

一 诺 千 金 德 厚 载 富

一德期货 研究报告

——（专题）——

A 股股权质押现状分析及风险测算

一德期货期权部

金融衍生品分析师 陈畅

投资咨询号：Z0013351

实习生 徐佳翔

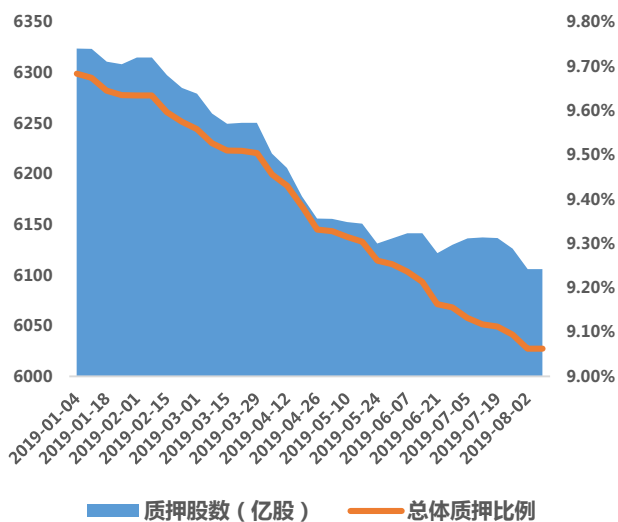
八月以来，在外部贸易摩擦和地缘政治局势趋紧、内部刺激信号尚不明显的背景下，A股市场接连走弱，上证综指于8月6日盘中创下2733点新低。随着市场波动幅度加大和拉夏贝尔实控人1.4亿股质押违约信息的爆出，股权质押风险再度成为投资者关注的焦点。本文针对当前股权质押的现状进行分析，并通过模型测算出各行业的安全边际。以下是报告正文：

一、质押现状：高质押比例风险评估

从图1和图2可以看出，今年以来，衡量股权质押风险的两个指标：质押数量和质押市值发生了明显的背离。年初至今，沪深两市股权质押股份数量不断降低，而质押实际市值却先升后降。造成两者背离的主要原因在于期间A股市场整体呈现冲高回落态势：二月至三月，在A股市场“春季攻势”的推动下，虽然沪深两市股权质押数量出现明显下滑，但质押市值却由于股价的上涨出现了回升；四月以后，在股权质押数量和A股股价双双回落的作用下，质押市值随之下降。

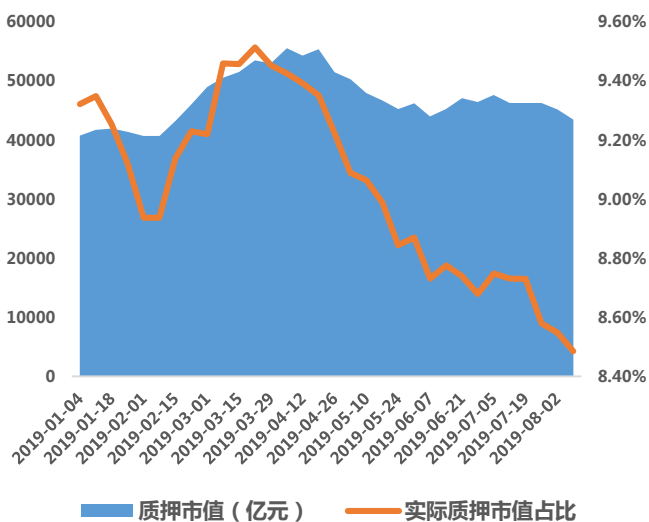
截至8月6日，A股市场共有3573家公司进行了股权质押。其中质押股数为6105.96亿股，占总股本9.06%；质押实际市值达43476.64亿元，占A股市值（含限售股）的8.48%。大股东质押方面，据中国证券登记结算有限公司统计，截止8月6日大股东质押股份数6032.09亿股，占所持股份比7.27%；大股东未平仓总市值17338.69亿元，疑似触及平仓市值24935.58亿元。

图1：全部A股股权质押数量变动情况



资料来源：wind，一德期权部

图2：全部A股股权质押实际市值变动情况

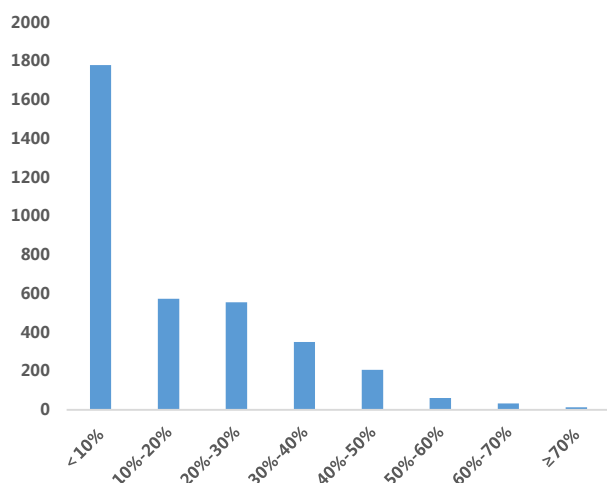


资料来源：wind，一德期权部

个股质押比例分布的统计结果显示，截至8月6日，A股中质押比例低于10%的个股数量最多、为1780只，但其质押实际市值仅占全部质押市值的12.13%。而质押比例介于20%至30%和30%到40%的个股数量虽然较少，但质押实际市值占比却分别达到23.45%和19.84%。与此同时我们注意到高质押比例的个股数量虽少，但质押风险较大：例如质押比例大于70%的个股仅仅只有13只，而质押实际市值占比却达到4.52%。在市

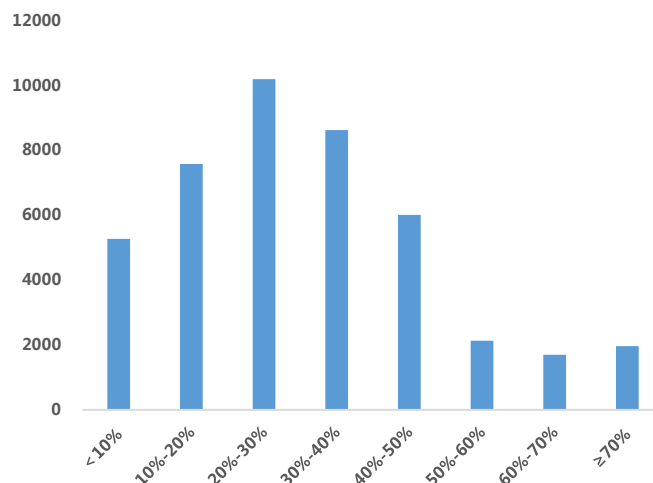
场波动加大的情况下，如果质押公司股价连续下跌催生质押风险“螺旋式”加大，可能给上市公司造成较大流动性损失。

图 3：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 4：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，藏格控股、贵人鸟、*ST 印纪、三六零、海德股份等个股的质押比例在 75% 以上，且部分个股大股东累计质押比较高。在市场波动加大的情况下，高质押比例的公司面临较大的强平压力，尤其是大股东累计质押比较高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 6 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
000408.SZ	藏格控股	79.1900	148.41	化工	主板
603555.SH	贵人鸟	77.1400	20.66	纺织服装	主板
002143.SZ	*ST 印纪	76.8100	14.14	传媒	中小企板
601360.SH	三六零	75.8400	888.00	计算机	主板
000567.SZ	海德股份	75.0900	43.09	非银金融	主板
000981.SZ	ST 银亿	72.9400	45.24	房地产	主板
600053.SH	九鼎投资	72.8900	65.57	非银金融	主板
000723.SZ	美锦能源	72.8200	258.92	采掘	主板
600180.SH	瑞茂通	72.7800	63.33	交通运输	主板
000564.SZ	供销大集	71.9000	94.60	商业贸易	主板
002625.SZ	光启技术	71.8900	132.12	汽车	中小企板

603818.SH	曲美家居	70.7400	23.61	轻工制造	主板
000046.SZ	泛海控股	70.4400	166.16	房地产	主板

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 6 日，申万一级行业中综合、纺织服装、轻工制造、传媒、计算机等行业质押实际市值占行业市值比重较高，其占比均超过了 15%。

表 2：申万一级行业股权质押市值（截至 8 月 6 日，单位：亿元）

行业名称	质押实际市值	行业市值	所占比例
综合	301.03	1617.08	18.62%
纺织服装	705.62	3943.77	17.89%
轻工制造	1172.26	7085.88	16.54%
传媒	2467.62	15219.28	16.21%
计算机	3178.24	21031.91	15.11%
房地产	3219.57	21591.64	14.91%
医药生物	5464.25	38350.90	14.25%
商业贸易	1110.74	7835.72	14.18%
电气设备	1976.94	15917.80	12.42%
有色金属	1593.47	13436.06	11.86%
钢铁	704.18	6044.64	11.65%
化工	3398.92	29237.56	11.63%
农林牧渔	1265.45	11079.07	11.42%
通信	1138.48	10673.92	10.67%
汽车	1678.90	16009.89	10.49%
电子	3228.96	33181.14	9.73%
建筑材料	546.95	6071.05	9.01%
机械设备	1854.14	21492.83	8.63%
建筑装饰	1035.21	14303.31	7.24%
交通运输	1548.68	21637.47	7.16%
公用事业	1430.30	20457.25	6.99%

休闲服务	204.41	3565.25	5.73%
家用电器	659.24	11864.97	5.56%
采掘	1119.15	22552.10	4.96%
非银金融	2402.70	49950.65	4.81%
食品饮料	1185.23	34518.57	3.43%
国防军工	337.99	10100.25	3.35%
银行	1262.77	70392.44	1.79%

资料来源：wind，一德期权部

就期指标的指数而言，三个指数几乎全部成分股都参与了股权质押，但是从质押实际市值占指数市值的角度来看，上证 50 和沪深 300 质押比例较低、风险较小。

表 3：期指标的指数股权质押状况（截至 8 月 6 日，单位：亿元）

	质押个股数	指数成分股数	质押实际市值	指数市值	所占比例
上证 50	49	50	2029.07	155293.71	1.31%
沪深 300	298	300	16163.16	306364.23	5.28%
中证 500	500	500	9626.71	75960.56	12.67%

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

近期，随着 A 股市场的持续走弱，股权质押再度成为投资者普遍关注的焦点。如果在市场连续大幅调整的过程中，个股股价逼近预警线甚至平仓线，会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。

2018 年以来，为缓解股权质押风险，政策面暖风频吹，不少地方国资开始进场接盘部分民企股权，试图缓解流动性压力而减少质押个股爆仓带来的风险蔓延。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 2019 年 8 月 6 日期间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%，

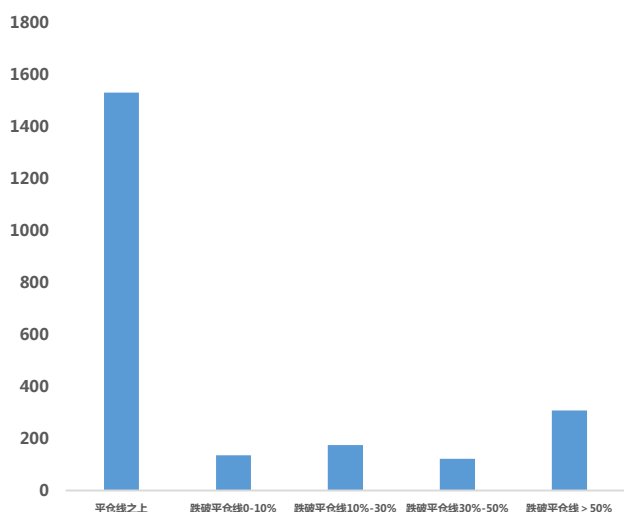
中小板和创业板 140%。

2.1 质押风险区段分布

wind 统计结果显示，从 2015 年 1 月 1 日至 2019 年 8 月 6 日期间共有 2489 家上市公司进行了 58265 次股票质押，涉及参考市值 169571.39 亿元。其中 216 家公司已经全部解押完毕，已解押参考市值为 107590.06 亿元；剩余 2273 家公司尚未全部解押，未解押参考市值为 61981.33 亿元。

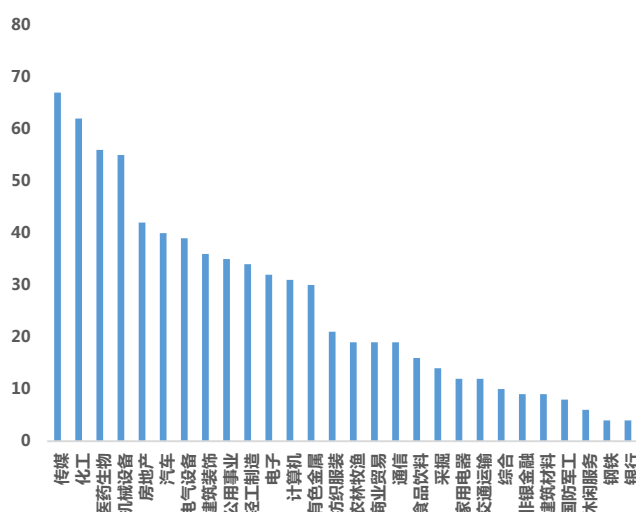
截至 8 月 6 日收盘，尚未完全解押的 2273 家公司中有 741 家股价跌破平仓价，涉及未解押参考市值 30029.82 亿元。从与平仓线的偏离程度来看，433 家公司偏离程度在 50% 以内。偏离程度超过 50% 的公司共 308 家，占比 13.55%。从行业分布看，目前跌破平仓线的公司主要集中在**传媒、化工、医药生物、机械设备、房地产**等行业。就期指标的指数来说，上证 50、沪深 300、中证 500 分别有 1 只、25 只和 90 只成分股跌破平仓线。

图 5：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 6：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 2273 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，并利用各行业在上证综指中所占权重，估算出指数的安全边际。**通过模型检测，我们认为：当上证综指在 2480 点之上时，股权质押风险总体可控。**需要注意的是，在估算上证综指安全边际时，我们仅仅采用了来自沪市的 698 只个股，并且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，质押实际市值以 8 月 6 日收盘价计算，计算结果如下表所示。从测算结果可以看出，目前大多数行业具备一定质押爆仓风险的抵御力。由于选取样本数量、模型采用的参数与市场真实情况可能存在偏差，如果未来一段时间市场继续走弱，请投资者警惕个股股权质押风险及其可能对指数（尤其是小指数）造成的负面影响。

表 4：各行业质押市值变化及至平仓线空间（截至 8 月 6 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
电子	3700.82	2580.59	30.27%	35.55%
计算机	4708.92	2243.39	52.36%	31.78%
医药生物	7123.13	4649.58	34.73%	29.84%
通信	1635.42	872.60	46.64%	28.06%
建筑材料	739.69	477.94	35.39%	28.00%
农林牧渔	1192.22	1135.36	4.77%	26.69%
国防军工	492.07	267.08	45.72%	26.13%
机械设备	2758.37	1571.89	43.01%	25.82%
食品饮料	882.31	672.78	23.75%	25.45%
电气设备	2847.65	1774.86	37.67%	24.69%
家用电器	847.29	527.94	37.69%	22.46%
银行	301.68	254.80	15.54%	20.04%
化工	4614.87	2897.58	37.21%	20.01%
商业贸易	1573.06	925.25	41.18%	17.04%
非银金融	1743.81	1194.89	31.48%	16.65%
采掘	1461.79	851.53	41.75%	13.56%
有色金属	2372.59	1450.97	38.84%	12.29%
纺织服装	1139.67	610.06	46.47%	11.00%
交通运输	1972.43	1207.79	38.77%	10.61%
汽车	2329.35	1197.83	48.58%	10.11%
轻工制造	1729.65	924.63	46.54%	8.95%
休闲服务	325.60	186.71	42.66%	8.64%
钢铁	964.45	661.21	31.44%	8.33%
公用事业	2107.84	1041.47	50.59%	5.44%
建筑装饰	1599.82	741.43	53.66%	1.74%
房地产	4992.27	3192.66	36.05%	-3.08%

综合	586.05	240.70	58.93%	-3.53%
传媒	5238.51	1904.78	63.64%	-17.42%

资料来源：wind，一德期权部

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。



总部：天津市和平区解放北路188号信达广场16层 • 022-58298788 • 300042

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

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

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

天津滨海新区营业部 300457

天津经济技术开发区第一大街79号泰达MSD-C区C1座2205单元
Tel: 022-6622 5869

天津津滨大道营业部 300161

天津市河东区上杭路街道津滨大道53号B座2301
Tel: 022-5822 0902

天津解放北路营业部 300042

天津市和平区小白楼街大沽北路与徐州道交口万通中心8层（802-804）
Tel: 022-2330 3538

郑州营业部 450008

河南省郑州市金水区未来大道69号未来大厦803-805室
Tel: 0371-6561 2079

大连营业部 116023

辽宁省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2702号房间
Tel: 0411-8480 6701

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: 0533-358 6709

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

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

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: 0535-216 3353/216 9678

杭州营业部 310000

浙江省杭州市江干区瑞立江河汇大厦801室
Tel: 0571-8799 6673