

# 信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2024】B0150号

## 山东高速青岛产业投资有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司根据跟踪评级安排对“山东高速青岛产业投资有限公司 2022 年度第一期资产支持票据”的信用状况进行了跟踪评级，经信用评级委员会评定，此次跟踪评级维持“22 青岛产业 ABN001 优先”的信用等级为 AAA<sub>sf</sub>。

东方金诚国际信用评估有限公司

二〇二四年七月二十六日

## 信用评级报告声明

为正确理解和使用东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）出具的信用评级报告（以下简称“本报告”），声明如下：

- 本次评级为委托评级，东方金诚与评级对象不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系，本次项目评级人员与评级对象之间亦不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级中，东方金诚及其评级人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 本评级报告的结论，是按照东方金诚的评级流程及评级标准做出的独立判断，未受评级对象和第三方组织或个人的干预和影响。
- 本次评级依据委托方提供的资料和/或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方和/或发布方负责，东方金诚按照相关性、可靠性、及时性的原则对评级信息进行合理审慎的核查分析，但不资料提供方和/或发布方提供的信息合法性、真实性、准确性及完整性作任何形式的保证。
- 本报告仅为受评对象信用状况的第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议。东方金诚不对发行人使用/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。
- 本报告自出具日起生效，在受评债项的存续期内有效；在评级结果有效期内，东方金诚有权作出跟踪评级、变更等级、撤销等级、中止评级、终止评级等决定，必要时予以公布。
- 本报告的著作权等相关知识产权均归东方金诚所有。除委托评级合同约定外，委托方、受评对象等任何使用者未经东方金诚书面授权，不得用于发行债务融资工具等证券业务活动或其他用途。使用者必须按照东方金诚授权确定的方式使用并注明评级结果有效期限。东方金诚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。
- 本声明为本报告不可分割的内容，委托方、受评对象等任何使用者使用/引用本报告，应转载本声明。

东方金诚国际信用评估有限公司

2024年7月26日

山东高速青岛产业投资有限公司2022年度第一期  
资产支持票据2024年度定期跟踪评级报告

资产支持票据	剩余规模（亿元）	预期到期日	上次评级结果	本次跟踪评级结果
22青岛产业ABN001优先	6.92	2040/04/08	AAA <sub>sf</sub>	AAA <sub>sf</sub>
22青岛产业ABN001次	0.01	2040/04/08	NR	NR
合计	6.93	-	-	-

注：NR 为未评级。

## 交易概览

特殊目的载体	特定目的信托	设立日	2022/4/8
信托委托人/债权人/出借人/回售和赎回承诺人	山东高速青岛产业投资有限公司(以下简称“青岛产投公司”)	基础资产	标的债权及与该债权相关的一切附属权利
债务人/借款人/物业持有人/项目公司/出质人/抵押人/资产服务机构	青岛佳维万通经济发展有限公司	跟踪基准日	2024/4/10
差额支付承诺人	山东高速集团有限公司(以下简称“山东高速”)	信托受托人	山东省国际信托股份有限公司
资产评估机构/现金流预测机构	深圳市世联土地房地产评估有限公司	监管银行/资金保管机构	招商银行股份有限公司青岛分行
		登记托管机构	银行间市场清算所股份有限公司

## 评级观点

跟踪期内，归集资金略高于同期现金流预测值，优先级资产支持票据的本息均得到按期足额兑付，未发生信用触发事件；跟踪期内，山东高速综合实力仍极强，其为优先级资产支持票据提供的差额支付承诺仍具有很强的增信作用。

同时，东方金诚也关注到，截至跟踪基准日，标的物业中的关联方租赁面积占已出租面积的37.23%，关联方租赁面积占比仍较高；压力情景下，预期现金流将无法完全覆盖优先级资产支持票据的本息，有可能触发差额支付启动事件，需要依靠山东高速所提供的差额支付承诺的实施；跟踪期内山东高速有息债务总体有所增长且规模较大，资产负债率较高，在手项目较多，未来仍将面临较大投融资需求。

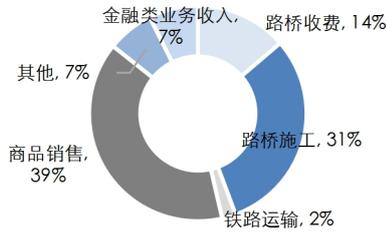
## 评级关键要素

交易结构	资金归集	基础资产现金流按半年归集。跟踪期内，监管账户归集2次资金，合计5184.06万元。	现金流分析及压力测试	压力情景	在压力情景下，预期现金流对优先级资产支持票据覆盖倍数范围在0.9769倍~1.6965倍，优先级资产支持票据本息兑付需要差额支付承诺人山东高速的信用支持。
	本息兑付	跟踪期内，优先级本息按期足额兑付。		抵押物处置收入压力测试	优先级资产支持票据本金总额能承受目标资产评估价值最大的减值幅度为35%。
基础资产及目标资产	基础资产	标的债权及与该债权相关的一切附属权利	增信措施	内部增信	优先/次级、现金流超额覆盖、抵质押担保、信用触发机制等。跟踪期间，未发生信用触发事件。
	还款来源	标的物业在2021年7月1日至2040年4月8日之间的物业运营净收入，预期合计117476.66万元。		外部增信	山东高速(AAA/稳定)提供差额支付承诺，跟踪期内仍具有很强的增信作用
	目标资产	上实中心T8写字楼		主要参与方	不存在不宜作为参与机构的事项
	运营净收入(万元)/出租率(%)	2023年 2463 90.43	2024Q1 729 85.34		
	评估值(亿元)	11.69(评估基准日2021/6/30)			
	优先级本金抵押率	59.20%			

注：最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异。

## 差额支付承诺人山东高速主要财务数据和指标

### 2023 年收入构成



### 主要数据和指标

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
资产总额(亿元)	11398.33	13226.15	15137.43	15350.37
所有者权益(亿元)	2934.91	3368.39	3858.30	3912.62
全部债务(亿元)	4706.92	5715.60	6574.58	5988.31
营业总收入(亿元)	2016.37	2317.69	2601.18	526.31
利润总额(亿元)	158.42	154.76	164.82	39.91
经营性净现金流(亿元)	167.85	174.32	178.84	49.82
营业利润率(%)	17.46	15.50	16.16	14.68
资产负债率(%)	74.25	74.53	74.51	74.51
流动比率(%)	47.77	44.66	45.42	43.45
全部债务/EBITDA(倍)	9.50	11.58	11.67	-
EBITDA 利息倍数(倍)	2.80	2.28	2.43	-

### 有息债务期限结构(单位: 亿元)



注: 表中数据来源于山东高速 2021~2023 年的审计报告及 2024 年 1~3 月未经审计的合并财务报表, 2021 年及 2022 年数据采用追溯调整后的期初数。2024 年 3 月末, 山东高速全部债务计算口径包括短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债、长期借款和应付债券, 未包括其他有息债务。

### 优势

- 跟踪期内, 本资产支持票据运行状况良好, 监管账户归集资金高于同期现金流预测值, 优先级资产支持票据的本息均得到按期足额兑付, 未发生信用触发事件;
- 跟踪期内, 山东高速仍是山东省最重要的交通运输投融资、建设、运营及管理主体, 控股运营收费公路通车里程超过 8000 公里, 在山东省交通运输领域的市场地位及竞争力显著, 综合实力仍极强, 其为优先级资产支持票据提供的差额支付承诺仍具有很强的增信作用。

### 关注

- 标的物业中原整租合同于 2024 年 6 月末已到期, 未来预计不再以整租形式出租, 或不利于标的物业资产运营净现金流的实现, 同时关联方租赁面积占已出租面积的 37.23%, 关联方租赁面积占比仍较高;
- 压力情景下, 假定短租出租空置率由 5% 升高为 10%, 各归集期间物业运营净现金流较基准情形下降 5.00%, 各兑付日预期现金流将无法完全覆盖优先级资产支持票据的本息, 有可能触发差额支付启动事件;
- 2023 年末, 山东高速有息债务保持较快增长且规模较大, 资产负债率较高, 在手项目较多, 未来仍将面临较大投融资需求。

评级日期  
2024/7/26

评级组长  
劳梦妃

评级成员  
侯珏

### 评级方法及模型

《东方金诚商业物业抵押贷款证券化产品信用评级方法及模型 (RTFB009202312)》

### 历史评级信息

资产支持票据	信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
22 青岛产业 ABN001 优先	AAA <sub>sf</sub>	2023/7/27	劳梦妃 王怡鸣	《东方金诚非金融企业资产支持票据(债权类)信用评级方法及模型 (RTFB002202011)》	<a href="#">阅读原文</a>
22 青岛产业 ABN001 优先	AAA <sub>sf</sub>	2022/7/26	聂秋霞 平晓烁	《东方金诚非金融企业资产支持票据(债权类)信用评级方法及模型 (RTFB002202011)》	<a href="#">阅读原文</a>
22 青岛产业 ABN001 优先	AAA <sub>sf</sub>	2021/9/28	聂秋霞 平晓烁	《东方金诚非金融企业资产支持票据(债权类)信用评级方法及模型 (RTFB002202011)》	<a href="#">阅读原文</a>

## 跟踪评级说明

根据监管部门有关规定，东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）于2023年7月27日对“山东高速青岛产业投资有限公司2022年度第一期资产支持票据”（以下简称“本资产支持票据”）进行了2023年度定期跟踪评级，维持优先级资产支持票据“22青岛产业ABN001优先”的信用等级为AAA<sub>sf</sub>。

本次跟踪评级期间为2023年7月28日~2024年4月10日，跟踪基准日为2024年4月10日。跟踪期内，东方金诚对本资产支持票据的基础资产、项目公司/资产服务机构青岛佳维万通经济发展有限公司（以下简称“佳维万通”）、委托人/发起机构山东高速青岛产业投资有限公司（以下简称“青岛产投公司”）、差额支付承诺人山东高速集团有限公司（以下简称“山东高速”）和其他各参与方等进行了信息收集，在分析所获得相关信息的基础上得出本次跟踪评级结论。

## 交易概况

本资产支持票据由山东省国际信托股份有限公司（以下简称“山东信托”）设立并管理，募集资金用于向委托人/发起机构青岛产投公司购买基础资产，即青岛产投公司按照《债权转让与确认协议》的约定转让给受托人的，根据《山东高速青岛产业投资有限公司2022年度第一期资产支持票据信托合同》（以下简称“《信托合同》”）对“山东高速青岛产业投资有限公司2022年度第一期资产支持票据信托”（以下简称“本资产支持票据信托”）享有的委托人根据《借款协议》享有的标的债权，该标的债权的期限为自借款到达佳维万通账户之日起算，借款期限最长不超过19年，投资者通过购买并持有资产支持票据取得本资产支持票据项下相应的信托受益权。

佳维万通以其享有的标的物业上实中心T8写字楼<sup>1</sup>特定期间的运营收入<sup>2</sup>作为本资产支持票据信托标的债权的还款来源，并将其作为出质物向信托受托人提供质押担保，质押登记于2022年5月6日办理完毕，登记证明编号为【16996815002072296312】。根据深圳市世联土地房地产评估有限公司（以下简称“世联评估”）出具的《山东高速青岛产业投资有限公司2022年度第一期资产支持票据产品涉及的山东省青岛市崂山区香港东路195号上实中心8号楼商业、办公用途物业及其配套设施经营净现金流预测报告》（以下简称“《现金流预测报告》”），标的物业在2021年7月1日至2040年4月8日之间的物业运营净收入，合计117476.66万元。

抵押人佳维万通以其持有的物业资产向债权人山东信托提供抵押担保，抵押登记于2022年5月24日办理完毕，不动产登记证号为【鲁（2021）青岛市崂山区不动产证明第0054272号】。

根据《山东高速青岛产业投资有限公司2022年度第一期资产支持票据差额支付承诺函》（以下简称“《差额支付承诺函》”）及《山东高速青岛产业投资有限公司2022年度第一期资产支

<sup>1</sup> 系指佳维万通持有并对外出租的【位于山东省青岛市崂山区香港东路195号上实中心8号楼的房屋所有权及其所占范围内的建设用地使用权】。

<sup>2</sup> 系指佳维万通运营上实中心T8写字楼而取得的租金收入及其他合法收入（包括但不限于停车场收入、物业管理收入、广告及其他合法收入）。

持票据回售和赎回承诺函》（以下简称“《回售和赎回承诺函》”），在本资产支持票据存续期间，山东高速不可撤销及无条件对信托资金不足以支付相应的税收、信托费用及优先级资产支持票据的各期预期收益和全部未偿本金余额的差额部分承担补足义务及回售和赎回承诺人未按照《回售和赎回承诺函》的约定履行回售和赎回义务时，对优先级资产支持票据的回售/赎回价款的差额部分承担补足义务。

根据《监管协议》和《资金保管合同》，招商银行股份有限公司（以下简称“招商银行”）青岛分行为本资产支持票据提供资金监管服务和保管服务。佳维万通作为资产服务机构，提供与目标资产运营净收入归集有关的管理服务。

根据《信托合同》，如发生差额支付承诺人的主体长期信用评级下调或优先级资产支持票据的评级下降或连续两个计息期间的实际物业运营收入低于该期间对应的标的物业运营收入的70%以上及评估机构对抵押物的评估价值下降至《抵押合同》载明的初始评估价值的70%或以下时，将触发标的债权提前到期事件。跟踪期内未发生标的债权提前到期事件。

本资产支持票据设置了差额支付启动事件、加速清偿事件和违约事件等信用触发机制，跟踪期内，山东高速、青岛产投公司和佳维万通及其他参与机构未发生重大不利变化，本资产支持票据未触发差额支付启动事件、加速清偿事件和违约事件，运行状况良好。

## 资产支持票据兑付状况

本资产支持票据初始发行规模合计7.01亿元，分为“22青岛产业ABN001优先”和“22青岛产业ABN001次”资产支持票据，于2022年4月8日起息，存续期限为3+3+3+3+3+3年，每3年设有开放期。“22青岛产业ABN001优先”资产支持票据初始发行规模为7.00亿元，发行利率3.50%，预期到期日2040年4月8日；“22青岛产业ABN001次”资产支持票据0.01亿元，由青岛产投公司认购，预期到期日2040年4月8日。

资产支持票据利息偿付方面，“22青岛产业ABN001优先”资产支持票据采用固定利率计息，按半年付息；按约定半年偿还本金。“22青岛产业ABN001次”资产支持票据全部由青岛产投公司认购且不进行期间分配，优先级资产支持票据的未偿本金支付完毕后，剩余资金支付次级资产支持票据的本金和收益。

图表 1：截至跟踪基准日资产支持票据基本信息（单位：万元、%）

资产支持票据	初始发行规模	发行利率	剩余规模	本次评级	预期到期日
22青岛产业ABN001优先	70000.00	3.50	69200.00	AAA <sub>sf</sub>	2040-04-08
22青岛产业ABN001次	100.00	-	100.00	NR	2040-04-08
合计	70100.00	-	69300.00	-	-

数据来源：IFind，公开信息查询

跟踪期内，监管账户共进行了2次资金归集，共归集资金5184.06万元，其中，第一次归集资金2579.50万元，第二次归集资金2604.56万元，两次均略高于同期现金流预测值。本资产支持票据进行了2次本金及利息兑付，兑付“22青岛产业ABN001优先”本金400.00万元、利息2839.17万元。

图表 2：本跟踪期内资产支持票据兑付信息（单位：万元、%）

资产支持票据	利息兑付	本金兑付	剩余本金规模
22青岛产业ABN001优先	2839.17	400.00	69200.00
22青岛产业ABN001次	-	-	100.00
合计	2839.17	400.00	69300.00

数据来源：IFind，公开信息查询

## 基础资产信用质量分析

### 目标资产信用质量分析

#### 目标项目分析

上实中心 T8 写字楼物业包括 1-20 层共 76 套商业、办公物业，权利人均为佳维万通。标的物业位于山东省青岛市崂山区上实中心园区内，该区域商业综合体、写字楼物业聚集，区域内环境质量总体较优。物业周边路网较为密集，公共交通便利，临近地铁，地理位置优越。标的物业于 2015 年 11 月竣工，并于 2018 年 3 月完成装修开始入驻招商。标的物业建筑面积合计为 29262.95 平方米，其中 1-2 层商业建筑面积合计为 3330.35 平方米，3-20 层办公建筑面积合计为 25932.60 平方米。标的物业定位于商业和办公用途，入住租户多为金融机构、国企和上市公司。

#### (1) 物业整租情况

基于青岛产投公司与佳维万通于 2021 年 6 月 21 日签订的《整租合同》，2021 年 7 月 1 日~2024 年 6 月 30 日，青岛产投公司对标的物业 2、3、4、5、7、11、13 和 18 层进行整租，租期为 3 年，租赁面积为 10519.51 m<sup>2</sup>，平均租金为 6.5（元/m<sup>2</sup>/日）。

截至 2024 年 6 月末，该《整租合同》已到期，佳维万通后续拟采用散租的形式对外出租，根据青岛产投公司提供的部分合同样本，佳维万通与联储证券有限责任公司签订的《房屋租赁合同》，租期为 3 年，租金标准为 5.1 元/天/平方米，租金按半年提前支付。

#### (2) 物业出租情况

截至 2024 年 3 月末，标的物业租户共 30 户，其中非关联方租户 17 户主要为金融机构、国企、上市公司和小微企业，租赁面积为 15069.45 m<sup>2</sup>。标的物业可出租面积 28253.49 m<sup>2</sup>，已出租面积为 24008.57 m<sup>2</sup>，与 2023 年 3 月末基本持平。标的物业承租方业态全部为商业办公。

2024 年 3 月末，标的物业出租率为 85.34%，出租率较 2023 年末下降 5.09 个百分点。

标的物业租赁期限分布于 0 年~10 年之间，其中租赁期限 3 年的租赁面积占比最高，承租方租赁期限难以覆盖本资产支持票据期限。

图表 3：T8 写字楼承租方租赁期限分布（单位：年、户、%、m<sup>2</sup>）

租赁期限范围	承租人数	租户占比	承租面积合计	面积占比
1	10	33.33	7830.54	32.62
2.75 <sup>3</sup>	1	3.33	179.15	0.75
3	9	30.00	8356.53	34.81

<sup>3</sup> 先行通数字科技有限公司租赁期限为 2.75 年。

图表 3: T8 写字楼承租方租赁期限分布 (单位: 年、户、%、m<sup>2</sup>)

租赁期限范围	承租人户数	租户占比	承租面积合计	面积占比
5	6	20.00	2028.37	8.45
6	2	6.67	952.5	3.97
10	2	6.67	4661.48	19.42
合计	30	100.00	24008.57	100.00

资料来源: 项目公司提供, 东方金诚整理

从承租人与项目公司的关系来看, 13 户承租人为项目公司的关联方, 租赁面积占比为 37.23%, 整体关联方租赁面积占比较高。

图表 4: T8 写字楼承租方与项目公司关系分布 (单位: m<sup>2</sup>、户、%)

承租人与出租人关系	承租人户数	租户占比	承租面积合计	面积占比
非关联方	17	56.67	15069.45	62.77
关联方	13	43.33	8939.12	37.23
合计	30	100.00	24008.57	100.00

资料来源: 项目公司提供, 东方金诚整理

标的物业租赁面积分布于 35.00 m<sup>2</sup>~4542.20 m<sup>2</sup> 之间, 其中租赁面积在 1500 m<sup>2</sup> (含) 以上的租户为 4 户, 其承租面积占比最高, 为 50.06%。

图表 5: T8 写字楼承租方租赁面积分布 (单位: 户、%、m<sup>2</sup>)

租赁面积范围	承租人户数	租户占比	承租面积合计	面积占比
0 m <sup>2</sup> (不含) ~500 m <sup>2</sup> (含)	18	60.00	4474.63	18.64
500 m <sup>2</sup> (不含) ~1000 m <sup>2</sup> (含)	6	20.00	4555.35	18.97
1000 m <sup>2</sup> (不含) ~1500 m <sup>2</sup> (含)	2	6.67	2960.04	12.33
1500 m <sup>2</sup> (不含) 以上	4	13.33	12018.55	50.06
合计	30	100.00	24008.57	100.00

资料来源: 项目公司提供, 东方金诚整理

## (2) 租金支付方式和租金单价

租赁方式方面, 根据商业、办公项目已签订租赁合同及定价原则, 租金确定方式均为固定租金。固定租金模式下, 合同租金在 1.43~7.00 元/平方米/日之间, 通常按月/季支付租金。其中租金单价分布于 5 元 (不含) ~6 元 (含) 之间租赁面积占比最高, 为 70.08%。

图表 6: T8 写字楼承租方租金单价分布 (单位: 户、%、m<sup>2</sup>)

租金分布	承租人户数	租户占比	承租面积合计	面积占比
2 元 (含) 以下	1	3.33	35	0.15
4 元 (不含) ~5 元 (含)	6	20.00	3909.59	16.28
5 元 (不含) ~6 元 (含)	18	60.00	16825.98	70.08
6 元 (不含) ~7 元 (含)	5	16.67	3238	13.49
合计	30	100.00	24008.57	100.00

资料来源: 项目公司提供, 东方金诚整理

## (3) 跟踪期运营情况

根据青岛产投公司提供的资料, 受市场行情低迷, 租房需求减少的影响, 2023 年目标资产实现现金流入为 5317 万元, 同比下降 13.54%。现金流出方面, 目标资产经营成本为 2854 万

元，同比略有增加；运营净现金流实现 2463 万元，同比减少 25.48%。

跟踪期内，监管账户归集 2 次资金，合计 5184.06 万元，第一次归集资金 2579.50 万元，第二归集资金 2604.56 万元，同期预测分别为 2570.37 万元和 2600.38 万元，两次均略高于同期现金流预测值。

图表 7：跟踪期内 T8 写字楼运营情况（单位：万元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1~3 月
现金流入	5399	6150	5317	1430
经营成本	2220	2845	2854	701
净现金流量	3179	3305	2463	729

资料来源：项目公司提供，东方金诚整理

总体来看，标的物业资产所处地理位置较好，周边商业氛围浓厚，出租率在 90%左右，跟踪期内归集资金高于同期现金流预测值。但同时东方金诚关注到，标的物业中原整租合同于 2024 年 6 月末已到期，未来预计不再以整租形式出租，或不利于标的物业资产运营净现金流的实现；同时关联方租赁面积占已出租面积的 37.23%，关联方租赁面积占比仍较高，将持续关注目标资产的运营及现金流的归集状况。

## 现金流分析及压力测试

### 现金流压力测试

跟踪期内，2023 年标的物业经营净现金流同比大幅增长，归集资金高于同期现金流预测值，优先级资产支持票据的本息均得到按期足额兑付。

东方金诚根据优先资产支持票据的实际发行利率，并综合考虑未来若租户经营不善导致退租或将持续影响本资产支持票现金流，基于上述影响因素设定了如下压力情景，测试压力情景下基础资产现金流流入与优先级资产支持票据预期现金流流出的匹配情况。

压力情景：假设预测期间 2024 年至 2039 年内标的物业短租出租空置率由 5%升高为 10%，各归集期间物业运营净现金流较基准情形下降 5.00%。

在压力情景下，各兑付日如出现因宏观经济放缓等导致的物业退租、逾期或出租率降低将导致回款减少，预期现金流对优先级资产支持票据覆盖倍数范围在 0.9769 倍~1.6965 倍，现金流将无法完全覆盖优先级资产支持票据的本息，存在触发差额支付启动事件的可能性，优先级资产支持票据本息兑付需要依靠差额支付承诺人山东高速的信用支持。

图表 8：压力情景下资产支持票据兑付情况（单位：万元、倍）

兑付日	基准情形下 物业运营 净现金流	压力情景下 物业运营 净现金流	优先级还 本	期初优先 级未偿本 金	优先级 利息	税费及相 关费用	覆盖倍 数
2024-10-8	2563.30	2435.14	200.00	69200.00	1211.00	61.75	1.6821
2025-4-8	2560.95	2432.90	200.00	69000.00	1207.50	45.10	1.6965
2025-10-8	2605.55	2475.27	1000.00	68800.00	1204.00	61.53	1.0952
2026-4-8	2613.20	2482.54	1100.00	67800.00	1186.50	44.36	1.0663
2026-10-8	2663.47	2530.30	1200.00	66700.00	1167.25	60.17	1.0435
2027-4-8	2689.10	2554.64	1300.00	65500.00	1146.25	42.87	1.0268
2027-10-8	2751.02	2613.47	1300.00	64200.00	1123.50	58.54	1.0542

2028-4-8	2765.91	2627.62	1400.00	62900.00	1100.75	41.17	1.0343
2028-10-8	2874.08	2730.38	1450.00	61500.00	1076.25	56.78	1.0583
2029-4-8	2894.56	2749.83	1600.00	60050.00	1050.88	39.32	1.0225
2029-10-8	2993.14	2843.48	1650.00	58450.00	1022.88	54.80	1.0433
2030-4-8	3011.87	2861.27	1700.00	56800.00	994.00	37.20	1.0483
2030-10-8	3085.17	2930.91	1850.00	55100.00	964.25	52.62	1.0228
2031-4-8	3098.84	2943.89	1900.00	53250.00	931.88	34.89	1.0272
2031-10-8	3172.62	3013.99	2000.00	51350.00	898.63	50.18	1.0225
2032-4-8	3186.39	3027.07	2100.00	49350.00	863.63	32.36	1.0105
2032-10-8	3260.66	3097.62	2150.00	47250.00	826.88	47.51	1.0246
2033-4-8	3292.77	3128.13	2300.00	45100.00	789.25	29.59	1.0030
2033-10-8	3371.19	3202.63	2350.00	42800.00	749.00	44.61	1.0190
2034-4-8	3385.16	3215.90	2500.00	40450.00	707.88	26.56	0.9942
2034-10-8	3460.47	3287.44	2500.00	37950.00	664.13	41.45	1.0259
2035-4-8	3474.54	3300.81	2700.00	35450.00	620.38	23.30	0.9871
2035-10-8	3557.45	3379.57	2750.00	32750.00	573.13	38.06	1.0055
2036-4-8	3573.04	3394.38	2900.00	30000.00	525.00	19.75	0.9853
2036-10-8	3656.50	3473.67	2950.00	27100.00	474.25	34.38	1.0044
2037-4-8	3672.20	3488.59	3100.00	24150.00	422.63	15.94	0.9858
2037-10-8	3756.23	3568.42	3200.00	21050.00	368.38	30.44	0.9915
2038-4-8	3772.06	3583.45	3300.00	17850.00	312.38	11.83	0.9887
2038-10-8	3887.53	3693.16	3450.00	14550.00	254.63	26.21	0.9898
2039-4-8	3909.65	3714.16	3600.00	11100.00	194.25	7.44	0.9769
2039-10-8	4001.94	3801.84	3700.00	7500.00	131.25	21.61	0.9867
2040-4-8	4019.41	3818.44	3800.00	3800.00	66.50	2.68	0.9869

## 回售压力测试

在本资产支持票据设立日每届满 36 个月对应的回售登记期内, 优先级资产支持票据持有人根据《信托合同》的相关约定可选择申报将所持有的优先级资产支持票据全部或部分回售给委托人。截至任何一个回售日和/或赎回日, 回售和赎回承诺人未能按照《回售和赎回承诺函》的约定履行回售和赎回义务的, 山东高速将提供差额支付承诺。若回售规模过大时, 山东高速将面临较大的集中偿付压力。假设本资产支持票据优先级资产支持票据持有人在回售行权日选择全部回售优先级资产支持票据, 山东高速在第 3 年末的回售行权日所需支付的回购价款最大, 正常情景下资金缺口为 67691.65 万元; 在压力情景下, 缺口为 67819.70 万元。

东方金诚认为, 本资产支持票据设置的回售机制使得特定兑付日资金缺口较大, 山东高速面临一定的集中兑付压力。考虑到跟踪期内山东高速的货币资金储备、经营性净现金流和银行授信情况, 其有较强能力应对上述集中兑付压力, 保障差额补足义务的履行。

## 抵押物压力测试

截至评估基准日 2021 年 6 月 30 日<sup>4</sup>, 世联评估对标的物业选用收益法、比较法进行了分析、

<sup>4</sup> 跟踪期内, 未出具新版的《评估报告》。

测算和判断，确定上实中心8号楼物业评估价值为11.69亿元。入池物业评估价值对未偿优先级资产支持票据本金的覆盖倍数为1.69倍。

东方金诚结合国内实际情况确定适用于快速变现情景下的房产跌价比率。极端情况下快速变现情景中标的物业价值下降幅度为35.00%，则快速处置条件下抵押物价值为7.11亿元，对优先级票据本金的覆盖倍数为1.0275倍，预计仍能保证优先级资产支持票据本金的偿付。

## 参与机构履约能力分析

### 借款人/物业持有人/项目公司/出质人/抵押人/资产服务机构

本资产支持票据的借款人/物业持有人/项目公司/出质人/抵押人/资产服务机构为佳维万通。

佳维万通成立于2013年12月19日，初始注册资本为3000.00万元，其中青岛产投公司持股100.00%。截至2024年3月末，佳维万通注册资本和实收资本均为3000.00万元，青岛产投公司持有其100%股权，实际控制人仍为山东省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“山东省国资委”）。跟踪期内，佳维万通的注册资本、股东和实际控制人均未发生变化。

佳维万通主营业务为经营租赁、物业管理和其他综合服务，以经营租赁为主但持有物业数量较少。2023年佳维万通营业收入同比上升3.47%。

图表9：佳维万通营业收入及毛利率情况（单位：万元、%）

业务板块	2021年		2022年		2023年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
经营租赁 <sup>5</sup>	4533.92	83.98	5061.76	96.95	5317.18	98.42
其他业务	864.96	16.02	159.36	3.05	85.12	1.58
合计	5398.89	100.00	5221.12	100.00	5402.30	100.00
业务板块	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
经营租赁	1711.86	37.76	2686.67	53.08	2914.93	54.82
其他业务	162.85	18.83	117.34	73.63	-367.09	-431.26
合计	1874.71	34.72	2804.01	53.71	2547.84	47.16

资料来源：佳维万通提供，东方金诚整理

佳维万通持有标的物业的全部产权。跟踪期内，佳维万通毛利润主要来自于标的物业的租赁收入，其他业务中佳维万通于2022年10月新增食堂收入，食堂装修成本于2023年度一次性计入费用，2023年佳维万通毛利润和综合毛利率均同比有所下降。

佳维万通提供了经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）济南分所审计的2023年审计报告，以及未经审计的2024年一季度合并财务报表。

图表10：佳维万通财务数据和指标（单位：亿元、%）

项目	2021年	2022年	2023年	2024年Q1
资产总额	8.99	8.77	8.38	8.41
负债总额	8.84	8.59	8.17	8.17
所有者权益	0.15	0.18	0.21	0.24

<sup>5</sup> 包括经营租赁业务及物业管理物业。

营业收入	0.54	0.52	0.54	0.15
利润总额	0.02	0.04	0.06	0.05
营业利润率	20.55	38.23	32.71	39.96
净资产收益率	1.74	14.30	12.08	-
资产负债率	98.28	97.94	97.55	97.15
流动比率	5.72	2.68	1.08	2.14

资料来源：佳维万通 2021 年~2023 年经审计的财务报告及 2024 年一季度未经审计的合并报表。

截至 2023 年末，佳维万通资产总额为 8.38 亿元，同比减少 4.45%，资产结构仍以非流动资产为主，主要为标的物业上实中心 T8 写字楼成本入账的开发成本计入投资性房地产项下，同期末投资性房地产为 7.54 亿元，受累计折旧和摊销影响同比减少 5.04%，占资产总额的 89.96%。同期末，佳维万通货币资金为 0.01 亿元，全部为银行存款。

受益于经营利润的累积，2023 年末佳维万通所有者权益小幅增长 247.98 万元，但受未分配利润持续为负影响，所有者权益规模较小，主要由实收资本和盈余公积构成。

2023 年末，佳维万通负债总额为 8.17 亿元，同比减少 4.89%，全部为流动负债。其中，其他应付款 7.97 亿元，主要系往来款项。截至 2023 末，佳维万通资产负债率为 97.55%，依然高企。

2023 年，佳维万通营业收入同比有所上升，营业利润率为 32.71%，业务获利水平同比有所下降，营收水平受到供应链项目结算的影响存在较大的波动。2023 年佳维万通利润总额 638.74 万元、净利润 247.98 万元，基本稳中有升，但同期的净资产收益率同比有所下降。

2024 年 3 月末，佳维万通资产总额和负债总额分别为 8.41 亿元和 8.17 亿元，资产及负债结构较 2023 年末未发生较大变化；2024 年 1~3 月，佳维万通营业收入和利润总额分别为 1461.59 万元和 456.37 万元，同比分别提升 12.55%和 31.38%。

整体来看，跟踪期内，佳维万通营业收入同比有所上升，但主营获利水平有所下降。佳维万通持有物业数量较少，资产流动性较弱，所有者权益规模小，资产负债率依然高企。东方金诚将持续关注佳维万通信用状况变化情况。

### 委托人/发起机构/整租人/回售和赎回承诺人信用质量分析

本资产支持票据的委托人/发起机构/回售和赎回承诺人为青岛产投公司，青岛产投公司原名为齐鲁交通青岛投资发展有限公司，于 2016 年 11 月 14 日注册成立，注册资本为 20.00 亿元，原股东为齐鲁交通发展集团，青岛产投公司是其全资控股子公司。2020 年 12 月，由于山东高速与齐鲁交通发展集团进行整合，青岛产投公司被无偿划转给山东高速青岛发展有限公司（以下简称“青岛发展”）。2022 年 4 月 24 日根据山东高速集团有限公司鲁高速投〔2022〕40 号文，青岛产投公司控股股东由青岛发展变更为山东高速，截至 2024 年 3 月末，青岛产投公司注册资本 20.00 亿元，实收资本 17.00 亿元，山东高速持股 100.00%，实控人为山东省国资委。

为进一步发挥好山东高速在青岛的区位优势，培育新的投资增长点和利润点，经山东高速研究，决定对青岛产业投资公司进行重组，2022 年青岛产投公司受股东划入资产影响，营业收入大幅增长，主要来自于融资租赁收入。2023 年，青岛产投公司营业收入 10.21 亿元，同比增

长 134.71%，主营业务毛利率为 34.48%，同比下降 22.07 个百分点，系因 2023 年青岛产投公司新增开展工业拆除业务，主要收入来源于废钢废铁的销售，业务产品利润附加较低，该业务毛利率不高。

青岛产投公司提供了经信永中和会计师事务所济南分所审计的 2023 年审计报告，以及未经审计的 2024 年一季度合并财务报表。

图表 11：2021 年~2023 年及 2024 年 1~3 月青岛产投公司主要财务数据（单位：亿元、%）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1~3 月
资产总额	19.62	52.86	56.20	56.34
所有者权益	14.09	27.68	29.66	30.18
全部债务	5.21	7.05	13.15	12.89
营业收入	1.16	4.35	10.21	1.00
利润总额	0.40	1.84	2.04	0.67
营业利润率	7.22	54.12	33.19	71.63
净资产收益率	2.50	5.01	5.24	-
资产负债率	28.17	47.64	47.22	46.43
全部债务资本化比率	26.98	20.31	30.72	29.93
流动比率	1130.94	11.57	56.90	32.83

资料来源：2021 年~2023 年经审计的青岛产投公司合并财务报表；2024 年一季度未经审计的青岛产投公司合并财务报表。

2023 年末，青岛产投公司资产总额 56.20 亿元，同比增长 6.32%，其中流动资产为 10.43 亿元，同比上升 396.16%，主要系其他应收款及一年内到期的非流动资产增长所致。同期末，青岛产投公司非流动资产 45.77 亿元，其中发放贷款及垫款、长期股权投资和投资性房地产占比较高。其中发放贷款及垫款 30.98 亿元，主要客户集中在建筑业（51.05%），均分布在华东地区，主要为抵押贷款和质押贷款，计提贷款损失准备 0.37 亿元；长期股权投资 2.51 亿元，主要为对联营企业的投资；投资性房地产 7.54 亿元，为 T8 写字楼的项目成本。

受益于经营利润的累积，2023 年末青岛产投公司所有者权益同比增长 7.18%，所有者权益仍主要由实收资本和资本公积构成。

2023 年末青岛产投公司负债总额为 26.54 亿元，同比增长 5.38%，主要为流动负债。流动负债主要由其他应付款（11.51 亿元）构成，主要系往来款。非流动负债主要系长期借款，全部为保证借款。

截至 2023 年末，青岛产投公司全部债务规模 13.15 亿元，较 2022 年末同期增长 86.49%，由于开展工业拆除项目，针对单笔拆除项目进行银行短期借款，期限多为一年期，2023 年末短期借款同比新增 6.21 亿元，长短期有息债务占比基本持平，同期末的资产负债率和全部债务资本化比率分别为 47.22%和 30.72%。

2023 年，青岛产投公司营业收入 10.21 亿元，同比增长 134.47%。同期，营业利润率同比下降，利润总额和净利润分别为 2.04 亿元和 1.53 亿元，分别同比增长 10.84%和 11.00%，同期的净资产收益率稳中有升。

2023 年，青岛产投公司的经营性净现金流、投资性净现金流和筹资性净现金流分别为 3.01

亿元、-2.79亿元和0.22亿元，青岛产投公司经营性净现金流受往来款及主营业务收支波动影响较大。

截至2023年末，青岛产投公司流动比率同比有所增长，但依然处于较低水平。2023年，EBITDA利息倍数为4.99倍，全部债务/EBITDA为4.49倍，EBITDA对债务及利息的覆盖程度较2022年有所下降。

2024年3月末，青岛产投公司资产总额和负债总额分别为56.34亿元和26.16亿元，资产及负债结构较2023年末均未发生较大变化。2024年1~3月，青岛产投公司营业收入和利润总额1.00亿元和0.67亿元，同期，青岛产投公司的经营性净现金流、投资性净现金流和筹资性净现金流分别为1.10亿元、-0.58亿元和-0.47亿元。

总体来看，跟踪期内，青岛产投公司自持物业资产较为优质，营业收入同比增长，但主营获利水平有所下降，有息债务规模同比明显增加。

## 差额支付承诺人信用质量

### 1.主体概况

截至2024年3月末，山东高速的控股股东及实际控制人均为山东省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“山东省国资委”），跟踪期内未发生变化。

### 2.个体信用状况

#### 业务运营

**跟踪期内，山东高速仍是山东省交通运输领域内最重要的投融资、建设、运营和管理主体，主营业务呈现多元化，营业总收入及毛利润来源广泛且保持增长趋势，综合毛利率有所下降**

山东高速仍是山东省交通运输领域内最重要的投融资、建设、运营和管理主体。跟踪期内，山东高速保持多元化经营的发展策略，主要从事路桥收费、路桥施工、铁路运输、商品销售业务以及银行、保险等金融类业务，其他业务主要为出租、代理业务以及房地产开发业务等。

图表 12: 山东高速集团营业总收入构成及营业毛利润、毛利率情况<sup>6</sup> (亿元、%)

类别	2021年		2022年		2023年		2024年1~3月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
路桥收费	304.37	15.09	313.29	13.52	355.86	13.68	77.14	14.66
路桥施工	707.35	35.08	788.47	34.02	798.00	30.68	106.03	20.15
铁路运输 <sup>7</sup>	40.03	1.99	45.67	1.97	53.24	2.05	6.19	1.18
商品销售	718.61	35.64	858.92	37.06	1023.27	39.34	252.45	47.97
其他	88.12	4.37	133.09	5.74	180.05	6.92	33.59	6.38
<b>营业收入</b>	<b>1858.48</b>	<b>92.17</b>	<b>2139.43</b>	<b>92.31</b>	<b>2410.43</b>	<b>92.67</b>	<b>475.40</b>	<b>90.33</b>
<b>金融类业务收入<sup>8</sup></b>	<b>157.89</b>	<b>7.83</b>	<b>178.26</b>	<b>7.69</b>	<b>190.75</b>	<b>7.33</b>	<b>50.90</b>	<b>9.67</b>
<b>营业总收入</b>	<b>2016.37</b>	<b>100.00</b>	<b>2317.69</b>	<b>100.00</b>	<b>2601.18</b>	<b>100.00</b>	<b>526.31</b>	<b>100.00</b>
类别	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
路桥收费	115.69	38.01	103.57	33.06	113.56	31.91	24.15	31.31
路桥施工	98.11	13.87	97.82	12.41	102.32	12.82	13.51	12.74
铁路运输	6.17	15.42	4.93	10.79	7.18	13.48	0.99	16.02
商品销售	99.04	13.78	122.54	14.27	114.96	11.23	25.94	10.28
其他	48.41	54.94	65.37	49.12	94.90	52.71	12.66	37.68
<b>合计</b>	<b>367.42</b>	<b>19.77</b>	<b>394.21</b>	<b>18.43</b>	<b>432.93</b>	<b>17.96</b>	<b>77.26</b>	<b>16.25</b>

数据来源: 山东高速提供, 东方金诚整理

跟踪期内, 山东高速营业总收入继续增长, 2023年营业总收入为2601.18亿元, 同比增长12.23%, 主要受益于路桥施工结算收入的大幅增长以及商品销售收入的提升。从收入构成来看, 营业总收入中路桥收费、路桥施工和商品销售业务占比仍较高。路桥收费业务、路桥施工及商品销售业务是毛利润的主要来源, 2023年毛利润有所增长, 综合毛利率为17.96%, 同比下降0.47个百分点。

2024年1~3月, 山东高速实现营业总收入526.31亿元, 实现营业收入、毛利润分别为475.40亿元和77.26亿元, 综合毛利率为16.25%。

### 路桥收费

路桥收费业务仍主要由本部及上市子公司山东高速股份等负责运营。本部运营的路产主要包括京台高速公路山东段、菏泽-关庄高速公路、济南绕城北线和齐河-夏津高速公路等; 山东高速股份负责运营的路产包括济南至青岛高速公路、济莱高速、许禹高速、104国道泰曲段、湖南衡邵路等。截至2024年3月末, 控股运营的收费公路通车里程数为8072.15公里, 其中高速公路运营里程8008.05公里, 运营路产主要位于山东省内, 省内收费公路运营里程为6996.15公里, 占比达到86.67%, 在山东省高速公路运营里程的占比很高<sup>9</sup>。

### 山东高速在手项目较多, 未来仍将面临较大投融资需求

截至2023年末, 山东高速无形资产4539.16亿元, 其中特许权3812.53亿元, 为路产的

<sup>6</sup> 2021年起, 山东高速集团对商品销售、其他业务板块划分进行了调整, 并对2019年-2020年数据进行了追溯调整。

<sup>7</sup> 仅包含铁路货物运输收入。

<sup>8</sup> 金融类业务收入由利润表内利息收入、已赚保费和手续费及佣金收入三个科目统计而来, 无业务成本构成情况。

<sup>9</sup> 2022年末, 山东省高速公路通车里程为8048公里。

收费权。此外，截至 2023 年末，在建工程期末账面价值 90.44 亿元，其中重要在建项目总投资预算为 380.18 亿元，年末审定余额为 51.56 亿元。预计未来在高速公路等投资方面将保持较大的资本支出规模。

在高速公路养护方面，采取以防护性养护为主的政策，对高速公路定期、不定期进行检查，并根据检查结果进行预防性修补，减少高速公路的大中修次数。

总体来看，在建项目较大，主要为高速公路建设项目，未来投资规模较大，存在资金支出压力，同时项目建成后若通行费等收益不及预期，将对盈利及债务偿付产生负面影响。

### 路桥施工

路桥施工业务仍主要由上市子公司山东路桥等负责运营。山东路桥主营业务包括等级公路、公路桥梁以及大型船闸、码头施工；兼营业务包括公路、公路桥梁设备租赁。截至 2024 年 3 月末，山东高速直接持有山东路桥的股份比重为 49.75%，并通过控股山东高速投资控股有限公司间接持有山东路桥 5.93% 的股份，为山东路桥第一大股东。

截至 2023 年末，山东路桥已签订部分重大路桥建设项目合同额合计为 326.10 亿元，其中合同金额较大的项目主要包括：孟加拉国达卡机场高架桥快速路项目（合同价款 49.79 亿元，完成进度为 52.67%）、南苏丹朱巴—伦拜克公路施工改造项目（合同价款 46.84 亿元，完成进度为 20.41%）、东营至青州高速公路改扩建工程 1 标段（合同价款 36.30 亿元，完成进度为 53.76%）等，山东路桥主要合作业主以地方国企为主，回款较有保障。但随着山东路桥施工业务规模的持续扩大，在建项目不断增多，也增大了资金支出压力。

### 铁路运输

山东高速是山东省铁路投融资、建设及运营的重要主体，铁路运输业务仍主要由子公司山东高速轨道交通集团有限公司（以下简称“轨道交通集团”）负责。

**轨道交通集团经营管理青大铁路、宅羊铁路、坪岚铁路、大莱龙铁路等 9 条地方铁路，营业里程 606.71 公里，2023 年铁路货物运输业务收入、毛利润及毛利率均有所增长**

跟踪期内，山东高速铁路货物运输业务收入及利润均有所增长，2023 年铁路运输业务收入 53.24 亿元，同比增长 16.58%；实现毛利润 7.18 亿元，同比增长 45.64%；实现毛利率 13.48%，同比提升 2.69 个百分点。

轨道交通集团是于 2008 年由原山东省地方铁路局改制而来，至今仍保留山东省地方铁路局的名称。轨道交通集团主要运营山东省地方铁路，并向城市轻轨、城际轨道交通领域拓展。截至 2024 年 3 月末，轨道交通集团经营管理的铁路主要为青大铁路、宅羊铁路、坪岚铁路、大莱龙铁路等 9 条地方铁路，营业里程 606.71 公里。2023 年，轨道交通集团铁路货物运输业务收入及运力均有所增长。

### 商品销售

商品销售业务包括商品贸易、石化产品销售等业务，其中商品贸易业务主要由子公司山东高速物资集团总公司（以下简称“物资集团”）、山东高速服务区管理有限公司（以下简称“服管公司”）、山东高速物流集团有限公司（以下简称“物流集团”）等负责运营；石化产品销售业务主要由子公司山东路联石油油气销售有限公司、山东济菏高速石化油气管理有限公司及

山东路油油气管理有限公司经营。跟踪期内，山东高速仍依托高速公路建设运营主业，积极开展上下游商品贸易业务和商品销售业务，该业务收入规模较高，是营业收入的重要来源。2023年，商品销售业务收入为1023.27亿元，同比有所增长，但毛利润和毛利均同比率有所下滑，但仍为山东高速重要的收益补充。

### 金融类业务

山东高速金融类业务仍主要由子公司威海商行及泰山财产保险股份有限公司等负责运营。

**威海市商业银行为港交所主板上市企业，分支机构遍布山东省内，在威海市区域存款及贷款市场份额位居前列，跟踪期内在当地金融体系中仍具有很强的业务地位**

金融类业务以威海市商业银行的银行业务为主。随着业务规模的扩大，金融类业务收入规模有所增加。2023年实现金融类业务收入190.75亿元，同比增长7.01%。威海市商业银行营业收入主要来源于净利息收入，2023年，威海市商业银行利息净收入为66.24亿元，同比增长2.68%。不良贷款方面，2023年，威海市商业银行不良贷款率为1.45%，同比下降0.01个百分点；拨备覆盖率为152.12%，同比下降2.56个百分点。资本充足性方面，威海市商业银行分别于2017年7月和2019年11月，分别发行20亿元二级资本债和30亿元永续债，有效补充资本并优化资本结构。

### 重大事项

**山东高速转让持有的恒大地产部分股权，目前尚有部分股权转让款及应收利息未收回**

根据山东高速于2024年4月26日发布的《山东高速集团有限公司关于收到《应诉通知书》暨重大资产出售、转让或重大投资行为进展的公告》，根据山东高速子公司山东高速资源开发管理集团有限公司（以下简称“资源开发集团”）、山东高速投资控股有限公司（以下简称“投资控股公司”）及济南畅赢金程股权投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“畅赢金程”）2020年11月分别与深圳市人才安居集团有限公司（以下简称“人才安居”）、恒大地产集团有限公司（以下简称“恒大地产”）签署的《关于恒大地产集团有限公司的股权转让协议》，资源开发集团、投资控股公司及畅赢金程分别将所持恒大地产2.1167%、1.4111%、1.1759%（合计占比4.7038%）的股权转让给人才安居。

根据上述股权转让协议安排，人才安居应在相关协议签订12个月内，分3期分别向资源开发集团、投资控股公司及畅赢金程支付股权转让款。截至该公告日，资源开发集团、投资控股公司及畅赢金程已收到人才安居支付的第一期、第二期股权转让款合计120亿元及应付利息，尚未收到第三期股权转让款合计80亿元及应付利息。资源开发集团、投资控股公司及畅赢金程前期已向人才安居发送了支付通知函。

根据山东高速于2024年6月3日发布的《山东高速集团有限公司关于收到《民事裁定书》暨重大资产出售、转让或重大投资行为进展的公告》，2024年5月31日，投资控股公司、资源开发集团及畅赢金程分别收到北京四中院作出的《民事裁定书》，裁定驳回安居集团的申请。

### 财务分析

山东高速提供了2023年及2024年1~3月的合并财务报表。信永中和会计师事务所（特

殊普通合伙)对2023年财务数据进行了审计,并出具了标准无保留意见的审计报告,2024年1~3月合并财务报表未经审计。本报告2021年及2022年财务数据采用2022年、2023年审计报告追溯调整后的期初数。

图表 13: 山东高速集团主要财务数据及指标 (单位: 亿元、%、倍)

项目	2021年	2022年	2023年	2024年3月
资产总额	11398.33	13226.15	15137.43	15350.37
所有者权益	2934.91	3368.39	3858.30	3912.62
全部债务	4706.92	5715.60	6574.58	5988.31
营业收入	1858.48	2139.43	2410.43	475.40
利润总额	158.42	154.76	164.82	39.91
营业利润率	17.46	15.50	16.16	14.68
净资产收益率	4.03	3.43	3.24	-
资产负债率	74.25	74.53	74.51	74.51
全部债务资本化比率	61.59	62.92	63.02	60.48
流动比率	47.77	44.66	45.42	43.45
全部债务/EBITDA	9.50	11.58	11.67	-
EBITDA 利息倍数	2.80	2.28	2.43	-
经营活动产生的现金流量净额	167.85	174.32	178.84	49.82
投资活动产生的现金流量净额	-1078.12	-899.10	-1021.06	-116.59
融资活动产生的现金流量净额	748.28	713.76	801.95	136.72

数据来源: 山东高速集团提供, 东方金诚整理

跟踪期内, 受益于各项业务的不断发展, 山东高速以无形资产、固定资产、可供出售金融资产等非流动资产为主的资产总额继续增加, 但受限资产规模较大, 资产流动性受到一定负面影响

跟踪期内, 受益于业务的不断发展, 山东高速资产规模继续增加, 资产结构以非流动资产为主, 其中2023年末和2024年3月末非流动资产占比分别为81.55%和82.71%。

跟踪期内, 流动资产总体有所增长, 以货币资金、合同资产、应收账款、其他流动资产和其他应收款等为主。货币资金主要为银行存款, 截至2023年末, 货币资金同比略有增加, 受限货币资金256.25亿元; 2024年3月末, 货币资金为572.40亿元, 较上年末下降4.47%。合同资产规模有所增长, 主要为工程施工项目合同资产。应收账款有所增加, 主要为工程施工、商品贸易等业务中产生的债权款项。存货有所增长, 2023年末存货账面价值为199.58亿元, 同比增长7.98%。其他应收款主要包括往来款、高速公路收费拆账款等, 2023年末和2024年3月末, 其他应收款分别为256.02亿元和279.18亿元<sup>10</sup>。

跟踪期内, 非流动资产进一步增长, 主要由无形资产、固定资产、发放贷款及垫款、债权投资等构成。

无形资产主要由高速公路特许经营权和土地使用权构成, 跟踪期内无形资产随着路产项目

<sup>10</sup> 公司其他应收款包括应收股利、应收利息和其他应收款。

增多而保持增长。固定资产主要为土地资产等，受益于业务规模的扩大有所增长。受益于子公司威海市商业银行业务规模的扩大，山东高速发放贷款及垫款期末余额持续增长。债权投资主要是威海商行债权投资，近年债权投资规模总体稳定，截至2023年末，债权投资1111.95亿元，其中威海商行的债权投资819.18亿元。

从资产受限及抵质押情况来看，截至2023年末，因抵押、质押等对使用有限制的受限资产期末余额合计为2221.94亿元，占总资产比重为14.68%，占净资产比重为57.59%。受限资产规模较大，流动性受到一定不利影响。

#### 跟踪期内，山东高速所有者权益有所增长，少数股东权益在所有者权益中占比较高

跟踪期内，所有者权益有所增长，2023年末所有者权益为3858.30亿元，其中实收资本保持不变，为459.00亿元；其他权益工具有所增长，2023年末为520.00亿元，均为山东高速发行的永续债；资本公积有所增长，2023年末为824.81亿元；未分配利润有所减少，2023年末为133.98亿元；同期，少数股东权益增长至1851.41亿元，占的所有者权益比例为47.99%。

截至2024年3月末，所有者权益为3912.62亿元，较2023年末小幅增长，主要系发行永续债导致其他权益工具的增长所致。

#### 跟踪期内，山东高速有息债务总体有所增长且规模较大，债务结构仍以长期有息债务为主，资产负债率处于较高水平

跟踪期内，随着投资建设项目的继续投入和子公司威海市商业银行业务的增长，负债总额继续增长。流动负债主要由吸收存款及同业存放、应付账款、一年内到期的非流动负债、短期借款、其他流动负债等构成。吸收存款及同业存放款项主要为威海市商业银行吸收的活期、定期存款和境内银行同业及其他金融机构存放款项，跟踪期内仍维持在较高规模；应付账款主要为工程施工款及相关设备和服务购置费等，一年内到期的非流动负债波动较大。短期借款总体有所增加；其他流动负债有所波动，2023年末为425.03亿元，同比减少20.63%，主要是债券偿付所致。

非流动负债中长期借款和应付债券占比较高。长期借款继续增长，主要是由于新建公路、桥梁和铁路项目增加使得其对外债务融资规模增加。应付债券有所增长，存续信用债规模仍较大。

跟踪期内，全部债务<sup>11</sup>总体有所增长且规模较大，债务结构以长期有息债务为主。2023年末，全部债务为6574.58亿元，同比增长15.03%，其中长期有息债务占比较高，2024年3月末有息债务较2023年末有所下降。此外，资产负债率较高，长期债务资本化比率及全部债务资本化比率有所波动。此外，2023年末及2024年3月末，其他权益工具分别为520.00亿元和580.00亿元，为发行的永续债，若将此部分计入有息债务考虑，有息债务规模将进一步增大。

对外担保方面，截至2023年末，山东高速对外担保余额103.89亿元，担保比率为2.69%。

#### 跟踪期内，山东高速营业总收入有所增长，利润总额有所提升，但期间费用率仍处于高水平，同时利润来源对投资收益仍存在一定依赖

跟踪期内，营业总收入继续增长，主要是由于路桥施工、路桥收费和商品销售业务规模扩

<sup>11</sup> 2024年3月末，公司全部债务计算包括短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债、长期借款和应付债券，未包括其他有息债务。

张所致，2023年，山东高速实现营业总收入2601.18亿元，同比增长12.23%，实现利润总额和净利润分别为164.82亿元和125.17亿元，同比分别增长6.50%和8.47%。期间费用率持续处于高水平，对利润有所挤占。2023年总资本收益率同比稳定，净资产收益率同比下降0.18个百分点。

2024年1~3月，山东高速实现营业总收入和利润总额分别为526.31亿元和39.91亿元，同比分别增长9.14%和9.50%。总体看来，山东高速所运营高速公路路段区位良好，随着山东省经济与财政实力持续增强，国内经济环境的持续恢复，路网持续完善，未来整体车流量有望进一步增长，将对山东高速未来业务收入及盈利形成有力支撑。

**跟踪期内，山东高速经营性现金保持净流入，经营获现能力维持较高水平，投资性现金流表现为大幅净流出，项目建设资金的主要来源依赖于对外债务融资，预计未来融资需求仍较高**

2023年，山东高速经营活动现金流入量规模有所增加，主要是路桥通行费收取、施工建设、商品销售等业务的开展以及子公司威海市商业银行收到利息、手续费及佣金的现金流入；经营活动现金流出以购买商品、提供劳务收到的现金为主；同期，经营性净现金流为178.84亿元，同比变动不大。2023年，现金收入比为94.79%，同比略有增加，仍维持较高水平。2024年1~3月，经营活动产生的现金流量净额为49.82亿元。跟踪期内，投资性净现金流仍保持大幅净流出，主要是受子公司威海市商业银行开展债券投资等业务影响以及高速公路在建工程支出所致。2023年及2024年1~3月，筹资活动保持较高的净流入规模，主要是由于在建项目数量较多，投资规模较大等因素所致，筹资性现金流入主要来自于发行债券、长期借款以及吸收投资等，筹资性现金流入是项目建设资金的主要来源，预计未来融资需求仍较高。

跟踪期内，流动比率和速动比率小幅波动下降，其中2024年3月末分别为43.45%和39.89%，流动性水平仍处于较低水平。经营现金流动负债比有所减少，2023年经营现金流动负债比为2.91%。2023年，EBITDA有所增长，EBITDA利息倍数为2.43倍，同比有所增长；同时，全部债务/EBITDA有所增加，为11.67倍。

山东高速融资渠道畅通，截至2024年3月末，山东高速获得主要贷款银行授信额度合计1.33万亿元，已使用额度0.60万亿元，尚未使用的授信额度为0.73万亿元，未使用授信额度充足，同时山东高速拥有山东高速、山东路桥、威海银行等多家上市公司，股权变现能力较强。

总体来看，山东高速资产质量较好，经营性净现金流持续净流入，作为山东省省属国有企业，具有很强的再融资能力，可对山东高速债务偿付提供保障。

### 3.外部支持

**山东高速是山东省最重要的交通基础设施投资、建设、运营和管理主体，跟踪期内持续获得山东省政府在资产划拨、政府补助等方面的大力支持**

山东高速是由省国资委履行出资人职责的国有独资大型企业集团，经营主业涵盖路桥收费、路桥施工、商品销售、金融等多个领域，山东高速作为山东省最重要的交通运输投融资、建设、运营及管理主体，在山东省交通运输领域的市场地位稳固，得到了地方政府在资产划拨、政府补助等方面的大力支持。

资产划拨方面，根据《山东省自然资源厅关于同意山东高速集团有限公司国有划拨土地使用权作价出资土地估价报告备案和土地资产处置方案的函》，2023年，山东高速取得96宗国

有土地使用权作为国家资本金出资，增加山东高速资本公积 108.87 亿元。

政府补助方面，2023 年，山东高速获得各类政府补助 12.48 亿元，计入“其他收益”中，主要包括高速公路补贴、路桥补偿收入、政府扶持资金和各类奖励资金。

作为山东省最重要的交通运输投融资、建设、运营及管理主体，预计未来山东高速仍将会在资产划拨、补助等方面得到股东的大力支持。

综上，东方金诚维持山东高速的主体级别为 AAA，评级展望为稳定；其对本期资产支持票据提供的差额支付承诺，仍具有很强的增信作用。

### 其他参与机构履约能力分析

跟踪期内，本期资产支持票据未发生相关参与方变更的情况，受托人山东信托、监管银行/保管银行招商银行青岛分行经营和财务状况良好，履约能力保持稳定，仍可为本期资产支持票据的顺利实施提供保障。

### 跟踪评级结论

东方金诚通过对本资产支持票据的交易结构、基础资产信用质量、增信措施和各参与方履约能力等因素进行综合分析，并在现金流分析及压力测试的基础上，维持“22 青岛产业 ABN001 优先”的信用等级为 AAA<sub>sf</sub>，对“22 青岛产业 ABN001 次”未予评级。

## 附件一：主要财务指标计算公式

指标	计算公式
<b>盈利指标</b>	
毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{营业税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
总资本收益率	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{长期债务} + \text{短期债务}) \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / (\text{上期末净资产} + \text{本期末净资产}) \times 200\%$
<b>偿债能力指标</b>	
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总计} \times 100\%$
全部债务资本化比率	$\text{全部债务} / (\text{长期有息债务} + \text{短期有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
长期债务资本化比率	$\text{长期有息债务} / (\text{长期有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
担保比率	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数	$\text{EBITDA 利息倍数} = \text{EBITDA} / (\text{资本化利息} + \text{计入财务费用的利息支出})$
全部债务/EBITDA	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$
流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
经营现金流动负债比率	$\text{经营活动现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
<b>经营效率指标</b>	
存货周转次数	$\text{营业成本} / \text{平均存货净额}$
总资产周转次数	$\text{营业收入} / \text{平均资产总额}$
现金收入比率	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$

注：长期有息债务=长期借款+应付债券+其他有息债务  
 短期有息债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他有息债务  
 全部债务=长期有息债务+短期有息债务  
 EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销  
 利息支出=利息费用+资本化利息支出

## 附件二：企业主体信用等级符号及定义

符号	定义
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。

注：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。

### 附件三：资产证券化产品信用等级符号及定义

符号	定义
AAA <sub>sf</sub>	本金和收益所获保障的程度极高，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA <sub>sf</sub>	本金和收益所获保障的程度很高，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A <sub>sf</sub>	本金和收益所获保障的程度较高，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB <sub>sf</sub>	本金和收益所获保障的程度一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB <sub>sf</sub>	本金和收益所获保障的程度较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B <sub>sf</sub>	本金和收益所获保障的程度较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC <sub>sf</sub>	本金和收益所获保障的程度极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC <sub>sf</sub>	本金和收益在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还本金和支付收益
C <sub>sf</sub>	本金和收益不能得到偿付

注：除 AAA<sub>sf</sub> 级，CCC<sub>sf</sub> 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。