



信用等级通知书

信评委函字[2014] 071号

湖北福星科技股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司拟发行的“湖北福星科技股份有限公司2015年公司债券（第一期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AA，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会

二零一四年十一月十一日

湖北福星科技股份有限公司 2015 年公司债券（第一期）信用评级报告

债券级别	AA
主体级别	AA
评级展望	稳定
发行主体	湖北福星科技股份有限公司
申请规模	不超过人民币10亿元
债券期限	5年期固定利率债券，附第3年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权。
债券利率	采取网上与网下相结合的发行方式，票面年利率将根据网下询价结果，由发行人与主承销商按照国家有关规定共同协商确定。债券票面利率采取单利按年计息，对于逾期未付的本金和/或利息，发行人将根据逾期天数按逾期利率向债券持有人支付逾期利息，逾期利率为本期债券票面利率的130%。
偿还方式	单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

概况数据

福星股份	2011	2012	2013	2014.9
所有者权益（亿元）	74.86	74.19	89.01	93.45
总资产（亿元）	219.18	254.97	271.11	299.83
总债务（亿元）	77.16	74.30	86.01	128.43
营业总收入（亿元）	47.61	62.45	76.63	50.61
营业毛利率（%）	31.72	28.09	25.97	22.51
EBITDA（亿元）	10.29	11.36	13.17	12.07
所有者权益收益率（%）	6.96	8.26	7.65	8.42
资产负债率（%）	65.84	70.90	67.17	68.83
总债务/EBITDA（X）	7.50	6.54	6.53	10.64
EBITDA 利息倍数（X）	1.62	1.57	1.87	1.66
福星集团	2011	2012	2013	
所有者权益（亿元）	87.33	90.56	105.21	
总资产（亿元）	279.77	315.29	346.02	
总债务（亿元）	88.60	87.94	95.50	
营业总收入（亿元）	56.85	82.11	87.92	
营业毛利率（%）	30.51	25.83	35.77	
EBITDA（亿元）	10.80	12.73	15.77	
资产负债率（%）	68.79	71.28	69.47	
总债务/EBITDA（X）	8.20	6.91	6.06	
EBITDA 利息倍数（X）	1.53	1.46	1.95	

注：1.所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；2.2014年9月所有者权益收益率指标经年化处理。

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“湖北福星科技股份有限公司 2015 年公司债券（第一期）”信用级别为 **AA**，该级别反映了本期债券的信用质量很高，信用风险很低。

中诚信证评评定发行主体湖北福星科技股份有限公司（以下简称“福星股份”或“公司”）主体信用等级为 **AA**。该级别反映了发行主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。中诚信证评肯定了公司丰富的项目资源储备且区位条件良好、在武汉地区的市场竞争优势以及业务抗风险能力较强等因素对公司信用水平的支持；同时，中诚信证评也关注到房地产行业调控政策的持续、公司面临一定的资金压力以及金属制品产能释放压力等因素可能对公司信用状况产生的影响。

正 面

- 充足的项目资源储备且区位条件良好。近年来公司持续在武汉市以“城中村改造”模式进行土地储备，项目资源储备充裕，为公司业务发展奠定了良好基础；且项目所在地良好的区位条件和较快的经济发展水平亦为项目的开发及销售顺利实施提供了有力保障。
- 区域竞争优势明显。作为武汉本土企业，公司深谙当地人情风俗，在“城中村改造”开发模式中具备重要的先发优势；同时，其作为武汉市房地产行业的龙头企业，区域内市场占有率高，且具有良好的品牌影响力。

分析师

邵津宏 jhshao@ccxr.com.cn

许家能 jnxu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2014年11月11日



关注

- 房地产调控政策的持续。从严从紧的房地产调控政策使得房地产市场一改过去十多年高成长的发展趋势性增长格局，目前调控政策延续，对公司房地产开发运营、产品销售等方面提出了更高的要求。
- 资金压力有所加大。公司的经营模式对财务杠杆依赖程度较高，在建项目后续资金需求较大，未来随着项目建设的持续推进，公司融资压力或将增加，使其面临一定的资金压力。
- 金属制品的产能释放压力。公司金属制品的产能利用率有所下滑，随着新建项目的逐步完工，未来新增产能能否实现消化存在一定不确定性。

发债主体概况

湖北福星科技股份有限公司（以下简称“福星股份”或“公司”）原名湖北省汉川钢丝绳股份有限公司，是经湖北省体改委鄂改[1993]16号文批准，于1993年6月8日以定向募集方式设立的股份有限公司。1999年6月，公司在深圳证券交易所挂牌上市，现股票代码为000926，控股股东为湖北省汉川市钢丝绳厂（以下简称“汉川钢丝绳厂”）。1999年10月，公司更名为现名。2007年10月，经深交所核准，公司所属行业变更为房地产业，主营业务由金属制品业务扩充为金属制品业与房地产开发。2008年11月，汉川钢丝绳厂出资成立了法人独资公司福星集团控股有限公司（以下简称“福星集团”），并将其持有的公司股份转让给福星集团，公司控股股东变更为福星集团。截至2014年9月30日，公司总股本71,235.57万股，控股股东为福星集团，持股比例为26.02%。公司实际控制人为汉川钢丝绳厂。

公司目前的主营业务由房地产开发和金属制品两大板块构成，其中，公司房地产开发立足于武汉市，以“城中村改造”、“旧城改造”的模式进行；金属制品产业主导产品包括子午轮胎钢帘线、钢绞线、钢丝绳和钢丝。

截至2013年12月31日，公司资产总额271.11亿元，所有者权益合计89.01亿元（含少数股东权益），负债总额182.10亿元，资产负债率为67.17%。2013年，公司实现营业收入76.63亿元，取得净利润6.81亿元，经营活动现金净流量为0.75亿元。

截至2014年9月30日，公司资产总额299.83亿元，所有者权益合计93.45亿元（含少数股东权益），负债总额206.38亿元，资产负债率为68.83%。2014年1-9月，公司实现营业收入50.16亿元，取得净利润5.90亿元，经营活动现金净流量为-25.60亿元。

本期债券概况

表 1：本期债券基本条款

基本条款	
发行主体	湖北福星科技股份有限公司
债券名称	湖北福星科技股份有限公司2015年公司债券（第一期）
发行规模	不超过人民币10亿元
债券期限	5年期固定利率债券，附第3年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权
债券利率	采取网上与网下相结合的发行方式，票面年利率将根据网下询价结果，由发行人与主承销商按照国家有关规定共同协商确定。债券票面利率采取单利按年计息，对于逾期未付的本金和/或利息，发行人将根据逾期天数按逾期利率向债券持有人支付逾期利息，逾期利率为本期债券票面利率的130%
偿还方式	单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付
募集资金用途	补充营运资金

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业分析

行业概况

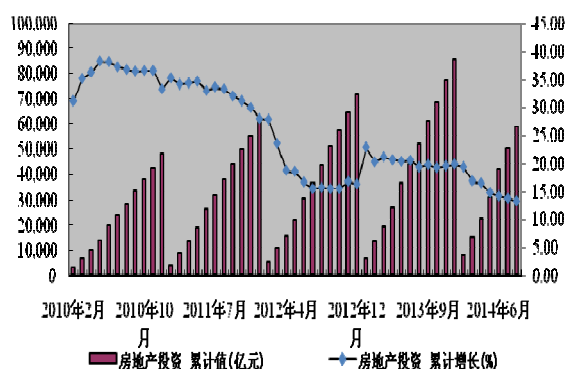
房地产业是中国经济增长的支柱产业之一，在国民经济发展中起着重要作用。自1998年房地产改革以来，中国房地产行业得到快速发展；2008年在次贷危机和紧缩货币政策的影响下，国内房价出现十年来的首次下跌；2009年后，信贷宽松政策刺激了房地产行业的复苏，商品房市场呈现量价齐升的态势；2010年以来，为抑制过快上涨的房价，国务院先后出台了“新国十条”，“新国八条”、“新国五条”等多项调控政策，房地产市场再次进入调整阶段。

从“国房景气指数”运行趋势来看，该指数上一轮的波动是在2007年11月触顶，达到106.59；至2009年3月探底，至94.74。本轮在2010年3月触顶，达到105.89后，在严厉的调控政策影响下，房地产投机性需求逐步得以遏制，“国房景气指数”从高位开始回落，并于2011年12月份跌落至98.89。2012年以来，前9个月房地产景气程度承接上年下行态势继续走低，截至2012年9月国房景气指数为94.39，较2011年末降低4.5。随着九、十月房地产传统销售旺季的到来，加之开发商资金状况有所改善，开工能力增强，房地产景气程度缓慢回升。

2013年，在市场回暖、以刚性需求和首改需求为主导的带动下，国内房地产景气度较2012年有所回升，国房景气指数全年保持在97左右。2014年以来，国内房地产市场受到诸多政策不确定性的影响，国房景气指数又有所回落。截至2014年9月末，国房景气指数为94.72点。

在房地产投资方面，伴随着房价的过快上涨，政府对房地产的政策取向由支持逐步转向收紧，房地产行业投资增速放缓。根据国家统计局数据显示，2011年全国共完成房地产开发投资61,780亿元，同比增长27.90%，增速下降5.3个百分点；2012年全国共完成房地产开发投资71,804亿元，同比增长16.2%，增速回落11.9个百分点。2013年，在需求释放的带动下，全国房地产开发投资增速有所恢复，全年完成投资86,013亿元，同比增长19.79%，增幅比2012年提高3.6个百分点。2014年以来，商品房销售的下降导致房地产开发投资增速逐步回落，2014年1~8月增速已经下降至13.2%。

图1：2010年以来全国房地产开发投资情况



资料来源：国家统计局

土地成交方面，2013年随着房地产市场的成交走势的不断上扬，房地产企业在2013年内加大土地市场投入力度，全国土地市场也迎来了近年来的成交高峰。2013年，房地产开发企业土地购置面积38,814万平方米，比上年增长8.82%，土地成交价款9,918亿元，增长33.9%，增速提高2.4个百分点。2014年以来，伴随着房地产销售情况的下滑，房地产开发企业购置面积同比出现下降，2014年1~8月份，房地产开发企业土地购置面积20,787万平方米，同比下降3.2%；但由于房地产开发企业购置土地区域转向土地价格较高的一、二线城市，同期土地成交价款为5,694亿元，同比增长12.8%。

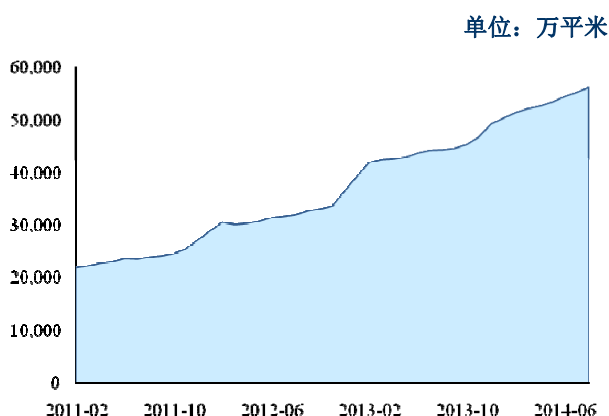
从需求情况看，2010~2012年我国商品房销售面积及销售金额保持逐年上升态势，但随着政策效益的显现，房地产市场需求出现萎缩，商品房销售增长缓慢。2010年全国商品房销售面积104,764万平方米，同比增长10.1%；销售金额52,721亿元，同比增长18.3%，增速较2009年大幅下降。2011年全国商品房销售面积和销售额增速分别较上年度下降5.2个百分点、6.2个百分点。2012年全国商品房销售面积111,304万平方米，同比增长1.8%，增速降低3.1个百分点；商品房销售额64,456亿元，同比增长10%，增速降低2.1个百分点，商品房销售面积和销售额增速继续回落。

在宏观调控政策的持续影响下，房地产投机性需求得以遏制，刚性和改善性需求成为房地产市场主要购买力。进入2013年，刚性和改善性需求出现集中释放，当年全国商品房销售面积130,551万平方米，比上年增长17.3%，增速比2012年提高15.5个百分点；其中，住宅销售面积增长17.5%，办公楼销售面积增长27.9%，商业营业用房销售面积增长9.1%。商品房销售额81,428亿元，增长26.3%，增速比2012年提高16.3个百分点；其中，住宅销售额增长26.6%，办公楼销售额增长35.1%，商业营业用房销售额增长18.3%。

2014年以来，受银行信贷收紧及价格预期变化等因素影响，全国商品住宅销售面积同比持续下降，带动商品房销售量加速下滑。2014年1~8月，全国商品房销售面积和销售额分别为6.50亿平方米和4.17万亿元，同比分别下降8.3%和8.9%；其中商品住宅销售面积和销售额分别同比下降10.0%和10.9%。在销售下滑和高库存的双重压力下，住房价格涨幅趋缓，2014年1~4月，百城住宅价格指数环比虽有增长，但涨幅亦逐步缩小，自2014年5月以来，百城指数环比已经连续下降4个月。

2014年以来，随着房地产市场短期供大于求，导致库存量连续攀升。截至2014年8月末，全国商品房待售面积5.62亿平方米，较2013年末增加0.69亿平方米。其中，住宅待售面积3.70亿平方米，较2013年末增加0.46亿平方米。根据中国指数研究院的数据显示，主要代表城市的出清周期明显延长。

图 2：近年来全国商品房销售情况



资料来源：国家统计局

从房地产企业资金来源看，从房地产企业资金面的情况看，2013 年，房地产开发企业到位资金 122,122 亿元，比 2012 年增长 26.5%，增速上升了 13.84 个百分点。结构上看，自筹资金、订金及预售款和个人按揭贷款为主的其他来源在房地产企业资金中仍占据主导位置，这两部分资金来源在房地产企业到位资金中的占比超过 70%。

表 2：2011~2014.8 房地产开发投资资金来源

单位：亿元、%

指标	2011	2012	2013	2014.8
资金来源合计	83,246	96,538	122,122	79,062
同比增长率	14.1	12.7	26.5	2.7
其中：自筹资金	34,093	39,083	47,425	32,618
占比	40.95	48.48	38.83	41.26
同比增长	28.0	11.7	21.3	11.6
国内贷款	12,564	14,778	19,673	14,664
占比	15.09	15.31	16.11	18.55
同比增长率	0.0	13.2	33.1	13.8
利用外资	814	402	534	341
占比	0.98	0.42	0.44	0.43
同比增长率	2.9	-48.8	32.8	-0.9
其他来源	35,775	42,275	54,491	31,440
占比	42.98	43.79	44.62	39.77
同比增长率	8.6	14.7	28.9	-8.9

资料来源：国家统计局

2014 年 1~8 月，房地产到位资金同比增长 2.7%，增速较 2013 年出现大幅下降。其中，2014 年 1~8 月其他来源资金同比下降 8.9%，该类资金占比也下降至 39.77%；自筹资金和国内贷款同比增速分别为 11.6%和 13.8%，占比分别提高至 41.26%和 18.55%。

从房地产贷款余额的结构看，个人购房贷款是房地产贷款最主要的组成部分，在房地产贷款中的

占比一直保持在 60%以上。截至 2014 年 9 月末，全国个人购房贷款余额为 10.16 万亿元，个人购房贷款占房地产贷款总额的 66.46%，房产和地产开发贷款在房地产贷款中占比为 32.18%。

另外，在抑制房地产投资性需求的同时，政府也通过增加保障性住房的供给来满足中低收入群体的住房需求，近年来金融机构加大了对于保障性住房项目的信贷支持力度。根据央行的统计数据，2011~2013 年及 2014 年上半年，保障性住房开发贷款余额同比增速分别为 31.7%、46.6%、26.7%和 47.3%，连续保持高速增长。截至 2014 年 9 月末，保障性住房开发贷款余额达 9,694 亿元，占同期末房地产贷款余额的比重为 9.03%。

行业政策

从房地产的发展过程来看，房地产行业是受政策影响波动较大的行业。2008 年受金融危机的影响，房地产行业出现短暂衰退，国家出台刺激性救市政策，此期间房价经历由跌到快速上涨的 V 字型走势。2010 年以来，为了遏制房价快速上涨，国务院以及相关部门连续出台了一系列的房地产调控政策，各地纷纷出台相应的细化措施，强化行业政策的执行和监督力度。2011 年，在“调结构，稳物价”的大背景下，中央政府继续加强房地产调控。“国八条”、房产税改革先后落地，“限购”、“限贷”等政策全面升级，限购城市从 2010 年的不足 20 个，大幅增加近 50 个。2012 年中央及相关部委继续坚持房地产调控从紧的方向。

2013 年全国房地产市场调控基调贯彻始终，但不同城市政策导向出现差别化。年初，国务院出台“新国五条”，进一步明确了支持自住需求、抑制投机投资性购房是房地产市场调控必须坚持的一项基本政策。下半年以来，新一届政府着力建立健全长效机制、维持宏观政策稳定，不动产登记、保障房建设等长效机制工作继续推进，而限购、限贷等调控政策更多交由地方政府决策。各地方调控政策因市场走势不同出现差别化，北京、上海等一、二线城市调控政策持续偏紧，而温州、芜湖等少数三、四线城市持续低迷的城市，在不突破调控底线的前提下，微调当地调控政策以促进需求释放。

从武汉市来看，2013 年以来，武汉市出台了一系列房地产调控政策，具体政策及影响如下：

表 3：2013 年以来武汉市房地产行业相关政策一览

时间	政策	主要内容	目的结果
2013.02.28	武汉市住房公积金管理中心	自 2013 年 3 月 10 日起，缴存时间越短，支持工资低，但缴存年限长的职工购住房公积金余额越低，贷款额度越少；房需求	
2013.03.31	武汉市人民政府	明确 2013 年调控目标：新建商品住房价格同比增幅低于人均可支配收入实际增	抑制房价上涨
2013.11.18	武汉市人民政府	《武汉市人民政府办公厅关于进一步加强房地产市场调控工作的意见》（“汉七条”）对非武汉户籍居民家庭申请购房	抑制房价上涨过快，进一步加强严控
2013.11.27	人民银行武汉分行	贷款购买第二套住房的家庭，首付款比例不得低于 70%	严控购房，防止房价上涨过快
2014.1.1	武汉市住房公积金管理中心	曾使用过公积金贷款购房（即便已经出售），再申请公积金贷款购房，都按二	贷款收紧、提取放松、对二套房贷款影响较大
2014.9.23	武汉市住房保障和房屋管理局	取消限购，不再核查住房情况，不再要求提供户籍、纳税或缴纳社会保险等相	降低准入门槛，刺激改善型住房需求
2014.9.30	银监会	对拥有 1 套住房并已结清相应购房贷款的家庭，为改善居住条件再次申请贷款	显著刺激改善型住房需求

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

受调控政策影响，2012年武汉市成交均价略有下降，较2011年下降0.52%，同时，2012年受市场资金成本总体较高和劳动力成本上涨因素影响，公司房地产项目单位结算成本增加；2013年武汉市住宅成交均价为6,851元/平方米，较2012年上涨7.6%。2013年11月，武汉市人民政府出台《武汉市人民政府办公厅关于进一步加强房地产市场调控工作的意见》（汉七条）等房产调控政策，受其政策缓冲期影响，短期内商品房交易量上升。随着调控政策正式实施，2014年武汉市市场受到一定的抑制，但影响程度不大。2014年9月23日，武汉市住房保障和房屋管理局取消限购政策，当月末，中国人民银行银监会取消限贷政策，武汉市房地产成交开始逐步回暖。

行业关注

2014 年以来，房地产市场持续分化，在“双向调控”的政策基调下，部分城市限购政策出现松绑，但政策效果还有待观察，且短期内依旧难以扭转库存加大的局面，去库存将为房地产市场的主基调

2014 年以来，我国房地产市场出现分化，部分城市商品房价格下降，库存压力加大，去化周期明显延长。为此，住建部在 2014 年坚持“双向调控”的政策基调，根据不同地区、不同城市的具体情况灵活制定相应的调控手段。对一线城市继续增加供应，抑制、遏制投资投机性需求，限购政策不退出。

而对于库存量比较大的城市，要控制今年住宅用地的规模，调整新建商品住房上市结构，通过必要的经济手段来支持当地居民合理的住房需求，消化库存。截至 2014 年 9 月底，46 个限购城市中已有四十多个在不同程度上解除或放松了限购政策。

总体来看，2014 年以来全国商品房销售面积和销售金额持续下降，需求未见明显好转。放松限购城市的增加，虽然在短期内有助于引导市场预期，有望带动需求释放。但限购松绑无法从根本上扭转市场供需失衡，库存量加大的局面，未来市场仍将以去库存为主基调。房地产市场调控方面，在继续坚持“双向调控”政策基调的同时，未来将着重建立房地产调控长效机制，包括金融、信贷、财税、土地、普通商品住房供给等多方面。

竞争实力

作为区域房地产开发龙头企业，公司在“城中村改造”的开发模式中具备优势，区域市场内的品牌影响力较大

公司于 2003 年起从事武汉的房地产旧城改造和开发，先后在武汉核心区开发了福星城市花园、金色华府、汉口春天、水岸星城等项目，经过多年发展，公司在项目商谈、规划、拆迁等方面积累了丰富的经验，形成了自己独特的“城中村改造”模式。公司扎根于武汉，借助武汉近几年大规模旧城改

造，福星股份迅速成长为武汉地区综合实力最强的开发企业，并在武汉区域激烈的市场竞争中保持着领先地位。根据中国指数研究院的研究表明，2007年至2010年公司连续四年位居武汉市房地产开发企业综合实力第一名，是湖北地区房地产龙头企业。

公司土地储备量充足，土地地理位置良好，且土地为未来业务扩张提供了一定支持

公司房地产开发业务将继续以武汉市为核心区域，进一步提高“城中村改造”和“旧城改造”综合水平和规模，不断巩固和提升区域领先地位。截至2014年9月30日，公司拥有土地储备建筑面积303.05万平方米，除上述已获土地证的储备建筑面积外，公司另有已签署《国有建设用地使用权使用确认书》，因宗地未能拆迁完毕暂时不能申请办理土地证的建筑面积达到382.54万平方米。公司现有土地储备能够满足其未来3至5年的开发需求；且项目资源所在地区绝大部分位于武汉市核心城区，市中心土地稀缺特性亦有利于项目开发及销售的顺利实施。

公司维持“房地产+金属制品”的双主业形态，形成了业务互补

公司维持“房地产+金属制品”的双主业形态，房地产业和金属制品业在资产结构、经营方式、财务管理、人员配置等方面存在较大差异。双主业的发展模式在一定程度上可以为公司减少经营风险，在房地产持续调控和宏观经济环境低迷的情况下，公司双主业互为补充，提高了公司整体的竞争实力。

业务运营

公司主营业务包括房地产开发和金属制品两大产业板块。公司房地产开发由旗下全资子公司福星惠誉房地产有限公司负责运营；金属制品业务目前由公司本部负责运作，2013年9月3日，公司公告拟投资设立全资子公司湖北福星新材料科技有限公司（以下简称“福星新材料”），自2013年9月起，金属制品业务由福星新材料负责运营。

2011~2013年，公司主营业务收入分别为47.43

亿元、61.77亿元、73.91亿元，保持稳步增长趋势。房地产业务收入占比逐年上升，2011~2013年，公司房地产销售收入占主营业务收入的比重分别为60.48%、68.81%、76.72%。2014年1-9月，公司主营业务收入为49.94亿元，其中房地产销售收入39.36亿元，占主营业务收入的比重为78.82%。

表4：2011~2014.9公司营业收入构成情况

单位：亿元

业务类型	2011	2012	2013	2014.1-9
房地产销售收入	28.68	42.51	56.70	39.36
金属制品销售收入	18.54	19.01	16.87	10.42
其他	0.20	0.26	0.34	0.16
合计	47.43	61.77	73.91	49.94

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

房地产项目开发运营

武汉市总面积近8,500平方公里，常住人口约1,000万人。在数十年的发展建设过程中，武汉市中心形成了168个城中村，数量和规模居全国前列。2004年9月，武汉市启动147个城中村综合改造，涉及土地总面积2.1万公顷，总人口35万余人。2006年，城中村综合改造工程在武汉市二环内56个村全面铺开。截至2012年末，武汉市168个城中村已全部纳入改造范围。

从城中村改造模式来看，在国家加大对拆迁居民保护的条件下，房地产企业的拆迁成本越来越高，难度越来越大。作为武汉本土企业，公司深谙当地人情风俗，在城中村改造开发模式中具备重要的先发优势。截至2014年9月30日，公司“城中村改造”、“旧城改造”项目储备面积（指已取得土地证规划可售面积减除已销售结转面积）为227.03万平方米，占公司项目储备面积的比例达到74.92%，为其未来房地产业务收入提供了较为稳定的基础。

公司从2003年开始就切入武汉市城中村改造市场，成为最早涉足武汉市城中村改造的房地产开发商。近年来，随着城中村改造进度不断深入，公司先后在武汉核心区开发了福星城市花园、金色华府、汉口春天、水岸星城等项目，近几年项目新开工及在建面积呈现振荡增长趋势。2012年以来，公司根据之前年度项目的开发进度情况，适时调整开发节奏，全年公司新开工面积为81.26万平方米，

开工面积有所下降；竣工面积达到 88.70 万平方米，同比增长 81.91%，主要系由于之前年度开工的项目逐步完工。截至 2013 年末，公司的在建面积为 230.00 万平方米。整体看，目前公司房地产开发进度较为平稳，但国家房地产调控政策的持续将一定程度上影响其项目开发进度。

表 5：2011~2014.6 公司开竣工情况

单位：万平方米

指标	2011	2012	2013	2014.1-6
新开工面积	230.00	81.26	85.50	70.00
竣工面积	48.76	88.70	88.77	17.69

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

销售方面，得益于区域房地产市场的快速发展以及自身合理的产品定位，近年来公司房地产销售规模总体保持增长态势。2013年，公司实现销售面积46.51万平方米，销售金额48.30亿元，较上年分别减少36.00%和25.79%，主要系2013年公司开发产品主要为超高层住宅，建设至预售周期延长，加之公司加大了商业物业持有量，导致可售房源减少。从近两年的销售均价方面看，公司2012年和2013年的销售均价分别为8,954.52元/平方米和10,384.86元/平方米，主要系受国内房地产调控政策的影响，商品房价格总体保持平稳。2014年1-9月，公司实现销售面积44.21万平方米，销售金额40.50亿元，销售均价为9,162.19元/平方米。从毛利率方面看，2011~2013年及2014年1-9月，公司房地产销售毛利率分别为43.30%、34.32%、30.45%和28.34%。

表 6：2011~2014.9 公司业务运营情况

单位：万平方米、亿元

指标	2011	2012	2013	2014.1-9
销售面积	72.12	73.34	46.51	44.21
销售金额	66.15	66.82	48.30	40.50
结算面积	33.86	51.78	56.36	36.41
结算金额	28.68	42.51	56.70	39.36

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

结算方面，得益于在建项目的逐步完工并实现销售结算，2013年，公司实现房地产结算面积56.36万平方米，较上年增长8.84%；实现结算收入56.70亿元，较上年增长33.39%。2014年1-9月，公司实现房地产结算面积36.41万平方米，实现结算收入39.36亿元。

表 7：2013 年及 2014 年 1-9 月公司主要项目销售情况

单位：万平方米、亿元

项目名称	2014 年 1-9 月		2013 年	
	销售面积	销售金额	销售面积	销售金额
福星惠誉·恩施福星城	-	-	396.07	0.03
福星惠誉·孝感福星城	-	-	-	0.00
福星惠誉·咸宁福星城	-	-	-	-
福星惠誉·水岸星城	-	-	-	0.10
福星惠誉·国际城	2.25	3.52	12.80	15.66
福星惠誉·青城华府	0.28	0.24	2.52	2.41
福星惠誉·水岸国际	2.97	3.36	13.31	14.39
福星惠誉·福星城	0.18	0.28	4.05	4.05
福星惠誉·东澜岸	5.55	3.56	10.84	7.46
福星惠誉·东湖城	4.95	4.44	1.92	1.83
福星惠誉·福星华府	9.92	7.97	1.04	2.27
福星惠誉·红桥城	12.80	11.26	-	-
福星惠誉·汉阳华府	5.07	5.31	-	-
其他	0.24	0.57	-	0.07
合计	44.21	40.50	46.51	48.30

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

在建项目方面，截至2014年9月30日，公司在建房地产项目总投资为504.19亿元，已完成投资284.32亿元，后续资金需求219.87亿元，未来将面临一定的资金压力。

土地储备

公司项目开发主要以滚动开发模式进行，配合房地产市场走势、自身的资金情况等因素，合理地开展城中村项目动迁工作。截至2014年9月30日，公司拥有土地储备建筑面积303.05万平方米。

从土地储备的区域分布来看，目前公司仍以武汉市城中村改造动迁为主，包括洪山区和平村、江汉区姑嫂树村、武昌区三角路村和江岸区红桥村等地块。从产品类型来看，公司目前以住宅开发项目为主，少量产品为住宅配套商业地产项目。

表 8：截至 2014 年 9 月 30 日公司土地储备情况

单位：万平方米

项目名称	占地面积	规划可售面积	土地储备面积
福星惠誉·东湖城	15.97	67.10	67.10
福星惠誉·东澜岸	23.65	47.30	26.26
福星惠誉·恩施福星城	7.20	21.79	8.16
福星惠誉·福星城	12.37	57.87	14.06
福星惠誉·福星华府	8.72	40.63	40.63
福星惠誉·国际城	15.51	58.92	14.95
福星惠誉·水岸国际	20.32	81.59	47.19
福星惠誉·咸宁福星城	27.77	73.30	61.28
福星惠誉·汉阳城 D 地块	2.09	8.74	8.74
福星惠誉·汉阳城 E 地块	2.31	8.10	8.10
宇盛宏利项目（暂定名）	2.63	6.58	6.58
合计	138.54	476.22	303.05

资料来源：1、公司提供，中诚信证评整理

2、占地面积指土地证记载面积；规划可售面积指已取得土地证地块政府或政府部门核准的建筑面积；土地储备面积指规划可售面积减除已销售结转面积。

公司目前的土地储备资源充足，除上述已获土地证的储备建筑面积外，公司另有已签署《国有建设用地使用权使用确认书》，因宗地未能拆迁完毕暂时不能申请办理土地证的建筑面积382.54万平方米。公司现有土地储备能够满足其未来3-5年内的开发需求，可为其未来业务规模的持续扩张提供有力的支持。

金属制品业务

公司的金属制品主要包括子午轮胎钢帘线、钢绞线、钢丝绳和钢丝。2011~2013年公司金属制品销售收入分别为18.54亿元、19.01亿元、16.87亿元，其中子午轮胎钢帘线收入占比分别为51.81%、60.06%、61.64%，是该业务板块重要的收入来源。2014年1-9月，公司金属制品销售收入为10.42亿元，其中子午轮胎钢帘线收入占比为66.43%。

生产方面，公司2011-2013年主要金属线材制品的产量分别22.30万吨、23.53万吨、23.21万吨。从细分产品来看，钢丝绳、钢丝等传统金属制品行业进入门槛较低，生产企业众多且竞争激烈，行业面临产能过剩的情况，近年来产量有缩减。但得益于子午轮胎钢帘线较强的市场需求，加之国内基础设施建设的带动作用，PC钢绞线的市场需求也逐步趋于稳定，均对公司金属制品业务开展形成了良好的

支撑。

表 9：公司 2013 年及 2014 年 1-9 月金属制品生产情况

单位：万吨/年、万吨

产品	2013		2014.1-9	
	产能	产量	产能	产量
子午轮胎钢帘线	12.00	10.42	9.00	7.51
钢绞线	8.00	6.48	6.00	2.23
钢丝绳	3.50	2.83	2.60	1.73
钢丝	4.00	3.48	3.00	2.39
合计	27.50	23.21	20.6	13.86

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

产能方面，公司截至2013年末金属制品年产能达27.50万吨，业务涵盖80多个品种、1,000多种不同规格的线材产品。自2010年以来，金属制品产能得到进一步提升，但产能利用率有所下滑，2013年公司产能利用率为84.39%，较上年92.21%下降7.82个百分点。2014年以来，由于钢铁及钢铁制品市场供大于求现象没有改善，产品售价处于较低水平，公司产能利用率进一步降至67.28%。

原材料采购方面，公司对供应商的筛选标准包括了原材料性价比、供应能力和质量稳定性等。为了控制采购成本，公司优先选择当地供应商，并实行适度集中的采购策略。公司原材料主要为线材，其中90%的原材料通过商贸企业向钢厂采购，剩余10%的原材料自行采购。采购结算上，部分钢厂实行先付货款或现金结算；部分钢厂给予25~30天的账期。

销售方面，从各产品细分情况来看，受汽车工业发展速度放缓的影响，2013年公司子午轮胎钢帘线销量为10.36万吨，同比增长4.33%；钢铁产业链上的激烈竞争使得钢绞线销量有所下滑，公司全年钢绞线销量为6.30万吨，同比下降9.35%。此外，国内宏观经济增速下滑导致煤炭、矿产等资源类产业景气度较为低迷，2013年公司钢丝绳销量为2.79万吨，同比下降14.68%；钢丝销量为3.45万吨，基本与去年同期持平。2014年1-9月，公司金属制品销售进一步放缓，子午轮胎钢帘线、钢绞线、钢丝绳及钢丝销量分别为7.6万吨、2.92万吨、1.89万吨、2.42万吨。销售结算上，公司对下游客户少部分货到付款，大部分给予1~3个月的账期。

表 10: 公司 2013 年及 2014 年 1-9 月金属制品销量情况

单位: 万吨

产品	2013 销量	2014.1-9 销量
子午轮胎钢帘线	10.36	7.6
钢绞线	6.30	2.92
钢丝绳	2.79	1.89
钢丝	3.45	2.42
合计	22.90	14.83

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

总体来看, 公司在金属制品业务基础上完成了业务转型, 已发展成为区域地产龙头企业, 在武汉市内拥有较为丰富的土地储备, 未来其经营业绩有望得到进一步提升。但中诚信证评也关注到, 公司大量的拟建项目对其资金运作能力提出了更高要求。

公司治理

治理结构

目前公司已按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》等法律法规和规范性文件以及监管部门的相关要求, 建立了以股东大会、董事会、监事会及管理层为主体结构的决策与经营管理体系, 并结合公司的实际情况, 先后制订和完善了公司《公司章程》、《董事会审计委员会年报工作规程》、《独立董事年报工作制度》等一系列公司治理的规章制度, 增强了公司治理意识, 并逐步构建了较为完善的法人治理结构, 规范公司运作, 已提升公司整体的治理水平。

公司在业务、人员、资产、机构和财务五方面独立完整, 不存在控股股东占用、支配公司资产等问题, 控股股东与公司及各自职能部门之间无从属关系, 公司财务部门具有独立的会计核算体系和财务管理体系, 其管理模式和流程符合现代企业规范。

内部控制

内部控制体系建设方面, 公司成立了内部控制建设专项领导小组, 由董事长任组长, 副董事长、总经理、财务总监和董事会秘书筹划具体项目, 负责对内控建设的实施进行全面领导、审核、决策、部署和指挥; 领导小组下设内控项目工作小组, 负

责内部控制体系建设工作的具体事务。

产品开发质量方面, 公司导入房地产企业 ISO9001 质量管理体系, 结合公司多年房地产项目开发的经验, 建立了一套专业化、规范化、程序化的房地产运作体系。

在财务管理方面, 公司加大了资金管控力度, 规范系统会计核算。同时, 公司本部对项目公司的资金需求、调配和使用进行综合控制, 以提高资金使用的安全性和效率。

在信息披露方面, 公司制订了《公司年报信息披露重大差错责任追究制度》、《外部信息报送和使用管理制度》等相关制度。同时, 为进一步规范公司内幕信息管理, 保护广大投资者利益, 公司根据监管部门要求, 进一步完善了内幕信息知情人管理制度, 并严格履行《内幕信息知情人登记管理制度》。

总体看, 公司各项规章制度较为完善, 目前已建立了较健全的治理结构和内控体系, 通过内外部配合、各职能部门协作, 有效地控制了其业务运营和资金管理中的关键风险点, 形成了有效的风险监督管理体系, 为公司的持续稳定发展奠定了良好的基础。

战略规划

根据公司制定的发展规划, 短期内公司将继续以武汉市作为其房地产开发的核心区域, 进一步提高“城中村改造”和“旧城改造”综合水平和规模。公司将合理安排土地储备, 保障未来几年内有充足的土地满足项目开发的需要, 保证每年土地拓展面积和开发面积基本匹配, 巩固和提升区域领先地位。但长期来看, “城中村改造”模式不具备可持续性, 公司将通过招拍挂等方式拿地, 以武汉“1+8”城市圈为发展重点, 并逐步拓展海外市场, 扩大业务幅度和广度, 并逐步建立起以住宅为主, 商业物业为辅的房地产开发形态。

金属制品业务方面, 公司将以创新发展为主线, 加快“大盘重化、高速化、连续化、自动化”的建设力度, 提高劳动生产率和设备使用率; 不断提高成本管控水平, 降低产品库存, 优化产品结构, 将产品做精做强, 继续开拓市场, 提高产品竞争力。

总体看，公司整体发展战略较为明确，并根据自身的特点进行了较为合理的战略布局，但快速滚动开发以及增加土地储备产生的资金需求和国家宏观调控政策的不确定性将在一定程度上影响到公司战略目标的实施。

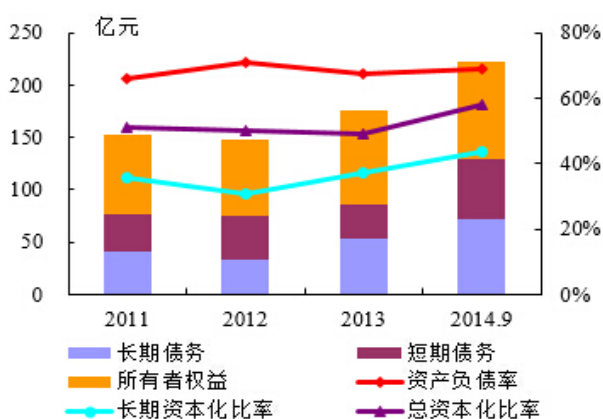
财务分析

以下财务分析基于公司提供的经京都天华会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的2011年度审计报告、经致同会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具标准无保留意见的2012、2013年度审计报告以及未经审计的2014年三季度报。

资本结构

随着房地产开发规模的增长，近年来公司资产和负债规模稳步提升。2011~2013年末以及2014年9月末，公司资产总额分别为219.18亿元、254.97亿元、271.11亿元和299.83亿元；负债总额分别为144.32亿元、180.78亿元、182.10亿元和206.38亿元。所有者权益方面，虽然公司近三年无股权融资充实自有资本，但得益于多年利润积累，自有资本实力不断增强。2011~2013年末以及2014年9月末，公司所有者权益分别为74.86亿元、74.19亿元、89.01亿元和93.45亿元。

图 3：2011~2014.9 公司资本结构分析



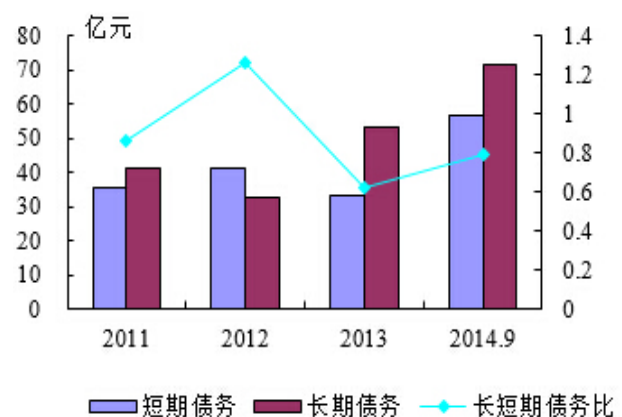
资料来源：公司提供，中诚信证评整理

财务杠杆方面，近年来，伴随着开发项目和土地储备的增长，外部融资规模增加，公司财务杠杆比率小幅上升。截至2013年12月31日，公司资产负债率和总资本化比率分别为67.17和49.14%，剔除预收账款后资产负债率为59.91%。但与行业内其他上市房地产企业相比，公司杠杆比率仍处于适中水

平。截至2014年9月30日，公司资产负债率和总资本化比率分别为68.83%和57.88%，剔除预收账款后资产负债率为56.94%。

从债务期限结构看，鉴于住宅项目的开发周期较长，长期债务为主的融资结构将更有利于运营资金的稳定性，自2013年开始，公司新增债务以长期贷款为主，长短期债务比显著下降。2011~2013年末，公司长短期债务比分别为0.86、1.26、0.62。截至2014年9月30日，由于一年内到期的非流动负债增加，公司长短期债务比增至0.79。

图 4：2011~2014.9 公司债务结构分析



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，公司财务杠杆比率处于行业适中水平，但考虑到未来公司仍有较大规模的项目开发及土地储备支出的资金需求，或将推动其杠杆比率的上升，中诚信证评对公司财务结构的稳健性及可能面临的债务压力给予持续关注。

流动性

近年来公司流动资产规模逐年增长，2011~2013年末以及2014年9月末，公司流动资产分别为193.06亿元、224.40亿元、237.09亿元和248.83亿元，占资产总额的比重保持在80%以上。从流动资产的结构看，公司流动资产主要由货币资金、预付款项和存货构成，截至2013年12月31日，上述三项资产占资产总额的比重分别为8.96%、22.30%和50.10%。其中存货主要系房地产开发成本及土地储备，预付款项则主要系预付的土地款，分别较上年末增加8.57%、7.05%。截至2014年9月30日，货币资金、预付款项和存货占公司资产总额的比重分别为9.73%、28.44%和40.18%。

表 11: 2011~2014.9 公司流动资产分析

	2011	2012	2013	2014.9
流动资产/总资产	88.08%	88.01%	87.45%	82.99%
存货/流动资产	43.45%	55.75%	57.29%	48.41%
预付款项/流动资产	42.09%	25.17%	25.50%	34.27%
货币资金/流动资产	7.13%	6.55%	10.25%	11.72%
(存货+货币资金)/流动资产	50.58%	62.30%	67.54%	60.13%

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

存货方面, 截至2013年12月31日, 公司存货净额为135.82亿元, 较上年末增加8.57%。从存货的构成来看, 2013年末公司存货中开发成本和开发产品占存货总额的比例分别为72.78%和24.53%。较大规模的在建项目开发成本和拟建项目的土地储备成本, 为公司未来业绩增长提供保障, 但同时亦给公司带来了一定的销售压力和资金压力。截至2014年9月30日, 公司存货净额为120.47亿元, 较年初减少11.30%。

表 12: 2011~2014.9 公司存货结构分析

	2011	2012	2013	2014.9
存货(亿元)	83.89	125.10	135.82	120.47
存货环比增长率	24.41%	49.12%	8.57%	-11.30%
开发成本(亿元)	72.28	100.16	98.85	92.30
开发成本/存货	86.16%	80.06%	72.78%	76.62%
开发产品(亿元)	7.12	22.23	33.32	25.64
开发产品/存货	8.49%	17.77%	24.53%	21.29%

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

资产周转效率方面, 凭借自身的资源优势和项目开发经验, 公司的房地产项目从开发到销售均保持了较快的速度。2011~2013年公司存货周转率分别为0.43次、0.43次、0.43次; 总资产周转率分别为0.25次、0.26次、0.29次, 周转效率处于行业适中水平。

现金流方面, 销售规模和利润规模的逐年增长及较为谨慎的投资策略使得公司近三年经营性净现金流逐步改善。2011~2013年, 公司经营性现金流净额分别为-17.45亿元、7.69亿元、0.75亿元。2014年1-9月, 公司经营性现金净流出25.60亿元, 主要由于项目开发投入较多以及拆迁款支出较多所致。货币资金方面, 近年来公司年末货币资金余额较为稳定, 保持在10亿元以上。随着销售资金的进一步

回笼, 截至2014年9月30日, 公司货币资金余额为29.17亿元, 货币资金与短期债务的比率为0.51。

表 13: 2011~2014.9 公司部分流动性指标

	2011	2012	2013	2014.9
货币资金(亿元)	13.77	14.71	24.30	29.17
经营活动现金流净额(亿元)	-17.45	7.69	0.75	-25.60
经营净现金流/短期债务	-0.49	0.19	0.02	-0.45
货币资金/短期债务	0.39	0.35	0.74	0.51

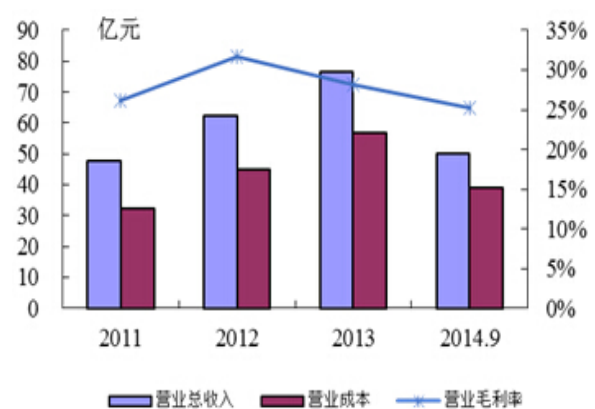
资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

总体来看, 公司资产周转速度处于行业适中水平, 整体流动性较好, 能够为其短期债务的偿还提供保障。

盈利能力

公司的收入来源主要包括房地产和金属制品销售收入。房地产业务方面, 随着武汉房地产市场的较快增长, 公司商品住宅成交量和成交均价均呈上升态势, 营业收入逐年增加, 2011~2013年分别为28.68亿元、42.51亿元、56.70亿元。同期, 公司金属制品销售收入分别为18.54亿元、19.01亿元、16.87亿元。2011~2013年公司分别实现营业收入47.61亿元、62.45亿元、76.63亿元, 年均复合增长率为26.87%。2014年1-9月, 公司实现营业收入50.16亿元, 较上年同期增长2.43%, 其中房地产销售收入和金属制品销售收入分别为39.36亿元和10.42亿元。同时, 截至2014年9月30日, 公司预收款项尚有35.66亿元, 较大规模的待结算资源对其未来1-2年经营业绩的提升提供较好保障。

图 5: 2011~2014.9 公司收入成本分析



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

营业毛利率方面, 近年来, 公司金属制品业务毛利率受外部环境影响整体呈现下降趋势,

2011~2013年及2014年1-9月分别为14.28%、15.04%、9.96%和-0.92%；房地产业务毛利率则受销售策略及结转项目结构变化的影响有一定幅度的波动，2011~2013年及2014年1-9月分别为43.30%、34.32%、30.45%和28.34%。2011~2013年及2014年1-9月，公司综合毛利率分别为31.72%、28.09%、25.97%和22.29%。

期间费用方面，随着在建、在售项目的增多，公司销售费用和管理用费相应增长，2011~2013年，公司期间费用分别为4.78亿元、5.00亿元、5.28亿元。不过，受益于规模效益的提升以及公司较强的费用管控能力，2013年三费收入占比为6.89%，较上年下降1.12个百分点。

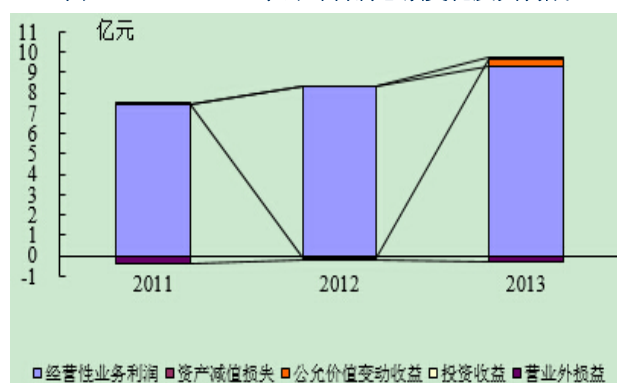
表 14：2011~2014.9 公司三费分析

	2011	2012	2013	2014.9
销售费用（亿元）	2.65	2.76	2.53	2.14
管理费用（亿元）	1.08	1.19	1.28	1.30
财务费用（亿元）	1.06	1.04	1.47	1.57
三费合计（亿元）	4.78	5.00	5.28	5.01
营业总收入（亿元）	47.61	62.45	76.63	50.16
三费收入占比（%）	10.05	8.01	6.89	9.89

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司利润总额主要由经营性业务利润构成，2011~2013年，公司分别实现利润总额7.09亿元、8.10亿元、9.50亿元，其中经营性业务利润分别为7.44亿元、8.28亿元、9.30亿元。同期，公司取得净利润5.20亿元、6.13亿元、6.81亿元。

图 6：2011~2013 年公司利润总额变化及其构成



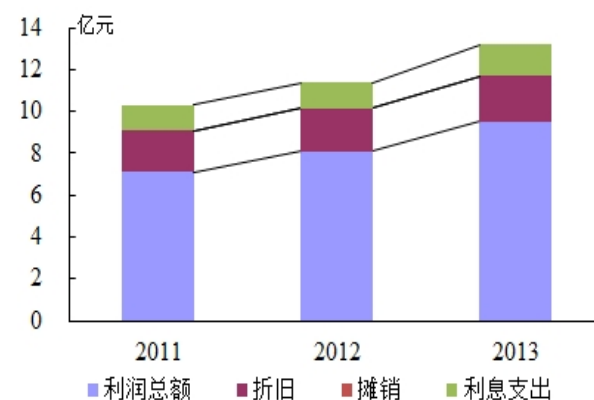
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，公司契合市场需求的产品定位以及较快的周转效率，带动了其经营业绩的持续增长。此外，较大规模的已售待结资源、新开工面积的增长，对公司未来经营业绩的提升形成支撑。

偿债能力

从债务规模来看，2011~2013年公司总债务分别为77.16亿元、74.30亿元、86.01亿元，债务水平呈现增长态势。

图 7：2011~2013 年公司 EBITDA 变化及其构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

获现能力方面，近年来在利润规模增长的带动下，公司 EBITDA 表现持续向好，2011~2013年公司 EBITDA 分别为10.29亿元、11.36亿元和13.17亿元。从主要偿债指标表现来看，2011~2013年，公司 EBITDA 利息保障倍数分别为1.62、1.57和1.87倍；经营性现金净流入利息保障倍数分别为-2.75、1.06和0.11倍，EBITDA、经营性现金净流入对债务利息支出的覆盖较为充分。同期，总债务/EBITDA 倍数分别为7.50、6.54和6.53倍，公司良好的获现能力亦能对债务的偿还提供保障。

表 15：2011~2014.9 公司部分偿债指标

指标	2011	2012	2013	2014.9
EBITDA（亿元）	10.29	11.36	13.17	12.07
总债务/EBITDA (X)	7.50	6.54	6.53	10.64
长期债务/EBITDA (X)	4.03	2.89	4.03	5.94
EBITDA 利息倍数 (X)	1.62	1.57	1.87	1.66
经营活动净现金流/总债务 (X)	-0.23	0.10	0.01	-0.27
经营活动净现金流利息保障系数 (X)	-2.75	1.06	0.11	-
资产负债率 (%)	65.84	70.90	67.17	68.83
总资本化比率 (%)	50.76	50.04	49.14	57.88
长期资本化比率 (%)	35.66	30.70	37.34	43.42

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

对外担保方面，截至2014年9月30日，公司对外担保余额合计83.01亿元，其中65.39亿元系对子公司的担保，剩余部分系公司下属房地产业子公司为商品房承购人提供的抵押贷款担保，为阶段性担

保，公司对外担保余额占净资产的比例为88.83%，比例较高，我们将对其或有负债风险保持关注。

财务弹性方面，公司与中行、农行、工行等多家银行机构建立了良好的合作关系。截至2014年9月30日，公司获得各家银行授信总计人民币134.23亿元及美元1.40亿元，其中未使用授信余额人民币35.13亿元。此外公司还积极进行信托、房地产基金、股权融资等多渠道融资，具备一定财务弹性。

整体来看，随着土地储备及项目开发规模的进一步加大，公司未来将面临一定的融资压力。但考虑到公司较快的周转效率，持续向好的获现能力，以及合理的土地储备资源，公司未来经营业绩仍有较大的提升空间，亦可对其债务的偿还形成保障。

担保实力

福星集团控股有限公司为本次债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

担保主体概况

福星集团是由汉川钢丝绳厂于2008年1月31日出资5,000万元成立的法人独资公司。经过多次增资，截至2013年12月31日，福星集团实收资本为70,000万元。

截至2013年12月31日，福星集团拥有控股公司10家，主营业务涵盖金属线材制品、房地产开发、医药、食品添加剂等多个领域，涉及住宅、工业厂房、子午轮胎钢帘线、钢绞线、钢丝绳、钢丝、大容量注射剂、小容量注射剂、花生四烯酸（即Arachidonic Acid，以下简称“AA”）、二十二碳六烯酸（即Docose Hexaenoic Acid，以下简称“DHA”）等多种产品。

业务运营

福星集团的主营业务以上市公司福星股份经营的金属线材制品及住宅地产业务为核心，上述两项业务收入占集团总收入的比重合计超过75%。此外，福星集团的业务板块还包括工业地产、医药制造、食品添加剂等。

表 16：2012~2013 年福星集团营业收入构成情况

单位：亿元、%

项目	2012 年		2013 年	
	收入	收入占比	收入	收入占比
金属线材制品	19.94	24.28	18.03	20.51
住宅地产	42.51	51.77	58.60	66.65
工业地产	17.09	20.82	7.89	8.97
医药制造	1.27	1.55	1.46	1.66
食品添加剂	1.05	1.28	1.11	1.26
铁路货场	0.02	0.03	0.03	0.03
物流	0.19	0.23	0.70	0.80
现代农业	-	-	0.06	0.07
生态旅游	-	-	0.01	0.01
不锈钢	0.03	0.04	0.03	0.03
合计	82.10	100.00	87.92	100.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司工业地产业务主要由武汉银湖科技发展有限公司（以下简称“银湖科技”）负责经营。银湖科技自2002年成立以来，先后开发了中小企业城、明典工业园及武汉海峡科技创业基地等项目，这些项目均位于“国家级武汉海峡两岸科技产业开发园”内，临近京珠高速、汉渝铁路，具备一定的交通优势。

医药制造方面，集团产品以大容量注射剂为主，同时涵盖了小容量注射剂、片剂、颗粒剂和胶囊剂等五大剂型，共有61个产品。集团现有2条大容量注射剂生产线，设计产能8,500万瓶，1条小容量注射剂生产线，设计产能25,000万支，另外集团已在汉川市取得250亩土地，用于投资新建塑瓶输液线等生产线的建设。

食品添加剂方面，集团是国内最早的花生四烯酸生产基地和最大规模的二十二碳六烯酸生产基地之一，早在2009年集团就已经形成年产100吨AA、80吨DHA的生产能力，当前集团产品主要销往雅士利、施恩、伊利等品牌乳制品企业。集团与嘉吉烯王生物工程（武汉）有限公司、汕头市润科生物工程有限公司是目前国内主要的AA和DHA的生产企业，具备一定的市场竞争优势。

整体来看，金属线材制品及住宅等地产业务一直是集团收入及利润的主要来源，同时近两年来集团工业地产、医药、食品添加剂等业务也正逐步壮大，一定程度上分散了经营风险，提升了集团的整

体抗风险能力。

财务表现

以下财务分析基于公司提供的众环海华会计师事务所有限公司审计并出具的标准无保留意见的2011-2013年度审计报告。

随着业务的发展，集团资产规模保持较快增长态势。截至2013年12月31日，集团资产总额346.02亿元，负债总额240.81亿元，资产负债率和总资本化比率分别为69.47%和47.58%，整体负债水平处于可控范围。

从债务期限结构来看，2011~2013年集团短期债务分别为45.11亿元、49.33亿元和37.49亿元，长期债务分别为43.49亿元、38.60亿元和58.01亿元。截至2013年12月31日，集团长短期债务比为0.65，较上年末下降0.63，债务期限结构有所改善。

盈利能力方面，近年来集团收入规模整体呈现增长态势，2011~2013年集团营业收入分别为56.85亿元、82.10亿元和87.92亿元，年均复合增长率为24.36%；净利润分别为4.75亿元、6.31亿元和7.12亿元，年均复合增长率为22.43%。2013年集团净资产收益率为7.28%，盈利能力良好。

偿债能力方面，近三年集团经营活动净现金流分别为-19.55亿元、7.18亿元和-0.09亿元，呈现一定波动，经营活动净现金流利息保障倍数分别为-2.76、0.83和-0.01。同时，在良好盈利能力的支持下，2013年集团EBITDA为15.77亿元，总债务/EBITDA和EBITDA利息倍数分别为6.06和1.95倍，处于较好水平。

表 17：2011~2013 年福星集团部分偿债指标

指标	2011	2012	2013
EBITDA (亿元)	10.80	12.73	15.77
总债务/ EBITDA (X)	8.20	6.91	6.06
长期债务/ EBITDA (X)	4.03	3.03	3.68
EBITDA 利息倍数 (X)	1.53	1.46	1.95
经营活动净现金流/ 总债务 (X)	-0.22	0.08	0.00
经营活动净现金流利息保障系数 (X)	-2.76	0.83	-0.01
资产负债率 (%)	68.79	71.28	69.47
总资本化比率 (%)	50.36	49.27	47.58
长期资本化比率 (%)	33.24	29.89	35.54

资料来源：集团提供，中诚信证评整理

此外，集团与多家金融机构合作关系良好。截至2014年9月30日，集团已获得工商银行、中国银行、建设银行和农业银行等多家银行共计154.83亿元的授信额度，尚有27.23亿元额度未使用。

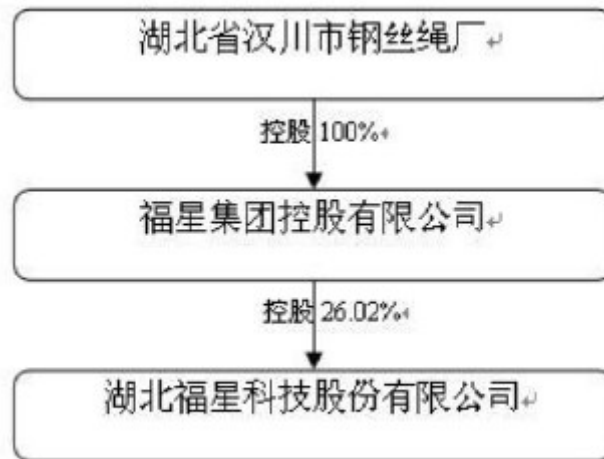
或有负债方面，截至2014年9月30日，集团对外担保金额合计58.72亿元，占净资产的比例为48.70%，规模较大，存在一定的或有负债风险。

总体来看，集团经营业务结构丰富，金属线材制品及房地产主业具有一定的市场竞争优势，近年收入规模总体保持增长态势，盈利状况良好，集团的整体抗风险能力很强，能够为本次公司债券本息的偿还提供有力保障。

结 论

综上，中诚信证评评定湖北福星科技股份有限公司本期公司债券信用级别为**AA**；评定湖北福星科技股份有限公司的主体信用级别为**AA**，评级展望为稳定。

附一：湖北福星科技股份有限公司股权结构图（截至 2014 年 9 月 30 日）



附二：湖北福星科技股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据(单位: 万元)	2011	2012	2013	2014.9
货币资金	137,726.12	147,061.64	243,010.51	291,744.79
应收账款净额	58,578.17	60,925.58	57,563.51	56,805.43
存货净额	838,858.36	1,251,005.91	1,358,184.84	1,204,671.15
流动资产	1,930,621.32	2,243,960.80	2,370,907.15	2,488,274.08
长期投资	4,713.24	4,713.24	4,713.24	4,713.24
固定资产合计	249,711.56	290,842.90	325,503.06	494,529.98
总资产	2,191,817.52	2,549,746.40	2,711,098.87	2,998,266.51
短期债务	356,676.18	414,410.79	329,588.56	567,164.30
长期债务	414,971.52	328,620.00	530,500.00	717,118.12
总债务(短期债务+长期债务)	771,647.70	743,030.79	860,088.56	1,284,282.42
总负债	1,443,200.50	1,807,836.34	1,820,950.98	2,063,786.49
所有者权益(含少数股东权益)	748,617.02	741,910.06	890,147.90	934,480.01
营业总收入	476,058.39	624,451.09	766,268.24	501,575.43
三费前利润	122,209.32	132,767.09	145,827.62	71,726.70
投资收益	0.00	0.00	1,565.32	5,789.09
净利润	52,084.90	61,284.71	68,128.01	59,008.39
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	102,890.26	113,617.08	131,704.51	-
经营活动产生现金净流量	-174,526.64	76,934.10	7,490.20	-256,005.72
投资活动产生现金净流量	-36,872.96	-54,804.49	-15,763.19	-18,499.68
筹资活动产生现金净流量	169,414.39	-33,828.85	73,019.43	325,863.69
现金及现金等价物净增加额	-42,108.36	-11,704.80	65,609.85	50,890.57
财务指标	2011	2012	2013	2014.9
营业毛利率(%)	31.72	28.09	25.97	22.51
所有者权益收益率(%)	6.96	8.26	7.65	8.42
EBITDA/营业总收入(%)	21.61	18.19	17.19	-
速动比率(X)	1.11	0.75	0.90	1.07
经营活动净现金/总债务(X)	-0.23	0.10	0.01	-0.27
经营活动净现金/短期债务(X)	-0.49	0.19	0.02	-0.60
经营活动净现金/利息支出(X)	-2.75	1.06	0.11	-
EBITDA 利息倍数(X)	1.62	1.57	1.87	-
总债务/EBITDA(X)	7.50	6.54	6.53	-
资产负债率(%)	65.84	70.90	67.17	68.83
总债务/总资本(%)	50.76	50.04	49.14	57.88
长期资本化比率(%)	35.66	30.70	37.34	43.42

注：1.所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

2.2014年9月所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务指标经年化处理。

附三：福星集团控股有限公司主要财务数据及指标

财务数据(单位: 万元)	2011	2012	2013
货币资金	231,028.69	210,790.53	305,406.60
应收账款净额	70,068.14	91,317.50	105,667.46
存货净额	1,005,421.24	1,419,890.45	1,634,128.60
流动资产	2,428,807.64	2,722,542.07	3,012,408.01
长期投资	41,468.70	51,189.58	35,109.75
固定资产合计	293,417.76	340,562.65	371,157.71
总资产	2,797,736.77	3,152,928.22	3,460,166.99
短期债务	451,110.38	493,365.46	374,900.56
长期债务	434,860.77	386,026.01	580,051.22
总债务(短期债务+长期债务)	885,971.15	879,391.47	954,951.78
总负债	1,924,483.58	2,247,349.86	2,408,107.55
所有者权益(含少数股东权益)	873,253.19	905,578.36	1,052,059.45
营业总收入	568,517.75	821,070.13	879,226.57
三费前利润	140,722.83	158,656.03	166,767.53
投资收益	2,848.06	2,530.78	22,479.46
净利润	47,524.13	63,097.47	71,229.81
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	108,028.20	127,275.65	157,659.85
经营活动产生现金净流量	-195,536.13	71,797.29	-932.01
投资活动产生现金净流量	-48,734.82	-64,671.12	-10,388.18
筹资活动产生现金净流量	247,277.05	-48,393.18	74,745.89
现金及现金等价物净增加额	2,882.96	-41,278.48	64,287.39
财务指标	2011	2012	2013
营业毛利率(%)	30.51	25.83	35.77
所有者权益收益率(%)	5.44	6.97	7.28
EBITDA/营业总收入(%)	19.00	15.50	17.93
速动比率(X)	1.01	0.77	0.38
经营活动净现金/总债务(X)	-0.22	0.08	0.00
经营活动净现金/短期债务(X)	-0.43	0.15	0.00
经营活动净现金/利息支出(X)	-2.76	0.83	-0.01
EBITDA 利息倍数(X)	1.53	1.46	1.95
总债务/EBITDA(X)	8.20	6.91	6.06
资产负债率(%)	68.79	71.28	69.47
总债务/总资本(%)	50.36	49.27	47.58
长期资本化比率(%)	33.24	29.89	35.54

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

附四：基本财务指标的计算公式
$$\text{货币资金等价物} = \text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据}$$
$$\text{长期投资} = \text{可供出售金融资产} + \text{持有至到期投资} + \text{长期股权投资}$$
$$\text{固定资产合计} = \text{投资性房地产} + \text{固定资产} + \text{在建工程} + \text{工程物资} + \text{固定资产清理} + \text{生产性生物资产} + \text{油气资产}$$
$$\text{短期债务} = \text{短期借款} + \text{交易性金融负债} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的非流动负债}$$
$$\text{长期债务} = \text{长期借款} + \text{应付债券}$$
$$\text{总债务} = \text{长期债务} + \text{短期债务}$$
$$\text{净债务} = \text{总债务} - \text{货币资金}$$
$$\text{三费前利润} = \text{营业总收入} - \text{营业成本} - \text{利息支出} - \text{手续费及佣金收入} - \text{退保金} - \text{赔付支出净额} - \text{提取保险合同准备金净额} - \text{保单红利支出} - \text{分保费用} - \text{营业税金及附加}$$
$$\text{EBIT (息税前盈余)} = \text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$$
$$\text{EBITDA (息税折旧摊销前盈余)} = \text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$$
$$\text{资本支出} = \text{购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金} + \text{取得子公司及其他营业单位支付的现金净额}$$
$$\text{营业毛利率} = (\text{营业总收入} - (\text{营业成本} + \text{利息支出} + \text{手续费及佣金支出} + \text{退保金} + \text{赔付支出净额} + \text{提取保险合同准备金净额} + \text{保单红利支出} + \text{分保费用})) / \text{营业总收入}$$
$$\text{EBIT 率} = \text{EBIT} / \text{营业总收入}$$
$$\text{三费收入比} = (\text{财务费用} + \text{管理费用} + \text{销售费用}) / \text{合同销售收入}$$
$$\text{所有者权益收益率} = \text{当期净利润} / \text{期末所有者权益 (含少数股东权益)}$$
$$\text{流动比率} = \text{流动资产} / \text{流动负债}$$
$$\text{速动比率} = (\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$$
$$\text{存货周转率} = \text{主营业务成本 (营业成本)} / \text{存货平均余额}$$
$$\text{应收账款周转率} = \text{主营业务收入净额 (营业总收入净额)} / \text{应收账款平均余额}$$
$$\text{资产负债率} = \text{负债总额} / \text{资产总额}$$
$$\text{总资本化比率} = \text{总债务} / (\text{总债务} + \text{所有者权益 (含少数股东权益)})$$
$$\text{长期资本化比率} = \text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益 (含少数股东权益)})$$
$$\text{EBITDA 利息倍数} = \text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$$
$$\text{净负债率} = (\text{总债务} - \text{货币资金}) / \text{所有者权益}$$

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与发行主体构成委托关系外，中诚信证评和评级分析师与发行主体不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级分析师认真履行了现场访谈和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因发行主体和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。

4、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。特别地，对基于发行主体提供的材料，中诚信证评对其准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

湖北福星科技股份有限公司 公司债券跟踪评级安排

根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本次债券偿债保障情况等因素，以对本次债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并发布定期跟踪评级结果及报告；在此期限内，如发行主体、担保主体（如有）发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，应及时通知本公司，并提供相关资料，本公司将就有关事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将通过本公司网站（www.ccxr.com.cn）予以公告。