

股权转让为港区业务整合铺路

——天津港（600717）股权被转让事件点评

2009. 3. 17

主要结论

- ◆天津港集团仍是实际控制人，与天津港发展形成同一利益体关系
- ◆短期不会对公司业绩产生实质影响，长期有利于港区资源整合
- ◆公司仍将享有资产注入优先权，30 万吨级原油码头注入或将较短期内完成
- ◆预计 08 至 10 年每股收益分别为 0.56 元，0.63 元和 0.71 元
- ◆看好公司长期价值，维持“增持”评级

东兴证券研究所分析师 周宁

电话：010-66555239

 邮箱：zhouning@dxzq.net.cn

北京西城区金融大街 5 号新盛大厦

B 座 12 层

邮编：100140

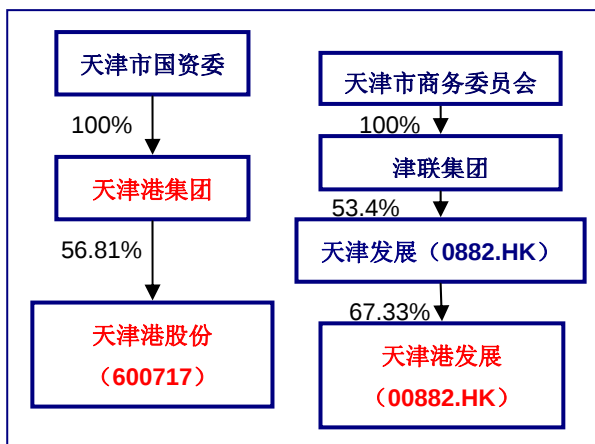
事件：天津港（600717）2009 年 3 月 17 日发布复牌公告称，天津港集团已于 2009 年 3 月 16 日与天津港发展控股有限公司(00882.HK) (下称：天津港发展)及其全资子公司显创投资有限公司(下称：显创投资)签署了《关于公司国有股份转让协议》。天津港集团将其持有的公司有限售条件流通股 951512511 股(占公司总股本的 56.81%)，以总对价 109.61 亿元转让给天津港发展，天津港发展以显创投资作为标的股份的直接持有人。天津港发展将采用股份对价和现金对价两部分支付购买该部分股权。其中股份对价部分，由天津港发展向天津港集团在境外设立的全资子公司定向发行新股，最终要使天津港集团控制天津港发展不低于总股本 51%的普通股；现金对价部分，由天津港发展以其自有资金、通过银行借款、发行新股、可转债或其他证券或其他途径筹集支付。

评论：

1、天津港集团仍是实际控制人

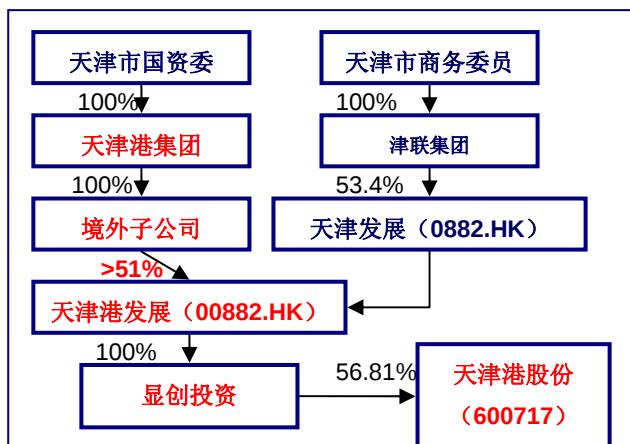
此次协议转让股权的支付对价中，天津港发展（3382.HK）向天津港集团在境外设立的全资子公司定向发行新股，新股数量将不低于天津港发展于股份转让协议签署日后的新股发行完成时的天津港发展总股本 51%的普通股。天津港集团将通过其境外全资子公司控股天津港发展，进而间接天津港股份，此举股权转让将不会改变天津港集团对股份公司的控股地位，也不影响集团对股份公司已做出的承诺的履行。

图 1 转让前股权控制关系图



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 2 转让后股权控制关系图



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2、股权关系理顺或将为港区业务整合铺路

此次股权转让，将天津港发展从津联集团和天津发展的体系中剥离出来，形成天津港集团（实际控制人）——天津港发展(子公司)——天津港(孙公司)的同一利益体关系，我们认为，此举是为港区业务的整合铺路，解决天津港发展与天津港业务上的同业竞争问题。

由于目前，天津港约占港区集装箱吞吐量的一半份额，散杂货绝大部分份额，而天津港发展也经营集装箱装卸及少量的散杂货业务。我们认为，此次股权关系理顺后，天津港发展将在天津港集团的支持下，对港区分类业务进行整合，改善资源配置，统一协调规划，避免此前业务上的相互竞争，实现港区长期垄断收益，同时也将强化公司的整体优势，提升港区的国际竞争力。

此次股权转让短期不会对股份公司业绩产生实质影响，其意义在于长期的整合效应。

表1 2008年中期天津港与天津港发展业务数据

2008 年上半年	天津港股份	天津港发展
完成散杂货吞吐量	10976 万吨	650 万吨
完成集装箱吞吐量	201.3 万 TEU	129 万 TEU

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表2 天津港股份和天津港发展经营的主要码头情况

港区集装箱码头		
天津港股份	持股比例	设计能力
东方海陆集装箱码头公司	51%	140 万标箱
五洲国际集装箱码头公司	40%	150 万标箱
太平洋国际集装箱码头公司	51%	400 万标箱
华国际集装箱码头有限公司	60%	200 万标箱（建设中）
天津港发展	持股比例	设计能力
天津港集装箱码头有限公司	100%	160万标箱
联盟国际集装箱码头有限公司	40%	170万标箱
欧亚国际集装箱码头有限公司	40%	180万标箱（建设中）
天津港第二港埠有限公司	100%	30万标箱
港区散杂货码头		
天津港股份	持股比例	吞吐能力
远航矿石码头有限公司	51%	1个通用散货泊位
远航散货码头有限公司	51%	1个通用散货泊位
中煤华能煤码头有限公司	51%	4个专业化泊位，4300万吨
焦炭码头有限公司	100%	1050万吨
天津港第五港埠公司	100%	4个泊位
天津港发展	持股比例	吞吐能力
天津港第二港埠有限公司	100%	08 年上半年吞吐 650 万吨

资料来源：公司网站，东兴证券研究所

3、股份公司仍将享有资产注入优先权

公告中，特别重申了天津港仍将享有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，集团仍将履行此前的承诺。

天津港推进整体上市自去年4月就已开始,经大股东天津港集团装卸及相关业务资产整体注入天津港,天津港装卸业务覆盖全面,包括集装箱,煤炭,铁矿石,焦炭,石化,滚装等货种装卸及相关业务。为推进整体上市,天津港承诺:将港口装卸业务置入的同时,集团亦将与港口装卸业务紧密相关的成熟的港口服务类资产注入,对于剩余的紧密度不高且尚未成熟的港口服务类资产,待时机成熟之后,一旦公司提出书面要求,集团承诺无条件按合理价格并依照合法程序转让予股份公司。

后续资产注入比较明确的是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%,该码头已于去年8月竣工验收,并通过了试运营,我们判断公司对原油码头的注入将会在较短的时期内完成。中长期看,南疆散货物流中心、北疆集装箱物流中心、集团计划建设的北港池件杂货码头工程以及日趋成熟的港口地产业务都有可能被注入到上市公司中。

4、看好公司长期价值,维持“增持”评级

尽管目前因受全球金融危机影响,港口业务量遭受了一定的冲击,天津港散杂货与集装箱多业务并存、低外贸依存度业务特征,为天津港提供了一定的防御性,我们看好公司区域优势的长期价值。此次公司股权关系的理顺及今后或将进行的系列港区资产整合也将为公司长期价值带来的提升铺平道路。

预计2008-2010年天津港每股收益分别为0.56元,0.63元和0.71元,当前股价对应PE分别为21倍、19倍和16倍,同时此次股权转让每股作价10.15元也将对公司股价提供较好的支撑,鉴于公司后续资产注入带来的增长,我们维持对公司的“增持”评级。

5、风险提示

宏观经济进一步衰退风险。煤炭、钢铁等相关行业周期性波动或影响公司散杂货增速,我国外贸出口下滑进一步恶化将对公司集装箱业务增长造成一定的影响。

研究员简介:

周宁，交通运输行业研究员，管理学硕士，已通过CFA（特许金融分析师）三级考试，2008年7月加盟东兴证券研究所。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究部所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

行业及公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。