

公司动态分析
厦门空港(600897)
收购转让资产/股权影响中性，停车场联营收益率明显偏低
厦门空港三项关联交易点评
报告关键点：

- 收购和转让资产/股权事项对公司影响整体中性。
- 停车场联营项目4%的内部收益率明显偏低。

报告摘要：

- 公司三项关联交易概述。**日前公司公布了三项关联交易，包括：一、收购。以自有资金6594.31万元，向控股股东厦门空港集团收购货机坪和其持有的福建国际航空港机务公司55%股权。二、出售。向空港集团转让公司持有的厦门国际航空港机电工程公司100%股权和福建航空港广告公司60%的股权，转让总价为5025万元。三、停车场联营。公司拟与空港集团合作经营厦门机场3#航站楼配套的地下停车场，预算总投资2.96亿，其中公司出资2.54亿，联营期20年。
- 收购和转让资产/股权事项对公司影响整体中性。**从对现金流的影响看，收购与转让抵销后，公司尚需向空港集团支付1569.31万元，仅相当于公司2008年净利润的8.1%。综合考虑公司09年的盈利、非付现成本和现有负债状况，这一款项完全可以依靠公司自有资金完成，无需额外举债。从对盈利的影响看。转出资资产盈利08年的静态盈利超过收购资产143.97万元。而由于拟转出的空港广告公司2009-2011年预测盈利大幅下滑，收购资产2009-2011年预测盈利盈利反而超过转出资资产240-250万。不过，无论是以静态盈利还是动态盈利，两项关联交易抵销后对公司EPS的影响均仅在0.01元左右，不构成实质性影响。
- 停车场联营项目收益率明显偏低。**停车场联营项目公司投资为2.54亿，相当于公司08年末净资产的20%。根据可行性研究报告，在厦门机场流量正常增长的假定下，其内部收益率仅为4%，仅相当于银行定期存款的利率水平，明显偏低。
- 厦门机场过去几年的业务调整基本遵循了集中主业、减少关联交易的思路。**此次关联交易后，厦门空港所有航空性收入均由股份公司拥有。非航空业务方面，已进入股份公司范畴的业务包括商业（租赁）、货站货服、地勤、停车场等。股份公司资产业务已相对完整。而控股股东除拥有公司68%股权外，已基本不拥有厦门机场内经营性资产。另外考虑到空港集团拥有的福州机场和龙岩机场盈利能力不强，我们判断中短期内，厦门机场经营性资产的调整已基本完成。
- 海西经济区获批对公司构成长期利好，维持盈利预测和“增持-A”评级。**作为海西经济区最主要的门户机场，公司有望分享海西经济区建设所带来的航空需求增长。维持公司2009-2011年EPS0.76元、0.80元和0.85元的盈利预测，维持“增持-A”评级。

评级：
增持-A

上次评级： 增持-A

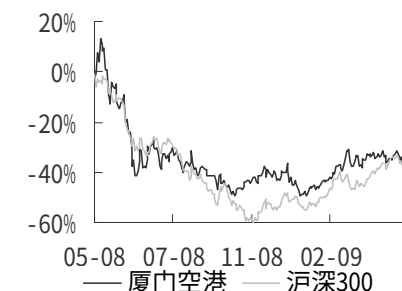
目标价格： **19.00 元**

期限： 6 个月 上次预测： 16.00 元

现价： 16.67 元

报告日期： **2009-05-05**
市场数据

总市值(百万元)	4,964.49
流通市值(百万元)	2,085.27
总股本(百万股)	297.81
流通股本(百万股)	125.09
12 个月最高/最低	11.60/27.36 元
十大流通股东(%)	48.09%
股东户数	23,900

12 个月股价表现


%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(2.21)	(7.56)	1.35
绝对收益	3.38	18.63	(31.73)

研究员
邓红梅 首席行业分析师

021-68765993 denghm@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	423.7	642.6	771.0	840.8	913.7
Growth(%)	17.6%	51.7%	20.0%	9.1%	8.7%
净利润	164.8	194.6	227.1	239.4	254.5
Growth(%)	32.7%	18.1%	16.7%	5.4%	6.3%
毛利率(%)	56.1%	51.4%	50.9%	51.0%	51.0%
净利润率(%)	38.9%	30.3%	29.5%	28.5%	27.9%
每股收益(元)	0.55	0.65	0.76	0.80	0.85
每股净资产(元)	4.41	4.23	4.57	4.94	5.33
市盈率	30.1	25.5	21.9	20.7	19.5
市净率	3.8	3.9	3.6	3.4	3.1
净资产收益率(%)	14.5%	17.1%	17.6%	17.3%	17.1%
ROIC(%)	19.6%	22.4%	19.1%	17.2%	17.4%
EV/EBITDA	18.1	16.1	14.4	13.3	12.4
股息收益率	2.1%	0.3%	2.7%	2.9%	3.1%

前期研究成果
厦门空港：资产收购和租赁业务促盈利“如期”增长

2008-10-30

厦门空港：区域机场龙头，租赁和收购将成盈利增长点

2008-09-03

厦门空港：租赁/广告成增长亮点，资产收购效应即将显现

2008-08-15

日前，公司公布了三项关联交易事项，包括：

一、收购。以自有资金 6594.31 万元，向控股股东厦门国际航空港集团（以下简称“空港集团”）收购货机坪和其持有的福建国际航空港机务公司（以下简称“空港机务公司”）55%股权。

二、出售。向控股股东空港集团转让公司持有的厦门国际航空港机电工程公司（以下简称“空港机电公司”）100%股权和福建航空港广告公司（以下简称“空港广告公司”）60%的股权，转让总价为 5025 万元。

三、停车场联营。公司拟与控股股东空港集团合作经营厦门机场 3#航站楼配套的地下停车场，预算总投资 2.96 亿，其中公司出资 2.54 亿，联营期 20 年。

1. 收购和转让资产/股权关联交易对公司影响整体中性

1.1. 收购货机坪和航空机务公司 55%股权

根据公告，公司拟以 3642.42 万元向空港集团收购货机坪资产。作为对价，自资产收购生效起，与货机坪相关的原属于空港集团的业务收入-国际及港澳航班全货机地面服务收费的 39%全部归属于公司。收购后，厦门空港的航空收入将全部归属于公司。据测算，2008 年货机坪相关收入为 662.56 万元，净利润为 439.23 万元。

同时公司拟按 25 万元/年的价格租赁控股股东空港集团公司拥有货机坪的土地使用权，期限十九年，租赁面积约 6 万平方米。第三年起双方根据市场价格进行商定，其中第 3、4 两年涨幅不超过租赁期第一年租金的 10%。

货机坪评估情况和模拟的资产收入利润情况见表 1。

另外，公司拟以 2951.89 万元收购空港集团所持有的厦门空港机务公司。空港机务公司主要业务是在福州、厦门、连城三地机场为国内各航空公司提供过站、航行前、航行后等航线维修服务，以及为外国航空公司提供地勤服务。空港集团持有其 55%股权，剩余 45%股权由厦门空港集团全资子公司福州国际航空港有限公司持有。空港机务公司 2008 年收入为 3110.51 万元，净利润为 622.15 万元。

航空机务公司资产和盈利状况详见表 1。

表 1 收购货机坪和航空机务公司 55%股权概况（单位：万元）

一、评估概况			
	货机坪	航空机务公司 55%股权	合计
评估值	3642.42	2951.89	6594.31
帐面值	2290.01	1335.004	3625.01
评估增值	1352.41	1616.886	2969.30
增值率	59.1%	121.1%	
二、拟收购公司资产盈利状况			
	货机坪	航空机务公司	
设立时间			
注册资本			
资产		4214.43	
负债		1787.15	
所有者权益		2427.28	
07 年收入		3094.33	
07 年净利		637.95	
08 年收入	662.56	3110.51	
08 年净利	439.23	622.15	781.41
2009 年盈利预测	470.92	540.96	768.45

2010 年	503.79	569.63	817.09
2011 年	537.86	599.43	867.55

注：合计净利贡献中仅考虑航空机务公司 55%股权部分

数据来源：安信证券研究中心

1.2. 出售空港机电公司 100%股权和福建空港广告公司 60%股权

公司拟按 2,877.00 万元的价格向空港集团转让公司拥有的空港机电公司 100%股权。空港机电公司主要经营民航机场建筑智能化工程，民航大型机电设备安装及大修工程，以及其他机电工程安装、服务等。2008 年营业收入为 8113.93 万元，净利润 456.1 万元。空港机电公司资产和盈利状况详见表 2。

公司拟按 2,148.00 万元的价格向控股股东空港集团公司转让公司拥有的福建航空港广告公司 60%股权。空港广告公司承担着厦门机场范围内所有媒体的经营、发布和管理；持有福州、龙岩机场媒体的经营发布权；拥有厦门乃至福建地区的其他黄金广告媒体。其中公司拥有 60%股权，其余 40%股权由福州国际航空港公司持有。该公司 2008 年营业收入为 7641.00 万元，净利润为 782.14 万元。

空港机电公司资产和盈利状况详见表 2。

值得注意的是，公司对空港广告公司未来 3 年的盈利预测较 07、08 年大幅下降，原因系广告公司负担的机场广告特许经营权费自 2009 年 1 月 1 日起大幅增长，其中固定部分在 2008 年基础上每年递增 5%，另外还新增了变动部分特许经营费，以特许经营区域内媒体相关的营业收入与已经缴交的固定部分特许经营权费的差额为基数，按照 20%的比例缴纳。根据公司过往的年报，特许经营费由空港集团及其全资子公司福州航空港公司收取，2005-2008 年特许经营费分别为 341.8 万、508.6 万、949.7 万和 1487.5 万。

表 2 转让空港机电公司 100%和航空港广告公司 60%股权概况（单位：万元）

一、评估概况					
	空港机电公司 100%股权		福建航空港广告公司 60%股权		
		扣除未分配利润		扣除未分配利润	合计
评估值	2877.00	2877.00	2148.00	2148.00	5025.00
帐面值	1672.15	1261.66	1133.72	711.37	
评估增值	1204.85	1615.34	1014.28	1436.63	
增值率	72.1%	128.0%	89.5%	202.0%	
二、拟转出公司资产盈利状况					
	空港机电公司 100%股权		福建航空港广告公司 60%股权		
设立时间	1996 年 11 月 14 日		2006 年 4 月 29 日		
注册资本	1000 万		1000 万		
资产	5300.61		4731.04		
负债	3628.46		2841.50		
所有者权益	1672.15		1889.53		
07 年收入	5380.1		5676.95		
07 年净利	416.34		811.20		
08 年收入	8113.93		7641.00		
08 年净利	456.1		782.14		
三、盈利预测					
预测净利	空港机电公司 100%股权		福建航空港广告公司 60%股权		净利贡献
2009 年	398.00		214.00		526.4
2010 年	408.00		273.00		571.8
2011 年	417.00		334.00		617.4

注：合计净利贡献中仅考虑航空机务公司 55%股权部分

资料来源：公司公告，安信证券研究中心整理

1.3. 收购与转让相抵，对公司资产和盈利影响不大

尽管上述收购和转出均属于金额在 3000 万元以上，超过公司 2008 年末净资产额 5% 以上的“重大关联交易”，且具体到单一资产和股权而言，评估状况和盈利状况各异，但是由于公司此次关联交易是收购与转出同时进行的，收购和转出抵消后的状况对于考察这两项关联交易对公司的实际影响可能更有意义。

从对现金流的影响看。收购与转让抵销后，公司尚需向空港集团支付 1569.31 万元。仅相当于公司 2008 年净利润（1.94 亿）的 8.1%。另据公司 2008 年年报显示，公司 08 年末有 5000 万短期借款，另外 08 年以约 5.7 亿向空港集团收购飞行区等航空性资产以及空港地勤公司 100% 股权尚余 1.5 亿未支付。除这两项外，公司其他非经营性的负债较少。而根据我们的盈利预测，公司 09 年盈利和非付现成本合计接近 3 亿，这意味着公司完全可以以自有资金支付本次收购款差额以及其他两项负债，而无需额外举债。

从对盈利的影响看。仅从 2008 年的静态盈利看，转出资产盈利 925.38 万元，收购资产盈利为 781.41 万元，转出资产盈利超过收购资产 143.97 万元。而从 2009-2011 年预测盈利看，收购资产盈利反而超过转出资产 240-250 万。其主要原因在于转出的空港广告公司 2009-2011 年预测盈利大幅下滑。而无论是按照 08 年的实际盈利状况，还是预测盈利状况，对公司 EPS 影响均在 0.01 元左右，均不构成实质性影响。

表 3 收购和转让资产/股权对公司盈利的综合影响

	收购	转让	差额
总价	6594.31	5025.00	1569.31
2008 年盈利	781.41	925.38	-143.97
2009 年预测盈利	768.45	526.4	242.05
2010 年预测盈利	817.09	571.8	245.29
2011 年预测盈利	867.55	617.4	250.15

注：合计净利贡献中均仅考虑相关股权部分

资料来源：公司公告，安信证券研究中心整理

2. 与空港集团联营停车场，收益率明显偏低

公司与集团的第三项关联交易是出资 2.54 亿，与空港集团联营厦门机场 3#航站楼配套停车场。拟建设的停车场位于厦门机场 3#航站楼南侧，原为园林广场喷水池地块，占地面积 6 万平米，建筑面积 4.6 万平米，设计规划小型车位 1200 个，未来可满足 3#候机楼及配套服务业务楼 1700 万人次旅客吞吐量的停车要求。该项目总投资 2.96 亿，其中空港集团以其拥有的该地块土地作价 4200 万投入，其余 2.54 亿由公司负责投资。该项目 09 年底开工建设，2012 年 1 月以前投入使用。合作经营期 20 年。项目投入运营后，公司与集团按照 85:15 进行收益分配。

根据该项目的可行性研究，在厦门机场流量正常增长的前提下，联营期该项目共可实现收入 78915 万元，净利润 35602 万元，IRR 为 4%，静态回收期为 12 年。考虑到该项目的 IRR 仅相当于银行定期存款的利率水平，其收益率明显偏低。

根据公司的披露，除拟建的这一停车场外，厦门机场 3#候机楼内外还有两个停车场，一是候机楼地下停车场，2008 年上半年，民航总局基于民航安保原因，要求停用候机楼地下公共停车场，该停车场于 08 年 6 月停止对外开放；二是作为过渡性措施而改造后用的 3#候机楼东侧停车场，但公司表示其面积流程均不能满足实际需要。从过去厦门机场停车场经营状况看，经营最好的 2007 年，厦门机场旅客吞吐量为 868.5 万人次，停车场收入 805.4 万，毛利率仅 266.9 万。尽管随着厦门机场旅客吞吐量的增加，新停车场收入和利润会随之增加，但从国内各机场停车场状况来看，停车场收费标准往往受到诸多限制而难以有效提高，我们推测该停车场收益大幅超出公司预测水平的可能性较小。

表 4 厦门机场原停车场盈利状况

	y2005	y2006	y2007	y2008
收入	6,132	7,329	8,966	8,054
成本	6,534	5,531	5,684	5,385
其中停车场租赁	1,516	1,600	1,800	1,500
毛利	(401)	1,799	3,282	2,669
毛利率	-6.5%	24.5%	36.6%	33.1%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心整理

3. 厦门机场过去几年的业务调整基本遵循了集中主业、减少关联交易的思路

事实上，过去几年，公司通过多次的关联交易，调整资产业务范畴（详见表 5）。此次关联交易后，厦门空港所有航空性收入均由股份公司拥有。非航空业务方面，已进入股份公司范畴的业务包括商业（租赁）、货站货服、地勤、停车场等。股份公司资产业务已相对完整。

此次置出的广告业务是机场重要的非航空业务之一，在其他 5 家 A/H 股上市机场以及国外众多其他上市机场均属于上市公司范畴，此次置出上市公司颇出乎我们的意外。尽管公司给出的广告公司未来 3 年的盈利预测大幅下降，但盈利下降的主要原因来自于特许经营费用的上升，而特许经营费主要是空港集团收取的，这一理由并不能令人完全信服。不过考虑到目前国内大部分机场广告业务的开展存在诸多非市场化因素，现阶段置出广告业务并不会对公司业务和盈利构成实质性影响。另外，我们不排除此次置出广告公司是出于对冲置入资产的考虑。

表 5 2003 年以来公司主要收购和出售资产/股权关联交易事项

		公告日期	
关联交易 - 空港集团	收购	03 年 3 月 27 日	与控股股东重新划分航空收入分成比例。由划分前分享旅客过港服务费收入 85%和运输服务费收入的 44%，提升为划分后享有旅客服务费收入 93%、外航地面服务费 69%、安全检查费 40%。
		04 年 2 月 25 日	以 1.56 亿收购空港集团持有的厦门空港国际货站 51%股权
		07 年 3 月 30 日	以 5914 万元收购空港集团持有的厦门空港货物仓储公司 51%股权
		08 年 4 月 30 日	以 5.16 亿收购空港集团持有的厦门空港飞行区资产； 以 5339 万元收购空港集团及其全资子公司拥有的厦门空港地勤公司 100%股权
		09 年 4 月 28 日	以 6594.31 万元，收购空港集团拥有的货机坪和福建国际航空港机务公司 55%股权
	出售	09 年 4 月 28 日	以 5025 万元向空港集团转让公司持有的厦门国际航空港机电工程公司 100%股权和福建航空港广告公司 60%的股权
非关联交易 - Skyline Holding Internation Ltd.		08 年 1 月 4 日	以 2135.8 万元收购厦门航空港国际货站公司 7%股权
		08 年 1 月 4 日	以 794.2 万元收购厦门航空港货物仓储 7%股权

资料来源：公司公告，安信证券研究中心整理

此次关联交易后，除本次公司拟转出的福建航空港广告公司、厦门空港机务公司的全部股权外，空港集团仅拥有厦门空港股份 68%股权、福州机场和龙岩机场 100%股权、航空食品公司 51%股权，以及部分与机场业务关联不大的其他资产与股权（详见表 6）。

目前福州机场吞吐量不足厦门机场的 1/2，龙岩机场与区内其他机场吞吐量差异更大（见表 7）。而根据我们的了解，即使是福州机场，其盈利能力与厦门机场也存在较大差距，暂不具备置入上市公司的条件。由此我们判断，中短期内厦门机场资产/业务调整应已基本完成。

表 6 此次关联交易后厦门空港集团主要资产

资产名称	持股比例
厦门空港股份公司	68%
福州机场公司	100%
龙岩机场公司	100%
福建航空港广告公司	100% (其中直接持股 60%)
航空食品公司	51%
厦门航空港机务公司	100%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心整理

表 7 福建省五家民用机场 2008 年运量比较

	等级	旅客吞吐量 (万人)				货邮吞吐量 (吨)				起降架次 (次)			
		排名	2008 年	2007 年	增减	排名	2008 年	2007 年	增减	排名	2008 年	2007 年	增减
厦门高崎	4E	11	938.5	868.5	8.1%	9	195,461	193,574	1.0%	13	92,785	85,251	8.8%
福州长乐	4E	25	453.4	424.7	6.7%	22	60,153	56,545	6.4%	28	45,336	43,928	3.2%
泉州晋江	4D	42	140.2	119.6	17.2%	43	11,214	9,952	12.8%	50	14,677	12,682	15.7%
南平武夷山	4C	54	56.5	54.8	3.2%	72	884	833	6.5%	63	6,171	5,609	10.0%
龙岩连城	4C	142	1.4	2.1	-30.5%	130	12	0	/	151	192	326	-41.1%

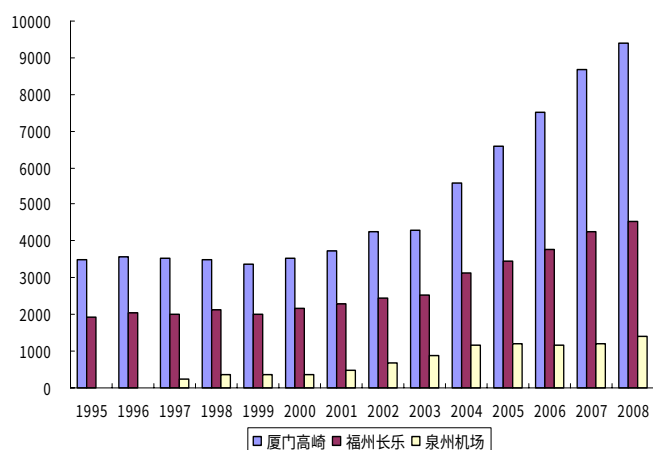
资料来源：民航总局，安信证券研究中心整理

4. 海西经济区获批对公司构成长期利好，维持盈利预测和“增持-A”评级

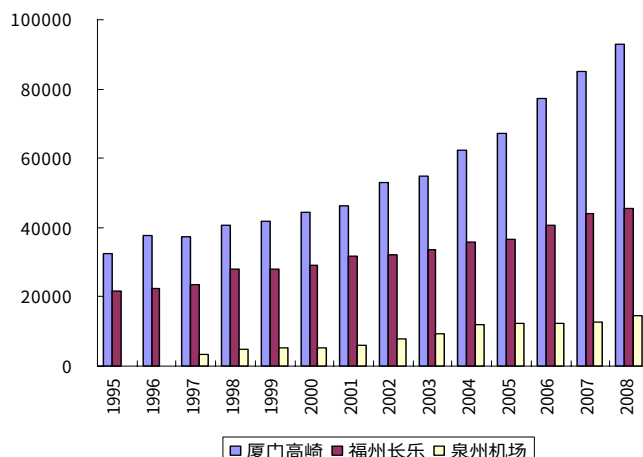
在本报告即将完成之际，欣闻国务院讨论并原则通过了《关于支持福建省加快建设海峡西岸经济区的若干意见》。《意见》强调了发展海峡西岸经济区的重要意义，指出将采取更加有力的措施，进一步发挥福建省比较优势，赋予先行先试的政策，加快建设海峡西岸经济区，促进福建省经济社会又好又快发展。并提出了 7 个方面的重点工作。

厦门机场作为海西经济区最主要的空中门户，区域经济的发展将有利于腹地航空需求增长。尽管近几年来，包括福州、泉州在内的区域内其他竞争机场吞吐量快速增加，但是无论是绝对量还是增长率，厦门机场的地位并未受到明显挑战，我们判断未来 3-5 年厦门机场仍将明显受益于区域经济增长。

维持公司 2009-2011 年 EPS0.76 元、0.80 元和 0.85 元的盈利预测，维持“增持-A”评级。

图 1 1995-2008 年福建三大机场旅客吞吐量 (千人)


资料来源：民航总局，安信证券研究中心整理

图 2 1995-2008 年福建三大机场起降架次


资料来源：民航总局，安信证券研究中心整理

表 8 福建三大机场近年来增长率比较

	旅客吞吐量			货邮吞吐量			起降架次		
	厦门	福州	泉州	厦门	福州	泉州	厦门	福州	泉州
过去 5 年	16.9%	12.3%	9.4%	5.4%	5.2%	/	10.0%	6.4%	10.5%
过去 10 年	10.4%	16.2%	14.8%	7.3%	4.2%	/	8.6%	6.5%	14.7%

资料来源：民航总局，安信证券研究中心整理

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2009-5-4**

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	423.7	642.6	771.0	840.8	913.7	成长性					
减: 营业成本	186.0	312.2	378.4	412.3	447.9	营业收入增长率	17.6%	51.7%	20.0%	9.1%	8.7%
营业税费	17.9	26.2	32.4	35.3	38.4	营业利润增长率	27.6%	17.1%	18.4%	8.7%	9.4%
销售费用	5.0	6.9	8.5	9.2	10.1	净利润增长率	32.7%	18.1%	16.7%	5.4%	6.3%
管理费用	25.8	45.0	54.0	58.9	64.0	EBITDA 增长率	18.7%	21.0%	15.0%	7.5%	7.2%
财务费用	-4.2	-4.1	3.0	4.4	2.2	EBIT 增长率	28.7%	17.5%	21.6%	9.0%	8.6%
资产减值损失	19.3	7.3	-	-	-	NOPLAT 增长率	35.3%	14.0%	14.4%	6.3%	5.8%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-0.1%	34.3%	17.9%	4.7%	4.8%
投资和汇兑收益	42.2	4.0	5.0	5.0	5.0	净资产增长率	0.6%	-4.2%	8.1%	8.0%	7.9%
营业利润	216.1	253.2	299.7	325.7	356.1	利润率					
加: 营业外净收支	-1.3	-0.2	-	-	-	毛利率	56.1%	51.4%	50.9%	51.0%	51.0%
利润总额	214.8	253.0	299.7	325.7	356.1	营业利润率	51.0%	39.4%	38.9%	38.7%	39.0%
减: 所得税	24.1	37.1	59.9	71.6	85.5	净利润率	38.9%	30.3%	29.5%	28.5%	27.9%
净利润	164.8	194.6	227.1	239.4	254.5	EBITDA/营业收入	62.0%	49.5%	47.4%	46.7%	46.1%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	50.0%	38.8%	39.3%	39.3%	39.2%
货币资金	430.6	127.8	115.6	126.1	137.1	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	646	525	524	465	460
应收帐款	86.2	208.7	180.8	197.2	214.3	流动营业资本周转天数	56	20	45	92	94
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	403	248	160	147	149
预付帐款	4.9	9.1	14.8	21.0	27.7	应收帐款周转天数	57	78	86	76	76
存货	5.2	12.2	14.5	15.8	17.2	存货周转天数	3	5	6	6	6
其他流动资产	0.1	0.0	0.0	-0.0	0.0	总资产周转天数	1,173	851	765	714	690
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	804	621	646	656	632
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	2.4	3.2	3.2	3.2	3.2	ROE	14.5%	17.1%	17.6%	17.3%	17.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	13.7%	13.1%	14.7%	14.9%	15.1%
固定资产	738.0	1,136.6	1,109.8	1,060.9	1,275.7	ROIC	19.6%	22.4%	19.1%	17.2%	17.4%
在建工程	7.3	33.8	73.8	173.8	13.8	费用率					
无形资产	110.0	105.7	101.3	96.9	92.5	销售费用率	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
其他非流动资产	4.9	12.8	12.8	12.8	12.8	管理费用率	6.1%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
资产总额	1,389.6	1,649.9	1,626.7	1,707.7	1,794.3	财务费用率	-1.0%	-0.6%	0.4%	0.5%	0.2%
短期债务	-	50.0	144.0	105.0	63.6	三费/营业收入	6.3%	7.4%	8.5%	8.6%	8.3%
应付帐款	38.9	257.7	93.3	101.7	110.5	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	5.4%	23.7%	16.3%	13.9%	11.6%
其他流动负债	35.8	69.7	71.4	76.4	81.4	负债权益比	5.7%	31.1%	19.5%	16.2%	13.1%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	6.98	0.92	1.23	1.51	1.90
其他非流动负债	-	1.9	-	-	-	速动比率	6.91	0.89	1.17	1.45	1.82
负债总额	75.5	391.1	265.6	237.8	208.0	利息保障倍数	-50.67	-60.12	100.06	74.79	159.94
少数股东权益	152.0	145.4	156.9	170.0	184.6	分红指标					
股本	297.8	297.8	297.8	297.8	297.8	DPS(元)	0.35	0.05	0.46	0.48	0.51
留存收益	864.4	815.5	906.3	1,002.1	1,103.9	分红比率	63.3%	7.7%	60.0%	60.0%	60.0%
股东权益	1,314.1	1,258.7	1,361.0	1,469.9	1,586.3	股息收益率	2.1%	0.3%	2.7%	2.9%	3.1%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	190.7	215.9	227.1	239.4	254.5	EPS(元)	0.55	0.65	0.76	0.80	0.85
加: 折旧和摊销	55.8	75.1	62.8	63.0	62.9	BVPS(元)	4.41	4.23	4.57	4.94	5.33
资产减值准备	19.3	7.3	-	-	-	PE(X)	30.1	25.5	21.9	20.7	19.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.8	3.9	3.6	3.4	3.1
财务费用	-	-	-0.1	3.0	4.4	P/FCF	30.0	-62.3	53.1	38.0	35.9
投资收益	-42.2	-4.0	-5.0	-5.0	-5.0	P/S	11.7	7.7	6.4	5.9	5.4
少数股东损益	25.1	21.3	12.7	14.6	16.1	EV/EBITDA	18.1	16.1	14.4	13.3	12.4
营运资金的变动	-35.4	-62.5	-139.6	-7.7	-8.5	PEG	10.0%	7.8%	6.4%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	191.0	221.0	161.0	308.7	322.4	CAGR(%)	3.0	3.3	3.4	-0.2	-0.2
投资活动产生现金流量	3.1	-575.4	2.9	2.9	2.9	ROIC/WACC	2.0	2.3	1.9	1.7	1.8
融资活动产生现金流量	-124.2	34.2	-45.2	-187.1	-196.4	REP	2.5	1.8	1.8	1.9	1.8

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

邓红梅，经济学硕士，交通运输业首席分析师，负责机场、航空和铁路行业研究。获“新财富”最佳分析师 2006 年港口公路水运业第四名，2007 年航空机场业第三名。2007 年 4 月加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义、责任的和法律依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤 021-67865293	上海联系人 zhuxian@essence.com.cn	凌洁 021-68765237	上海联系人 lingjie@essence.com.cn
梁涛 021-68766067	上海联系人 liangtao@essences.com.cn	李国瑞 021-68763872	上海联系人 ligr@essence.com.cn
张勤 021-68763879	上海联系人 zhangqin@essence.com.cn	南方 021-68765206	上海联系人 nanfang@essence.com.cn
周蓉 010-66581676	北京联系人 zhourong@essence.com.cn	马正南 010-66581668	北京联系人 mazn@essence.com.cn
李昕 010-66581689	北京联系人 lixin@essence.com.cn	潘琳 0755-82558268	深圳联系人 panlin@essence.com.cn
张茜萍 0755-82558089	深圳联系人 zhangqp@essence.com.cn	王昊文 0755-82558069	深圳联系人 wanghw@essence.com.cn
王远洋 0755-82558087	深圳联系人 wangyy3@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034