



信用等级通知书

信评委函字[2016]跟踪231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已发行的“湖北福星科技股份有限公司2014年公司债券（第一期）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司本期债券信用等级维持为AA,主体信用等级维持为AA，评级展望稳定。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一六年六月十七日

湖北福星科技股份有限公司 2014 年公司债券（第一期）跟踪评级报告（2016）

发行主体	湖北福星科技股份有限公司		
担保主体	福星集团控股有限公司		
担保方式	全额无条件不可撤销的连带责任保证担保		
发行规模	人民币 16 亿元		
存续期限	2014/8/26~2019/8/26		
上次评级时间	2015 年 05 月 11 日		
上次评级结果	债项级别	AA	评级展望 稳定
	主体级别	AA	
跟踪评级结果	债项级别	AA	评级展望 稳定
	主体级别	AA	

基本观点

湖北福星科技股份有限公司（以下简称“福星股份”或“公司”）专注于“城中村”改造业务，土地储备资源丰富，并在武汉地区具有较高的品牌影响力及市场占有率，2015 年以来通过大力实施以价换量策略，加大去化力度，销售业绩稳步增长。但同时，中诚信证评也关注到公司存在较大的资本支出压力、金属制品产能释放压力以及存货中开发产品占比较高因素可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。

综上，中诚信证评维持福星股份主体信用级别 AA，评级展望为稳定，维持“湖北福星科技股份有限公司 2014 年公司债券（第一期）”信用级别 AA，该级别同时考虑了福星集团控股有限公司（以下简称“福星集团”）提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保对本次债券本息偿付所起的保障作用。

正面

- 较高的品牌影响力和区域竞争优势。作为武汉本土企业，公司在“城中村改造”开发模式中具备优势；同时作为武汉地区房地产龙头企业，公司持续在武汉房地产市场具有较高的品牌影响力及市场占有率。
- 项目储备充足且区位条件良好。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，2015 年末土地储备的建筑面积共计 767.12 万平方米，项目资源储备充足，且项目所在地较好的区位条件和较快的经济发展水平亦为项目的开发及未来经营业绩提供较好保障。
- 经营业绩增长较快。2015 年公司通过以价换量等策略加大去化力度，实现合同销售面积 103.89 万平方米，合同销售金额 84.77 亿元，分别较上年同期增长 13.29%和 13.70%；结算面积 100.60 万平方米，结算收入 66.08 亿元，分别同比增长 16.64%和 2.17%。同时公司较大规模的待结算资源亦可为未来业绩提供一定

概况数据

福星股份	2013	2014	2015	2016.Q1
所有者权益（亿元）	89.01	83.08	107.92	121.12
总资产（亿元）	271.11	337.08	393.95	407.75
总债务（亿元）	86.01	139.82	169.32	186.35
营业总收入（亿元）	76.63	78.79	80.29	31.26
营业毛利率（%）	25.97	18.93	24.87	26.96
EBITDA（亿元）	13.17	15.76	14.18	5.42
所有者权益收益率（%）	7.65	9.14	5.67	9.88
资产负债率（%）	67.17	75.35	72.61	70.29
总债务/EBITDA（X）	6.53	8.87	11.94	8.87
EBITDA 利息倍数（X）	1.87	1.29	0.99	1.48

福星集团	2013	2014	2015
所有者权益（亿元）	105.21	97.21	125.03
总资产（亿元）	346.02	357.90	418.70
总债务（亿元）	95.50	141.64	293.66
营业总收入（亿元）	87.92	81.04	81.98
营业毛利率（%）	35.77	18.97	25.49
EBITDA（亿元）	15.77	18.26	12.35
所有者权益收益率（%）	6.77	12.05	2.65
资产负债率（%）	71.28	72.84	70.14
总债务/EBITDA（X）	6.91	7.76	13.82

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、福星股份 2016 年 1 季度末所有者权益收益率指标经年化处理；

3 福星股份 2014 年财务数据经重述。

保障。

关 注

- 债务规模增速较快，资本支出压力较大。2015 年末债务规模增至 169.32 亿元，同比增长 21.10%，同时公司在建及储备项目规模较大，未来随着项目建设的持续推进，公司或面临一定资本支出压力。
- 金属制品业务的产能释放压力。在行业产能过剩及同业竞争激烈的情况下，公司金属制品的产能利用率逐年下滑，后期业务发展及产能释放率仍值得关注。
- 存货中开发产品占比较高。2015 年末公司存货净额为 179.21 亿元，较上年末增长 15.44%，其中开发产品余额亦快速增至 45.32 亿元，占比 25.29%，较上年增加 11.99 个百分点，公司竣工待售存货的持续上升或使其面临一定的销售压力。

分 析 师

庞珊珊 sspang@ccxr.com.cn

姜天琪 txgong@ccxr.com.cn

Tel: (021)51019090

Fax: (021)51019030

www.ccxr.com.cn

2016 年 6 月 17 日

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评级对象构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，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遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，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。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及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、本评级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。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

募集资金使用情况

湖北福星科技股份有限公司 2014 年公司债券（第一期）（债券简称为“14 福星 01”，债券代码为 112220，以下简称“本次债券”）于 2014 年 8 月 28 日完成发行，发行规模为 16 亿元，期限为 5 年，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。本次发行募集资金扣除承销费和受托管理费用后的净额为 15.79 亿元，募集资金全部用于补充公司运营资金，已按照募集说明书上列明的用途使用完毕。

重大事项说明

2015 年 4 月，公司全资子公司福星惠誉房地产有限公司（以下简称“福星惠誉”）收购福星集团控股有限公司（以下简称“福星集团”）持有的福星银湖控股有限公司（以下简称“银湖控股”）100% 股权，由于合并前后合并双方均受福星集团控制且该控制并非暂时性，故本合并属同一控制下的企业合并，因此公司对期初余额进行同一控制下企业合并追溯调整。其中，银湖控股除商住地产开发业务外，同时还专注于工业地产开发业务，上述收购事项将有助于丰富公司业态。

2015 年 12 月，经中国证券监督管理委员会证监许可[2015]2877 号文核准，公司非公开发行股票不超过 29,041.63 万股，实际发行 23,696.68 万股，于 2016 年 1 月 21 日在深圳证券交易所上市，增发后公司的股本总额为 94,932.247 万股，变更后注册资本为人民币 94,932.247 万元。

基本分析

2015 年，在宽松的政策环境带动下，我国房地产行业整体呈现筑底回暖态势，但房地产开工面积和房地产投资增速依然低位徘徊，待售面积仍居高不下，房地产市场区域分化严重，行业集中度持续上升

2015 年在多重政策效应叠加影响下，我国房地产市场整体呈现筑底回暖态势。根据国家统计局数据显示，2015 年全国商品房销售面积与销售额分别为 128,495 万平方米和 87,281 亿元，同比分别增长

6.5% 和 14.4%。截至 2015 年末，全国 100 个城市（新建）住宅均价为 10,980 元/平方米，环比上涨 0.74%，同比上涨 4.15%，是百城价格指数环比、同比连续第 5 个月双涨。与此同时，在去库存的大环境下，房企对行业中长期发展保持谨慎态度，房地产开发投资速度继续下降，以房地产企业新开工面积和土地购置面积为代表的房地产开发指标均在不同程度上延续了下降趋势。2015 年，全国房地产开发投资 95,979 亿元，名义同比增长 1.0%，增速比 1~11 月回落 0.3 个百分点，增速继续下行；房地产开发企业房屋新开工面积 154,454 万平方米，同比下降 14.0%。2015 年房地产开发企业土地购置面积 22,811 万平方米，同比下降 31.7%；土地成交价款 7,622 亿元，下降 23.9%。

房地产投资速度放缓，同时销售回暖，使得房地产市场供需差有所收窄，但受前期投资和建设规模高速增长影响，短期内政策层面的支持依旧难以扭转库存加大的局面。截至 2015 年末，全国商品房待售面积 71,853 万平方米，同比增长 15.58%，增速较上年收窄 10.54 个百分点，其中，住宅待售面积增加 1,155 万平方米，办公楼待售面积增加 128 万平方米，商业营业用房待售面积增加 458 万平方米。同时，中诚信证评也关注到，房地产区域市场分化严重，一线城市和二线城市出现量价齐升的局面，同时一般二线城市以及三四线城市去库存压力继续加大，价格亦难以上行，房地产市场去化情况的区域差异值得关注。

房地产政策方面，2015 年“去库存”仍是各项政策的主基调，稳定住房消费、支持自住和改善住房需求是房地产政策调整的主要方向。中央及地方各级政府在供应端实施“有供有限”，从源头控制商品房供应；同时各管理部门及职能机构从需求端入手，降首付、降利率、减税费、予补贴、放宽公积金贷款政策、取消限购等多手段并施。具体来看，“调供应”方面，2015 年 3 月底，国土部、住建部联合发文，要求各地对土地供应有供、有限，调节结构性过剩矛盾。“促需求”方面，第一，通过降首付、减税费、予补贴明显提振了改善型需求。中央多部委分别于 2015 年 3 月和 9 月两次发文下调购房首付比例，并于同年 3 月下调营业税免征年限以及

2016年2月财政部发文调减营业税；各级政府亦在税费减免、财政补贴、提高普通住宅标准等方面多管齐下刺激需求入市。第二，公积金政策频出提振市场需求。仅中央年内出台的房地产调控文件中，有4次涉及公积金政策，其中3次为出台公积金专项政策，内容涉及下调首套普通住房公积金贷款首付比例和二套房首付比例、放宽住房公积金用途、放宽提取条件、督促各地落实异地贷款业务、放开公积金融资渠道等。第三，央行降准降息降低购房成本和难度。2015年内先后经历了5次降息和5次降准，基准利率降至历史最低水平，为市场营造宽松的资金环境。第四，取消限外、鼓励农民进城以及全面二胎政策将成为购房需求新增长点，均将有助于房地产市场需求长效调节机制的稳定。

从行业集中度来看，据克而瑞信息集团联合中国房地产测评中心发布的《2015年中国房地产企业销售TOP100排行榜》显示，2015年全国行业排名前20房企集中度同比增加0.03个百分点至22.82%；TOP50房企则从31.15%上升至31.74%，小幅增加了0.59个百分点；TOP100房企则增加1.86个百分点至39.64%。从行业发展趋势来看，资本实力较强、具有品牌影响力的大中型房地产企业和具有独特优势的房地产公司能够在整合中占据优势和主动地位，通过兼并收购等方式逐步扩大市场份额，综合实力将有望得到进一步提升，行业集中度将持续上升。

公司专注于“城中村”改造业务并积累丰富经验，2015年公司大力实施以价换量策略，加大去化力度，销售业绩稳步增长，同时较为丰富的待结算资源可为未来业绩提供一定保障

公司于2003年起从事武汉的房地产旧城改造和开发，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，形成了自身独特的“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房地产开发企业，并在武汉区域激烈的市场竞争中保持着领先地位，市场占有率及品牌影响力较高。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。

销售方面，2015年以来公司根据政策及市场行情，通过价换量策略以及销售网络覆盖等措施，加大去化力度，当年房地产销售规模持续快速增长。2015年公司实现销售面积103.89万平方米，较上年重述后销售面积增长13.29%；销售金额84.77亿元，较上年重述后销售金额增长13.70%；销售单价0.82万元/平方米，亦较上年有所下滑。

表1：2013~2015年公司业务运营情况

单位：万平方米、亿元、万元/平方米

指标	2013	2014	2015
销售面积	46.51	56.91	103.89
销售金额	48.30	61.19	84.77
销售单价	1.04	1.08	0.82
结算面积	56.36	54.16	100.60
结算金额	56.70	52.89	66.08
结算单价	1.01	0.98	0.66

注：2014年业务数据未重述。

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，2015年公司实现房地产结算面积100.60万平方米，较上年重述后结算面积增长16.64%；实现结算收入66.08亿元，较上年增长2.17%。具体从项目来看，2015年公司结算收入主要来源于福星惠誉 水岸国际、福星惠誉 东湖城、福星惠誉 东澜岸、福星惠誉 福星城、福星惠誉 汉阳城、福星惠誉 福星华府（江北置业）、银楚星 未来之光以及汉川金山 银湖城等项目。截至2015年12月31日，公司共有78.88万平方米已售资源未竣工结算，合同金额合计约为57.59亿元，可对公司2016年的业绩形成了较好保障。

从项目运作情况来看，公司根据市场情况和销售情况把握项目开发节奏，2015年公司新开工面积为43.55万平方米，同比下降63.71%；同期竣工面积为126.67万平方米，同比大幅增长126.20%。2015年末公司共有在建项目19个，总建筑面积合计884.11万平方米，计划总投资合计538.53亿元，2015年末累计已投资332.85亿元，尚需投资205.68亿元。较大规模的在建项目可为其未来持续增长提供较好的保障，但同时随着项目建设推进，公司仍或

面临一定资本支出压力。

表 2：2013~2015 年公司开竣工情况

单位：万平方米

项目	2013	2014	2015	2016.Q1
新开工面积	83	120	43.55	18.84
竣工面积	89	56	126.67	51.23
在建面积	337	368	234.78	192.13

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司土地储备以城中村改造动迁为主，土地储备资源丰富且区位优势较好

土地储备方面，2015年公司新增1宗地块，新增土地储备面积28.99万平方米。截至2015年12月31日，公司拥有待开发土地面积总计265.10万平方米，待开发土地储备建筑面积767.12万平方米，可满足其未来3至5年的开发需求。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，包括姑嫂树村、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，少部分产品为住宅配套商业地产项目。

总体看，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规划建筑面积341.53万平方米。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效保障。

受市场环境及竞争激烈影响，2015 年公司金属制品中部分主导产品产销量均有所下滑，公司产能利用率逐年下降

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。受市场环境及竞争激烈影响，公司 2015 年金属制品业务收入 8.34 亿元，同比下降 36.79%。

生产方面，2015年公司主要金属线材制品的产量合计13.23万吨，同比下降28.56%。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，近年来公司的产品产量持续缩减。2015年针对行业价格竞争激烈以及市场需求下降的形势，

公司制定了“抓住两端，控制中间，以销定产，以效定销，全力推动降本增效”的经营策略，并通过降低生产成本以提高生产效益。

产能方面，截至2015年末，公司金属制品总年产能为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。近年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，公司产能利用率呈逐年下滑趋势，2015年进一步降至48.12%。

表 3：2013~2015 年公司金属制品生产情况

单位：万吨/年、万吨

产品	2013		2014		2015	
	产能	产量	产能	产量	产能	产量
子午轮胎钢帘线	12.00	10.42	12.00	9.66	12.00	7.30
钢绞线	8.00	6.48	8.00	3.55	8.00	2.50
钢丝绳	3.50	2.83	3.50	2.18	3.50	1.28
钢丝	4.00	3.48	4.00	3.13	4.00	2.14
合计	27.50	23.21	27.50	18.52	27.50	13.23

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

销售方面，受汽车工业发展速度放缓、钢铁产业链激烈竞争及煤炭、矿产等资源类产业景气度较为低迷的影响，2015年公司金属制品销售进一步放缓，全年金属制品销量合计13.85万吨，较上年减少27.64%。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。

财务分析

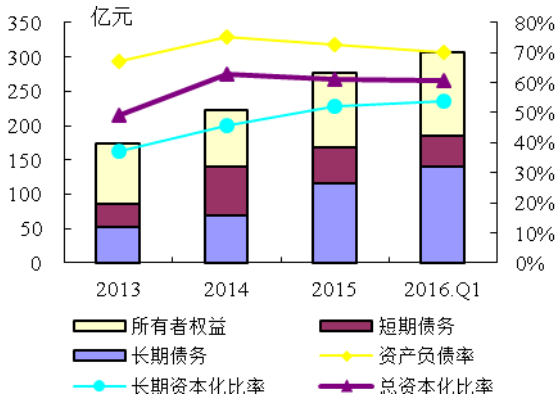
以下财务分析基于公司提供的经致同会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具标准无保留意见的2013、2014和2015年度审计报告，以及未经审计的2016年1季度合并财务报表。

资本结构

随着房地产开发规模的增长，2015年公司资产和负债规模持续增长。截至2015年12月31日，公司资产总额为393.95亿元，同比增长12.61%；同期，伴随业务规模的扩大，公司外部债务规模增加使得负债水平有所上升，为286.03亿元，同比增长12.61%。自有资本实力方面，受益于非公开发行股票募集资金溢价以及利润留存累积，公司自有资本是得以夯实，2015年末所有者权益余额107.92亿

元，同比增长29.91%。受益于此，公司资产负债率较上年下降2.75个百分点至72.61%，同期净负债率为208.36%，较上年下降78.78个百分点，财务杠杆比率整体处于较合理的水平。

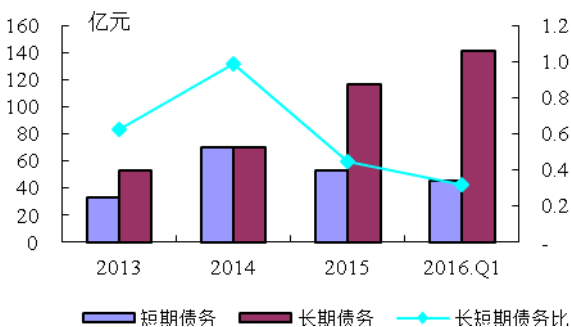
图 1：2013~2016.Q1 公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

债务方面，随着公司在建项目持续推进，公司债务规模逐年上升。2015 年末，公司总债务规模为 169.32 亿元，同比增长 21.10%，其中短期债务 52.54 亿元，同比下降 24.52%，长期债务 116.79 亿元，同比增长 66.31%。受益于公司债券发行，2015 年公司长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.45，较 2014 年有较大优化。整体来看，公司 2015 年末债务以短期债务为主，债务期限结构有显著优化，有利于其项目持续稳定运营。

图 2：2013~2016.Q1 公司债务结构分析



资料来源：公司定期报告，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

近年公司流动资产规模逐年增长，2015年末流动资产余额为323.53亿元，同比增长17.88%，占总资产比重为82.12%。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2015年12月31日，上述三项资产占资产总额的比重分别为18.91%、19.66%和55.39%。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，分别较上年末上升15.44%和下降44.90%。

表 4：2013~2015 年末公司流动资产分析

项目	2013	2014	2015
流动资产/总资产	87.45%	78.37%	82.12%
存货/流动资产	57.29%	58.76%	55.39%
预付款项/流动资产	25.50%	27.23%	19.66%
货币资金/流动资产	10.25%	5.85%	18.91%
(存货+货币资金)/流动资产	67.54%	64.61%	74.30%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

存货方面，2015年公司存货规模保持增长，年末存货净额为179.21亿元，较上年末增长15.44%。从构成来看，开发成本和开发产品余额分别为132.77亿元和45.32亿元，占存货总额的比例分别为74.08%和25.29%。其中，受竣工面积大幅增加影响，2015年公司开发产品规模较上年增速较快，公司竣工待售存货的持续上升或使其面临较大的销售压力。

表 5：2013~2015 年末公司存货结构分析

	2013	2014	2015
存货 (亿元)	135.82	155.24	179.21
存货环比增长率	8.57%	14.30%	15.44%
开发成本 (亿元)	98.85	132.36	132.77
开发成本/存货	72.78%	85.26%	74.08%
开发产品 (亿元)	33.32	20.65	45.32
开发产品/存货	24.53%	13.30%	25.29%

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，受存货规模增加影响，公司资产周转效率有所放缓，2015年存货周转率和总资产周转率分别为0.22次和0.36次，均较上年有所下降。

现金流方面，受益于项目销售进展加速以及拆迁款逐步减少，2015年公司经营活动净现金流为0.44亿元，较2014年的-21.21亿元有显著改善，但由

于公司经营活动净现金流净流入规模仍相对较小，同期经营性净现金流/短期债务比重仅为0.01倍，经营活动净现金流对短期债务覆盖程度较为一般。

货币资金方面，受益于公司债券发行，公司年末货币资金规模大幅增加，为61.17亿元，同期货币资金/短期债务为1.16倍，对短期债务能够形成较好覆盖。

总体来看，受存货规模增速较快影响，公司资产周转速度有所放缓，同时受益于销售资金回笼及拆迁款支出减少，公司经营性净现金流有较大改善。但考虑到公司存货中开发产品规模持续增加，其未来销售压力仍值得关注。

盈利能力

表 6：2012~2014 年公司主营业务收入构成情况

单位：亿元

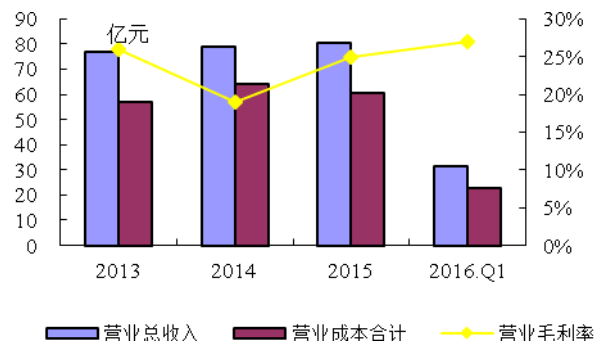
业务类型	2013	2014	2015
房地产销售收入	56.70	65.15	71.43
金属制品销售收入	16.87	13.19	8.37
其他	0.34	0.44	0.49
合计	73.91	78.79	80.29

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2015年公司共实现营业收入80.29亿元，同比增长1.90%。从收入构成来看，公司的营业收入主要来源于房地产和金属制品销售收入，其中房地产业务方面，2015年公司加大销售力度，当期受益于结转收入规模扩大，公司该板块实现营业收入71.43亿元，同比增长9.63%；金属制品板块由于市场需求下降以及行业竞争加剧，公司实现营业收入8.37亿元，同比下降36.53%。此外，截至2015年12月31日，公司预收款项尚有60.24亿元，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了较好保障。

毛利率方面，由于市场需求不足、产能利用率下降，公司金属制品业务毛利率持续下降；同期受结算产品结构影响，公司房地产板块毛利率回升带动公司综合毛利率水平有所增长，2015年为24.87%，较上年增加5.93个百分点。

图3：2013~2016.Q1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

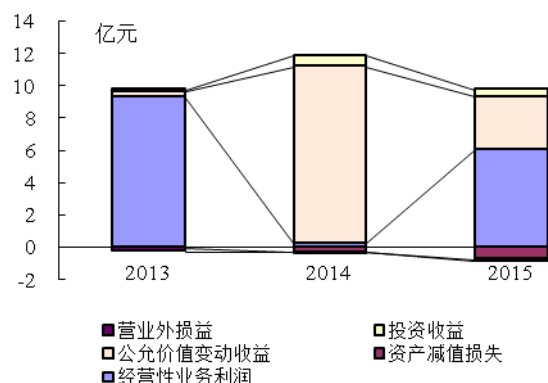
表 7：2013~2016.Q1 公司三费分析

	2013	2014	2015	2016.Q1
销售费用 (亿元)	2.53	3.13	3.08	0.97
管理费用 (亿元)	1.28	2.47	2.80	0.77
财务费用 (亿元)	1.47	2.68	3.10	0.38
三费合计 (亿元)	5.28	8.28	8.98	2.12
营业总收入 (亿元)	76.63	78.79	80.29	31.26
三费收入占比 (%)	6.89	10.51	11.18	6.77

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2015年公司期间费用整体仍呈现一定增长，主要系管理费用及财务费用增加所致。2015年公司期间费用合计8.98亿元，占营业收入比重为11.18%，较上年增加0.67个百分点，公司期间费用控制能力有待加强。

图 4：2013~2015 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

公司利润总额主要由经营性业务利润和公允价值变动收益构成，2015年公司利润总额为8.91亿元，同比下降22.85%，其中经营性业务利润6.07亿元，同比增长216.82%，主要系受益于收入规模扩大以及毛利水平回升所致；公允价值变动收益3.27亿元，主要来自投资性房地产公允价值增加。剔除所得税费用后，公司共实现净利润6.12亿元，同期

所有者权益收益率为5.67%，较上年下降3.47个百分点。

2016年1季度公司共实现营业收入31.26亿元，受项目结算排期不均衡性影响，营业收入较去年同期大幅上升41.86%，同期公司综合毛利率增至26.96%，期间费用占营业收入比重降至6.77%，实现利润总额4.31亿元。

整体来看，近年来公司金属制品业务受外部环境持续下滑，房地产业务盈利水平亦受项目结算量及结构的变化影响呈现一定波动，加之公允价值变动损益等非经常性收益不具有持续性，导致公司2015年整体盈利能力有所下滑。

偿债能力

从债务规模来看，随着经营规模的扩大，截至2015年末公司总债务169.32亿元，较上年末上升21.10%；其中短期债务52.54亿元，同比下降24.52%，长期债务116.79亿元，同比增长66.31%，短期债务占比显著降低。另截至2016年3月31日，公司总债务余额进一步增至186.35亿元，其中短期债务降至45.07亿元，长期债务增至141.28亿元。

获现能力方面，受利润规模下滑影响，2015年公司EBITDA为14.18亿元，同比下降10.04%；从主要偿债指标表现来看，2015年公司主要偿债能力指标较上年亦有所弱化，总债务/EBITDA和EBITDA利息保障倍数分别为11.94倍和0.99倍，EBITDA对债务本息的保障能力尚可。

表 8：2013~2015 年公司部分偿债指标

指标	2013	2014	2015
EBITDA (亿元)	13.17	15.76	14.18
总债务/EBITDA (X)	6.53	8.87	11.94
EBITDA 利息倍数 (X)	1.87	1.29	0.99
经营活动净现金流/ 总债务 (X)	0.01	-0.15	0.00
经营活动净现金流利息 保障系数 (X)	0.11	-1.74	0.03
资产负债率 (%)	67.17	75.35	72.61
总资本化比率 (%)	49.14	62.73	61.07

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

对外担保方面，截至2015年12月31日，公司对外担保余额合计88.06亿元，均系对子公司的担保，担保余额占净资产的比例为97.69%，仍需对公司或有负债风险保持关注。

财务弹性方面，公司与多家银行机构建立了良好的合作关系。截至2015年12月31日，公司获得各家银行授信总计人民币118.08亿元及美元1.4亿元，其中未使用授信余额人民币35.13亿元，具备一定财务弹性。

整体来看，公司为武汉地区房地产龙头企业，在多年的开发中积累了较为丰富的项目运作经验，2015年公司加大销售力度，销售业绩稳步增长。但金属制品业务盈利水平受外部环境持续下滑，加之公允价值变动损益等非经常性收益不具有持续性，公司2015年整体盈利能力仍有所下滑，同期随着债务规模扩大，公司偿债指标亦有所弱化。同时，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。

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。

福星集团是由汉川钢丝绳厂于2008年1月31日出资5000万元成立的法人独资公司。经过多次增资，截至2015年12月31日，福星集团实收资本为70,000万元。

福星集团目前从事对外投资管理业务，不从事实际的生产经营活动，其投资涉及生物医药行业、食品添加剂行业、物流及运输行业、房地产开发与物业管理行业、金属制品加工行业、旅游行业等多个领域。除公司外，目前福星集团还全资控股武汉福星生物药业有限公司（以下简称“福星药业”）、湖北福星生物科技有限公司（以下简称“福星生物”）、湖北达盛物流有限公司（以下简称“达盛物流”）、汉川市铁路货场有限公司（以下简称“汉川货场”）、湖北福星现代农业发展有限公司（以下简称“福星农业”）、武汉金苑食品有限公司（以下简称“金苑食品”）、武汉同药药业有限公司（以下简称“同药药业”）、福星金控投资有限公司（以下简称“福星金控”）和汉川市虹翔商务服务有限公司（以下简称“虹翔商务”）等9家子公司。

表 9：截至 2015 年末福星集团控股子公司情况

单位：万元

公司名称	注册资本	经营范围
福星生物	10,000	药品生产及销售
福星药业	10,000	生物保健品生产及销售
汉川货场	500	铁路货运
达盛物流	10,000	仓储服务，货运代理
福星农业	6,000	农业
金苑食品	1,000	食品技术研发、商品房开发及销售
同药药业	1,000	药品生产及销售、地产销售及租赁、仓储物业
福星金控	1,500	对证券、基金、保险、金融的投资、股权投资
虹翔商务	8,356	资产管理咨询

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2015年福星集团9家全资子中，福星药业、汉川货场、同药药业、金苑食品、福星金控和虹翔商务均呈现亏损，其余几家全资子公司经营情况尚可。其中福星药业亏损主要系成本上升影响；同药药业和金苑食品目前处于清算期间，期间费用增长较快；福星金控和虹翔商务目前仍处于筹备期，当年呈现一定亏损。

财务方面，从资本结构来看，截至2015年12月31日，福星集团总资产为418.50亿元，总负债293.66亿元，总债务170.72亿元，资产负债率和总资本化比率分别为70.14%和57.72%，分别较上年下降2.70和1.58个百分点。

从债务期限结构来看，2013~2015年末，福星集团短期债务分别为37.49亿元、70.10亿元和53.94亿元，长期债务分别为58.01亿元、71.54亿元和116.79亿元，长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为0.65、0.98和0.46。

盈利能力方面，2013~2015年，福星集团营业收入分别为87.92亿元、81.04亿元和81.98亿元；净利润分别为7.12亿元、11.71亿元和3.32亿元，净资产收益率分别6.77%、12.05%和2.65%，盈利能力一般。

获现能力方面，2013~2015年，福星集团经营活动净现金流分别为-0.09亿元、-18.72亿元和-5.71亿元，无法对到期债务形成有效保障。2015年福星集团EBITDA为12.35亿元，从偿债指标来看，同期公司总债务/EBITDA为13.82倍，较上年有所弱化。

表 10：2013~2015 年福星集团部分偿债指标

指标	2013	2014	2015
EBITDA（亿元）	15.77	18.26	12.35
总债务/EBITDA（X）	6.06	7.76	13.82
经营活动净现金流/总债务（X）	0.00	0.13	-0.11
资产负债率（%）	69.47	72.84	70.14
总资本化比率（%）	47.58	59.30	57.72
长期资本化比率（%）	35.54	42.39	48.30

资料来源：福星集团提供，中诚信证评整理

银行授信方面，福星集团与多家金融机构合作关系良好，截至2015年12月31日，福星集团获得银行授信额度合计人民币165.02亿元，未使用授信额度50.58亿元。

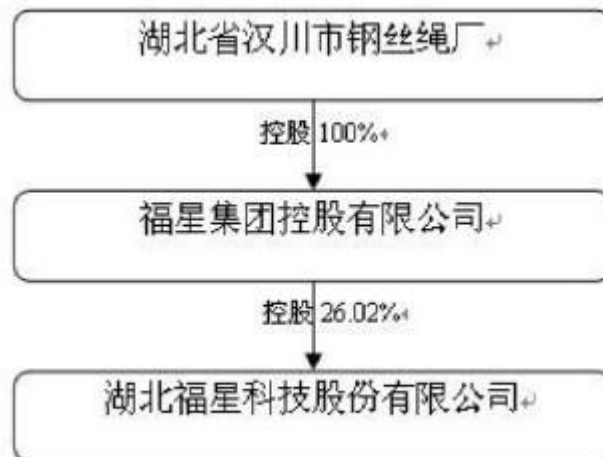
或有负债方面，截至2015年12月31日，福星集团对外担保余额合计91.20亿元，占净资产的比例为72.77%，规模较大，存在一定的或有负债风险。

总体来看，近年来福星集团受下属子公司经营亏损扩大影响，盈利能力有所下滑，相应偿债指标亦有所弱化，但随着业务发展，其资产规模逐年上升，旗下子公司设计板块较为多元，仍具备一定抗风险能力，能够为本次公司债券本息的偿还提供一定保障。

结 论

综上所述，中诚信证评维持福星股份主体信用等级AA，评级展望为稳定；维持“湖北福星科技股份有限公司2014年公司债券（第一期）”信用等级AA。

附一：湖北福星科技股份有限公司股权结构图（截至 2015 年 12 月 31 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：亿元)	2013	2014	2015	2016.Q1
货币资金	24.30	15.46	61.17	72.73
应收账款净额	5.76	4.61	5.37	5.56
存货净额	135.82	155.24	179.21	174.05
流动资产	237.09	264.18	323.53	337.91
长期投资	0.47	0.47	0.47	0.47
固定资产	18.28	17.47	17.94	17.40
总资产	271.11	337.08	393.95	407.75
短期债务	32.96	69.60	52.54	45.07
长期债务	53.05	70.23	116.79	141.28
总债务（短期债务+长期债务）	86.01	139.82	169.32	186.35
总负债	182.10	254.00	286.03	286.63
所有者权益（含少数股东权益）	89.01	83.08	107.92	121.12
营业总收入	76.63	78.79	80.29	31.26
三费前利润	14.58	8.55	15.05	6.40
投资收益	0.16	0.68	0.46	0.02
净利润	6.81	7.59	6.12	2.99
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	13.17	15.76	14.18	5.42
经营活动产生现金净流量	0.75	-21.21	0.44	-12.31
投资活动产生现金净流量	-1.58	-24.98	-12.44	0.18
筹资活动产生现金净流量	7.30	33.48	54.55	22.39
现金及现金等价物净增加额	6.56	-12.64	42.49	10.25
财务指标	2013	2014	2015	2016.Q1
营业毛利率（%）	25.97	18.93	24.87	26.96
所有者权益收益率（%）	7.65	9.14	5.67	9.88
EBITDA/营业总收入（%）	17.19	20.00	17.66	17.34
速动比率（X）	0.90	0.64	0.98	1.32
经营活动净现金/总债务（X）	0.01	-0.15	0.00	-0.07
经营活动净现金/短期债务（X）	0.02	-0.30	0.01	-0.36
经营活动净现金/利息支出（X）	0.11	-1.74	0.03	-3.37
EBITDA 利息倍数（X）	1.87	1.29	0.99	1.48
总债务/EBITDA（X）	6.53	8.87	11.94	-
资产负债率（%）	67.17	75.35	72.61	70.29
总债务/总资本（%）	49.14	62.73	61.07	60.61
长期资本化比率（%）	37.34	45.81	51.97	53.84

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、2016年1季度所有者权益收益率指标经年化处理。

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：亿元)	2013	2014	2015
货币资金	30.54	15.64	61.63
应收账款净额	10.57	5.82	6.67
存货净额	163.41	157.07	179.46
流动资产	301.24	277.83	340.58
长期投资	3.51	0.94	1.48
固定资产合计	37.11	74.06	22.04
总资产	346.02	357.90	418.70
短期债务	37.49	70.10	53.94
长期债务	58.01	71.54	116.79
总债务（短期债务+长期债务）	95.50	141.64	170.72
总负债	240.81	260.69	293.66
所有者权益（含少数股东权益）	105.21	97.21	125.03
营业总收入	87.92	81.04	81.98
三费前利润	16.68	8.94	15.95
投资收益	2.25	6.30	-0.29
净利润	7.12	11.71	3.32
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	15.77	18.26	12.35
经营活动产生现金净流量	-0.09	-18.72	-5.71
投资活动产生现金净流量	-1.04	-21.07	-13.02
筹资活动产生现金净流量	7.47	24.79	103.77
现金及现金等价物净增加额	6.43	-14.96	42.52
财务指标	2013	2014	2015
营业毛利率（%）	35.77	18.97	25.49%
所有者权益收益率（%）	7.28	5.35	2.65%
EBITDA/营业总收入（%）	17.93	22.53	15.07%
速动比率（X）	0.38	0.64	1.05
经营活动净现金/总债务（X）	0.00	-0.13	-0.03
经营活动净现金/短期债务（X）	0.00	-0.26	-0.11
总债务/EBITDA（X）	6.06	7.76	13.82
资产负债率（%）	69.47	72.84	70.14%
总债务/总资本（%）	47.58	59.30	57.72%
长期资本化比率（%）	35.54	42.39	48.30%

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

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业总收入-（营业成本+利息支出+手续费及佣金支出+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用））/营业总收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/合同销售收入

所有者权益收益率=当期净利润/期末所有者权益（含少数股东权益）

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

净负债率=（总债务-货币资金）/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。