

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2019 年 01 月 20 日

分析师

分析师：刘文强 S1070517110001

☎ 021-31829700

✉ liuwq@cgws.com

联系人（研究助理）：张永 S1070118090027

☎ 010-88366060-8865

✉ zhangyong@cgws.com

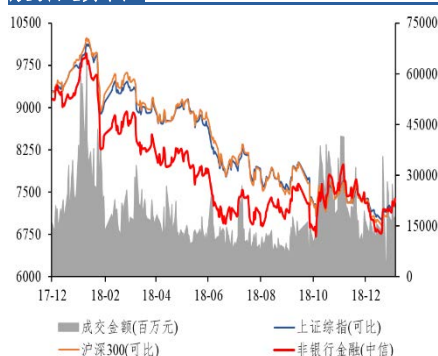
联系人（研究助理）：谢欣洳

S1070118090028

☎ 0755-83660814

✉ xiexinru@cgws.com

股价走势图



数据来源：wind

相关报告

<<弱市下业绩触底且分化加剧，创新政策红利共振下明年将轻装上阵>> 2019-01-11

<<健康险保持快速增长，开门红预计健康调整而有所承压>> 2018-12-16

<<立体式政策协同推进，11月营收边际呈现好转>> 2018-12-09

监管边际放松，夯实质押风险纾解基础

——《关于股票质押式回购交易有关事项的通知》的点评

核心观点

■ 要点 1：《关于股票质押式回购交易有关事项的通知》要点

1 月 18 日，沪深交易所发布了《关于股票质押式回购交易有关事项的通知》（以下简称《通知》），自发布之日起实施。《通知》主要内容为延长质押期限、取消单只股票质押比例上限及单一券商或资管计划持股比例限制、取消质押率上限 60% 的限制等。

■ 要点 2：质押股份趋稳，行业差异较大

A 股质押股份数量自 2018 年 3 季度开始趋稳，质押股份数量稳定在 6300 亿股左右，新增质押股份大幅减少。质押比例行业差异较大，轻工制造、医药生物、纺织服装质押比例靠前。以质押比例大于 50% 的股票质押总股份/板块总股份来衡量质押风险，风险居前的行业有房地产、传媒和商业贸易行业。以大股东质押比例超过 60% 的股票质押股份/板块总股份来衡量质押风险，风险居前的有医药生物、传媒、房地产行业。

■ 要点 3：短期缓解上市公司和券商压力，长期考验券商风险管理能力

《通知》是纾困股票质押风险又一措施，短期来看，提高了补充质押的空间，一定程度上缓解了上市公司的还款压力，也缓解了券商的资产减值压力。长期内考验券商的风险管理和甄别能力，质押率的提升、单一股票质押比例和单一券商或资管计划持股比例的提高都增加了券商的风险，考验券商的风险甄别和管理能力。《通知》施行后，质押比例较低的 A 股股票，可以通过补充质押或者质押给其他券商“借新还旧”缓解资金压力，但是整体质押率较高或者单一股东质押率较高的股票仍有较大的风险。

■ 要点 4：纾困方式各异，化解质押风险路程相对较长

目前纾困资金多采用转质押、股权受让、参与定增、二级市场增持股票等方式解决质押问题，降低“爆雷”风险。据不完全统计，截至 2019 年 1 月 18 日，纾困资金总规模达到 6800 多亿元，其中险资约 1060 亿元，券商系约 2930 亿元，各路政府资金约 2800 亿元。虽然落地金额短期看并不高，但大量资金储备能有效“托底”上市公司流动性风险，同时考虑 2019 年民企融资环境改善，风险大概率得到控制，但化解仍将是缓慢过程。

■ 风险提示：中美贸易摩擦加剧风险；宏观经济下行风险；股市系统性下跌风险；监管趋严风险。

欢迎关注张小璋碎碎念

这个公众号是一个文科技宅的野生产品路，不但记载着我
是如何从一个文艺法语小青年变成呆萌理工男的蜕变。专注
互金领域，从P2P、网贷到区块链、供应链金融，好嗨哟！



目录

1. 《通知》要点	4
2. 股票质押股份趋稳，行业差异较大	5
2.1 质押股份数量趋稳，质押市值波动性较大	5
2.2 质押比例：行业分布差异较大	5
3. 纾困基金落地相对缓慢，但重要性凸显	7
3.1 各路纾困基金解决上市公司流动性重要抓手	7
3.2 纾困基金运作方式多种多样	10
3.2.1 债权类：转质押为主导	10
3.2.2 股权类：原则上为财务投资	10
3.2.3 险资：二级市场增持，提振股价	11
4. 短期内缓解上市公司经营压力，长期内考验券商的风险管理和甄别能力	12
5. 投资建议	14
6. 风险提示	14

图表目录

图 1：A 股总体质押市值和质押股份情况	5
图 2：A 股质押市值占比情况	5
图 3：转质押	10
图 4：战略重组	11
图 5：定增	11
图 6：股权转让	11
表 1：《关于股票质押式回购交易相关事项的通知》核心要点	4
表 2：各板块质押比例差异较大	6
表 3：平仓线/警戒线以下股票质押行业分布	6
表 4：券商纾困资管计划规模及进度梳理	8
表 5：险资纾困资金规模及进度梳理	9
表 6：政府纾困资金规模及进度梳理	9
表 7：上市券商股票质押担保率及减值计提情况	12
表 8：部分券商“踩雷”项目梳理	13

1. 《通知》要点

1月18日，沪深交易所发布了《关于股票质押式回购交易有关事项的通知》（以下简称《通知》），自发布之日起实施。

《通知》要点：

■ 延长质押期限

融入方股票质押回购违约，确需延期以纾解其信用风险的，若累计回购期限已实际满3年或者3个月内将满3年，经交易双方协商一致，延期后累计的回购期限可以超过3年。

■ 取消单只股票质押比例上限

《股票质押式回购交易及登记结算业务办法（2018年修订）》规定，单只A股股票市场整体质押比例不得超过50%，单一券商、资管计划作为融出方接受单只股票的质押比例上限分别为30%、15%。新增股票质押回购融入资金全部用于偿还违约合约债务的，不适用《股票质押式回购交易及登记结算业务办法（2018年修订）》关于单一券商或资管计划作为融出方接受单只A股股票质押数量上限，以及关于单只A股股票市场整体质押比例上限的规定，但会员应当加强相应股票质押回购标的证券管理、盯市管理。

■ 取消质押率上限60%的限制

新增股票质押回购融入资金全部用于偿还违约合约债务的，不适用《股票质押式回购交易及登记结算业务办法（2018年修订）》第六十八条第一款关于股票质押率上限的规定，但会员应当依据标的证券资质、融入方资信、回购期限、第三方担保等因素审慎确定和调整标的证券的质押率上限。

■ 允许资产管理计划作为融出方参与涉及业绩承诺股份补偿协议股票质押回购

新增股票质押回购融入资金全部用于偿还违约合约债务的，不适用《股票质押式回购交易及登记结算业务办法（2018年修订）》第六十七条关于资产管理计划不得作为融出方参与涉及业绩承诺股份补偿协议股票质押回购的规定，但管理人应当在资产管理合同或其他相关文件中向客户充分揭示该股票涉及业绩承诺股份补偿协议的相关情况，以及因融入方履行业绩承诺股份补偿协议可能产生的风险，且业务协议关于不涉及业绩承诺股份补偿协议的声明与保证须作相应修改。

表 1：《关于股票质押式回购交易有关事项的通知》核心要点

项目	内容
延长质押期限	融入方股票质押回购违约，确需延期以纾解其信用风险的，若累计回购期限已实际满3年或者3个月内将满3年，经交易双方协商一致，延期后累计的回购期限可以超过3年。
取消单只股票质押比例上限	新增股票质押回购融入资金全部用于偿还违约合约债务的，取消单只A股股票市场整体质押比例不得超过50%，单一券商或资管计划作为融出方接受单只股票的质押比例上限分别为30%、15%的规定。
取消质押率上限60%的限制	新增股票质押回购融入资金全部用于偿还违约合约债务的，不适用《股票质押式回购交易及登记结算业务办法（2018年修订）》第六十八条第一款关于股票质押率上限的规定，但会员应当依据标的证券资质、融入方资信、回购期限、第三方担保等因素审慎确定和调整标的证券的质押率上限。
允许资产管理计划作为融出方参与涉及业绩承诺股份补偿协议股票质押回购	新增股票质押回购融入资金全部用于偿还违约合约债务的，不适用《股票质押式回购交易及登记结算业务办法（2018年修订）》第六十七条关于资产管理计划不得作为融出方参与涉及业绩承诺股份补偿协议股票质押回购的规定。

项目	内容
理质押股票	

资料来源：交易所，长城证券研究所

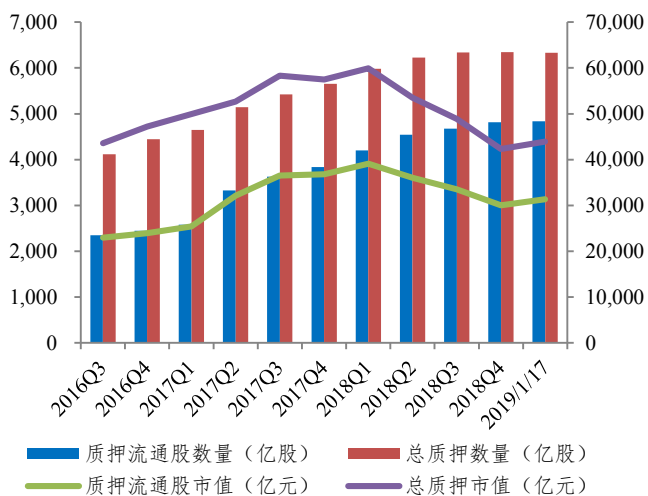
2. 股票质押股份趋稳，行业差异较大

A 股质押股份数量自 2018 年 3 季度开始趋稳，质押股份数量稳定在 6300 亿股左右，新增质押股份大幅减少。质押比例行业差异较大，轻工制造、医药生物、纺织服装质押比例靠前。

2.1 质押股份数量趋稳，质押市值波动性较大

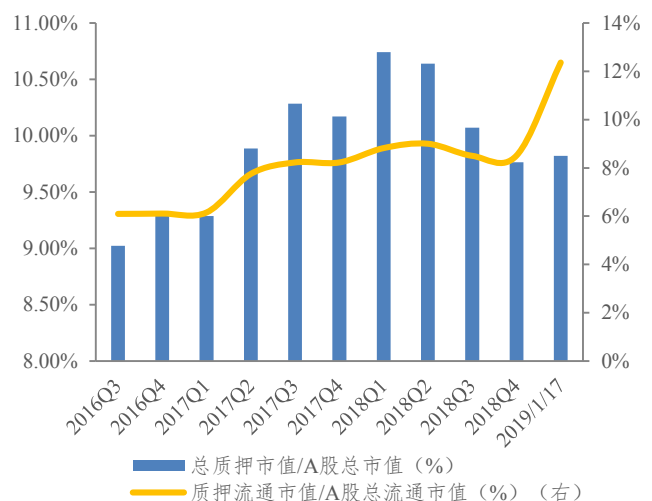
截至 2019 年 1 月 17 日，A 股累计质押股份 6328.57 亿股，根据当日收盘价计算出的质押市值为 43936.97 亿元，占 A 股总市值 9.82%，比上季度末增长 0.06pct，其中流通市值 43936.97 亿元，占 A 股流通市值的 12.37%，比上季度末增长 3.85pct。2018 年 3 季度以后，质押股份数量稳定在 6300 亿股左右，新增质押股份大大减少。受 A 股波动影响，质押市值表现出较大的波动性。

图 1：A 股总体质押市值和质押股份情况



资料来源：wind，长城证券研究所，截至 2019/1/17

图 2：A 股质押市值占比情况



资料来源：wind，长城证券研究所，截至 2019/1/17

2.2 质押比例：行业分布差异较大

行业质押比例差异较大，按照行业质押比例=质押股份/行业 A 股股份计算，根据申万一级行业分类，银行、国防军工、交通运输行业的质押比例较低，分别为 1.57%、3.57%、6.28%；轻工制造、医药生物、纺织服装行业的质押比例靠前，分别为 22.66%、22.34%、21.95%。以质押比例大于 50% 的股票质押总股份/板块总股份来衡量质押风险，风险居前的行业有房地产、传媒和商业贸易行业。以大股东质押比例超过 60% 的股票质押股份/板块总股份来衡量质押风险，风险居前的有医药生物、传媒、房地产行业。

我们按照平仓线 130%，融资成本 5%，质押率 40%，警戒线 160% 来测算，处于平仓线以下的股份数量为 1782.42 亿股，总市值 9176.88 万亿；处于警戒线以下的股份数量 2827.03

亿股，总市值 1.53 万亿。行业分布上，医药生物、计算机、传媒行业低于平仓线的质押市值较大，分别为 1033.76 亿元，1078.94 亿元，811.19 亿元。低于警戒线的质押市值排名中，医药生物、传媒、计算机、房地产行业靠前。

表 2：各板块质押比例差异较大

行业	质押股份/A 股股本	质押比例超过 50% 的 A 股股票			大股东累计质押比例超过 60% 的 A 股股票		
		质押流通股份/流通 A 股	数量	质押股份/A 股股本	质押流通股份/流通 A 股	数量	质押股份/A 股股本
银行	1.57%	1.04%	0	0	0	1	0.05%
房地产	20.03%	16.64%	12	7.44%	4.45%	45	16.94%
医药生物	22.34%	17.82%	12	4.98%	4.06%	99	17.14%
公用事业	7.38%	5.73%	4	0.47%	0.23%	35	3.89%
综合	18.24%	12.05%	2	5.23%	1.75%	15	14.37%
机械设备	13.05%	9.58%	7	0.82%	0.37%	89	8.31%
建筑装饰	7.90%	5.99%	6	0.87%	0.37%	38	5.37%
建筑材料	15.87%	14.10%	3	1.47%	0.78%	26	10.60%
家用电器	13.50%	12.41%	4	1.52%	1.20%	25	9.99%
汽车	14.44%	11.29%	6	2.36%	1.25%	38	8.99%
食品饮料	11.97%	10.17%	4	1.48%	1.18%	26	8.10%
电子	12.71%	9.89%	2	0.16%	0.11%	67	7.93%
计算机	18.86%	12.27%	5	4.79%	0.55%	66	13.72%
轻工制造	22.66%	17.32%	10	5.49%	3.81%	40	15.89%
通信	13.50%	8.31%	6	2.56%	1.39%	32	8.14%
传媒	21.10%	14.84%	14	6.01%	3.44%	69	17.12%
农林牧渔	21.26%	17.54%	3	3.63%	3.38%	29	15.97%
商业贸易	16.50%	9.08%	5	6.47%	1.80%	19	11.01%
化工	13.43%	10.32%	3	0.62%	0.17%	90	9.78%
有色金属	13.86%	10.22%	8	3.39%	3.01%	36	8.87%
交通运输	6.28%	5.02%	3	0.83%	0.83%	12	3.52%
非银金融	7.52%	3.94%	5	2.27%	0.83%	16	4.05%
电气设备	14.14%	12.24%	6	2.15%	2.10%	55	9.60%
休闲服务	18.79%	14.81%	2	4.54%	2.90%	10	11.71%
国防军工	3.57%	2.75%	1	0.18%	0.18%	7	2.31%
采掘	7.89%	5.75%	3	3.41%	2.47%	14	4.44%
纺织服装	21.95%	19.36%	7	3.37%	2.74%	35	15.85%
钢铁	18.24%	17.47%	1	0.93%	0.93%	6	6.22%

资料来源：wind，长城证券研究所，截至 2019/1/18

表 3：平仓线/警戒线以下股票质押行业分布

所属行业	低于平仓线的总市值 (亿元)	低于警戒线的总市值 (亿元)	低于平仓线的股份 数量 (亿股)	低于警戒线的股份 数量 (亿股)
建筑材料	121.74	191.73	27.13	37.70
房地产	604.89	1071.25	178.01	287.70
化工	404.98	914.40	76.49	173.41
轻工制造	331.91	519.24	62.03	86.71
农林牧渔	243.62	378.52	73.48	112.34

所属行业	低于平仓线的总市值 (亿元)	低于警戒线的总市值 (亿元)	低于平仓线的股份 数量(亿股)	低于警戒线的股份 数量(亿股)
有色金属	405.90	711.26	73.64	127.07
非银金融	179.29	504.30	29.64	89.86
休闲服务	85.96	124.73	15.87	23.51
食品饮料	114.52	216.04	27.44	44.68
公用事业	346.12	504.81	71.48	97.64
机械设备	493.38	840.34	96.15	150.00
医药生物	1033.76	1474.10	186.80	243.34
汽车	307.14	687.53	46.18	120.13
电子	529.63	951.08	111.19	164.87
钢铁	89.13	205.79	25.98	58.66
建筑装饰	297.29	468.40	61.08	92.00
商业贸易	195.57	359.76	41.68	67.57
家用电器	108.71	173.95	23.64	35.08
纺织服装	188.62	293.67	40.00	64.14
计算机	1078.94	1282.86	99.46	125.93
综合	164.95	197.61	51.21	58.98
通信	254.91	392.87	35.95	51.27
采掘	180.43	413.81	55.15	128.77
交通运输	177.82	575.15	27.99	57.27
电气设备	366.46	577.33	83.92	122.32
银行	9.46	23.59	1.60	3.68
传媒	811.19	1112.27	150.77	189.78
国防军工	50.56	100.98	8.45	12.59

资料来源: wind, 长城证券研究所, 截至 2019/1/18

3. 纾困基金落地相对缓慢, 但重要性凸显

3.1 各路纾困基金解决上市公司流动性重要抓手

目前纾困资金多采用转质押、股权受让、参与定增、战略合作、二级市场增持股票等方式解决质押问题, 是各部门协同合作的重要工具, 降低“爆雷”风险。据不完全统计, 截至 2019 年 1 月 20 日, 纾困资金总规模达到 6800 多亿元, 其中险资约 1060 亿元, 券商系约 2930 亿元, 各路政府资金约 2800 亿元。不同的资金解决质押风险的方式不同, 保险资金多采用二级市场增持的方式提振股价, 化解质押风险, 政府资金和券商系资金以转质押和股权受让等方式为主。虽然落地金额短期看并不高, 但大量资金储备能有效“托底”上市公司流动性风险, 同时考虑 2019 年民企融资环境改善, 风险大概率得到控制, 但化解仍将是缓慢过程。

表 4：券商纾困资管计划规模及进度梳理

券商	产品名称	规模（万元）	券商	产品名称	规模（万元）
东兴证券	证券行业支持民企发展系列之东兴证券 1 号 FOF 集合资产管理计划	75000	安信证券	证券行业支持民企发展系列之安信证券 1 号集合资产管理计划	200000
银河金汇证券资产管理有限公司	证券行业支持民企发展系列之银河 1 号 FOF 集合资产管理计划	201000	华创证券	证券行业支持民营企业发展系列之华创证券 1 号 FOF 单一资产管理计划	拟出资 20 亿元， 已成立 10 亿元
中信建投	证券行业支持民企发展系列之中信建投证券 1 号单一资产管理计划	200000	光大证券	证券行业支持民营企业发展之光证资管 FOF 单一资产管理计划	250000
中信证券	证券行业支持民企发展系列之中信证券 2 号单一资产管理计划	250000	平安证券	拟成立纾困资管计划并推进纾困专项债承销	拟成立 200 亿元
招商证券资产管理有限公司	证券行业支持民企发展系列之招商证券资管 1 号 FOF 集合资产管理计划	201000	兴业证券	证券行业支持民企发展系列之兴业证券 1 号 FOF 集合资产管理计划	首期出资 201000
申万宏源	证券行业支持民企发展系列之申万宏源 FOF 单一资产管理计划	200000	中泰证券	证券行业支持民企发展系列之中泰资管 1 号 FOF 集合资产管理计划	200000
上海海通证券资产管理有限公司	证券行业支持民企发展系列之海通资管 1 号 FOF 单一资产管理计划	500000	东方证券	证券行业支持民企发展系列之东方证券资管 1 号单一资产管理计划	200000
广发证券资产管理有限公司（广东）	证券行业支持民企发展系列之广发资管 FOF 单一资产管理计划	100000	华西证券	纾困帮扶计划	
国信证券	证券行业支持民企发展系列之国信证券 1 号集合资产管理计划	200100	长城证券	制定战略救助与产业升级行动计划	
国信证券	证券行业支持民企发展系列之国信证券 2 号集合资产管理计划	1500000	华宝证券	证券行业支持民企发展系列之华宝证券 1 号 FOF 集合资产管理计划	50000
上海国泰君安证券资产管理有限公司	证券行业支持民企发展系列之国泰资管 1 号集合资产管理计划	250000	华龙证券	证券行业支持民营企业发展系列之华龙证券资管计划	预计规模 30 亿元
天风证券	证券行业支持民企发展系列之天风证券 1 号集合资产管理计划	105000	苏州资管/高新资管	证券行业支持民企发展系列之东吴证券 1 号私募股权投资基金	5.5 亿元
华泰证券	纾困资管计划	意向出资 20 亿元			
光大证券	纾困资管计划	意向出资 35 亿元			
湘财证券	证券行业支持民企发展系列之湘财证券 1 号集合资金管理计划	200000			
国盛证券	浔银国盛赣发投“映山红”企业纾困发展集合资产管理计划	100000			

资料来源：公开资料整理，长城证券研究所，不完全统计，截至 2019/1/20

表 5：险资纾困资金规模及进度梳理

保险公司	产品名称	目标总规模
人保资产	人保资产安稳投资系列 1-6 期专项产品	300 亿元
太平资产	共赢系列专项产品	80 亿元
国寿资产	国寿资产—凤凰系列产品	200 亿元
阳光资产	阳光稳健	100 亿元
新华资产	景星系列专项产品	100 亿元
太保资产	永全	100 亿元
华泰资产	创赢	50 亿元
泰康资产	泰康聚力智选	80 亿元
中再资产	新安	50 亿元

资料来源：公开资料整理，长城证券研究所，不完全统计，截至 2019/1/20

表 6：政府纾困资金规模及进度梳理

国资	产品名称	规模
海通证券与汕头国资、宜华集团	共济发展基金	首期规模 10 亿元，目标规模 50 亿元
深圳国资	优质上市公司股权投资专项基金	百亿
东莞	上市莞企发展投资基金	50 亿元
珠海政府与珠海基金、鲲鹏资本等金融投资机构	粤港澳国家战略新兴产业驰援母基金	首期规模 100 亿元
中山	上市公司救助基金	50 亿元
深圳投控公司联合建信信托、鲲鹏资本、国信证券	投控共赢股权投资基金	150 亿元
深圳投控公司联合中信证券	投控中证信赢股权投资基金	20 亿元
广发证券、粤财控股、工银投资、易方达基金、工商银行、广发信德联合筹建	纾困基金	首期 50 亿元
浙江省国资运营公司与农银金融资产投资有限公司、农行浙江省分行	浙江省新动力（债转股）基金	首期规模 20 亿元，目标规模 100 亿元
浙江余杭区国资委	余杭上市公司稳健发展基金	20 亿元
成都市政府	成都上市公司帮扶基金	100 亿元
四川产业振兴发展投资基金有限公司与申港证券	纾困基金	50 亿元
北京海淀区属国资和东兴证券	支持优质科技企业发展基金	100 亿元
北京海淀科技金融资本控股集团股份有限公司	纾困专项债	8 亿元
北京西城区	北京新动力优质企业发展基金	首期规模 40 亿元，目标规模 100 亿元
东兴证券与海淀国资	专项基金	首期 20 亿元已完成募资，目标规模 100 亿元
湖南	上市公司股权投资产业基金	或超百亿元
上海	纾困基金	100 亿元
河北省资产管理公司与中信证券	河北省上市公司新动力纾困基金	100 亿元
山东国惠、中泰证券	资本市场纾困基金	总规模 100 亿元，首期规模

国资	产品名称	规模
		约 40 亿元
福建省国资、海丝基金管理公司、兴业证券	纾困基金	首期规模 20 亿元，总规模 150 亿元
苏州市	专项基金	不超过 25 亿元
南通市	民营企业纾困基金	首期 10 亿元
南京市国资混改基金公司与申万宏源证券、光大证券、南京证券	民营企业纾困和发展基金	总规模 200 亿元，首期规模 30 亿元
安徽省投资集团与海通证券	长三角上市公司高质量发展基金	总规模 100 亿元，首期规模 30 亿元
江西省国资	江西国资创新发展基金	100 亿元
重庆市	纾困基金	首期不低于 100 亿元
陕西省	民营企业扶助发展暨并购重组专项基金	100 亿元
河南省农业综合开发有限公司	纾困基金	不低于 30 亿元
宁夏	纾困基金	30 亿元
湖北省联投、省交投、省高投、兴楚国资以及多家金融机构和地方国企	新动能发展投资基金	计划设立 100 亿元

资料来源：公开资料整理，长城证券研究所，不完全统计，截至 2019/1/20

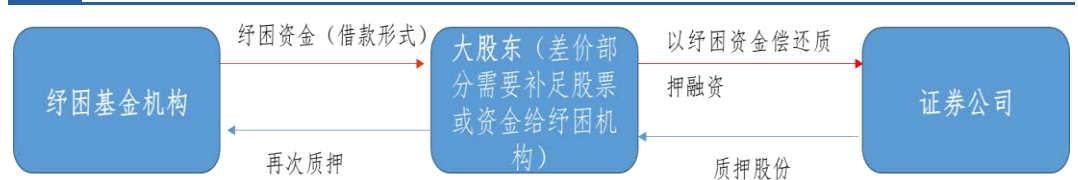
3.2 纾困基金运作方式多种多样

各路资金解决质押风险的方式不同，保险资金多采用二级市场增持的方式提振股价，化解质押风险，政府资金和券商系资金以转质押、股权受让和参与定增等方式为主，可以划分为债权类和股权类纾困方式。

3.2.1 债权类：转质押为主导

债权类以转质押方式为主导，纾困资金通过借款方式为股东提供流动性支持，股东赎回质押权股份后，将其质押给第三方并补足差价。转质押落地项目中，雷曼股份是其中的典型例子。

图 3：转质押



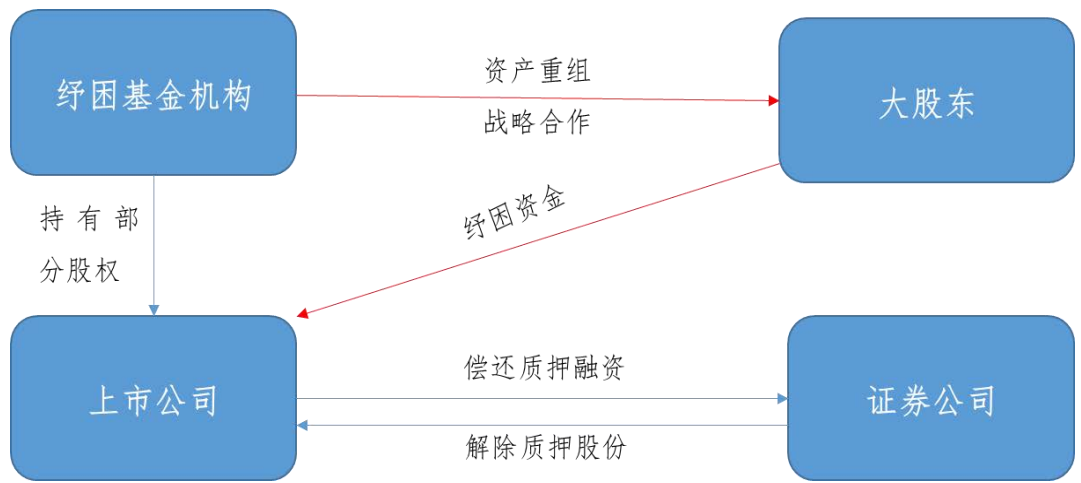
资料来源：公开资料整理，长城证券研究所

3.2.2 股权类：原则上为财务投资

股权类主要有股权转让、定增、战略重组等模式。股权类纾困方式改变上市公司股权结构，按照证监会要求，纾困基金原则上为财务投资。战略重组的援助对象为控股股东，间接改善上市公司流动性。通过战略的资源整合、降低负债的方式，缓解股票质押风险。

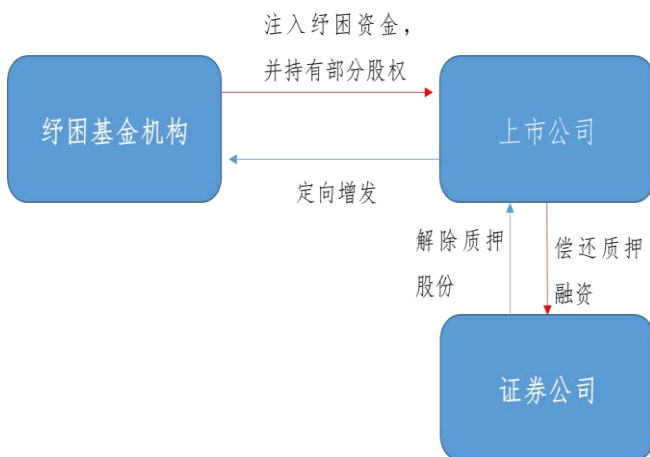
股权类纾困方式中有以金一文化为代表的股权转让，以英唐智控为代表的非公开发行股份和以永泰能源为代表的重组控股股东。

图 4：战略重组



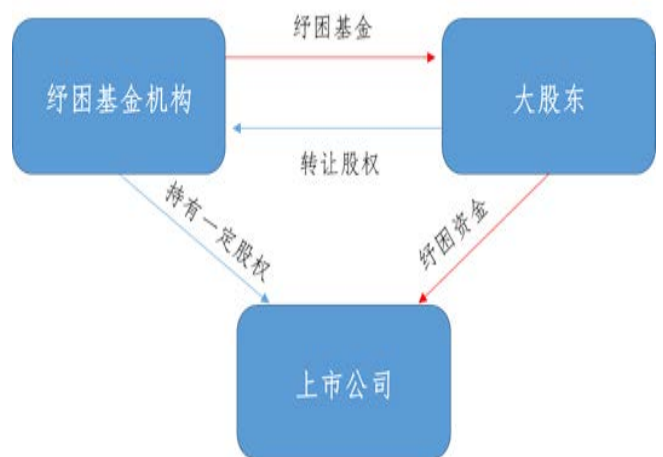
资料来源：公开资料整理，长城证券研究所

图 5：定增



资料来源：公开资料整理，长城证券研究所

图 6：股权转让



资料来源：公开资料整理，长城证券研究所

3.2.3 险资：二级市场增持，提振股价

2018 年银保监会接连出台政策《关于保险资产管理公司设立专项产品有关事项的通知》《保险资金投资股权管理办法（征求意见稿）》，鼓励险资入市，实际操作中，二级市场增持成为险资纾困的一种方式。例如国寿资产——凤凰系列增持通威股份，华夏人寿举牌海航旗下上市公司凯撒旅游。

以华夏人寿为例，2018 年 11 月 13 日，凯撒旅游股东凯撒世嘉等将其持有的合计 4018.78 万股公司股份（占公司总股本 5%）以 6.45 元/股转让给华夏人寿，股权转让公告前，股东新余杭坤、新余佳庆分别解除了股份质押，转让过户登记完成后，华夏人寿成为凯撒旅游第四大股东。

4. 短期内缓解上市公司经营压力，长期内考验券商的风险管理和甄别能力

■ 短期内缓解上市公司还款压力

《通知》是纾困股票质押风险又一措施，短期来看，取消单只股票的质押比例限制，取消单一券商或资管计划的持股限制，都提高了补充质押的空间，一定程度上缓解了上市公司的还款压力，也缓解了券商的资产减值压力。

■ 长期内考验券商的风险管理和甄别能力

长期来看，质押率的提升、单一股票质押比例和单一券商或资管计划持股比例的提高都增加了券商的风险，考验券商的风险甄别和管理能力。《通知》施行后，质押比例较低的A股股票，可以通过补充质押或者质押给其他券商“借新还旧”缓解资金压力，但是整体质押率较高或者单一股东质押率较高的股票仍有较大的风险。

表 7：上市券商股票质押担保率及减值计提情况

	股票质押融资额（表内自有资金）	合计股票质押融资额（含资管通道资金业务）	履约担保率（2018H1）	资管通道资金业务占比	表内自有资金业务/2018Q3净资产	买入返售金融资产减值准备（亿元）	2018H1 减值准备比例（买入返售金融资产减值准备/股票质押融资额）	减值计提（亿元）	2018Q1-Q3 减值准备比例（估算）（买入返售减值准备/买入返售金融资产）
中信证券	594.25		212%		38.00%	10.12	1.70%	12.32	2.60%
国泰君安	554.96	671.27	218%	82.67%	41.45%	13.73	2.47%	5.44	2.69%
海通证券	733.64	1062.38	216%	69.06%	56.33%	5.57	0.76%	12.59	1.27%
华泰证券	400.58	772.26	228%	51.87%	37.23%	1.42	0.35%	2.29	0.48%
国信证券	385.85		223%		74.06%	4.23	1.10%	5.86	1.87%
中国银河	409.09	518.71		78.87%	62.11%	1.09	0.27%	3.17	0.56%
申万宏源	522.58				73.71%	2.63	0.50%	1.48	0.45%
东方证券	273.24	294.09		92.91%	52.56%	10.26	3.75%	0.96	3.82%
兴业证券	253.81	377.00		67.32%	70.49%	1.74	0.69%	1.23	0.94%
招商证券	316.29	545.28	231%	58.01%	39.58%	2.22	0.70%	0.97	0.80%
中信建投	159.42	412.23		38.67%	32.70%	0.43	0.27%	7.59	1.75%
太平洋	74.77	75.53		99.00%	64.55%	0.76	1.02%	-0.24	0.71%
华西证券	48.22	56.89	237%	84.75%	26.28%	0.48	1.00%	-0.25	0.59%
国元证券	91.45	91.45	189%		36.70%	0.94	1.03%	0.99	1.23%
国金证券	32.86				16.99%	0.29	0.88%	-0.02	0.64%
方正证券	82.07	79.93	199%	102.67%	21.14%	0	0.00%	2.05	1.02%
广发证券	263.28		235%		29.46%	1.79	0.68%	1.48	0.71%
西部证券	26.21	54.96			14.88%	0.13	0.50%	1.31	2.90%
财通证券	-				-	0.38	-	-0.15	0.37%
山西证券	26.65	26.65			20.38%	0.13	0.49%	0.57	1.18%
东北证券	52.06				32.06%	0.26	0.50%	1.15	1.21%

	股票质 押融资 额(表内 自有资金)	合计股票 质押融资 额(含资管 通道资金 业务)	履约担保率 (2018H1)	资管通道 资金业务 占比	表内自有 资金业务 /2018Q3 净资产	买入返 售金融 资产减 值准备 (亿 元)	2018H1 减值准备 比例(买入返售 金融资产减值准 备/股票质押融资 额)	减值计提 (亿元)	2018Q1-Q3 减值准 备比例(估算)(买 入返售减值准备/买 返售金融资产)
光大证券	214.15	401.67	204%	53.31%	42.57%	2.13	0.99%	3.61	1.73%
中原证券	44.27	44.00	199%		38.82%	0.55	1.24%	1.05	0.83%
南京证券	20.61				19.36%	0.06	0.29%	0.56	1.10%
西南证券	16.10		240%		8.25%	0.08	0.50%	2.43	4.70%
长江证券	122.10		209%		44.56%	0.61	0.50%	1.30	0.96%
第一创业	27.55	179.82		15.32%	29.91%	0.07	0.25%	0.85	0.99%
东兴证券	89.07	199.13	168%	44.73%	45.53%	1.03	1.16%	0.13	1.21%
浙商证券		74.00			0.00%	0.34		-0.63	0.10%
东吴证券	173.02	122.79		140.91%	83.55%	0.63	0.36%	0.91	0.51%
国海证券	83.43		180%		59.29%	0.42	0.50%	0.39	0.61%
华安证券	50.92				40.20%	0.15	0.29%	0.55	0.82%
长城证券	13.57	206.71	175%	65.65%	9.19%	0.04	0.29%	-	-

资料来源：公司财报，长城证券研究所

表 8：部分券商“踩雷”项目梳理

证券公司	质押标的	质押股东	融出资金 (亿元)	是否计提减值
东兴证券	新光圆成	虞云新,周晓光	7.00	未计提
西南证券	金刚玻璃	罗伟广	0.89	未计提
	中捷股份	蔡开坚	1.17	未计提
中信建投	首航节能	北京首航/黄卿乐	2.11	未计提
	北京印纪华城投资中心	肖文革	9.80	未计提
第一创业	盛运环保	开晓胜	2.30	未计提
	弘高创意	弘高慧目	0.16	未计提
中信证券	南京新百	金新实业	3.95	已计提
	欧浦智网	萍乡英顺	1.29	已计提
	华谊嘉信	宋春静、刘伟	0.87	已计提
	宏图高科	道乐投资	0.92	已计提
	上海莱士	科瑞天诚	0.89	未计提
东北证券	恒康医疗	阙文彬	5.00	未计提
太平洋证券	-	王仁年,常州世通投资管理有限公司	0.87	未计提
	天夏智慧	夏建统,北京浩泽嘉业投资有限公司	5.10	未计提
	天夏智慧	锦州恒越投资有限公司、梁国坚	3.08	未计提
方正证券	乐视网	杨丽杰,赵龙,	0.80	未计提
	乐视网	刘弘、单留欢	1.00	未计提
兴业证券	中弘股份	中宏卓业	2.10	年报拟计提
	上海银行	上海远晖	0.07	未计提
	长生生物	张洺豪	6.30	年报拟计提

东方证券	大连控股	长富瑞华	8.00	已计提
	皇氏集团	李建国	4.05	已计提
	乐视网	贾跃亭/贾跃民	4.00	已计提
	盈方微	盈方微电子	3.24	已计提
东吴证券	中弘股份	中宏卓业	2.50	未计提
	积成电子	张跃飞	0.50	已计提
国海证券	-	某股权投资基金	0.23	未计提
	-	何某某	1.35	未计提
	-	陕西某公司	0.33	未计提
西部证券	乐视网	贾跃亭	4.74	已计提
中国银河	长生生物	祥生投资公司	0.53	未计提

资料来源：公开资料整理，长城证券研究所，不完全统计，截至 2019/1/10

5. 投资建议

建议从三条主线选择个股，1) 业绩优良稳健、营收结构多元化、均衡化的龙头券商：重点推荐中信证券（前三季度营收 272.09 亿元，同比增速为-4.53%，归母净利为 73.15 亿元，同比增速为-7.73%，增速优于同业；近期高调拟收购广州证券，积极推进财富管理转型），华泰证券（衍生品业务靓丽绽放，拟发行 GDR 实力更上一层楼；前三季度营收 125.19 亿元，同比增速为-2.22%，归母净利为 44.80 亿元，同比增速为-4.84%），国泰君安（自营业绩领先行业，后期牌照类业务发力可期；2018 年前三季度营收 167.87 亿元，同比增速 1.04%，归母净利为 55.12 亿元，同比增速为-21.65%），东方证券（资管优势持续凸显，自营期待改善），广发证券（投行和自营不振拖累业绩，弱市环境蓄力待发，2018 年前三季度实现归母净利润 41.13 亿元，同比-35.39%；实现营业收入 113.59 亿元，同比-25.6%；但公司拟募资 150 亿元不断推进，奠定业务发展基础），兴业证券（今年业绩大概率触底，分公司战略下逆市布局，2019 年业绩有望起航）。

2) 建议关注创新+转型发展的中小型券商：方正证券（2018 年分类评级方正证券则连跨 6 级重返 A 类，为公司业务发展带来新机会），东方财富（互联网证券战略持续推进，零售证券“独角兽”成色显现，业务逆市起航，但受市场波动影响，前三季度实现营业总收入 23.79 亿元，同比增长 34.76%；归属于母公司股东净利润 8.01 亿元，同比增长 75.02%）。

3) 关注次新股类弹性标的：南京证券、中信建投证券等，风险偏好高的投资者可积极关注与配置。

6. 风险提示

中美贸易摩擦加剧风险；宏观经济下行风险；股市系统性下跌风险；监管趋严风险。

研究员承诺

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。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他人作出邀请。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。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5%之间；
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上

行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>