

## 龙洲股份(002682)/汽车服务

## 稳定增长估值合理, 向上期权大

**评级: 增持(首次)**

市场价格: 14.91

目标价格:

分析师: 黄诗涛

执业证书编号: S0740517010006

Email: huangst@r.qlzq.com.cn

分析师: 房大磊

执业证书编号: S0740517020006

Email: fangdl@r.qlzq.com.cn

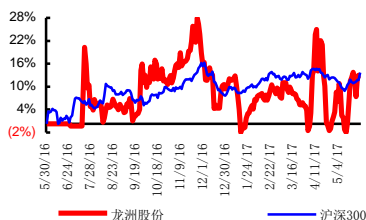
联系人: 张璇

电话: 021-20315169

Email: zhangyan@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	375
流通股本(百万股)	193
市价(元)	14.91
市值(百万元)	5,590
流通市值(百万元)	2,871

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**
**公司盈利预测及估值**

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,462	2,378	4,837	5,657	6,552
增长率 yoy%	8.85%	-3.42%	103.42%	16.95%	15.83%
净利润	45	50	200	254	302
增长率 yoy%	117.43%	12.35%	298.34%	26.89%	18.94%
每股收益(元)	0.12	0.13	0.53	0.68	0.81
每股现金流量	0.23	-0.28	0.59	1.48	0.86
净资产收益率	3.28%	3.61%	12.44%	14.43%	15.56%
P/E	121.48	108.12	27.95	22.00	18.50
P/B	3.99	3.90	3.34	3.05	2.77

**投资要点**

- **发展战略明确, 以物流为主线, 相关多元化再获稳定成长:** 公司传统业务是福建地区的汽运和汽配销售等。2015年伊始, 公司通过收购进军了沥青贸易物流、码头运营、油气销售等新领域。依据我们的盈利预测, 公司所收购资产质地好、资质强、竞争力优良, 未来将为龙洲开启广阔发展空间。
- **沥青业务有望继续超预期, 千亿市场成长空间大。** 2017年完成收购的兆华是华北最大的沥青贸易及服务商。兆华 2016 年超额完成业绩承诺, 且承诺 2017、2018 年净利润不低于 **1.05 亿元、1.25 亿**; 我们认为未来几年公司业绩较大可能超承诺, 一方面龙洲股份根据超额利润情况对兆华领先高管有 25-35% 的奖励, 同时兆华领先具备独特竞争优势:

**第一, 兆华具有独家的特种箱沥青运输技术和牌照, 极大降低了沥青的远距运输、仓储成本, 是兆华的核心竞争力。**兆华 2015 年销量约 40 万吨, 2016 年销量已接近 60 万吨, 增长极快; **2017 年继续大量采购集装箱, 也显示出旺盛的增长势头。**

**第二, Mai 沥青网意在聚拢占行业绝对多数的中小买卖家, 有望能够通过庞大的网上撮合交易量为线下综合服务提供入口流量。**沥青行业年需求量 3000 万吨, 近千亿市场, 市场分散(兆华当前市占率不足 5%), 但是行业线上整体撮合交易量较大, 且还在快速增长。

**第三, 重点布局区域(京津冀、新疆、福建)的潜在增量可观。**

京津冀是兆华的传统市场, 我们测算 10 年内沥青需求量达到年均 100 万吨以上, 按当前价格, 每年市场规模增量 26 亿以上。**新疆重交沥青供需矛盾突出, 运距长, 非常适合兆华发展。**疆内 2017 年固定资产投资计划总额 1.5 万亿, 主要投向交通等基础设施。与此同时在龙洲股份协同下, 兆华正在规划快速拓展福建市场。

- **其余业务资产优良、经营稳健。**根据收购业务(码头、油气、客车等)的盈利承诺, 预计未来 2 年整体可实现小幅增长。
- **管理层利益绑定, 动力十足。**持股计划涉及 **399** 人, 持股总数约为 1135 万股, 占总股本 3.03%, 持股均价为 **10.58 元/股**, 将于 2020 年 3 月解禁。
- **公司以物流为主线多元化, 主要资产中长期能够稳定增长, 短期业绩承诺筑底, 沥青业务线上线下融合是爆发期权。**我们预计公司 2017-2019 年的归母净利润为 **2.00 亿、2.54 亿、3.02 亿元**, EPS 分别为 **0.53 元、0.68 元、0.81 元**, 按照当前股价对应 **27.21、21.20、17.80 倍 PE**, 给予“增持”评级。短期来看, 雄安、新疆、福建等区域主题对公司估值也有正面影响。
- **风险提示: 宏观经济风险, 基建大幅低于预期**

## 内容目录

高民营化福建汽运龙头，多元化业务再塑成长性.....	- 4 -
福建汽运龙头，深耕交运产业链多年 .....	- 4 -
公司民营程度较高，拓展多元化业务再塑成长性 .....	- 4 -
收购兆华领先，沥青物流体系显著贡献利润.....	- 5 -
兆华领先是华北沥青综合服务龙头 .....	- 5 -
线下业务能力处于行业领先 .....	- 6 -
拓展线上电商平台业务，有望重塑沥青贸易模式 .....	- 8 -
沥青市场广袤，技术优势将助力兆华新市场拓展 .....	- 9 -
兆华将受益京津冀一体化进程及雄安新区建设 .....	- 10 -
汽运等其它业务经营稳中有进.....	- 12 -
业务一（武夷运输）：汽车客运及站务服务业务盈利能力有望企稳 .....	- 12 -
业务二（龙洲物流）：货运物流业务营业收入有望稳步回升 .....	- 13 -
业务三（新宇汽车）：汽车业务保持稳定，参股中汽宏远贡献新增长 .....	- 13 -
业务四（岩运石化，天和能源）：油气销售稳中有升，新气站将贡献利润 .....	- 14 -
业务五（中植物流）：收购中植物流，新增稳定盈利点 .....	- 15 -
大力推动员工持股，凸显企业发展信心 .....	- 16 -
员工持股力度大、覆盖广，为公司未来发展注入动力 .....	- 16 -
业绩预测及投资建议 .....	- 16 -
风险提示.....	- 18 -

## 图表目录

图表 1：公司营业收入情况（亿元） .....	- 4 -
图表 2：公司净利润情况（亿元） .....	- 4 -
图表 3：2016 年公司各项业务营收占比 .....	- 4 -
图表 4：2016 年公司各项业务毛利占比 .....	- 4 -
图表 5：公司股权结构（2017Q1） .....	- 5 -
图表 6：公司主要业务结构图 .....	- 5 -
图表 7：沥青供应一站式解决方案 .....	- 5 -
图表 8：兆华领先三大主要业务 .....	- 5 -
图表 9：兆华领先主要业务收入（单位：万元） .....	- 6 -
图表 10：收购前兆华领先股权结构和产权控制关系 .....	- 6 -
图表 11：特种集装箱装卸方式 .....	- 7 -
图表 12：特种集装箱运输方式 .....	- 7 -
图表 13：兆华领先综合物流成本对比情况 .....	- 7 -
图表 14：兆华领先沥青集装箱数量和运量 .....	- 7 -

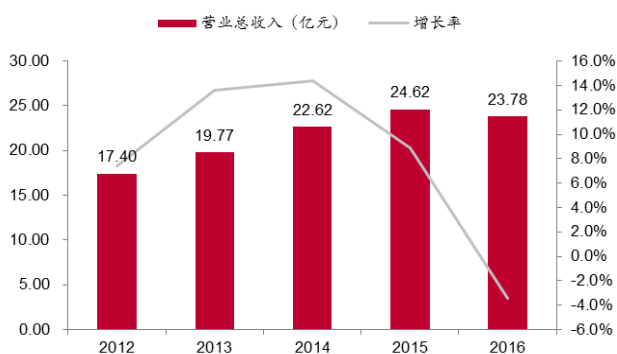
图表 15: 兆华领先库区情况 .....	- 8 -
图表 16: 2015 年兆华领先前五大供应商情况 .....	- 8 -
图表 17: 2016Q1-Q3 兆华领先前五大供应商情况 .....	- 8 -
图表 18: Mai 沥青网商业模式 .....	- 9 -
图表 19: 兆华领先沥青销售量 .....	- 9 -
图表 20: 京津冀一体化政策不断落地 .....	- 10 -
图表 21: 沥青需求测算假设 .....	- 11 -
图表 22: 沥青需求总量测算 .....	- 11 -
图表 23: 福建省“十三五”期间新增铁路规划表 .....	- 12 -
图表 24: 汽车客运及站务服务营收情况 (亿元) .....	- 13 -
图表 25: 汽车客运及站务服务毛利率 .....	- 13 -
图表 26: 货运运输营收情况 .....	- 13 -
图表 27: 货运运输毛利率 (%) .....	- 13 -
图表 28: 汽车与配件销售及维修营收情况 .....	- 14 -
图表 29: 汽车与配件销售及维修毛利率 .....	- 14 -
图表 30: 成品油及天然气销售营收情况 .....	- 15 -
图表 31: 成品油及天然气销售毛利率 .....	- 15 -
图表 32: 中桩物流码头地理区位优势 .....	- 16 -
图表 33: 公司员工持股力度大、覆盖面广 .....	- 16 -
图表 34: 龙洲股份各项业务盈利分拆 (收购业务按盈利承诺) .....	- 17 -

## 高民营化福建汽运龙头，多元化业务再塑成长性

### 福建汽运龙头，深耕交运产业链多年

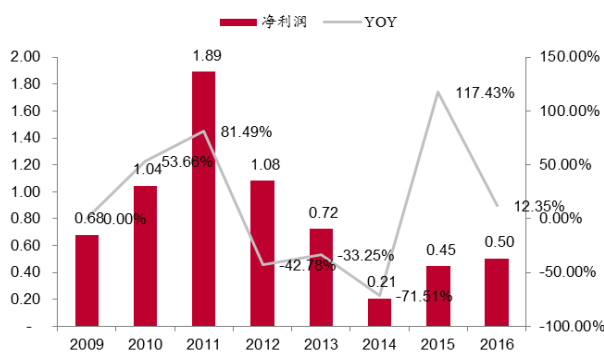
- 龙洲股份于 2003 年在福建省汽运总公司整体改制的基础上组建而成，并于 2012 年在深交所上市，坚持“以汽车客运、货运物流为双核心，适度延伸产业链”的立体化发展战略。主要传统业务包括汽车客运及客运站经营、货运物流及与之相关的汽车、配件销售及维修、油气销售等。

图表 1：公司营业收入情况（亿元）



来源：公司公告，中泰证券研究所

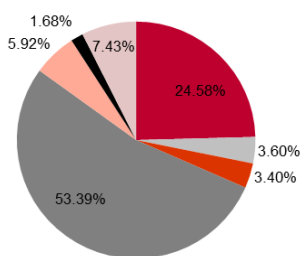
图表 2：公司净利润情况（亿元）



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 3：2016 年公司各项业务营收占比

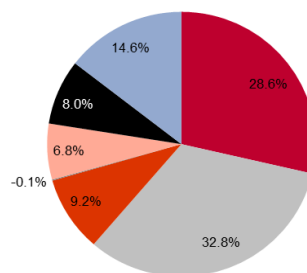
■ 汽车客运及站务服务 ■ 货运物流 ■ 港口码头服务  
■ 汽车制造、销售及服务 ■ 成品油及天然气销售 ■ 商业保理  
■ 其他



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 4：2016 年公司各项业务毛利占比

■ 汽车与配件销售及维修 ■ 汽车客运及站务服务 ■ 石油销售  
■ 货运运输 ■ 港口码头服务 ■ 商业保理  
■ 其他业务



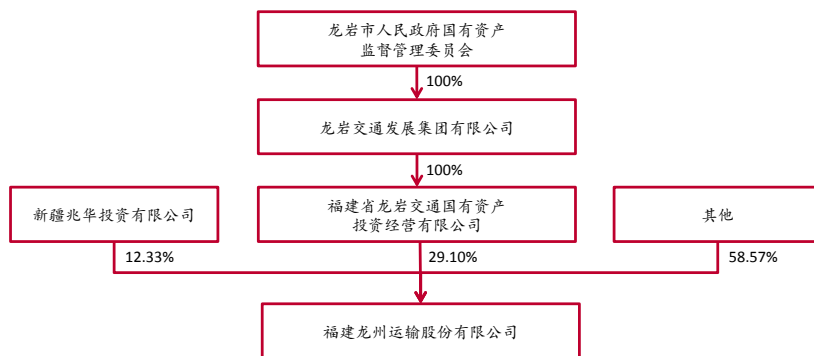
来源：公司公告，中泰证券研究所

### 公司民营程度较高，拓展多元化业务再塑成长性

- 民营资本占比较高的地方国企，积极切入产业链相关领域。交通国投为上市公司控股股东，持有上市公司 29.10% 的股权，交发集团持有交通国投 100% 股权，龙岩市国资委持有交发集团 100% 股权，龙岩市国资委为上市公司实际控制人。

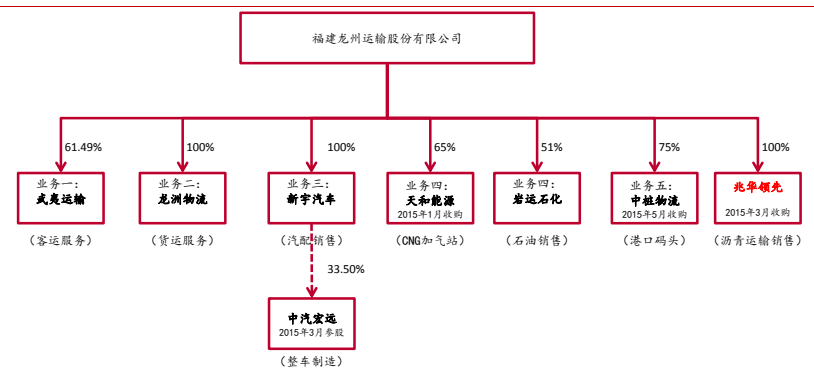
公司在 90 年代就引入民营资本，市场化经营程度较高，大股东交通国投赋予公司高度自主权。因而公司在主营业务增速趋缓的情况下，大刀阔斧进行并购，积极拓展产业链相关领域业务，为公司重塑成长性。

**图表 5：公司股权结构 (2017Q1)**



来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 6：公司主要业务结构图**



来源：中泰证券研究所

## 收购兆华领先，沥青物流体系显著贡献利润

兆华领先是华北沥青综合服务龙头

- 2017 年龙洲股份对价 12.4 亿收购兆华领先，重组后兆华投资持有公司 12.33% 的股权。兆华领先以沥青集装箱运输、租赁为特色，业务范围涵盖沥青贸易、沥青集装箱、沥青仓储、沥青加工、电子商务等领域。2016 年公司沥青进口量在全国排名前十，是华北最大的沥青贸易及服务商。

**图表 7：沥青供应一站式解决方案**



来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 8：兆华领先三大主要业务**



来源：公司公告，中泰证券研究所

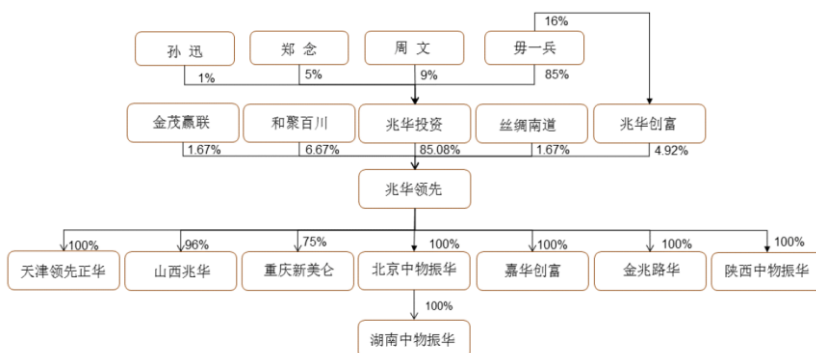
图表 9: 兆华领先主要业务收入 (单位: 万元)

单位: 万元	2014年		2015年		2016年1-9月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
沥青业务	103,016	94%	125,746	90%	77,769	83%
基质沥青	71,825	65%	70,439	50%	41,538	45%
改性沥青	31,191	28%	55,307	39%	36,231	39%
物流运输	6,879	6%	14,201	10%	14,769	16%
其他业务	18	0%	377	0%	774	1%
合计	109,913	100%	140,324	100%	93,312	100%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 根据兆华领先内部架构设置, 嘉华创富为海外沥青的采购及融资主体, 天津领先正华主要承担兆华领先的改性加工业务, 北京中物振华为兆华领先主要的对外沥青贸易竞标投标主体, 山西兆华、陕西中物振华等为区域性的贸易业务主体, 而物流业务主要由兆华领先(母公司)统筹安排完成, 金兆路华通过建立“Mai 沥青”网拓展电子商务领域。

图表 10: 收购前兆华领先股权结构和产权控制关系



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

### 线下业务能力处于行业领先

- 特种集装箱物流服务优势明显。沥青集装箱是由兆华领先自主研发的一种创新的特种罐式集装箱。通过集装箱运输可以保持运输载体不变, 降低能源与物资损耗, 全程封闭, 保证沥青品质, 流通环节少, 有效降低物流成本, 并配备 GPS 全称监控。

特种集装箱收费模式为成本加成模式, 即根据整条线路的运营成本附加一定利润得到最终的运费价格。相比传统物流, 特种集装箱运输可以便宜 40%以上 (900 公里的运输, 特种集装箱 370 元/吨, 传统集装箱 535 元/吨), 且能够有效保证产品质量, 提高运输半径。成本端运费、集装箱折旧与其他费用分别约为特种集装箱物流业务成本的 89%、7%、4%。

**图表 11：特种集装箱装卸方式**


来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 12：特种集装箱运输方式**


来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 13：兆华领先综合物流成本对比情况**
**兆华领先综合物流成本对比情况**

兆华特种集装箱模式	传统罐车运输模式
原料成本	原料成本
改性加工费	改性加工费
运输成本：普通海船+汽车+铁路	运输成本：沥青海船+公路罐车+铁路罐车
仓储成本：无需进库	仓储成本：2次进库
燃料成本：可选择燃料或电加热两种方式	燃料成本：沥青船、港口库、中转库 3次加热
装卸费：1次装卸	装卸费：5次装卸
损耗残留：整箱铅封 1次装卸（约 0.1%）	损耗残留：散装运输 5次倒运（每次约 0.3%）

来源：公司公告，中泰证券研究所

兆华领先的特种沥青集装箱数量增长迅速，将大幅提高运力水平。2013年，兆华领先仅有沥青集装箱 312 只，2014 年增加至 910 只，2015 年增加至 1312 只，2016 年 3 月又通过合作方式新增 300 只集装箱的运力。兆华领先 2014 年集装箱物流运量约为 3.8 万吨，2015 年集装箱物流运量增长至约 16.3 万吨，其余运量为普通沥青物流方式进行，2016 年预计沥青集装箱全年运量约为 25 万吨。

**图表 14：兆华领先沥青集装箱数量和运量**

	2013	2014	2015	2016
沥青集装箱数量（只）	312	910	1312	1612
集装箱物流运量（万吨）		3.8	16.3	25

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 沥青的仓储与改性加工服务。**兆华领先目前在天津设有库区，天津、山西租赁库区，仓储业务主要是对内部单位的仓储业务，只有少量的外部单位仓储服务。天津领先正华库区占地 5 万平方米，厂房、办公区域和仓库面积 5,328.84 平方米，库容为基质沥青 16,000 立方米，改性沥青 1,600 立方米，拥有加工能力为 1,000 吨/日的改性加工设备；天津港航库区向天津北方港航石化码头有限公司长期租赁 8 个沥青储罐，其中 4,000 立方米储罐 2 个，1,600 立方米储罐 6 个，合计存储量 17,600.00 立方米。兆华领先的改性沥青加工环节，通常分为三种方式：以自有的改性生产线进行改性加工；以长期租赁的改性生产设备进行加工；在客

户项目现场附近的委托加工。但上述三种加工方式综合毛利率呈逐渐下降态势，而应对需求的灵活程度呈现逐渐上升的态势。

**图表 15：兆华领先库区情况**

库区	库容	设备
天津领先正华库区	基质沥青16,000立方米，改性沥青1,600立方米	1,000吨/日的改性加工设备，通过专用沥青管线
天津港航库区	长期租赁8个沥青储罐，其中4,000立方米储罐2个，1,600立方米储罐6个，合计存储量17,600.00立方米	1,400吨/日的改性及乳化加工设备
山西兆华库区	库容12,000立方米	1,000吨/日的改性加工设备
湖南海丰库区	每年利用该库区入库沥青不少于30,000吨	

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 沥青产品贸易业务。**兆华领先基质沥青主要来源于国内各大炼厂与国外炼厂，直接销售给终端客户用于道路施工时下层铺建或用于生产改性沥青。中石化、中海油、中石油作为国内沥青主要供应商，兆华领先与其拥有十多年的合作关系；进口沥青方面，主要供应商为壳牌石油、韩国SK等，兆华领先是韩国SK的重要代理商与合作伙伴。目前韩国SK专为兆华领先改造了一条沥青生产线，专门用于特种集装箱的对接使用。

**图表 16：2015 年兆华领先前五大供应商情况**

名称	2015 年度	
	采购金额 (万元)	占采购总额的比例
韩国 SK	58,155.98	52.44%
壳牌沥青有限公司 (镇江、西安)	8,452.00	7.62%
BilseaintlPteLtd.	8,003.42	7.22%
中国石化炼油销售	6,931.60	6.25%
营口永特石化有限公司	5,967.66	5.38%
小计	87,510.65	78.91%

来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 17：2016Q1-Q3 兆华领先前五大供应商情况**

名称	2016 年 1-9 月	
	采购金额 (万元)	占采购总额的比例
韩国 SK	30,255.14	50.72%
中国石化炼油销售	7,321.19	12.27%
山东京博石油化工有限公司	3,698.52	6.20%
天津乐金渤天化学有限责任公司	3,195.98	5.36%
山东华特知新化工有限公司	2,963.46	4.97%
小计	47,434.30	79.52%

来源：公司公告，中泰证券研究所

### 拓展线上电商平台业务，有望重塑沥青贸易模式

- 兆华领先下设沥青垂直贸易电商平台“Mai 沥青”网**，包括沥青自营（买方会员发布求购沥青信息，金兆路华获取该信息后与买方会员签订沥青买卖合同，赚取沥青买卖差）和沥青综合服务（目前为免费提供信息发布服务）。沥青自营业务 2016 年 1-9 月共完成业务量约 4.03 万吨，平均每吨毛利约 40.58 元，1-11 月已签合同业务量约 9.94 万吨，实际完成供货约 7.34 万吨。

沥青下游需求广泛，贸易市场体量较大，但是中小客户占据市场比例较高，“Mai 沥青”网的设立能够较好解决供需双方的明显痛点：对于中小客户来说，提升了沥青价格的透明度、增强了客户对于沥青产品质量的把控能力；对于供给端的炼化厂而言，扩大了下游渠道、稳定了客户需求。我们认为，借助兆华领先在沥青贸易领域的龙头地位，未来“Mai 沥青”网的发展将值得期待。



图表 18: Mai 沥青网商业模式

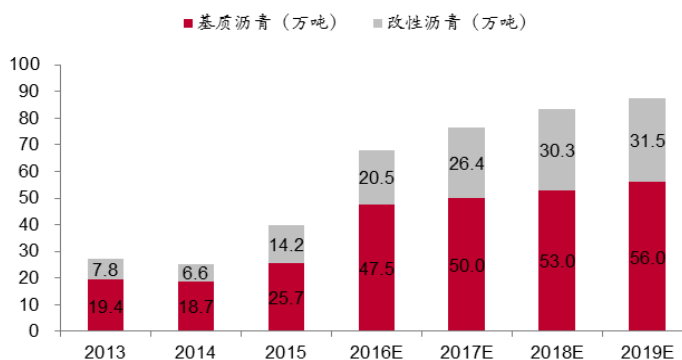


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

### 沥青市场广袤, 技术优势将助力兆华新市场拓展

- 2014 年沥青销售量约为 25.31 万吨, 2015 年沥青销售量约为 39.92 万吨, 2016 年截至 6 月, 已签订合同量超过 40 万吨, 全年预计总销售量超过 65 万吨。2015 年我国石油沥青的表现消费量为 3,681.95 万吨, 按照兆华领先 2015 年全年的沥青销量约 39.92 万吨计算, 市场占有率仅为 1.08%; 而兆华领先 2016 年的销量已经接近 60 万吨, 增长极快。我们相信, 依托于兆华领先特种沥青集装箱物流模式, 以及完善的仓储、加工和物流产业链的专业化优势, 公司未来发展空间巨大。

图表 19: 兆华领先沥青销售量



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 新业务区域拓展稳健, 新增市场将逐渐带来业绩增长。公司借助自身技术、运输成本优势, 积极开拓市场。在“一带一路”大潮中, 新疆、西亚等国均有大量潜在交通运输基础设施建设需求, 沥青贸易市场空间广阔; 新疆重交沥青供需矛盾突出, 运距长, 非常适合兆华发展。疆内固定资产投资计划增长 50%, 主要投向交通等基础设施。疆内仅 2 家炼厂, 但品质略差, 重交沥青需要疆外输入。公司积极布局新疆区域, 力求将自身沥青全产业链业务通过自身特殊物流模式, 进一步扩大服务半径。我们认为新疆区域将成为公司沥青贸易明显的业绩增长点。

公司借助龙洲股份福建省国企的资源优势，开始积极开拓福建市场。我们相信兆华领先也将受益于福建“十三五”期间交通设施的大发展浪潮。

- **兆华领先管理专业且激励到位：**兆华领先已经构建了一支高学历、专业、稳定的团队。核心团队拥有极为丰富的沥青行业从业经历。兆华领先的员工持股平台在龙洲股份收购过程中参与了配套募资，拥有上市公司的股权；同时龙洲股份对兆华领先的主要管理人员和核心技术人员有超额业绩奖励安排，超额完成业绩承诺将有奖励。公司经营层面、业务层面均具有极强动力和积极性。

#### 兆华将受益京津冀一体化进程及雄安新区建设

- 2015年4月，国务院通过了《京津冀协同发展规划纲要》推动京津冀协同发展是一个重大国家战略，核心是有序疏解北京非首都功能，要在京津冀交通一体化、生态环境保护、产业升级转移等重点领域率先取得突破。这意味着，经过一年多的准备，京津冀协同发展的顶层设计基本完成，推动实施这一战略的总体方针已经明确。

**图表 20：京津冀一体化政策不断落地**

时间	事件
2014年2月	习近平主持召开座谈会，京津冀系统发展上升为国家战略
2015年4月	《京津冀协同发展规划纲要》通过审议
2015年5月	《关于加强京津冀人大协同立法的若干意见》出台
2015年11月	《京津冀协同发展交通一体化规划》出台
2016年2月	《十三五京津冀国民经济和社会发展规划》出台
2016年6月	《京津冀产业转移指南》发布
2016年11月	《京津冀城际铁路规划网》出台
2017年2月	《推进通武廊战略合作发展框架协议》发布
2017年4月	雄安新区设立

来源：中泰证券研究所

- 交通运输方面，根据《京津冀协同发展交通一体化规划》，京津冀地区将以现有通道格局为基础，着眼于打造区域城镇发展主轴，促进城市间互联互通，推进“单中心放射状”通道格局向“四纵四横一环”网络化格局转变。根据《规划》，到2020年，多节点、网格状的区域交通网络基本形成，城际铁路主骨架基本建成，公路网络完善通畅，港口群机场群整体服务、交通智能化、运营管理力争达到国际先进水平，基本建成安全可靠、便捷高效、经济适用、绿色环保的综合交通运输体系，形成京津石中心城区与新城、卫星城之间的“1小时通勤圈”，京津保唐“1小时交通圈”，相邻城市间基本实现1.5小时通达。到2030年形成“安全、便捷、高效、绿色、经济”的一体化综合交通运输体系。
  - **高速公路：**“十三五”期间，河北省将加大交通基础设施建设，加快京津冀地区交通互联互通，到2020年，河北省高速公路通车总里程将增加**3000公里**，达到9000公里，增长50%。2016年河北省高速公路建设计划完成投资333亿元，河北省高速公路通车总里程将达到6500公里，按照每公里1.2亿元的造价计算，预计河北省未来四年将高速公路方面的投资额将达到3000亿元。2017年天津市交通运输工作会议上决定，今年天津将加快推动综合交通运输体

系建设，建成开通唐廊高速天津段一期、津汉高速、津港高速二期等 3 条（段）高速公路，同时多举措大力推进京津冀交通一体化。

➤ **高速铁路：**到 2020 年前实施北京至霸州铁路、北京至唐山铁路、北京至天津滨海新区铁路、崇礼铁路、廊坊至涿州城际铁路、首都机场至北京新机场城际铁路联络线、环北京城际铁路廊坊至平谷段、固安至保定城际铁路、北京至石家庄城际铁路等 9 个项目，总里程约 **1100 公里**，初步估算投资约 2470 亿元。

■ **基于区域内交通基础设施建设密度增长的沥青需求测算：**依据京津冀一体化目标，交通网络基础设施建设是京津冀一体化的基础，主要工程将在中期规划的前 5-10 年完成。我们假设区域内交通设施建设将在 **5-10 年内**达到或超过当前长三角水平。**沥青与交通运输基础设施建设息息相关**，我们对区域内交通基础设施建设密度增长的沥青需求测算如下：

图表 21：沥青需求测算假设

测算关键假设		
	假设	沥青用量（吨）/km
一般公路	平均4车道；50%采用沥青路面	600
高速公路	平均6车道；全部采用沥青路面	1000

来源：中泰证券研究所

图表 22：沥青需求总量测算

交通运输需求总量测算	京津冀	长三角	公里数差距	预期中期规划新增	中期沥青需求（万吨）
总人口（亿人）	1.114	1.593			
土地面积（万平方公里）	21.6	21.3			
人口密度（人/平方公里）	<b>516</b>	<b>748</b>			
	其中：北京 1323 天津 1298 河北 396	其中：上海 3432 江苏 777 浙江 532			
公路密度（公里/百平方公里）	<b>103.3</b>	<b>135.7</b>	69935	20000	600
	其中：北京 133.5 天津 139.3 河北 98.4	其中：上海 187.6 江苏 154.8 浙江 113.3			
高速公路密度（公里/百平方公里）	<b>3.9</b>	<b>4.3</b>	896	4000	400
	其中：北京 6.1 天津 9.2 河北 3.0	其中：上海 9.9 江苏 4.2 浙江 3.6			
<b>交运沥青增量需求测算（万吨）</b>					<b>1000</b>

来源：中泰证券研究所

■ 根据测算，我们认为 10 年内雄安建设及京津冀一体化进程保守估计将拉动超过 1000 万吨的沥青需求增量，**平均每年 100 万吨左右**。目前重交沥青除税单价 2200 元/吨和 SBS 改性沥青单价 3000 元/吨，依据均价 2600 元/吨计算，**市场增量空间约为 26 亿元/年**；兆华借助其技术优势和在京津冀市场的多年耕耘，将明显受益区域内增量。

## 汽运等其它业务经营稳中有进

### 业务一（武夷运输）：汽车客运及站务服务业务盈利能力有望企稳

- 子公司**武夷运输**是福建省汽车客运的龙头企业，公司的经营业务主要分布在福建省龙岩、南平两个三省交通要冲地区，截至 2016 年 12 月 31 日，公司拥有营运车辆 3111 台，其中班线客运车辆 1,608 辆、旅游车 121 辆、出租车 846 辆、公交车 536 辆；拥有客运班线 851 条，班线覆盖闽西、闽北城乡和省内各主要城市，并向广东、广西、浙江、江西等地辐射。

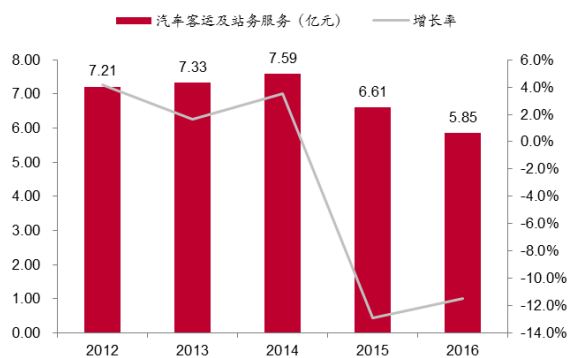
近年因受城际高速铁路分流客源、私家车猛增等因素的持续影响，公司的传统汽运业务出现一定程度的下滑。根据我们统计，从 2012 年至今，福建省内新增重要高铁、城铁已达 5 条，其中 2012 年开通的龙厦铁路，2015 年的合福铁路均明显分流龙岩、南平区域内客源。与此同时福建省“十三五”规划中，仍有较多铁路项目即将建成或开工，其中福平铁路（2019 通车）、浦梅铁路（2019 通车）、南三龙铁路（2017 通车）等仍将途经龙岩，我们预计高铁建成通车对区域内客运业务的影响仍将持续。

图表 23：福建省“十三五”期间新增铁路规划表

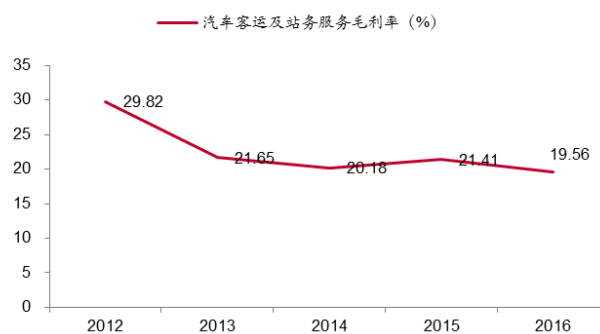
序号	项目名称	项目所在地	建设内容及规模	建设年限	主要工作进度目
1	福平铁路	跨地市	时速250公里，线路长度约88.5公里。	2013-2019	建成通车
2	南三龙铁路	跨地市	设计时速200公里，线路长度约247公里，国铁Ⅰ级双线电气化	2013-2017	建成通车
3	衢宁铁路	跨地市	时速160公里，全线长382.2公里，福建境内长172公里。	2014-2019	建成通车
4	浦梅铁路（建宁至冠豸山段）	龙岩市	拟按国铁Ⅰ级，单线，时速160公里标准设计建设。线路全长	2016-2019	建成通车
5	兴国至泉州铁路（福建段）	跨地市	拟按国铁Ⅰ级，单线，时速160公里标准设计建设。全线长约498公里，其中福建段线路长约374公里。	2016-2020	建成通车
6	福厦铁路客运专线	跨地市	拟按客专时速350公里标准建设。线路全长约290公里。	2016-2020	建成通车
7	沿海货线铁路（福州至罗源湾段）	福州市	拟按国铁Ⅰ级，单线电气化、时速120公里以上标准设计建设，拟先期建设福州至罗源湾段，线路全长约70公里。	2017-2020	建成通车
8	龙岩至梅州快速铁路（福建段）	龙岩市	拟按国铁Ⅰ级，新建双线、时速250公里或200公里标准建设。线路全长约170公里，其中福建段长约83公里。	2016-2021	开工建设
9	渝长厦铁路（福建段）	跨地市	拟按客专时速250公里以上标准建设（待定）。福建段长约140	待定	待定
10	宁德至南平铁路	跨地市	拟按国铁Ⅰ级，新建双线、时速250公里或200公里标准建设，	待定	开工建设
11	吉武温铁路（福建段）	跨地市	拟按国铁Ⅰ级，新建双线、时速250公里或200公里标准建设，	待定	开工建设
12	鹰厦铁路北段（光泽经顺昌至来舟）扩能提速改造项目	南平市	线路全长约288公里，按双线电气化Ⅰ级干线标准建设，设计时速为每小时200公里。	2016-2020	待定
13	疏港铁路支线（7条）	跨地市	续建白马、湄洲湾北岸，新建漳湾、兴化湾、秀屿、刘五店、	部分待定	部分建成

来源：福建省“十三五”综合交通运输发展专项规划铁路重大项目表，中泰证券研究所

2016 年公司汽车客运及站务服务合计实现营业收入 5.85 亿元，比上年同期下降 11.50%，毛利率 19.56%，比上年同期下降 1.84 个百分点。我们认为 2017 年可能是新运营高铁对区域需求影响较为明显的一年，而随着公司近年根据区域内需求情况对运营线路进行的调整和优化，高铁运输对公司汽车客运服务，毛利、营收水平的影响将被逐渐消化，公司客运业务盈利有望企稳。

**图表 24：汽车客运及站务服务营收情况（亿元）**


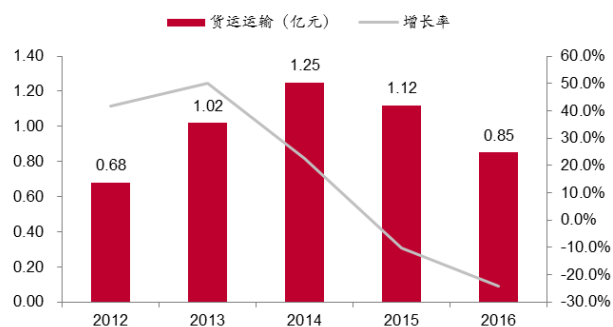
来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 25：汽车客运及站务服务毛利率**


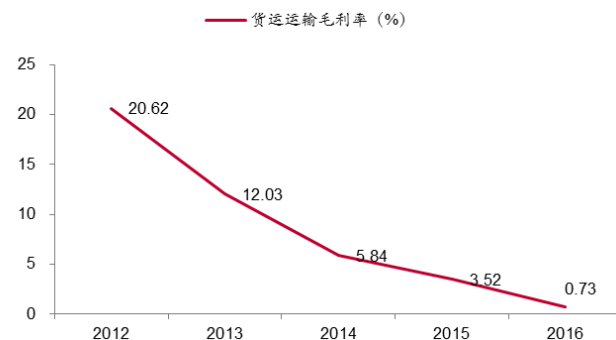
来源：公司公告，中泰证券研究所

### 业务二（龙洲物流）：货运物流业务营业收入有望稳步回升

- 子公司龙岩龙洲物流主要承担公司的货运业务，通过购买散装水泥专用运输车等专用车辆，用于承接各类专业运输。近年来水泥、建材等运输量减少，运费价格下调较大，而货运业务近几年新投放车辆较多业务周转量少，但车辆折旧及人工等固定成本较高致使毛利率下降。货运毛利率由 2015 年度的 3.52% 减少到 2016 年的 0.73%，主要由于路东物流、龙岩市龙洲物流部分主要客户本期运量减少导致运输收入减少，但人工、车辆折旧等固定费用相比比例未减少导致。随着福建省固定资产投资逐步回暖，货运业务将稳步回升。

**图表 26：货运运输营收情况**


来源：公司公告，中泰证券研究所

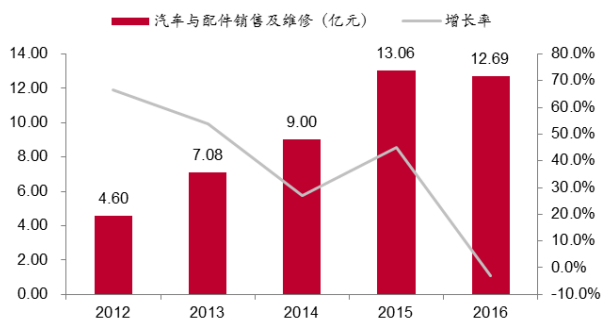
**图表 27：货运运输毛利率 (%)**


来源：公司公告，中泰证券研究所

### 业务三（新宇汽车）：汽车业务保持稳定，参股中汽宏远贡献新增长

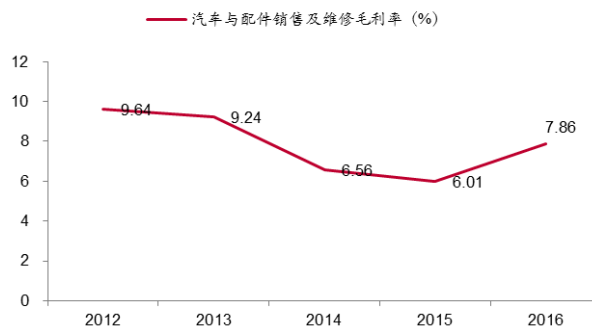
- 公司汽车业务由公司下属新宇汽车为经营平台，包括客货运车辆的代理销售、配件销售、车辆检测维修服务，并参与新能源汽车的研发制造；旗下拥有各种品牌客车代理和宝马等中高端品牌乘用车，以及东风等品牌商用车的代销业务，经营区域以福建龙岩、厦门和广东梅州、东莞为主。公司汽车与配件销售及维修业务 2016 年合计实现营业收入 12.69 亿元，比上年同期下降 2.83%；毛利率 7.86%，比上年同期上升 1.85 个百分点。随着毛利率较低的底盘车贸易占比逐步减少，高端车维修数量量进一步提升，汽配业务的毛利率将稳定提升。

图表 28：汽车与配件销售及维修营收情况



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 29：汽车与配件销售及维修毛利率



来源：公司公告，中泰证券研究所

**参股东莞中汽宏远，贡献新业绩增量。**2015 年 3 月龙洲股份子公司新宇汽车以自有资金 3,350 万元以增资扩股形式入股东莞中汽宏远，持有其 33.5% 股权。该公司拟在东莞市麻涌镇新建一座完备的现代化整车制造工厂及高起点技术研发中心，一期用地 366.6 亩。主要研发生产大中型豪华客车，重点发展新能源和环保节能汽车。2015 年 12 月总投资 25 亿元（其中一期工程投资 10 亿元）的单班年产 3000 辆整车项目建成试产。

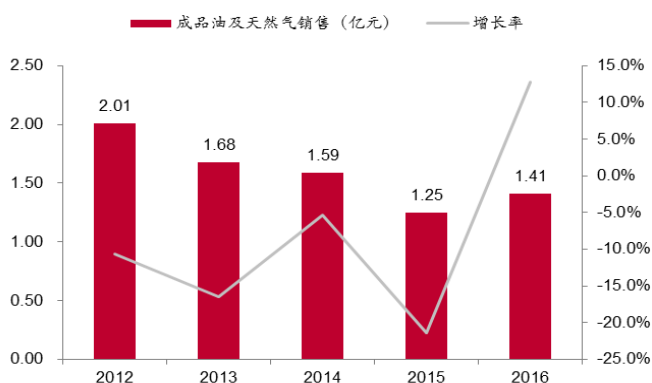
中汽宏远 2016 年实现利润 6276 万元，归属于龙洲股份的利润为 2102 万元。中汽宏远的业绩承诺 2017 为 8700 万。我们预计中汽宏远 2017 年将为公司贡献 2900 万元左右的净利润。

**收购畅丰专汽，切入专用汽车制造领域。**2016 年 3 月，公司以 6314 万元收购畅丰专汽 70% 股权，进入专用汽车制造细分领域。畅丰专汽是集公共事业、军品、民品专用车研发、生产、销售为一体的高新技术企业。拥有多项技术专利，且已进入解放军后勤部供应商体系，未来公司发展值得期待。

#### 业务四（岩运石化，天和能源）：油气销售稳中有升，新气站将贡献利润

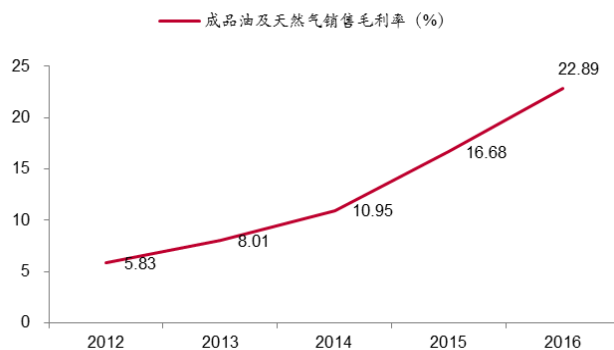
- 公司子公司岩运石化经营成品油及天然气销售业务。公司在龙岩地区主要与中石化、中海油合作，设立由公司控股的合资子公司，投资、建设、运营加油加气站。目前，与中石化合作的子公司岩运石化拥有加油站 7 座（其中油气合一站 1 座），与中海油合作的子公司龙洲海油拥有气站 1 座，正在报批建设过程之中的油气站 3 座，未来还将继续推进在龙岩地区的油气站建设，中海油在龙岩区域范围内的天然气销售业务均通过合资公司经营。该项目有利于公司上下游一体化业务的拓展，有望在降低公司传统业务成本的同时，成为公司新的业绩增长点

图表 30: 成品油及天然气销售营收情况



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 31: 成品油及天然气销售毛利率



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

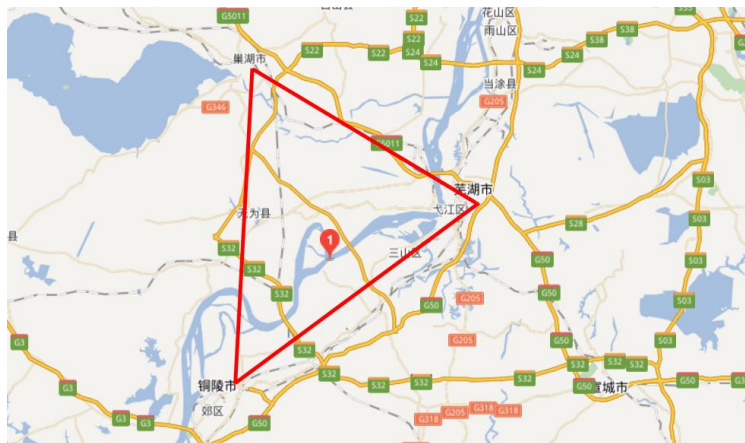
公司通过天和能源,在天津市大港区投资建设CNG天然气加工母子站。该项目2015年建成后受天津港爆炸事件影响,并未投入运营,因而2016亏损589万元。目前,该项目已于2017年4月取得经营许可。正式投产后日供气量可达30万立方,按照年售气量9000万方,售气价格4元/立方计算,综合成本(采购成本+生产成本)3.6元/立方计算,年销售可达3.6亿元。依据业绩承诺,2017年/2018年将分别贡献1200万元、1500万元净利润;且前期未完成的业绩承诺也将由交易方补偿。

#### 业务五(中桩物流):收购中桩物流,新增稳定盈利点

- 公司目前合计共持有中桩物流75%股权。**中桩物流目前主要开发、建设一个公用散杂货码头项目,该项目位于安徽省芜湖市长江大桥综合经济开发区,主要为长江大桥综合经济开发区及其周边企业提供完善的现代港口物流服务。2016年度中桩物流实现收入总额8181.33万元,净利润2132.46万元,完成业绩承诺。中桩码头2017-2018承诺业绩为3200万、3800万。

**中桩物流码头地理位置优越。**安徽中桩物流有限公司公用散杂货码头工程地处安徽省芜湖长江大桥综合经济开发区,位于长江经济带和长江黄金水道,邻近徐福高速公路和芜湖长江二桥,具有公水多式联运的区位优势。码头设计吞吐量为499万吨/年,设计年通过能力535万吨,包括5000吨级散杂货泊位3个(兼顾10000吨级)、1000吨级出桩泊位3个(兼顾1500吨级),占用长江岸线长度587m。我们认为,安徽省作为东部中部衔接的重要枢纽、长江经济带重要战略支撑,将成为长三角发展的重要增长极,具有优势区位的中桩物流码头中期角度看,将极大受益该地区的经济发展。

**图表 32：中桩物流码头地理区位优势**



来源：中泰证券研究所

## 大力推动员工持股，凸显企业发展信心

员工持股力度大、覆盖广，为公司未来发展注入动力

- 在收购兆华领先的重组中，参与员工持股计划的出资人均均为龙洲股份员工，资金总额为 1.2 亿元。其中，公司董事、监事和高级管理人员等 11 人，其他公司员工 388 人。本次重组募集配套资金完成后，龙洲股份员工持股计划持股总额约为 1135 万股，占股本总额的比例为 3.03%，均价为 10.58/股。我们认为公司员工持股力度大、覆盖范围广，为公司未来发展能够带来明显的员工积极性和动力。

**图表 33：公司员工持股力度大、覆盖面广**

	人数	金额(万元)	占比
高管	11人	2030	16.92%
职工	388人	9970	83.08%
<b>总计</b>	<b>399人</b>	<b>12000</b>	

来源：中泰证券研究所

## 业绩预测及投资建议

- **发展策略明确，以物流为主线，相关多元化再获稳定成长：**公司传统业务是福建地区的汽运和汽配销售等。2015 年伊始，公司通过收购进军了沥青贸易物流、码头运营、油气销售等新领域。依据我们预测，公司所收购资产质地好、资质强、竞争力优良，未来将为龙洲开启广阔发展空间。
- **沥青业务有望继续超预期，千亿市场成长空间大。**2017 年完成收购的兆华是华北最大的沥青贸易及服务商。兆华 2016 年超额完成业绩承诺，且承诺 2017、2018 年净利润不低于 1.05 亿元、1.25 亿；我们认为未来几年公司业绩较大可能超承诺，一方面龙洲股份根据超额利润情况对



兆华领先高管有 25-35% 的奖励，同时兆华领先具备独特竞争优势：

- 兆华具有独家的特种箱沥青运输技术和牌照，极大降低了沥青的远距运输、仓储成本，是兆华的核心竞争力。兆华 2015 年贸易量约 40 万吨，2016 年贸易量已接近 60 万吨，增长极快；2017 年继续大量采购集装箱，也显示出旺盛的增长势头。
- Mai 沥青网意在聚拢占行业绝对多数的中小买卖家，有望能够通过庞大的网上撮合交易量为线下综合服务提供入口流量。沥青行业年需求量 3000 万吨，近千亿市场，市场分散（兆华当前市占率不足 5%），但是行业线上整体撮合交易量较大，且还在快速增长。
- 重点布局区域（京津冀、新疆、福建）的潜在增量可观。  
京津冀是兆华的传统市场，我们测算 10 年内沥青需求量达到年均 100 万吨以上，按当前价格，每年市场规模增量 26 亿以上。新疆重交沥青供需矛盾突出，运距长，非常适合兆华发展。疆内 2017 年固定资产投资计划总额 1.5 万亿，主要投向交通等基础设施。与此同时在龙洲股份协同下，兆华正在规划快速拓展福建市场。
- 其余业务资产优良、经营稳健。根据收购业务（码头、油气、客车等）的盈利承诺，预计未来 2 年整体可实现小幅增长。
- 管理层利益绑定，动力十足。持股计划涉及 399 人，持股总数约为 1135 万股，占总股本 3.03%，持股均价为 10.58 元/股，将于 2020 年 3 月解禁。

图表 34：龙洲股份各项业务盈利分拆（收购业务按盈利承诺）

	2017E	2018E	2019E	未来看点及业绩弹性
传统业务	0.2	0.36	0.36	
沥青业务	盈利承诺+京津冀沥青增量			
兆华领先（100%）	1.2	1.45	1.8	沥青市场空间广阔，受益京津冀一体化、雄安新区建设、新疆基建等
其他并购业务（股权比例）	盈利承诺			
中植物流（75%）	0.24	0.3	0.35	中植物流码头区位优势明显，受益于长三角发展
中汽宏远（33.5%）	0.28	0.33	0.38	新能源汽车产线放量为公司贡献新利润
天和能源（65%）	0.08	0.1	0.13	CNG 气站投产贡献稳定利润
总计净利（亿元）	2	2.54	3.02	

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 从估值合理性角度看。兆华领先方面，我们选取主营业务也为沥青贸易的保利国际作为对标企业；由于沥青行业具有较强周期性，因而营业收入规模可以作为较好对比指标。兆华领先 2016 年沥青贸易量约为 60 万吨，略少于保利国际；营收规模约为 14 亿左右，与保利国际基本相当；而兆华领先的盈利能力、成长性相比保利国际有一定优势，未来复合增长在 20% 以上；同时借助“Mai 沥青”网开展的线上线下融合业务也具备明显特色。当前保利国际的市值约为 50 亿元，考虑兆华的比较竞争优势，我们认为与兆华领先的合理市值水平在 40-50 亿元左右。公司其余几项业务（汽运、油气销售、物流码头等）均具有良好现金流属性，未来预计可以维持平稳增长，未来 3 年复合增长约为 20%；给予 15 倍 PE 估值，当前合理市值约为 15 亿左右。综上龙洲股份当前的合理估值约为 55-65 亿，相比当前市值略有一定低估。

- 公司以物流为主线多元化，主要资产中长期能够稳定增长，短期业绩承诺筑底，沥青的线上线下融合是爆发期权。我们预计公司 2017-2019 年的归母净利为 **2.00 亿、2.54 亿、3.02 亿元**，EPS 分别为 **0.53 元、0.68 元、0.81 元**，按照当前股价对应 **27.21、21.20、17.80 倍 PE**，给予“增持”评级。短期来看，雄安、新疆、福建等区域主题对公司估值也有正面影响。

## 风险提示

- **宏观经济风险，基建大幅低于预期：**兆华领先沥青业务与基建项目新开工、尤其是公路建设相关性明显；公司所处业务区域中存在一定公路建设项目新开工和落地的不确定性。

**图表：龙洲股份关键财务数据**

损益表 (人民币百万元)						资产负债表 (人民币百万元)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业总收入</b>	<b>2,462</b>	<b>2,378</b>	<b>4,928</b>	<b>5,676</b>	<b>6,575</b>	货币资金	694	503	1,043	1,201	1,392
增长率	8.8%	-3.4%	107.3%	15.2%	15.8%	应收款项	712	667	2,191	1,101	2,713
营业成本	-2,143	-2,029	-4,175	-4,779	-5,523	存货	146	188	501	288	623
% 销售收入	87.1%	85.3%	84.7%	84.2%	84.0%	其他流动资产	549	1,128	1,566	1,301	1,779
毛利	319	348	753	897	1,052	流动资产	2,102	2,487	5,301	3,891	6,507
% 销售收入	12.9%	14.7%	15.3%	15.8%	16.0%	% 总资产	51.9%	53.3%	71.2%	65.6%	76.6%
营业税金及附加	-14	-17	-29	-34	-39	长期投资	215	219	216	213	210
% 销售收入	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	814	1,177	1,137	1,060	1,011
营业费用	-38	-56	-84	-101	-121	% 总资产	20.1%	25.2%	15.3%	17.9%	11.9%
% 销售收入	1.5%	2.4%	1.7%	1.8%	1.8%	无形资产	446	480	470	460	450
管理费用	-202	-219	-356	-410	-475	非流动资产	1,945	2,182	2,143	2,039	1,987
% 销售收入	8.2%	9.2%	7.2%	7.2%	7.2%	% 总资产	48.1%	46.7%	28.8%	34.4%	23.4%
息税前利润 (EBIT)	64	56	284	353	416	<b>资产总计</b>	<b>4,046</b>	<b>4,669</b>	<b>7,444</b>	<b>5,930</b>	<b>8,494</b>
% 销售收入	2.6%	2.4%	5.8%	6.2%	6.3%	短期借款	739	875	1,302	1,236	1,324
财务费用	-40	-33	-40	-27	-18	应付款项	989	1,158	3,260	1,799	4,049
% 销售收入	1.6%	1.4%	0.8%	0.5%	0.3%	其他流动负债	353	321	321	321	321
资产减值损失	34	16	16	16	16	流动负债	2,081	2,354	4,884	3,356	5,694
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	长期贷款	8	177	177	0	0
投资收益	13	25	16	18	19	其他长期负债	319	371	371	371	371
% 税前利润	8.2%	20.0%	4.7%	4.2%	3.9%	<b>负债</b>	<b>2,407</b>	<b>2,902</b>	<b>5,431</b>	<b>3,727</b>	<b>6,064</b>
营业利润	70	63	276	359	433	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,365</b>	<b>1,394</b>	<b>1,610</b>	<b>1,763</b>	<b>1,945</b>
营业利润率	2.8%	2.6%	5.6%	6.3%	6.6%	少数股东权益	274	372	402	440	486
营业外收支	84	60	65	65	65	<b>负债股东权益合计</b>	<b>4,046</b>	<b>4,669</b>	<b>7,444</b>	<b>5,930</b>	<b>8,494</b>
% 税前利润	154	123	340	424	498						
利润率	6.3%	5.2%	6.9%	7.5%	7.6%	<b>比率分析</b>					
所得税	-30	-24	-79	-100	-119		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
所得税率	19.6%	19.1%	23.2%	23.7%	23.9%	<b>每股指标</b>					
净利润	57	69	230	292	348	每股收益 (元)	0.12	0.13	0.53	0.68	0.81
少数股东损益	12	18	30	38	45	每股净资产 (元)	3.64	3.72	4.30	4.70	5.19
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>45</b>	<b>50</b>	<b>200</b>	<b>254</b>	<b>302</b>	每股经营现金净流 (元)	0.23	-0.28	0.59	1.48	0.86
净利率	1.8%	2.1%	4.1%	4.5%	4.6%	每股股利 (元)	0.05	0.05	0.21	0.27	0.32
						<b>回报率</b>					
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>						净资产收益率	3.28%	3.61%	12.44%	14.43%	15.56%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	总资产收益率	1.40%	1.47%	3.09%	4.93%	4.09%
净利润	57	69	230	292	348	投入资本收益率	2.10%	3.16%	9.77%	11.45%	14.86%
加: 折旧和摊销	161	161	136	140	147	<b>增长率</b>					
资产减值准备	34	16	0	0	0	营业总收入增长率	8.85%	-3.42%	107.26%	15.18%	15.84%
公允价值变动损失	0	0	0	0	0	EBIT增长率	-11.50%	50.65%	335.75%	24.91%	18.43%
财务费用	54	49	40	27	18	净利润增长率	117.43%	12.35%	298.34%	26.89%	18.94%
投资收益	-13	-25	-16	-18	-19	总资产增长率	33.96%	15.38%	59.45%	-20.34%	43.25%
少数股东损益	12	18	30	38	45	<b>资产管理能力</b>					
营运资金的变动	-133	-745	-168	112	-170	应收账款周转天数	74.0	95.8	95.8	95.8	95.8
<b>经营活动现金净流</b>	<b>86</b>	<b>-106</b>	<b>222</b>	<b>553</b>	<b>323</b>	存货周转天数	22.6	25.4	25.2	25.0	25.0
固定资本投资	-247	-171	-100	-40	-100	应付账款周转天数	14.5	22.3	22.3	22.3	22.3
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-464</b>	<b>-290</b>	<b>-85</b>	<b>-23</b>	<b>-81</b>	固定资产周转天数	118.8	150.7	84.5	69.7	56.7
股利分配	-20	-20	-80	-102	-121	<b>偿债能力</b>					
其他	504	255	484	-270	70	净负债/股东权益	15.74%	1.36%	14.56%	-6.37%	-6.59%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>484</b>	<b>235</b>	<b>403</b>	<b>-372</b>	<b>-51</b>	EBIT利息保障倍数	1.1	1.9	7.2	13.1	23.2
<b>现金净流量</b>	<b>106</b>	<b>-161</b>	<b>540</b>	<b>158</b>	<b>190</b>	资产负债率	59.49%	62.15%	72.96%	62.84%	71.39%

来源：中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。