从一期调整时间   | 调整至二期后的租赁面积（平方米） | 二期起租时间    |
|---------|-----------------|-----------|------------------|-----------|
| 优衣库     | 2,084.19        | 2024/5/10 | 2,135.91         | 2024/5/31 |
| TGP     | 197.69          | 2025/2/28 | 648.92           | 2024/4/20 |
| 曼都      | 241.74          | 2024/4/19 | 255.42           | 2024/4/20 |
| Vivo    | 124.65          | 2024/4/15 | 122              | 2024/5/1  |
| CICI 纤美 | 262.36          | 2024/4/30 | 380.82           | 2024/4/20 |
| 巴拉巴拉    | 223.69          | 2024/7/31 | 561.22           | 2024/5/30 |
| 味千      | 377.3           | 2024/2/29 | 231.78           | 2024/4/20 |
| 热风      | 879.38          | 2024/3/31 | 593.7            | 2024/4/20 |
| 合计      | <b>4,391.00</b> |           | <b>4,929.77</b>  |           |

上述租户调整后，一期项目进行重新招商以补充符合“小而精”定位的即时性消费品牌，由于招商空置期导致 2024 年内的整体出租率有所降低。一期项目总可租赁面积 64,023.10 平米，上述租户的退租面积占比约 6.86%，是 2024 年末出租率下

滑的主要原因（2024年平均出租率为85.20%，较2023年平均出租率下降6.72%）。

## ②空间改造导致的短期封闭影响

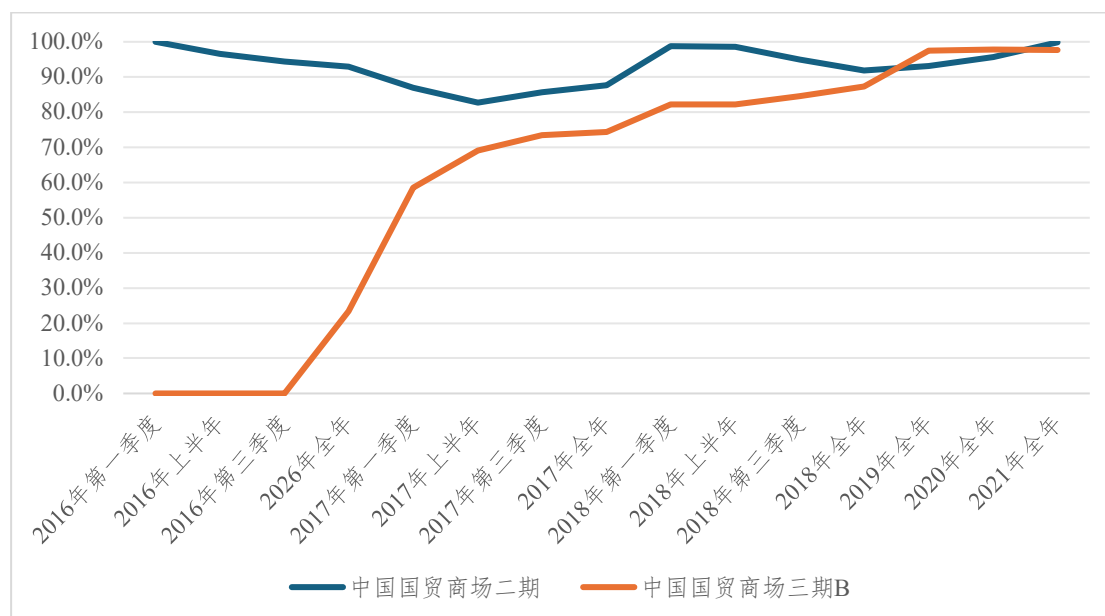
除租户调整外，一期项目于2024年第四季度对优衣库调整至二期后空置的大面积铺位（面积2,084.19平方米，占可租赁面积比例为3.26%）进行了主动空间改造，改造起止时间为2024年11月30日至2025年1月20日。改造期间该区域全封闭，无法对外出租，直接导致该部分面积在2024年末统计时点为空置状态。该区域改造前出租率为100%，改造后已实现100%重新出租。改造封闭期包含2024年末时点，进一步影响当期期末出租率。

上述两项因素叠加，导致一期项目2024年末的时点出租率降至83.05%的阶段低点。随着租户结构调整完毕、空间改造完成，以及新品牌陆续入驻，一期出租率在2025年末回升至88.75%，2026年3月末进一步恢复至89.65%，呈现明确的修复趋势，体现了分期开业中“短期调整、长期协同”的商业逻辑，符合分期开发商业综合体的行业常态。

市场案例亦存在因项目分期开业导致短期出租率波动的案例。例如，国贸三期B阶段项目商业裙楼部分于2016年10月开始陆续投入使用，在B阶段商业裙楼开业前后二期项目出租率也出现了一定波动，出租率从2016年第一季度100%下降至82.7%（2017年上半年），在2018年第一季度回升至98.5%，后续2019-2021年平均出租率稳步上升。龙湖成都时代天街二期于2020年

9月开业，一期项目2020年度出租率和当年租金收入均较2019年有所下滑；龙湖重庆U城天街二期于2017年9月开业，一期2017年度出租率和当年租金收入均较2016年有所下滑。

图：中国国贸商城分阶段开业的出租率变动情况



上述案例表明，商业项目在分期开发投运期间，因业态调整、空间改造、品牌汰换等原因，短期内出租率出现波动是行业常见现象。但通过精准定位、优化业态组合、强化协同效应，项目往往能在调整期后实现经营指标的显著回升。嘉亭荟一期项目当前正处于二期开业后的协同整合期，出租率已从2024年末的83.05%回升至2026年3月末的89.65%，回升趋势明确，符合行业一般规律。

## 2) 出租率已筑底恢复、稳步提升，虽有短期波动但下降趋势不具有延续性

截至2026年3月末，嘉亭荟一期项目出租率已回升至89.65%，较2024年末的83.05%提升约7个百分点，企稳回升态

势明确，近期虽有经营波动但预计后续下降趋势不具有延续性，具体依据如下：

①一、二期业态互补，协同效应逐步显现

嘉亭荟二期项目自开业以来出租率稳步提升，由 2024 年末的 71%提升至 2026 年 3 月末的 77%。一、二期项目通过业态互补增强了整体客群的粘性与停留时间，预计到 2026 年，一期项目在 90%以上出租率的稳定状态下，将与二期项目进一步形成客流共享与需求溢出的协同效应，推动整体资产组合的租金增长与价值提升。

②运营团队主动招商优化与租户管理，调整成效持续显现

针对二期开业后一期项目业态定位调整及出租率阶段性下降的情况，运营团队自 2024 年起采取了一系列主动管理措施，并取得积极成效：

一是优化招商策略与租户结构。在维护存量核心租户的基础上，通过现有品牌联动及行业协会组织互动拓展资源，积极挖掘市场上有新开店需求的品牌。针对不同规模企业实行分层管理，为新兴品牌匹配小面积短租铺位，为核心租户预留扩容空间。2025 年成功引入理想汽车、桂满陇、源氏木语等符合定位的优质品牌，有效提升项目吸引力。

二是实施灵活租金政策，以短期让利换取长期稳定。在市场承压期间，由招商负责人及总经理把控，适度推行“以价换量”策略，适当降低部分新签租户的保底租金，同时通过提高提成租金扣率的方式，与租户形成利益共享机制。该策略既保障了出租

率的快速恢复，也为后续租金恢复奠定了基础。

三是持续提升运营服务与租户满意度。通过完善运营制度、提升租户服务响应速度和反馈效率，增强租户对项目及现场团队的认可度。较高的租户满意度有效提升了存量租户的续租意愿，2023年-2026年3月末平均续租率达75.98%，为出租率稳定提供了重要支撑。

四是进行硬件升级与空间优化提升物业价值。每年持续投入资本性支出用于公区形象升级与硬件设施改造，优化铺位分割与动线布局，融合场景体验与商业氛围，提升项目消费吸引力与整体租赁价值。

五是加大营销推广与渠道创新。利用抖音、小红书等短视频平台开展场景营销，鼓励用户UGC创作，提升项目线上曝光度；开展会员忠诚度计划，增强消费者粘性；配合各类促销活动提振消费，为租户经营赋能。

上述措施在2025年已取得积极成效，2025年第四季度到期面积1,410.05平方米已全部完成续签或新签。团队持续的招商努力为出租率回升奠定了坚实基础。2026年，运营团队将持续推进以下工作：一是继续优化租户结构，重点引入与新定位匹配的区域首店及标杆品牌；二是深化一、二期联动招商，推动整体业态互补与客流共享；三是结合市场变化动态调整租金策略，在保持出租率稳定的基础上逐步恢复租金水平。

### ③区域人口与消费支撑强劲，商业需求基础稳定

嘉亭荟一期项目地处安亭商圈，该商圈商业氛围成熟、商业

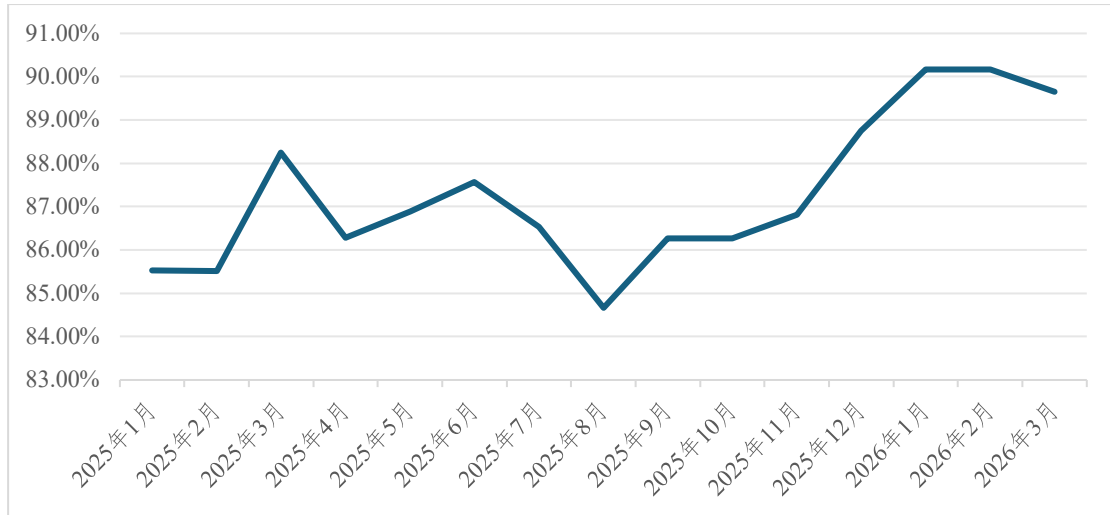
需求稳定，区域发展基础扎实。项目周边居住小区密集，人流量充沛，叠加区域内商业地块稀缺、优质商业购物中心供给有限，为项目运营提供了良好的市场环境。

从人口与消费数据来看，嘉定区及安亭镇人口规模持续增长，消费支撑能力强劲。嘉定区户籍人口从 2021 年的 67.4 万人稳步增长至 2025 年的 78.2 万人，五年累计增长 11.0%；安亭镇户籍人口同期从 10.4 万人增至 13.0 万人，累计增长 24.2%，远高于全区平均增速，是嘉定区人口增长最快的区域之一。2020 年第七次全国人口普查数据显示，安亭镇外来人口占比约 64%，对就业人口吸引力突出；65 岁以上老年人口占比仅 9.58%，显著低于上海市平均水平，劳动力人口占比高，消费活力充足。同时，依托产业集聚优势与跨省通勤特征，消费潜力有望进一步放大。

消费市场层面，嘉定区限额以上商品销售总额保持稳定规模，2021-2024 年分别为 7,736.39 亿元、7,092.25 亿元、7,463.32 亿元和 7,831.86 亿元；限额以上商品社会消费品零售总额分别为 1,609.86 亿元、1,525.94 亿元、1,331.85 亿元和 1,346.95 亿元，虽存在年度波动，但整体消费体量可观，区域消费需求具备韧性，整体消费市场基础稳固。稳定且持续增长的区域人口与商业需求，为嘉亭荟一期项目出租率回升奠定了坚实的市场基础。

综上，本项目报告期内出租率下降系二期开业后主动业态调整所致的暂时性波动，不具有延续性，截至 2026 年 3 月末，出租率虽仍有波动但已呈现明确的企稳回升态势。

**图：嘉亭荟一期项目出租率情况**



(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，补充披露主力店 1 退租后，拟引入储备租户的情况；结合问题（1）的回复，以及周边可比竞品情况、重要租户租约到期时间分布、去化周期等，充分说明本项目现金流预测中是否已充分考虑出租率爬坡过程，审慎评估出租率参数取值的合理性。

答复：

首次申报时基于行业案例及崇邦控股过往成功经验，将改造空置期设置为 6 个月。本次评估基于审慎性原则，进一步将改造后的出租率爬坡期调整为 4 年，并分楼层、分阶段对出租率进行审慎下调。具体说明如下：

### 1) 主力店 1 退租后拟引入储备租户及招调思路

主力店 1 大润发的租约将于 2032 年 4 月到期，项目公司计划到期将该区域进行装修改造，引入坪效更高的专门店租户。项目公司改造后通过精细化分区，将 14,583.73 平方米空间划分为特色零售、餐饮、运动体验、功能配套等多个模块，各楼层招调

思路与储备租户情况如下：

表：主力店 1 改造区域拟引入的储备租户情况

| 楼层 | 改造面积                    | 主题定位 | 核心招调思路  | 重点引入业态                       | 拟储备品牌类型                     |
|----|-------------------------|------|---|------------------------------|-----------------------------|
| L2 | 7,224.22 m <sup>2</sup> | 疗愈森林 | 结合嘉亭荟一期项目“开心里（CASALOHAS）”运营子板块，聚焦健康、和谐、美丽的生活方式，重点引入精品配饰、潮流运动零售、生活服务等相关业态，与 L1 层零售、L3 层运动体验区域形成消费动线闭环，强化家庭客群粘性 | 特色零售、精品配饰、交互体验区（儿童亲子、生活服务等等） | 知名运动品牌、快时尚品牌、精品配饰、各地特色餐饮    |
| L3 | 7,359.51 m <sup>2</sup> | 运动生活 | 结合嘉亭荟一期项目“智荟（INNO SOCIAL）”运营子板块，重点引入运动体验场馆、主题餐饮等业态，与 L3-4 层的影院、健身体验业态形成联动，打造年轻人社交打卡目的地                        | 运动体验场馆、功能配套、主题餐饮、沉浸式体验区域     | 综合运动场馆、运动康复训练场馆、主题餐厅、养生 SPA |

基金管理人与运营管理机构充分考虑改造装修与招商前置联动，除预留 6 个月的改造装修期外，提前 18 个月启动招商计划并拟定招商方案，根据届时市场调研情况，对意向品牌开展前置沟通，为计划招租铺位储备至少 2 个符合项目定位的备选品牌方，并计划提前 6 个月签约，在主力店 1 完成改造时间点预计可签约近 1.5 万平方米。

## 2) 现金流预测基于审慎原则进一步调整出租率爬坡期假设

在本次评估中，基于对业态调整后租户结构、去化周期、区域市场环境的进一步审慎考量，将主力店 1 改造后的出租率爬坡期在考虑 6 个月空置期基础上增加 4 年爬坡期（2032-2035 年），并分楼层、分阶段对出租率进行审慎下调，对冲主力店改造、新旧业态切换带来的空置及去化压力：

### ①出租率预测假设

根据评估模型，本项目预测期内主力店 1 业态调整区域的出租率假设调整如下：

表：嘉亭荟一期项目主力店 1 业态调整区域出租率预测情况

| 期间          | 主力店 1 出租率调整说明  |
|-------------|--|
| 2032 年      | 考虑主力店 1 到期后进行更新改造和重新招商，预测期内已对业态调整区域的出租率进行适当下调。大润发于 2032 年 4 月租约到期，改造区域假设 6 个月空置期（2032 年 4 月 15 日-2032 年 10 月 14 日出租率为 0），2032 年 10-12 月改造区域 L2/L3 的平均出租率均设置为 60% |
| 2033-2034 年 | 考虑新租户逐步入驻，预测期内已设定合理的爬坡周期，出租率逐步恢复至稳定水平。大润发改造区域 2033 年 L2/L3 平均出租率设置为 72.5%/70%，2034 年 L2/L3 平均出租率设置为 85%/80%，楼层的平均出租率低于周边可比项目                                     |
| 2035 年及以后   | 大润发改造区域平均出租率恢复至市场水平  |

爬坡期出租率假设已显著低于市场平均水平，预留了充分的缓冲空间。

### ②主力店 1 业态调整区域的租金单价假设

主力店 1 在手租约于 2032 年 4 月 14 日到期，到期前采用已签租约的签约水平进行评估，到期后退户且基于提高项目盈利性和经营稳定性考虑，该区域调整为专门店分割出租，按照 L2、L3 所在楼层的专门店市场租金进行评估预测。

根据主力店 1 的在手租约，主力店 1 在 2032 年 4 月的租金为 65.76 元/平米/月，业态调整为专门店后，调整区域 2032 年的市场租金为 134.48 元/平米/月。

### ③出租率爬坡周期的合理性分析

A.从行业惯例和周边可比竞品项目分析，出租率爬坡阶段的稳定期数据与周边竞品可比

根据戴德梁行市场调研，嘉定区优质购物中心出租率普遍保持在较高水平：嘉定大融城约 90%、嘉定宝龙广场约 92%、南翔印象城约 96%、江桥万达广场约 98%。本项目在主力店 1 改造及爬坡期间，L2、L3 平均出租率预测值分别为 60%/60%(2032 年)、72.5%/70%（2033 年）、85%/80%（2034 年），低于项目同楼层假设及区域市场平均水平，体现了对主力店退租影响的审慎考虑。2035 年及以后的稳定期出租率假设，与区域内可比项目实际水平基本相当，处于合理区间。

出租率爬坡周期设定为 4 年（2032-2035 年），与行业惯例相比，处于合理区间：

表：行业改造后出租率爬坡提升案例

| 项目                | 区域     | 改造周期    | 备注                                      |
|-------------------|--------|---------|---|
| 大华虎城中心            | 上海市宝山区 | 约 8 个月  | 开业时出租率 100%                             |
| 宝乐汇印象城            | 上海市宝山区 | 约 12 个月 | 出租率从 86%提升至 93%                         |
| 晶品购物中心<br>(CP 静安) | 上海市静安区 | 约 12 个月 | 2023 年底商场空铺率大约 50%，<br>2025 年调改满一年后基本满租 |

安亭商圈内优质购物中心项目数量有限，除本项目外，其余项目体量较小，市场竞争力相对较弱，难以对本项目构成实质性竞争压力。同时，安亭商圈作为上海国际汽车城核心商业板块，人流高度集聚，消费活力持续向好，主要消费客群覆盖嘉定区安亭镇及周边花桥等沪苏毗邻区域的居住人口、汽车产业从业人口及办公人群，具备稳定且旺盛的商业需求支撑。

嘉亭荟一期项目整体运营稳健，历经 13 年成熟运营已形成稳定的品牌影响力与市场份额，成为区域内家庭消费、日常休闲的核心目的地之一。依托其与地铁 11 号线安亭站无缝衔接的交

通枢纽优势、“一站式家庭购物中心”的定位及成熟的运营管理能力，项目在区域内形成了较强的消费者粘性与商户忠诚度，具备稳定的区域经营基础。

### B.崇邦控股具备相关改造后招商经验

以崇邦控股持有并运营的上海浦东金桥国际商业广场为例，该物业 B1 层原由一家大型超市承租，租赁面积 14,237 平方米，租金单价为 2.6 元/平方米/天。2015 年 4 月超市退租后，运管团队随即启动对整个 B1 层及相关 1 楼区域的改造工程，并对该区域进行重新市场定位。改造工程历时 6 个月，完成后形成可租赁面积约 15,638 平方米。新租户于 2015 年 11 月陆续进场装修，B1 层于 2016 年 1 月重新正式对外营业。

此次改造成功引进了全国首家盒马鲜生门店，其他入驻品牌包括 Fila 童装、kidsland、望蓉城、酷乐潮玩等。更新改造完成后，新租户平均签约单价达 6.84 元/平方米/天，较原超市租金涨幅达 263%，年租金增长约 2,000 万元。

在工程实施期间，招商团队同步推进招商工作，从改造开工至重新对外开业仅用时约 7 个月即完成整体去化。其中，签约率在改造启动后 3 个月即达到 80%，4 个月时超过 90%，至 7 个月开业时已基本实现满租。该成功经验为嘉亭荟一期项目未来主力店改造后的去化工作提供了实践支撑，相关预测具备合理性。

C.从租约到期时间分布分析，主力店 1 为爬坡期主要招租压力来源，分散的到期分布降低了其他租户同步调整的风险

截至 2026 年 3 月末，本项目在执行合同主要集中到期在

2026年和2032年，到期面积占已出租面积的比例分别为25.33%和33.21%，其他租户到期时间较为分散。其中2032年到期面积占比较高主要系主力店1和主力店2均于当年到期，专门店仅有约807平米在当年到期，在主力店2续期的情形下不会对爬坡期造成额外招租压力。

**表：嘉亭荟一期项目租赁合同到期时间分布**

| 到期时间       | 到期租约的出租面积（平方米） | 到期租约的租赁面积占比 |
|------------|----------------|-------------|
| 2026年4-12月 | 14,540.18      | 25.33%      |
| 2027年      | 9,788.41       | 17.05%      |
| 2028年      | 5,110.47       | 8.90%       |
| 2029年      | 4,362.10       | 7.60%       |
| 2030年      | 1,236.93       | 2.16%       |
| 2031年      | 1,314.89       | 2.29%       |
| 2032年      | 19,058.72      | 33.21%      |
| 2033年及以后   | 1,985.25       | 3.46%       |

截至本反馈回复出具日，嘉亭荟一期项目运管团队已系统开展对2026年及2027年到期租约的续约洽谈工作。2026年4-12月和2027年一期项目拟到期租赁面积为14,540.18平米、9,788.41平米，占已出租面积的比例为25.33%、17.05%，截至2026年6月23日，上述到期面积的洽谈进度如下：

**表：嘉亭荟一期项目2026年内拟到期合同沟通情况**

| 到期面积<br>(平方米) | 进度      | 续签/拟续签 |          |        | 新签/拟新签 |          |        |
|---------------|---------|--------|----------|--------|--------|----------|--------|
|               |         | 份数     | 面积(平方米)  | 占比     | 份数     | 面积(平方米)  | 占比     |
| 14,540.18     | 已签署协议   | 25     | 5,815.07 | 39.99% | 3      | 461.85   | 3.18%  |
|               | 已确定商务条款 | 2      | 364.37   | 2.50%  | -      | -        | -      |
|               | 正在洽谈    | 16     | 3,100.74 | 21.33% | 15     | 4,798.15 | 33.00% |
| 合计            |         | 43     | 9,280.18 | 63.82% | 18     | 5,260.00 | 36.18% |

2026 年续签/拟续签面积为 9,280.18 平米，新签/拟新签面积为 5,260.00 平米。已签署协议和已确定商务条款的面积合计为 6,641.29 平米，占年内拟到期面积的 45.68%，剩余部分正在有序洽谈中。

**表：嘉亭荟一期项目 2027 年内拟到期合同沟通情况**

| 到期面积（平方米） | 进度      | 续签/拟续签    |                 |               | 新签/拟新签    |                 |               |
|-----------|---------|-----------|-----------------|---------------|-----------|-----------------|---------------|
|           |         | 份数        | 面积（平方米）         | 占比            | 份数        | 面积（平方米）         | 占比            |
| 9,788.41  | 已签署协议   | -         | -               | -             | 1         | 232.04          | 2.37%         |
|           | 已确定商务条款 | -         | -               | -             | 2         | 415.90          | 4.25%         |
|           | 正在洽谈    | 23        | 4,207.87        | 42.99%        | 11        | 4,932.60        | 50.39%        |
| 合计        |         | <b>23</b> | <b>4,207.87</b> | <b>42.99%</b> | <b>14</b> | <b>5,580.54</b> | <b>57.01%</b> |

2027 年续签/拟续签面积为 4,207.87 平米，新签/拟新签面积为 5,580.54 平米。已签署协议和已确定商务条款的面积合计为 647.94 平米，占年内拟到期面积的 6.62%。运营团队计划于 2026 年第三季度起分批启动沟通（通常在租户到期前约 6 个月开始），并在到期前 2 个月完成新合约签署。

运管团队在日常续约谈判中，将结合主力店 1 的改造时间节点（2032 年），通过调整新签租约的期限长度，主动引导其他租户的到期时间合理避开 2032-2033 年的爬坡期。通过统筹规划和主动管理措施，有效避免在 2032 年主力店改造及爬坡期间出现其他区域的大面积租约同步到期，确保运管团队能够集中人力与招商资源，全力推进主力店改造区域的品牌引入与去化工作。

此外，对已识别的重要租户集中到期风险，管理人已制定详细的应对措施（详见《招募说明书》“第二章 不动产项目”之

“第二节 不动产项目经营业绩及财务状况分析”之“四、换租”）。

D.主力店 1 改造后店铺结构及去化预期与目前爬坡阶段出租率预测一致，且符合历史去化周期情况

项目公司 2022-2025 年及 2026 年 1-3 月的退租后去化时间分别为 19.28 个月、7.73 个月、6.14 个月、3.14 个月和 0.16 个月，其中 2022 年去化时间较长系公共卫生事件对招商产生较大影响所致。随着区域经济逐步复苏，去化周期显著缩短，截至 2025 年末，去化时间约 3 个月。根据主力店 1 到期后的拟改造方案，L2、L3 拟改造出的店铺情况如下：

表：主力店 1 区域拟改造方案店铺结构

| 店铺套内面积（平方米）     | 数量（个） | 占比      |
|-----------------|-------|---------|
| ≤100            | 22    | 47.83%  |
| 100<店铺套内面积≤300  | 14    | 30.43%  |
| 300<店铺套内面积≤500  | 6     | 13.04%  |
| 500<店铺套内面积≤1000 | 4     | 8.70%   |
| 合计              | 46    | 100.00% |

本次改造后，面积不超过 300 平米的小型租户占比达 78%。根据运管团队经验，小型租户典型业态包括便利店、奶茶店、快餐、服务网点等，市场需求旺盛，招商难度较小，通常可在 1-2 个月内完成去化；面积在 300-500 平米的租户典型业态包括中型餐饮、健身房、教育培训、零售集合店等，该类租户去化周期通常在 3 个月左右；500 平米以上的租户典型业态包括知名品牌主力店、家居卖场、运动场馆等，该类租户去化周期通常在 5 个月左右。因此，基于历史去化表现及运营团队经验，原预测中设定主力店 1 改造后 6 个月内可完成招商去化具有合理性。为进一步

体现审慎性原则，本次评估在现金流预测中已将爬坡周期拉长至 3 年，并相应调低了爬坡期间的出租率假设（2032 年 4-10 月改造区域出租率设置为 0，2032 年 10-12 月为 60%，2033 年 L2/L3 层为 72.5%/70%，2034 年 L2/L3 层为 85%/80%），预测嘉亭荟一期项目主力店 1 改造后，可在 6 个月内基本完成小型商铺去化，2-3 年内完成中大型商铺去化，爬坡假设符合店铺结构特征、具备合理性。

### 3) 业态调整对运营稳定性的优化

主力店 1 的业态调整是运营管理方基于项目长期稳健发展做出的系统性结构优化，能够增强项目抗风险能力与经营稳定性，主要体现在以下方面：

#### ① 租户结构多元化，降低单一租户依赖风险

业态调整前，主力店 1 单租户租赁面积达 1.5 万平方米，占项目总可租赁面积的 23.75%，单租户面积占比高、经营集中度风险突出，若出现经营波动对项目运营影响较大。

调整后将原大租户区域拆分为约 46 个中小型专门店，单店面积从 100 到 1000 平米不等，最大单店面积不超过 1000 平米。租户数量增加，业态分布更为分散，单一租户的退租或经营波动对整体现金流的影响将显著降低。

#### ② 提升坪效与租金增长韧性

原超市业态坪效相对较低，调整为专门店后，单位面积租金收入有望大幅提升。参考崇邦控股旗下金桥国际商业广场同类超市改专门店成功案例，业态升级后区域租金单价涨幅达 263%。

改造后项目单位面积营收能力显著提升，租金收益韧性大幅增强，可有效对冲行业波动带来的经营压力，收益稳定性超过传统商超租户。

### ③增强消费者粘性与项目活力

业态调整后该区域拟引入的特色零售、运动体验、主题餐饮等业态，与嘉亭荟二期汽车文化主题形成联动，丰富了项目的消费场景与体验感。多样化的业态组合有助于吸引更多广泛的客群，延长消费者停留时长、提升复购率，为项目长期稳定经营提供持续客流支撑。

### ④运营管理能力集中释放

业态调整后项目以中小体量租户为主，该类租户招商去化周期短、替换灵活度高。运营团队可将原有聚焦单一大型主力店的招商运维资源，优化配置为全商场精细化运营，全面提升整体出租率、租金收缴效率与商户服务质量。同时，团队可依托中小租户租约灵活的优势，在日常续约洽谈中动态调整租约周期，主动错峰分散租约到期节点，有效规避大面积租约集中到期、集中招商的阶段性运营压力，持续保障项目运营平稳有序。

综上，经管理人及评估机构审慎评估，嘉亭荟一期项目的主动调整基本完成，近期出租率呈现回升恢复趋势，评估机构在现金流预测中已充分考虑了主力店 1 到期后的出租率爬坡过程，已在原有 6 个月的空置期假设基础上基于谨慎原则将爬坡周期进一步拉长至 4 年，爬坡设置与周边可比项目相比处于合理区，符合项目历史退租后去化情况，因此本次评估预测出租率参数取值

谨慎合理，符合《审核关注事项》之附件《第一号——商业不动产》第十三条、第十五条的相关规定。

2.关于租金增长率。根据申报材料，2022-2024 年度以及 2025 年 1-9 月，本项目租金单价分别为 130.29、160.32、154.15、140.10 元/月/平米，租金增长率分别为 23.05%、-3.85%、-9.11%，2025 年 1-9 月新签租户租金单价持续下降。现金流预测假设 2026 年-2027 年租金不增长，2028 年-2034 年主力店、专门店租金增长率分别为 2.00%、2.50%。

(1) 请管理人补充说明租金单价波动的原因，并结合所属区域供需状况、租约核心条款等因素，说明近两年租金下降趋势是否具有延续性，以及对项目稳定运营的影响。

答复：

### 1) 租金单价波动的原因

嘉亭荟一期项目报告期各期租金单价及增长率情况如下：

表：嘉亭荟一期项目租金水平

| 项目             | 2026 年 1-3 月 | 2025 年度 | 2024 年度 | 2023 年度 | 2022 年度 |
|----------------|--------------|---------|---------|---------|---------|
| 合同租金单价（元/月/平米） | 122.11       | 137.00  | 154.15  | 160.32  | 130.29  |
| 租金增长率          | -10.86%      | -11.13% | -3.85%  | 23.05%  | -       |

嘉亭荟一期项目 2022-2025 年度以及 2026 年 1-3 月的租金单价分别为 130.29 元/月/平米、160.32 元/月/平米、154.15 元/月/平米、137.00 元/月/平米及 122.11 元/月/平米，呈现波动趋势，主要原因如下：

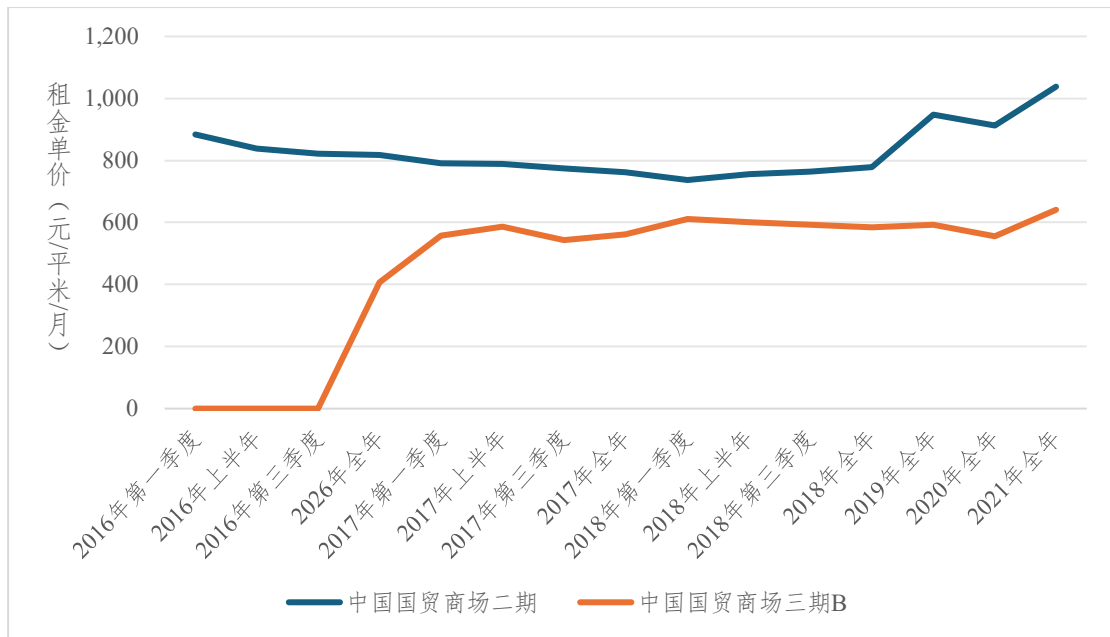
2023 年租金单价较 2022 年增长 23.05%，主要原因系公共卫

生事件影响消退后，消费市场复苏，项目运营团队抓住市场回暖机遇，主动调整租金策略，对到期租户按较高的租金水平进行续签或置换新签。

2024 年至 2026 年一季度租金单价连续下降，主要系嘉亭荟二期项目于 2024 年 5 月开业后，为做强“嘉亭荟”整体品牌、实现一、二期差异化互补定位，一期项目主动进行业态统筹调整，对部分新签约租户采取了阶段性降低租金的吸引策略，具体而言：一期项目定位为针对家庭型消费的现代生活业态，为吸引符合一期项目差异化定位的优质品牌，部分新签约租户租金水平下调以吸引租户（如乐道汽车、桂满陇、源氏木语等）。此外，为快速去化因业态调整产生的空置面积，项目结合市场实际在 2025 年采取了更具竞争力的价格策略，导致新签租金单价有所下调。通过短期租金让利，加速一、二期业态融合与客群互通，为长期协同发展奠定基础。

市场案例亦存在因项目分期开业导致租金单价短期波动的案例。例如，国贸三期 B 阶段项目商业裙楼部分于 2016 年 10 月开始陆续投入使用，在 B 阶段商业裙楼开业前后二期项目租金单价也出现了一定波动，租金单价从 2016 年第一季度 883 元/平方米/月下降至 737 元/平方米/月（2018 年第一季度），下降幅度为 16.53%，在 2018 年上半年回升至 756 元/平方米/月，后续 2019-2021 年租金单价呈现波动上升趋势。

图：中国国贸商城分阶段开业的租金单价变动情况



上述案例表明，商业项目在分期开发投运期间，因业态调整、空间改造、品牌汰换等原因，短期内租金单价出现波动是行业常见现象，且租金单价的回升略晚于出租率的回升。但通过精准定位、优化业态组合、强化协同效应，项目往往能在调整期后实现经营指标的回升。嘉亭荟一期项目当前正处于二期开业后的协同整合期，目前出租率虽仍有波动但已呈现较明确的回升态势，租金虽然呈现下行趋势但已显现企稳筑底迹象。

## 2) 近两年租金下行压力得到缓解，租金水平开始筑底和结构性恢复

截至 2026 年 3 月末，尽管近两年租金单价有所回落，但结合最新经营数据，租金水平已出现基本企稳筑底趋势的积极信号：

### ① 出租率回升增强议价能力

截至 2026 年 3 月末，项目出租率已从 2024 年末的 83.05% 回升至 89.65%。出租率的回升为租金单价恢复提供了基础。随着项目空置面积减少，运营团队在招商谈判中的议价能力将逐步增

强，租金水平有望稳步恢复。

### ②近期专门店签约合同租金企稳

2026年第一季度，项目签约专门店合同<sup>54</sup>的首年加权平均租金单价为 156.71 元/平方米/月，已基本接近 2026 年 3 月末存量专门店租约加权平均租金单价 156.44 元/平方米/月。近期签约租金与存量租金水平的差距显著收窄，表明市场对新租金水平的接受度已趋于稳定，呈现出阶段性筑底的迹象。

### ③续签租金显著高于现有水平，为未来租金增长提供参照

2026年第一季度，项目续签专门店租户<sup>55</sup>的加权平均租金单价为 160.72 元/平方米/月，显著高于存量专门店租约租金水平 156.44 元/平方米/月，表明项目对优质存量租户的议价能力较强，也为未来租金增长提供了参照。2023 年-2026 年 3 月末平均续租率达到 75.98%，高续约率也能为项目租金增长提供保障。

### ④租约核心条款保障内生增长

项目现有租约核心条款对租金增长形成了结构性保障。经核查，当前项目租户合同中约定了租金递增机制，通常为每两年递增一次，递增幅度在 5%-10%不等。该条款设计确保了项目在租约存续期内能够获得持续、稳定的租金内生增长动力，平滑了市场短期波动对项目收入的直接影响。

### ⑤区域商业需求稳定

---

<sup>54</sup> 统计范围为 2026 年第一季度签约合同，含新签租户和续签租户，不含纯提成租户和租期短于 1 年的短租过渡租户。

<sup>55</sup> 统计范围为 2026 年第一季度签约合同，仅包括续签租户，不含纯提成租户和租期短于 1 年的短租过渡租户。

本项目所在安亭商圈商业氛围良好，商业需求稳定，区域内商业地块稀缺，优质商业市场供不应求。稳定的区域商业需求为租金企稳回升提供了市场基础。

### 3) 近两年的租金下降趋势对项目稳定运营的影响较小

#### ①租金下降系阶段性、策略性调整，项目基本面保持稳健

2024年及2026年第一季度，嘉亭荟一期项目下调系运营团队为优化业态结构、加速一二期协同而执行的主动、可控的经营策略所致。为快速去化因业态调整产生的空置面积，在2025年采取了更具竞争力的价格策略，导致新签租金单价有所下调。通过短期租金让利，加速一、二期业态融合与客群互通，为长期协同发展奠定基础。

尽管租金单价有所下降，但通过快速填补空置面积，项目公司营业收入的变化相对稳定。2024年营业收入为12,766万元，较2023年的12,652万元增长0.90%，整体收入保持稳定。2025年营业收入10,288.92万元，运营净收益（NOI，未扣除资本性支出）为6,143.44万元，运营净收益率（NOI Margin，未扣除资本性支出）达59.71%，维持在行业正常水平，反映出项目运营效率及成本管控能力的稳健性，运营管理质量未受到显著不利影响。同时，运营团队在调整期内积极引入理想汽车、野人先生等高租金贡献品牌，优化了租户组合。上述数据表明，策略性租金调整并未对项目整体运营效率和收益能力造成显著不利影响。

#### 表：已上市购物中心REITs项目运营净收益率情况

| 项目名称          |          | 项目上市时间     | 运营净收益率（未扣除资本性支出）  |
|---------------|----------|------------|---|
| 本基金           | 嘉亭荟一期项目  | -          | 2022-2025 年分别为 66.57%、60.99%、61.16%和 59.71%                       |
| 华夏中海消费 REIT   | 佛山映月湖环宇城 | 2025/10/31 | 评估预测 2024 年运营净收益率 64.04%  |
| 华夏凯德消费 REIT   | 长沙雨花亭项目  | 2025/9/29  | 2022-2024 年及 2025 年 1-3 月分别为 64.36%、64.52%、65.73%和 68.71%         |
|               | 广州云尚项目   |            | 2022-2024 年及 2025 年 1-3 月分别为 61.64%、61.57%、64.93%、73.21%          |
| 中金中国绿发消费 REIT | 济南领秀城    | 2025/6/27  | 2022-2024 年分别为 45.58%、58.13%、59.67%                               |
| 华夏大悦城消费 REIT  | 成都大悦城    | 2024/9/20  | 评估预测 2024 年第 2-4 季度运营净收益率 60.38%                                  |
| 华安百联消费 REIT   | 上海又一城    | 2024/8/16  | 2018-2023 年分别为 63.26%、66.65%、61.76%、58.88%和 46.75%                |
| 中金印力商业 REIT   | 杭州西溪印象城  | 2024/4/30  | 评估预测 2024 年运营净收益率 67.29%  |
| 华夏华润消费 REIT   | 青岛华润万象城  | 2024/3/14  | 评估预测 2024 年运营净收益率 63.99%  |
| 华夏金茂消费 REIT   | 长沙金茂览秀城  | 2024/3/12  | 2020-2022 年及 2023 年 1-6 月分别为 26.14%、20.58%、36.63%（加回租金减免）和 49.88% |

## ②项目核心优势未发生改变，长期发展基础稳固

嘉亭荟一期项目位于安亭商圈核心区域，与地铁 11 号线安亭站无缝衔接，区位优势突出。项目历经 13 年成熟运营，已在区域内形成一定的品牌影响力与市场份额，成为区域内家庭消费、日常休闲的核心目的地之一。

从租约结构看，项目具备稳健的收益基础与可观的增长弹性。一方面，保底租金机制与长期租约共同构成了稳定的基础收入来源：截至 2026 年 3 月末，固定租金和二者取高<sup>56</sup>模式租户租赁面积占比达 96.99%，该两类模式下的固定租金部分保障了基础收

<sup>56</sup> 二者取高模式，即固定租金与提成租金取高模式。项目公司出租经营场所，租户在约定时期先按照合同约定的固定租金单价和租赁面积支付租金；按租户零售额乘以合同约定的提成比例计算提成租金，如提成租金高于固定租金，租户于次月支付超出固定租金部分的提成租金。

入的稳定性；同时，剩余租约期限在 5 年及以上的长期合同租赁面积占比达 38.95%，进一步增强了未来现金流的可预测性。另一方面，项目通过提成租金充分捕捉市场复苏红利：二者取高模式和纯提成模式租户租赁面积占比达到 78.00%，使项目与租户形成利益共享机制，能够充分受益于消费回暖带来的业绩增长。

### ③运营管理机制为项目稳定运营提供保障

项目设置了与运营净收益（NOI）完成情况挂钩的浮动管理费机制。当实际运营净收益低于目标值时，将相应扣减运营管理机构的基础管理费。特别地，在 2026-2027 年度，若实际运营净收益未达目标，扣减比例 R 将设定为 100%，即运营管理机构将以当年确认的全部基础管理费对不动产项目的经营收益提供保障，实现了有效的风险共担与利益绑定。

经管理人核查，嘉亭荟一期项目租金单价波动的主要原因是嘉亭荟二期项目开业的影响、租户结构调整、市场环境的变化等。随着项目业态统筹调整的基本完成、一二期协同效应逐步释放、以及近期新签及续签租金展现出的企稳态势。综合来看，项目运营稳健，存在长期发展基础，租金单价的短期波动在运营管理机制的保障下对项目稳定运营的影响有限。

**（2）请管理人及评估机构根据《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，结合本项目租金单价历史波动情况、所属区域可比竞品租金单价情况，充分说明预测期内租金增长率的取值依据，审慎评估租金增长率参数取值的合理性。**

### 答复：

嘉亭荟一期项目在业态规划与租赁管理上，将全部可租赁商铺统一划分为“主力店”与“专门店”两类。主力店的租赁面积为 3,000 平方米以上、租赁期限以 10 年以上为主，且租金水平低于同楼层专门店租金水平；专门店的租赁面积为 3,000 平方米以下，租赁期限以 1-5 年为主。根据项目现有规划及拟定的 2032 年业态调整方案，嘉亭荟一期项目未来主力店与专门店的可租赁面积及占比如下：

调整前（当前至 2032 年二季度前），专门店及主力店面积规划及占比如下：

| 业态  | 可租赁面积（平方米）       | 占总可租赁面积比例（%） |
|-----|------------------|--------------|
| 专门店 | 45,771.00        | 71%          |
| 主力店 | 18,252.10        | 29%          |
| 总计  | <b>64,023.10</b> | <b>100%</b>  |

嘉亭荟一期项目预计于 2032 年二季度对主力店 1-3 层 A101,102,103 铺位开始进行装修改造，改造完成后，2032 年四季度嘉亭荟一期项目主力店面积将会减少 15,205.10 平方米，专门店租赁部分面积将会增加 14,583.73 平方米，改造后总可租赁面积为 63,401.73 平方米。改造部分楼层及面积请见下表：

| 楼层     | 改造前可租赁面积（平方米）    | 改造后可租赁面积（平方米）    |
|--------|------------------|------------------|
| 地上 1 层 | 1,493.19         | -                |
| 地上 2 层 | 6,792.35         | 7,224.22         |
| 地上 3 层 | 6,919.56         | 7,359.51         |
| 总计     | <b>15,205.10</b> | <b>14,583.73</b> |

业态调整前后可租赁面积对比请见下表：

| 楼层     | 改造前可租赁面积（平方米）    | 改造后可租赁面积（平方米）    |
|--------|------------------|------------------|
| 地上 1 层 | 14,049.59        | 12,566.40        |
| 地上 2 层 | 20,392.22        | 20,824.09        |
| 地上 3 层 | 18,755.36        | 19,195.31        |
| 地上 4 层 | 10,825.93        | 10,825.93        |
| 总计     | <b>64,023.10</b> | <b>63,401.73</b> |

调整后（预计 2032 年四季度起）专门店及主力店面积规划及占比请见下表：

| 业态  | 可租赁面积（平方米）       | 占总可租赁面积比例（%） |
|-----|------------------|--------------|
| 专门店 | 60,354.73        | 95%          |
| 主力店 | 3,047.00         | 5%           |
| 总计  | <b>63,401.73</b> | <b>100%</b>  |

根据评估报告，本项目预测期内租金增长率假设如下：

表：租金增长率设置情况

| 期间  | Y1 | Y2 | Y3 | Y4   | Y5   | Y6    | Y7    | Y8    | Y9    | Y10   |
|-----|----|----|----|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 主力店 | -  | -  | -  | 1.5% | 1.5% | 1.75% | 1.75% | 2.00% | 2.00% | 2.00% |
| 专门店 | -  | -  | -  | 1.5% | 1.5% | 1.75% | 1.75% | 2.00% | 2.00% | 2.25% |

租金增长率取值的合理性说明如下：

1) 预测期租金单价起点低于在执行租约，前三年不增长，长期租金仍低于历史平均水平

从租金单价绝对水平看，本次评估所采用的市场租金假设低于在执行租约。预测期内市场租金（不含主力店 1）为 144.01 元/平方米/月。截至 2026 年 3 月末，项目实际执行的签约租金（不含主力店 1、纯提成租金租户<sup>57</sup>）为 149.67 元/平方米/月，评估假设较实际租金低 3.79%。近三年及一期项目平均租金单价（不含

<sup>57</sup> 不考虑纯提成模式租户主要系该类型租户的实际执行租金需要根据当月销售额另行确定。

主力店 1) 为 172 元/平方米/月, 评估假设较历史均值低 16.27%。2025 年、2026 年一季度签约合同<sup>58</sup>的首年加权平均租金单价分别为 163.91 元/平方米/月、156.71 元/平方米/月, 评估假设亦低近一期新签租金水平 8.10%。

预测期 2026-2028 年租金增长率均设为 0%, 即市场租金(不含主力店 1) 在三年内维持 144.01 元/平方米/月不变, 预测期前三年租金水平低于当前存量租约水平 149.67 元/平方米/月。预测期第十年(2035 年)的市场租金为 163.39 元/平方米/月, 低于项目报告期内的平均租金单价。

前三年不设增长率考虑了项目从二期开业影响中恢复所需的时间。该设定给予项目充分的调整期, 该期间项目公司将优先提升出租率, 待出租率恢复至较高水平后, 再逐步启动租金增长, 符合商业地产运营规律, 体现了预测的审慎性。

## 2) 预测期内租金增长率 1.50%-2.25% 的设定具备可实现性

项目自 2012 年 9 月开业后, 2013 至 2025 年的租金收入年复合增长率达 2.95% (剔除公共卫生事件影响后复合增长率为 3.56%<sup>59</sup>), 高于预测期增长率假设。同时, 随着出租率恢复企稳后, 项目公司将逐步提升租金, 实现租金的自然增长。此外, 上海市近二十年 CPI 年均涨幅约 2.26%, 本次预测期增长率与宏观通胀水平基本匹配。

---

<sup>58</sup> 统计范围为 2026 年第一季度签约合同, 含新签租户和续签租户, 不含纯提成租户和租期短于 1 年的短租过渡租户。

<sup>59</sup> 剔除 2022-2023 年影响, 该复合增长率计算方式为  $(2025 \text{ 年租金收入} / 2013 \text{ 年租金收入})^{1 / (2025 - 2013 - 2)} - 1$ 。

### 3) 增长率设定所属区域可比竞品租金单价增长情况

根据戴德梁行市场调研，区域内其他优质商业项目租金增长率区间为 3%-8%，嘉亭荟一期项目预测的 2029 年-2035 年租金增长率（主力店 1.50%/1.75%/2.00%、专门店 1.50%/1.75%/2.00%/2.25%）与周边可比项目相比，处于相对保守区间，体现了预测的审慎性。

表：嘉亭荟一期项目可比竞品的租金增长率情况

| 项目     | 租金增长率 |
|--------|-------|
| 嘉定大融城  | 3%-5% |
| 嘉定宝龙广场 | 3%-5% |
| 南翔印象城  | 3%-4% |
| 江桥万达广场 | 5%-8% |

### 4) 与评估基准日签约现状匹配

截至 2026 年 3 月末，本项目签约合同一般约定每两年递增一次，增长幅度 5%-10%不等，折合每年增长幅度约 2.5%-5%，因此预测每年租金单价增长 2%与签约现状匹配。

租期在 5 年及以上的合同租赁面积占比达 74.50%，收入占比达 74.53%。长期租约为项目提供了稳定的租金收入基础。同时，二者取高模式的租户占比较高（租赁面积占比 75.59%），其固定租金部分为项目提供了保底收入，提成部分则分享租户销售额增长带来的超额收益。

### 5) 所属区域商业需求稳定，供应有限，利好有望持续释放

嘉定区安亭商圈商业氛围良好，商业需求稳定，发展成熟。周边居住小区众多，人流量密集，区域内商业地块供应较少，未

来可预见范围内无新增同类型购物中心，竞争风险较小，为项目租金稳步增长创造了有利条件。地铁 11 号线持续运营，14 号线西延伸段（规划中）将进一步提升与中心城区的连接效率，扩大项目辐射范围，交通利好持续释放。

综上，管理人与评估机构认为：本项目近两年租金下降系二期开业后主动业态调整所致的阶段性、策略性调整，截至 2025 年末已呈现企稳回升态势，在上海消费市场持续复苏的背景下，预期租金下降不具有延续性。预测期内租金增长率假设（主力店：2026-2028 年增长率 0；2029-2030 年增长率 1.5%；2031-2032 年增长率 1.75%；2033-2035 年增长率为 2%；专门店：2026-2028 年增长率 0；2029-2030 年增长率 1.5%；2031-2032 年增长率 1.75%；2033-2034 年增长率 2%；2035 年增长率 2.25%），长期增长率谨慎考虑由 2.5%调整为 2.25%，充分考虑了项目历史租金波动、区域供需状况、可比竞品租金水平及行业惯例，参数选取审慎合理，符合《审核关注事项》附件《第一号——商业不动产》第十三条、第十五条的相关要求。

**3.关于租金减免。**根据申报材料，本项目近三年及一期存在的租金减免占营业收入的比例分别为 24.43%、3.00%、2.56%、1.53%。请管理人根据《审核关注事项》第三十三条相关规定，补充披露租金减免的决策机制以及在现金流预测中的具体测算情况。

**答复：**

经管理人核查，本项目近三年及一期存在的租金减免主要分

为两类：一是 2022 年度为响应国家政策号召对中小微企业实施的阶段性租金减免，属于偶发性事项，未来不再延续；二是 2023 年度及以后基于维护项目出租率稳定及支持个别重点租户持续经营的商业考量审慎给予的个别租金优惠，该部分优惠金额占比较低且逐年下降，预计未来仍将以严格的预算管理和内部审批程序审慎控制。上述减免安排对历史现金流的影响已在《招募说明书》中充分披露，并在现金流预测中对未来可能的商业性减免进行了审慎考虑。

### **(1) 租金减免的决策机制**

根据项目公司内部管理制度及《招募说明书》“第二章 不动产项目/第二节 不动产项目经营业绩及财务状况分析/十、减免优惠”的披露，本项目租金减免的决策机制根据减免性质不同分为以下两类：

#### **1) 政策性租金减免**

2022 年度，为积极响应住房和城乡建设部等八部门《关于推动阶段性减免市场主体房屋租金工作的通知》（建房〔2022〕50 号）的政策要求，切实帮助服务业小微企业和个体工商户缓解经营压力，项目公司按照政策规定对符合条件的租户实施租金减免。该减免属于国家阶段性纾困政策要求，由项目公司依据政策文件直接执行，减免金额 3,110.59 万元，占当年营业收入比例为 24.43%。

该类减免属于偶发性政策事件，未来无政策延续性。2023 年以来，国家未再出台同类强制性减免政策，因此预测未来存续期

内不存在因政策原因导致大规模租金减免的情形。

## 2) 商业性租金优惠

基于维护项目出租率稳定及支持个别重点租户持续经营的商业考量，项目公司在 2023-2025 年及 2026 年 1-3 月按决策流程审批后审慎给予了个别租户的租金优惠。该类优惠的决策机制如下：

启动条件为租户提交申请，运营管理团队根据租户经营表现、项目业态调整需要等因素，评估是否需要特定租户给予租金优惠。优惠对象通常为经营稳定但短期面临经营压力的重点租户，或项目为引入优质品牌而给予的阶段性支持。租户和运营管理团队达成一致意见后，由运营管理机构提交方案及备忘录，经项目副总经理、总经理确认后，提交董事总经理和 CEO 审批。

2023-2025 年和 2026 年 1-3 月，该部分商业性租金优惠金额分别为 379.33 万元、304.90 万元、179.66 万元和 66.53 万元，占各期营业收入<sup>60</sup>的比例依次为 3.00%、2.56%、1.75%和 2.64%，整体呈下降趋势。

### (2) 租金减免在现金流预测中的具体测算情况

针对政策性租金减免在预测期内不再延续，主要系 2022 年政策性租金减免系国家阶段性纾困政策的偶发性事项，未来存续期内无政策延续性。因此，现金流预测中未考虑因国家政策导致的减免影响。

---

<sup>60</sup> 营业收入为项目公司审计口径营业收入，为保持口径可比对于 2024 年营业收入剔除当年的住宅车位销售收入。

商业性租金优惠在预测中已审慎考虑。针对基准日以后发生的商业性租金优惠，管理人和评估机构已将其作为未来经营的审慎考量因素，在现金流预测中予以充分考虑：

**表：2026-2028 年租金优惠在现金流预测中的考虑情况**

| 年度             | 预计减免金额<br>(万元) | 占当期现金<br>流入比例 | 预测考虑情况                              |
|----------------|----------------|---------------|-------------------------------------|
| 2026 年第 2-4 季度 | 159.17         | 1.87%         | 已在当年预测中扣除                           |
| 2027 年         | 99.04          | 0.85%         | 已在当年预测中扣除                           |
| 2028 年         | 12.24          | 0.11%         | 已在当年预测中扣除                           |
| 2029 年及以后      | 不再预测           | —             | 已确认的租金优惠仅到 2028 年 4 月结束，此后未进行减免也未预测 |

上述已确认或预计发生的商业性租金优惠，已在评估模型中根据减免后的租金条款进行预测。对于 2029 年及以后年度，预测模型中未设置额外租金优惠，具体说明如下：

1) 已确认的商业性租金优惠均具有明确期限，目前已全部到期

截至本反馈回复出具日，项目公司已审批且正在执行的商业性租金优惠均明确约定了优惠截止日期。根据现有租户合同及补充协议，所有已确认的租金优惠最晚于 2028 年 4 月全部执行完毕。2028 年 4 月之后，不存在任何仍在有效期内的租金优惠安排。因此，2029 年及以后不再预测租金减免，是基于既有合同义务已履行完毕的客观事实。

2) 新签约租户未再附带租金优惠条款

经产权人确认及管理人、财务顾问核查，自 2026 年以来，项目公司新签约的租户合同均未设置租金优惠条款，目前无任何

已签署或拟签署的租约中包含未来年度启动的租金减免安排。从现阶段合同储备情况看，2029 年及以后暂不存在可预见的租金优惠支出。

3) 商业性租金优惠呈逐年下降趋势，反映经营压力逐步缓解

历史数据显示，商业性租金优惠金额从 2023 年的 379.33 万元(占营业收入 3.00%)下降至 2025 年的 179.66 万元(占 1.75%)。随着一期项目出租率从 2024 年末 83.05%回升至 2026 年 3 月末 89.65%，以及租户结构调整基本完成，重点租户的经营改善，给予租金优惠的必要性已大幅降低，整体趋势指向优惠规模持续收缩直至清零。

评估机构对未来现金流进行预测时，通常基于合理且可支持的假设。对于已经发生且趋势明确的租金优惠，已在 2026-2028 年逐年审慎扣除；对于 2029 年及以后，既无合同义务，也无现时可预期的谈判安排，基于可得信息进行在 2029 年及以后不再预测租金优惠系合理估计。

### **(3) 未来可能的租金优惠风险缓释措施**

根据《审核关注事项》第三十三条相关规定，管理人已在本项目《招募说明书》中充分揭示租金减免相关风险，并设置如下风险缓释措施：

基金管理人运营管理机构、项目公司施行预算控制，项目公司年度经营计划及预算中就租金优惠预留专项额度，并在评估预测中纳入考虑，运营管理机构需在预算范围内执行优惠安排，

超出预算部分需经基金管理人另行审批。管理人审批租金优惠时，将综合考量租户重要性、减免合理性、潜在经济效益、对可供分配金额的影响等因素，确保优惠安排符合项目整体利益与长期价值。

根据《运营管理服务协议》，基础运营管理费与运营收入挂钩，激励运营管理费与运营净收益完成率挂钩。租金优惠将直接影响运营收入和运营净收益，进而影响运营管理机构的收费，形成内在约束机制。

综上，管理人认为本项目已按照《审核关注事项》第三十三条要求，披露了报告期内租金减免的决策机制、历史发生金额及占收入比重，并分析了减免安排对历史现金流的影响。对未来存续期内可能的租金优惠，已在现金流预测中审慎考虑，并设置了预算控制、运营考核等风险缓释措施，相关安排符合监管要求。

**4.关于提成租金增长率。根据申报材料，本项目预测首年提成租金收入以产权方提供 2025 年数据为基准，预计 2026 年至 2027 年提成租金收入不增长，2028 年及以后年度在上述收入的基础上按年增幅 2%测算。**

**(1) 请评估机构根据《审核关注事项》第四十四条相关规定，就提成租金收入的相关参数设置进行独立判断，并发表明确意见。**

**答复：**

经评估机构独立判断，本项目提成租金收入的预测参数设置符合《审核关注事项》第四十四条要求，预测逻辑清晰、参数选

取审慎，具备合理性和可实现性。具体分析如下：

不动产项目租赁业务可细分为①纯固定租金、②纯提成租金及③二者取高三种收费形式。收费模式③中的取高部分，评估机构参考项目公司提供的基准日前一年历史数据(2025年4月1日至2026年3月31日)85.00万元预测，该数据来源于项目公司近一年及一期财务报表及租户销售额统计。经评估机构分析，2024年及2025年提成租金收入下降的主要原因包括：一是嘉亭荟二期项目开业后，一期项目为配合整体业态统筹调整，对部分租户采取了阶段性租金优惠策略；二是部分提成租金租户受消费市场环境影响，销售额有所波动。但是嘉定区人口近年来保持流入、人均可支配收入逐年增长，因此评估机构认为，上述因素均为阶段性影响，2025年提成租金收入已处于历史较低水平，后续具备一定回升空间。

本项目预测期内提成租金收入增长率设定为：2026-2028年不增长，2029年及以后按年增幅2%测算。2026-2028年提成租金不增长的设置，系充分考虑本项目2024年调整后租户经营恢复周期、消费市场复苏节奏等短期因素，未过度乐观预估短期增长；2029年及以后2%的年增幅，低于区域市场可比项目增长率，体现了参数设置的审慎性。

评估机构参照行业一般惯例，在提成租金收入恢复至正常水平后，其增长趋势与固定租金保持基本一致，符合购物中心成熟运营期的收入增长规律。本次固定租金增长率设置为主力店为1.5%/1.75%/2%，专门店为1.5%/1.75%/2%/2.25%，提成租金收入

保守参考主力店固定租金增长率设置为 2%。

基于上述，评估机构认为本项目提成租金收入预测参数设置依据充分，并已在评估报告补充完善。

**(2)请管理人、评估机构结合租户结构及历史经营情况等，充分说明预测期内提成租金收入逐年上升的主要依据及其合理性。**

**答复：**

经管理人与评估机构共同分析，本项目提成租金收入预测期内逐年上升的主要依据包括：2025 年提成租金收入已处于历史较低水平，未来增长潜力较大；租户结构中二者取高模式占比较高，能够有效分享租户销售额增长带来的收益；项目历史销售额持续增长，为提成租金提升提供了坚实基础；区域宏观经济及消费市场持续向好，为项目未来增长提供了有力支撑。

**1) 2025 年提成租金收入处于历史较低水平，未来增长潜力大**

受公共卫生事件和二期项目开业双重影响，本项目二者取高模式租户的历史提成租金收入逐年下降。2023-2025 年及 2026 年第一季度二者取高模式的提成租金收入分别为 256.38 万元、106.26 万元、76.50 万元和 13.87 万元，降幅减缓且已处于历史较低水平。

2024-2025 年提成租金收入的显著下降主要系二期项目开业后，一期项目为配合整体业态统筹调整，对部分租户采取了阶段性租金优惠策略，以及部分提成租金租户销售额短期波动所致。

上述因素均为阶段性影响，随着二期项目运营逐步成熟、协同效应显现，一期项目提成租金收入具备一定的恢复性增长空间。

## 2) 租户结构中二者取高模式占比较高，能够有效分享销售额增长

截至 2026 年 3 月末，本项目采用“固定租金与提成租金二者取高”模式的租户数量占比为 63.64%，租赁面积占比达 74.99%，收入占比达 71.18%，占据绝对主导地位。

表：嘉亭荟一期项目各收费模式的数据（2026 年 3 月末）

| 租金收费模式 | 租户数量占比 | 租赁面积占比 | 收入占比   |
|--------|--------|--------|--------|
| 二者取高   | 63.64% | 74.99% | 71.18% |
| 纯固定租金  | 31.06% | 22.00% | 27.68% |
| 纯提成租金  | 5.30%  | 3.01%  | 1.13%  |

二者取高模式的显著特点是“保底+分成”——项目公司既可获得稳定的固定租金收入，又能在租户销售额超过约定阈值时分享超额收益。在该模式下，只要项目整体销售额保持增长，提成租金收入就具备持续增长的潜力。随着一、二期项目协同效应的逐步释放，预计项目整体客流量和销售额将稳步提升，从而带动二者取高租户的提成租金收入增长。

## 3) 项目历史销售额持续增长，为提成租金提升提供坚实基础

本项目历史销售额呈现波动增长态势，2023 年达到历史高点 106,004.48 万元，2024 年受二期开业调整影响有所下降，2022-2025 年复合增长率 5.67%。项目客流量从 2022 年的 811.4 万人次增长至 2025 年的 1,212.8 万人次，2022-2025 年复合增长

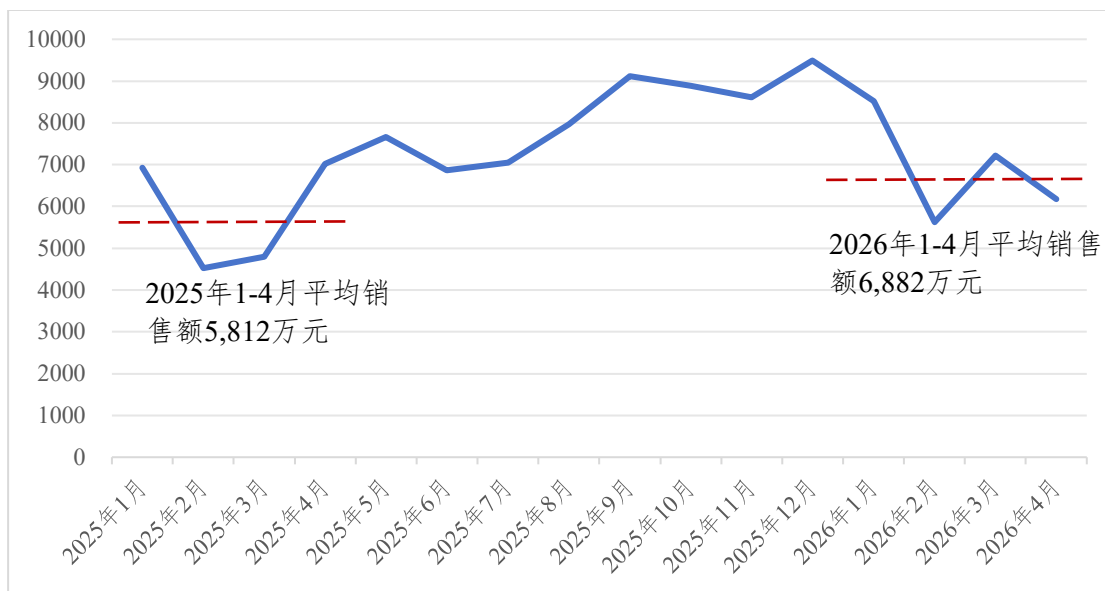
率 14.34%。

表：嘉亭荟一期项目历史销售额及客流量情况

|            | 2025 年度   | 2024 年度   | 2023 年度    | 2022 年度   |
|------------|-----------|-----------|------------|-----------|
| 销售额（含车，万元） | 88,926.71 | 90,089.97 | 106,004.48 | 75,356.87 |
| 复合增长率      | 5.67%     |           |            |           |
| 客流量（万人次）   | 1,212.80  | 1,192.70  | 1,245.60   | 811.4     |
| 复合增长率      | 14.34%    |           |            |           |

2024 年销售额下降主要系二期开业后的业态调整及部分租户短期波动影响。随着业态调整完成、协同效应显现，预计项目销售额将逐步回升至历史高位，2026 年 1-4 月的销售额较 2025 年同期增加 18.31%。提成租金收入与租户销售额直接挂钩，销售额的增长将直接转化为提成租金收入的增长。

图：嘉亭荟一期项目销售额情况（万元）



#### 4) 区域宏观经济及消费市场持续向好，为项目增长提供支撑

##### ① 区域经济稳步修复，增长韧性持续增强

2024-2025 年上海市 GDP 分别增长 5.0%、5.4%，嘉定区 GDP

分别增长 5.8%、3.8%，继续保持稳健增长态势。

### ②消费市场持续回暖，社零总额稳步提升

2025 年上海市、嘉定区社会消费品零售总额分别同比增长 5.4%、8.8%，消费市场保持活跃，嘉定区增速高于全市平均水平。商业房地产行业复苏趋势明确，2025 年上海作为国际消费中心城市持续发力，社会消费品零售总额达 1.7 万亿元，重点商圈零售额同比增长 2.1%；嘉定区消费市场活力持续迸发，批发和零售业零售额 1,705.1 亿元，同比增长 9.0%；住宿和餐饮业零售额 70.1 亿元，同比增长 2.6%，为项目提成租金增长提供了良好外部环境。

### ③区域规划与交通利好持续释放，长期消费增长空间明确

本项目位于上海国际汽车城核心区域，受益于地铁 14 号线西延伸线（已纳入正式上报的《上海市轨道交通线网规划（2024-2035）》）、安亭枢纽升级等交通利好，未来区域人口导入及消费辐射范围将进一步扩大，为提成租金增长提供了合理支撑。

### ④所在商圈需求稳定，提成租金具备回升基础

本项目位于嘉定区安亭商圈，为区域内成熟的家庭型购物中心，周边居住人口密集、办公人群稳定、消费粘性强，日常消费、服务消费、体验消费需求刚性充足，叠加项目持续优化业态组合，租户销售额已呈现企稳回升态势，为提成租金恢复性增长提供现实支撑。区域内优质商业供给有限，竞争格局稳定，为项目中长期提成租金稳定增长创造了有利条件。

### 5) 与已上市购物中心 REITs 项目提成租金预测逻辑一致，

## 且取值更为保守

已上市购物中心 REITs 项目在预测提成租金收入时，多数采用“以历史实际为基准，设置适度增长率”的预测逻辑，与本项目预测逻辑一致。就预测期增长率情况，本项目已经较为保守，具体如下：

**表：已上市购物中心 REITs 项目提成租金收入预测情况**

| 项目名称          |          | 项目上市时间     | 历史提成租金收入   | 预测提成租金收入   |
|---------------|----------|------------|--|--|
| 本基金           | 嘉亭荟一期项目  | -          | 近三年及一期为 335.37 万元、152.96 万元、140.43 万元和 31.51 万元                                | 前两年不增长，第 3-10 年增长率 2%  |
| 华夏中海消费 REIT   | 佛山映月湖环宇城 | 2025/10/31 | 近三年及一期含税为 526.13 万元、653.55 万元、640.99 万元和 150.25 万元                             | 2026 年至 2028 年增长率为 4%，2029 年至 2034 年增长率为 3%。                     |
| 华夏凯德消费 REIT   | 长沙雨花亭项目  | 2025/9/29  | 2023 年至 2025 年 1-3 月提成租金/固定租金平均为 1.5%  | 为固定租金的 1.5%  |
|               | 广州云尚项目   |            | 2020 年至 2024 年提成租金/固定租金平均为 5.84%   | 为固定租金的 5%  |
| 中金中国绿发消费 REIT | 济南领秀城    | 2025/6/27  | 2019-2024 年扣点租金收入为 500.23 万元、299.30 万元、475.10 万元、396.84 万元、492.56 万元、550.87 万元 | 与固定租金增长率趋势一致，按店铺类型增长率假设为 2.5%-3.5%                               |
| 华夏大悦城消费 REIT  | 成都大悦城    | 2024/9/20  | 2017-2023 年复合增长率为 3.5%   | 年增幅 2.5%   |
| 华安百联消费 REIT   | 上海又一城    | 2024/8/16  | 2018-2023 年为 410 万元、402 万元、322 万元、281 万元、294 万元、425 万元                         | 增长率 3%   |
| 中金印力商业 REIT   | 杭州西溪印象城  | 2024/4/30  | 近三年及一期为 2,091.84 万元、2,772.97 万元、1,951.08 万元和 1,477.34 万元                       | 年增幅 2.75%  |
| 华夏华润消费 REIT   | 青岛华润万象城  | 2024/3/14  | 历史五年及 2023 年 1-6 月提成租金收入占总租金收入的平均为 28%   | 预测期内提成租金收入为总租金收入的 25%  |
| 华夏金茂消费 REIT   | 长沙金茂览秀城  | 2024/3/12  | 近三年及一期为 301.92 万元、494.71 万元、555.39 万元、400.77 万元                                | 2024-2025 年增长 5%，2026-2029 年增长 4%，2030-2031 年增长 3.5%，2032 年增长 3% |

本项目预测期前三年（2026-2028 年）设定提成租金收入不增长，给予项目充分的时间从二期开业影响中恢复，后续年度 2% 的增长率设定低于多数已上市项目，体现了预测的审慎性。

综上，管理人与评估机构认为，本项目 2025 年提成租金收入已处于历史较低水平，未来增长潜力较大；租户结构中二者取高模式占比较高，能够有效分享租户销售额增长带来的收益；项目历史销售额持续增长，为提成租金提升提供了坚实基础；区域宏观经济及消费市场持续向好，为项目未来增长提供了有力支撑。预测期内提成租金收入逐年上升的假设具有充分依据和合理性，符合《审核关注事项》之附件《第一号——商业不动产》第十三条、第十五条的相关要求。

**5.关于收缴率。根据申报材料，本项目 2022-2024 年度以及 2025 年 1-9 月当期收缴率分别为 86.6%、87.2%、93.0%、95.8%，期后收缴率均为 100%，预测收缴率为 100%。请管理人、评估机构审慎评估预测期收缴率取值的合理性。**

**答复：**

2022-2025 年度及 2026 年 1-3 月，不动产项目期后收缴率为 100%<sup>61</sup>，具备较强的租金回收能力。基于审慎考虑，本次反馈将收缴率从 100% 下调至 99%，与已上市购物中心 REITs 预测收缴率取值可比。该 99% 的收缴率是针对全部租金收入的 1% 滞后至期后 12 个月内收回，已充分考虑提成租金结算账期及极小部分固定租金延迟支付的可能。

---

<sup>61</sup> 截至本次反馈回复出具之日，各期实收收入/应收收入。

### **(1) 历史当期收缴率波动原因分析**

2022-2025 年度及 2026 年 1-3 月，本项目当期收缴率分别为 86.6%、87.2%、93.0%、96.3%和 95.2%，呈现上升趋势。当期收缴率未达 100%的主要原因为部分租约包含提成租金条款，该部分租金需待租户报送销售额数据并核算后方能收缴，存在自然的结算账期，属于商业运营中的常见情况。此外，2022-2023 年受公共卫生事件影响，部分租户经营受到影响导致租金短期延付，但经积极催收后，期后收缴率均达 100%。

### **(2) 项目收款安排及历史收缴情况可有效保障收缴率**

本项目租赁业务可细分为固定租金、提成租金及二者取高三种模式。其中，固定租金及二者取高模式下的固定租金部分均采用预付制，要求租户在租赁期前支付，有效降低了租金拖欠风险。提成租金部分在月度销售额确认后的次月支付，虽存在结算账期，但近三年及一期的提成租金收入占比分别为 3.05%、2.65%、1.20%和 1.32%，占比较低，且历史期后收缴率均为 100%。

项目公司与入驻租户签署租赁合同时，通常会约定由租户缴纳相当于 3-6 个月租金的租赁保证金。若租户欠缴租金，项目有权以租户已缴纳的租赁保证金抵扣欠缴租金，该机制为租金收缴提供了充足的安全垫。

### **(3) 与已上市购物中心 REITs 项目收缴率参数相比，本项目经调整后假设较为合理审慎**

已上市购物中心 REITs 项目收缴率普遍设置在 99%-100%，本项目将预测当年收缴率调整为 99%，应缴当年之后 12 个月的

收缴率 100%，与同类项目取值水平基本一致，处于行业合理区间内。

表：已上市购物中心 REITs 项目历史和预测收缴率

| 项目名称          |          | 项目上市时间     | 历史三年一期收缴率均值 | 预测收缴率                             |
|---------------|----------|------------|-------------|-----------------------------------|
| 本基金           | 嘉亭荟一期项目  | -          | 100%        | 预测期内当年 99%，应缴当年之后 12 个月的收缴率 100%  |
| 华夏中海消费 REIT   | 佛山映月湖环宇城 | 2025/10/31 | 99.20%      | 预测期内当年 99%，应缴当年之后 12 个月的收缴率 99.8% |
| 华夏凯德消费 REIT   | 长沙雨花亭项目  | 2025/9/29  | 99.60%      | 99%                               |
|               | 广州云尚项目   |            | 99.06%      | 99%                               |
| 中金中国绿发消费 REIT | 济南领秀城    | 2025/6/27  | 100%        | 99%                               |
| 华夏大悦城消费 REIT  | 成都大悦城    | 2024/9/20  | 99.72%      | 100%                              |
| 华安百联消费 REIT   | 上海又一城    | 2024/8/16  | 99.61%      | 100%                              |
| 中金印力商业 REIT   | 杭州西溪印象城  | 2024/4/30  | 99.89%      | 100%                              |
| 华夏华润消费 REIT   | 青岛华润万象城  | 2024/3/14  | 99.79%      | 100%                              |
| 华夏金茂消费 REIT   | 长沙金茂览秀城  | 2024/3/12  | 100%        | 100%                              |

综上，管理人及评估机构认为，本项目历史最终收缴率持续为 100%，租金回收能力较强；当期收缴率波动主要系提成租金结算账期及阶段性公共卫生事件影响所致，期后均已全部收回，风险可控。项目采用预付制收款模式并收取保证金，为收缴率提供了制度保障与财务安全垫。本次预测将当年收缴率从 100% 下调至 99%，与已上市购物中心 REITs 主流取值水平一致，体现了对潜在尾款回收风险的审慎考量。本次评估预测采用的收缴率参数取值审慎合理，符合项目实际回款能力及行业可比水平，能够

充分支撑现金流预测的合理性。

## （二）关于成本及折现率参数取值合理性

1.关于不动产成本情况。根据申报材料，本项目报告期内的营业成本主要由折旧摊销、人员及行政管理费、宣传及销售服务费、第三方物管费等构成，报告期内呈现上升趋势。

请管理人补充披露报告期内、预测期间总体运营支出占运营收入的比重；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，结合不动产项目运营时间、运营模式、物业管理模式、行业特征、历史各类成本费用、成本费用占比及其增长率、维修计划等因素，说明报告期内运营成本上升趋势是否具有延续性，充分说明参数选取依据及其合理性。

答复：

不动产项目报告期内运营成本占营业收入的比例有所上升，主要系嘉亭荟一期项目 2023 年对公共区域进行改建导致次年起折旧摊销金额增加，同时嘉亭荟二期项目开业，一期项目降租、营业收入下降所致。此外，项目公司历史运营成本中存在两项未来与嘉亭荟一期项目运营无关的费用，未来不会继续发生且现金流预测中未考虑该部分支出，结合不动产项目历史运营模式与成本费用情况，报告期内运营成本上升趋势不具有延续性。

### （1）报告期内不动产项目运营支出占运营收入的比重

按照费用性质分类，项目公司运营相关的成本开支包括折旧摊销、咨询费、人员费用、物业管理费、宣传及销售服务费、行

政管理费用、维修保养费、自用水电费、保险费，相关费用确认至营业成本、销售费用和管理费用科目。

报告期内，项目公司运营相关的成本开支分别为 7,662.93 万元、7,369.65 万元、7,130.69 万元和 1,907.75 万元，占营业收入的比例为 60.56%、61.77%、69.30%和 75.72%<sup>62</sup>。

表：报告期内项目公司运营相关成本开支分析

单位：万元

|                     | 2026 年 1-3 月    | 2025 年度         | 2024 年度         | 2023 年度         |
|---------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 折旧摊销                | 1,045.59        | 4,062.01        | 4,186.33        | 3,832.47        |
| 咨询费                 | 362.19          | 975.41          | 1,137.40        | 1,265.65        |
| 人员费用                | 223.31          | 887.74          | 1,068.49        | 1,055.16        |
| 物业管理费               | 81.41           | 622.13          | 510.72          | 517.38          |
| 宣传及销售服务费            | 56.84           | 258.55          | 205.63          | 705.93          |
| 行政管理费用              | 74.33           | 151.80          | 117.51          | 121.86          |
| 维修保养费               | 42.83           | 118.46          | 118.61          | 137.57          |
| 自用水电费               | 15.54           | 31.25           | 0.06            | 0.05            |
| 保险费                 | 5.72            | 23.33           | 24.89           | 26.85           |
| <b>运营相关成本开支合计</b>   | <b>1,907.75</b> | <b>7,130.69</b> | <b>7,369.65</b> | <b>7,662.93</b> |
| 占营业收入的比重            | 75.72%          | 69.30%          | 61.77%          | 60.56%          |
| <b>付现运营相关成本开支合计</b> | <b>862.16</b>   | <b>3,068.69</b> | <b>3,183.31</b> | <b>3,830.46</b> |
| 占营业收入的比重            | 34.22%          | 29.83%          | 26.68%          | 30.27%          |

不动产项目报告期内运营成本占收入的比重已于招募说明书“第二章 不动产项目”之“第二节 不动产项目经营业绩及财务状况分析”之“（二）主要财务指标分析”之“6、运营相关成本开支分析”进行披露。

## （2）报告期内不动产项目运营成本上升的原因分析

<sup>62</sup> 按照不动产项目实际发生的收入及成本统计，不包含与项目运营无关的住宅车位销售等业务的收入及成本数据。

不动产项目报告期内运营成本占营业收入的比例有所上升，系受到 2023 年项目进行公区改造、阶段性降租扶持及业态调整，以及咨询费支出金额较大影响所致。

### 1) 公区改造

不动产项目于 2023 年启动对公区的改造工程，改造内容主要为针对平台外立面形象升级、智慧停车及步行街配套装修等，2023-2025 年及 2026 年 1-3 月，项目公司新增投资性房地产入账金额分别为 2,571.95 万元、121.89 万元、470.59 万元和 34.20 万元。

前述公区改造主要系基于提升客群体验、提升项目整体装修水平而进行的阶段性改造，短期内对不动产项目的收入提升作用相对有限，因此自 2024 年起虽项目折旧摊销金额有所增加，但同期收入并未有明显提升，进而导致项目运营成本比率上升。

### 2) 阶段性降租扶持及业态调整

嘉亭荟二期项目于 2024 年 5 月开业，基于嘉亭荟一期、二期项目的整体运营规划方案，嘉亭荟一期项目自 2024 年起进行了一定程度的主动降租，对租户布局进行合理调整。

该模式系嘉亭荟一期在稳定运营基础上实施的战略性调租举措。依托一期成熟运营体系，通过商户资源合理分流，可助力二期实现满铺开业与客流效益快速爬坡。同时，嘉亭荟二期定位为目的性消费场景，重点布局高体验、强粘性业态，是对一期项目定位的重要补充与延伸，可有效提升整体客群粘性与停留时长，与一期形成差异化互补、良性互动的发展格局。

基于以上原因，本不动产项目报告期内运营收入出现一定程度的下降，导致项目运营成本占运营收入的比例有所增长。截至2026年3月末，项目出租率已从2024年末的83.05%回升至89.65%。随着项目空置面积减少，项目整体租金收入水平有望稳步恢复。

### 3) 咨询费支出

不动产项目报告期内的咨询费支出为崇邦集团基于旗下不动产项目的整体运营规划和资金调配需求，由项目公司支付给股东及关联方的资产管理咨询服务、营运管理服务顾问费，不属于项目实际运营产生的费用。

2023-2025年及2026年1-3月，不动产项目支出咨询费金额分别为1,265.65万元、1,137.40万元、975.41万元和362.19万元，一定程度上导致不动产项目报告期内的运营成本支出占收入的比例增加。

截至本反馈回复出具日，项目公司已出具承诺函，拟于不动产基金发行前终止相关各项协议和合同文件，嘉亭荟一期项目未来不再承担相关成本支出。

### (3) 预测期间运营支出占收入情况及合理性分析

存续期内，不动产项目运营成本主要包括物管费、运管费、公共能源费及保险费，其中物管费、运管费根据实际签署的《运营管理服务协议》约定计取。

具体而言，物管费、运管费由项目公司向运营管理机构支付，公区能源费、保险费由项目公司自行承担。上述费用系基于嘉亭

荟一期历史实际发生的支出情况进行设置，具体如下：

**表：预测期前 10 年项目公司运营相关成本开支分析**

单位：万元

|          | 2026 年 4-12 月 | 2027 年度       | 2028 年度       | 2029 年度       | 2030 年度       |
|----------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 运营管理费    | 895.96        | 1,225.81      | 1,214.94      | 1,216.23      | 1,242.76      |
| 物业管理费    | 1,478.33      | 2,022.59      | 1,883.15      | 1,885.15      | 1,926.28      |
| 公共能源费    | 415.44        | 551.40        | 551.40        | 567.94        | 567.94        |
| 保险费      | 18.27         | 24.26         | 24.26         | 24.98         | 24.98         |
| 占营业收入的比重 | <b>32.91%</b> | <b>32.77%</b> | <b>31.77%</b> | <b>31.91%</b> | <b>31.81%</b> |
|          | 2031 年度       | 2032 年度       | 2033 年度       | 2034 年度       | 2035 年度       |
| 运营管理费    | 1,269.69      | 1,251.57      | 1,156.89      | 1,209.18      | 1,274.02      |
| 物业管理费    | 1,968.02      | 1,939.94      | 1,807.65      | 1,889.34      | 1,990.66      |
| 公共能源费    | 567.94        | 584.98        | 584.98        | 584.98        | 602.53        |
| 保险费      | 24.98         | 25.73         | 25.73         | 25.73         | 26.50         |
| 占营业收入的比重 | <b>31.70%</b> | <b>31.89%</b> | <b>25.93%</b> | <b>25.74%</b> | <b>25.64%</b> |

### 1) 运营管理费、物业管理费预测参数的合理性

①不动产项目预测运营管理费、物业管理费系在历史运营模式的基础上对运营成本归集模式进行了适当优化

不动产项目运营管理费、物业管理费率系基于项目公司、北京世邦魏理仕物业管理服务有限公司上海分公司（以下简称“CBRE”）之间的合作运营模式与历史运营情况进行设置。

报告期内，项目公司将嘉亭荟一期项目的部分物业管理事项委托予 CBRE，由 CBRE 向租户收取物业管理费并承担相应的物业管理成本。根据项目公司与 CBRE 签署的《物业管理服务合同》，CBRE 管理不动产项目的有关支出均由自租户端收取的物业管理费收入承担，项目公司定期与 CBRE 核算物业管理费收支情况，并将收支差额与物业管理酬金以物业管理费净额的形式定

期支付予 CBRE。2023-2025 年及 2026 年 1-3 月，项目公司向 CBRE 支付物业管理费净额分别为 517.38 万元、510.72 万元、622.13 万元和 81.41 万元。

为保障不动产项目收支一致性，项目公司、崇伦企管拟与基金管理人签署《运营管理服务协议》，嘉亭荟一期项目未来的物业管理收入将由项目公司直接收取并归集至监管账户二，前述项目公司与 CBRE 签署的《物业管理服务合同》相应终止。同时，项目公司将依据运营管理服务协议相关约定向崇伦企管支付物业管理费，并由崇伦企管继续委托 CBRE 为嘉亭荟一期项目提供物业管理服务并签署相应的物业管理合同。

因此，不动产项目的运营管理费和物业管理费率系在项目历史运营模式的基础上进行了适当优化，由项目公司统一收取租户租金、物业管理费，并向运营管理机构支出相应的运营成本，运营成本中的物业管理费将由运营管理机构与 CBRE 单独结算。

②基础运营管理费、物业管理费与历史运营管理成本情况相匹配

基于前述运营模式，嘉亭荟一期项目历史运营成本情况包括两部分。一是项目公司实际发生的运营管理成本，包括人员费用、宣传及销售服务费、行政管理费用等；二是项目公司基于与 CBRE 的物业管理合作关系向 CBRE 支付的物业管理费用，该费用包含扣除 CBRE 自租户收取的物业管理费后的净额及物业管理酬金。

为确保历史运营成本占收入的比例与基础运营管理费率和

物业管理费率具有可比性，下文历史运营成本和收入明细中均考虑了 CBRE 收取的物业管理收入及支付的物管成本。

嘉亭荟一期项目报告期内发生的运营成本具体明细如下：

**表：嘉亭荟一期项目近三年及一期运营收入及成本明细**

单位：万元

| 收入及成本费用类别                | 2023 年           | 2024 年           | 2025 年           | 2026 年 1-3 月    |
|--------------------------|------------------|------------------|------------------|-----------------|
| 项目公司营业收入                 | 12,652.47        | 11,931.72        | 10,288.92        | 2,519.35        |
| CBRE 运营收入                | 2,279.19         | 2,101.14         | 1,971.06         | 461.18          |
| <b>嘉亭荟一期项目收入合计</b>       | <b>14,931.65</b> | <b>14,032.85</b> | <b>12,259.98</b> | <b>2,980.53</b> |
| 人员费用                     | 1,055.16         | 1,068.49         | 887.74           | 223.31          |
| 物业管理费（项目公司实际支付的净额部分）     | 517.38           | 510.72           | 622.13           | 81.41           |
| 物业管理费（由 CBRE 承担的部分）      | 2,205.28         | 2,048.31         | 2,057.71         | 467.98          |
| 宣传及销售服务费                 | 705.93           | 205.63           | 258.55           | 56.84           |
| 行政管理费用                   | 121.86           | 117.51           | 151.80           | 74.33           |
| 维修保养费                    | 137.57           | 118.61           | 118.46           | 42.83           |
| 自用水电费                    | 0.05             | 0.06             | 31.25            | 15.54           |
| 保险费                      | 26.85            | 24.89            | 23.33            | 5.72            |
| 咨询费                      | 1,265.65         | 1,137.40         | 975.41           | 362.19          |
| <b>嘉亭荟一期项目付现成本合计</b>     | <b>6,035.74</b>  | <b>5,231.62</b>  | <b>5,126.40</b>  | <b>1,330.13</b> |
| 付现成本占收入比例                | <b>40.42%</b>    | <b>37.28%</b>    | <b>41.81%</b>    | <b>44.63%</b>   |
| 剔除咨询费、部分人员管理成本后的项目付现成本合计 | <b>4,381.10</b>  | <b>3,695.14</b>  | <b>3,917.46</b>  | <b>870.08</b>   |
| 上述成本占收入比例                | <b>29.34%</b>    | <b>26.33%</b>    | <b>31.95%</b>    | <b>29.19%</b>   |
| 进一步剔除自用水电费和保险费后的项目付现成本合计 | <b>3,827.57</b>  | <b>3,147.03</b>  | <b>3,346.13</b>  | <b>755.40</b>   |
| 上述成本占收入比例                | <b>25.63%</b>    | <b>22.43%</b>    | <b>27.29%</b>    | <b>25.34%</b>   |

注：上表按照不动产项目实际发生的收入及成本统计，不包含与项目运营无关的住宅车位销售等业务的收入及成本数据。

近三年及一期，嘉亭荟一期项目（包含 CBRE 运营成本和收入）历史运营成本占收入的比例分别为 40.42%、37.28%、41.81%

和 44.63%。项目公司历史运营成本中存在两项未来与嘉亭荟一期项目运营无关的成本，具体如下：

#### A. 咨询费

咨询费为项目公司支付给股东及关联方的资产管理咨询服务、营运管理服务顾问费，项目公司已出具承诺函拟于不动产基金发行前终止相关各项协议和合同文件，嘉亭荟一期项目未来不再承担相关成本支出。

#### B. 部分人员管理成本

报告期内，嘉亭荟一期项目部分核心运管人员同时兼任嘉亭荟二期项目的运营管理，相关成本由嘉亭荟一期项目的项目公司承担。为实现不动产基金设立后人员管理的精细化和集约化安排，同时为了防止人员混合经营同类项目的潜在同业竞争风险，嘉亭荟一期项目未来将由崇伦企管旗下独立的运营团队负责运营管理，相关运营管理人员将由崇邦控股统一安排调配，嘉亭荟一期项目的人员管理成本可得到进一步的优化。

剔除前述咨询费和部分人员管理成本后，嘉亭荟一期项目近三年运营成本占收入的比例分别为 29.34%、26.33%、31.95%和 29.19%。在此基础上扣除自用水电费和保险费后（评估预测模型中该项费用由项目公司承担，未包含在运营管理费及物业管理费中），嘉亭荟一期项目近三年及一期运营成本占收入的比例分别为 25.63%、22.43%、27.29%和 25.34%。

不动产项目 2026 年-2027 年基本运营管理费率和物业管理费率合计为 26.5%，2028 年-2032 年设置为 25.5%，2033 年及以

后设置为 20.5%，前十年费率假设与项目历史稳定运营期运营费率基本匹配，能够覆盖运营管理机构相关事项的成本支出。同时随着崇伦企管作为本基金的运营管理机构，未来将进一步优化运营管理模式，落实精细化、集约化管理策略，长期运营管理成本有望进一步降低。

③本项目基础运营费率的设置符合行业惯例

与已上市购物中心及奥特莱斯项目相比，本项目基础运营费率水平处于合理区间内，符合行业惯例。已上市同类项目的基础运营费率统计如下：

表：基础运营管理费率与同类已上市项目对比

| 序号 | 代码        | 名称              | 基础运营管理费计算公式  | 基础运营管理费折算后比率  |
|----|-----------|-----------------|--|---|
| 1  | 180603.SZ | 华夏大悦城消费 REIT    | 基础管理费=经审计的当年度经调整的营业收入×基础管理费费率 M，基础管理费费率 M 如下：<br>2028 年以前：16.87%，其中成本费率 12.57%、管理输出费率 4.30%<br>2029 年-2033 年 15.63%，其中成本费率 11.25%，管理输出费率 4.38%<br>2034 年及以后 15.39%，其中成本费率 11%，管理输出费率 4.39% | 2028 年以前：16.87%<br>2029 年 -2033 年 15.63%<br>2034 年 及 以 后 15.39%                     |
| 2  | 508005.SH | 华夏首创奥莱 REIT     | 基础管理费=经审计的当年度实收运营收入*基础管理费费率基础管理费费率如下：<br>(1) 济南项目：2024-2028 年：33.54%；2029 年以后：32.03%<br>(2) 武汉项目：2024-2028 年：33.43%；2029 年及以后：31.56%   | 济南项目：2024-2028 年：33.54%；2029 年以后：32.03%<br>武汉项目：2024-2028 年：33.43%；2029 年及以后：31.56% |
| 3  | 508082.SH | 中金唯品会奥莱 REIT    | 基础管理费=运营收入*8.7%+运营净收入*8%   | 14.54%  |
| 4  | 180601.SZ | 华夏华润消费 REIT     | 基础运营管理费 A：营业收入×费率，费率取 2024 年 7.4%、2025-2027 年 7.0%、2028 年及以后 6.5%<br>基础运营管理费 B：营业收入×4%+经营利润×8%   | 2024 年 12.37%、<br>2025-2027 年 11.97%、2028 年及以后 11.47%                               |
| 5  | 508011.SH | 嘉实物美消费 REIT     | 基础设施项目运营收入×4%  | 4%  |
| 6  | 180602.SZ | 中金印力消费基础设施 REIT | 总收入×8.5%+净运营收入×8%  | 13.3%   |

| 序号 | 代码        | 名称            | 基础运营管理费计算公式   | 基础运营管理费折算后比率   |
|----|-----------|---------------|---|--|
| 7  | 508091.SH | 华夏凯德消费 REIT   | 基础管理费 A: 运营收入*费率, 费率取值前三年 4.02%-6.65%, 第 4-6 年 3.67%-6.18%, 第 7 年及以后 3.47%-5.77%<br>基础管理费 B: 营业收入*4%+运营净收益*8% | 前三年 8.06%-10.69%, 第 4-6 年 7.71%-10.22%, 第 7 年及以后 7.51%-9.81% |
| 8  | 508002.SH | 华安百联消费 REIT   | 基础管理费=标的项目运营收入总额*16%  | 16%  |
| 9  | 180607.SZ | 华夏中海消费资产 REIT | 基础管理费 1: 按不含税收入的 7%计算<br>基础管理费 2: 按不含税收入的 4%和运营净收益的 8%的总和进行测算   | 15.8%  |
| 10 | 508017.SH | 华夏金茂消费 REIT   | 基础管理费=运营收入*费率, 费率取值 2023 年至 2026 年 32%, 2027 年及以后 27%   | 2023 年至 2026 年 32%<br>2027 年及以后 27%                          |
| 11 | 180606.SZ | 中金中国绿发消费 REIT | 基础管理费=运营收入*费率+净运营收入*3%, 费率取值 2033 年以前 19.2%, 2033 年及以后 18.7%  | 2033 年以前 20.73%,<br>2033 年以后 20.23%                          |

注: 上表数据来源为项目招募说明书, 基础运管费折算比率系基于各项目各年预测的基础运管费率, 按照首个完整年度预测的营业利润或息税折旧摊销前利润还原至按照营业收入计算的基础运管费率得出。

## 2) 保险费预测参数的合理性

2023-2025 年及 2026 年 1-3 月, 不动产项目保险费支出情况如下:

表: 不动产项目历史保险费支出情况

单位: 万元

| 科目          | 2023 年    | 2024 年    | 2025 年    | 2026 年 1-3 月 |
|-------------|-----------|-----------|-----------|--------------|
| 保险费         | 26.85     | 24.89     | 23.33     | 5.72         |
| 营业收入        | 12,652.47 | 12,766.00 | 10,288.92 | 2,519.35     |
| 保险费占营业收入的比例 | 0.21%     | 0.19%     | 0.23%     | 0.23%        |

不动产项目预测期内保险费按 24.26 万元/年计算, 每三年上涨 3%。该项费用系基于项目实际已投保保单情况并考虑保额覆盖项目估值后计算得出, 符合不动产项目实际运营情况, 具有合理性。

## 3) 公区能源费预测参数的合理性

不动产项目公共能源费包含项目公共区域所发生的电费、水费等公区能源费，报告期内的公共能源费由项目公司、CBRE 共同承担。2023-2025 年及 2026 年 1-3 月，不动产项目发生的公共能源费用情况如下：

表：不动产项目历史公区能源费支出情况

单位：万元

| 科目              | 2023 年        | 2024 年        | 2025 年        | 2026 年 1-3 月  |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 公共能源费-项目公司承担部分  | 0.05          | 0.06          | 31.25         | 15.54         |
| 公共能源费-CBRE 承担部分 | 526.63        | 523.16        | 516.75        | 93.43         |
| 合计              | <b>526.68</b> | <b>523.22</b> | <b>548.00</b> | <b>108.97</b> |
| 营业收入            | 14,931.65     | 14,867.14     | 12,259.98     | 2,980.53      |
| 公共能源费占营业收入的比例   | <b>3.53%</b>  | <b>3.52%</b>  | <b>4.47%</b>  | <b>3.66%</b>  |

注：由于报告期内部分公区能源成本由 CBRE 承担，为保持统计口径一致，上表营业收入包含 CBRE 物业费收入。

不动产项目近三年公共能源费用支出基本保持稳定，预测期首年项目公共能源费按照 551.40 万元、每三年上涨 3% 测算，符合不动产项目实际运营情况，具有合理性。

综上，不动产项目报告期内运营成本占比提升主要系项目阶段性改造、二期开业导致项目调租所致，长期而言不会对本项目运营收益造成重大不利影响。同时，不动产项目在历史运营模式的基础上对未来运营成本支付模式进行了适当优化，相关支出与历史情况相符且同行业同类项目可比，管理人认为不动产项目报告期内运营成本占比上升趋势不具有延续性，相关参数的设置具有合理性。

2.关于资本性支出。根据申报材料，本项目资本性支出包括常规资本性支出、未来主力店 1 的装修改造等。预测期内的资本

性支出由评估机构结合原始权益人制定的设备更新改造计划及预算报告确定。

(1) 请管理人根据《审核关注事项》第四十六条相关规定，结合 2032 年主力店 1 退租后改造涉及的调整面积、改造成本、改造时间及可比项目资本性支出占比情况，充分说明主力店 1 装修改造支出预测的合理性。

答复：

不动产项目主力店 1 的装修改造支出系依据详细工程实施方案测算，造价符合商业改造市场行情，且与同类项目的改造支出情况可比，具有合理性，具体分析如下。

### 1) 主力店 1 改造安排及资本性支出预测基本情况

本项目主力店 1 租赁合约将于 2032 年 4 月到期，届时项目公司计划对该区域 L2、L3 层合计 1.46 万平方米实施主题化改造更新，引进高坪效专门店租户以提升资产收益水平。本项目现金流预测已审慎预留 6 个月装修改造及招商周期，并在预测期第八年足额计提装修改造资本性支出 1,600 万元，上述安排契合项目长期运营规划与估值审慎性要求。

### 2) 资本性支出测算依据

本次改造支出基于项目详细工程实施方案测算，覆盖建安费用与工程间接费用，测算标准明确，总改造面积 14,584.00 m<sup>2</sup>。根据不动产项目《商业焕新升级计划方案》，本次主力店改造预算构成包括 L2 层主题区 673 万元、L3 层主题区 706 万元、综合配套机电费用 121 万元、工程间接费用 100 万元，具体如下：

表：主力店 1 改造明细

单位：万元

| 部位      | 名称                             | 估算费用         |
|---------|--------------------------------|--------------|
| 1 座 2 楼 | 中岛租户及公区机电                      | 126          |
|         | 中岛租户及公区精装                      | 336          |
|         | 毛坯租户配套(砌墙、强电、上下水、新风排风接驳等)      | 166          |
|         | 卫生间                            | 45           |
| 小计      |                                | <b>673</b>   |
| 1 座 3 楼 | 中岛租户及公区机电                      | 132          |
|         | 中岛租户及公区精装                      | 352          |
|         | 毛坯租户配套(砌墙、强电、上下水、新风排风接驳等)      | 168          |
|         | 卫生间                            | 54           |
| 小计      |                                | <b>706</b>   |
| 综合      | 1 座 L2 新做屋顶空调主机含主管道及 BA (热泵机组) | 55           |
|         | 1 座 L3 新做屋顶空调主机含主管道及 BA (热泵机组) | 66           |
|         | 设计费监理费等报批费用预估                  | 100          |
| 小计      |                                | <b>221</b>   |
| 合计      |                                | <b>1,600</b> |

### 3) 主力店 1 装修改造支出预测的合理性

根据工程尽调机构出具的《中国上海市嘉定区墨玉南路 1055 号、1077 号、1099 号、1019 号、1033 号 101-103、105-110 室及 1033 号 2 层「嘉亭荟城市生活广场一期」项目工程尽职调查报告》，主力店 1 整体工程造价预计为 1,600 万元，其中，针对“毛坯租户配套”区域（主要为边铺，涉及砌墙、强电、上下水等基础工程建安费用和工程间接费用），单方造价设定为 550 元/平方米；针对“中岛租户及公区精装”区域（包含装饰，机电建安费及工程间接费用），单方造价设定为 2,350 元/平方米。

商业空间改造的成本因定位与改造内容的不同而存在差异，

为论证上述资本性支出预测的合理性，现将本项目分项单价与当前商业改造市场行情进行对比。

### ①毛坯租户配套区域

对于基础配套工程（如隔墙、水电接驳），市场单价通常在300-500元/平方米。

当前已上市的中海商业 REIT 中，入池资产佛山项目毛坯拆除费用约 150 元/平米，隔墙砌墙约 70 元/平米，毛坯水电约 300 元/平米，整体毛坯改造费单方造价约 520 元/平方米。本项目毛坯租户配套区域造价为 550 元/平方米，与同类项目造价水平具有可比性。

### ②精装修工程

对于包含主题设计、中高端材料及机电集成的精装修工程，市场单价则普遍位于 1,500 元/平方米至 2,500 元/平方米的区间。

当前已上市的凯德商业 REIT 中，入池资产之一广州云尚项目主力店超市调改项目造价约 1,119.36 万元（含税）调改面积 3,910 平方米，单方造价约 2,800 元/平方米。本项目精装区域 2,350 元/平方米的定价，与市场同类型、同标准工程项目的造价水平基本吻合，且本项目主力店改造面积大于广州云尚项目主力店超市调改项目面积，能够形成相对显著的规模效应，有效摊薄单方建安成本。

综上所述，不动产项目主力店 1 改造工程支出符合商业改造市场行情，且与同类项目的改造支出情况可比，且工程尽调机构已就主力店改造造价发表明确意见，认为相关开支计划合理、方

案可行，预留造价总价已足额覆盖，管理人认为不动产项目主力店 1 改造预留支出具有合理性。

**(2) 请评估机构根据《审核关注事项》第四十四条相关规定，就资本性支出参数设置进行独立判断，并发表明确意见。**

**答复：**

工程尽调机构戴德梁行房地产咨询（上海）有限公司根据不动产项目各设施设备的使用寿命、大修或更换造价，预测不动产项目土地剩余年限内的资本性支出金额。评估机构根据工程尽调机构预测结果测算预测期资本性支出规模，除 2032 年主力店 1 改造支出外，预测期前 10 年资本性支出为 515.22 万元/年-573.82 万元/年，平均值为 550.33 万元/年，较报告期内平均日常资本性支出金额高<sup>63</sup>，与已上市同类项目预测资本性支出可比，评估机构已于评估报告中发表明确意见，具体分析如下。

### **1) 资本性支出预测方法**

工程尽调机构充分考虑不动产项目历史上的设备设施维修保养情况与项目运营年限对资本性支出做出预测：首先参考新建类似项目每平米或单位造价，在各项设施设备当前使用状态、维修历史、使用年限的基础上，结合预测维修更新频率，对在剩余土地使用年限内的资本性支出按建筑结构、电气系统、暖通空调系统、给排水系统、消防系统、电梯系统、弱电系统进行分项预测，得到剩余土地使用年限内的预测资本性支出。各分项预测的

---

<sup>63</sup> 2023-2025 年，项目资本性支出分别为 2,840.02 万元、236.09 万元和 1,114.39 万元。其中，2023 年支出明显偏高，主要系为配合二期项目开业，对公共区域进行了 2,572 万元的改造提升。剔除该笔一次性投入后，报告期内年均资本性支出约为 539.52 万元。

逻辑具体如下：

表：工程尽调机构资本性支出预测逻辑

| 资本性支出项目                  | 预测逻辑  |
|--------------------------|---|
| <b>建筑结构</b>              |   |
| 屋顶防水层的修补，屋顶防水保温层修复       | 参考新建类似项目单平米造价：100 元/平米，考虑剩余 21.08 年中，防水使用年限按 15 年考虑，屋面防水及保护层更换 1 次。   |
| 室内装修（包含门窗修复）             | 按照类似项目估单方造价，每年调整公区面积按 5%考虑，公区面积按照 50%计量   |
| <b>电气系统</b>              |   |
| 配电箱、开关柜、断路器、应急照明系统更换等    | 参考类似项目的单方造价，考虑剩余 21.08 年中，电气系统主设备的经济寿命为 30 年，电力系统设备更换 1 次，电缆及母线不做更换。按照经验预估项目启用 8 年内无主要部件更换费用，随项目投入每 3 年摊销实际更换费用 |
| <b>暖通空调系统</b>            |   |
| 空调系统设备                   | 参考类似项目的单方造价，考虑剩余 21.08 年中，根据评估情况暖通系统主设备的经济寿命为 25 年，主要设备更换 1 次。按照经验预估随项目投入每 3 年摊销实际更换费用                          |
| 空调系统设备管道及阀门              | 参考类似项目的单方造价，更换考虑剩余 21.08 年中，暖通系统管线的经济寿命为 20 年，空调管道及阀门更换 50%。  |
| <b>给排水系统</b>             |   |
| 给排水系统设备                  | 参考类似项目的单方造价，给排水系统主设备的经济寿命为 25 年，给排水设备更换 1 次。随项目投入每 3 年摊销实际更换费用  |
| 给排水系统管道及阀门               | 参考类似项目的单方造价，考虑剩余 21.08 年中，给排水系统主管线的经济寿命为 20 年，给排水管线及阀门更换 50%。   |
| <b>消防系统</b>              |   |
| 火灾报警主机及探测报警设备、广播、末端点位及管线 | 参考类似项目的单方造价，考虑剩余 21.08 年中，消防电系统设备经济寿命 20 年，火灾报警系统末端及主机全部更换 1 次。消防电系统管线经济寿命为 20 年消防电系统管线更换 50%                   |
| 消防栓及喷淋系统设备               | 参考类似项目的单方造价，考虑剩余 21.08 年中，消防水系统主设备的经济寿命为 20 年，喷淋及消防栓系统设备更新 1 次。   |
| 消防水系统管线                  | 参考类似项目的单方造价，考虑剩余 21.08 年中，消防水系统管线的经济寿命为 20 年，预计消防水系统管线更换 50%。随项目投入每 3 年摊销实际更换费用                                 |
| <b>电梯系统-独立系统</b>         |   |

| 资本性支出项目                 | 预测逻辑  |
|-------------------------|---|
| 电梯系统更换                  | 参考类似项目的单方造价，考虑剩余 21.08 年中，电梯经济使用寿命为 25 年，电梯设备更换 1 次。总体更换费用为造价的 30%        |
| <b>弱电系统</b>             |   |
| 视频监控系统、门禁系统、楼宇管理系统等弱电系统 | 参考类似项目的单方造价，考虑剩余 21.08 年中，弱电系统设备经济寿命 15 年，弱电系统设备更换 1 次。                   |
| 弱电系统管线                  | 参考类似项目的单方造价，考虑剩余 21.08 年中，弱电系统设备经济寿命 20 年，预计弱电系统管线更换 50%。                 |
| <b>燃气系统-独立系统</b>        |   |
| 燃气系统更换                  | 参考类似项目的单方造价，考虑剩余 21.08 年中，燃气系统设备经济寿命 30 年间，燃气系统设备经济寿命 30 年，燃气系统设备及管线更换一次。 |

## 2) 资本性支出预测结果

根据工程尽调机构测算，2026 年 4 月至 2036 年不动产项目资本性支出合计为 7,446.42 万元，其中 1,600 万元为改造费用，剩余 5,846.42 万元为维护费用，明细如下：

表：工程尽调机构资本性支出预测逻辑

单位：万元

| 序号 | 维修改造项目 | 金额              |
|----|--------|-----------------|
| 1  | 建筑结构   | 1,171.66        |
| 2  | 电气系统   | 868.57          |
| 3  | 暖通空调系统 | 1,335.25        |
| 4  | 给排水系统  | 626.73          |
| 5  | 消防系统   | 1,117.54        |
| 6  | 电梯系统   | 283.68          |
| 7  | 视频监控系统 | 405.94          |
| 8  | 燃气系统   | 37.05           |
| 小计 |        | <b>5,846.42</b> |
| 9  | 提升改造   | 1,600.00        |
| 总计 |        | <b>7,446.42</b> |

其中提升改造系指估计对象预计于 2032 年二季度开始进行

区域性的装修改造，改造区域额外拟发生的资本性支出合计为人民币 1,600 万元，具体分析详见本反馈回复“四、资产评估与估值合理性”之“（二）关于成本及折现率参数取值合理性”第 2 题第（1）问。

### 3) 已上市同类项目资本性支出预测情况

对于同一类型、维护状况及运营周期相似的项目，其所需的资本性支出具体金额往往较为接近，且资本性支出金额与项目建筑面积具有较强的相关关系，经计算单位建筑面积的资本性支出，本不动产项目预测期第一个完整年度（2027 年）单位面积资本性支出约 46.64 元/平方米，已上市的其他购物中心 REITs 中，体量与本项目相近的不动产项目（本项目建筑面积为 11.05 万平方米，选取的可比项目建筑面积区间为 9.30-15.35 万平方米）单位面积资本性支出分布在 14.11 元/平方米-96.82 元/平方米<sup>64</sup>，本不动产项目单位面积资本性支出位于可比项目预测值的区间内，具有合理性。

**表：本不动产项目与已上市购物中心 REITs 项目的预测资本性**

---

<sup>64</sup> 不同购物中心的资本性支出与其运营年限、建造标准、地库面积占比及改造计划等密切相关。运营年限越长、建造标准越高的项目，设施老化及维保成本更高，资本性支出单价往往更高。因地库的资本性支出一般只考虑地坪维修费用，因此地库面积占比越高的项目，折算后的单位面积资本性支出会越低。此外，资本性支出具有阶段性特征，重大改造年份会形成支出峰值，而常规年份相对平缓。上述因素导致即便建筑面积相近的项目，单位资本性支出也可能差异较大。

## 支出对比

单位：万元、平方米、元/平方米

| 项目名称          |          | 投入运营时间            | 资本性支出预测情况                            | 年度资本性支出             | 建筑面积       | 单位面积资本性支出 |
|---------------|----------|-------------------|--------------------------------------|---------------------|------------|-----------|
| 本不动产项目        |          | 2012/9            | 预测期前10年<br>515.22万元/年-<br>537.82万元/年 | 515.22（2026年）       | 110,471.10 | 46.64     |
| 华夏中海消费 REIT   | 佛山映月湖环宇城 | 2014/5            | 2026年运营总收入的1.56%                     | 216.52（2026年）       | 153,478.85 | 14.11     |
| 华夏凯德消费 REIT   | 长沙雨花亭项目  | 2005/11           | 2026年含税收入的4.99%                      | 455.40（2026年）       | 75,430.60  | 60.37     |
|               | 广州云尚项目   | 2015/12           | 2026年含税收入的3.12%                      | 510.47（2026年）       | 92,974.39  | 54.90     |
| 中金中国绿发消费 REIT | 济南领秀城    | 2014/12           | 2026年不含税收入的3%                        | 492.50（2026年）       | 200,940.98 | 24.51     |
| 华夏大悦城消费 REIT  | 成都大悦城    | 2015/12           | 含税收入的2.6%                            | 983.77（2026年）       | 172,540.69 | 57.02     |
| 华安百联消费 REIT   | 上海又一城    | 2007/1            | 运营收入的2%<br>（2027年-2033年）             | 1,210.00<br>（2026年） | 124,980.29 | 96.82     |
| 中金印力商业 REIT   | 杭州西溪印象城  | 2013/5、<br>2019/5 | 1,200.00与不含税收入的2.55%<br>取高（2026年）    |                     | 249,701.38 | 48.06 以上  |
| 华夏华润消费 REIT   | 青岛华润万象城  | 2015、2021         | 2024年为运营收入的6.29%                     | 1,281.00<br>（2025年） | 419,224.06 | 30.56     |
| 华夏金茂消费 REIT   | 长沙金茂览秀城  | 2016/11           | 2024年为运营收入的3.65%                     | 545.72（2026年）       | 102,741.61 | 53.12     |

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

#### 4) 评估机构已就本项目资本性支出预测情况发表意见

就本项目资本性支出预测情况，评估机构已在评估报告中披露相应的预测逻辑及预测结果，并发表明确意见：“估价对象有专业人员编制的资本性支出更新改造计划，并经由第三方专业机构复核，由专业机构出具的十年维护费用折算到年收入比例处于合理范围之内，目前资本性支出具备合理性”。

3.关于税收成本。根据申报文件，报告期内及现金流预测阶段，项目公司对入池物业均采用“从价计征”方式缴纳房产税，可能导致补缴税款及滞纳金、罚款及税负增加。请管理人充分说明原因，并量化分析前述事项对本项目经营及现金流的影响。

答复：

不动产项目采用“从价计征”方式缴纳房产税系基于上海市现行有效的纳税政策执行，且已取得专业税务咨询机构出具的书面意见。此外，即使未来因税务政策变更导致项目公司发生税负增加或其他支付义务的情况，本基金已采取相应的缓释措施保障投资人利益，具体分析如下。

#### （1）项目采用“从价计征”方式缴纳房产税的政策依据

根据国家税务局上海市税务局发布的《关于征收房产税几个问题的补充规定》（沪税政二[1987]189号文，以下简称“189号文”）第一条规定，“对专门从事房屋租赁经营的企业（如建房出租办公室、仓储业务等），其租赁经营收入已按规定征收营业税和所得税的，则不再按租金收入计征房产税，均按房产原值扣除20%以后从价计征房产税”，该法规的该条款目前仍有效<sup>65</sup>，针对从事租赁业务的企业，如果租赁收入占比超过50%，可以选择从价计征方式申报房产税。

项目公司2023至2025年度取得的不动产经营租赁收入分别为1.02亿元、0.97亿元、0.86亿元，占当年经营收入的80.85%、

---

<sup>65</sup> 根据国家税务局上海市税务局于2025年1月2日发布的《关于公布税务规范性文件清理结果的公告》，上海市税务局针对过往税务规范性文件开展了清理工作，其中189号文第二、三、四、五、六条已废止，第一条仍有效。

76.20%、83.36%。结合项目公司经营范围，其满足主要从事房屋租赁业务，且其主要收入为租赁收入（近三年租赁收入占比均超过 75%）的要求，因此能够适用 189 号文，采用“从价计征”方式缴纳房产税。

### **（2）该事项已取得专业税务咨询机构出具的书面意见**

就前述房产税缴纳方式，项目公司已聘请毕马威企业咨询（中国）有限公司（以下简称“毕马威”）进行综合分析并出具如下书面意见：“鉴于现阶段上海的地方税收政策和实务操作，综合考虑项目公司的实际经营情况，贵方标的资产目前采用从价计征的房产税征收方式，符合上海市的税务实践，是当地税务机关所接受的征收方式。”

### **（3）针对未来潜在风险的量化分析及缓释措施**

为量化分析未来因纳税政策变化等因素对项目现金流的影响，评估机构已按照出租部分“从租计征”、空置部分“从价计征”缴纳房产税的口径进行测算。该模式项下，不动产项目估值由 11.03 亿元下降至 10.45 亿元，下降幅度为 5.26%。

基于前述分析，不动产项目当前房产税缴纳方式符合税务政策要求，但仍然存在因税务政策变更、主管部门认定口径的差异而发生的补缴税款、补缴滞纳金及罚款、未来税负增加的风险。对此，基金管理人、原始权益人及项目公司已制定并拟采取以下缓释措施：

1) 在未来的租赁合同续签或新签过程中，项目运营管理团队将考虑税务优化因素，在商业条款允许的范围内，对租金构成

进行合理设计；

2) 原始权益人已出具《承诺函》，明确基金存续期内如因主管税务机关要求或认定，需就不动产项目所涉及的已出租物业的房产税由现行的“从价计征”改为“从租计征”，并因此导致项目公司被追缴税款、滞纳金或罚款，从而产生任何形式的财务损失，该等全部财务后果及损失将由原始权益人承担，并负责向项目公司或不动产基金进行全额及时的现金补偿。

综上，不动产项目当前采用“从价计征”缴纳房产税的方式符合上海市现行有效的税务政策，且已取得专业税务咨询机构出具的书面意见，如未来因政策变化等因素导致项目需追缴税款、滞纳金或罚款，原始权益人已承诺承担相应的支付义务。

**4.关于折现率。请管理人、评估机构结合行业收益风险特征、所处城市以及区域的经济指标、同类资产大宗交易、上市公司并购重组交易等情况以及本项目风险收益特征等因素，充分说明折现率取值合理性。**

**答复：**

本项目资产估值采用累加法确定折现率，通过分析无风险报酬率和风险报酬率的情况，确定折现率取值为 5.25%，反映了市场对于本商业项目的预期回报。同时，管理人和评估机构结合本项目所处区域及行业发展情况、同类已上市项目折现率取值情况、大宗交易市场情况、上市公司重大资产重组案例以及资本化率市场调研情况等方面对本项目折现率取值进行了分析和验证，认为本项目采用 5.25%的折现率具备合理性。具体如下：

## (1) 基于项目运营情况与行业收益风险特征情况确定合理折现率

评估机构在确定折现率时，采用累加法进行确定。累加法是以安全利率和风险调整值加总作为报酬率，即将报酬率视为包含无风险报酬率和风险报酬率两大部分。公式如下：

报酬率=无风险报酬率+风险报酬率。

其中，无风险报酬率参照 2026 年 3 月 31 日十年期国家债券的收益率为 1.82% 进行确定。风险报酬率是根据项目所在区域市场、行业性质以及同类地区类似业务的经营方式、管理风险及投资优惠等因素综合确定。在分析风险报酬率时，评估机构通过分析 1) 投资不动产的风险补偿；2) 缺乏流动性风险补偿；3) 区位风险补偿；4) 行业及管理负担风险补偿；5) 合规风险补偿；6) 增长风险补偿；7) 特殊经营风险补偿进行判断，综合取值为 2.50%。

其中，投资不动产的风险补偿一般指投资不动产行业额外要求的回报，评估机构采用 3% 作为投资不动产的风险补偿，另外在此风险补偿的基础上，根据项目个体流动性、区位、行业及管理负担、合规、增长、特殊经营等方面进行风险调整。风险调整分为低、中、高、投机四个档次，相应的调整值分别为 0%-3%，3%-6%，6%-9%，9% 以上。不动产项目位于上海市嘉定区安亭板块，地理位置良好，当地社会经济发展平稳，不动产项目整体租户较稳定，管理成本可控，整体经营风险较低，同时结合本次资产实物状况进行分析，评估机构认为不动产项目风险较低，故进

行了 0.93% 的风险调整，不动产项目折现率计算过程如下表：

表：不动产项目折现率计算过程

| 风险因素   | 基础设施项目 |
|--|--------|
| 无风险报酬率                                       | 1.82%  |
| 风险报酬率—投资不动产风险补偿均值                            | 2.50%  |
| 风险报酬率—估价对象流动性、区位、行业及管理负担、合规、增长、特殊经营等方面风险补偿调整 | 0.93%  |
| 折现率  | 5.25%  |

## （2）基于项目所处城市能级，结合区域及行业发展情况合理确定折现率

从城市层级角度看，一线城市由于资产流动性好，租赁需求旺盛，折现率一般相较其他城市层级更低；从物业类型角度看，商业项目通用性较好。从资金成本角度来看，2019 年以来，LPR 利率水平持续走低，截至 2026 年 3 月 31 日，5 年期以上 LPR 已累计下降 1.35%，各类长期资产的报酬率也随之降低。

不动产项目为位于一线城市上海市的商业项目，所处嘉定区安亭板块，商业氛围成熟，消费需求稳定，市场运行平稳。2025 年前三季度，嘉定区经济运行稳健，实现地区生产总值 2,199 亿元，同比增长 3.9%。根据《上海市嘉定区总体规划暨土地利用总体规划（2017-2035）》，安亭与南翔、江桥一并规划为“三个中心镇”，其中安亭镇主要发展现代汽车文化、延伸汽车制造和休闲产业链，塑造本土文化符号与相应产业，建设安亭特色小镇，打造世界汽车产业中心。根据《嘉定区商业空间布局专项规划（2024-2035）》，不动产项目位于安花白城镇圈地区级商业中心规划核心区域，将以产城融合、长三角一体化功能复合发展为导向

向，围绕嘉亭荟（本项目）、财富广场、曼度泛乐城等建成商业项目进一步优化提升业态，发展多元零售餐饮、休闲娱乐等主题商业，融合汽车产业主题，突显嘉定“汽车城”的现代特色。

区域内的商业需求主要依托于安亭汽车城及周边成熟社区支撑，消费客群基数大，商业市场运行平稳。项目所在的安亭镇是上海市人口导入的核心区域，2025 年新增户籍人口达 1.8 万人，且以“新上海人”为主，消费能力强且生活品质要求高。人口持续流入直接带动区域消费升级。2025 年嘉定区社零总额同比增长 8.8%，高于全市平均水平 3.4 个百分点，其中餐饮、娱乐、亲子及体验式消费业态增速领跑全市。

同时，依托 F1 国际顶级赛事 IP 带来的人流聚集效应，安亭板块受益于特色的赛事经济红利，对体育娱乐、主题体验、特色餐饮及休闲消费形成强劲拉动。F1 中国大奖赛期间，独特的票根经济带动赛事相关消费，为区域内的商业市场持续注入活力。此外，项目凭借与轨道交通 11 号线零距离接驳的优势，可承接来自上海及上海以外区域的赛事客群、周末休闲客流与跨区域观光人群，进一步拓宽客流辐射范围，大幅提升客流韧性。

在此背景下，区域商业需求也在发生转型，由基础配套服务逐步向品质化生活、家庭沉浸式体验、主题娱乐和赛事经济联动消费方向发展升级，客群结构多元丰富，整体消费活力与市场韧性持续增强。

**(3) 对比已上市及获批购物中心 REITs 项目，本项目折现率具有一定的合理性**

已上市及获批购物中心 REITs 项目底层资产折现率分布在 5%-7.25%。从项目所处城市层级、细分子市场表现以及物业类型等角度来看，本项目折现率取值在同类项目中处于合理水平。综合考虑资产类别、城市能级和近期宏观利率变动趋势等因素，本项目折现率参数设定为 5.25%较为合理审慎。

表：已上市及获批购物中心 REITs 项目折现率

| 项目名称                |             | 所在城市能级 <sup>66</sup> | 项目上市时间     | 折现率     |
|---------------------|-------------|----------------------|------------|---------|
| 本基金                 | 嘉亭荟一期项目     | 一线城市                 | -          | 5.25%   |
| 中信建投首农商业不动产 REIT    | 北京龙德广场      | 一线城市                 | -          | 5%      |
| 华夏凯德商业不动产 REIT      | 深圳来福士项目     | 一线城市                 | -          | 商业 5.5% |
|                     | 绵阳涪城项目      | 三线城市                 | -          | 6.75%   |
| 光大保德信光大安石商业不动产 REIT | 静安大融城       | 一线城市                 | -          | 5.25%   |
|                     | 江门大融城       | 三线城市                 | -          | 6.25%   |
| 华安陆家嘴商业不动产 REIT     | 晶耀前滩商场北区及西区 | 一线城市                 | -          | 5%      |
|                     | 晶耀前滩商场东区及南区 | 一线城市                 | -          | 5%      |
| 华夏保利发展商业不动产 REIT    | 佛山保利水城      | 新一线城市                |            | 6.25%   |
| 华夏中海消费 REIT         | 佛山映月湖环宇城    | 新一线城市                | 2025/10/31 | 6.75%   |
| 华夏凯德消费 REIT         | 长沙雨花亭项目     | 新一线城市                | 2025/9/29  | 6.75%   |
|                     | 广州云尚项目      | 一线城市                 |            | 6%      |
| 中金中国绿发消费 REIT       | 济南领秀城       | 二线城市                 | 2025/6/27  | 7%      |
| 华夏大悦城消费 REIT        | 成都大悦城       | 新一线城市                | 2024/9/20  | 7%      |
| 华安百联消费 REIT         | 上海又一城       | 一线城市                 | 2024/8/16  | 6.5%    |
| 中金印力商业 REIT         | 杭州西溪印象城     | 新一线城市                | 2024/4/30  | 7%      |
| 华夏华润消费 REIT         | 青岛华润万象城     | 新一线城市                | 2024/3/14  | 7%      |
| 华夏金茂消费 REIT         | 长沙金茂览秀城     | 新一线城市                | 2024/3/12  | 7.25%   |

<sup>66</sup> 分类参考“第一财经”发布的《2025 新一线城市魅力排行榜》。

综上，不动产项目位于上海市嘉定区安亭板块，地理位置良好，当地社会经济发展平稳，不动产项目整体租户较稳定，管理成本可控，整体经营风险较低。基于不动产项目基本面情况、所在城市能级及区域发展态势，结合同类项目资本化率及折现率参数，本项目折现率取值 5.25% 具有合理性。

### （三）关于评估方法

1. 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。

答复：

本次不动产项目采用收益法评估，为论证预测期内运营收入增长的审慎性，管理人与评估机构将本次预测期（2026-2036 年）的预测现金流复合增长率与市场商业不动产 REITs 进行了对比，具体如下：

本项目预测期内（2026-2036 年）预测现金流复合增长率为 3.16%，增长率偏高主要系预测大润发到期后调整为专门店，专门店租金单价水平更高所致（业态调整后专门店与主力店面积比由 71:29 提升至 95:5）。与市场已获批商业不动产 REITs 相比，本项目增长率处于相对合理区间。

表：已获批商业不动产 REITs 预测现金流复合增长率

| 项目名称              | 底层资产        | 预测现金流复合增长率 |
|-------------------|-------------|------------|
| 本项目               | 嘉亭荟一期项目     | 3.16%      |
| 国泰海通砂之船商业不动产 REIT | 砂之船（西安）奥特莱斯 | 2.75%      |

| 项目名称                 | 底层资产       | 预测现金流复合增长率                        |
|----------------------|------------|-----------------------------------|
| 中信建投首农食品集团商业不动产 REIT | 龙德广场       | 2.78%                             |
| 汇添富上海地产商业不动产 REIT    | 鼎保大厦       | -0.25%                            |
|                      | 鼎博大厦       | -0.32%                            |
| 中金唯品会商业不动产 REIT      | 郑州杉杉奥特莱斯   | 2.55%                             |
|                      | 哈尔滨杉杉奥特莱斯  | 2.57%                             |
| 华安锦江商业不动产 REIT       | 21 家酒店资产包  | 资产包整体为 3.7%，单个资产的增长率区间为 2.3%-5.1% |
| 华夏凯德商业不动产 REIT       | 深圳来福士项目    | 2.58%                             |
|                      | 绵阳涪城项目     | 3.16%                             |
| 华夏保利发展商业不动产 REIT     | 广州保利中心、    | 0.04%                             |
|                      | 佛山保利水城     | 3.26%                             |
| 华安陆家嘴商业不动产 REIT      | 晶耀前滩办公楼及商场 | 1.09%~2.33%                       |
| 光大保德信光大安石商业不动产 REIT  | 静安大融城      | 2.71%                             |
|                      | 江门大融城      | 2.30%                             |

此外，项目历史与预测期收入增速对比亦可印证项目假设未显著偏高。自 2012 年 9 月开业以来，项目运营收入整体呈现增长趋势。2013-2025 年，运营收入从 8,910 万元增长至 12,459 万元，平均增长率为 3.92%。预测期间（2026-2036 年）各年度运营收入平均增长率为 3.54%，整体增速低于历史长期均值。数据统计如下：

表：嘉亭荟一期项目历史期间运营收入<sup>67</sup>

| 年度   | 运营收入（万元）  | 同比增速   |
|------|-----------|--------|
| 2013 | 8,910.17  | -      |
| 2014 | 10,214.14 | 14.63% |
| 2015 | 11,483.95 | 12.43% |
| 2016 | 12,440.73 | 8.33%  |

<sup>67</sup> 运营收入系历史期间所有收入之和，包括租金收入、物业管理费收入、推广费收入、多经收入、停车位收入等，租金收入为现金流口径，不考虑直线法调整影响，和评估模型中的运营收入具有可比性。

| 年度   | 运营收入（万元）  | 同比增速         |
|------|-----------|--------------|
| 2017 | 14,693.70 | 18.11%       |
| 2018 | 16,673.06 | 13.47%       |
| 2019 | 18,014.84 | 8.05%        |
| 2020 | 15,120.34 | -16.07%      |
| 2021 | 18,065.62 | 19.48%       |
| 2022 | 13,772.73 | -23.76%      |
| 2023 | 15,839.51 | 15.01%       |
| 2024 | 14,162.91 | -10.58%      |
| 2025 | 12,459.19 | -12.03%      |
| 平均数  |           | <b>3.92%</b> |

表：嘉亭荟一期项目预测期间运营收入

| 年度         | 运营收入（万元）  | 同比增速         |
|------------|-----------|--------------|
| 2026年4-12月 | 8,531.82  | -            |
| 2027       | 11,669.24 | 3.05%        |
| 2028       | 11,564.91 | -0.89%       |
| 2029       | 11,577.46 | 0.11%        |
| 2030       | 11,827.55 | 2.16%        |
| 2031       | 12,084.62 | 2.17%        |
| 2032       | 11,923.28 | -1.34%       |
| 2033       | 13,785.69 | 15.62%       |
| 2034       | 14,409.60 | 4.53%        |
| 2035       | 15,184.32 | 5.38%        |
| 2036       | 15,521.66 | 2.22%        |
| 平均数        |           | <b>3.30%</b> |

剔除 2033 年因大润发到期调整带来的阶段性增长后，预测期年均增速仅 1.93%，大幅低于 2013-2019 年（公共卫生事件及二期项目开业前）平稳经营期 12.8% 的年均增速。预测收入长期未超越历史峰值，未高估复苏空间，增长假设具备可实现性。

2033 年阶段性收入提升，源于 2032 年大润发到期调整后，

项目专门店与主力店面积配比由 71:29 调整至 95:5，高租金水平专门店占比大幅提升，具备实体业态调整支撑。调整完成后年度增速逐步回落，并趋近上海市 CPI 历史涨幅，增长节奏符合商业运营规律。

除收益法外，评估机构选择比较法对不动产项目估值进行校验，按比较法计算的评估单价处于上海市零售资产交易价格区间的低位，依此验证目前评估结果合理，具体分析如下。

### (1) 评估方法说明

比较法是物业评估中常用的方法，通过在活跃市场中选取近期、同类型、可比的交易案例，进行差异调整后得出评估价值。

### (2) 评估假设及评估过程

嘉亭荟一期项目规模较大，所在区域内类似规模的商场市场交易案例稀少，且受限于大宗交易多为协议转让，公开交易信息不透明，对于不动产项目所在区域内的大宗交易案例，难以获取其交易价格内涵和交易条件，因此评估机构选取了近两年全上海市资本市场商业物业成交状况作为比较法估值的参考依据。

表：近两年上海资本市场商业物业成交状况

| 项目名称         | 区位  | 商业部分建筑面积（平方米） | 商业部分资产价格（分摊后）（百万元） | 单价（元/平方米） | 交易类型    |
|--------------|-----|---------------|--------------------|-----------|---------|
| 龙湖上海闵行天街     | 闵行区 | 94,857        | 1,813              | 19,081    | 49%股权交易 |
| 松江印象城一期      | 松江区 | 152,967       | 2,969              | 19,416    | 48%股权交易 |
| 上海南翔印象城 MEGA | 嘉定区 | 186,000       | 4,079              | 21,935    | 48%股权交易 |
| 星荟中心         | 虹口区 | 71,998        | 2,374              | 32,918    | 40%股权交易 |
| 七宝领展广场       | 闵行区 | 148,853       | 5,200              | 34,934    | 50%股权交易 |

注：1、受限于资本市场交易数据的非公开性，相关信息可验证程度较低。上述商业部

分资产价格数据来源于 MSCI Real Capital Analytics (RCA) 网站披露，商业部分建筑面积数据来源于 RCA 或公开信息渠道；

2、上述大宗交易标的为商业体/综合体项目，交易标的及交易对价由商业、车位、办公、租赁住房等多元业态组合资产构成，上述列示为商业部分资产价格，部分为整体交易资产包分摊后所得。

近两年，嘉定区商业物业大宗交易案例较少。为便于投资人决策，管理人及市调机构同步整理了近年来散铺交易价格供参考。具体如下：

**表：近两年上海市嘉定区商业物业散铺成交状况**

| 名称          | 地址                         | 建筑面积<br>(平方米) | 单价(元/<br>平方米) | 日期         |
|-------------|----------------------------|---------------|---------------|------------|
| 福瑞大厦        | 曹安公路 1509 号 110 室          | 785.02        | 19,108        | 2026/01/06 |
| 金地格林世界高尔夫公馆 | 陈翔路 1567 号 1_3 层           | 378.2         | 26,441        | 2025/11/24 |
| 上海江桥万达广场    | 华江路 850 弄 91 号 1_2 层       | 342.5         | 26,277        | 2025/12/02 |
| 曹安新世界生活广场   | 曹安公路 2300 弄 127 号<br>1_2 层 | 244.24        | 12,119        | 2026/03/18 |

### (3) 评估结论

从前述统计信息情况看，上海市零售资产大宗交易价格范围在 19,000 元/平方米至 35,000 元/平方米之间。不动产项目按商业建筑面积计，单价为 16,140 元/平方米，低于上述交易价格区间，依此验证目前评估结果谨慎合理。

### (4) 对比已上市及获批购物中心 REITs 项目资本化率，本项目估值结果具备可比性及合理性

已上市及获批可比购物中心 REITs 项目的资本化率区间为 4.7%-7.4%。本次评估结果 2026 及 2027 年资本化率（扣除资本性支出前）分别为 5.93%和 6.15%，在已上市消费项目资本化率区间范围内。另根据戴德梁行《2026 中国 REITs 指数之不动产资本化率调研报告（第六期）》调研报告结果，对于上海市购物

中心类型资产，投资人普遍接受的估值水平对应资本化率为5.3%-6.4%。因此估值结果具备可比性及合理性。

**表：已上市及获批购物中心 REITs 项目资本化率**

| 项目名称                | 评估基准日          | 估值<br>(亿元) | 评估单价<br>(元/平米) | 资本化率(首个完整年度, 扣除资本性支出前) |                         |
|---------------------|----------------|------------|----------------|------------------------|-------------------------|
| 本基金                 | 嘉亭荟一期项目        | 2026年3月末   | 11.03          | 9,985                  | 6.15% (2027年)           |
| 中信建投首农商业不动产 REIT    | 北京龙德广场         | 2025年12月末  | 27.03          | 12,138                 | 7.11% (2026年)           |
| 华夏凯德商业不动产 REIT      | 深圳来福士项目        | 2025年12月末  | 商业<br>24.43    | 商业 35,789              | 购物中心部分<br>4.76% (2026年) |
|                     | 绵阳涪城项目         | 2025年12月末  | 11.60          | 8,913                  | 7.35% (2026年)           |
| 光大保德信光大安石商业不动产 REIT | 静安大融城          | 2025年12月末  | 36.54          | 19,365                 | 4.86% (2026年)           |
|                     | 江门大融城          | 2025年12月末  | 21.02          | 17,568                 | 6.58% (2026年)           |
| 华安陆家嘴商业不动产 REIT     | 晶耀前滩商场北区及西区    | 2025年12月末  | 6.84           | 20,989                 | 5.92% (2026年)           |
|                     | 晶耀前滩商场东区及南区    | 2025年12月末  | 8.95           | 23,299                 | 5.84% (2026年)           |
| 华夏保利发展商业不动产 REIT    | 佛山保利水城         | 2025年12月末  | 9.18           | 5,998                  | 7.12% (2026年)           |
| 华夏金茂消费 REIT         | 长沙金茂览秀城        | 2023年6月末   | 10.65          | 10,400                 | 5.46% (2024年)           |
| 中金印力消费 REIT         | 杭州西溪印象城        | 2023年6月末   | 39.59          | 15,855                 | 6.00% (2024年)           |
| 华夏华润消费 REIT         | 青岛万象城项目        | 2023年6月末   | 81.47          | 19,434                 | 5.41% (2024年)           |
| 华安百联消费 REIT         | 上海又一城购物中心      | 2023年末     | 23.32          | 18,659                 | 6.90% (2024年)           |
| 华夏大悦城消费 REIT        | 成都大悦城          | 2024年3月末   | 32.43          | 18,796                 | 6.34% (2024年)           |
| 中金中国绿发消费 REIT       | 领秀城贵和购物中心      | 2024年末     | 15.65          | 7,615                  | 6.09% (2025年)           |
| 华夏凯德消费 REIT         | 长沙雨花亭项目、广州云尚项目 | 2025年3月末   | 25.69          | 10,195<br>19,360       | 6.88%、5.05%<br>(2026年)  |
| 华夏中海消费 REIT         | 佛山映月湖环宇城       | 2025年3月末   | 12.90          | 8,405                  | 6.77% (2026年)           |

**2.请评估机构根据《审核关注事项》第四十四条相关规定，补充披露关于出租率、租金等核心估值参数的敏感性分析。**

**答复：**

评估机构已于评估报告相应章节补充披露关于出租率、租金

单价的敏感性分析，具体如下。

### (1) 关于出租率的敏感性分析

出租率是商业不动产运营的核心指标，其变化能够直接体现项目租户招商成效、区域商业市场供需、运营管理能力及换租周期波动等运营层面风险与利好对估值的影响。不动产项目的出租率水平受城市商业活力、项目区位优势、业态定位匹配度、市场租户需求等因素综合影响，不同的出租率表现会直接反映项目实际运营成效并传导至资产估值。“基准出租率”情景为本次估值对应的出租率水平。项目出租率的变化对估值的影响如下：

表：出租率敏感性分析

| 出租率变化     | 价值时点估值：11.03 亿 |              |
|-----------|----------------|--------------|
|           | 情境下估值（亿元）      | 估值变化比例（%）    |
| 增长 2%     | 11.29          | 2.36%        |
| 增长 1%     | 11.16          | 1.18%        |
| <b>基准</b> | <b>11.03</b>   | <b>0.00%</b> |
| 下降 1%     | 10.90          | -1.18%       |
| 下降 2%     | 10.76          | -2.45%       |

### (2) 关于租金单价的敏感性分析

租金单价是商业不动产收益端的核心指标，其变化可直接体现区域商业租金市场行情、项目资产定价能力、业态坪效水平及租户品牌层级等市场与运营层面波动对估值的影响。不动产项目的租金单价水平受城市商业能级、项目核心区位价值、业态组合规划、周边竞品定价及市场消费能力等多重因素综合影响，市场租金的自然波动及项目租金定价策略的调整均会对资产估值产生直接作用。“基准租金单价”情景为本次估值对应的租金单价

水平。项目租金单价的变化对估值的影响如下：

表：租金单价敏感性分析

| 租金单价变化    | 价值时点估值：11.03 亿 |              |
|-----------|----------------|--------------|
|           | 情境下估值（亿元）      | 估值变化比例（%）    |
| 增长 5.0%   | 11.46          | 3.90%        |
| 增长 2.5%   | 11.25          | 1.99%        |
| <b>基准</b> | <b>11.03</b>   | <b>0.00%</b> |
| 下降 2.5%   | 10.82          | -1.90%       |
| 下降 5.0%   | 10.61          | -3.81%       |

### （3）关于运营净收益的敏感性分析

估价对象运营净收益的变化可以综合体现一般经营性利好或风险对于估值的影响。估价对象的 NOI 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”情景为本次估值对应的 NOI 水平。项目 NOI 的变化对估值的影响如下：

| 运营净收益变化   | 价值时点估值：11.03 亿 |              |
|-----------|----------------|--------------|
|           | 情境下估值（亿元）      | 估值变化比例（%）    |
| 下降 10%    | 9.93           | -9.97%       |
| 下降 5%     | 10.48          | -4.99%       |
| <b>基准</b> | <b>11.03</b>   | <b>0.00%</b> |
| 增长 5%     | 11.58          | 4.99%        |
| 增长 10%    | 12.13          | 9.97%        |

### （4）关于长期增长率的敏感性分析

长期增长率可以体现宏观经济发展层面的波动对于估值的影响，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：

| 长期增长率变化   | 价值时点估值：11.03 亿 |              |
|-----------|----------------|--------------|
|           | 情境下估值（亿元）      | 估值变化比例（%）    |
| 下降 0.50%  | 10.87          | -1.45%       |
| 下降 0.25%  | 10.95          | -0.73%       |
| <b>基准</b> | <b>11.03</b>   | <b>0.00%</b> |
| 增长 0.25%  | 11.12          | 0.82%        |
| 增长 0.50%  | 11.20          | 1.54%        |

### （5）关于折现率的敏感性分析

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”情景为本次估值对应的折现率。项目折现率的变化对估值的影响如下：

| 折现率变化     | 价值时点估值：11.03 亿 |              |
|-----------|----------------|--------------|
|           | 情境下估值（亿元）      | 估值变化比例（%）    |
| 下降 0.50%  | 11.59          | 5.08%        |
| 下降 0.25%  | 11.30          | 2.45%        |
| <b>基准</b> | <b>11.03</b>   | <b>0.00%</b> |
| 增长 0.25%  | 10.77          | -2.36%       |
| 增长 0.50%  | 10.52          | -4.62%       |

## 五、基金运作与治理

### （一）关于相关费用安排

根据申报材料，本项目的运营管理费包括基础运营管理费、激励运营管理费。基础运营管理费按当年度不动产项目经审计的实收运营收入计提，2025 年-2032 年计提比例为 10.0%，2033 年及以后为 8.0%。请管理人充分说明运营管理费率设置的合理性，并就运营管理相关费用安排是否符合《审核关注事项》第六

十九条、第七十条相关规定发表明确意见。

答复：

本项目基础运营管理费率系基于不动产项目剔除无关费用后的历史运营成本设置，激励运营管理费系当项目实际运营情况优于目标值时予以运营管理团队的绩效激励。

### 1.基础运营管理费合理性分析

运营管理机构每年收取的基础运营管理费包含项目运营人员及行政管理费、宣传及销售服务费等日常相关费用。

2022-2025 年运营成本占收入比例分别为 37.92%、40.42%、37.28%和 41.81%，比例上升主要受到 2023 年公区改造导致折旧摊销增加、嘉亭荟二期开业后一期主动降租进行业态调整等阶段性因素影响，随着二期项目进入稳定运营期，截至 2026 年 3 月末嘉亭荟一期出租率已从 2024 年末的 83.05%回升至 89.65%，前述导致成本率上升的因素预计不具有延续性。

从成本构成来看，报告期内项目公司历史运营成本中包含咨询费（年支出 975 至 1,265 万元）及部分人员管理成本（系历史期间嘉亭荟项目一、二期项目存在人员兼任情形）两项与嘉亭荟一期未来运营无关的费用，项目公司已承诺在基金发行前终止相关协议并不再承担相关支出，一期项目未来将由崇伦企管旗下独立的运营团队负责运营管理。在预测期的费用设置中，公共能源费与保险费由项目公司自行承担，未包含在支付给运营管理机构的基础运管费和物业管理费中。为保持历史运营成本和基础运营管理费口径一致，剔除前述非持续性费用及水电保险费后，嘉亭

荟一期近三年及一期运营成本占收入比例约为 25.63%、22.43%、27.29%和 25.34%，与预测期前十年 26.5%及 25.5%的基础运营费率基本匹配。2033 年及以后基础运营费率降至 20.5%，主要系业态调整后预计运营收入将得到提升，运营管理费占比相应下降。目前 20.5%-26.5%的基础运营费率水平在已上市消费 REITs 中处于中等区间，符合行业惯例。综上，本项目基础运营费率的设置是在历史运营成本基础上的合理优化，相关参数设定具备商业合理性。相关数据对比分析可详见本反馈回复“四、资产评估与估值合理性”之“（二）关于成本及折现率参数取值合理性”之“1.关于不动产成本情况”。

基于上述分析，本项目基础运营费率系结合不动产项目历史运营管理成本费用支出情况确定，能够保障不动产项目稳定运营。

## 2.激励运营管理费合理性分析

### （1）激励运营管理费的设置方式

激励运营管理费（含税）=（实际运营净收益-目标运营净收益）×R。

其中，实际运营净收益=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-资本性支出，其中营业成本或管理费用不含运营管理费中激励运营管理费用，前述数据采用项目公司年度经审计后数据。资本性支出以实际支付金额或预算金额孰高值为准，原则上不超过该年度资本性支出预算金额且往年

留存大修储备金使用不纳入当年考核。前述收入中租金收入按照租赁合同口径金额确认（不考虑直线法）。

目标运营净收益：首 2 个运营收入回收期目标运营净收益=首次申报确定的可供分配现金流审阅报告及其底稿中记载的运营净收益；第 3 个运营收入回收期及以后的运营收入回收期的目标运营净收益=上一年公开披露的跟踪评估报告中预测的对应年度运营净收益。

其中，系数 R 取值与预算完成率（预算完成率=实际运营净收益/目标运营净收益）相关，具体如下：

**表：激励运营管理费系数取值**

| 预算完成率           | 系数 R 取值 |
|-----------------|---------|
| 预算完成率<70%       | 40%     |
| 70%≤预算完成率<80%   | 30%     |
| 80%≤预算完成率<90%   | 20%     |
| 90%≤预算完成率<100%  | 10%     |
| 预算完成率=100%      | 0%      |
| 100%<预算完成率≤110% | 10%     |
| 110%<预算完成率≤120% | 20%     |
| 120%<预算完成率≤130% | 30%     |
| 130%<预算完成率      | 40%     |

若年度实际运营净收益低于目标运营净收益，项目公司在基础运营管理费支付中作对应金额的扣罚（即按照目标运营净收益减去实际运营净收益之差作为扣罚金额，由项目公司自基础运营管理费中进行扣减，扣减金额不超过当年度基础运营管理费）。特别地，就 2026 年-2027 年，当且仅当预算完成率小于 100%时，对应的 R 为 100%。上述安排具有充分的商业合理性，符合市场

惯例，且切实有利于保障基础设施基金投资人权益，具体说明如下：

### 1) 扣减机制体现风险共担的商业逻辑

基础运营管理费主要用于覆盖运管机构的日常运营成本及合理利润。在项目运营净收益未达目标的情况下全额扣减，本质上是运管机构与基金投资者之间的风险共担安排：当资产表现低于预期时，运营管理机构让渡当期收益，以增强基金层面的收益缓冲。该机制促使运管团队重视运营净收益目标的达成，避免因基础管理费固定收取而弱化其提升资产价值的动力。针对 2026-2027 年（二期开业后一期尚处恢复期）的特殊阶段，设置更严格的全额扣减条件，体现了运营管理机构在爬坡期强化保障的审慎考量。

### 2) 具有可参照的 REITs 项目案例

国内公募 REITs 在运营管理费结构中引入绩效约束机制较为常见。部分项目（如嘉实物美消费 REIT、陆家嘴 REIT）设置了分红豁免条款，在特定条件下由原始权益人或其关联方让利以维护投资者收益的稳定性。另有部分项目公告显示，运营管理机构为维护投资者利益、保障产品稳定性，主动减免或放弃部分管理费（例如华泰宝湾物流 REIT、东吴苏园产业 REIT、博时蛇口产业园 REIT、建信中关村 REIT）。本项目前两年全额扣减基础运营管理费的安排，在逻辑上与该类市场实践一致，均体现了原始权益人、运营管理机构及其关联方与投资人风险共担，强化落实运营管理责任，切实保障投资人利益的目的。

### 3) 扣罚条款不影响运营团队的持续稳定运营，并能充分展现运管机构对达成经营目标实现的信心

第一，运管团队绩效考核、职业声誉与项目长期运营表现高度绑定。如 2026-2027 年度受特殊因素影响触发费用扣减，运营管理机构仍可通过后续年度提升运营净收益弥补短期损失，不会因短期管理费扣减放弃项目运营管理。同时，本项目主要原始权益人回笼资金将部分用于运管机构平台建设，可为运营管理机构持续履职提供支撑保障。

第二，从实际经营情况来看，2026-2027 年度触发全额扣减的可能性偏低。截至 2026 年 3 月末，一期项目出租率已明显回升，运营恢复态势明确；运管团队已启动执行未来两年续约、招商方案。全额扣减需以 NOI 未达目标额的 73.5% 为前提，实际触发概率较低。

第三，项目自身区位条件、历史运营成效及现有租约结构，均为实现运营净收益目标奠定了良好基础。全额扣减条款为短期极端情形下的风险共担安排，充分体现运营管理机构对自身运营能力建设及项目复苏向好趋势的信心。

### (2) 激励运营管理费设置能够有效体现对等的激励与约束，有利于提高不动产项目运营管理效率

本基金激励运营管理费用设置了对等的正向激励和负向扣减机制，可以实现奖惩对等的激励与约束效果，在对运营管理机构形成有效激励的同时对其增加设置了约束机制，实现运营管理机构与基金份额持有人利益的长久绑定，有利于保护投资者权益。

当运营管理机构超额达成目标运营净收益时，运营管理机构可以分享超额部分，在不动产项目运营效果不达预期导致实际运营净收益低于目标值时，激励管理费用为负，将相应扣减年度基础运营管理费。通过设置奖惩机制可以激励运营管理机构实施有效的主动管理措施，提升不动产项目的业绩表现，兼具激励性与约束性。

此外，为激励运营管理团队提高运营业绩并保持不动产项目长期稳健运营，基金管理人在运营管理服务协议中补充设置运营管理团队激励机制条款。当激励运营管理费为正时，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，向基金管理人报备后具体执行。若当期存在激励运营管理费，激励运营管理费的 30%将用于奖励运营团队。

综上所述，本基金激励运营管理费的设置对不动产项目业绩目标的达成起到了良好的激励作用，针对运营管理团队的直接激励机制条款也能够进一步保障激励约束目标的有效实现，有利于提高不动产项目运营管理效率、强化资产维护运营，同时，对等的正向激励和负向扣减机制也充分体现了激励与约束的对等平衡，具有合理性。

### **3.本项目符合《审核关注事项》第六十九条、第七十条规定**

《审核关注事项》第六十九条规定，运营管理费应当包括基础管理费以及浮动管理费。基础管理费可以结合不动产项目历史

运营管理成本费用支出情况确定，保障不动产项目稳定运营。浮动管理费应当有利于提高不动产项目运营管理效率、强化资产维护运营，能够有效体现对等的激励与约束。

《审核关注事项》第七十条规定，基金管理人应当结合运营管理机构的聘任、解聘以及监督机制，浮动管理费用设置，运营管理团队的绩效评价与收入分配激励机制，对运营管理机制能否有效实现激励约束目标发表明确意见。

经管理人核查，基础运营管理费系基于项目历史运营成本合理确定，预测期前十年基础运管费率与历史数据基本匹配，全周期运营管理费率处于已上市消费 REITs 中等区间，能够保障项目稳定运营；浮动管理费设置了对等的正向激励和负向扣减机制，超额完成时按预算完成率分档（10%-40%系数）分享超额部分，设置了奖惩对等的激励约束安排，该等安排能够提高运营管理效率、强化资产维护运营并实现激励约束目标。

## （二）关于治理机制安排

根据申报材料，本基金份额持有人大会不设日常机构。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不动产项目运营的作用。

答复：

就运营管理相关重要决策事项，本基金已系统设置分层决策机制，从而充分发挥各参与主体的优势专长，持续提升存续期管理质效，具体如下：

## 1.基金持有人大会层面

基金份额持有人大会机制为本基金的最高决策层级。基金份额持有人大会由基金份额持有人组成，基金份额持有人的合法授权代表有权代表基金份额持有人出席会议并表决，基金份额持有人持有的每一基金份额拥有平等的投票权。

针对提前终止基金合同，更换基金管理人、托管人或调整其报酬标准、转换基金运作方式、变更基金类别、基金合并、对基金的投资目标、投资策略等作出重大调整、变更基金投资范围、变更基金份额持有人大会程序、基金扩募、重大关联交易等关乎本基金基本运作方式调整、重大要素变更、对于持有人利益将产生重大影响的事项，均需提交基金份额持有人大会审议决策，具体约定已于本基金招募说明书及基金合同中进行详细披露。

## 2.基金管理人层面

基金管理人建立了不动产基金运营管理办法，明确了不动产基金治理工作。基金管理人设立不动产投资部，负责对不动产基金所持有的不动产项目日常运营进行监督管理。

基金管理人设立公募 REITs 投资管理议事机构，对不动产项目运营管理重大事项采取集体决策制度，负责基金份额持有人大会决策事项之外，由基金管理人有权自行决策的与运营管理相关重大事项的决策。针对预算内一般事项或者其他无需履行公募 REITs 投资管理议事机构决议的事项，基金管理人明确了授权事项类别、授权审批部门等，进而提高日常审批及监督效率。

### (1) 公募 REITs 投资管理议事机构职权范围

1)通过专项计划行使对 SPV 公司和/或不动产项目公司所享有的相关股东权利，包括决定 SPV 公司和/或项目公司的经营方针和投资计划，选举和更换非由职工代表担任的董事、监事，决定聘任和更换财务负责人，审议批准项目公司董事会/董事的报告，审议批准项目公司的年度财务预算方案和决算方案等；

2) 在符合有关法律、法规的前提下，制订、实施、调整并决定有关基金直接或间接的对外借款方案；

3) 审议金额占基金净资产 5%及以下的关联交易（金额是指连续 12 个月内累计发生金额）；

4) 审议金额不超过基金净资产 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）；

5) 审议由基金管理人或基金份额持有人提出的、对于基金扩募事项的建议及方案，并履行适当程序后，召集基金份额持有人大会投票表决；

6) 运营管理机构提议审议的、法律法规规定或基金文件约定的其他与运营相关的重大事项。

## **(2) 人员构成**

公募 REITs 投资管理议事机构委员共有 5 个席位，均由基金管理人委派（由公司总裁、公司督察长、首席风险官（或风险管理负责人员）、不动产投资部分管领导及相关专业委员组成）。具体人员如下：

陶耿先生，上海国泰海通证券资产管理有限公司董事长；

叶明先生，上海国泰海通证券资产管理有限公司总裁、财务负责人、首席市场官；

吕巍先生，上海国泰海通证券资产管理有限公司合规总监、督察长、首席风险官；

徐刚先生，上海国泰海通证券资产管理有限公司总裁助理、首席投资官（CIO）；

杨先锋先生，上海国泰海通证券资产管理有限公司风险管理部总经理助理（主持工作）。

### **（3）议事规则**

公募 REITs 投资管理议事机构议事形式分为线上和线下两种，在发生公募 REITs 投资管理议事机构审议事项时，由任意一名委员或基金经理负责召集并决定议事形式。

若公募 REITs 投资管理议事机构全体委员无法就审议事项在线上达成一致意见时，则由任意一名委员或基金经理负责就同一审议事项召集线下会议。

公募 REITs 投资管理议事机构线下会议审议事项须经三分之二以上（含三分之二）委员表决通过后方可实施。

### **3.项目公司层面**

为提升运营决策的效率和质量，确保不动产项目运营管理的持续稳定，项目公司的董事、监事、财务负责人由基金管理人通过专项计划管理人委派。项目公司日常经营事项，由基金管理人、项目公司共同委托运营管理机构为不动产项目提供运营管理服务，通过签订《运营管理服务协议》授权运营管理机构对本项目

进行运营管理，项目公司主要承担监督与审核的职责，充分地保障了运营管理机构日常运营管理的独立性。

基金管理人与运营管理机构就不动产项目运营管理重要事项设置审批权限及/或管理方案，以充分发挥运营管理机构及相关方在不动产项目运营管理及风险控制等方面的专业能力，调动运营管理机构自主能动性。

综上所述，管理人认为本基金从提升运营管理效率的角度出发，在持有人大会、基金管理人、项目公司等各个层级设置了有效的分层决策机制，能够充分发挥运营管理机构及相关方在不动产项目运营管理方面的专业能力，能够充分调动运营管理机构主观能动性，符合《审核关注事项》第六十四条相关规定。

## 六、其他反馈意见

### （一）关于回收资金用途

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、回收资金管理制度等。

答复：

主要原始权益人泛全公司拟将回收资金主要用于与主营业务相关的存量资产收购、新增投资，以及偿还债务、补充流动性资金等，不会用于购置商品住宅用地。具体而言，回收资金将用于存量项目的更新改造、补充项目营运资金、支持运管机构崇伦企管的发展，用途及对应金额如下表所示：

表：泛全公司关于回收资金的安排

| 回收资金用途            | 拟使用回收资金（亿元） | 占比  |
|-------------------|-------------|-----|
| 存量项目更新改造及营运资金预留备用 | 3.3         | 56% |
| 用于偿还关联方借款         | 1.5         | 34% |
| 支持崇伦企管轻资产管理平台发展   | 0.5         | 10% |

崇邦控股拟搭建以崇伦企管为核心的轻资产管理平台，依托嘉亭荟等优质商业资产基本盘，对外输出商业运营管理能力，实现降低重资产投入、提升投资回报率，并通过品牌和管理溢价获取稳定的管理费收入。本次拟从回收资金中划拨 0.5 亿元用于支持崇伦企管轻资产管理平台的发展，具体用于以下方面：1、平台搭建及初始运营投入。包括初期办公软硬件设施配置及品牌体系建设；日常运营开支，包括管理费用、市场推广费用等，确保平台在未形成规模化收入前保持稳定运转；2、核心管理运营团队组建及激励。引进具备购物中心招商、运营、推广、工程、财务等专业能力的高层管理人才及骨干团队；建立与轻资产业务挂钩的绩效激励体系以吸引并留住核心人才；3、轻资产业务拓展及管理能力输出。用于前期市场拓展、项目尽调、商业策划等方面，为崇伦企管输出管理标准及培训体系，打造运营品牌形成助力。

原始权益人新安亭公司拟将回收资金用于新建厂房，支持嘉定区地方经济发展。

同时泛全公司就发行商业不动产 REITs 回收资金的管理和运营制定了《公开募集商业不动产证券投资基金回收资金管理办法》，该办法对回收资金使用原则、支出安排、使用用途作出了明确规定，并确保避免资金用于购置商品住宅用地。

本项目将根据相关法规要求，以符合宏观政策导向、严格遵循国家产业政策、外汇管理和有关法律法规规定为前提，将回收资金用于与主营业务相关的存量资产收购、新增投资，以及偿还债务、补充流动资金等，不用于购置商品住宅用地。

原始权益人一泛全公司已于 2026 年 1 月 27 日出具《泛全有限公司（Global Class Limited）关于回收资金用途的承诺函》，原始权益人二新安亭公司已于 2026 年 1 月 27 日出具《上海国际汽车城新安亭联合发展有限公司关于回收资金用途的承诺函》，分别承诺：“一、本公司承诺将不动产基金回收资金留存于境内，主要用于支持本公司及本公司关联方的主营业务发展，用于存量资产收购、新增投资、偿还债务、补充流动性资金等。二、本公司承诺严格遵循国家产业政策、外汇管理和相关法律法规规定使用不动产基金回收资金。三、本公司承诺与基金管理人、资产支持证券管理人、回收资金的存放银行等共同签订资金监管协议明确各自监督职责，防止违规变更回收资金用途。四、如回收资金投资或收购的新项目通过本公司控制的企业或者其他关联方实施的，该企业或者其他关联方也应当严格遵循国家产业政策、外汇管理和相关法律法规规定使用不动产基金回收资金。”

就本次不动产基金的募集资金监管安排，主要原始权益人泛全公司拟开立监管账户，该账户由基金管理人、泛全公司与相关银行共同监管并签署三方监管协议。相关监管安排可确保回收资金不汇往境外，并切实防范回收资金流入商品住宅或者商业地产开发领域，或用于购置商品住宅用地。

## （二）关于资产选取

请管理人根据《审核关注事项》第三十九条相关规定，补充披露本项目的资产规模、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：

本项目主要原始权益人控股股东为崇邦控股。崇邦控股专注在上海和周边地区投资开发具有商业功能的城市综合体项目，并负责管理、营销、销售、租务以及物业管理。截至 2025 年末，崇邦控股持有 9 个商业城市综合体项目，具体如下：

表：崇邦控股持有的商业不动产项目情况

| 项目             | 地区      | 持股比例    | 物业类型  | 开业年份   | 建筑面积（万平方米） | 2025 年营业收入（万元） |
|----------------|---------|---------|-------|--------|------------|----------------|
| 大宁国际商业广场       | 上海市静安区  | 99.24%  | 商业、酒店 | 2006 年 | 20.40      | 30,406         |
| 金桥国际商业广场       | 上海市浦东新区 | 100.00% | 商业、办公 | 2009 年 | 17.85      | 29,290         |
| 嘉亭荟城市生活广场一期    | 上海市嘉定区  | 85.00%  | 商业    | 2012 年 | 11.05      | 10,289         |
| 嘉亭荟城市生活广场二期    | 上海市嘉定区  | 85.00%  | 商业、办公 | 2024 年 | 18.56      | 5,880          |
| 昆城广场           | 苏州市昆山市  | 50.00%  | 商业、办公 | 2016 年 | 27.17      | 3,410          |
| 余之城生活广场        | 杭州市临平区  | 100.00% | 商业、办公 | 2018 年 | 24.57      | 8,441          |
| 上滨生活广场         | 上海市虹口区  | 100.00% | 商业、办公 | 2019 年 | 8.74       | 5,782          |
| 滨港商业中心一期（今潮八弄） | 上海市虹口区  | 100.00% | 商业    | 2021 年 | 1.24       | 4,496          |
| 滨港商业中心二期       | 上海市虹口区  | 100.00% | 商业、办公 | 2025 年 | 26.12      |                |

截至 2025 年末，本项目建筑面积 11.05 万平方米，在崇邦控

股体系内资产排名第 7；本项目营业收入 1.03 亿元，在崇邦控股体系内资产排名第 3，运营净收益 0.61 亿元，在崇邦控股体系内资产排名第 3。选取本项目作为底层资产的原因主要是由于嘉亭荟城市生活广场一期位于核心城市的优势区域，经营成熟稳定。且在崇邦控股体系内的资产中，本项目规模适中、经营水平具有优势且合规情况良好，其余项目存在境外借款或运营情况暂不成熟，故综合考虑资产成熟度与回收资金使用安全性，选择本项目作为首发资产，未来其他项目拟在有关条件成熟后逐步通过扩募并入。

（本页无正文，为《关于<关于国泰海通崇邦封闭式商业不动产证券投资基金上市及国泰海通-崇邦商业不动产 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>的回复》之盖章页）

上海国泰海通证券资产管理有限公司

