

2024年5月30日

康福德高

Corporate Monitor Ltd是一家新成立的非营利机构，致力于对新加坡交易所上市公司进行客观和全面的研究，现已发布关于康福德高（“CDG”）的报告。请注意此报告并非投资建议。

CDG在新加坡的交通系统中起着关键作用，经营公交车、出租车和地铁。尽管如此，CDG的股价长期处于下跌趋势，从2014年到2023年平均每年的总股东回报率（“TSR”）仅为0.4%，这主要得益于其分红。

股价表现不佳反映了疲弱的运营和财务业绩。从2014年到2023年，收入基本停滞不前，而营业利润和净利润分别下降了39%和35%。尽管公司在海外扩张和收购上花费了超过10亿新元，相当于其今天市值的三分之一（30亿新元），但这些资金并没有带来回报。我们有理由提问公司是否有更好的资金用途。

我们认为，CDG的业绩削弱了股东价值，因为其股本回报率（“ROE”）长期处于下降趋势。自2020年以来，CDG的ROE一直低于9%，而分析师估计CDG的股本成本约9%。虽然容易归咎于COVID-19，但COVID爆发前的2019年ROE仅为10.2%，而2014年的ROE则为13.1%。CDG管理层向我们确认，公司没有ROE目标。本该追求回报率，CDG战略却聚焦于扩大核心业务和通过收购进入相邻业务。

我们难以看出这种战略如何能改善ROE。CDG的主要业务是公共交通，占其收入的76%，其次是出租车，占15%。公共交通的营业利润率从2019年的7.9%下降到2023年的4.1%。从新加坡到英国到澳大利亚，在CDG运营的地区，政府都在通过合同招标降低公共交通成本。我们的研究显示，欧盟、英国和澳大利亚等发达经济体的公共交通运营利润率通常在低个位数。然而，近年来CDG为扩大规模，仍在欧盟竞标公交和地铁运营。包含更多低利润的公共交通收入只会降低整体利润率。CDG过去的经验让我们对这种举措并不抱乐观态度。在英国，CDG的投资约为4.5亿新元，在过去五年中的投资年回报率平均为0.6%，并且在两年中为负数。

CDG的反驳是，公共交通业务风险较低，因此较低的利润率是合理的。CDG的英国的业务波动性表现推翻了这一论点。此外，由于英镑和澳元的持续疲软，CDG账面上有超过1.6亿新元的外汇转换损失。这些外汇损失一旦确认，可能会抹去这些市场多年微薄的利润。

出租车业务的利润率较高（2023年营业利润率为18.6%），但Uber和Grab等网约车公司抢走了出租车的市场份额。CDG2023年的出租车业务收入比2019年低了29%。然而，CDG继续追加对出租车领域的投资。在2024年，CDG以1.82亿澳元的股权价值收购澳大利亚的出租车公司A2B。CDG没有解释在一个衰退行业中追加投资的逻辑。更糟糕的是，A2B在2020年至2022年间一直在亏损，2023年仅实现了400万澳元的利润（不包括物业销售的一次性收益）。这次收购的市盈率（Price Earnings Multiple）为46倍，远高于CDG的17倍市盈率。CDG管理层需要向股东说明这项收购如何增加CDG股东价值。

各国的公用事业（包括交通）监管环境的变化可能会对CDG的全球扩张战略产生负面影响。全球正在进入一种新常态，许多发达国家政府都加强了对交通领域的监管。例如，欧盟、澳大利亚和新加坡已经通过了监管系统性重要参与者的法律，涉及外资持股等事项。这些法律让观察者为保护主义的风险感到担忧。CDG必须密切关注各国的监管环境，因为CDG可能被迫退出其重金投资的关键海外市场。

尽管股价和财务表现不佳，管理层薪酬却在上升。我们希望CDG披露与管理层薪酬挂钩的具体关键绩效指标，以确保管理层薪酬更好地与股东利益保持一致。这是CDG在澳大利亚和英国的同行们的做法。然而，管理层透露CDG只计划与本地基准保持一致。值得注意的是，本地基准（如新加坡金融管理局的实践指导）其实是提倡同样的披露。

对标类似CDG的收入和市值规模的其他企业时，我们发现CDG的公司结构繁琐，有三个上市实体。最小的是Vicom，收入仅有1.1亿新元，且多年来没有实质性变化。另一个上市子公司SBS的市盈率只有11倍。如此多的上市实体影响了母公司CDG的估值。

伴随繁琐公司结构的是三个上市公司的庞大董事会。CDG集团共有超过30个董事席位。相比之下，规模更大的上市实体如DBS只有10名董事。CDG最直接的可比公司SMRT在上市时也只有10名董事（现在作为私营公司有14名董事）。具有讽刺意味的是，尽管有庞大的高级管理团队，CDG却没有专职首席财务官。

CDG需要改变方向以创造股东价值。这需要企业文化的变革，更加注重盈利和回报，而不是为了避免收入下降而盲目扩张。CDG应重新考虑以极低利润率竞标海外公共交通合同的逻辑，因为这最终惠及了其他国家的民众，却未能惠及本地股东。

完整的CDG报告可在<https://corporate-monitor.org/research/>查阅。