

2016年07月11日

股权质押市值超千亿后的危与机？-新三板股权质押专题报告

近期新三板股权质押风险一些个案引发关注，背后的危与机我们带您深度解读：

■ **股权质押在艰难中成长。**2014年新三板一共发生250笔股权质押，2015年共发生723次股权质押；截止2016年6月新三板共有860笔股权质押，半年时间股权质押次数已超过去年全年增长势头迅猛，目前有股权质押公司占总数的比例超过10%；从质押市值来看，2015年新三板股权质押出现飞跃式增长，达到412.92亿元，在2014年其规模仅为50.79亿元，一年时间股权质押市值增长了7倍有余，2016年依然延续较高的增长势头，新三板股权质押市值已经达到698.89亿元。考虑到质押企业中约占三分之一比例的企业无成交记录，市场没有给出其市值，据此推测新三板实际股权质押市值或已超千亿，平均质押率约三成，股权质押实际资金规模或超400亿。

■ **类金融公司股权质押野蛮生长** 银行是目前新三板股本规模最大的质押权人规模约200亿。股权质押融资规模前十大银行分别为：民生银行、农业银行、渤海银行、中信银行、浦发银行、中国银行、招商银行、中原银行、广发银行、潍坊银行。类金融公司的股权质押规模已达到64.74亿股，不到两年时间规模增长了82倍仅次于银行，是近两年发展最迅速的一类质押权人。证券公司作为质押权人接受的股权质押股本规模最小。数据差异显示股权质押市场旺盛的需求和传统金融机构职能缺失。

■ **总体而言股权质押公司质地不错，债务风险大致可控。**股权质押公司的平均营业收入为2.1亿元，高出新三板平均值32.27%；平均净利润为1836.64万元，股权质押公司平均净利润高于新三板整体平均51.57%。股权质押公司平均负债率为43.65%，水平适中，但高出新三板平均水平近4个百分点。股权质押流动比率3.36。股权质押公司经营性现金流净额为负的占比超过5成，显著高于新三板平均水平。统计目前新三板股权质押公司经营现金流净额情况，超过一半的公司现金流净额为负，表现出目前股权质押公司经营性现金流吃紧的状况。总体来看，这批公司的财务数据显示正处于发展的生命周期有关，因此整体风险整体可控。但由于新三板公司差异较大，我们也列出负债率超过70%的公司名单。

■ **新三板股权质押市场的健康发展还需要流动性配合：**新三板2014年至2016年发生的股权质押平均质押率分别为42.46%、34.80%和36.08%。股权质押率的下滑是市场整体流动性不足的表现。同时传统金融中介机构要在股权质押市场发挥作用，也需要流动性持续改善。

■ **风险提示：经济周期风险，系统性风险，企业流动性危机。**

投资策略定期报告

证券研究报告

诸海滨

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020005
zhuhb@essence.com.cn
021-35082062

桑威

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514060006
sangwei@essence.com.cn
0755-82558335

相关报告

| | |
|------------------------------|------------|
| 新三板策略月报：物联网-确定的产业大趋势 | 2016-07-10 |
| 新三板日报(新三板定增回购新现象 聪明的资金已经在行动) | 2016-07-08 |
| 新三板日报(迫不及待晒成绩单 创新层云集三板“白富美”) | 2016-07-07 |
| 新三板体育投资策略之三 | 2016-07-07 |
| 新三板日报(创新层盼更多支持基础层谋自救) | 2016-07-06 |

内容目录

| | |
|--|-----------|
| 1. 股权质押次数 2016 年半年超 2015 年全年 | 4 |
| 1.1. 股权质押发生次数增长迅速..... | 4 |
| 1.2. 股权质押公司比例超 10%..... | 4 |
| 2. 股权质押股本规模超百亿，资金或超 400 亿，银行为最大主体 | 5 |
| 2.1. 股权质押股本规模近两年大幅增长，占质押公司总股本比例保持稳定..... | 5 |
| 2.2. 银行为最大质押权人，类金融公司规模增长最为迅速..... | 6 |
| 2.3. 实际股权质押市值或已超千亿..... | 8 |
| 2.4. 银行股权质押融出资金规模居首，实际股权质押资金规模或超 200 亿..... | 8 |
| 2.5. 平均质押率约三成，股权质押实际资金规模或超 400 亿..... | 10 |
| 3. 信息技术和金融为股权质押最为活跃行业 | 10 |
| 3.1. 信息技术股权质押发生次数远超其他行业..... | 10 |
| 3.2. 金融行业股权质押股本规模最高..... | 12 |
| 3.3. 股权质押市值行业分布呈两极分化..... | 13 |
| 4. 股权质押公司盈利和估值均高于平均 | 14 |
| 4.1. 股权质押公司平均营收和净利润规模高于新三板平均值..... | 14 |
| 4.2. 股权质押公司净利润增速较高，表现出较好盈利能力..... | 15 |
| 4.3. 股权质押公司估值显著高于新三板整体水平，股权质押融资动力强..... | 15 |
| 5. 股权质押公司负债率略高，经营性现金流净额不足 | 17 |
| 5.1. 资产负债率高于新三板平均水平，流动比率低平均水平..... | 17 |
| 5.2. 股权质押公司经营性现金流净额不足..... | 17 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图 1: 新三板 2014-2015 年股权质押次数..... | 4 |
| 图 2: 股权质押次数与新三板挂牌企业数量对比..... | 5 |
| 图 3: 2016 年末解除股权质押公司数量与新三板挂牌公司总数对比..... | 5 |
| 图 4: 2014-2016 年末解除质押股本规模 (亿股)..... | 6 |
| 图 5: 股权质押占比 (左轴%, 右轴亿股)..... | 6 |
| 图 6: 质押权人 (质押方) 股本分布 (亿股)..... | 7 |
| 图 7: 各类质押权人股本占比图%..... | 7 |
| 图 8: 2014-2016 年股权质押市值及其增长率..... | 8 |
| 图 9: 各类股权质押权人融出资金规模..... | 9 |
| 图 10: 股权质押资金规模 (亿元)..... | 10 |
| 图 11: 近三年股权质押折算率..... | 10 |
| 图 12: 2014-2016 年股权质押发生合计次数..... | 11 |
| 图 13: 2016 年股权质押股本行业分布 (万股)..... | 12 |
| 图 14: 股权质押占新三板行业总股本比例..... | 12 |
| 图 15: 2016 年股权质押市值分布 (亿元)..... | 14 |
| 图 16: 平均营业收入对比 (万元)..... | 14 |
| 图 17: 平均净利润对比 (万元)..... | 14 |
| 图 18: 营收增速对比..... | 15 |
| 图 19: 净利润增速对比..... | 15 |

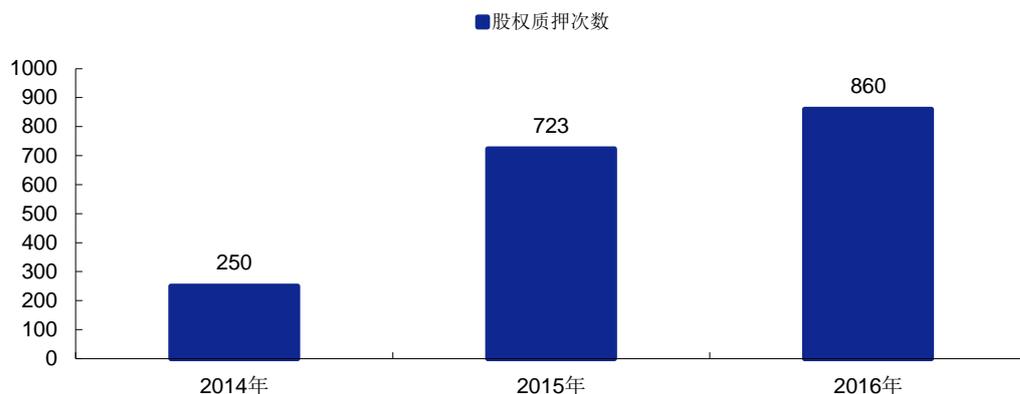
| | |
|---------------------------------------|----|
| 图 20: 营业利润率对比..... | 15 |
| 图 21: 估值对比..... | 16 |
| 图 22: 行业估值对比 | 16 |
| 图 23: 资产负债率对比图 | 17 |
| 图 24: 流动比率对比图..... | 17 |
| 图 25: 经营性现金流净额为负公司数量占比..... | 18 |
| 图 26: 经营活动产生的现金流量净额/流动负债 | 18 |
| | |
| 表 1: 质押权人(质押方)股本规模增长率..... | 8 |
| 表 2: 股权质押融资规模十大银行 | 9 |
| 表 3: 2014-2016 年股权质押发生次数 | 11 |
| 表 4: 2014 年-2016 年未解除质押股本规模行业分布 | 13 |
| 表 5: 股权质押公司&新三板行业估值表..... | 16 |
| 表 6: 资产负债率高于 70%公司相关指标..... | 18 |

1. 股权质押次数 2016 年半年超 2015 年全年

1.1. 股权质押发生次数增长迅速

自 2014 年新三板大扩容开始，挂牌公司迅速增加，截止 2016 年 6 月，新三板整体挂牌家数已经超过 7700 家。在此期间，新三板公司股东股权质押的次数也随之大幅增长，2014 年新三板一共发生 250 笔股权质押，2015 年随着新三板挂牌企业数量迅速增加，股权质押次数同样大幅增长，2015 年共发生 723 次股权质押，较上年大幅增长 189.20%。截止 2016 年 6 月，新三板共有 860 笔股权质押，不到半年时间，股权质押次数已超过去年全年，增长势头迅猛。

图 1：新三板 2014-2015 年股权质押次数



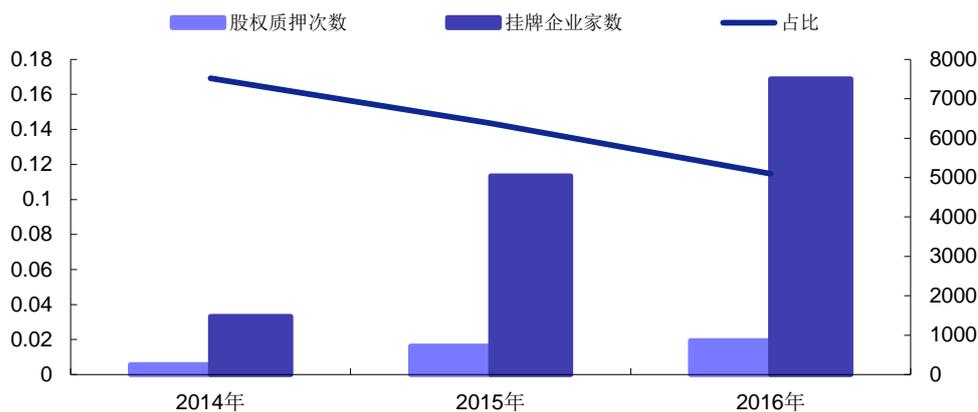
资料来源：安信证券研究中心、wind（剔除一家公司多个股东股权质押重复计算问题）

1.2. 股权质押公司比例超 10%

对比股权质押次数和新三板挂牌企业数量来看，股权质押次数对挂牌企业家数的占比在 2015 年有所回落，为 14.34%，2014 年为 16.93%。但是从 2016 数据来看，股权质押有逐渐活跃的势头，2016 年前 5 月已有 860 次股权质押，相对于 7500 家的挂牌企业数量占比已经达到 11.46%，考虑到新三板新增挂牌企业数量有可能逐步放缓，预计 2016 年新三板股权质押发生次数占比将接近 20%。

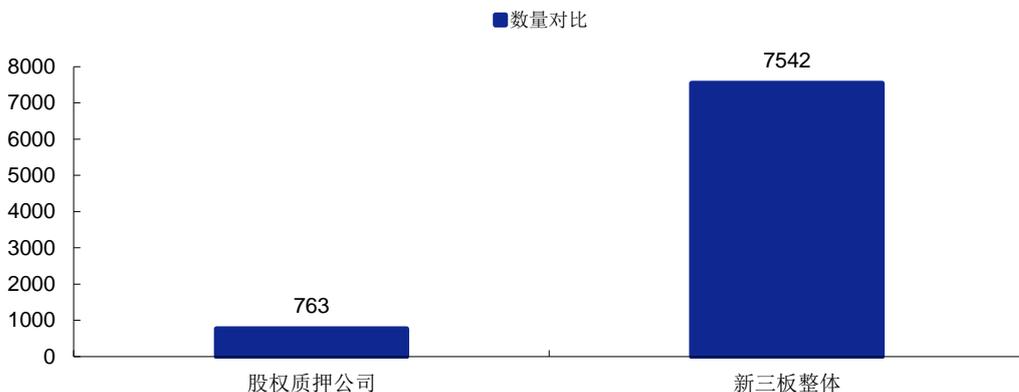
目前未解除股权质押公司数量为 763 家，占新三板公司总数的比例超过 10%。我们认为新三板股权质押的逐步活跃有几方面原因：首先，新三板在近两年经历了大扩容，股权质押次数也将水涨船高；其次，对于融资能力有限的公司，大股东会选择以股权质押的方式融资或者提高公司银行授信额度来支持公司发展，再次，股权质押能够给股东带来额外资金支持用以投资更高收益的领域。

图 2：股权质押次数与新三板挂牌企业数量对比



资料来源：安信证券研究中心、wind

图 3：2016 年未解除股权质押公司数量与新三板挂牌公司总数对比



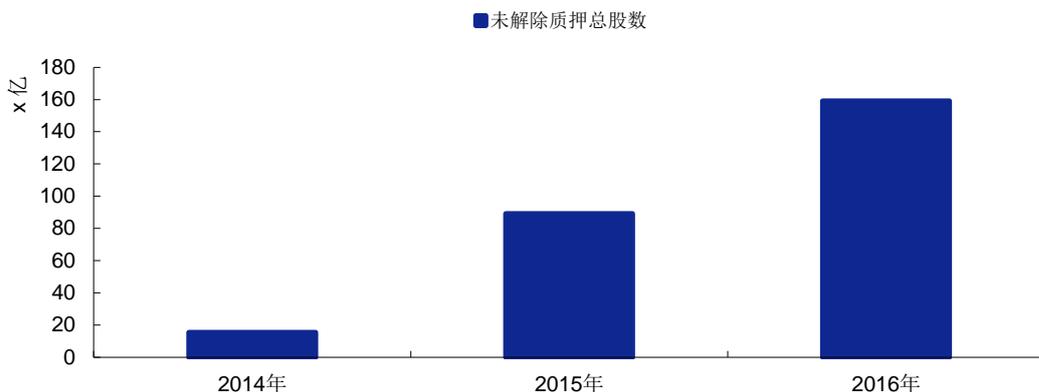
资料来源：安信证券研究中心、wind

2. 股权质押股本规模超百亿，资金或超 400 亿，银行为最大主体

2.1. 股权质押股本规模近两年大幅增长，占质押公司总股本比例保持稳定

统计自 2014 年至今新三板所发生的股权质押在年末未解除质押股本总和，股权质押股本规模在 2015 和 2016 年增长相当明显，并且质押股本占质押公司总股本的比例有所上升。2015 年股权质押规模为 89.24 亿股，较 2014 年 15.48 亿股增长了 476.42%，2016 年股权质押规模为 159.03 亿股，同比增长 78.20%。随着新三板挂牌公司的迅速增加，股权质押也出现大规模增长，在不到两年时间内股权质押规模增长了近 10 倍，这一增长率是远高于近两年挂牌企业数量的增长。

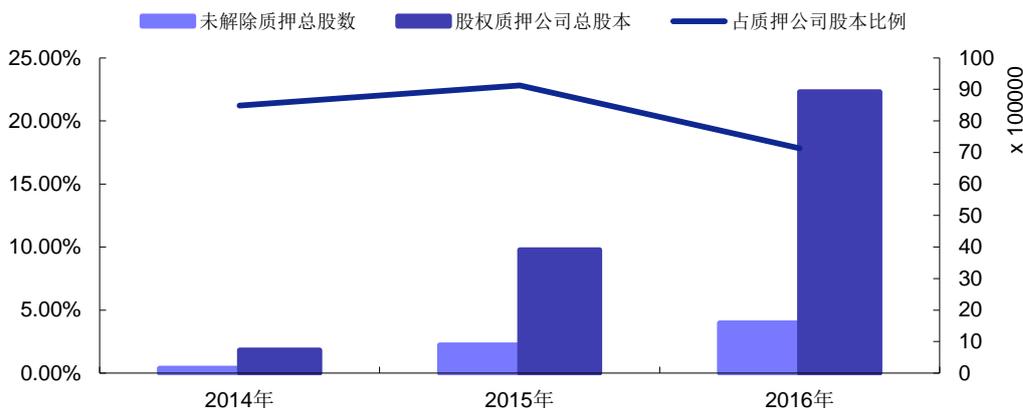
图 4：2014-2016 年未解除质押股本规模（亿股）



资料来源：安信证券研究中心、wind

2014 年至 2015 年股权质押股本占质押公司总股本比例均在 20%以上，分别为 21.23%和 22.81%，截止 2016 年 6 月 13 日，股权质押比例有所下降，为 17.82%，股权质押占比近几年保持相对稳定的水平。

图 5：股权质押占比（左轴%，右轴亿股）



资料来源：安信证券研究中心、wind

2.2. 银行为最大质押权人，类金融公司规模增长最为迅速

新三板股权质押规模近两年大幅增长，质押权人的格局也有一定的变化，银行是目前新三板股本规模最大的质押权人，截止目前在银行端的股权质押规模已达到 68.09 亿股，并且维持着较高的增长速率。

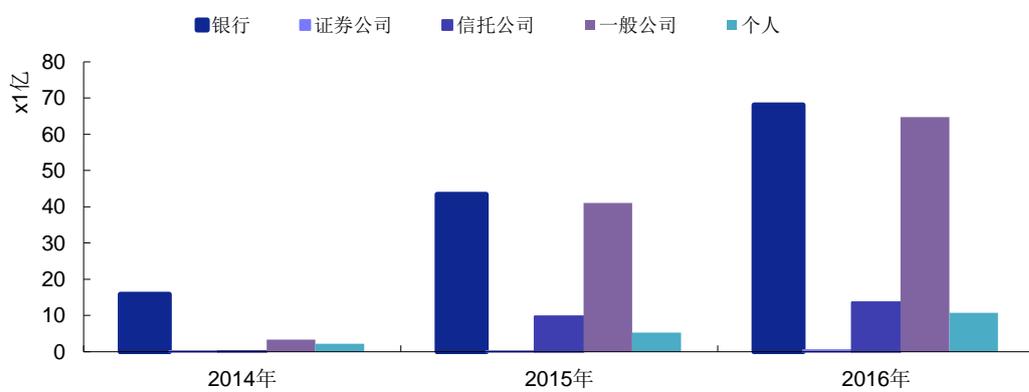
证券公司作为质押权人接受的股权质押股本规模最小，2014 至 2015 年规模保持不变，共 1657.53 万股，2016 年股权质押规模虽有较大幅度增长，但整体规模相比于银行等其他质押方依然较小，截止目前，券商端的股权质押规模为 4527.53 万股。

2015 年信托公司作为质押方的股权质押规模为 9.78 亿股，相比于 2014 年 1680 万股的规模有着惊人的涨幅，截止 2016 年 6 月，信托作为质押方的股权质押规模达到 13.66 亿股，规模增长迅速，但绝对数目前仍远低于银行和类金融公司。

我们这里统计的一般公司为投资管理公司、融资担保公司、金融服务公司、信用合作社、小额贷款公司、租赁公司等类金融企业，同时也包含小部分实体企业。类金融公司接受股权质押规模在最近两年扩张非常迅速，2014年末股权质押规模仅为3.34亿股，而到了2016年目前试点，在类金融公司端的股权质押规模已达到64.74亿股，不到两年时间规模增长了82倍，目前仅次于银行，是近两年发展最迅速的一类质押权人。

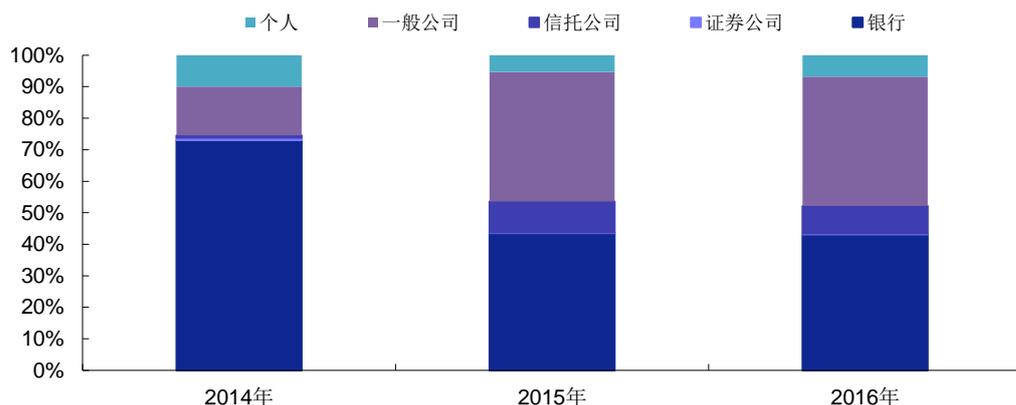
个人作为质押权人参与股权质押规模在近两年同样成倍的增长，目前股本规模已经超过10亿股，而2014年仅2.1亿股。总的来看，股权质押在银行端的规模最大，且保持高速增长，类金融公司是近两年规模增长最快的一类质押权人，并且规模有超过银行的势头，信托和个人目前股权质押规模相对较小，券商是目前接受股权质押规模最小的一端。

图6：质押权人（质押方）股本分布（亿股）



资料来源：安信证券研究中心、wind

图7：各类质押权人股本占比图%



资料来源：安信证券研究中心、wind

表 1: 质押权人 (质押方) 股本规模增长率

| | 银行 | 证券公司 | 信托公司 | 一般公司 | 个人 |
|--------|---------|---------|----------|----------|---------|
| 2015 年 | 174.72% | 0.00% | 5723.50% | 1127.50% | 142.95% |
| 2016 年 | 56.81% | 173.15% | 39.62% | 57.89% | 104.38% |

资料来源: 安信证券研究中心、wind

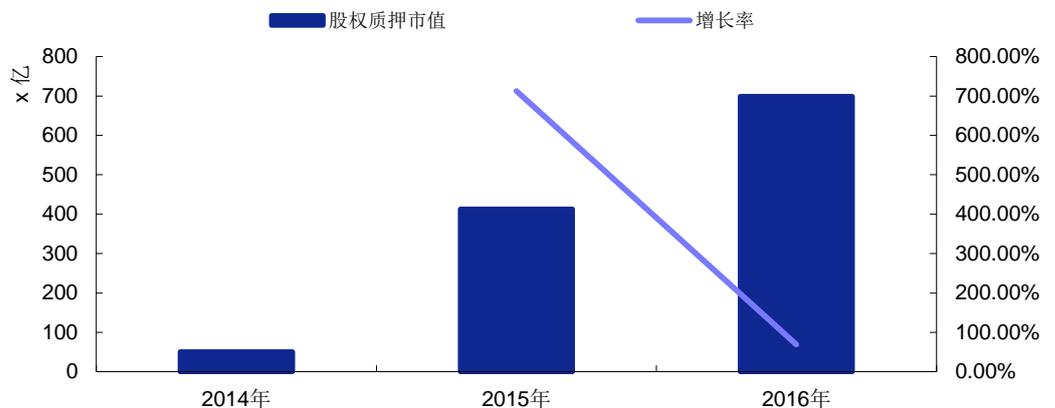
2.3. 实际股权质押市值或已超千亿

目前有部分新三板公司挂牌之后无成交记录, 市场没有给出其市值, 我们剔除这部分市值为 0 的公司, 比例占据总数的三分之一。

统计目前新三板股权质押市值可以看到, 2015 年新三板股权质押出现飞跃式增长, 达到 412.92 亿元, 在 2014 年其规模仅为 50.79 亿元, 一年时间股权质押市值增长了 7 倍有余, 2016 年依然延续较高的增长势头, 目前新三板股权质押市值已经达到 698.89 亿元。

由于我们只统计在新三板挂牌后有成交记录的公司, 但有三分之一的股权质押发生在仍没有市值数据的公司中, 我们认为实际股权质押市值有可能已经达到千亿水平。相比于目前新三板整体超过两万亿的市值, 目前新三板股权质押市值大约占据 5% 左右, 股权质押规模仍处在相对安全的水平。

图 8: 2014-2016 年股权质押市值及其增长率



资料来源: 安信证券研究中心、wind

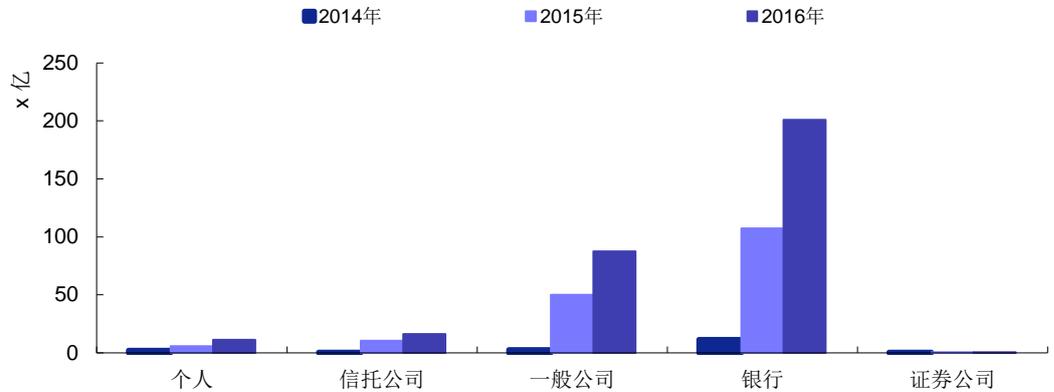
2.4. 银行股权质押融出资金规模居首, 实际股权质押资金规模或超 200 亿

据统计, 近两年新三板公司公布具体融资金额的股权质押交易占整体交易次数的 52.78%, 即新三板股权质押交易中有超过一半的公司没有公布具体融资金额。

目前完整统计股权质押融资规模存在一定障碍, 所以我们以既有数据为基础, 粗略统计股权质押资金来源。我们可以看到, 银行是股权质押融出资金最大的一方, 且规模正在迅速膨胀。2014 年末银行端的股权质押资金为 11.45 亿元, 2016 年便迅速增长到 200.89 亿元, 不到一年半的时间银行端的股权质押资金规模增长了近 20 倍, 尽管资金规模整体不大, 但增速十分迅速。类金融公司 (一般公司) 是参与股权融资的第二大主体, 2016 年上半年的股权质押融出资金规模达到了 87.47 亿元, 较 2015 年末增长了 74.58%。银行和类金融公司目前是股权质押融资两大主要资金来源, 两者之和占据股权质押资金的 91%, 预计随着新三板企业逐步增加, 以及市场活跃度的增长, 股权质押资金规模仍将保持较快的增长速度。个人、

信托公司和证券公司目前股权质押融出资金规模均不高，券商目前股权质押融出资金仅为3800万，并且自2014年开始便无增长。个人与信托公司股权质押资金近两年增长同样较快，但整体规模不大。

图9：各类股权质押权人融出资金规模



资料来源：安信证券研究中心、wind

表2：股权质押融资规模十大银行

| 银行名称 | 股权质押资金规模 (亿元) |
|----------|---------------|
| 中国民生银行 | 61.85 |
| 中国农业银行 | 37.96 |
| 渤海银行 | 11.20 |
| 中信银行 | 7.41 |
| 上海浦东发展银行 | 7.15 |
| 中国银行 | 5.74 |
| 招商银行 | 5.11 |
| 中原银行 | 4.70 |
| 广发银行 | 3.74 |
| 潍坊银行 | 3.05 |

资料来源：安信证券研究中心、wind

根据目前可以统计的数据，截至2016年上半年股权质押资金整体规模已经超过300亿元，而这一数值在2014年仅为16.96亿元，资金规模在近两年迅速膨胀。

图 10: 股权质押资金规模 (亿元)

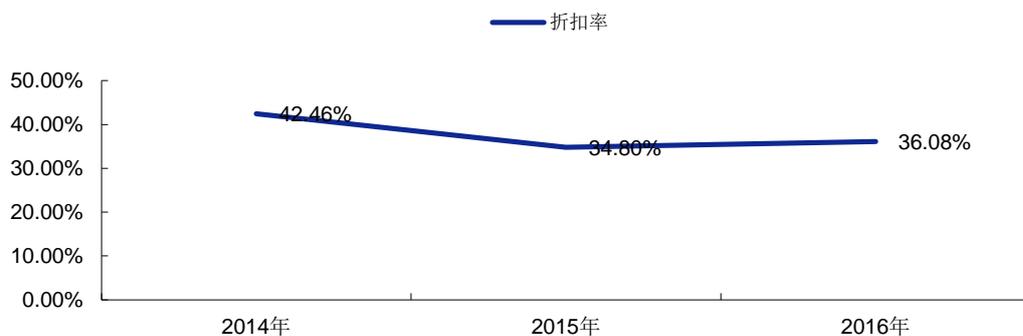


资料来源: 安信证券研究中心、wind

2.5. 平均质押率约三成, 股权质押实际资金规模或超 400 亿

目前新三板交易数据以及披露的股权质押融资金额不完整, 我们以新三板有交易数据并且公告了股权质押融资金额为统计对象, 再剔除质押率大于 1 的异常值 (部分新三板公司股价连续性不够, 或股价与公司真实价值偏差较大), 新三板 2014 年至 2016 年发生的股权质押平均质押率分别为 42.46%、34.80% 和 36.08%。若假设目前股权质押市值超过千亿, 并且这里计算的质押率与真实情况偏差不大, 我们可以大致认为目前股权质押资金实际规模在 400-500 亿元左右。

图 11: 近三年股权质押折算率



资料来源: 安信证券研究中心、wind

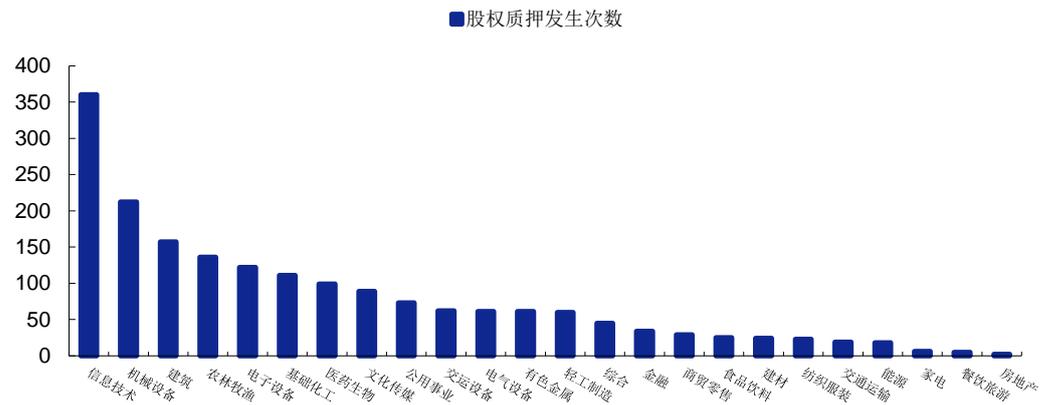
3. 信息技术和金融为股权质押最为活跃行业

3.1. 信息技术股权质押发生次数远超其他行业

统计 2014-2016 年各行业股权质押发生次数可以看到, 信息技术、机械设备和建筑是股权质押最为频繁的三大行业。信息技术共有 360 次股权质押, 比第二的机械设备行业高出 69.81%。

2014年至2016年6月13日，新三板一共有1833次股权质押，股权质押发生次数排名前五的行业总共987次，占比超过5成，而在房地产、餐饮旅游和家电三排名最后的三行业股权质押发生次数均没有超过10次，房地产行业仅为2次。信息技术挂牌公司相对较多，同时属于市场关注度较高的行业，股权质押相对活跃，机械设备、电子设备、建筑行业在产业升级的背景下同样有较强的吸引力，股权质押活跃度较好。而在地产、餐饮旅游、能源等传统行业，本身由于挂牌企业整体数量较少，行业偏传统，股权质押融资次数相对较少。

图 12: 2014-2016 年股权质押发生合计次数



资料来源：安信证券研究中心、wind、choice

表 3: 2014-2016 年股权质押发生次数

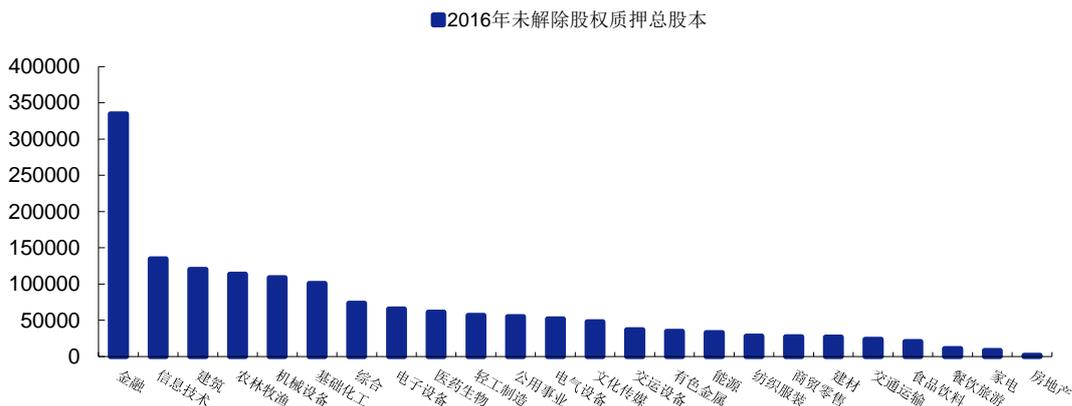
| 东财行业 | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 | 合计 |
|------|--------|--------|--------|-----|
| 信息技术 | 66 | 130 | 164 | 360 |
| 机械设备 | 33 | 77 | 102 | 212 |
| 建筑 | 13 | 64 | 80 | 157 |
| 农林牧渔 | 8 | 47 | 81 | 136 |
| 电子设备 | 35 | 40 | 47 | 122 |
| 基础化工 | 12 | 51 | 48 | 111 |
| 医药生物 | 11 | 41 | 47 | 99 |
| 文化传媒 | 19 | 30 | 40 | 89 |
| 公用事业 | 10 | 34 | 29 | 73 |
| 交运设备 | 6 | 34 | 22 | 62 |
| 电气设备 | 5 | 22 | 34 | 61 |
| 有色金属 | 12 | 26 | 23 | 61 |
| 轻工制造 | 4 | 18 | 38 | 60 |
| 综合 | 1 | 26 | 18 | 45 |
| 金融 | 8 | 17 | 9 | 34 |
| 商贸零售 | 1 | 12 | 16 | 29 |
| 食品饮料 | 0 | 11 | 14 | 25 |
| 建材 | 2 | 13 | 9 | 24 |
| 纺织服装 | 0 | 6 | 17 | 23 |
| 交通运输 | 0 | 11 | 8 | 19 |
| 能源 | 2 | 8 | 8 | 18 |
| 家电 | 0 | 3 | 3 | 6 |
| 餐饮旅游 | 2 | 1 | 2 | 5 |
| 房地产 | 0 | 1 | 1 | 2 |

资料来源：安信证券研究中心、wind

3.2. 金融行业股权质押股本规模最高

从股权质押股本规模行业分布情况上看，金融是股权质押股本规模最大的行业，目前共有33.48亿股未解除质押，规模远大于其他行业。排名第二的行业为信息技术，股权质押规模为13.46亿股本，股本规模为金融行业的40%。目前共有6个行业股权质押规模超过10亿股本，依次是为金融、信息技术、建筑、农林牧渔、机械设备、基础化工。较为传统的行业股权质押规模相对较小，如房地产、家电、餐饮旅游、食品饮料、交通运输等股权质押规模均不足3亿股。

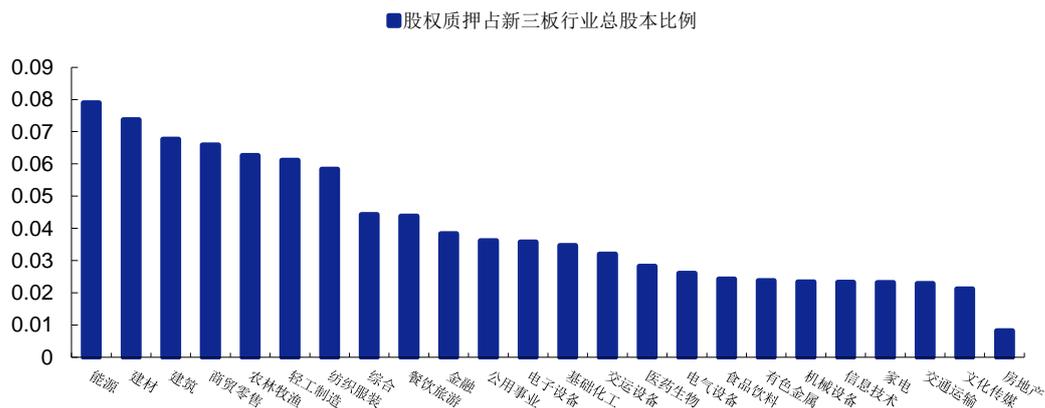
图 13：2016 年股权质押股本行业分布（万股）



资料来源：安信证券研究中心、wind

尽管金融行业股权质押股本规模最大，但只占据新三板金融行业总股本的3.84%，并不是占比最高的行业。能源、材料和建筑行业为股权质押股本占新三板行业总股本最高的三大行业，占比依次为7.89%、7.37%、6.77%。大部分行业股权质押规模占比在5%以内，总体上看，各行业的股权质押股本规模占比并不高，处在较合理水平。

图 14：股权质押占新三板行业总股本比例



资料来源：安信证券研究中心、wind

表 4：2014 年-2016 年未解除质押股本规模行业分布

| 东财行业 | 2014 年末未解除股权质押总股本 | 2015 年末未解除股权质押总股本 | 2016 年末解除股权质押总股本 | 2014 年末至今股权质押股本增长率 |
|------|-------------------|-------------------|------------------|--------------------|
| 金融 | 88,581.93 | 302895.18 | 334802.18 | 277.96% |
| 信息技术 | 28,180.08 | 69657.92 | 134578.56 | 377.57% |
| 建筑 | 11,167.00 | 52014.80 | 120295.16 | 977.24% |
| 农林牧渔 | 4,803.40 | 45978.32 | 113411.37 | 2261.06% |
| 机械设备 | 22,376.29 | 69026.66 | 108902.12 | 386.69% |
| 基础化工 | 8,456.37 | 53517.33 | 100826.98 | 1092.32% |
| 综合 | 2,000.00 | 55346.86 | 73291.15 | 3564.56% |
| 电子设备 | 9,102.83 | 34542.39 | 65532.00 | 619.91% |
| 医药生物 | 4,906.00 | 39430.40 | 61244.03 | 1148.35% |
| 轻工制造 | 2,332.00 | 22844.09 | 56829.54 | 2336.94% |
| 公用事业 | 3,122.00 | 41175.50 | 55103.23 | 1665.00% |
| 电气设备 | 1,698.00 | 24063.90 | 52033.44 | 2964.40% |
| 文化传媒 | 11,840.57 | 15071.20 | 47807.51 | 303.76% |
| 交运设备 | 4,346.28 | 23702.04 | 37008.08 | 751.49% |
| 有色金属 | 8,050.00 | 30021.27 | 34774.91 | 331.99% |
| 能源 | 3,000.00 | 27003.11 | 32778.54 | 992.62% |
| 纺织服装 | 0.00 | 11300.00 | 28141.47 | 149.04% |
| 商贸零售 | 300.00 | 12270.00 | 27244.62 | 8981.54% |
| 建材 | 1,700.00 | 27533.37 | 26744.41 | 1473.20% |
| 交通运输 | 0.00 | 17564.48 | 23759.48 | 35.27% |
| 食品饮料 | 0.00 | 9275.33 | 20784.53 | 124.08% |
| 餐饮旅游 | 500.00 | 6110.00 | 11050.00 | 2110.00% |
| 家电 | 0.00 | 5200.00 | 8350.00 | 60.58% |
| 房地产 | 0.00 | 810.00 | 1650.00 | 103.70% |

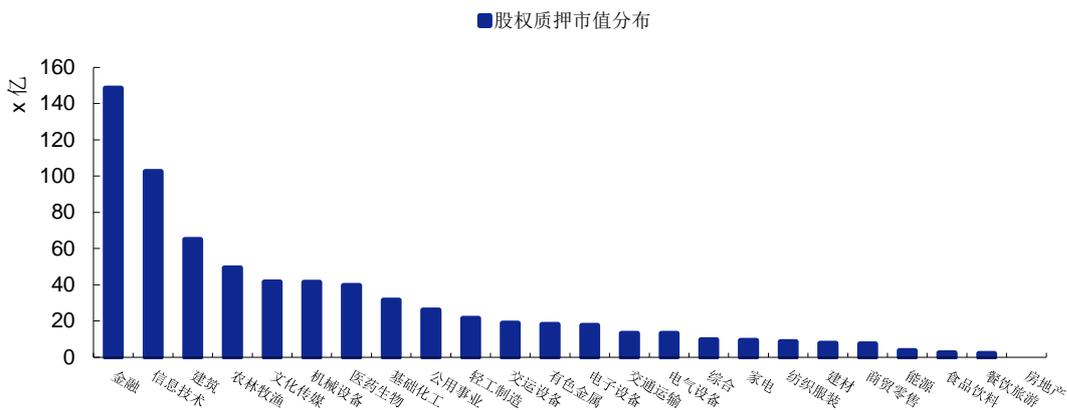
资料来源：安信证券研究中心、wind

3.3. 股权质押市值行业分布呈两极分化

我们以新三板公司股权质押公告日市值作为基准计算股权质押市值规模，金融和信息技术是股权质押市值规模最大的两大行业，市值均超过百亿，其中金融行业股权质押市值为 148.85 亿元，信息技术 102.49 亿元。建筑、农林牧渔、文化传媒、机械设备为第二梯队，股权质押市值均超过 40 亿元，共有 9 个行业股权质押市值在 10 亿元以下。

整体来看，各行业股权质押市值分布呈现两极分化，金融、信息技术、机械设备、文化传媒等受关注度较高的行业股权质押市值规模较大，而房地产、餐饮旅游、食品饮料、能源等传统行业股权质押市值规模相对较小，两个极端的股票质押市值规模相差超过 70 倍。

图 15: 2016 年股权质押市值分布 (亿元)



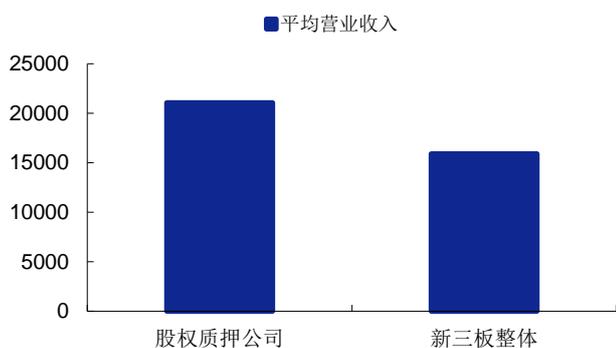
资料来源: 安信证券研究中心、wind

4. 股权质押公司盈利和估值均高于平均

4.1. 股权质押公司平均营收和净利润规模高于新三板平均值

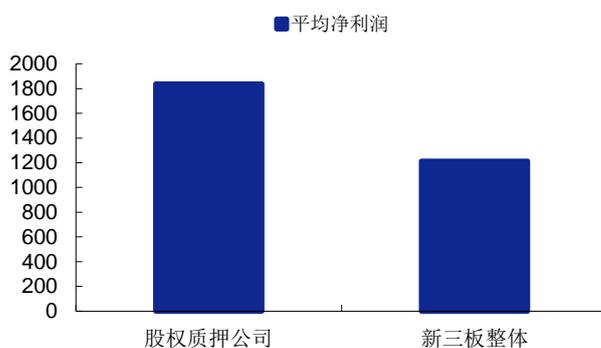
股权质押公司平均营收和净利润规模均高出新三板整体平均水平。股权质押公司的平均营业收入为 2.1 亿元, 高出新三板平均值 32.27%; 股权质押公司平均净利润为 1836.64 万元, 新三板平均净利润为 1211.73 万元, 股权质押公司平均净利润高于新三板整体平均 51.57%。新三板股权质押公司平均营收和净利润均高于新三板平均水平。

图 16: 平均营业收入对比 (万元)



资料来源: 安信证券研究中心、wind

图 17: 平均净利润对比 (万元)

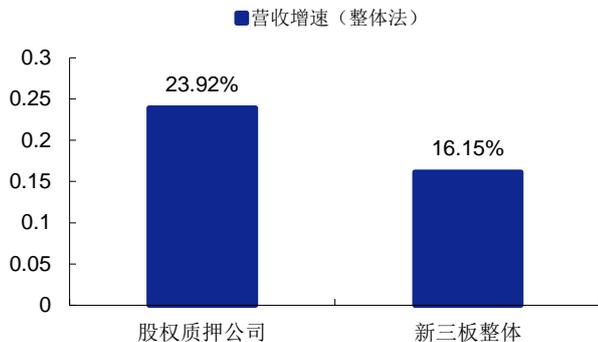


资料来源: 安信证券研究中心、wind

4.2. 股权质押公司净利润增速较高，表现出较好盈利能力

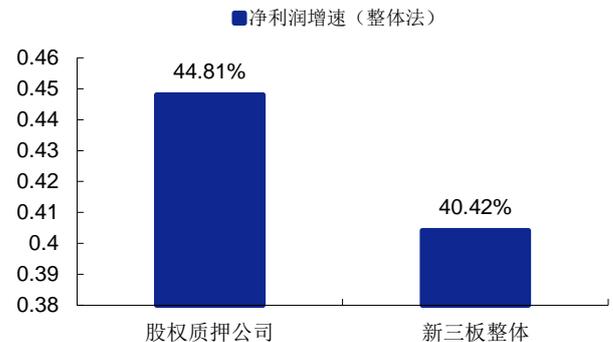
从营收和净利润增速来看，股权质押公司略高于新三板平均水平。按整体法来计算，股权质押公司 2015 年的营收增速为 23.92%，高出新三板营收增速 7.77 个百分点。股权质押公司表现出较好的净利润增速水平，2015 年增速达到 44.81%，同样高于新三板净利润整体净利润增速。总的来看，股权质押公司在营收和净利润规模和增速上相对于新三板整体有更好的表现。

图 18：营收增速对比



资料来源：安信证券研究中心、wind

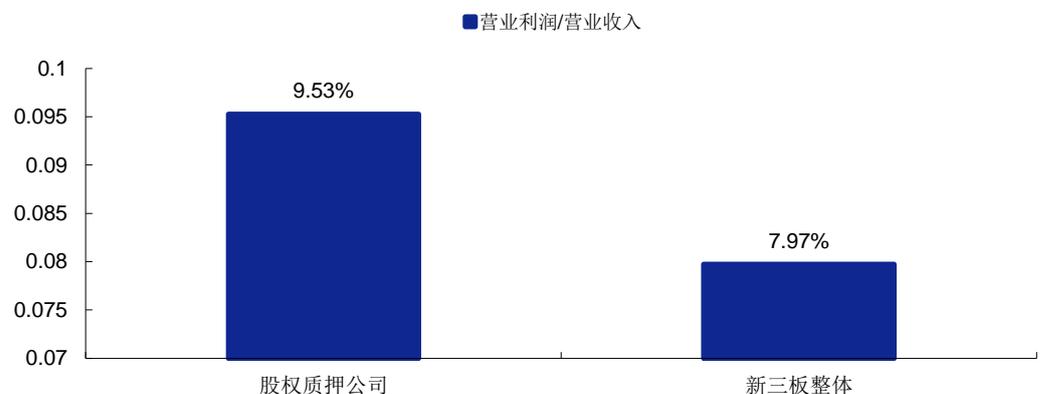
图 19：净利润增速对比



资料来源：安信证券研究中心、wind

从营业利润率情况看，目前股权质押公司高于新三板平均值，2015 年营业利润率为 9.53%，新三板整体水平为 7.97%。总的来说，根据几个基本盈利指标上看，股权质押公司的盈利能力是高于新三板平均水平，体现一定的成长能力，抵抗风险能力正有所提升。

图 20：营业利润率对比

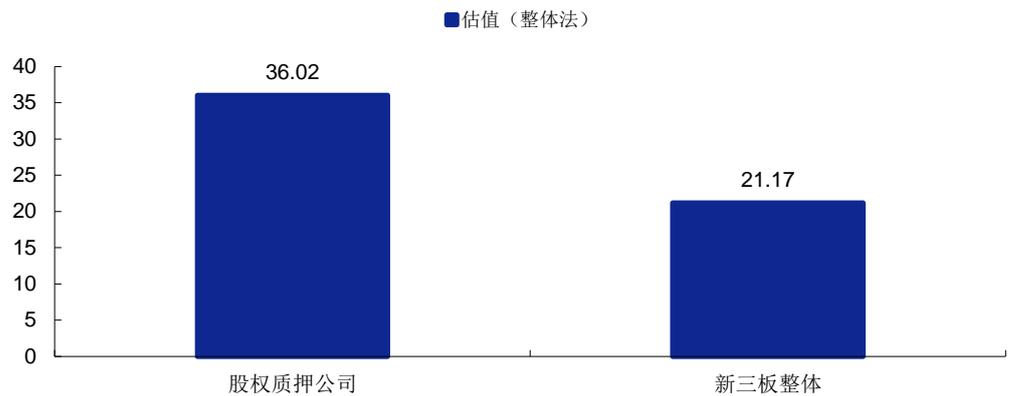


资料来源：安信证券研究中心、wind

4.3. 股权质押公司估值显著高于新三板整体水平，股权质押融资动力强

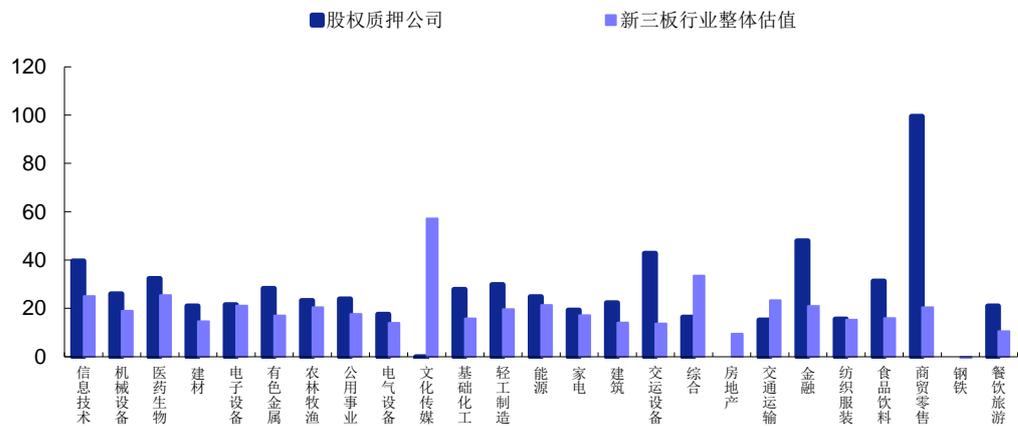
目前股权质押公司整体估值为 36.02 倍，大幅高于新三板整体估值水平。我们以 2015 年财务数据为基础，用整体法计算 763 家股权质押整体估值为 36.02x，而同期新三板整体估值为 21.17 倍，股权质押公司估值显著高于新三板整体估值水平。较高的估值水平或许也在一定程度上加强了新三板企业进行股权质押的动力。

图 21：估值对比



资料来源：安信证券研究中心、wind

图 22：行业估值对比



资料来源：安信证券研究中心、wind

表 5：股权质押公司&新三板行业估值表

| 东财行业 | 股权质押公司 | 新三板行业整体估值 | 估值差 |
|------|---------|-----------|----------|
| 信息技术 | 39.57 | 25.12 | 57.51% |
| 机械设备 | 26.03 | 19.06 | 36.55% |
| 医药生物 | 32.38 | 25.53 | 26.81% |
| 建材 | 20.98 | 14.63 | 43.42% |
| 电子设备 | 21.58 | 21.18 | 1.89% |
| 有色金属 | 28.21 | 17.01 | 65.79% |
| 农林牧渔 | 23.22 | 20.51 | 13.24% |
| 公用事业 | 23.95 | 17.64 | 35.73% |
| 电气设备 | 17.50 | 13.97 | 25.34% |
| 文化传媒 | -267.97 | 57.23 | -568.23% |
| 基础化工 | 27.81 | 15.85 | 75.46% |
| 轻工制造 | 29.90 | 19.66 | 52.12% |
| 能源 | 24.76 | 21.42 | 15.60% |
| 家电 | 19.30 | 17.19 | 12.29% |
| 建筑 | 22.35 | 14.16 | 57.78% |
| 交运设备 | 42.84 | 13.75 | 211.52% |
| 综合 | 16.41 | 33.52 | -51.04% |
| 房地产 | 0.00 | 9.51 | -100.00% |

| | | | |
|------|---------|---------|---------|
| 交通运输 | 15.23 | 23.40 | -34.93% |
| 金融 | 48.00 | 20.93 | 129.39% |
| 纺织服装 | 15.52 | 15.29 | 1.52% |
| 食品饮料 | 31.34 | 15.99 | 96.04% |
| 商贸零售 | 99.53 | 20.46 | 386.51% |
| 钢铁 | #DIV/0! | -117.40 | #DIV/0! |
| 餐饮旅游 | 20.94 | 10.62 | 97.22% |

资料来源：安信证券研究中心、wind

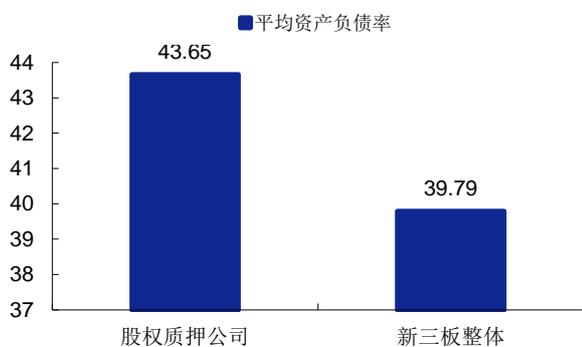
5. 股权质押公司负债率略高，经营性现金流净额不足

5.1. 资产负债率高于新三板平均水平，流动比率低平均水平

股权质押公司平均负债率适中，但高于新三板平均负债率，流动比率显著低于新三板平均水平。目前股权质押公司平均负债率为 43.65%，水平适中，但高出新三板平均水平近 4 个百分点。股权质押流动比率 3.36，显著低于新三板平均水平。整体来看，新三板公司负债率整体不高，虽然股权质押公司资产负债率高于平均水平，但任处于较为安全区域，股权质押公司流动比率指标也比较健康，短期债务对公司的压力不大。

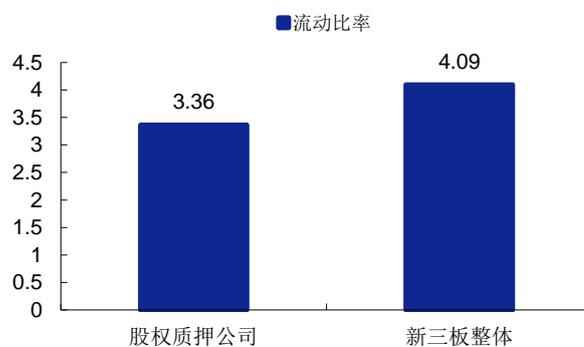
目前未解除股权质押公司共有 763 家，其中有 71 家公司资产负债率超过 70%，占股权质押总数比例接近 10%，这类公司资产负债率超过红线，并且其中有 42 家公司经营性现金流为负，公司经营上的风险或许会对质押权人带来一定的风险。

图 23：资产负债率对比图



资料来源：安信证券研究中心、wind

图 24：流动比率对比图



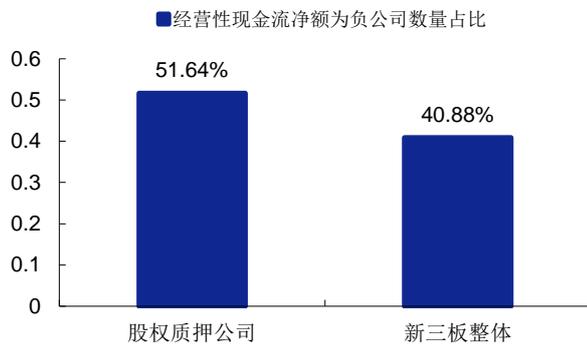
资料来源：安信证券研究中心、wind

5.2. 股权质押公司经营性现金流净额不足

股权质押公司经营性现金流净额为负的占比超过 5 成，显著高于新三板平均水平。统计目前新三板股权质押公司经营现金流净额情况，超过一半的公司现金流净额为负，表现出目前股权质押公司经营现金流比较吃紧的状况。在看看经营性现金流净额与流动负债比值，我们用整体法计算比率，股权质押公司比值为 0.06，表明企业目前经营性现金流净额难以覆盖短期负债，公司正处于发展时期，需要资金的支持，或许能侧面说明公司股权质押的动力所在，但也不能忽视此时股权质押公司所面临的经营风险。然而新三板整体的比值也仅为 0.15，虽然大幅高于股权质押的公司，但仍然表现出经营性现金净额不高的风险。总体上看股权质押公司经营现金流净额为负的比例较高，而且难以覆盖公司目前的短期债务，这或许与目前

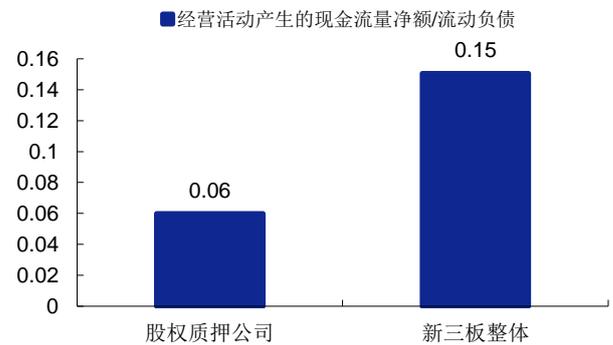
新三板公司规模尚小，上下游议价能力不强，造成经营性现金流净额较为紧张的局面。

图 25: 经营性现金流净额为负公司数量占比



资料来源: 安信证券研究中心、wind

图 26: 经营活动产生的现金流量净额/流动负债



资料来源: 安信证券研究中心、wind

表 6: 资产负债率高于 70% 公司相关指标

| 证券代码 | 证券简称 | 2015 年营业总收入 (万元) | 2015 年净利润 (万元) | 资产负债率 (%) | 流动比率 | 经营活动产生的现金流量净额/流动负债 | 经营性现金流净额 (万元) | 东财行业 |
|-----------|-------|------------------|----------------|-----------|------|--------------------|---------------|------|
| 833933.OC | ST 诸葛 | 9576.98 | -64038.10 | 208.66 | 0.40 | -0.65 | -31854.60 | 文化传媒 |
| 831051.OC | ST 春秋 | 13388.54 | -11634.19 | 155.57 | 0.62 | -0.14 | -3141.71 | 文化传媒 |
| 831110.OC | ST 荣腾 | 6052.16 | -6898.36 | 113.28 | 0.42 | -0.13 | -3328.19 | 交运设备 |
| 831113.OC | 杰盛通信 | 6792.13 | 14.63 | 95.66 | 1.04 | 0.02 | 620.38 | 信息技术 |
| 831366.OC | 国龙医疗 | 12023.27 | -3631.62 | 93.39 | 0.19 | 0.00 | 65.46 | 医药生物 |
| 832144.OC | 软智科技 | 586.66 | -330.73 | 93.19 | 0.89 | -0.01 | -164.24 | 信息技术 |
| 430753.OC | 琼中农信 | 16059.69 | 2286.19 | 92.85 | 0.00 | 0.00 | 36484.88 | 金融 |
| 833753.OC | 超音速 | 2167.01 | -560.27 | 90.46 | 0.88 | -0.31 | -541.06 | 机械设备 |
| 430127.OC | 英雄互娱 | 10719.34 | 1979.54 | 89.43 | 0.77 | -0.08 | -23671.05 | 文化传媒 |
| 830993.OC | 壹玖壹玖 | 119643.28 | 1208.97 | 89.14 | 1.05 | -0.02 | -2479.03 | 商贸零售 |
| 835154.OC | 昌盛日电 | 220380.91 | 17422.06 | 87.80 | 1.04 | 0.50 | 187072.41 | 电气设备 |
| 835027.OC | 江宸智能 | 3241.57 | -743.33 | 87.69 | 0.56 | 0.18 | 2079.41 | 交运设备 |
| 834435.OC | 东田药业 | 1515.44 | -370.79 | 85.47 | 0.22 | 0.30 | 2157.60 | 医药生物 |
| 834944.OC | 联圣发展 | 14537.92 | -744.73 | 84.76 | 0.99 | -0.20 | -2694.12 | 商贸零售 |
| 832845.OC | 木村树 | 2341.64 | -348.85 | 84.13 | 1.11 | -0.09 | -307.98 | 基础化工 |
| 430317.OC | 日升天信 | 12459.53 | 136.45 | 83.80 | 0.69 | 0.20 | 927.25 | 文化传媒 |
| 832587.OC | 金杉粮油 | 1476.05 | -136.39 | 83.43 | 0.70 | -0.10 | -166.85 | 食品饮料 |
| 832237.OC | 美好世界 | 2518.30 | -777.24 | 83.38 | 0.94 | 1.20 | 747.99 | 轻工制造 |
| 833840.OC | 永安期货 | 436104.25 | 47860.60 | 83.00 | 0.00 | 0.00 | 340436.64 | 金融 |
| 832444.OC | 蓝海骆驼 | 38284.93 | 309.22 | 82.91 | 1.20 | -0.18 | -5460.10 | 商贸零售 |
| 831372.OC | 宝成股份 | 57413.07 | 4833.86 | 82.13 | 0.94 | 0.04 | 2940.74 | 机械设备 |
| 834388.OC | 远成股份 | 43810.13 | 191.66 | 81.83 | 0.76 | -0.04 | -2422.42 | 交运设备 |
| 832425.OC | 国农基业 | 97.75 | -216.09 | 81.61 | 1.06 | -0.03 | -36.05 | 农林牧渔 |
| 832870.OC | 博浪股份 | 15389.68 | 180.32 | 81.01 | 1.13 | 0.03 | 425.61 | 基础化工 |
| 830899.OC | 联讯证券 | 155183.60 | 47007.07 | 80.95 | 0.00 | 0.00 | 253859.35 | 金融 |
| 833886.OC | 万达业 | 2028.91 | -120.27 | 80.57 | 1.89 | -0.33 | -555.49 | 机械设备 |
| 833276.OC | 竹林居 | 2010.97 | -3.13 | 80.14 | 0.86 | -0.17 | -332.82 | 农林牧渔 |
| 832372.OC | 西藏能源 | 496.60 | -821.75 | 79.16 | 0.78 | -0.22 | -1496.53 | 公用事业 |
| 833941.OC | 伊悦尼 | 2500.31 | 27.86 | 78.70 | 0.77 | -0.16 | -521.02 | 交运设备 |
| 833930.OC | 通海绒业 | 10664.18 | 446.67 | 78.45 | 0.60 | -0.03 | -633.21 | 纺织服装 |
| 830780.OC | 永鹏科技 | 42991.26 | 1698.97 | 78.05 | 1.24 | 0.01 | 253.09 | 信息技术 |
| 430406.OC | 奥美格 | 9979.50 | 524.61 | 77.45 | 1.25 | 0.45 | 4029.35 | 电气设备 |

| | | | | | | | | |
|-----------|------|-----------|----------|-------|------|-------|----------|------|
| 833516.OC | 牧宝车居 | 10787.97 | 411.60 | 77.07 | 0.97 | -0.50 | -7761.73 | 交运设备 |
| 831873.OC | 环宇建工 | 247336.39 | 5102.52 | 77.00 | 1.16 | 0.04 | 6346.51 | 建筑 |
| 430617.OC | 欧迅体育 | 9238.53 | -2263.21 | 76.85 | 0.56 | -0.02 | -141.51 | 轻工制造 |
| 430401.OC | 声威电声 | 5503.12 | -245.49 | 76.79 | 0.73 | 0.10 | 613.00 | 电子设备 |
| 830796.OC | 云南路桥 | 287487.00 | 4359.20 | 76.22 | 0.89 | -0.01 | -2607.42 | 机械设备 |
| 831809.OC | 锡南铸机 | 15729.69 | 613.00 | 76.21 | 1.04 | 0.04 | 987.82 | 机械设备 |
| 430267.OC | 盛世光明 | 3337.84 | 53.36 | 75.77 | 1.24 | -0.23 | -1182.37 | 信息技术 |
| 831046.OC | 雷克利达 | 14431.43 | 779.48 | 75.74 | 1.31 | -0.04 | -463.42 | 建筑 |
| 834201.OC | 柳鑫股份 | 31384.39 | 1042.19 | 75.68 | 1.49 | -0.02 | -383.61 | 有色金属 |
| 833032.OC | 特耐股份 | 23681.55 | 2002.13 | 75.31 | 1.02 | -0.34 | -6551.69 | 建材 |
| 833738.OC | 大象股份 | 40266.02 | 5047.14 | 74.99 | 1.58 | -0.10 | -2577.17 | 文化传媒 |
| 835177.OC | 人立文创 | 9100.78 | 545.12 | 74.56 | 0.65 | -0.26 | -2788.16 | 建材 |
| 834586.OC | 中鼎联合 | 46362.70 | -9158.74 | 74.43 | 0.77 | -0.02 | -1287.13 | 农林牧渔 |
| 831437.OC | 天劲股份 | 41095.93 | 2259.14 | 74.41 | 1.17 | -0.12 | -4757.67 | 电气设备 |
| 832689.OC | 德尔能 | 37333.14 | 1722.87 | 74.39 | 1.23 | -0.16 | -3041.03 | 电气设备 |
| 430601.OC | 吉玛基因 | 4287.53 | 443.63 | 74.33 | 1.06 | 0.03 | 122.80 | 医药生物 |
| 834153.OC | 炜田新材 | 7808.53 | 304.69 | 73.80 | 0.86 | -0.01 | -75.90 | 基础化工 |
| 834545.OC | 润升牛业 | 3077.19 | 131.16 | 73.57 | 0.40 | -0.02 | -109.54 | 农林牧渔 |
| 832155.OC | 卫东化工 | 18113.63 | 256.02 | 73.18 | 0.50 | 0.12 | 2329.04 | 基础化工 |
| 831153.OC | 全通服 | 32677.10 | 2691.34 | 73.07 | 1.36 | -0.12 | -2566.81 | 信息技术 |
| 833877.OC | 万得福 | 6625.74 | 494.78 | 73.02 | 0.29 | 0.10 | 1106.62 | 基础化工 |
| 830991.OC | 康盛伟业 | 8177.84 | -197.71 | 73.01 | 0.87 | -0.08 | -495.44 | 建筑 |
| 831939.OC | 博琳包装 | 3837.04 | -849.98 | 72.94 | 0.70 | 0.05 | 244.08 | 轻工制造 |
| 832532.OC | 大亚股份 | 42603.14 | 2250.89 | 72.74 | 0.98 | 0.11 | 4354.82 | 机械设备 |
| 834570.OC | 瑞贝科技 | 9138.61 | 1101.93 | 72.39 | 1.19 | -0.12 | -676.29 | 基础化工 |
| 833238.OC | 森维园林 | 8311.30 | 432.64 | 72.06 | 1.37 | -0.05 | -526.56 | 建筑 |
| 832451.OC | 神州电子 | 24360.07 | 407.43 | 71.48 | 1.17 | -0.02 | -1011.45 | 电子设备 |
| 835826.OC | 莱盛隆 | 8051.98 | 519.23 | 71.38 | 1.30 | -0.29 | -2048.94 | 电子设备 |
| 430365.OC | 赫宸环境 | 7325.92 | 18.68 | 71.20 | 1.20 | -0.04 | -338.68 | 机械设备 |
| 831329.OC | 海源达 | 480182.91 | -678.90 | 71.11 | 1.35 | -0.24 | -7216.62 | 商贸零售 |
| 833182.OC | 万星面业 | 6967.87 | 835.02 | 71.09 | 0.62 | 0.13 | 1037.46 | 食品饮料 |
| 832020.OC | 恩施商贸 | 31049.07 | 335.16 | 71.01 | 0.61 | 0.02 | 323.60 | 商贸零售 |
| 430252.OC | 联宇技术 | 7163.95 | 490.08 | 71.00 | 1.05 | 0.09 | 801.22 | 信息技术 |
| 832657.OC | 光合文旅 | 44735.58 | 908.58 | 70.83 | 1.27 | 0.05 | 3927.85 | 建筑 |
| 834705.OC | 联力股份 | 2022.78 | -18.81 | 70.72 | 1.07 | -0.11 | -175.33 | 家电 |
| 430741.OC | 格林绿化 | 9445.86 | 832.60 | 70.61 | 1.21 | 0.04 | 422.74 | 建筑 |
| 831365.OC | 华意隆 | 18428.10 | 686.98 | 70.56 | 0.74 | 0.03 | 763.01 | 机械设备 |
| 832186.OC | 惠尔顿 | 7955.39 | -400.91 | 70.51 | 0.57 | -0.12 | -906.76 | 交运设备 |
| 833789.OC | 贵之步 | 7613.65 | 329.43 | 70.35 | 1.34 | 0.40 | 3108.58 | 纺织服装 |

资料来源：安信证券研究中心、wind

■ 分析师声明

诸海滨、桑威声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

| | | | |
|-------|-----|---------------|---------------------------|
| 上海联系人 | 朱贤 | 021-35082852 | zhuxian@essence.com.cn |
| | 许敏 | 021-35082953 | xumin@essence.com.cn |
| | 孟硕丰 | 021-35082788 | mengsf@essence.com.cn |
| | 李栋 | 021-35082821 | lidong1@essence.com.cn |
| | 侯海霞 | 021-35082870 | houhx@essence.com.cn |
| 北京联系人 | 潘艳 | 021-35082957 | panyan@essence.com.cn |
| | 原晨 | 010-83321361 | yuanchen@essence.com.cn |
| | 温鹏 | 010-83321350 | wenpeng@essence.com.cn |
| | 田星汉 | 010-83321362 | tianxh@essence.com.cn |
| | 王秋实 | 010-83321351 | wangqs@essence.com.cn |
| 深圳联系人 | 张莹 | 010-83321366 | zhangying1@essence.com.cn |
| | 李倩 | 010-83321355 | liqian1@essence.com.cn |
| | 周蓉 | 010-83321367 | zhourong@essence.com.cn |
| | 胡珍 | 0755-82558073 | huzhen@essence.com.cn |
| | 范洪群 | 0755-82558044 | fanhq@essence.com.cn |
| | 孟昊琳 | 0755-82558045 | menghl@essence.com.cn |
| | 邓欣 | 0755-82821690 | dengxin@essence.com.cn |

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034