



洪灏：港股为什么这么多垃圾？



文/意见领袖专栏作家 洪灏

仙股迷思

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“老千股”——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。



A/H 溢价

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什么流动性。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。

壳资源和估值折扣

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”》

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



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_37930

