

信用等级公告

联合〔2019〕1417号

联合资信评估有限公司通过对星河实业（深圳）有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定将星河实业（深圳）有限公司主体长期信用等级由AA调整至AA⁺，将“17星河实业MTN001”“17星河实业MTN002”“18星河实业MTN001”和“18星河实业MTN002”信用等级由AA调整至AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇一九年六月十七日



星河实业（深圳）有限公司跟踪评级报告

评级结果：

本次主体长期信用等级：AA⁺
上次主体长期信用等级：AA

债券简称	余额 (亿元)	到期 兑付日	跟踪评 级结果	上次评 级结果
17 星河实业 MTN001	5.00	2020/3/ 17	AA ⁺	AA
17 星河实业 MTN002	5.00	2020/11/2		
18 星河实业 MTN001	5.00	2021/4/ 13		
18 星河实业 MTN002	6.00	2021/9/7		

注：“18 星河实业 MTN001”与“18 星河实业 MTN002”期限均为“2+1”年，附第 2 个计息年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权，下一行权日分别为 2020 年 4 月 13 日和 2020 年 9 月 7 日

本次评级展望： 稳定
上次评级展望： 稳定

评级时间：2019 年 6 月 17 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	11.94	19.19	18.88	13.28
资产总额(亿元)	200.64	230.96	372.11	389.04
所有者权益(亿元)	87.89	93.08	186.23	187.23
短期债务(亿元)	14.26	21.27	4.72	10.41
长期债务(亿元)	65.56	75.25	105.73	99.91
全部债务(亿元)	79.82	96.52	110.44	110.33
营业收入(亿元)	10.74	10.81	13.02	3.92
利润总额(亿元)	7.69	7.06	11.74	1.37
EBITDA(亿元)	12.13	12.86	17.33	--
经营性净现金流(亿元)	-10.72	19.29	14.90	13.16
营业利润率(%)	67.65	67.24	70.47	75.73
净资产收益率(%)	6.48	5.62	4.83	--
资产负债率(%)	56.19	59.70	49.95	51.87
全部债务资本化比率(%)	47.59	50.91	37.23	37.08
流动比率(%)	235.16	196.39	265.84	168.54
经营现金流流动负债比(%)	-58.30	59.39	74.60	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.58	7.50	6.37	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.04	2.44	3.36	--

注：公司 2019 年一季度财务数据未经审计

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。公司商业地产项目地理位置优越、运营时间长、区域品牌知名度高，经营稳定。同时，联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)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，所有者权益稳定性弱，受限资产占比高，关联方往来款对公司资金形成占用等因素对其信用水平可能产生的不利影响。

跟踪期内，公司营业收入及利润总额均显著增长，营业利润率有所提高。公司对深圳市星河雅创投资发展有限公司进行货币增资后取得实际控制权，整合并入雅宝 COCO PARK 项目及星河 WORLD A—G 栋写字楼，公司物业可出租面积、整体资产与权益规模大幅增长。上述物业运营状况良好，未来可为公司收入与利润水平形成稳定支撑。

综合评估，联合资信确定将公司主体长期信用等级由 AA 调整为 AA⁺，将“17 星河实业 MTN001”“17 星河实业 MTN002”“18 星河实业 MTN001”和“18 星河实业 MTN002”信用等级由 AA 调整为 AA⁺，评级展望为稳定。

优势

1. 深圳市经济发展迅速，粤港澳大湾区在中国发展大局中具有重要战略地位，在国家经济发展和对外开放中具有支撑引领作用，为公司发展提供了良好的外部环境。
2. 公司商业物业以购物中心为主，保值增值能力较强，运营状况良好，区域内品牌知名度高，已形成全流程商业物业运营管理体系；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

分析师: 杨栋 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

司收入与利润的另一主要来源。

3. 跟踪期内, 公司资产与权益规模大幅增长, 营业收入与EBITDA规模有所增长。整合并入深圳市星河雅创投资发展有限公司相关资产可为公司未来收入与利润水平形成稳定支撑。

关注

1. 商业物业的租金水平和出租率受宏观经济、市场竞争、地理位置等影响大; 近年来, 受传统零售行业增速放缓及大量新增商办物业供应影响, 公司商业物业面临较大竞争压力。
2. 公司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等非经常性损益依赖大。
3. 公司所有者权益以其他综合收益和未分配利润为主, 实收资本占比很小, 权益结构稳定性弱。
4. 公司全部债务近年逐年增长, 受限资产占比高, 或对未来融资能力造成一定影响。
5. 公司与关联方资金往来规模大, 对公司资金形成占用; 对外担保额度较大, 存在一定或有负债风险。

声 明

一、本报告引用的资料主要由星河实业（深圳）有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些材料的真实性、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2019年3月底，公司注册资本为5000万港元，星河集团为公司唯一股东。截至2019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地产开发业务。

截至2018年底，公司合并财务报表范围内合计拥有13家子公司。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。

截至2018年底，公司合并资产总额372.11亿元，所有者权益186.23亿元（含少数股东权益43.50亿元）；2018年，公司实现营业收入（合并）13.02亿元，利润总额11.74

亿元。

截至2019年3月底，公司合并资产总额389.04亿元，所有者权益187.23亿元（含少数股东权益43.68亿元）。2019年1—3月，公司实现营业收入（合并）3.92亿元，利润总额1.37亿元。

公司地址：深圳市福田区中心五路星河发展中心大厦20楼；法定代表人：刘世成。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至2018年底，公司存续债券为“17星河实业MTN001”“17星河实业MTN002”“18星河实业MTN001”和“18星河实业MTN002”，募集资金均已使用完毕，尚需偿还债券本金合计21亿元，公司均已按期支付存续债券利息。资金用途方面，经与合作银行沟通，“17星河实业MTN001”由偿还北京银行借款的2亿元改为偿还建设银行借款，3亿元用于补充公司本部营运资金不变；“17星河实业MTN002”将原用于偿还华兴银行借款的5亿元改为偿还建设银行和北京银行借款；“18星河实业MTN002”将原用于偿还公司6亿元中国银行借款改为0.13亿元偿还公司工商银行借款，0.5亿元偿还公司中国银行借款，2亿元偿还深圳市星河苏活公园实业有限公司华夏银行借款，0.37亿元偿还安林珊置业（深圳）有限公司中国银行借款，3亿元偿还深圳市星河雅创投资发展有限公司中信银行借款。

表1 公司存续债券概况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
17星河实业MTN001	5.00	5.00	2017/3/17	2020/3/17
17星河实业MTN002	5.00	5.00	2017/11/2	2020/11/2
18星河实业MTN001	5.00	5.00	2018/4/13	2021/4/13
18星河实业	6.00	6.00	2018/9/7	2021/9/7

MTN002				
合计	21.00	21.00	--	--

注：“18 星河实业 MTN001”与“18 星河实业 MTN002”期限均为“2+1”年，附第 2 个计息年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权，下一行权日分别为 2020 年 4 月 13 日和 2020 年 9 月 7 日

资料来源：Wind

公司存续期债券“18 星河实业 MTN001”与“18 星河实业 MTN002”均附交叉违约条款，触发情形为公司及其合并范围内子公司未能清偿到期应付(或宽限期到期后应付(如有))的其他债务融资工具，公司债，企业债或境外债券的本金或利息；或未能清偿到期应付的任何金融机构贷款，且单独或累计的总金额达到或超过：（1）人民币 5000.00 万元，或（2）公司最近一年或最近一个季度合并财务报表净资产的 1.50%，以较低者为准。

“18 星河实业 MTN001”与“18 星河实业 MTN002”均附事先约束条款，触发情形为公司在“18 星河实业 MTN001”与“18 星河实业 MTN002”存续期间应当确保公司合并口径的其他应收款(不含工程类保证金)存续期当年年末余额不高于 20 亿元，第二年末余额不高于 18 亿元，第三年末余额不高于 15 亿元。公司及主承销商应按年度监测，如未满足上述约定财务指标要求，则公司应在 2 个工作日内予以公告，并立即启动保护机制。

“18 星河实业 MTN001”与“18 星河实业 MTN002”均附控制权变更条款，触发情形为按照《公司法》等相关法律法规规定，结合企业实际情况，根据公司律师认定和公司在募集说明书中确认，公司实际控制人为黄楚龙。在“18 星河实业 MTN001”与“18 星河实业 MTN002”存续期内，如实际控制人黄楚龙发生变更，应立即启动保护机制。

四、宏观经济和政策环境

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有

所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，中国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5%左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，中国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅(6.2%)低于支出同比增幅(8.7%)，财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期(3.1 万亿元)继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较 2017 年明显增

加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对GDP增长的贡献率（59.7%）较2017年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018年，全国固定资产投资（不含农户）63.6万亿元，同比增长5.9%，增速较2017年下降1.3个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4万亿元）同比增长8.7%，增速较2017年（6.0%）有所增加，主要受益于2018年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与PPP项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资12.0万亿元，同比增长9.5%，增速较2017年（7.0%）加快2.5个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5万亿元，同比增长3.8%，增速较2017年大幅下降15.2个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018年，全国社会消费品零售总额38.10万亿元，同比增长9.0%，增速较2017年回落1.2个百分点，扣除价格因素实际增长6.9%。2018年，全国居民人均可支配收入

28228元，同比名义增长8.7%，扣除价格因素实际增长6.5%，增幅较2017年回落0.82个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018年，中国货物贸易进出口总值30.5万亿元，同比增加9.7%，增速较2017年下降4.5个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为16.4万亿元和14.1万亿元，同比增速分别为7.1%和12.9%，较2017年均有所下降。贸易顺差2.3万亿元，较2017年有所减少。从贸易方式来看，2018年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较2017年提高1.4个百分点。从国别来看，2018年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长7.9%、5.7%和11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口8.37万亿元，同比增长13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长

的态势，国内生产总值（GDP）21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019 年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及 2019 年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税

改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将持续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年中国 GDP 增速在 6.3% 左右。

五、行业分析

（一）商业地产开发及运营行业分析

1. 行业概况

区别于居住地产和工业地产，商业地产是指用作商业用途的地产。一般来说，狭义的商业地产指用于各种零售、餐饮、娱乐、休闲等生活服务类经营方式的不动产，包括商场、购物中心、步行街以及社区商业等。广义的商业地产除商铺之外还涵盖办公楼、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。购物中心和办公楼是商业地产领域两大主要类型。

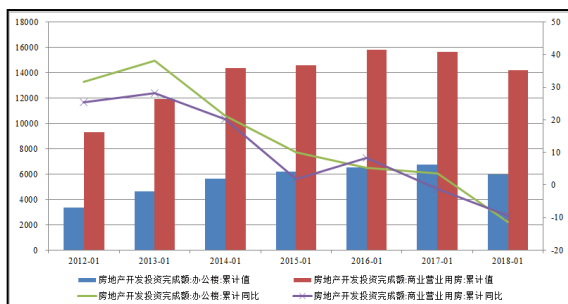
近年来，中国国民经济快速发展、居民生活水平提高和消费观念的改变带动购物中心、办公楼等物业大量新建并投入使用。此外，随着国内主要城市住宅“限购”政策的实施和房地产宏观调控力度的加大，房地产开发企业纷纷由住宅地产开发商向商业地产投资、运营商转变，其中，“地产+商业”协同运营模式（开发企业和商业企业在同一母公司平台下协同整合，保证所有权与经营权的统一，同时发挥各自优势，对于避免开发与商业的脱节、管理与招商的矛盾、业态与

经营的短视等问题有积极意义) 发展尤为迅速。

从物业选址方面, 住宅开发可选地块较多, 区域分布较广; 商业物业对城市规划和商圈依赖性较强, 可供应土地量相对较小, 物业形态受经营规划和所在区位的影响较大。从规划设计看, 商业物业的客户结构与住宅物业差异较大, 住宅物业以自住为主, 投资需求占比不高; 商业物业的投资属性远高于住宅物业, 商业物业的个性化特点鲜明, 各种不同业态对物业的设计规划要求不同, 因此在考虑未来物业形象和定位时, 既要考虑终端消费者的消费需求, 也要保持对未来投资者的吸引力, 商业物业的规划设计难度远高于住宅地产。从建成后的资金回笼情况看, 项目建设完工后, 中国商业地产开发商一般会根据自身需求在“只租不售”、“只售不租”和“租售结合”三种运营模式中选择。只售不租是最原始的模式, 以出售产权为收入来源, 快速回收投资; 但由于商业地产项目投资规模大、风险高且投资回收期长, 有能力全额购买商业项目的投资者数量有限, 为解决资金回笼等问题, 只租不售或租售结合成为越来越多开发商选择的经营模式。但只租不售或租售结合的经营模式对招商、日常经营管理能力等要求较高, 招商和日常运营的成败对开发商能否收回投资并取得合理回报影响显著。商业物业由于租售情况不同, 现金回笼往往慢于住宅地产。

开发情况

图1 近年来中国商业地产主要指标及变动情况
(单位: 亿元、%)



资料来源: Wind

2010—2014年, 中国商业地产行业呈现爆发式增长, 商业地产投资增速保持高位。2015年, 开发商逐步加大对住宅地产的投资规模, 同期受累积的商业地产项目大量入市影响, 商业地产开发投资增速开始下滑。2016—2018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22370.12亿元、22401.25亿元和20173.42亿元, 年均复合下降5.04%。商业类房屋投资以商业营业用房为主, 近三年比重在70%左右。2016—2018年, 中国商业营业用房新开工面积同比分别下降0.95%、8.21和2.00%, 办公楼新开工面积同比分别下降2.34%、4.30%和1.50%, 商业营业用房新开工面积降幅有所收窄。总体来看, 2010—2015年, 我国商业地产投资规模保持上升, 在房地产开发投资中占比持续上升, 但增速减缓。2016年以来, 商业地产投资趋于理性, 在地产开发投资中占比开始下降, 2018年投资规模同比有所下降。新开工面积增速波动大, 作为投资端的领先指标, 受政策收紧影响, 2015年以来持续为负, 2018年降幅有所收缩。

从商业地产用地供给量来看, 2010—2013年, 全国100大中城市商服用地土地供应量快速增长, 年均复合增长15.69%; 同期, 商服用地土地成交量增速超过土地供应量增速, 年均复合增长率高达22.90%。随着房地产市场步入调整期, 2014—2016年, 商服用地土地供给规模持续收缩, 年均复合下降17.81%; 地产开发企业拿地节奏也有所放缓, 商服用地土地成交量年均复合下降19.23%。2017年以来商业用地供给量有所回升, 2017—2018年100大中城市供应商服用地规划建筑面积同比分别增长6.58%和1.90%。而商服用地规划建筑面积成交在2017年同比增长7.55%后, 于2018年再次下降3.22%, 商服土地流拍在2018年呈增多趋势。从商业地产用地成本来看, 2015—2017年后商服用地挂牌均价与成交楼面均价快速上升, 但2017

年增速开始放缓。2018 年，100 大中城市商服用地成交楼面均价同比下降 0.39%，溢价率亦有所下滑。2018 年，10 个核心一二线城市商办用地整体成交微降，但其中上海、天津、成都、北京和武汉仍有增长。同期，核心一二线城市商办用地溢价率同比下降 5 个百分点。而三四线城市商办用地市场受益于核心城市需求外溢和城镇化推进略有增温，成交量和溢价率均有所上涨。

整体来看，中国商业地产地价已处高位，在地产企业融资加大背景下，商业地产开发投资有所降温，逐渐趋于理性。长期来看，商办土地市场总体仍存在较大的供给压力。

2. 行业细分

购物中心

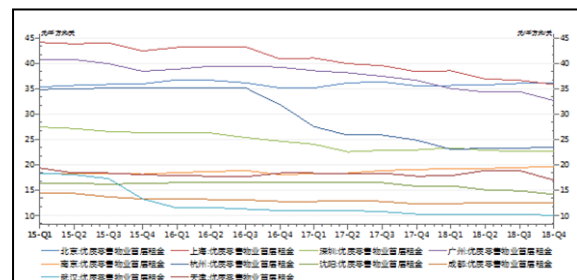
购物中心是集购物、休闲、娱乐、饮食等于一体，包括百货店、大卖场以及众多专业连锁零售店在内的超级商业中心。购物中心属于商业房地产开发的概念，进入该项业务的主要影响因素为雄厚的资金、获得土地的有效渠道和相应的开发建设能力，但区别于住宅地产等其他房地产开发形式，购物中心项目具有投资规模大、利润率及开发风险高、投资回收期长等特点，因此，购物中心选址更加谨慎、调研更加复杂、推广更具针对性，区域位置和配套功能组合是综合竞争力的关键，且比住宅开发多出开业、运营、管理三个环节。此外，购物中心定位的出发点必须是开业后整体的运营成功，“马太效应”非常明显，因此，选择什么样的商业业态组合，如何满足商家要求、确保商家利益最大化，进而为开发经营商赚取最大的出租和出售回报，是购物中心运营中至关重要的问题。

相对于美国、日本等发达国家，中国的购物中心起步较晚，20 世纪 80 年代中后期，在北京、上海等一些大城市才开始出现购物中心。近十年来，随着经济的发展和人民生

活水平的提高，中国购物中心市场快速发展，除了传统的零售商和商业地产开发商，一些住宅地产开发商也积极参与到购物中心的开发。一线城市经济发展水平高、零售市场较为成熟，购物中心数量快速攀升，商家之间竞争激烈；二线城市购物中心虽起步晚于一线城市，但近几年来发展迅速，部分二线城市新增购物中心数量超过一线城市，且单个项目体量较大；受三、四线城市经济发展水平较低等因素影响，购物中心市场起步晚且成熟度较低，购物中心这种新型业态在较弱的三线城市及四线城市中仍较为空缺；此外，各类城市中购物中心的经营情况也出现分化，定位、规模、功能综合、专业化程度等不断发生变化，呈现不同形态。购物中心供应量的快速增长，带来了布局失衡、重量轻质、品牌商扶持开发商以及资金瓶颈的问题。2015 年以来，受社会消费品零售总额增速持续放缓以及电子商务冲击影响，购物中心的租金价格整体有所下降，但逐渐趋于平稳。

图 2 重点城市优质零售物业首层租金

(单位：元/平方米/天)



资料来源：Wind

随着居民消费需求层次的升级和电商红利的衰减，中国购物中心市场面临着新的市场机遇。战略布局方面，商业地产商通过战略联合、轻资产管理输出、资产证券化等方式减轻传统商业地产扩张对资金的高度依赖。商业模式方面，提高体验式消费比例、融合“数据+线上+线下”的新零售业态、细分各市场定位产品线、持续升级租户结构和产品质量成为各购物中心不断优化商业模式重要探索方式。中国购物中心仍存在较大的

结构性发展空间。

办公楼

办公楼作为办公建筑，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，包括普通办公楼、商住办公办公楼和综合性办公楼；按档次划分，包括超甲级、甲级、乙级、丙级办公楼；按智能化水平划分，包括 3A 办公楼和 5A 办公楼。办公楼可自用，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办公楼市场发展的主要因素。

中国甲级及以上办公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，甲级办公楼总体供应量快速上升。由于甲级办公楼的主要租户为金融、高科技和专业服务企业，一线城市在服务业稳步增长的支撑下，近年来一线城市优质写字楼平均空置率水平较低，均保持在 15% 以下。大部分城市二线城市存在供大于求的问题，个别二线城市受到一批超出市场消化能力的新供应项目的影响，出现了明显的吸纳困难状况。租金水平方面，一线城市优质写字楼租金水平分化较为明显，北京、上海显著高于广州、深圳。2018 年，北京由于 CBD 项目新入市，短期空置率有所上行，租金水平保持平稳。上海、深圳新增写字楼供应规模较大，租金有所下调。广州由于供应有限加之需求良好，租金上涨 6%。二线城市 2018 年仍处于写字楼供应高峰，整体空置率上扬，平均租金小幅下降，其中长三角强二线城市租金小幅上涨，与东北、中部地区二线城市走势分化。

短期看，中国多个市场将在未来几年仍是商业地产供应潮，供大于求仍将是盘踞办公楼市场的主旋律，空置率将不可避免地上升，一线城市租金或将进入盘整阶段，二三线城市租金将继续下调。但长期看，随中国财新服务业持续发展，除金融与专业服务业

将继续主导甲级办公楼需求以外，高速发展的 TMT 行业（科技、媒体和通信）的租赁需求以及民营企业建立区域性或全国总部的需求将保持强劲态势，对办公楼需求形成支撑。

（二）粤港澳大湾区政策

粤港澳大湾区包括香港特别行政区、澳门特别行政区和广东省广州市、深圳市、珠海市、佛山市、惠州市、东莞市、中山市、江门市、肇庆市（以下简称“珠三角九市”），总面积 5.6 万平方公里，截至 2017 年底，总人口约 7000 万人，是中国开放程度最高、经济活力最强的区域之一，在国家发展大局中具有重要战略地位。建设粤港澳大湾区，既是新时代推动形成全面开放新格局的新尝试，也是推动“一国两制”事业发展的新实践。

2019 年 2 月 18 日，中共中央、国务院印发了《粤港澳大湾区发展规划纲要》（以下简称“《粤港澳大湾区规划纲要》”），《粤港澳大湾区规划纲要》指出，粤港澳大湾区未来发展定位为：充满活力的世界级城市群；具有全球影响力的国际科技创新中心；“一带一路”建设的重要支撑；内地与港澳深度合作示范区；宜居宜业宜游的优质生活圈。

粤港澳大湾区未来发展目标为：到 2022 年，粤港澳大湾区综合实力显著增强，粤港澳合作更加深入广泛，区域内生发展动力进一步提升，发展活力充沛、创新能力突出、产业结构优化、要素流动顺畅、生态环境优美的国际一流湾区和世界级城市群框架基本形成；区域发展更加协调，分工合理、功能互补、错位发展的城市群发展格局基本确立；协同创新环境更加优化，创新要素加快集聚，新兴技术原创能力和科技成果转化能力显著提升；供给侧结构性改革进一步深化，传统产业加快转型升级，新兴产业和制造业核心竞争力不断提升，数字经济迅速增长，金融等现代服务业加快发展；交通、能源、信息、

水利等基础设施支撑保障能力进一步增强，城市发展及运营能力进一步提升；绿色智慧节能低碳的生产生活方式和城市建设运营模式初步确立，居民生活更加便利、更加幸福；开放型经济新体制加快构建，粤港澳市场互联互通水平进一步提升，各类资源要素流动更加便捷高效，文化交流活动更加活跃。

到 2035 年，大湾区形成以创新为主要支撑的经济体系和发展模式，经济实力、科技实力大幅跃升，国际竞争力、影响力进一步增强；大湾区内市场高水平互联互通基本实现，各类资源要素高效便捷流动；区域发展协调性显著增强，对周边地区的引领带动能力进一步提升；人民生活更加富裕；社会文明程度达到新高度，文化软实力显著增强，中华文化影响更加广泛深入，多元文化进一步交流融合；资源节约集约利用水平显著提高，生态环境得到有效保护，宜居宜业宜游的国际一流湾区全面建成。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2019 年 3 月底，公司注册资本为 5000 万港元，星河集团为公司唯一股东，黄楚龙是公司实际控制人。

2. 企业规模与竞争力

公司近年来投资规模有所扩张，已形成涵盖写字楼、住宅底商、购物中心、酒店等不同业态的丰富产品线。

截至 2018 年底，公司下属商业物业可出租面积合计 77.95 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（以购物中心为主）业。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，公司物业收入稳定且整体呈上升趋势，市场竞争实力强。

3. 股东支持

公司商业地产项目主要由同一控制人下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转入。截至 2019 年 3 月底，星河控股注册资本 42 亿元，黄楚龙通过深圳市星河投资有限公司持有星河控股 100% 股权，为其实际控制人。星河控股旗下现有地产、金融、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。截至 2018 年底¹，星河控股合并资产总额 1234.01 亿元，所有者权益 405.12 亿元（含少数股东权益 0.80 亿元）；2018 年，星河控股实现营业收入（合并）224.92 亿元，利润总额 77.94 亿元。

深圳市星河房地产开发有限公司为星河控股房地产开发业务主要实施载体，已开发面积累计超过 5000 万平方米，土地储备面积逾 3300 万平方米，项目布局珠三角、长三角和中西部三大都市圈，已进驻深圳、广州、天津、南京、常州、宁波、重庆、成都和西安等多座城市。

深圳市星河金控有限公司为星河控股金融业务主要实施载体，主营权益投资类、债权投资类和基金管理类业务；截至 2019 年 3 月底，自有资金投资超 200 亿元；为深圳创新投资集团、深圳福田银座村镇银行第二大股东，阳光保险、天津津融资产管理有限公司重要股东，前海母基金、国家中小企业发展基金有限合伙人。

深圳雅宝房地产开发有限公司为星河控

¹ 星河控股财务报表合并范围认定方式：能够表明母公司可控制被投资单位，子公司均纳入合并财务报表合并范围

股运营星河雅宝创新产业园（以下简称“星河 WORLD”）项目载体。星河 WORLD 打造“园区+金融”模式，项目总建筑面积约 160 万平方米，总投资额逾 150 亿元。2018 年 4 月，深圳雅宝房地产开发有限公司通过存续分立方式，分立为深圳雅宝房地产开发有限公司（存续公司）、深圳市星河雅创投资发展有限公司（新设公司，以下简称“星河雅创”）、深圳市星河雅智投资发展有限公司（新设公司）和深圳市星河雅融投资发展有限公司（新设公司）。2018 年 10 月，公司通过新设全资子公司深圳市星美实业有限公司对星河雅创货币形式增资人民币 5.50 亿元。增资完成后，公司持有星河雅创 55% 股权，深圳市星河盛世房地产开发有限公司持有星河雅创 45% 股权。增资完成后，公司取得对星河雅创的实际控制权，并自 2018 年三季度纳入公司财务报表合并范围。2018 年 11 月，星河雅创已完成相关工商变更。合并星河雅创后，星河 WORLD 中雅宝 COCO PARK 购物中心以及星河 WORLD A—G 栋并入公司，公司资产与权益规模大幅提升。

星河控股商置与物业业务板块主要运营载体分别为星河商置（新三板证券代码“839819”）与智善生活（新三板证券代码“836397”）两家上市公司，可为公司下属商业物业运营与管理提供保障。

总体看，星河控股各业务板块资产优质，业务运行平稳，整体抗风险能力较强。公司作为星河控股优质商业物业资产运营载体，可获得一定的股东支持。

七、管理分析

跟踪期内，公司在高管人员及管理体制

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，公司营业收入同比增长，2018 年实现营业收入 13.02 亿元，同比增长 20.46%，主要系星河雅创并入后可出租面积大幅增长以及租金水平同比提升所致。跟踪期内，公司因业务规划调整暂停平台服务业务，更专注于发展主业房屋租赁。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。2018 年，公司房屋商业租赁收入 9.05 亿元，同比增长 33.09%，在营业收入中占 69.47%，同比提升 6.57 个百分点。同期，酒店经营收入 3.41 亿元，同比增长 3.33%，主要系客房入住率及入住均价均有提升所致，在营业收入中占 26.19%。公司房屋商业租赁主业突出。

从盈利能力看，2018 年，公司综合毛利率为 74.26%，同比增长 2.89 个百分点，主要系收入占比较高的房屋商业租赁业务与酒店经营盈利水平同比提升所致。2018 年，公司房屋商业租赁业务毛利率为 89.13%，同比增长 1.20 个百分点，该业务毛利率近年保持较高水平。酒店经营业务 2018 年毛利率为 37.75%，同比略有提升。

2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 3.92 亿元，为 2018 年全年的 30.11%；同期实现综合毛利率 78.91%，较 2018 年增长 4.62 个百分点。

表 2 公司近年营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年			2019 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	10.73	99.91	72.96	10.63	98.33	71.37	13.02	99.96	74.25	3.92	99.92	78.87

房屋商业租赁	7.17	66.76	88.68	6.80	62.90	87.93	9.05	69.47	89.13	2.93	74.59	90.07
酒店经营	3.02	28.12	32.50	3.30	30.53	37.25	3.41	26.19	37.75	0.82	20.91	35.83
商品销售	0.04	0.37	18.91	--	--	--	--	--	--	--	--	--
商业物业经营	0.26	2.42	68.21	0.28	2.59	45.70	0.28	2.12	45.80	0.03	0.76	89.01
贷款利息	0.22	2.05	100.00	0.17	1.57	100.00	0.28	2.18	66.40	0.14	3.66	94.38
平台服务费收入	0.02	0.19	59.99	0.08	0.74	100.00	--	--	--	--	--	--
二、其他业务收入	0.01	0.09	100.00	0.18	1.66	100.00	0.01	0.04	100.00	0.00	0.08	100
合计	10.74	100.00	73.00	10.81	100.00	71.37	13.02	100.00	74.26	3.92	100	78.88

注：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；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

资料来源：公司提供

2. 房屋商业租赁业务

公司房屋商业租赁业务主要通过星河商置进行自有商业物业出租，以赚取租金收入，物业类型以购物中心和写字楼为主，此外还有住宅底商及综合市场。跟踪期内，公司并入雅宝 COCO PARK 购物中心以及星河 WORLD A—G 栋写字楼后可出租面积同比大幅增长。截至 2018 年底，公司购物中心与写字楼可出租面积为 72.34 万平方米，同比大幅增长 115.09%。其中，购物中心面积为 35.31 万平方米，同比增长 22.70%；写字楼面积为 37.03 万平方米，相较 2017 年 4.85 万平方米大幅增长。截至 2019 年 3 月底，公司购物中心与写字楼可出租面积较 2018 年底略有增长至 72.81 万平方米，其中购物中心占 48.83%，写字楼占 51.17%。

出租率方面，公司房屋出租率近年保持较高水平但逐年下降。2017 年，公司下属商业物业出租率受写字楼出租率大幅下降影响，相较 2016 年下降 6.11 个百分点至 92.82%。2018 年，受所并入资产中部分写字楼新竣工且尚处于培育期影响，公司房屋出租率下降至 86.77%。

购物中心方面，公司雅宝 COCO PARK 于 2018 年 9 月 29 日开业，尚处于客群培育期；龙岗 COCO PARK 与龙华 COCO CITY 相较福田 COCO PARK，因所处不同区域致租金水平存在一定差异。公司购物中心平均租

金近年持续增长，2018 年，平均租金同比增长 3.40% 至 5.48 元/天/平方米；2019 年一季度平均租金持续增长至 5.60 元/天/平方米。写字楼方面，近年租金水平有所波动，分别为 8.98 元/天/平方米、8.46 元/天/平方米和 3.48 元/天/平方米。2018 年，写字楼平均租金较低主要系新并入星河 WORLD A—G 栋写字楼中，F—G 栋为新竣工物业，且 A—G 栋整体以低于直接对外出租的租金水平出租给关联方深圳雅宝房地产开发有限公司龙岗分公司所致（2019 年起直接对外出租）。2019 年一季度公司写字楼平均租金为 3.67 元/天/平方米，相较 2018 年有所增长，相对处于较低水平主要系公司结算周期原因所致。受上述因素影响，公司近年来平均租金分别为 5.38 元/天/平方米、5.59 元/天/平方米、4.55 元/天/平方米和 4.70 元/天/平方米。

近年来公司房屋商业租赁收入受出租率影响而有所波动。其中，2017 年，受可出租面积与出租率共同下降的影响，公司租赁收入为 6.80 亿元，同比下降 5.16%。2018 年，伴随公司可出租面积大幅增长，租赁收入同比增长 33.09% 至 9.05 亿元。购物中心方面，雅宝 COCO PARK 开业时间较晚，仅确认 9—12 月收入。另外，2018 年 12 月前，星河 WORLD A—G 栋写字楼整体出租给关联方，租金水平低于直接对外出租价格。2019 年 1—3 月，公司实现租赁收入 2.93 亿元，为 2018

年全年租赁收入的 32.38%。

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	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—3 月
可出租面积	341565	336322	723379	728090
其中：购物中心	290430	287797	353123	355491
写字楼	51135	48525	370257	372599
出租率	98.93	92.82	86.77	88.75
其中：购物中心	99.24	98.71	95.58	97.05
写字楼	97.20	57.89	78.36	80.83
平均租金	5.38	5.59	4.55	4.70
其中：购物中心	4.76	5.30	5.48	5.60
写字楼	8.98	8.46	3.48	3.67
租赁收入	65436.47	62771.64	85284.71	27331.28
其中：购物中心	49376.59	54214.58	61191.49	17389.07
写字楼	16059.88	8557.06	24093.22	9942.21

注：上表统计口径为公司购物中心与写字楼数据，不包含住宅底商部分
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”，产品业态不断丰富，项目运营良好。

表 4 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	2018 年年度租金业绩	位置/交通	定位	主要品牌
COCO PARK 福田店	2006.09	68162.00	3.26	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	83016.55	0.93	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、EP 雅莹、INSUN、H&M、UNIQLO 等
COCO CITY 龙华店	2014.11	95037.74	1.05	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	30304.63	0.70	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
雅宝 COCO PARK	2018.09	76601.77	0.17	深圳市龙岗区星河 WORLD 产业园，临近	中高档时尚购物中心	星河寰宇影城、永辉超市、西西弗书店

				地铁5号线、10号线		
合计	353122.69	6.11	--	--	--	--

资料来源：公司提供

(1) COCO PARK 福田店

COCO PARK 福田店是集餐饮、购物、休闲、娱乐多功能于一体的国内首个情景式购物中心，也是公司首个商业物业项目，项目于2006年9月开业，物业持有方为深圳市星河苏活公园实业有限公司（以下简称：苏活公司）。COCO PARK 福田店总占地3.1万平方米，截至2018年底，可出租面积6.82万平方米（可出租面积经2018年重新核算），出租率为93.94%。

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。2016—2018年，COCO PARK 福田店分别实现租金收入2.69亿元、2.94亿元和3.26亿元。2019年1—3月，实现租金收入0.84亿元，为2018年全年收入的25.77%。

(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，物业持有方为深圳市河利通商业经营有限公司（以下简称“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，总占地面积3万平方米，截至2018年底，可出租面积8.30万平方米，出租率为100%。自开业以来，COCO PARK 龙岗店租赁收入逐年增长，2018年实现租金收入0.93亿元，同比增长5.68%；2019年1—3月，实现租金收入0.26亿元，为2018年全年收入的27.81%，该项目离市区较远，周边市场仍有培育空间。

(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，物业持有方为深圳市星运成商业经营有限公司（以下简称“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。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，2018年实现租金收入1.05亿元，同比增长9.38%。2019年1—3月，实现租金收入0.26亿元，为2018年全年收入的25.14%。

(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置业（深圳）有限公司（以下简称“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。2018年星河第三空间实现租金收入0.70亿元，同比增长9.38%。2019年1—3月，实现租金收入0.18亿元，为2018年全年收入的25.71%。

（5）雅宝 COCO PARK

雅宝 COCO PARK 物业持有方为星美实业，项目于 2018 年 9 月 29 日开业，定位中高档时尚购物中心，是总投资额逾 150 亿元的产融结合新城星河 WORLD 的商业部分，是 COCO PARK 的升级版。

雅宝 COCO PARK 位于龙岗区梅坂大道与雅宝路交汇处，交通便捷，周边路网发达，地铁 4 号、5 号线环绕，未来将开通的 10 号线贯穿其中并开设雅宝站。项目建筑面积 8 万平方米，可出租面积 7.16 万平方米，地下 2 层，地上 4 层并设有顶层花园。雅宝 COCO PARK 以精致超市、影院为主力，包括星河寰宇影城、永辉超市和西西弗书店等，引入国际快时尚品牌与国内外轻奢品牌，同时融汇休闲娱乐、特色餐饮、家居生活等丰富业态。

2018 年，雅宝 COCO PARK 实现租金收入 0.18 亿元；2019 年 1—3 月，实现租金收入 0.20 亿元。雅宝 COCO PARK 尚处于客群培育期，但已对公司收入与利润形成有力支撑。

租赁模式方面，跟踪期内，公司购物中心仍主要采取“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”三种方式。

写字楼

公司合并星河雅创后，星河 WORLD 中 A—G 栋写字楼并入公司。截至 2018 年底，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、子公司安林珊公司持有的星河世纪大厦以及星河雅创持有的星河 WORLD A—G 栋写字楼。其中，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；星河 WORLD A—G 栋位于星河 WORLD 产业园，毗邻雅宝 COCO PARK 项目。

截至 2018 年底，上述公司所持写字楼合计对外可出租面积 37.03 万平方米，同比大幅增长。2018 年，公司写字楼出租率大幅提升，全年出租率为 78.36%，同比增长 20.47 个百分点；全年租金收入 2.41 亿元，因出租率与可出租面积提升而大幅增长。截至 2019 年 3 月底，上述公司所持写字楼合计对外可出租面积 37.26 万平方米，相较上年底略有增长；同期出租率提升至 80.83%。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，跟踪期内，公司仍采取固定租金模式，每年租金以固定的比率增长。

住宅底商

截至 2019 年 3 月底，公司对外出租的住宅底商包括星河名居裙楼、星河雅居裙楼、星河华居裙楼、红旗岭、丰泽湖商铺、国都高尔夫等。截至 2019 年 3 月底，可租赁面积合计 5.43 万平方米。

总体看，跟踪期内，公司商业物业租赁面积因整合星河雅创相关资产而大幅增长；公司商业物业以购物中心为主，保值增值能力较强，运营状况良好，已形成全流程商业物业运营管理体系，出租率稳定，租金水平有所提升。公司租赁收入未来伴随购物中心及写字楼对客流量的逐步培育，收入及利润规模有望保持稳定增长。但联合资信同时关注到房屋商业租赁业市场竞争激烈，公司租赁业务或将面临一定挑战。

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。2018 年，公司酒店经营业

务实现收入 3.41 亿元，同比增长 3.33%；近年毛利率水平逐年上升，2018 年为 37.75%，同比增长 0.50 个百分点。

丽思卡尔顿酒店自 2009 年开业以来，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”“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 2018 年丽思卡尔顿酒店与周边竞争性酒店的主要经营指标比较（单位：间、%、元/间/天、元/天）

酒店名称	房间数量	入住率	均价	每间可售房收入
丽思卡尔顿 (Ritz-Carlton)	280	89.10	1664.82	1482.74
瑞吉 (St.Regis)	290	79.48	1692.96	1345.62
君悦 (Grand Hyatt)	471	87.94	1273.75	1120.10
洲际 (InterContinental)	540	84.43	1272.58	1074.50
威斯汀 (Westin)	350	82.51	1170.04	965.42
大中华喜来登 (Sheraton Futian)	354	83.81	1193.14	999.94
JW 万豪 (JW Marriott)	402	84.58	1092.52	924.00
四季 (Four Seasons)	266	88.84	1649.00	1465.00
马可孛罗 (Marco Polo)	390	69.28	922.53	639.11

资料来源：公司提供

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，2018 年为 1.52 亿元，同比小幅增长 1.32%；同期，餐饮收入为 1.75 亿元，同比增长 1.74%。

表 6 公司酒店业务近年收入构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 1—3 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
客房	1.30	43.05	1.50	45.45	1.52	44.43	0.37	42.51
餐饮	1.60	52.98	1.72	52.12	1.75	51.42	0.43	52.66
其他	0.12	3.97	0.08	2.42	0.14	4.15	0.02	4.83
合计	3.02	100.00	3.30	100.00	3.41	100.00	0.82	100.00

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

资料来源：公司提供

从酒店业务运营指标来看，丽思卡尔顿酒店 2018 年累计接待游客 15.12 万人次，保持增长趋势；近三年客房入住率均超过 85%，且呈逐年上升趋势，2018 年入住率较 2017 年增长 1.36 个百分点至 89.10%。房价方面，丽思卡尔顿酒店平均房价在深圳市处于领先地

位且近三年呈上升趋势，2018 年均价为 1664.82 元/间/夜。跟踪期内，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。

表 7 公司酒店业务主要经营指标
(单位: 万人、%、元/间/天)

	2016 年	2017 年	2018 年
接待游客	11.90	12.65	15.12
入住率	85.30	87.74	89.10
平均房价	1484.58	1627.94	1664.82

资料来源: 公司提供

总体看, 公司商业物业以购物中心为主, 保值增值能力较强, 运营状况良好, 品牌知名度高, 已形成全流程商业物业运营管理体系; 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, 对公司收入与利润形成有效补充。跟踪期内, 公司营业收入及毛利水平均有所增长; 公司对深圳市星河雅创投资发展有限公司进行货币增资后取得实际控制权, 整合并入雅宝 COCO PARK 项目及星河 WORLD A—G 栋写字楼, 公司物业可出租面积、整体资产与权益规模大幅增长。上述物业运营状况良好, 未来可为公司收入与利润水平形成稳定支撑。

九、财务分析

公司提供了 2018 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 2019 年一季度财务报表未经审计。

从合并范围看, 2018 年, 公司财务报表合并范围内, 通过同一控制下合并星河雅创 1 家控股二级子公司; 通过投资新设新增星美实业等 4 家一级子公司与上海河裕实业有限公司 1 家全资二级子公司; 同期, 同一控制下处置深圳市顺通互联网金融服务有限公司 1 家一级子公司。2019 年一季度公司合并范围相较 2018 年无变化。公司执行最新企业会计准则。总体看, 公司财务数据可比性尚可。

截至 2018 年底, 公司合并资产总额 372.11 亿元, 所有者权益 186.23 亿元(含少

数股东权益 43.50 亿元); 2018 年, 公司实现营业收入(合并)13.02 亿元, 利润总额 11.74 亿元。

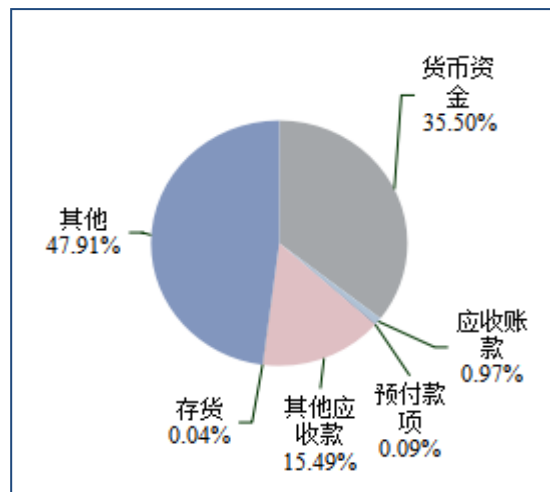
截至 2019 年 3 月底, 公司合并资产总额 389.04 亿元, 所有者权益 187.23 亿元(含少数股东权益 43.68 亿元)。2019 年 1—3 月, 公司实现营业收入(合并) 3.92 亿元, 利润总额 1.37 亿元。

1. 资产质量

跟踪期内, 公司资产总额受投资性房地产规模扩大而有所增长, 截至 2018 年底, 公司资产总额为 372.11 亿元, 其中流动资产和非流动资产占比分别为 14.27%和 85.73%, 非流动资产占比较高, 符合公司所处行业特点。

截至 2018 年底, 公司流动资产为 53.11 亿元, 主要由货币资金(占 35.50%)、其他应收款(占 15.49%)、其他流动资产(占 38.92%)和发放贷款及垫款构成(占 8.95%)。

图3 截至2018年底公司流动资产构成



资料来源: 公司财务报告

截至 2018 年底, 公司货币资金为 18.86 亿元, 同比下降 1.59%。货币资金中除少量库存现金外, 银行存款占全部货币资金的 41.55%; 其他货币资金占 58.42%。公司其他货币资金 11.02 亿元, 由借款保证金(11.00 亿元)和在途货币资金构成, 公司货币资金受限比例为 58.32%, 占比较高。

2018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2018年底，公司发放贷款及垫款²合计4.75亿元，同比大幅增长。其中，正常类贷款4.82亿元，公司按1.50%计提贷款损失准备；可疑类贷款89.83万元，公司按60%计提损失准备；损失类贷款57.17万元，公司按100%进行计提，公司合计计提贷款损失准备834.09万元，计提比例为1.73%。

公司其他应收款中关联方往来较多，截至2018年底，公司其他应收款8.23亿元，同比下降16.37%，主要系关联方往来款同比减少所致。公司其他应收款中关联方往来款6.11亿元（占74.78%），保证金及押金0.29亿元（占3.57%），其他往来款1.77亿元（占21.65%）。公司其他应收款期末余额前五名欠款方账龄均在1年以内，金额合计8.13亿元，占总金额的99.56%，公司其他应收款集中度很高。公司其他应收款中，关联方往来期末余额6.11亿元，主要为公司子公司星河控股与星河（集团）有限公司资金往来。

表8 按欠款方归集的期末余额前五名的其他应收款情况（单位：亿元、%）

单位名称	款项性质	期末余额	占比
星河控股集团有限公司	关联方往来	4.04	49.51
成都万科房地产有限公司	其他往来款	1.75	21.46
星河（集团）有限公司	关联方往来	1.58	19.34
怡龙国际投资有限公司	关联方往来	0.47	5.78
中建投信托有限责任公司	押金及保证金	0.28	3.47
合计	--	8.13	99.56

资料来源：公司财务报告

截至2018年底，公司其他流动资产20.67亿元，同比下降37.83%，主要系委托投资及

² 2016年，公司主要产品为员工贷和同业拆借，期限较长；2017年主要产品为“赎楼贷”，期限较短，一般在一个月以内，同时存量的同业拆借及“员工贷”截至2017年底已结清无余额；2018年主要产品为期限在一年以内的“红本贷”

理财产品余额下降所致。截至2018年底，公司其他流动资产主要为委托投资（占91.44%）和购入准备出售的住宅（占比5.98%）。

非流动资产

截至2018年底，公司非流动资产318.99亿元，同比大幅增长90.84%，主要系并入星河雅创后投资性房地产大幅增长所致。截至2018年底，公司非流动资产主要由投资性房地产（占比97.12%）构成。

截至2018年底，公司可供出售金融资产0.42亿元，同比大幅下降94.08%，主要系减少7.12亿元Golden Fund I所致。

截至2018年底，公司投资性房地产309.80亿元，同比大幅增加154.43亿元。其中，同一控制下企业合并增加（132.76亿元），外购增加（15.00亿元）以及公允价值变动（5.83亿元）。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261.28亿元，占投资性房地产的84.33%，公司投资性房地产受限比例高。

截至2018年底，公司受限资产账面价值合计290.91亿元，占资产总额的78.18%，受限原因为借款抵押与质押，公司资产受限比例高。

表9 截至2018年底公司资产受限情况

（单位：亿元）

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	11.00	借款质押
投资性房地产	261.28	借款抵押
固定资产	3.06	借款抵押
其他应收款	15.48	借款质押
其他流动资产	0.09	借款抵押
合计	290.91	--

资料来源：公司财务报告

截至2019年3月底，公司资产总额389.04亿元，较2018年底增长4.55%，主要系其他流动资产增加所致。截至2019年3月底，公司货币资金13.26亿元，较2018年底下降29.67%，主要系委托投资增加所致；其他应

收款 14.17 亿元，较 2018 年底大幅增长 72.30%，主要系关联方往来增加所致；同期，公司其他流动资产因委托投资增加而较 2018 年底大幅增长 81.04% 至 37.42 亿元。受此影响，截至 2019 年 3 月底，公司流动资产较 2018 年底增长 31.62% 至 69.91 亿元，占资产总额比重为 17.97%；同期，非流动资产 319.13 亿元，占资产总额比重为 82.03%，相较 2018 年底，公司流动资产占比略有增加，但资产结构仍以非流动资产为主。

总体看，跟踪期内，受新并入资产影响，公司资产规模大幅增长，资产构成以非流动资产为主。公司关联方往来款规模仍较大，对公司资金形成一定占用；公司受限资产占比仍高，或对未来融资能力造成一定影响。

2. 负债及所有者权益

所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益为 186.23 亿元（含少数股东权益 43.50 亿元），同比大幅增长 100.08%，主要系公司通过星美实业对星河雅创完成增资，新增资本公积 45.85 亿元，少数股东权益增加 43.11 亿元所致。截至 2018 年底，公司少数股东权益 43.50 亿元；公司归属于母公司所有者权益 142.73 亿元。其中，实收资本占 0.38%，资本公积占 32.12%，其他综合收益占 31.16%，盈余公积占 0.19%，未分配利润占 36.15%。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益 187.23 亿元（含少数股东权益 43.68 亿元），较 2018 年底小幅增长，主要来自未分配利润的持续增长，所有者权益结构相较 2018 年底变化不大。

总体看，跟踪期内，公司所有者权益增长速度较快，但实收资本占比很小，其他综合收益与未分配利润占比仍较高，公司权益结构稳定性弱。

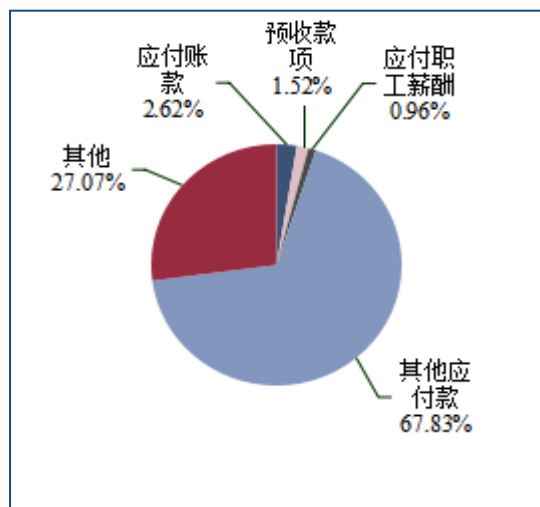
负债

截至 2018 年底，公司负债合计 185.87 亿

元，同比大幅增长 34.81%，主要系非流动负债增长所致。负债构成中，流动负债占 10.75%，非流动负债占 89.25%，公司负债以非流动负债为主。

截至 2018 年底，公司流动负债 19.98 亿元，同比大幅下降 38.51%，主要系清偿全部短期借款所致。公司流动负债主要由其他应付款（占 67.83%）和一年内到期的非流动负债（占 23.61%）构成。

图4 截至2018年底公司流动负债构成



资料来源：公司财务报告

截至 2018 年底，公司其他应付款 13.55 亿元，同比增长 46.26%，主要系合并星河雅创后关联方款项增加所致。截至 2018 年底，公司其他应付款由应付利息（占 5.78%）、关联方往来款（占 66.31%）、押金及保证金（占 18.70%）、其他往来款（占 6.22%）和应付费用（占 3.00%）构成。截至 2018 年底，公司其他应付款中关联方往来 8.99 亿元，主要为因公司开展小额贷款业务，形成应付深圳市星河金控有限公司 1.00 亿元和应付深圳市安林珊资产管理有限公司 2.49 亿元；以及因并入星河雅创相关资产而应付深圳雅宝房地产开发有限公司 4.20 亿元。

截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 4.72 亿元，同比增长 10.43%，全部为一年内到期的长期借款。

非流动负债方面，截至 2018 年底，公司

非流动负债为 165.89 亿元，同比大幅增长 57.41%。公司非流动负债由长期借款（占 51.09%）、应付债券（占 12.64%）和递延所得税负债（占 36.27%）构成。

截至 2018 年底，公司长期借款为 84.75 亿元，同比大幅增长 29.86%，由 4.44 亿元抵押及质押借款、54.84 亿元抵押及保证借款和 25.47 亿元质押、抵押及保证借款构成。截至 2018 年底，公司长期借款一年内到期部分为 4.72 亿元，剩余长期借款的归还时间较为分散，到期日分布于 2022 年—2032 年。

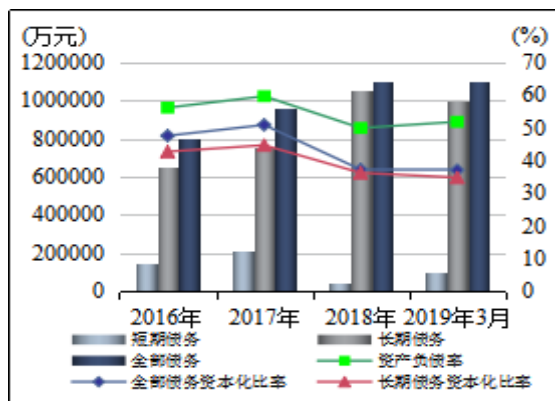
截至 2018 年底，公司应付债券合计 20.97 亿元，系公司先后发行的“17 星河实业 MTN001”“17 星河实业 MTN002”“18 星河实业 MTN001”和“18 星河实业 MTN002”。

截至 2018 年底，公司递延所得税负债为 60.17 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 2018 年底，公司全部债务为 110.44 亿元，同比增长 14.43%，其中，短期债务占 4.27%，长期债务占 95.73%。跟踪期内，公司债务规模同比增长，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，2018 年，受益于公司权益规模扩大，资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率同比均有所下降，三项指标分别为 49.95%、37.23% 和 36.21%，同比分别下降 9.75 个百分点、13.68 个百分点和 8.49 个百分点。

图 5 公司债务情况



资料来源：公司财务报表

截至 2019 年 3 月底，公司负债总额为 201.80 亿元，较 2018 年底增长 8.57%，其中流动负债占 20.55%，非流动负债占 79.45%，公司负债结构中流动负债占比较 2018 年底增长 9.80 个百分点，主要系其他应付款与一年内到期的非流动负债增长所致。截至 2019 年 3 月底，公司其他应付款 29.18 亿元，较 2018 年底大幅增长 115.37%（15.63 亿元），其他应付款中关联方往来合计 11.55 亿元，分别为应付深圳市星河金控有限公司 1.63 亿元、应付怡龙国际投资有限公司 0.46 亿元、应付星河（集团）有限公司 1.53 亿元和应付星河控股 7.89 亿元；同期，公司一年内到期的非流动负债 10.41 亿元，较 2018 年底大幅增长 120.73%。

截至 2019 年 3 月底，公司短期债务 10.41 亿元，较 2018 年底增长 120.73%；全部债务 110.33 亿元，较 2018 年底略有下降。同期，公司资产负债率较 2018 年底增长 1.92 个百分点至 51.87%；全部债务资本化和长期债务资本化率分别为 37.08% 和 34.80%，分别较 2018 年底下降 0.15 个百分点和 1.42 个百分点。

总体看，跟踪期内，公司有息债务规模同比增长，债务结构中长期债务占比高；公司整体负债水平较低。

3. 盈利能力

受益于公司房屋商业租赁收入增长，2018 年，公司实现营业收入 13.02 亿元，同比增长 20.46；同期，营业成本 3.35 亿元，同比增长 10.12%。

2018 年公司期间费用为 5.71 亿元，同比上升 1.59%，占营业收入比重同比下降 8.14 个百分点至 43.83%。其中，销售费用同比上升 17.31% 至 0.31 亿元，系公司推广宣传费用上升所致；同期，公司管理费用为 0.50 亿元，同比大幅增长 77.40%，主要是职工薪酬及办公费增长所致；财务费用方面，2018 年，公司财务费用为 4.90 亿元（包含 5.15 亿元利息

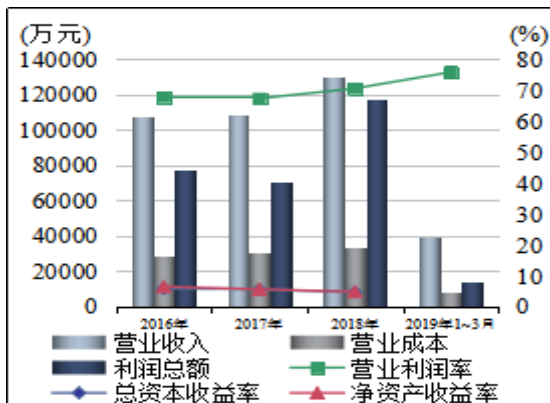
支出与 0.30 亿元利息收入), 同比下降 3.43%。

非经常性损益方面, 公司持有出租的房产所处地段较好, 近年来公允价值变动收益较为稳定。2018 年, 公司确认公允价值变动收益为 5.81 亿元, 同比大幅增长 80.79%, 主要系新并入星河雅创相关资产所致。同期, 取得投资收益 2.50 亿元, 同比增长 15.25%, 主要系处置可供出售金融资产所致, 公司投资收益的主要构成仍为委托投资收益 (1.43 亿元)。同期, 公司获得以合同违约收入为主的营业外收入 0.05 亿元, 支付以违约金支出为主的营业外支出 0.07 亿元。

2018 年, 公司利润总额和净利润分别为 11.74 亿元和 8.99 亿元, 同比分别增长 66.27% 和 72.01%, 主要系营业收入增长及公允价值变动所致。非经常性损益在利润总额中占比 71.16%, 对公司利润总额影响大。

盈利指标方面, 2018 年, 公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率分别为 70.47%、4.72% 和 4.83%, 公司营业利润率较 2017 年增长了 3.23 个百分点, 总资本收益率和净资产收益率分别同比下降了 0.82 个和 0.79 个百分点。

图 6 公司盈利情况



资料来源: 公司财务报表

2019 年 1—3 月, 公司实现营业收入 3.92 亿元, 为 2018 年全年收入的 30.11%。同期, 公司期间费用 1.90 亿元, 为 2018 年全年的 33.27%, 其中财务费用占 90.00%。公司营业利润率较 2018 年增长 5.26 个百分点至

75.73%。非经常性损益方面, 2019 年 1—3 月, 公司实现投资收益 0.23 亿元, 主要为委托投资收益; 同期, 由于投资性房地产公允价值变动损益每年年末进行计量, 公司未产生公允价值变动收益; 同期, 公司获得营业外收入 0.05 亿元。受此影响, 2019 年 1—3 月, 公司实现利润总额 1.37 亿元, 为 2018 年全年的 11.67%, 占比较低主要系期间未产生公允价值变动收益, 非经常性损益对公司利润总额影响仍大。

总体看, 跟踪期内, 公司营业收入及利润水平均显著增长; 利润总额对公允价值变动收益等非经常性损益依赖大, 公司实际盈利能力一般。

4. 现金流及保障

经营活动方面, 2018 年, 公司收到与支付的往来款及资金拆借款同比均大幅下降, 受此影响, 公司经营活动现金流入量为 42.53 亿元, 同比下降 36.42%; 公司经营活动现金流出量为 27.62 亿元, 同比下降 41.96%。公司 2018 年经营活动产生的现金流量净额为 14.90 亿元, 经营活动持续资金净流入, 但净流入量同比下降 22.76%。2018 年, 公司现金收入比 108.54%, 同比增长 4.16 个百分点, 公司收入实现质量良好。

投资活动方面, 2018 年, 公司投资活动现金流入 122.52 亿元, 同比增长 26.91%, 主要系收回投资³收到的现金增加所致。同期, 公司投资活动现金流出 132.98 亿元, 同比增长 11.11%, 主要系购建固定资产、无形资产等支付的现金增加所致。2017 年, 公司投资活动现金流净额 -23.15 亿元; 2018 年, 公司投资活动持续资金净流出, 净流出量为 10.47 亿元, 净流出规模较大。

2018 年, 公司筹资活动前现金净流量为 4.43 亿元。公司主要通过银行借款与发行债

³ 公司部分委托投资, 进行经常性“购买、赎回后又购买”操作, 造成当年收回投资与投资支付规模较大

券的方式进行筹资，2018年，公司筹资活动产生的资金流入同比下降26.43%至36.42亿元，主要系取得借款收到的现金大幅减少所致。同期，公司筹资活动现金流出42.08亿元，同比增长4.37%，主要系以保证金借款为主的支付其他与筹资活动有关的现金增长所致。2018年，公司筹资活动表现为现金流净流出5.66亿元，同比大幅下降161.66%。2018年，受银行借款规模大幅下降影响，公司筹资活动呈资金净流出，经营活动现金流入无法覆盖公司当年投资与筹资资金需求。

2019年1—3月，公司经营活动现金流入29.96亿元，主要为收到的往来款项；经营活动现金流出16.81亿元，其中购买商品、提供劳务支付的现金为1.00亿元，支付其他与经营活动有关的现金15.29亿元；公司经营活动现金净流量为13.16亿元。同期，公司现金收入比为109.29%，较2018年略有增长。2019年1—3月，公司投资活动现金流入8.00亿元，流出25.01亿元，净流量-17.00亿元，公司投资活动主要为收回投资与进行投资产生的现金收支。筹资活动方面，2019年1—3月，公司未产生筹资活动现金流入，同期现金流出1.75亿元，公司筹资活动净流出1.75亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动获利能力较好，关联方资金往来规模仍大，经营活动现金流入无法覆盖公司当年投资与筹资资金需求；但由于公司商业地产项目主要由星河集团房地产板块子公司完工后转入，公司外部融资需求不大。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，跟踪期内，公司存货较少，因此速动比率与流动比率接近，截至2018年底，公司流动比率与速动比率同比均有所增长，两项指标分别为265.84%和265.74%；截至2019年3月底，两项指标分别回落至168.54%和168.50%。2018年，公司经营现金流动负债比为74.60%，但流动资

产中其他应收款占比较高，对资产的流动性造成了一定不利影响。截至2019年3月底，公司现金类资产合计13.28亿元，短期债务合计10.41亿元，现金类资产短期债务比为1.28倍。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，2018年，公司EBITDA规模同比增长34.69%至17.33亿元；同期，债务规模有所增长，公司全部债务增长14.43%至110.44亿元。2018年，公司EBITDA对债务本息的保障能力有所增强，EBITDA利息保障倍数增长至3.36倍；公司全部债务/EBITDA下降至6.37倍，EBITDA对全部债务的保障程度一般。

截至2019年3月底，公司（合并口径）对外担保余额为43.19亿元，分别为对关联公司星河控股集团有限公司23.50亿元的担保，对深圳雅宝房地产开发有限公司8.00亿元的担保，对深圳市创顺通房地产开发有限公司1.09亿元的担保，对深圳市安林珊资产管理有限公司3.30亿元的担保和对星河（集团）有限公司7.30亿元的担保。公司对外担保金额保持较大规模，担保比率为23.07%，公司存在一定或有负债风险。

截至2019年3月底，公司已经取得的银行授信总额为105.00亿元，已使用85.62亿元，尚未使用19.38亿元，公司资产受限比例高，融资渠道亟待拓宽。

6. 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（机构信用代码：G10440304000203909），截至2019年5月20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. 流动性及抗风险能力

公司商业地产项目地理位置优越，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，整合星河雅创相关资产后，公司物业可出租面积、整体资产与权益规模大幅增长，未来可为公司收入与利润水平形成稳定支撑。公司实际控制人及星河控股下其他企业可为公司带来一定流动性支持。联合资信认为，公司整体抗风险能力很强。

十、母公司财务分析

截至 2018 年底，公司母公司口径资产合计 192.81 亿元，所有者权益合计 84.18 亿元；2018 年，母公司实现营业收入 5.50 亿元，利润总额 4.94 亿元。

截至 2018 年底，母公司资产总额 192.81 亿元，以非流动资产为主（合计 131.51 亿元；占资产总额 68.21%）。其中，长期股权投资与投资性房地产占比大，分别为 90.73 亿元和 36.92 亿元，分别占非流动资产的 68.99% 和 28.07%。

权益方面，截至 2018 年底，母公司所有者权益合计 84.18 亿元。其中，股本 0.54 亿元，占 0.64%；资本公积 59.20 亿元，占 70.32%；盈余公积 0.27 亿元，占 0.32%；其他综合收益 6.67 亿元，占 7.92%；未分配利润 17.51 亿元，占 20.80%，母公司权益结构稳定性尚可。

公司母公司口径负债方面，截至 2018 年底，母公司负债合计 108.63 亿元。其中流动负债占比为 43.38%，非流动负债占比为 56.62%。截至 2018 年底，母公司流动负债 47.12 亿元，构成以其他应付款为主。有息负债方面，截至 2018 年底，母公司口径全部债务规模为 54.97 亿元，长期债务占 97.03%。截至 2018 年底，母公司资产负债率为 56.34%。

从盈利能力方面看，2018 年，母公司收入为 5.50 亿元；营业成本 2.49 亿元；同期，母公司利润总额为 4.94 亿元；营业利润率为 51.75%。

从公司母公司口径现金流来看，2018 年，

母公司经营活动现金流入量 38.51 亿元，其中收到其他与经营活动有关的现金 32.43 亿元；同期，经营活动流出 22.82 亿元，其中支付其他与经营活动有关的现金 19.72 亿元。2018 年，母公司经营活动现金净流入 15.68 亿元。收现质量方面，母公司现金收入比为 110.49%，收入实现质量较好。同期，母公司投资与筹资活动现金流量净额分别为 -30.10 亿元和 11.05 亿元。

偿债能力方面，截至 2018 年底，母公司流动比率和速动比率分别为 130.11% 和 130.09%。同期母公司经营现金流对流动负债的 33.28%，经营活动净现金流对流动负债的保障能力弱，母公司短期偿债指标表现一般。

综合看，母公司债务负担尚可，偿债指标表现一般，权益结构稳定，但投资活动现金流出现规模较大，未来有一定融资压力。

十一、存续债券偿债能力分析

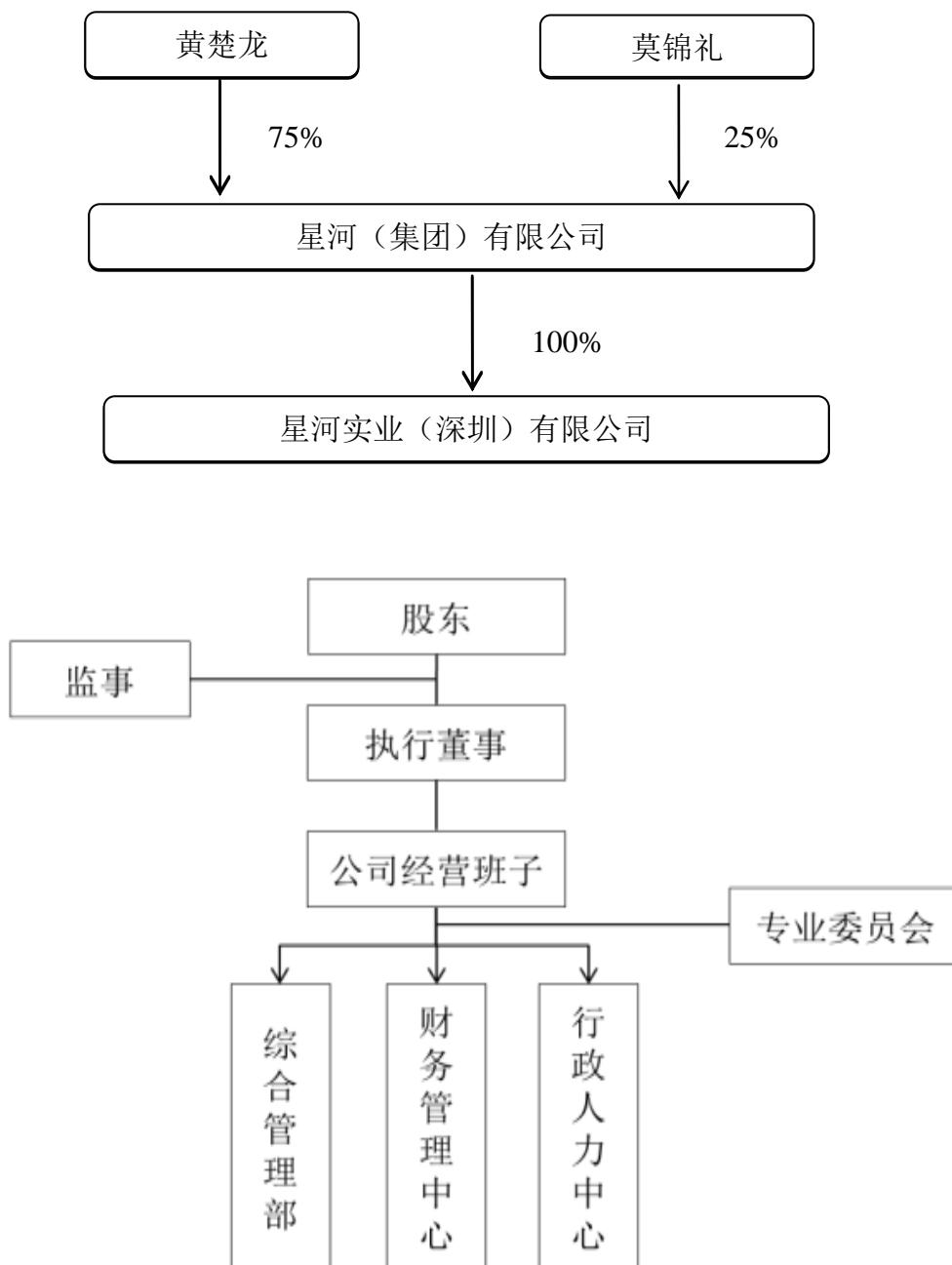
公司目前存续期内中期票据为“17 星河实业 MTN001”“17 星河实业 MTN002”“18 星河实业 MTN001”和“18 星河实业 MTN002”，其中“18 星河实业 MTN001”与“18 星河实业 MTN002”期限均为 2+1 年，附第 2 个计息年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权，因此公司最高单年（2020 年）偿付额为上述中期票据合计金额 21 亿元。

2018 年，公司 EBITDA 规模为 17.33 亿元，为最高偿付额度 21 亿元的 0.83 倍，EBITDA 对存续期中期票据最高单年偿付额的覆盖程度尚可。2018 年公司销售商品、提供劳务收到的现金和经营活动现金流量净额分别为 14.13 亿元和 14.90 亿元，分别为最高偿付额度的 0.67 倍和 0.71 倍，总体看，公司经营活动现金流量对最高偿付额度保障程度一般。

十二、结论

综合评估，联合资信确定将公司主体长期信用等级由AA调整为AA⁺，将“17星河实业MTN001”“17星河实业MTN002”“18星河实业MTN001”和“18星河实业MTN002”信用等级由AA调整为AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2019 年 3 月底公司股权结构与组织架构图



附件 1-2 截至 2019 年 3 月底公司合并财务报表范围子公司情况

序号	公司名称	经营地	注册资本 (万元)	业务性质	持股比例 (%)		取得方式
					直接	间接	
1	深圳市星河苏活公园实业有限公司	深圳	15000	商业资产经营	100.00	--	同一控制下合并
2	深圳市银顺通小额贷款有限公司	深圳	40000	小额贷款	--	100.00	设立
3	丰运环球投资有限公司	香港	12 美元	投资	--	100.00	同一控制下合并
4	安林珊置业(深圳)有限公司	深圳	30000 港元	商业资产经营	96.67	--	同一控制下合并
5	深圳市河利通商业经营有限公司	深圳	106000	商业资产经营	100.00	--	同一控制下合并
6	深圳市星运成商业经营有限公司	深圳	95000	商业资产经营	100.00	--	同一控制下合并
7	广州广银房地产开发有限公司	广州	10000	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开发有限公司	深圳	10000	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	深圳市星智投资咨询有限公司	深圳	10000	投资咨询、自有房屋租赁、为酒店提供管理服务、物业管理	100.00	--	新设
10	上海河裕实业有限公司	上海	5000	房地产开发经营、酒店管理、物业管理等	--	100.00	新设
11	深圳市星顺投资有限公司	深圳	1000	投资	100.00	--	新设
12	深圳市星美实业有限公司	深圳	1000	投资	100.00	--	新设
13	深圳市星河雅创投资发展有限公司	深圳	100000	商业资产经营	--	55.00	同一控制下合并

附件 2 主要财务数据及指标

项目	2016年	2017年	2018年	2019年3月
财务数据				
现金类资产(亿元)	11.94	19.19	18.88	13.28
资产总额(亿元)	200.64	230.96	372.11	389.04
所有者权益(亿元)	87.89	93.08	186.23	187.23
短期债务(亿元)	14.26	21.27	4.72	10.41
长期债务(亿元)	65.56	75.25	105.73	99.91
全部债务(亿元)	79.82	96.52	110.44	110.33
营业收入(亿元)	10.74	10.81	13.02	3.92
利润总额(亿元)	7.69	7.06	11.74	1.37
EBITDA(亿元)	12.13	12.86	17.33	--
经营性净现金流(亿元)	-10.72	19.29	14.90	13.16
财务指标				
销售债权周转次数(次)	36.59	28.89	28.29	--
存货周转次数(次)	130.32	135.64	154.39	--
总资产周转次数(次)	0.06	0.05	0.04	--
现金收入比(%)	104.40	104.38	108.54	109.29
营业利润率(%)	67.65	67.24	70.47	75.73
总资本收益率(%)	5.78	5.54	4.77	--
净资产收益率(%)	6.48	5.62	4.83	--
长期债务资本化比率(%)	42.72	44.70	36.21	34.80
全部债务资本化比率(%)	47.59	50.91	37.23	37.08
资产负债率(%)	56.19	59.70	49.95	51.87
流动比率(%)	235.16	196.39	265.84	168.54
速动比率(%)	235.04	196.32	265.74	168.50
经营现金流动负债比(%)	-58.30	59.39	74.60	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.04	2.44	3.36	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.58	7.50	6.37	--

注：公司 2019 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	(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%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入 ×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

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

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附件 4-2 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。

附件 4-3 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