

信用等级公告

联合[2016] 740 号

联合资信评估有限公司通过对星河实业（深圳）有限公司及其拟发行的2017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

2017 年度第一期中期票据的信用等级为

AA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一六年五月三十日



星河实业（深圳）有限公司

2017 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

评级展望：稳定

本期中期票据信用等级：AA

本期中期票据发行额度：5 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：补充营运资金及偿还银行借款

评级时间：2016 年 5 月 30 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
资产总额(亿元)	122.30	174.32	179.71	183.73
所有者权益(亿元)	57.74	81.20	81.29	82.26
长期债务(亿元)	24.61	52.82	52.04	57.93
全部债务(亿元)	43.54	67.35	58.66	68.19
营业收入(亿元)	7.56	8.44	9.49	2.66
利润总额(亿元)	5.92	6.22	11.03	1.26
EBITDA(亿元)	9.27	11.37	15.31	--
经营性净现金流(亿元)	1.10	-2.06	36.23	-10.87
营业利润率(%)	55.21	57.59	63.29	86.02
净资产收益率(%)	7.86	5.75	10.35	--
资产负债率(%)	52.78	53.42	54.77	55.23
全部债务资本化比率(%)	42.99	45.34	41.91	45.32
流动比率(%)	135.50	306.80	171.56	227.93
全部债务/EBITDA(倍)	4.70	5.93	3.83	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.31	3.00	3.98	--
EBITDA/ 本期中期票 据额度(倍)	1.85	2.27	3.06	--

注：2016 年一季度财务数据未经审计。

分析师

赵传第 陈 茜

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”）是深圳市起步最早的商业资产运营管理商之一，主要从事购物中心、写字楼等商业物业租赁和酒店经营业务。公司下属商业项目运营时间长、品牌知名度高，且公司通过项目运作不断积累经验，已形成涵盖策划、招商、运营等流程较为完整的产业链。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到房屋商业租赁业市场竞争激烈，公司利润总额对公允价值变动收益依赖大，所有者权益稳定性一般，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，随着母公司在建商业项目陆续完工并移交给公司运营，公司收入规模和盈利能力有望持续增强。联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期中期票据对公司现有债务规模影响大，公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期中期票据保障程度高。

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. 公司下属商业物业以购物中心为主，运营时间长、品牌知名度高，且公司已经形成了涵盖策划、设计、招商、运营等全流程的商业物业运营管理体系。
3. 公司运营的星河丽思卡尔顿酒店地理位置

优越，入住率、平均房价等均处于深圳市领先地位，是公司收入和利润的另一主要来源。

4. 公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期中期票据保障程度高。

关注

1. 商办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，公司经营环境竞争加剧。
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，稳定性一般。
4. 公司受限资产比重高，流动性受到一定影响。
5. 公司关联方资金往来规模大，对公司资金形成占用；对外担保全部为对关联公司的担保，存在一定或有负债风险。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与星河实业（深圳）有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与星河实业（深圳）有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因星河实业（深圳）有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由星河实业（深圳）有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、星河实业（深圳）有限公司 2017 年度第一期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到期兑付日有效；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。

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港币1000万元;1999年10月,星河集团对公司增加注册资本金港币4000万元,增资后公司注册资本变更为港币5000万元(按当时汇率折算为人民币5355万元)。截至2016年3月底,公司注册资本为港币5000万元,星河集团为公司唯一股东。截至2016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(股权结构图见附件1-1)。

公司经营范围: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。增加:从事沙嘴红旗岭综合楼停车场机动车停放服务。增加:福田区星河明居停车场机动车停放服务。增加:福田区怡和楼停车场机动车停放服务。增加:福田区星河雅居停车场机动车停放服务。增加:在深圳市设立五个非独立法人分支机构。增加:福田区福强路福民新村东侧星河华居停车场机动车停放服务。增加:从事福田区B117-0015地块的房地产开发经营;从事酒店的经营管理。(以下项目以分公司另行申报经营):经营旅业;经营内设:中西餐厅、酒吧(不设厨房;不含卡拉OK、文艺表演项目)、酒廊;商务中心;健身房、游泳池、经营内设小商场:从事日用百货、钟表、黄金(不含原材料)、珠宝(不含裸钻)、服装、皮具、鞋类、箱包、文具、酒类零售(涉及专项规定管理的商品按国家有关规定办理)。水疗保健服务(具体为:公共浴室);烟草零售。美容美发(不含医疗美容)、糕点制售;福田区福华三路星河发展中心地下停车场机动车停放服务。自有房屋租赁(限星河发展中心、

星河名居裙楼、皇岗星河华居商场、星河雅居、上步综合市场201等办公或商业物业)。

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,公司主业为商业资产经营管理业,主要从事购物中心、酒店及写字楼经营、房屋租赁、停车场经营等业务。

截至2016年3月底,公司合并范围包括5家全资子公司¹,1家控股子公司。公司下设发展研究中心、招商中心、营运管理中心、财务管理中心等8个职能部门。

截至2015年底,公司合并资产总额179.71亿元,所有者权益81.29亿元(含少数股东权益0.34亿元);2015年,公司合并实现营业收入9.49亿元,利润总额11.03亿元。

截至2016年3月底,公司合并资产总额183.73亿元,所有者权益82.26亿元(含少数股东权益0.34亿元)。2016年1~3月,公司合并实现营业收入2.66亿元,利润总额1.26亿元。

公司地址:深圳市福田区中心五路星河发展中心大厦20楼(限办公);法定代表人:时锋²。

二、本期中期票据概况

公司于2016年注册额度为25亿元的中期票据,本期拟发行的2017年度第一期中期票据(以下简称“本期中期票据”)金额为5亿元,期限为3年,募集资金中3亿元拟用于补充营运资金,2亿元拟用于偿还银行借款。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。

¹ 2015年10月,公司将其持有的深圳市星丽酒店经营管理有限公司(以下简称“星丽酒店公司”)全部股权转让给深圳市协合装饰工程有限公司,将其持有的惠州星河协通房地产开发有限公司(以下简称“星河协通公司”)的全部股权转让给深圳市怡景城投资有限公司。转让完成后,星丽酒店公司、星河协通公司不再纳入公司合并范围。

² 2016年3月,公司法定代表人变更为时锋,详情见下文。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015 年，我国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，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）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示我国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，我国就业形势总体稳定。

产业结构调整稳步推进，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。根据国家统计局初步核算，2015 年，我国国内生产总值（GDP）67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低；分季度看，GDP 增幅分别为 7.0%、7.0%、6.9%和 6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累我国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明我国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

固定资产投资增速下行，成为 GDP 增速回落的主要原因。2015 年，我国固定资产投资（不含农户）55.2 万亿元，同比名义增长 10.0%（扣除价格因素实际增长 12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，成为经济增长的主要拖累。

消费增速整体上较为平稳，为经济增长发挥“稳定器”作用。2015 年，我国社会消费品零售总额 30.1 万亿元，同比增长 10.7%，增幅较 2014 年下降 1.3 个百分点；我国消费与人均收入情况大致相同，我国居民人均可

支配收入全年同比增长 8.9%，扣除价格因素实际增长 7.4%，增幅较上年略有回落。

贸易顺差继续扩大，但进、出口双降凸显外贸低迷。2015 年，我国进出口总值 4.0 万亿美元，同比下降 8.0%，增速较 2014 年回落 11.4 个百分点。贸易顺差 5930 亿美元，较上年大幅增加 54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。我国受到全球经济增速放缓以及国内制造业成本优势逐渐降低的影响，外贸形势不容乐观，但随着人民币（相当于美元）贬值、欧美经济复苏以及国内稳外贸措施和一带一路项目的逐步落地，外贸环比情况略有改善。

2. 政策环境

2015 年，中国继续实行积极的财政政策。全年一般公共财政收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。

2016 年是我国“十三五”开局之年，我国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。中共十八届五中全会审议决定到 2020 年 GDP 比 2010 年翻一番，意味着“十三五”期间的 GDP 增速底线是 6.5%。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。在上述会议和政策精神的指引下，2016 年，在财政政策方面，政府将着力加强供给侧结构性改革，继续推进 11 大类重大工程包、六大领域消费工程、“一带一路、京津冀协同发展、长江经济带三大战略”、国际产能和装备制造合作重点项目，促进经济发展；但经济放缓、减税、土地出让金减少以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升，或将在一定程度上压缩积极财政的空间。在货币政策方

面，央行将综合运用数量、价格等多种货币政策工具，继续支持金融机构扩大国民经济重点领域和薄弱环节的信贷投放，同时进一步完善宏观审慎政策框架；M2 或将保持 13% 以上的较高增速，推动实体经济增长；在美元加息、国内出口低迷、稳增长压力较大的背景下，预计央行可能通过降准等方式对冲资金外流引起的流动性紧张，营造适度宽松的货币金融环境。

四、行业分析

公司作为星河集团“住宅开发、商业经营、金融投资”三大核心业务板块中商业经营板块运营主体，主要负责集团下属商业项目的出租和运营管理，商业资产类型包括购物中心、酒店和写字楼。

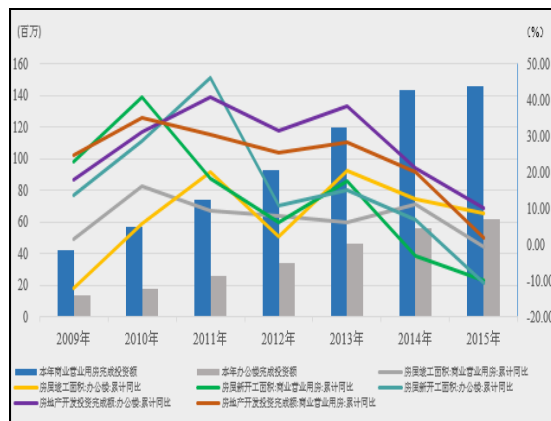
1. 商业地产租赁业

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，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。商业地产开发投资与运营面临着前所未有的发展机遇。

图1 近年来我国商业地产行业主要指标及变动情况



资料来源：Wind资讯

2010年以来，中国商业地产行业呈现爆发式增长。2013~2015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16597.28亿元、19987.44亿元和20817.23亿元，年均复合增长11.99%。商业类房屋投资以商业营业用房为主，近三年比重均在70%以上，2015年底占比为70.17%。2013~2015年，中国办公楼开发投资完成额年均复合增长15.53%，商业营业用房投资额年均复合增长10.58%，但分年度看均出现同比增速下滑的趋势；办公楼新开工面积同比分别增长38.20%、21.30%和10.10%，商业营业用房新开工面积同比分别增长28.30%、20.10%和1.80%，商业类房屋尤其是商业营业用房同比投资增速下降较快。从竣工面积来看，2013~2015年，办公楼竣工面积同比增速分别为20.50%、12.70%和8.80%，商业营业用房竣工面积同比分别增长6.10%、11.30%和-0.50%；近三年可用于租赁的商业类房屋面积持续增长，2015年增速明显放缓。

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。

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，发展潜力巨大。根据戴德梁行发布的《中国写字楼市场2015年回顾》研究报告：2015年，中国一线城市写字楼需求与供应量相若，所录得的吸纳量略低于新增供应量；与此同时，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。

分城市看，国内16个重点城市中，北京的空置率全国最低，仅为5.06%，其次是深圳、广州、上海，空置率最高的三个城市包括重庆、沈阳、成都；租金水平方面，2015年，16个重点城市中有7个城市录得租金同比下降（2014年末有4个城市租金同比下降），降幅最大的为沈阳，其次是长沙、西安和北京，增幅最大的为深圳、上海和武汉。深圳

是2015年16个城市中写字楼租金年增长率最高的城市，同比增长7.92%至254元/平方米每月。北京的平均租金虽然继续小幅下滑，但仍为全国最高，甲级写字楼平均月租金超过374元/平方米。租金下滑主要是因为大量新增供应入市，市场消化能力有限导致租金下行压力明显。

长期看，全国多个市场将在未来几年内迎来供应潮，供大于求仍将是盘踞部分二线城市写字楼市场的主旋律。未来五年新增供应量的总和在部分二线城市有可能相当于目前的总存量，甚至是现有存量的数倍之多，因此这些市场的空置率将不可避免地上升，并迫使租金下调。与此同时，四个一线城市的未来供应尽管在绝对数量上居全国前四位，但因这几个市场的旺盛需求和高去化速度，预计市场不会出现大幅波动。

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。购物中心在满足人民群众消费和休闲娱乐需求的同时，通过经营管理实现价值增值，为投资者赚取更大规模的投资回报。

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。

购物中心的产业链条涉及投资者、开发商、业主、经营管理者、消费者等在内的多种权益关系。主要运作流程包括：选址及土地获取—开发建设（包括市场调研、定位、规划、设计、施工等）—营销策划及招商（或销售）—运营管理。经营管理者需要根据购物中心定位进行统一招商管理（立足长远）、统一营销（广告宣传等）、统一服务监督和统一物管。

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。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。

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，已成为各大商业运营商转型的重要手段。

2. 酒店经营业

随着中国居民可支配收入持续增长，酒店业成为社会消费品零售业中增幅较大的子行业之一。旅游消费的增长带动酒店需求的上升，但酒店供给的大幅增加和国际酒店管理集团的进入对酒店行业产生较大的供给压力；此外，酒店业对外部宏观经济以及突发事件敏感，波动性较大，加上抑制“三公消费”等多重因素的影响，全国星级酒店出租率不断下滑，四星级及以上酒店房价下降明显。

根据国家旅游局公布的《2013年全国星级饭店统计公报》、《2014年全国星级饭店统计公报》和《2015年第四季度全国星级饭店统计公报》，2013~2015年，旅游局统计营业星级饭店数量分别为11687家、11180家和10956家。截至2015年底，省级旅游主管部门审核的10956家正常营业的饭店中，有五星级酒店807家，四星级酒店2398家，三星级酒店5286家，二星级酒店2373家，一星级酒店92家。比重最大的三星级酒店数量近三年呈下降趋势，四星级和五星级酒店数量逐年增长。2013年和2014年，星级饭店营业收入分别为2292.93亿元和2151.45亿元，下降幅度为6.17%；平均房价分别为333.08元/间夜和334.80元/间夜，其中，五星级和四星级酒店均价有所下降。同时平均出租率也呈现下降趋势，2014年为54.0%。据初步核算，2015年中国星级酒店年营业收入合计2112.79亿元，同比下降1.80%，平均房价为332.52元/间夜，

略有下降。2015年第四季度，上海、北京、海南、广东、浙江房价较高，其中上海最高为699.97元/间夜。

未来发展方面，中国人均GDP预计延续增长趋势，同时消费观念的改变给酒店业的发展带来新的契机。未来大众旅游需求呈现多样性、商务客源增多等因素促使高星级酒店与经济型酒店成为行业中表现较为活跃的两部分。

总体来看，近年来酒店业增长较快，目前供给已呈现相对过剩局面，行业竞争激烈，总体入住率不高，周期性强。国家限制“三公消费”使得以政府接待为主的酒店面临转型挑战，而以商务接待为主的酒店受影响则相对较小。同时，随着行业竞争的加剧，单体酒店受制于营销渠道与品牌影响力，竞争力日趋下降，未来酒店业将呈现品牌化、规模化和集团化的趋势。酒店管理业由于资本支出小、利润率高、风险小，从中长期看，旅游产业政策推动和旅游需求拉动将成为驱动中国旅游业长期高速增长的基本动力，随着中国旅游业的持续发展，酒店行业仍面临良好的发展机遇。

3. 区域环境

深圳市位于广东省中南沿海，珠江入海口东岸，与国际大都会香港一水之隔。深圳是中国重要的国际门户、“改革开放的窗口”和对外开放程度最高的城市之一。近年来，深圳市充分发挥其地缘、商缘、人缘优势，经济和居民生活水平显著提高，产业配套体系不断完善，已成为全球发展最快、中国经济最活跃城市之一。

深圳市四大支柱产业为高新技术产业、金融服务业、现代物流业以及文化产业，战略性新兴产业和现代服务业正在迅速崛起，成为深圳经济发展的新引擎。近年来，深圳市经济快速发展，2003~2012年GDP同比增速均保持在10%及以上。2013~2015年，深圳

市地区生产总值同比分别增长10.50%、8.80%和8.90%，呈波动下降趋势。根据《深圳市2015年国民经济和社会发展统计公报》，2015年，深圳市实现本地生产总值17502.99亿元，比上年增长8.9%。其中，第一产业增加值5.66亿元，下降1.7%；第二产业增加值7205.53亿元，增长7.3%；第三产业增加值10291.80亿元，增长10.2%。第一产业增加值占全市生产总值的比重不到0.1%；第二和第三产业增加值占全市生产总值的比重分别为41.2%和58.8%。人均生产总值157985元，增长5.2%，按2015年平均汇率折算为25365美元。

近年来，随着深圳市区域经济快速发展、产业结构不断优化、金融改革创新加速等所带来的城市竞争力的不断增强，深圳市写字楼市场呈现供需两旺的繁荣景象。

根据戴德梁行发布研究报告，截至2015年底，深圳市写字楼空置率在其跟踪的16个城市中居于第二低位（仅次于北京）；平均租金同比增长7.92%至254元/平方米每月，是16个城市中年增长率最高的城市，租金水平仅次于北京和上海。租赁对象方面，金融业构成了写字楼租赁市场的主导力量，占2015年新增甲级写字楼需求的69.7%，且单个企业平均占用面积同比大幅提高。2016年以来，大量新增写字楼供应预计会拉高深圳甲级写字楼空置率；但由于超过六成的项目为企业总部物业，自身资金流较为充裕，且受前海及自贸区因素的影响，金融类及科技类企业数量增长迅猛，为深圳市甲级写字楼市场需求构成支撑。

与写字楼市场相对比，以线下零售为主导的商铺物业面临着实体商店零售销售增长放缓、品牌店铺扩张减缓导致的商铺租金下降压力，同时商铺物业区域分化也在加剧，同一城市不同地段的发展差异较大。目前深圳主要的商圈包括罗湖区东门-华强北商圈、福田中心区、南山片区、宝安中心区、龙岗中心区等，其中罗湖区属于较为成熟的商业

片区。自 2013 年以来，深圳市优质零售物业首层租金呈缓慢下降趋势，由最高点的 31.10 元/平方米/天降至 26.30 元/平方米/天。

整体看，深圳市自设立以来获得了较多国家政策支持，经济发展迅速，经济实力不断增强。同时，深圳市地理位置优越，在与周边城市相互促进带动下，经济实力有望进一步加强。此外，深圳市作为中国重要的经济中心和对外门户之一，大量的入驻企业和常住人口可为商业地产企业提供良好的发展条件。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2016 年 3 月底，公司注册资本为港币 5000 万元，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

公司是深圳市起步最早的商业物业运营商之一，近年来经营规模不断扩张，已形成涵盖写字楼、住宅底商、购物中心等不同业态的丰富产品线。截至 2016 年 3 月底，公司下属商业物业可出租面积合计 35.22 万平方米，其中，福田 COCO Park 作为国内首创情景式公园版休闲购物中心，地理位置优越，品牌知名度高。2014 年，公司经营的福田 COCO Park 被中国购物中心产业资讯中心和中购联购物中心发展委员会评为中国著名品牌购物中心（都市型），并在同年的零售行业顾客满意度调查中，被深圳市零售商业行业协会授予为“最满意购物中心”称号。2015 年，福田 COCO Park 总业绩达 17 亿元，在全国 170 多家商场业绩排名中位居第 72 位。

公司通过项目运作不断积累经验，已形成涵盖策划、设计、招商、企划、运营等较为完整的业务链和业务管理制度，人才和商户资源丰富。

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。

总体看，公司业务及管理经验丰富，市场竞争实力强。

3. 人员素质

截至 2016 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时峰先生外，还有 1 名监事、1 名财务总监。

公司执行董事兼总经理时锋先生，1966 年生，硕士学历。曾任星河集团副总裁兼常州星河协通房地产开发有限公司总经理、深圳市星河房地产开发有限公司（以下简称“星河地产公司”）总经理、深圳信和地产公司项目部经理、深圳福田区房地产开发公司规划部经理。现任公司执行董事兼总经理（2016 年 3 月起）、星河集团执行副总裁兼深圳公司总经理，星河城市更新公司总经理。

公司财务总监张俊青女士，1972 年生，本科学历。曾任星河集团财务管理中心总监、江苏常发地产有限公司财务部总经理、深圳东方置地实业有限公司集团执行董事。现任公司财务总监、星河集团财务管理中心副总经理。

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，但公司董事、监事及高层管理人员任职时间较短，管理整合仍需时间。

4. 重大资产重组

公司股东星河集团成立于 1989 年，经过二十多年的发展已逐步形成“房地产综合开发、商业地产运营和金融投资”三大核心业务板块。随着经营规模的扩大，星河集团逐步对下属子公司进行整合。2014~2015 年，公司通过股权转让方式整合星河集团下属商业

资产经营实体，具体交易情况如下：

（1）收购股权

根据相关股东会决议，公司向受同一最终控制人控制的关联方星河地产公司收购其下属 2 家全资子公司——深圳市星运成商业经营有限公司（以下简称“星运成公司”）和深圳市河利通商业经营有限公司（以下简称“河利通公司”）的全部股权，交易价格分别为 9.5 亿元人民币和 10.6 亿元人民币；向受同一最终控制人控制的关联方深圳市隽永投资发展有限公司、星河地产公司收购其共同

设立的子公司深圳市星河苏活公园实业有限公司（以下简称“苏活公司”）的全部股权，股权作价 3.56 亿元人民币；向受同一最终控制人控制的关联方深圳市星河投资有限公司收购其下属控股子公司安林珊置业（深圳）有限公司（以下简称“安林珊公司”）96.67% 的股权，股权作价 2.9 亿元港币。公司已支付上述 4 家标的公司全部的股权转让款，且工商变更手续已于 2015 年 10 月 31 日完成。2015 年 10 月 31 日为合并基准日。

表 1 公司收购的子公司概况（单位：万元）

收购标的	成立日期	主要项目	收购股权比例	股权作价
星运成公司	2014 年 10 月	龙华 COCO City	100.00%	95000.00
河利通公司	2015 年 10 月	龙岗 COCO Park	100.00%	106000.00
苏活公司	2003 年 10 月	福田 COCO Park	100.00%	35562.00
安林珊公司	2006 年 3 月	第三空间；星河世纪大厦；	96.67%	港币 29000.00

资料来源：公司提供

（2）股权转让

2015 年 10 月，公司将持有的深圳市星丽酒店经营管理有限公司（以下简称“星丽酒店公司”）100% 的股权转让给深圳市协合装饰工程有限公司，将其持有的惠州星河协通房地产开发有限公司（以下简称“星河协通公司”）100% 的股权转让给深圳市怡景城投资有限公司，股权处置价款分别为 0.80 亿元和 0.10 亿元。公司已收到全部股权转让款，并于 2015 年 10 月 29 日完成工商变更手续。2015 年 10 月 29 日为丧失控制权日。

根据收购完成后的股权构架，公司编制了 2013~2015 年经营及财务数据。编制原理为：同一控制下企业合并增加子公司的，调整合并资产负债表的期初数，将合并当期期初至报告期期末子公司的收入、费用、利润纳入合并利润表，将合并当期期初至报告期期末子公司的现金流量纳入合并现金流量表，同时对比较报表的相关事项进行调整，视同合并后的报告主体自最终控制方开始控

制时点起一直存在。

本次资产重组完成后，公司整体业务规模大幅扩张，主营业务更加突出。标的公司下属资产大多为有一定品牌知名度、运营和管理经验丰富且盈利能力较强的项目，公司综合竞争力显著提升。

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，经营管理机构设经理一人，并根据公司情况设若干管理部门。公司经营管理机构经理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，公司法人治理结构较为单一，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

公司下设发展研究中心、招商中心、营运管理中心、营销推广中心、工程设计中心、财务管理中心、行政人力中心及综合部共 8 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负责的开展经营活动，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。重组后，公司主营业务变更为商业资产经营管理业，主要负责下属子公司既有商业资产项目的运营管理，物业类型涵盖购物中心、写字楼、住宅底商和酒店。公司资产重组于 2015 年 10 月实施完成。为了使 2013~2015 年财务和经营数据具备可比性，公司出具了三年连审财务报告，假设所辖子公司自 2013 年初已

具备合并条件，并将其相应资产负债表、利润和现金流量表纳入公司合并范围。以下对公司的经营和财务分析基于以此标准编制的2013~2015年连审财务报表。

2013~2015年，公司营业收入持续增长，近三年分别为7.56亿元、8.44亿元和9.49亿元，年均复合增幅为12.02%；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年在营业收入中占比分别为61.96%和29.88%，公司主业突出。从盈利能力看，2013~2015年，公司综合毛利率分别为63.21%、65.61%和71.17%，公司综合毛利率水平较高且呈逐年上升趋势。

2013~2015年，公司房屋商业租赁收入分别为3.81亿元、4.36亿元和5.88亿元，年均复合增长24.20%，主要系租金水平上涨及可租赁面积不断增长所致；公司房屋商业租赁业务毛利率分别为97.84%、97.42%和91.24%，近三年虽有所下降，但仍保持较高水平，2015年快速下降主要系公司将物业费支出计入房屋商业租赁成本所致。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，近三年保持稳定增长，年均复合增

长率为6.88%。2015年，公司实现酒店经营收入2.84亿元，同比增长6.77%；毛利率为25.24%，较2014年上升1.77个百分点，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。

公司其他主营业务收入包括商业物业经营收入、商品销售收入和贷款利息收入。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；2013~2014年，公司商业物业经营收入还包括物业费收入，自2015年起，公司将物业服务职能交给关联公司深圳市星河商用置业有限公司（以下简称“商置公司”）负责（公司支付的物业费计入房屋商业租赁成本），商业物业经营收入规模快速下降，毛利率水平显著提升；2014年公司新增的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；商品销售收入主要来自公司联营商户经营收益分成。

2016年1~3月，公司实现营业收入2.66亿元，占2015年全年的28.03%；实现综合毛利率73.41%，较2015年提升2.24个百分点。

表2 2013~2015年及2016年1~3月公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2013年			2014年			2015年			2016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	7.24	95.78	61.81	8.15	96.64	64.41	9.32	98.18	70.64	2.65	99.71	73.12
房屋商业租赁	3.81	50.40	97.84	4.36	51.72	97.42	5.88	61.96	91.24	1.73	65.20	91.27
酒店经营	2.48	32.82	19.97	2.66	31.54	23.47	2.84	29.88	25.24	0.72	27.24	25.91
商品销售	0.23	3.09	22.28	0.27	3.20	18.61	0.12	1.28	16.95	0.02	0.88	18.83
商业物业经营	0.72	9.47	27.97	0.82	9.68	34.78	0.22	2.33	100.00	0.04	1.41	100.00
贷款利息	--	--	--	0.04	0.50	100.00	0.26	2.73	100.00	0.13	4.98	100.00
二、其他业务收入	0.32	4.22	95.00	0.28	3.36	100.00	0.17	1.82	99.69	0.01	0.29	100.00
合计	7.56	100.00	63.21	8.44	100.00	65.61	9.49	100.00	71.17	2.66	100.00	73.41

资料来源：公司提供

注：1、商业物业经营收入包括停车费、水电费、经营管理费等；

2、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. 房屋商业租赁业务

公司房屋商业租赁业务主要通过对下属持有型商业物业进行出租，以赚取租金收入，物业类型以购物中心和写字楼为主，此外还有少量住宅底商及综合市场。近年来，公司可出租面积快速增长，2015 年底达 38.01 万平方米，其中购物中心占 76.44%，写字楼占 11.94%；公司房屋出租率较高，近三年维持在 95%以上，2015 年上升至 97.97%，2016 年 3 月底出租率进一步上升至 99.48%。近年来，随着龙岗 COCO Park、龙华 COCO City

的陆续开业，公司购物中心可供出租面积快速增长，但不同区域位置、定位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（一般为 1~2 年时间），因此，公司购物中心租金水平有所下降，但写字楼租金水平呈波动上升趋势；2015 年，公司购物中心和写字楼的平均租金分别为 4.42 元/天/平方米和 8.21 元/天/平方米。受出租面积快速增长、出租率波动上升等多重因素影响下，公司房屋商业租赁收入快速增长，2015 年达 5.88 亿元。

表 3 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	2013 年	2014 年	2015 年
可出租面积	194985.68	266395.74	380093.52
其中：购物中心	109877.94	183554.05	290553.72
写字楼	36761.26	37093.91	45392.56
出租率	95.06	98.47	97.97
其中：购物中心	94.00	98.29	98.03
写字楼	100.00	100.00	97.00
平均租金	6.43	5.43	4.94
其中：购物中心	6.02	4.85	4.42
写字楼	7.66	8.30	8.21
租赁收入	38121.60	43627.82	58800.52
其中：购物中心	23825.50	28250.24	39851.15
写字楼	10138.48	11080.32	13421.64

资料来源：公司提供

购物中心

从 2006 年 9 月首创国内情景式休闲购物中心福田 COCO Park，经过近十年的发展，公司已成功打造包括 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”，产品模式不断丰富完善；此外，公司通过项目运营不断积累经验，已逐步形成涵盖策划、设计、招商、运营等环节较为完整的产业运营链。

表 4 公司主要购物中心项目概况（单位：平方米）

项目	开业时间	营业面积	位置/交通	定位	主要品牌
COCO Park 福田店	2006.09	84968.63	深圳市 CBD 中心区，与地铁无缝衔接	中高档时尚购物中心	吉之岛（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	80768.29	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	94362.40	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	29335.96	深圳市 CBD 中心区，临近地铁岗厦站和岗厦北站	高端家居主题购物中心	Poltron Frau、Roche-Bobois、FENDI CASA

资料来源：公司提供、联合资信整理

以“星河 COCO”命名的购物中心经过十年的发展，已成为公司核心产品，树立了良好的品牌形象；按产品设计划分，“星河 COCO”包括“COCO Park”和“COCO City”两种模式。

COCO Park 多位于一线城市核心区域或新兴区域核心地带，交通便利，客流量大，购物中心规模（建筑面积）在 10~15 万平方米左右；公司以 COCO Park 福田店为品牌标杆，利用其品牌影响力和商业运营管理经验进行品牌复制，实现规模扩张，但同时根据项目所在区域特点及项目定位作相应调整。

（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，运营主体是苏活公司。

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，可出租面积 8.5 万平方米；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 5 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 福田店定位为中高档时尚购物中心，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、西贝莪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，2015 年度总销售业绩达 17 亿元，在全国 170 多家商场业绩排名中位居第 72 位，是公司房屋商业租赁收入的主要贡献力量之一，2015 年实现租赁收入 2.56 亿元，是公司收入的主要来源。

（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，经营主体是河利通公司。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，可出租面积达 8.1 万平方米，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 H&M、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，2015 年实现租赁收入 0.13 亿元；但联合资信同时注意到项目离市区较远、交通不够便利、租金水平较低，且项目周边住宅入住率较低，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，主要由子公司星运成公司负责。

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，2015 年实现租赁收入 0.71 亿元。

（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，运营主体为安林珊公司。

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。2015 年星河第三空间实现租赁收入 0.058 亿元，同比增长 13.72%。

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³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。

除租金外，合同中还约定管理费⁴、推广

³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。

⁴公共区域的保安、清洁、绿化、日常维修、电梯维护和保养、公共区域水电等能耗供应等支出；部分商户租金中含管理费。

费⁵等其他费用的计收标准，租赁保证金、商户装修及移交、免租期等相关事宜。

公司招商中心负责与商户洽谈对接、草拟合同及送审、合同签订等工作，合同评审委员会对合作品牌的品牌价值、合作方式、合同条款等进行综合评定。商业业态、品牌知名度、商户位置、招商进度等都是影响租赁模式选择的重要因素。

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。截至 2016 年 3 月底，星河世纪大厦和星河发展中心合计面积 45092.29，其中对外可出租面积 36700.26 平方米，出租率为 99.70%。

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。星河发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。写字楼高 24 层，总建筑面积 12.24 万平方米，于 2008 年 4 月正式对外出租。目前，星河发展中心写字楼总面积 40461.33 平方米。其中，19~21 层为公司自用；

8~18 层（营业面积 32069.30 平方米）整租给中国平安保险（集团）股份有限公司（以下简称“中国平安”），出租率达 100%。公司同中国平安租赁合同到期日为 2017 年 6 月 30 日，目前中国平安正在建设自用办公大楼，计划于 2017 年逐步搬出。公司目前尚未签订新的租赁合同，星河中心的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。

星河世纪大厦位于福田区深南大道与彩田路交界西南，项目周边办公楼及住宅众多，学校、医院等公共设施配套齐全；交通便利，临近地铁 1 号线岗厦站，同时有多条公交线路经过。

星河世纪大厦是集商业、公寓、写字楼于一体的综合体。截至 2016 年 3 月底，星河世纪大厦写字楼可出租面积 4630.96 平方米，已出租 4520.64 平方米，出租率为 97.62%。2015 年租金收入达 882.94 万元。入驻星河世纪大厦办公的租户包括霍尼韦尔安防(中国)有限公司深圳分公司等。

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

目前公司对外出租的住宅底商包括星河明居裙楼 1~4 层、星河雅居裙楼 1~2 层、星河华居裙楼 1 层，皆是星河实业名下的项目。截至 2015 年底，可租赁面积合计 21408.87 万平方米。

总体看，近年来公司商业物业租赁面积不断扩大，租赁收入持续上升，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

⁵ 出租人为宣传推广购物中心而举办的促销活动、装饰布置、制作和发布广告、印制宣传册、市场调研等。

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。2013~2015 年，公司酒店经营业务分别实现收入 2.48 亿元、2.66 亿元和 2.84 亿元，年均复合增长 7.01%；近三年毛利率水平逐年上升，2015 年为 25.24%，同比增长 1.77 个百分点。

丽思卡尔顿酒店是深圳市 25 家五星级酒店之一（截至 2015 年底），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 5 2014 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）

酒店名称	房间数量	入住率	平均房价	每间可售房收入
瑞吉 (St.Regis)	290	72.09	1730.16	1247.27
星河丽思卡尔顿 (Ritz-Carlton)	280	80.30	1421.66	1141.87
君悦 (Grand Hyatt)	471	70.11	1405.63	985.49
洲际 (InterContinental)	540	75.39	1216.10	916.82
威斯汀 (Westin)	350	79.91	1102.64	881.12
大中华喜来登 (Sheraton Futian)	354	75.91	1136.20	862.49
福田香格里拉 (Shangri-La Futian)	548	65.83	1267.38	834.32
JW 万豪 (JW Marriott)	402	77.06	1061.85	818.26
四季 (Four Seasons)	266	53.19	1460.70	776.95
马可波罗 (Marco Polo)	390	67.30	923.61	621.59

资料来源：公司提供

深圳星河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，近三年在酒店业务收入中占比均超过 95%。2013~2015 年，受入住率上升和房价波动上涨影响，公司客房收入持续增长，2015 年为 1.25 亿元；同期，餐饮收入年均复合增长 5.13%，2015 年为 1.47 亿元。

表 6 2013~2015 年及 2016 年 1~3 月公司酒店业务收入构成情况（单位：亿元、%）

项目	2013 年		2014 年		2015 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
客房	1.08	43.20	1.17	43.98	1.25	44.01
餐饮	1.33	53.20	1.38	51.88	1.47	51.41

其他	0.07	3.60	0.11	4.14	0.12	4.58
合计	2.48	100.00	2.66	100.00	2.84	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，2015 年累计接待游客 10.66 万人次；近三年客房入住率均超过 70%，且呈逐年上升趋势，2015 年为 83.90%；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，2015 年为 1462.66 元/间/夜。

表 7 公司酒店业务主要经营指标
(单位：万人次、%、元/间/夜)

	2013 年	2014 年	2015 年
接待游客	9.51	10.64	10.66
入住率	72.40	80.30	83.90
平均房价	1454.40	1421.66	1462.66

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. 其他主营业务

公司其他主营业务包括商品销售、商业物业经营和小额贷款业务。

商品销售收入主要为星河苏活联营商户销售收入。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。2013~2015 年，公司分别实现商品销售收入 0.23 亿元、0.27 亿元和 0.12 亿元。

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。2013~2015 年公司分别实现商业物业经营收入 0.72 亿元、0.82 亿元和 0.22 亿元。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，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），商业物业经营收入规模大幅下

降，毛利率水平显著提升。

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 2015 年底，银顺通公司资产总计 3.27 亿元，所有者权益 3.08 亿元，债务融资 0.18 亿元，贷款余额合计 2.24 亿元，平均贷款利率 15.64%，2015 年实现净利润 0.3 亿元；贷款客户中个人客户占比 63.92%，企业客户占比 36.08%，风险较为分散。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。

总体看，公司主营业务突出，在商业物业经营管理和酒店运营等方面经验丰富，随着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。同时，母公司星河集团未来商业地产项目建设完工后将陆续交付公司进行管理运营，也可为公司持续发展提供有力支撑。

5. 未来发展

未来，公司将继续以商业资产经营管理为主业，扩大经营规模，成为中国商业物业行业领跑者。

（一）总体思路：围绕优势区域（华南区域），实施区域深耕，以点带面，逐步扩大区域影响力，进一步辐射全国。

（二）发展节奏：先慢后快，首先扩大巩固珠三角地区，其次发展长三角地区，然后突破环渤海地区，并择机进驻中部、西部区域核心城市。

（三）重点发展区域：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及中西部省会城市。

（四）发展方式：以轻资产为主、重资产轻资产化、轻重结合。优势区域的拓张主要采用轻资产方式，充分发挥公司在区域内已形成的品牌优势、商业资源优势和管理运

作经验，通过合作开发、项目入股、项目股权收购、基金合作等方式完成区域布局，或者联动集团其他地产公司协同发展。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。在符合商业品牌选址标准的前提下，通过全面系统的评估，战略发展区域可适度采用重资产的发展方式，为区域深耕发展奠定基础。

截至 2016 年 3 月，母公司星河集团在建商业物业项目如下：

表 8 星河集团主要在建商业地产项目表
(单位：平方米)

项目	位置	面积
常州 COCO CITY	江苏省常州市武进区	43542
深圳雅宝 COCO PARK	深圳市龙岗区	88948
惠州 COCO GO	惠州市惠阳区	32805
广州南沙 COCO GO	广州市南沙区	12782

上述项目由星河集团下属房地产开发公司进行开发建设，未来集团计划将其划入星河实业名下，以扩大公司商业物业经营规模，进一步夯实其行业地位。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2013~2015 年度合并财务报表已经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司提供的 2016 年一季度的财务报表未经审计。

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隼永投资发展有限公司（以下简称“隼永投资”）、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。

从合并范围看，公司 2015 年纳入合并报表范围的共 8 家公司，包括 5 家全资子公司、1 家控股子公司和 2 家全资孙公司。2016 年 1 季度财务报表合并范围无变化。

截至 2015 年底，公司资产总额 179.71 亿元，所有者权益 81.29 亿元（含少数股东权益 0.34 亿元）。2015 年，公司实现营业收入 9.49 亿元，利润总额 11.03 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额 183.73 亿元，所有者权益 82.26 亿元（含少数股东权益 0.34 亿元）。2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 2.66 亿元，利润总额 1.26 亿元。

2. 资产质量

2013~2015 年，公司资产规模快速增长，年均复合增长率为 21.22%。截至 2015 年底，公司资产总额 179.71 亿元，其中流动资产占比 18.42%，非流动资产占比 81.58%，公司资产以非流动资产为主。

流动资产

2013~2015 年，公司流动资产波动中有所增长，年均复合增长 5.44%。截至 2015 年底，公司流动资产 33.11 亿元，主要为货币资金（占比 10.46%）、发放贷款及垫款（占比 6.66%）、其他应收款（占比 26.45%）和其他流动资产（占比 55.35%）构成。

2013~2015 年，公司货币资金波动增长，年均复合增长 29.14%。截至 2015 年底，公司货币资金 3.46 亿元，同比增长 73.32%，主要以银行存款和其他货币资金为主，其中银行存款占比 96.31%；其他货币资金占比 3.21%。公司货币资金中含受限资产 125.00 万元，为

银行借款保证金。

2014 年，公司业务范围扩展，新增金融板块银顺通公司，公司主要业务为对外发放委托贷款。截至 2015 年底，公司发放贷款及垫款 2.21 亿元，同比减少 10.57%。

2013~2015 年，公司其他应收款波动下降，年均复合减少 41.91%，主要系关联方往来款的减少所致。截至 2015 年底，公司其他应收款 8.76 亿元，同比减少 70.93%。其中关联方往来款 8.70 亿元（占比 99.29%），保证金及押金 0.05 亿元（占比 0.56%），按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款 0.01 亿元（占比 0.15%）。按账龄计提坏账准备的其他应收款主要为 1 年以内的应收款，计提了少量坏账准备。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（占比 94.46%）。

2013~2015 年，公司其他流动资产呈波动增长趋势，年均复合增长率为 245.05%。截至 2015 年底，公司其他流动资产 18.33 亿元，同比减少 5.66%，主要为理财产品（占比 92.76%）和购入准备出售的住宅（占比 7.21%）。

非流动资产

2013~2015 年，公司非流动资产呈快速增长趋势，年均复合增长 25.88%，主要因投资性房地产增值所致。截至 2015 年底，公司非流动资产 146.60 亿元，同比上升 0.94%。公司非流动资产主要由投资性房地产（占比 95.76%）和固定资产（占比 3.22%）构成。

2013~2015 年，公司投资性房地产年均复合快速增长 27.11%。截至 2015 年底，公司投资性房地产 140.39 亿元，同比增长 23.76%，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 117.91 亿元，占资产总额的 65.61%。

2013~2015 年，公司固定资产有所下降，年均复合减少 5.82%。截至 2015 年底，公司固定资产账面价值 4.73 亿元，同比减少 6.49%，其中原值 8.55 亿元，累计折旧 3.83

亿元，未计提减值准备。目前公司固定资产中有 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 2016 年 3 月底，公司资产总额 183.73 亿元，较 2015 年底增长 2.24%，其中，流动资产 37.26 亿元，占比 20.28%；非流动资产 146.47 亿元，占比 79.72%，与 2015 年底相比公司流动资产占比略有增加。

总体看，近年来公司资产规模快速增长，资产构成以投资性房地产、其他流动资产和其他应收款为主。公司关联方往来款规模大，对公司资金形成一定占用；投资性房地产公允价值变动增值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，整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2013~2015 年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长率 18.65%。截至 2015 年底，公司所有者权益为 81.29 亿元（含少数股东权益 0.34 亿元），同比增长 3.08%。其中实收资本 0.54 亿元，其他综合收益 43.67 元，盈余公积 0.27 亿元，未分配利润 36.48 亿元。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 2016 年 3 月底，公司所有者权益 82.26 亿元，较 2015 年底增长 1.21%，主要来自未分配利润的增长。所有者权益结构较 2015 年底变化不大。

总体看，公司所有者权益增长速度较快，结构稳定性一般。

负债

2013~2015 年，公司负债年均复合增长 23.48%。截至 2015 年底，公司负债合计 98.42 亿元，同比增长 5.69%，其中流动负债占比 19.61%，非流动负债占比 80.39%，公司负债以非流动负债为主。

2013~2015 年，公司流动负债规模波动中略有下降，年均下降 6.30%。截至 2015 年底，公司流动负债合计 19.30 亿元，同比增长 8.98%。公司流动负债主要由其他应付款（占比 56.81%）和一年内到期的非流动负债（占比 30.30%）构成。

2013~2015 年，公司其他应付款快速增长，年均复合增长 173.17%。截至 2015 年底，公司其他应付款为 10.96 亿元，同比增长 539.16%。其他应付款主要关联方往来款项和押金及保证金。

2013~2015 年，公司一年内到期的非流动负债年均复合下降 43.67%。截至 2015 年底，公司一年内到期的非流动负债 5.85 亿元，同比下降 7.09%。公司 2014 年到期的长期借款较多，而 2015 年和 2016 年到期长期借款金额较少，致使 2014 年底和 2015 年底一年内到期的流动负债规模较 2013 年底下降明显。

2013~2015 年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长 36.33%。截至 2015 年底，公司非流动负债为 79.12 亿元，同比增长 4.92%。非流动负债主要为长期借款（占比 65.77%）和递延所得税负债（占比 34.23%）。

2013~2015 年，公司的长期借款波动增长，年均复合增长 45.42%。截至 2015 年底，公司长期借款为 52.04 亿元，包括抵押借款 16.98 亿元、抵押及保证借款 17.17 亿元和质押、抵押及保证借款 1.79 亿元。现存长期借款的归还时间较为分散，到期时间主要为 2022 年~2026 年。

2013~2015 年，公司的递延所得税负债快速增长，年均复合增长 22.79%。截至 2015 年底，公司递延所得税负债为 27.08 亿元，主要来自于投资性房地产账面价值和计税基础间的差额。

有息债务方面，2013~2015 年公司债务规模年均波动增长 16.07%。截至 2015 年底，公司全部债务为 58.66 亿元，其中长期债务占比 88.72%，长期债务比重逐年增长。公司债

务规模增长主要源自长期借款的增加，公司目前债务结构中长期债务占比高，债务结构合理。

债务指标方面，2013~2015 年，公司资产负债率略有上升，2015 年指标为 54.77%，高于三年均值 53.97%；长期债务资本化比率波动提高，2015 年指标为 39.03%，高于三年均值 37.32%；全部债务资本化比率波动中略有下降，2015 年指标为 41.91%，低于三年均值 43.16%。

截至 2016 年 3 月底，公司负债总额为 101.47 亿元，较 2015 年底增长 3.10%，其中流动负债占比 16.11%，非流动负债占比 83.89%，公司负债结构变化不大。

截至 2016 年 3 月底，公司长期借款规模进一步扩张，全部债务增至为 68.19 亿元，较 2015 年底快速增长 31.03%。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增加，三者分别为 55.23%、45.32%和 41.32%，公司债务负担较 2015 年底有所加重。

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，债务结构合理，公司债务负担一般。

4. 盈利能力

2013~2015 年，公司营业收入分别为 7.56 亿元、8.44 亿元和 9.49 亿元，年均复合增长 12.02%；同期公司营业成本略有下降，年均复合下降 0.84%。受此影响，公司营业利润率持续上升，2013~2015 年分别为 55.21%、57.59%和 63.29%。

从期间费用来看，2013~2015 年，公司期间费用占营业收入的比重分别为 31.36%、40.88%和 41.55%。公司期间费用主要为财务费用，2015 年财务费用占期间费用总额的 86.53%。整体来看，公司期间费用的管控能力有待增强。

非经常性损益方面，公司持有出租的房

产所处地段较好，近年来市场价值增长幅度较大，因此为公司带来了大额的公允价值变动收益。2015 年公司公允价值变动收益为 6.87 亿元。同时公司持有的理财产品也带来了大额投资收益，2015 年公司投资收益为 2.08 亿元。公司营业外收入和支出较少，2015 年公司营业外收支净额为 0.02 亿元。

2013~2015 年公司利润总额分别为 5.92 亿元、6.22 亿元和 11.03 亿元。其中 2015 年非经常性损益在利润总额中占比 81.00%，对利润总额形成重要支撑。但由于非经常性损益具有一定的不可持续性和不确定性，对公司利润的稳定造成了一定不利影响。

盈利指标方面，受益于公司房屋商业租赁业务、酒店经营业务收入的持续增长和近年来大额非经常性损益的实现，2013~2015 年，公司总资本收益率和净资产收益率波动上升趋势，2015 年分别为 8.76%和 10.35%。

2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 2.66 亿元，利润总额 1.26 亿元。2016 年 1~3 月，公司营业利润率为 86.02%。

总体看，近年来公司营业收入和利润总额持续增长，盈利指标持续上升，但期间费用控制能力较差，公司利润总额对非经常性损益的依赖性较大，公司整体盈利能力尚可。

5. 现金流

从经营活动情况来看，近三年公司经营活动现金流入量增长速度较快，年均复合增长 37.31%。2015 年公司经营活动现金流入 92.17 亿元，同比增长 65.75%。近几年，公司经营活动现金流出保持稳定，2015 年为 55.94 亿元，同比下降 3.00%。2013~2015 年，公司现金收入比分别为 104.71%、101.30%和 95.31%，收入实现质量一般。公司收到与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。2013~2015 年收到的其他与经营活动相关的现金波动中复合增长 42.45%，支付的其他与经营活动相关

的现金波动复合上升 8.27%。2015 年收到与支付的其他与经营活动相关的现金分别为 83.13 亿元和 53.32 亿元。往来款项和资金拆借款的大幅增加，使得公司经营活动现金净流量在 2015 年大幅增长。近三年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 1.10 亿元、-2.06 亿元和 36.23 亿元。

从投资活动情况来看，2013~2015 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为 -0.17 亿元、-18.04 亿元和 -22.23 亿元。2015 年公司投资支付的现金和取得子公司等支付的现金大幅增加，分别为 13.56 亿元和 26.03 亿元。

从筹资活动情况来看，2013~2015 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 -4.54 亿元、20.02 亿元和 -12.55 亿元，现金流入主要为公司取得的银行借款；现金流出主要为偿还借款、偿付利息所支付的现金。2014 年公司借款金额大幅增加，使得筹资现金流转为正值。

2016 年 1~3 月，公司经营活动现金流入 16.92 亿元，主要为收到的往来款项；经营活动现金流出 27.79 亿元，其中购买商品、提供劳务支付的现金为 0.40 亿元，支付其他与经营活动有关的现金 26.63 亿元，公司经营活动现金净流量为 -10.87 亿元。同期现金收入比为 82.91%，较 2015 年有所下降。2016 年 1~3 月，公司投资活动现金流出相对较少，公司投资活动净流量为 2.69 亿元。2016 年 1~3 月，公司取得了较大规模的借款，筹资活动流入显著增长，筹资活动净流入为 8.49 亿元。

整体看，公司经营活动获现能力波动较大，关联方资金往来规模大；但由于公司商业地产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。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2013~2015 年，公司流动比率波动上升，2015 年底为

171.56%，2016年3月底为227.93%。2013~2015年，公司存货较少，速动比率与流动比率接近，2015年底和2016年3月底分别为171.45%和227.78%。2013~2015年，公司经营现金流动负债比分别为5.00%、-11.62%和187.73%，但公司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，2013~2015年，公司EBITDA分别为9.27亿元、11.37亿元和15.31亿元；同期，公司债务规模持续增长，公司EBITDA对债务本息的保障能力波动中有所上升。2013~2015年EBITDA利息保障倍数分别为3.31倍、3.0倍和3.98倍；公司全部债务/EBITDA分别为4.70倍、5.93倍和3.83倍，EBITDA对全部债务的保障程度一般。

截至2015年底，公司（合并口径）对外担保余额为19.2亿元，担保比率为23.62%，全部为对关联公司的担保，其中，对深圳市雅宝房地产开发有限公司担保余额为12.4亿元，对深圳市瑞和佳源房地产开发有限公司担保余额6亿元，对广州协通房地产开发有限公司担保余额0.8亿元。总体看，公司担保比率较高，存在一定或有负债风险。

截至2016年3月底，公司已经取得的银行授信总额为62.50亿元，其中已使用授信额度54.26亿元，尚未使用授信额度8.24亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

7. 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（报告号NO.B2016041），截至2016年4月11日，公司无已结清和未结清不良信贷信息，过往债务履约情况良好。

8. 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

公司本期中期票据拟发行额度为5亿元，占公司2016年3月底全部债务的7.33%，占长期债务的8.63%，本期中期票据对公司现有债务影响较大。

截至2016年3月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为55.23%、45.32%和41.32%；在不考虑其他因素的情况下，本期中期票据发行后上述三项指标将分别上升至56.41%、47.08%和43.34%，公司债务负担加重。考虑到公司拟将本期中期票据部分募集资金用于偿还银行借款，公司实际债务负担将低于预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2013~2015年，公司经营活动产生的现金流入量分别为48.88亿元、55.61亿元和92.17亿元，为本期中期票据本金的9.78倍、11.12倍和18.43倍，但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；公司经营活动现金流量净额分别为1.10亿元、-2.06亿元和36.24亿元，对本期中期票据本金保障程度波动大。总体看，公司经营活动现金流入量和EBITDA对本期中期票据保障程度高。

2013~2015年，公司EBITDA分别为9.27亿元、11.37元和15.31亿元，分别为本期中期票据的1.85倍、2.27倍和3.06倍，公司EBITDA对本期中期票据覆盖程度高。

十、结论

公司是星河集团下属商业资产经营管理主体，商业资产类型包括购物中心、写字楼、

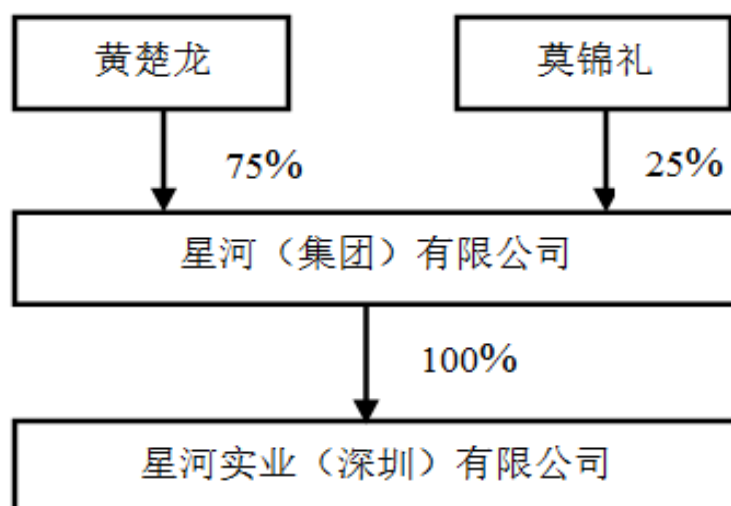
住宅底商和酒店等。经过多年的项目运作和经验积累，公司已形成涵盖策划、设计、招商、企划、运营等全部环节的完整产业链，为公司商业资产运营垫定了良好基础。资产重组后，公司整体业务规模大幅扩张，综合竞争力显著提升。公司下属商业项目经验时间久、品牌知名度高，公司收入和盈利能力不断增强。

近年来，公司规模不断扩大，资产构成以非流动资产为主，且受限资产占比高，对公司资产流动性产生一定影响；关联方往来款规模大，对公司资金形成一定占用。同时，公司利润总额对非经常性损益依赖大。近年来，公司债务规模快速上升，债务负担一般。

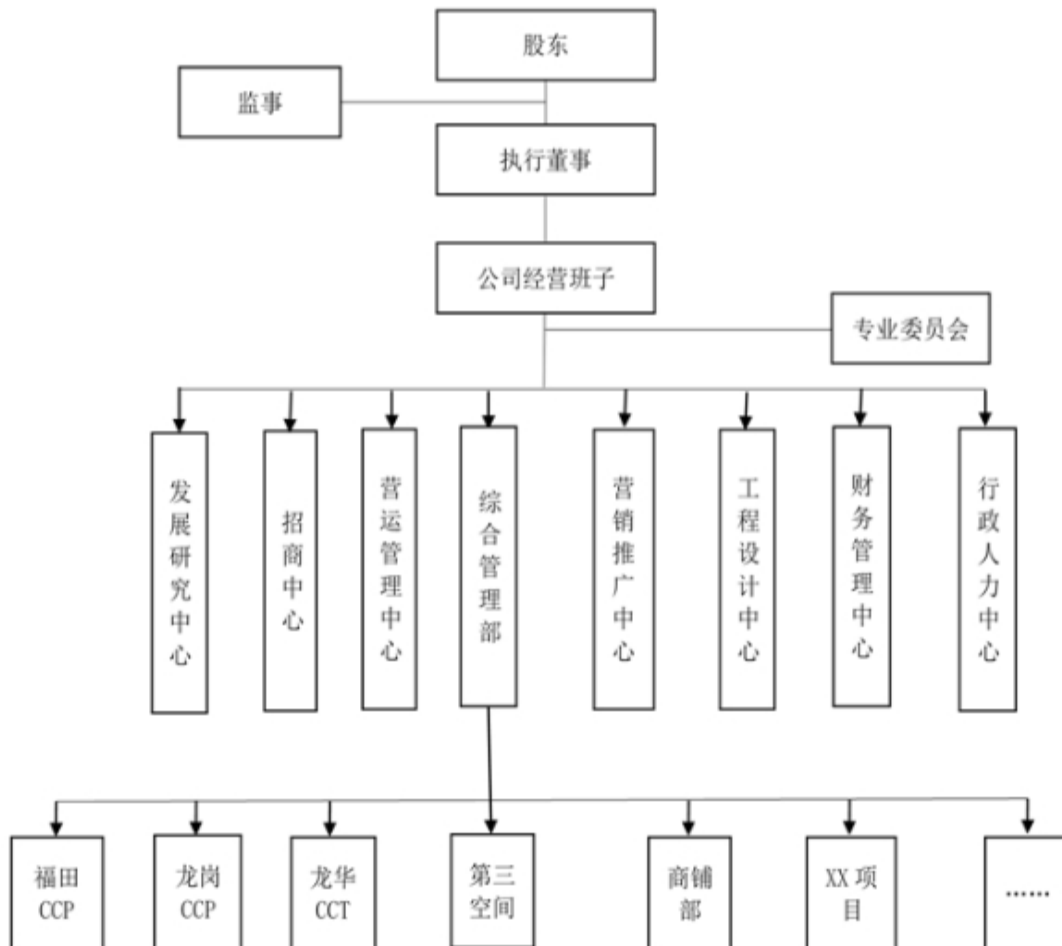
本期中期票据对公司现有债务规模影响较大，公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期中期票据保障程度高。

总体看，本期中期票据到期不能偿还风险低。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	2.09	2.01	3.50	3.81
资产总额(亿元)	122.30	174.32	179.71	183.73
所有者权益(亿元)	57.74	81.20	81.29	82.26
短期债务(亿元)	18.93	14.54	6.62	10.26
长期债务(亿元)	24.61	52.82	52.04	57.93
全部债务(亿元)	43.54	67.35	58.66	68.19
营业收入(亿元)	7.56	8.44	9.49	2.66
利润总额(亿元)	5.92	6.22	11.03	1.26
EBITDA(亿元)	9.27	11.37	15.31	--
经营性净现金流(亿元)	1.10	-2.06	36.23	-10.87
财务指标				
销售债权周转次数(次)	60.40	54.50	43.96	--
存货周转次数(次)	102.11	112.55	116.81	--
总资产周转次数(次)	0.06	0.06	0.05	--
现金收入比(%)	104.71	101.30	95.31	82.91
营业利润率(%)	55.21	57.59	63.29	86.02
总资本收益率(%)	7.24	5.69	8.76	--
净资产收益率(%)	7.86	5.75	10.35	--
长期债务资本化比率(%)	29.88	39.41	39.03	41.32
全部债务资本化比率(%)	42.99	45.34	41.91	45.32
资产负债率(%)	52.78	53.42	54.77	55.23
流动比率(%)	135.50	306.80	171.56	227.93
速动比率(%)	135.37	306.67	171.45	227.78
经营现金流动负债比(%)	5.00	-11.62	187.73	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.31	3.00	3.98	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.70	5.93	3.83	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	4.89	5.56	9.22	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.09	-2.01	1.40	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	1.85	2.27	3.06	--

注：1. 2016 年一季度财务数据未经审计；

2. 现金类资产未剔除受限货币资金。

附件 3 有关计算指标的计算公式(新准则)

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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×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%
本期中期票据偿债能力	
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期中期票据到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期中期票据到期偿还额
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度

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 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券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。

级别设置	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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

联合资信评估有限公司关于 星河实业（深圳）有限公司 2017 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

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，提供相关资料。星河实业（深圳）有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，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及相关信息，如发现星河实业（深圳）有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

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信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送星河实业（深圳）有限公司、主管部门、交易机构等。

联合资信评估有限公司
二零一六年五月三十日

