

# 信用评级公告

联合〔2021〕4517号

联合资信评估股份有限公司通过对星河实业（深圳）有限公司主体长期信用状况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<sup>+</sup>，并维持“18星河实业MTN002”和“20星河实业MTN001”的信用等级为AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年六月十八日



# 星河实业（深圳）有限公司

## 2021年跟踪评级报告

### 评级结果：

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

### 跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模 (亿元)	债券余额 (亿元)	到期兑付日
18 星河实业 MTN002	6.00	1.10	2021/9/7
20 星河实业 MTN001	5.00	5.00	2023/8/28

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2021年6月18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在联合资信官网公开披露

### 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
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，近年租金收入相对稳定可持续				+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

### 评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对星河实业（深圳）有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了其作为商业物业持有方，旗下重要物业地理位置优越、区域品牌知名度高。2020 年，公司经营净现金流表现良好，短期偿债能力强。同时，联合资信也关注到 2020 年新冠肺炎疫情对公司商业物业影响较大、公司委托投资规模大、利润对公允价值变动收益依赖较大、债务规模快速增长、受限资产占比高、关联方之间交易较多等因素对其信用水平可能产生的不利影响。

公司商业物业经营较稳定，同时随着公司雅宝 COCO PARK 购物中心及星河 WORLD A~G 栋写字楼逐步培育，公司有望保持良好的经营状况。

综合评估，联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA<sup>+</sup>，维持“18 星河实业 MTN002”“20 星河实业 MTN001”的信用等级为 AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定。

### 优势

- 商业物业运营良好，重要购物中心和酒店地理位置优越。**公司主要商业物业运营状况良好，购物中心整体保持较高出租率、写字楼出租率稳步提升。公司重要购物中心福田 COCO PARK 及运营的酒店位于深圳市福田区 CBD，地理位置优越，区域知名度较高。
- 经营活动现金流表现良好。**2020 年，公司经营活动净现金流为 11.99 亿元，净流入规模较上年小幅增长。
- 公司短期偿债能力强。**截至 2020 年底，公司现金短期债务比由年初的 0.95 倍大幅增长至 4.04 倍，公司短期偿债能力强。

### 关注

- 新冠肺炎疫情对公司商业物业影响较大。**新冠肺炎疫情冲击全国范围内商业物业经营，公司商业物业主要经营指标受疫情影响有所下降，对 2020 年收入及利润产生一定影响。
- 委托投资规模大。**截至 2020 年底，公司委托投资规模很大且均为同款理财产品投资，集中风险大，该委托投资理

分析师：卢瑞 张超

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

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一定影响。

3. **利润对公允价值变动收益及投资收益较依赖。**2020年，公司利润总额对公允价值变动收益及投资收益依赖度较大。
4. **公司债务规模增长较快，资产受限程度高。**2020年，公司债务规模继续增长，同时公司资产受限比例高，或对其未来融资能力造成一定影响。
5. **关联方之间交易较多。**公司与关联方之间存在较多的关联担保和往来款等，使得公司资金管理难度加大。

主要财务数据:

合并口径				
项目	2018年	2019年	2020年	2021年3月
现金类资产(亿元)	18.88	28.72	57.49	26.89
资产总额(亿元)	372.11	430.98	461.92	461.16
所有者权益(亿元)	186.23	193.61	197.07	205.32
短期债务(亿元)	4.72	30.14	14.24	13.84
长期债务(亿元)	105.73	133.15	172.14	161.39
全部债务(亿元)	110.44	163.29	186.37	175.24
营业收入(亿元)	13.02	16.69	14.81	4.31
利润总额(亿元)	11.74	12.09	7.20	1.55
EBITDA(亿元)	17.33	20.40	18.04	--
经营性净现金流(亿元)	14.90	11.60	11.99	2.61
营业利润率(%)	70.47	69.67	59.85	61.91
净资产收益率(%)	4.83	4.68	2.74	--
资产负债率(%)	49.95	55.08	57.34	55.48
全部债务资本化比率(%)	37.23	45.75	48.61	46.05
流动比率(%)	265.84	248.74	421.79	366.27
经营现金流动负债比(%)	74.60	27.74	41.56	--
现金短期债务比(倍)	4.00	0.95	4.04	1.94
EBITDA利息倍数(倍)	3.39	2.64	1.84	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.33	8.00	10.33	--
公司本部(母公司)				
项目	2018年	2019年	2020年	2021年3月
资产总额(亿元)	192.81	230.03	236.92	235.88
所有者权益(亿元)	84.18	85.03	85.57	92.88
全部债务(亿元)	54.97	65.19	55.01	54.77
营业收入(亿元)	5.50	5.27	4.08	1.14
利润总额(亿元)	4.94	2.92	2.69	0.29
资产负债率(%)	56.34	63.04	63.88	60.62
全部债务资本化比率(%)	39.51	43.40	39.13	37.09
流动比率(%)	130.09	102.39	103.03	100.47
经营现金流动负债比(%)	33.27	3.24	1.96	--
现金短期债务比(倍)	7.73	1.08	5.81	2.65

注: 1.公司2021年一季度财务报表未经审计; 2.集团类客户提供公司本部(母公司)财务信息  
资料来源: 公司财务报告

主体评级历史:

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
20 星河实业 MTN001	AA+	AA+	稳定	2020/08/10	李晨 黄露	<a href="#">房地产企业信用评级方法 V3.0.201907</a> <a href="#">房地产企业主体信用评级模型(打分表) V3.0.201907</a>	<a href="#">阅读全文</a>
18 星河实业 MTN002	AA+	AA+	稳定	2020/7/10	李晨 黄露	<a href="#">房地产企业信用评级方法 V3.0.201907</a> <a href="#">房地产企业主体信用评级模型(打分表) V3.0.201907</a>	<a href="#">阅读全文</a>
18 星河实业 MTN002	AA+	AA+	稳定	2019/6/17	杨栋 李晨	<a href="#">房地产行业企业信用评级方法(2018年)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
18 星河实业 MTN002	AA	AA	稳定	2018/7/17	韩家麒 李晨	<a href="#">房地产行业企业信用评级方法及分析要点</a>	<a href="#">阅读全文</a>

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,联合资信评估股份有限公司(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,符合真实性、准确性、完整性要求。

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

## 2021 年跟踪评级报告

### 一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于星河实业（深圳）有限公司（以下简称“公司”或“星河实业”）及其相关债券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 1,000 万港元。后经多次注册资本变更，截至 2021 年 3 月底，公司实收资本为 11,643.1721 万美元，星河集团为公司唯一股东，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 2021 年 3 月底，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；公司纳入合并范围的子公司共 13 家。

截至 2020 年底，公司资产总额 461.92 亿元，所有者权益 197.07 亿元（含少数股东权益 23.18 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 14.81 亿元，利润总额 7.20 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司资产总额 461.16 亿元，所有者权益 205.32 亿元（含少数股东权

益 23.29 亿元）；2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 4.31 亿元，利润总额 1.55 亿元。

公司注册地址：深圳市龙华区民治街道民乐社区星河 WORLD 二期 C 栋 1406B；法定代表人：刘世成。

### 三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2021 年 3 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金均已按指定用途使用完毕，并在付息日正常付息。

表 1 截至 2021 年 5 月底公司存续债券概况

债券名称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	起息日	期限
20 星河实业 MTN001	5.00	5.00	2020/8/26	3 年
18 星河实业 MTN002	6.00	1.10	2018/9/7	3 年 (2+1)

资料来源：联合资信整理

### 四、宏观经济和政策环境分析

#### 1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%<sup>1</sup>，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

**经济修复有所放缓。**2021 年一季度，我国国内生产总值现价 24.93 万亿元，实际同比增

<sup>1</sup> 文中 GDP 增长均为实际增速，下同

长 18.30%，两年平均增长 5.00%<sup>2</sup>，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间**。具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业

盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2 2017—2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度 (括号内为两年平均增速)
GDP (万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速 (%)	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30 (5.00)
规模以上工业增加值增速 (%)	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50 (6.80)
固定资产投资增速 (%)	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60 (2.90)
社会消费品零售总额增速 (%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90 (4.20)
出口增速 (%)	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速 (%)	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅 (%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅 (%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率 (%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70 (4.50)
公共财政收入增速 (%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速 (%)	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，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；4. 城镇失业率统计中，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

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

**消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。**从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较

上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。

**居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。**2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了

<sup>2</sup>为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同

制造业的成本负担和经营压力。

**社融存量增速下降。**截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

**一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。**2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

**就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。**2021 年 1-3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50% 和 5.30%。其中 1-2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月

随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

## 2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，**保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。**

**稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。**2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈会上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。**

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏；**随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化；**房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着

企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，预计2021年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。

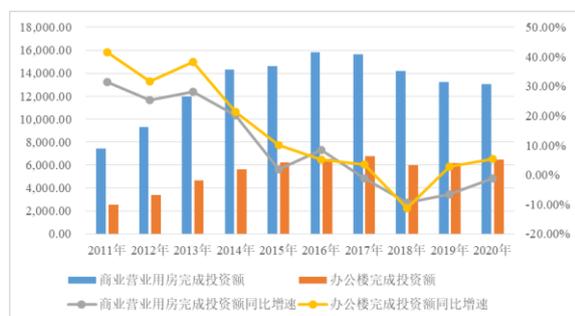
## 五、行业分析

2020年以来，商业地产投资增速呈现企稳态势，办公楼开发投资增速回升较显著；商业地产去库存效果有所显现，供求矛盾有所缓解，但整体库存压力依然较大。

2020年，全国商业营业用房开发投资完成额1.31万亿元，同比下降1.13%，投资规模下降幅度趋于平缓，其规模占当年全国房地产行业投资完成总额的9.24%。办公楼开发投资完成额0.65万亿元，同比增长5.38%，延续上年反弹趋势且增幅有所放大。商业地产开发投资呈现企稳回升态势，其中办公楼的投资回升较为显著。

2021年1-2月，全国商业营业用房开发投资完成额同比增长27.81%，办公楼开发投资完成额同比增长22.79%，增幅较大主要系2020年1-2月受新冠肺炎疫情影响所致，可比性不大。

图1 2011-2020年全国办公楼和商业营业用房完成投资情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，联合资信整理

商业营业用房供需情况看，2020年，全国商业营业用房竣工面积8,620.62万平方米、销售面积9,288.46万平方米，销售面积大于竣工面积，整体供应过剩的压力有减轻。从办公楼供求情况看，2020年，全国办公楼竣工面积3,041.59万平方米、销售面积3,334.33万平方米，供需关系小幅扭转。

图2 2011-2020年全国办公楼和商业营业用房供求情况（单位：万平方米、倍）

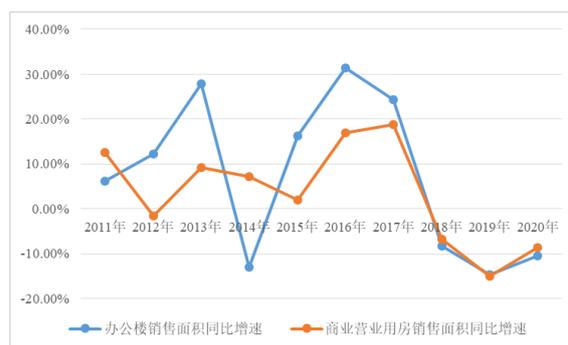


注：竣工销售比为竣工面积和销售面积的比值，小于1倍说明供不应求，大于1倍说明供大于求

资料来源：Wind，联合资信整理

从销售情况看，2020年，全国商业营业用房销售面积同比下降8.69%，办公楼销售面积同比下降10.43%，降幅均有所收窄，但仍低位运行，需求景气度不高。

图3 2011-2020年全国商业营业用房和办公楼销售面积增速情况（单位：%）



资料来源：Wind，联合资信整理

从租金水平和空置率来看，根据赢商大数据统计，2020年上半年全国19城964个样本购物中心的平均空置率为8.88%，下半年进一步上升至11.77%，其中一线城市购物中心平均空置率为10.06%、二线城市为12.86%，苏州、福州、

武汉、西安和天津等城市购物中心平均空置率处于较高水平。办公楼方面，2020年下半年以来，全国写字楼整体空置率接近30%，一线城市写字楼空置率在20%上下运行，创下近十年来的新高，其中上海和深圳写字楼整体空置率超过25%。

## 六、基础素质分析

### 1. 产权状况

截至2021年3月底，公司注册资本11,643.1721万美元，星河集团为公司唯一股东，黄楚龙是公司实际控制人。

### 2. 企业规模和竞争力

**公司商业物业产品线较丰富，福田COCO PARK和酒店地理位置优越，市场竞争力较强。**

公司经营的商业物业产品线丰富，涵盖写字楼、住宅底商、购物中心、酒店等不同业态。截至2020年底，公司主要商业物业可租面积75.81万平方米，其中购物中心35.95万平方米，写字楼39.86万平方米，主要位于深圳市。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，并拥有全球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。公司拥有的丽思卡尔顿酒店位于深圳福田中心区的核心地带，区位优势显著；通过引进国际知名酒店品牌的管理团队，公司在硬件和软件等各方面提升酒店品质，丽思卡尔顿酒店房价处于较高水平。

### 3. 企业信用记录

根据公司提供的《企业信用报告》（统一社会信用代码：91440300708441151X），截至2021年5月17日，公司无已结清或未结清不良/关注类信贷信息，过往债务履约情况良好。

## 七、管理分析

跟踪期内，公司股权结构以及主要管理制度未发生重大变化。

## 八、经营分析

### 1. 经营概况

**2020年，公司房屋租赁和酒店经营收入和毛利率受疫情因素影响均有不同幅度下降。**

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经营业务。2020年，公司营业收入同比下降11.27%至14.81亿元，主要系新冠疫情叠加福田COCO PARK装修影响所致；利润总额同比下降40.43%至7.20亿元，降幅大于营业收入主要系公司投资性房地产公允价值变动收益下降以及疫情导致业务毛利率下降所致。

从收入构成看，2020年，公司房屋商业租赁收入同比下降8.02%，主要系福田COCO PARK装修改造叠加新冠肺炎疫情影响；公司酒店经营收入同比大幅下降33.23%，主要系新冠肺炎疫情影响。公司商品销售主要为向供货商买断货物，并利用自身经营场所向顾客提供货物销售服务；商业物业经营收入主要为停车场停车费收入。公司因业务规划调整停止小额贷款与平台服务业务后，将更专注于发展主业房屋租赁与酒店经营。

从毛利率看，2020年，公司房屋商业租赁业务毛利率同比有所下降，主要系疫情期间，公司购物中心执行2、3月份租金减半政策所致；酒店业务毛利率同比大幅下降23.30个百分点，主要系疫情影响；2020年，公司综合毛利率同比下降9.38个百分点。

2021年1—3月，公司实现营业收入4.31亿元，同比大幅增长45.77%；利润总额1.55亿元，同比大幅增长1.17倍。2021年1—3月，公司业务综合毛利率小幅上升至64.93%。

表3 公司营业收入情况（单位：亿元、%）

项目	2018年			2019年			2020年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房屋商业租赁	9.05	69.47	89.13	12.34	74.03	83.83	11.35	76.66	76.78

酒店经营	3.41	26.19	37.75	3.31	19.86	35.46	2.21	14.90	12.16
商品销售	--	--	--	0.27	1.62	18.37	0.71	4.77	6.79
商业物业经营	0.28	2.12	45.80	0.45	2.70	66.06	0.37	2.52	60.18
贷款利息	0.28	2.18	66.40	0.29	1.74	89.10	--	--	--
平台服务费收入	--	--	--	--	--	--	--	--	--
其他业务收入	0.01	0.04	100.00	0.01	0.06	100.00	0.17	1.16	75.85
<b>合计</b>	<b>13.02</b>	<b>100.00</b>	<b>74.26</b>	<b>16.69</b>	<b>100.00</b>	<b>72.77</b>	<b>14.81</b>	<b>100.00</b>	<b>63.39</b>

资料来源：公司提供

## 2. 商业租赁业务运营

**2020年，公司购物中心可租面积保持稳定，受新冠肺炎疫情影响，公司购物中心和写字楼部分经营指标有所下降。**

截至2020年底，公司购物中心与写字楼可出租面积为75.81万平方米，其中购物中心占47.42%、写字楼占52.58%。

### (1) 购物中心

2020年，公司主要购物中心可租面积保持稳定；出租率和平均租金水平下降，主要系新冠肺炎疫情对商业物业影响较大以及公司下属购物中心执行2、3月份租金减半政策所致；出租率和平均租金仍保持在较高水平。伴随疫情逐

步得到控制，公司商业购物中心客流已逐步恢复。

表4 公司主要购物中心业务经营概况

项目	2018年	2019年	2020年
可租面积（万平方米）	35.31	35.95	35.95
出租率（%）	95.58	96.11	92.80
平均租金（元/天·平方米）	5.48	5.43	4.02
租金收入（亿元）	6.12	6.76	5.39

注：上表统计口径为公司购物中心数据，不包含住宅及星河发展中心底商  
资料来源：公司提供

公司主要购物中心如下表所示，均位于深圳地铁沿线上，交通较便利，定位覆盖社区购物中心到中高档购物中心，业态涵盖超市、影院、餐饮、服饰等，可满足不同层次消费者需求。

表5 2020年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	租金收入	出租率	位置/交通	定位	主要品牌
福田COCO PARK	2006.09	68,162.00	2.59	94.39	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	81,746.50	0.83	98.07	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	96,636.60	0.73	88.14	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	31,171.55	0.65	98.92	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	PoltronFrau、Roche-Bobois、FENDICASA
雅宝COCO PARK	2018.09	81,777.95	0.59	87.61	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
<b>合计</b>		<b>359,494.60</b>	<b>5.39</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>--</b>

注：1. 上表中合计数与加总数存在差异系四舍五入所致；2. 上表数据不包含部分底商物业  
资料来源：公司提供

### 福田COCO PARK

福田COCO PARK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；总占地3.1万平方米，截至2020年底可出租面积6.82万平方米，平均出租率为94.39%。福田COCO PARK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一，2020年实现租金收入2.59亿元，同比有所下降主要系公司对福田COCO PARK部分区域进行改造以及2020年新冠疫情影响营业所致。

### 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。COCO PARK 龙岗店位于深圳市东北部龙岗区，截至 2020 年底可出租面积 8.17 万平方米，2020 年，平均出租率为 98.07%，实现租金收入 0.83 亿元。

### 龙华 COCO CITY

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，于 2014 年 11 月开业。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。2020 年租金收入下降至 0.73 亿元。

### 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。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。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，主要包括 Poltron Frau、Roche-Bobois、FENDI CASA 等国际知名品牌。2020 年，星河第三空间租金收入为 0.65 亿元，出租率为 98.92%。

### 雅宝 COCO PARK

雅宝 COCO PARK 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；项目可出租面积 8.18 万平方米，地下 2 层，地上 4 层并设有顶层花园。2020 年，雅宝 COCO PARK 实现租金收入 0.59 亿元。雅宝 COCO PARK 开业时间较短，尚处于客流培育期，2020 年出租率上升至 87.61%。

#### (2) 写字楼

截至 2021 年 3 月底，公司下属写字楼出租物业包括星河发展中心、星河世纪大厦、星河 WORLD A~G 栋写字楼及亚金写字楼。其中，星河发展中心位于深圳 CBD 中心区，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发展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，临近地铁 1 号线，是集商业、公寓、写字楼于一体的综合体；星河 WORLD A~G 栋写字楼位于星河 WORLD 产业园，毗邻雅宝 COCO PARK 购物中心；亚金写字楼位于广州越秀区老城区，距离地铁 2 号线纪念堂站仅 400 米，集商务办公、公寓及商业配套于一体。

2020 年，公司写字楼可租面积较上年变动不大；写字楼出租率已回升至 95.21%。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。2020 年，公司写字楼租金水平有所下降主要系公司下属写字楼执行 2 月份租金减半政策所致。

表 6 公司写字楼业务经营概况

项目	2018 年	2019 年	2020 年
可租面积（万平方米）	37.03	40.03	39.86
出租率（%）	78.36	84.50	95.21
平均租金（元/天·平方米）	3.48	4.09	3.61
租金收入（亿元）	2.41	4.98	4.93

资料来源：公司提供

截至 2020 年底，公司主要写字楼运营良好，其中亚金写字楼出租率较低，主要系运营时间较短，处于培育期所致，但亚金写字楼位于广州老城区，且楼龄较久（2007 年竣工），需关注后续出租情况；星河 WORLD A~G 栋写字楼租金水平较低主要系项目位于龙岗区，位置相对偏远且运营时间较短，目前正处于培育期所致；星河发展中心出租率较低主要系公司执行较严格的客户筛选标准，部分不符合星河中心业态的客户未准入所致。

表 7 截至 2020 年底公司主要写字楼经营概况

（单位：万平方米、%、元/月·平方米、万元）

项目	可租面积	出租率	租金水平	2020 年租金收入
星河发展中心	4.21	83.62	275.62	11,645.98
星河世纪大厦	0.42	92.93	210.51	992.48

星河 WORLD A~G 栋写字楼	33.15	97.98	90.16	35,147.11
亚金写字楼	2.07	74.88	82.12	1,527.52
合计	<b>39.85</b>	--	--	<b>49,313.09</b>

注：上表中合计数与加总数存在差异系四舍五入所致  
资料来源：公司提供

### 3. 酒店经营业务

**新冠肺炎疫情对公司酒店业务影响很大，相关业务指标均出现大幅下降。2020年下半年随着疫情的稳定，公司酒店业务逐步回升。**

公司酒店经营收入主要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。丽思卡尔顿酒店采取托管经营的模式运作，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。

从构成看，客房收入和餐饮收入是公司酒店业务主要收入来源，2020年上半年，新冠疫情对公司酒店业务影响很大，酒店于2月和3月实施闭店政策；下半年业务逐渐开始恢复。2020年，公司酒店业务实现收入合计2.13亿元，客房业务收入下降较大，餐饮业务收入贡献较大。

表8 公司酒店业务近年收入构成情况

项目	2018年		2019年		2020年	
	收入(亿元)	占比(%)	收入(亿元)	占比(%)	收入(亿元)	占比(%)
客房	1.52	44.43	1.48	44.73	0.82	38.50
餐饮	1.75	51.42	1.70	51.41	1.22	57.28
其他	0.14	4.15	0.13	3.86	0.09	4.22
合计	<b>3.41</b>	<b>100.00</b>	<b>3.31</b>	<b>100.00</b>	<b>2.13</b>	<b>100.00</b>

注：1. 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；2. 注：上表中合计数与加总数存在差异系四舍五入所致  
资料来源：公司提供

从酒店业务运营指标来看，2020年，因新冠肺炎疫情，公司酒店接待游客大幅下降至8.96万人，客房平均入住率仅为61.80%，平均房价下降至1,293.22元/间·天，受影响较大。随着国内疫情的稳定，酒店经营情况开始恢复，2021年1-3月，酒店入住率提升至75.20%，平均房价也有所回升。

表9 公司酒店业务主要经营指标

项目	2018年	2019年	2020年	2021年1-3月
接待游客(万人)	15.12	12.78	8.96	2.64
入住率(%)	89.10	90.10	61.80	75.20
平均房价(元/间·天)	1,664.82	1,609.46	1,293.22	1,323.37

资料来源：公司提供

### 4. 关联交易

**公司与关联方之间存在一定规模的交易往来、关联担保和往来款等，使得公司资金管理难度加大。**

2020年，公司向关联方购买商品、接受劳务的发生额为1.31亿元，主要为与星河商置发生的

商业管理费用及与深圳市星河智慧园区运营管理有限公司发生的写字楼管理费用；向关联方销售商品提供劳务的发生额为0.74亿元，全部为酒店经营收入。2020年，公司作为出租方，从关联方确认租赁收入为0.97亿元。公司与关联方之间存在一定的关联交易往来。

2020年末，公司作为担保方对关联方担保金额为46.10亿元及不超过3.40亿美元；公司作为被担保方，关联方对公司担保金额为116.25亿元。2020年末，公司应收关联方款项（其他应收款）为19.47亿元，应付关联方款项（其他应付款）为7.43亿元。2020年，公司向关联方深圳市安林珊资产管理有限公司拆出资金金额28.00亿元，向深圳市星顺商业保理有限公司拆出金额11.00亿元。公司存在较大规模的关联方担保，且与关联方之间存在一定规模的往来款，对公司资金形成占用并加大了公司资金管理难度。

### 5. 经营效率

**公司经营效率较差。**

2020年，公司总资产周转次数由上年同期的0.04次下降至0.03次。与同行业公司比较，公司经营效率指标处于中下水平。

表 10 2020 年公司与同行业企业经营效率指标情况

公司简称	总资产周转次数（次）
北京兆泰集团股份有限公司	0.04
凯华地产（中国）集团有限公司	0.05
<b>星河实业</b>	<b>0.03</b>

注：本报告同业比较数据均来自于 Wind，部分指标计算口径可能与联合资信指标计算口径有差异

资料来源：Wind

## 6. 未来发展

公司发展战略较清晰，计划扩大商业物业经营区域，但对外扩张的同时可能加大公司的资金及融资压力。

公司未来计划商业物业经营在深耕深圳基础上，向国内三大区域及主要一二线城市布局，重点发展以深圳为核心的珠三角区域、以北京为核心的环渤海区域、以上海为核心的长三角区域、中西部省会城市，成为中国商业物业行业领跑者。短期以重资产为主要发展方式，并逐步以重资产轻资产化、轻重结合为长期发展方向。战略发展区域适度采用重资产的发展方式，为区域深耕发展奠定基础，充分发挥公司在商业物业领域的管理运作经验，在符合商业物业选址标准的前提下，进行全面系统的评估，并在收购条件成熟的情况下，通过现金收购、股权增资等方式完成标的资产的收购。同时，在长期发展中，通过保留自持项目的经营管理权，出让部分收益权，有效实现重资产的轻资产化。

## 九、财务分析

### 1. 财务概况

大华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2020 年度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。公司财务报表按财政部颁布的《企业会计准则》及相关补充规定的要求编制。2020 年，公司合并范围新增 3 家子公司，处置子公司 1 家。截至 2021 年 3 月底，公司纳入合并财务报表范围子公司共计 13 家。

截至 2020 年底，公司资产总额 461.92 亿元，所有者权益 197.07 亿元（含少数股东权益 23.18 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 14.81 亿元，利润总额 7.20 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司资产总额 461.16 亿元，所有者权益 205.32 亿元（含少数股东权益 23.29 亿元）；2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 4.31 亿元，利润总额 1.55 亿元。

### 2. 资产质量

截至 2020 年底，公司资产构成中投资性房地产规模较大，委托投资规模很大且均为同款理财产品投资；此外，公司关联方往来款对公司资金形成一定占用，且受限资产占比高，公司整体资产质量一般。

截至 2020 年底，公司资产总额 461.92 亿元，较年初增长 7.18%，主要系货币资金和其他应收款增加所致。其中，流动资产和非流动资产占比分别为 26.33% 和 73.67%，非流动资产占比较高，符合公司所处行业特点。

#### （1）流动资产

截至 2020 年底，公司流动资产 121.64 亿元，较年初增长 16.93%，主要系货币资金和其他应收款增长所致。公司流动资产主要由货币资金（占 47.26%）、其他应收款（占 16.79%）和其他流动资产（占 35.37%）构成。

截至 2020 年底，公司货币资金 57.49 亿元，较年初增长 100.16%，主要系公司对外投资规模减小所致。公司货币资金中银行存款 34.90 亿元，其他货币资金 22.58 亿元；其他货币资金均为借款保证金，全部受限。

公司其他应收款中关联方往来较多。截至 2020 年底，公司其他应收款 20.42 亿元，较年初增长 2.67 倍，主要系关联方往来款大幅增加所致。截至 2020 年底，公司其他应收款期末余额前五名欠款方金额合计 19.52 亿元，占 98.93%；其中应收星河控股 16.47 亿元，主要系公司新增对星河控股的非经营性资金往来所致。公司关联方往来款规模大，对公司资金占用严重。

表 11 截至 2020 年底按欠款方归集期末余额前五名其他应收款情况 (单位: 亿元、%)

单位名称	款项性质	账龄	期末余额	占比
星河控股	往来款	1 年以内	16.47	83.49
星河集团	往来款	1 年以内	1.74	8.84
江西万星腾富置业有限公司	往来款	1-2 年	0.71	3.60
深圳雅宝房地产开发有限公司	往来款	1 年以内	0.39	1.99
中建投信托有限责任公司	保证金	2-3 年	0.20	1.01
合计	--	--	19.52	98.93

资料来源: 公司财务报告

截至 2020 年底, 公司其他流动资产较年初下降 37.74% 至 43.02 亿元, 主要系公司赎回部分委托投资所致; 公司其他流动资产主要为委托投资 (41.40 亿元), 具体为向万科财务顾问有限公司的委托投资, 主要投向为以订单融资及结算款融资的供应链产品。公司委托投资规模很大且均为同款理财产品投资, 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一定影响。

#### (2) 非流动资产

截至 2020 年底, 公司非流动资产 340.28 亿元, 较年初增长 4.08%, 主要由投资性房地产 (占 93.03%) 构成。

截至 2020 年底, 公司投资性房地产 316.57 亿元, 较年初小幅增长 0.54%, 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 314.77 亿元, 占投资性房地产的 99.43%, 公司投资性房地产受限比例很高。公司投资性房地产规模较大, 且主要位于深圳市, 公允价值易受当地房地产市场影响, 存在一定波动性。

截至 2020 年底, 公司受限资产账面价值合计 340.33 亿元, 占资产总额的 73.68%, 受限原因为借款抵押与质押, 公司资产受限比例高。

表 12 截至 2020 年底公司资产受限情况 (单位: 亿元、%)

项目	期末账面价值	占资产比重	受限原因
货币资金	22.58	4.89	借款保证金
投资性房地产	314.77	68.14	借款抵押
固定资产	2.54	0.55	借款抵押

其他应收款	0.44	0.10	借款质押
合计	340.33	73.68	--

资料来源: 公司财务报告

截至 2021 年 3 月底, 公司资产总额及资产结构较年初变动不大; 公司其他流动资产较年初增长 84.13% 至 79.22 亿元, 公司委托投资规模大幅增长。

### 3. 资本结构

#### (1) 所有者权益

**公司所有者权益中其他综合收益与未分配利润占比较高, 权益结构稳定性较弱。**

截至 2020 年底, 公司所有者权益为 197.07 亿元, 较年初增长 1.79%; 公司权益中归属于母公司所有者权益 173.89 亿元 (占 88.24%), 其中实收资本占 0.31%、资本公积占 38.69%、其他综合收益占 25.56%、盈余公积占 0.15%、未分配利润占 35.28%。公司所有者权益结构中其他综合收益和未分配利润占比较大, 权益稳定性较弱。

截至 2021 年 3 月底, 公司所有者权益较年初增长 4.19% 至 205.32 亿元, 其中实收资本较年初大幅增长至 7.63 亿元, 主要系星河集团向公司增资所致, 资金用于获取深圳 COSCO 项目。

#### (2) 负债

**2020 年, 公司债务规模继续增长, 债务结构合理, 整体债务负担一般。2021 年一季度公司债务规模有所下降。**

截至 2020 年底, 公司负债合计 264.85 亿元, 较年初增长 11.58%, 主要系长期借款增长所致。负债构成中, 流动负债占 10.89%, 非流动负债占 89.11%。

截至 2020 年底, 公司流动负债较年初下降 31.05% 至 28.84 亿元, 主要由短期借款 (占 18.38%)、应付账款 (占 6.83%)、其他应付款 (占 40.81%) 和一年内到期的非流动负债 (占 30.99%) 构成。

截至 2020 年底, 公司短期借款 5.30 亿元, 较年初增长 2.37 倍, 主要系公司新增由星河控

股委托银行对公司提供的委托借款 5.00 亿元所致，该笔借款已于 2021 年 4 月 29 日到期。

截至 2020 年底，公司应付账款较年初大幅增长 2.46 倍至 1.97 亿元，主要系应付工程及设备款增加所致。

截至 2020 年底，公司其他应付款较年初增长 21.15% 至 11.77 亿元，主要系关联方往来款增长所致；主要由关联方往来款（7.43 亿元）和押金及保证金（3.07 亿元）等构成。

截至 2020 年底，公司一年内到期的非流动负债较年初下降 68.71% 至 8.94 亿元。

截至 2020 年底，公司非流动负债为 236.01 亿元，较年初增长 20.69%；公司非流动负债主要为长期借款（占 70.82%）。

截至 2020 年底，公司长期借款 167.15 亿元，较年初增长 25.53%，均有抵押物。

全部债务方面，截至 2020 年底，公司全部债务为 186.37 亿元，较年初增长 14.14%，主要来自长期借款的增加。其中，短期债务占 7.64%，长期债务占 92.36%。公司近年债务规模持续增长，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 2020 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分别为 57.34%、48.61% 和 46.62%，较年初增加 2.26 个、2.85 个和 5.87 个百分点。公司债务负担有所加重，但整体仍处于一般水平。公司债务期限结构看，公司债务期限主要集中在 4 年以上，债务结构合理。

截至 2021 年 3 月底，公司负债总额较年初下降 3.40% 至 255.84 亿元，主要系长期借款下降所致。截至 2021 年 3 月底，公司全部债务合计 175.24 亿元，较年初下降 5.98%，以长期债务为主（占 92.10%）。截至 2021 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 55.48%、46.05% 和 44.01%。

#### 4. 盈利能力

2020 年，受疫情影响，公司营业收入有所下降；公司财务费用支出较大，利润实现对公允价值变动收益及投资收益依赖较大；公司盈

利能力处于一般水平。

2020 年，公司营业收入同比下降 11.27% 至 14.81 亿元，利润总额同比下降 40.43% 至 7.20 亿元。

2020 年，公司期间费用总额为 9.54 亿元，同比增长 8.15%，主要系融资规模扩大导致财务费用增加所致。从构成看，2020 年，公司销售费用、管理费用及财务费用分别占 4.98%、6.87% 和 88.16%；财务费用占比很高，2020 年为 8.41 亿元。2020 年，公司费用收入比上升至 64.44%，公司费用控制能力有待提升。

2020 年，公司公允价值变动收益同比大幅下降 66.68% 至 1.69 亿元，占营业利润比例为 24.23%；公司投资收益同比增长 46.87% 至 5.86 亿元，主要为委托投资产生的投资收益，占营业利润比重为 83.89%。公允价值变动收益及投资收益波动较大，对公司营业利润影响较大。

盈利指标方面，2020 年，公司营业利润率由上年的 69.67% 下降至 59.85%；净资产收益率由上年 4.68% 下降至 2.74%，公司盈利能力有所减弱。与同行业公司比较，公司盈利能力指标处于一般水平。

表 13 2020 年公司与同行业公司盈利指标对比

公司名称	销售毛利率 (%)	总资产报酬率 (%)	净资产收益率 (%)
北京兆泰集团股份有限公司	89.38	25.20	1.91
凯华地产（中国）集团有限公司	90.78	54.37	6.03
<b>星河实业</b>	<b>63.39</b>	<b>36.45</b>	<b>2.86</b>

注：为便于比较，上表数据均取自 Wind，Wind 与联合资信在上述指标计算上存在公式差异

资料来源：Wind

2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 4.31 亿元，上年同期为 2.96 亿元；公司综合业务毛利率为 64.93%。

#### 5. 现金流

2020 年，公司经营活动现金净流入规模小幅增长，公司委托投资规模较大，同时公司仍与关联方之间存在一定资金拆借活动；公司实际外部融资需求不大。

表 14 公司现金流量情况 (单位: 亿元、%)

项目	2018 年	2019 年	2020 年
经营活动现金流入小计	42.53	24.07	20.51
经营活动现金流出小计	27.62	12.47	8.52
<b>经营现金流量净额</b>	<b>14.90</b>	<b>11.60</b>	<b>11.99</b>
投资活动现金流入小计	122.52	78.67	92.27
投资活动现金流出小计	132.98	122.46	85.69
<b>投资活动现金流量净额</b>	<b>-10.47</b>	<b>-43.79</b>	<b>6.58</b>
<b>筹资活动前现金流量净额</b>	<b>4.43</b>	<b>-32.19</b>	<b>18.57</b>
筹资活动现金流入小计	36.42	82.56	75.37
筹资活动现金流出小计	42.08	37.57	79.68
<b>筹资活动现金流量净额</b>	<b>-5.66</b>	<b>44.99</b>	<b>-4.31</b>
<b>现金收入比</b>	<b>108.54</b>	<b>106.08</b>	<b>104.96</b>

资料来源: 公司财务报告

2020 年, 公司经营活动现金流入有所下降主要系疫情导致收入下降所致; 经营活动现金流出有所下降主要系公司停止小贷业务所致。2020 年, 公司经营活动现金净流入规模小幅增长。同期, 公司收入实现质量较好。

2020 年, 公司投资活动现金流入同比增长 17.30%, 主要系收回委托投资规模增长所致; 投资活动现金流出同比下降 30.03%, 主要系公司委托投资规模下降所致。此外, 公司与关联方之间存在一定的往来款, 2020 年, 公司投资活动现金流由净流出转为净流入。2020 年, 公司筹资活动前现金流净额由上年的-32.19 亿元增长至 18.57 亿元。

筹资活动方面, 2020 年, 公司筹资活动现金流入同比下降 8.71%; 筹资活动现金流出同比大幅增长 112.08%, 主要与公司借款和偿还借款规模有关。2020 年, 公司筹资活动现金流净额转为净流出。

2021 年 1—3 月, 公司经营活动净现金流为 2.61 亿元, 投资活动净现金流为-26.97 亿元, 筹资活动净现金流为-6.26 亿元。

## 6. 偿债能力

2020 年末, 公司短期偿债能力强, 长期偿债能力一般, 对关联方担保规模较大。考虑到公司商业物业地理位置优越, 租金收入稳定, 以及较大的资产和权益规模, 并可得到股东(实际控制人)较大支持, 公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标来看, 2020 年末, 公司流动比率由年初的 248.74% 增长至 421.79%, 速动比率由年初的 248.61% 增长至 421.56%, 流动资产对流动负债覆盖程度较好。2020 年末, 公司现金短期债务比由年初的 0.95 倍大幅上升至 4.04 倍, 主要系公司偿还借款所致, 此外公司持有较大规模的委托投资, 现金类资产对于短期债务的保障能力强。综合来看, 公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标来看, 2020 年, 公司 EBITDA 同比下降 11.55% 至 18.04 亿元, 其中利润总额占 39.90%, 计入财务费用的利息支出占 54.21%。2020 年, 公司 EBITDA 利息倍数由上年的 2.64 倍下降至 1.84 倍; 全部债务/EBITDA 由上年的 8.00 倍增长至 10.33 倍。公司 EBITDA 对利息和全部债务的保障能力一般。综合来看, 公司长期偿债能力一般。

截至 2020 年底, 公司对关联方担保余额为 44.56 亿元, 存在一定或有负债风险。

表 15 截至 2020 年底公司对关联方担保情况

被担保方	与公司关系	担保余额 (亿元)
星河控股集团有限公司	公司股东	3.00
星河控股集团有限公司	公司股东	7.00
星河控股集团有限公司	公司股东	0.80
深圳市安林珊资产管理 有限公司	同一实际控制人之 关联企业	1.33
深圳市雅宝房地产开发 有限公司	同一实际控制人之 关联企业	7.49
星河集团	公司股东	1.43
星河集团	公司股东	6.38
星河集团	公司股东	4.61
星河集团	公司股东	2.41
星河集团	公司股东	9.11
惠州阳光新都房地产开 发有限公司	同一实际控制人之 关联企业	0.99
<b>合计</b>	<b>--</b>	<b>44.56</b>

资料来源: 公司提供

未决诉讼方面, 截至 2020 年底, 公司无重大未决诉讼。

截至 2020 年底, 公司(合并口径)已经取得的银行授信总额为 120.00 亿元, 已使用 112.51 亿元, 尚未使用 7.49 亿元, 间接融资渠道有待拓宽。

## 7. 母公司财务分析

**母公司资产结构较均衡，以货币资金及委托投资、对子公司股权投资及投资性房地产为主，母公司层面债务负担尚可。母公司收入主要来自于酒店及自持物业租金收入，利润对投资收益较为依赖。**

截至 2020 年底，母公司资产总额为 236.92 亿元，较年初增长 3.00%，主要系货币资金和其他应收款增加所致；母公司资产主要由货币资金（占 23.67%）、其他应收款（占 18.46%）和长期股权投资（占 38.29%）构成。截至 2020 年底，母公司负债总额为 151.35 亿元，较年初增长 4.38%；母公司负债主要由其他应付款（占 57.16%）和长期借款（占 26.67%）构成。截至 2020 年底，母公司资产负债率为 63.88%，全部债务资本化比率为 39.13%，母公司债务负担尚可。截至 2020 年底，母公司所有者权益合计 85.57 亿元，以资本公积（占 69.18%）和未分配利润（占 22.09%）为主。

2020 年，母公司营业收入为 4.08 亿元，同比下降 22.56%；利润总额为 2.69 亿元，同比下降 8.32%。同期，母公司投资收益为 3.71 亿元，主要为持有委托投资及子公司股权产生的投资收益。

现金流方面，2020 年，母公司经营活动现金流净额为 1.91 亿元，投资活动现金流净额为 45.82 亿元，筹资活动现金流量净额为-30.79 亿元。

## 十、存续期内债券偿还能力分析

**截至 2021 年 3 月底，公司存续债券的短期偿债压力较小，集中兑付压力不大。**

截至 2021 年 5 月底，公司存续债券（不含资产支持证券）余额共 6.10 亿元，其中一年内到期的应付债券余额 1.10 亿元，2023 年达到未来待偿债券本金峰值为 5.00 亿元。截至 2020 年底，公司现金类资产对一年内到期的应付债券余额的保障程度很高；2020 年经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和 EBITDA 对未来待偿债券本金峰值的保障程度高。总体看，公司短期偿债压

力小，集中兑付压力不大。

表 16 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

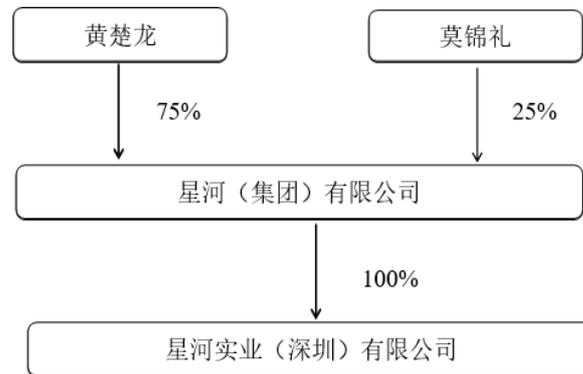
项目	2020 年
一年内到期债券余额	1.10
未来待偿债券本金峰值	5.00
现金类资产/一年内到期债券余额	52.26
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	4.10
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	2.40
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	3.61

资料来源：联合资信整理

## 十一、结论

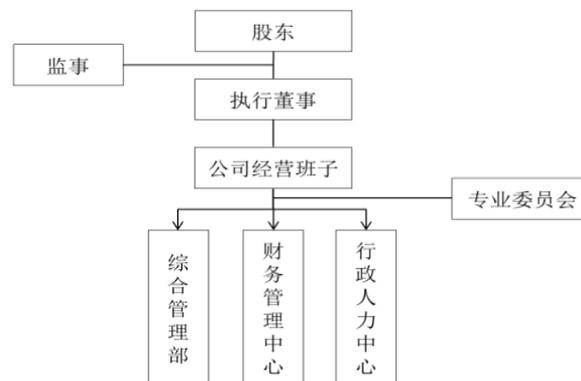
综合评估，联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA<sup>+</sup>，维持“18 星河实业 MTN002”“20 星河实业 MTN001”的信用等级为 AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定。

### 附件 1-1 截至 2020 年底星河实业（深圳）有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

### 附件 1-2 截至 2020 年底星河实业（深圳）有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

### 附件 1-3 截至 2020 年底星河实业（深圳）有限公司子公司情况

序号	企业名称	业务性质	持股比例 (%)	取得方式
1	深圳市星河苏活公园实业有限公司	商业资产经营	100.00	同一控制下合并
2	深圳市星河吉酒店有限公司	商业资产经营	100.00	新设
3	安林珊置业（深圳）有限公司	商业资产经营	96.67	同一控制下合并
4	深圳市星运成商业经营有限公司	商业资产经营	100.00	同一控制下合并
5	深圳市河利通商业经营有限公司	商业资产经营	100.00	同一控制下合并
6	丰运环球投资有限公司	投资	100.00	同一控制下合并
7	广州广银房地产开发有限公司	商业资产经营	100.00	非同一控制下合并
8	深圳市创河通房地产有限公司	房地产开发经营、酒店经营管理、写字楼租售、自有商业物业租赁业务；商业物业服务	100.00	新设
9	深圳市星美实业有限公司	投资	100.00	新设
10	深圳市星河雅创投资发展有限公司	商业资产经营	80.00	同一控制下合并
11	深圳市星智投资咨询有限公司	投资	49.00	同一控制下合并
12	上海河裕实业有限公司	房地产开发经营、商业服务业	49.00	同一控制下合并
13	深圳市星发投资发展有限公司	投资	100.00	新设

资料来源：公司提供

## 附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产 (亿元)	18.88	28.72	57.49	26.89
资产总额 (亿元)	372.11	430.98	461.92	461.16
所有者权益 (亿元)	186.23	193.61	197.07	205.32
短期债务 (亿元)	4.72	30.14	14.24	13.84
长期债务 (亿元)	105.73	133.15	172.14	161.39
全部债务 (亿元)	110.44	163.29	186.37	175.24
营业收入 (亿元)	13.02	16.69	14.81	4.31
利润总额 (亿元)	11.74	12.09	7.20	1.55
EBITDA (亿元)	17.33	20.40	18.04	--
经营性净现金流 (亿元)	14.90	11.60	11.99	2.61
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数 (次)	28.29	33.00	28.09	--
存货周转次数 (次)	154.39	121.90	89.72	--
总资产周转次数 (次)	0.04	0.04	0.03	--
现金收入比 (%)	108.54	106.08	104.96	104.71
营业利润率 (%)	70.47	69.67	59.85	61.91
总资本收益率 (%)	4.77	4.71	3.96	--
净资产收益率 (%)	4.83	4.68	2.74	--
长期债务资本化比率 (%)	36.21	40.75	46.62	44.01
全部债务资本化比率 (%)	37.23	45.75	48.61	46.05
资产负债率 (%)	49.95	55.08	57.34	55.48
流动比率 (%)	265.84	248.74	421.79	366.27
速动比率 (%)	265.74	248.61	421.56	365.99
经营现金流动负债比 (%)	74.60	27.74	41.56	--
现金短期债务比 (倍)	4.00	0.95	4.04	1.94
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.39	2.64	1.84	--
全部债务/EBITDA (倍)	6.33	8.00	10.33	--

注：公司 2021 年 1—3 月财务数据未经审计

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产 (亿元)	12.62	24.66	56.08	25.70
资产总额 (亿元)	192.81	230.03	236.92	235.88
所有者权益 (亿元)	84.18	85.03	85.57	92.88
短期债务 (亿元)	1.63	22.77	9.66	9.69
长期债务 (亿元)	53.34	42.42	45.35	45.08
全部债务 (亿元)	54.97	65.19	55.01	54.77
营业收入 (亿元)	5.50	5.27	4.08	1.14
利润总额 (亿元)	4.94	2.92	2.69	0.29
EBITDA (亿元)	/	/	/	--
经营性净现金流 (亿元)	15.68	3.05	1.91	0.40
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数 (次)	17.30	23.43	18.27	--
存货周转次数 (次)	114.57	136.72	129.63	--
总资产周转次数 (次)	0.03	0.02	0.02	--
现金收入比 (%)	110.49	109.36	104.53	96.13
营业利润率 (%)	51.75	45.96	38.07	33.42
总资本收益率 (%)	/	/	/	--
净资产收益率 (%)	5.35	2.99	2.84	--
长期债务资本化比率 (%)	38.79	33.28	34.64	32.68
全部债务资本化比率 (%)	39.51	43.40	39.13	37.09
资产负债率 (%)	56.34	63.04	63.88	60.62
流动比率 (%)	130.09	102.39	103.03	100.47
速动比率 (%)	130.05	102.37	103.01	100.44
经营现金流流动负债比 (%)	33.27	3.24	1.96	--
现金短期债务比 (倍)	7.73	1.08	5.81	2.65
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/	--
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/	--

注：公司本部 2021 年 1—3 月财务数据未经审计

资料来源：资料来源：公司财务报表，联合资信整理

### 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	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[ (本期/前 n 年) ^ (1/ (n-1)) -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
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
流动资产周转次数	营业收入/平均流动资产
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-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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

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 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 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 4-3 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

## 权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。