信用等级公告

联合〔2020〕1658号

联合资信评估有限公司通过对茂名港集团有限公司及其相关存续债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持茂名港集团有限公司主体长期信用等级为AA^{-}，“15茂名港债/15茂名港”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年六月二十三日

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
http://www.lhratings.com

茂名港集团有限公司 2020 年跟踪评级报告

评级结果：

项　目	本次级别	本次评级展望	上次级别	上次评级展望
发行人主体	AA⁻	稳定	AA⁻	稳定
15 茂名港债/15 茂名港	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
15 茂名港债/15 茂名港[1]	6.00 亿元	6.00 亿元	2022/11/04

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处在存续期的债券

跟踪评级时间：2020 年 6 月 23 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	a		评级结果	AA⁻
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	4
财务风险	F3	现金流	资产质量	4
			盈利能力	4
			现金流量	1
		资本结构		3
		偿债能力		3
调整因素和理由				调整子级
政府支持				2

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1－F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

茂名港集团有限公司（以下简称“公司”）是广东省茂名港的基础设施建设和港口运营主体，跟踪期内，公司收入规模受贸易收入增加带动大幅增长，并继续得到当地政府在项目资金拨付和财政补贴等方面的支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司在建项目进展缓慢且尚需投资规模较大、资产流动性较弱、整体债务负担加重、盈利能力一般等因素对信用水平可能带来的不利影响。

“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，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，其担保显著提升“15 茂名港债/15 茂名港”的偿付安全性。

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。

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

优势

1. 公司发展的外部环境良好。跟踪期内，茂名市经济稳步发展，财政实力不断增强。2019 年茂名市实现地区生产总值 3252.34 亿元，同比增长 4.3%；实现一般公共预算收入 139.88 亿元，同比增长 2.8%。
2. 跟踪期内，公司持续得到当地政府在项目资金拨付和财政补贴等方面的支持。
3. 广东再担保担保实力极强，其担保显著提升了“15 茂名港债/15 茂名港”的偿付安全性。

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

分析师：张 勇　章 进

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

关注

1. 公司资产中存货、在建工程占比高，且存货中大部分土地资产已用于抵押，公司资产流动性较弱。
2. 公司利润总额对政府补贴依赖程度高，整体盈利能力一般。
3. 跟踪期内，公司债务规模有所增长，短期债务占比有所上升，整体债务负担有所加重，若“15茂名港债/15茂名港”投资者选择在2020年行使回售选择权，公司将面临一定的短期偿付压力。
4. 公司在建项目进展缓慢且投资规模大，未来投资支出压力较大。

主要财务数据：

合并口径			
项　目	2017 年	2018 年	2019 年
现金类资产（亿元）	10.42	5.13	7.75
资产总额（亿元）	70.76	74.19	89.26
所有者权益（亿元）	33.12	33.75	35.69
短期债务（亿元）	4.76	9.80	13.87
长期债务（亿元）	21.76	16.28	18.44
全部债务（亿元）	26.52	26.09	32.31
营业收入（亿元）	6.20	17.85	34.31
利润总额（亿元）	0.57	0.50	0.76
EBITDA(亿元)	1.05	0.91	1.14
经营性净现金流（亿元）	-1.37	1.15	0.60
现金收入比（%）	139.63	128.73	125.93
营业利润率（%）	6.11	2.44	1.72
净资产收益率(%)	1.68	1.42	1.86
资产负债率(%)	53.19	54.51	60.02
全部债务资本化比率(%)	44.46	43.60	47.51
流动比率(%)	604.54	290.41	215.76
速动比率(%)	223.64	78.24	91.30
经营现金流动负债比(%)	-18.27	7.92	2.68
现金短期债务比(倍)	2.19	0.52	0.56
EBITDA 利息倍数(倍)	0.67	0.56	0.67
全部债务/EBITDA(倍)	25.37	28.65	28.38
公司本部			
项　目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额(亿元)	57.94	57.23	64.77

所有者权益(亿元)	27.51	28.02	28.48
全部债务(亿元)	17.10	16.25	21.42
营业收入(亿元)	0.00	0.00	0.00
利润总额(亿元)	0.67	0.52	0.45
资产负债率(%)	52.53	51.03	56.04
全部债务资本化比率(%)	38.34	36.71	42.93
流动比率(%)	231.09	144.03	135.81
经营现金流动负债比(%)	-13.95	-1.63	-9.86

注：长期应付款中有息债务已调整至长期债务计算

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
15 茂名港债/15 茂名港	AAA	AA$^-$	稳定	2019/06/21	张 勇 章 进	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2018 年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
15 茂名港债/15 茂名港	AAA	AA$^-$	稳定	2017/06/27	历 剑 崔俊凯	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015 年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
15 茂名港债/15 茂名港	AA$^+$	AA$^-$	稳定	2015/06/15	张 丽 王 慧	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015 年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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 2020 年跟踪评级报告

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（以下简称“联合资信”）关于茂名港集团有限公司（以下简称“公司”）及其相关存续债券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，公司股权结构以及经营范围未发生变化。截至 2019 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”）为公司唯一股东和实际控制人，由广东茂名滨海新区管理委员会代管公司股权（股权结构见附件 1-1）。

截至2019年底，公司本部设有财务部、审计部、投资发展部、工程管理部等8个职能部门，拥有纳入合并范围内子公司共24家。

截至2019年底，公司资产总额89.26亿元，所有者权益35.69亿元（含少数股东权益5.56亿元）；2019年，公司实现营业收入34.31亿元，利润总额0.76亿元。

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、存续债券及其募集资金使用情况

截至评级报告出具日，公司由联合资信所评的“15茂名港债/15茂名债”尚需偿还债券余额6.00亿元。跟踪期内，公司已按时足额偿付利息。

表1　跟踪评级债券概况（单位：亿元、年、%）

债项简称	余额	起息日	期限	票面利率
15 茂名港债/15 茂名债	6.00	2015/11/04	5+2	5.24

资料来源：联合资信整理

2015年11月公司发行的6.00亿元“15茂名港债/15茂名港”为七年期固定利率债券，同时附加第五年末公司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2019年底，募投项目土地平整已经完成，目前进入项目建设阶段，已使用募集资金3.42亿元。

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 2　2016－2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1

社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况
2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价
3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模
4. 城镇失业率统计中，2016—2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1—2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者

价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1－3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2%和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85%下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020 年 4 月 17 日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

五、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

（1）行业概况

城市基础设施建设主要围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称“城投企业”或“地方政府投融资平台公司”）应运而生。2008

年后，在宽松的平台融资环境及“4 万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，以约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。2014 年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号，以下简称“《43 号文》”）颁布，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

（2）行业监管与政策

2019 年以来特别是受“新冠”疫情影响，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度，明确未来基础设施建设投资重点将集中在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。

根据 2014 年《43 号文》，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351 号），对 2014 年底地方政府存量债务进行了甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，并建立了以一般债券和专项债券为主的地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018 年，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定变化和调整，政府及监管部门提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。

2019 年以来，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体来看，防范债务风险方面，财政部先后下发财金〔2019〕10 号和财办金〔2019〕40 号文，旨在厘清 PPP 项目投资和地方政府隐性债务的界限，严格遏制以 PPP 名义增加地方政府隐性债务。2019 年 6 月，监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》，指出在不新增隐性债务的前提下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换，推动了各地银行、证券、信托、保险等金融机构参与到隐性债务的化解置换中，主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城投企业的偿债压力。值得注意的是，由于信托、融资租赁等非标准化债权（以下简称“非标”）融资用款限制少，可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题，不符合隐性债务置换要求，非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

项目储备方面，2019 年 9 月，国务院印发《交通强国建设纲要》，强调在交通基础设施建设领域补短板，建设现代化高质量综合立体交通网络。2019 年 11 月，中共中央政治局召开的南水北调后续工程工作会议指出，当前扩大有效投资要把水利工程及配套设施建设作为突出重点、推进南水北调后续工程等重大水利项目建设。

资金方面，2019 年 9 月，国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，指出对“短板”领域的基础设施项目，可适当

降低资本金最低比例；对基础设施领域，允许项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金，从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

2020 年新冠疫情爆发以来，国家进一步出台各种政策措施，推动传统基建和新基建投资发展。2020 年 3 月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度。此外，2019 年 11 月、2020 年 2 月及 2020 年 5 月，财政部先后下达了 2020 年部分新增专项债务限额共计 2.29 万亿元，对基础设施领域补短板形成有效助力。

总体来看，上述有关政策的出台不仅明确了未来基础设施建设投资重点，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时一定程度上缓解了城投企业筹措项目资金的压力，从而进一步改善了城投企业经营和融资环境。

表 3　2019 年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
2019 年 3 月	财政部	关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见	严格规范 PPP 项目合规性，对于规范合规的 PPP 项目，纳入财政支出预算；对于不合规的 PPP 项目，应在限期内进行整改或予以清退
2019 年 4 月	国家发改委	2019 年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展
2019 年 5 月	财政部	关于梳理 PPP 项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务风险，增加地方政府隐性债务的项目，应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施
2019 年 6 月	中共中央办公厅国务院办公厅	关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知	提出在控制隐性债务的同时，积极的财政政策要加力提效，充分发挥专项债券作用，支持有一定收益但难以商业化合规融资的重大公益性项目；金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求；允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019 年 6 月	监管部门	关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见	在不新增隐性债务的情况下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期
2019 年 9 月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效，扩大专项债使用范围，明确重点领域和禁止领域，不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为 20%左右
2019 年 11 月	国务院	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业，鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由 25%降至 20%；对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过 5 个百分点
2020 年 1 月	国务院	常务会议	大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造
2020 年 2 月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020 年 2 月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
2020 年 3 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度

资料来源：联合资信整理

（3）行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。受城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与

地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。未来，我国将以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前，中央已经提出要加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度，2020 年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设，并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，如城投企业非标逾期等。2020年为“资管新规”过渡的最后一年，城投企业非标产品接续难度增加，“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 港口行业

（1）行业概况

港口是重要的交通基础设施，是由一定范围的水域和陆域组成的区域，具有船舶进出、停泊、靠泊，旅客上下，货物装卸、驳运、储存等功能，可由一个或者多个港区组成。

中国港口主要为腹地型港口，包括内河港口和沿海港口，腹地经济运行情况及产业结构对腹地港口经营货种及吞吐量影响很大。港口作为货运运输和贸易流通的枢纽口岸，主要经营货种包括集装箱、散杂货以及油品等能源产品，其中散杂货以及油品等能源产品形成的货物吞吐量与钢铁、电力、煤炭、石油炼化等行业紧密相关，是国民经济发展的晴雨表；集装箱以外贸箱为主，其吞吐量受全球经济影响较大。同时，港口具有一定的公共产品属性，国家政策对港口的布局规划、功能定位、收费体制等方面影响较大。

（2）行业政策

近年来，与港口行业相关的政策频发，在环境保护、运营管理和资源整合等方面尤为凸显。

2016 年 5 月和 2017 年 5 月，交通运输部分别印发《水运“十三五”发展规划》及《深入推进水运供给侧结构性改革行动方案（2017—2020 年）》，在港口运营和建设方面均提出了以下三项任务：①区域港口一体化发展。要求促进区域港口资源整合，进行错位发展，化解局部地区产能过剩矛盾。②完善集疏运体系。以主要港口和航运中心为重点，加强铁路、公路集疏运系统建设，强化集疏运服务功能。③完善和发展江海联运、铁水联运。此外，《水运“十三五”发展规划》还包含了打造内河黄金水道、实施大宗散货码头专业化改造工程、推进内陆“无水港”网络化布局、积极拓展贸易和金融等服务功能等方面的任务。

2018 年 12 月，交通运输部、国家发展改革委联合印发《国家物流枢纽布局和建设规划》，指定了 30 个港口型国家物流枢纽，以“集约整合”“系统成网”“协调衔接”等为原则，提出建设国家物流枢纽干线网络体系和依托国家物流枢纽加快多式联运发展等的发展方案。具体包括：支持枢纽间开行“钟摆式”铁路货运专线、快运班列；加密港口型枢纽间的沿海沿江班轮航线网络，提升长江中上游港口码头基础配套水平和货物集散能力；推动港口型枢纽统筹对接船期、港口装卸作业、堆存仓储安排和干线铁路运输计划。

2019 年 9 月，国务院印发《交通强国建设纲要》，计划分阶段将中国建成交通强国，其中港口作为重要的交通枢纽应优化运输结构，加快推进港口集疏运铁路、物流园区及大型工矿企业铁路专用线等“公转铁”重点项目建设，推进大宗货物及中长距离货物运输向铁路和水运有序转移。推动铁水、公铁、公水、空陆等联运发展，推广跨方式快速换装转运标准化设施设备，形成统一的多式联运标准和规则。

2019年11月，交通运输部联合多部委联合印发的《关于建设世界一流港口的指导意见》提出，为贯彻落实《交通强国建设纲要》，要加快世界一流港口建设，港口应着力提升综合服务能力、加快绿色港口建设、加快智慧港口建设、加快推进开放融合发展、加快平安港口建设及推进治理体系现代化。

表 4　2017 年以来与港口行业相关的重要政策汇总

发布时间	文件名称	核心内容及主旨
2017 年 2 月	“十三五”港口集疏运系统建设方案	加快打通铁路公路进港“最后一公里”，补齐港口集疏运基础设施短板。铁路方面将重点解决提供公共服务的港口铁路支线或专用线建设问题，实现铁路支线（专用线）与港口及干线铁路的顺畅衔接，2020 年重要港口铁路进港率将提升到 60%左右；公路方面将重点解决承担港口作业区与干线公路衔接功能的普通公路升级改造问题，力争到 2020 年实现重要港区 100%通二级及以上公路
2017 年 5 月	深入推进水运供给侧结构性改革行动方案（2017—2020 年）	到 2020 年，内河高等级航道达标率达 90%以上，重点港口集装箱铁水联运量平均每年同比增长 10%以上，长江经济带江水直达运输经济社会效益得到显现
2017 年 7 月	关于印发《加快推进津冀港口协同发展工作方案（2017—2020 年）》的通知	结合全国沿海港口布局规划修订工作，加强津冀港口顶层设计，优化港口群功能分工；加快推进港口领域供给侧结构性改革，化解部分货种富余产能，补齐集疏运短板，降低物流成本，提升港口服务功能。到 2020 年，基本建成以天津港为核心，河北港口为两翼的世界级港口群，先行示范带动港口资源跨省级行政区域整合
2017 年 8 月	交通运输部关于学习借鉴浙江经验推进区域港口一体化改革的通知	浙江港口一体化改革优化了全省港口定位分工，通过设立省级港口资源整合平台，协同推进老港区功能调整和新港区开发，促进港口资源利用集约化；推动沿海港口、内河港口一体化运营和内陆无水港联动发展；区域港口从分散竞争转向协同发展，加快了港产城融合发展的进程
2018 年 7 月	推动大宗货物运输“公转铁”“公转水”	以铁路运能提升、水运系统升级、公路货运治理、多式联运提速、信息资源整合和城市绿色配送等六大行动作为主要措施，着力建设京津冀及周边地区运输结构调整示范区。在该地区率先实施铁路专用线建设、铁路货运服务提升、港口大宗物资“公转铁”、工矿企业大宗物资“公转铁”和集装箱铁水联运拓展等九大工程
2018 年 10 月	推进运输结构调整三年行动计划（2018—2020 年）	到 2020 年，与 2017 年相比，全国水路货运量增加 5 亿吨、增长 7.5%；沿海港口大宗货物公路运输量减少 4.4 亿吨。全国多式联运货运量年均增长 20%，重点港口集装箱铁水联运量年均增长 10%以上
2019 年 9 月	交通强国建设纲要	优化运输结构，加快推进港口集疏运铁路、物流园区及大型工矿企业铁路专线等“公转铁”重点项目建设。完善客运枢纽、高速公路服务区等交通设施旅游服务功能
2019 年 11 月	关于建设世界一流港口的指导意见	以高质量发展为主题，以供给侧结构性改革为主线，以交通强国建设为统领，着力促进降本增效，着力促进绿色、智慧、安全发展，着力推进陆海联动、江河海互动、港产城融合，着力把港口建设好、管理好、发展好，打造一流设施、一流技术、一流管理、一流服务，强化港口的综合枢纽作用，整体提升港口高质量发展水平

资源来源：联合资信综合整理

（3）行业运行情况

近年来，中国港口泊位向大型化、专业化发展趋势明显，但现有产能已经过剩，港口投资规模逐年下滑；随着港口建设及周边配套设施的不断完善，中国港口货物吞吐量和集装箱吞吐量不断提升。

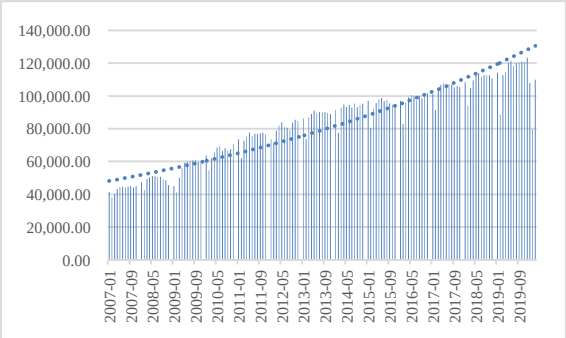
根据《交通运输业行业发展统计公报》，截至 2019 年底，中国港口拥有生产用码头泊位 22893 个，比上年减少 1026 个；其中万吨级及以上泊位 2520 个，比上年增加 76 个。现有万吨级及以上泊位中专业化泊位 1332 个，比上年增加 35 个；通用散货泊位 559 个，比上年增加 28 个；通用件杂货泊位 403 个，比上年增加 7 个。

港口投资方面，目前中国港口已处于结构性产能过剩阶段，近年来水运建设投资持续下降，以沿海建设投资下降为主。2019 年，中国完成水运建设投资 1137 亿元，比上年下降 4.4%。其中，内河建设完成投资 614 亿元，下降 2.3%；沿海建设完成投资 524 亿元，下降 6.8%。

货物吞吐量方面，近年来中国港口货物吞吐量持续增长，2019 年完成 139.51 亿吨，同比增长 5.7%，增幅较上年提升 3.2 个百分点。其中，沿海港口完成 91.88 亿吨，同比增长 4.3%；内河港口完成 47.63 亿吨，增长 9.0%。

图 1　2017 年以来中国主要港口货物吞吐量情况

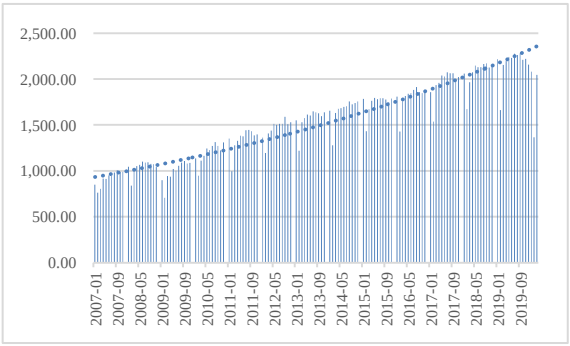
（单位：万吨）



资源来源：联合资信根据 wind 资料整理

图 2　2017 年以来中国主要港口集装箱吞吐量情况

（单位：万标准箱）



资源来源：联合资信根据 wind 资料整理

集装箱吞吐量方面，近年来多式联运的推广带动“散改集”需求旺盛。2019年，中国港口完成集装箱吞吐量2.61亿标准箱，同比增长4.4%，增幅较上年下降0.9个百分点。其中，沿海港口完成2.31亿标准箱，增长3.9%；内河港口完成0.30亿标准箱，增长8.5%。同年，中国港口完成集装箱铁水联运量516万标准箱，增长14.2%，占中国港口集装箱吞吐量的比重为1.97%，较上年提升0.17个百分点。

表 5　2019 年中国主要港口货物吞吐量及集装箱吞吐量情况（单位：万吨、万标准箱、%）

港口名称	货物吞吐量		集装箱吞吐量	
	金额	增速	金额	增速
宁波-舟山港	112009	7.9	2753	4.5
上海港	66351	-1.7	4330	3.1
唐山港	65674	3.1	294	-0.5
广州港	60616	12.6	2283	5.7
青岛港	57736	6.6	2101	8.8
苏州港	52275	-1.7	627	-1.4
天津港	49220	4.1	1730	8.1
日照港	46377	6.0	450	12.1
烟台港	38632	15.8	310	3.4
大连港	36641	4.3	876	-10.3
营口港	23818	-35.6	548	-15.6
深圳港	25785	2.6	2577	0.1
厦门港	21344	0.3	1112	3.9

资料来源：联合资信根据交通运输部公开数据整理

港口收费方面，港口相关费用按定价方式分为政府定价、政府指导价和自行定价。2017年7月，根据《交通运输部、国家发展改革委关于印发<港口收费计费办法>的通知》，港口收费项目包含17项，其中2项由政府定价、6项为政府指导价（文件规定的收费标准限定上限）、9项为市场调节价。2018年7月，根据《交通运输部、国家发展改革委关于进一步放开港口部分收费等有关事项的通知》，决定放开驳船取送费和特殊平舱费，实行市场调节，同时规范船舶护航和监护使用拖轮收费。2019年3月，《交通运输部、国家发展改革委关于修订印发<港口收费计费办法>的通知》提出，将货物港务费、港口设施保安费、引航（移泊）费、航行国内航线船舶拖轮费的收费标准分别降低15%、20%、10%和5%。为应对新冠疫情影响，降低货物企业和船公司物流成本，2020年3月，交通运输部、国家发展改革委联合印发《关于阶段性降低港口收费标准等事项的通知》，将2020年3—6月货物港务费和港口设施保安费降低20%。港口收费模式市场化水平不断提高，同时在物流降本增效的政策背景下，收费标准存在下调压力。

（4）行业竞争

港口行业整体准入壁垒较高，港口竞争格局基本固化，集中度一般；在产能过剩、激烈竞争的背景下，港口企业整合加速。

港口建设需要自然条件良好的岸线资源，具有一定的地域垄断性和资产稀缺性，并且港口与腹地经济的发展相辅相成，其辐射区域相对稳定，从而呈现出较为明显的区域垄断性特征，整体准入壁垒较高。经多年投资发展，中国沿海已建立五大港口群，分别为环渤海、长江三角洲、东南沿海、珠江三角洲和西南沿海港口群，港口竞争格局基本稳定。

从2014年开始，中国港口货物吞吐量增速明显放缓，行业从快速成长期步入成熟期；部分港口企业经营开始恶化，债务压力凸显，区域港口之间竞争的矛盾愈加突出。为解决传统“一港一企”模式带来的地方保护主义、港口重复建设和经营效率低下等问题，宁波-舟山港进行重组，自此拉开中国港口资源整合的序幕。近年来中国港口资源整合趋势加快，江苏、山东、辽宁、福建等省份先后启动整合计划。目前港口整合方式呈现多样化，主要包括三种模式：①政府自主整合：该模式以山东省港口整合为代表，计划按三步走。首先，由山东高速集团有限公司组建山东渤海湾港口集团有限公司，整合东营港、潍坊港、滨州港；其次，由以青岛港集团为平台整合威海港，形成青岛港、日照港、烟台港、渤海湾港四大集团的格局；最后，由山东高速集团有限公司等4家公司共同组建山东省港口集团有限公司，整合青岛港集团、日照港集团、烟台港集团、渤海湾港口集团，统筹山东省港口发展。②合作模式整合：该模式以辽宁省港口整合为代表。辽宁省政府将大连港和营口港的股权从市级政府手中上收并组建辽宁港口集团有限公司，随后引入专业港口运营方招商局集团有限公司主导运营。③国家战略推动整合：该模式以津冀地区、长三角地区和粤港澳地区为代表。《加快推进津冀港口协同发展工作方案（2017—2020年）》提出到2020年，基本建成以天津港为核心、以河北港口为两翼的世界级港口群；《关于协同推进长三角港航一体化发展六大行动方案》要求完善上海国际航运中心“一体两翼”格局，推动形成上海国际航运中心、舟山江海联运服务中心和南京长江区域性航运物流中心联动发展的格局。《粤港澳大湾区发展规划纲要》中提到要提升珠三角港口群国际竞争力。巩固提升香港国际航运中心地位，增强广州、深圳国际航运综合服务功能，以沿海主要港口为重点，完善内河航道与疏港铁路、公路等集疏运网络。

除港口资源整合外，不同区域间的港口合作也在积极展开。2020年4月，山东省港口集团有限公司与天津港集团有限公司签署《世界一流港口全面战略合作框架协议》，将在业务合作、市场拓展及资本运作等多方面展开合作。

港口整合有助于岸线资源合理分配、港区之间合理分工、避免重复建设和消除恶性竞争，而区域一体化背景下的港口整合还将通过加强江海联运和铁水联运等方式强化交通物流体系整体的网络效应。由于港口企业股权债权结构复杂、运营主体数量较多，目前港口整合实际进度缓慢。但港口整合符合行业发展和区域一体化发展的政策方向，是行业发展的阶段性要求，在供给侧改革和国企改革的大背景下，整合有望持续推进。

（5）未来发展

2020年初，新型冠状病毒疫情在全球爆发，对港口行业造成一定负面影响；随着疫情得到控制，港口行业整体未来发展态势良好。

2020年初，新型冠状病毒疫情在国内爆发，疫情对我国及全球经济和相关行业的影响开始不断显现，外部需求骤减、上下游企业复工延迟、集疏运系统受阻。2020年一季度，中国港口完成货物吞吐量30.07亿吨，同比下降4.6%；集装箱吞吐量完成5518万标准箱，同比下降8.5%。2020年3月以来，国内疫情形势有所好转，港口企业平均开工率提升较快，但疫情在全球范围内迅速蔓延，预计将对全球经济和港口行业产生深刻影响，短期内新冠病毒疫情对港口行业的负面影响仍将持续，联合资信将对此进行持续关注。

考虑到港口行业与宏观经济运行情况以及对外贸易发展状况密切关系及中国宏观经济增速整体放缓，未来港口行业发展速度亦将逐步放缓；但随着港口资源整合的持续推进，整合的经济效益或将逐步显现，港口行业未来发展态势良好。联合资信认为港口行业整体风险一般，评级展望为稳定。

3. 区域经济环境

跟踪期内，茂名市经济持续增长，财政实力不断增强，固定资产投资同比下降，财政自给率较低；滨海新区石化产业基础好，但起步较晚，自身财政实力弱。

（1）茂名市经济概况

根据《2019年茂名市国民经济和社会发展统计公报》，2019年，茂名市实现地区生产总值（初步核算数）3252.34亿元，比上年增长4.3%。其中，第一产业完成增加值581.60亿元，增长3.6%；第二产业完成增加值1124.89亿元，增长2.5%；第三产业完成增加值1545.86亿元，增长5.9%。三次产业结构比重为17.9：34.6：47.5。按常住人口计算的人均地区生产总值51119元，同比增长2.6%。

2019年，茂名市固定资产投资较上年下降7.1%。分产业看，第一产业、第二产业和第三产业投资较上年分别下降45.9%、6.4%和6.0%。房地产开发投资比上年下降1.0%，其中商品住宅开发下降1.8%，办公楼投资下降71.5%。

对外经济方面，2019年，茂名市进出口总额196.4亿元，比上年增长29.4%。其中，出口170.6亿元，增长34.0%；进口25.8亿元，增长5.7%。进出口差额（出口减进口）144.8亿元，比上年增长40.7%。全年新签外商直接投资项目37个，实际利用外资金额1.73亿元，增长5.7%。

根据《茂名市2019年预算执行情况和2020年预算草案报告》，2019年，茂名市完成一般公共预算收入139.88亿元，同比增长2.8%，其中税收收入73.75亿元，同比下降12.4%，主要系经济下行、国家减税降费、重点税源减收等所致；非税收入66.13亿元，同比增长27.2%，主要为处置资源资产收入增收。2019年，茂名市一般公共预算支出457.63亿元，财政自给率为30.57%。一般公共预算收入加上返还性收入、上级补助收入、政府债券收入、上年结转等，茂名市一般公共预算可用财力为498.89亿元。2019年，茂名市政府性基金收入112.74亿元，增长33.9%，系茂名市国有土地使用权出让收入增长较大所致。

截至2019年底，茂名市政府债务余额279.66亿元，其中一般债务余额130.60亿元，专项债务余额149.06亿元。

（2）滨海新区经济概况

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、电白县部分行政区域及周边相关地区。滨海新区石化产业基础较好，港口吞吐能力超过2600万吨。滨海新区初步规划到2020年，建成初具规模、年货物综合通过能力达到3000万吨，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。第二步到2022年，滨海新区区域性交通物流枢纽地位基本确立，广东能源、装备制造基地基本建成，对东盟开放的基地功能基本形成，海洋产业集聚示范区和滨海旅游产业示范园区初具规模。

根据《滨海新区财政收支情况说明》，2019年，滨海新区完成一般公共预算收入1.11亿元，其中税收收入0.67亿元；一般公共预算支出21.81亿元。2019年，滨海新区政府性基金收入10.35亿元，同比增长62.08%。

六、基础素质分析

公司是茂名港的港口基础设施建设和港口运营主体，跟踪期内，公司持续得到当地政府在项目资金拨付和财政补贴等方面的支持。

为提升公司综合盈利能力，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。2019 年茂名市政府及滨海新区管委会给予财政补贴资金共计 0.61 亿元，计入“其他收益”。2019 年，公司收到政府置换债券资金 2.57 亿元，作为东防波堤项目资金拨款，计入“专项应付款”。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（自助查询版）（统一社会信用代码：91440900766570322T），截至 2020 年 5 月 28 日，公司本部无已结清和未结清的不良信贷信息记录，过往信用记录良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、管理体制和管理制度无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司主要承担茂名市水东、博贺、吉达三大港区的开发建设和经营管理任务。2019 年，受油品贸易收入大幅增长影响，公司营业收入大幅增长，综合毛利率同比略有下降。

2019 年，公司营业收入为 34.31 亿元，同比大幅增长 92.20%，主要系贸易业务收入增长所致，贸易业务收入占营业收入的比重为 97.03%。2019 年，公司实现港口经营收入 0.91 亿元，同比变动不大；贸易业务收入 33.29 亿元，同比增长 96.98%，主要系油品贸易客户购买需求大幅增长所致。

2019 年，公司综合毛利率为 1.98%，同比有所下降；其中港口经营毛利率为 51.16%，同比略有上升，主要是油品贸易量扩大带动仓储业务扩张，仓储业务中固定成本占比较大，因此港口经营毛利率有所提高；贸易业务毛利率为 0.39%，同比变动不大，仍处于低水平。

表 6　公司营业收入构成和毛利率情况（单位：亿元、%）

分类	2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
港口经营收入	0.90	5.04	47.96	0.91	2.64	51.16
贸易收入	16.90	94.68	0.37	33.29	97.03	0.39
物业管理收入	0.05	0.28	38.78	0.03	0.09	32.47
其他业务	--	--	--	0.08	0.24	91.59
合计	**17.85**	**100.00**	**2.88**	**34.31**	**100.00**	**1.98**

资料来源：公司提供

2．业务经营分析

（1）港口投资与经营

跟踪期内，公司港口货物吞吐量有所下降，总量仍较小，货种结构较为稳定；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。

港口经营

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。2019 年该板块实现收入 0.91 亿元，同比变动不大；板块毛利率为 51.16%，同比上升 3.20 个百分点，主要是油品贸易量扩大带动仓储业务扩张，仓储业务中固定成本占比较大，因此港口经营毛利率有所提高。

2019年，公司港口货物吞吐量256.63万吨，同比下降 9.56%，主要系矿建材料和粮食等货种吞吐量下降所致。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、钢铁等，2019 年分别占公司货物吞吐量的 44.16%、27.09%、13.77%、7.53%，为公司前四大货种，其中石油、天然气及制品占比有所上升，粮食占比有所下降。

表7 公司货物吞吐量（单位：万吨）

种类	2018 年	2019 年
石油、天然气及制品	88.89	113.32
矿建材料	31.00	7.92
煤炭及制品	80.40	69.53
粮食	53.40	35.35
化工原料及制品	0.00	0.42
非金属矿石	1.56	5.61
金属矿石	1.87	0.52
木材	1.50	0.91
化肥及农药	1.63	1.67
钢铁	21.70	19.33
机械、设备、电器	0.46	1.34
其他	0.68	0.71
合计	**283.09**	**256.63**

资料来源：公司提供

货物装卸方面，2019年3月18日，交通运输部、国家发展改革委员会发布《港口收费计费办法》（交水规〔2019〕2号），降低部分政府定价收费标准，将货物港务费、港口设施保安费、引航（移泊）费、航行国内航线船舶拖轮费的收费标准分别降低15%、20%、10%和5%，公司按照新的收费标准执行。

货物堆存方面，截至2019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。

港口建设

公司参与港口建设形式包括自建项目、合资经营及对外投资参股项目，自建项目包括茂名港博贺新港区东区化工仓储工程项目和茂名港博贺新港区煤炭堆场等，并且随着茂名港博贺新港区的建设，部分油品化工码头工程将陆续建成，包括：（1）30 万吨级原油码头工程，前沿水域设计底标高-25 米，可满足 30 万吨油轮的靠泊需要，同时兼顾 5 万吨级以上油轮停靠，涉及吞吐能力 1600 万吨；（2）东区油品码头工程，建设 1 座 10 万吨级成品油码头、4.405km 公用管廊及码头到罐区的输油管线等设施，项目设计吞吐能力 890 万吨/年，可满足 3—10 万吨级油轮的停泊需要；（3）东区化工码头工程，规划建设2个5万吨级化工泊位（E10 泊位和 E12 泊位）、1 个 1 万吨级的化工品泊位（E11 泊位），码头设计年吞吐量为 510 万吨。其中 30 万吨级原油码头和 10 万吨级成品油码头采用合资形式，公司与中石化按照 50%：50%方式合资成立公司，双方共同委派人员经营管理。

公司港口码头建设在建项目计划总投资76.81亿元，截至2019年底已投资4.47亿元，2020年计划投入8.07亿元。

表 8　截至 2019 年底公司港口在建项目投资计划（单位：亿元）

名称	总投资	项目模式	截至 2019 年底已投资	2020 年计划投资
茂名港博贺新港区东区化工仓储工程项目	17.42	自建	3.42	2.02
茂名港博贺新港区煤炭堆场	24.60	自建	0.81	0.10
东区化工码头	6.77	自建	0.11	1.41
30 万吨原油码头	17.75	合资	0.03	0.21
10 万吨成品油码头	10.27	合资	0.10	4.33
合计	**76.81**	--	**4.47**	**8.07**

资料来源：公司提供

公司对外投资以参股合资项目为主，公司不直接参与经营，主要有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 加气站项目和粤电集团博贺新港区煤炭码头及电厂项目。参股项目公司需出资额合计 8.34 亿元，截至 2019 年底，公司对上述项目已出资 1.43 亿元。

表 9　截至 2019 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%	1.36
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	5.56	20%	0.00
合计		**8.34**	--	**1.43**

资料来源：公司提供

（2）贸易业务

跟踪期内，公司油品贸易规模大幅增长，钢材贸易业务暂停，贸易板块毛利率水平低；对公司资金形成一定占用。

公司贸易业务以油品贸易为主，2019 年实现贸易收入 33.29 亿元，同比增长 96.98%，主要系油品贸易规模大幅增长所致；同时因钢材贸易周转率低等因素影响，公司停止开展钢材贸易业务，未来依市场需求情况决定是否开展该业务。2019 年贸易业务毛利率为 0.39%，较 2018 年略有上升。

表10　公司贸易收入构成（单位：万元）

种类	2018 年	2019 年
油品贸易	153901.41	332929.53
钢材贸易	15100.24	0.00
合计	**169001.65**	**332929.53**

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，2019年实现油品贸易收入33.29亿元，同

比大幅增长116.31%，主要系油品贸易客户购买需求增长所致。王港公司主要通过购买、销售油气制品获得油品买卖差价收益。同时，王港公司对储存的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，然后委托王港公司代其销售，收到货款后，解除质押完成交易。预付款代购：客户通过支付部分定金委托王港公司代购油品，最后客户通过支付全额货款购买该油品，从而完成交易。自2019年下半年开始，公司已暂停开展质押代

销模式的贸易业务。

公司油品贸易的主要供应商为上海翼匡石油化工有限公司、中化石油成品油销售有限公司等；主要客户是茂名市富达石油有限公司、四川省泸州鑫福石化有限公司和广东钻达石油化工有限公司等。公司 2019 年前五名供应商和客户采购和销售金额分别占比 72.38%和 91.19%，集中度高。

表11 2019年公司油品贸易前五大供应商及客户情况

（单位：亿元）

供应商名称		主要品种	金额
前五大供应商	上海翼匡石油化工有限公司	柴油、汽油	14.15
	中化石油成品油销售有限公司	喷气燃料	2.72
	茂名市茂南钻达化工有限公司	粗白油、燃料油	2.47
	茂名市富达石油有限公司	燃料油	2.46
	深圳市前海金鑫银汇石油化工有限公司	柴油、汽油	2.20
	合计	--	**24.00**
客户名称		**主要品种**	**金额**
前五大客户	茂名市富达石油有限公司	柴油、汽油、喷气燃料	20.27
	四川省泸州鑫福石化有限公司	柴油、汽油	4.44
	广东钻达石油化工有限公司	喷气燃料	2.20
	冠兴石化（海南）有限公司	喷气燃料、粗白油	2.19
	广西黄河能源有限公司	喷气燃料、燃料油	1.26
	合计	--	**30.36**

资料来源：公司提供

（3）代建业务

公司代建项目总投资规模较大，项目进展较缓慢，未来存在较大的资本支出压力。

公司是茂名滨海新区主要的基础设施投资建设主体。截至 2019 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、博贺湾生态新城土地开发项目、博贺湾大桥及新区供水工程项目等。

博贺湾新港区东、西防波堤工程总投资 24.88 亿元（含前期费用 1.70 亿元政府直接投入部分，1.50 亿元预备费，17.90 亿元工程费），其中财政资金 7.42 亿元，剩余资金公司自筹。截至 2019 年底，公司已投资 19.20 亿元。项目建成后由滨海新区政府三年内分六期等额回购，累计可产生现金流入约 22.50 亿元（主要是针对公司投入的 17.90 亿元工程费以及政府支付给公司的利息及收益 4.60 亿元)。截至 2019 年底，该项目主体工程均已完工，已累计收到政府工程回购款 10.03 亿元。

博贺湾生态新城土地开发项目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。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支付前一年度的开发成本及对应的收益。截至 2019 年底，该项目已投资 4.90 亿元，累计收到政府回购款 1.48 亿元。

博贺湾大桥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 2019 年底已投资 3.05 亿元，2020 年计划投入 1.02 亿元，从 2021 年起，由博贺新港区指挥办分 12 年进行回购，回购协议总价款为 4.36 亿元。

新区供水工程项目由广东茂名滨海新区管委会（以下简称“滨海新区管委会”）委托下属子公司广东茂名滨海控股有限公司进行建设，项目总投资 4.50 亿元。截至 2019 年底已投资 0.98 亿元，2020 年计划投入 3.34 亿元，从项目交付次日起，由滨海新区管委会两年内分四期进行回购。

表 12　截至 2019 年底公司代建项目投资计划（单位：亿元）

名称	总投资	项目模式	截至 2019 年底已投资	2020 年计划投资
茂名博贺湾新港区东、西防波堤工程	24.88	代建	19.20	1.50
博贺湾生态新城土地开发项目	14.82	代建	4.90	0.09
博贺湾大桥项目	4.20	代建	3.05	1.02

新区供水工程项目	4.50	代建	0.98	3.34
滨海新区配套污水管网工程	3.00	代建	0.20	2.80
合计	**51.40**	--	**28.33**	**8.75**

资料来源：公司提供

4. 未来发展

未来，公司将建成以石化仓储物流为主，建设以石化全产业链为特色的自由贸易港，兼顾煤炭、粮食、建材、集装箱、冷链和滚装汽车等运输，服务临港工业、现代物流业和港航服务业的综合性第四代港口，实现公司跨越式发展，将茂名港打造成为南海能源新通道。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2019年度财务报表，中喜会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报表进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

截至2019年底，公司拥有纳入合并范围子公司24家，较上年底无变化，公司财务数据可比性强。

截至2019年底，公司资产总额89.26亿元，所有者权益35.69亿元（含少数股东权益5.56亿元）；2019年，公司实现营业收入34.31亿元，利润总额0.76亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模有所增长，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，公司资产流动性较弱，整体资产质量一般。

2019 年底，公司资产总额 89.26 亿元，较上年底增长 20.31%，其中流动资产占 54.04%，非流动资产占 45.96%。近两年公司主要资产构成情况见表 13。

表 13　2018—2019 年公司主要资产构成（单位：亿元、%）

科　目	2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	5.08	6.85	7.69	8.62
预付款项	4.12	5.55	11.76	13.17
存货	30.78	41.49	27.83	31.18
流动资产	**42.13**	**56.79**	**48.24**	**54.04**
投资性房地产	--	--	3.39	3.80
在建工程	27.89	37.59	33.52	37.55
非流动资产	**32.06**	**43.21**	**41.02**	**45.96**
资产总额	**74.19**	**100.00**	**89.26**	**100.00**

资料来源：公司审计报告

流动资产

2019 年底，公司流动资产 48.24 亿元，较上年底增长 14.48%，主要由货币资金、预付款项和存货构成。

2019 年底，公司货币资金 7.69 亿元，较上年底增长 51.33%，主要系新增融资所致。货币资金全部为银行存款，无受限资金。

2019 年底，公司预付款项 11.76 亿元，较上年底下降 9.61%，主要由库存商品（占年底大幅增长 185.21%，主要系贸易板块商品购销新增的预付货款所致。账龄方面，1 年以内占 99.33%，2~3 年占 0.67%；预付款项主要欠款单位为上海翼匡石头化工有限公司（占 44.35%）、宁波保税区东方石化有限公司（占 29.84%）和茂名市国土资源局滨海新区分局（占 20.54%）。

2019 年底，公司存货 27.83 亿元，较上

1.40%）、在途商品（占 1.33%）和开发成本-土地（占 97.20%）构成，公司未对存货计提跌价准备。存货中土地资产受限金额 18.74 亿元，占存货的 67.34%，主要用于粤东西北股权基金、企业债等的抵押。

非流动资产

2019 年底，公司非流动资产 41.02 亿元，较上年底增长 27.98%，主要由在建工程构成。2019 年底，公司长期股权投资为 1.87 亿元（其中对茂名广港码头有限公司的投资 1.28 亿元，对茂名市天源码头经营有限公司的投资 0.48 亿元），较上年底变化不大；公司新增投资性房地产 3.39 亿元，系从存货转入并以公允价值计量的土地使用权；公司在建工程 33.52 亿元，较上年底增长 20.21%，主要系增加对博贺新港区东、西防波堤工程和博贺湾大桥项目的投入。

截至2019年底，公司受限资产合计23.82亿元，占总资产的比重为26.69%，其中土地资产18.74亿元，股权5.08亿元，主要是将茂名博贺湾生态新城建设有限公司52.43%的股权用于质押融资。

3. 负债及所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益小幅增长，债务规模有所增长，短期债务占比有所上升，整体债务负担有所加重。

所有者权益

2019年底，公司所有者权益35.69亿元，较上年底增长5.75%；其中实收资本占61.00%、资本公积占10.87%、未分配利润占7.48%、少数股东权益占15.58%。

2019年底，公司实收资本21.77亿元，资本公积3.88亿元，较上年底均无变化；其他综合收益1.35亿元，系存货转为以公允价值计量的投资性房地产评估增值所形成；少数股东权益5.56亿元，主要是粤东西北股权基金投资款4.65亿元、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还款期8年（2015年至2022年，可延期两年），约定利率5.95%，每半年付息一次，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；农业发展银行资金还款期限12年，约定利率1.2%，按季度付息。

负债

2019 年底，公司负债总额 53.57 亿元，较上年底增长 32.47%，其中流动负债占 41.74%，非流动负债占 58.26%，流动负债占比较上年提升 5.86 个百分点，但整体仍以非流动负债为主。

2019 年底，公司流动负债 22.36 亿元，较上年底增长 54.09%，主要系短期借款和预收款项增长所致。2019 年底，公司短期借款 9.75 亿元，较上年底增长 225.00%，由信用借款（占 32.82%）、抵押借款（占 41.03%）和保证借款（占 26.15%）构成；预收款项 8.09 亿元，较上年底增长 95.56%，主要系预收茂名市富达石油有限公司贸易货款增加所致；一年内到期的非流动负债 3.74 亿元，较上年底下降 44.99%，全部为一年内到期的长期借款。

2019 年底，公司非流动负债 31.21 亿元，较上年底增长 20.37%，主要系应付债券和专项应付款增长所致。2019 年底，公司长期借款 8.94 亿元，较上年底下降 8.14%，主要由质押加保证借款（占 51.34%）、质押借款（29.08%）和保证借款（占 14.43%）构成；应付债券 9.00 亿元，较上年底增长 50.00%，系公司于 2019 年新发行私募债“19 茂名 01”所致；专项应付款 12.27 亿元，较上年底增长 27.48%，主要系新增东防波提项目和博贺湾大桥项目拨款所致。

有息债务方面，2019 年底，公司全部债务 32.31 亿元，较上年底增长 23.84%，短期债务和长期债务均有所增长；从构成看，短期债务占 42.93%，长期债务占 57.07%，短期债务占比有所上升。从债务指标看，2019 年底，公司长期债务资本化比率、全部债务资

本化比率和资产负债率分别为 34.07%、47.51%和 60.02%，较上年底分别上升 1.53 个百分点、3.91 个百分点和 5.51 个百分点。此外，公司少数股东权益大部分为明股实债，公司实际债务负担高于指标值。

表 14　公司债务情况（单位：亿元、%）

项　目	2018 年	2019 年
短期债务	9.80	13.87
长期债务	16.28	18.44
全部债务	26.09	32.31
长期债务资本化比率	32.54	34.07
全部债务资本化比率	43.60	47.51
资产负债率	54.51	60.02

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

从有息债务期限结构看，2020—2022 年，公司需偿还的有息债务分别为 13.87 亿元、0.75 亿元和 10.89 亿元，2020 年公司有息债务到期规模较大。

4. 盈利能力

跟踪期内，公司油品贸易规模增长带动营业收入大幅增长，但油品贸易毛利率水平低，利润总额对政府补助依赖程度高，公司整体盈利能力一般。

2019 年，公司实现营业收入 34.31 亿元，同比大幅增长 92.20%，主要系油品贸易业务收入增长所致；营业成本 33.63 亿元，同比增长 93.99%；营业利润率为 1.72%，同比下降 0.72 个百分点。

2019 年，公司期间费用为 0.59 亿元，同比下降 5.08%，期间费用占营业收入的比重为 1.71%，同比下降 1.76 个百分点。

2019 年，公司实现其他收益 0.61 亿元，其中包括茂名滨海新区管理委员会财政补贴 348.00 万元和茂名市财政局财政补贴 0.57 亿元。2019 年，公司利润总额为 0.76 亿元，公司利润总额对政府补贴依赖程度高。

表 15　2018—2019 年公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年
营业收入	17.85	34.31
营业成本	17.34	33.63
投资收益	0.12	0.16
其他收益	0.58	0.61
营业利润	0.51	0.77
利润总额	0.50	0.76
营业利润率	2.44	1.72
总资本收益率	1.29	1.36
净资产收益率	1.42	1.86

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

从盈利指标看，2019 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 1.36%和 1.86%，同比分别上升 0.07 个百分点和 0.44 个百分点。

5. 现金流

跟踪期内，公司以贸易业务为主产生的经营现金流规模大幅增长，收入实现质量好。未来随着在建项目的推进，公司仍存在较大的融资需求。

经营活动现金流方面，2019 年公司经营活动现金流入 46.54 亿元，同比增长 79.47%。其中销售商品、提供劳务收到的现金 43.21 亿元，同比增长 88.03%，主要系油品贸易收入增长所致；收到其他与经营活动有关的现金 3.33 亿元，同比变动不大，主要为往来款。2019 年公司经营活动现金流出 45.94 亿元，同比增长 85.38%。其中购买商品、接受劳务支付的现金 44.43 亿元，同比增长 94.25%，主要系支付的油品贸易款增加所致。2019 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 0.60 亿元；现金收入比为 125.93%，同比下降 2.80 个百分点，收入实现质量好。

投资活动现金流方面，2019 年，公司投资活动现金流入 14.56 亿元，同比下降 26.76%，主要是理财产品到期收回的现金。2019 年，公司投资活动现金流出 17.58 亿元，

同比下降 28.48%。其中购建固定资产、无形资产等支付的现金 3.82 亿元，主要为防波堤等工程建设支出；投资支付的现金 13.76 亿元，同比下降 31.38%，主要是购买的银行理财产品支付的现金。2019 年，公司投资活动产生的现金流量净额为-3.02 亿元。

表 16　2018—2019 年公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2018 年	2019 年
经营活动现金流入量	25.93	46.54
经营活动现金流出量	24.78	45.94
经营活动产生的现金流量净额	1.15	0.60
投资活动产生的现金流量净额	-4.70	-3.02
筹资活动产生的现金流量净额	-1.75	5.03
现金收入比（%）	128.73	125.93

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

筹资活动现金流方面，2019 年公司筹资活动现金流入 16.54 亿元，同比增长 161.69%，全部为取得借款收到的现金。2019 年公司筹资活动现金流出 11.51 亿元，同比增长 42.66%，主要为偿还债务以及偿付利息支付的现金。2019 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 5.03 亿元。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力和长期偿债能力均较弱，考虑到茂名市及滨海新区政府对公司的有力支持，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标来看，2019 年底，公司流动比率和速动比率分别为 215.76%和 91.30%，较上年底分别下降 74.65 个百分点、上升 13.06 个百分点；现金短期债务比为 0.56 倍，较上年底有所上升；2019 年，公司经营现金流动负债比为 2.68%，公司短期偿债能力指标较弱。

从长期偿债能力指标来看，2019 年，公司 EBITDA 为 1.14 亿元，同比增加 0.23 亿元；全部债务/EBITDA 为 28.38 倍，EBITDA 利息倍数为 0.67 倍，公司长期偿债能力指标较弱。

截至 2019 年底，公司无对外担保。

截至 2019 年底，公司共获得各商业银行授信总额 43.03 亿元，已使用额度 25.43 亿元，尚未使用额度 17.60 亿元，公司间接融资渠道畅通。

7. 母公司财务分析

跟踪期内，母公司资产规模有所增长，所有者权益稳定性强，整体债务负担有所加重。

2019 年底，母公司资产总额为 64.77 亿元，较上年底增长 13.19%；其中流动资产 34.45 亿元，占 53.19%。从构成看，流动资产主要由其他应收款构成，非流动资产主要由长期股权投资构成。

2019 年底，母公司所有者权益为 28.48 亿元，较上年底变化不大；其中，实收资本占 76.44%，资本公积占 7.20%，未分配利润占 14.71%，母公司所有者权益稳定性强。

2019 年底，母公司负债总额为 36.30 亿元，较上年底增长 24.30%；其中流动负债 25.37 亿元，占 69.89%。从构成看，流动负债主要由短期借款和其他应付款构成，非流动负债主要由应付债券构成。母公司 2019 年底资产负债率为 56.04%，较上年底有所上升，整体债务负担有所加重。

2019 年，母公司未实现营业收入，利润总额为 0.45 亿元。

十、存续债券偿还能力分析

截至评级报告出具日，公司存续债券“15 茂名港债/15茂名港”债券余额为6.00亿元。2019年，公司EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量分别为1.14亿元、46.54亿元和0.60亿元，分别为“15茂名港债/15茂名港”债券余额的0.19倍、7.76倍和0.10倍。总体看，公司经营活动现金流入量对上述债券的保障能力强。

“15茂名港债/15茂名港”附第五年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权，考虑到其募投项目茂名港博贺新港区东区化工仓储工程进度较慢，尚未产生收入，若投资者选择在2020年行使回售选择权，则债券资金偿还需要公司进行其他资金调配。

考虑到公司作为茂名港基础设施建设和港口经营的主体，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，收入规模有望增加。

“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，广东再担保成立于2009年2月，经营范围涵盖再担保、办理债券发行担保、信用证担保等。截至2019年底，广东再担保实际控制人为广东粤财投资控股有限公司。截至2019年底，广东再担保资产总额88.11亿元，其中货币资金15.50亿元；负债总额15.72亿元，其中担保赔偿准备金和未到期担保责任准备金合计6.36亿元；股东权益72.39亿元；担保余额659.34亿元，担保风险责任余额267.78亿元。2019年，广东再担保实现营业收入4.57亿元，净利润1.92亿元。

总体看，公司经营活动现金流入量对“15茂名港债/15茂名港”的保障能力强，广东再担保担保实力极强，其担保有效提升了“15茂名港债/15茂名港”的偿付安全性。

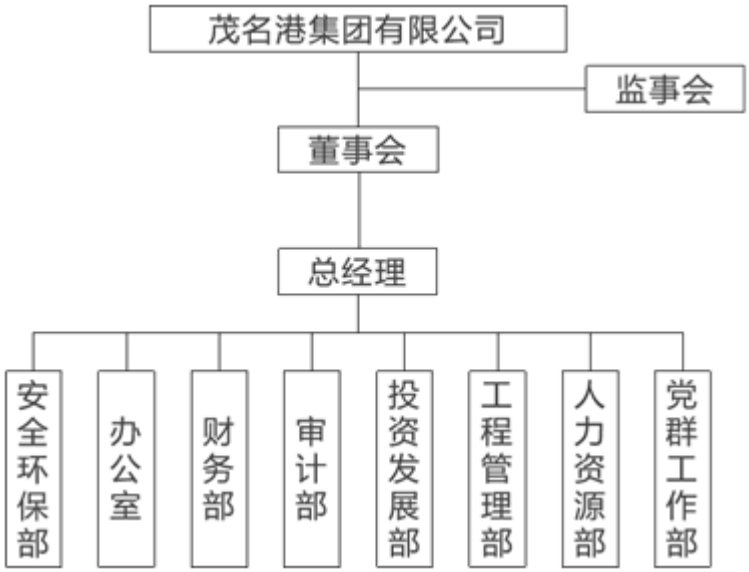
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA^{-}，“15 茂名港债/15 茂名港”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2019 年底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2019 年底公司组织机构图



附件 1-3　截至 2019 年底公司合并范围内子公司情况

企业名称	业务性质	实收资本（万元）	持股比例（%）	取得方式
茂名市中油王港石化有限公司	港口贸易服务	5000.00	75.42	投资设立
茂名博贺湾生态新城建设有限公司司	建设	--	52.43	投资设立
茂名港长兴石化储运有限公司	仓储	53100.00	100.00	投资设立
茂名港水东港务有限公司	港口服务	2000.00	100.00	投资设立
茂名博贺湾新城置业发展有限公司	建设	1000.00	100.00	投资设立
茂名市港口经营有限公司	港口服务	528.00	100.00	非同一控制下企业合
茂名市鑫龙发展有限公司	港口服务	500.00	83.80	非同一控制下企业合
广东茂名滨海港务有限公司	港口服务	6000.00	100.00	非同一控制下企业合
广东茂名滨海控股有限公司	建设	57160.00	100.00	非同一控制下企业合
茂名博贺湾城市基础设施建设有限公司	建设	1000.00	100.00	投资设立
茂名港开发建设有限公司	建设	88500.00	91.53	投资设立
茂名通达实业有限公司	咨询等	2400.00	100.00	非同一控制下企业合
广东茂名滨海旅游开发有限公司	旅游	2000.00	100.00	非同一控制下企业合
茂名滨海物业管理有限公司	物业服务	500.00	100.00	投资设立
茂名市茂港德荣码头服务有限公司	港口服务	50.00	100.00	投资设立
茂名博贺湾新城开发建设有限公司	建设	1000.00	100.00	投资设立
茂名博贺湾新城土地开发有限公司	建设	--	100.00	投资设立
茂名博贺湾新城投资发展有限公司	投资	1000.00	100.00	投资设立
茂名滨海水务有限公司	水务	100.00	100.00	投资设立
茂名港安达汽车综合服务有限公司	汽车服务	200.00	100.00	投资设立
茂名石化博贺港码头有限公司	港口服务	--	100.00	投资设立
茂名石化博贺港储运有限公司	港口服务	--	100.00	投资设立
茂名市氨纶开发有限公司	贸易	50.00	70.00	非同一控制下企业合
茂名港安通拖轮有限公司	港口服务	--	100.00	投资设立

资料来源：公司审计报告

附件 2　主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	10.42	5.13	7.75
资产总额(亿元)	70.76	74.19	89.26
所有者权益(亿元)	33.12	33.75	35.69
短期债务(亿元)	4.76	9.80	13.87
长期债务(亿元)	21.76	16.28	18.44
全部债务(亿元)	26.52	26.09	32.31
营业收入(亿元)	6.20	17.85	34.31
利润总额(亿元)	0.57	0.50	0.76
EBITDA(亿元)	1.05	0.91	1.14
经营性净现金流(亿元)	-1.37	1.15	0.60
财务指标			
销售债权周转次数(次)	28.77	96.21	241.33
存货周转次数(次)	0.21	0.58	1.15
总资产周转次数(次)	0.09	0.25	0.42
现金收入比(%)	139.63	128.73	125.93
营业利润率(%)	6.11	2.44	1.72
总资本收益率(%)	1.54	1.29	1.36
净资产收益率(%)	1.68	1.42	1.86
长期债务资本化比率(%)	39.64	32.54	34.07
全部债务资本化比率(%)	44.46	43.60	47.51
资产负债率(%)	53.19	54.51	60.02
流动比率(%)	604.54	290.41	215.76
速动比率(%)	223.64	78.24	91.30
经营现金流动负债比(%)	-18.27	7.92	2.68
全部债务/EBITDA(倍)	25.37	28.65	28.38
EBITDA 利息倍数(倍)	0.67	0.56	0.67
现金短期债务比(倍)	2.19	0.52	0.56

注：长期应付款中有息债务已调整至长期债务计算

附件 3　主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	3.78	1.56	1.80
资产总额(亿元)	57.94	57.23	64.77
所有者权益(亿元)	27.51	28.02	28.48
短期债务(亿元)	3.86	8.45	11.97
长期债务(亿元)	13.24	7.80	9.45
全部债务(亿元)	17.10	16.25	21.42
营业收入(亿元)	0.00	0.00	0.00
利润总额(亿元)	0.67	0.52	0.45
EBITDA(亿元)	0.76	0.54	0.48
经营性净现金流(亿元)	-2.06	-0.32	-2.50
财务指标			
销售债权周转次数(次)	--	--	--
存货周转次数(次)	--	--	--
总资产周转次数(次)	0.00	0.00	0.00
现金收入比(%)	--	--	--
营业利润率(%)	--	--	--
总资本收益率(%)	1.71	1.23	0.97
净资产收益率(%)	2.42	1.85	1.59
长期债务资本化比率(%)	32.50	21.78	24.91
全部债务资本化比率(%)	38.34	36.71	42.93
资产负债率(%)	52.53	51.03	56.04
流动比率(%)	231.09	144.03	135.81
速动比率(%)	231.09	144.03	135.81
经营现金流动负债比(%)	-13.95	-1.63	-9.86
全部债务/EBITDA(倍)	22.23	29.61	43.84
EBITDA 利息倍数(倍)	0.60	0.41	0.33
现金短期债务比(倍)	0.98	0.18	0.15

附件 4　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-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%
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

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

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

附件 5-1　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 5-2　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。

附件 5-3　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