

信用等级公告

联合〔2020〕2130号

联合资信评估有限公司通过对星河实业（深圳）有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持星河实业（深圳）有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，并维持“17 星河实业 MTN002”“18 星河实业 MTN001”和“18 星河实业 MTN002”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告



联合资信评估有限公司

二〇二〇年七月十日

星河实业（深圳）有限公司 2020 年跟踪评级报告

跟踪评级结果：

项目	本次 级别	评级 展望	上次 级别	评级 展望
星河实业（深圳）有限公司	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
17 星河实业 MTN002	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
18 星河实业 MTN001	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
18 星河实业 MTN002	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定

债券概况：

债券简称	发行 规模	债券 余额	到期 兑付日
17 星河实业 MTN002	5.00 亿元	5.00 亿元	2020/11/2
18 星河实业 MTN001	5.00 亿元	1.20 亿元	2021/4/13
18 星河实业 MTN002	6.00 亿元	6.00 亿元	2021/9/7

注：“18 星河实业 MTN002”期限为“2+1”年，附第 2 个计息年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权，下一行权日为 2020 年 9 月 7 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
房地产企业信用评级方法	V3.0.201907
房地产企业主体信用评级模型 (打分表)	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信评估有限公司官网公开披露

评级时间：2020 年 7 月 10 日

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、写字楼等商业物业租赁和酒店投资经营业务。公司商业地产项目地理位置优越,运营状况良好,区域品牌知名度高。跟踪期内,公司写字楼可出租面积受新出租物业影响而增长,带动整体可出租面积增加。2019 年,公司购物中心与写字楼出租率同比均有提升,租赁收入同比增长。同时,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)关注到房屋商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很大,所有者权益稳定性弱,受限资产占比高,委托投资理财产品规模很大以及新冠疫情冲击商业物业经营等因素对其信用水平可能产生的不利影响。

公司 EBITDA 和经营活动现金流量对存续债券“17 星河实业 MTN002”“18 星河实业 MTN001”和“18 星河实业 MTN002”保障程度较高。

综合评估,联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺,并维持“17 星河实业 MTN002”“18 星河实业 MTN001”和“18 星河实业 MTN002”信用等级为 AA⁺,评级展望为稳定。

优势

1. 公司发展外部环境良好。深圳市经济发展迅速,粤港澳大湾区在中国发展大局中具有重要战略地位,在国家经济发展和对外开放中具有支撑引领作用,为公司发展提供了良好的外部环境。
2. 公司购物中心项目地理位置优越,运营状况良好,出租率近年保持较高水平,租赁收入快速提升。2019 年,公司购物中心与写字楼出租率同比均有提升,租赁收入同比增长。
3. 跟踪期内,公司 EBITDA 与经营活动现金流量对存续期内的“17 星河实业 MTN002”“18 星河实业 MTN001”和“18 星河实业 MTN002”的保障程度较高。公司存续债券最高单年(2020 年)偿付额为 11 亿元,2019 年,公司 EBITDA 为最高偿付额的 1.86 倍,经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额分别为最高单年偿付额的 2.19 倍和 1.05 倍。

本次评级模型打分表及结果:

指示评级	aa		评级结果	AA ⁺
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	3
			经营分析	4
财务风险	F1	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	2
		资本结构		1
		偿债能力		1
调整因素和理由				调整子级
公司专营物业租赁业务, 近年租金收入稳定可持续				+1

注:经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级, 各级因子评价划分为 6 档, 1 档最好, 6 档最差; 财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级, 各级因子评价划分为 7 档, 1 档最好, 7 档最差; 财务指标为近三年加权平均值; 通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师: 李晨 黄露

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

关注

- 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, 公司商业物业面临较大竞争压力。新冠疫情冲击全国范围内商业物业经营, 公司商业物业均有免租政策, 整体出租率与平均租金较 2019 年有所下滑; 疫情对酒店业务影响很大, 经营情况仍存在一定不确定性。2020 年一季度, 公司酒店阶段性关停, 该板块业务略有亏损; 商业物业整体出租率下降至 86.42%。
- 公司其他流动资产主要为委托投资, 委托投资规模很大且均为同款项理财产品投资, 该委托投资理财产品的收益情况、变现能力等对公司资产流动性及安全性有很大影响。截至 2020 年 3 月底, 公司其他流动资产因委托投资增加而较 2019 年底增长 25.55% 至 86.76 亿元。
- 公司资产构成以投资性房地产为主, 利润总额对非经常性损益依赖很大。截至 2019 年底, 公司投资性房地产 314.88 亿元, 占资产总额 73.06%。2019 年, 公司确认公允价值变动收益和投资收益合计 9.09 亿元, 占利润总额 75.12%。
- 公司所有者权益构成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。截至 2020 年 3 月底, 公司归属于母公司所有者权益合计 171.45 亿元, 实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 0.31%、39.24%、25.96% 和 34.33%。
- 公司全部债务近年快速增长, 受限资产占比高, 或对未来融资能力造成一定影响。截至 2019 年底, 公司全部债务为 163.29 亿元, 较 2018 年底大幅增长 47.84%; 截至 2020 年 3 月底, 公司全部债务 190.68 亿元, 较 2019 年底增长 16.77%。截至 2019 年底, 公司受限资产账面价值合计 338.51 亿元, 占资产总额的 78.54%。

主要财务数据:

合并口径				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产(亿元)	19.19	18.88	28.75	29.08
资产总额(亿元)	230.96	372.11	430.99	459.08
所有者权益(亿元)	93.08	186.23	193.62	194.16
短期债务(亿元)	21.27	4.72	30.14	22.68
长期债务(亿元)	75.25	105.73	133.15	168.00
全部债务(亿元)	96.52	110.44	163.29	190.68
营业收入(亿元)	10.81	13.02	16.69	2.96
利润总额(亿元)	7.06	11.74	12.10	0.72
EBITDA(亿元)	12.86	17.33	20.41	--
经营性净现金流(亿元)	19.29	14.90	11.60	0.84
营业利润率(%)	67.24	70.47	69.67	71.56
净资产收益率(%)	5.62	4.83	4.69	--
资产负债率(%)	59.70	49.95	55.07	57.71
全部债务资本化比率	50.91	37.23	45.75	49.55
流动比率(%)	196.39	265.84	248.78	377.67
经营现金流流动负债比(%)	59.39	74.60	27.74	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.44	3.36	2.64	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.50	6.37	8.00	--

公司本部(母公司)

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额(亿元)	176.61	192.81	230.03	256.83
所有者权益(亿元)	83.38	84.18	85.03	84.95
全部债务(亿元)	36.83	54.97	65.19	60.10
营业收入(亿元)	4.61	5.50	5.27	0.64
利润总额(亿元)	1.87	4.94	2.92	-0.10
资产负债率(%)	52.79	56.34	63.04	66.92
全部债务资本化比率(%)	30.64	39.51	43.40	41.43
流动比率(%)	93.05	130.09	102.39	99.67
经营现金流流动负债比(%)	28.93	33.27	3.24	--

注: 公司 2020 年一季度财务报表未经审计; 集团类客户提供公司本部(母公司)财务信息

债项评级历史:

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
18 星河实业 MTN002; 18 星河实业 MTN001; 17 星河实业 MTN002	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2019/6/17	杨栋 李晨	房地产企业信用分析要点(2018年12月)	阅读全文
18 星河实业 MTN002	AA	AA	稳定	2018/7/17	韩家麒 李晨	房地产行业企业信用评级方法及分析要点	阅读报告
18 星河实业 MTN001	AA	AA	稳定	2017/12/19	韩家麒 李晨	房地产企业信用分析要点(20151228)	阅读报告
17 星河实业 MTN002	AA	AA	稳定	2017/10/26	韩家麒 李晨	房地产企业信用分析要点(20151228)	阅读报告

注: 上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅; 2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

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”）对这些材料的真实性、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、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，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 2020 年跟踪评级报告

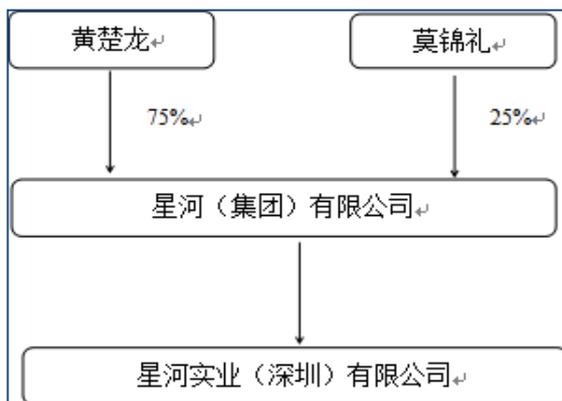
一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于星河实业（深圳）有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

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港币 1000 万元；1999 年 10 月，星河集团对公司增资港币 4000 万元，增资后公司注册资本变更为港币 5000 万元（按当时汇率折算为人民币 5355 万元）。截至 2020 年 3 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 2020 年 3 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。

图1 截至2020年3月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

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地产开发业务。

截至 2019 年底，公司合并财务报表范围内合计拥有 11 家子公司。公司内设综合管理

部、财务管理中心和行政人力中心 3 个职能部门。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 430.99 亿元，所有者权益 193.62 亿元（含少数股东权益 22.70 亿元）；2019 年，公司实现营业收入（合并）16.69 亿元，利润总额 12.10 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额 459.08 亿元，所有者权益 194.16 亿元（含少数股东权益 22.70 亿元）；2020 年 1—3 月，公司实现营业收入（合并）2.96 亿元，利润总额 0.72 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：刘世成。

三、存续债券资金使用情况

截至 2020 年 3 月底，公司存续债券为“17 星河实业 MTN002”“18 星河实业 MTN001”和“18 星河实业 MTN002”，募集资金均已使用完毕，尚需偿还债券本金合计 12.20 亿元，公司均已按期支付存续债券利息。资金用途方面，“17 星河实业 MTN002”将原用于偿还华兴银行借款的 5 亿元改为偿还建设银行和北京银行借款；“18 星河实业 MTN002”将原用于偿还公司 6 亿元中国银行借款改为 0.13 亿元偿还公司工商银行借款，0.5 亿元偿还公司中国银行借款，2 亿元偿还深圳市星河苏活公园实业有限公司华夏银行借款，0.37 亿元偿还安林珊置业（深圳）有限公司中国银行借款，3 亿元偿还深圳市星河雅创投资发展有限公司中信银行借款。

表 1 公司存续债券概况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
17 星河实业 MTN002	5.00	5.00	2017/11/2	2020/11/2
18 星河实业 MTN001	5.00	1.20	2018/4/13	2021/4/13
18 星河实业 MTN002	6.00	6.00	2018/9/7	2021/9/7

合计	21.00	11.20	--	--
----	-------	-------	----	----

注：“18 星河实业 MTN002”期限为“2+1”年，附第 2 个计息年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权，下一行权日为 2020 年 9 月 7 日

资料来源：Wind

公司存续期债券“18 星河实业 MTN001”与“18 星河实业 MTN002”均附交叉违约条款，触发情形为公司及其合并范围内子公司未能清偿到期应付【或宽限期到期后应付(如有)】的其他债务融资工具，公司债，企业债或境外债券的本金或利息；或未能清偿到期应付的任何金融机构贷款，且单独或累计的总金额达到或超过：(1)人民币 5000.00 万元，或(2)公司最近一年或最近一个季度合并财务报表净资产的 1.50%，以较低者为准。

“18 星河实业 MTN001”与“18 星河实业 MTN002”均附事先约束条款，触发情形为公司在“18 星河实业 MTN001”与“18 星河实业 MTN002”存续期间应当确保公司合并口径的其他应收款(不含工程类保证金)存续期当年年末余额不高于 20 亿元，第二年末余额不高于 18 亿元，第三年末余额不高于 15 亿元。公司及主承销商应按年度监测，如未满足上述约定财务指标要求，则公司应在 2 个工作日内予以公告，并立即启动保护机制。

“18 星河实业 MTN001”与“18 星河实

业 MTN002”均附控制权变更条款，触发情形为按照《公司法》等相关法律法规规定，结合企业实际情况，根据公司律师认定和公司在募集说明书中确认，公司实际控制人为黄楚龙。在“18 星河实业 MTN001”与“18 星河实业 MTN002”存续期内，如实际控制人黄楚龙发生变更，应立即启动保护机制。

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 2 2016—2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP (万亿元)	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速 (%)	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速 (%)	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速 (%)	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速 (%)	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速 (%)	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速 (%)	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅 (%)	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅 (%)	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率 (%)	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速 (%)	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3

公共财政支出增速 (%)	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7
--------------	-----	-----	-----	-----	------

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况；
2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价；
3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模；
4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
数据来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7% 和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长 -19.0%、-16.1% 和 -6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7% 和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0% 和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8% 和 -3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4% 和 5.4%，服务业增长势头

较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长 -3.2%、-9.6% 和 -5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长 -8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 -15.1% 和 -36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长 -12.2%（1-2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9% 和 -0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4% 和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万

亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1—3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2% 和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85% 下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度

等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费

被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济V字形反转难以实现，全年大概率呈U形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020年4月17日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠

杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

五、行业分析

（一）商业地产开发及运营行业分析

1. 行业概况

商业地产行业作为房地产行业的子行业，其发展受国民经济整体发展速度等宏观因素的影响，在开发模式和经营模式方面与住宅型物业、生产性物业开发有明显差异。

商业地产一般是指按照用途划分用于商业用途的房地产产品。广义上讲，商业地产包括各种非生产性和非住宅型的物业，包括写字楼、酒店、会议中心、商业服务经营场所等。狭义上看，商业地产主要指专用于商业的物业形式，包括商铺、专业市场、商业批发市场、酒店、商业街等。

商业地产作为经营性物业，主要受国民经济整体发展速度、城市化水平以及社会消费能力的影响；同时，由于商业地产的投资属性突出，其发展速度短期内受社会融资成本和通货膨胀率的影响较大。

从开发模式上看，相对于住宅物业，商业物业具有自身的特点。物业选址方面，住宅开发可选地块较多，区域分布较广；商业物业对城市规划和商圈依赖性较强，可供应土地量相对较小，物业形态受经营规划和所在区位的影响较大。商业物业的个性化特点鲜明，各种不同业态对物业的设计规划要求不同；商业物业的客户结构与住宅物业差异较大，住宅物业以自住为主，投资需求占比不高；商业物业的投资属性远高于住宅物业，因此在规划设计上在考虑未来物业形象和定位的时候，既要考虑终端消费者的消费需求，也要保持对未来投资者的吸引力，因此商业物业的规划设计难度远高于住宅地产。从资金来源上看，商业物业开发

过程中预售节点往往较晚，因此除了可以采用开发贷款和信托借款外，还会采用预租、股权融资、债务融资等多种不同方式满足资金需求。从建成后的资金回笼情况看，商业物业由于租售情况不同，现金回笼往往慢于住宅地产，因此会产生多种如资产证券化产品的新兴融资渠道，以降低开发商的资金压力。

商业地产的经营模式主要分为出租模式、出售模式和租售结合模式。其中出租模式主要指商业物业由开发商自行进行市场培育、招商运营，通过良好的运营和管理提升商业物业的价值，并承担经营风险。这种模式下，商业物业统一管理，能够实现更好的物业定位、提升物业价值，未来可以获取稳定的租金收益。但此模式资金投入量大，经营风险较高，对开发商的设计、规划、运营、管理等综合能力要求较高。

出售模式与出租模式相对，开发商在完成商业物业的建设之后直接销售，能够实现资金快速回笼，资金压力小，不承担物业后续的管理经营责任；但物业销售后产权分散，难以统一管理和经营，往往造成业态组合混乱无序，后期若经营不善极易导致品牌价值和影响力逐渐下降等问题。

租售结合模式下，开发商往往持有商业物业的主要部分，并出租给主力店和品牌店，同时销售一小部分商铺。主力店是商业物业的经营主体，起到聚集人气、提升物业经营水平和确立品牌形象的作用，部分商铺的销售有助于开发商平衡现金流，降低自身经营风险。但租售结合的经营模式在一定程度上分散了物业的经营权，开发商、主力店和商铺业主的关系相对复杂，管理难度较高，对后续长期经营形成一定挑战。

2. 市场供需

近年来，商业地产投资持续放缓，投资规模有所回落，供求矛盾仍存在；2019年四季度受宏观经济持续下行影响，写字楼市场需求有

所下降，租金亦环比下跌。

从商业地产供求情况看，近年来商业营业用房整体上呈现供过于求的态势，2019年以来办公楼供应亦出现供应过剩的现象。2017年，商业营业用房竣工面积12670.26万平方米，销售面积12838.14万平方米，前期供过于求的局面有所改善。2018年，全国商业营业用房竣工面积11258.68万平方米，销售面积11971.33万平方米，供应过剩压力仍存。2019年，全国商业营业用房竣工面积10814.18万平方米，销售面积为10172.87万平方米，供应过剩压力未得到有效缓解。从办公楼供求情况看，2018年办公楼竣工面积3884.04万平方米，销售面积4363.32万平方米；2019年，办公楼竣工面积3923.39万平方米，销售面积3722.76万平方米，竣工面积超过销售面积。

从全国商业地产的增速来看，近年来由于货币政策逐渐转向稳健，经济增速逐步回落，商业地产行业景气度也波动回落。2017年，随着部分地区市场逐渐饱和，商业地产投资增速有所放缓。全国商业营业用房完成投资额1.56万亿元，同比增长3.5%（较上年下降4.9个百分点），占当期全国房地产行业投资完成总额的14.24%；办公楼开发投资完成额0.68万亿元，同比下降1.2%（较上年下降6.4个百分点），占当期全国房地产行业投资完成总额的6.16%。2018年，商业地产投资规模回落。其中，2018年商业营业用房投资完成额为1.42万亿元，同比下降8.97%；写字楼开发投资完成额5996.33亿元，同比下降11.30%。2019年，全国商业开发投资额进一步下降。其中，全国商业营业用房完成投资额1.32万亿元，同比下降6.70%；办公楼开发投资完成额6162.60亿元，同比增长2.80%。

从租金水平看，2019年上半年，百街商铺平均租金为25.6元/平米/天，环比上涨0.72%。2019年下半年，百街商铺平均租金为25.9元/平方米/天，环比上涨0.58%。分城市等级来看，2019年下半年，一线城市中租金环比上涨的商

业街占74.1%，环比下跌的商业街占11.1%，14.8%的商业街租金与上期持平。二线城市中租金环比上涨的商业街占70.0%，环比下跌的商业街占30.0%。二线城市中，南昌主要商业街租金全部下跌，天津、苏州、重庆和海口主要商业街租金涨跌互现，成都、武汉、杭州等6个城市商业街租金较上期均全部上涨。2019年下半年，百街商铺平均租金为27.2元/平方米/天，环比上涨0.44%。写字楼方面，根据中国房地产指数系统写字楼租金指数对全国重点城市主要商圈写字楼租赁样本的调查数据，2019年四季度，全国重点城市主要商圈写字楼租金整体水平环比有所下跌，平均租金为4.9元/平米/天，跌幅为0.67%。从商圈来看，租金环比上涨的商圈占38.8%，租金环比下跌的商圈占56.3%，5.0%的商圈租金与上期持平。

进入2020年，新冠肺炎疫情对商业地产的租售均产生较大影响，大量购物中心春节期间向租户提供不同幅度的租金减免政策，造成一定租金损失。随着疫情的延续，部分项目出现租户退租、租金收缴率下降以及租金支付延期等问题，本次疫情或将对自持商业物业的出租率以及出售项目的销售进度造成一定影响。

3. 行业关注

商业地产行业竞争激烈，行业集中度持续上升

商业地产行业属于资金密集型行业，在过去相对宽松的货币环境下，行业进入门槛降低，导致市场集中度很低，参与者较多。行业内大型企业扩张较快，小型企业也在通过多种形式扩大企业规模。同时，受住宅地产限购政策和景气度下滑等因素共同影响，传统的住宅物业开发商也在逐步转型参与到商业物业的开发建设中。此外，主要的商业物业形态如购物中心、百货店、写字楼等同质化明显，部分核心商业区域商业楼宇密度大，供给量较大。上述因素均导致商业地产行业竞争激烈，近年来行业集中度持续上升。

投资回报期长，现金回笼慢

商业地产开发过程中预售节点往往较晚，而且由于租售情况不同，现金回笼往往慢于住宅地产，投资回报期相对较长，对开发商的资金周转产生一定的影响，加重了其融资压力。

(二) 粤港澳大湾区政策

粤港澳大湾区在中国发展大局中具有重要战略地位，在国家经济发展和对外开放中具有支撑引领作用。

粤港澳大湾区包括香港特别行政区、澳门特别行政区和广东省广州市、深圳市、珠海市、佛山市、惠州市、东莞市、中山市、江门市和肇庆市，总面积5.6万平方公里。2019年，粤港澳大湾区常住人口达到7264.92万人，是中国开放程度最高、经济活力最强的区域之一，在国家发展大局中具有重要战略地位。建设粤港澳大湾区，既是新时代推动形成全面开放新格局的新尝试，也是推动“一国两制”事业发展的新实践。

2019年2月18日，中共中央、国务院印发了《粤港澳大湾区发展规划纲要》（以下简称“《粤港澳大湾区规划纲要》”），《粤港澳大湾区规划纲要》指出，粤港澳大湾区未来发展定位为：充满活力的世界级城市群；具有全球影响力的国际科技创新中心；“一带一路”建设的重要支撑；内地与港澳深度合作示范区；宜居宜业宜游的优质生活圈。

粤港澳大湾区未来发展目标为：到2022年，粤港澳大湾区综合实力显著增强，粤港澳合作更加深入广泛，区域内生发展动力进一步提升，发展活力充沛、创新能力突出、产业结构优化、要素流动顺畅、生态环境优美的国际一流湾区和世界级城市群框架基本形成；区域发展更加协调，分工合理、功能互补、错位发展的城市群发展格局基本确立；协同创新环境更加优化，创新要素加快集聚，新兴技术原创能力和科技成果转化能力显著提升；供给侧结构性改革进一步深化，传统

产业加快转型升级，新兴产业和制造业核心竞争力不断提升，数字经济迅速增长，金融等现代服务业加快发展；交通、能源、信息、水利等基础设施支撑保障能力进一步增强，城市发展及运营能力进一步提升；绿色智慧节能低碳的生产生活方式和城市建设运营模式初步确立，居民生活更加便利、更加幸福；开放型经济新体制加快构建，粤港澳市场互联互通水平进一步提升，各类资源要素流动更加便捷高效，文化交流活动更加活跃。

到 2035 年，大湾区形成以创新为主要支撑的经济体系和发展模式，经济实力、科技实力大幅跃升，国际竞争力、影响力进一步增强；大湾区内市场高水平互联互通基本实现，各类资源要素高效便捷流动；区域发展协调性显著增强，对周边地区的引领带动能力进一步提升；人民生活更加富裕；社会文明程度达到新高度，文化软实力显著增强，中华文化影响更加广泛深入，多元文化进一步交流融合；资源节约集约利用水平显著提高，生态环境得到有效保护，宜居宜业宜游的国际一流湾区全面建成。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2020 年 3 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

公司房屋商业租赁业务收入近年快速上升，市场竞争实力强。

公司近年投资规模有所扩张，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。

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”）运营管理其下属商业物业（以购物中心为主），截至 2020 年 3 月底，公司

下属商业物业（购物中心+写字楼）可出租面积合计 76.33 万平方米。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. 股东支持

星河控股集团有限公司各业务板块资产优质，业务运行平稳，有一定整体抗风险能力。公司作为星河控股优质商业物业资产运营载体，可获得一定股东支持。

公司商业地产项目主要由同一控制人下星河控股集团有限公司（以下简称“星河控股”）房地产板块子公司完工后转入。截至 2020 年 3 月底，星河控股注册资本 57.00 亿元，黄楚龙通过深圳市星河投资有限公司持有星河控股 100% 股权，为其实际控制人。星河控股旗下现有地产、金融（资本）、产业、商置、物业五大业务板块，业务涉及地产开发、城市更新、商业运营、酒店管理、物业服务、金融投资和产业运营等多元领域。截至 2019 年底¹，星河控股合并资产总额 1590.75 亿元，所有者权益 493.07 亿元（含少数股东权益 0.38 亿元）；2019 年，星河控股实现营业收入（合并）242.90 亿元，利润总额 69.18 亿元。

深圳市星河房地产开发有限公司为星河控股房地产开发业务主要实施载体，已开发面积累计超过 5000 万平方米，土地储备面积逾 3300 万平方米，项目布局“珠三角”“长三角”和“中西部”三大都市圈，已进驻深圳、广州、天津、南京、常州、宁波、重庆、成都和西安等多座城市。2019 年，深圳市星河房地产开发有限公司合计销售面积 156.24

¹ 星河控股财务报表合并范围认定方式：能够表明母公司可控制被投资单位，子公司均纳入合并财务报表合并范围

万平方米，销售金额合计 308.47 亿元。

深圳市星河金控有限公司为星河控股金融业务主要实施载体，主营权益投资类、债权投资类和基金管理类业务；截至 2020 年 3 月底，自有资金投资合计 114 亿元；为深圳创新投资集团、深圳福田银座村镇银行第二大股东，阳光保险、天津津融资产管理有限公司重要股东，前海母基金、国家中小企业发展基金有限合伙人。

深圳雅宝房地产开发有限公司为星河控股运营星河雅宝创新产业园（以下简称“星河 WORLD”）项目载体。星河 WORLD 打造“园区+金融”模式，项目总建筑面积约 160 万平方米，总投资额逾 150 亿元。2018 年 4 月，深圳雅宝房地产开发有限公司通过存续分立方式，分立为深圳雅宝房地产开发有限公司（存续公司）、深圳市星河雅创投资发展有限公司（新设公司，以下简称“星河雅创”）、深圳市星河雅智投资发展有限公司（新设公司）和深圳市星河雅融投资发展有限公司（新设公司）。2018 年 10 月，公司通过新设全资子公司深圳市星美实业有限公司对星河雅创货币形式增资人民币 5.50 亿元。增资完成后，公司持有星河雅创 55% 股权，深圳市星河盛世房地产开发有限公司持有星河雅创 45% 股权。增资完成后，公司取得对星河雅创的实际控制权，并自 2018 年三季度纳入公司财务报表合并范围。2018 年 11 月，星河雅创已完成相关工商变更。2019 年 12 月 19 日，深圳市星美实业有限公司对星河雅创增资 12.50 亿元，累计增资额为 18.00 亿元，增资后公司持有星河雅创股权比例为 80%。合并星河雅创后，星河 WORLD 中雅宝 COCO PARK 购物中心以及星河 WORLD A~G 栋并入公司，公司资产与权益规模大幅提升。

星河控股的商置与物业业务板块主要运营主体分别为星河商置与深圳星河智善生活股份有限公司（新三板证券代码“836397”），可为公司下属商业物业运营与管理提供保障。

根据星河商置 2019 年 8 月公告，星河商置自 2019 年 8 月 23 日起终止在全国中小企业股份转让系统挂牌（原新三板证券代码“839819”），目前以星河商置为运营主体的星盛商业管理股份有限公司已向香港交易所递交上市申请。

七、管理分析

2020 年 2 月，星河实业委任曹维珊担任公司总经理，任期 3 年；刘世成不再担任公司总经理职务。公司现总经理曹维珊，1988 年生，中山大学国际法硕士、日内瓦国际关系及发展学院国际争议解决硕士；曾任深圳市创浩通房地产开发有限公司法务总监、深圳国际仲裁院案件管理经理等。

跟踪期内，公司在法人治理结构及管理体制方面无其他重大变化。

八、经营分析

1. 经营现状

2019 年，公司营业收入同比增长，房屋商业租赁收入和酒店经营收入仍为公司营业收入的主要来源；综合毛利率受新出租写字楼毛利低影响而小幅下降。2020 年一季度，新冠疫情冲击全国范围内商业物业及酒店经营，公司商业物业均有免租政策，酒店阶段性关停，对整体收入及利润水平造成一定影响。

公司主要从事自有购物中心与写字楼租赁业务。2019 年，公司写字楼可出租面积受新出租物业影响而增长，带动整体可出租面积增加；同期，购物中心与写字楼出租率与平均租金同比均有提升，带动租赁收入同比增长。受此影响，2019 年，公司实现营业收入 16.69 亿元，同比增长 28.13%。跟踪期内，公司因业务规划调整暂停贷款利息业务，更专注于主业房屋租赁；新增商品销售业务，主要为自营化妆品销售收入。房屋商业租赁收入和酒店经营收入仍为公司营业收入的主要来源。公司主营业务突出，房屋商业租赁收入近年保持快速增

长，2019 年实现收入 12.34 亿元，同比增长 36.35%；该板块在营业收入中占 73.97%，同比提升 4.50 个百分点。同期，公司酒店经营收入 3.31 亿元，同比下降 2.93%，主要系平均房价下降所致，在营业收入中占 19.85%。

从盈利能力看，2019 年，公司综合毛利率为 72.77%，同比下降 1.49 个百分点，主要系收入占比较高的房屋商业租赁业务与酒店经营毛利水平同比下降所致。公司房屋商业租赁业

务近年保持较高毛利率，2019 年，公司该业务毛利率为 83.83%，同比下降 5.30 个百分点，主要系当期新出租的亚金写字楼毛利低所致；酒店经营业务受平均房价下降影响，毛利率同比下降 2.29 个百分点至 35.46%。

2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 2.96 亿元，为 2019 年全年的 17.74%；同期实现综合毛利率 71.87%，较 2019 年下降 0.90 个百分点。

表 3 公司近年营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年			2020 年 1—3 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	10.63	98.33	71.37	13.02	99.96	74.25	16.67	99.94	72.76	2.95	99.94	71.85
房屋商业租赁	6.80	62.90	87.93	9.05	69.47	89.13	12.34	73.97	83.83	2.45	83.02	85.27
酒店经营	3.30	30.53	37.25	3.41	26.19	37.75	3.31	19.85	35.46	0.30	10.26	-8.05
商品销售	--	--	--	--	--	--	0.27	1.65	18.37	0.13	4.30	15.54
商业物业经营	0.28	2.59	45.70	0.28	2.12	45.80	0.45	2.71	66.06	0.07	2.36	50.24
贷款利息	0.17	1.57	100.00	0.28	2.18	66.40	0.29	1.75	89.10	--	--	--
平台服务费收入	0.08	0.74	100.00	--	--	--	--	--	--	--	--	--
二、其他业务收入	0.18	1.66	100.00	0.01	0.04	100.00	0.01	0.06	100.00	0.00	0.06	97.64
合计	10.81	100.00	71.37	13.02	100.00	74.26	16.69	100.00	72.77	2.96	100.00	71.87

注：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；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
资料来源：公司提供

2. 房屋商业租赁业务

跟踪期内，公司写字楼可出租面积受新出租物业影响而增长，带动整体可出租面积增加。2019 年，公司购物中心与写字楼出租率同比均有提升，租赁收入同比增长。2020 年一季度，新冠疫情冲击全国范围内商业物业经营，公司商业物业均有免租政策，整体出租率与平均租金较 2019 年有所下降。伴随疫情逐步得到控制，截至报告出具日，广东省内商业经营已基本恢复正常，公司租金水平有望回升，但受疫情反复影响仍存在一定不确定性。

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，此外还有住宅底商及综合市场。

2017 年，公司合并范围内新增广州广银

房地产开发有限公司（以下简称“广州广银”），该公司持有亚金写字楼项目，经 2018 年装修改造，2019 年该项目正式对外出租，可出租面积为 2.58 万平方米。受此影响，2019 年，公司写字楼可出租面积同比增长，带动公司整体可出租面积增长。截至 2019 年底，公司购物中心与写字楼可出租面积合计 75.98 万平方米，同比增长 5.03%。其中，购物中心面积为 35.95 万平方米，同比增长 1.80%；写字楼面积为 40.03 万平方米，同比增长 8.11%。截至 2020 年 3 月底，公司购物中心与写字楼可出租面积较 2019 年底略有增长至 76.33 万平方米。其中，购物中心占 47.10%，写字楼占 52.90%。受 2018 年公司并入星河 WORLD A~G 栋写字楼，以及 2019 年新出租亚金写字楼影响，近年写字楼可出租面积占公司全部可出租面积的比例快速提升。

出租率方面，公司房屋出租率近年保持较高水平但有所波动。2018年，公司出租率同比下降，主要系下属部分购物中心尚处于培育期所致。2019年，公司购物中心与写字楼出租率分别为96.11%和84.50%，同比均有增长，带动公司整体出租率同比增长1.67个百分点至88.44%。2020年一季度，新冠疫情冲击全国范围内商业物业经营，公司购物中心与写字楼出租率相较2019年均有所下降，整体出租率为86.42%。

购物中心方面，公司雅宝COCO PARK于2018年9月29日开业，尚处于客群培育期；龙岗COCO PARK与龙华COCO CITY相较福田COCO PARK，因所处不同区域致租金水平存在一定差异。公司购物中心平均租金近年较为稳定，2019年，平均租金为5.43元/天/平方米；2020年一季度，公司下属购物中心执行2、3月份各免半月租金政策，平均租金下降至4.51元/天/平方米。写字楼方面，近年租金水平有所波动，分别为8.46元/天/平方米、3.48元/天/平方米和4.09元/天/平方米。2018年，写字楼平均租金较低主要系新

并入星河WORLD A~G栋写字楼中，F~G栋为新竣工物业，且A~G栋整体以低于直接对外出租的租金水平出租给关联方深圳雅宝房地产开发有限公司龙岗分公司所致。2019年，上述项目开始直接对外出租，平均租金有所回升。2020年一季度，公司下属写字楼执行2月份租金减半政策，平均租金较2019年下降至3.00元/天/平方米，相对处于较低水平。受上述因素影响，公司近年来平均租金分别为5.59元/天/平方米、4.55元/天/平方米和4.85元/天/平方米。

公司近年购物中心与写字楼合计租赁收入快速增长。其中，2018年，伴随可出租面积大幅增长，公司租赁收入同比增长35.87%至8.53亿元；2019年，受整体可出租面积及平均租金增长影响，租赁收入同比增长37.56%至11.73亿元。

2020年1—3月，公司实现租赁收入2.27亿元，为2019年全年租赁收入的19.34%。2020年一季度，新冠疫情对国内商业租赁业务影响很大，伴随疫情逐步得到控制，截至报告出具日，广东省内商业经营已基本恢复正常，但受疫情反复影响仍存在一定不确定性。

表4 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	2017年	2018年	2019年	2020年1—3月
可出租面积	336322.00	723379.00	759767.83	763276.79
其中：购物中心	287797.00	353123.00	359494.60	359494.60
写字楼	48525.00	370257.00	400273.23	403782.19
出租率	92.82	86.77	88.44	86.42
其中：购物中心	98.71	95.58	96.11	93.69
写字楼	57.89	78.36	84.50	82.66
平均租金	5.59	4.55	4.85	3.82
其中：购物中心	5.30	5.48	5.43	4.51
写字楼	8.46	3.48	4.09	3.00
租赁收入	62771.64	85284.71	117314.58	22688.18
其中：购物中心	54214.58	61191.49	67562.88	13682.69
写字楼	8557.06	24093.22	49751.70	9005.49

注：上表统计口径为公司购物中心与写字楼数据，不包含住宅底商部分
资料来源：公司提供

(1) 购物中心

公司购物中心项目地理位置优越，运营状况良好，出租率近年保持较高水平，租赁收入逐年提升。同时，联合资信关注到房屋商业租赁业市场竞争激烈，公司租赁业务或将面临一定挑战。

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”，产品业态不断丰富，项目运营良好。

表 5 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	可出租面积	2019 年年度租金业绩	出租率	位置/交通	定位	主要品牌
COCO PARK 福田店	2006.09	68162.00	3.23	98.17	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	81746.50	0.99	98.98	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、EP 雅莹、INSUN、H&M、UNIQLO 等
COCO CITY 龙华店	2014.11	96636.60	1.02	90.29	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	31171.55	0.74	100.00	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
雅宝 COCO PARK	2018.09	81777.95	0.79	95.91	深圳市龙岗区星河 WORLD 产业园，临近地铁 5 号线、10 号线	中高档时尚购物中心	星河寰宇影城、永辉超市、西西弗书店
合计		359494.60	6.76	96.11	--	--	--

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。COCO PARK 福田店总占地 3.1 万平方米，截至 2019 年底，可出租面积 6.82 万平方米，全年平均出租率为 98.17%。

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。2017—2019 年，COCO PARK 福田店分别实现租金收入 2.94 亿元、3.26 亿元和 3.23 亿元。2020 年 1—3 月，COCO PARK 福田店实现租金收入 0.65 亿元，为 2019 年全年收入的 20.12%，平均出租率为 96.90%。

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，物业持有方为深圳市河利通商业经营有限公司。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，总占地面积 3 万平方米，截至 2019 年底，可出租面积 8.17 万平方米，出租率为 98.98%。自开业以来，COCO PARK 龙岗店租赁收入逐年增长，2019 年实现租金收入 0.99 亿元，同比增长 6.45%；2020 年 1—3 月，实现租金收入 0.22 亿元，为 2019 年全年收入的 22.22%，平均出租率为 98.60%。

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，于 2014 年 11 月开业，物业持有方为深圳市星运成商业经营有限公司。

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。2019 年，龙华 COCO CITY 实现租金收入 1.02 亿元，同比略有下降。2020 年 1—3 月，受疫情影响实现租金收入 0.20 亿元，为 2019 年全年收入的 19.61%，平均出租率为 89.06%。

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，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，项目于 2007 年 5 月开业，物业持有方为安林珊置业（深圳）有限公司。

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。2019 年星河第三空间实现租金收入 0.74 亿元，同比增长 5.71%。2020 年 1—3 月，实现租金收入 0.14 亿元，为 2019 年全年收入的 18.92%，平均出租率为 99.53%。

⑤ 雅宝 COCO PARK

雅宝 COCO PARK 物业持有方为星美实业，项目于 2018 年 9 月 29 日开业，定位中高档时尚购物中心，是总投资额逾 150 亿元的产融结合新城星河 WORLD 的商业部分，是 COCO PARK 的升级版。雅宝 COCO PARK 以精致超市、影院为主力，包括星河寰宇影城、永辉超市和西西弗书店等，引入国际快时尚品牌与国内外轻奢品牌，同时融汇休闲娱乐、特色餐饮、家居生活等丰富业态。

2019 年，雅宝 COCO PARK 实现租金收入 0.79 亿元，全年出租率 95.91%；2020 年 1—3 月，受疫情影响实现租金收入 0.16 亿元，平均出租率 87.26%。雅宝 COCO PARK 尚处

于客群培育期，但已对公司收入与利润形成一定支撑。

租赁模式方面，跟踪期内，公司购物中心仍主要采取“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”三种方式。

（2）写字楼

2019 年，公司广州广银亚金写字楼项目正式对外出租，整体写字楼出租率同比增长，全年租赁收入伴随可出租面积及平均租金提升而同比大幅增长。同时，联合资信关注到亚金写字楼整体出租率较低，毛利率低，加之疫情影响，未来招租或面临一定压力。

2018 年，公司合并星河雅创后，星河 WORLD 中 A~G 栋写字楼并入公司。2019 年，广州广银亚金写字楼项目正式对外出租，该项目总可出租面积 2.58 万平方米，2019 年平均出租率为 47.74%，2020 年一季度平均出租率上升至 52.43%。截至 2019 年底，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、子公司安林珊公司持有的星河世纪大厦、星河雅创持有的星河 WORLD A~G 栋写字楼及广州广银持有的亚金写字楼。截至 2019 年底，上述公司所持写字楼合计对外可出租面积 40.03 万平方米。2019 年，公司写字楼出租率同比增长 6.14 个百分点至 84.50%；全年租赁收入伴随可出租面积及平均租金²提升而同比大幅增长至 4.98 亿元。截至 2020 年 3 月底，上述公司所持写字楼合计对外可出租面积 40.38 万平方米，相较上年底略有增长；同期出租率受疫情影响而较 2019 年下降至 82.66%。公司招租进度、商户类型（整租或分租）及区域内平均租金水平等对公司未来收入影响较大。

写字楼租金收取方面，跟踪期内，公司

² 2018 年，写字楼平均租金较低主要系新并入星河 WORLD A~G 栋写字楼中，F~G 栋为新竣工物业，且 A~G 栋整体以低于直接对外出租的租金水平出租给关联方深圳雅宝房地产开发有限公司龙岗分公司所致。2019 年，上述项目开始直接对外出租，平均租金有所回升

仍采取固定租金模式，每年租金以固定的比率增长。

(3) 住宅底商

跟踪期内，公司住宅底商可租赁面积同比增长，运营稳定。

截至2020年3月底，公司对外出租的住宅底商主要包括星河明居裙楼、星河中心商场、红旗岭底商、星河 WORLD 5 号地块底商等，可租赁面积合计 7.03 万平方米，同比增长 29.47%。

3. 酒店经营业务

公司酒店经营收入全部来自深圳星河丽思卡尔顿酒店，该酒店运营稳定，入住率和平均房价处于区域市场前列，对公司收入与利润形成有效补充。2020年以来，新冠疫情对酒店业务影响很大，虽全国性疫情已逐步得到控制，公司酒店经营情况仍存在一定不确定性。

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。2019年，公司酒店经营业务实现收入 3.31 亿元，同比略有下降；近年毛利率维持较高水平，2019年为 35.46%。

丽思卡尔顿酒店自 2009 年开业以来，多次获得“最佳奢华酒店”“最佳宴请餐厅”“深圳首选商务酒店”等荣誉称号。酒店共拥有 280 间客房（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、入住率等均在深圳市处于领先地位。

表 6 2019 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
丽思卡尔顿 (Ritz-Carlton)	280	90.10	1609	1450
瑞吉 (St.Regis)	290	80.68	1598	1290
君悦 (Grand Hyatt)	471	84.98	1225	1041
洲际 (InterContinental)	540	82.17	1219	1001
威斯汀 (Westin)	350	79.89	1023	817
大中华喜来登 (Sheraton Futian)	354	82.75	1136	940
JW 万豪 (JW Marriott)	402	87.78	1049	921
四季 (Four Seasons)	266	88.88	1564	1390
马可孛罗 (Marco Polo)	390	78.81	904	712

资料来源：公司提供

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，公司酒店经营业务稳定发展。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 94%。2019 年，平均房价下降致公司客房收入同比下降至 1.48 亿元；年接待游客人次下降致当期餐饮收入同比下降至 1.70 亿元。

2020 年以来，新冠疫情对公司酒店业务影响很大，丽思卡尔顿酒店分别于 2020 年 2 月和 3 月实施闭店政策。2020 年一季度，公司酒店业务实现收入合计 0.30 亿元。

表 7 公司酒店业务近年收入构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 1—3 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
客房	1.50	45.45	1.52	44.43	1.48	44.73	0.11	36.80
餐饮	1.72	52.12	1.75	51.42	1.70	51.41	0.17	57.61
其他	0.08	2.42	0.14	4.15	0.13	3.86	0.02	5.59
合计	3.30	100.00	3.41	100.00	3.31	100.00	0.30	100.00

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

资料来源：公司提供

从酒店业务运营指标来看，丽思卡尔顿酒店 2019 年累计接待游客 12.78 万人次，同比有所下降；近三年客房入住率均超过 87%，且逐年上升，2019 年入住率较 2018 年小幅增长至 90.10%。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但近年有所波动，2019 年均价为 1609.46 元/间/天。跟踪期内，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。

表 8 公司酒店业务主要经营指标
(单位：万人、%、元/间/天)

	2017 年	2018 年	2019 年
接待游客	12.65	15.12	12.78
入住率	87.74	89.10	90.10
平均房价	1627.94	1664.82	1609.46

资料来源：公司提供

九、财务分析

公司提供了 2019 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 2020 年一季度财务报表未经审计。

从合并范围看，2019 年，公司财务报表合并范围内，通过投资新设新增深圳市星河吉酒店有限公司 1 家子公司；同期，合并范围减少深圳市银顺通小额贷款有限公司、深圳市星智投资咨询有限公司和上海河裕实业有限公司 3 家子公司。2020 年一季度公司合并范围相较 2019 年无变化。公司执行最新企业会计准则。总体看，公司财务数据可比性尚可。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 430.99 亿元，所有者权益 193.62 亿元（含少数股东权益 22.70 亿元）；2019 年，公司实现营业收入（合并）16.69 亿元，利润总额 12.10 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额

459.08 亿元，所有者权益 194.16 亿元（含少数股东权益 22.70 亿元）；2020 年 1—3 月，公司实现营业收入（合并）2.96 亿元，利润总额 0.72 亿元。

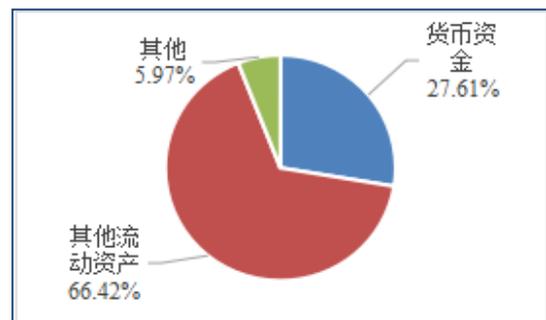
1. 资产质量

跟踪期内，公司资产总额受其他流动资产规模扩大而有所增长，其他流动资产主要为委托投资，委托投资规模很大且均为同款项理财产品投资，该委托投资理财产品的收益情况、变现能力等对公司资产流动性及安全性有很大影响。同期，公司关联方往来款规模仍较大，集中度很高，对资金形成一定占用。公司资产构成仍以投资性房地产为主，投资性房地产受限比例很高，公司整体受限资产占比仍高，或对未来融资能力造成一定影响。

跟踪期内，公司资产总额受其他流动资产规模扩大而增长，截至 2019 年底，公司资产总额 430.99 亿元，较 2018 年底增长 15.82%。其中，流动资产和非流动资产占比分别为 24.14% 和 75.86%，流动资产占比伴随其他流动资产大幅增长而有所提升，非流动资产占比仍较高，符合公司所处行业特点。

截至 2019 年底，公司流动资产 104.04 亿元，较 2018 年底增长 95.89%，主要系其他流动资产和货币资金增长所致；流动资产主要由货币资金（占 27.61%）和其他流动资产（占 66.42%）构成。

图2 截至2019年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报告

截至 2019 年底，公司货币资金 28.72 亿元，较 2018 年底增长 52.32%，主要系银行存款增长所致；货币资金中除少量库存现金外，银行存款占全部货币资金的 71.90%，其他货币资金占 28.10%；公司其他货币资金 8.07 亿元，均为借款保证金，公司货币资金受限比例为 28.10%。

2019 年，公司完成深圳市银顺通小额贷款有限公司股权转让，停止相关小额贷款和对外发放委托贷款等金融业务；截至 2019 年底，公司发放贷款及垫款科目余额清零。

公司其他应收款基本为关联方资金往来款，截至 2019 年底，公司其他应收款 5.57 亿元，较 2018 年底下降 32.23%，主要系关联方往来款同比减少所致。截至 2019 年底，公司其他应收款期末余额前五名欠款方金额合计 5.29 亿元，占总金额的 94.97%，公司其他应收款集中度很高。

表 9 按欠款方归集期末余额前五名其他应收款情况
(单位：万元、%)

单位名称	款项性质	账龄	期末余额	占比
江西万星腾富置业有限公司	往来款	1 年以内	33182.58	59.91
星河(集团)有限公司	往来款	1 年以内	18475.98	33.36
深圳星河智善生活股份有限公司	往来款	1 年以内	1164.48	2.10
上海河裕实业有限公司	往来款	2~3 年	91.00	0.16
星河置业集团有限公司	往来款	5 年以上	32.40	0.06
合计	--	--	52946.44	99.56

资料来源：公司财务报告

截至 2019 年底，公司其他流动资产合计 69.11 亿元，较 2018 年底大幅增长 234.34%；公司其他流动资产主要为委托投资，余额为 67.40 亿元。公司委托投资规模很大且均为同款车型理财产品投资，该委托投资理财产品的收益情况、变现能力等对公司资产流动性及安全性有很大影响。

非流动资产方面，截至 2019 年底，公司非流动资产 326.95 亿元，较 2018 年底增长

2.49%；非流动资产仍主要由投资性房地产（占 96.31%）构成。

截至 2019 年底，公司投资性房地产 314.88 亿元，较 2018 年底小幅增长 1.64%，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，已用于抵押金额为 312.16 亿元，占投资性房地产的 99.14%，公司投资性房地产受限比例很高。

截至 2019 年底，公司受限资产账面价值合计 338.51 亿元，占资产总额的 78.54%，受限原因为借款抵押与质押，公司资产受限比例高。

表 10 截至 2019 年底公司资产受限情况

(单位：亿元)

项目	受限账面价值	受限原因
货币资金	8.07	借款保证金
投资性房地产	312.16	借款质押
固定资产	2.80	借款抵押
其他应收款	15.48	借款抵押
合计	338.51	--

资料来源：公司财务报告

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 459.08 亿元，较 2019 年底增长 6.52%，主要系其他流动资产—委托投资增加所致。截至 2020 年 3 月底，公司货币资金 29.05 亿元，较 2019 年底增长 1.14%；其他应收款 12.29 亿元，较 2019 年底大幅增长 120.37%，主要系关联方往来增加所致；同期，公司其他流动资产因委托投资增加而较 2019 年底增长 25.55% 至 86.76 亿元。受此影响，截至 2020 年 3 月底，公司流动资产较 2019 年底增长 24.38% 至 129.40 亿元，占资产总额比重为 28.19%；同期，非流动资产 329.68 亿元，占资产总额比重为 71.81%，相较 2019 年底，公司流动资产占比有所提升，主要系委托投资增加所致，但资产结构仍以非流动资产为主。

2. 所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益小幅增长，构成以其他综合收益与未分配利润为主，实

收资本占比仍很小，权益结构稳定性弱。

截至 2019 年底，公司所有者权益为 193.62 亿元，较 2018 年底增长 3.97%，主要系未分配利润增长所致。截至 2019 年底，公司少数股东权益 22.70 亿元；公司归属于母公司所有者权益 170.92 亿元（占 88.27%）。归属于母公司所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 0.31%、39.37%、26.04%和 34.13%。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益 194.16 亿元，较 2019 年底增长 0.28%，变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为 88.31%，少数股东权益占比为 11.69%。归属于母公司所有者权益合计 171.45 亿元，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 0.31%、39.24%、25.96%和 34.33%。

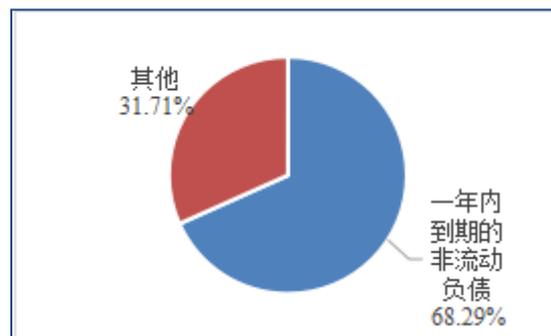
3. 负债

跟踪期内，公司有息债务规模快速增长，债务结构方面长期债务占比高。伴随债务规模上升，公司 2019 年债务指标均有所上升。公司借款以抵押及保证借款为主，融资环境易受到抵押物价值变化及变现能力影响。

截至 2019 年底，公司负债合计 237.37 亿元，较 2018 年底增长 27.70%，主要系非流动负债增长所致。负债构成中，流动负债占 17.62%，非流动负债占 82.38%，公司流动负债占比上升较快但负债仍以非流动负债为主。

截至 2019 年底，公司流动负债 41.82 亿元，较 2018 年底大幅增长 109.33%，主要系一年内到期的非流动负债增长所致；公司流动负债主要由其他应付款（占 23.23%）和一年内到期的非流动负债（占 68.29%）构成。

图3 截至2019年底公司流动负债构成



资料来源：公司财务报告

截至 2019 年底，公司其他应付款 9.71 亿元，较 2018 年底下降 28.31%，主要往来款减少所致。截至 2019 年底，公司其他应付款主要由应付利息（占 8.03%）、关联方往来款（占 52.11%）和押金及保证金（占 30.18%）构成。其中，公司其他应付款中关联方往来 5.06 亿元，主要为关联方资金往来形成的款项。

截至 2019 年底，公司一年内到期的非流动负债 28.56 亿元，较 2018 年底大幅增长，主要系一年内到期/行权的应付“17 星河实业 MTN001”“17 星河实业 MTN002”“18 星河实业 MTN001”和“18 星河实业 MTN002”余额转入该科目所致。

非流动负债方面，截至 2019 年底，公司非流动负债为 195.55 亿元，较 2018 年底增长 17.87%；公司非流动负债由长期借款（占 68.09%）和递延所得税负债（占 31.91%）构成。

截至 2019 年底，公司长期借款 133.15 亿元，较 2018 年底增长 57.10%；公司无信用借款，长期借款构成主要为抵押及保证借款（占 64.95%）。截至 2019 年底，公司长期借款一年内到期部分为 7.58 亿元，剩余长期借款的归还时间较为分散，到期日分布于 2025—2039 年。

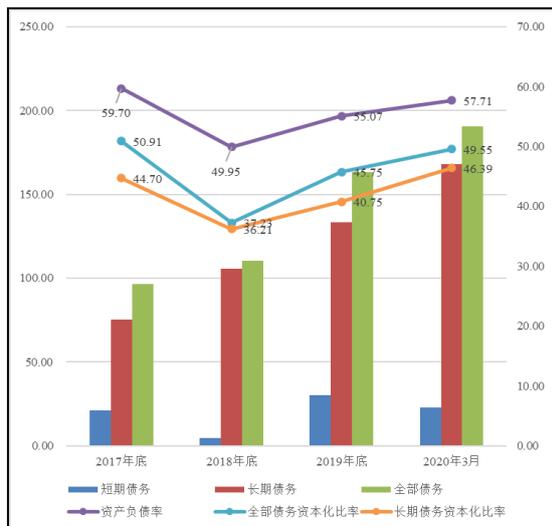
截至 2019 年底，公司递延所得税负债为 62.39 亿元，主要来自于投资性房地产账面价值变动和计税基础间的差额。

有息债务方面，截至 2019 年底，公司全

部债务为 163.29 亿元，较 2018 年底大幅增长 47.84%。其中，短期债务占 18.46%，长期债务占 81.54%。截至 2019 年底，受一年内到期的非流动负债大幅增长影响，公司短期债务较 2018 年底大幅增长至 30.14 亿元；长期债务较 2018 年底增长 25.94% 至 133.15 亿元，公司近年债务规模持续增长，目前债务结构中长期债务占比高，债务结构合理。

债务指标方面，截至 2019 年底，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较 2018 年底均有所上升，三项指标分别为 55.07%、45.75% 和 40.75%，较 2018 年底分别增长 5.12 个百分点、8.52 个百分点和 4.53 个百分点。公司债务负担有所加重，债务指标有所上升。

图 4 公司债务情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司财务报表

截至 2020 年 3 月底，公司负债总额为 264.92 亿元，较 2019 年底增长 11.61%。其中流动负债占 12.93%，非流动负债占 87.07%，非流动负债占比较 2019 年底增长 4.69 个百分点，公司负债以非流动负债为主，负债结构较 2019 年底变化不大。截至 2020 年 3 月底，公司其他应付款 9.71 亿元，较 2019 年底变动不大，其他应付款中关联方往来合计 5.03 亿元；一年内到期的非流动负债 21.11 亿元，较 2019 年底有所下降；同期，公司长期借款

168.00 亿元，较 2019 年底增长 26.17%，主要系“南方资本-星河福田 COCO PARK 资产支持专项计划”45.76 亿元资金到账所致。

表 11 截至 2020 年 3 月底公司有息债务期限结构

期限	金额 (万元)
1 年以内	226757.02
2~3 年	155958.16
4~5 年	194143.35
5 年以上	1329873.43
合计 ³	1906731.96

资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月底，公司全部债务 190.68 亿元，较 2019 年底增长 16.77%。其中，短期债务 22.68 亿元（占 11.89%），较 2019 年底下降 24.74%；长期债务 168.00 亿元（占 88.11%），较 2019 年底增长 26.17%。截至 2020 年 3 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 57.71%、49.55% 和 46.39%，较 2019 年底分别上升 2.63 个百分点、3.80 个百分点和 5.64 个百分点，公司债务负担持续加重。

4. 盈利能力

跟踪期内，公司收入及利润总额均小幅增长，但盈利指标同比小幅下降。公司财务费用规模大，期间费用占收入比例高，费用控制能力弱。公司利润总额对公允价值变动收益等非经常性损益依赖很大，实际盈利能力一般。

受益于公司房屋商业租赁收入增长，2019 年，公司实现营业收入 16.69 亿元，同比增长 28.13%；同期，营业成本 4.54 亿元，同比增长 35.54%。

从期间费用看，2019 年，公司期间费用总额为 8.82 亿元，同比增长 54.55%，主要系伴随有息债务规模增长，财务费用大幅上升所致。从构成看，公司销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 4.38%、8.63% 和

³ 公司有息债务规模统计口径与本报告不一致

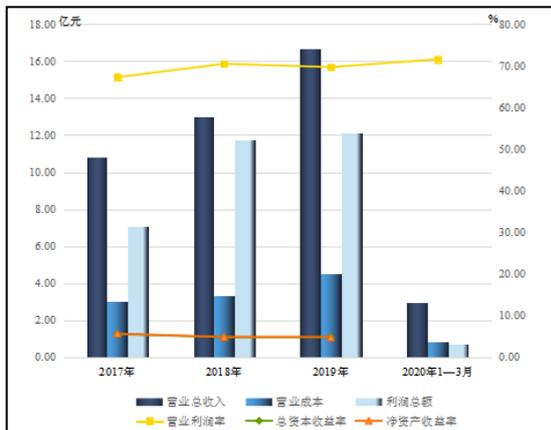
87.00%，财务费用占比很高。2019年，公司期间费用占收入比例为52.87%，同比提高9.04个百分点，公司费用控制能力弱。

公司非经常性损益主要由公允价值变动收益和投资收益构成。公司公允价值变动收益主要来自投资性房地产产生的公允价值变动损益，公司持有出租的房产所处地段较好，近年来公允价值变动收益较为稳定，2019年公司确认公允价值变动收益为5.08亿元，同比有所下降。同期，公司取得投资收益4.01亿元，同比增长60.10%，主要系委托投资收益增长所致，2019年，公司委托投资收益3.96亿元。

2019年，公司实现利润总额12.10亿元，同比小幅增长3.07%，主要系营业收入增长及投资收益增长所致。2019年，公司公允价值变动收益和投资收益合计占当期利润总额的75.12%，对公司利润总额影响很大。

盈利指标方面，2019年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率分别为69.67%、4.71%和4.69%，同比均小幅下降。

图5 公司盈利情况



资料来源：公司财务报表

2020年1—3月，公司实现营业收入2.96亿元，为2019年全年收入的17.74%，主要系受新冠疫情影响公司租金收入有所下降所致。同期，公司期间费用2.39亿元，为2019年全年的27.10%，其中财务费用占93.86%。公司营业利润率较2019年增长1.89个百分点

至71.56%。非经常性损益方面，2020年1—3月，公司实现投资收益0.94亿元，主要为委托投资收益；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，2020年1—3月，公司实现利润总额0.72亿元，为2019年全年的5.95%，占比较低主要系期间未产生公允价值变动收益，非经常性损益对公司利润总额影响仍很大。

5. 现金流分析

公司商业地产项目主要由星河控股房地产板块子公司完工后转入，公司实际外部融资需求不大。跟踪期内，公司经营活动现金流入无法覆盖其委托投资理财资金支出需求，公司通过筹资活动将取得借款收到的现金用于委托投资；同时，关联方资金往来规模仍大。

经营活动方面，2019年，公司关联方往来款不再列入经营活动现金流，既将收到与支付的往来款及资金拆借款自“收到/支付其他与经营活动有关的现金”科目调整至“收到/支付其他与投资活动有关的现金”科目。受此影响，2019年，公司经营活动现金流入量为24.07亿元，同比大幅下降43.41%；同期经营活动现金流出量为12.47亿元，同比大幅下降54.87%。公司2019年经营活动产生的现金流量净额为11.60亿元，经营活动持续资金净流入，但净流入量同比下降22.16%。2019年，公司现金收入比106.08%，同比下降2.47个百分点，公司收入实现质量良好。

投资活动方面，2019年，公司投资活动现金流入78.67亿元，同比下降35.79%，主要系收回投资收到的现金下降所致；同期，公司投资活动现金流出122.46亿元，同比下降7.91%，主要系投资支付的现金下降所致。公司委托理财投资规模很大，投资收回/支付收到的现金下降系“购买、赎回后又购买”操作频率降低所致。2017—2019年，公司投

资活动现金流净额分别为-23.15 亿元、-10.47 亿元和-43.79 亿元，公司投资活动因委托理财投资而持续资金净流出且净流出规模大。

2019 年，公司筹资活动前现金净流量为-32.19 亿元。公司经营活动现金流入无法覆盖其委托投资理财资金支出需求，公司通过筹资活动将取得借款收到的现金用于委托投资。

公司主要通过银行借款与发行债券的方式进行筹资。2019 年，公司筹资活动产生的资金流入同比大幅增长 126.73%至 82.56 亿元，主要系发行“平安汇通-星河丽思卡尔顿酒店资产支持专项计划”产品致取得借款收到的现金大幅增加。同期，公司筹资活动现金流出 37.57 亿元，同比下降 10.71%，主要系偿还债务支付的现金所致。2019 年，公司筹资活动表现为现金流净流入 44.99 亿元，同比大幅增长。近年来，公司经营活动实际现金需求量不大，取得借款收到的现金规模很大，主要为了满足其大规模委托投资理财需求。

2020 年 1—3 月，公司经营活动现金流入 2.82 亿元，主要为销售商品、提供劳务收到的现金；经营活动现金流出 1.98 亿元，主要为支付其他与经营活动有关的现金（0.97 亿元）；公司经营活动现金净流量为 0.84 亿元。同期，公司现金收入比为 85.21%，较 2019 年大幅下降主要系疫情影响。2020 年 1—3 月，公司投资活动现金流入 21.14 亿元，流出 46.67 亿元，净流量-25.53 亿元，公司投资活动主要为收回投资与进行投资产生的现金收支。筹资活动方面，2020 年 1—3 月，公司筹资活动现金流入 45.76 亿元，同期现金流出 20.74 亿元，公司筹资活动净流入 25.02 亿元。2020 年一季度，受新冠疫情影响，公司经营活动现金流入与流出量相较往年同期有所下降；取得借款收到的现金与往来款资金规模仍大。

表 12 公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
经营活动现金流入量	66.89	42.53	24.07	2.82
经营活动现金流出量	47.59	27.62	12.47	1.98
经营活动现金净流量	19.29	14.90	11.60	0.84
现金收入比	104.38	108.54	106.08	85.21
投资活动现金净流量	-23.15	-10.47	-43.79	-2.53
筹资活动前现金净流量	-3.86	4.43	-32.19	-24.69
筹资活动现金净流量	9.18	-5.66	44.99	25.02

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

6. 偿债能力

2019 年，公司短期债务规模同比大幅上升，考虑到现金类资产较为充足，公司短期偿债能力较强。同期，伴随公司全部债务规模同比大幅增长，EBITDA 对全部债务本息的保障能力有所减弱。

从短期偿债能力指标来看，跟踪期内，公司存货较少致速动比率与流动比率接近，截至 2019 年底，公司流动比率与速动比率同比均略有下降，两项指标分别为 248.78%和 248.65%；截至 2020 年 3 月底，两项指标分别上升至 377.67%和 377.46%。2019 年，公司经营现金流动负债比为 27.74%，且流动资产中其他应收款对资产的流动性造成了一定不利影响。截至 2020 年 3 月底，公司现金类资产 29.08 亿元，短期债务合计 22.68 亿元，现金类资产短期债务比为 1.28 倍。综合来看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标来看，2019 年，公司 EBITDA 同比增长 17.82%至 20.41 亿元；同期，全部债务规模同比大幅增长 47.84%至 163.29 亿元。2019 年，公司 EBITDA 对债务本息的保障能力有所减弱，EBITDA 利息保障倍数下降至 2.64 倍；全部债务/EBITDA 增长至 8.00 倍，EBITDA 对全部债务的保障程度一般。

跟踪期内，公司对外担保金额保持较大规模。截至 2020 年 3 月底，公司（合并口径）对外担保余额为 39.75 亿元，担保比率为 20.47%，公司存在一定或有负债风险。

表 13 截至 2020 年 3 月底公司对外担保情况

债务人	借款余额	担保期间	担保方式
星河控股集团有限公司	72250 万人民币	2018/7/28-2020/7/27	担保
星河控股集团有限公司	95000 万人民币	2019/3/29-2020/9/21	担保
星河控股集团有限公司	20000 万人民币	2019/6/3-2020/9/21	担保
星河控股集团有限公司	15000 万人民币	2018/5/31-2020/5/30	担保
深圳雅宝房地产开发有限公司	76450 万人民币	2018/7/11-2030/7/10	差额补足
深圳市安林珊资产管理有限公司	13300 万人民币	2017/6/27-2024/5/31	担保
星河集团	14360 万人民币（折算）	2019/9/17-2022/9/16	保证金质押
星河集团	91121 万人民币（折算）	2019/12/13-2021/12/10	保证金质押
星河控股集团有限公司	72250 万人民币	2018/7/28-2020/7/27	担保

资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月底，公司已经取得的银行授信总额为 202.56 亿元，已使用 184.68 亿元，尚未使用 17.88 亿元，公司资产受限比例高，融资渠道亟待拓宽。

7. 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 2020 年 7 月 9 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。

8. 流动性及抗风险能力

公司商业地产项目地理位置优越，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，公司在稳步运营的同时逐步拓展业务规模，整合星河雅创相关资产后，公司物业可出租面积、整体资产与权益规模大幅增长，未来可为公司收入与利润水平形成稳定支撑。公司实际控制人及星河控股下其他企业可为公司带来一定流动性支持。联合资信认

为，公司整体抗风险能力很强。

十、母公司财务分析

跟踪期内，母公司债务负担有所增长，短期偿债指标表现一般，权益结构稳定，经营与筹资活动现金净流入规模可覆盖公司投资活动需求。

截至 2019 年底，公司母公司口径资产合计 230.03 亿元，所有者权益合计 85.03 亿元；2019 年，母公司实现营业收入 5.27 亿元，利润总额 2.92 亿元。

截至 2019 年底，母公司资产总额 230.03 亿元，较 2018 年底增长 19.30%。母公司资产构成中，流动资产占 41.88%，非流动资产占 58.12%。截至 2019 年底，母公司流动资产 96.34 亿元，主要由货币资金（占 25.56%）、其他应收款（占 28.85%）和其他流动资产（占 45.26%）构成；非流动资产 133.69 亿元，主要由长期股权投资（占 67.86%）和投资性房地产（占 27.98%）构成。

截至 2019 年底，母公司所有者权益为 85.03 亿元，较 2018 年底增长 1.00%，主要系未分配利润增长所致，母公司所有者权益结构稳定。其中，实收资本为 0.54 亿元（占 0.63%）、资本公积合计 59.20 亿元（占 69.62%）、未分配利润合计 18.35 亿元（占 21.59%）、盈余公积合计 0.27 亿元（占 0.31%）。

公司母公司口径负债方面，截至 2019 年底，母公司负债总额 145.00 亿元，较 2018 年底增长 33.48%。其中，流动负债 94.09 亿元（占比 64.89%），非流动负债 50.91 亿元（占比 35.11%）。从构成看，流动负债主要由其他应付款（占 75.17%）和一年内到期的非流动负债（占 24.20%）构成，非流动负债主要由长期借款（占 83.32%）和递延所得税负债（占 16.68%）构成。母公司 2019 年资产负债率为 63.04%，较 2018 年提高 6.70 个百分点。

有息负债方面，截至 2019 年底，母公司

口径全部债务规模为 65.19 亿元，较 2018 年底增长 18.57%。其中，短期债务占 34.93%，长期债务占 65.07%。

从盈利能力方面看，2019 年，母公司实现收入 5.27 亿元，同比有所下降；同期，母公司利润总额为 2.92 亿元，同比大幅下降 40.83%，主要系投资收益下降、财务费用增长所致；营业利润率为 45.96%，同比下降 5.79 个百分点。

从公司母公司口径现金流来看，2019 年，母公司经营活动现金流入量 6.33 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金 5.76 亿元；同期，经营活动流出 3.28 亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金 1.84 亿元。2019 年，母公司经营活动现金净流入 3.05 亿元。收现质量方面，母公司现金收入比为 109.36%，同比略有下降但收入实现质量较好。同期，母公司投资与筹资活动现金流量净额分别为 5.58 亿元和 6.33 亿元。

偿债能力方面，截至 2019 年底，母公司流动比率和速动比率分别为 102.39% 和 102.37%。同期母公司经营现金流动负债比率为 3.24%，经营活动净现金流对流动负债的保障能力弱，母公司短期偿债指标表现一般。

截至 2020 年 3 月底，母公司资产总额 256.83 亿元，所有者权益为 84.95 亿元；2020 年 1—3 月，母公司营业总收入 0.64 亿元，利润总额-0.10 亿元。

十一、存续债券偿债能力分析

跟踪期内，公司 EBITDA 与经营活动现金流量对存续期内的“17 星河实业 MTN002”“18 星河实业 MTN001”和“18 星河实业 MTN002”的保障程度较高。

公司目前存续期内中期票据为“17 星河实业 MTN002”“18 星河实业 MTN001”和“18 星河实业 MTN002”。其中，“18 星河实业 MTN001”与“18 星河实业 MTN002”

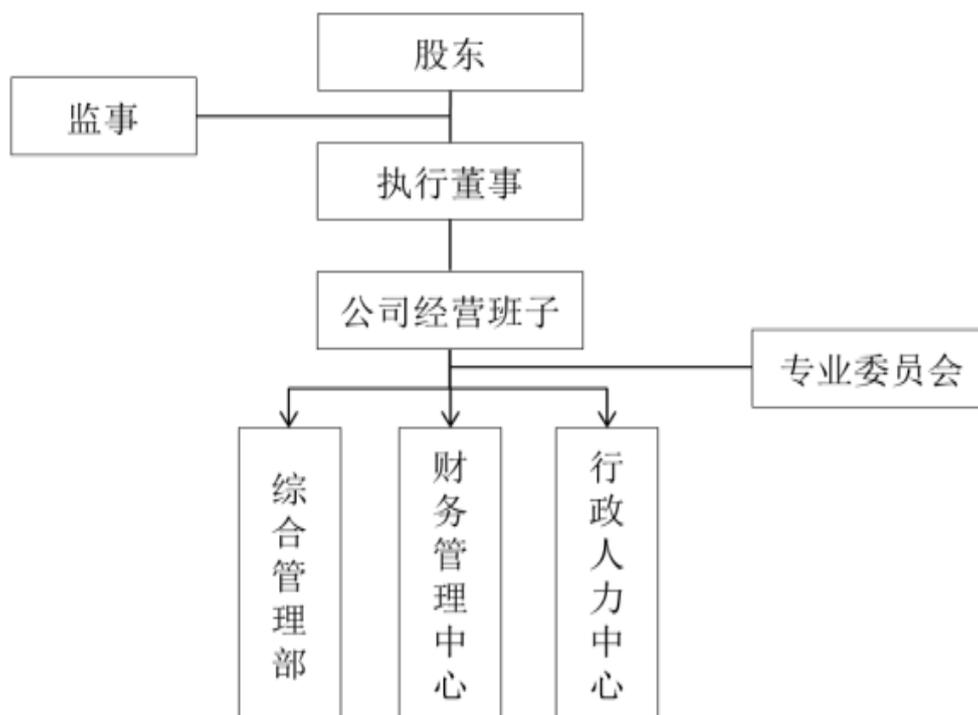
期限均为 2+1 年，附第 2 个计息年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。“18 星河实业 MTN001”行权后债券余额 1.20 亿元，“18 星河实业 MTN002”尚未行权，“17 星河实业 MTN002”将于 2020 年 11 月 2 日到期，故公司最高单年（2020 年）偿付额为 11 亿元。

截至 2019 年底，公司现金类资产 28.75 亿元，非受限现金类资产 20.65 亿元，为最高偿付额度 11 亿元的 1.88 倍。2019 年，公司 EBITDA 为 20.41 亿元，为最高偿付额度 11 亿元的 1.86 倍，EBITDA 对存续期中期票据最高单年偿付额的覆盖程度较高。2019 年，公司经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额分别为 24.07 亿元和 11.60 亿元，分别为最高单年偿付额的 2.19 倍和 1.05 倍。

十二、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，并维持“17 星河实业 MTN002”“18 星河实业 MTN001”和“18 星河实业 MTN002”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2019 年底公司组织架构图



附件 1-2 截至 2019 年底公司主要子公司情况

序号	公司名称	经营地	注册资本 (万元)	业务性质	持股比例 (%)		取得方式
					直接	间接	
1	深圳市星河苏活公园实业有限公司	深圳	15000	商业资产经营	100.00	--	同一控制下合并
2	丰运环球投资有限公司	香港	12 美元	投资	--	100.00	同一控制下合并
3	安林珊置业(深圳)有限公司	深圳	30000 港元	商业资产经营	96.67	--	同一控制下合并
4	深圳市河利通商业经营有限公司	深圳	106000	商业资产经营	100.00	--	同一控制下合并
5	深圳市星运成商业经营有限公司	深圳	95000	商业资产经营	100.00	--	同一控制下合并
6	广州广银房地产开发有限公司	广州	10000	商业资产经营	100.00	--	非同一控制下合并
7	深圳市创河通房地产开发公司	深圳	10000	房地产开发经营、酒店经营管理、写字楼租赁、自有商业物业租赁业务；商业物业服务	100.00	--	新设
8	深圳市星顺投资有限公司	深圳	1000	投资	100.00	--	新设
9	深圳市星美实业有限公司	深圳	1000	投资	100.00	--	新设
10	深圳市星河雅创投资发展有限公司	深圳	100000	商业资产经营	--	80.00	同一控制下合并
11	深圳市星河吉酒店有限公司	深圳	500	商业资产经营	100.00	--	新设

附件 2 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	19.19	18.88	28.75	29.08
资产总额(亿元)	230.96	372.11	430.99	459.08
所有者权益(亿元)	93.08	186.23	193.62	194.16
短期债务(亿元)	21.27	4.72	30.14	22.68
长期债务(亿元)	75.25	105.73	133.15	168.00
全部债务(亿元)	96.52	110.44	163.29	190.68
营业收入(亿元)	10.81	13.02	16.69	2.96
利润总额(亿元)	7.06	11.74	12.10	0.72
EBITDA(亿元)	12.86	17.33	20.41	--
经营性净现金流(亿元)	19.29	14.90	11.60	0.84
财务指标				
销售债权周转次数(次)	28.89	28.29	33.00	--
存货周转次数(次)	135.64	154.39	121.90	--
总资产周转次数(次)	0.05	0.04	0.04	--
现金收入比(%)	104.38	108.54	106.08	85.21
营业利润率(%)	67.24	70.47	69.67	71.56
总资本收益率(%)	5.54	4.77	4.71	--
净资产收益率(%)	5.62	4.83	4.69	--
长期债务资本化比率(%)	44.70	36.21	40.75	46.39
全部债务资本化比率(%)	50.91	37.23	45.75	49.55
资产负债率(%)	59.70	49.95	55.07	57.71
流动比率(%)	196.39	265.84	248.78	377.67
速动比率(%)	196.32	265.74	248.65	377.46
经营现金流动负债比(%)	59.39	74.60	27.74	--
EBITDA 利息保护倍数(倍)	2.44	3.36	2.64	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.50	6.37	8.00	--

注：公司 2020 年一季度财务报表未经审计；集团类客户提供公司本部（母公司）财务信息

附件3 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	15.21	12.62	24.66	27.95
资产总额(亿元)	176.61	192.81	230.03	256.83
所有者权益(亿元)	83.38	84.18	85.03	84.95
短期债务(亿元)	1.04	1.63	22.77	17.92
长期债务(亿元)	35.79	53.34	42.42	42.18
全部债务(亿元)	36.83	54.97	65.19	60.10
营业收入(亿元)	4.61	5.50	5.27	0.64
利润总额(亿元)	1.87	4.94	2.92	-0.10
EBITDA(亿元)	/	/	/	--
经营性净现金流(亿元)	14.37	15.68	3.05	0.04
财务指标				
销售债权周转次数(次)	12.40	17.30	23.43	--
存货周转次数(次)	112.35	114.57	136.72	--
总资产周转次数(次)	0.03	0.03	0.02	--
现金收入比(%)	106.26	110.49	109.36	--
营业利润率(%)	41.72	51.75	45.96	--
总资本收益率(%)	/	/	/	--
净资产收益率(%)	1.68	5.35	2.99	--
长期债务资本化比率(%)	30.04	38.79	33.28	33.18
全部债务资本化比率(%)	30.64	39.51	43.40	41.43
资产负债率(%)	52.79	56.34	63.04	66.92
流动比率(%)	93.05	130.09	102.39	99.67
速动比率(%)	93.00	130.05	102.37	99.66
经营现金流流动负债比(%)	28.93	33.27	3.24	--
EBITDA 利息保护倍数(倍)	/	/	/	--
全部债务/EBITDA(倍)	/	/	/	--

注：公司本部 2020 年一季度财务报表未经审计；集团类客户提供公司本部（母公司）财务信息

附件 4 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
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) ^{1/(n-1)} -1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
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%
盈利指标	
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-税金及附加)/营业收入×100%
债务结构指标	
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%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
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+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 5-1 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 5-2 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。

附件 5-3 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