

高速公路：高股息个股超跌或带来配置机会

2025 年 9 月 24 日

看好/维持

交通运输

行业报告

分析师

曹奕丰 电话：021-25102904 邮箱：caoyf_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480519050005

投资摘要：

➤ 避险需求下降与国债收益率回升导致高速公路板块 6 月以来经历深度调整

高速公路板块是传统的高股息板块，具备业绩稳定，强现金流，高可预测性的特点。24 年以来高速公路股在较长一段时间里跑赢大盘，类债属性导致其估值水平与无风险收益率变化有较大关联，24 年年末和今年 3 月板块的股价快速上行都对应了 10 年期国债收益率的快速下行。

今年 6 月以来，随着市场回暖，大盘持续上涨导致资金避险需求下降，再叠加国债收益率逐步回升，高速公路板块经历了较为深度的调整。我们认为调整后的高速公路板块已经具备了较强的绝对收益配置价值，值得投资者关注。

➤ 高速公路股 A 对 H 溢价率降至 23 年以来较低水平

上市高速公路公司中有部分同时在 A 股和 H 股上市。由于港股投资者更加看重股息率指标，且对股息率有更高的要求，导致同一公司的 H 股股价一般低于 A 股，且股价波动更小。若以 H 股股价作为标尺，A 股与 H 股的价差则成为衡量 A 股高速公路股是否具备较高性价比的常用指标。

高速公路股的 AH 价格差在 23-24 年间呈持续扩大的趋势，但在 25 年下半年明显收窄。这一定程度上可以用类债属性解释，即 23-24 年国内无风险收益率经历了较快的下降，带动 A 股高速公路股股价上行，但港股市场所对应的美债收益率还处于高位，压制了港股高股息资产的表现；而 25 年下半年这一情况有所反转。但也需要看到，虽然当前高速公路 A 股对 H 股的溢价率已经降至 23 年以来的较低水平，但当前国债与美债的收益率差距还明显大于 23 年同期。从这一角度出发，近期高速公路 A 股对 H 股溢价率的大幅收窄，意味着 A 股高速公路股的性价比重新回到一个较高的水平。

➤ 重点个股股息率恢复至 24 年以来的较高水平，股息率与国债收益率差值回到 23 年下半年水平

从比较直接的股息率指标看，由于股价大幅回调，A 股重点高速公路个股的股息率实现了较为显著的提升。包括宁沪、皖通、山高、粤高速这几家分红金额较高且分红比例较稳定的公司，股息率在本轮调整后都回到了 24 年以来的较高水平。

从上市公司股息率与国债收益率的差值方面考虑，可以看到 23 年到 25 年上半年期间两者差值持续收窄，对应的是资金出于避险需求持续增配高股息资产，股价的提升压低了高速公路股的股息率。但 6 月以来随着股价回调，上市高速公司的股息率与国债收益率的差值已经回到 23 年下半年的水平，我们认为已经具备了较强的配置价值。

➤ 投资建议：从绝对收益角度出发，人弃我取的配置思路非常适合高股息个股

高速公路作为弱周期板块，在大盘上行期间较难实现相对收益，但对于绝对收益的投资者来说，在国内降息周期的大环境下，高速公路股所体现的股息率水平已经具备较强的吸引力。

对于业绩稳定，可预测性强的高股息资产而言，人弃我取是非常合理的投资逻辑，随着股价的回调，个股股息率回升，配置高股息个股能够获得更强的安全边际。以 25 年盈利预测估算公司 25 年预期股息率，则部分公司预期股息率已经回升至 5% 以上。若股价继续回调，则股息率还会继续提升，对于追求绝对收益的投资者而言，目前的机会值得重视。

我们建议重点关注皖通、粤高速 A、招商公路等分红比例较高的个股，若对分红金额绝对值的稳定性有较高要求则可关注宁沪高速。

➤ 风险提示：

宏观经济不景气导致车流量不及预期、路网分流导致车流减少、公司分红方案变化等。

目 录

1. 高速公路板块 6 月以来经历深度调整	3
2. 高速公路股 A 对 H 溢价降至 23 年以来较低水平	4
3. 重点个股股息率恢复至 24 年以来的较高水平	6
4. 投资建议：从绝对收益角度出发，人弃我取是高股息配置思路	7
5. 风险提示	8
相关报告汇总	9

插图目录

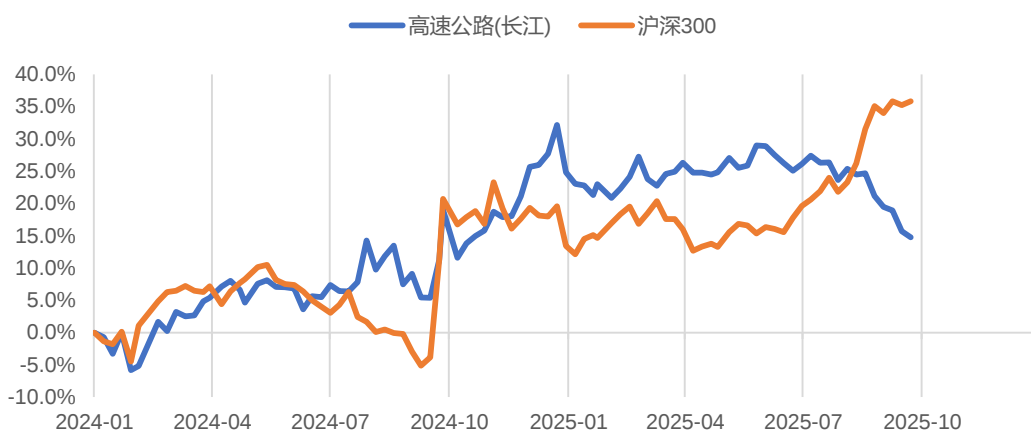
图 1： 6 月以来高速公路板块经历深度调整（以 2024 年初为基准）	3
图 2： 下半年重点个股走势趋同且跌幅较大，股价基本回到去年年中的水平	3
图 3： 类债属性导致高速公路股股价受国债收益率的较大影响	4
图 4： 皖通高速 A 对 H 溢价降至 30% 以下	4
图 5： 宁沪高速 A 对 H 溢价降至 23 年以来的较低水平	4
图 6： 深高速 A 对 H 溢价降至 23 年以来的较低水平	5
图 7： 美元与人民币 10 年期国债收益率对比	5
图 8： 无风险收益率基准的不同导致近两年高股息个股的 A 对 H 溢价中枢呈上升趋势（以宁沪高速为例）	5
图 9： 宁沪高速股息率由 3% 不到回升至 4% 以上	6
图 10： 皖通高速股息率由 3.5% 不到回升至 4.5% 以上	6
图 11： 粤高速 A 股息率由 3.8% 左右回升至 5%	6
图 12： 山东高速股息率由 3.7% 左右回升至 4.8%	6
图 13： 上市公司股息率与国债收益率的差值重新拉开，回到接近 23 年下半年的水平	7
图 14： 9 家高速公路公司分红比例持续高于 50%，5 家持续高于 60%	7
图 15： 19 年以来行业分红比例提升的趋势比较明显	8
图 16： 部分重点公司预期股息率提升	8

1. 高速公路板块 6 月以来经历深度调整

高速公路板块是传统的高股息板块，具备业绩稳定，强现金流的特点。今年下半年以来，高速公路板块经历了一波深度的调整，我们认为调整后的高速公路板块已经具备了较强的绝对收益配置价值，值得投资者关注。

高速公路板块属于弱周期板块。24 年以来，由于我国处于降息周期，且市场避险情绪较强，高速公路板块得益于其较强的业绩稳定性与可预测性，在较长一段时间里跑赢大盘。但今年 6 月以来，随着市场回暖，资金的避险需求下降，叠加国债收益率回升，类债属性的高速公路股经历了较为深度的调整。

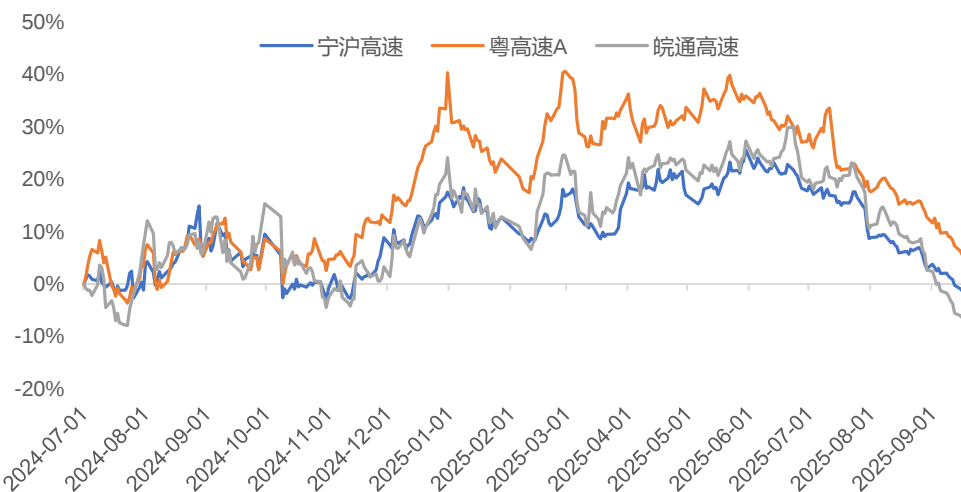
图1：6 月以来高速公路板块经历深度调整（以 2024 年初为基准）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

参考重点个股的走势，可以发现个股走势基本趋同，分别在去年年末，今年 3 月和 6 月左右触及较高点位，后呈现明显下滑。

图2：下半年重点个股走势趋同且跌幅较大，股价基本回到去年年中的水平



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

高速公路股的类债属性导致其估值水平与无风险收益率变化有较大关联，24 年年末和今年 3 月的股价上行都对应了 10 年期国债收益率的快速下行期，6 月以来的下跌则是国债收益率回升和大盘持续上涨导致资金避险需求下降的共同作用。

图3：类债属性导致高速公路股股价受国债收益率的较大影响



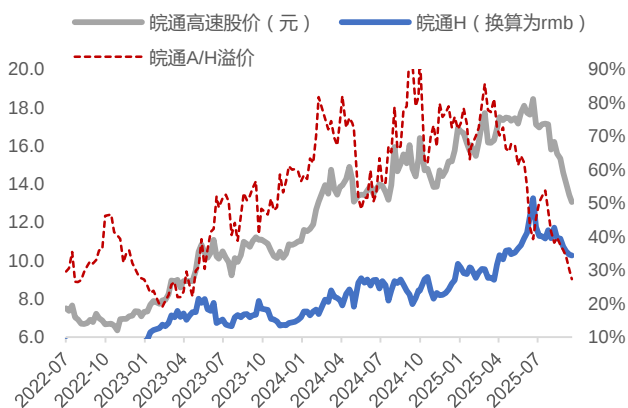
资料来源：同花顺，东兴证券研究所

我们认为本轮高速公路高股息标的的股价已经基本调整到位，相关个股重新具备了较强的绝对收益配置价值，后面我们会从股息率、AH 溢价率等指标出发论述这一观点。

2. 高速公路股 A 对 H 溢价降至 23 年以来较低水平

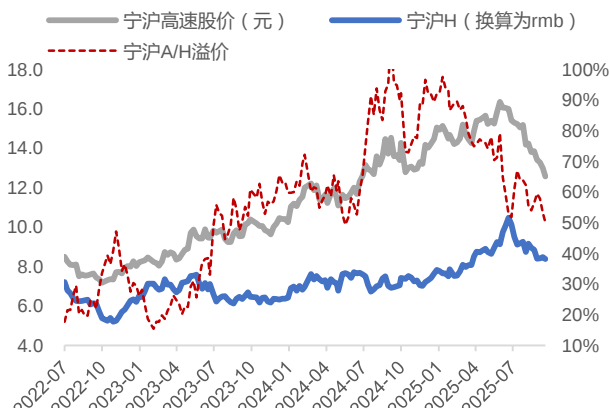
上市高速公路公司中有几家同时在 A 股和 H 股上市。由于港股投资者更加看重股息率指标，且对股息率有更高的要求，导致同一公司的 H 股股价一般低于 A 股，且股价波动更小。若以 H 股股价作为标尺，A 股与 H 股的价差则成为衡量 A 股高速公路股是否具备较高性价比的常用指标。

图4：皖通高速 A 对 H 溢价降至 30%以下



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

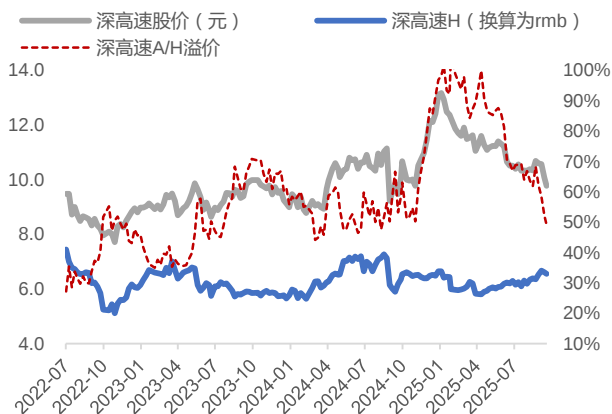
图5：宁沪高速 A 对 H 溢价降至 23 年以来的较低水平



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

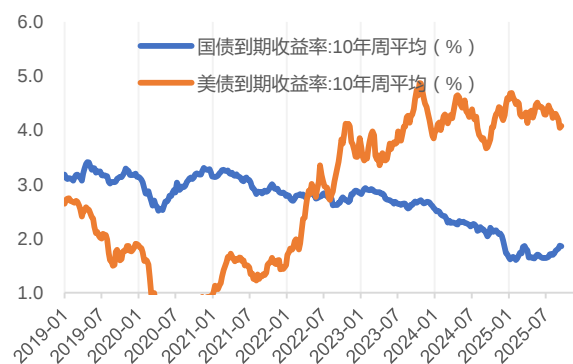
可以看到，高速公路股的 AH 价格差在 23-24 年间呈持续扩大的趋势，但在 25 年下半年明显收窄。这一表现在一定程度上可以用高速公路股的类债属性解释。23-24 年国内无风险收益率经历了较快的下降，带动 A 股高速公路股股价上行，但港股市场所对应的美债收益率还处于高位，压制了港股高股息资产的表现。25 年这一情况有所反转，美国逐步降息，而国债收益率 6 月以来缓慢回升，导致港股高股息标的的表现强于 A 股，价差收窄。

图6：深高速 A 对 H 溢价降至 23 年以来的较低水平



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图7：美元与人民币 10 年期国债收益率对比

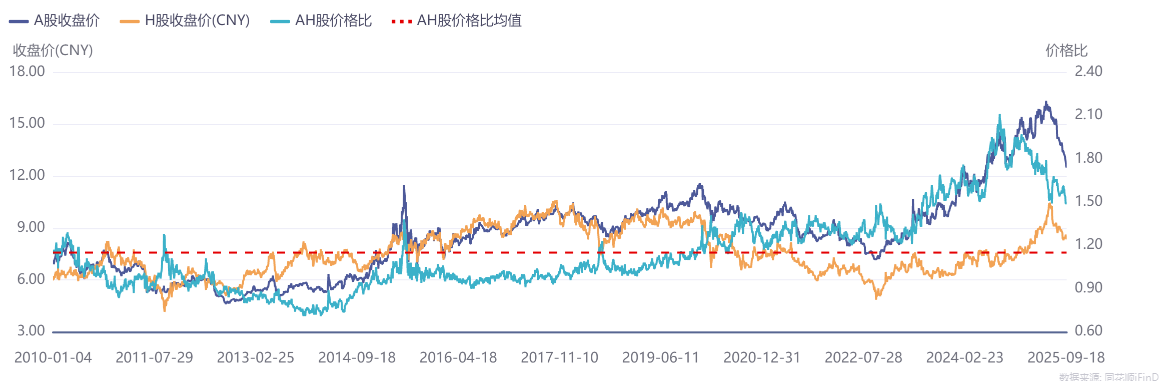


资料来源：同花顺，东兴证券研究所

但也需要看到，虽然当前高速公路 A 股对 H 股的溢价率已经降至 23 年以来的较低水平，但当前国债与美债的收益率差距是明显大于 23 年同期的。拉长来看，以宁沪高速为例可以看到，随着国债收益率的下行和美债收益率的上行，22 年以来宁沪高速 A 股对 H 股的溢价率中枢有较明显的抬升。

从这一角度出发，近期高速公路 A 股对 H 股溢价率的大幅收窄，意味着 A 股高速公路股的性价比重新回到一个较高的水平。

图8：无风险收益率基准的不同导致近两年高股息个股的 A 对 H 溢价中枢呈上升趋势（以宁沪高速为例）

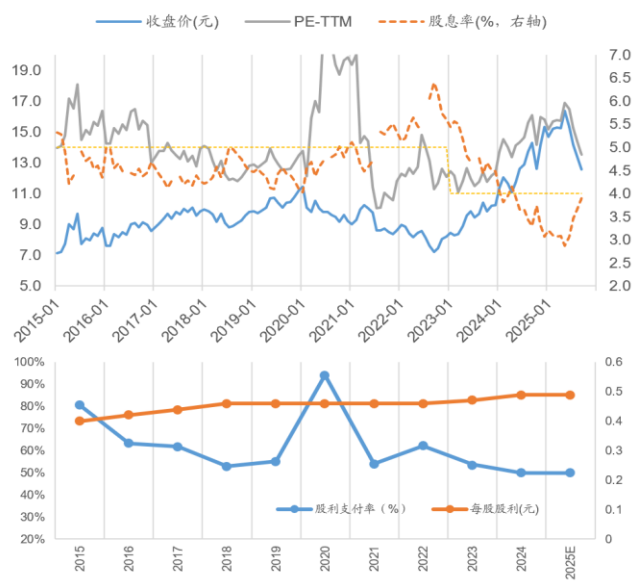


资料来源：同花顺，东兴证券研究所

3. 重点个股股息率恢复至 24 年以来的较高水平

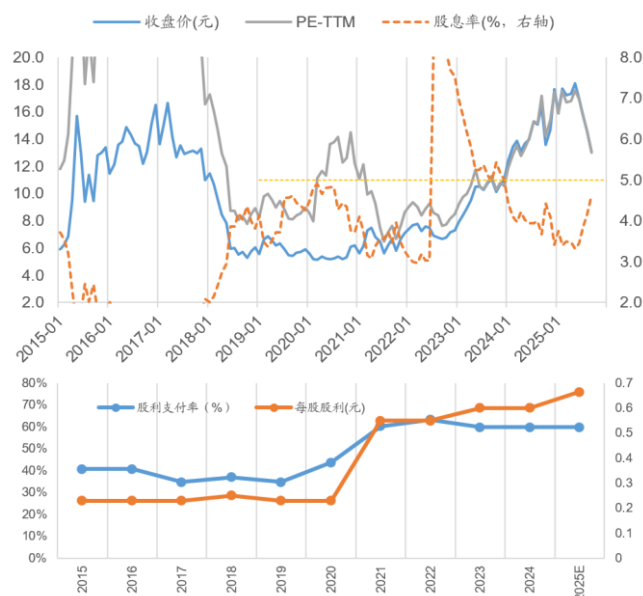
从比较直接的股息率指标看，由于股价大幅回调，A 股重点高速公路个股的股息率实现了较为显著的提升。

图9：宁沪高速股息率由 3%不到回升至 4%以上



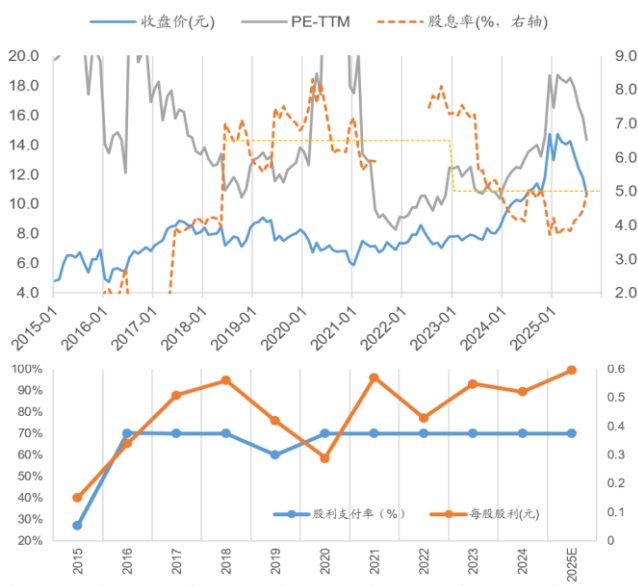
资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图10：皖通高速股息率由 3.5%不到回升至 4.5%以上



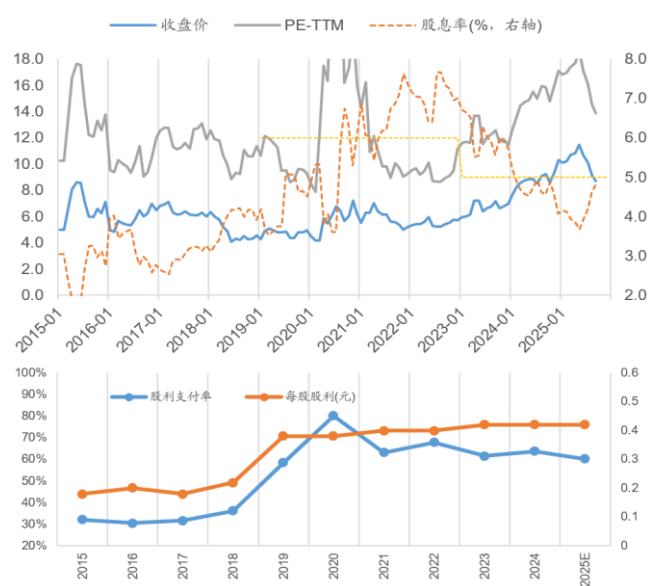
资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图11：粤高速 A 股息率由 3.8%左右回升至 5%



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图12：山东高速股息率由 3.7%左右回升至 4.8%

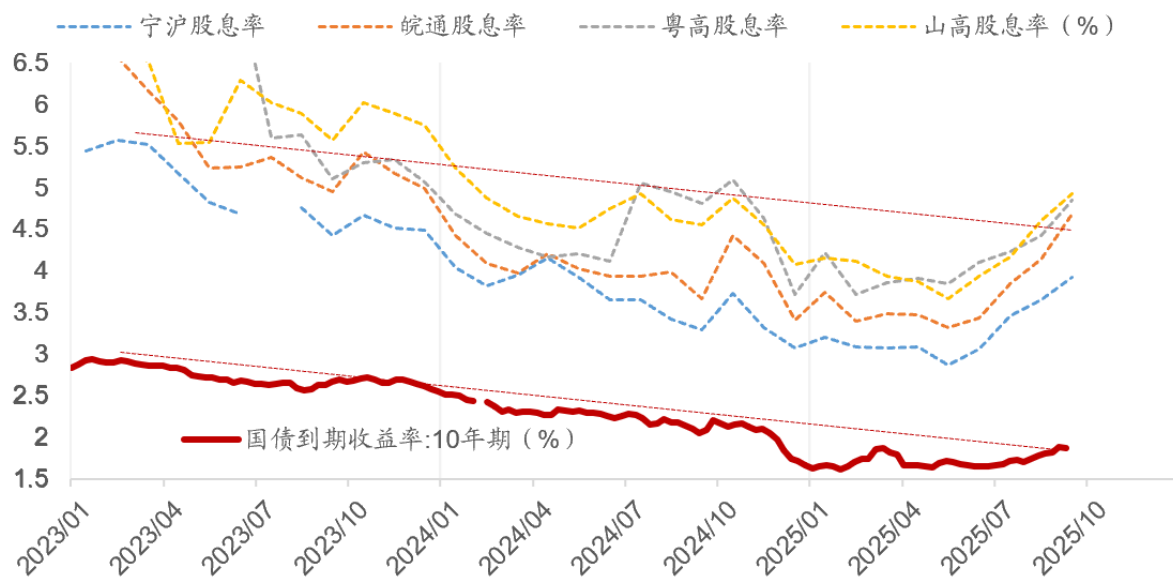


资料来源：同花顺，东兴证券研究所

我们以前一年的实际每股分红除以当日的收盘价计算高股息个股的股息率，可以看到宁沪、皖通、山高、粤高速这几家分红金额较高且分红比例较稳定的公司，股息率在本轮调整后都回到了 24 年以来的较高水平。

从上市公司股息率与国债收益率的差值方面考虑，可以看到 23 年到 25 年上半年期间两者差值持续收窄，对应的是资金出于避险需求持续增配高股息资产，股价的提升压低了高速公路股的股息率。但 6 月以来随着股价回调，上市高速公司的股息率与国债收益率的差值已经回到 23 年下半年的水平，我们认为已经具备了较强的配置价值。

图13：上市公司股息率与国债收益率的差值重新拉开，回到接近 23 年下半年的水平

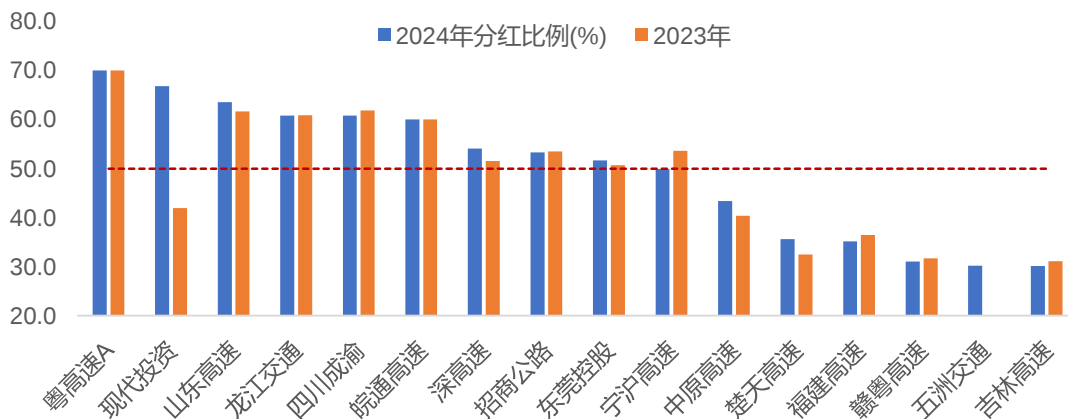


资料来源：同花顺，东兴证券研究所

4. 投资建议：从绝对收益角度出发，人弃我取是高股息配置思路

高速公路作为弱周期板块，在大盘上行期间较难实现相对收益，但对于绝对收益的投资者来说，在国内降息周期的大环境下，高速公路股所体现的股息率水平已经具备较强的吸引力。

图14：9 家高速公路公司分红比例持续高于 50%，5 家持续高于 60%



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

目前来看，高速公路板块整体分红意愿较强，且分红稳定性与可持续性都较为领先，A股标的中，连续2年分红比例高于60%的高速公路公司有5家，连续2年高于50%的则有9家。且从板块历年分红比例的变化可以看出，19年之后行业分红比例的上升趋势是比较明显的。

图15：19年以来行业分红比例提升的趋势比较明显

	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
000429.SZ 粤高速A	35.8	49.2	39.4	40.2	70.2	70.1	70.1	70.1	70.1	70.1	70.1	70.0	70.0
000900.SZ 现代投资	41.6	57.7	12.3	7.1	67.7	17.5	23.6	24.9	46.3	38.9	35.1	42.0	66.8
600350.SH 山东高速	30.7	31.3	36.3	31.2	30.5	32.4	36.1	60.1	89.7	63.1	67.6	61.7	63.5
601188.SH 龙江交通	10.8	30.5	30.4	30.0	30.0	30.2	30.1	57.8	30.3	59.8	60.3	60.9	60.8
601107.SH 四川成渝	20.7	24.2	25.2	24.6	32.1	34.4	36.0	31.1	36.3	18.0	40.1	61.8	60.8
600012.SH 皖通高速	43.6	43.0	44.3	40.7	40.9	35.0	36.9	34.8	41.5	60.2	63.1	60.1	60.0
600548.SH 深高速	41.4	48.5	44.9	47.8	41.0	45.9	45.0	45.4	45.6	51.9	50.0	51.5	54.1
001965.SZ 招商公路						40.2	40.1	40.0	49.2	43.0	52.7	53.5	53.3
000828.SZ 东莞控股	46.8	46.8	44.0	38.2	37.6	29.3	26.8	29.0	28.5	30.2	31.4	50.7	51.7
600377.SH 宁沪高速	77.7	70.7	74.4	80.4	63.2	61.8	52.9	55.2	94.0	55.5	62.2	53.7	49.9
600020.SH 中原高速	43.2	31.3	29.2	31.4	26.4	32.2	30.7	8.9	32.4	30.2	30.4	40.4	43.4
600035.SH 楚天高速	33.4	32.8	29.9	30.4	44.3	39.1	42.8	42.5	34.7	30.5	31.2	32.5	35.7
600033.SH 福建高速	66.8	50.5	45.7	49.8	61.3	50.2	56.1	16.6	60.7	49.6	49.0	36.5	35.2
600269.SH 赣粤高速	30.2	30.4	33.6	49.2	33.8	40.4	20.0	31.5	88.7	31.4	33.6	31.7	31.0
600368.SH 五洲交通	7.9	9.1	0.0	0.0	30.0	34.0	30.3	10.3	30.1	30.2	29.4	20.1	30.2
601518.SH 吉林高速	27.0	26.9	30.5	30.5	30.3	30.3	10.5	0.0	0.0	10.2	0.0	31.1	30.2

资料来源：同花顺，东兴证券研究所

我们认为，对于业绩稳定，可预测性强的高股息资产而言，人弃我取是非常合理的投资逻辑，随着股价的回调，个股股息率回升，配置个股能够获得更强的安全边际。目前，以25年盈利预测估算公司25年预期股息率，则部分公司预期股息率已经提升至5%以上。若股价继续回调，则股息率还会继续提升，对于追求绝对收益的投资者而言，目前的机会值得重视。我们建议重点关注皖通、粤高速A、招商公路等分红比例较高的个股，若对分红金额的稳定性有较高要求则可关注宁沪高速。

图16：部分重点公司预期股息率升至5%以上

	市值（亿元） (A股股价*总股本)	净利润（亿元）			TTM	PE		分红率 (假设)	股息率	
		2024A	2025E	2026E		2025E	2026E		对应2025年	对应2026年
001965.SZ 招商公路	658.8	53.2	56.5	59.4	12.9	11.7	11.1	55.0%	4.7%	5.0%
600377.SH 宁沪高速	629.7	49.5	50.5	52.4	13.6	12.5	12.0	每股0.50元	4.0%	4.0%
600350.SH 山东高速	412.4	32.0	33.8	35.6	12.7	12.2	11.6	60.0%	4.9%	5.2%
600548.SH 深高速	245.4	11.5	15.6	16.9	18.4	15.8	14.5	55.0%	3.5%	3.8%
600012.SH 皖通高速	220.2	16.7	18.8	19.3	12.9	11.7	11.4	60.0%	5.1%	5.3%
000429.SZ 粤高速A	225.4	15.6	17.7	18.0	12.8	12.7	14.1	70.0%	5.5%	5.0%

资料来源：同花顺，东兴证券研究所

5. 风险提示

宏观经济不景气导致车流量不及预期、路网分流导致车流减少、公司分红方案变化等。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	快递 8 月数据点评：反内卷遏制以价换量，通达系单票收入明显回升	2025-09-22
行业普通报告	航空机场 8 月数据点评：供给低增长，客座率环比改善	2025-09-17
行业普通报告	快递 7 月数据点评：反内卷力度超预期，助力价格战逐步缓和	2025-08-21
行业普通报告	航空机场 7 月数据点评：客座率环比略降，静待反内卷政策推进	2025-08-19
行业深度报告	港口行业专题报告：从财务指标出发看港口分红提升潜力	2025-08-02
行业普通报告	快递 6 月数据点评：业务量增速分化明显，关注反内卷后续影响	2025-07-22
行业普通报告	航空机场 6 月数据点评：航司运力投放较为克制，东航客座率逆势抬升	2025-07-17
行业普通报告	快递 5 月数据点评：顺丰增速继续领跑，价格竞争激烈度维持较高水平	2025-06-23
行业普通报告	航空机场 5 月数据点评：客座率维持高水平，旺季弹性初步体现	2025-06-18
行业深度报告	交通运输行业 2025 年中期投资展望：重视周期底部行业的价格弹性	2025-06-12
公司普通报告	中通快递-W (02057.HK)：价格竞争导致 Q2 盈利承压，下半年有望逐步修复	2025-09-12
公司普通报告	皖通高速 (600012.SH)：收入稳健增长，下半年重点关注宣广车流恢复	2025-08-29
公司普通报告	圆通速递 (600233.SH)：价格战导致盈利小幅下降，成本端优化明显	2025-08-28
公司普通报告	越秀交通基建 (01052.HK)：平临高速贡献利润增量，折旧摊销增长在预期内	2025-08-19
公司普通报告	中通快递-W (02057.HK)：价格战导致收入端承压，份额增长依旧是经营重心	2025-05-22
公司普通报告	圆通速递 (600233.SH)：盈利短期承压，优化服务提升长期竞争力	2025-05-06
公司普通报告	皖通高速 (600012.SH)：业绩略超预期，路产收购及宣广改扩建完成带来 25 年业绩增量	2025-04-05
公司普通报告	越秀交通基建 (01052.HK)：平临高速将增厚 25 年业绩，收费权摊销略高于预期	2025-03-17

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

曹奕丰

复旦大学数学与应用数学学士，金融数学硕士，9 年投资研究经验，2015-2018 年就职于广发证券发展研究中心，2019 年加盟东兴证券研究所，专注于交通运输行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（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）：
以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（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）：
以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦23层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526