

动态报告/公司快评

港口行业

天津港发展收购天津港股权快评

2009年3月17日

本次公告未解决同业竞争，影响中性

分析师： 唐建华 tangjianhua@guosen.com.cn 0755-82130468

分析师： 孙菲菲 sunff@guosen.com.cn 0755-82133400

事项：

3月16日，天津港发展（3382.HK）及天津发展（0882.HK）公告称，将以109.61亿港元收购天津港集团在A股天津港（600717.SH）的56.71%全部股权。我们分析的结论是目前的公告内容对600717而言，影响为中性，如果后续的公告能够一揽子解决与3382.HK的同业竞争问题，则为利好；对3382.HK而言，本次对其每股收益有71%的增厚，且公司由港口码头运营商转变为控股型集团公司，地位显著提升，影响为利好，分析见下。

评论：

■ 支付对价相当于天津港 08PE 的 17.4 倍，08PB 的 1.9 倍，基本合理

支付总对价109.61亿港元来看，购买天津港集团在A股全部的95.15亿股，折合每股11.51港元（人民币10.1元），相当于08PE为17.4倍，08PB为1.9倍，对比周五的收盘价11.75元，有14.2%的折让，对比前三个月的均价10.8元，有5.6%的折让，我们认为出售价格基本合理。从支付方式来看，总对价109.61亿元中的66.9%，即70.31亿港元拟发行33.64亿股（不超过48.129亿股）天津港发展（3382.HK）的方式支付，折合每股2.09港元；对价的33.1%用现汇支付，可能的方式包括银团贷款、配股及可转债，我们认为这样的支付方式也基本合理。

■ 3382.HK 的地位显著提升，EPS 增厚 71.4%

按照天津港发展08年中报时每股盈利合0.069元，预计全年盈利在0.078元左右，按照天津港（600717.SH）的业绩快报中0.58元的每股收益，3382.HK的盈利能力有较大的提升，本次对其每股收益有71%的增厚，且公司由港口码头运营商转变为控股型集团公司，地位显著提升，影响为利好；本次收购对价对应2.09元港元（1.84元）的发行价，08PE为23.6倍，08PB约为0.93倍；因此其用1.9倍的PB来收购600717的股权，不算便宜。

表 1：天津港发展预测

	07Y	08E	增发后 08E	增厚幅度
每股收益	0.135	0.078	0.13	71.4%

资料来源：国信证券经济研究所

对于集团来说，目前A股市场的估值相对较高，香港市场估值相对较低，用A股股份换H股股份，其结果是可以换得更多的H股股份，集团在此方案中受益较大。

■ 公告中重申集团对 A 股在港口业务上的优先权及提高盈利能力的承诺，原油码头注入是时间问题

在本次公告中，天津港发展重申了“集团授予对于天津港（600717）在港口业务的未来建设、发展和营运的优先权，以及选择和收购此类项目的优先权。另外，集团承诺提高发展中的港口服务资产的盈利能力。经天津港的要求，在支付合理价格、并确定遵循法律程序的情况下，集团将无条件转让此类项目和资产”的承诺。尤其提及在建

中 30 万吨原油码头，在建成将无条件在建成后注入公司。

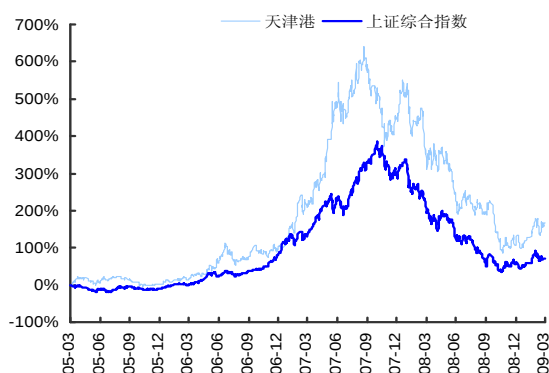
据我们了解，中国石化与天津港集团共同出资建设的 30 万吨级原油码头，双方股比均为 50%，其作为大乙烯项目重要的配套工程，位于天津港南疆港区 30#泊位，设计年吞吐量为 2000 万吨，是目前国内最大的非天然水深的 30 万吨级原油码头，已于 08 年 8 月竣工并验收，10 月底通过了试运营。天津港也多次表示原油码头将在盈利时注入公司，我们认为此次在公告中提及，意味着原油码头的注入只要天津港提出要求，注入只是时间问题，相信时间也较为临近。

■ 天津港短期存在困难，但长期增长理由仍然存在，后续公告仍有可能解决同业竞争问题

本次收购集团的持有的 600717 的股权，我们的看法目前的公告内容对 600717 而言，影响为中性，如果后续的公告能够一揽子解决与 3382.HK 的同业竞争问题，则为利好，因为一方面其股东发生变更，对于实际经营基本没有影响，但是其与天津港发展的关系由兄弟关系变成父子关系，在消除同业竞争上没有改善；另一方面公告中重申了做专做大 A 股港口主业的战略，原油码头的注入相信在近期内可能实施，而且未来兴建的码头项目在建成后的注入预期也相对明确，公司在资产上仍存在一定的成长空间。另外我们坚持认为，后续的公告有可能一揽子解决与 3382.HK 的同业竞争问题，这对天津港来说，将是长期利好。

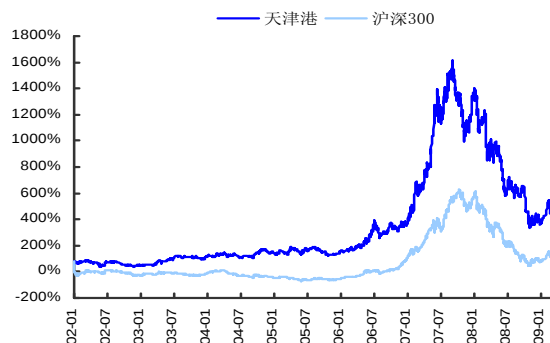
我们认为对于天津港而言，最重要的买入理由是环渤海区域的经济增长及其对货量、箱量的贡献，我们在最新的港口月报中，将天津港的评级由“推荐”短期调低至“谨慎推荐”的主要原因，在于 09 年天津港增速将下降，但我们认为支持其长期高速增长的内地因素并没有改变，其前两月集装箱完成 118.5 万箱，下降 1.6%，在全国集装箱大港中表现相对突出，降速远小于全国规模以上港口幅度。目前为应对外贸增速的下降，天津目前正大力发展集装箱海铁联运，在天津港主要腹地特别是在具备条件的内陆无水港，开发班列运输市场，这些举措能够提升内贸接卸量，部分抵补外贸的下降。但是面临港口全行业面临的吞吐量下降和产能利用率的降低、及其带来的估值下行，我们短期内下调了天津港的投资评级。我们坚持认为在全国港口规模相当的大港中，天津港的增长仍属领先，从增长和估值两方面来综合考虑，天津港仍然是港口投资中的优选；而且天津港上市以来股价走势好于大盘和沪深 300 较多，我们判断经济若如期在 2009 年底先导行业复苏，2010 年中交运需求回升，那么随着伴随环渤海区域的经济提升，天津港的新一轮码头矿石、原油、集装箱码头投资在 08 年、09 年也基本竣工，届时可以实现较好的经济效益。

图 1：天津港 05.3 以来股价走势与大盘对比



资料来源：WIND，国信证券经济研究所

图 2：天津港 02 年以来股价走势与沪深对比



资料来源：WIND，国信证券经济研究所

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 5\%$ 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

分析师承诺:

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。

免责声明

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。