

年超3000亿元 股权质押成融资蹊径

证券时报记者 谭恕

“宜华系”黑天鹅事件再度将股权质押推到风口浪尖。面对股权质押融资未被解读的“秘密花园”，或许需要从了解庞大的质押规模和融资双方的风险控制开始。

近三年每年质押市值均超7000亿

2011、2012、2013年，A股市场每年股权质押市值都超过7000亿元，按照质押率40%至60%行规，实际融到资金为3000亿至4000亿元。以上市公司2500家计，平均每家每年质押市值2.8亿元，其中，中小上市公司市值质押由每年占比40%提升到50%。

近4年A股共质押7680笔次，其中来自第一大股东的质押有5544笔次，大股东占比72%。此外，除去大股东为个人大股东身份外，董监高质押比例也稳步上升。

分年度看，2011年A股质押市值7448亿元，其中中小上市公司质押3094亿元；2012年质押市值7307亿元，中小上市公司质押2899亿元；2013年质押市值达7288亿元，其中中小上市公司3144亿元。今年截至目前已经质押3980亿元，中小上市公司质押1899亿元。

每年庞大的质押市值，源自市场的现实需求和特殊的宏观背景。在央行货币调控政策及流动性趋紧形势下，企业融资成本高、风险大，中小企业普遍资金紧缺，银行贷款审批流程相对复杂、资信审查严格。股权质押则在有效降低金融机构系统性风险的基础上，较低成本实现了资金与需求方的有效配置。

某券商资产管理部投资总监胡先生介绍，以2013年6月启动“交易所股权质押融资”业务为分水岭，股权质押市场进入新阶段。交易所股权质押融资模式，即上市公司大股东将股权质押在券商名下，获得其自有资金或资管计划的融资，并约定在未来返还资金、解除质押，交易实质与常见的股权质押信托计划十分类似。由于不涉及过户、交易税收等问题，手续简便，加之最长回购期限达到3年，因此需求量更大。专门的研究团队、对股票质地判断力突出，使券商质押业务规模异军突起。

质押“套现说” 业内人士认为不靠谱

就在“宜华系”黑天鹅事件将股权质押推到风口浪尖之际，微信朋友圈一单股权质押的接洽吸引了记者注意。

不到半天的微信传递，中小板公司某康姓高管与某信托高管达成3000万股市值2亿元的质押意向。信息显示，该康姓高管是公司第一大股东，持有3.17亿股，占流通股份比例52.55%，过去4年已经累计质押19笔次。

历史数据显示，2011年2月到今年4月的19笔次质押，有8笔为今年发生，为滚动式质押，康先生股权经反复质押后仅剩最后3000万股。业内人士认为，康先生并非公司原始股东，4年前低价买入股份并最终控股，股价历经大涨已至20元，个人市值达到60多亿元。若最后甩手质押，极可能形成质押套现。

如果股价大跌，市值缩水。只要不返还融资金额，他依然保有丰厚利润。”该人士称。但针对“套现说”，更多专业人士认为不靠谱，华泰证券某资深人士说：用流通股质押套现是饮鸩止渴，因为市值需折40%至60%套现，成本太高，通过大宗交易最多折扣10%就可套现了。别忘了，质押本质上是融资方式。”

这一案例解答了所有投资者对中小上市公司股权质押本质的质疑，其实，股权质押的风险敞口，一方面指向券商银行信托，另一方面，因股价波动乃至股东易主风险直指股东和投资者。

市场中已经存有因参与大股东股权质押、青睐质押信托品种，资金链断裂后，信托公司被动成为大股东的先例。仅2014年一季度中，就有38家信托公司现身123家上市公司前十大

流通股东”，其中上海信托、华信信托、北京信托、中信信托等公司持股最多，38家信托公司中，同时参股控股5家及以上上市公司的信托公司有8家。

某信托经理认为，金融机构只是出借资金的金融机构，本无意成为大股东并对公司生产经营做出决策。一旦质押股权跌至平仓线，金融机构为防范资产减值风险，会在二级市场上抛售变现，这样上市公司股权将面临分散化。”

质押率锁定风险 投资关注基本面

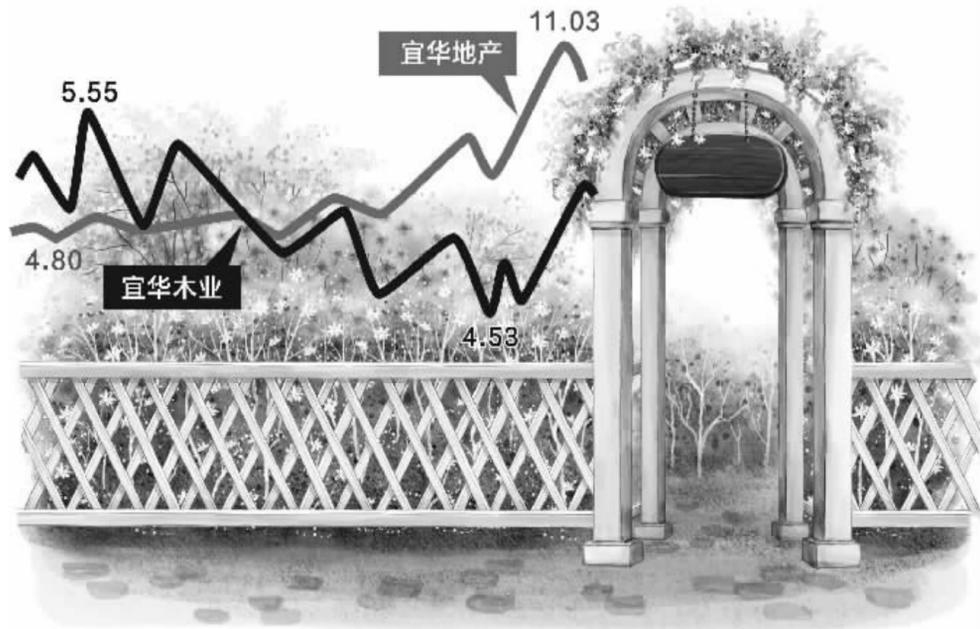
对于融资方和融出方来说，守住了质押率就守住了风险线。”某资深质押人士称。

质押率是融资金额与质押股票市值之间的比率，这是为控制风险而设立的指标，在所有专业人士中，这也是最重要的指标之一。

中江信托一位专职质押人士介绍，“一般情况下，我们将由专业团队根据上市公司标的的质地来评估确定质押率，这是谈判的重点。当前的市场规则是，蓝筹股因为安全、股价相对低廉而稳定、业绩不错，质押率一般为50%左右；创业板公司股价偏高，一般在45%左右，具体要看公司的质地、业绩、股价稳定度等多重指标。像一些ST股，我们是不做的，因为随时可能有风险，何况资金质押期有两三年，中间的不确定性太大了。”据介绍，在质押率保证前提下，一般附有相应的资金和股权补仓要求，这些后续条款用以进一步平抑风险。

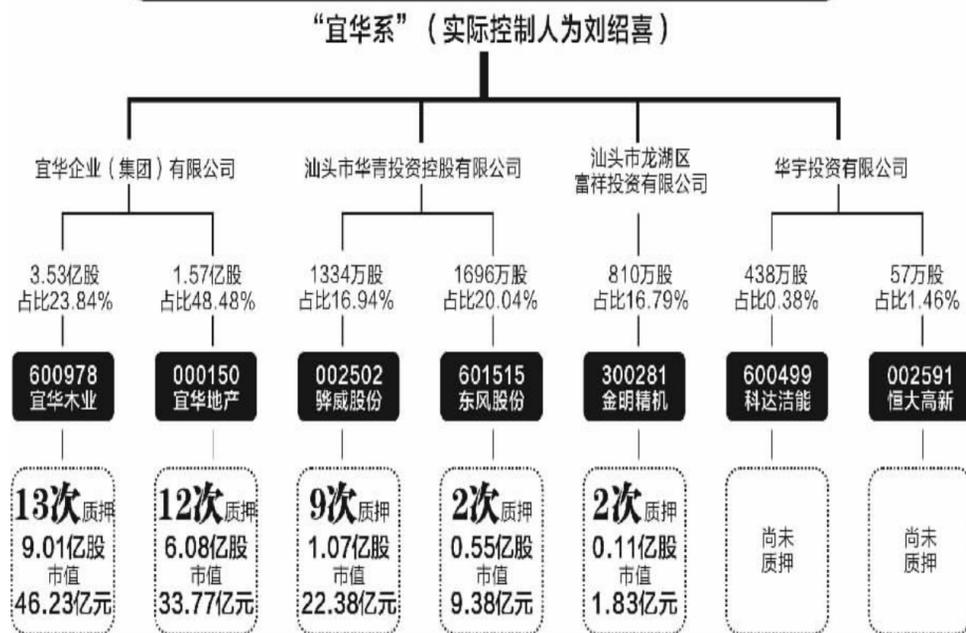
由此，作为一种融资方式，股权质押融资方与被融资方之间关于质押率的约定，已经事实上大幅转嫁了违约和股价大跌给投资者带来的风险。某券商资深研究员认为，决定质押率高低的关键是上市公司自身标的的优劣、业绩好坏、股价在中长期的稳定性等多重因素，由此，投资者无需过分担忧风险，应将关注点转移到股权质押公司的基本面上来。

某券商资管部投资总监提醒，股权质押是上市公司的一个事件，因而投资依然要遵循事件投资模式。跟踪大股东行为、大股东补仓，现金充沛则能有效维护股价。若股价在质押价130%的预警价大跌，则面临系统性风险，投资者应谨慎为上。不过，专业人士认为，很多大股东有备而来，有意向和能力维护股价，有的甚至有回购或重组计划，则相对风险要小得多，但投资者往往并不知情，由此在这一价位应重视风险。



吴比较/制图

“宜华系”38次滚动质押112亿市值数据分布



谭恕/制表 吴比较/制图

宜华系公司涉及股权质押超110亿元

证券时报记者 谭恕

实际控制人刘绍喜被传7月14日被带走调查后，“宜华系”复杂的股权质押结构和庞大的质押股份逐渐曝光。

因牵涉万良庆案，“宜华系”遭遇“黑天鹅”事件，两大主角宜华木业和宜华地产先后停牌，宜华地产停牌前跌停并遭机构资金抢筹引发市场猜想，分析师认为，两主角复牌后的股价表现需看涉案深浅。

两条主线 38次滚动式质押超110亿

数据显示，“宜华系”控股参股的7只个股上市至今，其实际控制人已经累计在A股市场进行了38次股权质押，涉及5家公司共16.82亿股，累计质押市值高达112亿元。

不过，某券商资产管理部投资总监认为，与政治地雷相比，“宜华系”股权质押风险要小得多，当前定性为事件性风险。他认为，在A股市场，股权质押“黑天鹅”概率相当低，“宜华系”事件并不具备普遍性，仅属个案。

仔细分析不难发现，“宜华系”股权质押主要通过两条主线铺陈开来。一条是由宜华木业和宜华地产的第一大股东宜华企业(集团)有限公司以两家公

司所持股份进行质押；另一条是由“宜华系”投资平台，即汕头市华青投资控股有限公司、汕头市龙湖区富祥投资有限公司、华宇投资有限公司等进行持股质押。与前者相比，后者持股比例和质押比例相对较低，“宜华系”事件性风险主要集中于宜华地产和宜华木业。

其中，较早上市的宜华木业股份被13次滚动质押46.23亿元，兄弟公司宜华地产被12次滚动质押6.08亿股，质押市值33.77亿元。另外5家公司，除科达洁能、恒大高新上市晚、持股比例太低未进行股权质押外，其余三家金明精机、骅威股份和东风股份分别质押市值1.83亿元、22.38亿元和9.35亿元。

某信托公司南方部总经理认为，尽管多家公司出现滚动质押，但简单从“宜华系”股权质押数据分析，未见严重违规操作的轨迹。以宜华地产和宜华木业为例，除去解押股，宜华地产去年11月至今共发生4笔1.57亿股质押，宜华木业则于今年发生2笔共1.67亿股质押。

宜华地产跌停遭抢筹 多因素影响复牌价

就“宜华系”公司业绩看，宜华地

产预计今年半年报业绩与去年同期相比不存在重大变动；宜华木业约定8月30日公布中报，季报中木制品毛利率依然高达30%以上。而7月15日事件曝光后，除两大主角停牌外，其他“宜华系”公司股价稳中有升。东风股份在连续三天累计下跌15%以后逐步企稳回升，金明精机则在连续下挫近20%后回升再创新高。而事件之前，宜华两大主角已现资金深度介入，7月15日宜华地产更出现跌停当日机构游资净抢筹的局面。

2月至今，宜华地产股价翻番，停牌前10天内九度登上龙虎榜，机构和游资交投活跃。但在创出11.03元阶段新高后不久遭遇负面传闻，公司股价于7月15日跌停。如果说，此前资金对风险全无察觉，短期套牢可能性大，那么，跌停当日的抢筹则可能是新资金趁低价介入。

龙虎榜数据显示，7月15日买入前五席中，机构占一、二、五席，华泰证券厦门厦禾路营业部、银河证券上海浦东新区源深路营业部位列第三和第四，当天买入前五席共净买入7716万元。卖出席位上，卖三卖四现净卖出，共抛2790万元。其他席位银河证券汕头天山路营业部、国泰君安上海江苏路营业部和华泰证券广州东风西路营业部共卖出5796万元的同时买入596万元。

7月5日已因重大事项提前停牌的

宜华木业，股价则已从4.53元低点连续上涨12天。

针对两大宜华系公司股票复牌后是补跌还是继续受到资金追捧，有研究员认为，“宜华系”问题尚待彻查，若涉案不深，不排除股价补涨。若问题严重，则补跌可能性大。

记者注意到，事件曝光前，各券商出具的研报纷纷看好宜华木业配股后公司的可持续发展。兴业证券研究员雒雅梅

“预警价”成投资金线

武丹

“预警价”本是质押方补仓和避免抛售的重要价格区间，但如果遵循富险中求的思路逆向运用，则在股权质押股投资中成为了重要的投资金线。

控股股东紧张预警价

上市公司股东的股权用于质押融资时，如果公司的股价一直下跌，那么质押方会随时要求股东“补仓”。如果股东无法按时进行“补仓”，质押方就有权利选择抛售股票套现。而如果股东不断补仓，直到发现即使把自己所有的股权都追加给质押方，都无法避免质押方抛售股票，此时的股价被称为“预警价”。

控股股东无论如何都不会让股价跌破“预警价”。短期来看，控股股东会拼尽全力采取一系列措施防止股价持续下跌，如果遇到了好的时机，公司经营确实“起死回生”或者投资者预期改善，这两种情况都会促使股价上涨。从长期来看，这无疑是公司进行市值管理的一个绝佳契机。

跌破预警价可长期介入

我们统计了从2009年以来的249个民营企业大股东股权质押的案例，分别测算了每只股票的“预警价”，发现股价跌至“预警价”1.3倍的股票共有16只，分别是：海特高新、美欣达、莱茵生物、证通电子、准油股份、恒康医疗、宇顺电子、湘鄂情、泰尔重工、信邦制药、兴森科技、东光微电、*ST超日、兄弟科技、长城集团、英唐智控。其中7家公司在股价跌至“预警价”附近之后的一段时间，先后有收购兼并、资产重组等行为。

由此可见，有大股东股权质押的公司，如果又有重组意向，则可以密切关注“预警价”附近的股价变化，或许会有较好的投资机会。

我们的测算数据显示：如在股票跌破1.3倍“预警价”后立即买入并持有至今，平均收益是50.9%，平均持有时间大约两年半；而买入跌破“预警价”的6只股票平均收益是66.76%，平均持有时间是两年半。

(作者单位:长江证券)

宜华地产7月15日跌停当日出现罕见机构游资净抢筹情况		
宜华地产(代码000150) 跌幅偏离值:-9.62% 成交量:3169万股 成交金额:32134万元		
买入金额最大的前5名		
营业部或交易单元名称	买入金额(元)	卖出金额(元)
机构专用	30183234.77	0.00
机构专用	13470230.97	0.00
华泰证券股份有限公司厦门厦禾路证券营业部	12827614.24	0.00
中国银河证券股份有限公司上海浦东新区源深路证券营业部	10704959.10	0.00
机构专用	9995243.00	0.00
卖出金额最大的前5名		
营业部或交易单元名称	买入金额(元)	卖出金额(元)
中国银河证券股份有限公司汕头天山路证券营业部	49396.00	31291410.34
国泰君安证券股份有限公司上海江苏路证券营业部	111940.00	16212990.80
机构专用	0.00	15910212.70
机构专用	0.00	11992171.60
华泰证券股份有限公司广州东风西路证券营业部	4366012.36	10467498.24

谭恕/制表 吴比较/制图