



息烽县城市建设投资有限公司 2022 年度跟踪评级报告

项目负责人：桂兰杰 ljgui@ccxi.com.cn

项目组成员：王雨晴 yqwang@ccxi.com.cn

李 文 wli@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

2022 年 06 月 29 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 2441号

息烽县城市建设投资有限公司：

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“19 息烽城投债/PR 息烽债”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

二零二二年六月二十九日

评级观点：中诚信国际维持息烽县城市建设投资有限公司（以下简称“息烽城投”或“公司”）的主体信用等级为 **AA⁻**，评级展望为稳定；维持贵阳市城市建设投资集团有限公司（以下简称“贵阳城投”）的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“19息烽城投债/PR 息烽债”的债项信用等级为 **AA⁺**，该债项级别考虑了贵阳城投提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保对本期债券本息偿付的保障作用。中诚信国际肯定了公司地位仍突出、持续获得股东支持等因素对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到公司未来仍面临较大的资本支出压力，资产流动性仍较弱，治理水平有待提升等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

息烽城投（合并口径）	2019	2020	2021
总资产（亿元）	198.27	228.15	266.36
所有者权益合计（亿元）	77.54	84.27	84.16
总债务（亿元）	70.99	76.96	71.40
营业总收入（亿元）	8.47	7.73	8.28
净利润（亿元）	0.56	0.41	0.18
EBITDA（亿元）	0.85	0.84	0.78
经营活动净现金流（亿元）	-6.36	-5.26	-13.04
资产负债率(%)	60.89	63.07	68.40

注：1、中诚信国际根据息烽城投 2019~2021 年审计报告整理，各期财务报表均按新会计准则编制；2、中诚信国际分析时，将公司“长期应付款”中有息债务调整至长期债务计算，将 2019 年末“长期借款”中的部分一年内到期的有息债务由长期债务调整至短期债务。

贵阳城投（合并口径）	2019	2020	2021
总资产（亿元）	1,440.62	1,501.18	1,421.20
所有者权益合计（亿元）	677.92	684.97	695.99
总债务（亿元）	380.58	421.43	427.72
营业总收入（亿元）	20.95	34.62	51.64
净利润（亿元）	5.59	7.05	7.49
EBITDA（亿元）	9.07	14.54	15.25
经营活动净现金流（亿元）	1.01	1.14	1.15
资产负债率(%)	52.94	54.37	51.03

注：1、中诚信国际根据贵阳城投 2019~2021 年审计报告整理，各期财务报表均按新会计准则编制；2、中诚信国际分析时，将贵阳城投“长期应付款”中有息债务调整至长期债务计算。

打分模型

本次评级适用评级方法和模型：基础设施投融资(C250000_2019_02)

息烽县城市建设投资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)*	0.63	6
	收现比(X)*	1.41	10
流动性 (18%)	货币资金/短期债务(X)	0.84	7
	受限资产/总资产的比重(X)	0.12	8
资本结构与 资产质量 (39%)	所有者权益(亿元)	84.16	7
	总资产化比率(X)	0.46	7
	资产质量	6	6
业务运营 (20%)	业务稳定性和可持续性	6	6
治理与管控 (10%)	治理水平与管控能力	5	5
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

- 公司地位仍突出。**作为息烽县最重要的城市基础设施建设投融资主体，公司承担了息烽县主要的基础设施投融资建设工作，仍具有突出地位。
- 持续获得股东支持。**2021 年公司在资金资产注入、政府补助等方面得到了股东的支持。2021 年公司收到无偿划入的账面价值 0.20 亿元土地资产及 3.91 亿元的增资款；同期，公司收到政府补助 37.90 万元。
- 有效的偿债保障措施。**贵阳城投提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，对本期债券还本付息起到很强的保障作用。

关注

- 未来仍面临较大资本支出压力。**截至 2021 年末，公司在建及拟建工程建设项目建设需投资规模仍较大，未来公司仍面临较大的资本支出压力。
- 资产流动性仍较弱。**公司存货和应收类款项规模仍较大，截至 2021 年末合计为 247.21 亿元，占总资产的比重达 92.81%，考虑到上述资产的变现周期较长，公司的资产流动性仍较弱。
- 公司治理水平有待提升。**2022 年 3 月，公司因提供不真实统计资料，受到贵州省统计局警告处罚，并处 19 万元罚款；公司治理水平有待提升。

评级展望

中诚信国际认为，息烽县城市建设投资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。**息烽县经济实力显著提升且具有可持续性；公司获得外部强有力支持；公司资本实力显著扩充，盈利大幅增长且具有可持续性，资产质量显著改善等。
- 可能触发评级下调因素。**息烽县经济大幅下滑且短期内难以恢复，区域再融资环境进一步恶化；公司地位下降，致使股东及相关各方支持意愿减弱；公司债务规模持续大幅增长，流动性压力明显加剧等。

评级历史关键信息

息烽县城市建设投资有限公司					
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	19 息烽城投债/PR 息烽债 (AA ⁺)	2021/06/25	李文、陈涛	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	19 息烽城投债/PR 息烽债 (AA ⁺)	2019/01/22	高哲理、张逸菲、盛蕾	中诚信国际基础设施投融资评级方法 140000 2018 01	阅读全文

同行业比较

同区域基础设施投融资企业 2021 年主要指标对比表							
公司名称	总资产 (亿元)	总负债 (亿元)	所有者权益 (亿元)	资产负债率 (%)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)
息烽城投	266.36	182.20	84.16	68.40	8.28	0.18	-13.04
泉丰城投	227.93	153.55	74.38	67.37	21.66	2.09	5.25

注：“泉丰城投”为“贵阳泉丰城市建设投资有限公司”简称。

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
19 息烽城投债 /PR 息烽债	AA ⁺	AA ⁺	2021/06/25	8.00	6.40	2019/03/14~2026/03/14	设置本金提前偿还条款，在债券存续期的第 3 至第 7 年末每年按照债券发行总额 20% 的比例偿还债券本金

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

“19 息烽城投债/PR 息烽债”募集资金 8.00 亿元，其中 6.00 亿元拟用于息烽县 2016~2017 年北门城市棚户区改造项目，2.00 亿元拟用于补充营运资金。根据公司提供的资料，截至 2021 年末，募集资金已使用 8.00 亿元。

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，产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

2021年贵阳市经济稳步增长；同时，国发〔2022〕2号文等支持政策出台将为贵阳市可持续发展营造良好政策环境

贵阳市为贵州省省会，因位于贵州之南而得名，是贵州省的政治、经济、文化、科教、交通中心和西南地区重要的交通、通信枢纽、工业基地及商贸旅游服务中心，亦是西南地区中心城市之一、全国生态休闲度假旅游城市、全国综合性铁路枢纽。贵阳市位于贵州省中部，东南与黔南布依族苗族自治州瓮安、龙里、惠水、长顺4县接壤，西靠安顺地区平坝县和毕节地区织金县，北邻毕节地区黔西、金沙2县和遵义市播州区。贵阳市总面积8,043平方公里，现辖云岩、南明、花溪、乌当、白云、观山湖6个区和修文、息烽、开阳三个县及清镇市；4个国家级开发区（贵阳国家高新技术产业开发区、贵阳经济技术开发区、贵阳综合保税区、双龙航空经济区）。2021年末，全市常住人口为610.23万人。

近年来，在新冠疫情广泛影响的背景下，贵阳市经济实力持续向好，表现出较好韧性。2021年，贵阳市地区生产总值(GDP)为4,711.04亿元，同比

增长6.6%。其中，第一产业增加值193.44亿元，同比增长7.8%；第二产业增加值1,681.34亿元，同比增长5.4%；第三产业增加值2,836.25亿元，同比增长7.3%。三次产业结构比为4.1:35.7:60.2，继续呈现稳健的“三二一”结构。同期，贵阳市固定资产投资（不含跨区项目）同比下降7.1%。

2021年，贵阳市一般公共预算收入为426.68亿元，其中税收收入为320.29亿元；一般公共预算支出为681.50亿元，财政平衡率为62.61%；同期，贵阳市实现政府性基金收入788.32亿元，同比继续增长。截至2021年末，贵阳市政府债务限额为2,543.06亿元，余额为2,498.62亿元，包括一般债务余额395.75亿元和专项债务余额2,102.87亿元。

作为贵州省会，贵阳市将大力实施城市拓展计划，推进路网建设支撑城市大扩容。“一带一路”、长江经济带、京津冀协同发展等区域发展战略部署，为贵阳市扩大国际国内开放合作创造了有利条件。2022年1月，国务院印发《国务院关于支持贵州在新时代西部大开发上闯新路的意见》（国发〔2022〕2号），对贵州省未来经济、社会等领域发展提供了纲领性支持，从区域协同发展、新型城镇化建设、产业导入、债务风险防范等方面给予政策支持，为区域内城投企业提供了发展机遇，为解决部分历史遗留问题提供了解决方案及路径。新一轮西部大开发战略的实施，为贵阳市完善现代基础设施、构建现代产业体系、发展社会事业等提供了良好条件。

2021年，息烽县经济与财政实力仍保持稳步增长，但整体规模较小；未来，息烽县将加快经济发展及城市建设，或为公司发展提供一定条件

息烽县地处国务院确定的黔中经济区，位于贵阳生态保护发展区、贵阳中高端制造业核心配套区和北部高新技术产业实体经济带上，西北与遵义市播州区、金沙县相望，南与修文县接壤，东与开阳县毗邻，截至2021年末，息烽县全县总面积1,036.5平方公里，辖九镇一乡一街道办。此外，息烽县多条高速公路穿境而过，息烽港及三级航道可北入长

江、南下珠江，且息烽县距贵阳龙洞堡机场 70 公里、遵义新州机场 75 公里，交通区位优势比较突出。

近年来，息烽县逐渐形成现代化工、新型建材、新医药、特色食品、装备制造、节能环保、日用消费品七大产业体系，经济实力稳步提升。2021 年，息烽县实现地区生产总值（GDP）165.82 亿元，同比增长 7.0%。其中，第一产业增加值为 26.31 亿元，增长 7.9%；第二产业增加值为 53.93 亿元，增长 5.5%；第三产业增加值为 85.58 亿元，增长 7.7%。

受益于经济的增长，息烽县财政实力有所提高。2021 年，息烽县实现一般公共预算收入为 5.38 亿元，同比增长 3.19%，增速有所放缓，收入规模仍较小；其中税收收入为 3.72 亿元，占比为 69.14%，收入质量尚可。同期，息烽县财政平衡率为 26.53%，财政自给能力仍很弱，财政平衡较为依赖上级补助收入。2021 年，息烽县实现政府性基金收入为 27.89 亿元，同比增长 17.47%，主要源于国有土地使用权出让收入的增长。截至 2021 年末，息烽县政府债务余额 35.98 亿元，其中一般债务余额为 19.98 亿元、专项债务余额为 16.00 亿元。

根据《息烽县 2021 年国民经济和社会发展计划执行情况与 2022 年国民经济和社会发展计划草案报告》，息烽县将紧盯工业强县目标，充分发挥省级化工园区和全省唯一化学原料药产业园优势，抢抓全省锂电池材料高质量发展产业机遇，围绕“一主一特”产业布局¹，推进产业链、强链、补链、延链，努力形成产业集群，推动经济发展。同时，息烽县将以同城大道为主轴，以团圆山环线为纽带，以南移西扩为突破，完善交通基础设施建设，因地制宜拓展城市建设空间和规模，并加快棚户区改造、老旧小区改造、城市更新，为公司发展提供了一定条件。

跟踪期内，公司注册资本有所提升，法人治理结构、组织架构和内控制度依然较为完善，对子公司管控

¹ 以磷(煤)化工为主导产业、健康医药(化学药)为特色产业

水平较好，但治理水平有待提升

跟踪期内，公司注册资本有所提升。2022 年 6 月 15 日，公司注册资本由 22,850 万元变更为 130,000 万元，息烽县国有资产管理服务中心（以下简称“息烽国资中心”）对公司的持股比例由 70.00% 提升至 94.73%，中国农发重点建设基金有限公司对公司的持股比例由 30.00% 下降至 5.27%。本次股权变更完成后，公司的控股股东及实际控制人仍为息烽国资中心。跟踪期内，公司法人治理结构、组织架构和内控制度依然较为完善，对子公司管控水平较好。2022 年 3 月，公司因提供不真实统计资料，受到贵州省统计局警告处罚，并处 19 万元罚款，公司治理水平有待提升。

2021 年，公司工程建设项目仍稳步推进，但在建及拟建项目需投资规模仍较大，公司面临较大的资本支出压力

公司工程建设业务主要由公司本部负责。该板块业务模式主要为委托代建模式、政府购买服务模式和自建自营模式。委托代建模式为公司与息烽县政府或政府部门签订《委托代建协议》，由公司负责进行项目施工、资金筹集、建设等工作。政府购买服务模式为公司与息烽县住房和城乡规划建设局（以下简称“息烽县住建局”）签订《政府购买服务协议》，公司通过自筹资金及银行融资筹集资金；息烽县住建局将在项目验收合格后，在协议期内逐年支付服务费用。自建自营模式为公司通过自筹资金建设经营性项目，项目建成后主要通过出租、出售等方式实现资金平衡。截至 2021 年末，公司工程建设业务的主要在建项目包括息烽集中营至黎安 G210 公路改扩建工程和息烽县黑神庙中学（第三中学）项目等，项目总投资合计 36.74 亿元，累计已投资 20.14 亿元。

表 1：截至 2021 年末公司工程建设业务主要在建项目(亿元)

项目名称	总投资	已投资
息烽县人民武装部建设项目	0.45	0.28
鹿窝人才公寓	0.25	0.23

流长人才公寓	0.15	0.15
息烽集中营至黎安 G210 公路改扩建工程	19.53	12.40
息烽县黑神庙中学（第三中学）	1.98	1.25
流长小学改扩建项目	0.58	0.50
振中小学建设项目	1.52	0.16
息烽县 2018 年小寨坝镇城市棚户区综合整治配套基础设施建设项目	1.98	0.02
贵阳市息烽县“御山邸”建设项目	8.00	4.10
息烽县北门城市棚户区改造及基础配套设施建设项目	1.50	1.00
息烽县 2016~2017 年南门城市棚户区改造建设项目	0.80	0.05
合计	36.74	20.14

注：部分工程项目已完工，但尚未办理竣工验收。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

拟建项目方面，公司未来重点拟建项目主要包括 G210 息烽小寨坝至核桃箐公路改扩建工程和息烽县客运站建设项目等，预计总投资为 22.42 亿元。公司在建及拟建项目的待投资规模较大，未来将面临较大的投资压力。

表 2：截至 2021 年末公司主要拟建项目（亿元）

项目名称	总投资
G210 息烽小寨坝至核桃箐公路改扩建工程	13.00
息烽县客运站建设项目	1.92
息烽港大塘口港区一期工程	3.75
息烽县底寨小学改扩建工程	0.95
息烽县看守所建设项目	0.66
贵州省贵阳市息烽县黑神庙小学综合教学楼建设项目	0.51
其他	1.63
合计	22.42

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财务分析

以下分析基于公司提供的经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2019~2021 年审计报告，各期财务报表均按照新会计准则编制。以下分析中，各期数据均采用财务报表期末数。

2021 年，公司营业收入有所增长，营业毛利率整体较为稳定，期间费用率有所上升但仍处于低水平，经营回款能力仍较好

公司收入结构仍较为单一，2021 年委托代建收入占比达 96.27%。具体来看，2021 年，公司实现委托代建业务收入 7.97 亿元，较上年有所增长，主要

系当期达到竣工结算条件的项目量有所提升所致；2021 年其他业务收入增至 0.31 亿元，规模仍较小。

毛利率方面，2021 年，由于收入占比极高的委托代建业务按照合同约定结算收入，故毛利率水平波动不大，使得营业毛利率整体仍较为稳定。

表 3：公司主要板块收入结构及占比（亿元、%）

收入	2019	2020	2021
委托代建业务	7.42	7.72	7.97
其他业务	1.05	0.01	0.31
合计	8.47	7.73	8.28
毛利率	2019	2020	2021
委托代建业务	15.81	14.61	14.76
其他业务	0.75	-551.83	0.48
合计	13.94	13.89	14.23

注：1、其他业务包括劳务派遣服务业务、宾馆酒店业务和物业管理服务业务等；2、小数差异系四舍五入导致。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

期间费用方面，2021 年，受利息支出资本化规模较大影响，公司财务费用规模仍很小，期间费用主要以管理费用为主，且随着公司业务发展，管理费用较上年大幅增长至 0.48 亿元，带动期间费用增长。同期，由于营业收入增幅不及期间费用增幅，公司期间费用率有所上升，但仍处于低水平。

公司利润总额主要来源于经营性业务利润。2021 年，由于营业收入增幅不及期间费用增幅，公司经营性业务利润同比有所下降，导致公司利润总额较上年亦有所减少。

收现比方面，2021 年，由于息烽县政府对公司回款速度减缓，公司收现比下降至 1.11 倍，但经营回款能力仍较好。

表 4：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%、X）

	2019	2020	2021
管理费用	0.24	0.24	0.48
财务费用	0.05	0.08	0.07
期间费用	0.30	0.32	0.55
期间费用率	3.53	4.12	6.62
经营性业务利润	0.84	0.69	0.51
利润总额	0.80	0.69	0.49
净利润	0.56	0.41	0.18
收现比	1.11	2.09	1.11

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2021 年，公司资产及负债规模持续扩大，但资产流

流动性仍较弱，资产负债率走高；债务规模小幅下降，短期债务压力减小

2021 年，公司资产规模仍保持增长趋势，主要由应收账款、预付款项、其他应收款和存货等资产构成。具体来看，公司应收账款主要系应收息烽县财政局款项，2021 年，由于当期应收账款的回款速度放缓，期末应收账款规模增至 22.38 亿元，其中应收息烽县财政局款项为 21.02 亿元，占比达 93.49%。2021 年，由于预付的工程款逐步结转为成本，期末公司预付款项较上年末大幅下降至 3.84 亿元。公司其他应收款主要系应收息烽县投资有限责任公司、息烽县土地矿产资源储备中心、息烽县房屋征收局及其他企事业单位等往来款项与应收息烽县旅游文化产业投资开发有限公司、息烽都市现代农业扶贫开发投资有限公司拆借款项，2021 年末有所增长。公司存货主要系代建项目形成的开发成本和拟开发土地，随着项目建设的推进，2021 年末增加至 185.99 亿元，其中项目开发成本为 120.74 亿元，拟开发土地为 65.19 亿元；公司拟开发土地主要为政府注入和协议出让等方式取得的商业或商住综合用地，其中政府注入的土地账面价值约为 50.19 亿元，均未缴纳土地出让金。此外，2021 年末，公司货币资金规模与上年基本持平，货币资金保有量仍较少，其中受限部分为 287.23 万元，主要系财产保全资金，受限规模不大。

整体来看，公司资产中存货和应收类款项规模仍较大，截至 2021 年末为 247.21 亿元，占总资产的比重达 92.81%，资产流动性仍较弱。

表 5：近年来公司主要资产情况（亿元、%）

	2019	2020	2021
货币资金	4.70	2.10	2.26
应收账款	15.33	14.17	22.38
预付款项	5.41	11.57	3.84
其他应收款	30.41	30.44	38.85
存货	139.45	162.97	185.99
总资产	198.27	228.15	266.36
应收类款项/总资产	23.07	19.55	22.98

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司所有者权益主要由实收资本、资本公积和

未分配利润构成，2021 年，公司权益规模较为稳定。具体来看，2021 年末，公司实收资本保持不变，仍为 2.29 亿元。2021 年公司资本公积为 73.19 亿元，较上年略有下降，主要系当期无偿划入息烽县棚户区 5-2 号安置地块 XF(18)027 号土地 0.20 亿元、收到国资中心增资款 3.91 亿元，但同期无偿划出贵州阜烽交通发展有限责任公司股权 5.68 亿元所致。此外，2021 年，受益于自身积累，公司未分配利润规模仍保持小幅增长趋势。

2021 年末，公司负债仍主要由应付账款、合同负债、其他应付款和有息债务构成，负债规模及资产负债率较上年均有所上升。其中，应付账款主要系应付工程款与材料款，2021 年规模增长至 7.89 亿元，主要系随公司项目建设推进，应付施工单位及供应商款项增加所致；其他应付款主要系往来款和非金融机构的借款，2021 年末大幅增长主要系应付往来款及非金融机构借款增多所致；2021 年，公司执行新收入准则，将预收账款调整至合同负债科目，导致公司合同负债大幅增长至 13.39 亿元，主要系预收项目工程款。

有息债务方面，2021 年末，公司有息债务规模略有下滑，同时权益规模与上年基本持平，期末公司总资本化比率小幅降至 45.90%，仍处于适中水平。债务结构方面，2021 年末，公司债务仍以长期债务为主，且短期债务规模降至 2.68 亿元，短期债务压力减小，债务结构仍较为合理。此外，公司亦积极压缩非标融资规模，截至 2021 年末，公司保理借款、长期非金融机构借款和应付融资租赁款为 5.20 亿元，同比下降 18.88%。

表 6：近年来公司债务结构及资本结构（亿元、X、%）

	2019	2020	2021
总负债	120.73	143.88	182.20
应付账款	2.21	4.05	7.89
预收款项	7.38	12.19	0.00
合同负债	0.00	0.00	13.39
其他应付款	44.01	53.31	83.79
总债务	70.99	76.96	71.40
短期债务	10.71	7.28	2.68
短期债务/总债务	0.15	0.09	0.04
所有者权益	77.54	84.27	84.16

实收资本	2.29	2.29	2.29
资本公积	68.45	74.76	73.19
未分配利润	6.15	6.49	6.60
资产负债率	60.89	63.07	68.40
总资本化比率	47.80	47.73	45.90

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2021年，公司经营活动与投资活动现金流持续净流出，较为依赖于外部融资；公司整体偿债能力较弱，短期偿债指标有所改善

经营活动现金流方面，2021年，公司主营业务现金流入规模下降明显，同时项目建设、往来款、暂付款及其他款项等现金支出仍呈较大规模流出状态，公司经营活动净现金流依然持续为负，缺口同比扩大。同期，由于公司投资贵阳农村商业银行股份有限公司及购建资产支付的现金增加，投资活动现金净流出规模有所扩大。因此，公司经营活动与投资活动资金需求较为依赖于筹资活动。2021年，公司以借款为主的对外融资规模大幅增长，带动筹资活动现金净流入规模增至16.72亿元。

偿债能力方面，2021年，公司经营活动现金流持续净流出，仍均无法覆盖债务本息支出。同期，公司EBITDA规模略有下降，对债务本息的保障能力进一步弱化。短期偿债能力方面，2021年末，由于短期债务规模下降明显，公司货币资金/短期债务增至0.84倍，短期偿债指标改善。

表7：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2019	2020	2021
经营活动净现金流	-6.36	-5.26	-13.04
投资活动净现金流	-2.31	-0.06	-3.52
筹资活动净现金流	11.56	2.69	16.72
总债务	70.99	76.96	71.40
EBITDA	0.85	0.84	0.78
经营活动净现金流/总债务	-0.09	-0.07	-0.18
经营活动净现金流/利息支出	-3.21	-1.55	-2.64
总债务/EBITDA	83.77	91.92	92.01
EBITDA利息覆盖倍数	0.43	0.25	0.16
货币资金/短期债务	0.44	0.29	0.84

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司近期仍有一定规模的债务到期，备用流动性尚可；公司对外担保较大，但担保对象均为当地国有企业，风险相对可控；受限资产规模均不大

银行授信方面，公司与多家银行保持着良好的合作关系。截至2021年末，公司共获银行授信总额79.50亿元，尚未使用授信额度26.57亿元，备用流动性尚可。

受限资产方面，截至2021年末，公司受限资产规模为30.64亿元，占总资产的比重为11.50%，主要包括应收账款、存货和货币资金。

对外担保方面，截至2021年末，公司对外担保余额为21.35亿元，占净资产的比重为25.37%，担保对象为息烽县旅游开发投资有限公司、息烽都市现代农业扶贫开发投资有限公司、息烽农投未来电子商务有限责任公司和息烽县旅游文化产业投资开发有限公司，担保对象均为当地国有企业，或有负债风险相对可控。

债务到期分布方面，截至2021年末，公司总债务为71.40亿元，其中2022年、2023年和2024年分别到期2.68亿元、5.82亿元和5.38亿元，短期内面临一定的债务到期压力。

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5月23日，公司不存在不良或关注类已还清贷款信息，不存在未结清不良信贷信息和欠息记录，未出现逾期未偿还银行贷款的情况，但其他借贷交易中存在1关注类贷款，余额798.89万元；同时截至2022年5月20日，子公司息烽顺通工程建设有限责任公司存在1笔未结清关注类信贷记录，余额798.89万元。

外部支持

2021年，作为息烽县最重要的城市基础设施建设投融资和经营主体，公司在资金资产注入、政府补助等方面仍得到了股东的支持

作为息烽县最重要的城市基础设施建设投融资和经营主体，公司承担了息烽县道路、学校及其他市政配套设施项目的建设任务。2021年在资金资产注入、政府补助等方面仍得到了股东的支持。资金资产注入方面，2021年公司收到无偿划入的账面

价值 0.20 亿元的息烽县棚户区 5-2 号安置地块 XF(18)027 号土地；同期，公司收到国资中心 3.91 亿元的增资款。政府补助方面，2021 年公司收到政府补助 37.90 万元。

偿债保证措施

贵阳城投提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保能够为“19 息烽城投债/PR 息烽债”的还本付息提供有力保障

贵阳市城市建设投资集团有限公司是 2009 年经贵阳市人民政府批准（筑府发[2009]40 号），在贵阳市建设投资控股有限公司和贵阳市城市建设投资有限责任公司基础上组建，并由贵阳市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“贵阳市国资委”）履行出资人职责的国有独资有限公司，初始注册资本 5,000 万元。截至 2021 年末，贵阳城投注册资本与实收资本均为 86.01 亿元，控股股东为贵阳产业发展控股集团有限公司，实际控制人为贵阳市国资委。

贵阳城投是贵阳市政府最重要的城市基础设施项目投融资和建设主体，主要负责城市基础设施建设投融资；组织实施市政基础设施项目、环境治理项目建设和运营管理以及部分政府投资公共房屋建筑项目代建；开展城市基础设施建设形成的资产管理和经营；受贵阳市政府委托进行土地一级开发和房地产开发等，在贵阳市市政道路建设、环境工程、公共建筑工程等基础设施建设领域发挥重要作用。

截至 2021 年末，贵阳城投总资产为 1,421.20 亿元，总负债 725.21 亿元，所有者权益为 695.99 亿元，资产负债率为 51.03%。2020 年，贵阳城投实现营业收入 51.64 亿元，净利润 7.49 亿元，经营活动净现金流 1.15 亿元。

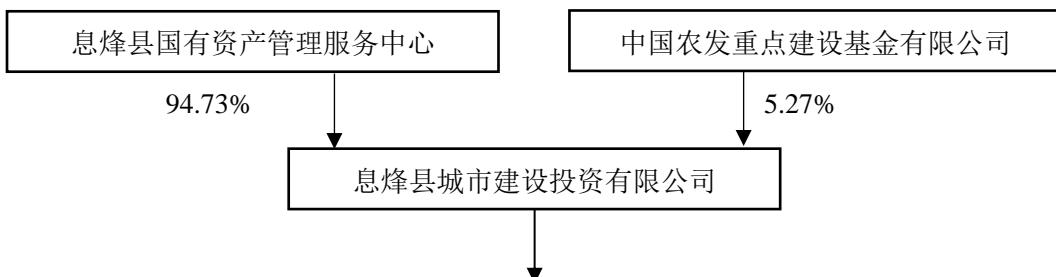
综上所述，中诚信国际维持贵阳市城市建设投资集团有限公司的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定。中诚信国际认为贵阳市城市建设投资集团

有限公司具备很强的综合竞争实力及财务实力，能够为“19 息烽城投债/PR 息烽债”的按期偿还提供有力的保障。

评级结论

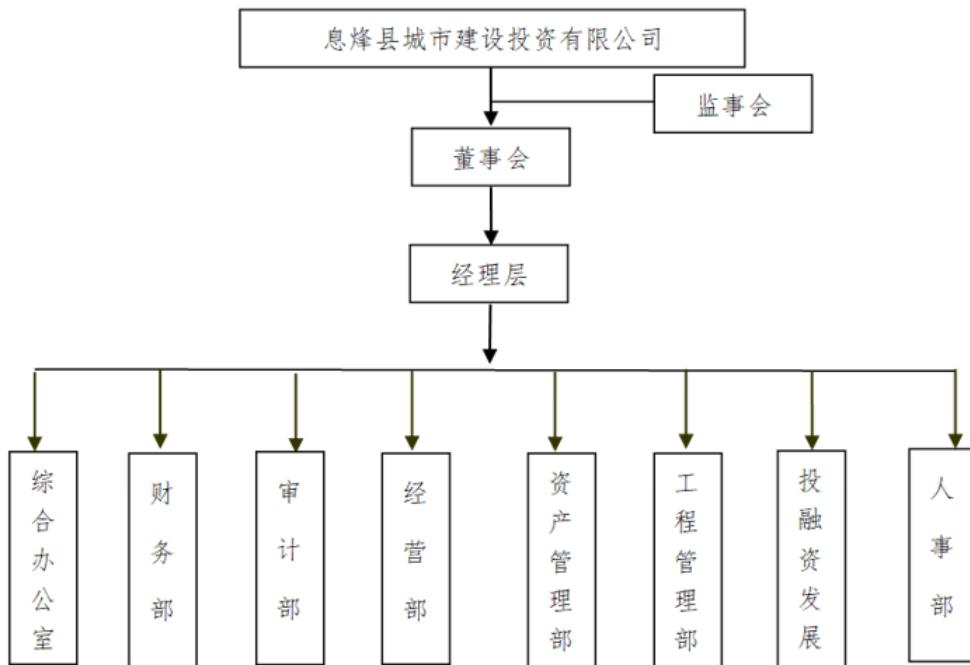
综上所述，中诚信国际维持息烽县城市建设投资有限公司的主体信用等级为 **AA⁻**，评级展望为稳定；维持“19 息烽城投债/PR 息烽债”的债项信用等级为 **AA⁺**。

附一：息烽县城市建设投资有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年 6 月 20 日）



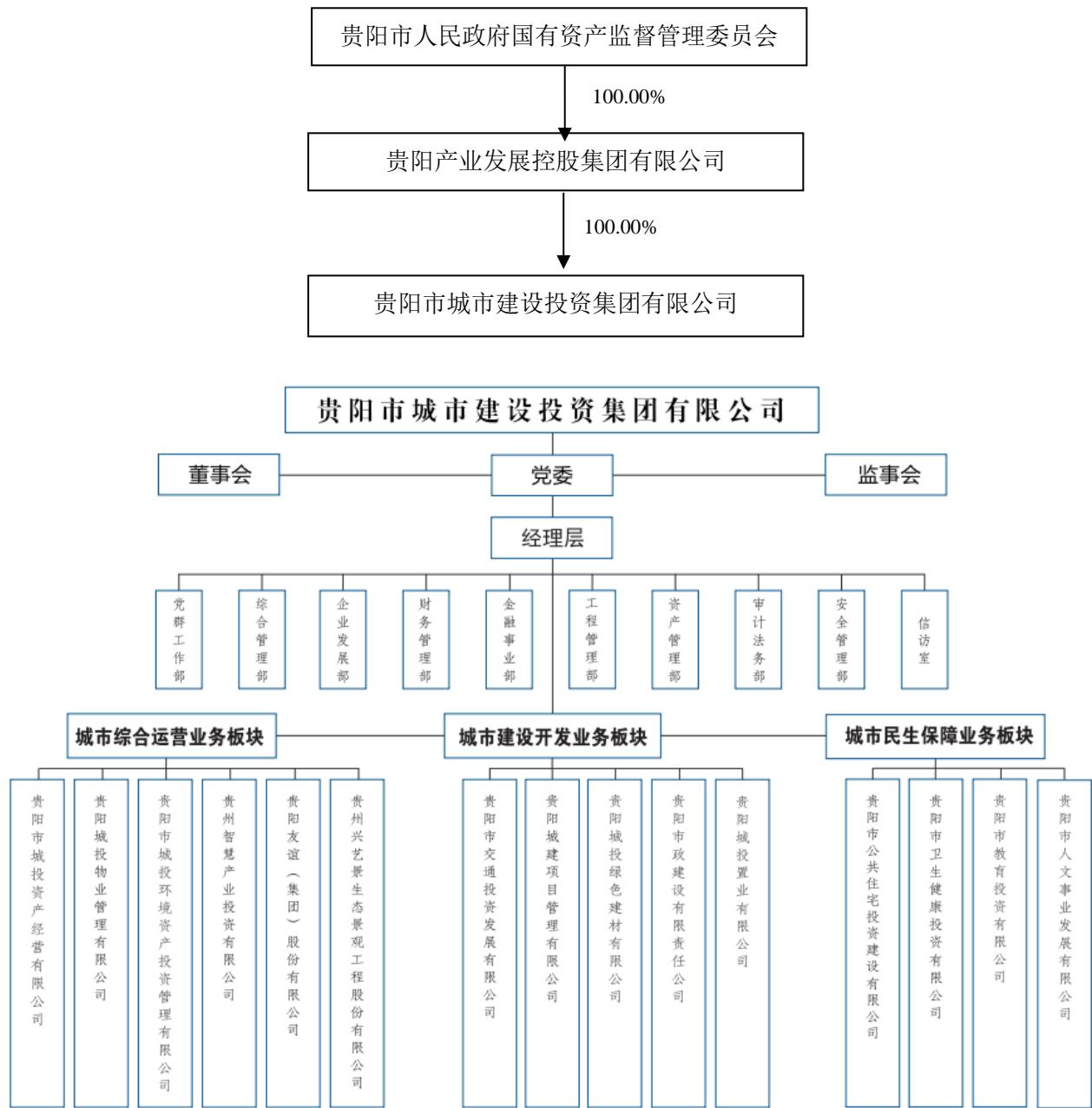
序号	企业名称	级次	持股比例 (%)
1	息烽县城投商业管理有限公司	二级	100
2	息烽县陆通建筑工程有限公司	二级	100
3	息烽县团圆山建设有限公司	二级	100
4	息烽县陆通建设劳务有限公司	二级	100
5	息烽县城投房地产开发有限公司	二级	100
6	息烽顺通工程建设有限责任公司	二级	100
7	息烽县振兴中盛建材有限公司	二级	100
8	息烽百川贸易有限责任公司	二级	100
9	息烽县城投物业管理有限公司	二级	100
10	息烽县鼎盛中城建筑材料有限公司	二级	100
11	息烽县城投运输有限公司	二级	100
12	息烽印象房地产开发有限公司	二级	100
13	息烽城投汽车服务有限公司	二级	100
14	息烽县印巷建设有限公司	二级	51

注：2021 年公司新纳入合并范围子公司 3 家，分别为息烽印象房地产开发有限公司、息烽城投汽车服务有限公司及息烽县印巷建设有限公司；不再纳入合并范围子公司 3 家，分别为息烽县南山棚户区建设有限公司、息烽县路连人力资源服务有限公司及贵州阜烽交通发展有限责任公司。



资料来源：公司提供

附二：贵阳市城市建设投资集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年 5 月末）



资料来源：贵阳城投提供

附三：息烽县城市建设投资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
货币资金	47,035.88	20,981.59	22,574.86
应收账款	153,289.69	141,731.66	223,758.38
其他应收款	304,132.42	304,380.59	388,462.23
存货	1,394,536.10	1,629,729.96	1,859,923.75
长期投资	2,229.07	2,302.56	18,691.80
在建工程	0.00	0.00	16,905.40
无形资产	2,271.35	12,748.44	41,114.81
总资产	1,982,665.83	2,281,465.44	2,663,634.29
其他应付款	440,071.97	533,068.89	837,869.13
短期债务	107,135.00	72,761.97	26,812.73
长期债务	602,753.77	696,793.57	687,151.28
总债务	709,888.77	769,555.54	713,964.01
总负债	1,207,278.30	1,438,810.55	1,822,048.46
费用化利息支出	122.28	232.63	587.63
资本化利息支出	19,709.24	33,780.75	48,800.00
实收资本	22,850.00	22,850.00	22,850.00
少数股东权益	0.00	0.00	12,825.01
所有者权益合计	775,387.53	842,654.89	841,585.82
营业总收入	84,676.62	77,314.66	82,792.27
经营性业务利润	8,410.37	6,921.36	5,057.40
投资收益	269.19	0.05	716.21
净利润	5,586.88	4,133.34	1,765.06
EBIT	8,119.28	7,116.29	5,536.28
EBITDA	8,474.48	8,372.38	7,759.48
销售商品、提供劳务收到的现金	94,110.75	161,673.59	92,163.22
收到其他与经营活动有关的现金	277,974.13	361,649.53	355,905.87
购买商品、接受劳务支付的现金	216,291.70	338,794.46	355,912.00
支付其他与经营活动有关的现金	216,282.77	228,099.13	217,499.61
吸收投资收到的现金	21,000.00	33,596.87	39,121.88
资本支出	26,604.66	618.26	17,692.70
经营活动产生现金净流量	-63,570.22	-52,579.21	-130,410.57
投资活动产生现金净流量	-23,141.98	-618.26	-35,171.41
筹资活动产生现金净流量	115,591.30	26,857.85	167,173.35
财务指标	2019	2020	2021
营业毛利率(%)	13.94	13.89	14.23
期间费用率(%)	3.53	4.12	6.62
应收类款项/总资产(%)	23.07	19.55	22.98
收现比(X)	1.11	2.09	1.11
总资产收益率(%)	0.45	0.33	0.22
资产负债率(%)	60.89	63.07	68.40
总资本化比率(%)	47.80	47.73	45.90
短期债务/总债务(X)	0.15	0.09	0.04
FFO/总债务(X)	0.01	-0.01	0.01
FFO 利息倍数(X)	0.32	-0.17	0.09
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	-3.21	-1.55	-2.64
总债务/EBITDA(X)	83.77	91.92	92.01
EBITDA/短期债务(X)	0.08	0.12	0.29
货币资金/短期债务(X)	0.44	0.29	0.84
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	0.43	0.25	0.16

注：1、中诚信国际根据息烽城投 2019 年~2021 年审计报告整理，各期财务报表均按新会计准则编制；2、中诚信国际将公司“长期应付款”中有息债务调整至长期债务计算，将 2019 年末“长期借款”中的部分一年内到期的非流动负债纳入短期债务。

附四：贵阳市城市建设投资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
货币资金	971,640.38	917,662.93	772,715.38
应收账款	316,964.30	397,432.54	197,099.82
其他应收款	6,157,532.08	6,511,597.26	5,396,099.99
存货	1,595,889.97	1,652,077.32	1,864,903.80
长期投资	94,288.33	97,292.35	142,649.81
在建工程	1,702,962.38	1,813,411.56	2,200,745.86
无形资产	50,005.44	48,355.83	52,054.57
总资产	14,406,162.34	15,011,808.04	14,211,972.77
其他应付款	2,115,959.73	1,979,858.72	1,001,107.18
短期债务	481,809.21	660,555.54	1,046,953.92
长期债务	3,324,009.03	3,553,747.70	3,230,246.34
总债务	3,805,818.24	4,214,303.24	4,277,200.27
总负债	7,626,967.87	8,162,146.81	7,252,085.56
费用化利息支出	23,906.95	53,981.85	57,565.92
资本化利息支出	108,627.57	176,321.87	202,100.00
实收资本	860,149.01	860,149.01	860,149.01
少数股东权益	2,619.07	814.00	34,252.40
所有者权益合计	6,779,194.47	6,849,661.23	6,959,887.20
营业收入	209,492.86	346,196.21	516,440.45
经营性业务利润	33,032.54	28,162.34	32,900.47
投资收益	16,303.00	10,889.21	8,207.96
净利润	55,946.05	70,492.37	74,860.30
EBIT	84,939.02	139,274.25	147,373.52
EBITDA	90,735.55	145,367.78	152,534.83
销售商品、提供劳务收到的现金	222,035.81	243,757.25	457,234.02
收到其他与经营活动有关的现金	59,387.37	57,603.32	71,471.24
购买商品、接受劳务支付的现金	173,174.31	204,066.61	413,946.04
支付其他与经营活动有关的现金	39,714.21	20,494.38	36,231.08
吸收投资收到的现金	4,453.00	--	81,269.13
资本支出	184,805.50	96,786.77	109,415.81
经营活动产生现金净流量	10,082.03	11,374.85	11,505.14
投资活动产生现金净流量	-143,918.19	-71,972.42	-208,742.44
筹资活动产生现金净流量	-48,997.20	-582.51	51,016.84
财务指标	2019	2020	2021
营业毛利率(%)	13.91	12.35	10.99
期间费用率(%)	19.78	22.52	16.49
应收类款项/总资产(%)	45.04	46.10	39.43
收现比(X)	1.06	0.70	0.89
总资产收益率(%)	0.59	0.95	1.01
资产负债率(%)	52.94	54.37	51.03
总资本化比率(%)	35.95	38.09	38.06
短期债务/总债务(X)	0.13	0.16	0.24
FFO/总债务(X)	0.02	0.02	0.02
FFO 利息倍数(X)	0.46	0.36	0.36
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	0.08	0.05	0.04
总债务/EBITDA(X)	41.94	28.99	28.04
EBITDA/短期债务(X)	0.19	0.22	0.15
货币资金/短期债务(X)	2.02	1.39	0.74
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	0.68	0.63	0.59

注：1、中诚信国际根据贵阳城投 2019~2021 年审计报告整理，各期财务报表均按新会计准则编制；2、中诚信国际分析时，将贵阳城投“长期应付款”中有息债务调整至长期债务计算。

附五：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
盈利能力	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
	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
	营业毛利率 = (营业收入 - 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”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”。

附六：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。