

信用评级公告

联合〔2022〕5823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⁺，维持“20 星河实业 MTN001”和“22 星河实业 MTN001”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二二年七月一日

星河实业（深圳）有限公司

2022年跟踪评级报告

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
20 星河实业 MTN001	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
22 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
20 星河实业 MTN001	5.00	5.00	2023/8/28
22 星河实业 MTN001	2.00	2.00	2025/4/12

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：2022 年 7 月 1 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	V3.1.202205
房地产企业主体信用评级模型（打分表）	V3.1.202205

注：上述评级方法和评级模型均已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	评级结果
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	4
			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。2021 年，公司物业经营良好，收入有所增长，经营性净现金流及短期偿债指标表现良好；同期，公司股东完成对公司增资，公司资本实力增强。同时，联合资信也关注到公司关联方之间交易往来较多、信托投资规模大且集中度高以及受限资产占比高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 购物中心的逐步培育及龙华 COSTCO 项目的竣工开业运营，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⁺，维持“20 星河实业 MTN001”和“22 星河实业 MTN001”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

优势

1. 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。

2. 经营活动现金流表现良好，现金类资产对短期债务覆盖倍数高。2021 年，公司经营活动净现金流为 6.25 亿元；此外，2021 年末公司现金短期债务比为 5.40 倍，短期债务指标表现好。

3. 公司股东完成对公司增资。公司股东星河（集团）有限公司于 2021 年以现金方式出资 1.10 亿美元向公司增资，增资后公司实收资本增加至 7.63 亿元，公司资本实力增强。

关注

1. 信托投资规模大。截至 2021 年底，公司信托投资规模为 50 亿元，集中于一项信托计划，公司信托投资集中风险大，该信托投资产品的收益情况、变现能力等对公司资产流动性及安全性有一定影响。

分析师：张超 卢瑞

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

2. **关联方交易规模较大。**公司与关联方之间存在较多的关联担保及往来款等，使得公司资金管理难度加大。其中，截至2021年底，其他应收款中应收关联方款项余额为16.73亿元，其他应付款中应付关联方款项余额为11.72亿元。

3. **公司资产受限程度高。**截至2021年末，公司资产受限比例为60.72%，或对其未来融资能力造成一定影响。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
现金类资产（亿元）	28.75	57.49	46.34	36.83
资产总额（亿元）	430.98	465.28	472.40	495.92
所有者权益（亿元）	193.61	197.07	208.86	209.99
短期债务（亿元）	30.14	14.52	8.59	8.42
长期债务（亿元）	133.15	175.22	170.04	195.60
全部债务（亿元）	163.29	189.74	178.63	204.02
营业总收入（亿元）	16.69	14.81	17.65	4.02
利润总额（亿元）	12.09	7.20	6.80	1.55
EBITDA（亿元）	20.40	18.04	17.73	--
经营性净现金流（亿元）	11.60	11.99	6.25	-3.52
营业利润率（%）	69.67	59.85	59.43	61.50
净资产收益率（%）	4.68	2.74	2.45	--
资产负债率（%）	55.08	57.64	55.79	57.66
全部债务资本化比率（%）	45.75	49.05	46.10	49.28
流动比率（%）	248.74	417.64	431.24	563.45
经营现金流动负债比（%）	27.74	41.16	22.03	--
现金短期债务比（倍）	0.95	3.96	5.40	4.38
EBITDA 利息倍数（倍）	2.64	1.84	1.97	--
全部债务/EBITDA（倍）	8.00	10.51	10.07	--
公司本部（母公司）				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
资产总额（亿元）	230.03	240.29	283.74	304.58
所有者权益（亿元）	85.03	85.57	94.03	94.70
全部债务（亿元）	65.19	58.37	45.66	55.42
营业总收入（亿元）	5.27	4.08	4.86	0.82
利润总额（亿元）	2.92	2.69	2.12	0.90
资产负债率（%）	63.04	64.39	66.86	68.91
全部债务资本化比率（%）	43.40	40.55	32.69	36.92
流动比率（%）	102.39	102.71	100.16	103.83
经营现金流动负债比（%）	3.24	1.95	-2.30	--
现金短期债务比（倍）	1.08	5.64	11.41	7.52

注：1.公司2022年一季度财务报表未经审计；2.本报告中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；除特别说明外，均指人民币；3.集团类客户提供公司本部（母公司）财务信息；4.“--”表示数据不适用。

资料来源：公司财务报告

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
22 星河实业 MTN001	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2022/03/22	卢 瑞 张 超	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	阅读全文
20 星河实业 MTN001	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2021/06/18	卢 瑞 张 超	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	阅读全文
20 星河实业 MTN001	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2020/08/10	李 晨 黄 露	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	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。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，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受星河实业（深圳）有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。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。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

星河实业（深圳）有限公司

2022 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 1000 万港元。2021 年，公司控股股东星河集团以现金方式出资 1.10 亿美元向公司增资所致，增资后星河集团仍持有公司 100% 股权。截至 2022 年 3 月底，公司实收资本为 11643.1721 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。

跟踪期内，公司经营范围及组织结构未发生变化。

截至 2021 年底，公司资产总额 472.40 亿元，所有者权益 208.86 亿元（含少数股东权益 23.56 亿元）；2021 年，公司实现营业总收入 17.65 亿元，利润总额 6.80 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司资产总额 495.92 亿元，所有者权益 209.99 亿元（含少数股东权益 23.58 亿元）；2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入 4.02 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 2022 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 2022 年 3 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
22 星河实业 MTN001	2.00	2.00	2022/4/12	3 年
20 星河实业 MTN001	5.00	5.00	2020/8/26	3 年

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

2021 年，我国统筹经济发展和疫情防控、积极应对经济下行压力，宏观经济政策保持了连贯性、稳定性。积极的财政政策保持了一定力度，加大了对中小微企业的支持，保持了市场主体的活跃度；稳健的货币政策灵活精准，货币供应量和社会融资规模同名义经济增速基本匹配。整体看，2021 年实现了“十四五”良好开局，宏观政策稳健有效。

经初步核算，2021 年我国国内生产总值 114.37 万亿元，按不变价计算，同比增长 8.10%，两年平均增长 5.11%。分季度来看，GDP 当季同比增速在基数影响下逐季回落，分别为 18.30%、7.90%、4.90% 和 4.00%。从两年平均增速来看，上半年我国经济稳定修复，一、二季度分别增长 4.95%、5.47%；三季度两年平均增速回落至 4.85%，主要是受供给端约束和内生动能不足的共同影响所致；随着保供稳价和助企纾困政策的有力推进，供给端限电限产的约束有所改善，四季度经济增长有所加快，GDP 两年平均增速小幅回升至 5.19%。

¹ 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 年同期为基期计算的几何平均增长率，下同。

三大产业中，**第三产业增速受局部疫情影响仍未恢复至疫前水平**。2021 年，第一、二产业增加值两年平均增速分别为 5.08%和 5.31%，均高于疫情前 2019 年的水平，恢复情况良好；

第三产业增加值两年平均增速为 5.00%，远未达到 2019 年 7.20%的水平，主要是受局部疫情反复影响较大所致。

表 2 2017 - 2021 年中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2021 年 两年平均
GDP (万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.36	114.37	--
GDP 增速 (%)	6.95	6.75	6.00	2.20	8.10	5.11
规模以上工业增加值增速 (%)	6.60	6.20	5.70	2.80	9.60	6.15
固定资产投资增速 (%)	7.20	5.90	5.40	2.90	4.90	3.90
社会消费品零售总额增速 (%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	12.50	3.98
出口增速 (%)	7.90	9.87	0.51	3.62	29.90	--
进口增速 (%)	16.11	15.83	-2.68	-0.60	30.10	--
CPI 增幅 (%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.90	--
PPI 增幅 (%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	8.10	--
城镇失业率 (%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.10	--
全国居民人均可支配收入增速 (%)	7.32	6.50	5.80	2.10	8.10	5.06
一般公共预算收入增速 (%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	10.70	--
一般公共预算支出增速 (%)	7.70	8.70	8.10	2.80	0.30	--

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、全国居民人均可支配收入增速为实际增长率，表中其他指标增速均为名义增长率；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

需求端整体表现为外需强、内需弱的格局，内生增长动能偏弱。消费方面，2021 年我国社会消费品零售总额 44.08 万亿元，同比增长 12.50%；两年平均增速 3.98%，与疫情前水平（2019 年为 8.00%）差距仍然较大，主要是疫情对消费特别是餐饮等聚集型服务消费造成了较大冲击。投资方面，2021 年全国固定资产投资（不含农户）54.45 万亿元，同比增长 4.90%；两年平均增长 3.90%，较疫情前水平（2019 年为 5.40%）仍有一定差距。其中，房地产开发投资持续走弱；基建投资保持低位运行；制造业投资持续加速，是固定投资三大领域中的亮点。外贸方面，海外产需缺口、出口替代效应以及价格等因素共同支撑我国出口高增长。2021 年，我国货物贸易进出口总值 6.05 万亿美元，达到历史最高值。其中，出口金额 3.36 万亿美元，同比增长 29.90%；进口金额 2.69 万亿美元，同比增长 30.10%；贸易顺差达到 6764.30 亿美元，创历史新高。

2021 年，CPI 温和上涨，PPI 冲高回落。2021 年，CPI 同比上涨 0.90%，扣除食品和能

源价格后的核心 CPI 同比上涨 0.80%，总体呈现波动上行的态势；2021 年 PPI 同比上涨 8.10%，呈现冲高回落的态势。输入性因素和供给端偏紧等因素推动 PPI 升至高位，而随着四季度保供稳价政策落实力度不断加大，煤炭、金属等能源和原材料价格快速上涨势头在年底得到初步遏制，带动 PPI 涨幅高位回落。

2021 年，社融增速整体呈现高位回落的态势，货币供应量和社会融资规模的增速同名义经济增速基本匹配。截至 2021 年末，社融存量余额为 314.13 万亿元，同比增长 10.30%，增速较 2020 年末低 3 个百分点。从结构看，人民币贷款是主要支撑项；政府债券同比大幅下降，但显著高于 2019 年水平，发行错期效应使得政府债券支撑社融增速在年底触底回升；企业债券融资回归常态；非标融资规模大幅压降，是拖累新增社融规模的主要因素。货币供应方面，M1 同比增速持续回落，M2 同比增速相对较为稳定，2021 年 M2-M1 剪刀差整体呈扩大趋势，反映了企业融资需求减弱，投资意愿下降。

财政收入呈现恢复性增长，重点领域支出

得到有力保障。2021年，全国一般公共预算收入 20.25 万亿元，同比增长 10.70%，财政收入呈现恢复性增长态势。其中，全国税收收入 17.27 万亿元，同比增长 11.90%，主要得益于经济修复、PPI 高位运行、企业利润较快增长等因素。同时，2021 年全国新增减税降费超过 1 万亿元，各项减税降费政策得到有效落实。支出方面，2021 年全国一般公共预算支出 24.63 万亿元，同比增长 0.30%。其中，教育、科学技术、社会保障和就业领域支出分别同比增长 3.50%、7.20%、3.40%，高于整体支出增速，重点领域支出得到有力保障。2021 年，全国政府性基金预算收入 9.80 万亿元，同比增长 4.80%。其中国有土地使用权出让收入 8.71 万亿元，同比增长 3.50%，增速较上年（15.90%）明显放缓；全国政府性基金预算支出 11.37 万亿元，同比下降 3.70%，主要是受专项债项目审核趋严、项目落地与资金发放有所滞后等因素影响。

就业形势总体稳定，居民收入增幅放缓。

2021 年，全国各月城镇调查失业率均值为 5.10%，低于全年 5.50% 左右的调控目标。2021 我国全国居民人均可支配收入 3.51 万元，实际同比增长 8.10%；两年平均增速 5.06%，仍未恢复到疫情前 2019 年（5.80%）水平，也对居民消费产生了一定的抑制作用。

2. 宏观政策和经济前瞻

2022 年我国经济发展面临“三重压力”，宏观政策以稳增长为重点。2021 年 12 月，中央经济工作会议指出我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱“三重压力”，提出 2022 年经济工作要稳字当头、稳中求进，政策发力适当靠前，宏观政策要稳健有效：积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续；稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕；实施好扩大内需战略，促进消费持续恢复，积极扩大有效投资，增强发展内生动力。在宏观政策托底作用下，2022 年我国经济或将维持稳定增长，运行在合理区间。

2022 年经济增长更加依赖内生动力。从三大需求来看，2022 年出口的拉动作用或将有所减弱，但固定资产投资，尤其是以政府投资为主的基建投资有望发力，房地产投资增速也有望企稳回升；随着疫情影响弱化、居民增收和相关政策的刺激，消费需求增长可期，2022 年我国经济有望实现更加依赖内生动力的稳定增长。

五、行业及区域环境分析

1. 行业概况

商业地产行业作为房地产行业的子行业，主要受到资金成本和经济增速的推动。2021 年及 2022 年一季度，商业地产开发投资呈走弱态势。

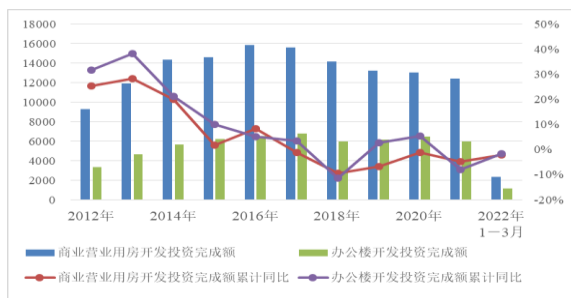
商业地产一般是指按照用途划分用于商业用途的房地产产品。广义上讲，商业地产包括各种非生产性和非住宅型的物业，包括写字楼、酒店、会议中心、商业服务经营场所等，狭义上看，商业地产主要指专用于商业的物业形式，包括商铺、专业市场、商业批发市场、酒店、商业街等。

商业地产作为经营性物业，主要受到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。

2021 年，受房地产整体融资趋紧和部分地区疫情阶段性反弹等因素影响，商业地产开发投资端景气度持续走弱。其中，商业营业用房开发投资完成额为 12444.76 亿元，同比下降 4.8%；办公楼开发投资完成额为 5973.90 亿元，同比下降 8.0%。考虑到 2020 年同比数据受疫情影响较大，若与 2019 年数据相比，2021 年商业营业用房和办公楼开发投资完成额分别下降 5.9% 和 3.1%。

2022 年 1—3 月，商业地产开发投资延续小幅下滑态势，商业营业用房和办公楼开发投资完成额同比分别下降 2.1% 和 1.6%。

图1 2012年-2022年3月全国商业营业用房和办公楼完成投资情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据国家统计局数据整理

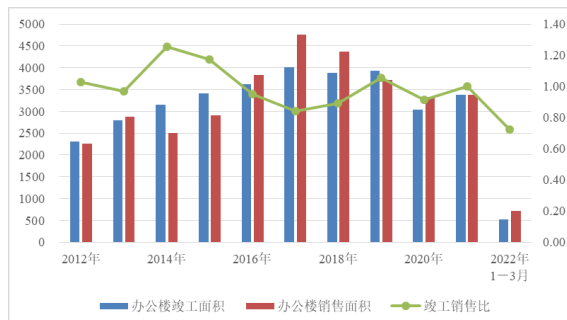
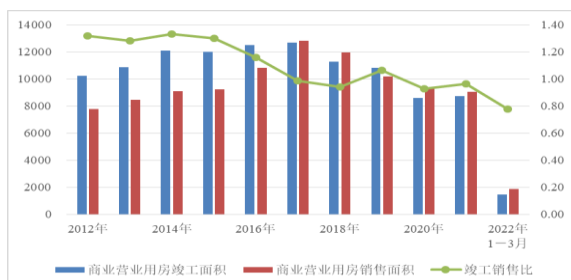
2. 市场供需

商业地产供求矛盾虽有所缓解，但整体库存压力依然较大；受疫情持续影响，全国商业地产销售景气度较疫情前仍有较大差距。

从商业地产供求情况看，近年来，商业营业用房的竣工面积持续高于销售面积，整体上呈现供过于求的态势。2015年以来，由于经济增速放缓，居民购物、娱乐习惯改变导致商业地产景气度下降，开发商对商业营业用房开发增速大幅放缓，供过于求的状况有所缓解。2021年，全国商业营业用房竣工销售比为0.96倍，2022年1-3月下降至0.78倍，但该指标下降主要系竣工面积显著减少所致，并非销售端的景气度提升。在疫情持续冲击和房地产融资环境恶化的情况下，商业地产开发投资的规模和进度受到一定影响，但整体供大于求的状况并未得到根本性改善。

从办公楼供求情况看，2021年，全国办公楼竣工销售比为1.00倍，2022年1-3月下降至0.72倍，该下降同样主要来自竣工面积下降。未来随着城市新区开发不断推进，办公楼市场仍将持续面临新增供应以及优胜劣汰的压力。

图2 2012年-2022年3月全国商业营业用房和办公楼供求情况（单位：万平方米、倍）

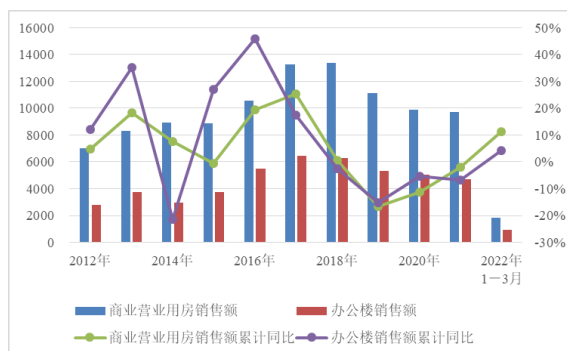


注：竣工销售比为竣工面积和销售面积的比值，小于1倍说明供不应求，大于1倍说明供大于求

资料来源：联合资信根据国家统计局数据整理

从销售端来看，2021年，商业营业用房销售额为9692.36亿元，同比下降2.0%；办公楼销售额为4701.46亿元，同比下降6.9%。考虑到2020年同比数据受疫情影响较大，若与2019年数据相比，2021年商业营业用房和办公楼销售额分别下降13.01%和11.78%。综上，商业地产整体销售景气度较疫情前仍有较大差距。2022年1-3月，商业营业用房和办公楼销售额分别同比增长11.30%和4.10%，商业营业用房销售同比实现较大幅度的恢复性增长。

图3 2012年-2022年3月全国商业地产销售情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据国家统计局数据整理

3. 深圳市经济发展及商业地产市场

深圳市经济环境良好，但深圳市写字楼市场结构性供给过剩，空置率较高，租金水平呈下降趋势；零售物业运营情况整体较好。

公司业务主要自持物业位于深圳地区，深圳地区的经济发展及商业地产市场情况对卓越商业业务发展具有重要影响。

2021年，深圳市经济保持平稳增长，实现地区生产总值30664.85亿元，同比增长6.7%，

第二、三产业增加值比重分别占 37.0%和 62.9%。全年战略新兴产业增加值同比增长 6.7%，占地区生产总值的 39.6%。截至 2021 年底，深圳市常住人口 1768.16 万人，较上年底净流入 12.15 万人。整体来看，深圳市经济实力强，人口延续净流入态势。

空置率方面，近年来深圳城市更新持续推进，向市场供应了大量的产业研发用房，加上已有的总部基地、商务区规划，全市商业办公供应量持续增长，加剧商业办公用房空置。深圳市写字楼市场出现结构性供给过剩情况，核心地段写字楼基本保持供需均衡，非核心地段写字楼空置率上升。

根据第一太平戴维斯数据，写字楼方面，2021 年，深圳甲级写字楼租赁市场显著回暖，平均空置率自年初以来连续四个季度持续下降，截至 2021 年底为 22.7%，较上年底下降 5.2 个百分点。尽管市场需求保持旺盛，但由于部分业主愿意为租户提供租金优惠以进一步提高出租率，甲级写字楼平均租金水平仍保持微降，2021 年底为 184.1 元/平方米·月。

零售物业方面，2021 年，深圳市零售物业市场租赁需求表现活跃，受益于零售商在深圳积极扩张，截至 2021 年底深圳零售物业市场平均空置率下降至 7.5%。此外，受益于品牌级次提高，深圳多个存量零售项目租金上升，截至 2021 年底深圳全市首层平均租金水平为 631.6 元/平方米·月。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2022 年 3 月底，公司注册资本 11643.1721 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 2022 年 3 月底，公司主要商业物业可租面积 76.72 万平方米，其中购物中心 35.95 万平方米，写字楼 40.77 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

公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的《企业信用报告》（统一社会信用代码：91440300708441151X），截至 2022 年 5 月 23 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。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至 2022 年 6 月 7 日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

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

2021 年，公司整体收入有所增长，房屋租赁及酒店经营收入均有增长；公司综合毛利率同比变动不大，但仍未恢复至疫情前水平。

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。2021 年，公司营业总收入同比增长 19.21% 至 17.65 亿元，主要系新冠疫情得到控制，商场和写字楼经营好转所致。

从收入构成看，2021 年，公司房屋商业租赁收入同比提升 20.62%，酒店经营收入同比提升

12.22%，但酒店运营仍未恢复至疫情前水平。

从毛利率看，2021年，公司房屋商业租赁业务毛利率维持上年水平；酒店经营业务毛利率同比提升2.98个百分点，但较疫情前毛利率水平差距仍然较大；2021年，公司综合毛利率同比变

动不大。

2022年1—3月，公司实现营业总收入4.02亿元，同比下降6.67%；利润总额1.55亿元。2021年1—3月，公司业务综合毛利率小幅上升至64.62%。

表3 公司营业总收入情况（单位：亿元、%）

项目	2019年			2020年			2021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	12.34	74.03	83.83	11.35	76.66	76.78	13.69	77.56	76.77
酒店经营	3.31	19.86	35.46	2.21	14.90	12.16	2.48	14.05	15.14
商品销售	0.27	1.62	18.37	0.71	4.77	6.79	0.93	5.27	8.40
商业物业经营	0.45	2.70	66.06	0.37	2.52	60.18	0.52	2.95	42.08
贷款利息	0.29	1.74	89.10	--	--	--	--	--	--
其他业务收入	0.01	0.06	100.00	0.17	1.16	75.85	0.03	0.17	97.92
合计	16.69	100.00	72.77	14.81	100.00	63.39	17.65	100.00	63.55

资料来源：公司提供

2. 商业租赁业务运营

2021年，公司购物中心及写字楼可租面积基本保持稳定，由于新冠肺炎疫情情况有所改善，公司商业租赁业务已基本恢复至疫情前水平。

截至2021年底，公司购物中心与写字楼可出租面积为76.72万平方米，其中购物中心占46.86%、写字楼占53.14%。

（1）购物中心

2021年，公司主要购物中心可租面积保持稳定；伴随疫情逐步得到控制，公司商业购物中心客流逐步恢复，公司购物中心经营情况和租金水平已基本恢复至疫情前水平。

表4 公司主要购物中心业务经营概况

（单位：万平方米、%、元/天·平方米、亿元）

项目	2019年	2020年	2021年	2022年1—3月
可租面积	35.95	35.95	35.95	35.95
出租率	96.11	92.80	96.65	95.38
平均租金	5.43	4.02	5.11	5.40
租金收入	6.76	5.39	6.39	1.67

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

公司主要购物中心较上年未发生变化（见下表），其中福田COCO PARK、COCO PARK龙岗店及第三空间运营情况比较稳定，出租率较2020年变化不大；COCO CITY龙华店及雅宝COCO PARK，经过培育期，出租率均有所提高。2021年，公司主要购物中心租金收入较2020年均有所提升。

表5 截至2022年3月底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	2021年出租率	2021年租金收入	2022年1—3月出租率	2022年1—3月租金收入	位置/交通	定位	主要品牌
福田COCO PARK	2006.09	68162.00	98.04	3.08	96.79	0.79	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、星河寰宇影院、LEGO、UNIQLO、PurCotton、星巴克等
COCO PARK龙岗店	2012.09	81746.50	98.36	0.97	98.05	0.25	深圳北部龙岗区，坐拥大运、爱联两个地铁站	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、INSUN、H&M、UNIQLO

COCO CITY 龙华店	2014.11	96637.00	94.62	0.82	92.29	0.21	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	96.84	0.74	96.32	0.19	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、hansgrohe、AXOR
雅宝 COCO PARK	2018.09	81777.95	95.43	0.77	93.97	0.21	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		359495.00	96.65	6.39	95.38	1.67	--	--	--

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

(2) 写字楼

截至 2022 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。

2021 年，公司写字楼可租面积较上年变动不大；写字楼出租率同比提升至 97.60%。写字楼租金收取方式未发生变化。

表 6 公司写字楼业务经营概况
(单位：万平方米、%、元/天·平方米、亿元)

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
可租面积	40.03	39.86	40.77	40.77
出租率	84.50	94.37	97.60	96.96
平均租金	4.09	3.61	3.86	3.69
租金收入	4.98	4.93	5.53	1.31

资料来源：公司提供

截至 2021 年底，公司主要写字楼运营良好，其中亚金写字楼出租率及租金水平相对较低，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 栋写字楼经过培育期，出租率及租金水平均有所提升；星河发展中心出租率同比提升 8.52 个百分点，运营情况有所改善。

表 8 公司酒店业务近年收入构成情况

项目	2019 年		2020 年		2021 年	
	收入（亿元）	占比（%）	收入（亿元）	占比（%）	收入（亿元）	占比（%）
客房	1.48	44.73	0.82	38.50	0.98	39.52
餐饮	1.70	51.41	1.22	57.28	1.39	56.05
其他	0.13	3.86	0.09	4.22	0.11	4.43
合计	3.31	100.00	2.13	100.00	2.48	100

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

表 7 截至 2022 年 3 月底公司主要写字楼经营概况
(单位：万平方米、%、元/月·平方米、亿元)

项目	可租面积	2021 年出租率	2021 年租金水平	2021 年租金收入	2022 年 1—3 月租金收入
星河发展中心	4.22	92.14	219.62	1.02	0.18
星河世纪大厦	0.42	96.05	142.92	0.07	0.02
星河 WORLD 产业写字楼	33.17	99.05	106.01	4.25	1.05
亚金写字楼	2.41	87.10	75.81	0.19	0.06
合计	40.22	97.60	115.89	5.53	1.31

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

2021 年随着疫情逐渐稳定，公司酒店业务逐步回升，但仍未恢复至疫情前水平。

公司酒店经营收入仍主要来自丽思卡尔顿酒店。

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，2021 年，公司酒店业务实现收入合计 2.48 亿元，收入规模有所提升，但仍未恢复至疫情前水平。

从酒店业务运营指标来看，疫情前公司酒店入住率保持较高水平，2021年，受新冠肺炎疫情持续影响，公司酒店接待游客继续下降至7.04万人。同期，酒店入住率提升至74.40%，但仍远低于疫情前水平，平均房价较2020年变动不大，疫情影响还在持续。2022年1—3月，公司酒店接待游客和入住率分别同比下降78.03%和57.98%，主要系新冠疫情影响所致，平均房价同比下降6.51%。

表9 公司酒店业务主要经营指标

项目	2019年	2020年	2021年	2022年1—3月
接待游客(万人)	12.78	8.96	7.04	0.58
入住率(%)	90.10	61.80	74.40	31.60
平均房价(元/间·天)	1609.46	1293.22	1288.65	1237.16

资料来源：公司提供

4. 经营效率

截至2022年3月底，公司在建工程两个，资本支出压力尚可，建成入市后公司租金收入有望提升。

截至2022年3月底，公司在建项目2个，分别为上海COSTCO项目和深圳龙华COSTCO项目；在建项目未来可租面积为15.66万平方米，建成入市后公司租金收入将有所提升。截至2022年3月底，上述项目预计总投资额31.69亿元，尚需投资11.68亿元，综合公司的营业总收入及目前的资金情况，资本支出压力尚可

5. 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。

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。具体见下表。

此外，2021年，公司向关联方东莞市怡新房地产有限公司拆出资金金额10.00亿元，向深圳市星顺商业保理有限公司拆出金额10.00亿元，两笔资金已经于2021年11月17日到期偿还。

表11 公司主要关联交易情况(单位：亿元)

项目	2019年	2020年	2021年
对关联方担保金额	46.80	46.10亿元及不超过3.40亿美元	16.22亿元及2.73亿美元
关联方对公司担保金额	116.26	116.25	76.33
应收关联方款项(其他应收款)	5.30	19.47	16.73
应付关联方款项(其他应付款)	5.06	7.43	11.72

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

6. 经营效率

2021年，公司经营指标表现一般。

2021年，公司总资产周转次数由上年同期的0.03次上升至0.04次。与同行业公司比较，公司经营效率指标处于中等水平。

表10 2021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
北京国华置业有限公司	0.11
星河实业	0.04

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

7. 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2021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2022年一季度财务数据未经审计。

截至2021年底，公司资产总额472.40亿元，所有者权益208.86亿元（含少数股东权益23.56亿元）；2021年，公司实现营业总收入17.65亿元，利润总额6.80亿元。

截至2022年3月底，公司资产总额495.92亿元，所有者权益209.99亿元（含少数股东权益23.58亿元）；2022年1—3月，公司实现营业总收入4.02亿元，利润总额1.55亿元。

2. 资产质量

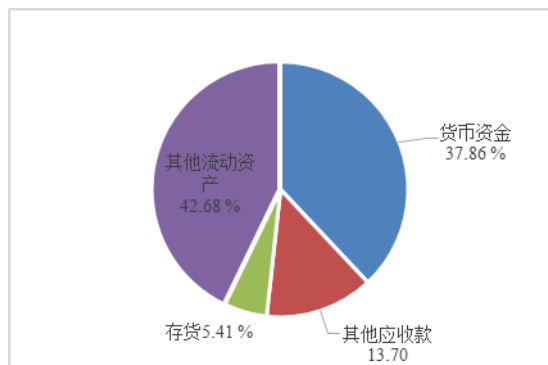
截至2021年底，公司资产构成以投资性房地产为主，信托投资规模很大且均为同款理财产品投资，集中风险大；公司关联方往来款对公司资金形成一定占用；公司受限资产占比高。

截至2021年底，公司资产总额472.40亿元，较年初变动不大。其中，流动资产和非流动资产占比分别为25.91%和74.09%，非流动资产占比比较高，符合公司所处行业特点。

(1) 流动资产

截至2021年底，公司流动资产122.39亿元，较年初小幅增长0.64%。公司流动资产构成如下图所示。

图4 截至2021年底公司流动资产构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至2021年底，公司货币资金46.34亿元，较年初下降19.40%，主要系公司对外投资规模增加所致。公司货币资金中银行存款27.39亿元，其他货币资金17.73亿元，其他货币资金均为借款保证金。截至2021年底，公司受限制的货币资金规模为17.73亿元，占全部货币资金规模的38.27%。

截至2021年底，公司其他应收款16.77亿元，较年初下降15.00%，主要系关联方往来款减少所致。截至2021年底，公司其他应收款主要系应收星河控股集团有限公司（以下简称“星河控股”）16.57亿元，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，对公司资金占用较大。

截至2021年底，公司其他流动资产较年初增长21.40%至52.23亿元，主要系公司购买信托产品所致；公司其他流动资产主要为信托投资（50.00亿元），具体为公司购买的华润深国投信托有限公司发行的华润信托·润星6号单一资金信托，信托期限为3年，收益率约8%，信托间接投资于货币基金、债券、资产支持证券等标准产品、固定收益类信托产品、权益类信托产品等。公司单一信托投资规模很大，该信托产品的收益情况、变现能力等对公司资产流动性及安全性有重大影响。

(2) 非流动资产

截至2021年底，公司非流动资产350.01亿元，较年初变动不大，主要由投资性房地产（占90.58%）构成。

截至2021年底，公司投资性房地产317.02亿元，较年初变动不大。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256.82亿元，占投资性房地产的81.01%，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，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2021年底，公司受限资产账面价值合计286.85亿元，占资产总额的60.72%，受限原因因为借款抵押与质押，公司资产受限比例高。

表13 截至2021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	17.73	3.75	借款保证金
投资性房地产	256.82	54.36	借款抵押
固定资产	2.28	0.48	借款抵押
在建工程	9.08	1.92	借款抵押
其他流动资产	0.94	0.20	借款抵押
合计	286.85	60.72	--

资料来源：公司财务报告

截至2022年3月底，公司资产总额及资产结构较上年底变动不大；公司货币资金较上年底下降20.51%至36.83亿元，主要系公司对龙华项目的投资所致；公司存货较上年底增长88.14%至12.47亿元，主要系龙华项目持续开发导致开发成本增长所致；公司其他流动资产较年初增长40.12%至73.19亿元，主要为公司购买信托理财产品以及拆借资金给星河集团旗下其他关联方主体。

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。2021年，控股股东增资后，公司资本实力增强。

截至2021年底，公司所有者权益为208.86亿元，较年初增长5.98%，其中，实收资本较年初大幅增长至7.63亿元，主要系公司控股股东星河集团以现金方式出资1.10亿美元向公司增资所致，增资后星河集团仍持有公司100%股权；该部分资金公司用于获取深圳COSTCO项目。公司所有者权益中，归属于母公司所有者权益

185.30亿元（占88.72%），实收资本占3.65%、资本公积占32.21%、其他综合收益占21.28%、盈余公积占0.33%、未分配利润占31.25%。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2022年3月底，公司所有者权益规模及结构较上年底变动不大。

（2）负债

2021年，公司债务规模小幅下降，但受长期借款规模增长影响，公司2022年3月底债务规模增长较快，公司整体债务负担适中，债务结构合理。

截至2021年底，公司负债合计263.54亿元，较年初小幅下降1.74%。负债构成中，流动负债占10.77%，非流动负债占89.23%。

截至2021年底，公司流动负债较年初下降2.53%至28.38亿元。

截至2021年底，公司其他应付款较年初增长39.76%至16.14亿元，主要系关联方往来款增长所致；主要由关联方往来款（11.72亿元）和押金及保证金（3.52亿元）等构成。

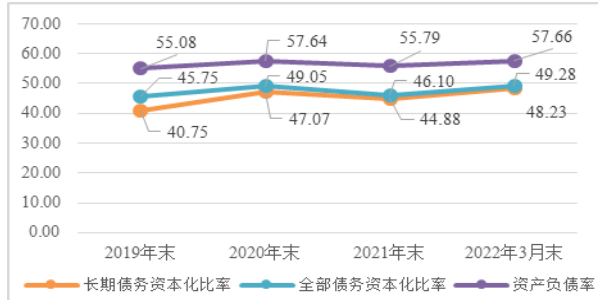
截至2021年底，公司一年内到期的非流动负债较年初下降18.78%至7.49亿元。

截至2021年底，公司非流动负债为235.16亿元，较年初下降1.64%；公司非流动负债主要为长期借款（占68.93%）。

截至2021年底，公司长期借款162.10亿元，较年初下降3.02%，以抵押、质押及保证借款为主。

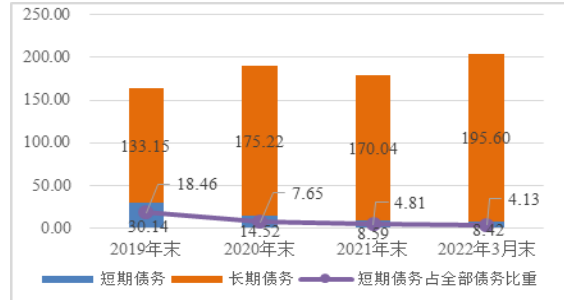
截至2022年3月底，公司负债总额较上年底增长8.49%至285.93亿元，主要系长期借款增加所致，负债结构以非流动负债为主。

图 5 2019 - 2021 年底及 2022 年 3 月底公司债务杠杆水平 (单位: %)



资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

图 6 2019 - 2021 年底及 2022 年 3 月底公司债务结构 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

全部债务方面,截至 2021 年底,公司全部债务 178.63 亿元,较年初下降 5.86%,主要系偿还债务所致,债务结构以长期债务为主(占 95.19%)。从债务指标来看,截至 2021 年底,公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率均较年初有所下降。

截至 2022 年 3 月底,公司全部债务 204.02 亿元,较上年底增长 14.21%,主要系公司长期借款规模增加所致,债务结构变化不大。从债务指标来看,公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率较上年底均有所增长。整体上看,公司债务负担和债务期限结构较合理。

4. 盈利能力

2021 年,公司营业总收入有所增长,但由于对利润影响较大的公允价值变动收益及投资收益下降较多,公司利润有所下滑;公司盈利能力处于一般水平。2022 年一季度,公司收入和利润同比均有所下降。

公司 2021 年和 2022 年一季度收入和利润分析见前文。

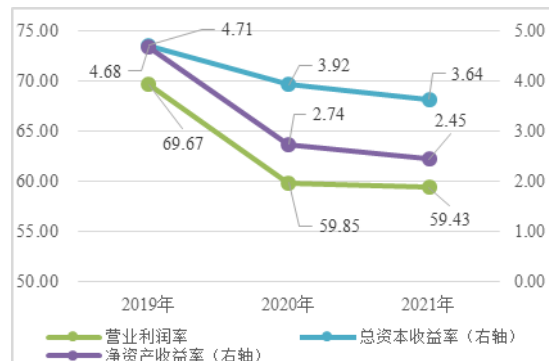
2021 年,公司期间费用总额为 8.55 亿元,销售费用、管理费用及财务费用分别占 4.63%、7.77%和 87.60%。2021 年,公司费用收入比下降至 48.45%,费用控制能力有所提升。

2021 年,公司公允价值变动收益同比大幅下降 73.31%至 0.45 亿元,主要系按公允价值计量的投资性房地产评估增值下降所致,占营业利润比例为 6.97%;公司投资收益同比下降

30.70%至 4.06 亿元,主要为投资理财产品产生的投资收益,占营业利润比重为 62.63%。公司利润实现对投资收益依赖度较大。

盈利指标方面,2021 年,公司营业利润率、总资本收益率及净资产收益率均小幅下降。与同行业公司比较,公司盈利能力指标处于一般水平。

图 7 2019 - 2021 年公司盈利指标 (单位: %)



资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

表 14 2021 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	87.60	2.76	0.96
北京国华置业有限公司	73.94	6.82	13.57
星河实业	63.55	3.03	2.64

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

5. 现金流

2021 年,公司经营活动现金流保持净流入,收入实现质量较好;公司信托投资规模较大,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 15 公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	24.07	20.51	20.95	4.78
经营活动现金流出小计	12.47	8.52	14.69	8.30
经营现金流量净额	11.60	11.99	6.25	-3.52
投资活动现金流入小计	78.67	92.27	92.70	10.10
投资活动现金流出小计	122.46	85.69	97.56	39.45
投资活动现金流量净额	-43.79	6.58	-4.85	-29.34
筹资活动前现金流量净额	-32.19	18.57	1.40	-32.86
筹资活动现金流入小计	82.56	75.37	29.18	32.25
筹资活动现金流出小计	37.57	79.68	38.00	9.05
筹资活动现金流量净额	44.99	-4.31	-8.81	23.20
现金收入比	106.08	104.96	109.69	110.48

资料来源：公司财务报告

2021 年，公司经营活动现金流入同比变动不大，经营活动现金流出同比大幅增加 72.39%，主要系新增龙华项目开发建设支出所致。2021 年，公司经营活动现金净流入规模有所下降。同期，公司收入实现质量较好。

2021 年，公司投资活动现金流入同比变化不大；投资活动现金流出同比增长 13.85%，主要系公司信托投资规模增加所致。此外，公司与关联方之间存在一定的往来款。2021 年，公司投资活动现金流由净流入转为净流出，筹资活动前现金流净额为 1.40 亿元，同比大幅下降 92.46%。

筹资活动方面，2021 年，公司筹资活动现金流入同比下降 61.28%，筹资活动现金流出同比下降 52.31%，主要与公司借款和偿还借款规模相关。2021 年，公司筹资活动现金流保持净流出状态。

2022 年 1—3 月，公司经营活动净现金流为-3.52 亿元，投资活动净现金流为-29.34 亿元，其中支付其他与投资活动有关的现金流出规模较大，主要为公司与关联方之间的拆借资金；筹资活动净现金流为 23.20 亿元。

6. 偿债指标

公司短期偿债指标表现好，长期偿债指标表现一般，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，公司整体偿债指标表现较好。

表 16 公司偿债指标（单位：%、倍、亿元）

项目	项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
短期 偿债 指标	流动比率	248.74	417.64	431.24	563.45
	速动比率	248.61	417.41	407.89	513.51
	经营现金/流动负债	27.74	41.16	22.03	-14.10
	现金类资产/短期债务	0.95	3.96	5.40	4.38
长期 偿债 指标	EBITDA	20.40	18.04	17.73	--
	EBITDA/利息支出	2.64	1.84	1.97	--
	全部债务/EBITDA	8.00	10.51	10.07	--

注：1. 经营现金指经营活动现金流量净额，下同；2. “--”表示该指标不适用

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债指标来看，截至 2021 年底，公司流动比率和速动比率处于较高水平，流动资产对流动负债覆盖程度高。截至 2021 年底，公司现金短期债务同比有所上升，主要系公司偿还借款所致，此外公司持有较大规模的信托投资，现金类资产对于短期债务的保障能力强。综合来看，公司短期偿债指标表现好。

从长期偿债能力指标来看，2021 年，公司 EBITDA 同比小幅下降，公司 EBITDA 对利息和全部债务的保障能力一般。综合来看，公司长期偿债指标表现一般。

截至2022年3月底，公司对关联方担保余额为33.44亿元，存在一定或有负债风险。

表 17 截至 2022 年 3 月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	9.18
深圳市星河金控有限公司、天津星河鼎兴融资租赁有限公司	同一最终控制人	0.75
深圳市星顺商业保理有限公司	同一最终控制人	5.00
星河集团	公司股东	1963.00（提款时点汇率折算合计约 1.41 亿元人民币）
星河集团	公司股东	8971.00（提款时点汇率折算合计约 6.37 亿元人民币）
星河集团	公司股东	3400.00 万美元（折合

		人民币 2.41 亿元)
星河集团	公司股东	13000.00 万美元 (折合人民币 8.32 亿元)
合计	--	33.44

资料来源：公司提供

未决诉讼方面，截至 2022 年 3 月底，公司无重大未决诉讼。

截至 2022 年 3 月底，公司（合并口径）已经取得的银行授信总额为 144.95 亿元，已使用 116.09 亿元，尚未使用 28.86 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，以货币资金及信托投资、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较轻。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 2021 年底，母公司资产总额 283.74 亿元，较年初增长 18.09%。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 27.93%）、其他应收款（合计）（占 30.70%）及其他流动资产（占 36.36%）构成。非流动资产主要由长期股权投资（占 62.51%）和投资性房地产（占 25.81%）构成。截至 2021 年底，母公司货币资金为 38.71 亿元。

截至 2021 年底，母公司所有者权益为 94.03 亿元，母公司所有者权益主要由实收资本（）和资本公积（占 62.96%）构成。

截至 2021 年底，母公司负债总额 189.71 亿元，较年初增长 22.62%。流动负债主要由其他应付款（合计）（占 96.29%）构成；非流动负债主要由长期借款（占 66.86%）、应付债券（占 9.95%）、递延所得税负债（占 17.68%）和租赁负债（占 5.52%）构成。截至 2021 年底，母公司全部债务 45.66 亿元，以长期债务为主（占 92.57%），母公司全部债务资本化比率 32.69%，母公司债务负担较轻。

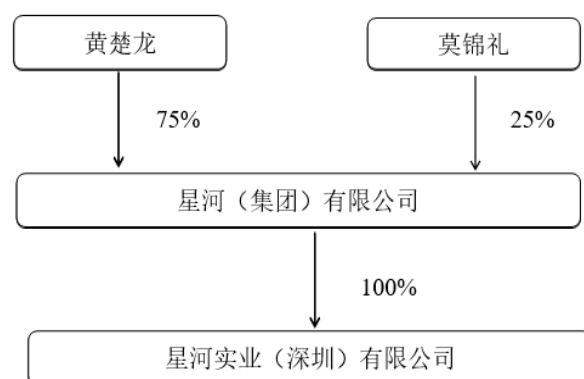
2021 年，母公司营业总收入为 4.86 亿元，利润总额为 2.12 亿元。同期，母公司投资收益为 2.48 亿元，母公司利润对投资收益依赖较大。

现金流方面，2021 年，母公司经营活动现金流净额为 -3.18 亿元，投资活动现金流净额为 -21.08 亿元，筹资活动现金流量净额为 10.53 亿元。

十一、结论

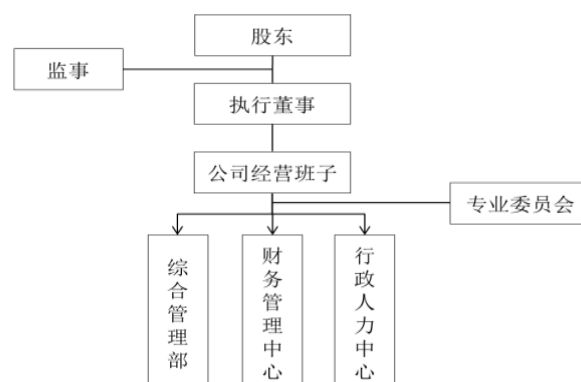
综合评估，联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，维持“20 星河实业 MTN001”和“22 星河实业 MTN001”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 年 3 月底星河实业（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 2022 年 3 月底星河实业（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 2021 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	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
3	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
4	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
5	丰运环球投资有限公司	投资	100.00	同一控制下合并
6	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
7	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
8	深圳市星美实业有限公司	投资	100.00	新设
9	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
10	深圳市星智投资咨询有限公司	投资	49.00	同一控制下合并
11	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
12	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	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	28.75	57.49	46.34	36.83
资产总额（亿元）	430.98	465.28	472.40	495.92
所有者权益（亿元）	193.61	197.07	208.86	209.99
短期债务（亿元）	30.14	14.52	8.59	8.42
长期债务（亿元）	133.15	175.22	170.04	195.60
全部债务（亿元）	163.29	189.74	178.63	204.02
营业总收入（亿元）	16.69	14.81	17.65	4.02
利润总额（亿元）	12.09	7.20	6.80	1.55
EBITDA（亿元）	20.40	18.04	17.73	--
经营性净现金流（亿元）	11.60	11.99	6.25	-3.52
财务指标				
销售债权周转次数（次）	33.00	28.09	36.99	--
存货周转次数（次）	121.90	89.72	1.92	--
总资产周转次数（次）	0.04	0.03	0.04	--
现金收入比（%）	106.08	104.96	109.69	110.48
营业利润率（%）	69.67	59.85	59.43	61.50
总资本收益率（%）	4.71	3.92	3.64	--
净资产收益率（%）	4.68	2.74	2.45	--
长期债务资本化比率（%）	40.75	47.07	44.88	48.23
全部债务资本化比率（%）	45.75	49.05	46.10	49.28
资产负债率（%）	55.08	57.64	55.79	57.66
流动比率（%）	248.74	417.64	431.24	563.45
速动比率（%）	248.61	417.41	407.89	513.51
经营现金流动负债比（%）	27.74	41.16	22.03	--
现金短期债务比（倍）	0.95	3.96	5.40	4.38
EBITDA 利息倍数（倍）	2.64	1.84	1.97	--
全部债务/EBITDA（倍）	8.00	10.51	10.07	--

注：1. 公司 2022 年 1-3 月财务数据未经审计；2. “--”表示数据不适用

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	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	24.66	56.08	38.71	25.91
资产总额（亿元）	230.03	240.29	283.74	304.58
所有者权益（亿元）	85.03	85.57	94.03	94.70
短期债务（亿元）	22.77	9.94	3.39	3.44
长期债务（亿元）	42.42	48.43	42.27	51.98
全部债务（亿元）	65.19	58.37	45.66	55.42
营业总收入（亿元）	5.27	4.08	4.86	0.82
利润总额（亿元）	2.92	2.69	2.12	0.90
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	3.05	1.91	-3.18	-5.58
财务指标				
销售债权周转次数（次）	23.43	18.27	16.23	--
存货周转次数（次）	136.72	129.63	0.93	--
总资产周转次数（次）	0.02	0.02	0.02	--
现金收入比（%）	109.36	104.53	105.73	120.13
营业利润率（%）	45.96	38.07	33.89	10.15
总资本收益率（%）	4.33	4.07	3.17	--
净资产收益率（%）	2.99	2.84	1.88	--
长期债务资本化比率（%）	33.28	36.14	31.01	35.44
全部债务资本化比率（%）	43.40	40.55	32.69	36.92
资产负债率（%）	63.04	64.39	66.86	68.91
流动比率（%）	102.39	102.71	100.16	103.83
速动比率（%）	102.37	102.69	95.43	95.52
经营现金流动负债比（%）	3.24	1.95	-2.30	--
现金短期债务比（倍）	1.08	5.64	11.41	7.52
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 公司本部 2022 年 1-3 月财务数据未经审计；2. “/”表示数据无法获取，“--”表示数据不适用

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
增长指标	
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	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×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	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入 ×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%
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+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持