

跟踪评级公告

联合[2017]1677号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级,确定维持星河实业(深圳)有限公司的主体长期信用等级为 AA,评级展望为稳定,并维持“17星河实业 MTN001”信用等级为 AA。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一七年七月二十六日



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)
电话:010-85679696
传真:010-85679228
网址:www.lhratings.com

星河实业（深圳）有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA 评级展望：稳定
上次评级结果：AA 评级展望：稳定

债项信用

债券简称	余额	到期 兑付日	跟踪评 级结果	上次评 级结果
17 星河实业 MTN001	5 亿元	2020/3/17	AA	AA

评级时间：2017 年 7 月 26 日

财务数据

项 目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 3 月
现金类资产(亿元)	2.01	3.50	11.94	36.99
资产总额(亿元)	174.32	179.71	200.64	221.18
所有者权益(亿元)	81.20	81.29	87.89	88.38
短期债务(亿元)	14.54	6.62	14.26	29.38
长期债务(亿元)	52.82	52.04	65.56	69.68
全部债务(亿元)	67.35	58.66	79.82	99.07
营业收入(亿元)	8.44	9.49	10.74	2.62
利润总额(亿元)	6.22	11.03	7.69	0.69
EBITDA(亿元)	10.44	15.31	12.13	--
经营性净现金流(亿元)	-2.06	36.23	-10.72	9.57
营业利润率(%)	57.59	63.29	67.65	68.00
净资产收益率(%)	5.75	10.35	6.48	--
资产负债率(%)	53.42	54.77	56.19	60.04
全部债务资本化比率(%)	45.34	41.91	47.59	52.85
流动比率(%)	306.80	171.56	235.16	187.01
经营现金流动负债比(%)	-11.62	187.73	-58.30	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.45	3.83	6.58	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.75	3.98	3.04	--

注：2017 年一季度财务数据未经审计。

分析师

韩家麒 李 晨

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

评级观点

星河实业（深圳）有限公司（以下简称“星河实业”或“公司”）主要从事自有购物中心、写字楼等商业物业投资租赁和酒店投资经营业务。跟踪期内，公司营业收入持续增长，公司下属商业项目地理位置优越、运营时间长、品牌知名度高，且公司不断积累经验，自有项目均已进入发展期。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到房屋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。

综合评估，联合资信确定维持星河实业（深圳）有限公司的主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，维持“17星河实业MTN001”信用等级为AA。

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. 公司委托专业商业地产运营公司管理公司下属商业物业，以购物中心为主，项目运营时间长、品牌知名度高，已形成全流程商业物业运营管理体系。
3. 公司运营的酒店地理位置优越，入住率和平均房价处于区域市场前列，是公司收入与利润的另一主要来源。

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，公司商业物业面临较大竞争压力。
2. 公司利润总额对公允价值变动收益等非经

常性损益依赖大。

3. 公司所有者权益以其他综合收益和未分配利润为主，实收资本很小，稳定性较弱。
4. 公司受限资产比重高，流动性受到一定影响。
5. 公司与关联方资金往来规模大，对公司资金形成占用；对外担保全部为对关联公司的担保，存在一定或有负债风险。

声 明

一、本报告引用的资料主要由星河实业（深圳）有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些材料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本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。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

星河实业（深圳）有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于星河实业（深圳）有限公司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（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，星河集团对公司增资港币 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 2017 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 2017 年 3 月底，自然人黄楚龙及其妻莫锦礼分别持有星河集团 75% 和 25% 的股权，黄楚龙为公司实际控制人。

公司成立时，主要从事电子元器件、工艺品、计算机软硬件、办公室自动化产品开发与设计业务，自 2002 年起，公司逐步进行业务转型，经营范围发生多次变更。目前，公司主要从事自有购物中心与写字楼租赁、酒店投资经营和停车场经营等业务。

截至 2017 年 3 月底，公司合并范围包括 3 家全资子公司，1 家控股子公司以及 3 家全资孙公司。公司下设综合管理部、财务管理中心和行政人力中心 3 个职能部门。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 200.64 亿元，所有者权益 87.89 亿元（含少数股东权益 0.36 亿元）；2016 年，公司合并实现营业收入 10.74 亿元，利润总额 7.69 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额

221.18 亿元，所有者权益 88.38 亿元（含少数股东权益 0.36 亿元）。2017 年 1~3 月，公司合并实现营业收入 2.62 亿元，利润总额 0.69 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¹。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至目前，“17 星河实业 MTN001”为公司唯一已发行并存续的债券，发行金额 5 亿元；未偿余额 5 亿元；起息日期为 2017 年 3 月 17 日，剩余期限 3 年，下一付息日为 2018 年 3 月 17 日。根据公司 2017 年 6 月 21 日公告，由于公司资金使用计划变动，经与合作银行沟通，将募集资金用途由偿还北京银行借款的 2 亿元改为偿还建设银行借款。截至目前，募集资金已全部使用完毕，3 亿元用于补充公司流动资金；2 亿元用于偿还银行借款。

四、宏观经济和政策环境

2016 年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，我国继续推进供给侧结构性改革，全年实际 GDP 增速为 6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，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）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51% 以上，显示制造业持续回暖；

¹ 2016 年 3 月，公司法定代表人变更为时锋。

非制造业商务活动指数全年均在52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016年，全国一般公共预算收入15.96万亿元，较上年增长4.5%；一般公共预算支出18.78万亿元，较上年增长6.4%；财政赤字2.83万亿元，实际财政赤字率3.8%，为2003年以来的最高值，财政政策继续加码。2016年，央行下调人民币存款准备金率0.5个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016年，我国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对GDP增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016年，我国固定资产投资59.65万亿元，较上年增长8.1%（实际增长8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP等项目相继落地，我国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长4.2%，增幅继续回落，成为拉低我国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016年，我国社会消费品零售总额33.23万亿元，较上年增长10.4%（实际增长9.6%），

增速较上年小幅回落0.3个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至64.6%。2016年，我国居民人均可支配收入23821元，较上年实际增长6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016年，我国进出口总值24.33万亿元人民币，较上年下降0.9%，降幅比上年收窄6.1个百分点；出口13.84万亿元，较上年下降2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口10.49万亿元，较上年增长0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差3.35万亿元，较上年减少9.2个百分点。总体来看，我国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望2017年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017年，我国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低我国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区

经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及2016年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017年，我国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年GDP增速或有所下降，但预计仍将保持在6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

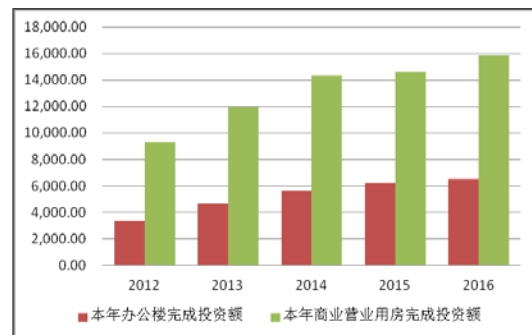
五、行业及区域经济环境

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。

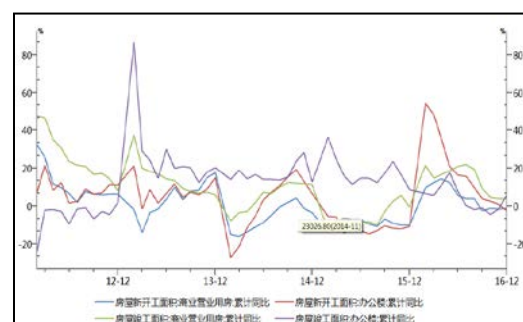
图1 近年来办公楼和商业营业用房完成投资额



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。2014~2016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19987.44亿元、20817.23亿元和22371.00亿元，年均复合增长5.79%。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，2016年底占比为70.80%。2014~2016年，中国办公楼开发投资完成额年均复合增长7.61%，商业营业用房投资额年均复合增长5.07%，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6.70%、-10.60%和-2.30%，商业营业用房新开工面积同比分别增长-3.30%、-10.10%和-0.90%，商业类房屋尤其是办公楼同比投资增速下降较快。从竣工面积来看，2014~2016年，办公楼竣工面积同比增速分别为12.70%、8.80%和6.10%，商业营业用房竣工面积同比分别增长11.30%、-0.50%和4.10%；近三年可用于租赁的商业类房屋面积持续增长，2015年以来增速明显放缓。

图2 商业地产新开工面积与竣工面积增速



资料来源：Wind资讯

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。

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《2014年全国星级饭店统计公报》、《2015年第四季度全国星级饭店统计公报》和《2016年第四季度全国星级饭店统计公报》，2014~2016年，旅游局统计营业星级饭店数量分别为11180家、10956家和10157家。截至2016年底，省级旅游主管部门审核的10157家正常营业的饭店中，有五星级酒店809家，四星级酒店2367家，三星级酒店4937家，二星级酒店1972家，一星级酒店72家。比重最大的三星级酒店数量近三年呈下降趋势，五星级酒店数量逐年增长。2016年，星级饭店四季度营业收入合计为544.34亿元，同比下降5.79%；平均房价为341.13元/间夜，同比增长1.89%，其中，五星级和四星级酒店均价有所下降。但平均出租率呈现上升趋势，2016年为56.60%。2016年四季度，上海、北京、海南、广东、天津和浙江房价较高，其中上海最高为701.25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，周期性较强。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所受影响则相对较小。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。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2017 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

公司近年来投资规模有所扩张，已形成涵盖写字楼、住宅底商、购物中心等不同业态的丰富产品线。截至 2017 年 3 月底，公司下属商业物业可出租面积合计 39.51 万平方米，公司委托专业商业地产运营管理公司深圳市星河商用置业股份有限公司（以下简称“星河商置”）运营管理公司下属商业物业，以购物中心为主，其中，福田 COCO Park 作为国内首创情景式公园版休闲购物中心，地理位置优越，品牌知名度高。

公司运营的丽思卡尔顿酒店位于福田中心区的核心地带，区位优势显著。公司通过引进国际知名酒店品牌的管理团队，在硬件和软件等各方面提升酒店品质，房价和入住率等方面居于深圳酒店行业前列。

总体看，公司物业收益稳定且逐年增长，市场竞争实力强。

3. 人员素质

跟踪期内，公司人员素质方面未发生重大变化。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。

七、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制方面无重大

变化。总体看，公司内控体系和管理制度较为健全，部门设置能满足日常经营需要。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司营业收入持续增长，2016 年，公司实现营业收入为 10.74 亿元，较 2015 年增长 13.22%，主要是房屋商业租赁及酒店经营收入增长所致。房屋商业租赁收入和酒店经营收入是公司营业收入的主要来源，2014 年~2016 年房屋商业租赁收入在营业收入中占比分别为 51.72%、61.96%和 66.76%；同期酒店经营收入在营业收入中占比分别为 31.54%、29.88%和 28.12%，公司主业突出。从盈利能力看，2014 年~2016 年，公司综合毛利率分别为 65.61%、71.17%和 73.00%，公司综合毛利率水平较高且呈逐年上升趋势。

2016 年，公司房屋商业租赁收入为 7.17 亿元，同比增长 21.94%，主要系租金水平与可租赁面积不断增长所致；同期，公司房屋商业租赁业务毛利率为 88.68%，保持较高水平，近三年有所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，近年保持稳定增长。2016 年，公司实现酒店经营收入 3.02 亿元，同比增长 6.34%，主要系客房入住率提升、接待旅客数量上涨及餐饮收入增长所致，毛利率为 32.50%，较 2015 年上升 7.26 个百分点。

公司其他主营业务收入包括商品销售收入、商业物业经营收入、贷款利息收入和平台服务费收入。商品销售收入主要来自公司联营商户经营收益分成；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；自 2014 年起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;平台服务费收入主要来自下属深圳市顺通互联网金融服务有限公司(以下简称“顺通金融”)的服务管理费收入。

2017年1~3月,公司实现营业收入2.62亿元,为2016年全年的24.40%;实现综合毛利率72.72%,较2016年小幅下降0.28个百分点。

表1 2014~2016年及2017年1~3月公司营业收入及毛利率情况(单位:亿元、%)

项目	2014年			2015年			2016年			2017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	8.15	96.64	64.41	9.32	98.18	70.64	10.73	99.91	72.96	2.61	99.62	72.66
房屋商业租赁	4.36	51.72	97.42	5.88	61.96	91.24	7.17	66.76	88.68	1.70	64.89	89.19
酒店经营	2.66	31.54	23.47	2.84	29.88	25.24	3.02	28.12	32.50	0.78	29.77	35.8
商品销售	0.27	3.20	18.61	0.12	1.28	16.95	0.04	0.37	18.91	---	---	---
商业物业经营	0.82	9.68	34.78	0.22	2.33	100.00	0.26	2.42	68.21	0.06	2.29	49.29
贷款利息	0.04	0.50	100.00	0.26	2.73	100.00	0.22	2.05	100.00	0.06	2.29	100.00
平台服务费收入	---	---	---	---	---	---	0.02	0.19	59.99	0.01	0.38	96.56
二、其他业务收入	0.28	3.36	100.00	0.17	1.82	99.69	0.01	0.09	100.00	0.01	0.38	100.00
合计	8.44	100.00	65.61	9.49	100.00	71.17	10.74	100.00	73.00	2.62	100.00	72.72

资料来源:公司提供

注:1、其他业务收入包括推广费收入、POS机租赁收入、广告位租赁收入等;2、2015年公司平台服务费零星收入列入其他业务收入;3、部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异系四舍五入造成。

2. 房屋商业租赁业务

公司房屋商业租赁业务主要通过星河商置进行自有商业物业出租,以赚取租金收入,物业类型以购物中心和写字楼为主,此外还有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,2016年底达39.44万平方米,其中购物中心占73.65%,写字楼占12.97%;公司房屋出租率较高,近三年维持在95%以上,2016年上升至98.95%,2017年3月出租率为98.48%,基本保持稳定。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;2016年,公司购物中心和写字楼的平均租金分别为4.72元/天/平方米和8.74元/天/平方米。受出租面积快速增长、出租率上升等多重因素影响下,公司房屋商业租赁收入快速增长,2016年达7.17亿元。

表2 公司房屋商业租赁业务经营概况(单位:平方米、%、元/天/平方米、万元)

项目	2014年	2015年	2016年	2017年1~3月
可出租面积	266395.74	380093.52	394362.65	395104.53
其中:购物中心	183554.05	290553.72	290430.11	293208.00
写字楼	37093.91	45392.56	51134.54	48829.33
出租率	98.47	97.97	98.95	98.48
其中:购物中心	98.29	98.03	99.24	98.82
写字楼	100.00	97.00	97.20	22.7

平均租金	5.43	4.94	5.05	4.79
其中：购物中心	4.85	4.42	4.72	5.07
写字楼	8.30	8.21	8.74	5.03
租赁收入	43627.82	58800.52	71662.82	17040.15
其中：购物中心	28250.24	39851.15	49376.59	13390.44
写字楼	11080.32	13421.64	16059.88	2209.85

资料来源：公司提供

购物中心

公司所投资项目地理位置优越，现由星河商置进行专业运营管理。2006年9月，首创国内情景式休闲购物中心福田 COCO Park，经过十余年发展，公司已打造包括 COCO

Park、COCO City 在内的“COCO 系”产品线及拥有全球 140 多个家居品牌的高端家居购物中心“星河第三空间”，产品模式不断丰富，项目运营良好。

表 3 公司主要购物中心项目概况（单位：平方米、亿元）

项目	开业时间	可出租面积	2016 年年度租金业绩	位置/交通	定位	主要品牌
COCO Park 福田店	2006.09	87243.67	2.69	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	82763.50	0.84	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	93943.00	0.91	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	29257.83	0.61	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

(1) COCO Park 福田店

COCO Park 福田店是集餐饮、购物、休闲、娱乐多功能于一体的国内首个情景式购物中心，也是公司首个商业物业项目，项目于 2006 年 9 月开业，物业持有方为苏活公司。

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 福田店定位为中高端时尚购物中心，为满足项目周边以大众年轻消费者和 CBD 白领精英为主的客群需求，业态选择上，福田 COCO Park 以零售类和餐饮类店铺为主，同时配有精品超市、电影院等以吸引更多客流；品牌选择上，福田 COCO Park 围绕“中端偏高、年轻、潮流、快时尚”等主题定位选取了包括 Muji、EP 雅莹等国内一线、轻奢零售类品牌，Calvin Klein Performance、施华洛世奇等部分国际品牌及包括星巴克、西贝莜面村等在内的特色餐饮和酒吧街。

COCO Park 福田店在区域位置、交通、业态组合等方面优势突出，是公司房屋商业租赁收入的主要来源之一。2014 年~2016 年，COCO Park 福田店总租赁收入²逐年下降，近三年分别为 3.33 亿元、2.90 亿元和 2.88 亿元，年均下降 7.01%。同期，COCO Park 福田店租金收入呈逐年增长趋势，近三年分别为 2.33 亿元、2.64 亿元和 2.69 亿元。

(2) COCO Park 龙岗店

COCO Park 龙岗店是公司首个 COCO Park 品牌复制产品，于 2012 年 9 月开业，物业持有方为河利通公司。项目位于深圳市东北部龙岗区，处于大运新城与龙城中心交汇区位，毗邻大运中心主体育场馆，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，2016 年实现租金收入 0.84 亿元，同比 2015 年的 0.13 亿元收入额实现大幅增长，2017 年 1~3 月实现租金收入 0.24 亿元，为 2016 年全年收入的 28.20%；但联合资信同时注意到项目离市区较远、交通不够便利且租金水平较低，周边市场仍待培育。

(3) 龙华 COCO City

公司另一个主要购物中心类型 COCO City 定位为新型社区购物中心，项目大多位于城市区域型商圈或社区型商圈，规模 6~10 万平方米，以满足项目周边 3~5 公里范围内家庭购物需求。

龙华 COCO City 位于深圳北部龙华新城梅龙路门户位置，毗邻地铁 4 号线白石龙站，东邻梅观高速，接驳深圳北站。龙华 COCO City 于 2014 年 11 月开业，物业持有方为星运成公司。

龙华 COCO City 是住宅社区星河盛世（二期）的裙楼商业，项目共 3 层，其中地下 1 层，地上 2 层，主要满足周边居民的消费和文化需求，填补区域商业功能空白，提高生活便利性。依照家庭消费的定位，项目主要采用零售、餐饮、亲子等业态组合，提高了家庭业态的比重。品牌方面，龙华 COCO City 以华润万家超市、博纳影院、苏宁电器为主力店，同时引入 COCO 童堡、COCO 家居等家庭类消费品牌，配套 OLD NAVY（华南首店），UNIQLO 等时尚品牌和汉拿山、太平洋咖啡等餐饮品牌，功能组合更为多样。龙华 COCO City 运营时间较短，正处于客群培育的上升阶段，近年来租金收入持续上涨，

² 2014 与 2015 年，公司总租赁收入包括委托星河商置前的运营管理费、房屋租赁和其他收入；2016 年总租赁收入下降系公司受“营改增”政策影响所致。

2014年~2016年分别实现租金收入0.08亿元、0.73亿元和0.91亿元，年均增长242.54%，2016年租金收入同比增长24.90%。

(4) 第三空间

星河第三空间是深圳市首家一站式奢华家居体验馆，项目于2007年5月开业，物业持有方为安林珊公司。

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。2016年星河第三空间实现租赁收入0.60亿元，同比增长12.08%。

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。

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。星河发展中心位于深圳CBD中心区，地铁1、4号线交汇处，毗邻深圳国际会展中心，是集深圳星河丽思卡尔顿酒店、超甲级办公楼和星河中心商场于一体的商务综合体；星河世纪大厦位于福田区深南大道与彩田路交界西南，交通便利，临近地铁1号线，是集商业、公寓、写字楼于一体的综合体。

截至2016年底，星河世纪大厦和星河发展中心合计对外可出租面积5.11万平方米，出租率为97.20%，全年租金收入1.61亿元，知名租户包括平安银行、平安人寿、平安大华基金和平安大华汇通财富等。截至2017年3月底，星河世纪大厦和星河发展中心合计对外可出租面积4.88万平方米，出租率为22.7%，出租率相较年初大幅下降系原租户平安保险合同到期后搬出所致。公司目前尚未签订新的租赁合同，星河中心项目的定位及招商计划已经全面启动；星河中心写字楼位于福田CBD核心区域，周围写字楼出租率高，公司

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。

未来招租压力较小；但公司招租进度、商户类型（整租或分租）等对公司未来收入和管理等影响较大。

写字楼租金收取方面，公司主要采取固定租金模式，每年租金以固定的比率增长。对于发展较好的行业，公司准备尝试以租金置换股权方式进行投资。

住宅底商

截至 2017 年 3 月底，公司对外出租的住宅底商包括星河中心商场、星河明居、星河华居、星河世纪住宅、丰泽湖商铺等，皆为星河实业名下的项目。截至 2017 年 3 月底，可租赁面积合计 5.31 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。2016 年，公司酒店经营业务实现收入 3.02 亿元，同比增长 6.34%；近年毛利率水平逐年上升，2016 年为 32.50%，同比增长 7.26 个百分点。

丽思卡尔顿酒店坐落于福田中心商务区核心地带，深圳会展中心对面，距深圳宝安国际机场 30 分钟车程，且可通过地铁直达香港关口，地理位置优越。自 2009 年开业以来，酒店凭借一流的服务质量和配套设施多次获得“最佳奢华酒店”、“最佳宴请餐厅”（星丽中餐厅）、“深圳首选商务酒店”等荣誉称号。酒店共拥有 280 间宽敞舒适的客房（含 43 间豪华套房），配备特色餐厅、酒吧、宴会厅、会议室、健身中心、室外游泳池等设施，满足旅客对商务、餐饮、休闲、娱乐等多方面需求。丽思卡尔顿酒店房价水平、入住率等在深圳市处于领先地位。

表 4 2016 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	均价	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	1484.58	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
马可孛罗 (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，近年来在酒店业务收入中占比均超过 95%。公司客房收入持续增长，2016年为1.30亿元，同比小幅增长4.00%；同期，餐饮收入为1.60亿元，同比增长8.84%。

表 5 2014~2016 年及 2017 年 1~3 月公司酒店业务收入构成情况（单位：亿元、%）

项目	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
客房	1.17	43.98	1.25	44.01	1.30	43.05	0.35	44.45
餐饮	1.38	51.88	1.47	51.41	1.60	52.98	0.41	52.03
其他	0.11	4.14	0.12	4.58	0.12	3.97	0.03	3.52
合计	2.66	100.00	2.84	100.00	3.02	100.00	0.79	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，2016 年累计接待游客 6.55 万人次；近三年客房入住率均超过 80%，且呈逐年上升趋势，2016 年入住率较 2015 年增长 1.40 个百分点至 85.30%；房价方面，丽思卡尔顿酒店平均房价在深圳市处于领先地位且近三年呈上升态势，2016 年均价为 1484.58 元/间/夜。

表 6 公司酒店业务主要经营指标
(单位：%、元/间/夜)

	2014 年	2015 年	2016 年
入住率	80.30	83.90	85.30
平均房价	1421.66	1462.66	1484.58

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、小额贷款业务和平台服务业务。

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。2016 年，公司实现商品销售收入 0.04 亿元，相较 2015 年的 0.12 亿元收入有所降低。

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。2016 年公司实现商业物业经营收入 0.26 亿元，同比增长 15.00%。自 2015 年起，公司将自持的物业服务业务委托给关联公司商置公司（深圳市星河商用置业股份有限公司，于 2016 年 12 月 2 日挂牌新三板，代码 839819，主营业务为商业管理服务），物业费收入不再计入公司营业收入，公司支付的物业费计入房屋商业租赁成本。

贷款利息收入主要来自银顺通公司的委托贷款业务利息收入。银顺通公司成立于 2014 年，截至 2016 年底，银顺通公司资产总计 3.58 亿元，所有者权益 3.09 亿元，无债务融资，发放贷款余额合计 2.67 亿元，平均贷款利率下降至 12%，2016 年实现收入 0.22 亿元；贷款客户中个人客户占比 47.52%，企业客户占比 52.48%，风险相对分散。虽然银顺通公司贷款规模较小且较为分散，但一旦出现资金不足或贷款大规模违约的情况，对公司资金流动性将产生一定影响。

公司平台服务费收入来自于顺通金融的 P2P 平台服务费收入，该公司于 2015 年 7 月成立，主要通过“星鑫宝”平台将有资金需求的人和闲置资金的人聚集到一起，产生借贷关系，作为中介平台完全不接触资金，并由专业的第三方支付公司进行资金托管，保证双方的资金安全，顺通金融平台从中收取平台服务管理费。

总体看，跟踪期内，公司主营业务突出，在酒店运营等方面经验丰富，随着新建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。

九、财务分析

公司提供了 2014~2016 年度合并财务报告，大华会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2017 年一季度的财务报表未经审计。

跟踪期内，公司合并报表范围发生较大变化。2015 年 10 月，公司分别将持有的深圳市星丽酒店经营管理有限公司 100% 股权转让给深圳市协合装饰工程有限公司；将持有的星河协通公司 100% 股权转让给深圳市怡景城投资有限公司，故 2016 年不再将上述两家公司纳入公司合并财务报表范围。新增 1 家全资孙公司 FORTUNE HARVEST GLOBAL INVESTMENTS LIMITED，变更原因是同一控制下合并。2017 年 1 季度财务报表合并范围无变化。

截至 2016 年底，公司资产总额 200.64 亿元，所有者权益 87.89 亿元（含少数股东权益 0.36 亿元）。2016 年，公司实现营业收入 10.74 亿元，利润总额 7.69 亿元。

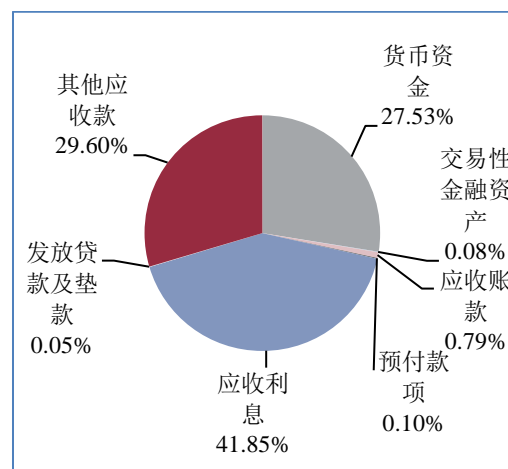
截至 2017 年 3 月底，公司资产总额 221.18 亿元，所有者权益 88.38 亿元（含少数股东权益 0.36 亿元）。2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 2.62 亿元，利润总额 0.69 亿元。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产总额有所增长，截至 2016 年底，公司资产总额为 200.64 亿元，其中流动资产和非流动资产分别占比 21.55% 和 78.45%，非流动资产占比较高，符合公司所处行业特点。

截至 2016 年底，公司流动资产为 43.24 亿元，主要由货币资金、其他应收款、其他流动资产和发放贷款及垫款构成。

图3 截至2016年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2016 年底，公司货币资金为 11.91 亿元，其中银行存款占全部货币资金的 36.09%；其他货币资金占比 63.87%，受限货币资金金额合计 7.50 亿元，占比 62.97%，公司受限货币资金占比较高。

截至 2016 年底，公司应收账款账面价值 0.34 亿元，较 2015 年底增长 39.23%，已提坏账准备 25.82 万元，计提比例 0.75%。

2016 年，公司金融业务板块继续通过银顺通公司对外发放委托贷款。截至 2016 年底，公司发放贷款及垫款 2.62 亿元，同比增长 18.89%，其中正常类贷款占比为 99.77%。

截至 2016 年底，公司其他应收款 18.10 亿元，同比大幅增加 106.69%。其中关联方往来款 18.08 亿元（占比 99.87%），保证金及押金 0.02 亿元（占比 0.09%），按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款 0.01 亿元（占比

0.10%)。按账龄计提坏账准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市星河房地产开发有限公司(占 45.88%)；深圳雅宝房地产开发有限公司(占 45.70%)；星河(集团)有限公司(占 6.04%)，三者其他应收款账龄均在 1 年以内。

截至 2016 年底，公司其他流动资产 10.18 亿元，同比减少 44.48%，主要为理财产品(占比 86.82%)和购入准备出售的住宅(占比 12.98%)。

非流动资产

跟踪期内，公司非流动资产呈快速增长趋势，主要系投资性房地产增值所致。截至 2016 年底，公司非流动资产 157.39 亿元，同比上升 7.36%。公司非流动资产主要由投资性房地产(占比 92.12%)、可供出售金融资产(占 4.72%)和固定资产(占比 2.75%)构成。

截至 2016 年底，公司可供出售金融资产 7.43 亿元，全部为新增，被投资单位为 GOLDEN FUND I,公司未计提减值准备。

截至 2016 年底，公司投资性房地产 144.99 亿元，同比增长 3.28%，主要系公允价值变动所致。公司投资性房地产主要为已出租的房屋和建筑物，其中用于抵押的为 141.01 亿元，占投资性房地产的 97.25%。

截至 2016 年底，公司固定资产账面价值 4.33 亿元，同比减少 8.31%，原值 8.55 亿元，累计折旧 4.09 亿元，未计提减值准备。公司固定资产主要由房屋及建筑物构成，其中有 0.05 亿元拍卖取得的房产及建筑物未办妥相关产权证书。

截至 2017 年 3 月底，公司资产总额 221.18 亿元，较 2016 年底增长 10.24%，其中，流动资产 63.96 亿元，较 2016 年底增长 47.91%，占比 8.92%；非流动资产 157.22 亿元，占比 71.08%，与 2016 年底相比公司流动资产占比有所增加。

总体看，近年来公司资产规模有所增长，

资产构成以投资性房地产、其他流动资产、货币资金和其他应收款为主。公司关联方往来款规模大，对公司资金形成一定占用；投资性房地产公允价值变动是公司近年来资产总额增长的主要原因；此外，公司受限资产占比高，投资性房地产已基本用于抵押。

2. 负债及所有者权益

所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益持续增长，截至 2016 年底，公司所有者权益为 87.89 亿元(含少数股东权益 0.36 亿元)，同比增长 8.12%。其中实收资本 0.54 亿元，其他综合收益 44.51 元，盈余公积 0.27 亿元，未分配利润 42.22 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 2017 年 3 月底，公司所有者权益 88.38 亿元，较 2016 年底增长 0.56%，主要来自未分配利润的增长。所有者权益结构较 2016 年底变化不大。

总体看，公司所有者权益增长速度较快，但实收资本很小，所有者权益结构稳定性较弱。

负债

跟踪期内，公司负债总额不断增长，截至 2016 年底，公司负债合计 112.74 亿元，同比增长 14.55%，其中流动负债占比 16.31%，非流动负债占比 83.69%，公司负债以非流动负债为主。

截至 2016 年底，公司流动负债合计 18.39 亿元，同比减少 4.71%。公司流动负债主要由短期借款(占比 53.47%)、其他应付款(占比 12.31%)和一年内到期的非流动负债(占比 24.06%)构成。

截至 2016 年底，公司短期借款 9.83 亿元，同比大幅增长 9.06 亿元。全部银行借款中，保证借款占比 74.90%；抵押及保证类借款占比 20.34%；抵押借款占比 4.76%。

截至 2016 年底，公司其他应付款为 2.26 亿元，同比大幅减少 79.35%，主要系公司归还关联方款项至关联方往来款大幅减少所致。2016 年，公司其他应付款主要为因物业在租未退的押金及保证金和其他往来款。

截至 2016 年底，公司一年内到期的非流动负债 4.43 亿元，同比下降 24.34%。

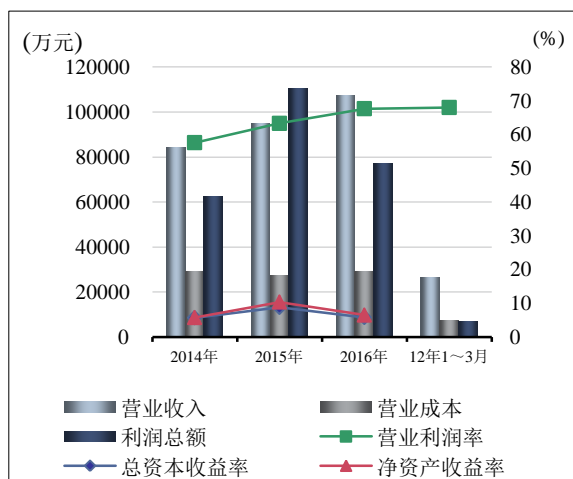
跟踪期内，公司非流动负债持续增长，截至 2016 年底，公司非流动负债为 94.35 亿元，同比增长 19.25%。公司非流动负债由长期借款（占比 69.48%）和递延所得税负债（占比 30.52%）构成。

截至 2016 年底，公司长期借款为 65.56 亿元，包括抵押借款 4.64 亿元、抵押及保证借款 31.67 亿元和质押、抵押及保证借款 29.25 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。

跟踪期内，公司的递延所得税负债持续增长，截至 2016 年底，公司递延所得税负债为 28.79 亿元，主要来自于投资性房地产账面价值变动和计税基础间的差额。

有息债务方面，截至 2016 年底，公司全部债务为 79.82 亿元，同比增长 36.07%，其中，短期债务占比 17.86%；长期债务占比 82.14%。跟踪期内，公司债务规模持续增长，目前债务结构中长期债务占比高，债务结构合理。

图 4 截至 2017 年 3 月公司债务情况



资料来源：公司财务报表

债务指标方面，2016 年，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均有提高，三项指标分别为 56.19%、47.59% 和 42.72%，同比分别增长 1.43 个百分点、5.68 个百分点和 3.69 个百分点。

截至 2017 年 3 月底，公司负债总额为 132.80 亿元，较 2016 年底增长 17.80%，其中流动负债占比 25.75%，非流动负债占比 74.25%，公司负债结构中流动负债占比上升。

截至 2017 年 3 月底，公司短期借款与长期借款规模进一步扩张，全部债务增至为 99.07 亿元，较 2016 年底增长 24.12%。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上升，三者分别为 60.04%、52.85% 和 44.09%，公司债务负担较 2016 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，公司债务负担基本处于合理水平。

3. 盈利能力

2016 年，公司实现营业收入为 10.74 亿元，较 2015 年增长 13.22%，主要系房屋商业租赁及酒店经营收入增长所致；同期，公司营业成本为 2.90 亿元，同比增长 6.04%，营业收入增幅大于营业成本增幅。受此影响，2016 年公司营业利润率上升 4.36 个百分点至 67.65%。

2016 年，公司期间费用为 4.37 亿元，同比上升 10.88%，占营业收入比重下降 0.86 个百分点至 40.70%。其中，销售费用同比上升 97.77% 至 0.17 亿元，主要系公司推广宣传费用大幅上升所致。同期，公司管理费用为 0.36 亿元，同比下降 18.31%，主要是公司包括折旧摊销、税费、办公费、维护修理费以及文体活动费在内的费用均有所下降所致；财务费用方面，随着利息支出的增长，公司财务费用 2016 年上升至 3.84 亿元，同比增长 12.49%。总体看，由于公司营业规模的扩大，

期间费用规模也相应增长。

2016年,公司实现营业外收入40.06万元,同比大幅下降76.77%,主要系2016年公司未获得政府补助;营业外支出为3.46万元,同比下降82.35%,主要系2016年公司未发生赔款支出。同期,公司营业利润7.69亿元,较2015年下降30.21%。

盈利指标方面,2016年,公司营业利润率、净资产收益率和总资本收益率分别为67.65%、6.48%和5.78%,较2015年分别上升了4.36、下降了3.87和下降了2.98个百分点。

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,2015年公司确认公允价值变动收益为6.87亿元,2016年公司确认公允价值变动收益同比减少至3.37亿元。同时公司持有的理财产品2016年获得投资收益1.43亿元。公司营业外收入和支出较少,2016年,公司营业外收支净额为36.60万元。

2016年,公司利润总额和净利润分别为7.69亿元和5.70亿元,较2015年分别下降30.28%和32.28%,主要系非经常性损益公允价值变动收益同比下降所致。非经常性损益在利润总额中占比62.47%,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,对公司利润的稳定性造成了一定不利影响。

2017年1~3月,公司实现营业收入2.62亿元,为2016年全年的24.42%;公司营业利润率上升0.35个百分点至68.00%。2017年1~3月,公司实现利润总额0.69亿元。

总体看,近年来公司营业收入持续增长,利润总额有所波动且公司利润总额对非经常性损益的依赖性较大,公司实际盈利能力一般。

4. 现金流及保障

经营活动方面,2016年,公司经营活动现金流入量为61.00亿元,同比下降33.82%,

主要系公司收到其他与经营活动有关的现金中往来款及资金借款大幅下降所致;同期,公司经营活动现金流出量为71.72亿元,较2015年增长28.20%;公司2016年经营活动产生的现金流量净额为-10.72亿元,较2015年的36.23亿元同比大幅下降129.59%。2016年,公司现金收入比104.40%,同比增长9.09个百分点,收入实现质量有所改善,公司支付的其他与经营活动相关的现金金额较大,主要为往来款及资金拆借款。

投资活动方面,2016年,公司投资活动现金流入24.95亿元,较2015年增长42.56%,主要系收回投资理财理财产品。同期,公司投资活动现金流出22.99亿元,同比减少42.13%,主要系未新取得子公司所致。2016年,公司投资活动表现为现金流净流入1.96亿元,较2015年明显好转。

筹资活动方面,2016年,公司筹资活动前现金净流量为-8.76亿元,公司主要通过银行借款方式筹资,2016年,公司筹资活动产生的资金流入大幅增长55.36亿元至61.16亿元,主要系取得借款收到的现金大幅增长所致。同期,公司筹资活动现金流出51.44亿元,同比大幅增长180.31%,主要系偿还债务支付的现金以及支付其他与筹资活动有关现金均有所增长所致,其中,偿还债务支付的现金同比增长25.49亿元。受上述因素影响,2016年,公司筹资活动表现为现金流净流入9.72亿元。

2017年1~3月,公司经营活动现金流入21.98亿元,主要为收到的往来款项;经营活动现金流出12.41亿元,其中购买商品、提供劳务支付的现金为0.38亿元,支付其他与经营活动有关的现金11.25亿元,公司经营活动现金净流量为9.57亿元。同期现金收入比为99.83%,较2016年有所下降。2017年1~3月,公司投资活动现金流入8.13亿元,主要为收回投资取得现金;同期投资活动现金流出10.93亿元,主要为投资支付的现金;公司

投资活动净流量为-2.80亿元。2017年1~3月，公司取得借款收到现金21.99亿元，筹资活动现金流出3.71亿元，筹资活动净流入为18.28亿元。

总体看，受经营活动获现能力波动较大与关联方资金往来规模大的影响，公司需依赖银行借款等外部筹资，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。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，截至2016年底，公司流动比率与速动比率均同比上升，两项指标分别为235.16%和235.04%；截至2017年3月底，两项指标回落至187.01%和186.95%。跟踪期内，公司存货较少，因此速动比率与流动比率接近。2016年，公司经营现金流动负债比为-58.30%，相较2015年的187.73%大幅下降，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，2016年，公司EBITDA规模同比减少20.76%至12.13亿元，主要系公司非经常性收益同比减少导致利润规模下降所致；同期，债务规模持续增长，公司全部债务增长36.07%至79.82亿元；公司EBITDA对债务本息的保障能力有所下降，2016年，EBITDA利息保障倍数下降至3.04倍；公司全部债务/EBITDA上升至6.58倍，EBITDA对全部债务的保障程度一般。

截至2017年6月2日，公司(合并口径)对外担保余额为14.67亿元，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5.2亿元，对深圳市瑞和佳源房地产开发有限公司担保余额5亿元，对深圳市星河房地产开发有限公司担保余额4.47亿元。总体看，公司担保比率较高，存在一定或有负债风险。

截至2017年3月底，公司已经取得的银行授信总额为95.50亿元，其中已使用授信额度95.30亿元，尚未使用授信额度0.20亿元且资产受限比例高，公司融资渠道有待拓宽。

6. 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》(报告号NO.B2016041)，截至2017年6月2日，公司无已结清和未结清不良信贷信息，过往债务履约情况良好。

7. 抗风险能力

公司下属商业项目地理位置优越，且经过多年的发展逐步在深圳地区取得了良好的口碑和声誉，具有一定的品牌影响力；近年来公司在运营的同时稳步拓展业务规模，为公司未来持续发展提供了有力支撑。联合资信认为，公司整体抗风险能力较强。

十、存续债券偿债能力分析

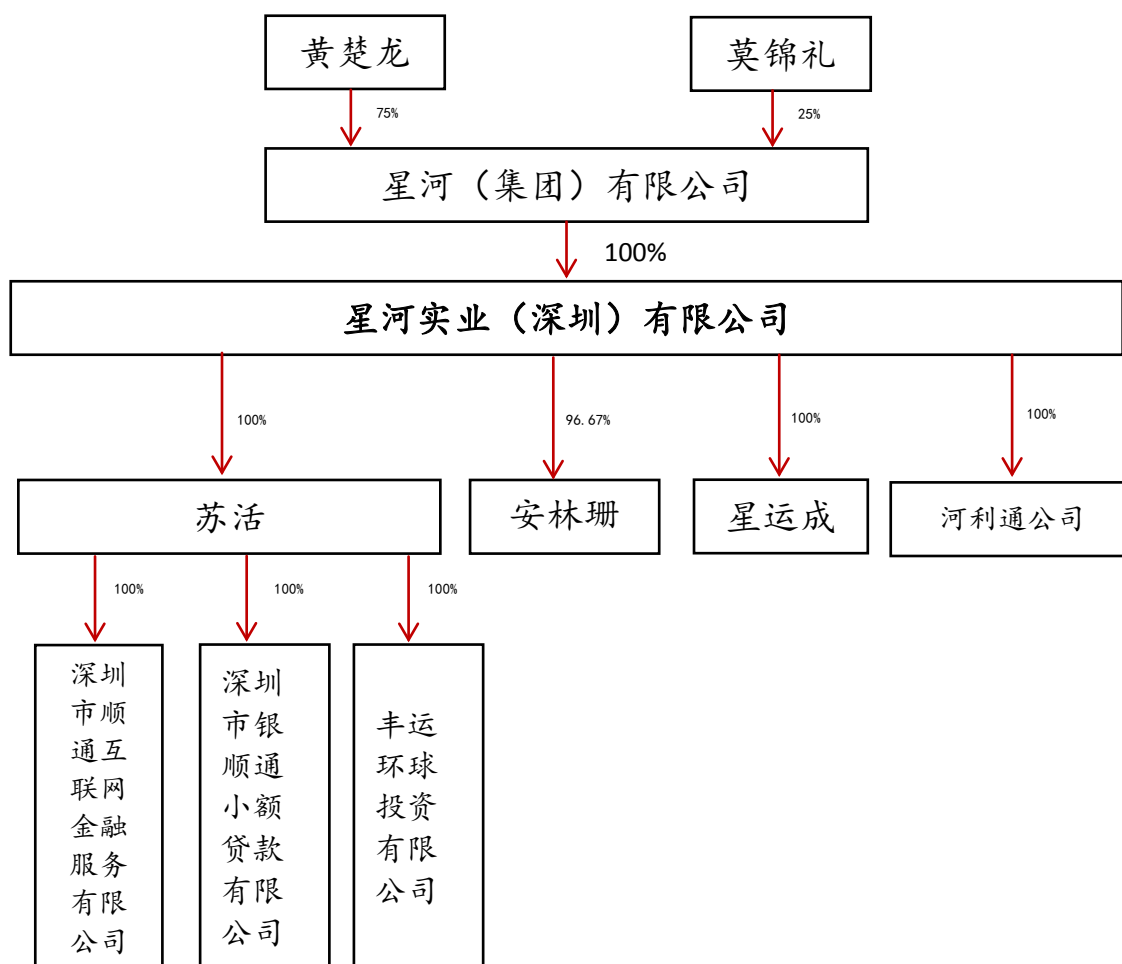
2016年，公司EBITDA为12.13亿元，其对存续中期票据“17星河实业MTN001”的覆盖倍数为2.43倍，覆盖程度较高。

总体看，公司经营活动产生的现金流入净额与EBITDA对“17星河实业MTN001”的保障能力一般。

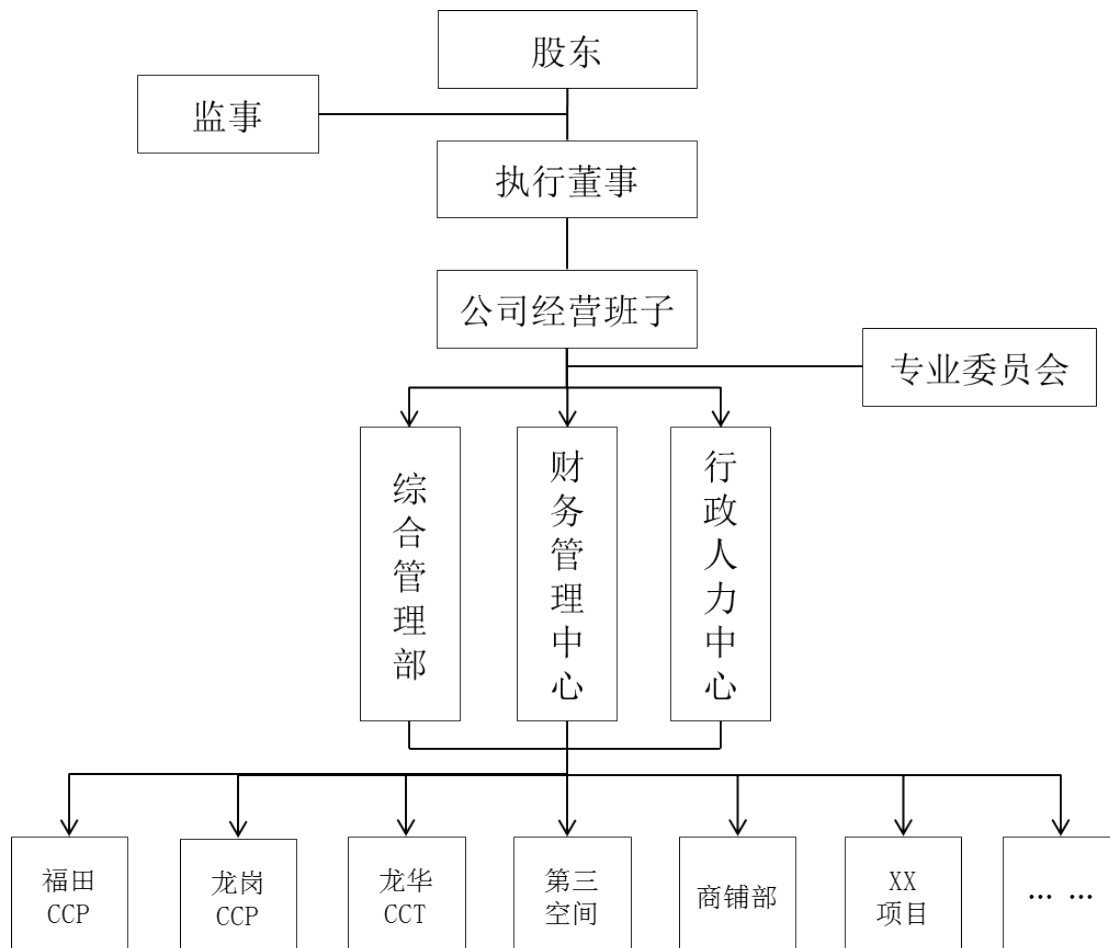
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持星河实业(深圳)有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，维持“17星河实业MTN001”信用等级为AA。

附件 1-1 截至 2017 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2017 年 3 月底公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	2.01	3.50	11.94	36.99
资产总额(亿元)	174.32	179.71	200.64	221.18
所有者权益(亿元)	81.20	81.29	87.89	88.38
短期债务(亿元)	14.54	6.62	14.26	29.38
长期债务(亿元)	52.82	52.04	65.56	69.68
全部债务(亿元)	67.35	58.66	79.82	99.07
营业收入(亿元)	8.44	9.49	10.74	2.62
利润总额(亿元)	6.22	11.03	7.69	0.69
EBITDA(亿元)	10.44	15.31	12.13	--
经营性净现金流(亿元)	-2.06	36.23	-10.72	9.57
财务指标				
销售债权周转次数(次)	54.50	44.15	36.59	--
存货周转次数(次)	112.55	116.81	130.32	--
总资产周转次数(次)	0.08	0.05	0.06	--
现金收入比(%)	101.30	95.31	104.40	99.83
营业利润率(%)	57.59	63.29	67.65	68.00
总资本收益率(%)	5.69	8.76	5.78	--
净资产收益率(%)	5.75	10.35	6.48	--
长期债务资本化比率(%)	39.41	39.03	42.72	44.09
全部债务资本化比率(%)	45.34	41.91	47.59	52.85
资产负债率(%)	53.42	54.77	56.19	60.04
流动比率(%)	306.80	171.56	235.16	187.01
速动比率(%)	306.67	171.45	235.04	186.95
经营现金流动负债比(%)	-11.62	187.73	-58.30	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.75	3.98	3.04	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.45	3.83	6.58	--

注：2017 年一季度财务数据未经审计

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期-上期) / 上期 × 100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率 = [(本期/前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额 + 平均应收票据)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 费用化利息支出) / (所有者权益 + 长期债务 + 短期债务) × 100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加) / 营业收入 × 100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务 + 短期债务 + 所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计 × 100%
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计 × 100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%

注: 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 / 短期投资 + 应收票据
 短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 一年内到期的非流动负债 + 应付票据
 长期债务 = 长期借款 + 应付债券
 全部债务 = 短期债务 + 长期债务
 EBITDA = 利润总额 + 费用化利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销
 利息支出 = 资本化利息支出 + 费用化利息支出
 企业执行新会计准则后, 所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

注：联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度 依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。