

标普信评

S&P Global
China Ratings

主体评级报告：

山西省交通开发投资集团有限公司

主体信用等级*：AAA_{spc}；展望：稳定

评定日期：2026年1月27日

到期日期：2027年1月26日

项目负责人：

曹艺馨 010-65160048；yixin.cao@spgchinaratings.cn

项目组成员：

王可欣 010-65166033；kexin.wang@spgchinaratings.cn

目录

信用等级概况	2
声明	4
一、宏观经济与行业环境	5
二、评级基准	7
三、个体信用状况	12
四、主体信用等级	13
附录	14

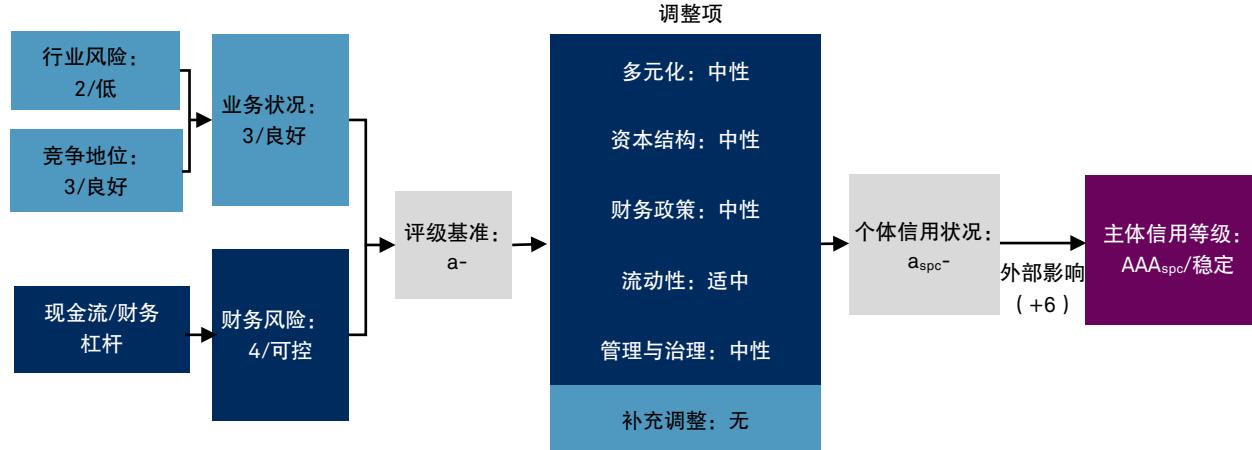
*主体信用等级一般反映标普信评对受评主体优先无抵押债务信用质量的看法，不专门针对主体可能发行的具体债项，除非标普信评另行更新。

标普信用评级（中国）有限公司（标普信评）的评级（以“spc”后缀标识）是根据与标普全球评级等级体系不同的评级等级体系所授予。标普信评所授予的评级不可与标普全球评级等级体系下授予的评级视为同等，或不实地表述为标普全球评级等级体系下授予的评级。

上述“到期日期”表示本报告有效期截止的日期。本报告中的信用等级自报告载明的评定日期起生效，有效期至报告载明的到期日期。

信用等级概况

公司名称	所属行业	等级类型	当前等级	评定日期	展望/观察
山西省交通开发投资集团有限公司	交通基础设施	主体信用等级	AAA _{spc}	2026年1月27日	稳定



本次评级概况

标普信用评级（中国）有限公司（以下简称“标普信评”）评定山西省交通开发投资集团有限公司（以下简称“山西交投”或“公司”）主体信用等级为AAA_{spc}，评级展望为“稳定”。标普信评肯定了山西省良好的经济财政实力和区域再融资环境，这为公司的业务经营提供了较好的外部环境。作为区域内重要的高速公路投资运营主体，公司业务状况良好，参控股路产规模处于行业平均水平，经营效率良好，业务稳定性和可持续性强，但收入对单一公路的依赖度较高，非核心路产通行表现一般。公司EBITDA对利息支付的覆盖情况良好，债务期限结构合理，再融资能力较强，财务风险处于“可控”水平。标普信评认为，山西交投的控股股东山西交通控股集团有限公司（以下简称“山西交控”或“集团”）信用质量和支持力度极强，对公司的外部支持为“高”。公司在股权结构和管理机制方面与山西交控有着较强的紧密度，是山西交控体系内重要的经营性公路投资运营主体，在业务开展方面能够获得控股股东的持续支持，公司在信贷市场的表现对控股股东的声誉具有显著影响。

主要优势与风险

优势	风险
公司为山西交控的全资子公司，所从事业务属于集团的核心主业，在业务发展、资金和融资等方面能够获得集团较大的持续支持。	公司收入对核心路产太长高速的依赖度较高。
公司债务结构合理，银企关系良好，再融资能力较强。	
作为山西省重要的高速公路投资运营主体，公司经营效率良好，业务稳定性和可持续性强。	

评级展望

山西交投的评级展望为“稳定”。稳定的展望反映了山西省经济财政体量大，公司将继续享有良好的外部发展环境。公司作为山西省重要的高速公路投资运营主体，控股/参股了太长高速、长晋高速等区域内优质路产，经营状况稳定，能够持续获得山西交控“高”的外部支持。

上调情形：不适用。

下调情形：若出现下列情形，标普信评有可能考虑下调公司的主体信用等级：1、公司丧失对核心路产的收费权，导致其业务状况和财务状况显著下滑；2、山西交控对公司的外部支持下降，这可能表现为：1) 公司职能定位发生调整，导致其在山西省高速公路运营领域的地位显著削弱；2) 公司股权结构或山西交控对其的管控能力变化，导致公司与山西交控的关联程度显著降低；3、山西交控的支持能力下降。

相关评级方法、模型及研究

评级方法：

- 标普信用评级（中国）-工商企业评级方法论，2025年5月14日。
- 标普信用评级（中国）补充评级方法论-交通基础设施行业，2023年12月22日。
- 标普信用评级（中国）-评级调整因子及偿付顺序的通用考量因素，2019年5月21日。

相关研究：无。

相关模型：无。

声 明

本次评级为评级对象付费委托进行的评级。除因本次评级事项使评级机构与评级对象构成委托关系外，标普信评及其分析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。

本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，标普信评对评级信息进行审慎分析，但标普信评对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

标普信评及其分析人员履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是标普信评依据其评级方法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。

本信用评级报告对评级对象信用状况的表述和判断仅用于相关决策参考，并非是某种决策的结论和建议。

跟踪评级安排

标普信用评级（中国）有限公司（“标普信评”）将对受评主体的信用状况进行定期跟踪（如适用）和持续监测。如果发生任何可能影响受评主体信用质量的重大事件，标普信评将开展不定期跟踪，评估是否有必要对相关信用等级进行调整。

高级管理人员

李丹

北京



Dan.li@spgchinaratings.cn

项目负责人

曹艺馨

北京

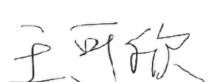


Yixin.cao@spgchinaratings.cn

项目组成员

王可欣

北京



Kexin.wang@spgchinaratings.cn

一、宏观经济与行业环境

根据国家“十五五”规划，发展实业和加大创新将是重中之重，同时促进消费仍然是支撑经济的关键。我们预计 2026 年中国 GDP 增速将较上年有所放缓，主要原因在于国内需求持续低迷和出口的放缓。在国家多个行业“反内卷”的各种措施实施下，有迹象显示商品价格下行压力有所缓解，但很多行业面临的供给过剩，需求端不足以及资本投入长期低回报的状况仍将持续。

我们认为，行业政策的修订将鼓励延长高速公路收费权回报周期，这对高速公路行业形成利好，但最新版《收费公路管理条例》落地时间存在不确定性。《收费公路管理条例》(以下简称“《条例》”)自 2004 年 11 月 1 日施行以来，对我国高速公路的发展起到了重要的规范和指导作用。随着经济社会的发展和公路网络的不断扩大，现行《条例》的部分规定已不适应当前的发展需求，亟需修订以适应新形势。经营性公路和还贷性公路在经营模式、收费期限及期满后处理方式上存在显著差异，多数高速公路上市公司加权平均收费期限不足 15 年，面临可持续经营问题。2015 年版《条例》提出，政府收费还贷高速公路实行统借统还，收费期限以路网实际偿债期确定，不再受具体年限限制，偿债期、经营期届满后，实行养护管理收费。2018 年版《条例》明确经营性公路项目经营期限按照收回投资并有合理回报的原则确定，一般不得超过 30 年，对于投资规模大、回报周期长的收费公路，可以超过 30 年，有效吸引社会资本投资收费公路建设。2024 年 4 月，国家发改委提出“特许经营期限原则上不超过 40 年，投资规模大、回报周期长的特许经营项目可以根据实际情况适当延长”，进一步明确了收费公路打破当前收费上限已成为趋势。2024 年及 2025 年，交通运输部立法工作计划均将公路行业的“一法两条例”列为“年内完成部内工作或者公布的立法项目”，预计 2026 年将继续推进行业政策的修订。我们预计，最新版《条例》等政策将鼓励延长高速公路收费权回报周期，为收费公路企业可持续发展及防控债务风险提供进一步的保障，但政策的正式落地时间存在不确定性。

我们认为，随着高速路网建设的逐渐完善，我国高速公路里程仍将保持增长，但增速将有所放缓。《交通强国建设纲要》强调 2035 年我国要基本建成交通强国，高速公路仍将是交通运输行业发展的重点领域。截至 2024 年末，我国高速公路里程 19.1 万公里，同比增加 0.7 万公里，国家高速公路里程 12.4 万公里，同比增加 0.2 万公里。根据《国家公路网规划(2013-2030 年)》，到 2030 年我国将建成总规模约 13.6 万公里的国家高速公路网，由 7 条首都放射线、11 条南北纵线、18 条东西横线及地区环线、并行线、联络线等组成，未来高速公路里程仍有增长空间。2024 年，全国完成公路固定资产投资 25,774 亿元，比上年下降 8.7%。其中，高速公路完成 14,015 亿元，比上年下降 12.2%。我们认为，随着高速公路网络的不断完善，部分地区高速公路建设逐渐进入收尾阶段，新增项目需求相对减少，政府更加注重高速公路的优化升级和互联互通，投资重点转向现有高速公路的改扩建、维护保养以及提升服务质量等方面，而不是大规模的新建项目，这在一定程度上导致了投资增速的下降。同时，经济增速放缓使得政府财政收入增长受限，政府还要兼顾其他民生领域的支出需求，这也进一步压缩了高速公路固定资产投资的增长空间。

图1

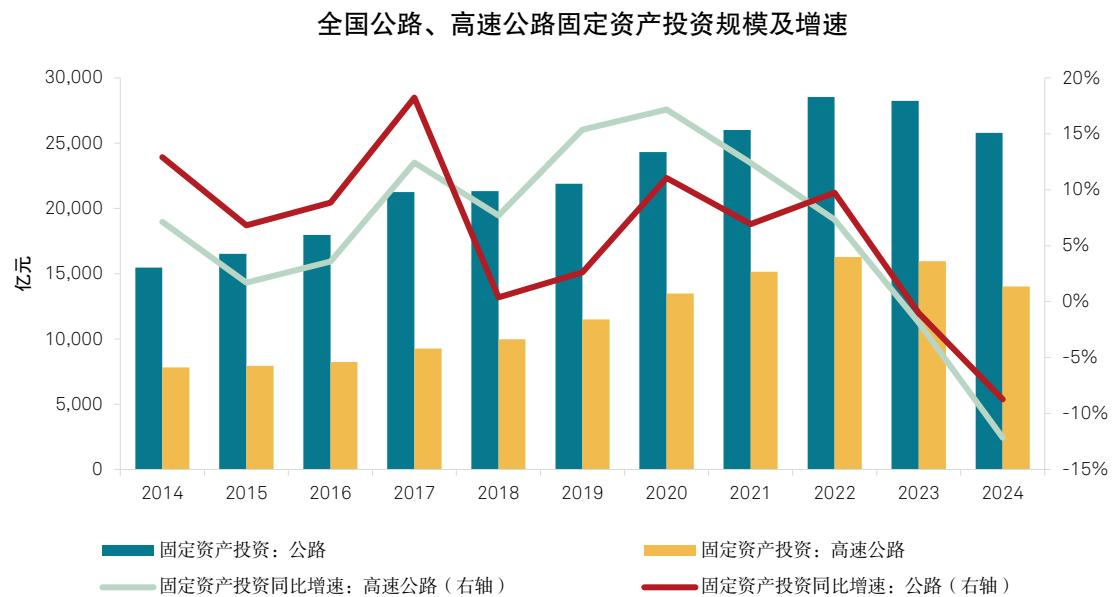
全国高速公路里程及增速



资料来源：交通运输行业发展统计公报，iFinD，标普信评整理。

版权©2026标普信用评级（中国）有限公司版权所有。

图2



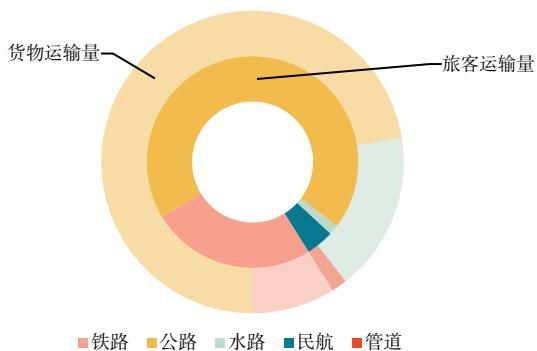
资料来源：交通运输行业发展统计公报，标普信评整理。

版权©2026标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们认为，虽然高铁的大量投运对公路运输带来一定冲击，但从客货运输量来看，公路仍在中国的综合交通运输体系中占据主导地位。根据国家统计局发布的《2024年国民经济和社会发展统计公报》，公路运输承担了国内约72%的货物运输量和约69%的旅客运输量。货物运输量方面，国家大力提倡“公转铁”“公转水”以及发展多式联运，使得铁路、水路等运输方式承担的货物运输量占比有所提升，从而导致公路货物运输量占比相对下降，但公路在货物运输量方面仍占绝对优势；旅客运输量方面，高速铁路和动车组迅猛发展，在长途客运方面，其以快速、准时、舒适的优势，极大地吸引了原本选择公路客运的旅客，使得公路长途客运市场份额被大量分流。同时，随着民航航线网络的不断完善和航班频次的增加，对于中长途距离且对时间要求较高的旅客来说，民航成为了更优的选择，这也挤压了公路客运在这部分市场的空间。尽管如此，在短途及城乡区域客运中，公路运输仍发挥着不可替代的作用，承担着“最后一公里”的接驳功能和区域通勤的重要任务。就客货运输总量来看，公路仍在中国的综合交通运输体系中占据主导地位。

图3

2024年不同交通运输方式运输量占比



资料来源：国民经济和社会发展统计公报，标普信评整理。

版权©2026标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们认为，在高速路网不断完善和物流快递业不断发展的影响下，高速公路车流量将保持增长。随着我国公路网络进一步优化和扩展，新建和改建高速公路不断增加，高速路网将不断完善。同时，国内电商、物流快递等行业的发展极大地刺激了公路货运需求，大量的商品需要通过公路运输从仓库配送到消费者手中，公路运输在“门到门”服务方面的优势不可替代。2025年1-11月，我国公路货运量为394.9亿吨，同比增长3.6%，货物运输量的增长将带动高速公路车流量的增长。

图4



资料来源：iFinD，标普信评整理。

版权©2026标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们认为，山西省经济财政体量大，高速公路里程仍有增长空间，为辖区内高速公路企业发展提供了良好的外部环境。山西省经济财政实力处于全国中等水平，债务率较低。2024年，山西省实现地区生产总值2.5万亿元，同比增长2.3%，实现一般公共预算收入3,542亿元，其中税收占比6成以上。山西省债务结构以政府债务为主，债务显性化程度较高，整体债务负担较低。2024年末，山西省政府债务余额为8,280亿元。根据《山西省省道网规划（2021-2035年）》，至2035年，山西省高速公路总规模将增加至8,418公里，在中部六省排名将由2020年的第五位上升至第三位，实现县县通高速公路。截至2024年末，山西省高速公路里程为6,446公里，这意味着未来十年，山西省高速公路仍有一定增长空间。公路运输在山西省客货运输量中均居主导地位，2024年公路运输量分别占全省旅客运输量和货物运输量的71.6%和57.7%。山西省作为煤炭资源丰富的内陆省份，高速公路在煤炭外运、居民出行等方面不可或缺，在山西省经济发展和人民生活方面均发挥重要作用。

二、评级基准

公司概况

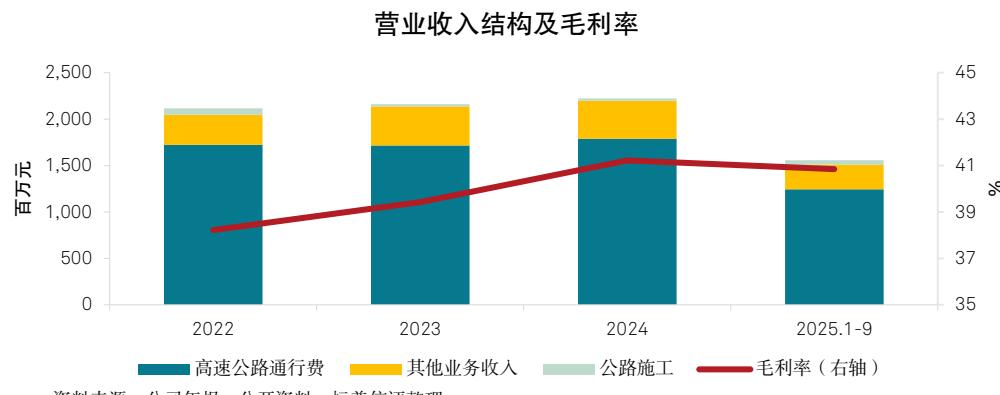
山西省交通开发投资集团有限公司（以下简称“山西交投”或“公司”）成立于1993年，前身是山西省交通建设开发总公司，2012年公司正式更名为山西省交通开发投资集团有限公司，为国有独资企业。经过多次增资和股权变更，截至2025年末，公司由山西交通控股集团有限公司（以下简称“山西交控”或“集团”）100%控股，实际控制人为山西省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“山西省国资委”），注册资本41.6亿元。

公司建立了包括董事会和经营管理层在内的健全的公司治理结构，各项内部控制制度与组织架构完善。根据《公司章程》，公司董事会由9名董事组成，其中职工董事1名，公司不设监事会、监事，由审计与风险控制委员会等机构行使相关职权。公司设总经理、副总经理、财务负责人等高级管理人员。目前，公司董事成员共8名，暂有1名董事欠缺，未达到《公司章程》规定人数。公司目前生产经营稳定，我们认为上述缺位事项对其信用质量暂不构成重大影响。

公司是山西省重要的高速公路投资运营公司之一，主业清晰，主营业务范围为高速公路的投资与运营。公司主营业务收入包括通行费收入、公路施工收入和其他收入，其中通行费收入是公司主要的收入和利润来源。2024年公司实现营业

收入 22 亿元，其中通行费收入占比 80.4%，截止 2024 年末，公司总资产 566 亿元。2025 年 1-9 月，公司实现营业收入 16 亿元，截至 2025 年末 9 月末总资产 569 亿元。

图5



资料来源：公司年报、公开资料，标普信评整理。

版权©2026标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

业务状况

标普信评认为，山西交投的业务状况“良好”，主要反映了公司作为山西省重要的高速公路运营主体之一，参控股路产规模处于行业平均水平，经营效率良好，业务稳定性和可持续性强，但收入对单一路产的依赖度较高，非核心路产通行表现一般。

我们认为，公司业务规模处于行业平均水平，业务稳定性和可持续性强。截至 2025 年 9 月末，公司已贯通控股收费路产 4 条，合计里程 430 公里；参股收费路产 2 条，合计里程 125 公里；公司在建控股路产 1 条，里程 153 公里，路产规模处于行业平均水平。高速公路运营业务为公司带来了稳定的通行费收入。2022-2024 年及 2025 年 1-9 月，公司通行费收入分别为 17.2 亿元、17.2 亿元、17.9 亿元和 12.4 亿元，规模略低于行业平均水平。公司路产全部为经营性高速公路，经营期限介于 20-30 年，到期一般通过改扩建申请收费权延期。其中，核心路产太长高速经营权将于 2032 年到期，公司拟进行改扩建延长收费期，从山西省过往高速延期情况及政策导向看，预计实现延期收费的可能性较大，我们将持续关注路产到期延期情况。

表1

截至 2025 年 9 月末公司已贯通收费路产情况							
运营 路段	所属 网络	权益 比例	通车里程 (公里)	通车时间	经营期限 (年)	公路 性质	总投资 (亿元)
控股高速							
太长高速	国高网	70%	210.92	2005.12.28	26.5	经营	71.61
高陵高速	省高网	100%	63.17	2012.08.28	25	经营	37.02
忻阜高速	国高网	100%	124.25	2010.09.30	21	经营	61.59
忻环高速	国高网	100%	31.70	2014.11.25	29	经营	16.94
合计	-	-	430.04		-	-	187.16
参股高速							
长晋高速	国高网	40%	93.05	2004.12	27.5	经营	21.84
晋焦高速	国高网	40%	32.05	2002.12	29.5	经营	16.39
合计	-	-	125.10		-	-	38.23

资料来源：公司提供，标普信评整理。

我们认为，公司路产质量处于行业平均水平，核心路产对收入的贡献度较高，非核心路产通行表现一般。公司已贯通控股路产中，太长高速是我国国家高速公路网北南纵线 G55 二连浩特至广州高速在山西省内的关键路段，车流量较大，通行费收入可观。2024 年及 2025 年 1-9 月，太长高速录得通行费收入 11.0 亿元和 8.1 亿元，占同期公司通行费收入的 6 成以上，比重较高。高陵高速和忻环高速的车流量及通行费表现则欠佳，但有改善趋势。高陵高速西起高平市，终点位于陵川县，经王莽岭隧道进入河南省，此前多年河南省内相接高速为断头路，影响了高陵高速的通行表现，随着 2023 年高平至新乡高速河南段全线通车，高陵高速的车流量及通行费收入持续改善。忻环高速为忻州市绕城高速，覆盖范围较小，加之沿线有国道 G108（二级）和 G337（二级）并行，故车流量和通行费收入欠佳。参股路产方面，公司对两条路产的持股比例均为 40%，合作方均为深圳平信安畅基础设施投资有限责任公司，其中，长晋高速与太长高速相连，也是 G55 二连浩特至广州高速的组成部分，车流量及通行费表现较好，晋焦高速是山西省“九五”期间的重点公路建设项目，连接山西晋城与河南焦作，在晋煤外运方面发挥重要作用，车流量及通行费表现优秀。整体来看，公司控股路产的单公里通行费收入稳定在 350 万元以上，参股路产的单公里通行费收入稳定在 600 万元以上，路产单公里通行费收入处于行业平均水平。受货运量承压、通行费减免政策与替代交通方式分流等因素影响，近年来公司的车流量通行结构中收费较高的货车占比下降而收费较低的小客车占比提升，导致单公里通行费收入有所下降。目前，山西省正在推进小客车收费标准调升工作，山西省交通厅已于 2025 年 8 月就调整小客车（9 座及以下）高速公路收费标准事项征求社会意见，拟将 9 座及以下客车收费标准由每车每公里 0.36 元上调至 0.49 元。未来若新的小客车收费标准落地，将利好公司路产的单公里通行费收入及盈利能力。

表2

公司已贯通收费路产车流量及通行费情况							
运营 路段	通行费收入（亿元，不含税）				单公里通行费收入（万元，不含税）		
	2022	2023	2024	2025.1-9	2022	2023	2024
控股高速							
太长高速	10.52	11.67	11.03	8.13	517	574	542
高陵高速	0.20	0.53	0.74	0.71	31	84	118
忻阜高速	6.21	4.64	4.30	2.96	498	372	344
忻环高速	0.32	0.32	0.34	0.29	101	100	108
合计	17.24	17.16	16.41	12.08	408	406	388
参股高速							
长晋高速	5.22	5.89	5.20	4.08	559	630	557
晋焦高速	3.17	3.24	2.88	2.25	996	1,019	905
合计	8.39	9.13	8.09	6.32	670	729	646

注：黎霍高速在 2024 年起部分通车，2024 年贡献通行费收入 1.49 亿元，2025 年 1-9 月贡献通行费收入 0.95 亿元，但尚未全线贯通，故不在此处展示。

资料来源：公司提供，标普信评整理。

我们认为，公司路产经营效率良好。2022-2024 及 2025 年 1-9 月，公司通行费业务毛利率为 37.9%、40.5%、43.9% 和 47.4%，毛利率稳中有升，处于行业平均水平。2022-2024 年，公司主要路产养护支出分别为 2.4 亿元、1.6 亿元、1.5 亿元，占通行费的比重为 14%、10% 和 8%，费用率不高，并逐年改善。

我们认为，未来一年公司在项目建设方面的资金压力不大，黎霍高速的全线贯通将带动公司路产规模和收入规模增长。公司目前有黎霍高速、晋阳高速改扩建两个在建项目。其中，黎霍高速是国高网“第 6 横”的重要组成部分，自东向西连接黎城县和霍州市，全长 153 公里，计划总投资 233 亿元，由公司联合中铁交通投资集团有限公司、中国铁建大桥工程局集团有限公司等央国企投资建设，公司控股 62%。截至 2025 年 9 月末，黎霍高速已通车 126 公里，已投资 190 亿元，未来资本支出压力不大。我们预计，2026 年全线贯通后，黎霍高速将带动公司通行费收入的增长。晋阳高速改扩建项目是公司为控股股东山西交控代建的项目，项目计划总投资 67 亿元，其中资金 52 亿元已到位，剩余部分通过项目贷进行解决，竣工后路段及项目贷整体移交山西交控，公司垫资压力不大。

财务风险

核心假设：

- 公司控股高速公路经营稳定。2026年，随着黎霍高速全线通车，公司的营业收入将实现2%-5%的增长。
- 2026年，公司的EBITDA利润率约55%-60%。
- 随着黎霍高速工程进入收尾阶段，公司的资本开支将呈下降趋势，2026年约10-15亿元。

标普信评认为，山西交投的财务风险为“可控”，主要反映了其 EBITDA 对利息支付的覆盖情况良好。我们预计，未来1-2年，公司业务经营将保持稳定，持续为其带来良好的现金流，EBITDA 对利息支出的覆盖倍数将维持在1.3-1.8倍。公司债务期限结构较长，银企关系良好，再融资能力较强。

我们预计，2025年公司的收入承压，2026年，随着黎霍高速全线通车，公司的营业收入将实现2%-5%的增长。我们认为，公司绝大部分高速公路已进入稳定运营期，将持续为公司贡献稳定的现金流，但受货运量承压、通行费减免政策与替代交通方式分流等因素影响，成熟运营的高速公路通行费收入承压。随着黎霍高速的全线通车，公司的控股里程将进一步增长，为收入带来增量。2024年，公司计提了对山西通建融创房地产开发有限公司（以下简称“通建融创”）其他应收款的坏账准备，导致其 EBITDA 利润率较2023年有所下滑。截至2024年末，公司对通建融创的其他应收款余额为7亿元，存在资金回收风险，但考虑到敞口已经不会再扩大且公司正在积极处理，故认为对未来现金流影响有限。我们预计，2025-2026年公司的EBITDA利润率约55%-60%。

我们预计，公司的债务规模将呈上升趋势，但 EBITDA 对利息支出的覆盖倍数将维持在1.3-1.8倍。截至2025年9月末，公司主要的在建项目为黎霍高速项目和晋阳高速改扩建项目，其中晋阳高速改扩建项目于2025年完工，黎霍高速项目也将于2026年全线通车，因此公司的资本开支在2025年和2026年将呈下降趋势，2026年约10-15亿元。此外，公司控股的太长高速收费权将于2032年到期，我们预计公司在收费权到期前对太长高速进行改扩建并延长收费权，2027年及以后公司的资本开支或将上升。

我们认为，公司债务期限结构较长，银企关系良好，再融资能力较强。公司债务以长期债务为主，截至2025年9月末，长期债务占比超过90%，项目贷款期限均在15年以上。公司融资对公开市场的依赖度不高，截至2025年9月末，债券（含永续债）融资占比不超过35%。公司银企关系良好，截至2025年9月末，公司本部银行流贷授信额度约82亿元，尚未使用授信额度约55亿元，能够作为补充流动性的来源。

表3

公司调整后主要财务数据及指标（单位：百万元）					
	2022A	2023A	2024A	2025E	2026F
营业收入	2,121	2,159	2,221	— 公司控股高速公路经营稳定。 2026年，随着黎霍高速全线通车， 公司的营业收入将实现2%-5%的增 长。 — 2026年，公司的EBITDA利润率 约55%-60%。	
EBITDA	1,091	1,281	1,208		
营运现金流	26	169	268		
利息支出	1,033	989	850		
经调整总债务	23,559	24,621	27,057		
调整后核心财务指标					
经调整总债务/EBITDA（倍）	21.6	19.2	22.4	20.0-25.0	20.0-25.0
EBITDA利息覆盖倍数（倍）	1.1	1.3	1.4	1.3-1.8	1.3-1.8
EBITDA利润率（%）	51.4	59.3	54.4	55.0-60.0	55.0-60.0

注：以上数据为标普信评调整后数据。A表示实际值，E表示估计值，F表示预测值。

资料来源：公司提供，标普信评整理和调整。

表4

山西交投财务数据调整-截至 2024 年 12 月 31 日 (单位: 百万元)					
	总债务	所有者权益	EBITDA	EBITDA	利息支出
报告值	26,714	26,142	1,050	1,050	488
标普信评调整					
盈余现金	-1,657	-	-	-	-
其他权益工具	2,000	-2,000	-	-	-
收到的联营合营企业股利	-	-	152	152	-
利息股利收入	-	-	-	70	-
当期所得税	-	-	-	-160	-
利息支出	-	-	-	-488	-
资本化利息	-	-	-	-327	327
其他权益工具股息或利息	-	-	-	-35	35
其他调整	-	-	6	6	-
调整总额	343	-2,000	158	-782	362
标普信评调整值					
	经调整总债务	所有者权益	EBITDA	营运现金流	利息支出
调整后	27,057	24,142	1,208	268	850

注：总债务=短期债务+长期债务。

资料来源：公司审计报告，公司提供资料，标普信评整理和调整。

同业比较

我们选择了安徽皖通高速公路股份有限公司（以下简称“皖通高速”）和佛山市中策高速公路投资有限公司（以下简称“佛山中策”）作为山西交投的对比公司。上述两家公司均为以高速公路运营为主业的公司，在业务和财务上与公司具有较强的可比性。

表5

同业情况 (截至 2024 年末)			
	山西交投	皖通高速	佛山中策
控股股东	山西交通控股集团有限公司	安徽省交通控股集团有限公司	佛山市交通投资集团有限公司
运营区域	山西省	安徽省	佛山市
路产性质	经营性公路	经营性公路	经营性公路
控股路产里程 (公里)	430	609	166
2024 年营业收入 (亿元)	22	71	36
2024 年营业利润 (亿元)	1	22	2
2024 年末资产总计 (亿元)	566	275	394

资料来源：公司提供，公开信息，标普信评整理和调整。

三、个体信用状况

流动性状况

标普信评认为，公司的流动性水平适中，未来12个月流动性来源对流动性需求的覆盖超过1.2倍。未来12个月，公司主要的资金用途是项目投资建设的资本开支、营运资本净流出和偿还到期债务；主要的资金来源是银行授信及营运现金流净流入。

表6

流动性来源	流动性用途
现金及现金等价物约26亿元	债务到期规模约30亿元
公司未使用银行授信额度284亿元，公司可根据需求提用，满足资金支付需求	营运资本净流出约8-13亿元
营运现金流净流入3-8亿元	资本开支约10-15亿元
	向股东分红1-2亿元

注：数据截至2025年9月末。

数据来源：公司提供，标普信评整理和调整。

表7

债务本息到期分布（单位：百万元）	
年份	金额
1年以内	2,988
1年以上	25,911
合计	28,899

注：截至2025年9月末。含权债务以行权日计算到期日。

资料来源：公司提供，标普信评整理和调整。

或有事项

截至2025年9月末，公司及子公司无对外担保，也不存在重大诉讼。

过往债务履约情况

根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至2025年12月12日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至本报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

综合以上分析，标普信评认为，山西交投的个体信用状况为 a_{spc-} ，主要反映了公司为山西省重要的高速公路运营主体，参控股路产规模处于行业平均水平，经营效率良好，业务稳定性和可持续性强，但收入对单一公路的依赖度较高，非核心路产通行表现一般。公司EBITDA对利息支付的覆盖情况良好，稳定的业务经营将持续为公司带来良好的现金流。公司债务期限结构较长，银企关系良好，再融资能力较强。

四、主体信用等级

我们认为，山西交控的信用质量和支持能力极强。山西交控由山西省国资委 90%控股，是山西省内重大交通项目的投融资主体，承担了全省交通运输基础设施的投融资、建设、运营和管理职能，在山西省内高速公路运营领域居于主导地位。截至 2025 年 6 月末，山西交控控股已通车高速公路 82 条，通车里程合计 5,726 公里，占山西省高速公路通车里程的 88%。

我们认为，山西交控对山西交投的外部支持为“高”，主要体现在以下方面：

- 山西交投在股权结构和管理机制方面与山西交控有着较强的紧密度。山西交投由山西交控 100%控股，山西交控能够在人员任免、生产经营、重大投融资决策等方面对公司施加重大影响，山西交控对公司的资金进行归集。我们认为，在可预见的未来，山西交控将保持对公司的控股地位和管控力度。
- 山西交投是山西交控体系内重要的经营性公路投资运营主体之一。山西交控负责投资运营经营性公路的主要子公司包括山西交投、山西省高速公路集团有限责任公司（以下简称“山西高速”）和山西路桥建设集团有限公司（以下简称“山西路桥”）3 家。截至 2025 年 6 月末，山西交投控股已贯通经营性公路收费里程 423 公里，占山西交控控股收费经营性公路里程的三成以上，其路产规模与山西路桥接近，大于山西高速。
- 山西交投持有山西交控体系内优质的路产，2023 年及 2024 年其控股、参股高速的单公里通行费收入均高于山西交控的平均水平。在 3 家负责经营性公路投资运营的子公司中，公司控股路产的单公里通行费优于山西路桥，但弱于山西高速。
- 山西交投在业务开展方面获得了集团的支持，其在信贷市场的表现对集团的声誉有显著的影响。公司 2024 年收入规模、年末总资产、净资产占山西交控的比重分别为 4.3%、8.7% 和 16.4%。

综上，我们认为，山西交投的主体信用等级为 AAA_{spco}。

附录

附录1：主要财务数据及指标

评级对象主要财务数据及指标（单位：百万元）				
	2022	2023	2022	2025.1-9
货币现金和交易性金融资产	5,941	5,220	3,315	2,569
固定资产	4,152	3,905	3,623	3,478
资产总计	51,275	55,295	56,552	56,938
短期借款	1,024	400	400	400
一年内到期的非流动负债	2,535	4,108	4,207	611
长期借款	12,802	12,448	12,960	15,100
应付债券	3,109	2,792	3,381	6,084
所有者权益合计	22,532	25,521	26,142	27,372
营业收入	2,121	2,159	2,221	1,555
营业成本	1,314	1,308	1,306	920
销售费用	2	0	3	2
管理费用	183	215	246	143
财务费用	615	557	456	306
利润总额	315	431	145	479
净利润	181	220	-2	364
经营活动现金流流入小计	2,307	2,411	2,689	1,480
经营活动现金流出小计	1,140	1,925	2,764	1,160
经营活动产生的现金流量净额	1,167	486	-75	319
投资活动现金流流入小计	3,578	251	207	149
投资活动现金流出小计	8,019	4,603	2,570	1,097
投资活动产生的现金流量净额	-4,442	-4,352	-2,363	-948
筹资活动现金流流入小计	9,811	15,473	11,298	6,584
筹资活动现金流出小计	9,310	12,354	10,783	6,892
筹资活动产生的现金流量净额	501	3,119	515	-308

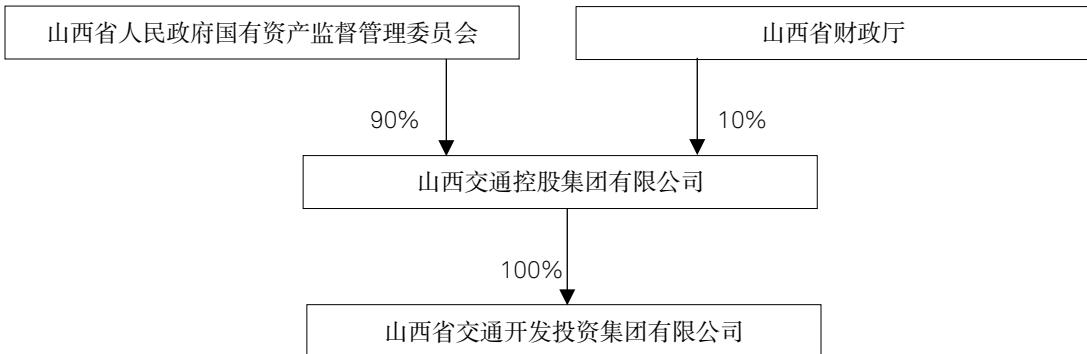
调整后财务数据及指标

	2022	2023	2022	2025.1-9
营业收入	2,121	2,159	2,221	1,555
EBITDA	1,091	1,281	1,208	--
营运现金流	26	169	268	--
利息支出	1,033	989	850	--
经调整总债务	23,559	24,621	27,057	--
EBITDA 利润率 (%)	51.4	59.3	54.4	--
经调整总债务/EBITDA (倍)	21.6	19.2	22.4	--
EBITDA 利息覆盖倍数 (倍)	1.1	1.3	1.4	--

注：1、上表中财务数据基于公司披露的中天运会计师事务所（特殊普通合伙人）审计并出具标准无保留意见的 2022-2023 年审计报告、中证天通会计师事务所（特殊普通合伙人）审计并出具标准无保留意见的 2024 年审计报告及 2025 年 1-9 月未经审计的财务报表；2、调整后财务数据及指标为经标普信评调整后数据；3、“--”代表数据不可得。

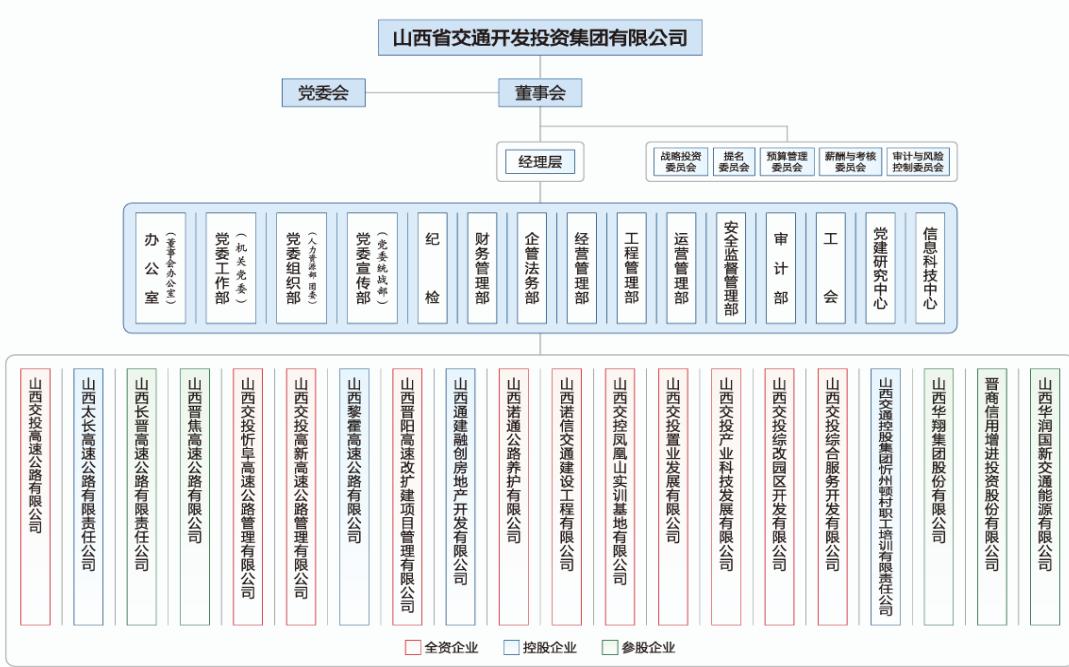
资料来源：公司提供，标普信评整理和调整。

附录2：评级对象股权结构图（截至 2025 年末）



资料来源：公司提供，标普信评整理。

附录3：评级对象组织结构图（截至 2025 年末）



资料来源：公司提供。

附录4：主要财务指标计算公式

主要财务指标计算公式

EBITDA（调整前）= 营业收入-营业成本-管理费用-销售费用-研发费用+折旧及摊销（报告值）-税金及附加-其他经营支出（收入）

EBITDA=EBITDA（调整前）+经营租赁租金调整-资本化的研发费用+营业成本中的资本化利息+收到的联营合营企业股利+其他调整

折旧及摊销=折旧及摊销（报告值）+经营租赁折旧摊销调整+其他调整

EBIT=EBITDA（调整前）+经营租赁租金调整-资本化的研发费用+营业成本中的资本化利息-折旧及摊销+非经营收入（成本）+其他调整

利息支出=利息支出（报告值）+资本化利息+经营租赁利息调整+其他权益工具股利或利息+其他调整

已付现金利息=现金利息支出+已付其他权益工具股利或利息+其他调整

营运现金流 = EBITDA - 利息支出 + 利息及股利收入 - 当期所得税 + 其他调整

经营性现金流=经营活动产生的现金流净额+经营租赁折旧摊销调整-资本化的研发费用-其他权益工具股利或利息-现金利息支出+现金股利收入+其他调整

资本开支 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-资本化的研发费用+其他调整

自由经营性现金流=经营性现金流-资本开支

股利=现金股利+子公司支付给少数股东的股利、利润-支付的其他权益工具股利或利息

可支配现金流=自由经营性现金流-股利

短期债务=短期借款+交易性金融负债+（应付票据-票据保证金）+一年内到期的非流动负债（有息部分）+应付利息+其他短期有息债务

长期债务=长期借款+应付债券+应付融资租赁款+租赁负债+预计负债中的对外担保及诉讼+其他长期有息债务

经调整总债务=短期债务+长期债务+经营租赁债务调整-盈余现金+资产弃置费用调整+其他权益工具+对外担保和诉讼+其他调整

资本=所有者权益合计-其他权益工具+经调整总债务+递延所得税负债+其他调整

EBITDA 利息覆盖倍数 = EBITDA/利息支出

营运现金流利息覆盖倍数 = (营运现金流+利息支出) / 已付现金利息

资本回报率 = EBIT/两年平均资本

EBITDA 利润率 = EBITDA/营业收入

附录5：信用等级符号及定义

等级	含义
AAA _{spc}	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 _{spc}	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 _{spc}	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 _{spc}	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 _{spc}	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B _{spc}	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 _{spc}	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 _{spc}	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 _{spc}	不能偿还债务。

注：除 AAA_{spc} 级， CCC_{spc} 级以下等级外，每一个信用等级可能用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或低于本等级。

©版权所有 2026 标普信用评级（中国）有限公司。保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商、以及其董事、管理人员股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。部分内容可能借助人工智能（AI）工具创建。使用人工智能创建或处理的已发布内容由标普职员撰写、审核、编辑及批准。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒、特殊或后续的损害、费用、开支、律师费或损失（包括且不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。

信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该类机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的联属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 www.spgchinaratings.cn 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。