

## 股票质押规则放松，风险化解深度推进



## 核心观点

- 事件描述：2019年1月18日，沪深交易所发布《关于股票质押式回购交易相关事项的通知》，针对2018年1月12日沪深交易所与中证登推出的质押新规，放松了部分规则限制，为质押业务纾困提供了有力保障。
- 一是优化违约合约展期安排，缓解部分质押业务的到期压力。原规定（2018年版）要求股票质押回购业务（包含延期）的累计期限不得超过三年，目前调整为融入方违约且确需延期以纾解其信用风险时，可以突破三年限制。这一规则放松，解决了部分即将到期质押业务的燃眉之急。根据Wind近三年质押数据，在2019年1-3月到期、且累计质押时长超过两年的质押业务，对应市值达到558亿元；在这之中，假定40%质押率、130%平仓线，在不考虑补仓因素的情况下，对应有平仓风险的市值178亿元。
- 二是若新增质押全部用于偿还违约合约债务，则下述几条质押规则可以突破。1) 单一证券公司接受单只A股股票质押的数量不得超过其股本的30%；单一资产管理计划质押数量不得超过该股票股本的15%；2) 单只A股股票市场整体质押比例不得超过50%；3) 资管计划不得作为融出方参与涉及业绩承诺股票质押回购；4) 股票质押率上限不得超过60%。这一规则放松，推动了新增交易落地，能够有效缓解融入方的流动性压力。
- 质押存量规模进入下行通道，风险暴露维持在可控范围。从存量质押规模来看，截止2019年1月18日，市场整体质押股数6315.96亿股，占A股总股本10.97%，市场质押市值为43894亿元，占A股总市值9.68%。其中，质押股份数量及占比自2018年11月以来持续小幅下行，表明存量处理、风险化解工作持续取得成效。根据深交所《2018年度股票质押回购风险分析报告》，截止2018年末，场内质押存量规模20010亿元，占总质押的47%；场内质押业务中有平仓压力的市值2990亿元，占比14.9%。而质押业务违约通过二级市场处理的比例偏低，2018年以来，两市通过二级市场卖出处置合计114亿元，日均卖出0.5亿元，约占两市股票日均成交额的万分之一。
- 纾困基金持续落地，风险化解势在必行。近期，一行两会、地方政府及证券公司、保险机构等积极参与化解上市公司特别是民营上市公司的股票质押风险，各种纾困手段的逐步落地。其中，截止11月30日，31家券商承诺出资规模累计达468亿元，预计能够撬动近2000亿元资金，目前也有持续的项目落地。这一规划对提振市场信心、化解股票质押风险具有重要作用。

## 投资建议与投资标的

- 2018年下半年以来的股票质押风险暴露，对于券商的业绩与估值产生双重压制。随着18年审计报表的股票质押减值测试，预计会直接影响券商计提减值准备。考虑到A+H券商已经使用较为审慎的IFRS9预期损失法，在18年充分计提后，19年这一压力将显著减轻。当前质押政策调整，有利于增强市场信心、化解质押风险。我们继续看好19年行业业绩触底与政策利好的大逻辑，推荐中信证券(600030, 增持)、华泰证券(601688, 增持)、国泰君安(601211, 增持)、广发证券(000776, 增持)、中信建投(601066, 增持)。

## 风险提示

- 系统性风险对券商估值的压制；纾困基金落地及实施情况存在不确定性。

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国/A股

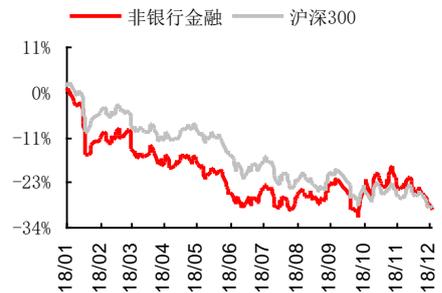
行业

非银行金融

报告发布日期

2019年01月19日

## 行业表现



资料来源：WIND

证券分析师

唐子佩

021-63325888\*6083

tangzippei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860514060001

张潇

021-63325888\*6253

zhangxiao@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860517080003

## 相关报告

券商 2005-2018 年复盘：细数外部驱动因素，知往鉴今精选个股 2019-01-16

券商 12 月业绩分化，龙头优势持续确认 2019-01-10

券商 11 月业绩环比大增，关注政策密集期的板块机遇 2018-12-07

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

深交所《2018 年度股票质押回购风险分析报告》内容总结：

### 1) 股票质押风险总体影响可控。

- 深沪交易所的股票质押回购在 2013 至 2015 年规模增长平稳，2016 年起增速加快，2018 年初达到峰值，其后加速下降，至今余额距最高点降幅超过 26.9%。截至 2018 年 12 月 31 日，深沪交易所股票质押回购质押股票总市值 20010 亿元，占两市股票总市值的 4.6%，其中流通股质押市值 13366 亿元，占质押总市值的 66.8%。共有 1453 家上市公司的控股股东存在股票质押回购情形，占两市上市公司总数的 40.5%，质押市值 13105 亿元，占两市股票总市值的 3%。
- 违约风险集中在制造业、中小市值的少数公司，对上市公司整体影响有限。控股股东持股质押比例超过 80% 的公司有 595 家，其中 368 家属于制造业，523 家的市值低于 100 亿元。在沪深 300 指数、上证 180 指数和深证 100 指数中，控股股东持股质押比例超过 80% 的公司数量分别为 26 家、4 家和 12 家。股票质押风险未蔓延到市值高、流动性好、代表性强的指数成份公司，上市公司整体受到的影响有限。
- 低于履约保障比例的质押市值高，但实际申报违约的质押市值低。截至 2018 年 12 月 31 日，两市低于合约规定履约保障比例的质押市值为 2990 亿元，占质押总市值的 14.9%。2018 年，出资方申报的涉及控股股东及其一致行动人的违约合约仅有 179 笔，来自 82 家上市公司，合计违约金额 482 亿元。其中，涉及控股股东持股质押比例超过 80% 的合约有 162 笔，合计违约金额 429 亿元。
- 二级市场卖出处置的金额少，违约处置对市场的直接影响有限。在申报违约的合约中，去除通过司法途径、协议转让，以及申报处置后又撤销的合约，通过二级市场卖出处置的合约仅占很少部分。2018 年以来，两市通过二级市场卖出处置合计金额 114 亿元，日均卖出 0.5 亿元，约占两市股票日均成交额的万分之一。未发现因二级市场处置导致股票价格异动情况，尚未发生上市公司控制权因此变更的实例。

### 2) 市场波动和交易双方风控等因素是股票质押风险形成主要原因。

- 2018 年两市主要指数波动加大，部分股票价格下跌幅度较大，其中，14.2% 的股票跌幅超过 50%，58.9% 的跌幅超过 30%，导致相当数量的股票质押回购合约跌破约定的履约保障比例，股东补充担保不及时或未及时购回产生违约。2018 年违约处置的金额较 2017 年增加 105 亿元。
- 部分股东持股质押比例高，股票价格大幅波动时缺乏追加担保能力。部分股东尤其是一些民营上市公司的控股股东，缺乏其他的融资途径，不得不将持股高比例质押实现融资。对于这些股东，股价下跌时可能缺乏足够的补充质押或筹措资金还款的能力，容易发生股票质押违约。2018 年以来申报违约处置所涉及的 82 家公司中 82.9% 为民营企业，控股股东持股质押比例超过 80% 的公司有 70 家，占比 85.4%。

### 3) 全面客观认识股票质押风险。

- 民营上市公司股东是股票质押回购融资的主体，其质押市值占质押总市值的比例达到 82.4%，超过 8 成的融入资金用于生产经营、补充流动资金等实体经济用途。股票质押回购融资平均

利率为 6.5%，在民营企业可选择的融资途径中成本相对不高。股票质押回购对于服务实体经济，特别是对于缓解民营上市公司股东融资困难发挥了重要作用。

- **股票质押风险是股东信用风险而非上市公司经营风险。**控股股东持股质押比例超过 80% 的上市公司中，2018 年前三季度净利润为正的占比 81.2%，净利润同比增长的占比 52.6%，绝大部分股东质押风险并未传导至上市公司经营。
- **虽然目前股票质押风险的总体影响可控，但必须高度重视、通力纾解。**质押风险扩散可能会进一步传递蔓延冲击实体经济，影响投资者信心，并对一些资本实力不足的出资方的风险承受力提出挑战。证券公司作为重要的出资方和业务管理人，应当加大与股东的协调力度，对经营正常但有临时性资金困难的股东，可以通过展期等方式予以支持，尤其是关注民营上市公司控股股东的质押风险纾解，避免发生控制权转移。上市公司控股股东应当提高风险防范意识，充分评估自身资金实力和流动性管理能力，立足实体经济和自身主业，合理审慎开展股票质押融资。

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必备措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

Email：[wangjunfei@orientsec.com.cn](mailto:wangjunfei@orientsec.com.cn)

