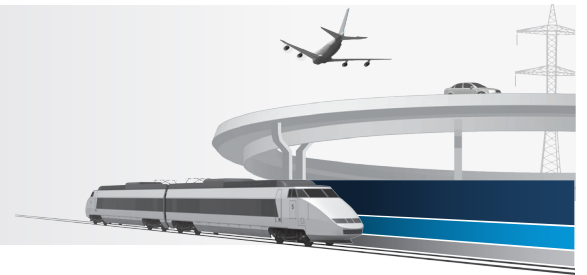


## 巴西：勇敢與美麗



全球上市基建投資副主管 安志航 (Andrew Greenup) | 2017年9月

巴西面對不少社會、政治及經濟挑戰。基建投資可視作解決方案之一。

隨著巴西逐步擺脫經濟衰退，基建資產的交通流量及盈利預測可望出現上行潛力。

新的綠地 (greenfield) 項目、私有化計劃和受壓資產銷售，為當地及海外企業創造大量投資機會。

除上述重大增長機會外，市場亦存在若干風險，包括：政治醜聞、2018年大選、特許經營權未明朗及法律制度的程序緩慢。

我剛完成巴西基建考察之旅，在一個星期內先後造訪庫里奇巴 (Curitiba)、巴西利亞 (Brasilia) 及聖保羅 (Sao Paulo) 的多家基建公司、資產、監管機構和地方政府。以下考察研究結果概述巴西的基建及參與上市公司，並展望收費公路、機場及鐵路業的前景。

### 巴西基建概況

巴西一切也很龐大：人口、土地面積、河流、森林、城市、政治醜聞、足球、通脹，以至基建需求。根據世界經濟論壇2016-17年全球競爭力報告顯示，巴西的基建在138個國家中排名第72位。綜觀拉丁美洲地區，巴西的基建排名略高於平均水平，但卻遠低於智利和墨西哥。

國家	全球基建排名 (共138個國家)
智利	44
墨西哥	57
厄瓜多爾	71
<b>巴西</b>	<b>72</b>
哥倫比亞	84
阿根廷	85
秘魯	89
玻利維亞	102
委內瑞拉	121

資料來源：世界經濟論壇2016-17年全球競爭力報告。

世界經濟論壇報告顯示，巴西的電訊基建強勁，但公路、機場、港口和鐵路基建卻非常落後。事實上，基於巴西獨特的地理條件，令當地基建面對不少挑戰。

巴西的基建排名—按類別劃分 (共138個國家)	
整體基建質素	116
公路質素	111
鐵路基建質素	93
港口基建質素	114
空運基建質素	95
航空公司可用座位公里	12
電力供應質素	91
流動電話用戶/100人	54
固網電話/100人	48

資料來源：世界經濟論壇2016-17年全球競爭力報告。

巴西對基建的需求非常殷切，只有滿足這些需求才可提高生產力及促進繁榮。更重要的是，巴西國內普遍認同基建發展是應對當地社會、政治和經濟挑戰的方案之一。

巴西的基建業承受較高的監管、政治及法律風險。有關特許經營權的延期、續約及重新拍賣程序欠透明，為私人企業營運商帶來重大不明朗因素。需求風險分擔機制引致的合約重整，經常最終都會捲入長期訴訟案。然而，強勁的流量增長及高水平的通脹保障有助抵銷上述負面影響。

### 在巴西經營業務的上市公司

巴西上市基建公司CCR (收費公路、機場和客運鐵路)、Rumo (貨運鐵路) 和SABESP (水公共事業) 均可把握重大增長機會使用其新資本。許多已發展市場的基建公司正持續向巴西出口技術，包括收費公路公司Abertis、Atlantia和SIAS；機場營運商Fraport、Vinci和Zurich Airport；流動通訊發射塔公司American Tower和SBA Communications；能源貯存公司Vopak；以及公共事業公司Iberdrola、ENEL、Engie和AES。由此可見，巴西已成為許多已發展市場公司增長策略的重要部份。

## 收費公路

巴西的收費公路業發展成熟，聯邦及各州政府共授出56項特許經營權。特許經營權的期限通常約30年，收費與通脹及交通流量掛鈎，歷來增長率一般為國內生產總值的1.5倍。由於巴西不少主要收費公路均連接不同的城市或地區，故貨車交通流量的比例較高（約50%）。當綠地特許經營權並不符合交通流量預測時，將會「重整」以便為這些特許經營公司提供合理的賠償。在現有特許經營權下作出的新資本開支，通常會以延長特許經營權的方式予以補償。

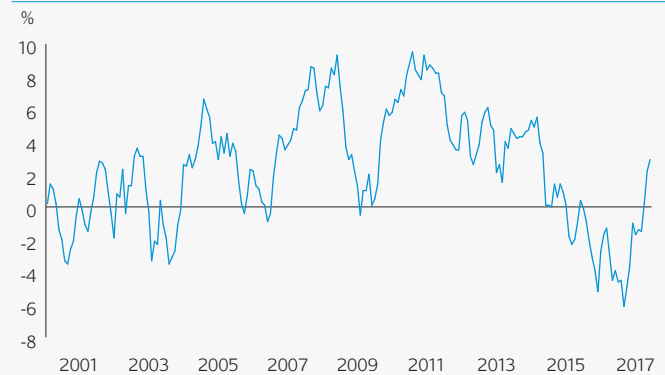
下表概列巴西收費公路業內規模最大的營運商。巴西上市基建公司CCR是業內的巨擘，市場佔有率達35%，包括營運一條連接聖保羅與里約熱內盧的主要道路。自1999年作出首項收費公路投資以來，CCR至今投資於該行業的金額高達60億雷阿爾。其他公司是歐洲收費公路公司Abertis、Atlantia和Gavio Group（透過其在Ecorodovias的控股股權）的附屬公司。除了這些主要集團外，若干建築公司，包括Triunfo、Odebrecht和OAS亦持有重要資產。

巴西收費公路營運商	CCR	Abertis/Brookfield	Ecorodovias	Triunfo	Atlantia
特許經營權數目	9	9	7	5	4
特許經營權公里	3,265	3,250	1,902	2,140	1,538
市場佔有率（收益）	35%	16%	12%	6%	6%
收益（百萬雷阿爾）	6,113	2,753	2,133	1,100	1,028
息、稅、折舊及攤銷前利潤（百萬雷阿爾）	4,060	1,392	1,521	673	694
息、稅、折舊及攤銷前利潤率	66%	51%	71%	61%	68%

資料來源：公司報告、首域投資。

巴西經歷了兩年嚴重經濟衰退，現時收費公路的交通流量比2014年的高峰期低5%。交通流量在2017年上半年輕微回升，並在第三季加速增長，有關升勢主要是由輕型及重型車輛的交通流量所帶動。鑑於巴西已經歷深度的經濟衰退，我認為現時的交通流量預測可望展現上行潛力。

## 巴西收費公路的交通流量增長



資料來源：ABCR、彭博資訊、首域投資。

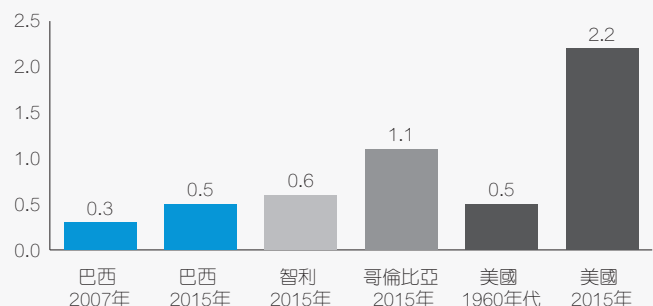
聯邦和各州政府普遍承認需要興建新的收費公路，以提高經濟生產力和促進繁榮。在2017年4月，Abertis在聖保羅的一項720公里高速公路招標項目中勝出，可納入其現有特許經營權，並作出另一條新的公路投資。我們預計在2017年後期或2018年期間將有另外六條新公路招標（兩條聯邦公路、兩條位於聖保羅，以及兩條位於米納斯吉拉斯（Minas Gerais））。此外，我們預期若干財困的建築公司在未來一或兩年將被迫出售其收費公路資產，但值得注意的是，Brookfield和Blackstone正積極參與競投這些資產。

總括而言，我認為CCR、Abertis和Atlantia已作好部署，有助擴大其本身的市場地位，因為行業基數偏低，交通流量可望大幅回升。

## 機場

與大部份新興市場一樣，巴西的航空旅遊市場錄得強勁的結構性增長。自2000年以來，客運量按複合平均增長率（CAGR）計算達6.9%，國內航線的客運增長率更高達7.2%，增長率是巴西國內生產總值的3倍。如下圖所示，巴西的航空旅遊滲透率仍然不高，未來仍有龐大的結構性增長空間。

## 國內航線人均乘機次數



資料來源：Azul

在2012年之前，巴西的所有機場均由聯邦政府全資擁有，但隨著這些機場的狀況日趨惡化，需要投入大量資本進行升級和擴建，政府開始推行私有化計劃。在過去五年，巴西政府已出售其在九個機場所持的51%股權。在監管方面，這些機場均採用雙賬制（dual till basis），即航空資產所取得的回報受到管制，但商業活動（零售、物業和停車場）的回報則不受監管。

在2012年和2013年的首兩輪投標中，均由積極參與競投的巴西建築公司以過高價格投得。支付高昂價格，加上財務槓桿涉及的金額龐大，以及經濟嚴重衰退（令交通流量增長預測嚴重失準），這些機場的投資回報亦相當不利。以位於坎皮納斯（Campinas）的Viracopos Airport為例，2016年的乘客人數低於預測49%，貨運量更低於預測60%，其股東因而把股權交還聯邦政府。最新一輪的私有化計劃（2017年5月）主要由歐洲機場營運商Vinci、Fraport及Zurich Airport主導。

巴西機場私有化	機場	城市	持有人	乘客量
2012年	Guarulhos	聖保羅	Invepar	3,700萬
2012年	Viracopos	坎皮納斯	Triunfo	1,000萬
2012年	Brasilia	巴西利亞	Engevix	1,800萬
2013年	Galeao	里約熱內盧	Odebrecht/Changi Airport	1,700萬
2013年	Confins	美景市	CCR/Zurich Airport	1,100萬
2017年	Salvador	薩爾瓦多	Vinci	900萬
2017年	Fortaleza	福塔萊薩	Fraport	600萬
2017年	Florianopolis	佛羅安那波里	Zurich Airport	400萬
2017年	Porto Alegre	阿雷格里港	Fraport	800萬

資料來源：公司報告、首域投資。

自2013年以來，CCR和Zurich Airport已投入9億雷阿爾擴建美景市（Belo Horizonte）的機場，包括興建第二個客運大樓。目前，機場的佔地面積擴大60%，每年乘客量增至2,200萬。雖然擴建的時間比預期延長（在巴西實屬司空見慣），但可望於未來十年取得成果。

擴建後的Belo Horizonte airport



資料來源：CCR

國內生產總值連續兩年收縮，令巴西的乘客人數大幅下降。隨著經濟開始靠穩，我們預期巴西的機場可望於2018年回復增長。聯邦政府伺機拍賣更多機場（包括其在九個已進行私有化計劃的機場所持剩餘49%少數股權），加上2012至13年的機場拍賣過度槓桿，料將導致營運商被迫出售受壓資產，可見市場仍然存在不少新的收購機會。

從客戶及航空公司的角度來看，機場私有化及投資計劃在提高生產力方面成效彰然，並有助行業在未來取得結構性增長。我對巴西機場的前景感到非常樂觀，但仍會謹記一位巴西財務總監的忠告：「在巴西過度樂觀很容易會垮掉」。

## 貨運鐵路

對於巴西這個大國來說，貨運鐵路基建的發展可說非常貧乏。巴西主要由三家貨運鐵路營運商負責九項特許經營項目。其中兩家公司Vale和MRS Logistica基本上是採用垂直配套模式的採礦與鐵路營運商，因而令Rumo成為全國唯一的獨立貨運鐵路公司。Rumo是在2015年成立，由America Latina Logistica與糖業巨擘Cosan的物流業務部合併組成。在這九項特許經營權中，八項將於2026年至2028年期間屆滿。鐵路業現正與政府就續約安排進行談判。

巴西貨運鐵路業	特許經營權	特許經營權屆滿	軌道長度	鐵路機車	鐵路貨車	主要貨物
Rumo	Malha Norte	2079	754 公里			穀物
Rumo	Malha Paulista	2028	1,989 公里	1,000	25,000	穀物
Rumo	Malha Sul	2027	7,265 公里			糖
Rumo	Malha Oeste	2026	1,945 公里			穀物
Vale	Vitoria a Minas railroad (EFVM)	2027	905 公里	325	19,135	鐵礦
Vale	Carajas railroad (EFC)	2027	997 公里	289	18,135	鐵礦
Vale, FI-FGTS, Mitsui & Brookfield	VLI (FCA & FNS)	2026	7,935 公里	186		鐵礦
MRS Logistica *	SFRN	2026	1,643 公里	557		鐵礦

Vale擁有48%的股權。資料來源：公司紀錄、首域投資。

在巴西，鐵路和道路的使用權由政府擁有，然後把特許經營權授予不同的營運商，一般年期為30年。貨運鐵路公司擁有鐵路機車和鐵路貨車。巴西貨運鐵路運載的大部份貨物均為鐵礦和穀物，以支持其出口市場。這三家貨運鐵路營運商之間並無互相競爭，而是與貨車公司競爭，定價以市場為基礎。雖然貨運鐵路業並非真正開放機制，但若貨運鐵路存有剩餘承載能力，營運商必須允許其他競爭對手使用其特許經營的鐵路軌道。

Rumo推行五年轉型策略，現正進入第二年。直至目前為止，該公司已降低營運成本，並重新設計工作流程，從而提高生產力、改善服務水平、更改定價模式至較接近照付不議合約；並投資40億雷阿爾購置較新型的鐵路機車和鐵路貨車（燃料效率提升30%，而且營運及維修成本較低）。由此可見，該公司在運載穀物方面已吸納貨車的不少市場佔有率。目前，Rumo正提高資本開支，以紓緩瓶頸，以及改善鐵路軌道網絡，同時致力為Paulista的特許經營權爭取提早續約。

該公司現正處於業務量不斷增長（包括農作物運載量及市場佔有率）的良性循環，而可變成本則持續減少，並可於運載量提升的情況下攤分固定成本，因而使其鐵路更具競爭力，有助應對貨車的競爭。

#### Rumo的機車維修設施，庫里奇巴



資料來源：首域投資。

政府有意在2018年拍賣兩條鐵路的特許經營權，涉及超過150億雷阿爾的資本開支，以及探索擴展現有線路的可能性。鑑於這些新線鐵路難以取得經濟效益，預期將難以吸引上市公司參與。相信最好還是留待中國國有企業透過破壞經濟價值的方式，接手興建這些新線。

對於巴西來說，改善貨運鐵路業（提高生產力，從而降低主要出口行業的物流成本）在國家層面具有重大意義。因此，我預期重要特許經營權的續約程序將可獲得強大的政治支持。

## 客運鐵路

與大部份國家一樣，巴西的客運鐵路是由政府擁有及營運。隨著各大城市日益擠擁，巴西政府轉向尋求私人企業參與，為新的城市交通項目（地鐵、輕軌、單軌鐵路、渡輪）提供資金。在2006年，巴西首次推行公私營合夥企業（PPP）計劃，由CCR為首的財團負責聖保羅4號線地鐵的營運和維修。巴西至今已推出五項按不同程度營運的大型客運鐵路PPP計劃。這些項目的特許經營權一般介乎25至30年，並由公營與私營企業共同分擔需求風險。CCR參與其中三項PPP計劃（聖保羅的ViaQuatro、薩爾瓦多的CCR Metro Bahia和里約熱內盧的VLT）；而巴西建築公司Odebrecht和CR Almeida現時則負責在聖保羅興建兩條新的地鐵路線。

#### ViaQuatro位於聖保羅的客運鐵路調車站



資料來源：首域投資。

展望未來，我們認為CCR已作好部署，可望贏得更多的巴西城市交通項目。巴西多個超大城市的塞車問題嚴重，急需透過集體公共運輸方案解決問題，因而顯著降低這些綠地項目的需求風險。聖保羅州政府計劃在2017年較後期就第5號和17號線地鐵進行招標。CCR認為各項城市交通項目的中期增長潛力明顯高於其他收費公路或機場項目。

總括而言，我們認為這些客運鐵路PPP計劃的風險相對較低，投資項目的回報率亦較合理，但同時需要注意政府相關項目可能出現延誤，意味著可能會作出重整，而且難免須面對政治風險。

## 總結

巴西是一個地理條件獨特的大國，面對不少社會、政治及經濟挑戰。然而，巴西國內普遍認同需要增加基建投資，作為應對這些挑戰的解決方案之一。

就巴西現有的基建資產而言，隨著當地正逐步擺脫持續兩年的經濟衰退，相信巴西基建資產的交通流量及盈利預測可望出現上行潛力。

巴西的政府官員承諾將致力透過廣泛使用的特許經營權模式，利用私人資本建設新的基建項目，加上積極進取的私有化計劃，以及多家建築公司被迫出售受壓資產，為當地及海外企業創造大量投資機會。

除上述重大增長機會外，市場亦存在若干風險，包括備受政治醜聞困擾而管治無力的聯邦政府、2018年下半年的總統大選、有關特許經營權的重整、修訂及續約安排不明朗，以及法律制度的程序非常緩慢。

就巴西上市基建公司而言，我認為關鍵在於如何在強勁增長前景（內部及非內部）與高於平均的風險之間取得平衡。



**安志航 (Andrew Greenup)**  
全球上市基建投資副主管

**免責聲明**

本文件所載只屬一般性資料，並不包括亦不構成投資或投資產品建議。有關資料來自首域投資（「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、完整或正確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。

本文件僅供一般參考，並不可視為提供全面的資料或特別建議。本文件所述意見為發件人在發表報告時的觀點，並可隨時予以修訂。本文件並非銷售文件，且不构成投資建議。未取得具體的專業意見前，任何人士不應依賴本文內容，及/ 或有關資料所載的任何事宜為行事基礎。未經首域投資預先同意，不得複製或傳閱本文件的全部或部分資料。本文件只可於符合相關司法管轄區的適用法例下使用及/ 或收取。

於香港，此文件由首域投資(香港)有限公司發行，並未經香港證監會審閱。於新加坡，此文件則由首域投資(新加坡) 發行(公司註冊號碼: 196900420D)。首域投資是首域投資(香港)有限公司的商業名稱。首域投資(註冊編號53236800B)是首域投資(新加坡)的商業部門。

澳洲聯邦銀行（“銀行”）及其附屬公司對本文件包含的任何聲明或信息概不負責。本行及其任何附屬公司均不保證公司業績或履行公司償還資本。對公司的投資不是對本行或其附屬公司的存款或其他負債。對公司的投資存在投資風險，包括收入和資本損失。