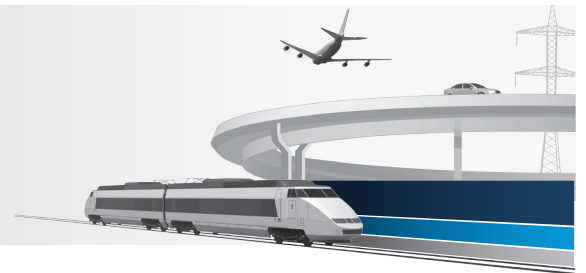


生命中的一天



全球基建投資副主管 安志航 (Andrew Greenup) | 2017年2月

暫別澳洲的炎夏，我飛往正值寒冬的歐洲進行基建考察。以下是這次為期一週的行程摘要，簡述全球上市基建投資者生命中的一天。

星期一：巴黎

這次考察之旅由星期一開始，首先與歐洲隧道 (Eurotunnel) 的管理層進行簡短早餐會議，然後前往商業區拉德芳斯 (La Defense) 視察多家公共事業公司，接著與Groupe ADP (巴黎機場) 和天然氣公共事業公司Rubis的代表進行午餐會議。主要重點包括：

雖然企業缺乏信心，但法國的經濟持續轉佳，支持國內收費公路和機場的交通流量錄得合理 (2-3%) 的增長。我認為現時巴黎的建築活動水平和起重機施工數量處於我過去八年所見的最高水平。

基於專營權和合約中的價格上漲條款，通脹回升料將推動大部份法國基建在2017年和2018年的收益增加。

Groupe ADP的巴黎總部



資料來源：首域投資。

相對於海運及空運，歐洲隧道無論在時間、可靠性和班次方面均較具競爭優勢，可為貨車、客運車輛和乘客提供優越的服務，持續為客戶帶來可觀的效益；加上擁有直至2086年的長期專營權、使用率只有60% (令推動增長的資本開支需要減至最低)，以及消費物價指數和定價能力，我們認為這家公司是一項甚具吸引力的基建投資。

由於用戶數量減少和價格下跌，法國電力、燃氣、水與廢料公共事業公司仍然面對重大的盈利下行壓力；加上資產負債表的槓桿水平過高，迫使公司須出售削弱價值的資產。

Groupe ADP、Rubis及Suez Environment透過向發展中市場出口其基建專業知識，從而取得增長，並藉此為股東創造巨大價值。例如，Groupe ADP正致力發掘機會，協助智利、越南、古巴和伊朗的機場進行升級和擴建。

星期二：羅馬

雖然抵達酒店已接近午夜，但我還是決定稍作跑步，抖擻精神以迎接即將展開的緊密行程，前往羅馬各地與Atlantia、RaiWay、ENEL和Enav的管理層會面。主要重點包括：

我認為意大利流動通訊發射塔業進行整固勢在必行，因為該行業存在相當吸引的龐大協同增效。估計在未來三至五年內，Cellnex Telecom及RaiWay收購Inwit和EI Towers的機率最高。

意大利近期私有化的政府基建公司展現龐大的上行潛力，包括流動通訊發射塔公司RaiWay和航空服務供應商Enav。這兩家公司料將可通過縮減欠效率的政府成本基礎和提高營運效率，以提供相對低風險的盈利增長。

許多意大利基建公司 (包括Inwit、RaiWay及Enav) 的資產負債表槓桿水平顯著偏低，因而為股東創造升值潛力。

羅馬的經濟環境似乎比我兩年前最後一次造訪時更差。經濟停滯不前，繼續對意大利社會結構造成不利影響。

第二晚也是乘坐夜機，這次是由羅馬飛往馬德里，但我趁起飛前迅速考察了羅馬的Fiumicino機場 (由意大利基建巨擘Atlantia擁有)。雖然Atlantia在2013年收購該機場後已作出重大改善，但機場仍有很多不足之處，尚有龐大的改進空間。

Atlantia的羅馬總公司



資料來源：首域投資。

星期三：馬德里

與股票經紀共晉早餐後，隨即展開一整天的投資者研討會，持續與馬德里多家公司管理層會面。西班牙是不少大型全球基建公司的總部，包括收費公路巨擘Abertis、基建業先驅Ferrovial及領先同儕的全球可再生能源公司Iberdrola。

主要重點包括：

西班牙的經濟暢旺，推動國內機場及收費公路的交通流量強勁增長，AENA和Abertis因而受惠。我認為當地仍有很多建築和新的基建設備尚未啟用，主要是由西班牙在2000年代初至中期的發展步伐過於進取，導致建設過度所致。

繼2016年出現通縮之後，通脹步伐在2017年初加速，預料將帶動專營權收益在2018年增加。

這是我對西班牙基建公司最感樂觀的看法，加上資產負債表已改善，預料公司因自然增長及透過收購而動用資本的意欲將增加（幾乎全部在西班牙境外）。預期西班牙基建公司在2017年將活動頻繁，尤其是Iberdrola和Abertis。企業信心提升意味著派息率亦將增加。

伊比利亞公司Iberdrola和EDP Renewables分別是美國第二和第四大風力發電場營運商。一如所料，這兩家公司都堅信特朗普不會影響美國可再生能源業的增長。目前，可再生能源一半是由公共事業公司所推動，該等公司須購買可再生能源以符合適用於29個州的可再生能源投資組合標準；而另一半則由谷歌（Google）、亞馬遜（Amazon）、彭博（Bloomberg）、Nike和Home Depot等公司帶動。特朗普當選總統後，EDP Renewables已簽署一份電力購買協議，而Iberdrola亦將會簽署同類協議。

Ferrovial在管理美國德州達拉斯收費公路的新行車線方面取得佳績，並協助公司贏得卡羅萊納州和維珍尼亞州的新項目。特朗普一旦落實執行其基建計劃，估計Ferrovial即可參與市場，並為其所有持份者創造價值。

Ferrovial的美國快速收費道路成績斐然



資料來源：Ferrovial、首域投資。

經過一天連續七場會議後，晚餐只是點選一些小吃和紅酒。

星期四：馬德里

今天繼續參與會議，與更多基建管理層會面。主要重點包括：

伊比利亞（Iberia）電力和天然氣輸送公司（Red Electrica、Enagas和REN）的核心資產基礎仍未見資本開支增長，或增長非常有限。以Enagas為例，該公司八個西班牙液化天然氣進口接收站的使用率只有20%，因此無需添置新資產。這意味著該等公司日趨依賴收購海外資產的高風險策略，以達到每年每股盈利增長約2%的溫和目標。

西班牙發電及供電業依然產能過剩，只有溫和的需求增長。當地政府決定繼續在今年稍後時間進行一項新的3,000兆瓦可再生能源拍賣，只會令該行業產能過剩的情況惡化，並進一步削弱能源價格。此舉不利Iberdrola、Gas Natural及Endesa。

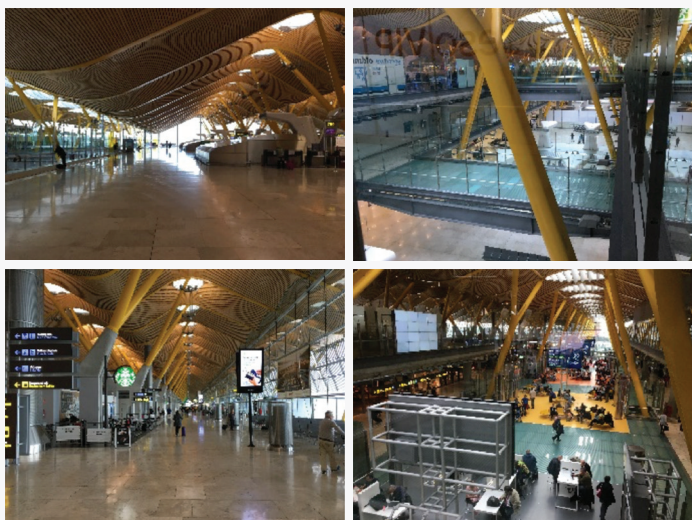
大量基建專營權仍掌握於過度槓桿的西班牙建築和基建營運公司手中，包括OHL、Sacyr、Acciona及FCC；而多家公司積極推出基建資產出售計劃，可望為環球上市基建行業提供收購良機。

企業重組方面，在會議上，以西班牙為據點的歐洲流動發射塔公司Cellnex宣佈已收購法國綜合企業Bouygues的3,000個發射塔。Cellnex的股價隨即揚升6%。

即使身在西班牙，我亦避不過比爾蓋茨（Bill Gates）與廢料處理公司的「戀愛故事」。比爾蓋茨除了在美國廢料業巨擘Republic Services和Waste Management分別擁有32%及7%股權外，亦擁有西班牙廢料處理翹楚FCC的6%股權。

由會議場地到馬德里氣派宏偉的巴拉哈斯（Barajas）機場，只需短暫的車程。這個全球首屈一指的機場出現大量產能過剩的情況，意味著其擁有的AENA無需投入龐大的資本開支亦可錄得盈利增長，使AENA成為一家套現能力甚高的公司。

AENA營運的馬德里-巴拉哈斯機場



資料來源：首域投資。

星期五：倫敦

Last but not least, a quick day in London visiting 在最後一日，我在倫敦短暫停留，與當地基建公司管理層會面。主要重點包括：

我對National Grid的美國業務增長感到驚訝，特別是配氣業務的重置資本開支，以及電力輸送的增長機會。

英國的能源政策仍是問題叢生和自相矛盾。在文翠珊政府較積極干預、聚焦於英國脫歐及政府主導行業政策（通常法國政府推行這種政策多於英國）下，情況更為惡化。

對Centrica、SSE和National Grid等公司來說，這減低其投資機會，並增加政治及法律風險。此外，我認為英國能源當局的新英文縮寫（BEIS—Business, Energy & Industrial Strategy，即商務、能源和工業策略部），更遜於其舊有的英文縮寫（DECC—Department of Energy and Climate Change，即能源和氣候變化部）。

環球人造衛星業正經歷重大變動，原因包括行業產能上升、傳輸成本下降、科技日新月異、定價/業務模式演變，以及終端使用者的業務模式出現顛覆性轉變。即使如此，我們相信Inmarsat的核心海事衛星業務具備獨特和壟斷市場所需的服務特點，使其與Intelsat、SES、Eutelsat及Abertis、Hispasat等其他固定衛星營運商比較，穩佔市場優勢。

總結

是次到訪的歐洲國家讓我感到驚喜，包括其經濟實力；在弱勢政府和選舉將至的情況下，企業信心仍然高企；以及（至今）大部份公司在作出增值投資時均理性地運用資本。

然而，令我意料之外的主要利淡因素是歐洲綜合公用事業盈利持續下跌的幅度、部份可再生能源投資過度進取（過多資金爭相投資於過少資產），以及英國政府減少依賴市場競爭而傾向由政府主導的行業方案。

一如以往，歐洲基建公司拒絕回購股份仍令人感到失望。然而，一旦這個趨勢逆轉，將會為基建股持有人提供龐大的升幅。

我在九個月前撰寫的上一期歐洲考察日誌中表示，這些公司正處於盈利上調週期。儘管英國脫歐和歐洲面對難以逆料的選舉年，我相信歐洲基建業盈利上調的趨勢將會於2017年持續。

安志航
Andrew Greenup
全球基建投資副主管



免責聲明

投資涉及風險。過往表現並非日後表現的指引。詳情請參閱有關基金銷售文件，包括風險因素。本文件資料來自首域投資（「首域」）認為可靠的來源，而且在發表本文件時為準確的資料，首域並無就有關資料的中肯、準確或完整作出明確或隱含的聲明或保證。首域、其任何聯營公司、任何董事、主管人員或僱員概不就任何因使用本文件而直接或間接引致的損失承擔任何責任。本文件並不構成投資建議，亦不應採用作為任何投資決策的基礎，以及當作為建議任何投資。未得首域事先同意，不得修改及/或複製本文件所載全部或部份資料。此文件乃由首域投資（香港）有限公司編製，並未經香港證監會審閱。首域投資是首域投資(香港)有限公司的商業名稱。