

分析师： 吴云英 (8621)68751160 wuyy@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490208120194

联系人： 杨靖凤 (8621) 68751636 yangjf@cjsc.com.cn

主业恢复较快，2010 年盈利能力继续提升

事件描述

厦门空港公布 2009 年年报：

- 公司 2009 年度实现收入 7.66 亿元，同比上升 13.47%，归属于母公司股东的净利润 2.7 亿，同比上升 38.85%，实现 EPS 为 0.91 元，利润分配预案为每 10 股拟分派现金股利 0.8 元（含税）。
- 2009 年，厦门空港的旅客吞吐量和起降架次增速在 A 股上市机场中位列第一，原因在于公司的航空业务以国内航线和国内客源为主，而 09 年民航国际航线复苏弱于国内航线。
- 尽管第 4 季度公司的起降架次等运营数据环比、同比都有一定上升，但单季度毛利率为全年最低的 50.84%，可能是公司将非航空业务的成本集中在第 4 季度计提，带来毛利率的习惯性下降。公司全年毛利率同比提升 5 个百分点，主要是因为下半年出售了毛利率较低的机电公司和广告公司。
- 公司 2009 年的租赁及特许权业务收入为 1.58 亿，同比增长 30.8%，这部分业务收入占公司总收入的 20% 左右，且毛利率一直较高，我们预计未来这部分收入能为公司带来较为稳定的利润贡献。
- 2010 年厦门空港及下属各公司资本性支出预计 2.22 亿元，公司 2009 年期末的现金余额为 0.66 亿，近 4 年公司每年可产生的经营现金流稳定在 1.9 亿元以上，因此我们预计 2010 年的资本性支出不会为公司带来过重的财务负担，即使进行银行贷款额度也不会太大。
- 我们对公司 2010-2012 年的业绩预测分别为 0.95 元、1.02 元和 1.1 元，对应 PE 为 21.5 倍、20.1 倍和 18.5 倍，公司估值处于行业平均水平，但并没有白云机场和深圳机场未来新航站楼、跑道投产等带来的毛利率下降预期，首次给予“推荐”评级。
- 风险提示：福温、福厦、厦深等高速铁路的相继开通，将直接影响厦门空港 1000 公里以下的国内中短程航线，并可能分流境内航线旅客。

事件评论

第一，收入增长平稳，4 季度毛利率习惯性下降

公司 2009 年度实现收入 7.66 亿元，同比上升 13.47%，归属于母公司股东的净利润 2.7 亿，同比上升 38.85%，实现 EPS 为 0.91 元，利润分配预案为每 10 股拟分派现金股利 0.8 元（含税）。

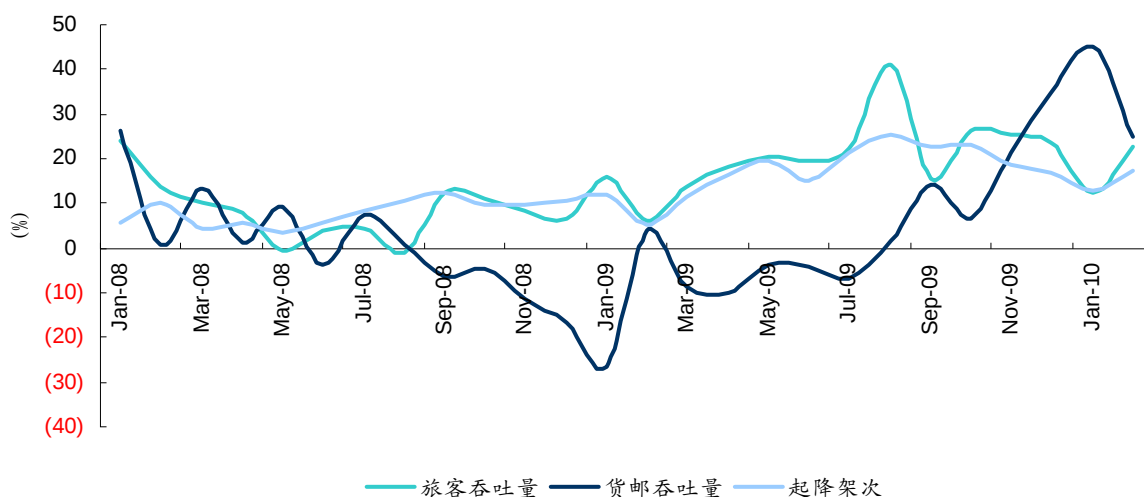
公司在今年将机电公司 100% 股权和广告公司 60% 股权转让给控股股东厦门空港集团，获得投资收益 3038 万，贡献 EPS 为 0.08 元，并且在下半年 2 家子公司结束并表后，还带来销售费用同比大幅下降。财务费用比上年同期增加主要是因为本年增加银行借款所致，所得税同比增长 88% 是因为：1. 所得税税率由去年的 18% 上升至 20%，2. 利润总额同比增长所致。

表 1: 利润表中同比变化突出的科目

项目	2009	2008	同比变化
销售费用	1.88	6.92	-73%
财务费用	1.19	-4.17	-128%
投资收益	31.85	4.03	690%
所得税费用	73.35	39.00	88%

资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

2009 年, 厦门空港实现飞机起降 10.59 万架次, 旅客吞吐量 1132.8 万人次, 货邮吞吐量 19.6 万吨, 分别比去年同期增长 14.18%、20.7%和 0.29%。

图 1: 厦门空港运营数据情况


资料来源: 公司数据, 长江证券研究部

与国内前 5 大机场相比, 厦门空港的旅客吞吐量和起降架次增速明显高于它们, 原因在于公司的航空业务以国内航线和国内客源为主, 在 09 年国际航线复苏弱于国内航线的背景下, 公司这两项数据的增速在 A 股上市机场中位列第一; 而由于国际货运业务比例较大, 因此货运恢复较慢, 1-9 月货邮吞吐量同比下降 5.1%, 不过公司第 4 季度货邮吞吐量回升较快, 最终全年同比增速上升 0.29%, 但仍低于行业平均水平。

表 2: 各大机场 2009 年运营数据同比增速汇总

	全国	首都机场	虹桥机场	浦东机场	白云机场	深圳机场	厦门机场
股票代码	无	0694HK	无	600009SH	600004SH	000089SZ	600897SH
旅客吞吐量	19.79%	16.87%	9.62%	13.05%	10.81%	14.42%	20.70%
货邮吞吐量	7.04%	7.89%	5.62%	-2.29%	39.28%	1.24%	0.29%
起降架次	14.53%	13.56%	2.03%	8.35%	10.15%	7.81%	14.18%

资料来源: CEIC, 长江证券研究部

从单季度来看, 四季度公司实现归属于母公司股东的净利润 5471 万, 实现 EPS 为 0.18 元, 1-4 季度分别实现 EPS 为 0.18 元、0.20 元、0.34 元和 0.18 元。

表 3: 公司主要财务数据摘要

	2009Q4	2009Q3	2009Q2	2009Q1	2009	2008
营业收入(万元)	22,180	18,955	18,432	17,040	76,606	67,512
营业成本(万元)	10,903	6,640	8,091	7,900	33,534	33,006
毛利率	50.84%	64.97%	56.11%	53.64%	56.23%	51.11%
营业利润(万元)	8,497	13,493	8,213	7,113	37,317	26,132
营业外损益(万元)	(508)	(159)	17	57	(593)	(16)
利润总额(万元)	7,989	13,334	8,231	7,171	36,724	26,116
所得税(万元)	1,579	2,512	1,791	1,453	7,335	3,900
净利润(万元)	6,410	10,822	6,440	5,718	29,389	22,217
归属于母公司所有者的净利润(万元)	5,471	10,221	5,995	5,328	27,015	19,456
EPS(元/股)	0.1837	0.3432	0.2013	0.1789	0.9071	0.6533

资料来源:公司公告,长江证券研究部

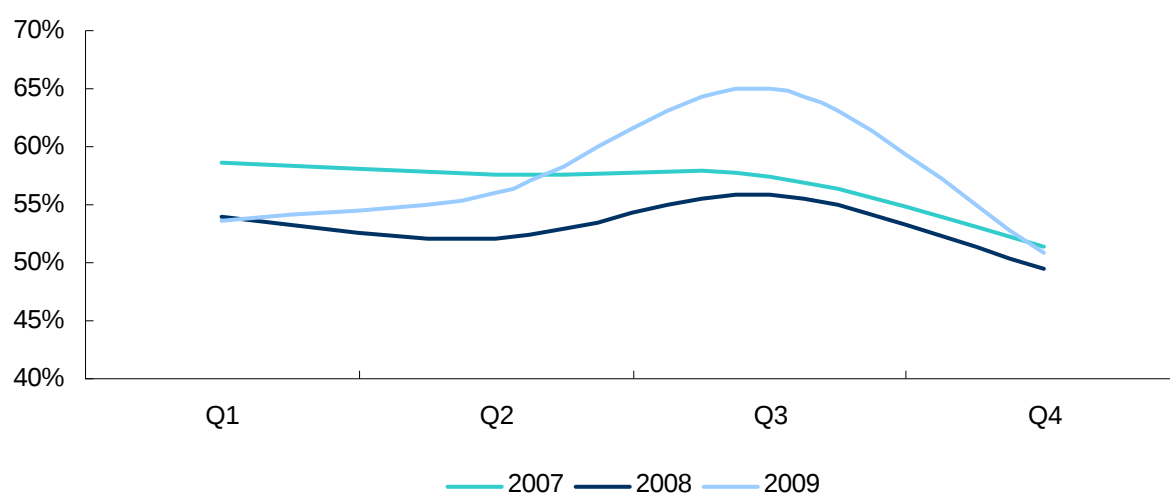
尽管第 4 季度公司的起降架次等运营数据环比、同比都有一定上升,但单季度毛利率为全年最低的 50.84%,而第 3 季度为 64.97%,我们发现公司 07 和 08 年第 4 季度毛利率也都在 50%左右,处在全年低点。因此我们认为这是正常现象,可能是公司将非航空业务的成本集中在第 4 季度计提,带来毛利率的习惯性下降。公司全年毛利率同比提升 5 个百分点,主要是因为下半年出售了毛利率较低的机电公司和广告公司。

表 4: 公司分季度运营数据

	旅客吞吐量(千人)	货邮吞吐量(千吨)	起降架次(架次)
2008Q4	2,501	45	23,173
2009Q1	2,564	41	23,672
2009Q2	2,676	50	25,481
2009Q3	2,965	51	27,730
2009Q4	3,129	54	27,711

资料来源:公司公告,长江证券研究部

图 2: 公司分季度毛利率水平

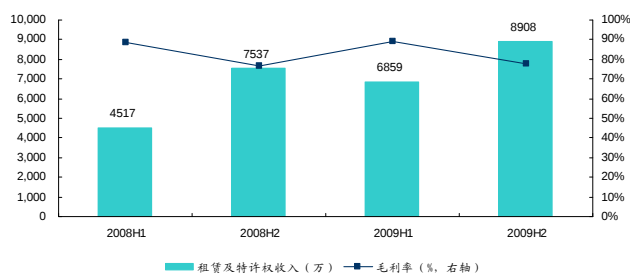


资料来源:公司数据,长江证券研究部

第二，09 年租赁和特许权业务收入增长较快，未来业绩贡献稳定

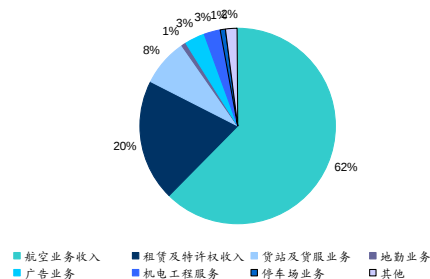
公司 2009 年的租赁及特许权业务收入为 1.58 亿，同比增长 30.8%，因为公司在 2008 年下半年进行了 4 年一次的新一轮商业招标，带动今年租赁及特许权业务收入同比增速提升。这部分业务收入占公司总收入的 20% 左右，且毛利率一直较高，08 和 09 年毛利率分别为 81.04% 和 82.83%，我们预计未来这部分收入能为公司带来较为稳定的利润贡献。

图 3：公司租赁及特许权业务收入



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 4：公司 2009 年收入结构情况

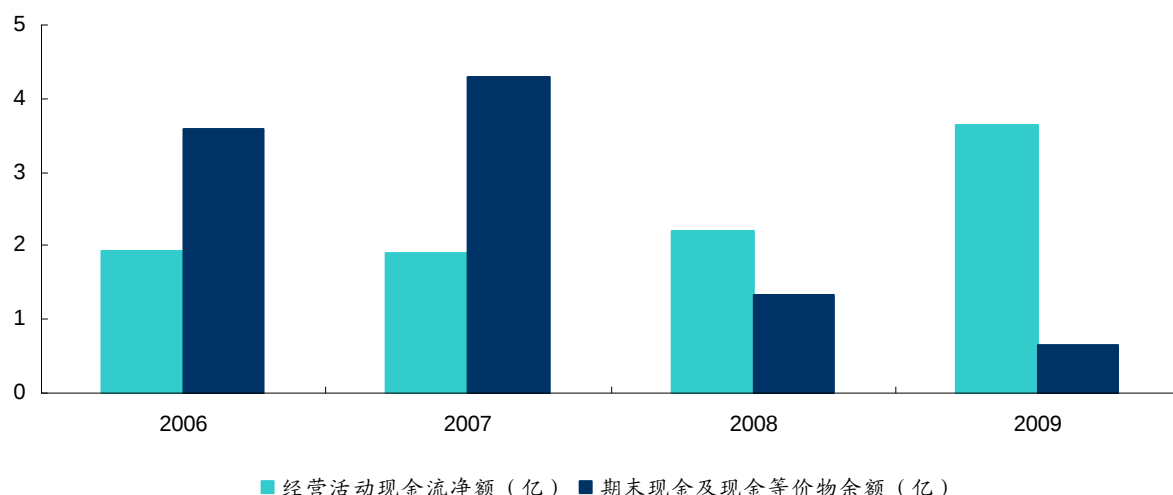


资料来源：公司公告，长江证券研究所

第三，公司预计 2010 年资本性支出 2.22 亿，财务负担较轻

2010 年厦门空港及下属各公司资本性支出预计 2.22 亿元，其中设备投资约 1.2 亿元，基建投资（旅客配套服务业务楼工程、新建地下停车场工程等）支出约 1.02 亿元，资金来源为公司自有资金和银行融资。公司 2009 年期末的现金余额为 0.66 亿，近 4 年公司每年可产生的经营现金流稳定在 1.9 亿以上，因此我们预计 2010 年的资本性支出不会为公司带来过重的财务负担，即使进行银行贷款额度也不会太大。

图 5：公司近年现金流情况



资料来源：公司数据，长江证券研究部

第四，未来盈利能力略有上升，首次给予“推荐”

公司在未来 2 年内无大额资本性开支，同时 09 年剥离了部分毛利率略低的非航主业后，未来盈利能力会有所增强，2010 年厦门空港的货邮吞吐量将是航空主业复苏的关键，我们对公司 2010-2012 年的业绩预测分别为 0.95 元、1.02 元和 1.1 元，对应 PE 为 21.5 倍、20.1 倍和 18.5 倍，公司估值处于行业平均水平，但并没有白云机场和深圳机场未来新航站楼、跑道投产等带来的毛利率下降预期，首次给予“推荐”评级。

风险提示

福温、福厦、厦深等高速铁路的相继开通，将直接影响厦门空港 1000 公里以下的国内中短程航线，并可能分流境内航线旅客。

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	766	823	922	1020	货币资金	67	174	319	473
营业成本	335	346	394	438	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	431	477	528	582	应收账款	156	166	187	206
% 营业收入	56.2%	57.9%	57.2%	57.0%	存货	1	1	1	1
营业税金及附加	30	32	36	40	预付账款	2	2	3	3
% 营业收入	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	2	1	1	2	流动资产合计	248	369	536	714
% 营业收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	51	54	60	66	持有至到期投资	120	120	120	120
% 营业收入	6.7%	6.5%	6.5%	6.5%	长期股权投资	4	4	4	4
财务费用	1	0	-1	-1	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.2%	0.0%	-0.1%	-0.1%	固定资产合计	1184	1329	1476	1635
资产减值损失	5	1	1	1	无形资产	102	97	92	87
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	32	5	5	5	递延所得税资产	7	0	0	0
营业利润	373	394	435	479	其他非流动资产	-1	-1	-1	-1
% 营业收入	48.7%	47.9%	47.2%	47.0%	资产总计	1665	1918	2228	2561
营业外收支	-6	0	0	0	短期贷款	17	0	0	0
利润总额	367	394	435	479	应付款项	47	48	55	61
% 营业收入	47.9%	47.9%	47.2%	47.0%	预收账款	5	5	6	6
所得税费用	73	87	104	120	应付职工薪酬	35	36	41	46
净利润	294	308	331	359	应交税费	24	28	33	38
归属于母公司所有者的净利润	270.1	281.9	302.4	328.2	其他流动负债	51	52	59	65
少数股东损益	24	26	28	31	流动负债合计	179	169	194	216
EPS（元/股）	0.91	0.95	1.02	1.10	长期借款	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					应付债券	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	递延所得税负债	2	0	0	0
经营活动现金流净额	365	392	423	458	其他非流动负债	0	0	0	0
取得投资收益					负债合计	181	169	194	216
收回现金	28	5	5	5	归属于母公司	1333	1573	1830	2109
长期股权投资	12	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	151	176	204	236
固定资产投资	-250	-230	-239	-260	股东权益	1484	1749	2034	2344
其他	-92	0	0	0	负债及股东权益	1665	1918	2228	2561
投资活动现金流净额	-329	-225	-234	-255	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2009A	2010E	2011E	2012E
股权融资	0	0	0	0	EPS	0.907	0.947	1.016	1.102
银行贷款增加（减少）	-56	-17	0	0	BVPS	4.48	5.28	6.14	7.08
筹资成本	45	-42	-44	-48	PE	22.46	21.52	20.06	18.48
其他	-91	0	0	0	PEG	3.35	3.21	2.99	2.76
筹资活动现金流净额	-101	-59	-44	-48	PB	4.55	3.86	3.32	2.88
现金净流量	-66	107	144	155	EV/EBITDA	13.05	12.15	10.82	9.59
					ROE	20.3%	17.9%	16.5%	15.6%

分析师介绍

吴云英，南开大学数学学士，经济学硕士，长江证券研究部首席分析师，研究领域为航运和港口。2009 年交通运输行业新财富行业排名第6。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 68751926	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区客户经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区客户经理	(8621) 68755178	13817111316	yimin@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 68751860	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10%之间 中 性： 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间 减 持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。