

金融街控股股份有限公司 2021 年面向专业投资者 公开发行公司债券（第五期）信用评级报告

项目负责人：田梓慧 zhtian@ccxi.com.cn

项目组成员：王钰莹 yywang01@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021 年 9 月 10 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 [2021]2743D 号

金融街控股股份有限公司：

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“金融街控股股份有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第五期）”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，本次公司债券的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年九月十日

发行要素

发行人	本期规模	发行期限	偿还方式	发行目的
金融街控股股份有限公司	不超过 25 亿元（含 25 亿元）	3+2 年	每年付息一次，到期一次还本付息	偿还到期或回售的公司债券

评级观点：中诚信国际评定“金融街控股股份有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第五期）”的债项信用等级为 AAA。中诚信国际肯定了公司获得较强的股东支持、销售业绩持续增长、土地储备区位优势明显、优质自持物业规模较大、融资渠道畅通等方面优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到房地产行业政策、存货去化有待加强且杠杆比率处于较高水平等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

金融街控股 (合并口径)	2018	2019	2020	2021.6
总资产（亿元）	1,485.27	1,619.90	1,692.08	1,683.49
所有者权益合计（亿元）	371.98	389.81	398.05	394.86
总负债（亿元）	1,113.28	1,230.09	1,294.03	1,288.63
总债务（亿元）	805.69	846.87	875.15	831.56
营业总收入（亿元）	221.13	261.84	181.21	54.73
净利润（亿元）	40.37	41.21	22.18	6.56
EBITDA（亿元）	74.58	79.28	57.18	--
经营活动净现金流（亿元）	-90.29	26.60	98.90	42.66
营业毛利率(%)	48.60	40.15	32.86	32.44
净负债率(%)	184.45	188.96	172.58	164.01
总债务/EBITDA(X)	10.80	10.68	15.30	--
EBITDA 利息倍数(X)	1.73	1.67	1.18	--

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 2018~2020 年度财务报告及未经审计的 2021 年半年报整理，均使用报告期末数；2、本评级报告中的债务包含应付票据。

正 面

■ **较强的股东支持。**公司股东北京金融街投资（集团）有限公司（以下简称“金融街集团”）是北京市西城区人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“西城区国资委”）旗下重要的资产管理平台。作为金融街集团重要的房地产开发运营平台，公司在资金和业务协同等方面持续获得金融街集团的支持。

■ **销售业绩持续增长，土地储备区位优势明显。**近年来公司销售规模持续增长，2020 年及 2021 年上半年销售金额分别同比增长 26%和 37%。截至 2021 年 6 月末，公司已进入五大城市群 16 个重点城市，一、二线城市的土地储备面积占比较高，为其业务持续发展提供了保障。

■ **较大规模的优质自持物业。**公司大部分自持物业位于北京金融街区域，资源的稀缺性及优越的地理位置使得公司投资物业保持了较高的出租率及租金水平，能够贡献稳定的现金流和利润。

■ **融资渠道畅通。**公司与银行、保险等金融机构保持良好合作关系，未使用授信充足；同时公司作为上市公司，直接融资渠道畅通。

关 注

■ **房地产行业政策。**在“房住不炒”行业政策的基调下，房地产市场持续处于较为严格的监管环境之中。在房地产金融监管力度持续强化的背景下，偏紧的信贷环境或将对房地产企业资金平衡带来一定挑战。

■ **存货去化有待加强。**公司部分项目受地方政府限价政策及竞争环境等影响，销售进度不及预期，存货去化水平有待提升。

■ **杠杆比率处于较高水平。**由于土地储备规模扩大、开发项目增加且自持物业规模较大，公司外部融资保持在一定规模，债务规模和净负债率处于较高水平。

发行人概况

公司前身是成立于1992年的北京市金融街建设开发公司，于2000年6月通过资产置换在深圳证券交易所上市，股票代码000402。公司主营业务包括房地产开发、物业租赁及物业经营等相关业务。项目主要集中于五大城市群中心城市（京津冀、长三角、珠三角、成渝和长江中游）和周边一小时交通圈卫星城/区域，截至2021年6月末，公司已完成对五大城市群16个重点城市的布局。

产权结构：截至2021年6月末，公司注册资本为29.89亿元，金融街集团及其一致行动人持股比例为36.77%，系公司控股股东，公司实际控制人为西城区国资委；和谐健康保险股份有限公司（通过“和谐健康保险股份有限公司—万能产品”持有）和中国人寿保险股份有限公司（通过“安邦人寿保险股份有限公司—积极型投资组合”持有）分别持有公司15.68%和14.10%股份¹。

本期债券概况

表 1：本期债券概况

	基本条款
发行主体	金融街控股股份有限公司
债券名称	金融街控股股份有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第五期）
发行规模	不超过 25 亿元（含 25 亿元）
债券期限	本期债券期限为 5 年期，附第 3 年末投资者回售选择权和公司调整票面利率选择权
偿还方式	本次债券按年付息，到期一次还本，最后一期利息随本金一起支付
募集资金用途	拟用于偿还到期或回售的公司债券

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

行业环境

2020 年在房企年底加速去化的带动下全年商品房销售超越上年水平；2021 年上半年全国房地产市场整体保持较快增长态势，但随着上半年低基数效应的减弱

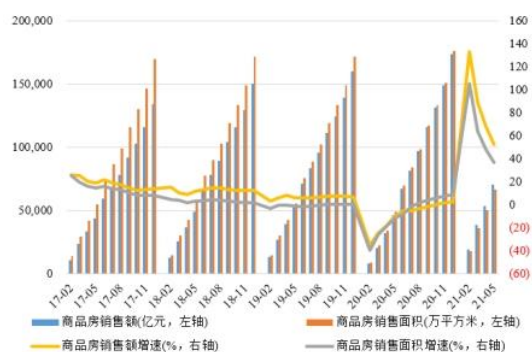
¹ 2020 年 3 月 20 日，中国银行保险监督管理委员会批准安邦保险集团股份有限公司和安邦财产保险股份有限公司将持有和谐健康的 100%股权转让予福佳集团有限公司、南京扬子国资投资集团有限责任公司、珠海大横琴投资有限公司、金科地产集团股份有限公司和良运集团有限公司。交易完成后，和谐健康保险股份有限公司与中国人寿保险股份有限公司解除一致行动人关系。

以及调控政策的持续影响，2021 年下半年商品房销售金额增速将较上半年放缓

2020 年第一季度全国房地产销售受疫情冲击较大，全国商品房销售额和面积分别同比下降 24.70% 和 26.30%，均降至 2017 年以来同期最低水平。二季度，市场需求不断释放叠加房企加快推盘节奏，商品房销售逐月恢复，并于 9 月恢复至 2019 年同期水平。进入四季度后，房企加速去化，带动全年销售面积和金额超越上年，全年商品房销售额和面积分别同比增长 2.6% 和 8.7%；房地产行业表现出较强韧性。2021 年上半年房地产市场保持较高热度，1~6 月全国房地产销售额和销售面积分别同比增长 38.9% 和 27.7%。其中一季度房地产销售金额和销售面积增速分别达到 88.45% 和 63.83%，达五年内高点。**中诚信国际认为**，随着 2020 年上半年低基数效应的减弱以及调控政策的持续影响，2021 年下半年商品房销售金额增速将较上半年放缓。

图 1：近年来全国商品房销售情况

单位：亿元、万平方米、%



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

商品房价格方面，2021 年 1~6 月商品住宅销售价格呈明显上涨态势。其中一线城市新建住宅累计价格涨幅为 3.55%，二三线城市新建住宅涨幅分别为 3.04% 和 1.61%。从商品房去化情况看，近年来我国商品房整体库存周期处于较低水平，2020 年疫情爆

发初期商品房去化速度受到显著影响，待售面积环比增幅明显提升，2020年二、三季度疫情得到控制后，去化明显提速，商品房待售面积逐月下降并快速恢复至上年同期水平。2021年上半年，在房地产市场热度较高且去化加速的背景下，库存消化周期进一步缩短，部分城市出现供不应求状态。但值得注意的是各能级城市依旧呈现出明显的分化趋势，此前土地供应较多、人口增长较慢甚至负增长的弱能级城市库存压力仍然较大。

2020 年在疫情影响下房地产投资短期内呈先抑后扬的态势，全年房地产投资额同比增长；2021 年上半年，得益于房地产市场较好的发展态势，投资额保持快速增长

2020年初在疫情影响下，多地发布了延迟复工通知，导致开发受阻，新开工面积自2016年以来首次出现负增长；4月以来随着疫情得到有效控制，各地逐步复工、土地供应力度增加、叠加房企追赶开发进度及拿地需求逐步释放，全国新开工面积降幅逐月回落，全国新开工面积同比下降1.2%。2021年1~6月，主要由于22座重点城市实施住宅供地“两集中”政策导致新开工放缓，当期房地产新开工面积同比增长仅3.8%，处于历史较低水平。

建设投资方面，主要受新开工规模同比下降影响，2020年1~5月房地产开发投资额增速出现负增长；6月后在房企逐步恢复投资的推动下，房地产开发投资额同比增速由负转正，全年房地产开发投资额同比实现7%增长。2021年上半年，较好的房地产市场带动房企到位资金创历史同期新高，在房企加快在手项目开发建设的推动下，房地产开发投资额同比增速为15.0%，处于较高水平。

图 2：近年来全国房地产开发投资情况



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

土地投资方面，2020年1~5月，在疫情影响下国内土地市场购置价款同比增速为负；4月后土地供给力度明显加大，叠加热点城市优质地块集中入市，房企拿地逐步恢复，6月国内土地市场购置价款增速由负转正，全年国内土地市场购置价款同比增长17%。随着22座重点城市实施供地“两集中”政策，2021年上半年房地产开发企业土地购置面积和土地成交价款分别同比下降11.8%和5.7%，同时楼面均价同比有所上升。

图 3：近年来房地产开发企业土地购置面积及金额
(万平方米、亿元、%)



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

在房地产金融监管力度持续强化的背景下，偏紧的信贷环境及投资者信心不足将进一步加大房地产企业的再融资压力，融资环境的收缩将使得房地产企业面临更大的资金平衡难度

2016年中央经济工作会议首次提出“房子是用来住的、不是用来炒的”，随后三年的中央经济工作

会议中均反复强调“房住不炒”的定位。各城市通过居民购买端、新房销售端、土地购买端、企业融资端等多维度实施精准化、差异化调控。本轮调控力度严厉且表现出很强的政策延续性。近日，住房和城乡建设部、国家发展和改革委员会等八部委联合发布了《关于持续整治规范房地产市场秩序的通知》，提出了房地产市场秩序三年实现明显好转的目标以及具体整治范围、措施和机制，预计下半年房地产行业政策持续偏紧的趋势仍然不会改变。

2019年5月以来，多项针对房企融资端的调控政策相继出台，在政策影响下，房地产企业信托等非标融资余额已持续呈现下降趋势，房地产企业外部融资难度有所增加。2020年下半年以来，房地产行业融资政策进一步收紧，尤其在8月“三道红线”出台后，国内贷款增速明显回落。中诚信国际认为，如“三道红线”按照行业预期全面执行，将对未来几年房地产行业融资环境形成较为深远的影响，一方面由于对新增融资的限制和表内外融资渠道的全面监控，高度依赖杠杆发展的房地产行业在未来几年内行业竞争格局将较难发生重大改变；另一方面，融资环境趋严叠加债务集中到期，房企再融资能力备受考验。此外值得关注的是，2021年以来部分房地产发债企业发生信用风险事件，境内外债券投资者信心较弱，部分房地产企业境内外信用债发行亦在一定程度上受阻，到期债务压力较大的弱资质房企更易出现现金流紧张情况。

2020年12月末，央行联合银保监会发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》（以下简称“《通知》”），划定银行房地产贷款集中度“红线”。《通知》旨在防止房地产贷款在银行体系全部贷款中的比重偏离合理水平，防范金融体系对房地产贷款过度集中带来的潜在系统性金融风险。2021年以来，在银行房地产贷款集中度管理制度的影响下，按揭贷款发放进度明显放缓，房地产企业销售回款受到了不同程度的负面影响；中诚信国际认为，未来银行资源将进一步向优质房企集中，资质偏弱的房企或将面临较大融资及回款压力。

2021年2月自然资源部组织召开“全国2021年住宅用地供应分类调控工作视频培训会议”，要求各地主动采取有效措施引导住宅用地市场理性竞争，22座重点城市实施住宅供地“集中供地”政策。

中诚信国际认为，“集中供地”政策或将使得房地产企业盈利空间进一步压缩，且对其资金调配及运营能力提出更大挑战。

总的来看，近两年中国房地产市场持续处于较为严格的监管环境之中，在房地产金融监管力度持续强化的背景下，偏紧的信贷环境及投资者信心不足将进一步加大房地产企业的再融资压力，融资环境的收缩亦将使得债务集中到期压力较大的房地产企业出现现金流紧张的可能性增加。

发行人信用质量分析概述

公司主营业务包括房产开发、物业租赁、物业经营等相关服务，其中，房产开发业务是公司收入的主要来源，近三年占比保持在 90%左右。此外，物业租赁和物业经营业务对公司收入形成良好补充。近年来公司营业收入呈波动态势；其中 2020 年，受疫情影响，公司房地产项目销售、工程进度不达预期，项目结算规模同比下降，加之出租物业客流量和酒店入住率明显下滑，导致当年营业收入同比下降 30.79%。2021 年上半年，由于开发项目的结算存在季度间的不均衡性，房产开发收入规模较去年同期有所下降，当期营业收入同比下降 6.71%。

表 2：公司主要板块收入结构及占比（亿元、%）

收入	2018	2019	2020	2021.1~6
房产开发	195.90	235.69	158.13	43.87
物业租赁	17.41	18.41	16.69	8.34
物业经营	6.75	6.87	3.26	1.93
其他收入	1.07	0.86	3.13	0.59
合计	221.13	261.84	181.21	54.73
占比	2018	2019	2020	2021.1~6
房产开发	88.59	90.02	87.26	80.16
物业租赁	7.87	7.03	9.21	15.24
物业经营	3.05	2.62	1.80	3.53
其他收入	0.48	0.33	1.73	1.08
合计	100.00	100.00	100.00	100.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司房产开发项目区域布局良好，销售金额保持增

长态势，北京、广州和上海区域销售贡献度较高；2020 年以来公司部分项目结算进度放缓，结算金额有所下降

公司坚持深耕五大城市群中心城市和周边一小时交通圈卫星城/区域的发展战略，项目主要集中于北京、上海、广州、天津、重庆等一线城市及周边中心城市，截至 2021 年 6 月末，公司已进驻五大城市群中 16 个重点城市²，区域布局较为完善。

项目建设方面，公司根据市场形势变化和可售货量情况，统筹安排项目工程进度，近年来公司土地投资规模有所放缓，新开工面积亦呈下降态势。随着前期大规模的新开工项目建设推进，2020 年竣工面积大幅增长。

表 3：公司房地产开发运营情况（单位：万平方米）

项目	2018	2019	2020
新开工面积	338	278	244
竣工面积	107	86	160

注：以上开发数据为全口径数据。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

近年来公司通过强化销售调度、推行价值营销、提高客户体验等措施加快销售进度，全口径销售金额和面积均保持增长态势。2020 年以来公司加快项目前期进度，同时持续优化公司产品体系，全年销售签约金额及面积分别同比增长 26%和 47%至 402 亿元和 173 万平方米。2021 年上半年，随着销售面积大幅增长，公司销售金额同比增长 37%至 215 亿元。受五大城市群周边城市的销售规模提升影响，近年来销售均价呈下降态势，但由于公司主要销售区域仍集中在核心一线城市，销售均价仍处于较高水平。

表 4：公司销售及结算情况

单位：万平方米、亿元、万元/平方米

指标	2018	2019	2020	2021.1~6
销售面积	108	118	173	112
销售金额	307	319	402	215
销售均价	2.85	2.70	2.33	1.92

² 16 个城市包括：北京、惠州、天津、重庆、武汉、广州、苏州（含常熟）、廊坊、上海、成都、东莞、遵化、佛山、深圳、无锡。

结算金额	196	236	158	44
------	-----	-----	-----	----

注：销售为全口径数据。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从产品类型来看，公司销售产品涵盖商务和住宅地产两类，2018 年以来住宅地产销售占比持续提升，2020 年住宅地产项目销售签约占比升至 84.33%。依托于对金融街区域的开发运营经验及品牌优势，公司在商务地产开发方面拥有很强的竞争实力。公司商务地产主要以整售定制为主，交易方多为金融类企业以及大型企业。2021 年上半年，随着公司住宅推盘货量增加，住宅销售签约占比进一步提升。

表 5：近年来公司房地产销售业态分布情况

单位：亿元

产品类型	2018	2019	2020	2021.1~6
商务地产	59	53	63	9
住宅地产	248	266	339	206
合计	307	319	402	215

注：四舍五入后存在尾差，合计数与各分项加总存在差异。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从销售区域来看，公司房地产开发项目分布在北京、广州、重庆、上海、天津等一、二线城市及周边城市，近年来在北京、广州区域保持了一定的区域竞争实力，2020 年北京、广州和上海地区销售金额占比均超过 20%，业绩贡献相对均衡，有助于降低区域结构性风险。2021 年上半年，受益于长三角地区较高的景气度，公司上海地区销售贡献度明显提升；此外北京及成都地区销售金额占比均超过 10%。随着公司可推货值的分布区域增加，未来销售集中度将进一步下降。但受地方限价政策及规划调整等影响，公司部分项目调整推盘节奏导致去化周期偏长；区域竞争加剧导致部分位于重庆及天津等区域项目去化速度不达预期，中诚信国际将对公司项目的去化情况保持关注。

表 6：2020 年以来公司全口径销售区域分布情况

单位：万平方米、亿元

区域	2020			2021.1~6		
	销售面积	销售金额	销售金额占比	销售面积	销售金额	销售金额占比
北京地区（含廊坊、遵化）	32.63	109.73	27.29%	13.40	37.34	17.36%
广州地区（含东莞、佛山、深圳）	32.58	103.54	25.75%	10.03	19.89	9.25%
上海地区（含苏州、无锡）	37.01	90.42	22.49%	30.81	72.90	33.89%
天津地区	16.91	26.84	6.68%	7.63	11.94	5.55%
重庆地区	20.19	23.13	5.75%	15.62	20.21	9.39%
惠州地区	15.43	19.56	4.87%	9.37	12.34	5.73%
武汉地区	8.95	16.81	4.18%	7.34	14.83	6.89%
成都地区	9.07	11.99	2.98%	18.09	25.69	11.94%
合计	172.78	402.01	100.00%	112.28	215.13	100.00%

注：合计数尾数差异为四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

结算方面，受项目开发及结算周期的影响，近年来公司结算金额呈现一定波动。2020 年，公司北京、广州、重庆和苏州区域结算金额³占比分别为 26.50%、23.30%、23.22%和 11.96%，结算均价较低的重庆及苏州地区项目结算规模同比提升，加之疫情影响项目交付进度，导致当期结算金额同比下降 32.91%。2021 年上半年，随着天津地区项目集中交付，当期结算收入占比超过 35%；而广州、重庆等地区项目结算金额显著减少。

中诚信国际认为，近年来公司区域布局相对稳定，销售业绩保持增长态势；但受疫情影响，2020 年公司部分开发项目结算进度受限，2021 年上半年结算规模亦同比有所下降，对短期业绩造成一定影响。

2018~2020 年公司土地获取力度持续放缓，2021 年以来投资规模同比提升，良好的区域分布为公司稳定发展提供一定支撑；但同时公司部分项目开发周期偏长，开发效率有待改善

公司主要通过公开市场招拍挂、兼并收购、联合开发等方式获取项目，其中以招拍挂方式为主。

近年来公司根据市场和政策变动，保持谨慎的土地投资策略，土地投资力度持续放缓。2019 年新增土地权益建筑面积前五大城市为天津、无锡、上海、苏州和佛山，其中新进入无锡市。2020 年，公司通过招拍挂、股权收购方式在上海、佛山、惠州、天津⁴、遵化共获取 5 个项目，权益建筑面积占比分别为 10.42%、26.39%、52.84%、10.00%和 0.34%，新增土地的面积及规划建筑面积均同比大幅下降；随着五大城市群的周边城市项目增加，当期平均楼面地价降至 5,158 元/平方米，相较于当期销售均价处于较合理水平。2021 年公司仍将坚持五大城市群区域深耕策略，计划实现项目土地投资权益金额约 180 亿元。2021 年上半年，公司通过招拍挂方式在固安及上海共获取 3 个项目，权益投资额同比显著提升，楼面均价仍保持在较低水平。

表 7：公司新增土地储备情况

单位：个、万平方米、亿元

指标	2018	2019	2020	2021.1~6
新拓展项目	20	20	5	3
新增土地金额（权益口径）	191	169	50	35
新增土地规划建筑面积（权益口径）	356	234	97	70

³ 结算金额为营业收入口径。

⁴ 公司原持有金融街东丽湖（天津）置业有限公司（开发天津东丽湖听湖小镇）51%的股权，2020 年公司收购了金融街东丽湖（天津）置业有限公司另外 49%股权。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从土地储备情况来看，截至 2021 年 6 月末，公司在全国 16 个城市和地区拥有全口径可结算规划建筑面积 1,736 万平方米（对应权益规划建筑面积 1,424 万平方米），较上年末小幅提升，可满足未来较长时间的开发需求。从区域分布来看，公司前三大城市可结算建筑面积合计占比接近 45%。2020 年公司新获取惠州仲恺项目，当期末惠州市可结算建筑面积占比升至 18.87%；随着北京区域项目销售结算，加之公司与北京中信房地产有限公司（以下简称“中信地产”）协商解除中信城 B 地块合作协议⁵，2020 年末北京地区可结算建筑面积有所下降。2021 年 6 月末，受当期新获取固安项目影响，廊坊地区可结算面积占比升至 7.66%，整体土地储备分布较为稳定。由于公司拿地区域集中在一线城市和周边核心卫星城市，前期手续办理相对严格，一定程度上延缓了开发进度，开发周期偏长、项目周转率较低，中诚信国际将对公司项目开发效率的后续改善情况保持关注。

表 8：公司土地储备区域分布明细（单位：万平方米）

城市	2020		2021.6	
	可结算建筑面积	占比	可结算建筑面积	占比
惠州	322.10	18.87%	320.68	18.47%
北京	262.65	15.39%	258.47	14.89%
天津	206.19	12.08%	193.87	11.17%
重庆	162.19	9.50%	158.28	9.12%
武汉	143.37	8.40%	143.37	8.26%
苏州	100.36	5.88%	99.73	5.74%
佛山	84.93	4.98%	84.08	4.84%
广州	76.56	4.49%	75.21	4.33%
上海	75.75	4.44%	78.17	4.50%
廊坊	73.91	4.33%	132.95	7.66%
成都	60.90	3.57%	55.28	3.18%
遵化	50.11	2.94%	48.58	2.80%
无锡	50.06	2.93%	50.06	2.88%

⁵ 主要由于该地块规划条件无法全部实现：项目建筑高度 79 米，总建筑面积 55.4 万平米，其中地上建筑面积 37.7 万平米，地下建筑面积 17.7 万平方米。截至 2021 年 3 月末，中信地产返还公司已付的中信城 B 地块合作价款约 50.11 亿元，并向公司支付资金占用费约 35.97 亿元。

东莞	22.86	1.34%	22.86	1.32%
深圳	14.59	0.85%	14.59	0.84%
总计	1,706.51	100.00%	1,736.15	100.00%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

中诚信国际认为，近年来公司土地投资策略相对审慎，储备项目多位于核心一、二线城市及周边卫星城，为公司未来销售和盈利提供一定保障。中诚信国际同时关注到，公司部分项目运作周期较长，项目周转效率及去化水平需持续提升。

公司自持物业位置优越，整体出租率保持在较高水平，为公司现金流及利润构成较好补充；2020 年物业租赁及经营板块业绩因疫情而有所下滑，2021 年以来逐步恢复

公司商业物业类型包括写字楼、公寓、酒店、商业及其配套项目等，其定位是为国内外金融机构、国内大型企业总部及中小型企业提供办公及商业配套建筑产品。区域分布方面，目前公司持有物业主要集中在北京、天津、上海和重庆等地，未来重点在一线城市核心区域适当增持优质写字楼项目。从业务模式来看，公司持有物业分为租赁型物业和经营型物业两类。

物业租赁方面，截至 2021 年 6 月末，公司持有项目可出租面积约为 108.28 万平方米，包括办公类租赁物业及商业类物业。2020 年以来公司通过处置非核心区域及租赁经营压力较大的物业，优化资产结构并提升资产运营效率。2020 年 12 月，公司通过股权转让方式处置金融街·万科丰科中心⁶。此外，2021 年 1 月，公司拟公开挂牌出售德胜国际中心部分面积约 3.8 万平方米（业态包含写字楼、商业、地下零散配套服务用房和车位），挂牌起始价格暂定为 15.75 亿元⁷。

近年来，公司通过加强租约管理、优化业态配比、拓展销售渠道等方式，使得自持物业整体出租

⁶ 公司和另一股东方北京万科企业有限公司将金丰万晟置业有限公司（持有金融街·万科丰科中心）100%股权及相应债权转让予中国平安人寿保险股份有限公司，交易总价款 37.1 亿元，截至 2021 年 6 月末已完成工商变更。

⁷ 截至 2021 年 6 月末，上述事项正在办理过程中。

率维持在高位。2020 年，北京门头沟融悦中心、青浦西郊宸章、磁器口后街一期、嘉粼融府项目竣工转为持有运营，由于其尚处于培育期，出租率水平较低。2020 年，受疫情期间公司减免租金⁸的影响，

公司租金水平同比下降 9.36%至 16.69 亿元。受金融街中心客户租赁计划变化、万科丰科中心转让等影响，2021 年上半年租赁业务收入同比下降 7.18%至 8.34 亿元。

表 9：截至 2021 年 6 月末公司主要持有出租的物业情况

单位：平方米

城市	主要业态	项目名称	权益	可出租面积	2019 年出租率	2020 年出租率	2021 年 1~6 月出租率
北京	写字楼	金融街中心	100%	111,160	96%	61%	75%
		德胜国际中心	100%	31,206	76%	80%	93%
		金融街（月坛）中心部分（不含金融集）	100%	21,956	99%	95%	92%
		金融街公寓（商务长租）	100%	13,131	44%	44%	43%
		金融大厦	100%	11,358	100%	100%	100%
		其他零散写字楼	100%	6,600	100%	100%	100%
		金融街（月坛）中心-金融集	100%	5,581	65%	76%	25%
		通泰大厦	100%	1,785	69%	100%	100%
	商业	金融街购物中心	100%	94,806	99%	98%	98%
		金融街（西单）购物中心	100%	48,414	100%	100%	100%
		北京门头沟融悦中心	80%	32,605	--	25%	43%
		金树街	100%	14,771	97%	97%	100%
		金熙汇	80%	12,571	55%	55%	42%
		E2 四合院 4/6 号院	100%	2,235	100%	100%	100%
		C3 四合院	100%	2,081	100%	100%	100%
		E2 四合院 5/7 号院	100%	2,577	100%	100%	100%
	住宅	黄村颐璟万和	51%	2,354		--	--
	车位配套			139,387			
上海	写字楼	金融街海伦中心	100%	78,778	76%	76%	80%
		静安融悦中心西区 A 栋办公楼	100%	77,293	--	--	--
	商业、住宅	青浦西郊宸章	50%	7,446	--	--	--
	车位配套			37,617			
天津	写字楼	金融街南开中心	100%	85,109	71%	74%	75%
	写字楼	环球金融中心	100%	97,971	71%	70%	72%
	车位配套			16,881			
重庆	商业	磁器口后街一期	100%	62,043	--	20%	63%
	商业、住宅	嘉粼融府	100%	15,625	--	--	--
	车位配套			49,489			
合计（含车位配套）				1,082,830			

⁸公司为中小微企业客户减免租金近 1 亿元。

注：公司金融街公寓（商务长租）正在进行维修升级改造，导致项目改造中的部分无法进行出租；受新冠肺炎疫情影响，公司金融街中心部分客户到期退租后，意向客户入驻计划有所变化，阶段性影响项目出租率。2021 年上半年，上海静安融悦中心西区 A 栋办公楼、重庆磁器口后街一期二批次和黄村颐璟万和竣工，上述项目按照土地出让合同规定在竣工后持有经营。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

经营物业方面，公司拥有北京丽思卡尔顿酒店、金融街公寓（经营部分）、天津瑞吉酒店和惠州喜来登酒店等经营物业。2019 年以来，公司新增重庆、天津的体育中心项目，截至 2021 年 6 月末持有经营物业建筑面积增至 20.52 万平方米。2020 年，受新冠肺炎疫情影响，公司酒店入住率和景区客流量大幅下降，导致物业经营业务营业收入同比下降 52.52% 至 3.26 亿元，对当期业绩产生不利影响。随着疫情影响逐步下降，2021 年上半年物业经营业务收入同比升至 1.93 亿元。

表 10：截至 2021 年 6 月末公司主要经营物业情况

单位：平方米			
城市	项目名称	权益	规划建筑面积
北京	丽思卡尔顿酒店	100%	42,460
	金融街公寓（经营部分）	100%	36,847
	北京体育活动中心	100%	6,422
天津	天津瑞吉酒店	100%	64,630
	南开体育中心	100%	1,735
惠州	惠州喜来登酒店	100%	48,597
重庆	重庆融景体育中心	100%	1,233
	重庆融御体育中心	100%	3,300
合计			205,224

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司资产规模有所增长，净负债率偏高；经营性业务利润有所下降，公允价值变动等损益对盈利稳定性带来较大影响；经营活动现金流不断改善，且通过处置资产回流资金，对外部融资的依赖程度有所下降

随着房地产业务规模的持续扩大，近年来公司资产规模逐年增长。公司资产中存货和投资性房地产占比较大。项目开发成本的持续投入推动公司存货规模保持增长，其中开发产品占比较高，周转效率有待改善。公司投资性房地产按照公允价值进行后续计量，近年来规模变化不大。

公司负债总额整体呈上升趋势，主要由预收款项和有息债务构成。随着 2021 年上半年销售业绩持续增长，以及较好的回款情况，期末公司预收款项 204.20 亿元，为上年房产开发收入的 1.29 倍，对未来收入保障程度有所上升。公司所有者权益结构较为稳定，未分配利润占比超过 60%。受公司开发销售和持有经营双轮驱动业务模式以及房地产开发业务规模扩张的影响，公司保持了较大的外部融资需求，财务杠杆处于高位；2020 年以来净负债率有所下降但仍处于偏高水平。

近年来公司营业收入呈波动态势，2020 年以来收入规模在疫情等因素的影响下有所减少；因利润空间较低项目结利，房产开发业务毛利率持续下降；受上述因素影响，公司经营业务利润呈下降趋势。此外，公司持有型物业的估值和出售带来的收益波动较大，且 2020 年公司计提较大规模的存货跌价损失，对利润总额的稳定性造成较大影响。

表 11：近年来公司主要财务指标状况（亿元、%）

项目	2018	2019	2020	2021.6
总资产	1,485.27	1,619.90	1,692.08	1,683.49
存货	776.38	800.41	820.06	869.13
开发产品/存货	22.51	18.17	19.39	20.26
投资性房地产	385.81	396.86	408.32	382.49
总负债	1,113.28	1,230.09	1,294.03	1,288.63
预收款项	103.63	147.36	138.35	204.20
短期债务	98.73	158.82	148.35	164.47
总债务	805.69	846.87	875.15	831.56
所有者权益	371.98	389.81	398.05	394.86
资产负债率	74.96	75.94	76.48	76.55
净负债率	184.45	188.96	172.58	164.01
营业毛利率	48.60	40.15	32.86	32.44
经营性业务利润	53.97	51.19	48.90	3.27
公允价值变动收益	0.24	6.83	-4.28	6.95
净利润	40.37	41.21	22.18	6.56
净利率	18.26	15.74	12.24	11.98
销售商品、提供劳务收到的现金	244.74	292.99	236.72	129.04
经营活动净现金流	-90.29	26.60	98.90	42.66
投资活动净现金流	-24.45	-8.50	-4.23	18.65
筹资活动净现金流	127.37	-27.12	-16.75	-65.52

注：合同负债计入预收款项。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

近年来，公司销售回款呈波动态势，加之拿地趋于谨慎，使得经营活动现金流持续上升。随着公司通过兼并收购方式获取项目的比重降低，且处置部分物业资产，投资活动净现金流出规模不断下降并于 2021 年上半年转为净流入状态。2019 年以来公司筹资活动现金流转为净流出态势，2021 年以来公司偿还部分到期债务且新增债务规模下降，上半年筹资活动现金流呈大幅净流出状态。

近年来债务呈波动态势，短债占比合理，整体融资成本较低；2020 年 EBITDA 对债务的保障能力有所减弱，但货币资金可对短期债务形成较好保障

公司债务规模呈波动态势，2021 年 6 月末总债务规模随着到期债务偿还有所下降；银行贷款、债券及保险信托融资为公司主要融资来源，整体融资成本保持在较低水平。2021 年 6 月末公司短期债务占比为 19.78%，期限结构较为合理。

2020 年公司盈利水平有所下滑，但同时债务规模持续增长，EBITDA 对债务本息保障能力整体有所下滑。随着销售回款增加，2021 年上半年销售商品、提供劳务收到的现金对总债务的覆盖能力有所改善。从短期偿债能力来看，2021 年 6 月末，货币资金仍可对短期债务进行覆盖。由于公司已储备一定的发行额度，未来将通过自有资金及再融资等多渠道对即将到期的债务进行偿付。

表 12：近年来公司偿债指标情况（X）

	2018	2019	2020	2021.6
总债务	805.69	846.87	875.15	831.56
短期债务	98.73	158.82	148.35	164.47
EBITDA	74.58	79.28	57.18	-
总债务/EBITDA	10.80	10.68	15.30	-
EBITDA 利息倍数	1.73	1.67	1.18	-
货币资金/短期债务	1.21	0.69	1.27	1.12
总债务/销售商品提供劳务收到的现金	3.29	2.89	3.70	3.22*
经调整 EBIT 利息倍数	2.29	2.21	1.71	-

注：带*指标已经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

财务弹性方面，公司与多家商业银行保持良好

的合作关系，截至 2021 年 6 月末，公司及合并报表子公司取得的银行授信总额为 702 亿元，未使用授信余额为 378 亿元，加之公司作为 A 股上市公司，其整体备用流动性较好。

整体来看，公司运营持续稳定，未来虽面临一定的投资压力和短期债务周转压力，但自有资金、经营留存资金可覆盖部分投资、偿债需求，且融资空间大，公司偿债能力极强。

本期债券附第 3 个计息年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权，若在第 3 个计息年末，投资者全部行使回售选择权，发行人将面临一定短期流动性压力。

公司对外担保规模较小，或有负债风险可控

受限资产方面，截至 2021 年 6 月末，公司受限资产合计 424.61 亿元，以存货和投资性房地产为主，受限资产占总资产比重为 25.22%。

或有负债方面，截至 2021 年 6 月末，公司为商品房承购人因银行抵押贷款提供的阶段性担保余额为 91.75 亿元，为参股公司借款提供担保 10.23 亿元。此外，当期末公司不存在重大未决诉讼。

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，2018~2021 年 6 月 25 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

公司股东金融街集团背景较为雄厚，业态多元化程度较高；公司作为金融街集团旗下最重要的经营主体，在资金和业务协同方面得到了较强的股东支持

金融街集团是西城区国资委全资持有的以资本运营及资产管理为主要业务的国有企业，实力较为雄厚。金融街集团业务范围涵盖房地产开发、金融保险、医疗健康、教育及文化传媒等。公司作为金融街旗下最重要的业务板块，部分业务的开展可

依托于集团丰富的业态，以产生协同优势。资金方面，截至 2020 年末，公司与金融街集团全资子公司北京金融街集团财务有限公司（以下简称“财务公司”）续签《金融服务协议》，公司与财务公司在协议有效期内的交易额度不超过 82.04 亿元（其中存款额度 40 亿元、贷款额度 40 亿元，贷款利息额度 2 亿元，其他服务费用额度 0.04 亿元）。

评级结论

综上所述，中诚信国际评定“金融街控股股份有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第五期）”的债项信用等级为 **AAA**。

中诚信国际关于金融街控股股份有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第五期）的跟踪评级安排

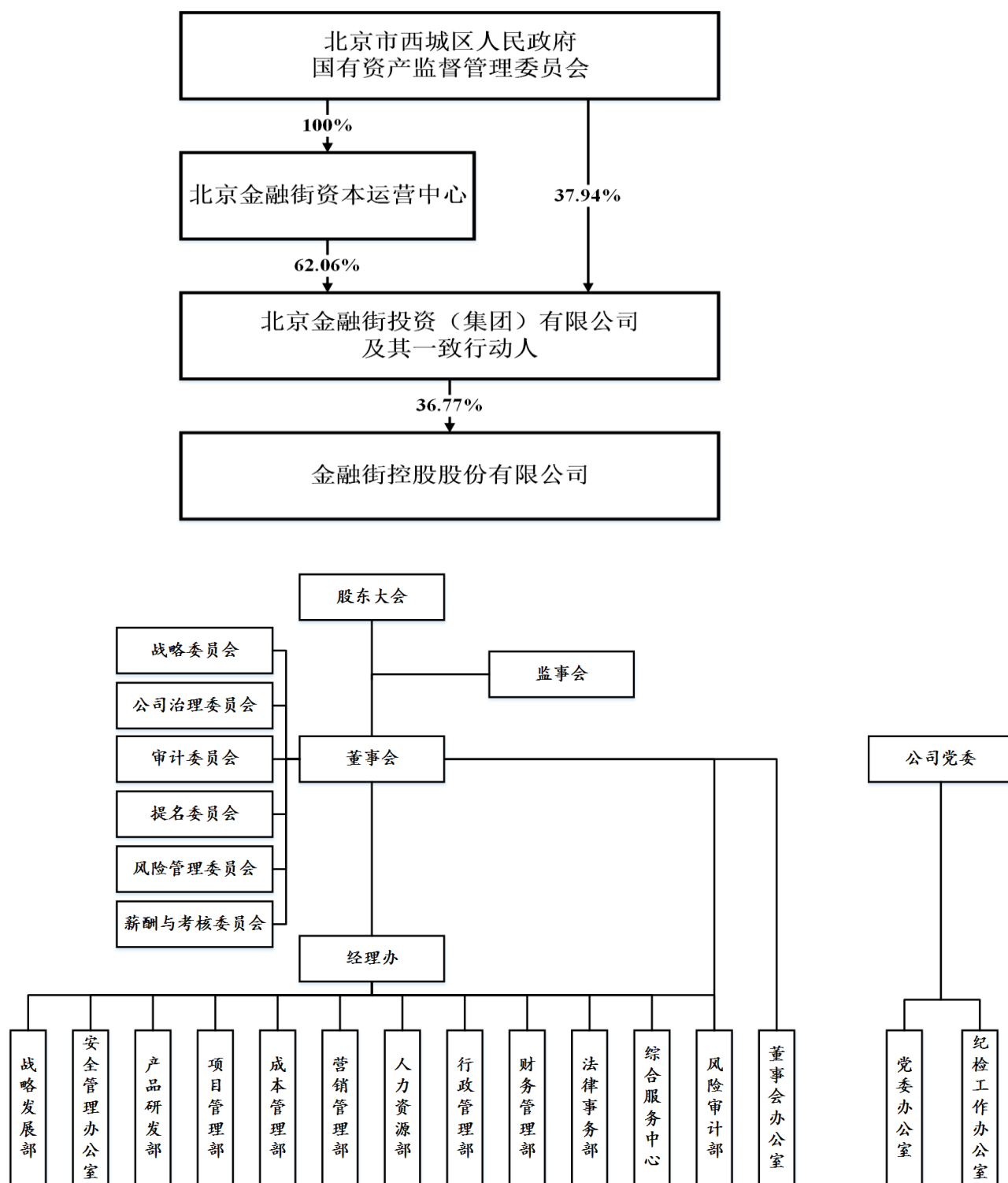
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本次债券偿债保障情况等因素，以对本次债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本次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，自本次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）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次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：金融街控股股份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：金融街控股股份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	1,195,720.32	1,102,713.25	1,881,712.93	1,839,454.50
其他应收款	246,046.24	904,934.16	1,178,399.16	863,721.48
存货净额	7,763,847.01	8,004,109.94	8,200,565.90	8,691,323.02
长期投资	396,463.83	498,838.35	493,346.43	485,494.03
固定资产	256,595.13	250,129.29	264,049.62	259,035.56
在建工程	76,758.60	76,364.58	76,389.65	77,786.97
无形资产	57,349.00	55,804.67	53,866.93	52,697.74
投资性房地产	3,858,107.36	3,968,556.73	4,083,182.39	3,824,945.97
总资产	14,852,683.91	16,198,987.58	16,920,791.58	16,834,865.57
预收款项	1,036,326.44	1,473,599.91	1,383,521.19	2,041,978.69
其他应付款	597,736.83	495,786.58	972,926.04	626,572.49
短期债务	987,294.14	1,588,159.04	1,483,528.62	1,644,727.65
长期债务	7,069,617.33	6,880,571.48	7,267,940.03	6,670,870.69
总债务	8,056,911.47	8,468,730.53	8,751,468.65	8,315,598.34
净债务	6,861,191.15	7,366,017.27	6,869,755.72	6,476,143.84
总负债	11,132,837.54	12,300,874.49	12,940,285.40	12,886,273.41
费用化利息支出	178,587.99	207,625.29	212,396.87	-
资本化利息支出	252,320.82	265,957.66	271,821.06	-
所有者权益合计	3,719,846.36	3,898,113.09	3,980,506.17	3,948,592.16
营业总收入	2,211,335.43	2,618,401.60	1,812,137.34	547,315.01
经营性业务利润	539,712.69	511,917.39	488,961.52	32,698.26
投资收益	-3,040.58	-2,561.11	-16,673.99	-1,496.38
净利润	403,748.74	412,065.29	221,846.79	65,562.44
EBIT	732,733.70	779,349.62	558,450.64	-
EBITDA	745,831.97	792,760.04	571,849.35	-
销售商品、提供劳务收到的现金	2,447,391.85	2,929,934.79	2,367,165.40	1,290,354.14
经营活动产生现金净流量	-902,913.32	266,029.49	988,987.79	426,628.40
投资活动产生现金净流量	-244,509.66	-85,027.52	-42,300.82	186,521.01
筹资活动产生现金净流量	1,273,724.83	-271,232.17	-167,547.52	-655,212.22
财务指标	2018	2019	2020	2021.6
营业毛利率(%)	48.60	40.15	32.86	32.44
期间费用率(%)	12.65	11.81	-1.07	23.42
EBITDA 利润率(%)	33.73	30.28	31.56	--
净利润率(%)	18.26	15.74	12.24	11.98
总资产收益率(%)	5.35	5.02	3.37	--
存货周转率(X)	0.16	0.20	0.15	0.09*
资产负债率(%)	74.96	75.94	76.48	76.55
总资本化比率(%)	68.41	68.48	68.74	67.80
净负债率(%)	184.45	188.96	172.58	164.01
短期债务/总债务(%)	12.25	18.75	16.95	19.78
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.11	0.03	0.11	0.10*
经营活动净现金流/短期债务(X)	-0.91	0.17	0.67	0.52*
经营活动净现金流/利息支出(X)	-2.10	0.56	2.04	--
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金(X)	3.29	2.89	3.70	3.22*
总债务/EBITDA(X)	10.80	10.68	15.30	--
EBITDA/短期债务(X)	0.76	0.50	0.39	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	1.73	1.67	1.18	--
经调整 EBIT 利息保障倍数(X)	2.29	2.21	1.71	--

注：中诚信国际根据 2018 年~2020 年审计报告及未经审计的 2021 年半年度财务报表整理；将研发费用计入管理费用，合同负债计入预收账款；带*指标经年化处理。

附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	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
	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
	净债务	=总债务-货币资金
	净负债率	=净债务/所有者权益合计
	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)
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业总收入/应收账款平均净额
盈利能力	营业毛利率	=(营业收入-营业成本)/营业收入
	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-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
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	经调整 EBIT	=EBIT+资本化利息支出
	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
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	净利润率	=净利润/营业总收入
现金流	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	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
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	经调整 EBIT 利息保障倍数	=经调整 EBIT/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。