

贵州省黔晟国有资产经营有限责任公司 2025 年跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2025〕5517号

联合资信评估股份有限公司通过对贵州省黔晟国有资产经营有限责任公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持贵州省黔晟国有资产经营有限责任公司主体长期信用等级为AAA，维持“25黔晟国资MTN001A”“25黔晟国资MTN001B”“25黔晟国资MTN002A”“25黔晟国资MTN002B”信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二五年六月二十九日

声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受贵州省黔晟国有资产经营有限责任公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

四、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

七、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



贵州省黔晟国有资产经营有限责任公司

2025 年跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
贵州省黔晟国有资产经营有限责任公司	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/06/29
25 黔晟国资 MTN001A/25 黔晟国资 MTN001B /25 黔晟国资 MTN002A/25 黔晟国资 MTN002B/	AAA/稳定	AAA/稳定	

评级观点

跟踪期内，贵州省黔晟国有资产经营有限责任公司（以下简称“公司”）仍为贵州省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“贵州省国资委”）系统内重要的国有资本运营管理主体，产权结构未发生变化；公司内部管理制度未发生重大变化，董事和高管人员因正常人事更替有所变动。经营方面，公司业务涵盖供应链贸易、航空运输、白酒生产及销售、类金融服务、矿产品开采加工、钢丝制销等板块，受益于贵州习酒投资控股集团有限公司（以下简称“习酒集团”）全年收入和利润纳入合并范围，2024 年公司营业总收入、经营性利润、利润总额同比均大幅提升，各项盈利指标表现良好，但需关注基金对外投资项目存在一定的公允价值波动风险。财务方面，跟踪期内，得益于贵州省国资委持续的现金增资及资产注入，公司资产和所有者权益规模均大幅提升，资产流动性较弱，资产质量较强，但需关注投资类资产的质量；随着对外投资支出的增加，公司债务规模持续增长，但债务负担仍较轻，偿债指标表现良好，考虑到公司在区域内突出的战略地位，在资金和资产注入方面可获得一定支持，实际偿债能力极强。

个体调整：无。

外部支持调整：公司是贵州省国资委系统重要的国有资本运营管理主体，区域战略地位突出，持续获得政府在资金拨付、资产划转、政府补助等方面的有力支持。

评级展望

未来，公司将持续优化资本布局管控、丰富资本运作方式、放大资本撬动效应，逐步提升主业发展质量，不断深化内部资源整合，优化管控能力，发挥国有资本投资运营平台效用，保障公司持续稳健发展。

可能引致评级上调的敏感性因素：不适用。

可能引致评级下调的敏感性因素：公司区域重要性明显下降，致使股东及各方支持意愿减弱；公司财务指标显著弱化；再融资环境恶化。

优势

- **跟踪期内，公司维持突出的战略地位，获得的政府支持力度大。**公司是贵州省国资委系统重要的国有资本运营管理主体，围绕省委省政府相关战略意图开展业务，跟踪期内持续获得政府在资金拨付、资产划转、政府补助等方面的有力支持。
- **跟踪期内，公司资本实力和资产规模继续提升，财务杠杆维持低位。**得益于贵州省国资委的现金注资，并将多家省属企业股权划入公司，公司资本实力和资产规模增长，截至 2025 年 3 月底公司实收资本增至 1541.07 亿元，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 29.78%和 22.19%。
- **公司盈利指标表现良好。**受益于白酒生产及销售业务全年纳入合并范围，2024 年，公司营业总收入及毛利润分别同比增长 69.00%和 219.38%，盈利能力指标表现良好。

关注

- **公司本部治理和管控压力加大。**公司作为贵州省内的国有资本运营管理主体，获得省政府划入的多家公司股权，并表范围较快扩张，集团体系内参控股子公司数量多，使得公司治理与管控压力加大，且公司能否对划入的省属企业股权实施有效运作仍需观察。
- **资产流动性较弱，投资类资产质量有待关注。**公司资产构成中受贵州省政府国有资产布局安排影响较大，无偿划入的非上市省属企业股权在其中占比很高，资产流动性较弱；除持有的非上市省属企业股权，公司投资类资产还包括基金对外投资、债权投资等，上述资产账面价值易受被投企业和项目经营业绩等因素影响，存在一定的波动性。

- **投资收益稳定性偏弱。**2024 年，公司投资类资产产生的投资收益及公允价值变动收益同比下降，且均为亏损，对公司利润有所侵蚀。

本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

评级方法

多元产业投资控股企业信用评级方法 V4.0.202505

评级模型

多元产业投资控股企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202505

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	3
			盈利能力	1
			现金流量	1
		资本结构		1
		偿债能力		2
		指示评级		
个体调整因素：无			--	
个体信用等级			aa ⁺	
外部支持调整因素：政府支持			+1	
评级结果			AAA	

个体信用状况变动说明：因联合资信已于 2025 年 5 月 15 日制定并披露《多元产业投资控股企业信用评级方法》及《多元产业投资控股企业主体信用评级模型（打分表）》，本次公司评级模型适用于多元产业投资控股企业主体信用评级模型，个体指示级别和个体调整情况较上次评级均未发生变动。

外部支持变动说明：外部支持调整因素和调整幅度较上次评级均未发生变动。

评级模型使用说明：评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件。

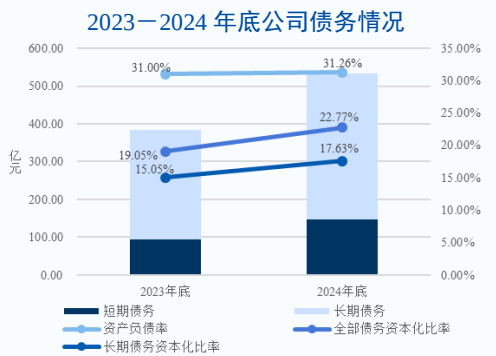
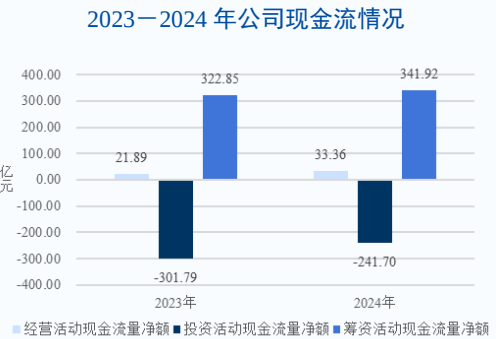
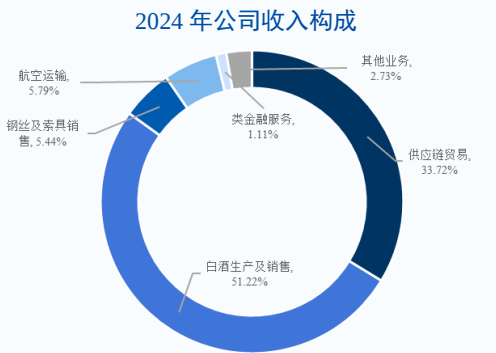
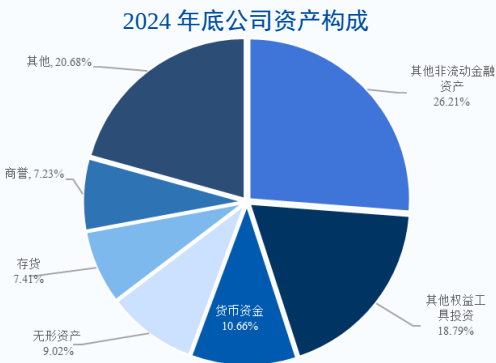
主要财务数据

公司合并口径			
项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
现金类资产（亿元）	158.45	295.01	443.99
资产总额（亿元）	2366.69	2631.16	2802.81
所有者权益（亿元）	1632.96	1808.62	1968.19
短期债务（亿元）	94.81	146.27	144.99
长期债务（亿元）	289.41	387.02	416.20
全部债务（亿元）	384.22	533.29	561.19
营业总收入（亿元）	248.50	419.95	134.52
利润总额（亿元）	42.20	56.58	39.13
EBITDA（亿元）	56.83	70.73	--
经营性净现金流（亿元）	21.89	33.36	32.55
经调整的营业利润率（%）	13.05	17.99	29.42
现金及现金等价物净增加额（亿元）	42.95	133.62	138.80
资产负债率（%）	31.00	31.26	29.78
全部债务资本化比率（%）	19.05	22.77	22.19
流动比率（%）	139.19	195.52	256.76
经营现金流动负债比（%）	6.58	10.31	--
现金短期债务比（倍）	1.67	2.02	3.06
EBITDA 利息倍数（倍）	6.63	5.44	--
全部债务/EBITDA（倍）	6.76	7.54	--

公司本部口径			
项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
资产总额（亿元）	1784.72	2106.70	2225.34
所有者权益（亿元）	1454.17	1696.56	1816.94
全部债务（亿元）	295.55	385.78	388.29
营业总收入（亿元）	7.70	2.57	0.53
利润总额（亿元）	13.96	22.17	-2.66
资产负债率（%）	18.52	19.47	18.35
全部债务资本化比率（%）	16.89	18.53	17.61
流动比率（%）	88.07	147.50	398.55
经营现金流动负债比（%）	45.72	-5.46	--

注：1. 公司 2025 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 合并及本部口径其他应付款中的有息债务已计入短期债务核算，长期应付款中的有息债务已计入长期债务核算

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理



跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日	特殊条款
25 黔晟国资 MTN001A	10.00 亿元	10.00 亿元	2028/04/24	--
25 黔晟国资 MTN001B	5.00 亿元	5.00 亿元	2030/04/24	--
25 黔晟国资 MTN002A	24.00 亿元	24.00 亿元	2028/04/29	--
25 黔晟国资 MTN002B	6.00 亿元	6.00 亿元	2030/04/29	--

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券
资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
25 黔晟国资 MTN002A	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/04/23	刘祎烜 伦海玲	一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208 一般工商企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
25 黔晟国资 MTN002B	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/04/23	刘祎烜 伦海玲	一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208 一般工商企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
25 黔晟国资 MTN001A	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/03/18	刘祎烜 王喜梅 伦海玲	一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208 一般工商企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
25 黔晟国资 MTN001B	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/03/18	刘祎烜 王喜梅 伦海玲	一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208 一般工商企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅
资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：刘祎烜 liuyixuan@lhratings.com

项目组成员：伦海玲 lunhl@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.lhratings.com

电话：010-85679696 传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）



一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于贵州省黔晟国有资产经营有限责任公司（以下简称“公司”或“黔晟国资”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司成立于 2006 年，设立时注册资本 3.20 亿元。后经多次股权变更及增资，截至本报告出具日，公司注册资本变更为 1152.08 亿元，贵州省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“贵州省国资委”）持有公司 99.5288% 的股权，为公司控股股东和实际控制人，贵州金融控股集团有限责任公司（原名为贵州贵民投资集团有限责任公司，以下简称“贵州金控”）持有公司 0.4712% 的股权；截至 2025 年 3 月底，公司实收资本为 1541.07 亿元。

跟踪期内，公司经营范围未发生重大变化，通过国有资本的运营管理形成资本运作、实业经营、要素交易和资产管理四大板块，具体业务包括供应链贸易、白酒销售、类金融服务、航空运输等多个细分领域。截至 2025 年 3 月底，公司纳入合并报表范围的一级子公司共计 25 家，按照联合资信行业分类标准划分为多元产业投资控股企业。

跟踪期内，公司职能部门设置未发生重大变化（组织架构见附件 1-2）；截至 2025 年 3 月底，公司本部拥有员工 94 人。

截至 2024 年底，公司合并资产总额 2631.16 亿元，所有者权益 1808.62 亿元（含少数股东权益 146.97 亿元）；2024 年，公司实现营业总收入 419.95 亿元，利润总额 56.58 亿元。

截至 2025 年 3 月底，公司合并资产总额 2802.81 亿元，所有者权益 1968.19 亿元（含少数股东权益 164.24 亿元）；2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 134.52 亿元，利润总额 39.13 亿元。

公司注册地址：贵州省贵阳市云岩区延安西路 2 号；法定代表人：蒋川。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至本报告出具日，公司由联合资信评级的存续债券见下表，其中“24 黔晟 01”“24 黔晟 02”“24 黔晟 03”和“24 黔晟 04”的募集资金均按指定用途使用完毕；“25 黔晟国资 MTN001A”“25 黔晟国资 MTN001B”“25 黔晟国资 MTN002A”和“25 黔晟国资 MTN002B”的募集资金用途为 40.00 亿元用于补充流动资金，5.00 亿元用于置换存量贷款，截至 2025 年 5 月底，已使用 23.00 亿元，其中 5 亿元用于置换存量贷款，18.00 亿元用于补充流动性，剩余 22.00 亿元尚未使用。截至本报告出具日，下表债券均未到付息日，不涉及增信措施。

图表 1 • 截至本报告出具日公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
24 黔晟 01	5.00	5.00	2024/12/18	3 年
24 黔晟 02	5.00	5.00	2024/12/18	5 年
24 黔晟 03	10.00	10.00	2024/12/25	3 年
24 黔晟 04	10.00	10.00	2024/12/25	5 年
25 黔晟国资 MTN001A	10.00	10.00	2025/04/24	3 年
25 黔晟国资 MTN001B	5.00	5.00	2025/04/24	5 年
25 黔晟国资 MTN002A	24.00	24.00	2025/04/29	3 年
25 黔晟国资 MTN002B	6.00	6.00	2025/04/29	5 年

资料来源：联合资信根据公开资料整理

四、宏观经济和政策环境分析

2025 年一季度国民经济起步平稳、开局良好，延续回升向好态势。各地区各部门着力打好宏观政策“组合拳”，生产供给较快增长，国内需求不断扩大，股市楼市价格总体稳定。宏观政策认真落实全国两会和中央经济工作会议精神，使用超长期特别国债资金支持“两重两新”政策，加快专项债发行和使用；创新金融工具，维护金融市场稳定；做好全方位扩大国内需求、建设现代化产业体系等九项重点工作。

2025 年一季度国内生产总值 318758 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.4%，比上年四季度环比增长 1.2%。宏观政策持续发力，一季度经济增长为实现全年经济增长目标奠定坚实基础。信用环境方面，人民银行实施适度宽松的货币政策。综合运用存款准备金、公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现等工具，保持流动性充裕。健全市场化的利率调控框架，下调政策利率及结构性货币政策工具利率，带动存贷款利率下行。推动优化科技创新和技术改造再贷款，用好两项资本市场支持工具。坚持市场在汇率形成中起决定性作用，保持汇率预期平稳。接下来，人民银行或将灵活把握政策实施力度和节奏，保持流动性充裕。

下阶段，保持经济增长速度，维护股市楼市价格稳定，持续推进地方政府债务化解对于完成全年经济增长目标具有重大意义。进入 4 月之后，全球关税不确定性肆意破坏贸易链。预计财政和货币政策将会适时适度加码，稳住经济增长态势。中国将扩大高水平对外开放，同各国开辟全球贸易新格局。

完整版宏观经济与政策环境分析详见 [《宏观经济信用观察（2025 年一季度报）》](#)。

五、行业及区域环境分析

1 行业分析

（1）白酒行业

2024 年，白酒行业总需求延续下降态势，消费结构优化、行业集中度提高使得规模以上企业收入和利润保持增长，但经营者两级分化加剧。未来，行业仍将呈现存量竞争的特点，行业内企业调整和分化的趋势延续。2025 年，白酒行业产销有望弱势复苏。展望 2025 年，白酒行业的总供给仍将下降，并形成新的供需平衡。从需求端看，2024 年 12 月中央经济工作会议提出“全方位扩大国内需求”，2025 年 3 月国务院印发的《提振消费专项行动方案》，国家一揽子增量政策的逐步落地有望对商务、礼赠等场景的白酒消费形成带动，白酒需求有望缓慢复苏。未来，白酒行业产业集中度提高、企业间两极分化的局面仍将持续。近年来，国家有关白酒行业的政策主要围绕控制白酒产能总量、提高白酒质量、优化白酒产品结构、减少污染、改善生产等，通过税收、行业准入等政策调整白酒行业供需、优化白酒行业秩序，从而促进白酒行业整体的可持续发展。但目前白酒行业仍处于结构性调整期，在白酒消费总量下降、产能过剩的局面下，市场竞争加剧的风险仍然存在，主流企业凭借强大的品牌效应和产能、渠道优势，将继续挤压弱势企业的生存空间，弱势企业若不能持续提升品牌价值和产品品质、提高运营效率，将面临被淘汰的风险。完整版行业分析详见 [《食品饮料行业观察及 2025 年信用风险展望》](#)。

（2）股权投资行业

受复杂的外部环境影响，2024 年中国股权投资市场整体延续下行态势，但各项运营指标降幅同比有所收窄。2024 年中国股权投资市场募资难度进一步加剧，新募基金数量和规模同比显著下滑，国资 LP 仍是基金最主要出资方，包括 AIC 在内的国资背景主体参与了多支大额基金的设立，对 2024 年下半年募资降幅收窄形成一定支撑，仍需关注地方财政压力和监管趋严对政府引导基金新增设立的影响。投资方面，市场活跃度仍处于回落态势，且在调整中呈现出结构优化的趋势，国资机构投资力度加大、资金与资源加速流向优质项目；半导体及电子设备领域热度依旧领先，而人工智能领域受资本青睐，投资金额大幅上升；江苏、上海等五地投资活跃度最高。退出方面延续了下滑趋势，处于延长期的基金规模持续增长。作为主要退出方式的 IPO 政策环境未见改善，机构寻求多元化退出路径，但短期内面临的退出压力难以明显缓解。2024 年，中国股权投资行业在政策层面呈现出引导发展、鼓励创新与持续规范监管的态势，相关政策围绕畅通“募投管退”关键环节，从多维度发力，旨在激发市场活力，壮大耐心资本，推动股权投资行业稳健发展，为实体经济发展和培育新质生产力提供有力支持。随着各项政策的出台，股权投资行业也将在热点行业、参与主体、退出方式等方面迎来变化，预计 2025 年行业各项运营指标降幅将进一步收窄。完整版行业分析详见 [《2025 年股权投资行业分析》](#)。

（3）多元控股行业

多元产业投资控股企业以控股多领域子公司实现跨行业经营，通过战略投资管理分散风险，促进协同效益与整体价值增值，母公司主要收益来源为股权分红、资本运作收益及管理服务费，行业内企业面临不同业务经济周期交织、扩张带来高杠杆压力、跨行业管理难度大、盈利模式和资本结构存在差异等挑战。从企业规模看，行业内企业梯度较为分明，大型控股集团资产庞大，中小企业竞争力相对较弱。从政策环境看，反垄断审查、产业准入规范、央企市值管理与 ESG 标准等均对企业决策与运营形成影响。展望 2025 年，流动性合理充裕、利率缓慢下降有利融资环境改善，行业整合与优化趋势加强；数字化与产业协同成为提高效率的重要手段，政府背景的地方产业投资平台继续承担区域产业引导职能，整体行业迎来新的发展机遇，但需强化合规与资本效率管理。完整版行业分析详见 [《多元产业投资控股行业分析》](#)。

2 区域环境分析

贵州省经济持续发展，地区生产总值增速持续增长，财政总收入增长，财政自给能力较弱，区域债务负担较重。

贵州省地处中国西南腹地，与云南、广西、重庆、四川相邻，是西南地区重要的交通枢纽和经济走廊。贵州省是全国首家大数据综合试验区，建立了全国首个省级政府数据云服务平台。贵州省以大数据、大生态和大扶贫工程建设为核心大力发展地方经济，同时形成以冶金、机械、化工、食品等为支柱产业的工业体系，并着力发展旅游、金融为主的第三产业。

2022—2024 年，贵州省地区生产总值增速分别为 1.20%、4.85%和 5.30%，增速保持增长，2024 年贵州省实现地区生产总值 22667.12 亿元，其中，第一产业增加值 2971.66 亿元，第二产业增加值 7097.58 亿元，第三产业增加值 12597.88 亿元。

2024 年，贵州省规模以上工业增加值比上年增长 8.2%。分经济类型看，国有控股企业增加值增长 7.2%，股份制企业增长 8.7%，私营企业增长 9.6%。分门类看，采矿业增加值增长 8.8%，其中，非金属矿采选业增长 32.1%，煤炭开采和洗选业增长 5.4%；制造业增加值增长 8.2%。2024 年，贵州省固定资产投资比上年增长 0.6%，其中，工业投资增长 11.3%，房地产开发投资与上年持平。

根据《贵州省 2024 年预算执行情况和 2025 年预算草案的报告》，2024 年，贵州全省实现财政总收入 3780.95 亿元，较上年增收 115.83 亿元，增长 3.2%。贵州省一般公共预算收入完成 2169.62 亿元（其中：税收收入 1243.06 亿元），增长 4.4%；一般公共预算支出完成 6522.42 亿元，增长 5.1%；财政自给率为 33.26%，财政自给能力较弱。贵州省通过地方融资平台在扶贫工程、基础设施建设等方面投入较大资金，结合其财政实力来看，政府债务负担较重，政府债务余额快报数 17537.09 亿元，其中：一般债务余额 8679.13 亿元，专项债务余额 8857.96 亿元。

六、跟踪期主要变化

（一）控股产业布局及子公司概况

1 业务构成

随着贵州习酒投资控股集团有限公司（以下简称“习酒集团”）全年纳入合并范围，其白酒业务成为公司营业总收入和利润的核心来源，带动公司 2024 年营业总收入和综合毛利率同比大幅提升。此外，供应链贸易、钢丝及索具销售收入和利润同比下降，航空运输业务呈现恢复，类金融业务收入小幅收缩。

2024 年，公司营业总收入规模同比增长 69.00%，综合毛利率提升 21.87 个百分点，主要受益于习酒集团全年营业收入纳入合并范围，高附加值的白酒生产及销售板块成为公司收入和毛利润最核心的来源，2024 年收入和毛利润贡献分别为 51.22%和 85.64%。供应链贸易业务作为公司第二大收入来源，2024 年收入规模和毛利率均有所下行，主要受贵州惠群商贸有限公司（以下简称“惠群公司”）白酒贸易销售政策的影响。此外，由于产业需求萎缩以及产品销售价格的下行，2024 年钢丝及索具销售收入和毛利率同比下降；得益于航空业的恢复，多彩贵州航空有限公司（以下简称“多彩贵州航空”）的收入规模同比增长，毛利润亏损缺口同比缩小；类金融服务收入主要由委托贷款、担保、应急转贷利息以及基金管理费构成，受业务投放进展的影响，收入实现规模同比下降，毛利率小幅下行但维持较高水平，2024 年毛利润占比为 2.22%。公司业务布局广泛，其他业务的构成呈现波动，2024 年其他业务收入主要来自矿产开采及加工、城市天然气及石油零售以及当期新增的工业自动控制系统装置制造，对主业收入和利润有一定补充。

2025 年 1—3 月，公司各业务板块稳定发展，实现营业总收入 134.53 亿元，综合毛利率为 56.45%。

图表 2 • 2023—2024 年及 2025 年 1—3 月公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

项 目	2023 年			2024 年			2025 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
供应链贸易	165.18	66.47%	19.33%	141.59	33.72%	11.79%	40.21	29.89%	18.08%
白酒生产及销售	18.10	7.28%	91.60%	215.08	51.22%	77.67%	79.01	58.73%	82.16%
钢丝及索具销售	24.04	9.67%	11.44%	22.85	5.44%	9.30%	4.17	3.10%	7.88%
航空运输	19.61	7.89%	-3.69%	24.32	5.79%	-0.01%	6.78	5.04%	2.94%
类金融服务	6.68	2.69%	95.46%	4.65	1.11%	93.39%	1.30	0.97%	94.00%

其他业务	14.90	6.00%	27.99%	11.46	2.73%	42.48%	3.05	2.27%	65.80%
合计	248.50	100.00%	24.58%	419.95	100.00%	46.45%	134.52	100.00%	56.45%

注：1.其他业务主要包括矿产开采及加工、城市天然气及石油零售、工业自动化控制系统装置制造、招标代理等；2.小数尾差系四舍五入所致
资料来源：联合资信根据公司财务报告及提供资料整理

投资收益方面，2024 年，公司投资类资产产生的投资收益及公允价值变动收益同比大幅下降，其中，2024 年公司投资收益为负，主要由于参股企业首钢贵阳特殊钢有限责任公司经营业绩不佳，当期确认权益法核算的投资损失 6.95 亿元，加之上年在习酒集团并购完成前，习酒集团下属子公司贵州习酒股份有限公司（以下简称“习酒公司”）原计入公司的其他权益工具投资科目核算并发放股利 9.70 亿元，2024 年习酒集团纳入公司合并范围抵消所致；公允价值变动损益主要系六只基金的对外投资项目产生。

图表 3 • 2023—2024 年及 2025 年 1—3 月公司投资收益构成情况（单位：亿元）

项 目	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
投资收益	18.32	-0.57	-0.37
其中：权益法核算的长期股权投资收益	3.49	-7.97	-0.49
其他权益工具投资在持有期间的股利收入	11.40	3.37	0.02
其他非流动金融资产在持有期间的投资收益	3.01	2.34	--
其他	0.42	1.69	0.10
公允价值变动收益	-6.31	-17.25	--
其中：来自其他非流动金融资产	-6.31	-17.25	--
取得投资收益收到的现金	12.55	5.65	0.23

注：截至 2024 年底，公司直接持有习酒公司 25%股权
资料来源：联合资信根据公司财务报告及提供资料整理

2 重要子公司

经营主体方面，公司本部主要从事投资性业务，参股众多贵州省的省属企业，资产体量大。公司于 2024 年 12 月收购习酒集团 16.00%股权，对其持股比例由 51.00%增至 67.00%，2023 年公司因无偿接收划转的惠群公司 100.00%股权而将其纳入合并范围，习酒集团和惠群公司已成为合并口径营业总收入及净利润的主要贡献主体，主业均为白酒类销售，利润空间较高，2024 年受习酒集团销售费用提升，以及惠群公司销售政策调整影响，2024 年净利润均同比下降；贵州省产业发展有限公司（以下简称“产业发展公司”）成立于 2024 年 3 月，负责履行“四化”基金、生态环保及新动能基金（以下简称“六只基金”）的出资人职责，资产和权益规模大，受对外投资项目业绩的影响，2024 年净利润呈现较大规模亏损；公司控股二级子公司贵州钢绳股份有限公司（以下简称“贵绳股份”，股票代码为 600992.SH）为上市公司，资产体量较小，盈利能力偏弱；多彩贵州航空 2024 年减亏，但上年亏损导致其未弥补亏损的规模扩大，以致其所有者权益规模转负，对公司整体业绩有所拖累。

图表 4 • 公司下属主要经营主体财务概况（单位：亿元）

企业名称	所属业务板块	持股比例	2024 年（底）					2023 年
			资产总额	所有者权益	资产负债率	营业总收入	净利润	净利润
习酒集团	白酒生产及销售	67.00%	307.94	185.04	39.91%	215.29	55.63	67.46
惠群公司	供应链贸易	100.00%	67.15	3.91	94.18%	86.09	9.86	21.28
贵绳股份	钢丝及索具销售	23.46%	32.94	14.54	55.86%	21.45	-0.33	0.34
多彩贵州航空	航空运输	100.00%	51.89	-1.08	--	24.71	-1.45	-3.14
产业发展公司	基金投资	100.00%	865.18	851.54	1.58%	1.07	-15.29	--
公司本部			2106.70	1696.56	19.47%	2.57	22.22	13.96
合并			2631.16	1808.62	31.26%	419.95	33.60	31.56

注：子公司财务数据来自各自的审计报告；公司持有贵绳股份股权未质押，截至 2025 年 3 月底期末参考市值为 8.20 亿元
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

（二）基础素质

跟踪期内，公司仍为贵州省重要的国有资本运营管理的主体，保持多元化的经营业务布局，下属主要经营主体保持显著的竞争优势。公司本部过往履约情况好。

跟踪期内，公司产权结构未发生变化，仍为贵州省唯一在国务院国资委备案的国有资本运营平台试点公司，保持主业为国有资

本运营管理，主要负责贵州省国资委授权范围内的国有资产经营管理和股权投资管理，持续获得资产划入，并表范围较快扩张，经营业务维持供应链贸易、白酒生产及销售、类金融服务、航空运输、矿产品开采加工、钢丝制销等多个领域。其中，2023 年 11 月公司收购习酒集团 51.00%股权并将其纳入合并范围，2024 年 12 月进一步收购其 16.00%股权，对于持股比例增至 67.00%，2024 年为合并习酒集团后的首个完整财年。跟踪期内，习酒集团保持较高的品牌价值，根据《华樽杯第十六届中国酒类品牌价值 200 研究报告》，贵州习酒品牌价值以 2896.21 亿元位列中国白酒前八名、中国酱酒第二名，其中“君品习酒”和“窖藏 1988”两大核心单品的品牌价值分别为 1384.14 亿元和 1233.79 亿元。

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（统一社会信用代码：91520000795274338K），截至 2025 年 6 月 15 日，公司本部无未结清和已结清的不良信贷信息记录。根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。截至 2025 年 6 月 26 日，联合资信未发现公司本部被列入全国失信被执行人名单，未发现公司本部存在重大税收违法失信案件信息、证券期货市场失信记录、行政处罚信息、列入经营异常名录信息、列入严重违法失信名单（黑名单）信息、严重失信信息。

（三）管理水平

跟踪期内，公司法人治理架构和主要管理制度无重大变化。公司董事、高管人员有一定调整，均属于正常的人事更替，不存在因涉嫌重大违法违规而被免职的情况；截至本报告出具日，公司共有董事 8 名（含 4 名外部董事和 1 名职工董事），非董事高级管理人员 4 名。公司高管人员均具有较为丰富的从业经验，对公司所属行业整体状况和公司运营发展情况较为熟悉。公司于 2025 年 4 月取消设置监事会，相关职权由董事会下设审计委员会履行。

（四）经营方面

1 业务经营分析

（1）白酒生产及销售

作为公司控股产业中核心的收入和利润来源之一，习酒集团 2024 年净利润同比下滑，与行业公司相比盈利指标表现良好。

跟踪期内，公司白酒生产及销售业务主要由习酒集团的下属子公司习酒公司经营。此外，公司下属的贵州筑春酒业有限责任公司从事少部分白酒的生产销售业务，现年生产白酒能力为 1200 多吨，整体业务规模较小。

习酒公司产品以中高端酱香型白酒为主，主要产品序列为君品系列、窖藏系列、金钻系列等，其中，习酒公司收入主要通过“君品习酒”和“窖藏 1988”两大核心单品来实现，两个产品分别定位在千元价格带和 800 元左右的次高端价格带。跟踪期内，习酒集团的采购、生产、销售模式未发生重大变化，其中，习酒公司的生产管理部结合销售公司及电商公司提供的销售计划以及现有库存、成品酒质量工艺等要求，制定下年生产计划；习酒公司的销售模式以区域经销商为主、自营电商为辅，同时习酒公司设置了经销商准入和考核制度，销售结算方式为先款后货；原材料采购主要通过与本站粮食供应商建立“公司+农户+基地”的模式，采取竞争性谈判确定采购单价，符合质量标准的原材料办理验收后结算款项，对公司的资金占用不明显。

2024 年，习酒公司产销量与上年基本持平，生产销售稳定。由于习酒集团增加不定期的促销政策，销售费用同比增加，2024 年习酒集团实现净利润同比下降，考虑到外部高端消费需求疲软及政务消费的限制，未来业绩增长或承压。

与部分白酒行业上市公司相比，习酒集团盈利指标表现良好，总资产周转效率较高。

图表 5 • 2024 年（末）习酒集团与白酒行业主要上市公司财务指标对比

企业/证券简称	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	净利润同比 变化率	净资产收益率	营业利润率	资产负债率	总资产周转次数 (次)
习酒集团	215.29	55.63	-21.25%	30.07%	63.16%	39.91%	0.75
贵州茅台	1741.44	893.35	13.22%	38.43%	80.24%	19.04%	0.52
五粮液	891.75	331.93	5.04%	24.24%	53.88%	27.55%	0.43
山西汾酒	360.11	122.53	14.65%	39.12%	53.83%	34.19%	0.62
古井贡酒	235.78	57.07	17.18%	23.89%	37.04%	36.59%	0.52
泸州老窖	311.96	134.98	1.55%	30.35%	66.77%	30.48%	0.40

资料来源：联合资信根据公司提供资料及公开资料整理

（2）供应链贸易业务

受销售政策调整影响，惠群公司的白酒贸易业务规模有所下降，且保持一定的资金占用，2025 年上述政策调整影响有望得到一定恢复；其他贸易主体基本稳定经营，部分贸易品种上下游集中度高。

公司供应链贸易业务运营主体仍主要为惠群公司、贵州成黔企业（集团）有限公司（以下简称“成黔集团”）和贵州康乾盛贸易有限责任公司（以下简称“康乾盛”），公司本部和其他子公司开展贸易规模较小。

图表 6 • 公司供应链贸易业务收入构成情况（单位：亿元）

贸易业务主体	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
公司本部	4.11	0.35	0.02
康乾盛	37.72	33.76	3.56
成黔集团	10.83	13.01	4.55
惠群公司	104.69	86.09	29.56
其他	7.83	8.39	2.52
合计	165.18	141.59	40.21

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

跟踪期内，惠群公司的盈利模式为从生产商购买白酒并销售。业务模式方面，公司通过预付和预收货款与上下游对手方进行交易，盈利来源主要为购销差价，采取现金结算的方式，业务经营存在一定的资金占用，上下游对手方较为稳定。2024 年，受销售政策调整影响，惠群公司白酒销售规模同比下降幅度较大，截至 2024 年底，惠群公司存货规模较上年底增加 33.30 亿元至 45.21 亿元，未计提跌价准备；惠群公司的负债主要为预收下游企业货款形成的合同负债以及为支付预付货款而形成的短期借款，2024 年底惠群公司合同负债为 16.98 亿元，短期借款为 38.00 亿元，预付款项为 7.20 亿元。2025 年以来，惠群公司正常推进销售，一季度存货规模减少 9.51 亿元，全年收入规模有望得以提升。

跟踪期内，康乾盛贸易品种仍为煤炭、化肥等，通过与上游供应商签订框架协议的方式以保证供应商供应固定数量货物，价格随行就市，当下游客户出具收货单后预结一定货款给供应商，待收取下游客户货款后支付上游供应商尾款。供应商货款结算账期一般为 45 天内，客户款项结算账期一般为发票开具后 30 天内。2024 年康乾盛向前五大供应商的采购金额占比为 68.97%，向前五大客户的销售金额占比为 76.25%，上下游集中度高。成黔集团主要从事铝土矿贸易以及铝土矿的开采与加工，于 2025 年 6 月已更名为贵州铝业集团有限公司；其铝土矿贸易业务模式为先与下游客户确定销货的合同价格（一般参考当时市场价格加成一定比例），然后按照市场价向上游供应商采购；供应商货款结算账期一般为 30 天内，客户款项结算账期一般为 30 天内。2024 年成黔集团向前五大供应商的采购金额占比为 68.67%，向前五大客户的销售金额占比为 56.76%，上下游集中度高。

（3）钢丝制销业务

受产业需求萎缩、原材料价格震荡下行、产品销售价格下跌、搬迁等因素影响，2024 年贵绳股份经营业绩同比下滑，对公司整体业绩拖累影响可控。

贵绳股份主营产品为各种用途的钢丝、钢绳产品、预应力钢绞线等产品的生产、加工和销售，年生产能力近 40 万吨。贵绳股份以遍布全国 19 个省市的销售分公司直销为主、以中间商为辅的方式销售公司产品。

根据遵义市人民政府《市人民政府关于推进中心城区重点企业节能减排异地技改工作的意见》（遵府发〔2008〕37 号）等文件规定，贵绳股份于 2012 年启动异地整体搬迁项目，整体搬迁项目完成后将形成 55 万吨产能，产品及原料进出量将在 100 万吨以上。项目建设资金总额 33 亿元，截至 2024 年底，各主体厂房、主要配套设施、办公楼建设基本完成，三分厂、四分厂、六分厂老区设备搬迁完成、新增部分设备正在调试；其他分厂部分新增设备安装调试基本完成。

钢丝绳行业集中度较低，由于原材料价格下降及下游需求疲软，公司产品价格同比下降，2024 年贵绳股份营业总收入延续下降趋势，同比减少 1.99%，其中钢丝、钢绳和钢绞线产品收入占比分别为 22.67%、42.57%和 31.82%，毛利率分别为-2.50%、12.60%和 6.16%，各产品毛利率均同比下降。

（4）航空运输业务

2024 年，航空运输业的恢复带动多彩贵州航空经营指标向好，利润亏损规模同比收窄，对公司整体业绩拖累影响可控。

多彩贵州航空以客运服务为主。2024 年，随着航空业恢复态势稳健，多彩贵州航空各项经营业务指标同比有所改善，其中，旅客周转量、载运旅客人次和客座率均同比大幅增长，多彩贵州航空综合运载率提升至 92.72%，运输总周转量提升至 4.40 亿吨公

里，经营指标的改善带动多彩贵州航空 2024 年营业收入同比增长 24.42%，利润总额实现减亏，由 2023 年亏损 3.14 亿元下降至 2024 年亏损 1.45 亿元。

图表 7 • 多彩贵州航空业务运营情况

项目	2023 年/底	2024 年/底	2025 年 1—3 月/月底
客运业务			
可用座公里（亿座公里）	48.28	53.80	14.46
旅客周转量（亿人公里）	38.75	47.44	12.80
载运旅客人次（万人次）	272	340	97
客运人公里收益（元）	0.49	0.49	0.51
客座率	80.25%	85.73%	85.71%
货邮运业务			
货邮周转量（亿吨公里）	0.20	0.20	0.04
货邮载运量（万吨）	1.18	1.26	0.25
货运吨公里收益（元）	0.21	0.25	0.39
综合数据			
可用吨公里（亿吨公里）	4.13	4.74	1.27
运输总周转量（亿吨公里）	3.63	4.40	1.17
收入吨公里收益（元）	5.24	5.35	5.52
综合载运率	87.91%	92.72%	92.57%

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

（5）类金融服务业务

2024 年，公司委托贷款新增投资规模及期末余额均有所下降，客户仍以贵州省内国企为主，投资集中度高，且部分贷款已出现逾期，减值准备计提充分；担保业务仍以小微企业为主，2024 年在保余额快速增长，拨备充足，代偿规模较小；应急转贷资金规模基本稳定，投放集中度高；基金对外投资项目存在一定的公允价值波动风险。

公司类金融服务业务仍主要由子公司贵州省工业投资发展有限公司（以下简称“工投公司”）、贵州省工业融资担保有限责任公司（以下简称“工担公司”）、贵州华炬商务管理咨询有限公司（以下简称“华炬公司”）、产业发展公司和贵州黔晟股权投资基金管理有限公司（以下简称“黔晟基金公司”）经营。

图表 8 • 2023—2024 年及 2025 年 1—3 月公司类金融服务业务收入构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
委托贷款利息收入	3.39	2.14	0.75
担保业务收入	0.37	0.48	0.09
基金管理费收入	0.43	0.14	0.01
应急转贷利息收入	1.34	1.30	0.31
其他	1.14	0.59	0.14
类金融业务收入	6.68	4.65	1.30

注：小数尾差系四舍五入所致；其他主要为保理业务收入等
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

① 委托贷款

委托贷款业务由工投公司负责运营，截至 2024 年底，工投公司总资产 97.48 亿元，所有者权益 66.33 亿元（其中实收资本 65.00 亿元）。

跟踪期内，工投公司的委托贷款费率仍为 5.46%/年，业务开展的资金来源为自有资金和股东借款。项目来源为贵州省工业和信息化厅、贵州省国资委等推荐及工投公司的市场拓展，业务投放的增信措施主要包括投资对象回购承诺或担保、第三方担保机构担保、投资项目或企业的收益权质押、投资对象及其股东提供资产抵质押等。其中，工投公司于 2023 年为贵州省旅游产业发展集团有限公司（以下简称“贵旅集团”）及其下属子公司贵州多彩贵州城建设经营有限公司分别提供委托贷款 13.71 亿元和 2.00 亿元，期限分别为 36 个月和 24 个月，2024 年上述合计 15.71 亿元的委托贷款工投公司已进行转让；同时，公司委托贷款费率的市场竞争力明显下降，2024 年工投公司委托贷款投放规模同比下降，期末委托贷款总额收缩。2024 年底，工投公司委托贷款逾期金额较上年底大幅下降，主要系多数逾期项目已通过展期解决；除此之外，工投公司还采取还本续贷、法律诉讼以及通过协商方式追偿逾

期项目。截至 2025 年 3 月底，工投公司委托贷款总额 41.88 亿元，累计计提减值准备 5.82 亿元，已展期项目计提的减值准备不进行冲回。

图表 9 • 2023—2024 年及 2025 年 1—3 月工投公司委托贷款投放情况（单位：亿元）

项目	2023 年/底	2024 年/底	2025 年 1—3 月/ 3 月底
当期委托贷款利息收入	3.39	2.14	0.75
当期委托贷款发放金额	38.35	28.26	0.88
期末委托贷款总额	65.24	43.06	41.88
期末委托贷款笔数（笔）	79	61	59
期末减值准备余额	4.28	5.82	5.82
期末委托贷款净额	60.95	37.24	36.06
期末委托贷款逾期金额	12.37	5.71	4.97

注：小数尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

从委托贷款分布来看，截至 2025 年 3 月底，工投公司发放的委托贷款期限仍以 12~36 个月为主，行业主要分布在商务服务业（占 48.71%）。投放对象主要为贵州省内地方国企，截至 2025 年 3 月底，前十大客户委托贷款金额为 33.20 亿元，占同期末委托贷款总额的 77.10%，客户集中度高。其中，最大单一客户委托贷款金额 10.60 亿元，为贵州水城矿业股份有限公司，期限为 24 个月，资金主要用于流动资金周转，按月付息，到期还本，目前付息情况正常。

② 担保业务

工担公司作为贵州省政府性融资担保机构，业务开展主要通过银担合作方式，目前合作银行 10 余家，包括工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行、邮储银行、贵州银行、光大银行等；担保业务以信用担保为主，担保费率多为 1%。跟踪期内担保业务审批流程未发生变化。2024 年，工担公司完成 3210 笔合计 65.09 亿元担保业务的投放，服务全省小微企业 2821 家，小微企业户数占比 99.89%，累计提取准备金 1.02 亿元，融资担保责任余额放大倍数为 2.76 倍，拨备充足，代偿规模较小。

截至 2025 年 3 月底，工担公司前五大担保业务的担保责任余额合计占比 4.38%，担保集中度较低，且设置一定的反担保措施，最大单一客户为贵州华尔盛新材料有限公司，担保余额为 1.63 亿元，反担保措施为土地及在建工程抵押、股权质押。

图表 10 • 2023—2024 年及 2025 年 1—3 月工担公司担保业务开展情况

项目	2023 年/底	2024 年/底	2025 年 1—3 月/3 月底
当期担保发生额（亿元）	41.24	65.09	25.99
期末在保余额（亿元）	42.12	69.53	72.98
期末在保业务笔数（笔）	1336	3533	3921
净资产担保放大倍数（倍）	2.05	2.76	3.01
担保业务收入（亿元）	0.37	0.48	0.09

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

③ 应急转贷业务

应急转贷业务由华炬公司负责运营。跟踪期内，公司应急转贷业务开展模式未发生变化，根据贵州省国资委、公司的批复通过银行委托贷款给省属用款企业获取收益。应急转贷业务的合作方主要为省属国有企业及银行，业务资金来源于财政专项资金、公司本部及子公司借款。截至 2025 年 3 月底，应急转贷资金总规模 24.26 亿元。

应急转贷业务借款期限通常较短（20 天或 1 个月，实际以省国资委批复为准），对于符合用款要求的省属企业，华炬公司根据贵州省国资委、公司的批复文件经公司总经理办公会、董事会审议通过后放款，资金使用费率为 6%/年；华炬公司亦可按照市场化的要求，根据应急转贷资金相关操作规定，经公司总经理办公会、董事会审议通过后完成放款。

2024 年，华炬公司应急转贷业务累计发放金额 59.20 亿元，期末使用余额 20.25 亿元；2025 年 1—3 月，华炬公司应急转贷业务累计发放金额 23.27 亿元，期末使用余额 23.27 亿元。截至 2025 年 3 月底，华炬公司存续应急转贷业务涉及转贷主体合计 5 家，期末最大单一客户转贷余额为 15.55 亿元，占比 66.82%，客户集中度高。

图表 11 • 截至 2025 年 3 月底应急转贷资金总规模及资金来源情况

应急转贷资金总规模（亿元）	金额（亿元）	资金来源	资金成本	备注
24.26	1.21	黔晟国资	2.50%/年	借款形式
	4.55	黔晟国资	5.34%/年	借款形式
	2.50	黔晟国资	3.34%/年	借款形式
	10.00	康乾盛	4.805%/年	借款形式
	6.00	贵州省国资委委托黔晟国资管理资金	0	往来款形式

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

④ 基金出资及管理业务

产业发展公司是六只省级政府投资基金的出资人代表，负责六只基金的对外投资工作，实缴资金来源为贵州省国资委。截至 2024 年底，六只基金总规模 1200.00 亿元，实缴 822.85 亿元，累计对外投资项目超 500 个，对外投资金额超 700 亿元。

存续管理基金中，新动能基金设立于 2022 年 3 月，基金认缴规模 400.00 亿元，实缴规模 190.70 亿元，重点支持新能源电池及材料、酱酒、战略性新兴产业等工业产业发展；设立之初，由贵州省人民政府委托公司作为出资人代表，黔晟基金公司作为基金管理人，2024 年 3 月按照《黔晟国资关于变更基金出资人的通知》要求，新动能基金的有限合伙人由公司变更为产业发展公司。截至 2024 年底，新动能基金完成项目投资 69 个，投资金额 158.33 亿元；从地区分布看，主要投资于贵阳市、六盘水市、毕节市、黔南州、遵义市、黔西南州、安顺市、铜仁市等 8 个区域；其余 5 只基金管理人为贵州金控下属子公司贵州省贵鑫瑞和创业投资管理有限责任公司，分别在生态环保、城镇化、工业、文化旅游以及农业农村相关领域进行项目投资。

图表 12 • 截至 2024 年底六只政府投资基金情况（单位：亿元）

序号	基金名称	设立时间	基金管理人	基金总规模	基金实缴规模
1	贵州省新动能产业发展基金合伙企业（有限合伙）	2022 年 3 月	贵州黔晟股权投资基金管理有限公司	400.00	190.70
2	贵州省生态环保发展股权投资基金合伙企业（有限合伙）	2021 年 4 月	贵州省贵鑫瑞和创业投资管理有限责任公司	40.00	33.63
3	贵州省新型城镇化股权投资基金合伙企业（有限合伙）			120.00	107.73
4	贵州省新型工业化发展股权投资基金合伙企业（有限合伙）			280.00	208.25
5	贵州省文化旅游产业股权投资基金合伙企业（有限合伙）			180.00	114.48
6	贵州省农业农村现代化发展股权投资基金合伙企业（有限合伙）			180.00	168.06
合计			--	1200.00	822.85

注：上述六只基金实缴规模中 GP 合计出资 501.00 万元

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

除上述政府投资基金外，截至 2025 年 3 月底，黔晟基金公司存续管理基金共 6 只，基金总规模 68.59 亿元，实缴 31.82 亿元；黔晟基金公司的基金费率按照当年新增投放规模的 1%收取，当年收取 50%，次年根据考核结果收取 50%。其中，贵州省能源结构调整股权投资基金合伙企业（有限合伙）通过股权直投和设立子基金的模式，主要投向贵州省内的大能源板块，包括煤炭、电力、新能源、油气等，仍处于投放期。

图表 13 • 截至 2025 年 3 月底黔晟基金公司管理基金情况（单位：亿元、个）

序号	基金名称	设立时间	存续期	基金认缴规模	基金实缴规模	公司实缴/认缴规模	投资领域/行业	投资阶段	在投项目数量
1	精准帮扶雷山县大塘镇产业扶贫私募股权投资基金	2017/09/15	10 年	1.00	1.00	--	贵州省雷山县黔晟扶贫产业发展有限责任公司	投后管理阶段	1
2	结构调整黔晟 1 号私募股权投资基金	2017/09/25	10 年	0.58	0.58	0.57/0.57	物流、咨询、贸易	投后管理阶段	2
3	结构调整黔晟 2 号私募股权投资基金	2018/03/05	10 年	0.01	0.01	--	贸易流通、公路物流、铁路物流	投后管理阶段	1
4	贵州省能源结构调整股权投资基金合伙企业（有限合伙）	2021/10/22	15 年	50.00	16.21	0.0001/0.0001	煤炭、电力、新能源、油气等能源产业	募集阶段、投资阶段、投后管理阶段、	3（不含子基金）
5	贵州省黔晟新材料壹号私募股权投资基金合伙企业（有限合伙）	2022/06/15	7 年	3.00	0.02	0.0001/0.0001	新材料、新能源产业	无	0

6	贵州省结构调整国资贰号 私募股权投资基金合伙企业 (有限合伙)	2023/07/03	10 年	14.00	14.00	0.0001/0.0001	贸易	投后管理阶段	1
合计		--	--	68.59	31.82	0.5703/0.5703	--	--	8

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2 未来发展

未来，公司将持续优化资本布局管控、丰富资本运作方式、放大资本撬动效应，逐步提升主业发展质量，不断优化管控能力，发挥国有资本投资运营平台效用，多措并举以保障公司持续稳健发展。

在资本运营方面，公司将持续优化资本布局管控，加强国有资本市场化运作，不断提升投资综合价值和整体质量；进一步优化资源要素配置，跨地区跨产业跨行业投资，布局战略性新兴产业。同时，在贵州省国资委的部署和支持下，积极参与省属国有企业股权多元化改革、市场化债转股、资产重组整合等改革专项任务，助推省属国有企业做强做优做大。

在业务经营方面，公司将着力打造产业发展平台，全力服务产业发展，灵活运用“基金投资、股权、债权直投”等多种方式，服务全省实体经济做强做优做大，改造升级传统产业、巩固提升优势产业、培育壮大新兴产业、适度布局未来产业。此外，公司将依托成黔集团的产业体系着力打造富矿精开平台，推动成黔集团与有矿产资源的各类企业开展合作，通过股权投资、收购等方式，加快推进优质铝土矿资源储备；建立“贵州省铝土矿资源集中采购供给平台”，统筹推进不同铝产业对铝土矿资源的需求供给，规范铝土矿市场秩序，并为集采平台赋予金融服务功能，提高贵州省铝及铝加工产业链供应链的韧性和安全。

(五) 财务方面

公司提供了 2024 年财务报告，中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；因进行前期差错调整，2023 年财务数据采取 2024 年期初数；公司提供的 2025 年一季度财务报表未经审计。

合并范围方面，2024 年，公司新设产业发展公司，并将六只基金由直接持股调整为通过产业发展公司间接持股，另有 4 家二级子公司调整为一级子公司，截至 2024 年底，公司纳入合并范围一级子公司数量为 25 家；2025 年一季度公司一级子公司未发生变化。整体看，合并范围变动对公司财务数据影响不大。

1 主要财务数据变化

跟踪期内，随着政府持续注入资产，公司资产规模延续增长，仍以非流动资产为主；现金类资产充裕，股权资产、债权投资及生产性资产占比高，以非上市本地省属企业股权为主，资产流动性较弱，需关注基金对外投资的资产质量。

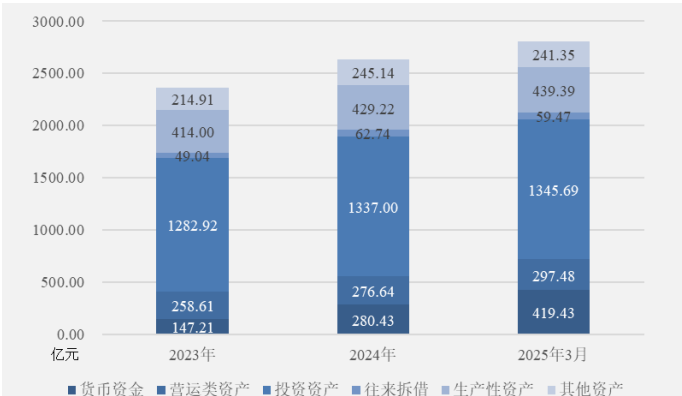
随着政府持续注入资金和资产，截至 2024 年底公司资产规模较年初增长 11.17%，资产构成主要为主营业务及企业并购形成的股权及基金等投资类资产、贸易业务垫款、生产性资产等，以非流动资产为主。

截至 2024 年底，公司现金类资产充裕，占总资产的 11.21%，受限比例低。公司开展白酒生产及销售、供应链贸易以及矿产品加工等业务形成一定规模的应收账款、预付款项、存货等营运类资产，2024 年由于习酒集团自制半成品增加、惠群公司销售政策调整及贵州多彩城置业有限公司（以下简称“多彩置业公司”）无偿划转纳入合并范围，期末存货规模较年初增长 37.66%，跌价准备计提很小。投资类资产为公司资产的核心组成部分，截至 2024 年底比重达 50.81%，其中，债权投资（含一年内到期）主要为委托贷款，规模逐年收缩，2024 年底减值准备计提比例为 15.10%，部分债权投资出现逾期；其他权益工具投资构成主要是公司本部接收的贵州省国资委无偿划转的多家本地省属企业的股权，涉及高速公路、机场、能源、旅游等多领域，2024 年底规模较年初小幅增长，其中以持有贵州省高速公路集团有限公司 24.27%股权 283.61 亿元、贵州民航产业集团有限公司 40.52%股权 61.74 亿元等为主；其他非流动金融资产主要为六只基金的对外股权投资项目，2024 年产生公允价值变动损失 17.25 亿元，投资资产质量有待关注；长期股权投资中多数被投资企业较为稳定，2024 年公司无偿划出瓮福（集团）有限责任公司（以下简称“瓮福集团”）和贵州新福投资有限公司（以下简称“新福投资”）部分股权¹，合计账面价值 24.30 亿元，同时新增对贵州开磷集团股份有限公司（以下简称“开磷集团”）的 31.00 亿元投资，综合影响下，公司长期股权投资账面余额变动不大。此外，生产性资产主要包括以商标权、土地使用权为主的无形资产、习酒集团的厂房设备等，其他资产主要为并购习酒集团产生 185.84 亿元的商誉，除收购贵州成黔陶粒有限公司形成的 692.39 万元商誉已全额计提减值外，未发生减值。

¹ 2024 年 3 月 5 日，根据贵州省国资委相关文件，贵州省国资委将所持瓮福集团 7.2568%股权、黔晟国资所持瓮福集团 7.9953%股权、黔晟国资所持新福投资 11.52%股权无偿划入贵州磷化（集团）有限责任公司，作为贵州省国资委出资，增加其国家资本金。

截至 2025 年 3 月底，公司资产规模延续增长态势，主要系贵州省国资委对公司现金增资 125.00 亿元，带动货币资金较上年底增加 49.57%。同期末，公司受限资产规模为 21.65 亿元，占总资产比例很低，主要为货币资金及应收账款受限。

图表14 • 公司各类资产变化情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

注：营运类资产包括应收票据、应收账款、应收款项融资、预付款项、存货、合同资产、一年内到期的非流动资产、衍生金融资产、买入返售金融资产、划分为持有待售的资产、可供出售金融资产、持有至到期投资、发放贷款及垫款、以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产、以摊余成本计量的金融资产、债权投资、其他债权投资、其他权益工具投资、非流动金融资产、长期股权投资；往来拆借为其他应收款（合计）；生产性资产包括投资性房地产、固定资产、在建工程、生产性生物资产、油气资产、使用权资产、无形资产、开发支出、长期待摊费用

图表15 • 公司主要投资类资产情况（单位：亿元）

科目	2023 年底	2024 年底	2025 年 3 月底
交易性金融资产	0.06	0.26	0.00
债权投资	50.30	35.07	36.54
其他权益工具投资	486.34	494.32	501.34
其他非流动金融资产	629.29	689.51	687.17
长期股权投资	119.93	117.84	120.63
投资资产	1282.92	1337.00	1345.69

注：小数尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

受益于贵州省国资委持续的资金及资产注入，截至 2024 年底，公司实收资本和资本公积持续增长，权益结构稳定性强。

截至 2024 年底，公司所有者权益较年初增加 10.76%。其中，为支持六只基金投资以及产业发展等，2024 年，公司获得贵州省国资委现金增资 271.12 亿元，并无偿接收贵州省大聘物业服务有限公司（曾用名为“贵州省贵旅健康产业发展有限公司”，以下简称“贵旅健康公司”）及多彩置业公司等公司股权，充实了实收资本，当期无偿划出持有的部分瓮福集团和新福投资股权，并将 148.93 亿元实收资本调整计入资本公积；同时，资本公积方面，因收购习酒集团 16.00%股权获得超额收益 3.37 亿元以及新取得的股权与对应净资产份额之间的差额 34.10 亿元，收到惠群公司分配合并前利润 1.88 亿元；综合影响下，2024 年底公司实收资本增加至 1416.07 亿元，资本公积增至 162.23 亿元。其他权益工具投资公允价值下降导致公司其他综合收益期末余额减少 18.95 亿元，对公司权益有一定侵蚀。

截至 2025 年 3 月底，公司所有者权益 1968.19 亿元，继续保持增加主要系贵州省国资委对公司现金增资 125.00 亿元，其中，归属于母公司所有者权益占比为 91.66%，少数股东权益占比为 8.34%。在所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占所有者权益的比例为 78.30%、8.24%和 5.51%，所有者权益结构稳定性强。

随着银行借款和债券发行，2024 年底公司有息债务规模保持增长，仍以长期债务为主，债务负担较轻。

截至 2024 年底，公司全部债务较年初同比增长，全部债务占同期末负债总额的 64.84%，其中银行借款约占 60.71%、发行债券约占 5.63%、其他约占 33.66%；长短期银行借款以信用借款为主，2024 年新增收购习酒集团股权产生的 40.00 亿元并购贷款；应付债券主要系 2024 年 12 月发行的 30.00 亿元私募债；长期应付款主要为向省内国有企业借款 100.00 亿元，2024 年底其他应付款的增加主要系多彩置业公司及贵旅健康公司纳入合并范围，与其他外部企业的往来款增加所致。债务期限结构方面，截至 2024 年底，短期债务占 27.43%。此外，公司负债还包括以应付账款、合同负债为主的经营性负债，主要产生于惠群公司的白酒销售以及习酒集团的白酒生产制造业务。

截至 2025 年 3 月底，公司债务规模进一步提升，同期末公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 29.78%、22.19%和 17.46%，较上年底分别下降 1.48 个百分点、下降 0.58 个百分点和下降 0.17 个百分点。

图表 16 • 公司有息债务情况（单位：亿元）

科目	2023 年底	2024 年底	2025 年 3 月底
短期债务明细			
短期借款	72.49	86.45	86.39
应付票据	13.61	10.29	11.21
一年内到期的非流动负债	8.55	7.91	7.38
其他短期债务	0.16	41.62	40.00
长期债务明细			
长期借款	161.38	229.81	248.30

应付债券	--	30.00	38.31
租赁负债	28.05	27.21	29.60
其他长期债务	100.00	100.00	100.00
合计	384.23	533.29	561.19

注：小数尾差系四舍五入所致
 资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2024 年，公司营业总收入和经营性利润随着白酒业务全年纳入合并范围而快速增加，投资收益同比大幅下降，公允价值变动损失对利润有所侵蚀，非经常性损益波动较大。总体看，公司盈利能力指标表现良好。

随着习酒集团全年收入与利润纳入合并范围，2024 年，公司营业总收入及毛利润分别同比增长 69.00%和 219.38%，期间费用率提升至 20.00%，导致经营性利润增速低于毛利润增速，但规模大幅增长。非经常性损益方面，因被投资企业经营业绩不佳以及六只基金对外投资项目的拖累，投资收益转亏、公允价值变动损失缺口同比扩大；受上述因素的综合影响，当期公司利润总额增幅为 34.09%。盈利指标表现同比改善，但由于净资产规模增速较快，2024 年净资产收益率小幅下行。

2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 134.52 亿元，毛利润 75.94 亿元，投资收益维持亏损，利润总额为 39.13 亿元。

图表 17 • 公司盈利指标情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
营业总收入	248.50	419.95	134.52
毛利润	61.08	195.08	75.94
期间费用	24.35	83.98	23.57
经营性利润	31.64	73.92	39.32
投资收益	18.32	-0.57	-0.37
公允价值变动收益	-6.31	-17.25	--
其他收益	0.78	1.63	0.26
利润总额	42.20	56.58	39.13
经调整的营业利润率	13.05%	17.99%	29.42%
总资本收益率	1.98%	2.11%	--
净资产收益率	1.93%	1.86%	--

注：经营性利润=营业总收入-营业成本-税金及附加-期间费用
 资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2024 年，公司经营活动现金净流入规模同比扩大；股东对公司资金支持力度较大，可弥补大部分对外投资产生的资金缺口，但仍有一定对外融资需求，需持续关注融资监管政策的变化。

随着供应链贸易及白酒生产销售业务的开展，2024 年，公司经营活动现金流量规模较大，且经营活动现金保持净流入；随着收入规模的提升，公司现金收入比表现减弱。2025 年 1—3 月，公司经营活动现金维持净流入。公司对外投资规模始终较大，投资活动现金持续存在较大规模的缺口。受益于贵州省国资委的持续支持，2024 年和 2025 年 1—3 月，公司吸收投资收到的现金分别为 271.24 亿元和 125.00 亿元，主要用于支持基金的对外投资及产业发展等，但公司仍存在一定对外融资需求，筹资节奏显著加快，依赖于银行借款和债券发行来弥补资金缺口。2024 年，公司通过银行并购贷款以及自筹资金收购习酒集团股权，增加一定的筹资需求；同年，通过外部债务融资叠加股东资金支持等筹集的资金完全覆盖了资金缺口，现金及现金等价物净增加额规模同比扩大。考虑到未来公司计划持续为贵州省产业发展予以支持，对外融资需求大，需持续关注融资监管政策变化。

图表 18 • 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	572.61	538.82	175.31
经营活动现金流出小计	550.72	505.46	142.76
经营现金流量净额	21.89	33.36	32.55
投资活动现金流入小计	39.04	49.57	12.79
投资活动现金流出小计	340.83	291.27	44.57
投资活动现金流量净额	-301.79	-241.70	-31.78
筹资活动前现金流量净额	-279.90	-208.33	0.77

筹资活动现金流入小计	441.06	495.26	170.49
筹资活动现金流出小计	118.21	153.34	32.46
筹资活动现金流量净额	322.85	341.92	138.03
现金收入比	131.23%	91.23%	91.23%
现金及现金等价物净增加额	42.95	133.62	138.80

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

2 偿债指标变化

公司偿债指标表现好，考虑到公司在区域内突出的战略地位，在资金和资产注入方面可获得一定支持，实际偿债能力极强。

图表 19 • 公司偿债指标

项目	指标	2023 年	2024 年
短期偿债指标	流动比率	139.19%	195.52%
	速动比率	96.61%	135.23%
	经营活动现金流入量/流动负债（倍）	1.72	1.67
	经营现金/短期债务（倍）	0.23	0.23
	现金短期债务比（倍）	1.67	2.02
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	56.83	70.73
	全部债务/EBITDA（倍）	6.76	7.54
	经营现金/全部债务（倍）	0.06	0.06
	EBITDA 利息倍数（倍）	6.63	5.44
	经营现金/利息支出（倍）	2.55	2.56

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从偿债指标看，公司流动比率和速动比率表现良好；现金类资产对短期债务的保障能力有所增强；经营活动现金流入量对流动负债的保障能力较强，短期偿债指标表现好；2024 年，公司 EBITDA 同比改善，但债务规模的提升导致其对全部债务和利息支出的保障能力下降，EBITDA 对本息保障能力一般。同时，考虑到公司在资金和资产划入等方面能够获得有力的外部支持，可为公司有息债务的偿还提供了一定的保障。

截至 2025 年 3 月底，联合资信未发现公司本部存在重大未决诉讼；同期末，公司存续对外担保 3 笔，担保余额合计 4.31 亿元，被担保企业均与公司存在关联关系，存在一定的代偿风险。

截至 2025 年 3 月底，公司获得银行授信总额 759.30 亿元，尚未使用额度 377.49 亿元，间接融资渠道畅通。

3 公司本部主要变化情况

截至 2024 年底，公司本部资产主要由对子公司拆借款、持有的子公司以及省属企业股权等构成，债务以长期银行贷款和发行债券为主，债务负担轻，实际利息支付压力不大。

公司本部从事少部分供应链贸易业务，并承担战略决策及大部分融资职能。

截至 2024 年底，公司本部资产主要为子公司及联营企业股权、持有的省属企业股权以及对子公司的资金拆借。其中，货币资金 10.63 亿元，其他应收款 75.93 亿元，主要为应收习酒公司、习酒集团等企业的股利，以及对工投公司、华炬公司等子公司的计息拆借款，用于支持子公司的日常业务经营；对子公司及联营企业投资 1529.01 亿元；此外，还包括构成以持有多家本地省属企业的股权为主的其他权益工具投资 476.10 亿元。

图表 20 • 2024 年底公司本部其他应收款主要构成情况（单位：亿元）

项目	款项性质	账龄	期末余额
应收股利	--	--	24.75
其中：习酒公司	应收股利	1 年以内	14.11
习酒集团		1 年以内	9.39
瓮福集团		1 年以内	1.19

其他应收款	--	--	50.69
其中：工投公司	合并范围内关联方款项	3-5 年	19.28
华炬公司		1-4 年	9.37
黔晟基金公司		1-3 年	4.28
黔晟投资		2-4 年	0.72
贵旅集团	往来款	1 年以内	15.72

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

公司本部为主要的融资主体，随着对外项目投资的持续推进，资金需求加剧，推动本部债务规模攀升；截至 2024 年底，公司本部全部债务 385.78 亿元，占合并口径全部债务的 72.34%，以银行借款和债券发行为主，长期债务为 345.89 亿元，占全部债务的 89.66%；同时，公司本部持续获得贵州省国资委的资金和资产注入，截至 2024 年底，公司本部所有者权益提升至 1696.56 亿元，公司本部全部债务资本化比率为 18.53%，债务负担轻。

公司本部利润主要来源于贸易业务、资金拆借计息和投资净收益。2024 年，公司本部实现营业总收入 2.57 亿元，同比下降主要系供应链贸易业务的收缩，资金利息收入 2.20 亿元，净利息支出（利息费用—利息收入）为 9.44 亿元，投资收益为 29.60 亿元，其中由于首钢贵阳特殊钢有限责任公司经营业绩不佳，对其投资计提 6.95 亿元投资损失，利润总额 22.17 亿元；由于其他权益工具投资公允价值变动损失，当期公司本部其他综合收益减少 18.50 亿元，拉低期末综合收益总额。

图表 21 • 公司本部盈利情况（单位：亿元）

	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
营业总收入	7.70	2.57	0.53
毛利润	3.93	2.56	0.53
财务费用	4.77	9.48	2.57
其中：利息费用	4.87	9.93	2.68
减：利息收入	0.15	0.49	0.02
投资收益	17.24	29.60	-0.52
利润总额	13.96	22.17	-2.66

资料来源：联合资信根据公开资料整理

偿债能力方面，短期来看，截至 2024 年底，公司本部现金类资产为本部短期债务的 0.27 倍；2024 年，公司本部经营活动现金净流出 3.40 亿元，取得投资收益收到的现金 15.10 亿元（主要为理财利息收入和投资的现金分红），净利息支出（利息费用—利息收入）为 9.44 亿元，实际利息支付压力不大；长期来看，截至 2024 年底，公司本部现金类资产及股权类资产估值合计对本部全部债务的保障能力较强。

（六）ESG 方面

公司注重安全生产和生态环保工作，积极履行作为国企的社会责任，治理结构和内控制度较为完善。整体来看，公司 ESG 表现较好，对其持续经营无负面影响。

环境方面，公司定期组织召开安全环保工作会，对公司阶段性的安全生产和生态环保工作进行总结，不断健全完善安全环保工作体制机制，做好隐患排查治理，保证安全生产；2024 年，公司未发生生产安全事故、消防安全事故及环境影响事件。

社会责任方面，公司纳税情况良好，为 2024 年度纳税信用 A 级纳税人；公司积极履行国有企业政治责任、经济责任和社会责任，通过工业投资、基金投放、工业融资担保及中小企业信贷通，在服务产业发展、服务国资国企、服务民生项目、服务风险防范等方面发挥了重要作用。

公司治理方面，公司以资本为纽带与所出资公司依法合规建立母子公司体系架构，建立以公司法人单元为经济行为责任主体、以公司党委为领导、以董事会为公司运营决策主体、以经理层为公司运营管理主体的管控体制。公司未设有专门的 ESG 管治部门或组织，ESG 信息披露质量一般。

七、外部支持

公司为贵州省重要的国有资产经营管理实体，区域地位高。跟踪期内，公司持续获得贵州省国资委的资产注入和财政补贴，政府支持力度大。

2022—2024 年，贵州省经济持续发展，2024 年全年地区生产总值增长 5.3%，总量达 22667.12 亿元，在各省份中排名中下游，一、二、三产业分别增长 3.8%、6.7%和 4.8%。全年实现财政总收入 3780.95 亿元，比上年增长 3.2%。一般公共预算收入 2169.62 亿元，比上年增长 4.4%，其中，税收收入 1243.06 亿元，增长 1.7%；财政自给率 33.26%，财政自给能力偏低。

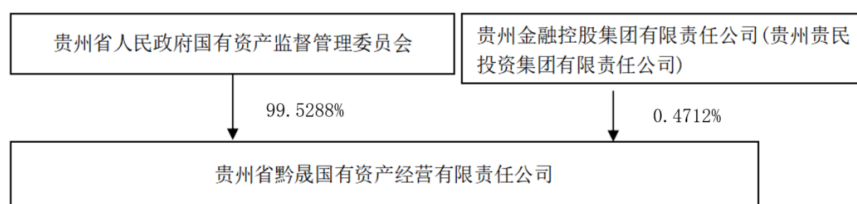
公司作为贵州省重要的国有资本运营管理主体，通过开展投融资、产业培育和资本运作等，发挥投资引导作用，推进国有资本布局优化和结构调整，推动产业集聚、转型升级和创新发展；通过股权运作、基金投资、培育孵化、价值管理、有序进退等方式，盘活国有资产存量，实现国有资本合理流动和保值增值。公司的国资背景、区域地位以及业务的专属性特征有利于其获得政府支持。

公司在资金注入、资产划转和政府补助等方面持续获得有力的政府支持。资金注入及资产划转方面，2024 年和 2025 年 1—3 月，公司获得贵州省国资委现金注资 271.12 亿元和 125.00 亿元，用于六只基金投资、产业发展以及自身债务风险的防范；2024 年贵州省国资委将贵旅健康公司、多彩置业公司、贵州黔灵女家政服务有限公司、贵州黔隆惠萃商贸有限公司等企业部分股权无偿划转至公司，增加公司实收资本 2.13 亿元。政府补助方面，2024 年和 2025 年 1—3 月，公司其他收益分别为 1.63 亿元和 0.26 亿元，主要为各类政府补助。

八、跟踪评级结论

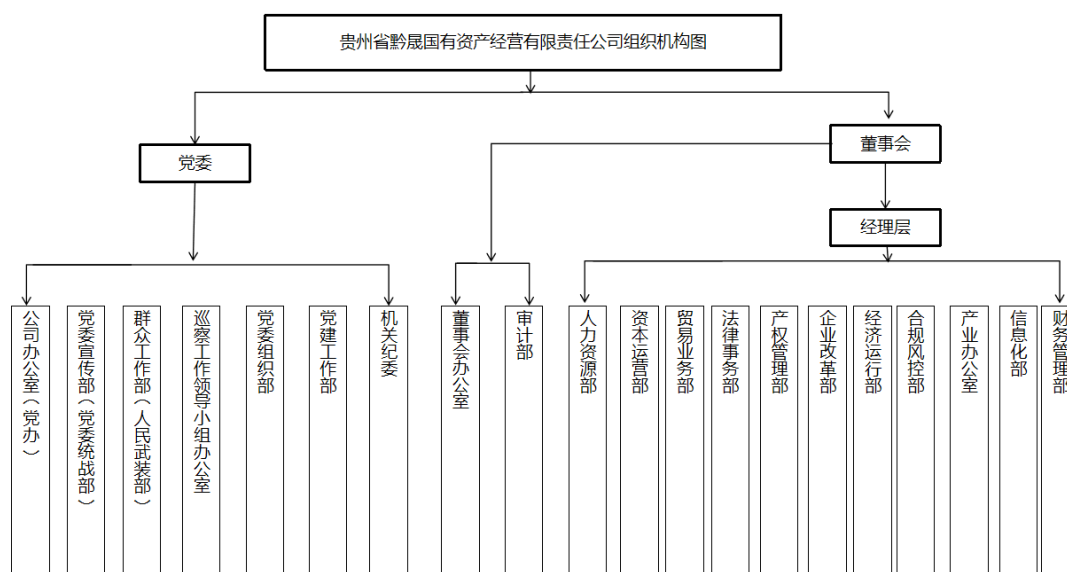
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“25 黔晟国资 MTN001A”“25 黔晟国资 MTN001B”“25 黔晟国资 MTN002A”“25 黔晟国资 MTN002B”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至本报告出具日）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 1-2 公司组织架构图（截至本报告出具日）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 1-3 公司一级子公司情况（截至 2025 年 3 月底）

序号	企业名称	注册资本 (亿元)	持股比例	
			直接	间接
1	贵州黔晟投资有限公司	9.60	100.00%	--
2	贵州武岳实业集团有限公司	1.07	100.00%	--
3	中国有色金属工业贵阳有限责任公司	0.17	100.00%	--
4	贵州省众维中小企业信用担保有限公司	1.30	100.00%	--
5	贵州黔众典当有限公司	0.10	40.00%	60.00%
6	贵州鹏业国际机电设备招标有限公司	0.10	100.00%	--
7	贵州迈达盛集团有限公司	4.60	100.00%	--
8	贵州产投高科有限责任公司	10.00	100.00%	--
9	贵州产投地产有限责任公司	1.00	100.00%	--
10	贵州贵财招标有限责任公司	0.15	100.00%	--
11	贵州华炬商务管理咨询有限公司	0.50	100.00%	--
12	贵州省臻本企业管理有限责任公司	0.08	40.00%	60.00%
13	贵州省国晟企业管理咨询服务有限公司	0.10	100.00%	--
14	贵州省工业融资担保有限责任公司	20.00	75.00%	25.00%
15	贵州黔众小额贷款股份有限公司	1.00	65.00%	--
16	贵州钢绳（集团）有限责任公司	12.43	100.00%	--
17	贵州惠群商贸有限公司	10.00	100.00%	--
18	多彩贵州航空有限公司	15.63	95.00%	--
19	贵州省医疗物资控股（集团）有限公司	1.00	100.00%	--
20	贵州习酒投资控股集团有限责任公司	37.50	67.00%	--
21	贵州省产业发展有限公司	1000.00	100.00%	--
22	贵州成黔企业（集团）有限公司	12.46	100.00%	--
23	贵州黔晟股权投资基金管理有限公司	2.18	100.00%	--
24	贵州省工业投资发展有限公司	65.00	100.00%	--
25	贵州康乾盛贸易有限责任公司	2.89	100.00%	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告及提供资料整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	158.45	295.01	443.99
应收账款（亿元）	23.68	26.28	27.77
其他应收款（合计）（亿元）	49.04	62.74	59.47
存货（亿元）	141.72	195.09	186.45
长期股权投资（亿元）	119.93	117.84	120.63
固定资产（亿元）	106.69	132.88	133.20
在建工程（合计）（亿元）	31.80	18.29	20.71
资产总额（亿元）	2366.69	2631.16	2802.81
实收资本（亿元）	1301.01	1416.07	1541.07
少数股东权益（亿元）	169.64	146.97	164.24
所有者权益（亿元）	1632.96	1808.62	1968.19
短期债务（亿元）	94.81	146.27	144.99
长期债务（亿元）	289.41	387.02	416.20
全部债务（亿元）	384.22	533.29	561.19
营业总收入（亿元）	248.50	419.95	134.52
营业成本（亿元）	187.42	224.87	58.58
其他收益（亿元）	0.78	1.63	0.26
利润总额（亿元）	42.20	56.58	39.13
EBITDA（亿元）	56.83	70.73	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	326.10	383.13	122.72
经营活动现金流入小计（亿元）	572.61	538.82	175.31
经营活动现金流量净额（亿元）	21.89	33.36	32.55
投资活动现金流量净额（亿元）	-301.79	-241.70	-31.78
筹资活动现金流量净额（亿元）	322.85	341.92	138.03
财务指标			
销售债权周转次数（次）	8.22	10.14	--
存货周转次数（次）	2.30	1.34	--
总资产周转次数（次）	0.12	0.17	--
现金收入比（%）	131.23	91.23	91.23
营业利润率（%）	22.53	37.60	46.75
总资本收益率（%）	1.98	1.98	--
净资产收益率（%）	1.93	1.86	--
长期债务资本化比率（%）	15.05	17.63	17.46
全部债务资本化比率（%）	19.05	22.77	22.19
资产负债率（%）	31.00	31.26	29.78
流动比率（%）	139.19	195.52	256.76
速动比率（%）	96.61	135.23	195.92
经营现金流动负债比（%）	6.58	10.31	--
现金短期债务比（倍）	1.67	2.02	3.06
EBITDA 利息倍数（倍）	6.63	5.44	--
全部债务/EBITDA（倍）	6.76	7.54	--

注：1. 公司合并 2025 年一季度财务报表未经审计；2. 公司合并口径其他应付款中的有息债务已计入短期债务核算，长期应付款中的有息债务已计入长期债务核算
 资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	10.03	10.63	146.73
应收账款（亿元）	0.07	1.62	0.36
其他应收款（合计）（亿元）	48.42	75.93	60.34
存货（亿元）	--	0.00	--
长期股权投资（亿元）	1234.93	1529.01	1528.49
固定资产（亿元）	0.00	0.00	0.02
在建工程（亿元）	--	--	--
资产总额（亿元）	1784.72	2106.70	2225.34
实收资本（亿元）	1301.01	1416.07	1541.07
少数股东权益（亿元）	--	--	--
所有者权益（亿元）	1454.17	1696.56	1816.94
短期债务（亿元）	42.55	39.89	34.86
长期债务（亿元）	253.00	345.89	353.43
全部债务（亿元）	295.55	385.78	388.29
营业总收入（亿元）	7.70	2.57	0.53
营业成本（亿元）	3.77	0.01	0.00
其他收益（亿元）	0.00	0.00	0.00
利润总额（亿元）	13.96	22.17	-2.66
EBITDA（亿元）	--	--	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	36.00	2.75	5.85
经营活动现金流入小计（亿元）	221.80	68.44	29.32
经营活动现金流量净额（亿元）	34.52	-3.40	11.50
投资活动现金流量净额（亿元）	-195.13	-324.15	3.03
筹资活动现金流量净额（亿元）	162.49	328.15	121.57
财务指标			
销售债权周转次数（次）	12.00	3.04	--
存货周转次数（次）	--	8.56	--
总资产周转次数（次）	0.01	0.00	--
现金收入比（%）	467.33	106.94	1100.97
营业利润率（%）	46.67	92.91	99.03
总资本收益率（%）	1.08	1.54	--
净资产收益率（%）	0.96	1.31	--
长期债务资本化比率（%）	14.82	16.94	16.28
全部债务资本化比率（%）	16.89	18.53	17.61
资产负债率（%）	18.52	19.47	18.35
流动比率（%）	88.07	147.50	398.55
速动比率（%）	88.07	147.49	398.55
经营现金流动负债比（%）	45.72	-5.46	--
现金短期债务比（倍）	0.24	0.27	4.21
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--

注：1. 公司本部 2025 年一季度财务报表未经审计；2. 公司本部口径其他应付款中的有息债务已计入短期债务核算，长期应付款中的有息债务已计入长期债务核算
 资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	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	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持