

2018年11月09日

证券研究报告/策略研究/专题策略

 万和证券
VANHO SECURITIES

分析师：费瑶瑶

执业证书：S0380518040001

联系电话：0755-82830333 (107)

邮箱：feiy@wanhesec.com

研究助理：沈彦东

联系电话：0755-82830333 (195)

邮箱：shenyd@wanhesec.com

研究助理：冯喜洋

联系电话：0755-82830333 (108)

邮箱：fengxy@wanhesec.com



(请扫码关注公众号)

利好政策频出，股押困境将缓

—股票质押专题研究

主要观点：

股票质押的资金来源主要为银行部门，占比预计约为 60%-80%。

2013 年 5 月之前股票质押以场外为主（资金融出方多为银行、信托等），2013 年 5 月 24 日证监会正式推出股票质押式回购业务后，场内股票质押业务正式登上舞台。之后场内规模不断提升，从 2014 年的只有 0.27 万亿元，上升到 2017 年底的 3.49 万亿元（占比 56.7%）。

2018 年 1 月“质押新规”正式发布，防范股票质押风险成为重点，股票质押存量规模有所减少，以最新价格计算（11 月 7 日），股票质押总体规模达 4.61 万亿元，占 A 股总市值 10.32%，受“质押新规”影响，场内质押向场外质押转移。“传媒、计算机、纺织服装、轻工、地产、医药”等行业质押比重较大，大多数公司股票质押比例处于较低水平。股票质押比例超过 50% 的上市公司数量为 146 家，占比 4.12%，其中质押比例超过 70% 的上市公司数量为 15 家，占比 0.42%。

监管部门及各地方政府的驰援方案陆续出台，因股票质押导致的流动性困境初步缓解。监管部门及地方政府正在稳步落实中央政府的指导精神，积极的促进地方政府资本、保险资金等长期资金成立专资管计划、采取财务投资、战略投资以及低息甚至无息贷款等灵活多样的方式驰援因实际控制人股权质押问题而陷入流动性危机的优质上市公司，目前已经落地的专项纾困资金已达 1000 到 2000 亿规模，股票质押的流动性困境有望在政府及监管层的各项纾困计划的推进中逐步缓解。

风险提示：政策推进及资金落地不及预期，市场大幅调整导致的强平危机。

目录

一、股票质押业务梳理.....	4
(一) 股票质押的本质是质押贷款业务.....	4
(二) 股票质押业务详解.....	4
1.融入方(出质人)	4
2.融出方(质权人)	5
3.资金来源.....	5
4.资金用途.....	6
5.股票质押三要素.....	6
6.解除质押.....	7
二、股票质押现状：存量降，覆盖广.....	7
(一) 股票质押存量：2018年有所下降.....	7
(二) 股票质押性质：流通股为主.....	8
(三) A股股票质押比例：15家上市公司质押比超70%.....	8
(四) A股股票质押行业概况：传媒、计算机、纺织制造占比靠前.....	9
三、政策频出，股票质押风险有望纾解.....	9
(一) 各监管部门帮扶政策先后落地.....	10
(二) 各地方政府驰援方案陆续出台.....	11
四、风险提示.....	13

目录

图表 1 股票质押场内交易	4
图表 2 股票质押场外交易	4
图表 3 股票质押存量	7
图表 4 流通股质押规模 (万亿)	8
图表 5 限售股质押规模 (万亿)	8
图表 6 A 股质押比例分布	8
图表 7 行业质押规模 (亿元) (前十)	9
图表 8 行业质押比例 (%) (前十)	9
图表 9 近期监管层对于股票质押的动态	10
图表 10 各地方政府驰援方案陆续出台	11
图表 11 2018 年深圳地区引入深圳国资股权资本的上市公司 (截至 11 月 8 日)	12
图表 12 2018 年北京海淀区引入海淀区国资股权资本的上市公司 (截至 11 月 8 日)	13

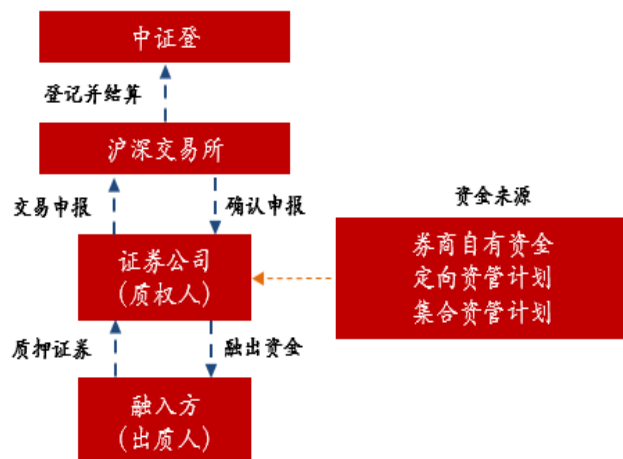
一、股票质押业务梳理

(一) 股票质押的本质是质押贷款业务

股票质押回购是指符合条件的资金融入方以所持有的股票或其他证券质押，向符合条件的资金融出融入资金，并约定在未来返还现金、解除质押的交易。本质是双方以股权为担保的一种“质押式债务融资”，均是质押贷款业务，既有自有资金，也有理财资金等，而其间也涉及银行与非银金融机构之间的通道业务等。

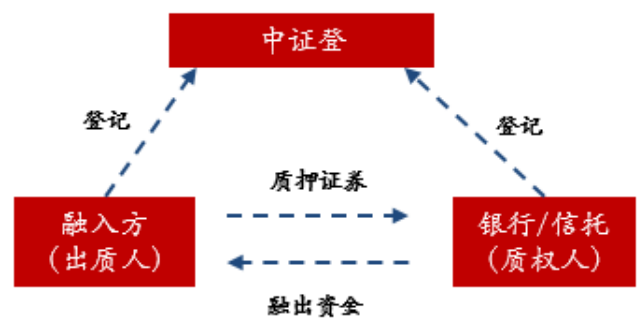
股票质押分为场内与场外，2013年5月之前以场外为主（资金融出方多为银行、信托等），2013年5月24日证监会正式推出股票质押式回购业务后（《股票质押式回购交易及登记结算业务办法（试行）》），场内股票质押业务正式登上舞台。由于券商对标准化资产处置的明显优势，券商为主的场内股票质押业务开始慢慢侵蚀场外市场，2013年政策放开场内质押后，场内规模不断提升，从2014年的只有0.27万亿元，上升到2017年底的3.49万亿元（占比56.7%）。

图表 1 股票质押场内交易



资料来源：万和证券研究所

图表 2 股票质押场外交易



资料来源：万和证券研究所

(二) 股票质押业务详解

1. 融入方（出质人）

融入方是指具有股票质押融资需求且符合证券公司所制定资质审查标准的

客户。最新的股票质押新规（2018年3月12日实施）主要在融资门槛、集中度、质押率等对场内质押进行规范。

- 1) 不得为金融机构或者从事贷款、私募证券投资或私募股权投资、个人借贷等业务的其他机构，或者前述机构发行的产品。
- 2) 涉及业绩承诺股份补偿协议的股东将融资受限。这类股东，在相关业绩承诺履行完毕前，集合资管计划或定向资管客户不得给其提供资金。
- 3) 融入门槛限制。融入方首笔最低交易金额不得低于500万元，后续每笔不得低于50万元。

2. 融出方（质权人）

质权人主要可分成两类：场内质押的券商（包括自有资金和资管资金）和场外质押的银行、信托、资管公司、信用融资担保公司甚至个人。场内质押要经过交易所为中介，而银行等场外质押则不需要，直接在中证登登记结算。根据2018年最新的质押新规，对质权人也提出了三点要求。

- 1) 限制质押集中度。单只股票的整体质押比例不超过50%；单一证券公司、单一资管产品接受单只股票的质押比例不得超过30%、15%。
- 2) 根据券商净资本进行分类限制。按照分类监管原则对证券公司自有资金参与股票质押回购交易业务融资规模进行控制，分类评价结果分别为A/B/C类的证券公司，自有资金融资余额分别不得超过公司净资本的150%/100%/50%。
- 3) 要求券商计提坏账减值，并建立股票质押式回购的黑名单制度。催缴90个自然日仍未购回的、违规使用融入资金和更改期限的会被列入黑名单，券商需在5天内向协会披露。对黑名单公司，全行业券商融资禁入1年。

3. 资金来源

股票质押最终资金方主要是银行，占比约70%。首先，场外质押资金来源主要是银行，场内场外占比1:1。场外的质权人主要是银行，是直接资金来源。信托、资管公司和个人等资金也间接主要由银行来提供。其次，场内质押的券商资金也有近半来源于银行。根据中国证券业协会披露，场内质押资

金有两大来源：券商自有资金（2017 年底出资 8199 亿元）和券商资管资金（出资 7403 亿元），两者比例也近似 1: 1。而券商资管计划，以定向资管计划为主，如过去券商直接拿银行资金做机构化设计，发定向资管产品用于股票质押业，后来监管层面去通道，很多银行都不能做结构化产品了。资金来源上，券商资管的资金仍然大部分来自于银行。

根据 2018 年最新的质押新规，券商及其资管子公司管理的公募资管计划不得为融出方，券商自有资金不得参与场外股票质押业务。

4. 资金用途

根据最新的股票质押新规，融入资金应当用于实体经济生产经营，并进行专户管理（券商指定银行的专用账户）。资金不得用于以下四点用途（多为非生产经营需求）：

- 1) 淘汰类产业。被列入国家部委发布的淘汰类产业目录，或违反国家宏观调控政策、环境保护政策的项目。
- 2) 新股申购。过去，有不少投资者在两融之余，用小额质押方式加杠杆去打新股，由此将杠杆投资标的扩展到了两融标的之外。
- 3) 买入股票。竞价交易或者大宗交易方式买入上市交易的股票都不行。
- 4) 其他禁止性用途。法律法规、中国证监会相关部门规章和规范性文件禁止的其他用途。

5. 股票质押三要素

- 1) **质押率**：反应杠杆水平。质押率=贷款本金/质押股票市值。一般来说，主板、中小板和创业板公司的质押率分别为 50%、40%、30%。一般来说，银行偏保守质押率略低，券商风险容忍度较高，质押率也较高，但要求的成本也更高些。根据 2018 年最新质押规定，股票质押率最高不能超过 60%，但交易所可根据市场情况对上限进行调整并公布。
- 2) **融资成本**：利率普遍在 6%-8% 左右。场外质押的利率弹性较大，在 7-15%。此外，质权人还会收取一定的中介费用，一般为 30-40bp。

3) 期限：目前大都为 1 年左右。场内质押最长 3 年且延期不得超过 3 年。

6.解除质押

正常还款：只要在到期时有足够资金，就可支付本金和利息，进行回购解质押。一般来说，股价上行时，出质人对此毫无压力，但股价持续下行时，质权人就会给予压力。此外，出质人也可提前还款解除质押。

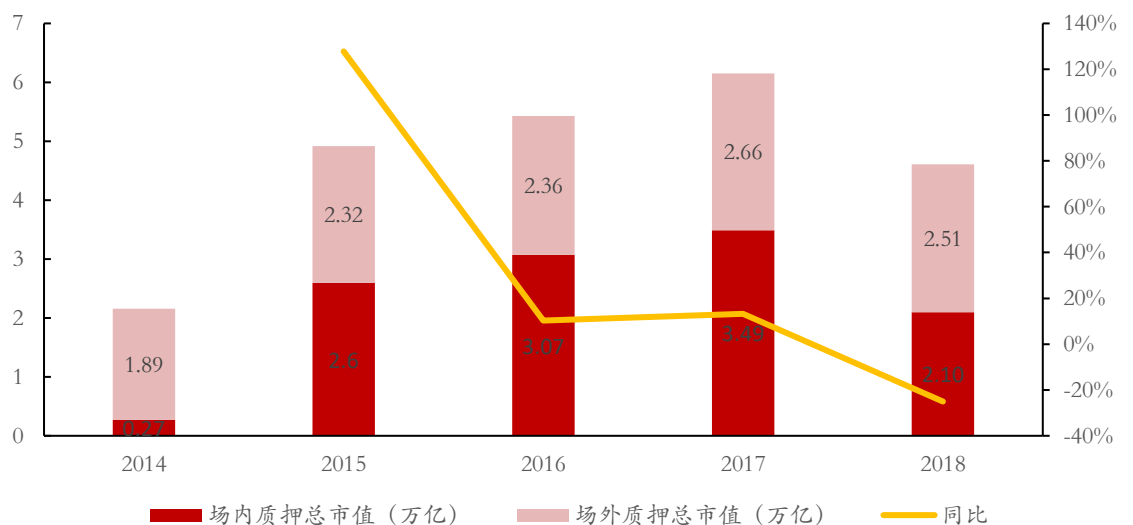
非正常情况：在股票质押合同存续期间，股价的波动会影响质押股票的价值，进而给质权人带来风险。所以，为降低违约风险，质权人会通过逐日盯市的方式，设定预警线和平仓线，质押股票的市值达到预警线的，融入方需要补仓；而达到平仓线时，若融入方无力补仓和回购的，融出方将有权强平。

二、股票质押现状：存量降，覆盖广

(一) 股票质押存量：2018 年有所下降

以最新价格计算(11 月 7 日)，股票质押总体规模达 4.61 万亿元，占 A 股总市值 10.32%，其中场内质押规模为 2.10 万亿，占比 45.56%，场外质押规模为 2.51 万亿，占比 54.44%。受“质押新规”影响 2018 年股票质押有所下降，场内质押受影响加大，场内业务流向场外。

图表 3 股票质押存量

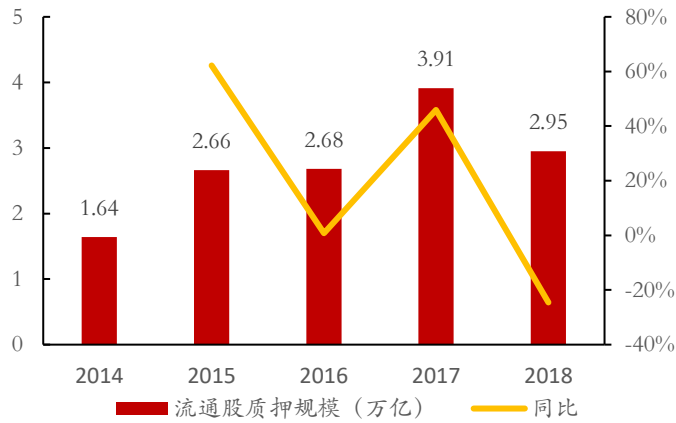


资料来源：Wind，万和证券研究所

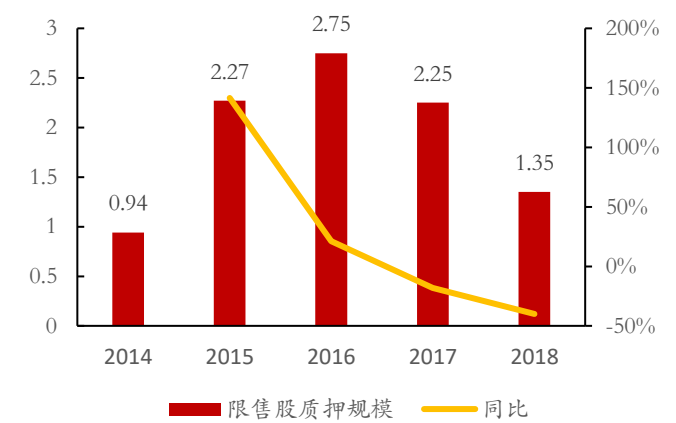
(二) 股票质押性质：流通股为主

2018年，流通股质押规模2.95万亿元，占比69%；限售股质押规模为1.35万亿元，占比31%

图表 4 流通股质押规模 (万亿)



图表 5 限售股质押规模 (万亿)



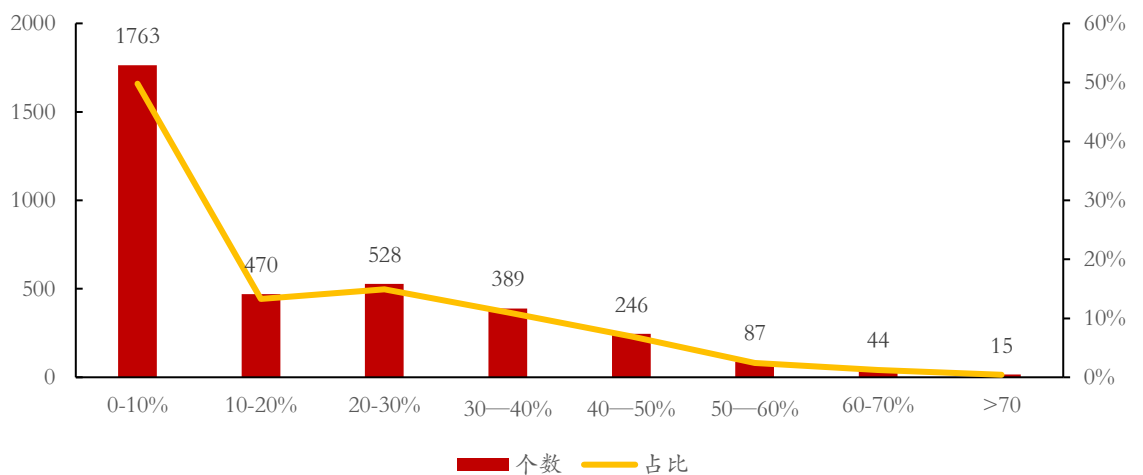
资料来源：wind，万和证券研究所

资料来源：wind，万和证券研究所

(三) A 股股票质押比例：15 家上市公司质押比超 70%

截止 11 月 7 日，A 股拥有未解押股票质押的公司为 3542 家，占 A 股总上市公司数量的 99.13%，大多数公司股票质押比例处于较低水平。股票质押比例超过 50% 的上市公司数量为 146 家，占比 4.12%，其中质押比例超过 70% 的上市公司数量为 15 家，占比 0.42%。

图表 6 A 股质押比例分布

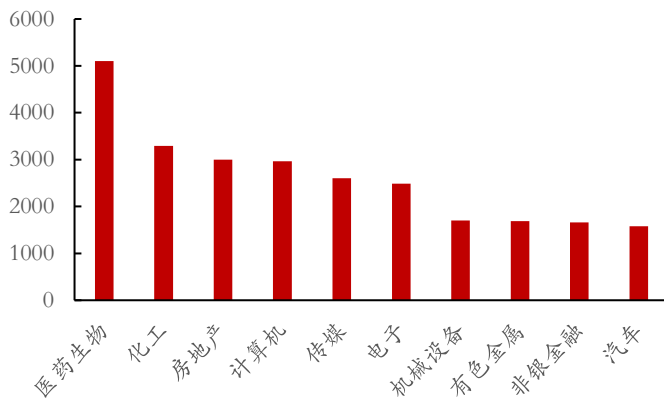


资料来源：Wind，万和证券研究所

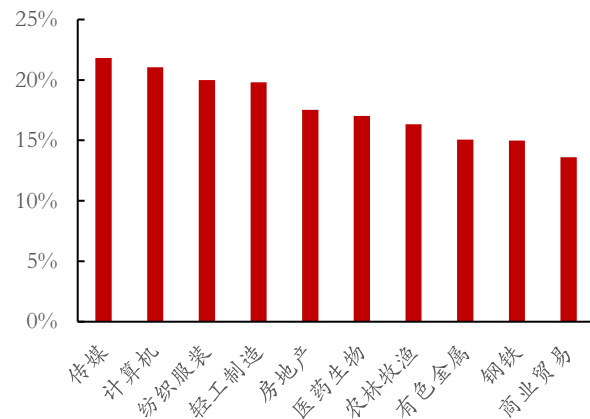
(四) A 股股票质押行业概况：传媒、计算机、纺织制造占比靠前

截止至 2018 年 11 月 7 日，“医药生物、化工、房地产、计算机、传媒”质押规模较大，分别为 5100 亿元，3289 亿元，3001 亿元，2966 亿元，2603 亿元；“传媒、计算机、纺织服装、轻工、地产、医药”等行业质押比重较大，分别为 21.81%、21.05%、19.99%、19.81%和 17.53%

图表 7 行业质押规模 (亿元) (前十)



图表 8 行业质押比例 (%) (前十)



资料来源：wind，万和证券研究所

资料来源：wind，万和证券研究所

三、政策频出，股票质押风险有望纾解

今年年初以来，在 A 股市值不断下行的情况下，股票质押风险不断攀升，截至 11 月 7 日，虽然场内外股票质押总市值较去年同比已经下降了 25%，但 A 股目前股票质押公司数量占比仍高达 99%，股票质押比例超过 50% 的上市公司有 146 家，随着二级市场的持续走低，股票质押面临强平所带来的流动性风险、强平后对金融体系产生的坏账风险以及因此造成债务恶化而影响企业日常经营的问题日益凸显，为纾解上市公司股票质押风险，相关政策及表态频频出台，10 月 16 日，北京市证监局针对东方园林的股票质押问题召集了 23 名债权人约谈，建议债权人暂不采取强制平仓或者司法冻结等措施，以免恶化企业的债务而导致影响的企业日常经营。11 月 1 日，习近平在民营企业座谈会上的讲话中强调，要解决民营企业融资难问题，针对有股权质押平仓风险的民营企业，习近平表示将敦促有关方面和地方抓紧研究采取特殊措施，帮助企业渡过难关。自此监管层开始对股权质押问题高度重视。

(一) 各监管部门帮扶政策先后落地

截至 11 月 8 日，证券业协会决定组织 11 家头部券商牵头结合相关银行、保险、国企和政府平台，设立规模为 255 亿元的“系列资管计划”，最终形成 1000 亿规模的专项资管计划，针对有较好的发展前景且受困于股票质押流动性风险的上市公司提供流动性支持的财务投资。

总体来看，近期证监会、银保监会等市场监管部门正在积极出手化解股票质押风险，努力促进地方政府资本、保险资金等长期资金成立专资管计划对面临股权质押危机的上市公司进行财务投资和战略投资。目前已经设立的股权质押纾困专项资金规模已经达到约 1000 到 2000 亿元，上市公司因股权质押风险而面临的流动性压力将得到大大缓解。

图表 9 近期监管层对于股票质押的动态

时间	监管层近期动态
11 月 8 日	郭树清：《商业银行理财子公司管理办法》将于 11 月下旬正式发布，预计将可调动更多理财资金用于支持民营企业。此外，针对出现的股票质押融资风险，在不强行平仓的基础上，针对性的采用“一户一策”的方式评估企业风险及制定相应的方案，妥善化解流动性风险。最后，充分发挥保险资金长期稳健投资优势，允许保险资金设立专项产品参与化解上市公司股票质押流动性风险。目前已经有 3 只专项产品落地，规模合计 380 亿元。
11 月 2 日	中国证券业协会宣布证券行业支持民营企业发展系列资产管理计划全面启动。与 10 天前公布的初步意向方案相比，正式实施模式已经大大简化。首先，资金规模从意向出资 210 亿，追加为出资 255 亿。更大的变化是集合资管架构，从“母资管”模式转变为“系列资管”模式。
11 月 1 日	习近平在民营企业座谈会上的讲话中强调，要解决民营企业融资难问题。 针对有股权质押平仓风险的民营企业，习近平表示将敦促有关方面和地方抓紧研究采取特殊措施，帮助企业渡过难关。
10 月 25 日	银保监会发布《关于保险资产管理公司设立专项产品有关事项的通知》，确认允许保险资产管理公司设立专项产品，参与化解上市公司股票质押流动性风险。
10 月 24 日	银保监会发布《关于保险资产管理公司设立专项产品有关事项的通知》，允许保险资产管理公司设立专项产品，发挥保险资金长期稳健投资优势，参与化解上市公司股票质押流动性风险，为优质上市公司和民营企业提供长期融资支持，维护金融市场长期健康发展。
10 月 22 日	证券业协会：由 11 家证券公司达成意向出资 210 亿元设立母资管计划。作为引导资金支持各家证券公司分别设立若干子资管计划，吸引银行、保险、国有企业和政府平台等资金投资，形成 1000 亿元总规模的资管计划，专项帮助有发展前景的上市公司纾解股权质押困难。
10 月 21 日	中国证券业协会表示对符合条件的、参与上市公司并购重组来纾解股权质押问题的私募基金和资产管理计划，协会将特别提供产品备案及重大事项变更的“绿色通道”服务。

	上交所表态完善上市公司股权协议转让、股票质押式回购交易等规则，为化解股票质押违约风险提供机制保障。
10月19日	刘士余：鼓励地方政府管理的各类基金、合格私募股权投资基金、券商资管产品分别或联合组织新的基金，帮助有发展前景但暂时陷流动性困境的优质上市公司纾解股票质押困境。 郭树清：加大保险资金财务性及战略性投资优秀上市公司的力度，允许保险资金设立专项产品参与化解上市公司股票质押流动性风险，不纳入权益投资比例监管。 深交所表示将优化完善股票质押信息披露原则，与地方政府、金融机构等有关方面密切配合，共同帮助支持有发展前进但暂时陷入经营困难的上市公司纾解股票质押困境。
10月14日	银保监会保险资金运营部主任任春生表示将鼓励保险机构以更灵活更积极参与解决上市公司股权质押流动性风险。
10月13日	银保监会保险资金运营部主任任春生于10月13日在中国财富管理50人论坛上表示，险资股权投资行业限制未来或取消，鼓励保险机构以财务性和战略性投资的方式投资优质上市公司，以更加灵活的方式更积极参与解决上市公司的股票质押流动性风险。

资料来源：Wind，万和证券研究所

（二）各地方政府驰援方案陆续出台

迄今为止，包括深圳和北京在内，山东、福建、四川等10余个省市的国资委均已出台相关驰援政策响应中央政府的指导的精神，以市场化的形式开展化解的流动性风险的驰援行动，目前各地已经设立的专项基金累计约为1000到2000亿元，预计将极大的缓解股票质押下的流动性危机。

图表 10 各地方政府驰援方案陆续出台

地方	相关政策及驰援方案
深圳市	深圳市政府近期出台了促进上市公司健康稳定发展的若干措施，已安排数百亿的专项资金，从股权及债权两个方面为优质上市公司提供股权质押风险下的流动性解决方案。深圳国资委旗下的深圳市投资控股有限公司已经于10月26日发行规模10亿元的纾困专项债权。
北京海淀区	北京海淀及东兴证券发起设立规模达100亿元的优质科技企业发展基金，已经完成了20亿元的募资，通过受让不超过上市公司总股本10%的股份，帮助民营的科技公司化解股权质押下的流动性困境。
浙江	浙江省国资与农银金投、农行浙江分行签署《战略合作框架协议》和《有限合伙基金协议》，开启“浙江省新兴动力基金”的发起和设立工作，合作投资目标规模为100亿元，首期为20亿元
杭州	通过设立专项基金的方式运作，采用股债并举的方式帮扶，提供低息甚至是无息贷款或者国有资本直接持股。
东莞、佛	佛山市顺德区拟安排专项资金，从债权和股权两个方面入手，降低上市公司股票质押风险，改善上市公司流动性。

山、江门等	东莞市计划成立上市莞企发展投资基金，用于解决在莞企业股权质押风险
	江门市国资旗下金融平台江门金控将向科恒股份股东万国江提供流动性支持，以化解短期资金风险

资料来源：Wind，万和证券研究所

1、深圳

在这一轮纾解股权质押风险的行动中，走在驰援活动最前列的深圳采用的是股债结合，市场化运作的方式，帮助本地的优质企业脱离当前的流动性困境。资金规模将达到数百亿。

股票收购具体由深圳国资委旗下的鲲鹏投资公司等政府投资平台操作。国资的投资平台发起投向优质上市公司的专项股权投资基金，在此基础上通过相应的创新激励机制吸引纳入社会资本，放大投资基金的规模，以股票收购的方式帮助实际控制人脱离在股票质押风险下的流动性困境。

债权融资具体由深圳高新投集团有限公司及深圳市中小企业融资担保集团有限公司等负责此次“风险共济”行动中的债权管理，将通过委托贷款、过桥贷款、向实际控制人借款、受让股票质押、提高股票质押率等多种方式，向上市公司或者实际控制人提供资金，缓解股票质押下的流动性危机。

图表 11 2018 年深圳地区引入深圳国资股权资本的上市公司（截至 11 月 8 日）

代码	公司	质押比例 (%)	买方	买方实际控制人	国资占股比例 (%)	时间
002183.SZ	怡亚通	14.36%	深圳市投资控股有限公司	深圳国资委	18.30%	2018.9.10
300131.SZ	英唐智控	42.49%	拟为深圳市赛格集团有限公司	深圳国资委	拟占 20.63%	—
002123.SZ	梦网集团	31.70%	拟为深圳市国资委下属公司	深圳国资委	—	—
002528.SZ	英飞拓	17.70%	深圳市投资控股有限公司	深圳国资委	12.73%	2018.6.26
002121.SZ	科陆电子	44.79%	深圳远致投资有限公司	深圳国资委	10.78%	2018.8.6

资料来源：Wind，万和证券研究所

2、北京

北京海淀区政府则主要采用股票收购的方式来帮助区内上市去除杠杆，提供流动性，化解股票质押风险下的流动性危机。由北京海淀区国资委及东兴证券等 4 家公司牵头设立 100 亿规模的母资管计划，然后由北京市政府再配 1-2 倍的资金，采用市场化的方式通过受让不超过上市公司 10% 的股权来帮助纾解辖区内优质的民营科技上市公司的股票质押风险。

图表 12 2018 年北京海淀区引入海淀区国资股权资本的上市公司（截至 11 月 8 日）

代码	公司	质押比例 (%)	买方	买方实际控制人	国资占股比例 (%)	时间
002721.SZ	金一文化	56.61%	海科金集团	北京海淀区国资委	17.90%	2018.7.26
300072.SZ	三聚环保	42.16%	北京市海淀区国有资产投资经营有限公司	北京海淀区国资委	33.96%	2018.8.16
300213.SZ	佳讯飞鸿	21.67%	拟为北京中海丰润投资管理中心	北京海淀区国资委	6.22%	—

资料来源：Wind，万和证券研究所

总的来看，监管部门及地方政府正在稳步落实中央政府的指导精神，积极的促进地方政府资本、保险资金等长期资金成立专资管计划、采取财务投资、战略投资以及低息甚至无息贷款等灵活多样的方式驰援因实际控制人股权质押问题而陷入流动性危机的优质上市公司，目前已经落地的专项纾困资金已达 1000 到 2000 亿规模，股票质押的流动性困境有望在政府及监管层的各项纾困计划的推进中逐步缓解。

四、风险提示

主要的风险有两点。第一，政策推进及资金落地不及预期，近期证监会、银保监会、地方政府针对股票质押频频表态，并计划设立各种针对股票质押的专项基金，如果后续的政策推进及资金落地进程放缓，市场将重新面临流动性压力；第二，市场大幅调整导致的强平危机，截至 11 月 7 日，A 股股票质押数量高达 99.13%，股票质押比例超过 50% 的上市公司有 146 家，如果后续市场持续较大幅度调整，可能会让触及平仓线的大股东无法补充质押，对市场造成进一步的平仓冲击。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

分析师声明：本研究报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确的反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明：本研究报告仅供万和证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。若本报告的接受人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告由本公司研究所撰写,报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

本研究所将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告版权仅为万和证券有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。本公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

市场有风险，投资需谨慎。

万和证券股份有限公司

深圳市福田区深南大道7028号时代科技大厦西座20楼

电话：0755-82830333 传真：0755-25170093

邮编：518040 公司网址：<http://www.vanho.cn>