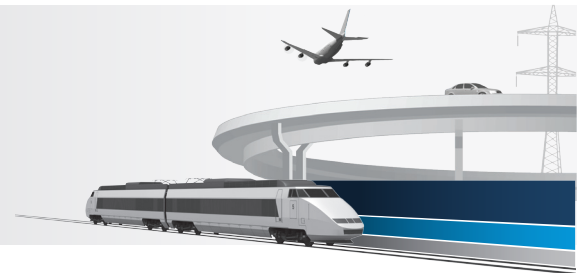


# 基建考察日誌

尋尋覓覓 (I still haven't found what I'm looking for)<sup>1</sup>



全球上市基建高級投資分析師Pablo Kohen | 2016年8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波幅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。

## 摘要：

- 貨運鐵路管理團隊能否因應載運量疲軟的環境而調配資源，將繼續備受考驗。從較正面的角度來看，行業的定價能力仍然穩健。
- 近期油價回升，為能源管道基建帶來支持。然而，由於未來的載運量仍未明朗，加上如何利用預期回升的乙烷產量亦缺乏明確途徑，故管理團隊對市場前景仍然保持審慎。
- 鐵路及管道業同時面對潛在監管挑戰。長遠而言，現時鐵路業較寬鬆的監管環境或會收緊；而管道公司在建設新管道以應付迫切需求時亦須面對審批挑戰，尤其是天然氣領域。
- 特朗普 (Donald Trump) 一旦當選總統，可能會對美國貨運鐵路及美國能源業造成重大影響。

最近，我前往加拿大及美國進行考察，期間出席多場研討會，與各公司的管理團隊會面，集中剖析近期鐵路和管道業的趨勢，以及觀看美國新聞網絡有關特朗普的無休止（且令人厭煩）的報道。此行考察之旅從酷熱的侯斯頓至寒冷的卡爾加里（即使在春天！），途經寧靜的塔爾薩和盡顯熱帶風情的奧蘭多，以下是此行考察日誌的摘要。

## 此行的精彩語錄

*「Canadian Pacific (CP)與Norfolk Southern (NSC)的合併從一開始就注定失敗—託運人的反對聲音實在太大。」*

一家鐵路公司的市場推廣總監。

*「減價無助刺激需求，運載量的多寡與價格無關。」*

一家鐵路公司的高層管理人員。

*「若特朗普築起高牆，我們將興建隧道直達墨西哥。」*

一家鐵路公司的高層管理人員。

*「有些人認為把WACC<sup>2</sup>設於高水平，最終可能是對的。」*

一家鐵路公司的行政總裁解釋如何評估公司價值。

*「組合之中蘊藏組合。」*

一家鐵路公司的財務總監試圖解釋為何公司業績與定性分析的評論（偶然）有所出入。

*「這是一場災難，使我們（即業界）看起來十分愚昧。」*

一家能源管道公司的財務總監就擾攘多時的Energy Transfer與Williams合併問題作出評論。

*「我們並無放棄我們所保薦的投資工具，只是將變得更為審慎和小心，但我們確實察見投資情緒有所改變。」*

一家能源管道公司的財務總監對集成有限合夥事業的重組選擇作出評論。

*「特朗普（一旦當選）可能需要在加拿大與美國之間築起高牆，以防止美國人湧進加拿大。」*

一家加拿大能源管道公司的財務總監。

<sup>1</sup> 摘錄自搖滾樂隊U2在1987年的專輯《約書亞樹》（“The Joshua Tree”）。

<sup>2</sup> 加權平均資金成本。

## 鐵路

### 裹足不前 (Stuck in a Moment You Can't Get Out Of)<sup>3</sup>

此行考察之旅，我與多家主要上市一級鐵路公司<sup>4</sup>的管理團隊會面。言談之中，發現他們對目前的情況亦感困惑，似乎無人能夠理解為何運載量會如此淡靜，猶如經濟衰退期間一樣，但事實卻並非如此，美國經濟正持續錄得增長，縱使步伐較緩慢。

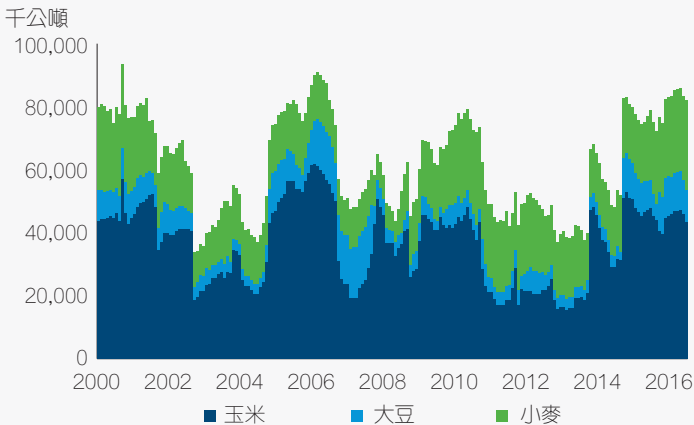
除汽車外（因美國汽車銷售強勁），業內所有領域均表現疲弱甚或非常疲弱。

我們認為鐵路的估值主要由三項因素支撐：i) 運載量；ii) 定價；和 iii) 生產力/ 成本改善。當這些動力趨於一致時，我們預期估值倍數將會擴大，正如在2014年年底的情況，當時運載量強勁、定價穩健，而生產力亦持續改善。

在2016年第二季至今，運載量持續惡化，按年下跌10%，較第一季的6%跌幅顯著疲軟。所有行業領域（汽車除外）的運載量繼續錄得按年跌幅，尤其是煤炭、石油製品和糧食的運載量。

展望2016年下半年，農業運載量可望造好。至今，美國農民已貯存當季大部份的農作物，期望在未來可以較高的市價出售（圖1）。Union Pacific (UNP)指出農民將於短期內開始拉動運載量，因庫存量已創歷史新高，需要騰出空間貯存下一季（即2016年第三季）的農作物收成。

圖1：市場預期價格轉佳，支持美國農業庫存創2006年以來的新高



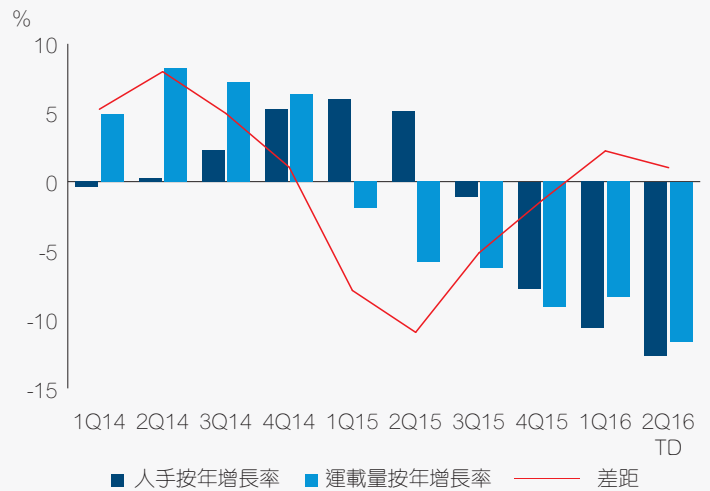
資料來源：首域投資、彭博資訊。

管理團隊持續透過提升生產力，以應對目前運載量疲軟的環境。運載量下降有助改善營運效率（需要較少設備和較少人員，而網絡維修的需要亦會縮減）；車輛運載量下降，可令速度加快及停留時間減少，因而提升表現。大部份鐵路公司繼續削減人手（圖2），因這是主要的營運成本來源。

定價無疑是反映鐵路公司財務表現的最重要指標。管理團隊一致認為定價環境持續穩健，但價格增長步伐將較緩慢，因鐵路業的通脹放緩。當中只有Canadian National (CNR) 一家鐵路公司表示公司前景欠樂觀。

該公司認為同儕Canadian Pacific (CP)實施的「競爭性定價」<sup>5</sup>，對兩家公司推動價格上升的能力均會造成負面影響。

圖2：UNP繼續削減人手以應對運載量疲軟的環境



資料來源：首域投資、彭博資訊。

監管方面，我們預期在2016年下半年將會出現更多反對聲音。估計美國鐵路監管機構地面運輸委員會（Surface Transportation Board）將會就資金成本、收入充足率、競爭性轉換和加快處理收費個案規則等範疇提供若干建議。然而，我們認為任何新的規則將需要數年時間才可實施，故預期鐵路業將可繼續享受現時相當寬鬆的監管環境。

此行還包括一項資產考察之旅，造訪CP位於卡爾加里的總部，參觀其營運控制中心，並討論由Hunter Harrison (CP的行政總裁和業界元老)及Keith Creel (CP的營運總監兼候任行政總裁) 推行的成本改善措施的影響。隨著已於2012年中退休的Hunter Harrison重返CP掌舵後，CP在提升利潤方面已取得驚人進展，令市場及我都大感意外。該公司的營運比率亦由高達75%的業界最差水平，回落至現時低於60%，直迫最具效率的北美洲鐵路公司CNR。值得注意的是，基於美國相關法規所限，CP必須維持兩個控制中心：一個設於卡爾加里以管控其加拿大業務，而另一個則設於明尼阿波利斯 (Minneapolis) 以管控其美國業務。當火車穿過邊境時，有關的監控工作即會轉交至另一個中心。

<sup>3</sup> 摘錄自U2在2009年的專輯《無法遺忘》（“All That You Can't Leave Behind”）。

<sup>4</sup> 一級是貨運鐵路術語，用作描述北美洲規模最大的七家貨運鐵路公司：Canadian Pacific、Canadian National、Union Pacific、Burlington Northern Santa Fe（由Berkshire Hathaway擁有）、Kansas City Southern、CSX及Norfolk Southern。

<sup>5</sup> 基於現時的運載量環境，CP實施「競爭性定價」收費計劃。由於火車的運載量尚未飽和，目前CP向現有客戶提供額外運費折扣優惠，藉此提升使用率以填滿車箱。

Canadian Pacific於卡爾加里的營運控制中心規模雖不及UNP龐大，但同樣令人印象深刻。



資料來源：首域投資。

在2015年6月題為「注意現實與目標的差距」(Mind the Gap)的考察日誌中，我曾預測業界將通過整合以進一步提高營運效率。其後，CP試圖與Norfolk Southern (NSC)進行合併(但最終撤回)。CP的建議遭受其他一級鐵路公司及託運公司大力反對，表示在鐵路網絡未能進一步擴大(尤其是在人口稠密的市區)的情況下，實在無法接受鐵路市場在長遠而言將變得越來越擁擠。正如一名高層管理人員所述，「我們(芝加哥)只再出現一次嚴冬，便足以構成災難」。我仍然認為行業整合將不能避免，但過程可能會較原先預期更長。

## 對投資組合的啟示

我們的投資策略是對鐵路業持偏高比重，並維持對UNP、CSX和Kansas City Southern (KSU)的持倉。UNP一直專注執行嚴謹的定價原則及奏效的削減成本措施，連同KSU料將受惠於預期農業運載量回升。KSU的管理團隊已開始改善其營運表現。由於CSX及其同儕東岸營運商NSC的營運表現最遜色，故從營運角度來看，將具備最大的改善空間。鐵路是一種特殊的專利事業，在寬鬆的監管環境下運作，而且定價能力穩健。然而，除非有證據顯示運載量回穩，否則我們預期策略將不會調高對該行業的現有投資配置。

## 能源管道

### 靜候時機 (Until the End of the World)<sup>6</sup>

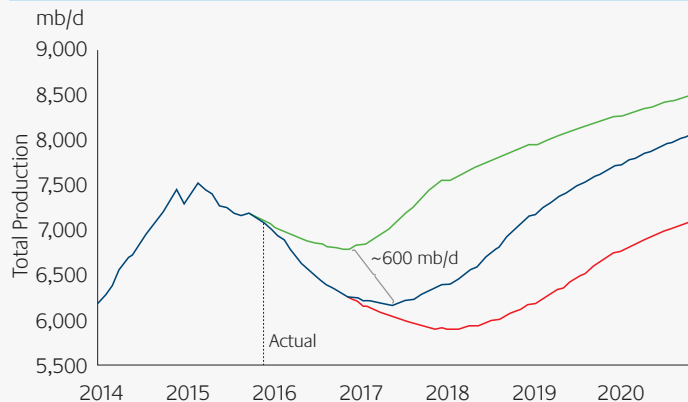
油價自年初急挫至每桶33美元的低位後，現已回升至接近每桶50美元的水平，帶動能源管道業的股價整體上升。

油價在2016年初下挫，石油及天然氣勘探和生產公司減少資本開支計劃，加上資本市場持續收縮，導致能源管道業陷入混亂狀態。這對過往一直依賴極為樂觀的資本開支計劃(導致基建產能過剩)，同時承諾以不可持續的股息增長來支持其高估值倍數的行業構成難題。

低油價環境導致資本開支計劃減少，利用內部現金流支持派息，以及減少對第三方資本(無論是債券或股票)的依賴。透過減少派息，可增加覆蓋比率(其中最惡名昭著的是Kinder Morgan在2015年12月削減75%的股息)。重整資產負債表成為市場焦點。

在行程期間，我與多家管道公司的管理團隊會面，他們對股息增長及未來的市場展望仍然保持審慎。儘管削減資本開支及鑽井設備導致原油產量開始回落，但我預期在石油市場恢復平衡之前，油價在短期內將進一步偏軟(見圖3)。天然氣勘探和生產公司有意待油價「可持續地」維持於每桶50美元以上的水平後，才會增加鑽井設備、完成「已鑽探但尚未完成」的油井，以及再次提高生產水平。

圖3：Plains All American Pipeline的美國石油生產展望。油產量將進一步減少，其後才會回升。

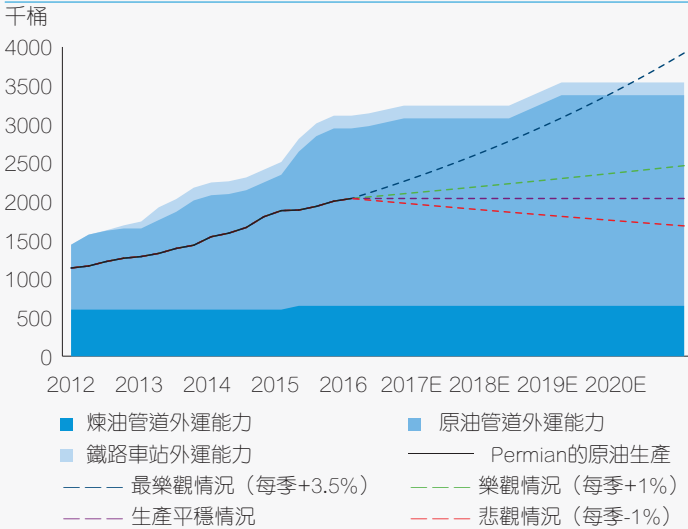


資料來源：Plains All American Pipelines。

在水力壓裂熱潮的帶動下，各生產盆地近年來建造過多的管道基礎設施。因此，不少原油管道仍然面對使用率不足的問題，相信需要一段時間，情況才會轉佳(如圖4所示)，或者需要進一步增產。現時的環境亦可對長距離管道營運商構成風險，即使該等公司目前已全面簽訂合約，但在產量持續放緩的情況下，可能須面對無法續約的風險。

<sup>6</sup> 摘錄自U2在1991年的專輯《注意點兒！寶貝》(“Achtung Baby”)，也是我的最愛之一。

圖4：Permian盆地的外運能力相對於石油生產。基建過剩



資料來源：首域投資、彭博資訊。

從較正面的角度來看，天然氣領域未有出現基建過剩的情況，仍然需要額外的運能支持，尤其是從美國東北部藏量龐大且豐富的Marcellus/Utica盆地運往終端市場。天然氣需求的增長獲得多項動力支持，包括發電廠逐步由燃煤發電轉為燃氣發電；能源輸配公司需要應對額外的需求；出口至面臨天然氣「氣荒」的墨西哥；以及美國的液化天然氣（LNG）液化設施即將投產。

預期乙烷產量回升是考察期間所討論的另一個有趣主題。富氣（wet gas）生產大幅提升，帶動乙烷產量增加，因而壓低價格。最終導致乙烷價格過低，不值得從天然氣流中脫除並獨立發售（一個稱為乙烷脫除的程序）。值得注意的是，管道公司開始表示乙烷脫除水平較低，因預期墨西哥灣沿岸地區的出口碼頭及石油化工設備將推動需求復甦。然而，由於管道公司尚未與可信賴的交易對手簽訂長期照付不議合約，因此我對乙烷的上行潛力保持審慎。

**您知道嗎？**

距離塔爾薩（奧克拉荷馬州）以西只有一個小時車程的庫欣，是美國最重要的原油樞紐，蘊藏近9000萬桶的存儲量，並且是美國原油指標德州西部中級原油的實物交付點。

**對投資組合的啟示**

我們看好專注天然氣業務的管道公司，尤其是擁有龐大輸配覆蓋網絡、財政狀況穩健及擴展計劃依賴最終客戶（需求拉動）而非生產商（供應推動）的公司，包括Spectra Energy、TransCanada和Columbia Pipelines Group。目前，我們的策略是投資於乙烷回升的主題，因此不會增加投資組合的商品風險。

**特朗普(Donald Trump)**

**始料不及 (Numb)<sup>7</sup>**

我從來沒想過會寫這個標題的內容，但隨著特朗普先生正式獲共和黨提名為總統候選人，我也別無選擇。根據特朗普近期發表有關能源政策的言論，鼓勵增加石油生產，可見特朗普政府將有利石油相關的能源管道公司。相反，這對天然氣能源管道業將造成負面影響，因煤炭業「轉強」及環保法規較寬鬆的環境，將不利天然氣需求。

特朗普的反貿易和反北美自由貿易協定的觀點亦可能不利鐵路業，因這個行業顯著依賴與加拿大和墨西哥的貿易關係。

攝於Magellan Midstream Partners位於庫欣的原油罐區。Magellan在區內三個不同地點設有儲油區，合共可儲存1,400萬桶原油，以庫存量計算為區內第三大。



資料來源：首域投資。

<sup>7</sup> 摘錄自U2在1993年的專輯《Zooropa》，這專輯稱得上是U2最具革命性的作品。

## 此行亮點

- 鐵路管理團隊致力專注於定價。
- 實地考察庫欣的儲油樞紐，原油罐區蔚為奇觀。
- 首次在侯斯頓觀看職棒比賽，結果侯斯頓太空人（Houston Astros）以4比3擊敗巴爾的摩金鶯（Baltimore Orioles）。順帶一提，這是Plains All America Pipeline分析師日的活動之一。看來我的最愛還是足球比賽。

## 行程低潮

- 貨運鐵路運載量未見起色。
- 在所有能源管道公司紛紛唱好下，市場普遍認同乙烷產量將會回升，但由於（暫且）未有簽訂任何合約，故無人可詳細量化其對盈利的潛在影響。
- 由侯斯頓前往塔爾薩途中，受到雷雨天氣影響，航班延遲5.5小時才抵達塔爾薩。抵埗時機場已關閉（連穿梭巴士亦停止服務！）直至凌晨1點30分才到達酒店，第二天早上8點又要開始行程。

## 此行最喜愛的讀本

Michael Lewis撰寫的《大賣空》（The Big Short）。一直無暇細閱的著作。

## 此行最喜愛的節目

- 《博基亞家族》（The Borgias），一部由Jeremy Irons主演，並由Neil Jordan創作、編寫及導演的電視劇。（還記得《哭泣的遊戲》（The Crying Game）嗎？）
- 內容講述惡名昭著的博基亞家族如何崛起，在羅馬天主教會掌權，以至Rodrigo於1492年成為教皇亞歷山大六世的傳奇。



**Pablo Kohen**  
全球上市基建高級  
投資分析師

**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。