

交通行业小组（联系人 姚俊）
 0755-25310463
 yaoj@cmschina.com.cn

2009年5月25日

厦门空港(600897.SH)/16.09元

海西地缘优势突出，主业增长稳定

交通运输·航空机场

目标估值：18元

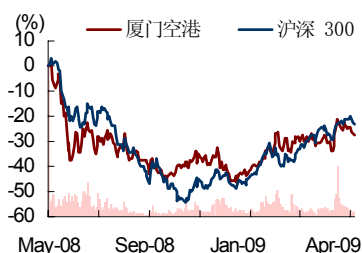
审慎推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	2598
总股本(万股)	29781
已上市流通股(万股)	12509
总市值(亿元)	48
流通市值(亿元)	20
每股净资产(MRQ)	3.9
ROE(TTM)	18.1
资产负债率	18.0%
主要股东	厦门国际航空港集团
主要股东持股比例	68.0%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	1	14	-23
相对表现	-6	-29	4



相关报告

- 1、《厦门空港-收购主业资产效益明显》2009/4/28
- 2、《主动性过剩-交通行业专题报告》2009/1/13
- 3、《景气复苏预期加强，把握盈利拐点的投资机会-航空机场行业2009年二季度投资策略》2009/4/3
- 4、《基本面压力仍然存在，把握估值波动的投资机会-航空机场行业2009年投资策略报告》2008/12/4
- 5、《航空机场月报》系列

我们近期调研了公司，我们认为公司在海西地区的地缘优势突出，今年主业增长稳定，近期无重大的资本开支计划，盈利的增长较为稳定，维持审慎推荐投资评级，PE合理区间为20倍至25倍，对应股价区间为14元至18元。

- **公司在海西地区的交通枢纽地位将加强。**市场普遍认为相比于原来“小三通”时期，两岸三通的进一步开放和“大三通”的实现在一定程度上削弱了海峡西岸作为两岸交通枢纽的地位，由此可能对厦门机场对台航线产生一定的负面影响。但如果从长期来看，我们认为厦门在两岸的交通枢纽并不一定会弱化反而将加强，原因是小三通模式的航班密集优势和成本优势。采用小三通模式实现的“海空联运”能充分利用厦门机场的航线网络和金门机场的航线网络，如由空港集团投资的五通码头距离金门水头码头仅9.7海里，航行时间缩短至25分钟，其推行的“两岸一票通”能实现海空联运的无缝接转。
- **预计客流量增长将达11%突破1000万人。**今年1至4月，厦门旅客吞吐量达353万，累计增长13.6%，飞机起降3.2万架次，累计增长11.3%。如果航空公司上半年持续增长，下半年飞机投放会相应增加，这为公司引进基地航空公司和航班，扩大运作规模提供了良好机遇。
- **公司近期无重大资本开支计划。**公司现有设施经过前期改造后，可以满足未来两年的增长需要。厦门机场三期扩建仍在立项阶段，而厦门第二机场计划较为远期，两个项目的投资主体也不太可能是股份公司。
- **货运恢复仍然不确定。**目前境外货运公司受经济影响缩减航班，运价也在下跌，而今年能否恢复仍然存在很大不确定性。货源主要来自于厦门周边地区，腹地范围相对偏小，而附近广州白云机场的货运对公司影响较大。
- **维持“审慎推荐”的投资评级。**预计09年至11年EPS分别为0.72元、0.78元和0.81元。我们认为公司海峡西岸的地缘优势明显、资源瓶颈限制小、管理能力突出和成本控制强，PE合理区间为20倍至25倍，对应股价区间为14元至18元。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	424	643	723	787	852
同比增长	18%	52%	13%	9%	8%
营业利润(百万元)	216	253	276	300	331
同比增长	28%	17%	9%	9%	10%
净利润(百万元)	166	195	213	232	241
同比增长	31%	17%	10%	9%	4%
每股收益(元)	0.56	0.65	0.72	0.78	0.81
PE	28.9	24.6	22.5	20.6	19.9
PB	4.1	4.3	3.7	3.1	2.7

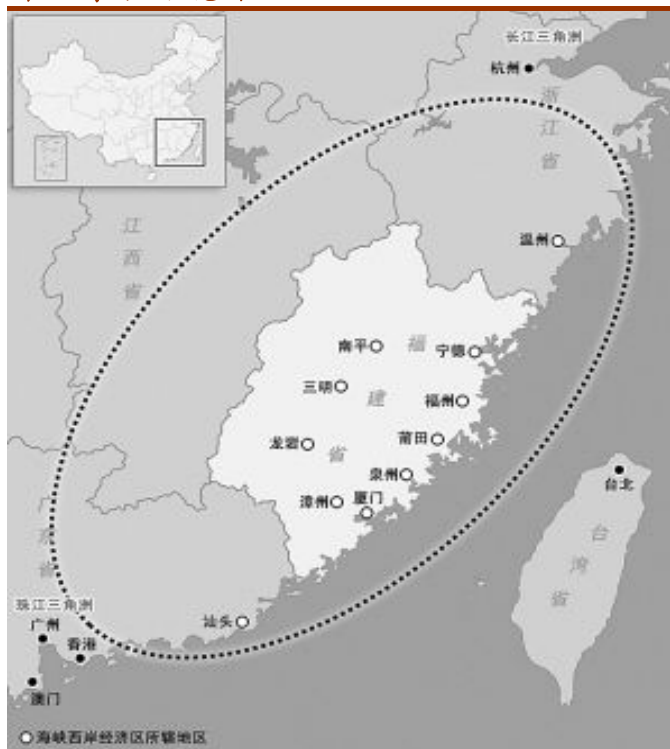
资料来源：招商证券

1、公司在海西地区的交通枢纽地位不会弱化

5 月初，国务院原则通过《关于支持福建省加快建设海峡西岸经济区的若干意见》，这是国务院首次出台政策明确支持海峡西岸经济区发展。

海峡西岸经济区是以福建为主体，面对台湾，邻近港澳，范围涵盖浙江南部、广东北部和江西部分地区，与珠江三角洲和长江三角洲两个经济区衔接，依托福州、厦门、泉州、温州、汕头五大城市所形成的对外开放、协调发展、全面繁荣的经济综合体，它是一个不同于行政区划的具有地缘经济利益的区域经济共同体（图 1）。

图1：海西地区范围



资料来源：网络

《若干意见》中还提出了 7 个方面的重点工作：

- 一是发挥独特的对台优势，加强两岸产业合作和文化交流，努力构筑两岸交流合作的前沿平台。
- 二是加快现代化基础设施建设，适应两岸直接“三通”的需要，提高发展保障能力。
- 三是充分发挥后发优势，高起点发展特色产业，提升经济整体素质。
- 四是统筹区域内协调发展，推动跨省区域合作，加快形成区域、城乡经济社会一体化发展新格局。
- 五是创新体制机制，先行试验一些重大改革措施，继续发挥海峡西岸经济区对外开放的先行作用。
- 六是加快社会事业发展，促进社会和谐。
- 七是加快生态文明建设，努力建设人居环境优美、生态良性循环的可持续发展地区。

市场普遍认为相比于原来“小三通”时期，两岸三通的进一步开放和“大三通”的实现一定程度上削弱了海峡西岸作为两岸交通枢纽的地位，由此可能对厦门机场对台航线产生一定的负面影响。

但如果从长期来看，我们认为厦门在两岸的交通枢纽并不一定会弱化反而会加强，原因是小三通模式的航班密集优势和成本优势。

从航班密集来看，采用小三通的模式（图 2）实现的“海空联运”能充分利用厦门机场的航线网络和金门机场的航线网络，非常方便内地与我国台湾开展商务和旅游活动。

图2：小三通示意图



资料来源：网络

目前我国能直飞台湾地区的城市中，除北京、上海外，其他大部分地区的航班仍然很少，例如广州每天只有两班（图 3）、深圳每天只有一班（图 4），而且许多地方政府采用补贴航线的做法从长期来看不太可能维持，因此从航班密集的方便性来看，通过厦门机场做中转基地，即走小三通模式的客流仍将增长。

图3：广州直飞台北的航班数

航空公司 航班号	起抵机场	起抵时间	机型	乘客身份	最少出 行人数	停留期限	全程票价 燃油/票税	备注
 南方航空 CZ3097	广州(新白云) 台北(桃园中正)	11:30 13:30	77B	普通	1人	0-365天	1180起 0/215	订票规定
 长荣航空 BR1798	广州(新白云) 台北(松山机场)	14:05 16:00	M9W	普通	1人	0-365天	1850起 0/193	订票规定

资料来源：携程网

图4：深圳直飞台北的航班数

航空公司 航班号	起抵机场	起抵时间	机型	乘客身份	最少出 行人数	停留期限	全程票价 燃油/票税	备注
 深圳航空 ZH9095	深圳(宝安) 台北(松山机场)	13:30 15:00	738	普通	1人	0-365天	1370起 0/215	订票规定

资料来源：携程网

而在小三通中的三个通航码头（即厦门东渡、厦门五通和泉州石井）中，由厦门空港集团投资建设的“五通港区海空联运码头”值得关注，五通码头距离金门水头码头仅 9.7 海里，基本上就是两地之间的直线距离，旅客在海上的逗留时间将缩短至 25 分钟。五通码头自去年开通以来，客流量持续增加，今年 4 月份出入境旅客人数再次创下开通以来的新高达 3.6 万人，而且未来的航班数将实现公交化，每隔五至十分钟就有航班。

厦门空港集团已经联合了两岸航空公司推出“两岸一票通”实现一票到达，无缝接转的海空联运服务，如在码头即可完成乘机手续并交运行李，并可以乘坐机场专车往返机场与码头之间。五通码头距离厦门机场仅 7 公里，从厦门机场可以飞往全国各地八十多个城市，而金门可以到达我国台湾的五大机场，这是两个扇面，通过海上这个短短的通道连接起来。

从成本方面考虑，据了解，仅以旅费计，厦门至金门船票 180 元人民币，而金门至台湾本岛机票在二千元新台币左右；从大陆搭乘赴台包机的价格视情在 1000 到 1800 元人民币之间不等，小三通模式来回就能节省至少 800 元人民币。

同时现在赴台包机数量还是有限，机位仍然紧俏，这些决定了取道小三通赴台游仍然具有极大的吸引力，不少省外的旅行社特意取道厦门赴台。据统计，五通码头在今年四月份的 132 个出入境(赴台游)团队中仅有一半来自福建省内，另一半分别来自北京、上海、江浙、东北、广东等省市。

因此，我们认为随着内地与我国台湾交流的深入和后续利好政策的出台，例如今年 3 月份内地居民赴台旅游开放区域在现有北京、天津等十三个省市基础上新增了十二个省市，通过厦门作为中转赴台湾旅游和商务的客流将大幅增长，厦门机场的枢纽地位将继续得到体现。

2、今年客流量有望突破 1000 万人

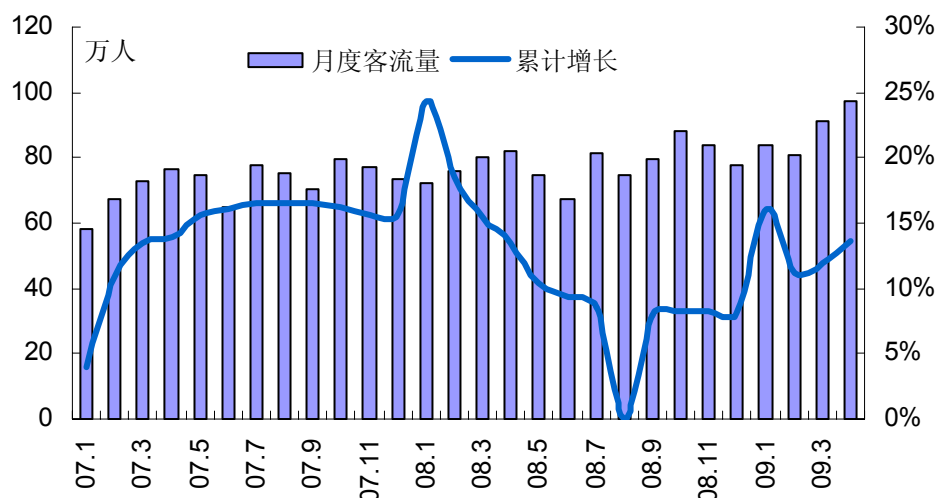
今年 1 至 4 月，厦门旅客吞吐量达 353 万，累计增长 13.6%（图 5），飞机起降 3.2 万架次，累计增长 11.3%（图 6）。目前日均飞机起降约在 280-300 架次。上半年的高

峰是 4 月，高峰小时是 22 架。

公司目前对行业景气的判断与我们相同，即国内航线景气超预期，国际航线不确定性仍然较大。公司今年面临的主要机遇是：

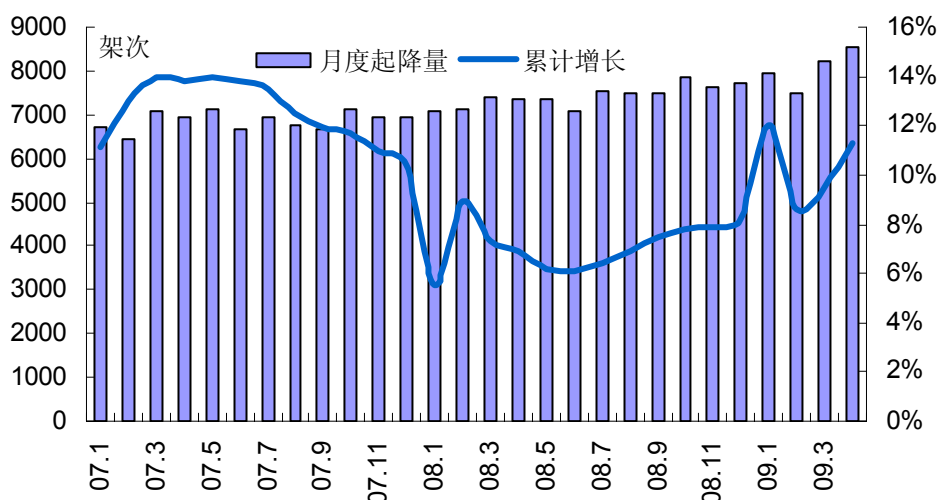
- 随着民航局 1719 号“限飞令”的解禁，厦门机场航班架次增长的政策瓶颈将会有所缓解。
- 今年航空景气复苏迹象明显，如果航空公司上半年持续增长，下半年飞机投放会相应增加，这为公司引进基地航空公司和航班，扩大运作规模提供了良好机遇。
- 在航空景气复苏后，随着客流量的增加，非航业务也有相应的增长。

图5：厦门机场近期客流量情况



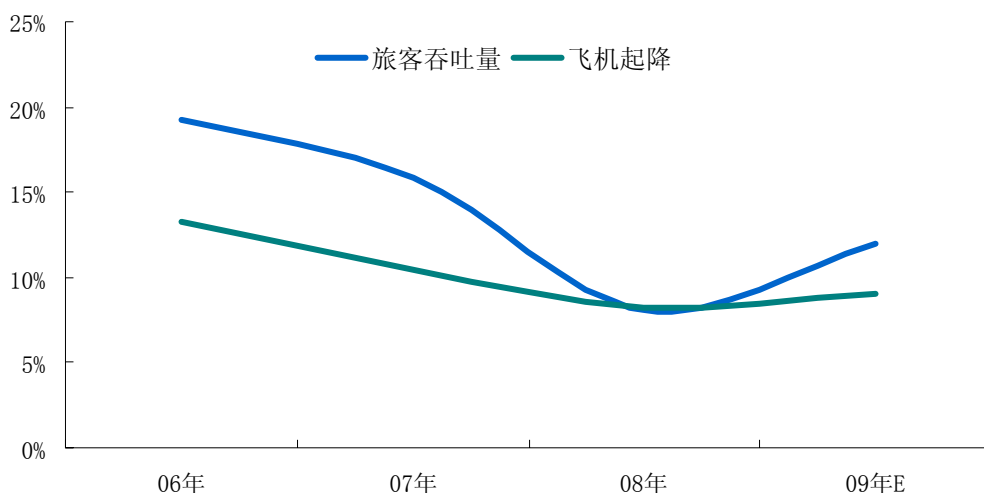
资料来源：公司、招商证券

图6：厦门机场近期飞机起降情况



资料来源：公司、招商证券

公司今年目标是实现客流量千万人次大关的突破，从目前来看，这个目标的实现可能性非常大，我们向上调整了对厦门机场客流和飞机起降的增长预期，预计旅客流量的增长将达到 11%，飞机起降增长将达 9%（图 7）。

图7：预计厦门空港旅客吞吐量增长和飞机起降增长分别为11%和9%


资料来源：公司、招商证券

3、近期无重大资本开支计划

公司自去年5月收购集团的航空资产后在某种意义上已经是整体上市，目前公司机场经过前期改造后，吞吐能力能达到1200万人，现有设施可以满足未来两年的增长需要。

而厦门市政府和空港集团已经在考虑机场三期扩建工程和厦门第二机场规划，其中机场三期扩建工程主要是建新跑道（现有跑道改为滑行道）和国际候机楼，但目前仍然还在立项阶段，设计能力为1700万人，而且不太可能由股份公司来承担；

厦门第二机场方面政府已经公告将在大嶝岛上进行选址，根据《厦门物流业“十一五”规划》，航空港三期扩建和大嶝岛第二机场、物流园区建设及厦航飞机购置预计投资为103亿元，投资主体也不太可能是股份公司。

而且这两个规划的时期都比较长远，公司近期将没有重大资本开支计划，我们认为经过去年候机楼设施优化和东西两个停车场改造（总投资4000多万元），公司现有的设施已经满足未来两年的增长，今年飞行区改扩建工程（跑道加盖、机坪东扩等工程）资本开支较小，目前公司账上的在建工程科目只有1800多万，预计今年中报将转出，而停机坪扩建将改为由集团来做，公司近期将没有重大资本支出项目。

4、货运方面的压力仍然较大

公司货运方面今年受到的压力比较大，货物中80%是境外货，国际货站中归属于股份公司的占比约为70%左右。目前境外货运公司受经济影响正在缩减航班，运价也在下跌，而今年能否恢复仍然存在很大的不确定性。

但由于公司在货运收入方面的比重较小，全年约在3000万左右，这项收入即便下降，对公司整体营业收入影响也不大。

据了解，厦门机场的货物吞吐中第一是电子产品，占比约11%左右，其次是服装和纺

织品等，货源主要来自于厦门周边地区。因此厦门机场的货源腹地范围相对偏小，而附近的广州白云机场的货运对厦门空港影响较大（广东省政府对白云机场货运政策支持和补贴）。

5、其他

- 公司在航空公司欠费方面积极应付，现在应收帐款约为 1.3 亿，比去年年底 1.8 亿下降了近 30%，其中超过正常结算期约为 8000 万元（正常结算期为 45 天）。
- 集团在厦门地区的航空性资产只有配餐公司，目前效益一年几百万。
- 集团控股管理的机场还有福州机场和连城机场，其中福州机场今年客流量有望突破 500 万人次，从目前来看，不太可能有注入动向。
- 目前公司的航空公司客户有 33 家，境内 21 家，境外 12 家。据了解，厦门地区的境外客流主要流向我国台湾、东南亚和韩国等，尽管由于航空景气使得大批低成本航空公司经营困难，但公司今年仍将继续拓展航线网络。

6、维持“审慎推荐 A”的投资评级

我们认为受“主动性过剩”等因素影响（参见《航空机场 2009 年度投资策略》和《主动性过剩》等报告），机场的传统防御性已经减弱，但在弱势中的相对防御意义仍然具备，公司评级为“审慎推荐 A”。

我们认为公司海峡西岸的地缘优势明显、资源瓶颈限制小、管理能力突出和成本控制较强，09 业绩有望保持稳健的增长，我们预计 09 年至 11 年实现净利润为 2.05 亿、2.17 亿和 2.30 亿元，EPS 分别为至 0.72 元、0.78 元和 0.81 元。

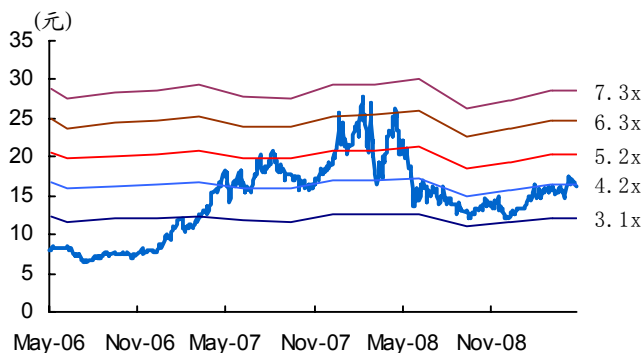
从目前国内机场 PE 估值来看，合理区间在 20 倍至 25 倍，因此我们认为公司合理股价波动区间为 20 倍至 25 倍，对应股价为 14 元至 18 元左右。

图 8：厦门空港历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 9：厦门空港历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	527	358	431	619	786
现金	431	128	231	401	550
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	80	199	184	201	217
其它应收款	7	10	2	2	3
存货	5	12	2	2	2
其他	5	9	12	13	13
非流动资产	863	1292	1306	1311	1316
长期股权投资	2	3	3	3	3
固定资产	738	1137	1198	1214	1228
无形资产	110	106	95	86	77
其他	12	47	10	9	8
资产总计	1390	1650	1738	1930	2102
流动负债	76	389	262	218	142
短期借款	0	50	30	30	30
应付账款	18	78	36	39	42
预收账款	5	11	14	16	17
其他	52	249	182	133	53
长期负债	0	2	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	0	2	0	0	0
负债合计	76	391	262	218	142
股本	298	298	298	298	298
资本公积金	525	298	298	298	298
留存收益	340	517	713	927	1150
少数股东权益	152	145	167	190	213
母公司所有者权益	1162	1113	1309	1523	1747
负债及权益合计	1390	1650	1738	1930	2102

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	191	221	236	282	259
净利润			213	232	241
折旧摊销			94	95	95
财务费用			0	(1)	(2)
投资收益			(5)	(5)	(5)
营运资金变动			(91)	(66)	(97)
其它			25	26	27
投资活动现金流	3	(575)	(100)	(100)	(100)
资本支出			(100)	(100)	(100)
其他投资			(0)	0	0
筹资活动现金流	(124)	34	(33)	(12)	(11)
借款变动			(20)	0	0
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(18)	(18)	(18)
其他			5	6	7
现金净增加额	70	(320)	103	170	149

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	424	643	723	787	852
营业成本	186	312	359	391	418
营业税金及附加	18	26	30	33	36
营业费用	5	7	9	9	10
管理费用	26	45	54	59	64
财务费用	(4)	(4)	0	(1)	(2)
资产减值损失	19	7	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	42	4	5	5	5
营业利润	216	253	276	300	331
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	2	1	1	1	1
利润总额	215	253	276	300	331
所得税	24	37	41	45	66
净利润	191	216	234	255	265
少数股东损益	25	21	21	23	24
母公司所有者净利润	166	195	213	232	241
EPS (元)	0.56	0.65	0.72	0.78	0.81

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	18%	52%	13%	9%	8%
营业利润	28%	17%	9%	9%	10%
净利润	31%	17%	10%	9%	4%
获利能力					
毛利率	56.1%	51.4%	50.3%	50.3%	50.9%
净利率	39.1%	30.3%	29.5%	29.5%	28.3%
ROE	14.2%	17.5%	16.3%	15.3%	13.8%
ROIC	14.3%	16.2%	15.6%	14.6%	13.2%
偿债能力					
资产负债率	5.4%	23.7%	15.1%	11.3%	6.8%
净负债比率	0.0%	3.0%	1.7%	1.6%	1.4%
流动比率	7.0	0.9	1.6	2.8	5.5
速动比率	6.9	0.9	1.6	2.8	5.5
营运能力					
资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
存货周转率	55.9	35.9	50.8	189.5	187.9
应收帐款周转率	6.4	4.6	3.8	4.1	4.1
应付帐款周转率	12.9	6.5	6.3	10.4	10.3
每股资料(元)					
每股收益	0.56	0.65	0.72	0.78	0.81
每股经营现金	0.64	0.74	0.79	0.95	0.87
每股净资产	3.90	3.74	4.39	5.11	5.86
每股股利	0.05	0.06	0.06	0.06	0.06
估值比率					
PE	28.9	24.6	22.5	20.6	19.9
PB	4.1	4.3	3.7	3.1	2.7
EV/EBITDA	16.3	13.5	11.6	10.8	10.1

分析师简介

姚俊，博士，曾在招商局集团博士后科研工作站从事博士后研究，主要研究领域为交通物流、港口业发展、企业战略管理等，目前为招商证券交通行业研究员。

罗雄，长期从事交通行业研究，深刻了解行业变化趋势。对行业内多家优质上市公司进行了长期的跟踪和研究。

纪敏，复旦大学计算机科学技术专业学士（2002），复旦大学计算机应用技术专业硕士（2005），目前为招商证券交通运输行业（港口、公路、铁路）分析师。

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，本报告清晰、准确地反映了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。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的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征价。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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。