

信用等级公告

联合[2018] 1672 号

联合资信评估有限公司通过对星河实业（深圳）有限公司主体长期信用状况及拟发行的星河实业（深圳）有限公司 2018 年度第二期中期票据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 年度第二期中期票据信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一八年七月十七日



星河实业（深圳）有限公司

2018 年度第二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

本期中期票据基础发行额度：5 亿元

本期中期票据发行金额上限：10 亿元

本期中期票据期限：2+1 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：2018 年 7 月 17 日

财务数据

| 项目 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 | 18 年 3 月 |
|----------------|--------|--------|--------|----------|
| 现金类资产(亿元) | 3.50 | 11.94 | 19.19 | 16.12 |
| 资产总额(亿元) | 179.71 | 200.64 | 230.96 | 217.66 |
| 所有者权益(亿元) | 81.29 | 87.89 | 93.08 | 93.50 |
| 短期债务(亿元) | 6.62 | 14.26 | 21.27 | 6.27 |
| 长期债务(亿元) | 52.04 | 65.56 | 75.25 | 73.63 |
| 全部债务(亿元) | 58.66 | 79.82 | 96.52 | 79.90 |
| 营业收入(亿元) | 9.49 | 10.74 | 10.81 | 2.80 |
| 利润总额(亿元) | 11.03 | 7.69 | 7.06 | 0.59 |
| EBITDA(亿元) | 15.31 | 12.13 | 12.86 | -- |
| 经营性净现金流(亿元) | 36.23 | -10.72 | 19.29 | -3.05 |
| 营业利润率(%) | 63.29 | 67.65 | 67.24 | 66.77 |
| 净资产收益率(%) | 10.35 | 6.48 | 5.62 | -- |
| 资产负债率(%) | 54.77 | 56.19 | 59.70 | 57.04 |
| 全部债务资本化比率(%) | 41.91 | 47.59 | 50.91 | 46.08 |
| 流动比率(%) | 171.56 | 235.16 | 196.39 | 249.51 |
| 经营现金流流动负债比(%) | 187.73 | -58.30 | 59.39 | -- |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 3.83 | 6.58 | 7.50 | -- |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 3.98 | 3.04 | 2.44 | -- |

注：公司 2018 年一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，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。

深圳市区域经济和城市竞争力的不断提升为公司发展提供了良好的外部环境；未来随着公司下属商业项目持续发展，收入有望保持稳定增长。联合资信对公司的评级展望为稳定。

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低，安全性高。

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，未使用银行授信额度小。
5. 公司与关联方资金往来规模大，对公司资金形成占用；对外担保额度大，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 年度第二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 2018 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 2018 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。

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 年底，公司拥有 4 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 2017 年底，公司合并资产总额 230.96 亿元，所有者权益 93.08 亿元（含少数股东权益 0.39 亿元）；2017 年，公司合并实现营业收入 10.81 亿元，利润总额 7.06 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 217.66 亿元，所有者权益 93.50 亿元（含少数股东权益 0.40 亿元）。2018 年 1~3 月，公司合并实现营业收入 2.80 亿元，利润总额 0.59 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¹。

二、本期中期票据概况

公司拟在注册额度之内发行 2018 年度第二期中期票据（以下简称“本期中期票据”），本期中期票据基础发行额度为 5 亿元，发行金额上限为 10 亿元，募集资金将全部用于偿还银行借款。本期中期票据期限为 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。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

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，中国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，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）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）

¹ 根据公司公告，自 2018 年 4 月 20 日起，委任刘世成先生为公司执行董事兼法定代表人，任期三年；时锋先生自任命生效日起不再担任公司总经理及执行董事兼法定代表人职位。

均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017年，全国一般公共预算收入和支出分别为17.3万亿元和20.3万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较2016年有所上升，财政赤字（3.1万亿元）较2016年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽PPP模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对GDP增长的贡献率（58.8%）较2016年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017年，全国固定资产投资（不含农户）63.2万亿元，同比增长7.2%（实际增长1.3%），增速较2016年下降0.9个百分点。其中，民间投资（38.2万亿元）同比增长6.0%，较2016年增幅显著，主要是由于2017年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业PPP

项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于2017年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高GDP的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017年，全国社会消费品零售总额36.6万亿元，同比增长10.2%，较2016年小幅回落0.2个百分点。2017年，全国居民人均可支配收入25974元，同比名义增长9.0%，扣除价格因素实际增长7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较2016年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017年，中国货物贸易进出口总值27.8万亿元，同比增加14.2%，增速较2016年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3万亿元）和进口总值（12.5万亿元）同比分别增长10.8%和18.7%，较2016年均大幅上涨。贸易顺差2.9万亿元，较2016年有所减少。从贸易方式来看，2017年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较2016年提高1.3个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长15.2%、15.5%和16.6%，

增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构性改革面临挑战。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，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企改革、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5% 左右。

四、行业分析

商业地产开发及运营行业分析

(1) 行业概况

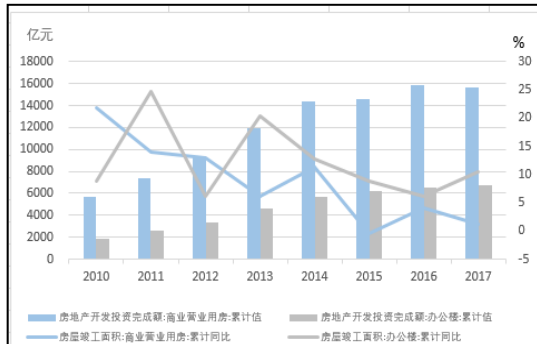
区别于居住地产和工业地产，商业地产是指用作商业用途的地产。一般来说，狭义的商业地产指用于各种零售、餐饮、娱乐、休闲等生活服务类经营方式的不动产，包括商场、购物中心、步行街以及社区商业等。广义的商业地产除商铺之外还涵盖写字楼、公寓式酒店、连锁酒店等具有商务属性的不动产。商业地产具备地产、商业与投资三重特性。购物中心和写字楼是商业地产领域两大主要类型。

近年来，中国国民经济快速发展、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。

从物业选址方面，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。从规划设计看，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，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，因此在考虑未来物业形象和定位时，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，商业物业的规划设计难度远高于住宅地产。从建成后的资金回笼情况看，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。商业物业由于租售情况不同，现金回笼往往慢于住宅地产。

图 1 近年来中国商业地产主要指标及变动情况



资料来源: Wind

2010~2014 年，中国商业地产行业呈现爆发式增长，商业地产投资增速保持高位。2015 年，受宏观经济下行影响，商业地产投资增速均有所放缓，2016 年受益于政策推动、经济回暖有所回升。2015~2017 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 20817.23 亿元、22370.12 亿元和 22401.25 亿元，年均复合增长 3.73%。商业类房屋投资以商业营业用房为主，2017 年底占比为 69.82%。2015~2017 年，中国商业营业用房新开工面积同比分别下降 10.05%、0.95% 和 8.21%，办公楼新开工面积同比分别下降 10.60%、2.34% 和 4.30%，商业营业用房新开工面积增速下降较快。

(2) 行业细分

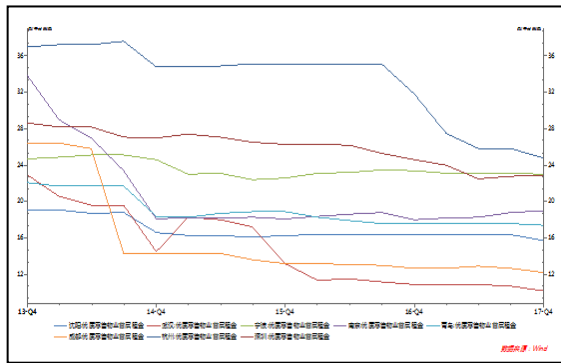
购物中心

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。

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，除了传统的零售商和商业地产开发商，一些住宅地产开发商也积极参与到购物中心的开发。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。购物中心供应量的快速增长，带来了布局失衡、重量轻

质、品牌商挟持开发商以及资金瓶颈的问题。2015 年以来，受社会消费品零售总额增速持续放缓以及电子商务冲击影响，购物中心的租金价格也呈下降的趋势。

图 2 重点城市优质零售物业首层租金
(单位：元/平方米/天)



资料来源：Wind

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，但同时也对开发商资本运作、运营管理和风险控制能力要求更高。

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。由于甲级写字楼的主要租户为金融、高科技和专业服务企业，一线城市在服务业稳步增长的支撑下，写字楼需求与供应量基本相若，近年来一线城市优质写字楼平均空置率水平较低，均保持在 15% 以下，但未来数年的新增供给则不容乐观，2017 年，一线城市中上海受新增写字楼供给量持续快速增长影响，空置率水平快速增长，截至 2017 年底，上海的优质写字楼空置率水平达到 12.60%。大部分城市二线城市存在供大于求的问题，个别二线城市受到一批超出市场消化能力的新供应项目的影 响，出现了明显的吸纳困难状况。租金水平方面，过剩的供给和未来仍有大量新增供应的预期压抑了租金的增长，北上广深四个一线城市仍保持在较高水平，呈温和增长态势；二三线城市租金水平则因市场消化能力有限、新兴区域新增供应的租金低于平均水平而保持平缓或下降的态势。

短期看，全国多个市场将在未来几年仍是商业地产供应潮，供大于求仍将是盘踞写字楼市场的主旋律，空置率将不可避免地上升，一线城市租金或将进入盘整阶段，二三线城市租金将继续下调。但长期看，随中国财新服务业持续发展，除金融与专业服务业将继续主导甲级办公楼需求以外，高速发展的 TMT 行业（科技、媒体和通信）的租赁需

求以及民营企业建立区域性或全国总部的需求将保持强劲态势，对写字楼需求形成支撑。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2018 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 年底，公司下属商业物业可出租面积合计 38.68 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 2018 年 3 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刘世成先生外，还有 1 名监事、1 名财务总监。

公司执行董事兼总经理刘世成先生，硕士学历。2000 年 5 月加入公司，现任星河控股集团董事副总裁、兼任地产集团常务副总裁、深圳区域公司总裁。历任深圳市星河房地产开发有限公司审计部经理、深圳市星河房地产开发有限公司副总经理兼任招投标中心主任审计部经理、深圳地产总经理、星

河集团监事、星河集团监事会主席、地产集团副总裁。

公司财务总监欧群萍女士，毕业于中央财经大学，金融学硕士，管理学学士。2011 年 5 月加入公司，现任星河金融控股集团财务管理中心副总经理、监事。历任星河控股集团财务管理中心财务副总监、财务总监，星河金融控股集团财务管理中心总经理助理。加入公司前就职于普华永道中天会计师事务所。

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，能够满足公司正常经营需求。

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《投资管理办法》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《融资管理办法》，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。

2015~2017年，公司营业收入持续增长，年均复合增长6.73%。公司2016年实现营业收入为10.74亿元，同比增长13.22%，主要系房屋商业租赁收入增长所致；公司2017年实现营业收入为10.81亿元，同比小幅增长0.61%，主要系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，2015~2017年房屋商业租赁收入在营业收入中占比分别为61.96%、66.76%和62.90%；同期酒店经营收入在营业收入中占比分别为29.88%、28.12%和30.53%，公司主业突出。从盈利能力看，2015~2017年，公司综合毛利率分别为71.17%、73.00%和71.37%，公司综合毛利率水平较高。

公司房屋商业租赁近三年分别实现收入5.88亿元、7.17亿元和6.80亿元，年均复合增长7.54%；2017年该板块收入同比下降5.16%，主要系可租赁面积、平均租金水平与出租率均同比下降所致。公司房屋商业租赁

业务近三年毛利率水平分别为 91.24%、88.68% 和 87.93%，保持较高水平，近三年有所下降主要系星河发展中心因原承租人中国平安保险股份有限公司退租后未实现出租所致，公司租赁成本主要是装修费用摊销，每年成本较为固定，伴随出租率下降，租赁毛利率呈下降趋势。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，近年来逐年增长。2017 年，公司实现酒店经营收入 3.30 亿元，同比增长 9.27%，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 37.25%，相较 2016 年上升 4.75 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，自 2017 年起原联营模式转为租赁模式，商品销售收入暂停；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，近年毛利率水平逐年下降；公司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。顺通金融已于 2018 年 1 月办理工商变更，不再纳入公司合并范围，因此公司自 2018 年起无平台服务业务收入。受此影响，2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 2.80 亿元，为 2017 年全年的 25.90%；实现综合毛利率 71.10%，较 2017 年小幅下降 0.27 个百分点。

表 1 公司近年营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

| 项目 | 2015 年 | | | 2016 年 | | | 2017 年 | | | 2018 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 | 9.32 | 98.18 | 70.64 | 10.73 | 99.91 | 72.96 | 10.63 | 98.33 | 71.37 | 2.71 | 100.00 | 70.12 |
| 房屋商业租赁 | 5.88 | 61.96 | 91.24 | 7.17 | 66.76 | 88.68 | 6.80 | 62.90 | 87.93 | 1.80 | 64.29 | 87.34 |
| 酒店经营 | 2.84 | 29.88 | 25.24 | 3.02 | 28.12 | 32.50 | 3.30 | 30.53 | 37.25 | 0.83 | 29.64 | 34.88 |
| 商品销售 | 0.12 | 1.28 | 16.95 | 0.04 | 0.37 | 18.91 | -- | -- | -- | -- | -- | -- |
| 商业物业经营 | 0.22 | 2.33 | 100.00 | 0.26 | 2.42 | 68.21 | 0.28 | 2.59 | 45.70 | 0.06 | 2.14 | 36.31 |
| 贷款利息 | 0.26 | 2.73 | 100.00 | 0.22 | 2.05 | 100.00 | 0.17 | 1.57 | 100.00 | 0.11 | 3.93 | 100.00 |
| 平台服务费收入 | --- | --- | --- | 0.02 | 0.19 | 59.99 | 0.08 | 0.74 | 100.00 | -- | -- | -- |
| 二、其他业务收入 | 0.17 | 1.82 | 99.69 | 0.01 | 0.09 | 100.00 | 0.18 | 1.66 | 100.00 | -- | -- | -- |
| 合计 | 9.49 | 100.00 | 71.17 | 10.74 | 100.00 | 73.00 | 10.81 | 100.00 | 71.37 | 2.80 | 100.00 | 71.10 |

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、2018 年一季度公司其他业务收入为 1.11 万元，占公司营业收入 0.004%；4、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，此外还有住宅底商及综合市场。截至 2018 年 3 月底，公司可出租面积为 38.47 万平方米，其中购物中心占 74.75%，写字楼占 12.53%；公司房屋

出租率较高，近三年均维持在 93% 以上，2017 年，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 5.86 个百分点至 93.09%。近年来，龙岗 COCO Park、龙华 COCO City 陆续开业，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，因此，公司购

物中心租金水平有所波动。2018年1~3月，公司购物中心和写字楼的平均租金分别为5.91元/天/平方米和3.15元/天/平方米。近三年公司房屋商业租赁收入伴随可出租面积波动而呈增长趋势，2017年受可出租面积与出

租率共同下降影响，公司租赁收入为6.80亿元，同比下降5.11%。2018年1~3月，公司实现租赁收入1.80亿元，为2017年全年租赁收入的26.44%。

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 | 2015年 | 2016年 | 2017年 | 2018年1~3月 |
|---------|----------|----------|----------|-----------|
| 可出租面积 | 380094 | 394363 | 386815 | 384656 |
| 其中：购物中心 | 290554 | 290430 | 287797 | 287535 |
| 写字楼 | 45393 | 51135 | 48525 | 48195 |
| 出租率 | 97.97 | 98.95 | 93.09 | 93.90 |
| 其中：购物中心 | 98.03 | 99.24 | 98.71 | 99.31 |
| 写字楼 | 97.00 | 97.20 | 57.89 | 65.14 |
| 平均租金 | 4.94 | 5.05 | 4.88 | 5.19 |
| 其中：购物中心 | 4.42 | 4.72 | 5.23 | 5.91 |
| 写字楼 | 8.21 | 8.74 | 4.90 | 3.15 |
| 租赁收入 | 58800.52 | 71662.82 | 67998.41 | 17978.02 |
| 其中：购物中心 | 39851.15 | 49376.59 | 54214.58 | 15300.85 |
| 写字楼 | 13421.64 | 16059.88 | 8557.06 | 1367.28 |

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年可出租面积 | 2017年年度租金业绩 | 位置/交通 | 定位 | 主要品牌 |
|---------------|---------|------------|-------------|---------------------------|------------------|--|
| COCO Park 福田店 | 2006.09 | 81836 | 2.94 | 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 | 82759 | 0.88 | 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 | 93957 | 0.96 | 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 | 29245 | 0.64 | 深圳市CBD中心区，临近地铁岗厦站和岗 | 高端家居主题购物中心 | Poltron Frau、Roche-Bobois、FENDI CASA |

| | | | | | | |
|--|--|--|--|-----|--|--|
| | | | | 厦北站 | | |
|--|--|--|--|-----|--|--|

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（以下简称：苏活公司）。

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年底，可出租面积8.18万平方米，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。2015~2017年，COCO Park 福田店分别实现租金收入2.64亿元、2.69亿元和2.94亿元。2018年1~3月实现租金收入0.84亿元，为2017年全年收入的28.55%。

(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年底，可出租面积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，近三年分别实现租金收入0.13亿元、0.84亿元和0.88亿元；2018年1~3月实现租金收入0.25亿元，为2017年全年收入的28.20%；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 年底，可出租面积为 9.40 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，2015~2017 年分别实现租金收入 0.73 亿元、0.91 亿元和 0.96 亿元，年均增长 15.14%，2017 年租金收入同比增长 6.14%。2018 年 1~3 月实现租金收入 0.28 亿元，为 2017 年全年收入的 29.33%。

（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。2017 年星河第三空间实现租金收入 0.64 亿元，2018 年 1~3 月实现租金收入 0.16 亿元，为 2016 年全年收入的 25.07%。

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²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

²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。

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 2017 年底，星河世纪大厦和星河发展中心合计面积为 5.82 万平方米，对外可出租面积 4.85 万平方米。2017 年全年出租率为 57.89%，同比下降主要系原租户平安保险合同到期后搬出所致；全年租金收入 0.86 亿元，租金收入受出租率下降而大幅减少。截至 2018 年 3 月底，星河世纪大厦和星河发展中心合计对外可出租面积 4.82 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 65.14%，相较年初略有提升，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 2018 年 3 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 2018 年 3 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呈增长趋势，租赁收入波动上升，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。2017 年，公司酒店经营业务实现收入 3.30 亿元，同比增长 9.27%；近年毛利率水平逐年上升，2017 年为 37.25%，同比增长 4.75 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 2017 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 | 80.90 | 1584.92 | 1282.15 |
| 丽思卡尔顿 (Ritz-Carlton) | 280 | 87.74 | 1627.94 | 1428.28 |
| 君悦 (Grand Hyatt) | 471 | 86.84 | 1212.96 | 1053.29 |
| 洲际 (InterContinental) | 540 | 84.78 | 1186.77 | 1006.10 |
| 威斯汀 (Westin) | 350 | 85.51 | 1099.72 | 940.36 |
| 大中华喜来登 (Sheraton Futian) | 354 | 85.29 | 1136.84 | 969.58 |
| 福田香格里拉 (Shangri-La Futian) | 548 | 86.66 | 1363.66 | 1181.71 |
| JW 万豪 (JW Marriott) | 402 | 84.78 | 1039.51 | 881.28 |
| 四季 (Four Seasons) | 266 | 84.84 | 1593.38 | 1351.88 |
| 马可孛罗 (Marco Polo) | 390 | 76.81 | 883.93 | 678.97 |

资料来源: 公司提供

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, 2017 年为 1.50 亿元, 同比小幅增长 4.00%; 同期, 餐饮收入为 1.72 亿元, 同比增长 8.84%。

表 5 公司酒店业务近年收入构成情况 (单位: 亿元、%)

| 项目 | 2015 年 | | 2016 年 | | 2017 年 | | 2018 年 1-3 月 | |
|----|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------------|--------|
| | 收入 | 占比 | 收入 | 占比 | 收入 | 占比 | 收入 | 占比 |
| 客房 | 1.25 | 44.01 | 1.30 | 43.05 | 1.50 | 45.45 | 0.36 | 44.07 |
| 餐饮 | 1.47 | 51.41 | 1.60 | 52.98 | 1.72 | 52.12 | 0.44 | 52.28 |
| 其他 | 0.12 | 4.58 | 0.12 | 3.97 | 0.08 | 2.42 | 0.03 | 3.65 |
| 合计 | 2.84 | 100.00 | 3.02 | 100.00 | 3.30 | 100.00 | 0.83 | 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, 2017 年累计接待游客 12.65 万人次; 近三年客房入住率均超过 80%, 且呈逐年上升趋势, 2017 年入住率较 2016 年增长 2.44 个百分点至 87.74%; 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态势, 2017

年均价为 1627.94 元/间/夜。

表 6 公司酒店业务主要经营指标

(单位: 万人、%、元/间/夜)

| | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 |
|------|--------|--------|--------|
| 接待游客 | 10.66 | 11.90 | 12.65 |
| 入住率 | 83.90 | 85.30 | 87.74 |

| | | | |
|------|---------|---------|---------|
| 平均房价 | 1462.66 | 1484.58 | 1627.94 |
|------|---------|---------|---------|

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苏活公司联营商户销售收入。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。2017 年公司实现商业物业经营收入 0.28 亿元，同比增长 7.69%。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 2017 年底，银顺通公司资产总计 3.50 亿元，所有者权益 3.04 亿元，无债务融资，发放贷款余额合计 1.02 亿元，平均贷款利率增长至 13.64%，2017 年实现收入 0.17 亿元；贷款客户中个人客户占比 89.80%，企业客户占比 10.20%，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。

公司原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。截至目前，该业务因顺通金融不再纳入公司合并范围而全面暂停。

总体看，公司主营业务突出，伴随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 2015~2017 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 2018 年一季度财务报表未经审计。

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。2017年，公司合并范围内新增广州广银房地产开发有限公司1家全资子公司。2018年一季度公司合并范围相较2017年减少顺通金融1家子公司。总体看，公司财务数据连续可比性尚可。

截至2017年底，公司合并资产总额230.96亿元，所有者权益93.08亿元（含少数股东权益0.39亿元）；2017年，公司合并实现营业收入10.81亿元，利润总额7.06亿元。

截至2018年3月底，公司合并资产总额217.66亿元，所有者权益93.50亿元（含少数股东权益0.40亿元）。2018年1~3月，公司合并实现营业收入2.80亿元，利润总额0.59亿元。

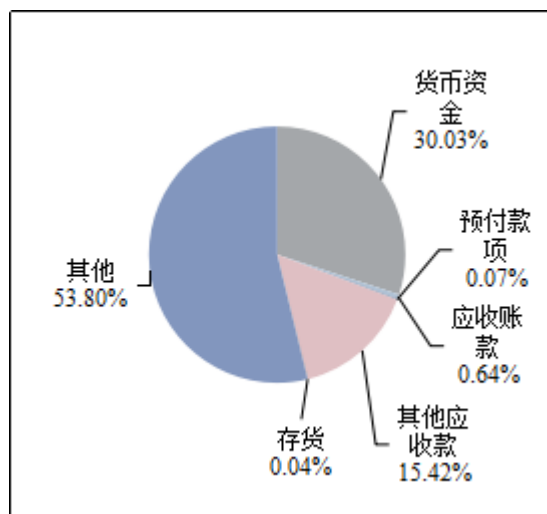
1. 资产质量

2015~2017年，公司资产总额不断增长，年均复合增长13.36%。截至2017年底，公司资产总额为230.96亿元，其中流动资产和非流动资产分别占比27.63%和72.37%，非流动资产占比较高，符合公司所处行业特点。

2015~2017年，公司流动资产快速增长，年均复合增长38.82%。截至2017年底，公司流动资产为63.81亿元，主要由货币资金（占30.03%）、其他应收款（占15.42%）、其他流动资产（占52.11%）和发放贷款及垫款构

成（占1.57%）。

图3 截至2017年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报告

2015~2017年，公司货币资金快速增长，年均复合增长135.20%。截至2017年底，公司货币资金为19.16亿元，同比增长60.92%。公司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46.50%；其他货币资金占53.47%。其他货币资金由借款保证金（10.22亿元）和在途货币资金构成，公司货币资金受限比例为53.31%，占比较高。

2015~2017年，公司应收账款快速增长，年均复合增长28.69%。截至2017年底，公司应收账款账面价值0.41亿元，同比增长18.95%，计提坏账准备27.77万元，计提比例0.68%。截至2017年底，公司应收账款中，对深圳市星河房地产开发有限公司应收款余额为0.35亿元，占全部应收账款84.34%，集中度很高。

2015~2017年，公司发放贷款及垫款波动下降，年均复合下降32.70%。2017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2017年底，公司发放贷款及垫款³1.00亿元，同比下降61.91%，其中正常类贷款占比为99.44%，公司合计计提贷款损

³ 2015~2016年，公司主要产品为员工贷和同业拆借，期限较长；2017年主要产品是赎楼贷，期限较短，一般在一个月以内，同时存量的同业拆借及员工贷截止至2017年底已结清无余额。

失准备 205.76 万元，计提比例为 2.02%。

2015~2017 年，公司其他应收款波动增长，年均复合增长 5.99%。截至 2017 年底，公司其他应收款 9.84 亿元，同比下降 45.65%，主要系关联方往来款大幅减少所致。公司其他应收款中关联方往来款 9.81 亿元（占 99.72%），保证金及押金占 0.12%，其他往来款占 0.16%；公司其他应收款关联方主要为深圳雅宝房地产开发有限公司（占 38.43%）；深圳市星河房地产开发有限公司（占 35.50%）；深圳市星河投资有限公司（占 24.50%），三者其他应收款账龄均在 1 年以内。

2015~2017 年，公司其他流动资产波动增长，年均复合增长 34.69%。截至 2017 年底，公司其他流动资产 33.25 亿元，同比大幅增长 226.75%，主要系理财产品余额大幅增长所致；公司其他流动资产以理财产品（占 96.24%）和购入准备出售的住宅（占比 3.72%）为主。

非流动资产

2015~2017 年，公司非流动资产逐年增长，主要系投资性房地产增值所致。截至 2017 年底，公司非流动资产 167.15 亿元，同比上升 6.20%。公司非流动资产主要由投资性房地产（占比 92.95%）、可供出售金融资产（占 4.26%）和固定资产（占比 2.37%）构成。

截至 2016 年底，公司新增可供出售金融资产 7.43 亿元，被投资单位为 GOLDEN FUND I，公司未计提减值准备。截至 2017 年底，公司可供出售金融资产 7.12 亿元，同比下降 4.25%，主要系 GOLDEN FUND I 外币报表折算减少所致，该可供出售金融资产未出现减值迹象，故公司未对其计提减值准备。

2015~2017 年，公司投资性房地产逐年增长，年均复合增长 5.20%。截至 2017 年底，公司投资性房地产 155.37 亿元，同比增长 7.16%，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 141.75 亿元，占投资性房地产的 91.23%，公司投资性房地产受限比例高。

2015~2017 年，公司固定资产有所下降，年均复合下降 8.37%。截至 2017 年底，公司固定资产账面价值 3.97 亿元，同比下降 8.43%，原值 8.42 亿元，累计折旧 4.46 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 2018 年 3 月底，公司资产总额 217.66 亿元，较 2017 年底下降 5.76%，主要系流动资产大幅减少所致。截至 2018 年 3 月底，公司货币资金 16.09 亿元，较 2017 年底大幅下降 16.02%；同期，公司其他流动资产 15.25 亿元，较 2017 年底大幅下降 54.14%，主要系公司于 2018 年 2 月偿还华夏银行 15 亿元短期借款所致。受此影响，公司流动资产较 2017 年底下降 20.73% 至 50.58 亿元，占资产总额比重为 23.24%；非流动资产 167.08 亿元，占资产总额比重为 76.76%，与 2017 年底相比，公司非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较大，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

2015~2017 年，公司所有者权益有所增长，年均复合增长 7.01%。截至 2017 年底，公司所有者权益为 93.08 亿元（含少数股东权益 0.39 亿元），同比增长 5.90%。归属于母公司所有者权益中实收资本占 0.58%，其他综合收益占 47.98%，盈余公积占 0.29%，未分配利润占 51.15%。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 2018 年 3 月底，公司所有者权益 93.50 亿元，较 2017 年底小幅增长，主要来自未分配利润的持续增长，所有者权益结构较 2017 年底变化不大。

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，公司其他综合收益与未分配利润占比较高，权益结构稳定性弱。

负债

2015~2017 年，公司负债规模快速增长，年均复合增长 18.36%。截至 2017 年底，公司负债合计 137.88 亿元，同比增长 22.99%，主要系流动负债增长所致。负债构成中，流动负债占比 23.56%，非流动负债占比 76.44%，公司负债以非流动负债为主。

2015~2017 年，公司流动负债波动增长，三年分别为 19.30 亿元、18.39 亿元和 32.49 亿元。截至 2017 年底，公司流动负债同比增长 76.67%，主要系其他应付款和短期借款增长所致。公司流动负债主要由短期借款（占 52.33%）、其他应付款（占 28.52%）和一年内到期的非流动负债（占 13.15%）构成。

2015~2017 年，公司短期借款快速增长，三年分别为 0.77 亿元、9.83 亿元和 17.00 亿元。截至 2017 年底，公司短期借款同比大幅增长，主要系公司子公司苏活公司新增 15.00 亿元质押及保证借款所致，该借款期限为 2017 年 2 月 23 日~2018 年 2 月 9 日，系苏活公司委托深圳平安大华汇通财富管理有限公司为其向广东华兴银行股份有限公司深圳分行取得借款，公司将其持有的苏活公司 100.00% 股权进行质押，同时，公司、深圳市星河房地产开发有限公司、黄德安和黄楚龙共同为苏活公司该借款提供担保。

2015~2017 年，公司其他应付款波动中有所下降，三年分别为 10.96 亿元、2.26 亿元和 9.26 亿元。截至 2016 年底，公司其他应付款同比大幅减少，主要系公司归还关联方款项

所致；截至 2017 年底，公司其他应付款同比大幅增长主要系收到的关联方款项增加所致，由关联方往来款（占 74.55%）、押金及保证金（占 15.01%）、其他往来款（占 8.04%）和应付费用（占 2.40%）构成。

2015~2017 年，公司一年内到期的非流动负债快速下降，年均复合下降 14.53%。截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债 4.27 亿元，同比下降 3.45%，全部为一年内到期的长期借款。

非流动负债方面，2015~2017 年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长 15.41%。截至 2017 年底，公司非流动负债为 105.39 亿元，同比增长 11.70%。公司非流动负债由长期借款（占 61.93%）、应付债券（占 9.47%）和递延所得税负债（占 28.60%）构成。

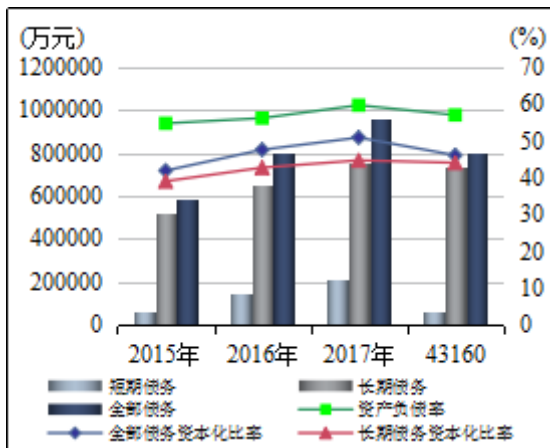
2015~2017 年，公司长期借款波动中有所增长，年均复合增长 11.99%。截至 2017 年底，公司长期借款为 65.27 亿元，同比略有下降，由 4.44 亿元抵押借款、33.93 亿元抵押及保证借款和 26.90 亿元质押、抵押及保证借款构成。公司现存长期借款的归还时间较为分散，到期时间主要为 2024 年~2026 年。

2017 年，公司新增应付债券 9.98 亿元，系公司先后发行“17 星河实业 MTN001”与“17 星河实业 MTN002”所致，两期中期票据金额均为 5 亿元，期限 3 年，债券到期日为 2020 年。

2015~2017 年，公司的递延所得税负债有所增长，年均复合增长 5.49%。截至 2017 年底，公司递延所得税负债为 30.14 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，2015~2017 年，公司有息债务快速增长，年均复合增长 28.28%。截至 2017 年底，公司全部债务为 96.52 亿元，同比增长 20.93%，其中，短期债务占 22.04%；长期债务占 77.96%。总体看，公司债务规模持续增长，目前债务结构中长期债务占比高。

图4 截至2018年3月底公司债务情况



资料来源：公司财务报表

债务指标方面，2015~2017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逐年增长，近三年均值分别为57.66%、48.11%和42.97%。2017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同比均有提高，三项指标分别为59.70%、50.91%和44.70%，同比分别增长3.51个百分点、3.31个百分点和1.98个百分点。

截至2018年3月底，公司负债总额为124.16亿元，较2017年底下降9.95%，其中流动负债占16.33%，非流动负债占83.67%，公司负债结构中流动负债占比较2017年底下降7.23个百分点，主要系短期借款大幅减少所致。截至2018年3月底，公司短期借款2.00亿元，较2017年底大幅下降15.00亿元，主要系公司清偿苏活公司15.00亿元质押及保证借款所致；公司其他应付款12.43亿元，较2017年底增长34.14%，主要系新增往来款项所致。

截至2018年3月底，公司短期债务降至6.27亿元，较2017年底下降70.51%；全部债务降至79.90亿元，较2017年底下降17.21%。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下降，三者分别为57.04%、46.08%和44.06%，公司债务负担较2017年底有所减轻。

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

2015~2017年，公司营业收入有所增长，年均复合增长6.73%，主要系酒店经营收入增长所致；同期，公司营业成本亦有所增长，年均复合增长5.47%，公司近年来营业收入增幅大于营业成本增幅。2017年，公司实现营业收入10.81亿元，同比略有增长；同期营业成本3.04亿元，同比增长4.90%；公司营业利润率下降0.41个百分点至67.24%。

2015~2017年，公司期间费用逐年增长，年均复合增长19.36%，2017年公司期间费用为5.62亿元，同比上升28.49%，占营业收入比重增长11.27个百分点至51.97%。其中，销售费用同比上升53.30%至0.26亿元，系公司推广宣传费用幅上升所致；同期，公司管理费用为0.28亿元，同比下降22.33%，主要是公司税费及其他费用下降所致；财务费用方面，随着利息支出的增长，公司财务费用2017年上升至5.07亿元，同比增长32.20%。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。

非经常性损益方面，公司持有出租的房产所处地段较好，近年来公允价值变动收益较为稳定，2017年公司确认公允价值变动收益为3.22亿元，同比略有下降。同期，公司持有的理财产品2017年取得投资收益2.17亿元，同比增长51.56%。2017年公司获得深圳市福田区政府“百企千店联动大促销”活动补助款20.00万元。

2015~2017年，公司利润总额和净利润均呈下降趋势，年均复合下降20.00%和21.18%。2017年，公司利润总额和净利润分别为7.06亿元和5.23亿元，同比分别下降8.20%和8.28%，主要系营业成本与财务费用增长所致。非经常性损益在利润总额中占比76.35%，对利润总额存在很大影响。

盈利指标方面,2015~2017年,公司营业利润率呈波动增长趋势,总资本收益率和净资产收益率逐年下降,三者三年加权平均值分别为66.57%、6.25%和6.82%。2017年,公司上述三项指标分别为67.24%、5.54%和5.62%,公司营业利润率较2016年下降了0.41个百分点,总资本收益率和净资产收益率分别同比下降了0.24个和0.86个百分点。

2018年1~3月,公司实现营业收入2.80亿元,为2017年全年收入的25.92%;公司期间费用1.35亿元,为2017年全年的30.88%,其中财务费用占45.00%;公司营业利润率较2017年下降0.47个百分点至66.77%。非经常性损益方面,2018年1~3月,公司实现投资收益0.08亿元,主要为理财产品收益;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,2018年1~3月,公司实现利润总额0.59亿元,为2017年全年的8.37%。

总体看,近年来公司营业收入有所增长,但利润总额逐年下降且对非经常性损益的依赖性大,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下降,年均复合下降14.81%。2017年,公司经营活动现金流入量为66.89亿元,同比增长9.66%,主要系公司收到其他与经营活动有关的现金中发放贷款及垫款增长所致。近三年公司经营活动现金流出量波动下降,年均复合下降7.76%。2017年,公司经营活动现金流出量为47.59亿元,同比下降33.64%。2015~2017年,公司经营活动产生的现金流量净额分别为36.23亿元、-10.72亿元和19.29亿元,2017年公司经营活动由净流出转为净流入。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和发放贷款及垫款。2017年,公司现金收入比104.38%,同比略有下降,公司

收入实现质量良好。

投资活动方面,2015~2017年,公司投资活动现金流入快速增长,三年分别为17.50亿元、24.95亿元和96.54亿元,2017年同比大幅增长主要系收回投资收到的现金增加所致。近三年公司投资活动现金流出波动增长,分别为39.73亿元、22.99亿元和119.69亿元,2017年同比大幅增长主要系投资支付的现金增加所致。2015~2017年,公司投资活动现金流净额分别为-22.23亿元、1.96亿元和-23.15亿元,公司投资活动现金净流出规模较大。

筹资活动方面,2017年,公司筹资活动前现金净流量为-3.86亿元,公司主要通过银行借款与发行债券的方式进行筹资,2017年,公司筹资活动产生的资金流入同比下降19.06%至49.50亿元,主要系取得借款收到的现金减少所致。同期,公司筹资活动现金流出40.32亿元,同比下降21.63%,主要系偿还债务支付的现金减少所致,其中,偿还债务支付的现金同比下降36.79%。受上述因素影响,2017年,公司筹资活动表现为现金流净流入9.18亿元,同比下降5.49%。

2018年1~3月,公司经营活动现金流入11.23亿元,主要为收到的往来款项;经营活动现金流出14.28亿元,其中购买商品、提供劳务支付的现金为0.74亿元,支付其他与经营活动有关的现金12.49亿元,公司经营活动现金净流量为-3.05亿元。同期公司现金收入比为102.19%,较2017年减少2.19个百分点。2018年1~3月,公司投资活动现金流入68.03亿元,流出49.97亿元,净流量18.06亿元,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。同期,公司取得借款收到现金1.50亿元,筹资活动现金流出19.58亿元,公司筹资活动净流出18.08亿元。

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主要由星河集团房地产板块子公司完工后转入,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，2015~2017年，公司流动比率与速动比率均波动增长，因公司存货较少，速动比率与流动比率接近，二者近三年加权平均值分别为 203.06% 和 202.96%。截至 2017 年底，公司流动比率与速动比率同比均有所下降，两项指标分别为 196.39% 和 196.32%；截至 2018 年 3 月底，两项指标分别回升至 249.51% 和 249.40%。2017 年，公司经营现金流动负债比为 59.39%，但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，2015~2017 年，公司 EBITDA 规模分别为 15.31 亿元、12.13 亿元和 12.86 亿元。2017 年，公司 EBITDA 规模同比增长 6.01%。近三年公司有息债务规模波动增长，分别为 58.66 亿元、79.82 亿元和 96.52 亿元。2015~2017 年，公司 EBITDA 利息保障倍数分别为 3.98 倍、3.04 倍和 2.44 倍；公司全部债务/EBITDA 分别为 3.83 倍、6.58 倍和 7.50 倍。2017 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一般。

截至 2018 年 3 月底，公司（合并口径）对外担保余额为 37.00 亿元，分别为对关联公司深圳市雅宝房地产开发有限公司 18.20 亿元的担保；对深圳市星河房地产开发有限公司 12.00 亿元的担保；对深圳市瑞和佳源房地产开发有限公司 6.00 亿元的担保和对广州协通房地产开发有限公司 0.80 亿元的担保。总体看，公司对外担保比率为 75.46%，公司或有负债风险较高。

截至 2018 年 3 月底，公司已经取得的银行授信总额为 86.00 亿元，其中已使用授信额度 83.30 亿元，尚未使用授信额度 2.70 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 2018 年 6 月 13 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

公司本期中期票据基础发行额度为 5 亿元、发行金额上限为 10 亿元，按发行金额上限计算（以下均按发行金额上限计算），本期中期票据占公司 2018 年 3 月底全部债务的 12.51%，占长期债务的 13.58%，本期中期票据的发行对公司现有债务有一定影响。

截至 2018 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 57.04%、46.08% 和 44.06%；考虑到公司于 2018 年 4 月 13 日发行额度为 5 亿元的 2018 年度第一期中期票据，本期中期票据发行后，上述三项指标将分别上升至 59.81%、50.37% 和 48.66%，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

2015~2017 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为 9.05 亿元、11.22 亿元和 11.28 亿元，对本期中期票据拟发行额度（按

发行金额上限 10 亿元计算) 的覆盖倍数分别为 0.91 倍、1.12 倍和 1.23 倍; 公司经营活动现金流量净额分别为 36.23 亿元、-10.72 亿元和 19.29 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。考虑到公司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, 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。

2015~2017 年, 公司 EBITDA 分别为 15.31 亿元、12.13 亿元和 12.86 亿元, 对本期中期票据拟发行额度覆盖倍数分别为 1.53 倍、1.21 倍和 1.29 倍; 对公司已发行的 2018 年度第一期中期票据与本期中期票据拟发行额度合计金额 (15 亿元) 的覆盖倍数分别为 1.02 倍、0.81 倍和 0.86 倍。总体看, 公司 EBITDA 规模对本期中期票据覆盖程度一般。

十、结论

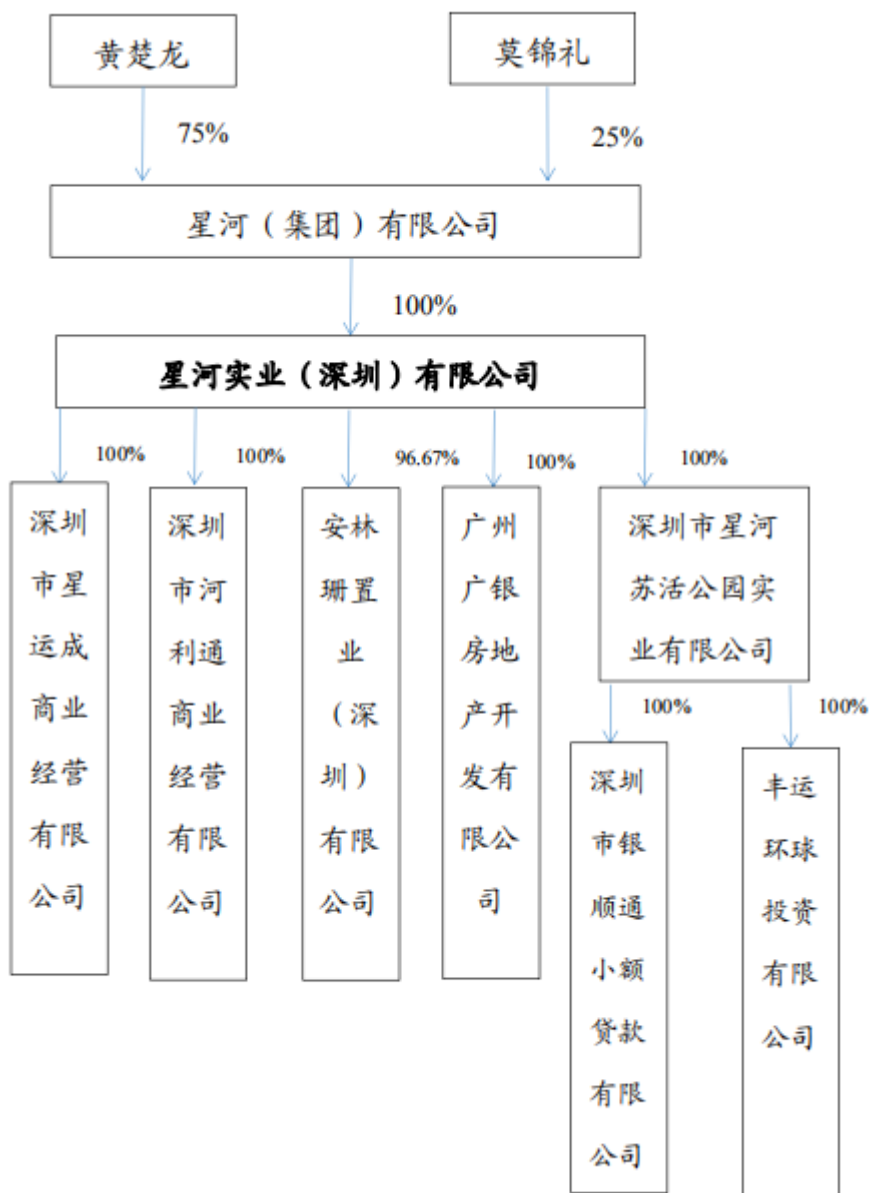
公司主要从事自有购物中心、写字楼等商业物业投资租赁和酒店投资经营业务。公司营业收入近三年呈增长趋势。

近年来, 公司规模不断扩大, 债务负担基本正常, 资产构成以非流动资产为主, 受限资产占比高; 关联方往来款规模大; 公司利润总额对非经常性损益依赖大, 实际盈利能力一般; 对外担保比率较高。

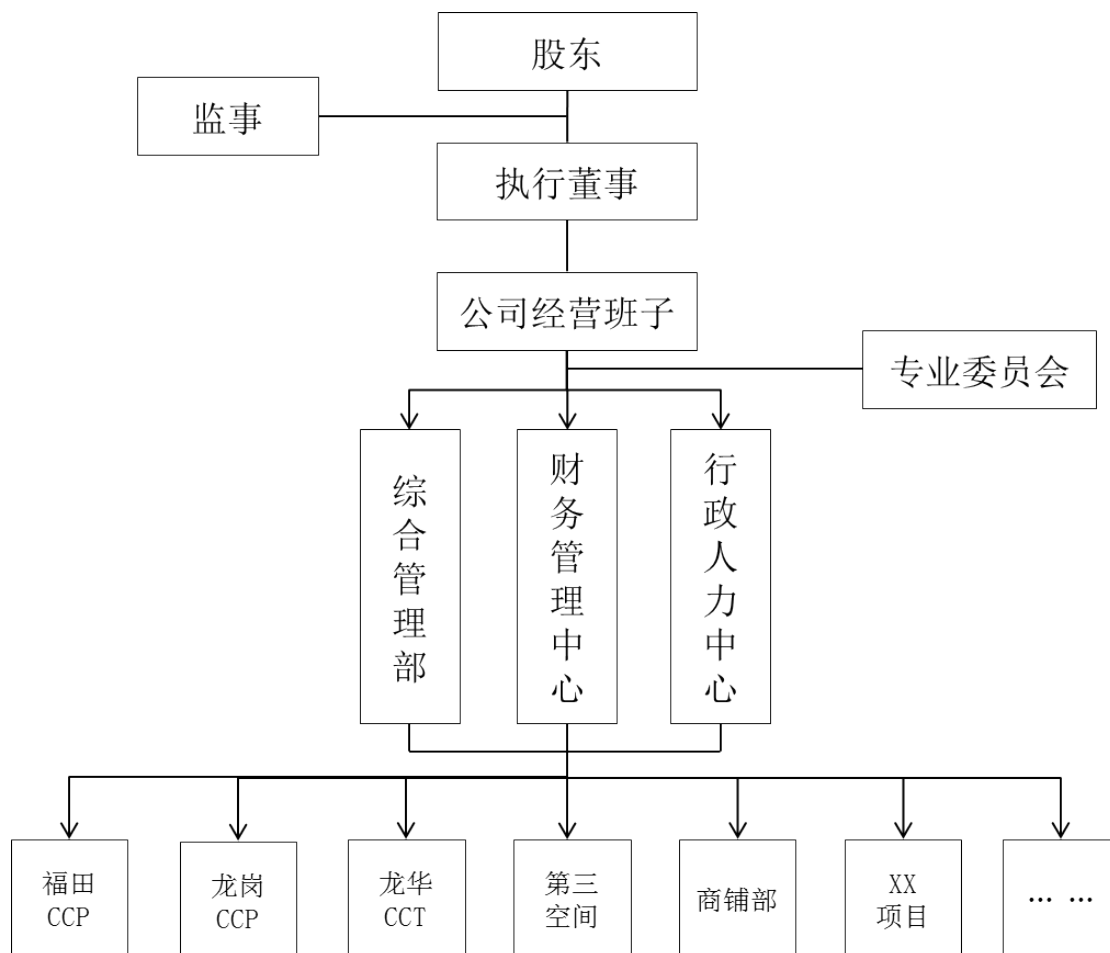
本期中期票据对公司现有债务规模有一定影响, 公司经营活动现金流入和 EBITDA 对本期中期票据覆盖程度一般。

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, 自有项目均已进入发展期。综合评估, 本期中期票据到期不能偿还风险低, 安全性高。

附件 1-1 截至 2018 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2018 年 3 月底公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

| 项目 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 3 月 |
|----------------|--------|--------|--------|------------|
| 财务数据 | | | | |
| 现金类资产(亿元) | 3.50 | 11.94 | 19.19 | 16.12 |
| 资产总额(亿元) | 179.71 | 200.64 | 230.96 | 217.66 |
| 所有者权益(亿元) | 81.29 | 87.89 | 93.08 | 93.50 |
| 短期债务(亿元) | 6.62 | 14.26 | 21.27 | 6.27 |
| 长期债务(亿元) | 52.04 | 65.56 | 75.25 | 73.63 |
| 全部债务(亿元) | 58.66 | 79.82 | 96.52 | 79.90 |
| 营业收入(亿元) | 9.49 | 10.74 | 10.81 | 2.80 |
| 利润总额(亿元) | 11.03 | 7.69 | 7.06 | 0.59 |
| EBITDA(亿元) | 15.31 | 12.13 | 12.86 | -- |
| 经营性净现金流(亿元) | 36.23 | -10.72 | 19.29 | -3.05 |
| 财务指标 | | | | |
| 销售债权周转次数(次) | 44.15 | 36.59 | 28.89 | -- |
| 存货周转次数(次) | 116.81 | 130.32 | 135.64 | -- |
| 总资产周转次数(次) | 0.05 | 0.06 | 0.05 | -- |
| 现金收入比(%) | 95.31 | 104.40 | 104.38 | 102.19 |
| 营业利润率(%) | 63.29 | 67.65 | 67.24 | 66.77 |
| 总资本收益率(%) | 8.76 | 5.78 | 5.54 | -- |
| 净资产收益率(%) | 10.35 | 6.48 | 5.62 | -- |
| 长期债务资本化比率(%) | 39.03 | 42.72 | 44.70 | 44.06 |
| 全部债务资本化比率(%) | 41.91 | 47.59 | 50.91 | 46.08 |
| 资产负债率(%) | 54.77 | 56.19 | 59.70 | 57.04 |
| 流动比率(%) | 171.56 | 235.16 | 196.39 | 249.51 |
| 速动比率(%) | 171.45 | 235.04 | 196.32 | 249.40 |
| 经营现金流动负债比(%) | 187.73 | -58.30 | 59.39 | -- |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 3.98 | 3.04 | 2.44 | -- |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 3.83 | 6.58 | 7.50 | -- |

注：公司 2018 年一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 |
|-----------------|--|
| 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 - 营业税金及附加) / 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 / 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 年度第二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。