

厦门空港 (600897.SS/600897 CH)

08 年表现优于预期

Rmb16.18	持有 维持	结果公布
V 王志霖 W 886.2.2181.8730 X stephen.wang@kgi.com.tw		V 刘惠珍(Coordinator) W 86.21.6125.8675

- 08 年营收增长 31.57%，净利增长 18.1%，表现优于预期；1Q09 净利增长 43.4%，主要来自收购跑道的贡献
- 08 年成本增加较快以及投资收益较低，因此利润率大幅下滑
- 调升财测，上修目标价至 16 元；维持「持有」评级

08 年表现优于预期；财测上修

厦门空港 08 年营收成长 31.5% 达 6.42 亿元，主要来自新收购跑道与其它资产的重大贡献；净利增加 18.1% 至 1.94 亿元，超前我们预测 10.2%。因为收购案是去年 7 月才完成的，所以今年将持续对营收产生影响，由今年首季营收成长 43.4% 可证。由于 08 年成本增加较快以及投资收益减少（07 年比较基期偏高），因此净利成长脚步不如营收。我们认为毛利率将随着营收组合改善而逐步提升（因为加入了飞机起降费），并有助于抵销货运、广告、地面服务与其它非航业务的成本增加。在国内需求稳定增长之下，我们预期 09 年场机旅客流量持续成长，但因全球需求迟滞，货运将持续面临压力。我们将 09-10 年每股盈利预估上修 1.4% 与 6.4% 至 0.75 元与 0.84 元，并预测 10 年每股盈利 0.93 元。

收购跑道将持续带动 09 年飞航营收增长

08 年厦门空港飞航营收增加 31.5%，贡献主要来自飞行区资产收购，以及旅客流量稳定成长。08 年旅客吞吐量成长 8.07% 至 938 万人次，飞机起降总数成长 8.8% 至 9.28 万架次，货物吞吐量成长 0.95% 至 19.5 万吨。航空性收入组合改善，抵销了去年机场费降低的冲击，进而推升毛利率 2.24 个百分点至 47.06%。收购跑道已于去年 7 月间完成，但可望持续刺激今年上半年表现。展望 09 年，我们预测旅客吞吐量与飞机起降架次将分别提高 10% 与 8%。根据以上假设，我们估计 09-11 年航空服务营收分

别成长 30.7%、10% 与 6%。

09 年货运业务展望仍低迷

08 年货运站营收上扬 3.29%，显然不足以维持正常的利润水平，因此毛利率滑落 5.65 个百分点至 60.7%。考虑今年出口业应持续萧条，我们预计 09 年货运量减少 10%，10 年因全球经济复苏而增加 10%，11 年成长率将回归正常水平 6%。综上，我们预测 09 年货运营收衰退 12.7%，但 10 年与 11 年可望分别提升 15.5% 与 6%。

租赁业务获利稳健成长，投资收益下滑

受惠于租金提高，加上成本降低带动毛利率提升 3.13 个百分点至 81.04%，08 年租赁营收增加 23.9%。同期广告收入增加 34.6%，但成本升高使得毛利率滑落 3.05 个百分点至 27.9%。08 年投资收益仅 400 万元，远低于 07 年因为投资新股获利而达到 4,220 万元的投资收益。我们预期 09 年投资贡献仍十分有限。

公司评价与投资建议

即使 09 年货运业务转弱将造成部分负面冲击，但我们仍认为厦门空港将受惠于国内航空需求成长以及未来两岸通航频繁所带来的增长。根据修正后财测，我们将 DCF 模型得出的每股净资产价值 (NAV) 预测由 14.6 元调高至 16 元（平均加权资金成本 11.6%，永久增长率 3%）。新的目标价相当于我们 09 年每股盈利预测的 21 倍。有鉴于上档空间有限，我们维持「持有」评级。

至12月31日	主营收入	主营利润	营业利润	EBITDA	净利润	每股盈利
	(百万元)	(百万元)	(百万元)	(百万元)	(百万元)	(元)
2008A	643	304	252	326	195	0.65
2009F	740	359	299	416	223	0.75
2010F	819	417	351	475	251	0.84
2011F	874	458	388	505	277	0.93
至12月31日	EV/Sales	EV/EBIT	EV/EBITDA	市盈率	EV/Inv. C	净资产回报率
	(X)	(X)	(X)	(X)	(X)	(%)
2008A	7.9	20.1	10.9	27.3	3.9	17.1
2009F	6.1	15.2	15.6	21.6	2.9	18.3
2010F	5.1	11.9	10.9	19.2	2.3	17.4
2011F	4.4	9.8	10.9	17.4	1.8	16.4
产业			运输	52 周股价 (低/高):	12 - 26.8	
12个月目标价 (人民币元)			16.0	市值 (十亿元/美金百万):	4.8/669	
上涨/下跌空间 (%)			(1.1)	流通在外股数 (百万股):	298	
上涨空间排名 (percentile, %)			58	不受大股东掌控股数 (百万股):	125	
股利收益率-12/09估 (%)			0.4	外资持有股数 (百万股):	N.A.	
每股净值-12/09估 (人民币元)			4.4	3 个月平均日成交量 (百万股):	4	
价格每股净值比-12/09估 (x)			3.6	股价绝对表现 % (3, 6, 12个月)	21.3; 20.1; -30.2	
净负债比率-12/09估 (%)			现金	股价相对表现 % (3, 6, 12个月)	0.6; -13.5; 1	