



# 洪灏：港股为什么这么多垃圾？



作者：洪灏 交银国际研究部主管

长期以来，仙股是香港市场永远的谜。这些股票普遍具有业绩差、市值小、成交量低、股权高度集中、频繁资本运作、常年不分红、莫名暴涨暴跌等特征。在我们统计的 2,200 多个港股中，大概只有 1,000 多个公司不属于我们这里定义的仙股范畴（本文仙股和细价股通用）。也就是说，一半的港股居然都是“垃圾”。由于这些股票的股价往往低于一块钱港币，它们又被戏称为“仙股”，其中不乏“老干股”——那些大股东利用供股、配售等融资手段进行资本操作，侵犯小股东的利益的股票。奇怪的是，这些股票长期存在，而它们的肆意妄为似乎也不必承受什么后果。

香港是一个注册制市场。如果我们把港股主板上市公司的市值排序，并与 A 股主板上市公司做对比，我们会发现，港股的市值分布类似于一个标准的正态分布曲线，而 A 股则类似右偏——即鲜有公司分布于一定市值之下。两市公司市值分布状态的不同，是香港市场实行以市场为主导的注册制的量化体现。众所周知，在没有外力（监管）干预的情况下，大数据样本往往呈正态分布。而 A 股的右偏形态显然是受到了监管对于上市公司最小市值要求的限制。

上述两点说明了，香港注册制下产生了一大批仙股，而仙股是“韭菜”成长的温床。我们的计算显示，在这个总市值逾 42 万亿港币的市场里，每年因为仙股通过配股、供股与合股等“资本运作”手段使散户蒙受的损失可达数百亿。这个数字看似只是总市值的千分之一，但是对于投资者而言，

损失一块钱都不应等闲视之，都说明了这个市场的欠缺。这或许值得 A 股未来实行全面注册制时引以为戒。

在这个近一半都是垃圾的市场里，我们应该如何投资？我们的量化分析发现，机构都扎堆在大市值、高质量和高分红的 200 多个股票里。这些股票的成交额占据了整个香港市场成交额超过 80%，而剩下的股票几乎没有流动性。这种低流动性的特征或许也让庄家可以更有效地控盘，实现自己“资本运作”的目的。然而，如果所有的“聪明钱”（机构）都在头部的 10% 的股票里抱团，同时，交易流动性也只能在这 200 多个股票里提供有效的价格发现，那么考虑到这些股票的定价处于完全竞争状态，它们的估值应与它们的基本面价值非常贴近。

如是，为什么 A 股相对于港股的溢价却是如此突出，经年不变？甚至在沪港通开通后的 7 年，A 股的溢价居高不下，经久不衰，从不均值回归？同时，一个坐拥 1000 多个小市值股票的市场里，最小市值的那部分公司具有显著的超额回报，却鲜有机构参与？机构难道都将法默的“三因子”模型抛之脑后了吗？

我们的量化分析发现，H 股的市值越大，则溢价越小。但即便如此，除了一只 H 股外（招商银行），所有 H 股的估值都低于它们对应的 A 股的估值。如果由于市场结构使 H 股定价理论上反映了其基本面，同时 H 股的估值相对于 A 股长期处于折扣，那么 A/H 溢价的长期存在只有一种可能性：那就是，A 股显然是太贵了。我们的数据显示，沪港通之后，北上资金持

股往往是低溢价的 A 股。显然，这些来自于香港资金热衷于参与 A 股市场的机会，但还是对于 A 股的高估值非常忌惮。

垃圾多可以回收，变废为宝。仙股也可以给企业提供融资捷径，俗称“壳”资源。借壳上市具有低成本、高效率的优势。企业利用并购重组，从无形资产的“壳”中注入优质资产，实现在香港融资甚至扩展海外市场的目的。尽管如此，为什么香港需要这么多“壳”呢？如果说很多壳其实就是垃圾股，那么为什么香港市场可以容忍这么多垃圾？

从市场规则来看，香港上市的财务门槛相对于 A 股更低，而退市机制较 A 股具有更高的主观性，且市场高度自由化。这种规则差异使得港股壳资源较 A 股更加丰富，壳价值也更加便宜。换句话说，香港的壳由于供应更充足，价格更宜人。如此巨量的壳公司的存在，也在一定程度上解释了为什么港股的估值相对于 A 股多年以来一直处于折扣的状态。对于专业的机构投资者来说，壳公司、垃圾股有着明显的量化特征，可以很容易地规避。然而对于研究资源相对匮乏的散户来说，要从几千个股票里排除一半以上的垃圾，找出适合投资的标的，是有相当难度的。因此，港股只能在估值上提供折让，以补偿投资者需要承受的风险。或者，我们可以把这种估值的折扣，称为“垃圾回收价格”。

关于散户如何在投资中避雷，请参考我们最近的报告《如何辨别“韭菜股”》

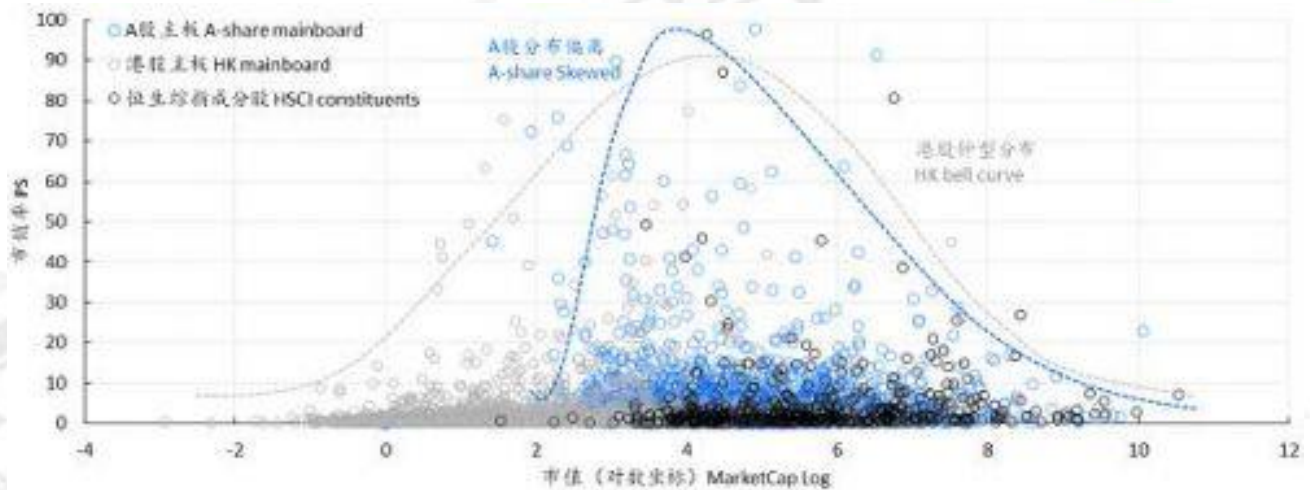
仙股迷思

长期以来,仙股是香港市场永远的谜。也正是这样一群特殊的“仙股”群体,使得同属中国上市公司主场的港股与 A 股市场呈现出截然不同的风格。如果我们将 A 股主板和港股主板股票的市值和估值进行对比,可以发现这两个市场的股票特征呈现出不同的分布形态,尤其是积聚在左尾的小盘股。在 A 股市场,大盘股往往被认为是发展成熟、稳定的代表,它们的估值整体较低,而小盘股通常具有更高的估值,市场似乎更看好它们未来发展壮大的前景。但是,在香港市场,大盘股不一定便宜,而小盘股也并不意味着昂贵。这里,市值最大的前 500 只股票 (20%) 占据了主板市场 95%的市值,而随后的 1700 只股票仅贡献了 5%的市值。在这部分“小微”股票中,股票的估值随着市值的缩小而降低。

在我们的分布图中,港股的市值分布类似于一个标准的正态分布曲线,而 A 股则类似右偏 --- 即鲜有公司分布于一定市值之下。两市公司市值分布状态的不同,是香港市场实行以市场为主导的注册制的量化体现。众所周知,在没有外力(监管)干预的情况下,大数据样本往往呈正态分布。而 A 股的右偏形态显然是受到了监管对于上市公司最小市值要求的限制。

(图表 1)。

图表 1: 港股的估值对于市值的分布更类似于对称的钟型分布,而 A 股高度偏离



资料来源：万得，交银国际

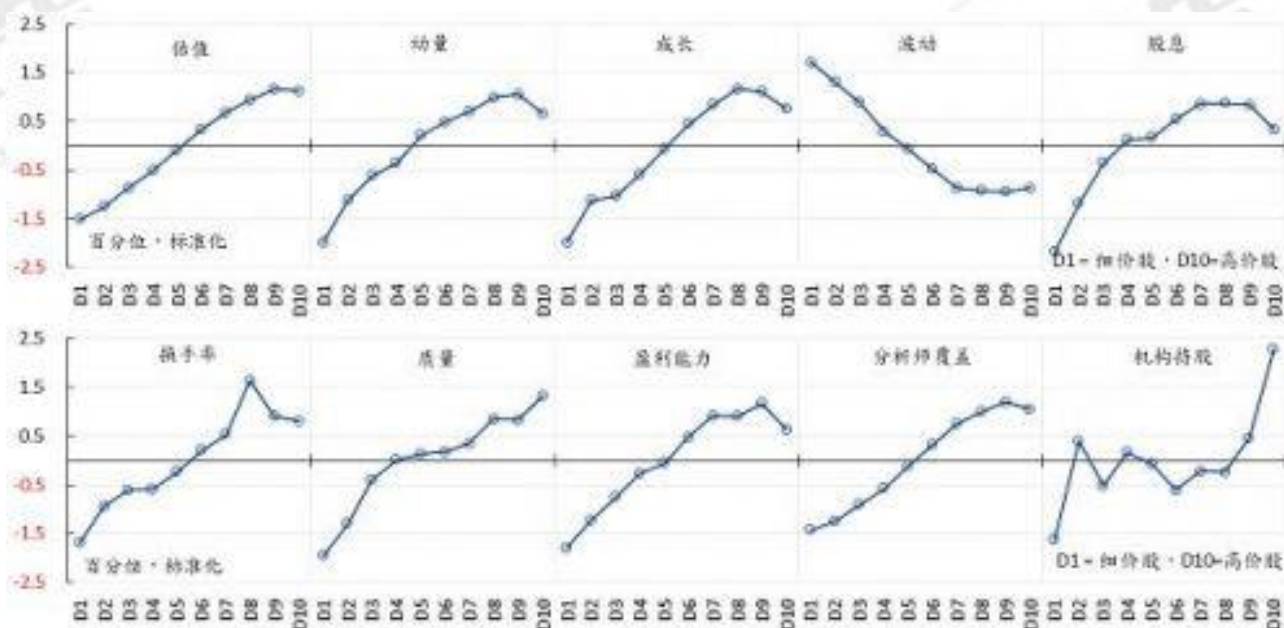
细价股，垃圾股

这些“仙股”中隐藏着相当一部分“老千股”，普遍具有业绩差、市值小、成交量低、股权高度集中、频繁资本运作、常年不分红、莫名暴涨暴跌等特征，成为大股东和庄家狩猎散户的绝佳场所。这些股票的大股东并不以盈利为公司经营的主要目的，而是通过玩弄财技，运用配股、供股和合股等融资手段损害小股东的利益，以从股票市场牟取暴利。

在港股市场，低价是鉴别“仙股”的重要特征之一。这一点无可厚非。仙股在港股市场存在已久，在香港市场，股价对股票特征的区分有着较强的指引性。在将港股主板股票按价格从低到高进行排序分组后，我们发现港股的价格与估值、动量、成长、股息、换手率、质量、盈利能力和机构参与度均具有显著的正相关性，而与波动率则具有显著的负相关性。由此可见，香港市场的细价股具有小市值、低估值、高波动、低股息和低盈利质量的特征，并且它们鲜有机构参与，成交低迷（图表 2）。换句话说，这

些盘踞在港股市场角落的细价“仙股”，某种意义上来说，其实几乎就等同于“垃圾股”。

图表 2: 港股细价股的特征分布



资料来源: FactSet, 万得, 交银国际

### 资本运作

但是, 如果这些细价股质量低劣, 且有可能成为下一个作恶多端的“老千股”, 那么为何它们还能扎根于香港市场几十年, 甚至香港监管机构也从未致力于根除这个特殊的股票群体?

客观来说, 香港监管机构不是没有过折戟沉沙的监管尝试, 细价股问题的复杂性从 2002 年沸沸扬扬的“7·26 细价股股灾事件”中可见一斑。

彼时, 科网股泡沫的骤然破灭令前称香港创业板的 GEM 在老千股轮番自爆

的背景下一蹶不振。2002年7月25日，港交所公布多项上市规则修订建议，其中包括建议连续30个交易日平均市值低于3,000万港元、或平均股价低于0.5港元之公司应予除牌。在一片恐慌中，恒生指数先跌为敬，次日单日蒸发财富多达113亿港元之巨。港交所随即被迫紧急撤回咨询文件，港交所时任行政总裁邝其志辞职，相关规则修订建议也不了了之。

我们整合了2010年以来，香港市场上700多例合并与拆分股票的操作案例。我们的量化分析显示，不足5%的股票会在合并/拆分公告发出后迅速发生股价崩盘。从市值最大亏损规模的分布来看，在合并/拆分发生后的120个交易日内，超过70%的细价股的股票市值最大回撤小于2亿港元。对于细价股来说，大部分的市值折损是极其有限的（图表3，上）。也就是说，并不是所有的合并与拆分都会导致股价的暴动与市值的萎缩，仅有极少部分的股票沦为资本运作的工具。

此外，我们也统计了每年港股市场中细价股在合并/拆分后，引发的最大市值损失。我们将考察的时间区间分为60、120和240个交易日，这里包含了考察时段内所有进行了合并/拆分操作的股票，并计算了它们在这一

**预览已结束，完整报告链接和二维码如下：**

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_38211](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_38211)

