

证券研究报告—动态报告

交通运输

航空机场

厦门空港(600897)

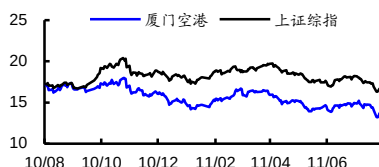
2011 年半年报点评

谨慎推荐

(维持评级)

2011 年 8 月 19 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本 (百万股)	297.8/297.8
总市值 (百万元)	4,106.8/4,106.8
沪深 300/深圳成指	2,593.17/11,651.29
12 个月最高/最低 (元)	18.00/13.20

相关研究报告:

《厦门空港-600897-2010 年 3 季报点评-货运业务助推盈利稳定增长》——2010-10-29

《厦门空港-600897-国际客运恢复缓慢,但业绩仍将稳定增长》——2010-8-27

《厦门空港 2010 年 1 季报点评: 盈利能力稳步提升, 国际货运加速回暖》——2010-4-26

《厦门空港 09 年半年报点评: 非航业务可能持续超预期》——2010-3-31

证券分析师: 岳鑫

电话: 0755-82130432

E-mail: yuexin@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120015

证券分析师: 郑武

电话: 0755-82130422

E-mail: zhengwu@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120022

半年报点评

上调 2012 年非航收入预测

●业绩增长符合预期, 盈利能力稳步提升

公司 2011 年上半年, 实现营业收入 4.7 亿元(+18%); 营业成本 2.1 亿元(+23%); 归属母公司所有者的净利润 1.5 亿元, 每股收益 0.51 元(+13%)。基本符合我们在中报前瞻中 0.52 元的预测。其中, 公司的租赁收入同比增长近 20%, 主要源于合同约定租金递增及国际商业区租金优惠的恢复。

●低基数有望驱动三季度客运业务增速达 20%以上

2011 年上半年, 厦门机场旅客吞吐量同比增长近 18%, 维持高速增长。其中, 国际旅客吞吐量同比增长 12%。主要因为: (1) 世博会虹吸效应导致的低基数; (2) 时刻充裕保障运力快速投放。三季度, 厦门机场的基数效将持续体现, 客运业务增速有望达到 20%以上。

●扩建节奏加快, 短期无碍业绩增长

业务量的快速发展使厦门机场的扩建节奏有所加快, 目前在进行 T2 改造与 T4 建设。(1) T2 改造预计于 2011 年底完成。该项目资本开支效率较高, 投资 1 亿元左右, 新增产能 200-300 万人次/年。(2) T4 由集团筹建, 预计最早于 2013 年底完工, 两年内对股份公司没有影响。短期来看, 公司的扩建风险低于市场预期, 无碍业绩稳定增长。但长期来看, T4 的建设将可能抑制公司的估值上限。

●风险提示

宏观经济增长放缓; 沿海高铁通车后分流高于预期; T4 资本开支超预期。

●明年非航或现跳跃式增长, 建议投资者关注

明年公司将对商业区进行每 4 年一次的重新招标, 非航业务收入有望出现跳跃性增长。维持公司 2011 年 EPS 为 1.09 元/股的盈利预测, 上调 2012 年业绩预测至 1.25 元/股。目前公司股价 13.8 元/股, 2011 年动态 PE13 倍, 2012 年动态 PE11 倍。考虑到厦门机场三季度业务量增速将继续环比提升, 且公司明年业绩有望超预期增长, 建议投资者关注。

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

盈利预测和财务指标

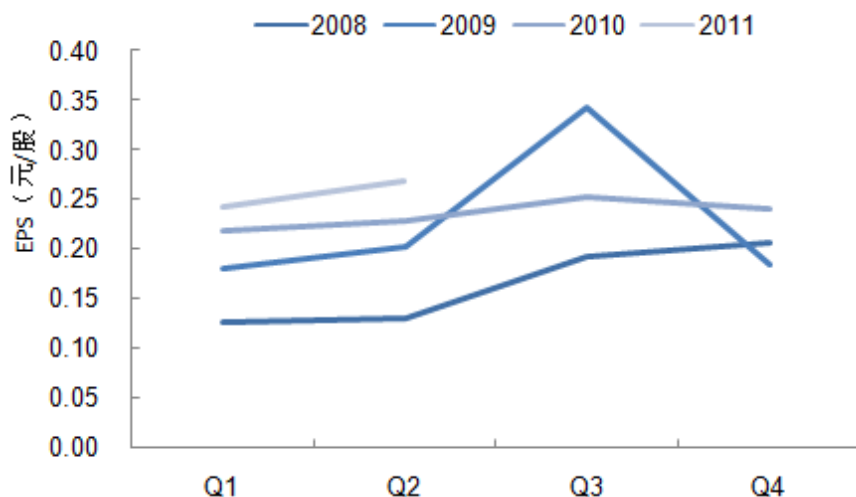
	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	766.1	839	983	1,088	1,208
(+/-%)	13.5%	9.5%	17.2%	10.6%	11.1%
净利润(百万元)	270	280	325	371	418
(+/-%)	38.9%	3.7%	16.0%	14.1%	12.6%
每股收益(元)	0.91	0.94	1.09	1.25	1.40
EBIT Margin	48.0%	47.3%	45.6%	47.9%	47.5%
净资产收益率 (ROE)	20.3%	17.6%	17.4%	17.0%	16.5%
市盈率 (PE)	15.2	14.7	12.7	11.1	9.8
EV/EBITDA	9.1	8.8	7.5	6.5	6.0
市净率 (PB)	3.1	2.59	2.21	1.89	1.62

上半年业绩增长 13%，符合预期

公司 2011 年上半年，实现营业收入 4.7 亿元，同比增长 18%；营业成本 2.1 亿元，同比增长 23%；归属母公司所有者的净利润 1.5 亿元，每股收益 0.51 元，同比增长 13%。基本符合我们在中报前瞻中 0.52 元的预测。

其中，公司的租赁收入同比增长近 20%，主要源于：（1）合同约定，厦门空港的商业区租金按照前一年厦门机场旅客增速成一定比例递增。去年厦门空港旅客吞吐量同比增长 17%。（2）国际业务逐步恢复，国际商业区租金优惠有所恢复。

图 1：厦门空港 2011 年中报业绩符合预期



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表 1：厦门空港主营业务收入分析

主营收入项目	2011 年 1-6 月 (百万元)	2010 年 1-6 月 (百万元)	同比增速
航空主业收入	332	280	18.4%
租赁收入	80	67	19.2%
货站及货服项目	40	35	15.5%
地勤业务	5	4	17.5%
收入合计	457	386	18.3%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

客运业务：低基数有望驱动三季度增速达 20%以上

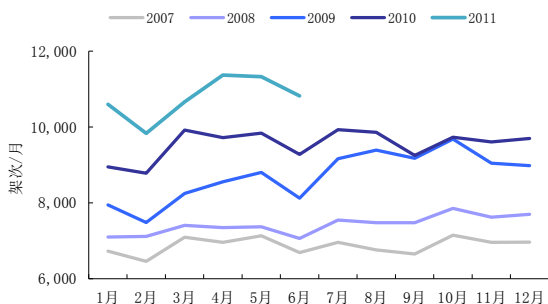
2011 年上半年，厦门机场旅客吞吐量同比增长近 18%，维持高速增长。其中，国际旅客吞吐量同比增长 12%。

(1) 低基数效应

去年上海世博会（5-10 月份）对厦门等旅游城市造成明显的虹吸效应。低基数效应自二季度开始逐渐显现，厦门机场二季度起降架次和旅客吞吐量增速环比一季度分别提升 4 个和 3 个百分点。

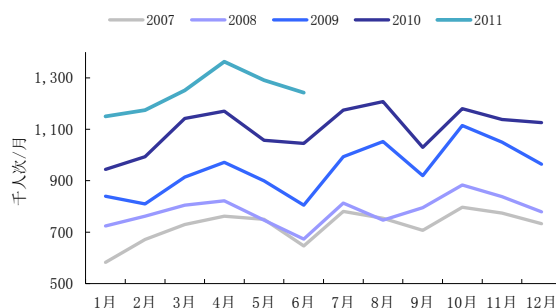
三季度，厦门机场的基数效将持续体现，客运业务增速有望继续环比提升。根据我们的测算，三季度厦门机场的旅客吞吐量有望达到 20%以上。

图 2：厦门机场起降架次——上半年同比增长 14.4%



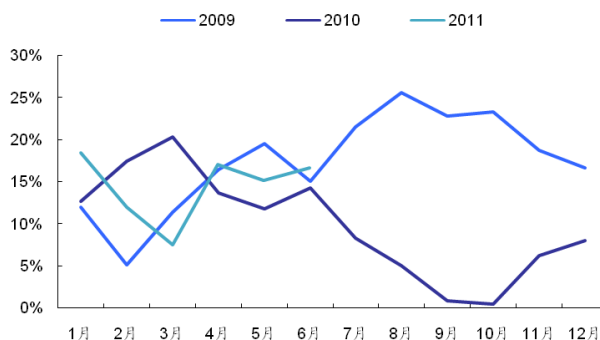
资料来源：CEIC，国信证券经济研究所整理

图 3：厦门机场旅客吞吐量——上半年同比增长 17.6%



资料来源：CEIC，国信证券经济研究所整理

图 4：厦门机场起降架次增速趋势对比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 5：厦门机场旅客吞吐量增速趋势对比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

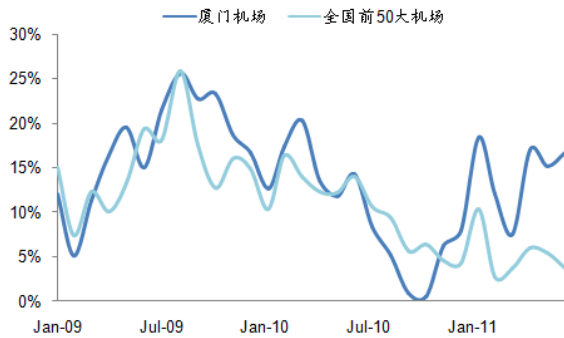
(2) 时刻充裕保障运力快速投放

自 2010 年 11 月开始，厦门空港客运业务量增速已经连续 8 个月超过全国平均增速。

一方面，厦航今年的运力投放增速较快。做为厦门机场的基地航空公司，厦航 2011 年上半年运力投放增速达两位数，明显快于三大航。

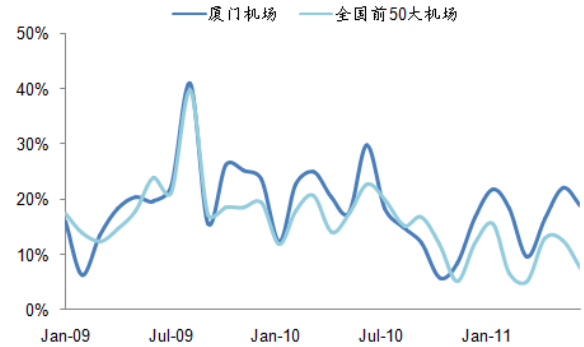
另一方面，厦门机场仍有较为充裕的时刻增长空间。上半年，厦门空港平均日升降 357 架次。按照 550 架次/日的国内单跑道起降上限计算，理论产能利用率为 65%。厦门空港仍由较充裕的时刻增长空间，可满足未来三年 15%左右的复合增速。

图 6：上半年起降架次增速超过全国均速 9 个百分点



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 7：上半年旅客吞吐量增速超过全国均速 8 个百分点

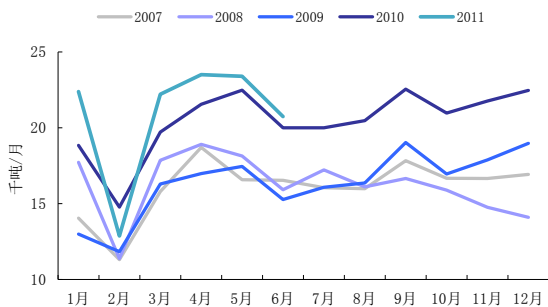


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

货运业务：上半年增速好于全国水平

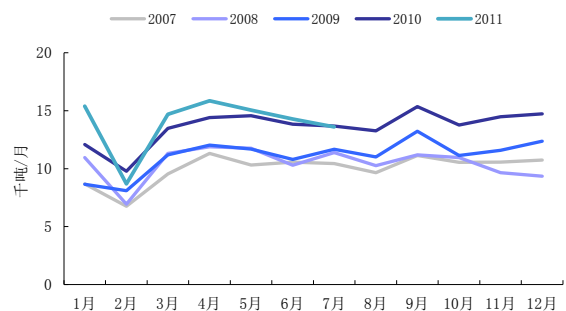
2011 年上半年，厦门机场货邮吞吐量同比增长 7%，增速较去年出现明显放缓，但仍略高于全国 5% 的平均增速。

图 8：厦门机场货邮吞吐量——上半年同比增长 6.6%



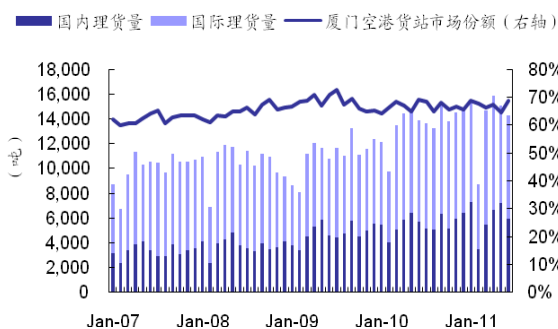
资料来源：CEIC，国信证券经济研究所整理

图 9：空港货站理货量——上半年同比增长 7.4%



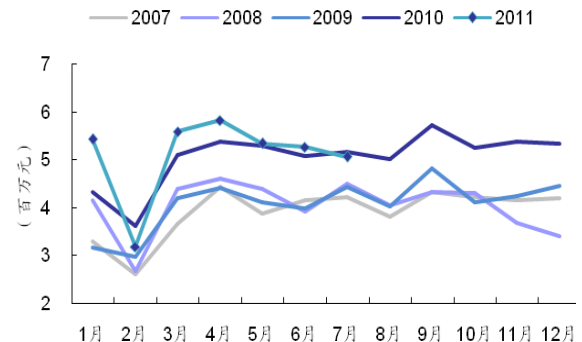
资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

图 10：空港货站理货结构及市场份额



资料来源：公司资料、CEIC，国信证券经济研究所整理

图 11：空港货站处理费（THC）测算



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

扩建节奏加快，短期无碍业绩增长

根据最新评估，T3 航站楼的旅客吞吐能力为 1300-1500 万人次/年。2010 年厦门机场旅客吞吐量达 1321 万人次，国内航站区运营压力凸显。业务量的快速发展，确实使厦门机场的扩建节奏有所加快。

短期来看，公司的扩建风险低于市场预期，不会影响业绩的稳定增长。但长期来看，T4 的建设将可能抑制公司的估值上限。

（1）老航站区改造，资本开支效率较高

目前公司正在改造 96 年起停用的 T2 航站楼，为在 T4 建成前尽快缓解 T3 航站楼的运营压力，预计于 2011 年底完成改造并投入使用。

T2 改造项目具有非常高的资本开支效率。T2 现有面积 1 万平方米，改造后可有效增加厦门机场远机位旅客吞吐能力。根据我们的测算，T2 的改造投资应在 1 亿元左右，增加产能 200-300 万人次/年。

（2）T4 由集团筹建，两年内对股份公司没有影响

T4 航站楼也将于今年开工。T4 将由集团申请立项，先行垫资建设。该项目总计划工期为两年半，最早 2013 年底启用。因此，两年内对股份公司应没有影响。

图 2：厦门机场扩建规划图



资料来源：国信证券经济研究所整理

备注：亮黄色区域为正在运营的机场资产；红色区域为有待改造或扩建的工程项目。

明年非航或现跳跃式增长，建议投资者关注

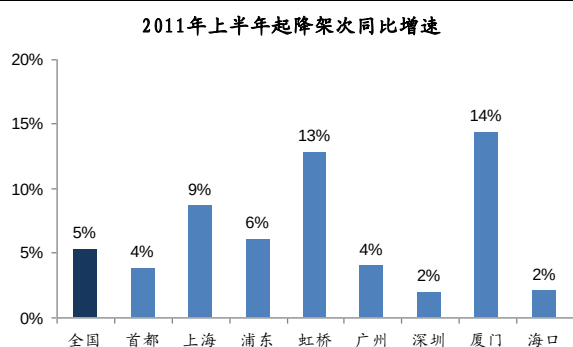
明年公司将对商业区进行每 4 年一次的重新招标，预计明年非航业务收入有望出现跳跃性增长。04 年与 08 年的重新招标均实现 40% 的单位租金提升，我们在模型

中保守假设此次招标后租金将提升 30%。

我们维持厦门空港 2011 年 EPS 为 1.09 元/股的盈利预测，上调 2012 年业绩预测至 1.25 元/股。目前公司股价 13.8 元/股，2011 年动态 PE13 倍，2012 年动态 PE11 倍。

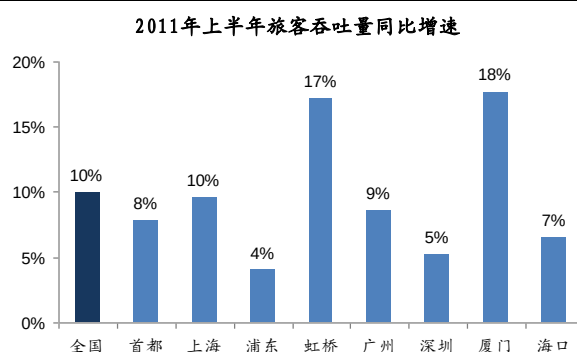
考虑到厦门机场三季度业务量增速将继续环比提升，且公司明年业绩有望超预期增长，建议投资者关注。

图 3：2011 年上半年起降架次同比增速比较



资料来源：WIND，公司公告，国信证券经济研究所整理

图 4：2011 年上半年旅客吞吐量同比增速比较



资料来源：WIND，公司公告，国信证券经济研究所整理

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	472	619	882	1355
应收款项	160	187	207	230
存货净额	0	1	1	1
其他流动资产	14	10	11	12
流动资产合计	646	817	1101	1598
固定资产	1133	1260	1326	1241
无形资产及其他	99	95	91	87
投资性房地产	48	48	48	48
长期股权投资	4	4	5	5
资产总计	1930	2225	2571	2979
短期借款及交易性金融负债	6	6	6	6
应付款项	47	55	57	65
其他流动负债	134	123	128	145
流动负债合计	186	183	191	216
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	2	2	2	2
长期负债合计	2	2	2	2
负债合计	188	185	192	217
少数股东权益	155	176	200	228
股东权益	1587	1864	2179	2534
负债和股东权益总计	1930	2225	2571	2979

关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.94	1.09	1.25	1.40
每股红利	0.11	0.16	0.19	0.21
每股净资产	5.33	6.26	7.32	8.51
ROIC	19%	19%	20%	21%
ROE	18%	17%	17%	16%
毛利率	58%	56%	58%	58%
EBIT Margin	47%	46%	48%	48%
EBITDA Margin	58%	58%	61%	60%
收入增长	9%	17%	11%	11%
净利润增长率	4%	16%	14%	13%
资产负债率	18%	16%	15%	15%
息率	0.8%	1.2%	1.4%	1.5%
P/E	14.7	12.7	11.1	9.8
P/B	2.6	2.2	1.9	1.6
EV/EBITDA	8.8	7.5	6.5	6.0

资料来源：wind, 国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	839	983	1088	1208
营业成本	352	434	456	512
营业税金及附加	31	37	41	46
销售费用	0	0	0	0
管理费用	60	63	69	76
财务费用	(2)	(13)	(19)	(28)
投资收益	3	3	3	3
资产减值及公允价值变动	(14)	(5)	(10)	(5)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	388	460	532	600
营业外净收支	(1)	0	0	0
利润总额	387	460	532	600
所得税费用	86	110	133	150
少数股东损益	21	25	29	32
归属于母公司净利润	280	325	371	418

现金流量表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	280	325	371	418
资产减值准备	8	1	1	(1)
折旧摊销	90	126	140	149
公允价值变动损失	14	5	10	5
财务费用	(2)	(13)	(19)	(28)
营运资本变动	121	(26)	(13)	0
其它	10	20	24	28
经营活动现金流	523	451	531	600
资本开支	(39)	(255)	(212)	(64)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(39)	(255)	(212)	(65)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(32)	(49)	(56)	(63)
其它融资现金流	(15)	0	0	0
融资活动现金流	(79)	(49)	(56)	(63)
现金净变动	405	147	263	472
货币资金的期初余额	67	472	619	882
货币资金的期末余额	472	619	882	1355
企业自由现金流	481	186	305	516
权益自由现金流	466	196	319	536

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 % 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

本报告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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所整理团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔 嵘	021-60933159	张 旭	010-66026340		
				技术分析	
				闫 莉	010-88005316
交通运输		银行		房地产	
郑 武	0755- 82130422	邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648
陈建生	0755- 82133766	黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳 鑫	0755- 82130432	谈 煊	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397
周 俊	0755-82130833-6215				
糜怀清					
商业贸易		汽车及零配件		钢铁及新材料	
孙菲菲	0755-82130722	左 涛	021-60933164	郑 东	010- 66025270
祝 彬	021-60933156			秦 波	010-66026317
常 伟				郭 莹	010-88005303
机械		基础化工		医药	
郑 武	0755- 82130422	刘旭明	010-66025272	贺平鸽	0755-82133396
陈 玲	0755-82130646	张栋梁	0755-82130532	丁 丹	0755- 82139908
杨 森	0755-82133343	罗 洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
后立尧	010-88005327	吴琳琳	0755-82130833-1867	谭权胜	0755-82136019
		梁 丹	0755- 82134323	胡博新	0755-82133263
				刘 勃	0755-82130833-1845
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
杨敬梅	021-60933160	陈财茂	010-88005322	彭 波	0755-82133909
张 弢	010-88005311	刘 明	010-88005319	谢鸿鹤	0755-82130646
				龙 飞	
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	唐俊杰	021-60875160
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵 达	0755-82130706	黄海培	021-60933150	欧阳仕华	0755-82151833
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
熊 丹					
建材		旅游		食品饮料	
郑 东	010- 66025270	曾 光	0755-82150809	黄 茂	0755-82138922
马 彦	010-88005304				
建筑		新兴产业		研究支持	
邱 波	0755-82133390	陈 健	010-66022025	沈 瑞	0755-82132998
刘 萍	0755-82130678	李筱筠	010-66026326	雷 达	0755-82132098
		孙 伟	010- 66026320	余 辉	0755-82130741
				王越明	0755-82130478
量化投资产品		基金评价与研究		量化投资策略	
焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
阳 瑾	0755-82133538	康 亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155
周 琦	0755-82133568	刘舒宇	0755-82133568	程景佳	010-88005326
邓 岳	0755- 82150533	李 腾	0755-82130833-6223	郑 云	021-60875163
		刘 洋	0755-82150566	毛 甜	021-60933154
		潘小果	0755-82130843	李荣兴	021-60933165
		蔡乐祥	0755-82130833-1368	郑亚斌	
		钱 晶	0755-82130833-1367		
量化交易策略与技术		数据与系统支持			

戴 军	0755-82133129	赵斯尘	021-60875174
黄志文	0755-82133928	徐左乾	0755-82133090
彭甘霖	0755-82133259	李扬之	0755-82136165
秦国文	0755-82133528	陈爱华	0755-82133397
韦 敏	0755-82130833-3772	袁 剑	0755-82139918
张璐楠	0755-82130833- 1379		

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）		华东区（机构销售二部）		华南区（机构销售三部）	
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
焦 骥	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
原 祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	徐 冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
				颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
				赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
				郑 灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn