

跟踪评级公告

联合[2016] 535号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定茂名港集团有限公司主体长期信用等级为AA⁻，评级展望为稳定，并维持“15茂名港/15茂名港债”AA⁺的信用等级。

特此公告。



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)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

茂名港集团有限公司企业债跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA⁻ 评级展望: 稳定
上次评级结果: AA⁻ 评级展望: 稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
15 茂名港/15 茂名港债	6 亿元	2015/11/4-2022/11/4	AA ⁺	AA ⁺

跟踪评级时间: 2016 年 4 月 18 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年
现金类资产(亿元)	2.94	3.47	11.66
资产总额(亿元)	27.31	39.95	55.11
所有者权益(亿元)	23.63	30.55	35.67
短期债务(亿元)	2.00	0.00	1.60
全部债务(亿元)	2.67	5.66	16.68
营业收入(亿元)	0.82	3.28	3.79
利润总额(亿元)	0.59	0.41	0.60
EBITDA(亿元)	0.70	0.57	0.89
经营性净现金流(亿元)	-18.08	-7.39	-1.27
营业利润率(%)	21.98	10.17	9.30
净资产收益率(%)	2.46	1.34	1.67
资产负债率(%)	13.47	23.52	35.28
全部债务资本化比率(%)	10.16	15.64	31.86
流动比率(%)	783.36	937.17	1059.08
全部债务/EBITDA(倍)	3.81	9.91	18.71
EBITDA 利息倍数(倍)	12.86	3.00	1.13
经营现金流负债比(%)	-614.19	-198.76	-29.30

注: 2014 年财务数据采用 2015 年年初数。

分析师

荣毅 历剑
lianhe@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)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内, 茂名港集团有限公司(以下简称“公司”)资产、收入规模较快增长, 作为茂名港港口经营和基础设施建设的主体, 政府对公司的支持力度大; 同时, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到, 公司组建时间较短, 目前滨海新区尚处于建设期, 筹资压力大, 项目管理难度大以及跟踪期内债务负担大幅上升等因素对其经营及信用水平可能带来的不利影响。

茂名港的建设成为茂名市政府未来发展的重点, 随着现有港口的改建项目、托管项目的推进, 租赁业务收入逐步体现, 公司未来收入结构将向多元化方向发展, 收入规模和盈利能力有望提升。联合资信对公司的评级展望为稳定。

“15 茂名港/15 茂名港债”由广东省融资再担保有限公司(以下简称“广东再担保”)提供不可撤销的连带责任保证担保, 经联合资信评定, 广东再担保的主体长期信用等级为 AA⁺, 担保实力较强, 其担保显著提升“15 茂名港/15 茂名港债”的安全性。

综合考虑, 联合资信维持公司 AA⁻的主体长期信用等级, 评级展望为稳定, 并维持“15 茂名港/15 茂名港债”AA⁺的信用等级。

优势

1. 茂名市经济稳定发展, “建深水大港、兴现代产业、造滨海新城”为茂名市发展战略, 茂名港的建设成为茂名市政府未来发展的重点。
2. 公司作为茂名港港口经营和基础设施建设的主体, 茂名市政府对公司在资金、财政补贴、政策等方面支持力度大。
3. 广东省融资再担保有限公司担保实力较强, 其担保有效提升存续期债券偿付的安全性。

关注

1. 公司组建时间较短，目前收入规模较小，利润总额对营业外收入依赖性较大。
2. 滨海新区处于建设期，公司建设项目投资规模大，筹资压力较重。
3. 公司代管项目开工和收益时间存在不确定性，且项目管理难度较大。
4. 跟踪期内，公司债务负担大幅上升。
5. 公司经营活动现金流量净额持续为负。
6. 其他应收款数额较大，对公司资金形成一定占用。
7. 公司未来需要对子公司收到的粤东西北振兴发展股权基金增资款进行回购和收益差额补足，债务负担将进一步加重。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与茂名港集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与茂名港集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因茂名港集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由茂名港集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于茂名港集团有限公司主体长期信用及存续期债券“15 茂名港/15 茂名港债”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

茂名港集团有限公司（以下简称“茂名港集团”或“公司”）前身为成立于 2004 年 9 月的茂名博贺新港发展有限公司，初始注册资本 36800 万元，其中茂名博贺新港区建设指挥部办公室出资 34800 万元、茂名市国有资产经营公司出资 2000 万元。根据茂名市人民政府办公室《印发茂名港集团有限公司组建方案的通知》（茂府办〔2012〕59 号）及茂名市人民政府办公室市政府工作会议纪要《关于茂名港集团有限公司筹建工作会议纪要》（114 号），将茂名博贺新港发展有限公司作为集团母公司，广东茂名滨海港务有限公司、广东茂名滨海旅游开发有限公司、广东滨海控股有限公司、茂名市港口经营公司作为集团子公司，同时将茂名市天源码头经营有限公司 40% 股份、茂名港引航站划入集团。原“茂名博贺新港发展有限公司”更名为“茂名港有限公司”，于 2012 年 10 月 25 日在广东省茂名市工商行政管理局登记注册。后通过多次增资，2013 年 5 月 17 日经茂名市人民政府茂府办〔2012〕59 号文件批复，公司更名为现名。2014 年 11 月 13 日茂名港集团有限公司股东会决议，茂名博贺新港区建设指挥部办公室以货币出资方式分两次增加投资共 51160 万元。截至 2015 年底，公司注册资本为 21.77 亿元。2015 年 2 月，博贺新港区建设指挥部办公室（为茂名市人民政府派出机构）和茂名市国有资产经营公司将持有公司的股权无偿划转给茂名市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“茂名市国资委”），公司实际控制人为茂名市人民政府（股权结构见附件 1）。

公司经营范围包括：港口、码头、航道、

公路、铁路等交通基础设施投资建设和经营管理；城乡基础设施及公用工程投资建设和经营管理；旅游项目投资；运输代理；普通仓储；港口物流运营；船舶零部件销售；物业管理；沿海滩涂资源开发及配套基础设施建设；引航；岸壁整治；陆域形成，批发：水泥、粮食、钢材。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。目前公司主要以港口经营业务为主。

截至 2015 年底，纳入合并范围内的子公司 15 家；公司设有办公室、财务审计部、投资发展部、工程管理部 and 人力资源部、党群工作部共 6 个职能部门。

截至 2015 年底，公司（合并）资产总额 55.11 亿元，所有者权益（含少数股东权益 8.69 亿元）为 35.67 亿元；2015 年公司实现营业收入 3.79 亿元，利润总额 0.60 亿元。

公司注册地址：茂名市油城七路 3 号大院 7 楼 720 房；法定代表人：刘乃英。

三、宏观经济和政策环境

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP 同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015 年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

根据国家统计局初步核算，2015 年，中国国内生产总值（GDP）67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低；分季度看，GDP 增幅分别为 7.0%、7.0%、6.9% 和 6.8%，

经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

从消费、投资和进出口情况看，2015年，市场销售增速走势较为平稳，固定资产投资增速回落较大，进出口增速回落。社会消费品零售总额 30.10 万亿元，同比增长 10.70%。固定资产投资（不含农户）55.20 万亿元，比上年名义增长 10.00%（扣除价格因素实际增长 12.00%）。全年进出口总额 4.00 万亿元人民币，比上年下降 8.00%。

2015年，中国继续实施积极的财政政策。中国一般公共预算收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。

2015年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到 125BP 和 300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金 5200 亿元、213 亿元和 10811.89 亿元，向市场注入流动性。此外，自 2015 年 10 月起，央行在上海、江苏等 11 省（市）推广信贷资产质押再贷款试点，截至 2015 年末，共向 31 家地方法人金融机构合计发放信贷政策支持再贷款 49.73 亿元，资金流动性保持宽松状态。

2016年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2016年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 6.5%~7.0%，居民消费价格涨幅 3%左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率

4.5%以内，进出口回稳向好，国际收支基本平衡，居民收入增长和经济增长基本同步。2016年是中国“十三五”开局之年，也是推进结构性改革的攻坚之年。政府将稳定和完善宏观经济政策，保持经济运行在合理区间，进一步加强供给侧结构性改革，推进新一轮高水平对外开放，加强民生保障，切实防控风险，努力实现“十三五”时期经济社会发展良好开局。

四、行业分析和区域经济

1. 港口行业

总体运行平稳，货物吞吐量保持增长但增速有所回落

港口作为国民经济和社会发展的重要基础设施，其发展与国民经济发展水平密切相关。近年来随着中国社会经济的快速发展，港口行业发展较为迅速，货物吞吐能力和吞吐量持续上升。2011年中国港口保持了相对稳定的运行状况，完成货物吞吐量 100.41 亿吨，同比增长 12.4%，增速较 2010 年略有回落。2012 年受欧债危机持续以及中国宏观经济增速趋缓影响，港口货物吞吐量增速趋于回落。2012 年中国港口完成货物吞吐量 107.76 亿吨，同比增长 7.3%，增速同比下滑 5.1 个百分点。2013 年随着全球经济的缓慢复苏以及中国经济的稳定增长，中国港口吞吐量增速有所企稳回升，2013 年中国港口完成货物吞吐量 117.67 亿吨，同比增长 9.2%，增速同比上升 1.9 个百分点。2014 年受中国宏观经济下行压力加大影响，中国港口完成货物吞吐量 124.52 亿吨，比上年增长 5.8%，增速较上年下滑 3.4 个百分点，其中，沿海港口完成 80.33 亿吨，同比增长 6.2%；内河港口完成 44.19 亿吨，同比增长 5.1%。2015 年，全国港口完成吞吐量 114.3 亿吨，全国港口货物和集装箱吞吐量同比小幅增长，增速为 1.6%，增幅创新低。

总体来看，港口行业与宏观经济发展状况相关程度极高。2014 年以来，受欧债危机

后全球经济复苏缓慢以及中国宏观经济增速趋缓影响，中国港口行业总体运行平稳，货物吞吐量保持相对稳定增长但增速承回落趋势。

集装箱增速受外贸形势影响增速有所回落

中国港口集装箱吞吐量增速主要取决于与中国制造业出口情况，相应的与中国对外贸易状况息息相关。

2012年以来，在世界经济复苏明显放缓，国内经济下行压力加大的形势下，中国外贸进出口增速有所放缓。2013年全年，中国进出口总值25.83万亿元人民币扣除汇率因素同比增长7.6%；其中出口13.72万亿元人民币，增长7.9%；进口12.11万亿元人民币，增长7.3%。2013年中国港口完成集装箱吞吐量1.90亿TEU，同比增长7.2%，增速同比回落1.2个百分点。2014年，中国进出口增速的进一步回落，全年进出口总值26.43万亿元人民币，比2013年增长2.3%。其中，出口14.39万亿元，增长4.9%；进口12.04万亿元，下降0.6%；贸易顺差2.35万亿元，扩大45.9%。2014年，中国规模以上港口完成集装箱吞吐量同比增长6.4%。中国港口集装箱吞吐量继续弱势增长。2015年，中国进出口额近年来首次出现双降，全年货物进出口总额24.57万亿元，比上年下降7.0%。其中，出口14.13万亿元，下降1.8%；进口10.45亿元，下降13.2%。货物进出口差额（出口减进口）3.48万亿元，比上年增加13244亿元。2015年，全国规模以上港口集装箱吞吐量2.10亿TEU，同比增长4.1%，增速较上年回升2.3个百分点。

总体看，中国港口集装箱吞吐量近年来保持了增长趋势，但受外部经济和中国对外贸易形势影响，增速持续回落。

2. 区域经济环境

目前，公司经营收入大部分来自水东港，但未来发展将主要集中在滨海新区，公司发展

受茂名市及滨海新区的经济增长、财政收支状况和城市建设的影响，并与城市规划密切相关。

(1) 茂名市

区域经济发展状况

根据《2016年茂名市政府工作报告》数据显示，2015年茂名市实现地区生产总值(GDP)2445.6亿元，比上年增长8.0%。其中，其中第一产业增加值384.9亿元，增长4.3%；第二产业增加值1008.1亿元，增长8.6%；第三产业增加值1052.7亿元，增长8.5%。三次产业结构为15.7:41.2:43.1，其中第一产业、第二产业分别下调0.4和0.3个百分点，第三产业上调0.7个百分点。

固定资产投资方面，2015年茂名市全年完成固定资产投资1115.5亿元，增长28.0%，总量排全省第12位，增速排全省第3位。其中，民间投资增长33.4%；工业投资增长38.9%。房地产开发投资102.7亿元，增长8.0%，商品房销售面积270.4万平方米，增长4.7%。分产业看，第一产业投资下降5.0%，第二产业投资增长40.6%，第三产业投资增长14.1%。

财政实力

根据《2016年茂名市政府工作报告》，2015年茂名市财政总收入474.5亿元，同比增长7.2%。一般公共预算收入113.9亿元，同比增长10.6%。

从茂名市本级财政收支情况看（截至报告出具日，公司未能提供2015年茂名市本级财政收支表），2014年茂名市本级地方可控综合财力109.23亿元，同比增长9.22%。一般预算本级收入、国有土地使用权出让收入、专项转移支付收入分别占地方综合财力的37.92%、21.09%、38.63%。地方政府债务主要由直接债务及担保债务两部分构成。截至2014年底，茂名市本级政府债务余额为48.03亿元，主要为国内金融机构借款、债券融资及其它。截至2014年底，茂名市债务率（地方政府债务余额÷地方综合财力×100%）为43.97%。茂名市地方

政府债务负担适宜。

表 1 2014 年底茂名市本级政府债务及综合财力情况

地方债务	金额 (万元)	地方财力	金额 (万元)
(一) 直接债务余额	449052.13	(一) 地方一般预算本级收入	414220.00
1、外国政府贷款	143.12	1. 税收收入	224519.00
2、国外金融组织贷款		2. 非税收入	189701.00
(1) 世界银行贷款		(二) 转移支付和税收返还收入	421963.00
3、国债转贷资金	262.00	1. 一般性转移支付收入	130079.00
4、农业综合开发借款	470.79	2. 专项转移支付收入	245713.00
5、解决地方金融风险专项借款	2460.10	3. 税收返还收入	46171.00
6、国内金融机构借款	242553.31	(三) 国有土地使用权出让收入	230336.00
(1) 政府直接借款	6248.33	1. 国有土地使用权出让金	145666.00
(2) 由政府承担偿还责任的融资平台公司借款	236304.98	2. 国有土地收益基金	
7、债券融资	133977.00	3. 农业土地开发资金	
(1) 中央代发地方政府债券	133977.00	4. 新增建设用地有偿使用费	-5458.00
(2) 由财政承担偿还责任的融资平台债券融资		5. 其他	90128.00
8、粮食企业亏损挂账		(四) 预算外财政专户收入	25804.00
9、向单位、个人借款	556.98		
10、拖欠工资和工程款	1452.55		
11、其他	37176.28		
(二) 担保债务余额	62528.24		
1、政府担保的国内金融机构借款	61180.92		
2、政府担保的融资平台债券融资	2619.00		
3、政府担保向单位、个人借款	1693.23		
地方政府债务余额=(一)+(二)*50%	480316.25	地方综合财力=(一)+(二)+(三)+(四)	1092323.00
债务率=(地方政府债务余额/地方综合财力)×100%			43.97%

资料来源：茂名市财政局

未来发展

“十三五”时期茂名市经济社会发展主要目标：生产总值年均增长8.5%，人均生产总值年均增长7.5%，城乡居民收入增长与经济增长同步。为实现“十三五”规划目标，茂名市着力抓好六方面工作：一是构建粤西重要交通枢纽。二是培育壮大主导产业。三是建设粤西组团式中心城市。优化发展主城区，中联发展市民高新片区，南拓发展水东湾城区，东进建设博贺湾片区。四是壮大特色县域经济。五是深化改革开放，突出抓好行政管理体制、经济体制、金融改革创新。六是着力增进民生福祉。

总体看，茂名市近年来区域经济发展水平持续增长，为公司发展提供了良好的外部环境。滨海新区区位优势突出，新区开发潜力巨大，为公司港口经营业务提供了较为宽广的发展空间。

(2) 滨海新区

区域概况

2012年4月26日，广东省茂名市滨海新区挂牌成立，滨海新区规划面积1688平方公里，包括茂南区、茂港区、电白县两区一县的19个建制镇、6个街道办事处和高新技术产业开发区。滨海新区地处湛茂阳经济圈的核心，东接阳江，西联湛江，对周边区域的

影响和辐射带动范围广。已初步形成铁路、公路、水路（港口）、管道、航空（湛江机场）五种运输方式构成的立体交通网络，特别是洛湛铁路在区内设立编组站和茂湛铁路加快建设，为茂名港发展成为内陆地区重要的出海口、滨海新区辐射影响大西南和中南地区创造了条件。

滨海新区石化产业基础雄厚，港口、岸线、土地、海洋、旅游等资源丰富。2014 年港口吞吐能力超过 2600 万吨，规划到 2020 年，将形成 4000 万吨炼油和 200 万吨乙烯生产能力，成为世界级石化产业基地，新区开发潜力巨大。

茂名滨海新区政府国库于 2013 年 9 月成立。根据公司提供的《2015 年广东茂名滨海新区政府债务及综合财力情况表》，2015 年滨海新区综合财力 13.08 亿元，其中一般预算收入 0.73 亿元，转移支付和税收返还收入 11.44 亿元，国有土地使用权出让收入 0.63 亿元，滨海新区发展处于起步阶段，目前地方可控财力主要依靠转移支付。2015 年茂名滨海新区债务总额 0.20 亿元，全部为直接债务。目前滨海新区处于起步阶段，项目建设资金需求大，自身财政实力较弱。

未来发展

按照滨海新区“三步走”发展战略，2015 年开发建设全面展开，滨海新城初具规模。2020 年，主体功能基本具备，滨海新城框架基本形成。2030 年，发展水平达到一流，经济繁荣、社会和谐、环境优美的滨海新城基本建成。

总体看，茂名市近年来区域经济发展水平持续增长，为公司发展提供了良好的外部环境。滨海新区区位优势突出，新区开发潜力巨大，为公司港口经营业务提供了较为宽广的发展空间。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2015 年底，公司注册资本为 21.77 亿元，茂名市国资委持有公司 100% 股份，公司实际控制人为茂名市人民政府。

2. 企业规模

公司目前经营地点在茂名港，业务定位为茂名港港口经营和港口基础设施建设主体，目前注册资本 21.77 亿元人民币。为了深入贯彻落实茂名市“建深水大港、兴现代产业、造滨海新城”发展战略，整合茂名港口资源，充分发挥港口的引擎作用，推动滨海发展，茂名市委市政府于 2012 年组建成立广东茂名滨海新区和茂名港集团。公司作为港口建设的具体承担者和推动者，承担着茂名市水东、博贺、吉达三大港区的开发建设和经营管理任务，是茂名港港口经营和基础设施建设的主体。

截至 2015 年底，公司拥有下属子公司 15 家。目前公司收入主要来源于下属全资子公司茂名市港口经营有限公司（以下简称“港口经营公司”），以及 2013 年 6 月底政府划转的全资子公司茂名市鑫龙发展有限公司（以下简称“鑫龙公司”）。2015 年公司港口货物吞吐量 203.12 万吨。

总体看，茂名市政府对公司的定位明确，公司在茂名港的发展中将发挥主要作用。

3. 人员素质

截至 2015 年底，公司现有高级管理人员 8 人，包括董事长 1 人，总经理 1 人，副总经理 4 人、副总工程师 1 人，助理总经理 1 人。跟踪期内，公司主要负责人未发生变化。

4. 政策支持

公司在资金支持和资产注入等方面得到地方政府的大力支持。

资金支持

① 注册资本金

公司为茂名市人民政府派出机构茂名博

贺新港区建设指挥部办公室和茂名市国有资产经营公司于1994年共同出资设立，初始注册资本3.68亿元，后通过多次增资，截至2015年底，公司注册资本21.77亿元。

②补贴收入及税费返还

鉴于公司经营业务特殊性，茂名市政府每年给予公司一定数额的港区开发补贴以及基础设施建设配套补贴。2015年政府补贴0.79亿元（其中税费返还0.41亿元），计入“营业外收入”科目。

政策支持

根据2012年8月3日茂名市人民政府办公室签发文件《印发茂名港集团有限公司组建方案的通知》（茂府办〔2012〕59号），明确了政府对公司的扶持政策：①自公司成立之日起5年内，公司的税后利润全部留存做发展基金；②自公司成立之日起5年内，公司上缴税费形成的市级财政收入全部返还给公司，2015年税费返还0.41亿元；③市政府在行政审批、行政事业性收费、财政资金等方面扶持公司，扶持办法另行制定；④市政府支持公司实行股权激励制度；⑤市政府可开发利用的岸线和港界范围内的土地分期分批注入到公司，注入前由公司管理。

土地注入

2013年2~3月茂名市政府将37宗、2740亩土地（其中735亩为工业用地，2005亩为商业住宅用地）通过招拍挂方式注入到茂名港集团，成为茂名港集团的资产。目前该批土地的入账价值达170353万元（其中土地招拍挂价值164512.55万元，政府土地税金返还5840.66万元）。

2014年，股东茂名博贺新港区建设指挥部办公室本年对公司增资5.12亿元（该资金来自于广东省政府设立的粤东西北振兴发展股权基金（以下简称“粤东西北股权基金”）），公司使用该笔资金通过招投标获取5宗土地，面积为206689.07平方米，合310亩，土地出让金为51160万元。土地性质为其他商服用地。截至2015年底，公司将上述土地使用权计入“存货”科目。目前以上土地尚无出让计划或开发计划。

总体看，茂名市政府对公司的支持力度大。

六、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构、管理水平方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营现状

2015年，公司营业收入3.79亿元，同比增长15.69%，主要因油品贸易量增加以及相关装卸堆存服务收入增加，带动公司营业收入增长。油品贸易占公司营业收入的77.21%，成为公司主要收入来源。

受毛利率较低的油品贸易业务量加大且毛利率持续走低影响，2015年公司毛利率由2015年的10.44%下降至9.68%。传统港口业务的毛利率较高，其中装卸、堆存服务业务毛利率持续上升，主要是近年来公司通过精简人员、竞争上岗、更新设备等措施加大了成本控制力度以及工作效率所致。

表2 近三年公司营业收入和毛利率情况

分业务	营业收入(万元)			毛利率(%)		
	2013年	2014年	2015年	2013年	2014年	2015年
装卸、堆存服务	3314.91	3185.00	6509.05	28.66	38.81	49.51
引航服务	1805.16	1890.00	1040.40	46.85	40.26	18.33
土石方出售	376.00	214.00	399.00	--	--	--
油化贸易	2639.32	26944.00	29284.00	5.10	3.04	1.26
物业管理服务	111.00	437.00	694.00	57.69	64.07	33.25
代管费	--	113.00	--	--	--	--
合计	8246.39	32783.00	37925.45	23.09	10.44	9.68

资料来源：公司提供

2. 业务运营

(1) 港口业务

目前公司港口业务集中于水东港区，由下属全资子公司港口经营公司、鑫龙公司和参股子公司茂名市天源码头经营有限公司（以下简称“天源公司”）负责运营。

2015年，公司港口货物吞吐量203.12万吨，同比下降12.65%，主要系粮食和石油制品吞吐量下降所致，吞吐量仍以内贸为主。

公司港口业务主要包括货物装卸、堆存服务和引航服务。

货物装卸、堆存

从货物中转方向来看，随着外部经济形势影响，加上国内经济结构转型，内贸需求量加大，公司内贸业务量加大，2015年内贸货物吞吐量占比95%以上。

从货物种类来看，公司装卸的货物包括石油、天然气及制品、矿建材料、煤炭及制品、粮食、非金属矿石等。近年来粮食是主要货物，2015年粮食占公司货物吞吐量的34.84%。石油天然气及制品、煤炭及制品分别占2015年吞吐量的12.73%、32.55%，以内贸为主。

2015年公司进港货物仍以茂名市为主要消费市场，其中粮食消费主体为茂名市区的饲料厂，煤炭及制品主要消费主体是茂名市热电厂、乙烯厂和水泥厂；石油天然气及制品主要运往广东、广西、海南、浙江、江苏、重庆、四川、福建、湖南等十一省区。

表3 近年来公司主要货物吞吐量（单位：万吨）

种类	2014年	2015年
石油、天然气及制品	45.49	25.85
矿建材料	--	0.95
煤炭及制品	56.67	66.12
粮食	104.40	70.76
化工原料及制品	0.11	
非金属矿石	3.91	5.08
金属矿石	2.05	4.59
木材	1.44	3.55
水泥	0.00	
化肥及农药	1.32	1.33

钢铁	17.04	24.75
机械、设备、电器	0.09	0.03
其他	0.01	0.11
合计	232.53	203.12

资料来源：公司提供

货物堆存方面，与2014年相同，2015公司拥有仓库4座，仓库总面积5600平方米；拥有堆场10个，总面积42065平方米；油品及化工品储罐22座，总库容59000立方米；液化石油气储罐18座总库容6000立方米；其中海关监管区占地面积265亩。目前货物堆存收费标准为每天0.1元/吨。

引航服务

公司引航服务的计费标准是依据交通部颁布的《中华人民共和国港口收费规则》，计费基础是船舶净吨与对应费率的乘积，费用结算方式是月结和日结相结合。2015年公司引航服务收入1040万元，较2014年减少849.60万元，同比下降44.95%，系从2015年开始，引航收入以上缴财政后返还部分作为收入（之前为全额作为收入）所致。

港口业务未来发展

茂名港现辖水东港、博贺新港和吉达港三个港区，目前业务集中于水东港，但水东港进港航道水深不够，港口运营能力受限，一定程度上制约了茂名市港口经济的发展。另外随着滨海新区的建立，茂名市政府引进了粤电集团、中石化、中海油等大型项目落户博贺港区，水东港的现有运营能力远不能达到未来港口经济的发展需要。茂名港集团作为茂名港港口经营的主体，一方面通过对现有的水东港港口改扩建提升现有运营水平，另一方面重点加快对博贺新港区的建设，未来五年茂名港将形成以水东港区为依托，博贺新港区为重点，吉达港区为预留的总体发展格局。

水东港改扩建方面，公司原计划的水东港改扩建项目包括：水东港500吨码头改造、水东港区围海造地项目、水东港2个3万吨级码头项目，以上项目总投资51125万元，截至2015

年底已投资 2214 万元，主要为项目前期费用。目前由于规划调整，原计划的水东港改扩建项目均未开工建设，其中水东港 500 吨码头改造为 5000 吨，公司现正申办海域使用权证，开工时间按权证办理进度待定，资金需求为 1 亿元，资金来源为公司自筹和银行贷款。其他两个项目开工时间待定。

博贺新港区建设方面：随着滨海新区的成立，相关大型项目落户博贺新港区，博贺新港区的建设迫在眉睫，目前启动的建设项目包括：东、西防波堤工程项目、博贺新港区 30 万吨航道工程等，公司负责以上建设项目的代建或管理工作，目前东、西防波堤工程项目已经开始建设。

(2) 油品贸易

2015 年公司油化贸易产品主要包括：二甲苯，贸易量 26552.17 吨；车用柴油，贸易量 10108.32 吨，喷气燃料：3878.56 吨。全年总油化贸易量 70747.92 吨，同比增长 394.74%，贸易收入和贸易量未能同步增长，主要系石油以及相关产品价格下跌所致。

公司油化贸易的主要供货方是中石化茂名石化分公司和海南华塑石化有限公司，主要客户是广州、茂名、阳江、海南等地的油品与

化工品零售商。

未来，随着水东港、博贺新港和吉达港改扩建逐步完成，公司油品贸易的基础设施（储油罐、储气罐等）有望加强。另外随着滨海新区经济的快速发展，油品贸易的市场容量有望扩大，公司油品贸易的业务发展趋势向好。

(3) 项目代管

公司承担的代管项目如表 4 所示，全部由 BT 投资方来筹集资金投资建设，公司可获得代管费收入。

截至 2015 年底，已经开工的代管项目为滨海新区博贺湾大道项目和恒大路改建项目。其中，滨海新区博贺湾大道项目于 2013 年 10 月正式开工建设，收入按工程进度进行确认，截至 2015 年底，该项目累计取得代管收入 181.67 万元（2015 年该项目获得代管费收入 68.67 万元，因数额较小，公司未单独列示）；恒大路改建项目已开工，尚未取得代管收入。跟踪期内，其余代管项目由于滨海新区规划调整，项目已暂缓。

总体看，公司承担的代管项目投资规模较大，项目开工和收益时间存在不确定性。另外，公司组建时间较短，人员配备有限，但项目量较大，公司对项目的管理有待关注。

表 4 公司承担的代管项目（单位：万元）

项目名称	代建主体	计划开工和完工时间	总投资	预期收入
博贺新港区 15/30 万吨级航道（首期 15 万吨级）工程	开发建设	2016-2017	70779	547
茂名港博贺新港区液体化工码头公用管廊工程	开发建设	2017-2018	52181	454
茂名博贺新港区油气化工品储存区陆域形成工程	开发建设	2016-2018	82054	603
博贺新港区油气化工品库区陆域形成工程（中、北区）	开发建设	2016-2018	200000	883
吉达港区中防波堤工程		2016-2017	73603	561
茂名市博贺新港区联围北山岭海堤（市直管段）达标工程	开发建设	2015-2017	47974	417
博贺湾大道	滨海控股	2013-2015	66982	270
恒大路改建	滨海控股	2015-2015	11674	137
滨海一中	滨海控股	2015-2017	41732	201
东湾绿城	滨海控股	2016-2019	55000	380
博贺湾大桥	滨海控股	2016-2018	28000	257
保利西路	滨海控股	2016-2017	3000	30
合计			732979	4740

资料来源：公司提供

3. 项目投资

(1) 代建项目

作为茂名港滨海新区基础设施建设的主体，公司还承担着港口建设项目的代建工作。目前主要负责博贺新港区东、西防波堤工程代建业务，公司负责该项目的融资和建设，项目建成后由滨海新区政府回购。

该项目总投资 24.88 亿元（含前期费用 1.7 亿元政府直接投入部分，1.5 亿元预备费，17.9 亿元工程费），于 2013 年 11 月正式开工建设，截至 2016 年 3 月底，已经投资 6.07 亿元左右，项目施工进度为东防波堤工程已经建成 3690 米（总长 5423 米）；西防波堤工程 2014 年 12 月开工建设，截至 2016 年 3 月底，已经建成 1158 米（总长 5423 米）。

防波堤工程预计在 2017 年上半年建成投用，该项目建成后两年半内将由政府分五期等额回购，2017 年开始回购，每半年回购金额约为 4.5 亿元，累计可形成资金流约 22.5 亿元（主要是针对公司投入的 17.9 亿元工程费以及政府

支付给公司的利息及收益 4.6 亿元）。

总体看，防波堤项目总投资规模较大，前期筹资压力较大，但随着 2017 年建成政府回购，将贡献一定规模现金流，且滨海新区财力增长情况及到期回购实力有待观察。

(2) 对外投资

公司对外投资以参股合资项目的投资为主，根据茂名市政府文件，茂名市政府引进的粤电集团煤炭码头及博贺电厂由茂名港集团参股 20% 合资经营，引进的中海油 LNG 登陆点项目及 LNG 加气站项目由茂名港集团参股 25% 合资经营，引进的广州港通用码头项目由茂名港集团参股 30% 合资经营。对外投资项目如表 5 所示，公司对外投资资本金合计 15.82 亿元，资金来源于博贺新港区的码头周边土地及岸线出让收入、集团名下土地出让收入及与中国人保资产管理公司、广东省恒建投资等资金方成立的博贺湾海洋产业基金。截至 2015 年底，公司已经出资 6540 万元，未来随着项目建成运营，公司有望取得的分红收益。

表 5 公司计划对外投资情况（单位：亿元）

序号	项目	项目总投资	公司参股	公司出资	项目进度
1	粤电集团博贺新港区煤炭码头项目	28.20	20%	1.69	正在准备筹划成立合资公司
2	粤电集团茂名博贺电厂一期项目	83.00	20%	3.32	正在准备筹划成立合资公司
3	广州港股份有限公司合资博贺新港区通用码头项目	25.00	30%	2.28	已经成立合资公司，项目计划年内开工建设，合资公司第一期 20% 注册资本金已经到位，其中公司出资 4560 万元。
4	中海油气电集团博贺新港区 LNG 项目	110.00	25%	8.25	正在准备项目围海造陆
5	中海油茂名交通新能源有限公司 LNG 加气站项目	2.00	25%	0.15	目前已经成立合资公司，第一期注册资本金 2800 万已经到账，其中公司出资 700 万元。
6	广东海奥工程材料有限公司工程材料项目	0.62	40%	0.128	公司出资 1280 万元，目前正在办理清算
合计		248.82		15.82	

资料来源：公司提供

(3) 其他项目

通达大厦项目

根据茂名市政府关于集团公司组建 59 号文件，将通达公司大楼及周边 16.5 亩商业用地划入茂名港集团。根据本项目周边地块成交楼面价格为 2100 元/m²，估算本项目地块价值约为 700 万元/亩（以实际评估值为准），估算本

项目资产价值约为 11564 万元。

目前本项目 16.5 亩土地手续已经办理完毕；另外将通达公司大楼（烂尾楼）划入茂名港集团，2013 年 11 月 29 日通达大楼办理完毕产权划拨手续，正式划转至茂名港集团。

通达大楼地处茂名火车东站及交通客运中心区，交通便利，人车流量大，大楼重新装修

后计划作为写字楼出租和酒店经营，计划出租给中海油、粤电集团、广州港集团、中化集团、中国铝业、中电国际、太阳纸业等公司。

通达大厦原计划重新装修后出租，获取出租收入。目前由于通达大厦消防安全存在隐患，计划在原地址上拆除重建，截至 2015 年底，公司为了提升资产使用价值，正在研究通达大厦的处置方案。

煤炭堆场和化工仓储项目收入

为完善博贺新港区港口功能、改善港口布局 and 集疏运体系，提升港口生产和运输效率，为港区提供港口生产必要的生产设施开发煤炭堆场和化工仓储项目。

根据广州地质勘察基础工程公司对茂名港博贺新港区化工仓储、煤炭堆场《场区土石方量计算说明》，在项目建设过程中对东阁岭进行开发，可形成 5016 万方土石方，出售给博贺新港区东西防波堤工程、粤电煤炭码头、中化化工仓储区及石化储运码头、广州港通用码头、中海油 LNG 码头、太阳纸业造纸等项目的建设使用，根据目前茂名地区土石方出售的市场价格，初步按土方 25 元/m³，中风化石方 60 元/m³，微风化石方 100 元/m³，如土石方全部出售，可带来 40.6 亿元收入。截至 2016 年 3 月底，公司正在办理采矿证。

根据茂名港博贺新港区工程的整体施工进度，东阁岭开山造陆工程已经于 2013 年 11 月底开始施工。2014 年和 2015 年实现土石方销售收入分别是 214 万元、399 万元。目前收入规模小，主要因该项目还处于前期阶段，还未全面开展。

根据项目建议书，煤炭堆场和化工仓储建成投产后，每年可带来租金收入 1674.12 万元。总体看，项目投资规模较大，后续筹资压力较重。但未来该项目投资收益较乐观。

整体看，公司作为茂名市港口经营和基础设施建设的主体，目前收入规模不大。未来随着现有港口的改扩建、托管项目的推进、投资收益等业务逐步成熟，公司多元化的收入来源

将为公司带来较可观的利润。但目前托管项目和对外投资项目尚处于前期报备阶段，投资支出很大，后续的不确定性有待观察。

4. 未来发展

根据茂名市“建深水大港、兴现代产业、造滨海新城”发展战略，公司作为茂名市港口经营和基础设施建设的主体，在茂名港未来发展中将发挥重要作用。

目前公司港口经营业务稳步发展，但博贺湾片区正处于建设投入阶段，东、西防波堤项目和对外投资项目投资较大，融资压力较大；另外，公司组建时间较短，人员配备有限，但项目量较大，公司对项目的管理有待关注。

八、募集资金使用情况

2015 年 11 月公司发行 6 亿元“15 茂名港/15 茂名港债”，发行期限 7 年，截至 2016 年 3 月底募集资金已使用 2.03 亿元，用于支付东区化工仓储工程项目拆迁款。

目前该项目推进顺利，已完成备案立项、用地预审用地申请已上报省国土厅待批，项目无压覆矿床审查申请函已获批，地质灾害评估报告已完成报告评审及备案（省国土厅），环境影响评价报告、初步设计已获新区规划建设与交通环保局批复，已开始围墙施工。

九、财务分析

公司提供的 2013、2014 年财务报表已经众环海华会计师事务所（特殊普通合伙）珠海分所审计，2015 年财务报告已经中审众环（以下简称“众环”）会计师事务所（特殊普通合伙）珠海分所审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

2015 年会计政策变更：公司对挂账数年的其他流动资产 0.26 亿元、其他非流动资产 0.38 亿元全额计提了减值准备，并转入以前年度损益。众环对于上述调整采用追溯调整法进行调

整，其中减少了年初未分配利润 0.63 亿元、减少其他流动资产 0.26 亿元、其他非流动资产 0.38 亿元。

2015 年会计差错更正：公司漏记应付财政局借款利息 0.02 亿元、多计了广告牌租赁费 38 万元、少计了企业所得税 6325.5 元。众环对于上述调整采用追溯调整法进行调整，其中增加 2014 年财务费用 0.02 亿元，增加其他应付款 0.02 亿元、减少管理费用 38 万元、增加应交税金 6325.5 元、增加少数股东损益和少数股东权益 0.03 亿元。

会计差错更正和会计政策变更对公司财务报表可比性影响不大，本次跟踪评级报告所采用财务数据对上述更正和变更做了相应调整，2014 年财务数据以 2015 年期初数为准。

截至 2015 年底，公司纳入合并范围内的子公司 15 家。

截至 2015 年底，公司（合并）资产总额 55.11 亿元，所有者权益（含少数股东权益 8.69 亿元）为 35.67 亿元；2015 年公司实现营业收入 3.79 亿元，利润总额 0.60 亿元。

1. 盈利能力

随着公司码头业务的不断发展，营业收入规模不断扩大。2015 年公司营业收入为 3.79 亿元，同比增长 15.69%，主要来自港口经营和油品贸易；同期，营业成本为 3.43 亿元，同比增长 16.67%，增速高于营业收入；营业利润率为 9.30%，同比下降 0.87 个百分点，主要因行业景气度下行，公司营业收入占比高的油品贸易业务毛利率继续走低影响。

近两年公司期间费用以管理费用为主，2015 年公司期间费用为 0.55 亿元，同比增长 27.56%，系财务费用增加所致，期间费用占营业收入比重为 14.53%。

近两年公司营业外收入主要来自政府补助，2015 年为 0.79 亿元，其中财政补贴 0.38 亿元、税费返还 0.41 亿元。

跟踪期内，公司主业继续亏损，利润总额

全部来自于政府补助，2014 年公司利润总额 0.60 亿元，同比增长 47.71%，主要系政府补助增加所致，公司利润对营业外收入依赖性较大。

图 1 2013~2015 年公司主要盈利指标情况



资料来源：公司审计报告

从主要盈利指标看，2015 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 1.55% 和 1.67%，同比分别增长 0.18 和 0.33 个百分点。

总体看，目前公司收入来源主要是港口经营和油品贸易，整体收入规模较小，主业仍然亏损，利润总额来自于政府补助。

2. 现金流及保障

从经营活动来看，2015 年经营活动现金流入主要来自销售商品、提供劳务收到的现金，经营活动现金流入量 4.50 亿元；经营活动现金流出主要来自购买商品、接受劳务支付的现金 3.98 亿元和支付其他与经营活动有关的现金 1.26 亿元，主要系与子公司的往来款，经营活动现金流出量 5.77 亿元；近三年，公司经营活动产生的现金流量净额持续表现为净流出，分别为 -18.08 亿元、-7.39 亿 -1.27 亿元。从收入实现质量来看，2015 年公司现金收入比为 118.60%，公司收入实现质量好。

从投资活动来看，2015 年公司收到和支付的其他与投资活动有关现金分别为 0.80 亿元（主要是公司子公司收到农业发展银行资本金投入 0.75 亿元）和 5.63 亿元（主要是支付的防

波堤工程款和征地款)；收回投资收到的现金 1.30 亿元，主要是公司理财产品赎回收到的现金。近三年公司投资活动产生的现金流量净额分别为-0.81 亿元、-1.12 亿元和-3.70 亿元。

近三年公司筹资活动前产生的现金流量净额分别为-18.88 亿元、-8.51 亿元和-4.97 亿元，对外融资需求较大。

从筹资活动来看，2015 年公司筹资活动现金流入 13.64 亿元，主要是取得流动贷款 3.80 亿、发行企业债筹资净额 5.92 亿元，子公司收到粤东西北股权基金 2.39 亿元，西防波堤项目贷款 1.5 亿元。公司筹资活动产生的现金流量净额为 13.15 亿元。

总体看，由于公司组建时间较短，费用支出量较大，经营活动现金流持续为负。未来公司投资项目较多，对外融资需求较大。

3. 资本及债务结构

资产

截至2015年底，公司资产总额55.11亿元，同比增长37.96%，其中流动资产占83.54%，非流动资产占16.46%，非流动资产占比有所上升。

流动资产

截至 2015 年底，公司流动资产为 46.04 亿元，同比增长 32.21%，主要来自货币资金的增加。2015 年底公司流动资产主要由货币资金(占 25.30%)、其他应收款(占 20.28%)和存货(占 49.67%)构成。

截至 2015 年底，公司货币资金为 11.65 亿元，同比增长 235.40%，主要系 2015 年 11 月公司发行 6 亿元企业债所致，以银行存款(占 46.95%)和其他货币资金(占 53.05%)为主，其他货币资金系向银行购入的可随时赎回或短期货币型基金。

截至 2015 年底，公司存货为 22.87 亿元，同比增长 3.21%。从存货构成来看，公司存货主要是土地资产(占 99.49%)，其中已抵押的土地账面价值 13.12 亿元，占存货总额的 57.37%，公司存货未发生减值迹象，故未计提

存货跌价准备。

截至 2015 年底，公司其他应收款为 9.34 亿元，同比增长 21.25%，主要是应收广东茂名滨海新区管理委员会财政与国资管理局的往来借款和滨海新区财政与国资管理局征地费，前五名欠款单位欠款金额占其他应收款余额的 55.93%。从账龄来看，1 年以内的占比 65.86%，1~2 年的占比 33.00%，2 年以上的占比 1.14%。公司账龄较短。其他应收款数额较大，对公司资金形成一定占用。

截至 2015 年底，公司预付款项 2.03 亿元，账龄 1 年以内的占 43.47%，1~2 年的占 56.51%，主要是预付中国港湾-东防波堤、中国港湾-西防波堤的工程款。

非流动资产

截至2015年底，公司非流动资产9.07亿元，同比增长76.98%，主要来自在建工程的增加。2015年底公司非流动资产以长期股权投资(占 13.19%)、固定资产(占8.27%)、在建工程(占 65.78%)和无形资产(占7.82%)为主。

截至2015年底，公司长期股权投资为1.20 亿元，同比增长7.94%，主要是增加对联营企业茂名港铭昕开发建设有限公司的投资。

截至2015年底，公司固定资产账面价值 0.75 亿元(同比下降3.99%)，以房屋及建筑物和机器设备为主，累计计提折旧0.59 亿元。

截至2015年底，公司在建工程为5.97 亿元，同比增长252.48%。2015年公司在建工程主要为博贺新港区东西防波堤工程项目(3.40 亿元)、引航站项目(0.30 亿元)、股权基金土地开发项目等(1.84 亿元)。

截至2015年底，无形资产账面价值0.71 亿元，同比下降51.54%，主要因公司子公司广东茂名水东港国际码头集运有限公司土地评估增值0.75 亿元，由于相关部门未认可该评估价值，故将其调出。公司无形资产构成主要是土地使用权。

总体看，存货(土地)、其他应收款、在建工程在公司资产中占比高，公司资产质量一般；

其他应收款数额较大，对公司资金形成一定占用。

所有者权益

截至2015年底，公司所有者权益35.67亿元，同比增长16.74%，主要来自少数股东权益的增加。2015年底归属于母公司的所有者权益主要由实收资本（占80.68%）、资本公积（占12.17%）和未分配利润（占5.84%）构成。同期，公司少数股东权益8.69亿元，同比增长102.49%，主要系公司子公司收到粤东西北股权投资基金投资款（3.89亿元）以及农业发展银行资本金（0.75亿元）所致（粤东西北股权投资基金合作方式为股权投资合作，还款期8年，约定利率7.5%，按半年付息，公司作为该笔投资的回购人以及收益的差额补足人，承担无条件的、不可撤销的担保责任；农业发展银行合作方式为股权投资合作，还款期限12年，约定利率1.2%，按季度付息）。

总体看，跟踪期内，公司所有者权益规模有所增长，整体稳定性较好。

负债

截至2015年底，公司负债总额19.44亿元（同比增长106.93%），其中流动负债占22.36%，非流动负债占77.64%，以非流动负债为主。

截至2015年底，公司流动负债4.35亿元，主要由其他应付款（占50.82%）和短期借款（占36.75%）构成。

截至2015年底，公司其他应付款为2.21亿元，主要为茂名市财政局、茂名市土储中心的借款和茂名市天源码头经营公司的工程款。从账龄来看，1年以内的占69.77%；1~2年的占11.18%；2年以上的占19.05%，账龄较短。

截至2015年底，公司全部债务16.68亿元，同比增长194.53%，主要因公司2015年发行的6亿元“15茂名港/15茂名港债”和新增3.50亿元长期借款。

从债务指标来看，截至2015年底，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35.28%、31.86%和29.71%，均

较2014年底大幅上升，分别上升11.76、16.23、14.08个百分点，但公司总体债务负担仍较轻。

总体看，跟踪期内，公司债务规模有所增加，但债务负担依然处于较轻水平，未来随着茂名港港区建设项目的推进，公司资金需求加大，债务负担有可能加重。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015年底公司流动比率和速动比率很高，分别为1059.08%和533.03%。由于近年公司经营活动现金流量净额持续为负，对流动负债尚无保障能力。但鉴于截至2015年底，公司短期债务规模较小（1.60亿元），公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2015年公司EBITDA为0.89亿元，EBITDA利息倍数和全部债务/EBITDA分别为1.13倍和18.71倍，公司利息支付能力一般。随着公司业务的发展，有息债务规模持续增长，长期债务的偿还能力有待关注。

截至2015年底，公司授信总额29.00亿元，尚未使用额度为10.05亿元。目前公司间接融资渠道较为通畅。

截至2015年4月底，公司不存在对外担保事项。

5. 存续债券偿债能力

2015年，公司EBITDA和经营活动现金流入量分别为8915.28万元、44978.33万元，分别为存续期债券的0.15倍和0.75倍；经营活动现金流量净额为负，对存续期债券无保障能力。总体看，公司EBITDA和经营活动现金流对存续期债券的保障能力较弱。

但考虑到公司作为茂名港港口经营和基础设施建设的主体，政府对公司的支持力度较大；随着公司各项业务的逐步推进，收入规模有望逐年增加；同时考虑到“15茂名港/15茂名港债”由广东省融资再担保有限公司提供不可撤销的连带责任保证担保，经联合资信评定，广

东再担保的主体长期信用等级为 AA⁺，担保实力较强，其担保显著提升“15 茂名港/15 茂名港债”的安全性。总体看，存续期债券到期不能偿还的风险较低。

6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G1044090200012630L），截至 2016 年 4 月 1 日，公司无未结清和已结清的不良信贷记录。

众环海华会计师事务所（特殊普通合伙）珠海分所出具的三年连审报告（众环审字【2015】第 100146 号）中提到：根据珠海国睿衡赋会计师事务所有限公司珠海国赋专字[2013]Z150 号审计报告，公司于 2013 年 7 月划入的子公司茂名市鑫龙发展有限公司欠中国银行茂名分行本息合计 5140.22 万元，目前该债务仍未结清，截止 2016 年 2 月 29 日，尚欠人民币本金 2548.76 万元，人民币利息 4026.95 万元，外汇利息 9.76 万美元（外汇利息暂计至 2013 年 12 月 27 日），本息合计人民币 6575.71 万元，外汇 9.76 万美元。

7. 抗风险能力

公司作为茂名市港口经营和基础设施投资建设主体，于 2012 年 10 月组建而成，目前收入主要来源于港口经营业务和油品贸易，收入规模一般，但茂名市政府在资金、财政补贴、政策等多方面给予公司较大支持。公司承揽了滨海新区重大代管项目，且拥有较大规模的土地资源。整体看，公司抗风险能力较强。

十、担保方分析

“15 茂名港/15 茂名港债”由广东省融资再担保有限公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。保证范围包括债券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。

担保人资信情况

广东省融资再担保有限公司的前身为成立于 2009 年 2 月的广东省中小企业信用再担保有限公司，成立目的是为广东省加快基础设施建设和经济发展提供担保和再担保。广东省中小企业信用再担保有限公司是由广东粤财投资控股有限公司（以下简称“粤财控股”）代表广东省政府全额出资成立的省级再担保公司，初始注册资本为 20 亿元。2011 年，广东省中小企业信用再担保有限公司更名为广东省融资再担保有限公司（以下简称“广东再担保”）。2012 年、2014 年公司分别实施三次增资，实收资本增至 28.10 亿元。2015 年 7 月，粤财控股再次向广东再担保增资 22 亿元，变更后广东再担保注册资本为 50.10 亿元，资本实力不断增强。

广东再担保经营范围：按照国家法律法规要求，从事各类信用担保业务、项目投资、资本运作、资产管理、融资咨询、财务顾问及与信用担保有关的中介服务。

广东再担保设有业务部门、风险管理部、法律事务部、财务资源部、资产保全部、研究发展部等部门，现有员工 64 人。截至 2015 年 9 月末，广东再担保拥有两家全资子公司，分别为广东粤财网络投资有限公司和广东粤财网电投资有限公司，注册资本均为 2000 万元。

截至 2014 年末，广东再担保资产总额 386658.20 万元，其中货币资金 213118.97 万元；负债总额 54726.03 万元，其中担保赔偿准备金和未到期担保责任准备金合计 34435.30 万元；股东权益 331932.16 万元；担保余额 3951744 万元。2014 年，广东再担保实现营业收入 33926.48 万元，净利润 16945.52 万元。

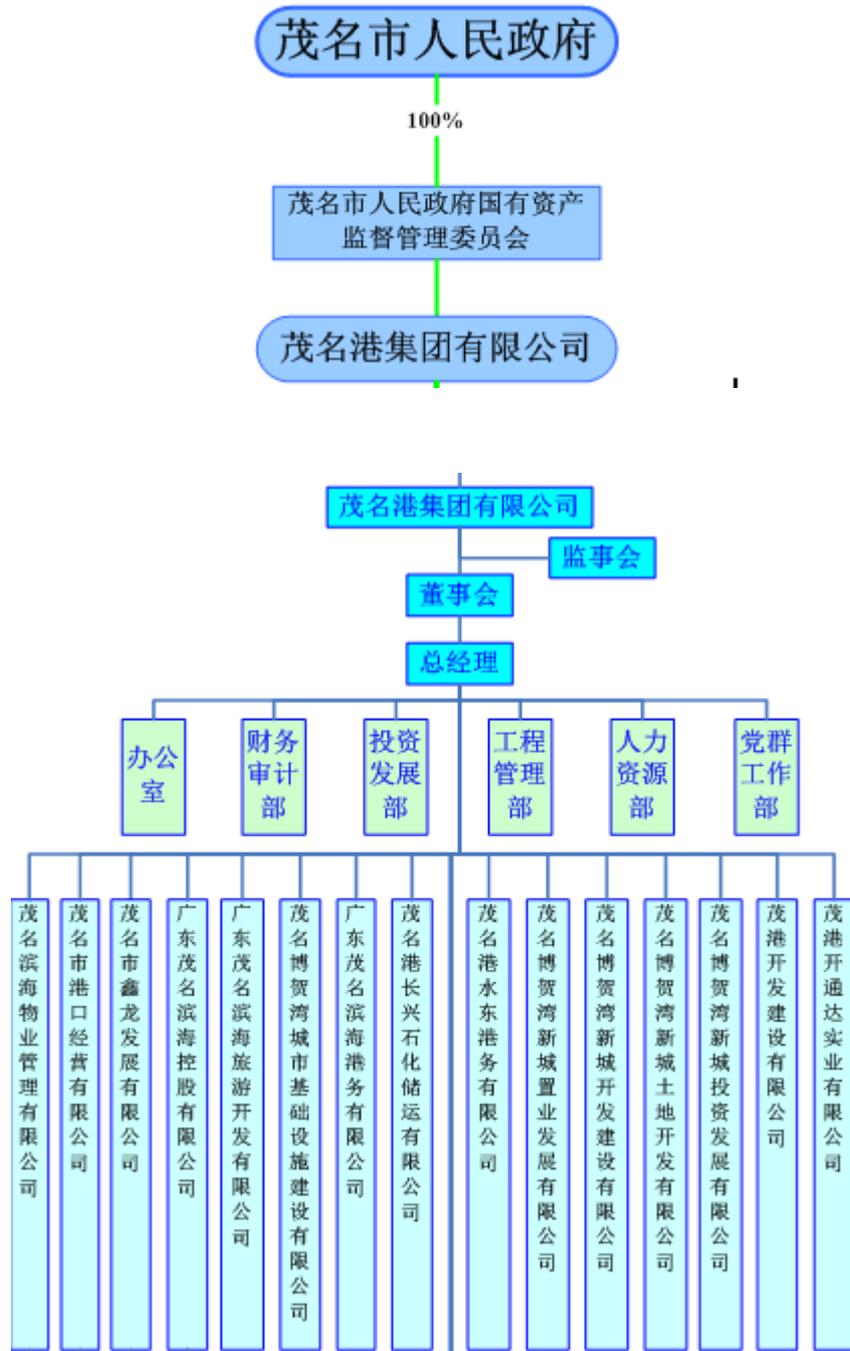
截至 2015 年 9 月末，广东再担保资产总额 600445.13 万元，其中货币资金 479962.84 万元；负债总额 75724.21 万元，其中担保赔偿准备金和未到期担保责任准备金合计 35131.14 万元；股东权益 524720.92 万元；担保余额 3652378 万元。2015 年 1~9 月，广东再担保实现营业收入 24875.58 万元，净利润 14056.60 万元。

经联合资信评定，广东再担保主体长期信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

十一、结论

综合考虑，联合资信维持公司AA⁻的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“15茂名港/15茂名港债”AA⁺的信用等级。

附件 1 公司股权结构图和组织架构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	2.94	3.47	11.66
资产总额(亿元)	27.31	39.95	55.11
所有者权益(亿元)	23.63	30.55	35.67
短期债务(亿元)	2.00	0.00	1.60
长期债务(亿元)	0.67	5.66	15.08
全部债务(亿元)	2.67	5.66	16.68
营业收入(亿元)	0.82	3.28	3.79
利润总额(亿元)	0.59	0.41	0.60
EBITDA(亿元)	0.70	0.57	0.89
经营性净现金流(亿元)	-18.08	-7.39	-1.27
财务指标			
销售债权周转次数(次)	5.11	17.69	20.95
存货周转次数(次)	0.04	0.15	0.15
总资产周转次数(次)	0.03	0.10	0.08
现金收入比(%)	104.77	99.27	118.60
营业利润率(%)	21.98	10.17	9.30
总资本收益率(%)	2.41	1.37	1.55
净资产收益率(%)	2.46	1.34	1.67
长期债务资本化比率(%)	2.77	15.64	29.71
全部债务资本化比率(%)	10.16	15.64	31.86
资产负债率(%)	13.47	23.52	35.28
流动比率(%)	783.36	937.17	1059.08
速动比率(%)	204.36	340.84	533.03
经营现金流动负债比(%)	-614.19	-198.76	-29.30
EBITDA 利息倍数(倍)	12.86	3.00	1.13
全部债务/EBITDA(倍)	3.81	9.91	18.71

注：2014 年财务数据采用 2015 年期初数。

附件 3 有关计算指标的计算公式

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	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
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	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×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%
经营现金流流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期(非流动)负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

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+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后,所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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。

级别设置	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，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	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

中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。