

信用评级公告

联合〔2022〕1869号

联合资信评估股份有限公司通过对星河实业（深圳）有限公司及其拟发行的 2022 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定星河实业（深圳）有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，星河实业（深圳）有限公司 2022 年度第一期中期票据信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二二年三月二十二日

星河实业（深圳）有限公司

2022年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA⁺

本次中期票据信用评级：AA⁺

评级展望：稳定

债项概况：

本期中期票据发行规模：不超过3亿元

本期中期票据期限：3年

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：拟用于偿还公司有息负债

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。公司股东于2021年对公司进行增资，公司资本实力增强，且公司通过整合并入雅宝 COCO PARK 及星河 WORLD 写字楼等项目扩充经营规模，各商业物业项目运营状况良好；此外公司经营性净现金流表现良好。同时，联合资信也关注到公司关联方之间交易较多债务规模快速增长、受限资产占比高以及利润对公允价值变动收益依赖较大等因素对其信用水平可能产生的不利影响。

公司经营活动净现金流和 EBITDA 对本次中期票据的保障能力强。

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。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据信用状况的综合评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AA⁺，本期中期票据信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

评级时间：2022年3月22日

本次评级使用的评级方法、模型：

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

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

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	
			经营分析	4	
财务风险	F1	现金流	资产质量	4	
			盈利能力	3	
			现金流量	2	
		资本结构		1	
			偿债能力		1
调整因素和理由				调整子级	
公司专营物业租赁业务，近年租金收入相对稳定可持续				+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

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。2018 年，公司同一控制下并入雅宝 COCO PARK 购物中心及星河 WORLD A~G 栋写字楼，公司可租面积与资产规模大幅增长。
- 经营活动现金流表现良好。**2018—2020 年，公司经营活动净现金流持续稳定净流入，分别为 14.90 亿元、11.60 亿元和 11.99 亿元。
- 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。

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

关注

1. **关联方之间交易较多。**公司与关联方之间存在较多的交易往来、关联担保、往来款和资产转让交易等，公司资金管理难度较大。
2. **债务规模快速增长，资产受限程度高，或对未来融资能力造成一定影响。**2018—2020 年，公司全部债务分别为 110.44 亿元、163.29 亿元和 186.37 亿元，规模持续快速增长；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。
3. **利润对公允价值变动收益及投资收益较依赖。**公司资产构成以投资性房地产为主，利润总额对公允价值变动收益及投资收益较依赖较大。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
现金类资产（亿元）	18.88	28.75	57.49	28.23
资产总额（亿元）	372.11	430.99	461.92	473.15
所有者权益（亿元）	186.23	193.62	197.07	207.14
短期债务（亿元）	4.72	30.14	14.24	7.57
长期债务（亿元）	105.73	133.15	172.14	154.33
全部债务（亿元）	110.44	163.29	186.37	161.90
营业收入（亿元）	13.02	16.69	14.81	13.18
利润总额（亿元）	11.74	12.10	7.20	4.59
EBITDA（亿元）	17.33	20.41	18.04	--
经营性净现金流（亿元）	14.90	11.60	11.99	2.77
营业利润率（%）	70.47	69.67	59.85	61.79
净资产收益率（%）	4.83	4.69	2.74	--
资产负债率（%）	49.95	55.07	57.34	56.22
全部债务资本化比率（%）	37.23	45.75	48.61	43.87
流动比率（%）	265.84	248.78	421.79	272.49
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	3.73
EBITDA 利息倍数（倍）	3.36	2.64	1.84	--
全部债务/EBITDA（倍）	6.37	8.00	10.33	--
公司本部（母公司）				
项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
资产总额（亿元）	192.81	230.03	236.92	246.61
所有者权益（亿元）	84.18	85.03	85.57	93.66
全部债务（亿元）	54.97	65.19	55.01	42.91
营业收入（亿元）	5.50	5.27	4.08	3.47
利润总额（亿元）	4.94	2.92	2.69	1.63
资产负债率（%）	56.34	63.04	63.88	62.02
全部债务资本化比率（%）	39.51	43.40	39.13	31.42
流动比率（%）	130.09	102.39	103.03	101.51
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	9.71

注：1. 公司 2021 年 1-9 月财务报表未经审计；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

资料来源：公司财务报告

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
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
AA ⁺	稳定	2019/06/17	杨栋 李晨	房地产行业企业信用评级方法（2018 年）	阅读全文
AA	稳定	2016/05/30	赵传第 陈茜	房地产企业信用分析要点（2015 年）	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；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、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；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 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

星河实业（深圳）有限公司（以下简称“公司”或“星河实业”）是由港资企业星河（集团）有限公司（以下简称“星河集团”）于 1999 年出资设立；后经多次增资，截至 2021 年 9 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。

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 9 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 9 月底，公司资产总额 473.15 亿元，所有者权益 207.14 亿元（含少数股东权益 23.48 亿元）；2021 年 1—9 月，公司实现营业收入 13.18 亿元，利润总额 4.59 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。

二、本期中期票据概况

公司拟注册 15 亿元中期票据，本期计划发行 2022 年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），本期中期票据发行规模不超过 3 亿元，期限为 3 年。本期中期票据按年付

息、到期一次还本。本期中期票据募集资金拟用于偿还公司有息负债。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情的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。中国在宏观政策方面加大了逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，推动经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%，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 年上半年，中国宏观政策保持连续性、稳定性，经济持续稳定恢复、稳中向好。但三季度以来，受限产限电政策加码、楼市调控趋严、原材料价格高位上涨、局部疫情反复等因素影响，我国经济修复放缓，生产端与需求端下行压力均有所加大。2021 年前三季度，我国国内生产总值 82.31 万亿元，累计同比增长 9.80%，两年平均增长 5.15%，二者分别较上半年同比增速和两年平均增速放缓 2.90 和 0.16 个百分点，经济增长有所降速。

三大产业中，第三产业受局部疫情影响仍未恢复至疫前水平。2021 年前三季度，第一、二产业增加值两年平均增速分别为 4.82%和 5.64%，均高于疫情前 2019 年同期水平，恢复情况良好；第三产业前三季度两年平均增速为 4.85%，远未达到 2019 年同期 7.30%的水平，主要是受局部疫情反复影响较大所致。

表 1 2018—2020 年及 2021 年前三季度中国主要经济数据

指标名称	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年前三季度
GDP（万亿元）	91.93	98.65	101.60	82.31
GDP 增速（%）	6.75	6.00	2.30	9.80（5.15）
规模以上工业增加值增速（%）	6.20	5.70	2.80	11.80（6.37）

固定资产投资增速 (%)	5.90	5.40	2.90	7.30 (3.80)
社会消费品零售总额增速 (%)	8.98	8.00	-3.90	16.40 (3.93)
出口增速 (%)	9.87	0.51	3.63	33.00
进口增速 (%)	15.83	-2.68	-0.64	32.60
CPI 同比 (%)	2.10	2.90	2.50	0.60
PPI 同比 (%)	3.50	-0.30	-1.80	6.70
城镇调查失业率 (%)	4.90	5.20	5.20	4.90
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.60	5.00	1.20	8.70
公共财政收入增速 (%)	6.20	3.80	-3.90	16.30
公共财政支出增速 (%)	8.70	8.10	2.80	2.30

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、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，其余指标增速均为名义增长率；4. 城镇调查失业率指标值为期末数；5. 2021 年前三季度数据中，括号内数据为两年平均增速
数据来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

出口维持高速增长，消费与固定资产投资增速放缓。消费修复基础仍不牢固。2021 年前三季度，我国社会消费品零售总额 31.81 万亿元，同比增长 16.40%；两年平均增速 3.93%，较上半年两年平均增速小幅回落，较疫情前水平仍有一定差距，与居民人均可支配收入两年平均增速同步放缓。固定资产投资增速有所回落。2021 年前三季度，全国固定资产投资（不含农户）39.78 万亿元，同比增长 7.30%；两年平均增长 3.80%，较上半年两年平均增速放缓 0.60 个百分点，仍未恢复到疫情前水平。全球经济和贸易回暖带来的需求增加支撑我国出口高速增长。2021 年前三季度，我国货物贸易进出口总值 4.37 万亿美元，为历史同期最高值，同比增长 32.80%，实现较高增速，但增速呈现逐季小幅下降趋势。其中，出口 2.40 万亿美元，同比增长 33.00%；进口 1.97 万亿美元，同比增长 32.60%；贸易顺差为 4275.40 亿美元。

2021 年前三季度，CPI 先涨后落，PPI 显著上涨。2021 年前三季度，CPI 同比上涨 0.60%，扣除食品和能源价格后的核心 CPI 同比上涨 0.70%，总体呈先升高后回落走势；PPI 同比上涨 6.70%，整体呈上涨趋势，生产资料价格上涨是推动 PPI 上涨的主要因素，其中上游石化、煤炭、金属价格上涨的影响较大，或对相关下游企业利润产生一定挤压。

2021 年前三季度，社融存量同比增速整体呈下行趋势，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 年三季度末，社融存量余额为 308.05 万亿元，同比增

长 10%，增速逐季小幅下降。从结构看，前三季度人民币贷款是新增社融的主要支撑项；政府债券和企业债券融资回归常态；表外融资大幅减少，是拖累新增社融规模的主要因素。货币供应方面，前三季度 M1 同比增速持续回落，M2 同比增速先降后稳。二季度以来 M2-M1 剪刀差走阔，反映了企业活期存款转为定期，融资需求减弱，投资意愿下降。

2021 年前三季度，财政收入呈现恢复性增长，“三保”等重点领域支出增长较快。2021 年前三季度，全国一般公共预算收入 16.40 万亿元，同比增长 16.30%，达到 2021 年预算收入的 82.99%，财政收入恢复性增长态势总体平稳。其中，全国税收收入 14.07 万亿元，同比增长 18.40%，在 PPI 高位运行、企业利润较快增长等因素的带动下，工商业增值税、企业所得税等税种实现高增长。支出方面，前三季度全国一般公共预算支出 17.93 万亿元，同比增长 2.30%，达到 2021 年预算支出的 71.68%，非急需非刚性支出持续压减，“三保”等重点领域支出得到有力保障。前三季度，全国政府性基金预算收入 6.10 万亿元，同比增长 10.50%。其中国有土地使用权出让收入 5.36 万亿元，同比增长 8.70%，土地出让金收入增速明显放缓；全国政府性基金预算支出 7.14 亿元，同比下降 8.80%，主要是由于专项债项目审核趋严，地方政府专项债发行进度缓慢，项目落地有所滞后。

2021 年以来就业形势总体基本稳定，调查失业率呈逐季稳中有降的趋势。2021 年前三季度，城镇新增就业 1045 万人，完成全年目标任

务的95%;1-9月城镇调查失业率均值为5.20%,略低于全年5.50%左右的预期目标,就业形势总体良好。从结构看,重点群体就业情况在第三季度出现改善,其中16~24岁城镇人口失业率结束了自2021年1月以来的连续上升趋势,自8月开始出现下降;截至2021年三季度末,农村外出务工劳动力总量同比增长2%,基本恢复至疫情前2019年同期水平。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021年第四季度,能耗双控、原材料价格高位运行、局部疫情、楼市调控政策等因素仍将对我国经济产生影响,经济稳增长压力有所加大。货币政策存在降准空间;财政方面预计将加快地方政府专项债券的发行及资金投入使用,促进经济平稳增长。

生产方面,2021年第四季度我国能耗双控的压力仍然较大,叠加原材料价格较高等因素影响,工业生产或将持续承压。需求方面,未来房地产信贷政策收紧态势可能有所缓解,但在房地产调控政策基调不变的前提下,短期内房地产投资难以逆转偏弱的格局;随着财政资金到位以及“十四五”规划的重大项目陆续启动建设,基建投资有望逐步改善,但受制于地方政府债务管理趋严,预计改善空间有限;限产限电、生产成本上升等因素或将对制造业投资修复产生制约。消费市场复苏基础仍不牢固,第四季度仍然会受到疫情影响,但电商购物节等因素有助于带动消费提升。第四季度海外需求修复叠加出口价格上涨或将支撑出口依然保持在较高水平,但在上年基数抬高因素影响下,出口增速或将小幅下行。基于上述分析,联合资信预测全年GDP增速在8.00%左右。

四、行业及区域环境分析

1. 商业物业租赁行业

(1) 商业物业租赁行业概况

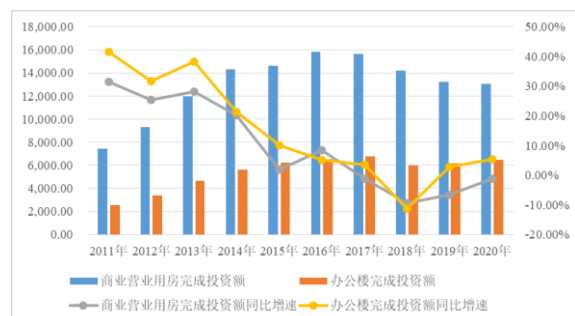
商业地产行业主要受到资金成本和经济增速的推动。近年来随着部分地区市场饱和,商

业地产投资增速有所放缓,但2020年投资增速呈现企稳回升态势,办公楼开发投资增速回升较显著。

2019年,商业营业用房完成投资额1.32万亿元,同比下降6.65%,投资规模进一步下降,占当年全国房地产行业投资完成总额的10.00%。办公楼开发投资完成额0.62万亿元,同比增长2.76%,实现小幅增长,占当年全国房地产行业投资完成总额的4.66%。

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。

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

2. 市场供需

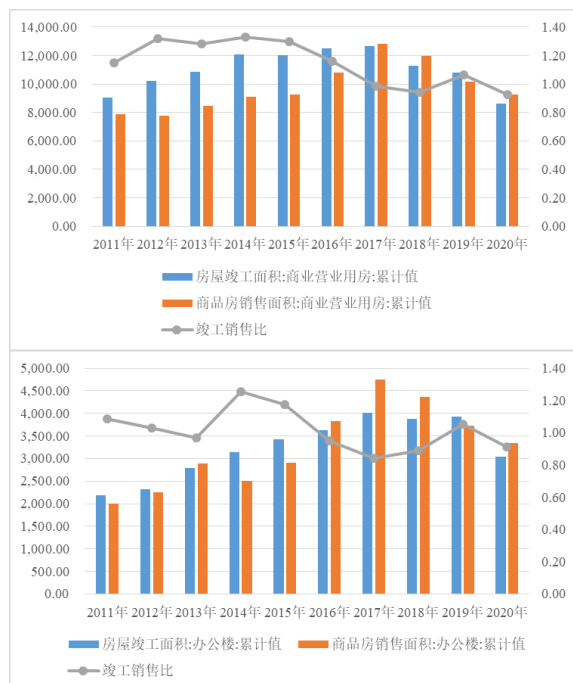
近年来,商业地产去库存效果有所显现,供求矛盾有所缓解,但整体库存压力依然较大;2019年四季度受宏观经济持续下行影响,写字楼市场需求有所下降,租金亦环比下跌。

从商业地产供求情况看,近年来,商业营业用房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。2018年以来,调控政策趋于常态,且购房需求的释放也达到了阶段性瓶颈,我国商业营业用房销售面积11971.33万平方米,同比下降6.80%,供应过剩压力仍存。2019年,全国商业营业用房竣工面积10814.18万平方米,同比下降3.95%;商业营业用房销

售面积 10172.87 万平方米，同比下降 15.02%。2020 年，全国商业营业用房竣工面积 8620.62 万平方米、销售面积 9288.46 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，2019 年，全国办公楼竣工面积 3923.39 万平方米，同比微增 1.01%；办公楼销售面积 3722.76 万平方米，同比下降 14.68%。2020 年，全国办公楼竣工面积 3041.59 万平方米、销售面积 3334.33 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）

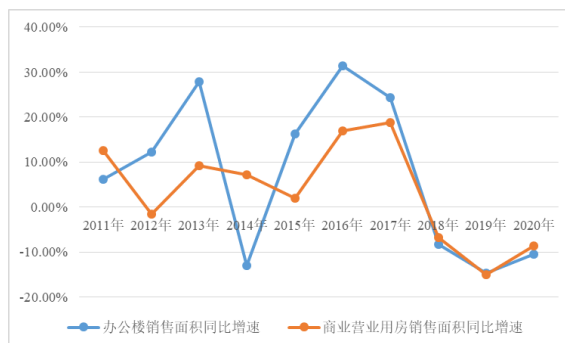


注：竣工销售比为竣工面积和销售面积的比值，小于1倍说明供不应求，大于1倍说明供大于求

资料来源：Wind，联合资信整理

2019 年，全国商业营业用房销售面积和销售金额分别同比下降 15.0%和 16.5%，办公楼销售面积和销售金额同比分别下降 14.7%和 15.1%。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，一线城市尤其是核心商圈，由于人流巨大、新增地块有限，商业地产处于供不应求状态，多年以来优质写字楼和优质零售物业首层租金均保持持续稳步上涨趋势；二线城市零售物业则因供给较多、竞争手段有限，首层租金持续走低。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%。

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 2019 年深圳市写字楼市场结构性供给过剩，空置率持续提升，租金水平呈下降趋势；深圳优质写字楼及优质零售物业供应量下降，空置率维持不变。

近年来，深圳市经济保持平稳增长。2018—2020 年，深圳市地区生产总值同比增速分别为 7.6%、6.7%和 3.1%，2020 年在新冠肺炎疫情疫情影响下仍实现逆势增长。2020 年，深圳市实现地区生产总值 27670.24 亿元，三次产业结构为 0.1: 37.8: 62.1。截至 2020 年底，深圳市常住人口 1763.38 万人，户籍人口 584.58 万人，十年来净流入 713.65 万人。整体来看，深圳市

经济实力强，人口呈净流入态势。

从商业地产开发情况来看，2020 年 1—9 月，深圳市优质写字楼新增供应量由上年同期的 174.10 万平方米下降为 51.40 万平方米；优质零售物业新增供应量由上年同期的 60.00 万平方米下降至 40.90 万平方米。2021 年 1—9 月，深圳市优质写字楼新增供应量较上年同期大幅提升至 120.00 万平方米，优质零售物业新增供应量同比提升至 70.60 万平方米。

从空置率看，2021 年 1—9 月，深圳优质写字楼空置率持续下降，已至 18.70%。

2018 年以来，深圳优质写字楼租金水平则整体呈下降趋势，截至 2021 年 9 月底为 187.40 元/平方米·月，较 2018 年底下降 11.48%。受到电商等因素冲击，深圳市优质零售物业首层租金有所下降，截至 2021 年 9 月底为 20.39 元/平方米·天，较 2018 年底下降 10.18%。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2021 年 9 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。公司运营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. 股东实力

星河控股各业务板块资产优质，业务运行平稳，有一定整体抗风险能力，整体实力强。

星河控股旗下现有地产、金融（资本）、产业、商置、物业五大业务板块，业务涉及地产开发、城市更新、商业运营、酒店管理、物业服务、金融投资和产业运营等多元领域；公司为星河控股商业资产运营平台。截至 2020 年底，星河控股合并资产总额 1894.30 亿元，所有者权益 555.90 亿元（含少数股东权益 4.80 亿元）；2020 年，星河控股实现营业收入（合并）257.40 亿元，利润总额 78.90 亿元。

星河控股的商置与物业业务板块主要运营主体分别为深圳市星河商置集团有限公司（以下简称“星盛商业”）与深圳星河智善生活股份有限公司（新三板证券代码“836397.NQ”），可为公司下属商业物业运营与管理提供保障，公司委托星盛商业运营管理公司下属购物中心。

公司商业地产项目主要从同一控制人旗下的星河控股集团有限公司（以下简称“星河控股”）房地产板块子公司完工后购入。2018 年，公司同一控制下并入雅宝 COCO PARK 购物中心及星河 WORLD A~G 栋写字楼，公司可租面积与资产规模大幅增长。未来，公司会根据集团战略安排，适时并入星河集团旗下部分成熟商业物业，包括雅宝星河郡寓、星河吉酒店以及雅宝双子塔等项目，但公司最终是否承接上述项目存在不确定性。

4. 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 2022 年 2 月 14 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，未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至 2022 年 3 月 16 日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

1. 法人治理结构

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，法人治理结构有待进一步完善。

公司按照《公司法》《外资企业法》和其他有关法律、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。公司不设董事会，设执行董事 1 名，由股东决定产生。公司不设监事会，设监事 1 名。

公司设立经营管理机构，经营管理机构设经理 1 人，由执行董事聘任或者解聘。

2. 管理水平

公司内部管理制度较为健全，能满足日常经营需要。

公司内设财务管理中心、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，公司通过制定相应制度，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、融资流程以及风险控制

等方面作了明确规定。

七、经营分析

1. 经营概况

公司收入主要来源于房屋租赁收入和酒店经营收入，近三年收入和利润均有所波动；公司综合毛利率持续下降。2020年新冠肺炎疫情对公司收入及毛利率影响较大。

公司目前收入主要来自于出租物业收入，主要包括购物中心、写字楼和酒店。

公司委托星盛商业运营管理公司购物中心，星盛商业代公司收取租金，并于每月底（当月）将全部的租户租金收入和停车场收入的 40%返还给公司。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；其中保底抽成模式占比较大，约占 85%左右。公司目前在运营商业物业主要从关联方以市场价格购入，后续公司根据市场情况选择继续从关联方购入或外部购入合适商业物业。

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。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，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。

2018—2020年，公司房屋商业租赁收入波动增长，其中2019年增长主要系并入深圳市星河雅创投资发展有限公司后，可租面积和租金水平均有所增加所致；2020年收入有所下降主要系福田COCO PARK装修改造以及疫情影响所致；公司酒店收入逐年下降，其中2020年大幅下降主要受疫情影响。公司其他业务规模较小。

从毛利率看，2018—2020年，公司房屋商业租赁业务毛利率持续下降，其中2020年大幅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；酒店经营毛利率持续下降，2020年受疫情影响较大。

2021年1—9月，公司实现营业收入13.18亿元，同比大幅增长26.80%，较2019年同期增长8.26%；公司业务综合毛利率为64.67%。

表 2 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	--	--	--
其他业务收入	0.01	0.04	100.00	0.01	0.06	100.00	0.17	1.16	75.85
合计	13.02	100.00	74.26	16.69	100.00	72.77	14.81	100.00	63.39

资料来源：公司提供

2. 商业租赁业务运营

2018—2020年，公司购物中心可租面积保持稳定，出租率保持较高水平；写字楼可租面积及出租率稳步提升。新冠肺炎疫情对公司经营有所影响。2021年1—9月，公司购物中心经营情况已基本恢复至疫情前水平，酒店业务仍在恢复中。

2017年，公司新增亚金写字楼项目，该项目经装修改造后于2019年正式对外出租。2018年，公司并入雅宝 COCO PARK 购物中心以及星河 WORLD A~G 栋写字楼，可出租面积同比大幅增长。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

2018—2020年，公司主要购物中心可租面积基本保持稳定；出租率有所波动；平均租金持续下降，但出租率及租金水平仍保持在较高水平。2020年，公司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以及

公司下属购物中心执行2、3月份租金减半政策所致。伴随疫情逐步得到控制，2021年1—9月，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 3 公司主要购物中心业务经营概况

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—9 月
可租面积（万平方米）	35.31	35.95	35.95	35.95
出租率（%）	95.58	96.11	92.80	95.06
平均租金（元/天·平方米）	5.48	5.43	4.02	5.24
租金收入（亿元）	6.12	6.76	5.39	4.83

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。其中，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；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。

表 4 截至2021年9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 1—9 月 出租率	2020 年 租金收入	2021 年 1—9 月 租金收入	位置/交通	定位	主要品牌
福田 COCO PARK	2006.09	68162.00	96.59	2.59	2.38	深圳市 CBD 中心区，与地铁无缝衔接	中高档时尚购物中心	永辉超市、百老汇影院、优衣库、CKJ、EVISU、西贝莜面村、星巴克等
COCO PARK 龙岗店	2012.09	81746.50	98.36	0.83	0.73	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、EP 雅莹、INSUN、H&M、UNIQLO

COCO CITY 龙华店	2014.11	96636.60	92.80	0.73	0.61	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	95.58	0.65	0.55	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	81777.95	91.73	0.59	0.57	深圳市龙岗区星河 WORLD 产业园，临近地铁5号线、10号线	中高档时尚购物中心	星河寰宇影城、永辉超市、西西弗书店
合计		359494.60	--	5.39	4.83	--	--	--

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2021年9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。

表5 公司写字楼业务经营概况

项目	2018年	2019年	2020年	2021年1—9月
可租面积（万平方米）	37.03	40.03	39.86	40.22
出租率（%）	78.36	84.50	95.21	96.40
平均租金（元/天·平方米）	3.48	4.09	3.61	3.71
租金收入（亿元）	2.41	4.98	4.93	4.03

资料来源：公司提供

2018—2020年，公司写字楼可租面积波动增长，2019年增长主要系新出租亚金写字楼所致；租金水平波动增长，其中2019年大幅增长主要系公司将之前以低于市场水平的租金出租给关联方深圳雅宝房地产开发有限公司龙岗分公司的星河 WORLD A~G 栋写字楼改为对外出租，租金上涨所致，2020年受疫情影响有所下降。2021年1—9月，公司写字楼出租率继续提升，租金水平较2020年有提升但仍未达到2019年水平。

表6 截至2021年9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	2020年出租率	2020年租金水平	2020年租金收入	2021年1—9月租金收入
星河发展中心	4.22	83.62	275.62	1.16	0.66
星河世纪大厦	0.42	92.93	210.51	0.10	0.05
星河 WORLD 产业园写字楼	33.17	97.98	90.16	3.51	3.18

亚金写字楼	2.41	74.88	82.12	0.15	0.14
合计	40.22	--	--	4.93	4.03

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

截至2020年底，公司部分写字楼出租率相对较低，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。

3. 酒店经营业务

公司酒店地理位置优越，平均房价处于较高水平，对公司收入与利润形成有效补充，并在丰富公司业态、提高品牌知名度等方面发挥了积极作用。

公司酒店经营收入主要来自丽思卡尔顿酒店，以客房收入和餐饮收入为主。丽思卡尔顿酒店地理位置优越，共拥有280间宽敞舒适的客房（含43间豪华套房）。与周边主要同星级酒店对比，丽思卡尔顿酒店房价水平、入住率等方面处于领先地位。

从酒店业务运营指标来看，2018—2019年，公司酒店入住率保持较高水平，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1293.22元/间·天，受影响较大。2021年1—9月，酒店入住率提升至71.10%，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。

表7 公司酒店业务主要经营指标

项目	2018年	2019年	2020年	2021年1—9月
接待游客 (万人)	15.12	12.78	8.96	5.33
入住率(%)	89.10	90.10	61.80	71.10
平均房价 (元/间·天)	1664.82	1609.46	1293.22	1295.56

资料来源：公司提供

4. 关联交易

公司关联担保、往来款和资产转让交易规模大，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。

此外，公司于2018年以14.56亿元从雅宝房地产处购买星河WORLD部分写字楼资产。2019年，公司从深圳市星河投资有限公司借款22.11亿元¹，以及以4.04亿元向深圳市安林珊资产管理有限公司出售银顺通公司股权。

表8 公司主要关联交易情况（单位：亿元）

项目	2018年	2019年	2020年
对关联方担保金额	49.10	46.80	46.10亿元及不超过3.40亿美元
关联方对公司担保金额	85.03	116.26	116.25
应收关联方款项(其他应收款)	6.10	5.30	19.47
应付关联方款项(其他应付款)	8.97	5.06	7.43

资料来源：公司提供

5. 经营效率

公司经营效率较差。

2018—2020年，公司总资产周转次数分别为0.04次、0.04次和0.03次。与同行业公司比较，公司经营效率指标处于较低水平。

表9 2020年公司与同行业企业经营效率指标情况

公司名称	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
星河实业	0.03

注：本报告同比较数据均来自于 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

¹ 截至目前已偿还

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。

八、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2018—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2021年三季度财务数据未经审计。公司合并范围内子公司变动不大，可比性较强。

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9月底，公司资产总额473.15亿元，所有者权益207.14亿元（含少数股东权益23.48亿元）；2021年1—9月，公司实现营业收入13.18亿元，利润总额4.59亿元。

2. 资产质量

近年来，公司资产构成中投资性房地产规模较大，委托投资理财产品的收益情况和变现

能力等对公司资产流动性及安全性有一定影响，需关注该类资金后续的投资方向；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。

2018—2020年末，公司资产总额快速增长，年均复合增长11.42%。截至2020年底，公司资产总额461.92亿元，流动资产和非流动资产占比分别为26.33%和73.67%。

(1) 流动资产

2018—2020年末，公司流动资产持续增长，年均复合增长 51.34%。截至 2020 年底，公司流动资产 121.64 亿元，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。

2018—2020 年末，公司货币资金持续增长，年均复合增长 74.61%。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。受关联方往来款波动影响，2018—2020 年末，公司其他应收款波动增长，年均复合增长 57.55%。截至 2020 年底，公司其他应收款集中度较高，其中应收星河控股的 16.47 亿元主要为非经营性资金往来。公司关联方往来款规模大，对公司资金占用严重。

表 10 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

2018—2020 年末，受公司对闲置资金进行委托投资的规模波动影响，公司其他流动资产波动增长，年均复合增长 44.27%。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，主要为向万科财务顾问有限公司的委托投资（41.40 亿元），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

2018—2020 年末，公司非流动资产小幅增长，年均复合增长 3.28%。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。

2018—2020 年末，公司投资性房地产持续增长，年均复合增长 1.09%。截至 2020 年底，公司投资性房地产 316.57 亿元，较年初变动不大，抵押比例达 99.43%，受限比例很高。公司投资性房地产主要位于深圳市，核心价值高。

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 11 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 9 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 50.89%至 28.23 亿元，未受限资金仅 5.65 亿元；公司其他流动资产较上年底增长 90.45%至 81.94 亿元，主要系委托投资规模大幅增长所致，截至本报告出具日，公司此类理财产品已全部赎回，公司将适时寻找合适的标的进行投资，需关注资金的后续投资方向；公司其他应

收款较上年底大幅下降 47.78%至 10.66 亿元，主要系和股东往来款减少所致。

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。

2018—2020 年末，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长 2.87%。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，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%、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 9 月底，公司所有者权益较上年底增长 5.11%至 207.14 亿元，其中实收资本较上年底大幅增长至 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；该部分资金公司将用于获取深圳 COSTCO 项目。

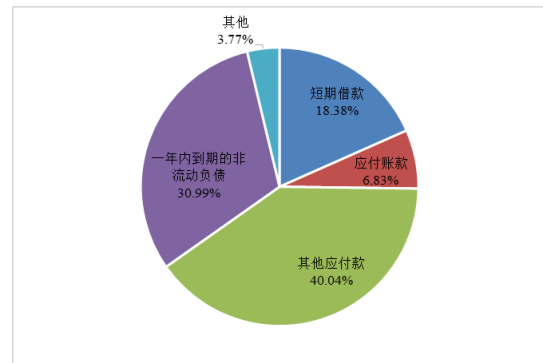
(2) 负债

2018—2020 年末，公司债务规模增长较快，债务结构合理，整体债务负担合理。截至 2021 年 9 月底，公司债务规模有所下降。

2018—2020 年末，公司负债规模快速增长，年均复合增长 19.37%。截至 2020 年底，公司负债合计 264.85 亿元，流动负债占 10.89%，非流动负债占 89.11%。

2018—2020 年末，公司流动负债波动增长，年均复合增长 20.15%。截至 2019 年底，公司流动负债较年初大幅增长 1.09 倍，主要系一年内到期的非流动负债大幅增加所致。截至 2020 年底，公司流动负债较年初下降 31.05%至 28.84 亿元，构成如下图。

图 4 公司流动资产构成情况



资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

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。

2018—2020 年末，受关联往来款规模波动影响，公司其他应付款波动下降。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。

2018—2020 年末，公司一年内到期的非流动负债波动增长。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。

2018—2020 年末，公司非流动负债快速增长，截至 2020 年底，公司非流动负债为 236.01 亿元，主要为长期借款（占 70.82%）。

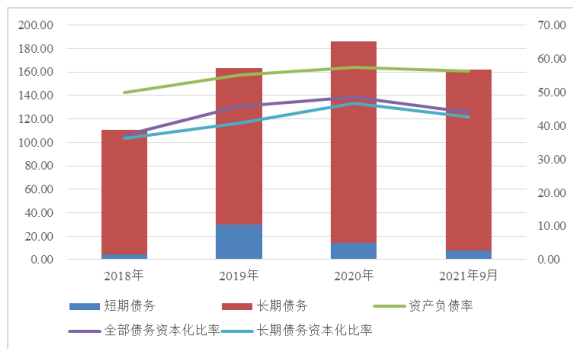
2018—2020 年末，公司长期借款快速增长，年均复合增长 40.43%。截至 2020 年底，公司长期借款 167.15 亿元，较年初增长 25.53%，均有抵押物。

截至 2021 年 9 月底，公司负债总额较上年底变动不大；其中其他应付款较上年底增长 2.00 倍至 35.31 亿元，主要系公司与股东之间的往来款大幅增长所致。

全部债务方面，2018—2020 年末，公司全部债务快速增长，年均复合增长 29.90%；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持续增长。截至 2021 年 9 月底，

公司全部债务较年初下降 13.13%，以长期债务为主（占 95.32%）；公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较年初均有不同幅度下降。公司债务整体仍处于合理水平。公司债务期限结构看，期限主要集中在 4 年以上，债务结构合理。

图 5 公司债务指标情况（单位：亿元、%）



资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

4. 盈利能力

受疫情影响，公司 2020 年营业收入有所下降；近三年，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。2021 年前三季度，公司收入和利润同比均有所增长。

2018—2020 年，公司营业收入波动增长，年均复合增长 6.63%，2020 年有所下降主要系疫情叠加福田 COCO PARK 装修影响所致；利润总额波动下降，年均复合下降 21.68%，其中 2020 年大幅下降 40.43%，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。

2018—2020 年，公司期间费用总额逐年增长，年均复合增长 29.28%。2020 年，公司期间费用总额为 9.54 亿元，销售费用、管理费用及财务费用分别占 4.98%、6.87% 和 88.16%。2018—2020 年，公司费用收入比持续增长，费用控制能力有待提升。

表 12 公司利润相关情况（单位：%、亿元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
费用收入比	43.83	52.87	64.44
公允价值变动收益	5.81	5.08	1.69
公允价值变动收益/营业利润	49.44	42.57	24.23

投资收益	2.50	4.01	5.86
投资收益/营业利润	21.28	33.55	83.89
营业利润率	70.47	69.67	59.85
净资产收益率	4.83	4.69	2.74

资料来源：公司财务报告

2018—2020 年，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，2018—2020 年，公司营业利润率和净资产收益率均逐年下降，主要系权益及债务规模快速增长所致；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
星河实业	63.39	36.45	2.86

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—9 月，公司实现营业收入 13.18 亿元，同比增长 26.80%，公司购物中心及写字楼业务已基本恢复至疫情前水平；公司利润总额同比增长 10.33% 至 4.59 亿元，增幅小于营业收入增幅，主要系自持物业进行升级改造以及理财产品投资收益下降所致。

5. 现金流

公司经营活动现金流保持净流入，收入实现质量较好；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	2021 年 9 月
经营活动现金流入小计	42.53	24.07	20.51	14.76
经营活动现金流出小计	27.62	12.47	8.52	11.99
经营现金流量净额	14.90	11.60	11.99	2.77
投资活动现金流入小计	122.52	78.67	92.27	38.67
投资活动现金流出小计	132.98	122.46	85.69	46.24
投资活动现金流量净额	-10.47	-43.79	6.58	-7.57
筹资活动前现金流量净	4.43	-32.19	18.57	-4.80

额				
筹资活动现金流入小计	36.42	82.56	75.37	8.74
筹资活动现金流出小计	42.08	37.57	79.68	33.22
筹资活动现金流量净额	-5.66	44.99	-4.31	-24.48
现金收入比	108.54	106.08	104.96	104.40

资料来源：公司财务报告

经营活动方面，2018—2020 年，公司经营现金流入及流出均持续下降，分别年均复合下降 30.55%和 44.45%，其中 2019 年流入及流出下降，主要系关联方往来款不再列入经营活动现金流所致；2020 年流入有所下降主要系疫情影响收入所致，流出有所下降主要系公司停止小贷业务所致。2018—2020 年，公司经营现金流持续净流入，收入实现质量较好。

2018—2020 年，公司投资活动现金流入年均复合下降 13.22%，主要系公司收回委托投资规模波动所致；投资活动现金流出年均复合下降 19.73%，主要系公司委托投资规模下降所致；公司与关联方之间存在一定的往来款。同期，公司投资活动现金流净额由净流出转为净流入。

2018—2020 年，公司筹资活动前现金流净额波动较大。

公司主要通过银行借款与发行债券的方式筹资，2018—2020 年，公司筹资活动现金流入波动增长；公司筹资活动现金流出波动增长，年均复合增长 37.61%。公司实际融资需求不大。

2021 年 1—9 月，公司经营活动净现金流同比下降 48.44%至 2.77 亿元，主要系龙华项目开发成本增加所致；投资活动净现金流和筹资活动净现金流均为净流出状态。

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，公司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，并可得到股东较大支持，公司整体偿债能力很强。

表 15 公司偿债指标（单位：%、倍、亿元）

项目	项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
短期	流动比率	265.84	248.78	421.79	272.49

偿债能力	速动比率	265.74	248.65	421.56	258.82
	经营现金/流动负债	74.60	27.74	41.56	--
	现金类资产/短期债务	4.00	0.95	4.04	3.73
长期偿债能力	EBITDA	17.33	20.41	18.04	--
	EBITDA/利息支出	3.36	2.64	1.84	--
	全部债务/EBITDA	6.37	8.00	10.33	--

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债能力指标来看，2018—2020 年末，公司流动比率与速动比率均波动增长，现金短期债务比波动性较大，考虑到公司持有较大规模的委托投资，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标来看，2018—2020 年，公司 EBITDA 利息倍数持续下降；全部债务/EBITDA 持续增长，公司 EBITDA 对利息和全部债务的保障能力一般，长期偿债能力一般。

截至2021年9月底，公司对关联方担保余额为35.26亿元，存在一定或有负债风险。

表 16 截至 2021 年 9 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	10.26
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
星河集团	公司股东	1971.00 万美元（折合人民币 1.42 亿元）
星河集团	公司股东	8978.00 万美元（折合人民币 6.38 亿元）
星河集团	公司股东	6490.00 万美元（折合人民币 4.61 亿元）
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	98452.00 万港币（折合人民币 8.86 亿元）
合计	--	35.26

资料来源：公司提供

未决诉讼方面，截至 2021 年 9 月底，公司无重大未决诉讼。

截至 2021 年 9 月底，公司（合并口径）已经取得的银行授信总额为 109.60 亿元，尚未使用 18.23 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，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，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；负债总额为 151.35 亿元，主要由其他应付款（占 57.16%）和长期借款（占 26.67%）构成；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；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，利润总额为 2.69 亿元，其中投资收益为 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。

截至 2021 年 9 月底，母公司资产总额较上年底增长 4.09%，资产结构较上年底变动不大；其中货币资金较上年底大幅下降 51.73% 至 27.07 亿元。母公司负债总额较上年底变动不大，所有者权益较上年底增长 9.45% 至 93.66 亿元，其中实收资本较上年底增长 7.09 亿元。2021 年 1—9 月，母公司实现营业收入为 3.47 亿元，利润总额为 1.63 亿元。2021 年 1—9 月，母公司经营活动现金流净额为 -4.01 亿元，投资活动现金流净额为 15.46 亿元，筹资活动现金流量净额为 -7.43 亿元。

九、本期中期票据偿还能力分析

本期中期票据的发行对公司债务结构影响不大；公司经营活动净现金流和 EBITDA 对本期中期票据的保障能力强。

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

假设公司本期中期票据发行规模为 3.00 亿元，本期中期票据发行对公司现有债务结构影响不大。截至 2021 年 9 月底，本期中期票据发行后，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别上升至 56.50%、

44.32% 和 43.17%，公司负债水平有所上升。考虑到本期中期票据募集资金拟偿还债务，公司实际债务负担或将低于预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

本期中期票据发行后，公司经营活动现金流入、经营活动净现金流和 EBITDA 对长期债务的保障能力一般。经营活动净现金流和 EBITDA 对本期中期票据的保障能力强。

表 17 本期中期票据偿还能力测算

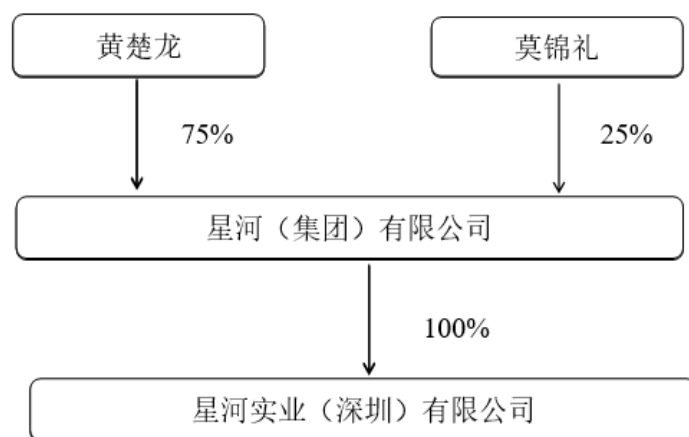
项目	数值
截至 2021 年 9 月底发行后长期债务*（亿元）	157.33
2020 年经营活动现金流入/发行后长期债务（倍）	0.13
2020 年经营活动净现金流/发行后长期债务（倍）	0.08
发行后长期债务/2020 年 EBITDA（倍）	8.72
2020 年经营活动净现金流/本期中期票据	4.00
2020 年 EBITDA/本期中期票据	6.01

注：发行后长期债务为将本期中期票据发行额度计入后测算的长期债务总额
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

十、结论

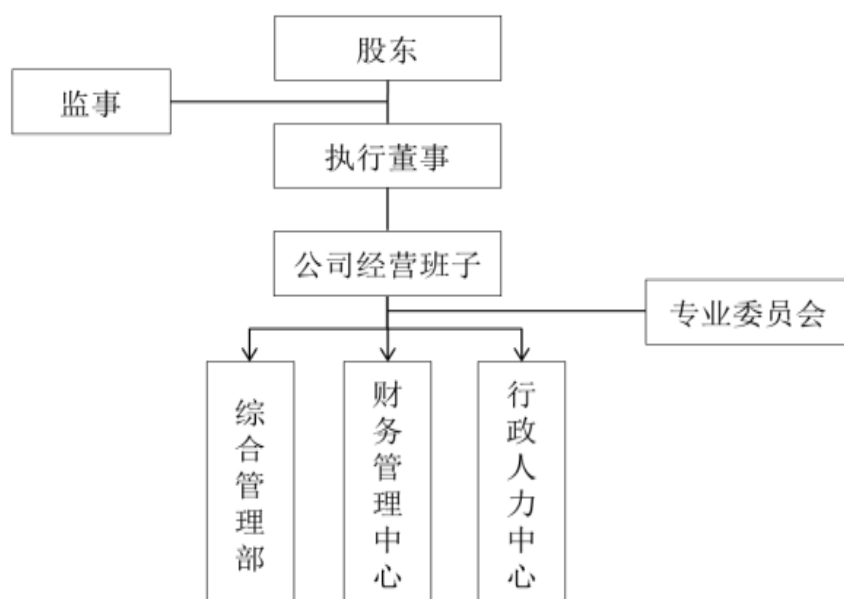
基于对公司经营风险、财务风险、债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AA⁺，本期中期票据信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年 9 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 2021 年 9 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 9 月底星河实业（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 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	18.88	28.75	57.49	28.23
资产总额（亿元）	372.11	430.99	461.92	473.15
所有者权益（亿元）	186.23	193.62	197.07	207.14
短期债务（亿元）	4.72	30.14	14.24	7.57
长期债务（亿元）	105.73	133.15	172.14	154.33
全部债务（亿元）	110.44	163.29	186.37	161.90
营业收入（亿元）	13.02	16.69	14.81	13.18
利润总额（亿元）	11.74	12.10	7.20	4.59
EBITDA（亿元）	17.33	20.41	18.04	--
经营性净现金流（亿元）	14.90	11.60	11.99	2.77
财务指标				
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	104.40
营业利润率（%）	70.47	69.67	59.85	61.79
总资产收益率（%）	4.77	4.71	3.96	--
净资产收益率（%）	4.83	4.69	2.74	--
长期债务资本化比率（%）	36.21	40.75	46.62	42.70
全部债务资本化比率（%）	37.23	45.75	48.61	43.87
资产负债率（%）	49.95	55.07	57.34	56.22
流动比率（%）	265.84	248.78	421.79	272.49
速动比率（%）	265.74	248.65	421.56	258.82
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	3.73
EBITDA 利息倍数（倍）	3.36	2.64	1.84	--
全部债务/EBITDA（倍）	6.37	8.00	10.33	--

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；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. 公司 2021 年 1-9 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 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	12.62	24.66	56.08	27.07
资产总额（亿元）	192.81	230.03	236.92	246.61
所有者权益（亿元）	84.18	85.03	85.57	93.66
短期债务（亿元）	1.63	22.77	9.66	2.79
长期债务（亿元）	53.34	42.42	45.35	40.12
全部债务（亿元）	54.97	65.19	55.01	42.91
营业收入（亿元）	5.50	5.27	4.08	3.47
利润总额（亿元）	4.94	2.92	2.69	1.63
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	15.68	3.05	1.91	-4.01
财务指标				
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	102.86
营业利润率（%）	51.75	45.96	38.07	34.72
总资产收益率（%）	/	/	/	--
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	29.99
全部债务资本化比率（%）	39.51	43.40	39.13	31.42
资产负债率（%）	56.34	63.04	63.88	62.02
流动比率（%）	130.09	102.39	103.03	101.51
速动比率（%）	130.05	102.37	103.01	95.41
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	9.71
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 公司本部 2021 年 1-9 月财务数据未经审计；2. “/” 表示数据无法获取

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	
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	
总资产收益率	(净利润 + 费用化利息支出) / (所有者权益 + 长期债务 + 短期债务) × 100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 税金及附加) / 营业收入 × 100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务 + 短期债务 + 所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计 × 100%
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计 × 100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
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

联合资信评估股份有限公司关于 星河实业（深圳）有限公司 2022 年度第一期中期票据 的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评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（以下简称“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。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，贵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贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。