



内部编号: 2025050104

2022 年茂名港集团有限公司公司债券

定期跟踪评级报告

项目负责人: 张佳  zhangjia@shxsj.com
项目组成员: 林赞婧  lyj@shxsj.com
评级总监: 张明海 

联系电话: (021) 63501349

联系地址: 上海市黄浦区汉口路 398 号华盛大厦 14 层

公司网站: www.shxsj.com



上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了调查和诚信义务，所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本次跟踪评级依据评级对象及其相关方提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的真实性、准确性和完整性由资料提供方或发布方负责。本评级机构合理采信其他专业机构出具的专业意见，但不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

本报告并非某种决策的结论、建议。本评级机构不对发行人使用或引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。本报告的评级结论及相关分析并非对评级对象的鉴证意见。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。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，本评级机构将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象（或债券）实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更或终止评级对象（或债券）信用等级。本次跟踪评级的前一次债券（跟踪）评级有效期为前一次债券（跟踪）评级报告出具日至本报告出具日止。

本报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

未经本评级机构书面同意，本报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。本评级机构对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

跟踪评级概要

编号:【新世纪跟踪(2025) 100042】

评级对象: 2022 年茂名港集团有限公司公司债券

22 茂名港债

	主体	展望	债项	评级时间
本次跟踪:	AA ⁺	稳定	AA ⁺	2025 年 5 月 29 日
前次跟踪:	AA	稳定	AA	2024 年 6 月 26 日
首次评级:	AA	稳定	AA	2022 年 7 月 21 日



跟踪评级观点

主要优势:

- 茂名市在粤东西北地区经济实力位居前列,是中国北部湾城市群规划重要节点城市,同时茂名市是全国重要的石油化工基地和能源基地,石化上下游产业较大的产品与运输需求为茂名港集团业务发展提供良好的基础。
- 茂名港集团承担建设任务的博贺新港区是茂名市委市政府建设深水大港的战略落脚点,是茂名市港口“一主两辅”布局的主体,多项码头工程为省/市重点项目,2024 年以来数个泊位完工取得临时开放批文、博贺新港区东区正式开港,公司参控股港口码头泊位设计通过能力明显增加;未来随着产能逐步释放将有效带动港口运营规模增长,公司也将逐渐由深水新港基建开发转向成熟运营管理,博贺新港区码头货物承载能力强,可支撑港口经营可持续发展。
- 茂名港集团实际控制人为茂名市国资委,作为茂名市港口基础设施建设及运营的核心主体、滨海新区基础设施投建的重要主体、市属产业型国企,公司在区域内具有港口产业与业务发展优势,可获得茂名市政府在政策、资金、资源等方面支持。

主要风险:

- 茂名港集团港口吞吐货种、贸易种类和石化产品与原料主要为石油、天然气及其制品等,易受宏观经济、商品需求及价格波动等因素影响。
- 茂名港集团成熟在运港口码头集中于水东港区,受制于港区航道水深较浅、控股运营泊位数量有限等瓶颈,港口业务规模偏小,收入主要来源于低毛利水平的贸易和石化产品销售等,港口新增产能和新增业务尚处于培育期和整合期,目前整体盈利能力较弱,利润依赖于非经营性收益补充。
- 2024 年以来及后续,茂名港集团持续推进博贺新港区基础设施体系建设,需关注新增产能释放和需求转移的渐进性与成本费用快速攀升之间矛盾引发的业绩亏损压力,及持续的资本支出压力。随着项目推进及营运资金需求增加,公司债务规模快速增长,财务杠杆偏高,面临刚性债务循环和偿付压力。
- 关注茂名港集团业务多元化带来的管理整合压力、业绩提升压力和涉足不同行业面临的特定风险。其中控股子公司茂化实华因需求不足、价格低位徘徊和市场竞争加剧等影响,经营承压,关注后续业绩改善状况。
- 石化产品生产与储运具有较高的安全和环保要求,需关注茂名港集团运营过程中的安全环保风险。

级别调整理由

主要基于以下理由,本评级机构决定调升公司主体信用等级至 AA⁺,维持评级展望稳定,调升“22 茂名港债”债券信用等级至 AA⁺。

2024 年茂名港集团重要港口基础设施与配套完工投运,同时收/并购举措与茂名市战略发展规划、公司石化港口定位均有较强协同性,经营和财务状况得到提升。2022-2024 年末茂名港集团整体权益计算后码头泊位设计年通过能力分别为 365 万吨、365 万吨和 1384 万吨,2024 年增量主要来自博贺新港区码头。公司承担建设任务的博贺新港区是茂名市委市政府建设深水大港的战略落脚点,是茂名市港口“一主两辅”布局的主体,2024 年 8 月,茂名港博贺新港区东区 4 个泊位(E2、E10-11-12)取得临时开放批文,2025 年 1 月,博贺新港区东区正式开港,短期内将有效带动公司港口运营规模增长,公司也将逐渐由深水新港基建开发转向成熟运营管理,博贺新港区码头

货物承载能力强，后续该港区成熟运营将促进其成为茂名市经济增长的区域性重要港口，上述重要进程均符合公司港口建设经营的主责主业的定位。同时，2024 年公司收购了茂名市第一家上市公司和唯一一家 A 股上市公司茂化实华及中机科技后，业务拓展至石化产品生产销售及危废处理，茂名市是全国重要的石油化工基地和能源基地，上述收/并购举措与茂名市战略发展规划、公司石化港口定位均有较强协同性。财务端，因 2024 年公司持续推进博贺新港区重大项目建设和投运、实施收并购举措等因素，资产、收入及 EBITDA 规模增加，部分指标获得改善。

政府支持力度大且具有可持续性。2024 年以来茂名市属国企以“4+N”为布局，茂名港集团为市属四大国企之一，区域地位稳固且进一步明确，可持续获得地方政府在政策、资金、资源等方面大力支持。

跟踪评级结论

通过对茂名港集团主要信用风险要素及影响上述债项偿付安全性相关因素的跟踪分析与评估，本评级机构认为其自身信用质量较强，加之来自金融机构的信贷支持力度大，且政府支持力度大，实际债务偿付能力很强，决定调升公司主体信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定，并调升上述债券信用等级为 AA⁺。

未来展望

本评级机构预计茂名港集团信用质量在未来 12 个月持稳。遇下列情形，或将导致公司主体信用等级或/及其评级展望被下调：

- ① 港口行业市场需求明显放缓并导致公司经营恶化，且短期无好转迹象；
- ② 公司地位及重要性明显下降，重要资产划出，资本实力大幅下降；
- ③ 债务期限明显错配且难以改善，集中偿付压力骤增，同时经营收现情况明显弱化，出现流动性危机；
- ④ 并购企业的整合风险暴露，并严重拖累公司流动性，使得公司陷入财务困境；
- ⑤ 有证据表明外部支持方的支持能力及/或意愿出现明显弱化。

主要财务数据及指标

项目	2022 年/末	2023 年/末	2024 年末
母公司口径数据：			
货币资金（亿元）	6.52	3.92	8.40
刚性债务（亿元）	41.04	49.65	61.86
所有者权益（亿元）	28.63	29.63	38.36
经营性现金净流量（亿元）	-2.82	-8.56	-10.44
合并口径数据及指标：			
总资产（亿元）	118.26	135.71	192.84
总负债（亿元）	79.01	96.71	138.72
刚性债务（亿元）	59.20	75.45	96.45
所有者权益（亿元）	39.26	39.00	54.12
营业收入（亿元）	8.12	20.24	44.97
净利润（亿元）	0.53	0.73	0.60
经营性现金净流量（亿元）	2.75	0.12	-3.57
EBITDA（亿元）	1.90	2.28	4.44
资产负债率[%]	66.81	71.26	71.93
权益资本与刚性债务比率[%]	66.31	51.68	56.12
流动比率[%]	185.90	254.81	110.79
现金比率[%]	30.99	30.67	27.06
利息保障倍数[倍]	0.64	0.67	0.80
净资产收益率[%]	1.32	1.86	1.29
经营性现金净流量与流动负债比率[%]	10.68	0.59	-10.20
非筹资性现金净流量与负债总额比率[%]	-14.51	-16.45	-13.99
EBITDA/利息支出[倍]	0.79	0.78	1.22
EBITDA/刚性债务[倍]	0.04	0.03	0.05

注：根据茂名港集团经审计的 2022-2024 年财务数据整理、计算。

发行人本次评级模型分析表

适用评级方法与模型：工商企业评级方法与模型（港口行业）FM-GS012（2022.12）

评级要素			结果
个体信用	业务风险		4
	财务风险		5
	初始信用级别		a
	调整因素	合计调整（子级数量）	/
		其中：①流动性因素	/
		②ESG 因素	/
		③表外因素	/
		④其他因素	/
	个体信用级别		a
外部支持	支持因素	+4	
主体信用级别			AA ⁺
债项增级	信用增级方式		/
	覆盖范围或倍数（债务本息）		/
	担保方主体信用等级/评级展望		/
债项信用等级			AA ⁺

调整因素：（/）

支持因素：（↑4）

茂名港集团实际控制人为茂名市国资委，作为茂名市港口基础设施建设及运营的核心主体、滨海新区基础设施投建的重要主体、市属产业型国企，公司可获得茂名市政府在政策、资金和资源等方面大力支持。

债项增级（/）

本期债券无信用增级安排。

注：

2024 年，因茂名港集团持续推进博贺新港区重大项目建设和投运、实施收购举措等因素，资产、收入和 EBITDA 规模增加，部分指标获得改善，业务与财务矩阵结果发生变化，公司个体信用级别由 bbb⁺变动为 a，较前次评级上升 2 个子级，同时在维持外部支持重要性和关系紧密程度评级（十分重要和十分紧密）不变的基础上，因评级模型支持矩阵转变，支持因素由“+5”调整为“+4”，主体信用级别由 AA 调整至 AA⁺。

相关评级技术文件及研究资料

相关技术文件与研究资料名称	链接
《新世纪评级方法总论（2022 版）》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=26739&mid=4&listype=1
《工商企业评级方法与模型（港口行业）FM-GS012（2022.12）》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=26748&mid=4&listype=1
《国内经济迎来良好开局 政策加力应对外部冲击——2025 年一季度宏观经济分析及展望》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=33274&mid=5&listype=1
《交通基础设施行业 2024 年信用回顾与 2025 年展望》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=32610&mid=5&listype=1
《化工行业 2024 年信用回顾与 2025 年展望》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=32674&mid=5&listype=1

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照 2022 年茂名港集团有限公司公司债券（简称“22 茂名港债”、“本期债券”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据茂名港集团有限公司（简称“茂名港集团”、“该公司”或“公司”）提供的经审计的 2024 年财务报表及相关经营数据，对茂名港集团的经营状况、财务状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

22 茂名港债募集资金总额 5.90 亿元，其中 3.54 亿元用于茂名港博贺新港区东区油品码头工程项目建设，2.36 亿元用于补充营运资金，截至 2024 年末累计已使用募集资金 4.70 亿元。特殊条款：附设置本金提前偿还条款，在债券存续期的第 3 年至第 7 年每年分别偿还本期债券发行总额的 20%，当期利息随本金一起支付；附第 5 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。

图表 1. 截至 2025 年 4 月末公司存续债券概况（单位：亿元、年、%）

债项名称	发行规模	当前余额	期限	发行利率	当期利率	起息日期	到期日期
22 茂名 02	2.00	2.00	3	4.38	4.38	2022-06-23	2025-06-23
22 茂名港债	5.90	5.90	7（5+2）	4.30	4.30	2022-09-19	2029-09-19
23 茂名 01	7.00	7.00	3	4.30	4.30	2023-05-22	2026-05-22
茂名港集团 4.5%N20270321	6.40	6.40	3	4.50	4.50	2024-03-21	2027-03-21
茂名港集团 4.85%N20270612	6.00	6.00	3	4.85	4.85	2024-06-12	2027-06-12
24 茂名 Y1	10.00	10.00	5+N	2.95	2.95	2024-08-28	2029-08-28
25 茂名 01	6.00	6.00	5	2.48	2.48	2025-04-22	2030-04-22
合计	43.30	43.30	-	-	-	-	-

资料来源：Wind 资讯。

发行人信用质量跟踪分析

1. 数据基础

该公司 2022 年财务报表经中喜会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2023 年财务报表经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2024 年财务报表经安礼华粤（广东）会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则及其补充规定。

2023 年，该公司注销三级子公司茂名市茂港德荣码头服务有限公司，二级子公司茂名博贺湾新城置业发展有限公司和茂名市天源商贸发展有限公司设立茂名港源产业投资有限公司（公司持股 52%）。2024 年，公司新增主体包括：以收并购形式并表茂名石化实华股份有限公司（简称“茂化实华”¹，证券代码：000637.SZ）、中机科技发展（茂名）有限公司（简称“中机科技”），新设三级子公司茂名茂航科技有限公司（简称“茂航科技公司”），减少主体包括：茂名石化博贺港储运有限公司（简称“茂石化储运”）已于 2024 年 1 月 1 日丧失控制权（由二级子公司变更为合营企业）、茂名港安通拖轮有限公司已于 2024 年 1 月 18 日办理工商注销。截至 2024 年末，公司合并口径子公司共计 26 家，其中二级子公司 19 家。

其中：2024 年 3 月 5 日，该公司在广东省茂名市中级人民法院于阿里资产平台开展的“北京泰跃房地产开发有限责任公司持有的茂化实华股票共 151538145 股”项目公开竞价中胜出，网络拍卖成交价格人民币 4.05 亿元，而后于 2024 年 4 月 8 日完成股票过户登记手续，茂化实华控股股东已变更为公司（占总股本 29.15%）。茂化实华于 2024 年 7 月 3 日召开 2024 年第二次临时股东大会，完成董事会，监事会的换届选举工作，并于 7 月 4 日完成相关人员的工商变更工作，公司派驻人员分别担任茂化实华的董事长、董事兼财务总监、董事，派驻董事在茂化实华董事会中占多数席位，取得上市公司的实际控制权，于 2024 年 7 月对茂化实华实施并表核算。2025 年 3

¹ 茂化实华 2024 年合并范围变化，其中减少：广东实华建设工程有限公司已于 2024 年 9 月 3 日办理工商注销，广西贺州实华矿业投资有限公司已于 2024 年 10 月 17 日办理工商注销，百色实华润滑油科技有限责任公司已于 2024 年 10 月 15 日办理工商注销；增加：广东实华新材料有限公司于 2024 年 10 月完成章程变更，仅由公司派出一名执行董事，由重大影响变为控制。

月末,公司和中国石化集团茂名石油化工有限公司(简称“茂名石化”)分别持有其股权比例为 29.80%和 14.75%。

2024 年 10 月,该公司参与中机科技重整投资权益竞拍获得茂名市人民政府国有资产监督管理委员会(简称“茂名市国资委”)同意,并于同年 10 月 29 日正式合法取得中机科技 100%股权(购买成本 3.30 亿元)并对其实施并表核算,后为顺利接收中机科技,公司成立中机科技接收工作组,完善安全生产、行政经营、财务审计、人力资源和纪检监察等各项环节。

另外,2024 年 12 月,该公司与茂名市发展公司有限公司(简称“茂发展”)共同设立茂名港城资源循环有限公司(简称“港循环公司”,公司持股 51%,控股并表)、与中国核工业第五建设有限公司(简称“中核五公司”)共同设立茂名港中和工程建设有限公司(简称“港中和公司”,公司持股 51%,控股并表)。上述两家子公司因成立时间短,未建立账册,故未在 2024 年度合并报表范围内体现。

该公司 2024 年合并报表范围发生明显变化且对年度间数据可比性有很大影响,正文中只列示不分析前期数据(差异或变化原因),而是重点分析即期/当期数据和细分业务状况。

截至 2024 年末,该公司权益类债务融资工具余额 10.00 亿元(24 茂名 Y1,起息日 2024-08-28),公司将上述融资款项计入“其他权益工具”会计科目,若将权益类工具作为负债核算,相关指标调整如下表。

图表 2. 公司主要财务数据与指标调整前后对照表

数据与指标	调整前			调整后		
	2022 年/末	2023 年/末	2024 年/末	2022 年/末	2023 年/末	2024 年/末
总负债(亿元)	79.01	96.71	138.72	79.01	96.71	148.72
刚性债务(亿元)	59.20	75.45	96.45	59.20	75.45	106.45
所有者权益(亿元)	39.26	39.00	54.12	39.26	39.00	44.12
资产负债率(%)	66.81	71.26	71.93	66.81	71.26	77.12
权益资本与刚性债务比率(%)	66.31	51.68	56.12	66.31	51.68	41.45

注:根据茂名港集团所提供数据整理、计算。

2. 业务

港口建设与经营仍为该公司主责主业,近年来受制于水东港区航道水深较浅及控股泊位稀少等瓶颈,港口业务规模偏小,2024 年以来公司持续推进博贺新港区基础设施体系建设(含码头及仓储配套设施),数个码头泊位获得临时开放批文、博贺新港区东区正式开港,公司参控股港口码头泊位设计年通过能力明显增加;未来随着产能逐步释放将有效带动港口运营规模增长,公司也将逐渐由深水新港基建开发转向成熟运营管理,博贺新港区码头货物承载能力强,可支撑港口经营可持续发展,但期间需关注新增产能释放不及成本费用攀升速度引发的业绩亏损压力;同时,公司仍在推进博贺新港区基础设施建设,投资规模较大,面临资本支出压力。此外,港口关联产业(贸易和航运代理服务)呈现收入规模扩张与获利微薄特征。

2024 年,该公司实施收/并购投资及通过战略合作设立子公司等举措,呈现多元化业务格局,拓展至石化产品生产销售、资源循环(危废处理)等领域,需关注业务多元化带来的管理整合压力、业绩提升压力和涉足不同行业面临的特定风险。

(1) 外部环境

宏观因素

2025 年第一季度,全球经济增长动能仍偏弱,美国发起的对等关税政策影响全球经济发展预期,供应链与贸易格局的重构为通胀治理带来挑战。欧元区的财政扩张和货币政策宽松有利于复苏态势延续,美联储的降息行动趋于谨慎。作为全球的制造中心和国际贸易大国,我国面临的外部环境急剧变化,外部环境成为短期内经济发展的主要风险来源。

2025 年第一季度,我国经济增速好于目标,价格水平仍疲弱,微观主体对经济的“体感”有待提升;消费复苏但暂未实现全面回升,制造业投资保持较快增长,基建投资提速,而房地产投资继续收缩,出口则保持韧性。转型升级过程中,我国经济增长面临一定压力,需求相对供给不足仍是重要矛盾,在超常规逆周期调节和全面扩

内需的支持下，2025 年有望维持经济增速稳定，长期向好趋势不变。

详见：《国内经济迎来良好开局 政策加力应对外部冲击——2025 年一季度宏观经济分析及展望》。

行业因素

宏观经济和进出口贸易形势是影响我国港口行业活跃程度最重要的两大因素。2024 年以来，我国国民经济运行稳中有进，港口货物吞吐量保持稳步增长，并表现出外贸吞吐量增幅高于内贸的态势；货种结构多元也在很大程度上平滑了单货种所处行业形势变化对我国港口行业吞吐量表现的影响。从建设投资情况来看，我国水运建设投资持续扩大，且内河建设投资规模在平陆运河等项目开工带动下增幅明显高于沿海建设投资。

展望 2025 年，预计我国港口生产总体平稳并仍呈低速增长态势，行业盈利空间因折旧、人工等成本上升继续承压；在较大的经营压力下，同时为响应国家区域战略发展要求，优化港口功能布局、拓展服务网络，我国港口的跨省/直辖市港口合作预计将继续加快加强。港口行业在我国国民经济中的重要性地位稳固，港口的资源稀缺性使其仍能获得较好的政府支持，港口行业信用品质较好，基本面仍保持稳定。

详见：《交通基础设施行业 2024 年信用回顾与 2025 年展望》。

2024 年全球经济增长动能仍偏弱，原油价格整体较上年小幅下降，成品油消费量同比回落，且化工品下游需求较低迷，部分化工产品如乙烯、丙烯产能仍较快增长，使得供需压力加大，多数石化产品利润空间仍较小，经营业绩承压。

预计 2025 年国际油价或将下行，另外叠加汇率波动、地缘政治等因素，我国石化行业运行仍将面临较多不确定性，龙头企业或将通过进一步加强国际化合作等路径，增强经营稳定性。尽管行业产能投资逐步放缓，但在建、存量产能仍待时间消化，其中炼油和部分化工产品供需矛盾短期内较难缓解。未来随着产业转型升级的持续推进和环保约束的持续加强，我国炼油产能增速将得到控制，落后产能有望加速出清，拥有原油渠道资源、技术优势和产品结构较优的炼化企业具备更强的竞争优势。

详见：《化工行业 2024 年信用回顾与 2025 年展望》。

区域市场

A. 区域经济发展情况

茂名市地处广东省西南部，东毗阳江，西临湛江，北连云浮和广西壮族自治区，南临南海；茂名市在粤东西北地区经济实力位居前列，作为粤西组团式中心城市，同时也是中国北部湾城市群规划重要节点城市。茂名市辖茂南、电白两区，代管信宜、高州、化州三市，设滨海新区、高新区、茂名新城三个经济功能区；2024 年末常住人口 627.32 万人，城镇化率 48.11%。作为粤西枢纽城市，拥有包茂高速、云茂高速及茂湛铁路、深茂铁路和河茂铁路等，茂名市是全国重要的石油化工基地和能源基地；2022-2024 年，茂名市实现地区生产总值分别为 3902.79 亿元、3987.22 亿元和 4072.04 亿元，增速分别为 0.50%、3.7%和 2.48%，经济总量居省内中游。

茂名是广东省农业大市，农业生产基础稳固，2024 年农林牧渔业总产值 1208.86 亿元，连续五年超千亿，同比增长 2.5%。同年投资端（非地产领域）保持活跃，固定资产投资同比下降 1.7%，扣除房地产开发投资（-23.6%），全市固定资产投资增长 6.9%；分领域看，基础设施投资增长 11.5%；工业投资增长 21.9%（工业技改投资增长 73.1%）。同年茂名市高技术产业投资增长 30.6%，增速全省第三，“五链共建”取得进展：茂名石化升级改造项目首套装置建成投用，零碳产业园丙烯酸项目、万吨级 T1000 碳纤维项目启动建设，华南钛谷一期加快建设，欣捷安汽车电子二期稳步推进，马店河新型储能产业园首批企业入驻试；产业发展向新提质：电子信息、高端装备业加快发展，氢能公交、低空文旅等应用场景相继落地，工业技改投资增长 73.1%，增速全省第一；新增国家“小巨人”企业、省制造业单项冠军企业各 2 家，国家高新技术企业突破 220 家。

茂名市一般公共预算收入税收比率约 45%，自给率较低依赖转移支付；2024 年政府性基金收入中土地出让规模下滑，年末地方政府债务余额 1005.62 亿元，债务规模扩张但综合财力下负担可控。

图表 3. 近年来茂名市主要经济与财政指标（单位：亿元）

指标	2022 年	2023 年	2024 年
地区生产总值[亿元]	3,902.79	3,987.22	4,072.04

指标	2022 年	2023 年	2024 年
GDP 同比增速[%]	0.50	3.70	2.48
人均地区生产总值[万元]	6.27	6.38	6.49
城镇化率[%]	45.84	47.32	48.11
全社会消费品零售总额[亿元]	1,509.89	1,599.99	1,614.47
全社会固定资产投资增速[%]	6.30	5.30	-1.70
进出口总额[亿元]	257.15	136.11	171.60

资料来源：茂名市国民经济和社会发展统计公报、茂名市人民政府。

2025 年茂名市政府工作报告提出：茂名市将抓紧茂名石化升级改造项目建设；申报建设国家零碳园区，推动核能供热发电、原油制化学品等项目落地，保障丙烯酸一期试车、碳纤维一期投产；加速华南钛谷建设，推动欣旺达基地二期落地，加大马店河新型储能产业园招商力度，促进链主项目聚链成群；加紧推动奇瑞商务车等项目落地建设，开辟新能源、新材料、电子信息、低空经济等新赛道；推动 30 家企业“小升规”、150 家企业技术改造、130 家企业数字化转型。投资建设端，实施 386 项重点项目建设（年度投资 536 亿元以上），推进环北供水工程，开工建设高州水库灌区改造二期工程，建成博贺电厂 3、4 号机组，争取粤西 LNG 接收站纳入国家规划。

2025 年茂名市围绕粤西综合性枢纽城市定位，继续构建“公铁海空管”立体交通网络，高速公路方面，建成阳信高速茂名段，加快推进化北高速、茂吴高速建设，完善第一圈层“一环八纵十横”、第一二圈层间“一环八射”路网体系。铁路方面，建成广湛高铁茂名段，持续推进疏港铁路码头专用线建设，推动深南高铁与广湛高铁茂名至岑溪连接线、河茂铁路提速改造工程纳入国家规划。港口方面，加快建设博贺新港区 30 万吨原油码头、广港通用码头二期、昌利石化仓储码头，谋划新建 30 万吨油品化工码头。

广东茂名滨海新区位于茂名市东部，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产业开发区，拥有石化产业基础和丰富的港口、岸线等资源。其空间布局为“一带一轴两城四港五区”：划分为海湾发展带，南北发展轴，环水东湾新城、博贺湾新城，博贺新港区、水东港区、博贺渔港区和吉达港区。根据《广东茂名滨海新区总体规划（2012-2030）》，茂名市滨海新区将按照“建深水大港、兴现代产业、造滨海新城”发展战略，整合港口资源，推动滨海新区发展。港口建设方面，依托茂名市石化产业基础，建设专业型特色港口；产业布局方面，立足茂名石化产业雄厚基础上，拓展下游产业链向高附加值产品和精细化工领域延伸，规划到 2030 年，将形成 4000 万吨炼油、200 万吨乙烯和 100 万吨芳烃的年生产能力，同时发展港口商贸物流业和滨海旅游业。

B. 区域港口格局

广东省是我国岸线资源最丰富、沿海港口众多、水路运输最发达的省份之一，港口行业发达。珠江三角洲港口群由粤东和珠江三角洲地区港口组成，依托香港国际航运中心的优势，以广州、深圳、珠海、汕头为主，发展汕尾、惠州、虎门、茂名、阳江等港口，服务华南、西南部分地区，促进粤港澳与内陆交流。

2022 年 3 月《广东省港口布局规划（2021-2035 年）》明确构建以珠三角港口集群为核心，粤东、粤西港口集群为发展极的“一核两极”发展格局。到 2025 年，广州港和深圳港具备较强的国际航运综合服务功能，基本建成世界一流港口，珠三角港口国际竞争力明显提升，携手港澳基本建成粤港澳大湾区世界级港口群，汕头港、湛江港基本建成粤东、粤西地区枢纽港，西江、北江沿线集约化规模化专业化公用港区建设取得重大进展。其中“一核”：珠三角港口集群，包括珠江三角洲地区的广州港、深圳港、珠海港、佛山港、肇庆港、惠州港、东莞港、中山港、江门港，以及广深都市圈的清远港、韶关港、河源港、云浮港、汕尾港。“两极”：①粤东港口集群，包括粤东地区的汕头港、潮州港、揭阳港以及梅州港；②粤西港口集群，包括粤西地区的湛江港、茂名港、阳江港。

根据《茂名港总体规划（2017-2035 年）》（简称“规划”），茂名港是广东省沿海地区性重要港口和地区综合运输体系的重要枢纽。港口以能源、原材料、散杂货运输为主，发展集装箱功能，发展临港产业，具备装卸仓储、中转换装、现代物流、商贸服务和旅游客运等功能；茂名港被布局为外贸进口原油接卸港、外贸进口矿石运输港、成品油液体化工品运输港、散粮储运港等。

茂名港为国家一类对外开放口岸，现已发展成集原油、液体化工、散杂货等多种货物运输的综合性港口。茂名港规划为水东港区、博贺新港区和吉达港区，水东港区规划以发展集装箱、油品和旅游客运服务为重点；博贺新港区以建设现代化大型深水港区、服务腹地经济发展为目标，规划一批大型专业化深水码头，促进石化、能源、装备制造等临港产业，将建成为茂名港的主体港区，规划分东西两部分，东部作业区以深水泊位建设为主，采用“两港池”开发格局，西部作业区以通用泊位为主，码头建设主要采用顺岸式；吉达港区主要承担临港工业发展

所需成品油、化工品等原材料和产成品运输，规划分为东西两部分，东部作业区以 10 万吨级以下大型深水泊位建设为主，西部作业区以 2 万吨级以下泊位为主，最终形成“双口门、三突堤、六港池”的总体格局。

图表 4. 广东省五大亿吨港口及粤西三大港口货物吞吐量（单位：亿吨、万 TEU）

港口	2022 年		2023 年		2024 年	
	货物吞吐量	集装箱吞吐量	货物吞吐量	集装箱吞吐量	货物吞吐量	集装箱吞吐量
广东省	20.48	7065	22.15	7209	19.44	7063
省内五大亿吨港口：						
1.广州港	6.56	2486	6.75	2541	6.58	2607
2.深圳港	2.72	3004	2.87	2988	3.18	3340
3.湛江港	2.54	154	2.83	158	2.75	165
4.东莞港	1.70	361	1.955	—	未获取	未获取
5.珠海港	1.02	110	1.19	123	1.26	128
粤西三大港口：						
湛江港	2.54	154	2.83	158	2.75	165
茂名港	0.32	未披露	0.32	未披露	0.36	未披露
阳江港	0.38	未披露	0.37	未披露	0.40	未披露

注：新世纪评级根据公开信息整理。

（2）业务运营

图表 5. 公司业务收入构成及变化情况（单位：亿元）

主导产品或服务	2022 年	2023 年	2024 年
营业收入合计	8.12	20.24	44.97
（1）港口经营业务	0.61	0.55	0.53
在营业收入中所占比重（%）	7.47	2.69	1.18
（2）贸易业务	5.06	13.99	20.89
在营业收入中所占比重（%）	62.27	69.09	46.44
（3）销售产品	0.56	0.48	17.14
在营业收入中所占比重（%）	6.88	2.38	38.11
（4）运输服务（航运代理）	1.86	5.19	5.21
在营业收入中所占比重（%）	22.89	25.62	11.58
（5）门票服务	—	—	0.85
在营业收入中所占比重（%）	—	—	1.89
毛利率（%）	4.50	1.96	1.57
（1）港口经营业务（%）	17.25	7.09	8.48
（2）贸易业务（%）	0.36	0.92	1.15
（3）销售产品（%）	35.40	36.31	0.08
（4）运输服务（航运代理，%）	0.96	0.43	0.68
（5）门票服务（%）	—	—	46.51

注 1：根据茂名港集团提供的数据整理、计算；注 2：2022-2023 年销售产品业务源自东阁岭（服务年限为 11.5 年）矿山开采和销售矿石，由茂名海港港务股份有限公司负责，2024 年商品销售主要为茂化实华的石化产品销售，原东阁岭矿山开采销售金额占比很小。

作为茂名市港口基础设施建设及运营的核心主体，该公司以港口建设运营主责主业，持续推进博贺新港区码头、仓储库区及配套基础设施的建设与完善。公司在运港口码头集中于水东港区，受制于港区航道水深较浅、控股运营泊位数量有限等瓶颈，港口业务规模偏小；同时开展贸易业务及获取无船承运人（NVOCC）资质开展航运代理服务，收入规模扩张，但贸易业务低毛利及中间服务附加值有限，利润微薄。

2024 年该公司立足“产业型国企”战略定位，通过投资收/并购、战略合作等方式向产业链上下游延伸，业务多元拓展至石化生产与销售、资源循环（危废处理）等领域，契合茂名市石化产业定位并与主业石化港口有较强协同性；同期成立港中和公司，旨在形成集设计、制造、施工、运维一体化的专业化工程公司，匹配港区自有管廊、石化油气储罐的施工运维需求。

未来，该公司仍将以博贺新港区基础设施体系建设与运营为主责主业，多元经营石化生产销售、资源循环利用等业务，需关注业务多元化可能带来的管理整合挑战、细分业务业绩提升压力和跨行业经营风险。

① 经营状况

A、港口经营及建设

港口资源与设施条件

《茂名市国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》提出优化港口功能布局，茂名港继续推进以水东港区为依托、博贺新港区为重点、吉达港区为重要组成的“一主两辅”总体发展格局。其中博贺新港区作为重点发展港区（“一主”），以建设现代化大型深水港区、服务腹地经济发展为目标，规划建设大型专业化深水码头，促进石化、能源、装备制造等临港产业发展，将建设成为茂名港的主体港区和粤西地区重要综合性港区。

图表 6. 2025 年 3 月末公司港口资源及权属关系

港区名称	序号	单位名称	码头泊位名称	泊位性质	泊位（个）	靠泊吨级（DWT）	设计年通过能力（万吨）	与公司权属关系
水东港区	1	茂名市港口经营有限公司	一万吨级泊位	通用件杂	1	10,000	45	控股
	2		一千吨级泊位		2	500	25	控股
	3	茂名市中油王港石化有限公司	鑫龙码头 1#泊位	液化石油气、油品	1	10,000	35	控股
	4		鑫龙码头 2#泊位	油品	1	3,000	30	控股
	5	茂名市天源码头经营有限公司	三万吨级综合码头	通用	1	30,000	149	参股[持股 40%]
	6		五千吨级泊位	专用丙类油品	1	5,000	50	
博贺新港区	7	茂名海港港务股份有限公司	E10 泊位	油品化工	1	50,000	563	控股
	8		E11 泊位	油品化工	1	10,000		控股
	9		E12 泊位	油品化工	1	50,000		控股
	10	茂名石化博贺港储运有限公司	E2 泊位	成品油、原油	1	100,000	913	参股[持股 50%]
	11	茂名广港码头有限公司（一期）	1#泊位	通用散货	1	35,000	250	参股[持股 30%]
			2#泊位	通用散货	1	70,000	250	
在运小计	—	—	—	—	13	—	2310	—
博贺新港区	13	茂名海港港务股份有限公司子公司茂名石化博贺港码头有限公司	E1	原油	1	300,000	1650	控股
	14	茂名海港港务股份有限公司	E6 泊位	油品化工	1	20,000	730	控股
	15		E7 泊位	GT 液化	1	50,000		控股
	16		E8 泊位	油品化工	1	50,000		控股
	17	茂名广港码头有限公司（二期）	3#泊位	通用	1	100,000	681	参股[持股 30%]
	18		4#泊位	通用	1	100,000		
在/拟建小计	—	—	—	—	6	—	3061	—
合计	—	—	—	—	19	—	5371	—

注：根据茂名港集团提供信息及公开资料查询整理。

图表 7. 近期公司港口码头泊位设计年通过能力变化及未来趋势（单位：万吨）

码头泊位产能	2022 年末	2023 年末	2024 年末	2025 年末（预估）	2026 年末（预估）
水东港区	135	135	135	135	135
博贺新港区	—	—	563	563	2213
控股小计	135	135	698	698	2348
水东港区-天源码头	80	80	80	80	80
博贺新港区-广港码头 ²	150	150	150	354	354
博贺新港区-E2 泊位	—	—	456.5	456.5	456.5
按持股比例参股小计	230	230	686	890	890
权益合计	365	365	1384	1588	3238

注：根据茂名港集团提供信息整理；预估系根据在建项目实施进展推断。

图表 8. 2024 年末公司港口仓储资源分布情况（单位：万平方米）

仓储资源归属公司	所在港区	仓库座数	仓库面积	堆场个数	堆场总面积	储罐座数	库容面积
茂名市港口经营有限公司	水东港区	5	0.93	10	4.43	—	—
茂名市中油王港石化有限公司	水东港区	—	—	—	—	36	5.90
茂名海港港务股份有限公司-2024 年新增	博贺新港区	—	—	—	—	51	81.00

注：根据茂名港集团提供信息整理。

2023 年及以前，该公司控股码头泊位设计年通过能力均为 135 万吨，运营码头泊位和库区主要布局水东港区，包括茂名市港口经营有限公司（简称“港口经营公司”）拥有 1 万吨和 500 吨泊位各 1 个（1994 年投产），茂名市中油王港石化有限公司（简称“中油王港”）拥有 1 万吨液体化工和 3000 吨油码头泊位各 1 个及配套储罐设施。水东港区航道水深较浅，公司控股运营泊位数量少，港口运营能力有限。

² 博贺新港区通用码头（一期）已投产，（二期）已进入收尾阶段。

截至 2024 年末，该公司控股码头泊位设计年通过能力增至 698 万吨，参股码头（按持股比例）设计年通过能力增至 686 万吨，公司整体权益计算后码头泊位设计年通过能力增至 1384 万吨，增量来自博贺新港区泊位 E2、E10-11-12。公司在建的博贺新港区是茂名市委市政府建设深水大港的战略落脚点，2024 年 8 月，茂名港博贺新港区东区 4 个泊位（E2、E10、E11 和 E12）取得临时开放批文，2025 年 1 月，东区正式开港，博贺新港区码头货物承载能力强，未来随着港区的成熟运营，有望成为推动茂名市经济增长的关键区域性枢纽港口。其中自 2024 年起，陆续完工投用的港口码头泊位及相关配套工程均被列为茂名市重点建设项目：

10 万吨油品码头项目（即茂名港博贺新港区东区油品码头工程，泊位 E2）由茂石化储运（该公司和中国石油化工股份有限公司各持股 50%，2024 年公司丧失控制权继而出表，成为合营公司）负责投建，包括 1 个 10 万吨级油品泊位和 4.38 千米公用管廊及配套设施，概算总投资 10.27 亿元，2024 年末已投资 9.57 亿元。

茂名港博贺新港区东区化工码头（泊位 E10-11-12）及附属设施项目由子公司茂名海港港务股份有限公司（简称“港务股份”，原名：茂名港长兴石化储运有限公司）负责投建，调整后概算总投资 34.43 亿元（其中化工码头 6.77 亿元、化工仓储配套 27.66 亿元），2024 年末累计已投资 22.65 亿元，建设内容主要为新建油品和化工品泊位 3 个（2 个 5 万吨级油品化工泊位和 1 个 1 万吨级化工品泊位）及配套附属设施（81 万平方米油品化工品储罐、污水处理、废气处理等），以改善茂名港液体散货泊位能力不足的问题。考虑到项目产能释放渐进性及折旧摊销成本快速攀升，短期内，该项目经营面临明显的亏损压力。

经营与收费

港口经营业务包括装卸和仓储，其中装卸业务由子公司中油王港（水东港区油品类）和港口经营公司（水东港区散货类）负责，仓储业务由中油王港负责；2025 年 1 月博贺新港区东区正式开港后，港区 E2 泊位由茂石化储运（参股合营公司）负责运营、E10-11-12 泊位及配套由港务股份（博贺新港的港口经营业务）负责运营。

2022-2024 年，该公司港口经营收入分别为 0.61 亿元、0.55 亿元和 0.53 亿元，业务毛利率分别为 17.25%、7.09% 和 8.48%，2023 年区域内客户对石油、钢铁等货物的需求有所减少，收入同比减少 10.19%，由于港口经营成本较为固定，业务毛利率随着收入下降而大幅下滑，同比下降 10.16 个百分点；2024 年因外部环境影响和下游需求波动，收入同比减少 2.30%。

图表 9. 公司港口经营收入构成（单位：万元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年
装卸收入	3461.61	3633.60 ³	2755.42
系解缆、停泊费收入	8.36	10.69	22.22
仓储收入	2552.92	1769.15	2498.56
其他收入	47.53	38.19	50.16
合计	6070.42	5451.63	5326.36

资料来源：茂名港集团（因四舍五入存在尾差）。

图表 10. 公司控股码头主要吞吐货种情况（单位：万吨）

货种	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年第一季度	2024 年第一季度
石油、天然气及制品	120.52	100.36	89.17	39.19	29.29
矿建材料	4.42	3.06	--	--	--
煤炭及制品	--	38.98	51.71	3.19	13.59
粮食	40.58	40.78	25.98	4.93	5.76
化工原料及制品	0.04	0.38	2.02	--	--
非金属矿石	2.97	3.92	10.22	1.40	3.21
金属矿石	--	--	1.21	--	--
木材	0.19	--	4.35	1.07	1.54
化肥及农药	0.4	0.28	0.35	--	0.25
钢铁	37.62	0.33	--	--	--
其他	0.04	3.3	0.07	--	--
总计	206.77	191.38	185.09	49.78	53.64

资料来源：茂名港集团（因四舍五入存在尾差）。

该公司装卸货种以石油、天然气及制品、煤炭及制品、粮食和矿建材料等为主，近期货物吞吐量呈现持续下滑态势。港口装卸费、仓储费依据交通部颁布的《中华人民共和国港口收费规则》，计费基础是按货物的装卸数量、货物类别、堆存天数为单位收费，夜间、星期日和节假日计收装卸附加费。

³ 吞吐下滑但收入上升主要系装卸费率较高的中油王港贡献吞吐量和收入占比高于上年所致。

该公司博贺新港区东区已完工泊位（E2[参股]、E10-11-12）和在建泊位 E1 合计设计年通过能力近 3000 万吨，根据企业反馈产能释放来源包括：①基于设施设备完善性和物流成本因素，茂名石化原油上岸将从湛江港转移部分产能（约 600 万吨）；②茂名石化水东港区（成品油）离岸产能转移至博贺新港区（2025-2027 年末拟转移进度分别约 200 万吨、400 万吨和争取 600 万吨）；③茂名石化炼油转型升级及乙烯提质改造项目投产后或存在外购石脑油需求，石脑油外购上岸量 200-300 万吨；④茂名石化在距离博贺港海岸 15 海里处建设了海上 30 万吨单点系泊原油接卸系统（简称“单点系泊”），该油品流转管道已经制约着生产的用料规模且难以运输需保温油料。⑤新挖掘渠道包括茂名当地民营化工企业、期货交割库及茂名市委市政府产业政策下的吞吐需求。综上所述公司预期，2025-2027 年博贺新港区码头港口吞吐量分别为 200-250 万吨、800 万吨和 1100 万吨，因产能释放和需求转移存在渐进性，加之业务新挖掘渠道亦存在不确定性，中短期内公司所在博贺新港区码头泊位仍面临产能释放压力。

资本支出

目前，该公司负责的博贺新港区建设内容详见下表，短期内公司在/拟建投资规模较大，面临一定资本支出压力。

图表 11. 截至 2024 年末公司港口主要在建/拟建项目情况（单位：亿元）

项目	计划总投资	累计已投资	建设模式	计划建设周期	2025 年资金支出计划	项目状态
博贺新港区 30 万吨级原油码头工程	17.67	9.86	自建	2022-2026	5.82	在建
茂名港博贺新港区重油库区项目	3.70	0.01	自建	2024.07~2025.12	1.42	
茂名港博贺新港区气体库区项目	6.00	—	自建	2025.06~2027.12	0.15	
茂名港博贺新港区东区 E6~E8 泊位工程	8.64	—	自建	2025-2027	0.30	拟建
茂名博贺新港区油品铁路专用线工程项目	1.62	—	自建	2026-2027	0.20	
茂名港博贺新港区粤西油气储备基地工程项目	1.51	—	自建	2026-2030	—	前期
小计	39.14	9.86	—	—	7.89	—
东西防波堤 ⁴	24.88	22.55	代建	2013-2020	0.75	已完工，后续款项为尾款
茂名港博贺新港区东区油品码头工程-10 万吨（2024 年变更为合营而出表）	10.27	9.57	合资（持股 50%，2024 年丧失控制）	2020-2024	1.46	
茂名港博贺新港区东区化工码头	6.77	6.30	自建	2020-2024	0.94	
茂名港博贺新港区东区化工码头附属设施 ⁵	27.66	16.35	自建	2019-2024	4.63	
博贺清洁能源物流基地项目和冷能利用工业园项目造陆工程 ⁶	7.94	7.27	自建	2017-2024	0.60	
茂名吉达湾蓝色海湾整治工程及绿色化工和氢能产业园场平工程	3.88	3.35	自建	2019-2024	—	—
小计	81.40	65.38	—	—	8.37	
合计	120.54	75.24	—	—	16.27	—

注：根据茂名港集团提供信息整理（四舍五入存在尾差）。

在建项目里：博贺新港区 30 万吨级原油码头工程已纳入《广东省国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》重点港口航道网工程，项目泊位长度 404 米，码头达产年计划吞吐量 1305 万吨，设计年通过能力 1650 万吨，由孙公司茂名石化博贺港码头有限公司投建运营，项目计划总投资为 17.67 亿元，项目于 2022 年 9 月开工建设，拟于 2026 年完工，项目建成可满足 30 万吨级油轮的靠泊需要，2024 年末已投资 9.86 亿元。茂名港博贺新港区重油库区项目位于博贺新港区东区化工码头附属设施项目东北角预留地块，拟新建 2 万立方米的燃料油、沥青储罐，概算总投资 3.70 亿元，2024 年末已投资 0.01 亿元。

拟建项目里：茂名港博贺新港区气体库区项目拟新建 6.80 万立方米的气体库区，包括 1 座 5.00 万立方米的液氨储罐和 6 台 0.30 万立方米的液化气球罐，配套建设储运设施、装卸车设施、地面放空设施、给排水消防设施、竖向道路等工程。茂名港博贺新港区东区 E6~E8 泊位工程项目拟新建 E6~E8 等 3 个泊位分别为 2 万吨级化工泊位、5 万吨级油品化工泊位及 5 万 GT 低温液化烃泊位，码头设计通过能力 730 万吨/年。茂名博贺新港区油品铁路专用线工程项目拟新建 946 米油品铁路专用线，由博贺港铁路博贺站引出，连接至博贺新港区东区化工码头附属设施项目西侧设装卸站，建设 1 条丙烯腈装卸线和 2 条油品装卸线，预留 1 条气体装卸线，主要运输成品油、丙烯腈等货种，预测货运量为 230-250 万吨/年。

⁴ 东西防波堤工程项目为该公司代建项目，根据东西防波堤代建协议，项目验收后由港区指挥办分 3 年向公司支付回款，回笼价款包括建设费、融资成本、建设期内的利息和 3%的投资回报等。截至 2025 年 3 月末，公司已累计收到市财政支付的防波堤回款 15.21 亿元（含交通运输部下拨专项补贴 6.62 亿元）。

⁵ 茂名港博贺新港区东区化工码头附属设施开工后，由于生产经营需求变化、总平面优化调整、设计输入条件变化、勘察工作受限及外部条件变化等，使得施工图设计阶段需对原招标准初步设计方案进行优化调整。原定项目概算总投资 19.33 亿元，根据暂估工程造价表，调整概算总投资为 27.66 亿元。

⁶ 博贺清洁能源物流基地项目和冷能利用工业园项目造陆工程获得专项财政资金投入 2.77 亿元（入账专项应付款科目）。茂名吉达湾蓝色海湾整治工程及绿色化工和氢能产业园场平工程获得专项财政资金 1.71 亿元（入账递延收益科目）。

此外，该公司拟在滨海新区构建石化（原油、成品油、LNG 和化工原料及制品）、粮食大宗商品、冷链（荔枝、龙眼、罗非鱼等）三大物流体系，物流园首期建设项目包括博贺新港区东区原油仓储工程、大宗商品（粮食）工程和茂名港冷链物流园区（一期）三个项目，概算总投资 14.63 亿元、占地 607.36 亩，计划通过仓储装卸收益平衡资金，目前处于前期规划阶段，建设模式待定，需跟踪后续进展。

总体看，近期该公司港口经营因水东港区水深浅、泊位不足导致收入规模较小。2024 年以来，公司数个参控股码头泊位获得临时开放批文、博贺新港区东区正式开港，未来随着产能逐步释放将有效带动港口运营规模增长，公司也将逐渐由深水新港基建开发转向成熟运营管理，但需关注新增产能释放不及成本费用快速攀升速度引发的业绩亏损压力；同时公司仍推进博贺新港区基础设施体系建设，投资规模较大，面临资本支出压力。

B、贸易与运输服务

该公司依托港口业务资源和区域石化产业优势开展贸易业务，其中油品贸易由子公司中油王港（水东港区）和港务股份（博贺新港区）负责，非油品类港区贸易由广东茂航供应链管理有限公司（简称“茂航公司”）负责。2022-2024 年贸易业务收入分别为 5.06 亿元、13.99 亿元和 20.89 亿元，同期业务毛利率分别为 0.36%、0.92%和 1.15%，收入贡献高，但毛利水平很低。

该公司贸易业务多为“以销定购”形式开展，上下游集中度高，账期设置在 30-60 天。公司对下游客户采取先款后货销售模式，控制收款风险；采购环节，根据不同企业性质，对上游国企和资质较好的民企采用预付款或全部预付款方式（预付款资金来自下游客户销售款）。2024 年公司向前五大供应商采购金额比重为 76.34%，向下游前五大客户销售额占比 83.68%，上下游集中度偏高。根据公司规划安排，未来贸易规模或有扩张，需关注业务经营过程中的风险防范和上下游供应商与客户筛查。

运输服务（航运代理）业务由茂航公司负责，运输服务实际是贸易业务环节内的一环，贸易上下游交货方式要求公司安排船舶至指定地点。茂航公司拥有“无船承运资质”，承担着租船业务环节，其业务模式主要是茂航公司依据下游客户起运港至目的港的承运需求，委托上游运输，下游客户按合同约定向茂航公司支付海运费。在海运费定价机制上，因业务市场价格变动大，茂航公司根据市场价格和上游价格，测算运营成本，在保障盈利的情况下制定海运费价格。2022-2024 年运输服务收入分别为 1.86 亿元、5.19 亿元和 5.21 亿元，毛利率分别为 0.96%、0.43%和 0.68%，由于船运市场价格透明，且租船服务为贸易环节一部分，业务利润贡献很小。

C、石化生产销售

2024 年该公司石化产品生产销售收入为 16.44 亿元（7-12 月口径），业务毛利率-0.94%。石化生产销售业务由茂化实华及其子公司茂名实华东成化工有限公司（简称“东成公司”）、茂名实华东油化工有限公司（简称“东油公司”）和湛江实华化工有限公司（简称“湛江实华”）负责运营，2024 年下半年，茂化实华已全面暂停非石化主业的项目（包括山东铅酸蓄电池、广西大修渣等项目），进一步聚焦和回归化工主业。目前主要产品包括液化石油气、聚丙烯、MTBE、特种白油、乙醇胺、聚合级异丁烷、精丙烷、工业过氧化氢、双环戊二烯（高纯级/聚酯级）、加氢碳九、石油树脂、萘和重焦油等。

图表 12. 2024 年茂化实华主要产品生产基地、产能情况、产品产销情况（单位：万吨、元/吨）

主要产品	设计产能	状态	所属化工园区	产量	产能利用率	销量	销售均价	产销率
聚丙烯	16 万吨/年	已投产	茂南石化工业园区	12.55	78.45%	13.36	6,513.14	106.42%
特种白油	6 万吨/年	已投产		3.36	55.95%	3.49	7,359.87	103.90%
异丁烷	1 万吨/年	已投产		0.27	26.88%	未获取	未获取	未获取
甲基叔丁基醚(MTBE)	8 万吨/年	已投产	茂名高新区 湛江东海岛石化园区	9.14	114.25%	8.94	5,921.77	97.83%
乙醇胺	2 万吨/年	已投产		1.64	81.81%	1.71	5,938.67	104.64%
碳九	14 万吨/年	已投产		4.81	34.35%	4.78	5,283.23	99.38%
双氧水	30 万吨/年	已投产		13.20	43.99%	13.26	846.98	100.50%

资料来源：茂化实华；中间产品液化石油气亦是在茂南石化工业园区。

生产环节，茂化实华生产基地集中在茂南工业园区和湛江东海岛石化园区等化工园区，除 MTBE 外，其他产品产能利用率较低。采购环节，茂化实华原料主要为气分原料液化石油气、醚后碳四液化石油气和工业用裂解碳九等，2024 年部分原料采购价格下降，茂化实华以市场价从中石油和中石化等体系公司进行原料采购，供应商集中度很高。销售环节，聚丙烯、特种白油、乙醇胺、碳九、双氧水、MTBE 等产品主要销售华南地区，整体产

销率表现较好；下游客户集中度较高，主要为中石化等体系公司。2024 年产品销售价格整体下滑，且下滑幅度高于原料价格波动，利润空间持续收窄。

图表 13. 2024 年茂化实华主要原材（燃）料采购成本情况（单位：元/吨）

主要原材料	采购模式	占采购总额比例	上半年平均价格	下半年平均价格
气分原料液化石油气	关联交易	44.44%	5,228.88	5,243.57
液化石油气原料	关联交易	11.56%	5,641.25	5,187.74
工业用裂解碳九	关联交易	6.34%	5,375.84	4,787.43
炉用燃料油	市场价格	5.54%	7,762.37	6,718.92
外购丙烯	市场价格	5.16%	6,839.50	6,849.05

资料来源：茂化实华；注：2024 年 7 月起，茂化实华直接采购茂名石化燃料油原料，较上半年单独外采模式，降低成本近 790 万元。基于茂化实华与第二大股东茂名石化的联系，在生产原辅料等优化生产运行方面可获得茂名石化支持。

图表 14. 2024 年茂化实华采购与销售上下游情况（单位：万吨、亿元）

供应商名称	采购产品	采购金额	采购金额占比	结算方式	客户名称	销售产品	销售金额	销售金额占比	结算方式
中国石油化工股份有限公司茂名分公司	气分原料、高纯氢、动力	16.12	49.55%	款到发货、月结	中国石化化工销售有限公司华南分公司	醚前碳四液化石油气、甲基叔丁基醚、乙醇胺、精丙烷	12.82	34.15%	先货后款，月结
中国石化化工销售有限公司华南分公司	丙烯、环氧乙烷、裂解碳九、焦油	4.40	13.51%	款到发货、月结	广东小的贸易有限公司及其关联方	聚丙烯	2.43	6.48%	先款后货
茂名天源石化有限公司	丙烯、商品丁烷	2.75	8.45%	款到发货、月结	中国石化炼油销售有限公司	商品丙丁烷混合物液化石油气、异丁烷	2.35	6.25%	先货后款，月结
中国石化炼油销售有限公司	商品丁烷、醚后碳四液化石油气、醚前碳四液化石油气	2.63	8.10%	款到发货、月结	茂名市汇源鸿商贸有限公司及其关联方	聚丙烯	1.93	5.14%	先款后货
中国石化燃料油销售有限公司广东分公司	炉用燃料油	1.17	3.59%	款到发货、月结	佛山市畅亮塑料科技有限公司及其关联方	聚丙烯	1.67	4.44%	先款后货
合计	—	27.07	83.20%	—	合计	—	21.20	56.46%	—

资料来源：茂化实华；注：茂化实华石油化工产品销售主要客户及供应商存在重叠：主要系部分石化企业为茂化实华提供原料，茂化实华加工炼化后生产成化工品，销售给石化企业，茂化实华掌握加工炼化技术，为石化企业加工生产石化产品。

2022-2024 年，茂化实华营业收入分别为 60.59 亿元、45.48 亿元和 37.55 亿元，其中石油化工业务收入分别为 59.58 亿元、42.64 亿元和 35.74 亿元，毛利分别为 2.60 亿元、1.48 亿元和 0.69 亿元，毛利率分别为 4.37%、3.47% 和 1.92%。近年来自产产品毛利水平处于低位且持续下滑，受部分工业品需求不足、产品价格持续低位徘徊和市场竞争加剧⁷等因素影响下，经营明显承压。

D、其他主营

门票服务

门票服务业务由茂化实华子公司北京信沃达海洋科技有限公司负责，主要运营北京海洋馆，该场馆具有一定品牌影响力和区位优势，2024 年该公司门票服务收入 0.85 亿元（2024 年 7-12 月），业务毛利率 46.51%。2022-2024 年北京海洋馆接待人次分别为 108.71 万人、255.49 万人和 171.42 万人，经营收入分别为 1.39 亿元、2.97 亿元和 1.94 亿元，毛利率分别为 46.50%、25.65%和 41.98%，2024 年因消费降级结构调整下客流量与收入有所下降。

北京海洋馆座下土地为划拨土地，已于 2023 年 12 月 10 日到期。2023 年 12 月，北京信沃达海洋科技有限公司依据有关约定，向北京市规划和自然资源委员会提出《关于北京海洋馆土地使用权续期的请示》，请求依法将上述划拨土地娱乐用地使用权限续期 10 年至 2033 年 12 月 10 日。目前该土地使用权正在续期办理过程中，北京海洋馆营业正常，暂未因土地使用权到期受到实质影响。

资源循环

2024 年 10 月，该公司拍得中机科技重整投资权益，并利用收购中机科技的契机，组建港循环公司，拟以中机科技和港循环公司为核心，推动中机公司成为全市危废/固废处理平台，并适时将其划转至港循环公司，强化管理运作和市场开拓，推动港循环公司⁸整合为资源循环集团。

⁷ 随着中石化、中石油、中海油、巴斯夫、埃克森美孚等国内国际大型石化项目陆续在广东投资建厂或改扩建，以及茂名市石化产业的发展，茂化实华持续面临来自国内外同行的竞争压力。

⁸ 2025 年 5 月，港循环公司注资茂名天保再生资源发展有限公司（持股 66%，简称茂名天保）。茂名天保主营废弃电子产品拆解、报废机动车回收拆解等。

目前中机科技主要负责茂名市循环经济示范中心项目的投资、建设和运营，该项目是广东省内最大的填埋类危废处置项目，已取得危废经营许可证核准资质，总设计产能为 14.77 万吨/年。2023-2024 年处理量不及往年系中机科技处于重整期，公司并购后开展一系列管理与治理措施，已恢复正常运行。2024 年该公司环保收入为 0.07 亿元（2024 年 11-12 月），业务毛利率为 26.10%。

图表 15. 茂名市循环经济示范中心项目运行情况（单位：亿元、万吨）

项目名称	固废类型	总投资	投产运营时间	设计产能 (万吨/年)	处理量		
					2022 年	2023 年	2024 年
收集、贮存项目	收集、贮存	9.599	2020 年 11 月	0.79	0.00	0.00	—
焚烧处置项目	焚烧物料		2020 年 11 月	3.00	0.62	0.05	0.13
固化填埋处置项目	填埋物料		2020 年 11 月	10.00	6.20	2.18	3.64
物化处置项目	物化物料		2020 年 11 月	0.98	0.04	0.00	0.01
合计	—	9.599	—	14.77	6.86	2.23	3.78

资料来源：茂名港集团

工程与咨询

该公司依托港中和公司、广东茂交港工程有限公司（简称“茂交港”，公司和中交第四航务工程局有限公司分别持股 49%和 51%）和广东穗茂工程咨询有限公司（简称“穗茂公司”，公司和广州市国际工程咨询有限公司分别持股 49%和 51%）等平台，新拓展施工维运与咨询业务，旨将港中和公司发展为集设计、制造、施工、运维一体化的专业化工程公司，匹配港区自有管廊、石化油工储罐的施工运维需求。港中和公司成立时间短，目前正处于管理架构搭建与人员招聘阶段，2025 年业绩目标为收入 5.00 亿元，关注业务开拓进展及后续订单储备与持续性。

E、滨海新区建设

在发展历程中，该公司曾作为茂名市滨海新区基础设施建设的投融资主体，承担了滨海新区部分项目代建以及代管工作，在茂名滨海新区的开发建设中担当重要角色。

图表 16. 截至 2024 年末公司滨海新区主要代建项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资*	资金来源	（计划）建设周期	其中：公司拟投资	已投资	已回笼资金	2025 年拟投资
博贺湾新城路网及土地一级开发项目一期	14.82	粤东西北基金及自筹	2016-2023 （第一阶段土地整理）	14.82	7.10	6.13（含滨海新区财政国资局直接还付粤东西北基金 4.65 亿元）	0.005
滨海新区供水工程（近期）工程	4.50	省财政专项补助资金、农发行专项资金贷款及自筹	2016-2023	1.53	1.31	1.17	—
博贺湾大桥及连接线项目	4.20	市财政资金及自筹	2016-2021	4.20	3.61	3.48	—
合计	23.52	—	—	20.55	12.02	10.78	0.005

注：根据茂名港集团提供信息整理（*：计划总投资为项目整体投资口径，已投资和计划投资则为公司出资额口径）。

博贺湾新城路网及土地一级开发项目由茂名市土地开发储备中心滨海新区分中心（简称“茂名土储”）委托该公司子公司茂名博贺湾生态新城建设有限公司建设，项目总投资 24.87 亿元，分两期建设。一期项目概算总投资 14.82 亿元，截至 2024 年末，公司累计投入 7.10 亿元；由茂名土储按项目建设进度支付回款，投资收益为项目开发成本的 25%，因工程结算工作尚未完成，回款金额无法确定，茂名土储暂未全额支付开发成本及对应的收益，截至 2024 年末累计回笼 6.13 亿元（含滨海新区财政国资局直接偿付粤东西北基金款）。

滨海新区供水工程项目（近期）工程和博贺湾大桥及连接线工程项目均由该公司作为融资主体，项目建成后均由茂名博贺湾新区建设指挥部办公室（简称“港区指挥办”）支付回款。①滨海新区供水工程项目（近期）工程概算总投资 4.50 亿元，获得省财政专项补助资金 1.00 亿元及农发行专项资金贷款 1.53 亿元，其中农发行专项资金已通过地方政府债券置换（由地方政府还本付息），且公司仅负责该笔资金投入，2024 年末已投资 1.31 亿元。供水工程主体工程已完成，项目竣工后由滨海新区政府在两年内分四期支付回款，回笼总价包括项目建设成本（公司实际投入融资总额、建设期融资利息及其他相关费用）、管理费（建设成本的 1%）和回款期利息，2024 年末已回笼 1.17 亿元。②博贺湾大桥及连接线工程项目线路全长 4.89 公里，概算总投资 4.20 亿元，2024 年末累计已投资 3.63 亿元，在项目验收合格后，港区指挥办通过购买服务合计支付公司 4.36 亿元协议价款，分 12 年支付，2024 年末已收到回款 3.48 亿元。

② 竞争地位

港口地位

根据《广东省港口布局规划（2021-2035 年）》：粤西港口集群，包括粤西地区的湛江港、阳江港、茂名港。其中，茂名港定位为广东省沿海地区性重要港口和地区综合运输体系重要枢纽，茂名港以能源、原材料、散杂货运输为主，发展集装箱功能，发展临港产业，具备装卸仓储、中转换装、现代物流、商贸服务和旅游客运等功能。茂名港被布局为外贸进口原油接卸港、外贸进口矿石运输港、成品油液体化工品运输港、散粮储运港等。

腹地经济

从城市发展的角度来看，茂名市地处泛珠三角、大西南经济圈、中南经济圈的交汇点和重叠核心地带。茂名市及其周边地区为直接腹地，茂名市在粤东西北地区中经济实力排名前列，GDP 居粤东西北首位，是中国北部湾城市群规划重要节点城市，也是全国重要的石油化工基地和能源基地。珠三角和广东省为间接腹地，经济发展水平高，广州港与茂名港也深化合作，区域协同。

港口基础设施

该公司在建的博贺新港区是茂名市委市政府建设深水大港的战略落脚点，是茂名市港口“一主两辅”布局的主体，博贺新港区东防波堤全长 5.4 公里、西防波堤全长 3.3 公里，两条防波堤环抱而起，在港池内提供了良好作业条件。茂名港博贺新港区自 2012 年开始筹建，2019 年 3 月茂名港博贺新港区西区正式开港，茂名港通用码头一期（参股）投入使用，2024 年 8 月，交通运输部批复同意茂名港博贺新港区东区 4 个泊位（E2[参股]、E10、E11 和 E12）临时开放，2025 年 1 月，茂名港博贺新港区东区正式开港，东区作为油气化工品作业区，将进一步打通茂名石化产业原料上岸、产品下海通道。经多年建设，随着茂名港博贺新港区东区 10 万吨级成品油码头、3 个 1-5 万吨级化工码头以及 81 万立方米油品化工库区正式投产，30 万吨级原油码头工程持续推进建设，茂名港将逐渐步入深水大港⁹发展期。

集疏运系统方面，①疏港公路：通过沈海高速、包茂高速、汕湛高速、云茂高速、228 国道、325 国道、207 国道、高水一级公路、沿海旅游公路、茂名港大道，总体形成“六横四纵”的局面，可基本满足港口腹地交通运输需求。②疏港铁路：博贺新港区疏港铁路南起博贺新港区港前站，北至茂名东站，并通过茂名东站向北与洛湛铁路相连、东西向与三茂铁路相连，吉达港区疏港铁路从博贺新港区港前站引入，沿港前路南侧进入港区；通过洛湛铁路、广茂线、河茂线可接入国铁干线网络。2025 年 1 月，茂名港铁路专用线正式开通运营，打通茂名东站至博贺港区铁路的“最后一公里”线路。③疏港管道：茂名港已有较完整的管道系统，以茂名石化炼油厂为中心，自湛江港方向和北山岭方向引原油管道进入厂区（北茂线：北山岭原油库区—茂名石化炼油分部），成品油则通过管道进入水东港区（茂乙水线：茂名石化炼油分部—乙烯化工分部—水东港区）。博贺新港区液体化工品及油品通过东、西突堤液体散货码头由输油管廊汇合输入后方储罐区及临港石化区，通过管道进入茂名市有关石化企业；同时，茂名石化博茂油品管道项目是广东省“十四五”能源规划项目和全省重点工程，于 2022 年动工建设，共新建 6 条管线（DN700 原油线长约 81 千米，途经 6 个控制阀室，穿越茂名市茂南区、电白区、滨海新区），2024 年 10 月，茂名石化港口部第三作业区启动 2 号主输泵向博茂原油管线输油，标志着博贺新港至茂名油品管道项目首条原油管线投用，待原油管线全部投用后，将节约物流成本，该项目也与该公司博贺新港区 4.4 公里公共管廊相互配合，进一步完善管廊运输网络。

③ 经营效率

图表 17. 反映公司经营效率要素的主要指标值

指标	2022 年	2023 年	2024 年
总资产周转速度（次/年）	0.07	0.16	0.27
营业周期[天]	1,310.65	563.29	276.79
存货周转速度（次/年）	0.28	0.65	1.34
应收账款周转速度（次/年）	95.40	257.74	79.40
营业收入现金率	106.93%	110.85%	110.07%

注：根据茂名港集团所提供数据整理、计算。

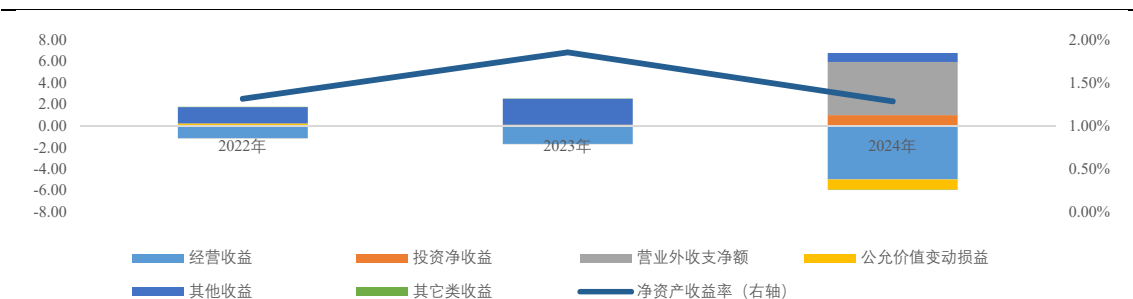
该公司贸易规模扩张及 2024 年 7 月并表茂化实华新增较大规模石化产品销售业务，带动营业收入和营业成本快

⁹ 航道深（已建成 10 万吨级航道，-15.1 米；在建 30 万吨级航道-20.6 米）、泊位深（已建成多个 7~10 万吨级泊位数个，在建 30 万吨级泊位）。

速增长，营业周期明显缩短，但因存货以土地成本（含储备地）为主，在未进行二级开发产生效益的情况下，实际周转效率不高；公司资产多以港口基础设施（含在建）和土地成本为主，效益资产尚未明显释放或投运初期面临亏损，实际总资产周转效率不高。此外，港口经营业务收现能力较强，营业收入现金率保持较高水平。

④ 盈利能力

图表 18. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



注：根据茂名港集团所提供数据绘制；总资产报酬率为右轴，其他数据为左轴。

近期，该公司收入规模明显扩张，但营业毛利持续微薄，2022-2024 年毛利分别为 0.37 亿元、0.40 亿元和 0.70 亿元，综合毛利率分别为 4.50%、1.96%和 1.57%，由于低毛利的贸易业务和石化产品销售业务收入占比扩大，综合毛利率持续下滑并处于偏低水平。同期期间费用分别为 1.38 亿元、1.71 亿元和 4.11 亿元，持续侵蚀主业微薄的利润空间，2024 年增幅来自并表核算茂化实华带来增量管理费用，同时部分在建码头泊位完工投运，利息费用化，财务费用同步增加。2022-2024 年公司计提资产与信用减值损失合计分别为 0.01 亿元、0.31 亿元和 1.32 亿元，2024 年金额较大系对上海翼匡石油化工有限公司预付款项计提坏账损失。现阶段公司主业盈利能力弱，2024 年期间费用快速增长且计提减值损失，经营损失明显扩大，2022-2024 年经营损失分别为 1.14 亿元、1.69 亿元和 4.97 亿元。

该公司利润依赖非经营性收益补充，2022-2024 年，其他收益分别为 1.51 亿元、2.42 亿元和 0.83 亿元，主要为政府补贴。2024 年投资净收益 1.00 亿元，主要来自处置其他非流动金融资产产生的投资收益 0.94 亿元（一次性）：2024 年 9 月茂化实华同意以公开挂牌转让的方式转让茂名市开元氮肥有限公司、茂名市威龙化学工业有限公司、茂名市威龙商贸有限公司的不良债权（简称“标的债权”），2024 年 11 月受让方茂名市高州产投科技发展有限公司（简称“高州产投”）以成交价格 2.95 亿元竞得上述不良债权，2024 年末公司累计收到转让款 1.432 亿元（已扣除服务费 0.043 亿元），2025 年 4 月，收到高州产投剩余转让款及利息 1.49 亿元。2024 年营业外收入 5.21 亿元，因收并购中机科技，企业合并成本小于合并中取得的被购买方可辨认净资产公允价值份额的差额 5.05 亿元。同期公允价值变动损失 0.95 亿元，是投资性房地产（土地使用权）公允价值低于账面价值形成损失。

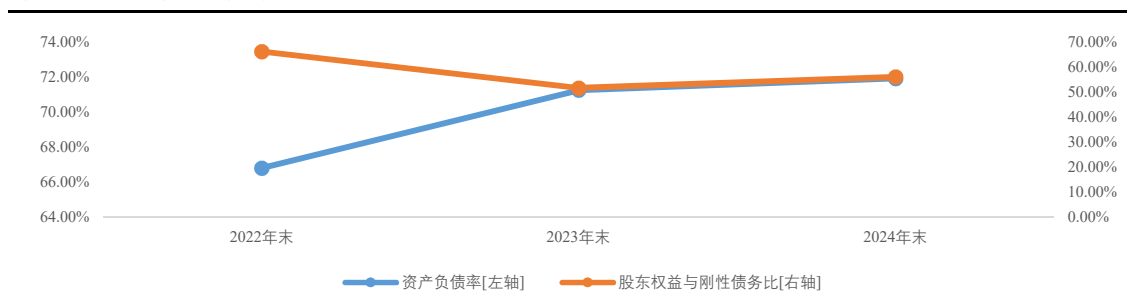
2022-2024 年，该公司净利润分别为 0.53 亿元、0.73 亿元和 0.60 亿元，归属于母公司所有者的净利润分别为 0.53 亿元、0.81 亿元和 1.10 亿元，净资产收益率分别为 1.32%、1.86%和 1.29%，总资产报酬率分别为 1.37%、1.53%和 1.78%，港区部分配套项目仍处于建设期或投运初期，尚未产生规模收益，目前资产获利水平欠佳。

3. 财务

该公司持续推进港口基础设施项目建设，对债务依赖度高，加之并购茂化实华，2024 年末刚性债务规模明显攀升，负债经营程度偏高，债务偏长期化，期限结构尚可控；短期内，公司仍将推进博贺新港区基础设施建设，投融资压力不减。2024 年，公司部分在建项目完工转固及并表茂化实华等，费用化利息与资产折旧摊销增加，推动 EBITDA 规模增长；资产以港口基建项目、土地等为主，账面流动性一般，考虑到公司融资渠道较通畅，可为其项目投入、债务循环和流动性提供支撑。

(1) 财务杠杆

图表 19. 公司财务杠杆水平变动趋势



注：根据茂名港集团所提供的数据整理、绘制。

随着在建项目持续投入，该公司对外融资需求增加，负债总额持续增长，2024 年并表茂化实华，进一步推高负债规模，财务杠杆偏高，权益资本对刚性债务的保障程度较弱。考虑到在建项目后续仍有资金需求，负债经营程度或将进一步上升。

① 资产

图表 20. 公司核心资产状况及其变动

主要数据及指标	2022 年末	2023 年末	2024 年末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	43.02	47.61	56.86
其中：货币资金（亿元）	36.38	35.08	29.49
预付款项（亿元）	7.17	5.73	12.37
其他应收款（亿元）	5.74	6.20	4.97
存货（亿元）	1.43	0.45	2.63
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	28.34	32.75	33.27
其中：固定资产（亿元）	75.24	88.10	135.98
在建工程（亿元）	63.62	64.92	70.51
无形资产（亿元）	0.51	0.50	48.24
投资性房地产（亿元）	49.98	62.91	44.50
长期股权投资（亿元）	4.66	4.48	15.19
商誉（亿元）	16.08	16.08	15.29
期末全部受限资产账面金额（亿元）	1.56	1.84	3.91
受限资产账面余额/总资产（%）	—	—	2.15
期末全部受限资产账面金额（亿元）	10.90	2.74	16.59
受限资产账面余额/总资产（%）	9.22	2.02	8.60

注：根据茂名港集团所提供数据整理、计算。

该公司资产以非流动资产为主，符合交通基础设施行业特征。非流动资产主要由固定资产、在建工程、无形资产和投资性房地产构成。2024 年末固定资产净额较上年末大幅增长，来源为在建项目（东区化工码头及附属设施）投运转入固定资产、并购茂化实华增加产线与装置及构筑物、并购中机科技增加循环经济示范中心项目等。在建工程较上年末减少 29.26%，科目余额主要包括茂名博贺新港区 30 万吨原油码头项目、东西防坡堤工程、博贺清洁能源物流基地项目和冷能利用工业园项目造陆工程、茂名吉达湾蓝色海湾整治工程及绿色化工和氢能产业园场平工程等。无形资产余额较上年末增长 239.37%，包括东阁岭采矿权、商标权及土地使用权，增幅为东区化工码头及附属设施土地及并表茂化实华与中机科技土地。投资性房地产余额较上年末减少 4.91%，降幅系公允价值低于账面价值形成的损失。此外，长期股权投资较上年末增长 113.05%，增幅系公司丧失对茂石化储运的控制权，由子公司变更为合营公司，期末公司对外投资标的包括茂石化储运、茂名市广港码头有限公司和茂名市天源码头经营有限公司等。商誉 2.15 亿元，系收购茂化实华所形成。

该公司流动资产主要由货币资金、预付账款和存货构成，2024 年末货币资金较上年末增长 116.01%，增幅系借款增加；预付款项较上年末减少 19.86%，主要系预付商贸货款等，降幅系对上海冀匡石油化工有限公司计提坏账所致；存货较上年末增长 1.59%，主要为土地成本¹⁰（含储备）。此外，公司应收账款 1.08 亿元，主要为应收中国石化化工销售有限公司华南分公司等货款，其中应收茂名市晶惠石油化工有限公司款项已全额计提坏账，

¹⁰ 土地使用权主要系围绕公司港口建设经营的核心业务所使用。其中，工业用地方面，公司主要用于在建仓储、储罐用地，其余用于储备作为仓库扩容或储罐扩容用地，作为建设临港物流园项目和滨海中心建设项目等港口周边产业园区用地，部分待博贺新港开港，港区地块升值后视情况统筹对外出售。

2024 年坏账转回 0.30 亿元。其他应收款 2.63 亿元，主要为应收高州产投不良债权转让款 1.48 亿元（已于 2025 年 4 月收到剩余转让款及利息）、应收茂石化储运 0.64 亿元往来款、应收新区管委会装修维护费 0.28 亿元。

2024 年末，该公司受限资产 16.59 亿元，受限比率 8.60%，受限资产主要为土地和投资性房地产抵质押。

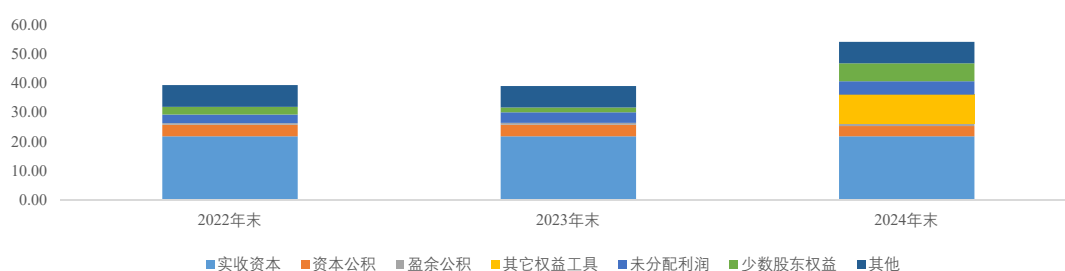
图表 21. 2024 年末公司资产受限情况表（单位：亿元）

科目	受限金额	受限规模科目占比	受限原因
货币资金	1.58	14.51%	票据保证金、定期存款等
	0.22		因诉讼被冻结
固定资产	0.58	1.23%	为子公司东成化工借款提供最高额抵押担保
	0.01		因诉讼保全被查封
投资性房地产	0.04	35.27%	为子公司东成化工借款提供最高额抵押担保
	0.08		因诉讼保全被查封
	5.28		抵押
无形资产	0.25	3.51%	因诉讼保全被查封
	0.28		为湛江实华借款提供担保
其他非流动资产	0.41	25.04%	抵押
存货	7.86	23.63%	抵押
合计	16.59	8.60%	—

注：根据茂名港集团所提供数据整理、计算。

② 所有者权益

图表 22. 公司所有者权益构成及其变动趋势（单位：亿元）



注：根据茂名港集团所提供的数据整理、绘制。

2022-2024 年末，该公司所有者权益分别为 39.26 亿元、39.00 亿元和 54.12 亿元，其中实收资本均为 21.77 亿元，资本公积分别为 3.88 亿元、3.88 亿元和 3.47 亿元，2024 年末降幅系孙公司茂名滨海水务有限公司无偿划转污水处理厂冲减资本公积、本部其他权益工具发行费用冲减资本公积；2024 年末两科目合计占所有者权益的比重近 47%，所有者权益稳定性较弱。2022-2024 年末，少数股东权益分别为 2.72 亿元、1.66 亿元和 6.12 亿元，2024 年末增幅系收购茂化实华，少数股东权益增加；同期末未分配利润分别为 2.88 亿元、3.59 亿元和 4.67 亿元，近年归属于母公司所有者的净利润一定程度补充权益资本；同期末其他综合收益均为 7.37 亿元，系 2022 年 2 宗土地使用权由存货转为投资性房地产，增值部分计入其他综合收益所致。此外，公司于 2024 年 8 月发行 24 茂名 Y1（10.00 亿元）入账其他权益工具科目。

③ 负债

图表 23. 公司债务结构及核心债务（单位：亿元）

主要数据及指标	2022 年末	2023 年末	2024 年末
刚性债务	59.20	75.45	96.45
其中：短期刚性债务	18.06	12.11	28.51
中长期刚性债务	41.14	63.35	67.94
应付账款	0.88	2.07	16.62
其他应付款	3.22	3.63	4.06
专项应付款	10.25	10.26	10.22
综合融资成本（年化，%）	4.75	4.34	4.01

注 1：根据茂名港集团所提供的数据整理、计算；注 2：综合融资成本=（本期列入财务费用的利息支出+本期资本化利息支出）/（期初刚性债务余额+期末刚性债务余额）/2；注 3：其他应付款*不含应付利息和应付股利。

该公司负债期限结构偏中长期，与交通基础设施行业特点较为匹配。负债主要由刚性债务、应付账款、其他应付

款和专项应付款构成，期末应付账款较上年末增长 702.17%，增幅主要系茂名港博贺新港区东区化工码头与附属配套设施项目暂估入账应付工程款增加、及 30 万吨级原油码头工程应付工程款增加；其他应付款（不含应付利息和应付股利）较上年末增长 11.98%，构成主要为应付中石化第五建设有限公司等工程款；专项应付款较上年末基本持平，主要包括茂名港博贺新港区东防波堤项目、茂名港博贺新港区港口物流公用工程及基础设施项目等财政款项。

近年来在建项目推进，该公司外部资金需求持续增加，叠加 2024 年新增合并茂化实华，刚性债务规模攀升；公司主要通过银行借款和发行债券的形式进行外部融资，2024 年末银行借款余额 63.77 亿元，较上年末增长 13.44%，增幅主要系基础设施项目推进建设，项目贷款增加；应付债券（含一年内）30.63 亿元，增幅系当期发行海外债券和 24 茂名 Y1。

图表 24. 2024 年末银行借款方式（单位：亿元）

借款方式	短期借款	中长期借款（含一年内）	合计
信用借款	7.20	21.78	28.97
保证借款	5.15	21.15	26.29
抵押借款	0.30	—	0.30
抵押加保证借款	—	4.37	4.37
质押借款	—	2.36	2.36
票据贴现	1.47	—	1.47
应计利息	0.01	—	0.01
合计	14.12	49.65	63.77

资料来源：根据茂名港集团所提供数据整理（四舍五入存在尾差）。

图表 25. 公司 2024 年末有息债务期限结构（单位：亿元，含永续期债券）

到期年份	1 年内到期	1~2 年内到期	2~3 年内到期	3 年以上到期
合并口径	25.66	17.06	20.86	46.09
母公司口径	17.28	14.24	18.79	21.12

资料来源：茂名港集团

该公司制定了全面预算管理制度，对经营成果、固定资产购置、投资、筹资等进行预算，全面预算经董事会批准下达，各部分需严格执行，原则上不做调整。投资决策方面，公司制定投资管理制度，建立投资风险约束机制以强化对投资活动的监管，对外投资需经过项目论证、审批等多道程序，并对实施情况进行及时监督评估。

除上市公司外，该公司实施资金统一管理，子公司融资和资金均由本部统借统还和统一调配，子公司对外担保、融资、资金支付等需经集团总裁会、党委会和董事会或董事长办公会审议后，方可施行。本部对子公司的控制力比较强，子公司资金每天自动归集至总部账户。公司融资权限集中在本部，资金的集中归集和管理有助于加强资金的安全性。

（2）偿债能力

① 现金流量

图表 26. 公司现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2022 年度	2023 年度	2024 年度
经营环节产生的现金流量净额	2.75	0.12	-3.57
其中：业务现金收支净额	-0.23	-3.68	-1.28
投资环节产生的现金流量净额	-13.24	-14.57	-12.90
其中：购建固定资产、无形资产及其他长期资产支付的现金	12.45	12.29	9.47
筹资环节产生的现金流量净额	12.62	13.01	21.32
其中：现金利息支出	2.20	2.68	3.41

注 1：根据茂名港集团提供数据整理、计算；

注 2：业务现金收支净额是指不包括其他因素导致的现金收入与现金支出的经营环节现金流量净额。

2022-2024 年，该公司业务现金收支净额分别为-0.23 亿元、-3.68 亿元和-1.28 亿元，2023 年土地购置支出 6.80 亿元及贸易预付款增加呈现净流出，2024 年流出系因并表茂化实华，职工支出及税费相应增加。同期其他因素现金收支净额分别为 2.98 亿元、3.81 亿元和-2.29 亿元，主要为财政补贴、专项资金和往来款等，2022 年收到茂名市财政局财政补贴 1.51 亿元和茂名市土地开发储备中心土地补偿价款 1.50 亿元；2023 年收到茂名市财政局

补贴 2.42 亿元、粤东北基金回购款 0.99 亿元和滨海新区政府收回部分土地给予 0.48 亿元款项；2024 年流出系当期政府补助、回购款等回笼减少，往来支出增多所致。

该公司近期投资支出主要为港口基础设施项目，投资性现金流持续净流出。2022-2024 年，购建固定资产、无形资产及其他长期资产支付的现金分别为 12.45 亿元、12.29 亿元和 9.47 亿元，公司在建项目仍有资金需求，仍面临投融资压力；收回投资收到的现金和投资支付的现金主要为购买和收回理财产品。此外，2024 年公司取得子公司及其他营业单位支付的现金净额 6.34 亿元，主要为收购茂化实华和中机科技所形成的支出。

该公司可通过发行债券和银行借款等方式筹资。2022-2024 年，筹资环节产生的现金流量净额分别为 12.62 亿元、13.01 亿元和 21.32 亿元，近期整体表现为对外筹融资需求状态，并以债务性融资为主。

② 偿债能力

图表 27. 公司偿债能力指标值

主要数据及指标	2022 年	2023 年	2024 年
EBITDA（亿元）	1.90	2.28	4.44
EBITDA/全部利息支出（倍）	0.79	0.78	1.22
EBITDA/刚性债务（倍）	0.04	0.03	0.05

注：根据茂名港集团所提供数据整理、计算。

该公司 EBITDA 主要由利润总额和费用化利息构成，近年来保持增长，因茂名港博贺新港区东区化工码头与附属配套设施项目投运转固、及并表核算茂化实华等，2024 年 EBITDA 同比增长 95.06%。近年来因项目融资需求较高，刚性债务持续攀升，孳生的利息支出规模也增加，2024 年 EBITDA 对全部利息支出形成 1.22 倍覆盖，保障性有所增强，EBITDA 对刚性债务的偿付保障力度依旧偏弱。

4. 调整因素

（1）流动性/短期因素

图表 28. 公司资产流动性指标值

主要数据及指标	2022 年末	2023 年末	2024 年末
流动比率（%）	185.90	254.81	110.79
现金比率（%）	30.99	30.67	27.06
短期刚性债务现金覆盖率（%）	39.73	47.34	48.72

注：根据茂名港集团所提供数据整理、计算。

该公司债务期限结构较合理，账面流动性指标（流动比率）表现尚可，但考虑到流动资产中存货占比较高，且其中土地变现价值存在不确定性，实际指标弱于账面所示；可动用现金类资产对短期债务偿付覆盖程度有所提升。考虑到公司仍可获得政府财政补贴支持，加之较为通畅的直接与间接融资渠道，可为其流动性提供进一步补充。

该公司与金融机构保持良好的合作沟通，截至 2024 年末，公司合并口径获得金融机构综合授信 249.01 亿元，已使用授信额度 115.33 亿元，剩余未使用额度 133.68 亿元（政策性银行和中农工建交邮六大行占比 68.17%）。

（2）业务多元化

2024 年该公司立足“产业型国企”战略定位，通过投资收/并购茂化实华和中机科技，业务多元拓展至石化生产与销售、资源循环（危废处理）等领域，契合茂名市石化产业定位，并与公司主业有一定协同。

茂化实华石化产品毛利水平处于低位且持续下滑，原材料价格波动、部分工业品需求不足、产品价格低位徘徊和市场竞争加剧等因素影响下，经营明显承压，2022-2024 年连续三年经营亏损，关注 2025 年业绩改善水平。

2022-2023 年及 2024 年前三季度，中机科技经营呈亏损状态，主要系 2022 年受市场环境影响，危废处理收费价格有所下跌，2023 年受破产重组影响，当年停产所致。2024 年 10 月该公司完成收购后，中机科技逐步恢复正常生产运营，关注其未来经营状况。

(3) ESG 因素

截至 2025 年 3 月末，茂名市国资委和广东省财政厅分别持有该公司 90%和 10%股权，茂名市国资委为公司控股股东和实际控制人。

该公司按照《公司法》等法律、法规和公司章程的规定，设立了股东会、董事会等决策和监督机构。公司股东会由全体股东组成，是公司最高权力机构，行使决定公司发展战略规划、经营方针和投资计划；审议批准公司年度财务预算方面、决算方案等职权。公司董事会由 5 名董事组成，其中股东代表董事 4 名，由茂名市国资委提名，股东会决议通过；职工董事代表 1 名，由公司职工代表大会选举产生。公司设总裁 1 名，由董事会聘任或解聘。2024 年内公司 4 名高级管理人员离任、2 名高级管理人员就任。截至 2024 年末，董事会实际到位 5 人（董事长王志华、外部董事伍世达/钟雪清/梁中梓、职工董事杨超灿），高管层到位副总裁（杨超灿、周成和李昱祺）、财务部总经理周子文。

2025 年 5 月，根据《茂名港集团有限公司关于取消监事会和监事的公告》，公司不设监事会，免去陈湘、刘一辉、欧卢建同志的公司监事职务，公司按照《公司法》等相关法律法规及公司章程规定，在董事会中设置由董事组成的审计委员会行使《公司法》规定的监事会职权。

近三年，该公司本部在信息透明度方面不存在重大缺陷，未出现延期披露财务报表，已披露财务报表未出现重大会计差错；本部未受到监管处罚。

(4) 表外事项

截至 2024 年末，该公司合并口径对外担保余额为 0.0225 亿元，系茂化实华对其参股企业惠州大亚湾石化动力热力有限公司（简称“惠州热力”）提供连带责任保证。

该公司 2024 年度审计报告披露重大未决诉讼共计 4 起，涉诉金额 0.82 亿元，均为被告方，关注或有负债影响。

图表 29. 2024 年末公司合并口径重大未决诉讼情况（单位：万元）

时间与案由	被告方	原告方	涉诉金额	进展
2023 建设工程施工合同纠纷	湛江实华化工有限公司	湖南省工业设备安装有限公司	2,149.04	一审已进入鉴定程序，尚未判决
2023 金融借款合同纠纷（“贸易中已付款但未发货部分等额的款项”）	茂名市晶惠石油化工有限公司、茂化实华	广东华兴银行股份有限公司江门分行	4,250.00	一审判决茂化实华应承担 1750 万元退款责任，茂化实华与华兴银行均已提起上诉，二审已开庭，尚未判决
2024 《征缴土地闲置费决定书》	湛江实华化工有限公司	湛江经济技术开发区国土资源局	519.00	湛江经济技术开发区人民法院撤销湛江经济技术开发区国土资源局对湛江实华做出的《闲置土地认定书》的具体行政行为，湛江经济技术开发区国土资源局已上诉，二审已开庭，尚未判决
2024 股权转让纠纷	茂化实华	广东海集实业发展有限公司	1,300.00	一审判决驳回海集实业诉讼请求。海集实业已上诉，2025 年 4 月 18 日收到二审判决，驳回海集实业上诉请求，维持原判
合计	—	—	8,218.04	—

注：根据茂名港集团所提供数据整理。

(5) 其他因素

根据该公司 2024 年审计报告披露，公司与关联方交易和资金往来规模较小：2024 年公司向关联方销售商品提供劳务收到金额 0.009 亿元，向关联方采购接受劳务支付现金 0.10 亿元。截至 2024 年末，应收关联方款项合计 0.10 亿元，应付关联方款项合计 0.09 亿元。

考虑到 2024 年该公司收购茂化实华，并于同年 7 月实施并表核算，根据茂化实华 2024 年度审计报告披露，茂化实华与关联方交易和资金往来规模大：2024 年茂化实华向关联方采购商品接受劳务支付金额 25.70 亿元，主要是与中国石油化工股份有限公司茂名分公司、中国石化化工销售有限公司华南分公司和中国石化炼油销售有限公司等产生原料采购；同期茂化实华向关联方出售商品提供劳务收到金额 15.96 亿元，主要是与中国石化化工销售有限公司华南分公司和中国石化炼油销售有限公司等形成产品销售。2024 年，茂化实华作为被担保方，获

得公司对其借款担保 0.80 亿元和资金拆借 1.15 亿元¹¹。截至 2024 年末，茂化实华应收关联方款项合计 1.19 亿元，应付关联方款项合计 1.26 亿元。

根据该公司提供的《企业信用报告》（本部和茂航公司 2025 年 4 月 2 日、茂化实华 2025 年 4 月 8 日），上述主体无不良信用记录，截至 2025 年 4 月 2 日，中机科技存有 5.48 亿元不良类借贷交易余额系公司收购前资不抵债破产清算诉讼所致。经最高人民法院网站、国家企业信用信息公示系统等公开渠道查询，截至 2025 年 5 月 3 日，公司本部、茂化实华、茂航公司和中机科技暂无重大异常或不良行为记录。

该公司本部无经营业务，主要负责统筹和战略发展，债务偿付来源除了归集子公司收益和资金，更多是通过对外融资进行债务循环和项目投资。2024 年末，本部资产总额 106.51 亿元，本部负债总额 68.15 亿元，其中刚性债务 61.86 亿元，主要为银行借款和应付债券，包括短期刚性债务 17.72 亿元；资产负债率 63.99%。本部营业收入微薄，盈利来自政府补贴和投资收益，2022-2024 年，本部净利润分别为 0.42 亿元、1.00 亿元和-1.14 亿元，2024 年亏损系部分在建项目完工转固利息费用化等所致；经营活动净现金流分别为-2.82 亿元、-8.56 亿元和-10.44 亿元。2024 年末本部货币资金 8.40 亿元，业务由子公司经营，本部收益规模有限，考虑到本部对子公司实行资金归集和本部融资渠道较通畅，可为即期债务循环和偿付提供一定支撑。

5. 外部支持

根据茂名市国民经济和社会发展规划、广东省港口布局规划等，地方政府对港口政策扶持力度很强。

重要性程度看，该公司是茂名市港口基础设施建设及运营的核心主体、滨海新区基础设施投建的重要主体，是市属“产业型国企”。公司承担建设任务的博贺新港区是茂名市委市政府建设深水大港的战略落脚点，是茂名市港口“一主两辅”布局的主体，2024 年 8 月，茂名港博贺新港区东区 4 个泊位取得临时开放批文，2025 年 1 月，博贺新港区东区正式开港，博贺新港区码头货物承载能力强，后续该港区成熟运营将促进其成为茂名市经济增长的区域性重要港口，上述重要进程均符合公司港口建设经营的主责主业的定位。茂名市属国企以“4+N”为布局，公司为重要的四大国企之一，区域地位稳固且明确。2023 年 9 月，中共茂名市委办公室、茂名市人民政府办公室关于印发《茂名市推动国有企业做强做优做大若干措施》的通知（茂办字[2023]48 号），提及加大财政注入资本金力度，支持市属国有企业发展，市财政、自然资源等部门要结合财政状况、资源禀赋，统筹各类资金、土地、资源和闲置资产，从 2023 年开始，每年按程序统筹安排支持市属国有企业发展资金约 20 亿元。

紧密程度看，茂名市政府对该公司管控程度极高，主导企业发展战略并全资持有公司 100%股权。2024 年公司立足产业型国企定位，收购了茂名市第一家上市公司和唯一一家 A 股上市公司茂化实华及中机科技后，业务拓展至石化产品生产销售及危废处理，茂名市是全国重要的石油化工基地和能源基地，上述收/并购举措与茂名市战略发展规划、公司石化港口定位均有较强协同性。

该公司可获得地方政府大力支持，并且在资金与政策等方面支持具有可持续性。资金入账具体包括：公司在基础设施等项目上获得财政专项资金支持，2024 年末累计获得 11.95 亿元（主要体现在专项应付款和递延收益科目）；获得政府资金补贴，2022-2024 年，其他收益分别为 1.51 亿元、2.42 亿元和 0.83 亿元。

6. 同业比较分析

新世纪评级选取了厦门港务发展股份有限公司、珠海港股份有限公司、深圳市盐田港股份有限公司和广东阳江港港务股份有限公司作为该公司的港口经营业务的比较对象。上述主体均以码头业务及港口物流服务业务为主业，且均位于区域内重要港口，具有一定的可比性。公司在营港口码头处于水东港区，港口经营规模整体偏小，博贺新港区各项码头泊位与配套多处于建设期或刚完工，尚未全面投入运营，现阶段资产获利水平偏低；负债率偏高，EBITDA 规模一般。

新世纪选取了东华能源股份有限公司、广东宇新能源科技股份有限公司、沈阳化工股份有限公司、天津渤海化学股份有限公司和岳阳兴长石化股份有限公司作为该公司控股子公司茂化实华的石化生产销售业务的比较对象。上述主体是中小型石油化工企业，具有一定的可比性。茂化实华利润亏损、经营承压，财务杠杆水平较高，

¹¹ 2024 年 8 月 29 日，茂名港集团董事会审议通过，同意为公司提供财务资助额度和担保额度合计不超过 4 亿元人民币（如茂名港集团为公司提供 3 亿元最高额度的担保，则茂名港集团为公司提供的财务资助额度不超过 1 亿元）。

EBITDA 偿债能力一般。

债项信用跟踪分析

22 茂名港债特定条款为债券提前偿还、调整票面利率和回售：

债券提前偿还：本期债券每年付息一次，附设置本金提前偿还条款，在债券存续期的第 3 年至第 7 年每年分别偿还本期债券发行总额的 20%，当期利息随本金一起支付。

调整票面利率：在本期债券存续期的第 5 个计息年度末，发行人有权决定是否上调或下调本期债券的票面利率，调整的幅度为 0 至 300 个基点(含本数)。发行人将于本期债券的第 5 个计息年度的付息日前的第 20 个工作日在相关媒体上刊登关于是否调整本期债券票面利率以及调整幅度的公告和本期债券回售实施办法公告。

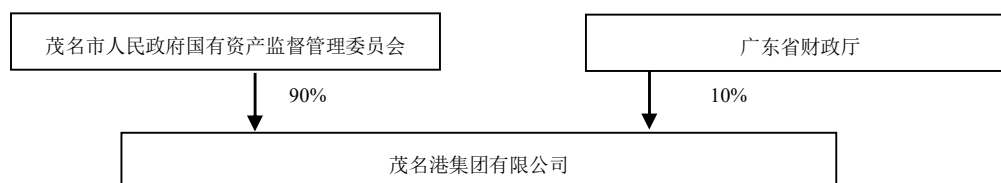
回售：发行人刊登关于是否调整本期债券票面利率以及调整幅度的公告和本期债券回售实施办法公告后；投资者有权选择在本期债券的投资者回售登记期内进行登记，将持有的全部或部分本期债券按面值回售给发行人，或放弃投资者回售选择权而继续持有本期债券。发行人有权选择将回售的债券进行转售或予以注销，投资者选择将持有的本期债券全部或部分回售给发行人的，须于发行人刊登本期债券回售实施办法公告之日起 5 个工作日内进行登记；若投资者未做登记，则视为接受上述调整并继续持有债券。

跟踪评级结论

综上，本评级机构决定调升公司主体信用等级至 AA⁺，维持评级展望稳定，调升 22 茂名港债信用等级至 AA⁺。

附录一：

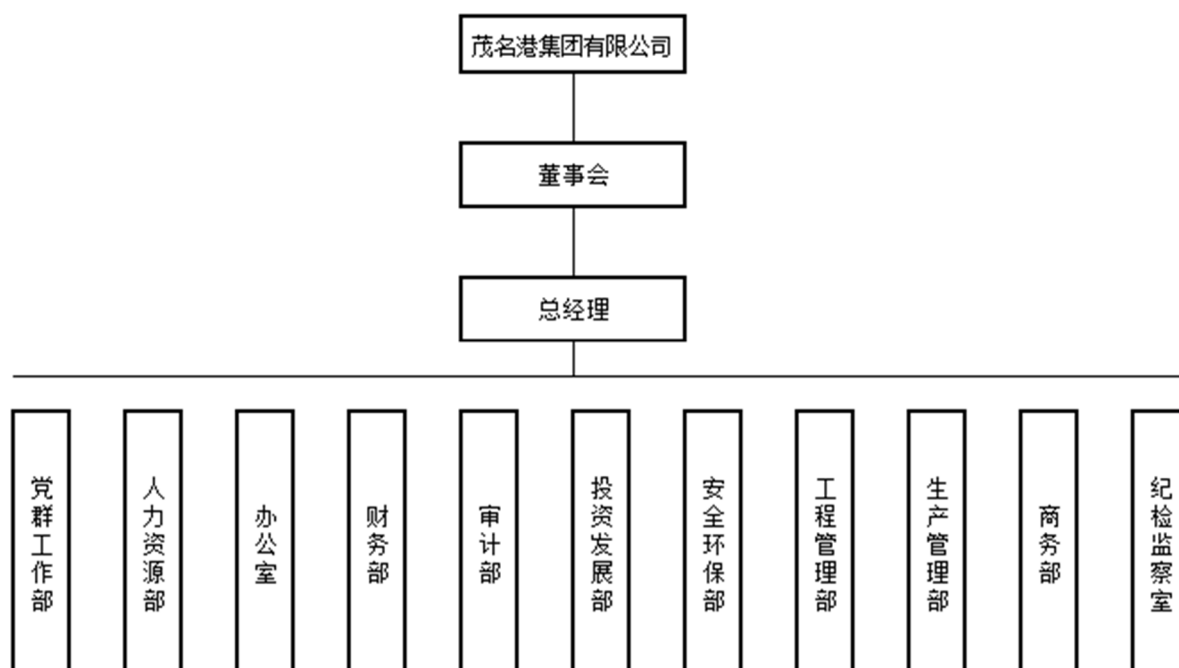
公司与实际控制人关系图



注：根据茂名港集团提供的资料整理绘制（截至 2025 年 3 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据茂名港集团提供的资料整理绘制（截至 2025 年 5 月 13 日）。

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司 持股比例 (%)	主营业务	2024 年（末）主要财务数据					备注
					刚性债务余额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金净 流入量 (亿元)	
茂名港集团有限公司	茂名港集团	本级	本部	港口建设经营	61.86	38.36	0.00	-1.14	-10.44	母公司口径
茂名石化实华股份有限公司	茂化实华	二级子公司	29.15	石化生产销售	9.37	7.58	37.55	-0.89	0.09	合并口径
中机科技发展（茂名）有限公司	中机科技	二级子公司	100.00	危废处理	—	6.24	0.33	4.56	-0.04	
广东茂航供应链管理有限公司	茂航公司	二级子公司	100.00	非油品类港区贸易业务和物流及货运代理	1.56	0.82	21.52	0.04	-0.39	
茂名海港港务股份有限公司	海港股份	二级子公司	100.00	博贺新港的港口经营业务、港区贸易业务和矿石销售	17.40	9.71	0.70	-0.54	1.09	
茂名市中油王港石化有限公司	中油王港	三级子公司	75.42	水东港区油品类的港口经营业务和港区贸易	—	-1.19	4.14	-1.70	1.52	
茂名市港口经营有限公司	港口经营公司	二级子公司	100.00	水东港区散货类的港口经营	0.004	0.43	0.18	-0.11	-0.03	

注：根据茂名港集团 2024 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

同类企业比较表

核心业务：港口建设与运营 归属行业：交通基础设施行业-港口

企业名称（全称）	2024 年末经营数据/指标				2024 年末财务数据/指标				
	营业收入	净利润	净资产收益率	企业货物吞吐量	资产负债率	EBITDA/利息	权益资本/刚性	EBITDA	EBITDA/刚性
	（亿元）	（亿元）	（%）	（万吨）	（%）	支出（倍）	债务（%）	（亿元）	债务（倍）
厦门港务发展股份有限公司	221.47	2.46	3.88	3,830.04	50.92	8.45	403.43	8.87	0.56
珠海港股份有限公司	51.25	4.78	5.01	5,784.35	53.06	4.66	113.92	14.53	0.17
深圳市盐田港股份有限公司	7.94	13.82	8.09	3,744.97	24.34	17.47	426.42	17.85	0.39
广东阳江港港务股份有限公司	1.20	0.04	0.84	未获取	30.32	5.81	311.94	0.30	0.19
茂名港集团有限公司（发行人）	44.97	0.60	1.29	185.09	71.93	1.22	56.12	4.44	0.05

数据来源：经 Wind 资讯整理计算；注：相关数据及指标来自公开市场可获取数据及计算，或存在一定局限性。

核心业务：石化生产销售 归属行业：化工-基础化工-商品化工

企业名称（全称）	2024 年末经营数据/指标				2024 年末财务数据/指标				
	营业收入	净利润	净资产收益率	营业周期	资产负债率	EBITDA/利息	权益资本/刚性	EBITDA	EBITDA/刚性
	（亿元）	（亿元）	（%）	（天）	（%）	支出（倍）	债务（%）	（亿元）	债务（倍）
东华能源股份有限公司	309.38	4.75	3.69	94.24	69.32	2.78	59.19	22.69	0.10
广东宇新能源科技股份有限公司	77.01	3.09	7.73	30.65	48.06	21.35	158.94	6.83	0.26
沈阳化工股份有限公司	50.20	-1.67	-11.41	30.30	72.20	1.70	92.92	1.11	0.07
天津渤海化学股份有限公司	47.84	-6.32	-30.41	39.75	54.81	-5.25	138.90	-2.75	-0.22
岳阳兴长石化股份有限公司	38.23	0.53	2.38	25.99	26.03	33.12	844.92	1.85	0.69
大庆华科股份有限公司	19.69	0.15	2.49	12.97	13.35	—	—	0.50	—
茂名石化实华股份有限公司（发行人子公司）	37.55	-0.89	-10.94	25.74	68.31	3.90	70.00	1.55	0.14

数据来源：经 Wind 资讯整理计算；注：相关数据及指标来自公开市场可获取数据及计算，或存在一定局限性。

附录五：

主要财务数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2022 年/末	2023 年/末	2024 年/末
资产总额 [亿元]	118.26	135.71	192.84
货币资金 [亿元]	7.17	5.73	12.37
刚性债务[亿元]	59.20	75.45	96.45
所有者权益 [亿元]	39.26	39.00	54.12
营业收入[亿元]	8.12	20.24	44.97
净利润 [亿元]	0.53	0.73	0.60
EBITDA[亿元]	1.90	2.28	4.44
经营性现金净流入量[亿元]	2.75	0.12	-3.57
投资性现金净流入量[亿元]	-13.24	-14.57	-12.90
资产负债率[%]	66.81	71.26	71.93
权益资本与刚性债务比率[%]	66.31	51.68	56.12
流动比率[%]	185.90	254.81	110.79
现金比率[%]	30.99	30.67	27.06
利息保障倍数[倍]	0.64	0.67	0.80
担保比率[%]	—	—	0.04
营业周期[天]	1,310.65	563.29	276.79
毛利率[%]	4.50	1.96	1.57
营业利润率[%]	7.52	4.12	-9.10
总资产报酬率[%]	1.37	1.53	1.78
净资产收益率[%]	1.32	1.86	1.29
净资产收益率*[%]	1.48	2.19	2.59
营业收入现金率[%]	106.93	110.85	110.07
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	10.68	0.59	-10.20
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-14.51	-16.45	-13.99
EBITDA/利息支出[倍]	0.79	0.78	1.22
EBITDA/刚性债务[倍]	0.04	0.03	0.05

注：表中数据依据茂名港集团经审计的 2022-2024 年度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%

权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%

流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%

现金比率(%)=[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%

利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)

担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%

营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]} +365/{报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]}

毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%

营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%

总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%

净资产收益率(%)=报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%

净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%

营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%

经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%

非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%

EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)

EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录六：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA 级、CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级、CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

附录七：

发行人历史评级

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所用评级方法和模型的名称及版本	报告（公告）链接
主体评级	历史首次评级	2021 年 7 月 12 日	AA/稳定	莫燕华、刘思静	新世纪评级方法总论（2012） 港口行业信用评级方法（2018） 工商企业评级模型（港口）MX-GS012（2019.8）	报告链接
	前次评级	2024 年 7 月 8 日	AA/稳定	张佳、金未文	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（港口行业）FM-GS012（2022.12）	=
	本次评级	2025 年 5 月 29 日	AA+/稳定	张佳、林贇婧	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（港口行业）FM-GS012（2022.12）	=
债项评级 （22 茂名港债）	历史首次评级	2022 年 7 月 21 日	AA	张佳、林巧云	新世纪评级方法总论（2012） 港口行业信用评级方法（2018） 工商企业评级模型（港口）MX-GS012（2019.8）	报告链接
	前次评级	2024 年 6 月 26 日	AA	张佳、金未文	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（港口行业）FM-GS012（2022.12）	报告链接
	本次评级	2025 年 5 月 29 日	AA+	张佳、林贇婧	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（港口行业）FM-GS012（2022.12）	=

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅，历史评级信息仅限于本评级机构对发行人进行的评级。