

2018年11月16日

股票质押：

现状、症结、药方和影响

行业评级：增持

行业研究报告

姓名：邱冠华

邮箱：qiuguanhua@gtjas.com

电话：021-38676912

证书编号：S0880511010038

姓名：刘欣琦

邮箱：liuxinqi@gtjas.com

电话：021-38676647

证书编号：S0880515050001

参与人员：

银行团队：

梁凤洁（S0880118090058）

郭昶皓（S0880118080077）

非银团队：

齐瑞娟（S0880517060001）

高超（S0880517040001）

严哲铭（S0880117100120）



国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES

蜜蜂内参

让您深入洞察整个商业世界



每天精挑细选3份最值得关注的学习资料；
不定期分享顶级外文期刊。

关注公众号：**mifengMBA**

回复“入群”加入“蜜蜂内参”城市群

(不需要转发哦.....)



扫一扫

回复“入群”

目录 / CONTENTS

01 现状如何？

02 症结何在？

03 如何解决？

04 坏账风险？



摘要

01

现状如何？

- 规模：股票质押**市值4.54万亿元**（场内2.20万亿元，场外2.34万亿元）；质押**融资规模2.59万亿元**（场内1.42万亿，场外1.17万亿元）（截至2018年11月9日，下同）。
- 结构：①行业：质押行业分布较为集中，**医药、纺服、房地产、农林牧渔、基础化工质押比例最高**。②股东：关注“顶格质押”，296家上市公司第一大股东质押比例达99%，430家达95%
- 风险：估算约有**16.2%的股票质押市值（7348亿元）已跌破平仓线**，前五大行业分别为传媒、机械、电子、医药、基础化工。

02

症结何在？

- 链条：股票质押风险传导的逻辑链条是“**股价下跌—信用受损—融资受限—强行平仓（或预期）—股价再跌……恶性循环**”。
- 外因：宏观下行、贸易战和监管收紧三重叠加，尤其监管收紧导致“**股票卖不了**”、“**融资增不了**”、“**质押续不了**”。
- 内因：紧信用致上市公司股东流动性紧张，严监管致金融机构资金端收缩，信用风险、市场风险两者互相传染和加强。

03

如何解决？

- 核心：解决股票质押问题的**本质是要拆解股价下跌的负反馈（而非纯粹拉抬股价）**，拆解股价下跌负反馈的**关键在于消除平仓的可能诱发因素**。股价止跌、融资扩源、放松展期、筹码疏导是消除平仓诱发因素的四条主要路径，前两条侧重减少新增平仓压力，后两条侧重疏散存量平仓压力。后三条路径实施得好，还有助于第一条路径实现，实现股价从下跌负反馈向止跌正反馈转变。
- 空间：已出台的一系列纾困政策基本围绕上述路径展开。**现阶段已不缺方案，重在落实，要避免口号式、需多斟酌落地技术方案。**

04

坏账风险？

- 风险整体可控。若股价继续下跌10%，以17年净利润与净资产为基数。①**中性假设下**：券商净资产不受侵蚀；表外不刚兑，银行表内减值损失导致净利润减少0.3%；表外刚兑，银行表内表外减值损失致净利润减少2.9%；②**极端假设下**：券商净资产将被侵蚀，银行表内净利润将减少1.6%；表外刚兑，银行净利润将减少16%。政策已见底，**维持银行、券商增持评级。**

01 现状如何？

模式解析

多维统计

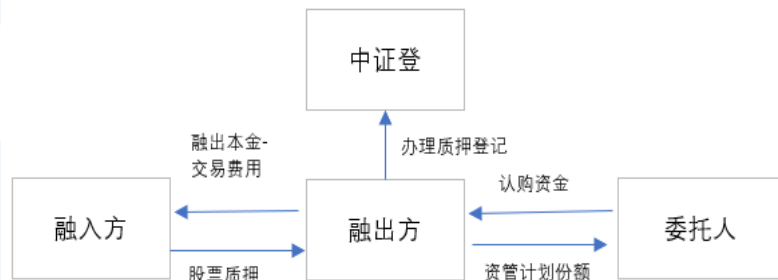
平仓测算

股票质押：定义及类别

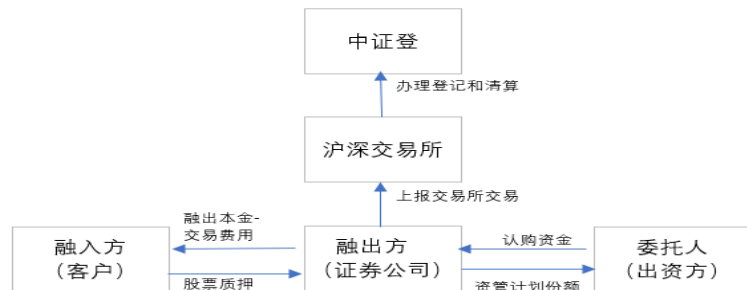
股票质押分为场外和场内质押：

- 目前通俗意义上的股票质押，是指把手上的股票作为质押物，获取金融机构资金的行为。银行、信托、证券公司是市场上三个主要质押方。2013年前，股票质押市场以银行、信托主导的场外股票质押为主；2013年以后，证券公司主导的场内股票质押正式开闸。
- **场外股票质押**：需要资金融出方与融入方一起去登记公司改变质押状态的一种融资行为，非标准化业务，质押方**以银行、信托为主**；
- **场内股票质押**：**仅有证券公司（表外/表外资金大致为1:1）**能作为质押方，在券商开户并与交易所直联，标准化业务，2013年5月随着券商创新序幕开启而落地

场外股票质押流程（以资管计划为例）



场内股票质押流程



资料来源：国泰君安证券研究。

股票质押：场外和场内质押的异同

场内质押流程更简便、风控更为严格：

- 除了业务流程不同外，在标的股票、风控手段、违约处置方式等方面，场内股票质押和场外股票质押均有不同，整体来看，场内股票质押的流程更简便、风控更严格。

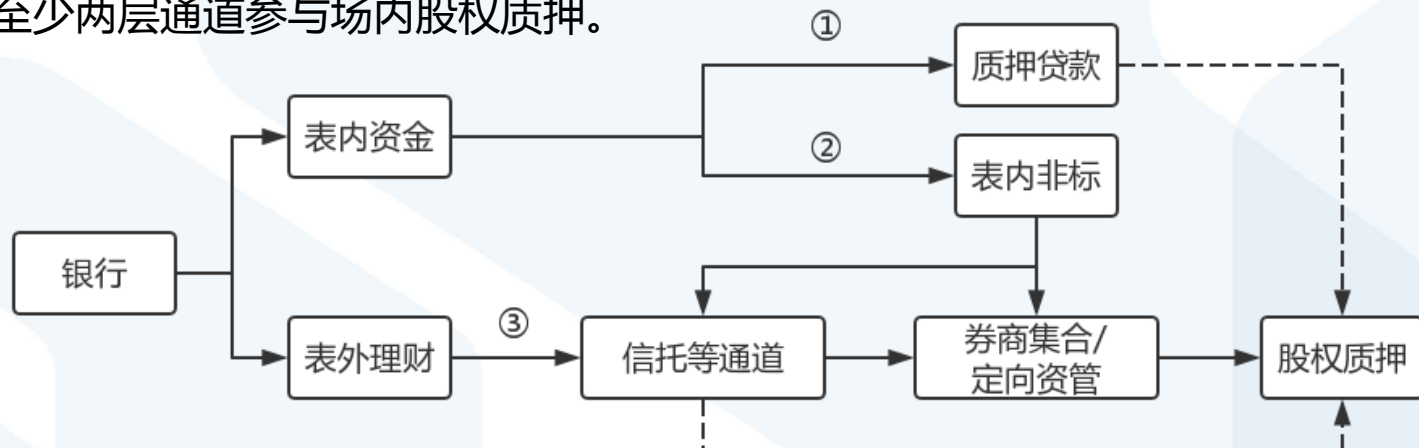
场内股票质押 VS. 场外股票质押		
	场内股票质押	场外股票质押
参与主体 (质权人)	券商（自营，券商集合或定向资管）	银行、信托、基金子公司等 (18年5月起正式禁止券商参与场外股票质押)
标的股票	范围相对较小：A股股票及其他经上交所和中国结算认可的证券	范围更广：A股股票、基金、债券、B股、新三板、港股通股票等
质押期限	不超过3年	无
限售要求	限售股回购期限必须大于限售期	无
办理方式	线上电子化操作	现场临柜办理（初始登记、解质押和处置等）
风控要求	由券商托管，设定预警线、平仓线，并受交易所规则约束，采取逐日盯市制度。遵守质押新规。	股票由券商托管（监管叫停券商参与场外质押后行不通），未上市股权在工商登记，可以在质押合同中约定预警线、平仓线，不同标的设置不同的质押率，但不受场内规则限制，无统一监管要求。
违约处置	由券商在场内代为处置，并受减持新规约束	1) 司法拍卖追偿（处置时间较长） 2) 申请处置变现（需申请变更质押股状态为“可卖”，往往需要券商协助平仓和资金划转，叫停券商参与场外质押后行不通） 3) 过户转让抵偿（需双方配合，满足不低于90%的价格限制）

资料来源：国泰君安证券研究。

股票质押：银行参与模式（场内+场外）

下面从资金来源方的角度，对金融机构参与股票质押的主要模式进行梳理。金融机构主要包括银行、券商和信托等。银行参与股票质押的模式主要可以概括为：

①**表内质押贷款**，即贷款的质押物为股票；②**表内非标资产**，借资管计划通道参与场内或场外的股票质押；③**表外理财资金**，监管允许理财开户前，理财主要通过信托和券商定向资管至少两层通道参与场内股权质押。



注：按老规定，若银行作为券商定向资管委托人，必须出具自有资金证明才能开立证券账户，而理财不是自有资金；如果委托人是其他机构，则可以不开具资金证明，因此银行理财需要通过信托等通道进行嵌套。银行理财也可通过购买券商集合资管计划参与场内股票质押，但占比比较小。资料来源：国泰君安证券研究。

券商股票质押业务按照出资方分类：（1）券商自有资金模式，是券商表内融资业务。（2）券商以资管计划募集资金开展场内质押，资管计划的认购方是实际资金方。该类业务又分为主动管理业务和被动管理业务（通道业务），据草根调研，通道类业务占比超过90%。

券商股票质押业务	①自有资金模式（主动）	以券商表内自有资金开展股票质押业务，承担项目风险
	②资管计划模式（主动）	多为结构化产品，券商出资购买劣后级；承担项目风险
	③资管计划模式（通道）	以券商资管计划提供场内质押通道，券商不承担项目风险

资料来源：国泰君安证券研究。

风控措施：项目尽调（融资投向、还款来源等）；质押率；预警线和平仓线，其他增信措施（担保等）

违约处置：对于非限售、非冻结的流通股，一旦触发违约条款，证券公司有权向交易所申请平仓处理，处置所得优先偿付融出方。

信托公司的股票质押业务主要是通道业务，部分为信托公司掌握项目资源的主动管理业务。

- **信托股票质押通道业务模式：**委托方是银行或企业客户，其中大部分是银信合作。在银信合作业务模式下，银行将银行理财资金委托给信托公司，设立信托计划（往往是单一信托计划），随后由信托公司将委托资金给指定客户发放信托贷款，客户将股票质押给信托公司。
- **信托股票质押主动管理模式：**该类业务模式中，信托公司负责尽调和筛选项目，掌握项目资源，通过发行集合信托计划，向金融机构或高净值客户募集资金用于发放股票质押贷款，信托公司承担主动管理责任和相应风险。

违约处置：司法拍卖追偿（处置时间较长），申请处置变现（需券商协助平仓和资金划转，18年6月监管叫停券商为场外质押提供盯市和平仓服务），过户转让抵偿（需双方配合，满足不低于90%的价格限制，冻结股票无法实施）。

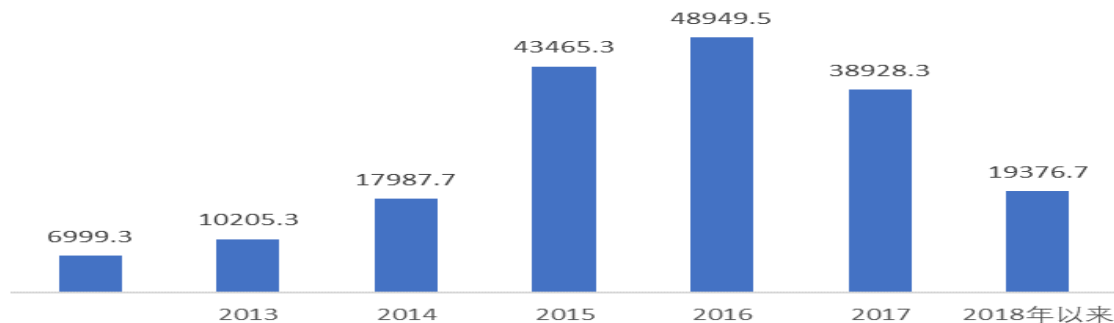
股票质押：规模到底有多大

截至2018年11月9日，未解压股票质押市值共计4.54万亿

- 目前关于股票质押市值统计有两个出口：
 - 1) 中证登：全口径披露场内及场外合计的未解压股票质押市值，但并没有每只股票具体的质押信息。
 - 2) Wind：披露5%以上股东的股票质押，质押信息比较完整，为“抽样数据”。
- 截至2018年11月9日，根据中证登，场内和场外未解压股票质押市值4.54万亿，占总市值的8.98%、占A股流通市值的12.45%；全市场共有上市公司3575家，有3474家上市公司（占比超过97%）进行了质押；

股票质押业务参考市值2013年以来快速增长

■ 当年新增股票质押业务参考市值（亿元）



股票质押：规模到底有多大

截至2018年11月9日，我们测算，股票质押融出资金规模约为2.59万亿元

- 未解压股票质押市值：根据中证登和沪深交易所，截至11月9日，场内和场外未解压股票质押市值共计4.54万亿元，其中场内质押市值2.20万亿元（深交所1.56万亿，上交所0.64万亿），场外质押市值2.34万亿元；
- 场内质押融出资金规模：根据交易所网站披露的每日股票质押待购回交易金额，我们测算出截至11月9日场内股票质押融出资金规模约为1.42万亿元，其中上交所4525.2亿元，深交所9635.7亿元。
- 场外质押融出资金规模：由于场外数据无披露，在场外质押率50%的假设下，我们测算场外质押融出资金规模为1.17万亿。

		未解压股票质押市值（亿元）
中证登：场内+场外	①	45,407.9
沪深交易所：场内	②=③+④	21,973.4
上交所	③	6,377
深交所	④	15,596.4
场外	⑤=①-②	23,434.6

	无限售条件股份 初始平均质押率(%)	有限售条件股份 初始平均质押率(%)
上交所	42.53	34.70
深交所	38.87	33.38

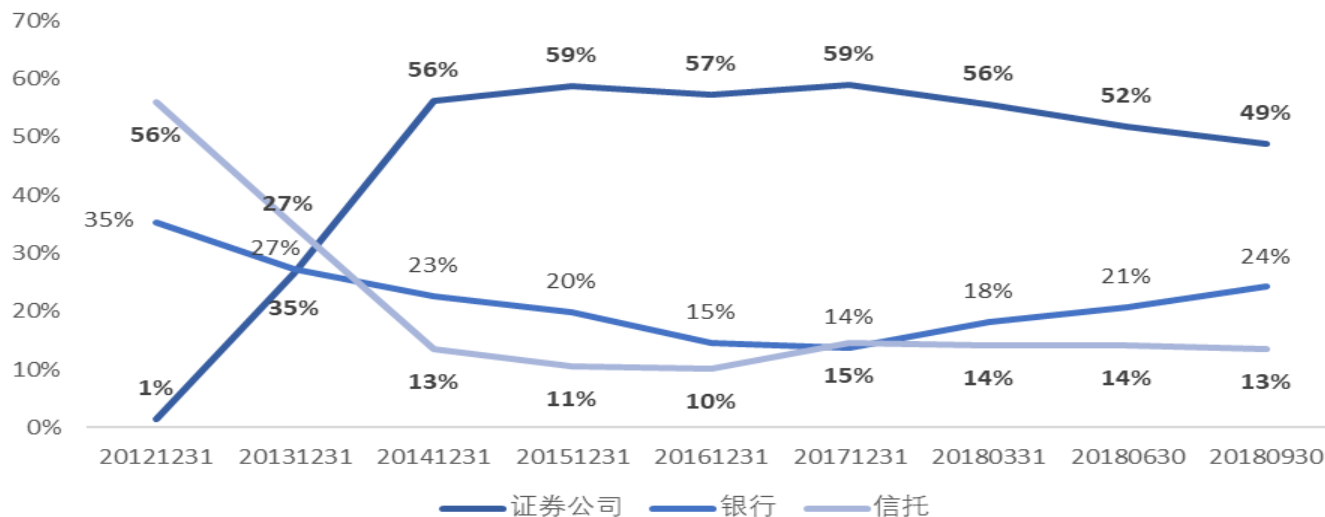
		测算股票质押融出资金规模（亿元）
场内	① = ② + ③	14,160.9
其中：上交所	②	4,525.2
深交所	③	9,635.7
场外：	④	11,717.3
场内+场外	⑤ = ① + ④	25,878.2

股票质押：市场格局如何变迁

由于场内股票质押的种种便利，券商主导的场内质押市场份额自2013年后大幅提升

- 按质押方分类（并未穿透底层资金融出方），根据wind，截至2018年9月30日，证券公司股票质押市值份额占比49%（表外/表外资金大致为1:1）、银行占比24%，信托占比13%。

2014年后证券公司主导的场内股票质押从无到有、日渐主导

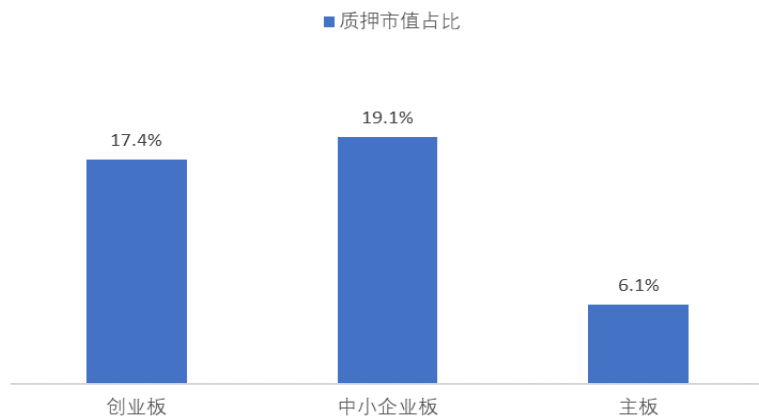


股票质押：质押行业分布较为集中

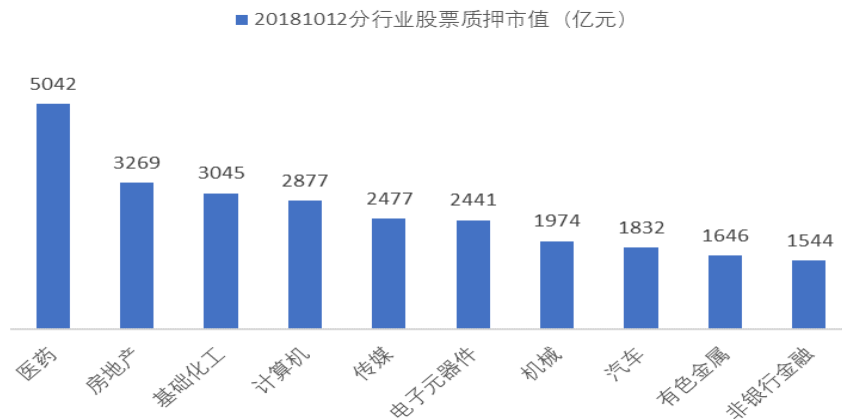
医药、地产行业股票质押市值靠前，TOP5行业市值占比近四成

- 从质押比例板块分布来看，中小板质押市值比例最高（19.1%），其次是创业板（17.4%）和主板（6.1%）；
- 从质押市值行业分布来看，按照中信行业一级分类，医药、地产、基础化工、计算机、传媒等5个行业股票质押市值最大，占比近38%，排名前10行业的股票质押市值合计占比近60%；

中小板质押市值占比最高



医药、地产等5大行业股票质押市值最大



资料来源：wind，国泰君安证券研究。

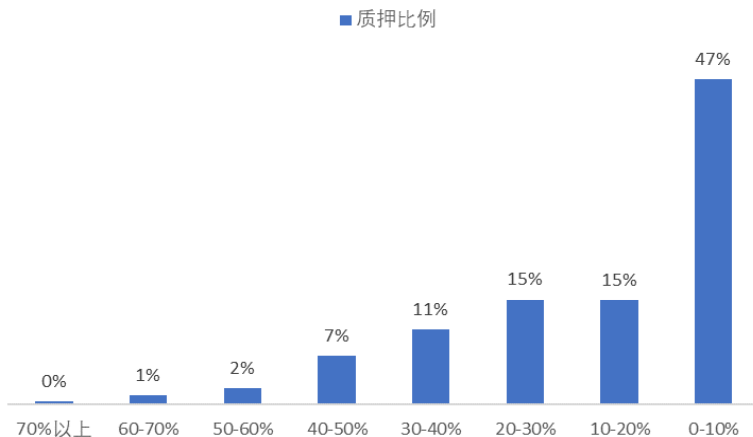
请参阅附注免责声明

股票质押：整体质押比例不高

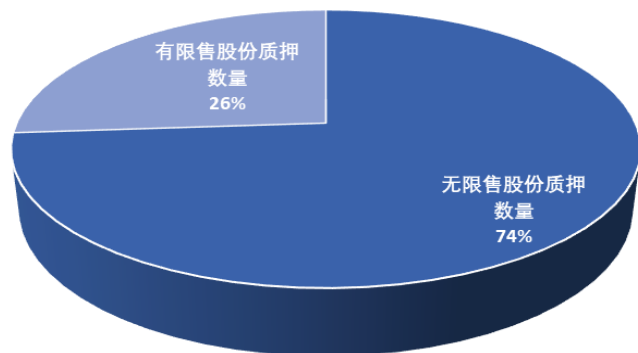
截至11月9日，A股质押比例整体为10.00%，整体质押比例不高：

- 从质押比例来看（质押股份数量/总股本），A股整体质押比例并不高，整体为10.00%。具体来看，近8成的股票质押比例在30%以内，其中质押比例在10%以内的股票最多，占比47%。
- 从限售/流通比例来看，A股股票质押标的以无限售股份为主。截至9月底，无限售股份质押数量占比74%，有限售股份质押数量占比26%。

A股质押比例在30%以内的股票占比将近八成



无限售股份质押数量占比74%



资料来源：wind，国泰君安证券研究。

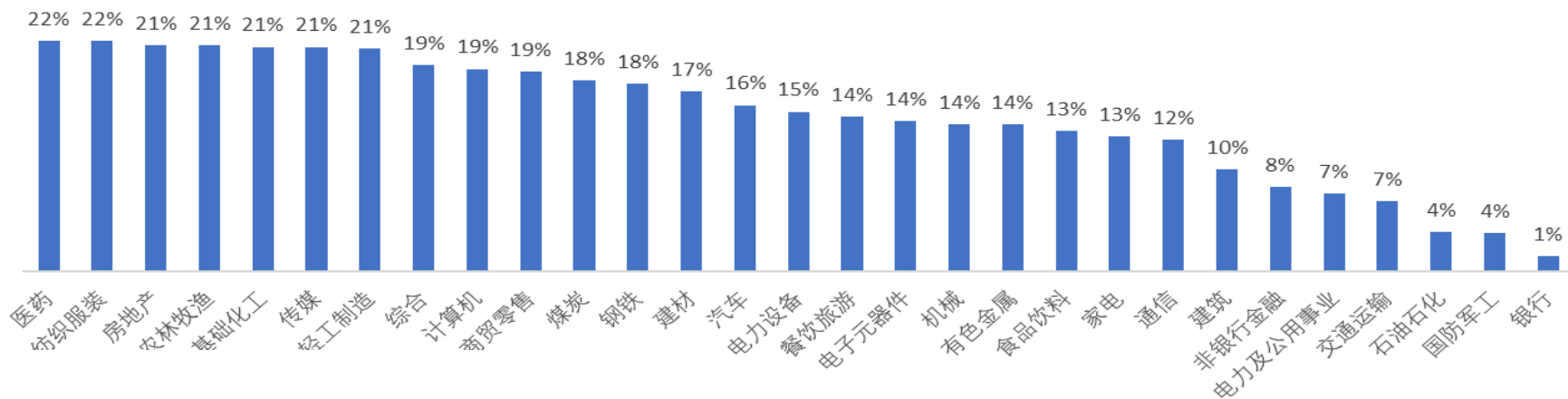
股票质押：部分行业质押比例相对较高

截至最新，医药、纺服、房地产等行业质押比例相对较高，银行、军工、石化最低；

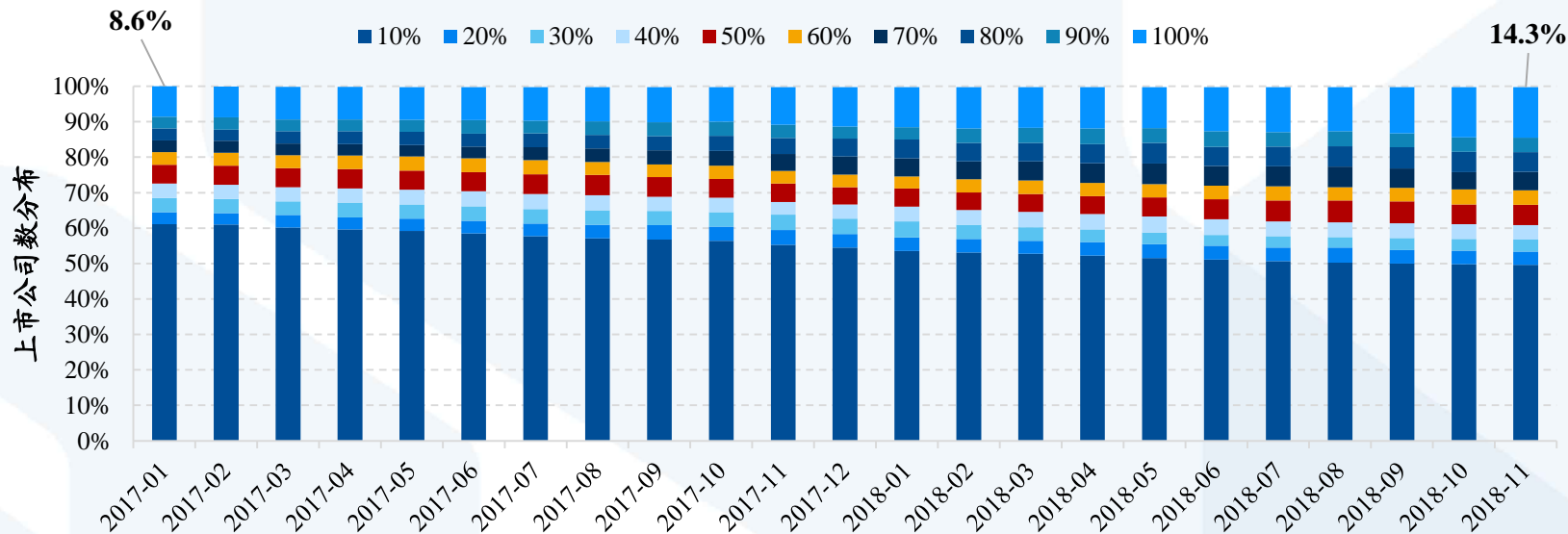
- 平均质押比例相对较高的行业TOP5：医药(21.63%)、纺服(21.59%)、房地产(21.21%)、农林牧渔(21.17%)、基础化工(21.04%)；
- 平均质押比例相对较低的行业TOP5：银行(1.45%)、军工(3.6%)、石化(3.73%)、交运(6.63%)、电力(7.34%)。

中信一级行业：平均质押比例分化明显

■ 中信一级行业平均质押比例



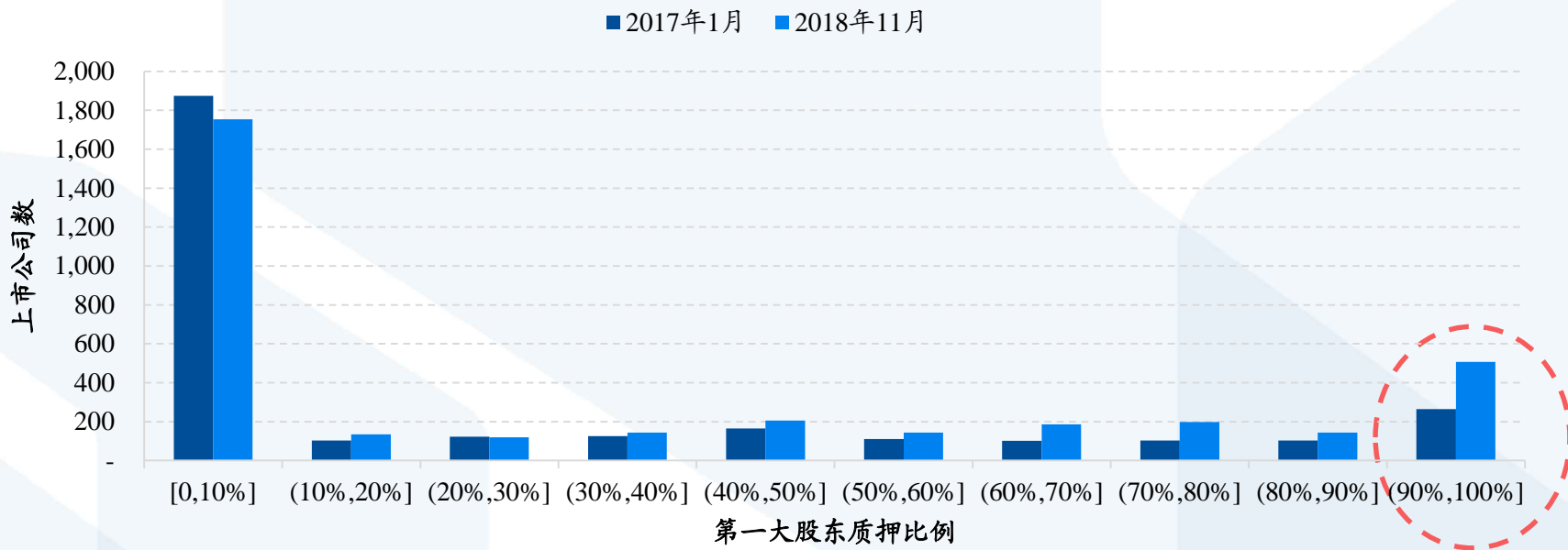
296家上市公司第一大股东质押比例达99%，430家达95%



注：10%表示第一大股东累计质押股数/持有股数在0-10%（包含10%）范围内，其余类推。截止时间2018年11月9日。

资料来源：wind，国泰君安证券研究。

上市公司股票质押风险集中于尾部



注：截止时间2018年11月9日。资料来源：wind，国泰君安证券研究。

股票质押：预计目前有16.2%的股票质押市值跌破平仓线

基于假设，根据wind“样本”数据，我们测算整体股票质押业务情况

- 我们测算，截至2018年11月9日，有16.2%的股票跌破平仓线

- 关键假设：

1) 统计区间为20130601-20181109；

2) 场内限售股质押率35%/非限售股质押率43%，场外质押率为场内的70%（场外质押在便利性方面不及场内）；

3) 预警线160%，平仓线140%，4) 股票质押利率为8%，考虑一个季度利息，5) 股价为前复权

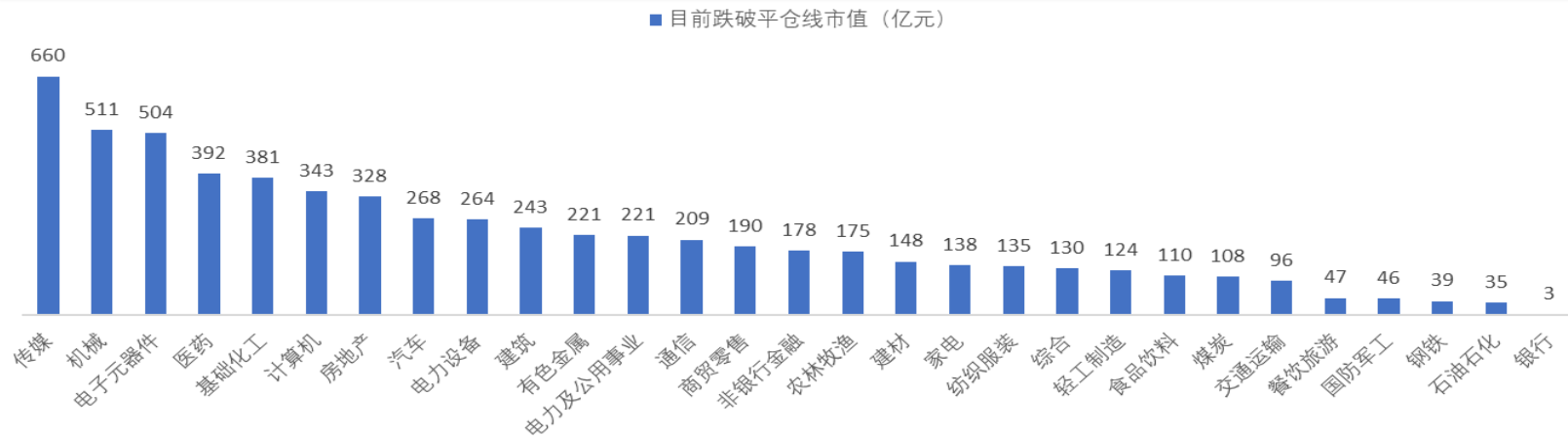
单位:亿元	Wind统计数据	全市场（预计）
未解压市值	34,711	45,408
跌破平仓线市值	5,617	7,348
跌破平仓市值占比	16.2%	16.2%
再跌10%跌破平仓线市值	7,584	9,921
再跌10%跌破平仓市值占比	27.3%	27.3%
再跌20%跌破平仓线市值	10,583	13,845
再跌20%跌破平仓市值占比	50.8%	50.8%

股票质押：跌破平仓线行业分布如何？

截至最新，根据前述假设，传媒、机械、电子、医药、基础化工等行业目前已经跌破平仓线的市值相对较大

- 已经跌破平仓线市值较高的行业TOP5：传媒（660亿）、机械（511亿）、电子（504亿）、医药（392亿）、基础化工（381亿）；

中信一级行业：部分行业当前已经跌破平仓线市值较高



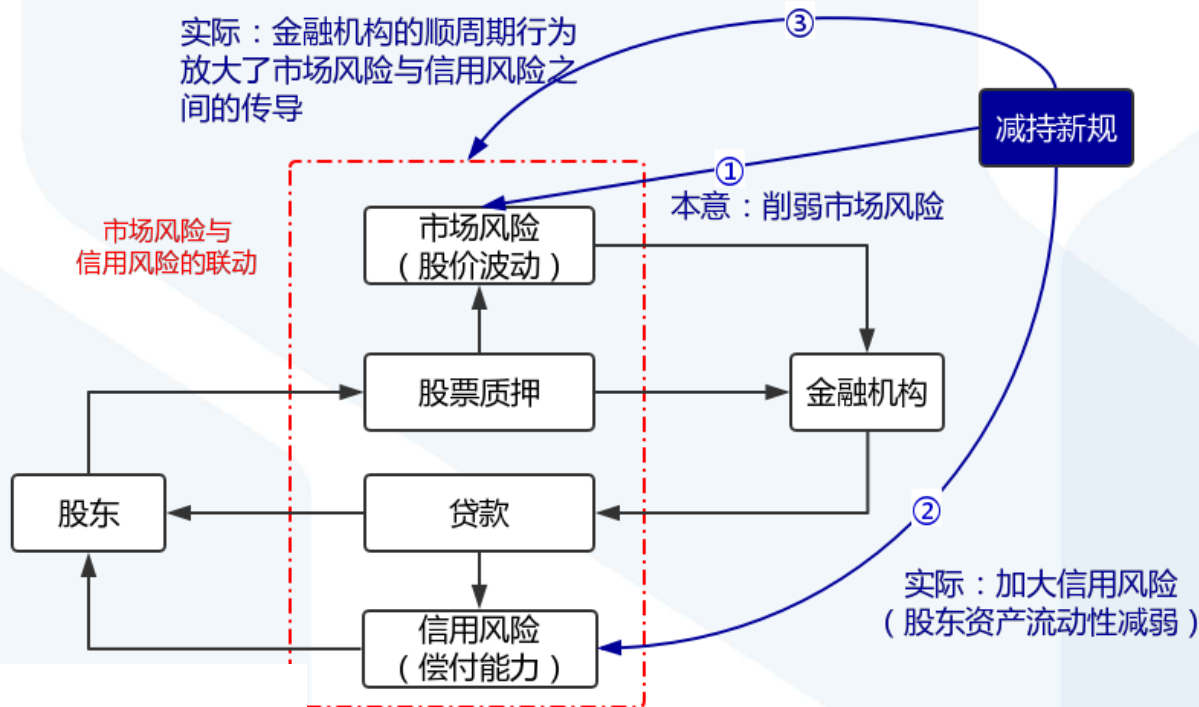
02 症结在哪？

融资主体

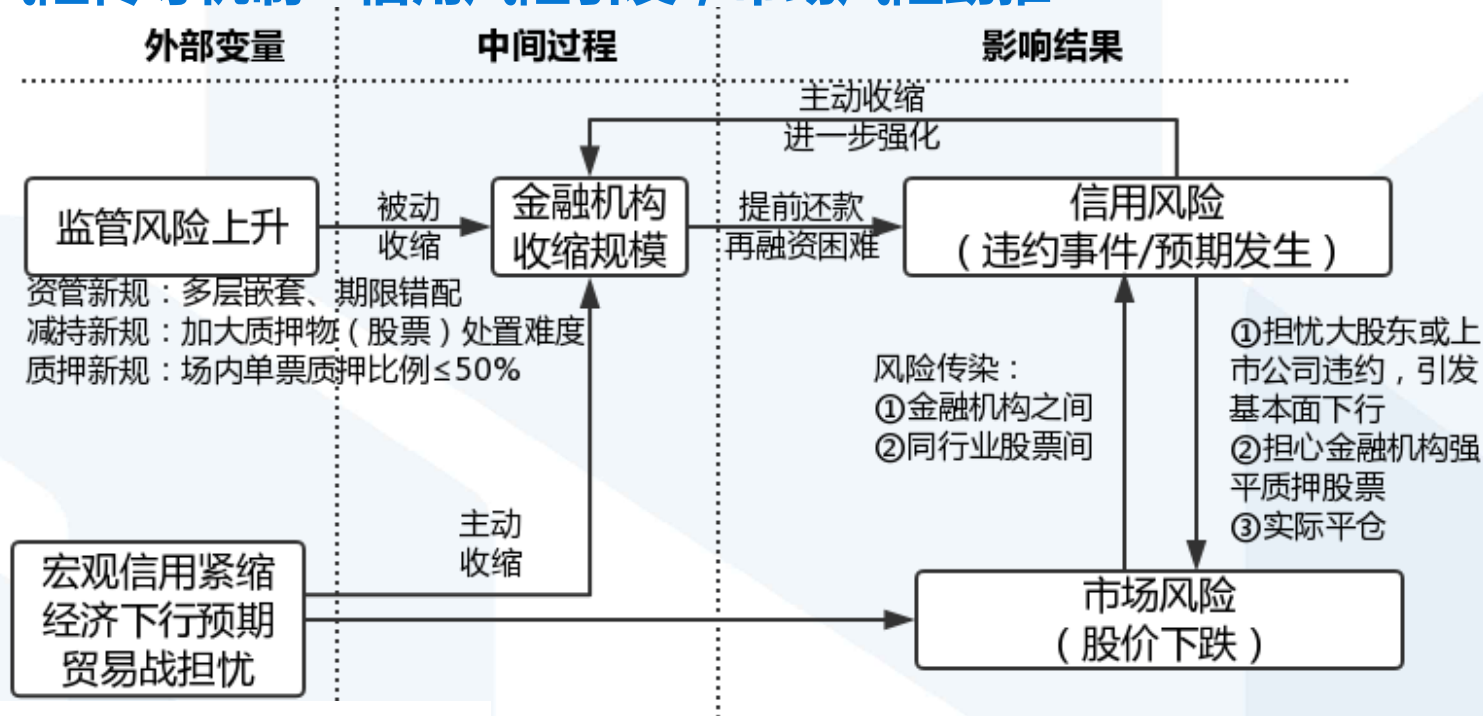
监管影响

症结总结

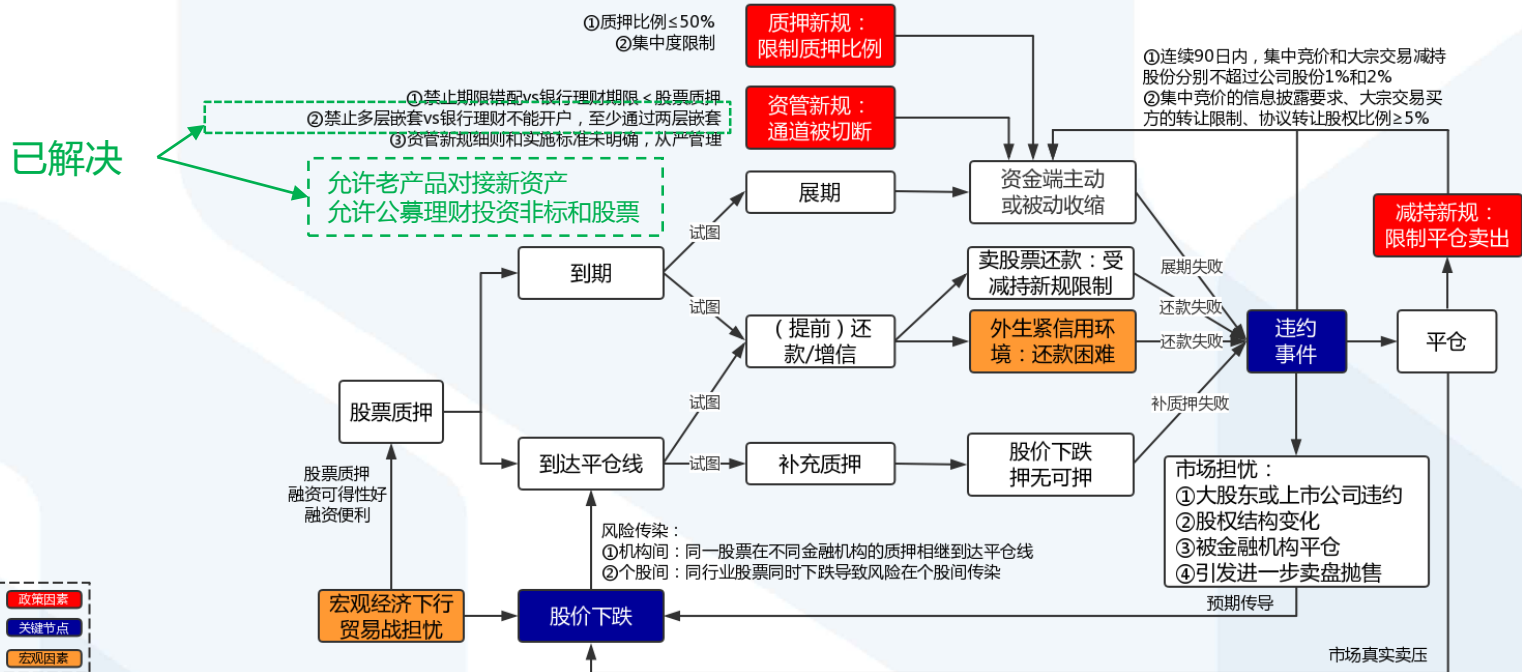
股票质押机制：联结信用风险和市场风险



风险传导机制：信用风险引发，市场风险助推



监管影响机制：卖不了，增不了，续不了



触发违约条件后，实际强平情况很少。（1）金融机构在以下情况有权平仓：当质押股票跌破平仓线时，客户未及时补仓、还款，或股票质押到期时，客户未偿还本息。（跌破预警线，客户未补质押，需要罚息，但不平仓）（2）虽然场内质押可通过平仓进行违约处置，但实际中强平案例极少。2018年以来，截至11月9日，70只A股公告平仓风险，但遭遇强平仅13只。

基于以下几点考量，强制平仓是融资双方最差和最后的选择：

- （1）强平会造成企业信用能力进一步恶化。股票被强平或司法追偿意味着进入违约处置阶段，会造成上市公司和其股东信用能力全面受损（进入黑名单，金融机构惜贷甚至抽贷）；
- （2）大股东股票强平容易引发上市公司股权结构变更。公司股权结构变更不利于企业未来经营管理，对基本面产生长远负面影响；
- （3）减持新规限制强平卖出规模，同时考虑平仓引发的股价下跌，金融机构通过平仓是否能够补偿本息具有极大不确定性；
- （4）基于企业间全面融资合作关系，强平处置必然造成双方合作关系破裂；
- （5）限售股在限售期内无法强平。截止2018年11月9日，25.6%质押股份为限售股。

客户质押股票跌破平仓线后，金融机构的常规处置流程（按照优先级别排序）：

（1）要求客户补充质押股票或提前购回。

（2）其他增信手段：补充其他担保物或第三方担保。对于无法提供补质押股票或现金购回的客户，一定条件下，客户可以通过提供其他非股票担保物（如房产、未上市公司股权等）以及第三方担保等方式增信。

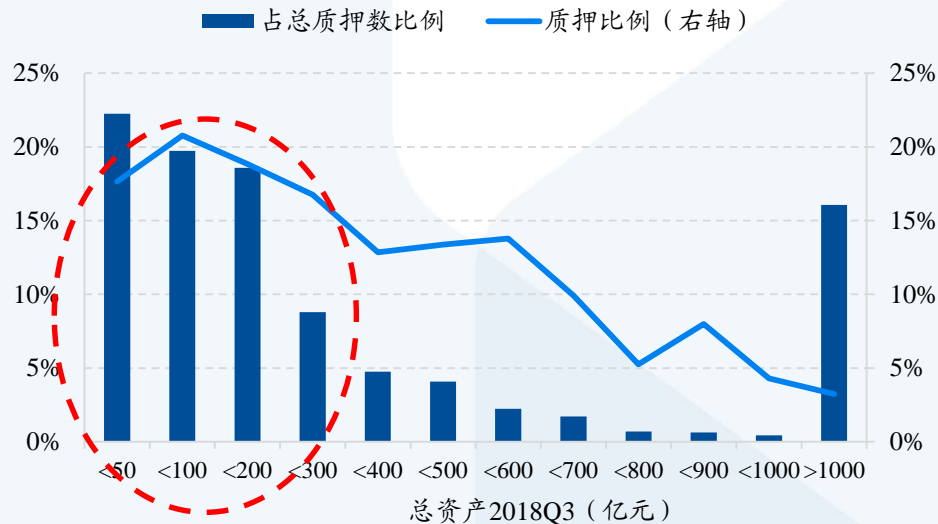
（3）股东通过股权转让或资产出售偿还借款。基于双方协商，适度宽限还款期，协助客户通过股权转让或资产出售等方式还款。

（4）强制平仓或司法追偿。主要两种情况：1）客户存在恶意拖欠债务情况，金融机构担忧客户道德风险，采取司法冻结或强平处置；2）信用环境持续恶化或股价持续下跌，金融机构基于止损原则被迫采取违约处置。

2.1 融资主体

中小企业股东是股票质押融资的重要主体。归因于股票融资相对其他融资渠道的优势：

- 可得性好：比较而言，贷款等融资方式对企业资质要求高，金融机构偏好大企业。而股票融资由于具有流动性好的质押物，资金可得性好，受到中小企业股东的偏爱。
- 手续便捷：股票质押的手续比贷款方便，场内质押快至几个工作日即可放



注：图中柱状图为相应资产规模的上市公司质押股数占A股质押总股数的比例。时间截至2018年11月9日，资料来源：wind，国泰君安证券研究。

2.2 监管影响

梳理2017年以来股票质押相关监管文件，影响最大的主要有三大类：

大类	发布时间	文件名	主要影响方面
减持新规	2017/5/26	《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》及上交所实施细则	“卖不了” ：限制触及平仓线后股票的平仓处置
质押新规	2018/1/12	《股票质押式回购交易及登记结算业务办法（2018年修订）》、《证券公司参与股票质押式回购交易风险管理指引》	“增不了” ：质押比例限制导致接近限制或超限的个股场内新增质押融资困难
	2018/5/30	《关于证券公司办理场外股权质押交易有关事项的通知》	叫停券商场外股权质押业务
资管新规	2018/4/27	《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》	“续不了” ：对嵌套、期限错配的限制和实践层面上的不统一导致资金端无法接续
	2018/7/20	《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》	放松过渡条款，明确公募可投非标、明确老产品可投新资产
	2018/9/19	《特殊机构及产品证券账户业务指南》	银行理财可开户，解决多层嵌套问题
		《业务监督管理办法》 《子公司管理办法》（征求意见稿）	放宽公募理财通过投资各类公募基金间接进入股市；成立子公司之后则可直接投资股票

2.2 监管影响——卖不了：减持新规

2017/5/26 证监会《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》

2017/5/27 上交所《上海证券交易所上市公司股东及董事、监事、高级管理人员减持股份实施细则》

主要影响条款：

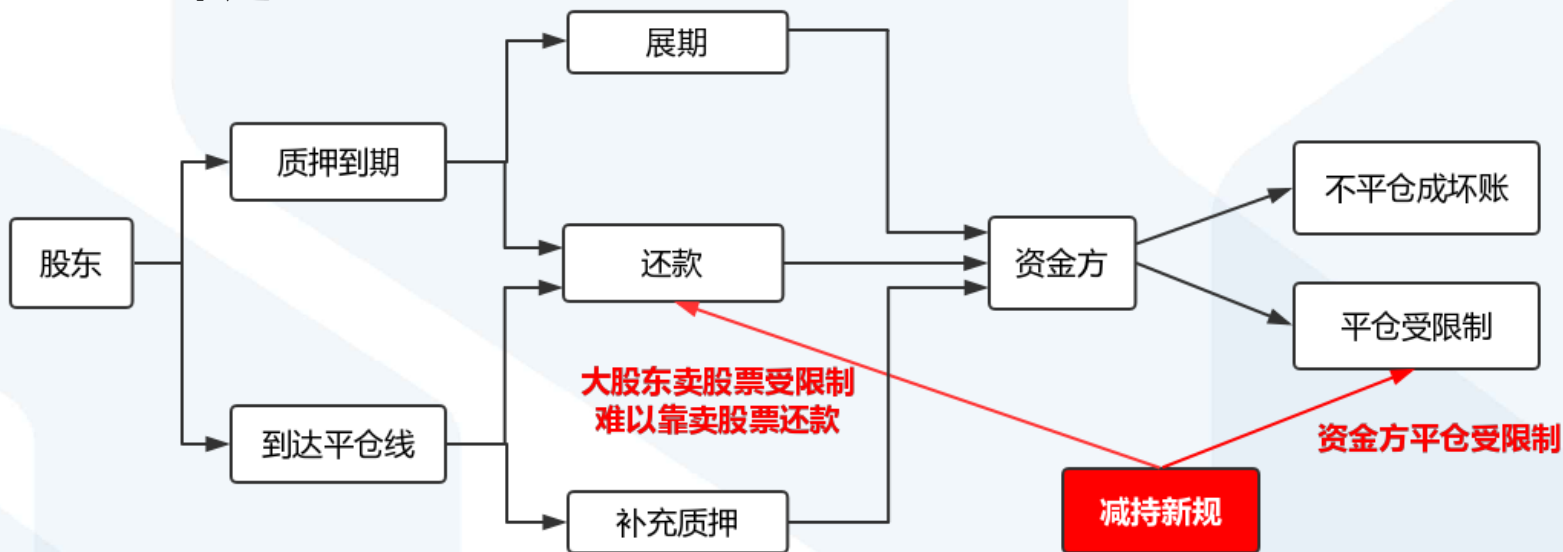
【《实施细则》第2条】

新增对股权质押股份（执行股权质押协议而取得的股份）减持的限制。

- 【《实施细则》第4条】集中竞价：连续90日内，减持股份/公司股本总数 $\leq 1\%$ ；且应在首次卖出的15个交易日前披露减持计划；
- 【《实施细则》第5条】大宗交易：连续90日内，减持股份/公司股本总数 $\leq 2\%$ ，且受让方在6个月内不得转让所受让的股份；
- 【《实施细则》第6条】协议转让：单个受让方所受让的股份/公司股本总数 $\geq 5\%$ 。

2.2 监管影响——卖不了：减持新规

主要影响渠道：



2.2 监管影响——卖不了：减持新规

主要影响渠道：

- **对于持股5%以下且非董监高的小股东：**不受减持新规约束。但也遵循“股价下跌——触发平仓线——平仓卖出——股价下跌”的循环逻辑。
- **对于持股5%及以上股东，或者董监高：**受减持新规约束。限制大股东减持，某种程度上降低了股票抛压。但质押物处置难度加大会导致金融机构主动收缩规模，引致大股东和上市公司信用风险上升，叠加违约事件下买方入场意愿下降，股价持续下跌。
 - ✓ 路径1——金融机构惜贷：减持新规&股价下跌预期---质押物处置难度加大---金融机构惜贷---大股东信用违约风险(预期)上升---股价下跌---股票质押风险进一步加大；
 - ✓ 路径2——信用风险预期触发股票流动性贬值效应：减持新规造成股票资产流动性下降---信用风险上升---平仓预期---市场认识到股票流动性匮乏(减持新规拉长处置期，债务危机短期无法解决，买方机构入场意愿低迷)---股价持续下跌；
 - ✓ 路径3——真实平仓造成越跌越卖：股价下跌---触发平仓线---平仓卖出---股价下跌。

2.2 监管影响——卖不了：减持新规

减持新规至少对六成股票质押业务产生影响：按股票质押场内外存量融出资金规模2.59万亿测算，仅第一大股东就影响约57%业务，假设全市场的质押率相同，则第一大股东融入资金规模约1.48万亿元。若考虑其他大股东和董监高，则影响比例和金额更大。

	第一大股东	其他股东
占质押数量比重	59.7%	40.3%
占质押市值比重	57.2%	42.8%

注：截止时间2018年11月9日。资料来源：wind，国泰君安证券研究。

2.2 监管影响——增不了：质押新规

2018/1/12 上交所《股票质押式回购交易及登记结算业务办法（2018年修订）》（《业务办法》）

2018/1/12 证券业协会《证券公司参与股票质押式回购交易风险管理指引》（《指引》）

主要影响条款（影响场内业务）：

主要方面	引用条款	条款内容
质押率	《业务办法》第67条	初始交易金额/质押标的市值 $\leq 60\%$ 。其中，初始交易金额=质押股票数量 \times 价格 \times 质押率，即股东初始质押股票时融入的资金。
集中度	《业务办法》第65条	单一证券公司（集合/定向资管计划），接受单只A股质押比例 $\leq 30\%$ （15%）；新增股票质押融资交易不得导致单只A股场内外质押比例 $> 50\%$ ，补充质押导致超限的情况除外。
融资规模	《业务办法》第24条 《指引》第34条	融入方首笔初始交易金额 ≥ 500 万元，后续每笔初始交易金额 ≥ 50 万元； A、B、C类券商，自有资金参与的股票质押融资余额/公司净资本 $\leq 150\%$ 、100%、50%。
融资用途	《业务办法》第22条	用于实体经济生产经营，不得用于：淘汰类和违反政策行业，新股申购，买入股票。
适当性	《业务办法》第15条 《业务办法》第17条	融入方不得为金融机构或其发行的产品，符合一定政策支持的创业投资基金除外； 融出方不得为券商及其资管子公司管理的公开募集的集合资管计划。
黑名单	《指引》第36条	进入黑名单的融入方，证券公司在披露日期起1年内不得向其提供融资。
新老划断	上证发〔2018〕4号	新规于2018年3月12日正式实施，仅适用于新增合约，已存续的合约可以按照原有规定执行，无需提前购回，且可以延期购回（《业务办法》第30条 延期购回后累计融资期限一般不超过3年）。

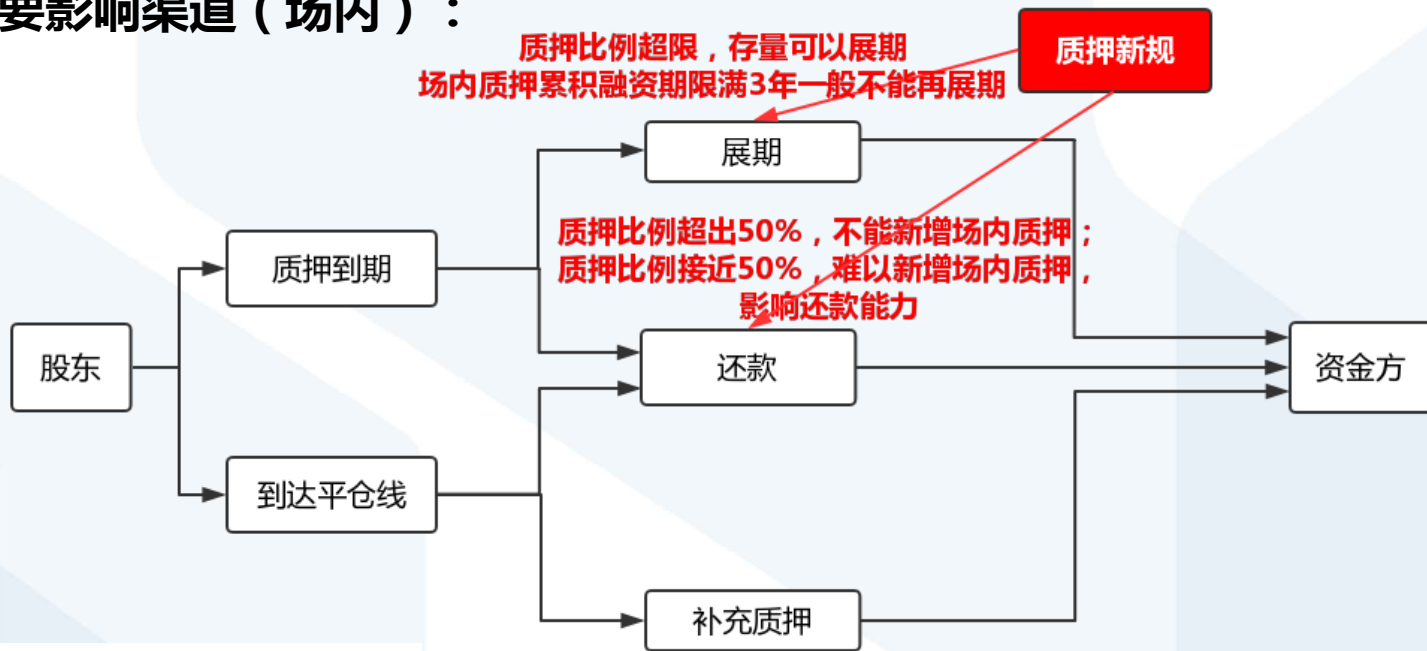
正券研究。

行业·创新

请参阅附注免责声明 32

2.2 监管影响——增不了：质押新规

主要影响渠道（场内）：



2.2 监管影响——增不了：质押新规

主要影响渠道：质押比例超出或接近50%的个股，股东难以新增场内质押

1、对于质押比例超限和接近限制的个股，股东难以新增场内质押融资。对于质押比例超过50%限制的个股，不能新增场内股票质押，存量业务可以展期，但累计融资期限一般不超过3年；对于质押比例接近50%上限的个股，新增场内股票质押不得使得单票质押比例超过50%，因此**股东难以新增场内股票质押融资，故还款能力受到限制**。据wind数据，截至2018年11月9日，共150只股票质押比例超过50%，涉及上市公司质押股份市值8831亿元，占A股质押股票市值总额约19.5%。

2、对于新规实施后的新增业务，进入黑名单的股东1年内无法获得场内股票质押融资。黑名单主要有两种情况：①未按照业务协议的约定赎回，并且经催缴超过90天未偿还资金；②资金用途不当，且约定期限内不改正。**存续业务可以不披露**（合约未约定情况下强制披露可能产生纠纷）【注】媒体报道。

3、整体而言，当前业务开展未触及质押率上限。2016Q4监管指导后，证券公司已按新规展业；以上交所无限售股票质押回购为例，2016年初以来，周平均质押率历史最高52%，平均42%，远低于60%。

券商中国报道《独家!九问九答股票质押新规,平仓、黑名单热点解答都在这里》

行业·创新

请参阅附注免责声明 34

2.2 监管影响——增不了：叫停场外

2018/5/30 证券业协会《关于证券公司办理场外股权质押交易有关事项的通知》（来源：21世纪经济报道）

主要影响条款：

- 1、证券公司、证券子公司及其管理的集合资管计划/定向资管客户，不得作为融出方参与场外股权质押交易，但因参与场内股票质押及《通知》发布前存续场外股权质押而发生的补充质押除外。
- 2、证券公司不得为银行、信托等其他机构或个人提供场外股票质押的盯市、平仓等第三方中介服务。
- 3、新老划断，延期购回期限不得超过1年。

主要影响渠道：场外股票质押融资展业更加谨慎。

- 为方便违约情况下的股票处置，银行和信托通常会指定券商为第三方，为其提供盯市、平仓等服务。场外质押通过券商处置股票的路径被堵死，处置难度上升。
- 金融机构场外股票质押融资展业更加谨慎。影响逻辑类似于减持新规。

2.2 监管影响——续不了：资管新规

问题一：非标期限错配

股权质押收益权划分为非标资产，期限大多超过一年，银行理财以资金池形式对接和管理，存在短钱长配的问题。



违反条款：期限匹配原则

资管新规第15条：资产管理产品直接或者间接投资于非标准化债权类资产的，其终止日不得晚于封闭式资产管理产品的到期日或者开放式资产管理产品的最近一次开放日。

问题二：超过两层嵌套

理财资金主要通过券商定向资管参与场内股票质押。券商定向资管接受银行资金需要出具银行自有资金证明，而银行理财无法出具，因此至少通过“理财——信托等通道——券商定向资管”的双层嵌套。



违反条款：仅允许嵌套一层

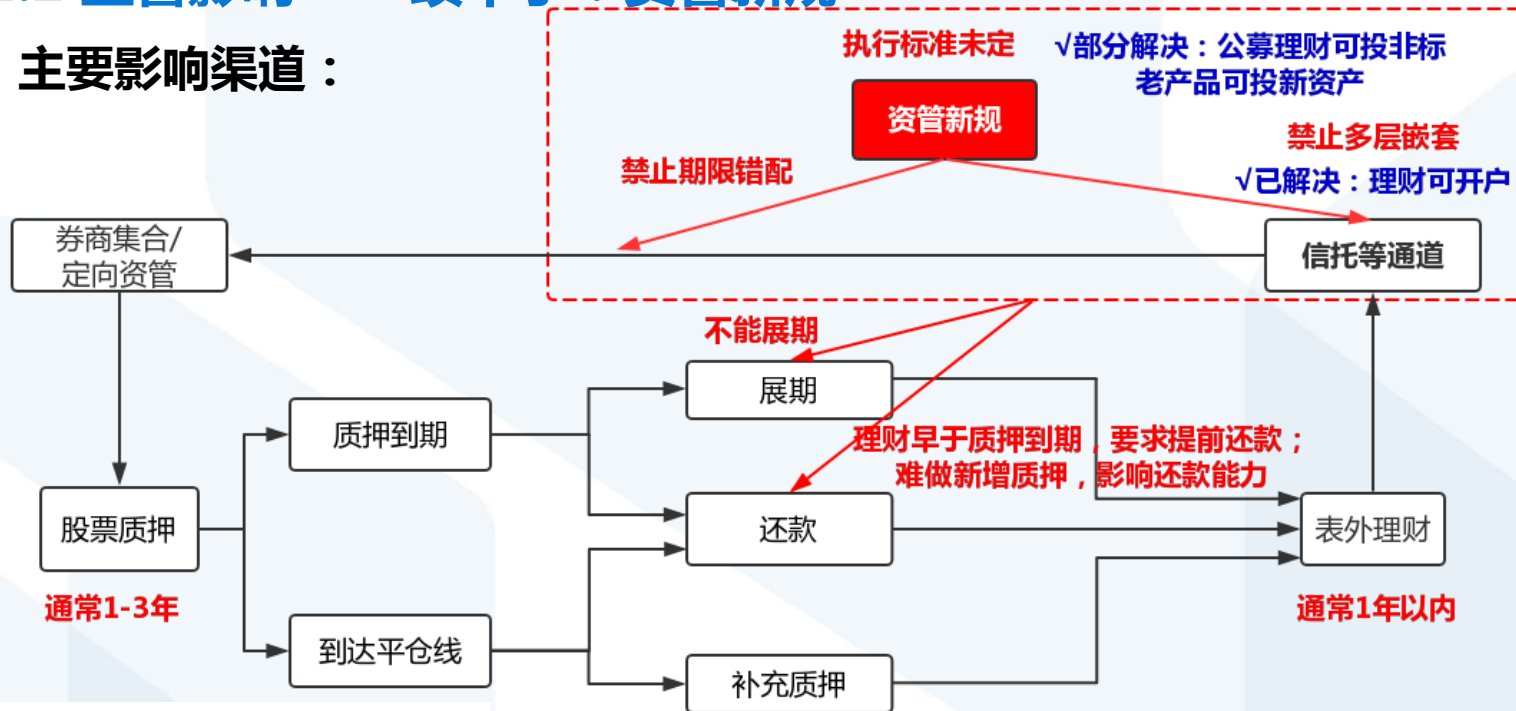
资管新规第22条：资产管理产品可以再投资一层资产管理产品，但所投资的资产管理产品不得再投资公募基金以外的资产管理产品。**中证登2018/9/19发布《特殊机构及产品证券账户业务指南》**允许理财开立股票账户，允许在一层嵌套下开户，有望解决多层嵌套问题。

问题三：实操标准未定

新规在实操层面上仍未有统一、细化的解读和标准，也导致资金端续作产品发行不畅通。如老产品对接新业务，因新旧标准不一，导致产品备案延迟或增加沟通摩擦。

2.2 监管影响——续不了：资管新规

主要影响渠道：



也可通过券商集合资管参与场内股票质押，但占比较小。

业·创新

请参阅附注免责声明

37

2.2 监管影响——续不了：资管新规

测算银行理财参与股票质押的资金规模约1.3万亿元。93%银行理财（9月存续）委托期限低于1年，影响资金规模约1.2万亿元。

	来自银行资金比例	wind资金规模	全市场（预计）
股票质押未解押市值		34,711	45,408
融出方资金规模：证券公司	45%	9,856	12,894
融出方资金规模：银行	100%	3,431	4,488
融出方资金规模：一般公司	70%	2,195	2,871
融出方资金规模：信托公司	80%	2,212	2,894
银行参与资金规模	①	11,172	14,615
假设理财参与资金比例	②	90%	90%
银行理财参与资金	③=②×①	10,055	13,154
银行表内参与资金	④=①-③	1,117	1,462
1年以内理财占比（9月存续银行理财）	⑤	93%	93%
期限错配影响规模	⑥=③×⑤	9,351	12,233

区间为2013年6月1日-2018年11月9日。资料来源：wind，国泰君安证券研究。
 行业·创新 请参阅附注免责声明

2.3 症结总结

问题源头



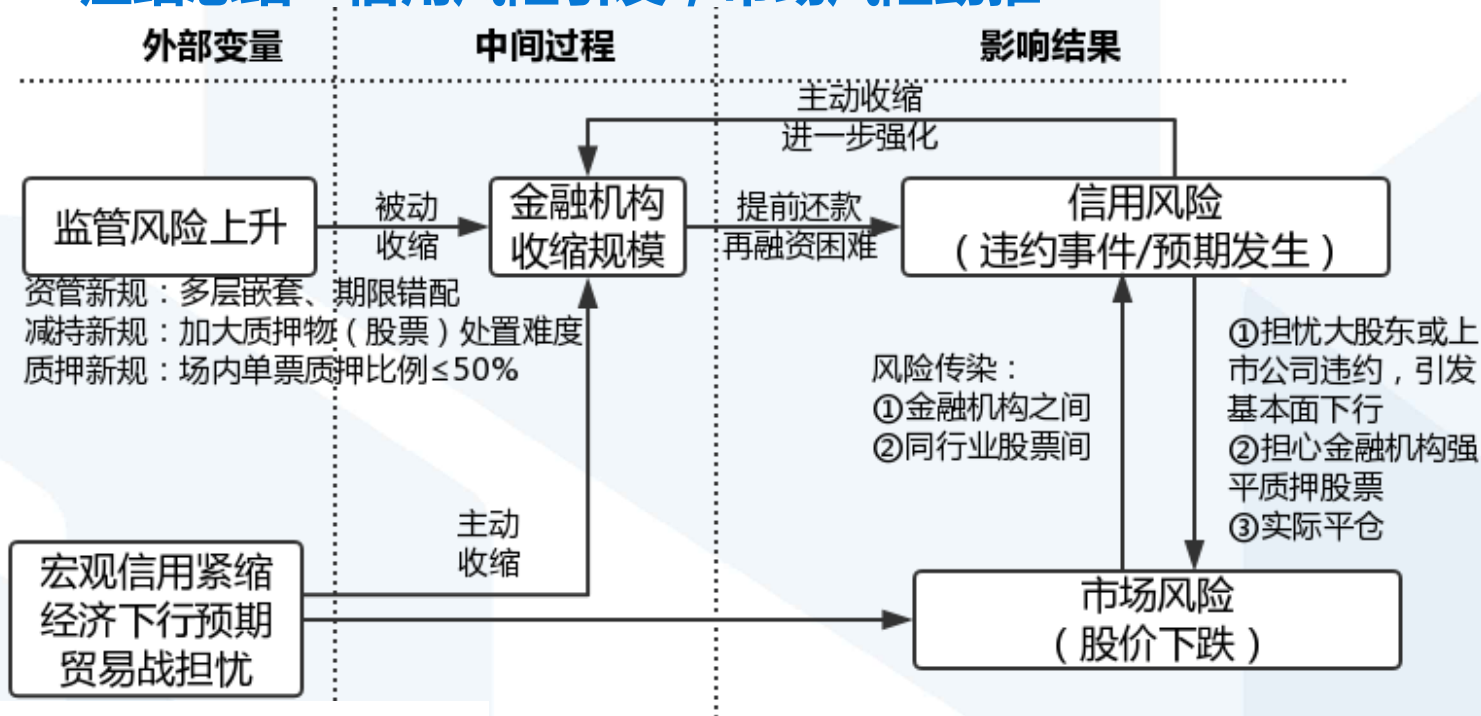
- **起始于股价下跌。** 股价下跌是导致股票质押融资出风险的直接导火索。
- **股东的信用受损。** 由于减持新规等规定，使得股票质押融资的业务逻辑从质押物转变为信用贷。股价下跌导致质押物贬值，从而股东信用受损。
- **融资能力受限制。** 在宏观经济下行、信用环境恶化、监管收紧的背景下，股东盈利能力、偿债能力、融资能力都显著下滑，信用风险暴露，违约事件发生。
- **违约和强平预期。** 违约事件下的强平压力和市场预期，导致股价进一步下跌。
- **形成了恶性循环。** 股价持续下跌导致同一股票在不同金融机构的质押相继违约；引发同行业其他个股下跌，相互感染，导致其他个股质押出现违约。

2.3 症结总结：业务逻辑转变，从质押物到信用贷

- 股票质押本质上是以股票资产为质押物的贷款。减持新规等文件限制了股票资产的流动性，使其从“股票”变成“股权”，使得**股票质押的业务逻辑发生了从质押物到信用贷的实质性改变**

	减持新规前	减持新规后
风控逻辑	以质押物为核心 ：股票资产流动性好、变现快、折价低，且设置平仓线，场内质押可直接平仓以保障偿债资金来源	以信用为核心 ：股票资产流动性变差、难以迅速变现，还款依赖于融资方的信用
金融机构	选择余地较大，可以选择从大宗交易直接强平	选择余地变小，强平未必是最优选择（战线拖得长、股价下跌风险大）
大股东	选择余地小。对手方（金融机构）强平能迅速回本。为避免强平，大股东通常补仓或回购，且能以过桥资金还款后再重新质押融资	道德风险加大。一方面，大股东难以通过变现股票获得过渡资金，另一方面，在对手方（金融机构）未必敢于强平的情况下，股东谈判权变大。
内在缺陷	控股股东的股票质押业务实质上是信用贷款。 金融机构往往忽视了大股东（尤其是控股股东）所质押股票的价值与股东本身信用风险有很强的相关性，质押物的价值远不如表面高。如：控股股东质押股票为上市公司融资或担保，若上市公司股价下跌，可能导致控股股东违约，进一步传导至上市公司，导致上市公司违约和股价下跌，形成恶性循环。	

2.3 症结总结：信用风险引发，市场风险助推



2.3 症结总结：内外因共振，信用风险和市场风险相互传导

股权质押的风险循环逻辑为：

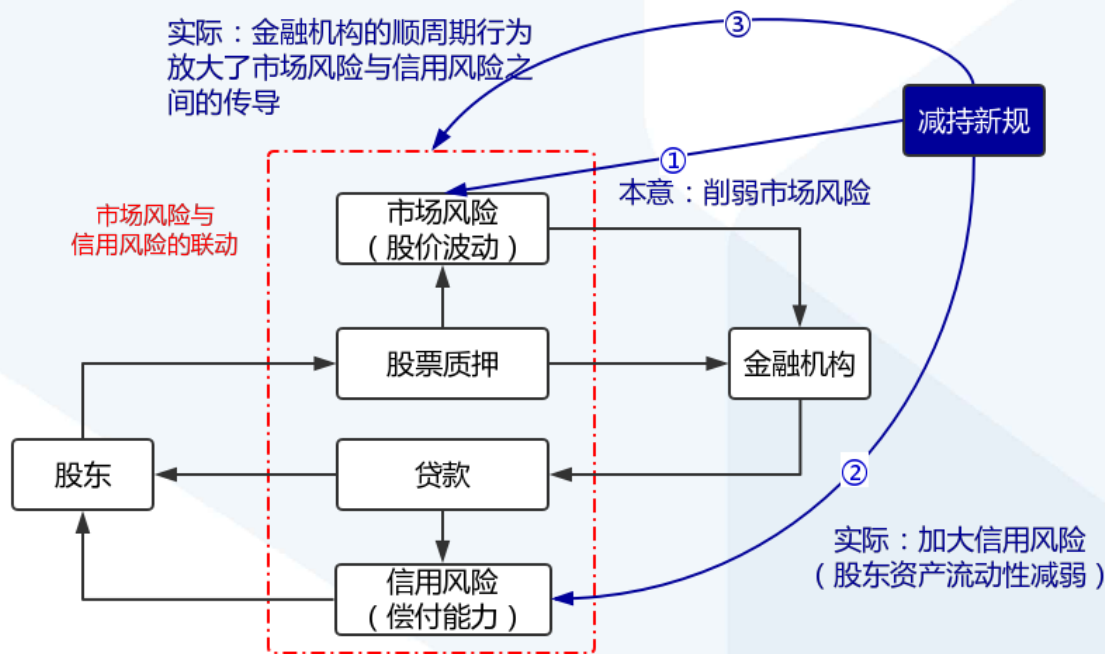
外部宏观和监管趋严——金融机构行为——信用风险和市场风险相互传导。

- 宏观经济下行和紧信用环境是外因之一，造成金融机构主动收缩规模和股票市场低迷；
- 17年以来的金融严监管（以资管新规为代表），表外融资渠道受阻，导致金融机构被动收缩股票质押业务；
- 减持新规削减大股东资产流动性，加剧其信用风险。在违约事件小范围爆发时，股票资产的流动性折价效应被触发，股价下跌加剧；
- 企业债务违约的担忧传导至股价下跌，而股价下跌又反过来加重企业债务违约风险，造成信用风险和市场风险的相互传导。

2.3 症结总结：金融顺周期下跨市场风险传递

外因：宏观紧信用、中美贸易战和监管收紧三重叠加，放大股东信用风险和股票市场风险。

内因：金融机构顺周期经营，对信用风险、市场风险以及两者互相传染的风险估计不足。



资料来源：国泰君安证券研究。

2.3 症结总结：金融顺周期下跨市场风险传递

内因：金融机构顺周期经营，对信用风险、市场风险以及两者互相传染的风险估计不足。

- **金融机构的顺周期性：**金融机构在经济上行周期中加大信贷投放(股票质押融资)，但低估了信用风险和市场风险的相互传染。一旦信用紧缩或股市大跌，金融机构惜贷和平仓预期将放大信用风险和市场风险及两者之间的联动效应。
- **股票质押的内在模式：加剧信用风险与市场风险之间的传导。**
 - 股票质押本质是贷款业务，却多以大股东持有的股票作为质押物，导致**股东的信用风险（股票价格影响偿付能力）**和**市场风险（股东信用影响股票基本面和交易面）**被联结起来。
 - 金融机构较少考虑信用风险，更多关注股票价值。减持新规在某种程度上减弱了**市场风险的自我强化（越卖越跌）**，但并未改变(甚至加强)信用风险和市场风险之间的传导。比如，质押物减值效应在信用违约小面积爆发时被放大，进一步造成了股东、企业违约和股价快速下跌（预期违约问题无法短期解决，没有接盘资金）。

03 如何解决？

股价止跌

放松展期

扩大融资

疏导筹码

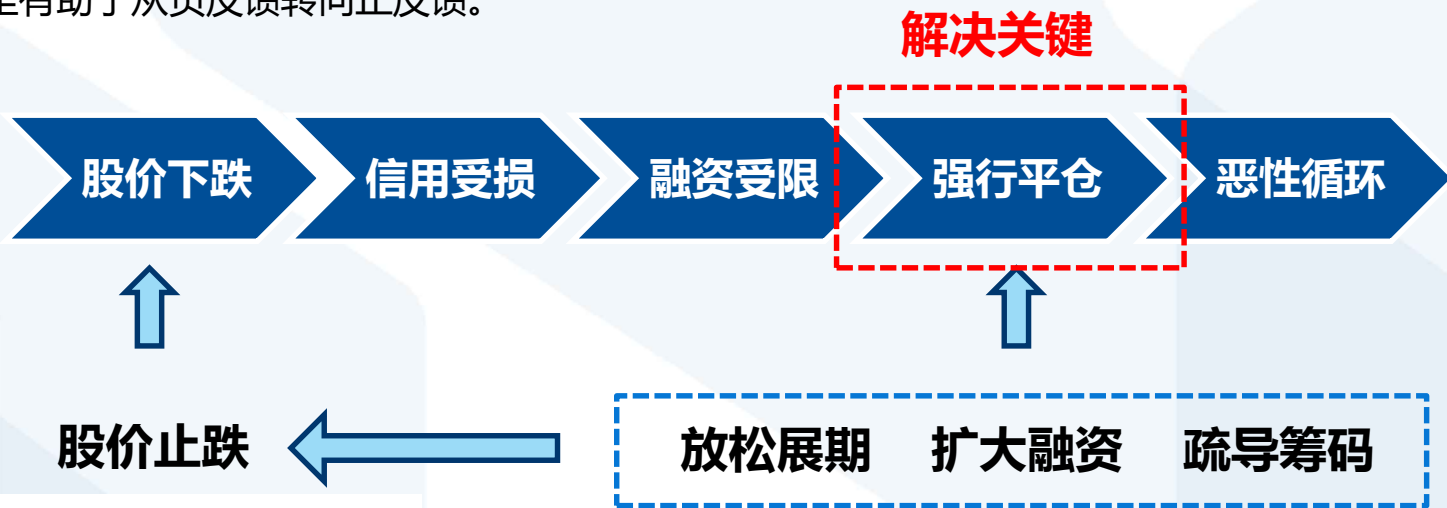
虽然股票质押业务环节较为复杂，但风险的传导链条十分清晰，即**股价下跌造成抵押品贬值，抵押品贬值造成借款人信用受损，紧信用造成融资还款受限，减持约束造成出资方平仓受限，平仓受限造成资金端续接断层，平仓压力或预期进一步引发股价下跌.....恶性循环。**

这一循环的源头在于股价下跌，在链条传导过程中形成不断形成和累积负向反馈，反过来又进一步加剧了股价的下跌.....进入恶性循环。



资料来源：国泰君安证券研究。

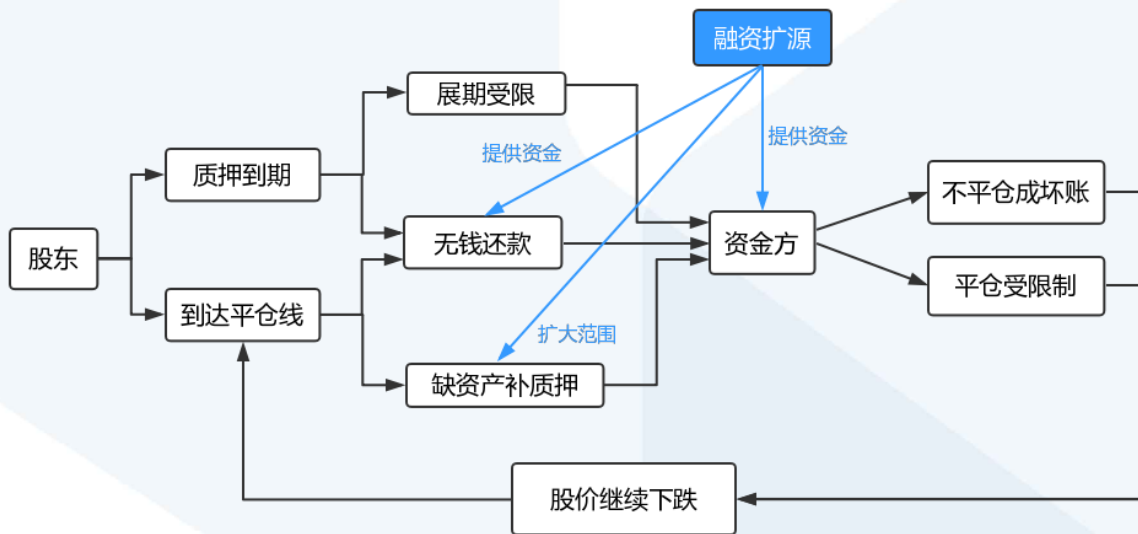
解决股票质押问题的本质是要拆解股价下跌的负反馈（而非纯粹拉抬股价），拆解股价下跌负反馈的关键在于消除平仓的可能诱发因素。一切针对股票质押的解决方案均应该围绕此展开，这也是衡量股票质押解决是否有效的重要标准。缓解平仓压力的路径主要有四类：1、股价止跌，避免新增平仓；2、融资扩源，避免用股票平仓；3、放松展期，避免马上平仓；4、疏导筹码，缓解二级抛售。前两条减少增量平仓压力，后两条疏缓存量平仓压力。后三条路径从根本上切断了股价下跌负反馈的传导，反而有助于股价止跌，甚至有助于从负反馈转向正反馈。



融资扩源要解决什么问题？

——万一触及平仓线或到期，股东有钱补或有钱还，不至于卖股票。

- **信用受损**：股票价格下跌后，借款人因资产价值下跌导致信用受损，更加难以融资
- **风险厌恶**：风险暴露期金融机构惜贷，尤其是中短期资金风险偏好较低，不愿接手或接手后也难以获利
- **政策限制**：资管新规要求期限匹配，银行主动收缩资金供给
- **平仓压力**：如果借款人短期缺乏资金来还，资金融出方不得不平仓处置



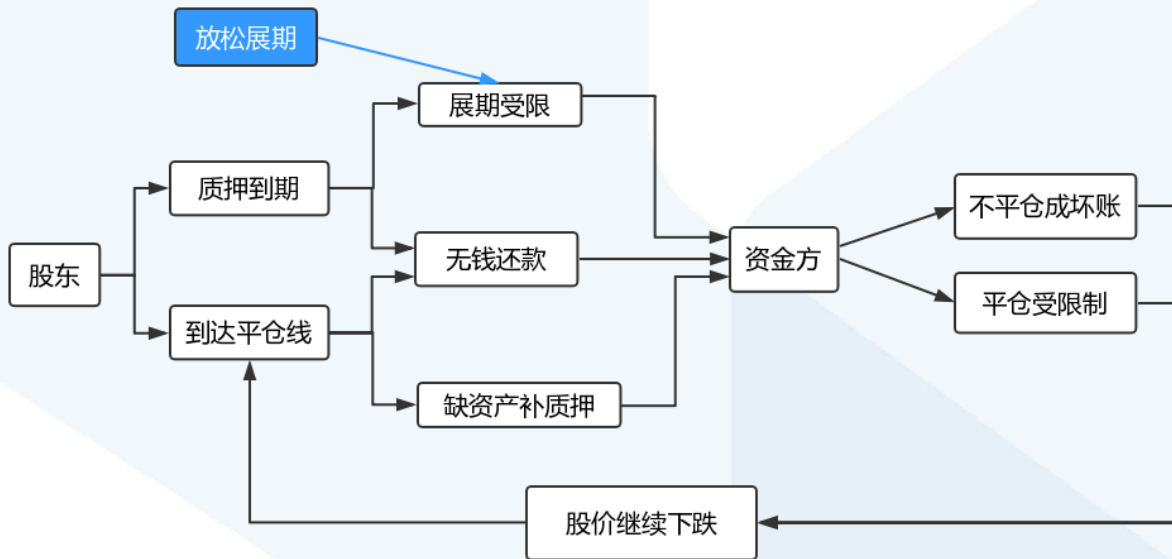
资料来源：国泰君安证券研究。

放松展期要解决什么问题？

——质押到期或触及平仓了，困难的股东能够以时间换空间，不至于马上抛股票。

缺乏资金：借款人短期缺乏流动资金还款，但资质并不差；

平仓压力：如果不能通过展期以时间换空间，则面临股价逼近平仓线的压力，或者金融机构直接抛股票回款的压力。

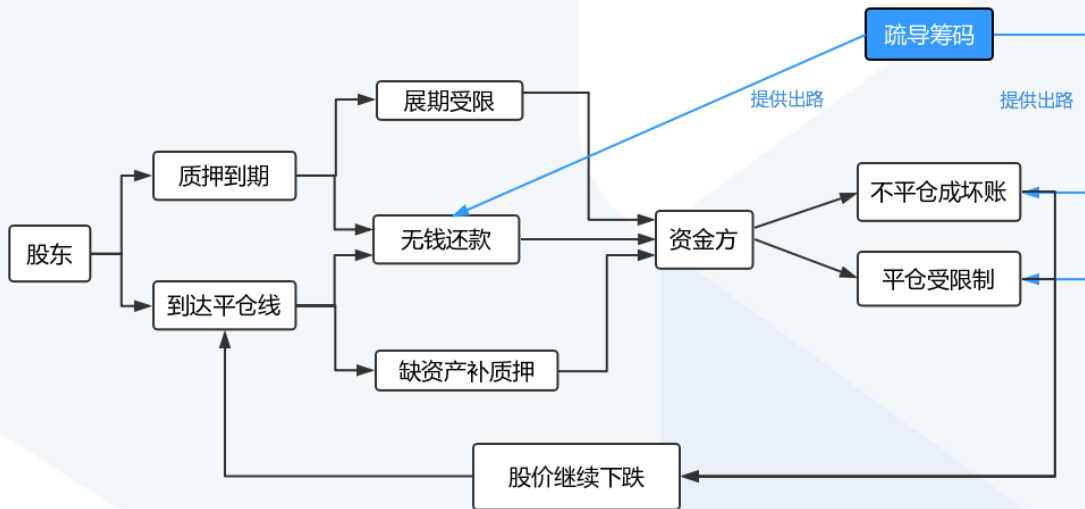


资料来源：国泰君安证券研究。

疏导筹码要解决什么问题？

——万不得已真要平仓了，不至于在二级市场抛，而疏导至二级以外的地方交易，以时间换空间。

- **平仓受限**：减持新规限制导致质押的股票难以处置，质押贷款实质变成了信用贷款
- **形成坏账**：一旦违约，融出方无法通过处置股票弥补损失，只能形成坏账
- **预期恶化**：对平仓压力和坏账预期导致了对质押个股以及券商板块的下跌预期



资料来源：国泰君安证券研究。

解决方案	对应方式			存在问题
	放松展期	融资扩源	疏导筹码	
政府				
牵头发起救助基金		√	√	部分造成风险的政策迟迟未修改，另一部分新政策在执行层面受阻。
发行纾困专项债券		√		
创设多项支持工具		√		
放松多项监管要求	√	√	√	
呼吁券商暂不平仓			√	
银行				
积极参与支持工具		√		除信用工具外，其他参与积极性不高
选择潜在优质客户		√		
券商				
积极参与政府基金		√	√	
设立专项资管计划		√		
发行信用保护工具		√		
保险				
设立专项保险产品		√	√	偏向固收类产品，疏导筹码作用待观察
基金				
即将加入支持队伍		√	√	收到政策通知，但还未实质落地

政府

- **牵头发起救助基金。**如北京西城区拟发起设立北京新动力优质企业发展基金。目标规模100亿元，首期规模40亿元
- **发行纾困专项债券。**如深圳市投资控股有限公司发行10亿元纾困专项公司债券。
- **创设多项支持工具。**如国务院常务会议决定设立民营企业债券融资支持工具，已选择中债信用增进投资股份有限公司运作。
- **放松多项监管要求。**如允许银行理财子公司产品直接开户，以及对券商认购化解股权质押风险的资管计划，减半计算市场风险资本准备。
- **呼吁券商暂不平仓。**监管向券商窗口指导，建议谨慎采用平仓措施。

银行

- **积极参与支持工具。**如建行已开展和中债信用增进投资股份有限公司的对接和合作；部分银行已发行信用缓释工具（中国版CDS）。
- **选择潜在优质客户。**如中国工商银行与诸多民营骨干企业签署了《总对总合作协

议》

券商

- **积极参与政府基金。**如北京市海淀区属国资和东兴证券发起设立支持优质科技企业发展基金。
- **设立专项资管计划。**中证协牵头11家证券公司达成意向出资210亿元（后追加至255亿元）设立母资管计划，国信、天风、国泰君安、海通等券商已完成出资。
- **发行信用保护工具。**如国泰君安于近期成功完成首单上海证券交易所信用保护工具业务。

保险

- **设立专项保险产品。**险资投资权益类资产放松，目前保险行业首只参与化解股权质押风险专项产品已成立。

基金

公募基金基金公司也收到监管部门下发的《关于支持辖区证券基金上市公司股票质押风险、支持民营企业发展的通知》。

案例：**北京模式：吸引增量资金，推动股权交易**

- 市场化原则为主、坚持一企一策
- 政府与金融机构成立产业基金，通过受让上市公司股权方式提供流动性
- 政府主持政、银、企联合座谈会，引导金融机构提供流动性支持

深圳模式：提供场外质押，条件优于场内

- 深圳国资主导提供场外股票质押贷款
- 质押率6-7折，专项资金利率不超9%，条件远优于场内质押
- 同时也受让金融机构的股票质押债权

既然已有的政策着重于融资扩源，那么引申出如下四个问题：

Q1:资金规模够不够？

Q2:参与意愿强不强？

Q3:短期能不能解决？

Q4:还有何改进空间？

Q1：资金规模够不够？

全部救助不现实，且政策导向也是救助符合条件的优质上市公司

- **政府基金**：政府基金救助规模~潜在（已暴露）风险项目的融出规模×政府基金救助的项目占比×（1-大股东能够偿付的比例）。从跌破平仓线的整体融资规模来看，各地政府基金**想要全部救助是不现实的，更大可能是优选项目进行救助**。且各地政府救助力度受到财力限制。

单位：亿元	跌破平仓线的融出规模			跌破平仓线融出规模-对应股票质押市值			政府基金规模
	目前	再跌10%	再跌20%	目前	再跌10%	再跌20%	
广东省	1,015	1,328	1,640	80	117	174	550
浙江省	667	822	1,078	57	79	115	100
北京	636	749	913	63	84	116	100
四川省	196	230	321	39	47	56	100

资料来源：国泰君安证券研究。注：广东省政府基金包括深圳500亿+广东汕头50亿。跌破平仓线的融出资金规模测算仅考虑wind披露数据，截至2018年11月9日。

- **券商集合资管**：证券业协会引导11家券商形成210亿母资管计划，并计划向外部融资以达到1000亿规模。主要有两个问题：（1）向外部募集资金，取决于项目的吸引力，不一定能募集到理想规模；（2）目前跌破平仓线市值约7300亿元，1000亿的规模仍然难以承接。
- **保险专项产品**：首只专项产品已经成立（截止2018年10月29日），国寿资产设立“凤凰系”

Q2：各方参与意愿强不强？

若要激发市场主体参与股票质押风险化解的意愿，必然需要项目本身具有吸引力。

若股价前景仍然悲观，未来救助基金或资管的退出将面临困难，导致市场主体参与意愿不足。

- 过桥贷款：大股东只是面临短期资金续接问题，本身偿付能力充足，则容易解决；
- 债务重组：若债务重组无法解决股价下跌，则质押物（股票）贬值将继续威胁债权人利益；
- 股权收购：股价下跌将导致资管计划退出困难或蒙受损失。

参与方		意愿
大股东		(1) 债务重组：通过债权转移、展期等缓解流动性压力，意愿相对较强； (2) 股权收购：涉及控制权转移，意愿相对较弱。
政府基金		地方政府从当地经济、税收的角度，愿意支持本地企业，但受限于地方政府财力。
金融机构	券商	11家券商联合设立资管计划，210亿为自有资金。若项目具有吸引力：(1) 大券商或愿意承接部分小券商的股票质押项目；(2) 能够募集到外部资金参与，则券商有动力参与（相当于把部分表内风险转移到其他市场主体）。
	保险	保险公司资产端更加偏好固收类资产，7月末保险公司权益类资产占比仅12.66%（未达30%上限），专项产品不纳入权益投资比例、放开未上市股权投资的行业限制，实际上短期内对保险参与股票质押风险化解的意愿没有显著提升。
	私募	主要看项目吸引力。

Q3：短期内能不能解决？

信用缓释工具解决了什么问题？

- **提升信用缓释工具的流动性。**原有模式（金融机构为卖出保护方）下，金融机构作为债券买方，卖出保护的意愿不强，反而对买入保护的需求更强。单独设立第三方机构（并且央行给予资金支持），有助于增加卖方保护的供给，提振信用缓释工具市场的流动性。
- **实体经济融资成本可能下降。**实体经济融资成本=金融机构必要收益率+“保险费”。表面上看信用缓释工具的成本提升了实体经济的融资成本，但在信用保护下，金融机构的风险偏好上升（同时资金供给意愿上升），导致金融机构要求的最低收益率下降，综合效果反而可能是整体融资成本下降和融资供给增加。



信用缓释工具没解决什么问题？

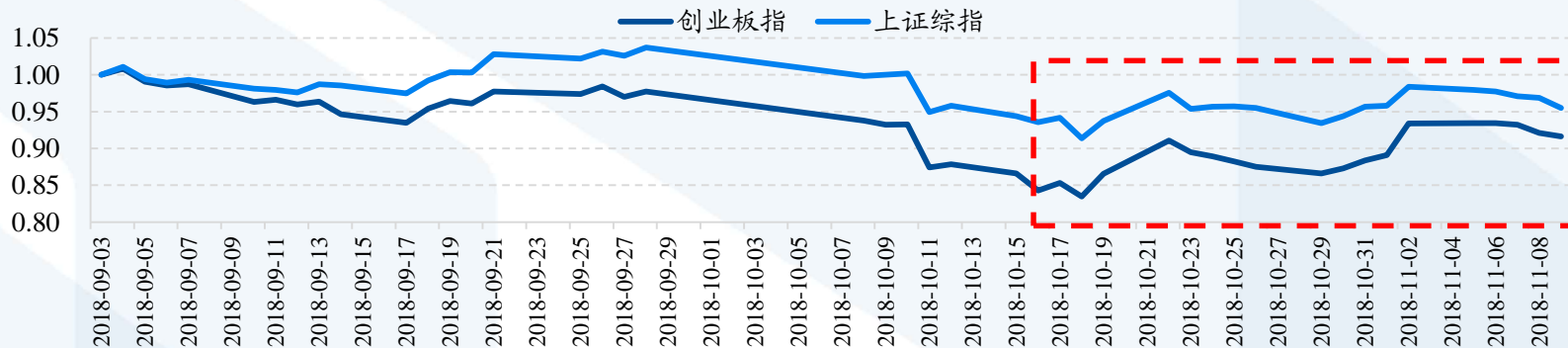
通过拓宽大股东融资渠道，间接缓解融资问题，但短期内难以见到效果。

- 大股东是自然人的情况下，不能发债；
- 大股东是公司，但负债比例超限或发行资质不达标，不能发债；
- 发债的材料准备、中报、审核都需要时间。

Q3：短期内能不能解决？

历史经验表明，市场底往往滞后于政策底。股权质押问题的解决需要有一个逐步落地的过程，短期不容易一蹴而就。

- (1) 监管密集发声 (2018/10/15-2018/10/22)：预期改善，股价迅速回升。
- (2) 后续政策出台 (2018/10/23-2018/11/09)：后续政策继续出台，股价波动上升：
 - 股票质押风险化解项目落地信息较少，风险化解的预期弱化，但仍带动估值修复；
 - 外部市场风险传导、国内经济基本面担忧，股价波动。



：以2018年9月3日为基准日，进行标准化。

行业·创新

请参阅附注免责声明

放松展期：

- **放开场内展期限制。**对于场内质押业务，当前规定存量业务可以展期，但累计融资期限一般不超过3年。对于已存续接近3年的业务，事实上无法展期。这原本是为避免股权质押期限过长带来股东信用风险，但目前却成为风险链条的催化剂。
- **明确资管新规要求。**虽然资管新规细则已允许老产品对接新资产，但实施层面上仍未规范。银行面临理财产品到期压力，不接受展期。当前只可通过场外股权质押（如深圳模式），借场外资金还场内，变相实现展期。

融资扩源：

- **央行给予政策支持。**进一步在政策层面鼓励金融机构对股权质押风险企业和个人融出资金，可以在央行借贷便利、监管资本占用等政策上予以放松，市场化方式引导资金；
- **扩大抵押物品范围。**风险链条中的一环就是借款人因抵押物（股票）价值下跌导致的信用受损，但只要经营情况未实质恶化，就应该通过其它手段予以增信，最便利的就是将个人房产、专利等纳入抵押品范围。

疏导筹码：

- **提高资金风险偏好。**当前纾困资金仍倾向于债权流转，对于股权流转也是类似贷款抵押物，等待股东适时回购，而非真正投资于股权。政府也引导纾困资金仅为财务投资，不谋求公司控制权，这可能降低部分风险偏好高、谋求中长期股票回报的社会资金参与度。可以适度放开，以市场化方式进行，而政策不宜过多干预。
- **鼓励证券业债转股。**由于平仓需求来自于券商，因此可引导券商以时间换空间，针对部分质优价低资产债转股，同时对因纾困而持有的股票给予更宽松的监管待遇。

04 坏账风险？

券商

银行

按中性与极端两种假设进行压力测试：

- **极端假设：**

- 1) 所有跌破平仓线的股票质押市值均未采取任何补质押措施；
- 2) 考虑跌破平仓线市值本金损失2/3，即：占比1/3的限售股本金全损、占比2/3的非限售股本金损失一半；
- 3) 券商表内（自有资金）与表外（非自有资金）股票质押规模比例为1:1;表外部分主动管理占比10%，即：自有资金最大损失55%。

- **中性假设：**

若以“股票处置现价”和“融出对价”之差刻画股票质押资产减值，即：股票价格跌至融出对价之下（履约保证比例低于100%），计提股价与融出对价之差。

04 | 关注：股票质押坏账会侵蚀多少证券业净资产？

整体风控可控

- 中性假设：预测资产减值损失 = (融出对价 - 现价) * 融出股数。
- 极端假设：最大资产减值损失 = (限售股融出金额 * 100% + 非限售股融出金额 * 50%) * 0.55
- 根据我们的测算，若市场继续下跌10%，中性假设下，证券行业净资产不受任何侵蚀，极端假设下，行业净资产将受到4.7%的侵蚀。

	中性减值损失（亿元）			极端减值损失（亿元）		
	当前	跌10%	跌20%	当前	跌10%	跌20%
证券业	289	395	562	1804	2230	2751
对行业净资产侵蚀（以证券行业17A净利润/净资产为基数）						
证券业	0.0%	0.0%	0.0%	2.5%	4.7%	7.3%

资料来源：wind，国泰君安证券研究。wind样本数据期间为2013/6/1-2018/11/9。测算基准日2018/11/9，以2017年净资产和净利润作为基数。

04 | 关注：股票质押坏账会侵蚀多少银行业净利润？

风险整体可控：按中性与极端两种假设进行压力测试（与券商部分同理）。假设市场继续下跌10%，中性假设下，表内外减值损失将导致商业银行净利润下降2.9%。

单位：亿元	参与资金规模	假设：银行参与比例	中性减值损失			极端减值损失		
wind统计			当前	跌10%	跌20%	当前	跌10%	跌20%
融出方：证券公司	9,856	45%	472	649	912	383	526	753
融出方：银行	3,431	100%	34	49	75	22	37	59
融出方：一般公司	2,195	70%	102	127	160	88	108	135
融出方：信托公司	2,212	80%	41	59	84	32	46	66

	假设：表内外占比	资金规模	中性减值损失			极端减值损失		
全市场（估计）			当前	跌10%	跌20%	当前	跌10%	跌20%
银行资金		14,615	369	505	714	2,254	2,803	3,632
银行表内	10%	1,462	37	51	71	225	280	363
银行表外	90%	13,154	332	455	642	2,029	2,522	3,269

对银行净利润影响（以商业银行17A净利润为基数）								
表内			-0.2%	-0.3%	-0.4%	-1.3%	-1.6%	-2.1%
表内+表外			-2.1%	-2.9%	-4.1%	-12.9%	-16.0%	-20.8%

数据来源：wind、国泰君安证券研究。注：wind样本数据期间为2013/6/1-2018/11/9。测算基准日2018/11/9。不考虑拨备覆盖
财刚性兑付。
行业·创新

- 宏观经济失速下行
- 贸易战的政策扰动
- 信用风险快速暴露
- 救助进度不达预期

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

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，本报告清晰准确地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

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

国泰君安大金融团队

Thank you for listening



国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES