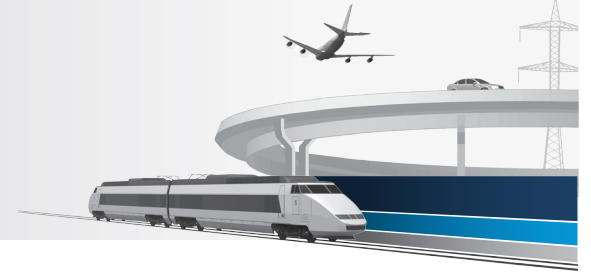


# 光輝歲月



全球上市基建投資副主管 安志航 (Andrew Greenup) | 2017年3月

美國經濟已從2015年的「工業衰退」中復甦、能源市場回升，加上特朗普激發消費和企業信心，美國基建業似乎即將迎來光輝歲月。

成本曲線下降正在改變美國能源業的面貌。推動能源的自給自足最終演變為出口能源。從煤炭轉移到可再生能源日益由經濟因素而非意識形態所驅動。政府立法或許會加快或減慢這個進程，但最終結果還是無可避免。

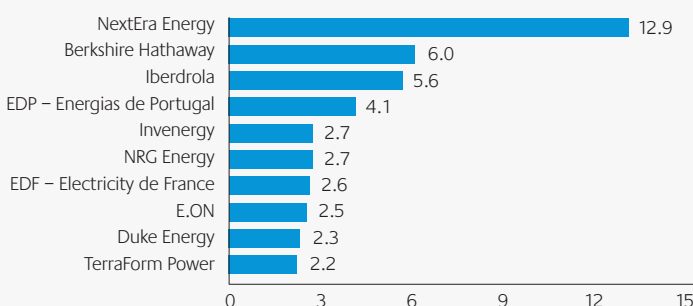
## 德薩斯州和新墨西哥州

是次行程的首站是德薩斯州。德州是美國的第二大州，擁有2,700萬人口，佔全國國內生產總值的10%，奉行自由市場、低稅率和小政府原則，成為各種基建公司的總部所在地。以下是我在德州考察的重點主題：

**能源魅力：**德州的能源基建業再現魅力，並非虛張聲勢。基建業已改善其財政狀況，股息受壓的情況亦隨著石油及天然氣液價格和產量回升而結束。美國能源生產商的成本曲線持續下降，反映能源基建業，尤其是Enterprise Product Partners及Kinder Morgan已作好準備，利用增長資本開支以獲取吸引的風險調整後回報。

**風能經濟：**德州是美國最大的風力發電場，德州西部的風電產能非常強勁(40-50%)。隨著風力發電的成本曲線持續下降，加上政府立法提供補貼直至2021年，應有助推動德州的風電市場不斷擴大。值得注意的是，德州並無實施可再生能源配額制，可見發電的資本開支是由經濟因素而非意識形態所驅動。我們預計NextEra Energy和Iberdrola等公共事業公司將可受惠於這個趨勢。

### 美國十大風力發電廠，截至2016年底(千兆瓦)



資料來源：彭博資訊及首域投資。

**廢物回收：**與侯斯頓多家廢物處理公共事業公司會面後，我認為這個行業現時的經營環境可說是過去十年來最佳。行業整固及消費物價指數擴張、廢物量激增、商品回所帶來的收入不斷增加和價值提升、補強收購仍然頻繁，均有助推動定價加速增長。

**公共事業升級：**艾爾帕索 (El Paso) 是一個擁有100萬人口的偏遠城市，鄰近德州、新墨西哥州及墨西哥。El Paso Electric是當地一家受監管的公共事業公司，現正逐步更換已使用60年的發電設施，轉為採用更高效能和更潔淨的複循環燃氣渦輪機組和太陽能發電。強勁的客戶增長，加上當地經濟穩健，以及進入龐大的資本開支升級週期，應可推動強勁的盈利增長，以及在派息率擴大的支持下錄得較高的股息增長。

### El Paso Electric的單循環燃氣渦輪機



資料來源：首域投資。

## 俄亥俄州和肯塔基州

接著，我從德州飛往俄亥俄州和肯塔基州。辛辛那提 (Cincinnati) 的Brent Spence Bridge橫跨俄亥俄河，這座雙層橋已使用53年，現正面對嚴重的交通擠塞問題，迫切需要開展作價20億美元的更換計劃，在特朗普政府的基建交通項目名單上排名第二。我發現大橋現時的交通負載量已達最初設計的兩倍，畢竟75號州際公路 (I-75) 是美國最繁忙的貨車路線。這座大橋將成為一項重要測試，印證特朗普是否認真落實和擁有聯邦資金，推行其大肆張揚總值1萬億美元的基建計劃。

沿著俄亥俄河下游距離只有100英里的路易斯維爾 (Louisville)，我發現作價11億美元興建的Lewis & Clark Bridge 已於2016年12月啟用。這是一項成功由公私營合夥企業發展的項目，以大橋長達35年的收費交通專營權集資興建。我們認為這類項目證明私人企業的基建資本可為美國各地方政府及其服務的社區提供雙贏方案。

### 橫跨俄亥俄河的大橋Lewis & Clark Bridge



資料來源：Courier-Journal。

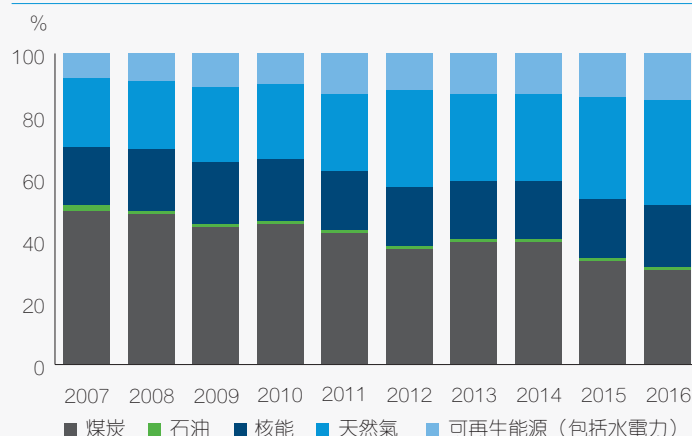
### 紐約

我離開俄亥俄州和肯塔基州後，隨即前往紐約城，出席集成有限合夥事業、潔淨技術及公共事業研討會。以下是這次研討會的內容重點：

**能源出口：**美國能源基建市場繼過去五年經歷大規模的盛衰週期後，其增長資本開支似乎已重返較切實可行及可持續的水平。其中最具潛力的增長資本開支是出口美國能源—液化天然氣、天然氣液及精煉石油產品。Marcellus / Utica頁岩氣田現正逐步建立出口業務，但由於(1)生產商不願簽署長期合約；及(2)受到許可限制，步伐料將較預期緩慢。其他主要基建需要包括天然氣液的中游儲運管道和加工廠，以及從Permian地區輸出新增產油的石油管道。就目前的商品價格而言，新增精煉產品管道的機會似乎有限。

**煤炭與可再生能源：**在與我會面的眾多公共事業主管人員當中，並無任何一人認為特朗普政府將會對可再生能源的擴展造成不利影響，或扭轉減用煤炭的趨勢。這些觀點反映國家與企業均支持可再生能源，以及可再生能源成本曲線下降可帶來經濟效益。這對NextEra Energy、Xcel Energy及Iberdrola來說是令人鼓舞的發展。

### 美國各類燃料發電 (%)



資料來源：彭博資訊及首域投資。

我在此行接觸的每一個企業管理團隊對特朗普能否在2018年之前推行大幅的企業稅務改革感到非常懷疑，甚或質疑是否會實現任何改革。然而，企業管理層對近期放寬聯邦法規管制的情況更感樂觀，這將有利於減低新基建項目的成本和時間。

公共事業規模的太陽能光伏成本已從2011年的每兆瓦265萬美元降至2016年的每兆瓦114萬美元。成本持續下降，反映太陽能在可再生能源配額拍賣中所佔份額提升，並受惠於企業對可再生能源的需求強勁。另外，出乎意料的是，全球規模最大的可再生能源公司NextEra Energy竟然耗用1億美元進行電池研究。

能源效益大大降低了用電量。電力需求由2014年的高峰水平下降1.2%，而實質國內生產總值增長4.2%。正因如此，我們保持看好電力公司(包括PG&E Corp 及 Eversource Energy)，因其收入並非完全依賴發電量。

## 麻省

最後，我趕上Acela Express列車前往波士頓。以下是一些觀察：

**發射塔增長：**流動通訊發射塔巨擘American Tower現已成為一家真正的環球公司，其70%的發射塔業務及35%的息、稅、折舊及攤銷前利潤均來自美國境外。因此，相對於其他同業，該公司的增長水平最高（自然及併購增長）；但這種增長同時須承擔最高的貨幣、主權及營運風險。該公司預測2017年在美國的新租賃活動將適度加速，3%的定價環境則維持不變。

**海上風力：**麻省已制定在2027年之前提供1,600兆瓦海上風電的目標。這是美國首次嘗試海上風力發電，因此將成為一項重要的測試個案。幸而，歐洲在這方面的技術一直處於前沿位置，應有助降低Eversource Energy及National Grid等公司的開發風險。

## 總結

美國基建公司正在展現光輝歲月，經濟穩健支持產量維持強勁、能源業回升、消費物價指數加速增長帶動定價造好並持續改善。美國基建公司的短期盈利預測風險是其上行潛力。

然而，我們應謹記投資是一種「人氣」比賽，不宜買入最受歡迎的資產。因此，當市場處於亢奮狀態，反映大部份樂觀情緒，但忽略或並未考慮重大風險時，我們反而傾向保持審慎。由此可見，我們在過去兩年來首度對美國持偏低比重策略並不令人感到意外。



安志航  
Andrew Greenup  
全球上市基建  
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)有限公司的商业名稱。