

厦门空港 (600897)

时刻与业绩稳定同步增长

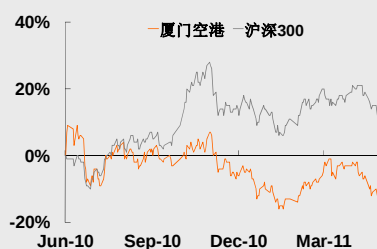
推荐 (维持)

现价: 14.32 元

主要数据

行业	交通运输、仓储业
公司网址	www.xiac.com.cn
大股东/持股	厦门国际航空港集团/68.00%
实际控制人/持股	厦门市国有资产监督管理委员会/68.00%
总股本(百万股)	298
流通 A 股(百万股)	298
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	42.65
流通 A 股市值(亿元)	42.65
每股净资产(元)	5.57
资产负债率(%)	10.4

行情走势图



证券分析师

储海 S1450209060208
0755-22625974
sunchao484@pingan.com.cn

投资要点

- **公司起降时刻仍然有潜在的增长空间。**公司换季后起降架次上限达到 378 架次/日, 较换季前有接近 15% 的增长。我们认为对比深圳机场, 目前公司的起降时刻增长仍然存在潜在的空间。同时, 我们认为进出港航班客座率仍然有进一步提升, 机场旅客吞吐量的增长将超过 16%。
- **年内无大项资本支出, 新航站楼建设由集团承担。**4 号航站楼建设将由集团承担, 建设资金由集团筹集。预计新航站楼将于 2013 年竣工并投入使用。股份公司今年年内无大项资本开支, 我们预计今年公司现金流充裕, 不需要对外借贷, 同时公司固定资产折旧总额不会发生大幅度增长。
- **航空业务收入增长超过 15%。**公司航空业务收入受到起降架次快速增长的刺激, 也实现同步的增长。目前公司国际及地区航班航空业务收入占比已经达到 15% 以上, 是华东地区除上海、杭州机场之外, 国际航班量最大的机场。预计今年公司航空业务收入增长将超过 15%。
- **非航业务收入增长空间受限。**公司非航业务收入主要来源于租赁及特许经营收费和停业场收费。受到商业租赁面积无法增长以及租赁收入以固定租金为主的限制, 预计公司非航业务收入增长有限。
- **营业成本增长集中在人工和运营成本。**我们预计公司 2011 年人员总数及人员工资均较 10 年有一定的增长, 同时运营费用也将有明显增长。根据测算, 11 年公司人工及运营成本分别同比增长 23.2%、22%, 从而使公司营业成本增长 19%。但在财务费用明显下降的情况下总成本仅增长 10.6%。
- **高铁分流旅客吞吐量 5.5%, 但不影响机场增长趋势。**甬福厦高铁开通后, 厦门航空市场短途航线受到明显分流。厦深高铁建成后预计将分流厦门-深圳、厦门-广州航空客流的 40-50%, 占目前厦门机场旅客吞吐量的 5.5% 左右。我们认为, 厦深高铁分流影响比较明显, 但由于机场旅客吞吐量增速能保持在 15% 以上, 12 年厦门机场的客流量增长趋势不变。
- **维持“推荐”评级。**我们预计 11、12、13 年公司 EPS 分别为 1.10、1.25、1.37 元, 相对应 6 月 13 日公司股价的 PE 为 13.3、11.6、10.5 倍。公司估值已经位于历史底部, 未来航空业务收入和业绩增长有较大空间, 维持对公司“推荐”的评级。
- **风险提示:**台海局势紧张, 宏观经济出现明显紧缩, 造成公司起降量增长无法达到预期。

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入(百万元)	675	766	839	952	1078
YoY(%)	38.2	13.5	9.5	14%	13%
净利润(百万元)	195	270	280	328	373
YoY(%)	18.1	38.9	3.7	17%	14%
毛利率(%)	51.1	56.2	58.1	57.0%	56.5%
净利率(%)	28.8	35.3	33.4	34.4%	34.6%
ROE(%)	17.5	20.3	17.6	17.3%	16.7%
EPS(摊薄/元)	0.65	0.91	0.94	1.10	1.25
P/E(倍)	21.9	15.8	13.3	11.6	10.5
P/B(倍)	3.8	3.2	2.7	2.3	1.9

一、公司起降时刻仍然有潜在的增长空间

1.1 换季之后机场起降时刻得到释放

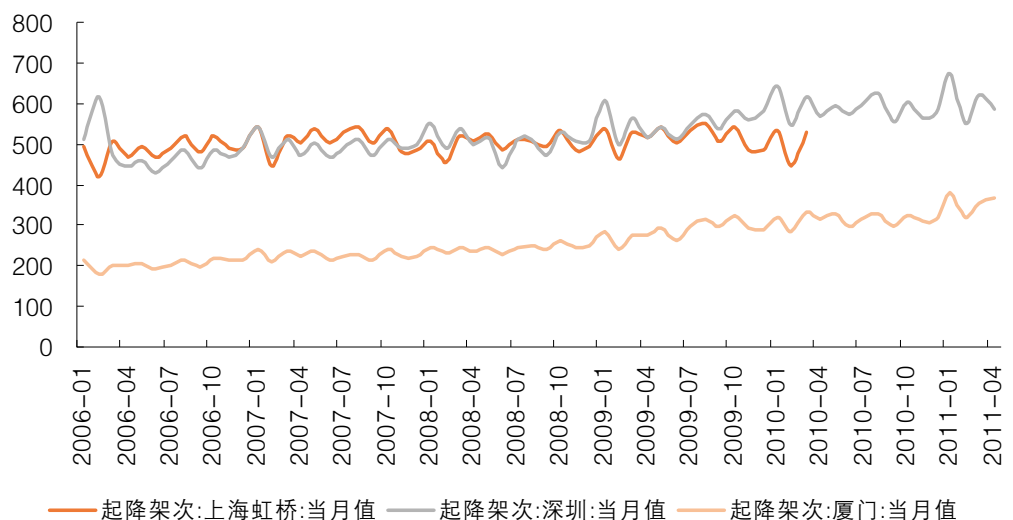
2011 民航夏秋季航班计划从 3 月 27 日开始执行。今年 3 月民航航班时刻换季之后，厦门机场起降时刻得以扩容。根据调研信息，3 月换季之后，公司目前每天起降架次上限可达到 378 架次，高峰小时起降架次达到 28 架次，较换季前有接近 15% 的增长。我们预计厦门机场夏秋季高峰期每日起降有望达到 400 架次，较去年冬春季每日 340 架次增长约 17%。

1.2 公司起降时刻仍然有潜在的增长空间

比较同是一条跑道的深圳机场来说，目前公司的起降时刻增长仍然存在潜在的空间。深圳机场单条跑道的日起降高峰值能够达到 610 架次，而虹桥机场在二跑道启用前，日起降架次也达到 530 架次，因此目前厦门机场保守估计仍然有接近 150 个时刻的增长空间。

但公司表示，机场时刻是否能够继续增长，取决于空管部门和相关军方对空域的放开程度，无法对未来的增长做出明确判断。

图表1 厦门机场单跑道起降架次距上海及深圳还有相当的距离



资料来源：公司公告，平安证券研究所

1.3 预计公司年旅客吞吐量增将能够超过 16%

去年暑运旺季厦门地区航空客运量并没有爆发式增长，考虑到今年世博会影响消除以及 1-4 月份厦门旅游业快速增长的状态，我们预计厦门空港 2011 年起降架次及旅客吞吐量增长将超过 16%。

■ 厦门一季度旅游市场火爆

今年 1-3 月份，厦门旅游经济运行呈现出“淡季不淡，人气激增”的形势。据厦门市旅游局统计，一季度厦门共接待国内外游客 772.60 万人次，同比增长 17.27%，旅游总收入 108.57 亿元，同比增长 19.91%。其中，接待入境游客 38.69 万人次，同比增长 21.34%，接待国内游客 733.92 万人次，同比增长 17.06%。

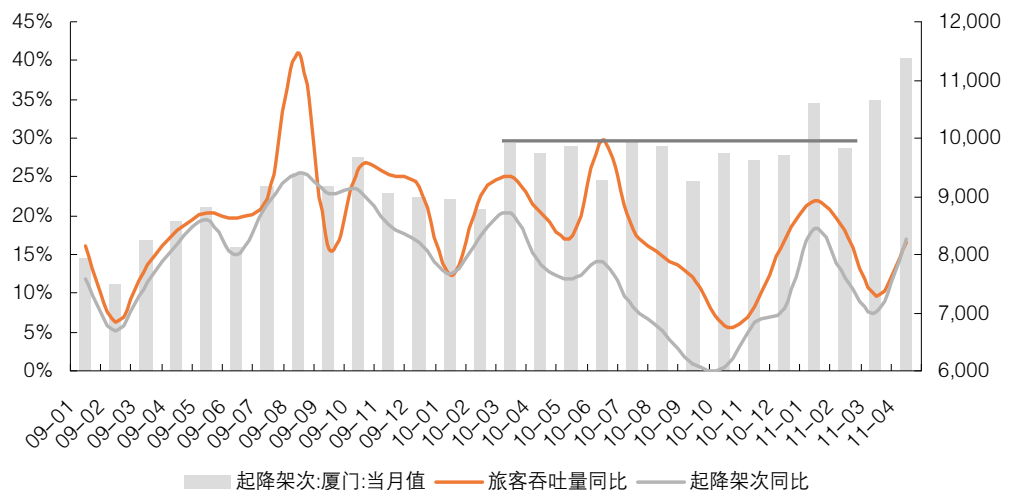
厦门国际出入境人次呈现高增长状态。1-3 月份，厦门共接待境外过夜外国人 13.6 人次，同比增长 34.57%。主要外国客源市场中，欧洲、美洲、大洋洲市场的增幅均超过 50%。1-3 月共接待美国入境人数 1.28 万人次，比增 63.3%，接待澳大利亚游客增幅达到 140%。

■ 机场吞吐量保持高增长状态

公司 4 月起降架次、旅客吞吐量和货邮吞吐量分别同比增长 17%、16.5% 和 9%，较华东地区全部机场总量增速高出 7.5、3 和 4.6 个百分点。

去年三季度公司起降架次及旅客吞吐量受到上海世博会影响，并没有呈现出明显的爆发式增长，从图 2 中可以看出，去年 3 月至今年 3 月，除春运外，机场月起降保持在 10000 架次以下，而今年换季之后，我们预计月起降将稳定在 11450 架次左右。我们预计今年三季度航空旺季厦门机场旅客吞吐量将迎来更大的增长，无论是起降架次还是航班客座率均较去年有明显提升。

图表2 厦门机场全年可保持16%以上的增长速度



资料来源：公司公告，平安证券研究所

二、年内无大项资本支出，新航站楼建设由集团承担

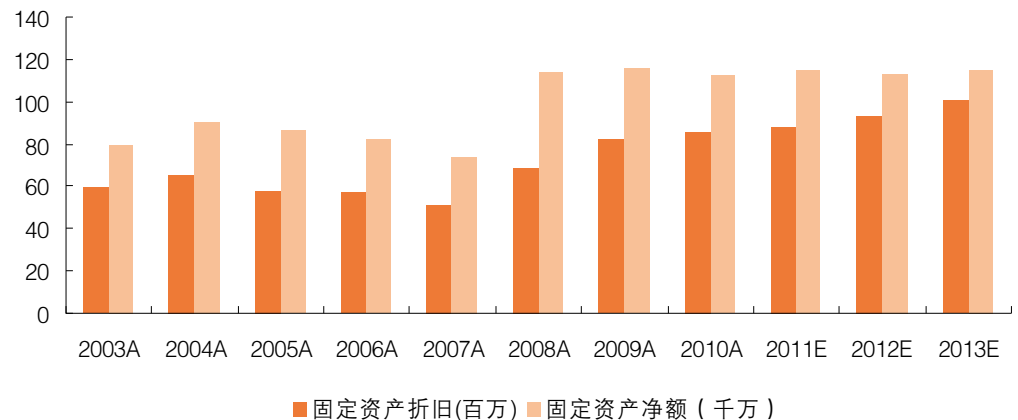
2.1 新航站楼建设由集团承担

目前厦门机场 4 号航站楼设计方案已经确定，并将于年内动工。航站楼建设将由集团承担，股份公司目前不参与新航站楼的建设，建设资金由集团筹集。预计新航站楼将于 2013 年竣工并投入使用。

2.2 年内无重大资本开支项目，折旧稳定

股份公司今年年内无大项资本开支，按照年报中披露的数据，2011 年公司资本性支出 3.95 亿，其中基建投资 2.55 亿元，主要是旅客服务配套业务楼和 3 号航站楼的改造工程。我们预计今年公司现金流充裕，不需要对外借贷，同时公司固定资产折旧总额不会发生大幅度增长。

图表3 厦门机场固定资产及折旧均保持较稳定的状态

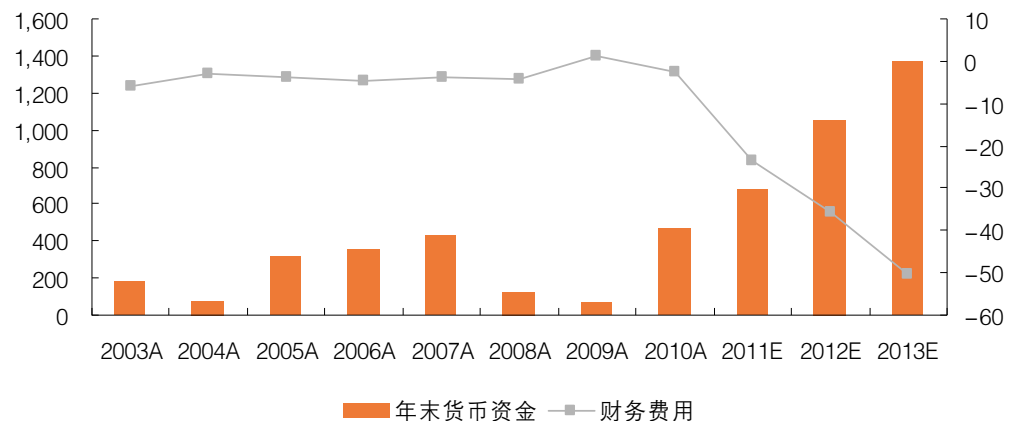


资料来源：公司公告，平安证券研究所

2.3 现金流充裕，财务费用减少

由于公司无重大资本开支项目，经营性现金流将保持非常充裕状态，公司财务费用因利息收入的增加而明显减少。公司未来仍然会选择风险较小的固定收益类的投资，以减少闲置资金，提高资金的回报率。

图表4 公司现金流充裕推动财务费用降低



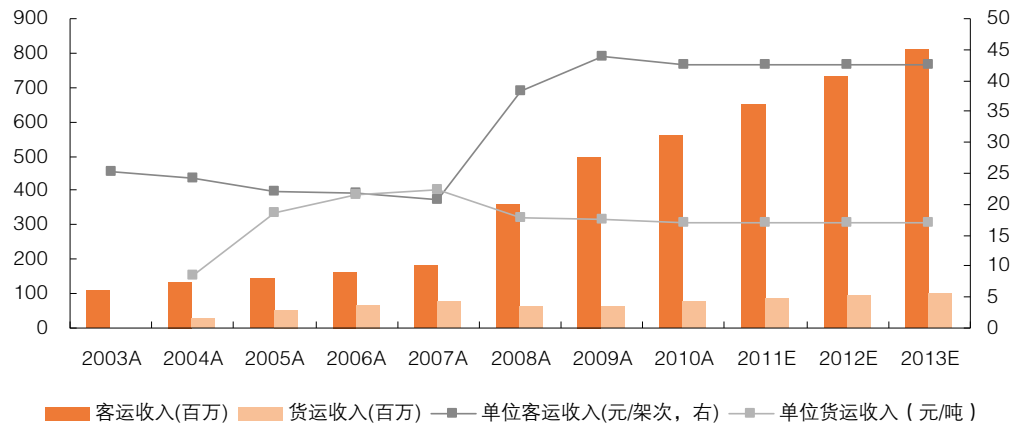
资料来源：公司公告，平安证券研究所

三、航空业务收入增长超过 15%

出于保守，我们预计 2011 年公司单位客运及货运业务收入与 2010 年持平，公司航空业务收入受到生产量增长的推动，也实现同步的增长。

根据公司的介绍，由于公司国际航班量和国际旅客吞吐量快速增长，公司航空业务收入增长将更快。目前公司国际及地区航班航空业务收入占比已经达到 15%以上，是华东地区除上海、杭州机场之外，国际航班量最大的机场。我们预计今年公司航空业务收入增长也将超过 16%。

图表5 公司航空业务收入保持稳定增长



资料来源：公司公告，平安证券研究所

四、非航业务收入增长空间受限

公司非航业务收入主要来源于租赁及特许经营收费和停业场收费。其中公司商业租赁收入约占租赁及特许经营收入的 60%左右。

商业租赁增长空间不大。目前公司候机楼内的商业租赁面积约 6000 平米左右，根据我们的实地观察，楼内商业场地已经无增加余地，目前公司商业租赁收入以固定租金为主，未来的商务租赁收入增长主要依靠商铺续签合同的租金上涨，因此商业租赁收入增长有限。

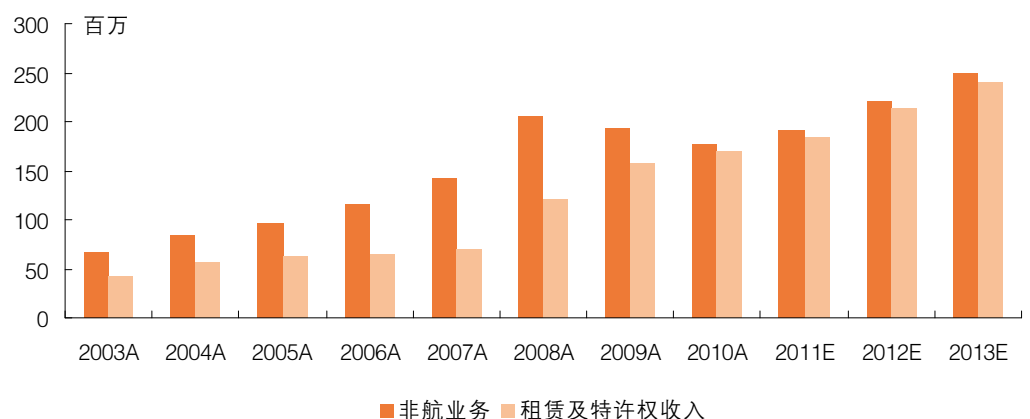
停车场受困面积不足，收入无法增长。公司候机楼东侧停车场面积、流程都不能满足实际需要，也不利于停车费收入的增长。

业务场地租赁收入相对固定。与商业租赁及特许经营不同，公司业务场地（办公室、值机柜台等）的租赁收费标准是按照国家公布的基准指导价格制定的，出租收入也没有更大的增长空间。

广告业务增长有限。目前公司广告业务以特许经营权费的方式收取，在新航站楼建成之前，公司的广告业务收入增长的可能较小。

因此，我们认为公司非航业务收入将无法实现快速增长，增长空间受到限制。

图表6 公司非航业务收入增长相对较慢

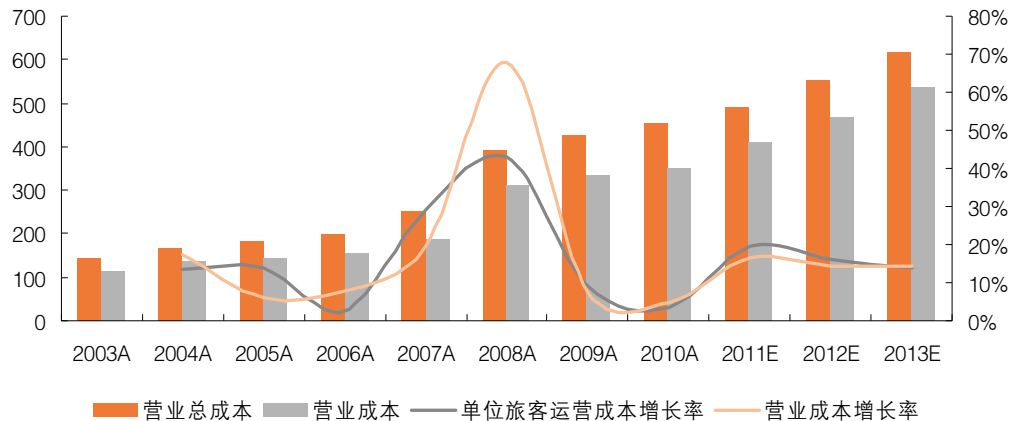


资料来源：公司公告，平安证券研究所

五、营业成本增长集中在人工和运营费用

目前公司人工存在缺编问题，工资水平及人员在 2011 年均将有一定程度的增长。我们预计公司 2011 年人员总数增长接近 10%，员工平均工资较 10 年增长 10%左右，同时运营费用也将有明显增长。根据我们的测算，11 年公司人工及运营成本分别同比增长 18.8%和 19.6%，从而使公司营业成本增长 16.4%。但在财务费用明显下降的情况下，总成本增长 8.15%。

图表7 公司成本增长趋于稳定



资料来源：公司公告，平安证券研究所

六、高铁分流旅客吞吐量 5.5%不影响机场增长趋势

自杭州至厦门的客运专线已经 2010 年 3 月开通，开通之后厦门航空市场短途航线受到明显的分流。厦深客运专线预计将在 12 年初建成，开通之后，厦门至深圳、广州仅分别需要 3 小时和 4 小时，预计将分流厦门-深圳、厦门-广州航空客流的 40%左右，占目前厦门机场总吞吐量的 5.5%左右。因此，我们认为高铁分流局部影响比较明显，但由于机场自身的吞吐量增长将保持在 15%以上，2012、2013 年厦门机场的客流量增长趋势不变。

图表8 高铁分流比例与EPS影响同步变化

厦深高铁 分流比例	2011E	EPS 2012E	2013E
0%	1.10	1.25	1.39
3%	1.07	1.18	1.26
5%	1.06	1.14	1.18
8%	1.03	1.07	1.06
10%	1.01	1.02	0.99

资料来源：平安证券研究所

七、估值合理，维持“推荐”评级

公司收入增长快于总成本的增长，2011 年公司业绩仍将继续增长 3.28，增幅达到 16.9%。我们预计 11、12、13 年公司 EPS 分别为 1.10、1.25、1.37 元，相对应 6 月 13 日公司股价的 PE 为 13.3、11.6、10.5 倍。

按照目前公司估值水平，PB、动态 PE、EV/EBITDA 均进入了历史的底部。考虑到公司未来的业绩保持良好的增速，增长预期稳定，以当前股价计算，估值水平区间将进一步下降，因此公司的估值显现出较强的投资价值。

图表9 公司估值处于历史底部水平



资料来源：公司公告，平安证券研究所

考虑到未来公司的业绩增长确定性强，估值水平具备较强的吸引力，同时机场收费并轨以及厦门旅游市场呈现快速增长的势头，维持对公司“推荐”的评级。

该股票未来上涨的催化剂在于公司成本增长控制较低水平导致中报业绩超出市场预期。

投资风险在于台海局势紧张以及旺季旅游市场未达到增长预期导致旅客吞吐量增长放缓。

资产负债表				单位: 百万元		利润表				单位: 百万元	
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E		
流动资产	646	895	1291	1665	营业收入	839	952	1078	1198		
现金	472	678	1057	1397	营业成本	352	409	468	535		
应收账款	141	180	192	220	营业税金及附加	31	38	43	48		
其他应收款	3	4	4	5	营业费用	0	0	0	0		
预付账款	13	15	17	20	管理费用	60	67	75	84		
存货	0	1	1	1	财务费用	-2	-24	-36	-51		
其他流动资产	16	18	20	22	资产减值损失	14	0	0	0		
非流动资产	1284	1372	1355	1400	公允价值变动收益	0	0	0	0		
长期投资	4	4	4	4	投资净收益	3	2	2	2		
固定资产	1125	1146	1129	1150	营业利润	388	464	528	584		
无形资产	99	94	90	85	营业外收入	2	0	0	0		
其他非流动资产	56	129	132	161	营业外支出	3	0	0	0		
资产总计	1930	2268	2646	3065	利润总额	387	464	528	584		
流动负债	186	198	206	217	所得税	86	111	127	140		
短期借款	6	0	0	0	净利润	301	352	402	444		
应付账款	47	56	63	72	少数股东损益	21	25	28	31		
其他流动负债	134	142	143	144	归属母公司净利润	280	328	373	413		
非流动负债	2	2	2	2	EBITDA	478	535	593	641		
长期借款	0	0	0	0	EPS（元）	0.94	1.10	1.25	1.39		
其他非流动负债	2	2	2	2							
负债合计	188	200	208	218	主要财务比率						
少数股东权益	155	180	208	240		2010	2011E	2012E	2013E		
股本	298	298	298	298	成长能力						
资本公积	268	268	268	268	营业收入	9.5%	13.5%	13.2%	11.2%		
留存收益	1022	1322	1664	2041	营业利润	4.0%	19.5%	14.0%	10.6%		
归属母公司股东权益	1587	1888	2230	2607	归属于母公司净利润	3.7%	16.9%	14.0%	10.6%		
负债和股东权益	1930	2268	2646	3065	获利能力						
					毛利率(%)	58.1%	57.0%	56.5%	55.4%		
现金流量表				单位: 百万元	净利率(%)	33.4%	34.4%	34.6%	34.5%		
	2010	2011E	2012E	2013E	ROE(%)	17.6%	17.3%	16.7%	15.8%		
经营活动现金流	413	360	455	476	ROIC(%)	23.4%	24.5%	27.6%	28.4%		
净利润	301	352	402	444	偿债能力						
折旧摊销	92	95	101	108	资产负债率(%)	9.7%	8.8%	7.9%	7.1%		
财务费用	-2	-24	-36	-51	净负债比率(%)	3.11%	0.00%	0.00%	0.00%		
投资损失	-3	-2	-2	-2	流动比率	3.47	4.52	6.26	7.68		
营运资金变动	9	-26	-9	-23	速动比率	3.47	4.52	6.26	7.68		
其他经营现金流	15	-35	0	0	营运能力						
投资活动现金流	36	-145	-81	-151	总资产周转率	0.47	0.45	0.44	0.42		
资本支出	87	80	80	150	应收账款周转率	6	6	6	6		
长期投资	120	65	0	0	应付账款周转率	7.52	8.00	7.89	7.91		
其他投资现金流	243	0	-1	-1	每股指标（元）						
筹资活动现金流	-43	-9	5	15	每股收益(最新摊薄)	0.94	1.10	1.25	1.39		
短期借款	-11	-6	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	1.39	1.21	1.53	1.60		
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	5.33	6.34	7.49	8.75		
普通股增加	0	0	0	0	估值比率						
资本公积增加	0	0	0	0	P/E	15.2	13.0	11.4	10.3		
其他筹资现金流	-32	-3	5	15	P/B	2.69	2.26	1.91	1.64		
现金净增加额	405	206	379	340	EV/EBITDA	8.3	7.4	6.7	6.2		

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257