

全球上市基建：

「率先開拓，獨領風騷」 - IBM 主席兼行政總裁 Ginni Rometty

考察日誌

2015 年 12 月

- 首域全球基建基金投資於全球上市基建及基建相關證券。
- 投資於單一行業的股票可能高於投資於多個行業的波幅。本基金的價值可能受上市基建有關的風險所影響，包括環境法規變動。投資者有可能損失所有的投資。
- 本基金的全部或部分費用及開支或會自資本扣除，從而增加可分派收入及實際上從資本中作出分派。同樣地，於若干情況下股息可能自資本扣除，等同於退回投資者原本投資的一部分或從該原本投資中獲得的任何資本收益，可能導致每股資產淨值即時減少。
- 閣下不應單憑本文件作出投資決定。除非推介本基金的中介機構認為該投資適合您，並已詳細解釋它如何符合您的投資目標，否則閣下不應作出相關投資決定。



Rebecca Sherlock

高級分析師 - 全球上市基建

- Rebecca 負責公共事業、水務及廢料行業，包括與公司管理層會面、編製詳盡的財務分析模型、進行量化評估，以及向團隊匯報股票投資意念。
- 於 2008 年 4 月加入首域投資前，她任職澳洲安永交易顧問團隊，就公私營合作制為政府和企業提供建議。加盟安永之前，她任職 Grant Thornton (英國)，就私人斥資發展項目為公營機構提供意見。
- 她取得英國雪菲爾大學數學理學士（一級榮譽）學位，同時擁有英格蘭及威爾斯特許會計師公會特許會計師資格。



Jessica Johnson

分析師 - 全球上市基建

- Jessica 負責分析公共事業及港口行業，包括與公司管理層會面、製作詳細的財務模型、進行質化檢討，以及向團隊陳述股票理念。
- 她於 2010 年 2 月透過大學畢業生計劃加入首域投資。
- 她持有昆士蘭大學商務學士學位。

重點

- 現時，結合受監管盈利與天然氣的情況十分流行。這將有利正計劃出售英國配氣網絡大部份股權的 National Grid。
- 可再生能源業持續致力提高競爭力，這將利好 NextEra Energy 等在風能和太陽能發電方面具領先發展優勢的公司。
- 美國加州仍然是一個奉行正面監管的司法管轄區。當地的公共事業監管機構及消費者權益保護團體均認同加州需要吸納更多投資，以助實現其宏大的可再生能源目標。

鐵路業方面，能夠因應美國不斷改變的經濟環境而最迅速地調整業務模式的公司，將可妥善應對運載量下降的情況。

Union Pacific 專注於提升生產力及定價能力，以抵銷運載量下降所造成的影響。

在過去數週的考察之旅，我們走訪多地視察不同的資產，並與基建管理團隊、監管機構、行業競爭對手、投資者及券商會面。期間，我們分別造訪美國（紐約州、內布拉斯加州、馬薩諸塞州、佛羅里達州、加州、德克薩斯州）、加拿大（多倫多）和迪拜。

「獲善言規勸者眾，惟智者從中受益。」—美國作家 Harper Lee

年內，金融市場充斥不少企業活動，公司紛紛提高資產負債表的槓桿水平或利用其股份以提升市場佔有率。公共事業領域的情況亦無異，受監管資產的溢價高達其受監管資產基礎的 60%。簡單來說，受監管公司猶如倫敦的房地產—同樣都是賣方市場。

本基金已作好部署，透過其規模較少的受監管公共事業持倉（例如 ITC Holdings、Alliant Energy 及 NiSource 等優質資產），以把握這個主題的優勢。基金亦持有較大比重的 National Grid，該公司近期決定出售其英國配氣資產的大部份股權。這些資產擁有約 85 億英鎊的受監管資產基礎。由於這些資產有能力提供長期可預測的穩定現金流，我們預期將深受退休基金、直接基建基金及私募基金的歡迎。

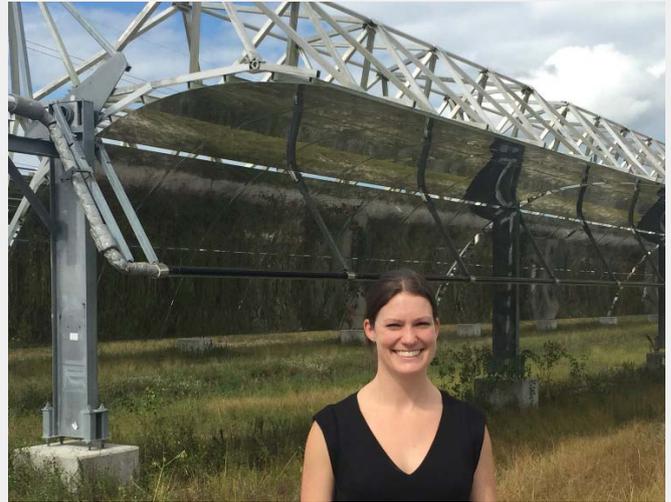
「一直面向陽光，就不會看見陰影。」—美國作家 Helen Keller

NextEra Energy 位於佛羅里達州的 Martin Next Generation Clean Energy Center 是一家發電量達 3.8 千兆瓦的混合型天然氣/ 太陽能發電廠，其太陽能發電設施是州內少數具公共事業規模的太陽能發電廠之一。整個廠區佔地 11,000 英畝，合共擁有 190,000 塊太陽能鏡面，形成一大片鏡海。

預期未來將不會再興建另一所同類型的發電廠，因為光伏電池板的技術較先進，並有助降低成本。光伏電池板可把直接及間接照射的太陽光線轉化為電力，而普通太陽能鏡面卻只能利用直接照射的太陽光線。在佛羅里達州等雲層較厚的地區，光伏電池板因而具有重大優勢。Plant Martin 的設計只是因應當時的經濟狀況而制訂；技術自此亦不斷演進。可再生能源的成本

將隨著技術發展而持續下降。渦輪機越建越高，渦輪葉片亦越來越長，並能以更有效的方式組裝及堆砌太陽能電池板。由於 NextEra Energy 等公司在發展可再生能源方面擁有領先經驗，故相對於其他剛開始投資於這個領域的公共事業公司，將享有更強大的優勢。¹

資產考察之旅：NextEra 旗下的 Plant Martin 太陽能發電廠



資料來源：首域投資。

「加州仍是一個不可思議的浮華世界。」—美國作家 Eileen Granfors

美國西岸方面，我們與加州的 CPUC²和消費者權益團體 TURN³會面後，令我們相信加州仍然是一個奉行正面監管的司法管轄區。這兩次會面的意見一致顯示加州深明私人投資的需要。

加州州長 Jerry Brown 公佈可再生能源組合標準，2030 年的目標訂於 50%（即加州的公共事業公司有義務在該日期前確保最少一半的能源來自可再生能源）。這是美國所訂最高的標準，並將導致州內三家主要上市公共事業公司—PG&E、Southern California Edison 及 San Diego Gas & Electric 需要作出重大的投資。這些公共事業公司已提交外界期待已久的配送資源計劃（DRP）；CPUC 對此作出的初步評論正面。有關計劃訂明該等公共事業公司將如何把屋頂太陽能、能源儲備、電動汽車和其他可配送的能源資源併入其日常電網運作之中。這些配送資源計劃可能會導致該等公司須在 2018 年至 2020 年期間就其基本資本開支計劃大幅增加資本投資高達 20%。

¹ Plant Martin 已被納入 NextEra Energy 的受監管資產基礎，換言之，NextEra 可就其作出的資本投資獲得回報。

²加州公共事業委員會

³公共事業改革網絡（The Utility Reform Network）是加州的能源及電訊服務消費者權益保護團體。

監管機關因而憂慮可能會對用戶造成「費率衝擊」（“rate shock”）。這種情況不難預測，因有關計劃的規模龐大，並涉及全州份的投資，最終難免將會轉嫁予公共事業用戶。然而，天然氣價格下跌可抵銷部份負面影響，並將有助紓緩公共事業公司加價的壓力。

在所有陽光充足的州份，屋頂太陽能發電成為首要目標。現時，未有安裝太陽能電池板的用戶須負擔較高比重的維持配電網絡的成本，藉此為太陽能用戶提供補貼。加州最近採用最低收費策略，為解決這種成本錯配的情況踏出第一步。CPUC 認為這是逐步發展收費結構，以便更準確反映電網使用情況的第一步。受到能源效益及配電增長（例如屋頂太陽能）所影響，導致供電量增長下降，但加州仍出現脫軌情況，即公共事業的收益與公共事業賣出的能源數量不相符。由此可見，配電對加州公共事業公司未有造成財務影響。這亦是支持我們對加州抱持正面看法的另一個原因。

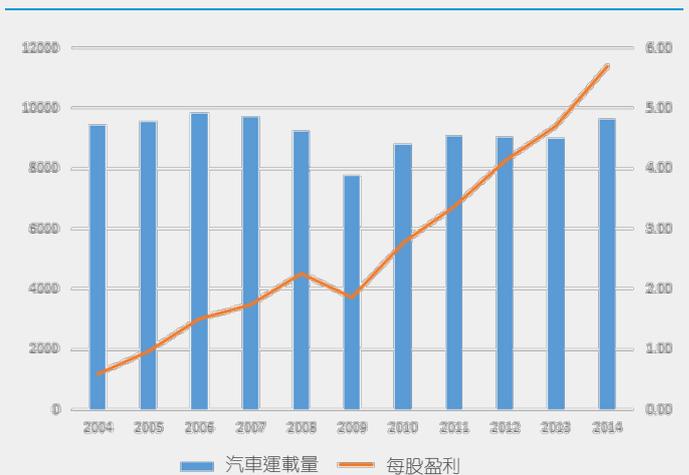
投資組合對加州電力及天然氣公用事業公司 PG&E 持有大幅比重。此行之後，我們繼續看好該公司。

「我不是靠做夢和空想成就今天所有；我之所以能達到這一步，皆因實幹。」 — 著名品牌創辦人 Estee Lauder

美國鐵路的運載量仍然備受多項挑戰，包括：（1）燃煤發電廠陸續關閉，導致煤炭運載量減少；（2）強勢美元及環球經濟增長疲弱，令製造業受壓，拖累工業運載量下降；及（3）預期穀物價格將從現水平上升，促使農民囤積穀物，導致農業運載量亦減少。汽車及國內聯運的運載量轉強，主要是由消費者把握廉價借貸及燃料成本低企的優勢所支持。

在運載量下降的環境下，貨運鐵路營運商需要作出調整，以及專注於可以控制的範疇。舉例說，美國規模最大的一級鐵路公司 Union Pacific 重新調配人手安排、提升生產力，以及專注於服務表現，以改善其成本表現。在 2015 年第三季，Union Pacific 仍錄得最佳的營運比率—60.3%，相對於 2011 年第三季的 69.1% 營運比率，並顯示其持續聚焦於成本管理及調高價格。該公司深信「減價不會帶來更多運載量」。

Union Pacific 汽車運載量相對於每股盈利



資料來源：UNP 及首域投資。

「現代貨櫃碼頭的一切都是巨大、鋪天蓋地和壓倒性的。」 — 英國記者 Rose George

最近，DP World 在迪拜舉行 2015 年分析師日，包括安排分析師考察傑貝阿里港口（Jebel Ali Port）和傑貝阿里自由區（JAFZA）等資產項目。迪拜的 Jebel Ali Port 是全球十大港口之一，擁有三個營運碼頭，容量達 1,900 萬個標準貨櫃⁴，而第四個碼頭亦正在興建中。這代表區域港口近 50% 的容量均為 GCC⁵ 服務。

DP World 最近收購了毗鄰 Jebel Ali Port 面積達 57 平方公里的自由貿易區。迪拜的 20% 國內生產總值均來該港口及 JAFZA（獲政府大力支持，以確保區內持續增長）。此外，DP World 亦獲政府批准發展現時位於 JAFZA 南部的土地，以便為新客戶提供服務，此舉將導致其現時的業務版圖擴大 20%。隨著製造業陸續進駐 JAFZA，將有利帶動貨櫃運量。

此外，即將舉行的多項盛事亦有助支持運載量，例如 2020 年在迪拜舉辦的世界博覽會、預期於 2020 年完工的鐵路網絡 Etihad Rail，以及 2022 年在卡塔爾舉辦的國際足協世界盃。因此，該港口正致力作好準備，以應付區內高水平的建築、旅遊及基建需要。預期在 2020 年，酒店房間數目亦將較現時的 80,000 個增加一倍。利淡消息方面，低油價持續令區內經濟受損（例如沙特阿拉伯），對迪拜的運量亦造成負面影響。

⁴ 20 呎標準貨櫃

⁵ 海灣合作委員會（Gulf Cooperation Council）是海灣阿拉伯國家的地區組織，由六個成員國組成，包括巴林、科威特、阿曼、卡塔爾、沙特阿拉伯和阿拉伯聯合酋長國。

近期伊朗的制裁行動升級亦影響運載量。短期而言，這將造成負面的影響，因部份貨運將不經 Jebel Ali 而直接運往伊朗；但就中至長線來看，隨著美國的制裁行動放緩，基於 Jebel Ali 的可使用容量及經濟規模，預料運載量將增加。這支持 DP World 的說法，表示其「正在規劃未來」，並宣佈其擴容計劃，在出現實際容量需求之前預早興建 4 號碼頭。由於需要作出重大的投資，因而亦限制了 DP World 的 ROE⁶，從未超過 8%。

目前，Jebel Ali Port 與 JAFZA 由同一管理層管理，毗鄰一個正在進行容量升級的機場，並計劃在 Etihad Rail 網絡完工後互相連接，形成一個海、陸、空互連的樞紐—提供最完善的基礎設施。

雖然 Jebel Ali 擁有世界頂級的港口資產，但我們認為 DP World 現時的估值已全面反映這些預期增長。本基金透過其招商局國際的持倉，亦可投資於同類的增長主題。兩個港口均旨在提供約 5% 的運載量增長，但 DP World 的 PE⁷ 為 16 倍，而招商局的 PE 則為 11 倍。

下圖顯示港口的其中兩台碼頭起重機（總共 78 台），讓讀者可藉此大約推算了解港口的規模。



資料來源：首域投資。

總結

今天，全球正以多種不同的方式邁向低碳經濟。在沒有補貼的情況下，可再生能源的競爭日趨激烈，推動業界進一步發展；由於煤炭欠缺經濟效益，導致更多燃煤發電廠關閉；輸電網絡不斷擴大，力圖把水力發電引進美國；以及在加州等具前瞻思維的州份，需求方的管理工具也逐步成形。

貨運鐵路業正在適應運載量下降的環境。管理團隊專注於削減成本及提高營運效率。在此環境下，能夠迅速適應，並注重生產力和價格的公司（例如 Union Pacific），將可取得較佳的表現。

此行亮點

- 與前美國參議員兼內布拉斯加州州長 Ben Nelson 會面。內布拉斯加州是唯一仍未把電力及天然氣系統私有化的州份。
- Jebel Ali Port 的資產考察之旅，這是全球第九大貨櫃碼頭。阿聯酋 80% 的貨物均透過這個港口輸入。
- 加州的配送資源計劃仍處於非常早期的階段，但可能導致公共事業的資本投資大幅增加。此外，潔淨能源計劃的投資亦增加，而州內的可再生能源組合標準亦提升，2030 年的可再生能源目標調升至 50%。各家公司已在紛紛探討如何整合電力工具，以及令電網連接更多可再生能源。

行程低潮

- 一名券商高談闊論要抱持「長期」目光，但卻對能否正確預測下季的每股盈利耿耿於懷。
- 在佛羅里達州的 tri-rail 幾乎被劫—集體運輸系統顯然不是佛羅里達州的核心競爭力。

精彩語錄

- 「世上沒有免費的資金，資金總有出處。」消費者權益保護團體對公共事業投資的看法。
- 「不是所有州份都生而平等。」一家加拿大公司在談到哪些美國州份具併購吸引力時表示。
- 「雖然我每次都希望已經見底，可惜總是低處未算低。」一名非常沮喪的集成有限合夥事業投資者。
- 「我們願意與最大的對手和解，如果這對地方稅納稅人來說是最後的結果。」消費者權益保護團體。
- 「我們可供發售，公告天下吧！沒有人向我們提出收購，確實讓我們感覺受冒犯。」一家中型美國公共事業公司。

⁶ 股本回報率

⁷ 市盈率

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。

本文對具體證券的提述（如有）僅供說明用途，不應視成建議買賣有關證券。本文提述的所有證券可能或可能不會在某時期成為基金組合的部份持倉，而持倉可能作出變動。

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。