

机场 III



厦门空港 (600897)

推荐 (首次)

近期看海西，远忧不足虑

市场数据

报告日期	2010-7-12
收盘价(元)	16.14
总股本(百万股)	297.81
流通股本(百万股)	297.81
总市值(百万元)	4806.65
流通市值(百万元)	4806.65
净资产(百万元)	1398.29
总资产(百万元)	1722.64
每股净资产	4.70

主要财务指标

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	766	872	1053	1254
同比增长(%)	13.5%	13.9%	20.7%	19.1%
净利润(百万元)	270	294	371	428
同比增长(%)	38.9%	8.9%	26.2%	15.4%
毛利率(%)	56.2%	56.7%	59.6%	58.3%
净利率(%)	35.3%	33.7%	35.3%	34.2%
净资产收益率(%)	20.3%	18.3%	19.0%	18.2%
每股收益(元)	0.91	0.99	1.25	1.44
每股经营现金流(元)	1.22	1.45	1.59	1.66

相关报告

投资要点

- 2010 年公司没有重组带来的大量投资收益，以及 2009 年置入公司较置出公司绝对利润的减少，将直接拉低公司 EPS 增长至 9% 左右，形成“高基数”下的“低增长”态势。
- 两岸直航将给公司带来持续增量客流。预计今年厦台直航能达到 20.3 万人次，约合全年吞吐量的 1.5%，占新增量的 9%。
- 2012 年地下停车场和配套服务楼的启用，将新增年折旧 2367 万，约合 2009 年税前利润的 6.4%，导致公司整体回报率水平有所降低。
- 公司三期扩建工程充分考虑了旅客增长需求。假设 2015 年启用，并采取自建国际候机楼、租赁跑道和土地的形式，则当年拖累 EPS 0.35 元。
- 新机场一期建设预计耗资 150 亿。我们估计高崎机场全部关闭并移驻新机场可能性大，因为这样政府才能实现土地收支平衡。公司可能采用上海机场的搬迁模式，即先期投资航站楼，再择机注入飞行区资产。
- 我们预测公司 2010~2012 年 EPS 为 0.99、1.25 和 1.44 元，若给予 20X PE 则估值为 19.8 元。按照 2018 年搬迁计算 DCF 绝对估值为 9.22 元，为估值底线。
- 风险提示：三期工程建设规模超预期、新机场投建开始计提资产减值损失、沪杭甬深高铁影响大于预期。

分析师

朱峰
021-38565939
zhufeng@xyzq.com.cn

王爽 S0190210030003
021-38565912
wangsh@xyzq.com.cn

目 录

1、公司概况	- 4 -
2、公司现有业务分析	- 5 -
2.1、航空主业增长强劲	- 5 -
2.2、非航收入保持稳定	- 7 -
2.3、重组导致子公司绝对收益下降	- 9 -
3、两岸直航的增量预测	- 10 -
3.1、两岸直航现状	- 10 -
3.2、经贸往来与人员交流呈现较强相关性.....	- 11 -
3.3、模拟测算福建及厦门和台湾人员交流.....	- 13 -
4、2012~2015 年：固定资产投建使盈利增长受压制.....	- 14 -
4.1、资产投建形成业绩周期	- 14 -
4.2、新建地下停车场	- 14 -
4.3、建设配套服务楼	- 15 -
4.4、建设三期工程	- 15 -
5、新机场建设	- 17 -
5.1、初步规划方案	- 17 -
5.2、新机场资金需求和来源	- 18 -
6、厦门空港的未来出路	- 20 -
6.1、情形一：公司清算（可能性低）	- 20 -
6.2、情形二：资产置换-卖壳（可能性中）	- 21 -
6.3、情形三：参与新机场建设（可能性高）	- 23 -
7、盈利预测和估值	- 24 -
8、风险提示	- 25 -

图 1、公司现有股权结构	- 4 -
图 2、公司收入分类	- 5 -
图 3、2004~2008 年机场旅客吞吐量复合增速	- 6 -
图 4、海西经济圈规划 - 东联西扩新格局	- 6 -
图 5、厦门与全国机场旅客吞吐量增速	- 7 -
图 6、厦门空港所占货站业务份额	- 8 -
图 7、厦门机场货邮吞吐量与全国增速	- 9 -
图 8、大陆韩国双向贸易与韩国入境大陆人次散点图	- 12 -
图 9、大陆韩国双向贸易与大陆入境韩国人次散点图	- 12 -
图 10、大陆台湾双向贸易与台湾入境大陆人次散点图	- 12 -
图 11、大型资产投建带来 EPS 周期性波动	- 14 -
图 12、厦门新机场地理位置	- 18 -
图 13、厦门市 2010 年 6 月 8 日公开出让地块分布图	- 19 -
图 14、厦门机场与福州机场旅客吞吐量	- 22 -

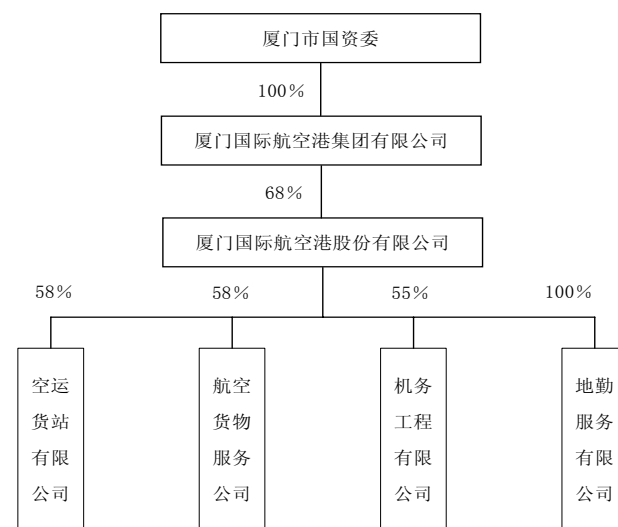
表 1、公司历年重大投资	- 4 -
表 2、上市机场 2009 年运营绩效比较	- 5 -
表 3、公司 2009 年分项业务收入	- 7 -
表 4、公司 2008~2009 年置出置入子公司年度财务数据	- 10 -
表 5、公司 2009~2010 年盈利增长对比	- 10 -
表 6、福建 2008~2009 入境人数统计	- 10 -
表 7、大陆 - 台湾直航统计数据	- 11 -
表 8、台湾、韩国社会与经济发展具有可比性	- 11 -
表 9、台湾、韩国与大陆的经济和人员交流	- 11 -
表 10、福建台湾人员交流预测	- 13 -
表 11、厦门台湾航空人员交流预测	- 13 -
表 12、各机场航站楼接纳能力	- 16 -
表 13、扩建工程对浦东机场和首都机场 EPS 影响	- 16 -
表 14、分情形预测扩建工程对厦门空港 EPS 影响	- 17 -
表 15、厦门新机场规模	- 17 -
表 16、各机场扩建工程比较	- 18 -
表 17、厦门市 2010 年 6 月 8 日公开出让地块情况	- 19 -
表 18、估算政府的“土地账”	- 20 -
表 19、厦门空港经营数据预测	- 20 -
表 20、厦门与福州机场 2009 年对比	- 21 -
表 21、厦门国资委直属企业	- 22 -
表 22、厦门新机场启用后情景假设	- 24 -
表 23、国内外可比公司估值（采用 2010.7.9 日数据）	- 25 -
附表	- 26 -

1、公司概况

公司属厦门国资委所有，下辖单跑道的厦门高崎机场，位于厦门岛东北端。2009年飞机起降 10.46 万架次，货邮吞吐量 19.6 万吨，旅客吞吐量 1133 万人次，位居内地机场第 11 位。

目前机场入驻航空公司 35 家，其中内航 21 家，外航 14 家。通航城市 86 个，其中国内 65 个、国际及地区 21 个。2009 年出入境旅客吞吐量和货邮吞吐量均位居内地机场第 5 位。

图 1、公司现有股权结构



数据来源：兴业证券研发中心

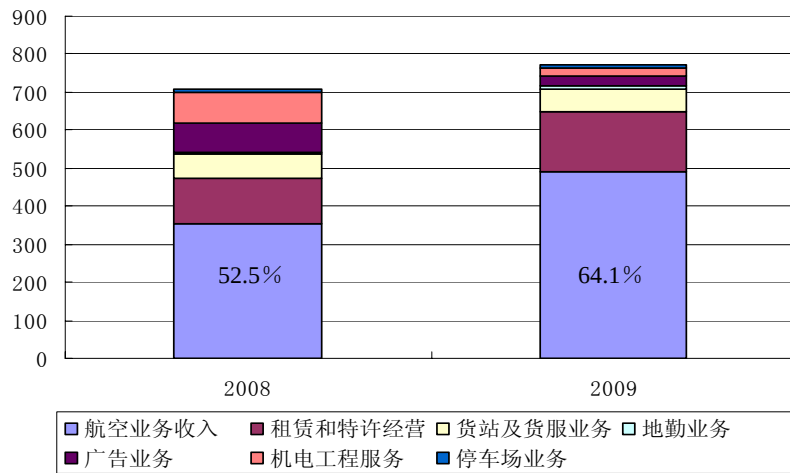
2008-2009 年，公司与集团进行了一系列业务和架构重组，即：整合航空主业产业链、剥离非航空业务。整合完成后，公司与集团之间的关联交易和收入分成大大减少。截至 2009 年，公司资产 16.7 亿，拥有了厦门机场完整的航空主业产业链，航空业务收入占比从 2007 年的 42.7% 上升到 2009 年的 64.1%。

表 1、公司历年重大投资

时间	内容
1996	投资约 4.4 亿，注入 1~3 号航站楼及其土地使用权。T3 航站楼 14.9 万平米，设计年旅客吞吐量 1200 万人次。
2008	投资 5.6 亿，收购集团拥有的航空性业务资产，包括跑道、停机坪及相关配套资产，并重新划分了航空性业务收入分成比例。公司对旅客服务费收入、外航地面服务费收入、安全检查费、廊桥使用费收入的分成比例分别由 93%、69%、40%、70% 上升到 100%。但飞行区土地使用权仍向集团租赁。
2009	向集团收购货机坪（3642 万）和空港机务公司 55% 股权（2952 万），同时出售机电公司 100%（2877 万）和广告公司 60% 股权（2148 万）。
2010	投资 2.54 亿，与集团合作建设地下停车场，占股 85%。2012 年 1 月前启用。 投资 2.66 亿，拆除 1、2 号航站楼，新建 7 万平米低成本航站楼，设计年旅客吞吐量 500 万人次，预计 2012 年启用。

图 2、公司收入分类

收入：百万元



数据来源：兴业证券研发中心

建设时间早而成本低廉的航站楼、不断爬升的产能利用率、较高的管理和运营效率，使得厦门机场成为同业中低成本、高收益的典范。

表 2、上市机场 2009 年运营绩效比较

项目	厦门空港	上海机场	白云机场	深圳机场
万旅客/员工	0.64	0.48	0.35	0.62
折旧摊销/旅客	7.66	25.64	13.20	8.03
员工薪酬(万/人)	6.85	12.54	9.35	10.64
ROE	20.26%	5.50%	8.78%	11.13%
资产负债率	10.87%	23.59%	43.15%	10.33%

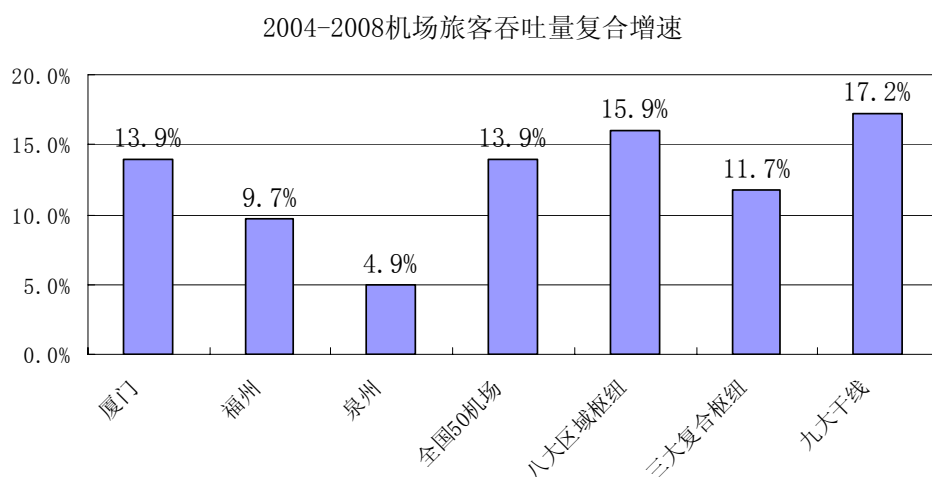
数据来源：公司年报、兴业证券研发中心

2、公司现有业务分析

2.1、航空主业增长强劲

福建是多山之地，经济重镇全部分布在沿海的狭长平原地带。较小的经济体量和缺乏腹地经济的支撑使得福建的航空运输发展相对迟缓。2004~2008 年全省旅客吞吐量增速最快的厦门机场也仅达到全国平均增速 13.9%，低于区域枢纽和干线机场的增速水平。

图 3、2004~2008 年机场旅客吞吐量复合增速



数据来源：Wind、兴业证券研发中心

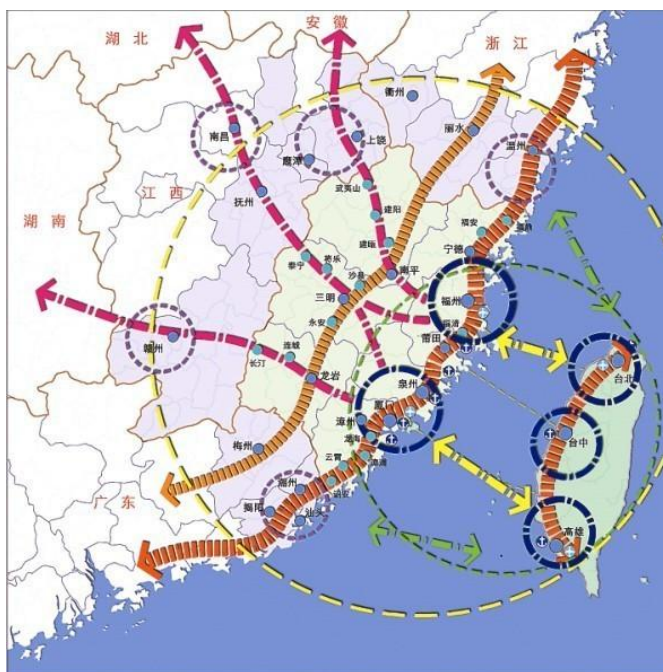
三大复合枢纽：北京、上海、广州

八大区域枢纽：成都、昆明、西安、武汉、沈阳、郑州、重庆、乌鲁木齐

九大干线机场：青岛、深圳、杭州、大连、南京、长沙、南昌、哈尔滨、南宁

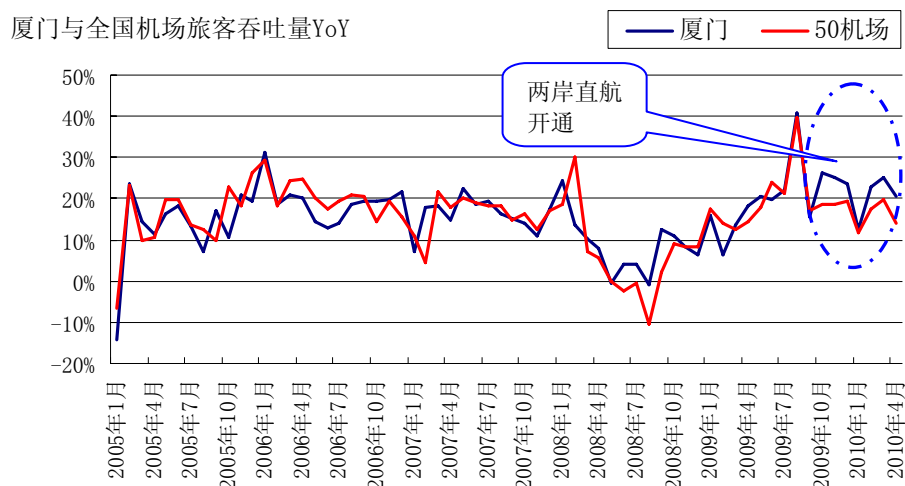
但是随着台闽产业转移、海西经济融合以及两岸直航的开通，厦门机场迎来了高速增长期。2009 年厦门机场旅客吞吐量为 1133 万人次，同比增长 20.7%，超过全国平均增速 1.2 个百分点。2009 年 8 月两岸直航开通以来，旅客吞吐同比增速 23.4%，超过全国平均增速 4 个百分点。

图 4、海西经济圈规划 - 东联西扩新格局



数据来源：兴业证券研发中心

图 5、厦门与全国机场旅客吞吐量增速



数据来源：Wind、兴业证券研发中心

2010 年 6 月 20 福建省委书记孙春兰在海峡论坛大会上表示，国务院已批准厦门经济特区扩大到全市。特区由岛内扩大到全市，使得岛内岛外均能享受相关税收优惠政策，有利于增强厦门对台资的吸引力和人口的进一步聚集。6 月 30 日两岸签署经济合作架构协议(ECFA)，减让货物贸易关税和扩大服务贸易市场准入，两岸双向贸易和投资会立刻受益。海西经济融合、台闽产业互动、厦门扩区，都将极大的促进厦门空港航空主业的增长。

2.2、非航收入保持稳定

2009 年公司与集团的重组使得非航业务有了较大的变化，致使与以前年度不具有完全可比性。

表 3、公司 2009 年分项业务收入

项目（百万元）	2008	2009	备注
航空业务收入	354.17	490.67	2008 年重组重划与集团的航空业务分成比例
YoY		38.5%	
租赁和特许经营	120.55	157.67	
YoY		30.8%	
货站及货服业务	62.60	61.66	
YoY		-1.5%	
地勤业务	5.73	7.25	
YoY		26.5%	
广告业务	76.42	26.92	2009 年转让下属广告公司，未来没有此项收入
YoY		-64.8%	
机电工程服务	81.14	20.11	2009 年转让下属机电公司，未来没有此项收入
YoY		-75.2%	
停车场业务	8.05	8.22	现有停车场饱和，业务增长缓慢。
YoY		2.1%	
其他及抵消	-33.54	-6.44	
YoY		-80.8%	
总计营业收入	675.12	766.06	
YoY	59.3%	13.5%	

数据来源：公司年报、兴业证券研发中心

（1）广告、机电和机务业务

2009 年公司置出广告业务和机电业务，未来将没有这两项业务收入。置入的机务公司业务收入并入航空业务收入。

（2）租赁和特许经营业务

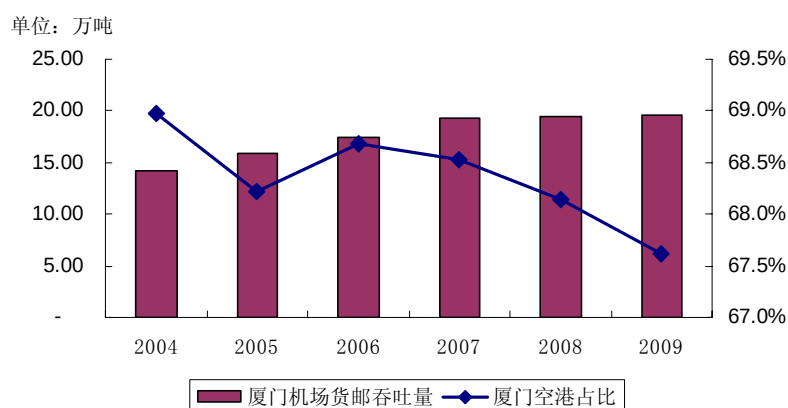
公司此项收入包括向航空公司出租值机柜台、商业场地出租和特许经营、广告阵地出租等。2009 年该项收入 1.58 亿，同比增长 30.8%。

2009 年 5 月 26 日股东大会决议通过公司向集团出售了福建航空港广告有限公司的股权，从而退出了广告的自有经营业务，2010 年起主业收入中将不含有广告业务收入。广告阵地特许经营收入计入“租赁及特许权收入”中，2009 年年报关联交易披露项目中列示了对广告公司 555 万的“媒体使用费”收入，占租赁和特许经营收入的 3.5%。该项媒体使用费并不会每年变动，估计短期内将保持在一个稳定的水平。

（3）货站及货服业务

厦门机场整个货站面积 3 万平方米，分为两块，一块是厦航的自有货站，代理厦航和部分南航航班；另一块为厦门空港所有，代理其他航班的货物。公司货站占厦门机场的市场份额比较稳定，保持在 60% - 70% 之间，2009 年收入 6166 万。

图 6、厦门空港所占货站业务份额

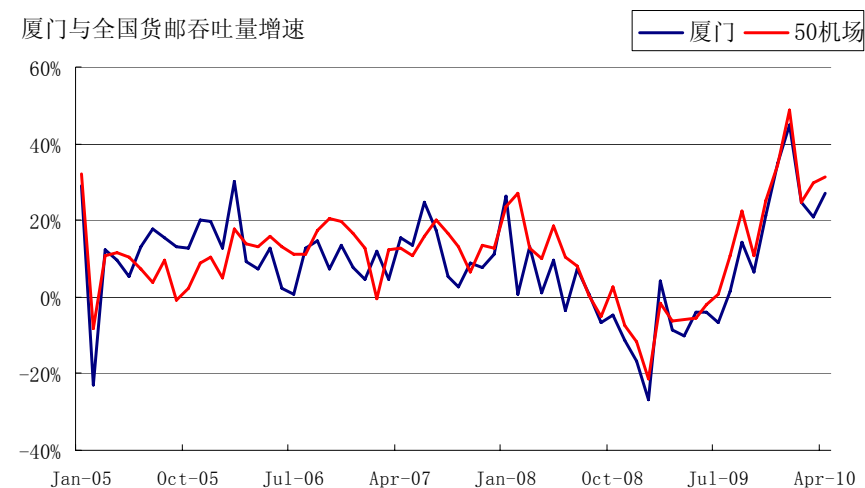


数据来源：兴业证券研发中心

备注：由于公司并未披露货站运量详细数据，我们根据厦门航空的货邮吞吐量，并假设其起飞货降落均在厦门机场，则倒推出厦门空港所占份额，与公司 60% - 70% 的对外宣称口径相符。

从 2005 年以来，厦门机场的货邮吞吐量增速与全国基本持平。随着 DHL、FedEx、UPS 纷纷落户浦东机场和深圳机场，厦门空港货运受到南北夹击之势，估计未来几年增速也就是保持全国平均水平。

图 7、厦门机场货邮吞吐量与全国增速



(4) 停车场业务

公司原有东西停车场（向集团租赁土地使用权）和 3 号航站楼地下停车场。根据加强民航安全保卫的要求，民航总局于 2008 年上半年作出停用候机楼地下公共停车场的规定。厦门机场 3 号候机楼地下公共停车库因此于 2008 年 6 月关闭，作为临时的替代过渡措施是改造启用 3 号候机楼东侧停车场。

由于现有停车场面积、流程都不能满足实际需要，公司与集团签署了《地下停车场合作联营协议》，准备于 3 号候机楼南侧园林广场喷水池地块建设地下停车场。项目规划为地下一层，占地面积约 60000 平方米，建筑面积约 46000 平方米，设计规划小型停车位 1200 个，可基本满足未来 3 号候机楼及配套服务业务楼 1700 万人次旅客年吞吐量的停车需求。

故 2010~2011 年，地下停车场投入使用前，公司停车场业务收入不太可能出现大幅增长。

2.3、重组导致子公司绝对收益下降

2009 年公司向集团转让机电公司和广告公司股权，并录得 3038 万的投资收益，约合每股 0.08 元，占到当年 EPS 的 8.4%。随着公司与集团之间航空主业产业链的整合基本完成，未来几年不太可能有大规模的重组动作。

从可得的财务数据来看，置出的广告公司和机电公司在 2008 年贡献了 1238 万净利润，而置入的机务公司在 2009 年仅贡献了 959 万净利润。假设 2010 年上述三家子公司经营业绩不变，则直接拉低公司 EPS 0.01 元。

虽然公司航空主业保持高速增长态势，但 2010 年投资收益的减少，以及置入公司较置出公司绝对利润的减少，将直接拉低 2010 年公司的 EPS 增长水平至 9% 左右，从而形成“高基数”下的“低增长”形态。

表 4、公司 2008 ~ 2009 年置出置入子公司年度财务数据

单位：万元	股权比例	资产总额	营业收入	净利润	净利润率	ROA	备注
置出：航空广告公司	60%	4731.04	7641.68	782.14	10.2%	16.5%	2008 年数据
置出：机电工程公司	100%	5300.61	8113.93	456.1	5.6%	8.6%	2008 年数据
置入：机务工程公司	55%	4364.82	3989.89	959.25	24.0%	22.0%	2009 年数据

数据来源：公司年报、兴业证券研发中心

表 5、公司 2009 ~ 2010 年盈利增长对比

项目	2009	2010E
主营收入（百万元）	766.06	872.30
YoY	14%	13.9%
总投资收益（百万元）	31.85	1.70
YoY	690%	-95%
EPS（元）	0.91	0.99
YoY	40%	8.8%
除去投资收益的 EPS（元）	0.83	0.99
YoY	28%	19%

数据来源：公司年报、兴业证券研发中心

3、两岸直航的增量预测

3.1、两岸直航现状

两岸经济的融合和发展必然带来人员交流的增加。而 2009 年 8 月开通的两岸直航，更是加速了这一趋势。截至 2010 年 5 月厦台直航已达每月 70 个起降架次，达到 1.7 万人次吞吐量，约占当月厦门空港全部旅客吞吐量的 1.5% 和同比新增量的 9%。

从今年 7 月 1 日起，两岸直航将每周再增 50 班，其中厦航新增 20 班，分别从福州和厦门起飞，积极打造两地空中快线。随着台闽经济的进一步融合，两岸直航将带来持续增长的客流。

表 6、福建 2008 ~ 2009 入境人数统计

时间	2008		2009	
	万人次	YoY	万人次	YoY
入境旅游、商务、探亲	293.19	9.1%	312.04	6.4%
其中：				
外国人	98.64	-2.1%	97.80	-0.8%
台湾同胞	98.48	22.9%	123.43	25.3%
港澳同胞	96.07	9.4%	90.77	-5.5%

数据来源：福建统计公报、兴业证券研发中心

表 7、大陆 - 台湾直航统计数据

时间	大陆航点数	出入境飞行班次	载客数	载客率	厦门出入境飞行班次	厦门载客数	厦门载客率
Aug-09	18	68	10,632	60.1%	2	215	34.3%
Sep-09	25	1,743	267,494	63.1%	70	9,169	45.4%
Oct-09	25	1,878	316,885	68.9%	62	12,203	62.9%
Nov-09	25	1,818	351,030	74.4%	60	14,077	73.6%
Dec-09	25	1,858	319,487	69.1%	62	10,781	57.3%
Jan-10	25	1,852	295,697	66.8%	62	8,885	48.4%
Feb-10	25	2,191	351,802	72.4%	56	12,643	72.1%
Mar-10	28	1,888	376,885	80.1%	62	14,954	78.3%
Apr-10	29	1,892	418,892	86.7%	68	17,743	88.4%
May-10	35	1,932	421,786	83.8%	70	16,909	81.0%

数据来源：台湾民航局、兴业证券研发中心

3.2、经贸往来与人员交流呈现较强相关性

如果两岸人员交流限制完全放开，则理论上会给厦门带来多少航空客流是我们的关注点，也是两岸直航能给厦门空港带来的新增量的理论上限。

人员的交流主要来自于两地经济的交往，台湾、韩国与大陆的统计数据证明了这一观点，两者具有明显的相关性，也为我们提供了定量模拟计算的依据。

表 8、台湾、韩国社会与经济发展具有可比性

2009 年数据	台湾	韩国
面积（万平方公里）	3.60	10.05
人口（万人）	2,312	5,006
GDP（百万美元）	388,725	895,208
人均 GDP（美元）	16,813.38	17,882.71

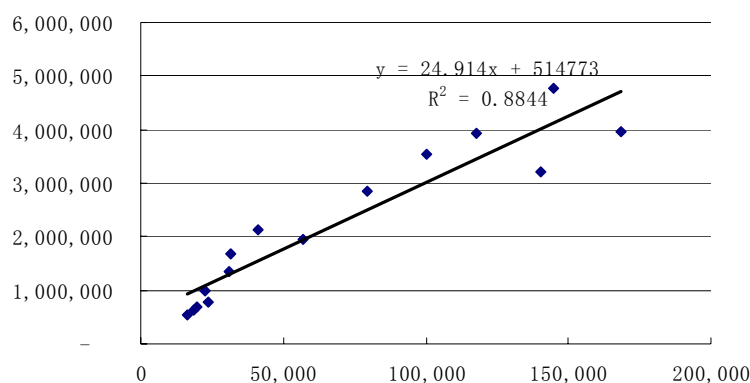
数据来源：兴业证券研发中心

表 9、台湾、韩国与大陆的经济和人员交流

时间	台湾			韩国		
	两地进出口 （百万美元）	大陆赴台湾 （人次）	台湾赴大陆 （人次）	两地进出口 （百万美元）	大陆赴韩国 （人次）	韩国赴大陆 （人次）
1991			946,632	4,442	78,640	
1992			1,317,770	6,379	86,865	
1993			1,526,969	9,079	99,957	
1994			1,390,215	11,665	143,156	
1995			1,532,309	16,546	178,359	529,500
1996			1,733,897	19,915	199,604	693,900
1997			2,117,576	23,546	214,244	781,100
1998	5,029		2,174,602	18,469	210,662	632,800
1999	7,131		2,584,648	22,552	316,639	992,000
2000	10,621		3,108,643	31,253	442,794	1,344,721
2001	10,798		3,441,961	31,493	482,227	1,678,836
2002	18,495		3,660,565	41,153	539,466	2,124,310
2003	33,909		2,731,897	57,019	512,768	1,945,484
2004	53,142		3,685,250	79,348	627,264	2,844,862

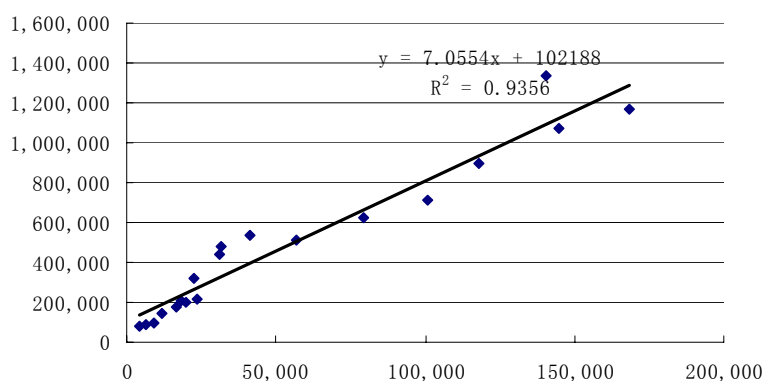
2005	63,737		4,109,187	100,563	710,243	3,545,341
2006	76,592		4,413,470	118,016	896,969	3,923,986
2007	90,432		4,627,881	145,013	1,068,925	4,776,752
2008	98,275		4,385,591	168,319	1,167,891	3,960,392
2009	78,672	972,123	4,484,000	140,291	1,338,220	3,197,500

图 8、大陆韩国双向贸易与韩国入境大陆人次散点图



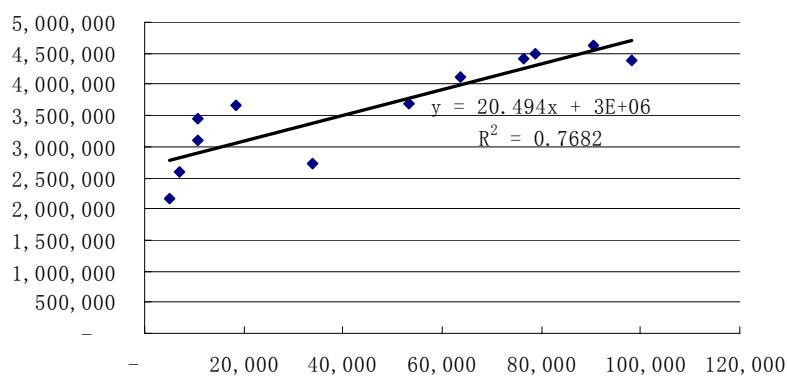
数据来源：CEIC、国家统计局、兴业证券研发中心

图 9、大陆韩国双向贸易与大陆入境韩国人次散点图



数据来源：CEIC、国家统计局、兴业证券研发中心

图 10、大陆台湾双向贸易与台湾入境大陆人次散点图



数据来源：CEIC、国家统计局、兴业证券研发中心

由于大陆和台湾之间血脉相连的历史关系，人员往来不仅有商务、旅游还有探亲客流，所以两者之间的线性图较大陆韩国线性图更平，显现出低弹性、高基数的特点。

3.3、模拟测算福建及厦门和台湾人员交流

由于福建和台湾双向经济和人员交流的数据不完整、时间序列太短，故我们用台湾、韩国与大陆的线性关系模拟计算福建与台湾的人员交流情况，并较保守的估算，假设福建占全国的比例不变（事实上根据近几年数据，闽台人员交流占全国比例呈持续上升态势）。

表 10、福建台湾人员交流预测

时间	大陆台湾 进出口 (百万美元)	福建台湾 进出口 (百万美元)	福建 占比 全国	台湾赴 大陆 (人次)	台湾赴 福建 (人次)	福建 占比 全国	大陆赴 台湾 (人次)	福建赴 台湾 (人次)	福建 占比 全国	福建台湾 人员交流 合计 (人次)
2005A	63,737	4,880	7.7%	4,109,187						
2006A	76,592	5,607	7.3%	4,413,470						
2007A	90,432	6,901	7.6%	4,627,881	801,600	17.3%				
2008A	98,275	7,256	7.4%	4,385,591	984,800	22.5%				
2009A	78,672	6,992	8.9%	4,484,000	1,234,300	27.5%	972,123			
2009E	78,672	6,992	8.9%	4,484,000	1,234,300	27.5%	1,876,647	516,580	27.5%	1,750,880
2010E	106,319	9,449	8.9%	5,178,908	1,425,586	27.5%	2,516,958	692,837	27.5%	2,118,423
2011E	115,665	10,280	8.9%	5,370,447	1,478,310	27.5%	2,733,414	752,420	27.5%	2,230,730
2012E	125,012	11,110	8.9%	5,561,986	1,531,035	27.5%	2,949,869	812,004	27.5%	2,343,038
2013E	134,358	11,941	8.9%	5,753,525	1,583,759	27.5%	3,166,325	871,587	27.5%	2,455,346
2014E	143,704	12,772	8.9%	5,945,064	1,636,484	27.5%	3,382,781	931,170	27.5%	2,567,653
2015E	153,050	13,602	8.9%	6,136,603	1,689,208	27.5%	3,599,236	990,753	27.5%	2,679,961
CAGR	11.7%	11.7%		5.4%	5.4%		11.5%	11.5%		7.4%

备注：（1）大陆台湾进出口贸易：Y=9346.1X-15180；R²=0.9146
（2）台湾赴大陆人次：Y=20.494X+3000000；R²=0.7682
（3）大陆赴台湾人次：Y=23.16X+54603；R²=0.7682
（4）2009E 数据基本来自于政府统计，但对于大陆赴台湾旅客人次进行了重估

数据来源：CEIC、福建统计公报、兴业证券研发中心

表 11、厦门台湾航空人员交流预测

时间	福建台湾 人员交流 合计 (人次)	厦门台湾 人员交流 合计 (人次)	厦门 占比 福建	厦门台湾 航空旅客 (人次)	航空 占比 厦门
2005A					
2006A					
2007A					
2008A					
2009A		1,241,845		46,445	
2009E	1,750,880	1,241,845	70.9%	129,372	
2010E	2,118,423	1,502,532	70.9%	202,908	13.5%
2011E	2,230,730	1,582,188	70.9%	213,665	13.5%
2012E	2,343,038	1,661,844	70.9%	224,422	13.5%
2013E	2,455,346	1,741,501	70.9%	235,179	13.5%
2014E	2,567,653	1,821,157	70.9%	245,936	13.5%
2015E	2,679,961	1,900,813	70.9%	256,694	13.5%
CAGR	7.4%	7.4%		12.1%	

备注：

(1) 2010 年厦门—台湾航空旅客吞吐量按 5 月份数据×12 计算假设

(2) 厦门与台湾人员交流主要通过厦门—金门的轮渡航线和厦台直航。2009 年厦金轮渡航线运载旅客 119.54 万人次，8 月—12 月开通的厦台空中直航运载旅客 4.64 万人次。

数据来源：厦门统计公报、兴业证券研发中心

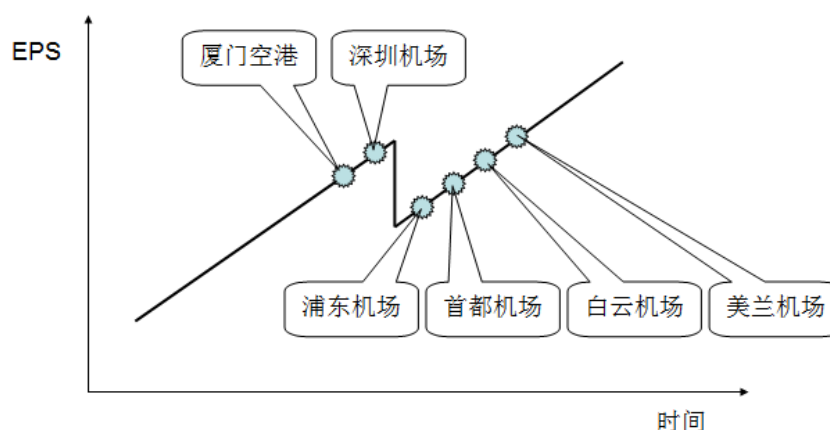
根据预测，我们保守估计 2010~2015 年厦门空港年接待厦台直航旅客超过 20 万人次，年均复合增长 12.1%，其中 2010 年达到 20.3 万人次，约合全部厦门空港今年旅客吞吐量的 1.5% 左右，占到厦门空港今年旅客增量的 9% 左右。

4、2012~2015 年：固定资产投建使盈利增长受压制

4.1、资产投建形成业绩周期

机场扩建会带来盈利的周期性波动，波动的大小视新建资产占原有资产的比例不同而不同。而随着扩建工程使用率的提高，收入上升，盈利进入稳定上升的爬坡阶段。

图 11、大型资产投建带来 EPS 周期性波动



数据来源：兴业证券研发中心

公司现有 3 号航站楼设计旅客吞吐量 1200 万人次，极限吞吐量 1500 万人次。2009 年厦门机场旅客吞吐量已达 1133 万人次，产能利用率为 94.4%。

现有跑道为一条 3400 米长 4E 级跑道，但存在一些不足制约了飞机起降能力，包括：飞行区站坪较窄、跑道长度不足、货运用地受限制、航空公司基地用地少等。

较高的产能利用率和较早建设的航站楼和跑道，使得公司在同业中具有最高的回报率，但同时也意味着扩建的开始。

4.2、新建地下停车场

地下停车场预算总投资为 2.96 亿元，联营期 20 年。其中：空港集团公司投入价

值 4200 万元的土地使用权 (6 万平方米), 本公司投入现金 2.54 亿元。项目投入经营后, 按照双方投入的比例 (即空港集团公司: 空港股份公司=15: 85) 进行收益分配。整个工程 2010 年动工, 计划于 2012 年 1 月前投入使用。因此 2010 和 2011 年公司停车场业务收入难以大幅增加。

按照公司自己测算, 该项目 IRR 为 4%, 静态投资回收期 12 年, 远低于公司 2009 年 17.65% ROA、20.26% ROE 的水平。该项目启用后, 较低的回报率, 以及年新增折旧 1480 万 (约合 2009 年公司税前利润的 4%), 会拉低全公司的整体回报水平。

4.3、建设配套服务楼

公司准备在 2010 年拆除 1、2 号航站楼, 开始启动旅客配套服务楼建设计划。该项目计划投资 2.66 亿, 设计旅客吞吐量 500 万人次, 建筑面积 7 万平方米, 2012 年投入使用, 建设资金由公司自筹。

2.66 亿的投资对于机场航站楼来说, 是非常小规模扩建投资, 以 30 年折旧期计算, 每年折旧费用 887 万, 约合 2009 年公司税前利润的 2.4%。

4.4、建设三期工程

● 4.4.1、规划与现状

空港集团几年前已经向政府提交了三期工程规划, 计划投资 30 亿, 包括新建 1 条 3600 米 4F 级跑道、扩大停机坪和货运区、新建旅客吞吐量 500 万人次的国际候机楼, 从而使机场旅客吞吐量达到 2500 万人次。

厦门翔安新机场规划出来后, 该扩建计划被延迟, 但还是在逐步推进当中。2009 年 8 月, 厦门市长刘赐贵来空港集团调研时明确表态: “放弃三期工程的建设将可能导致因为设施的不足而丧失过渡期间的发展机会, 也会由于设施的过于紧张而造成服务及安全上的隐患。新机场的建设不能影响现有机场的发展。”

2010 年集团规划工程建设投资 5 亿元, 包括旅客配套服务业务楼及附属停车楼、园林广场地下停车场、停机坪改扩建、机场运行指挥中心业务楼、机场围界电子报警监控系统、加快推进三期扩建工程。而其中的旅客配套服务楼及附属停车场、园林广场地下停车场由上市公司出资承建, 2009 年报披露计划今年基建投资 1.02 亿。即有接近 4 个亿的基建投资用在三期扩建工程上, 我们预计 2015 年三期工程启用应该没有问题。

● 4.4.2、公司航站楼和跑道吞吐能力相匹配

从单跑道绝对接纳能力来说, 深圳机场在 2009 年旅客吞吐量 2449 万人次, 日均起降 549 架次, 年起降 20 万架次, 2010 年 5 月更是达到了日均 600 起降架次,

这一吞吐量已接近饱和。

厦门空港三期扩建工程将新建 1 条 4F 高等级跑道，现有跑道改为滑行道。现有 T3 航站楼吞吐能力 1200 万人次，可扩展至 1500 万人次，新建配套服务楼和国际候机楼吞吐能力各 500 万人次，使得机场整体吞吐能力达到 2500 万人次，与单跑道机场的飞机起降能力是相吻合的。假设厦门机场在 2018 年，即搬迁前能达到 2500 万人次/年的吞吐能力，则可达到年均 9.2% 的复合增长率。

如果旅客流量太大，上述新跑道和老跑道可能还会演变成一起一降的近距双跑道模式。以虹桥机场二期扩建工程为参考（新建 T2 航站楼和一条新跑道，形成近距双跑道结构），近距双跑道结构可满足 3000 万人次的旅客吞吐和飞机起降能力。

再从航站楼接纳能力来考虑，工程建设的设计指标一般都留有余量，从已有的几个机场扩建情况来看，实际旅客吞吐能力能达到设计能力的 1.5 倍左右。假设厦门机场现有 T3 航站楼达到极限吞吐量 1500 万人次，加上配套服务楼和国际候机楼的极限能力 1500 万人次（ $500 \times 1.5 + 500 \times 1.5 = 1500$ ），则正好能满足 3000 万人次的吞吐量。假设厦门机场在 2018 年，即搬迁前能达到 3000 万人次/年的吞吐能力，则可达到年均 11.4% 的复合增长率。

表 12、各机场航站楼接纳能力

机场	航站楼	设计值 (万人次/年)	扩建前峰值 (万人次/年)	倍数
虹桥机场	A、B 航站楼	1500	2532 (2009 年)	1.69
深圳机场	A、B 航站楼	1700	2449 (2009 年)	1.44
白云机场	T1 航站楼	2500	3705 (2009 年)	1.48
首都机场	T1、T2 航站楼	3550	5358 (2007 年)	1.51

数据来源：兴业证券研发中心

应该说厦门机场三期扩建工程充分考虑了厦门市航空旅客增长需求，以及空侧和陆侧部分的吞吐能力上限，两者从工程规划上是非常匹配的。

● 4.4.3、公司在三期工程中的投资规模

30 亿的投资规模绝对额不算大，但相对于厦门空港本身的 17 亿总资产来说，则不小。若全部由上市公司来承担，每年产生的折旧和利息费用会严重拖累公司业绩，上海机场和首都机场都在 2008 年都经历了这种业绩大幅下挫的情形。

表 13、扩建工程对浦东机场和首都机场 EPS 影响

机场扩建项目	规模	投资	启用时间	占上年固定资产比例	启用当年与上年 EPS
浦东机场二期	2 条跑道，T2 航站楼，设计旅客吞吐量 4000 万人次，土地使用权向集团租赁。	112 亿	2008.3	112/49.9=224%	0.45/0.88
首都机场三期	1 条跑道，T3 航站楼，设计旅客吞吐量 4300 万人次	269 亿	2008.2	269/79.7=337%	0.02/0.28

数据来源：兴业证券研发中心

公司在三期扩建工程中承担不同的比例，则对盈利会产生不同的影响。假设：30 亿的三期扩建工程中，飞行区造价 20 亿，国际候机楼造价 10 亿；租赁 2 跑道和国际候机楼土地使用费每年 1200 万（参考标准：浦东机场在 2005 年投入的 2 跑道及配套飞行区资产造价 17 亿；2009 年厦门空港向集团租赁现有飞行区土地使用权及相关房产，支付 1057 万）。则分情形假设如下：

表 14、分情形预测扩建工程对厦门空港 EPS 影响

情形假设	投资 (百万)	年租赁费 (百万)	年折旧和租赁费 (百万)	新增贷款 (百万)	年利息费用 (百万)	合计影响 EPS (元)
①自建国际候机楼 租赁跑道和土地使用权	1,000	70	103.33	-	-	-0.35
②自建国际候机楼和跑道 租赁土地使用权	3,000	12	102.48	2,000	106.20	-0.70

数据来源：兴业证券研发中心

备注：按照公司现有折旧政策，飞行区资产折旧年限 35 年，房屋建筑物折旧 30 年。现在一年期贷款利率 5.31%。

若公司全部自建国际候机楼和跑道，则拖累 EPS 0.7 元，若只是自建候机楼则拖累 EPS 0.35 元。考虑到新跑道启用后不久就可能报废，从维护股东利益考虑，自建候机楼而租赁跑道的第一种方案可能性较高。

5、新机场建设

5.1、初步规划方案

厦门岛面积较小，南北长 13.7 公里，东西宽 12.5 公里，面积约 132.5 平方公里。狭小的面积使厦门高崎机场发展受限。一则高崎机场的通航净空限制让半个厦门岛没办法建设高层建筑；二则厦门岛内寸土寸金，高崎机场大规模扩建已无空间；三则高崎机场占地 10 平方公里，机场搬迁为厦门岛再腾出大片宝贵城市建设用地，其经济价值和城市效益是不可估量。

2007 年福建就启动了闽南新机场的选址工作，最后选定翔安区大嶝岛。大嶝岛距厦门岛不到 20 公里，距大金门岛 6 公里，地理位置优越。新机场力争 2013 年基本具备开工条件，2018 年基本建成，2019 年启用。到时高崎机场可能将整体搬迁，或者缩小规模，仅供公务机和通用航空使用。

表 15、厦门新机场规模

项目	内容
面积	17.5 平方公里
跑道	4F 级，长 3600 米，初期 2 条跑道，远期 3 条
航站楼	T1 为 55.35 万平方米，远期规划 T2
旅客吞吐量	初期 3000 万，远期 6000 万
辐射区域	厦、漳、泉、龙、金区域和粤东、赣南地区

数据来源：兴业证券研发中心

图 12、厦门新机场地理位置



数据来源：兴业证券研发中心

我们认为高崎机场全部关闭的可能性更大。因为若仅是缩小规模，仍需在机场周边保留很多控制用地和飞行管制，无法腾出大片土地。但若整体搬迁，则 10 平方公里能全部腾出，对于城市建设来说意义非凡。

5.2、新机场资金需求和来源

新建一个大型机场需要巨大的资本投入，以其他机场扩建工程为参考，估计厦门新机场初期投资在 150 亿左右（假设无拆迁成本和购买土地使用权成本）。

表 16、各机场扩建工程比较

机场扩建项目	规模	投资	启用时间
浦东机场二期	2 条跑道，T2 航站楼，设计旅客吞吐量 4000 万人次	112 亿	2008.3
虹桥机场二期	1 条跑道，T2 航站楼，设计旅客吞吐量 4000 万人次	85 亿	2010.3
首都机场三期	1 条跑道，T3 航站楼，设计旅客吞吐量 4300 万人次	269 亿	2008.2
白云机场一期	2 条跑道，T1 航站楼，设计旅客吞吐量 2500 万人次	88 亿	2004.8
香港新机场	2 条跑道，T1、T2 航站楼，设计旅客吞吐量 5000 万人次 部分区域为填海造地	532 亿	1998.7
深圳机场二期	1 条跑道，T3 航站楼，设计旅客吞吐量 3000 万人次 部分区域为填海造地	130 亿	2012
厦门新机场一期	2 条跑道，T1 航站楼，设计旅客吞吐量 3000 万人次 部分区域为填海造地	150 亿	2019

数据来源：兴业证券研发中心

庞大的建设资金从哪里来，单靠厦门空港集团现有财力显然无法完成。2009 年空港集团营业收入 26 亿元，总资产 62.2 亿元，净资产 38.3 亿元，资产负债率 38.46%。从政府角度而言，卖地建新机场是一个必然选择。

2010 年 6 月 8 日，厦门市国土资源局挂牌出让一批地块，为机场土地价值重估提供了良好的参照物。

表 17、厦门市 2010 年 6 月 8 日公开出让地块情况

地块编号	土地位置	土地面积 (平方米)	土地用途	地上总建筑面积 (平方米)	起拍价 (万元)	地价(万元 /平方米)
2010TP06	同安区滨海新城	154,211	住宅、商业	<305300	82,120	0.53
2010JP01	集美区杏林湾	31,687	住宅、商业	<83000	29,020	0.92
H2010P01	海沧新城南区	95,768	住宅、商业	<259000	110,770	1.16
2010TP03	同安工业集中区	22,868	住宅、商业	<59290	8,290	0.36
2010TP07	同安区滨海新城	112,393	住宅、商业、科教	<229400	59,290	0.53
2010JP02	集美区海翔大道	69,343	住宅、商业、办公	<167900	34,780	0.50
J2010P03	集美区后溪工业组团	40,000	住宅、商业	<120000	17,450	0.44
J2010P04	集美区月美路	13,407	商业(酒店)	<40000	4,200	0.31
2010P11	思明区观音山片区	16,349	住宅、商业	<40900	21,810	1.33
2010P12	思明区观音山片区	17,973	住宅、商业、科教	<45000	24,800	1.38

图 13、厦门市 2010 年 6 月 8 日公开出让地块分布图



数据来源：兴业证券研发中心

厦门机场位于厦门岛东北端，地势平坦。在厦门工业逐渐向岛外迁移的背景下，未来厦门机场所在地开发住宅、商业的可能性很大。考虑到其位于岛内的优越地理位置，其土地价值应该不低于与之隔海相望的集美区地价。

由于存在道路、绿化、学校等市政工程的需要，大面积区域开发中，可拍卖土地

不太会超过全部土地的 30%。假设到 2019 年，机场地区土地价值仍为 0.92 万元/平方米，则 10 平方公里的土地可为政府带来 276 亿元的财政收入，能够基本补偿新建机场和土地一级开发的成本支出（假设无拆迁成本）。若仍然保留现有机场的部分功能，则卖地收入无法达到收支平衡。

表 18、估算政府的“土地账”

	用途	面积 (平方公里)	标准 (万元/平方米)	金额 (亿元)
收入	卖地	3	0.92	276
支出	土地一级开发	10	0.10	100
	新建机场			150

数据来源：兴业证券研发中心

6、厦门空港的未来出路

6.1、情形一：公司清算（可能性低）

机场搬迁后，现有上市公司厦门空港结束运营并清算，是最悲观的情形，也是公司的估值底线。

我们假设公司三期工程顺利启用，并只投资其中的国际候机楼及相关资产。到 2018 年保守估计达到旅客吞吐量 2500 万人次左右，2018 年期末清算价值 6 亿，则利用有限年数现金流折现模型得到：

表 19、厦门空港经营数据预测

项目	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
经营和宏观数据										
机场旅客吞吐量（万人次）	1,133.09	1,359.71	1,604.46	1,861.17	2,121.73	2,376.34	2,423.87	2,472.34	2,500.00	2,500.00
YoY	20.7%	20.0%	18.0%	16.0%	14.0%	12.0%	2.0%	2.0%	1.1%	0.0%
飞机起降架次	104,594	120,328	140,742	161,841	182,908	203,106	205,412	207,760	208,333	208,333
YoY	17.4%	15.0%	17.0%	15.0%	13.0%	11.0%	1.1%	1.1%	0.3%	0.0%
货邮吞吐量（吨）	196,087	245,109	269,620	296,582	326,240	358,864	394,750	434,225	477,648	525,412
YoY	0.7%	25.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
财务数据（百万元）										
航空业务收入	490.67	574.69	682.02	795.58	911.92	1,026.82	1,038.48	1,050.35	1,053.25	1,053.25
租赁和特许经营	157.67	208.12	270.15	344.71	424.40	513.36	565.51	622.97	680.33	734.76
货站及货服业务	61.66	77.08	84.78	93.26	102.59	112.85	124.13	136.54	150.20	165.22
地勤业务	7.25	9.02	11.26	13.76	16.32	19.03	20.21	21.47	22.60	23.73
停车场业务	8.22	8.38	8.55	9.41	10.72	12.01	12.25	12.50	12.64	12.64
其他及抵消	-6.44	-5.00	-4.00	-3.00	-	-	-	-	-	-
总计营业收入	766.06	872.30	1,052.76	1,253.71	1,465.96	1,684.07	1,760.59	1,843.83	1,919.02	1,989.59
YoY	13.5%	13.9%	20.7%	19.1%	16.9%	14.9%	4.5%	4.7%	4.1%	3.7%
公司总投资收益	31.85	1.70	2.80	3.90	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00
重大租赁和折旧（百万元）										
向集团租赁房产及土地	10.57	10.50	10.50	10.50	10.50	10.50	10.50	10.50	10.50	10.50
房屋建筑物折旧	31.10	31.00	31.00	52.57	52.00	52.00	85.00	85.00	85.00	85.00
飞行区资产折旧	15.69	15.50	15.50	15.50	15.50	15.50	15.50	15.50	15.50	15.50
其他折旧	35.67	35.00	35.00	50.00	50.00	50.00	50.00	50.00	50.00	50.00

三期资产租赁							70.00	70.00	70.00	70.00
员工薪酬费用	121.71	140.58	162.36	196.46	222.59	252.19	285.74	323.74	366.80	403.48
其他营业成本	121	144.72	170.77	198.09	225.83	252.92	265.57	278.85	292.79	307.43
公司营业成本	335.34	377.30	425.13	523.12	576.42	633.12	782.31	833.59	890.59	941.91
YoY	1.6%	12.5%	12.7%	23.0%	10.2%	9.8%	23.6%	6.6%	6.8%	5.8%
DCF 估值（百万元）										
年现金流折现		198.52	94.74	273.07	144.25	131.67	444.80	412.76	385.77	359.82
终值										276.68

数据来源：兴业证券研发中心

在 WACC=8.98% 的假设基础上得出 公司现金流折现每股价值 9.22 元，即公司价值底线。

公司清算解散的可能性是非常小的，毕竟上市公司的壳资源本身也有不菲的价值。但不管公司未来走向如何，对于股东来说，公司价值底线都不应低于每股 9.22 元。

6.2、情形二：资产置换 - 卖壳（可能性中）

● 6.2.1、置入福州长乐机场

公司大股东下属机场中还有福州长乐机场和龙岩冠豸山机场。

冠豸山机场由原来的连成军用机场改建而来，目前仅有吉祥航空执飞连成 - 上海航线。设计 2010 年旅客吞吐量 14 万人次、货邮吞吐 800 吨。该机场太小，经营业绩不佳，不可能成为置换对象。

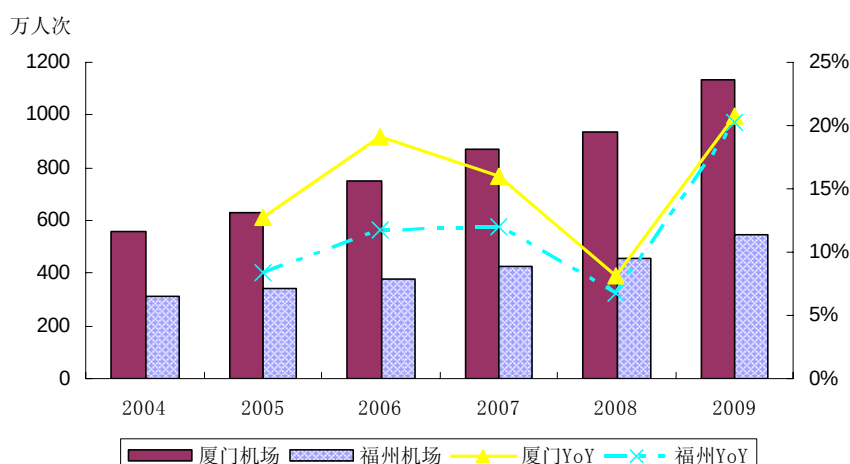
福州长乐机场为福建第二大机场，资产规模约为厦门机场的一倍，但吞吐量、跑道和航站楼的使用效率却只有厦门机场的一半。旅客吞吐量增速略低于厦门机场。

表 20、厦门与福州机场 2009 年对比

机场	旅客吞吐量 (万人次)	飞机起降 (万次)	货邮吞吐量 (万吨)	总资产	资产负债率	净利润	建设规模
厦门机场	1,133	10.46	19.61	17.07 亿	10.89%	2.7 亿	1 条 3400 米 4E 级跑道 14.9 万平方米航站楼 设计旅客吞吐量 1200 万人次
福州机场	545	5.12	6.44	约 32 亿	约 38%	N/A	1 条 3600 米 4E 级跑道 13 万平方米航站楼 设计旅客吞吐量 650 万人次

数据来源：兴业证券研发中心

图 14、厦门机场与福州机场旅客吞吐量



数据来源：兴业证券研发中心

假设以 2009 年底的净资产进行资产置换，厦门空港净资产 14.8 亿，福州机场净资产约 19.8 亿。上市公司要么以承债方式增加对集团的负债吸收资产，资产负债率由 10.9% 上升至 31.5%。要么向集团定向增发，以 2010 年 7 月 9 日收盘价 16.14 元计算，则新增股本 3098 万股，集团持股比例由 68% 上升到 71%。

不过考虑到福州机场的盈利能力不如厦门机场好，置换资产若用评估价值来计算，则实际影响会比上述估算的要小。

● 6.2.2、置入厦门国资委下属其他企业

公司大股东厦门机场集团是厦门国资委直属企业。若机场集团让出这个宝贵壳资源，厦门国资委接手并注入其他下属企业的可能性较大。

厦门建发集团、厦门港务集团、海翼集团、空港集团现已拥有各自的上市公司建发股份、厦门港务、厦工股份和厦门空港。若让出厦门空港的壳资源，则其他厦门国资委直属企业集团获得壳资源的可能性较大。

表 21、厦门国资委直属企业

直属企业	业务范围	规模
厦门建发集团有限公司	供应链运营、房地产开发、旅游酒店、会展、信托	2009 年：总资产>300 亿，收入>400 亿。拥有建发股份上市公司。
厦门港务控股集团有限公司	装卸仓储、中转驳运、港口物流、客运旅游、船舶代理、电子信息、港口工程、金融服务、物业、贸易和房地产开发等	2009 年：生产性码头泊位 40 个，码头岸线总长 8917 米。拥有厦门港务上市公司
厦门国际航空港集团有限公司	现辖厦门高崎、福州长乐、龙岩冠豸山三个机场，拥有全资或控股下属公司 28 家	2009 年：总资产为 63.2 亿元，净资产为 38.3 亿元。拥有厦门空港上市公司
厦门夏商集团有限公司	农产品、商贸物流、地产、旅游	N/A
厦门路桥建设集团有限公司	城市基础设施建设，土地和房地产开发	N/A
厦门国贸控股有限公司	贸易、房地产开发与物业管理、港口物流、电子信息高科技产业、对外经济合作、文化体育产业等	N/A

厦门海翼集团有限公司	核心产业（工程机械、汽车）、关联主业（投资及类金融、地产、贸易及物流）和其它业务等三大业务板块	2009 年：总资产 220 亿元，净资产 65 亿元。拥有厦门股份上市公司。
厦门轻工集团有限公司	食品、电池、灯具、医药、房地产开放等	2008 年：总资产达 59 亿元，净资产 24.5 亿元，年销售收入 55 亿元左右
厦门住宅建设集团有限公司	城区开发和建设为主的房地产开发与经营，政府工程总承包（委托代建），与房地产产业链相关的资产经营与管理等业务	N/A
厦门经济特区房产开发集团有限公司	城区开发与建设，从事房地产开发与经营管理	注册资本 10.2 亿元
厦门水务集团有限公司	原水的供给、自来水的生产与供应、污水的收集与处理等	2009 年：员工 2084 人，总资产约为 45 亿元，净资产约为 30 亿元。日输送原水能力 150 万吨，日供水能力 100 万吨，日污水处理能力 50.9 万吨。
厦门旅游集团有限公司	旅游及开发、房地产开发、进出口贸易、交通运输、仓储物流等	2006 年：注册资本 8000 万元，总资产约 5 亿元
厦门公交集团有限公司	道路汽车旅客运输	N/A
厦门市市政工程公司	城市道路、桥梁、给排水、污水处理厂等各种类型的市政工程、公路工程、房屋建筑及土石方工程施工	2009 年：总资产约 2.67 亿元
厦门市燃气总公司	燃气供应。以管道燃气特许经营协议的形式约定华润燃气在厦门独家经营	N/A
厦门公共交通场站有限公司	主营道路公共交通场站开发建设、经营管理；道路临时停车、公共停车场的建设经营。兼营房地产、物业管理、广告、仓储（物流）、洗车及加油等	N/A
厦门市粮食收储有限公司	储备粮油的调运和保管	N/A
厦门顺承资产管理有限公司	面向全市改制重组企业，继续经营、管理所承接改制重组企业剥离的各项资产，处理其或有债务、或有权益等后续事项	2007 年：总资产为 4.8 亿元，净资产为 2.2 亿元，净利润 1229 万元。
厦门火炬集团有限公司	是国家级厦门火炬高新区的开发建设主体，是火炬高新区管委会授权资产经营一体化公司	N/A
厦门象屿集团有限公司	物流、土地开发和类金融等业务	N/A

数据来源：兴业证券研发中心

6.3、情形三：参与新机场建设（可能性高）

公司维持航空主业、参与建设并迁入新机场继续运营的可能性最高。

2003 年上海机场搬迁时，采取的形式是：由上市公司投资建设浦东机场航站楼，随后将其拥有虹桥机场航站楼及相关资产与集团所有的浦东机场飞行区及相关资产进行置换。从而使上市公司拥有了浦东机场完整的航空主业产业链。

2004 年白云机场搬迁时，采取的形式是：2003 年上市之时即考虑到搬迁问题，对于老机场搬迁后可能报废的固定资产，如航站楼等并未注入上市公司。募股资金全部用于新机场航站楼及相关资产建设，然后进行转场搬迁。

我们估计厦门空港采用上海机场的搬迁形式可能性很大，即先期投资航站楼，再择机注入飞行区资产。

浦东机场 2009 年的资产和旅客吞吐量水平，与 2019 年的厦门机场具有一定的可比性。我们分 2 种情形假设：是否拥有跑道，现有资产按照 9.22 元 DCF 估值底线估价，不增发新股，资金缺口以承债方式解决。则预测结果如下：

表 22、厦门新机场启用后情景假设

机场	浦东机场 (2009)	厦门新机场 (2019)	
情形		拥有航站楼，租赁跑道，没有土地使用权	拥有航站楼和跑道，没有土地使用权
现有资产注入		9.22 元×2.98 亿股	9.22 元×2.98 亿股
旅客吞吐量 (万人次)	3,205	3,000	3,000
主营收入 (百万)	3,338	3,124	3,124
固定资产 (百万)	13,285	10,000	15,000
折旧 (百万)	810	610	915
总资产 (百万)	16,960	12,766	19,149
总负债 (百万)	4,001	10,020	16,403
资产负债率	24%	78%	86%
财务费用 (百万)	173	433	709
税前利润 (百万)	872	812	231
EPS (元)	0.37	2.73	0.78

数据来源：兴业证券研发中心

假设：2 条跑道投资 50 亿，航站楼投资 100 亿，其他经营数据均成比例算出。

7、盈利预测和估值

我们的盈利预测建立在如下假设基础上：

- (1) 未来三年旅客吞吐量增速为 20%、18% 和 16%。
- (2) 公司收入结构没有重大变化，与集团没有新的重大重组。
- (3) 2012 年 1 月份起地下停车场和配套服务楼投入使用，开始计提折旧。其他折旧和重大租赁价格保持稳定。
- (4) 假设公司在三期扩建工程中负责建设国际候机楼，投资 10 亿。
- (5) 不考虑新机场投建而可能产生的资产减值损失。

根据上述假设，我们预测公司 2010~2012 年 EPS 分别为 0.99、1.25、1.44 元，给予 20X 的 PE，则估值为 19.8 元。考虑到前面计算的 DCF 估值为 9.22 元。此即我们对厦门空港的估值区间。给予推荐评级。

表 23、国内外可比公司估值（采用 2010.7.9 日数据）

公司	PE			PB			ROE			EV/EBITA		
	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
国际												
日本空港	42.43	33.42	24.55	1.05	1.02	0.98	2.31	3.13	4.68	8.54	8.40	N/A
泰国机场	18.94	14.75	12.75	0.69	0.67	0.65	3.72	4.51	5.17	7.07	6.38	5.91
法兰克福机场	21.47	18.83	18.92	1.30	1.27	1.24	6.24	7.05	6.59	9.60	9.32	8.69
奥克兰机场	22.18	20.00	18.56	1.35	1.35	1.35	5.42	6.37	6.91	12.57	11.74	11.20
哥本哈根机场	15.51	14.46	13.35	3.25	3.21	3.17	20.37	21.62	23.07	9.11	8.72	8.35
维也纳机场	11.99	12.00	14.18	1.11	1.06	1.03	9.84	9.58	7.50	9.56	9.65	9.19
苏黎世机场	15.33	13.09	12.21	1.19	1.11	1.05	8.22	9.01	9.34	7.05	6.60	6.34
平均值	21.12	18.08	16.36	1.42	1.38	1.35	8.02	8.75	9.03	9.07	8.69	8.28
香港												
北京首都机场	37.61	22.88	16.73	1.28	1.24	1.18	3.54	5.70	7.98	10.18	10.59	9.02
美兰机场	16.74	15.39	13.54	1.71	1.59	1.48	10.47	10.68	11.25	9.57	8.79	7.72
平均值	27.17	19.14	15.14	1.49	1.42	1.33	7.00	8.19	9.62	9.88	9.69	8.37
国内												
上海机场	21.00	18.27	15.17	1.68	1.54	1.43	8.54	9.01	9.63	14.45	13.87	11.42
白云机场	17.00	15.37	11.95	1.57	1.48	1.36	9.62	10.31	12.32	7.02	5.85	5.08
深圳机场	14.38	13.50	15.05	1.62	1.47	1.37	12.03	11.60	9.29	10.89	8.87	7.53
厦门机场	16.16	14.31	13.09	3.00	2.58	2.21	20.05	19.04	18.03	8.59	6.82	5.90
平均值	17.14	15.36	13.82	1.97	1.77	1.59	12.56	12.49	12.32	10.24	8.85	7.48

数据来源：兴业证券研发中心

8、风险提示

三期工程建设规模超预期、新机场投建开始计提资产减值损失、沪杭甬深高铁影响大于预期。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	248	544	683	1076
货币资金	67	364	466	817
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	150	163	197	234
其他应收款	6	8	10	12
存货	1	1	1	2
非流动资产	1417	1425	1690	1722
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	4	4	5	5
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	1156	1248	1387	1468
在建工程	18	60	190	145
油气资产	0	0	0	0
无形资产	102	94	85	77
资产总计	1665	1969	2373	2798
流动负债	179	186	208	188
短期借款	17	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	47	57	64	78
其他	115	129	144	110
非流动负债	2	2	2	2
长期借款	0	0	0	0
其他	2	2	2	2
负债合计	181	188	210	190
股本	298	298	298	298
资本公积	268	268	268	268
未分配利润	550	791	1101	1463
少数股东权益	151	177	212	253
股东权益合计	1484	1781	2163	2608
负债及权益合计	1665	1969	2373	2798

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	270	294	371	428
折旧和摊销	88	90	104	118
资产减值准备	4	5	5	4
无形资产摊销	6	6	6	6
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	1	-8	-17	-27
投资损失	-32	-3	-3	-3
少数股东损益	24	27	35	41
营运资金的变动	133	-29	19	68
经营活动产生现金流量	222	433	475	493
投资活动产生现金流量	-98	-97	-365	-145
融资活动产生现金流量	-82	-39	-7	3
现金净变动	42	297	103	351
现金的期初余额	128	67	364	466
现金的期末余额	170	364	466	817

利润表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	766	872	1053	1254
营业成本	335	377	425	523
营业税金及附加	30	33	40	48
销售费用	2	2	2	3
管理费用	51	57	68	81
财务费用	1	-8	-17	-27
资产减值损失	5	3	3	3
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	32	3	3	3
营业利润	373	411	534	625
营业外收入	4	1	1	1
营业外支出	10	1	1	1
利润总额	367	411	534	625
所得税	73	91	128	156
净利润	294	321	406	469
少数股东损益	24	27	35	41
归属母公司净利润	270	294	371	428
EPS (元)	0.91	0.99	1.25	1.44

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	13.5%	13.9%	20.7%	19.1%
营业利润增长率	42.8%	10.2%	29.8%	17.1%
净利润增长率	38.9%	8.9%	26.2%	15.4%
盈利能力(%)				
毛利率	56.2%	56.7%	59.6%	58.3%
净利率	35.3%	33.7%	35.3%	34.2%
ROE	20.3%	18.3%	19.0%	18.2%

偿债能力(%)

资产负债率	10.9%	9.5%	8.9%	6.8%
流动比率	1.39	2.93	3.28	5.72
速动比率	1.38	2.92	3.28	5.71

营运能力(次)

资产周转率	46.2%	48.0%	48.5%	48.5%
应收帐款周转率	416.1%	520.8%	546.9%	543.6%

每股资料(元)

每股收益	0.91	0.99	1.25	1.44
每股经营现金	1.22	1.45	1.59	1.66
每股净资产	4.48	5.38	6.55	7.91

估值比率(倍)

PE	15.8	14.5	11.5	9.9
PB	3.2	2.7	2.2	1.8

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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

重要声明

兴业证券系列报告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,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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,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。