贵州省黔晟国有资产经营有限责任公司
2025 年度第一期中期票据信用评级报告

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



www.lhratings.com

信用评级公告

联合〔2025〕1570 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及其拟发行的贵州省黔晟国有资产经营有限责任公司 2025 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定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，贵州省黔晟国有资产经营有限责任公司 2025 年度第一期中期票据的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二五年三月十八日

Add: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing PRC:100022
地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层 邮编:100022
电话（Tel）：（010）85679696 | 传真(Fax):(010)85679228 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com

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、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；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。

八、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 年度第[illegible]期公开发行公司债券信用评级报告

主体评级结果	债项评级结果	评级时间
AAA/稳定	AAA/稳定	2025/03/18

债项概况

本期债项发行规模为不超过 15.00 亿元（含 15.00 亿元），分为两个品种，其中，品种一债券期限为 3 年期，品种二债券期限为 5 年期，两个品种间可以进行回拨，回拨比例不受限制；按年付息，到期一次性还本；本期债项募集资金用于补充流动资金。

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投资运营主体，战略地位突出，区域重要性高，业务开展及股权结构与贵州省政府关联度很高；公司法人治理结构规范，制度化管理程度逐步提升，但下属参控股企业众多，本部管控压力较大。2023 年以来，随着贵州惠群商贸有限公司（以下简称“惠群公司”）、多彩贵州航空有限公司（以下简称“多彩贵州航空”）划入以及并购贵州习酒投资控股集团有限责任公司（以下简称“习酒集团”），公司经营格局更趋多元，涵盖了供应链贸易、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。其中，供应链贸易为公司收入和毛利润的重要贡献来源，以白酒贸易收入为主，业务毛利率水平较高，部分贸易品种上下游集中度较高；公司通过收购新增白酒生产及销售业务，习酒集团具有较高的品牌价值，盈利水平高，已成为公司新的收入和利润增长点；航空运输业务受宏观经济环境影响波动较大，多彩贵州航空存在一定未弥补亏损，对公司整体业绩有所拖累；类金融服务包括委托贷款、担保以及基金管理业务等，收入贡献度不高，部分委托贷款出现逾期，回收情况有待关注。财务方面，公司经营主业和投资收益共同贡献利润总额，2023 年受益于并购白酒生产及销售业务，控股产业利润同比大幅提升，盈利能力指标表现良好；资产流动性较弱，债权投资集中度高，且部分出现逾期，需关注债权类投资的回收风险；债务负担较轻，偿债指标表现良好。

公司经营活动现金流入量对本期债项发行后的长期债务保障能力尚可，同时考虑到公司战略地位显著，持续获得有力的外部支持，间接融资渠道畅通，均可为本期债项偿还提供一定支撑。

个体调整：无。

外部支持调整：公司是贵州省国资委系统内重要的国有资本投资运营主体，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，多措并举以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，致使股东及相关各方支持意愿减弱；公司财务指标显著弱化；再融资环境恶化。

优势

- **战略地位显著，获得股东的支持力度大。**公司是贵州省国资委系统内重要的国有资本投资运营主体，围绕省委省政府相关战略意图，服务区域经济发展，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。
- **公司资本实力和资产规模大幅提升，财务杠杆维持低位。**2021 年以来，得益于贵州省国资委先后将多家省属企业股权、基金原始出资额无偿划入公司以及现金增资，公司资本实力和资产规模大幅增长，截至 2024 年 9 月底公司实收资本为 1469.62 亿元，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 27.97%和 20.23%。
- **新增的白酒类业务带动公司营业收入和综合毛利率明显提高。**随着惠群公司的划入以及收购习酒集团，公司新增白酒贸易、生产及销售业务，其中，习酒集团具有较高的产品品牌价值，2024 年 1—9 月，白酒生产及销售收入占公司营业总收入的 54.75%，毛利润占公司全部业务毛利润的 86.85%，成为公司新的利润增长点。

关注

- **公司本部治理和管控压力加大。**公司作为省内国有资本投资运营主体，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和层级庞大，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，债权类投资回收风险有待关注。**公司资产构成中受贵州省政府国有资产布局安排导向的影响较大，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；同时，公司开展的债权投资集中度高，部分已出现逾期，当前宏观经济放缓叠加区域性融资环境收缩的背景下，公司债权类投资回收风险有待关注。

本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

评级方法 一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 一般工商企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208

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	1
财务风险	F1	现金流	资产质量	5
			盈利能力	1
			现金流量	3
		资本结构		1
		偿债能力		1
指示评级				**aa+**
个体调整因素：--				--
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：公司指示评级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：公司外部支持调整因素和调整幅度较上次评级均未发生变动。

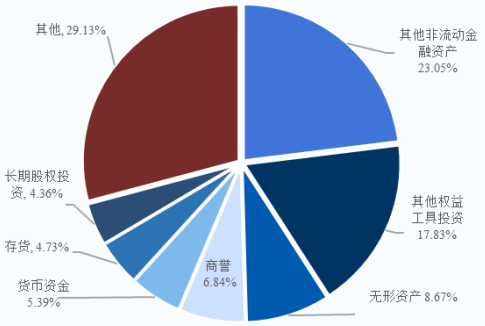
主要财务数据

公司合并口径				
项　目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 9 月
现金类资产（亿元）	114.09	122.47	158.02	331.22
资产总额（亿元）	1142.12	1640.19	2331.12	2553.78
所有者权益（亿元）	830.45	1256.47	1632.38	1839.56
短期债务（亿元）	155.83	175.40	94.80	152.49
长期债务（亿元）	36.27	38.65	289.43	313.99
全部债务（亿元）	192.11	214.05	384.23	466.48
营业总收入（亿元）	207.91	182.24	241.37	305.04
利润总额（亿元）	38.61	32.05	41.97	73.58
EBITDA（亿元）	48.83	44.94	56.13	--
经营性净现金流（亿元）	20.12	-21.88	21.24	34.96
营业利润率（%）	22.87	23.31	23.05	43.29
净资产收益率（%）	3.55	1.87	1.92	--
资产负债率（%）	27.29	23.39	29.97	27.97
全部债务资本化比率（%）	18.79	14.56	19.05	20.23
流动比率（%）	97.44	96.66	143.61	222.17
经营现金流动负债比（%）	8.73	-8.28	7.14	--
现金短期债务比（倍）	0.73	0.70	1.67	2.17
EBITDA 利息倍数（倍）	8.23	5.63	6.89	--
全部债务/EBITDA（倍）	3.93	4.76	6.84	--

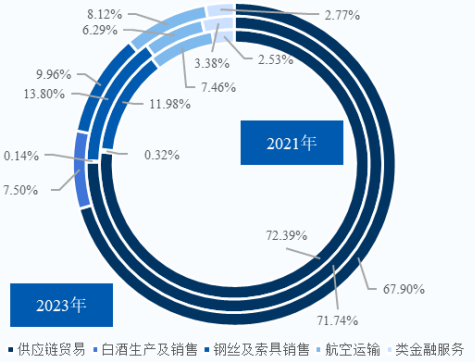
公司本部口径				
项　目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 9 月
资产总额（亿元）	743.53	923.20	1784.72	1940.15
所有者权益（亿元）	605.51	744.39	1454.17	1601.74
全部债务（亿元）	113.95	136.74	295.55	317.65
营业总收入（亿元）	3.74	3.99	7.70	2.96
利润总额（亿元）	6.29	4.98	13.96	1.03
资产负债率（%）	18.56	19.37	18.52	17.44
全部债务资本化比率（%）	15.84	15.52	16.89	16.55
流动比率（%）	46.22	52.84	88.07	229.37
经营现金流动负债比（%）	4.10	1.39	45.72	--

注：1. 公司 2024 年三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

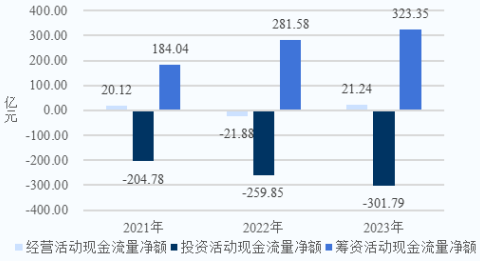
2023 年底公司资产构成



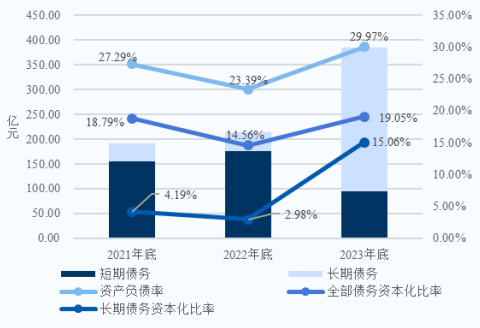
2021－2023 年公司收入构成



2021－2023 年公司现金流情况



2021－2023 年底公司债务情况



同业比较（截至 2023 年底/2023 年）

主要指标	信用等级	控股股东	资产总额（亿元）	所有者权益（亿元）	营业总收入（亿元）	利润总额（亿元）	调整后营业利润率	资产负债率	全部债务资本化比率	全部债务/EBITDA（倍）	EBITDA利息倍数（倍）
公司	AAA	贵州省人民政府国有资产监督管理委员会	2331.12	1256.38	241.37	41.97	22.78%	29.97%	19.05%	6.84	6.89
浙江国资	AAA	浙江省人民政府国有资产监督管理委员会	3258.38	838.03	6771.21	99.12	1.18%	74.28%	47.20%	7.12	23.78
山东国资	AAA	山东省人民政府国有资产监督管理委员会	2505.56	555.18	1385.47	55.45	0.91%	77.84%	71.80%	7.73	13.56
广晟集团	AAA	广东省人民政府	1816.23	614.73	1277.31	30.15	0.14%	66.15%	55.99%	8.07	4.34

注：浙江国资为浙江省国有资本运营有限公司；山东国资为山东省国有资产投资控股有限公司；广晟集团为广东省广晟控股集团有限公司；
资料来源：联合资信根据上述企业财务报告及提供资料整理

主体评级历史

评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA/稳定	2024/12/16	刘祎烜 王喜梅	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 V4.0.202208	--
AAA/稳定	2023/07/17	王喜梅 候珍珍	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 V4.0.202208	--

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：王喜梅 wangxm@lhratings.com | 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、主体概况

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”）系经贵州省人民政府第 119 次省长办公会审议通过，并以中共贵州省人民政府党组《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”）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。后经多次股权变更及增资，2024 年 9 月底，公司注册资本为 544.69 亿元，实收资本为 1469.62 亿元，贵州省国资委持有公司 99.0033%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 0.9967%的股权。

经营范围方面，公司主营业务为国有资本的运营管理，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，具体业务包括供应链贸易、白酒销售、类金融服务、非煤矿山以及现代服务等多个细分领域。截至 2024 年 9 月底，公司纳入合并报表范围的一级子公司共计 21 家，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）行业分类标准划分为一般工商企业。

截至 2024 年 9 月底，公司本部内设财务管理部、审计部、资本运营部、贸易业务部、产权管理部、基金管理办公室、经济运行部、法律事务部、合规风控部、企业改革部、人力资源部、公司办公室（党办）、党委宣传部（党委统战部）、群众工作部（人民武装部）、党委组织部、巡察工作领导小组办公室、党建工作部、机关纪委等职能部门。

截至 2023 年底，公司合并资产总额 2331.12 亿元，所有者权益 1632.38 亿元（含少数股东权益 169.53 亿元）；2023 年，公司实现营业总收入 241.37 亿元，利润总额 41.97 亿元。

截至 2024 年 9 月底，公司合并资产总额 2553.78 亿元，所有者权益 1839.56 亿元（含少数股东权益 195.05 亿元）；2024 年 1－9 月，公司实现营业总收入 305.04 亿元，利润总额 73.58 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。

二、本期债项概况

公司拟发行“贵州省黔晟国有资产经营有限责任公司 2025 年度第一期中期票据”（以下简称“本期债项”）；本期债项分为两个品种，两个品种间可以进行回拨，回拨比例不受限制，但品种一和品种二的合计最终发行金额为不超过 15.00 亿元（含 15.00 亿元），其中，品种一债券期限为 3 年期；品种二债券期限为 5 年期；按年付息，到期一次性偿还本金；募集资金全部用于补充流动资金。本期债项无担保。

三、宏观经济和政策环境分析

2024 年经济运行稳中有进，主要发展目标顺利实现。面对外部压力加大、内部困难增多的复杂严峻形势，各地区各部门坚持稳中求进工作总基调，国民经济运行总体平稳。宏观政策认真落实中央经济工作会议和 4 月、7 月、9 月政治局会议精神，降低实体经济融资成本，财政政策持续加码，推进经济体制改革，加快资本市场“1+N”政策体系建设，采取多种措施稳定楼市股市。

2024 年国内生产总值 1349084 亿元，按不变价格计算，比上年增长 5.0%。分季度看，一季度增长 5.3%，二季度增长 4.7%，三季度增长 4.6%，四季度增长 5.4%。9 月 26 日中央政治局会议部署一揽子增量政策，四季度 GDP 同比增速明显回升。信用环境方面，人民银行先后四次实施比较重大的货币政策调整。运用多种货币工具，促进社会融资规模合理增长；设立科创再贷款、保障性住房再贷款、两项资本市场支持工具；引导债市利率，保持汇率稳定。人民银行 2025 年将落实好适度宽松的货币政策，择机降准降息，加快金融改革步伐，做好金融五篇大文章，进一步为稳楼市股市提供流动性资金支持。

展望 2025 年，出口可能受阻，加快经济体制改革、扩大内需、促进转型的任务更加迫切。2025 年经济增长目标依然有能力保持在 5.0%左右，要落实好二十届三中全会决定，加快释放中长期增长动能。宏观政策要按照 12 月政治局会议安排，落实好更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，不断推进 9 项工作任务，将扩大消费作为经济工作重点。

完整版宏观经济与政策环境分析详见《宏观经济信用观察（2024 年年报）》。

四、行业及区域环境分析

1 行业分析

（1）贸易行业

进出口贸易方面，2024 年前三季度，全球经济整体企稳复苏，国内经济基本面保持稳定，中国进出口贸易总额稳定增长；出口增速受全球主要国家经济变化影响较大，国内房地产市场仍在探底，中国进口增速明显回落。中国进出口贸易国家框架基本稳定，对东盟等发展中经济体出口态势明显好于对美欧等发达经济体。进出口产品结构不断改善，随着中国制造业的不断升级和在全球产业链中的地位提升，出口产品持续向高端制造领域倾斜，机电产品在出口产品中占主导地位；大宗商品如铁矿砂、煤、天然气等进口量同比增加。

大宗商品贸易方面，2024 年前三季度，中国固定资产投资增速 3.4%，增速放缓，中国房地产开发投资尚未出现明显好转迹象，景气度仍较低，基建投资增速未达预期。受地缘政治、原油供应及对美联储降息预期增长等多方面的影响，原油价格经历了两次冲高回落的行情；钢材价格受国内地产行业景气度下行拖累，整体呈下跌态势；煤炭价格受供需格局仍偏宽松影响，整体呈下跌态势。

预计 2024 年第四季度，外部环境更趋复杂严峻，主要经济体持续增长动能不足；特朗普宣称对从中国进口的商品加征高额关税，贸易摩擦对中国出口的影响可能在明年一季度出现，这一不确定性可能继续推动美国企业的补库存和抢出口动能，有利于第四季度中国贸易出口情况。但长期来看，贸易摩擦的不确定性将很快落地，可能对中国出口产生冲击。房地产市场持续调整，基建增速有限，内需偏弱或将持续，导致进口增速处于相对偏低水平。大宗商品市场将受货币政策、地缘政治、国内地产行业政策等影响持续调整。完整版行业分析详见《2024 年前三季度贸易行业研究》。

（2）股权投资行业

受复杂的外部环境影响，2023 年中国股权投资市场整体延续下行态势。募资端，2023 年中国股权投资市场新募基金数量及新募基金总规模同比均有所下降，国有资金主导地位持续提升；投资端，2023 年中国股权投资市场投资案例数及投资总金额同比均有所下降，硬科技领域仍是投资布局主线，半导体及电子设备行业投资规模位居前列，机械制造、汽车领域表现强劲。退出端，受国内 IPO 节奏收紧影响，2023 年中国股权投资市场退出案例数同比下滑，随着越来越多的行业逐渐进入调整与整合阶段，叠加 IPO 项目溢价降低、上市不确定性持续增强的影响，股权投资机构开始更多地关注并考虑通过回购、股权转让、并购等实现收益变现。进入 2024 年，一季度股权投资市场募资端延续下滑态势，投资端出现回升，投资趋势以国家战略性新兴行业为导向，股权投资市场复苏节奏较为缓慢，未来仍将面临较多考验。完整版行业分析详见《股权投资行业运行分析》。

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。

五、基础素质分析

1 竞争实力

公司作为贵州省国有资本投资运营的主体，经营业务布局多元化，持有较多省内重点产业领域大型国有企业股权，战略地位突出。

2016 年，贵州省国资委将公司纳入国有资本运营公司试点并报国务院国资委备案；2019 年，贵州省国资委核定公司主业为“国有资本运营管理”，是金融（委托贷款、担保、基金等）、贸易、工业制造等产业投资及资产管理的重要实体。公司持续按照“管资本为主”推进国有资产监管体制改革要求，打造国有资本市场化运作专业平台，成为了落实省委、省政府战略部署的重要实施主体，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，承担国有资产保值增值责任，战略地位突出。

公司持续获得资产划入，并表范围较快扩张，经营业务涵盖供应链贸易、白酒生产及销售、类金融服务、航空运输、矿产品开采加工、钢丝制销等领域，业务布局多元化。公司参控股企业众多，持有包括贵州高速公路集团有限公司、贵州能源集团有限公司（以下简称“贵州能源集团”）、贵州民航产业集团有限公司、贵州乌江能源集团有限公司、贵州习酒投资控股集团有限责任公司（以下简称“习酒集团”）等在内的省内能源、机场、高速、酒类、金融等大型国有企业股权，可获得较为稳定的投资收益，为公司未来业务发展奠定基础。

2 人员素质

公司董事及高级管理人员整体素质较高，具有多年行业从业经验和管理经验，能够满足经营需要。

截至 2024 年 9 月底，公司共有董事 8 名（含 4 名外部董事和 1 名职工董事），职工监事 2 名，高级管理人员 3 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。

公司董事长蒋川先生，出生于 1969 年，中共党员，全日制大学学历，工学学士，在职工商管理硕士，高级工程师；历任贵阳化工厂副厂长、贵阳久联化工有限责任公司党委委员、纪委书记、工会主席、总经济师；贵州久联民爆器材发展股份有限公司副总经理；贵州成黔企业（集团）有限公司（以下简称“成黔集团”）董事长、党委书记；公司副总经理、党委委员、副董事长、总经理、党委副书记，自 2018 年 11 月起任公司党委书记、董事长、总经理，兼任贵州旅游投资控股（集团）有限公司党委书记、董事长；现任公司党委书记、董事长。

公司总经理朱金先生，出生于 1965 年，中共党员，全日制大学学历，在职工商管理硕士，高级工程师；历任贵州省机械工业厅综合计划处主任科员，贵州省金茂国有资产经营有限责任公司发展策划部部长、公司企业改革部负责人、副总经理等职；2019 年 1 月起任公司党委副书记、副董事长、总经理。

3 信用记录

公司本部过往债务履约情况良好。

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 2 月 26 日，公司本部无未结清和已结清的不良信贷信息记录。

截至 2025 年 3 月 17 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。

六、管理分析

1 法人治理

按照公司法及国有企业管理相关规划，公司搭建了较规范的法人治理结构。

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、以监事会为公司运营监督主体、以经理层为公司运营管理主体的管控体制。

公司的法人治理结构包括股东会、董事会、监事会和经理层等。公司设股东会，由贵州省国资委与贵州金控组成，是公司的最高权力机构，其中，贵州金控享有股权的收益权、处置权和知情权，其他股东权利由贵州省国资委行使。公司董事会作为决策机构，对股东会负责，由 8 名董事组成，其中设董事长 1 名、副董事长 1 名、职工董事 1 名，非职工董事由贵州省国资委委派，职工董事由职工代表大会选举产生，贵州金控不参与公司日常生产经营管理，不向公司派出董事。公司设监事会，依照公司章程监事会由五名监事构成，截至本报告出具日，公司监事会成员 2 人，为职工监事，其余监事人员尚未到位。截至本报告出具日，公司经理层由 4 名成员组成[1]，其中总经理 1 名、副总经理 2 名、总经济师 1 名。

2 管理水平

公司自组建以来相继获得多项资产注入，作为集团控股型平台，下属参控股企业众多，管控规模较快扩张，本部管控压力上升，公司逐步确定并完善以管资本为主的国有资本投资运营管理体制，陆续制定多项管理办法和细则，制度化管理程度逐步提升。

公司根据所处行业、经营方式、资产结构等特点，结合公司业务具体情况，在财务管理、融资管理、投资管理、担保管理等方面建立了相应的内部控制制度并不断完善。

财务管理方面，公司建立健全企业内部财务管理制度，制度对公司在资金筹措、流动资产、对外投资、固定资产、无形资产、成本费用和预算、收入利润和分配等多方面的责任、工作程序进行了明确。此外，公司还制定了《贵州省黔晟国有资产经营有限责任公司资金支付审批权限管理办法》，以加强财务管理，提高资金使用效率，规范资金支付的内部控制，明确各项资金支付审批权限及审批程序。融资管理方面，公司制定了《融资管理暂行办法》，对企业因自身生产经营活动、投资活动需要而进行资金筹措的行为，包括直接债务融资和间接债务融资进行管理。基于合法合规原则、统一管理原则、风险可控原则、预算管理原则和成本效益原则，对融资行为进行约束和规范，加强融资事项管理，防范融资风险。投资管理方面，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（试行）》《贵州省黔晟国有资产经营有限责任公司下属企业投资项目监管清单（试行）》，进一步加强和规范公司及下属各级企业在固定投资、股权投资、其他投资等方面的投资管理行为，明确对企业投资项目按照市场化投资、政府决策投资分类监管，分别制定审批程序。

公司自组建以来陆续获得贵州省国资委多项资产划转，并表范围较快扩张，截至 2024 年 9 月底，纳入公司合并范围企业合计 129 家，其中集团本部 1 家，一级子公司 21 家，二级子公司 62 家，三级子公司 36 家，四级子公司 9 家；同时参股众多省属国企，业务板块较为分散，行业领域各异，对存量资源的有效整合有待提升，随着经营规模的不断扩大，公司本部管控压力上升。

七、重大事项

贵州省国资委以六支基金合计 656.00 亿元的原始出资额增加公司注册资本金，公司资本实力得以提升。

2021 年 4 月，根据《省人民政府办公厅关于印发省级政府投资基金优化整合实施方案的通知》（黔府办发〔2021〕9 号），贵州省级财政出资新设 4 支产业类基金（以下简称“‘四化’基金”）和 1 支绿色生态环保基金（以下简称“生态环保基金”），基金出资人为管委会及各行业主管部门，并委托贵州金控作为出资人代表，履行出资人代表职责。2022 年 3 月，根据《贵州省新动能产业发展基金设立方案的通知》，贵州省财政出资设立贵州省新动能产业发展基金（以下简称“新动能基金”），贵州省人民政府授权贵州省工业和信息化厅作为出资人，委托黔晟国资作为出资人代表。

2021 年以来，贵州省省级财政预算累计安排 656.00 亿元出资注入 6 支基金。2023 年 10 月 29 日，根据贵州省省级政府投资基金管委会办公室印发的《“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》，将 656.00 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，增加公司资本金，并于 2023 年底将 6 支基金纳入公司合并范围。基金份额划转后，黔晟国资履行 6 支基金的出资人职责，按照市场化原则，对基金的运行进行监督管理；基金管理人保持不变，新动能基金的管理人为公司子公司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”），“四化”基金和生态环保基金的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。

为更好地承接 6 支政府投资引导基金的管理工作，2024 年 3 月，黔晟国资出资设立全资子公司贵州省产业发展有限公司（以下简称“产业发展公司”），注册资本为 1000.00 亿元，以划转至黔晟国资的 6 支基金合计 656.00 亿元的基金原始出资额及后续新增资金出资，由产业发展公司履行基金出资人职责；截至 2024 年 9 月底，6 支基金股权已完成划转。由于上述基金集中设立于 2021－2022 年，截至 2024 年 9 月底，尚未形成规模收益。

[1] 2024 年 10 月，根据贵州省人民政府有关职务调整通知，公司原副总经理张永谦不再担任本公司副总经理一职；公司副总经理、总会计师杜艳自 2025 年 1 月起任职。

图表 1 • 贵州省国资委无偿划转的 6 支基金概况

序号	基金名称	基金管理人	基金规模（亿元）	财政出资额（亿元）	GP 认缴/实缴规模	基金原出资人
1	贵州省新动能产业发展基金合伙企业（有限合伙）	贵州黔晟股权投资基金管理有限公司	400.00	130.00	1 万元/1 万元	贵州省工业和信息化厅
2	贵州省生态环保发展股权投资基金合伙企业（有限合伙）	贵州省贵鑫瑞和创业投资管理有限责任公司	40.00	27.99	100 万元/100 万元	贵州省生态环境厅
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	96.32	100 万元/100 万元	贵州省发展改革委
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	171.78	100 万元/100 万元	贵州省工业和信息化厅、贵州省大数据局
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	99.86	100 万元/100 万元	贵州省委宣传部、贵州省文化和旅游厅
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	130.04	100 万元/100 万元	贵州省农业农村厅
合计		--	**1200.00**	**656.00**	--	--

注：基金实缴规模为截至 2023 年底数据；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

收购习酒集团 51.00%股权，将其纳入合并范围，公司新增白酒生产及销售业务，成为公司新的业绩增长点。

2021 年 12 月，贵州省人民政府同意组建习酒集团，并授权贵州省国资委依法实施监管并履行出资人职责，注册资本 37.50 亿元。2022 年 7 月，根据有关文件要求，中国贵州茅台酒厂（集团）有限责任公司（以下简称“茅台集团”）将所持全资子公司贵州茅台酒厂（集团）习酒有限责任公司（现更名为贵州习酒股份有限公司，以下简称“习酒公司”）82.00%股权无偿划转至贵州省国资委直接持有；同时，贵州省国资委将其持有的习酒公司股权分别无偿划转至习酒集团（持股 57.00%）和黔晟国资（持股 25.00%），划转基准日为 2021 年 12 月 31 日，截至 2022 年底习酒公司的股权计入公司“其他权益工具投资”科目核算。

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 51.00%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 51.00%，将其纳入合并范围，贵州省国资委对习酒集团的持股比例降至 49.00%，由此公司对习酒公司穿透持股比例增加至 54.07%。2022－2023 年习酒集团分别实现营业总收入 177.65 亿元和 198.64 亿元，净利润分别为 63.55 亿元和 67.46 亿元。本次收购完成后，公司新增白酒生产及销售业务，成为公司新的业绩增长点。

八、经营分析

1 经营概况

2021－2023 年，得益于并表范围扩大及供应链贸易业务的较快扩张，公司营业总收入波动增长，其中供应链贸易业务为公司主要收入和毛利润来源；随着高盈利水平的习酒集团纳入合并范围，其已成为公司营业总收入和利润新增长点。2021－2023 年，公司投资收益持续提升，对利润贡献高。

2021－2023 年，公司营业总收入波动增长，年均复合增长率为 7.75%。贵州惠群商贸有限公司（以下简称“惠群公司”）和多彩贵州航空有限公司（以下简称“多彩贵州航空”）为 2023 年新纳入公司合并范围，按照同一控制下企业合并进行会计处理，对 2021－2022 年供应链贸易和航空运输业务的营业收入进行了追溯调整。

从收入构成看，2021－2023 年，供应链贸易业务为公司主要收入来源，其中，子公司惠群公司白酒贸易收入较为稳定，其他下属企业贸易业务规模受宏观经济环境影响较大，2022 年由于成黔集团贸易业务规模收缩，供应链贸易收入有所下降，2023 年收入有所恢复主要得益于贵州康乾盛贸易有限责任公司（以下简称“康乾盛”）煤炭贸易业务规模的扩大。随着 2023 年 11 月收购习酒集团，公司白酒生产及销售板块收入规模迅速增长。2021－2023 年，钢丝制销业务收入较为稳定，主要来自间接控股的上市公司贵州钢绳股份有限公司（以下简称“贵绳股份”，证券代码为 600992.SH），2023 年实现收入 24.04 亿元，占营业收入的比重为 9.96%。类金融服务收入主要由委托贷款、担保业务以及基金管理费收入构成，2021－2023 年，公司委托贷款和担保业务规模有所扩大，类金融服务业务收入实现小幅增长，2023 年为 6.68 亿元，占营业收入的 2.77%。航空运输业务收入规模有所波动，营业收入规模比重维持在 6%－8%左右。其他业务收入主要来自矿产品开采及加工业务、城市天然气及石油零售、招标代理、租赁等业务。

毛利率方面，2021－2022 年，公司毛利润主要由供应链贸易业务、类金融服务板块贡献；2023 年受益于习酒集团的并表，毛利润同比大幅增长 37.11%，白酒生产及销售板块成为毛利润的第二大来源。分板块看，供应链贸易业务毛利率维持较高水平，2023

年为 19.30%，白酒贸易是供应链贸易业务主要利润来源；类金融服务板块毛利率维持高水平；航空运输业务毛利率偏低，2022－2023 年营业毛利率为负，对公司利润有一定影响；2023 年以来，高附加值的白酒生产及销售业务带动公司综合毛利率持续提高。

2024 年 1－9 月，公司营业总收入为 305.04 亿元，主要得益于习酒集团纳入合并范围，其中两大核心来源白酒生产及销售收入和供应链贸易收入分别占营业总收入的 54.75%和 30.88%；白酒生产及销售板块毛利润贡献达 86.85%，带动公司综合毛利率提升至 52.23%。

投资收益方面，2021－2023 年，公司投资收益持续增长，占当期利润总额的比重分别为 22.74%、48.56%和 43.82%，主要来自权益法核算的长期股权投资收益及其他权益工具投资持有期间取得的股利收入，2023 年投资收益为 18.39 亿元，同比增长 18.16%，其中权益法核算的长期股权投资收益 3.55 亿元，瓮福（集团）有限责任公司（以下简称“瓮福集团”）、中国振华电子集团有限公司等企业股权为公司贡献较多投资收益；在习酒集团并购完成前，习酒公司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，是公司其他权益工具投资持有期间的投资收益的主要组成部分。2021－2023 年，公司取得投资收益收到的现金分别为 3.66 亿元、6.78 亿元和 12.55 亿元。2024 年 1－9 月，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，公司确认投资损失 5.60 亿元。

图表 2 • 2021－2023 年及 2024 年 1－9 月公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

项　目	2021 年			2022 年			2023 年			2024 年 1－9 月		
	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	150.51	72.39%	20.80%	130.73	71.74%	26.48%	163.90	67.90%	19.30%	94.19	30.88%	13.13%
白酒生产及销售	0.67	0.32%	51.47%	0.26	0.14%	15.13%	18.10	7.50%	91.60%	167.00	54.75%	82.86%
钢丝及索具销售	24.91	11.98%	10.23%	25.14	13.80%	8.97%	24.04	9.96%	11.44%	16.16	5.30%	10.83%
航空运输	15.51	7.46%	8.67%	11.46	6.29%	-25.19%	19.61	8.12%	-3.69%	19.14	6.27%	5.60%
类金融服务	5.25	2.53%	99.87%	6.15	3.38%	97.87%	6.68	2.77%	95.46%	3.13	1.03%	95.70%
其他	11.07	5.32%	74.39%	8.49	4.66%	49.70%	9.05	3.75%	44.97%	5.41	1.77%	51.01%
合计	**207.91**	**100.00%**	**23.58%**	**182.24**	**100.00%**	**24.29%**	**241.37**	**100.00%**	**25.14%**	**305.04**	**100.00%**	**52.23%**

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、招标代理、租赁、劳务及其他业务等；2.小数尾差系四舍五入所致
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

图表 3 • 2021－2023 年及 2024 年 1－9 月公司投资收益构成情况（单位：亿元）

项　目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1－9 月
投资收益	**8.78**	**15.56**	**18.39**	**-0.77**
权益法核算的长期股权投资收益	5.88	8.21	3.55	-5.50
处置长期股权投资产生的投资收益	0.59	1.51	0.09	--
交易性金融资产持有期间的投资收益	0.05	--	-0.01	--
处置交易性金融资产取得的投资收益	0.86	--	--	--
其他权益工具投资持有期间的投资收益	1.37	4.02	11.40	0.93
其他	0.03	1.82	3.35	3.80
取得投资收益收到的现金	**3.66**	**6.78**	**12.55**	**5.30**

注：其他主要来自其他非流动金融资产中对外股权投资项目
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

从经营实体看，习酒集团和惠群公司为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；公司控股二级子公司贵绳股份为上市公司，资产体量较小，盈利能力偏弱；多彩贵州航空业绩亏损，所有者权益规模很小，对公司整体业务有所拖累。

图表 4 • 2023 年（末）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	资产总额	所有者权益	营业总收入	净利润
习酒集团[2]	白酒生产及销售	51.00%	268.35	166.74	198.64	67.46
惠群公司	供应链贸易	100.00%	42.88	3.74	104.69	21.28
贵绳股份	钢丝及索具销售	23.46%	33.49	15.01	21.89	0.34

[2] 收购习酒集团股权的交易时间为 2023 年 11 月 27 日，公司按照非同一控制下企业合并进行会计处理，2023 年公司合并报表中的收入仅体现收购完成后实现的收入部分，因此 2023 年公司白酒生产及销售收入仅 18.10 亿元。

多彩贵州航空	航空运输	100.00%	49.20	0.28	19.86	-3.14
公司本部	--	--	**1784.72**	**1454.17**	**7.70**	**13.96**
合并	--	--	**2331.12**	**1632.38**	**241.37**	**31.40**

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2 业务经营分析

公司主营业务主要包括股权投资、供应链贸易、航空运输、白酒生产及销售、类金融服务、钢丝制销、矿产品开采及加工等多个板块；公司本部主要从事投资性业务，经营业务主要通过下属子公司专业化运作。

（1）股权投资（资本运营）

作为贵州省内国有资本投资运营主体之一，公司重点参与区域内地方国企改革发展，通过债转股、增资扩股等多种方式服务区域产业结构转型升级，承担一定政策性投资职能；公司陆续获得较多贵州省大型国有企业股权的无偿划入，持有的国有股权资产优势明显，为后续业务开展奠定了基础。公司股权投资资本运作有序推进，未来投资收益的进一步实现受经济环境、监管政策、市场行情以及被投项目经营业绩等多因素的影响较大，且有赖于公司的投资决策能力和投后管理水平。

公司是贵州省国资委下属重要的省级国有资本运营主体之一，参与贵州省重大产业项目的投资，主要通过受让获得国有资产，后续对其进行运营，另一方面亦进行战略性投资，支持贵州省国资委运营的相关任务。随着地方国企改革的持续深入，公司接受划转资产规模持续增长，推动投资收益增长。

资产划入方面，2022 年，根据贵州省政府相关部署安排，贵州省国资委将贵州旅游投资控股（集团）有限责任公司 39.58%股权、贵州盘江煤电集团有限责任公司 44.92%股权、贵州现代物流产业（集团）有限责任公司 43.41%股权、贵州酒店集团有限公司 46.69%股权、贵州乌江能源集团有限责任公司 20.11%股权、贵州机场集团有限公司 45.22%股权、贵州高速公路集团有限公司 24.27%股权和习酒公司 25.00%股权无偿划转至公司，划转权益作为省级国有资本投入，增加公司所有者权益 426.02 亿元；2023 年，根据接收贵州省国资委无偿划入的 6 支基金，以及惠群公司、多彩贵州航空等公司股权，增加公司实收资本 670.92 亿元；2024 年 1－9 月，贵州省国资委将贵州省旅游产业发展集团有限公司所持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”）100.00%股权、所属全资子公司贵州多彩贵州城建设经营有限公司所持多彩贵州置业有限公司（以下简称“多彩置业公司”）100.00%股权无偿划转至公司持有，增加公司实收资本 1.92 亿元。

资本运作方面，公司助推当地国企改革重组，参与省属国有企业债转股、不良资产收购、托管、股权投资、增资扩股等工作。2021 年 11 月，为重点支持磷化工产业发展，公司出资 6.70 亿元受让瓮福集团 5.92%股权，瓮福集团是贵州省大型磷化工骨干企业，磷化工产业系贵州省内具备战略意义的支柱产业；2022 年 1 月，公司参与贵州磷化新能源科技公司的组建，累计出资 2.00 亿元，持股 10.00%，支持省内新能源产业发展；2022 年 3 月，公司出资 6.00 亿元参与贵州盘江精煤股份有限公司（以下简称“盘江股份”）定增，持股 3.93%，以强化盘江股份上市公司平台资本运作，推进煤炭和电力产业优质项目建设；2023 年 1 月，公司对贵州盘江煤电集团有限责任公司出资 4.50 亿元，持股比例 44.92%，以支持贵州省电煤保供工作的开展；2023 年 3 月，公司出资 3.86 亿元增资华贵人寿保险股份有限公司获贵州银保监局批复，持股比例 19.17%，以支持贵州本土保险企业发展；2023 年 7 月，经贵州省国资委同意和公司董事会决议，公司向贵州能源集团注资 3.00 亿元，向贵州现代物流产业（集团）有限责任公司注资 2.00 亿元，用以支持物流园的资金投入；为缓解航空运输发展受限，向多彩贵州航空注资 2.00 亿元。

公司参股企业数量多且较为分散，以贵州省国资委无偿划入的省内国企为主，行业涉及能源、机场、高速、酒类、金融等；截至 2023 年底，公司主要参股企业账面价值为 589.80 亿元，持股账面价值高。

图表 5 • 截至 2023 年底公司参股主要企业情况（单位：亿元）

序号	投资企业名称	企业性质	取得方式	持股比例	期末账面价值	投资收益			科目
						2021 年	2022 年	2023 年	
1	贵州高速公路集团有限公司	省属国企	无偿划入	24.27%	283.61	--	0.00	0.00	其他权益工具投资
2	贵州民航产业集团有限公司	省属国企	无偿划入	40.52%	65.56	--	0.00	0.00	其他权益工具投资
3	贵州乌江能源集团有限责任公司	省属国企	无偿划入	20.11%	34.62	--	0.00	0.00	其他权益工具投资
4	贵州能源集团有限公司	省属国企	无偿划入	44.92%	35.11	--	0.00	0.00	其他权益工具投资
5	贵州建工集团有限公司	省属国企	无偿划入	30.00%	24.07	1.54	0.72	0.29	长期股权投资
6	瓮福（集团）有限责任公司	省属国企	无偿划入&出资	6.88%	22.98	3.51	5.30	2.65	长期股权投资

7	中国振华电子集团有限公司	省属国企	无偿划入	31.30%	29.57	1.62	3.80	2.71	长期股权投资
8	贵州酒店集团有限公司	省属国企	无偿划入	42.69%	18.50	--	0.00	0.00	其他权益工具投资
9	首钢贵阳特殊钢有限责任公司	省属国企	无偿划入	30.00%	18.01	1.07	0.51	-0.32	长期股权投资
10	贵州现代物流产业（集团）有限责任公司	省属国企	无偿划入	43.41%	17.97	--	0.00	0.00	其他权益工具投资
11	贵州省旅游产业发展集团有限公司	省属国企	无偿划入	34.18%	10.16	--	0.00	0.00	其他权益工具投资
12	保利久联控股集团有限责任公司	省属国企	无偿划入	49.00%	7.74	-0.55	-2.20	-2.54	长期股权投资
13	贵州遵钛（集团）有限责任公司	省属国企	债转股	30.69%	9.25	0.72	0.58	0.04	长期股权投资
14	贵州盘江精煤股份有限公司	省属国企	定增	3.93%	5.20	--	0.34	0.35	其他权益工具投资
15	华贵人寿保险股份有限公司	省属国企	增资	19.17%	1.44	--	0.00	0.00	其他权益工具投资
16	贵州达旺矿业有限公司	省属国企	出资	4.86%	3.05	0.11	0.24	0.18	其他权益工具投资
17	贵州阳光产权交易所有限公司	省属国企	无偿划入	51.00%	2.94	--	--	0.11	长期股权投资
合计		--	--	--	**589.80**	**8.03**	**9.28**	**3.46**	--

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

（2）供应链贸易业务

供应链贸易业务为公司主要收入来源，2021－2023 年收入规模波动增长，惠群公司的白酒贸易业务是该板块收入和利润重要组成部分，存在一定的资金占用；公司部分贸易品类上下游集中度较高。

公司供应链贸易业务主要由子公司惠群公司、成黔集团和康乾盛负责，公司本部和其他子公司开展贸易规模较小。具体的贸易品种方面，惠群公司贸易品种为白酒，成黔集团主要开展铝土矿、棕刚玉、磷酸铁锂、铝、钢材等品种的贸易，康乾盛主要开展电解铜、煤炭、化学合成材料等品种的贸易。

2021－2023 年和 2024 年 1－9 月，公司供应链贸易业务营业收入分别为 150.51 亿元、130.73 亿元、163.90 亿元和 94.19 亿元，毛利率分别为 20.80%、26.48%、19.30%和 13.13%，收入规模较大和毛利率水平较高主要得益于惠群公司的白酒贸易业务。

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	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1－9 月
供应链贸易收入	**150.33**	**130.15**	**163.38**	**93.69**
其中：公司本部	--	--	3.83	--
康乾盛	3.73	5.31	37.72	24.64
成黔集团	24.75	10.55	10.83	7.33
惠群公司	107.25	109.11	104.69	55.82
其他	14.60	5.18	6.31	5.91
供应链贸易代理收入	**0.18**	**0.59**	**0.52**	**0.50**
合计	**150.51**	**130.73**	**163.90**	**94.19**

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

公司贸易业务板块的盈利模式较为传统，即通过低买高卖赚取差价的方式实现盈利。

惠群公司主要从事白酒的贸易，通过预付和预收货款与上下游对手方进行交易，采取现金结算的方式，上下游对手方较为稳定；业务经营存在一定的资金占用，截至 2023 年底，惠群公司资产负债率为 91.28%，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（2023 年短期借款增加 10.00 亿元，预付款项增加 12.04 亿元）。

康乾盛主要从事煤炭、化肥等品种的贸易，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。贸易业务的结算方式主要包括电汇、银行承兑汇票等。从上下游前五大对手方情况看，2023 年，康乾盛贸易上游前五大采购金额合计 26.72 亿元，占比 73.05%；下游前五大客户销售金额合计 17.44 亿元，占比 46.33%，主要贸易品类包括煤炭、化肥等，上下游集中度较高。

成黔集团主要从事铝土矿贸易，与自身铝土矿的开采与加工相匹配；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。从上下游前五大对手方情况看，2023 年，成黔集团贸易上游前五大采购金额合计 4.27 亿元，占比 29.01%；下游前五大客户销售金额合计 6.58 亿元，占比 37.76%，主要贸易品类涉及铝矾土、铝锭等，上下游集中度一般。

（3）白酒生产及销售

2023 年公司并购习酒集团新增白酒生产及销售业务，此项业务成为公司控股产业核心收入和利润来源之一。习酒公司产品品牌价值较高，2022－2023 年经营业绩稳定提升，其中 2023 年受产品结构调整的影响，销量呈现较大幅度的增长。

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。公司原有少部分白酒业务由子公司贵州武岳实业集团有限公司下属的贵州筑春酒业有限责任公司运营，整体业务规模较小；2023 年收购习酒集团股权后，白酒生产及销售板块成为公司核心收入来源之一。

习酒公司产品以中高端酱香型白酒为主，根据《华樽杯第十五届中国酒类品牌价值 200 研究报告》，贵州习酒品牌价值以 2224.63 亿元位列中国白酒前八名、中国酱酒第二名。与白酒行业部分上市公司相比，习酒集团净资产收益率、营业利润率表现较优，总资产周转效率较高。

图表 7 • 2023 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	198.64	67.46	40.45%	71.20%	37.86%	0.76
贵州茅台	1505.60	775.21	36.18%	79.37%	17.98%	0.49
五粮液	832.72	315.21	24.81%	55.32%	20.00%	0.44
山西汾酒	319.28	104.59	42.47%	52.50%	35.88%	0.65
古井贡酒	202.54	47.26	22.92%	35.04%	36.72%	0.53
泸州老窖	302.33	132.89	35.04%	65.99%	34.38%	0.46

资料来源：联合资信根据公司提供资料及公开资料整理

2021—2023 年，习酒公司产销量均有所波动，其中 2023 年销售收入增速小于销量增速，主要系产品结构的调整。2024 年 1－9 月，公司白酒生产及销售板块实现收入 167.00 亿元，占同期营业总收入的比重为 54.75%，毛利率为 82.86%，成为公司收入和利润的重要贡献来源。

图表 8 • 2021－2023 年及 2024 年 1－9 月习酒集团成品酒产销情况

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1－9 月
产量（吨）	37576.59	28797.01	38755.71	29265.65
销量（吨）	39644.37	27147.27	35491.79	30398.45

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

采购方面，习酒公司设有物资采购部门，主要负责采购原辅材料、包装材料等，其中，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；包装材料通过竞标来确定供应商，按月结算款项。生产方面，习酒公司依据现有库存和次年销售计划制定下年的生产计划。销售方面，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，结算方式采取先款后货的模式。

（4）钢丝制销业务

2021－2023 年，贵绳股份营业总收入持续下降，利润总额小幅波动；现阶段贵绳股份仍在推进异地搬迁项目，预计完成后产能规模有望扩张。

公司钢丝制销业务主要由子公司贵州钢绳（集团）有限责任公司（以下简称“钢绳集团”，公司直接间接持股 100.00%）下属上市公司贵绳股份经营，截至 2024 年 9 月底，钢绳集团持有贵绳股份 23.46%的股权（无质押，参考市值 9.54 亿元），同期末，贵绳股份资产总额 33.50 亿元，所有者权益合计 14.67 亿元。

贵绳股份主营直径范围 φ0.15mm～9.0mm 各种用途的钢丝、φ0.6mm～264mm 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。贵绳股份以遍布全国 19 个省市的销售分公司直销为主，并以中间商为辅的方式销售公司产品。

由于原材料价格下降带动公司产品价格的下降，2021－2023 年贵绳股份营业总收入持续缩减，2023 年营业总收入同比下降 8.30%，其中钢丝、钢绳和钢绞线产品收入占比分别为 23.94%、40.93%和 29.36%。2021－2023 年，贵绳股份利润总额有所波动，2023 年实现 0.33 亿元，同比小幅增加主要得益于毛利率较高的受托加工业务收入规模增长。根据《贵绳股份 2024 年年度业绩预

告》，受产业需求萎缩、原材料价格起伏、产品销售价格下跌、易地搬迁等因素的综合影响，预计 2024 年贵绳股份实现归属于上市公司股东的净利润为-0.39 亿元~-0.29 亿元。

图表 9 • 2021－2023 年贵绳股份收入构成及利润总额情况（单位：亿元）

业务板块	2021 年		2022 年		2023 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
营业总收入	**25.29**	**10.79%**	**23.87**	**8.56%**	**21.89**	**10.66%**
其中：钢丝	6.76	4.62%	6.09	1.20%	5.24	0.69%
钢绳	9.88	17.01%	10.02	13.29%	8.96	15.90%
钢绞线	8.24	6.52%	7.07	5.27%	6.43	7.29%
受托加工物资	66.74 万元	24.77%	0.38	33.67%	0.98	32.86%
其他业务	0.41	47.72%	0.31	44.70%	0.28	29.33%
利润总额	**0.36**		**0.21**		**0.33**	

注：其他主要包括索具销售收入、物资销售收入、劳务收入等
资料来源：联合资信根据公开资料整理

贵绳股份地处西部贵州遵义，受地理位置限制，铁路是其产品及所需原料运输的主要途径，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 2023 年底，四分厂、六分厂部分新增设备安装完成并进行调试；三分厂新增设备（生产线）及老厂区技改搬迁已完成并进行调试；五分厂厂房主体、屋面、墙面建设完成、部分设备基础施工完成；一分厂、二分厂设备基础施工、部分新增设备安装基本完成；供水、供电、废水处理站、110KV 总降变电站建设完成；生产指挥中心、检测大楼装饰装修工程完成约 70%。

（5）航空运输业务

2023 年公司接收多彩贵州航空股权，新增航空运输业务；航空运输业的恢复带动多彩贵州航空经营指标向好，但 2022 年以来多彩贵州航空利润持续亏损，权益中含一定规模的未弥补亏损，需关注其对公司整体业绩的拖累情况。

公司航空运输业务主要运营主体为多彩贵州航空。

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，将贵州航空投资控股集团有限责任公司所持多彩贵州航空 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，增加公司资本金，股权划转完成后，公司直接持有多彩贵州航空 84.59%股权，为其控股股东，通过子公司贵州省工业投资发展有限公司（以下简称“工投公司”）间接持股 10.41%。

多彩贵州航空航空运输业务以客运服务为主。2023 年，随着国民经济回升向好，航空业恢复态势稳健，多彩贵州航空各项经营业务指标较上年有所改善，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 87.91%，运输总周转量提升至 3.63 亿吨公里，改善的经营指标带动多彩贵州航空 2023 年营业收入同比增长 69.47%，利润总额实现减亏（由 2022 年的-6.88 亿元同比下降至-3.14 亿元）。截至 2024 年 9 月底，多彩贵州航空资产总额为 51.11 亿元，权益 0.36 亿元（含未弥补亏损 18.79 亿元）；2024 年 1－9 月，多彩贵州航空实现营业收入 19.14 亿元，同比增长 29.25%，实现利润总额 0.08 亿元，同比增长 103.40%。

图表 10 • 多彩贵州航空业务运营情况

项目	2021 年/底	2022 年/底	2023 年/底	2024 年 1－9 月/9 月底
客运业务				
可用座公里（亿座公里）	33.31	23.63	48.28	40.17
旅客周转量（亿人公里）	25.83	16.08	38.75	35.18
载运旅客人次（万人次）	204.5	119	272	248
客运人公里收益（元）	0.60	0.67	0.49	0.52
客座率	77.53%	68.05%	80.25%	87.58%
货邮运业务				
货邮周转量（亿吨公里）	0.09	0.08	0.20	0.14
货邮载运量（万吨）	0.63	0.54	1.18	0.85
货运吨公里收益（元）	0.37	0.30	0.21	0.30

综合数据				
可用吨公里（亿吨公里）	2.89	2.05	4.13	3.53
运输总周转量（亿吨公里）	2.39	1.51	3.63	3.23
收入吨公里收益（元）	6.50	7.17	5.24	5.66
综合载运率	82.54%	73.72%	87.91%	91.53%

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

（6）类金融服务业务

公司类金融服务业务主要由子公司工投公司、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”）和黔晟基金公司经营。2021－2023 年，公司类金融服务业务营业收入分别为 5.25 亿元、6.15 亿元和 6.68 亿元，毛利率分别为 99.87%、97.87%和 95.46%。

图表 11 • 2021－2023 年及 2024 年 1－9 月公司类金融服务业务收入构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1－9 月
委托贷款利息收入	3.59	3.66	3.39	1.65
担保业务收入	0.18	0.17	0.37	0.36
基金管理费收入	0.00	0.00	0.43	0.11
其他	1.48	2.32	2.49	1.01
类金融业务收入	**5.25**	**6.15**	**6.68**	**3.13**

注：其他主要为应急转贷利息收入、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 债权投资

工投公司委托贷款保持较大规模，期限较长，客户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。考虑到经济下行压力加大叠加区域性融资环境收缩，公司风险管控压力上升，债权资产质量有待关注。

公司委托贷款业务由工投公司负责运营。工投公司成立于 2018 年 9 月 17 日，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”），注册资本 150.00 亿元。工业基金公司目标规模为 300.00 亿元，由贵州省财政工业专项资金（50.00 亿元）、省属国有企业资源整合出资（150.00 亿元）、社会资本定向募资（100.00 亿元）三部分组成；工业基金公司全部投资于贵州省域内具有发展前景、成长性好的优质工业企业及省属国有企业，以优化国有企业产业布局及战略重组，推动企业改革发展、结构调整、转型升级。

2021 年，工业基金公司更名为工投公司，实际到位资金 115.00 亿元（实收资本 65.00 亿元、资本公积 15.00 亿元、黔晟国资拆借款 35.00 亿元），考虑到注册资本金未来全部实缴到位的可能性不高，工投公司启动实施减资，后历经减资及股权变动，工投公司成为公司的全资子公司；截至 2024 年 9 月底，工投公司注册及实缴资本均为 65.00 亿元。

工投公司的项目资金均以委托贷款的形式投放，收入主要来自投放项目产生的利息收入，委托贷款费率一般为 5.46%/年，期限以 2 年期以内为主，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。工投公司的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；项目需经投资决策委员会决策。

2021－2023 年，工投公司委托贷款投放规模波动上升，期末委托贷款总额有所下降，利息收入波动下降。截至 2024 年 9 月底，工投公司委托贷款总额 60.01 亿元，委托贷款净额为 55.71 亿元，累计计提减值准备 4.30 亿元。2023 年，工投公司委托贷款逾期金额明显增加，逾期客户主要为钢绳集团、铜仁市万山区开源投资集团有限公司、贵州耀辉矿业发展有限公司等共计 34 家企业，主要由于当前经济环境的下行压力，地方平台债务较重，企业营收下滑等原因导致资金流动性严重不足；工投公司后续将采取展期、还本续贷、法律诉讼以及通过协商方式进行追偿。

图表 12 • 2021－2023 年及 2024 年 1－9 月工投公司委托贷款投放情况（单位：亿元）

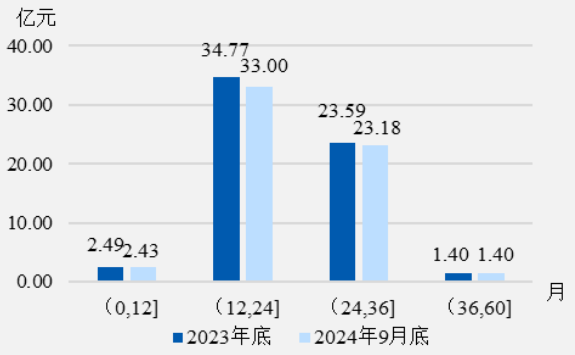
项目	2021 年/底	2022 年/底	2023 年/底	2024 年 1－9 月/9 月底
当期委托贷款利息收入	3.59	3.66	3.39	1.65
当期委托贷款发放金额	36.09	30.50	38.35	12.86
期末委托贷款总额	76.56	68.65	65.24	60.01
期末委托贷款笔数（笔）	144	98	79	68
期末减值准备余额	1.50	2.87	4.28	4.30

期末委托贷款净额	75.06	65.78	60.95	55.71
期末委托贷款逾期金额	0.70	2.32	12.37	5.14

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

从委托贷款期限来看，截至 2024 年 9 月底，工投公司发放的委托贷款期限以 12～36 个月为主；从客户行业分布来看，同期末，工投公司委托贷款行业分布较为分散，主要行业分布在商务服务业（占 61.86%）。

图表13 • 委托贷款期限分布情况



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

图表14 • 截至2024年9月底委托贷款借款人行业分布情况

借款人行业	委托贷款余额占比
商务服务业	61.86%
有色金属冶炼和压延加工业	21.28%
化学原料和化学制品制造业	7.91%
医药制造业	5.02%
计算机、通信和其他电子设备制造业	1.90%
酒、饮料和精制茶制造业	0.88%
其他行业	1.15%
合计	**100.00%**

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

工投公司委托贷款投放的客户集中度高。从前十大客户来看，投放对象主要为贵州省内地方国企，截至 2024 年 9 月底，前十大客户委托贷款金额为 35.70 亿元，占同期末委托贷款总额的 59.49%，其中，最大单一客户委托贷款金额 11.00 亿元，占比 18.33%，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。

此外，工投公司对钢绳集团委托贷款中 2.50 亿元于 2023 年 7 月到期后未能偿付本息，5.00 亿元同期停止利息支付形成利息逾期，本金于 2024 年 10 月到期；截至 2024 年 9 月底，逾期利息已支付，2.50 亿元逾期本金已进行展期，5.00 亿元本金将于到期后进行续投。

工投公司于 2022 年 5 月对贵阳综合保税区开发投资（集团）有限公司（以下简称“综保投集团”）投资 5.00 亿元，期限 36 个月，利率 7.00%/年，由贵阳市工业投资有限公司、贵阳市投资控股集团有限公司提供连带责任保证，同时追加企业资产抵押；该笔投资款于 2023 年 9 月发生利息逾期，逾期后，工投公司积极与综保投集团、保证人以及上级公司贵阳产业发展控股集团有限公司（以下简称“贵阳产控集团”）保持沟通，综保集团归还利息 1574.00 万元；截至 2024 年 9 月底，综保投集团应付利息 2478.08 万元，后续将加大催收力度。

铜仁市万山区开源投资集团有限公司（以下简称“万山开源”）于 2022 年 9 月到期后未能偿付本息，逾期本金 0.90 亿元，逾期后工投公司通过诉讼催收、与铜仁市政府对接沟通等方式积极解决；截至本报告出具日，0.30 亿元本金已通过置换偿付，剩余 0.60 亿元仍处于追偿过程中。

图表 15 • 截至 2024 年 9 月底工投公司前十大委托贷款客户情况

序号	客户名称	企业性质	委托贷款金额（亿元）	发放时间	期限（月）	增信措施
1	贵州水城矿业股份有限公司	省属国有	5.00	2022/12/14	24	连带责任保证担保
			6.00	2024/08/14	24	连带责任保证担保
2	贵州钢绳（集团）有限责任公司	省属国有	5.00	2022/10/17	24	连带责任保证担保
			2.50	2024/09/14	24	资产抵押、连带责任保证担保
3	贵阳综合保税区开发投资（集团）有限公司	地方国企	5.00	2022/05/27	36	资产抵押、连带责任保证担保
4	贵阳市工业投资有限公司	地方国企	3.00	2023/06/30	36	连带责任保证担保、股权质押
5	贵州遵钛（集团）有限责任公司	省属国有	3.00	2024/01/22	24	资产抵押
6	贵州广电传媒集团有限公司	省属国有	2.00	2024/08/08	12	股票质押
7	贵州兴仁登高新材料有限公司	地方国企	1.40	2020/12/29	60	资产抵押
8	贵州能矿锰业集团有限公司	省属国有	1.10	2023/01/19	24	连带责任保证担保
9	铜仁市万山区开源投资集团有限公司	地方国企	0.90	2020/09/04	24	连带责任保证担保
10	贵州胜威福全化工有限公司	民营企业	0.50	2023/06/20	24	股权质押、连带责任保证担保
			0.30	2023/10/20	24	资产抵押、连带责任保证担保
合计		--	**35.70**	--	--	--

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

按照银行贷款的五级分类标准，截至 2024 年 9 月底，工投公司被划分为关注、次级、可疑和损失类的委托贷款本金余额合计为 32.32 亿元。考虑到贵州区域融资环境收缩，工投公司贷款资产质量有待关注。

② 担保业务

工担公司担保业务展业时间不长，主要为贵州省工业企业融资提供增信，在保余额快速增长，代偿规模较小，关注后续被担保企业到期债务履约情况。

公司担保业务主要由工担公司和贵州省众维中小企业信用担保有限公司（以下简称“众维担保”）负责运营，以前者为主。

工担公司由公司及工投公司发起（公司直接持股 75%，工投公司持股 25%），于 2021 年 8 月注册成立，注册资本金为 20.00 亿元。2022 年，工担公司获批纳入贵州省第二批政府性融资担保机构。

工担公司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%。业务审批流程方面，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；对于批量化担保业务如工业银保通、黔贸贷、善担贷等项目较多、单笔金额较小的标准化产品，由董事会授权经理层审批决策。截至 2024 年 9 月底，工担公司在保业务共 3472 笔，在保金额为 69.79 亿元。其中，2024 年 1－9 月，工担公司完成担保项目 2486 笔，金额 52.90 亿元，服务全省小微企业 2478 家，担保金额 49.50 亿元，小微企业户数占比 99.68%，金额占比 93.57%，累计提取准备金 0.83 亿元，融资担保责任余额放大倍数为 3.40 倍，拨备充足，代偿规模较小。

图表 16 • 2022－2023 年及 2024 年 1－9 月工担公司担保业务开展情况

项目	2022 年/底	2023 年/底	2024 年 1－9 月/9 月底
当期担保发生额（亿元）	20.48	41.24	52.90
期末在保余额（亿元）	18.69	42.12	69.79
期末在保业务笔数（笔）	234	1336	3472
净资产担保放大倍数（倍）	0.92	2.05	3.40
担保业务收入（亿元）	0.17	0.37	0.36

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

截至 2024 年 9 月底，工担公司前五大担保业务如下表，担保责任余额合计占比 9.21%，担保集中度较低，以非关联民营企业为主，担保代偿风险需要关注；最大单一客户为贵州玉蝶电工股份有限公司，担保余额为 2.00 亿元，反担保措施为股权质押、设备抵押以及实控人提供连带责任保证。

图表 17 • 截至 2024 年 9 月底工担公司主要担保业务客户情况

序号	被担保方	是否存在关联关系	担保余额（亿元）	被担保债务到期时间	反担保措施
1	贵州玉蝶电工股份有限公司	否	2.00	2025/02/01	股权质押、设备抵押、自然人保证
2	贵州无忧酒业（集团）有限公司	否	1.72	2027/09/30	土地及设备抵押、第三方担保
3	贵州华尔盛新材料有限公司	否	1.64	2025/12/25	土地及在建工程抵押、股权质押
4	贵州省六盘水双元铝业有限责任公司	否	0.87	2031/07/17	土地抵押、5 万吨电解铝指标抵押
5	贵州岩博酒业有限公司	否	0.20	2024/12/20	自然人保证、动产抵押
合计		--	**6.43**	--	--

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

此外，公司全资子公司众维担保是贵州省人民政府 1999 年出资设立的融资性担保公司，列入国家第一批政策性担保机构试点的担保机构，注册资本 1.30 亿元。众维担保已不再开展业务，不再满足持续经营条件；截至 2023 年底，众维担保在贵阳银行、中信银行、黔众典当等 9 家合作承贷方存出保证金余额合计 0.41 亿元，在保余额 8.55 亿元，已全部逾期，众维担保面临一定的代偿风险。

③ 应急转贷业务

公司应急转贷业务主要通过委托贷款模式向省内企业进行资金支持，投放集中度高。

公司应急转贷业务由全资子公司华炬公司负责运营。应急转贷业务主要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。应急转贷业务模式主要是根据贵州省国资委、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，应急转贷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 2024 年 9 月底，应急转贷资金总规模 26.57 亿元。

图表 18 • 截至 2024 年 9 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
26.57	1.21	黔晟国资	2.50%/年	借款形式
	2.91	黔晟国资	4.50%/年	借款形式
	0.70	黔晟国资	5.34%/年	借款形式
	4.55	黔晟国资	5.34%/年	借款形式
	1.20	黔晟国资	3.90%/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

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。

自 2017 年应急转贷资金成立以来，截至 2024 年 9 月底，应急转贷资金共支持 14 家省属国有企业用款 671 笔，金额合计 755.91 亿元，均为省属国企。其中，2024 年 1—9 月，华炬公司应急转贷业务累计发放金额 69.75 亿元，期末使用余额 23.05 亿元。截至 2024 年 9 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 67.46%，客户集中度高。

④ 基金管理业务

公司基金管理业务主要由子公司黔晟基金公司负责。截至 2024 年 9 月底，黔晟基金公司注册及实收资本为 2.18 亿元。

2024 年 1—9 月，黔晟基金公司实现基金管理费收入 0.70 亿元，其中 0.59 亿元来自于贵州省新动能产业发展基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“新动能基金”）的管理费收入；截至 2024 年 9 月底，黔晟基金公司存续管理基金共 7 支，基金认缴规模合计 468.59 亿元，基金实缴规模 188.94 亿元，其中黔晟基金公司实缴规模 0.58 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 160.20 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 9 月底，新动能基金完成项目投资 73 个，投资金额 136.10 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；新动能基金共计完成 5 个投资项目回购退出工作，收回资金 4.30 亿元，实现股权转让投资收益 0.11 亿元。黔晟基金公司管理的其他基金主要用于支持能源、医药、煤炭、电力等贵州省重点扶持产业。

图表 19 • 截至 2024 年 9 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	公司认缴规模	公司实缴规模	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	13.13	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	贵州省新动能产业发展基金合伙企业（有限合伙）	2022/03/04	15 年	400.00	160.20	0.0001	0.0001	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、	73
6	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
7	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		--	--	**468.59**	**188.94**	**0.58**	**0.58**	--	--	**81**

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

3 经营效率

公司经营效率指标表现较弱。

从经营效率指标看，2021－2023 年，公司存货周转次数、销售债权周转次数、总资产周转次数均呈现逐年下降趋势。2023 年上述三项指标分别为 2.41 次、7.98 次和 0.12 次，同比下降主要系收购习酒集团采用非同一控制下企业合并会计处理所致。

与同行业企业相比，公司经营效率有待提升。

图表 20 • 2023 年同行业公司经营效率对比情况

对比指标	公司	浙江国资	山东国资	广晟集团
销售债权周转次数（次）	7.98	15.58	5.25	13.43
存货周转次数（次）	2.41	8.06	4.44	5.17
总资产周转次数（次）	0.12	2.19	0.59	0.73

注：浙江国资为浙江省国有资本运营有限公司；山东国资为山东省国有资产投资控股有限公司；广晟集团为广东省广晟控股集团有限公司
资料来源：联合资信根据上述企业财务报告及提供资料整理

4 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，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，积极参与二级市场专向定增，投资一批头部企业、成熟产业和“隐形冠军”等项目，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，积极推进全省新型工业化进程。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。

内部资源整合和管理方面，公司进一步优化配置同类同质资源，对类金融、实体经营、资产管理、要素交易等板块进行专业化整合，提高企业核心竞争力；推动部分低效无效资产清理退出，分类、分层推进企业混改，建立动态混改企业后备库。加强法人治理结构建设，强化对各子公司的财务管理，提高资金调度水平，以风险预控为导向，加强运营分析，优化内部管控。

此外，公司在绩效考核、安全环保、债权债务管理、加强人才队伍建设等方面逐一明确未来发展要求和目标，多措并举以保障公司持续稳健发展。

九、财务分析

公司提供了 2021－2023 年三年连审财务报告，中审众环会计师事务所（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；公司提供的 2024 年三季度财务报表未经审计。

合并范围方面，2021 年，公司新设 1 家一级子公司，注销 1 家一级子公司；2022 年，合并范围减少 2 家子公司；2023 年公司合并范围新增一级子公司共 10 家，主要包括 6 支基金、惠群公司、习酒集团、多彩贵州航空和贵州省医疗物资控股（集团）有限公司；截至 2023 年底，公司合并范围一级子公司 26 家；截至 2024 年 9 月底，公司纳入合并范围一级子公司 21 家，较上年底新增 1 家，减少 6 家。整体看，合并范围变动对公司财务数据可比性有一定影响，下文分析以 2023 年财务数据为主。

1 资产质量

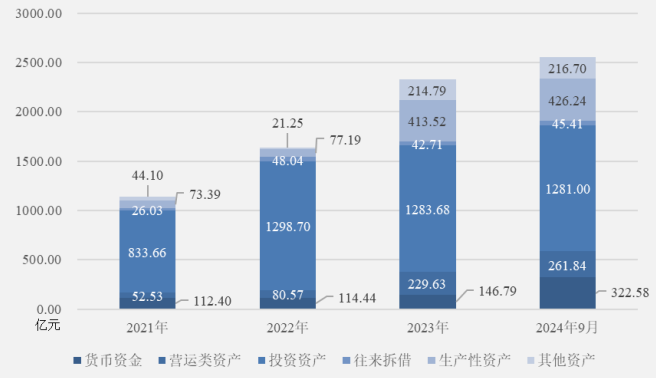
2021－2023 年末，随着政府持续注入资产，公司资产规模迅速增长，以非流动资产为主，现金类资产充裕；股权资产、债权投资及生产性资产占比高，以非上市省属企业股权为主，公司资产流动性较弱；此外，公司开展的债权投资集中度高，部分已出现逾期，回收风险有待关注。

作为贵州省重要的国有资本运营公司，公司主要负责贵州省的国有股权的管理、资本运作，区域重要性高，随着资产的持续划入，公司资产规模迅速增长。

2021－2023 年末，公司资产规模迅速提升，年均复合增长率为 42.87%。公司资产主要包括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 2023 年底，公司现金类资产充裕，占总资产的 6.78%，受限比例低；公司开展供应链贸易以及矿产品加工业务产生一定规模的应收账款、预付款项、存货等营运类资产，2023 年由于习酒集团和惠群公司的并表，存货较上年底增长 508.92%。投资类资产为公司资产的核心组成部分，截至 2023 年底比重达 55.07%，其中，债权投资均为委托贷款，规模逐年收缩，2023 年底减值准备计提比例为 8.57%，部分债权投资出现逾期；其他权益工具投资构成主要是接收的贵州省国资委无偿划转的多家省属企业的股权，2021 年以来规模有所波动，主要系 2022 年公司接收无偿划转的习酒公司 25.00%股权（金额为 166.61 亿元），增加期末余额，2023 年公司收购习酒集团 51.00%股权将其纳入合并范围，相应减少其他权益工具投资的余额；其他非流动金融资产主要为 2023 年新划入六支基金的对外股权投资项目，2022－2023 年分别产生公允价值变动损失 5.77 亿元和 6.31 亿元，投资资产质量有待关注；长期股权投资中的被投企业较为稳定，账面余额变动主要系对原有投资企业的追加投资以及持有期间确认的投资损益所致，2021－2023 年权益法核算的长期股权投资收益分别为 5.88 亿元、8.21 亿元和 3.55 亿元。随着 2023 年习酒集团纳入合并范围，公司以固定资产、无形资产为主的生产性资产大幅增加，较上年底分别增加 85.94 亿元和 229.52 亿元，主要增量源于房屋及建筑物、土地使用权和商标权等；同时并购习酒集团产生 185.84 亿元的商誉，增加公司资产规模。

截至 2024 年 9 月底，公司资产较上年底增长 9.55%，主要系货币资金和存货增加所致。其中，货币资金较上年底增长 119.75%，主要得益于贵州省国资委的现金增资；存货增加主要系公司白酒产能增加、贸易业务政策调整及多彩贵州置业无偿划转纳入合并范围所致；长期股权投资减少主要系无偿划出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[3]。同期末，公司受限资产规模为 7.14 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21 • 公司各类资产变化情况



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、长期应收款；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、划分为持有代售的资产、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
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

图表22 • 2021－2023年底及2024年9月底公司投资资产情况

（单位：亿元）

科目	2021 年底	2022 年底	2023 年底	2024 年 9 月底
交易性金融资产	0.39	3.91	0.06	0.06
债权投资	64.45	57.07	50.30	36.76
其他权益工具投资	471.64	643.83	486.09	503.67
其他非流动金融资产	200.01	482.99	628.29	646.76
长期股权投资	97.18	110.90	118.95	93.76
投资资产	**833.66**	**1298.70**	**1283.68**	**1281.00**

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

[3] 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。

2 资本结构

（1）所有者权益

2021 年以来，受益于资产注入及合并范围扩大，公司所有者权益持续增长，权益结构稳定性强。

2021－2023 年底，受益于资产注入及合并范围扩大，公司所有者权益年均复合增长 40.20%，2023 年实收资本增加 670.92 亿元，主要系贵州省国资委以 6 支基金的原始出资额增加公司资本金所致；2024 年 1－9 月，为支持“四化”基金、生态环保基金以及新动能产业基金的投资，公司获得贵州省国资委现金增资 180.22 亿元，同时公司无偿划出持有的部分瓮福集团和新福投资股权，并接收贵旅健康公司及多彩置业公司股权，2024 年 9 月底公司实收资本增加至 1469.62 亿元，加之习酒集团纳入合并范围增加公司未分配利润规模，带动公司所有者权益进一步增加；截至 2024 年 9 月底，公司所有者权益 1839.56 亿元，其中，归属于母公司所有者权益占比为 89.40%，少数股东权益占比为 10.60%。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 79.89%、2.74%和 6.28%，所有者权益结构稳定性强。

（2）负债

2021－2023 年底，公司有息债务规模增长较快，以长期债务为主，债务负担较轻。

2021－2023 年底，公司全部债务年均复合增长 41.43%。截至 2024 年 9 月底，公司全部债务 466.48 亿元，占同期末负债总额的 65.31%，其中银行借款约占 60.82%、非标融资约占 5.89%、其他约占 33.29%；长短期银行借款以信用借款为主，其他应付款和长期应付款主要为向省内国有企业借款 100.00 亿元以及其他外部企业的资金拆借，2024 年 9 月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所致。债务期限结构方面，截至 2024 年 9 月底，短期债务占 32.69%。2023 年综合融资成本[4]约为 2.72%。

从债务指标来看，截至 2024 年 9 月底，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 27.97%、20.23%和 14.58%，较上年底分别下降 2.01 个百分点、提高 1.18 个百分点和下降 0.48 个百分点，债务负担较轻。

图表 23 • 公司有息债务情况（单位：亿元）

科目	2021 年底	2022 年底	2023 年底	2024 年 9 月底
短期债务明细				
短期借款	28.82	43.22	72.49	88.25
应付票据	20.54	30.41	13.61	8.94
一年内到期的非流动负债	6.06	1.30	8.55	9.67
其他短期债务	100.41	100.47	0.16	45.63
长期债务明细				
长期借款	11.29	10.25	161.38	186.52
租赁负债	24.98	28.40	28.05	27.48
其他长期债务	0.00	0.00	100.00	100.00
合计	**192.11**	**214.05**	**384.23**	**466.48**

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

3 盈利能力

2021－2023 年，公司营业总收入波动增长，经营性利润随着新增白酒业务快速增加，投资收益对利润形成良好补充，非经常性损失小幅侵蚀利润。总体看，公司盈利能力指标表现良好。

2021－2023 年，随着贸易业务规模的扩大以及新增白酒生产及销售业务，公司营业总收入年均复合增长 7.75%，期间费用率小幅抬升，经营性利润呈波动增长，营业利润率稳定在 23%左右。非经常性损益方面，投资收益保持增长，主要得益于其他权益工具投资和长期股权投资的持有期间收益，投资收益对利润总额贡献度有所提升，2023 年占利润总额的 43.82%；委托贷款产生的信用减值损失，以及其他非流动金融资产产生的公允价值变动损益对利润有所侵蚀；受上述因素综合影响，公司利润总额波动增长，2023 年增长主要源自白酒业务。

2024 年 1－9 月，公司实现营业总收入 305.04 亿元，毛利润 159.32 亿元，期间费用大幅增加，主要系习酒集团纳入合并[5]所致；因被投资企业经营业绩不佳，投资收益转为亏损，对利润有所拖累。

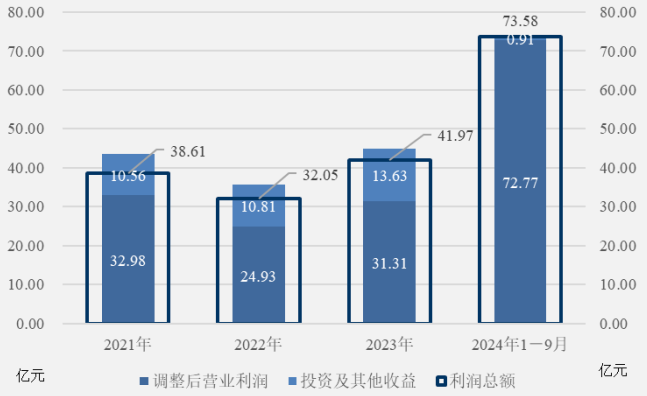
[4] 综合融资成本=（计入财务费用的利息支出+资本化利息）/（期初全部债务+期末全部债务）*2
[5] 习酒集团合并报表的基准日为 2023 年 12 月，因此 2023 年收入中只体现习酒集团一个月的收入。

图表24 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—9 月
营业总收入	207.91	182.24	241.37	305.04
毛利润	49.02	44.26	60.69	159.32
期间费用	14.57	17.55	24.32	59.29
投资收益	8.78	15.56	18.39	-0.77
信用减值损失	-2.86	-2.92	-2.78	0.42
公允价值变动损益（损失以“-”号填列）	0.19	-5.77	-6.31	-0.08
利润总额	38.61	32.05	41.97	73.58
营业利润率	22.87%	23.31%	23.05%	43.29%
总资本收益率	3.42 %	2.13 %	1.95 %	--
净资产收益率	3.55%	1.87%	1.92%	--

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

图表25 • 2021－2023年公司利润构成及变化趋势



注：调整后营业利润=营业总收入-营业成本-税金及附加-期间费用；投资及其他收益=其他收益+投资净收益+汇兑收益+净敞口套期收益+公允价值变动净收益+资产处置收益+营业外收入
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

与所选公司比较，公司销售毛利率表现较优，其他盈利指标表现偏弱。

图表 26 • 2023 年同行业公司盈利情况对比

对比指标	公司	浙江国资	山东国资	广晟集团
营业总收入（亿元）	241.37	6771.21	1385.47	1277.31
销售毛利率（%）	25.14	3.11	13.95	7.47
总资产报酬率（%）	2.83	3.39	2.66	3.07
净资产收益率（%）	1.92	6.94	4.95	11.95

注：浙江国资为浙江省国有资本运营有限公司；山东国资为山东省国有资产投资控股有限公司；广晟集团为广东省广晟控股集团有限公司
资料来源：联合资信根据公司提供资料及公开资料整理

4 现金流

2021－2023 年，公司经营活动现金流净额有所波动；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，但仍有一定的对外融资需求，需持续关注融资监管政策的变化。

2021－2023 年，随着供应链贸易业务规模的拓展，公司经营活动现金流量规模较大，净额有所波动，2023 年由净流出转为净流入；主要受益于白酒生产及销售业务，现金收入比表现较好。2024 年 1－9 月，公司经营活动现金流维持净流入。

2021－2023 年，公司对外投资规模始终较大，投资活动支出现金流规模逐年增加，投资活动现金缺口持续扩大；2024 年 1－9 月投资活动现金支出规模较小，主要系公司对外投资主要集中于第四季度。受益于股东的持续支持，2021－2023 年及 2024 年 1－9 月，公司吸收投资收到的现金分别为 206.47 亿元、306.01 亿元、188.05 亿元和 180.22 亿元，主要用于支持公司的对外投资；但公司仍存在一定的对外融资的需求，且筹资节奏显著加快，依赖于银行借款来弥补资金缺口。其中，2023 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，导致当年投资支出以及筹资需求大幅增加；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转正。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 27 • 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—9 月
经营活动现金流入小计	460.96	586.13	564.56	412.91
经营活动现金流出小计	440.84	608.01	543.32	377.95
经营现金流量净额	**20.12**	**-21.88**	**21.24**	**34.96**
投资活动现金流入小计	20.90	35.07	39.04	34.42
投资活动现金流出小计	225.68	294.91	340.83	79.15

投资活动现金流量净额	**-204.78**	**-259.85**	**-301.79**	**-44.73**
筹资活动前现金流量净额	**-184.66**	**-281.73**	**-280.55**	**-9.77**
筹资活动现金流入小计	246.63	362.33	441.00	283.41
筹资活动现金流出小计	62.59	80.75	117.65	96.60
筹资活动现金流量净额	**184.04**	**281.58**	**323.35**	**186.81**
现金收入比	**119.65%**	**165.53%**	**131.81%**	**93.69%**
现金及现金等价物净增加额	**-0.65**	**-0.06**	**42.80**	**177.08**

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

5 偿债指标

公司偿债指标表现良好，间接融资渠道畅通。

从偿债指标看，2023 年，公司流动资产对流动负债的保障程度较上年底有所提升，现金类资产对短期债务的保障程度有所增强，EBITDA 对利息的覆盖能力强。整体看，公司偿债指标表现良好。

图表 28 • 公司偿债指标

项目	指标	2021 年	2022 年	2023 年
短期偿债指标	流动比率	97.44%	96.66%	143.61%
	速动比率	88.74%	88.65%	100.33%
	经营现金流动负债比	8.73%	-8.28%	7.14%
	经营现金/短期债务（倍）	0.13	-0.12	0.22
	现金短期债务比（倍）	0.73	0.70	1.67
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	48.83	44.94	56.13
	全部债务/EBITDA（倍）	3.93	4.76	6.84
	经营现金/全部债务（倍）	0.10	-0.10	0.06
	EBITDA 利息倍数（倍）	8.23	5.63	6.89
	经营现金/利息支出（倍）	3.39	-2.74	2.61

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

截至 2024 年 9 月底，联合资信未发现公司存在重大未决诉讼；同期末，公司存续对外担保一笔，为子公司贵州产投地产有限责任公司对贵州恒茂房地产开发有限公司（民企）提供的连带责任担保，担保余额 0.66 亿元（其中本金 0.49 亿元），存在一定的代偿风险。截至 2024 年 9 月底，公司预计负债余额为 9.21 亿元，其中 8.55 亿元由于众维担保的担保业务逾期形成，0.66 亿元系下属子公司的对外担保逾期所致。

截至 2024 年 9 月底，公司获得银行授信总额 525.64 亿元，尚未使用额度 228.35 亿元，间接融资渠道畅通。

6 公司本部财务分析

公司本部资产主要由对子公司拆借款、持有的子公司股权、划入企业股权等构成，债务以长期银行贷款和企业间的长期拆借款为主，债务负担较轻，利息偿付压力可控。

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。

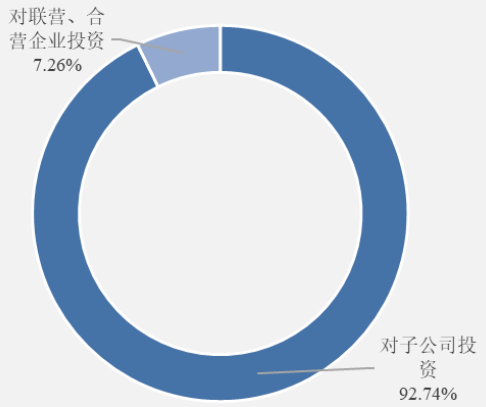
截至 2023 年底，公司本部资产主要为子公司及联营企业股权、持有的省属企业股权以及对子公司的资金拆借。其中，货币资金 10.03 亿元，长期股权投资 123.49 亿元，其他应收款 48.42 亿元，主要是对工投公司、华炬公司等子公司的计息拆借款，用于支持子公司的日常业务经营。

图表29 • 截至2023年底公司本部其他应收款前五大情况

单位名称	年末余额（亿元）	占其他应收款总额的比例	款项性质	账龄
工投公司	35.00	70.96%	借款	5 年以内
华炬公司	9.97	20.21%	往来款、借款	1 年以内
贵州黔晟投资有限公司	0.72	1.47%	往来款	1 年以内
贵州省臻本企业管理有限责任公司	0.49	0.99%	借款	1 年以内
贵州剑河园方林业投资开发有限公司	0.94	1.91%	借款	2 年以内
合　计	**47.13**	**95.54%**	--	--

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

图表30 • 截至2023年底公司本部长期股权投资情况



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

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。2023 年，公司本部实现营业总收入 7.70 亿元，其中供应链贸易业务收入 3.83 亿元，资金利息收入 3.55 亿元，净利息支出（利息费用－利息收入）为 4.77 亿元，投资收益为 17.24 亿元（习酒公司投资收益为 9.70 亿元），利润总额 13.96 亿元；其他综合收益中其他权益工具投资公允价值变动损失 5.09 亿元，拉低期末综合收益总额。

图表 31 • 2021－2023 年公司本部取得投资收益收到的现金情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年
取得投资收益收到的现金	3.06	3.86	16.06

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

图表 32 • 2021－2023 年公司本部投资收益表现（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年
权益法核算的长期股权投资收益	4.26	7.64	3.02
成本法核算的长期股权投资收益	0.12	0.16	4.03
处置长期股权投资产生的投资收益	0.54	--	--
交易性金融资产持有期间的投资收益	--	--	-0.04
处置交易性金融资产取得的投资收益	0.86	--	--
其他权益工具投资持有期间的投资收益	0.46	2.28	10.22
合计	**6.25**	**10.09**	**17.24**

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

截至 2023 年底，公司本部全部债务为 295.55 亿元，占合并口径全部债务的 76.92%；全部债务较上年底大幅增长，主要系并购习酒集团增加并购贷所致。其中，长期债务为 153.00 亿元，占全部债务的 85.60%，主要为银行借款和拆借款；同期末，公司本部全部债务资本化比率 16.89%，债务负担轻。

偿债能力方面，2023 年，公司本部经营活动现金净流入 221.80 亿元，取得投资收益收到的现金 16.06 亿元，可完全覆盖分配股利、利润或偿付利息支付的现金 12.66 亿元，考虑到公司本部净利息支出（利息费用－利息收入）4.77 亿元，规模不大，实际利息支付压力不大；截至 2023 年底，公司本部现金短期债务比为 0.24 倍，债务偿还依赖再融资。

十、ESG 分析

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 年前三季度，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 2023 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、以监事会为公司运营监督主体、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。

十一、外部支持

1 支持能力

政府支持能力一般。

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。

2 支持可能性

公司为贵州省重要的国有资产经营管理实体，区域地位高。公司持续获得贵州省国资委在资产注入和财政补贴等方面的有力支持，政府支持可能性很大。

公司作为贵州省重要的国有资本投资运营公司，通过开展投资融资、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。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。资金注入方面，2024 年 1－9 月，公司获得贵州省国资委现金注资 180.22 亿元，充实公司资本金。资产划转方面，2023 年，贵州省国资委将所持 6 支产业基金、惠群公司等企业部分股权无偿划转至公司，增加实收资本 670.92 亿元。政府补助方面，2021－2023 年，公司其他收益分别为 0.56 亿元、0.54 亿元和 0.78 亿元，主要为各类政府补助。

十二、债券偿还风险分析

1 本期债项对公司现有债务的影响

本期债项的发行对公司债务结构影响不大。

公司本期债项发行上限规模为 15.00 亿元，分别占公司 2024 年 9 月底长期债务和全部债务的 4.78%和 3.22%，对公司现有债务结构影响不大。以 2024 年 9 月底财务数据为基础，本期债项发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 27.97%、20.23%和 14.58%上升至 28.39%、20.74%和 15.17%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。

2 本期债项偿还能力

公司经营活动现金流入量对本期债项发行后的长期债务保障能力尚可。考虑到公司的战略地位显著，持续获得有力的外部支持，间接融资渠道畅通，均可为本期债项偿还提供一定支撑。

以 2023 年底财务数据为基础，本期债项发行后，公司长期债务为 304.43 亿元，公司 2023 年经营活动现金流入量和经营活动现金净流量分别为发行后长期债务的 1.85 倍和 0.07 倍，发行后长期债务为公司 2023 年 EBITDA 的 5.42 倍。考虑到公司的战略地位显著，持续在资金注入、资产划转和政府补助等方面获得有力的外部支持，间接融资渠道畅通，均可为本期债项偿还提供一定支撑。

图表 33 • 本期债项偿还能力测算

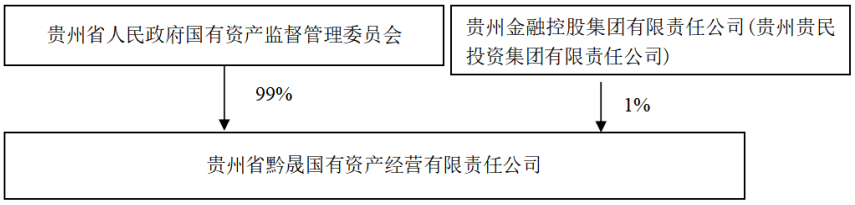
项目	2023 年
发行后长期债务*（亿元）	304.43
经营现金流入/发行后长期债务（倍）	1.85
经营现金/发行后长期债务（倍）	0.07
发行后长期债务/EBITDA（倍）	5.42

注：发行后长期债务为将本期债项发行额度计入后测算的长期债务总额
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

十三、评级结论

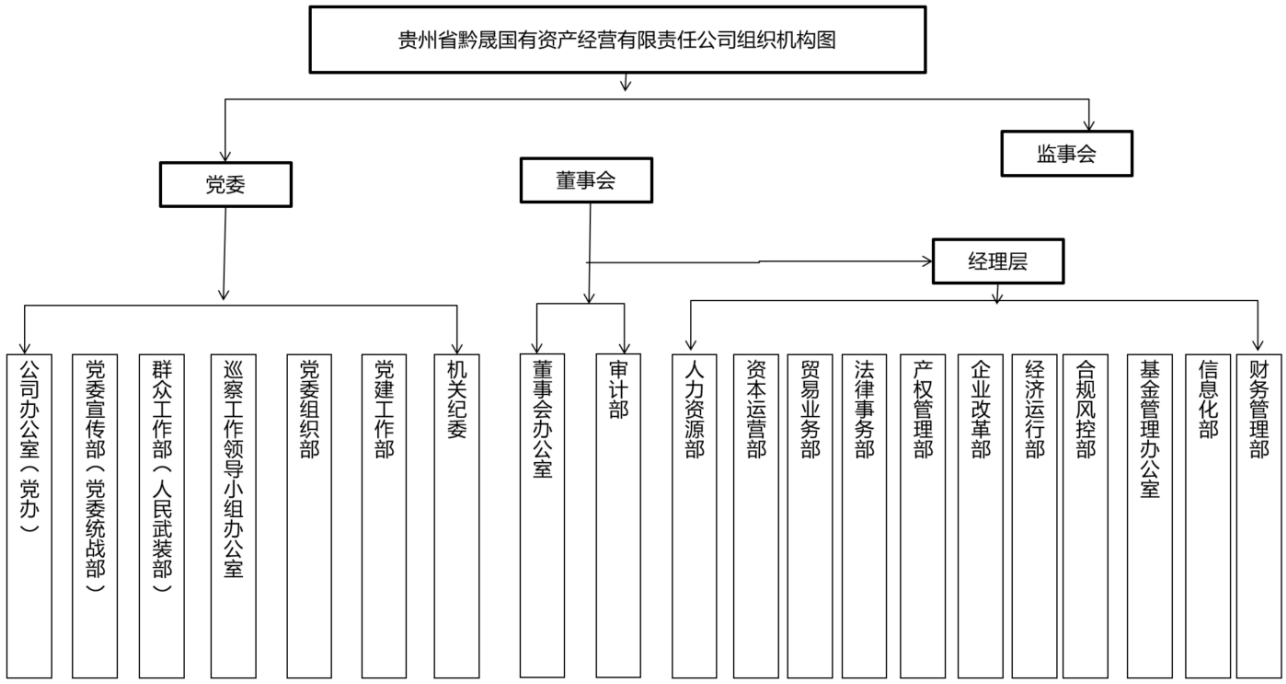
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项发行条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期债项信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　公司股权结构图（截至 2024 年 9 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 2024 年 9 月底）



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 2024 年 9 月底）

序号	企业名称	实收资本（亿元）	持股比例
1	贵州黔晟投资有限公司	88.88	100.00%
2	贵州武岳实业集团有限公司	1.01	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	1.50	100.00%
5	贵州黔众典当有限公司	0.10	100.00%
6	贵州鹏业国际机电设备招标有限公司	0.11	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	4.80	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	贵州省臻本药材有限责任公司	0.07	100.00%
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	100.00%
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	9.62	100.00%
17	贵州惠群商贸有限公司	1.60	100.00%
18	多彩贵州航空有限公司	17.63	84.59%
19	贵州省医疗物资控股（集团）有限公司	0.50	100.00%
20	贵州习酒投资控股集团有限责任公司	6.84	51.00%
21	贵州省产业发展有限公司	747.71	100.00%

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	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	114.09	122.47	158.02	331.22
应收账款（亿元）	11.62	15.34	23.67	24.20
其他应收款（亿元）	26.03	48.04	42.71	45.41
存货（亿元）	20.06	21.16	128.86	168.33
长期股权投资（亿元）	97.18	110.90	118.95	93.76
固定资产（亿元）	17.68	20.71	106.66	117.67
在建工程（亿元）	12.28	11.77	31.74	32.66
资产总额（亿元）	1142.12	1640.19	2331.12	2553.78
实收资本（亿元）	595.01	630.09	1301.01	1469.62
少数股东权益（亿元）	11.15	11.36	169.53	195.05
所有者权益（亿元）	830.45	1256.47	1632.38	1839.56
短期债务（亿元）	155.83	175.40	94.80	152.49
长期债务（亿元）	36.27	38.65	289.43	313.99
全部债务（亿元）	192.11	214.05	384.23	466.48
营业总收入（亿元）	207.91	182.24	241.37	305.04
营业成本（亿元）	158.89	137.97	180.68	145.72
其他收益（亿元）	0.56	0.54	0.78	0.53
利润总额（亿元）	38.61	32.05	41.97	73.58
EBITDA（亿元）	48.83	44.94	56.13	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	248.77	301.65	318.15	285.80
经营活动现金流入小计（亿元）	460.96	586.13	564.56	412.91
经营活动现金流量净额（亿元）	20.12	-21.88	21.24	34.96
投资活动现金流量净额（亿元）	-204.78	-259.85	-301.79	-44.73
筹资活动现金流量净额（亿元）	184.04	281.58	323.35	186.81
财务指标				
销售债权周转次数（次）	32.19	11.26	7.98	--
存货周转次数（次）	15.84	6.69	2.41	--
总资产周转次数（次）	0.36	0.13	0.12	--
现金收入比（%）	119.65	165.53	131.81	93.69
营业利润率（%）	22.87	23.31	23.05	43.29
总资本收益率（%）	3.42	2.13	1.95	--
净资产收益率（%）	3.55	1.87	1.92	--
长期债务资本化比率（%）	4.19	2.98	15.06	14.58
全部债务资本化比率（%）	18.79	14.56	19.05	20.23
资产负债率（%）	27.29	23.39	29.97	27.97
流动比率（%）	97.44	96.66	143.61	222.17
速动比率（%）	88.74	88.65	100.33	163.74
经营现金流动负债比（%）	8.73	-8.28	7.14	--
现金短期债务比（倍）	0.73	0.70	1.67	2.17
EBITDA 利息倍数（倍）	8.23	5.63	6.89	--
全部债务/EBITDA（倍）	3.93	4.76	6.84	--

注：1. 公司 2024 年三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	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	3.05	8.49	10.03	76.93
应收账款（亿元）	0.01	1.20	0.07	1.01
其他应收款（亿元）	55.47	49.99	48.42	49.76
存货（亿元）	--	--	--	--
长期股权投资（亿元）	214.67	208.74	1234.93	1311.28
固定资产（亿元）	0.08	0.06	0.05	0.04
在建工程（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总额（亿元）	743.53	923.20	1784.72	1940.15
实收资本（亿元）	595.01	630.09	1301.01	1469.62
少数股东权益（亿元）	--	--	--	--
所有者权益（亿元）	605.51	744.39	1454.17	1601.74
短期债务（亿元）	111.30	136.74	42.55	38.60
长期债务（亿元）	2.65	0.00	253.00	279.05
全部债务（亿元）	113.95	136.74	295.55	317.65
营业总收入（亿元）	3.74	3.99	7.70	2.96
营业成本（亿元）	0.01	0.01	3.77	0.01
其他收益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额（亿元）	6.29	4.98	13.96	1.03
EBITDA（亿元）	9.66	9.26	18.83	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	7.16	48.20	36.00	14.90
经营活动现金流入小计（亿元）	58.13	227.69	221.80	50.19
经营活动现金流量净额（亿元）	5.54	2.01	34.52	-7.93
投资活动现金流量净额（亿元）	-12.88	-11.34	-195.13	-97.06
筹资活动现金流量净额（亿元）	9.67	14.78	162.49	171.89
财务指标				
销售债权周转次数（次）	808.26	6.52	12.00	--
存货周转次数（次）	--	--	--	--
总资产周转次数（次）	0.01	0.00	0.01	--
现金收入比（%）	191.42	1208.93	467.33	503.59
营业利润率（%）	97.77	95.42	46.67	97.94
总资本收益率（%）	1.30	1.06	1.08	--
净资产收益率（%）	0.99	0.68	0.96	--
长期债务资本化比率（%）	0.44	0.00	14.82	14.84
全部债务资本化比率（%）	15.84	15.52	16.89	16.55
资产负债率（%）	18.56	19.37	18.52	17.44
流动比率（%）	46.22	52.84	88.07	229.37
速动比率（%）	46.22	52.84	88.07	229.37
经营现金流动负债比（%）	4.10	1.39	45.72	--
现金短期债务比（倍）	0.03	0.06	0.24	1.99
EBITDA 利息倍数（倍）	2.86	2.16	3.87	--
全部债务/EBITDA（倍）	11.80	14.77	15.69	--

注：1. 公司 2024 年三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	（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%
调整后营业利润率	（营业收入-营业成本-税金及附加-期间费用）/营业收入×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

跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

贵州省黔晟国有资产经营有限责任公司（以下简称“公司”）应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，贵公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。