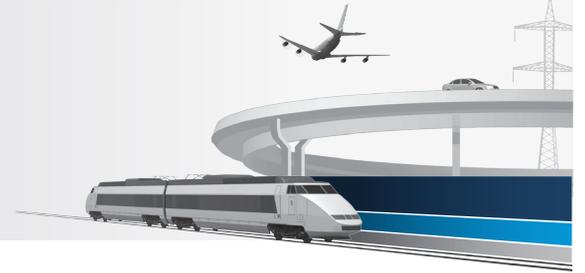


日本製造



全球上市基建分析師 Jessica Johnson | 2017年3月

日本商界正致力改善企業的管治質素。自上次考察日本以來，企業與投資者的溝通出現明顯轉變，包括有關多元性的討論（特別是女性出任董事的議題），以及與財務表現掛鉤的獎勵制度。

現時，日本的運輸量正開始擴張。港口吞吐量在兩年來首度錄得增長。鐵路及機場的運輸量強勁，並將受2019年世界盃欖球賽和2020年奧運會所帶動。商業經營氣氛向好，當地企業亦正擴充業務。

我們投資團隊的行業研究優勢之一，就是物色全球市場的錯誤定價機會。日本燃氣公共事業仍備受冷落，因為當局即將開放市場導致投資者看淡其前景，投資風險亦升溫。反觀，市場普遍認為中國燃氣公司仍值得吸納，投資者淡化監管當局採取干預措施的風險。

本文將深入剖析這些觀點。

利益一致性與管理層的多元性

我在2013年4月曾經撰寫題為「友善好客的日本能否善待股東？」(Japan: can user-friendly become shareholder-friendly?) 的考察日誌。上週，我有機會再訪日本探討這個議題，了解箇中轉變。

儘管日本企業自2013年的管治改善步伐較預期緩慢，但當我與公司管理層會面後，對前景感到樂觀。會面期間，我們討論把管理層的獎勵制度與公司財務表現掛鉤，而非限於社會性和質化措施。誠然，當中尚有不少有待改善的空間；我期望日本企業更加重視整體股東回報，並把獎勵制度與長期表現掛鉤。不過，我慶幸有機會與公司管理層商討這個議題，而新酬架構亦開始出現變化。

日本公共事業公司過去曾以高價收購海外資產，結果導致股東價值受損；我寧願它們增加派息比率或回購更多股份。雖然從此行的會面結果看來，這些情況難望在短期內轉變，但如果管理層獎勵制度能夠與整體股東回報掛鉤，將與股東利益更趨一致，並有助這個範疇的決策程序。

至於企業管治方面，在與企業管理層的多次會面中，我們曾經三次討論加強董事局多元性的議題，由增加女性參與程度開始。在我們研究的日本公司中，現時只有一半委任女性加入董事局，而其中由超過十人組成的董事局內，女性董事只佔一個席位。此外，大部份董事同時為公司的高級職員，因此不屬於獨立人士。不過，我感到這個議題朝著正確的方向取得進展。

郭正廷 (Trent) 及 Jessica 攝於上組位於神戶的總部



資料來源：首域投資。

回顧2013年，安倍晉三出任日本首相不久，民眾對未來非常樂觀，充滿憧憬。四年後的今天，樂觀情緒仍在，但程度顯著減退。雖然國民期望的經濟發展尚未出現，但「環境較實行『安倍經濟學』政策之前好轉」。在過去數季，港口營運商上組（基金持股）的貨運量增加，逆轉過往兩年多以來的跌勢。汽車出口量上升是帶動貨運量改善的主要原因。

與此同時，當地企業正擴充業務，例如遷往東京新發展項目的大型辦公室；這從東京商用物業的空置率偏低及租金大幅增長可見一斑。這個環境利好東日本旅客鐵道及東京燃氣 (Tokyo Gas)（兩者均為基金持股）等經營物業發展業務的公司。日本的鐵路運輸量保持強勁，尤其是商務旅客方面，進一步支持當地經濟改善的觀點，而這有利東日本旅客鐵道和東海旅客鐵道等日本國內旅客鐵路營運商。

當然，外界對將在日本舉行的2019年世界盃欖球賽和2020年奧運會滿懷期待。日本機場大廈株式會社計劃把國際航班升降時段增加45%，為這兩大盛事帶來的旅客增長作好準備。

日本燃氣公司備受冷落

在截至2017年2月的12個月內，東京燃氣等日本燃氣公司的表現，遜於我們投資領域中所有亞太區、英國和美國公共事業公司。日本於2017年4月放寬對家用燃氣零售市場的監管前夕，市場相當看淡公司盈利前景。值得注意的是：東京燃氣的客戶中，家庭用戶只佔20%，超過50%為工業客戶。當日本工業用燃氣市場在2004年放寬監管時，對公司業績的影響微不足道。

在2016年4月，逾750家公司向經濟產業省提出牌照申請，以便在開放電力零售市場後加入電力銷售市場。反觀至今只有五家公司申請燃氣零售市場的經營牌照，造成這個差異原因是日本缺乏中央化的輸氣管道基建。企業可以透過批發市場買入電力再轉售予零售客戶，但燃氣市場並無設於當地的天然氣中心，以便進行同類的交易。相反，企業需要取得進口液化天然氣的長期合約，而在輸入天然氣後，日本亦缺乏運送燃氣所需的全國管道網絡。即使新業者成功把天然氣運到東京，它們仍需要租用東京燃氣的燃氣管道網絡；此舉將令經銷商的盈利大打折扣。基於以上理由，我有信心東京燃氣近期的遜色表現只是市場反應過度，而當事實證明放寬監管對其業績的影響有限時，市場將再度重估這家公司。

高度看好中國燃氣公司

中國配氣公司目前的股本回報率約為20%，在我們的公共事業投資範圍內屬最高水平之一。中國政府積極推行減少空氣污染的計劃，鼓勵人民採用天然氣而非其他燃料，帶動燃氣業出現強勁的結構性增長。由於中國經濟放緩及油價回落，使工業燃氣量由頗高水平回落。然而，這代表業內公司的每年燃氣增長量將由20%降至「只有」10%。

投資於中國燃氣業的理據穩固，但我認為行業將在2017年面對顯著阻力，為我們帶來潛在的吸納機會。中國部份省份的監管當局已調低配氣公司的准許利潤率，若這個情況廣泛出現，行業的整體盈利預測將下調30%。外界認為發生以上情況的機會頗高，因為政府在過去兩年首先整治上游（勘探及生產）企業，然後是傳輸公司。配送公司至今相對毫髮無損，但有機會成為下一個受到加強監管的行業。此外，隨著燃氣滲透率上升，接駁費收益下降的風險增加。配氣公司新奧能源控股的一半盈利便來自接駁費收益；同業北京控股並無同類收益，因為當滲透率超過70%時，北京地區的接駁費已被下調。

然而，即使政府執行削減利潤率的規定，相關公司的回報仍非常穩健。雖然股本回報率無法達到過往常見的20%，但仍介乎12%至15%之間。市場繼續緬懷那些公司過往的佳績，而在重訂預期基數之前，我們將靜待時機。

地緣政治不容忽視

在我加入團隊五年以來的多次考察中，這是地緣政治因素首次成為重點討論的議題；英國脫歐、美國大選及亞太區近期的事態發展都成為熱門話題。雖然我們採取由下而上的選股策略，但我們不可忽略政治對所投資公司及行業造成的影響。我考察的所有公司均關注地緣政治因素，特別是韓國/中國/美國之間的關係，據我觀察，近月發生的事件激化了企業對地緣政治的關注。

區內局勢不明朗，港口業首當其衝。以深圳東鹽田國際集裝箱碼頭（由和記港口信託持有）為例，美國佔其直接貨量逾40%；若美國對中國出口徵收關稅，該公司將最受拖累。基金並無持有的和記港口亦面對借貸成本及浮息債務高企的額外阻力。因此，美國利率如有變動將直接影響它們的利息成本。

另外，市場關注當局可能徵收貿易關稅，招商局及中遠海運港口（兩者均為基金持股）亦因而受累。不過，這兩家公司能發揮分散投資的作用，因為它們在歐洲、南亞及非洲擁有大型的國際港口業務，佔其盈利的15%至30%。它們的估值水平持續偏低，並較帳面值存在顯著折讓。

總結

綜觀全球，日本仍是最愛到訪的國家之一。我期望下次重臨日本前，企業管治及加強股東權益方面都能進一步改善。此行結束時，我對基金的燃氣及鐵路公司持倉充滿信心，但對於這些坐擁大量現金的公司過度投資於海外資產保持審慎（並感到失望）。

香港方面，我們持有的港口公司能帶來深層價值，而且估值倍數受壓，市場對貨運量和盈利的預期亦偏低。我現時認為中國的燃氣公司較受下行風險的影響，並期望更多公司派發現金，正如在我考察期間，基金持有的電能實業以派發特別股息的方式回饋股東。此外，我們亦歡迎企業回購股份，而這是日本企業較常見的做法。

最後，正如我們從全球新聞媒體（以及Twitter）所見，地緣政治仍是眾人焦點。然而，我們仍然相信透過長期和由下而上的投資程序，我們將能繼續物色基建投資領域的基本價值。

神戶港工人正在卸載來自菲律賓的香蕉



資料來源：首域投資。

此行亮點

- 離開羽田機場後，乘坐計程車只須20分鐘便可到達東京中心商務區；若選擇於成田機場降落，則需要超過一小時的火車車程。
- 我乘搭由東京前往神戶的新幹線（子彈火車）參與企業會議，即日返回東京- 新幹線提供迅速、高效和準時的服務。
- 在日本最大的香蕉及柑橘類水果進口設施考察一小時後，我也成為了香蕉專家。您知道嗎？日本進口的水果中，香蕉佔60%。香蕉是日本人最愛的水果（大幅拋離位列第二及第三的菠蘿和奇異果）。
- 日本料理（新鮮美味！）和日本國民—在多次考察行程中，我有幸遇到最溫文有禮的日本人。

行程低潮

- 日本政府把每週工時限於60小時，以協助國民在工作與生活之間取得平衡，我認為此舉正確。不過，令人失望的是企業管理層對這項措施的支持不足，他們反而關注勞動成本可能受到的壓力。
- 日本的公用事業公司熱衷投資於當地的燃煤發電廠，反觀我所研究的美國公用事業相繼關閉燃煤廠房，改為使用較潔淨的能源。
- 持有閒置現金的公司拒絕回饋股東，反而投資海外或在利率接近零息時存放於銀行，這些行動都可能破壞股東價值。



Jessica Johnson
全球上市基建分析師

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)有限公司的商业名稱。