

审慎推荐-A (维持)

厦门空港 600897.SH

目标估值: 18.00-23.00 元

当前股价: 16.32 元

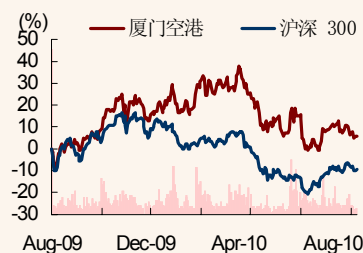
2010 年 8 月 27 日

基础数据

上证综指	2611
总股本(万股)	29781
已上市流通股(万股)	29781
总市值(亿元)	49
流通市值(亿元)	49
每股净资产(MRQ)	4.8
ROE(TTM)	20.1
资产负债率	9.4%
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	-2	-18	8
相对表现	-4	-4	18



相关报告

- 1、《厦门空港：业绩平稳尚无惊喜，关注短期催化主题》2010/3/31
- 2、《厦门空港：投资收益促进业绩超预期，估值具有提升空间》2009/10/29

姚俊

0755-25310463
yaoj@cmschina.com.cn
S1090209090316

研究助理

罗嫣嫣

luoyanyan@cmschina.com.cn

产能利用率提升助毛利率高位，两岸业务大幅增长

中报 EPS0.45 元，符合预期。公司业务量稳定增长，两岸直航业务大增八成值得关注，产能利用率提高是毛利率升至近年高位的主因。短期内资源无瓶颈，但中期来看 T4 扩建将对公司业绩形成压力。预计今年 EPS 为 0.92 和 1 元，按行业 20-25 倍估值，对应目标价为 18.4-23 元，若“金澎落地签”、“本省居民赴金门澎湖自由行”等政策出台，则估值将有溢价，维持强烈推荐-A 的评级。

- 中报 EPS0.45 元，归属母公司净利 1.33 亿元，同比增长 17.7%，符合预期。主营收入和主营成本分别为 3.97 和 1.71 亿元，同比分别增长 12%和 6.8%。若不考虑去年 3000 万的一次性收益，今年业绩仍有望实现 15%以上的增长。
- 毛利率同比提升 2pct 至 57%，达近年来的较高水平。主要原因是：（1）航空业务毛利率随产能利用率提升而同比提升了 1pct。公司目前旅客设计吞吐能力为 1300-1400 万人，09 年全年旅客吞吐量已达 1133 万人，增长空间有 15%-23%。而今年上半年旅客吞吐量同比增速已达 21%。产能利用率处在高位，因此毛利率高位也在预期中。（2）货服业务毛利率提升了 5pct。（3）出售广告和机电子公司股权剥离了此部分毛利率较低的业务。去年广告和机电工程服务业务的毛利率仅在 14%和 22%。
- 两岸直航业务大幅增长值得关注。今年上半年厦门空港飞机起降架次，客、货吞吐量同比增 15%、21%和 30%。据报道，截至 8 月 18 日，今年两岸直航航班已达 1169 架次、旅客 20 万人次，同比大增 87%和 75%。
- 资源短期无瓶颈，T4 航站楼扩建工程加速推进将在中期对公司业绩构成一定压力。公司跑道利用率尚不高，今年航站楼能力将接近饱和，但明年 500 万人次通过能力的旅客配套服务楼投产可保明年无忧。
- 预计 2010-12 年 EPS 为 0.92、1.00 和 1.14 元，维持审慎推荐-A 的投资评级。公司管理稳健，业绩增长较为稳定。以机场行业 20-25 倍估值，合理价位 18-23 元，主要是估值波动的投资机会。若“金澎落地签”、“本省居民赴金门澎湖自由行”，以及海西相关支持政策出台，则估值将有溢价。
- 风险提示：海西政策出台低于预期、航空突发性事件、大盘系统风险等。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	643	766	859	951	1052
同比增长	52%	19%	12%	11%	11%
营业利润(百万元)	253	373	376	409	467
同比增长	17%	47%	1%	9%	14%
净利润(百万元)	195	270	274	298	340
同比增长	17%	39%	1%	9%	14%
每股收益(元)	0.65	0.91	0.92	1.00	1.14
PE	25.0	18.0	22.2	20.4	17.8
PB	4.4	3.6	3.8	3.3	2.9

资料来源：招商证券

表 1: 厦门空港 2010 年 1-6 月分业务情况

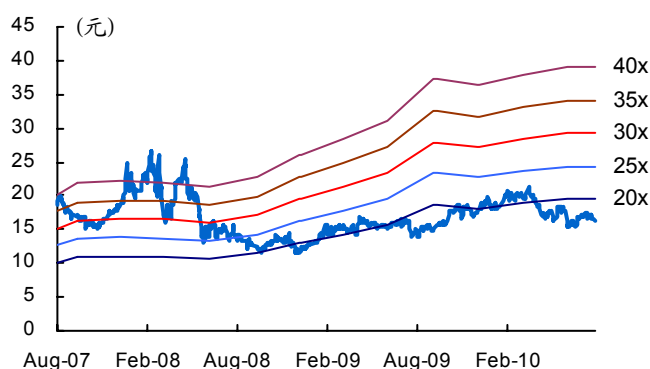
单位: 元	2010 年中期			2009 年中期		
	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入	营业成本	毛利率
航空业务收入	280304785	140742059	49.8%	234252509	119496089	49.0%
租赁及特许权收入	66883379	7843881	88.3%	68587975	7268978	89.4%
货站及货服业务	35983908	11694055	67.5%	29267613	11083143	62.1%
地勤业务	4077834	2680422	34.3%	3440591	2300520	33.1%
广告业务	0	0		26,921,325.80	23299752	13.5%
机电工程服务	0	0		20108093	15767913	21.6%
停车场业务	3414063	3280197	3.9%	3919255	3207294	18.2%
其他	11343065	8745338	22.9%	2,983,184.71	489765	83.6%
减: 合并抵消	4584770	4227770	7.8%	15657253	15305143	2.2%
合计	397422264	170758182	57.0%	373823293	167608311	55.2%

资料来源: 公司 2010 年中报

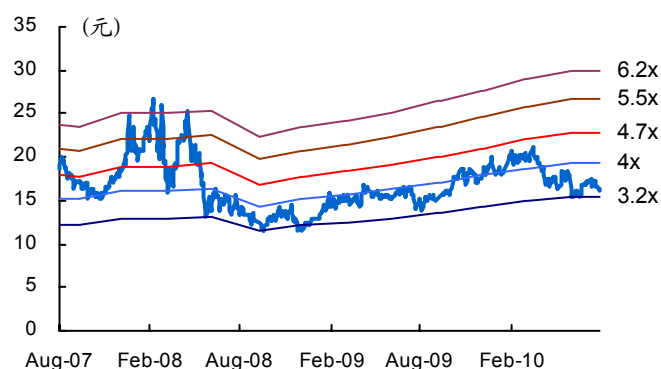
表 2: 厦门空港 2010 年 1-6 月业务量情况

	2010 年	2009 年	同比增长
飞机起降架次 (万架)	5.6	4.9	14.9%
旅客吞吐量 (万人)	635.2	523.9	21.3%
货邮吞吐量 (万吨)	11.7	9.1	29.2%

资料来源: 公司网站

图 1: 厦门空港历史 PE Band


资料来源: 招商证券研发中心

图 2: 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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	358	248	564	685	993
现金	128	67	278	368	642
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	22	0	0	0
应收款项	199	150	256	283	313
其它应收款	10	6	13	14	16
存货	12	1	2	2	2
其他	9	2	16	18	20
非流动资产	1292	1417	1412	1565	1477
长期股权投资	3	4	4	4	4
固定资产	1137	1156	1287	1450	1371
无形资产	106	102	92	83	74
其他	47	155	30	29	27
资产总计	1650	1665	1977	2250	2469
流动负债	389	179	213	219	123
短期借款	50	17	100	100	0
应付账款	78	47	19	22	24
预收账款	11	5	15	17	19
其他	249	110	79	80	81
长期负债	2	2	3	3	3
长期借款	0	0	0	0	0
其他	2	2	3	3	3
负债合计	391	181	216	222	126
股本	298	298	298	298	298
资本公积金	298	268	268	268	268
留存收益	517	768	1018	1256	1537
少数股东权益	145	151	178	207	241
母公司所有者权益	1113	1333	1583	1822	2102
负债及权益合计	1650	1665	1977	2250	2469

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	221	365	252	410	445
净利润		270	274	298	340
折旧摊销		0	98	107	109
财务费用		0	4	2	(4)
投资收益		0	(4)	(4)	(4)
营运资金变动		0	(182)	(30)	(34)
其它		95	61	36	38
投资活动现金流	(575)	(329)	(100)	(262)	(20)
资本支出		0	(220)	(262)	(20)
其他投资		(329)	120	0	0
筹资活动现金流	34	(101)	60	(58)	(152)
借款变动		0	83	0	(100)
普通股增加		0	0	0	0
资本公积增加		0	0	0	0
股利分配		0	(24)	(60)	(60)
其他		(101)	0	2	8
现金净增加额	(320)	(66)	211	90	274

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	643	766	859	951	1052
营业成本	312	335	380	434	477
营业税金及附加	26	30	34	38	42
营业费用	7	2	9	10	11
管理费用	45	51	60	62	63
财务费用	(4)	1	4	2	(4)
资产减值损失	7	5	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	4	32	4	4	4
营业利润	253	373	376	409	467
营业外收入	1	4	1	1	1
营业外支出	1	10	1	1	1
利润总额	253	367	376	409	467
所得税	37	73	75	82	93
净利润	216	294	301	327	374
少数股东损益	21	24	27	29	34
母公司所有者净利润	195	270	274	298	340
EPS (元)	0.65	0.91	0.92	1.00	1.14

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	52%	19%	12%	11%	11%
营业利润	17%	47%	1%	9%	14%
净利润	17%	39%	1%	9%	14%
获利能力					
毛利率	51.4%	56.2%	55.8%	54.4%	54.7%
净利率	30.3%	35.3%	31.9%	31.3%	32.3%
ROE	17.5%	20.3%	17.3%	16.4%	16.2%
ROIC	16.2%	20.0%	16.3%	15.5%	15.8%
偿债能力					
资产负债率	23.7%	10.9%	10.9%	9.9%	5.1%
净负债比率	3.0%	1.0%	5.1%	4.4%	0.0%
流动比率	0.9	1.4	2.7	3.1	8.0
速动比率	0.9	1.4	2.6	3.1	8.0
营运能力					
资产周转率	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4
存货周转率	35.9	51.1	307.2	266.6	261.8
应收帐款周转率	4.6	4.4	4.2	3.5	3.5
应付帐款周转率	6.5	5.3	11.5	21.3	20.9
每股资料(元)					
每股收益	0.65	0.91	0.92	1.00	1.14
每股经营现金	0.74	1.22	0.84	1.38	1.50
每股净资产	3.74	4.48	5.32	6.12	7.06
每股股利	0.06	0.07	0.08	0.20	0.20
估值比率					
PE	25.0	18.0	22.2	20.4	17.8
PB	4.4	3.6	3.8	3.3	2.9
EV/EBITDA	14.7	10.2	9.8	9.0	8.2

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。

姚俊，曾在招商局集团博士后科研工作站从事博士后研究，目前为招商证券研发中心交通行业研究员。

罗嫣嫣，上海交通大学交通运输（规划与管理）专业学士、硕士，美国乔治亚理工学院工业与系统工程专业硕士。09年5月加盟招商证券研发中心，进行交通行业研究。

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±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。