

深度报告

交通运输

航空机场

厦门空港(600897)

推荐

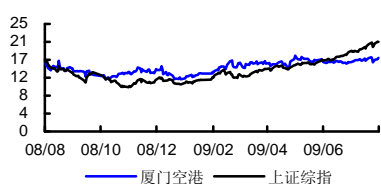
目标价: 24.14 元 昨收盘: 16.95 元 (上调评级)

2009年8月6日

本报告的独到之处

- 对腹地经济和航空市场所处阶段进行了深入分析, 得到其流量增长黄金期的判断

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	297.81/297.81
流通 B 股/H 股(百万股)	0.00/0.00
总市值/流通市值(百万元)	5,047.88/5,047.88
上证综指/深圳成指	3,471.44/13,904.55
12个月最高/最低(元)	17.50/11.97

财务数据

净资产值(百万元)	1,166.59
每股净资产(元)	3.92
市净率	4.33
资产负债率	18.03%
息率	0.35%

相关研究报告:

《内涵与外延增长并重,公司进入最佳效益期》
——2007-5-23

分析师: 黄金香 CFA

电话: 010-82252922

E-mail: huangjxiang@guosen.com.cn

分析师: 唐建华

电话: 0755-82130468

E-mail: tangjianhua@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

深度跟踪

迎来下一个盈利增长黄金期

●公司正处于流量增长黄金期

公司腹地人均 GDP 达到 4400 美元左右, 决定了其仍处于航空消费由高端向大众化转变过程的早期, 从而仍处于航空消费高增长的黄金期, 而海西建设和两岸三通、甚至中国与东盟自由贸易区的建立将加速流量的增长, 未来公司增速将有望超过行业平均水平。

●未来几年的低资本开支决定了公司处于建造周期的黄金期

公司未来几年通过较小的资本开支就能有效扩张产能, 以机场盈利明显的建造周期性考量, 公司正处于建造周期的黄金期, 盈利增长趋势在未来几年不会因为扩建而打断。

●优秀的管理和成本控制能力将使流量增长转化为利润增长

公司具有行业领先的管理水平和成本控制能力, 一方面能够使得非航业务继续稳定发展, 同时有望使成本相对固化, 确保流量增长更多地转化为盈利增长。

●公司将迎来盈利增长的黄金期

由于公司正处于流量快速增长的黄金期, 资本开支较小而成本控制能力很强, 综合影响机场的这些核心因素分析, 我们认为在经历了 05-08 年的高增长之后, 公司将在经济复苏后进入下一个盈利快速增长的黄金期。

●风险提示

经济增长大幅放缓可能导致旅客量增长不能达到预期; 两岸关系恶化也可能导致增长低于预期。

●合理价值在 22.80~25.48 元/股之间, 上调评级至“推荐”

合理价值为 22.80~25.48 元/股, 目前价格存在严重低估, 未能反映出公司正处于流量增长、建造周期和盈利增长黄金期的价值, 因此我们上调评级至推荐, 建议投资者积极关注。

盈利预测和财务指标

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	488.53	642.58	719	820	939
(+/-%)	35.55%	31.53%	11.8%	14.1%	14.5%
净利润(百万元)	164.79	194.56	232	270	312
(+/-%)	32.65%	18.07%	19.3%	16.4%	15.5%
每股收益(元)	0.55	0.65	0.78	0.91	1.05
EBIT Margin	43.97%	39.37%	45.7%	47.8%	49.4%
净资产收益率(ROE)	13.76%	17.48%	18.5%	19.5%	20.2%
市盈率(PE)	30.63	25.95	19.2	16.5	14.3
EV/EBITDA	23.50	15.54	11.5	9.9	8.5
市净率(PB)	4.21	4.53	3.56	3.21	2.89

投资摘要

估值与投资建议

由于尚处于本土旅客航空消费大众化的早期,我们预计公司旅客吞吐量在未来几年将继续快速增长,再加上低资本开支和优秀的成本控制能力,公司处于盈利黄金增长期,预计 09-11 年每股盈利分别为 0.78、0.91 和 1.05 元,目前股价(17.10 元)对应动态市盈率分别是 21 倍、18 倍和 16 倍。根据我们绝对估值和相对估值的结果,公司合理价值为 22.80~25.48 元/股,目前股价为 17.1 元,存在明显的低估,这还是基于资本市场未出现泡沫化的合理估值,如果考虑资本市场的泡沫,我们认为公司股价在此基础上仍有提升空间,因此我们上调公司的投资评级,由“谨慎推荐”至“推荐”。我们认为目前阶段是投资厦门空港的最佳时期。

核心假设或逻辑的变化

我们假设公司 2009-2011 年的旅客吞吐量增长率分别为: 18%、15%和 15%,而飞机起降架次分别同比增长 16.4%、15%和 15%,货运吞吐量增长率分别为-5%、15%和 15%;由于公司资本开支较小并且成本控制能力较突出,假设 09-11 年营业成本增长-3.25% (主要考虑到机电工程公司和广告公司的剥离)、10.73%和 11.87%。

与市场预期的差异之处

市场认为厦门空港流量的快速增长期已经过去,但我们基于对当地经济和居民财富效应的分析,认为厦门空港仍处于流量增长的黄金期,未来几年流量增长仍有望超过行业平均增长水平;市场认为公司盈利高增长将不能持续,我们认为虽然增速会较前几年有所降低,但仍将维持快速增长,公司是目前成长性最好的 A 股上市机场。

股价变化的催化因素

长期滞涨带来的补涨需求、海西建设和三通政策的进一步推进。

核心假设或逻辑的主要风险

- 1、如果中国宏观经济增长大幅趋缓,将导致其客货运业务增长不能达到预期;
- 2、两岸关系恶化可能也可能导致增长低于预期;

内容目录

投资摘要	2
内容目录	3
图表目录	4
估值与投资建议	5
绝对估值法: 22.80~25.19 元/股	5
相对估值法: 23.66~25.48 元/股	5
上调公司的投资评级由“谨慎推荐”到“推荐”	7
公司将迎来流量快速增长的黄金发展期	7
机场腹地正处于航空消费大众化的高速发展黄金期	7
三通和海西建设将有望带动腹地经济和航空旅客的快速增长	9
中国与东盟自由贸易区的推进有望带动公司国际航线的快速增长	10
产业升级将有望带动货运较快发展	10
结论: 公司将迎来旅客增速的黄金增长期	11
仍处于机场建造周期中低资本开支的黄金时期	11
未来几年没有大的资本开支	11
公司仍处于低资本开支的黄金增长期	12
管理和成本控制能力突出	13
公司管理水平突出, 非航业务拓展非常充分	13
成本控制能力居国内机场的领先水平	14
盈利预测: 仍处于盈利增长的黄金期	14
公司仍处于盈利增长黄金期的逻辑总结	14
基本假设和盈利预测	15
核心判断的主要风险	15
附表 1: 财务预测与估值	16
国信证券投资评级	17
免责条款	17

图表目录

表 1: 三阶段模型的主要假设	5
表 2: 绝对估值的基本假设条件	5
表 3: WACC估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)	5
表 4: FCFE估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)	5
图 1: 机场的建造周期以及各上市市场所处的阶段	6
表 5: 国外机场上市公司与所在国资本市场指数的市盈率比较	7
表 6: 国内国际主要机场上市公司盈利预测与估值水平比较	7
图 2: 日本人均GDP超 4000 美元后的旅客周转量增长率	8
图 3: 韩国人均GDP超 4000 美元后的旅客周转量增长率	8
图 4: 厦门空港旅客吞吐量 04 年以来开始出现加速增长	8
图 5: 2008 年以来厦门空港的增速整体高于行业水平	8
图 6: 2001 年以来访港人数出现爆发式增长	9
图 7: 访港个人游旅客比重在快速上升	9
图 8: 2001 年以来航空货运增速与全国平均增速相当	10
图 9: 近期同样受到国际金融危机的影响	10
图 10: 厦门和台湾航空货运量的对比	11
图 11: 厦门和台湾近几年航空货运增速对比	11
图 13: 厦门空港历史固定资产投资情况	12
图 14: 厦门空港的利润增长率持续高于旅客吞吐量增长率	12
图 15: 国内各主要上市机场 2007 年收入结构	13
图 16 厦门空港的业务增长情况	13
图 17: 厦门空港 2008 年非航收入结构	13
图 18: 2008 年非航业务毛利率水平	13
图 19: 厦门空港收入、成本费用增长率	14
图 20: 2007 年各上市机场单位旅客吞吐对应成本	14

估值与投资建议

绝对估值法：22.80~25.19 元/股

我们采用三阶段模型，对公司价值进行 DCF 折现。我们预计公司在近几年将获得略高于行业发展的平均速度，由于公司将在 2015 年左右接近饱和，我们假设之后的增长速度大幅降低到个位数，尽管届时不排除会出现扩建的需求，但我们的假设是在公司一条跑道+一个航站楼的所能承受的容量范围内的。据此得到厦门空港绝对估值的合理区间在 22.80~25.19 元之间，价值中枢 23.90 元，相对于目前的价格，尚有 40% 左右的空间（我的估值并未包含两岸直航带来的旅客增量）。

表 1: 三阶段模型的主要假设

会计年度截止日: 12/31	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
销售收入增长率	17.6%	51.7%	11.8%	14.1%	14.5%	12.8%	10.3%	8.5%	7.3%	6.3%	5.2%	4.1%
销货成本 / 销售收入	36.1%	41.9%	34.3%	33.2%	32.1%	31.4%	31.4%	31.6%	31.7%	31.9%	32.1%	32.4%
管理费用 / 销售收入	5.0%	6.3%	7.0%	6.7%	6.3%	6.0%	5.9%	5.8%	5.8%	5.7%	5.7%	5.7%
所得税税率	11.2%	14.7%	20.0%	22.0%	24.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
股利分配比例	75.4%	8.1%	40.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%

资料来源: 国信证券经济研究所

表 2: 绝对估值的基本假设条件

永续增长率	2.50%	实际所得税率 T	20%
无风险利率	3.00%	Ke	9.74%
行业平均 Beta	0.82	风险溢价	7.50%
公司市值 (E)	4819	E/(D+E)	98.97%
债务总额 (D)	50	D/(D+E)	1.03%
Kd	6.00%	WACC	9.16%

资料来源: 国信证券经济研究所

表 3: WACC 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)

	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%
8.5%	25.70	27.10	28.75	30.71	33.10
9.0%	23.63	24.79	26.13	27.70	29.59
9.5%	21.84	22.80	23.90	25.19	26.70
10.0%	20.27	21.08	22.00	23.06	24.30
10.5%	18.88	19.57	20.35	21.23	22.25

资料来源: 国信证券经济研究所

表 4: FCFE 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)

	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%
8.7%	24.55	24.56	27.38	29.20	31.41
9.2%	21.72	22.65	24.97	26.43	28.18
9.7%	20.21	21.00	22.92	24.12	25.53
10.2%	18.88	19.55	21.17	22.16	23.31
10.7%	17.70	18.27	19.64	20.47	21.42

资料来源: 国信证券经济研究所

相对估值法：23.66~25.48 元/股

我们预测厦门空港 09-11 年每股盈利为 0.78、0.91 和 1.05 元，动态市盈率为

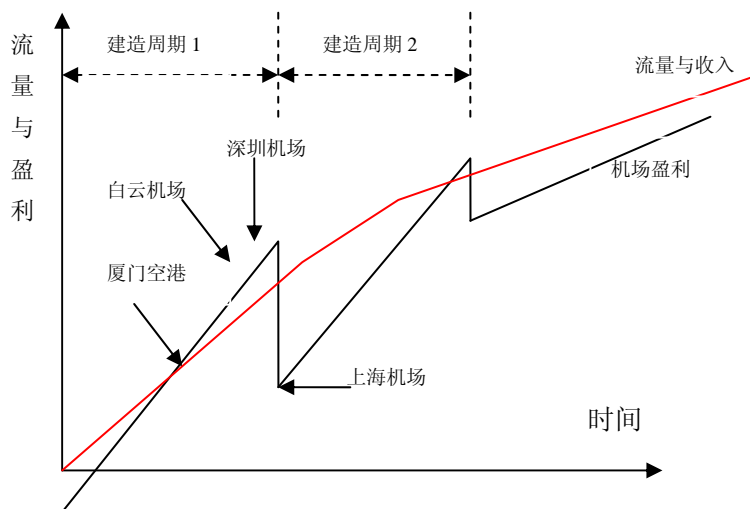
21 倍、18 倍和 16 倍。我们结合国际比较估值以及国内相对估值两种方法，试图对公司的合理价值做出正确判断。

国内比较

正如我们一再强调的一样，我国机场仍处于流量驱动阶段，具有较强的建造周期性，一般会经历“流量增长（盈利同步增长）→容量饱和（利润率达到高峰）→扩建（盈利下降）→流量增长（盈利同步增长）”的盈利循环周期。由于机场盈利的这种建造周期而产生的波动性，因此对于处于不同阶段的机场应当享有不同的 PE 估值，即处于建造周期初期的机场的 PE 水平应当高于接近饱和阶段的机场，而处于建造周期中期的机场的 PE 水平应当介于两者之间。

如图 1 所示，目前上海机场处于建造周期初期，而厦门空港处于建造周期中前期，白云机场和深圳机场属于接近饱和期和饱和期。因此，我们认为处于建造周期初期的上海机场可以给予 30 倍以上的市盈率，而处于建造周期中前期的厦门空港可以给予 25 倍左右的市盈率，而深圳机场和白云机场应当给予更低的市盈率（当然深圳机场由于上市公司承担的建造成本较低，所以合理市盈率应当高于白云机场）。按照目前市场对机场的估值和我们的盈利预测，上海机场 2010 年的 PE 为 32 倍，白云机场为 22 倍，我们认为厦门空港的估值应当取两者的中间值，即合理估值应当为 27 倍。如果以 2010 年 26-28 倍的市盈率计算的话，厦门空港的合理价值为 23.66-25.48 元，中枢为 24.57 元。目前价格对应的 PE 甚至低于接近饱和、面临扩建且扩建后盈利将大幅下降的白云机场，显然不合理，我们认为公司给股价存在较大地低估，属于海西概念股炒作完之后被错杀的品种。

图 1：机场的建造周期以及各上市机场所处的阶段



资料来源：国信证券经济研究所

国际比较

国外机场上市公司有普遍高于其所在国资本市场主要指数的市盈率水平（表 5），整体上仍在 1.5 倍左右，而厦门空港的市盈率仅为上证综指（bloomberg 口径）的 80%左右。即使直接将厦门空港与国外上市机场进行比较，我们也可以看到其市盈率也相当，但国外机场已经进入成熟阶段，早已经过了流量和盈利增长的黄金期，未来增长非常有限，而厦门空港尚处于流量和盈利增长的黄金期，未来还有很大的成长空间，从这个角度看，厦门空港的估值也存在比较严重的低估。

表 5: 国外机场上市公司与所在国资本市场指数的市盈率比较

公司名称	2008E	2009E	指数	2008E	2009E
巴黎机场	19.39	17.80	法国 CAC 40 指数	12.48	10.72
法兰克福机场	21.86	18.92	德国 DAX 30 指数	15.96	12.00
苏黎世机场	17.75	16.56	瑞士 SMI 指数	14.20	11.85
奥克兰机场	21.87	22.11	澳证 200 指数	15.85	13.66
首都机场	29.95	17.24	香港恒生指数	17.91	14.98
厦门空港	21.81	18.73	上证综合指数	25.90	21.41

资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

表 6: 国内国际主要机场上市公司盈利预测与估值水平比较

公司名称	代码	货币 单位	股价 0805	EPS					PE				PB	
				2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	
国内														
上海机场	600009	CNY	17.4	0.45	0.38	0.53	0.65	38.6	45.7	32.8	26.7	2.7	2.6	
白云机场	600004	CNY	8.3	0.17	0.35	0.36	0.28	48.4	23.7	23.1	29.7	2.9	2.6	
厦门空港	600897	CNY	10.9	0.42	0.45	0.49	0.61	25.9	24.2	22.2	17.9	2.1	2.0	
深圳机场	000089	CNY	17.0	0.65	0.78	0.91	1.05	26.0	21.8	18.7	16.2	4.3	3.6	
港股														
首都机场	694	HKD	4.9	0.3	0.0	0.1	0.2	14.9	101.9	45.7	26.7	1.3	1.3	
美兰机场	357	HKD	2.3	0.4	0.5	0.5	0.6	6.1	4.4	4.3	3.8	0.5	0.5	
国际														
巴黎机场	ADP.FP	EUR	55.1	2.58	2.84	3.10	3.41	21.3	19.4	17.8	16.2	1.9	1.8	
法兰克福机场	FRA.GR	EUR	32.6	1.89	1.49	1.72	1.93	17.2	21.9	18.9	16.9	1.6	1.6	
奥克兰机场	AIA.NZ	NZD	1.8	0.09	0.08	0.08	0.09	19.1	21.9	22.1	19.4	1.2	1.3	
苏黎世机场	UZAN.SW	CHF	293.0	19.78	16.50	17.70	19.97	14.8	17.8	16.6	14.7	1.5	1.5	
哥本哈根机场	KBHL.DC	DKK	1094.0	96.2	83.8	92.0	98.4	11.4	13.0	11.9	11.1	3.6	3.6	
国内平均								34.7	28.9	24.2	22.6	3.0	2.7	
港股平均								150.1	18.8	12.2	9.0	1.3	1.4	
国际平均								16.8	18.8	17.5	15.7	1.7	1.6	
平均								67.2	22.2	18.0	15.8	2.0	1.9	

资料来源: Bloomberg(除 A 股上市机场), 国信证券经济研究所

上调公司的投资评级由“谨慎推荐”到“推荐”

综合绝对估值和相对估值的结果, 公司合理价值为 22.80~25.48 元/股, 价值中枢为 24.14 元, 我们认为公司目前的股价存在明显低估, 在大盘出现大幅上涨而公司股价出现较大滞涨后, 我们认为公司股价存在严重低估, 由于其正迎来流量增长以及建造周期的黄金时期, 再加上公司良好的经营能力以及成本控制能力, 我们认为公司将持续其发展历程中盈利增长最快的时期, 因此我们上调公司的投资评级, 由“谨慎推荐”至“推荐”, 我们认为目前是投资厦门空港的最佳时机, 是值得配置的品种。

公司将迎来流量快速增长的黄金发展期

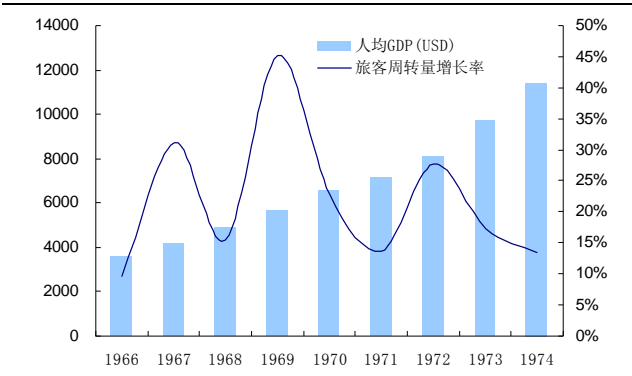
机场腹地正处于航空消费大众化的高速发展黄金期

由于厦门地域狭小, 人口也仅有两百多万, 大家普遍预期厦门空港未来成长潜力比较小, 但是我们认为厦门空港的腹地不仅仅是厦门市 (234 万), 还包括漳州市 (458.25 万人)、泉州市 (728.07 万人)、龙岩市 (268.31 万人), 部分莆田市

(272.87 万人、与福州机场竞争)及广东潮州、汕头(人口 763 万人、与汕头机场和白云机场竞争)的旅客也会选择厦门空港,腹地(厦门、漳州、泉州和龙岩)常住人口超过了 1600 万人,而腹地国内生产总值 2008 年也达到了 5080 亿元。

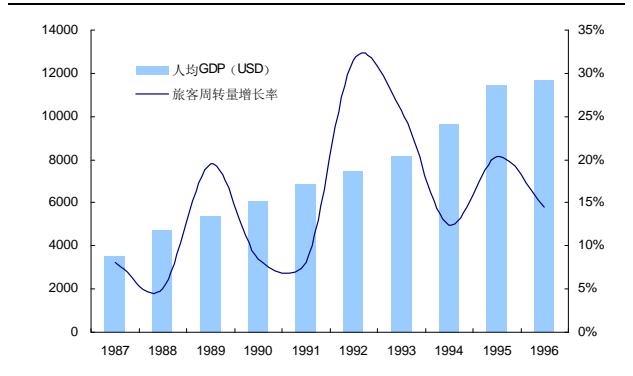
腹地 2008 年人均 GDP 约为人民币 3 万元,约合 4400 美元,可以认为厦门空港正处于本地旅客航空消费大众化的高速发展黄金期,通过对比韩国、日本的数据可以看到,当人均 GDP 在 4000 美元到达 10000 万美元左右时,航空业将保持高速增长,增长率均为 16%左右(图 2、3)。就本地旅客而言,有别于其他几个上市机场(首都机场、上海机场和深圳机场,这些机场由于腹地人均 GDP 均已经过万美元,其本地旅客消费大众化接近于末期,未来的增长将更多地依赖中转旅客),厦门空港的本土旅客增长方兴未艾。从图 4 可以看到,厦门空港率旅客吞吐量在 2002 年开始实现加速增长(人均 GDP 接近 2000 美元,开始迎来航空大众化的转变),而之前航空旅客增速一直是个位数增长,即使在 2008 年,公司的旅客增速也明显好于行业的平均水平,仍实现了 8%的同比增速(图 5)。

图 2: 日本人均 GDP 超 4000 美元后的旅客周转量增长率



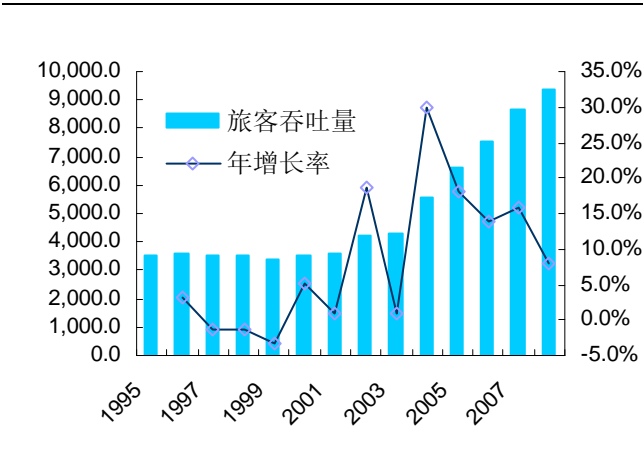
资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所

图 3: 韩国人均 GDP 超 4000 美元后的旅客周转量增长率



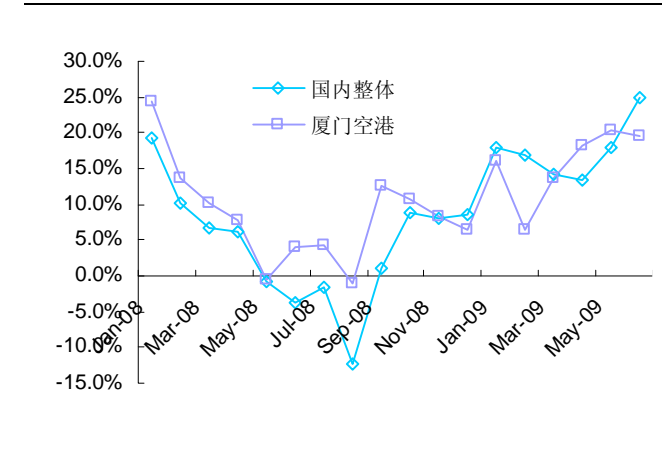
资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所

图 4: 厦门空港旅客吞吐量 04 年以来开始出现加速增长



资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所

图 5: 2008 年以来厦门空港的增速整体高于行业水平



资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所

市场上认为厦门空港较大的旅客吞吐量主要是由于旅游业带动,由于但我们认为这是一种错误的认识,虽然旅游旅客是厦门空港的重要组成部分,但是并不是其流量增长的核心驱动力,虽然难以区分厦门空港的旅客构成,但我们可以对比几个主要的旅游机场的数据,九寨沟机场 2007 年的旅客吞吐仅有 156 万,西双版纳

机场也只有 180 万左右，厦门在旅游市场的热度应当要低于这些旅游地点，我们认为厦门旅游旅客占比可能只有 10%左右，也就是本地到访及出行旅客是厦门空港的主流，因此，航空大众化的转变也是驱动公司流量快速增长的核心力量。

三通和海西建设将有望带动腹地经济和航空旅客的快速增长

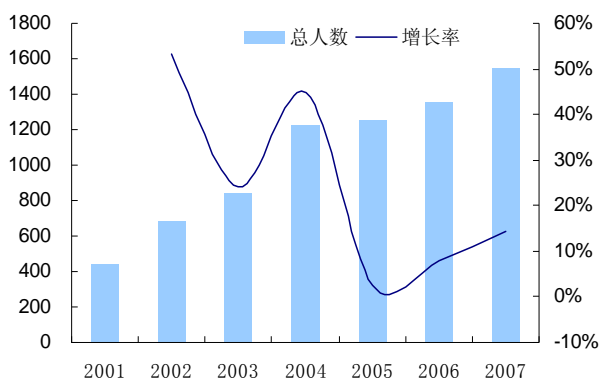
随着两岸三通以及海峡西岸经济区的加速发展，我们认为将会带动福建省经济的快速发展。整体上，福建的产业发展走的是承接台湾产业的道路，由最初的纺织轻工、到目前的化工机电，无不是承接台湾产业转移的结果。虽然持续落后于台湾的产业发展，但整体在步入台湾发展的轨迹。随着两岸三通的进一步推进，福建和台湾之间的连接将有望不用通过绕道香港澳门，甚至不用经停金门，这将极大的推进两岸之间的往来，从而推动福建经济向台湾经济发展水平的趋同，在趋同的过程中，必然会带动商务、旅游探亲旅客的快速增长。

另外，两岸三通在福建地区目前只是推进到第一阶段、即实现了小三通，但是尚未实现空中直航，因此从厦门的旅客要到台湾，或者只能通过厦金海上航线，然后再从金门机场到台湾，或者从厦门机场起飞绕经港澳迂回台湾，无论是时间效率还是价格均比空中直航高出不少。我们注意到《国务院关于支持福建省加快建设海峡西岸经济区的若干意见》中提到要“把福建沿海机场、港口等作为两岸直接“三通”的首选地。推动福建机场与台湾实现空中直航，增加航班、航线”，这将给厦门空港带来额外的增量。

据统计，今年 1-6 月，厦金航线出入境旅客已达六十点一万人次，比去年同期增长近九成，全年预计将超过 120 万人次，而一旦出现直飞，我们认为目前厦金航线的旅客量将绝大多数改为厦门空港直航，将直接使厦门空港的旅客量增加超过 10%，而且这部分旅客的需求在直航实现后，随着两岸交流的日益密切，其增速将有望大幅增长。

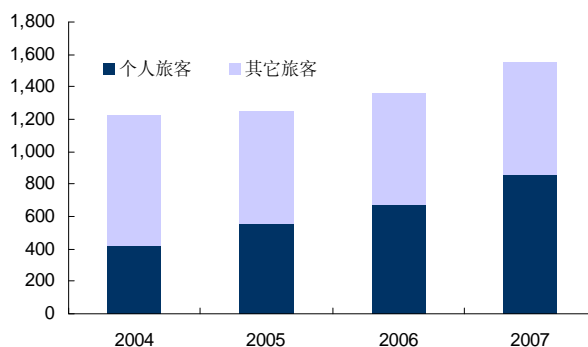
除此之外，我们认为随着两岸三通的加快推进，中国赴台旅游人数持续大幅增加，据统计，自 2008 年 7 月正式开放大陆居民赴台观光旅游以来，大陆居民赴台旅游人数已达 35.66 万人次，这还是额度限制以及出行方式限定（只能是组团）的情况下的人数，未来一旦开放，赴台旅游人数有望大幅增长，我们可以拿香港的数据作为参考，鉴于台湾的特殊地位，以及经济和人口规模远超香港，我们认为未来内陆到台湾航线的规模将很可能超过内地到香港航线，未来年旅客量将有望超过 1000 万人次，其中旅游人数将超过一半以上，如果其中 30%选择海峡旅游，给厦门空港也将带来较大的增量。

图 6: 2001 年以来访港人数出现爆发式增长



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

图 7: 访港个人游客比重在快速上升



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

中国与东盟自由贸易区的推进有望带动公司国际航线的快速增长

2008年，国际航线旅客吞吐量达到 占公司旅客吞吐量的比重为，与别的机场不同的是，公司的国际航线主要是连通东南亚，其中部分为中转旅客。我们认为，公司在东南亚市场上未来仍将维持较强的竞争力，其优势有以下几个方面：在东南亚广泛分布的闽籍侨胞，使厦门机场在国际航线本地到访和本地离港旅客市场上具有天然的市场需求优势；地处国内 - 东南亚三到四小时飞行圈交接地，便于旅客中转；本地旅客和中转旅客的叠加效应将使其有望在内地至东南亚的航线市场上保持竞争优势。

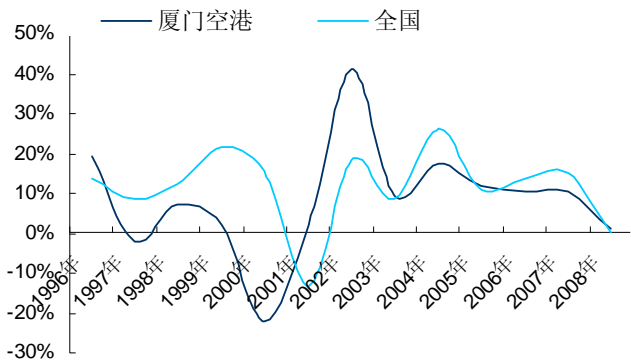
中国与东盟自由贸易区将于 2010 年建成，届时中国自东盟进口的产品中将有 93% 的产品实行零关税。在未来几年内，东盟国家也将作出类似的降税安排。我们可以预计未来中国与东盟的经济、旅游和文化交往将日趋活跃，这将推动中国至东南亚国际航线的快速增长，再加上我们上面关于厦门机场在东南亚航线上的竞争优势，我们认为公司未来国际航线有望达到 15% 以上的增长率。

产业升级将有望带动货运较快发展

自 2001 年以来，厦门空港航空货运的发展速度与全国航空货邮运输增速基本相当，2008 同样受到国际金融危机的影响，同比增速掉头向下，随着国内经济的高速增长以及国际经济的企稳回升，我国货运增速出现了明显反弹势头，而厦门空港也基本上与全国趋势一致，由于国际货占比较高，因此反弹力度略有不及。

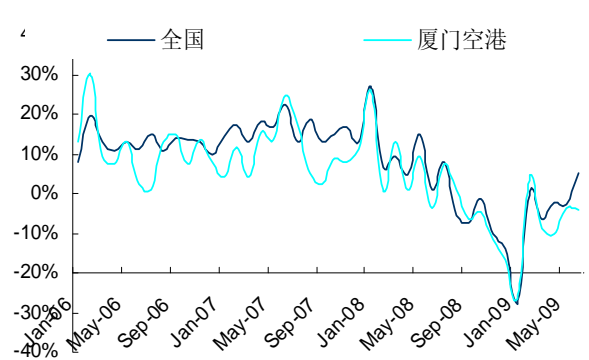
从更长的视角来看，福建的产业发展走的是承接台湾产业的道路，由最初的纺织轻工、到目前的化工机电，无不是承接台湾产业转移的结果。因此，我们认为随着产业转移的逐步深入，厦门空港腹地经济的产业也将逐步实现产业升级，从而产生更多适合航空货运的高附加值产品。从台湾和厦门两地的航空货运差距可见一斑，台湾人口 2000 多万，而厦门空港腹地常住人口规模与之相差并不大，但航空货运量相差巨大，仅为台湾的 12% 左右。如果两岸三通继续推进，福建经济与台湾经济的融合将极大地加速福建经济的发展，从而给厦门空港带来货运的高增长。目前厦门空港货站产业链已粗具规模，饲料(进港) - 海鲜(出港)和原材料(进港) - 电子产品、纺织品(出港)的模式，而随着友达光电等台湾产业向大陆转移，台湾的航空货运增速可能会持续下降，而转移目的地货运将获得很快发展，我们认为未来厦门空港的货运增速有望超过我国平均增长水平（而航空货运将极可能是我们未来各种交通运输方式中增长最快的子行业）。

图 8：2001 年以来航空货运增速与全国平均增速相当



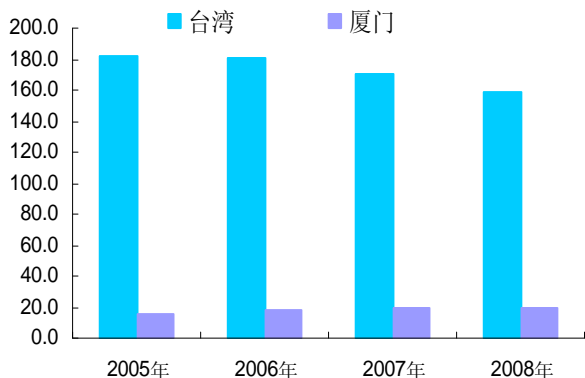
资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

图 9：近期同样受到国际金融危机的影响



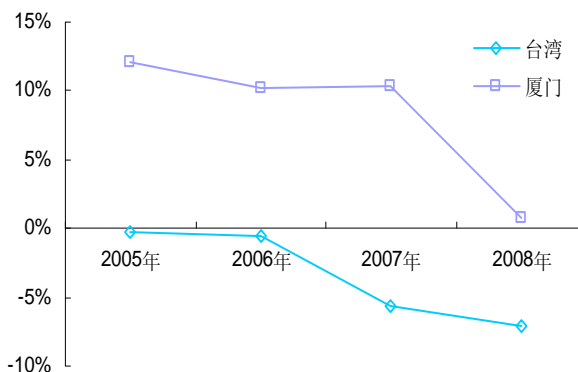
资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

图 10: 厦门和台湾航空货运量的对比



资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所

图 11: 厦门和台湾近几年航空货运增速对比



资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所

结论: 公司将迎来旅客增速的黄金增长期

即使不考虑两岸三通和海峡西岸建设,以及这些因素带来的福建经济的超预期增长,仅从厦门空港腹地人均 GDP 超过 4000 美元带来的财富效应,厦门空港也迎来了其腹地航空市场由高端消费向大众消费的转变阶段,有望继续实现旅客吞吐量的高速增长。事实上我们的盈利假设和估值模型也暂时没有考虑两岸三通和海西经济发展超预期的因素,但我们认为两岸经济政治文化交往的日益密切,我们认为福建经济有可能获得超预期发展的可能,使得厦门空港航空客货运不排除未来实现超预期的可能,并且两岸直航以及海峡两岸黄金旅游航线的培养,也有望给公司带来更多的旅客增量。

总之,我们认为厦门公司将迎来其旅客增速的黄金增长期,未来几年的旅客吞吐量平均增速将有望超过 15% (我们估值模式中未来三年假设增长 15%,并未考虑两岸三通和海西建设所带来的增量),从流量上来说,目前是投资厦门空港的最佳时候,可以充分分享到当地经济的快速增长以及航空市场向大众化转变带来的高速增长,也有可能获得海西和三通带来的超预期增长。

仍处于机场建造周期中低资本开支的黄金时期

未来几年没有大的资本开支

在我国,一个跑道加一个航站楼的极限旅客吞吐容量大约是 2500 万,当然,由于公司建设年限较早,目前基础设施如果不经改造很难承受极限吞吐能力,因此公司也已经制定了相关改造计划。根据我们调研的结果,公司通过对现有的 3 号航站楼进行更新改造后,可以满足 1200 万的旅客吞吐能力,然后预计将兴建一座配套服务楼,总投资将不超过 3 亿元人民币 (预计 2.3-2.6 亿元),扩充旅客吞吐能力 500 万,预计将在 2012 年投入使用,从而使公司在没有大的资本开支情况达到设计旅客吞吐能力 1700 万。我们认为经过改扩建后,实际能承受的吞吐能力将超过设计吞吐能力,预计公司在 2000 万旅客吞吐量以上将达到饱和而面临扩建需求,

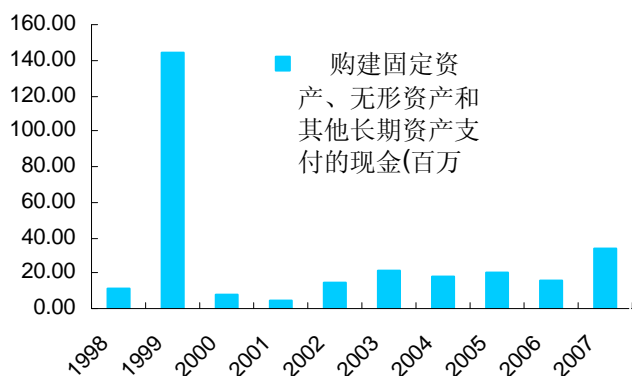
类似于上海虹桥机场，虽然设施建设年限也已经很长，但仍可以满足近 2300 万旅客吞吐量的需求。除此之外，公司还将兴建一个新的停车场，资本开支预计也将是 2-3 亿，而航站楼地下停车场将可用于租赁等经营活动。

而公司预计今年的旅客吞吐量将为 1100 万，如果旅客吞吐量以年增长 15% 计算，意味着公司未来 5 年之内不需要大的资本开支，仅依靠现有设施就基本能满足需求。当然，之后公司也将面临扩建需求。由于不是全国性的枢纽机场，我们认为未来公司即使扩建，资本开支也会少于现有的几大枢纽机场。

公司仍处于低资本开支的黄金增长期

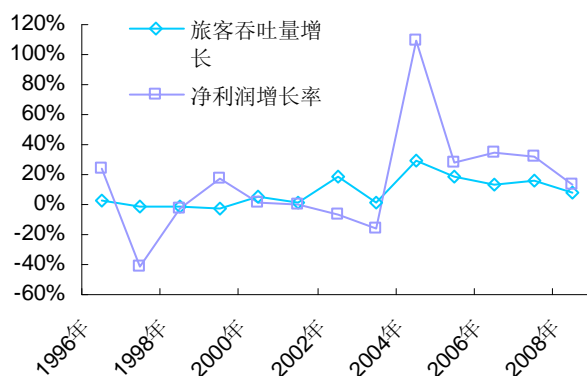
考虑低成本改建后，公司 2009 年产能利用率尚只有 50-60% 左右，未来几年将迎来低资本开支+流量高增长的黄金时期，我们认为从投资的角度看，这个阶段是投资一个机场最佳时期。在这个阶段，由于成本相对固定，如果公司管理能力和成本控制能力比较强的话，流量增长将带动盈利的更快增长。公司最近几年的数据也可以说明问题，公司近 10 年来没有进行大的改扩建投资，固定资产投资一直保持在低位（图 13），在这种情况下，我们可以看着在公司流量开始进入加速发展的 2004 年开始，净利润增长率持续高于旅客吞吐量的增长率，如果我们以 2003 年作为基准年，之后到 2008 年公司旅客吞吐量的年复合增长率为 16.9%，而公司利润的年复合增长率为 40%。而如果我们剔除 03 年非典的影响，以 2004 年为基数，之后到 2008 年公司旅客吞吐量的年复合增长率为 14%，而公司净利润的年复合增长率仍高达 26.5%，仍远远高于旅客吞吐量的增速（高出 12.5 个百分点，图 14），剔除 2008 年资产注入的影响，2005-2007 年净利润的增长率仍高出旅客增速 16 个百分点。

图 13: 厦门空港历史固定资产投资情况



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

图 14: 厦门空港的利润增长率持续高于旅客吞吐量增长率



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

我们认为由于腹地航空市场由高端消费向大众化消费的转变尚处于起步阶段，公司流量增长仍将处于较快水平，而未来几年的资本开支将超过前十年的平均水平，再考虑未来几年公司的所得税率将逐步提升到 25%，我们认为净利润的增长率与旅客吞吐量增长率之差将缩小到 2-3 个百分点，但整体上仍处于利润增长快于流量增长的建造周期中的黄金增长期。

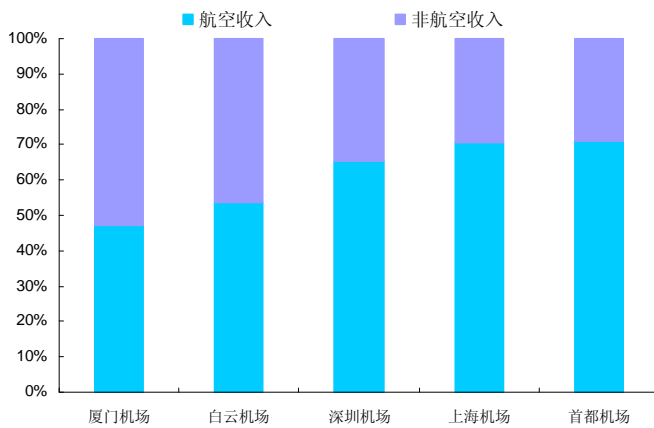
管理和成本控制能力突出

公司管理水平突出，非航业务拓展非常充分

对于机场而言，由于具有比较明显的区域垄断性，因此管理能力更多地体现在非航业务的拓展以及成本控制能力上。

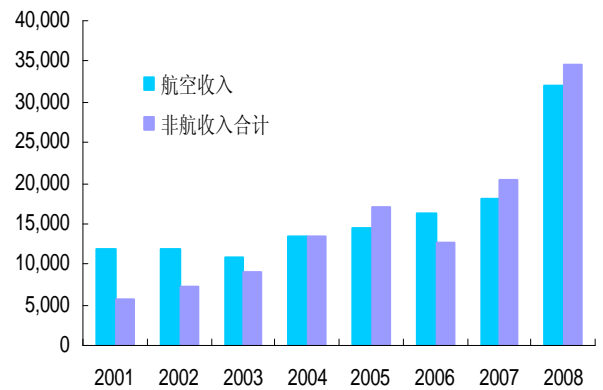
首先，对于非航业务拓展，厦门空港的非航收入占比远高于其他机场，以 2007 年的数据为例，厦门空港的非航收入占比高达 50%，而白云、深圳、上海和首都机场非航收入占比分别为 46%、35%、30%和 29%（图 15），而且有别于白云机场的非航业务，公司非航业务的毛利率水平非常高。从非航收入的增长率来看，过去非航收入的增长率远高于航空收入，非航收入占总收入的比重由 2001 年的上升到了 2008 年的 50%，显示了公司比较卓越的非航拓展能力。

图 15: 国内各主要上市机场 2007 年收入结构



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

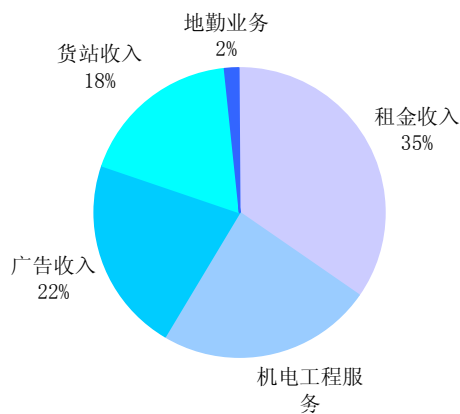
图 16 厦门空港的业务增长情况



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

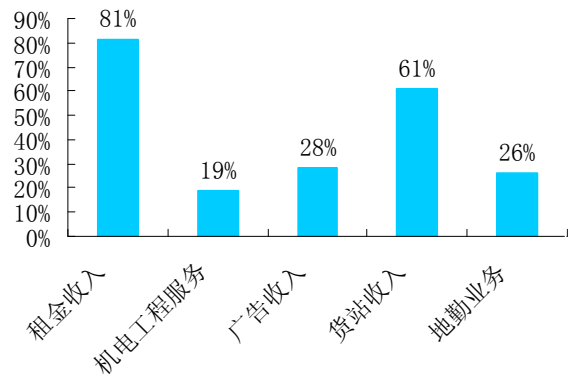
公司非航业务主要有租赁收入、广告收入、货站收入和地勤收入，2008 年的收入结构如图 17 所示：

图 17: 厦门空港 2008 年非航收入结构



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

图 18: 2008 年非航业务毛利率水平



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

09 年公司经过关联交易将机电工程业务和广告公司的控股权转让给了集团公

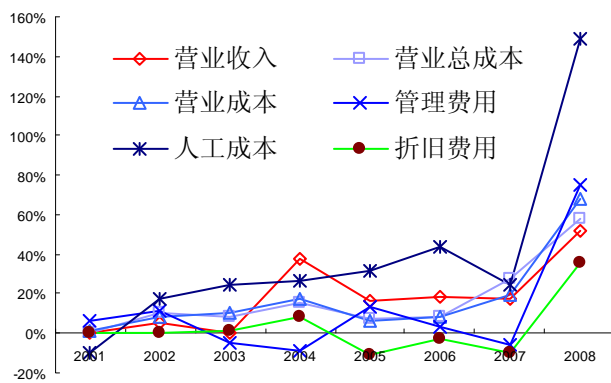
司，由于两者的毛利率并不高，我们认为将能够有效提升公司非航业务的毛利率水平，尤其是广告业务，因为广告公司除了在厦门福州机场经营外，还拓展到了其他机场，导致毛利率比较低，而广告公司剥离后将变成类似于特许经营模式，并表后广告收入将会下降，但毛利率预计将有较大提升。

从未来看，在租赁方面，由于公司租赁收入主要采取固定底金+营收分成的方式，增长速度取决于旅客增长率，由于固定基数及分成比例的存在，预计单位面积租金收入增长率将会低于旅客吞吐量增长率，但租赁面积未来几年仍有望获得较大增长，主要来自两方面：一是原来在航站楼地下的地下停车场将转为租赁用途，公司尽量将航空性租赁转到地下，而将空出来的面积用于经营性租赁；二是未来新建的旅客服务楼也将提供新的租赁面积。广告业务也取决于流量的增长，整体上我们认为公司非航业务将平稳增长，增速很可能会略低于航空流量增速。

成本控制能力居国内机场的领先水平

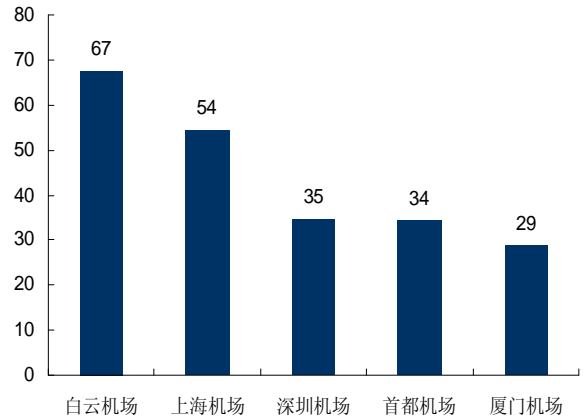
公司的成本控制能力一直居于国内领先水平，我们可以看到在 2004-2006 年，公司收入增长率持续高于营业总成本增长率，而 2007 年和 2008 年营业成本增长率高于营业收入增长率是由于特殊情况引起，2007 年是由于增加毛利率比较低的广告业务、并且货站扩建使成本高涨引起，而 2008 年主要由于收购导致，从图 18 我们也可以看到，单位旅客对应的营业总成本厦门空港也低于其他几个上市机场，除了折旧费用少之外，更要归功于公司良好的成本控制能力。我们认为公司良好的成本控制能力将是流量增长更好地转化为利润的增长。

图 19: 厦门空港收入、成本费用增长率



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

图 20: 2007 年各上市机场单位旅客吞吐对应成本



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

盈利预测：仍处于盈利增长的黄金期

公司仍处于盈利增长黄金期的逻辑总结

根据我们以上的分析，我们认为公司仍处于盈利增长的黄金期，支撑这个结论的逻辑有以下几点：1、经济腹地人均 GDP 刚到 4000 美元，仍处于航空市场由高端消费向大众消费转变的早期，本土出行及到访旅客增长率仍处于最快的一段时期；2、海西建设和两岸三通、甚至中国与东盟自由贸易区的建立将加速流量的增

长；3、公司未来几年没有大的资本开支，尚处于机场建造周期的黄金期，即离建造导致的盈利下降的时间尚久；4、公司具有良好的管理水平和成本控制能力，这使公司在流量增长黄金期和建造周期黄金期能够最大限度地保证盈利增长，从而使公司继续保持在盈利增长的黄金期，未来几年仍将是盈利快速的时期。我们认为这也是投资厦门空港的最佳时期，能够充分享受到当地经济的快速发展以及居民财富效应所带来的航空市场快速增长。

基本假设和盈利预测

根据对公司基本面的分析，由于两岸直航以及海峡游的开放尚存在不确定性，因此我们在估值和盈利预测假设中并没有考虑这些因素的影响，仅仅考虑了本土和旅游旅客的增长。我们假设公司 2009-2011 年的旅客吞吐量增长率分别为：18%、15%和 15%，而飞机起降架次分别同比增长 16.4%、15%和 15%，货运吞吐量增长率分别为-5%、15%和 15%；由于公司资本开支较小并且成本控制能力较突出，我们假设 09-11 年营业成本增长-3.25%（主要考虑到机电工程公司和广告公司的剥离）、10.73%和 11.87%，根据这些假设，我们预计公司 09-11 年的 EPS 分别为 0.78、0.91 和 1.04 元。我们认为公司盈利的快速增长期将能够持续到 2014-2015 年左右，之后由于跑道等资源瓶颈而产生扩建需求。

核心判断的主要风险

- 1、如果中国宏观经济增长大幅趋缓，可能导致其客货运业务的增长不能达到预期；
- 2、两岸关系恶化，导致腹地经济发展低于预期。

附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	128	184	258	421
应收款项	209	164	187	214
存货净额	12	8	8	9
其他流动资产	9	7	8	9
流动资产合计	358	362	461	653
固定资产	1170	1286	1386	1423
无形资产及其他	106	102	99	95
投资性房地产	13	13	13	13
长期股权投资	3	4	5	5
资产总计	1650	1767	1963	2189
短期借款及交易性金融负债	50	50	50	50
应付款项	78	41	46	51
其他流动负债	261	248	273	301
流动负债合计	389	340	369	402
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	2	4	6	8
长期负债合计	2	4	6	8
负债合计	391	344	375	409
少数股东权益	145	171	201	236
股东权益	1113	1253	1388	1544
负债和股东权益总计	1650	1767	1963	2189

关键财务与估值指标	2008	2009E	2010E	2011E
每股收益	0.65	0.78	0.91	1.05
每股红利	0.05	0.31	0.45	0.52
每股净资产	3.74	4.21	4.66	5.18
ROIC	17%	19%	21%	23%
ROE	17%	19%	19%	20%
毛利率	51%	58%	60%	61%
EBIT Margin	39%	46%	48%	49%
EBITDA Margin	51%	58%	60%	61%
收入增长	52%	12%	14%	15%
净利润增长率	18%	19%	16%	16%
资产负债率	33%	29%	29%	29%
息率	0.4%	2.1%	3.0%	3.5%
P/E	22.9	19.2	16.5	14.3
P/B	4.0	3.6	3.2	2.9
EV/EBITDA	14.9	11.5	9.9	8.5

资料来源: 国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	643	719	820	939
营业成本	312	302	332	369
营业税金及附加	26	29	33	38
销售费用	7	5	6	7
管理费用	45	53	57	61
财务费用	(4)	1	0	(1)
投资收益	4	4	4	4
资产减值及公允价值变动	(7)	(7)	(7)	(7)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	253	325	389	462
营业外净收支	(0)	(0)	(0)	(0)
利润总额	253	324	388	462
所得税费用	37	65	85	111
少数股东损益	21	27	33	39
归属于母公司净利润	195	232	270	312

现金流量表 (百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	195	232	270	312
资产减值准备	(12)	(7)	0	0
折旧摊销	73	88	96	109
公允价值变动损失	7	7	7	7
财务费用	(4)	1	0	(1)
营运资本变动	112	(3)	6	5
其它	32	32	30	36
经营活动现金流	407	349	410	470
资本开支	(475)	(200)	(200)	(150)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(476)	(201)	(201)	(151)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(16)	(93)	(135)	(156)
其它融资现金流	(203)	0	0	0
融资活动现金流	(234)	(93)	(135)	(156)
现金净变动	(303)	56	74	163
货币资金的期初余额	431	128	184	258
货币资金的期末余额	128	184	258	421
企业自由现金流	(47)	148	208	317
权益自由现金流	(250)	147	208	318

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所研究团队

宏观		策略		交通运输	
杨建龙		汤小生	021-68864595	唐建华	0755-82130468
林松立	010-82254212	黄海培	021-68864598	孙菲菲	0755-82133400
任泽平	010-82254206	崔嵘	021-68866202	高健	0755-82130678
周炳林	0755-82133339	廖喆	021-68866236	黄金香	010-82252922
		赵谦	021-68866295		
银行		房地产		计算机	
邱志承	021-68864597	方焱	0755-82130648	凌晨	021-68866233
黄飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	电子元器件	
谈焱	010-82254212			王俊峰	010-82254205
戴志锋	0755-82133343				
有色金属		汽车及零配件		钢铁	
彭波	0755-82133909	李君	021-68866235	郑东	010-82254160
李洪冀	010-82252922	左涛	021-68866253	秦波	010-82252922
商业贸易		基础化工		非银行金融	
胡鸿轲	021-68866206	邱伟	0755-82133263	武建刚	010-82250828
吴美玉	010-82252911	陆震	0755-82130532	王一峰	010-82250828
石油与石化		电力设备		传媒	
李晨	021-68866252	彭继忠	021-68866203	陈财茂	021-68866236
严蓓娜	021-68866253	皮家银	021-68866205	廖绪发	021-68866237
机械		电力与公用事业		医药	
余爱斌	0755-82133400	徐颖真	021-68864007	贺平鸽	0755-82133396
李筱筠	010-82254205	谢达成	021-68866236	丁丹	0755-82130678
通信		造纸		家电	
严平	021-68865025	李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407
纺织服装		建材		旅游	
方军平	021-68866202	杨昕	021-68864596	陈财茂	021-68866236
				廖绪发	021-68866237
中小股票		食品饮料			
高芳敏	021-68864586	黄茂	0755-82133476		
陈爱华		谢鸿鹤	0755-82130646		
农业		煤炭		建筑	
张如	021-68866233	李然	0755-82130681	邱波	0755-82133390
固定收益与基金		金融工程		金融工程	
皮敏	021-68864011	葛新元	0755-82133332	王军清	0755-82133297
张旭	010-82254210	董艺婷	021-68866946	黄志文	0755-82130532
杨涛	0755-82133339	戴军	021-68864585	林晓明	

国信证券经济研究所机构销售部

华南区		华东区		华北区	
万成水	0755-82133147 13923401205 wancs@guosen.com.cn	盛建平	021-68864592 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	王立法	010-82252236 13910524551 wanglf@guosen.com.cn
刘宇华	0755-82130818 13823380182 liuyh@guosen.com.cn	马小丹	021-68866025 13801832154 maxd@guosen.com.cn	王晓建	010-82252615 13701099132 wangxj@guosen.com.cn
邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	郑毅	021-68866205 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	谭春元	010-82254209 13810118116 tancy@guosen.com.cn
庞博	0755-82130818 0755-82133343 pangb@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-68866011 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	焦骥	010-82254209 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn
祝彬	0755-82133456 15814403667 zhubin@guosen.com.cn	刘塑	021-68866236 13817906789 liusu@guosen.com.cn		