

# 信用等级公告

联合[2017] 3005 号

联合资信评估有限公司通过对星河实业（深圳）有限公司及其拟发行的 2018 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定

星河实业（深圳）有限公司

主体长期信用等级为

AA

星河实业（深圳）有限公司

2018 年度第一期中期票据信用等级为

AA

特此公告。

联合资信评估有限公司  
二零一七年十二月十九日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层

电话：(010) 85679696

传真：(010) 85679228

邮编：100022

网址：www.lhratings.com

# 星河实业（深圳）有限公司

## 2018 年度第一期中期票据信用评级报告

### 评级结果：

主体长期信用等级：AA

评级展望：稳定

本期中期票据信用等级：AA

本期中期票据发行额度：10 亿元

本期中期票据期限：3 年

偿还方式：按年付息，到期一次还本

发行目的：偿还银行借款

评级时间：2017 年 12 月 19 日

### 财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 9 月
现金类资产(亿元)	2.01	3.50	11.94	22.98
资产总额(亿元)	174.32	179.71	200.64	218.21
所有者权益(亿元)	81.20	81.29	87.89	89.33
短期债务(亿元)	14.54	6.62	14.26	20.55
长期债务(亿元)	52.82	52.04	65.56	69.01
全部债务(亿元)	67.35	58.66	79.82	89.56
营业收入(亿元)	8.44	9.49	10.74	7.84
利润总额(亿元)	6.22	11.03	7.69	2.12
EBITDA(亿元)	10.44	15.31	12.13	--
经营性净现金流(亿元)	-2.06	36.23	-10.72	17.44
营业利润率(%)	57.59	63.29	67.65	68.04
净资产收益率(%)	5.75	10.35	6.48	--
资产负债率(%)	53.42	54.77	56.19	59.06
全部债务资本化比率(%)	45.34	41.91	47.59	50.06
流动比率(%)	306.80	171.56	235.16	200.30
经营现金流动负债比(%)	-11.62	187.73	-58.30	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.45	3.83	6.58	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.75	3.98	3.04	--

注：2017 年前三季度财务数据未经审计。

### 分析师

韩家麒 李晨

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号  
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

### 评级观点

星河实业（深圳）有限公司（以下简称“星河实业”或“公司”）主要从事自有购物中心、写字楼等商业物业投资租赁和酒店投资经营业务。近三年公司营业收入持续增长，公司下属商业项目地理位置优越、运营时间长、品牌知名度高，且公司不断积累经验，自有项目均已进入发展期。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到商业物业租赁业市场竞争激烈，公司利润总额对公允价值变动收益依赖大，所有者权益稳定性弱，受限资产占比高，关联方往来款对公司资金形成占用等因素对其信用水平可能产生的不利影响。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期中期票据到期不能偿还的风险较低，安全性较高。

### 优势

1. 深圳市经济发展迅速，居民消费水平高，为公司发展提供了良好的外部环境。
2. 公司委托专业商业地产运营公司管理公司下属商业物业，以购物中心为主，项目运营时间长、品牌知名度高，已形成全流程商业物业运营管理体系。
3. 公司运营的酒店地理位置优越，入住率和平均房价处于区域市场前列，在丰富公司业态与提升品牌知名度方面发挥了一定积极作用。

### 关注

1. 商业物业的租金水平和出租率受宏观经济、市场竞争、地理位置等影响大；近年来，受传统零售行业增速放缓及大量新增商办物业供应影响，公司商业物业面临较

- 大竞争压力。
2. 公司利润总额对公允价值变动收益等非经常性损益依赖大。
  3. 公司所有者权益以其他综合收益和未分配利润为主，实收资本占比很小，权益结构稳定性弱。
  4. 公司受限资产占比高，流动性受到一定影响。
  5. 公司与关联方资金往来规模大，对公司资金形成占用；对外担保全部为对关联公司的担保，存在一定或有负债风险。

## 声 明

一、本报告引用的资料主要由星河实业(深圳)有限公司(以下简称“该公司”)提供,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外,联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务,有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断,未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考,并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期;根据跟踪评级的结论,在有效期内信用等级有可能发生变化。

# 星河实业（深圳）有限公司

## 2018 年度第一期中期票据信用评级报告

### 一、主体概况

星河实业（深圳）有限公司（以下简称“公司”或“星河实业”）是由港资企业星河（集团）有限公司（以下简称“星河集团”）于 1999 年 5 月 31 日出资设立的有限责任公司（台港澳法人独资）。公司初始注册资本为 1000 万港元；1999 年 10 月，星河集团对公司增资 4000 万港元，增资后公司注册资本变更为 5000 万港元（按当时汇率折算为人民币 5355 万元）。截至 2017 年 9 月底，公司注册资本为 5000 万港元，星河集团为公司唯一股东。截至 2017 年 9 月底，自然人黄楚龙及其妻莫锦礼分别持有星河集团 75% 和 25% 的股权，黄楚龙为公司实际控制人。

公司成立时，主要从事电子元器件、工艺品、计算机软硬件、办公室自动化产品开发与设计业务，自 2002 年起，公司逐步进行业务转型，经营范围发生多次变更。目前，公司主要从事自有购物中心与写字楼租赁、酒店投资经营和停车场经营等业务。

截至 2017 年 9 月底，公司拥有 3 家全资子公司，1 家控股子公司以及 3 家全资孙公司。公司下设综合管理部、财务管理中心和行政人力中心 3 个职能部门。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 200.64 亿元，所有者权益 87.89 亿元（含少数股东权益 0.36 亿元）；2016 年，公司合并实现营业收入 10.74 亿元，利润总额 7.69 亿元。

截至 2017 年 9 月底，公司合并资产总额 218.21 亿元，所有者权益 89.33 亿元（含少数股东权益 0.37 亿元）。2017 年 1~9 月，公司合并实现营业收入 7.84 亿元，利润总额 2.12 亿元。

公司地址：深圳市福田区中心五路星河

发展中心大厦 20 楼；法定代表人：时锋。

### 二、本期中期票据概况

公司中期票据注册总金额为人民币 25 亿元，公司已分别于 2017 年 3 月 17 日发行额度为 5 亿元的 2017 年度第一期中期票据；于 2017 年 11 月 2 日发行额度为 5 亿元的 2017 年度第二期中期票据。本次计划发行 2018 年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），本期中期票据金额为 10 亿元，期限为 3 年，募集资金将全部用于偿还银行借款。本期中期票据按年付息，到期一次还本。

本期中期票据无担保。

### 三、宏观经济和政策环境

2016 年，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，中国实施积极的财政政策，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值；稳健的货币政策更趋灵活适度，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。上述政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，中国 GDP 实际增速为 6.7%，经济增速稳中趋缓。具体来看，三大产业保持稳定增长，农业生产形势基本稳定，工业生产企稳向好，服务业保持快速增长，支柱地位进一步巩固，三大产业结构继续改善；固定资产投资增速略有放缓，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）实现 2.0% 的温和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者

购进价格指数（PPIRM）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51% 以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52% 以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

2017 年上半年，中国继续推进供给侧结构性改革，积极的财政政策继续通过减税降费减轻企业负担，同时进一步加大财政支出力度，助力经济稳中向好。2017 年 1~6 月，全国一般公共预算收入和支出分别为 9.43 万亿元和 10.35 万亿元，支出同比增幅（15.8%）继续高于收入同比增幅（9.8%）；财政赤字 9177 亿元，为历年来同期最高水平，财政政策更加积极。稳健中性的货币政策更加注重兼顾经济“稳增长”与“防风险”，在美元加息、经济去杠杆等背景下，央行综合运用多种货币政策工具，维持市场资金面的紧平衡状态。在上述政策背景下，2017 年 1~6 月，中国 GDP 同比实际增长 6.9%；西藏、重庆、贵州等中西部地区经济发展状况良好，东北、山西等产业衰退地区经济形势有所好转；CPI 温和上涨，PPI 和 PPIRM 涨幅有所放缓；就业水平相对稳定。

2017 年 1~6 月，三大产业保持稳定增长。农业生产形势较好。工业生产加快，结构继续优化，企业利润快速增长；服务业仍是推动经济增长的主要力量，但受房地产市场宏观调控以及经济去杠杆影响，房地产业（6.9%）和金融业（3.8%）实际增速均明显下降。

固定资产投资增速有所放缓，但民间投资增速明显加快。2017 年 1~6 月，中国固定资产投资 28.1 万亿元，同比增长 8.6%（实际增长 3.8%），增速略有放缓。受益于 2016 年以来政府吸引民间投资的若干政策措施，民间投资增速（7.2%）明显加快。随着房地产调控政策效应的逐步显现，房地产开发投资增速（8.5%）自 5 月以来略有放缓；基于国

家财政收入持续增长以及基础设施领域 PPP 模式发展等因素，基础设施建设投资增速（16.9%）仍保持在较高增长水平，但增速趋缓；受制造业中技术改造投资的带动以及装备制造业投资支撑作用的进一步增强，制造业投资增速（5.5%）呈现回升态势。

居民消费稳步增长，网络消费保持较高增速。2017 年 1~6 月，中国社会消费品零售总额 17.2 万亿元，同比增长 10.4%，保持平稳较快增长。具体来看，家具类、建筑及装潢类消费仍维持较高增长水平，但受房地产市场调控影响，增速较上年同期明显放缓；体育娱乐用品类、文化办公用品类以及通讯器材类等升级类商品消费保持较高增速；汽车销售增速明显回落。此外，2017 年 1~6 月，网络消费同比增长 33.4%，继续保持高速增长态势。

进出口快速增长，外贸持续改善。在全球经济持续复苏带动外部需求回暖、国内经济稳中向好带动进口持续增加、大宗商品价格反弹以及相关鼓励外贸措施出台的背景下，进出口快速增长。2017 年 1~6 月，中国进出口总值 13.1 万亿元，同比增加 19.6%，连续 6 个月实现同比正增长，实现贸易顺差 1.3 万亿元，外贸形势明显改善。出口方面，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，同时高新技术产品出口额仍保持 10% 以上的较快增速；进口方面，铁矿砂、原油等大宗商品进口量价齐升。

2017 年下半年，全球经济有望维持复苏态势，但货币政策的分化使中国经济增长和金融市场稳定面临更多挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，推进供给侧结构性改革，促进经济转型升级。具体来看，投资或呈缓中趋稳态势，其中，房地产投资增速或将随房地产调控政策效应的进一步显现而继续放缓，基础设施建设投资增速受货币政策保持稳健中性以及财政支持能力受限等因素影响或将

有所放缓，高新技术、高端制造业投资将成为制造业投资的重要支撑。消费将保持平稳增长，随着居民收入水平的不断提高以及消费结构的不断改善，居民医疗、文化、旅游等消费需求有望继续释放，但房地产相关消费以及汽车消费增速或将继续放缓。进出口或将持续改善，这主要是受到欧美等主要发达国家经济持续复苏、“一带一路”战略的深入推进以及一系列促进贸易和投资便利化等利好措施的带动。总体来看，由于房地产投资和基础设施建设投资存在增速放缓压力，中国今年下半年经济增速或将低于上半年，预计全年经济增速将在 6.7% 左右；物价运行仍将基本保持平稳，失业率总体保持稳定。

#### 四、行业及区域经济环境

##### 1. 商业地产租赁业

区别于居住地产和工业地产，商业地产是指用作商业用途的地产。一般来说，狭义的商业地产指用于各种零售、餐饮、娱乐、休闲等生活服务类经营方式的不动产，包括商场、购物中心、步行街以及社区商业等。广义的商业地产除商铺之外还涵盖写字楼、公寓式酒店、连锁酒店等具有商务属性的不动产。商业地产具备地产、商业与投资三重特性。购物中心和写字楼是商业地产领域两大主要类型。

近年来，国民经济快速发展、居民生活水平提高和消费观念的改变带动购物中心、写字楼等物业大量新建并投入使用。此外，随着国内主要城市住宅“限购”政策的实施和房地产宏观调控力度的加大，房地产开发企业纷纷由住宅地产开发商向商业地产投资、运营商转变，其中，“地产+商业”协同运营模式（开发企业和商业企业在同一母公司平台下协同整合，保证所有权与经营权的统一，同时发挥各自优势，对于避免开发与商业的脱节、管理与招商的矛盾、业态与经营的短

视等问题有积极意义）发展尤为迅速。商业地产开发投资与运营面临着前所未有的发展机遇。

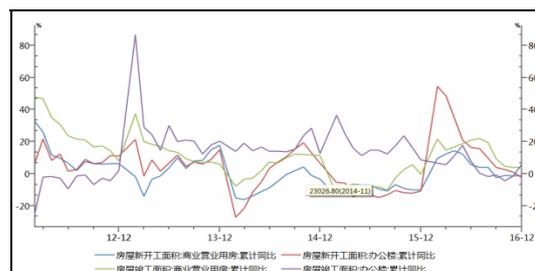
图1 近年来办公楼和商业营业用房完成投资额



资料来源：Wind资讯

2010年以来，中国商业地产行业呈现爆发式增长。2014~2016年，商业类房屋（办公楼和商业营业用房）开发投资完成额分别为19987.44亿元、20817.23亿元和22371.00亿元，年均复合增长5.79%。商业类房屋投资以商业营业用房为主，近三年比重均在70%以上，2016年底占比为70.80%。2014~2016年，中国办公楼开发投资完成额年均复合增长7.61%，商业营业用房投资额年均复合增长5.07%，但分年度看均出现同比增速下滑的趋势；办公楼新开工面积同比分别增长6.70%、-10.60%和-2.30%，商业营业用房新开工面积同比分别增长-3.30%、-10.10%和-0.90%，商业类房屋尤其是办公楼同比投资增速下降较快。从竣工面积来看，2014~2016年，办公楼竣工面积同比增速分别为12.70%、8.80%和6.10%，商业营业用房竣工面积同比分别增长11.30%、-0.50%和4.10%；近三年可用于租赁的商业类房屋面积持续增长，2015年以来增速明显放缓。

图2 商业地产新开工面积与竣工面积增速



资料来源：Wind资讯

项目建设完工后，中国商业地产开发商一般会根据自身需求在“只租不售”、“只售不租”和“租售结合”三种运营模式中选择。只售不租是最原始的模式，以出售产权为收入来源，快速回收投资；但由于商业地产项目投资规模大、风险高且投资回收期长，有能力全额购买商业项目的投资者数量有限，为解决资金回笼等问题，只租不售或租售结合成为越来越多开发商选择的经营模式。但只租不售或租售结合的经营模式对招商、日常经营管理能力等要求较高，招商和日常运营的成败对开发商能否收回投资并取得合理回报影响显著。

### 写字楼

写字楼作为办公建筑，是收集、处理和产生各种行政、调研、商务信息的场所。按功能划分，包括普通写字楼、商住写字楼和综合性写字楼；按档次划分，包括超甲级、甲级、乙级、丙级写字楼；按智能化水平划分，包括3A写字楼和5A写字楼。写字楼可自用，也可作为投资项目赚取投资回报。城市等级、产业结构、基础设施条件、高素质人才、商务环境等是影响城市写字楼市场发展的主要因素。

中国甲级及以上写字楼供应主要集中在北京、上海、广州、深圳等一线城市；近年来二三线城市经济发展迅速，甲级写字楼总体供应量快速上升，发展潜力巨大。

长期看，全国多个市场将在未来几年内迎来供应潮，供大于求仍将是盘踞部分二线城市写字楼市场的主旋律。未来五年新增供应量的总和在部分二线城市有可能相当于目前的总存量，甚至是现有存量的数倍之多，因此这些市场的空置率将不可避免地上升，并迫使租金下调。与此同时，四个一线城市的未来供应尽管在绝对数量上居全国前四位，但因这几个市场的旺盛需求和高去化速度，预计市场不会出现大幅波动。

### 购物中心

购物中心是集购物、休闲、娱乐、饮食等于一体，包括百货店、大卖场以及众多专业连锁零售店在内的超级商业中心。购物中心在满足人民群众消费和休闲娱乐需求的同时，通过经营管理实现价值增值，为投资者赚取更大规模的投资回报。

购物中心属于商业房地产开发的概念，进入该项业务的主要影响因素为雄厚的资金、获得土地的有效渠道和相应的开发建设能力，但区别于住宅地产等其他房地产开发形式，购物中心项目具有投资规模大、利润率及开发风险高、投资回收期长等特点，因此，购物中心选址更加谨慎、调研更加复杂、推广更具针对性，区域位置和配套功能组合是综合竞争力的关键，且比住宅开发多出开业、运营、管理三个环节。此外，购物中心定位的出发点必须是开业后整体的运营成功，“马太效应”非常明显，因此，选择什么样的商业业态组合，如何满足商家要求、确保商家利益最大化，进而为开发经营商赚取最大的出租和出售回报，是购物中心运营中至关重要的问题。

购物中心的产业链条涉及投资者、开发商、业主、经营管理者、消费者等在内的多种权益关系。主要运作流程包括：选址及土地获取—开发建设（包括市场调研、定位、规划、设计、施工等）—营销策划及招商（或销售）—运营管理。经营管理者需要根据购物中心定位进行统一招商管理（立足长远）、统一营销（广告宣传等）、统一服务监督和统一物管。

相对于美国、日本等发达国家，中国的购物中心起步较晚，20世纪80年代中后期，在北京、上海等一些大城市才开始出现购物中心。近十年来，随着经济的发展和人民生活水平的提高，中国购物中心市场快速发展。一线城市经济发展水平高、零售市场较为成熟，购物中心数量快速攀升，商家之间竞争

激烈；二线城市购物中心虽起步晚于一线城市，但近几年来发展迅速，部分二线城市新增购物中心数量超过一线城市，且单个项目体量较大；受三、四线城市经济发展水平较低等因素影响，购物中心市场起步晚且成熟度较低，购物中心这种新型业态在较弱的三线城市及四线城市中仍较为空缺；此外，各类城市中购物中心的经营情况也出现分化，定位、规模、功能综合、专业化程度等不断发生变化，呈现不同形态。

随着消费需求的转变和行业竞争格局的转变，中国购物中心市场呈现新的发展趋势：

(1) 体验式消费：随着中国消费者消费心态的日渐成熟以及互联网电商的兴起，消费者进行线下消费时，更愿意为体验、环境和服务买单。因此传统商场、购物中心通过调整业态配比，逐步提高休闲、餐饮以及体验式消费业态的比例，以求突出自身特点，形成与电商的差异化竞争。(2) 轻资产管理输出：商业地产项目投资规模大、回收期长，往往占据企业大量资金，成为品牌企业扩张的主要障碍之一。在轻资产合作模式下，投资方负责取得项目土地使用权，并承担土地出让金及项目建设所需全部投资，运营方负责项目的建筑规划设计、工程管理、商业规划及招商、商业运营管理，双方按照项目开业后的租赁净收益分成。轻资产模式对于提升企业资产流动性，进而提高企业抗风险能力以及有效利用外部资源快速发展，提升净资产回报率进而在短期内提升业绩等方面优势显著，已成为各大商业运营商转型的重要手段。

## 2. 酒店经营业

随着中国居民可支配收入持续增长，酒店业成为社会消费品零售业中增幅较大的子行业之一。旅游消费的增长带动酒店需求的上升，但酒店供给的大幅增加和国际酒店管理集团的进入对酒店行业产生较大的供给压力；此外，酒店业对外部宏观经济以及突发

事件敏感，波动性较大，加上抑制“三公消费”等多重因素的影响，全国星级酒店出租率不断下滑，四星级及以上酒店房价下降明显。

根据国家旅游局公布的《2014年全国星级酒店统计公报》、《2015年第四季度全国星级酒店统计公报》和《2016年第四季度全国星级酒店统计公报》，2014~2016年，旅游局统计营业星级酒店数量分别为11180家、10956家和10157家。截至2016年底，省级旅游主管部门审核的10157家正常营业的饭店中，有五星级酒店809家，四星级酒店2367家，三星级酒店4937家，二星级酒店1972家，一星级酒店72家。比重最大的三星级酒店数量近三年呈下降趋势，五星级酒店数量逐年增长。2016年，星级酒店四季度营业收入合计为544.34亿元，同比下降5.79%；平均房价为341.13元/间夜，同比增长1.89%，其中，五星级和四星级酒店均价有所下降。但平均出租率呈现上升趋势，2016年为56.60%。2016年四季度，上海、北京、海南、广东、天津和浙江房价较高，其中上海最高为701.25元/间夜。

未来发展方面，中国人均GDP预计延续增长趋势，同时消费观念的改变给酒店业的发展带来新的契机。未来大众旅游需求呈现多样性、商务客源增多等因素促使高星级酒店与经济型酒店成为行业中表现较为活跃的两部分。

总体来看，近年来酒店业增长较快，目前供给已呈现相对过剩局面，行业竞争激烈，总体入住率不高，周期性强。国家限制“三公消费”使得以政府接待为主的酒店面临转型挑战，而以商务接待为主的酒店所受影响则相对较小。同时，随着行业竞争的加剧，单体酒店受制于营销渠道与品牌影响力，竞争力日趋下降，未来酒店业将呈现品牌化、规模化和集团化的趋势。酒店管理业由于资本支出小、利润率高、风险小，从中长期看，旅游产业政策推动和旅游需求拉动将成为驱动中国旅游业长期高速增长的基本动力，随着

中国旅游业的持续发展，酒店行业仍面临良好的发展机遇。

## 五、基础素质分析

### 1. 产权状况

截至 2017 年 9 月底，公司注册资本为 5000 万港元，星河集团为公司唯一股东，黄楚龙是公司实际控制人。

### 2. 企业规模与竞争力

公司近年来投资规模有所扩张，已形成涵盖写字楼、住宅底商、购物中心、酒店等不同业态的丰富产品线。截至 2017 年 9 月底，公司下属商业物业可出租面积合计 38.23 万平方米，公司委托专业商业地产运营管理公司深圳市星河商用置业股份有限公司（以下简称“星河商置”）运营管理公司下属商业物业，以购物中心为主，其中，福田 COCO Park 作为国内首创情景式公园版休闲购物中心，地理位置优越，品牌知名度高。

公司运营的丽思卡尔顿酒店位于福田中心区的核心地带，区位优势显著。公司通过引进国际知名酒店品牌的管理团队，在硬件和软件等各方面提升酒店品质，房价和入住率等方面居于深圳酒店行业前列。

### 3. 人员素质

截至 2017 年 9 月底，公司共有董事、监事及高层管理人员 3 人，除执行董事兼总经理时峰先生外，还有 1 名监事、1 名财务总监。

公司执行董事兼总经理时峰先生，1966 年生，硕士学历。曾任星河集团副总裁兼常州星河协通房地产开发有限公司总经理、深圳市星河房地产开发有限公司（以下简称“星河地产公司”）总经理、深圳信和地产公司项目部经理、深圳福田区房地产开发公司规划部经理。2016 年 3 月起，任公司执行董事兼总经理、星河集团执行副总裁兼深圳公司总

经理、星河城市更新公司总经理等职务。

公司财务总监张俊青女士，1972 年生，本科学历。曾任星河集团财务管理中心总监、江苏常发地产有限公司财务部总经理、深圳东方置地实业有限公司集团执行董事。现兼任星河集团财务管理中心副总经理。

总体看，公司高层管理人员具有丰富的行业从业及管理经验，但公司董事、监事及高层管理人员任职时间较短，管理整合仍需时间。

## 六、管理分析

### 1. 法人治理结构

公司按照《公司法》、《外资企业法》和其它有关法律、法规及规范性文件的规定，制定《公司章程》，形成了执行董事、监事、经营管理机构的法人治理结构。

公司为外商独资的企业法人，不设股东会。公司股东决定公司的重大事项，行使包括决定公司的经营方针和投资计划，选举和更换非由职工代表担任的董事、监事及决定有关董事、监事报酬，审议批准公司的年度预算方案和决算方案等公司章程规定的职权。

公司不设董事会，设执行董事 1 名，由股东决定产生；执行董事执行股东决议，行使包括制订年度财务预决算、制订利润分配和弥补方案、聘任经理等职权；执行董事任期三年。公司法定代表人由执行董事担任。

公司不设监事会，设监事 1 名。董事、高级管理人员不得兼任监事。监事的任期每届为三年，监事任期届满，可由股东委派连任。

公司设立经营管理机构，经营管理机构设置经理一人，由执行董事聘任或者解聘，任期 3 年，经理对执行董事负责。

整体看，公司法人治理结构基本满足现阶段管理需要，决策执行及日常经营管理对

执行董事、经理的个人能力要求高，相关监事和约束机制不够健全；随着未来企业规模的扩大，法人治理结构有待进一步完善。

## 2. 管理水平

公司下设财务管理中心、行政人力中心及综合管理部共 3 个职能部门；建立了包括预算管理制度、财务管理制度、投融资决策制度、担保制度、关联交易制度、子公司内部控制制度、信息披露制度等较为完整的内部控制体系。

预算管理方面，公司建立全面预算管理制度，由公司本部统一组织、管理、协调公司的全面预算工作，各子公司及联营单位可成立相应的组织机构负责组织、管理、协调公司本部的全面预算工作。围绕公司的战略要求和发展规划，公司编制以经营预算、资本预算为基础，以经营利润为目标，以现金流为核心的年度预算，并主要以财务报表形式反映。预算管理制度对于加速公司资金周转，降低经营管理成本等方面有积极意义。

财务管理方面，公司制订了《财务管理制度汇编》，分别从财务管理、会计核算、财务人员管理、预算管理及控制、财务分析管理、财务档案管理等方面进行了规范。

投融资决策方面，公司制定了《投资管理辦法》对投资行为实行集中管理，在投资方向、控制投资风险、注重投资效益、审批权限、审批程序等方面作了明确规定。此外，公司制定《融资管理辦法》，进一步规范融资流程，强化风险控制能力。

对外担保方面，公司实行统一管理，由董事审批所有对外担保行为；同时，公司建立相关对外担保制度，在担保对象审查、担保程序审批、对外担保管理等方面进行了规范。

对子公司管控方面，公司重点在投资、财务、人事和其他重大事项上对子公司实施控制和管理。公司向子公司推荐董事、监事

及高级管理人员；子公司根据公司的总体经营计划独立开展经营活动，公司本部职能部门对子公司进行业务指导、工作检查和监督。

总体看，公司内部管理制度较为健全，部门设置能满足日常经营需要。

## 七、经营分析

### 1. 经营概况

公司创立之初主要从事电子元器件、计算机软硬件等产品的开发与设计业务。2014~2015 年，股东星河集团对公司进行资产重组，重组前的子公司几乎完全剥离出去，代之以公司实际控制人控制的其他公司。公司资产重组于 2015 年 10 月实施完成，重组后公司主营业务变更为商业资产经营管理业。

2014~2016 年，公司营业收入持续增长，年均复合增长 12.86%。2016 年，公司实现营业收入为 10.74 亿元，较 2015 年增长 13.22%，主要是房屋商业租赁及酒店经营收入增长所致。房屋商业租赁收入和酒店经营收入是公司营业收入的主要来源，2014~2016 年房屋商业租赁收入在营业收入中占比分别为 51.72%、61.96%和 66.76%；同期酒店经营收入在营业收入中占比分别为 31.54%、29.88%和 28.12%，公司主业突出。从盈利能力看，2014~2016 年，公司综合毛利率分别为 65.61%、71.17%和 73.00%，公司综合毛利率水平较高且呈逐年上升趋势。

2016 年，公司房屋商业租赁收入为 7.17 亿元，同比增长 21.94%，主要系租金水平与可租赁面积不断增长所致；同期，公司房屋商业租赁业务毛利率为 88.68%，保持较高水平，近三年有所下降主要系公司将物业费支出计入房屋商业租赁成本所致。房屋商业租赁业务对公司收入和利润贡献大。

酒店经营收入是公司营业收入的另一主要来源，近年保持稳定增长。2016 年，公司

实现酒店经营收入 3.02 亿元，同比增长 6.34%，主要系客房入住率提升、接待旅客数量上涨及餐饮收入增长所致，毛利率为 32.50%，较 2015 年上升 7.26 个百分点。

公司其他主营业务收入包括商品销售收入、商业物业经营收入、贷款利息收入和平台服务费收入。商品销售收入主要来自公司联营商户经营收益分成；商业物业经营收入为公司向租户收取的管理费、水电费，此外还有停车场停车费收入；自 2014 年起公司新

增的贷款利息收入主要来自下属小额贷款公司深圳市银顺通小额贷款有限公司（以下简称“银顺通公司”）的利息收入；平台服务费收入主要来自下属深圳市顺通互联网金融服务有限公司（以下简称“顺通金融”）的服务管理费收入。

2017 年 1~9 月，公司实现营业收入 7.84 亿元，为 2016 年全年的 73.00%；实现综合毛利率 72.29%，较 2016 年小幅下降 0.71 个百分点。

表 1 2014~2016 年及 2017 年 1~9 月公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2014 年			2015 年			2016 年			2017 年 1~9 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
一、主营业务收入	8.15	96.64	64.41	9.32	98.18	70.64	10.73	99.91	72.96	7.75	98.85	71.96
房屋商业租赁	4.36	51.72	97.42	5.88	61.96	91.24	7.17	66.76	88.68	4.97	63.39	89.00
酒店经营	2.66	31.54	23.47	2.84	29.88	25.24	3.02	28.12	32.50	2.38	30.36	36.31
商品销售	0.27	3.20	18.61	0.12	1.28	16.95	0.04	0.37	18.91	--	--	--
商业物业经营	0.82	9.68	34.78	0.22	2.33	100.00	0.26	2.42	68.21	0.19	2.42	43.61
贷款利息	0.04	0.50	100.00	0.26	2.73	100.00	0.22	2.05	100.00	0.15	1.91	100.00
平台服务费收入	---	---	---	---	---	---	0.02	0.19	59.99	0.06	0.77	88.33
二、其他业务收入	0.28	3.36	100.00	0.17	1.82	99.69	0.01	0.09	100.00	0.09	1.15	100.00
合计	8.44	100.00	65.61	9.49	100.00	71.17	10.74	100.00	73.00	7.84	100.00	72.29

资料来源：公司提供

注：1、其他业务收入包括推广费收入、POS机租赁收入、广告位租赁收入等；2、2015年公司平台服务费零星收入列入其他业务收入；3、部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异系四舍五入造成。

## 2. 房屋商业租赁业务

公司房屋商业租赁业务主要通过星河商置进行自有商业物业出租，以赚取租金收入，物业类型以购物中心和写字楼为主，此外还有少量住宅底商及综合市场。近年来，公司可出租面积快速增长，截至 2017 年 9 月底为 38.23 万平方米，其中购物中心占 75.40%，写字楼占 12.77%；公司房屋出租率较高，近三年均维持在 97% 以上，2017 年 1~9 月，公司下属商业物业出租率受写字楼出租率大幅下降影响，相较 2016 年下降 7.11 个百分点至 91.84%。近年来，随着龙岗 COCO Park、龙

华 COCO City 的陆续开业，公司购物中心可供出租面积快速增长，但不同区域的购物中心租金水平存在一定差异，且购物中心开业后有一定的客群培育期（一般为 1~2 年时间），因此，公司购物中心租金水平有所波动。2017 年 1~9 月，公司购物中心和写字楼的平均租金分别为 5.27 元/天/平方米和 4.58 元/天/平方米。近三年在出租面积快速增长因素影响下，公司房屋商业租赁收入快速增长，2016 年增至 7.17 亿元。2017 年 1~9 月，受可出租面积与出租率共同下降影响，公司实现租赁收入 4.97 亿元，为 2016 年全年租赁收入的 69.32%。

表 2 公司房屋商业租赁业务经营概况 (单位: 平方米、%、元/天/平方米、万元)

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1-9 月
可出租面积	266395.74	380093.52	394362.65	382268.60
其中: 购物中心	183554.05	290553.72	290430.11	288229.34
写字楼	37093.91	45392.56	51134.54	48829.33
出租率	98.47	97.97	98.95	91.84
其中: 购物中心	98.29	98.03	99.24	99.07
写字楼	100.00	97.00	97.20	48.67
平均租金	5.43	4.94	5.05	4.94
其中: 购物中心	4.85	4.42	4.72	5.27
写字楼	8.30	8.21	8.74	4.58
租赁收入	43627.82	58800.52	71662.82	49698.68
其中: 购物中心	28250.24	39851.15	49376.59	41451.45
写字楼	11080.32	13421.64	16059.88	6105.53

资料来源: 公司提供

### 购物中心

公司所投资项目地理位置优越, 现由星河商置进行专业运营管理。2006 年 9 月, 首创国内情景式休闲购物中心福田 COCO Park, 经过十余年发展, 公司已打造包括

COCO Park、COCO City 在内的“COCO 系”产品线及拥有全球 140 多个家居品牌的高端家居购物中心“星河第三空间”, 产品模式不断丰富, 项目运营良好。

表 3 公司主要购物中心项目概况 (单位: 平方米、亿元)

项目	开业时间	2017 年 1-9 月可出租面积	2016 年年度租金业绩	位置/交通	定位	主要品牌
COCO Park 福田店	2006.09	82023.08	2.69	深圳市 CBD 中心区, 与地铁无缝衔接	中高档时尚购物中心	永辉超市、百老汇影院、优衣库、CKJ、EVISU、西贝莜面村、星巴克等
COCO Park 龙岗店	2012.09	82765.78	0.84	深圳北部龙岗区, 坐拥大运、爱联两个地铁站 (龙岗线)	龙岗区首家家庭休闲式综合购物中心	山姆会员店, 博纳影院、喜悦冰场, EP 雅莹、INSUN、H&M、UNIQLO 等
COCO City 龙华店	2014.11	94197.15	0.91	深圳市龙华新城, 临近地铁 4 号线白石龙站和梅观高速	新型社区型购物中心	华润万家超市、博纳影院、苏宁电器
第三空间	2007.05	29243.33	0.61	深圳市 CBD 中心区, 临近地铁岗厦站和岗厦北站	高端家居主题购物中心	Poltron Frau、Roche-Bobois、FENDI CASA

资料来源: 公司提供

#### (1) COCO Park 福田店

COCO Park 福田店是集餐饮、购物、休闲、娱乐多功能于一体的国内首个情景式购

物中心, 也是公司首个商业物业项目, 项目于 2006 年 9 月开业, 物业持有方为深圳市星河苏活公园实业有限公司。

区位优势方面，COCO Park 福田店位于深圳 CBD 福田区核心商圈，毗邻深圳国际会展中心，周边写字楼林立，且通过地铁购物公园站与深圳市地铁一号线和四号线连接，交通便利、客流量大。

COCO Park 福田店总占地 3.1 万平方米，截至 2017 年 9 月底，可出租面积 8.20 万平方米，出租率为 100%。建筑主体共五层，其中地下二层，地上三层。项目设计上，福田 COCO Park 最突出的特点在于其情景式购物主题：项目内设 6000 平方米下沉式露天广场，配合 8 大自然光中庭和 100 米空中天桥，利用室内与室外、商业与生态环境的互动，为消费者打造了一个公园版、情景式、休闲至上的购物中心，在满足消费者购物需求的同时注重提高购物体验。

COCO Park 福田店定位为中高端时尚购物中心，为满足项目周边以大众年轻消费者和 CBD 白领精英为主的客群需求，业态选择上，福田 COCO Park 以零售类和餐饮类店铺为主，同时配有精品超市、电影院等以吸引更多客流；品牌选择上，福田 COCO Park 围绕“中端偏高、年轻、潮流、快时尚”等主题定位选取了包括 Muji、EP 雅莹等国内一线、轻奢零售类品牌，Calvin Klein Performance、施华洛世奇等部分国际品牌及包括星巴克、西贝莜面村等在内的特色餐饮和酒吧街。

COCO Park 福田店在区域位置、交通、业态组合等方面优势突出，是公司房屋商业租赁收入的主要来源之一。2014~2016 年，COCO Park 福田店总租赁收入<sup>1</sup>逐年下降，近三年分别为 3.33 亿元、2.90 亿元和 2.88 亿元，年均下降 7.01%。同期，COCO Park 福田店租金收入<sup>2</sup>呈逐年增长趋势，近三年分别为

2.33 亿元、2.64 亿元和 2.69 亿元。2017 年 1~9 月实现租金收入 2.24 亿元，为 2016 年全年收入的 83.27%

### (2) COCO Park 龙岗店

COCO Park 龙岗店是公司首个 COCO Park 品牌复制产品，于 2012 年 9 月开业，物业持有方为河利通公司。项目位于深圳市东北部龙岗区，处于大运新城与龙城中心交汇区位，毗邻大运中心主体育场，距深圳市中心约 50 分钟车程，坐拥地铁 3 号线大运站和爱联站。

COCO Park 龙岗店总占地面积 3 万平方米，截至 2017 年 9 月底，可出租面积达 8.28 万平方米，出租率为 100%。建筑主体共八层，地上四层，地下四层。COCO Park 龙岗店沿用福田店休闲式购物体验的概念，以“自然、休闲”为建筑理念，内设五大自然采光中庭，同时引进包括 Ochirly、优衣库、必胜客等潮流、快销类零售餐饮店铺；但与福田店相比，受龙岗店消费客群中居住人口占比较高影响，公司将其定位为龙岗区首家家庭休闲式购物中心。一方面，COCO Park 龙岗店通过配备大型停车场、引进大型国际零售超市山姆会员店等满足家庭购物需求；另一方面，购物中心通过引进喜悦真冰滑冰场（龙岗区首家真冰冰场）、博纳国际影城（深圳首家巨幕影厅）及举办一系列亲子类、主题型商业活动来吸引客流，以此带动消费。

自 2012 年开业以来，COCO Park 龙岗店租赁收入逐年增长，2016 年实现租金收入 0.84 亿元，同比 2015 年的 0.13 亿元收入额实现大幅增长，2017 年 1~9 月实现租金收入 0.68 亿元，为 2016 年全年收入的 80.95%；但联合资信同时注意到项目离市区较远、交通不够便利且租金水平较低，周边市场仍待培育。

### (3) 龙华 COCO City

公司另一个主要购物中心类型 COCO City 定位为新型社区购物中心，项目大多位于城市区域型商圈或社区型商圈，规模 6~10 万

<sup>1</sup> 2014 与 2015 年，公司总租赁收入包括委托星河商置前的运营管理费、房屋租赁和其他收入；2016 年总租赁收入下降系公司受“营改增”政策影响所致。

<sup>2</sup> 租金收入统计口径未包含停车场收入部分，由于业务拆分和会计核算口径的变化导致租金收入近三年的变动趋势与总租赁收入差距较大。

平方米，以满足项目周边 3~5 公里范围内家庭购物需求。

龙华 COCO City 位于深圳北部龙华新城梅龙路门户位置，毗邻地铁 4 号线白石龙站，东邻梅观高速，接驳深圳北站。龙华 COCO City 于 2014 年 11 月开业，物业持有方为星运成公司。截至 2017 年 9 月底，可出租面积为 9.42 万平方米，出租率为 100%。

龙华 COCO City 是住宅社区星河盛世（二期）的裙楼商业，项目共 3 层，其中地下 1 层，地上 2 层，主要满足周边居民的消费和文化需求，填补区域商业功能空白，提高生活便利性。依照家庭消费的定位，项目主要采用零售、餐饮、亲子等业态组合，提高了家庭业态的比重。品牌方面，龙华 COCO City 以华润万家超市、博纳影院、苏宁电器为主力店，同时引入 COCO 童堡、COCO 家居等家庭类消费品牌，配套 OLD NAVY（华南首店），UNIQLO 等时尚品牌和汉拿山、太平洋咖啡等餐饮品牌，功能组合更为多样。龙华 COCO City 运营时间较短，正处于客群培育的上升阶段，近年来租金收入持续上涨，2014~2016 年分别实现租金收入 0.08 亿元、0.73 亿元和 0.91 亿元，年均增长 242.54%，2016 年租金收入同比增长 24.90%。2017 年 1~9 月实现租金收入 0.76 亿元，为 2016 年全年收入的 83.52%。

#### （4）第三空间

星河第三空间是深圳市首家一站式奢华家居体验馆，项目于 2007 年 5 月开业，物业持有方为安林珊公司。截至 2017 年 9 月底，可出租面积 2.92 万平方米，出租率为 100%。

星河第三空间位于深圳 CBD 福田区深南大道与彩田路交界西南，是星河世纪大厦的底商物业。项目周边汇集了众多高档写字楼和生活小区，定位为向高收入人群提供高品质家居装饰、生活及相关配套服务的高端家居主题购物中心。

针对国际高端家居消费市场，星河第三

空间主要销售高端厨柜、顶级卫浴、进口家具、精致饰品等，主要品牌包括 Poltron Frau、Roche-Bobois、FENDI CASA 等国际知名商家。2016 年星河第三空间实现租金收入 0.61 亿元，2017 年 1~9 月实现租金收入 0.46 亿元，为 2016 年全年收入的 75.41%。

租赁模式方面，公司购物中心主要采取“固定租金”、“销售额提成”和“固定保底租金和销售额提成两者取高（以下简称“保底抽成”）”三种方式。

固定租金模式下，合同双方约定租赁期限、租金水平<sup>3</sup>和租赁面积（建筑面积或实用面积），在约定时期内按租金水平乘以租赁面积计收租金；此外，合同中还约定租金递增率及递增频率，在租赁期限内，每隔几个租赁年度租金水平按递增率相应上调。

销售额提成模式下，合同双方约定租期及提成点数，在约定时期按商户营业额（税前或税后）乘以提成点数计收租金。商户需于每月固定日期或之前向公司提供上个月的营业额报表，并在约定付款日之前缴纳租金。

保底抽成模式下，公司同租户约定一个固定的保底租金（同固定租金模式按面积计收租金，同时约定租金水平递增率和递增频率），再约定一个提成租金（同销售额提成模式），按月计算两者取其高。

从公司现有租赁结构看，保底抽成模式占比较大，约占 85%左右。对租赁方来说，固定租金具有风险小、管理简单的优势，但销售额提成模式使得出租者可能享受商户经营增长收益，预期收益规模较大。一般来说，固定租金模式主要针对娱乐、专属配套类商铺（如银行）等，以吸引客流、提供商业配套为目的。销售额提成模式主要针对品牌知名度较高、经营业绩良好的店铺，如 Muji、优衣库、屈臣氏等，其他商铺，如博纳影城等采取保底抽成模式。租赁期限方面，普通

<sup>3</sup>租金水平是指单位时间单位面积租金，一般是按每月每平方米约定单位租金额，也有按每天每平方米约定的，但不管租金水平按月还是按天计算，通常都按月收取租金。

服装类店铺租期一般在 3~5 年左右，大的主力店铺（如影院、超市等）合约时间一般较长，在 10 年左右。

### 写字楼

公司下属写字楼出租物业包括公司本部运营的星河发展中心及子公司安林珊公司持有的星河世纪大厦。星河发展中心位于深圳 CBD 中心区，地铁 1、4 号线交汇处，毗邻深圳国际会展中心，是集深圳星河丽思卡尔顿酒店、超甲级办公楼和星河中心商场于一体的商务综合体；星河世纪大厦位于福田区深南大道与彩田路交界西南，交通便利，临近地铁 1 号线，是集商业、公寓、写字楼于一体的综合体。

截至 2016 年底，星河世纪大厦和星河发展中心合计对外可出租面积 5.11 万平方米，出租率为 97.20%，全年租金收入 1.61 亿元；截至 2017 年 9 月底，星河世纪大厦和星河发展中心合计对外可出租面积 4.88 万平方米，可租面积减少系部分地下面积改为公司自用办公场所所致；出租率为 48.67%，相较年初大幅下降系原租户平安保险合同到期后搬出所致，现知名租户包括前海利天财富、深圳国中创业投资等。星河中心项目的定位及招商计划已经全面启动；星河中心写字楼位于福田 CBD 核心区域，周围写字楼出租率高，公司未来招租压力较小；但公司招租进度、商户类型（整租或分租）等对公司未来收入和管理等影响较大。

写字楼租金收取方面，公司主要采取固定租金模式，每年租金以固定的比率增长。对于发展较好的行业，公司准备尝试以租金置换股权方式进行投资。

### 住宅底商

截至 2017 年 9 月底，公司对外出租的住宅底商包括星河中心商场、星河明居、星河华居、星河雅居等，皆为星河实业名下的项目。截至 2017 年 9 月底，可租赁面积合计 4.52 万平方米。

总体看，近年来公司商业物业租赁面积不断扩大，租赁收入持续上升，且随着新建购物中心对客流量的逐步培育，公司未来收入及利润规模有望保持稳定增长。但联合资信同时注意到，公司也面临写字楼项目租户整体退出压力、购物中心竞争激烈等挑战。

### 3. 酒店经营业务

公司酒店经营收入全部来自公司本部下属五星级酒店深圳星河丽思卡尔顿酒店（以下简称“丽思卡尔顿酒店”），以客房收入和餐饮收入为主。2016 年，公司酒店经营业务实现收入 3.02 亿元，同比增长 6.34%；近年毛利率水平逐年上升，2016 年为 32.50%，同比增长 7.26 个百分点。

丽思卡尔顿酒店坐落于福田中心商务区核心地带，深圳会展中心对面，距深圳宝安国际机场 30 分钟车程，且可通过地铁直达香港关口，地理位置优越。自 2009 年开业以来，酒店凭借一流的服务质量和配套设施多次获得“最佳奢华酒店”、“最佳宴请餐厅”（星丽中餐厅）、“深圳首选商务酒店”等荣誉称号。酒店共拥有 280 间宽敞舒适的客房（含 43 间豪华套房），配备特色餐厅、酒吧、宴会厅、会议室、健身中心、室外游泳池等设施，满足旅客对商务、餐饮、休闲、娱乐等多方面需求。丽思卡尔顿酒店房价水平、入住率等在深圳市处于领先地位。

表 4 2016 年丽思卡尔顿酒店与周边竞争性酒店的主要经营指标比较（单位：间、%、元/间/天、元/天）

酒店名称	房间数量	入住率	均价	每间可售房收入
瑞吉 (St.Regis)	290	72.09	1730.16	1247.27
星河丽思卡尔顿 (Ritz-Carlton)	280	85.30	1484.58	1266.35

君悦 (Grand Hyatt)	471	70.11	1405.63	985.49
洲际 (InterContinental)	540	75.39	1216.10	916.82
威斯汀 (Westin)	350	79.91	1102.64	881.12
大中华喜来登 (Sheraton Futian)	354	75.91	1136.20	862.49
福田香格里拉 (Shangri-La Futian)	548	65.83	1267.38	834.32
JW 万豪 (JW Marriott)	402	77.06	1061.85	818.26
四季 (Four Seasons)	266	53.19	1460.70	776.95
马可孛罗 (Marco Polo)	390	67.30	923.61	621.59

资料来源：公司提供

深圳星河丽思卡尔顿酒店采取托管经营的模式运作，公司拥有酒店产权，收入和费用纳入报表合计，但日常经营管理委托给丽思卡尔顿酒店集团负责，公司按照营业收入和利润约定比例支付管理费。合作模式上，一方面，公司依托丽思卡尔顿的品牌理念及业务经验，充分发挥其在酒店设计、建造和日常运营方面的专业性，提升服务质量、增加营业收入；另一方面，公司发挥其本土企业的优势，解决外来品牌在处理客户关系、

政府关系、员工关系等方面的局限性，实现共赢。

近年来，在居民可支配收入增加及消费观念的改变、深圳市商务及旅游业快速发展等因素带动下，公司酒店经营收入保持稳定增长。从构成看，客房收入和餐饮收入是酒店业务主要收入来源，近年来在酒店业务收入中占比均超过 95%。公司客房收入持续增长，2016年为1.30亿元，同比小幅增长4.00%；同期，餐饮收入为1.60亿元，同比增长8.84%。

表 5 2014~2016 年及 2017 年 1~9 月公司酒店业务收入构成情况 (单位：亿元、%)

项目	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年 1-9 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
客房	1.17	43.98	1.25	44.01	1.30	43.05	1.07	44.96
餐饮	1.38	51.88	1.47	51.41	1.60	52.98	1.22	51.26
其他	0.11	4.14	0.12	4.58	0.12	3.97	0.09	3.78
合计	2.66	100.00	2.84	100.00	3.02	100.00	2.38	100.00

资料来源：公司提供

注：其他收入包括纪念品销售收入、车队租用收入、SPA 服务收入等。

从酒店业务运营指标来看，丽思卡尔顿酒店年接待游客人数持续上升，2016 年累计接待游客 6.55 万人次；近三年客房入住率均超过 80%，且呈逐年上升趋势，2016 年入住率较 2015 年增长 1.40 个百分点至 85.30%；房价方面，丽思卡尔顿酒店平均房价在深圳市处于领先地位且近三年呈上升趋势，2016 年均价为 1484.58 元/间/夜。

表 6 公司酒店业务主要经营指标

(单位：%、元/间/夜)

	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1-9 月
入住率	80.30	83.90	85.30	87.30
平均房价	1421.66	1462.66	1484.58	1689.00

资料来源：公司提供

总体看，酒店经营业务作为公司收入和利润的另一主要来源，在丰富公司业态、提高品牌知名度等方面发挥了积极作用。

#### 4. 其他业务

公司其他业务包括商品销售、商业物业经营、小额贷款业务和平台服务业务。

商品销售收入主要为星河苏活联营商户销售收入。公司主要联营商户包括有鹏卫齐商业（上海）有限公司（Calvin Klein Jean 品牌）等。2016年，公司实现商品销售收入0.04亿元，相较2015年的0.12亿元收入有所降低，公司自2017年起暂停商品销售业务，目前无恢复计划。

商业物业经营收入主要为公司对租赁商户收取的管理费、水电费和商场的停车费收入。2016年公司实现商业物业经营收入0.26亿元，同比增长15.00%。自2015年起，公司将自持的物业服务业务委托给关联公司商置公司（深圳市星河商用置业股份有限公司，于2016年12月2日挂牌新三板，代码839819，主营业务为商业管理服务），物业费收入不再计入公司营业收入，公司支付的物业费计入房屋商业租赁成本。

贷款利息收入主要来自银顺通公司的委托贷款业务利息收入。银顺通公司成立于2014年，截至2016年底，银顺通公司资产总计3.58亿元，所有者权益3.09亿元，无债务融资，发放贷款余额合计2.62亿元，平均贷款利率下降至12%，2016年实现收入0.22亿元；贷款客户中个人客户占比47.52%，企业客户占比52.48%，风险相对分散。虽然银顺通公司贷款规模较小且较为分散，但一旦出现资金不足或贷款大规模违约的情况，对公司资金流动性将产生一定影响。

公司平台服务费收入来自于顺通金融的P2P平台服务费收入，该司于2015年7月成立，主要通过“星鑫宝”平台将有资金需求的人和闲置资金的人聚集到一起，产生借贷关系，作为中介平台完全不接触资金，并由专业的第三方支付公司进行资金托管，保证双方的资金安全，顺通金融平台从中收取平台服务管理费。

总体看，公司主营业务突出，在酒店运营等方面经验丰富，随着新建成购物中心客户群的培育和扩大，未来公司收入规模有望进一步扩大。

#### 八、财务分析

公司提供了2014~2016年度合并财务报告，大华会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2017年前三季度财务报表未经审计。

2014~2016年，公司合并报表范围发生较大变化。2015年公司完成了业务转型的重大资产重组，合并范围也发生了较大变化。2015年，公司收购同一控制人下的关联方深圳市星河房地产开发有限公司（以下简称“星河地产”）的2家下属全资子公司（星运成公司和河利通公司）100%的股权，收购价格分别为人民币95000.00万元和人民币106000.00万元；收购同一控制人下的关联方深圳市隽永投资发展有限公司（以下简称“隽永投资”）、星河地产共同设立的1家公司（星河公司）100%的股权，收购价格为人民币35562.00万元；收购同一控制人下的关联方深圳市星河投资有限公司（以下简称“星河投资”）的1家下属控股子公司（安林珊公司），收购价格为港币29000万元。上述相关股权收购已于2015年10月完成，公司根据合并后的公司架构编制了2013~2015年度的三年连审合并财务报表。该合并财务报表是在假定此次交易于2013年1月1日已经完成，收购合并后的架构于2013年1月1日已经形成并独立存在的基础上编制的，并考虑了被收购标的公司成立时间与所属商业物业的投入运营时间孰早原则。

2015年10月，公司分别将持有的深圳市星丽酒店经营管理有限公司100%股权转让给深圳市协合装饰工程有限公司；将持有的星

河协通公司 100%股权转让给深圳市怡景城投资有限公司，故 2016 年不再将上述 2 家子公司纳入公司合并财务报表范围。新增 1 家全资孙公司 FORTUNE HARVEST GLOBAL INVESTMENTS LIMITED，变更原因是同一控制下合并。

从合并范围看，公司 2016 年纳入合并报表范围的共 7 家公司，包括 3 家全资子公司、1 家控股子公司和 3 家全资孙公司。公司 2017 年前三季度财务报表合并范围与 2016 年底相比无变化。

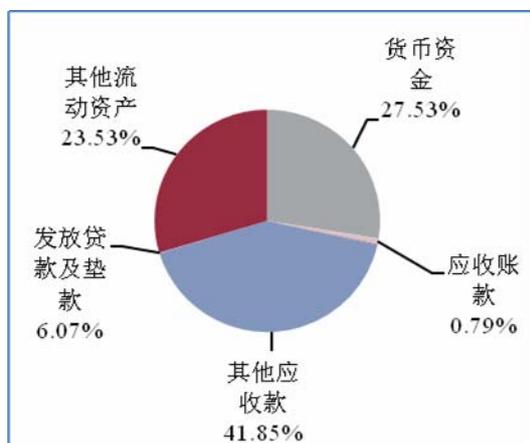
截至 2016 年底，公司资产总额 200.64 亿元，所有者权益 87.89 亿元（含少数股东权益 0.36 亿元）。2016 年，公司实现营业收入 10.74 亿元，利润总额 7.69 亿元。

截至 2017 年 9 月底，公司合并资产总额 218.21 亿元，所有者权益 89.33 亿元（含少数股东权益 0.37 亿元）。2017 年 1~9 月，公司合并实现营业收入 7.84 亿元，利润总额 2.12 亿元。

### 1. 资产质量

2014~2016 年，公司资产总额有所增长，年均复合增长 7.28%。截至 2016 年底，公司资产总额为 200.64 亿元，其中流动资产和非流动资产分别占比 21.55%和 78.45%，非流动资产占比较高，符合公司所处行业特点。

图3 截至2016年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2014~2016 年，公司流动资产波动中有所下降，年均复合下降 10.78%。截至 2016 年底，公司流动资产为 43.24 亿元，主要由货币资金、其他应收款、其他流动资产和发放贷款及垫款构成。

2014~2016 年，公司货币资金快速增长，年均复合增长 144.09%。截至 2016 年底，公司货币资金为 11.91 亿元，其中银行存款占全部货币资金的 36.09%；其他货币资金占比 63.87%，受限货币资金金额合计 7.50 亿元，占比 62.97%，公司受限货币资金占比较高。

2014~2016 年，公司应收账款快速增长，年均复合增长 36.16%。截至 2016 年底，公司应收账款账面价值 0.34 亿元，较 2015 年底增长 39.23%，已提坏账准备 25.82 万元，计提比例 0.75%。

2014~2016 年，公司发放贷款及垫款波动中有所增长，年均增长 3.11%。2016 年，公司金融业务板块继续通过银顺通公司对外发放委托贷款。截至 2016 年底，公司发放贷款及垫款 2.62 亿元，同比增长 18.89%，其中正常类贷款占比为 99.77%。

2014~2016 年，公司其他应收款波动下降，年均复合下降 22.49%。截至 2016 年底，公司其他应收款 18.10 亿元，同比大幅增加 106.69%。其中关联方往来款 18.08 亿元（占比 99.87%），保证金及押金 0.02 亿元（占比 0.09%），按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款 0.01 亿元（占比 0.10%）。按账龄计提坏账准备的其他应收款主要为 1 年以内的应收款，计提了少量坏账准备。公司其他应收款关联方主要为深圳市星河房地产开发有限公司（占 45.88%）；深圳雅宝房地产开发有限公司（占 45.70%）；星河（集团）有限公司（占 6.04%），三者其他应收款账龄均在 1 年以内。

2014~2016 年，公司其他流动资产快速下降，年均复合下降 27.63%。截至 2016 年底，公司其他流动资产 10.18 亿元，同比减少 44.48%，主要为理财产品（占比 86.82%）和

购入准备出售的住宅（占比 12.98%）。

### 非流动资产

2014~2016 年，公司非流动资产不断增长，主要系投资性房地产增值所致。截至 2016 年底，公司非流动资产 157.39 亿元，同比上升 7.36%。公司非流动资产主要由投资性房地产（占比 92.12%）、可供出售金融资产（占 4.72%）和固定资产（占比 2.75%）构成。

截至 2016 年底，公司可供出售金融资产 7.43 亿元，全部为新增，被投资单位为 GOLDEN FUND I, 公司未计提减值准备。

2014~2016 年，公司投资性房地产不断增长，年均复合增长 13.05%。截至 2016 年底，公司投资性房地产 144.99 亿元，同比增长 3.28%，主要系公允价值变动所致。公司投资性房地产主要为已出租的房屋和建筑物，其中用于抵押的为 141.01 亿元，占投资性房地产的 97.25%。

2014~2016 年，公司固定资产有所下降，年均复合下降 7.40%。截至 2016 年底，公司固定资产账面价值 4.33 亿元，同比减少 8.31%，原值 8.55 亿元，累计折旧 4.09 亿元，未计提减值准备。公司固定资产主要由房屋及建筑物构成，其中有 0.05 亿元拍卖取得的房产及建筑物未办妥相关产权证书。

截至 2017 年 9 月底，公司资产总额 218.21 亿元，较 2016 年底增长 8.76%，主要系流动资产大幅增长所致。截至 2017 年 9 月底，公司货币资金 22.94 亿元，较 2016 年底大幅增长 92.69%，主要系公司银行借款增长，现金得到补充所致。同期，公司其他流动资产 24.73 亿元，较 2016 年底大幅增长 143.03%，主要系公司购买理财产品大幅增长所致。受此影响，公司流动资产较 2016 年底增长 41.93% 至 61.38 亿元，占资产总额比重为 28.13%；非流动资产 156.83 亿元，占资产总额比重为 71.87%，与 2016 年底相比，公司流动资产占比有所增加。

总体看，近年来公司资产规模有所增长，

资产构成以投资性房地产、其他流动资产、货币资金和其他应收款为主。公司关联方往来款规模大，对公司资金形成一定占用；投资性房地产公允价值变动是公司近年来资产总额增长的主要原因；此外，公司受限资产占比高，投资性房地产已基本用于抵押。公司整体资产质量一般。

## 2. 负债及所有者权益

### 所有者权益

2014~2016 年，公司所有者权益有所增长，截至 2016 年底，公司所有者权益为 87.89 亿元（含少数股东权益 0.36 亿元），同比增长 8.12%。其中实收资本 0.54 亿元，其他综合收益 44.51 亿元，盈余公积 0.27 亿元，未分配利润 42.22 亿元。所有者权益的快速增长主要系其他综合收益（主要为公司投资性房地产公允价值增长）和未分配利润的增加所致。

截至 2017 年 9 月底，公司所有者权益 89.33 亿元，较 2016 年底增长 1.63%，主要来自未分配利润的持续增长。所有者权益结构较 2016 年底变化不大，公司其他综合收益与未分配利润占比较高。

总体看，公司所有者权益增长速度较快，但实收资本占比很小，权益结构稳定性较弱。

### 负债

2014~2016 年，公司负债规模不断增长，年均复合增长 10.03%。截至 2016 年底，公司负债合计 112.74 亿元，同比增长 14.55%，其中流动负债占比 16.31%，非流动负债占比 83.69%，公司负债以非流动负债为主。

2014~2016 年，公司流动负债有所波动，三年分别为 17.71 亿元、19.30 亿元和 18.39 亿元。截至 2016 年底，公司流动主要由短期借款（占比 53.47%）、其他应付款（占比 12.31%）和一年内到期的非流动负债（占比 24.06%）构成。

2014~2016 年，公司短期借款波动中有所增长，年均复合增长 9.23%。截至 2016 年底，

公司短期借款 9.83 亿元，同比大幅增长 9.06 亿元。全部银行借款中，保证借款占比 74.90%；抵押及保证类借款占比 20.34%；抵押借款占比 4.76%。

2014~2016 年，公司其他应付款波动中有所增长，年均复合增长 14.88%。截至 2016 年年底，公司其他应付款为 2.26 亿元，同比大幅减少 79.35%，主要系公司归还关联方款项所致。2016 年，公司其他应付款主要为因物业在租未退的押金及保证金和其他往来款，公司不需支付利息。

2014~2016 年，公司一年内到期的非流动负债快速下降，年均复合下降 16.16%。截至 2016 年年底，公司一年内到期的非流动负债 4.43 亿元，同比下降 24.34%，全部为一年内到期的长期借款。

2014~2016 年，公司非流动负债持续增长，年均复合增长 11.85%。截至 2016 年年底，公司非流动负债为 94.35 亿元，同比增长 19.25%。公司非流动负债由长期借款（占比 69.48%）和递延所得税负债（占比 30.52%）构成。

2014~2016 年，公司长期借款波动中有所增长，年均复合增长 11.41%。截至 2016 年年底，公司长期借款为 65.56 亿元，包括抵押借款 4.64 亿元、抵押及保证借款 31.67 亿元和质押、抵押及保证借款 29.25 亿元。现存长期借款的归还时间较为分散，到期时间主要为 2022 年~2026 年。

2014~2016 年，公司的递延所得税负债持续增长，年均复合增长 12.88%。截至 2016 年年底，公司递延所得税负债为 28.79 亿元，主要来自于投资性房地产账面价值变动和计税基础间的差额。

有息债务方面，2014~2016 年，公司有息债务波动中有所增长，年均复合增长 8.86%。截至 2016 年年底，公司全部债务为 79.82 亿元，同比增长 36.07%，其中，短期债务占比 17.86%；长期债务占比 82.14%。总体看，公

司债务规模持续增长，目前债务结构中中长期债务占比高。

图 4 截至 2017 年 9 月公司债务情况



资料来源：公司财务报表

债务指标方面，2016 年，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均有提高，三项指标分别为 56.19%、47.59% 和 42.72%，同比分别增长 1.43 个百分点、5.68 个百分点和 3.69 个百分点。

截至 2017 年 9 月底，公司负债总额为 128.88 亿元，较 2016 年年底增长 14.32%，其中流动负债占比 23.78%，非流动负债占比 76.22%，公司负债结构中流动负债占比较 2016 年年底上升 7.47 个百分点，主要系短期借款与其他应付款大幅增长所致。截至 2017 年 9 月底，公司短期借款 17.00 亿元，较 2016 年年底大幅增长 72.91%，主要系公司为补充流动资金增加银行借款所致；公司其他应付款 8.75 亿元，较 2016 年年底大幅增长 286.64%，主要系新增同星河集团的用于偿还境外借款的 6.20 亿元往来款项所致。

截至 2017 年 9 月底，公司短期债务增至 20.55 亿元，较 2016 年年底增长 44.14%；全部债务增至 89.56 亿元，较 2016 年年底增长 12.20%。受此影响，公司资产负债率、全部债务资本化和长期债务资本化率均有所上升，三者分别为 59.06%、50.06% 和 43.58%，公司债务负担较 2016 年年底有所加重。

总体看，近年来公司债务规模增长较快，

债务结构中长期债务占较高，公司债务负担基本处于行业正常水平。

### 3. 盈利能力

2014~2016年，公司营业收入逐年增长，年均复合增长12.86%。2016年，公司实现营业收入为10.74亿元，较2015年增长13.22%，主要系房屋商业租赁及酒店经营收入增长所致；同期，公司营业成本为2.90亿元，同比增长6.04%，营业收入增幅大于营业成本增幅。受此影响，2016年公司营业利润率上升4.36个百分点至67.65%。

2014~2016年，公司期间费用逐年增长，2016年公司期间费用为4.37亿元，同比上升10.88%，占营业收入比重下降0.86个百分点至40.70%。其中，销售费用同比上升97.77%至0.17亿元，主要系公司推广宣传费用大幅上升所致。同期，公司管理费用为0.36亿元，同比下降18.31%，主要是公司包括折旧摊销、税费、办公费、维护修理费以及文体活动费在内的费用均有所下降；财务费用方面，随着利息支出的增长，公司财务费用2016年上升至3.84亿元，同比增长12.49%。总体看，由于公司营业规模的扩大，期间费用规模也相应增长。

2016年，公司实现营业外收入40.06万元，同比大幅下降76.77%，主要系2016年公司未获得政府补助；营业外支出为3.46万元，同比下降82.35%，主要系2016年公司未发生赔款支出。同期，公司营业利润7.69亿元，较2015年下降30.21%。

非经常性损益方面，公司持有出租的房产所处地段较好，近年来市场价值增长幅度较大，2015年公司确认公允价值变动收益为6.87亿元，2016年公司确认公允价值变动收益同比减少至3.37亿元。同时，公司持有的理财产品2016年获得投资收益1.43亿元。

2016年，公司利润总额和净利润分别为7.69亿元和5.70亿元，较2015年分别下

降30.28%和32.28%，主要系公允价值变动收益同比下降所致。非经常性损益在利润总额中占比62.47%，对利润总额存在较大影响。

盈利指标方面，2014~2016年，公司营业利润率、净资产收益率和总资本收益率加权平均值分别为67.65%、7.50%和6.65%。2016年，公司上述三项指标分别为67.65%、6.48%和5.78%，公司营业利润率较2015年上升了4.36个百分点，净资产收益率和总资本收益率较2015年分别下降了3.87和2.98个百分点。

2017年1~9月，公司实现营业收入7.84亿元，为2016年全年的73.00%；公司期间费用4.27亿元，为2016年全年的97.48%，其中财务费用占89.67%，系发行中期票据及银行借款增加所致；公司营业利润率上升0.39个百分点至68.04%。非经常性损益方面，2017年1~9月，公司实现投资收益1.03亿元，主要为鹏金所理财收益0.61亿元、平安汇通投资收益0.26亿元和前海安赢投资收益0.14亿元；同期，由于投资性房地产公允价值变动损益每年年末进行计量，公司未产生公允价值变动收益。受此影响，2017年1~9月，公司实现利润总额2.12亿元，为2016年全年的27.57%。

总体看，近年来公司营业收入持续增长，利润总额有所波动且公司利润总额对非经常性损益的依赖性较大，公司实际盈利能力一般。

### 4. 现金流及保障

经营活动方面，近三年公司经营活动现金流入量波动中有所增长，年均复合增长4.73%。2016年，公司经营活动现金流入量为61.00亿元，同比下降33.82%，主要系公司收到其他与经营活动有关的现金中往来款及资金借款大幅下降所致。近三年公司经营活动现金流出量波动增长，年均复合增长11.52%。2016年，公司经营活动现金流出量为71.72

亿元,较2015年增长28.20%。2014~2016年,公司经营活动产生的现金流量净额分别为-2.06亿元、36.23亿元和-10.72亿元,2016年同比2015年大幅下降129.59%。公司支付的其他与经营活动相关的现金金额较大,主要为往来款及资金拆借款。2016年,公司现金收入比104.40%,同比增长9.09个百分点,收入实现质量有所改善。

投资活动方面,2016年,公司投资活动现金流入24.95亿元,较2015年增长42.56%,主要系收回投资理财理财产品。同期,公司投资活动现金流出22.99亿元,同比减少42.13%。2014~2016年,公司投资活动现金流净额分别为-18.04亿元、-22.23亿元和1.96亿元。

筹资活动方面,2016年,公司筹资活动前现金净流量为-8.76亿元,公司主要通过银行借款方式筹资,2016年,公司筹资活动产生的资金流入大幅增长55.36亿元至61.16亿元,主要系取得借款收到的现金大幅增长所致。同期,公司筹资活动现金流出51.44亿元,同比大幅增长180.31%,主要系偿还债务支付的现金以及支付其他与筹资活动有关现金均有所增长,其中,偿还债务支付的现金同比增长25.49亿元。受上述因素影响,2016年,公司筹资活动表现为现金流净流入9.72亿元。

2017年1~9月,公司经营活动现金流入49.07亿元,主要为收到的往来款项;经营活动现金流出31.63亿元,其中购买商品、提供劳务支付的现金为0.86亿元,支付其他与经营活动有关的现金28.85亿元,公司经营活动现金净流量为17.44亿元。同期现金收入比为105.26%,较2016年增长0.86个百分点。2017年1~9月,公司投资活动现金流入58.03亿元,流出70.51亿元,净流量-12.48亿元,公司投资活动主要为理财产品的赎回与购买而进行的现金收支。2017年1~9月,公司取得借款收到现金40.60亿元,筹资活动现金流出34.53亿元,筹资活动净流入为13.57亿元。

总体看,公司经营活动现金流主要为往来款,投资活动主要为理财产品。由于公司商业地产项目建设阶段资金投入小,公司外部筹资需求不大。

#### 5. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看,2014~2016年,公司流动比率与速动比率均波动下降,因公司存货较少,速动比率与流动比率接近,二者均年均复合下降12.45%。截至2016年底,公司流动比率与速动比率均同比上升,两项指标分别为235.16%和235.04%;截至2017年9月底,两项指标分别回落至200.30%和200.23%。公司存货较少,因此速动比率与流动比率接近。2016年,公司经营现金流动负债比为-58.30%,相较2015年的187.73%大幅下降,公司流动资产中其他应收款占比较高,对资产的流动性造成了一定不利影响。综合来看,公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标来看,2014~2016年,公司EBITDA规模分别为10.44亿元、15.31亿元和12.13亿元。2016年,公司EBITDA规模同比减少20.76%,主要系公司非经常性收益同比减少导致利润规模下降所致。近三年公司债务规模波动增长,分别为67.35亿元、58.66亿元和79.82亿元。2014~2016年,公司EBITDA利息保障倍数分别为2.75倍、3.98倍和3.04倍;公司全部债务/EBITDA分别为6.45倍、3.83倍和6.58倍。2016年,公司EBITDA对债务本息的保障能力有所下降,全部债务/EBITDA比率有所上升,公司EBITDA对全部债务的保障程度尚可。

截至2017年10月12日,公司(合并口径)对外担保余额为20.14亿元,分别为对关联公司深圳市雅宝房地产开发有限公司余额为10.20亿元的担保;以及对股东星河(集团)有限公司余额为9.94亿元的担保<sup>4</sup>。总体看,

<sup>4</sup> 公司对股东星河(集团)有限公司担保合同金额为15000万美

公司对外担保比率为 22.55%，存在一定或有负债风险。

截至 2017 年 9 月底，公司已经取得的银行授信总额为 93.50 亿元，其中已使用授信额度 82.30 亿元，尚未使用授信额度 11.20 亿元且公司资产受限比例高，公司融资渠道有待拓宽。

#### 6. 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（机构信用代码：G10440304000203909），截至 2017 年 12 月 5 日，公司无已结清和未结清不良信贷信息，过往债务履约情况良好。

#### 7. 抗风险能力

公司下属商业项目地理位置优越，且经过多年的发展逐步在深圳地区取得了良好的口碑和声誉，具有一定的品牌影响力；近年来公司在运营的同时稳步拓展业务规模，为公司未来持续发展提供了有力支撑。联合资信认为，公司整体抗风险能力较强。

### 九、本期中期票据偿债能力分析

#### 1. 本期中期票据对现有债务的影响

公司本期中期票据拟发行额度为 10 亿元，占公司 2017 年 9 月底全部债务的 11.17%，占长期债务的 14.49%，本期中期票据对公司现有债务有一定影响。

截至 2017 年 9 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 59.06%、50.06%和 43.58%；考虑到公司于 2017 年 11 月 2 日发行额度为 5 亿元的 2017 年度第二期中期票据，本期中期票据发行后上述三项指标将分别上升至 61.70%、53.93%和 48.47%，公司债务负担有所加重。但考虑到公司本次中期票据的发行将全部用

于偿还银行借款，发行后实际债务负担将小于上述指标值。

#### 2. 本期中期票据偿还能力分析

2014~2016 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为 55.61 亿元、92.17 亿元和 61.00 亿元，为本期中期票据本金的 5.56 倍、9.22 倍和 6.10 倍；为公司 2017 年所发行中期票据及本期中期票据合计本金 20 亿元的 2.78 倍、4.61 倍和 3.05 倍，但经营活动现金流入主要来自公司收到的往来款及资金拆借款。公司经营活动现金流量净额分别为 -2.06 亿元、36.24 亿元和 -10.72 亿元，对公司存续期中期票据及本期中期票据本金保障程度波动大。总体看，公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障程度较弱。

2014~2016 年，公司 EBITDA 分别为 10.44 元、15.31 亿元和 12.13 亿元，分别为本期中期票据的 1.04 倍、1.53 倍和 1.21 倍；分别为公司 2017 年所发行中期票据及本期中期票据合计本金 20 亿元的 0.52 倍、0.77 倍和 0.61 倍，公司 EBITDA 对本期中期票据覆盖程度一般。

### 十一、结论

公司主要从事自有购物中心、写字楼等商业物业投资租赁和酒店投资经营业务。公司营业收入近三年持续增长。

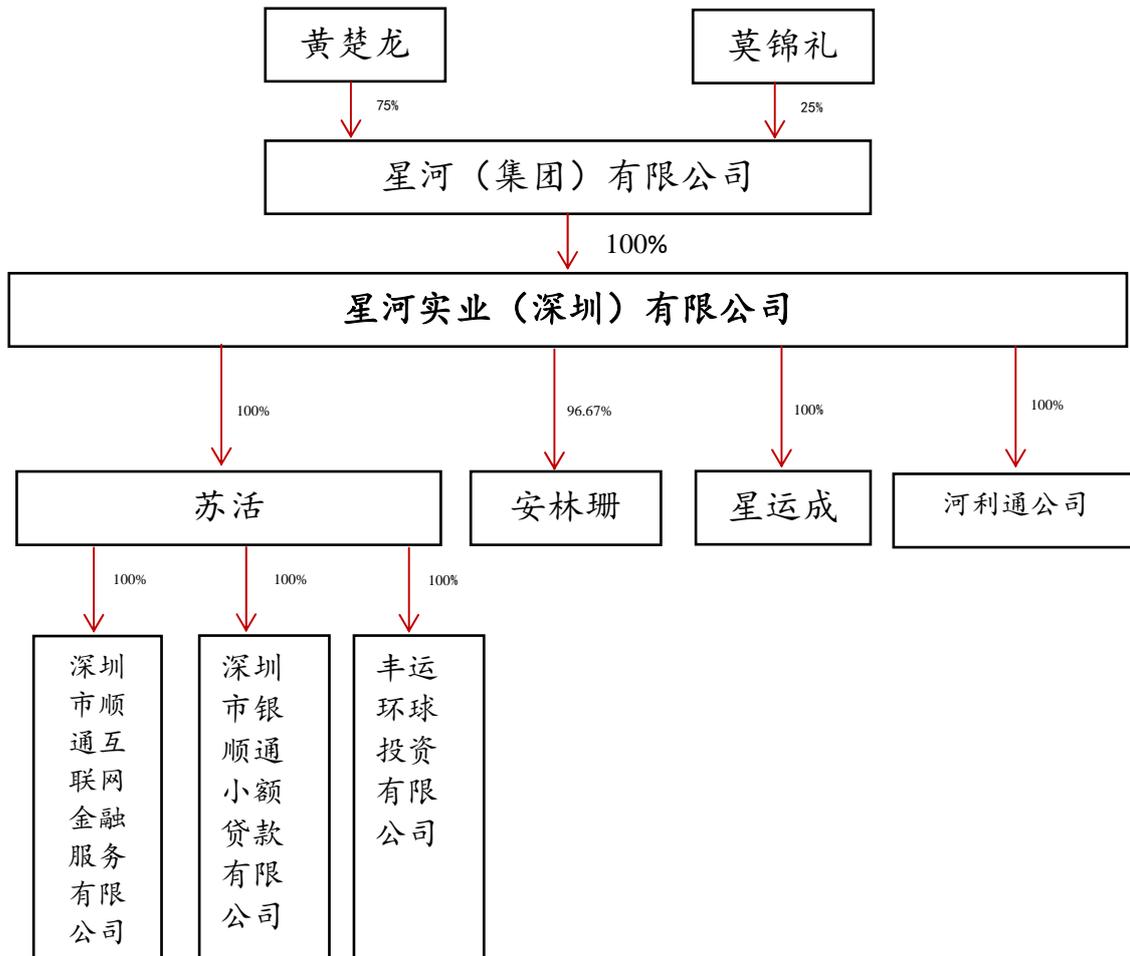
近年来，公司规模不断扩大，资产构成以非流动资产为主，且受限资产占比高，对公司资产流动性产生一定影响；关联方往来款规模大，对公司资金形成一定占用。同时，公司利润总额对非经常性损益依赖大。近年来，公司债务规模快速上升，债务负担一般。

本期中期票据对公司现有债务规模有一定影响，公司经营活动现金流入量和净流量对本期中期票据保障程度较弱，EBITDA 规模对本期中期票据覆盖程度一般。

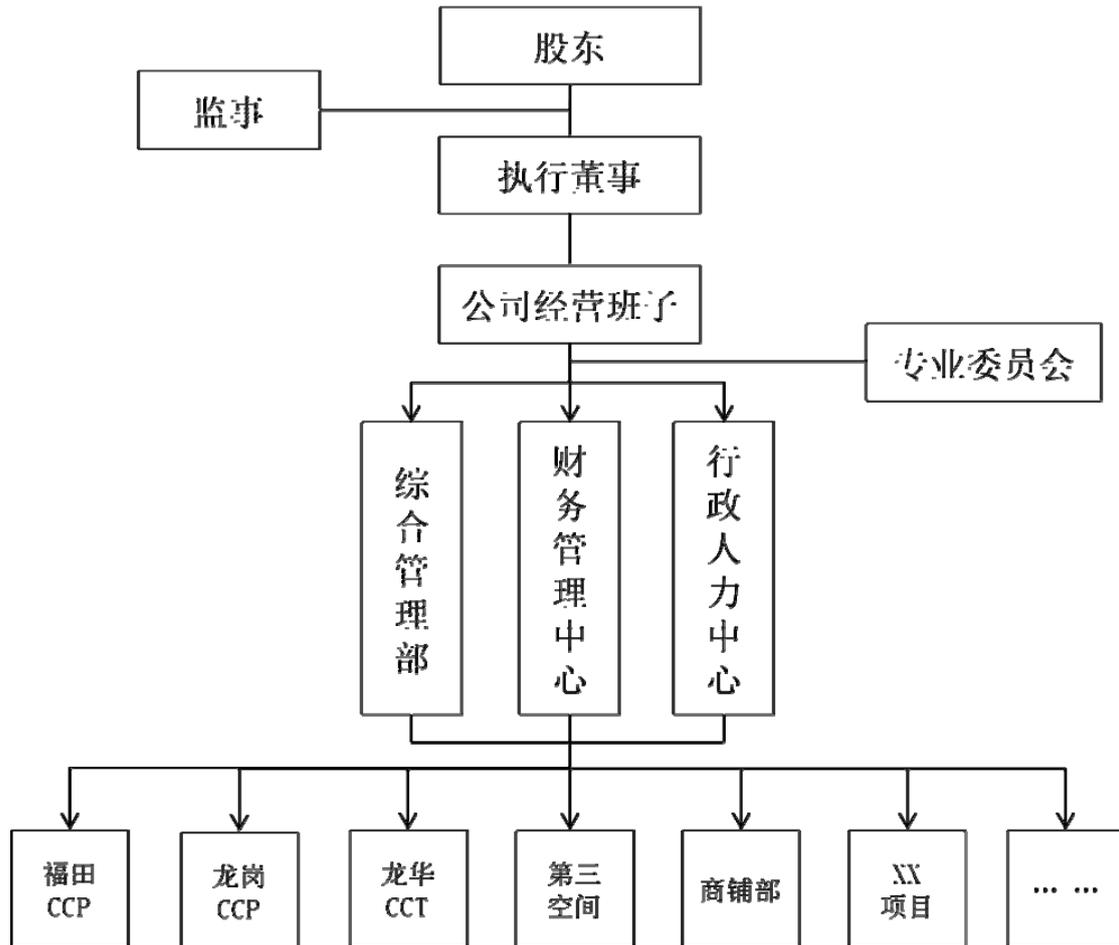
元，按 6.6296 汇率折算为人民币 99444 万元。

总体看，考虑到公司下属商业项目地理位置优越、运营时间长、品牌知名度高，且公司不断积累经验，自有项目均已进入发展期，本期中期票据到期不能偿还风险较低，安全性较高。

附件 1-1 截至 2017 年 9 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2017 年 9 月底公司组织结构图



**附件 2 主要财务数据及指标**

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 9 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产(亿元)	2.01	3.50	11.94	22.98
资产总额(亿元)	174.32	179.71	200.64	218.21
所有者权益(亿元)	81.20	81.29	87.89	89.33
短期债务(亿元)	14.54	6.62	14.26	20.55
长期债务(亿元)	52.82	52.04	65.56	69.01
全部债务(亿元)	67.35	58.66	79.82	89.56
营业收入(亿元)	8.44	9.49	10.74	7.84
利润总额(亿元)	6.22	11.03	7.69	2.12
EBITDA(亿元)	10.44	15.31	12.13	--
经营性净现金流(亿元)	-2.06	36.23	-10.72	17.44
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数(次)	54.50	44.15	36.59	--
存货周转次数(次)	112.55	116.81	130.32	--
总资产周转次数(次)	0.08	0.05	0.06	--
现金收入比(%)	101.30	95.31	104.40	105.26
营业利润率(%)	57.59	63.29	67.65	68.04
总资本收益率(%)	5.69	8.76	5.78	--
净资产收益率(%)	5.75	10.35	6.48	--
长期债务资本化比率(%)	39.41	39.03	42.72	43.58
全部债务资本化比率(%)	45.34	41.91	47.59	50.06
资产负债率(%)	53.42	54.77	56.19	59.06
流动比率(%)	306.80	171.56	235.16	200.30
速动比率(%)	306.67	171.45	235.04	200.23
经营现金流动负债比(%)	-11.62	187.73	-58.30	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.75	3.98	3.04	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.45	3.83	6.58	--

注：2017 年前三季度财务数据未经审计

### 附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
利润总额年复合增长率	
<b>经营效率指标</b>	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
<b>盈利指标</b>	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
<b>债务结构指标</b>	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

### 附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

### 附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

### 附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

## 联合资信评估有限公司关于 星河实业（深圳）有限公司 2018 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

星河实业（深圳）有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

星河实业（深圳）有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对星河实业（深圳）有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，星河实业（深圳）有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注星河实业（深圳）有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现星河实业（深圳）有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对星河实业（深圳）有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如星河实业（深圳）有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对星河实业（深圳）有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与星河实业（深圳）有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。