

2025 年 2 月 20 日

漢思集團控股 | 00554.HK

擁有專營巴士經營權(城巴)的投資標的

評級

未評級

目標價

HK\$ -

漢思(00554.HK)全資附屬公司 Glorify 以 27.2 億港元的代價進一步收購 BTHL 約 54.44%股權，持股比例提升至 70%。BTHL 專注於 i) 在香港以城巴(包括新巴)的品牌提供公共巴士及旅遊相關服務、及 ii) 從事廣告業務，並為城巴巴士車身廣告的獨家廣告代理商。

有望實現扭虧及股息派發: 2024 年底，城巴市區及新界路線調整票價的申請獲批，上調幅度為 7.5%，機場及北大嶼山路線票價維持不變，並於 2025 年 1 月 5 日正式實施。由於需求彈性較低，我們相信適度漲價不會對專營巴士的需求帶來重大的影響，假設其他因素不變，漲價有望為城巴以至集團實現扭虧。一旦城巴相關業務實現盈利，集團將考慮派發股息。假設集團與同業一致派發 95%的利潤作為股息，每 1 億港元淨利潤將分發逾 6,000 萬港元作為股息回饋股東，以漢思(00554.HK)約 10 億港元市值計算，相當於 6% - 7%股息率。

規模效應與協同效應: 城巴與新巴合併有利於提升規模效應，包括 i) 優化路線、ii) 提升營運效率、iii) 節省成本。

- **優化路線:** 專營權合併有利於通過優化路線減少路面擁堵情況及縮短行車時間、減少空載里程及班次失誤、降低燃料消耗、提升資源利用率。同時，專營權合併前，過往新巴須向運輸署申請租用城巴應付特別需求，專營權合併後則減少相關行政工作，提升效率。
- **提升營運效率:** 節省行政工作，同時資源調配上亦無限制，有助減少空載里程及降低燃料成本。
- **節省成本:** 城巴與新巴可以共用設施，包括巴士站柱、巴士候車亭、員工休息室、站長室及洗手間等，同時亦可以共用零件庫存及獨立的貯存庫，有利於降低營運成本及整體庫存水平。
- **燃油及氫能供應:** 集團目前的客戶及合作方為燃油及氫能供應商，集團可向城巴供應燃油以降低減低燃料成本約 3% - 5%，同時集團倉儲及碼頭業務的使用率亦預計增加 2% - 3%。

公司報告

敖曉風, Brian, CFA

高級分析師

briango@westbullsec.com.hk

+852 3896 2965

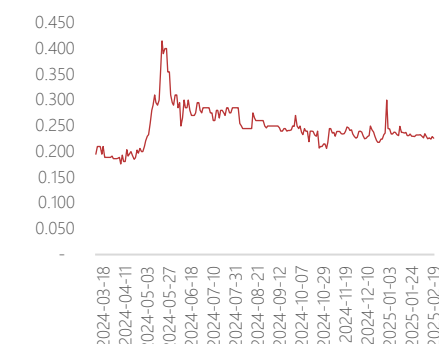
香港上環德輔道中 199 號無限極廣場 2701 - 2703 室

漢思集團控股 (00554.HK)

評級	未評級
目標價	HK\$ -
現價	HK\$ 0.226
52-周波幅	HK\$ 0.170 - 0.430
市值 (港元, 十億)	HK\$ 1.0

港元, 百萬	21 (A)	22 (A)	23 (A)
收入	1,974.8	694.9	948.5
毛利	106.8	93.6	89.2
毛利率	5.4%	13.5%	9.4%
歸母淨利潤	(16.0)	0.2	(35.1)
股本回報率	-1.2%	0.1%	-2.7%

股價表現	1 個月	3 個月	半年	一年
絕對值	-4.2%	-5.4%	-14.7%	29.9%
相對恒指	-21.4%	-22.1%	-45.3%	-12.1%



目錄

業務概覽	3
收購 BTHL	3
匯達交通業務	4
廣告業務	10
現有業務	11
行業概覽	12
香港專營巴士行業概覽	12
投資要點	18
有望實現扭虧及股息派發	18
財務數據與同業比較	19
規模效應與協同效應	20
同業比較	22
風險因素	22
財務報表	23

業務概覽

收購 BTHL

2024 年 5 月, 漢思(00554.HK)全資附屬公司 Glorify 以 27.2 億港元的代價進一步收購 BTHL 約 54.44%股權, 持股比例提升至 70%。按收購價計算, BTHL 的估值提升至約 50.0 億港元。收購代價當中的 5.0 億港元以現金支付、2.2 億港元以股份支付。以 2024 年 7 交易完成日期計, 餘下的 2.5 億港元、6.0 億港元、5.5 億港元、6.0 億港元分別於 2025 年 2 月、2025 年 7 月、2026 年 7 月、2027 年 7 月以現金支付, 遞延付款利息的年利率為 2.5%。

■ BTHL

2020 年 8 月, BTHL 向新創建服務收購匯達交通全部股權, 總代價為 32.0 億港元。該公司專注於香港提供專營及非專營巴士服務及廣告服務。

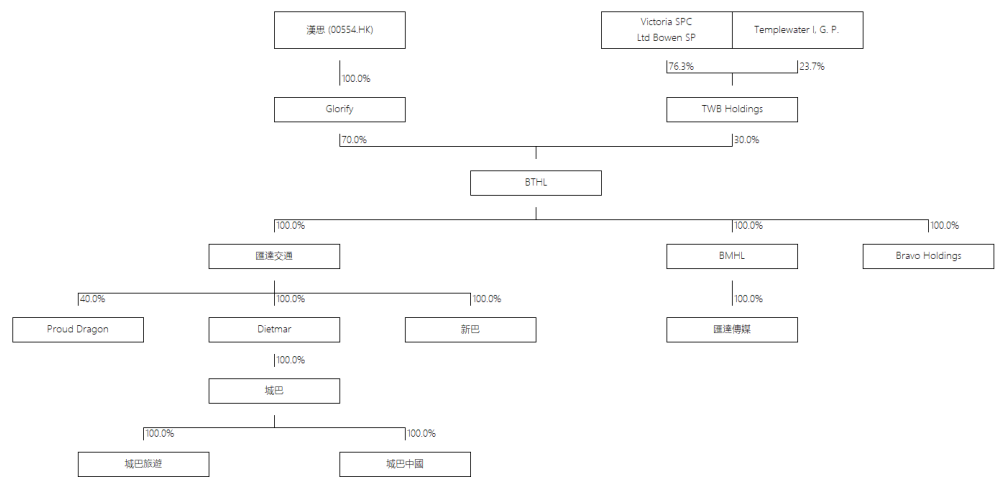
■ 匯達交通

匯達交通為 BTHL 間接全資附屬公司, 主要於香港從事提供公共巴士及旅遊相關服務, 旗下的城巴(包括新巴)透過《公共巴士服務條例》授予的公共巴士專營權在香港經營巴士服務。

■ 匯達傳媒

匯達傳媒為 BTHL 的全資附屬公司, 主要從事廣告業務。該企業為城巴巴士車身及巴士內部廣告的獨家廣告代理商, 為期十年至 2033 年; 此外, 匯達傳媒亦為港鐵部份的鐵路路線及巴士廣告媒體提供廣告銷售代理服務, 匯達傳媒主要負責經營、銷售及營銷該等廣告媒體。

圖: BTHL 之股權架構



資料來源: 公司資料、西牛證券

■ 與 Templewater 之的關連交易

Templewater I, G.P. 由 Templewater Holdings Limited 全資擁有，而 Templewater Holdings Limited 則為 Investec Bank plc 及張堃先生成立的另類投資公司，兩者均於 Templewater Holdings Limited 股權中擁有 50% 的權益。

➢ 氫氣諮詢及顧問協議

2024 年 4 月，匯達交通與善水香港(Templewater 於香港的主要營運實體)訂立氫氣諮詢及顧問協議以記錄善水香港自 2024 年 1 月 1 日起向匯達交通提供諮詢服務的條款。有關諮詢服務包括就氫氣或其他綠色/可再生燃料來源為動力的下一代車輛轉型以及業務發展和收購提供建議。該諮詢協議為期三年，期限屆滿後，i) 若 TWB Holdings 持有 BTHL 股份 5%或以上，諮詢協議自動延長 24 個月，或 ii) 若 TWB Holdings 持有 BTHL 股份 5%或以下，將由匯達交通選擇是否延長 24 個月。

根據該協議，除償還 Templewater 因提供服務而產生的費用外，匯達交通應支付每年 2,000.0 萬港元的顧問費及每年 500.0 萬港元的酌情花紅。

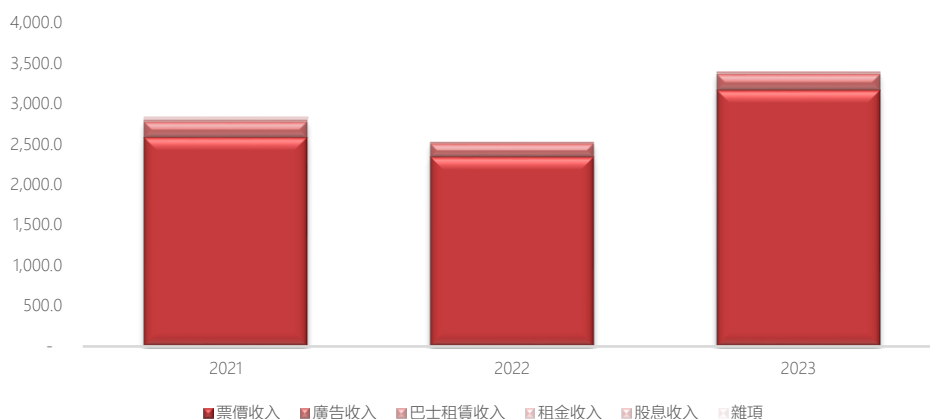
➢ 電池電動巴士之總框架協議

城巴於 2023 年進行公開招標選擇巴士供應商，威馳騰(香港)為中標者之一，並訂立電動巴士採購框架協議。根據協議，城巴可於 2025 年底前以約 45.0 萬美元的價格訂購最多 50 輛電池電動雙層巴士。威馳騰(香港)為滙智控股集團的間接全資附屬公司，而 Templewater 合共持有滙智控股集團全部已發行股份的約 58.63%。

匯達交通業務

匯達交通專注於透過城巴於香港提供專營巴士服務及非專營巴士服務，為 BTHL 的主要收入來源。

圖: BTHL 按業務劃分的收入



資料來源: 公司資料、西牛證券

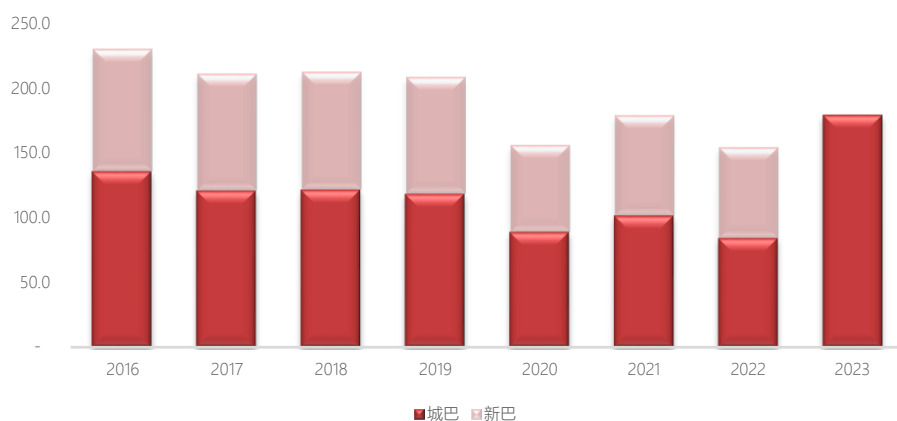
■ 專營巴士業務

2023 年 7 月 1 日前，匯達交通經營 3 個專營網絡，包括以「城巴」品牌經營的城巴(專營權一)、城巴(專營權二)及以「新巴」品牌經營的新巴專營權。2023 年 7 月 1 日起，城巴(專營權一)與新巴專營權合併，涵蓋港島、九龍、新界及過海專營巴士路線，同時城巴(專營權二)亦獲重續，涵蓋機場及北大嶼山巴士網絡。專營權有效期均為十年，至 2033 年。

截至 2023 年底，城巴擁有 1,495 輛獲發牌的公共巴士，並營運 233 條專營巴士路線。城巴的營運路線以港島地區路線為主，約 98 條，其餘九龍及新界地區路線、過海路線、機場及北大嶼山地區巴士路線分別為 28 條、76 條及 31 條。

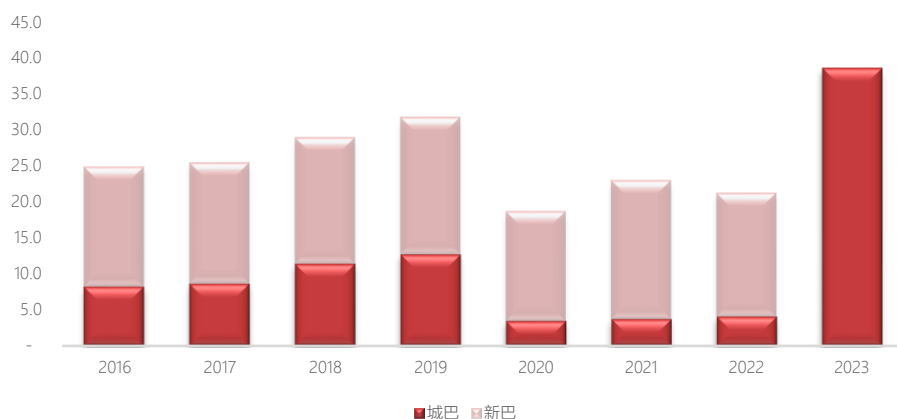
2023 年，匯達交通從專營巴士業務中取得約 29.7 億港元車費收入，同比增加 35.1%，佔同期總收入約 87.3%。期內，城巴乘客人士(計及新巴)按年成長 23.0%至 3.4 億人次，港島路線、九龍及新界路線、過海路線、機場及北大嶼山巴士路線分別成長 16.2%、81.2%、9.7%、73.4%。

圖：城巴及新巴於港島地區路線的專營巴士乘客人次 (百萬)



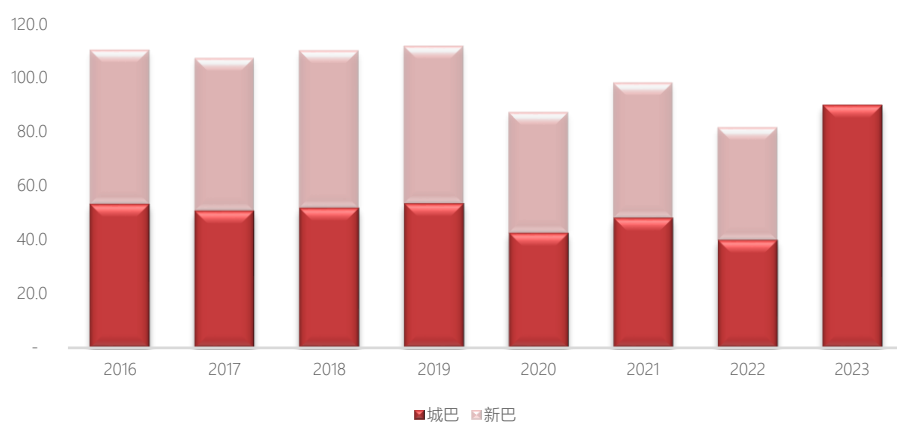
資料來源：運輸署、西牛證券

圖：城巴及新巴於九龍及新界地區路線的專營巴士乘客人次（百萬）



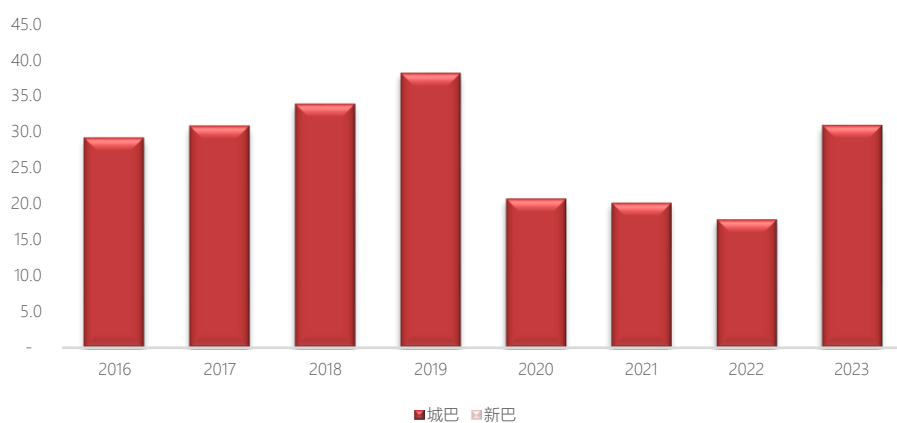
資料來源：運輸署、西牛證券

圖：城巴及新巴於過海路線的專營巴士乘客人次（百萬）



資料來源：運輸署、西牛證券

圖：城巴及新巴於機場及北大嶼山路線的專營巴士乘客人次（百萬）



資料來源：運輸署、西牛證券

➤ 新巴士路線

城巴主要透過 i) 路線投標及 ii) 路線規劃計劃下的直接授標程序取得新巴士路線的經營權。根據運輸署用於規管專營巴士路線的發展及規劃的路線規劃指引，運輸署在批准新的巴士服務時將考慮現行的公共交通政策、所引發的競爭，以及新服務對主要道路及繁忙地段交通狀況的影響，並優先為現有鐵路或鐵路支線匯集區以外的地區提供服務。

路線投標程序

新路線的營辦商由運輸署透過競標程序選出，運輸署通常會邀請現有公共巴士營辦商申請該等新路線組合的經營權。一般而言，從接獲新路線組合的投標邀請至遞交投標書通常需時約 3 週，而自遞交投標書至新路線投入服務需時介乎數月至一年以上。

路線規劃計劃下的直接授標程序

根據《公共巴士服務條例》，專營巴士營辦商須每年向運輸署遞交五年遠期規劃計劃。路線規劃計劃下的新路線建議通常於每年六月遞交。一般而言，從編製路線建議至提出路線建議通常需時約四個月。

巴士路線重組

巴士路線重組建議一般包括調整服務班次、取消或合併路線，以及縮短路線。城巴主要通過營運數據(包括票價收入及路線利用率等)、自動計算乘客人數系統、GPS 追蹤及車載資訊系統(用於分析路線效能、識別擁堵或延誤以及需求量高或低的區域)、城巴流動應用程式(用於監控乘客需求、識別可熱門路線)及乘客反饋等收集及分析數據，並編製巴士路線重組建議。

➤ 車隊更換及擴充

根據運輸署的規定，專營巴士車齡最長達為 18 年，而城巴巴士車隊的平均車齡約為 8 年。專營巴士營辦商可適時淘汰、處置及擴充巴士車隊。一般而言，巴士需要在運輸署進行一次性的註冊，將其歸入合適的車輛類別，而於道路營運的巴士則需要持有有效的車輛牌照，並需每年續期。備用車輛一般為有問題的車輛或用於 i) 更換正在進行維護、維修或出現技術問題的持牌巴士、ii) 新路線的需求、iii) 現有需求增加。

➤ 車庫、車廠及其他維護設施

城巴於港島柴灣及黃竹坑、九龍荔枝角及北大嶼山小蠔灣設有五個巴士車庫及車廠，所用的土地由政府建設並以短期租約方式出租予城巴。

圖：城巴車庫及車廠

車庫及車廠	主要功能	投入營運日期
創富道車庫	為市區及新界巴士網絡提供服務，並為整個營運提供年度大修服務	2002
柴灣車庫	為市區及新界巴士網絡提供服務，並為整個營運提供年度大修服務	2004
黃竹坑巴士車庫	為市區及新界巴士網絡提供服務	1984
西九龍車廠	為市區及新界巴士網絡提供服務	2013
北大嶼山小蠔灣車庫	為機場及北大嶼山巴士 網絡提供服務	1999

資料來源：公司資料、西牛證券

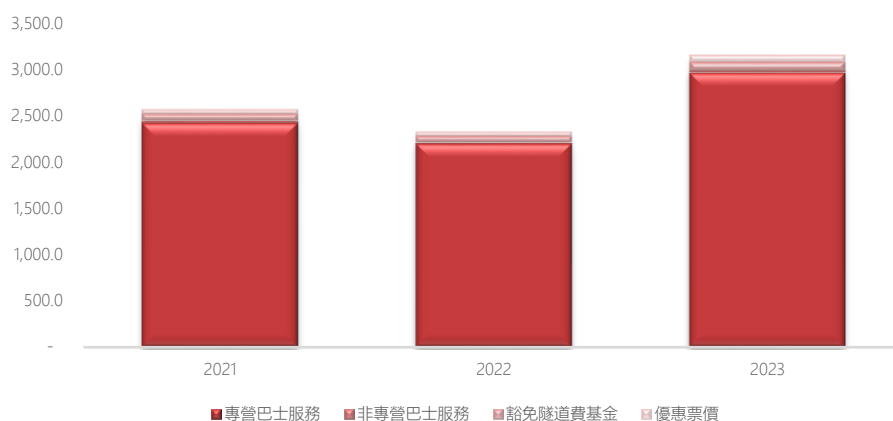
■ 非專營巴士業務

非專營巴士主要為特定個人或乘客群體提供量身定制的服務，例如僱員服務、居民服務、學生服務及其他商業私營出租服務。匯達交通提供的非專營僱員及居民巴士服務主要服務於沙田屋邨、一家位於將軍澳的廣播公司及一家總部設於沙田的國際健康及美容零售商，同時匯達交通亦為香港馬拉松提供穿梭巴士服務。

■ 票務收入

2023 年，匯達交通取得約 31.6 億港元票務收入，同比增加 35.1%，相當於同期總收入約 87.3%。票務收入來源涵蓋專營巴士服務、非專營巴士服務、豁免隧道費基金及優惠票價，其中 i) 豁免隧道費基金指專營巴士使用政府收費隧道及管制區豁免的通行費。每項巴士專營權設有豁免隧道費基金，當專營巴士營辦商申請上調票價時，豁免隧道費基金的結餘作為收入發放，減輕調幅度、ii) 優惠票價指 a) 通過退還車輛牌照費、租金從而償還折扣金額的長者票價優惠計劃及 b) 政府按實報實銷發還實際票價的「政府長者及合資格殘疾人士公共交通票價優惠計劃」。

圖：按收入來源劃分的票務收入

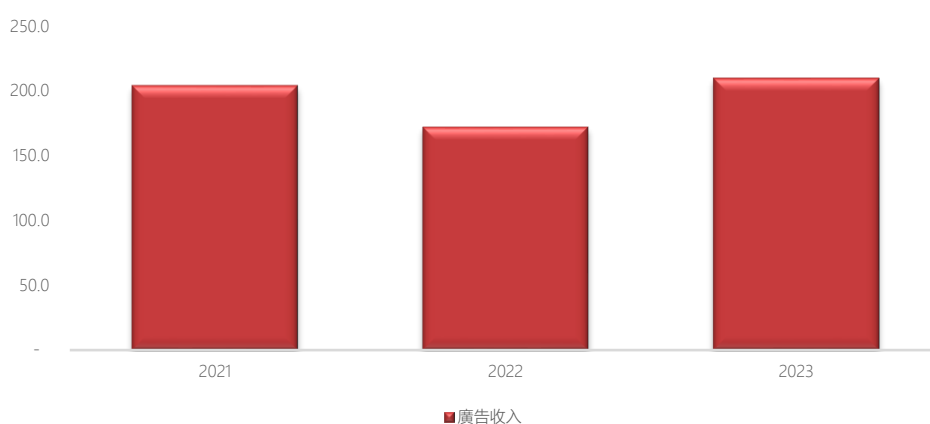


資料來源：公司資料、西牛證券

廣告業務

BTHL 的廣告收入主要來自於 i) 收取廣告合作夥伴使用巴士候車亭提供廣告服務的費用 ii) 通過匯達傳媒於巴士車身內部及外部提供廣告服務、及 iii) 廣告製作及安裝收入。2023 年，匯達傳媒投得一份為期十年的巴士車身廣告合約，成為城巴巴士車隊車身及車廂廣告的獨家廣告代理商，為期十年。匯達傳媒專注於為客戶的品牌建設活動提供創新的廣告解決方案，其提供的廣告服務包括設計和安裝廣告，其根據客戶要求制定廣告活動計劃(包括合適的巴士路線、巴士外觀和內飾等)、製作並投放廣告。

圖: BTHL 廣告業務收入



資料來源: 公司資料、西牛證券

現有業務

併表 BTHL 前，漢思(00554.HK)專注於華南地區提供石油及液體化學產品之綜合碼頭港口、貯存罐及倉儲物流服務，主要提供增值服務(如碼頭倉儲業務)、貿易業務(如買賣油品及石化產品)及其他業務(如出租加油站業務)。

■ 碼頭倉儲業務

集團擁有及經營一個液體產品碼頭 - 東洲國際碼頭，其位於東莞市沙田鎮虎門港區立沙島，土地及海域佔地總計超過 830,000 平方米，建有可容納介乎 500 - 100,000 噸級的泊位，裝備 94 台油品及石化產品貯存罐，總庫容為約 260,000 立方米，其中 180,000 立方米用於汽油、柴油及貿易消費市場常見的類似石油產品，80,000 立方米的貯存罐建作石化產品之用。集團已就東洲石化庫第二期發展項目進行商討，計劃在約 150,000 平方米的空置土地上興建液化天然氣貯存罐及相關設施。

該碼頭主要向客戶 i) 出租貯存罐賺取貯存收入、ii) 提供貨物進出碼頭服務並收取服務費、iii) 提供配套服務，例如貯存罐清潔並收取相關費用。

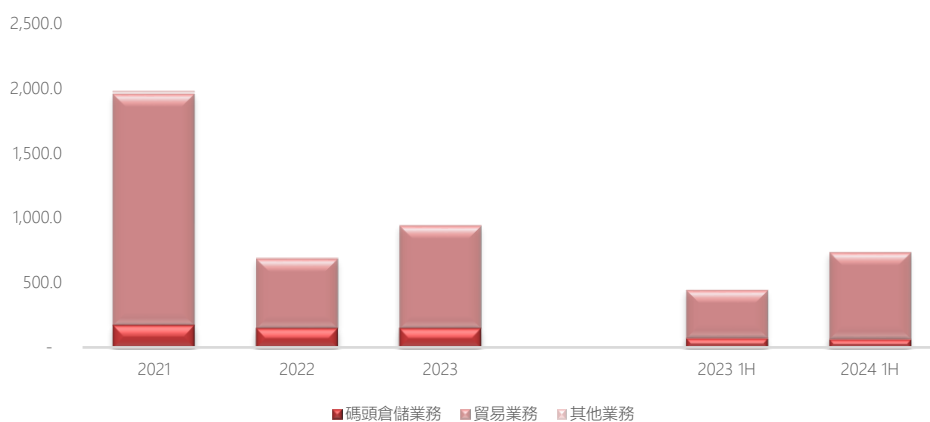
■ 貿易業務

集團經營油品及石化產品貿易，並與中海油、中石化及中化集團等大型能源企業建有長期合作關係。

■ 其他業務

集團有一所加油站，該加油站位處廣州市增城區，佔地約 12,500 平方米。自 2021 年 8 月起，集團把該加油站出租予一名獨立第三方以賺取租金收入。

圖：按業務劃分的收入



資料來源：公司資料、西牛證券

行業概覽

香港專營巴士行業概覽

■ 公共巴士營辦商類型

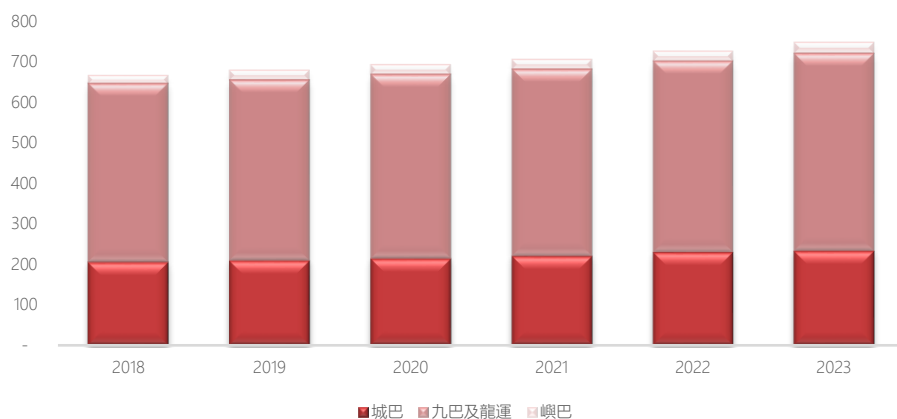
香港公共巴士主要分為專營巴士及非專營巴士兩大類別。專營巴士旨在服務鐵路無法輕易到達的區域，為鐵路系統的支持。根據《公共巴士服務條例》，行政會議可授予註冊公司專營權，賦予經營不超過十年公共巴士服務的權利。香港現時有四大專營公共巴士營辦商，包括城巴(專注於港島及過海路線，由漢思(00554.HK)持有)、嶼巴(由冠忠巴士(00306.HK)持有，專注於巴專專注於香港國際機場及北大嶼山路線)、九巴及龍運(九巴及龍運為載通(00062.HK)的附屬公司，專注於九龍及新界路線)。

非專營巴士旨在補充鐵路及專營巴士等集體運輸系統的角色，為特定群體提供度身定制的服務。非專營巴士服務有八種，包括 i) 遊覽服務、ii) 酒店服務、iii) 校園服務、iv) 僱員服務、v) 國際客運服務、vi) 居民服務、vii) 多重運輸服務及 viii) 合約租賃服務。

■ 專營巴士路線數目

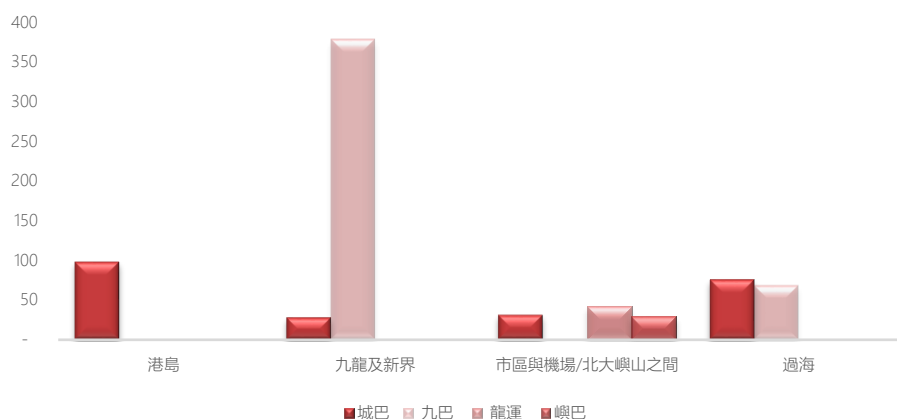
香港專營巴士路線數量從 2018 年的 670 條增加至 2023 年的 750 條，其中城巴(包括新巴)的專營路線數量從 205 條增加至 233 條。

圖：香港專營巴士路線數量



資料來源：運輸署、西牛證券

圖：按路線劃分的專營巴士路線數量

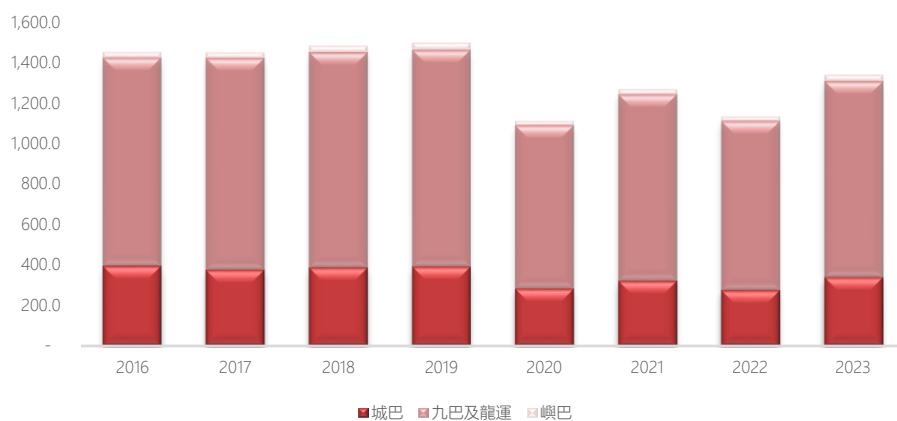


資料來源：運輸署、西牛證券

■ 專營巴士乘客人次

香港專營巴士乘客人次從 2016 年的 14.5 億增加至 2019 年的 14.9 億。惟受到疫情的影響，香港專營巴士乘客人次於 2020 年大幅下滑 36.9% 至 11.1 億人次。乘客人次其後略為回升，並於 2023 年達到 13.4 億人次，但各地區的專營巴士乘客人次仍未能回復至疫情前的水平。同期，城巴(包括新巴)的市場佔有率從 2016 年的 27.3% 下降至 2023 年的 25.3%。

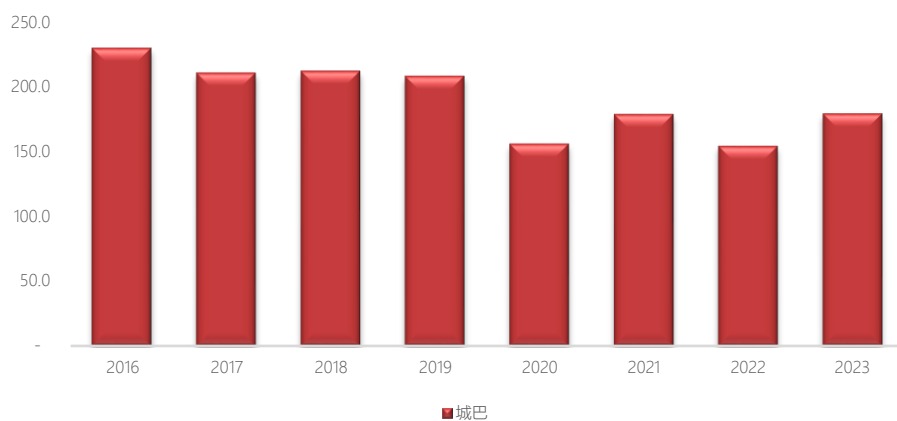
圖：香港專營巴士乘客人次 (百萬)



資料來源：運輸署、西牛證券

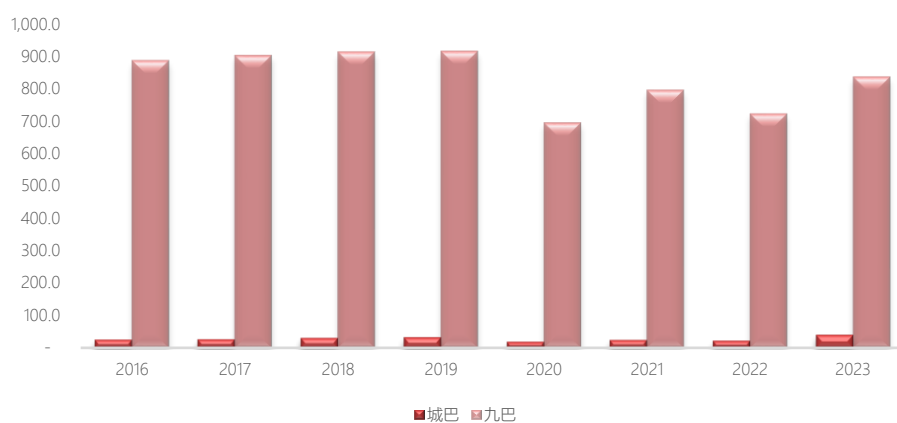
按地區劃分，港島地區路線服務全數由城巴提供，2023 年乘客人次約為 1.8 億人次，回復至 2021 年的水平。九龍及新界地區路線服務主要由九巴提供，2023 年乘搭人次約 8.4 億人次，城巴的市場佔有率則持續回升，至 2023 年達 4.4%。過海路線服務由城巴及九巴平分，2023 年乘搭人次合計達到 1.8 億人次。

圖：專營巴士港島地區路線乘客人次（百萬）



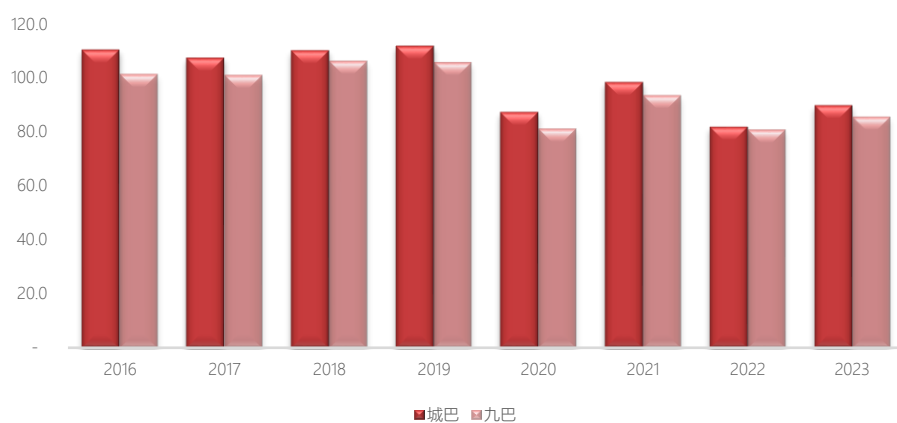
資料來源：運輸署、西牛證券

圖：專營巴士九龍及新界地區路線乘客人次（百萬）



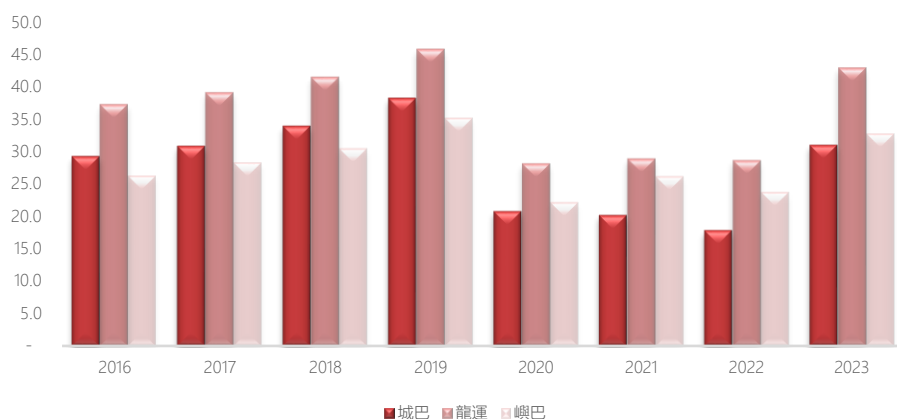
資料來源：運輸署、西牛證券

圖：專營巴士過海路線乘客人次（百萬）



資料來源：運輸署、西牛證券

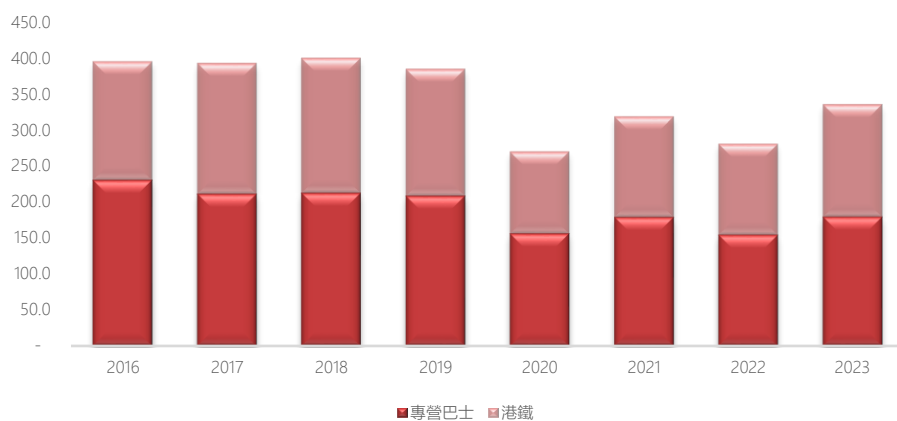
圖：專營巴士其他地區路線乘客人次（百萬）



資料來源：運輸署、西牛證券

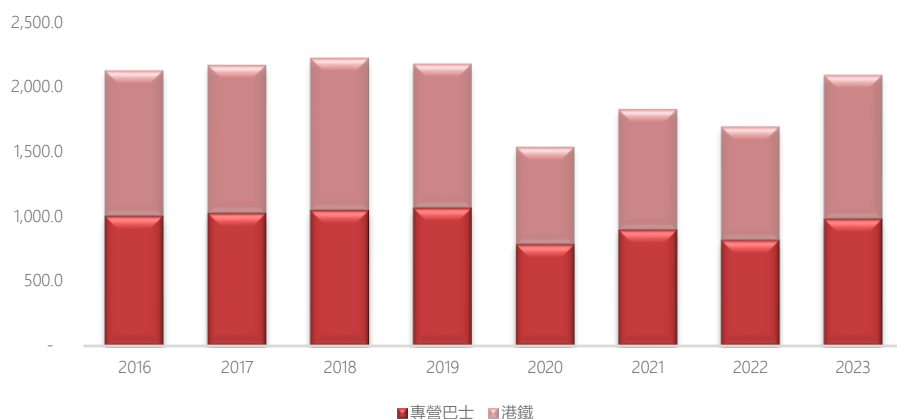
同期，鐵路與專營巴士乘搭人次的比例維持相若，除 2019 年及 2020 年受到社會運動的影響外，鐵路佔比維持超過一半的水平。然而，以港島地區及過海路線計算，專營巴士乘搭人次的比例自 2020 年起顯著下滑，其中港島地區專營巴士乘搭人次的比例從 2020 年的 57.7% 下降至 2023 年的 53.4%，過海路線專營巴士乘搭人次的比例從 2020 年的 37.4% 下降至 2023 年的 30.1%。

圖：港島地區路線鐵路與專營巴士乘搭人次（百萬）



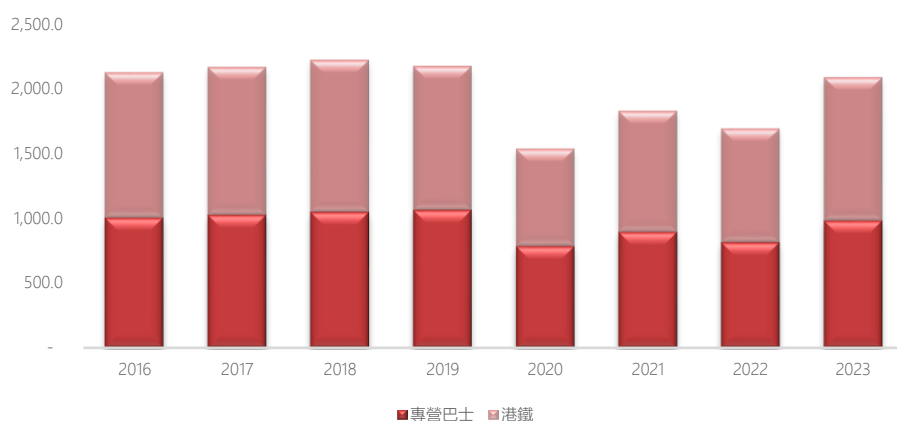
資料來源：運輸署、西牛證券

圖：九龍及新界地區路線鐵路與專營巴士乘搭人次（百萬）



資料來源：運輸署、西牛證券

圖：過海路線鐵路與專營巴士乘搭人次（百萬）



資料來源：運輸署、西牛證券

票價調整

2024 年 12 月，香港專營巴士票價調整的申請獲批，並於 2025 年 1 月 5 日正式生效。其中城巴市區及新界路線調整 7.5%，以平均車費 8.1 港元計算，每程車資增加約 0.6 港元。

圖：2020 年起專營巴士票價調整記錄

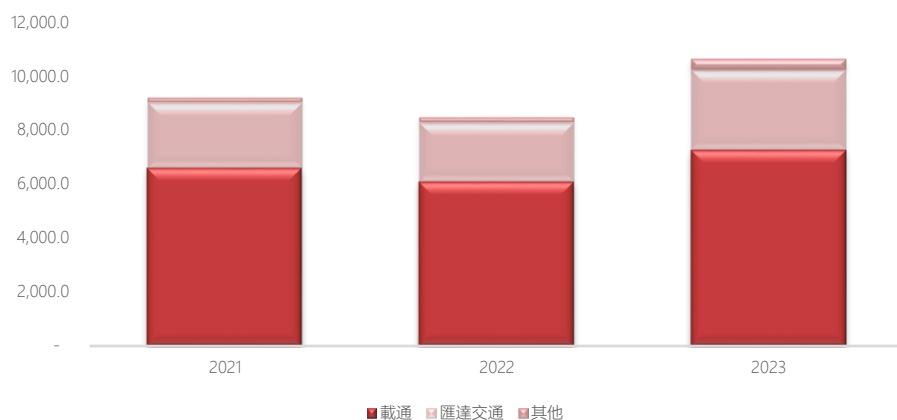
	城巴	九巴	龍運	嶼巴
2025 年	市區及新界路線: 7.5%	4.3%		6.5%
2023 年	城巴港島及過海路線及新巴: 4.9%	3.9%	4.2%	7.0%
	城巴機場及北大嶼山路線: 4.2%			
2022 年	城巴港島及過海路線及新巴: 3.2%			
2021 年	城巴港島及過海路線及新巴: 8.5%	5.8%		9.8%

資料來源：立法會文件、各專營巴士網頁、西牛證券

■ 香港專營巴士行業規模

根據運輸署的數字，2023 年香港專營巴士行業規模約為 106.4 億港元，載通(00062.HK)、匯達交通(城巴)的市場份額分別約為 68.3%及 27.9%。

圖：香港專營巴士專營巴士行業規模（港元，百萬）



資料來源：運輸署、西牛證券

投資要點

有望實現扭虧及股息派發

■ 城巴相關業務成集團最大收入來源

BTHL 於 2023 年實現 34.9 億港元總收入，相當於集團(假設併表後)總收入的 78.6%。同期 BTHL 帶來的經營現金流亦超過集團(假設併表後)約八成或以上，將成為漢思(00554.HK)最大的收入及現金流來源。

■ 票價調整

2024 年底，城巴市區及新界路線調整票價的申請獲批，上調幅度為 7.5%，機場及北大嶼山路線票價維持不變，並於 2025 年 1 月 5 日正式實施。2023 年底，市區及新界路線佔城巴總營運路線約 86.7%，乘客量則佔全年總乘客量約 90.9%。由於需求彈性較低，我們相信適度漲價不會對專營巴士的需求帶來重大的影響，假設其他因素不變，漲價有望為城巴以至集團實現扭虧。

■ 股息派發

一旦城巴相關業務實現盈利，集團將考慮派發股息，惟股息分派比率目前未有定案。參考業載通(00062.HK)，其股息分派比率約為 95%。假設集團與同業一致派發 95%的利潤作為股息，每 1 億港元淨利潤(或每 7,000 萬港元歸屬母公司淨利潤)將分發逾 6,000 萬港元作為股息回饋股東，以漢思(00554.HK)約 10 億港元市值計算，相當於 6% - 7%股息率。惟目前較大的不確定性在於 i) 若以集團整體業務而非 BTHL 業務作為股息派發的依據，股息將會低於預期、ii) 集團的股息分派比率有可能低於同業，特別是其營運支出佔總收入比較同業為高、iii) 集團債務負擔沉重，需要預留足夠的現金儲備。

財務數據與同業比較

圖: BTHL 與載通財務報表之比較

港元, 百萬	2021		2022		2023	
	BTHL	載通	BTHL	載通	BTHL	載通
總收入	2,838.6	7,202.0	2,538.4	6,607.2	3,399.5	7,884.8
總營運成本	(3,155.6)	(7,197.4)	(3,154.6)	(7,274.4)	(3,373.6)	(7,738.3)
經營溢利	(150.9)	258.6	(205.3)	38.6	116.7	214.6
經營溢利率	-5.3%	3.6%	-8.1%	0.6%	3.4%	2.7%
財務成本	(95.4)	(14.4)	(80.9)	(37.6)	(180.2)	(110.1)
稅項	25.7	(27.0)	79.7	98.1	(10.2)	(29.5)
淨利潤	(220.6)	245.0	(206.6)	549.0	(73.6)	401.7
經調整 EBITDA	139.4	1,136.6	104.2	1,083.1	303.2	1,436.3
經營成本佔總收入比						
員工成本	60.6%	56.3%	65.8%	61.5%	52.6%	52.6%
燃料成本	7.2%	11.3%	12.1%	11.5%	13.2%	13.4%
維修相關成本	5.8%	3.0%	6.5%	3.2%	6.4%	2.9%
折舊	17.5%	14.1%	18.5%	16.9%	9.6%	14.4%
隧道費及豁免隧道費基金	8.6%	3.8%	8.2%	4.1%	6.3%	3.2%
其他營運成本	7.1%	11.4%	9.3%	12.9%	8.4%	11.7%

資料來源: 公司資料、載通(00062.HK)年報、西牛證券

2022 年, 專營巴士行業受到疫情及沙中線啟動的影響, 九巴、新巴及城巴的營收及利潤數字均錄得同比下滑。2023 年, 疫情得到受到控制, 乘客量回升, 專營巴士行業的財務表現見顯著改善, 帶動 BTHL 的淨虧損進一步收窄。同年下半年, 新巴及城巴正式合併, 兩者資源亦開始整合。

對比載通, 由於城巴的車廠以租用為主, 加上 BTHL 增加貸款收購城巴, 較重的負債比例導致集團短期利息支出沉重, 對利潤空間造成較大的壓力, 其經營及財務成本較載通為高。集團目前並無進一步股權融資的計劃, 預計將通過業務帶來的現金流入改善債務水平, 並為未來全面收購城巴作準備。

城巴的維護相關成本相對較高，主要由於城巴把 i) 巴士、輪胎、車庫、車站和辦公室的維修費用及 ii) 新能源、巴士安全系統、車長培訓系統等研發成本計入維護費用，而載通則僅包含零件成本。此外，2023 財年，城巴的折舊費用大幅減少，主要由於過往城巴採用的折舊年期較短，城巴及新巴合併後對巴士折舊期限統一為較長的 18 年。

規模效應與協同效應

■ 與新巴合併帶來規模效應

城巴與新巴合併有利於提升規模效應，包括 i) 優化路線、ii) 提升營運效率、iii) 節省成本。

➤ 優化路線

專營權合併前，部份城巴與新巴的路線重疊並行，資源未能充份利用。專營權合併有利於通過優化路線減少路面擁堵情況及縮短行車時間、減少空載里程及班次失誤、降低燃料消耗、提升資源利用率。同時，專營權合併前，過往新巴須向運輸署申請租用城巴應付特別需求，專營權合併後則減少相關行政工作，提升效率。

➤ 提升營運效率

專營權合併前，城巴與新巴之間共享車廠等資源涉及繁鎖的行政及審核工作，同時巴士及員工調配上仍存在限制。合併後能夠節省行政工作，同時資源調配上亦無限制，有助減少空載里程及降低燃料成本。

➤ 節省成本

專營權合併後，城巴與新巴可以共用設施，包括巴士站柱、巴士候車亭、員工休息室、站長室及洗手間等，同時亦可以共用零件庫存及獨立的貯存庫，有利於降低營運成本及整體庫存水平。

■ 現有業務與城巴之間的協同效應

➤ 燃油供應

集團目前的客戶及合作方為燃油供應商，集團可向城巴供應燃油以降低減低燃料成本約 3% - 5%，同時集團倉儲及碼頭業務的使用率亦預計增加 2% - 3%。

➤ 新能源技術及供應

集團已參與投資香港西九龍首座加氫站的建設，該加氫站目前由城巴營運並為香港首輛城巴旗下的氢能巴士營運提供加氫服務。同時，集團目前部份客戶及合作方為氢能供應商，有利於未來氢能供應的價格及穩定。

同業比較

		市值 (港元, 百萬)	市盈率 (x)	預測市盈率 (x)	市賬率 (x)	市銷率 (x)	總收入 (港元, 百萬)	毛利率 (%)	股本回報率 (%)
00306.HK	載通	4142.5	10.3	-	0.2	0.5	7884.8	-	2.4
00306.HK	冠忠巴士	739.0	22.4	-	0.4	0.3	2095.4	21.8	1.7
	平均值	2,440.7	16.4	-	0.3	0.4	4,990.1	21.8	2.1
00554.HK	漢思	957.2	-	-	0.8	0.7	948.5	9.4	(4.4)

資料來源: 彭博、西牛證券

風險因素

- 城巴業務派息比例低於同業
- 城巴業務未能實現扭虧為盈
- 新巴及城巴合併後的規模效應不明顯
- 集團現有業務與城巴業務未能產生協同效應
- 政府給予專營巴士營運商或公眾的補貼減少

財務報表

損益表				資產負債表			
(港元, 百萬)	2021 (A)	2022 (A)	2023 (A)	(港元, 百萬)	2021 (A)	2022 (A)	2023 (A)
總收入	1,974.8	694.9	948.5	固定資產	487.3	414.3	373.4
按年增長		-64.8%	36.5%	其他非流動資產	1,096.5	1,005.6	934.0
直接成本	(1,867.9)	(601.2)	(859.3)	非流動資產	1,583.8	1,419.9	1,307.4
毛利	106.8	93.6	89.2	庫存	144.3	120.9	184.7
其他收入	26.2	47.4	8.9	應收款項	440.5	273.7	90.1
經營開支	(86.3)	(85.7)	(95.6)	現金及現金等物	63.1	162.3	374.9
經營溢利	46.8	55.4	2.5	其他流動資產	55.0	-	-
淨財務成本	(54.9)	(51.9)	(31.7)	流動資產	702.9	556.8	649.6
聯營及合營公司	-	-	-	總資產	2,286.7	1,976.7	1,957.0
稅前利潤	(8.2)	3.4	(29.2)	長期借貸	562.1	420.6	427.3
稅項	(5.4)	(1.8)	(3.8)	其他非流動負債	23.6	27.6	23.2
淨利潤	(13.5)	1.7	(33.1)	非流動負債	585.7	448.2	450.5
				應付款項	53.7	73.5	57.1
				短期借貸	206.1	164.2	136.7
				其他流動負債	88.9	83.8	79.7
				流動負債	348.7	321.5	273.5
				總負債	934.4	769.7	723.9
				非控股股東權益	20.2	20.0	21.4
				控股股東權益	1,332.1	1,187.0	1,211.7
				總權益	1,352.4	1,207.0	1,233.1

現金流量表				財務比率			
(港元, 百萬)	2021 (A)	2022 (A)	2023 (A)		2021 (A)	2022 (A)	2023 (A)
稅前溢利	(8.2)	3.4	(29.2)	毛利率	5.4%	13.5%	9.4%
財務成本	54.9	51.9	31.7	經營溢利率	2.4%	8.0%	0.3%
財務收入	(5.2)	(4.9)	(5.9)	淨利潤率	-0.7%	0.2%	-3.5%
折舊及攤銷	62.0	44.6	44.3	股本回報比率	-1.2%	0.1%	-2.7%
其他	7.3	(27.2)	3.6	資產回報比率	-0.6%	0.1%	-1.7%
營運資金變動	27.8	221.3	94.7	流動比率	201.6%	173.2%	237.6%
經營現金流	143.9	294.1	145.0	速動比率	160.2%	135.6%	170.0%
				現金比率	18.1%	50.5%	137.1%
淨資本開支	(4.8)	(5.3)	(7.6)	債務權益比率	56.8%	48.5%	45.7%
其他	(256.8)	(0.5)	127.6	淨債務權益比率	52.1%	35.0%	15.3%
投資現金流	(261.6)	(5.9)	120.0				
股份發行	-	-	-				
淨借貸	(44.6)	(123.5)	(14.3)				
利息支出	(53.2)	(49.8)	(30.8)				
股息支出	-	-	-				
其他	(8.3)	(11.0)	(6.6)				
融資現金流	(106.0)	(184.3)	(51.7)				
股本自由現金流	144.5	215.0	153.9				
公司自由現金流	277.1	362.8	203.0				

資料來源: 公司資料、西牛證券

西牛證券是香港一家主要服務香港上市公司的券商，如要獲取更多研究報告，請參考以下聯繫方式：Alphasense、FactSet、Capital IQ、Refinitiv、Wind、Choice、慧博投研資訊、同花順及發現報告。

西牛證券評級：

強烈買入	：未來12個月絕對增長超過50%
買入	：未來12個月絕對增長超過10%
持有	：未來12個月絕對回報在-10%至+10%
沽售	：未來12個月絕對下降超過10%
強烈沽售	：未來12個月絕對下降超過50%

投資者應在閱讀本報告時假設西牛證券正在或將要和本報告中提到的公司建立投資銀行或其它主要的業務關係。

分析員聲明：本報告中給出之觀點準確反映了分析員對於該證券的個人見解。分析員就其在本報告中給出的特定建議或者見解，並沒有直接或間接地為之收受任何的經濟補償。

免責聲明：

本研究報告不得被視為任何股票售出之要約或股票購買或認購之要求。本報告中提到之股票可能在某些地區不具備公開出售資格。本報告中資訊已經由西牛證券有限公司(簡稱為“西牛證券”)的研究部門根據其認為可靠之來源加以整理，但是西牛證券或其他任何人都沒有就本報告的正確性或者完整性給出聲明、保證或擔保。所有本報告中的觀點和預測都是(除非特別注明)報告發佈日時西牛證券發佈，且可在不通知前提下予以變更。西牛證券或任何其他人都不得為使用本報告或其內容或其它和本報告相關原因而發生的損失承擔任何責任。本報告之讀者應獨立負責考察本報告中所提到公司的業務、財務狀況和發展遠景。西牛證券和其高級職員、董事和雇員，包括本報告準備和發佈過程中涉及人員，可以在任何時候(1)在本報告中提到公司(或其投資)中任職，或購買或售出其股票；(2)和本報告中提到的公司存在諮詢、投行或其它經紀業務關係；和(3)在適用法律許可情況下，在本報告發佈之前或緊接之後，在其自己的針對本報告中某個公司的投資帳戶中使用本報告資訊或者依據此資訊行動(包括進行交易)。本報告可能無法在同樣時間被分發到每一位接受方手中。本報告僅可被分發給專業投資者或經紀商，供其參考。任何獲得本報告者無論出於什麼原因，都不得複製、出版、重新生成、或者轉發(全文或部分)給任何其他方。本報告在香港由西牛證券發佈。獲得本報告者如需本報告中提到股票之更多資訊，請聯繫西牛證券在其當地所設立之分支機構。

西牛證券有限公司版權所有©。保留所有權利。