

中信建投证券股份有限公司

关于上海证券交易所《关于对王府井集团股份有限公司换股吸收合并北京首商集团股份有限公司并募集配套资金暨关联交易预案信息披露的问询函》之核查意见

上海证券交易所：

根据贵所《关于对王府井集团股份有限公司换股吸收合并北京首商集团股份有限公司并募集配套资金暨关联交易预案信息披露的问询函》（上证公函【2021】0201号，以下简称“《问询函》”）的要求，王府井的独立财务顾问中信建投证券股份有限公司（以下简称“独立财务顾问”）本着勤勉尽责、诚实信用的原则，对《问询函》提出的问题进行逐项核查和落实，并回复如下（如无特别说明，本核查意见中所述的词语或简称与《王府井集团股份有限公司换股吸收合并北京首商集团股份有限公司并募集配套资金暨关联交易预案（修订稿）》中“释义”所定义的词语或简称具有相同的含义）：

问题 1、预案披露，王府井拟以发行股票的方式换股吸收合并首商股份，王府井和首商股份的主营业务均为百货零售。请公司补充披露：（1）结合吸并双方的商业模式、门店的物业权属等信息，列举报告期内不同经营模式（自营/联营/租赁等）下的营业收入和净利润及占比，说明公司主要的盈利来源；（2）结合实体零售行业发展现状及趋势，以及两家公司的市场定位、门店分布、商业品牌、供应商渠道和会员数量等核心资源，对比分析换股吸收合并前后情况，进一步说明本次换股吸收合并是否有利于提高上市公司质量，以及未来的整合协同措施。请财务顾问发表意见。

回复：

一、结合吸并双方的商业模式、门店的物业权属等信息，列举报告期内不同经营模式（自营/联营/租赁等）下的营业收入和净利润及占比，说明公司主要

的盈利来源

（一）吸收合并双方的商业模式

王府井和首商股份主要从事商业零售业务，经营模式主要包括联营模式、自营模式和租赁模式，上述三种经营模式均为商业零售行业普遍采用的商业模式。王府井和首商股份按照不同零售业态对旗下门店统一筹划，统一招商，统一运营管理，享受商业零售收益和运营管理收益，其根据门店物业的区域特点、市场环境和消费者需求等因素选择不同的经营模式。

上述商业模式的具体情况如下：

1、联营模式是王府井/首商股份旗下商场与供应商签订联营合同，向供应商提供经营场地，供应商提供商品并拥有商品所有权，王府井/首商股份旗下商场统一收取商品的销售货款，并根据合同约定与供应商分享联营商品的经营利润。联营模式目前仍然是商业零售行业最主要的经营模式。

2、自营模式是王府井/首商股份及其各下属企业选择适合的供应商及商品，自主采购并向消费者销售。自营模式是商业零售行业企业提升经营能力、掌握经营主动权的重要经营模式，未来发展空间较大。

3、租赁模式是王府井/首商股份旗下商场与租用商铺的商户签订租赁合同，将店铺租赁给商户，收入来源为向商户收取的租金。此种模式下商场并非单纯出租场地，而是企业根据市场定位统一进行筹划、招商、运营管理等，其获得的租金收入主要为商业零售有关的运营管理收益。租赁模式是商业零售行业中最适应消费需求变化的经营模式，广泛运用于百货商场、购物中心和奥特莱斯等业态中，且在商业零售行业中的比重逐渐增大。

（二）吸收合并双方的门店物业权属情况

截至 2020 年末，王府井旗下门店的权属情况如下：

门店权属情况	数量	占比	面积（万平方米）	面积占比
自有物业门店	21	38.18%	137.9	41.97%
租赁物业门店	34	61.82%	190.7	58.03%
合计	55	100.00%	328.6	100.00%

截至 2020 年末，首商股份旗下门店的权属情况如下：

门店权属情况	数量	占比	面积（万平方米）	面积占比
自有物业门店	6	40.00%	22.7	33.24%
租赁物业门店	9	60.00%	45.6	66.76%
合计	15	100.00%	68.3	100.00%

注：上述门店不包括专业店共 459 家，建筑面积合计 12.2 万平方米。

王府井和首商股份现有门店的自有物业均不是通过房地产开发取得。

（三）吸收合并双方不同经营模式下的营业收入和净利润及占比、主要的盈利来源

1、王府井

报告期内，王府井不同门店物业权属下（自有物业和租赁物业）各经营模式的营业收入和净利润情况如下：

单位：万元

2020 年 1-9 月					
物业权属类型	经营模式	营业收入	营业收入占比	净利润	净利润占比
自有物业	联营	83,607.54	14.85%	19,301.35	103.80%
	自营	150,129.03	26.66%	7,615.97	40.96%
	租赁	12,353.46	2.19%	-4,826.69	-25.96%
租赁物业	联营	100,526.00	17.85%	10,877.13	58.49%
	自营	126,080.84	22.39%	2,618.73	14.08%
	租赁	20,074.28	3.56%	27.42	0.15%
其他		70,386.98	12.50%	-17,018.89	-91.52%
合计		563,158.14	100.00%	18,595.03	100.00%
2019 年度					
物业权属类型	经营模式	营业收入	营业收入占比	净利润	净利润占比
自有物业	联营	1,041,633.29	38.88%	58,408.99	61.80%
	自营	173,939.16	6.49%	15,464.48	16.36%
	租赁	47,994.23	1.79%	-2,892.43	-3.06%
租赁物业	联营	1,064,150.16	39.72%	34,382.56	36.38%
	自营	213,302.62	7.96%	6,379.86	6.75%
	租赁	47,993.78	1.79%	214.05	0.23%
其他		89,870.83	3.35%	-17,445.96	-18.46%
合计		2,678,884.07	100.00%	94,511.55	100.00%
2018 年度					
物业权属类型	经营模式	营业收入	营业收入占比	净利润	净利润占比
自有物业	联营	1,029,946.70	38.56%	67,741.91	55.25%

	自营	171,314.43	6.41%	15,272.70	12.46%
	租赁	28,076.57	1.05%	-2,783.51	-2.27%
租赁物业	联营	1,093,947.34	40.95%	40,523.90	33.05%
	自营	191,446.66	7.17%	6,670.31	5.44%
	租赁	40,437.37	1.51%	894.31	0.73%
其他		115,946.98	4.34%	-5,699.56	-4.65%
合计		2,671,116.05	100.00%	122,620.06	100.00%

注 1：由于王府井自 2020 年起采用新收入准则，联营模式下营业收入由“总额法”变更为“净额法”核算，故其 2020 年 1-9 月的营业收入总额不具有可比性。

注 2：2020 年 1-9 月“其他”类别中的净利润为-17,018.89 万元，主要系当期其他非流动金融资产公允价值变动等因素影响所致。

由上表可知，2018 年、2019 年及 2020 年 1-9 月，王府井自有物业中通过联营模式产生的营业收入占比分别为 38.56%、38.88%和 14.85%，净利润占比分别为 55.25%、61.80%和 103.80%；王府井租赁物业中通过联营模式产生的营业收入占比分别为 40.95%、39.72%和 17.85%，净利润占比分别为 33.05%、36.38%和 58.49%。因此，王府井主要的盈利来源为联营模式产生的收入和盈利。

2018 年、2019 年及 2020 年 1-9 月，王府井自有物业中通过租赁模式产生的营业收入占比分别为 1.05%、1.79%和 2.19%，净利润占比分别为-2.27%、-3.06%和-25.96%，收入和净利润占比较小，且此种模式下商场并非单纯出租场地，而是企业根据市场定位统一进行筹划、招商、运营管理等，其获得的租金收入主要为商业零售有关的运营管理收益，广泛运用于商业零售行业的各业态中，是商业零售行业的通行做法，不构成房地产开发和运营。

2、首商股份

报告期内，首商股份不同门店物业权属下（自有物业和租赁物业）各经营模式的营业收入和净利润情况如下：

单位：万元

2020 年 1-9 月					
物业权属类型	经营模式	营业收入	营业收入占比	净利润	净利润占比
自有物业	联营	13,507.81	6.20%	-2,178.46	18.26%
	自营	-	0.00%	-	0.00%
	租赁	7,373.47	3.38%	-244.33	2.05%
租赁物业	联营	58,040.70	26.63%	-8,488.52	71.14%

	自营	87,967.96	40.36%	-4,065.29	34.07%
	租赁	36,174.62	16.60%	3,537.15	-29.64%
其他		14,887.12	6.83%	-493.31	4.13%
合计		217,951.69	100.00%	-11,932.75	100.00%

2019 年度

物业权属类型	经营模式	营业收入	营业收入占比	净利润	净利润占比
自有物业	联营	110,934.66	11.16%	3,324.60	6.72%
	自营	-	0.00%	-	0.00%
	租赁	7,405.94	0.74%	221.95	0.45%
租赁物业	联营	591,162.84	59.45%	17,716.55	35.81%
	自营	171,558.17	17.25%	1,524.03	3.08%
	租赁	68,179.70	6.86%	25,332.07	51.20%
其他		45,160.92	4.54%	1,353.43	2.74%
合计		994,402.23	100.00%	49,472.62	100.00%

2018 年度

物业权属类型	经营模式	营业收入	营业收入占比	净利润	净利润占比
自有物业	联营	117,612.16	11.68%	3,493.62	7.38%
	自营	-	0.00%	-	0.00%
	租赁	6,037.63	0.60%	179.35	0.38%
租赁物业	联营	612,509.76	60.82%	18,194.36	38.41%
	自营	160,482.29	15.93%	125.49	0.26%
	租赁	67,490.46	6.70%	24,100.66	50.88%
其他		43,004.39	4.27%	1,277.43	2.70%
合计		1,007,136.70	100.00%	47,370.91	100.00%

注：由于首商股份自 2020 年起采用新收入准则，联营模式下营业收入由“总额法”变更为“净额法”核算，故其 2020 年 1-9 月的营业收入总额不具有可比性。

由上表可知，受新冠肺炎疫情等因素的影响，2020 年 1-9 月首商股份亏损 11,932.75 万元。2018 年和 2019 年，首商股份自有物业及租赁物业中通过联营模式产生的营业收入合计占比分别为 72.50%、70.61%，净利润合计占比分别为 45.79%、42.53%；首商股份租赁物业中通过租赁模式产生的营业收入占比分别为 6.70%、6.86%，净利润占比分别为 50.88%、51.20%。因此，首商股份主要的盈利来源为联营模式以及租赁物业下的租赁模式产生的收入和盈利。

2018 年、2019 年及 2020 年 1-9 月，首商股份自有物业中通过租赁模式产生的营业收入占比分别为 0.60%、0.74%和 3.38%，净利润占比分别为 0.38%、0.45%和 2.05%，收入和净利润占比较小，且此种模式下商场并非单纯出租场地，而是

企业根据市场定位统一进行筹划、招商、运营管理等，其获得的租金收入主要为商业零售有关的运营管理收益，广泛运用于商业零售行业的各业态中，是商业零售行业的通行做法，不构成房地产开发和运营。

(四) 吸收合并双方房地产开发业务情况

1、王府井

截至本核查意见出具日，王府井及其合并报表范围内的子公司中，共有 6 家公司营业执照上列示的经营经营范围包括“房地产开发”，其中北京王府井发展置业有限公司、贵阳国贸春天房地产开发有限公司具备房地产开发业务资质，具体情况如下：

公司名称	营业执照上列示的经营 范围是否包括“房地产开发”	是否具备房地 产开发业务资质
北京王府井发展置业有限公司	是	是
贵阳国贸春天房地产开发有限公司	是	是
北京春天房地产开发有限公司	是	否
山西能投王府井奥特莱斯有限公司	是	否
西安西恩温泉奥特莱斯文化旅游有限公司	是	否
新乡王府井商业管理有限责任公司	是	否

虽然上述 6 家公司的营业执照经营范围中列示了“房地产开发”，其中 2 家还持有房地产开发业务资质，但该等公司在报告期内均未实际从事房地产开发业务。

对于北京王府井发展置业有限公司，王府井将在中国证监会受理本次交易的申报材料前，对外转让王府井所持其全部股权，或者办理完成其营业执照经营范围中删除“房地产开发”的变更登记手续并注销其所持有的房地产开发业务资质；对于上述其他 5 家公司，王府井将在中国证监会受理本次交易的申报材料前，办理完成其营业执照经营范围中删除“房地产开发”的变更登记手续，注销贵阳国贸春天房地产开发有限公司所持有的房地产开发业务资质。

王府井的主营业务为商业零售，与房地产开发无关。除上述情况外，截至本核查意见出具日，王府井及其合并报表范围内的子公司均不具备房地产开发业务资质，经营范围均不包含“房地产开发”等相关业务，且均不存在待开发的住宅及商业用地。王府井自有物业下的租赁模式并非单纯出租场地，而是企业根据市

场定位统一进行筹划、招商、运营管理等，其获得的租金收入主要为商业零售有关的运营管理收益，广泛运用于商业零售行业的各业态中，是商业零售行业的通行做法，不构成房地产开发和运营。

2、首商股份

首商股份的主营业务为商业零售，与房地产开发无关。截至本核查意见出具日，首商股份及其合并报表范围内的子公司均不具备房地产开发业务资质，经营范围均不包含“房地产开发”等相关业务，且均不存在待开发的住宅及商业用地。首商股份自有物业下的租赁模式并非单纯出租场地，而是企业根据市场定位统一进行筹划、招商、运营管理等，其获得的租金收入主要为商业零售有关的运营管理收益，广泛运用于商业零售行业的各业态中，是商业零售行业的通行做法，不构成房地产开发和运营。

二、结合实体零售行业发展现状及趋势，以及两家公司的市场定位、门店分布、商业品牌、供应商渠道和会员数量等核心资源，对比分析换股吸收合并前后情况，进一步说明本次换股吸收合并是否有利于提高上市公司质量，以及未来的整合协同措施

（一）实体零售行业发展现状及趋势

1、实体零售行业整体发展现状

近年来，国际政治和经济环境错综复杂，外部环境不确定因素增大，2020年新冠肺炎疫情的爆发及错综复杂的国际形势对中国经济的发展带来了挑战，但中国经济仍保持了稳健的发展态势。在我国日渐成熟的经济模式下，消费已成为经济稳定运行的压舱石。长期以来，零售行业持续发挥促进消费升级、推动经济高质量发展的重要作用，其业态结构近年来不断优化，融合发展日益加深。在消费升级的助推下，零售行业的新业态、新模式不断涌现，线上零售规模持续扩大，线上线下融合不断加强，零售行业呈现产业链数字化、渠道多元化等发展趋势。为了适应消费者需求的变化，零售行业企业不断创新经营模式，提升服务品质，回归零售本质，推动行业转型升级；与此同时，行业竞争也日趋激烈，经营专业度不断提升，优势企业将拥有更多发展机遇。

2、主要实体零售业态发展现状

（1）百货零售发展现状

目前，我国百货零售企业总体呈现“全国分散，地区集中”的特点。2010-2019年，我国限额以上百货零售法人企业由 4,708 家增长至 5,908 家，年复合增长率为 2.55%。

国内尚未出现企业规模、销售额等方面占据绝对优势的全国性企业。同时，受经济总量和居民可支配收入的影响，国内不同区域社会消费品零售总额的规模差异仍较大。经济较发达地区，其社会消费品零售总额规模较大，百货零售行业也更为发达。按照行业惯例，百货零售企业的选址规律一般倾向于选取地处城市繁华区、交通要道、靠近居民居住区的位置，由此也形成了百货零售企业区域性集中的特点。

（2）购物中心发展现状

目前，购物中心数量持续增长，发展势头迅猛。根据智研咨询整理统计，近年来中国每年新建购物中心数量逐年增加，2018 年中国每年新建购物中心数量为 530 家，较 2017 年增加了 26 家；2019 年中国每年新建购物中心数量为 982 家，较 2018 年增加了 452 家，购物中心正呈现蓬勃发展势头。我国购物中心目前仍主要由商业零售企业运营，其通过购买物业、租赁物业或已有商场转型等方式开展业务，由房地产企业运营的购物中心项目相对较少。

同时，我国购物中心的市場集中度较低，不同城市竞争格局有较大差异。目前全国范围内尚未形成具有较高市场地位或垄断地位的购物中心，集中度较低。不同城市的购物中心竞争格局具有明显的差异性，其中一线城市的购物中心竞争最为激烈，市区购物中心、社区购物中心、城郊购物中心多层次发展，并涌现出一些优质购物中心。二、三线城市的购物中心竞争较为缓和，集中于市、区级商业中心，商圈半径一般辐射到本省市。

（3）奥特莱斯发展现状

目前，我国奥莱业态仍处于发展扩张的黄金窗口期。从经营情况来看，奥特莱斯坪效显著高于其他业态，其打造的大型综合体验式购物，符合中产阶级消费

升级和家庭式消费需求，在线下百货消费疲软的背景下，奥莱业态有望逆势上行。

3、实体零售行业发展趋势

（1）行业整合加速

近年来零售行业兼并收购大幅增加，行业整合加速。一方面，互联网龙头大规模向线下渗透，大多通过参股或者控股拥有成熟销售渠道和明显区位优势实体零售企业，实现线下扩张常态化，线上线下的融合开始从资本性融合向业务性融合迈入；另一方面，实体零售价值凸显，优质的线下零售品牌能够得到资本市场的充分认可。

（2）全面转型并积极推进线上线下全渠道零售融合

多年来，中国网络零售市场交易规模保持较快增长态势，但增速有所放缓，纯电商企业发展遇到瓶颈，积极布局线下业务。实物商品网上零售额由 2015 年的 3.24 万亿增长至 2019 年的 8.52 万亿，占社会消费品零售总额的比例由 10.77% 提升至 20.89%，但同比增速由 2015 年的 31.60% 降低至 2019 年的 19.50%，呈现出增速放缓的趋势。此外，线上引流等成本逐年上升，获新客成本急速上升，互联网进入流量红利末期。

面对双线融合的发展趋势，实体零售企业积极开展多渠道营销，推动线上线下全渠道零售融合。通过打通实体店、线上网站、移动端网站、移动端 APP，实现产品体系的整合，为顾客在消费全过程提供更贴心的购物体验。实体零售与网络电商正逐步从独立、对抗走向融合、协作，深度融合是优势互补、实现共赢的发展方向。

（3）百货业态转型愈加明显，购物中心和奥莱业态加速发展

分零售业态来看，百货业态存量转型提升趋势愈加明显，经营者通过不断提高智能化、数字化水平赋予顾客更多体验，重塑供应链提供符合顾客需求的高性价比商品，个性化定制服务和精准营销应对消费者分级带来的变化，从而赋予业态新的生命力；另一方面，近年来购物中心及奥莱业态加速发展，正在成为零售市场的主力业态。

(二) 本次交易前后吸收合并双方核心资源的对比分析，本次换股吸收合并有利于提高存续上市公司质量

本次交易前后吸收合并双方核心资源的对比分析如下：

核心资源	王府井	首商股份	本次交易后
市场定位	王府井的业务涵盖了百货、购物中心、奥特莱斯、超市、免税五大业态。根据消费趋势和不同地区的消费特点，王府井将各业态下的门店进行了定位细分：有“精品百货”、“流行百货”、“社区服务中心”，也有“城市奥莱”、“小镇奥莱”，同时还有“区域购物中心”、“商务购物中心”等；此外，王府井在免税业务方面正积极推进离岛免税、市内免税、口岸免税、岛内免税等项目的落地。	首商股份的业务涵盖了百货、购物中心、奥特莱斯和专业店四大主力业态，目前主要业绩驱动是奥特莱斯和购物中心业态。首商股份正积极拓展与供应商深度合作，开展跨界合作，充分利用线上平台提供有竞争力的商品与服务，增强与会员顾客的线上互动，努力打造生活方式服务业平台。	存续公司将持续聚焦零售主业，在商业零售各业态中实现资源互补和渠道共享，实现联动增效，并积极推进线上线下全渠道零售融合，将存续公司打造成为具有国际水准、国内一流的现代商业零售企业集团。
门店分布	截至 2020 年末，王府井在全国七大经济区域 32 个城市共运营 55 家门店（不含超市），其中包括 31 家百货门店、17 家购物中心和 7 家大型奥特莱斯门店。王府井在北京地区拥有 4 家百货门店，1 家奥特莱斯门店，1 家购物中心门店，其门店大多分布在京外地区。	首商股份门店分布以北京市内为主，截至 2020 年末，首商股份 15 家主营门店（不含专业店）中有 11 家位于北京；同时，近年来首商股份积极开拓其他区域市场，布局天津、成都、兰州、乌鲁木齐等大中城市。	存续公司门店数量增加，区域分布更加广泛，存续公司在北京乃至全国的市场份额和影响力将得到进一步提升。
商业品牌	王府井起源于有“新中国第一店”之称的北京市百货大楼，已成为全国规模最大、业态最全的大型商业零售集团之一。王府井拥有“王府井百货”、“王府井购物中心”、“王府井奥莱”、“赛特奥莱”、“王府井首航”、“王府井吉选”、“王府井免税”、“Luxemporium”等多个知名品牌和商标。	首商股份是北京乃至全国具有较强区域优势和突出影响力的大型商业企业集团，拥有“燕莎商城”、“燕莎奥莱”、“西单商场”、“贵友大厦”、“新燕莎商业”、“友谊商店”、“法雅公司”等商业品牌。	吸收合并双方均是北京市国有企业，均拥有享誉全国的著名商业零售品牌。本次换股吸收合并能实现强强联合，提升存续公司在商业零售行业的品牌竞争力。
供应商渠道	王府井与超过 5,000 家国内外知名零售品牌商、功能服务合作商形成了长期稳定、互利共	首商股份拥有稳定的供应商资源优势，与国际、国内众多知名品牌都有	存续公司能够有效整合吸收合并双方共同的优质供应商资源，提高与供

	赢的合作关系,覆盖 25 个重点大类, 其中国际知名品牌、国内连锁品牌超过 500 个。	长期合作,首商股份拥有上千家优质供应商资源,可以满足消费者全方位、全客层的购物需求,并提供良好的购物体验。	应商的议价能力,并通过供应商的统一管理实现成本协同,提高供应商渠道整合能力,有效提升存续公司的经营效率和市场影响力。
会员数量	王府井构建了全渠道顾客运营体系,截至 2020 年末,王府井拥有超过 1,337 万的会员。	首商股份努力提升会员多维体验和市场价值,截至 2020 年末,首商股份拥有超过 264 万的会员。	存续公司能够有效整合吸收合并双方的会员顾客资源和营销资源,会员数量将显著提升,有助于扩大存续公司在北京地区乃至全国的市场份额和影响力。

根据上表分析,本次交易完成后,存续公司将持续聚焦零售主业,明确自身市场定位;同时,通过吸收合并双方在门店分布、商业品牌、供应商渠道和会员数量等方面已有资源的整合,存续公司的商业品牌竞争力、经营效率和市场影响力将得到有效提升。本次交易有助于扩大存续公司在全国地区的商业布局,扩大在北京地区乃至全国的市场份额,有利于发挥协同效应,提高经营规模,实现优势互补,促进各项业务的协同发展,提升企业持续盈利能力和整体价值,巩固行业地位,打造具有国际水准、国内一流的现代商业零售企业集团,有利于提高存续上市公司质量。

(三) 未来的整合协同措施

本次换股吸收合并完成后,存续公司将在业务、资产、财务及日常管理体系、人员及机构等方面采取有效的整合协同措施,具体如下:

1、业务整合

本次换股吸收合并完成后,存续公司的零售业态将得到进一步完善,存续公司将继续充分发挥合并双方品牌优势,整合营销资源、顾客资源和供应商渠道,提高招商能力,整合双方业务信息系统,进一步加强数字化平台建设,进行线上资源共享。吸收合并双方的各项业务之间将互补、协同发展,从而增强存续公司的盈利能力和行业竞争力。

2、资产整合

本次换股吸收合并完成后，存续公司将进一步优化配置资产，并充分利用吸收合并双方现有平台优势和资金优势支持各项业务的发展，提高吸收合并双方各项资产的使用效率，扩大存续公司业务规模，提高经营业绩。

3、财务及日常管理体系整合

本次换股吸收合并完成后，存续公司将根据相关法律法规的规定及经营的需要，进一步加强财务方面的内控建设和管理，进一步完善公司治理和内部控制制度，统一会计政策、财务管理制度和会计核算体系，提高存续公司整体的财务合规性和资金运用效率。同时，存续公司将通过管理体系整合来提高整体的管理效率，实现内部资源的统一管理和优化配置，增强管理控制的协调性，降低成本费用，实现降本增效。

4、人员及机构整合

本次换股吸收合并完成后，存续公司将进行人员与机构的整合，存续公司将根据业务运营和管理需要，集合双方人才优势，建立科学合理的管控体系和分工协作的业务架构。在实现经营管理团队整合后，通过相互吸收、借鉴经营管理经验，存续公司将有效提升经营管理能力，降低内部管理成本，实现管理协同；并通过进一步优化激励机制，充分发挥管理团队和员工的积极性，确保存续公司长远战略目标的实现。

三、核查意见

经核查，本独立财务顾问认为：王府井主要的盈利来源为联营模式产生的收入和盈利，首商股份主要的盈利来源为联营模式以及租赁物业下的租赁模式产生的收入和盈利；本次换股吸收合并完成后，存续公司将在业务、资产、财务及日常管理体系、人员及机构等方面采取有效的整合协同措施；本次交易有利于整合吸收合并双方的核心资源，发挥协同效应，提升企业持续盈利能力和整体价值，有利于提高存续上市公司质量。

问题 2、预案披露，本次换股吸收合并中，王府井换股价格为换股吸收合并定价基准日前 20 个交易日的股票交易均价，首商股份换股价格在定价基准日前

20个交易日股票交易均价的基础上溢价20%。首旅集团为王府井和首商股份的异议股东提供现金选择权。同时，首商股份异议股东现金选择权的价格无溢价率安排，低于换股价格。请公司补充披露：（1）结合市场可比交易案例，说明首商股份以定价基准日前20个交易日交易均价确定换股价基础的合理性，以及20%溢价的主要考虑；（2）结合首旅集团的资金状况、融资能力等因素，说明其支付能力是否存在不确定性；（3）说明首商股份现金选择权价格低于换股价格的原因及合理性；（4）相关定价安排是否充分保护中小股东权益。请财务顾问发表意见。

回复：

一、结合市场可比交易案例，说明首商股份以定价基准日前20个交易日交易均价确定换股价基础的合理性，以及20%溢价的主要考虑

（一）以换股吸收合并的定价基准日前20个交易日交易均价确定换股价基础的合理性分析

1、以换股吸收合并的定价基准日前20个交易日交易均价作为定价基础符合《重组管理办法》的规定

根据《重组管理办法》的规定，“上市公司发行股份的价格不得低于市场参考价的90%。市场参考价为本次发行股份购买资产的董事会决议公告日前20个交易日、60个交易日或者120个交易日的公司股票交易均价之一”，换股吸收合并涉及上市公司的，上市公司的股份定价及发行按照前述规定执行。

本次换股吸收合并的定价基准日为2021年1月30日（吸收合并双方首次董事会决议公告日），王府井换股价格为换股吸收合并的定价基准日前20个交易日的股票交易均价，即33.54元/股。首商股份换股价格以换股吸收合并的定价基准日前20个交易日的股票交易均价8.51元/股为基础，并在此基础上给予20%的溢价率确定，即10.21元/股。上述定价方法符合《重组管理办法》的有关要求。

2、以换股吸收合并的定价基准日前20个交易日交易均价作为定价基础能反映吸收合并双方最新的股价情况

王府井和首商股份股票自2021年1月18日起因筹划重大资产重组停牌，王

王府井停牌前 1 个交易日的收盘价为 31.95 元/股，首商股份停牌前 1 个交易日的收盘价为 8.35 元/股，王府井和首商股份可供选择的市場参考价格与其停牌前 1 个交易日收盘价的对比情况如下表所示：

项目	王府井	首商股份	王府井市场参考价格与停牌前收盘价的差异率	首商股份市场参考价格与停牌前收盘价的差异率
换股吸收合并的定价基准日前 20 个交易日的股票交易均价（元/股）	33.54	8.51	4.98%	1.92%
换股吸收合并的定价基准日前 60 个交易日的股票交易均价（元/股）	35.38	10.09	10.74%	20.84%
换股吸收合并的定价基准日前 120 个交易日的股票交易均价（元/股）	46.56	10.37	45.73%	24.19%

由上表可知，在可供选择的市場参考价格中，吸收合并双方在换股吸收合并的定价基准日前 20 个交易日的股票交易均价与其停牌前 1 个交易日收盘价的差异率最小，最能反映换股吸收合并的定价基准日前股价的最新情况，因此能够较好地体现并维护吸收合并双方股东的利益。

3、以换股吸收合并的定价基准日前 20 个交易日交易均价作为定价基础符合市场惯例

2014 年以来，A 股上市公司换股吸收合并 A 股上市公司交易案例的定价基础如下表所示：

交易类型	交易名称	换股吸收合并双方的定价基础
A 吸并 A	城发环境吸并启迪环境	定价基准日前 20 个交易日的股票交易均价
A 吸并 A	大连港吸并营口港	定价基准日前 20 个交易日的股票交易均价
A 吸并 A	美的集团吸并小天鹅 A	定价基准日前 20 个交易日的股票交易均价
A 吸并 A	宝钢股份吸并武钢股份	定价基准日前 20 个交易日的股票交易均价
A 吸并 A	长城电脑吸并长城信息	定价基准日前 120 个交易日的股票交易均价
A 吸并 A	中国南车吸并中国北车	定价基准日前 20 个交易日的股票交易均价
A 吸并 A	百视通吸并东方明珠	定价基准日前 20 个交易日的股票交易均价

注：因为《上市公司重大资产重组管理办法（2014 年修订）》中将市場参考价格由首次董事会决议公告日前 20 个交易日调整为首次董事会决议公告日前 20 个交易日、60 个交易日或者 120 个交易日的公司股票交易均价之一，故上述可比案例为 2014 年及之后的 A 股上市公司换股吸收合并 A 股上市公司的交易。

由上表可知，2014 年以来 A 股上市公司换股吸收合并 A 股上市公司的交易案例多以定价基准日前 20 个交易日的股票交易均价作为换股价格的定价基础，

本次交易的定价基础与大多数可比案例一致，符合市场惯例。

综上所述，本次交易以换股吸收合并的定价基准日前 20 个交易日的股票交易均价作为定价基础，符合相关法律法规和规范性文件的要求，反映了王府井和首商股份在换股吸收合并的定价基准日前股价的最新情况，且符合市场可比案例的操作惯例，具有合理性。

（二）在首商股份换股吸收合并的定价基准日前 20 个交易日的股票交易均价基础上给予 20%溢价的主要考虑

本次交易中，首商股份的换股价格较换股吸收合并的定价基准日前 20 个交易日的股票交易均价溢价 20%，系充分参照同行业可比公司的估值水平、可比交易的换股溢价率水平，并综合考虑本次交易情况及各方股东利益而设定。

1、首商股份换股价格的设定符合同行业可比公司的估值水平

首商股份属于申银万国行业划分标准的“百货”行业上市公司，其同行业可比公司的市盈率、市净率、企业价值比率等估值水平情况如下表所示：

证券代码	证券简称	2019 年度市盈率 (倍)	2019 年度市净率 (倍)	2019 年度企业价值 比率(倍)
000417.SZ	合肥百货	24.28	0.98	4.16
000501.SZ	鄂武商 A	6.73	0.87	5.06
000715.SZ	中兴商业	12.08	1.26	5.26
002187.SZ	广百股份	23.52	0.96	3.48
002277.SZ	友阿股份	14.54	0.68	11.23
002419.SZ	天虹股份	10.80	1.34	3.10
002561.SZ	徐家汇	13.82	1.28	5.89
600693.SH	东百集团	11.46	1.54	9.00
600814.SH	杭州解百	16.52	1.52	3.40
600828.SH	茂业商业	4.96	0.93	4.38
600857.SH	宁波中百	45.00	2.81	27.05
600865.SH	百大集团	13.95	1.52	8.56
601010.SH	文峰股份	16.00	1.12	6.96
601086.SH	国芳集团	23.06	1.44	8.33
603101.SH	汇嘉时代	48.40	1.11	9.33
603123.SH	翠微股份	19.26	1.06	10.12
最大值		48.40	2.81	27.05
第三四分位数		23.17	1.46	9.08
平均值		19.02	1.27	7.83

中位数	15.27	1.19	6.43
第一四分位数	11.93	0.97	4.33
最小值	4.96	0.68	3.10
首商股份(以本次换股价格为基础进行测算)	16.90	1.57	6.02

注 1：以上可比公司已剔除申银万国“百货”行业分类下 2019 年度市盈率为负或存在明显异常（超过 100 倍）的企业，且未包括王府井和首商股份。

注 2：2019 年度市盈率=2021 年 1 月 15 日收盘价/2019 年度归属于母公司股东的每股收益；对于首商股份，则以本次换股价格代替 2021 年 1 月 15 日收盘价进行测算。

注 3：2019 年度市净率=2021 年 1 月 15 日收盘价/2019 年度归属于母公司股东的每股净资产；对于首商股份，则以本次换股价格代替 2021 年 1 月 15 日收盘价进行测算。

注 4：2019 年度企业价值比率=（2021 年 1 月 15 日收盘价*截至 2021 年 1 月 15 日上市公司的总股本+2019 年末有息负债+2019 年末优先股+2019 年末少数股东权益-2019 年末货币资金）/（2019 年度利润总额+2019 年度计入财务费用的利息支出+2019 年度折旧摊销）；对于首商股份，则以本次换股价格代替 2021 年 1 月 15 日收盘价进行测算。

数据来源：上市公司年度报告。

本次换股吸收合并中，首商股份的换股价格为 10.21 元/股，以此为基础测算，对应首商股份 2019 年市盈率为 16.90 倍，2019 年市净率为 1.57 倍，2019 年企业价值比率为 6.02 倍，均处于同行业可比公司估值区间内，且与同行业平均值和中位数相比不存在重大差异。

2、首商股份换股价格的设定已充分参照市场可比交易的换股溢价率水平

在 A 股上市公司作为被吸并方的吸收合并可比交易中，被吸并方换股价格较定价基准日前 20 个交易日股票交易均价的溢价率区间为-33.56%至 68.71%，具体情况如下表所示：

交易类型	交易名称	被吸并方定价基准日前 20 个交易日股票交易均价（元/股）	被吸并方换股价格（元/股）	被吸并方换股溢价率
A 吸并 A	城发环境吸并启迪环境	6.90	7.59	10.00%
A 吸并 A	大连港吸并营口港	2.16	2.59	20.00%
A 吸并 A	美的集团吸并小天鹅 A	46.28	50.91	10.00%
A 吸并 A	宝钢股份吸并武钢股份	2.86	2.58	-10.00%
A 吸并 A	长城电脑吸并长城信息	36.26	24.09	-33.56%
A 吸并 A	中国南车吸并中国北车	5.92	6.19	4.56%
A 吸并 A	百视通吸并东方明珠	10.63	10.63	0.00%
A 吸并 A	中国医药吸并天方药业	6.39	6.39	0.00%
A 吸并 A	广州药业吸并白云山	11.55	11.55	0.00%
A 吸并 A	济南钢铁吸并莱钢股份	7.18	8.35	16.27%

交易类型	交易名称	被吸并方定价 基准日前 20 个 交易日股票交 易均价 (元/股)	被吸并方换 股价格 (元/股)	被吸并方换 股溢价率
A 吸并 A	友谊股份吸并百联股份	13.53	13.53	0.00%
A 吸并 A	盐湖钾肥吸并盐湖集团	25.46	25.46	0.00%
A 吸并 A	唐钢股份吸并邯郸钢铁	4.10	4.10	0.00%
A 吸并 A	唐钢股份吸并承德钒钛	5.76	5.76	0.00%
A 吸并 A	上海医药吸并中西药业	11.36	11.36	0.00%
A 吸并 A	上海医药吸并上实医药	19.07	19.07	0.00%
A 吸并 A	东方航空吸并上海航空	5.50	6.88	25.00%
A 吸并 A	新湖中宝吸并新湖创业	7.11	7.11	0.00%
A 吸并 A	攀钢钢钒吸并攀渝钛业	14.14	17.08	20.79%
A 吸并 A	攀钢钢钒吸并长城股份	6.50	7.85	20.79%
H 吸并 A	龙源电力吸并平庄能源	3.50	3.85	10.00%
H 吸并 A	中国能源吸并葛洲坝	6.04	8.76	45.00%
H 吸并 A	中国外运吸并外运发展	16.91	20.63	22.00%
H 吸并 A	广汽集团吸并广汽长丰	12.65	14.55	15.00%
H 吸并 A	中交股份吸并路桥建设	11.81	14.53	23.03%
H 吸并 A	金隅股份吸并太行水泥	10.09	10.80	7.04%
H 吸并 A	上海电气吸并上电股份	26.65	35.00	31.33%
H 吸并 A	中国铝业吸并山东铝业	15.84	20.81	31.38%
H 吸并 A	中国铝业吸并兰州铝业	9.26	11.88	28.29%
H 吸并 A	潍柴动力吸并湘火炬	4.88	5.80	18.85%
非上市吸并 A	招商蛇口吸并招商地产 A	28.22	38.10	35.01%
非上市吸并 A	招商公路吸并华北高速	4.73	5.93	25.00%
非上市吸并 A	温氏集团吸并大华农	8.33	13.33	60.00%
非上市吸并 A	申银万国吸并宏源证券	8.30	9.96	20.00%
非上市吸并 A	美的集团吸并美的电器	9.46	15.96	68.71%
被吸并方换股溢价率最大值				68.71%
被吸并方换股溢价率第三四分位数				24.02%
被吸并方换股溢价率平均值				14.99%
被吸并方换股溢价率中位数				15.00%
被吸并方换股溢价率第一四分位数				0.00%
被吸并方换股溢价率最小值				-33.56%
本次换股吸收合并首商股份的换股溢价率				20.00%

注:长城电脑吸并长城信息的可比交易以定价基准日前 120 个交易日的股票交易均价作为定价基础。上表统计中,考虑到数据的统一性,重新测算了该交易中被吸并方定价基准日前 20 个交易日的股票交易均价,系 36.26 元/股,以便对比与分析。

数据来源:上市公司公告。

本次交易中,首商股份换股价格较换股吸收合并的定价基准日前 20 个交易日股票交易均价溢价 20%,处于可比交易被吸并方换股溢价率第一四分位数和第

三四分位数之间，符合市场惯例。

综上所述，本次换股吸收合并中，首商股份换股价格的设定符合同行业可比公司的估值水平，且相关溢价率水平符合市场惯例，具有合理性。

二、结合首旅集团的资金状况、融资能力等因素，说明其支付能力是否存在不确定性

1、首旅集团的资金状况

首旅集团经营情况和资金状况良好，其母公司层面截至 2020 年 9 月末和 2019 年末的货币资金分别为 55.94 亿元（未经审计）和 23.53 亿元（经审计），资金储备充足。

2、首旅集团的融资能力

首旅集团的银行授信额度充足，融资能力良好。截至 2020 年末，各商业银行给予首旅集团母公司的贷款授信额度合计为 219.00 亿元，其中已使用贷款授信额度为 57.60 亿元，未使用贷款授信额度为 161.40 亿元。

3、首旅集团能够覆盖其需要向王府井和首商股份异议股东支付的现金对价上限

截至本核查意见出具日，由于王府井和首商股份尚未召开关于本次交易的股东大会，目前暂无法准确统计换股吸收合并双方异议股东的具体持股情况。假设王府井、首商股份的股东大会审议通过本次交易方案的相关议案及逐项表决的各项子议案和关于本次换股吸收合并双方签订合并协议的相关议案（即获得出席股东大会的非关联股东所持有效表决权股份总数的三分之二以上通过），则王府井和首商股份异议股东的最大持股数量、以及收购请求权和现金选择权相应的现金对价上限如下表所示：

项目	异议股东的最大持股数量	收购请求权/现金选择权价格	收购请求权/现金选择权相应的现金对价上限
王府井	189,321,337 股	33.54 元/股	63.50 亿元
首商股份	91,476,451 股	8.51 元/股	7.78 亿元
合计	-	-	71.28 亿元

注 1：截至本核查意见出具日，首旅集团持有王府井股票 208,286,337 股，持有首商股份股票 383,978,201 股。王府井和首商股份召开关于本次交易的股东大会时，首旅集团作为关联股东

将回避表决，因此上表测算时剔除了首旅集团的持股数量。假设除首旅集团外的其他股东均参与投票表决（即王府井参与投票的股东持股数量为 567,964,013 股，首商股份参与投票的股东持股数量为 274,429,353 股），异议股东的最大持股数量应不超过上述参与投票的股东持股数量的三分之一。

注 2: 假设王府井和首商股份自换股吸收合并的定价基准日起至收购请求权/现金选择权实施日（包括首尾两日），未发生派送现金股利、股票股利、资本公积转增股本、配股等除权除息事项，且收购请求权/现金选择权价格未进行过调整。

由以上测算可知，本次交易中首旅集团需要支付的收购请求权和现金选择权相应的现金对价上限为 71.28 亿元。首旅集团母公司层面截至 2020 年 9 月末和 2019 年末的货币资金分别为 55.94 亿元（未经审计）和 23.53 亿元（经审计），且首旅集团母公司未使用的贷款授信额度为 161.40 亿元，能够覆盖上述现金对价上限。

4、首旅集团资信情况良好

首旅集团是北京市国有骨干企业，是以旅游商贸服务业及相关产业为核心，围绕首都北京战略定位和国有资本投资公司功能属性，实施战略管理、资本运营和风险控制，在首都旅游商贸服务业中承担产业集聚和转型升级、优化国有资本结构布局使命的国有资本战略性投资运营集团。首旅集团是引领北京旅游商贸服务产业发展的核心载体，是北京市重大服务保障任务的重要抓手，是国有资本市场化运作的专业平台，是国有资本授权经营体制改革的示范标杆，拥有强大的市场影响力和市场美誉度，在资本市场中保持良好的信用记录。

综上所述，首旅集团资金状况良好，银行授信额度充足，能够覆盖其需要向王府井和首商股份异议股东支付的现金对价上限，且资信情况良好。同时，本次交易旨在优化首旅集团及北京市国有商业板块的产业布局，已经获得北京市国资委的批复同意。因此，首旅集团的支付能力不存在不确定性。

三、说明首商股份现金选择权价格低于换股价格的原因及合理性

（一）首商股份现金选择权能够给予投资者充分保障

本次交易中，首商股份换股价格以换股吸收合并的定价基准日前 20 个交易日的股票交易均价为基础，并在此基础上给予 20% 的溢价率确定，即 10.21 元/股；首商股份异议股东现金选择权价格为首商股份股票停牌前 20 个交易日（即换股吸收合并的定价基准日前 20 个交易日）股票交易均价，即 8.51 元/股。首商

股份现金选择权价格低于换股价格，与市场参考价格相同。

本次交易中，首商股份异议股东的现金选择权价格与市场参考价相同，如后续首商股份股价向下波动，首商股份异议股东可通过行使现金选择权实现退出；如后续首商股份股价向上波动，首商股份异议股东可通过在二级市场出售股票实现退出。因此，采用该种定价方式能够给予首商股份行使现金选择权的异议股东充分的保障。

（二）首商股份现金选择权价格的确定方式符合市场惯例

本次交易中，首商股份异议股东现金选择权的价格设定参考了可比交易。在A股上市公司作为被吸并方的吸收合并可比交易中，被吸并方现金选择权价格的设置情况如下：

交易类型	交易名称	被吸并方定价基准日前20个交易日股票交易均价（元/股）	被吸并方现金选择权价格（元/股）	现金选择权价格较定价基准日前20个交易日股票交易均价溢价
A 吸并 A	城发环境吸并启迪环境	6.90	6.90	0.00%
A 吸并 A	大连港吸并营口港	2.16	2.16	0.00%
A 吸并 A	美的集团吸并小天鹅 A	46.28	41.85	-9.57%
A 吸并 A	宝钢股份吸并武钢股份	2.86	2.58	-9.79%
A 吸并 A	长城电脑吸并长城信息	36.26	24.09	-33.56%
A 吸并 A	中国南车吸并中国北车	5.92	5.92	0.00%
A 吸并 A	百视通吸并东方明珠	10.63	10.63	0.00%
A 吸并 A	中国医药吸并天方药业	6.39	6.39	0.00%
A 吸并 A	广州药业吸并白云山	11.55	11.55	0.00%
A 吸并 A	济南钢铁吸并莱钢股份	7.18	7.18	0.00%
A 吸并 A	友谊股份吸并百联股份	13.53	13.53	0.00%
A 吸并 A	盐湖钾肥吸并盐湖集团	25.46	25.46	0.00%
A 吸并 A	唐钢股份吸并邯郸钢铁	4.10	4.10	0.00%
A 吸并 A	唐钢股份吸并承德钒钛	5.76	5.76	0.00%
A 吸并 A	上海医药吸并中西药业	11.36	11.36	0.00%
A 吸并 A	上海医药吸并上实医药	19.07	19.07	0.00%
A 吸并 A	东方航空吸并上海航空	5.50	5.50	0.00%
A 吸并 A	新湖中宝吸并新湖创业	7.11	7.11	0.00%
A 吸并 A	攀钢钢钒吸并长城股份	6.50	6.50	0.00%
A 吸并 A	攀钢钢钒吸并攀渝钛业	14.14	14.14	0.00%
H 吸并 A	龙源电力吸并平庄能源	3.50	3.50	0.00%
H 吸并 A	中国能源吸并葛洲坝	6.04	6.09	0.83%

H 吸并 A	中国外运吸并外运发展	16.91	17.28	2.19%
H 吸并 A	广汽集团吸并广汽长丰	12.65	12.65	0.00%
H 吸并 A	中交股份吸并路桥建设	11.81	12.31	4.23%
H 吸并 A	金隅股份吸并太行水泥	10.09	10.65	5.55%
H 吸并 A	上海电气吸并上电股份	26.65	28.05	5.25%
H 吸并 A	中国铝业吸并山东铝业	15.84	16.65	5.11%
H 吸并 A	中国铝业吸并兰州铝业	9.26	9.50	2.59%
H 吸并 A	潍柴动力吸并湘火炬	4.88	5.05	3.48%
非上市吸并 A	招商蛇口吸并招商地产 A	28.22	24.11	-14.56%
非上市吸并 A	招商公路吸并华北高速	4.73	4.73	0.00%
非上市吸并 A	温氏集团吸并大华农	8.33	10.62	27.49%
非上市吸并 A	申银万国吸并宏源证券	8.30	8.22	-0.96%
非上市吸并 A	美的集团吸并美的电器	9.46	10.59	11.95%
被吸并方现金选择权溢价率最大值				27.49%
被吸并方现金选择权溢价率第三四分位数				1.51%
被吸并方现金选择权溢价率平均值				0.01%
被吸并方现金选择权溢价率中位值				0.00%
被吸并方现金选择权溢价率第一四分位数				0.00%
被吸并方现金选择权溢价率最小值				-33.56%
本次换股吸收合并现金选择权溢价率				0.00%

数据来源：上市公司相关公告和 Wind 资讯。

本次交易中，首商股份异议股东现金选择权价格与其 A 股停牌前 20 个交易日（即换股吸收合并的定价基准日前 20 个交易日）股票交易均价相同，与上述大多数可比交易案例的设置方式一致，价格设置符合市场惯例，具有合理性。

同时，被吸并方异议股东现金选择权价格不高于市场参考价格也符合 A 股上市公司吸收合并 A 股上市公司案例的惯常做法，上述 A 吸并 A 的可比交易案例中，被吸并方异议股东现金选择权价格均未高于市场参考价格。

（三）首商股份现金选择权价格的定价有助于促进首商股份全体股东分享存续公司未来发展带来的长期利益

本次交易是在国有企业深化改革的大背景下，贯彻落实国企改革指导思想的重要举措，已获得北京市国资委的批复同意，能够充分发挥上市公司资本运作平台的效用，进一步增强国有经济的活力和运营效率。本次换股吸收合并有利于整合吸收合并双方资源，发挥协同效应，打造具有国际水准、国内一流的现代商业零售企业集团，符合合并双方全体股东的长期利益。

本次交易中，首商股份换股价格较换股吸收合并的定价基准日前 20 个交易日的股票交易均价溢价 20%，对首商股份异议股东现金选择权价格未设置溢价，有利于避免中小股东为了获得否决票中所内含的、因现金选择权价格高于市场参考价格而形成的套利空间，违背其对本次交易的真实意思而在首商股份的股东大会中投出反对票，从而对本次交易造成不必要的不利影响。同时，首商股份异议股东现金选择权价格设定为略低于换股价格，亦有利于促进首商股份股东积极参与换股，有利于首商股份全体股东共享合并双方的长期整合红利；而对于未参与换股的股东，以市场参考价格退出，不再享受本次交易带来的溢价以及合并后的长期整合红利。

综上所述，首商股份异议股东现金选择权价格虽然低于换股价格，但未低于市场参考价格，符合市场惯例并有利于保障异议股东的利益，具有合理性。

四、相关定价安排是否充分保护中小股东权益

（一）本次交易定价充分参考了合并双方在公开市场的交易价格和可比公司、可比交易情况

本次交易中，合并双方换股价格和异议股东收购请求权及现金选择权的价格均以合并双方本次交易的首次董事会决议公告日前 20 个交易日的股票交易均价为基础确定，充分参考了合并双方在本次交易公告前的公开市场交易价格，具有公允性。同时，上述价格充分参考可比公司估值水平和可比交易换股溢价率水平，并综合考虑了本次交易情况及各方股东利益，定价方式具有合理性。

（二）本次交易定价有利于合并双方的股东利益

本次交易是优化北京市国有商业板块的产业布局的重要举措，有利于打造综合实力强劲的百货行业国资龙头。根据中国百货商业协会统计数据，全国百货销售额增速自 2016 年以来持续放缓，百货行业的存量竞争将成为未来的行业主题。目前，我国百货业市场集中度偏低，行业内仍以区域性龙头为主，业内的深度整合成为打造全国性巨头的必经之路和重要动力。本次换股吸收合并完成后，存续公司的总资产、净资产、营业收入将得到增厚，进一步优化其财务状况，增强持续盈利能力。

本次合并后，存续公司将有效整合合并双方的优质供应商资源、顾客资源和营销资源，实现战略协同、地域协同和成本协同，有助于扩大存续公司在北京地区乃至全国的市场份额，有效提升存续公司的市场影响力和整体价值，打造具有国际水准、国内一流的现代商业零售企业集团，有利于保护全体股东特别是中小股东的利益。

五、核查意见

经核查，本独立财务顾问认为：本次交易以换股吸收合并的定价基准日前 20 个交易日的股票交易均价作为定价基础，符合相关法律法规和规范性文件的要求，反映了王府井和首商股份股价的最新情况，且符合市场可比案例的操作惯例，具有合理性；首商股份换股价格以及现金选择权价格的设定充分参考可比公司估值水平和可比交易换股溢价率水平，并综合考虑了本次交易情况及各方股东利益，充分保护了合并双方投资者的合法权益，具有合理性；首旅集团作为收购请求权及现金选择权的提供方，其支付能力不存在不确定性。

问题 3、预案披露，本次交易设置发行价格调整方案，触发条件为上证指数、行业指数及公司股价在一定期间的跌幅达到特定情形。请补充披露，本次仅设置单向下调机制的原因及合理性，是否有利于维护上市公司中小股东的利益。请财务顾问发表意见。

回复：

一、本次仅设置单向下调机制的原因及合理性，是否有利于维护上市公司中小股东的利益

本次交易中，自换股吸收合并的定价基准日至换股实施日（包括首尾两日），除吸收合并双方任一方发生派送现金股利、股票股利、资本公积转增股本、配股等除权除息事项或者发生按照相关法律、法规或监管部门的要求须对换股价格进行调整的情形外，换股价格及换股比例在任何其他情形下均不作调整。

本次交易对异议股东收购请求权和现金选择权的价格设置了调整机制，触发条件为上证指数（000001.SH）、申万一般零售指数（801203.SI）及王府井/首商

股份股价在一定期间的跌幅达到特定情形。

（一）仅设置单向下调机制的原因及合理性

1、单向下调价机制可规避股票市场系统性因素的潜在影响

股票市场具有不确定性，若因市场出现较大幅度的系统性下跌，很可能出现本身赞成本次吸收合并方案的中小股东为了躲避市场风险，将异议股东收购请求权/现金选择权作为备选，转而投票反对本次换股吸收合并方案。这与设置异议股东收购请求权/现金选择权的初衷是相违背的。收购请求权/现金选择权的提供方也不应对除合并双方以及本次交易方案本身以外的系统性因素负责。因此，为排除股票市场系统性下跌对本次交易的潜在影响，本次换股吸收合并的异议股东收购请求权和现金选择权设置了与上证指数、行业指数及王府井/首商股份股价挂钩的下调机制，使得方案更加合理，更有利于推动本次交易的有序进行。

2、单向下调价机制符合相关法律法规及规范性文件的规定

根据《公司法》第七十四条的规定，对股东会合并决议投反对票的股东可以请求公司按照合理的价格收购其股权。根据《上海证券交易所上市公司自律监管规则适用指引第1号——重大资产重组》第二十三条的规定，“上市公司筹划重大资产重组出现如下情形的，应当给予相关股东现金选择权：（一）上市公司被其他公司通过换股方式吸收合并的；（二）上市公司吸收合并其他公司，上市公司给予其股东现金收购请求权的；（三）上市公司分立成两个或两个以上独立法人的，上市公司给予其股东现金收购请求权的”。上述法律法规及规范性文件明确了在满足条件时应给予相关股东收购请求权和现金选择权，但未对收购请求权和现金选择权的价格及调价机制作出限制性规定。

就一般吸收合并而言，吸收合并的存续公司会完全承继被吸并方的全部资产及负债，对于吸收合并双方股东都存在一定的风险。从相关法律法规及规范性文件的出发点看，设置收购请求权和现金选择权是为了给予异议股东有效的退出渠道。

在本次换股吸收合并中，吸收合并双方均为上市公司，其股份均有较好的流动性。若吸收合并双方股价出现上涨的情况，异议股东可以通过二级市场交易卖

出其所持有的股票，无需通过接受异议股东收购请求权/现金选择权的方式退出，异议股东的合法权益也能得到有效保障，符合相关法律法规及规范性文件的规定。另一方面，市场上亦有可比交易案例设置了类似的单向下调机制，如美的集团吸并小天鹅 A 等。

(二) 异议股东收购请求权/现金选择权的价格单向调整机制有利于充分维护王府井和首商股份中小股东的利益

异议股东收购请求权/现金选择权的价格单向调整机制有利于充分维护王府井和首商股份中小股东的利益，具体表现在：

1、若吸收合并双方股价出现上涨的情况，异议股东可以通过二级市场交易卖出其所持有的股票，无需通过接受异议股东收购请求权/现金选择权的方式退出，仅设置价格单向调整机制的情况下，异议股东的合法权益也能得到有效保障。

2、上述价格调整机制将有助于避免股票市场系统性波动对于本次交易的影响，减少本次换股吸收合并的不确定性和被终止的风险，推动本次换股吸收合并的顺利完成。

3、一方面，从上述价格调整机制的触发情形来看，只有在股票市场或行业出现系统性下跌的情形下，才可能触发价格调整机制；另一方面，如本次换股吸收合并双方的股价出现除系统风险以外因素导致的大幅波动，价格调整机制也无法触发。吸收合并双方的异议股东可通过行使异议股东收购请求权/现金选择权来充分保护自身利益。

4、从王府井的角度而言，本次换股吸收合并完成后，王府井或其全资子公司将承继及承接首商股份的全部资产、负债、业务、人员、合同及其他一切权利与义务。王府井作为存续公司，将整合吸收合并双方资源，发挥规模效应，实现优势互补，促进各项业务的协同发展，提升企业盈利能力和整体价值，巩固行业地位，打造具有国际水准、国内一流的现代商业零售企业集团。因此，本次换股吸收合并将使王府井股东充分受益，上述收购请求权价格调整机制有利于本次交易方案的有序推进，鼓励王府井中小股东继续持有王府井股票，分享王府井长期发展的红利。

5、从首商股份的角度而言，本次换股吸收合并完成后，将实现强强联合，减少首商股份与王府井之前存在的同业竞争问题，充分保护首商股份中小股东的利益。上述现金选择权价格调整机制有利于本次交易方案规避股票市场系统性因素的潜在影响，鼓励首商股份中小股东积极参与本次换股吸收合并，分享存续公司长期发展的红利。

二、核查意见

经核查，本独立财务顾问认为：本次交易对异议股东收购请求权和现金选择权的价格设置了单向下调机制，可规避股票市场系统性因素的潜在影响，异议股东的合法权益能得到有效保障，符合相关法律法规及规范性文件的规定，有利于充分维护王府井和首商股份中小股东的利益，具备合理性。

问题 4、预案披露，王府井及首商股份将履行债权人通知和公告程序，并将根据各自债权人要求提前清偿债务或提供担保。请补充披露：（1）王府井及首商股份的具体债务金额、类型、到期时间，其中已取得债权人同意无须提前偿还或担保的金额；（2）分别说明王府井及首商股份向主张提前清偿的债权人提供清偿债务或担保的期限，如无法按时履约，对债权人的具体保护措施；（3）结合王府井及首商股份的偿债能力及担保能力，分析债权人要求提前清偿债务或提供担保对公司生产经营、资金安排、现金流量等的具体影响及应对方案。请财务顾问和律师发表意见。

回复：

一、王府井及首商股份的具体债务金额、类型、到期时间，其中已取得债权人同意无须提前偿还或担保的金额

（一）王府井及首商股份的具体债务金额、类型、到期时间

1、王府井的具体债务金额、类型、到期时间

截至 2020 年 12 月 31 日，王府井母公司主要的债务类型、金额及占母公司口径负债总额的比例如下表所示：

单位：万元

项目	金额	占王府井母公司口径 负债总额的比例
金融债务	252,876.28	28.29%
其中：一年内到期的非流动负债	53,802.07	6.02%
应付债券	199,074.21	22.27%
业务往来一般性债务	611,122.73	68.37%
其中：应付账款	12,269.15	1.37%
合同负债	39,497.40	4.42%
其他应付款	559,356.18	62.57%

注：以上数据均未经审计。

截至 2020 年 12 月 31 日，王府井母公司口径金融债务主要为应付债券本金及利息 252,876.28 万元（未经审计），占王府井母公司口径负债总额的比例为 28.29%，王府井所发行的债券的主要情况如下：

债券名称	债券简称	代码	发行日	到期日	发行金额
王府井集团股份有限公司 2018 年度第一期中期票据	18 王府井集 MTN001	101800916	2018/8/17	2021/8/20	5 亿元
王府井集团股份有限公司 2019 年度第一期中期票据	19 王府井集 MTN001	101901016	2019/7/31 至 2019/8/1	2022/8/2	20 亿元

截至 2020 年 12 月 31 日，王府井母公司口径非金融债务主要为业务往来一般性债务（不包含应付债券、一年内到期的非流动负债、应付职工薪酬、应付股利、应交税费、其他流动负债、长期应付职工薪酬、预计负债、递延所得税负债等债务）（以下简称“业务往来一般性债务”），包括应付账款、合同负债及其他应付款，金额合计 611,122.73 万元，占王府井母公司口径负债总额的比例为 68.37%（上述数据均未经审计）。其中，应付账款主要为应付货款，其他应付款主要为王府井内部往来款。王府井内部应付账款与其他应付款（其债权人为王府井合并报表范围内的子公司）合计金额占王府井母公司口径负债总额的 50% 以上。

2、首商股份的具体债务金额、类型、到期时间

截至 2020 年 12 月 31 日，首商股份母公司主要的债务类型、金额及占母公司口径负债总额的比例如下表所示：

单位：万元

项目	金额	占首商股份母公司口径负债总额的比例
业务往来一般性债务	17,564.19	91.36%
其中：应付账款	6,298.48	32.76%
预收账款	435.78	2.27%
合同负债	295.71	1.54%
其他应付款	10,534.22	54.79%

注：以上数据均未经审计。

截至 2020 年 12 月 31 日，首商股份母公司不存在金融债务，业务往来一般性债务包括应付账款、预收账款、合同负债及其他应付款，金额合计为 17,564.19 万元，占首商股份母公司口径负债总额的比例为 91.36%（上述数据未经审计）。其中，应付账款主要为应付货款，预收账款主要为预收租赁款，其他应付款主要为首商股份内部往来款。

王府井及首商股份截至 2020 年 12 月 31 日的具体债务类型及经审计的金额将在后续换股吸收合并报告书中披露。

（二）王府井及首商股份已取得债权人同意无须提前偿还或担保的金额

截至本核查意见出具日，王府井及首商股份暂未取得债权人同意无须提前偿还或担保的同意函。

对于金融债务，王府井已按照募集说明书、持有人会议规则等要求召开债券持有人会议。

对于业务往来一般性债务，王府井及首商股份将分别于股东大会审议通过本次交易事项后根据《公司法》第一百七十三条的规定，就本次交易事宜履行通知债权人和公告程序，债权人自接到通知书之日起三十日内，未接到通知书的自公告之日起四十五日内，可以对应要求王府井或首商股份清偿债务或者提供相应的担保。

截至本核查意见出具日，“18 王府井集 MTN001”、“19 王府井集 MTN001”的债券持有人会议已召开，表决程序尚未结束；就其他债权人，王府井及首商股份尚未发出债权人通知和履行公告程序，尚未有债权人向王府井及首商股份主张提前清偿或另行提供担保。

二、分别说明王府井及首商股份向主张提前清偿的债权人提供清偿债务或担保的期限，如无法按时履约，对债权人的具体保护措施

（一）王府井向主张提前清偿的债权人提供清偿债务或担保的期限及保护措施

对于金融债务，王府井已按照募集说明书、持有人会议规则等要求召开债券持有人会议。

对于业务往来一般性债务，王府井将于其股东大会审议通过本次交易事项后，根据《公司法》第一百七十三条的规定，就本次交易事宜履行通知债权人和公告程序，债权人自接到通知书之日起三十日内，未接到通知书的自公告之日起四十五日内，可以要求王府井清偿债务或者提供相应的担保。

王府井将应相应债权人的要求依法提前清偿债务或为债务提供担保。鉴于《公司法》没有明确规定债务人向主张提前清偿的债权人提供清偿债务或担保的期限，王府井届时将与该等债权人协商确定相关期限。

截至本核查意见出具日，“18王府井集MTN001”、“19王府井集MTN001”的主承销商北京银行股份有限公司已发出债券持有人会议公告；18王府井集MTN001、19王府井集MTN001的债券持有人会议已于2021年3月4日召开，表决程序尚未结束。

（二）首商股份向主张提前清偿的债权人提供清偿债务或担保的期限及保护措施

首商股份将于其股东大会审议通过本次交易事项后，根据《公司法》第一百七十三条的规定，就本次交易债务承继事项履行通知债权人和公告程序，债权人自接到通知书之日起三十日内，未接到通知书的自公告之日起四十五日内，可以要求首商股份清偿债务或者提供相应的担保。首商股份将应债权人的要求依法提前清偿债务或为债务提供担保。鉴于《公司法》没有明确规定债务人向主张提前清偿的债权人提供清偿债务或担保的期限，首商股份届时将与该等债权人协商确定相关期限。

三、结合王府井及首商股份的偿债能力及担保能力，分析债权人要求提前

清偿债务或提供担保对公司生产经营、资金安排、现金流量等的具体影响及应对方案

截至2020年9月30日,王府井母公司口径的货币资金为446,794.61万元(未经审计),交易性金融资产为40,159.41万元(未经审计),流动资产为906,925.93万元(未经审计),净资产为1,180,568.87万元(未经审计)。对于王府井母公司口径2020年末的主要债务(不包含应付职工薪酬、应付股利、应交税费、其他流动负债、长期应付职工薪酬、预计负债、递延所得税负债等债务),假设需提前清偿的债务比例分别为10%、50%和100%的情况下,王府井的流动资产覆盖率和净资产覆盖率如下表所示:

单位:亿元

净资产	流动资产	假设提前清偿比率	假设提前清偿债务金额	净资产覆盖率	流动资产覆盖率
118.06	90.69	10%	8.64	1,366.40%	1,049.68%
		50%	43.20	273.28%	209.94%
		100%	86.40	136.64%	104.97%

注:上述数据均未经审计。

截至本核查意见出具日,王府井不存在实质性影响其流动资产及净资产的情况,王府井的流动资产覆盖率、净资产覆盖率均处于较高水平,具备履行提前清偿债务或提供担保的能力。

截至2020年9月30日,首商股份母公司口径的货币资金为64,147.41万元(未经审计),交易性金融资产为108,228.12万元(未经审计),流动资产为213,687.25万元(未经审计),净资产为419,490.13万元(未经审计)。对于首商股份母公司口径2020年末的主要债务(不包含应付职工薪酬、应付股利、应交税费、其他流动负债、长期应付职工薪酬、预计负债、递延所得税负债等债务),假设需提前清偿的债务比例分别为10%、50%、100%的情况下,首商股份的流动资产覆盖率和净资产覆盖率如下表所示:

单位:亿元

净资产	流动资产	假设提前清偿比率	假设提前清偿债务金额	净资产覆盖率	流动资产覆盖率
41.95	21.37	10%	0.18	23,888.26%	12,166.07%
		50%	0.88	4,776.65%	2,433.21%
		100%	1.76	2,388.33%	1,216.61%

注：上述数据均未经审计。

截至本核查意见出具日，首商股份不存在实质性影响其流动资产及净资产的情况，首商股份的流动资产覆盖率、净资产覆盖率均处于较高水平，具备履行提前清偿债务或提供担保的能力。

综上，王府井及首商股份拥有较为充足的流动资产，具备较强的偿债能力和担保能力，若债权人要求提前清偿债务或提供担保，王府井及首商股份可通过提供担保、支付现金或变现流动资产等方式来应对，虽短期内可能对其现金流量产生一定影响，但不会对其生产经营、资金安排造成实质性影响。同时，本次交易方案中，王府井拟募集配套资金总额不超过 40 亿元，拟用于免税业务项目及其他项目建设、补充流动资金及偿还债务、以及支付本次交易的中介机构费用，有助于进一步增强其偿债能力和担保能力。

四、核查意见

经核查，本独立财务顾问认为：截至本核查意见出具日，“18 王府井集 MTN001”、“19 王府井集 MTN001”的债券持有人会议已召开，表决程序尚未结束；就其他债权人，王府井及首商股份尚未发出债权人通知和履行公告程序，尚未有债权人向王府井及首商股份主张提前清偿或另行提供担保，暂不涉及提前清偿债务或担保的具体期限安排。王府井及首商股份拥有较为充足的流动资产，具备较强的偿债能力和担保能力，若债权人要求提前清偿债务或提供担保，王府井及首商股份可通过提供担保、支付现金或变现流动资产等方式来应对，不会对其生产经营、资金安排造成实质性影响。

问题 5、预案披露，本次换股吸收合并完成后，首商股份将终止上市并注销法人资格，王府井将承继及承接首商股份的全部资产、负债、业务、人员、合同及其他一切权利与义务。公开信息显示，截至 2019 年 12 月 31 日，首商股份拥有 6 家自有物业门店、建筑面积 22.7 万平方米，478 家租赁物业门店、建筑面积 65.9 万平方米。请补充披露：（1）首商股份终止上市并注销法人资格对其生产经营的影响，包括但不限于资质申领、自有物业等资产权属变更、租赁合同变更和续约等，相关权利义务的变更是否存在法律障碍，以及具体解决措

施；（2）相关资产如涉及共有人的，是否已取得共有人同意；（3）如涉及承继及承接的，说明王府井是否符合相关资质及法律法规的规定。请财务顾问和律师发表意见。

回复：

一、首商股份终止上市并注销法人资格对其生产经营的影响，包括但不限于资质申领、自有物业等资产权属变更、租赁合同变更和续约等，相关权利义务的变更是否存在法律障碍，以及具体解决措施

首商股份总部不直接从事业务经营，首商股份相关业务分别由首商股份分公司及下属子公司具体开展，开展业务涉及的主要业务资质分别由各分公司及下属子公司持有，相关主要资产分别由首商股份分公司及下属子公司持有，所涉租赁合同及相关业务合同亦分别由各主体签署。

（一）首商股份总部

1、业务资质

本次换股吸收合并完成后，首商股份将终止上市并注销法人资格，王府井或其全资子公司将承继及承接首商股份的全部资产、负债、业务、人员、合同及其他一切权利与义务。截至本核查意见出具日，首商股份总部不直接从事业务经营，未持有相关资质；首商股份分公司主要从事百货零售业务，主要持有《卫生许可证》《食品经营许可证》《酒类流通备案登记表》《出版物经营许可证》等资质，在本次交易实施阶段，首商股份分公司的相关资质将在分公司名称变更后履行法律法规所要求的变更程序。首商股份子公司为独立法人主体，其资质因其法人地位继续存在，不涉及需要变更的情形。

2、资产权属

（1）土地及房产

截至 2020 年 12 月 31 日，首商股份拥有 6 家自有物业门店，其中 2 家门店的物业为首商股份总部所有，剩余 4 家门店的物业为首商股份子公司所有。

A、首商股份总部

首商股份总部拥有的物业具体包括：①西单商场西单门店（即前述 2 家由首商股份总部持有物业的门店）的物业，分别位于西单北大街 114-118 号、西单北大街 120 号，房产面积约 6.5 万平方米、占地面积约 1.1 万平方米；②天通苑购物中心的物业，位于昌平区东小口镇天通苑小区西北，房产面积约 1.5 万平方米、占地面积约 9,000 平方米；③小汤山仓库，位于昌平区北七家乡八仙庄，房产面积约 6,500 平方米、占地面积约 2 万平方米。

上述资产中，天通苑购物中心的土地和房产均登记在首商股份总部名下，权属清晰；西单商场西单门店和小汤山仓库的房产已取得了房屋所有权证书，但因历史上国企改制时股东仅以房产出资、土地未纳入出资范围等历史遗留原因，土地使用权仍登记在原北京西单商场集团（现已与北京友谊商业集团合并为北京西单友谊集团，以下简称“西单集团”）名下，形成“房地分离”。相关资产瑕疵及后续产证完善计划如下：

①西单商场西单门店

1996 年，为支持北京市西单商场股份有限公司（首商股份前身，以下简称“西单股份”）上市，西单集团将西单门店、小汤山仓库等房产评估后作价入股，进入西单股份，而房屋所占用的土地使用权仍为西单集团所有，以租赁方式由西单股份使用。同年，西单集团与北京市房屋土地管理局签署了《北京市国有土地使用权出让合同》，并在缴纳部分地价款后，领取了西单门店等土地的土地证。

1997 年，根据北京市市长办公会纪要和人民政府常务会议纪要等相关文件的精神，西单集团与北京友谊商业集团合并为北京西单友谊集团（以下简称“西友集团”）。

2007 年 8 月，为解决前述“房地分离”问题，西友集团与西单股份签订了《国有土地使用权转让协议》，将位于西城区西单北大街 120 号、114-118 号两块宗地的使用权以报经北京市国资委备案的资产评估结果作价 38,256 万元转让给西单股份，原双方签订的土地租赁协议于 2007 年终止执行。西单股份向西友集团支付了转让款 32,000 万元，剩余 6,256 万元尚未支付。但由于西友集团未全额缴纳地价款，未能为西单股份办理权属变更手续。

2010 年 1 月，为办理土地过户至西单股份手续，西友集团与北京市国土资

源局签订了土地出让合同的补充协议，拟将上述土地的受让方先变更为西友集团，并于当月缴清了剩余地价款。因地价款存在延期缴纳情况，西友集团还需缴纳资金占用费及滞纳金后方可取得更名后的土地使用权证，西友集团因资金紧张、未能缴纳该款项，致使上述“房地分离”未能得以解决。截至目前，西友集团已经缴清土地价款及资金占用费，尚未缴纳土地变更至西单股份涉及的土地增值税等税费及税费滞纳金。

综上，西友集团已就西单商场西单门店宗地与国土管理部门签署土地出让合同并缴清了土地价款及资金占用费，但因资金紧张，西友集团暂未缴纳土地增值税等税费及税费滞纳金，且因房地政策变更等因素，未单独取得由西单集团变更至西友集团名下的土地证。

依据《城镇国有土地使用权出让和转让暂行条例》第 16 条的规定，使用者在支付全部土地使用权出让金后，应当依照规定办理登记，领取土地使用证，取得土地使用权。为解决上述“房地分离”问题，西友集团正在与国土管理部门等相关部门积极沟通以争取妥善解决办理土地权证所涉税费问题。待缴纳完成相关税费后，西友集团会将相关宗地权属变更至首商股份名下，预计后续办理不存在法律障碍。

由于相关出让合同签订时间较早、《国有土地使用证》取得时间也在 2008 年以前，根据《北京市国土资源局土地权属审查办法（试行）》等文件规定，西友集团后续补办土地手续还需要再次对宗地测绘，并需要对该宗地以及相临宗地进行边界认定，涉及与国土规划主管部门以及四邻土地使用权人的较多协调工作，西友集团正在加紧推进相关协调工作，预计土地权属完善工作将在本次换股吸收合并募集配套资金新增股份登记日前完成，不会构成后续产权转移的障碍。

截至本核查意见出具日，该等土地和房产不存在产权纠纷，未设定抵押或其他第三方限制性权利，亦未被司法查封或冻结。除需要支付剩余 6,256 万元土地转让价款（注：首商股份已经相应列支应付款项）以及契税、印花税外，首商股份预计不存在其他大额现金支付义务。尚未办妥产权证书的土地和房产不影响首商股份正常的业务使用，未对首商股份现有业务开展产生重大不利影响。

②小汤山仓库

如前所述，1996年，为支持西单股份上市，西单集团将小汤山仓库等房产评估后作价入股，进入西单股份，而房屋所占用的土地使用权仍为西单集团所有，形成“房地分离”。

西单集团与北京友谊商业集团合并为西友集团后，西友集团已就小汤山仓库宗地与国土资源管理部门签署土地出让合同并缴清了土地价款，但因届时西友集团资金紧张，未缴纳相关资金占用费及滞纳金致使未能取得由西单集团变更至西友集团名下的土地证。截至目前，西友集团已经缴清土地价款及资金占用费。

西友集团正在与国土资源管理部门等相关部门积极沟通以争取将小汤山仓库的用地问题与西单商场西单门店用地问题一并解决，并将相关宗地转让并权属变更至首商股份名下，预计土地权属完善工作将在本次换股吸收合并募集配套资金新增股份登记日前完成，不会构成后续产权转移的障碍。

截至本核查意见出具日，该等土地和房产不存在产权纠纷，未设定抵押或其他第三方限制性权利，亦未被司法查封或冻结。尚未办妥产权证书的土地和房产不影响首商股份正常的业务使用，未对首商股份现有业务开展产生重大不利影响。

B、首商股份子公司

截至2020年12月31日，首商股份子公司拥有的主要土地和房产具体包括：①贵友大厦的物业，位于建外大街甲5号，房产面积约1.8万平方米、占地面积约4,500平方米；②天津新燕莎奥特莱斯的物业，位于天津市环河北路98号，房产面积约8.8万平方米、占地面积约14.1万平方米；③友谊商店的物业，位于建外大街17号，房产面积约2.5万平方米、占地面积约1.7万平方米；④万方西单的物业，位于月坛南街30号，房产面积约1.6万平方米、占地面积约3,500平方米；⑤燕莎盛世大厦，位于北三环中路23号，房产面积约9,000平方米、占地面积约1,300平方米；⑥谊星商业，位于三里屯路甲3号，房产面积约1.9万平方米、占地面积约7,000平方米。上述资产中，贵友大厦的物业、天津新燕莎奥特莱斯的物业和燕莎盛世大厦均登记在首商股份相关子公司名下，权属清晰。

友谊商店的物业、万方西单的物业和谊星商业因历史上国企改制时股东仅以

房产出资、土地未纳入出资范围等历史遗留原因及国家房地政策调整等原因，导致“房地分离”，暂未能办妥产权证书。就前述历史遗留问题，首商股份及相关各方正在积极商讨，后续将通过办理完善产权手续、资产剥离等方式消除该等资产瑕疵或避免该等资产瑕疵对首商股份经营造成重大不利影响。

该等资产一直由首商股份子公司实际使用，未出现因历史遗留问题导致无法使用的情况，也未发生产权纠纷。此外，该等资产所在各子公司的资产、收入、利润占首商股份相应指标的比例较小，即使因前述瑕疵导致首商股份子公司的经营受到影响，也不会影响首商股份的整体业务经营；如后续需要对相关资产或相关子公司进行剥离，预计也不会构成对本次交易方案的重大调整。

首商股份子公司为独立法人主体，本次换股吸收合并后其法人地位继续存在，因此，上述土地及房产不涉及产权转移问题，不会影响本次换股吸收合并的实施与交割。

（2）知识产权

截至 2020 年 12 月 31 日，首商股份总部有已注册商标，无已授权专利。首商股份为其拥有的前述知识产权的唯一合法所有权人，不存在共有权人。截至本核查意见出具日，该等知识产权不存在产权纠纷，未设定抵押或其他第三方限制性权利，亦未被司法查封或冻结。本次合并完成后，首商股份将按照相关法律法规规定的程序将该等知识产权变更登记至合并后存续公司（或其全资子公司）。

（3）对外投资

截至本核查意见出具日，首商股份对外投资全资子公司 3 家、控股子公司 6 家、参股公司 1 家，具体情况如下：

序号	公司名称	经营范围	首商股份持股比例	存续状态
1	北京新燕莎控股（集团）有限责任公司	投资和投资管理；资产管理；企业管理。（“1、未经有关部门批准，不得以公开方式募集资金；2、不得公开开展证券类产品和金融衍生品交易活动；3、不得发放贷款；4、不得对所投资企业以外的其他企业提供担保；5、不得向投资者承诺投资本金不受损失或者承诺最低收益”；企业依法自主选择经营项目，开展经营活动；依法须经批准的项	100%	存续

序号	公司名称	经营范围	首商股份持股比例	存续状态
		目，经相关部门批准后依批准的内容开展经营活动；不得从事本市产业政策禁止和限制类项目的经营活动。)		
2	兰州西单商场百货有限公司	针纺织品、五金交电、化工产品（不含危险化学品）、体育用品、电器、机电产品、花卉、计算机及外围设备、劳保用品、金属材料（不含贵稀有金属）、装饰材料、日用百货、通讯设备（不含卫星地面接收设施）、建筑材料、农副产品、食品、保健食品、眼镜的销售；图书、报刊、音像制品、金银珠宝首饰、工艺品的零售；摄影摄像服务、场地租赁服务、物业管理服务；国内各类广告设计、制作、代理、发布。（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）***	100%	存续
3	新疆西单商场百货有限公司	零售：预包装食品；散装食品；乳制品（含婴幼儿配方乳粉）；保健食品、卷烟、雪茄烟零售；销售：百货，针纺织品，珠宝首饰，工艺美术品，五金交电，化工产品，通讯器材（二手手机销售除外），建筑材料，鲜花，化妆品，服装鞋帽，箱包，文体用品，家用电器，金银首饰，一类医疗器械；场地租赁，摄影彩扩服务，钟表、皮具维修，农畜产品收购、销售；会议及展览服务，办公服务，信息技术咨询服务，数据处理和存储服务，技术推广服务，清洁服务。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）	100%	存续
4	北京法雅商贸有限公司	销售百货、服装、鞋帽、纺织品、针织品及原料、其他日用品、体育用品、体育器材。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后依批准的内容开展经营活动。）	72%	存续
5	北京友谊商店股份有限公司	零售中西药品、烟、粮食、国家正式出版的音像制品、公开发行的书刊；销售文物商品、副食品、食品、食用油、酒、糖、茶；购销百货、工艺美术品、针纺织品、五金交电化工、日用杂品、装饰材料、建筑材料、饮食炊事机械、土产品、汽车配件、电子计算机软硬件及外部设备、医疗器材、家具、珠宝首饰；零售黄金饰品、无绳电话；收购、零售字画、文房四宝、家具；销售宠物食品及用具（含犬类用品、饲料销售）；验光配镜；出租商业用房；组织展览展示活动；货物进出口、技术进出口、代理进出口。（企业依法自主选择经营项目，开展经营活动；依法须经批准的项目，经相关部门批准后依批准的内容开展经营活动；不得从事本市产业政策禁止和限制类项目的经营活动。）	86.87%	存续
6	北京谊星商业投资有限公司	对房地产企业、科技开发企业、环保工程企业进行经营管理；仓储；承办展览展示活动；销售工艺美术品、机械电器设备；电子计算机的技术开发、技术服务。（市场主体依法自主选择经营项目，开展经营活动；依法须经批准的项目，经相关部门批准后依批准的内容开展经营活动；不	75%	存续

序号	公司名称	经营范围	首商股份持股比例	存续状态
		得从事国家和本市产业政策禁止和限制类项目的经营活动。)		
7	成都西单商场有限责任公司	销售：纺织、服装及日用品，机械设备、五金交电及电子产品，建材，文化、体育用品及器材，医疗器械一、二类（二类无需许可的项目），化工产品（不含危险品），花卉，农畜产品；日用品修理；摄影及扩印服务；仓储服务；会议及展览服务；房屋租赁；洗涤服务；销售：水生动物及其产品，动物产品；批发兼零售：预包装食品兼散装食品，乳制品（含婴幼儿配方奶粉）；零售卷烟，雪茄烟、书刊零售。（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）。	95%	存续
8	天津新燕莎奥特莱斯商业有限公司	箱包、服装鞋帽、手表、珠宝玉石、文化用品、体育用品、家用电器零售及展销；化妆品零售；自有房屋租赁；验光配镜服务(医疗性验光配镜除外)；物业管理服务；从事广告业务经营（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）	90%	存续
9	北京万方西单商场有限责任公司	零售预包装食品、散装食品（含熟食品、水产品、鲜肉）、乳制品（含婴幼儿配方乳粉）、保健食品；零售国家正式出版的音像制品；零售、邮购国内版电子出版物；零售烟；中餐；加工副食品、食品、粮食制品；制售裱花蛋糕；普通货运；销售日用百货、工艺美术品、五金交电、电子计算机及外部设备、花卉、手持移动电话机、新鲜蔬菜、新鲜水果、未经加工的干果、坚果、刀具；零售内销黄金、白银饰品；出租商业设施；照相及彩扩；修鞋、修表、修手机；机动车停车场管理；物业管理。（市场主体依法自主选择经营项目，开展经营活动；依法须经批准的项目，经相关部门批准后依批准的内容开展经营活动；不得从事国家和本市产业政策禁止和限制类项目的经营活动。）	52%	存续
10	北京首都旅游集团财务有限公司	经营以下本外币业务：（一）对成员单位办理财务和融资顾问、信用鉴证及相关的咨询、代理业务；（二）协助成员单位实现交易款项的收付；（三）经批准的保险代理业务；（四）对成员单位提供担保；（五）办理成员单位之间的委托贷款及委托投资；（六）对成员单位办理票据承兑与贴现；（七）办理成员单位之间的内部转账结算及相应的结算、清算方案设计；（八）吸收成员单位的存款；（九）对成员单位办理贷款及融资租赁；（十）从事同业拆借；（十一）承销成员单位的企业债券；（十二）有价证券投资（除股票投资以外）。（市场主体依法自主选择经营项目，开展经营活动；依法须经批准的项目，经相关部门批准后依批准的内容开展经营活动；不得从事国家和本市产业政策禁止和限制类项目的经营活动。）	12.5%	存续

首商股份前述对外投资股权将由合并后存续公司（或其全资子公司）承继并需履行相关法律法规所要求的变更登记程序。

3、合同变更

截至 2020 年 12 月 31 日，首商股份拥有 468 家租赁物业门店（含柜台、店铺等），全部由首商股份下属子公司租赁，不涉及合同变更。首商股份正在履行的物业承租协议仅为其从深圳前海昆仑吉富投资管理有限公司租赁位于北京市西城区北三环中路 23 号内地下一层的房产（用作职工食堂），该租赁协议不存在限制本次合并的约束性条款。

根据《民法典》第 67 条，法人合并的，其权利和义务由合并后的法人享有和承担。根据《换股吸收合并协议》，在本次换股吸收合并完成日之后，首商股份在其签署的一切有效的合同/协议下的权利、义务及权益的合同主体变更为王府井（或其全资子公司）。据此，本次合并完成后，首商股份在其相关合同下的权利义务将由合并后存续公司（或其全资子公司）继续履行。

（二）首商股份分公司

截至本核查意见出具日，首商股份有 3 家分公司，具体情况如下：

序号	名称	经营范围	设立时间
1	北京首商集团股份有限公司西单商场	零售预包装食品、散装食品；经营保健食品；出版物零售；购销针纺织品、百货、五金交电（含电动自行车）、机械电器设备、土产品、家具、建筑材料、装饰材料、工艺美术品、化工产品（不含一类易制毒化学品及危险品）、花卉、通讯器材；验光配镜；承办展览展示；家居装饰；日用品修理；技术开发、服务；摄影彩扩；零售黄金制品；销售医疗器械 II、I 类；物业管理。（企业依法自主选择经营项目，开展经营活动；出版物零售以及依法须经批准的项目，经相关部门批准后依批准的内容开展经营活动；不得从事本市产业政策禁止和限制类项目的经营活动。）	1999 年 11 月 26 日
2	北京首商集团股份有限公司西羽戎腾分公司	销售服装、针纺织品、日用品、化工产品（不含一类易制毒化学品及危险化学品）、机械设备、金银制品、工艺品、花卉、鲜蛋、新鲜水果、新鲜蔬菜、未经加工的谷类、薯类；验光配镜；承办展览展示活动；技术开发、技术服务；摄影扩印服务。（企业依法自主选择经营项目，开展经营活动；依法须经批准的项目，经相关部门批准后依批准的内容开展经营活动；不得从事本市产业政策禁止和限制类项目的经营活动。）	2019 年 5 月 6 日

序号	名称	经营范围	设立时间
3	北京首商集团股份有限公司天通苑西单商场	销售卷烟、医疗器械、零售图书、期刊报纸、电子出版物、零售、出租、国内版音像制品、录像制品、食品、饮料；销售定型包装食品、含乳冷食品、散装直接入口食品（熟肉制品、糕点）、散装非直接入口食品、生肉、水产品、蔬菜、水果、现场制作面包、糕点（含裱花蛋糕）馒头、大饼、豆制品；销售日用百货、针织仿品、五金交电、化工产品（不含危险化学品）、机械电子设备、家具、建筑材料、装饰材料、工艺美术产品、花卉、玩具、无线发射设备、维修家用电器、照相器材、电话、日用品、首饰改样、眼光配镜、承办展览展示、商用电脑技术开发、技术服务、摄影、采矿服务；销售金银饰品、轻纺工业原料、手持移动电话、电动自行车；室内外装饰；日用品修理；摄影彩扩。（企业依法自主选择经营项目，开展经营活动；依法须经批准的项目，经相关部门批准后依批准的内容开展经营活动；不得从事本市产业政策禁止和限制类项目的经营活动。）	2003年10月23日

根据原国家工商行政管理总局《关于做好公司合并分立登记支持企业兼并重组的意见》的规定，因合并而解散或者分立的公司有分公司的，应当在合并协议、分立决议或者决定中载明其分公司的处置方案。处置方案中载明分公司注销的，应当在公司合并、分立前办理分公司注销登记；处置方案中载明分公司归属于存续或者新设的公司的，可以按照分公司名称变更程序办理分公司隶属关系的变更登记。

根据《换股吸收合并协议》，本次合并完成后，首商股份分公司归属于存续公司（或其全资子公司），并变更登记为存续公司（或其全资子公司）的分公司。因此，本次合并完成后，首商股份分公司将按照分公司名称变更程序办理分公司隶属关系变更至王府井（或其全资子公司）的登记手续，首商股份分公司的相关资质需在分公司名称变更后履行法律法规所要求的变更程序。

（三）首商股份子公司

根据《换股吸收合并协议》，本次合并完成后，首商股份所持子公司股权归属于存续公司（或其全资子公司），并变更登记为王府井（或其全资子公司）的子公司。

首商股份子公司为独立法人主体，其相关资产、资质、业务、合同等因其法

人地位继续存在，均不涉及需要变更的情形。

二、相关资产如涉及共有人的，是否已取得共有人同意

截至本核查意见出具日，首商股份系其自有产权土地、房产、知识产权的唯一证载权利人，不存在与他人共有的情况。

据此，首商股份上述相关资产不涉及其他共有人，本次合并涉及的资产承继及转移登记不存在需要取得其他共有人同意的情形。

三、如涉及承继及承接的，说明王府井是否符合相关资质及法律法规的规定

本次合并完成后，首商股份将终止上市并注销法人资格。截至本核查意见出具日，首商股份总部不直接从事业务经营，未持有相关资质；首商股份分公司主要从事百货零售业务，主要持有《卫生许可证》《食品经营许可证》《酒类流通备案登记表》《出版物经营许可证》等资质，在本次交易实施阶段，首商股份分公司的相关资质将在分公司名称变更后履行法律法规所要求的变更程序，由于王府井分公司或其相关子公司亦从事百货零售业务且本来就持有前述种类的业务资质，预计不存在首商股份分公司的现有业务资质无法承继或承接的情况。首商股份子公司为独立法人主体，其资质因其法人地位继续存在，不涉及需要变更的情形。

四、核查意见

经核查，本独立财务顾问认为：（1）本次合并完成后，首商股份将终止上市并注销法人资格，截至本核查意见出具日，首商股份总部不直接从事业务经营，未持有相关资质；首商股份分公司主要从事百货零售业务，主要持有《卫生许可证》《食品经营许可证》《酒类流通备案登记表》《出版物经营许可证》等资质，在本次交易实施阶段，首商股份分公司的相关资质将在分公司名称变更后履行法律法规所要求的变更程序，由于王府井分公司或其相关子公司亦从事百货零售业务且本来就持有前述种类的业务资质，预计不存在首商股份分公司的现有业务资质无法承继或承接的情况。（2）如前文所述，西友集团正在积极办理将首商股份总部相关“房地分离”涉及的土地使用权向首商股份进行转让和变更登记的相

关手续，不存在实质性法律障碍，预计相关权属完善工作将在本次换股吸收合并募集配套资金新增股份登记日前完成，不会构成后续产权转移的障碍。（3）首商股份子公司为独立法人主体，其资质因其法人地位继续存在，不涉及需要变更的情形，所持相关“房地分离”房产不涉及产权转移问题，不会影响本次换股吸收合并的实施与交割。（4）首商股份总部业务合同将由存续公司（或其全资子公司）继续履行。（5）首商股份分公司将按照分公司名称变更程序办理分公司隶属关系的变更登记。（6）首商股份对外投资股权将由合并后存续公司（或其全资子公司）承继并按照相关法律法规的要求履行变更登记程序。（7）首商股份的相关资产不涉及其他共有人，本次合并涉及的资产承继及转移登记不存在需要取得其他共有人同意的情形。

问题 6、预案披露，本次吸收合并旨在解决王府井和首商股份双方的同业竞争问题。根据前期首旅集团出具的解决同业竞争承诺函，除首商股份外，首旅集团还存在青岛中山巴黎春天百货有限公司等同业资产。请补充披露上述资产涉及的同业竞争解决进展以及后续解决措施。请财务顾问发表意见。

回复：

一、上述资产涉及的同业竞争解决进展以及后续解决措施

2019年3月29日，首旅集团曾在《关于解决同业竞争的承诺函》中承诺将督促其下属企业王府井东安、北京王府井东安春天商业管理有限公司（以下简称“东安春天”）自2017年8月18日起3年内解决其控制的青岛中山巴黎春天百货有限公司、青岛四季春天广场有限公司、太原巴黎春天百货有限公司和陕西赛特国贸百货有限公司与王府井之间的同业竞争问题。

（一）青岛四季春天广场有限公司

截至本核查意见出具日，青岛四季春天广场有限公司已实际停止经营活动，根据“（2020）鲁0214破申1号”《民事裁定书》，山东省青岛市城阳区人民法院于2020年12月31日受理了其破产清算申请。青岛四季春天广场有限公司与王府井之间已不存在同业竞争问题。

（二）青岛中山巴黎春天百货有限公司、太原巴黎春天百货有限公司和陕西赛特国贸百货有限公司

青岛中山巴黎春天百货有限公司（已更名为“青岛王府井城市奥莱商业有限公司”）、太原巴黎春天百货有限公司和陕西赛特国贸百货有限公司这三个主体目前尚处于待营业、亏损或资不抵债的状况。其中，青岛中山巴黎春天百货有限公司在筹备中的青岛城市奥莱截至目前尚未营业（初步计划于 2021 年年中开业），太原巴黎春天百货有限公司和陕西赛特国贸百货有限公司近年来处于亏损或资不抵债的状态，两家公司最近两年的主要财务指标如下：

单位：万元

项目	太原巴黎春天百货有限公司		陕西赛特国贸百货有限公司	
	2020-12-31	2019-12-31	2020-12-31	2019-12-31
总资产	18,369.95	18,789.19	7,176.01	5,971.40
总负债	22,881.76	23,000.93	23,399.45	20,802.08
所有者权益	-4,511.82	-4,211.74	-16,223.44	-14,830.68
项目	2020 年度	2019 年度	2020 年度	2019 年度
营业收入	2,738.48	23,704.03	19,532.49	42,521.37
利润总额	-300.07	847.07	-1,382.20	-2,286.67
净利润	-300.07	847.07	-1,392.77	-2,279.44

注：上述 2020 年数据未经审计，2019 年数据已经审计。

综上，一方面，若前期将上述主体置入王府井，可能对王府井的业绩和财务状况产生一定不利影响，王府井已通过与东安春天签订委托管理协议的方式消除了既有的同业竞争。另一方面，鉴于上述主体的经营业绩正逐渐好转（太原巴黎春天百货有限公司 2020 年度亏损主要系新冠肺炎疫情等因素的影响），托管后王府井亦将积极培育，并将根据前述主体的经营业绩情况，在 2023 年底前通过收购、租赁物业经营等方式将相关业务并入王府井。

王府井与东安春天已签订了《北京王府井东安春天商业管理有限公司与王府井集团股份有限公司之委托管理协议》（以下简称“《委托管理协议》”），东安春天委托王府井经营管理青岛中山巴黎春天百货有限公司、太原巴黎春天百货有限公司和陕西赛特国贸百货有限公司。

《委托管理协议》的主要内容如下：

1、协议有关方

甲方（委托方）：东安春天

乙方（受托方）：王府井

标的企业：青岛中山巴黎春天百货有限公司、太原巴黎春天百货有限公司和陕西赛特国贸百货有限公司

2、委托事项

除法律和公司章程所规定的利润分配请求权、剩余财产分配请求权、股权处分权（包括但不限于股权转让，或者股权上设置担保），乙方可以对标的企业行使全面的经营管理权。在《委托管理协议》有效期内，标的企业的经营收益和亏损仍由甲方享有和承担，但乙方应尽力使得标的企业总体不出现亏损。

乙方在决定标的企业如下事项时，必须事先书面通知甲方，并经甲方书面授权后，按甲方意愿行使标的权益的表决权：（1）合并、分立、改制、申请破产、解散和清算；（2）增加或者减少注册资本。

3、托管期限

自 2020 年 8 月 15 日起，至该标的企业相关事项孰早发生之日止：（1）甲方不再为标的企业控股股东或实际控制人；（2）乙方取得标的企业控制权；（3）标的企业终止经营或不再经营商业零售业务；（4）双方协商一致终止《委托管理协议》之日。任一标的企业的托管期间终止的，不影响托管期间尚未届至的其他标的企业在《委托管理协议》项下继续被乙方托管。

4、托管费用

乙方按照标的企业经审计年度净利润的 5% 计收托管费，但乙方收取的每家标的企业的托管费应不低于 10 万元/年。

2020 年 8 月 15 日至 2020 年 12 月 31 日为过渡期，过渡期内，乙方不收取托管费。

二、核查意见

经核查，本独立财务顾问认为：针对王府井与东安春天所控制企业之间的同业竞争，截至本核查意见出具日，青岛四季春天广场有限公司已实际停止经营活

动，已不存在同业竞争问题；对于青岛中山巴黎春天百货有限公司、太原巴黎春天百货有限公司和陕西赛特国贸百货有限公司，由于其尚处于待营业、亏损或资不抵债的状况，在目前时机不成熟的情况下将其强行注入王府井，反而可能对王府井的业绩和财务状况产生一定不利影响，损害王府井和中小股东的利益。王府井已通过东安春天签订委托管理协议的方式，务实、有效地消除了既有的同业竞争，后续王府井将根据前述三家企业的经营业绩情况在 2023 年底前通过收购、租赁物业经营等方式并入相关业务，切实维护和保障王府井中小股东的利益。

（本页以下无正文）

（本页无正文，为《中信建投证券股份有限公司关于上海证券交易所<关于对王府井集团股份有限公司换股吸收合并北京首商集团股份有限公司并募集配套资金暨关联交易预案信息披露的问询函>之核查意见》之签字盖章页）

财务顾问主办人签名：

朱林

朱林

王沛韬

王沛韬

中信建投证券股份有限公司

