# 信用等级公告

联合[2018] 739 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持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“14 茂名港 MTN002”和“15 茂名港债/15 茂名港”AAA 的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年五月四日

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
电话：（010）85679696
传真：（010）85679228
邮编：100022
网址：www.lhratings.com

# 茂名港集团有限公司跟踪评级报告

**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 | 余额 | 到期日 | 跟踪评级结果 | 上次评级结果 |
|---|---|---|---|---|
| 15 茂名港债/15 茂名港[1] | 6 亿元 | 2022/11/4 | AAA | AAA |
| 14 茂名港 MTN002 | 3 亿元 | 2019/9/19 | AAA | AAA |

**跟踪评级时间：**2018 年 5 月 4 日

**财务数据**

| 项目 | 2015 年 | 2016.年 | 2017 年 |
|---|---|---|---|
| 现金类资产(亿元) | 11.66 | 12.59 | 10.42 |
| 资产总额(亿元) | 55.11 | 70.53 | 70.76 |
| 所有者权益(亿元) | 35.67 | 36.46 | 33.12 |
| 短期债务(亿元) | 1.60 | 2.50 | 4.76 |
| 长期债务(亿元) | 15.08 | 22.42 | 21.76 |
| 全部债务(亿元) | 16.68 | 24.92 | 26.52 |
| 营业收入(亿元) | 3.79 | 4.05 | 6.20 |
| 利润总额 (亿元) | 0.60 | 0.47 | 0.57 |
| EBITDA(亿元) | 0.82 | 1.11 | 1.05 |
| 经营性净现金流(亿元) | -1.27 | 4.47 | -1.37 |
| 营业利润率(%) | 9.30 | 7.55 | 6.11 |
| 净资产收益率(%) | 1.67 | 1.26 | 1.68 |
| 资产负债率(%) | 35.28 | 48.30 | 53.19 |
| 全部债务资本化比率(%) | 31.86 | 40.59 | 44.46 |
| 流动比率(%) | 1059.08 | 1056.76 | 604.54 |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 20.30 | 22.36 | 25.37 |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 0.92 | 0.89 | 0.67 |
| 经营现金流动负债比(%) | -29.30 | 89.26 | -18.27 |

注：2017 年长期应付款中有息债务已调整至长期债务

**分析师**

历 剑　崔俊凯

**邮箱：**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）

**网址：**www.lhratings.com

[1]本期债券为七年期固定利率债券，同时附加第五年末调整票面利率选择权及投资者回售选择权。

**评级观点**

跟踪期内，贸易收入增加带动茂名港集团有限公司（以下简称“公司”）收入规模大幅增长，作为茂名港港口经营和基础设施建设的主体，公司在财政补贴等方面获得持续的外部支持；同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，目前滨海新区尚处于建设期，未来投资规模较大，公司盈利能力较弱等因素对其经营及信用水平可能带来的不利影响。

茂名港的建设是茂名市政府未来发展的重点，随着现有港口项目的推进，公司未来收入结构将向多元化方向发展。联合资信对公司的评级展望为稳定。

“14 茂名港 MTN002”和“15 茂名港债/15 茂名港”由广东省融资再担保有限公司（以下简称“广东再担保”）提供全额无条件不可撤销的连带保证责任担保，经联合资信评定，广东再担保的 2017 年主体长期信用等级为 AAA，担保实力极强，其担保显著提升“14 茂名港 MTN002”和“15 茂名港债/15 茂名港”偿付的安全性。

综合评估，联合资信维持公司的主体长期信用等级为 AA⁻，评级展望为稳定，并维持“14 茂名港 MTN002”和“15 茂名港债/15 茂名港”的信用等级为 AAA。

**优势**

1. 跟踪期内，茂名市经济持续增长，为公司发展提供了良好的外部环境。
2. 公司在跟踪期内获得财政补贴，外部支持持性较好。
3. 广东再担保担保实力极强，其担保有效提升了“14 茂名港 MTN002”和“15 茂名港债/15 茂名港”偿付的安全性。

关注

1. 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。
2. 跟踪期内，剔除政府补贴后公司持续亏损，利润总额对政府补贴依赖程度高。
3. 公司建设项目投资规模大，未来投资支出压力较大。

# 声　明

一、本报告引用的资料主要由茂名港集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，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、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。

四、本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，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

# 茂名港集团有限公司跟踪评级报告

## 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“15 茂名港债/15 茂名港”和“14 茂名港 MTN002”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

## 二、企业基本情况

跟踪期内，茂名港集团有限公司（以下简称“公司”）股权结构以及经营范围未发生变化。截至 2017 年底，公司注册资本和实收资本均为 21.77 亿元。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”）持有公司 100%股权，为公司的实际控制人，由广东茂名滨海新区管理委员会股权代管（股权结构见附件 1-1）。

截至 2017 年底，公司（合并）资产总额 70.76 亿元，所有者权益 33.12 亿元（含少数股东权益 5.42 亿元）；2017 年公司实现营业收入 6.20 亿元，利润总额 0.57 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、存续债券及募集资金使用情况

表 1 跟踪评级债券基本信息

| 名　称 | 余额 | 到期日 | 票面利率 |
|---|---|---|---|
| 15 茂名港债/15 茂名港[2] | 6 亿元 | 2022/11/4 | 5.24% |
| 14 茂名港 MTN002 | 3 亿元 | 2019/9/19 | 7.30% |

资料来源：联合资信整理

公司存续债券“14 茂名港 MTN002”、“15 茂名港债/15 茂名港”在跟踪期内已按时付息。

“14 茂名港 MTN002”全部用于茂名港博贺新港区煤炭堆场工程项目建设。截至 2017 年底，募集资金已按计划使用完毕。

2015 年 11 月公司发行 6 亿元“15 茂名港债/15 茂名港”为七年期固定利率债券，同时附加第五年末调整票面利率选择权及投资者回售选择权，募集资金用于茂名港博贺新港区东区化工仓储工程项目建设。截至 2017 年底，募投项目已完成备案立项；地质灾害评估报告、土地使用权证已获省国土厅批复；职业卫生报告已完成备案；已开展勘察设计招标工作。截至 2017 年底，募集资金已经按募集资金用途使用 2.67 亿元。

## 四、宏观经济和政策环境

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，中国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，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）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向

[2]本期债券为七年期固定利率债券，同时附加第五年末调整票面利率选择权及投资者回售选择权。

降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，

但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5%左右。

## 五、行业与区域经济

**全球经济回暖推动港口运营基本面整体改善，吞吐量增幅明显回升；欧美经济复苏推动集装箱吞吐量增长，但增幅呈“南强北弱”格局；各大散杂货港口分化明显。各省港口资源整合有待进一步落实，整合形式或将多元发展。**

2017 年全国规模以上港口货物吞吐量 1264.42 亿吨，同比增长 6.40%，增幅明显高于去年同期 3.20 个百分点；中国规模以上港口集装箱吞吐量 23680 万 TEU，同比增长 8.30%，较 2016 年同期的 3.60%大幅改善。同时，受南方产业结构偏向于外向型和贸易型以及集运航线迁移影响，南方港口吞吐量明显高于北方港口，集装箱吞吐量呈现“南强北弱”的区域特征。

2017 年下游行业煤炭使用量保持增长，推动北方煤炭下水港吞吐量整体上升。同时，受环保政策公路禁运煤炭影响，煤炭运量大幅回流铁路，各煤炭下水港分化明显。其中，大秦铁路作为“西煤东运”传统主线，2017 年煤炭运量大幅增长，秦皇岛港、唐山港、曹妃甸港受益明显；受黄骅港吞吐能力趋近饱和影响，神黄铁路运量增速低于上年，但仍保持高位；天津港汽车调运煤炭运量占比高，2017 年煤炭吞吐量整体下降。

2017 年，中国铁矿石进口量 10.75 亿吨，同比增长 5.01%，增幅低于 2016 年同期的 7.49%。受港口库存量整体保持高位影响，2017 年铁矿石进口量增幅放缓，对铁矿石进口港吞吐量贡献程度有限，随着错峰限产等政策的提出，北方铁矿石港口存在较大去库存压力。

2018 年，港口资源整合加速推进，结合目前各省推出的港口资源整合方案，预计港口资源整合方式或将多元发展：跨区域整合将逐渐增多，港口之间的协同合作将超越省的行政区划；跨行业的上、下游整合将逐渐增多。港口整合之后，内部的改革和运营机制重构将赋予港口新的发展动能。

从外部需求看，美国市场和欧洲市场回暖，商品贸易的需求量较大。外贸出口是支撑 2018 年集装箱吞吐量增长的核心因素，但是也将受到国内经济基本面、中美汇率等因素影响。散杂货方面，2018 年，主要工业原材料价格近期高位企稳，煤炭将维持增长需求，但增幅预计较 2017 年有所下降；其中供给侧改革、环保政策、错峰生产等因素或将

成为工业经济的主要扰动因素。公路煤炭禁运使铁路煤下水港继续受益。目前铁矿石港口库存量较高，预计 2018 年铁矿石进口量增速或将回落。我国原油市场保持较高的对外依存度，原油进口量保持较快增速，到 2018 年下半年将有较多新增炼化产能，原油需求量较大。

**茂名市经济持续增长，产业结构持续优化。滨海新区石化产业基础好，但起步较晚，自身财政实力较弱。**

根据《2017 年茂名市国民经济和社会发展统计公报》，初步核算，2017 年全市实现地区生产总值（GDP）2924.21 亿元，比上年增长 7.5%。三次产业结构为 15.6∶40.3∶44.1，产业结构有所优化。人均地区生产总值 47443 元, 增长 6.5%。

固定资产投资方面，茂名市全年固定资产投资 1415.73 亿元，增长 12.1%。分产业看，第一产业投资 40.99 亿元，增长 8.7%；第二产业投资 736.39 亿元，增长 1.0%；第三产业投资 638.35 亿元，增长 28.8%。

贸易方面，茂名市全年社会消费品零售总额 1457 亿元，增长 8.7%。其中，批发零售贸易业零售额 1332.03 亿元，增长 8.8%。全年进出口总额 135.8 亿元，增长 29.1%。其中，出口总额 97.2 亿元，增长 28.1%；进口总额 38.6 亿元，增长 31.9%。

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，滨海新区石化产业基础较好，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。

财政收支方面，茂名市全年地方一般公共预算收入 130.14 亿元，增长 7.5%。地方一般公共预算支出 381.92 亿元，增长 9.2%。茂名滨海新区政府国库于 2013 年 9 月成立。根据《2017 年茂名滨海新区（地区）政府预算报告》(截至报告出具日，2017 年度滨海新区财政决算数据尚未完成)，2017 年滨海新区公共财政收入预算 10.69 亿元，其中税收收入 0.64 亿元，非税收入 0.35 亿元，上级补助收入 9.27 亿元。目前滨海新区发展处于起步阶段，自身财政实力较弱。

## 六、基础素质分析

**公司是茂名港港口经营和基础设施建设的主体，在茂名港的发展中将发挥主要作用。跟踪期内，公司获得财政补贴，外部支持持续性较好。**

公司业务定位为茂名港港口经营和港口基础设施建设主体。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。

鉴于公司经营业务特殊性，茂名市、茂名滨海新区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。2017 年政府补贴 0.79 亿元(不包含 947 万元的财政贴息，2017 年财政贴息已冲减财务费用)，其中滨海新区补贴 0.60 亿元，茂名市补贴 0.19 亿元，计入“其他收益”科目。

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G1044090200012630L），截至 2018 年 4 月 9 日，公司本部近三年无未结清和已结清的不良信贷记录。

公司 2017 年审计报告中提到：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，截至 2017 年底该债务仍未结清，存在被银行补收利息及罚息的风险。公司子公司茂名市港口经营有限公司改制前名称“茂名

市港务管理局”，中国工商银行股份有限公司茂名市分行营业部于 1990 年-2002 年期间对茂名市港务管理局的贷款余额 4066.00 万确认为不良损失类贷款。

## 七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、管理体制、管理制度无重大变化。

## 八、经营分析

跟踪期内，公司主营业务未发生变化，贸易收入提升带动营业收入大幅增长，但该板块毛利率低，对利润贡献小。

2017 年，公司营业收入 6.20 亿元，同比增长 53.18%，主要因贸易收入大幅增长。贸易收入占公司营业收入的 85.10%，占比较 2016 年进一步提升。受低毛利率的贸易收入占比提升影响，2017 年公司毛利率小幅下降至 7.18%。

表 2　公司营业收入和毛利率情况（单位：万元、%）

| 项目 | 收入 | | 毛利率 | |
|---|---|---|---|---|
| | 2016 年 | 2017 年 | 2016 年 | 2017 年 |
| 港口经营收入 | 6662.51 | 7907.29 | 44.25 | 50.67 |
| 贸易收入 | 32757.63 | 52795.53 | 0.30 | 0.42 |
| 物业管理收入 | 1081.91 | 1338.49 | 6.60 | 16.73 |
| **合　计** | **40502.05** | **62041.32** | **7.70** | **7.18** |

资料来源：公司审计报告
注：物业管理收入主要是提供员工宿舍、办公场所等物业管理费、员工饭堂餐费等收入。

**公司港口吞吐量小幅增长，但总量较小，货种仍以石油、天然气及制品、煤炭及制品、粮食为主。**

目前公司港口业务集中于水东港区，主要包括装卸、堆存服务。2017 年该板块实现收入 0.79 亿元，同比增长 18.68%，系贸易业务增长带动装卸、堆存量增加所致；板块毛利率为 50.67%，较 2016 年提升 6.42%，系 2016 年度公司技改、隐患治理投入较大，所以 2017 年港口经营业务毛利相对上升。

2017年，公司港口货物吞吐量257.13万吨，同比小幅增长 1.65%。公司装卸的货物主要包括石油、天然气及制品、煤炭及制品、粮食等，2017 年分别占公司货物吞吐量的 33.20%、29.07%、24.24%，仍为公司前三大货种。跟踪期内，公司进港货物下游消费市场未发生变化。

表3　公司货物吞吐量（单位：万吨）

| 种类 | 2016 年 | 2017 年 |
|---|---|---|
| 石油、天然气及制品 | 80.21 | 85.37 |
| 矿建材料 | -- | 5.46 |
| 煤炭及制品 | 70.47 | 74.74 |
| 粮食 | 65.76 | 62.32 |
| 化工原料及制品 | -- | 0.09 |
| 非金属矿石 | 6.76 | 0.09 |
| 金属矿石 | 3.49 | 3.19 |
| 木材 | 2.39 | 2.12 |
| 化肥及农药 | 0.28 | 1.05 |
| 钢铁 | 23.28 | 22.37 |
| 机械、设备、电器 | 0.31 | 0.24 |
| 其他 | -- | 0.09 |
| **合计** | **252.95** | **257.13** |

资料来源：公司提供

货物堆存方面，截至2017年底公司拥有仓库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18座，总库容53000立方米；液化石油气储罐18座，总库容6000立方米。收费方面，堆场收费分固定期限与非固定期限，固定期限仅有年租，租金为16元/平米，非固定期限为一个月内免费，超过一个月后每天按0.1元/吨收取。跟踪期内，公司堆存收费标准未发生变化。

**公司新增钢材贸易，同时油品贸易量大幅增长，带动贸易板块收入大幅增长。**

公司贸易业务以油品贸易为主，2017 年新增钢材贸易，全年实现贸易收入 5.28 亿元，同比增 61.17%；毛利率 0.42%，较 2016 年略有增长。

表4　公司贸易收入构成（单位：万元）

| 种类 | 2016 年 | 2017 年 |
|---|---|---|
| 油品贸易 | 32757.63 | 50846.82 |
| 钢材贸易 | -- | 1948.71 |
| **合计** | **32757.63** | **52795.53** |

资料来源：公司提供

公司油品贸易业务主要由茂名市中油王港石化有限公司（以下简称“王港公司”）负责运营。王港公司主要通过购买、销售油气制品取得油品买卖收入。同时，王港公司对储存在王港公司储油罐和储气罐的油气制品收取仓储费，在油品运输过程中通过加收装卸费、靠泊费、码头费取得一定的港口服务费，该部分收入计入港口经营业务。王港公司油品贸易主要通过质押代销和预付款代购模式进行油品买卖。质押代销：客户公司通过现存在王港公司库区内的油品作为质押担保向王港公司委托采购，然后通过委托王港公司代其销售，以所收到的货款后，解除质押完成交易。预付款代购：客户公司通过支付部分定金委托王港公司代购油品，最后客户公司通过支付全额货款回购该油品，从而完成交易。

公司油化贸易的主要供货方为茂名市茂南钻达化工有限公司、富洋新海能源（珠海）有限公司、茂名市富达石油有限公司等；主要客户是上海溢轩石油化工有限公司、广西黄河能源有限公司、广东中谦石化有限公司。公司前五名供货商和客户，采购和销售金额分别占比 85.80%和 76.94%，集中度高。

2017 年公司子公司茂名市港口经营有限公司（以下简称“港口经营公司”）新增钢材贸易业务。业务模式为港口经营公司与供应商签订采购合同，货物到港后，港口经营公司支付全额货款，货物装卸存放在港口经营公司的码头堆场；港口经营公司与下游客户签订销售合同，下游客户支付全额货款后进行提货。目前公司钢材贸易整体规模较小。

未来，随着博贺新港建设逐步完成，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。

**公司代建项目总投资规模较大，前期筹资压力较大，建成后政府回购，将贡献一定规模现金流入。但滨海新区土地出让具有一定不确定性，回款质量有待后续观察。**

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。截至 2017 年底，公司所负责的代建项目主要包括博贺新港区东、西防波堤工程项目、博贺湾新城路网及土地一级开发项目（一期）、博贺湾大桥及连接线工程项目。

博贺新港区东、西防波堤工程总投资 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。其中财政资金 7.42 亿元资金，剩余资金公司自筹。截至 2017 年底，东防波堤工程主体工程已完工，西防波堤已经建成 3315 米（总长 5423 米），公司已投资 15.11 亿元。项目建成后由滨海新区政府三年内分六期等额回购，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)。

博贺湾新城路网及土地一级开发项目（一期）由茂名市土地开发储备中心滨海新区分中心（以下简称“土储中心”）委托公司下属子公司茂名博贺湾生态新城建设有限公司进行建设，项目计划总投资额 14.82 亿元，计划建设周期为 2015~2018 年。该项目由土储中心按项目建设进度进行回购，投资收益按照项目开发成本的 25%确定，由土储中心在第二个年度按

季度付前一年度的开发成本及对应的收益。截至 2017 年底，该项目已投资 3.02 亿元，2018 年计划投入 1.72 亿元，截至 2017 年底，公司暂未确认收入。

博贺湾大桥及连接线工程项目由茂名博贺新港区建设指挥部办公室（以下简称“博贺新港区指挥办”）委托下属子公司茂名博贺湾新城土地开发有限公司进行建设，项目总投资 4.20 亿元，其中财政资金 1.20 亿元，截至 2017 年底已投资 0.70 亿元，2018 年计划投入 1.38 亿元，项目竣工后由博贺新港区指挥办进行回购，回购协议总价款为 4.36 亿元。

**未来随着港口的改扩建、投资收益等业务逐步成熟，公司业务有望多元化。同时，公司博贺新港区多数项目建设进度较慢，未来投资支出压力较大。**

公司在建项目集中在博贺新港区，公司计划出资 104.26 亿元，截至 2017 年已投资 20.13 亿元，2018 年计划投入 14.44 亿元，投资压力较大。

表 5　截至 2017 年底公司在建项目投资计划（单位：亿元）

| 名称 | 公司出资 | 项目模式 | 已投资 | 2018 年投资计划 |
|---|---|---|---|---|
| 茂名博贺湾新港区东西防波堤工程 | 24.88 | 代建 | 15.11 | 3.61 |
| 博贺湾生态新城土地开发项目 | 14.82 | 代建 | 3.02 | 1.72 |
| 茂名港博贺新港区东区化工码头附属设施项目 | 10.00 | 自建 | 0.77 | 1.00 |
| 茂名港博贺新港区煤炭堆场 | 24.6 | 自建 | 0.36 | 0.25 |
| 博贺湾大桥项目 | 3.00 | 代建 | 0.70 | 1.38 |
| 新区供水工程项目 | 3.50 | 代建 | 0.05 | 1.53 |
| 滨海新区配套污水管网工程 | 3.00 | 代建 | 0.01 | 2.99 |
| 东区化工码头 | 8.31 | 自建 | 0.07 | 0.60 |
| 30 万吨原油码头 | 8.15 | 合资 | 0.02 | 0.10 |
| 10 万吨成品油码头 | 4.00 | 合资 | 0.02 | 0.35 |
| **合计** | **104.26** | -- | **20.13** | **14.44** |

资料来源：公司提供

公司对外投资以参股合资项目为主，主要有粤电集团博贺新港区煤炭码头及电厂项目、广州港股份有限公司合资博贺新港区通用码头项目、中海油茂名交通新能源有限公司 LNG 加气站项目。公司参股项目投资合计 7.17 亿元，2017 年底，公司对上述项目已出资 0.68 亿元。

表 6　截至 2017 年底公司计划对外投资情况

| 序号 | 项目 | 需公司出资（亿元） | 公司参股比例 | 公司已经出资（亿元） |
|---|---|---|---|---|
| 1 | 广州港股份有限公司合资博贺新港区通用码头项目 | 2.28 | 30% | 0.61 |
| 2 | 中海油茂名交通新能源有限公司 LNG 加气站项目 | 0.50 | 25% | 0.07 |
| 3 | 粤电集团博贺新港区煤炭码头及电厂项目 | 4.39 | 20% | -- |
| **合计** | | **7.17** | -- | **0.68** |

资料来源：公司提供

## 九、财务分析

公司提供的 2017 年度财务报告经中喜会计师事务所（特殊普通合伙）审计，出具了标准无保留意见的审计结论。

截至 2017 年底，公司纳入合并范围内的子公司 24 家，较 2016 年底新增茂名港安通拖轮有限公司，其规模小，对财务数据可比性影响小。

截至 2017 年底，公司资产总额 70.76 亿元，所有者权益 33.12 亿元（含少数股东权益 5.42 亿元）；2017 年公司实现营业收入 6.20 亿元，利润总额 0.57 亿元。

**跟踪期内，公司资产规模保持稳定，资产中存货、在建工程占比高，且存货中土地大部分进行抵押，公司资产质量一般，流动性较弱。**

表 7　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

| 科目 | 2016 年 | | 2017 年 | |
|---|---|---|---|---|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| **流动资产** | **52.98** | **75.11** | **45.48** | **64.27** |
| 货币资金 | 12.56 | 17.81 | 10.38 | 14.67 |
| 预付款项 | 2.20 | 3.12 | 4.35 | 6.15 |
| 其他应收款 | 4.48 | 6.35 | 0.18 | 0.25 |
| 存货 | 27.00 | 38.28 | 28.65 | 40.49 |
| 其他流动资产 | 6.53 | 9.26 | 1.68 | 2.37 |
| **非流动资产** | **17.55** | **24.89** | **25.29** | **35.73** |
| 长期股权投资 | 1.20 | 1.70 | 1.36 | 1.92 |
| 在建工程 | 13.61 | 19.30 | 21.56 | 30.47 |
| 其他非流动资产 | 0.27 | 0.38 | 1.43 | 2.02 |
| **资产合计** | **70.53** | **100** | **70.76** | **100** |

资料来源：公司审计报告

2017年底，公司资产总额70.76亿元，同比增长0.33%，其中流动资产占64.27%，公司资产仍以流动资产为主，但占比较2016年底下降10.85个百分点。

2017 年底，公司流动资产为 45.48 亿元，同比下降 14.15%，主要系货币资金、其他应收款和其他流动资产的减少所致。流动资产中，货币资金为 10.38 亿元，同比下降 17.33%，全部为银行存款，无受限资金；公司存货为 28.65 亿元，同比增长 6.12%，其中 26.64 亿元为土地资产，土地资产中受限资产 17.48 亿元，占存货的 61.01%；公司其他应收款为 0.18 亿元，同比下降 95.89%，主要系应收建信信托有限责任公司 4.00 亿元减少所致（因 2016 年底公司已偿还建信信托资金 4 亿元股权投资款，但股权变更手续未办理完毕，故暂挂其他应收，2017 年 2 月，股权变更手续完成，已做会计处理）；公司预付款项 4.35 亿元，同比增长 98.26%，主要系油品贸易预付款增加所致；公司其他流动资产 1.68 亿元，同比下降 74.23%，主要系理财产品到期所致。

2017年底，公司非流动资产25.29亿元，同比增长44.06%，主要来自在建工程的增加。非流动资产中，长期股权投资为1.36亿元（其中对茂名市天源码头经营有限公司的投资0.61亿元，对茂名广港码头有限公司的投资0.35亿元），同比增长13.44%；在建工程为21.56亿元，同比增长58.43%，主要是增加对博贺新港区东、西防波堤工程、博贺湾生态新城土地开发项目的投入；其他非流动资产1.43亿元，主要是土地使用权。

2017年12底，公司受限资产账面价值总额为22.98亿元，占净资产的69.39%。其中土地资产17.90亿元，股权5.08亿元。

**公司少数股东权益多为名股实债，所有者权益整体稳定性一般。**

2017年底，公司所有者权益33.12亿元，同比下降9.16%，系少数股东权益下降所致。公司所有者权益主要由实收资本（占65.71%）、资本公积（占11.71%）、少数股东权益（占16.37%）构成。

2017年底，公司少数股东权益5.42亿元，主要是粤东西北股权基金投资款4.50亿元、农业发展银行资本金0.75亿元，其中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5.95%，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。

**跟踪期内，随着博贺港以及新城基础设施建设投入，公司债务负担略有加重。未来随着茂名港港区建设项目的推进，公司资金需求加大，债务负担可能继续加重。**

2017年底，公司负债总额37.64亿元，同比增长10.50%，其中流动负债占19.99%，非流动负债占80.01%，构成仍以非流动负债为主。

2017年底，公司流动负债7.52亿元，同比增长50.06%，主要系预收款项和一年内到期的非流动负债增长所致。流动负债主要由一年内

到期的非流动负债（占43.38%）、预收款项（占25.67%）和短期借款（占19.94%）构成。2017年底，公司短期借款1.50亿元，同比下降40%，其中抵押借款1.00亿元，抵押物为土地使用权；一年内到期的非流动负债3.36亿元，全部为一年内到期的长期借款，其中抵押借款0.90亿元；预收款项1.93亿元，同比增长555.01%，主要为贸易预收款。

2017年底，公司非流动负债30.12亿元，同比增长3.67%。非流动负债主要长期借款（占40.56%）、专项应付款（27.70%）、应付债券（占29.85%）构成。2017年底，公司长期借款为12.21亿元，同比下降25.69%；应付债券8.99亿元，为“15茂名港债”和“14茂名港MTN002”；专项应付款8.34亿元，为交通部拨付的防波堤建设资金、博贺湾大桥项目以及博贺湾生态新城土地开发项目拨款。

2017年底，公司全部债务26.52亿元，同比增长6.43%，构成中，短期债务占比较2016年底有所上升，占比17.96%。从债务指标来看，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53.19%、44.46%和39.64%，分别较2016年底上升4.89、3.35、0.96个百分点。此外，公司少数股东权益大部分为名股实债，公司实际债务负担重于指标反映水平。

表 8　截至 2017 年底公司有息债务构成及到期情况

（单位：亿元）

| 科目 | 金额 | 2018年到期 | 2019年到期 |
|---|---|---|---|
| **短期债务** | **4.76** | **4.76** | -- |
| 短期借款 | 1.50 | 1.50 | -- |
| 一年内到期的非流动负债 | 3.26 | 3.26 | -- |
| **长期债务** | **21.76** | -- | **9.65** |
| 长期借款 | 12.21 | -- | 6.60 |
| 应付债券 | 8.99 | -- | 3.00 |
| 长期应付款 | 0.55 | | 0.05 |
| **全部债务** | **26.52** | **4.76** | **9.65** |

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

**跟踪期内，油品贸易规模增长带动公司收入规模大幅增长，但油品贸易毛利率水平低，公司整体盈利能力较弱，利润对政府补助依赖程度高。**

2016 年公司营业收入为 6.20 亿元，同比增长 53.18%，增量主要来自油品贸易；同期，营业成本为 5.76 亿元，同比增长 54.05%，增速高于营业收入；受此影响公司营业利润率为 6.11%，同比下降 1.44 个百分点。

公司期间费用仍以管理费用和财务费用为主，2016 年公司期间费用为 0.74 亿元，同比增长 4.34%，系财务费用增加所致，期间费用占营业收入比重为 11.95%，较 2016 年减少 5.59 个百分点。

2017 年，公司获得政府补助 0.79 亿元（不包含 947 万元的财政贴息，2017 年财政贴息已冲减财务费用），计入其他收益科目（2015 年、2016 年政府补助计入营业外收入）。跟踪期内，扣除政府补助后，公司仍然亏损。2017 年公司利润总额 0.57 亿元，同比增长 21.05%，公司利润对政府补助依赖程度高。

从主要盈利指标看，2017 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 1.55%和 1.68%，分别同比增加 0.26 和 0.42 个百分点。

**公司现金收入质量较好，未来公司投资项目较多，存在对外融资需求。**

从经营活动来看，2017 年经营活动现金流入量 10.15 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金 8.66 亿元，收到其他与经营活动有关的现金 1.48 亿元，主要是财政补贴款；经营活动现金流出 11.52 亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金 10.56 亿元。2017 年公司经营活动产生的现金流量净额为-1.37 亿元；公司现金收入比为 139.63%，收入实现质量较好。

从投资活动来看，2017 年公司投资活动现金流入 29.52 亿元，主要是收回投资收到的现金（收回到期理财）；购建固定资产、无形资产等支付的现金 5.53 亿元，主要是防波堤等工程建设支出；投资支付的现金 24.77 亿元，主

要是购买的银行理财产品；公司投资活动产生的现金流净额-0.48 亿元。

2016 年，公司筹资活动前产生的现金流量净额为-1.85 亿元。从筹资活动来看，2016 年公司筹资活动现金流入 6.82 亿元，为取得的借款。公司筹资活动产生的现金流量净额为-0.32 亿元。

**公司短期偿债能力较强，公司整体偿债能力一般。**

从短期偿债能力指标看，2017 年底公司流动比率和速动比率分别为 604.54%和 223.64%，分别同比减少 452.22 和 294.52 个百分点。公司经营现金流动负债比为负，对流动负债无保障能力。2017 年底，公司现金类资产为 10.42 亿元，相当于短期债务的 2.19 倍，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2017 年公司 EBITDA 为 1.05 亿元，全部债务/EBITDA 为 24.84 倍，较 2016 年变化不大。跟踪期内，公司整体偿债能力一般。

截至 2017 年底，公司获得银行授信总额 45.93 亿元，尚未使用额度为 29.08 亿元。

截至 2017 年底，公司无对外担保事项。

## 十、存续期债券偿债能力分析

**公司经营活动现金入流量对“14 茂名港 MTN002”和“15 茂名港债/15 茂名港”的保障能力较强，广东再担保担保实力极强，其担保有效提升了其偿付的安全性。**

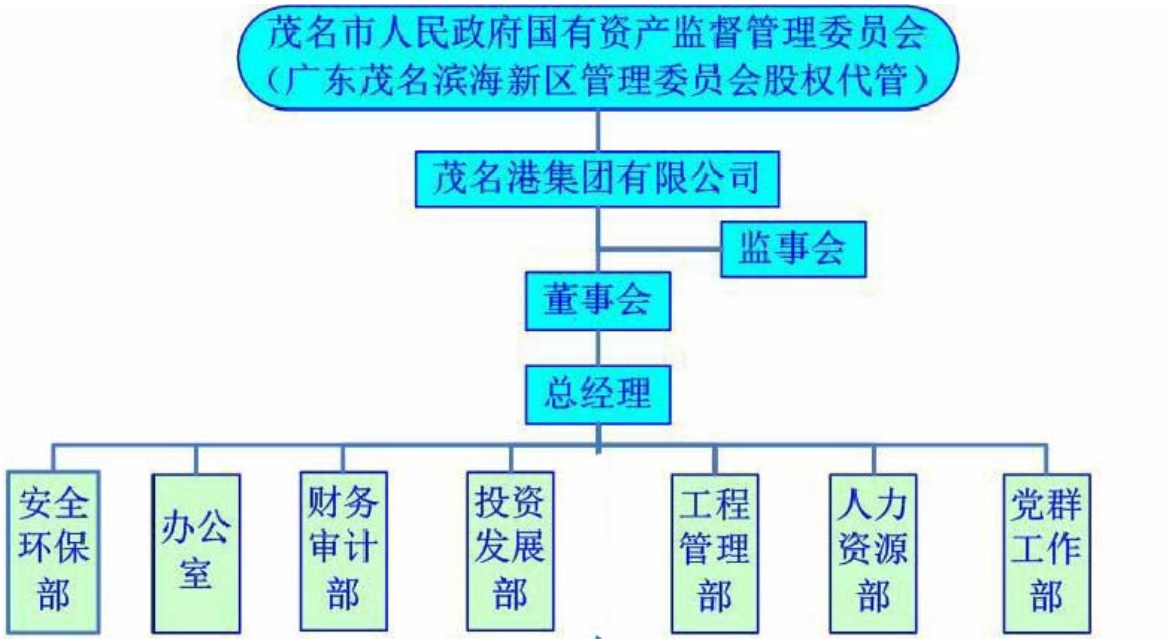
2017 年，公司 EBITDA 为 1.05 元，分别为“14 茂名港 MTN002”（3.00 亿元）、“15 茂名港债/15 茂名港”(6.00 亿元)的 0.35 倍和 0.18 倍；经营活动现金流入量为 10.15 亿元，分别为“14 茂名港 MTN002”、“15 茂名港债/15 茂名港”的 3.38 倍和 1.69 倍。总体看，公司经营活动现金入流量对上述债券的保障能力较强。

考虑到公司作为茂名港港口经营和基础设施建设的主体，外部支持力度较大，持续性好；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“14 茂名港 MTN001”、“15 茂名港债/15 茂名港”均由广东再担保提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。经联合资信评定，广东再担保主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，其对“14 茂名港 MTN002”和“15 茂名港/15 茂名港债”提供全额无条件不可撤销的连带保证责任担保，显著提升了“14 茂名港 MTN002”和“15 茂名港/15 茂名港债”的安全性，其到期不能偿付的风险极低。

## 十一、结论

综合评估，联合资信维持公司主体长期信用等级为$AA^-$，评级展望为稳定，并维持“14 茂名港MTN002”和“15茂名港/15茂名港债”的信用等级为AAA。

# 附件 1-1　截至 2017 年底公司股权结构和组织机构图



# 附件 1-2　截至 2017 年底纳入公司合并范围子公司情况

| 企业名称 | 级次 | 主要经营地 | 业务性质 | 实收资本（万元） | 持股比例 |
|---|---|---|---|---|---|
| 茂名市中油王港石化有限公司 | 3 | 茂名市 | 港口贸易服务 | 5000.00 | 75.42% |
| 茂名博贺湾生态新城建设有限公司 | 3 | 茂名市 | 建设 | 96260.00 | 53.25% |
| 茂名港长兴石化储运有限公司 | 2 | 茂名市 | 仓储 | 53100.00 | 100.00% |
| 茂名港水东港务有限公司 | 2 | 茂名市 | 港口服务 | 2000.00 | 100.00% |
| 茂名博贺湾新城置业发展有限公司 | 2 | 茂名市 | 建设 | 1000.00 | 100.00% |
| 茂名市港口经营有限公司 | 2 | 茂名市 | 港口服务 | 528.00 | 100.00% |
| 茂名市鑫龙发展有限公司 | 2 | 茂名市 | 港口服务 | 500.00 | 83.80% |
| 广东茂名滨海港务有限公司 | 2 | 茂名市 | 港口服务 | 6000.00 | 100.00% |
| 广东茂名滨海控股有限公司 | 2 | 茂名市 | 建设 | 57160.00 | 100.00% |
| 茂名博贺湾城市基础设施建设有限公司 | 2 | 茂名市 | 建设 | 1000.00 | 100.00% |
| 茂名港开发建设有限公司 | 2 | 茂名市 | 建设 | 88500.00 | 91.53% |
| 茂名通达实业有限公司 | 2 | 茂名市 | 咨询等 | 2400.00 | 100.00% |
| 广东茂名滨海旅游开发有限公司 | 2 | 茂名市 | 旅游 | 2000.00 | 100.00% |
| 茂名滨海物业管理有限公司 | 2 | 茂名市 | 物业服务 | 500.00 | 100.00% |
| 茂名市茂港德荣码头服务有限公司 | 3 | 茂名市 | 港口服务 | 50.00 | 100.00% |
| 茂名博贺湾新城开发建设有限公司 | 2 | 茂名市 | 建设 | 1000.00 | 100.00% |
| 茂名博贺湾新城土地开发有限公司 | 2 | 茂名市 | 建设 | 1000.00 | 100.00% |
| 茂名博贺湾新城投资发展有限公司 | 2 | 茂名市 | 投资 | 1000.00 | 100.00% |
| 茂名滨海水务有限公司 | 3 | 茂名市 | 水务 | 100.00 | 100.00% |
| 茂名港安达汽车综合服务有限公司 | 3 | 茂名市 | 汽车服务 | 200.00 | 100.00% |
| 茂名石化博贺港码头有限公司 | 2 | 茂名市 | 港口服务 | -- | 100.00% |
| 茂名石化博贺港储运有限公司 | 2 | 茂名市 | 港口服务 | -- | 100.00% |
| 茂名市氨纶开发有限公司 | 2 | 茂名市 | 贸易 | 50.00 | 70.00% |
| 茂名港安通拖轮有限公司 | 3 | 茂名市 | 港口服务 | -- | 100.00% |

# 附件 2　主要财务数据及指标

| 项目 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 |
|---|---|---|---|
| **财务数据** | | | |
| 现金类资产(亿元) | 11.66 | 12.59 | 10.42 |
| 资产总额(亿元) | 55.11 | 70.53 | 70.76 |
| 所有者权益(亿元) | 35.67 | 36.46 | 33.12 |
| 短期债务(亿元) | 1.60 | 2.50 | 4.76 |
| 长期债务(亿元) | 15.08 | 22.42 | 21.76 |
| 全部债务(亿元) | 16.68 | 24.92 | 26.52 |
| 营业收入(亿元) | 3.79 | 4.05 | 6.20 |
| 利润总额(亿元) | 0.60 | 0.47 | 0.57 |
| EBITDA(亿元) | 0.82 | 1.11 | 1.05 |
| 经营性净现金流(亿元) | -1.27 | 4.47 | -1.37 |
| **财务指标** | | | |
| 销售债权周转次数(次) | 24.81 | 22.31 | 28.77 |
| 存货周转次数(次) | 0.15 | 0.15 | 0.21 |
| 总资产周转次数(次) | 0.07 | 0.06 | 0.09 |
| 现金收入比(%) | 118.60 | 113.22 | 139.63 |
| 营业利润率(%) | 9.30 | 7.55 | 6.11 |
| 总资本收益率(%) | 1.42 | 1.29 | 1.55 |
| 净资产收益率(%) | 1.67 | 1.26 | 1.68 |
| 长期债务资本化比率(%) | 29.71 | 38.07 | 39.64 |
| 全部债务资本化比率(%) | 31.86 | 40.59 | 44.46 |
| 资产负债率(%) | 35.28 | 48.30 | 53.19 |
| 流动比率(%) | 1059.08 | 1056.76 | 604.54 |
| 速动比率(%) | 533.03 | 518.16 | 223.64 |
| 经营现金流动负债比(%) | -29.30 | 89.26 | -18.27 |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 0.92 | 0.89 | 0.67 |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 20.30 | 22.36 | 24.84 |

注：长期应付款中有息债务已调整至长期债务

# 附件 3　主要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%<br>（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 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

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。详见下表：

| 信用等级设置 | 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 |

# 附件 4-2　评级展望设置及其含义

联合资信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。联合资信评级展望含义如下：

| 评级展望设置 | 含　义 |
|---|---|
| 正面 | 存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大 |
| 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，未来信用等级调低的可能性较大 |
| 发展中 | 特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变 |

# 附件 4-3　中长期债券信用等级设置及其含义

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。