

长沙县星城发展集团有限公司

2021 年度跟踪评级报告

项目负责人：吴亚婷 ytwu@ccxi.com.cn

项目组成员：朱航园 hyzhu@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

2021 年 06 月 28 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、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 and 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.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《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评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字[2021]跟踪 2010号

长沙县星城发展集团有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；

维持“20 星城发展 MTN001”、“20 星发 03”、“21 星城发展 MTN001”和“21 星发 01”的信用等级为 **AA⁺**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年六月二十八日

评级观点：中诚信国际维持长沙县星城发展集团有限公司（以下简称“星城集团”或“公司”）主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“20 星城发展 MTN001”、“20 星发 03”、“21 星城发展 MTN001”和“21 星发 01”的债项信用等级为 **AA⁺**。中诚信国际肯定了长沙县经济实力持续增强，公司地位突出，外部支持力度大等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支撑。同时，中诚信国际关注到公司工程建设项目结算及回款进度较慢、资金平衡较为依赖土地开发整理业务，资产流动性较弱，债务规模增长较快、且短期债务占比提升、公司面临较大的偿债压力等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

星城集团（合并口径）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	329.85	422.83	458.12	485.71
所有者权益合计（亿元）	137.83	208.41	210.34	210.85
总负债（亿元）	192.01	214.42	247.78	274.86
总债务（亿元）	102.49	145.75	198.84	225.29
营业总收入（亿元）	7.51	32.38	29.77	0.50
经营性业务利润（亿元）	2.88	1.13	3.69	0.38
净利润（亿元）	2.78	1.14	2.48	0.34
EBITDA（亿元）	3.14	3.21	5.52	--
经营活动净现金流（亿元）	11.71	-21.21	-16.67	-4.52
收现比（X）	1.09	0.53	0.98	12.89
营业毛利率（%）	37.00	47.63	28.26	-9.83
应收类款项/总资产（%）	12.00	17.69	17.36	16.12
资产负债率（%）	58.21	50.71	54.09	56.59
总资本化比率（%）	42.65	41.15	48.60	51.65
总债务/EBITDA（X）	32.61	45.42	35.99	--
EBITDA 利息倍数（X）	0.34	0.42	0.52	--

注：1、中诚信国际根据 2018 年、2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表整理；2、各期财务报表均按照新会计准则编制；3、2019 年数据采用 2020 年财务报表期初数，其他各期数据均采用财务报表期末数据。

评级模型

本次评级适用评级方法和模型：基础设施投融资(C250000 2019_02)

长沙县星城发展集团有限公司打分卡结果

重要因素	指标名称	指标值	分数
营运效率 (13%)	经营性业务利润(亿元)*	2.76	7
	收现比(X)*	0.87	7
流动性 (18%)	货币资金/短期债务(X)	0.30	2
	受限资产/总资产的比重(X)	0.02	10
资本结构与 资产质量 (39%)	所有者权益(亿元)	210.34	8
	总资本化比率(X)	0.49	7
	资产质量	6	6
业务运营 (20%)	业务稳定性和可持续性	8	8
治理与管控 (10%)	治理水平与管控能力	7	7
打分结果			a
BCA			a
支持评级调整			4
评级模型级别			AA ⁺
打分卡定性评估与调整说明： 受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(a)的基础上通过支持评级调整得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡级别以及其他调整项等因素的考量。支持评级主要考虑了股东及政府等外部支持因素。最终级别由信评委投票决定，不排除与模型打分结果存在差异。			

*指标采用 2018 年~2020 年三年数据计算得出

正面

■ **区域经济实力持续增强。**长沙县经济财政实力持续增强，经济财政实力位居长沙市下辖 9 个县（市）、区前列，同时综合实力在中国社会科学院财经战略研究院发布的“中国县域经济发展报告(2020)”中排名第十，为公司发展提供了良好的外部环境。

■ **公司地位突出。**公司是长沙县最重要的城市建设主体，在构建长沙县“一核三城、两轴四区”新格局中发挥重要，区域地位突出。

■ **外部支持力度大。**基于在长沙县的突出地位，公司历年来在业务授权、资金拨付、债务置换、资产注入等方面得到了地方政府的大力支持。

关注

■ **工程建设项目结算及回款进度较慢，资金平衡较为依赖土地开发整理业务。**2020 年公司工程建设收入有所减少，且回款较慢，资金平衡较为依赖土地开发整理业务，而土地开发整理业务受土地市场和政策影响较大；此外，公司在建的工程建设项目规模较大，且大多数处于建设尾期，未来需关注其结算和回款的及时性。

■ **资产流动性较弱。**截至 2021 年 3 月末，公司资产中存货占比 60.94%，而存货中主要为开发成本和土地资产，公司资产流动性整体较弱。

■ **债务规模增长较快，且短期债务占比提升，公司面临较大的偿债压力。**2020 年以来，公司债务规模增长较快，推动总资本化比率大幅上升，2021 年 3 月末为 51.65%，较 2019 年末上升 10.50 个百分点；此外，公司在 2021 年和 2022 年到期债务规模均在 50 亿元左右，偿债压力相对较大。

评级展望

中诚信国际认为，长沙县星城发展集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**长沙县经济、财政实力显著增强；公司资本实力显著扩充，盈利大幅增长且具有可持续性。

■ **可能触发评级下调因素。**公司地位下滑，致使股东对公司的支持意愿减弱；公司经营情况及财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化，备用流动性大幅减少等。

评级历史关键信息

长沙县星城发展集团有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AA+/稳定	21 星发 01 (AA+)	2021/02/26	贺文俊、吴亚婷	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2019_02	阅读全文
AA+/稳定	21 星城发展 MTN001 (AA+)	2021/02/03	--	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2019_02	--
AA+/稳定	20 星发 03 (AA+)	2020/11/05	贺文俊、吴亚婷、胡雅梅	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2019_02	阅读全文
AA+/稳定	20 星城发展 MTN001 (AA+)	2020/07/27	贺文俊、吴亚婷、胡雅梅	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2019_02	阅读全文
AA+/稳定	20 星城发展 MTN001 (AA+)	2020/03/05	贺文俊、吴亚婷、胡雅梅	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2019_02	阅读全文

同行业比较

2020 年长沙市基础设施投融资企业主要指标对比表							
公司名称	总资产 (亿元)	所有者权益 (亿元)	资产负债率 (%)	总负债 (亿元)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)
长沙县星城发展集团有限公司	458.12	210.34	54.09	247.78	29.77	2.48	-16.67
浏阳市城市建设集团有限公司	460.71	214.30	53.49	246.41	21.38	6.18	-19.08
长沙市望城区城市建设投资集团有限公司	329.70	152.53	53.74	177.17	19.38	2.73	-16.81

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项 信用等级	上次债项 信用等级	上次评级时间	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
20 星城发展 MTN001	AA+	AA+	2020/07/27	2.00	2.00	2020/03/18~2025/03/18 (3+2)	附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权
20 星发 03	AA+	AA+	2020/11/05	2.00	2.00	2020/11/24~2025/11/24	--
21 星城发展 MTN001	AA+	AA+	2021/02/03	8.00	8.00	2021/03/26~2026/03/26 (3+2)	附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权、交叉违约
21 星发 01	AA+	AA+	2021/02/26	11.00	11.00	2021/03/17~2026/03/17 (3+2)	附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

“20 星发 03”于 2020 年 11 月发行，募集资金 2.00 亿元，0.50 亿元用于疫情防控相关支出，1.00 亿元用于偿还公司有息债务，0.50 亿元用于补充流动资金。根据《长沙县星城发展集团有限公司公司债券年度报告（2020 年）》，截至 2020 年末，募集资金已使用 1.51 亿元。

“21 星发 01”于 2021 年 3 月发行，募集资金 11.00 亿元，1.00 亿元用于疫情防控相关支出，10.00 亿元用于偿还公司有息债务。截至 2021 年 4 月末，募集资金已使用 7.00 亿元。

宏观经济和政策环境

宏观经济：2021 年一季度，受上年同期低基数影响，GDP 同比增速高达 18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的 GDP 环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度 GDP 同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，供需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至 50%以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速

持续回升，内需修复态势不改，3 月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心 CPI 略有上涨，大宗商品价格上涨影响下 PPI 出现上扬态势，但 CPI 上行基础总体较弱、PPI 上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

宏观风险：2021 年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

宏观政策：2021 年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在 2020 年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3 月 15 日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在 2018 年 4 月中央财经

委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

宏观展望：即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处于持续修复过程中，基数效应扰动下全年 GDP 季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为，2021 年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

近期关注

2020 年长沙县经济实力稳步增强，稳居长沙市下辖 9 个县（市）、区前列，但财政收入小幅下降，综合实力在全国百强县中排第 10 位

经济发展水平：近年来依托良好的区位优势和较强的工业基础，长沙县经济实力逐年增长，但增速放缓。2020 年地区生产总值（GDP）为 1,808.3 亿元，增速为 4.3%，经济总量在长沙市下辖 9 个县（市）、区中稳居前列。2020 年，长沙县三次产业对 GDP 增长的贡献率分别为 3.0%、68.7%、28.3%，全县三次产业结构调整为 4.8：52.3：42.9。根据中国社会科学院财经战略研究院发布的“中国县域经济发展报告(2020)”，长沙县综合实力在全国百强县中排名第十。

财政实力：2020 年，长沙县完成地方一般公共预算收入 109.83 亿元，较上年小幅下降，其中税收占比为 76.72%；同期长沙县公共财政预算平衡率为 56.41%，在湖南省区（县、县级市）中财政平衡能力相对较高。2020 年，长沙县实现政府性基金收入

197.47 亿元，较上年有所增长。

表 1：2018~2020 年长沙县经济及财政概况

主要指标	2018	2019	2020
GDP（亿元）	1,509.30	1,709.96	1,808.3
GDP 增速（%）	9.6	8.2	4.3
一般公共预算收入（亿元）	102.21	111.24	109.83
税收收入（亿元）	82.67	91.11	84.26
政府性基金收入（亿元）	123.50	160.47	197.47
一般公共预算支出（亿元）	170.50	186.25	194.70
财政平衡率（%）	58.67	59.73	56.41

资料来源：长沙县人民政府网站，中诚信国际整理

未来发展机遇：根据长沙县政府工作报告，长沙县将打造成“一核三城、两轴四区”的新格局，其中“一核”指长沙经开区和长沙县主城区（151 km²），“三城”指东部临空产业城（90km²）、南部国际会展城（106 km²）、北部生态服务城（103 km²），规划总面积 450 平方公里。未来随着城市新格局逐步形成，长沙县经济发展将获得新的助力。

作为长沙县主要的开发建设主体，公司土地开发整理业务具有区域专营优势，2020 年收入有所下降，但仍为主要收入来源，未来该业务收入规模受土地市场和政策的影响具有一定的不确定性

经长沙县人民政府批准，公司负责开发整理长沙县规划区内土地，包括自有土地和非自有土地。公司自筹资金对相关地块及周边配套基础设施进行完善，达到可出让条件，并报经长沙县人民政府批准后，委托长沙县国土资源局开展“招拍挂”；土地成交后，长沙县财政局将土地出让金扣除相关税费后拨付给公司，公司依据土地成交确认书和财政结算文件确认土地开发整理收入。

2020 年，公司共出让 7 宗土地，合计 423.31 亩，成交均价为 746.34 万元/亩；当期确认的土地开发整理收入较上年小幅下降，但仍为公司营业收入的主要来源。未来随着土地市场的回暖及政府相关支持政策的出台，相关收入规模有望保持稳定。

公司作为长沙县最重要的城市建设主体，业务区域分布较广，未来将逐步推进 103 平方公里北部生态服务城的开发，区域专营优势明显。但土地开发整理业务作为公司主要收入来源，受土地市场和

政策影响较大，收入实现具有较大不确定性。

公司仍为长沙县最重要的基础设施建设主体，项目储备充足，但项目结算进度缓慢且项目回款情况仍未改善，资金平衡较为依赖土地开发整理业务

公司基础设施建设业务采用委托代建模式。长沙县人民政府或相关部门委托公司在长沙县规划区内进行城市基础设施投资、建设和运营，即：公司自筹资金投资建设基础设施项目，项目竣工验收合格并移交后，长沙县人民政府以工程结算造价为基准并加成一定比例作为代建支付金额，向公司分期支付代建款。待相关项目完成竣工决算与工程移交手续，并收到长沙县财政局出具的确认工程结算款项的文件后，公司确认基础设施建设收入。2020年公司基础设施项目结算进度仍较缓慢，同期确认收入为0.87亿元，同比减少0.40亿元。

截至2020年末，公司主要已完工项目共计52个，累计完成投资205.76亿元，但因竣工结算与工程移交的进度较慢，资金平衡较依赖土地开发整理业务。同期末，公司在建、拟建项目总投资合计90.65亿元，尚需投资71.44亿元，项目量较为充足。目前公司在建项目较多将于2021年及2022年完工，未来随着项目陆续完工，需关注其竣工结算、收入确认及回款的进展情况。拟建项目方面，公司拟建项目包括委托代建、片区开发和自建自营三种类型。片区开发为北部新城片区开发项目，是由子公司长沙县北部新城建设投资有限公司作为区域内唯一的城市综合运营商，承担区域内基础设施及相关配套项目的建设和运营，对区域内的产业进行引导和培育，并将获得相关行业的特许经营权。

表 2：截至 2020 年末公司主要在建基础设施项目情况（亿元）

序号	在建项目名称	建设周期	计划总投资	累计投资
1	X024 青山铺至开慧联络线（即 S319-G107 联络线）公路工程（含配套供水工程）	2019-2022	3.87	0.40
2	望仙东路（二期）	2020-2022	2.20	0.30
3	北京师范大学长沙附属学校空港城校区	2017-2021	13.00	11.30
4	物流大道二期西段	2020-2021	0.83	0.40
5	北一支路及北七支路	2020-2021	0.46	0.40
6	毛塘片区集中整治项目	2020-2021	1.58	0.58
7	星城东宸花园	2020-2022	10.44	5.36
8	双起加油站	2020-2021	0.39	0.31
9	清水路（锦绣路至雷公岭路）	2020~2022	0.26	0.01
10	洋湖路（东十线-规划路）	2020-2022	0.29	0.05
11	S206 路灯国网电力改造项目	2020~2021	0.03	0.02
12	松雅湖国家生态广场	2020-2021	0.09	0.05
13	长沙县封刀岭地下交通枢纽项目	2020-2023	9.00	0.03
合计		--	42.44	19.21

注：部分项目实际投资情况与计划投资情况存在一定差异。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 3：截至 2020 年末公司主要拟建项目情况（亿元）

序号	拟建项目名称	项目类型	计划总投资
1	捞刀河（城区段）水系综合整治项目（三合堤堤防达标工程）	委托代建	1.46
2	捞刀河（城区段）水系综合整治项目（高沙堤堤防达标工程）	委托代建	4.70
3	税务局综合楼	自建自营	0.10
4	松雅湖停车场	自建自营	0.10
5	北城科技生态园	片区开发	15.00
6	滨湖路快捷化改造项目	片区开发	3.50
7	香堤北路以西地块路网	片区开发	4.50
8	谭坊路	片区开发	1.20

9	香堤北路二期（至北一支路）	片区开发	2.00
10	白沙河路及纬三路西延	片区开发	0.62
11	毛塘片区集中整治二期项目	片区开发	2.30
12	武塘加油站	自建自营	0.40
13	金开加油站	自建自营	0.35
14	东八线电力走廊公共绿地（二期）	委托代建	5.10
15	长沙县茶塘片区配套道路工程	委托代建	3.14
16	次干道二	委托代建	0.23
17	长沙县捞刀河（城区段）水系综合整治项目回龙垅大堤防渗加固工程（一期）	委托代建	1.15
18	捞刀河（城区段）水系综合整治项目水塘垅堤防达标工程二期(型砂泵站)	委托代建	0.09
19	湘龙家园 2#栋二段、三段装修项目	自建自营	0.07
20	长沙县星沙文化公园地下停车场	自建自营	2.20
合计		--	48.21

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2020 年，公司租赁、新型建材等经营性业务规模仍较小，对收入贡献能力有限

作为长沙县重要的基础设施建设运营商，公司同时负责县域范围内部分商业物业的开发、经营与租赁，公司租赁业务主要包括住宅、公寓、商务写字楼等自持物业的租赁及停车位租赁。

公司新型建材业务主要由子公司长沙经济技术开发区经沣高新建材有限公司负责，其销售的新型建材主要包括高强度页岩烧结路面砖、页岩烧结多孔砖、页岩烧结装饰砖等，被广泛用于路面铺设、砌筑建材、园林游道、别墅校场、广场及景观区等方面。

此外，公司布局酒店及餐饮管理、广告、停车场、学校后勤服务等经营性业务。目前公司在建的自营项目中投资规模较大的为智慧停车场一期，该项目预计总投资 8.55 亿元，截至 2020 年末已投资 0.31 亿元，建设内容为智慧停车场 4 个和路内停车位 6,600 个，建成后可提供平面停车位 2,897 个、地下停车位 2,184 个、路内停车位 6,600 个。

财务分析

以下分析基于公司提供的经中审华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2018 年、2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表。2020 年公司通过自查发现，存在为长沙长株潭烟草物流园建设投资有限公司代收

土地返还款，多冲减往来款项等记账错误，公司针对上述事项按追溯重述法进行了前期会计差错更正，调整了 2019 年度财务报表相关数据，故分析时 2019 年数据采用 2020 年财务报表期初数，其他各期数据均采用财务报表期末数据。公司各期财务报表均按新会计准则编制。2020 年，公司合并财务报表范围新增 5 家子公司。

表 4：2020 年公司合并财务报表范围变化情况

公司名称	股权	取得方式
长沙星城卓誉商业咨询有限公司	100%	新设成立
长沙百年工程质量检测有限公司	100%	股权划转
长沙星城宜居物业管理有限公司	100%	股权划转
长沙县星城矿业开发有限责任公司	80%	新设成立
长沙星城中石化能源管理有限公司	51%	新设成立

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2020 年，公司营业总收入有所下降，且营业毛利率大幅下滑，利润总额对投资收益和政府补助依赖程度较大，整体盈利能力一般

2020 年，基础设施建设和土地开发整理收入仍为公司营业收入的重要来源，2020 年公司很多项目已满足竣工条件，但尚未进行结算，整体竣工结算进度仍较为缓慢；同期，土地开发整理收入和基础设施建设收入同比均小幅下降使得公司营业收入亦小幅下降，2020 年土地开发整理收入占营业总收入的比重高达 93.45%。此外租赁业务、新型建材业务和物业管理业务对营业收入形成一定补充，但规

模仍较小。公司土地开发整理业务收入占比较大，营业毛利率受土地开发整理业务毛利率的影响较大，2020年，公司各板块业务毛利率均有不同幅度下降，其中土地开发整理业务受拆迁成本增加影响，毛利率下降至28.10%，降幅较大，导致公司营业毛利率大幅下滑至28.26%，公司盈利能力有所减弱。2021年一季度，由于公司尚未确认业务收入，加之对建设项目持续投入，营业毛利率为-9.83%。

表5：近年来公司主要板块收入及毛利率情况（亿元、%）

收入	2018	2019	2020
基础设施建设	0.00	1.27	0.87
土地开发整理	6.56	30.20	27.82
租赁	0.49	0.62	0.75
新型建材	0.27	0.03	0.02
其他	0.19	0.26	0.31
合计	7.51	32.38	29.77
毛利率	2018	2019	2020
基础设施建设	--	20.02	13.67
土地开发整理	34.75	48.69	28.10
租赁	83.48	68.29	62.72
新型建材	23.69	28.05	5.70
其他	14.28	11.55	1.59
合计	37.00	47.63	28.26

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司期间费用以财务费用和管理费用为主，其中，财务费用受债务规模扩大的影响而有所增长，从而使得期间费用亦有所增长。公司管理费用主要为职工薪酬和折旧摊销费等，受合并范围新增子公司的影响，管理费用逐年增长，但增幅较小。2020年，公司期间费用率增至6.97%，仍处于较低水平。2021年1~3月，公司确认收入尚小，使得期间费用率处于较高水平。

公司利润主要来源于经营性业务利润，2020年公司经营性业务利润同比增加2.56亿元至3.69亿元，增幅较大，主要系营业税金及附加大幅减少所致。近年来，公司坏账准备转回的情况较好，对利润总额形成一定补充。2020年，公司投资收益有所增长，主要系持有的湖南星沙农业商业银行股份有限公司、长沙鹏基地产有限公司等公司股权及金融理财产品为公司带来的投资收益，对利润总额形成一定补充。此外2020年公司收到政府补助2.21亿

元，占利润总额的61.56%，占比较大，公司利润总额对政府补助依赖程度较大。2021年1~3月，公司经营性业务利润规模较小；同期，公司获得政府补助0.90亿元。

2020年公司收现比指标有所回升，主要系上年部分土地开发整理业务回款所致。

表6：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2018	2019	2020	2021.03
营业总收入	7.51	32.38	29.77	0.50
期间费用合计	-0.08	1.54	2.07	0.43
期间费用率(%)	-1.02	4.75	6.97	85.93
经营性业务利润	2.88	1.13	3.69	0.38
资产减值损失	0.07	-0.54	0.34	0.001
其他收益	0.17	0.002	2.21	0.90
投资收益	0.12	0.15	0.74	0.16
利润总额	2.94	1.76	3.59	0.54
收现比(X)	1.09	0.53	0.98	12.89
EBITDA	3.14	3.21	5.52	--
总资产收益率(%)	0.91	0.69	1.19	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2020年随着业务持续发展，公司资产规模保持增长，但资产仍以存货为主，资产流动性较弱；随着债务规模的大幅增长，公司财务杠杆率提升较快，短期债务占比也显著上升；此外，应收类款项对公司资金形成一定程度占用

近年来，随着公司业务发展及政府划转股权，公司资产规模逐年增长，2020年末，公司总资产同比增加35.29亿元至458.12亿元，主要系其他非流动资产、其他应收款和其他流动资产增加所致，其中，其他非流动资产主要系子公司长沙县通途交通建设投资有限公司（以下简称“通途公司”）账面较大规模的土地购置款，其他应收款主要系新增与关联方的往来款，其他流动资产主要系预缴税款的增加；2021年3月末公司总资产较上年末增加27.60亿元，主要系货币资金和存货的增加。公司资产主要由流动性较弱的委托代建业务形成的开发成本和土地资产构成，2020年末，公司存货较上年末基本保持一致，占总资产的比重为63.04%，其中土地资产为37.32亿元，均为公司通过招拍挂取得，且多为商住地。公司通过参与当地企业的股权投资及

金融理财产品的投资获取一定的投资收益，但规模较小，未来仍以经营性业务为利润的主要来源。整体来看，公司资产流动性和收益性均较弱。

截至 2020 年末，公司所有者权益较上年小幅增长，其中长沙县人民政府向公司以货币实缴资本 1.00 亿元，推动实收资本增长至 12.00 亿元。同期末，长沙县人民政府增加投资使得公司资本公积增加 0.17 亿元。2021 年 3 月末，公司所有者权益较上年末基本持平，其中实收资本增加 0.14 亿元，主要系长沙县人民政府以货币出资。

近年来，公司总债务规模持续增长，2020 年末，总债务同比增加 53.09 亿元至 198.84 亿元，其中 26.00 亿元系公司当年发行的债券，导致总资本化比率同比上升 7.45 个百分点；2020 年末，公司负债总额同比小幅增长，主要系有息债务的增加和其他应付款的减少综合影响所致。同期末，公司负债增长导致资产负债率同比上升 3.38 个百分点。公司债务仍以长期债务为主，但短期债务占比有所提升，2020 年末短期债务/总债务增至 0.25 倍。2021 年 3 月末，公司总债务规模进一步上升，主要系 2021 年 1~3 月，公司共发行 25.00 亿元债券，使资产负债率和总资本化比率分别增长至 56.59%和 51.65%。

截至 2021 年 3 月末，公司应收类款项余额为 78.28 亿元，占期末总资产的比重为 16.12%，主要系暂未收回的土地款以及与长沙松雅湖建设投资有限公司、长沙县中建星和投资有限公司、长沙县土地储备中心、长沙县运通建设开发有限公司等单位的往来款，其中往来资金占用规模较大；此外，子公司通途公司将应收长沙县财政局的工程项目款项计入长期应收款。整体来看，公司应收类款项对资金形成一定占用。

表 7：近年来公司资本结构及资产质量相关指标（亿元）

	2018	2019	2020	2021.3
存货	257.27	289.82	288.80	296.00
总资产	329.85	422.83	458.12	485.71
所有者权益合计	137.83	208.41	210.34	210.85
实收资本	1.00	11.00	12.00	12.14
资本公积	111.07	156.55	156.72	156.73
长期债务	60.77	124.39	148.47	164.35

总债务	102.49	145.75	198.84	225.29
短期债务/总债务（X）	0.41	0.15	0.25	0.27
资产负债率（%）	58.21	50.71	54.09	56.59
总资本化比率（%）	42.65	41.15	48.60	51.65
应收类款项/总资产（%）	12.00	17.69	17.36	16.12

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2020 年公司经营回款较上年增加，但由于当期开发投资规模较大，以及为子公司置换债务，经营活动及投资活动资金缺口较大，业务开展依赖于外部筹资；同期，各项偿债指标表现仍较弱

2020 年，公司土地出让业务回款较上年增加，使得经营活动现金流入增长明显，但建设开发项目的资金投入规模仍较大，最终使得公司经营活动净现金流虽较上年有所增长但仍呈净流出。2020 年，公司投资活动净现金流缺口大幅扩张，主要系为子公司长沙县地产投资开发有限公司置换债务 19.15 亿元。筹资活动方面，公司筹资活动呈净流入状态，2020 年，公司加大筹资力度，且收到股东实缴的资本金，筹资活动净现金流规模大幅增加。公司经营活动及投资活动净现金流资金缺口主要靠筹资活动弥补。

公司经营活动净现金流和 EBITDA 均表现较弱，难以覆盖债务本息。截至 2021 年 3 月末，公司货币资金规模较年初虽有所增长，但仍无法完全覆盖短期债务。公司债务压力主要集中在 2021 年及 2022 年，到期债务规模均在 50 亿元左右，偿债压力较大。

表 8：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2018	2019	2020	2021.3
经营活动净现金流	11.71	-21.21	-16.67	-4.52
投资活动净现金流	-10.23	-14.74	-34.77	-5.46
筹资活动净现金流	2.77	35.96	52.06	27.49
经营净现金流/总债务	0.11	-0.15	-0.08	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数	1.27	-2.80	-1.58	--
总债务/EBITDA	32.61	45.42	35.99	--
EBITDA 利息覆盖倍数	0.34	0.42	0.52	--
货币资金/短期债务	0.25	0.63	0.30	0.54

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司备用流动性较充足，受限资产比例较低，具有

一定规模的对外担保，但被担保方为公司参股子公司及当地国有企业，代偿风险相对可控

截至 2021 年 5 月 7 日，公司获得银行授信总额 413.81 亿元，剩余额度 170.83 亿元，备用流动性较充足。

截至 2020 年末，公司对外担保余额为 31.99 亿元，占同期末净资产的比重为 15.21%，被担保对象主要系地方国企和参股公司，引致的或有风险相对可控。

表 9：截至 2020 年末公司对外担保情况（亿元）

被担保方	企业性质	担保余额
长沙松雅湖建设投资有限公司	参股公司	18.23
长沙综保投资有限公司	国企	2.96
长沙经济技术开发区集团有限公司	国企	5.97
长沙县农村环境建设投资有限公司	国企	3.83
长沙临空产业投资集团有限公司	参股公司	1.00
合计	--	31.99

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

截至 2020 年末，公司受限资产账面价值合计为 8.23 亿元，占同期末总资产的比重为 1.80%，其中土地资产账面价值 6.07 亿元，投资性房地产 0.83 亿元，货币资金 1.33 亿元。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至 2021 年 5 月 14 日，近五年公司已结清信贷中无欠息及不良和关注类贷款记录，未结清信贷中无不良信贷和欠息记录，无其他延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至本报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

中诚信国际认为，鉴于长沙县较强的经济实力，公司在长沙县重要的主体地位，以及公司历史上获得的支持情况，预计公司将继续获得股东的大力支持

长沙县在全国百强县排名中位于前列，近年来经济、财政实力均保持增长态势，经济总量及地方一般公共预算收入在长沙市下属各区、县（市）中处于领先地位，具备向区域内企业协调较多金融及

产业资源的能力。

长沙经济技术开发区集团有限公司（以下简称“长沙经开集团”）、长沙临空产业投资集团有限公司（以下简称“长沙临空集团”）和星城集团均为长沙县域内主要的城市建设与开发主体，其中长沙经开集团和长沙临空集团的业务集中长沙经开区和长沙临空经济示范区，而星城集团的业务分布在主城区及周边，具有很强的业务垄断优势。

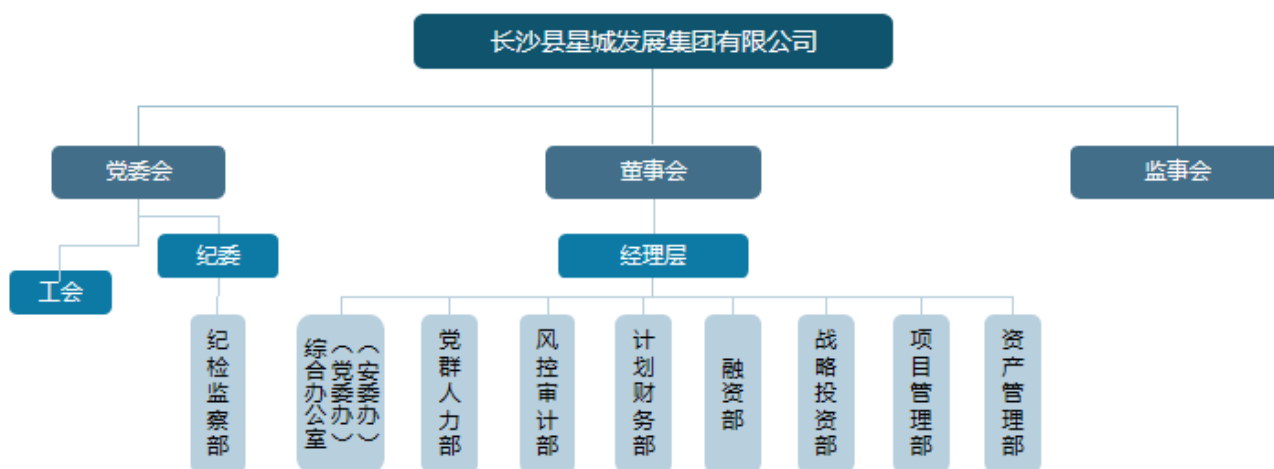
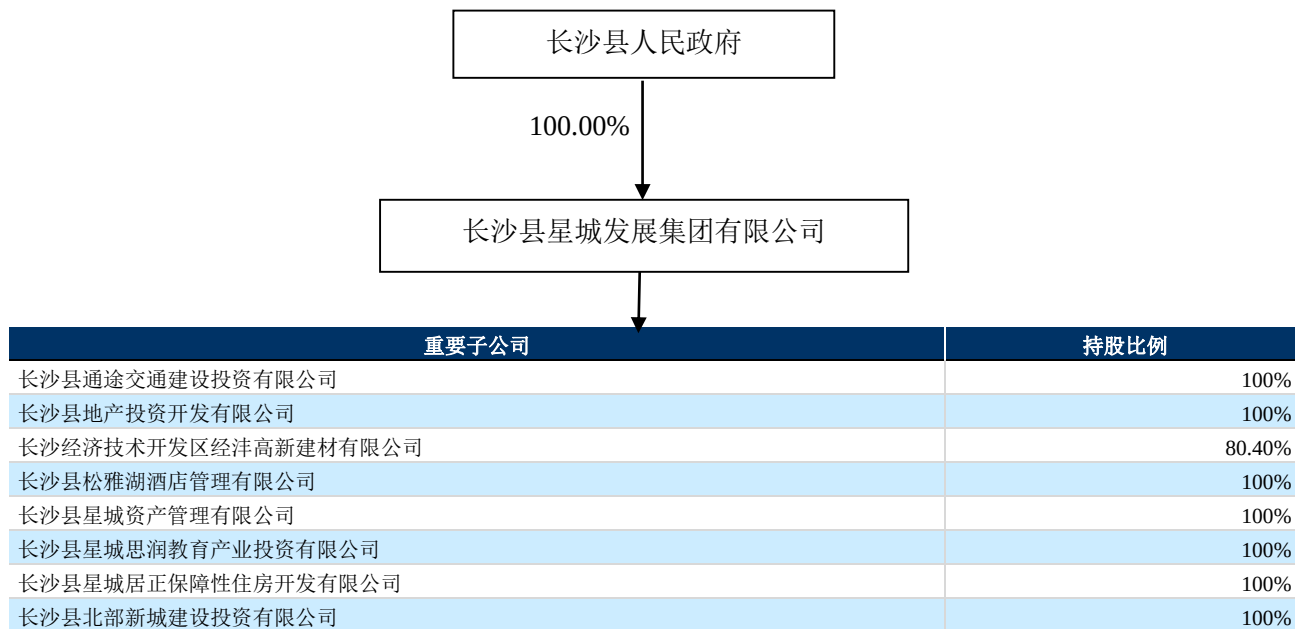
从 2020 年获得长沙县人民政府的支持情况来看，主要体现在资金拨付和资产注入两个方面：1）收到长沙县人民政府以货币实缴资本金 1.00 亿元；2）共收到政府补助 3.29 亿元；3）为促进长沙县平台整合，2020 年，长沙县人民政府将长沙百年工程质量检测有限公司和长沙星城宜居物业管理有限公司两家公司 100% 的股权无偿划转至公司。

中诚信国际认为，鉴于长沙县较强的经济实力，公司在长沙县重要的主体地位，以及公司历史上获得的支持情况，预计公司将继续获得股东的大力支持。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持长沙县星城发展集团有限公司主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“20 星城发展 MTN001”、“20 星发 03”、“21 星城发展 MTN001”和“21 星发 01”的债项信用等级为 **AA⁺**。

附一：长沙县星城发展集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2021 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：长沙县星城发展集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	103,645.29	134,367.92	153,603.65	328,670.69
应收账款	21,783.03	121,716.04	118,196.66	107,784.63
其他应收款	373,978.43	477,943.61	533,795.98	531,967.26
存货	2,572,654.42	2,898,237.06	2,887,955.67	2,960,050.07
长期投资	36,631.36	50,265.41	81,429.43	79,400.18
在建工程	0.00	0.00	1,516.12	14,532.29
无形资产	2,731.87	2,568.12	5,461.14	23,247.94
总资产	3,298,461.92	4,228,302.51	4,581,158.87	4,857,135.74
其他应付款	714,468.08	320,125.31	271,486.38	278,001.12
短期债务	417,255.00	213,576.60	503,724.77	609,379.18
长期债务	607,688.18	1,243,938.09	1,484,701.31	1,643,486.85
总债务	1,024,943.18	1,457,514.69	1,988,426.08	2,252,866.02
总负债	1,920,115.81	2,144,178.37	2,477,781.43	2,748,592.38
费用化利息支出	138.91	11,725.87	16,390.45	--
资本化利息支出	92,360.16	63,925.77	89,294.12	--
实收资本	10,000.00	110,000.00	119,968.78	121,388.36
少数股东权益	5,252.00	4,822.99	6,432.54	6,512.77
所有者权益合计	1,378,346.12	2,084,124.13	2,103,377.44	2,108,543.36
营业总收入	75,146.65	323,840.69	297,686.46	4,984.92
经营性业务利润	28,797.12	11,304.86	36,898.13	3,837.14
投资收益	1,225.36	1,479.20	7,435.41	1,586.41
净利润	27,835.74	11,376.26	24,757.20	3,372.08
EBIT	29,511.17	29,291.84	52,304.98	--
EBITDA	31,433.95	32,089.26	55,244.60	--
销售商品、提供劳务收到的现金	82,248.67	170,311.59	290,971.05	64,280.50
收到其他与经营活动有关的现金	189,156.97	156,287.78	165,144.95	28,678.20
购买商品、接受劳务支付的现金	144,992.30	314,119.89	441,258.59	102,494.73
支付其他与经营活动有关的现金	5,298.75	89,978.93	24,979.79	31,584.28
吸收投资收到的现金	0.00	102,450.00	50,298.78	1,619.58
资本支出	1,015.65	1,177.42	7,976.22	58,337.52
经营活动产生现金净流量	117,063.00	-212,052.13	-166,737.78	-45,207.06
投资活动产生现金净流量	-102,303.02	-147,448.33	-347,690.58	-54,596.86
筹资活动产生现金净流量	-84,900.52	359,554.23	520,550.73	274,870.96
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率（%）	37.00	47.63	28.26	-9.83
期间费用率（%）	-1.02	4.75	6.97	85.93
应收类款项/总资产（%）	12.00	17.69	17.36	16.12
收现比（X）	1.09	0.53	0.98	12.89
总资产收益率（%）	0.91	0.69	1.19	--
资产负债率（%）	58.21	50.71	54.09	56.59
总资本化比率（%）	42.65	41.15	48.60	51.65
短期债务/总债务（X）	0.41	0.15	0.25	0.27
FFO/总债务（X）	0.03	0.01	0.02	--
FFO 利息倍数（X）	0.28	0.25	0.38	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数（X）	1.27	-2.80	-1.58	--
总债务/EBITDA（X）	32.61	45.42	35.99	--
EBITDA/短期债务（X）	0.08	0.15	0.11	--
货币资金/短期债务（X）	0.25	0.63	0.30	0.54
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	0.34	0.42	0.52	--

注：1、中诚信国际根据 2018 年、2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表整理；2、各期财务报表均按照新会计准则编制；3、2019 年数据采用 2020 年财务报表期初数，其他各期数据均采用财务报表期末数据。

附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	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+所有者权益合计)
	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
	应收类款项/总资产	=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+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
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	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
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
现金流	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
偿债能力	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
	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
偿债能力	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

注：“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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。