

长沙县星城发展集团有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

项目负责人：贺文俊 wjhe@ccxi.com.cn

项目组成员：吴亚婷 ytwu@ccxi.com.cn

朱航园 hyszhu@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

2022 年 01 月 27 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发行人构成委托关系外，中诚信国际与发行人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发行人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。

■ 本次评级依据发行人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、准确性由发行人负责。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，但对于发行人提供信息的合法性、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，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方组织或个人的干预和影响。

■ 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。

■ 本次信用评级结果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。

信用等级通知书

信评委函字 [2022]0305D 号

长沙县星城发展集团有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司拟发行的“长沙县星城发展集团有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，本期公司债券的信用等级为 **AA⁺**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二二年一月二十七日

发行要素

发行人	本期规模	发行期限	偿还方式	发行目的
长沙县星城发展集团有限公司	不超过 17.00 亿元（含）	5 年，附第 3 年末公司调整票面利率选择权和债券持有人回售选择权	每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金一起支付	拟全部用于偿还公司有息债务

评级观点：中诚信国际评定“长沙县星城发展集团有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）”的信用等级为 AA⁺。中诚信国际肯定了长沙县经济实力持续增强，长沙县星城发展集团有限公司（以下简称“星城集团”或“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、未来需关注其结算和回款的及时性，资产流动性较弱，债务规模增长较快、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	2021.6
总资产（亿元）	456.09	422.83	458.12	470.29
所有者权益合计（亿元）	198.05	208.41	210.34	221.62
总负债（亿元）	258.04	214.42	247.78	248.67
总债务（亿元）	118.73	145.75	198.84	205.70
营业总收入（亿元）	9.05	32.38	29.77	5.40
经营性业务利润（亿元）	2.23	1.13	3.69	0.92
净利润（亿元）	3.01	1.14	2.48	1.15
EBITDA（亿元）	4.79	3.21	5.52	--
经营活动净现金流（亿元）	1.05	-21.21	-16.67	-7.40
收现比（X）	0.91	0.53	0.98	2.02
营业毛利率（%）	31.64	47.63	28.26	17.38
应收类款项/总资产（%）	11.91	17.69	17.36	14.67
资产负债率（%）	56.58	50.71	54.09	52.88
总资本化比率（%）	37.48	41.15	48.60	48.14
总债务/EBITDA(X)	24.77	45.42	35.99	--
EBITDA 利息倍数(X)	0.66	0.42	0.52	--

注：1、本报告列示、分析的财务数据及财务指标为中诚信国际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 2017~2019 年三年连审的审计报告、2020 年审计报告及未经审计的 2021 年半年度财务报表。其中 2019 年财务数据为 2020 年审计报告期初数，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。

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，综合实力位列“中国县域经济发展报告(2020)”中全国百强县第十，区域良好的经济环境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，未来需关注其结算和回款的及时性。**近年来，公司工程建设收入逐年减少，且回款较慢，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 6 月末，公司资产中存货占比 63.97%，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，公司面临较大的偿债压力。**近年来，公司债务规模增长较快，推动总资本化比率持续上升；同时，公司未来两年内到期债务规模较大，面临较大的偿债压力。

发行人概况

公司前身为“长沙县星城基础设施建设投资有限公司”，系于 2001 年经长沙县人民政府批准并出资设立的国有独资公司，初始注册资本为 0.50 亿元。2002 年 2 月，公司名称变更为“长沙县星城建设投资有限公司”。2018 年 9 月，公司更名为长沙县星城发展集团有限公司。2019 年 7 月，根据《长沙县人民政府关于同意长沙县星城发展集团有限公司与长沙县瑞农现代农业投资开发有限公司合并相关事宜的批复》（长县政函[2019]60 号），公司吸收合并长沙县瑞农现代农业投资开发有限公司。2019 年 12 月，根据《长沙县人民政府关于同意将长沙县星沙水利建设投资有限公司等 4 家县属国企股权无偿划转至长沙县星城发展集团有限公司的批复》（长县政函[2019]139 号），长沙县人民政府将长沙县通途交通建设投资有限公司、长沙县地产投资开发有限公司、长沙县星沙水利建设投资有限公司和长沙县融城建设投资有限公司的股权全部划转至公司。经多次增资，截至 2021 年 6 月末，公司注册资本和实收资本分别为 100.00 亿元和 14.05 亿元，控股股东和实际控制人均为长沙县人民政府。

公司系长沙县最重要的城市开发建设主体，定位为国有资本投资运营平台，目前经营业务主要涉及土地开发整理、工程建设、新型建材销售、租赁、酒店及餐饮管理、广告、停车场等。

表 1：截至 2020 年末公司主要子公司

全称	简称	持股比例
长沙县通途交通建设投资有限公司	通途交通	100%
长沙县地产投资开发有限公司	地产公司	100%
长沙经济技术开发区经沣高新建材有限公司	经沣公司	80.40%
长沙县松雅湖酒店管理有限公司	松雅湖公司	100%
长沙县星城资产管理有限公司	星城资管公司	100%
长沙县星城思润教育产业投资有限公司	思润教育	100%
长沙县星城居正保障性住房开发有限公司	居正公司	100%
长沙县北部新城建设投资有限公司	北部新城公司	100%

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

本期债券概况

公司本次债券的发行规模为不超过 30 亿元（含），本次债券分期发行，本期为第三期，本期债券发行规模为不超过 17.00 亿元（含）。本期债券的期限为 5 年，附第 3 年末公司调整票面利率选择权和债券持有人回售选择权。本期债券的票面利率将根据询价结果，由公司与主承销商按照国家有关规定协商确定。本期债券采用单利按年计息，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一起支付。

本期债券募集资金扣除发行费用后，拟全部用于偿还公司有息债务。

行业及区域环境

长沙县经济实力位居长沙市下辖 9 个县（市）、区前列，综合实力在全国百强县中排第 10 位；未来依托长沙临空经济示范区的空间布局，长沙县对外开放水平或将全面提升，同时转型发展获得新机遇

财政级次及特殊地位：长沙县隶属湖南省长沙市，位于长沙市中部，西、南连长沙市城区，总面积 1,756 平方公里，下辖 13 个镇 5 个街道。同时，长沙县位于长株潭“两型社会”综合配套改革试验区核心地带，国家级开发区长沙经济技术开发区（以下简称“长沙经开区”或“经开区”）坐落于此。

经济发展水平：近年来长沙县依托良好的区位优势 and 较强的工业基础，经济实力逐年增长，但增速放缓。2018~2020 年地区生产总值（GDP）分别为 1,509.30 亿元、1,709.96 亿元和 1,808.30 亿元，增速分别为 9.6%、8.2% 和 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。2021 年 1~6 月，长沙县实现地区生产总值（GDP）906.70 亿元，同比增长

11.8%。

财政实力：2018~2020 年，长沙县分别完成地方一般公共预算收入 102.21 亿元、111.24 亿元和 109.83 亿元，其中税收占比均在 80%左右；同期长沙县公共财政预算平衡率分别为 58.67%、59.73%和 56.41%，在湖南省区（县、县级市）中财政平衡能力较高。2018~2020 年，长沙县分别实现政府性基金收入 123.50 亿元、160.47 亿元和 197.47 亿元。2021 年 1~6 月，长沙县完成地方一般公共预算收入 74.60 亿元，增长 23.5%；完成地方一般公共预算支出 84.20 亿元，增长 5.7%；同期，长沙县完成政府性基金收入 109.78 亿元，为年初预算的 46.36%，同比增加 55.85 亿元，增长 103.57%。

表 2：2018~2020 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）、南部国际会展中心（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。

发行人信用质量分析概述

长沙县范围内承担城市开发建设职能的国有企业主要包括长沙经济技术开发区集团有限公司、长沙临空产业投资集团有限公司、长沙经济技术开发区星沙产业基地开发有限公司和星城集团；其中，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”）和长沙经济技术开发区星沙产业基地开发有限公司的业务区域分别集中在

长沙经开区本片区、临空经济示范区和长沙经开区星沙产业基地，星城集团的业务分布在除上述区域外的主城区及部分乡镇，系长沙县县域最重要的开发建设主体。

近年来公司收入结构变化较大，近两年收入主要来源于土地开发整理业务。

表 3：公司主要板块收入结构及占比（亿元、%）

收入	2018	2019	2020	2021.1~6
工程建设	1.52	1.27	0.87	3.98
土地开发整理	6.56	30.20	27.82	0.94
租赁	0.50	0.62	0.75	0.17
新型建材	0.27	0.03	0.02	0.02
其他	0.20	0.26	0.31	0.29
合计	9.05	32.38	29.77	5.40
占比	2018	2019	2020	2021.1~6
工程建设	16.80	3.92	2.92	73.70
土地开发整理	72.49	93.27	93.45	17.41
租赁	5.52	1.91	2.52	3.15
新型建材	2.98	0.09	0.07	0.37
其他	2.21	0.80	1.04	5.37
合计	100.00	100.00	100.00	100.00

注：其他板块包括酒店及餐饮管理、广告、管网等；部分加总数与合计数存在差异系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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，近两年该业务收入规模较大，但该业务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。

2018~2020 年，公司整理出让土地共 18 宗，其中 17 宗为自有土地；同期，公司自有土地出让土地面积分别为 177.45 亩、528.10 亩和 639.93 亩；土地出让的均价分别为 369.65 万元/亩、507.24 万元/亩和 430.36 万元/亩。因 2019 年公司出让土地面积

及出让均价较高，故土地开发整理收入大幅增加。未来公司计划每年出让土地面积不少于 230 亩，但收入规模受土地市场和政府相关政策调控影响具有不确定性。

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。此外，截至 2021 年 6 月末，公司存货中土地资产面积超过 2,616.30 亩，账面价值 38.17 亿元，主要以商业、商住土地为主。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。

公司系长沙县最重要的城市工程建设主体，业务稳定性及可持续性较强，但近年来结算及回款进度较慢，需关注其竣工结算、收入确认及回款的进展情况

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。公司与长沙县人民政府签订委托代建协议，约定由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。

作为长沙县最重要的城市工程项目投资、建设和运营主体，先后承接了大量的城市工程建设项目。截至 2020 年末，公司主要在建项目总投资合计 250.82 亿元，已投资 213.08 亿元，同期末公司很多项目已满足竣工条件，但因竣工结算与工程移交的进度较慢，近年来确认的收入持续下滑，需关注其竣工结算、收入确认及回款的进展情况。同期末，公司拟建项目共 6 个，计划总投资 34.22 亿元。

表 4：截至 2020 年末公司主要在建基础设施项目情况（万元）

序号	在建项目名称	开工时间	计划总投资	累计已投资
1	松雅湖建设工程（团结垸退田还湖工程）	2011	380,000.00	380,000.00
2	万家丽北路工程	2014	180,000.00	180,000.00
3	北师大长沙附属学校建设工程	2017	131,718.00	65,295.18
4	星沙联络线（捞刀河东岸-月形山立交段）	2015	93,485.00	107,149.00
5	芙蓉大道及两厢整治	2015	82,700.00	80,991.00
6	岳汝公路	2015	81,800.00	67,225.92
7	开元西路及周边土地整治	2014	80,731.00	72,819.00
8	S104 黄江公路延线综合道路工程	2016	77,500.00	60,314.66
9	G107 调规公路及提质改造工程	2018	69,200.00	51,478.11
10	春华镇“二点一线”项目建设及土地整理项目	2016	61,000.00	59,525.00
11	东九线及周边土地整治	2016	60,000.00	58,631.00
12	滨湖路与滨湖东路道路工程	2016	59,300.00	35,557.91
13	特立路延线道路工程	2016	59,100.00	44,251.76
14	空港城黄金大道 B 段	2018	58,800.00	35,247.09
15	黄兴镇现代市场群及市场物流配套工程	2017	57,900.00	34,737.63
16	东八线（东八线电力走廊）建设工程	2016	55,816.00	55,816.00
17	东九线（长永高速公路）以北道路及配套设施建设工程	2015	51,713.00	51,713.00
18	107 国道沿线环境综合整治	2016	42,488.00	44,514.00
19	城乡结合部土地综合整治项目	2016	42,392.00	42,392.00
20	物流大道二期工程	2017	41,300.00	28,893.63
21	国防科大校区拆迁	2016	40,000.00	40,951.00
22	滨湖路周边拆迁工程	2017	39,200.00	37,618.00
23	东七线及两厢整治	2017	38,000.00	36,891.00
24	万家丽路与绕城高速互通	2015	36,198.00	34,039.00
25	长沙县固体废弃物处理场封场治理搬迁及环境综合整治项目	2017	35,346.00	35,346.00
26	S319 道路工程	2017	33,800.00	23,655.65

27	滨湖东路及其支线与配套工程	2019	33,100.00	16,540.23
28	捞刀河南路及水系综合治理	2017	31,100.00	27,975.89
29	北山大道项目	2015	31,000.00	20,107.97
30	长沙县东十一线（长永高速-滨湖路）道路工程	2017	30,907.00	31,647.00
31	50 千伏线路单改双回拆迁（沙星 500 千伏）	2016	30,000.00	24,970.00
32	城区电网改造及电力工程	2017	29,600.00	11,800.31
33	S207 金井至黄花段道路工程	2016	26,100.00	16,923.41
34	空港城黄金大道 A 段	2015	25,300.00	11,863.63
35	S103 道路工程	2015	25,000.00	8,730.31
36	东十线（长永高速至滨湖路）建设工程	2014	24,709.00	25,028.00
37	京港澳高速开慧互通及京珠西辅道	2017	23,700.00	11,096.54
38	星沙文化公园及徐特立公园	2017	23,100.00	13,166.12
39	黄兴大道捞刀河大桥及其延线道路工程	2016	22,800.00	15,931.88
40	火星北路	2012	22,650.00	21,246.00
41	东六线至东七线道路及配套工程	2017	21,200.00	16,894.99
42	黄花机场大道东侧道路工程及配套设施	2017	20,900.00	16,647.77
43	安沙工业园道路工程	2019	20,000.00	13,353.36
44	长永高速星沙收费站区域排水改造工程	2014	18,502.00	18,502.00
45	S323 延线综合道路工程	2015	16,700.00	8,304.59
46	星沙生态公园	2014	16,000.00	16,000.00
47	中南汽车世界及汽配路	2017	14,600.00	10,161.25
48	三一跨线桥及三一西路提质改造	2019	11,800.00	8,843.71
合计		--	2,508,255.00	2,130,787.50

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 5：截至 2020 年末公司主要拟建项目情况（万元）

序号	拟建项目名称	计划总投资
1	星沙联络线（月形山至中岭立交）	186,300.00
2	一到六区棚户区改造	87,281.64
3	滨湖西路（万家丽北路—愿景路）	8,500.00
4	滨湖东路三期	25,000.00
5	东十二线	17,793.00
6	长永高速北辅道	17,300.00
合计		342,174.64

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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沅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 个和路内停车泊位 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、路内停车泊位 6,600 个。

中诚信国际认为，公司系长沙县最重要的城市建设主体，土地开发整理及工程建设业务的稳定性和可持续较强；但是，近年来随着基础设施项目结算进度的放缓以及土地整理出让进度的加快，公司收入实现及整体资金平衡对土地开发整理业务的依赖度加大，而该业务受市场宏观调控及地方政府政策影响较大，存在一定的不确定性。

公司营业总收入及营业毛利率均呈波动态势；经营性业务利润主要来源于土地开发整理业务和政府补助，公司盈利能力一般

公司营业收入主要来源于工程建设和土地开发整理。2018~2020 年，公司工程建设收入逐年减少，且截至 2020 年末公司很多项目已满足竣工条件，但尚未进行结算，整体竣工结算进度较为缓慢。同时，2019 年以来受益于土地出让价格及面积增加，公司土地开发整理业务收入规模较 2018 年大幅增加，2019~2020 年土地开发整理收入占当期营业总收入的比重分别为 93.27%和 93.45%。2021 年 1~6 月，公司营业总收入为 5.40 亿元，主要来源于基础设施建设业务。此外，公司租赁、新型建材和物业管理业务收入规模较小，对营业收入贡献有限。

近年来，公司营业毛利率呈波动态势。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。其中，2020 年公司土地开发整理业务受拆迁成本增加影响，毛利率大幅下降至 28.10%，加之其他各板块业务毛利率均有不同幅度下降，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 1~6 月，公司营业毛利率为 17.38%。

表 6：近年来公司主要板块毛利率情况（%）

毛利率	2018	2019	2020	2021.6
基础设施建设	4.76	20.02	13.67	17.77
土地开发整理	34.75	48.69	28.10	19.27
租赁	83.69	68.29	62.72	36.87
新型建材	24.00	28.05	5.70	-2.91
其他	14.28	11.55	1.59	-4.36
综合	31.64	47.63	28.26	17.38

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，公司期间费用率上升至 6.97%，仍处于较低水平。2021 年 1~6 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，2019 年由于出让的自有土地较多，从而缴纳的营业税金及

附加大幅增加，致使经营性业务利润较上年不增反降；2020 年公司缴纳的营业税金及附加大幅减少，推动经营性业务利润同比增加 2.56 亿元至 3.69 亿元，增福较大。近年来，公司坏账准备转回的情况较好，且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%，公司利润总额对政府补助依赖程度加大。2021 年 1~6 月，公司经营性业务利润规模较小；同期，公司获得政府补助 0.92 亿元。

近年来公司收现比指标呈波动态势且均小于 1，主要系主营业务回款较为滞后所致；同时，公司付现比显著高于收现比，经营活动形成的资金垫付规模很大。

表 7：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2018	2019	2020	2021.6
营业总收入	9.05	32.38	29.77	5.40
期间费用合计	0.61	1.54	2.07	0.83
期间费用率(%)	6.74	4.75	6.97	15.31
经营性业务利润	2.23	1.13	3.69	0.92
资产减值损失	0.49	0.54	-0.34	0.12
其他收益	0.17	0.002	2.21	0.91
投资收益	0.12	0.15	0.74	0.05
利润总额	3.17	1.76	3.59	1.25
收现比（X）	0.91	0.53	0.98	2.02
付现比（X）	5.07	1.85	2.07	4.90
EBITDA	4.79	3.21	5.52	--
总资产收益率(%)	1.01	0.69	1.19	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

近年来公司资产总额呈波动性增长态势；以存货为主的资产流动性较弱，应收类款项造成一定资金占用；公司债务规模增长较快，但债务结构较为合理

近年来公司资产呈现波动态势，2019 年末公司总资产较上年末减少 33.26 亿元至 422.83 亿元，主要系长沙县人民政府收回之前注入的土地资产所致。2020 年末，公司总资产较上年末增加 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。截至 2021 年 6 月末, 公司总资产为 470.29 亿元, 较 2020 年末增加 12.18 亿元, 主要系存货中开发成本的增加。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, 2021 年 6 月末, 公司存货占总资产的比重为 63.97%, 其中因在建项目形成的开发成本为 260.42 亿元; 土地资产为 38.17 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。

公司所有者权益主要由资本公积和未分配利润构成, 其中资本公积主要系长沙人民政府陆续注入的土地资产、资金和股权等。得益于长沙县人民政府无偿划转股权及注资, 公司资本实力有所增强。2019 年公司两次增加注册资本金至 100.00 亿元, 并收到股东以货币实缴资本金 10.00 亿元; 2020 年, 长沙县人民政府向公司以货币实缴资本金 1.00 亿元, 推动实收资本增长至 12.00 亿元, 同期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。截至 2021 年 6 月末, 公司所有者权益合计为 221.62 亿元, 其中实收资本较上年末增加 2.06 亿元, 主要系长沙县人民政府以货币出资; 资本公积较上年末增加 8.04 亿元, 主要系长沙县人民政府将长沙县和润砂石经营管理有限公司 100% 股权无偿划拨至公司。

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。截至 2021 年 6 月末, 公司总债务规模进一步上升至

205.70 亿元。同期末, 公司资产负债率和总资本化比率分别为 52.88% 和 48.14%, 较 2020 年末均小幅下降。公司债务以长期债务为主, 截至 2021 年 6 月末, 公司短期债务/总债务为 0.20, 公司债务结构较为合理。

近年来公司应收类款项逐年增加, 截至 2021 年 6 月末, 应收类款项余额为 68.97 亿元, 占期末总资产的 14.67%, 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、长沙县土地储备中心、长沙县中建星和投资有限公司、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建设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 8: 近年来公司资本结构及资产质量相关指标 (亿元)

	2018	2019	2020	2021.6
存货	362.15	289.82	288.80	300.86
总资产	456.09	422.83	458.12	470.29
所有者权益合计	198.05	208.41	210.34	221.62
实收资本	1.00	11.00	12.00	14.05
资本公积	156.75	156.55	156.72	164.76
长期债务	71.47	124.39	148.47	164.79
总债务	118.73	145.75	198.84	205.70
短期债务/总债务 (X)	0.40	0.15	0.25	0.20
资产负债率 (%)	56.58	50.71	54.09	52.88
总资本化比率 (%)	37.48	41.15	48.60	48.14
应收类款项/总资产 (%)	11.91	17.69	17.36	14.67

资料来源: 公司财务报表, 中诚信国际整理

公司回款情况有所滞后, 经营活动及投资活动净现金流缺口主要靠筹资活动弥补, 整体偿债能力有待加强

公司经营活动净现金流整体表现较弱, 现金流入主要来源于主营业务回款、政府补助及其他往来款, 流出主要系项目支出成本及其他往来支出。2019 年公司项目回款情况较差及支付的各项税费大幅上升, 经营活动净现金流由正转负; 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。近年来公司投资活动均呈净流出状态，其中 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。公司经营活动及投资活动资金缺口主要依赖筹资活动弥补。近年来公司筹资活动呈现持续净流入状态，其中 2019 年及 2020 年，公司收到股东实缴的资本金，并加大对外融资力度，筹资活动净现金流规模较大。

近年来，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 6 月末，公司货币资金/短期债务为 0.36，无法覆盖短期债务。公司整体偿债能力有待加强。

表 9：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2018	2019	2020	2021.6
经营活动净现金流	1.05	-21.21	-16.67	-7.40
投资活动净现金流	-13.59	-14.74	-34.77	0.28
筹资活动净现金流	2.77	35.96	52.06	6.49
经营净现金流/总债务	0.01	-0.15	-0.08	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数	0.14	-2.80	-1.58	--
总债务/EBITDA	24.77	45.42	35.99	--
EBITDA 利息覆盖倍数	0.66	0.42	0.52	--
货币资金/短期债务	0.28	0.63	0.30	0.36

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 6 月末，公司合并口径总债务为 205.70 亿元，2021 年 7~12 月、2022 年、2023 年和 2024 年及以后到期债务分别为 18.97 亿元、50.15 亿元、47.19 亿元和 89.90 亿元¹，未来两年到期债务压力较大。

截至 2021 年 6 月末，公司获得银行授信总额 376.27 亿元，剩余额度 177.08 亿元，备用流动性较充足。

截至 2021 年 6 月末，公司对外担保余额为 39.30 亿元，占同期末净资产的 17.74%，被担保对象主要

系地方国企和参股公司，或有风险相对可控。

表 10：截至 2021 年 6 月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	21.44
长沙综保投资有限公司	国企	2.95
长沙经济技术开发区集团有限公司	国企	8.97
长沙县农村环境建设投资有限公司	国企	3.66
长沙临空产业投资集团有限公司	参股公司	1.98
长沙县水业控股集团有限公司	国企	0.30
合计	--	39.30

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2021 年 6 月末，公司受限资产账面价值合计为 8.22 亿元，占同期末总资产的 1.75%，其中土地资产账面价值 6.07 亿元，投资性房地产 0.82 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 2022 年 1 月 5 日，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

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。

长沙经开集团、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。

从历史获得长沙县人民政府的支持情况来看，

¹ 由于利息调整，债务合计数与总债务存在差异。

主要体现在业务授权、资金拨付、资产注入等方面：

- 1) 授权公司在长沙县规划区内开展土地开发整理业务和城市工程建设业务，并授予公司长沙县内广告经营权、道路冠名权等城市无形资产的经营权。
- 2) 2019 年批复公司注册资本由 1.00 亿元增至 100.00 亿元，并以货币实缴资本金 10.00 亿元；2020 年，以货币实缴资本金 1.00 亿元；2021 年 1~6 月，以货币实缴资本金 2.06 亿元；3) 长沙县财政累计拨付公司 62.91 亿元资金用于置换政府一类债务。
- 4) 为促进长沙县平台整合，长沙县政府先后将长沙县通途交通建设投资有限公司、长沙县地产投资开发有限公司、长沙县北部新城建设投资有限公司和长沙县星沙水利建设投资有限公司等共 8 家公司的股权或资产划转至公司。

评级结论

综上所述，中诚信国际评定“长沙县星城发展集团有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）”的信用等级为 **AA⁺**。

中诚信国际关于长沙县星城发展集团有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期） 的跟踪评级安排

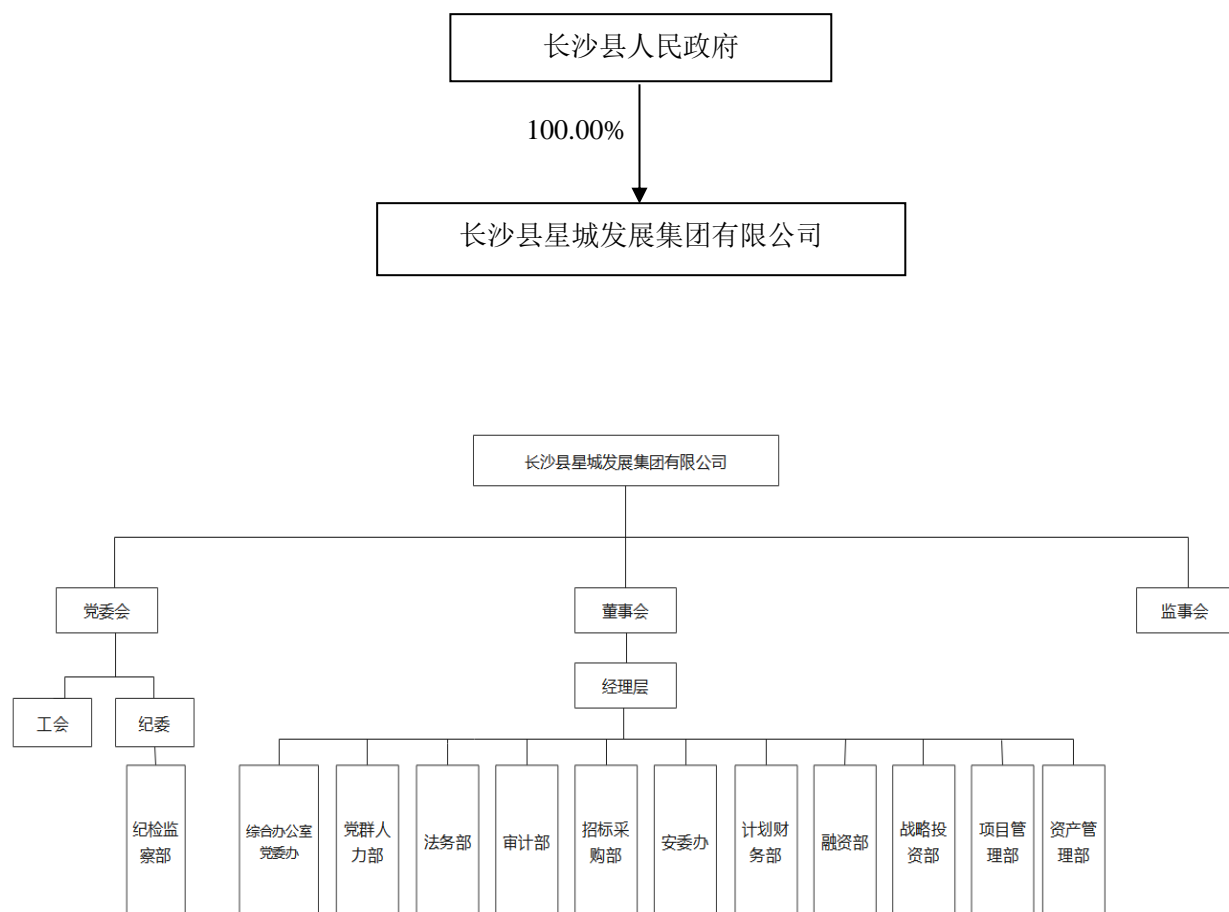
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本期债券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，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本期评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxi.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

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。

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 6 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	2021.6
货币资金	134,314.15	134,367.92	153,603.65	147,330.68
应收账款	25,264.13	121,716.04	118,196.66	5,483.95
其他应收款	366,074.46	477,943.61	533,795.98	541,188.83
存货	3,621,543.16	2,898,237.06	2,887,955.67	3,008,561.06
长期投资	44,504.29	50,265.41	81,429.43	78,750.52
在建工程	0.00	0.00	1,516.12	16,673.43
无形资产	2,773.46	2,568.12	5,461.14	23,078.03
总资产	4,560,922.34	4,228,302.51	4,581,158.87	4,702,930.30
其他应付款	943,475.31	320,125.31	271,486.38	242,741.45
短期债务	472,625.00	213,576.60	503,724.77	409,073.11
长期债务	714,708.24	1,243,938.09	1,484,701.31	1,647,898.00
总债务	1,187,333.24	1,457,514.69	1,988,426.08	2,056,971.11
总负债	2,580,387.89	2,144,178.37	2,477,781.43	2,486,746.52
费用化利息支出	14,283.17	11,725.87	16,390.45	-
资本化利息支出	58,385.80	63,925.77	89,294.12	--
实收资本	10,000.00	110,000.00	119,968.78	140,528.31
少数股东权益	2,571.92	4,822.99	6,432.54	6,883.35
所有者权益合计	1,980,534.45	2,084,124.13	2,103,377.44	2,216,183.78
营业总收入	90,498.29	323,840.69	297,686.46	54,008.51
经营性业务利润	22,299.27	11,304.86	36,898.13	9,181.88
投资收益	1,183.99	1,479.20	7,435.41	542.87
净利润	30,115.67	11,376.26	24,757.20	11,466.31
EBIT	45,961.58	29,291.84	52,304.98	--
EBITDA	47,938.79	32,089.26	55,244.60	--
销售商品、提供劳务收到的现金	82,392.47	170,311.59	290,971.05	109,213.81
收到其他与经营活动有关的现金	325,801.85	156,287.78	165,144.95	66,968.56
购买商品、接受劳务支付的现金	313,560.38	314,119.89	441,258.59	218,546.03
支付其他与经营活动有关的现金	79,093.39	89,978.93	24,979.79	16,976.72
吸收投资收到的现金	0.00	102,450.00	50,298.78	20,919.53
资本支出	1,017.70	1,177.42	7,976.22	15,044.65
经营活动产生现金净流量	10,454.12	-212,052.13	-166,737.78	-74,004.35
投资活动产生现金净流量	-135,856.04	-147,448.33	-347,690.58	2,794.39
筹资活动产生现金净流量	27,690.02	359,554.23	520,550.73	64,937.00
财务指标	2018	2019	2020	2021.6
营业毛利率（%）	31.64	47.63	28.26	17.38
期间费用率（%）	6.74	4.75	6.97	15.31
应收类款项/总资产（%）	11.91	17.69	17.36	14.67
收现比（X）	0.91	0.53	0.98	2.02
总资产收益率（%）	1.01	0.69	1.19	--
资产负债率（%）	56.58	50.71	54.09	52.88
总资本化比率（%）	37.48	41.15	48.60	48.14
短期债务/总债务（X）	0.40	0.15	0.25	0.20
FFO/总债务（X）	0.02	0.01	0.02	--
FFO 利息倍数（X）	0.41	0.25	0.38	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数（X）	0.14	-2.80	-1.58	--
总债务/EBITDA（X）	24.77	45.42	35.99	--
EBITDA/短期债务（X）	0.10	0.15	0.11	--
货币资金/短期债务（X）	0.28	0.63	0.30	0.36
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	0.66	0.42	0.52	--

1、中诚信国际根据公司提供的 2017~2019 年三年连审的审计报告、2020 年审计报告及未经审计的 2021 年半年度财务报表整理；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)
	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。