

股票质押专题二

风险如期改善，券商反弹2.0延续

证券分析师：胡翔

执业证书编号：S0600516110001

联系邮箱：hux@dwzq.com.cn

研究助理：马祥云

联系邮箱：maxy@dwzq.com.cn

联系电话：021-60199746

二零一八年十一月



- 质押风险拐点！市场回暖+流动性边际改善
- “纾困基金”规模已超4000亿，进入落地阶段
- 券商反弹2.0！“贝塔弹性”是核心逻辑

- **质押风险开始改善？股市回暖推动履约担保率确立拐点。**我们测算目前场内质押履约担保率为164%，较10月末历史新低的149%大幅回升（2018年持续走低以来首次显著改善），核心驱动力为股价回升（“政策底”确立后，11月上证综指、创业板指分别上涨2.9%、10%）。由此判断，至少二季度以来股权质押三大风险中（流动性、市场及信用风险），受股价影响的市场风险已得到控制。
- **风险改善能否持续？净赎回加速，纾困基金化解流动性风险。**我们在上一篇报告中提到四季度至明年一季度，股权质押面临较高流动性缺口，但根据交易所数据，近期场内质押初始融资的净赎回趋势加速（目前初始融资余额已降至1.42万亿元），同时每日解质押公告频现，预计得益于民企融资环境改善及各路纾困基金的逐步落地。我们认为，目前纾困基金落地比例仍较低，未来持续推进有望化解企业流动性难题。
- **券商反弹仍有空间？政策环境向好，“贝塔弹性”推动反弹2.0。**我们强调券商第一轮反弹源于股权质押风险预期改善带来的“估值修复”，而随着市场回暖、监管宽松、交易活跃度提升，券商反弹2.0核心逻辑演变为“贝塔弹性”，反弹仍将延续。个股层面，兼顾质地和弹性，重点推荐**东方财富**（业绩高增长）、**东方证券**（自营业务高弹性）、关注**中信建投**（次新股中质地相对优异）。
- **风险提示：**1）市场短期反弹后继续调整；2）资金落地不及预期。

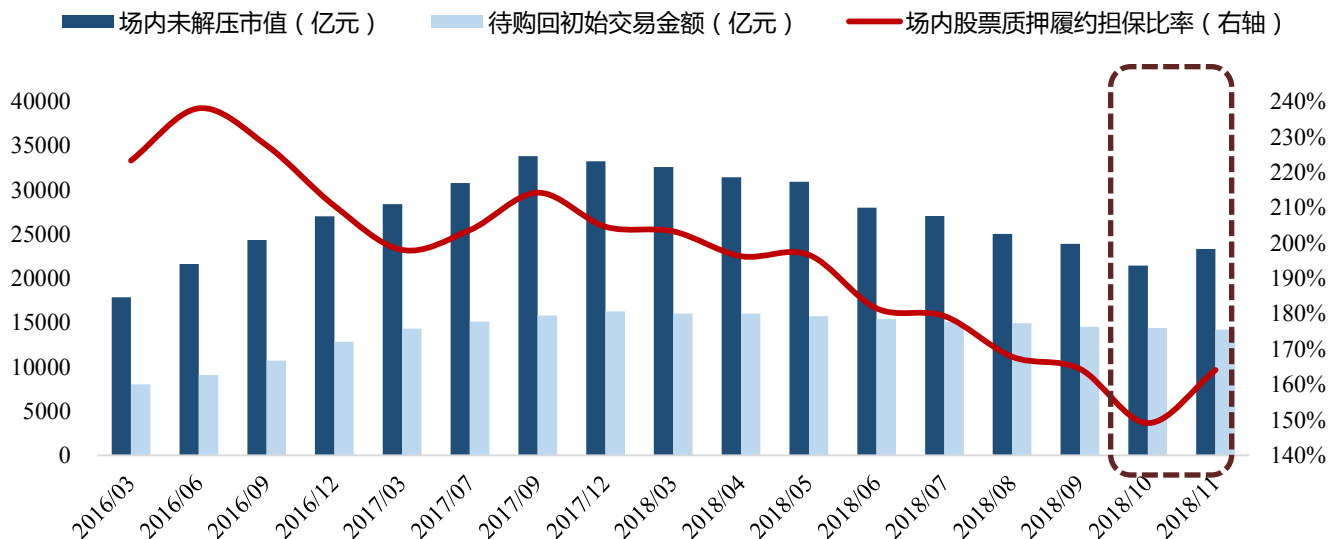
第一章

质押风险拐点！市场回暖+流动性边际改善

● 履约担保率拐点确立，场内质押风险呈现改善趋势

- **履约担保率首次回升至164%：**截止11月16日，我们根据交易所数据测算场内股票质押履约担保率已回升至164%，自2017年底持续下降以来首次显著回升（10月末降至历史低点149%）。据此判断，场内股票质押的总量风险已开始改善。
- **市场回暖是风险改善的主因：**履约担保率=质押总市值/质押初始融资金额，因此市值回升（近期“政策底”确立，股市反弹，11月以来上证综指+2.9%，创业板指+10%）是质押风险改善的核心动力。目前，场内+场外合计质押市值已回升至4.8万亿元，其中场内约2.3万亿元（10月末分别为4.4、2.1万亿元）。

2016/03~2018/11场内未解压市值、融资金额及履约担保比率

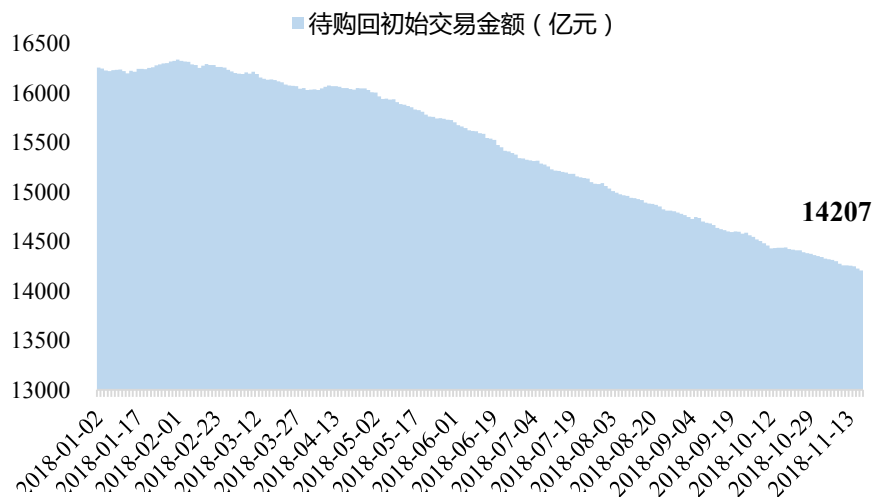


数据来源：交易所，东吴证券研究所

● 存量业务规模继续收缩，风险改善趋势仍将持续

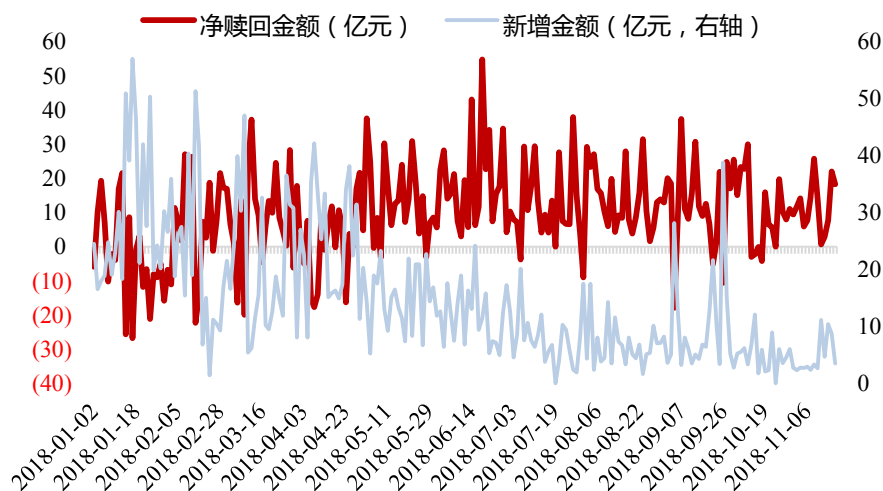
- **净赎回趋势加速，存量规模收缩：**据交易所日度数据，我们测算目前场内融资余额约1.42万亿，较年初已下降-12.6%，主要系二季度以来每日赎回融资金额明显大于新增金额（2018年至今赎回金额共计5157亿，对应新增仅3114亿）。我们认为，风险升级后金融机构展业意愿降低，及质押新规的限制起到很大作用。
- **度过流动性缺口，风险改善仍将持续：**我们认为，股市回暖已逐步化解市场风险，而企业融资环境的边际改善及各路纾困基金的逐步落地，将缓解流动性问题，保障质押净赎回趋势持续，进而改善流动性风险。两者叠加，我们预计市场将平稳度过四季度股权质押“流动性缺口”，风险改善趋势将持续。

2018年以来，场内质押融资余额平稳下降



证券研究所

新增规模大幅走低，净赎回金额持续为正

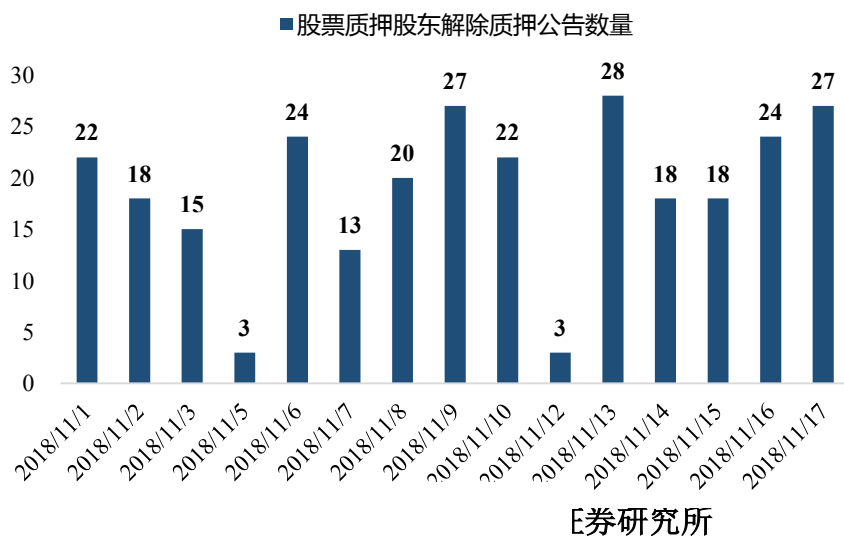


数据来源：沪深交易所，东吴证券研究所

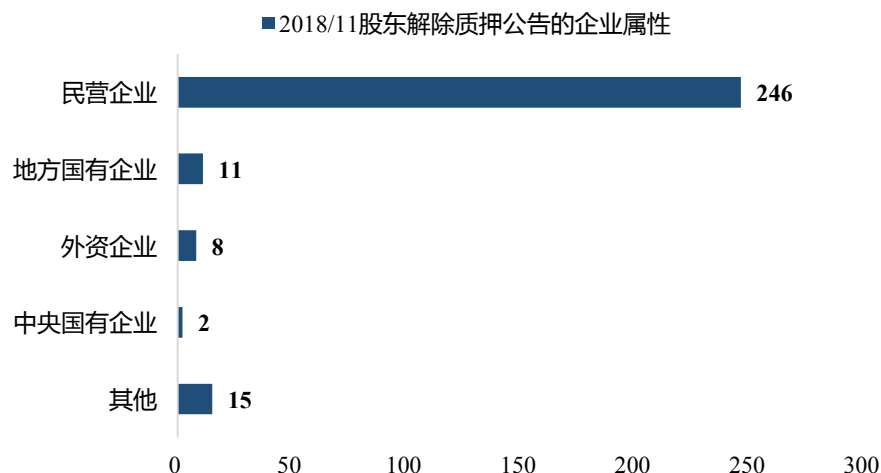
● 股东解质押公告频现，民企质押风险纾解初现成效

- **11月以来解质押公告282起：**上市公司层面，随着地方政府联合金融机构出资驰援（“拆雷”行动持续推进），近期股东解除质押的公告频现，截止11月17日，当月共计282家公司发布解质押公告，其中不乏控股股东的大规模解质押（如尔康制药实控人解压2亿股，占公司总股本9.7%；摩恩电气实控人解压5000万股，占公司总股本11.4%，达实智能实控人在深圳市高新投驰援下解压4273万股等）。
- **民企流动性风险纾解初现成效：**从企业属性上来看，11月以来股东公告解除质押的282家公司中，民营企业总计246家，占比高达87%，可以看出在监管导向转变+政策组合推出后，民企的质押风险有所缓解，“纾困”已初现成效。

2018年11月以来股东解除质押的公告数量



2018年11月以来股东解除质押的企业属性



数据来源：中证登，东吴证券研究所

第二章

“纾困基金”规模已超4000亿，进入落地阶段

● 政策组合拳推出，“纾困基金”规模已超4000亿

- 中央高规格表态化解股质风险后，央行、银保监会、证监会等推出“政策组合拳”：
- 1) **央行**：一方面加大民企信贷投放，10月20日增加再贷款和再贴现额度1500亿元；另一方面推动设立民企债券融资支持工具，由中债增运营，初步估算规模约1600亿。
- 2) **银保监会**：10月25日发文，允许保险资管设立专项产品参与化解股票质押风险；10月26日取消保险资金直接股权投资的行业范围限制，为民企提供长线资金支持。
- 3) **证监会**：10月22日证券业协会引导11家券商出资成立1000亿总规模的资管计划，化解股质风险；11月2日，证监会启动信用保护工具试点，支持民营企业债券融资。
- 4) **交易所**：10月26日，沪深交易所分别发行纾困专项债券，支持民企融资。
- **地方政府+券商+保险资管+纾困专项债合力**，目前“纾困基金”规模已达4333亿（若考虑央行合计3100亿的民企信贷及债券融资支持资金，则总规模达7433亿）。

2018年10月下旬以来，监管层“纾困”政策频出



● 1) 地方政府：纾困基金合计成立规模约1800亿

- 截止11月16日，深圳、北京、上海等14个地方政府及国资已陆续成立“纾困”专项基金，合计成立规模约1800亿（此外河南、杭州及广东顺德等已公告设立但未披露具体金额）。

各地政府主导的纾困基金设立情况及金额

时间	地方政府	相关政策及表态	金额（亿元）
2018/10/13	深圳	建立上市公司债权融资支持机制，数百亿元资金设立优质上市公司股权投资专项基金。	500
2018/10/16	北京海淀	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，首期20亿元已完成募资。	100
2018/10/19	东莞	上市莞企发展投资合伙企业（有限合伙）积极撬动社会资本参与，力争基金总规模达50亿元	50
2018/10/24	珠海	珠海基金等金融投资机构设立粤港澳大湾区国家战略新兴产业驰援母基金。	100
2018/10/26	浙江	浙江国资与农银金融资产投资、农行浙江分行共同设立“浙江省新兴动力基金”。	100
2018/10/27	汕头	由汕头国资企业、海通证券等共同出资设立共济发展基金，首期规模10亿元。	50
2018/10/29	成都	成都市政府出台上市公司纾困帮扶八条政策措施，建立上市公司帮扶基金。	100
2018/10/30	北京西城	拟发起设立北京新动力优质企业发展基金，首期规模40亿元。	100
2018/10/30	中山	成立上市公司救助基金。	50
2018/10/31	湖南	湖南相关部门近日已向省政府提交援助湖南上市公司的报告，设立基金规模或超过百亿。	100
2018/11/3	上海	推出“三个100亿”计划，成立100亿元纾困基金（由国盛集团联合海通证券共同组建上海国盛海通股权投资基金，已完成基金工商核名，目前已落实出资50亿元）	100
2018/11/8	福建	《关于防范化解上市公司股权质押风险的指导意见》设立省级纾困基金，首期规模20亿元。	150
2018/11/14	河北	河北资产与中信建投证券发起设立河北省上市公司新动力纾困基金，首期规模30亿元。	100
2018/11/14	宁波	出台《关于促进民营经济高质量发展的实施意见》，设立上市公司稳健发展支持基金。	100
2018/11/15	山东	组建总规模100亿元的资本市场纾困基金，首期纾困基金规模约40亿元。	100
Total			1800

● 2) 券商：资管计划+纾困基金合计成立规模约1710亿

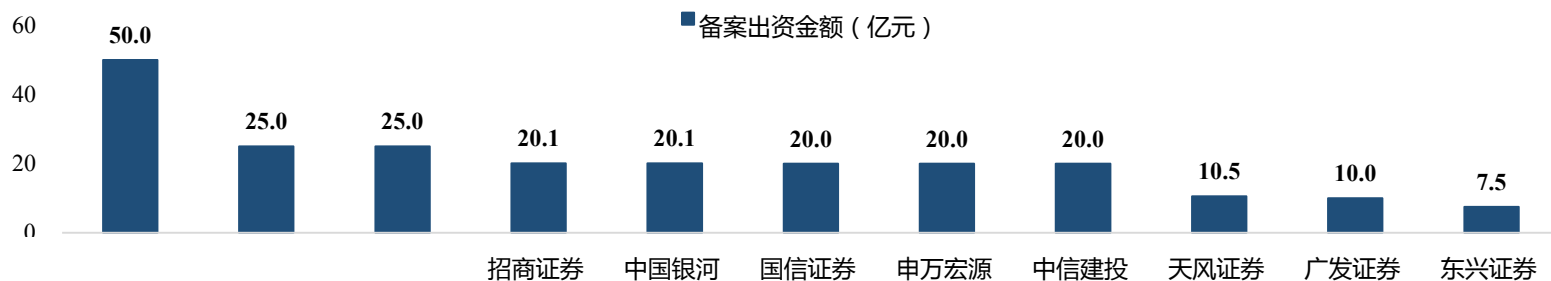
- 1) 由证券业协会引导，券商自有资金出资设立的纾困专项资管计划目前已备案228亿，母资管计划出资已基本完成，后续预计将吸引各方资金形成1000亿总规模的资管计划。
- 2) 由券商主导、联合地方国企发起设立的纾困基金陆续成立，目前共计约710亿。

券商主导发起的纾困基金设立情况及金额

时间	相关部门或机构	相关政策及表态	金额（亿元）
2018/10/22	证券业协会	证券业协会组织部分证券公司市场化方式化解股质风险，首次由11家证券公司达成意向出资210亿元设立母资管计划，并吸引银行、保险、国有企业和政府平台等资金投资，形成1000亿元总规模资管计划。	1000
2018/11/2	证券业协会	11家券商中部分公司在此前约定基础上追加出资，母资管计划规模已扩容至255亿元。	-
2018/11/2	银河证券	拟牵头联合央企、地方国企等发起设立银河发展基金(母基金)，总规模计划达600亿元，分若干期募集，首期规模计划200亿元，母基金通过设立子基金对项目进行投资。	600
2018/11/6	国元证券	采取设多个资管计划与私募基金的形式，发起总规模60亿元的“纾困基金”，资管计划近期可落地20亿。	60
2018/11/8	华安证券	发起设立安徽华安支持优质企业发展投资管理基金，通过股权承接与回购，满足实际控制人对控制权稳定的需求。基金总规模暂定为50亿元。	50
Total			1710

数据来源：各地政府网、证监局、中国基金网等，东吴证券研究所

各家券商纾困专项资管计划备案出资金额



数据来源：基金业协会、证券业协会，东吴证券研究所

● 3) 保险资管：保险纾困专项产品合计成立规模780亿

- 目前国寿、太平、阳光、人保、新华五家保险资管成立共计780亿规模的纾困专项产品（后续国寿还将发行“麒麟”民企债系列保险资产管理产品，助力民企融资难困境）。
- 产品设计层面：参考国寿“凤凰”产品方案，保险纾困系列各只产品普遍设定3-5年的存续期，以长期资金向民企提供融资支持。
- 标的选择层面：基于保险资金稳健安全的投资风格，筛选企业标准或大致参考上市公司所处行业、上市公司资质、公司股权结构情况等维度。

保险资管主导发起的纾困基金设立情况及金额

时间	保险公司	保险产品	涉及金额（亿元）
2018/10/29	国寿资管	“凤凰”系列专项产品	200
2018/11/5	太平资管	“共赢”系列专项产品	80
2018/11/5	阳光资产	“阳光稳健”专项产品	100
2018/11/6	人保资管	“安稳投资系列1-6期”纾困专项产品 （每期50亿元）	300
2018/11/9	新华资产	“景星”系列专项产品	100
Total			780

数据来源：券商中国等，东吴证券研究所

● 4) 纾困专项债：沪深交易所合计发行规模43亿

- 10月26日，证监会表示将支持各类符合条件的机构发行专项公司债，募集资金专门用于纾解民营企业融资困境和股权质押风险，交易所将对这类专项审核建立绿色通道，适用即报即审，目前已又多家机构提出意向，沪深交易所正在对接。
- 同日，市场首单纾困专项债券发行，截止目前沪深交易所共计发行4只纾困专项债，合计规模43亿，发行人均为国资，资金将用于设立专项股权投资基金，化解股质风险。

纾困专项债券发行情况及金额

时间	债券名称	债券类型	交易所	主承销商	票面利率	发行人	期限	发行金额（亿元）
2018/10/26	18深纾01	公司债	深交所	国信证券、 中国银河	3.97%	深圳市投资控股有限公司	3+2年	10
2018/10/26	18海专项	私募债	上交所	民族证券、 东兴证券	4.70%	北京海淀科技金融资本控股集团	2+1年	8
2018/11/9	18圆融01	公司债	深交所	中信证券、 海通证券	4.68%	厦门金圆投资集团	3+2年	15
2018/11/13	18台纾01	公司债	上交所	浙商证券	5.70%	台州市金融投资有限责任公司	3+2年	10（首期5亿）
Total								43

数据来源：Wind，东吴证券研究所

第三章

券商反弹2.0！“贝塔弹性”是核心逻辑

● 金融监管环境持续向好，驱动券商反弹延续

- **资本市场政策环境持续向好：**二季度以来股权质押风险升级，监管层以防范风险为出发点，积极推出政策组合缓解企业融资环境，同时推动资本市场健康发展（涉及股票回购、并购重组、市场交易、退市等多个领域）。
- **监管宽松推动券商反弹延续：**2016年以来持续趋严的金融监管虽然推动市场长期健康发展，但同时抑制行业创新，压制券商股估值。随着政策环境持续向好，券商估值压制的核心因素趋弱，市场预期反转，反弹仍有空间。

近期资本市场相关政策梳理

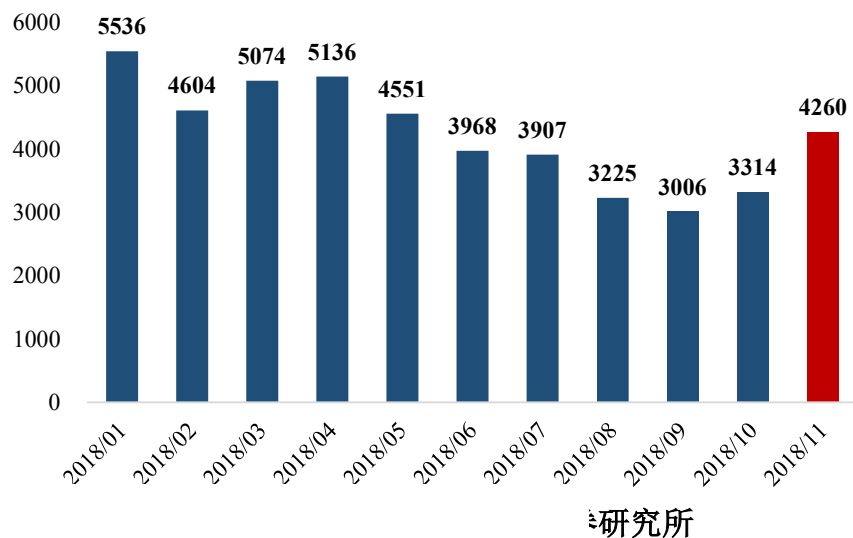
监管政策	核心内容
证监会推出“小额快速”并购重组审核机制	针对不构成重大资产重组的小额交易，直接由上市公司并购重组审核委员会审议，简化行政许可，压缩审核时间
证监会“关于上市公司发行股份购买资产同时募集配套资金的相关问题与解答（2018年修订）”	明确配套资金可用于补充上市公司和标的资产的流动资金、偿还债务等
证监会“关于并购重组审核分道制“豁免/快速通道”产业政策要求的相关问题与解答（2018年10月19日）”及新闻发布	明确并购重组豁免/快速通道产业，深化“分道制”监管，并将IPO被否企业筹划重组上市的间隔期从3年缩短为6个月
证监会声明	加快推动“提升上市公司质量、优化交易监管、鼓励价值投资”三方面工作
财政部、国税总局发布《中华人民共和国印花税法（征求意见稿）》	将印花税率调整权赋国务院，提升决策层级的同时保持税率调整的灵活性，为后期相机调控预留空间
证监会公布《关于支持上市公司回购股份的意见》	以多种措施刺激、鼓励股票回购
证监会修订发布《发行监管问答——关于引导规范上市公司融资行为的监管要求》	突破2017年“再融资新规”限制，明确配股、优先股或特定对象定增募资可全部用于补充流动资金和偿还债务，同时取消再融资18个月间隔期限制，但相应间隔原则上不得少于6个月
证监会修订发布《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第26号——上市公司重大资产重组（2018年修订）》	减少简化对并购重组的披露要求，进一步鼓励支持上市公司并购重组
交易所发布“重大违法强制退市新规”	明确重大违法强制退市的具体违法情形和实施程序，强化执行力度，规范市场出口
注册制答记者问	抓紧完善科创板的相关制度规则安排，同时继续促进资本市场平稳健康发展

数据来源：证监会，交易所，东吴证券研究所

● 资本市场活跃度提升，提振券商基本面预期

- **成交金额回暖：**二季度以来市场成交额加速下滑，近期触底明显回升，股基日均成交额提升至4260亿元，有望带动券商经纪业务预期向好。
- **风险偏好回升：**两融余额自年初以来持续下滑，近期随着A股估值下降+市场预期改善，风险偏好提升，两融已触底回升至约7776亿元，利好券商资本中介业务。
- **自营投资改善：**前三季度券商权益投资受市场行情影响，大幅冲击业绩，随着近期市场回暖，预计对自营投资的担忧将大幅缓解，提振业绩预期。

2018年以来市场股基日均成交额



2018年以来融资融券余额



数据来源：Wind，东吴证券研究所

● 券商反弹2.0延续，“贝塔弹性”成为核心逻辑

- **投资建议：**我们认为，股票质押风险缓解市场预期已相对充分，当前时点券商反弹的核心逻辑为“贝塔弹性”，依次重点推荐：1) **东方财富**（业绩和估值弹性俱佳）；2) **东方证券**（权益自营投资占比较高，业绩弹性较大）；3) 关注**中信建投**（交易层面而言，次新估值弹性更高，公司基本面相对优异）。

上市券商10月以来累计涨幅及当前估值（数据截止至11月16日）

公司名称	股价	10月以来 涨跌幅(%)	P/B			公司名称	股价	10月以来 涨跌幅(%)	P/B		
			2017	2018E	2019E				2017	2018E	2019E
中信证券	17.58	5.33	1.42	1.37	1.30	西南证券	4.22	18.21	1.23	1.22	1.17
海通证券	9.95	11.05	0.97	0.95	0.92	国金证券	8.12	15.67	1.30	1.29	1.23
国泰君安	16.13	7.61	1.14	1.13	1.08	长江证券	5.80	13.73	1.21	1.19	1.15
华泰证券	17.57	13.53	1.66	1.34	1.26	东北证券	7.37	17.92	1.10	1.11	1.06
广发证券	13.88	0.22	1.25	1.23	1.13	东兴证券	11.29	10.04	1.62	1.57	1.52
招商证券	14.50	10.43	1.23	1.21	1.14	国海证券	4.90	44.97	1.50	1.48	1.47
中国银河	7.91	11.88	1.24	1.23	1.17	太平洋	3.07	35.84	1.78	1.77	1.76
申万宏源	4.71	4.67	1.92	1.57	1.55	西部证券	9.08	12.24	1.81	1.79	1.74
国信证券	9.36	10.90	1.47	1.49	1.39	山西证券	6.67	6.89	1.51	1.49	1.47
光大证券	10.59	11.47	1.01	0.99	0.93	第一创业	5.90	12.81	2.33	2.28	2.22
方正证券	5.82	5.43	1.28	1.27	1.24	中原证券	5.01	19.53	1.91	1.86	1.82
东方证券	9.96	11.53	1.31	1.34	1.27	华安证券	5.65	11.88	1.67	1.63	1.59
兴业证券	5.32	17.18	1.07	1.07	1.00	浙商证券	8.37	12.65	2.06	2.03	1.93
国元证券	7.73	12.19	1.03	1.03	0.99	财通证券	8.77	-3.31	1.51	1.54	1.43
东吴证券	7.52	17.68	1.08	1.10	1.06	华西证券	9.69	8.63	1.99	1.99	1.98
中信建投	10.04	26.93	1.75	1.60	1.51	南京证券	10.40	14.04	3.05	2.70	2.57
大型券商			1.37	1.28	1.22	行业平均			1.51	1.46	1.41

数据来源：Wind, 东吴证券研究所

● 风险提示

- 1) **市场短期反弹后继续调整：**若市场持续调整，场内质押市值规模将再次缩水，存量质押业务触及平仓线后若股东无法补质押，或引发强行平仓冲击。
- 2) **资金落地不及预期：**近期银保监会、证券业协会、地方政府等针对股票质押风险频频表态，并针对股票质押风险设立相关专项基金，若后续政策实施推进及专项基金的资金落地不及预期，市场将重新面临流动性压力。

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园