

一诺千金 德厚载富

一德期货 研究报告

（专题）

股权质押风险测算

一德期货期权部

金融衍生品分析师 陈畅

投资咨询号：Z0013351

金融衍生品分析师 霍柔安

期货从业资格证号：F3045696



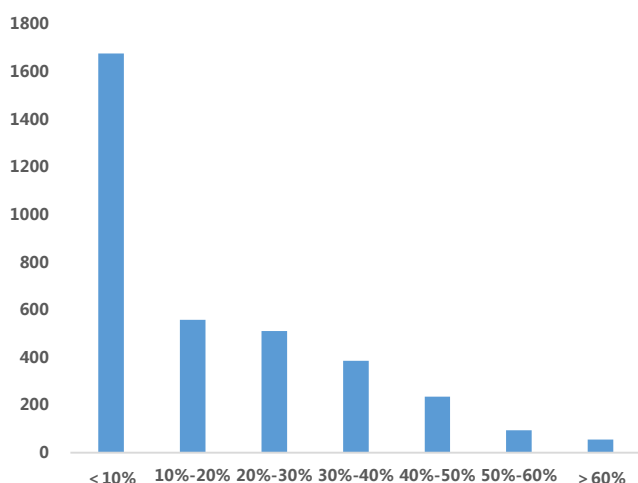
随着上证综指在 8 月 20 日创下新低 2653 点，一些高质押比例的个股股权质押风险再度暴露。因此，本文针对当前股权质押的现状进行分析，并通过模型测算出当万得全 A 指数在 3400 点之上时，投资者不需要对股权质押风险过分担忧。以下是报告正文：

一、质押现状：高质押比例风险评估

截至 8 月 16 日，A 股市场上有 3516 家公司参加了股权质押。其中质押股数为 6305.54 亿股，占总股本 9.85%；质押实际市值达 49765.73 亿元，占 A 股市值（含限售股）的 10.52%。

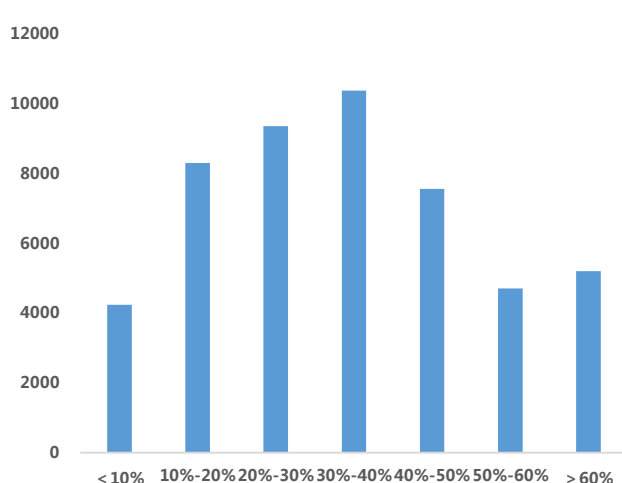
个股质押比例分布的统计结果显示，截至 8 月 16 日，A 股中质押比例低于 10% 的个股数量最多、为 1677 只，但其质押实际市值却仅占全部质押市值的 8.52%。而质押比例介于 30% 到 40% 的个股数量虽然较少，但质押实际市值占比却达到 20.85%。与此同时我们注意到质押比例大于 60% 的个股质押实际市值占比为 10.46%，而质押比例大于 70% 的个股虽然只有 14 只，但质押实际市值占比却达到 4.27%。

图 1：全部 A 股股权质押区间数量分布情况



资料来源：wind，一德期权部

图 2：全部 A 股股权质押实际市值分布情况（单位：亿元）



资料来源：wind，一德期权部

具体来看，银亿股份、茂业商业、海德股份的质押比例在 75% 以上，且第一大股东质押集中度较高。在市场波动加大的情况下，高质押比例的公司面临较大的解押压力，尤其是第一大股东高集中度的股票质押一旦发生风险事件可能给上市公司造成较大流动性损失。

表 1：质押比例超过 70%的个股明细（截至 8 月 16 日，单位：亿元）

证券代码	证券简称	质押比例	质押实际市值	申万一级行业	上市板
000981.SZ	银亿股份	81.28%	231.15	房地产	主板
600828.SH	茂业商业	77.88%	65.56	商业贸易	主板
002143.SZ	印纪传媒	77.72%	47.59	传媒	中小板
000408.SZ	藏格控股	77.71%	183.44	化工	主板
603555.SH	贵人鸟	77.14%	38.50	纺织服装	主板
000723.SZ	美锦能源	76.53%	123.17	采掘	主板
000567.SZ	海德股份	75.11%	45.80	非银金融	主板
000564.SZ	供销大集	74.14%	144.76	商业贸易	主板
002625.SZ	光启技术	72.55%	143.49	汽车	中小板
000046.SZ	泛海控股	72.33%	226.25	房地产	主板
000662.SZ	天夏智慧	72.25%	48.81	计算机	主板
002356.SZ	赫美集团	71.95%	46.41	轻工制造	中小板
000688.SZ	国城矿业	71.32%	93.35	有色金属	主板
002252.SZ	上海莱士	70.85%	687.95	医药生物	中小板

资料来源：wind，一德期权部

在此基础上，我们对各行业的质押比例分布情况进行统计。结果显示截至 8 月 16 日，申万一级行业中传媒、纺织服装、轻工制造质押实际市值占行业市值比重较高，其中传媒和纺织服装的占比超过了 20%。

表 2：申万一级行业股权质押市值（截至 8 月 16 日，单位：亿元）

行业名称	质押实际市值	行业市值	所占比例
传媒	3022.853	14117.52	21.41%
纺织服装	934.9551	4521.392	20.68%
轻工制造	1402.548	7216.498	19.44%
房地产	3576.248	18962.14	18.86%
综合	433.0687	2428.822	17.83%
计算机	3177.952	18380.55	17.29%
农林牧渔	1297.482	7539.817	17.21%
医药生物	5971.492	35132.23	17.00%
有色金属	2208.731	13500.01	16.36%
钢铁	1184.763	7655.886	15.48%
通信	1403.985	9780.715	14.35%
商业贸易	1172.787	8675.207	13.52%
化工	3665.833	29281.7	12.52%
电气设备	1746.041	14354.16	12.16%
建筑材料	686.2383	5675.556	12.09%
机械设备	2041.943	17236.95	11.85%
汽车	1888.982	16155.44	11.69%
电子	3032.511	27580.77	11.00%
休闲服务	301.4082	3152.194	9.56%
家用电器	951.4338	10537.74	9.03%
建筑装饰	1355.264	15506.55	8.74%
公用事业	1682.131	19679.83	8.55%
交通运输	1388.492	18929.01	7.34%
非银金融	1826.368	32816.55	5.57%
食品饮料	1085.448	24142.71	4.50%
国防军工	284.2985	6400.811	4.44%
采掘	977.4797	22668.45	4.31%
银行	1064.995	60956.85	1.75%

资料来源：wind，一德期权部

根据 2018 年 3 月 12 日实施的《股票质押式回购交易及登记结算业务办法（2018 年修订）》，单只 A 股的整

体质押比例不得超过 50%，以控制高比例质押带来的违约风险。但前期已存续的合约可以按原来的规定继续执行，这使得当前部分股票质押比例仍超过 50%。我们通过对质押比例在 50% 以上的 149 只个股进行进一步分析，发现房地产、传媒行业质押实际市值占行业总市值比重较高、质押风险相对较大；而银行业没有一只个股质押比例在 50% 以上，质押风险相对较小。

表 3：申万一级行业股权质押比例超过 50% 情况概览（截至 8 月 16 日，单位：亿元）

	个股数量	行业个股数量	质押实际市值	行业市值	所占比例
房地产	13	129	1432.41	18962.14	7.55%
传媒	14	149	1036.60	14117.52	7.34%
计算机	5	202	1083.23	18380.55	5.89%
纺织服装	7	86	210.13	4521.39	4.65%
综合	2	44	111.80	2428.82	4.60%
医药生物	16	283	1532.06	35132.23	4.36%
商业贸易	5	98	350.32	8675.21	4.04%
轻工制造	8	123	272.12	7216.50	3.77%
汽车	7	169	595.84	16155.44	3.69%
有色金属	9	118	423.43	13500.01	3.14%
建筑材料	3	72	138.47	5675.56	2.44%
通信	5	106	233.45	9780.71	2.39%
钢铁	1	32	179.76	7655.89	2.35%
电气设备	7	190	207.36	14354.16	1.44%
休闲服务	1	35	41.44	3152.19	1.31%
建筑装饰	8	124	203.50	15506.55	1.31%
非银金融	4	67	425.95	32816.55	1.30%
交通运输	4	110	242.67	18929.01	1.28%
采掘	3	61	288.28	22668.45	1.27%
化工	5	320	298.24	29281.70	1.02%
公用事业	5	154	196.06	19679.83	1.00%
家用电器	4	64	98.78	10537.74	0.94%
农林牧渔	1	92	58.61	7539.82	0.78%
机械设备	5	320	95.86	17236.95	0.56%
国防军工	1	50	35.42	6400.81	0.55%
食品饮料	3	90	79.80	24142.71	0.33%
电子	3	222	45.77	27580.77	0.17%

资料来源：wind，一德期权部

二、情景分析：市场调整下高爆仓风险测算

二季度以来，随着 A 股市场的持续走弱，股权质押成为投资者普遍关注的焦点。在市场连续大幅调整的过程中，不少个股股价逼近预警线甚至平仓线，引发投资者避险情绪升温。而强烈的避险情绪又进一步放大了个股及行业爆仓风险，致使市场产生了“下跌-爆仓-进一步下跌”的恶性循环和负向反馈。

当前沪深两市的成交额与 2015 年牛市末期相比已然下降了 90%，这说明场内存量资金的情绪已经降至冰点。本文旨在研究如果市场继续下跌，上市公司的股权质押风险将如何演化，并度量这一风险的对整个市场和对各行业的潜在冲击。研究思路如下：

1、样本选取：2015 年股权质押开始出现快速增长，因此本文选取 2015 年 1 月 1 日至 2018 年 7 月 31 日发生质押记录的上市公司作为样本，并剔除已经解压的股票。

2、测算公式：（1）距离平仓线股价跌幅 = $[(股票现价 - 平仓价) \div 股票现价] \times 100\%$

（2）平仓价 = 质押起始股价 \times 质押率 \times (1 + 利息率) \times 平仓线

（3）参考市值 = 质押起始价格 \times 质押股份数量

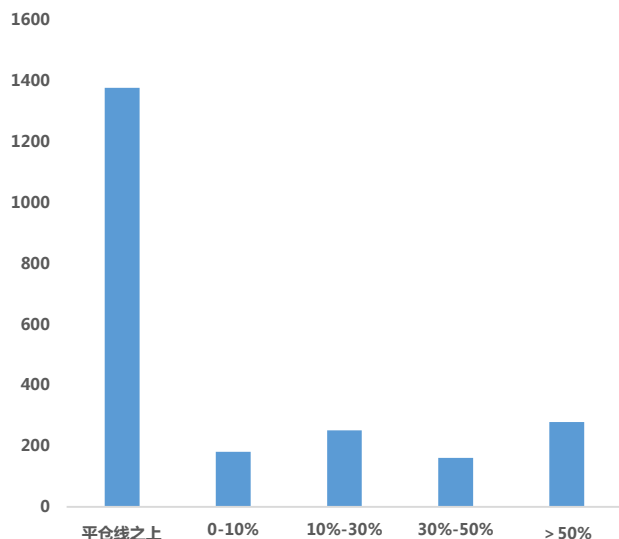
说明：（1）质押率：主板 45%、中小板 35%、创业板 25%。（2）利息率：7%。（3）平仓线：主板 130%，中小板和创业板 140%。

2.1 质押风险区段分布

wind 统计结果显示，从 2015 年 1 月至 2018 年 7 月共有 2379 家上市公司进行了 43507 次股票质押，涉及参考市值 146591.58 亿元。其中 128 家公司已经全部解押完毕，已解押参考市值为 83406.17 亿元；剩余 2251 家公司尚未全部解押，未解押参考市值为 63185.41 亿元。

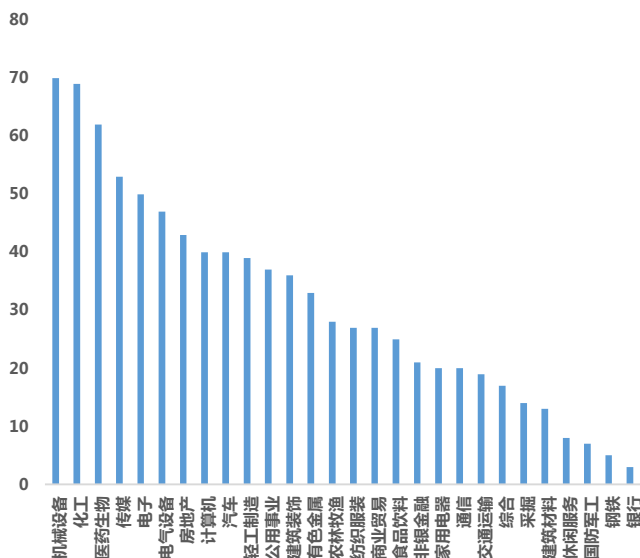
截至 8 月 23 日收盘，尚未完全解押的 2251 家公司中有 873 家股价跌破平仓价，涉及质押参考市值 28932.53 亿元。从与平仓线的偏离程度来看，多数公司偏离程度在 50% 以内，偏离程度超过 50% 的公司共 279 家。从行业分布看，目前跌破平仓线的公司主要集中在**机械设备、化工、医药生物、传媒、电子**等行业。

图 3：股价跌破平仓线偏离程度区间统计



资料来源：wind，一德期权部

图 4：跌破平仓线个股行业分布



资料来源：wind，一德期权部

2.2 股权质押安全边际考量

为衡量当前股权质押风险的程度，我们以上述 2251 只个股为样本，采用相同模型计算出各行业距离平仓线的下跌空间，并利用各行业在万得全 A 中所占权重，估算出指数的安全边际。**通过模型检测，我们认为：当万得全 A 指数在 3400 点之上时，股权质押风险总体可控。**需要注意的是，在此我们使用每个行业中个股距离平仓线的中位数近似代表行业距离平仓线的下跌空间，且质押实际市值以 8 月 23 日收盘价计算，计算结果如下表所示。

表 4：各行业质押市值变化及至平仓线空间（截至 8 月 23 日，单位：亿元）

	质押参考市值	质押实际市值	质押市值减少量	中位数：距平仓价空间
计算机	4615.24	2453.75	46.83%	26.39%
国防军工	379.61	218.46	42.45%	25.70%
通信	1750.66	1034.93	40.88%	22.44%
钢铁	1122.41	1027.24	8.48%	22.16%
医药生物	6590.38	4828.77	26.73%	20.94%
电子	3823.91	2299.73	39.86%	20.33%
休闲服务	441.19	274.60	37.76%	19.80%
机械设备	3044.32	1628.94	46.49%	15.16%
建筑材料	889.06	533.68	39.97%	14.98%
化工	4558.65	3289.31	27.84%	14.64%
电气设备	2769.67	1477.42	46.66%	11.45%
家用电器	987.26	557.98	43.48%	9.34%
采掘	1485.58	784.36	47.20%	9.19%
有色金属	2758.86	1820.16	34.02%	7.22%
纺织服装	1330.22	751.37	43.52%	5.57%
汽车	2361.99	1389.63	41.17%	4.63%
银行	162.61	118.77	26.96%	4.11%
轻工制造	1920.78	1139.03	40.70%	3.47%
农林牧渔	1678.33	965.65	42.46%	2.92%
建筑装饰	1758.52	944.57	46.29%	2.41%
食品饮料	923.37	599.34	35.09%	1.03%
交通运输	1696.28	1011.65	40.36%	-0.47%
商业贸易	1422.57	863.42	39.31%	-0.79%
公用事业	2146.36	1162.54	45.84%	-3.22%
传媒	5133.58	2194.98	57.24%	-5.38%
房地产	4929.09	3452.81	29.95%	-6.76%
综合	746.53	338.94	54.60%	-16.48%
非银金融	1758.36	977.52	44.41%	-21.71%

资料来源：wind，一德期权部

虽然当前股权质押风险并没有完全解除，但是由于安全边际较高，投资者不必对此过分担忧。即使个股股价跌破平仓线，证券公司也会首先要求资金融入方进行补仓。而不少大股东为避免自己的股票被强平，也会通过补充质押物、持续增持等手段自救。同时质押方不会简单的对跌破平仓价的公司进行强平，而是更倾向于寻找有意承接股权的主体，通过协议转让达成交易，因此短时间内跌破平仓线也不意味着会被强平。

免责声明

- 本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。本研究报告属于机密材料，其所载的全部内容仅提供给服务对象做参考之用，并不构成对服务对象的决策建议。一德期货不会视本报告服务对象以外的任何接收人为其服务对象。如果接收人并非一德期货关于本报告的服务对象，请及时退回并删除。
- 一德期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是一德期货在发表本报告当时的判断，一德期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知服务对象。一德期货也不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于服务对象。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。



公司总部：022-58298788 市场发展部：022-28130292
研究院：022-23303538 机构业务部：022-58298788/6111
地址：天津市和平区解放北路188号信达广场16层
邮编：300042

一德期货有限公司 北京北三环东路营业部 100013
北京市东城区北三环东路36号环球贸易中心E座7层702-703
Tel：010-8831 2088

一德期货有限公司 上海营业部 200063
上海市普陀区中山北路2550号1604-1608室
Tel：021-6257 3180

一德期货有限公司 天津营业部 300021
天津市和平区南马路11号、13号-2352、2353-1号（和平
创新大厦A座25楼2352、2353-1号）
Tel：022-2813 9206

一德期货有限公司 滨海新区营业部 300457
天津市经济技术开发区第二大街泰达MSD-G1座3A层10室
Tel：022-5982 0932

一德期货有限公司 郑州营业部 450008
郑州市金水区未来大道69号未来大厦803-805室
Tel：0371-6561 2079

一德期货有限公司 大连营业部 116023
大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座大连期
货大厦2303、2310号房间
Tel：0411-8480 6701

一德期货有限公司 淄博营业部 255000
山东省淄博市高新区柳泉路125号先进陶瓷产业创新园A座806、807房间
Tel：0533-3586 709

一德期货有限公司 宁波营业部 315040
浙江省宁波市江东区彩虹北路48号波特曼大厦8-7号
Tel：0574-8795 1915

一德期货有限公司 唐山营业部 063000
河北省唐山市路北区翔云道唐山金融中心金融大厦2号楼905室
Tel：0315-578 5511

一德期货有限公司 烟台营业部 264006
山东省烟台市经济技术开发区长江路177号501室
Tel：0535-2163353/2169678