



2026 年度贵州省黔晟国有资产经营有 限责任公司信用评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号: CCXI-20260205M-01

声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、评级对象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。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 本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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对评级委托方、评级对象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。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为 2026 年 1 月 22 日至 2027 年 1 月 22 日。主体评级有效期内，中诚信国际将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。
- 未经中诚信国际事先书面同意，本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。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

跟踪评级安排

- 根据相关监管规定以及评级委托协议约定，中诚信国际将在评级结果有效期内进行跟踪评级。
- 中诚信国际将在评级结果有效期内对评级对象风险程度进行全程跟踪监测。发生可能影响评级对象信用水平的重大事项，评级委托方或评级对象应及时通知中诚信国际并提供相关资料，中诚信国际将就有关事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整评级结果，并按照相关规则进行信息披露。
- 如未能及时提供或拒绝提供跟踪评级所需资料，或者出现监管规定的其他情形，中诚信国际可以终止或者撤销评级。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2026 年 1 月 22 日





受评主体及评级结果

贵州省黔晟国有资产经营有限责任公司

AAA/稳定

评级观点

中诚信国际认为贵州省经济实力稳步提升，潜在支持能力很强；贵州省黔晟国有资产经营有限责任公司（以下简称“黔晟国资”或“公司”）系贵州省重要的国有资本投资运营主体，职能定位重要，经营发展和股权关系等均与贵州省政府目标高度关联，近年来持续得到股东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”）在股权划转和资金注入方面的大力支持；企业自身经营整体较为稳健，偿债风险相对较低。但同时需关注公司对外投资标的的经营和财务表现分化，部分对外投资对盈利造成侵蚀，以及公司下属板块较多，治理管控面临一定挑战等因素对公司未来经营和整体信用状况造成的影响。

评级展望

中诚信国际认为，贵州省黔晟国有资产经营有限责任公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

调级因素

可能触发评级上调因素：不适用。

可能触发评级下调因素：公司职能定位下降，资产质量大幅下滑，流动性压力骤增，对外投资出现重大风险，财务杠杆大幅提高等。

正面

- **区域经济实力持续提升。**近年来，贵州省持续提升的区域经济实力为公司发展提供了良好的外部环境。
- **职能定位重要，持续获得有力外部支持。**公司系贵州省重要的国有资本投资运营企业，投资聚焦于区域重点产业，职能定位突出，对外投资符合贵州省产业发展规划；公司成立以来，持续得到贵州省政府在股权划入和注资等方面的大力支持。
- **经营整体稳健，偿债风险相对较低。**公司下属主要子公司多为区域或细分行业龙头，经营情况整体稳健，对母公司投资收益贡献呈增长趋势，报告期各年度合并口径利润平稳增长；截至 2025 年 9 月末，公司合并口径和母公司口径资产负债率和总资本化比率均处在较低水平，近年来总体波动不大，公司母公司及合并口径偿债指标表现良好，现金储备及备用流动性较为充足，偿债压力相对较低。

关注

- **投资标的的经营财务表现分化，部分对外投资对盈利造成侵蚀。**母公司对外投资以子公司为主，资产主要集中于少数企业，其中白酒、供应链贸易等部分板块收入盈利水平较好，亦有部分行业及主体盈利相对较少，个体经营存在分化；下属子公司投资的六只基金公允价值变动下滑及母公司对联营企业投资的减损，对合并口径和母公司口径的利润均形成一定的侵蚀，相关投资标的的价值及收益的后续变动表现有待持续关注。
- **公司治理管控面临一定的挑战。**公司下属子公司较多，分布于多个不同行业，子公司经营及财务情况差异较大，部分子公司涉及法律纠纷等事项，公司未来的内部治理管控面临一定的挑战。

项目负责人：赵轶群 yqzhao@ccxi.com.cn

项目组成员：王靖允 jywang@ccxi.com.cn

评级总监：张敏

电话：(027)87339288

财务概况

黔晟国资（合并口径）	2022	2023	2024	2025.9/2025.1~9
资产总计（亿元）	1,640.19	2,366.69	2,631.16	2,855.97
所有者权益合计（亿元）	1,256.47	1,632.96	1,808.62	2,019.95
负债合计（亿元）	383.72	733.73	822.53	836.02
总债务（亿元）	214.05	384.22	533.29	585.38
营业总收入（亿元）	182.24	248.50	419.95	277.01
净利润（亿元）	23.54	31.56	33.60	24.81
EBIT（亿元）	39.74	49.60	68.11	46.83
EBITDA（亿元）	44.87	55.82	69.40	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-21.88	21.89	33.36	-7.30
营业毛利率（%）	24.29	24.58	46.45	43.52
总资产收益率（%）	2.42	2.48	2.73	--
EBIT 利润率（%）	21.81	19.96	16.22	16.90
资产负债率（%）	23.39	31.00	31.26	29.27
总资本化比率（%）	14.56	19.05	22.77	22.47
总债务/EBITDA（X）	4.77	6.88	7.68	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	5.60	6.85	5.32	--
FFO/总债务（X）	0.07	0.05	0.09	--
黔晟国资（母公司口径）	2022	2023	2024	2025.9/2025.1~9
资产总计（亿元）	923.20	1,784.72	2,106.70	2,353.13
负债合计（亿元）	178.81	330.55	410.13	437.50
总债务（亿元）	136.74	295.55	385.78	425.08
所有者权益合计（亿元）	744.39	1,454.17	1,696.56	1,915.63
投资收益（亿元）	10.09	17.24	29.60	28.78
净利润（亿元）	5.05	13.96	22.22	21.70
EBIT（亿元）	9.26	18.83	32.11	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	2.01	34.52	-3.40	6.07
经调整的净资产收益率（%）	0.68	1.27	1.41	--
资产负债率（%）	19.37	18.52	19.47	18.59
总资本化比率（%）	15.52	16.89	18.53	18.16
总债务/投资组合市值（%）	15.99	17.14	19.14	18.77
现金流利息保障倍数（X）	1.37	10.39	1.18	2.78

注：1、中诚信国际根据黔晟国资提供的经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021~2023 三年连审审计报告、经中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2024 年度审计报告和未经审计的 2025 年三季度财务报表整理，2023 年数据使用 2024 年审计报告期初数/上期数，其他各期财务数据均采用对应财务报告期末数/当期数；2、为准确计算债务，中诚信国际将合并口径 2023~2024 年及 2025 年 9 月末和母公司口径 2025 年 9 月末其他应付款中的有息债务纳入短期债务核算，将母公司口径 2022 年末其他应付款中有息债务纳入长期债务核算，将合并口径 2022 年末其他应付款中有息债务按到期时间分别纳入短期、长期债务核算，将合并口径和母公司口径 2023~2024 年及 2025 年 9 月末长期应付款中的有息债务纳入长期债务核算；3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明。

同行业比较（2024 年母公司口径数据）

公司名称	业务定位	总资产 (亿元)	所有者权益合计 (亿元)	总资本化 比率 (%)	投资收益 (亿元)	净利润 (亿元)
黔晟国资	贵州省国有资本投资运营管理公司，是全省产业投资及资产管理的重要实体	2,106.70	1,696.56	18.53	29.60	22.22
四川发展	四川省国有资本运营公司	2,600.77	1,248.93	49.69	63.04	18.40
渝富控股	重庆市国有资本投资运营公司	1,220.43	478.47	60.01	27.56	6.39

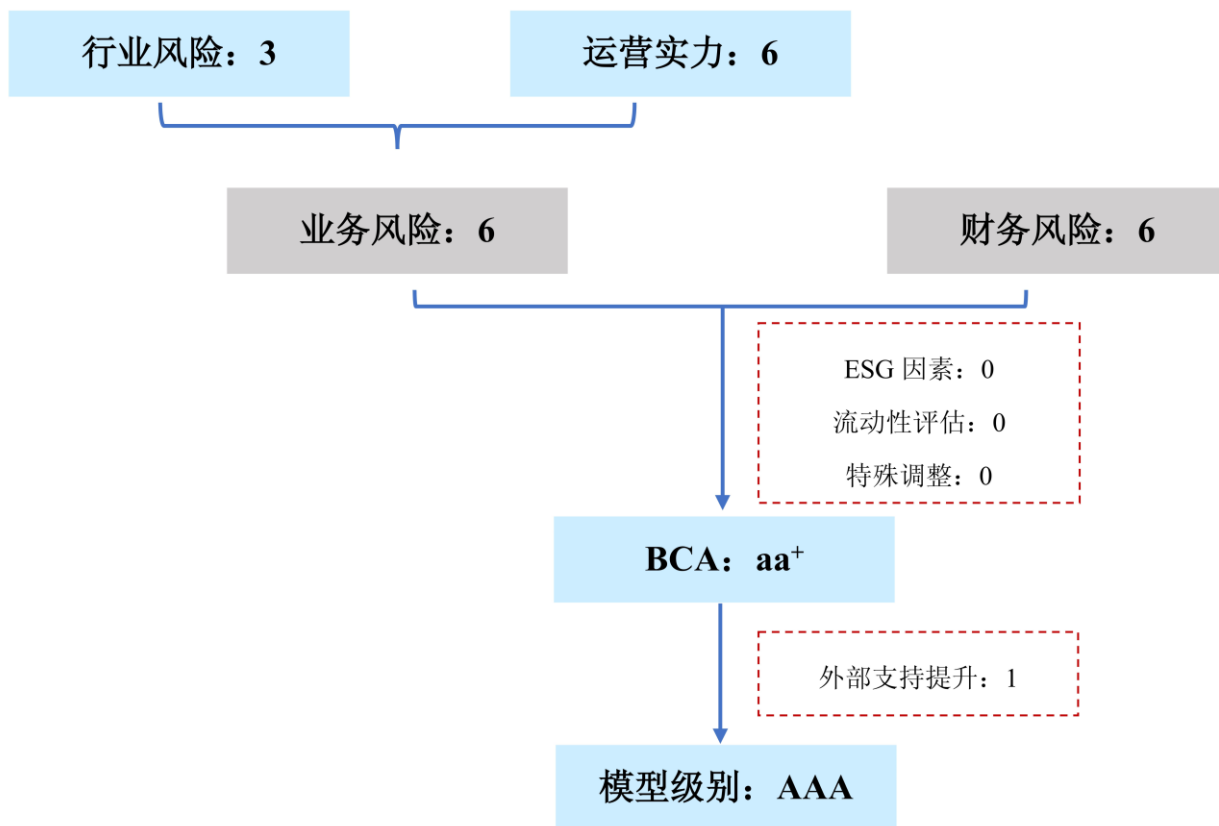
中诚信国际认为，公司与行业可比公司均具有省级国有资本运营职能定位和完善的投资管理机制，与同行业相比，公司母公司口径的资产组合中产业类子公司的占比较高，资本实力强，投资收益尚可，财务杠杆低，整体来看财务融资能力处于相近水平。同时，当地政府的支持能力均很强，并对上述公司具有很强的支持意愿。

注：四川发展为“四川发展（控股）有限责任公司”简称，渝富控股为“重庆渝富控股集团有限公司”简称。

资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

● 评级模型

贵州省黔晟国有资产经营有限责任公司评级模型打分(C210100_2024_02_2025_1)



*行业风险得分范围为 1~5，运营实力、业务风险及财务风险得分范围为 1~7，分值越高，表现越好。

注：

调整项：当期状况对企业基础信用等级无显著影响。

外部支持：中诚信国际认为，贵州省政府具有很强的支持能力，主要体现在贵州省稳步增长的经济财政实力；公司系贵州省重要的国有资本投资运营管理企业，投资聚焦于区域重点产业，职能定位突出，对外投资契合于贵州省产业发展规划；股权关系及业务开展与股东的关联度很高，近年来持续获得股东的大力支持，贵州省政府对公司的支持意愿很强。综合考虑个体信用状况、外部支持能力和意愿，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

方法论：中诚信国际投资控股企业评级方法与模型 C210100_2024_02

评级对象概况

黔晟国资系经贵州省人民政府第 119 次省长办公会审议通过，并以中共贵州省委《深化完善三户资产公司改革方案》（黔府党〔2006〕21 号）报经中共贵州省委第九届常委会第 147 次会议作出《中共贵州省委常委会议纪要》（九届〔2006 第 35 号〕）批准同意设立的由贵州省国资委履行出资人职责并直接监管的大一型企业，于 2006 年 11 月由贵州省金茂国有资产经营有限责任公司、贵州省化工国有资产经营有限责任公司、贵州省冶金国有资产经营有限责任公司合并组建设立，设立时注册资本 3.20 亿元。组建后经过多次股权变更及增资，2025 年 9 月底，公司注册资本为 1,152.08 亿元，实收资本为 1,623.36 亿元¹，贵州省国资委持有公司 99.53% 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）持有公司 0.47% 的股权。

公司定位为贵州省国有资本投资运营管理公司，目前形成资本运作、实业经营、要素交易和资产管理四大板块，具体包括供应链贸易、白酒销售、钢绳制销、类金融服务、航空运输和产业基金投资等多个细分领域。截至 2025 年 9 月末，公司纳入合并报表范围的一级子公司共计 26 家。

表 1：截至 2025 年 9 月末公司部分一级子公司情况（%、亿元）

简称	公司简称	持股比例	截至 2025 年 9 月末			2024 年	
			总资产	净资产	资产负债率	营业总收入	净利润
贵州习酒投资控股集团有限责任公司	习酒集团	67.00	279.04	173.51	37.82	215.29	55.63
多彩贵州航空有限公司	多彩航空	95.00	55.80	1.37	97.55	24.71	-1.45
贵州钢绳（集团）有限责任公司	贵绳集团	100.00	53.14	24.64	53.62	23.15	0.01
贵州惠群商贸有限公司	惠群公司	100.00	68.33	11.61	83.00	86.09	9.86
贵州铝业集团有限公司	贵铝集团	100.00	62.88	44.78	28.78	18.77	0.92
贵州省工业融资担保有限责任公司	贵州工担	100.00	23.04	20.84	95.30	1.08	0.17
贵州省工业投资发展有限公司	贵州工投	100.00	99.69	66.85	32.95	3.32	0.07
贵州省产业发展有限公司	贵州产发	100.00	968.18	954.42	1.42	1.07	-15.29

注：多彩航空持股比例包括母公司直接持股 84.59% 和通过贵州工投持股 10.41%，贵州工担持股比例包括母公司直接持股 75% 和通过贵州工投持股 25%。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

业务风险

宏观经济和行业政策

中诚信国际认为，2025 年三季度受政策效应边际递减、关税预期扰动以及“抢出口”放缓、“反内卷”治理短期阵痛等影响，中国经济基本面走弱，增长压力显现，四季度或延续供强需弱的局面，高基数下增速或进一步放缓，但伴随“两新”“两重”政策加力扩围，扩大内需、活跃资本市场、整治“内卷”等一系列政策

¹ 公司注册资本为固定周期调整，因股东注资频繁，故存在实收资本大于注册资本的情况。

发力显效，全年实现 5% 的经济增长目标仍有支撑。

2025 年 7 月以来，内外需扰动加剧，生产、消费、投资、出口等数据全面下滑，经济增长压力逐渐显现，三季度实际 GDP 同比增长 4.8%，较二季度回落 0.4 个百分点，前三季度实际 GDP 同比增长 5.2%，仍高于全年经济增长目标。经济数据下滑背后存在多重因素制约：一是“以旧换新”政策效应边际递减，家电家具、汽车等置换需求逐步见顶，叠加居民可支配收入增速持续放缓，社零额增速已连续 4 个月回落；二是“反内卷”推进下，上游原材料价格企稳迹象显现，但也伴随着部分行业生产放缓、投资下滑；三是房地产尚未止跌，投资增速再创新低，叠加专项债投资效率和空间不足，基建投资大幅下滑拖累固定资产投资增速转负。但也要看到，生产端韧性较强，高技术制造业生产和投资表现亮眼，外需在短暂回落后再度反弹，特别是对非美地区出口增速再创新高，对经济增长形成有力支撑。

中诚信国际认为，四季度中美关税博弈再遇新变数，出口边际承压但影响或有限，叠加内生性消费和投资需求仍有待改善、房地产企稳回升动能减弱、价格水平整体低迷等问题尚存，中国经济或延续供强需弱的格局，高基数影响下经济增速或进一步放缓。但也要看到中国经济的韧性，实现全年 5% 的经济增长目标有多重支撑：一是“国补”剩余限额资金下达叠加传统消费旺季来临，消费仍将延续结构性修复；二是“反内卷”推进下产能治理显效，部分领域价格水平有所企稳，企业利润改善对内需形成结构性支撑；三是财政增量政策已陆续出台，目前 5000 亿元新型政策性金融工具已启动投放，5000 亿结存限额较去年加量升级，相当于为地方提供了万亿增量财政资金，有望带动配套融资需求释放，基建投资回升或带动整体投资改善；四是新动能持续蓄势为经济增长打开空间，今年以来中国在人工智能、量子计算、生物医药等科技前沿领域取得重要突破，同时低空经济、深海科技、人形机器人等新兴行业布局持续深化，创新驱动的新格局正在形成。四季度将召开二十届四中全会，研究关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划，可能会有配套新政策出台。伴随宏观政策连续性与稳定性加强，中国经济将延续企稳回升态势，预计全年实现 5% 左右的增长目标压力不大。

综合以上因素，中诚信国际预计 2025 年四季度中国 GDP 增速将在 4.6% 左右。从中长期来看，稳增长政策效应持续释放加之改革措施持续深化落地，中国经济持续回升向好的基本面未变。

详见《供强需弱的格局再强化，年内完成增速目标压力不大》，报告链接：

<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/12184?type=1>

行业概况

中诚信国际认为，2024 年以来，我国继续坚持以科技创新引领现代化产业体系建设，多措并举支持科技创新企业发展，并购重组热度提升，预计随着政策加深，科创领域投资规模将继续扩大，债券融资规模将继续上升，需关注相关企业投资管理能力、流动性和抗风险能力。

2024 年以来，我国继续坚持以科技创新引领现代化产业体系建设，多措并举支持科技创新企业发展，并购重组热度提升，虽然 2024 年股权投资市场延续下行态势，但有所回暖，国家层面指导意见促进政府投资基金有序、健康发展；同时，投资控股企业本部盈利有所改善，投资组合及债务

规模增速放缓，发行利差下行，预计随着政策加深，科创领域投资规模将继续扩大，债券融资规模将继续上升，需关注相关企业投资管理能力、流动性和抗风险能力。

详见《中国投资控股企业特别评论，2025 年 4 月》，报告链接

<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11836?type=1>

中诚信国际认为，受宏观经济增速放缓等因素影响，酒类行业消费承压，全国白酒产销量同比均出现下滑。白酒行业整体呈现供大于求的局面，去库存将是行业长期主基调，行业竞争激烈；白酒企业生产成本占营业收入的比重相对较小，原材料价格变化对其影响有限，白酒行业平均毛利率维持在较高水平。此外，部分酒类消费限制政策的出台对白酒行业尤其是白酒商务消费市场冲击较大，需关注政策调整对白酒行业的影响。

受宏观经济增速放缓等因素影响，酒行业消费承压。2024 年 1~9 月，酒、饮料和精制茶制造业规模以上企业收入同比增长 3.2%，利润总额同比-5.4%，此外，近年来居民健康意识的提高和理性消费观念的深入，对传统酒类产品的需求也产生一定冲击，酒类 CPI 自 2023 年四季度开始持续为负。未来酿酒行业收入和利润将面临一定的下行压力。2024 年白酒行业头部酒企依托品牌和经销商渠道优势保持增长势头，但增速分化严重且终端面临降价压力。白酒企业生产成本占营业收入的比重相对较小，原材料价格变化对其影响有限，白酒行业平均毛利率维持在较高水平。

详见《2025 年中国酒类行业展望》，报告链接

<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11654?type=1>

运营实力

中诚信国际认为，公司是贵州省重要的国有资本投资运营管理企业，职能定位突出，对外投资符合贵州省产业发展规划，决策机制较为完善，风控情况良好，近年来投资业绩持续提升；但母公司投资组合以对子公司投资为主，对外投资主要集中于省内，且投资组合集中度较高，大部分短期内退出可能性较低，资产流动性偏弱，多样性有待增强。公司体系内各业务板块经营主体多为区域或细分行业龙头企业，经营整体稳健，其中供应链贸易和白酒制销是收入利润的重要来源，航空业务经营持续改善，但部分业务收入受政策和外部环境出现不同程度的下滑，对板块盈利提升带来一定的压力，基金投资业务资金来源明确，股权投资新增重大项目，基金后续退出及收益实现情况，以及股权投资资金安排和实施进展情况有待关注。

公司作为贵州省重要的产业投资及国有资产管理实体，职能定位突出，投资领域广泛且符合省内产业发展规划，投资决策和管理机制较为完善，风险控制情况良好，近年来投资业绩持续提升。

公司于 2016 年被贵州省国资委纳入国有资本运营公司试点并报国务院国资委备案，后定位为贵州省重要的国有资本投资运营管理企业，是全省产业投资及资产管理的重要实体，对外投资主要集中于贵州省内，投资控股的子公司业务主要涉及类金融、供应链贸易、白酒生产销售、航空运输、矿产开采加工、钢绳产品制销和产业基金投资等领域，投资领域契合贵州省产业规划及方向。

投资管理机制方面，公司制定了《贵州省黔晟国有资产经营有限责任公司投资管理办法（2025 年修订）》，对通过投入货币、实物、有价证券、股权、债权或无形资产等资产或权益，获得相应

所有权、经营管理权或其他相关权益的投资活动，在基本原则、管理职责等方面进行约束与管理，依据发展规划、清单和投资能力，按照“应入尽入、能入全入”的原则，编制年度投资计划，履行内部决策程序后报贵州省国资委核准，而后强化投资项目过程管理，对实施、运营中的投资项目进行跟踪分析，针对外部环境和项目本身情况变化，及时再决策。整体来看，公司建立了较为完善的投资决策管理相关制度，投资流程覆盖投前、投中和投后阶段，投资管理环节无明显漏洞。

风险控制方面，公司制定了《黔晟国资全面风险管理办法（试行）》，围绕公司总体发展目标，在管理的各环节和经营过程中执行风险管理基本流程，建立健全全面风险管理体系，培育良好的风险管理文化，从而实现风险管理总体目标提供合理的过程和方法。总体来看，公司制定了风险防控措施和相关投后管理办法，且历史上未发生重大投资风险，报告期内母公司直接对外投资产生的减值损失规模很小，风险控制情况良好。

投资业绩方面，近年来随着母公司对外投资范围的不断扩大，投资收益持续增长，2022~2024 年，母公司分别实现投资收益 10.09 亿元、17.24 亿元和 29.60 亿元，从 2024 年母公司投资收益结构来看，投资收益主要来源于习酒集团、惠群公司等部分子公司的分红，参股公司确认的投资收益和处置对外投资取得的投资收益为负，综合来看投资业绩表现尚可。

母公司投资组合以对子公司投资为主，对外股权投资主要集中在贵州省内，整体投资风险相对可控；母公司投资组合集中度较高，大部分直接对外投资短期内退出可能性较低，资产流动性偏弱，多样性有待增强。

母公司主要从事股权投资和资本运营管理，其投资组合以对子公司的投资为主，另有部分对联营企业的投资，对外股权投资主要集中在贵州省内，截至 2024 年末，公司投资组合账面价值为 2,015.74 亿元，其中对子公司的投资占比超 70%，主要集中于贵州产发、习酒集团和习酒股份（以下简称“习酒股份”），贵州产发单一标的占当期末投资组合账面价值的比重相对较高，参股企业投资组合主要包括对中国振华电子集团有限公司（以下简称“振华电子”）、首钢贵阳特殊钢有限责任公司、贵州遵钛（集团）有限责任公司、保利久联控股集团有限责任公司、贵州省高速公路集团有限公司和瓮福(集团)有限责任公司等多家企业的投资，被投资参股企业经营情况差异较大，收益表现参差不齐。整体来看，公司所持标的资产多样一般，控股子公司大多为成熟的企业，经营整体较为稳健，参股公司大多经营不佳，股权投资账面价值受投资亏损的影响有所下滑，但投资组合整体风险相对可控，未来对参股企业投资的盈亏改善情况有待关注。截至 2025 年 9 月末，母公司直接持有上市公司股权较少，投资组合集中度较高，且主要以战略投资的目标参与对子公司和参股公司的投资，短期内退出投资的可能性较低，资产流动性相对偏弱。

表 2：截至 2024 年末母公司直接持股的重要投资标的情况（亿元）

名称	投资类型	账面价值	当年确认的投资收益	当年收到的现金分红
贵州习酒投资控股集团有限责任公司	子公司（长期股权投资）	267.87	14.11	-
贵州习酒股份有限公司	子公司（长期股权投资）	166.61	9.39	-
贵州黔晟投资有限公司	子公司（长期股权投资）	41.01	-	-
贵州省工业融资担保有限责任公司	子公司（长期股权投资）	15.00	0.04	0.04
贵州钢绳（集团）有限责任公司	子公司（长期股权投资）	7.68	-	-

贵州惠群商贸有限公司	子公司（长期股权投资）	3.37	11.57	11.57
贵州铝业集团有限公司	子公司（长期股权投资）	13.00	0.60	0.60
贵州省工业投资发展有限公司	子公司（长期股权投资）	64.85	0.02	0.02
贵州省产业发展有限公司	子公司（长期股权投资）	864.71	-	-
多彩贵州航空有限公司	子公司（长期股权投资）	2.00	-	-
贵州华炬商务管理咨询有限公司	子公司（长期股权投资）	5.30	0.06	0.06
中国振华电子集团有限公司	参股公司（长期股权投资）	28.93	0.36	1.00
保利久联控股集团有限责任公司	参股公司（长期股权投资）	7.44	-0.31	0.00
首钢贵阳特殊钢有限责任公司	参股公司（长期股权投资）	11.05	-6.95	0.00
贵州遵钛(集团)有限责任公司	参股公司（长期股权投资）	8.85	-0.40	0.00
贵州航空有限公司	参股公司（长期股权投资）	3.00	-1.00	0.00
贵州省高速公路集团有限公司	参股公司（其他权益工具投资）	283.61	-	-
贵州省机场集团有限公司	参股公司（其他权益工具投资）	61.74	-	-
贵州能源集团有限公司	参股公司（其他权益工具投资）	38.50	-	-
贵州乌江能源集团有限责任公司	参股公司（其他权益工具投资）	34.62	-	-
贵州旅游投资控股(集团)有限责任公司	参股公司（其他权益工具投资）	23.19	-	-
贵州现代物流产业(集团)有限责任公司	参股公司（其他权益工具投资）	12.79	-	-
瓮福(集团)有限责任公司	参股公司（其他权益工具投资）	8.92	2.38	1.19

注：习酒集团 2024 年宣告发放现金股利 23.5 亿元，当年未收到相应的现金股利，截至 2025 年末，2024 年分配股利已全部收到。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司体系内具体业务主要由各子公司负责经营，主要涵盖供应链贸易、白酒制销、钢绳制销、航空运输、类金融服务、基金与股权投资等板块，子公司经营整体较为稳健，各板块业务发展呈现一定的分化，其中：白酒业务是收入和利润的重要来源，2024 年来营收利润受政策和市场环境的影响有所下降；航空运输业务受行业回暖影响，经营持续改善；供应链贸易收入盈利受业务政策调整影响出现结构性下滑；钢绳业务区域集中度较高，2024 年以来受成本上升等因素影响盈利承压；类金融服务业务整体风险可控，因业务策略调整，委托贷款业务收缩，担保业务扩张较快，2024 年类金融服务收入总体下滑；基金投资资金来源明确，部分项目已实现一定收益，未来的投资、退出及收益情况有待关注，股权投资支出压力较大，收购落实情况与投资后续安排有待观察。

表 3：近年来公司合并口径营业总收入及毛利率构成情况（亿元、%）

类别	2022			2023			2024			2025.1~9		
	收入	占比	毛利率	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	130.73	71.74	26.48	165.18	66.47	19.33	141.59	33.72	11.79	109.10	39.39	15.29
白酒生产及销售	0.26	0.14	15.13	18.10	7.28	91.60	215.08	51.22	77.67	117.62	42.46	78.82
钢丝及索具销售	25.14	13.80	8.97	24.04	9.67	11.44	22.85	5.44	9.30	14.37	5.19	7.06
航空运输	11.46	6.29	-25.19	19.61	7.89	-3.69	24.32	5.79	-0.01	21.20	7.65	5.34
类金融服务	6.15	3.38	97.87	6.68	2.69	95.46	4.65	1.11	93.39	3.57	1.29	94.50
其他	8.49	4.66	49.70	14.90	6.00	27.99	11.46	2.73	42.48	11.15	4.03	50.67
合计/综合	182.24	100.00	24.29	248.50	100.00	24.58	419.95	100.00	46.45	277.01	100.00	43.52
投资收益			15.56			18.32			-0.57			2.35
公允价值变动收益			-5.77			-6.31			-17.25			-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

供应链贸易业务

公司供应链贸易业务主要由子公司惠群公司、贵州康乾盛贸易有限责任公司（以下简称“康乾盛”）和贵铝集团负责，母公司和其他子公司的贸易业务规模相对较小。具体分工方面，惠群公司开展的贸易品类为白酒，康乾盛主要开展化学合成材料、电解铜和煤炭贸易，贵铝集团主要开展铝土矿、棕刚玉、磷酸铁锂、铝、钢材等的贸易。近年来公司供应链贸易业务是公司营业收入的主要来源之一，业务收入规模近年来有所波动，2024 年受惠群公司销售政策调整影响同比下滑，业务毛利率受毛利较高的白酒贸易收入下降的影响而有所下滑。

惠群公司的贸易业务模式主要为：通过预付/预收货款与上下游对手方进行交易，采取现金结算。惠群公司的贸易业务上下游对手方集中度较高，2024 年末上游预付账款集中于预付单一供应商的采购货款，下游前 5 大客户合计占比近 75%，2025 年前三季度前五大客户合计占比超过 95%。

康乾盛的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），然后向上游供应商采购；康乾盛通过与上游供应商签订框架协议的方式来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；贸易业务的结算方式主要包括电汇、银行承兑汇票等。康乾盛 2024 年前五大供应商采购额占比 68.67%，前五大客户销售额占比 56.76%，2025 年前三季度上下游前五大业务金额占比均超过 80%，康乾盛的贸易业务集中度较高，且 2025 年前三季度上下游主要业务往来方与上年有一定的重合度，业务购销较为稳定。

贵铝集团的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；结算方式主要包括电汇、银行承兑汇票等。贵铝集团 2024 年以来前五大客户供应商和客户结构较为稳定，2024 年前五大客户销售额占比超 75%，供应商采购额接近 70%，上下游购销集中度均较高，业务经营整体较为稳健。

总体来看，公司供应链贸易业务规模较大，是公司收入的重要来源，上下游集中度和稳定性整体较高，2024 年以来受白酒贸易销售政策调整影响，相关收入有所下降，带动供应链贸易收入结构调整和毛利率下滑，未来白酒贸易政策的明确和对供应链贸易业务收入盈利的影响有待关注。

白酒生产及销售

公司白酒生产及销售业务主要由习酒集团下属子公司习酒股份负责经营。习酒股份产品以中高端酱香型白酒为主，根据《2025 年中国酒类品牌价值 200 强研究报告》，贵州习酒品牌价值达到 3,090.86 亿元，位列中国白酒前七名、中国酱酒第二名，核心竞争力很强。公司于 2023 年 11 月收购习酒集团 51% 股权后将其纳入合并范围²，当年合并口径仅确认 18.10 亿元白酒生产及销售收入，2024 年以来白酒生产及销售收入大幅增至 215.08 亿元，成为公司合并口径营业收入的第一

² 2023 年 11 月，经贵州省人民政府、贵州省国资委批复同意，公司以自有资金收购习酒集团 51% 股权，收购价格为 201.18 亿元（银团并购贷款 120.00 亿元、自筹资金 81.18 亿元），形成商誉 185.84 亿元，评估基准日为 2022 年 12 月 31 日，股权收购完成后，公司成为习酒集团的控股股东，直接持股 51%，将其纳入合并范围。

大来源，白酒生产及销售业务毛利率整体较高，是公司利润的重要来源。

生产方面，习酒集团每年末结合库存及次年销售计划安排生产计划，并根据生产计划采购原辅材料和包装材料。针对材料采购，习酒集团与本地粮食供应商建立“公司+农户+基地”的模式进行采购，与有基地的粮食供应商组织竞谈确定采购单价，符合公司的质量标准并办理验收后结算款项；包装材料通过竞争性谈判方式，在符合公司采购质量标准的潜在供应商中进行竞标确定供应商，由供应商按公司下达的订单组织供货到公司生产现场，按月结算供应商款项，对供应商的议价能力较强。截至 2025 年 9 月末，习酒集团最大产能为 7 万吨/年，高于近年来的年产销量，产能储备充足，报告期内产量随销量扩大而同步增长。

表 4：习酒集团近年来产销量变化情况（吨）

	2022	2023	2024	2025.1~9
产量	28,797.01	38,755.71	40,113.68	34,674.27
销量	27,147.27	35,491.79	42,024.83	30,161.74

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

销售方面，习酒集团的销售模式为以区域经销商为主，自营电商为辅，目前采用相对扁平的分区域、分产品线的传统经销商销售模式，对经销商实行先款后货模式，经销商先打款下单，公司按订单发货，经销商收货后方可确认收入；此外，习酒集团针对经销商设有严格的准入和考核制度，并予以定期考核，结合业绩完成情况考核表现进行奖惩，对经销商的管控力度较强。习酒集团经销商分布相对分散，2024 年前五大客户销售额占比仅 6.01%。报告期内，习酒集团销量整体呈上升趋势，受市场竞争加剧及行业外部环境变化的影响，2024 年以来白酒销售业务毛利率下滑，未来习酒集团的产销及盈利情况有待关注。

总体来看，公司经营的白酒品牌价值高，对上下游议价能力较强，近年来白酒生产及销售收入快速增长，业务毛利率较高，是公司收入和盈利的重要来源；但受市场竞争加剧和行业外部环境变化等因素影响，2024 年以来业务毛利率有所下滑，未来产销与收入盈利变化情况有待关注。

钢丝制销业务

公司钢丝制销业务主要由子公司贵绳集团的下属上市公司贵州钢绳股份有限公司（600992.SH，以下简称“贵绳股份”）负责，贵绳股份是我国钢丝、钢丝绳生产最大专业企业之一，主营直径范围 $\phi 0.15\text{mm} \sim 9.0\text{mm}$ 各种用途的钢丝、 $\phi 0.6\text{mm} \sim 264\text{mm}$ 各种结构的钢绳产品、预应力钢绞线及相关设备、材料、技术的研究、生产、加工、销售及进出口业务等，年生产能力近 40 万吨，应用客户涵盖了海洋工程、航空航天、重大水利工程、煤炭、有色金属、油田、港口、电梯、机械加工等国民经济的各个领域。

贵绳股份主要采用“设计+生产+销售”的模式经营，采用以销定产的模式根据设计方案组织生产，设计阶段根据的产品使用特性和特殊要求进行个性化服务，通过了解产品使用工况，确定产品技术参数，再进行产品结构的设计，制订生产工艺，并由专家评审确认，最后交付生产。贵绳股份在全国 19 个省市设销售分公司，产品销售采用直销为主，中间商销售为辅的方式，业务在西南地区占比较高，2024 年占贵绳股份销售收入的比重超 60%。

由于原材料价格下降，加之下游需求疲软，带动贵绳股份产品价格下降，近年来钢丝及索具销售收入持续下滑，但毛利率有所波动，2023 年上升主要系产品结构变化，毛利较高的受托加工收入增长所致。2022~2024 年及 2025 年 1~9 月，贵绳股份净利润分别为 2,305.67 万元、3,388.76 万元、-3,265.77 万元和-6,157.82 万元，2024 年以来受成本费用上升、厂区搬迁³等因素影响，营收与盈利水平整体有所下滑。

表 5：贵绳股份近年来产品销售收入结构及毛利率情况（亿元、%）

分类	2022			2023			2024			2025.1~6		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
钢绳	10.02	41.97	13.29	8.96	40.93	15.90	9.00	41.97	12.60	4.62	48.27	12.22
钢绞线	7.07	29.61	5.27	6.43	29.36	7.29	6.73	31.37	6.16	2.57	26.87	5.69
钢丝	6.09	25.52	1.20	5.24	23.94	0.69	4.79	22.35	-2.50	2.19	22.88	-2.08
受托加工物资	0.38	1.60	33.67	0.98	4.47	32.86	0.62	2.89	32.02	0.03	0.31	29.72
索具及其他	0.31	1.30	44.70	0.28	1.30	29.33	0.30	1.42	14.91	0.16	1.68	10.35
合计（按产品）	23.87	100.00	8.56	21.89	100.00	10.66	21.45	100.00	7.80	9.56	100.00	7.22
西南	13.26	55.55	9.71	12.03	54.98	6.46	13.26	61.80	5.98	5.18	54.18	5.95
华东	2.25	9.43	0.72	1.77	8.08	15.27	1.68	7.82	10.51	0.93	9.76	6.22
华南	2.28	9.54	1.80	2.28	10.43	8.17	1.63	7.60	8.72	0.90	9.41	6.00
华中	1.55	6.49	5.78	1.41	6.43	20.97	1.30	6.07	8.58	0.68	7.08	9.36
华北	1.29	5.42	4.43	1.62	7.41	18.81	1.11	5.18	6.17	0.56	5.85	6.44
西北	0.81	3.39	4.99	0.72	3.29	9.34	0.57	2.66	8.60	0.32	3.30	6.90
东北	0.35	1.46	8.52	0.35	1.61	23.36	0.29	1.35	11.09	0.17	1.80	11.87
海外及其他	2.08	8.71	23.21	1.70	7.77	20.61	1.61	7.51	18.57	0.82	8.62	15.58
合计（按地区）	23.87	100.00	8.56	21.89	100.00	10.66	21.45	100.00	7.80	9.56	100.00	7.22

注：贵绳股份未披露 2025 年 1~9 月收入成本分类明细，仅披露 2025 年 1~6 月收入成本分类明细。

资料来源：贵绳股份财务报告，中诚信国际整理

总体来看，公司钢绳制销主要集中于西南地区，2024 年以来受经营成本上升等因素影响，盈利水平整体有所下滑。

航空运输业务

公司航空运输业务主要由子公司多彩航空负责，2023 年 5 月，根据《省国资委关于将航投集团所持民航集团、贵州航空、多彩贵州航空股权无偿划转有限事宜的通知》文件要求，贵州航空投资控股集团有限责任公司将所持多彩贵州航空 89.59%股权无偿划转至贵州省国资委持有，其中 84.59%股权作为省级国有资本投入黔晟国资，股权划转完成后，公司直接持有多彩航空 84.59%股权，另通过子公司贵州工投间接持股 10.41%，合计持有多彩航空 95%的股权，为其控股股东。

多彩航空的航空运输业务以客运服务为主，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，货运收入占比较低，近年来均不足 1%。截至 2025 年 9 月末，多彩

³ 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。

航空共有 20 架在册飞机。2022~2024 年及 2025 年 1~9 月，公司分别实现航空运输收入 11.46 亿元、19.61 亿元、24.32 亿元和 21.20 亿元，自 2023 年航空业恢复以来，多彩航空飞机起降数、客座率、综合运载率等指标均保持增长，带动航空运输收入增长，业务毛利率上升，整体运营效率持续改善。

表 6：近年来航空运输业务部分经营指标

指标	2022	2023	2024	2025.1~9
整体运营情况				
在册飞机数（架）	17	18	19	20
执行航班（次）	11,258	21,463	25,812	22,894
起降架次（次）	13,496	25,207	30,923	27,184
在册飞机日利用率（小时/架日）	4.49	7.85	9.11	9.61
航空运输收入（亿元）	11.46	19.61	24.32	21.20
业务毛利率（%）	-25.19	-3.69	-0.01	5.34
客运业务				
可用座公里（亿座公里）	23.63	48.28	53.80	46.75
旅客周转量（亿人公里）	16.08	38.75	47.44	41.50
载运旅客人次（万人次）	119	272	340	306
客运人公里收益（元）	0.67	0.49	0.49	0.49
客座率（%）	68.05	80.25	85.73	88.77
货邮运业务				
货邮周转量（亿吨公里）	0.08	0.20	0.20	0.15
货邮载运量（万吨）	0.54	1.18	1.26	1.00
货运吨公里收益（元）	0.30	0.21	0.25	0.18
综合数据				
可用吨公里（亿吨公里）	2.05	4.13	4.74	4.05
运输总周转量（亿吨公里）	1.51	3.63	4.40	3.81
收入吨公里收益（元）	7.17	5.24	5.35	5.32
综合载运率（%）	73.72	87.91	92.72	94.15

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

总体来看，公司航空运输业务以客运为主，随着航空业的整体恢复，近年来在册飞机数、航班与起降次数、利用效率、航空运输收入等指标均持续增长，盈亏状况持续改善。

类金融服务业务

公司类金融服务业务主要包括委托贷款、担保、应急转贷和基金管理等，分别主要由子公司贵州工投、贵州工担、贵州华炬商务管理咨询有限公司（以下简称“华炬公司”）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”）等负责运营。2022~2024 年及 2025 年 1~9 月，公司分别实现类金融服务收入 6.15 亿元、6.68 亿元、4.65 亿元和 3.57 亿元，2024 年受委托贷款业务收缩等因素影响而有所下滑。

委托贷款业务方面，贵州工投成立于 2018 年 9 月，前身为贵州省工业及省属国有企业绿色发展基金有限公司（以下简称“工业基金公司”），致力于投资省内具有发展前景、成长性好的优质

工业企业及省属国有企业。截至 2025 年 9 月末，贵州工投展业资金来源主要包括实收资本 65 亿元和黔晟国资近 20 亿元拆借款；项目主要来源于贵州省工业和信息化厅、贵州省国资委等部门推荐及市场化拓展客户，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。贵州工投投放的委托贷款期限主要为 1~3 年期，在电力、热力生产和供应业，有色金属冶炼和压延加工业，商务服务业以及化学原料和化学制品制造业等行业的投放较为集中，2025 年 9 月末的前十大客户余额占比超过 80%，2022~2024 年，公司委托贷款利息收入分别为 3.66 亿元、3.39 亿元和 2.14 亿元，是类金融服务收入的主要来源。但为控制压降风险，公司 2024 年来主动收缩委托贷款业务，业务投放量、存续量和业务收入均同比下降，报告期内逾期金额波动上升，其中 2023 年受经济下行、地方企业债务负担重、流动性紧张等因素影响，逾期金额同比上升，贵州工投主要采取还本续贷、法律诉讼以及协商等方式追偿逾期项目，2024 年多数逾期项目协商展期，期末逾期金额同比回落，但 2025 年以来继续上升，存量项目逾期情况和逾期项目后续清收进展有待持续关注。

表 7：贵州工投近年来委托贷款业务情况（亿元、笔）

项目	2022	2023	2024	2025.1~9
当期委托贷款笔数	36	20	15	5
当期委托贷款利息收入	3.66	3.39	2.14	1.59
当期委托贷款发放金额	30.50	38.35	28.26	3.01
期末委托贷款总额	68.65	65.24	43.06	43.38
期末委托贷款笔数	98	79	61	55
期末减值准备余额	2.87	4.28	5.82	6.03
期末委托贷款净额	65.78	60.95	37.24	37.35
期末委托贷款逾期金额	2.32	12.37	5.71	9.89

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

担保业务方面，贵州工担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，合作银行包括工商银行、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 10 余家，担保业务以信用担保为主，担保费率多为 1%，截至 2025 年 9 月末，贵州工担注册资本及实收资本均为 20 亿元。贵州工担展业审批流程明确，单笔项目需经业务专业评审会、风险专业评审会、党委会、总办会、董事会五会审议通过，数量多、单笔金额小的批量化担保业务（如工业银保通、黔贸贷、善担贷等标准化产品）由董事会授权经理层审批决策。2022~2024 年，公司分别实现担保业务收入 0.17 亿元、0.37 亿元和 0.48 亿元，占类金融服务收入比重相对较低，但 2023 年以来，贵州工担聚焦于小微企业担保服务，业务投放快速扩张，担保业务收入随之快速增长，2025 年 9 月末前五大担保对象担保余额合计占比为 3.64%，客户集中度不高。2024 年以来贵州工担部分担保项目出现代偿，2025 年 9 月末累计代偿 8,894.59 万元，代偿余额 8,471.18 万元，但准备金覆盖率为 145.63%，拨备计提充足。

表 8：贵州工担近年来担保业务情况

项目	2022	2023	2024	2025.1~9
当期担保发生额（亿元）	20.44	41.46	65.09	65.87
当期担保发生业务笔数（笔）	255	1,288	3,279	3,388
期末在保余额（亿元）	17.83	38.80	69.53	82.02

期末在保业务笔数（笔）	239	1,305	3,533	4,305
净资产担保放大倍数（倍）	0.87	1.60	2.76	3.18
担保业务收入（亿元）	0.17	0.37	0.48	0.47
当期代偿率（%）	-	-	1.23	1.07

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

应急转贷业务方面，华炬公司受贵州省国资委的委托从事续贷资金的日常管理和具体运作，续贷资金专项用于帮助符合条件的贵州省国资委监管企业提供续贷临时周转资金，避免监管企业因资金暂时短缺未能及时还贷导致贷款银行抽贷、停贷进而引发企业信誉危机和资金断流等情况发生，保障国有企业生产经营活动的正常运行。该业务合作方主要为省属国有企业及银行，应急转贷业务资金来源于财政专项资金，以及黔晟国资本部及子公司借款，对于符合要求的省属企业，华炬公司根据贵州省国资委、黔晟国资的批复文件，件经公司总经理办公会、董事会审议通过后放款，资金使用的年化费率为 6%；亦可按市场化标准及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。报告期内，华炬公司应急转贷资金规模维持在 20~25 亿元，2023~2024 年的应急转贷利息收入 1.34 亿元和 1.30 亿元，该业务经营整体较为稳定；截至 2025 年 9 月末，存量应急转贷款余额为 22.27 亿元，涉及 4 家省属国有企业，逾期余额合计 2.92 亿元，已计提坏账 100 万元，其中 2 家设置了抵质押和担保等履约保证措施，未来的款项回收进展有待关注。

基金管理业务方面，黔晟基金于 2017 年 1 月完成中国证券投资基金业协会私募基金管理人登记工作（登记编号 P1060922），受托对省内重要的产业基金进行管理，截至 2025 年 9 月末，黔晟基金主要管理了 8 只基金，认缴规模合计 508.61 亿元，实缴 261.58 亿元，主要涉及能源、工业、物流贸易等产业领域，目前管理费收入主要来自贵州省新动能产业发展基金合伙企业（有限合伙），2022~2024 年及 2025 年 1~9 月，分别确认基金管理费收入 10.4 万元、4,250.02 万元、6,167.95 万元和 3,477.68 万元，规模占类金融服务收入比重相对较低，近年来整体呈上升趋势。

表 9：截至 2025 年 9 月末黔晟基金管理基金情况（亿元）

基金名称	设立时间	存续期	基金认缴规模	基金实缴规模	投资领域行业	投资阶段	在投项目数量
精准帮扶雷山县大塘镇产业扶贫私募股权投资基金	2017/9/15	10 年	1.00	1.00	贵州省雷山县黔晟扶贫产业发展有限公司	投后管理阶段	1
结构调整黔晟 1 号私募股权投资基金	2017/9/25	10 年	0.58	0.58	物流、咨询、贸易	投后管理阶段	2
结构调整黔晟 2 号私募股权投资基金	2018/3/5	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
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	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）
贵州省新动能产业发展基金合伙企业（有限合伙）	2022/3/4	15 年	400.00	212.74	新能源电池及材料、酱酒、战略性新兴产业等工业产业	募集阶段、投资阶段、投后管理阶段	70
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）	2022/6/15	7 年	3.00	0.02	新材料、新能源产业	无	0
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）	2023/7/3	10 年	14.00	14.00	贸易	投后管理阶段	1

贵州省黔磷壹号私募股权投资基金合伙企业（有限合伙）	2025/4/27	8 年	40.02	17.02	磷化工行业	募集阶段、投资阶段、投后管理阶段	1
合计	--	--	508.61	261.58	--	--	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

总体来看，公司类金融业务主要依托资本金、股东借款或相关资质开展，近年来各板块经营差异较大，其中：委托贷款业务收入占比最高，受外部环境收紧等因素影响整体呈现收缩趋势，带动类金融服务收入下滑，项目逾期额波动上升；担保业务聚焦于服务小微企业，近年来扩张较快，现阶段代偿规模较小，拨备计提充足；应急转贷业务周期较短，近年来经营整体平稳，投放集中度较高，部分款项出现逾期；公司管理基金的规模较大，基金管理费收入主要来自个别项目，近年来规模呈上升趋势；整体来看，公司类金融服务业务整体风险相对可控，委托贷款、担保和应急转贷的逾期代偿情况及逾期项目的清收进展有待关注。

产业基金与股权投资业务

2021 年，为充分发挥省级政府投资基金引导金融和社会资本支持贵州省“四化”和大生态建设的作用，贵州省政府印发了《省级政府投资基金优化整合实施方案》（黔府办发〔2021〕9 号），对省级政府投资基金进行优化整合，设立了 4 支产业类基金和 1 支绿色生态环保类基金（即“四化”基金与生态环保基金）；2022 年，为加快推进新能源电池及材料、酱酒及战略性新兴产业等工业产业发展，进一步夯实工业发展基础，设立了新动能基金；至此，围绕产业发展及生态环保建设，贵州省形成“4+1+1”的六只基金投资体系。2023 年 10 月，省级政府投资基金管委会办公室印发了《“四化”及生态环保、新动能基金省级财政出资转增黔晟国资公司注册资本金的实施方案》（黔基金办〔2023〕3 号），将六只基金省级财政累计预算安排的 656 亿元财政原始出资额全部划转至贵州省国资委，由贵州省国资委作为资本金注入黔晟国资。后黔晟国资根据《省国资委关于同意黔晟国资组建贵州省产业发展有限公司有关事宜的批复》（黔国资复改革〔2024〕13 号）成立了贵州产发，将六只基金省级财政累计预算安排的 656 亿元财政原始出资额以国有企业注册资本金形式注入贵州产发，由贵州产发承担六只基金的出资职能，资金由省级财政预算进行安排。六只基金总规模合计 1,200.05 亿元，期限均为 15 年，其中贵州产发认缴金额合计 1,200.00 亿元，投资方式以项目直投为主，截至 2025 年 9 月末，公司实缴金额 875.31 亿元，完成投资 855.60 亿元，已部分退出并实现一定规模的投资收益。

表 10：截至 2025 年 9 月末贵州产发基金投资情况（亿元、年）

基金名称	成立时间	存续期	基金管理人	所处期间	基金总规模	公司认缴金额	公司实缴金额
贵州省新型工业化发展股权投资基金合伙企业（有限合伙）	2021	15	贵州省贵鑫瑞和创业投资管理有限责任公司	投资期	280.01	280.00	222.74
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）	2021	15	贵州省贵鑫瑞和创业投资管理有限责任公司	投资期	180.01	180.00	178.92
贵州省生态环保发展股权投资基金合伙企业（有限合伙）	2021	15	贵州省贵鑫瑞和创业投资管理有限责任公司	投资期	40.01	40.00	33.76
贵州省新型城镇化股权投资基金合伙企业（有限合伙）	2021	15	贵州省贵鑫瑞和创业投资管理有限责任公司	投资期	120.01	120.00	110.65

司							
贵州省文化旅游产业股权投资基金合伙企业（有限合伙）	2021	15	贵州省贵鑫瑞和创业投资管理有限责任公司	投资期	180.01	180.00	116.50
贵州省新动能产业发展基金合伙企业（有限合伙）	2022	15	贵州黔晟股权投资基金管理有限公司	投资期	400.00	400.00	212.74
合计	--	--	--	--	1,200.05	1,200.00	875.31

注：各列加总数与合计数存在差异系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理。

此外，根据 2024 年经贵州省人民政府主要领导批示同意《贵州省创业投资促进中心转企改制方案（送审稿）》及省委编办等六部门印发的《关于印发<关于做好贵州省创业投资促进中心转企改制实施工作的方案>的通知》（黔编办字〔2024〕28 号），由原贵州省创业投资促进中心整体转企改制并于 2024 年 10 月成立了贵州省创新创业投资有限公司（以下简称“贵创投”），使用自有资金设立基金进行投资。截至 2024 年末，贵创投设立了贵州黔羚科技创新基金合伙企业（有限合伙）与贵州云晖产业创业投资基金合伙企业（有限合伙）（以下分别简称“黔羚科创基金”与“云晖产业创业基金”），具体来看：（1）黔羚科创基金重点投向初创期、成长期等具有科技属性的创业企业，基金规模 15 亿元，其中黔晟国资出资 10 亿元，贵州省科技厅出资 2 亿元，公司出资 3 亿元。黔羚科创基金分三期出资到位，其中首期规模为 5.051 亿元，首期基金管理人为贵州筑银资本管理有限公司，截至 2024 年末，基金已签署相关合伙协议并完成工商注册，但尚未对外进行投资。（2）云晖产业创业基金规模 3.041 亿元，重点投向新能源、智能制造、人工智能、电子信息及企业服务等领域，基金管理人为云晖资本私募股权投资管理公司；截至 2024 年末，基金已签署相关合伙协议并完成工商注册；同期末，云晖产业创业基金亦尚未对外进行投资。

除产业基金以外，黔晟国资本部和贵州产发还对省内重点产业进行股权直投，投资方向主要聚焦如下领域：（1）聚焦贵州省重点产业布局及公司发展规划，围绕铝产业链、通信设备、工程机械等行业，开展上市企业和潜在优质标的企业并购；（2）积极贯彻落实好省委、省政府及黔晟国资工作安排，助力省属国企组建、改革、省级重大项目实施等；同时坚持可经营、可融资、可处置原则，助力政府开展资产资源盘活等。公司股权投资形式主要为新设投资与股权收购等，资金来源均为股东划拨资金与自筹资金。近年来公司陆续投资习酒集团、贵铝集团等重点产业经营主体并将其纳入合并范围，公司 2025 年四季度重点投资项目主要为对贵阳市工业投资有限公司（以下简称“贵阳工投”）的股权投资，公司子公司贵州产发向贵阳工投原股东贵阳工投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收购其 82.65%的股权，根据《股权转让协议》，本次股权转让交易对价为 100.00 亿元，贵州产发收购资金不低于 40%源于公司自筹，剩余主要源自银行并购贷款，公司收购贵阳工投后，除间接取得其持有的贵州燃气、贵州轮胎等优质上市公司股权，还能够加深铝加工产业的业务协同。截至本报告出具日，贵州产发已完成对贵阳工投的并购价款支付，工商登记变更尚未完成；根据发展规划，公司未来还计划出资设立产业类融资担保公司、并购上市公司等，2026 年还计划对多家参股公司进行增资，后续实际投资情况有待关注。

总体来看，公司承担的六只重大产业基金投资资金来源明确，现阶段均处于投资期，部分已退出并实现一定的投资收益，自设的两只科创型基金尚未开始对外投资，基金板块未来的投资、退出

和收益实现情况有待关注；此外，公司近年来还通过股权直投参控股多家优质产业类企业，2025 年收购贵阳工投股权将进一步增加优质资源，强化产业协同，但交易金额较大，收购落实进展及后续收益实现情况有待关注。

财务风险

母公司口径财务分析

中诚信国际认为，母公司利润主要来自投资收益，且随着投资范围的扩大而快速增长，但获现比例有所波动；资产主要集中于对外股权投资，有息债务规模虽保持增长，但得益于股东的持续支持，财务杠杆维持在较低水平；报告期内母公司投资活动现金缺口较大，主要依靠股东注资和外部融资平衡现金收支；母公司现阶段债务负担不重，偿债指标表现整体较好，偿债风险相对较低。

母公司主要负责投融资及各类决策，仅经营少量供应链贸易业务，报告期内营业收入规模较小，2024 年大幅减少主要系贸易规模下降所致；期间费用主要来自财务费用，主要由利息支出构成，2024 年受融资增长的影响而有所增加，对经营性业务利润造成较大侵蚀；母公司口径利润主要来源于投资收益，主要受对外投资范围扩大的影响，报告期内母公司口径投资收益持续增长，主要为对子公司习酒集团、惠群公司及部分参股企业投资确认的投资收益，带动资产收益率指标改善，但投资收益获现比例有所波动，整体仍有待提高。

母公司资产主要由计入长期股权投资、其他权益工具投资的对外股权投资构成，其中长期股权投资主要为母公司对下属各子公司的投资，另有少部分对参股企业的投资，2023 年以来随着贵州产发划入和收购习酒集团等因素影响而快速增长，2025 年 9 月末为 1,666.93 亿元，其他权益工具投资主要为对省属国有企业的出资份额，2023 年末随着习酒股份重分类至长期股权投资而有所下降，随后结构及规模整体平稳，2025 年 9 月末为 487.30 亿元，上述两类资产合计占总资产的比重超过 90%。除此之外，2025 年前三季度，母公司货币资金快速增加，当期末货币资金余额为 110.46 亿元，主要系收到股东注入的资本金。母公司所有者权益随股东注资和划入股权而持续增长，主要计入实收资本，2023 年增长主要系以贵州产发下属基金作价出资所致，2024 年末收到贵州省国资委增资款 273.25 亿元，2025 年 1~9 月收到增资款 198.32 亿元，增资款主要用于对内增资和对外投资等事项。母公司债务增长主要为收购习酒集团等公司对外股权并购项目增加的融资，母公司债务以长期为主，2025 年 9 月末短期债务占比仅 11.52%，债务结构较为合理。得益于股东注资等支持，母公司口径资产负债率和总资本化比率持续维持在较低水平，截至 2025 年 9 月末，分别为 18.59%和 18.16%。

母公司经营活动现金流主要为对子公司、参股公司或其他关联方的往来收支，报告期内波动较大，除 2024 年净流出以外，其他期间均呈净流入状态；母公司投资活动现金流入主要为收到的现金分红，现金流出主要为对外股权投资支出，近年来随着公司加大对外投资力度，投资活动现金缺口呈扩大态势；受益于股东持续支持，2024 年以来母公司吸收投资收到的现金规模较大，加之 2023~2024 年母公司对外融资较多，报告期内债务还本付息规模相对较少，筹资活动现金流持续净流入，且净流入规模逐年上升；2022~2024 年，母公司现金流整体收支基本平衡，2025 年前三

季度，增资款到位充足带动母公司口径现金储备大幅增加。

从偿债指标来看，2025 年 9 月末母公司总债务占投资组合市值的比重仅为 18.77%，投资组合对于债务的保障程度相对较好。现阶段母公司债务规模不大，各期现金流和 EBIT 均能够保障全部利息支出，截至 2025 年 9 月末，母公司货币等价物对短期债务的保障程度较好，母公司整体偿债压力相对可控。

表 11：母公司主要财务数据及指标情况（亿元）

项目	2022	2023	2024	2025.1~9/2025.9
营业总收入	3.99	7.70	2.57	1.67
期间费用合计	4.67	5.26	10.15	8.82
经营性业务利润	-0.86	-1.66	-7.76	-7.21
投资收益	10.09	17.24	29.60	28.78
取得投资收益收到的现金/投资收益（X）	0.38	0.93	0.51	0.66
利润总额	4.98	13.96	22.17	21.70
经调整的净资产收益率（%）	0.68	1.27	1.41	--
货币资金	8.15	10.03	10.63	110.46
应收股利	0.52	0.03	24.75	35.50
其他应收款	49.99	48.42	75.93	75.82
长期股权投资	208.74	1,234.93	1,529.01	1,666.93
其他权益工具投资	638.19	479.66	476.10	487.30
资产总额	923.20	1,784.72	2,106.70	2,353.13
非流动资产占比（%）	91.75	96.27	95.64	91.96
投资组合账面价值	855.40	1,724.62	2,015.74	2,264.69
投资组合市值	855.40	1,724.62	2,015.74	2,264.69
实收资本	630.09	1,301.01	1,416.07	1,623.36
资本公积	5.43	8.95	154.59	154.59
其他综合收益	98.37	-10.27	-28.85	-28.85
未分配利润	9.07	137.84	135.88	147.66
所有者权益合计	744.39	1,454.17	1,696.56	1,915.63
短期债务	36.74	42.55	39.89	48.98
总债务	136.74	295.55	385.78	425.08
短期债务/总债务（%）	26.87	14.40	10.34	11.52
资产负债率（%）	19.37	18.52	19.47	18.59
总资本化比率（%）	15.52	16.89	18.53	18.16
总债务/投资组合市值（%）	15.99	17.14	19.14	18.77
经营活动产生的现金流量净额	2.01	34.52	-3.40	6.07
投资活动产生的现金流量净额	-11.34	-195.13	-324.15	-122.15
筹资活动产生的现金流量净额	14.78	162.49	328.15	214.36
现金流利息保障倍数（X）	1.37	10.39	1.18	2.78
货币等价物/短期债务（X）	0.23	0.24	0.27	2.22
EBIT 利息保障倍数（X）	2.16	3.87	3.23	--

注：公司主要投资组合中暂无能够准确计算市值的标的，故各期投资组合账面价值未做调整，等同于投资组合市值。

资料来源：公司财务报表及公司提供，中诚信国际整理

合并口径财务分析

公司合并口径营业收入及利润主要来源于白酒、供应链贸易等板块子公司的经营，对部分联营企业投资和子公司对基金投资的投资收益及公允价值变动收益大幅减少，侵蚀了公司部分营业利润，近年来公司合并口径净利润平缓增长，盈利水平较为平稳；受益于合并范围扩大及股东大力支持，公司资产及权益规模快速增长；现阶段债务规模及结构控制情况良好，财务杠杆维持在相对较低水平；公司持续面临较大的投资活动资金支出压力，主要依赖于股东注资和外部融资补充资金需求，现金储备持续扩大，2023 年来 EBITDA 及经营活动净现金流能有效保障利息支出，加之公司资金储备较为充足，子公司大多经营稳健，备用流动性良好，内部资金调配机制完善，实际偿债压力相对可控。

公司合并口径营业收入主要来源于各子公司产业板块经营所得，随着习酒集团 2023 年末纳入合并范围而快速增长，销售费用、管理费用等期间费用随之快速上升。公司合并口径利润总额主要来源于经营性业务利润，呈不断增加趋势；投资收益逐年有所波动，其中 2024 年由正转负，主要系习酒集团纳入合并范围，加之部分参股企业投资收益下降所致，同时贵州产发投资的基金公允价值下降，带动 2024 年公允价值变动损失扩大，共同对公司利润形成一定的侵蚀，加之白酒收入快速增长带动所得税快速增加，合并口径净利润近年来增长平缓，总资产收益率缓慢上升，整体盈利水平较为平稳。

公司合并口径总资产规模主要受合并范围扩大、股东注资与划入资产等事项影响而快速增加，2025 年 9 月末的资产总计增至 2,855.97 亿元，合并口径资产主要由货币资金、存货、长期股权投资、其他权益工具投资、其他非流动金融资产、固定资产及商誉等构成。具体来看，其他非流动金融资产主要系贵州产发六只基金的对外股权投资，近年来随基金投资的增加而持续增长；其他权益工具投资主要系公司及下属子公司持有的参股企业股权，2023 年末同比大幅减少系习酒集团纳入合并范围所致；公司长期股权投资主要为公司与子公司对联营企业的投资，近年来规模波动上升；存货主要为惠群公司和习酒集团的待售商品，固定资产主要为习酒集团等生产型子公司的厂房和设备，商誉主要为并购习酒集团产生，且随着习酒集团纳入合并范围，上述科目资产实现快速增长；受融资扩大及股东注资等因素影响，合并口径货币资金保有量整体呈上升趋势。得益于股东注资和公司投资，公司合并口径所有者权益持续快速增长，2023 年末以来的财务杠杆率维持在相对较低水平，短期债务占比在 25% 上下小幅波动，资本结构较为合理，债务期限结构稳健。

公司合并口径经营活动现金流主要为白酒、供应链贸易等业务的现金收付及往来款收支，2023~2024 年均呈净流入状态；投资活动现金流入主要为退出投资和投资收益获现所得，规模虽保持增长，但受持续大量的股权、基金投资与固投支出影响，投资活动现金流持续呈现出大额净流出；投资资金缺口主要来源于股东注资和外部融资，公司现阶段合并口径还本付息支出有限，筹资活动净现金流保持增长，现金储备持续增加。

报告期内，公司合并口径 EBITDA 对利息支出保障水平较高，2023~2024 年经营活动净现金流对利息支出均能全额覆盖，报告期内存量资金对短期债务形成良好覆盖。截至 2025 年 9 月末，公司合并口径可用集团整体授信余额为 369.68 亿元，备用流动性良好，加之公司下属子公司大多经营稳健，集团内部有较为明确的资金调配机制，合并口径的偿债压力整体相对可控。

表 12：公司合并口径主要财务数据及指标情况（亿元）

项目	2022	2023	2024	2025.9/2025.1~9
营业总收入	182.24	248.50	419.95	277.01
期间费用合计	17.55	24.35	83.98	63.80
投资收益	15.56	18.32	-0.57	2.35
公允价值变动收益	-5.77	-6.31	-17.25	-
经营性业务利润	25.47	32.42	75.55	34.36
利润总额	32.05	42.20	56.58	37.02
总资产收益率（%）	2.42	2.48	2.73	--
货币资金	114.44	147.21	280.43	411.49
存货	21.16	141.72	195.09	227.85
长期股权投资	110.90	119.93	117.84	137.30
其他权益工具投资	643.83	486.34	494.32	511.54
其他非流动金融资产	482.99	626.29	689.51	708.63
固定资产	20.71	106.77	132.88	134.61
商誉	0.50	186.41	190.32	191.80
资产总计	1,640.19	2,366.69	2,631.16	2,855.97
实收资本	630.09	1,301.01	1,416.07	1,623.36
资本公积	532.50	48.15	162.23	162.26
未分配利润	-18.51	105.27	91.23	96.66
少数股东权益	11.36	169.64	146.97	145.64
所有者权益合计	1,256.47	1,632.96	1,808.62	2,019.95
短期债务	75.40	94.81	146.27	146.87
总债务	214.05	384.22	533.29	585.38
短期债务/总债务（%）	35.22	24.68	27.43	25.09
资产负债率（%）	23.39	31.00	31.26	29.27
总资本化比率（%）	14.56	19.05	22.77	22.47
经营活动产生的现金流量净额	-21.88	21.89	33.36	-7.30
投资活动产生的现金流量净额	-259.85	-301.79	-241.70	-77.09
筹资活动产生的现金流量净额	281.58	322.85	341.92	215.51
EBITDA	44.87	55.82	69.40	--
总债务/EBITDA（X）	4.77	6.88	7.68	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	5.60	6.85	5.32	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	-2.73	2.69	2.56	--
FFO/总债务（X）	0.07	0.05	0.09	--
非受限货币资金/短期债务（X）	1.30	1.49	1.88	2.78

资料来源：公司财务报表及公司提供，中诚信国际整理

其他事项

受限情况方面，截至 2025 年 9 月末，公司合并口径受限资产为 24.38 亿元，占同期末公司合并口径总资产的比重为 0.85%，主要系受限的存货、无形资产等。整体来看，公司受限资产占比低，后续仍有抵质押融资空间。

或有事项方面，截至 2025 年 9 月末，公司合并口径对外担保余额为 5.25 亿元，主要为母公司对

其参股企业保利久联控股集团有限责任公司的担保，余额为 4.44 亿元，对外担保占净资产比重很低，公司代偿风险整体可控。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业历史违约记录情况表》及企业征信报告，（截至 2025 年 11 月）母公司与贵州产发，（截至 2025 年 12 月）子公司贵铝集团、惠群公司、贵州工投、贵州工担、康乾盛，（截至 2025 年 10 月）子公司多彩航空的征信记录中，除贵州工担担保业务存在关注类和不良类余额外，其他主体暂无不良征信记录，公开信息显示母公司报告期内未发生违约事件，也不存在报告期前发生但尚未结清的违约事件。

假设与预测⁴

假设

- 2025 年，母公司收入和利润维持在过去三年平均水平上下。
- 2025 年，母公司对下属子公司及参股公司有一定量增资，当年新增收购贵阳工投股权。
- 2025 年，股东计划注资和母公司净新增融资较上年相比预计不发生重大变化。

预测

表 13：母公司重点财务指标预测情况

指标	2023 年实际	2024 年实际	2025 年预测
经调整的净资产收益率（%）	1.27	1.41	1.0~2.0
总债务/投资组合市值（%）	17.14	19.14	15~25

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

调整项

中诚信国际通常从流动性、ESG、特殊事项等方面对前述评估的基础信用等级评估进行修正，并认为上述因素对公司基础信用评估等级无影响。

流动性评估

母公司资金流出主要用于对外股权投资及债务还本付息，截至 2025 年 9 月末，母公司货币资金规模为 110.46 亿元，可用集团授信余额 369.68 亿元，股东还会向公司提供一定的支持，未来一年内流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。合并口径方面，公司主要子公司经营整体稳健，信用情况普遍良好，生产经营及资金周转整体正常，截至 2025 年 9 月末，公司合并口径货币资金规模为 411.49 亿元，加之公司内部统筹机制完善，母公司有一定的授信储备，未来一年资金来源预计能对整合集团内资金支出形成保障。

ESG 分析⁵

⁴ 中诚信国际对受评对象的预测性信息是中诚信国际对受评对象信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与受评对象相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的其他事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与受评对象的未来实际经营情况可能存在差异。

⁵ 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技（北京）有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

中诚信国际认为，公司 ESG 对持续经营和信用风险暂无负面影响，但内部板块及对外投资较多，治理管控和盈利水平提升面临一定的挑战。

环境方面，公司作为服务贵州省省属大型国企，业务聚焦于国有资本投资运营管理，母公司层面环保风险较低，体系内子公司多以工业产业经营为主，部分实体经营子公司可能面临一定的环保风险，但目前未受到重大环保监管处罚。

社会方面，近年来母公司层面未发生安全生产事故或产品质量事故等，重要子公司报告期内暂不涉及重大社会负面舆情、重大诉讼及市场监管部门重大处罚等。

治理方面，公司战略规划较为清晰，法人治理结构和经营管理结构相对完善，但子公司多为划转取得，数量较多，投资标的分布于多个行业，子公司经营情况分化较大，部分涉及法律纠纷事项，且部分联营企业经营不善，子公司投资的基金出现公允价值变动损失，对公司内部管理、投资经营和整体盈利等方面带来一定的挑战，治理结构有待进一步优化。

外部支持

贵州省政府经济实力稳步提升，潜在支持能力很强，公司系贵州省重要的国有资本投资运营主体，定位为服务贵州省产业发展的省属大型国企，聚焦省内产业投资与发展，职能定位重要，发展目标高度契合省内经济发展规划，股权关系及业务开展均与股东关联度很高，近年来持续获得股东的大力支持，贵州省政府对公司的支持意愿很强，为公司发展提供良好基础。

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。截至 2024 年末，贵州省常住人口为 3,860 万人。

依托于突出的区位优势 and 重要的战略地位，近年来贵州省经济发展水平和财政实力均保持稳步增长；2022~2024 年，贵州省分别实现地区生产总值(GDP)20,164.58 亿元、21,513.70 亿元和 22,667.12 亿元，同比分别增长 1.20%、4.85% 和 5.30%。产业结构方面，2024 年贵州省第一产业增加值 2,971.66 亿元，比上年增长 3.8%，占地区生产总值的比重为 13.1%；第二产业增加值 7,097.58 亿元，增长 6.7%，占地区生产总值的比重为 31.3%；第三产业增加值 12,597.88 亿元，增长 4.8%，占地区生产总值的比重为 55.6%；第三产业是贵州省经济发展的主要支撑。2024 年贵州省人均地区生产总值 5.87 万元。同时，贵州省固定资产投资增速为 0.60%。

近年来贵州省一般公共预算收入稳步增长，但收入质量有所波动，具体来看，2022~2024 年，贵州省分别实现一般公共预算收入 1,886.41 亿元、2,078.37 亿元和 2,169.62 亿元，其中税收收入占比分别为 54.16%、58.79% 及 57.29%。从收支平衡来看，近年来贵州省财政平衡率整体处于相对较低水平，财政自给能力相对较弱。同时，贵州省政府性基金收入呈稳步增长态势，对贵州省财政实力构成补充，但考虑到房地产行业相关政策及宏观环境影响等，需关注后续政府性基金收入可持续性。再融资环境方面，近年来贵州省政府债务余额持续上升，广义债务率相对较高，区域

内城投企业的融资主要来自银行、直融和非标等渠道，其中债券市场发行利差处于较高水平，净融资额呈现净流出趋势，且近年来区域内非标、票据逾期等信用风险事件频发，未来整体信用状况及融资环境值得关注。

表 14：近年来贵州省地方经济财政实力

项目	2022	2023	2024
GDP（亿元）	20,164.58	21,513.70	22,667.12
GDP 增速（%）	1.20	4.85	5.30
人均 GDP（万元）	5.23	5.42	5.87
固定资产投资增速（%）	-5.10	-5.70	0.60
一般公共预算收入（亿元）	1,886.41	2,078.37	2,169.62
政府性基金收入（亿元）	2,041.26	2,282.04	2,315.28
税收收入占比（%）	54.16	58.79	57.29
公共财政平衡率（%）	32.25	33.50	33.26
地方政府债务余额（亿元）	12,472.85	15,124.69	17,537.09

注：税收收入占比=税收收入/一般公共预算收入*100%；公共财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%。

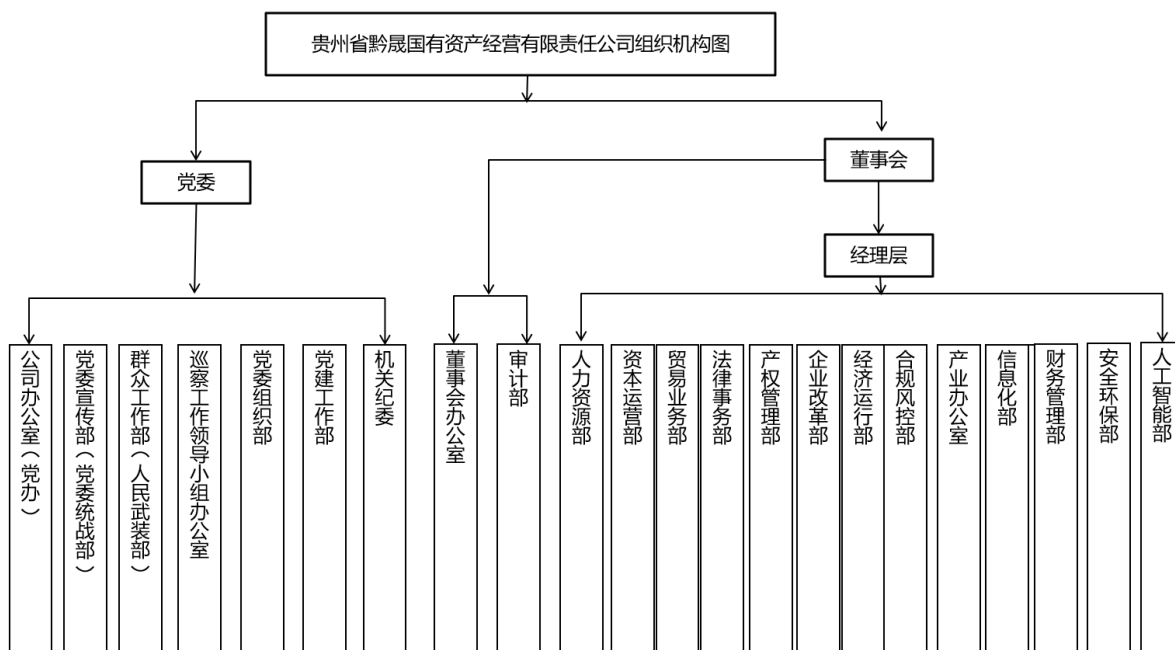
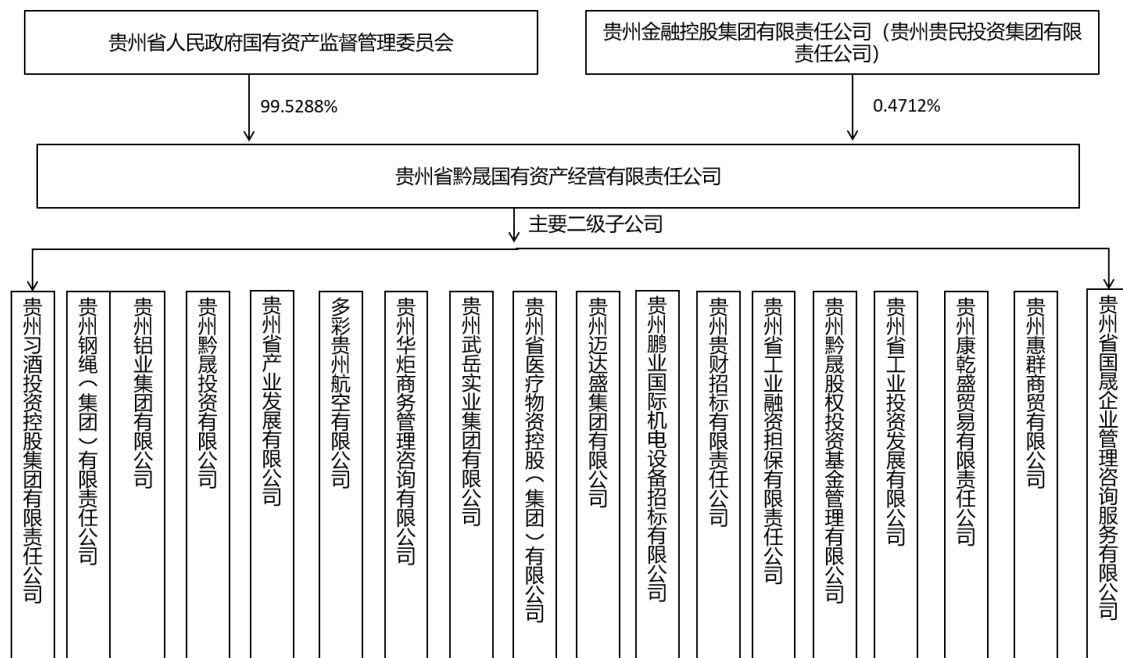
资料来源：公开信息，中诚信国际整理

贵州省国资委是公司控股股东及实际控制人，公司为贵州省大一型企业，负责国有资本投资运营管理，聚焦省内产业投资与发展，职能定位、发展目标高度契合贵州省经济发展规划，公司股权结构和业务开展与贵州省政府高度关联。自成立以来，公司得到了贵州省国资委在股权划入、资金注入等方面的大力支持。报告期内，贵州省国资委将习酒股份、六只基金、惠群公司等股权无偿划转至公司或子公司，累计拨付资本金 489.94 亿元，大幅增强了资本实力。

评级结论

综上所述，中诚信国际评定贵州省黔晟国有资产经营有限责任公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。

附一：贵州省黔晟国有资产经营有限责任公司股权结构图及组织结构图（截至 2025 年 9 月末）



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

附二：贵州省黔晟国有资产经营有限责任公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据(单位: 亿元)	2022	2023	2024	2025.9/2025.1~9
货币资金	114.44	147.21	280.43	411.49
应收账款	15.34	23.68	26.28	30.32
其他应收款	48.04	49.04	62.74	51.94
存货	21.16	141.72	195.09	227.85
长期投资	1,294.79	1,282.86	1,336.74	1,389.22
固定资产	20.71	106.77	132.88	134.61
在建工程	11.77	31.80	18.29	21.88
无形资产	6.87	236.67	237.37	253.87
资产总计	1,640.19	2,366.69	2,631.16	2,855.97
其他应付款	145.52	86.03	108.26	102.74
短期债务	75.40	94.81	146.27	146.87
长期债务	38.65	289.41	387.02	438.51
总债务	214.05	384.22	533.29	585.38
净债务	116.04	242.98	258.44	176.86
负债合计	383.72	733.73	822.53	836.02
所有者权益合计	1,256.47	1,632.96	1,808.62	2,019.95
利息支出	8.01	8.14	13.05	10.64
营业总收入	182.24	248.50	419.95	277.01
经营性业务利润	25.47	32.42	75.55	34.36
投资收益	15.56	18.32	-0.57	2.35
净利润	23.54	31.56	33.60	24.81
EBIT	39.74	49.60	68.11	46.83
EBITDA	44.87	55.82	69.40	--
经营活动产生的现金流量净额	-21.88	21.89	33.36	-7.30
投资活动产生的现金流量净额	-259.85	-301.79	-241.70	-77.09
筹资活动产生的现金流量净额	281.58	322.85	341.92	215.51
财务指标	2022	2023	2024	2025.9/2025.1~9
营业毛利率(%)	24.29	24.58	46.45	43.52
期间费用率(%)	9.63	9.80	20.00	23.03
EBIT 利润率(%)	21.81	19.96	16.22	16.90
总资产收益率(%)	2.42	2.48	2.73	--
流动比率(X)	0.97	1.39	1.96	2.76
速动比率(X)	0.89	0.97	1.35	1.96
存货周转率(X)	6.52	2.30	1.34	0.99
应收账款周转率(X)	11.88	12.74	16.81	13.05
资产负债率(%)	23.39	31.00	31.26	29.27
总资本化比率(%)	14.56	19.05	22.77	22.47
短期债务/总债务(%)	35.22	24.68	27.43	25.09
经调整的经营性活动产生的现金流量净额/总债务(X)	-0.14	0.04	0.04	--
经调整的经营性活动产生的现金流量净额/短期债务(X)	-0.40	0.14	0.14	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	-2.73	2.69	2.56	-0.69
总债务/EBITDA(X)	4.77	6.88	7.68	--
EBITDA/短期债务(X)	0.60	0.59	0.47	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	5.60	6.85	5.32	--
EBIT 利息保障倍数(X)	4.96	6.09	5.22	4.40
FFO/总债务(X)	0.07	0.05	0.09	--

注：1、中诚信国际根据黔晟国资提供的经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021~2023 三年连审审计报告、经中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2024 年度审计报告和未经审计的 2025 年三季度财务报表整理，2023 年数据使用 2024 年审计报告期初数/上期数，其他各期财务数据均采用对应财务报告期末数/当期数；2、为准确计算债务，中诚信国际将合并口径 2023~2024 年及 2025 年 9 月末其他应付款中的有息债务纳入短期债务核算，将 2022 年末其他应付款中有息债务按到期时间分别纳入短期、长期债务核算，将 2023~2024 年及 2025 年 9 月年末长期应付款中的有息债务纳入长期债务核算；3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明。

附三：贵州省黔晟国有资产经营有限责任公司财务数据及主要指标（母公司口径）

财务数据(单位：亿元)	2022	2023	2024	2025.9/2025.1-9
货币资金	8.15	10.03	10.63	110.46
应收账款	1.20	0.07	1.62	-
其他应收款	49.99	48.42	75.93	75.82
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/交易性金融资产	0.33	-	-	-
长期股权投资	208.74	1,234.93	1,529.01	1,666.93
其他权益工具投资	638.19	479.66	476.10	487.30
固定资产	0.06	0.05	0.02	0.02
投资性房地产	0.05	0.04	-	-
资产总计	923.20	1,784.72	2,106.70	2,353.13
投资组合账面价值	855.40	1,724.62	2,015.74	2,264.69
投资组合市值	855.40	1,724.62	2,015.74	2,264.69
其他应付款	104.57	32.61	21.64	31.64
短期债务	36.74	42.55	39.89	48.98
长期债务	100.00	253.00	345.89	376.10
总债务	136.74	295.55	385.78	425.08
净债务	128.59	285.52	375.15	316.17
负债合计	178.81	330.55	410.13	437.50
所有者权益合计	744.39	1,454.17	1,696.56	1,915.63
利息支出	4.28	4.87	9.93	9.03
营业总收入	3.99	7.70	2.57	1.67
经营性业务利润	-0.86	-1.66	-7.76	-7.21
投资收益	10.09	17.24	29.60	28.78
净利润	5.05	13.96	22.22	21.70
EBIT	9.26	18.83	32.11	30.76
经营活动产生的现金流量净额	2.01	34.52	-3.40	6.07
投资活动产生的现金流量净额	-11.34	-195.13	-324.15	-122.15
筹资活动产生的现金流量净额	14.78	162.49	328.15	214.36
财务指标	2022	2023	2024	2025.9/2025.1-9
总资产收益率（%）	1.00	1.39	1.65	--
经调整的净资产收益率（%）	0.68	1.27	1.41	--
取得投资收益收到的现金/投资收益（X）	0.38	0.93	0.51	0.66
应收类款项占比（%）	5.54	2.72	3.68	3.22
资产负债率（%）	19.37	18.52	19.47	18.59
总资本化比率（%）	15.52	16.89	18.53	18.16
短期债务/总债务（%）	26.87	14.40	10.34	11.52
总债务/投资组合市值（%）	15.99	17.14	19.14	18.77
现金流利息保障倍数（X）	1.37	10.39	1.18	2.78
货币等价物/短期债务（X）	0.23	0.24	0.27	2.22
总债务/EBITDA（X）	14.72	15.67	12.00	--
EBITDA/短期债务（X）	0.25	0.44	0.81	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	2.17	3.87	3.24	--
EBIT 利息保障倍数（X）	2.16	3.87	3.23	3.41

注：1、中诚信国际根据黔晟国资提供的经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021~2023 三年连审审计报告、经中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2024 年度审计报告和未经审计的 2025 年三季度财务报表整理，2023 年数据使用 2024 年审计报告期初数/上期数，其他各期财务数据均采用对应财务报告期末数/当期数；2、为准确计算债务，中诚信国际将母公司口径 2025 年 9 月末其他应付款中的有息债务纳入短期债务核算，将 2022 年末其他应付款中有息债务纳入长期债务核算，将 2023~2024 年及 2025 年 9 月年末长期应付款中的有息债务纳入长期债务核算；3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明。

附四：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+租赁负债+其他债务调整项
	总债务 长期债务+短期债务
	经调整的所有者权益 所有者权益合计-混合型证券调整
	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+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金 货币资金-受限货币资金
	货币等价物 非受限货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/交易性金融资产+应收票据
经营效率	利息支出 资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	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
	应收账款周转率 营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
	存货周转率 营业成本/存货平均净额
投资组合	投资组合账面价值 货币资金+长期股权投资+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/交易性金融资产+其他非流动金融资产+其他权益工具投资+债权投资+其他债权投资+其他投资组合账面价值调整项
	投资组合市值 投资组合账面价值+需要调整为市值的资产期末市值-需要调整为市值的资产原账面价值
	上市公司占比 母公司直接持有的上市公司市值合计/(投资组合市值-货币资金)
	应收类款项占比 (应收账款+其他应收款+长期应收款+应收账款融资调整项)/总资产
盈利能力	营业毛利率 (营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计 销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率 期间费用合计/营业收入
	经营性业务利润 营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
	EBIT (息税前盈余) 利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	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
	经调整的净资产收益率 净利润/经调整的所有者权益平均值
现金流	EBIT 利润率 EBIT/营业收入
	收现比 销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	经调整的经营活动产生的现金流量净额 经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利、利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
	FFO 经调整的经营活动产生的现金流量净额-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)
偿债能力	EBIT 利息保障倍数 EBIT/利息支出
	EBITDA 利息保障倍数 EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数 经营活动产生的现金流量净额/利息支出
	现金流利息保障倍数 (经营活动产生的现金流量净额+取得投资收益收到的现金)/利息支出

注：1、“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用；2、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），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”，投资组合账面价值计算公式为：“投资组合账面价值=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资+其他投资组合账面价值调整项”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2023]65 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附五：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，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。

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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
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。

短期债项等级符号	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	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立·客观·专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn