

关于《关于华夏保利发展封闭式商业不动产证券投资基金上市及中信证券-保利发展商业不动产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:

华夏基金管理有限公司、中信证券股份有限公司已收到《关于华夏保利发展封闭式商业不动产证券投资基金上市及中信证券-保利发展商业不动产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》(20260130R0009),经认真研究相关反馈意见,结合《中国证监会关于推出商业不动产投资信托基金试点的公告》《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》《上海证券交易所公开募集不动产投资信托基金(REITs)业务办法(试行)》等有关规定,就反馈意见答复如下:

一、业务参与人资质及履职能力

(一)关于运营管理机构。根据申报材料,广州保利中心项目、佛山保利水城项目(以下简称本项目)运营管理的统筹机构为保利发展控股集团股份有限公司(以下简称保利发展),实施机构分别为广州保利商业物业发展有限公司(以下简称保利物业)、广东和汇商业运营管理有限公司。

1.请管理人补充说明运营管理机构的相关运营管理经验和市场定位能力、收益管理能力、运营成本管控能力,以及是否设立独立机构或者独立部门负责不动产项目的运营管理。

答复:

经管理人核查，本基金运营管理机构的相关运营管理经验丰富，市场定位能力、收益管理能力、运营成本管控能力较强，并且已设立独立机构或者独立部门负责不动产项目的运营管理，具体详见招募说明书“第五章 不动产项目”之“第四节 运营管理机构”，相关情况说明如下：

本不动产项目拟采取“统筹-实施”的双层外部管理机构模式，聘请保利发展控股集团股份有限公司（以下简称“保利发展”）担任运营管理机构的统筹机构，聘请广州保利商业物业发展有限公司（以下简称“保利商业物业”）及广东和汇商业运营管理有限公司（以下简称“和汇商管”）担任运营管理机构的实施机构。

其中，运营管理统筹机构保利发展主要在运营管理机构体系内承担统筹协调的相关工作，保障本基金拟持有的不同类型不动产项目运营管理水平相对的一致性；同时也将负责与基金管理人、监管部门整体性对接工作，并协助基金管理人开展经营计划及预算管理、信息披露、投资者关系等相关工作，保障、提高本基金的管理效率和运作水平。

广州保利中心项目的运营管理工作具体由保利商业物业及其保利中心分公司负责开展实施；佛山保利水城项目的运营管理工作具体由和汇商管及其佛山分公司负责开展实施。保利商业物业及和汇商管均分别在办公不动产领域及商业零售不动产领域具备运营管理经验和市场定位能力、收益管理能力以及运营成本管控能力，具备履行不动产项目受托运营管理职责的相关运营能力。

同时，运营管理机构均已安排现有独立机构具体负责本不动产项目的现场运营管理工作，并拟在总部层面新设独立部门，负责与本不动产项目运营管理相关的统筹、协调及赋能工作。

（1）保利商业物业的运营能力情况

运营管理经验方面，保利商业物业是保利物业服务股份有限公司（以下简称“保利物业”）旗下专注办公不动产资产管理的全资子公司。保利物业商办板块自2019年起累计签约面积超2,000万平方米，在管写字楼约100栋，服务企业超2,000家，已形成覆盖城市地标写字楼、企业总部、先进制造业、政府公建及国计民生领域的全业态服务生态。

保利商业物业依托母公司全面的资源支持，构建“物管+资管+企服”综合体系，管理广州保利中心项目、广州保利国际广场项目等4栋自持写字楼及广州花都保利国际金融中心项目，总管理面积约114万平方米。公司自持写字楼资管团队规模超200人，可为资产运营提供保障。

市场定位能力方面，保利商业物业依托母公司“星云企服”品牌，构建分层商办产品线，可针对项目特点进行差异化定位，如广州保利中心项目主打江景办公，广州保利发展广场项目定位总部基地，广州保利国际广场项目聚焦会展贸易类总部，广州保利中科广场项目打造科创孵化园，进而避免招商重叠。

收益管理能力方面，公司搭建有市场化资管体系，2025年度在管项目新增签约面积4.6万平方米，位列广州同级别存量写字楼前列。就广州保利中心项目而言，项目超十年租户留存率超40%，2025年度续

约率¹超70%，新签租户占珠江新城同级别楼宇前列。

运营成本管控方面，公司依托母公司保利物业“预算-管控-复盘”全流程机制并协同运营中台，可实现精细化预算管理；借助RADAR、IEIM等智慧系统可实现节能节约；通过三层人力架构可实现人力资本的集约化配置；通过落地资管BI系统可实现数据化决策，进一步加强运营成本管控能力。

（2）和汇商管的运营能力情况

运营管理经验方面，和汇商管是保利商旅产业发展有限公司（简称“保利商旅”，为保利发展全资子公司）旗下专注购物中心运营的专业平台，拥有19年商业不动产运营经验，截至招募说明书出具日在管购物中心37个，管理规模约210万平方米，形成覆盖全国重点城市的规模化运营网络。公司配备正式员工769名，总部核心团队50余人，覆盖研策、招商、运营等全业务链，同时依托保利商旅共享支持体系，可实现“总部赋能+现场执行”的高效落地。

市场定位能力方面，依托保利商旅“时光系”产品线，和汇商管已形成分层定位体系：“时光汇”聚焦区域家庭消费，“时光里”打造新生活方式体验中心，“时光友邻”服务社区邻里需求。佛山保利水城项目作为“时光汇”系列的代表性项目，依托4A景区与CBD区位，以“商业+文旅”模式实现了差异化竞争。

收益管理能力方面，和汇商管2025年在管项目平均出租率为89.5%，综合租金收缴率为99.5%，总客流1.76亿人次，总销售额达83.7

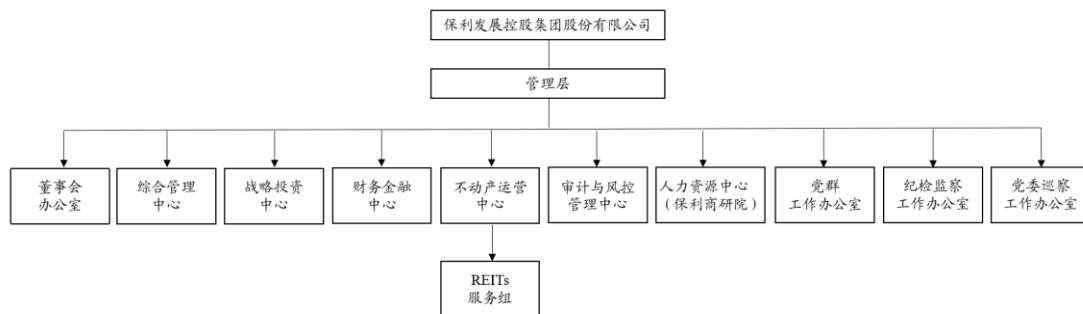
¹ 续约率=当期确认续租的租赁面积/当期到期面积，当期确认续租包含未到期提前续租，当期到期面积包含提前续租面积，且不包含提前退租面积。

亿元。佛山保利水城项目自2009年开业以来，始终保持稳健运营态势，开业至今租金收缴率保持在99.5%以上，体现租户履约管理能力及项目运营管理水平；项目2025年日均客流3.8万人次，展现运营韧性。

运营成本管控方面，和汇商管依托保利商旅成本管理制度，建立职责清晰的矩阵体系，搭建了预算、采购、验收、付款全链条数字化流程，可结合成本数据库与竞企研究，实现全过程目标成本控制。精细化管控模式可为不动产项目盈利与稳定经营提供支撑。

(3) 运营管理机构设立独立机构或者独立部门的相关情况

在运营管理统筹机构方面，基于本基金发行，保利发展于不动产运营中心下新设REITs服务组，在运营管理机构体系内统筹协调本基金持有的不同类型不动产项目的资产管理相关工作，同时负责与基金管理人、监管部门的整体性对接工作，并协助基金管理人开展经营计划及预算管理、信息披露、投资者关系等相关工作。

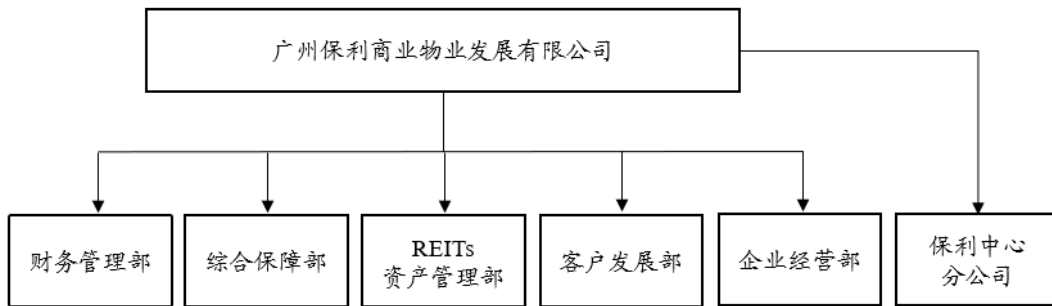


图：保利发展组织架构

在运营管理实施机构方面，广州保利中心项目及佛山保利水城项目将分别由现有独立机构保利商业物业保利中心分公司及和汇商管佛山分公司承载项目现场运营管理团队，与保利商业物业及和汇商管体系内其他不动产项目的运营管理团队区隔，专门、独立负责不动产

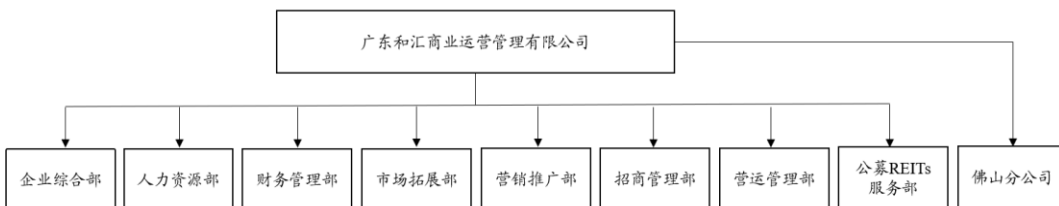
项目具体的运营管理实施工作。

此外，因本基金发行，在保利商业物业总部将新设独立的REITs资产管理部，作为本基金存续期入池资产项目运营管理的核心专管部门，负责包括跟踪广州保利中心项目运营数据，监控现金流实现情况，牵头对接基金管理人，落实运营管理考核要求，跟进运营管理团队及可能涉及的物业管理团队的服务质量监督与整改事项，保障运营管理协议约定职责的有效执行等相关工作。



图：保利商业物业组织架构

在和汇商管总部，亦将新设立独立的公募REITs服务部，负责REITs项目的资产管理工作，主要职能包括组织协调公司现有招商管理、运营管理等部门，赋能不动产项目的实际招商运营、物业管理等工作；牵头制定REITs项目年度经营计划、预算初稿和资本支出计划；协助基金管理人进行账户管理、印章管理；协助基金管理人进行资产管理和投资者沟通，参与业绩说明，进行信息披露等。



图：和汇商管组织架构

综上所述，本基金运营管理机构的相关运营管理经验丰富，市场定位能力、收益管理能力、运营成本管控能力较强，并且已设立独立机构或部门负责不动产项目的运营管理。

2.请管理人说明设置统筹机构和实施机构的必要性，是否符合行业惯例，各方的主要职责分工及是否有利于项目长期稳定运营。

答复：

(1) 设置统筹机构和实施机构的必要性

1) 继续聘请保利商业物业、和汇商管担任运营管理实施机构的必要性

本基金拟持有不动产项目为广州保利中心项目及佛山保利水城项目。保利商业物业是广州保利中心项目的历史及现行运营管理主体，和汇商管及其佛山分公司是佛山保利水城项目的历史及现行运营管理主体。本基金发行后，继续聘请保利商业物业、和汇商管及其佛山分公司作为相应不动产项目的运营管理实施机构，可保障不动产项目的运营管理模式及实质不因REITs发行而发生改变，保障不动产项目运营管理的稳定性及连续性，进而保障基金份额持有人的利益。

此外，保利商业物业基于REITs发行而新设保利商业物业保利中心分公司并专门装入广州保利中心项目原有的现场运营管理团队，可在保利商业物业体系内实现REITs相关业务、人员、信息的隔离，可缓释潜在的利益冲突风险；同时也可在管理模式上将广州保利中心项目与由和汇商管佛山分公司具体负责现场运营管理的佛山保利水城项目实现对齐，保障REITs入池资产项目管理模式的一致性。

2) 聘请保利发展担任运营管理统筹机构的必要性

另一方面，本基金拟持有的广州保利中心项目为办公不动产项目，佛山保利水城项目为商业零售不动产项目，属于不同的不动产业态，其在运营管理形式和实质上具有一定的区别。同时两个不动产项目对应的运营管理实施机构虽均为本基金原始权益人保利发展的控股子公司，但同时均为独立的法人主体，具有业务及管理的独立性。此外，本基金成立后，除底层资产项目的运营管理工作之外，在基金管理层面也将持续开展信息披露、投资者关系以及可能的扩募等相关工作。

通过聘请运营管理实施机构保利商业物业及和汇商管的控股股东保利发展担任运营管理统筹机构，一方面可以在运营管理机构体系内统筹协调本基金持有的不同类型不动产项目的资产管理相关工作，保障不动产项目运营管理水平的相对一致性；同时也可负责与基金管理人、监管部门的整体性对接工作，并协助基金管理人开展经营计划及预算管理、信息披露、投资者关系等相关工作，保障、提高本基金的管理效率和运作水平。此外，统筹机构同时也是本基金原始权益人，也将协助基金管理人积极推进后续可能的扩募工作，并负责扩募后可能的更多大类资产项目的整体性协调管理工作。

(2) 设置统筹机构和实施机构符合行业惯例

基于延续不动产项目原有的“总部统筹+项目公司实施”的运营管理模式，或便于整体性开展多个资产项目的运营管理工作等多种原因，公募REITs产品有较多同时设置运营管理统筹机构及实施机构的行业案例，具体情况详见下表。

表：各类REITs产品运营管理统筹、实施机构设置情况

基金简称	运营管理统筹机构	运营管理实施机构
华夏和达高科 REIT	杭州和达高科技发展集团有限公司	杭州和达科技服务有限公司(孵化器项目) 杭州生物医药国家高技术产业基地投资管理有限公司(药谷一期项目)
平安广州广河 REIT	广州交通投资集团有限公司	广州高速运营管理有限公司
南方顺丰物流 REIT	深圳誉惠管理咨询有限公司	深圳市丰泰产业园管理服务服务有限公司
华夏华润商业 REIT	华润商业资产控股有限公司	润欣商业投资(深圳)有限公司
中金印力消费 REIT	深圳印力商置商业咨询物业管理有限公司	杭州印力商业管理有限公司
华夏中海商业 REIT	中海商业发展(深圳)有限公司	中海环宇商业管理(深圳)有限公司
银华绍兴原水水利 REIT	绍兴市原水集团有限公司	绍兴市汤浦水库运营管理有限公司
华安百联消费 REIT	上海百联集团股份有限公司	上海百联又一城商业管理有限公司
中金重庆两江 REIT	重庆两江新区产业发展集团有限公司	重庆两江新区产业运营有限公司
招商科创 REIT	上海杨浦科技创业中心有限公司	上海科优达科技发展有限公司
中信建投明阳智能新能源 REIT	明阳智慧能源集团北京科技有限公司	北京洁源新能投资有限公司(黄骅旧城风电场) 内蒙古国蒙能源技术有限公司(红土井子风电场)
嘉实中国电建清洁能源 REIT	电建水电开发公司	四川松林河流域开发有限公司
平安宁波交投 REIT	宁波交通投资集团有限公司	宁波市杭州湾大桥管理有限公司
华安外高桥 REIT	上海外高桥集团股份有限公司	上海外联发商务咨询有限公司
南方万国数据中心 REIT	万国数据服务有限公司	昆山国诚数据科技有限公司
华夏北京保障房 REIT	北京保障房中心有限公司	北京保障房中心有限公司(文龙家园项目、熙悦尚郡项目、温泉凯盛家园扩募项目、盛悦家园扩募项目) 北京市燕房保障性住房建设投资有限公司(朗悦嘉园扩募项目) 北京市燕东保障性住房建设投资有限公司(光机电扩募项目)
华夏南京交通高速	南京公路发展(集团)有限公司	南京绕越高速公路东南段有限责

公路 REIT	司	任公司
---------	---	-----

本基金为保障所持有的不同类型不动产项目运营管理水平的一致性和基金整体运作水平的需要，同时设置统筹机构和实施机构符合行业惯例。

（3）统筹机构及实施机构的职责分工

依据本基金《运营管理服务协议》约定，不动产项目的运营管理统筹机构和实施机构具有明确的职责分工。

其中统筹机构保利发展“负责整体性承接基金管理人向运营管理机构发出的各项要求、通知、授权等指令，在运营管理机构体系内统筹、协调和安排运营管理服务协议项下的运营管理工作，并牵头配合基金管理人开展信息披露、投资者关系等相关工作”。

实施机构的保利商业物业保利中心分公司及和汇商管佛山分公司专门承载本基金拟持有的广州保利中心项目及佛山保利水城项目的现场运营管理团队，负责执行运营管理服务协议项下具体的各项运营管理服务工作，并可与运营管理机构在管的其他同类项目实现人员的有效区隔，保证不动产项目运营管理的独立性，防范可能的利益冲突。

实施机构保利商业物业及和汇商管同时将在其总部设置专门的REITs相关部门，在保证独立性、有效防范利益冲突并强化REITs相关敏感信息管理的前提下，“协调其总部运营、品牌推广、工程物业、财务、法务、人力等平台职能对资产项目和以分公司承载的现场团队的

管理赋能”。

《运营管理服务协议》同时明确约定，“运营管理统筹机构及运营管理实施机构应依据其体系内的管理原则、制度、流程妥善协调配合，积极履行运营管理服务协议项下运营管理机构受托或协助项目公司开展的各类不动产项目运营管理工作及基金层面必要的配合工作，保障不动产项目的平稳运营和商业不动产基金的平稳运作”。

综上所述，基金管理人认为本不动产项目设置运营管理统筹机构和实施机构具有必要性及合理性，符合行业惯例，且统筹机构和实施机构职责分工明确并能实现有效协调配合，有利于不动产项目长期稳定运营。

3.请管理人根据《上海证券交易所公开募集不动产投资信托基金（REITs）规则适用指引第1号——审核关注事项（试行）》（以下简称《审核关注事项》）第五十八条相关规定，补充披露本项目的运营管理基金经理及投资管理基金经理相关情况。

答复：

综合考量基金管理人管理的不动产基金产品数量、贾瑞女士及张玮先生的专业能力、华夏安博仓储 REIT 及华夏首创奥特莱斯 REIT 的底层资产类型与本基金底层资产的差异性、以及基金管理人内部管理安排等因素，基金管理人认为，本项目的运营管理基金经理及投资管理基金经理满足相关规定的要求，具体详见招募说明书“第八章 不动产基金”之“第四节 基金运作”之“三、基金经理的基本情况”，相关说明如下：

（1）基金经理简历

贾瑞女士，硕士，曾就职于平安证券股份有限公司、平安基础产业投资基金管理有限公司。2019年起从事不动产项目的投资管理工作，2024年10月加入华夏基金管理有限公司，具有5年以上不动产投资管理经验。拟任本基金投资管理基金经理。

张玮先生，硕士。曾就职于华润置地有限公司、龙湖集团控股有限公司、翰同（北京）投资管理有限公司、万达商业管理集团有限公司，2014年起从事不动产行业的运营管理、投资管理工作，2023年8月加入华夏基金管理有限公司，具有5年以上不动产运营管理经验。拟任本基金运营管理基金经理。

刘月女士，学士，曾就职于邯郸圆歌商业管理有限公司、睿达天街园区管理(北京)有限公司，自2020年起从事不动产相关的运营管理及财务工作。2025年7月加入华夏基金管理有限公司，具有5年以上不动产运营管理经验。拟任本基金运营管理基金经理。

（2）基金经理兼任合理性

截至本答复出具日，贾瑞女士已担任华夏安博仓储物流封闭式基础设施证券投资基金（以下简称“华夏安博仓储REIT”）基金经理；张玮先生已担任华夏首创奥特莱斯封闭式基础设施证券投资基金（以下简称“华夏首创奥莱REIT”）基金经理。华夏安博仓储REIT于2025年11月18日成立；华夏首创奥莱REIT于2024年8月14日成立，因此，本基金成立后，贾瑞女士、张玮先生将同时担任两只不动产基金的基金经理。综合考量基金管理人管理经验、贾瑞女士和张玮先生的专业能力、

资产类别的差异性、制度安排、工作分工等方面因素，基金管理人认为贾瑞女士、张玮先生兼任两只基金的基金经理具有合理性，具体说明如下：

1)基金管理人管理经验层面，华夏基金公募REITs管理经验丰富，能够合规地做好资源调配。截至2025年12月31日，基金管理人管理的已成立公募REITs产品共19只，分别是华夏越秀高速公路REIT、华夏中国交建高速REIT、华夏北京保障房REIT、华夏合肥高新产业园REIT、华夏杭州和达高科产业园REIT、华夏基金华润有巢REIT、华夏金茂商业REIT、华夏华润商业REIT、华夏特变电工新能源REIT、华夏深国际REIT、华夏首创奥莱REIT、华夏大悦城商业REIT、华夏南京交通高速公路REIT、华夏金隅智造工场REIT、华夏华电清洁能源REIT、华夏凯德商业REIT、华夏中海商业REIT、华夏安博仓储REIT和华夏中核清洁能源REIT。目前各只不动产基金管理和运营情况平稳。华夏基金已积累了较为丰富的不动产基金管理和运营经验，在合法合规的前提下能够做好各项资源的有效调配。

2)专业能力层面，贾瑞女士、张玮先生投资管理经验丰富、工作能力可胜任。贾瑞女士在担任华夏安博仓储REIT的基金经理之前，从事了多年不动产项目相关投资管理工作，具备丰富的不动产项目的专业投资管理能力。加入华夏基金后，担任华夏安博仓储REIT基金经理，具备不动产基金相关的投资管理经验，具有兼任本基金基金经理的能力；张玮先生在担任华夏首创奥莱REIT的基金经理之前，从事了多年不动产项目相关运营管理、投资管理工作，具备丰富的不动产项

目的专业运营管理能力。加入华夏基金后，担任华夏首创奥莱REIT基金经理，具备不动产基金相关的投资管理经验，具有兼任本基金基金经理的能力。

3) 资产类别层面，本基金和华夏安博仓储REIT所投资的不动产项目行业类型不同，基金经理兼任不存在潜在利益冲突风险。本基金和华夏首创奥莱REIT行业类型相同，但底层资产项目所处区位不同，本基金底层资产位于广东省，华夏首创奥莱REIT底层资产位于山东省和湖北省，考虑到商业不动产行业的性质，经研判，基金经理兼任不存在潜在利益冲突风险。

4) 制度层面，基金管理人建立了完善的内部制度和治理机制：在基金管理人的各项制度中明确不动产基金的利益冲突防范办法和解决方式，并严格按照相关法律法规以及基金管理人内部管理制度防范利益冲突，确保基金经理公平对待其所管理的不同不动产基金。

针对公募REITs业务，基金管理人还制定了《华夏基金管理有限公司公开募集不动产投资信托基金投资管理制度》《华夏基金管理有限公司公开募集不动产投资信托基金项目运营管理制度》《华夏基金管理有限公司公开募集不动产投资信托基金投资风险管理制度》等，建立了不动产基金的内部运营管理规则，能够有效防范不同不动产基金之间的利益冲突。

针对公募REITs业务的潜在利益冲突的防范，基金管理人专门制定了《华夏基金管理有限公司公开募集不动产投资信托基金公平交易制度（试行）》（以下简称“《公平交易制度》”），该制度从不动产

基金的投资决策的内部控制、运营管理的利益输送、运营管理利益冲突的防范、信息隔离和其他内部控制角度，对防范措施进行了细化。

5) 工作分工层面，基金管理人已建立有效运营管理机制：基金管理人将合理安排华夏安博仓储REIT、华夏首创奥莱REIT与本基金各基金经理的职责与分工，保障贾瑞女士、张玮先生的工作职责安排合理、有效，确保贾瑞女士、张玮先生具有充足的时间和能力，可同时胜任在各只基金中的工作。

除基金经理以外，基金管理人设立的投委会负责对不动产基金业务的重大事项进行决策，公司中后台部门为REITs业务提供标准化运营及数字化系统服务。

综上所述，基金管理人认为拟任基金经理具备专业胜任能力，相关基金经理职责分工及兼任安排具备合理性，并已就基金经理兼任安排出具专项说明，满足相关规定的要求，具体详见招募说明书“第八章 不动产基金”之“第四节 基金运作”之“三、基金经理的基本情况”。

(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：

根据管理人及律师的核查，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，具体详见招募说明书“第九章 附件”之“附件（八）：本次发行参与机构的基本情况”之“一、基金管理

人”，相关情况说明如下：

1.为管理不动产基金专门设置的主要部门情况

华夏基金已设置独立的不动产基金投资管理部门，目前已配备不少于3名具有5年以上不动产项目运营或投资管理经验的主要负责人员，其中至少2名具备5年以上不动产项目运营经验，在人员数量和经验上满足要求。

2.主要人员情况

(1) 基金经理

贾瑞女士，硕士，曾就职于平安证券股份有限公司、平安基础产业投资基金管理有限公司。2019年起从事不动产项目的投资管理工作，2024年10月加入华夏基金管理有限公司，具有5年以上不动产投资管理经验。

张玮先生，硕士，曾就职于华润置地有限公司、龙湖集团控股有限公司、翰同（北京）投资管理有限公司、万达商业管理集团有限公司，2014年起从事不动产行业的运营管理、投资管理工作，2023年8月加入华夏基金管理有限公司，具有5年以上不动产运营管理经验。

刘月女士，学士，曾就职于邯郸圆歌商业管理有限公司、睿达天街园区管理(北京)有限公司，自2020年起从事不动产相关的运营管理及财务工作。2025年7月加入华夏基金管理有限公司，具有5年以上不动产运营管理经验。

截至本答复出具日，贾瑞女士已担任华夏安博仓储物流封闭式基础设施证券投资基金（以下简称“华夏安博仓储REIT”）基金经理；张

玮先生已担任华夏首创奥特莱斯封闭式基础设施证券投资基金(以下简称“华夏首创奥莱REIT”)基金经理。华夏安博仓储REIT于2025年11月18日成立;华夏首创奥莱REIT于2024年8月14日成立,因此,本基金成立后,贾瑞女士、张玮先生将同时担任两只不动产基金的基金经理。综合考量基金管理人管理经验、贾瑞女士和张玮先生的专业能力、资产类别的差异性、制度安排、工作分工等方面因素,基金管理人认为贾瑞女士、张玮先生兼任两只基金的基金经理具有合理性。

(2) 专门的不动产基金投委会

为加强华夏基金不动产基金业务的投资研究工作,更好地规范投资流程、控制投资风险,力争为投资者贡献更好的回报,华夏基金特成立专门的不动产基金投委会,以负责公司公募REITs的投资决策工作,主要负责审议和批准与公司REITs投资相关的各项规章制度和投资流程;审核公司REITs投资项目;评估公司REITs投资项目运营;REITs基金经理的聘任和解任;确定公司REITs投资业绩考核标准等工作。

投委会成员如下:

主任:莫一帆先生,华夏基金管理有限公司REITs业务部联席行政负责人、基金经理。

成员:李一梅女士,华夏基金管理有限公司副董事长、党委副书记、总经理。

张德根先生,华夏基金管理有限公司副总经理。

周欣先生,华夏基金管理有限公司机构债券投资部执行总经理、

投资经理。

张雪松女士，华夏基金管理有限公司风险管理部行政负责人。

张志毅先生，华夏基金管理有限公司机构债券投资部投资经理。

林伟鑫先生，华夏基金管理有限公司REITs业务部基金经理、高级副总裁。

李曾先生，华夏基金管理有限公司REITs业务部高级副总裁。

(3) 3名以上不动产项目运营或不动产项目投资管理经验的主要负责人员情况

本基金不动产项目运营或不动产项目投资管理经验的主要负责人员为贾瑞、张玮、刘月，具体简历详见本部分“(1) 基金经理”。

(4) 主要不动产专业研究人员的情况

邓诗萌，硕士。2018年7月加入华夏基金管理有限公司，担任信用研究员，主要研究方向为地产、金融领域，长期跟踪房地产行业研究，以及海外债、ABS、国内信用债房地产相关主体的研究。

章心玥，硕士。2016年7月加入华夏基金管理有限公司，担任信用研究员，主要研究方向为公用事业、交运、消费行业，长期跟踪公用事业和消费行业研究，以及海外债、转债等相关研究。

李晨欣，硕士。2023年7月加入华夏基金管理有限公司，担任信用研究员，主要研究方向为交运物流、建材行业。

(5) 上述人员之间均不存在近亲属关系。

3. 基金管理人的制度和流程设置

基金管理人根据全面性原则、有效性原则、独立性原则、相互制

约原则、防火墙原则和成本收益原则建立了一套比较完整的内部控制体系。该内部控制体系由一系列业务管理制度及相应的业务处理、控制程序组成，具体包括控制环境、风险评估、控制活动、信息沟通、内部监控等要素。公司已经通过了ISAE3402（《鉴证业务国际准则第3402号》）认证，获得无保留意见的控制设计合理性及运行有效性的报告。

对于公募REITs业务，基金管理人根据《证券法》《基金法》《基础设施基金指引》《商业不动产基金试点公告》和其他相关监管政策要求，本着恪尽职守，履行诚实信用、谨慎勤勉的义务，遵守基金份额持有人利益优先的原则，有效防范利益冲突，实现专业化管理和托管，建立了公募REITs业务投资管理、项目运营和风险控制制度和流程，形成了一套比较完整的内部控制体系。

（1）控制环境

控制环境包括科学的公司治理、有效的监督管理、合理的组织结构和有力的控制文化。

1) 公司引入了独立董事制度，目前有独立董事4名。董事会下设审计委员会等专门委员会。公司管理层设立了投资决策委员会、风险管理委员会等专业委员会，公司还为开展公募REITs业务专门设立了投委会。

2) 公司由具有丰富不动产投资运营经验的专门人员组建独立的不动产基金投资管理部门，与公司各部门协同开展公募REITs业务。各协作部门之间有明确的授权分工，既互相合作，又互相复核和制衡，

形成了合理的组织结构。

3) 公司坚持稳健经营和规范运作, 重视员工的合规守法意识和职业道德的培养, 并进行持续教育。

(2) 风险评估

公司各层面和各业务部门在确定各自的目标后, 对影响目标实现的风险因素进行分析。对于不可控风险, 风险评估的目的是决定是否承担该风险或减少相关业务; 对于可控风险, 风险评估的目的是分析如何通过制度安排来控制风险程度。风险评估还包括各业务部门对日常工作中新出现的风险进行再评估并完善相应的制度, 以及新业务设计过程中评估相关风险并制定风险控制制度。

(3) 控制活动

公司对投资、会计、技术系统和人力资源等主要业务制定了严格的控制制度。在现有的主要业务管理制度基础上, 针对公募REITs业务进一步制定了严格的投资管理、项目运营和风险控制等控制制度。在业务管理制度上, 做到了业务操作流程的科学、合理和标准化, 并要求完整的记录、保存和严格的检查、复核; 在岗位责任制度上, 内部岗位分工合理、职责明确, 不相容的职务、岗位分离设置, 相互检查、相互制约。

1) 公募REITs投资、尽职调查和项目运营管理制度

公司建立了《华夏基金管理有限公司公开募集不动产投资信托基金投资管理制度》《华夏基金管理有限公司公开募集不动产投资信托基金项目运营管理制度》《华夏基金管理有限公司公开募集不动产投

资信托基金尽职调查管理制度》《华夏基金管理有限公司公开募集不动产投资信托基金投资风险管理制度》等业务相关制度。投委会是公司开展公募REITs业务的最高投资决策机构，负责公募REITs业务的资产配置和重大投资决策等。

2) 公募REITs风险控制制度

公司建立了《华夏基金管理有限公司公开募集不动产投资信托基金投资风险管理制度》对公募REITs产品的风险进行控制，配合公司既有管理流程，对公募REITs业务的风险进行整体把控。

3) 常规投资控制制度

投资决策委员会是公司的最高投资决策机构，负责资产配置和重大投资决策等；基金经理小组负责在投资决策委员会资产配置基础上进行组合构建，基金经理领导基金经理小组在基金合同和投资决策权限范围内进行日常投资运作；交易管理部负责所有交易的集中执行。

4) 会计控制制度

a) 建立了基金会计的工作制度及相应的操作和控制规程，确保会计业务有章可循。

b) 按照相互制约原则，建立了基金会计业务的复核制度以及与托管人相关业务的相互核查监督制度。

c) 为了防范基金会计在资金头寸管理上出现透支风险，制定了资金头寸管理制度。

d) 制定了完善的档案保管和财务交接制度。

5) 技术系统控制制度

为保证技术系统的安全稳定运行，公司对硬件设备的安全运行、数据传输与网络安全管理、软硬件的维护、数据的备份、信息技术人员操作管理、危机处理等方面都制定了完善的制度。

6) 人力资源管理制度

公司建立了科学的招聘解聘制度、培训制度、考核制度、薪酬制度等人事管理制度，确保人力资源的有效管理。

7) 监察制度

公司设立了监察部门，负责公司的法律事务和监察工作。监察制度包括违规行为的调查程序和处理制度，以及对员工行为的监察。

8) 反洗钱制度

公司设立了反洗钱工作小组作为反洗钱工作的专门机构，指定专门人员负责反洗钱和反恐融资合规管理工作；各相关部门设立了反洗钱岗位，配备反洗钱负责人员。除建立健全反洗钱组织体系外，公司还制定了《反洗钱工作内部控制制度》及相关业务操作规程，确保依法切实履行金融机构反洗钱义务。

(4) 信息沟通

公司建立了内部办公自动化信息系统与业务汇报体系，通过建立有效的信息交流渠道，公司员工及各级管理人员可以充分了解与其职责相关的信息，信息及时送交适当的人员进行处理。目前公司业务均已做到了办公自动化，不同的人员根据其业务性质及层级具有不同的权限。

(5) 内部监控

公司设立了独立于各业务部门的稽核部门，通过定期或不定期检查，评价公司内部控制制度合理性、完备性和有效性，监督公司各项内部控制制度的执行情况，确保公司各项经营管理活动的有效运行。

综上所述，基金管理人及律师认为基金管理人的部门、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，具体详见招募说明书“第九章 附件”之“附件（八）：本次发行参与机构的基本情况”之“一、基金管理人”。

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，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：

经核查，管理人及律师认为，本项目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。其他合规性手续存在部分缺失，不影响不动产权属合法有效转移及项目持续稳定运营。具体详见招募说明书“第五章 不动产项目”之“第一

节 不动产项目概况”之“二、不动产项目合规性”之“(三)不动产项目关键合规手续情况”。

就其他合规性手续，广州保利中心项目存在建设项目选址意见书、土地预审意见缺失的情形。根据广州保利中心项目建设时期适用的《建设项目用地预审管理办法》(2004年11月1日起实施，已失效)第十二条的规定，凡应进行预审的建设项目，未申请预审的，市、县人民政府土地行政主管部门不受理建设用地申请，上级人民政府土地行政主管部门不接受下级人民政府土地行政主管部门上报的建设项目呈报说明书和有关方案。根据广州保利中心项目建设时期适用的《中华人民共和国城市规划法》(1990年4月1日起实施，已失效)第三十条的规定，城市规划区内的建设工程的选址和布局必须符合城市规划。设计任务书报请批准时，必须附有城市规划行政主管部门的选址意见书。但《建设项目用地预审管理办法》《中华人民共和国城市规划法》未规定违反前述要求相应的法律责任。为缓释前述合规手续缺失导致的风险，原始权益人已于《项目公司股权转让协议一》中承诺，对项目公司广州瑞咨和广州保利中心项目截至交割日(含该日)已发生或存在的任何事项所引发或导致的损失由原始权益人承担。

就其他合规性手续，佛山保利水城项目存在土地预审意见、建设用地批准书缺失。就前述缺失合规手续，佛山市自然资源局南海分局已出具《关于补办保利商业水城(东岸)建设项目用地预审意见的请示的复函》及《关于补办保利商业水城(东岸)建设用地批准书的请示的复函》，明确佛山保利水城项目已有合法用地手续，无需补办建

设项目用地预审意见及建设用地批准书。同时，为缓释前述合规手续缺失导致的风险，原始权益人已于《项目公司股权转让协议二》中承诺，对项目公司佛山保城和佛山保利水城项目截至交割日（含该日）已发生或存在的任何事项所引发或导致的损失由原始权益人承担。此外，佛山保利水城项目所涉公众聚集场所投入使用、营业前消防安全检查相关合格证存在缺失。

1) 佛山保利水城项目公众聚集场所投入使用、营业前消防安全检查相关合格证缺失

经核查，佛山保利水城项目因历史遗留问题未取得公众聚集场所投入使用、营业前消防安全检查相关合格证，项目运营期间未因该事项受到消防主管部门的行政处罚。根据佛山保利水城项目竣工验收时期适用的《中华人民共和国消防法（2008 修订）》（已废止）第五十八条的规定，公众聚集场所未经消防安全检查或者经检查不符合消防安全要求，擅自投入使用、营业的，责令停止施工、停止使用或者停产停业，并处三万元以上三十万元以下罚款。根据《中华人民共和国行政处罚法》第三十六条的规定，违法行为在二年内未被发现的，不再给予行政处罚。

除该消防手续缺失外，佛山保利水城项目就消防已取得以下相关手续：

①2008 年 11 月 19 日，佛山市公安消防局向保利华南下发了《佛山市公安消防局建设工程消防验收意见书》（佛公消（建验）字[2008]第 0003 号），佛山保利水城项目建筑工程消防验收合格，在消防方

面具备使用条件;

②2023 年补办产证时已由第三方机构出具《建筑消防安全评估报告》，并通过了消防会签;

③佛山保利水城项目的租户开业前依法进行了二次消防验收。

佛山市南海区消防救援大队就佛山保利水城项目已于 2026 年 2 月 14 日出具《佛山市南海区消防救援大队关于佛山保利时光汇项目消防安全情况的复函》，其中载明“经检索关键字保利时光汇、保利水城、保城企业管理有限公司、桂城街道灯湖东路 20 号、桂城街道第 85 区地段，该场所（保利水城东岸）于 2008 年 11 月 19 日经消防验收合格，2009 年 4 月至 2025 年 12 月期间，未核查到该场所被依法查处的消防违法记录。”

此外，为缓释前述《公众聚集场所投入使用、营业前消防安全检查相关合格证》缺失存在的风险，原始权益人已在《项目公司股转让协议二》中承诺，就前述事项所引发或导致佛山保城的损失，原始权益人承担赔偿责任。

2) 广州保利中心项目无需办理公众聚集场所投入使用、营业前消防安全检查

根据广州保利中心项目竣工验收时期适用的《中华人民共和国消防法（2008 修订）》（已废止）第七十三条的规定，公众聚集场所，是指宾馆、饭店、商场、集贸市场、客运车站候车室、客运码头候船厅、民用机场航站楼、体育场馆、会堂以及公共娱乐场所等。写字楼主要用于办公且不直接面向公众开放，因此，管理人和律师认为，广

州保利中心项目无需办理公众聚集场所投入使用、营业前消防安全检查。

3) 广州保利中心项目内部存在增设建筑结构

根据原始权益人出具的说明并经核查，广州保利中心项目内存在通过装修改造增设了建筑结构以增加房屋的可利用空间（以下简称“内部装修改造”），面积合计约 3,576.83 平米，占比约 4.5%，前述内部装修改造未履行相关建设和验收手续，项目公司可能存在相关合规风险。根据《广东省城乡规划条例》及《广州市违法建设查处条例》的规定²，前述内部装修改造存在被要求整改、拆除内部装修改造、罚款及没收实物或者违法收入的风险。

前述内部装修改造的结构安全性经过具备相关资质的房屋鉴定单位论证，满足结构安全使用要求，房屋消防设施功能正常。

为缓释此风险，原始权益人已出具承诺函，如果主管部门要求整改，原始权益人承诺按照主管部门的要求采取必要的整改措施；如因前述事项受到主管部门的行政处罚且给本基金造成损失的，保利发展将承担全部补偿责任。

根据交易安排，前述内部装修改造部分产生的收入未纳入项目估

² 《广东省城乡规划条例》第八十条，建设单位或者个人违反本条例第四十条规定，未依法取得建设工程规划许可证或者未按照建设工程规划许可证的规定进行建设的，由当地城市、县人民政府城乡规划主管部门责令停止建设。尚可采取改正措施消除对规划实施的影响的，责令限期改正，并处建设工程造价百分之五以上百分之十以下的罚款。无法采取改正措施消除影响的，责令限期拆除；不能拆除的，没收实物或者违法收入，可以并处建设工程造价百分之十以下的罚款。根据《广州市违法建设查处条例》第二十条，无法采取改正措施消除对规划实施影响的已建成违法建设，依照《广东省城乡规划条例》的相关规定进行认定。城市规划区内的已建成违法建设属于无法采取改正措施消除对规划实施影响且有下列情形之一的，可以认定为不能拆除的违法建设，由查处机关依法没收实物或者违法收入：（一）部分拆除影响建筑物、构筑物主体结构安全或者整体拆除影响相邻建筑物、构筑物主体结构安全的。（二）现有拆除技术条件和地理环境限制而无法实施拆除的。（三）拆除将对公共利益造成重大损害或者其他严重后果的。查处机关认定已建成违法建设不能拆除时，应当会同住房城乡建设等部门组织专家进行论证；案情重大、复杂的，还应当征求该违法建设所在地的区人民政府意见。

值，且存量租赁合同到期后将不再进行出租产生收入，原始权益人已出具相关整改承诺函。

基于上述，管理人及律师认为，除前述已披露内容外，本项目保障商业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，满足《审核关注事项》第十二条第（六）项的规定。商业不动产项目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，除已披露内容外，商业不动产项目不存在其他应当取得而未取得的影响项目权属合法有效转移、合法稳定运营的合规手续。

（2）请管理人根据《审核关注事项》第十二条规定，补充披露消防、建设和验收手续等补办安排，或相关主管部门合规说明取得安排。

答复：

管理人和律师认为，本项目已取得能够实现权属合法有效转移、保障不动产项目持续稳定运营的消防、建设和验收手续等其他合规文件，不涉及进一步补办或取得相关主管部门合规说明的安排，满足《审核关注事项》第十二条第（九）项相关规定的要求。

1）广州保利中心项目

经核查，除前述保障不动产项目持续稳定运营的关键合规手续外，广州保利中心项目还取得了立项备案、环境影响评价批复、消防设计审核意见、用地批准、施工许可、规划验收、消防验收、人防验收等

合规手续；广州保利中心项目存在建设项目选址意见书、土地预审意见缺失的情形，且内部装修改造未履行相关建设和验收手续，不影响项目持续稳定运营。

为缓释前述合规手续缺失导致的风险，原始权益人已于《项目公司股权转让协议一》中承诺，对项目公司广州瑞咨和广州保利中心项目截至交割日（含该日）已发生或存在的任何事项所引发或导致的损失由原始权益人承担。为缓释内部装修改造未履行相关建设和验收手续导致的风险，原始权益人已出具承诺函，如果主管部门要求整改，原始权益人承诺按照主管部门的要求采取必要的整改措施；如因前述事项受到主管部门的行政处罚且给本基金造成损失的，保利发展将承担全部补偿责任。

2) 佛山保利水城项目

经核查，除前述已取得的合规手续外，佛山保利水城项目还取得了立项核准、建设项目选址意见书、环境影响评价批复、消防设计审核意见、施工许可、规划验收、消防验收、人防验收等合规手续；佛山保利水城项目存在用地批准、土地预审意见缺失，不影响项目持续稳定运营。

就前述缺失合规手续，佛山市自然资源局南海分局已出具《关于补办保利商业水城（东岸）建设用地批准书的请示的复函》以及《关于补办保利商业水城（东岸）建设项目用地预审意见的请示的复函》，明确佛山保利水城项目无需补办建设用地批准书及建设项目用地预审意见。

同时，为缓释前述合规手续缺失导致的风险，原始权益人已于《项目公司股权转让协议二》中承诺，对项目公司佛山保城和佛山保利水城项目截至交割日（含该日）已发生或存在的任何事项所引发或导致的损失由原始权益人承担。

（3）请管理人补充说明地下建筑实际用途与证载规划用途存在不一致的主要原因，补充披露相关建筑结构是否独立产生现金流及其占比、面积占比情况，请管理人、律师对上述情形是否影响项目权属合法有效转移、持续稳定运营发表明确意见。

答复：

本项目部分地下建筑存在实际用途与证载规划用途不一致的情形，但管理人和律师认为，上述情形未对项目权属合法有效转移、持续稳定运营产生实质性影响，具体分析如下：

1）广州保利中心项目用途情况

广州保利中心项目地上建筑《不动产权证书》证载的土地用途为商服用地，房屋用途为商业服务、办公；地下建筑《不动产权证书》证载的土地用途为商服用地，房屋用途为车库/车位。截至本答复出具日，广州保利中心项目地上建筑实际主要用途为商业、办公，地下建筑的实际主要用途为商业办公配套车库及车位等。此外，因项目运营实际需要，部分地下少量建筑面积（约 1,900 平方米，占项目总建筑面积约 2.4%）用于办公配套设施等非车位用途，存在实际用途与证载规划用途不一致的情形，资产估值及未来现金流预测中未予考虑，未来按现状运营。

根据《广州市国土空间规划条例》第七十三条的规定，建设单位和个人违反本条例第五十四条规定，未经批准擅自改变建筑物规划许可或者不动产登记用途的，由有权查处机关责令限期改正；有违法所得的，没收违法所得；处建设工程造价百分之五以上百分之十以下的罚款。因此，项目公司存在被有权查处机关责令限期改正、没收违法所得、处建设工程造价百分之五以上百分之十以下的罚款的风险。

为缓释前述房屋实际用途与证载规划用途不一致的风险，原始权益人已出具承诺函，承诺如因房屋实际用途与证载规划用途不一致导致行政处罚或对项目公司造成损失的，相关损失及费用由原始权益人承担。针对用途不一致部分的消防风险，2026年1月29日，广州泰劲安消防工程有限公司作为第三方机构已出具《建筑消防安全评估报告》，消防安全评估合格。

2) 佛山保利水城项目用途情况

佛山保利水城项目所涉《不动产权证书》证载的土地用途为批发市场用地，零售商业用地，房屋用途为商业。截至尽职调查基准日，佛山保利水城项目为一座对外经营的商业购物中心，地上建筑实际用途为商业，地下建筑的主要用途为商业配套车库及车位等。此外，因项目运营实际需要，部分少量地下建筑面积（约289平方米，占项目建筑面积约0.2%）用于物业办公等非车位用途，存在实际用途与证载规划用途不一致的情形，资产估值及未来现金流预测中未予考虑，未来按现状运营。

《广东省城乡规划条例》第四十七条明确规定，“房屋使用人应

当按照建设工程规划许可证或者房地产权证书载明的用途使用房屋。确需变更房屋用途的，应当向城市、县人民政府城乡规划主管部门申请办理变更手续”；但《广东省城乡规划条例》法律责任部分未规定违反前述要求相应的法律责任。

为缓释前述房屋实际用途与证载规划用途不一致的风险，原始权益人已出具承诺函，承诺如因房屋实际用途与证载规划用途不一致导致行政处罚或对项目公司造成损失的，相关损失及费用由原始权益人承担。

2.关于经营资质。请管理人披露户外广告设置许可相关手续的补办情况。

答复：

1) 广州保利中心项目

广州保利中心户外广告位备案已通过，北广场区位的备案流水号为 :LMTH202602099272825 ； 精神堡垒的备案流水号为:LMTH202602099273098。如前述备案信息发生变更的，运营管理机构将协助广州瑞咨办理备案变更手续。

2) 佛山保利水城项目

佛山保利水城户外广告相关手续已完成。根据佛山市南海区城市管理和综合执法局出具的编号为粤佛南管许(2026)0104130001号(广告)的《行政许可决定书》，经审查，佛山保利水城项目公司提出的设置大型户外广告审批的申请(申请编号:(2026)0104130001)符合《城市市容和环境卫生管理条例》的规定，决定准予许可。运营管理

机构将协助佛山保城在户外广告设置期限到期后完成相关许可延期。

(二)关于权利限制。根据申报材料，本项目融资文件约定了相关限制条款，基础资产转让需要获得批准或备案。请管理人根据《审核关注事项》第十二条、第十九条相关要求取得相关文件。

答复：

管理人和律师认为，待原始权益人获得国务院国资委的批准后，本次转让符合《审核关注事项》第十二条第(四)项、第(五)项、第十九条第(一)项相关规定的要求。

1. 国资转让审批程序进展情况

经核查，SPV公司、项目公司均为国有实际控制企业，因此原始权益人将SPV公司100%股权转让予专项计划及原始权益人将项目公司100%股权转让予SPV公司均属于国有产权交易行为，应根据法律法规的要求和国资主管部门的意见，履行相应的审批程序。原始权益人就通过非公开协议转让方式转让项目公司及SPV公司100%股权尚待取得国务院国资委的批准。原始权益人正在沟通国资监管部门出具相关批复意见。

2. 融资文件中转让限制的解除进展情况

(1) 广州保利中心项目

根据广州市规划和自然资源局于2026年1月27日就广州保利中心项目出具的《广州市不动产登记查册表》以及项目公司广州瑞咨提供的编号为120566HT2022071601（抵押）的《抵押合同》，为保利发展在编号为120566HT2022071601号的《借款合同》项下的债务

提供了抵押，抵押权人为招商银行股份有限公司广州分行。同时，经查询动产融资统一登记公示系统，广州保利中心项目不存在质押。

就抵押担保的解除，招商银行股份有限公司广州分行已出具《关于提前还款、解除抵押的同意函》，同意偿还前述《借款合同》项下的债务，并同意在债务清偿完毕后的十个工作日内解除相关抵押。根据交易安排，原始权益人拟在基金发行前使用自有资金进行偿付。

广州瑞咨仅将广州保利中心项目作为抵押物为原始权益人在招商银行股份有限公司广州分行提供抵押担保。除前述抵押外，广州瑞咨未签署融资文件，因此广州瑞咨股权转让行为不涉及融资文件项下的转让限制。

（2）佛山保利水城项目

针对本项目所涉佛山保城股权转让行为，佛山保城与中国银行股份有限公司佛山分行已签署的现行有效融资文件项下存在相关限制条款。

根据佛山市自然资源局于 2026 年 1 月 15 日就佛山保利水城项目出具的《佛山市不动产(房/地/房地)登记信息查询结果》以及佛山保城公司提供的编号为 GDY476630120242015 的《抵押合同》，为编号为 GDK476630120241114 号的《借款合同》项下的债务提供了抵押，抵押权人为中国银行股份有限公司佛山分行。同时，经查询动产融资统一登记公示系统，佛山保利水城项目不存在质押。

就抵押担保和转让限制的解除，中国银行股份有限公司佛山分行已出具《关于提前还款、解除抵押的同意函》，同意保利发展以转让

佛山保城 100%股权方式发行商业不动产投资信托基金(REITs)项目、同意偿还前述《借款合同》项下的债务，并同意在债务清偿完毕后的十个工作日内解除相关抵押。根据交易安排，佛山保城拟在基金发行前使用自有资金进行偿付。

3.主管部门关于不动产项目转让的证明文件

经核查，本次不动产项目涉及的有关法律法规、不动产权证书、土地使用权出让等有偿使用合同、土地使用权划拨批准文件、特许经营权或者经营收益权协议、投资协议、融资合同等，不存在对不动产土地使用权、资产、项目公司股权、特许经营权、经营收益权的转让限制，因此不动产项目转让不涉及主管部门的批准文件。

(三) 关于资产完整性

根据申报材料，佛山保利水城项目存在加建观景走廊工程及自建两座桥梁的情形。

1.请管理人补充披露加建观景走廊工程及自建两座桥梁是否纳入入池资产范围，是否独立产生现金流及其占比，并说明是否影响本项目权属合法有效转移、持续稳定运营。

答复：

(1) 加建观景走廊工程

加建观景走廊工程在红线范围、纳入入池资产范围，已于 2025 年取得相关建设及验收手续，2026 年 1 月 29 日，佛山市自然资源局已就佛山保利水城项目观景走廊工程核发了《不动产权证书》，能够满足权属合法有效转移，证载主要信息如下：

权利人	佛山保城企业管理有限公司
编号	粤(2026)佛南不动产权第 0009623 号
坐落	广东省佛山市南海区桂城街道灯湖西路 20 号保利商业水城(东岸)加建观景走廊
不动产单元号	440605001009GB01317F00020001
权利类型	国有建设用地使用权/房屋所有权
权利性质	出让/其他
用途	批发市场用地, 零售商业用地/观景走廊
面积	独用宗地面积: 50,266.5 m ² /房屋建筑面积: 827.28 m ²
使用期限	国有建设用地使用权: 2005 年 08 月 25 日起, 2045 年 08 月 24 日止

经核查, 加建观景走廊工程所涉建筑作为佛山水城项目配套未进行经营性租赁, 因此未独立产生现金流; 加建观景走廊工程纳入入池资产范围, 且项目公司已取得所涉建筑的《不动产权证书》, 不影响本项目权属合法有效转移、持续稳定运营。

(2) 自建桥梁

根据保利华南实业有限公司(以下简称“保利华南”)出具的说明并经核查, 两座桥梁由保利华南配合市政需要建设, 属于市政配套设施, 不属于佛山保利水城项目核心动线, 也不是商场客流的主要入口。桥梁建于千灯湖上, 千灯湖土地空间权属(地上和地下部分)非项目公司所有, 未作经营性用途。桥梁在空间上不直接连通至保利佛山水城项目内部, 该桥梁于保利佛山水城项目处于非营业期间正常对公众开放, 公众亦可在桥梁不对外开放的情况下正常进入保利佛山水城项目。此外, 为了便于日常通行便利, 桥梁由保利商旅提供环境卫生清洁、设施完好情况的常规巡视等日常管理维护, 非由佛山保利水城项目公司进行维护。

此外, 两座桥梁不在佛山保利水城项目资产红线范围内, 非项目

公司建设，且不属于入池资产范围，佛山保城对该桥梁无任何强制性义务如日常维护等。佛山保利水城项目所涉土地红线范围内的资产已完整纳入本项目资产范围内，两座桥梁不作为入池资产不影响项目资产完整性。

基于上述，管理人认为自建两座桥梁未纳入入池资产范围不影响资产完整性和可分割性，亦不影响本项目权属合法有效转移、持续稳定运营。

2.请管理人、律师对本项目是否符合《审核关注事项》第十二条、《审核关注事项》之附件《第一号——商业不动产》第五条相关规定发表明确意见。

答复：

经核查，佛山保利水城项目已完成加建观景走廊工程《不动产权证书》的办理工作，佛山保利水城项目权属清晰并取得相关权属证明文件；已将连廊、广告牌、停车场等实现资产功能作用所必需的、不可分割的各组成部分完整纳入资产范围。因此，本项目符合《审核关注事项》第十二条第(二)项、第(三)项相关规定。

综上所述，管理人和律师认为，本项目符合《审核关注事项》第十二条、《审核关注事项》之附件《第一号-商业不动产》第五条相关规定的要求。

三、项目经营与财务情况

(一) 关于运营情况

1.关于整租模式。根据申报材料，广州保利中心项目采取关联方

整租模式，整租方保利物业一次性支付固定租金、分期支付剩余租金。

(1) 请管理人根据《审核关注事项》第二十六条相关规定，进一步披露广州保利中心项目分租后的实际经营情况，包括租户、租金、出租率、收缴率、特殊条款等，充分揭示风险，并设置风险缓释措施。

答复：

根据《审核关注事项》第二十六条相关要求，广州保利中心分租后实际经营情况内容已经补充至《招募说明书》之“第五章 不动产项目”之“第二节 经营业绩及财务状况分析”，具体披露内容如下：

1) 分租后的实际经营情况

A. 租户情况

(A) 租户数量

报告期各期末，广州保利中心项目在租的写字楼分租租户数量分别为 91 个、78 个及 72 个。报告期内，广州保利中心项目分租租户数量、出租面积及出租率，具体情况如下：

表：分租租户数量、出租面积及出租率情况

期间	租户数量	已出租面积（平方米）	期末出租率	平均出租率
2023 年末	91	48,549.56	76.57%	85.91%
2024 年末	78	45,478.54	71.73%	72.72%
2025 年末	72	42,652.22	67.27%	69.00%

备注：

1.上表中租户数量统计中，如存在同一租户签署多份租约，则算作同一租户，即合并重复租户。

2.期末出租率=期末已出租面积/可租赁面积。

3.平均出租率= Σ （各月已出租面积/可租赁面积）/12。

(B) 租户行业分布和集中度

截至 2025 年 12 月 31 日，广州保利中心的租户业态分为金融业、

租赁和商务服务业、建筑业、住宿和餐饮业等各类租户，其中金融业、租赁和商务服务业、建筑业、住宿和餐饮业租赁面积占比最高，分别为 29.97%、26.55%、9.94%和 9.43%。

表：广州保利中心项目分业态租户租赁面积

序号	租户业态	租赁面积（平方米）	占比
1	金融业	12,781.65	29.97%
2	租赁和商务服务业	11,323.89	26.55%
3	建筑业	4,237.99	9.94%
4	住宿和餐饮业	4,020.87	9.43%
5	制造业	3,013.60	7.07%
6	科学研究和技术服务业	2,236.67	5.24%
7	文化、体育和娱乐业	1,310.05	3.07%
8	批发和零售业	1,092.98	2.56%
9	自用	720.09	1.69%
10	房地产业	490.79	1.15%
11	信息传输、软件和信息技术服务业	452.37	1.06%
12	交通运输、仓储和邮政业	302.40	0.71%
13	电力、热力、燃气及水生产和供应业	299.64	0.70%
14	社会团体	288.76	0.68%
15	水利、环境和公共设施管理业	80.46	0.19%
合计		42,652.22	100.00%

(C) 各类租金收费模式下的租赁面积及收入情况

广州保利中心项目采用“固定租金”模式。

(D) 租赁合同期限分布

截至 2025 年 12 月 31 日，在广州保利中心项目的在租租户中，租赁期限超过 5 年（含）以上的租户租赁面积占比合计 77.00%，2025 年租金收入占比合计约为 81.06%。具体情况如下：

表：广州保利中心项目租赁合同期限分布情况

单位：平方米，万元

租赁期限	租赁面积		租金收入	
	面积	占比	金额	占比
3年以内（不含）	2,793.25	6.55%	320.18	4.16%
3年（含）至5年（不含）	7,016.31	16.45%	1,138.51	14.79%
5年（含）-10年（不含）	17,874.66	41.91%	3,519.77	45.72%
10年（含）以上	14,968.00	35.09%	2,720.87	35.34%
合计	42,652.22	100.00%	7,699.32	100.00%

备注：

1.租赁面积占比=(截至2025年12月31日,各期限租约对应的租赁面积)/(截至2025年12月31日,全部租约对应的已租赁面积);

2.租金收入占比=(2025年度,各期限租约的租金收入之和)/(2025年度,全部租约的租金收入之和)。

截至2025年12月31日,广州保利中心项目在执行租约的整体加权平均租约期限约8.22年;广州保利中心项目在执行租约的加权平均剩余租期约2.63年,具体情况如下:

表：广州保利中心项目加权平均租期情况

单位：年

租户类型	加权平均租约期限 (租赁面积口径)	加权平均剩余租期 (租赁面积口径)
金融业	8.55	1.25
租赁和商务服务业	9.74	2.75
建筑业	8.59	2.46
住宿和餐饮业	9.00	5.97
制造业	4.55	3.40
科学研究和技术服务业	7.99	2.42
文化、体育和娱乐业	4.90	2.02
批发和零售业	3.99	1.66
自用	12.46	10.01
房地产业	2.95	2.04
信息传输、软件和信息技术服务业	7.03	1.00
交通运输、仓储和邮政业	1.97	1.47
电力、热力、燃气及水生产和供应业	3.16	2.00

租户类型	加权平均租约期限 (租赁面积口径)	加权平均剩余租期 (租赁面积口径)
社会团体	3.03	1.89
水利、环境和公共设施管理业	3.00	1.83
总计	8.22	2.63

备注:

- 1.加权平均租约期限(租赁面积口径) $=\Sigma(\text{租约天数}/365\times\text{租赁面积})/\text{已出租面积}$;
- 2.加权平均剩余租期(租赁面积口径) $=\Sigma(\text{租约剩余天数}/365\times\text{租赁面积})/\text{已出租面积}$ 。

(E) 租赁合同到期时点分析

截至2025年12月31日,广州保利中心项目租约合同到期情况,

具体如下:

表: 广州保利中心项目租赁合同到期情况

租约到期期间	到期租约租赁面积占比	到期租约收入占比
2026年	33.02%	38.88%
2027年	16.08%	16.80%
2028年及以后	50.90%	44.32%
合计	100.00%	100.00%

备注:

1.到期租约租赁面积占比=(截至2025年12月31日,各期间到期租约对应的租赁面积)/(截至2025年12月31日,全部租约对应的已租赁面积);

2.到期租约收入占比=(2025年度,各到期期间租约的租金收入之和)/(2025年度,全部租约的租金收入之和)。

截至2025年12月31日,广州保利中心项目租约合同到期期限结构合理,2028年及以后到期的租赁面积、租约收入占比分别为50.90%、44.32%,占比较高。

(F) 租户及现金流集中度情况

截至2025年12月31日,广州保利中心项目合计租户72家。租户方面,仅有租户1及租户2存在租金收入占比超过10%的情况,广州保利中心项目收入合理分散。

2025年末,广州保利中心在租租户中,租赁面积占比排序前十大

租户的具体租赁情况如下：

表：广州保利中心项目前十大租户情况

租户名称	租户行业	租赁面积占比	租金收入占比	合同到期年份
租户 1	金融业	13.96%	15.77%	2026
租户 2	金融业	9.33%	14.36%	2026
租户 3	建筑	8.98%	9.78%	2028
租户 4	租赁和商务服务业	7.04%	5.98%	2027
租户 5	住宿和餐饮业	4.84%	3.70%	2032
租户 6	住宿和餐饮业	4.59%	3.56%	2031
租户 7	制造业	4.58%	6.13%	2029
租户 8	租赁和商务服务业	3.07%	2.61%	2030
租户 9	金融业	2.68%	3.21%	2027
租户 10	租赁和商务服务业	2.49%	0.00%	2030
合计		67.26%	63.33%	-

备注：

1.租赁面积占比=截至 2025 年末各租户租赁面积/截至 2025 年末所有在租租户的已租赁面积之和；

2.租金收入占比=截至 2025 年末各租户的 2025 年全年租金收入/截至 2025 年末在租租户的 2025 年租金收入之和。

3.租户 10 于 2025 年 12 月起租，且 2025 年 12 月为免租期。

以上租户的租赁合同到期时间较为分散，运营管理机构通常提前 6 个月至 1 年启动备选租户洽谈。

租户 1 为租户 2 的分支机构。项目存在重要现金流提供方 A（即“租户 1”）和重要现金流提供方 B（即“租户 2”），具体情况如下：

a) 基本情况

中文名称	重要现金流提供方 B
公司类型	其他股份有限公司（非上市）
注册资本	2937747.6009 万元
经营范围	吸收公众存款，发放短期、中期和长期贷款，办理国内结算，办理票据贴现，发行金融债券，代理发行、代理兑付、承销政府债券，买卖政府债券，从事同业拆借，提供担保，代理收付款项，代理保险业务，提供保管箱业务，办理地方财政信用周期使用资金的委托存贷款业务，经中国人民银行批准的其他业务，从事基金销售业务，开办银行承兑汇票业务，外汇存款，外汇贷款，外

	<p>汇汇款，外汇兑换，国际结算，同业外汇拆借，外汇票据的承兑和贴现，外汇借款，外汇担保，结汇、售汇，自营外汇买卖或者代客外汇买卖，资信调查、咨询、见证业务，经中国银行业监督管理委员会批准的其他外汇业务。（经营中国银行业监督管理委员会依照有关法律、行政法规和其他规定批准的业务，经营范围以批准文件所列为准）（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）</p>
--	---

b) 主营业务情况

重要现金流提供方B系一家金融机构，成立于1997年，主营业务为包括存款、贷款、资金运营等在内的金融服务，并在多个城市设有分支机构。

c) 经营情况

重要现金流提供方B规模充裕，抗风险能力良好。自成立以来持续稳健经营近三十年，建立了规范的现代金融企业制度和全面的风险管理体系，各项经营及监管指标保持健康水平。

根据公开信息，重要现金流提供方B于2022年、2023年、2024年，总资产分别为2,278.67亿元、3,062.98亿元和3,326.76亿元，资产规模保持稳定。该机构2022年、2023年、2024年，营业收入分别为27.04亿元、30.63亿元和28.44亿元；净利润分别为3.83亿元、4.13亿元和4.26亿元，净利润逐年增加。近三年，重要现金流提供方B具体财务状况如下：

表：重要现金流提供方B财务状况

单位：亿元

项目	2024 年度	2023 年度	2022 年度
总资产	3,326.76	3,062.98	2,278.67
净资产	304.10	299.23	195.20
营业收入	28.44	30.63	27.04
净利润	4.26	4.13	3.83

数据来源：根据公开信息整理

d) 公司主体评级情况：根据主流信用评级机构于2025年出具的《信用等级通知书》，评定重要现金流提供方B主体信用等级为AA+。

e) 与原始权益人的关联关系和过往业务合作情况：无。

f) 历史支付义务履行情况（如有）：历史租金均足额缴付，租金支付情况正常。

g) 最近3年内是否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、重大税收违法案件当事人或者涉及金融严重失信人的情形：

经管理人及律师于2026年1月24日查询中国证监会证券期货市场失信信息公开查询平台（<http://ne ris.cs5rc.gov.cn/shixinchaxun/>）、国家企业信用信息公示系统（<http://www.gsxt.gov.cn/>）、中国执行信息公开网（<http://zxgk.court.gov.cn/>）、中国裁判文书网（<http://wenshu.court.gov.cn>）、“信用中国”（<http://www.creditchina.gov.cn>）、国家发展和改革委员会网站（<http://www.ndrc.gov.cn/>）、中华人民共和国财政部网站（<http://www.mof.gov.cn/index.htm>）、国家税务总局网站（<http://www.chinatax.gov.cn/>）、国家统计局网站（<http://www.stats.gov.cn/>）等网站以及新闻报道等公开信息，对重要现金流提供方B的具体查询结果如下：

i.) 重要现金流提供方B最近三年年内不存在受到任何刑事处罚、金融监管部门行政处罚、行业协会纪律处分或者被采取行政监管措施的情形；

ii.) 最近三年内未受到过行业协会的纪律处分;

iii.) 最近三年内在资本市场诚信数据库中不存在负面信息;

iv.) 最近三年内未被列入国家企业信用信息公示系统的经营异常名录或严重违法企业名录, 在“信用中国”网站上不存在不良信用记录等情形;

v.) 最近三年内不存在严重违法失信行为, 未被有权部门认定为失信被执行人、重大税收违法案件当事人以及金融严重失信人等情形。

h.) 本项目有关情况

i.) 租赁情况

报告期内, 重要现金流提供方A和重要现金流提供方B的租赁情况如下:

表: 重要现金流提供方租金收入占比情况

科目	2025年度/末	2024年度/末	2023年度/末
重要现金流提供方A	15.77%	14.95%	15.22%
重要现金流提供方B	14.36%	14.13%	11.88%

备注:

1. 租金收入(不含税)系指按租赁合同约定的当期租金收入(不含税);

2. 占租金收入比例=当年该租户租金收入(不含税)/当年全部租户租金收入(不含税)。

重要现金流提供方A和重要现金流提供方B在广州保利中心承租多个单元, 租赁期分为3-5年、5-10年及10年以上, 目前在执行租约均于2026年到期, 签署的租赁合同无定制化安排。

ii.) 租金收缴率

在历史租赁期间, 重要现金流提供方A和重要现金流提供方B均根据合同约定, 按时足额缴纳租金, 租金收缴率为100%。

iii.) 到期情况及应对措施

针对重要现金流提供方 A 和重要现金流提供方 B 租约于一年内到期、合计租赁面积占比较高的情况，保利商业物业拟采取“续约争取+同体量替代+分层快速去化”的组合策略，应对换租风险。

首先，密切跟进重要现金流提供方 A 和重要现金流提供方 B 的续约动态。2026 年第一季度已启动续约谈判，为后续招商预留充足时间窗口。

其次，提前启动客户储备。自 2025 年第三季度起，保利商业物业已针对未来到期租户开展前置摸排与客户储备工作：一方面，储备租赁面积在 8,000 至 10,000 平方米的基石客户，目前已锁定两家优质金融机构，并储备五家潜在客户；另一方面，通过分割单元方式对到期面积进行结构化配置，提升去化效率，目前已储备若干家租赁需求在 2,000 至 5,000 平方米的意向客户。

综上，针对重要现金流提供方 A 和重要现金流提供方 B 集中到期的风险，保利商业物业通过续约争取与客户储备双重机制，力争实现租约的平滑衔接，最大限度降低重要现金流提供方 A 和重要现金流提供方 B 租约到期对项目出租率及现金流的影响。

（G）到期租约去化情况

2023 年度、2024 年度及 2025 年度，广州保利中心项目到期租约去化表现良好，租约到期面积分别为 30,944.73 平方米、13,464.34 平方米和 30,715.24 平方米，其中各期续约率分别为 54.26%、31.17%和 75.23%，2025 年度续租率达到较高水平，新签加权平均去化时间，分别为 78.09 天、39.46 天和 128.59 天。截至 2025 年末，广州保利中心

项目近三年到期去化情况如下：

表：广州保利中心项目近三年到期租约去化情况

项目	2025年度/末	2024年度/末	2023年度/末
到期面积（平方米）	30,715.24	13,464.34	30,944.73
续租面积（平方米）	23,106.62	4,196.20	16,789.45
续租率	75.23%	31.17% ³	54.26%
新签约面积（平方米）	1,413.27	2,726.72	2,657.21
新签加权平均去化时间（天）	128.59	39.46	78.09

备注：

1.到期面积含提前退租和合同到期；

2.新签加权平均去化时间= Σ (新签租约起租日-前手合约退租日)*新租面积/年度新签面积合计。

(H) 免租情况

在广州保利中心的租赁商务洽谈中，免租期通常被作为核心条件进行协商，并涵盖装修期，以满足客户的装修需求。在租赁商务谈判中，保利商业物业会根据拟定的租期长度及租赁面积等关键因素来设置免租期，保利商业物业目前的免租期设置符合市场一般水平。免租期内不收取租金，正常租赁期按合同约定单价收取。

报告期内，广州保利中心免租情况，具体如下：

年度	当期实际涉及免租的租户数量	免租租户的年平均租赁面积（平方米）	占当期可租赁面积比例
2023年	16	628.56	0.99%
2024年	19	1,535.12	2.42%
2025年	27	1,440.60	2.27%

备注：

1.免租租户的年平均租赁面积= Σ 各月免租面积/12

2.占当期可租赁面积比例=免租租户的年平均租赁面积/当期期末可租赁面积

(I) 关联方租户

报告期内，广州保利中心项目分租租户共有 10 家关联方租户，截至 2025 年 12 月 31 日，仅有 5 家关联方租户，为保利长大海外工

³ 2024 年度续约率较低，主要受保利商业物业阶段性租赁策略与原租户集中行业发展趋势的共同影响。

程有限公司(简称“保利长大”)、信保(广州)私募基金管理有限公司(简称“信保基金”)下属子公司及合营公司。报告期内,关联方租户具体租赁情况如下:

截至 2025 年 12 月 31 日,保利长大承租面积超过 3,500 平方米,2025 年末租金单价为 145 元/月/平方米,2025 年 8 月实现续租三年。目前租金单价是综合考虑了替换意向租户的成本(空置期、佣金、办公密度等)后,经过租赁双方商业谈判后确定的租金单价。

截至 2025 年 12 月 31 日,信保基金子公司及联营公司承租面积超过 2,500 平方米,2025 年末租金单价为 132.30 元/月/平方米至 140 元/月/平方米。该客户租赁时长较长,总租赁面积在现有租户中排名前五。其租赁单价存在一定折让,主要基于两方面因素:一是信保基金为广州保利中心正式运营以来的首个租户,预租阶段享有策略性优惠;二是租赁单元位于 38 楼,因层高较高,原有空调系统无法完全满足需求,信保基金在承租初期一次性投入资金重做整层独立空调系统。综上,对信保基金下属公司的租金单价予以合理折让。

前述关联方租户的现行租金单价,系 2025 年续约时经租赁双方参照项目内新租成交价格及同类物业市场水平,通过独立商业谈判确定。续约前,项目运营方获取多家第三方意向租户报价作为谈判参照,最终成交价格与项目内非关联方租户同期成交租金水平相当,租期设置为 3-5 年,符合市场惯例,不存在利益输送情形。

截至 2025 年 12 月 31 日,广州保利中心项目关联租户具体情况如下:

表：广州保利中心项目关联租户情况

关联租户名称	租赁面积 (平方米)	2025 年末租 金单价 (元 /月/平方 米)	2025 年度租 金收入 占比	2025 年末租 赁面积 占比	合同 起始日	合同 到期日
保利长大海外工 程有限公司	3,830.54	145.00	9.78%	8.98%	2019/6/30	2028/8/31
拉萨开发区凰朝 投资有限公司	1,310.81	132.30	2.61%	3.07%	2010/10/1	2030/9/30
海南信保丰盛建 设管理有限公司	711.69	132.30	1.42%	1.67%	2013/7/1	2030/9/30
佛山信保悦雅股 权投资合伙企业 (有限合伙)	642.15	132.30	1.28%	1.51%	2010/10/1	2030/9/30
郑州风神房地产 开发有限公司	148.51	140.00	0.32%	0.35%	2023/12/28	2025/12/31
合计	6,643.70	-	15.41%	15.58%	-	-

注：1. 海南信保丰盛建设管理有限公司、拉萨开发区凰朝投资有限公司为信保基金的子公司，佛山信保悦雅股权投资合伙企业（有限合伙）为信保基金的合营企业，郑州风神房地产开发有限公司为拉萨开发区凰朝投资有限公司控股公司；

2. 2025 年末租金单价=2025 年 12 月租金收入/2025 年末租赁面积；

3. 2025 年度租金收入占比=2025 年末某租户的 2025 年度租金收入/2025 年末所有在租租户的 2025 年度租金收入；

4. 2025 年末租赁面积占比=2025 年末某租户承租面积/2025 年末所有在租租户承租面积。

5. 2025 年末，广州保利中心某非关联租户租赁面积超过 1,000 平方米，租金单价为 135 元/平方米/月，目前关联方租户租金单价位于 132.6-145 元/平方米/月，位于合理区间。

综上，广州保利中心项目分租业务中的关联方租户，单一租户的租金收入占比及租赁面积占比均小于 10%，均不构成重要的现金流提供方；且关联方租户合计租金收入占比及租赁面积占比分别为 15.41%、15.58%，广州保利中心项目分租业务不依赖于关联方租户。

(J) 享受补贴情况

广州瑞咨无享有补贴。

(K) 政府类租户

保利中心不存在政府类租户。

B.租金情况

(A) 年末租金单价及租金增长率

广州保利中心项目近三年的租金水平总体保持稳定, 仅因装修原因、换租原因, 给予部分租户适度低于市场均值的租金优惠, 这一短期招商策略的实施, 导致当年整体租金水平出现合理范围内的调整。

表: 广州保利中心项目各期末合同租金单价

类别	2025 年末	2024 年末	2023 年末
办公期末合同租金单价 (含税, 元/月/平方米)	163.03	190.22	196.19
办公期末合同租金单价 变化幅度	-14.29%	-3.04%	0.39%
商业期末合同租金单价 (含税, 元/月/平方米)	137.24	137.15	139.90
商业期末合同租金单价 变化幅度	0.07%	-1.97%	-7.81%

备注:

1. 办公期末合同租金单价=∑(办公租户各单元合同月租金单价×各单元期末已出租面积)/期末已出租面积;

2. 商业期末合同租金单价=∑(商业租户各单元合同月租金单价×各单元期末已出租面积)/期末已出租面积。

由上表可知, 2023 年末, 办公合同租金单价同比持平, 商业合同租金单价同比小幅下降; 2024 年末, 办公、商业合同租金单价同比小幅下降; 2025 年末, 相对于 2024 年末, 办公合同租金单价有一定幅度下降, 商业合同租金单价持平。

表: 广州保利中心项目各期有效租金单价

类别	2025 年度	2024 年度	2023 年度
办公有效租金单价 (含税, 元/平方米/月)	175.79	190.51	220.97
办公有效租金单价 变化幅度	-7.73%	-13.78%	10.75%
商业有效租金单价 (含税, 元/平方米/月)	117.22	122.78	127.44

类别	2025 年度	2024 年度	2023 年度
商业有效租金单价 变化幅度	-4.53%	-3.66%	1.88%

备注:

- 1.办公有效租金单价=当期办公租户租金收入/期末已租赁面积/月份数;
- 2.商业有效租金单价=当期商业租户租金收入/期末已租赁面积/月份数;
- 3.分租有效租金单价=当期所有租户租金收入/期末已租赁面积/月份数。

由上表可知, 2023 年度, 办公有效租金单价及商业有效租金单价同比有所上升。2024 年度、2025 年度, 办公有效租金、商业有效租金单价均同比下降。

(B) 与可比项目租金单价对比情况

截至 2025 年 12 月 31 日, 广州保利中心项目办公合同租金单价为 163.03 元/月/平方米。评估机构通过对广州市三个成熟写字楼项目专门店租金的调研分析, 确定了可比项目租金水平具体如下:

表: 广州保利中心项目可比项目租金单价

因素	寺右万科	合景国际金融大厦	越秀金融大厦
位置	临江大道 1 号	华夏路 8 号	珠江东路 28 号
楼层	北塔 33 层	39 层	北塔 68 层
租金价格 (元/月/平方米)	160	165	165
租赁面积 (平方米)	56000	60000	119000

综上, 截至 2025 年 12 月 31 日, 广州保利中心项目与可比项目的平均租金单价持平, 具有可比性。

C. 出租率情况

项目	2025 年	2024 年	2023 年
年末/期末出租率	67.27%	71.73%	76.57%
平均出租率	69.00%	72.73%	85.91%

备注:

1. 年末/期末出租率=各期末已出租面积/可租赁面积;
2. 平均出租率= Σ (各月出租面积/可租赁面积)/12。

报告期各期末，广州保利中心项目年末/期末出租率分别为76.57%、71.73%和67.27%。报告期各期，广州保利中心平均出租率分别为85.91%、72.73%和69.00%。

D. 收缴率情况

(A) 分租租金收缴率

类别	2025 年末	2024 年末	2023 年末
期后租金收缴率	100%	100%	100%
当期租金收缴率	99.33%	99.25%	99.16%

备注：

1. 期后租金收缴率：2025 年末的租金收缴率=（当期租金收入-截至 2026 年 3 月 31 日当期应收未收应收账款）/当期租金收入；其他时点的租金收缴率=（当期租金收入-截至下一年度 6 月 30 日当期应收未收应收账款）/当期租金收入；

2. 当期租金收缴率：2025 年末的租金收缴率=（当期租金收入-截至 2025 年末当期应收未收应收账款）/当期租金收入；其他时点的租金收缴率=（当期租金收入-截至当年末应收未收应收账款）/当期租金收入。

综上，近三年各年末，广州保利中心项目期后租金收缴率分别为100%、100%及100%，当期租金收缴率分别为99.16%、99.25%和99.33%，租金回收情况良好。

(B) 租金支付结算方式

报告期内，广州保利中心项目租金支付结算主要采取银行转账方式。

E. 特殊条款

根据保利商业物业提供的广州保利中心与各租户签署的且正在履行的租赁合同，该等租赁合同存在租赁期限限制、转租限制、免租期约定等可能对不动产项目的经营产生影响的特殊条款（以下简称“租赁合同特殊条款”），但该等租赁合同特殊条款均为同类不动产项目中租赁合同项下的常规商业安排，该等安排合法合规，不违反任何

强制性法律规定，不存在影响持续经营的重大法律障碍。相关条款约定具体如下：

《分租协议》中的特殊条款概述如下：

转租限制条款。根据《分租协议》的约定，未经出租人书面同意，承租人不得分租和转租该物业。

如协议中明确约定免租期，则约定：优惠/免租期间所产生的物业管理费及其他所有政府税费均由承租人承担。如因承租人原因导致本合同无法继续履行或因承租人违约导致出租人单方解除合同的，双方约定如下：如实际使用期限缩短，优惠期/免租期也同比例缩短，承租人应按比例将已享受的超比例的优惠期/免租期所对应的租金付还出租人；如实际使用期限不长于优惠期/免租期，则优惠期/免租期约定未生效，承租人应将已享受的优惠期/免租期所对应的租金付还出租人。

对于上述特殊条款，《运营管理服务协议》已约定运营管理机构应执行和落实资产的具体租赁策略，负责维护租赁客户关系，尽合理最大可能预防触发租赁合同特殊条款或尽合理最大可能缓释该等特殊条款的触发不影响商业不动产项目租金收入，不影响公募基金及其投资者利益。除上述特殊条款外，租赁合同中无其他特殊约定。

2) 风险揭示及缓释措施

整租方依赖风险：针对广州瑞咨项目公司，保利商业物业是重要现金流提供方，整租到期后，转为广州瑞咨直接分租模式，对广州保利中心项目现金流的影响，基金管理人已在《招募说明书》之“第四

章 风险因素”之“三、与不动产项目相关的风险”之“(六)关联交易风险”和“(九)不动产项目运营相关风险”之“10、集中换租风险风险”进行充分揭示，具体如下：

“(六)关联交易风险

截至 2025 年 12 月 31 日，项目公司存在从关联方采购相关服务的关联交易行为，如项目公司的关联方为不动产项目提供运营支持服务、推广服务等。商业不动产项目存在的关联交易如本招募说明书“第八章 不动产基金”之“第三节 关联交易与利益冲突”所述，前述关联交易的交易方案系按照项目公司内部治理文件执行，相关关联交易已经审计机构完成审计，符合法律法规及内部制度的要求，定价公允，广州保利中心的关联租赁穿透后由合理分散的市场化承租人承租。”

“(九)不动产项目运营相关风险

10、集中换租风险

本基金拟持有的广州保利中心项目由项目公司一作为业主持有资产，并将物业整体出租给运营管理实施机构一经营，租期为 2024 年 5 月 28 日至 2027 年 5 月 27 日。在此期间，运营管理实施机构一可将物业对外分租，并自行承担全部经营及运营相关成本与费用，包括人工成本、办公费用、大客户活动费用、市场营销推广费及中介佣金等。整租期届满后，项目公司一将直接向终端租户进行分租经营。分租经营后，虽然运营管理实施机构一将继续作为运营管理机构负责日常运营，但仍可能因经营模式调整导致签约情况波动所造成的风险。上述整租合同到期后由整租换为分租过程中，如分租租户未续约或未

能及时找到可替代商户，不动产项目可能产生空置面积和一定空置期，对基金收益造成不利影响。”

同时，本基金管理人针对整租到期转换为分租经营模式可能产生的潜在风险安排如下风险缓释措施：

基金管理人将委托原运营管理机构保利商业物业协助开展广州保利中心不动产项目的运营管理工作，包括租约续签等具体事项。上述关联交易需要严格按照关联交易制度审议批准并确保交易定价公允，如未能按照关联交易制度审议批准可能给本基金带来一定的运营风险。

基金管理人将积极采取相关措施，以避免利益输送、影响不动产项目利益从而影响基金份额持有人利益的潜在风险，严格按照法律法规和中国证监会的有关规定履行关联交易审批程序、关联方回避表决制度等。

综上，广州保利中心整租业务是两家独立上市公司的市场化合规安排，定价经第三方估值，条款合理。公司通过多重措施保障现金流稳定，未影响项目市场化运营。后续将严格执行协议与内控，确保交易风险可控，维护全体股东利益。

（2）请管理人结合报告期关联方租金水平与分租后的实际租金水平的差异情况、关联方分租业务的成本费用支出情况等，对本项目是否符合《审核关注事项》第十三条、第十四条相关规定发表明确意见。

答复：

1) 结合报告期关联方租金水平与分租后的实际租金水平的差异情况

报告期内，广州保利中心的穿透分租后的办公、配套商业租金单价情况，具体如下：

项目 (单位：含税，元/平方米/月)	2025 年度	2024 年度	2023 年度
办公有效租金单价	175.79	190.51	220.97
商业有效租金单价	117.22	122.78	127.44
分租有效租金单价	169.41	183.58	212.01

备注：

- 1.办公有效租金单价=当期办公租户租金收入/期末已租赁面积/月份数；
- 2.商业有效租金单价=当期商业租户租金收入/期末已租赁面积/月份数；
- 3.分租有效租金单价=当期所有租户租金收入/期末已租赁面积/月份数。

报告期内，广州瑞咨收取关联方保利商业物业整租租金情况如下：

表：广州保利中心项目整租月均租金单价情况

项目	2025 年度	2024 年度	2023 年度
可租面积（平方米）	63,402.97	63,402.97	63,402.97
整租租金单价（元/平方米/月，不含税）	108.36	116.70	133.56
整租租金单价（元/平方米/月，含税）	118.12	127.20	145.58
整租租金收入（万元，不含税）	8,244.70	8,878.73	10,161.95

备注：

整租租金单价=（当期整租租金收入/可租面积）/当期月度数量，例如 2024 年整租租金单价=（2024 年整租租金收入/可租面积）/12，2025 年整租租金单价=（2025 年整租租金收入/可租面积）/12。

报告期内，广州保利中心整租与分租，租金单价及平均出租率对比如下：

项目	2025 年	2024 年	2023 年
分租有效租金单价（含税，元/平方米/月）	169.41	183.58	212.01
分租平均出租率	69.00%	72.73%	85.91%
整租租金单价（元/平方米/月，含税）	118.12	127.20	145.58

项目	2025 年	2024 年	2023 年
整租平均出租率	100.00%	100.00%	100.00%

分租模式下，分租有效租金的计价面积为已租面积，整租方需承担经营产生的空置风险，而整租模式下的计价面积为全部可租面积，分租与整租对应不同的出租率而形成了租金单价差异。

2) 关联方分租业务的成本费用支出情况

根据整租安排，广州保利中心的整租方保利商业物业，收取分租租金，承担广州保利中心经营及运营相关成本或费用，包括但不限于人工成本、办公费用、大客户活动费用、市场营销推广费和中介佣金等，向广州瑞咨支付整租租金。因此，关联方整租租金对应分租后扣除运营成本费用支出的运营净收益。

根据项目公司统计近四年，广州保利中心分租租金收入与分租运营成本情况，具体如下：

单位：万元

科目	2025 年度	2024 年度	2023 年度	2022 年度
分租租金收入（不含税）	7,954.74	9,191.50	11,331.76	12,143.94
分租运营成本（不含税）	486.87	430.64	474.52	473.37
分租运营净收益	7,467.87	8,760.86	10,857.24	11,670.57
整租租金（不含税）	8,244.70	8,878.73	10,161.95	11,096.68

近四年，分租业务模式下累计产生的分租租金收入能够覆盖分租运营成本并支付整租租金。

3) 整租租金分析

① 整租租金确定的逻辑

根据保利物业（06049.HK）于2024年5月10日发布的《须予披

露及关联交易及 2024 年第一次临时股东大会通告》公告，2024 年签署的《写字楼租赁合同》中，一次性租金及剩余租金的定价由各方公平磋商确定，并主要参考了以下因素：(1)独立评估机构出具的评估报告；(2)标的物业的历史实际租金收入；(3)标的物业现有租约的条款。该合同采用“一次性租金（固定值）+剩余租金（浮动值）”的结算方式，有利于保利商业物业就标的物业的整体租金协商折扣，从而平衡经营风险、享有超额收益，并保障该项业务的稳定开展。

独立物业估值师亚太资产评估及顾问有限公司采用收入资本化法，参考可比物业的租金单价结合广州保利中心的可租面积、免租期，综合考虑广州保利中心与可比物业之间的要价、位置、面积及其他物理特征等差异，并据此作出适当的调整和分析。评估机构核定标的物业三年租赁估值结合整体租金协商折让及折现率，计算得出 2024 年一次性支付固定租金 26,960.16 万元。

②整租结算方式

一次性支付固定租金：在租赁合同生效日或保利物业于股东大会上取得独立股东批准租赁合同之日（以较晚者为准）起 15 天内，保利商业物业需一次性支付含税租金总额 26,960.16 万元（不含增值税租金为 24,734.10 万元）。剩余租金为分成租金，分三年支付。

分期支付剩余租金：当期应支付的剩余租金 = (标的物业当期实际收取不含增值税租金总额 - 当期不含增值税基准租金) × 50%。

若当期实际收取租金高于基准租金，则保利商业物业应向广州瑞咨企业管理有限公司支付相应剩余租金；若低于基准租金，则广州瑞

咨企业管理有限公司减免其当期应支付的剩余租金。

③整租价格与底层实际经营情况的关联情况

近四年，整租租金与分租租金收入的对比如下：

单位：万元

科目	2025 年度	2024 年度	2023 年度	2022 年度
整租租金合计	8,244.70	8,878.73	10,161.95	11,096.68
整租租金变动率	-7.14%	-12.63%	-8.42%	-
分租租金收入	7,954.74	9,191.50	11,331.76	12,143.94
分租租金收入变动率	-13.46%	-18.89%	-6.69%	-

由上表可知，近四年，广州保利中心整租租金变动趋势与分租租金收入变动趋势保持一致。随着分租出租率和租金合同单价的下降，导致整租合同下剩余租金的下降，进而使得整租租金下降。后续随着出租率和租金合同单价的企稳回升，整租租金也会随之回升。截止2026年3月31日签约出租率⁴为74.17%。

在现金流预测中，针对2026年1月至2027年5月的整租期间，广州保利中心的预计租金收入仅计入固定租金部分，现金流预测已充分考虑了整租租金持续下滑风险带来的不利影响。

综上，广州保利中心能够独立运营，符合市场化原则，不依赖于原始权益人及关联方，不依赖第三方补贴等非经常性收入。分租租金收入可覆盖运营成本，能产生持续、稳定的现金流；项目现金流来源合理分散，穿透后来源于多个现金流提供方，符合《审核关注事项》第十三条、第十四条相关规定。

2.关于佛山保利水城项目租户分为主力店、次主力店及专门店。

⁴ 签约出租率=(截至2026年3月31日，广州保利中心已签租赁面积(包括签署租赁合同、已支付意向金和已签署意向书的租户))/可租赁面积

请管理人根据《审核关注事项》之附件《第一号——商业不动产》第八条相关规定补充披露租金情况；补充说明主力店、专门店分类的依据及是否符合行业惯例，租户所属行业、租赁期限分布及租金单价情况等，以及不动产基金存续期间相关调整安排。

答复：

（1）关于租户分类依据

将购物中心租户分为主力店、次主力店和专门店，这一分类体系是基于商业逻辑、建筑设计与租户组合的综合性考量。这种分类方式不仅是行业内的通行做法，也是购物中心通过标准化、精细化管理以实现稳定经营与收益最大化的重要工具。

首先，面积是划分租户类型最直观的量化指标。主力店通常指单店面积在一定规模以上的业态，如大型超市、仓储式卖场、影院等，这类店铺往往占据购物中心不同楼层总面积的较大比例，集聚客流；次主力店的面积小于主力店，但仍然具有一定体量，如运动户外集合店、儿童主题乐园或中型快时尚品牌，相应也具有容纳较大客流的能力；专门店的面积则通常在一定规模以下，类型较为丰富。

其次，不同租户的功能定位也存在显著差异。主力店位于建筑内的端头或核心位置，品牌知名度高、客流带动能力强，租约也较为稳定，例如大型超市满足家庭日常采购需求，电影院带来夜间和周末客流；次主力店则起到承上启下的作用，填补主力店与专门店之间的业态空白，例如通过数码体验、大型餐饮或健身中心增强商圈的业态丰富度；专门店则是购物中心的基本盘，承担着丰富商品线、提供随机

性消费和个性化体验的功能，其品牌迭代速度和换店频率也相对较高，租约期限一般低于主力店和次主力店。

最后，分类依据还包括租金承受能力。主力店虽然面积较大，但由于其较强的谈判地位和对整体项目的引流拉动作用，其租金贡献率往往偏低。次主力店租金贡献居中，而专门店的租金收入占比高于其面积占比。

根据以上行业惯例和分类依据，佛山保利水城项目运营管理团队从租赁面积、租赁期限及租金水平等方面考虑，将全部租户分为主力店、次主力店及专门店。主力店的租赁面积为 2,000 平方米以上、租赁期限不超过 12 年，且租金水平低于同楼层专门店租金水平；次主力店的租赁面积在 800 平方米-2,000 平方米区间，租赁期限不超过 8 年；专门店的租赁面积为 800 平方米以下，租赁期限以 1-5 年为主。

(2) 关于各类别租户的租赁特征

管理人已在《招募说明书》“第五章 不动产项目”之“第二节 经营业绩及财务状况分析”之“四、不动产项目的租金情况”补充披露了租金单价情况。各类租户租金单价及变化情况如下：

表：报告期各类租户租金单价及变化情况

项目	2025 年度	2024 年度	2023 年度
主力店有效租金单价 (含税, 元/平方米/月)	45.25	39.55	46.40
主力店有效租金单价变化幅度	14.41%	-14.76%	-
次主力店有效租金单价 (含税, 元/平方米/月)	32.00	57.65	43.73
次主力店有效租金单价变化幅度	-44.49%	31.82%	-
专门店有效租金单价 (含税, 元/平方米/月)	139.78	159.90	187.63

项目	2025 年度	2024 年度	2023 年度
专门店有效租金单价变化幅度	-12.58%	-14.78%	-

注：上述有效租金单价为期末合同台账对应的加权平均租金单价口径，不含物业管理费和推广费，已考虑装修期影响。项目无免租期约定，合同租金单价等于有效租金单价。

从租金单价来看，2023 年各类租户租金单价自公共卫生事件后恢复，2024-2025 年以来呈现下调状态，主要系因启动大规模升级改造，租金单价出现阶段性下降，另外 2024 年开始收取推广费的安排，对于租金单价具有一定的摊薄影响。

目前存量及新增签署合同租约内增长率处于较高水平。截至 2025 年 12 月 31 日，佛山保利水城项目已签署租赁合同的专门店，租期一年以上（不含一年）的固定租金年化增长率为 5.3%，主/次力店已签署租赁合同约定的租金增长率为年化 3.2%。2025 年第四季度至 2026 年第一季度，近半年新签合同专门店租约内租金平均增长率为 5.46%，主/次力店租约内租金平均增长率为 5%。

表：报告期末各类租户所属行业情况

类别	主力店	次主力店	专门店	合计
零售	0	2	84	86
餐饮	0	1	67	68
儿童	0	0	17	17
体验配套	0	1	29	30
主题体验	3	1	3	7
合计	3	5	200	208

从行业来看，主力店和次主力店集中于主题体验和零售行业，主要依靠大型卖场、影院等深度购物体验门店聚集客流，符合商业运营逻辑。

表：报告期末各类租户租赁期限分布情况

类别	主力店	次主力店	专门店	合计
5年以内(不含)	0	2	159	161
5年(含)-10年(不含)	1	1	38	40
10年(含)以上	2	2	3	7
合计	3	5	200	208

从租赁期限分布来看,主力店及次主力店租赁期限一般在5年及以上,显示出较强的租约稳定性;专门店租赁期限在5年以内的占比较高,门店调整灵活性更高。

(3) 关于存续期调整

根据前述分析,佛山保利水城项目各租户类别中专门店租金单价最高,因此未来存续期运营管理团队拟在保持合理比例区间的基础上,适当调降主力店、次主力店面积占比,调增专门店面积占比,进而提升项目租金收入。

具体而言,不考虑租金波动的抽成租金模式租户:2025年末,佛山保利水城项目租赁面积中主力店面积占比为35.53%、次主力店面积占比为7.76%,二者合计占比为43.29%;剩余专门店面积占比为56.71%;对应项目2025年度整体租金单价为97.83元/平方米/月。根据运营管理团队制定的调改计划,2026年内优化调整后主力店面积占比为32.52%、次主力店面积占比为10.03%,二者合计占比为42.55%,相比2025年末降低0.74%;剩余专门店面积占比为57.45%,相比2025年末提升0.74%;对应项目整体租金单价为99.30元/平方米/月,相比2025年度提升1.47元/平方米/月。相对应,上述调整在2026年内完成后预计提升2026年度含税租金收入约98.26万元。

在资产评估预测中,评估机构依据2025年末的租户类别比例情

况进行未来预测，未单独考虑运营策略及其可能造成的比例变化，因此如未来上述佛山保利水城项目租户结构调整策略落地实施，可提升项目租金收入水平。

3.关于项目竞争力。根据申报材料，佛山保利水城项目所处商圈可比项目较多，本项目入市时间早于同区域可比项目，且佛山地区未来新增商业体量较大。

(1)根据申报材料，佛山保利水城项目未来拟从传统的“商业空间运营”向“场景价值创造”转型。请管理人补充说明本项目转型的具体安排，以及对本项目未来出租率、租金水平、运营团队设置、资本性支出等的具体影响，并根据《审核关注事项》第二十二条相关规定，结合前述分析，充分揭示本项目主要经营风险。

答复：

1)关于转型计划的具体安排

佛山保利水城项目地处千灯湖商圈核心，依托佛山稀缺滨水景观资源，打造千灯湖文旅地标，聚焦顾客观光游览体验，通过场景化改造与精细化运营形成运营特色，目前已取得一定成效。



图：佛山保利水城项目滨水空间

从场景来看，佛山保利水城项目开放湖岸空间，将千灯湖的自然景观直接引入商业动线，从而形成了“商业+公园”的场景体验，塑造顾客的度假感受。

从内容来看，佛山保利水城项目结合佛山本地文化，通过滨湖聚场、森林狮集两大主题空间突出文旅属性，滨湖区域配合佛山传统彩灯，塑造了城市人文 IP；森林狮集则以 24 米挑高中庭举办体育赛事及市集活动，提升顾客体验感。

从业态来看，佛山保利水城项目深化业态重组，首层引入黄金、数码等高租值业态，淘汰低效品牌，二层引入丰富服装体系平衡品牌级次，三层儿童岛升级为 K12 教育岛，同时引入 Livehouse 等佛山首店品牌，聚焦年轻客群的社交消费需求。

从服务来看，佛山保利水城项目通过小程序实现无感支付、车位导航等数字化功能，增设 VIP 停车区、母婴室及宠物友好设施，服务

周边 3 公里家庭客群及金融高新区白领客群，其中年消费 20 万以上的客群占比稳定且持续提升。

未来，佛山保利水城项目将在以上升级内容基础上继续深化“场景价值创造”转型，通过社群运营、节庆活动巩固客流基础，依托场景运营形成差异化运营模式，应对区域市场竞争及行业环境变化。

2) 转型对本项目未来核心指标的具体影响

从出租率来看，业态焕新将吸引年轻客群与游客，次动线冷区修复后预计出租率将进一步提升。随着改造完成，2025 年末出租率已恢复至 92.74%，表明项目具备较强的租户粘性和市场韧性，预计出租率有进一步恢复提升空间。评估预测对于长期出租率假设为 93%，体现预测审慎性。

从租金水平来看，零售租金保持稳定；餐饮与体验业态占比提升可带动客流及整体收益；轻奢运动及区域首店等品类的引入可丰富业态结构并提升租金水平。截至 2025 年 12 月 31 日，佛山保利水城在执行专门店首层有效单价约为 288 元/平方米/月。未来随着高租金专门店占比提升及新签租约租金增长率条款落实，预计租金收入具备持续增长空间。

从运营团队设置来看，项目已配备具备丰富文旅商业运营经验的管理团队，未来将持续强化团队在社群运营、节庆活动策划、数字化服务等方面的专业能力，确保“场景价值创造”转型策略有效落地。

从资本性支出来看，随着 2024 年 10 月至 2025 年 8 月的大规模改造调整结束，项目转型所需的主要装修升级等硬件调整已经完成，

未来主要开展服务升级等非硬件调整工作，因此资本性支出集中于日常性支出，已进行合理预测。

3) 主要经营风险提示:

根据《审核关注事项》第二十二条相关规定，结合购物中心行业相关情况，本项目主要经营风险主要为与同区域内竞品竞争，具体分析如下:

经历了历史一段时间的高速发展后，购物中心行业目前供求关系呈现“总量放缓、结构分化”的鲜明特征，未来发展趋势主要将围绕个性化体验，体现为场景、情绪与价值的融合。从周期性、区域性和季节性特征来看，购物中心的周期性主要体现在与经济环境、消费习惯变迁的共振关系上，其景气度与宏观经济密切相关；而区域性特征是购物中心最本质的空间属性，其所在的城市能级、具体坐落的区位、交通通达程度、周边产业结构和经济发展状况等因素在很大程度上决定了购物中心的竞争能力；购物中心的季节性特征既包括自然气候驱动的客流波动，也包括社会文化节律带来的消费周期。

佛山保利水城项目及可比项目商业模式和盈利模式类似，均为通过提供物业出租及管理服务而获取租金及相关收入，因此综合而言本项目主要经营风险来自于其区域内竞品竞争。此外，如出现宏观经济复苏不及预期、转型升级效果不及预期等情况，也可能对项目运营表现造成冲击。

(2) 请管理人结合问题(1)的回复，以及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方面的主要差异等，充分说明

本项目的核心竞争力。

答复：

1) 区域竞争格局稳定，项目形成差异化特色定位

佛山保利水城所处的千灯湖商业格局成熟，呈现“存量优化、增量稀缺”特征。佛山保利水城项目位于佛山市南海区千灯湖商圈，区域内存在种类丰富的购物中心及社区商业项目，与本项目构成竞争关系的项目主要是大型购物中心，分别为南海万达广场、南海万科广场、千灯湖环宇城。佛山保利水城项目与竞争项目的区位对比情况如下：



图：佛山保利水城项目与竞争项目的区位对比情况

佛山保利水城项目与竞争项目的经营要素对比情况如下：

表：竞争项目经营要素对比

项目	佛山保利水城	南海万达广场	南海万科广场	千灯湖环宇城
总楼层	B1-4F	B1-5F	B2-5F	B1-5F 及露天花园
物业位置	佛山市南海区灯湖西路 20 号	佛山市南海区桂城北路 28 号	佛山市南海区桂澜中路 23 号	佛山市南海区桂澜中路 18 号
开业时间	2009 年 4 月	2014 年 8 月	2014 年 10 月	2016 年 9 月
建筑面积 (万平方米)	15.31	约 16	约 8.6	约 12
市场定位	从传统购物中心转型为“文旅商业”，打造城市轻度假、强情绪的新型消费生活场景	时尚一站式购物中心，亲子、家庭属性浓厚	聚焦年轻客群，打造潮流、活力为主的都市空间	区域型中高端购物中心，强调社交场景和品质购物
目标客群	周边家庭客群，文旅客群，辐射南海桂城、狮山、大沥及广州荔湾，并吸引港澳旅客	注重儿童教育的家庭客群	以年轻女性白领和年轻家庭为主的客群	注重购物品质的中高端客群
业态规划	业态为体验式文旅综合体，主题体验、餐饮、体验配套等体验类业态租赁面积占比较高。融合春、夏、秋、冬四季元素的沉浸式主题街区，引入 Livehouse、水上非遗表演等特色场景	业态较为丰富，以金融配套、特色美食、儿童零售、休闲娱乐为主，其中亲子和家庭业态具有特色	零售、餐饮业态丰富，品牌年轻化，强化“首店经济”，拥有盒马鲜生、优衣库、MUJI 等主力店	强化中高端业态矩阵布局，覆盖轻奢品牌、科技、潮流运动、文化体验、商务宴请等多赛道
招商策略	瞄准“打卡+消费”需求，除超市、影院等主力店外，以非遗演艺、夜经济街区吸引特色商户	全品类招商，同时以较快频率调整租户结构	持续引进首店，抓住网红经济引进概念店形成自发传播	深耕龙头主题品牌，构建圈层文化

佛山保利水城等四个项目在千灯湖商圈内形成了一定的竞争关系，但一方面各个项目的特点和核心竞争力各不相同，形成了差异化竞争格局，另一方面错位竞争也形成了互补关系，共同做大了商圈的

消费半径，构建集群效应，持续提升千灯湖商圈整体竞争力。

2) 本项目核心竞争力分析

从核心竞争力层面来看，佛山保利水城项目的核心竞争力主要体现在以下三个方面：

第一，稀缺滨水景观资源与“文旅+商业”融合模式。三个竞品项目均为传统“盒子式”购物中心，缺乏自然景观依托，且虽然定位存在一定差异，但均偏向综合大众化或年轻时尚。佛山保利水城项目依托千灯湖景观，形成差异化的项目定位，基于“品质家庭+高知白领+文旅客群”核心客群定位，依托全新改造空间系统打造千灯湖景观，持续创造差异化消费体验，发挥滨湖特色与改造空间优势，打造微文旅运营空间。

第二，夜经济标杆与场景运营能力。自2022年起，项目打造“灯湖夜市”夜经济市集，并获得“国家级夜经济示范区”称号。2025年升级改造后，佛山保利水城项目进一步明确“千灯湖超级中轴”的全新定位，依托千灯湖水景资源，系统开发两岸特色街区，其中西街主打夜市经济，水城西岸则以“城央绿洲”为概念营造沉浸式文旅体验。相关举措使项目与周边纯商业体形成形态、体验及运营模式上的差异，缓解区域商业同质化问题，构建“文旅+商业”融合型运营竞争优势。通过四季主题街区、水上非遗表演、Livehouse 等场景内容，项目实现了从“商业空间运营”向“场景价值创造”的转型。

第三，差异化客群定位与辐射能力。相较于竞品项目主要服务本地客群，佛山保利水城项目依托文旅属性，客群辐射范围更广，覆盖

南海桂城、狮山、大沥及广州荔湾，并吸引港澳旅客。这种"本地基础客流+文旅增量客流"的双轮驱动模式，使项目在市场波动中具备更强的抗风险能力，也为租金增长提供了更广阔的空间。

综上所述，佛山保利水城项目通过滨水景观资源独占、夜经济场景运营、文旅客群辐射三大核心竞争力，与周边纯商业体在形态、体验及运营模式上形成显著差异，有效缓解区域商业同质化问题，构建"文旅+商业"融合型运营的可持续竞争优势。

（二）关于不动产收入情况

1.关于租金收取。根据申报材料，佛山保利水城项目11个租户采用抽成租金模式，其余租户采用固定租金或“固定+抽成取高”的收取方式。请管理人补充披露三种租金收取模式涉及的租户行业分布、租赁面积占比、合同租金约定方式及报告期内实际租金支付情况；说明不同租金收取模式下租户经营波动对本项目现金流的影响，充分揭示相关风险。

答复：

（1）关于租金收取模式

报告期内，佛山保利水城项目的租户租金收取模式分为三种模式，即：固定租金模式、抽成租金模式、固定租金与抽成租金取高模式，根据相关合同内容，租金约定方式如下：

固定租金模式：项目公司佛山保城作为业主方与租赁物业的商户签署租赁合同，在租赁期限内按照约定的固定价格或阶段性固定价格收取租金收入，所取得的收入为合同约定的固定金额。

抽成租金模式：项目公司佛山保城作为业主方与租赁物业的商户签署租赁合同，在租赁期限内按照商户营业额的一定比例收取租金收入，所取得的收入为随营业额而变动的金额。

固定租金与抽成租金取高模式：项目公司佛山保城作为业主方与租赁物业的商户签署租赁合同，在租赁期限内既约定固定租金金额，也约定商户营业额抽成比例，对比期间内固定租金金额和抽成租金金额，取二者之中更高的数值作为实际收取金额。

报告期内，三种租金收取模式所涉及的租户行业分布、租赁面积占比情况如下表所示：

表：不同租金收费模式经营要素对比

2025 年末									
收费模式	租户数量	租户数量占比	租赁面积 (平方米)	租赁面积占比	租户行业分布 (数量: 个)				
					零售	餐饮	体验配套	儿童	主题体验
固定租金模式	137	65.87%	35,273.43	62.03%	55	39	27	12	4
取高模式	60	28.85%	15,439.82	27.15%	23	29	2	4	2
抽成租金模式	11	5.29%	6,155.26	10.82%	8	0	1	1	1
合计	208	100%	56,868.51	100%	-				
2024 年末									
收费模式	租户数量	租户数量占比	租赁面积 (平方米)	租赁面积占比	租户行业分布 (数量: 个)				
					零售	餐饮	体验配套	儿童	主题体验
固定租金模式	146	70.19%	38,900.45	66.29%	64	41	23	13	5
取高模式	51	24.52%	13,977.71	23.82%	21	23	1	4	2
抽成租金模式	11	5.29%	5,802.23	9.89%	9	0	1	1	0
合计	208	100%	58,680.39	100%	-				
2023 年末									
收费模式	租户数量	租户数量	租赁面积	租赁面积	租户行业分布 (数量: 个)				

		占比	(平方米)	占比	零售	餐饮	体验配套	儿童	主题体验
固定租金模式	154	75.12%	37,481.58	65.83%	69	37	22	20	6
取高模式	40	19.51%	13,564.70	23.82%	15	16	2	5	2
抽成租金模式	11	5.37%	5,892.37	10.16%	10	0	0	1	0
合计	205	100%	56,938.65	100%	-				

报告期内，三种租金收取模式的实际租金支付情况如下表所示：

表：不同租金收费模式实际收入情况对比

2025 年度		
租金收费模式	收入合计 (万元)	收入占比
固定租金模式	6,324.61	71.58%
取高模式	2,120.23	24.00%
抽成租金模式	390.94	4.42%
合计	8,835.78	100.00%
2024 年度		
租金收费模式	收入合计 (万元)	收入占比
固定租金模式	7,260.91	76.08%
取高模式	1,852.99	19.42%
抽成租金模式	429.90	4.50%
合计	9,543.80	100.00%
2023 年度		
租金收费模式	收入合计 (万元)	收入占比
固定租金模式	7,381.67	77.56%
取高模式	1,633.87	17.17%
抽成租金模式	502.02	5.27%
合计	9,517.56	100.00%

注：收入合计为租金收入、物业管理费收入、推广费收入之和

(2) 关于经营波动情况及其风险

固定租金模式下，不论租户销售额上升或下降，租金收入均维持不变。该模式租金稳定性极高，现金流预测一致性也较强，经营风险

完全由租户承担，而购物中心仅承担信用风险（租户违约或倒闭）。

抽成租金模式下，销售额上升时租金收入同比例增长，购物中心充分分享租户的经营成果，现金流获得向上弹性；销售额下降时租金收入随之缩水，购物中心现金流承受下行压力。该模式中购物中心的运营成效与租户的经营情况高度绑定，承担了部分经营风险，共同面对市场波动。

取高模式下， $\text{销售额} \times \text{抽成比例} = \text{固定租金}$ 时，即达到“平衡点”，当销售额低于“平衡点”时，租户支付固定租金，此时购物中心现金流与固定租金模式相同，不受租户低销售影响；当销售额超过“平衡点”后：抽成租金超过固定租金，租户支付抽成租金，此后现金流随销售额上升而增长，购物中心获得向上弹性。因此该模式兼具前两种模式的优点，固定租金托底情况下风险可控，超额收益共享空间较大，呈现出非线性波动，对购物中心而言较为灵活。

综上所述，三种租金收取模式在租户经营波动时表现出不同的现金流风险特征，对佛山保利水城项目而言主要风险在于抽成租金模式及取高模式下租户经营销售情况恶化导致租金收入下降，进而影响项目收益水平。

管理人已在本项目《招募说明书》之“第四章 风险因素”之“三、与不动产项目相关的风险”之“（九）不动产项目运营相关风险”部分进行了风险揭示：

“1、运营收入不达预期的风险

（3）不动产项目商业零售业态的部分租户采用纯抽成租金或固

定租金与抽成租金取高的模式计算租金，上述租金收入与租户的销售额息息相关。同时，租户的经营情况亦关系到其续约及租金承受能力，若不动产项目的整体客流量、租户的销售额表现下滑，将削弱租户的履约能力和续约意愿，上述因素都将导致与销售额挂钩的租金收入减少，最终对不动产项目的整体收入造成负面影响。”

2.关于改造调整。根据申报材料，佛山保利水城项目2025年1-9月项目出租率略有下降，主要系项目在2024年10月至2025年8月进入较大规模改造调整期。请管理人说明改造调整涉及的出租面积及其占比、租户情况，量化分析对本项目出租率及现金流的具体影响，补充说明相关改造调整是否持续至不动产基金存续期间，充分揭示相关风险。

答复：

（1）关于改造调整的影响情况

佛山保利水城项目在2024年10月至2025年8月进入较大规模改造调整期，改造涉及范围为：停车场整体，经营区整体天花和灯光翻新，经营区所有洗手间和电梯厅分阶段封闭翻新，河岸连廊搭建，三楼溜冰场封闭改造。其中停车场和电梯厅改造影响垂直动线，河岸连廊改造影响东西动线，溜冰场改造影响1楼和3楼的南北动线，全场经营均受到不同程度影响。

经统计，2024年10月至2025年8月的改造期间，不考虑新签约进场租户，佛山保利水城项目共计撤场38个租户，以零售和餐饮业态的专门店为主，合计计租面积5,412.94平方米，涉及月均租金约

114 万元。但由于改造调整工程主要涉及公区及动线，不直接影响单个租户场地，因此其影响内化于期间租户总体撤场情况中，无法精确独立区分。

2024 年 10-12 月，由于调整改造初期施工规模较小、主要集中在停车场翻新与设备更换，且租户感知有滞后性，因此 2024 年佛山保利水城项目出租情况及收入水平可认为基本不受调整改造影响。

2025 年 1-8 月，随着调整改造的持续进行，其影响逐步显现。量化对比而言，2025 年 1-9 月项目平均出租率为 87.68%，对比 2024 年平均出租率 90.09% 下降 2.41%；2025 年 1-9 月项目营业收入为 7,739.20 万元，对比 2024 年三个季度营业收入 8,447.18 万元（全年营业收入 11,262.90 万元）下降 707.98 万元，下降幅度为 8.38%，营业收入下降幅度更大主要系部分抽成租金模式和取高模式在租租户虽未退租，但其营业收入受到影响。在其他经营环境类似的情况下，以上出租率及营业收入下降幅度可视为调整改造的影响程度。

（2）关于改造调整影响是否延续及其风险情况

本次改造调整已于 2025 年 8 月结束，不会延续至预测期内，其影响也已体现于报告期经营数据内。截至 2026 年 2 月末，项目出租率已回升至 92.5%，经营状况已经逐步改善，改造影响未出现延续。

购物中心项目在运营期内进行装修升级等事项较为常见，佛山保利水城项目本次改造调整已完成升级，实现了中长期内转型目标需要，针对未来资本性支出，在评估预测中也已根据《华夏保利发展封闭式商业不动产证券投资基金（佛山保利水城项目）技术尽职调查报告》

进行了合理的资金预留，主要集中于日常性支出，预计将不会对项目正常运营产生较大影响。

但针对未来运营期内可能超出预期的类似改造调整安排及其影响，管理人已在本项目《招募说明书》之“第四章 风险因素”之“三、与不动产项目相关的风险”之“（九）不动产项目运营相关风险”部分进行了补充风险揭示：

“8、资产维护及资本性支出风险

广州保利中心项目自 2010 年开业以来，已持续运营超过 16 年；佛山保利水城项目自 2009 年开业以来，已持续运营超过 17 年。随着不动产项目使用年限的增加，相关设施设备可能需要维修、更换或升级改造，以维持设施设备的品质与市场竞争力，上述维护及资本性支出具有一定的不确定性。同时，本基金存续期间，不动产项目适用的建筑标准可能变得更为严格，或因为市场环境变化、物业老化等因素，导致不动产项目需要进行额外的物业改造支出。若未来的实际支出超出本基金资产评估时的预测金额，以及资本性支出对应的维修、更换或升级改造对不动产项目正常运营产生影响，则可能会对本基金收益产生不利影响”。

四、资产评估与估值合理性

本基金首次申报时不动产项目的评估基准日为 2025 年 9 月 30 日，本次反馈意见回复的评估基准日更新为 2025 年 12 月 31 日。

评估机构基于审慎性原则，对项目资产估值模型中的市场租金、租金增长率、出租率、收缴率、折现率、运营成本等关键假设进行了

调整。参数调整后，两个项目估值由首次申报 20.38 亿元调整为 19.30 亿元，调整幅度为-5.30%。其中，广州保利中心项目估值由首次申报的 11.04 亿调整为 10.12 亿，调整幅度为-8.33%。佛山保利水城项目估值由首次申报的 9.34 亿调整为 9.18 亿，调整幅度为-1.71%。

主要调整参数如下：

表：不动产项目估值调整对比-广州保利中心

参数调整情况	申报稿	反馈稿	调整情况
租金增长率	办公部分：2028 年为 0,2029 年-2033 年为 2.5%； 商业部分：2026 年为 0,2027 年-2033 年为 2.5%	办公部分：2028 年-2030 年为 1.5%， 2031 年-2033 年为 2%； 商业部分：2027 年为 0，2028 年-2030 年为 1.5%，2031 年-2033 年为 2%	增长率增速假设调降
收缴率	100%	99%	收缴率假设调降
出租率	办公部分：2027 年至 2034 年分别为 80%、85%、88%、90%、90%、93%、93%、93%	办公部分：2027 年至 2035 年分别为 76%、78%、80%、80%、80%、80%、80%、80%、80%	2027 年下调 4% 2028 年下调 7% 2029 年下调 8% 2030 年及 3031 年下调 10% 2032 年及以后下调 13%
折现率	5.75%	5.25%	折现率假设调降
运营成本	配合收入端预测的适配性调整		
估值金额（亿元）	11.04	10.12	调降 8.33%

表：不动产项目估值调整对比-佛山保利水城项目

参数调整情况	申报稿	反馈稿	调整情况
市场租金	专门店首层, 300; 主力店首层, 60; 次主力店首层, 120 专门店整体, 151; 主力店整体, 45; 次主力店整体, 44	专门店首层, 295; 主力店首层, 60; 次主力店首层, 118 专门店整体, 146; 主力店整体, 46; 次主力店整体, 41	市场租金下调
租金增长率	主力店、次主力店: 2026年0%, 2027 年-2034年2.5%; 专门店: 2027年- 2028年4%	主力店、次主力店: 2026年-2027年为 0%, 2028年1%, 2029年-2035年 2.5%; 专门店: 2027年 1%, 2028年2%;	增长率增速假设 调降
收缴率	100%	99%	收缴率假设调降
出租率	2025年至2027年分 别为89%、90%、 93%, 2028年至 2034年为94%	2026年至2028年为 92%, 2029年至 2035年为93%	2026年上调2% 2027年下调1% 2028年下调2% 2029年及以后下 调1%
折现率	6.75%	6.25%	折现率假设调降
运营成本	配合收入端预测的适配性调整		
估值金额(亿元)	9.34	9.18	调降1.71%

(一) 关于收入参数取值合理性

1.关于租金单价。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“关于运营情况”相关问题的答复,充分说明可比项目选取、市场租金计算方式的合理性,以及预测期租金单价参数取值的合理性。

答复:

管理人已在《招募说明书》“第六章 资产评估与现金流测算”之“第一节 资产评估”之“二、资产评估重要参数的合理性分析”补充披露了可比项目选取、市场租金计算方式的合理性,以及预测期租金单价参数取值的合理性分析相关内容。

(1) 广州保利中心项目

本次评估基于区位相近、业态相同、品质匹配原则选取可比项目，采用市场比较法测算市场租金，预测期写字楼市场租金单价假设为138元/平方米/月，较在执行租约低15%，配套商业加权平均市场租金假设为135元/平方米/月，与在执行租约水平相当，整体参数取值审慎合理，为出租率提升预留空间。

1) 可比项目选取具备可比性和合理性

① 写字楼部分可比项目选取合理

在确定保利中心项目办公部分合理市场租金的过程中，评估机构戴德梁行基于区位相近、业态相同、客群相当、规模相当、品质匹配的选取原则，选择了三个具备价格比较基础的可比项目。可比项目皆位于广州珠江新城 CBD 临江大道沿线，物业类型同为甲级写字楼，租户业态涵盖金融、科技、专业服务、公司总部、传媒等多种业态组合，建筑规模体量与估价对象相当。具体情况如下：

表：保利中心及可比写字楼项目比较情况

项目	估价对象	可比项目 A	可比项目 B	可比项目 C
项目名称	保利中心	发展中心大厦	南雅中和广场	天德广场
建筑面积（万平方米）	7.9	8.0	9.5	24（含商业）
业态类型	涵盖金融、科技、专业服务、公司总部、传媒等多种业态组合	金融、科技、公司总部	金融、外资企业及高端服务业	金融头部企业、跨国机构及高端服务业
客群定位	中型企业、国企及区域金融机构	世界 500 强、跨国企业总部	外资企业与高端服务业	金融头部企业与跨国总部

建成年代	2010年	2006年	2008年	2019年
区位	广州珠江新城 CBD 临江大道核心地段	广州珠江新城 CBD 临江大道核心地段	广州珠江新城 CBD 临江大道商务带	广州珠江新城 CBD 临江商务带
地址	天河区珠江新城临江大道5号	天河区珠江新城临江大道3号	天河区珠江新城临江大道57号	天河区珠江新城临江大道391-395号

数据来源：戴德梁行

图：写字楼部分可比项目区位情况示意图



② 配套商业部分可比项目选取合理

在确定本不动产项目商业部分合理市场租金的过程中，评估机构戴德梁行分别搜集了不动产项目周边多个相似的商业租赁交易实例，并按照“区位相近、用途相同、权利性质相同、档次相当、规模相当、建筑结构相同”的质量要求，选取了三个具备价格比较基础的可比实例。保利中心配套商业与选取的可比实例均为写字楼的配套商业，具备可比性。

表：保利中心及可比配套商业项目比较情况

因素	估价对象	可比项目 D	可比项目 E	可比项目 F
项目名称	保利中心底商	方圆月岛底商	高德公馆底商	富力盈丰大厦底商
建成年代	2010年	2018年	2008年	2009年

因素	估价对象	可比项目 D	可比项目 E	可比项目 F
地址	天河区珠江新城临江大道5号	天河区花城大道55号	天河区花城大道53号	天河区华强路2号
案例来源	——	内部数据库	内部数据库	内部数据库
所在楼层	首层	首层	首层	首层

数据来源：戴德梁行

图：配套商业部分可比项目区位情况示意图



2) 市场租金计算方式具备合理性

戴德梁行选择了三个较为接近保利中心情况的可比实例作为参照，在充分考虑各物业的差异后，经修正，得出保利中心项目的市场租金单价假设。

评估机构戴德梁行在确定可比项目后，从交易时间、交易情况、不动产状况等方面进行了对比分析，得到可比实例修正后的交易价格，再将可比实例修正后的交易价格进行加权平均计算，得到估价对象市场租金单价假设。

① 写字楼部分市场租金计算过程

对于可比项目，评估机构从区位状况、实体状况和权益状况三大方面进行了相应的调整，由于可比项目与估价对象业态基本一致，区域因素类似，故平均分配权重，即每个案例的权重均取 33.33%，则比较法计算估价对象办公部分的市场租金单价为 138 元/平方米/月（取整至个位）。

表：可比写字楼项目市场租金计算

因素	可比项目 A	可比项目 B	可比项目 C
交易价格（元/平方米/月）	144.00	145.20	149.60
修正因素合计	0.921	0.958	0.959
修正价格（元/平方米/月）	133	139	143
权重	33.33%	33.33%	33.33%
评估单价取算数平均数（个位取整）	138		

② 配套商业部分市场租金计算过程

对于可比项目，评估机构从区位状况、实体状况和权益状况三大方面进行了相应的调整，由于可比项目与估价对象业态基本一致，区域因素类似，故平均分配权重，即每个案例的权重均取 33.33%，则比较法计算估价对象配套商业部分的首层市场租金单价为 378 元/平方米/月（取整至个位）。

表：可比配套商业项目市场租金计算

因素	可比项目 D	可比项目 E	可比项目 F
交易价格（元/平方米/月）	450	414	450
修正因素合计	0.821	0.838	0.930
修正价格（元/平方米/月）	369	347	419
权重	33.33%	33.33%	33.33%
评估单价取算数平均数（个位取整）	378		

评估机构戴德梁行根据《租约明细表》《租赁合同》等权属资料，结合对周边市场同类型商业物业楼层差异的市场调查，并对保利中心

配套商业历史租赁状况进行分析，在确定首层市场租金单价的基础上，通过楼层差系数对其他楼层(2F-4F)进行修正调整，设置约35%-40%的修正系数，进而得出其他楼层的配套商业的市场租金单价假设。经上述调整后，配套商业按照可租赁面积加权平均市场租金假设为135元/平方米/月（含税、不含物业管理费）。

表：配套商业楼层修正租金单价假设

楼层	可租赁面积 (平方米)	楼层修正	修正后市场单价 (元/平方米/月)
2F	630.1882	40%	151
3F	1,958.1018	35%	132
4F	2,062.7634	35%	132
合计/平均	4,651.0534	/	135

3) 预测期租金单价参数取值具备合理性

保利中心写字楼部分市场租金单价假设低于项目在执行租约租金单价及报告期平均租金，配套商业部分市场租金单价与项目在执行租约租金单价水平相当且低于报告期平均租金，市场租金单价可实现性较高，预留了以价换量的出租率增长空间，管理人与评估机构认为市场租金假设具备合理性。

截至2025年12月31日，保利中心写字楼部分在执行租金单价为163元/平方米/月，市场租金单价假设138元/平方米/月，较目前在执行租约租金单价低15%且低于报告期平均租金⁵，已充分考虑并覆盖潜在市场下行风险。配套商业部分在执行租金单价为95-336元/平方米/月，平均租金单价约为137元/平方米/月，商业市场租金单价假设范围为132-151元/平方米/月（含税、不含管理费），加权平均市

⁵ 广州保利中心写字楼部分历史三年平均租金为183.15元/平方米/月。

场租金假设为 135 元/平方米/月，市场租金单价假设与在执行租金单价基本相符且低于报告期平均租金⁶，具备合理性。

此外，从新签约租金单价水平来看，广州保利中心自基准日至 2026 年 3 月 31 日新签租约（含续签）的租金单价约 144.59 元/平方米/月⁷，高于市场租金单价假设，也进一步表明市场租金假设具备可实现性。

表：保利中心在执行租约租金单价与市场租金单价假设对比

单位：元/平方米/月

全楼平均租金水平	办公部分	配套商业
截至 2025 年 12 月 31 日在执行租约的租金单价	163	137
市场租金单价假设	138	135

数据来源：戴德梁行整理

（2）佛山保利水城项目

本次评估选取千灯湖商圈及周边可比项目，采用市场比较法测算首层专门店市场租金为 295 元/平方米/月，并通过楼层差系数（17%-60%店、主次力店租金进行合理修正，与在执行租约水平接近。整体租金参数取值符合项目实际运营情况及市场水平。

1) 可比项目选取具备可比性和合理性

在确定佛山保利水城项目办公部分合理市场租金的过程中，评估机构戴德梁行按照“区位相近、用途相同、权利性质相同、档次相当、规模相当、建筑结构相同”的质量要求，分别选取了三个具备价格比较基础的可比实例。上述可比实例均位于佛山市千灯湖商圈及其周边成熟商圈，与佛山保利水城同为区域优质商业物业，商业业态涵盖零

⁶ 广州保利中心配套商业部分历史三年平均租金 138.10 元/平方米/月。

⁷ 新签租约统计范围：起租日在 2026 年 1 月 1 日至 2026 年 3 月 31 日之间。

售、餐饮、娱乐、生活服务、影院等多元组合，核心客群均以周边商务人士、年轻消费群体及家庭客群为主，建筑规模均在 15 万平方米左右，与估价对象在区位条件、业态类型、项目定位及规模体量上具有可比性。

表：佛山保利水城及可比配套商业项目比较情况

因素	估价对象	可比项目 A	可比项目 B	可比项目 C
项目名称	佛山保利水城	南海区购物中心	南海区购物中心	南海区购物中心
位置	佛山市南海区桂城街道灯湖西路 20 号	佛山市南海区桂城北路	佛山市南海区桂澜中路	广东省佛山市南海区石龙南路
所在楼层	首层	首层	首层	首层

数据来源：戴德梁行

图：佛山保利水城可比项目区位情况示意图



2) 市场租金计算方式具备合理性

戴德梁行在确定可比项目后，对佛山保利水城专门店租户选取了

可比交易实例，并且从交易时间、交易情况、不动产状况等方面进行了对比分析，得到可比实例修正后的交易价格，再将可比实例修正后的交易价格进行加权平均计算，得到佛山保利水城专门店的固定租金单价假设为 295 元/平方米/月。

表：可比商业项目一楼专门店市场租金计算

因素	可比项目 A	可比项目 B	可比项目 C
交易价格 (元/平方米/月)	328	306	283
修正因素合计	0.941	0.931	1.026
修正价格 (元/平方米/月)	308	285	291
权重	33.33%	33.33%	33.33%
评估单价取算数平均数 (个位取整)	295		

戴德梁行根据《租约明细表》《租赁合同》等资料，结合对周边市场同类型物业楼层差异的市场调查，并对佛山保利水城专门店租赁状况进行分析（如区域主题规划、动线设计、店铺进深及展示面、店铺位置及可达性等因素），在 1F 固定市场租金单价的基础上，通过层差系数对其他楼层的专门店租金进行调整，进而得出其他楼层的专门店固定租金单价假设。各楼层专门店固定租金单价假设在 1F 专门店固定租金单价假设基础上考虑设置约 17%-50%楼层修正系数，得出项目各层专门店市场租金修正结果范围为 50~295 元/平方米/月（含增值税、不含管理费、推广费）。

类似地，戴德梁行根据项目的《租约明细表》、《租赁合同》等资料，对周边市场同类型物业楼层差异市场调查，并对佛山保利水城主力店租赁状况进行分析，如动线设计、店铺进深及展示面、店铺位置及可达性等因素，在专门店首层比准市场租金的基础上，按照一定修正系数对主力店首层比准市场租金进行调整，再通过层差系数

对其他楼层的主力店租金进行调整，得出其他楼层的主力店市场租金。

佛山保利水城有 3 个主力店，经营超市、电器及影院业态，另有 5 个次主力店，分布于 L1-L4 层。L1-L4 层主力店市场租金在首层比准市场租金基础上考虑 25%-60%楼层修正系数，得出佛山保利水城 L1-L4 层的主力店市场租金修正结果范围为 15-60 元/平方米/月（含增值税、不含管理费、推广费）。L1-L4 层次主力店市场租金在首层比准市场租金基础上考虑 17%-50%楼层修正系数，得出佛山保利水城 L1-L4 层的次主力店市场租金修正结果范围为 20-118 元/平方米/月（含增值税、不含管理费、推广费）。

表：固定租金单价假设范围

租户类型	固定租金单价假设范围（元/平方米/月）
专门店	50-295
主力店	15-60
次主力店	20-118

3) 预测期租金单价参数取值具备合理性

佛山保利水城首层专门店市场租金单价假设与可比项目相比处于市场合理区间，与项目在执行租约租金单价水平相当且低于报告期平均租金，市场租金单价可实现性较高，管理人与评估机构认为市场租金假设具备合理性。

佛山保利水城项目首层专门店的市场租金单价假设为 295 元/平方米/月，可比项目专门店首层租金单价为 110-750 元/平方米/月，佛山保利水城项目首层专门店的市场租金单价假设在可比项目专门店

首层租金单价合理区间。

表：可比项目首层专门店租金情况

单位：元/平方米/月

项目	时间	专门店首层租金水平
佛山保利水城项目	2025年12月	295（租金假设）
可比项目 A	2025年12月	200-730
可比项目 B	2025年12月	200-750
可比项目 C	2025年12月	110-720

数据来源：戴德梁行

截至 2025 年 12 月 31 日，佛山保利水城在执行专门店首层有效单价约为 288 元/平方米/月，考虑每年 10 天的免租期的有效市场租金单价假设为 287 元/平方米/月，有效市场租金单价假设与在执行租约单价水平较为接近且低于报告期平均租金⁸，符合项目实际运营情况，具备合理性。

此外，从新签约租金单价水平来看，佛山保利水城自基准日至 2026 年 3 月 31 日首层专门店新签租约的租金单价约 300.44 元/平方米/月，高于市场租金单价假设，也进一步表明市场租金假设具备可实现性。

2.关于空置率。根据申报材料，广州保利中心项目评估基准日底层出租率约为 70.15%，预测期出租率高于报告期出租率平均水平。2025年3季度，广州、珠江新城地区空置率分别为 20.8%、19.7%。

(1) 请管理人说明本项目空置率高于所处区域的原因。

答复：

广州保利中心项目当前空置率高于珠江新城区域平均水平，主要

⁸ 佛山保利水城项目历史三年首层专门店平均租金为 327 元/平方米/月。

系阶段性经营策略调整及历史租户行业结构出清所致，属于阶段性现象。随着市场供应逐步企稳，租赁策略及租户结构优化调整，项目出租率有望逐步企稳回升，截至 2026 年 3 月 31 日，广州保利中心签约出租率已回升至 74.17%⁹。

1) 阶段性租赁策略调整导致出租率短期承压

2022 年至 2024 年，项目租赁策略侧重租金水平提升，客户结构中租金溢价较高的中小面积租户较多。受公共卫生事件及行业周期调整影响，该类租户经营稳定性相对较弱，退租规模有所增加，项目出租率阶段性下滑至 69%。2022 年至 2025 年项目租金单价累计降幅 17%，显著低于珠江新城区域同期 27%及广州全市 29%的降幅水平，项目空置率偏高并非源于价格竞争力缺失，而是主动维持租金水平、清退低质租户的结构性调整结果。

面对市场变化，运营管理机构自 2025 年二季度起主动优化租赁策略，从侧重租金水平转向“出租率稳定与租金水平均衡”，重点引入大型优质客户，强化存量客户续约维护，并通过南向小型单元实施精细化定价拉动项目平均租金水平。小面积高溢价租户（承租面积小于 500 平方米且租金单价超过 200 元/月/平方米）承租面积在当期已租面积中占比已由 2022 年末的 18.78%降至 2025 年末的 6.62%，虽短期内导致空置率上升，但为后续出租率质量提升奠定了基础。

表：报告期末，租金单价超过 200 元/月/平方米且承租面积小于 500 平方米的租户情况

⁹ 截至 2026 年 3 月 31 日，广州保利中心项目整体签约出租率 74.17%，其中，办公部分签约出租率为 72.12%，配套商业部分出租率为 100%。

项目	2022 年末	2023 年末	2024 年末	2025 年末
承租面积 (平方米)	11,213.37	11,522.21	6,550.46	2,896.37
在当期已租面积中占比	18.78%	21.15%	14.21%	6.62%

2) 历史租户行业结构调整对项目出租率形成短期冲击

本项目历史出租率阶段性承压,另一重要因素在于早期租户行业集中度风险,历史三年房地产业及关联企业退租面积占各年退租总面积比例分别为 54.72%、50.03%和 46.30%。该类租户受行业周期性调整与信用风险释放影响,集中退租对项目出租率形成阶段性冲击,导致项目空置率阶段性高于区域平均水平。

表: 2023-2025 年房地产及相关行业退租面积及占比

年份	2023 年	2024 年	2025 年
退租面积 (平方米)	4,004.92	4,926.78	4,528.69
行业占比	54.72%	50.03%	46.30%

随着房地产行业风险逐步出清,叠加项目主动推进租户结构优化,来自地产链条的退租压力已边际缓解。截至 2025 年末,项目存量租户已形成以金融企业为核心的多元化行业结构,金融业及租赁商务服务业租户面积占比合计达 56.52%,而房地产业占比已降至 1.15%,行业集中度风险有效分散,整体租户质量及结构更趋稳健。

现阶段项目招商方向与珠江新城核心客群定位相符,重点拓展总部机构、外资企业、高端专业服务机构等优质主体,该类租户承租能力较强、租约稳定性较高,为项目长期稳定运营奠定基础。

表: 2025 年末广州保利中心项目分业态租户租赁面积

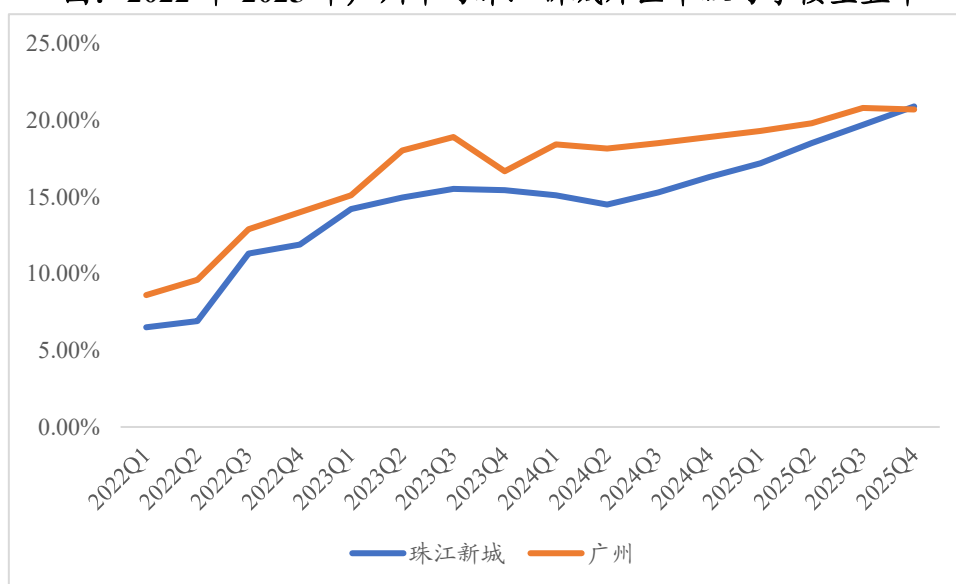
序号	租户业态	租赁面积 (平方米)	占比
1	金融业	12,781.65	29.97%
2	租赁和商务服务业	11,323.89	26.55%

序号	租户业态	租赁面积 (平方米)	占比
3	建筑业	4,237.99	9.94%
4	住宿和餐饮业	4,020.87	9.43%
5	制造业	3,013.60	7.07%
6	科学研究和技术服务业	2,236.67	5.24%
7	文化、体育和娱乐业	1,310.05	3.07%
8	批发和零售业	1,092.98	2.56%
9	自用	720.09	1.69%
10	房地产业	490.79	1.15%
11	信息传输、软件和信息技术服务业	452.37	1.06%
12	交通运输、仓储和邮政业	302.40	0.71%
13	电力、热力、燃气及水生产和供应业	299.64	0.70%
14	社会团体	288.76	0.68%
15	水利、环境和公共设施管理业	80.46	0.19%
合计		42,652.22	100.00%

3) 区域供应结构性分化，核心区存量项目运营环境趋稳

从市场层面看，尽管 2025 年四季度珠江新城商圈甲级写字楼空置率为 20.9%，但区域内部呈现显著分化。近年来，受市场集中供应影响，尤其是琶洲西区等新兴板块大体量项目集中入市，广州全市写字楼空置率阶段性承压。2025 年四季度，广州市与珠江新城商圈甲级写字楼空置率分别为 20.7%、20.9%，市场短期处于调整周期。

图：2022 年-2025 年广州市与珠江新城片区甲级写字楼空置率



数据来源：戴德梁行

从未来供应结构来看，广州新增供应主要集中于琶洲和国际金融城区域，占比分别为 52%和 46%，珠江新城核心区域未来供应占比仅为 2%，新增供给有限。随着区域存量项目逐步去化，珠江新城核心区供需格局有望改善。琶洲及国际金融城的新增写字楼供应主要对珠江新城内楼龄较长、硬件老化、租金在 90-110 元 /m²/ 月区间的乙级及准甲级写字楼形成分流压力，该类项目的目标客群为租金敏感型中小企业。

广州保利中心位于珠江新城核心区，相较于外围新兴商务区，在交通便利性、政务资源集聚度及商务配套成熟度方面具备一定优势，与周边区域新增供应形成错位竞争。相较于区域内顶级超甲级写字楼，项目通过硬件改造提升及灵活租金策略，形成一定性价比优势，可承接部分从高端楼宇外溢的降本增效需求。

(2)请管理人、评估机构结合前述分析，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，充分说明出租率的预测依据，审慎评估出租率参数取值的合理性。

答复：

管理人已在《招募说明书》“第六章，资产评估与现金流测算”之“第一节，资产评估”之“二，资产评估重要参数的合理性分析”补充披露了出租率参数合理性分析相关内容。

1) 广州保利中心项目出租率参数取值的合理性分析

管理人及评估机构综合考虑项目历史运营情况、租金假设情况、储备租户及硬件改造情况、可比案例情况等因素，审慎地对不动产项

目出租率进行了预测。评估机构预测的广州保利中心项目未来年度出租率情况如下：

年份	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年	2031年	2032-2035年
写字楼	100%	76%	78%	80%	80%	80%	80%
配套商业	100%	98%	98%	98%	98%	97%	95%

同时在考虑合理的租户换租率、租赁期限、免租期长度后，本次估价假设办公每次更新租期时有效的免租期为 45 天/年，商业每次更新租期时有效的免租期为 30 天/年。

a) 写字楼部分出租率假设审慎合理

管理人及评估机构审慎地对广州保利中心项目的出租率假设进行下调，在前次假设的基础上，本次评估将爬坡周期由 3 年延长至 4 年，远期稳定出租率假设下调 13%。调整后的假设已预留充分的市场培育周期，体现审慎性原则。具体调整如下表：

表：不动产项目出租率取值对比表

调整项目	申报稿	反馈稿	调整情况
保利中心项目写字楼部分	办公部分：2027年至2034年分别为 80%、85%、88%、90%、90%、93%、93%、93%	办公部分：2027年至2035年分别为 76%、78%、80%、80%、80%、80%、80%、80%、80%	2027年下调 4% 2028年下调 7% 2029年下调 8% 2030年及 3031年下调 10% 2032年及以后下调 13%

由于广州保利中心的整租协议于 2027 年 5 月份到期，整租期间出租率为 100%，到期后由项目公司直接与底层租户签署租赁合同。评估机构结合市场实际情况和招商规划，2027 年出租率假设为 76%，2028 年后，随着区域市场供需趋于稳定、项目招商稳步推进，逐步提升出租率，出租率设置为 78%，2029 年及以后稳定在 80%。

① 出租率预测符合项目历史运营情况

广州保利中心项目写字楼部分历史 5 年平均出租率为 82.21%，其中 2021 年-2023 年的出租率都在 85%及以上，历史峰值达 95.60%。经运营团队积极招商运营，截至 2026 年 3 月 31 日，签约出租率为 72.12%，目前出租率已止跌企稳。

本次评估假设 2029 年及以后长期稳定出租率为 80%，低于历史五年平均水平 2.21%，较历史峰值低 15.60%，已充分考虑当前市场周期位置及项目策略转型期的特殊因素。

表：广州保利中心写字楼部分历史 5 年的出租率情况

广州保利中心 写字楼部分	2025 年 度	2024 年 度	2023 年 度	2022 年 度	2021 年 度	历史五年 平均数
年度加权平均出租率	66.54%	70.27%	84.90%	93.73%	95.60%	82.21%

② 整租协议与市场租金假设预留增长空间

广州保利中心项目写字楼部分当前由保利商业物业承租，出租率维持 100%，整租协议于 2027 年 5 月到期。该安排为运营管理团队预留充分的招商培育周期。运营管理团队计划利用剩余整租期持续招商，于整租到期前将出租率提升至 76%，并审慎设置此后逐年爬坡节奏，至 2029 年稳定于 80%。该长期出租率假设与当前珠江新城核心商圈甲级写字楼平均水平基本持平，既符合区域市场供需基本面，又预留一定的运营优化空间，充分考虑了市场周期性波动因素，具备审慎性与可实现性。

本次评估假设保利中心写字楼市场租金单价为 138 元/平方米/月，较项目在执行租金单价 163 元/平方米/月低 15.34%，已充分考虑当前

珠江新城乃至广州写字楼市场的整体供需格局。整租协议提供的时间缓冲与较低租金假设提供的价格缓冲形成双重支撑，为出租率从当前水平逐步修复至 80% 目标提供了可验证的实现路径，参数设置审慎合理。

③ 储备租户及硬件改造为出租率提升提供支撑

自项目申报时点 2025 年 9 月 30 日至 2026 年 3 月 31 日，项目已完成 8 个租户签约，签约建筑面积为 3,626 平方米，占写字楼可租面积比例约 6.17%；另有建筑面积约 6,918 平方米的租户已进入合同洽谈阶段，占可租面积约 11.78%，储备客户较为充足，为后续出租率目标提供签约基础。储备客户的行业类型与项目分层招租策略相匹配，龙头客户（金融机构、专业服务机构等）定向匹配高区及整层单元，中小客户通过灵活拆分小面积单元消纳，招商结构趋于优化。

同时，项目公共区域大堂翻新改造预计于 2026 年 6 月完工，并自 2025 年 12 月起配套摆渡车等设施以改善客户体验。改造完成后，项目硬件设施、空间品质与品牌形象有所提升，有助于增强对金融业、专业服务业等目标客群的吸引力，有利于出租率稳步修复。

④ 出租率假设契合区域市场水平，体现差异化定位与审慎性

广州保利中心项目位于珠江新城核心区，南向一线临江，与二沙岛、广州塔隔江相望。珠江新城为广州市天河区核心商务区，系广州金融、经济、文化中心及连接粤港澳大湾区的重要节点，商务资源集聚效应明显，对总部型企业及金融机构具有相对吸引力。尽管珠江新城短期空置率承压，但珠江新城的租金水平仍为全市最高，优质甲级

写字楼仍具有稀缺性。本项目作为珠江新城核心区标准甲级物业，可有效承接金融业及高端服务业租赁需求，长期稳定出租率假设与区域市场供需基本面相符。

根据戴德梁行对同区位、同品质竞品项目的市场调研，保利中心可比甲级写字楼项目出租率区间为 85%-95%，整体表现优于珠江新城平均水平。本次评估充分考虑项目阶段性特征及策略定位差异，设置四年爬坡期，长期稳定出租率假设为 80%，低于可比项目区间下限 5%。该假设已审慎考量硬件差异、租户结构转型期等因素，预留了合理的折让空间与培育周期，确保参数取值具备可实现性与安全边际。

表：周边可比项目出租率情况

可比项目	调查出租率
可比项目 1	85%-90%
可比项目 2	90%-95%
可比项目 3	90%
可比项目 4	85%

数据来源：戴德梁行统计

⑤ 运营管理机构经验丰富

运营管理统筹机构保利发展控股集团股份有限公司为央企背景上市公司，已构建不动产投资开发、不动产经营、不动产综合服务三大主业体系，办公资产运营纳入总部不动产运营中心统一管理，组织架构健全、专业团队齐备、内控制度完善，具备办公资产全周期运营管理的资质与能力。截至 2025 年 12 月 31 日，公司在营经营性不动产面积超 600 万平方米。公司在核心城市持有并运营多栋甲级写字楼，出租率、租金收缴率、续租率保持优良水平，现金流稳定，运营效益稳健，具备成熟的招商、运营、服务、成本管控及资产增值能力。

运营管理实施机构广州保利商业物业发展有限公司保利中心分公司具备成熟完善的物业运营管理体系，结合本项目区位特征、物业条件与市场环境制定定制化、精细化运营方案。公司通过建立资产管理、物业服务、企业服务 etc 内部协同机制，有效减少沟通壁垒，提升整体运营效率；同时具备市场化定价调整与客户招商补位能力，可根据市场变化灵活优化定价策略，持续提升自主招商比例、降低对外部渠道的依赖，有利于控制招商成本、稳定项目经营收益，为项目应对市场波动、稳步实现出租率修复与提升提供支撑。

b) 配套商业部分出租率假设合理

管理人及评估机构综合考虑了项目历史运营情况、周边竞争案例项目、重要租户租约到期时间分布情况等，审慎地对不动产项目商业出租率进行了预测。假设商业部分 2026 年出租率为 100%，2027 年至 2030 年为 98%，远期稳定出租率为 95%。

表：保利中心项目配套商业加权出租率假设

年份	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年	2031 年	2032-2035 年
配套商业	100%	98%	98%	98%	98%	97%	95%

① 出租率预测符合项目历史运营表现及现有租约情况

广州保利中心项目配套商业部分历史三年持续保持 100% 出租率，运营状态稳定。项目配套商业分布于地上 2-4 层，占全楼可租赁面积的 7.3%。其中 3-4 层分别由两家当地知名餐饮品牌长期整体承租，租赁协议到期时间分别为 2031 年 5 月 31 日及 2032 年 6 月

30日，两家商户签约至今履约情况良好。

评估机构在预测出租率时结合现有租约条件，结合项目历史出租率表现及市场情况，审慎预测未来出租水平，假设3-4层在租约期内维持100%出租率，租约到期后考虑正常换租损耗，审慎下调至95%。对于2层，评估机构审慎设定整租到期后至2030年出租率为85%，2031年随着运营成熟提升至90%，2032年起稳定在95%，与3-4层远期假设保持一致，具备合理性。

表：广州保利中心项目配套商业部分历史3年出租率表现

广州保利中心 配套商业部分	2025年度	2024年度	2023年度	历史三年平均数
年度加权平均出租率	100%	100%	100%	100%

② 区域配套商业存量有限，具备稀缺性

广州保利中心周边竞品项目以纯甲级写字楼为主，配套商业稀缺，仅在大堂或首层布局便利店、咖啡、银行网点等基础便民业态，未规划独立商业楼层，无法满足楼宇内租户的日常消费及商务接待需求。广州保利中心2-4层的专属配套商业可覆盖楼宇自身及周边租户，满足租户即时消费、商务接待、日常便民等核心需求，形成区别于周边竞品的独特竞争优势。

从供给端看，未来三年广州市甲级写字楼新增供应主要集中在琶洲、国际金融城等新兴商务区，珠江新城作为成熟核心商务区，甲级写字楼新增供应有限，区域内配套商业难以通过新增项目得到补充，现有配套商业的稀缺格局将持续维持，进一步强化本项目配套商业部分的租赁需求稳定性。

③ 运营管理机构经验丰富

具体分析见本答复“四、资产评估与估值合理性”之“（一）关于收入参数取值合理性”之“2.关于空置率。”之“（2）”之1）之“a”。

综上，从项目历史出租率情况、区域内竞争格局、运营管理机构运营能力等方面综合分析，管理人、评估机构认为保利中心项目出租率假设具备合理性。

2) 佛山保利水城项目出租率参数取值的合理性分析

管理人及评估机构综合考虑项目历史运营情况、商圈竞争格局、供需基本面及更新改造影响等因素，审慎地对不动产项目出租率进行了预测。评估机构预测的佛山保利水城项目未来年度出租率情况如下：

表：佛山保利水城项目未来年度出租率

年份	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年	2031-2035年
佛山保利水城	92%	92%	92%	93%	93%	93%

同时在考虑合理的租户换租率、租赁期限、免租期长度后，本次估价假设专门店每次更新租期时有效的年均免租期为 10 天，主力店每次更新租期时有效的年均免租期为 15 天。

a) 历史运营表现支撑出租率假设

佛山保利水城项目历史三年平均出租率为 93.76%。2025 年出租率阶段性下降主要系项目于 2024 年 10 月至 2025 年 8 月实施大规模改造，采取了动态围蔽施工作业，对项目冰场区域、卫生间、室外连廊等区域进行封闭施工，虽未对项目实施停业施工，但对现场运营及出租率产生短期影响。随着改造完成，2025 年末出租率已恢复至 92.74%，表明项目具备较强的租户粘性和市场韧性。

表：佛山保利水城项目近三年出租率

项目	2025 年末	2024 年末	2023 年末	近三年平均
期末时点出租率	92.74%	95.70%	92.85%	93.76%

本次评估假设 2026 年至 2028 年出租率为 92%，低于项目历史三年出租率最低值，2029 年及以后稳定期出租率 93%，低于项目历史三年平均出租率，充分考虑了商业运营潜在风险，具备审慎合理性。

b) 所在商圈商业市场环境良好，出租率普遍较高

从商圈整体运营看，项目所在的千灯湖商圈为佛山商业核心板块，优质商业项目出租率均保持在 96% 以上，整体出租率领跑佛山市，显示出健康的市场吸纳能力与租户黏性。佛山保利水城作为千灯湖商圈的重要组成部分，93% 的长期稳定出租率假设低于商圈可比项目当前水平，体现了评估的审慎性。

表：佛山保利水城可比项目出租率

	千灯湖环宇城	南海万达	南海万科
开业年份	2016 年	2014 年	2014 年
所在商圈	千灯湖	千灯湖	千灯湖
项目定位	城市级商场	区域级商场	区域级商场
与本项目距离	2.0km	1.0km	2.7km
商业建筑面积	约 9.0 万 m ²	约 10.2 万 m ²	约 6.0 万 m ²
2025 年出租率	> 98%	> 99%	> 96%

c) 竞争格局稳定，项目形成差异化特色定位

佛山保利水城所处的千灯湖-桂城片区商业格局成熟，呈现“存量优化、增量稀缺”特征，为项目提供了稳固的市场护城河。

从存量竞争看，片区商业生态体系完善，各项目差异化定位清晰，佛山保利水城凭借独特水岸文旅优势占据有利竞争位势。千灯湖核心区已形成多层次的商业生态：千灯湖环宇城聚焦品质家庭及白领，南

海万科广场依托 TOD 优势，深耕周边社区日常消费，佛山金铂中心聚焦年轻潮流消费，万达广场稳固大众客群，万科 A32 主打年轻化、差异化和艺术化的商业体验，佛山保利水城则以水岸开放空间为载体，主攻城市微度假与轻社交场景，通过滨水体验吸引中青年客群及异地游客。各项目定位边界清晰，客群重叠度有限，竞争格局呈现良性错位态势。

从增量供应来看，未来可见期内至 2027 年片区无新增大型购物中心规划入市，仅存在存量项目内部改造升级，竞争格局稳定。更新改造项目体量有限且聚焦细分业态，难以对项目形成直接冲击。片区新增供给更多集中于文旅配套，反而将通过丰富文旅场景导入外来客流，与项目形成业态互补，共同提升片区商业吸引力。

佛山保利水城以水岸文旅微度假胜地为核心方向，突破传统盒子商业模式，开放湖岸空间打造亲水平台、日不落湖畔街区及空中主题舞台，构建集游览、观赏、消费于一体的复合型文旅商业场景，形成独特竞争优势。项目引入多个佛山首进品牌，契合年轻群体打卡体验与消费需求，形成差异化特色，与周边项目实现互补协同发展。

d) 需求端持续扩容，为出租率提供长期支撑

根据调研数据，佛山保利水城项目 5 公里辐射范围内常住人口达 145.81 万人，中高消费人群占比突出，这一人口密度在广佛都市圈处于高位水平，构成了项目客流的稳固基本盘。区域主要商业体总存量约 50 万平方米，商业面积约为 0.34 平方米/人，正处于商业地产发展的“黄金区间”(0.3-0.5 m²/人为供需平衡状态)，低于过剩警戒线(>0.8

m²/人)，表明市场存在良性发展空间。

居住消费方面，保利水城西街、海景花园、保利花园、千灯墅等高品质成熟住宅小区分布密集，片区周边多个高端住宅项目陆续交付，持续导入高净值居住人群，居住人口基数大且消费能力强，为项目提供了高粘性的家庭客群基础。

商务消费方面，金融高新区作为广东省重要的金融产业集聚区，已集聚各类金融机构及企业总部，形成庞大的商务消费客群。本项目周边聚集了广发金融中心、友邦金融中心等甲级写字楼集群，工作人口总量约 53.02 万人，工作日午间及商务宴请需求旺盛，与项目餐饮、配套业态形成精准匹配。

文旅消费方面，千灯湖景区作为佛山城市名片及国家 AAAA 级旅游景区，年接待游客量可观，随着文旅消费升级趋势，游客对“商业+文旅”的复合场景需求日益增长。佛山保利水城依托独特的水岸场景与微度假定位，能够有效承接区域文旅消费外溢，形成区别于传统盒子商场的差异化客流补充。

综上，佛山保利水城出租率预测综合考虑了历史三年实际出租率，未来供应有限但需求增加的较为有利的供需格局，管理人、评估机构认为佛山水城项目出租率假设具备合理性。

3.关于增长率。根据申报材料，广州保利中心项目报告期呈负增长，而2027 年之后增长率设置为2.5%。佛山保利水城项目报告期租金增长率存在波动，且最近一期增长率为负，预测期长期增长率设置为2.5%-4%。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，审慎评估长期增长率参数取值的合理性。

答复：

(1) 广州保利中心项目租金增长率合理性

管理人和评估机构综合考虑了广州宏观经济增长态势、项目实际运营情况及升级改造情况，审慎的对不动产项目增长率进行了预测，管理人及评估机构认为本项目租金增长率取值具备合理性。

管理人已在《招募说明书》“第六章，资产评估与现金流测算”之“第一节，资产评估”之“二，资产评估重要参数的合理性分析”进行了补充披露。

表：广州保利中心增长率假设

年份	2026年-2027年	2028年-2030年	2031年-2033年	2034年-2035年
办公部分	0%	1.5%	2%	2.5%
配套商业部分	0%	1.5%	2%	2.5%

1) 短期零增长假设对冲市场下行压力

本次评估设定的市场租金单价 138 元/平方米/月，较目前在执行租约租金单价 163 元/平方米/月低 15%，已充分考虑当前写字楼市场阶段性承压、租户租金成本敏感度提升等客观环境压力。前 2 年租金增长率假设为 0%，并非依托现有租约刚性维持高位，而是基于当前市场环境下审慎判断，体现了估值审慎性基本原则。按此假设，预测期前 5 年平均增长率低于 1%，预测期第 10 年租金单价为 161 元/平方米/月，仍低于目前存量租约单价，为市场波动预留了充足的缓冲空间。

2) 中长期渐进式增长贴合市场企稳节奏与运营改善预期

评估机构采用由低到高、循序渐进的增长路径，综合考量区域市场供需格局改善、租户结构优化、硬件改造提升及运营成本合理传导等多重因素。从区域市场看，珠江新城核心区未来新增供应占比仅为2%，随着琶洲、金融城等新兴板块供应洪峰度过，区域竞争格局有望边际改善，租金下行压力逐步缓解。从项目运营看，随着租户结构从“高溢价小面积租户”向“大型优质总部客户”转型，租户租金承受能力及租约稳定性均有所提升；同时2026年改造完成后，硬件设施、空间体验将有所改善，有助于增强项目竞争力，为租金温和增长奠定微观基础。

具体增长节奏设置为：培育期（2028—2030年）设置1.5%温和增速，反映硬件提升与市场认知重建的叠加效应；运营成熟期（2031—2033年）提升至2%，贴合区域市场企稳及优质租户集聚效应；价值稳态期（2034—2035年）增速假设为2.5%，进一步向长期通胀水平靠拢。该路径避免短期冲高假设，整体处于较低水平，既充分考虑市场去化压力，又兼顾了项目未来的升级潜力，成长节奏审慎合理。

3) 预测期内整体收入复合增速审慎

结合审慎的出租率爬坡假设（四年爬坡至80%且低于历史均值）、租金单价折让假设（较在执行租约低15%）及合理免租期损耗，广州保利中心项目10年预测期内运营收入年复合增长率为0.04%，表明现金流预测已审慎考虑租金调降的风险以及实际市场租金增长不及预期的风险，参数取值留有安全边际。

4) 预测期内市场租金增长率预测符合宏观经济增长情况

经审慎调整后的预测期内 2026 年至 2035 年租金复合增长率为 1.72%，增长率预测低于宏观经济的关键经济指标增长率，体现了对写字楼市场阶段性承压的审慎判断，符合资产估值的保守性原则。广州作为全国一线城市、粤港澳大湾区核心引擎城市，综合经济实力、产业竞争力与区域辐射力均处于全国前列。广州市 2016-2025 年地区生产总值复合增长率 5.61%，社会消费品零售总额复合增长率 2.67%，城镇常住居民可支配收入复合增长率 6.00%。

表：广州市核心经济指标复合增长情况

核心经济指标	2016 年-2025 年复合增长率
地区生产总值	5.61%
社会消费品零售总额	2.67%
城镇常住居民可支配收入	6.00%

数据来源：广州市统计局

综上，综合考虑项目短期市场压力与中长期改善预期、历史运营表现、宏观经济对标，广州保利中心项目租金增长率设定前 2 年零增长、中长期渐进式提升至 2.5%，且低于宏观经济增速水平，管理人及评估机构认为本项目租金增长率取值审慎合理，符合《审核关注事项》第十三条、第十五条相关规定。

(2) 佛山保利水城项目租金增长率合理性

管理人和评估机构综合考虑了项目历史运营情况、升级改造潜力以及区域竞争优势，审慎的对不动产项目增长率进行了预测。管理人已在《招募说明书》“第六章，资产评估与现金流测算”之“第一节，资产评估”之“二，资产评估重要参数的合理性分析”进行了补充披露。

本次专门店租金增长率假设预测期 2026 年不设递增，2027 年为 1%，2028 年为 2%，2029 年至 2031 年为 3.5%，2032 年至 2035 年为 3.0%；主力店和次主力店的租金增长率假设预测期 2026 年-2027 年不设递增，2028 年为 1%，2029 年至 2035 年为 2.5%。

表：佛山保利水城增长率假设

年份	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年	2031 年	2032 年-2035 年
专门店	0.00%	1.00%	2.00%	3.50%	3.50%	3.50%	3.00%
主力店	0.00%	0.00%	1.00%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%

1) 增长率假设低于存量租约及新签合同实际水平

截至 2025 年 12 月 31 日，佛山保利水城项目已签署的长期租赁合同（租期一年以上）中，专门店固定租金年化增长率约为 5.3%，主/次力店年化增长率约为 3.2%。2025 年第四季度至 2026 年第一季度新签合同专门店租金平均增长率 5.46%，主/次力店约为 5%。本次评估假设专门店前三年增长率分别为 0%、1%、2%，主/次力店前三年为 0%、0%、1%，均低于存量租约及新签合同实际增长水平，为改造后品牌影响力提升、租户结构优化及潜在经营波动预留了充足缓冲空间。

表：基准日在执行租约增长率及近半年新签租约租金增长率

租约增速	在执行存量租约租金增长率 ¹	2025 年第四季度至 2026 年第一季度新签租约租金增长率	租金增长率预测假设
专门店	5.3%	5.46%	预测期前 3 年分别为 0%、1%、2%，第 4-6 年为 3.5%，之后为 3%
主/次力店	3.2%	5.0%	预测期前 3 年分别为 0%、0%、1%，之后为 2.5%

注 1：统计范围为租期 1 年以上，固租铺位，按照租赁面积加权计算的平均租金增长率。

2) 历史经营表现稳健，增长具备基本面支撑

2022年至2025年，佛山保利水城运营收入复合增长率5.95%，销售额复合增长率2.59%，客流量复合增长率5.67%，经营指标整体表现良好。尽管2024-2025年受改造围蔽影响收入及销售额短期波动，但客流量仍保持增长态势，表明项目市场吸引力根基稳固，为租金增长提供需求端支撑。

表：佛山保利水城近2022年-2025年经营情况

	2022年	2023年	2024年	2025年	2022年-2025年 复合增长率
运营收入(万元)	8,657.80	11,191.22	11,262.90	10,297.31	5.95%
销售额(亿元)	8.24	9.08	9.14	8.90	2.59%
客流量(万人)	1,183.82	1,352.50	1,313.82	1,396.97	5.67%

注：1. 销售额：项目内租户当年销售商品的金额，不含汽车销售额

2. 客流量：项目当年来访客流人数

3) 升级改造完成释放经营潜力

佛山保利水城项目于2025年底完成全面升级改造，通过外立面、公区、停车场等硬件翻新、滨水场景打造、首店品牌引入及业态优化，显著改善整体经营环境；同时打通楼层主动线、重构副动线与垂直交通，解决原有动线断层、高区可达性差等问题。改造后项目客流、消费停留时长与铺位价值提升，租户结构与承租能力持续优化，为租金增长奠定基础。评估机构设置前三年增速仅为0%-2%，充分考虑改造后市场认知重建及租户培育周期，体现审慎性。

4) 区域优势与政策支持提供长期支撑

佛山保利水城项目位于佛山市南海区核心地带，地处广佛经济圈核心区域，紧邻千灯湖公园，与保利洲际酒店、高端住宅社区连为一体，形成“东城西街”特色商业布局，是华南地区知名的水岸型购物中

心。区域商业氛围成熟、消费层级较高、商业资源集聚，持续吸引优质租户和消费人群，为项目租金提升提供有力支撑。

此外，南海区正深入推进“百县千镇万村高质量发展工程”，致力于将千灯湖中轴打造为中央时尚区，通过构建时尚产业创新与人文消费，并持续完善交通、文旅等配套设施，提升区域整体竞争力。成熟的商业氛围、城市升级举措及政策支持，为项目租金长期稳定增长提供保障。

5) 增长率假设符合可比 REITs 项目预测规律

截至 2025 年 12 月 31 日，国内已上市购物中心业态的公募 REITs 项目预测期内租金增长率如下表所示。佛山保利水城项目预测期内专门店租金增长率为 0%–3.5%、主/次力店为 0%–2.5%，租金增长率设置符合市场规律。

表：已上市购物中心业态 REITs 项目预测期内租金增长率情况

项目名称	项目	评估时点	专门店	主力店
华夏保利发展商业不动产 REIT	佛山保利水城	2025 年 12 月 31 日	0%–3.5%	0%–2.5%
华夏华润商业 REIT	青岛万象城	2023 年 9 月 30 日	0%–6%	0%–3%
华夏金茂商业 REIT	长沙金茂览秀城	2023 年 6 月 30 日	0%–4%	0%–3%
中金印力消费 REIT	杭州西溪印象城	2023 年 9 月 30 日	0%–5%	0%–2%
华安百联消费 REIT	上海又一城	2023 年 12 月 31 日	0%–3%	0%–2%
华夏大悦城购物中心 REIT	成都大悦城	2024 年 3 月 31 日	0%–6%	0%–2%
中金绿发商业 REIT	领秀城贵和购物中心	2024 年 12 月 31 日	2.5%–4%	2.5%–3%
华夏凯德商业 REIT	长沙凯德广场	2025 年 3 月 31 日	0%–4.5%	0%–3%
	广州凯德广场	2025 年 3 月 31 日	0%–4.3%	1%

华夏中海商业 REIT	佛山映月湖环宇城	2025年3月31日	0%-4%	0%-2.5%
-------------	----------	------------	-------	---------

数据来源：根据已上市 REITs 招募说明书及评估报告整理

综上，综合考虑项目历史运营表现、存量租约及新签合同实际增长水平、升级改造效应、区域发展潜力及可比 REITs 项目规律，管理人及评估机构认为本项目固定租金增长率取值审慎合理，符合《审核关注事项》第十三条、第十五条相关规定。

4.关于收入预测

(1) 根据申报材料，佛山保利水城项目报告期年平均抽成租金收入约为 427 万元，预测期前五年的抽成租金收入逐年增加，2030 年及之后抽成收入不再增长。请管理人、评估机构结合租户结构及历史经营情况等，充分说明前述收入的预测依据及其合理性。

答复：

管理人已在《招募说明书》“第六章，资产评估与现金流测算”之“第一节，资产评估”之“二，资产评估重要参数的合理性分析”补充披露了抽成租金收入预测依据及其合理性。

据项目公司提供的数据统计，项目近几年的抽成租金收入具体如下表所示：

表：项目历史抽成收入

年份	2023 年	2024 年	2025 年	历史三年平均值
抽成收入（万元）	528.05	420.56	365.41	438.01

项目历史抽成下降原因：2023 年至 2025 年抽成收入下降主要原因为项目在 2024 年 10 月至 2025 年 8 月进入较大规模改造调整期，改造涉及范围包括停车场整体，经营区整体天花和灯光翻新，经营区

所有洗手间和电梯厅分阶段封闭翻新，河岸连廊搭建，三楼溜冰场封闭改造。其中停车场和电梯厅改造影响垂直动线，河岸连廊改造影响东西动线，溜冰场改造影响1楼和3楼的南北动线，全场经营均受到影响，所以抽成收入亦下降。

对于抽成收入的预测，评估机构充分考虑了项目进行大规模改造调整后的恢复阶段，设定了逐步恢复提升的阶段，对抽成收入的预测期前四年的抽成租金收入分别为297万元、305万元、329万元、438万元，2030年及之后抽成收入不再增长。其中，预测期前两年的预测值均低于2025年实际抽成收入，预测期的最高值都未超过项目历史三年的平均值，审慎合理。

(2) 根据申报材料，广州保利中心项目车位租金单价参数取值为1,800元/月/个，按一定出租率标准考虑空置损失。请管理人、评估机构补充披露多种经营收入及车位收入的具体测算方法和主要参数假设，包括但不限于车位出租率、租金水平、空置率及其取值依据等，并根据《审核关注事项》之附件《第一号——商业不动产》第十五条相关规定，充分说明多经及车位净收入、抽成租金收入参数取值的合理性。

答复：

管理人已在《招募说明书》“第六章，资产评估与现金流测算”之“第一节，资产评估”之“二，资产评估重要参数的合理性分析”补充披露了多经及车位净收入参数取值合理性。

评估机构采用净收入口径（收入扣除对应成本）对多经及车位净

收入进行预测，下文将分别对收入、成本预测的合理性进行逐项拆解分析，以论证多经及车位净收入预测结果的合理性。

1) 多经净收入预测合理性说明

①多经收入预测合理性说明

评估机构假设多经收入预测以 2025 年多经收入为基准，2027 年及以后每年增长 2%。

i) 预测基数合理性

表：广州保利中心项目2022年-2025年多经收入

单位：万元

年份	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	平均值
多经收入	1,073.89	944.72	845.06	755.70	904.84

受宏观环境与自身经营策略等因素影响，近年来广州保利中心项目出租率出现阶段性波动，多经收入随之呈阶段性下降态势。项目运营团队已积极实施运营调整和硬件品质提升，项目经营逐步企稳。本次评估以 2025 年实际经营数据 755.70 万元为基准进行预测，预测值低于历史平均水平，综合考虑了历史经营波动及运营调改因素，具备合理性。

ii) 预测增长率合理性

评估机构将预测期内多经收入增长率设定为 2%，接近项目所在城市 2016 年-2025 年十年 CPI 复合增速（1.97%）。预测增速仅审慎覆盖未来物价水平带来的小幅刚性上涨，具备合理性。

按照上述预测逻辑，预测期末年即 2035 年，评估机构预测多经收入约为 921.19 万元，仍低于 2022 年实现的峰值 1,073.89 万元，预

测取值较为审慎，具备合理性。

②多经成本预测合理性说明

多经成本系直接服务于多经业务所发生的专属成本，其与多经收入的比例相对稳定。

表：广州保利中心项目 2022 年-2025 年多经成本

年份	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	平均值
多经成本 (万元)	628.67	391.2	463.39	407.42	472.67
多经成本率	58.54%	41.41%	54.84%	53.91%	52.17%

广州保利中心项目 2022 年至 2025 年历史期间多经成本率约为 52.17%，评估机构成本率设置考虑历史经营成本的同时参考运营团队预算，假设未来多经成本率为 65%，该比例高于历史 4 年峰值，且首年预测成本高于历史 4 年平均值，多经成本预测参数选取具备合理性。综上，评估机构对多经净收入的各项参数选取具备合理性。

2) 车位净收入预测合理性说明

①车位收入预测合理性说明

i) 车位租金单价合理性分析

a) 车位租金单价假设符合实际运营情况，具备合理性

广州保利中心项目车位采用月租与时租相结合的租赁模式，并实行 24 小时运营制。固定车位月租金为 2,200 元/个/月，非固定车位月租金为 1,800 元/个/月。本次评估审慎假设车位租金为 1,800 元/月/个，预测期内车位租金单价不设增长，与项目历史实际收费标准相符，具备合理性。

b) 对比可比项目，本项目车位租金单价具有合理性

评估机构根据与广州保利中心项目在主体物业类型、运营周期、区位条件、可达性等方面的相似程度，在广州市珠江新城片区选取了已成熟运营的 3 个甲级办公资产配套车位作为可比实例与本项目进行对比分析。可比实例车位月租金单价为 1700-2100 元/个/月，本次车位租金假设 1800 元/个/月处于同类可比实例租金水平合理区间，与市场情况相符，具备合理性。

表：可比实例基本情况

项目名称	本项目	可比实例 1	可比实例 2	可比实例 3
商圈	珠江新城	珠江新城	珠江新城	珠江新城
建成年份	2010 年	2006 年	2008 年	2014 年
车位类型	甲级写字楼 配套车位	甲级写字楼 配套车位	甲级写字楼 配套车位	甲级写字楼 配套车位
月租金（元/个/月）	1,800 元/个/月	1,700-1,900 元/ 个/月	1,800 元/个/月	2,100 元/个/月

ii) 车位出租率假设合理性

从历史经营数据来看，2022 年至 2025 年受写字楼出租率下降影响，车位出租率也呈下降趋势。本次评估假设，2026 年至 2028 年车位出租率均为 45%，低于历史期间平均值，2029 年出租率爬坡至 50%，2030 年及以后为 60%，与报告期内历史峰值相当，故整体车位出租率假设具备合理性。

表：2022年-2025年项目实际表现

年份	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	平均值
车位出租率	58%	55%	49%	41%	51%

综上，车位收入整体预测具有合理性。

② 车位成本预测合理性说明

根据拟签署《广州保利中心项目运营管理服务协议》，车位成本

预测按照 300 元/个/月的标准测算,该标准单价自 2031 年起每两年增长 2%。车位成本设置贴合项目未来发展规划,具有合理性。

从项目历史经营情况来看,项目车位成本整体呈现可控且逐步优化的趋势。2022 年至 2025 年平均成本为 129.92 万元,折合每个车位管理单价为 294 元/个/月,与预测假设基本相当。

表: 广州保利中心项目 2022 年-2025 年车位成本

年份	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	平均值
车位成本(万元)	135.10	132.48	123.55	128.54	129.92

综合考虑,可比项目租金水平、历史经营表现及未来运营规划,评估机构对车位净收入的各项参数选取具备合理性。

5.关于收缴率。根据申报材料,本项目收缴率参数均设置为100%。
请管理人、评估机构审慎评估预测期收缴率参数取值的合理性。

答复:

(1) 广州保利中心项目收缴率

本次预测收缴率假设由 100%下调为 99%。

1) 收缴率假设与历史收缴率水平基本一致

广州保利中心历史报告期内收缴率具体如下:

表: 广州保利中心历史收缴率情况

	2023 年末	2024 年末	2025 年
期后租金收缴率	100%	100%	100%

注: 期后租金收缴率: $\text{租金收缴率} = (\text{当期应收租金} - \text{截至下一年度 6 月 30 日当期应收未收应收账款}) / \text{当期应收租金}$ 。

广州保利中心 2023 年末-2025 年末的期后租金收缴率均为 100%。
目前评估假设收缴率为 99%,低于与历史平均收缴率,因此整体较为审慎合理。

2) 运营管理机构收缴保障措施完备，租户管理能力较强

运营管理机构由具有丰富商业运营管理经验的专业团队进行运营管理，团队在租户筛选、合同执行、账期管理等方面均建立了较为成熟的机制。

一是租前设有严格的风险防控机制。在租户进入前，运管团队通过完善的资质审核流程筛选经营稳定、信用良好的商户，并根据不同租户风险等级，以增强租金安全垫。此外，所有合同中均约定了明确的付款义务、违约责任及追缴权利，形成制度化的风险防控屏障。

二是租后具备应急处理与极端保障能力。除前期收取的保证金和押金在违约时可优先用于冲抵租金外，业主方还保留法律追缴权利，可通过仲裁、司法等方式进一步保障资产权益。在项目层面，运管团队亦建立了与主要租户的定期沟通机制，掌握其经营动态与付款计划，提前做好潜在违约风险应对准备。

综上，管理人认为广州保利中心收缴率假设较为谨慎合理。

(2) 佛山保利水城项目收缴率

本次预测收缴率假设由 100% 下调为 99%。

1) 收缴率假设与历史收缴率水平基本一致

佛山保利水城项目历史报告期内收缴率具体如下：

表：佛山保利水城项目历史收缴率情况

	2023 年	2024 年	2025 年
期后租金收缴率	100%	100%	100%

注：期后租金收缴率：租金收缴率=（当期应收租金-截至下一年度 6 月 30 日当期应收未收应收账款）/当期应收租金。

佛山保利水城 2023 年末-2025 年末收缴率均为 100%。目前评估假设收缴率为 99%，低于与历史平均收缴率，因此整体较为审慎合理。

2) 相较已发行同类型项目收缴率参数，合理审慎

与已发行同类型项目收缴率参数设置情况相比，更为合理审慎，具体对比情况如下表所示：

表：已发行同类型不动产项目收缴率参数设置情况

项目名称		项目上市时间	历史三年一期平均收缴率	评估预测收缴率
华夏华润商业 REIT	青岛华润万象城	2024/3/14	99.99%	100.00%
华夏金茂商业 REIT	长沙金茂览秀城	2024/3/12	100.00% ¹⁰	100.00%
嘉实物美消费 REIT	大成项目	2024/3/12	1.欠缴 2 年以上金额占历史 1 期收入的 0.006%； 2.欠缴 1 年以上金额占历史 1 期收入的 0.017%	99%
	玉蜓桥项目			
	华天项目			
	德胜门项目			
中金印力商业 REIT	杭州西溪印象城	2024/4/30	99.89%	100.00%
华安百联消费 REIT	上海又一城	2024/8/16	99.61%	100.00%
华夏首创奥莱 REIT	武汉首创奥莱	2024/8/28	100.00%	100.00%
	济南首创奥莱		99.06%	租赁模式 99.00%
华夏大悦城 REIT	成都大悦城	2024/9/20	99.72%	100.00%
易方达华威农贸市场 REIT	华威西营里农产品交易中心	2025/1/24	100.00%	100.00%
中金中国绿发商业 REIT	济南领秀城	2025/6/27	100.00%	99.00%
中金唯品会奥莱 REIT	宁波杉井奥莱	2025/9/12	100.00%	租赁模式 99.00%
华夏凯德商业 REIT	广州云尚凯德广场	2025/9/29	99.03%	99.00%
	长沙雨花亭凯德		99.93%	99.00%

¹⁰ 华夏金茂 REIT 考虑三个月追缴期的收缴率为 100%。

项目名称		项目上市时间	历史三年一期平均收缴率	评估预测收缴率
	广场			
华夏中海商业 REIT	佛山映月湖环宇城	2025/10/31	99.86%	99.8%

(3) 运营管理机构收缴保障措施完备，租户管理能力较强

具体分析见本答复“四、资产评估与估值合理性”之“(一)关于收入参数取值合理性”之“5.关于收缴率。”之“(1)”之2)。

此外，项目所在区域商业氛围良好，目标资产本身经营稳健、品牌影响力较强，整体租户结构稳定、租金支付能力较强，运营管理机构具备持续维持租金收缴率在较高水平的能力。

综上，管理人佛山保利水城收缴率假设较为谨慎合理。

(二) 关于成本及折现率参数取值合理性

1.关于成本费用。根据申报材料，佛山保利水城项目的人力薪酬成本、行政管理、公共能源、物业管理、维修维护费用均按照每年2%的增长率递增。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，充分说明成本费用参数预测依据及其合理性。

答复：

(1) 佛山保利水城项目经营情况概况

佛山保利水城项目于 2009 年正式运营，建筑面积为 153,062.62

平方米，共计 5 层，其中地上 4 层，地下 1 层。项目坐落于佛山市南海区灯湖东路，紧邻佛山市千灯湖，地处南海区商圈核心位置，该路段均为交通主干道，自驾出行便利。

佛山保利水城项目为商业不动产项目，按照购物中心模式经营，具体为项目公司佛山保城作为业主方持有佛山保利水城资产，并对外出租物业铺位获得租金收入（含固定租金及抽成租金收入）、物业管理收入、推广费收入、多种经营收入（含中庭场地、广告收入等）及地下车库收入，运营成本费用主要包含人力薪酬成本、行政管理费用、市场营销及推广费用、公共能源费用、物业管理费用、维修维护费用、保险费用、其他运营费等。项目目前已进入运营成熟稳定期，管理团队人员、物业管理模式、能耗结构、招商营销等方面已趋于稳定。

从实际运营管理来看，广东和汇商业运营管理有限公司担任佛山保利水城项目的运营管理实施机构。运营管理方面，负责实施运营管理服务协议涉及的不动产项目具体运营管理服务，包括制定及落实运营策略、派驻运营管理团队开展项目的经营管理工作、开展项目的招商/租赁管理工作、协助项目公司收取各类收入并进行财务管理工作、为项目提供物业管理服务等内容。物业管理方面，负责为佛山保利水城项目提供日常物业服务，包括但不限于卫生保洁、环境绿化、日常维修保养、安保、消防、通讯及紧急事故处理等，确保项目持续处于良好物业管理状态。

（2）项目运营支出未来预测与历史经营可比

本项目运营期间历史付现成本费用主要为两类，一类成本与项目规模有关且金额以相对固定形式支出，如人工成本、行政管理费、公区能源费、运营维修费、物业管理费等，测算中按照每年以固定比例增长计算；另一类历史成本费用经数据统计显示与历史收入规模呈现一定稳定比例，如市场营销费，本次测算按照其占预测期收入的一定比例进行计算。评估预测 2026 年至 2027 年运营支出参照 2023 年至 2025 年实际发生数据及预计调整金额为运营支出进行假设，与 2023-2025 年历史水平总体接近，具备合理性。

表：佛山保利水城项目历史三年运营支出

单位：万元

项目	2023 年	2024 年	2025 年
人工成本	1,065.88	1,089.04	1,102.96
行政管理费	39.13	33.76	44.66
市场营销费	556.66	361.34	423.63
公区能源费	680.49	556.07	508.85
运营维修费	160.14	97.04	127.88
物业管理费	656.52	527.45	544.77
其他运营费	61.28	23.85	60.81

注：在审计报告口径中，2025 年其他运营费为 158.26 万元，上述评估口径已剔除项目 2025 年度对保利商旅支付的品牌服务费 97.45 万元。

1) 按固定比例增长计算成本费用的合理性分析

本项目的人力薪酬成本、行政管理费、公区能源费、运营维修费、物业管理费、其他运营费的预测逻辑为以佛山保城提供的 2023 年至

2025 年实际发生数据及预计调整金额为依据，即预测期前两年（2026 年及 2027 年）的成本预测以企业提供的预算值为依据，预测期后续年份每年递增 2%。

(a) 人力薪酬成本预测基准的合理性分析

根据佛山保城提供资料，本项目 2023 年度、2024 年度和 2025 年度支出分别为 1,065.88 万元、1,089.04 万元和 1,102.96 万元。2026 年本项目为优化人力资源配置、提高员工积极性并适应项目发展需求，拟进行一系列薪资结构、成本支配调整。本次评估机构结合项目公司对人力薪酬成本的调整及预算，预测期 2026 年人力薪酬成本为 991 万元，2027 年人力薪酬成本为 1,025 万元，自 2028 年起至预测期末，该成本按照每年 2% 的增长率递增，具有合理性。

(b) 行政管理费用预测基准的合理性分析

根据佛山保城提供资料，本项目 2023 年度、2024 年度和 2025 年度支出分别为 39.13 万元、33.76 万元和 44.66 万元。项目公司在降本增效的运营理念下，项目行政管理费用近年来总体平稳。本次评估机构结合项目公司对行政管理费用的调整及预算，预测期 2026 年行政管理费用为 44 万元，2027 年行政管理费用为 45 万元，自 2028 年起至预测期末，该费用按照每年 2% 的增长率递增。具有合理性。

(c) 公区能源支出预测基准的合理性分析

根据佛山保城提供资料，本项目 2023 年度、2024 年度和 2025 年度该笔支出分别为 680.49 万元、556.07 万元和 508.85 万元，历史投

入逐年下降，项目能耗水平及结构已基本稳定，且能源价格也保持相对稳定，公区能源支出亦趋于稳定。本次评估机构结合项目公司对公区能源费用的调整及预算，本次评估机构预测 2026 年公共能源费为 534 万元，2027 年公共能源费为 567 万元，自 2028 年起至预测期末，该费用按照每年 2% 的增长率递增。具有合理性。

(d) 物业管理支出预测基准的合理性分析

根据佛山保城提供资料，本项目 2023 年度、2024 年度和 2025 年度该笔支出分别为 656.52 万元、527.45 万元和 544.77 万元。项目公司在降本增效的运营理念下，项目历史三年的物业管理支出呈总体下降并趋于平稳。本次评估机构结合项目公司对物业管理支出的调整及预算，2026 年物业管理费用为 396 万元¹¹，2027 年物业管理费用为 421 万元，自 2028 年起至预测期末，该费用按照每年 2% 的增长率递增。具有合理性。

(e) 维修维护支出预测基准的合理性分析

根据佛山保城提供资料，本项目 2023 年度、2024 年度和 2025 年度该笔支出分别为 160.14 万元、97.04 万元和 127.88 万元。维修维护支出受设备状况、使用年限、突发故障及运营重点调整等因素影响，年度间分布不均衡。本次评估机构结合项目公司对维修维护费支出的调整及预算，2026 年维修维护费用为 281 万元，2027 年维修维护费用为 299 万元，自 2028 年起至预测期末，该费用按照每年 2% 的增长

¹¹ 在未来预测中，公共设施维保维护、空调系统维保维护、消防系统维保维护、排污系统维保维护、停车场系统维保维护、电力系统维保维护成本，由物业管理支出转为维修维护支出进行核算。

率递增。具有合理性。

(f) 其他运营费用支出预测基准的合理性分析

根据佛山保城提供资料，其他运营费用包含项目管理信息系统开发及维护费、共享服务费等。本项目 2023 年度、2024 年度和 2025 年度该笔支出分别为 61.28 万元、23.85 万元和 60.81 万元。其他运营费用支出受系统的开发、维护成本等因素影响，年度间分布不均衡。本次评估机构结合项目公司对其他运营费用支出的调整及预算，2026 年其他运营费为 40 万元，2027 年其他运营费为 41 万元，自 2028 年起至预测期末，该费用按照每年 2% 的增长率递增。具有合理性。

2) 按占预测期收入一定占比计算成本费用的合理性分析

本项目市场营销及推广费用支出主要包括项目正常运营所需的营销活动费、渠道推广费等必要支出，从成本与收益的关联性来看，营销管理支出与项目运营收入之间存在着紧密且明确的逻辑联系，其合理投入对于扩大项目曝光、挖掘潜在客户、提升转化效率以及促进收益增长均起着关键作用。2023-2025 年，该成本占运营收入比例相对稳定，历史平均占比约为 4.1%，评估机构以此预测合理审慎。

综上，运营支出假设综合考虑了佛山保利水城历史经营情况，未来预测与历史经营可比，假设参数在合理范围内。

(3) 项目运营支出增长率的未来预测具备合理性

1) 对比本项目运营支出历史增长率，未来预测审慎合理

表：项目各成本项历史复合增长率

成本项	历史三年复合增长率
人力薪酬成本	1.72%
行政管理费用	6.83%
公区能源支出	-13.53%
物业管理	-8.91%
维修维护	-10.64%
其他运营费用	-0.39%

本项目于近年来开展降本增效，成本结构逐渐优化，主要成本项下降明显。其中，项目 2023-2025 年度行政管理费用分别为 39.13 万元、33.76 万元和 44.66 万元，行政管理费用历史三年复合增长率为 6.83%，主要系整体金额较小导致增长率波动明显，该项成本整体对估值测算影响较小。除行政管理费用外，剔除特殊调整因素后，项目历史经营成本实际增幅均在 2%以下，评估机构选取 2%作为经营成本增长率的未来预测审慎合理。

2) 对比项目所在城市 CPI 数据，未来预测增长率具备合理性

目前，佛山保利水城项目已完成调改，整体运营态势良好。结合对市场动态和项目发展趋势的综合研判，预计未来各项成本支出将呈现出较为稳定的增长态势。为确保成本预测的科学性、合理性与审慎性，评估机构参考了过往项目所在城市 2015 年-2024 年十年 CPI 复合增速（2.14%），该数据在一定程度上反映了当地物价水平和经济运行状况。因此，评估机构选取 2%作为经营成本增长率的未来预测具备合理性。

3) 对比同类 REITs 项目成本增长率，本项目预测具备可比性

在目前已发行商业公募 REITs 项目中，不同资产的各项经营成本增长率的未来预测均位于 1%-4% 区间，佛山保利水城项目经营成本增长率 2% 未来预测也在该区间范围内。

其中，位于佛山市的佛山映月湖环宇城资产估值为 12.90 亿元、总建筑面积为 15.35 万平方米，与佛山保利水城项目区位及体量高度可比。佛山映月湖环宇城的各项经营成本增长率的未来预测均为 2%，与本项目经营成本增长率的未来预测高度一致，体现本项目经营成本增长率假设具备合理性。

表：已发行商业公募 REITs 项目各项经营成本预测增长率

项目名称		项目类型	各类成本增速
华夏华润商业 REIT	青岛华润万象城	购物中心	1.5%-4%
华夏金茂商业 REIT	长沙金茂览秀城	购物中心	2%-3%
嘉实物美消费 REIT	大成项目	超市	2.50%
	玉蜓桥项目		
	华天项目		
	德胜门项目		
中金印力商业 REIT	杭州西溪印象城	购物中心	1-3%
华安百联消费 REIT	上海又一城	购物中心	1.65%-2%
华夏首创奥莱 REIT	武汉首创奥莱	奥特莱斯	1-2%
	济南首创奥莱	奥特莱斯	1-2%
华夏大悦城 REIT	成都大悦城	购物中心	1%-2%
中金中国绿发商业 REIT	济南领秀城	购物中心	2%-3%
中金唯品会奥莱 REIT	宁波杉井奥特莱斯	奥特莱斯	2%-3%

华夏凯德商业 REIT	广州凯德广场·云尚	购物中心	1%-2%
	长沙凯德广场·雨花亭	购物中心	1%-2%
华夏中海商业 REIT	佛山映月湖环宇城	购物中心	2%

综上，佛山保利水城项目的经营成本未来预测与历史经营可比，增长率参数预测审慎合理，符合《审核关注事项》之附件《第一号——商业不动产》第十三条、第十五条相关规定。

2.关于资本性支出。根据申报材料，广州保利中心项目资本性支出为不含税运营收入的2.6%，佛山保利水城项目以2025年10-12月至2034年的资本性支出合计数3,992.86万元为依据进行测算。

(1) 请管理人补充披露佛山保利水城项目未来资本性支出的具体预测情况。

答复：

管理人已在《招募说明书》“第六章 资产评估与现金流测算”之“第一节 资产评估”之“二、资产评估重要参数的合理性分析”补充披露了资本性支出预测情况。具体拆分情况如下：

表：佛山保利水城项目2026-2035年的资本性支出情况

单位：万元

年份	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年	2031年	2032年	2033年	2034年	2035年
资本性支出	385.16	394.82	397.57	424.29	446.03	468.37	481.05	491.38	504.17	514.13

依据评估报告，佛山保利水城项目2026年至2035年的资本性支出合计数4,506.98万元。如若按年度进行拆分，则项目资本性支出为

不含税运营收入的 3.77%。

(2) 请管理人、评估机构根据《审核关注事项》第四十四条、第四十六条相关规定,说明本项目未来资本性支出与历史水平相比是否具有延续性、与项目运营年限及设备使用年限是否匹配,并结合可比项目资本性支出占比情况、本项目未来维修和改造的可能性及安排(如有),充分说明资本性支出参数取值的合理性。

答复:

1) 广州保利中心项目

(a) 项目历史资本性支出情况

广州保利中心项目 2022-2025 年历史资本性支出分别为 0 万元、0 万元、0 万元、99.47 万元,四年平均资本性支出为 24.87 万元,具体情况如下表所示。

表: 广州保利中心项目历史资本性支出情况

单位: 万元

资本性支出项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
CAPEX 费用	0	0	0	99.47
CAPEX 费用合计	99.47 万元			
平均 CAPEX 费用	24.86 万元/年			

广州保利中心项目历史资本性支出相对较低,主要原因包括如下:
①设备设施生命周期因素: 本项目运营 15 年内,核心设施设备尚未达到使用年限,以日常维护为主,故历史资本性投入较低。②资本性改造策略差异: 资本性改造通常采取局部整修模式,市场实践中存在

按年度分摊投入、一定年限后集中翻新两种路径，本项目采用第二种路径并已于 2026 年一次性投入 1,161 万元进行整体翻新，该项资本性改造成本实质由原始权益人承担，并将改造收益与投资人共享。

(b) 项目未来资本性预测相比历史更为审慎

依据戴德梁行工程尽调报告，本项目资本性支出预测按建筑结构、电气系统、暖通空调系统、给排水系统、消防系统等维度进行拆分，参考各分项新建项目单位造价水平，依据各项设施设备当前状态、维修历史、使用年限来预测维修更新频率，完成分项预测情况如下：

表：广州保利中心项目资本性支出分项预测逻辑

资本性支出项目		预测逻辑
建筑结构	屋顶防水层的修补，屋顶防水保温层修复	参考新建类似项目单平米造价：95 元/平米，防水使用年限按 15 年考虑，考虑 31.32 年中屋面防水及保护层更换 2 次
	公区装修修复	参考新建类似项目单平米造价：2000 元/平米，考虑 31.32 年公区装修 22.91% 区域不定期局部升级改造
	建筑装修（包含地面、天花、隔墙、门窗等修复）	参考新建类似项目单平米造价：800 元/平米（含结构胶、框架、玻璃等），考虑 31.32 年幕墙及门窗进行大修及更换比例 15%
电气系统	配电箱、开关柜、断路器、应急照明系统更换等	参考新建类似项目单平米造价：332.5 元/平米电力设备，根据电气系统主要设备一般占电气系统费用 15%，电气系统主设备的经济寿命为 25 年，考虑 31.32 年中电力设备更换 1 次，电缆及母线不做更换
暖通空调系统	空调系统设备	参考新建类似项目单平米造价：350 元/平米，根据空调设备一般占空调系统费用 60%，暖通系统主设备的经济寿命为 15 年，考虑 31.32 年中主要设备更换 1 次
	空调系统设备管道及阀门	参考新建类似项目单平米造价：350 元/平米，根据空调管线一般占空调系统费用 40%，暖通系统管线的经济寿命为 20 年，考虑 31.32 年中 50% 暖通系统管线及阀门更换 1 次。
给排水系统	给排水系统设备	参考新建类似项目单平米造价：57 元/平米，给排水系统主设备的经济寿命为 12 年，考虑 31.32 年中给排水设备更换 1 次
	给排水系统管道及阀门	参考新建类似项目单平米造价：38 元/平米，给排水系统主管线的经济寿命为 20 年，考虑 31.32 年中 50% 给排水管线及阀门更换 1 次。
消防	火灾报警主机及探测报警设备及广播	参考新建类似项目单平米造价：42.75 元/平米，消防电系统设备经济寿命 10-16 年，考虑 31.32 年中火灾报警系统末

系统		端及主机全部更换1次
	消防电系统管线	参考新建类似项目单平米造价: 23.75 元/平米, 消防电系统管线经济寿命为 20 年, 考虑 31.32 年中 50%消防电系统管线及阀门更换 1 次。
	消防栓及喷淋系统设备	参考本项目单平米造价: 71.25 元/平米。消防水系统主设备的经济寿命为 12 年, 考虑 31.32 年中喷淋及消火栓系统设备更新 1 次 (及到消防水带、手报、喷淋头等)
	消防水系统管线	参考本项目单平米造价: 52.25 元/平米。消防水系统管线的经济寿命为 20 年, 考虑 31.32 年中 50%消防水系统管线及阀门更换 1 次。
电梯系统		写字楼公共计 19 台电梯 (客梯 14 台, 货梯 2 台, 酒家 2 台, 无机房电梯 1 台), 按照单台电梯 43.08 万元计算。
弱电系统	视频监控系统、门禁系统、楼宇管理系统等弱电系统	参考新建类似项目单平米造价:95 元/平米, 根据弱电设备一般占弱电系统费用 60%, 弱电系统设备经济寿命 10-16 年, 考虑 31.32 年中弱电系统设备更换 1 次
	弱电系统管线	参考新建类似项目单平米造价:95 元/平米, 根据弱电设备一般占弱电系统费用 40%, 弱电系统设备经济寿命 20 年, 考虑 31.32 年中 50%弱电系统管线更换 1 次。
燃气系统	燃气系统更换	参考新建类似项目单平米造价: 76 元/平米, 考虑平米, 燃气系统设备经济寿命 30 年, 考虑 31.32 年中 40%燃气系统更换 1 次。

依据工程尽调报告测算结果, 项目测算剩余土地使用年限 31.32 年内的预测资本性支出总金额为 8,217.66 万元, 测算未来预测 10 年内的资本性支出总金额为 2,221.44 万元。预测的资本性支出金额 222.14 万元/年高于项目历史实际发生金额 24.87 万元/年。

管理人与评估机构考虑到相关设施设备将分批、逐步达到耐用年限, 本次评估在预测参数中采取了审慎原则, 预留充足资金对相关设施设备进行更新维护, 确保本项目的正常经营运转。基于对投资者权益保护的审慎要求, 预测资本性支出为不含税运营收入的 3.0%, 高于同类型资产预测水平, 确保长期运营安全垫充足。

2) 佛山保利水城项目

(a) 项目历史资本性支出情况

佛山保利水城项目 2022-2025 年历史资本性支出分别为 857.05 万元、66.71 万元、22.24 万元、699.27 万元，四年平均资本性支出为 411.32 万元，具体情况如下表所示。

表：佛山保利水城项目历史资本性支出情况

单位：万元

资本性支出项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
CAPEX 费用(万元)	857.05	66.71	22.24	699.27
CAPEX 费用合计(万元)	1645.27			
平均 CAPEX 费用(万元)	411.32			

备注：以上历史资本性支出不含 AEI 改造(资产提升工程)费用，佛山保利水城项目在 2023 至 2025 年 9 月已完成一次性 AEI 改造（资产提升工程），资产提升工程费用合计 5,982 万元。类似 AEI 改造（资产提升工程）工程发生通常为一次性的，所以项目 CAPEX 预测未考虑额外的 AEI 改造（资产提升工程），后续在资本性支出计划范围内动态开支。

(b) 项目未来资本性预测具备合理性

依据戴德梁行工程尽调报告，本项目资本性支出预测按建筑结构、电气系统、暖通空调系统、给排水系统、消防系统等维度进行拆分，参考各分项新建项目单位造价水平，依据各项设施设备当前状态、维修历史、使用年限来预测维修更新频率，完成分项预测情况如下：

表：佛山保利水城项目资本性支出分项预测逻辑

资本性支出项目	预测逻辑	
建筑结构	屋顶防水层的修补，屋顶防水保温层修复	参考新建类似项目单平米造价：95 元/平米，防水使用年限按 15 年考虑，考虑 19.65 年中屋面防水及保护层更换 1 次
	建筑装修（包含地面、天花、隔墙、门窗等修复）	参考本项目改造单平米造价：2000 元/平米，考虑 19.65 年中商场建筑结构&公区装修局部改造 12%
电气系统	配电箱、开关柜、断路器、应急照明系统更换等	参考新建类似项目单平米造价:332.5 元/平米电力设备，根据电气系统主要设备一般占电气系统费用 15%，电气系统主设备的经济寿命为 25 年，考虑 19.65 年中电力系统设备更换 50%，电缆及母线不做更换

暖通空调系统	空调系统设备	参考新建类似项目单平米造价:350元/平米,根据空调设备一般占空调系统费用60%,暖通系统主设备的经济寿命为15年,考虑19.65年中主要设备更换30%(现场4台空调主机已经更换了3台)。
	空调系统设备管道及阀门	参考新建类似项目单平米造价:350元/平米,根据空调管线一般占空调系统费用40%,暖通系统管线的经济寿命为20年,考虑19.65年中暖通系统管线及阀门更换10%。(现场一个空调机房内的部分空调主管道已做更换)。
给排水系统	给排水系统设备	参考新建类似项目单平米造价:57元/平米,给排水系统主设备的经济寿命为12年,考虑19.65年中给排水设备更换50%(部分水泵已做更换)
	给排水系统管道及阀门	参考新建类似项目单平米造价:38元/平米,给排水系统主管线的经济寿命为20年,考虑19.65年中10%给排水管线及阀门更换1次。
消防系统	火灾报警主机及探测报警设备及广播	参考新建类似项目单平米造价:42.75元/平米,消防电系统设备经济寿命10-16年,考虑19.65年中火灾报警系统末端及主机更换50%(火灾报警主机已做更换)
	消防电系统管线	参考新建类似项目单平米造价:23.75元/平米,消防电系统管线经济寿命为20年,考虑19.65年中20%消防电系统管线及阀门更换1次。
	消防栓及喷淋系统设备	参考新建类似项目单平米造价:71.25元/平米。消防水系统主设备的经济寿命为12年,考虑19.65年中喷淋及消防栓系统设备更新50%(部分消防水泵已做更换)
	消防水系统管线	参考新建类似项目单平米造价:52.25元/平米。消防水系统管线的经济寿命为20年,考虑19.65年中20%消防水系统管线及阀门更换1次。
电梯系统		参考新建类似项目单平米造价:104元/平米,电梯经济使用寿命为16年,考虑19.65年中电梯设备更换80%(部分电梯已做更换)
弱电系统	视频监控系统、门禁系统、楼宇管理系统等弱电系统	参考本项目单平米造价:20元/平米,考虑19.65年中弱电系统设备更换90%(部分弱电系统设备已做更换)

依据工程尽调报告测算结果,项目测算剩余土地使用年限19.65年内的预测资本性支出总金额为10,104.2万元,测算未来预测10年内的资本性支出总金额为4,506.98万元。预测的资本性支出金额450.70万元/年相比历史实际发生金额411.32万元/年稍有提升,未来预测具备合理性。

管理人与评估机构综合考虑,在本项目2025年9月已完成集中更新改造后,仍参考历史资本性支出情况对未来支出进行预留,确保

本项目的正常经营运转。基于对投资者权益保护的审慎要求，预测资本性支出为不含税运营收入的 3.77%，高于同类型资产预测水平，确保长期运营安全垫充足。

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

答复：

(1) 广州保利中心项目：

1) 折现率取值选取依据

广州保利中心的评估测算中采用 5.25%的折现率，选取方法为风险累加法，包括无风险报酬率及风险报酬率两大部分。

其中，无风险利率参考截至 2025 年 12 月 31 日的 10 年期国债利率为 1.85%。风险报酬率体现投资人对长期投资超出安全利率以外的回报要求，主要包含：①投资不动产的风险补偿；②缺乏流动性风险补偿；③区位风险补偿；④行业及管理负担风险补偿；⑤合规风险补偿；⑥增长风险补偿；⑦特殊经营风险补偿。其中，①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，通常以海外成熟 REITs 市场长期分派收益率与无风险利率的利差代表投资不动产的风险补偿，在本次测算中采用均值 3.50%。

在上述投资不动产的风险补偿的基础上，戴德梁行对近期市场情况与项目行业情况、区位情况、经营情况等进行分析后，对于其他风险因素进行调整。当风险因素低于一般水平，则向下调整，反之则向上调整。考虑到写字楼市场活跃度高，具有一定的流动性，在上述投资不动产的风险补偿均值 3.50%的基础上，不作调整，综合的风险报酬率取值为 3.50%。

综上，考虑下调收入假设后，项目现金流确定性较高，投资风险补偿降低，本次评估折现率取值为 5.25%（按 0.25%归整）。

2) 从项目资本化率角度分析，折现率选取在合理水平

根据《中国 REITs 论坛（CRF）中国 REITs 指数之不动产资本化率调研报告》，在一线城市中，北京和上海核心区的甲级写字楼资本化率相对较低，分别为 5.0%-5.9%和 5.0%-6.0%，非核心区的项目资本化率则高出约 70 个基点。深圳和广州的核心区甲级写字楼资本化率略高于北京和上海，分别为 5.2%-6.3%和 5.6%-6.7%。

广州保利中心在 2026 年资本化率为 7.16%¹²，略高于广州市合理水平，侧面反映项目折现率取值合理，估值谨慎保守。

3) 结合广州市办公项目大宗交易情况，资产估值审慎合理

近年来，广州办公整体交易情况相对活跃，15 宗交易包括资产交易 13 宗、股权交易 2 宗。珠江新城、金融城、琶洲西区三大核心商

¹² 大宗交易市场在计算资本化率时通常不扣减资本性支出，本处项目资本化率为扣除 CAPEX 前口径。

务板块合计成交 11 宗，占总宗数的 73.3%，体现广州办公大宗交易向核心商务区高度集聚的特点。近四年广州办公大宗交易情况如下：

表：近四年广州办公大宗交易情况

年份	项目名称	所属区域	板块	项目类型	计价面积 (m ²)	总价 (元)	单价 (元/m ²)	交易结构
2022	粤海金融中心 T1	天河区	珠江新城	办公	69,023	4,348,449,000.00	63,000	资产交易
2022	小米总部大厦副塔	海珠区	琶洲西区	办公	26,019	1,040,760,000.00	40,000	资产交易
2022	碧桂园 ECO	天河区	——	办公	30,485	540,000,000.00	17,714	股权交易
2022	保利南方财经, 2 层	天河区	金融城	办公	4,000	220,000,000.00	55,000	资产交易
2022	广州市天河区科韵路 16 号自编第 4 栋	天河区	天河软件园	办公	19,297	490,000,000.00	25,393	资产交易
2022	琶洲中岱广场部分商业+办公	海珠区	琶洲中区	办公	55,011	2,800,000,000.00	50,899	资产交易
2023	城投湾区金融港 60 栋半栋写字楼	天河区	金融城	办公	39,000	2,028,000,000.00	52,000	资产交易
2023	复星国际中心北地块	海珠区	琶洲西区	办公	108,000	3,800,000,000.00	35,185	股权交易
2023	保利天汇小独栋	天河区	——	办公	7,918	277,130,000.00	35,000	资产交易
2024	珠光金融城 4#	天河区	——	办公	36,913	1,000,000,000.00	27,091	资产交易

年份	项目名称	所属区域	板块	项目类型	计价面积 (m ²)	总价 (元)	单价 (元/m ²)	交易结构
2024	邦华环球广场 20、21层	天河区	珠江新城	办公	4,280	107,963,300.00	25,225	资产交易
2024	海灏国际大厦 (12-13层)	海珠区	琶洲西区	办公	4,600	216,000,000.00	46,957	资产交易
2024	保利南方财经 大厦 L6-L11 (低区 6层)	天河区	金融城	办公	13,949	557,960,000.00	40,000	资产交易
2024	城投湾区金融 港 60 栋 2-3F 以及 24-28F	天河区	金融城	办公	21,387	1,069,350,000.00	50,000	资产交易
2025	保利康桥写字 楼及 60 个车 位	海珠区	滨江中	办公	18,633	788,391,500.00	42,312	资产交易

广州保利中心项目估值总价为 10.12 亿，估值单价为 12,748 元/平方米，对比大宗交易情况，资产估值审慎合理。此外，目前暂无上市公司并购重组交易案例可与本项目对比。

(2) 佛山保利水城项目：

1) 折现率取值选取依据

佛山保利水城的评估测算中采用 6.25% 的折现率，折现率的选取采用风险累加法，包括无风险报酬率及风险报酬率两大部分。

其中，无风险利率参考截至 2025 年 12 月 31 日的 10 年期国债利率，为 1.85%。风险报酬率体现投资人对长期投资超出安全利率以外的回报要求，主要包含：①投资不动产的风险补偿；②缺乏流动性风

险补偿；③区位风险补偿；④行业及管理负担风险补偿；⑤合规风险补偿；⑥增长风险补偿；⑦特殊经营风险补偿。其中，①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，通常以海外成熟 REITs 市场长期分派收益率与无风险利率的利差代表投资不动产的风险补偿，在本次测算中采用均值 3.50%。

在上述投资不动产的风险补偿的基础上，戴德梁行对近期市场情况与项目行业情况、区位情况、经营情况等进行分析后，对于其他风险因素进行调整。当风险因素低于一般水平，则向下调整，反之则向上调整。考虑到近期不动产大宗交易市场活跃度下降，缺乏流动性风险补偿，戴德梁行对折现率有所上调，在上述投资不动产的风险补偿均值 3.50%的基础上，上调 1.00%，综合风险报酬率取值为 4.50%。

综上，考虑下调收入假设后，项目现金流确定性较高，投资风险补偿降低，本次评估折现率取值为 6.25%（按 0.25%归整）。

2) 从项目资本化率角度分析，折现率选取在合理水平

根据《中国 REITs 论坛（CRF）中国 REITs 指数之不动产资本化率调研报告》，2025 年北京、上海购物中心物业整体表现韧性更强，北京和上海购物中心的资本化率在所有城市及区域中为最低且较接近，分别为 5.2%-6.5%、5.3%-6.4%，深圳、广州则在 5.3%-6.5%和 5.6%-6.8%。投资人给出新一线城市资本化率区间为 6.0%-7.2%，二线城市的购物中心资本化率则在 6.5%-7.8%区间，三四线城市则是在 7.4%-8.7%区间。

佛山保利水城在 2026 年资本化率为 7.12¹³%，符合市场新一线城市合理水平，侧面反映项目折现率取值合理，估值谨慎保守。

因此，佛山保利水城选取的折现率在合理范围内。

3) 结合佛山市商业项目大宗交易情况，资产估值审慎合理

近年来，佛山商业大宗交易整体活跃度较低，佛山商业物业以开发企业长期自持、投运一体经营为主，近三年千灯湖商圈无商业大宗交易备案。大宗交易相对稀缺且以资产整售为主，按整体建筑面积计算的成交单价在 6,500-11,000 元/平方米的大范围区间内，受区位能级、物业品质及运营收益稳定性等因素影响较大。据戴德梁行统计数据，2018 年以来佛山市部分商业大宗交易情况如下表所示：

表：2018 年以来佛山市部分商业大宗交易情况

交易年份	项目名称	所属区域	交易面积 (平方米)	总价 (亿元)	单价 (元/m ²)
2018	桂城凯德广场	南海区	49,100	5.44	11,079
2019	仙湖湾商业广场	南海区	28,552	1.85	6,479

佛山保利水城项目估值总价为 9.18 亿，估值单价为 5,998 元/平方米，结合大宗交易情况，资产估值审慎合理。此外，目前暂无上市公司并购重组交易案例可与本项目对比。

(三) 关于评估过程与结论。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

¹³ 大宗交易市场在计算资本化率时通常不扣减资本性支出，本处项目资本化率为扣除 CAPEX 前口径。

假设、评估过程和评估价值等；请管理人补充披露核心估值参数的敏感性分析。

答复：

1. 不同评估方法校验情况

广州保利中心、佛山保利水城项目分别用比较法校验。

(1) 保利中心：

根据《上海证券交易所公开募集不动产投资信托基金(REITs)规则适用指引第1号一审核关注事项(试行)》(2025修订)中第三章第三节第四十四条中之规定：评估机构应当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。通过对估价对象情况进行分析，本次采用比较法作为估价结果校验方法。

1) 校验过程

比较法的定义：根据市场类似成交案例的搜集，通过对区位状况、实体状况、权益状况、市场状况、交易情况等不同因素的修正，计算得出估价对象的市场价格的方法。

2) 办公部分

A) 选取可比实例

经过市场调查与研究，我们最终确定了三个类似项目作为估价对象办公部分的可比实例。可比实例详情概述如下：

因素	估价对象-办公	可比实例一	可比实例二	可比实例三
项目名称	广州保利中心	邦华环球广场	富力盈凯广场	保利克洛维
建筑年代	2010年	2013年	2013年	2013年
地址	天河区珠江新城 临江大道5号	天河区金穗 路一号	天河区猎德街道 华夏路16号	天河区华强路9 号
案例来源	/	公开信息	公开信息	公开信息
交易时间	2025年12月	2025年12月	2025年12月	2025年12月
交易情况	/	询价	询价	询价
建筑面积 (平方米)	单层约1,900	3,698	600	1,133
交易价格 (元/平方米)	/	29,000	29,500	27,000

上述可比实例的价格为公开渠道市场询价，评估机构补充考虑了大宗交易成交因素，进行表外修正。修正结果如下：

因素	可比实例一	可比实例二	可比实例三
修正后的交易价格(元/平方米)	20,300	20,650	18,900

B) 各项因素调整

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

a) 交易时间

可比实例的交易时间与价值时点接近，期间广州市办公项目交易价格水平基本保持稳定，故未对可比实例的时间因素进行修正。

b) 交易情况

可比实例的交易情况正常，故未对可比实例的交易情况进行修正。

c) 房地产状况

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

比较因素修正指数表				
因素	估价对象-办公	可比实例一	可比实例二	可比实例三
交易价格 (元/平方米)	/	20,300	20,650	18,900
交易时间	1.000	1.000	1.000	1.000
交易情况	1.000	1.000	1.000	1.000
区位状况	1.000	0.959	0.959	0.989
实物状况	1.000	0.950	0.855	0.900
权益状况	1.000	1.000	1.000	1.000
修正因素合计	/	0.911	0.820	0.890
修正价格 (元/平方米)	/	18,500	16,900	16,800
权重	/	1/3	1/3	1/3
校验单价取算术平均数 (元/平方米，百位取整)	17,400			

由于可比实例与估价对象办公部分业态基本一致，区域因素类似，故平均分配权重，即每个案例的权重相同，则估价对象办公部分的比较法校验单价为 17,400 元/平方米，校验总价为 1,024,000,000 元（取整至百万位）。

3) 商业部分

A) 选取可比实例

经过市场调查与研究，我们最终确定了三个类似项目作为估价对象商业部分标准层的可比实例。可比实例详情概述如下：

因素	估价对象-商业	可比实例四	可比实例五	可比实例六
项目名称	广州保利中心	名门大厦底商	中达广场底商	富力盈信大厦底商
建筑年代	2010 年	1997 年-2000 年	2012 年	2011 年
地址	天河区珠江新城 临江大道 5 号	天河区珠江 新城花城大 道 4 号	天河区珠江新城 兴安路	天河区珠江新城 华夏路 28 号
案例来源	/	公开信息	公开信息	公开信息
交易时间	2025 年 12 月	2025 年 12 月	2025 年 12 月	2025 年 12 月
交易情况	/	询值	询值	询值
建筑面积 (平方米)	单层约 1,600	270	124	50
交易价格 (元/平方米)	/	96,000	88,500	82,500

上述可比实例的价格为公开渠道市场询价，评估机构补充考虑了

大宗交易成交因素，进行表外修正。修正结果如下：

因素	可比实例四	可比实例五	可比实例六
修正后的交易价格（元/平方米）	67,200	61,950	57,750

B) 各项因素调整

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

a) 交易时间

可比实例的交易时间与价值时点接近，期间广州市商业项目交易价格水平基本保持稳定，故未对可比实例的时间因素进行修正。

b) 交易情况

可比实例的交易情况正常，故未对可比实例的交易情况进行修正。

c) 房地产状况

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

因素	估价对象-商业	可比实例四	可比实例五	可比实例六
交易价格	/	67,200	61,950	57,750

比较因素修正指数表				
因素	估价对象-商业	可比实例四	可比实例五	可比实例六
(元/平方米)				
交易时间	1.000	1.000	1.000	1.000
交易情况	1.000	1.000	1.000	1.000
区位状况	1.000	0.970	0.941	0.999
实物状况	1.000	0.960	0.970	1.000
权益状况	1.000	1.000	1.000	1.000
修正因素合计	/	0.931	0.913	0.999
修正价格 (元/平方米)	/	62,600	56,600	57,700
权重	/	1/3	1/3	1/3
校验单价取算术平均数 (元/平方米, 百位取整)	59,000			

由于可比实例与估价对象商业部分业态基本一致，区域因素类似，故平均分配权重，即每个案例的权重相同，则估价对象商业部分标准层的比较法校验单价为 59,000 元/平方米，考虑楼层修正因素后，校验总价为 104,000,000 元（取整至百万位）。

4) 车位部分

A) 选取可比实例

经过市场调查与研究，我们最终确定了三个类似项目作为估价对象车位部分的可比实例。可比实例详情概述如下：

因素	估价对象-商业	可比实例七	可比实例八	可比实例九
项目名称	广州保利中心	CFC 汇金中心	骏景花园	汇景新城
建筑年代	2010 年	2021 年	2006 年	2011 年
地址	天河区珠江新城 临江大道 5 号	天河区黄埔 大道中 656 号	天河区中山大道 190 号	天河区五山街道 汇景社区汇景路
案例来源	/	公开信息	公开信息	公开信息
交易时间	2025 年 12 月	2025 年 12 月	2025 年 12 月	2025 年 12 月
交易情况	/	正常	正常	正常
交易价格 (元/个)	/	310,000	320,000	250,000

上述可比实例的价格为公开渠道市场询价，评估机构补充考虑了大宗交易成交因素，进行表外修正。修正结果如下：

因素	可比实例七	可比实例八	可比实例九
修正后的交易价格(元/个)	217,000	224,000	175,000

B) 各项因素调整

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

a) 交易时间

可比实例的交易时间与价值时点接近，期间广州市车位项目交易价格水平基本保持稳定，故未对可比实例的时间因素进行修正。

b) 交易情况

可比实例的交易情况正常，故未对可比实例的交易情况进行修正。

c) 房地产状况

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

比较因素修正指数表				
因素	估价对象-车位	可比实例七	可比实例八	可比实例九
交易价格 (元/平方米)	/	217,000	224,000	175,000
交易时间	1.000	1.000	1.000	1.000
交易情况	1.000	1.000	1.000	1.000
区位状况	1.000	0.987	1.050	1.133
实物状况	1.000	0.980	0.950	0.950
权益状况	1.000	1.000	1.000	1.000
修正因素合计	/	0.967	0.998	1.076
修正价格 (元/平方米)	/	210,000	220,000	190,000
权重	/	1/3	1/3	1/3
校验单价取算术平均数 (元/平方米，百位取整)	210,000			

由于可比实例与估价对象车位部分业态基本一致，区域因素类似，

故平均分配权重，即每个案例的权重相同，则估价对象车位部分的比较法校验单价为 210,000 元/平方米，校验总价为 77,000,000 元（取整至百万位）。

5) 校验结果

本次评估选用比较法校验参考情况如下：

项目名称	建筑面积 (平方米)	评估方法	总值(元)	单价(元/平方米)
广州保利中心	79,382.8397	收益法	1,012,000,000	12,748
		比较法	1,205,000,000	15,180

备注：总值取整至百万位，单价取整至个位。

综上所述，估价对象估值总价为 10.12 亿，采用比较法校验测算总价为 12.05 亿，结果差异在 20%之内，综上本次估价结果具备合理性。

(2) 佛山保利水城项目：

根据《上海证券交易所公开募集不动产投资信托基金(REITs)规则适用指引第 1 号一审核关注事项(试行)》(2025 修订)中第三章第三节第四十四条中之规定：评估机构应当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。通过对估价对象情况进行分析，本次采用比较法作为估价结果校验方法。

1) 校验过程

比较法的定义：根据市场类似成交案例的搜集，通过对区位状况、

实体状况、权益状况、市场状况、交易情况等不同因素的修正，计算得出估价对象的市场价格的方法。

A) 选取可比实例

经过市场调查与研究，我们最终确定了三个类似项目作为估价对象的可比实例。可比实例详情概述如下：

因素	估价对象	可比实例一	可比实例二	可比实例三
项目名称	佛山保利水城	美华国际金融贸易中心	保利合著	粤海壹桂府
建筑年代	2008	2022	2025	2025
地址	南海区灯湖东路	佛山市南海区海五路与锦园路交叉口西北侧	佛山市南海区深海路	佛山市禅城区石湾镇街道绿影西街东
案例来源	/	公开信息	公开信息	公开信息
交易时间	2025年12月	2025年12月	2025年1月	2025年7月
交易情况	/	正常	正常	正常
建筑面积 (平方米)	首层商业面积: 30953.03平方米	160	64	164
楼层	地上1层	地上1层	地上1层	地上1层
交易价格 (元/平方米)	/	14,200	18,600	18,200

上述可比实例的价格为公开渠道市场询价，评估机构补充考虑了大宗交易成交因素，进行表外修正。修正结果如下：

因素	可比实例一	可比实例二	可比实例三
修正后的交易价格(元/平方米)	11,360	14,878	14,549

B) 各项因素调整

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

a) 交易时间

可比实例的交易时间与价值时点接近，期间佛山市商业项目交易价格水平基本保持稳定，故未对可比实例的时间因素进行修正。

b) 交易情况

可比实例的交易情况正常，故未对可比实例的交易情况进行修正。

c) 房地产状况

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

因素	估价对象	可比实例一	可比实例二	可比实例三
交易价格 (元/平方米)	/	11,360	14,878	14,549
交易时间	1.000	1.000	1.000	1.000

比较因素修正指数表				
因素	估价对象	可比实例一	可比实例二	可比实例三
交易情况	1.000	1.000	1.000	1.000
区位状况	1.000	1.000	0.980	0.980
实物状况	1.000	1.000	1.000	1.000
权益状况	1.000	1.000	1.000	1.000
修正因素合计	/	1.000	1.000	1.000
修正价格 (元/平方米)	/	1.000	0.980	0.980
权重	/	1/3	1/3	1/3
校验单价取算术平均 数(元/平方米)	13,400			

由于可比实例与估价对象业态基本一致，区域因素类似，故平均分配权重，即每个案例的权重相同，则估价对象的比较法地上1层校验单价为13,400元/平方米，根据对不同楼层进行层差系数修正，最后校验总价为1,001,000,000元（取整至百万位）。

2) 校验结果

本次评估选用比较法校验参考情况如下：

项目名称	建筑面积 (平方米)	评估方法	总值(元)	单价(元/平方米)
佛山保利水城	153,062.62	收益法	918,000,000	5,998
		比较法	1,001,000,000	6,542

备注：总值取整至百万位，单价取整至个位。

综上所述，估价对象估值总价为9.18亿，采用比较法校验测算总

价为 10.01 亿,结果差异在 20%之内,综上本次估价结果具备合理性。

2. 核心估值参数的敏感性分析

评估机构戴德梁行是基于价值时点所获知及调研到的不动产项目及市场信息所做出的判断。由于未来事件及经济发展存在波动及不可预测性,预测数据与实际情况产生偏离较难避免,特别是估值测算的收益期往往超过 10 年,较长期的预测亦受到长期宏观及区域经济发展的影响。因此评估机构戴德梁行评估关键性假设波动对估值产生的影响,对运营净收益及长期增长率、折现率进行了 12 个情景下的估值敏感性分析,具体情况如下。

(1) 运营净收益

广州保利中心和佛山保利水城的运营净收益水平受到收入和成本的综合影响,亦可以体现多个不同方向的市场变化对项目的整体影响。项目运营净收益的变化对估值的影响如下:

运营净收益变化	广州保利中心项目		佛山保利水城项目	
	情境下估值 (亿元)	估值变化比例	情境下估值 (亿元)	估值变化比例
下降 10%	9.11	-9.98%	8.26	-10.02%
下降 5%	9.62	-4.94%	8.72	-5.01%
基准	10.12	0.00%	9.18	0.00%
增长 5%	10.63	5.04%	9.64	5.01%
增长 10%	11.14	10.08%	10.10	10.02%

(2) 长期增长率

长期增长率会受到区域经济发展情况、利率和城市商业活力等宏观因素影响,不可预见的宏观环境变化会对估值产生影响。长期增长

率的变化对估值的影响如下：

长期增长率变化	广州保利中心项目		佛山保利水城项目	
	情境下估值 (亿元)	估值变化比例	情境下估值 (亿元)	估值变化比例
下降 0.50%	9.83	-2.87%	9.09	-0.98%
下降 0.25%	9.97	-1.48%	9.14	-0.44%
基准	10.12	0.00%	9.18	0.00%
上调 0.25%	10.25	1.28%	9.23	0.54%
上调 0.50%	10.41	2.87%	9.28	1.09%

(3) 折现率

折现率会受到利率及所在地区、行业、市场的风险水平等因素的影响。项目折现率的变化对估值的影响如下：

折现率变化	广州保利中心项目		佛山保利水城项目	
	情境下估值 (亿元)	估值变化比例	情境下估值 (亿元)	估值变化比例
下降 0.50%	10.75	6.23%	9.58	4.36%
下降 0.25%	10.43	3.06%	9.38	2.18%
基准	10.12	0.00%	9.18	0.00%
上调 0.25%	9.82	-2.96%	8.99	-2.07%
上调 0.50%	9.54	-5.73%	8.81	-4.03%

五、基金运作与治理

(一) 关于基础管理费。根据申报材料，本项目分别设置了基础管理费一、二，其中基础管理费一按照固定费率收取，基础管理费二以当年运营收入、经调整的运营净收益为基准确定。请管理人：

1. 补充披露基础管理费具体内容，并按照同口径披露不动产项目的历史运营成本，结合两项费用的匹配情况对上述费用设定能否保障不动产项目的稳定运营发表明确意见。

答复：

管理人已在《招募说明书》“第七章 治理机制与运营管理安排”

之“第二节 运营管理安排”之“二、运营管理费用情况”补充披露了基础管理费具体内容，以及同口径的不动产项目的历史运营成本情况。经分析，管理人认为本基金不动产项目基础管理费的设置与历史运营成本情况及未来预测情况整体上具有匹配性，可保障不动产项目的稳定运营。具体情况如下：

（1）广州保利中心项目的相关情况

基于本基金的运营管理安排及《运营管理服务协议》约定，广州保利中心项目的运营管理实施机构将通过收取基础管理费一用以覆盖其承担的不动产项目运营维护所需的人力行政费用、综合管理费用、营销推广费用、空置部分物管费等费用。

历史期间，因广州保利中心项目项目公司及整租方保利商业物业与不动产项目物业管理机构保利物业服务股份有限公司广州商业管理分公司为关联方，故未实际发生物业管理机构有权向项目公司收取的，因租赁面积空置而无法向具体租户收取的用以覆盖其为管理维护相应空置面积所必须发生的清洁、安保等必要成本的空置物管费。

依据审计机构出具的备考报表，2023 年度、2024 年度以及 2025 年度，与基础管理费一覆盖范围所对应的运营管理机构为运营维护广州保利中心项目所发生的，除空置部分物管费外包括人力行政费用、综合管理费用、营销推广费用等费用在内的不含税历史运营成本分别为 424.50 万元、394.64 万元、399.75 万元，其占对应期间不含税实收运营收入的比例分别为 3.44%、3.94%、4.61%。历史三年整体不含税历史运营成本占对应期间不含税实收运营收入的比例为 3.93%。

表：广州保利中心项目包干范围运营成本历史情况

广州保利中心项目包干范围运营成本历史情况（单位：万元，不含税）				
科目/年份	2023年	2024年	2025年	历史三年
人力行政费用	313.23	284.13	282.31	879.67
综合管理费用	56.81	55.02	59.83	171.66
营销推广费用	54.46	55.49	57.61	167.57
运营成本合计	424.50	394.64	399.75	1,218.90
运营收入	12,351.62	10,018.74	8,668.01	31,038.37
成本占收入比例	3.44%	3.94%	4.61%	3.93%

依据《运营管理服务协议》约定，本基金成立后且项目公司与运营管理机构在本基金发行前存续的《整租合同》到期（包含提前到期）后运营管理机构方可收取运营服务费。广州保利中心项目运营管理机构所收取的含增值税**基础管理费**一为当年度实收**运营收入**的 10.23%，对应为不含 6% 增值税的费率约为 9.65%。该费率设置的主要依据为评估机构预测的不动产基金发行后十年期内运营管理机构为运营维护广州保利中心项目所合计发生的包括人力行政费用、综合管理费用、营销推广费用、空置部分物管费等费用在内的不含税运营成本占合计不含税运营收入的比值。

依据评估机构相关年度的运营收入预测，相关《整租合同》到期后至 2030 年的三个完整自然年度，即 2028-2030 年度运营管理机构可依据《运营管理服务协议》收取的**基础管理费**一分别为 763.59 万元、757.66 万元及 751.17 万元，扣除评估机构预测的空置物业管理费后的与历史成本同口径的**基础管理费**一分别为 494.43 万元、506.44 万元及 499.95 万元，合计约占对应期间整体运营收入的 6.37%，绝对值及占比较历史情况均有所提升，主要是为更好保障不动产基金存续期内租赁工作的合理开展，运营管理机构将新增部分招商岗位编制，

并提升核心团队薪酬水平以保障人员稳定性和工作积极性；同时相较历史情况对营销推广等相关成本的预测较有所增加。

不动产基金存续期内运营管理费用相较历史情况的合理提升有助于保障不动产基金业绩的实现和投资者利益。运营管理机构可通过合理铺排使用基础管理费一，保障不动产项目的稳定运营。

表：广州保利中心项目基础管理费一预测情况

广州保利中心项目基础管理费一预测情况（单位：万元，不含税）			
科目/年份	2028年	2029年	2030年
运营收入	7911.35	7849.86	7782.60
基础管理费一	763.59	757.66	751.17
预测空置物业管理费	269.16	251.22	251.22
与历史成本同口径基础管理费一	494.43	506.44	499.95

此外，运营管理机构将通过收取基础管理费二用以覆盖其为不动产项目提供标准化运营管理体系及信息系统、保利相关的品牌使用及维护（如“保利”、“POLY”字样）、各类平台资源导入所需的管理输出成本。依据《运营管理服务协议》约定，本基金成立后，广州保利中心项目运营管理机构所收取的含增值税的基础管理费二为当年度实收运营收入的 2.00%，对应为不含 6% 增值税的费率约为 1.89%。

参考已发行产业园区 REITS 产品相关披露信息，中金联东科创 REIT 收取项目公司营业收入的 7% 用以覆盖其各总部职能体系的人员成本及费用，以及包含数字化平台的持续开发及维护投入、合作方对接、政府对接、活动策划及开办产生的成本费用等的管理输出成本。广州保利中心项目运营管理机构通过收取实收运营收入 2% 的基础管理费二覆盖其为不动产项目管理赋能及各类平台资源导入等产生的总部费用及管理输出成本，与前述相关产品案例的收费模式具有可比

性，收费标准低于相关案例，具有合理性。

基础管理费二既是运营管理机构承担 REITs 项目受托运营管理职责所必要的合理利润，也可作为基础管理费一的补充，保障不动产项目在存续期的稳定运营。

表：广州保利中心项目基础管理费预测情况

广州保利中心项目基础管理费预测情况（单位：万元，不含税）			
科目/年份	2028 年	2029 年	2030 年
运营收入	7911.35	7849.86	7782.60
基础管理费一	763.59	757.66	751.17
基础管理费二	149.27	148.11	146.84
基础管理费合计	912.86	905.77	898.01

（2）佛山保利水城项目的相关情况

佛山保利水城项目的运营管理实施机构将通过收取基础管理费一用以覆盖不动产项目运营维护所需的人工成本、行政管理费、市场营销费、运营维修费、物业管理费（清洁卫生、秩序维护等）、其他运营费等费用。

依据审计机构出具的备考报表，2023 年度、2024 年度以及 2025 年度，与基础管理费一覆盖范围所对应的运营管理机构为运营维护佛山保利水城项目所发生的包括人工成本、行政管理费、市场营销费、运营维修费、物业管理费（清洁卫生、秩序维护等）、其他运营费等费用在内的不含税历史运营成本分别为 2,539.63 万元、2,132.48 万元以及 2,402.14 万元，其占对应期间不含税实收运营收入的比例分别为 22.69%、18.93%、23.33%。历史三年不含税运营成本平均值为 2,358.08 万元，整体不含税历史运营成本占对应期间不含税实收运营收入的比例为 21.60%。

表：佛山保利水城项目包干范围运营成本历史情况

佛山保利水城项目包干范围运营成本历史情况（单位：万元，不含税）				
科目/年份	2023年	2024年	2025年	历史三年
人工成本	1,065.88	1,089.04	1,102.96	3,257.88
行政管理费	39.13	33.76	44.66	117.55
市场营销费	556.66	361.34	423.63	1,341.63
运营维修费	160.14	97.04	127.88	385.06
物业管理费	656.52	527.45	544.77	1,728.74
其他运营费	61.28	23.85	158.26	243.39
运营成本合计	2,539.63	2,132.48	2,402.14	7,074.25
运营收入	11,191.22	11,262.90	10,297.31	32,751.42
成本占收入比例	22.69%	18.93%	23.33%	21.60%

备注：经运营管理机构确认，2023年度其他运营费包含非常规性专业咨询费 37.74 万元，2025 年度其他运营费包含非常规性专业咨询费 32.45 万元以及存续期归属于基础管理费二覆盖范围的保利相关品牌费 97.45 万元。

剔除历史运营成本中非常规性费用及存续期归属于基础管理费二覆盖范围的费用，2023 至 2025 年度运营管理机构为运营维护佛山保利水城项目所实际发生的与基础管理费一覆盖范围所对应的常规性不含税历史成本分别为 2,501.89 万元、2,132.48 万元以及 2,272.24 万元，平均值为 2,302.20 万元，历史三年实际发生的与基础管理费一覆盖范围所对应的常规性整体不含税历史运营成本占对应期间不含税实收运营收入的比例为 21.09%。

依据《运营管理服务协议》约定，本基金成立后，佛山保利水城项目运营管理机构所收取的含增值税的基础管理费一为当年度实收运营收入的 21.74%，对应为不含 6% 增值税的费率为 20.51%。该费率设置的主要依据与广州保利中心项目相同，为评估机构预测的不动

产基金发行后十年期内运营管理机构为运营维护佛山保利水城项目所合计发生的包括人工成本、行政管理费、市场营销费、运营维修费、物业管理费（清洁卫生、秩序维护等）、其他运营费等费用在内的不含税运营成本占合计不含税运营收入的比值。

评估机构对不动产基金发行后佛山保利水城项目主要运营成本的预测依据为运营管理机构提供的 2023 年至 2025 年实际发生数据和预计调整金额，以及合理的长期增长率，即预测期前两年（2026 年及 2027 年）的成本预测以企业提供的预算值为依据，预测期后续年份每年递增 2%。

依据运营管理机构评估论证，其近年持续开展的降本增效工作已获得明显成效，佛山保利水城项目运营成本结构已逐渐优化。2024 年度及 2025 年度不动产项目实际发生的与基础管理费一覆盖范围对应的常规性运营成本较 2023 年分别降低约 14.77%及 9.18%。运营管理机构预计在 2026 年及 2027 年不动产项目的运营成本较历史情况仍将有进一步优化，其向评估机构提供的未来年度不动产项目运营成本预算能够保障不动产项目的稳定运营。

基于运营管理机构关于未来短期不动产项目运营成本的预算及评估机构的预测逻辑，不动产基金存续期内基础管理费一的费率略低于历史三年的成本收入占比。随着不动产项目运营收入的稳健提升，运营管理机构可收取的运营管理费一与其历史期间为运营管理不动产项目所承担的成本情况基本可比。具体而言，依据评估机构相关年度的运营收入预测，在基础管理费一持续满足运营管理机构关于不动

产项目未来短期运营成本预算的前提下，自 2029 年起运营管理机构依据《运营管理服务协议》可收取的基础管理费一将高于与基础管理费一覆盖范围所对应的 2024 年度、2025 年度以及 2023-2025 年度平均常规性运营成本历史水平，可保障不动产项目的持续稳定运营。

表：佛山保利水城项目基础管理费一预测情况

佛山保利水城项目基础管理费一预测情况（单位：万元，不含税）					
科目/年份	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年
运营收入	10,216.56	10,472.69	10,545.77	11,254.60	11,831.14
基础管理费一	2,095.02	2,147.54	2,162.53	2,307.88	2,426.11

此外，运营管理机构将通过收取基础管理费二覆盖其为不动产项目提供标准化运营管理体系及信息系统、保利相关的品牌使用及维护（如“保利”、“POLY”字样）、各类平台资源导入所需的管理输出成本。依据《运营管理服务协议》约定，本基金成立后，佛山保利水城项目运营管理机构所收取的含增值税的基础管理费二为当年度经审计营业收入的 3%+经调整的运营净收益的 5%。

商业不动产项目的运营管理机构基于运营收入及运营净收益收取一定的管理输出费用符合行业惯例。

表：商业不动产项目运营管理机构管理输出收费情况示例

商业零售不动产项目运营管理机构管理输出收费情况示例				
基金产品	本不动产基金	华夏华润商业 REIT	华夏凯德商业 REIT	华夏中海商业 REIT
运营管理机构管理输出费用收费模式及标准	经审计营业收入的 3%+经调整运营净收益的 5%	营业收入×4%+经营利润×8%	实收运营收入×4%+运营净收益×8%	实收运营收入×4%+经调整运营净收益×8%

依据已披露的消费 REITs 招募说明书和反馈答复文件，佛山保利水城项目的运营管理机构收取“当年度经审计营业收入的 3%+经调整

的运营净收益的 5%”的基础管理费二作为其管理输出费用的收费模式与华夏华润商业 REIT、华夏凯德商业 REIT、华夏中海商业 REIT 等商业零售不动产项目的运营管理机构管理输出收费模式可比，收费标准低于前述相关行业案例，具备合理性。

同时，佛山保利水城项目的运营管理机构在其已有的市场化轻资产管理输出工作中，执行的管理输出收费标准为“运营收入的 5%+运营净收益的 8%”或“运营收入的 7-10%”，本次对本基金不动产项目收取的管理输出费用标准与其历史及现行市场化相关情况具有可比性及公允性。

同样，佛山保利水城项目运营管理机构收取的基础管理费二也可作为基础管理费一的补充，整体保障不动产项目在存续期的稳定运营。

表：佛山保利水城项目基础管理费预测情况

佛山保利水城项目基础管理费预测情况（单位：万元，不含税）					
科目/年份	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年
运营收入	10,216.56	10,472.69	10,545.77	11,254.60	11,831.14
运营净收益	6,155.23	6,280.98	6,298.42	6,852.31	7,286.42
基础管理费一	2,095.02	2,147.54	2,162.53	2,307.88	2,426.11
基础管理费二	460.26	470.46	472.49	510.41	540.48
基础管理费合计	2,555.28	2,618.00	2,635.02	2,818.29	2,966.58

综上，广州保利中心项目及佛山保利水城项目基础管理费一费率设置的依据为评估机构预测的不动产基金发行后十年期内运营管理机构依据《运营管理服务协议》约定为运营维护不动产项目所合计发生的不含税运营成本占合计不含税运营收入的比值，具有合理性。

根据评估机构的相关预测，在不动产基金存续期内广州保利中心项目运营管理机构可收取的用于覆盖其依据《运营管理服务协议》约

定为运营维护不动产项目所承担运营成本的基础管理费一较其同口径历史三年成本情况整体上有所提升；佛山保利水城项目运营管理机构可收取的用于覆盖其依据《运营管理服务协议》约定为运营维护不动产项目所承担运营成本的基础管理费一在不动产基金成立后的未来短期满足其合理评估的相关成本预算，并将于后续年度随运营收入的稳健提升高于其历史成本情况。运营管理机构可通过合理铺排使用基础管理费一，保障不动产项目的稳定运营。

此外，在用于覆盖具体运营成本的基础管理费一以外，运营管理机构均参照其现行管理输出收费标准及行业惯例或依据商业合理性收取用于覆盖其“保利”品牌使用及维护等相关管理输出成本的基础管理费二。基础管理费二可作为基础管理费一的补充，整体性保障不动产项目的稳定运营。

基金管理人认为，本基金包含基础管理费一及基础管理费二的基础管理费的设定能够在不动产基金存续期内整体保障不动产项目的稳定运营。

2.结合不动产基金存续期间关于出租率增长、租金单价增长的假设，对运营净收益目标值设定的合理性发表明确意见。

答复：

依据《运营管理服务协议》约定，在本基金《运营管理服务协议》生效之日起的第一个十年期内，广州保利中心项目及佛山保利水城项目的目标运营净收益按照本基金首次申报确定的评估报告中记载的第一个十年运营净收益为考核基准；第一个十年期后以到期当年跟踪

评估报告中预测的第二个十年期运营净收益为考核基准，后续考核基准的设置以此类推。

目标运营净收益采用首发评估报告中预测的运营净收益，与发售的估值相挂钩，可充分体现对等原则，切实保障投资者利益。

依据已披露的消费 REITs 招募说明书和反馈答复文件，相关设置原则也符合市场惯例。

表：部分消费 REITs 产品目标运营净收益设置情况

基金简称	目标运营净收益设置规则
华夏金茂商业 REIT	前 10 年以首次申报的评估报告中的近 10 年 NOI 作为目标 NOI，10 年后以到期当年评估报告预测的 10 年 NOI 作为目标 NOI，以此类推
华夏首创奥莱 REIT	前 10 年以首次申报的评估报告中的近 10 年 NOI 作为目标 NOI，10 年后以到期当年评估报告预测的 10 年 NOI 作为目标 NOI，以此类推
华夏大悦城商业 REIT	前 10 年以首次申报的评估报告中的近 10 年 NOI 作为目标 NOI，10 年后以到期当年评估报告预测的 10 年 NOI 作为目标 NOI，以此类推
中金中国绿发商业 REIT	全周期，以首次申报的评估报告中的 NOI 作为目标 NOI

同时，依据评估机构相关论证，广州保利中心及佛山保利水城两个项目的收入预测均基于项目自身运营情况、区域市场供需格局及行业发展趋势，关键参数设定审慎合理，充分考虑各类影响因素，预测结果具备可实现性与稳健性。

(1) 广州保利中心项目出租率、租金单价增长率假设的合理性

广州保利中心项目办公部分及配套商业部分预测期前两年均因存在整租协议，出租率均设定为 100%，该整租协议于 2027 年 5 月份到期，到期后不再续签整租协议。

整租协议到期后，不动产项目 2027 年出租率设置为 76%，2028

年后，随着项目升级改造完成、区域市场供需趋于稳定，逐步提升出租率，出租率设置为 78%，2029 年及以后设定为 80%；配套商业部分因底层商户租期较长，整租协议到期后底层出租率仍维持较高水平，故 2027 年-2030 年出租率设定为 98%，2031 年设定为 97%，此后长期稳定在 95%。

评估机构测算模型考虑所有租户租赁期外市场租金按每年更新，结合合理的租户换租率、租赁期限及免租期长度，假设办公部分每次更新租期时有效的年均免租期为 45 天，商业部分每次更新租期时有效的年均免租期为 30 天。

广州保利中心项目位于珠江新城，未来 5 年（2026-2030 年）区域写字楼新增供应较少，仅 2028 年有 6.92 万平方米新增供应，对项目出租率冲击较小；同时区域配套商业存量有限、较为稀缺，为配套商业维持较高出租率提供了坚实市场基础。

此外，原始权益人于 2026 年对项目进行升级改造，重点提升项目品质、改善写字楼办公环境，将有效增强项目市场竞争力，助力出租率稳步提升，与预测期出租率逐步增长的假设相匹配。

租金增长率方面，广州保利中心项目办公部分、配套商业部分预测期前 2 年租金增长率按 0%，2028 年-2030 年租金增长率 1.5%，2031 年-2033 年租金增长率 2%，2034 年-2035 年租金增长率按 2.5%，该增长率设定符合当前写字楼市场发展现状及当地经济发展水平，具备合理性。

（2）佛山保利水城项目出租率、租金单价增长率假设的合理性

佛山保利水城项目预测期内出租率设定为：预测期前3年为92%，之后稳定在93%。

评估机构测算模型考虑所有租户租赁期外市场租金按每年更新，结合合理的租户换租率、租赁期限及免租期长度，本次估价假设项目每次更新租期时有有效的年均免租期为10.8天，其中专门店有效的年均免租期为10天、主力店有效的年均免租期为15天。

佛山保利水城项目出租率的设定综合考虑了自身签约情况、业态调整及装修改造影响，价值时点后项目进入出租率逐步爬升期，整体呈稳步提升后稳定的趋势。

同时，不动产项目位于千灯湖商圈，所在区域商业氛围浓厚、商业需求稳定，依托优越的地理位置、良好的商业氛围、丰富的自然旅游资源及便利的交通条件，不动产项目出租率能够维持稳定水平，而千灯湖商圈平均出租率在全市范围内处于高位，为不动产项目出租率假设提供了有力支撑。

租金增长率方面，佛山保利水城项目的专门店租金增长率假设预测期2026年不设递增，2027年为1%，2028年为2%，2029年至2031年为3.5%，2032年至2035年为3.0%；主力店和次主力店的租金增长率假设预测期2026年-2027年不设递增，2028年为1%，2029年至2035年为2.5%。该增长率设定与项目价值时点在执行租约的增长率相匹配，亦与项目所在商圈同类物业的增长率相当。

综上，基金管理人认为评估机构关于不动产基金存续期间不动产项目出租率增长、租金单价增长的假设审慎合理，不动产项目运营收

入、运营净收益等预测结果具备可实现性；且以与不动产项目发售估值挂钩的评估报告所载相关预测作为运营净收益目标值可充分体现对等原则，切实保障投资者利益，并符合行业惯例，具有合理性。

(二)关于浮动管理费。根据申报材料，广州保利中心项目、佛山保利水城项目的激励管理费采取统一收费基准及计算方式。请管理人说明两个项目采取统一激励管理费，是否充分考虑了不同项目在业态特征、运营模式、收入结构、成本构成及风险收益特征等方面的差异；结合浮动费用与运营管理团队的绩效评价、收入分配的关联关系，对现有机制能否有效实现激励约束目标发表明确意见。

答复：

1.激励管理费的收费基准及计算方式

依据本基金《运营管理服务协议》约定，当且仅当实际运营净收益不低于目标运营净收益时运营管理机构可收取激励管理费。激励管理费的收取基准为项目公司经审计的当年度实际运营净收益与当年度目标运营净收益的差额。激励管理费的计算方式具体如下：

激励管理费=（实际运营净收益-运营净收益目标金额）×C。C按照如下方式确定：

(1)实际运营净收益/运营净收益目标金额×100%=[90%（含）至110%（含）]的，C=10%；

(2)实际运营净收益/运营净收益目标金额×100%<90%，或者实际运营净收益/运营净收益目标金额×100%>110%的，C=15%。

前述实际运营净收益根据项目公司每年度的审计报告确定，运营

净收益目标金额根据评估机构作出的相关预测数据确定。

激励管理费的奖励、扣罚上限均为运营管理机构当年度实际收取的基础管理费二。

2.激励管理费设置原则的通适性

本基金拟持有的广州保利中心项目为办公不动产项目，佛山保利水城项目为商业零售不动产项目，属于不同的不动产业态，其在运营管理形式和实质上具有一定的区别。

REITs 产品在激励管理费等浮动管理费的设置原则方面具有通适性，主要的考虑为“应当与不动产基金业绩表现挂钩，能够有效体现对等的激励与约束”。

本基金激励管理费的计算基准为实际运营净收益与目标运营净收益的差额部分，且计算方式正负对称，符合不同类型 REITs 产品均有采用的设置惯例。其中，目标运营净收益根据评估机构作出的相关预测数据确定，相关评估预测数据已充分考虑了不同项目在业态特征、运营模式、收入结构、成本构成及风险收益特征等方面的差异。

因此，本基金广州保利中心项目、佛山保利水城项目的激励管理费采取统一收费基准及计算方式具有合理性。

表：不同类型 REITs 产品激励管理费设置示例

基金简称	资产项目类型	激励管理费基数	计费规则	费率
华夏合肥高新 REIT	产业园区	超额运营净收益	单一费率	10%
国泰君安临港创新产业园 REIT	产业园区	超额运营净收益	单一费率	15%
国泰君安东久新经济 REIT	产业园区	超额运营净收益	单一费率	15%
华夏基金华润有巢 REIT	保障性租赁住房	超额运营净收益	单一费率	20%
国泰君安城投宽庭保租房 REIT	保障性租赁住房	超额运营净收益	单一费率	20%
华夏金茂商业 REIT	消费	超额运营净收益	全额累进	10-20%
华夏深国际 REIT	仓储物流	超额运营净收益	单一费率	20%

华夏首创奥莱 REIT	消费	超额运营净收益	单一费率	20%
华夏大悦城商业 REIT	消费	超额运营净收益	超额累进	10-20%
华泰宝湾物流 REIT	仓储物流	超额运营净收益	全额累进	10-20%
汇添富上海地产租赁住房 REIT	保障性租赁住房	超额运营净收益	单一费率	20%

3.激励管理费对运营管理团队的激励约束

本基金的不动产项目设置有正负对称的激励管理费机制。

当运营管理机构运营管理不动产项目完成的实际运营净收益超出《运营管理服务协议》约定的运营净收益目标金额时，运营管理机构可获得依据协议约定的正向激励管理费，进而分享超额收益，有效激励运营管理机构通过精益管理积极为投资者创造超额收益。

《运营管理服务协议》同时已明确约定，“为激励运营管理团队的工作积极性，共享项目超额收益，运营管理机构原则上应将一定比例的正向激励管理费用于对为不动产项目提供服务团队的激励”。前述约定可体现本基金浮动费用与运营管理团队的收入分配关联性，有助于提高运营管理团队的工作积极性。

另一方面，若不动产项目经营业绩较发行预测有所下滑，不动产项目完成的实际运营净收益低于《运营管理服务协议》约定的运营净收益目标金额时，依据协议约定将产生负向的激励管理费，并扣罚运营管理机构对应金额的基础管理费，以警示运营管理机构积极优化改进管理措施，保障不动产项目的平稳运营和基金业绩的稳健实现。

此外，不动产项目激励管理费相关的目标运营净收益的完成情况将与运营管理团队的绩效评价直接挂扣。依据《运营管理服务协议》约定，具体“运营收入回收期”内运营净收益实现情况低于目标金额90%、80%的，将分别触发约谈运营管理机构对应运营负责人、要

求运营管理机构更换对应的项目负责人等罚则。

综上所述，基金管理人认为，本基金激励管理费的设置以及《运营管理服务协议》的相关具体约定，可有效体现基金相关浮动费用与运营管理团队的绩效评价、收入分配的关联关系，并可对运营管理机构形成有效的激励与约束。

（三）关于稳定运营。请管理人结合上述问题，根据《审核关注事项》第六十九条相关规定，说明目前运营管理安排能否有效保障运营稳定性，充分披露针对未来运营风险的缓释措施。

答复：

本基金《运营管理服务协议》已明确约定运营管理费用的构成、收取基准、计算方式、调整安排、支付主体、支付方式和支付频次等，相关情况详见本基金《招募说明书》第七章“治理机制与运营管理安排”之第二节“运营管理安排”之“二、运营管理费用情况”。

综前所述，本基金主要参考不动产项目的历史运营管理成本费用支出情况以及运营管理机构依据《运营管理服务协议》约定所对应承担的运营管理成本费用项在历史运营收入中的占比情况，结合评估预测情况合理设置了用以覆盖基金成立后存续期内运营管理机构为运营维护不动产项目所承担成本费用的基础管理费一的费率，相关费率的设置具有历史可比性。同时依据评估机构作出的相关运营收入预测情况，未来年度运营管理机构预计可收取的基础管理费一将高于其对应承担的历史运营成本，运营管理机构可通过合理铺排使用基础管理费一，保障不动产项目的稳定运营。

此外，运营管理机构在收取用以覆盖不动产项目运营维护所承担的成本费用的基础管理费一之外，另将分别收取一定的管理输出费用，即基础管理费二。其中广州保利中心项目收取的管理输出费用为各年度实收运营收入的 2%，佛山保利水城项目收取的管理输出费用为各年度经审计营业收入的 3%以及经调整运营净收益的 5%。运营管理机构收取的基础管理费二也可作为基础管理费一的补充，整体性保障不动产项目在存续期的稳定运营。

本基金不动产项目另设置有激励管理费，具体设置原则、收费标准和计算方式与已发行各类 REITs 产品可比，符合行业惯例。

依据评估机构相关论证，本基金出租率、租金单价等增长假设相对审慎，评估报告所载的运营收入、运营净收益具有可实现性，以基金申报发行阶段评估报告所载运营净收益作为目标运营净收益具有合理性且符合行业惯例。目标运营净收益与基金发售的估值相挂钩，可充分体现对等原则，切实保障投资者利益。

激励管理费等基金浮动费用的设置正负对称，并通过《运营管理服务协议》的约定，与运营管理团队的绩效评价及收入分配相关联，可有效激励运营管理机构及运营管理团队通过精益管理积极为投资者创造超额收益，亦可在经营业绩较发行预测有所下滑时警示运营管理机构积极优化改进管理措施，保障不动产项目的平稳运营和基金业绩的稳健实现，体现对运营管理机构的激励与约束。

整体而言，本基金运营管理费用的设置合理、公允、符合交易习惯。运营管理费中的基础管理费主要结合不动产项目历史运营管理成

本费用支出情况确定，可保障不动产项目稳定运营性；浮动管理费的设置有利于提高不动产项目运营管理效率、强化资产维护运营，能够体现对等的激励与约束。

另一方面，依据本基金招募说明书揭示的“不动产项目运营相关风险”，不动产项目可能存在因经济环境变化、安全运营、运营不善等因素影响，导致实际现金流大幅低于测算现金流的相关风险，进而导致运营管理机构无法按照评估预测实现目标运营净收益，产生负向激励管理费并扣罚基础管理费的风险。

对于此类风险，运营管理机构将不断通过积极主动的运营管理能力建设，积极应对经济环境变化、保障不动产项目安全运营，并通过持续提升运营管理效率来进行缓释；同时依据本基金《运营管理服务协议》约定，负向激励管理费的扣罚上限为基础管理费二，即运营管理机构的管理输出费用部分，将不触及基础管理费一所对应的运营管理机构为运营维护不动产项目所承担的具体成本费用部分，以保障不动产项目的运营稳定性。

若出现实际现金流大幅低于预测现金流，并导致运营管理机构收取的基础管理费无法覆盖其为运营维护不动产项目所承担的具体成本费用的极端情况，运营管理机构将依据包干模式下的盈亏自负原则，一方面依据《运营管理服务协议》相关约定，“每个回收期内基础管理费有结余的，运营管理机构原则上应将结余部分的一定比例予以留存，用以保障可能的某一个或多个回收期内运营管理机构实际收取的基础管理费无法覆盖运营管理机构为运营维护不动产项目而承担的

成本费用的极端情形下不动产项目的持续稳健运营”，合理调剂实际现金流完成情况较好年度的基础管理费结余，保障实际现金流完成情况较差年度的不动产项目运营管理费用需求；另一方面将发挥运营管理统筹机构及运营管理实施机构的规模化管理优势，在其体系内部进行收支平衡，保障不动产项目的稳定运营。

六、其他反馈问题

1.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，补充披露回收资金的具体用途、对应金额，以及主要原始权益人关于回收资金用途作出的承诺、回收资金管理制度等。

答复：

补充披露内容具体详见招募说明书“第五章 不动产项目”之“第三节 原始权益人”之“二、回收资金用途”

（1）回收资金具体用途及对应金额

截至 2025 年 12 月 31 日，佛山保城存在担保债务，广州瑞咨不存在担保债务，广州保利中心项目为保利发展在编号为 120566HT2022071601 号的《借款合同》项下的债务提供了抵押，具体余额情况如下：

1) 广州瑞咨

保利发展控股集团股份有限公司与招商银行股份有限公司广州分行签订《借款合同》（合同编号：120566HT2022071601），借款金额 20 亿元，期限 180 个月，采用分期还本付息。同日签订了《抵押合同》（合同编号：120566HT2022071601），抵押物产权证号：粤（2021）

广州市不动产权第 03028538 号等 230 份产权证。截至 2025 年 12 月 31 日，该笔贷款余额约 14 亿元。

2) 佛山保城

2024 年 3 月 27 日，佛山保城与中国银行佛山分行签订《固定资产借款合同》（合同编号：GDK476630120241114），借款金额 10 亿元，期限 180 个月，采用分期还本付息。同日，保利发展控股集团股份有限公司为此项借款提供了保证，签订了《保证合同》（合同编号：GBZ476630120242034）。2024 年 8 月 30 日，佛山保城与佛山保玥置业有限公司签订了《保利发展控股集团股份有限公司统借统还合同》，贷款金额 10 亿元，期限 15 年，利率适用浮动利率，每 12 个月为一个浮动周期，利率为 LPR（5 年期以上）减 95 基点，采用分期还本付息，按季结息，每季度末月的 20 日为结息日，21 日为付息日，截至 2025 年 12 月 31 日余额 9.4 亿元，相应的利息收入已计提入账。

本次原始权益人所回收的净回收资金将用于覆盖广州瑞咨及佛山保城上述债务于基金成立前提前偿还的资金，并确保回收资金不会用于购置商品住宅用地。

（2）原始权益人对回收资金用途做出的承诺

原始权益人已对回收资金用途作出的相关承诺：“本公司承诺回收资金用途符合宏观政策导向，严格遵循国家产业政策、外汇管理和有关法律法规规定。回收资金将用于与本公司主营业务相关的存量资产收购、新增投资，以及偿还债务、补充流动资金等，不用于购置商品住宅用地。”

(3) 原始权益人关于回收资金管理制度

原始权益人就发行商业不动产 REITs 募集资金的使用拟建立相关回收资金管理办法，对回收资金的管理与监督作出明确规定。

2.关于无偿划转。根据申报材料，保利发展将广州保利中心项目无偿划转至广州市瑞咨企业管理有限公司。请管理人、律师结合无偿划转相关协议的具体情况，就基础资产是否符合《审核关注事项》第十八条相关规定发表明确意见。

答复：

就保利发展将广州保利中心项目无偿划转至广州市瑞咨企业管理有限公司，中国保利集团作为国家出资企业已出具《关于保利地产资产剥离事宜的批复》（保集字[2017]623号），同意保利发展将广州保利中心项目划转至广州瑞咨。2018年4月，保利发展（作为划出方）与广州瑞咨（作为划入方）签署了《集团内企业资产、债务及员工整体划转协议书》，将广州保利中心项目无偿划转至广州瑞咨。本次无偿划转已履行国有资产无偿划转涉及的审批流程，涉及的登记、批准、备案等手续已完成。

基于上述，管理人、律师认为基础资产符合《审核关注事项》第十八条第(二)项相关规定的要求。

3.关于到期资产移交。请管理人根据《审核关注事项》第六十二条相关规定，补充披露不动产基金到期后相关资产移交和处置安排。

答复：

根据管理人及律师的核查，本基金的资产转让协议及有关主管部

门规定中，未对本基金到期后的资产移交和处置安排作出特殊约定。本基金底层资产残值评估值为 0，若本基金到期时仍持有未处置的不动产项目，管理人将对不动产项目进行处置，满足《审核关注事项》第六十二条相关规定的要求，具体详见招募说明书“第五章 不动产项目”之“第一节 不动产项目概况”之“六、资产到期移交安排”，相关说明如下：

（1）触发情形

若本基金出现《基金合同》约定的基金合同终止事由（包括本基金存续期届满且未延长合同有效期限、基金份额持有人大会决定终止的、本基金投资的全部不动产项目无法维持正常、持续运营以及基金合同约定的其他情形等），经履行相关程序后，基金合同应当终止，自出现基金合同终止事由之日起 30 个工作日内成立基金财产清算小组，基金管理人组织基金财产清算小组并在中国证监会的监督下进行基金清算。

届时本基金若持有未处置的不动产项目，则基金财产清算小组应当对不动产项目进行处置。

（2）决策程序

当本基金出现基金合同约定的终止事由时，将按照以下决策程序进行处理：

1) 若相关法律法规或基金合同规定需要召开基金份额持有人大会审议的终止事由，应当召开基金份额持有人大会进行表决。

2) 若基金合同终止事由不需要召开基金份额持有人大会审议的，

则在法律法规规定和基金合同约定的范围内且对基金份额持有人利益无实质性不利影响的前提下，由基金管理人和基金托管人协商一致并履行其他相关程序后，可终止基金合同，不需召开基金份额持有人大会。

基金合同终止后，将根据基金合同的约定进行基金财产的清算，基金财产清算涉及不动产项目处置的，基金管理人应当遵循基金份额持有人利益优先的原则，按照法律法规规定进行资产处置，并尽快完成剩余财产的分配。资产处置期间，基金管理人、专项计划管理人、清算小组应当按照法律法规规定和基金合同约定履行信息披露义务。

（3）处置方式和流程

1) 处置方式

不动产项目的处置方式包括但不限于：处置资产支持证券、处置项目公司股权及/或债权、不动产项目的完全所有权等。

基金管理人将遵循基金份额持有人利益优先的原则，按照有关规定和约定进行资产处置。基金管理人将提前积极寻求综合实力强、报价高的交易对手方，在平衡资产对价、交割速度、付款方案等多个因素后，在清算期内完成资产处置。

2) 处置流程

a) 基金财产清算程序

自出现基金合同终止事由之日起 30 个工作日内成立基金财产清算小组，基金管理人组织基金财产清算小组并在中国证监会的监督下进行基金清算。在基金财产清算小组接管基金财产之前，基金管理人

和基金托管人应按照基金合同和托管协议的规定继续履行保护基金财产安全的职责。基金财产清算程序如下：

①基金合同终止情形出现时，由基金财产清算小组统一接管基金；

②对基金财产和债权债务进行清理和确认；

③处分方案及实施：基金财产清算小组应聘请至少一家第三方专业评估机构（如相关法律法规和主管部门有相应资质要求的，应当符合其要求），由该专业评估机构对基金财产进行评估并确定评估价值，届时如相关法律法规或主管部门对基金财产评估事宜另有规定，从其规定；

④制作清算报告；

⑤聘请会计师事务所对清算报告进行外部审计，聘请律师事务所对清算报告出具法律意见书；

⑥将清算报告报中国证监会备案并公告；

⑦对基金剩余财产进行分配。

b) 不动产项目处置流程

基金清算涉及不动产项目处置的，管理人应当遵循基金份额持有人利益优先的原则，按照法律法规规定进行资产处置，并尽快完成剩余财产的分配。具体流程如下：

①制定不动产项目处置方案

管理人负责制定不动产项目处置方案，主要内容包括不动产项目基本情况说明、不动产项目处置方案及可行性分析、不动产项目处置进度安排、处置资产价款的回收分配方案以及其他需要说明的事项等。

②聘请中介机构

管理人在不动产项目处置过程中，聘请评估机构等中介机构提供必要服务的，可以按照相关规定聘请中介机构。

③执行不动产项目处置方案

管理人应按照既定的处置方案落实相关措施。如在处置过程中，因不动产项目或相关主体发生变化导致原方案无法执行，或出现更有利于投资者的新情况需要调整方案的，管理人可重新制定处置方案并组织实施。

(4) 相关信息披露安排

资产处置期间，基金管理人应当按照法律法规规定和基金合同约定履行信息披露义务。基金管理人将履行勤勉尽责义务，若出现极端风险，基金管理人将依据相关程序及时进行信息披露。

综上所述，不动产基金到期后相关资产移交和处置安排符合《审核关注事项》第六十二条相关规定，具体详见招募说明书“第五章 不动产项目”之“第一节 不动产项目概况”之“六、资产到期移交安排”。

4.关于资产投保情况。请管理人对保险购买情况是否符合《审核关注事项》第三十八条相关规定发表明确意见。

答复：

管理人及财务顾问已于《中信证券股份有限公司关于华夏保利发展封闭式商业不动产证券投资基金之财务顾问报告》及《华夏保利发展封闭式商业不动产证券投资基金尽职调查报告》中披露不动产项目保险购买、承保范围和保险金额情况，具体如下：

“ (1) 广州保利中心项目

经财务顾问核查，截至财务顾问报告出具之日，广州瑞咨尚未就广州保利中心项目购买足额财产一切险及和公众责任保险。根据本项目的交易安排，基金设立前，广州瑞咨将根据《基础设施基金指引》的规定，为广州保利中心项目购买足额的财产一切保险和公众责任保险等监管要求的险种。

(2) 佛山保利水城项目

经财务顾问核查，截至财务顾问报告出具之日，佛山保城尚未就佛山保利水城项目购买足额财产一切险及和公众责任保险。根据本项目的交易安排，基金设立前，佛山保城将根据《基础设施基金指引》的规定，为佛山保利水城项目购买足额的财产一切保险和公众责任保险等监管要求的险种。

综上，管理人认为，不动产基金存续期间，投保金额可以覆盖不动产项目评估价值，本项目符合《审核关注事项》第三十八条之规定。”

5.关于信息披露及尽职调查。请管理人以及财务顾问就相关尽调情况是否满足《公开募集不动产投资信托基金（REITs）尽职调查工作指引（试行）》相关要求，以及有关发行文件及信息披露是否真实、准确、完整发表明确意见。

答复：

管理人及财务顾问已根据《公开募集不动产投资信托基金(REITs)尽职调查工作指引(试行)》相关要求完成尽职调查并出具专项报告，有关发行文件及信息披露真实、准确、完整，具体如下：

华夏基金管理有限公司作为基金管理人、中信证券股份有限公司作为资产支持证券管理人、财务顾问对业务参与人与商业不动产项目勤勉尽责地进行了充分的尽职调查，同时基于业务参与人在交易文件、主要业务参与者出具的《承诺函》及《同意函》中的陈述与保证、律师出具的法律意见书、经会计师事务所审计的相关方审计报告和审核的基金可供分配金额测算报告，基金管理人、资产支持证券管理人和财务顾问认为截至报告基准日：

（1）项目公司具有独立的中国企业法人资格，项目公司经营符合有关法律、法规和规范性文件的规定，具备进行不动产基金有关交易的资质；项目公司经营商业不动产项目符合有关法律、法规和规范性文件的规定。

（2）商业不动产项目的权属清晰、资产范围明确，商业不动产项目不存在其他抵押、查封情形；商业不动产项目的固定资产投资建设的基本程序合法合规；除已披露的限制条件或特殊规定、约定外，商业不动产项目相关资产转让或项目公司股权转让已没有其他任何限制条件或特殊规定、约定，可经国有产权交易程序完成转让；商业不动产项目的转让安排合法、有效。

（3）资产支持证券原始权益人依法设立并合法存续，经营情况正常，股权结构合理，组织架构及治理结构完善。

（4）外部管理机构依法设立并合法存续，具备商业不动产项目运营管理资质与经验，已建立较为完善的相关业务相关制度、业务流程、风险控制措施，财务状况正常，资信情况良好，具有担任商业不

动产项目外部管理机构的能力。

(5) 托管人依法设立并合法存续，资信水平良好，具有托管业务资质，并已建立健全托管业务制度管理、业务流程、风险控制措施等，具有担任托管银行的能力。

公募基金管理人、资产支持证券管理人和财务顾问合理地认为：商业不动产证券投资基金业务参与人及拟证券化的商业不动产项目符合《中华人民共和国证券法（2019 修订）》《中华人民共和国证券投资基金法》《中国证监会、国家发展改革委关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》《公开募集不动产投资信托基金（REITs）尽职调查工作指引（试行）》《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务尽职调查工作指引》《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）》和《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）》附件：《第一号——商业不动产》《公开募集不动产投资信托基金规则适用指引第 2 号——发售业务（试行）》《公开募集不动产投资信托基金（REITs）尽职调查工作指引（试行）》《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》《关于商业不动产投资信托基金试点有关工作的通知》《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》和《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务尽职调查工作指引》等法律法规中关于申请发行

商业不动产证券投资基金具体条件的规定。

以上尽职调查过程及相关结论的得出满足《公开募集不动产投资信托基金（REITs）尽职调查工作指引（试行）》相关要求，有关发行文件及信息披露真实、准确、完整，管理人及财务顾问已针对相关尽职调查内容出具专项报告。

(本页无正文，为《关于<关于华夏保利发展封闭式商业不动产证券投资基金上市及中信证券-保利发展商业不动产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)



华夏基金管理有限公司

2026年4月17日

(本页无正文，为《关于<关于华夏保利发展封闭式商业不动产证券投资基金上市及中信证券-保利发展商业不动产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)

