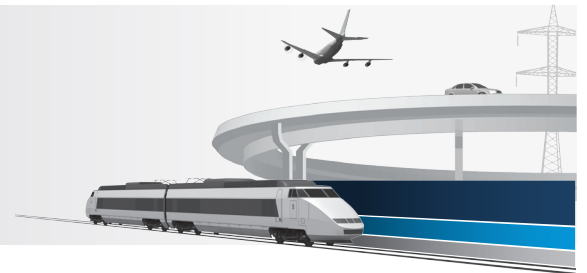


## 機場、鐵路和收費公路基建

安志航 (Andrew Greenup)  
全球基建投資副主管



2016年5月

歐洲收費公路和機場在2016年初表現強勁，為企業盈利帶來上行空間。

歐洲上市基建業涵蓋一系列廣泛的基建資產，透過上市、企業重組和政府私有化計劃參與市場發展。

我於歐洲隧道 (Groupe Eurotunnel) 的福克斯通 (Folkestone) 入口進行的資產考察之旅，進一步印證我們的看法 - 這項獨具優勢的資產定價能力強勁、進場門檻高企，並可提供結構性增長。

我在過去兩個星期走訪歐洲，考察倫敦、巴黎、馬德里和愛丁堡等地的機場、鐵路及收費公路基建公司和資產，並與當地的分析師和投資者會面。我在造訪倫敦期間亦出席了一個拉丁美洲投資研討會。

### 收費公路：風馳電掣

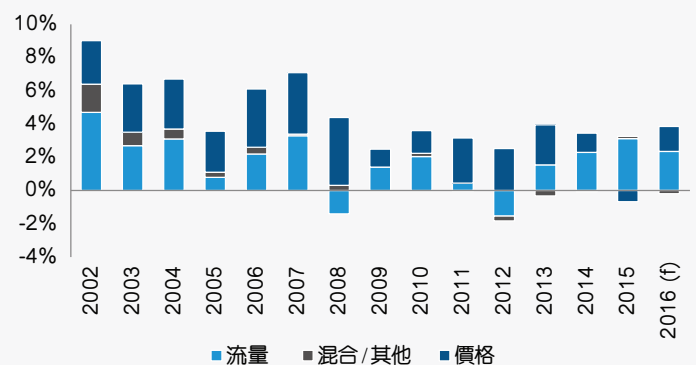
全球領先收費公路營運商的總部大多設於歐洲。此次考察之旅，我造訪了Abertis、Vinci、Ferrovial、CCR和OHL。

收費公路在2016年初的交通流量似乎相當強勁。西班牙和法國（程度較輕微）的表現均高於我的預期。交通流量提升主要是由於消費信心穩定、油價下跌、歐洲今年冬季的氣候和暖，加上假日期間的當地旅遊增加（因遊客避免前往北非和土耳其），導致輕型車輛的流量增加所致。巴西的收費公路交通流量持續錄得跌幅，但即使面對經濟困境，年初的交通流量亦未如我所預期般遜色。

對於上市收費公路公司來說，好消息是全球基建資產在規定回報較低的幌子下，其價值被退休基金和非上市基建基金抬高。壞消息是這些基金令Abertis和Atlantia等上市「單純」收費公路公司較難以合理的價格收購成熟資產，因而令聯合建設和特許經營收費公路營運商（Ferrovial、Vinci、OHL和Pinfra）享有優勢，在未開發區（greenfield）或已開發區（brownfield）擴展業務面對較少的競爭。

若干收費公路公司現正積極擴展業務至高增長的機場業。Vinci、Atlantia和CCR近期收購或贏得新機場的特許經營權，佔其盈利介乎5%至15%。我認為有關情況並未結束，預期這些新晉公司將繼續抬高即將推出市場的新機場資產的價格。

### Vinci的ASF收益增長



資料來源：Autoroutes du Sud de la France、首域投資

### 對投資組合的啟示

我們的策略是對收費公路持偏高比重。我們認為該行業的現金流穩定，市場高估其所面對的風險，並低估資產的增長機會。中期而言，盈利似乎仍有適度上行空間。我們預期這些低風險業務在2016年將再度表現猶如風馳電掣。

### 造訪Abertis於馬德里的總部



資料來源：首域投資

### 歐洲隧道：超人般的資產

這是收費公路嗎？這是鐵路嗎？不，這是歐洲隧道 (Groupe Eurotunnel)。歐洲隧道是一項獨有的基建資產，部份是收費公路，部份是鐵路。該公司擁有營運連接英國福克斯通 (Folkestone) 與法國加來 (Calais) 的英法海底隧道三條分

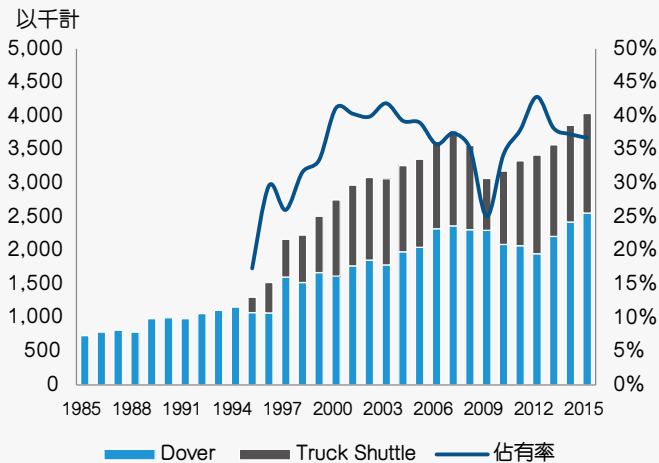
別長50公里的隧道（兩條單軌鐵路隧道和一條服務隧道）的特許經營權，直至2086年。

歐洲隧道擁有兩大主要盈利來源。首先是以火車運送貨車和客運車輛所得收益。該火車以時速140公里在隧道內穿梭往返，每程只需35分鐘。歐洲隧道在跨英倫海峽市場的佔有率分別約40%（貨車）和50%（客運車輛）。該公司在一個壟斷市場結構下經營業務，競爭對手只有兩家跨海峽渡輪營運商。由於定價不受監管，歐洲隧道長久以來可作出「高於通脹」的加幅。與渡輪比較，該公司無論在速度、頻率及可靠性方面均提供更優秀的服務，因此可收取高於其渡輪競爭對手的價格，而市場佔有率亦不斷擴大。

歐洲隧道的第二大主要盈利來源為客運火車歐洲之星（Eurostar），該火車向往來海峽兩地的1,000萬人次徵收固定收費。每名乘客的收費為19歐元，並可按英法兩地的平均通脹率減1%計算票價加幅。與航空公司的倫敦—巴黎航線及倫敦—布魯塞爾航線比較，歐洲之星（及歐洲隧道的基建）在這兩條航線的市場佔有率分別為77%和81%。

除了上述低風險的主要盈利來源外，歐洲隧道所須的最低資本開支水平亦有助支持其增長，因現時營運隧道的產能利用率只有50%。低風險的息、稅、折舊及攤銷前利潤（EBITDA）增長，加上最低資本開支，締造強勁的自由現金流，有助歐洲隧道迅速減債，以及帶來強勁的股息增長。我們預期歐洲隧道在未來五年的EBITDA、自由現金流及每股股息增長分別為4%、6%和11%（複合年增長率）。

### 英法貨車交通流量\*



資料來源：Port of Dover、歐洲隧道、首域投資  
\*1997年和2009年的貨車火災意外對市場佔有率造成負面影響

### 對投資組合的啟示

該公司近期表現遜色，主要是受到「英國脫歐」憂慮及英鎊相對疲弱所影響（歐洲隧道約50%的收益以英鎊計值，但只有約30%的成本以英鎊計值）。我們認為這種情況可為擁有非常長期特許經營權的優質公司提供錯誤定價的機會。我們認為歐洲隧道是一項有如「超人」般的資產。

### 資產考察之旅：歐洲隧道的福克斯通入口



資料來源：首域投資

## 機場：展翅高飛

此行期間，我造訪了Aéroports de Paris (ADP)、BBA Aviation、Ferrovial (希斯路機場的營運商兼最大股東) 及 Vinci (全球第五大機場營運商)。在過去一年，雖然經濟增長只是一般，但全球機場的交通流量和公佈的盈利卻出乎意料地上升。美國私人噴射客機是唯一表現疲軟的領域，在過去數月的客運量持平。

全球最大機場營運商AENA自2015年成功上市後，引發機場私有化動力加劇。在去年底，聖地牙哥機場就原定由ADP / Vinci的財團興建的新客運大樓進行重新拍賣。日本向以Orix和Vinci為首的財團出售大阪的機場。法國正在商討出售其分別位於尼斯 (Nice) 和里昂 (Lyon) 的第三及第四大機場。尼斯的機場尤其吸引大量競標者。儘管巴西政府混亂，但該國仍有望在今年出售四個機場，包括客運量達1,000萬人次的薩爾瓦多機場 (我認為CCR將為強勁的競標者)。長遠來看，ADP正考慮投資於伊朗和越南的機場。

我認為機場私有化對政府、旅客及收購公司而言可說是一個三贏方案。政府可透過出售機場所得收益，以及消除未來作出資本開支的需要，以降低公共債務水平。旅客可享用更佳的設施和更大零售銷售、更多元化的服務和更完善的航空公司網絡。收購公司可藉降低成本、擴大收益和發展前政府擁有實體尚未充分利用的資產基礎，因而亦成為贏家。

## 對投資組合的啟示

機場表現日益亮麗，持續提供強勁的結構性盈利增長。航空旅遊業正以相當於國內生產總值增長的倍數成長，加上在高消費的中國消費者及發展中市場財富不斷增長的支持下，造成正面的旅客組合效應，進一步推動盈利增長。雖然環球經濟增長疲弱，但這些因素仍推動整個行業大幅向上修訂盈利預測。然而，我們認為這些樂觀的增長趨勢亦附帶一些下行風險 (在3月份，中國遊客在歐洲的奢侈品開支下跌35%)。因此，我們現時的策略是對機場業持偏低比重，因為我們仍在努力物色出現重大錯誤定價的優質機場。

## 總結

我認為歐洲基建公司的管理團隊現時最感樂觀和充滿信心，儘管不少歐洲國家的政治局勢似乎欠樂觀。盈利勝於預期，而資產負債表的槓桿水平偏低，締造機會增派股息及提升股東價值。

## 驚喜之處

- 參與全球上市基建行業的一系列基建資產，由電訊公司 (Telefonica和Deutsche Telekom) 的流動通訊發射塔資產上市，以至Petrobras出售其主流資產—巴西輸電線路拍賣和多個機場。
- 歐洲機場和收費公路繼2015年表現穩健後，預期在2016年可望再度調高盈利預測。
- 雖然面對政治僵局，但西班牙的經濟仍然強勁。
- 英國政府官員致力推動「留在歐盟」運動。

安志航

(Andrew Greenup)  
全球基建投資副主管



**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，且不構成投資建議。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。

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。

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。