

# “亚洲股神”香港首富李兆基也打眼？香港小轮（集团）：渡轮服务长期亏损，投资价值无从谈起

导语：股神的作业，不能随便抄。

作者：市值风云 App：布偶

香港四大富豪之一的李兆基，在香港人送外号“亚洲股神”，与李嘉诚多年来在富豪榜上激烈竞争香港首富的头衔。李兆基曾在 2020 年以 304 亿美元身价超越李嘉诚，成为当年香港首富。

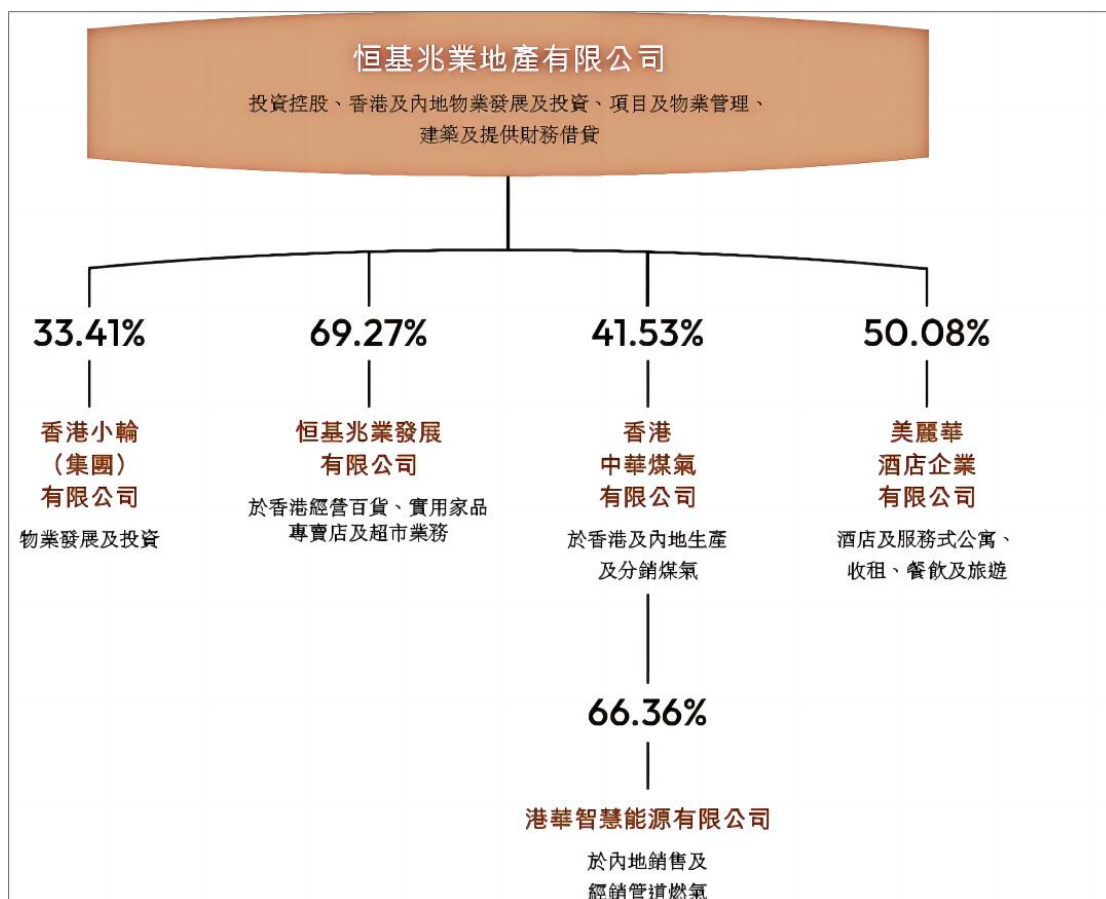
虽然李兆基的投资版图不止于地产行业，但作为以房地产起家的他，投资风格依然带有香港地产商人的烙印，偏好具有区域垄断优势或独特竞争优势的企业，看重其带来的定价能力和长期稳定的现金流。

早在 1970 年代中期，李兆基就开始持续买入香港小轮（集团）（00050.HK，下称“香港小轮”或“公司”）的股票，看中的正是这家公司拥有的土地资源、稳定的现金流以及较低的股价。

## 一、股神青睐的投资标的

香港小轮成立于 1923 年，前身为香港油麻地小轮船公司，航线服务曾是公司的重要核心业务。最初提供来往中环至深水埗、旺角及油麻地的航线服务，并后来扩展至新界及离岛。1989 年，公司进行重组，更名为香港小轮集团。

截至 2023 年末，李兆基家族通过恒基兆业地产及其子公司间接持有香港小轮集团合计 33.4% 的股份，是其第一大股东和实际控制人。



(来源：上市公司公开信息，稳盈家族办公室整理)

在正式开始分析香港小轮这家公司之前，风云君不妨先带大家了解一下当年李兆基看上这家公司的原因，不仅能让我们借鉴这位“亚洲股神”的分析思路，也能帮助我们判断这家公司是否符合我们的投资框架。

李兆基买入油麻地小轮（如今的香港小轮）的股票，主要考虑了以下三点：

1. 便宜：当时油麻地小轮的股价较低，且是一个不起眼的小公司，一共只有300万股。李兆基当时已有充足资金让他可以通过公开市场购入股票迅速成为大股东，从而对公司的经营决策产生影响力；
2. 实物资产和区位优势：油麻地小轮当时主要从事渡轮船厂业务，拥有船舶、码头和地皮等资产，具有增值空间。这些资产，尤其是地皮，具有地域上的不可替代性，与他投资香港中华煤气（00003.HK）的思路有相似之处；

李兆基看重香港中华煤气的原因之一是该企业是全港唯一的供气公司，垄断经营，收益稳定。

3. 地段：利用其土地资源开发新地产项目。在李兆基看来，当时香港经济只需一两个基建项目的带动就可迎来复苏。他认为，通过开发新地产项目，他个人可以收获财富，同时也有可能对香港带来积极的社会贡献。

**换句话说，通过投资香港小轮，李兆基不仅获得了渡轮业务带来的现金流，还能利用其拥有的土地资源进行地产开发。这与传统的股票投资逻辑——即通过持有股票获取价格上涨和分红收益——有一定区别。**

时至今日，该公司又多了一个另一位西方“股神”会喜欢的特质：香港小轮极低的估值符合巴菲特早期钟爱的价值投资框架，这是一家自 2021 年起，市值甚至低于账上现金的公司。

因此，不少投资者出于对李兆基和巴菲特投资风格的追随而买入了香港小轮的股票。

2023 年，公司的营收为 3.7 亿（同比 + 33.5%），扣非归母净利为 1.9 亿（同比 - 85.6%）。

本文除额外说明，金额单位默认港元。2014 年的营收和扣非归母净利明显同比增加，主要是因为出售了“逸峯”住宅单位，确认了相关的营收和净利，“逸峯”是位于新界粉岭马适路 1 号的物业项目，该项目还包括一个商场。



(来源：公司年报，制图：市值风云 APP)

2023 年营收有所增长，主要得益于香港旅游业复苏带动渡轮业务回暖。

2023 年扣非归母净利同比有所减少，主要是由于 2022 年的扣非归母净利基数较高。2022 年，公司确认了与帝国集团合资开发的“帝御”项目收益，“帝御”项目于 2022 年 8 月取得满意纸，并截至同年 12 月末已交付 1,738 户住宅单位。

*在香港地产中，满意纸是由地政总署发出的文件，证明发展商已按照与政府签订的协议完成所有批地条款，包括兴建必要的公共设施，如行人天桥、隧道、绿化设施等。只有当发展商取得满意纸后，才能通知买家正式交楼。*

回顾历史，公司盈利能力曾在 2015-2016 年间因住宅和商业地产开发项目而显著提升。然而，随着地产项目减少，加上渡轮业务多年维护疏忽导致的紧急维修费用增加，盈利能力自 2018 年 H1 开始下滑。

2019 年香港社会动荡及随后的疫情，对洋紫荆维港游等观光游览服务的营收产生了显著影响。在此期间，尽管营收减少，船只维护成本依然存在，进而压缩的公司的利润。

在这里，风云君使用的调整营业利润率仅考虑公司的经常性业务（地产投资、渡轮和船厂业务）。地产开发业务的开展频率存在较大不确定性，会出现多年未开展业务的情形。

净利率的显著波动可归因于香港地产商普遍采用的慢周期开发模式，导致收入确认通常明显晚于成本支出的确认。因此，年度净利率数据可能无法准确反映公司当年的经营状况。

此外，公司在顺成、伟富等合资地产和物业管理公司的长期股权投资，带来的投资收益虽然也对净利率带来了提升，但是也加剧了净利率的波动。

2023 年，公司的毛利率，经调整营业利润率，净利率分别为 37.5%，14.1%，50.8%。

毛利率、经调整营业利润率、净利率 (%)



(来源：公司年报，制图：市值风云 APP)

## 二、半个渡轮公司，半个地产投资公司

总体而言，投资者可以将该公司视为一家兼具渡轮船厂业务和地产投资双重属性的企业。其中，渡轮及船厂业务和地产投资业务各占约一半的营收。此外，地产开发业务则作为不定期的额外收入来源，为公司带来偶然的收益。

### 1、渡轮、船厂及相关业务

该业务线主要分为四个部分，船厂业务，载客渡轮服务，汽车渡轮，以及旅游及宴客服务。

船厂业务方面，公司的业务范围主要是建造渡轮船舶，以及对于船舶的检修。整体来说，公司对这部分的信息披露较少。

载客渡轮服务方面，由于经营亏损和市场变化，公司在 2000 年正式结束了大部分载客渡轮服务，主要保留了维港观光航线。

香港政府对渡轮的定价有监管限制，以保障市民基本生活需求，因此该业务线的营收除疫情影响外，基本维持在 1 亿至 1.8 亿之间，且因为无法提价来覆盖成本，处在持续亏损的状态。

汽车渡轮方面，公司是香港唯一持牌的汽车渡轮营办商，提供汽车及乘客的渡轮服务。虽然公司从 1992 年起开始多项开源节流方案，包括加价和缩减亏本航线，但自 1994 年起一直在长期亏损。

旅游及宴客服务方面，公司主要业务是洋紫荆维港游。但是该业务主要依赖来访旅客，在香港动荡时期和疫情时期曾受明显影响。

目前，公司保留渡轮和船厂业务线更多是出于社会责任考虑，包括满足香港居民的交通需求，以及维持渡轮作为香港旅游景点的地位，该业务线的营业亏损率在 1.5% 至 4% 左右。2023 年，该业务线的营收为 1.4 亿。

## **2、地产投资业务**

地产投资业务产生的租金收入构成了公司的主要利润来源。假如该业务线可以独立成为一家公司，净利率大概能维持在 70% 以上。

截至 2023 年末，租金收入主要来自港湾豪庭广场和逸峯的商铺，涵盖商场、商铺和停车位等多种业态。

地點	地段號碼	建築面積 (平方米)	土地 租約期滿 (年份)	目前用途
港灣豪庭廣場 大角咀福利街8號	九龍內地段 11127號餘下部份	23,549	2047	商場
城中匯 寶其利街121號	紅磡內地段 第555號	932	2061	商場
逸峯 粉嶺馬適路1號	粉嶺上水市地段 第177號 (S.T.T. 1364(N))	12,684	2060	商場
亮賢居 詩歌舞街83號	九龍內地段 11159號	2,469	2054	商場
嘉賢居 油塘草園街8號	油塘內地段38號	2,300	2047	商場
洪水橋鍾屋邨 天地人路20號	洪水橋丈量約份· 124段第3039A、3039 餘下部份及3042號	1,912	2047	貨倉
西洋菜南街234號 地下及庭院	九龍內地段 2567號餘下部份	79	2080	店舖
西洋菜南街250號 地下及西洋菜南街252號 地下	九龍內地段2292號 B、C部份及餘下部份	169	2080	店舖

(来源：公司年报)

值得一提的是，香港停车位租金高昂，与同等面积住宅租金相当。一个普通私家车停车位，月租金通常在 2,000 至 7,000 港元之间。

整体而言，得益于恒基兆业在地产行业的运营经验和地产资源，香港小轮旗下的商用地产出租率普遍较高，达到 90% 以上。一些热门商铺，如逸峯广场、亮贤居和城中汇，出租率甚至能到 100%。

由于地段不错不愁租客，公司对租金管理较为严格，几乎不允许拖欠租金。若租客连续 3 个月以上无法支付租金，租约将被终止，公司随后也能迅速找到新的租户续租。

2023 年，该业务线的营收为 1.2 亿。

### 3、地产开发项目

得益于大股东恒基兆业地产的资源，公司也偶有地产开发项目。尽管地产开发项目的盈利能力通常高于船厂和渡轮业务，但项目频率较低，可能几年才有一次，投资者很难寄望香港小轮能像中国内地的开发商那样的高周转运营模式。

这种差异源于中国香港与内地在地产行业运营逻辑上的不同。香港人均收入水平较高，消费观念不同，土地资源有限，且税收模式也有所差异（香港没有分级累进的土地增值税，囤地也是一种创收方式）。

**因此，香港地产商的地产开发节奏相比起来特别慢条斯理。例如前期仅进行象征性的初步开发，随后就寻找各种方式进行拖延，长期闲置土地。通过故意拖延开工，捂盘惜售等方式，等待土地和房产升值。**

相比之下，中国内地开发商则更注重高周转。拿地后迅速开工建设，尽快达到预售条件从而开盘，追求尽快清盘以回笼资金，提高资金周转。

得益于从恒基获得的地产项目资源和预售模式的有效运用，香港小轮的地产项目通常能在取得竣工证明（满意纸）后一年内迅速售罄。例如，“帝御”项目在取得满意纸后一年内，售出了 98% 的住宅单位。

2023 年完工的映岸项目位于长沙湾通州街 280 号，是一个重建项目，提供约 100,698 平方呎（9,355 平方米）的住宅楼面面积和 262 个住宅单位。该项目已于 2023 年 11 月取得满意纸，上盖工程和室内装修已接近完成，即将开售。

根据美联物业数据，映岸项目住宅单位售价预计在 400 万至 2,000 万港元之间。考虑到项目以中小型户型为主且单位数量较少，风云君估算带来的净利润在 2 亿至 5 亿左右。

2023 年，地产开发业务线没有营收。截至 2023 年末，公司没有计划开发的新地产项目。

#### **4、医疗保健、医学美容及美容服务**

如今香港小轮也开始惦记起女人的钱包。

公司认为，疫情持续影响下，香港居民更加注重健康生活，对轻医美的需求日益增长。同时，年轻人对创新科技的追捧也为轻医美市场带来了前景。



虽然香港男性也有医美需求，但目前主要消费群体仍是女性，占比近九成。

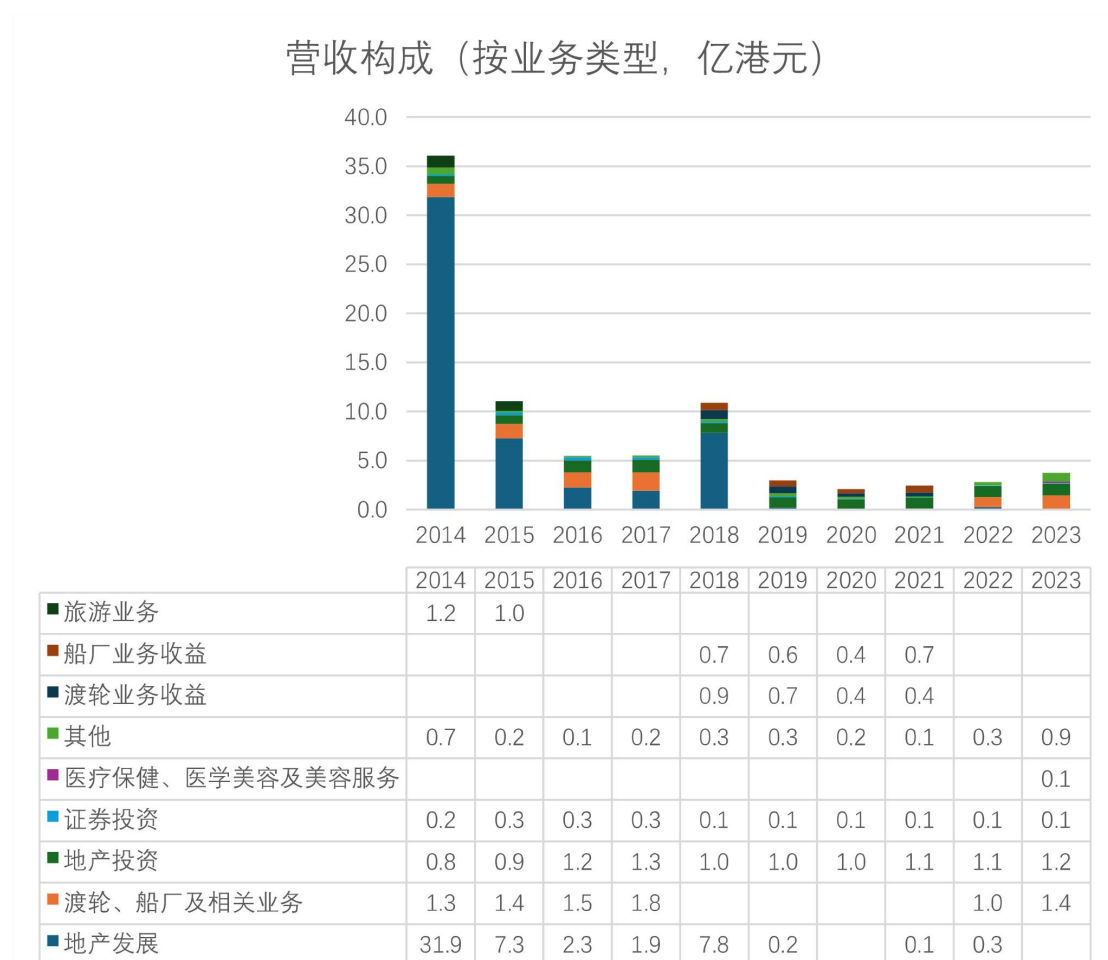
当下公司的这个业务线包括医美、医疗专科和痛症管理的服务。

公司自 2021 年开始筹划，并于 2022 年陆续开设首批门店，包括 AMOUR 医美诊所和全面医护专科中心等。不过直至 2023 年，该业务线仍处于亏损状态。2023 年。该业务线净亏损近 3,800 万港元（营业亏损率为 274.8%）。

不过，由于项目整体规模较小，对公司整体净利润影响有限。

2023 年，该业务线的营收为 0.1 亿。

过去 10 年，公司多次调整统计口径，因此不同年份之间的营收构成数据的可比性有限。2022 年，公司再次调整口径，将船厂和渡轮业务的营收合并披露。



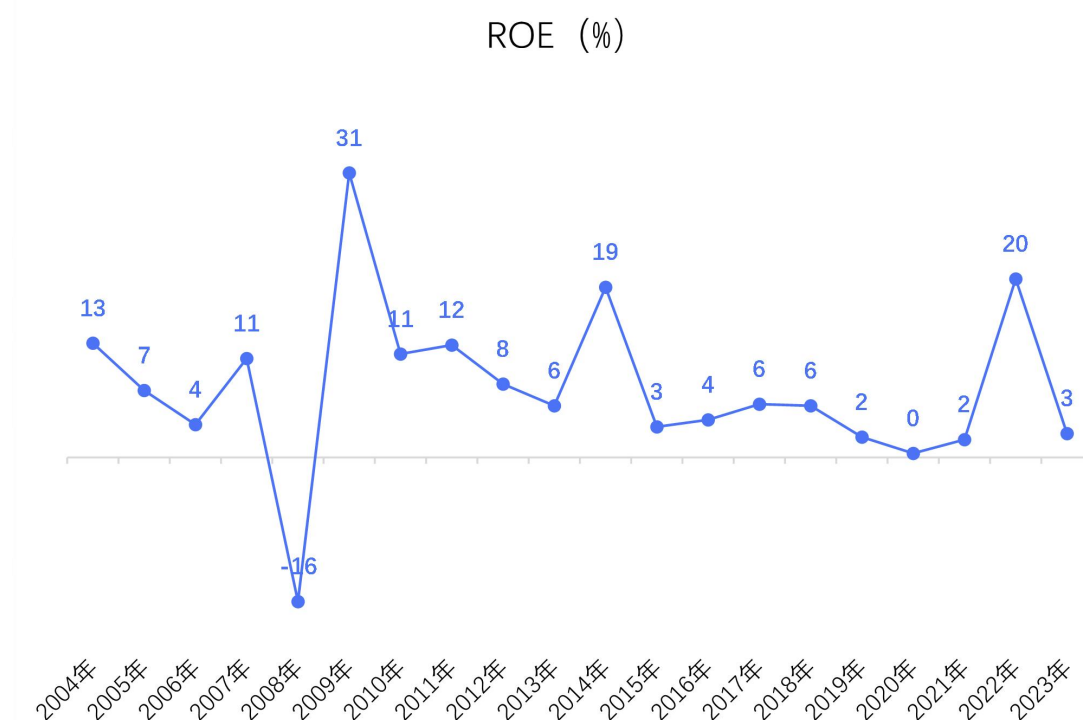
（来源：公司年报，制图：市值风云 APP）

### 三、受渡轮服务平庸拖累，整体经营鲜有亮点

整体来说，过去 10 年，公司赚到的现金越来越多以现金的方式闲置在账上，没有用于投资或新的商业项目，导致公司的 ROE 逐年下降（除了偶然的地产项目交付，带来净利润增长，从而带动 ROE 提升）。

公司过去 20 年的平均 ROE 为 7.6%，对于想要通过股票投资来参与香港本地地产行业的投资者，风云君建议是直接投资香港本地地产开发公司，他们大概能达到 9%-12% 的 ROE。

2023 年，公司的 ROE 为 2.6%。



(来源：公司年报，制图：市值风云 APP)

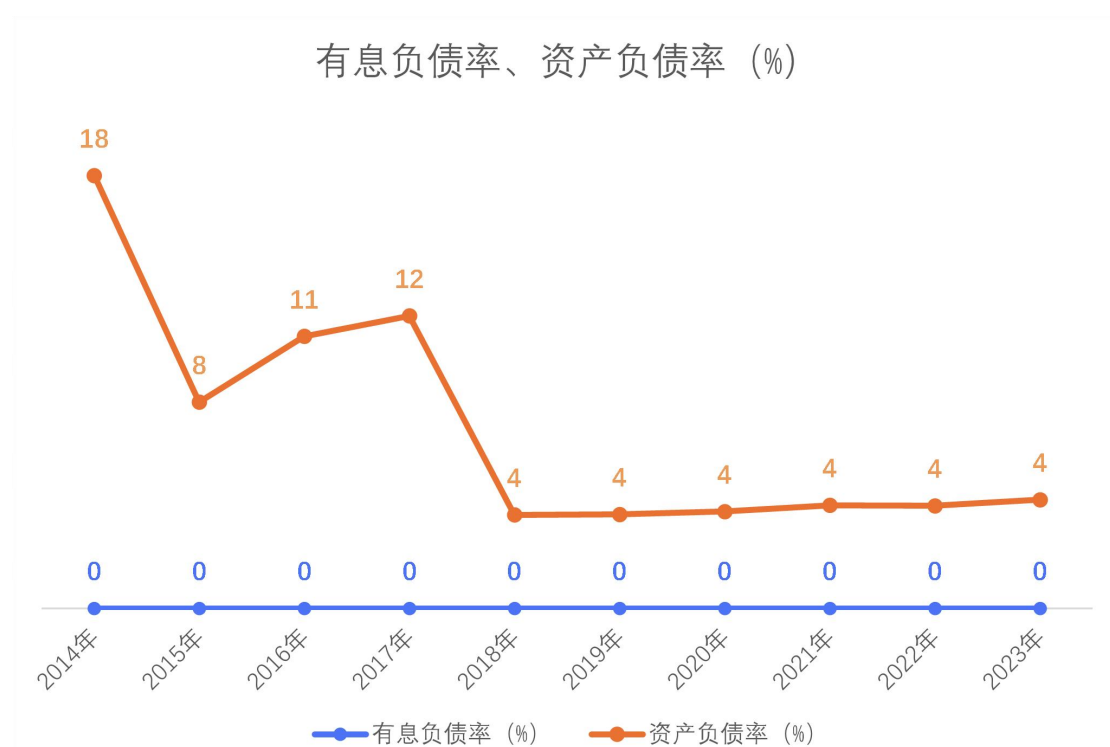
一般而言，香港本地地产公司的杠杆率相对内地同行较低，而香港小轮更是将这一特点发挥到极致。

地产开发业务的资金来源通常分为两种：无息负债和有息负债。无息负债主要来自上下游占款，包括供应商垫款和客户预收款；有息负债则包括企业信用债、银行开发贷、信托及永续债等。

通常地产企业都更倾向于无息负债，但这取决于公司在行业内的实力和议价能力。香港小轮集团背靠香港四大家族之一的恒基兆业地产，拥有强大的品牌背书和资源，因此能更有效地通过上下游占款获取资金。

截至 2023 年末，公司的有息负债率如此之低，以至于四舍五入为 0，而公司全年仅有 26.5 万的利息支出。

截至 2023 年末，公司的资产负债率为 4.5%，其中大部分负债都是供应商的应付款。

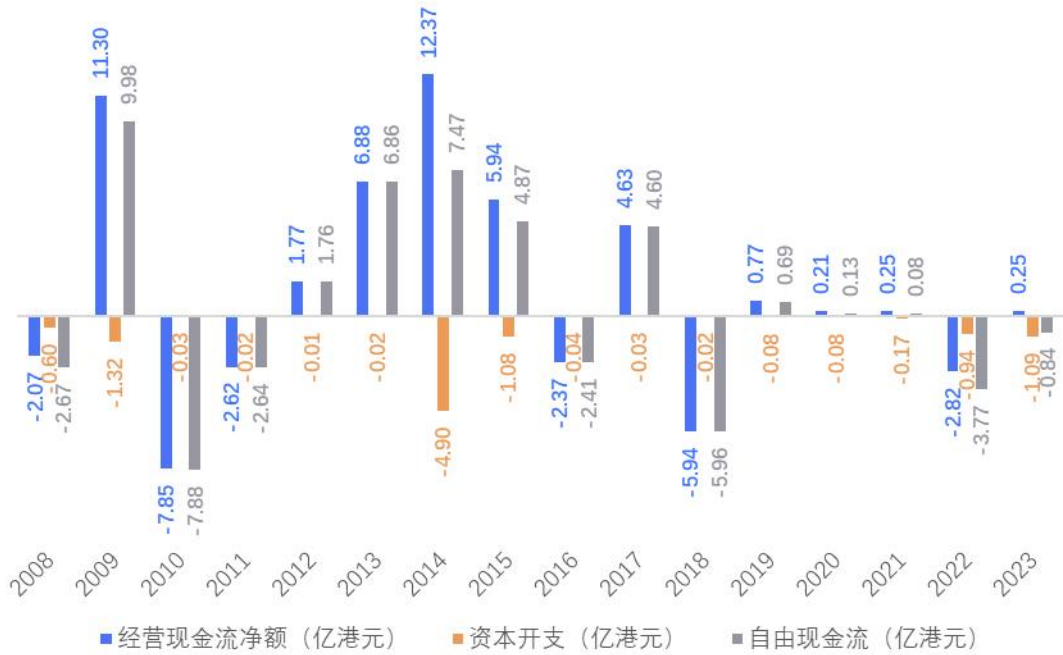


(来源：公司年报，制图：市值风云 APP)

2022-2023 年，公司自由现金流为负，主要是这两年每年有约 1 亿的资本开支用于购置或改良投资物业。

此外，2022 年对“帝御”地产开发项目的投入也对当年经营现金流净额产生了负面影响。

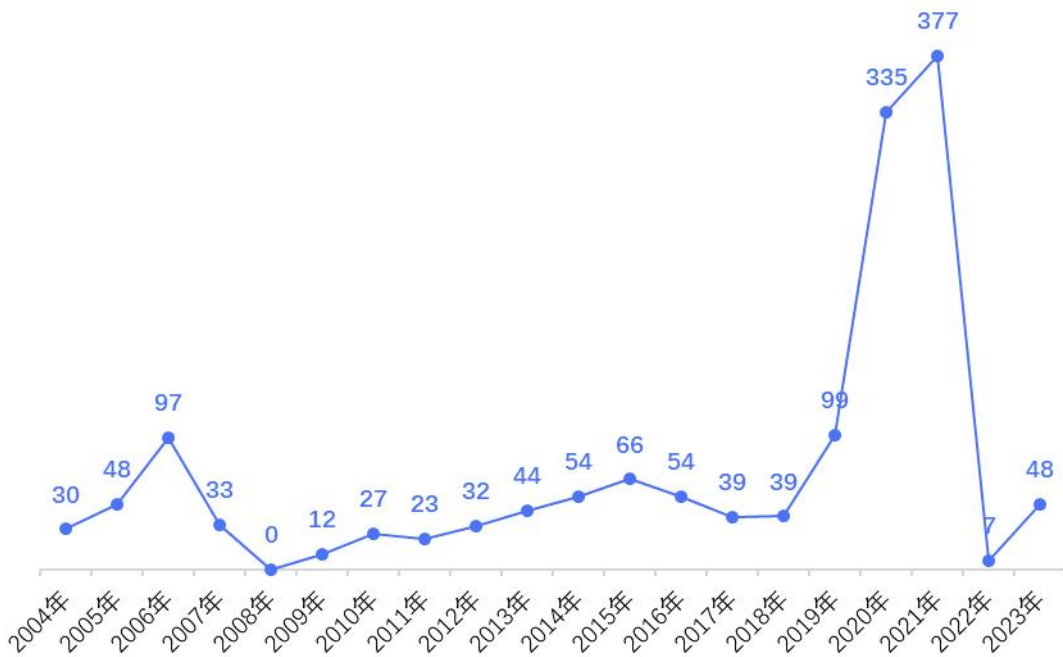
自由现金流 (亿港元)



(来源: 公司年报, 制图: 市值风云 APP)

整体而言, 香港小轮的分红策略为每股分红大致维持在 0.25 至 0.38 港元之间。因此, 取决于当年的净利润, 分红率会有所波动。其中, 由于 2021 年净利润同比大幅增长, 公司曾临时将分红上调至每股 1.25 港元。

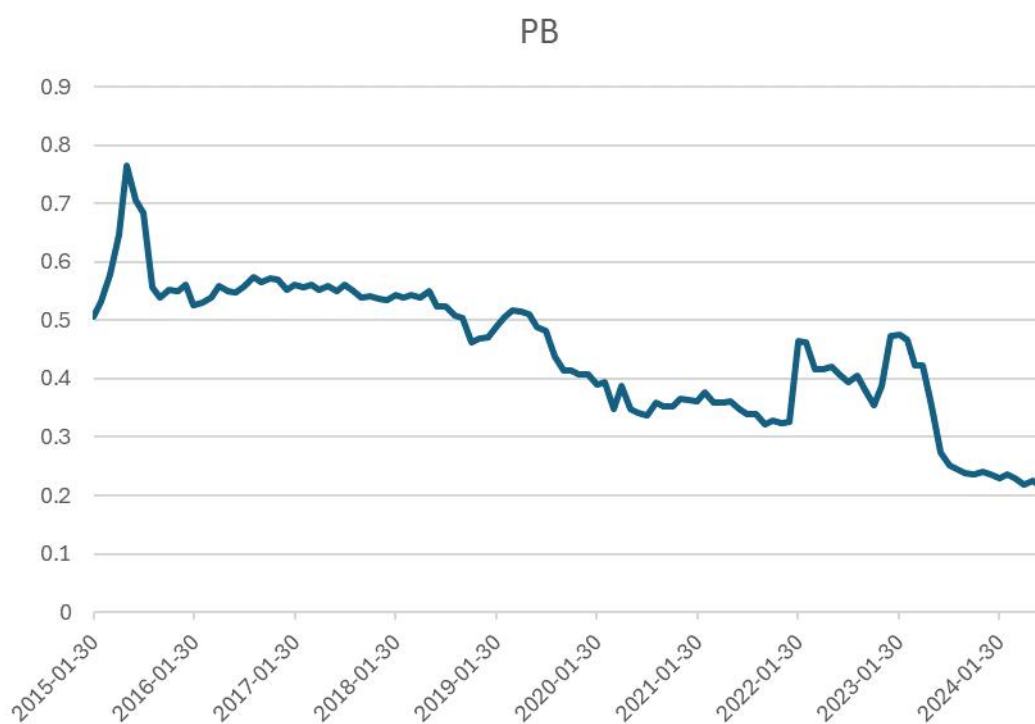
分红率 (%)



(来源: 公司年报, 制图: 市值风云 APP)

公司在过去 20 年中平均分红率为 44.2%，2023 年的分红率为 47.9%。相较于香港本地上市地产公司普遍的 40-50% 分红率区间，公司的表现位于这一范围的中等水平。

公司当前估值在过去 20 年以来的历史低位，2024 年 6 月的平均 PB 在 0.22 左右。



(来源：公司年报，制图：市值风云 APP)

最后，风云君想说，如果投资者是看上了公司的分红而考虑买入香港小轮，那其实市场上也不乏其他高分红且具有成长潜力的企业（风云君过去覆盖过不少高分红概念的投资标的）。

而如果真的看上香港小轮地处香港的地产资源，其实也可以直接投资香港本地的上市地产公司，至少不需要考虑渡轮和船厂业务的长期经营亏损带来的拖累。

对于那些追随巴菲特的价值投资或烟蒂股策略的投资者来说，重要的是理解他对这类股票的青睐背后，还有他的最后杀手锏：在极端情况下，通过持有大量股份，向管理层施加压力，促使公司清算资产，从而将资金返还给股东。

因此，当时巴菲特倾向于投资那些不受强势大股东控制的小型公司，这使得实施其投资策略更为便利。

然而，对于香港小轮而言，考虑到恒基系管理层在业内的号召力和影响力，以及保留土地资源和渡轮特许经营权对恒基的战略意义，破产清算的可能性并不大。

退一步来看，即便是股神巴菲特，后来也逐步转变了其投资策略，不再单纯追求低价。与低价相比，公司的优质经营更能为投资带来长期持续价值。