

厦门空港(600897.sh)

员工成本大幅增长，业绩略低于预期

董丁 分析师

电话: 020-87555888-8403

eMail: dd2@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260511010014

业务量增长领航行业

夏秋时刻释放，拉动公司三大业务增长居机场行业上市公司之首。上半年，厦门机场起降、旅客吞吐量、货邮吞吐量分别同比增长 14.0%、17.6%、6.5%。其中境外旅客同比增 12.3%，境外货邮增长 9.0%。

员工成本大幅增长致毛利率下降

上半年公司营业收入同比增长 18.44%；实现归属母公司的净利润同比增长 13.05%；EPS0.51 元，为我们对公司全年盈利预测的 45%，略低于预期。

受益于旅客吞吐量的较快增长，公司航空主业、租赁等业务收入实现稳定较快增长，但是员工成本大幅增长导致毛利率下降。公司营业成本同比增长 23%，其中折旧同比增长 7%左右，员工成本同比增长 35%左右。

航空主业稳定增长，非航业务将呈现亮点

厦深、广深、甬杭高铁计划将于下半年至明年贯通，公司深圳、广州、上海、杭州、常州等航线均在 1000 公里以下，将受到较大的替代影响。但是航空公司可能通过优化航线结构减免高铁对机场流量产生重大影响。公司明年商铺将重新招标，预计提价将拉动租赁和特许经营收入较快增长。

盈利预测

我们对 2011-13 年公司盈利预测略有下调至 1.10、1.28、1.50 元，目前股价对应 PE12.6、10.7 倍，动态估值水平位于历史低位，维持买入。

主要风险大规模扩建提前，沪杭甬深高铁通车。

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	766.06	838.78	983.65	1102.77	1247.48
增长率(%)	19.22%	9.49%	17.27%	12.11%	13.12%
EBITDA(百万元)	455.27	474.03	555.97	635.91	728.19
净利润(百万元)	270.15	280.12	327.55	382.30	448.16
增长率(%)	38.85%	3.69%	16.93%	16.71%	17.23%
每股收益(元)	0.907	0.941	1.10	1.28	1.50
市盈率	20.12	16.07	14.99	12.85	10.96
市净率	4.07	2.84	2.56	2.14	1.79
EV/EBITDA	12.16	8.84	7.15	5.55	4.06

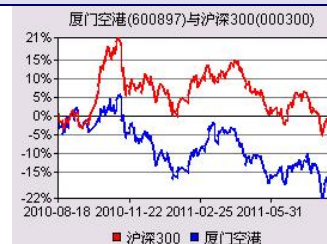
数据来源: 厦门国际航空港股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	13.83
目标价格(元)	16.5
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1个月	3个月	12个月
股价涨幅	-6.99%	-8.28%	-18.15%
沪深300	-9.23%	-9.72%	-3.51%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

297.81/297.81

主要股东:

厦门国际航空港集团有限公司

主要股东持股比例

68.00%

财务比率

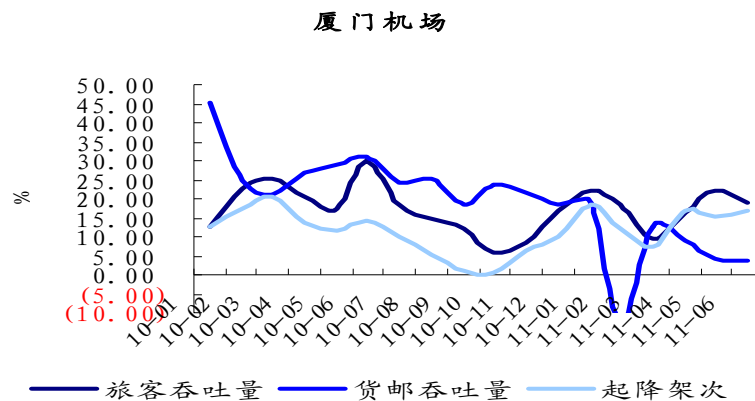
ROE	17.65%
ROA	21.39%
资产负债率	9.72%
每股净资产(元)	5.33

2010 年报数据

业务量增长领航行业

夏秋时刻释放，拉动公司上半年航班起降、旅客吞吐量和货邮吞吐量增速居机场行业上市公司之首。截至2011年6月，厦门机场共完成运输起降6.44万架次，比上年同期增长14.0%；旅客吞吐量747.1万人次，同比增长17.6%；实现货邮吞吐量为12.51万吨，比上年同期增长6.5%。其中境外旅客94.2万人次，同比增12.3%。境外货邮累计完成4.62万吨，增长9.0%。

图1：厦门空港月度旅客吞吐量、航班起降、货邮吞吐量同比增长率



数据来源：上市公司、广发证券发展研究中心

员工成本大幅增长致毛利率下降

上半年公司实现营业收入4.69亿元，比上年同期增长18.44%；实现归属母公司的净利润1.62亿元，比上年同期增长13.05%；实现EPS0.51元，实现我们对公司全年盈利预测的45%，略低于预期。

受益于旅客吞吐量的较快增长，公司航空主业、租赁等业务收入实现稳定较快增长，但是员工成本大幅增长导致航空主业、货站和地勤业务成本增长快于收入，毛利率分别下降1-3个百分点。公司营业成本同比增长23%，其中折旧同比增长7%左右，员工成本同比增长35%左右。公司单位员工服务旅客量居行业较高水平，而平均员工薪酬低于其他上市机场公司，在高通胀的背景下，公司确实存在较大的员工工资上调压力。

表1：公司主营业务主要财务数据

分行业或分产品	营业收入 (万元)	营业成本 (万元)	营业利润率 (%)	营业收入 同比(%)	营业成本 同比(%)	营业利润率同比(%)
航空主业	33198.89	17551.85	47.13	18.44	24.71	降低 2.66 个百分点
租赁	7974.44	889.12	88.85	19.23	13.35	增加 0.58 个百分点
货站及货服业务	3998.69	1350.82	66.22	11.12	15.51	降低 1.28 个百分点
地勤业务	472.00	315.03	33.26	15.75	17.53	降低 1.01 个百分点

数据来源：公司中报、广发证券发展研究中心

航空主业稳定增长，非航业务将呈现亮点

厦深、广深、甬杭高铁计划将于下半年至明年贯通，公司深圳、广州、上海、杭州、

常州等航线均在1000公里以下，对公司旅客吞吐量的贡献达34%，将受到较大的替代影响。但由于时刻资源的宝贵，航空公司可能减少与高铁重叠的短程航段的航班量，将此时刻投放于其他市场，因此航空公司通过优化航线结构将减免高铁对机场流量产生重大影响。

2010年公司租赁和特许经营费收入占营业收入20%。公司明年商铺将重新招标，预计提价将拉动租赁和特许经营收入较快增长。

盈利预测

我们对2011-13年公司盈利预测略有下调，EPS由之前预测1.13、1.31、1.55元下调至1.10、1.28、1.50元，目前股价对应PE12.6、10.7倍，动态估值水平位于历史低位，防御性较好，维持买入。

风险提示

大规模扩建提前，沪杭甬深高铁通车。

资产负债表

单位：百万元

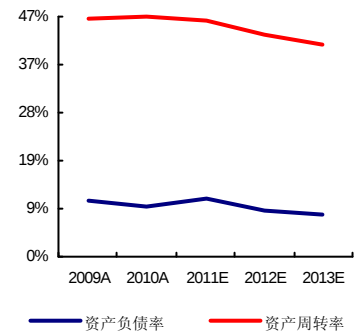
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	248	646	1,180	1,652	2,244
货币资金	67	472	937	1,382	1,952
应收及预付	180	173	236	265	288
存货	1	0	7	5	5
其他流动资产	0	1	0	0	0
非流动资产	1,417	1,284	1,186	1,103	1,025
长期股权投资	4	4	4	4	4
固定资产	1,156	1,125	1,060	975	889
在建工程	18	8	10	12	19
无形资产	112	137	113	112	112
其他长期资产	127	10	0	0	0
资产总计	1,665	1,930	2,367	2,756	3,269
流动负债	179	186	267	242	270
短期借款	17	6	0	0	0
应付及预收	162	180	267	242	270
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	2	2	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应负债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2	2	0	0	0
负债合计	181	188	267	242	270
股本	298	298	298	298	298
资本公积	268	268	268	268	268
留存收益	768	1,022	1,349	1,732	2,180
归属母公司股东权益	1,333	1,587	1,915	2,297	2,745
少数股东权益	151	155	185	217	254
负债和股东权益	1,665	1,930	2,367	2,756	3,269

利润表

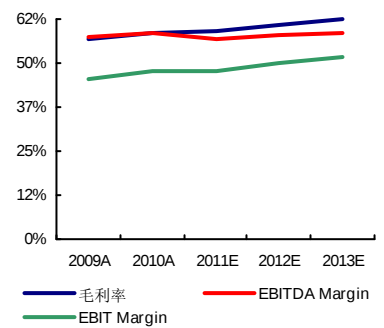
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	766	839	984	1103	1247
营业成本	335	352	407	436	473
营业税金及附加	30	31	38	42	47
销售费用	2	0	4	3	3
管理费用	51	60	68	76	87
财务费用	1	-2	-3	-6	-8
资产减值损失	5	14	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	32	3	1	1	1
营业利润	373	388	470	553	647
营业外收入	4	2	0	0	0
营业外支出	10	3	0	0	0
利润总额	367	387	470	553	647
所得税	73	86	113	138	162
净利润	294	301	357	414	485
少数股东损益	24	21	30	32	37
归属母公司净利润	270	280	328	382	448
EBITDA	436	489	556	636	728
EPS (元)	0.91	0.94	1.10	1.28	1.50

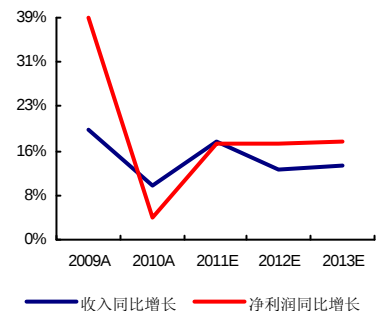
资产负债率趋势



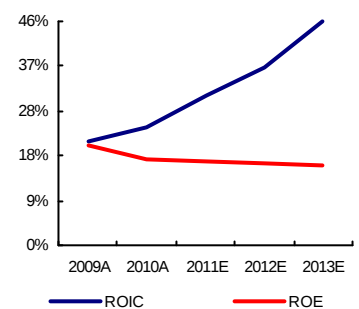
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

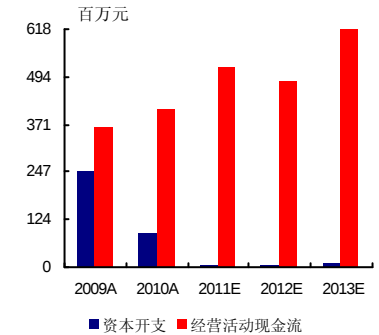
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	365	413	488	451	581
净利润	294	301	357	414	485
折旧摊销	88	92	90	90	91
营运资金变动	8	9	33	-53	6
其它	-25	10	8	-1	-1
投资活动现金流	-329	36	-2	-6	-11
资本支出	-250	-87	-3	-7	-12
投资变动	-79	123	1	1	1
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	-101	-43	-21	0	0
银行借款	72	23	-6	0	0
债券融资	-128	-34	0	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-45	-32	-15	0	0
现金净增加额	-66	405	465	445	570
期初现金余额	128	67	472	937	1,382
期末现金余额	62	472	937	1,382	1,952

主要财务比率

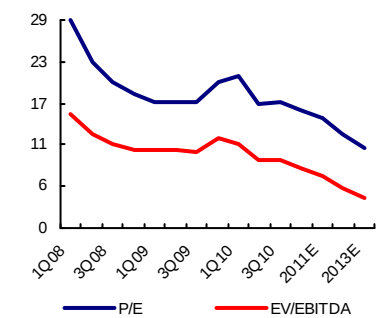
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	19.2%	9.5%	17.3%	12.1%	13.1%
营业利润	47.4%	4.0%	21.1%	17.6%	17.1%
归属于母公司净利润	38.9%	3.7%	16.9%	16.7%	17.2%
获利能力					
毛利率	56.2%	58.1%	58.6%	60.4%	62.1%
净利率	38.4%	35.9%	36.3%	37.6%	38.9%
ROE	20.3%	17.6%	17.1%	16.6%	16.3%
ROIC	21.2%	24.2%	30.6%	36.3%	45.8%
偿债能力					
资产负债率	10.9%	9.7%	11.3%	8.8%	8.3%
净负债比率	-3.4%	-26.8%	-44.6%	-55.0%	-65.1%
流动比率	1.39	3.47	4.42	6.84	8.31
速动比率	1.37	3.40	4.36	6.77	8.25
营运能力					
总资产周转率	0.46	0.47	0.46	0.43	0.41
应收账款周转率	4.39	5.77	4.86	4.94	5.16
存货周转率	51.15	553.36	60.98	79.46	97.43
每股指标 (元)					
每股收益	0.91	0.94	1.10	1.28	1.50
每股经营现金流	1.22	1.39	1.64	1.51	1.95
每股净资产	4.48	5.33	6.43	7.71	9.22
估值比率					
P/E	20.1	16.1	15.0	12.8	11.0
P/B	4.1	2.8	2.6	2.1	1.8
EV/EBITDA	12.3	8.3	7.1	5.5	4.1

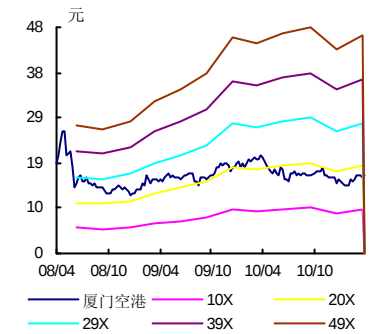
资本支出与经营活动现金流



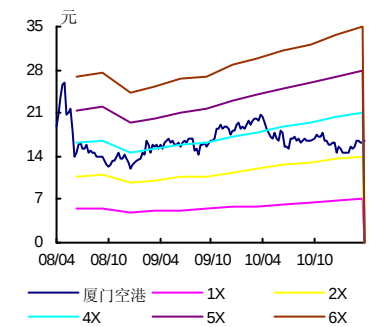
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发交通运输行业研究小组

杨志清，首席分析师，同济大学工学博士，2010年新财富交通运输行业最佳分析师第四名，2009年新财富交通运输行业最佳分析师入围，2009年今日投资交通运输行业最佳分析师第一名，2010年进入广发证券发展研究中心。

董丁，分析师，东北财经大学经济学硕士，2010年新财富交通运输行业最佳分析师第四名（团队），2008年进入广发证券发展研究中心。

张亮，研究助理，上海交通大学管理学硕士，2010年新财富交通运输行业最佳分析师第四名（团队），2010年进入广发证券发展研究中心。联系方式：zl23@gf.com.cn，021-68815254。

谢平，研究助理，北京交通大学工学硕士，2011年进入广发证券发展研究中心。联系方式：xieping@gf.com.cn，021-68825729。

相关研究报告

厦门空港：航空和非航业务比翼齐飞_公司调研简报

董丁

2011-06-23

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。