

2024 年 8 月 27 日

新邮政

明鉴企业分析有限公司(“Corporate Monitor”)是一家致力于研究及分析新加坡交易所上市公司的非营利组织，现发布我们对**新邮政(“SingPost”)**的研究分析报告。

新邮政的传统邮政业务最近庆祝了 165 年的持续运营，是新加坡少有的百年业务。然而，新邮政最大的战略挑战恰恰在此，因为电子邮件的普及导致传统邮政服务的需求急剧下滑。为了让集团业务转型，新邮政早于 2010 年就开始在海外(主要是美国)进行超过 20 起业务收购。但事与愿违，收购的企业大部份以清盘收场，此转型尝试以失败告终。在 2021/22 年上任的新董事会和管理层，同样采用收购策略，这回转向澳大利亚。在新加坡，新邮政试图通过发展电子商务配送服务来抵消邮政和包裹业务的下滑。

新邮政现有三大业务，但它们之间几乎没有关联和协同效应。收购的澳大利亚业务表现良好，但其在 2024 财年仅贡献了 6700 万新元的运营利润，远低于在 2019 年新邮政和包裹业务所实现的 1.66 亿新元的运营利润。另一个问题是，澳大利亚子公司尽管在市场排名第五，但其市场份额仅为 1%。对该澳大利亚业务来说，增长是关键，因为只有足够的规模才能满足客户的需求。规模也是科技投资的前提条件。这也是为什么澳大利亚子公司必须持续收购物流公司。但新邮政的负债已经偏高，可能无法提供资金支持澳大利亚子公司的发展需要。

新邮政的邮政和包裹业务在 2023 年首次出现亏损，只有在政府同意提高邮资后，在 2024 年获得了 750 万新元的小额利润。公司坦诚这项业务的前景并不乐观，避免亏损可能是最好的结果。新邮政试图通过发展电子商务物流业务来弥补。然而，这一领域现在面临严峻的市场挑战。大型电子商务公司正加快步伐建立内部的物流配送能力，新邮政与其他竞争者因而流失订单，只能通过价格竞争来争夺剩余的小型电子商务客户。规模比新邮政大的 J&T Express 和 NinjaVan 的亏损已经在扩大，我们认为新邮政也不能幸免。总体而言，新加坡的邮政和包裹业务的未来增长非常有限。

物业业务贡献了新邮政接近 50% 的运营利润，但物业业务已被定为非核心业务。新邮政在 2024 财年将其旗舰物业，新加坡邮政中心(SPC)重估至 11 亿新元。管理层已表示将在适当的市场条件下出售该物业，以降低新邮政的债务。由于债务高，我们认为单只出售此物业，也不会转化为可观的特别股息分配给股东。

我们也认为新邮政并没有很富裕的时间去等待出售 SPC 的时机。首先，如果邮政和包裹业务的亏损加速超越澳大利亚业务的增长，新邮政总体的 EBITDA 将会下降。在这种情况下，银行和评级机构关注的债务与 EBITDA 比率将会恶化，评级机构可能会降低对新邮政的信用评级。新邮政的利息负担已经偏高(财务开支占 EBITDA 的 25% 左右)，更差的信用评级可能会导致利率上升而加剧此负担。其次，高负债率局限新邮政的融资能力，这意味着新邮政不太可能持续并购。这将对澳大利子公司是一大打击。没有新邮政的财务支持，澳大利亚业务可能会面临增长瓶颈。

在这种情况下，让澳大利亚业务单独上市是一个积极的选项。上市能给澳大利亚业务注入更多资本，同时允许新邮政出售部分股份，并将收益用于减轻负债。但澳大利子公司的单独上市也引发了一个战略问题，即新邮政有没有必要持续在新交所上市。澳大利亚业务是目前新邮政旗下最好的业务，投资者如果可以直接在澳大利亚证券交易所投资此业务，就可以避开新邮政其他增长前景不乐观的业务。另外，如果新邮政和其澳大利子公司双重上市，资本市场通常会给与新邮政股票折价，结果是股东价值没有得到体现。我们将在稍后进一步探讨股东价值这个核心问题。

跟据 2024 年 7 月 30 日《澳大利亚金融评论》报道，美银已被委任出售新邮政的澳大利亚资产，并已接触了私募股权公司。在澳大利亚，这意味着出售控股权，甚至 100% 股权。同时出售 SPC 和澳大利亚业务的战略理由是什么？这让人联想到新加坡报业控股。在这个场景，出售这些资产的收益可以用来偿还债务，还会有剩余的收益分配给股东。邮政和包裹业务可以在与新加坡政府的谈判中进行重组，以寻求结构性的解决方案。

抛开这种激进的设想，如果新邮政继续作为三个不同且相互间没有关联的业务的控股公司，集团管理层和董事会的作用是什么？集团管理层能带来什么增值作用？新邮政收

购了澳大利亚业务后还是依赖留任的管理层继续运营，集团 CEO 和集团 CFO 都没有任何澳大利亚经验。澳大利亚子公司的管理层可能会问，他们为什么要继续留在新邮政旗下？由于新邮政的负债率高，澳大利亚子公司需要的持续收购也无以为继。总而言之，如果集团管理层没有增值作用，它就只是一个额外的成本，甚至会形成一套官僚体制。

新邮政的董事会也不具备澳大利亚或物流方面的经验，除了刚加入的一位曾在 DHL 工作过的董事。我们希望新邮政加快董事会的更新，引进更能了解现有业务的专才，而不是保留现有董事。本应在 6 年后退休的 9 名董事中，有 5 人已任职超过 7 年。他们中的两人在最近的股东大会上被重新选任。新邮政没有具体说明他们被重新选任原因是什么，只笼统地说他们具备关键技能，却没有说明何谓关键技能。我们建议新邮政说明，为什么制定了董事任期六年的政策，却出尔反尔。

资本管理是新邮政五大战略重点之一，但在这方面，集团表现并不达标。尽管公司把股本回报率(ROE)目标笼统地定为 10%以上，但自 2017 年以来，新邮政的 ROE 一直低于这一目标。更糟的是，新邮政的 ROE 甚至低于其股份成本。我们保守估计新邮政的股份成本为 9%，但新邮政自 2019 年以来就未达标。ROE 在 2023 年降至 2%，2024 年剔除 SPC 的估值增益(这是非现金项目)后也仅为 3.8%。我们希望新邮政管理层能够明确提出一个更具体的 ROE 目标，且制定实现这一目标的路线图和时间表。否则，设定 ROE 目标就沦为空谈。由于未能实现高于股份成本的 ROE，新邮政基本在摧毁股东价值。管理层必须对此负责。

对于股本回报率，我们也察觉了新邮政的计算有水分。ROE 计算是通过将净收入除以平均股东权益计算得出的财务比率。在计算时，新邮政并没有从净收入将永久证券的股息减去，所以计算分子(numerator)高于实际；若新邮政把永久证券当成股本，那分母(denominator)就应该包含这些永久证券，但新邮政的股东权益也没涵盖这些永久证券，所以分母低于实际。这种偏离市场惯例的计算方式会产生比实际更高的 ROE。

新邮政面临严峻战略挑战。邮政和包裹业务仍然是问题的根源。澳大利亚业务表现良好，但无法弥补邮政和包裹业务的利润缩减。物业业务没有增长，且不是一项持续的业务。增长是集团面临的重大问题。没有增长，高负债率问题无从解决，并将使新邮政面临财务风险。没有增长，ROE 将继续低靡。然而，高负债率反过来又限制了增长，因为澳大利亚子公司是唯一具有增长潜力的业务，但新邮政却无法为此业务提供增长的资金。新邮政正处於进退两难，骑虎难下的形势，必须进行更深入的改造，维持现状是不可持续的。

后注：我们注意到新邮政的运营利润在截至 2024 年 6 月底（第一季度里）增长了 105%，但我们认为投资人不应该对此过於乐观。首先，管理层将第一季度利润的增长归因于会计报表合并了 Border Express，一家澳大利亚物流公司。新邮政刚于 2024 年 3 月完成这项收购。对于一个依赖收购来实现增长的集团来说，这种短期的会计提升并不罕见。投资者应关注新邮政的长期增长前景，而明鉴（Corporate Monitor）对此持有强烈保留意见。

完整的新邮政报告可在 <https://corporate-monitor.org/research/> 查阅。
