东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

中小盘行业深度报告

铁路公路：股息率分层与现金流特征——中小盘观察

2026 年 11 月 07 日

证券分析师 汤军
执业证书：S0600517050001
021-60199793
tangj@dwzq.com.cn

增持（维持）

投资要点

1. 2026 年 11 月 4 日全市场放量上行，两市成交额 20376.94 亿元，较前一交易日增加 3342.57 亿元、增幅 19.62%，上涨 4667 家、下跌 779 家，涨停 118 家。同日，本报告 33 只样本等权合成的行业指数下跌 0.15%，个股涨跌幅中位数 +0.14%，上涨 17 只、下跌 16 只，行业未参与本轮反弹。

2. 行业内部的分化幅度大于行业整体表现。20 只高速公路股近 20 日涨跌幅中位 3.45%、区间位置中位 75.8%、股息率中位 3.70%、PE(TTM) 中位 15 倍；7 只铁路运输股涨跌幅中位 3.05%、股息率中位 2.02%；6 只公交股涨跌幅中位 -11.27%、股息率中位 0.55%、营收增速中位 -10%、PE(TTM) 中位 45 倍。

3. 2026 年三季报显示收入端仍在收缩。33 只中营业收入同比正增长 14 只、负增长 19 只，增速中位 -2.57%；归母净利润同比中位 -3.3%（剔除上年同期归母净利润为负的 4 只，样本 29 只）。亏损公司 3 只，为大众交通、海汽集团、江西长运，均来自公交组。

4. 现金流质量构成本轮定价的基础。31 只经营活动产生的现金流量净额为正，经营现金流对归母净利润的覆盖倍数中位 1.58 倍。按 2026 年三季报归母净利润年化计，33 只合计市值 8017.8 亿元，整体法估值约 14.6 倍。

5. 股息率仍是当前最稳定的区分指标。股息率 4% 以上的 9 只近 20 日涨跌幅中位 3.94%，3% 至 4% 的 6 只 3.79%，3% 以下的 14 只 0.84%，未分红的 4 只为 -15.39%，首尾相差 19.3 个百分点。

6. 高股息组的现金流与盈利能力同步领先。股息率 4% 以上的 9 只经营现金流覆盖 2.01 倍、毛利率中位 41.4%、ROE 中位 6.46%；股息率 3% 以下的 14 只分别为 1.43 倍、17.3% 和 3.35%。

7. 主要判断：股息率 4% 以上组内，营收负增长的 4 只近 20 日涨跌幅中位 5.64%，高于营收正增长的 5 只的 2.96%，定价重心在分红确定性而非收入边际改善。但 11 月 4 日的普涨中该行业未获资金跟随，风格切换一旦启动，高股息资产将首先面临资金分流。

风险提示：通行费政策调整可能改变收费标准与收费期限，直接影响收费公路资产的现金流与估值。车流量恢复不及预期将使收入端继续承压，若四季度降幅扩大，分红能力可能被侵蚀。客运票价受管制，公交与长途客运组的盈利改善空间受限。收费公路经营权到期后若无法续期，相关资产价值将面临重估。资本开支若超预期回升，将挤占可分配现金并影响分红比例。市场利率上行或成长风格延续，将降低高股息资产的相对吸引力。铁路运量受大宗商品需求拖累，运输业务收入存在下行风险。部分标的区间位置已处于高位，后续存在回调压力。

相关研究

《中小盘观察之农林牧渔：跟涨偏弱，定价先于业绩》

2026-11-05

《中小盘观察之煤炭行业：等权篮子回落至基点，龙头凭股息与三季报维持高位》

2026-11-04

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 核心发现：涨幅由权重股主导 4
2. 结构分层：三类资产的定价逻辑不同 5
3. 三季报：收入收缩，现金流稳定 6
4. 股息率：当前定价的核心区分指标 8
5. 个股分布：涨幅与跌幅两端的特征 10
6. 市值与股息：两条线索高度重合 11
7. 主要判断与后续值得跟踪的几个指标 12
8. 风险提示 13

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图表目录

表 1: 样本区间位置与近 20 日涨幅分布.....4
表 2: 申万三级分组的主要指标.....5
表 3: 2026 年三季报业绩分布.....6
表 4: 股息率分组的市场表现.....8
表 5: 股息率与营收增速的四象限.....9
表 6: 近 20 日涨幅前八.....10
表 7: 近 20 日跌幅前八.....10
表 8: 市值分组的市场表现.....11
表 9: 主要判断与对应的数据依据.....12

请务必阅读正文之后的免责声明部分

1. 核心发现：涨幅由权重股主导

2026 年 11 月 4 日，A 股出现一轮放量上行。两市成交额 20376.94 亿元，较前一交易日 17034.37 亿元增加 3342.57 亿元，增幅 19.62%；全市场上涨 4667 家、下跌 779 家，涨停 118 家，较前一交易日的 48 家明显放大。上证指数收于 3686.17 点（+2.16%），深证成指 11335.69 点（+4.22%），国证 2000 指数 8574.03 点（+4.27%），涨幅居前的指数集中在芯片与电子方向，科创芯片上涨 12.61%、国证芯片上涨 11.00%、CSSW 电子上涨 10.91%。

铁路公路没有参与这轮反弹。以 33 只样本等权合成的行业指数当日下跌 0.15%，以总市值加权合成的指数下跌 0.13%，个股涨跌幅中位数 +0.14%，上涨 17 只、下跌 16 只。同期国证 2000 指数上涨 4.27%，两者相差 4 个百分点以上。在高成交、高涨停的普涨环境中出现这一结果，说明资金在当日的配置方向集中于成长板块，红利属性资产未获得增量资金。

把时间拉长到近 20 个交易日，市值加权与等权两个口径的差异更为明显。市值加权指数累计上涨 7.04%，区间位置达到 99%，接近区间最高点；等权指数仅上涨 0.91%，区间位置 74.8%；个股涨幅中位数 2.43%。市值加权与等权之间 6.1 个百分点的差距，来自权重结构：按 2026 年 11 月 4 日收盘价计，京沪高铁总市值 2597.95 亿元、大秦铁路 977.25 亿元、招商公路 696.50 亿元，三者合计占样本总市值 8017.8 亿元的 53.3%。行业的口径选择会显著改变结论，本报告同时列示两个口径，并在涉及行业整体表现时以等权指数为主。

表1：样本区间位置与近 20 日涨幅分布

区间位置	只数	占比（%）	11 月 4 日涨跌幅中位（%）	近 20 日涨幅中位（%）
100%（区间最高）	3	9.1%	+1.92%	+11.55%
80%—100%	9	27.3%	-0.26%	+2.67%
60%—80%	4	12.1%	-0.51%	+5.64%
40%—60%	5	15.2%	-0.61%	+3.05%
20%—40%	6	18.2%	+0.25%	-2.74%
0—20%	6	18.2%	+0.45%	-12.06%
合计	33	100.0%	+0.14%	+2.43%

数据来源：Wind，交易所公开行情数据，东吴证券研究所；区间位置为最近 115 个交易日收盘价在区间最高与最低之间的位次，数据截至 2026 年 11 月 4 日。

从表 1 看，11 月 4 日的单日涨跌幅与区间位置并非单调关系，整体呈两端为正、中间为负的形态。位于区间最高点的 3 只当日涨跌幅中位 +1.92%，为各档最高；80% 至 100% 的 9 只 -0.26%，60% 至 80% 的 4 只 -0.51%，40% 至 60% 的 5 只 -

请务必阅读正文之后的免责声明部分

0.61%，中间三档随位置下移跌幅略有扩大；而 20% 至 40% 与 0 至 20% 两档分别为 +0.25% 和 +0.45%。两端均为正、中间为负，说明当日资金流向与位置高低之间没有稳定的对应关系，低位品种的微涨更多是普涨环境下的补涨，高位品种的微跌也未形成集中抛售。

近 20 日的分布则维持原有方向。位于区间最高点的 3 只涨幅中位 +11.55%，0 至 20% 的 6 只为 -12.06%，首尾相差 23.6 个百分点。区间位置中位 59.7%，高于 70% 的 13 只、低于 30% 的 8 只，分布重心略偏上沿。

成交量方面，33 只近 5 日均成交额与近 60 日均额之比中位 1.25，25 只高于 1，较 11 月 3 日的 22 只有所增加。量能抬升与股价滞涨同时出现，说明该行业当日存在资金流出，而非单纯的成交清淡。龙江交通量比 4.28、20 日涨幅 23.26%，为样本内最高，但其股息率仅 1.46%，与股息定价线索不一致，属资金推动型行情。

2. 结构分层：三类资产的定价逻辑不同

按申万三级行业划分，33 只样本由 20 只高速公路、7 只铁路运输和 6 只公交构成。三组在涨幅、位置、估值与盈利结构上的差异，已超出同一行业内部的正常离散水平。

表2：申万三级分组的主要指标

分组	只数	11 月 4 日涨跌幅中位	近 20 日涨幅中位	区间位置中位	股息率中位（近 12 个月）	营收增速中位（2026 年三季报）	PE(TTM) 中位
高速公路	20	-0.13%	3.45%	75.8%	3.70%	-1.8%	15.0 倍
铁路运输	7	+0.19%	3.05%	44.9%	2.02%	2.1%	19.1 倍
公交	6	+0.28%	-11.27%	15.9%	0.55%	-10.0%	45.0 倍

数据来源：Wind，交易所公开行情数据，上市公司定期报告，东吴证券研究所；股息率为近 12 个月口径，PE 为 PE(TTM)，数据截至 2026 年 11 月 4 日。

高速公路组的特征最为集中：位置最高、股息率最高、估值最低，但 11 月 4 日单日小幅下跌。20 只样本股息率中位 3.70%，PE(TTM) 中位 15 倍，营收增速中位 -1.8%。财务结构上，该组 ROE 中位 6.17%、资产负债率中位 44.11%、经营现金流对净利润覆盖 1.86 倍、毛利率中位 42.8%，四项指标均取 2026 年三季报。它们共同对应前期负债建设、后期收费回收的资产模式：路网建成后维护性资本开支低于折旧，现金持续高于账面利润。

铁路运输组股息率中位 2.02%，明显低于高速公路组，但营收增速中位 2.1%，为三组中唯一正增长。该组毛利率中位 11.2%，较高速公路组低 31.6 个百分点，原因是成本以人工、牵引及线路使用费为主，属运营型而非资产型生意。资产负债率中位 19.33%，为三组最低；ROE 中位 3.54%，上述财务指标均取 2026 年三季报。

该组内部的分化同样明显。京沪高铁近 20 日涨幅 11.55%、区间位置 100%、股息

请务必阅读正文之后的免责声明部分

率 1.80%、归母净利润同比 +4.02%、经营现金流覆盖 1.58 倍；大秦铁路涨幅 7.71%、股息率 4.48%，但归母净利润同比 -6.42%；铁龙物流涨幅 4.81%、股息率 2.23%、净利润同比 +2.61%、现金流覆盖 2.29 倍；中铁特货与西部创业涨幅分别为 1.43% 和 1.11%，净利润同比 -31.62% 和 -62.91%，PE(TTM) 达 57.2 倍和 49.7 倍；三羊马近 20 日跌幅 19.66%，2026 年前三季度归母净利润 0.07 亿元、上年同期为亏损 0.12 亿元，属由亏转盈，PE(TTM) 400.6 倍。同一三级行业内部，资产型标的与运营型标的的定价差异，与三组之间的差异处于同一量级。

京沪高铁归入铁路运输，但资产属性接近收费公路，这是其股息率 1.80% 而涨幅达 11.55% 的原因。本报告分组统计以申万三级为准，未对个股作调整，解读时需注意这一错配。

公交组是压力最集中的一组：近 20 日涨幅中位 -11.27%，区间位置中位 15.9%，股息率中位 0.55%，营收增速中位 -10%，PE(TTM) 中位 45 倍。财务上该组同样最弱：ROE 中位 0.57%，经营现金流对净利润覆盖 -0.19 倍，为唯一覆盖为负的一组，表明利润的现金含量不足，上述财务指标取 2026 年三季报。该组 45 倍的 PE(TTM) 中位数不宜直接解读为估值溢价，6 只样本盈利接近盈亏平衡，PE 分母被压缩，读数被动放大。

3. 三季报：收入收缩，现金流稳定

2026 年三季报是本轮定价的基本面起点。33 只样本中营业收入同比正增长 14 只、负增长 19 只，负增长占比 57.6%，收入增速中位 -2.57%。归母净利润同比中位 -3.3%，利润下滑幅度略大于收入，表明成本端未出现明显改善。归母净利润同比中位数的计算剔除了上年同期归母净利润为负的 4 只样本（三羊马、海汽集团、江西长运、海南高速），这 4 只的同比增速因基数为负而不具可比性，正文中改以绝对额描述其盈亏变化，剔除后可比样本 29 只。

表3：2026 年三季报业绩分布

营收同比区间	只数	净利增速中位	毛利率中位
20% 以上	3	+21.6%	16.2%
10%—20%	5	+7.1%	33.2%
0—10%	6	-6.5%	24.7%
-10%—0	12	-2.6%	44.6%
-20%—-10%	5	-50.0%	12.3%
-20% 以下	2	—	33.6%
合计	33	-3.3%	32.4%

数据来源：上市公司定期报告，Wind，东吴证券研究所；按 2026 年三季报营收同比增速分组，营收与毛利率取组内中位数；净利增速中位剔除上年同期归母净利润为负的 4 只

请务必阅读正文之后的免责声明部分

从表 3 看，营收下滑集中在 -10% 至 0 一档，共 12 只，该档净利增速中位 -2.6%、毛利率中位 44.6%，为典型的收费公路特征：收入小幅下降，成本以折旧摊销为主、刚性较强，毛利率维持在较高水平。营收下滑超过 10% 的 7 只中，-20% 至 -10% 一档毛利率中位仅 12.3%，说明成本结构中变动成本占比高，收入下降时毛利率同步下行。

毛利率的分层揭示了成本结构的差异。营收下滑但毛利率中位仍达 44.6% 的 12 只，与营收下滑超过 10% 的 7 只（毛利率中位分别为 12.3% 和 33.6%）之间存在明显断层。前者成本以折旧摊销为主，收入下降时成本不随之减少，毛利率波动有限；后者成本以人工、燃料、路桥费为主，属变动成本，收入下降而成本刚性，毛利率随即下行。同样幅度的收入收缩，对两类资产的现金流影响并不相同。

亏损面小于收入下滑的广度。33 只中仅 3 只归母净利润为负，分别为大众交通 -2.51 亿元、海汽集团 -0.67 亿元、江西长运 -0.08 亿元，全部来自公交组；与上年同期相比，大众交通由盈利 0.98 亿元转为亏损，海汽集团亏损由 0.48 亿元扩大至 0.67 亿元，江西长运亏损由 0.12 亿元收窄至 0.08 亿元。收入负增长的 19 只中 16 只仍保持盈利，表明行业成本结构具备一定抗压能力，收入下滑首先影响利润增速，而非直接转为亏损。

收入与利润的变动方向亦非一致。营收正增长而归母净利润下滑的有 5 只，分别为山东高速（营收 +1.95%、净利 -7.11%）、大秦铁路（+2.06%、-6.42%）、广深铁路（+4.49%、-6.67%）、现代投资（+12.02%、-5.54%）和西部创业（+9.66%、-62.91%）；营收负增长而净利润增长的有 5 只，分别为皖通高速（-6.03%、+18.29%）、中原高速（-4.35%、+15.29%）、深高速（-4.52%、+5.54%）、铁龙物流（-2.57%、+2.61%）和富临运业（-1.02%、+103.86%）。两组各 5 只，说明该行业的利润弹性同时受成本端与投资收益影响，收入增速不足以单独解释利润方向。

现金流是本份三季报中最重要的信息。33 只中 31 只经营活动产生的现金流量净额为正，经营现金流对归母净利润的覆盖倍数中位达到 1.58 倍。该水平在全部 A 股中偏高，来源有二：收费公路资产折旧摊销金额大但不构成现金流出；路网建成后维护性资本开支远低于建设期投入，自由现金流自然高于账面利润。覆盖为负的 5 只，分别为大众交通、三羊马、海汽集团、海南高速和江西长运，均属未分红或股息率低于 0.7% 的标的；覆盖倍数超过 3 倍的 4 只，为现代投资 4.72 倍、中铁特货 3.56 倍、西部创业 3.46 倍和赣粤高速 3.29 倍。

按 2026 年三季报归母净利润年化计算，33 只样本整体法估值约 14.6 倍。需说明的是，该口径为三季报净利年化，与 PE(TTM) 不可直接比较。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

4. 股息率：当前定价的核心区分指标

若仅观察行业整体，近 20 日的涨幅可以有多种解释。将 33 只按股息率分组后，定价线索较为清晰，且这一结构在 11 月 4 日的普涨中未被打破。

表4：股息率分组的市场表现

股息率区间（近 12 个月）	只数	11 月 4 日涨跌幅中位	近 20 日涨幅中位	区间位置中位	PE(TTM) 中位	营收增速中位（2026 年三季报）
4% 以上	9	-0.26%	3.94%	66.7%	14.6 倍	1.0%
3%—4%	6	-0.06%	3.79%	86.2%	14.6 倍	-0.7%
3% 以下	14	+0.25%	0.84%	41.3%	31.3 倍	-3.5%
无股息数据	4	-0.24%	-15.39%	14.3%	—	-16.8%
合计	33	+0.14%	2.43%	59.7%	—	-2.57%

数据来源：Wind，交易所公开行情数据，上市公司定期报告，东吴证券研究所；股息率为近 12 个月口径，无股息数据指近 12 个月未实施分红或数据缺失的 4 只，数据截至 2026 年 11 月 4 日。

股息率与涨幅的对应关系具备单调性。4% 以上的 9 只近 20 日涨幅中位 3.94%，3% 至 4% 的 6 只 3.79%，3% 以下的 14 只降至 0.84%，近 12 个月未分红的 4 只为 -15.39%。首尾两组相差 19.3 个百分点。

11 月 4 日的单日涨跌方向与 20 日相反。股息率 4% 以上的 9 只当日 -0.26%，3% 至 4% 的 6 只 -0.06%，3% 以下的 14 只 +0.25%。高股息组在普涨日小幅回落，低股息组小幅上行，排列顺序与近 20 日相反。两端的幅度都在 0.3% 以内，属于结构性的边际调整，尚不构成风格反转，但方向值得记录。

估值层面同样分层。股息率 3% 以上的 15 只，PE(TTM) 中位均在 15 倍以内；股息率 3% 以下的 14 只，PE(TTM) 中位 31.3 倍。低股息对应高估值，原因是这类标的盈利偏薄导致分母偏小，或市场定价所依据的是成长预期而非分红回报。重庆路桥 PE(TTM) 370.2 倍、三羊马 400.6 倍，均落在该区间，属分母过小形成的读数。

高股息的来源需要单独考察。股息率 4% 以上的 9 只，经营现金流对净利润覆盖 2.01 倍、毛利率中位 41.4%、ROE 中位 6.46%；股息率 3% 至 4% 的 6 只，三项分别为 1.50 倍、37.9% 和 6.30%；股息率 3% 以下的 14 只，分别为 1.43 倍、17.3% 和 3.35%。覆盖倍数与毛利率均随股息率单调变化，表明该组的高分红并非通过提高分红比例实现，而有现金流与盈利能力作为基础。需同时指出，股息率 4% 以上的 9 只资产负债率中位 48.65%，股息率 3% 以下的 14 只仅 22.32%，高负债与前期债务融资建设的模式一致；在 2.01 倍的现金覆盖下，当前偿付压力可控。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表5：股息率与营收增速的四象限

分组	只数	11 月 4 日涨跌幅中位	近 20 日涨幅中位	区间位置中位
股息率 4% 以上、营收正增长	5	-0.26%	2.96%	66.7%
股息率 4% 以上、营收负增长	4	+0.03%	5.64%	65.8%
股息率 4% 以下、营收正增长	8	-0.12%	4.36%	86.5%
股息率 4% 以下、营收负增长	12	+0.34%	1.38%	41.3%

数据来源：Wind，上市公司定期报告，交易所公开行情数据，东吴证券研究所；营收增速取 2026 年三季报同比，股息率为近 12 个月口径，数据截至 2026 年 11 月 4 日。

四个分组的结果延续了 11 月 3 日的方向。股息率 4% 以上、营收负增长的 4 只，近 20 日涨幅中位 5.64%，高于同组内营收正增长的 5 只的 2.96%，两者差距由前一日的 0.5 个百分点扩大至 2.7 个百分点。跑输最明显的是股息率 4% 以下、营收负增长的 12 只，涨幅中位 1.38%，区间位置中位 41.3%。

当前定价重心在分红确定性，而非收入边际改善。股息率足够高、现金流足够稳的标的，即使收入仍在收缩，仍能获得资金参与；分红能力偏弱的标的，即使收入增长，估值上也难以获得支撑。股息率 4% 以下、营收正增长的 8 只近 20 日涨幅 4.36%，绝对水平不低，但区间位置中位 86.5%，为四个分组中最高，其上行更多来自位置修复而非分红驱动。

11 月 4 日的数据为这一结构提供了另一面证据。当日四个分组涨跌幅分别为 -0.26%、+0.03%、-0.12% 和 +0.34%，高股息两组落后、低股息两组领先，与 20 日排序相反。若成长风格行情延续，股息定价的权重可能下降，该结构将首先在单日层面出现松动，随后才反映到 20 日维度。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

5. 个股分布：涨幅与跌幅两端的特征

将涨幅与跌幅两端列出，结构特征更为明确。

表6：近 20 日涨幅前八

简称	总市值（亿元，11 月 4 日收盘）	区间位置	近 20 日涨幅	近 60 日涨幅	股息率（近 12 个月）	量比	PE(TTM)	营收增速（三季报）
龙江交通	46.3	85.1%	23.26%	22.84%	1.46%	4.28	31.3 倍	12.2%
皖通高速	281.3	84.4%	14.51%	7.21%	3.70%	1.32	14.2 倍	-6.0%
四川成渝	190.0	100.0%	14.12%	19.83%	4.27%	2.15	13.8 倍	15.7%
京沪高铁	2598.0	100.0%	11.55%	5.17%	1.80%	1.35	19.1 倍	2.6%
山东高速	540.0	34.6%	9.94%	2.29%	3.76%	0.89	17.9 倍	1.9%
中原高速	95.5	88.3%	9.82%	9.82%	2.82%	3.06	12.3 倍	-4.3%
粤高速 A	263.1	56.7%	8.43%	-1.81%	4.47%	1.02	18.1 倍	-0.2%
深高速	199.6	69.9%	7.39%	1.75%	2.80%	1.38	18.0 倍	-4.5%

数据来源：Wind，交易所公开行情数据，上市公司定期报告，东吴证券研究所；总市值按 2026 年 11 月 4 日收盘价计；量比为近 5 日均成交额与近 60 日均成交额之比。

表7：近 20 日跌幅前八

简称	总市值（亿元，11 月 4 日收盘）	区间位置	近 20 日涨幅	近 60 日涨幅	股息率（近 12 个月）	量比	PE(TTM)	营收增速（三季报）
三羊马	42.5	36.5%	-19.66%	-8.12%	—	1.69	400.6 倍	-20.9%
海汽集团	36.2	3.3%	-15.50%	-13.84%	—	0.82	—	-18.3%
江西长运	14.5	18.5%	-15.28%	-6.93%	—	1.12	62.2 倍	-15.3%
海南高速	39.9	10.1%	-14.80%	-13.89%	—	1.28	19.5 倍	165.1%
富临运业	31.3	37.8%	-13.22%	13.15%	0.50%	0.51	9.4 倍	-1.0%
大众交通	70.2	13.3%	-9.32%	-8.69%	0.51%	0.82	—	-9.2%
重庆路桥	54.5	5.4%	-9.09%	-10.48%	0.63%	0.82	370.2 倍	-12.8%
湖南投资	21.8	27.8%	-6.03%	-0.46%	0.69%	1.29	55.8 倍	-31.5%

数据来源：Wind，交易所公开行情数据，上市公司定期报告，东吴证券研究所；总市值按 2026 年 11 月 4 日收盘价计；量比为近 5 日均成交额与近 60 日均成交额之比；营收同比取三季报主要财务数据表中的营业收入，已按追溯调整后的上年同期数计算；横线表示近 12 个月未实施分红或 PE(TTM) 因亏损无读数。

涨幅前八中有七只为高速公路，唯一例外为龙江交通。该标的总市值 46.3 亿元，股息率 1.46%，近 20 日涨幅 23.26%，量比 4.28 为样本最高，属资金推动型行情，与股息定价逻辑不同，解读时需与其余七只区分。四川成渝与京沪高铁的区间位置均达 100%，前者股息率 4.27%、营收增速 15.7%，是涨幅前八中少见的收入与分红同时为正的标的。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

区间位置高低两组的分组统计印证了这一判断。位置高于 70% 的 13 只，股息率中位 3.42%、营收增速中位 -1.8%；位置低于 30% 的 8 只，股息率中位 0.59%、营收增速中位 -10.9%。位置差异所对应的，是分红能力与收入趋势的差异，而非单纯的涨幅差异。

海南高速需单独说明。该标的近 20 日下跌 14.80%，营收同比增速达 165.1%，表面呈明显背离。其收入结构中包含房地产开发结转，2026 年前三季度收入由上年同期 3.14 亿元增至 8.31 亿元，增长来自项目交付而非公路主业；同期归母净利润由亏损 0.11 亿元转为盈利 0.43 亿元，同样受结转节奏影响。其毛利率与现金流特征均与收费公路资产不同，不宜将其收入增速作为行业景气度的证据。

6. 市值与股息：两条线索高度重合

以 33 只样本 2026 年 11 月 4 日收盘总市值中位数 70.2 亿元为界分为两组，两组表现差异明显。

表8：市值分组的市场表现

分组	只数	11 月 4 日涨跌幅中位	近 20 日涨幅中位	区间位置中位	股息率中位	营收增速中位
总市值高于 70.2 亿元	16	-0.10%	6.41%	84.2%	3.67%	0.4%
总市值不高于 70.2 亿元	17	+0.14%	-4.58%	36.5%	1.31%	-5.0%

数据来源：Wind，交易所公开行情数据，上市公司定期报告，东吴证券研究所；以样本总市值中位数 70.2 亿元为分界，数据截至 2026 年 11 月 4 日。

大市值组近 20 日涨幅中位 6.41%，小市值组 -4.58%，相差 11 个百分点；区间位置中位分别为 84.2% 和 36.5%，两组方向相反。11 月 4 日单日，大市值组 -0.10%、小市值组 +0.14%，方向与前 20 日相反，但幅度仅 0.24 个百分点。

跌幅前八以公交与客运为主，但三项特征的符合程度并不一致。8 只的区间位置全部低于 40%，这是共同点；股息率方面，6 只低于 0.55% 或未分红，重庆路桥（0.63%）与湖南投资（0.69%）高于该水平；营业收入降幅方面，5 只降幅超过 10%，大众交通降 9.2%、富临运业降 1%，海南高速则因房地产开发结转而增长 165.1%。更准确的表述是：跌幅前八集中了低股息、低收入增长的品种，但并非每一项特征同时成立。在以股息为定价依据的行业环境中，未实施分红意味着缺少定价锚。

流动性方面，铁路运输组 20 日均成交额中位 2.27 亿元、高速公路组 0.76 亿元、公交组 0.35 亿元。铁路运输组成交额较高主要由京沪高铁单只贡献，这也是该组股价表现平淡但在指数中影响较大的原因。中小市值标的日均成交额不足 4000 万元，机构资金进出受限，这在一定程度上解释了分红能力偏弱的品种在调整中缺乏承接。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

7. 主要判断与后续值得跟踪的几个指标

综合前述数据，本报告给出四点判断。

第一，本轮上行的定价线索是股息率，而非收入。股息率 4% 以上的 9 只近 20 日涨幅中位 3.94%，3% 以下的 14 只仅 0.84%，未分红的 4 只为 -15.39%，分组单调性明显。同期收入端仍在收缩，33 只中 19 只营收负增长，增速中位 -2.57%。

第二，行业内部已分化为三类资产，不宜以单一指数概括。高速公路 20 只近 20 日涨幅中位 3.45%、股息率中位 3.70%、PE(TTM) 中位 15 倍、毛利率中位 42.8%；铁路运输 7 只涨幅中位 3.05%、营收增速中位 2.1%、毛利率中位 11.2%；公交 6 只涨幅中位 -11.27%、股息率中位 0.55%、PE(TTM) 中位 45 倍。三者的驱动因素与风险来源不同。

第三，现金流质量构成估值的底部支撑。31 只经营现金流为正，覆盖倍数中位 1.58 倍，三季报净利年化口径的整体法估值约 14.6 倍。在收入下滑背景下，该估值水平反映的是可分配现金而非当期利润。高股息组 2.01 倍的现金流覆盖与 6.46% 的 ROE，表明分红具备实际基础。

第四，行业已出现资金分流的迹象。11 月 4 日全市场放量上行、上涨 4667 家，该行业等权指数下跌 0.15%，个股涨跌幅中位数 +0.14%，未参与反弹；同日股息率 4% 以上组 -0.26%、3% 以下组 +0.25%，排列顺序与近 20 日相反。这一组合说明成长风格启动时，红利属性资产首先面临资金流出。该迹象目前停留在单日层面，尚不足以判定风格反转，但已是需要跟踪的边际变化。

表9：主要判断与对应的数据依据

判断	关键数据	数据出处
上行由股息驱动	股息率 4% 以上组 3.94%，3% 以下组 0.84%，未分红组 -15.39%	表 4
行业内部已分三类资产	高速公路 3.45%、铁路运输 3.05%、公交 -11.27%	表 2
收入端仍在收缩	营收负增长 19 只，增速中位 -2.57%	表 3
现金流支撑估值底部	经营现金流为正 31 只，覆盖倍数中位 1.58 倍	表 3、正文
已现资金分流迹象	11 月 4 日行业等权 -0.15%，同期国证 2000 +4.27%	正文、表 1

数据来源：Wind，交易所公开行情数据，上市公司定期报告，东吴证券研究所；数据截至 2026 年 11 月 4 日。

后续值得跟踪的指标有三项。一是四季度通行费收入增速能否由负转正，这是分红能力能否延续的基础；二是成长风格行情的持续性，若两市成交额维持在两万亿元上方且成长板块继续领涨，红利资产将面临持续的资金分流；三是股息率与十年期国债收益率的利差变化，该利差决定高股息资产的相对吸引力。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

8. 风险提示

1. 通行费政策调整的风险。收费标准与收费期限由主管部门核定，若下调费率或缩短收费年限，将直接减少收费公路资产的现金流入，并通过现金流折现影响估值。收费标准的调整通常具有全行业影响，难以通过个体经营对冲。

2. 车流量恢复不及预期的风险。通行费收入取决于路网车流，若宏观经济或区域货运需求走弱，客车与货车流量可能低于预期。收入端已连续收缩，若四季度降幅进一步扩大，可用于分红的现金将被压缩，进而动摇当前的股息定价基础。

3. 客运票价受管制的风险。公交与长途客运票价由地方政府核定，成本上升难以通过提价传导。该组 2026 年前三季度营收增速中位 -10%、ROE 中位 0.57%，若票价机制不作调整，盈利改善空间将持续受限。

4. 收费公路经营权到期的风险。收费公路按特许经营期运营，到期后需移交政府或重新取得经营权。若无法续期，相关路产的现金流期限缩短，资产价值面临重估，已按长期假设定价的标的可能出现估值下修。

5. 资本开支超预期回升的风险。养护之外的改扩建与新建项目会占用可分配现金。若未来几年进入新一轮改扩建周期，折旧与利息支出同步上升，分红比例可能被动下调，高股息组的现金流覆盖倍数将随之下降。

6. 利率上行与风格切换的风险。高股息资产的吸引力部分来自与无风险利率的利差，若市场利率上行，利差收窄将压制估值。此外，11 月 4 日成长板块大幅上行当日，本行业等权指数下跌 0.15%，显示风格切换时红利资产可能首先面临资金流出。

7. 铁路运量受大宗商品需求拖累的风险。铁路运输组的收入与煤炭、金属等大宗商品运量相关，若下游需求走弱，运量下降将直接压制该组收入。该组 2026 年前三季度营收增速中位 2.1%，为三组中唯一正增长，若运量转弱，这一相对优势可能消失。

8. 部分标的区间位置偏高后的回调风险。当前 13 只标的区间位置高于 70%，其中 3 只位于区间最高点，近 20 日涨幅中位 11.55%。在收入端尚未企稳的背景下，若资金面或风格发生变化，高位标的的回调幅度可能大于行业平均。

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

免责声明

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用，且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后，应立即退回并销毁，不得依据本报告内容做出任何投资决策。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn