



# 长沙县星城发展集团有限公司 2024 年度跟踪评级报告

---

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2024]跟踪 0468 号

---

## 声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、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。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 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、评级程序做出的独立判断，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 本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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对评级委托方、评级对象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。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，中诚信国际将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维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 根据监管要求，本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。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2024 年 06 月 04 日

本次跟踪发行人及评级结果	长沙县星城发展集团有限公司	AA+/稳定
本次跟踪债项及评级结果	“20 星发 03”、“21 星发 01”、“22 星发 01”	AA+
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。	
评级观点	<p>本次跟踪维持主体及债项上次评级结论。中诚信国际认为长沙县的经济财政实力在长沙市内排名前列，潜在的支持能力很强；长沙县星城发展集团有限公司（以下简称“星城发展”或“公司”）在长沙县基础设施建设和土地整理中发挥重要作用，对长沙县政府的重要性强，与长沙县政府的关联度高，长沙县政府对公司支持意愿较强。同时，需关注公司债务规模持续增长、短期偿债指标较弱及后续应对债务化解的情况、公司资产流动性一般、收益性较弱、应收类款项规模较大及对外担保比重较高等因素可能带来的风险。</p>	
评级展望	<p>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。</p>	
调级因素	<p><b>可能触发评级上调因素：</b>公司资本实力显著增强，盈利能力大幅增长且具有可持续性。</p> <p><b>可能触发评级下调因素：</b>长沙县经济财政实力显著弱化，公司地位下降，致使股东及相关各方支持意愿减弱等；公司关键业务或资产被剥离，财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化，备用流动性减少等。</p>	
正 面		
<p>■ <b>区域优势较好。</b>长沙县工业基础较好，2023年以来经济实力继续增强，各项经济指标排在长沙市前列，亦位于全国百强县（市）前列。</p> <p>■ <b>地位重要性高。</b>公司仍承担了长沙县内大部分基础设施建设任务和土地开发整理项目，区域地位重要。</p> <p>■ <b>业务稳定性和可持续性较好。</b>公司核心业务保持稳定，在建及拟建项目充足，业务可持续性较好。</p>		
关 注		
<p>■ <b>债务规模持续增长，面临较大的短债压力。</b>随着公司业务的持续发展，对外融资需求持续增加，债务规模逐年增长，且短债占比持续上升、非受限货币资金/短期债务指标持续下降，公司面临较大的短债压力。</p> <p>■ <b>公司应收类款项规模较大，资产流动性一般、收益性较弱。</b>截至2023年末，公司应收类款项规模为55.22亿元，在总资产中占比9.98%，对资金仍然形成一定占用，其中，对长沙松雅湖建设投资有限公司（以下简称“松雅湖建投”）的往来及利息款项规模仍然较大，合计12.87亿元；公司基建土整业务形成的存货占比过半，资产流动性一般，收益性较弱。</p> <p>■ <b>公司对外担保比重较高且集中度较高。</b>截至2023年末，公司对外担保金额占同期末净资产的比例为16.30%，无反担保措施，其中，对松雅湖建投的担保规模为21.26亿元，占对外担保总额的比重为54.45%，需关注公司或有负债风险。</p>		

项目负责人：方华东 hdfang@ccxi.com.cn  
项目组成员：张修竹 xzhzhang@ccxi.com.cn  
评级总监：  
电话：(021)60330988  
传真：(021)60330991

## 财务概况

星城发展（合并口径）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
资产总计（亿元）	497.24	521.42	553.19	560.06
经调整的所有者权益合计（亿元）	235.63	245.42	239.65	239.19
负债合计（亿元）	261.61	276.00	313.55	320.87
总债务（亿元）	215.15	228.19	236.62	240.16
营业总收入（亿元）	24.80	18.28	15.87	0.41
经营性业务利润（亿元）	2.17	0.95	1.20	-0.53
净利润（亿元）	2.13	1.58	1.04	-0.42
EBITDA（亿元）	3.57	4.47	4.21	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-1.86	-0.90	-17.25	-2.85
总资本化比率（%）	47.73	48.18	49.68	50.10
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.32	0.32	0.43	--

注：1、中诚信国际根据星城集团提供的其经中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2022~2023 年度审计报告和未经审计 2024 年一季度整理；2、中诚信国际分析时将公司各期长期应付款中的带息债务计入长期债务；3、财务报告按照新会计准则编制，分析时 2021~2022 年财务数据分别采用 2022 年、2023 年审计报告期初数，2023 年和 2024 年一季度财务数据分别采用 2023 年审计报告和 2024 年一季度期末数；4、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，带“\*”指标已经年化处理，特此说明。

## 同行业比较（2023 年数据）

项目	星城发展	张家港城投	常熟城投	太仓城投
最新主体信用等级	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>
地区	长沙市-长沙县	苏州市-张家港市	苏州市-常熟市	苏州市-太仓市
GDP（亿元）	2,213.80	3,365.80	2,800.16	1,737.94
一般公共预算收入（亿元）	137.5	237.07	237.39	189.42
所有者权益合计（亿元）	239.65	217.02	139.29	162.78
资产负债率（%）	56.68	67.80	59.45	59.42
净利润（亿元）	1.04	0.96	2.99	1.07

中诚信国际认为，长沙县与张家港市、常熟市及太仓市行政地位相当，经济财政实力处于可比区间，区域环境相似；公司与可比公司的定位均为当地重要的基投主体，业务运营实力相当；公司权益规模高于比较组平均水平，总体资本实力较强，财务杠杆在比较组中处于较低水平。同时，当地政府的支持能力均很强，并对上述公司具有强或较强的支持意愿。

注：“张家港城投”系张家港市城市投资发展集团有限公司的简称；“常熟城投”系“常熟市城市经营投资有限公司”的简称；“太仓城投”系“太仓市城市建设投资集团有限公司”的简称。

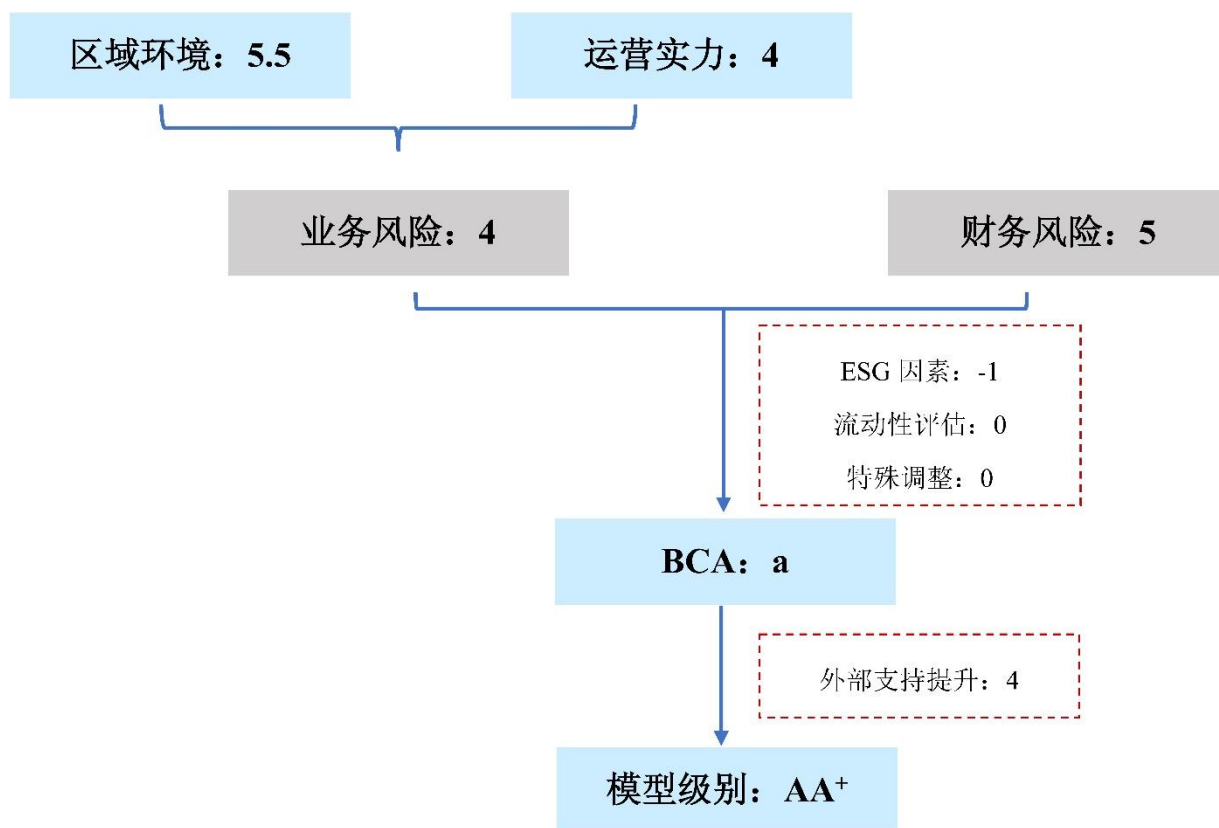
资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

## 本次跟踪情况

债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级 有效期	发行金额/债项余额 （亿元）	存续期	特殊条款
22 星发 01	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	2023/06/21 至本 报告出具日	4.80/4.80	2022/02/22~2027/ 02/22 (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
21 星发 01	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	2023/06/21 至本 报告出具日	11.00/7.90	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
20 星发 03	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	2023/06/21 至本 报告出具日	2.00/2.00	2020/11/24~2025/ 11/24	--
主体简称	本次评级结果		上次评级结果		上次评级有效期	
星城发展	AA <sup>+</sup> /稳定		AA <sup>+</sup> /稳定		2023/06/21 至本报告出具日	

## ● 评级模型

长沙县星城发展集团有限公司评级模型打分(C220000\_2024\_04\_2024\_01)



注:

**调整项:** 公司存在未决诉讼案件、对外担保规模较大且集中度较高对公司基础信用等级有一定不利影响。

**外部支持:** 中诚信国际认为，长沙县政府具备很强的支持能力，同时对公司有较强的支持意愿，主要体现在长沙县的区位优势，综合实力持续位居全国百强县前列；星城发展实际控制人为长沙县政府，股权结构和业务开展均与市政府关联性高，区域重要性较强，在获得项目建设资金拨付、运营补贴等方面有良好记录。综合考虑个体信用状况、外部支持能力和意愿，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

**方法论:** 中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C220000\_2024\_04

## 宏观经济和行业政策

中诚信国际认为，2024 年一季度中国经济增长好于预期，工业生产与制造业投资加速是主要拉动因素，但消费恢复性增长的势头有所减弱，供需失衡的矛盾尚未缓解，宏观政策仍需着力推动经济实现供需良性循环。行业政策方面，2024 年基投行业政策主基调延续，化债与发展统筹兼顾，政策要求进一步落实，基投企业流动性压力阶段性缓释，转型和分化发展加速，政策执行情况待关注。

详见《2024 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11126?type=1>

详见《基础设施投融资行业 2024 年一季度政策回顾及影响分析》，

报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11066?type=1>

## 区域环境

中诚信国际认为，长沙县区位优势良好，经济财政实力在全国百强县中领先，再融资环境较好，潜在的支持能力很强。

长沙县凭借良好的区位优势，不断推进产业结构优化升级，综合实力持续位居全国百强县前列。长沙临空经济示范区（以下简称“临空示范区”或“示范区”），是全国第 8 个国家级临空经济示范区，从片区功能上看，规划范围内包括国家级长沙经济技术开发区、长沙黄花国际机场航空产业功能区、隆平高科技产业园、黄花综合保税区等重点片区以及会展中心、机场、高铁站等重大基础项目和基础设施。2023 年受组合式税费支持等因素影响，长沙县税收收入规模及占比有所下滑。再融资环境方面，截至 2023 年末，长沙县地方政府债务余额为 544.82 亿元，广义债务率水平处于全国中下游水平，债券市场发行利差处于全国下游水平，城投债净融资额呈净流入趋势，发债主体未出现债务违约事件，整体再融资环境较好。

表 1：近年来长沙县地方经济财政实力

项目	2021	2022	2023
GDP（亿元）	2,003.20	2,114.42	2,213.80
GDP 增速（%）	7.60	4.50	4.70
人均 GDP（万元）	14.43	14.81	15.51
固定资产投资增速（%）	9.90	9.10	5.30
一般公共预算收入（亿元）	132.57	131.76	137.50
政府性基金收入（亿元）	231.99	159.80	153.15
税收收入占比（%）	77.79	70.67	60.16
公共财政平衡率（%）	74.55	67.38	69.97
负债率（%）	32.12	36.22	54.32

注：税收收入占比=税收收入/一般公共预算收入\*100%；公共财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出\*100%；2023 年人均 GDP 使用 2022 年末常住人口数测算。

资料来源：长沙县政府，中诚信国际整理

## 运营实力

中诚信国际认为，跟踪期内星城发展仍然在长沙县基础设施建设领域占据主导地位，主要承担长沙县城区内重大基础设施项目建设任务，业务竞争力较强。公司收入的核心来源为工程项目建设业务与土地整理出让，受政府结算进度及业务划转等因素影响，基建收入波动较大，其他业务板块收入降幅较大；以基建土整业务为主形成的资产价值较低，需持续关注后续开发及出让情况。



表 2：2021~2023 年公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

业务	2021 年			2022 年			2023 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
基础设施建设	4.63	18.67	20.92	5.93	32.44	20.40	3.17	19.97	22.71
土地开发整理	18.56	74.84	34.93	4.53	24.78	61.37	9.58	60.37	57.93
租赁	0.64	2.58	15.07	0.56	3.06	48.21	0.67	4.22	66.21
新型建材	0.03	0.12	4.43	--	--	--	--	--	--
其他	0.95	3.83	41.35	7.26	39.72	11.98	2.45	15.44	47.55
合计	24.80	100.00	32.59	18.28	100.00	28.06	15.87	100.00	49.66

注：1、其他收入主要包括物业管理收入、渣土收入、油品收入、房屋销售收入等，2023 年油品销售等业务板块划至星城控股，房屋销售收入下降，导致其他收入规模降幅较大；2、尾数差异系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**工程建设板块**，工程建设方面，跟踪期内，公司仍在长沙县基础设施建设领域占据主导地位，业务范围覆盖和业务模式方面未发生变化，公司作为长沙县基础设施建设主体，承接了长沙县基础设施工程建设工作。项目完工并移交后,公司按照长沙县财政局出具确认工程结算款项文件确认收入。长沙县财政局以工程结算造价为基准并以一定加成率作为工程款项支付至公司，业务模式较为清晰，跟踪期内职能定位未发生变化，业务稳定性较好。从业务开展情况来看，跟踪期内，受工程结算进度放缓影响，公司工程建设收入规模大幅下降，共实现基础设施建设施工收入 3.17 亿元，同比下降 46.54%。

表 3：截至 2023 年末公司主要已完工项目情况（单位：亿元）

序号	已完工项目名称	项目总投资	已确认收入	已回款
1	芙蓉大道道路工程	3.25	3.98	已全额回款
2	晟象物流项目	0.41	0.65	已全额回款
3	机场油库项目	0.14	0.15	已全额回款
4	第三批次两项用地项目	0.07	0.07	已全额回款
5	路口镇统征地项目	0.06	0.08	已全额回款
6	两安用地建设工程项目工程	4.45	5.63	已全额回款
7	星沙生产安置留用地项目	2.46	3.17	已全额回款
合计		10.84	13.74	

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司在建工程项目量较为充足，未来仍会根据长沙县政府的规划承接新的重大项目建设。截至 2023 年末，公司主要在建项目（含专项债项目）总投资规模约 144.36 亿元，已完成投资 110.04 亿元，后续尚需投入 34.32 亿元；公司部分代建项目已经满足竣工条件，但竣工结算和工程移交进度偏缓，需持续关注后续项目结算及回款情况；拟建项目方面，公司储备项目量较少，计划总投资规模约 1.56 亿元，项目资金主要来源于自有资金；整体来看，公司工程代建业务稳定性较强，业务可持续性较好，但部分项目结算进度较慢，需持续关注后续结算进展和回款情况。

表 4：截至 2023 末公司主要在建工程项目情况（单位：亿元）

序号	在建项目名称	总投资	已投资
1	松雅湖建设工程（团结垸退田还湖工程）	38.00	38.00
2	万家丽北路工程	18.00	18.00
3	星沙联络线（月形山-中岭立交）	12.00	11.35
4	岳汝公路	8.18	6.29
5	空港城黄金大道 B 段	5.88	4.52
6	黄兴镇现代市场群及市场物流配套工程	5.79	3.71
7	物流大道二期工程	4.13	2.94
8	北山大道项目	3.10	2.38
9	X024 青山铺至开慧联络线	3.87	0.75

10	望仙东路（二期）	2.20	0.76
11	星城东宸花园	10.50	8.14
12	东八线电力走廊公共绿地（二期）	5.10	4.36
13	东十二线	1.78	0.02
14	安沙工业园道路工程	2.00	1.80
15	一到六区棚户区改造	8.73	1.39
合计		129.25	104.40

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 5：截至 2023 年末公司在建专项债项目情况（单位：亿元）

序号	拟建项目名称	总投资	已投资	专项债资金占比
1	长沙县智慧停车项目	12.82	5.32	69.58%
2	长沙县影珠山景区旅游基础设施建设项目	2.28	0.32	70.13%
合计		15.11	5.64	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 6：截至 2023 年末末公司拟建项目情况（单位：亿元）

序号	拟建项目名称	计划总投资	未来投资计划		
			2024.4~12	2025	2026
1	春华镇春华山村 S207 以南二级加油站	0.78	0.09	0.69	--
2	春华武塘加油站	0.64	--	0.64	--
3	金山加油站	0.09	0.05	0.04	--
4	52 号院落南栋危房改造	0.05	0.05	--	--
合计		1.56	0.19	1.37	0.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**土地整理板块**，跟踪期内，公司作为长沙县重要的基础设施建设主体，经长沙县政府批准，仍负责根据城市建设规划，统筹开发经营长沙县规划区内的土地。公司采用市场化的自主摘牌地块转让模式，并根据片区规划、市场需求情况等因素制定出让计划，委托长沙县自然资源局开展“招拍挂”。土地成交后，竞得人与长沙县自然资源部门签订土地出让合同并支付出让价款，财政部门将对公司投入的整理成本进行核定，在确保公司一定的投资收益的情况下将土地出让相关受益扣除各项税费后拨付公司，公司根据土地成交确认书和财政部门出具的各项业务文件确认收入。从业务开展情况来看，跟踪期内，土地整理业务主要源于自有土地出让，2023 年公司土地开发整理出让进程加快，公司整理出让的土地共计 6 宗，总投资额 4.03 亿元，实现土地整理业务收入 9.58 亿元，同比增长 111.48%，已回款 9.47 亿元，回款情况较好。同期末，公司暂无土地出让整理计划。

表 7：2023 年公司已完工土地整理及开发项目情况（亩、万元）

地块名称	总投资额	已投资额	面积（亩）	确认收入金额	已回款金额
特立路以南、规划路以东	10,496.81	10,496.81	76.90	34,638.73	34,638.73
特立路以南、规划路以西	7,781.79	7,781.79	41.84	19,543.83	19,543.83
长沙县黄兴片区和湘龙片区（城中区）棚改项目	8,568.78	8,568.78	/	27,030.00	27,030.00
艺校果园镇浔龙河村	3,052.34	3,052.34	52.02	3,153.76	3,153.76
松雅片区产业扶持基金	9,294.56	9,294.56	/	10,344.02	10,344.02
长沙县高桥镇高桥锦绣社区茶香北路	1,133.79	1,133.79	1.08	1,134.46	0.00
合计	40,328.06	40,328.06	171.85	95,844.80	94,710.34

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**房地产板块**，跟踪期内，公司仍作为长沙县内重要的回迁房建设运营主体，子公司湖南星城善建置业有限公司（以下简称“星城置业公司”）近年来负责东宸花园项目的开发和建设。长沙县黄兴镇人民政府与公司签署开发建设意向协议书，业务模式为公司代政府相关部门进行回迁房



项目建设，项目竣工后由拆迁户以政府发放的优惠购房券向开发商兑付购房款，然后由开发商持券向长沙县住房和城乡建设局申请支付。

表 8：截至 2023 年末公司在建房地产项目情况（万平方米、亿元）

项目	建设周期	总投资	已投资	总建筑面积	可售面积	已销售面积	已销售金额	已回款	销售进度
东宸花园	36 个月	10.50	8.14	19.90	14.93	11.64	7.15	6.97	79.66%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

东宸花园项目总投资约 10.50 亿元，建设周期为 36 个月，其中，2020~2021 年尚处前期开发阶段，截至 2023 年末，已投资约 8.14 亿。公司于 2021 年 4 月取得项目预售证书，截至 2023 年末，已去化 79.66%，累计实现销售收入约 7.15 亿元<sup>1</sup>，已回款 6.97 亿元，回款情况较好。同期末，公司尚无拟建房地产项目，业务可持续性弱，同时，考虑到房地产市场尚处调控阶段，需关注公司尾盘去化情况。

**租赁及商品销售等其他业务板块**，跟踪期内，公司仍作为长沙县重要的基础设施建设运营商，继续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。同时，公司也涉及油品销售，还布局停车场、广告等经营性业务，为当期营收提供有益补充。

加油站项目、智慧停车场项目、广告位招租以及公交站维护项目则仍主要由子公司长沙县星城建设投资集团有限公司（以下简称“星城建设”）负责，目前公司主要在建的自营项目为智慧停车场、封刀岭（星沙中学）地下交通枢纽等，建设内容包括停车位、广告位、商业体及厂房等，资金主要来源于自有资金，后续将通过停车费、出租、出售商业体及厂房、广告位租赁、油品销售等经营收入来平衡前期投入。从业务开展情况来看，公司在建项目总投资 12.40 亿元，截至 2023 年末已完成 3.29 亿元，尚需投资 9.11 亿元，尚需投资规模较大，项目投资回收周期较长，未来或将面临较大的资金平衡压力。

表 9：截至 2023 年末公司主要在建自营项目（单位：万元）

在建自营项目名称	总投资	已投资	资金来源	资金平衡方式
智慧停车项目	1,050.00	873.70	自有资金	停车费收入
封刀岭（星沙中学）地下交通枢纽	81,569.00	24,882.42	自有资金	停车费收入、租赁收入、广告收入
星沙文化公园地下停车场	21,702.32	6,443.30	自有资金	停车费收入
长沙县智慧停车二期项目	4,977.82	29.50	自有资金	停车费收入
加油站	14,740.00	63.39	自有资金	租金收入
其他项目	--	588.04	自有资金	--
合计	124,039.14	32,880.35	--	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 财务风险

中诚信国际认为，跟踪期内，受长沙县国有企业二级重组方案<sup>2</sup>的影响，星城发展部分子公司出表，同时，受益于股东支持，公司实收资本有所增加，整体来看，公司所有者权益小幅减少，资本实力有一定弱化；

<sup>1</sup> 东宸花园项目大部分系保障房，少量作为商品房对外出售。

<sup>2</sup> 2022 年 6 月 17 日，长沙县人民政府发布《长沙县人民政府关于组建长沙县星城控股集团有限公司的批复》（长县政函〔2022〕58 号），同意星城发展报送的《关于组建星城控股集团有限公司实施方案》，加快星城控股集团组建工作，并按要求将星城控股集团二级重组方案报县国资中心审核后呈县政府审批；同意星城发展 100% 股权由长沙县人民政府无偿划转至长沙县星城控股集团有限公司。截至 2024 年 3 月末，二级重组工作已基本完成。

随着项目持续推进，公司债务规模不断扩大，财务杠杆水平仍处于较高水平，资本结构有待优化，经营获现能力有所提升，EBITDA 对利息的保障能力弱。

### 资本实力与结构

公司资产主要由基础设施建设、土地整理、房地产销售及其他板块形成的存货、其他应收款、投资性房地产及其他非流动资产等构成并呈现以流动资产为主的资产结构，截止 2024 年 3 月末，流动资产占比 70.97%。公司在跟踪期内继续配合长沙县政府规划承担了多项工程项目建设任务，资产总规模保持稳步增长态势，同期末，公司总资产规模为 560.06 亿元，较 2022 年末增长 7.41%。同时，受长沙县二级重组工作的影响，2023 年末部分子公司不再纳入合并范围<sup>3</sup>，整体来看，出表子公司主要系轻资产运营企业，资产体量较小，需关注二级重组完成后对公司定位及职能范围带来的影响。

跟踪期间，伴随公司特立路以南、规划路以东等基建土整项目的完工结算，存货中在建开发产品规模减小，2023 年末存货体量同比下降 2.74%，在总资产中占比小幅回落至 59.45%。同期末，存货中土地资产账面余额为 47.27 亿元，主要通过招拍挂等方式获得，土地用途以商住、商服用地和城镇住宅用地为主，均已缴纳土地出让金，其中约 5.45 亿元因融资抵押担保而受限；同时，北京师范大学长沙附属学校空港城校区项目（以下简称“北师大空港校区项目”）从存货划入投资性房地产并采用公允价值计量进行评估增值，又受企业合并转出影响，综合作用下，使得投资性房地产期末规模同比增长 19.81%。其中，北师大空港校区项目账面价值 18.16 亿元，截至 2023 年末，产权证书尚在办理中。2023 年，伴随公司对长沙县土储中心的应收款项回款进程加快，年末应收类款项占比有所下降，期末在总资产中占比为 9.98%，对资金仍然形成一定占用。其中，公司对长沙松雅湖建设投资有限公司（以下简称“松雅湖建投”）的往来及利息款项规模仍然较大，合计 12.87 亿元，占其他应收款总额比例为 28.71%。公司系松雅湖建投第一大股东，持股比例为 48.50%；松雅湖建投主要负责松雅湖环湖项目和成湖项目工程建设，截至 2023 年末，两个项目分别投入 18.52 亿元和 23.38 亿元，2023 年仍未盈利；跟踪期间，公司按照权益法下从松雅湖建投确认的投资收益仍然为负，需持续关注后续公司对松雅湖建投的款项回收及投资进展；子公司长沙县星城建设投资集团有限公司（以下简称“星城建设公司”）对长沙县财政局的工程结算款合计 12.38 亿元，需持续关注后续工程结算回款情况；此外，2023 年，公司为后续开展片区开发土整业务而产生的土地购置款及相关费用大规模增长 38 亿元，进而使得年末其他非流动资产总额大幅上升 73.66%至 71.12 亿元。整体来看，公司基建土整业务形成的以存货为主的资产流动性一般，收益性较弱。

跟踪期内，公司债务规模小幅增长，短期债务占比亦有所上升，截至 2024 年 3 月末，短期债务占比为 39.37%，债务结构仍以长期为主，与其业务特征相匹配；同期末，公司非受限货币资金对短期债务的覆盖能力仍然偏弱。跟踪期间，得益于股东星城控股货币注资 7.54 亿元，2024 年 3

<sup>3</sup> 根据长沙县人民政府关于同意长沙县星城控股集团有限公司二级重组相关事宜的批复(长县政函(2023)84 号文)，本期不再纳入合并范围的子公司:长沙县星城颐养院有限公司、湖南先进制造业学院有限责任公司、长沙县思慎教育咨询有限公司划转至长沙县星城文化旅游发展集团有限公司;长沙县星城商业管理有限公司、长沙星城新能源科技有限责任公司、长沙和光能源科技有限责任公司、长沙星城石化能源管理有限公司、长沙星城宜居物业管理有限公司划转至长沙县星城资源运营集团有限公司;长沙百年工程质量检测有限公司、长沙星城资本投资有限公司划转至长沙县星城控股集团有限公司。

月末公司实收资本上升 26.57%至 36.85 亿元；同时，跟踪期内，受长沙县国有企业二级重组方案<sup>4</sup>的影响，子公司核销砂石转运基地资产、无偿划出子公司及回购少数股东股权等因素综合作用的影响，同期末公司资本公积规模较 2022 年末下降 7.43%，进而推动期末公司所有者权益规模下降 2.54%，资本实力有所削弱，财务杠杆水平亦进一步抬升。截至 2024 年 3 月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 57.29%和 50.10%，资本结构有待进一步优化。

表 10：截至 2023 年末公司债务到期分布情况（亿元）

项目	平均融资成本	融资余额	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年及以上
银行贷款	4.67%	89.62	26.93	10.21	21.01	31.47
债券融资	3.69%	89.70	40.00	38.40	11.30	0.00
非标融资	5.36%	55.25	29.06	15.48	5.80	4.91
合计	5%左右	234.57	95.99	64.09	38.11	36.38

注：本表中融资余额数据未包括应付债券利息。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

### 现金流及偿债能力

公司经营活动净现金流跟踪期内仍呈净流出态势且净流出规模加大，主要系当年公司在基建和土整板块项目中投入增加所致；2023 年公司经营获现能力有所提升，但对利息的保障能力仍然偏弱。同时，跟踪期间公司购置土地等资产仍推动投资活动产生的现金流保持净流出态势，但净流出缺口较往年同期有所缩小。2023 年，公司债务总额持续增长，且得益于股东注资的影响，跟踪期间公司筹资活动产生的现金流呈大幅净流入状态。2023 年，公司经营性业务利润小幅增长，但受投资性房地产公允价值变动收益为负的影响，利润总额有所下滑，EBITDA 同步下降，对利息的保障能力仍然弱。

表 11：近年来公司财务相关科目及指标情况（亿元、%、X）

指标	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
存货	326.20	338.15	328.90	335.28
投资性房地产	12.25	37.91	45.42	45.42
其他非流动资产	32.58	41.30	71.72	71.72
资产总计	497.24	521.42	553.19	560.06
实收资本	22.17	29.12	36.65	36.85
资本公积	164.92	163.56	151.43	151.40
流动资产占比	82.75	78.39	71.15	70.97
经调整的所有者权益	235.63	245.42	239.65	239.19
资产负债率	52.61	52.93	56.68	57.29
总资本化比率	47.73	48.18	49.68	50.10
经营活动产生的现金流量净额	-1.86	-0.90	-17.25	-2.85
投资活动产生的现金流量净额	5.70	-13.91	-8.29	-3.63
筹资活动产生的现金流量净额	7.79	5.43	27.81	3.38
收现比（X）	1.27	0.68	1.39	--
总债务	215.15	228.19	236.62	240.16
短期债务占比	18.07	27.15	37.57	39.37
非受限货币资金/短期债务	0.68	0.27	0.21	0.16
EBITDA	3.57	4.47	4.21	--
EBITDA 利息保障倍数	0.32	0.32	0.43	--

<sup>4</sup> 2022 年 6 月 17 日，长沙县人民政府发布《长沙县人民政府关于组建长沙县星城控股集团有限公司的批复》（长县政函〔2022〕58 号），同意星城发展报送的《关于组建星城控股集团有限公司实施方案》，加快星城控股集团组建工作，并按要求将星城控股集团二级重组方案报县国资中心审核后呈县政府审批；同意星城发展 100%股权由长沙县人民政府无偿划转至长沙县星城控股集团有限公司。截至 2024 年 3 月末，二级重组工作已基本完成。

经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	-0.17	-0.07	-1.77	--
---------------------	-------	-------	-------	----

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 其他事项

受限情况方面，截至 2023 年末，公司受限资产占当期末总资产的 2.38%，主要系抵押借款受限的投资性房地产和存货等，存在一定的抵质押融资空间。

或有负债方面，公司对外担保金额占同期末净资产的比例为 16.30%<sup>5</sup>，其中，公司对松雅湖建投的担保规模为 21.26 亿元，占比 54.45%，存在较大的或有负债风险；同期末，公司存在以下未决诉讼案件：（1）子公司长沙县和润砂石经营管理有限公司（以下简称“砂石经营公司”）与长沙义升砂石有限公司、长沙高盛砂石有限公司、长沙傲帆砂石有限公司因就安沙基地生产线经营权合同未能达成一致被起诉，诉讼金额尚未确定；公司与长沙智进砂石有限公司因就暮云砂场《经营权出让合同》解除后的赔偿未能达成一致被起诉，诉讼金额尚未确定；何宪文因就暮云砂场《经营权出让合同》解除后的赔偿未能达成一致，起诉公司，诉讼金额尚未确定。截止 2024 年 3 月，上述案件正在审理过程中。（2）公司与湖南兆坤投资集团有限公司（以下简称“兆坤公司”）之间项目合作开发回购款项的法律诉讼，涉诉金额 4,427.15 万元。相关项目资产因兆坤公司涉及刑事案件追赃以及其他民事案件已被依法查封，且存在被多次轮候查封的情况，且对相关资产享有优先受偿权的权利人已向法院申请执行。公司已向法院提出执行异议，法院已作出执行裁定书驳回公司的异议请求。后公司提起诉讼，目前案件已发回长沙市中级人民法院重新审判，截止 2024 年 03 月 31 日未判决。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业历史违约记录情况表》及企业征信报告，截至 2024 年 3 月，公司近三年一期未发生违约事件，也不存在三年以前发生且当前未结清的违约事件。

## 调整项

中诚信国际通常从流动性、ESG、特殊事项等方面对前述评估的基础信用等级评估进行修正，公司存在未决诉讼案件、对外担保规模较大且集中度较高对公司基础信用等级有一定不利影响。

## 外部支持

跟踪期内，长沙县主要经济指标位处长沙市下辖区县前列，位列 2023 年度全国综合实力百强县市前列。公司维持区域重要性，实际控制人为长沙县政府，股权结构和业务开展均与市政府关联性高，在获得项目建设资金拨付、运营补贴等方面有良好记录，政府资金注入对公司资本支出和还本付息具有重要支撑。2023 年公司获得政府补助 0.06 亿元，获得股东注资 7.53 亿元。综上，跟踪期内长沙县政府具备很强的支持能力，同时保持对公司强的支持意愿，可为公司带来很强的外部支持。

## 跟踪债券信用分析

“22 星发 01”，本期募集资金总额 4.80 亿元，已使用 4.80 亿元，募集资金使用用途为扣除发行

<sup>5</sup> 公司对外担保具体情况见附三。

费用后全部用于偿还存量公司债券本金，根据企业反馈，不存在违规使用募集资金情况。

“21 星发 01”，本期募集资金总额 11 亿元，已使用 11 亿元，募集资金使用用途为支持北京师范大学长沙附属学校建设工程等，根据企业反馈，不存在违规使用募集资金情况。

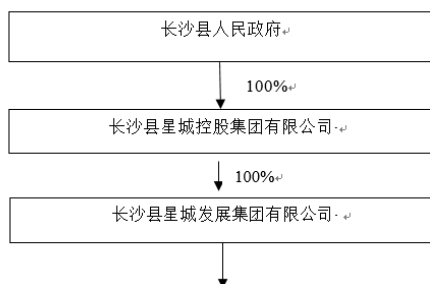
“20 星发 03”，本期募集资金总额 1 亿元，已使用 1 亿元，募集资金使用用途为补充流动资金和医疗体系建设，根据企业反馈，不存在违规使用募集资金情况。

## 评级结论

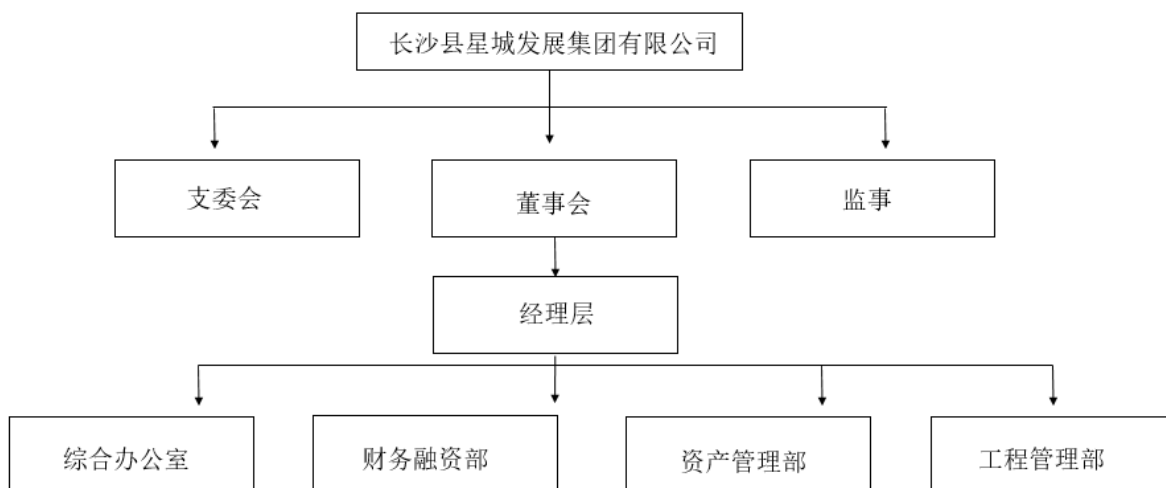
综上所述，中诚信国际维持长沙县星城发展集团有限公司主体信用等级为 **AA<sup>+</sup>**，评级展望为稳定；维持“20 星发 03”、“21 星发 01”、“22 星发 01”的债项信用等级为 **AA<sup>+</sup>**。



## 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 2023 年末）



一级子公司全称	简称	注册资本（亿元）	持股比例
长沙县星城水利投资开发有限公司	星城水利	1.25	100.00
长沙县星城卓誉人力资源管理有限公司	卓誉人力	0.03	100.00
长沙县松雅新城建设投资集团有限公司	松雅新城集团	50.00	100.00
长沙县星城建设投资集团有限公司	星城建设公司	50.00	100.00



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)	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
货币资金	265,923.57	168,444.65	185,835.69	154,866.71
非受限货币资金	265,923.57	168,444.65	185,835.69	154,866.71
应收账款	87,529.32	74,101.52	2,881.74	6,561.13
其他应收款	427,252.75	422,735.32	425,469.33	431,625.84
存货	3,262,013.50	3,381,529.89	3,288,953.22	3,352,811.37
长期投资	103,847.35	114,535.72	122,083.58	151,705.62
在建工程	25,879.13	15,861.78	32,880.35	34,855.42
无形资产	22,767.76	51,237.25	121,468.64	120,513.80
资产总计	4,972,408.49	5,214,202.18	5,531,937.97	5,600,620.07
其他应付款	184,690.87	233,736.48	492,518.26	508,086.96
短期债务	388,686.88	619,457.22	889,032.01	945,484.31
长期债务	1,762,773.25	1,662,399.31	1,477,178.12	1,456,080.32
总债务	2,151,460.13	2,281,856.53	2,366,210.13	2,401,564.63
负债合计	2,616,096.64	2,759,995.85	3,135,460.91	3,208,726.21
利息支出	109,807.64	137,511.95	97,201.87	--
经调整的所有者权益合计	2,356,311.84	2,454,206.33	2,396,477.06	2,391,893.87
营业总收入	247,951.33	182,799.15	158,743.46	4,067.60
经营性业务利润	21,686.52	9,509.89	11,971.45	-5,321.76
其他收益	17,886.48	923.22	607.11	1.65
投资收益	5,259.10	7,488.87	7,411.14	1,454.06
营业外收入	456.75	13.16	30.94	1.61
净利润	21,265.05	15,820.78	10,356.61	-4,167.21
EBIT	32,437.37	40,099.87	34,485.53	--
EBITDA	35,663.31	44,690.34	42,126.81	--
销售商品、提供劳务收到的现金	314,313.71	125,126.72	220,636.21	3,590.37
收到其他与经营活动有关的现金	114,849.42	242,928.95	121,450.69	3,894.52
购买商品、接受劳务支付的现金	293,869.65	222,231.35	424,738.13	31,194.17
支付其他与经营活动有关的现金	88,634.72	115,830.49	34,060.66	2,704.60
吸收投资收到的现金	41,674.53	19,200.00	75,372.85	2,000.00
资本支出	34,653.65	128,343.84	71,733.07	1,192.36
经营活动产生的现金流量净额	-18,559.46	-8,997.87	-172,501.90	-28,477.23
投资活动产生的现金流量净额	56,998.24	-139,078.35	-82,851.63	-36,318.38
筹资活动产生的现金流量净额	77,881.15	54,349.79	278,105.45	33,826.63
现金及现金等价物净增加额	116,319.93	-93,726.43	22,751.91	-30,968.98
财务指标	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
营业毛利率(%)	32.59	28.06	49.66	-3.75
期间费用率(%)	8.49	14.13	17.04	106.15
应收类款项占比(%)	13.23	11.90	9.98	10.03
收现比(X)	1.27	0.68	1.39	0.88
资产负债率(%)	52.61	52.93	56.68	57.29
总资本化比率(%)	47.73	48.18	49.68	50.10
短期债务/总债务(%)	18.07	27.15	37.57	39.37
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	-0.17	-0.07	-1.77	--
总债务/EBITDA(X)	60.33	51.06	56.17	--
EBITDA/短期债务(X)	0.09	0.07	0.05	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	0.32	0.32	0.43	--

注：1、中诚信国际根据星城集团提供的其经中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2022~2023 年度审计报告和未经审计 2024 年一季度整理；2、中诚信国际分析时将公司各期长期应付款中的带息债务计入长期债务；3、财务报告按照新会计准则编制，分析时 2021~2022 年财务数据分别采用 2022 年、2023 年审计报告期初数，2023 年和 2024 年一季度财务数据分别采用 2023 年审计报告和 2024 年一季度期末数；4、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，带“\*”指标已经年化处理，特此说明。

### 附三：长沙县星城发展集团有限公司对外担保明细（截至 2023 年末）

序号	被担保对象	企业性质	担保贷款余额 (万元)	担保起始日	担保到期日
1	长沙松雅湖建设投资有限公司	国有企业	7,800.00	2023/12/14	2025/5/30
2	长沙松雅湖建设投资有限公司	国有企业	9,000.00	2023/12/25	2026/12/4
3	长沙松雅湖建设投资有限公司	国有企业	10,000.00	2023/8/24	2024/8/23
4	长沙松雅湖建设投资有限公司	国有企业	10,000.00	2023/6/29	2024/6/29
5	长沙县星城颐养院有限公司	国有企业	16,000.00	2023/10/31	2033/10/31
6	长沙松雅湖建设投资有限公司	国有企业	10,000.00	2023/3/29	2025/3/29
7	长沙县星城颐养院有限公司	国有企业	22,000.00	2023/11/30	2053/11/29
8	长沙松雅湖建设投资有限公司	国有企业	18,500.00	2023/8/23	2024/12/6
9	长沙松雅湖建设投资有限公司	国有企业	10,000.00	2023/6/29	2024/6/29
10	长沙松雅湖建设投资有限公司	国有企业	44,000.00	2016/2/3	2034/1/4
11	长沙松雅湖建设投资有限公司	国有企业	20,836.10	2022/6/16	2025/6/16
12	长沙松雅湖建设投资有限公司	国有企业	4,294.49	2021/6/22	2024/6/22
13	长沙松雅湖建设投资有限公司	国有企业	7,934.15	2021/9/16	2024/9/16
14	长沙松雅湖建设投资有限公司	国有企业	6,865.68	2022/12/9	2025/12/9
15	长沙松雅湖建设投资有限公司	国有企业	5,133.10	2021/1/15	2026/1/15
16	长沙松雅湖建设投资有限公司	国有企业	3,519.39	2021/11/25	2024/11/25
17	长沙松雅湖建设投资有限公司	国有企业	3,828.17	2020/11/24	2025/10/8
18	长沙松雅湖建设投资有限公司	国有企业	1,783.20	2021/6/16	2024/6/16
19	长沙松雅湖建设投资有限公司	国有企业	15,000.00	2023/11/30	2025/5/30
20	长沙松雅湖建设投资有限公司	国有企业	12,685.70	2023/6/16	2026/6/16
21	长沙松雅湖建设投资有限公司	国有企业	11,480.43	2023/3/24	2026/3/15
22	长沙经济技术开发区集团有限公司	国有企业	59,350.00	2021/3/12	2025/3/12
23	长沙经济技术开发区集团有限公司	国有企业	19,200.00	2021/12/31	2024/12/20
24	长沙经济技术开发区集团有限公司	国有企业	9,600.00	2022/1/2	2024/12/20
25	长沙县农村环境建设投资有限公司	国有企业	7,000.00	2022/1/21	2027/1/21
26	长沙县农村环境建设投资有限公司	国有企业	14,000.00	2022/3/11	2027/1/21
27	长沙县农村环境建设投资有限公司	国有企业	12,785.89	2021/9/14	2026/9/10
28	长沙县农村环境建设投资有限公司	国有企业	18,000.00	2018/9/28	2032/9/28
合计	--	--	390,596.30	--	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 附四：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+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	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+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
盈利能力	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
	应收类款项占比	(应收账款+其他应收款+长期应收款+应收款项融资调整项)/资产总额
	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	经营性业务利润	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-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
	EBIT（息税前盈余）	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	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
现金流	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	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
偿债能力	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“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；2、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），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第1号——非经常性损益》证监会公告[2008]43号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

## 附五：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象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。
a	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，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。

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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
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。

短期债项等级符号	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	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



## 独立·客观·专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn