

长沙县星城发展集团有限公司

2022 年度跟踪评级报告

项目负责人：鄢 红 hyan@ccxi.com.cn

项目组成员：朱航园 hyzhu@ccxi.com.cn

张 蕾 lzhang02@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

2022 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。

■ 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和标准做出的独立判断，不存在因发行人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。债券存续期内，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。

■ 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 [2022]跟踪 2105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 星发 01”、“21 星城发展 MTN001”和“22 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

二零二二年六月二十八日

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 星发 01”、“21 星城发展 MTN001”和“22 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、公司维持重要的区域地位，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滞后，资产流动性仍较弱，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）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	422.83	458.12	491.00	495.81
所有者权益合计（亿元）	208.41	210.34	230.47	229.87
总负债（亿元）	214.42	247.78	260.54	265.94
总债务（亿元）	145.75	198.84	215.14	220.09
营业总收入（亿元）	32.38	29.77	24.80	0.65
经营性业务利润（亿元）	1.13	3.69	2.02	-1.12
净利润（亿元）	1.14	2.48	2.03	-0.90
EBITDA（亿元）	3.21	5.52	3.94	--
经营活动净现金流（亿元）	-21.21	-16.67	-1.46	-4.00
收现比（X）	0.53	0.98	1.27	5.43
营业毛利率（%）	47.63	28.26	32.01	-7.56
应收类款项/总资产（%）	17.69	17.36	13.40	12.73
资产负债率（%）	50.71	54.09	53.06	53.64
总资本化比率（%）	41.15	48.60	48.28	48.91
总债务/EBITDA(X)	45.42	35.99	54.64	--
EBITDA 利息倍数(X)	0.42	0.52	0.36	--

注：1、中诚信国际根据 2020 年及 2021 年审计报告以及未经审计的 2022 年一季度财务报表整理；2、2019 年数据采用 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；3、计算总债务时，将公司长期应付款中带息债务计入长期债务；4、各期财务报表均按照新会计准则编制。

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)*	2.35	7
	收现比(X)*	1.03	8
流动性 (18%)	货币资金/短期债务(X)	0.68	6
	受限资产占总资产的比重(X)	0.03	10
资本结构与 资产质量 (39%)	所有者权益(亿元)	230.47	8
	总资本化比率(X)	0.48	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			3
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 2019 年~2021 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，2021 年长沙县实现地区生产总值(GDP)2,003.2 亿元，增速为 7.6%，经济总量在长沙市下辖 9 个县（市）、区中位于前列，为公司发展提供了良好的外部环境。

■ **公司维持重要的区域地位。**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”新格局中发挥重要作用，区域地位突出，跟踪期职能定位稳定。

■ **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滞后。**公司在建的工程建设项目规模较大，且较多项目已满足竣工条件，但竣工结算与工程移交的进度较慢，未来需关注其结算和回款的及时性。

■ **资产流动性仍较弱。**截至 2022 年 3 月末，公司资产中存货占比 67.36%，占比较高，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，面临较大的偿债压力。**公司债务规模持续快速增长，截至 2022 年 3 月末为 220.09 亿元；此外，公司未来三年到期债务规模较大，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 星城发展 MTN001 (AA+) 20 星城发展 MTN001 (AA+)	2021/06/28	吴亚婷、朱航园	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

2021 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	491.00	230.47	53.06	260.54	24.80	2.03	-1.46
浏阳市城市建设集团有限公司	548.86	246.23	55.14	302.62	22.22	5.19	-23.63
长沙市望城区城市建设投资集团有限公司	393.68	167.27	57.51	226.41	21.26	3.31	-34.39

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
22 星发 01	AA+	AA+	2022/01/27	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 星城发展 MTN001	AA+	AA+	2021/06/28	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+	2021/06/28	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
20 星发 03	AA+	AA+	2021/06/28	2.00	2.00	2020/11/24~2025/11/24	--
20 星城发展 MTN001	AA+	AA+	2021/06/28	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

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。

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（2021 年）》，截至 2021 年末，募集资金已按约定全部使用。

“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。根据《长沙县星城发展集团有限公司公司债券年度报告（2021 年）》，截至 2021 年末，募集资金已按约定全部使用。

“22 星发 01”于 2022 年 2 月发行，募集资金 4.80 亿元，全部用于偿还公司有息债务，截至 2022 年 3 月末，募集资金已按约定全部使用。

宏观经济和政策环境

宏观经济:2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5%的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，供需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，

政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

宏观风险:2022 年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

宏观政策:2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政

府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

宏观展望：疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022年GDP增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，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，中国经济运行长期向好的基本面未改。

近期关注

长沙县经济财政实力稳步增强，稳居长沙市下辖9个县（市）、区前列，随着湖南自贸区逐步发展，长沙县对外开放水平将全面提升，长沙县经济发展将获得新的助力

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。

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，但增速呈波动态势。2021年长沙县地区生产总值（GDP）为2,003.2亿元，增速为7.6%，经济总量在长沙市下辖9个县

（市）、区中位于前列。2021年，长沙县三次产业对GDP增长的贡献率分别为6.2%、44.0%、49.8%，全县三次产业结构调整为4.4：53.3：42.3。2021年长沙县规模以上工业增加值比上年增长7.0%。

2021年，长沙县完成地方一般公共预算收入132.57亿元，税收占比为77.79%，近年来财政实力逐年增长；同年地方一般公共预算支出为177.83亿元，近年来呈波动态势；2021年因地方一般公共预算支出有所下降，财政平衡能力显著提高至74.55%，在湖南省区（县、县级市）中财政平衡能力相对较高。2021年，长沙县实现政府性基金收入231.99亿元。

表 1：2019-2021 年长沙县经济及财政概况

主要指标	2019	2020	2021
GDP（亿元）	1,701.0	1,808.3	2,003.2
GDP 增速（%）	8.2	4.3	7.6
一般公共预算收入（亿元）	111.24	125.84	132.57
税收收入（亿元）	91.11	84.26	103.13
政府性基金收入（亿元）	160.47	197.47	231.99
一般公共预算支出（亿元）	186.25	194.70	177.83
财政平衡率（%）	59.73	64.63	74.55

资料来源：长沙县人民政府网站，中诚信国际整理

注：长沙县2020年及2021年地方一般公共预算收入包含省级税收下放部分。

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（151km²），“三城”指东部临空产业城（90km²）、南部国际会展城（106km²）、北部生态服务城（103km²），规划总面积450平方公里。

此外，2020年9月，中国（湖南）自由贸易试验区（以下简称“湖南自贸区”）正式揭牌，湖南自贸区的实施范围119.76平方公里，其中，长沙片区79.98平方公里（含长沙黄花综合保税区1.99平方公里），长沙片区将对接“一带一路”建设，突出临空经济，重点发展高端装备制造、新一代信息技术、生物医药、电子商务、农业科技等产业，打造高端装备制造业基地、内陆地区高端现代服务业中心、中非经贸深度合作先行区和中部地区崛起增长极。未来随着城市新格局逐步形成，湖南自贸区逐步发展，长沙县经济发展将获得新的助力。

跟踪期内，公司产权结构无变化

跟踪期内，公司产权结构没有发生变化，截至 2022 年 3 月末，公司控股股东及实际控制人仍为长沙县人民政府，长沙县人民政府持有公司 100% 的股权。

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；近年来该业务收入持续下降，且主要来自于自有土地转让，未来受土地市场景气程度和政策调控的影响具有一定的不确定性

公司土地开发整理业务分为自有土地转让及委托整理两种模式。其中，自有土地转让系公司自筹资金对相关地块及周边配套基础设施进行完善，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。委托整理模式系公司与长沙县人民政府签订委托代建协议，由长沙县人民政府委托公司对长沙县区域内的土地进行开发整理，公司自筹资金进行项目建设，待项目完工后，长沙县人民政府对项目总成本予以审查及核定，按核定总成本及一定的加成比例与公司结算。

2019~2021 年，公司土地开发整理收入分别为 30.20 亿元、27.82 亿元和 18.56 亿元，呈逐年下降态势，主要来自于自有土地转让，当期公司整理转让土地共 27 宗，合计总投资 46.49 亿元，共确认收入 76.01 亿元，截至 2021 年末已全部回款，业务回款较为及时。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景气程度和政府相关政策调控影响具有不确定性。截至 2021 年末，

公司无在建及拟建的委托整理项目。

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 2022 年 3 月末，公司存货中土地资产面积合计 3,731.99 亩，账面价值 56.85 亿元，主要以商业、商住、商服土地为主。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。

公司仍为长沙县最重要的基础设施建设主体，业务稳定性及可持续性较强，但近年来结算进度较慢，需关注其竣工结算、收入确认及回款的进展

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 2022 年 3 月末，公司主要在建项目总投资合计 124.65 亿元，已投资 107.61 亿元，同期末公司很多项目已满足竣工条件，但竣工结算与工程移交的进度较慢，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 17.55 亿元。

表 2：截至 2022 年 3 月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	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）	380,000.00	380,000.00
2	万家丽北路工程	180,000.00	180,000.00
4	星沙联络线（捞刀河东岸-月形山立交段）	120,000.00	113,334.02
5	岳汝公路	81,800.00	62,791.67
6	空港城黄金大道 B 段	58,800.00	42,731.00
7	黄兴镇现代市场群及市场物流配套工程	57,900.00	34,770.00
8	物流大道二期工程	41,300.00	29,904.00

9	北山大道项目	31,000.00	23,805.40
10	X024 青山铺至开慧联络线	38,650.00	7,483.00
11	望仙东路（二期）	22,000.00	6,591.23
12	北京师范大学长沙附属学校空港城校区	130,000.00	120,000.00
13	星城东宸花园	105,000.00	74,650.83
合计		1,246,450.00	1,076,061.15

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 2022 年 3 月末公司主要拟建项目情况（亿元）

序号	拟建项目名称	计划总投资
1	捞刀河（城区段）水系综合整治项目（三合垸堤防达标工程）	1.46
2	捞刀河（城区段）水系综合整治项目（高沙垸堤防达标工程）	4.70
3	东八线电力走廊公共绿地（二期）	5.10
4	次干道二	0.23
5	长沙县液化石油气瓶供应站点建设	1.10
6	长沙县北部农产品精深加工园	4.96
合计		17.55

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2021 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；公司自营项目规模较大，存在较大的资本支出压力，未来受经营情况影响存在一定不确定性

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，公司布局停车场、广告、产业园区、加油站等经营性业务。目前公司主要在建的自营项目为智慧停车场、榔梨花园新城及水乡古镇、浔龙河公交枢纽、加油站等，建设内容包括停车位、广告位、商业体及厂房等，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平衡前期投入资金。截至 2022 年 3 月末，公司主要自营项目预计总投资 56.83 亿元，截至 2022

年 3 月末，已投资 3.56 亿元，尚需投资 53.27 亿元，规模较大，存在较大的资本支出压力，此外，公司自营项目未来资金平衡受经营情况影响较大，存在一定的不确定性。

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 2020 年、2021 年审计报告及未经审计的 2022 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。2021 年，公司合并财务报表范围新增 4 家子公司。

表 4：2021 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
长沙县星城商业管理有限公司	100%	股权划转
长沙县和润砂石经营管理有限公司	100%	股权划转
长沙星城新能源科技有限责任公司	100%	新设成立
长沙星城畅享咨询有限公司	100%	新设成立

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2021 年，公司营业总收入有所下降，但营业毛利率同比增长；利润总额对政府补助依赖程度较大，整体盈利能力一般

2021 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，基础设施建设项目当期结算进度加快，收入同比增加 3.76 亿元；但土地开发整理收入同比下降 9.26 亿元，该业务收入受土

地市场和政策的影响具有一定的不确定性。租赁业务及新型建材业务对营业收入形成一定补充，但规模仍较小。此外，2021年以来公司新增油品收入，推动其他业务收入有所增长。毛利率方面，公司基础设施建设业务以成本加成一定比例确认收入，近年来小幅波动；2021年公司转让的自有土地征拆成本较低，推动土地开发整理业务毛利率有所增长；公司新增油品业务毛利率较高，推动其他业务毛利率大幅增长。整体来看，2021年公司综合毛利率同比小幅增长，2021年一季度，由于公司确认业务收入尚小，加之对建设项目及销售商品的持续投入，营业毛利率为-7.56%。

表5：近年来公司主要板块收入及毛利率情况（亿元、%）

收入	2019	2020	2021	2022.3
基础设施建设	1.27	0.87	4.63	0.28
土地开发整理	30.20	27.82	18.56	-
租赁	0.62	0.75	0.64	0.09
新型建材	0.03	0.02	0.03	0.0008
其他	0.26	0.31	0.95	0.28
合计	32.38	29.77	24.80	0.65
毛利率	2019	2020	2021	2022.3
基础设施建设	20.02	13.67	20.92	3.37
土地开发整理	48.69	28.10	34.93	-
租赁	68.29	62.72	15.07	-15.89
新型建材	28.05	5.70	4.43	-162.54
其他	11.55	1.59	41.35	1.84
合计	47.63	28.26	32.01	-7.56

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，2021年公司偿还较大规模的到期债务，且当期新增借款尚未支付利息，使得当期财务费用有所减少；管理费用主要为职工薪酬和折旧摊销费等，2021年受合并范围新增子公司的影响，管理费用有所增长，推动期间费用合计小幅增加。2021年，公司期间费用率增至8.49%，仍处于较低水平。2021年1~3月，公司确认收入尚小，使得期间费用率高。

公司利润主要来源于经营性业务利润，其中经营性业务利润中与日常活动相关的政府补助占比较大，2021年公司收到政府补助减少加之营业总收入下降，导致经营性业务利润及利润总额随之同比下降。2021年公司收到政府补助1.79亿元，占利润

总额的81.96%，占比较大，公司利润总额对政府补助依赖程度较大，公司业务盈利能力一般。同时，持有的湖南星沙农业商业银行股份有限公司、长沙县中建星和投资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能对利润形成一定补充，但2021年投资收益规模大幅下降。

近年来，公司收现比指标逐年增长，其中2021年公司收到土地转让回款增加，推动收现比指标增长至1.27倍。

表6：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2019	2020	2021	2022.03
营业总收入	32.38	29.77	24.80	0.65
期间费用合计	1.54	2.07	2.11	0.85
期间费用率(%)	4.75	6.97	8.49	129.27
经营性业务利润	1.13	3.69	2.02	-1.12
其他收益	0.002	2.21	1.79	0.0001
投资收益	0.15	0.74	0.12	0.16
利润总额	1.76	3.59	2.18	-0.90
收现比(X)	0.53	0.98	1.27	5.43

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

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，且应收类款项对公司资金形成一定程度占用，资产流动性较弱；公司债务规模持续扩张，但债务结构较为合理

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，截至2022年3月末，公司总资产为495.81亿元，较2020年末增长37.69亿元，主要系工程项目持续建设加之公司购买土地使得存货增加所致。

公司资产主要由存货、应收类款项、其他非流动资产及货币资金构成。截至2022年3月末，公司存货为333.98亿元，占总资产的比重为67.36%，占比较高，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，同期末分别为267.11亿元及56.85亿元。2021年及2022年1~3月公司土地资产有所增加，除公司当期购买土地外，还存在公司前期购买的部分土地于当期获得土地使用权证后由其他非流动资产转入存货。截至2022年3月末，公司存量土地共58宗，主要由公司通过招拍

挂取得，均已缴纳土地出让金，且多为商住、商服用地，但其中 8.83 亿元的土地因抵押受限。截至 2022 年 3 月末，公司应收类款项余额为 63.10 亿元，占期末总资产的比重为 12.73%，较 2020 年末有所下降。公司应收账款主要系暂未收回的土地款；其他应收款主要系应收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借款及往来款；此外，公司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”）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，公司应收类款项规模较大，对资金形成一定占用。其他非流动资产主要系通途公司的土地购置款，规模较大，2021 年有所下降主要系部分土地获得土地使用权证后转入存货所致。

公司所有者权益主要由资本公积、未分配利润及实收资本构成。截至 2022 年 3 月末，公司所有者权益较 2020 年末增长 19.53 亿元，其中，长沙县人民政府将长沙县星城商业管理有限公司（以下简称“星城商业”）和长沙县人民政府将长沙县和润砂石经营管理有限公司（以下简称“和润砂石”）两家公司 100% 的股权无偿划转至公司，增加公司资本公积 8.06 亿元；长沙县人民政府通过货币及房屋等实物资产实缴资本，增加实收资本 10.17 亿元；此外，未分配利润小幅增长。

近年来，公司总债务规模持续增长，截至 2022 年 3 月末增长至 220.09 亿元，主要以应付债券及长期借款为主。2022 年 3 月末，公司债务规模有所增长，但受益于股东持续现金和资产投入，公司总资本化比率较 2020 年末基本持平。债务结构方面，截至 2022 年 3 月末，短期债务/总债务为 0.25 倍，公司债务仍以长期债务为主，债务结构较为合理。

表 7：近年来公司资本结构及资产质量相关指标（亿元）

	2019	2020	2021	2022.3
存货	289.82	288.80	326.20	333.98
其他应收款	47.79	53.38	42.73	43.21
其他非流动资产	26.34	45.46	32.58	33.64
总资产	422.83	458.12	491.00	495.81
所有者权益合计	208.41	210.34	230.47	229.87

实收资本	11.00	12.00	22.17	22.17
资本公积	156.55	156.72	164.78	165.08
长期借款	39.99	55.37	68.49	69.07
应付债券	84.40	93.10	107.78	91.02
总债务	145.75	198.84	215.14	220.09
总负债	214.42	247.78	260.54	265.94
短期债务/总债务 (X)	0.15	0.25	0.18	0.25
资产负债率 (%)	50.71	54.09	53.06	53.64
总资本化比率 (%)	41.15	48.60	48.28	48.91
应收类款项/总资产 (%)	17.69	17.36	13.40	12.73

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司经营活动净现金流整体表现较弱，业务开展依赖于外部筹资；债务规模持续扩张，各项偿债指标均有所弱化；货币资金无法覆盖短期债务，公司面临一定的短期债务压力

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、政府补助及往来款，流出主要系项目支出成本及其他往来支出。2021 年，公司土地开发整理业务回款较上年小幅增加，但收到的往来款有所减少，使得经营活动现金流入小幅下降，但建设开发项目的资金投入规模大幅减少，公司经营活动现金流缺口有所收窄。2021 年，公司收回较大规模前期对关联公司长沙松雅湖建设投资有限公司及长沙县中建星和投资有限公司等公司的借款，推动投资活动现金流入增加，同时当期投资支出规模较小，投资活动现金流由净流出转为净流入。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，2021 年公司对外融资力度仍较大，但因当期偿还到期债务规模增大，导致筹资活动净现金流大幅下降。

2021 年，公司营业总收入下降，EBITDA 随之下降，加之债务规模持续增长，EBITDA 对债务本息的覆盖能力减弱。同时，近年来公司经营活动现金流均为净流出，无法覆盖债务利息，公司各项偿债指标均较弱，整体偿债能力有待加强。

短期偿债能力方面，截至 2021 年末，公司短期债务同比有所下降，且货币资金同比大幅增长，当期末货币资金/短期债务增长至 0.68 倍，但于 2022 年 3 月末回落至 0.43 倍，货币资金无法覆盖短期债

务，公司面临一定的短期债务压力。

表 8：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2019	2020	2021	2022.3
经营活动净现金流	-21.21	-16.67	-1.46	-4.00
投资活动净现金流	-14.74	-34.77	5.70	-2.87
筹资活动净现金流	35.96	52.06	7.39	3.88
经营活动净现金流利息覆盖倍数	-2.80	-1.58	-0.13	--
EBITDA	3.21	5.52	3.94	-0.46
总债务/EBITDA	45.42	35.99	54.64	--
EBITDA 利息覆盖倍数	0.42	0.52	0.36	--
货币资金/短期债务	0.63	0.30	0.68	0.43

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司未来三年债务到期压力较大，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公司及当地国有企业，代偿风险相对可控

公司 2022 年 4~12 月、2023 年、2024 年、2025 年及 2026 年及以后的债务到期规模分别为 48.29 亿元、58.01 亿元、70.62 亿元、19.71 亿元及 23.46 亿元，未来三年债务到期规模较大。

截至 2022 年 3 月末，公司获得银行授信总额 359.55 亿元，剩余额度 189.94 亿元，备用流动性较充足。

截至 2022 年 3 月末，公司对外担保余额为 40.49 亿元，占同期末净资产的比重为 17.61%，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 2022 年 3 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	22.17
长沙经济技术开发区集团有限公司	国企	8.96
长沙县农村环境建设投资有限公司	国企	5.80
湖南自由贸易试验区临空产业投资集团有限公司	参股公司	1.96
长沙县水业控股集团有限公司	国企	0.30
长沙县洁源水业有限公司	国企	1.30
合计	--	40.49

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

截至 2022 年 3 月末，公司受限资产账面价值合计为 13.83 亿元，占同期末总资产的比重为 2.79%，其中存货中受限的土地使用权及房屋使用

权为 10.94 亿元，固定资产为 1.03 亿元，投资性房地产为 0.95 亿元，货币资金为 0.91 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 4 月 20 日，近五年公司本部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。

外部支持

公司仍保持较高定位，具有很强的业务垄断优势；股东支持使得公司资本实力有所增强

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”）、湖南自由贸易试验区临空产业投资集团有限公司（以下简称“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。

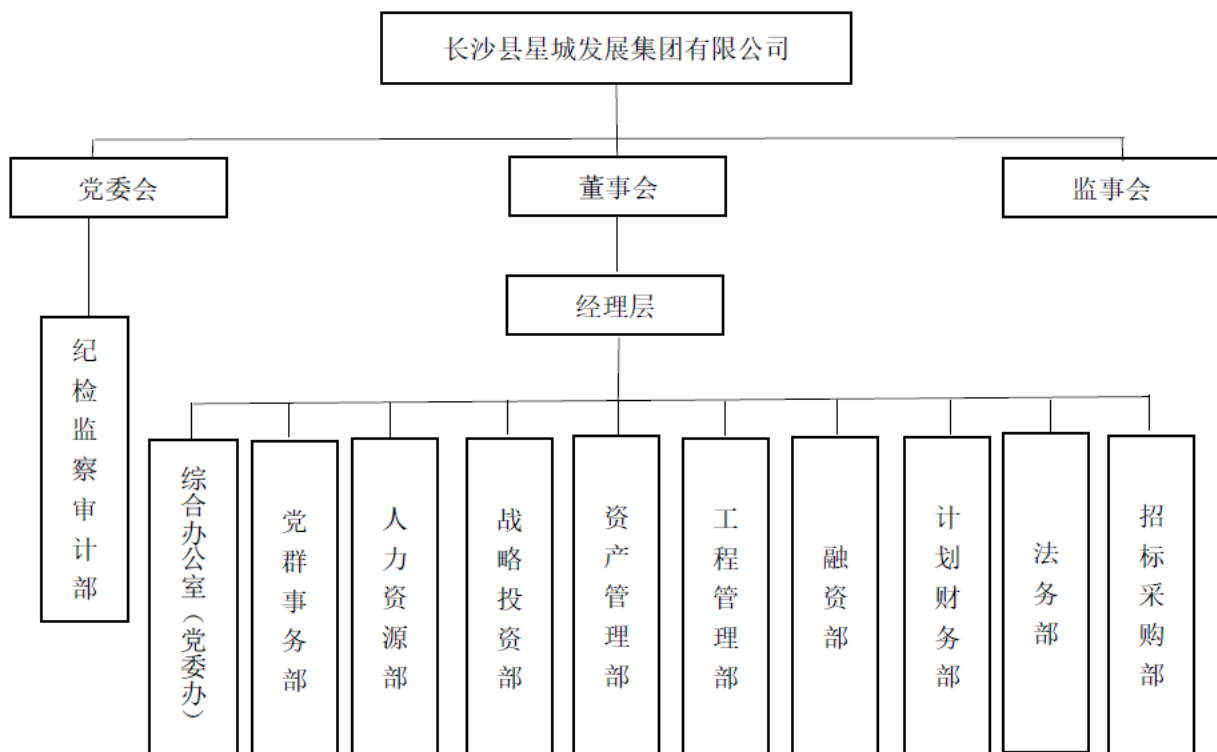
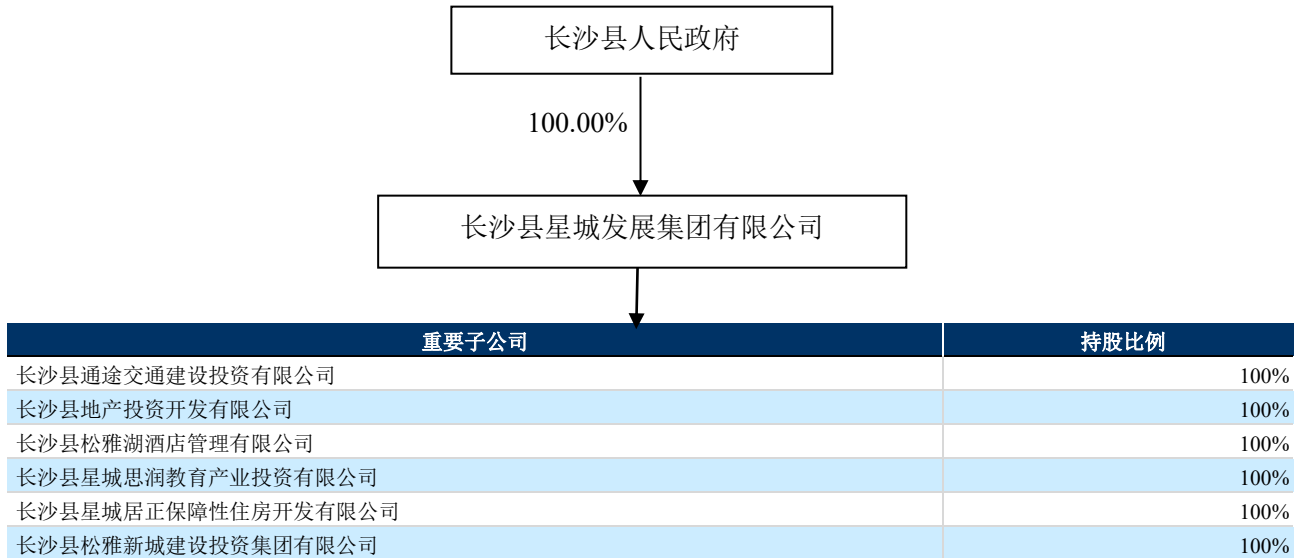
从 2021 年获得长沙县人民政府的支持情况来看，主要体现在资金拨付和资产注入两个方面：1）2021 年收到长沙县人民政府以货币及房屋等实物资产实缴资本 10.17 亿元；2）2021 年及 2022 年 1~3 月共收到政府补助 1.82 亿元；3）2021 年，长沙县人民政府将星城商业和和润砂石两家公司 100% 的股权无偿划转至公司，增加公司资本公积 8.06 亿元。

中诚信国际认为，鉴于长沙县经济实力较强，公司在长沙县重要主体地位，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 星发 01”、“21 星城发展 MTN001”和“22 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 2022 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）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	134,367.92	153,603.65	265,923.57	235,857.72
应收账款	121,716.04	118,196.66	87,529.32	65,909.57
其他应收款	477,943.61	533,795.98	427,252.75	432,108.29
存货	2,898,237.06	2,887,955.67	3,262,013.50	3,339,810.07
长期投资	50,265.41	81,429.43	79,400.02	79,400.02
在建工程	0.00	1,516.12	25,879.13	35,562.08
无形资产	2,568.12	5,461.14	22,767.76	22,604.82
总资产	4,228,302.51	4,581,158.87	4,910,034.13	4,958,067.70
其他应付款	320,125.31	271,486.38	184,690.87	171,549.88
短期债务	213,576.60	503,724.77	388,686.88	542,927.18
长期债务	1,243,938.09	1,484,701.31	1,762,739.62	1,657,988.45
总债务	1,457,514.69	1,988,426.08	2,151,426.50	2,200,915.62
总负债	2,144,178.37	2,477,781.43	2,605,374.13	2,659,374.67
费用化利息支出	11,725.87	16,390.45	12,886.05	--
资本化利息支出	63,925.77	89,294.12	96,921.59	--
实收资本	110,000.00	119,968.78	221,698.85	221,698.85
少数股东权益	4,822.99	6,432.54	6,222.99	6,316.01
所有者权益合计	2,084,124.13	2,103,377.44	2,304,660.00	2,298,693.02
营业总收入	323,840.69	297,686.46	247,951.33	6,549.69
经营性业务利润	11,304.86	36,898.13	20,242.99	-11,154.04
投资收益	1,479.20	7,435.41	1,192.37	1,565.26
净利润	11,376.26	24,757.20	20,291.99	-8,987.76
EBIT	29,291.84	52,304.98	34,708.70	--
EBITDA	32,089.26	55,244.60	39,378.17	--
销售商品、提供劳务收到的现金	170,311.59	290,971.05	314,313.71	35,597.30
收到其他与经营活动有关的现金	156,287.78	165,144.95	114,849.42	32,437.35
购买商品、接受劳务支付的现金	314,119.89	441,258.59	293,869.65	84,308.51
支付其他与经营活动有关的现金	89,978.93	24,979.79	84,634.72	12,665.38
吸收投资收到的现金	102,450.00	50,298.78	41,674.53	49,374.80
资本支出	1,177.42	7,976.22	34,653.65	27,047.22
经营活动产生现金净流量	-212,052.13	-166,737.78	-14,559.46	-39,965.06
投资活动产生现金净流量	-147,448.33	-347,690.58	56,998.24	-28,689.77
筹资活动产生现金净流量	359,554.23	520,550.73	73,881.15	38,788.98
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率（%）	47.63	28.26	32.01	-7.56
期间费用率（%）	4.75	6.97	8.49	129.27
应收类款项/总资产（%）	17.69	17.36	13.40	12.73
收现比（X）	0.53	0.98	1.27	5.43
总资产收益率（%）	0.69	1.19	0.73	--
资产负债率（%）	50.71	54.09	53.06	53.64
总资本化比率（%）	41.15	48.60	48.28	48.91
短期债务/总债务（X）	0.15	0.25	0.18	0.25
FFO/总债务（X）	0.01	0.02	0.02	--
FFO 利息倍数（X）	0.25	0.38	0.33	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数（X）	-2.80	-1.58	-0.13	--
总债务/EBITDA（X）	45.42	35.99	54.64	--
EBITDA/短期债务（X）	0.15	0.11	0.10	--
货币资金/短期债务（X）	0.63	0.30	0.68	0.43
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	0.42	0.52	0.36	--

1、中诚信国际根据 2020 年及 2021 年审计报告以及未经审计的 2022 年一季度财务报表整理；2、2019 年数据采用 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；3、计算总债务时，将公司长期应付款中带息债务计入长期债务；4、各期财务报表均按照新会计准则编制。

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
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	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
	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。