

# 港股 2020 年市場回顧及市值策略研究

## 研究報告

- 港股市值出現結構改變
- 25 大港股拉動大市
- 港股強者恒強
- 微型市值股出路

### 研究方法：

報告將會集中分析香港股票市場市值增長及港股市值結構組成部份，並利用市值為基準，迴測市值與投資回報間的箇中關係。

下文分將會以 2020 年底各股票的市值作基準，按美國證券交易委員會(SEC)通義的市值大小，把股票分成 6 種，分別是巨型股 ( Mega Cap )、大型股 ( Large Cap )、中型股 (Mid Cap)、小型股 ( Small Cap )、微型股 ( Micro Cap ) 及納米股 ( Nano Cap )，並利用定量分析，對相關股票進行迴測，研究市值與回報的關係。

市值種類	市值下限	市值上限
納米股 (Nano Cap)	<\$3.89 億港元以下 (5 千萬美金)	
微型股 (Micro Cap)	3.89 億港元 (5 千萬美金)	\$23.34 億港元 (3 億美金)
小型股 (Small Cap)	\$23.34 億港元 (3 億美金)	\$155.6 億港元 (20 億美金)
中型股 (Mid Cap)	\$155.6 億港元 (20 億美金)	\$778 億港元 (100 億美金)
巨型股 (Mega Cap)	> \$23,340 億港元 (3000 億美金)	

報告日期

2020年3月08日

### 亞太地區基金經理

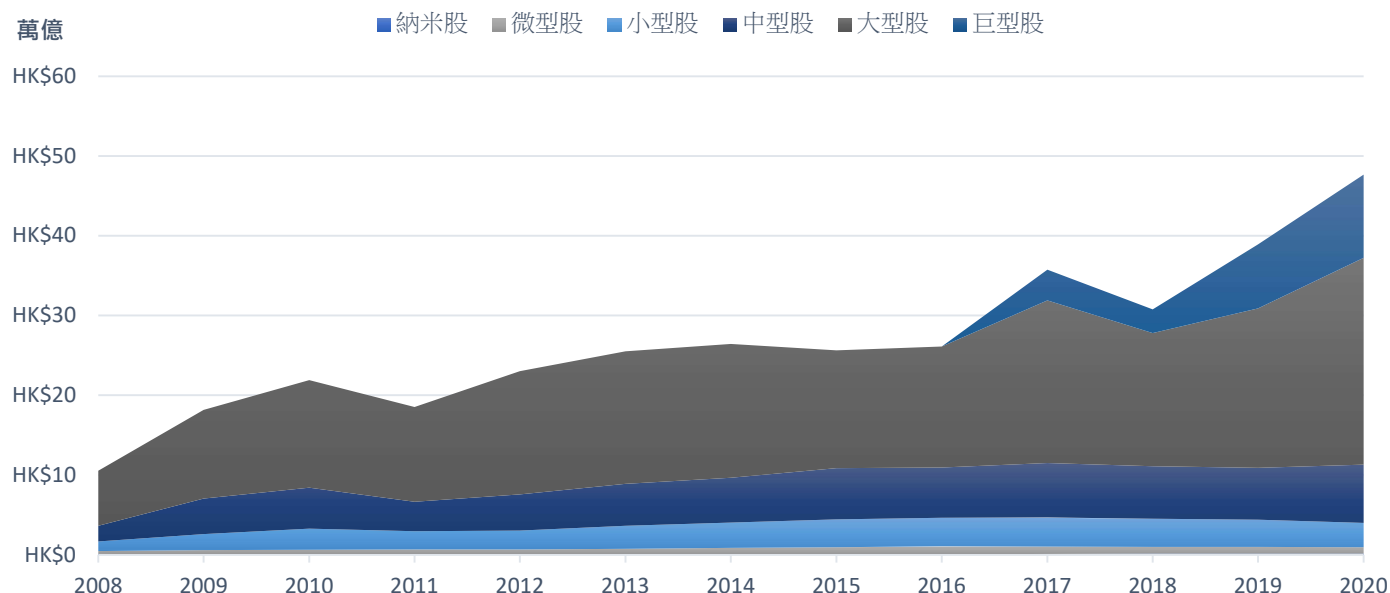
呂卓鋒 Chevin Lui  
clui@masancapital.com

### 董事總經理

林子傑 Kevin Liem  
kliem@masancapital.com

港股發展概況

港股2008 - 2020年市值

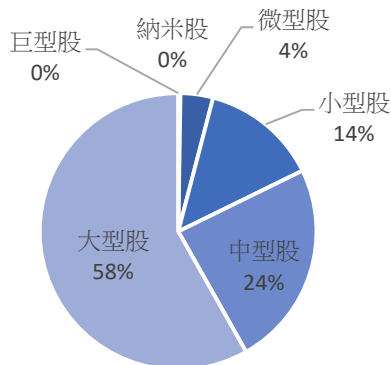


資料來源: 港交所、彭博、馬山資本整理

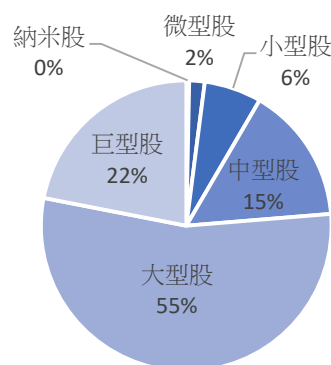
截至 2020 年底，港股總市值達\$47.69 萬億港元。上述市值趨勢圖顯示，自 2016 年後，大型股及巨型股成為拉動港股整體市值的主因，令港股市值增加近\$20 萬億港元。港股市值從 2016 年的 26.14 萬億，4 年內市值增加了 82.4%，至 2020 年底，達\$47.69 萬億港元。從上圖可見，港股市值升幅於 2016 年後側重巨型及大型股。我們推測，這與當時香港與中國於 2016 年 8 月份落實《深港通實施方案》，而這亦改變港股市值結構。

港股市值結構改變

2016 年港股市值構成部份



2020年港股市值構成部份



資料來源: 港交所、彭博、馬山資本整理

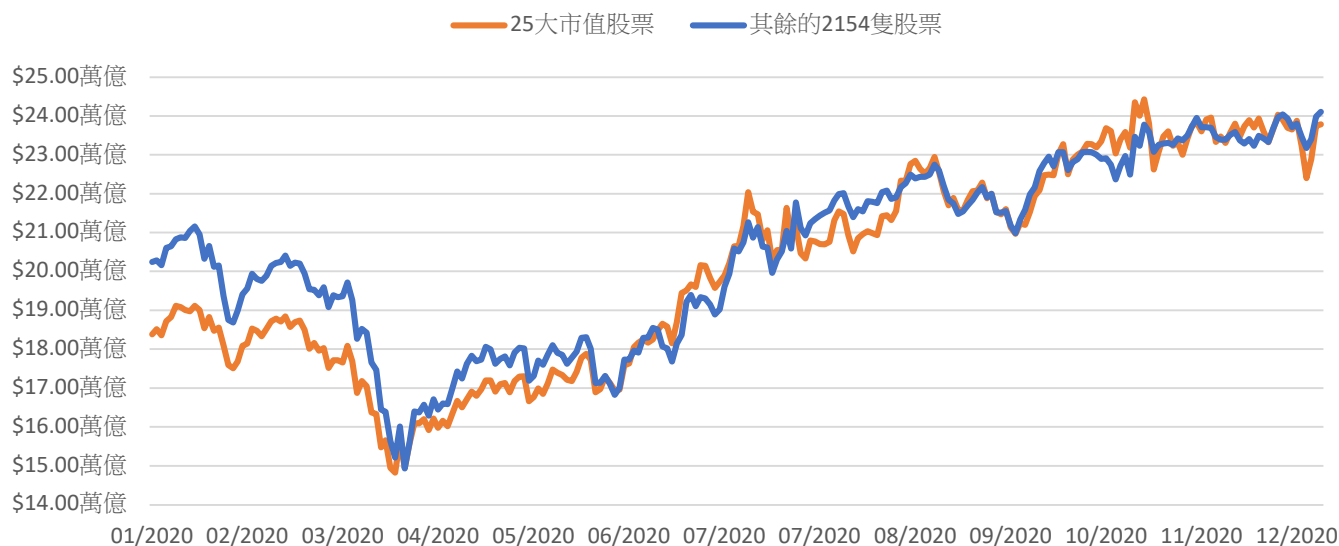
基於上述市值發展的趨勢，我們的著眼點在於研究市值結構的改變。2016 – 2020 年期間，港股出現了 2 隻巨型股，分別是 700 及 9988，而單單這 2 隻股票，已佔整體市值的 22%，比例十分高。反之，中型股、微型股及小型股的比例，則從過往的 42% 佔比縮減近半，至 23%。有見及此，我們以市值由最大的開始，以排序方式，列中港股 25 隻最高市值的股票。

## 25 大港股市值

#	股票	公司名稱	市值	累計市值	累計市值佔 總市值 (%)	市值種類
1	700	騰訊控股	54,109.67 億	54,109.67 億	11.35%	巨型股
2	9988	阿里巴巴	50,346.49 億	104,456.15 億	21.90%	巨型股
3	3690	美團 – W	15,171.46 億	119,627.62 億	25.09%	大型股
4	939	建設銀行	14,160.58 億	133,788.20 億	28.06%	大型股
5	1299	友邦保險	11,490.19 億	145,278.39 億	30.47%	大型股
6	9618	京東集團	9,161.88 億	154,440.27 億	32.39%	大型股
7	941	中國移動	9,050.16 億	163,490.43 億	34.28%	大型股
8	5	匯豐控股	8,432.65 億	171,923.08 億	36.05%	大型股
9	2318	中國平安	7,075.20 億	178,998.28 億	37.54%	大型股
10	1810	小米集團	6,804.08 億	185,802.36 億	38.96%	大型股
11	388	香港交易所	5,388.31 億	191,190.67 億	40.09%	大型股
12	9999	網易	5,099.75 億	196,290.42 億	41.16%	大型股
13	6618	京東健康	4,776.55 億	201,066.97 億	42.16%	大型股
14	1398	工商銀行	4,365.74 億	205,432.71 億	43.08%	大型股
15	2269	藥明生物	4,199.14 億	209,631.85 億	43.96%	大型股
16	2378	保誠	3,752.45 億	213,384.30 億	44.75%	大型股
17	6969	思摩爾國際	3,510.29 億	216,894.59 億	45.48%	大型股
18	1876	百威亞太	3,390.31 億	220,284.90 億	46.19%	大型股
19	2020	安踏體育	3,322.39 億	223,607.29 億	46.89%	大型股
20	883	中國海洋石油	3,205.69 億	226,812.98 億	47.56%	大型股
21	6862	海底撈	3,164.10 億	229,977.08 億	48.23%	大型股
22	241	阿里健康	3,081.33 億	233,058.41 億	48.87%	大型股
23	16	新鴻基地產	2,897.78 億	235,956.19 億	49.48%	大型股
24	9633	農夫山泉	2,764.03 億	238,720.22 億	50.06%	大型股
25	1928	金沙中國	2,754.69 億	241,474.91 億	50.64%	大型股

我們發現，首 25 間上市公司佔了 50.64% 港股市值，顯示港股市值分佈相當集中。

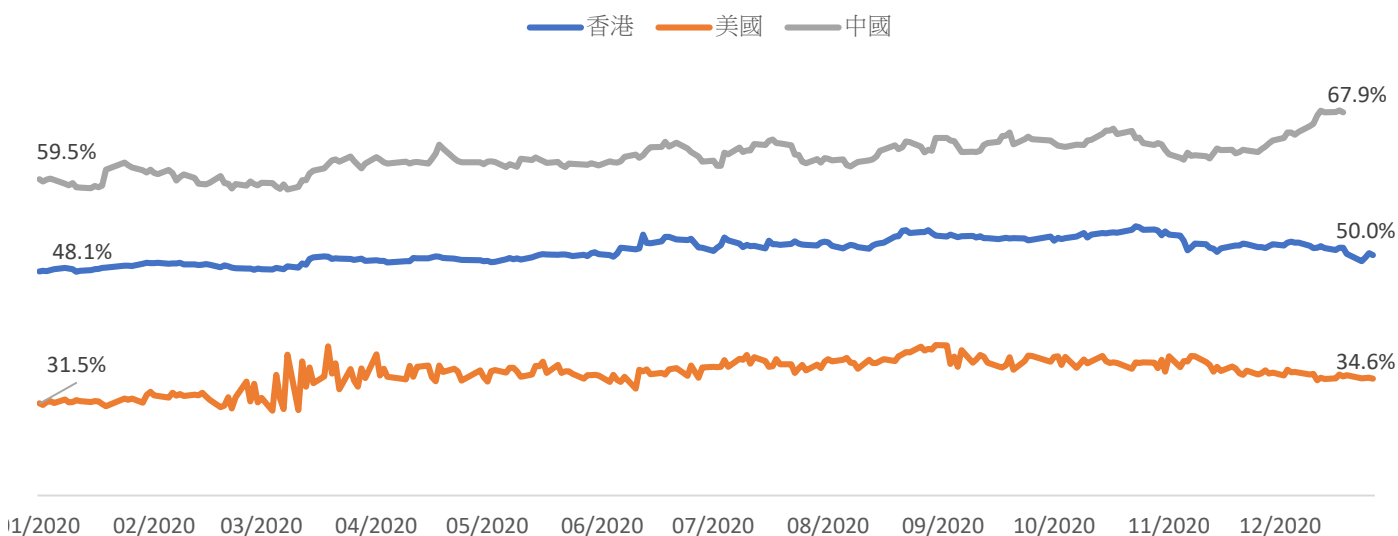
## 2020年25大股票及其餘股票的市值增長比較



資料來源: 彭博、馬山資本整理

我們以這 25 大市值的股票作基準，以市場加權形式作，建構指數，並觀察其走勢變化。我們發現，2020 年的 25 大港股市值從年初的 18.38 萬億港元上漲至 23.78 萬億港元，增加了約 28.9%，為整體市值創造貢獻了約 11.4%，25 大市值股票相對港股市佔比由 48% 上升至 50%，顯示這些股票對整體大市有著舉足輕重作用。換句話說，港股其餘的 2154 隻股票，由年初的 20.24 萬億港元上漲至 24.11 萬億港元，僅為整體市值創造貢獻了約 8.1%，明顯遜於前者。

## 25大市值股票相對股市整體市值佔比



資料來源: 彭博、馬山資本整理

若參考其它股票市場，美國市場的首 25 隻市值最大的股票在 2020 年底僅佔股市總市值的 34.6%，相對港股的 50% 而言，過度集中風險較低。

### 強者恒強現象

相比之下，儘管港股 25 大市值港股股票相對股市整體佔比在 2020 年的牛市中上升了 2%，但已上升至代表 50% 港整體市值大關。更甚地，A 股 25 大市值股票由 2020 年初的 59.5% 躍升至 67.9%，上升了 8.4%，代表 A 股 2020 年更加集中於首 25 隻股票，當中不乏上年才上市的半新股金龍魚(300999.CN)。

就上述分析來看，我們可以確認，港股及 A 股「強者恒強」及港股愈趨 A 股化。

至於香港，以 2020 年新股來說，晉升至港股 25 大市值的，其中有網易(9999.HK)、京東健康(6618.HK)、思摩爾國際(6969 HK)及農夫山泉(9633.HK)，上市後股價節節上升，平均升幅達 50%，以致它們的加入，使港股截至 2020 年底，創造了 1.96 萬億(約 4.1% 總港股市值)。若投資者沒有參與這 4 隻股票的升幅，表現將落後港股整體大市。

最近，恒生指數公數宣佈大幅修改恒指組成結構，提出 5 大項建議，包括(1.) 增加恒生指數成份股數目、(2). 個股權重上限劃一為 8%、(3.) 不設最低上市歷史要求、(4.) 建議按行業組合及維持被分類為香港公司的成份股在一定數量。我們認為，若上述改革得以落實，恒指恒強將會變成港股第三個趨勢，尤其是第三點，不設最低上市歷史要求，等於恒指更大機會把當時估值最高的投資概念納恒指，恒指變相添加了一個短期的「動量因子」，只要恒指在動量因子部份持續「換馬」當時高市值的熱炒概念，理論上恒指表現會愈來愈強。

投資者自行追逐相關概念當然沒有問題，但若由恒指引導追逐，變相恒指認可了一些尚未經市場長期驗證的「熱炒」投資概念估值，而當概念失去熱錢追捧後，估值回落至合理價格後，追蹤指數的投資者很大機會出現虧損。而恒指公司只是負責設計指數，它只需要換上當時新興的投資概念作「動量因子」，無須承擔「換馬」的賺虧及相關費用，恒指表現能夠持續恒強，但真正的投資者卻因追蹤恒指而很大機會蒙受損失，為未來港股市場健康貼上一層陰霾。

以下我們會以早前定義的市值範圍，篩選出符合該市值範圍的相關股票，並重建代表該市值分類指數的 2020 年走勢，作定量分析之用。

以下是符合相應市值範圍的股票數目：

年份	納米股	微型股	小型股	中型股	大型股	巨型股	股票數合計	市值合計
2020	969	773	472	219	104	2	2539	47.69 萬億

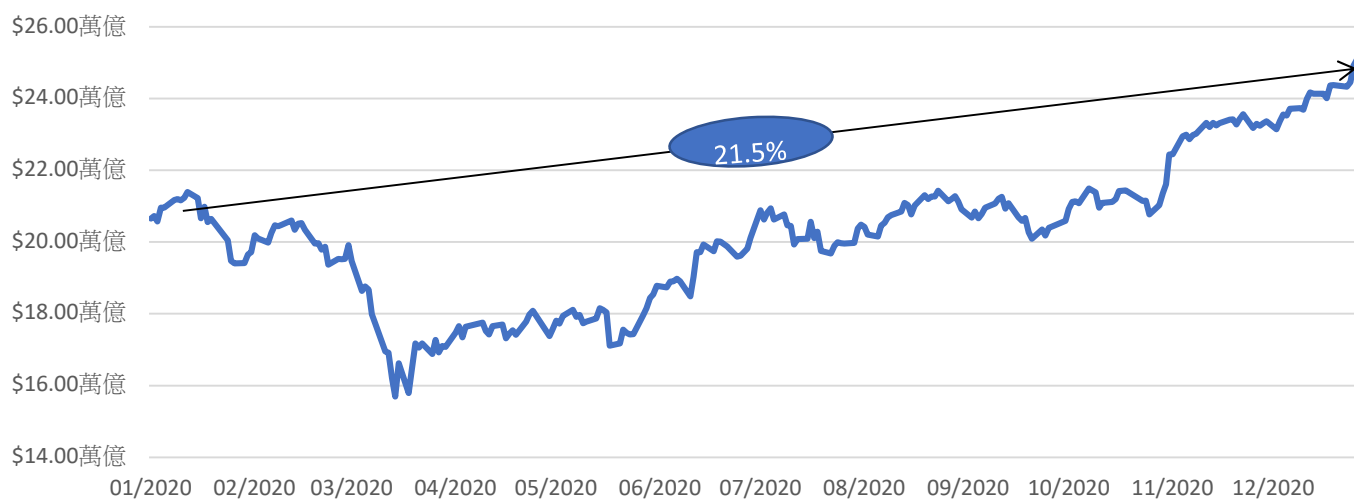
## 巨型股



資料來源: 彭博、馬山資本整理

巨型股指數組成結構由 2 隻股票組成，分別是騰訊控股(700.HK)及阿里巴巴(9988.HK)，於 2020 年，市值一共增加了 28.4%，創造了額外的 2.31 萬億市值。

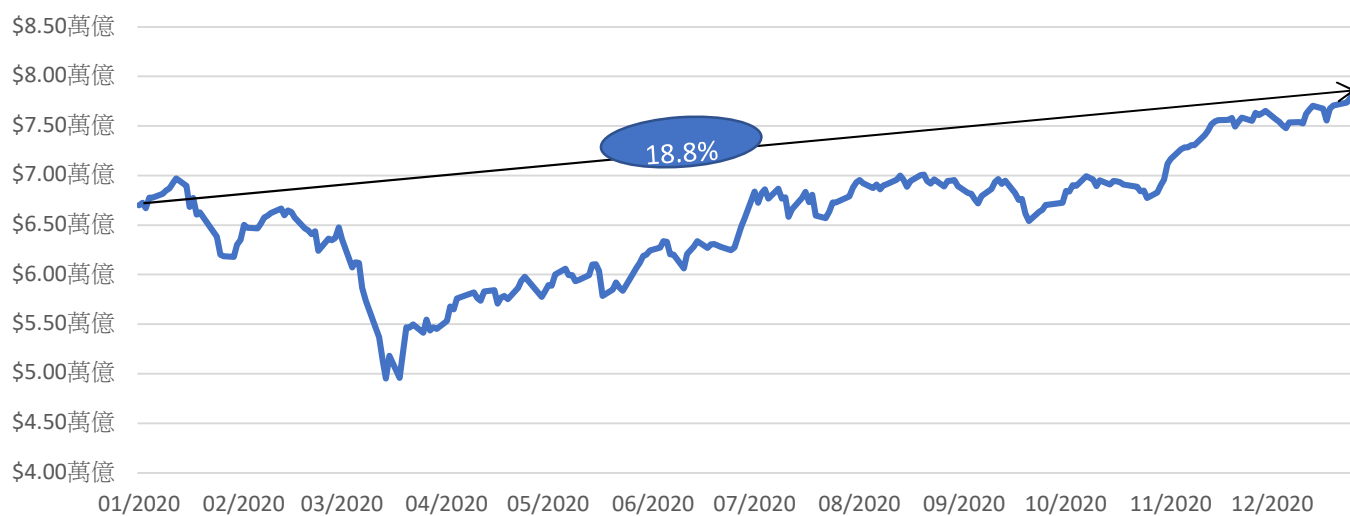
## 大型股



資料來源: 彭博、馬山資本整理

大型股指數組成結構由 104 隻股票組成，首 2 隻為美團 - W(3690.HK) 及建設銀行(939.HK)，於 2020 年，市值一共增加了 13.9%，創造了額外的 4.45 萬億市值。

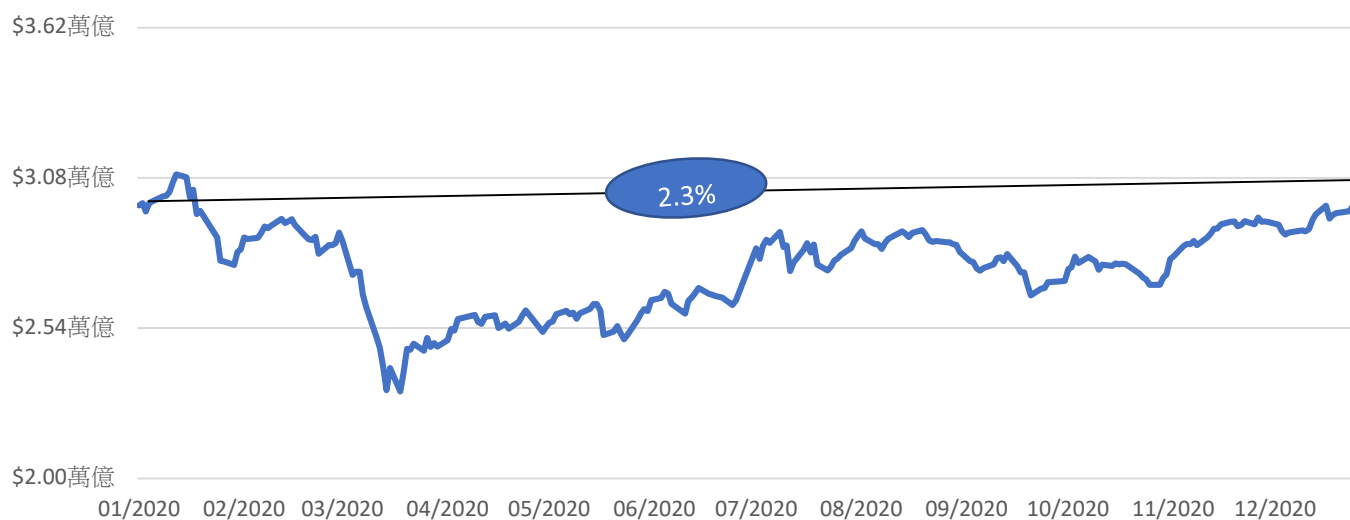
## 中型股



資料來源: 彭博、馬山資本整理

中型股指數組成結構由 219 隻股票組成，首 2 隻為 FAST RETAIL-DRS (6288.HK)及香港電訊 - SS (6823.HK)，於 2020 年，市值一共增加了 17%，創造了額外的 2.24 萬億市值。

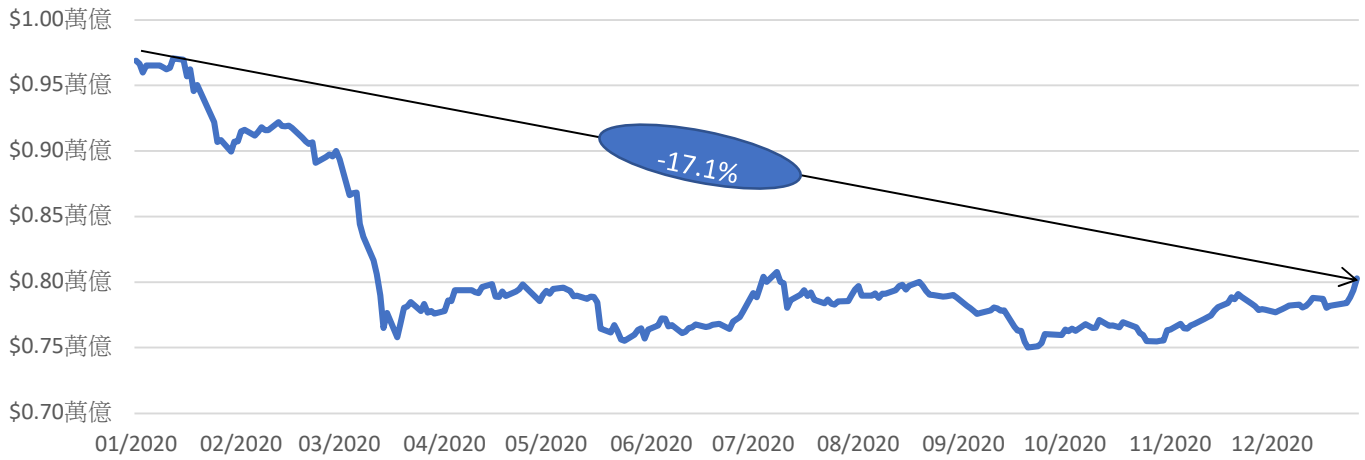
## 小型股



資料來源: 彭博、馬山資本整理

小型股指數組成結構由 219 隻股票組成，首 2 隻為鷹君 (41.HK) 及 FAST RETAIL-DRS (1478.HK)，於 2020 年，市值一共增加了 2.3%，創造了額外的 0.07 萬億市值。

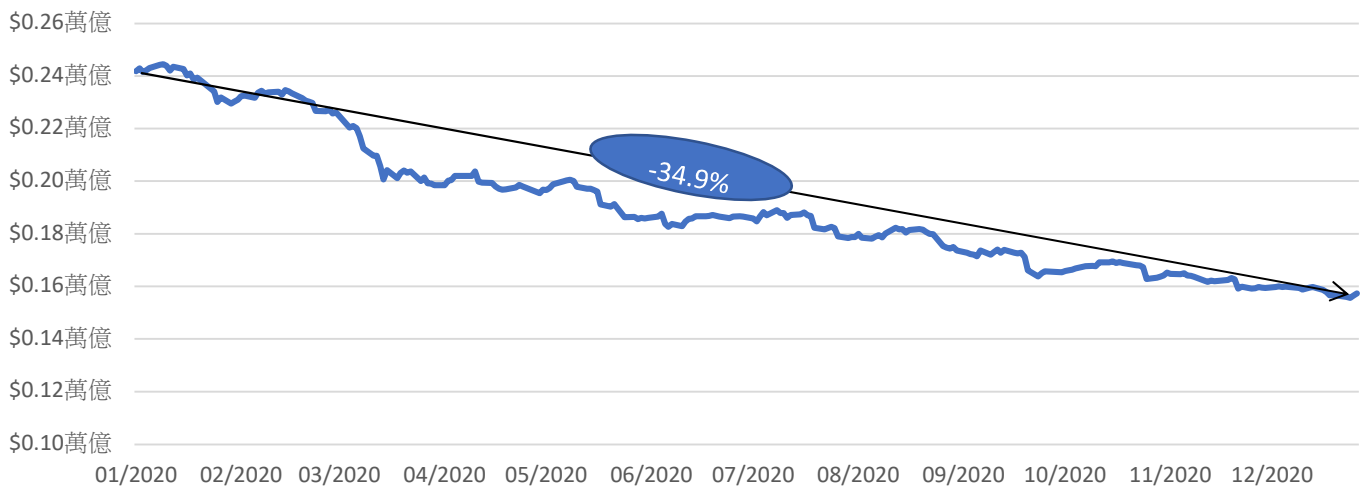
### 微型股



資料來源: 彭博、馬山資本整理

微型股指數組成結構由 773 隻股票組成，首 2 隻為建業建榮 (1556.HK) 及雲頂香港 (678.HK)，於 2020 年，市值一共下跌了 2.3%，造成了 0.17 萬億市值的損失。

### 納米股



資料來源: 彭博、馬山資本整理

微型股指數組成結構由 969 隻股票組成，首 2 隻為千百度 (1028.HK) 及嘉興燃氣 (9908.HK)，於 2020 年，市值一共下跌了 34.9%，造成了 0.08 萬億市值的損失。

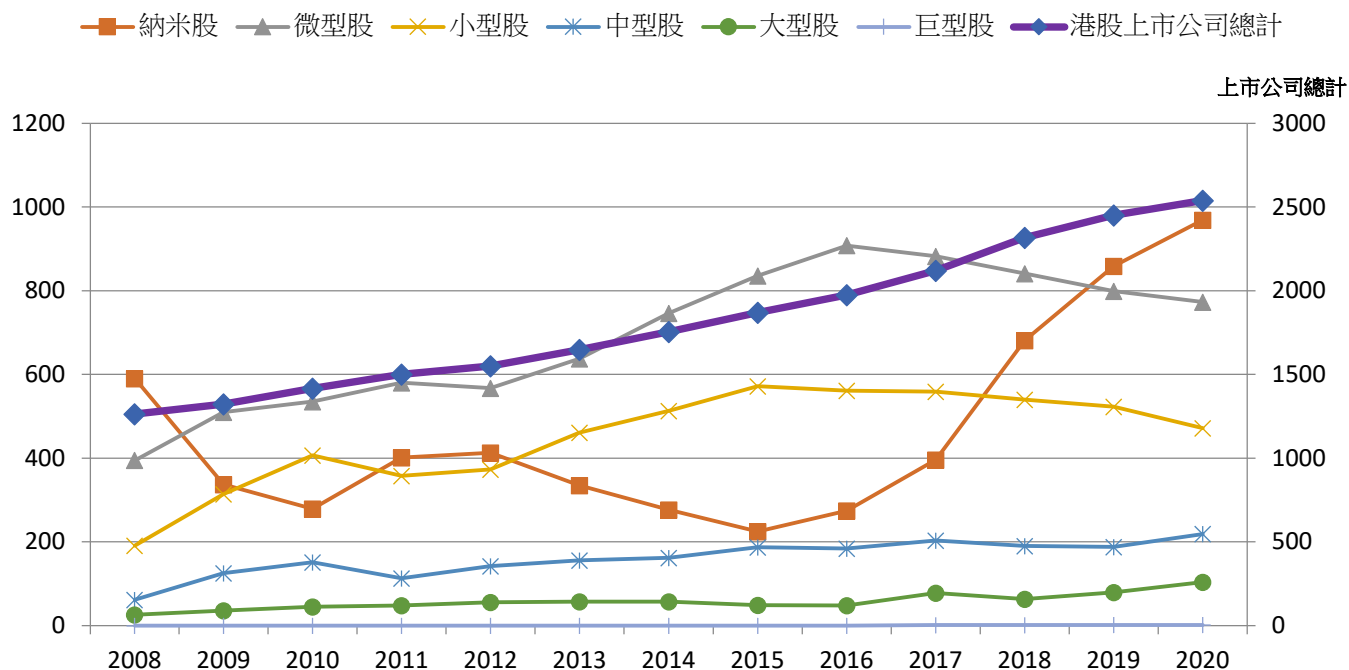
我們發現，低市值的股票表現遠差過高市值的股票。為此，我們對這作了一個更詳細的市值及上市公司數目變化的研究。

	市值變化	市值變化 (%)	上市公司數目變化 (按市值大小分類)	上市公司 數目變化 (%)
2016 年 總市值	26.136 萬億港元		2016 年 上市公司數目	1975 間
(-) 減少				
微型股	(1834 億港元)	(0.85%)	微型股	-135 間 (23.9%)
小型股	(5331 億港元)	(2.47%)	小型股	-89 間 (15.8%)
(+) 增加				
納米股	900 億港元	0.42%	納米股	695 間 123.2%
中型股	9897 億港元	4.59%	中型股	35 間 6.2%
大型股	10.741 萬億港元	49.84%	大型股	56 間 9.9%
巨型股	10.446 萬億港元	48.47%	巨型股	2 間 0.4%
2020 年 總市值	47.686 萬億港元		2020 年 上市公司數目	2539 間
整體增加	21.55 萬億港元			564 間

上表分別顯示不同市值的股票在市值(左)及上市公司數目(右)的於 2016 年至 2020 年期間的變化。值得注意的是，微型股及小型股數目驟降，但同時納米股數量上升速度遠比其它市值股票快。就我們調研所得，從 2016 年至 2020 年，7 間中型股成功晉升至大型股行列；24 間公司市值微型股及小型股提升至中型股；356 間上市公司市值由微型股及小型股跌至納米股。誠然，上市公司市值會隨著競爭環境及投資環境有所改變，但 2016 年至 2020 年間，納米股共增加了 695 間，而其中有 356 間公司原本是屬於更大市值。

報告上部份闡述了 2016 年因「港股直通車」的落實，龐大的內地資金湧入港股，令港股市值組成部份出現結構性改變，資金偏好大市值的股票，間接造就「強者恒強」的現象。但從上述的市值及上市公司數目變化研究，我們發現了另一現象。港股只有少數股票能成為贏家，出現「贏家通吃」現象，而大部份股票因缺乏投資者關注，公司變相喪失融資功能，缺乏資金改組及拓展業務，業績變得更差，公司更易變成「僵屍企業」，半死不活。

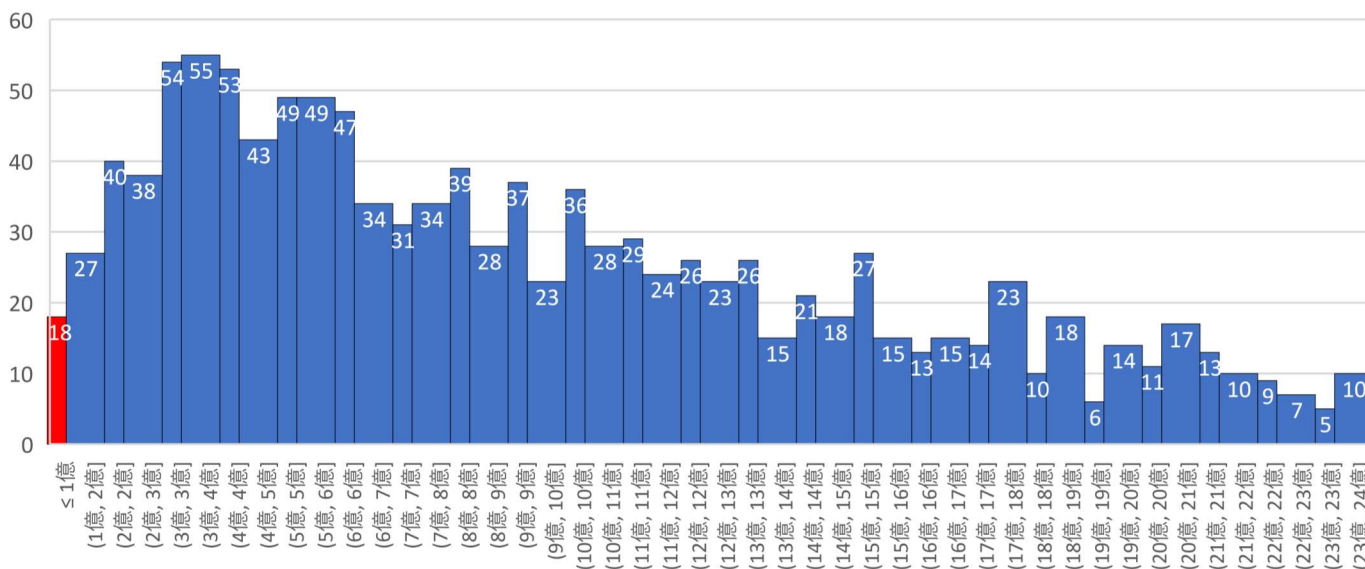
### 港股各市值板塊歷年數目



在上述分析，我們發現，納米股數目快速增加的問題僅始於 2016 年。2016 年前，納米股數目是處於下降軌。但自 2016 年後，納米股數目急增。自 2016 年後，香港的監管機構收緊微型股上市，但納米股的數目卻急速上升。相對地，微型股及小型股數目則出現下跌，這意味著更多微型股及小型股於這段期間市值持續走低，並跌入納米股範圍。

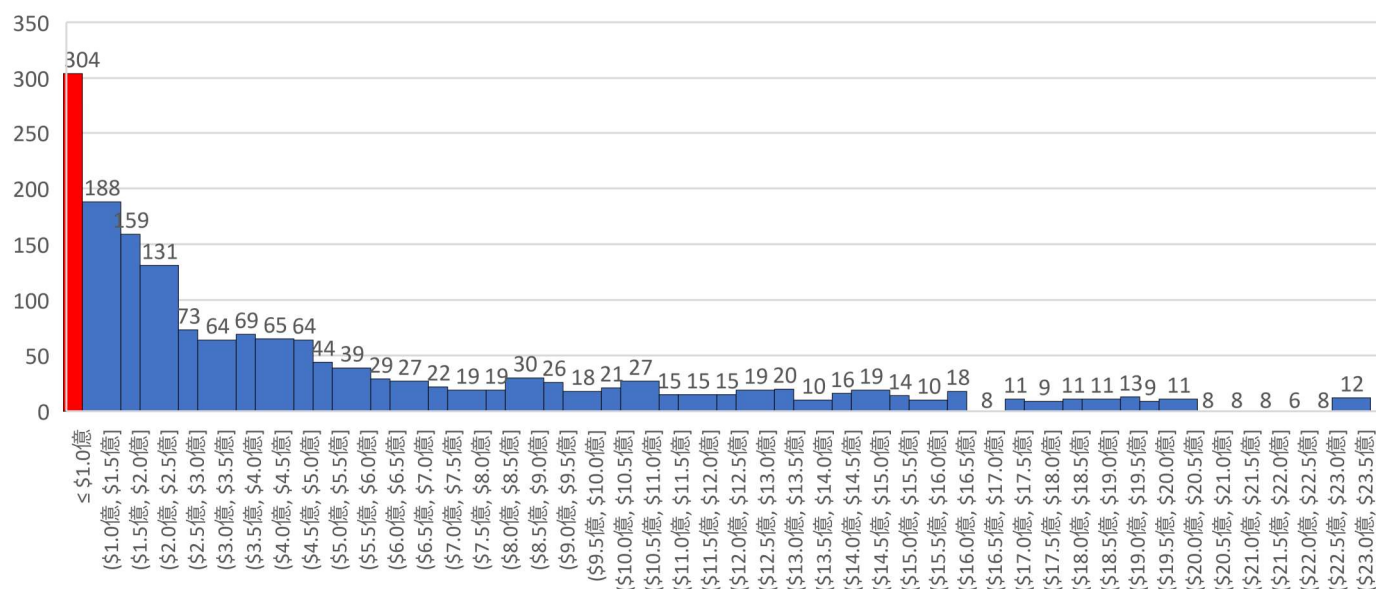
### 2016年

### 納米股及微型股市值分佈圖



## 2020年

### 納米股及微型股市值分佈圖



從上面的直方圖分析，我們觀察到 2016 年市值 1 億或以下的股票只有 18 隻，但現時卻急增至 304 隻，足足佔了 11.9% 的總港股股票數目。

更令人震驚的是，現時有超過 1000 間上市公司市值低於 \$7.5 億，相當於一半港股上市公司數目。這些股票因長期無人問津，市值長期處於低位，加上監管機構近期極力約束納米股及微型股的各類資本操作，在缺乏融資渠道下的納米股，業務難以轉型，或尋求新的投資機會，令它們更難尋找白武士，或給予投資者離場的機會，形成一個惡性循環，長遠只會令更多小型股票缺乏生存空間，已投資這類股票的投資者將面臨永久損失。

綜合上述我們在 2020 年所觀察到的港股趨勢，我們發現香港股市實際上正上演著一段平行時空的故事，一方面隨著大型中資股回港第二次上市、中國概念的新經濟獨角獸企業落戶港股等因素，資金瘋湧追逐相關大市值的股份；另一方面，一些傳統經濟的中流砥柱企業因缺乏市場關注，估值每況愈下，但由於監管機構自 2016 年起，加強收緊微型市值股票的集資行為，這些低市值的上市公司變相喪失重要的融資渠道，變得半死不活，而根據我們內部統計，超過一半在港上市的公司正面臨這嚴峻情況，情況遠比想像中嚴重。

作為投資者的一員，我們當然歡迎具獨特性的新經濟概念股落戶港股，因為這樣可以擺脫港股側重金融及地產的既有形象。然而，相關新經濟概念時間尚短，並未經過市場及時間的驗證，若短時間內將這些概念納入恒生指數，必然進一步推高相關股份估值。

對此，其它國家如美國及新加坡正加大力度推行 SPAC（特殊目的收購公司），意將這些新經濟概念股跟大市區分，一方面既可吸引相關創新企業以較便捷的形式借殼上市集資，另一方面又不會影響大市的穩定性，較港股那種網綁大市式

手法截然不同。若投資者對相關概念的企業有興趣，大可自行投資該類股份。根據高盛的報告指出，單單 2020 年，美股共有 219 間空白支票公司上市，共集資超過 730 億美元(約\$5679 億港元)，這相等於 58%的港股納米股及微型股總和，並遠超以傳統上市方式的 60 億美元。

《上市規則》第 14.06B 條附註 2 規定，若上市公司控股權易手，3 年內不得注入新大股東資產，否則將視作反收購行動。此外，港交所近年亦加快對盈利不足的已上市股票進行除牌，在政策雷厲風行下，低市值上市公司難以翻身。我們相信唯有放寬相關規定，才能盤活這些納米股。

觀乎港股上市數目的結構，港股具大量這種納米及微型的標的公司，大可利用這種閒置資源，吸引創新止業來港上市集資，豐富港股的多樣性，亦將這種新經濟概念與大市分隔，維持大市整體的穩定性，港股才可長遠健康發展。

## CONTACT INFORMATION

☎ +852 3960 7749  
✉ info@masancapital.com  
🌐 www.masancapital.com

Room 202, 200 Hennessy Road, Wan Chai, Hong Kong  
香港灣仔軒尼詩道 200 號 202 室

### 法律聲明及風險提示：

本報告由馬山資本有限公司(證監會持牌人中央編號 BOL530 RA Type 4 & 9) 製作，本公司全權委託賬戶或基金並無持有有關股票及衍生產品權益。本報告中的信息均來源於我們認為可靠的已公開資料，但馬山資本對這些信息的真實性、準確性及完整性不作任何保證，也不保證所包含的信息和建議不發生任何變更。本公司並沒有將變更的信息和建議向報告任何接收者進行更新的義務。

馬山資本在法律許可的情況下可能持有或交易報告中提到的證券或投資，用戶應當考慮到其中可能存在可能影響本報告客觀性的利益衝突。本報告僅供本公司的客戶作參考之用，使用者請勿將研究報告或相關信息視為投資或其他決定的信賴依據。本公司不會因接收人收到本報告而視其為本公司的當然客戶。本報告僅反映報告作者在發行日期的觀點和判斷，在任何情況下，本報告中的信息或所表述的意見均不構成對任何人的投資建議，投資者應當對本報告中的信息和意見進行獨立評估，並應同時考量各自的投資目的、財務狀況和特定需求。對依據者使用本報告所造成的一切後果，本公司及其關聯人員均不承擔任何法律責任。

本公司的交易人員以及其他專業人士可能會依據不同假設和標準、採用不同的分析方法而口頭或書面發表與本報告意見及建議不一致的市場評論和/或交易觀點。本公司沒有將此意見及建議向報告所有接收者進行更新的義務。本公司的資產管理公司以及其他投資業務部門可能因應市場的變化而獨立做出與本報告中的意見或建議不一致的投資決策。

本報告版權均歸本公司所有，未經本公司事先書面授權，任何機構或個人不得以任何形式複製、發佈、傳播本報告的全部或部分內容。經授權刊載、轉發本報告或者摘要的，應當注明本報告發佈人和發佈日期，並提示使用本報告的風險。未經授權或未按要求刊載、轉發本報告的，應當承擔相應的法律責任。本公司將保留向其追究法律責任的權利。

### Disclaimer and Risk Statements:

This report was produced by Masan Capital Limited (Hong Kong Securities and Futures Commission Register Institutions Central Entity Number (CE No.) BOL530 RA Type 4 & 9) ("Company") and we do not hold any related securities or derivative products in the discretionary accounts or funds managed by the Company. The information in this report is derived from publicly available information that we believe to be reliable but we do not guarantee the authenticity, accuracy and completeness of these information. In addition, the Company is not obligated to update the information and recommendation contained in this report.

If permitted by law, the Company may hold or trade securities or investments mentioned in the report. Users should take into account the potential conflicts of interest that may affect the objectivity of this report and should not consider the research report or related information as a reliable basis for investment or other decisions. This report is for reference only and we will not regard the recipient of this report as a natural customer or client of the company. This report only reflects the views and judgments of the author on the date of issuance. In any case, the information or opinions expressed in this report do not constitute as investment advice to anyone. Investor should evaluate his/her investment objectives, financial conditions and specific needs independently. The Company and its affiliates shall not bear any legal responsibility for any consequences caused by the use of this report.

The Company's traders and other professionals may express orally or in writing comments that are inconsistent with the opinions and/or recommendations stated in this report and the Company has no obligations to update or notify the recipients of the report. In addition, the Company's asset management division and other business units may implement investment decisions that are inconsistent with the opinions or recommendations stated in this report due to the changes of market conditions or assumptions.