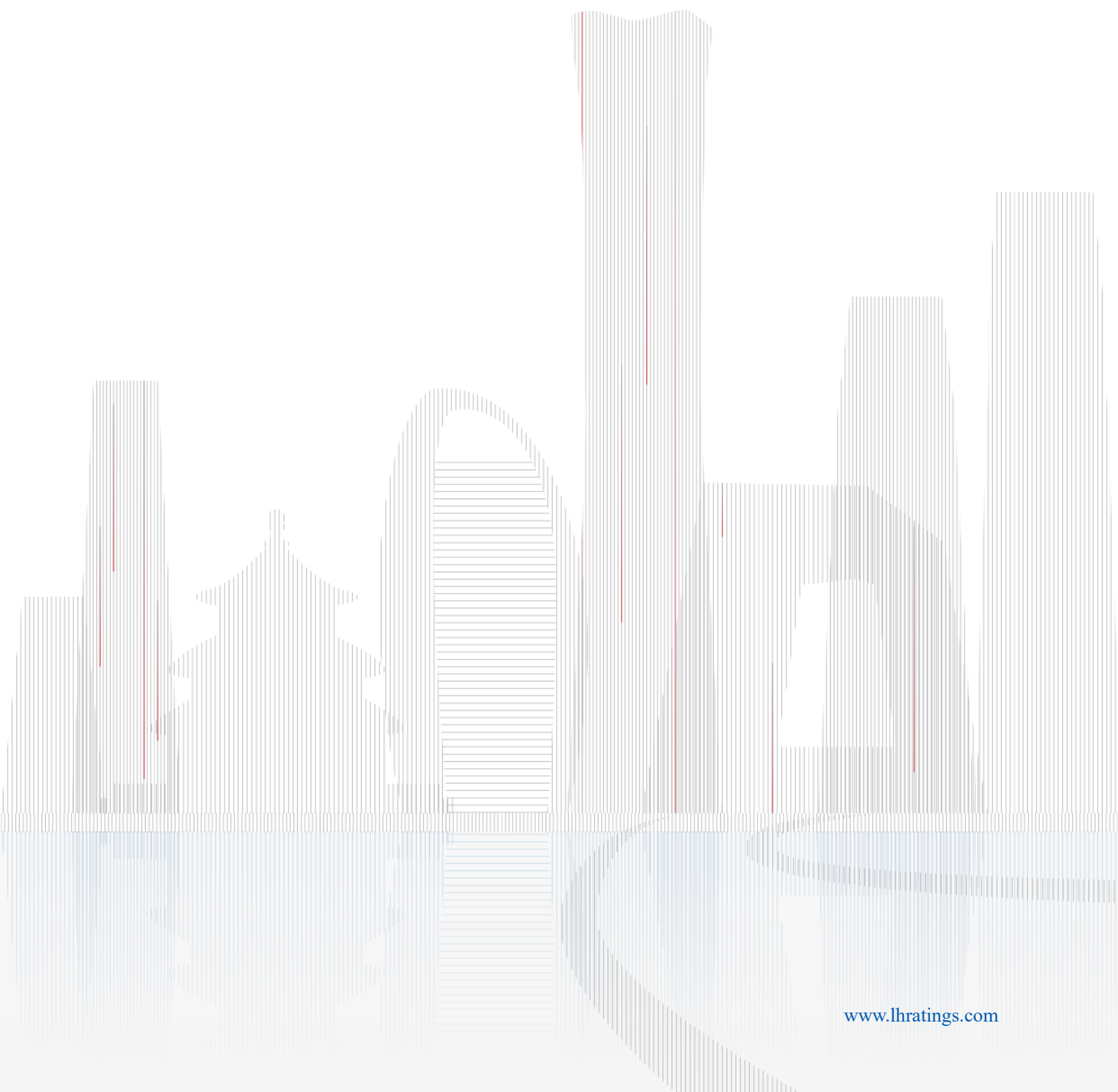


贵州省黔晟国有资产经营有限责任公司 2026 年跟踪评级报告

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〔2026〕4776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

二〇二六年六月二十六日

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。

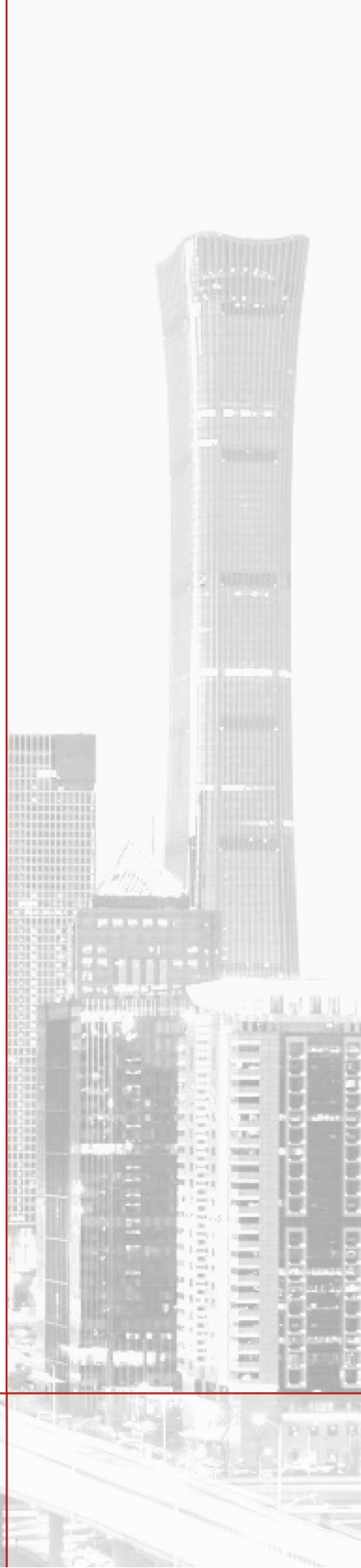
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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

2026 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	2026/06/26
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

贵州省黔晟国有资产经营有限责任公司（以下简称“公司”）作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，职能定位突出，是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，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，得益于贵州省国资委持续的现金增资及资产注入，公司资产和资本实力持续提升。跟踪期内，公司职能定位及产权结构未发生变化，业务布局保持多元，仍主要涵盖供应链贸易、白酒生产及销售、类金融服务、航空运输、矿产及加工、钢丝及索具销售等板块。2025 年，由于白酒生产及销售业务规模缩减影响，公司营业总收入、经营性利润、利润总额同比均有所下降，但各项盈利指标仍处于良好水平，整体经营风险很低。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持续提升，但资产流动性较弱，需关注基金对外投资项目存在一定公允价值波动风险；随着对外投资支出的增加，公司债务规模保持增长，债务负担仍较轻，偿债能力很强，财务风险非常低。综合经营、财务表现以及持续获得有力的外部支持，公司信用风险非常低。

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注入、资产划转和政府补助等方面的有力支持。

评级展望

未来，公司将通过内部资源整合、优化管控能力，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，发挥国有资本投资运营平台效用，评级展望为稳定。

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，公司保持突出的战略地位，政府支持力度很大。**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注入、资产划转和政府补助等方面的有力支持。
- **公司资本实力和资产规模保持增长，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 2026 年 3 月底公司实收资本增至 1691.75 亿元，资产总额增至 3370.42 亿元，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 35.63% 和 27.97%。

关注

- **并表范围快速扩张，本部治理和管控压力加大。**截至 2026 年 3 月底，公司合并范围子公司为 186 家，近年来通过资产划转、股权收购新增多家省属企业股权，子公司行业跨度大、经营模式差异显著，对公司本部的管理能力、资源整合能力提出更高要求，划入资产的有效运作及价值提升效果仍需持续观察。
- **核心白酒板块业绩下滑，未来增长面临消费需求承压风险。**2025 年，习酒集团受高端消费需求疲软、促销政策增加等因素影响，经营业绩有所下滑，带动公司 2025 年营业总收入规模同比减少 14.02%，综合毛利率下降 6.08 个百分点。

- **资产流动性较弱，投资类资产质量有待关注。**公司资产构成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，公司投资类资产主要包括政府投资基金对外投资等，上述资产账面价值易受被投项目经营业绩等因素影响，2025 年发生公允价值变动损失，对公司利润有所侵蚀。

本次评级使用的评级方法、模型及结果

评价方法与模型		地方产业投资与运营企业信用评级方法与模型 V4.1.202605		
债项评级方法		债项评级基本方法 V3.0.202207		
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	结果档次
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	2
			企业管理	2
			经营分析	1
财务风险	F1	现金流	资产质量	3
			盈利能力	2
			现金流量	2
		资本结构		1
		偿债能力		1
指示评级				aa ⁺
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
模型级别				AAA

个体信用状况变动和外部支持变动说明：因联合资信于 2026 年 5 月对《外部支持评估方法》和《地方产业投资与运营企业信用评级方法与模型》进行修订，本次评级适用最新评级方法。

其他说明：受评对象的信用等级由联合资信信用评级委员会最终确定。

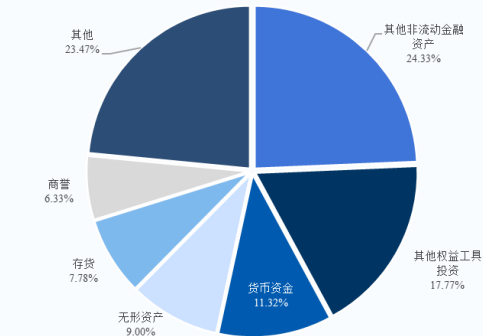
主要财务数据

公司合并口径			
项 目	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
现金类资产（亿元）	294.81	368.12	452.75
资产总额（亿元）	2630.85	3028.58	3370.42
所有者权益（亿元）	1808.34	2048.65	2168.02
短期债务（亿元）	146.27	244.66	310.91
长期债务（亿元）	387.02	448.79	530.97
全部债务（亿元）	533.29	693.45	841.87
营业总收入（亿元）	419.94	361.06	152.76
利润总额（亿元）	56.57	23.88	14.46
EBITDA（亿元）	69.74	56.88	--
经营性净现金流（亿元）	33.36	6.68	28.63
总资产报酬率（%）	2.74	1.39	--
资产负债率（%）	31.26	32.36	35.67
全部债务资本化比率（%）	22.77	25.29	27.97
速动比率（%）	135.13	119.31	114.21
现金短期债务比（倍）	2.02	1.50	1.46
EBITDA 利息倍数（倍）	5.80	3.63	--
公司本部口径			
项 目	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
资产总额（亿元）	2106.70	2400.57	2422.36
所有者权益（亿元）	1696.56	1959.79	1962.13
全部债务（亿元）	385.78	414.84	435.73
营业总收入（亿元）	2.57	0.13	0.50
利润总额（亿元）	22.17	18.33	3.85
资产负债率（%）	19.47	18.36	19.00
全部债务资本化比率（%）	18.53	17.47	18.17
现金短期债务比（倍）	0.27	0.57	0.72

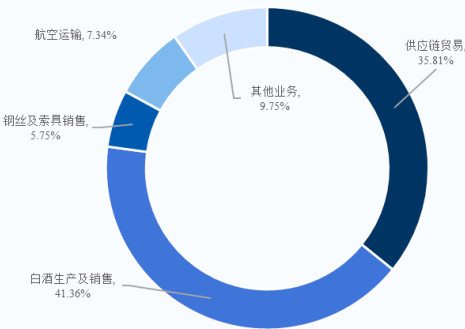
注：1. 公司 2026 年一季度财务报表未经审计，2024 年财务数据使用 2025 年审计报告期初数/上期数，2025 年财务数据均采用 2025 年审计报告期末数/当期数；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 合并及本部口径其他应付款中的有息债务已计入短期债务及相关指标核算，长期应付款中的有息债务已计入长期债务及相关指标核算

资料来源：联合资信根据公司财务报表及提供资料整理

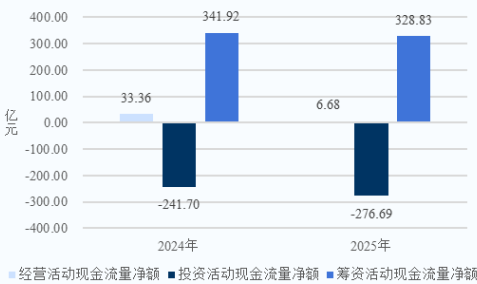
2025 年底公司资产构成



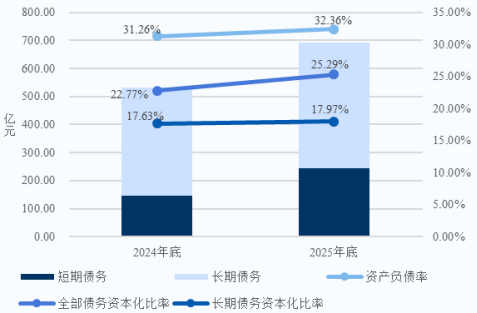
2025 年公司收入构成



2024—2025 年公司现金流情况



2024—2025 年底公司债务情况



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	2025/06/29	刘祎烜 伦海玲	多元产业投资控股企业信用评级方法 V4.0.202505 多元产业投资控股企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202505	阅读全文
25 黔晟国资 MTN002B	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/06/29	刘祎烜 伦海玲	多元产业投资控股企业信用评级方法 V4.0.202505 多元产业投资控股企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202505	阅读全文
25 黔晟国资 MTN001A	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/06/29	刘祎烜 伦海玲	多元产业投资控股企业信用评级方法 V4.0.202505 多元产业投资控股企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202505	阅读全文
25 黔晟国资 MTN001B	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/06/29	刘祎烜 伦海玲	多元产业投资控股企业信用评级方法 V4.0.202505 多元产业投资控股企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202505	阅读全文
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 2026 年 3 月底，公司注册资本变更为 1152.08 亿元，实收资本为 1691.75 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。

跟踪期内，公司经营范围未发生重大变化，公司作为贵州省国资委系统内重要的国有资本运营管理主体，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，主营业务包括供应链贸易、白酒生产及销售、类金融服务、航空运输、矿产及加工、钢丝及索具销售等多个细分领域，截至 2026 年 3 月底，公司合并范围子公司 186 家，按照联合资信行业分类标准划分为地方产业投资与运营企业。

跟踪期内，公司职能部门设置有所调整（组织架构见附件 1-2）。

截至 2025 年底，公司合并资产总额 3028.58 亿元，所有者权益 2048.65 亿元（含少数股东权益 140.43 亿元）；2025 年，公司实现营业总收入 361.06 亿元，利润总额 23.88 亿元。

截至 2026 年 3 月底，公司合并资产总额 3370.42 亿元，所有者权益 2168.02 亿元（含少数股东权益 253.52 亿元）；2026 年 1—3 月，公司实现营业总收入 152.76 亿元，利润总额 14.46 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 2025 年底，公司由联合资信评级的存续期内公开发行债券见下表，其中，“25 黔晟国资 MTN001A”“25 黔晟国资 MTN002A”“25 黔晟国资 MTN002B” 的募集资金均按指定用途使用完毕，“25 黔晟国资 MTN001B” 未使用余额为 1.00 亿元。跟踪期内，上述债券均正常付息，不涉及增信措施。

图表 1 • 截至 2025 年底公司由联合资信评级的存续期内公开发行债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
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

2026 年一季度，宏观政策认真落实中央经济工作会议精神，坚持稳中求进、提质增效，发挥存量政策和增量政策集成效应，加大逆周期和跨周期调节力度。财政收入稳步修复，支出强度显著提升、进度加快，政府债券发行节奏显著前置。货币政策延续“适度宽松”基调，1 月 15 日推出结构性降息、再贷款额度扩容等八项举措。政策继续着力扩大内需，稳妥应对中东冲突带来的能源化工供给冲击。

2026 年是“十五五”规划开局之年，面对地缘冲突加剧、全球供应链成本攀升以及国内结构调整阵痛等多重压力，宏观政策坚持稳中求进、靠前发力，推动经济实现超预期开局。整体来看，一季度经济呈现“生产供给增长加快、市场需求继续改善”的良好态势，但需求端结构分化明显：出口在外需回暖与“抢出口”效应共振下保持两位数高增长，固定资产投资在基建的拉动下实现由负转正，而消费修复斜率相对平缓，“供强需弱”矛盾仍存。信用方面，一季度社融增量同比少增，企业债券净融资成为主要支撑。

宏观杠杆率继续温和上行，名义 GDP 增长回升部分缓解被动升压。工企利润高位增长，“量价利”齐升下结构性隐忧仍存。银行资产质量总体稳定，消费贷不良生成压力上升。信用利差低位震荡，流动性宽松驱动中低等级利差压缩。

展望后续，4 月政治局会议肯定“起步有力”，但指出“持续稳中向好的基础还需进一步巩固”，政策重心更重效能。财政加快资金落地并推动支出向“投资于人”转型，货币保持适度宽松并引导资金向科创、绿色、消费倾斜，合力巩固回升向好态势。“六张网”建设首次在政治局会议层面明确。外部挑战仍是经济运行面临的重大变量：中东冲突引发的能源价格上行风险正在逐步传导，油价上涨带来的通胀压力、贸易成本上升和需求收缩，可能在二季度开始更充分地显现。内部方面，“供需错配”格局尚未根本扭转，房地产市场的深度调整仍在持续，居民消费信心修复尚需时日，而基建投资在“十五五”开局项目储备支撑下有望维持较高增速，成为短期内稳增长的核心抓手。

完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察（二零二六年一季报）》](#)。

五、行业及区域环境分析

1 行业分析

（1）地方产业投资与运营行业

地方产业投资与运营企业（以下简称“产投企业”）系由地方政府实际控制，贯彻落实地方政府战略意图，主要承担促进区域产业发展、提供公共产品和服务、保障和改善民生、盘活区域资源、推动产业转型升级等职能的企业。地方产业投资与运营行业（以下简称“产投行业”）关系国计民生和经济发展，在区域民生保障和产业发展方面发挥着重要作用。

2025 年，我国宏观经济平稳运行，积极财政政策与适度宽松货币政策协同发力，为产投行业提供了稳定的宏观环境。产投企业承担民生保障与产业投资相关职能，业务布局涵盖公用事业运维、保障性住房建设运营、区域交通运营、水利与能源项目建设运营、城市更新、生态环保、康养服务、产业园区投管、城市资产运营、国有资源特许经营、国有资本运营及产业配套服务等领域。随着地方一揽子化债政策落地、行业监管规则持续完善，产投行业整体运行趋于稳健。2025 年，产投企业债务增速边际放缓，但规模仍在扩张，杠杆水平持续上升但整体可控，区域分化显著。现金类资产对短期债务的覆盖偏弱，企业经营性现金流的覆盖能力有限，高度依赖外部筹资来维持资金平衡。受益于宽松的货币环境，综合融资成本稳步下行，但区域差异仍存。

展望 2026 年，积极财政政策将延续，财政金融协同发力，产投企业再融资环境保持平稳，行业地位稳固，整体信用风险较低，评级展望稳定。作为“十五五”开局之年，行业进入结构调整与转型提质关键阶段，发展机遇与经营风险并存。产投企业需持续聚焦核心主业、合理管控债务规模、提升自身造血能力、完善风险防控体系，加快由规模扩张向质量提升与价值增长转变，保障行业中长期稳健可持续发展。

完整版地方产业投资与运营行业分析详见[《2026 年地方产业投资与运营行业信用风险分析》](#)。

（2）白酒行业

2024 年以来，中国白酒行业规模以上企业总产量继续下降，2025 年上半年降幅扩大。2024 年及 2025 年上半年，白酒行业产品结构优化、行业集中度提高，在产销量下降的情况下，规模以上企业收入仍有所增长，但增速大幅下降。2025 年下半年及 2026 年，白酒行业的总供给仍将下降，并逐步寻找新的供需平衡点。从需求端看，2025 年 3 月国务院印发《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、家庭等场景的白酒消费形成带动；2025 年 6 月下旬以来部分地方政府已经在此前“层层加码”式执行政策的行为进行纠偏，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。完整版行业分析见[《食品饮料行业 2025 年信用风险研究》](#)。

（3）股权投资行业

2025 年以来，国家层面聚焦股权投资领域培育耐心资本、畅通私募股权“募投管退”全流程、规范政府投资基金运作等核心方向，出台了一系列举措。2025 年前三季度，中国股权投资募资端和投资端均持续回暖，完成募集基金数量和募资规模、投资案例数和投资金额同比均有增长；退出端的下滑趋势较上半年有所收窄，在政策鼓励引导下，并购类退出数量强势增长，IPO 市场释放出积极的信号。2025 年上半年，股权投资行业样本企业盈利情况整体回暖，亏损企业数量同比明显减少，债务负担保持偏低水

平，偿债能力指标表现相对稳健。随着鼓励政策加码，预计 2026 年行业募资端和投资端将进一步回升，退出情况有望逐步改善，但行业盈利水平稳定性仍有待观察。完整版行业分析见《股权投资行业信用风险展望》。

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。

2023—2025 年，贵州省经济持续发展。2025 年，贵州省地区生产总值 23562.17 亿元，比上年增长 4.9%。其中，第一产业增加值 3023.35 亿元，比上年增长 4.4%，占地区生产总值的比重为 12.8%；第二产业增加值 7298.24 亿元，增长 5.1%，占地区生产总值的比重为 31.0%；第三产业增加值 13240.58 亿元，增长 4.9%，占地区生产总值的比重为 56.2%。人均地区生产总值 61066 元，比上年增长 5.0%。2025 年，贵州省财政总收入 3835.70 亿元，比上年增长 1.5%。一般公共预算收入 2223.30 亿元，比上年增长 2.5%。其中，税收收入 1260.56 亿元，增长 1.4%；一般公共预算支出 6555.97 亿元，比上年增长 0.5%，财政自给能力偏低。

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

跟踪期内，公司业务布局保持多元，白酒生产及销售仍为公司营业总收入和利润的核心来源，2025 年受供应链贸易和白酒生产及销售业务的影响，营业总收入和综合毛利率均同比下降。此外，钢丝及索具销售板块收入和毛利润同比下降，航空运输业务呈现恢复，类金融业务收入稳中有增。2025 年投资收益和公允价值变动损益均同比改善。

2025 年，公司营业总收入规模同比减少 14.02%，主要由于供应链贸易业务收入和白酒生产及销售业务收入下降所致，综合毛利率下降 6.08 个百分点，主要系白酒生产及销售业务收入占比和毛利率同比均有所下降，以及矿产及加工业务收入提升但毛利率下降所致。其中，高附加值的白酒生产及销售板块仍为公司收入和毛利润的核心来源，2025 年收入和毛利润贡献分别为 41.36%和 76.90%。供应链贸易业务作为公司第二大收入来源，2025 年收入规模下降，主要系康乾盛贸易业务规模收缩影响，但毛利率有所提升，主要系贵州惠群商贸有限公司（以下简称“惠群公司”）白酒贸易在供应链贸易业务中占比提升所致。由于产业需求萎缩以及产品销售价格的下行，2025 年钢丝及索具销售收入和毛利率延续下滑态势。得益于航空业的恢复，2025 年，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 8.92%，毛利润同比扭亏。类金融服务收入稳中有增，毛利率保持高水平。由于子公司贵州铝业集团有限公司收购贵州铝业集团双元新材料有限责任公司（以下简称“双元新材料”）¹，矿产及加工收入同比增长，毛利率同比下降；其他业务收入主要来自城市天然气及石油零售、工业自动控制系统装置制造、招标代理服务等，对主业收入和利润有一定补充。

2026 年 1—3 月，公司各业务板块稳定发展，实现营业总收入 152.76 亿元，同比增长 13.56%，主要系新增贵阳市工业投资有限公司（以下简称“贵阳工业投资”）纳入合并范围所致，综合毛利率为 40.79%，同比有所下滑。

图表 2 • 2024—2025 年公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

项 目	2024 年			2025 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
供应链贸易	141.59	33.72%	11.79%	129.28	35.81%	15.95%
白酒生产及销售	215.08	51.22%	77.67%	149.32	41.36%	74.64%
钢丝及索具销售	22.85	5.44%	9.30%	20.76	5.75%	6.69%
航空运输	24.32	5.79%	-0.01%	26.49	7.34%	0.48%
类金融服务	4.65	1.11%	72.20%	4.67	1.29%	75.01%

¹ 截至 2024 年 12 月 31 日，双元新材料全部权益价值评估结果为 33.47 亿元，根据股权转让协议，双元新材料 60.0802%股权转让总价款为 19.97 亿元，购买日确定为 2025 年 9 月 30 日。

矿产及加工	3.47	0.83%	58.26%	17.53	4.85%	16.51%
其他业务	7.97	1.90%	35.51%	13.00	3.60%	38.06%
合计	419.94	100.00%	46.22%	361.06	100.00%	40.14%

注：1.其他业务主要包括城市天然气及石油零售、工业自动化控制系统装置制造、招标代理服务；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，2025 年，公司投资类资产产生的投资收益同比由损失转为收益，主要系上年对参股企业首钢贵阳特殊钢有限责任公司投资确认 6.95 亿元投资损失所致；其他非流动金融资产中的六只基金继续产生公允价值变动损失，2025 年损失同比有所下降。

图表 3 • 2024—2025 年公司投资收益构成情况（单位：亿元）

项 目	2024 年	2025 年
投资收益	-0.57	6.48
其中：权益法核算的长期股权投资收益	-7.97	-1.01
其他权益工具投资在持有期间的股利收入	3.37	2.46
其他非流动金融资产在持有期间的投资收益	2.34	3.47
其他	1.69	1.56
公允价值变动收益	-17.25	-10.09
其中：来自其他非流动金融资产	-17.25	-10.52
取得投资收益收到的现金	5.65	7.78

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

跟踪期内，公司合并口径收入和利润主要来自习酒集团及惠群公司的白酒类销售业务；资产主要分布在公司本部及基金投资板块。

经营主体方面，公司本部主要从事投资性业务，参股众多贵州省属企业，资产体量大。贵州习酒投资控股集团有限责任公司（以下简称“习酒集团”）和惠群公司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。2025 年，受白酒行业消费需求疲软的影响，习酒集团营业收入及净利润同比大幅下降；惠群公司受益于销售政策调整，2025 年净利润同比改善。贵州省产业发展有限公司（以下简称“产业发展公司”）主要负责履行“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，受六只基金公允价值下降影响，净利润延续亏损。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，2025 年同比扭亏；多彩贵州航空未弥补亏损很高导致所有者权益规模很小，资产负债率高，2025 年净利润延续亏损，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	2025 年（底）				
			资产总额	所有者权益	资产负债率	营业总收入	净利润
习酒集团	白酒生产及销售	67.00%	301.46	170.09	43.58%	150.12	17.99
惠群公司	供应链贸易	100.00%	59.05	6.16	91.86%	89.18	12.39
贵绳股份	钢丝及索具销售	23.46%	42.53	14.85	65.09	20.88	0.30
多彩贵州航空	航空运输	100.00%	59.41	0.12	99.80%	26.73	-1.80
产业发展公司	基金投资	100.00%	1088.39	1015.91	6.66%	4.08	-10.55
公司本部			2400.57	1959.79	18.36%	0.13	18.33
合并			3028.58	2048.65	32.36%	361.06	8.38

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 2026 年 3 月底期末参考市值为 7.07 亿元
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2025 年，产业发展公司收购贵阳工业投资 85.6529%股权，将其纳入合并范围，公司资产、权益体量将进一步增长，收入来源有所丰富。

公司下属子公司产业发展公司于 2025 年 12 月收购贵阳工业投资 85.6529%股权，并向原股东贵阳产业发展控股集团有限公司、贵阳市外贸发展集团有限公司及贵阳市矿产能源投资集团有限公司预付股权收购款 100.00 亿元，其中产业发展公司向银团借入贷款 60.00 亿元用于支付股权收购款，剩余 40 亿元来自自有资金；2026 年 2 月 14 日，产业发展公司完成贵阳工业投资股权过户及

工商变更登记。贵阳工业投资下属企业已覆盖了制造业等多个行业，营业收入来源主要由轮胎生产销售收入、机械设备制造及配件销售收入和其他收入等构成。截至 2025 年底，贵阳工业投资资产总额 402.39 亿元，所有者权益 194.65 亿元；2025 年，贵阳工业投资实现营业总收入 158.84 亿元，实现利润总额 6.23 亿元。

（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。公司作为贵州省国资委系统内重要的国有资本运营管理主体，职能定位突出，是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，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，得益于贵州省国资委持续的现金增资及资产注入，公司资产和资本实力持续提升。截至 2026 年 3 月底，公司所有者权益增至 2168.02 亿元，资产总额增至 3370.42 亿元，是贵州省内资产规模最大的省属国有企业之一。2025 年，公司实现营业总收入 361.06 亿元，利润总额 23.88 亿元，经营规模在贵州省属国企中处于领先地位。

公司产业布局与自身国有资本运营平台的资源禀赋和战略定位匹配，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、矿产及加工、钢丝及索具销售等多个领域。从布局方式看，公司主要通过政府无偿划转和市场化收购相结合的方式进行产业布局，截至 2025 年底，公司商誉规模为 191.81 亿元，占资产总额的 6.33%，跟踪期内未发生大额商誉减值计提情况。

各核心产业来看，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 2026 年 3 月底，六只基金总规模 1245.05 亿元，公司认缴 1245.00 亿元，实缴 929.62 亿元，对外投资金额超 800 亿元。白酒生产及销售板块经营主体习酒集团维持很高的品牌价值，根据《第十七届华樽杯 2025 年中国酒类品牌价值 200 名研究报告》，习酒集团品牌价值为 3090.86 亿元，位列中国白酒前七名、中国酱酒第二名，其中“君品习酒”和“窖藏 1988”品牌价值分别为 1488.41 亿元和 1295.32 亿元。贵绳股份是国内钢丝绳领域的领军企业，核心产品经中国钢铁工业协会鉴定，实物质量达到国际先进水平，获得多项国家级奖项以及国内外安全标志证书，在行业内保持综合竞争力。

根据公司提供的中国人民银行征信中心《企业信用报告》（统一社会信用代码：91520000795274338K），截至 2026 年 5 月 8 日，公司本部无不良信贷信息记录。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 2026 年 6 月 25 日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单，公司在证券期货市场失信记录查询平台、信用中国、重大税收违法失信主体公布栏和国家企业信用信息公示系统上均无重大不良记录。

（三）管理水平

跟踪期内，公司高级管理人员变动均为正常的人事更替，管理制度连续。

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；截至本报告出具日，公司共有董事 8 名（含 5 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。

刘刚，男，1970 年生，中共党员，经济学学士，高级经济师。历任中国建设银行股份有限公司黔南州分行副行长、贵州省分行国际业务部副总经理、安顺市分行党委书记及行长，贵州银行股份有限公司计划财务部总经理、行长助理，贵州茅台酒股份有限公司副总经理、财务总监、董事会秘书，中国贵州茅台酒厂（集团）有限责任公司党委委员、总会计师。2026 年 5 月起公司副董事长、董事、总经理。

（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一，2025 年习酒集团净利润同比大幅下滑，需关注未来消费端需求变化对习酒集团业绩稳定性的影响。

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贵州习酒股份有限公司（以下简称“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，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 1000 元价格带和 800 元左右的次高端价格带。跟踪期内，习酒公司的采购、生产、销售模式未发生重大变化。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地粮食供应商建立“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。

2025 年，习酒集团产量约 4.46 万吨，呈现同比增长，销量约 4 万吨，同比有所下降。由于销售同比下滑叠加营业成本较高，2025 年习酒集团营业总收入和净利润同比均大幅下降，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。

（2）供应链贸易业务

公司主动压缩部分主体的贸易业务，部分贸易品种上下游集中度很高，惠群公司的白酒贸易业务仍有一定的资金占用，未来白酒贸易政策变化对供应链贸易业务收入盈利的影响有待关注。

公司供应链贸易业务运营主体仍主要为惠群公司、贵州铝业集团有限公司（以下简称“铝业集团”）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 5 • 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	2024 年	2025 年
康乾盛	33.76	13.48
铝业集团	13.01	16.09
惠群公司	86.09	89.18
其他	8.73	10.54
合计	141.59	129.28

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

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，公司盈利来源主要为购销差价，对于 B 端客户主要通过预收货款进行交易，采取现金结算的方式，业务经营存在一定的资金占用。得益于销售政策的恢复，2025 年，惠群公司白酒销售规模同比增长，同时随着 C 端客户占比的提升，现货现款的结算模式占比提升，截至 2025 年底，惠群公司存货规模较上年底有所增加，未计提跌价准备；负债主要为囤货而形成的短期借款；预付款项和合同负债较上年底有所下降。

跟踪期内，康乾盛收入同比下降，主要系公司主动压缩康乾盛贸易业务所致。康乾盛的贸易品种仍为煤炭、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。2025 年康乾盛向前五大供应商的采购金额占比为 97.60%，向前五大客户的销售金额占比为 92.51%，上下游集中度很高。铝业集团主要从事铝土矿贸易以及铝土矿的开采与加工，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。2025 年铝业集团向前五大供应商的采购金额占比为 73.10%，向前五大客户的销售金额占比为 83.87%，上下游集中度很高。

（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，2025 年贵绳股份经营业绩延续下降态势，但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 2025 年底，各主体厂房、主要配套设施、办公楼建设、厂区围墙、供电工程建设基本完成，三分厂、四分厂、六分厂老区设备搬迁完成，一、二、五分厂仅剩少部分老区设备未完成搬迁；部分新区新增主体生产设备安装完成正在调试；其他部分新增设备、生产线正在施工。

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，2025 年贵绳股份营业总收入延续下降趋势，同比减少 2.69%，其中钢丝、钢绳和钢绞线产品收入分别为 4.66 亿元、10.19 亿元和 5.63 亿元，毛利率分别为-4.41%、11.15%和 4.33%，各产品毛利率同比均下降。2025 年前五大客户销售额合计占比为 14.59%，客户集中度较低。

（4）航空运输业务

2025 年，多彩贵州航空经营指标持续向好，航空运输收入和毛利率同比增长。

多彩贵州航空以客运服务为主，近年来的客运收入占比在 90%左右，剩余主要为燃油附加费、退票费等其他收入。截至 2026 年 3 月底，多彩贵州航空共有 21 架在册飞机；2025 年，多彩贵州航空执行航班 34873 架次，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 94.17%，运输总周转量提升至 4.99 亿吨公里，经营指标的改善带动 2025 年公司航空运输业务收入和毛利率同比增长。

图表 6 • 多彩贵州航空业务运营情况

项目	2024 年/底	2025 年/底
客运业务		
可用座公里（亿座公里）	53.80	60.78
旅客周转量（亿人公里）	47.44	53.97
载运旅客人次（万人次）	340	394
客运人公里收益（元）	0.49	0.47
客座率	85.73%	88.79%
货邮运业务		
货邮周转量（亿吨公里）	0.20	0.22
货邮载运量（万吨）	1.26	1.44
货运吨公里收益（元）	0.25	0.26
综合数据		
可用吨公里（亿吨公里）	4.74	5.30
运输总周转量（亿吨公里）	4.40	4.99
收入吨公里收益（元）	5.35	5.14
综合载运率	92.72%	94.17%

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

跟踪期内，六只省级政府投资基金实缴规模继续增加，受对外投资项目业绩的影响，基金存在一定的公允价值波动风险；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，2025 年在保余额有所增长，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。

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”）、贵州华炬资产经营（集团）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 7 • 2024—2025 年公司类金融服务业务收入构成情况（单位：亿元）

项目	2024 年	2025 年
委托贷款利息收入	2.14	2.17
担保业务收入	0.48	0.67
基金管理费收入	0.14	0.11
应急转贷利息收入	1.30	1.32
其他	0.59	0.40
类金融业务收入	4.65	4.67

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 基金出资及管理

产业发展公司是六只省级政府投资基金的出资人代表，履行出资人职责，基金实缴资金来源为贵州省国资委。截至 2026 年 3 月底，六只基金总规模 1245.05 亿元，公司认缴 1245.00 亿元，公司实缴 929.62 亿元，累计对外投资金额超 800 亿元。

新动能基金设立于 2022 年 3 月，由子公司黔晟基金公司作为 GP，基金认缴规模 400.00 亿元，2026 年 3 月底实缴规模 223.44 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。截至 2026 年 3 月底，新动能基金对外投资金额 174.78 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 只基金管理人均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。六只基金投资资金来源明确，由于部分对外投资项目存在一定的政策性，受投资项目业绩的影响，六只基金的公允价值持续下降，2024—2025 年持续产生公允价值变动损失。

图表 8 • 截至 2026 年 3 月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	公司认缴金额	公司实缴规模
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	400.00	223.44
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	40.01	40.00	33.76
3	贵州省新型城镇化股权投资基金合伙企业（有限合伙）			120.01	120.00	110.65
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）			280.01	280.00	241.89
5	贵州省文化旅游产业股权投资基金合伙企业（有限合伙）			180.01	180.00	120.00
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）			225.01	225.00	199.88
合计			--	1245.05	1245.00	929.62

注：贵州省贵鑫瑞和创业投资管理有限责任公司作为 GP 对 5 只基金各认缴 100.00 万元

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

除上述政府投资基金外，截至 2026 年 3 月底，黔晟基金公司存续管理基金共 6 只，基金总规模 108.60 亿元，实缴 62.83 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 9 • 截至 2026 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	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）
4	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
5	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
6	贵州省黔磷壹号私募股权投资基金合伙企业（有限合伙）	2025/05/08	8 年	40.02	31.02	0.02/0.02	--	募集阶段、投资阶段	1
合计		--	--	108.60	62.83	0.5903/0.5903	--	--	8

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

② 委托贷款

委托贷款业务由工投公司负责运营。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。公司委托贷款费率的市场竞争力明显下降，2025 年工投公司委托贷款投放规模同比大幅下降，期末委托贷款总额收缩。2025 年底，工投公司委托

贷款期末逾期金额继续下降，主要系多数逾期项目已进行展期或收回，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 2026 年 3 月底，工投公司委托贷款总额 36.34 亿元，累计计提减值准备 6.65 亿元，已展期项目计提的减值准备不进行冲回。

图表 10 • 2024—2025 年工投公司委托贷款投放情况（单位：亿元）

项目	2024 年/底	2025 年/底
当期委托贷款发放金额	28.26	10.01
期末委托贷款总额	43.06	39.31
期末委托贷款笔数（笔）	61	53
期末减值准备余额	5.82	6.65
期末委托贷款净额	37.24	32.66
期末委托贷款逾期金额	5.71	4.91

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

从委托贷款分布来看，截至 2026 年 3 月底，工投公司发放的委托贷款期限仍以 12~24 个月为主，行业主要分布在煤炭开采和洗选业、商务服务业、公共设备管理业等，委托贷款余额占比分别为 29.64%、18.44%和 14.31%。投放对象主要为贵州省内地方国企，截至 2026 年 3 月底，前十大客户委托贷款金额为 30.40 亿元，占同期末委托贷款总额的 83.65%，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。

③ 担保

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。2025 年，工担公司完成 4133 笔合计 81.85 亿元担保业务的投放，服务全省小微企业 3141 家，小微企业户数占比 99.87%，累计提取准备金 2.74 亿元，准备金覆盖率 114.96%，净资产担保放大倍数为 3.16 倍，拨备充足；截至 2026 年 3 月底，工担公司累计代偿 2.77 亿元。

截至 2026 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 3.57%，担保集中度很低，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 11 • 2024—2025 年及 2026 年 1—3 月工担公司担保业务开展情况

项目	2024 年/底	2025 年/底	2026 年 1—3 月/3 月底
当期担保发生额（亿元）	65.09	81.85	26.60
期末在保余额（亿元）	69.53	81.26	86.26
期末在保业务笔数（笔）	3533	4292	4357
净资产担保放大倍数（倍）	2.76	3.16	3.33
担保业务收入（亿元）	0.48	0.69	0.17

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

④ 应急转贷

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 年底，应急转贷资金总规模 23.26 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。

2025 年，华炬公司应急转贷业务当期发放金额 23.27 亿元，期末使用余额 21.35 亿元，存续应急转贷业务涉及转贷主体合计 3 家，期末最大单一客户转贷余额为 14.55 亿元，占比 68.15%，客户集中度高。2025 年底，应急转贷期末减值准备 0.12 亿元。

图表 12 • 截至 2025 年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
23.26	1.21	黔晟国资	2.50%/年	借款形式
	3.55	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

2 未来发展

公司未来发展规划高度契合贵州省区域环境以及公司自身禀赋。

公司根据《中华人民共和国国民经济和社会发展第十五个五年规划》《贵州省国民经济和社会发展第十五个五年规划》《贵州省“十五五”国有资本布局优化和结构调整规划》等制定了《贵州省黔晟国有资产经营有限责任公司“十五五”发展规划》，明确了公司在“十五五”期间的重点任务。

在“十五五”期间，公司将围绕“打造全国一流国有资本投资运营和全省一流服务产业发展”两大平台，强化“核心功能+核心竞争力”双核驱动，凸显“资本运作、资产经营、服务产业、应用创新”的价值定位，坚持将发展实体经济作为首要任务，全力服务全省产业发展、全力服务全省国资国企、全力服务全省科技创新、全力服务全省地方经济，当好“长期资本、耐心资本、战略资本、赚钱资本”四大资本，加快培育发展新质生产力，开启企业增长“第二曲线”。

业务布局上，公司将构建三大产业集群与三大功能平台协同联动的发展格局。产业端聚焦先进制造业、现代矿山冶炼精深加工、现代服务业三大方向；通过市场化并购整合培育先进制造骨干企业；依托资源禀赋推动优势矿产产业延链补链、向高端绿色转型；整合基金、类金融、要素交易、资产管理、医药健康等业态，完善产业配套服务体系。功能端同步搭建专业化资本运作、市场化产业科创、全国化产业招商三大平台，打通资本与产业衔接通道，赋能产业高质量发展。

（五）财务方面

公司提供了 2025 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；因发生同一控制下企业合并追溯调整以及前期差错调整，2024 年财务数据对应使用 2025 年审计报告期初数/上期数；公司提供的 2026 年一季度财务报表未经审计。

合并范围方面，2025 年，公司合并范围新增子公司 13 家，减少子公司 5 家，截至 2025 年底，公司纳入合并范围一级子公司数量为 24 家；2026 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金及合并范围扩大，公司资产规模延续增长态势，仍以非流动资产为主；现金类资产充裕，投资类资产及生产性资产占比高，以非上市本地省属企业股权和六只政府投资基金为主，资产流动性较弱，需关注基金对外投资的资产质量。

随着贵州省国资委现金增资以及合并范围扩大，截至 2025 年底，公司资产规模较年初增长 15.12%，资产构成主要为货币资金、主营业务及企业并购形成的股权及基金等投资类资产、存货、生产性资产等，非流动资产占比为 75.88%。

截至 2025 年底，公司现金类资产充裕，占总资产的 12.15%，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存货、应收账款等营运类资产，2025 年底公司存货规模较期初增加 20.74%，主要由于习酒集团自制半成品及惠群公司存货增加，跌价准备计提很小。2025 年底，公司投资类资产²规模较期初增加 110.39 亿元，仍为资产的核心组成部分，占比为 47.79%，其中，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，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，上述股权账面余额基本稳定；其他权益工具投资 2025 年底规模较年初增加 8.86%，主要

² 投资资产包括交易性金融资产、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。

由于获得无偿划转的西南能矿集团股份有限公司（以下简称“西能集团”）48.96%股权账面余额 23.06 亿元、贵州农村商业银行股份有限公司 9.56%股权账面余额 10.81 亿元，以及贵州能源集团有限公司获得战略投资，公司持有其 30.20%股权账面余额由 38.50 亿元增至 74.96 亿元。其他非流动金融资产主要为六只基金的份额，2025 年产生公允价值变动损失 10.52 亿元，投资资产质量需持续关注。长期股权投资中多数被投资企业较为稳定，2025 年新增对贵州达旺矿业有限公司 14.46 亿元的投资，带动长期股权投资账面余额有所增长。债权投资（含一年内到期）主要为委托贷款，规模整体稳定，2025 年底减值准备计提比例为 16.27%，部分债权投资出现逾期。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为主的固定资产等，2025 年底无形资产较期初增长 14.68%，主要系新增 13.16 亿元采矿权以及 13.05 亿元的电解铝产能指标。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。

截至 2025 年底，公司受限资产规模为 43.46 亿元，占总资产比例很低，主要为用于借款抵押、反担保抵押、CMBS 抵押的无形资产、固定资产等。

截至 2026 年 3 月底，公司资产规模较上年底增长 11.29%，主要系产业发展公司收购贵阳市工业投资有限公司（以下简称“贵阳工业投资”）85.6529%股权，将其纳入合并范围，带动货币资金、长期股权投资以及固定资产的增加。

图表 13 • 公司主要资产情况（单位：亿元）

项目	2024 年底		2025 年底		2026 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	632.35	24.04%	730.63	24.12%	887.63	26.34%
货币资金	280.43	10.66%	342.80	11.32%	413.71	12.27%
存货	195.09	7.42%	235.55	7.78%	259.86	7.71%
非流动资产	1998.50	75.96%	2297.95	75.88%	2482.79	73.66%
其他权益工具投资	494.32	18.79%	538.13	17.77%	556.50	16.51%
债权投资	35.07	1.33%	36.58	1.21%	30.88	0.92%
其他非流动金融资产	689.71	26.22%	736.89	24.33%	728.58	21.62%
长期股权投资	117.84	4.48%	135.48	4.47%	250.55	7.43%
固定资产（合计）	132.91	5.05%	166.31	5.49%	263.88	7.83%
无形资产	237.28	9.02%	272.54	9.00%	282.59	8.38%
商誉	190.32	7.23%	191.81	6.33%	192.58	5.71%
资产总额	2630.85	100.00%	3028.58	100.00%	3370.42	100.00%

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

受益于贵州省国资委持续的资金及资产注入，截至 2025 年底，公司实收资本和资本公积继续增长，权益结构稳定性强。

截至 2025 年底，公司所有者权益 2048.65 亿元，较年初增加 13.29%。其中，受益于贵州省国资委现金增资 239.41 亿元以及西南能矿集团股份有限公司 48.96%股权、贵州省创业投资促进中心行政性资产和基金资产注入公司，公司实收资本较期初增长 19.12% 至 1686.75 亿元。资本公积方面，2025 年公司无偿划转贵州能源集团有限公司 9.2240%股权给贵州省国资委减少资本公积 16.01 亿元。2025 年公司分配现金股利 12.80 亿元对应减少未分配利润。

截至 2026 年 3 月底，公司所有者权益 2168.02 亿元，较上年底增长 5.83%，主要系收购贵阳工业投资 85.6529%股权带动少数股东所有者权益增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 88.31%，少数股东权益占比为 11.69%。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 78.03%、6.83%和 3.67%，所有者权益结构稳定性强。

随着新增银行借款和债券发行，2025 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 2025 年底，公司负债和全部债务较年初分别增长 19.13%和 30.03%，全部债务占同期末负债总额的 70.87%，其中银行借款约占 66%、发行债券约占 12%、其他约占 22%；长短期银行借款以信用借款为主，2025 年新增收购贵阳工业投资股权产生的 60.00 亿元股权转让贷款；应付债券较年初增长，主要系 2025 年发行的 45.00 亿元中期票据以及 8.31 亿元 CMBS；长期应付款主要为向省内国有企业借款，2025 年有所下降。债务期限结构方面，截至 2025 年底，短期债务占 35.28%。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，以及递延所得税负债、与其他外部企业的往来款为主的其他应付款等。

截至 2026 年 3 月底，随着银行借款增加和债券发行，公司债务规模进一步增长，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 35.63%、27.97%和 19.67%，较上年底分别上升 3.32 个百分点、2.68 个百分点和 1.70 个百分点。

图表 14 • 公司有息债务情况（单位：亿元）

科目	2024 年底	2025 年底	2026 年 3 月底
短期债务明细			
短期借款	86.45	99.14	107.33
应付票据	10.29	28.67	49.87
一年内到期的非流动负债	7.91	78.87	115.52
其他短期债务	41.62	37.99	37.99
小计	146.27	244.66	310.91
长期债务明细			
长期借款	229.81	251.93	285.69
应付债券	30.00	83.26	133.12
租赁负债	27.21	29.33	27.88
其他长期债务	100.00	84.28	84.28
小计	387.02	448.79	530.97
合计	533.29	693.45	841.87

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表及提供资料整理

2025 年，受供应链业务及白酒板块影响，公司营业总收入及营业利润率同比下降，投资收益同比扭亏、公允价值变动损失缺口同比缩小，盈利指标表现同比弱化，但整体看仍处于良好水平。

2025 年，公司营业总收入及毛利润分别同比下降 14.02% 和 25.32%；随着管理费用和财务费用增加，期间费用率上升至 23.90%，营业利润率同比下降。非经常性损益方面，2025 年，投资收益同比扭亏、公允价值变动损失缺口同比缩小；受上述因素的综合影响，当期公司利润总额降幅为 57.78%。盈利指标表现同比弱化，但仍处于良好水平。

2026 年 1—3 月，公司实现营业总收入同比增长 13.56%，毛利润同比下降 17.95%，利润总额同比下降 63.03%。

图表 15 • 公司盈利指标情况（单位：亿元）

项目	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
营业总收入	419.94	361.06	152.76
毛利润	194.09	144.95	62.31
期间费用	82.99	86.30	39.85
经营性利润	73.91	28.43	12.08
投资收益	-0.57	6.48	3.00
公允价值变动收益	-17.25	-10.09	0.06
其他收益	1.63	1.41	0.79
利润总额	56.57	23.88	14.46
营业利润率	37.36%	31.78%	34.00%
总资本收益率	1.94%	0.87%	--
总资产报酬率	2.74%	1.39%	--

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：联合资信根据公司财务报表整理

2025 年，公司经营活动现金净流入规模同比下降；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，但仍存在一定对外融资需求，需持续关注融资监管政策的变化。

2025 年，公司经营活动现金收支规模同比下降，主要系白酒生产及销售业务规模缩减的影响，且经营活动现金净流入规模同比下降，现金收入比表现减弱。2026 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，2025 年和 2026 年 1—3 月，公司吸收投资收到的现金分别为 242.27 亿元和 5.20 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，通过银行借款和债券发行来弥补资金缺口。2025 年，公司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，现金及现金等价物保持净增加。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 16 • 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	538.82	420.93	170.65
经营活动现金流出小计	505.46	414.25	142.03
经营现金流量净额	33.36	6.68	28.63
投资活动现金流入小计	49.57	73.08	55.66
投资活动现金流出小计	291.27	349.77	20.38
投资活动现金流量净额	-241.70	-276.69	35.28
筹资活动前现金流量净额	-208.33	-270.01	63.91
筹资活动现金流入小计	495.26	528.66	66.77
筹资活动现金流出小计	153.34	199.83	63.07
筹资活动现金流量净额	341.92	328.83	3.70
现金收入比	91.23%	84.33%	98.70%
现金及现金等价物净增加额	133.62	58.79	67.35

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

2 偿债指标变化

2025 年，公司偿债指标表现有所弱化，但维持在良好水平，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持续获得支持，实际偿债能力很强。

图表 17 • 公司偿债指标

项目	指标	2024 年	2025 年
短期偿债指标	流动比率	195.42%	176.07%
	速动比率	135.13%	119.31%
	经营现金流动负债比（%）	10.31	1.61
	经营现金/短期债务（倍）	0.23	0.03
	现金短期债务比（倍）	2.02	1.50
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	69.74	56.88
	全部债务/EBITDA（倍）	7.65	12.19
	经营现金/全部债务（倍）	0.06	0.01
	EBITDA 利息倍数（倍）	5.80	3.63
	经营现金/利息支出（倍）	2.78	0.43

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表及提供资料整理

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较上年底有所下降；经营活动现金流量净额同比下降，对流动负债和利息支出的覆盖倍数下降；2025 年，公司 EBITDA 同比下降，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。截至 2026 年 3 月底，公司获得银行授信总额 1416.51 亿元，尚未使用额度 882.16 亿元，间接融资渠道畅通。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一定的保障。

截至 2026 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 4 笔，担保余额合计 4.91 亿元，其中 2 家被担保企业与公司存在关联关系，存在一定的代偿风险。

3 公司本部主要变化情况

截至 2025 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 2025 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 60.61 亿元，其他应收款 57.49 亿元，主要为应收习酒公司、习酒集团等企业的股利，以及对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 1755.21 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 512.35 亿元。

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 2025 年底，公司本部全部债务 414.84 亿元，占合并口径全部债务的 59.82%，以银行借款和债券发行（占 74.55%）为主，长期债务为 304.37 亿元，占全部债务的 67.82%；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 2025 年底，公司本部所有者权益提升至 1959.79 亿元，公司本部全部债务资本化比率为 17.47%，债务负担轻。

公司本部利润主要来源于投资净收益。2025 年，公司本部营业总收入同比下降，主要受借款利息收入的影响，净利息支出（利息费用－利息收入）为 9.56 亿元，投资收益同比略有下降；综合影响下，公司本部利润总额同比下降 17.32%。

图表 18 • 公司本部盈利情况（单位：亿元）

	2024 年	2025 年
营业总收入	2.57	0.13
毛利润	2.56	0.13
财务费用	9.48	9.59
其中：利息费用	9.93	12.26
减：利息收入	0.49	2.70
投资收益	29.60	28.59
利润总额	22.17	18.33

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

偿债能力方面，短期来看，截至 2025 年底，公司本部现金类资产为本部短期债务的 0.57 倍，较上年底明显改善；2025 年，公司本部经营活动现金净流入 14.24 亿元，取得投资收益收到的现金 34.95 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 9.56 亿元，实际利息支付压力不大；长期来看，截至 2025 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；2025 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 2025 年度纳税缴费信用 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

贵州省经济财政实力持续发展，政府支持能力非常强。跟踪期内，公司保持作为贵州省重要的国有资产经营管理实体突出的战略定位，持续获得贵州省国资委的资金注入、资产划转和政府补助，政府支持力度很大。

公司实际控制人为贵州省国资委。2023－2025 年，贵州省经济持续发展。2025 年，全省实现地区生产总值 23562.17 亿元，按不变价格计算，比上年增长 4.9%，在各省份中排名中下游，其中，第一产业增加值 3023.35 亿元，增长 4.4%；第二产业增加值 7298.24 亿元，增长 5.1%；第三产业增加值 13240.58 亿元，增长 4.9%。2025 年，贵州省财政总收入 3835.70 亿元，比上年增长 1.5%。一般公共预算收入 2223.30 亿元，比上年增长 2.5%。其中，税收收入 1260.56 亿元；财政自给能力偏低。总体看，公司实际控制人支持能力非常强。

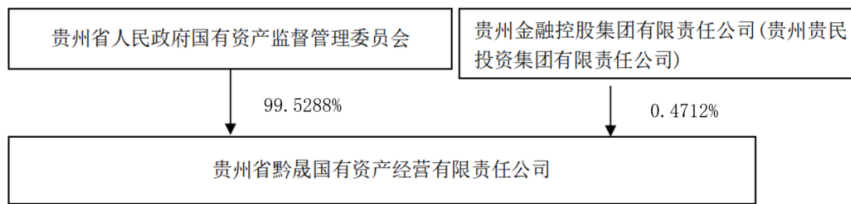
公司作为贵州省重要的国有资本运营管理主体，公司开展投资融资、产业培育和资本运作等，发挥投资引导作用，推进国有资本布局优化和结构调整，推动产业集聚、转型升级和创新发展；通过股权运作、基金投资、培育孵化、价值管理、有序进退等方式，盘活国有资产存量，实现国有资本合理流动和保值增值，整体来看战略地位突出，社会贡献较大。公司作为贵州省国资委直属企业，董事、总经理等重要人事均由政府任命，违约对政府声誉及区域融资环境的影响巨大，公司获得政府支持可能性很大。

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，2025 年和 2026 年 1—3 月，公司获得贵州省国资委现金注资 239.41 亿元和 5.00 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；2025 年，贵州省国资委将西能集团、贵州省创业投资促进中心行政性资产和基金资产等企业部分股权无偿划转至公司，增加公司实收资本 31.27 亿元。政府补助方面，2025 年和 2026 年 1—3 月，公司其他收益分别为 1.41 亿元和 0.79 亿元，主要为各类政府补助。

八、跟踪评级结论

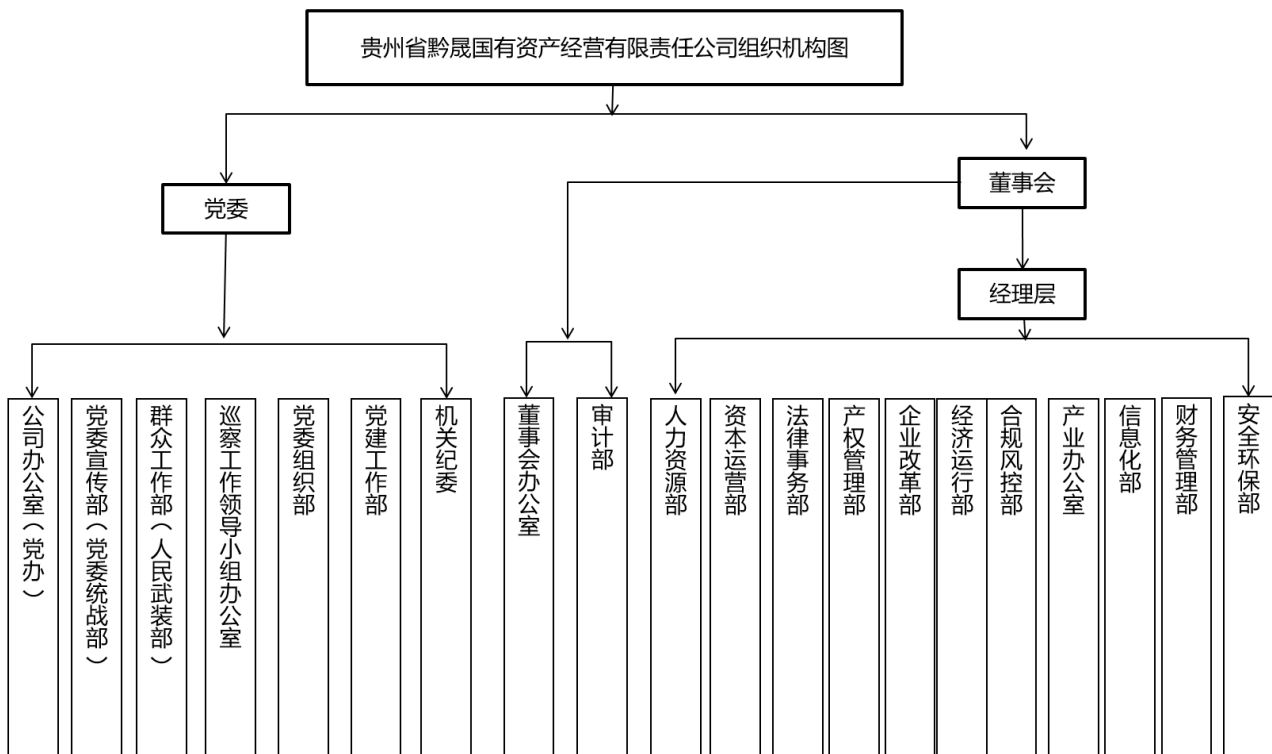
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“25 黔晟国资 MTN001A”“25 黔晟国资 MTN001B”“25 黔晟国资 MTN002A”“25 黔晟国资 MTN002B”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2026 年 3 月底）



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 2026 年 5 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	294.81	368.12	452.75
应收账款（亿元）	26.28	26.70	62.06
其他应收款（合计）（亿元）	62.58	48.39	54.19
存货（亿元）	195.09	235.55	259.86
长期股权投资（亿元）	117.84	135.48	250.55
固定资产（合计）（亿元）	132.91	166.31	263.88
在建工程（合计）（亿元）	18.28	18.18	53.03
资产总额（亿元）	2630.85	3028.58	3370.42
实收资本（亿元）	1416.07	1686.75	1691.75
少数股东权益（亿元）	146.96	140.43	253.52
所有者权益（亿元）	1808.34	2048.65	2168.02
短期债务（亿元）	146.27	244.66	310.91
长期债务（亿元）	387.02	448.79	530.97
全部债务（亿元）	533.29	693.45	841.87
营业总收入（亿元）	419.94	361.06	152.76
营业成本（亿元）	225.85	216.11	90.45
其他收益（亿元）	1.63	1.41	0.79
利润总额（亿元）	56.57	23.88	14.46
EBITDA（亿元）	69.74	56.88	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	383.13	304.48	150.77
经营活动现金流入小计（亿元）	538.82	420.93	170.65
经营活动现金流量净额（亿元）	33.36	6.68	28.63
投资活动现金流量净额（亿元）	-241.70	-276.69	35.28
筹资活动现金流量净额（亿元）	341.92	328.83	3.70
财务指标			
销售债权周转次数（次）	10.14	7.58	--
存货周转次数（次）	1.34	1.00	--
总资产周转次数（次）	0.17	0.13	--
现金收入比（%）	91.23	84.33	98.70
营业利润率（%）	37.36	31.78	34.00
总资本收益率（%）	1.94	0.87	--
总资产报酬率（%）	2.74	1.39	--
长期债务资本化比率（%）	17.63	17.97	19.67
全部债务资本化比率（%）	22.77	25.29	27.97
资产负债率（%）	31.26	32.36	35.67
流动比率（%）	195.42	176.07	161.49
速动比率（%）	135.13	119.31	114.21
经营现金流动负债比（%）	10.31	1.61	--
短期债务占比（%）	27.43	35.28	36.93
现金短期债务比（倍）	2.02	1.50	1.46
EBITDA 利息倍数（倍）	5.80	3.63	--

注：1. 公司合并 2026 年一季度财务报表未经审计，2024 年财务数据使用 2025 年审计报告期初数/上期数，2025 年财务数据均采用 2025 年审计报告期末数/当期数；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及相关指标核算，长期应付款中的有息债务已计入长期债务及相关指标核算

资料来源：联合资信根据公司财务报表及提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	10.63	62.81	87.42
应收账款（亿元）	1.62	0.00	0.00
其他应收款（合计）（亿元）	75.93	57.49	55.01
存货（亿元）	0.00	0.00	0.00
长期股权投资（亿元）	1529.01	1755.21	1754.88
固定资产（合计）（亿元）	0.02	0.02	0.02
在建工程（合计）（亿元）	0.00	0.00	0.00
资产总额（亿元）	2106.70	2400.57	2422.36
实收资本（亿元）	1416.07	1686.75	1691.75
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	1696.56	1959.79	1962.13
短期债务（亿元）	39.89	110.47	122.14
长期债务（亿元）	345.89	304.37	313.59
全部债务（亿元）	385.78	414.84	435.73
营业总收入（亿元）	2.57	0.13	0.50
营业成本（亿元）	0.01	0.00	0.00
其他收益（亿元）	0.00	0.00	0.00
利润总额（亿元）	22.17	18.33	3.85
EBITDA（亿元）	/	/	/
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	2.75	0.15	0.00
经营活动现金流入小计（亿元）	68.44	33.17	3.08
经营活动现金流量净额（亿元）	-3.40	14.24	2.84
投资活动现金流量净额（亿元）	-324.15	-215.11	6.52
筹资活动现金流量净额（亿元）	328.15	250.84	15.26
财务指标			
销售债权周转次数（次）	3.04	0.07	--
存货周转次数（次）	8.56	0.00	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.00	--
现金收入比（%）	106.94	113.03	0.00
营业利润率（%）	92.91	-4.42	99.95
总资本收益率（%）	1.54	1.29	--
总资产报酬率（%）	1.65	1.36	--
长期债务资本化比率（%）	16.94	13.44	13.78
全部债务资本化比率（%）	18.53	17.47	18.17
资产负债率（%）	19.47	18.36	19.00
流动比率（%）	147.50	90.53	99.33
速动比率（%）	147.49	90.53	99.33
经营现金流动负债比（%）	-5.46	10.48	--
短期债务占比（%）	10.34	26.63	28.03
现金短期债务比（倍）	0.27	0.57	0.72
EBITDA 利息倍数（倍）	3.23	2.50	--

注：1. 公司本部 2026 年一季度财务报表未经审计，2024 年财务数据使用 2025 年审计报告期初数/上期数，2025 年财务数据均采用 2025 年审计报告期末数/当期数；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及相关指标核算，长期应付款中的有息债务已计入长期债务及相关指标核算

资料来源：联合资信根据公司财务报表及提供资料整理

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	(1) 2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% (2) n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
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%
总资产报酬率	EBITDA /平均资产总额×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

附件 4-4 列入评级观察设置及含义

列入评级观察是对于已对受评主体给出了评级结果，由于突发事件，且对突发事件暂时没有结论时，采取的一种评级行动。评级观察分为“列入正面观察名单”“列入负面观察名单”和“列入评级观察名单”。

评级观察分类	含义
列入正面观察名单	未来 3~6 个月内信用评级有可能上调
列入负面观察名单	未来 3~6 个月内信用评级有可能下调
列入评级观察名单	重大事件或者其他变动因素对受评对象信用水平的影响不明朗，未来 3~6 个月内信用评级的调整方向尚无法判断