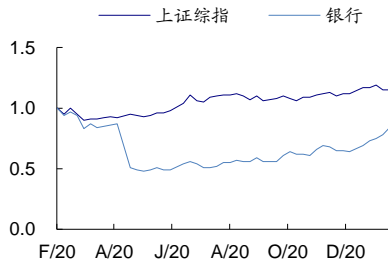


一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《2020年银行监管数据快评: 压制估值的因素进一步消除》——2021-02-10  
 《2020理财年度报告快评: 理财转型顺利, 无需过虑》——2021-02-01  
 《2021年2月银行业投资策略: 企业客户偿债能力持续修复》——2021-01-30  
 《行业快评: 维持2021年M2增速9.0%的预测》——2021-01-29  
 《美国四大行四季报点评: 削减拨备, 大幅改善业绩》——2021-01-23

证券分析师: 王剑

电话: 021-60875165  
 E-MAIL: wangjian@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518070002  
 联系人: 贺晨  
 电话: 010-88005126  
 E-MAIL: hechen1@guosen.com.cn

证券分析师: 陈俊良

电话: 021-60933163  
 E-MAIL: chenjunliang@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519010001

证券分析师: 田维韦

电话: 021-60875161  
 E-MAIL: tianweiwei@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520030002

行业专题

银行如何玩转“商行+投行”?

● “商行+投行”战略是银行在客户融资需求多样化背景下的产物

在狭义的商投联动下, 商业银行主要通过内部存贷汇业务与资本市场业务之间相互合作产生“商行+投行”联动。而更广义的商投联动不仅包括商业银行自身内部协调, 还包括银行与外界券商、基金等机构的合作。

● “商行+投行”可分为投贷联动、大资本市场和传统投行业务三类

投贷联动主要针对具有新兴产业高成长性、抵押资产相对有限等特征的未上市初创及成长期企业, 具体业务包括以财务顾问为核心的“跟投”“跟贷”、认股权贷款; 大资本市场业务的典型代表是股权投资基金业务和结构化定向增发投资业务等; 传统投行业务包括债券承销、并购重组等服务, 满足成长期和成熟期企业直接融资需求。当前我国商业银行开展“商行+投行”战略主要以债券承销、财务顾问和结构化融资为主。

● 实践证明“商行+投行”战略有利于提高银行盈利能力与竞争力

从国外案例看, 硅谷银行扎根科技中心, 与全美创业风投圈关系紧密, 为大量优质企业、PE/VC提供贷款、直接投资、资金托管等服务。“商行+投行”战略下硅谷银行获得了长期超额收益, 2001-2019 硅谷银行平均ROA、ROE分别为1.18%和11.98%, 高出行业0.18和2.3个百分点。

从国内案例看, 招商银行通过与PE/VC结合的投贷联动, 为处于创业期和成长期企业提供债权和股权等综合性融资服务, 非息收入、手续费收入占比分别为37.4%和28.6%。高“手续费净收入/平均资产”成为推动招商银行盈利能力常年位居行业前列的重要因素, 截至2020年三季度, 招商银行年化ROE高达15.7%, 位居上市银行第一。

● 投资建议

“商行+投行”模式将有助于银行实现客户资源、资金成本、销售覆盖等方面的协同发展, 满足客户各类融资需求, 并跟进高风险高收益的融资业务。目前银行板块估值处于历史较低水平, 我们维持行业“超配”评级不变, 重点推荐估值低、稳定性好的工商银行, 以及管理机制好、业绩高增长的宁波银行、招商银行、常熟银行、成都银行。

● 风险提示

银行过度、过快进行“商行+投行”转型及创新, 致使金融风险加剧; 宏观经济大幅下行, 银行资产质量恶化; 市场下跌、金融监管趋严、市场竞争加剧等, 对银行估值修复带来不确定性。

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2020E	2021E	2020E	2021E
601398	工商银行	买入	5.15	1749	0.81	0.87	6.4	5.9
002142	宁波银行	买入	42.53	258	2.52	2.88	17.1	14.9
600036	招商银行	增持	54.55	1372	3.64	4.12	15.0	13.3
601128	常熟银行	增持	7.19	19	0.66	0.72	10.6	9.6
601838	成都银行	买入	10.38	40	1.56	1.75	7.1	6.3

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 内容目录

走近“商行+投行” .....	4
“商行+投行”的主要业务模式 .....	6
模式一：投贷联动 .....	7
模式二：大资本市场业务 .....	8
模式三：传统投行业务 .....	9
我国银行开展“商行+投行”的基本情况 .....	9
<b>硅谷银行——“商行+投行”的典范 .....</b>	<b>9</b>
硅谷银行简介 .....	9
硅谷银行业务模式 .....	10
硅谷银行财务分析：“商行+投行”下资金良性循环 .....	11
<b>招商银行：向“轻型银行”转型 .....</b>	<b>13</b>
招商银行“商行+投行”主要业务模式 .....	13
招商银行财务分析：非息收入为盈利做出突出贡献 .....	15
<b>投资建议 .....</b>	<b>17</b>
<b>风险提示 .....</b>	<b>17</b>
<b>国信证券投资评级 .....</b>	<b>19</b>
<b>分析师承诺 .....</b>	<b>19</b>
<b>风险提示 .....</b>	<b>19</b>
<b>证券投资咨询业务的说明 .....</b>	<b>19</b>

## 图表目录

图 1: 以美国为代表的金融控股公司模式.....	5
图 2: 以英国为代表的银行控股公司模式.....	5
图 3: 以德国为代表的全能银行模式.....	5
图 4: 1991-2006 年银行盈利水平迅速提高.....	6
图 5: 90 年代以来, 银行净息差收窄.....	6
图 6: 90 年代以来, 非息收入重要性上升.....	6
图 7: “其他”非息收入项快速提高.....	6
图 8: 商业银行“跟投”、“跟贷”模式.....	7
图 9: 商业银行认股权贷款主要流程.....	7
图 10: 商业银行参与股票定向增发主要流程.....	8
图 11: 商业银行股权投资基金模式主要流程.....	8
图 12: 硅谷银行 2019 年末业务板块划分.....	10
图 13: 硅谷银行利用“商行+投行”战略, 专注服务 PE/VC 及高成长企业.....	11
图 14: 硅谷银行 2019 年末贷款结构.....	12
图 15: 认股权证净收益为硅谷银行带来额外收入.....	12
图 16: 硅谷银行无息存款占比始终较高.....	13
图 17: 硅谷银行 ROE 超过行业平均水平.....	13
图 18: 硅谷银行盈利能力超过行业平均水平.....	13
图 19: 招商银行投贷联动模式下为企业提供综合性融资服务.....	14
图 20: 招商银行在银行间债券市场承销额稳步上升.....	15
图 21: 招商银行 ROE 超过行业平均水平.....	15
图 22: 招商银行 ROA 超过行业平均水平.....	15
图 23: 2020 年前三季度招商银行杜邦分析.....	17
表 1: 上市银行杜邦分析排名 (2020 年前三季度).....	16
表 2: 估值表.....	18

## 走近“商行+投行”

“商行+投行”又称商投联动，其本质是商业银行突破传统存贷汇业务，进行综合化转型，这是经济转型升级到一定阶段后银行业发展的必经之路。

近年来，我国商业银行经营面临产业结构升级、“金融脱媒”、客户融资需求多样化等多重挑战。

- ✓ **我国经济增速换挡，产业向互联网、新能源、高端装备为主的成长型产业升级转型。**伴随劳动力、土地等生产要素成本抬升，当前我国传统低端制造业竞争力下降，出现产业链转移、过剩产能出清现象。而以人工智能、工业互联网、物联网为代表的重知识技术、轻固定资产模式的高科技产业、高端制造业正在快速兴起，需要更加多元的金融服务，尤其是投行服务。
- ✓ **“金融脱媒”程度加深，金融市场开放、利率市场化改革稳步推进，银行业竞争日益激烈。**互联网金融新业态的快速崛起冲击银行的传统存贷汇业务空间，同时利率市场化改革叠加金融开放，银行机构间同质化服务竞争激烈，传统盈利空间遭受严重挤压。
- ✓ **直接融资占比提升，金融服务需求的多样化要求银行向综合经营发展，为客户提供全方位服务。**为更好地服务客户、满足客户多元化金融服务需求，银行向综合化经营的内在意愿与外在压力正不断增强。

在此背景下，我国不少商业银行提出向“商行+投行”转型的策略。例如，兴业银行在2016-2020年五年规划中提出建设“结算型、投资型、交易型”三型银行，并在此基础上进一步确立“商业银行+投资银行”并举的经营战略。工商银行提出“大投行”战略，深入推进传统业务与新兴业务良性互促、境内与境外有机联动、银行与非银行业务融合发展。平安银行提出要在推进零售战略转型的情况下，走“商行+投行+投资”道路，大力发展综合金融。中信银行提出“建设最佳综合融资服务银行”的发展愿景，明确强化商行与投行联动、表内与表外联动的发展思路。招商银行在“轻型银行”发展战略引领下，持续推进“投商行一体化”策略，围绕资本市场和直接融资两大场景运用的先进经验得到了同行业的广泛关注。

但什么是“商行+投行”？从定义来看，“商行”是指银行从事的传统存贷汇业务，主要是赚取息差收入，同时银行需要承担资金的信用风险并且形成资本占用。“投行”则包括投资银行、资金交易、资产管理、资产托管等在内的大金融市场业务，重点是银行以资金服务商的身份来满足客户的直接或间接融资需求，主要赚取手续费、财务顾问费等非息收入，实现较少的资本占用甚至不消耗资本、不承担信用风险。从本质来看，“商行+投行”战略是银行综合性经营的另一种表达方式，是银行在客户融资需求多样化的时代背景下的自然产物。

在狭义的商投联动下，商业银行主要通过内部存贷汇业务与资本市场业务之间相互合作产生“商行+投行”联动。而更广义的商投联动不仅包括商业银行自身内部协调，还包括银行与外界券商、基金等机构的合作。商行业务与投行业务的协同配合，可使银行全面提升对顾客的服务水平，逐渐成为金融服务行业的优质供应商，增强对客户的吸引力、提升高价值客户比重，并获得更多综合收益、分散财务风险、降低资本消耗。

国际上银行业实现“商行+投行”的组织形式主要分为三类：分别以美、英、德为代表的金融控股集团、银行控股公司和全能银行模式。具体来看，金融控股公司模式，即纯粹性、管理型控股公司模式，母公司不经营具体金融业务，只从事对附属机构的股权运作和股权管理等，附属子公司经营包括商业银行、保险承销、投资银行等在内的金融业务。银行控股公司模式是母公司为经营性的控股公司，可以从事具体的银行业务，其他领域的非银金融业务则由其所控股的子公司进行。全能银行模式则允许商业银行直接从事所有金融服务业务，即“一个法人、多块牌照、多种

业务”。

图 1：以美国为代表的金融控股公司模式



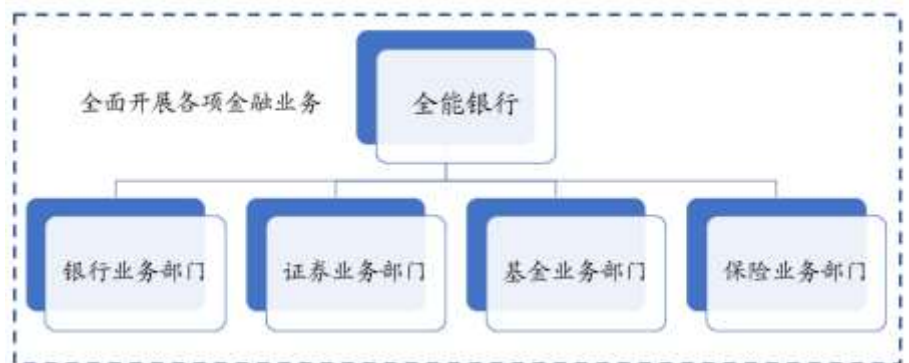
资料来源：（美）彼得 S·罗斯《商业银行管理学》，国信证券经济研究所整理

图 2：以英国为代表的银行控股公司模式



资料来源：（美）彼得 S·罗斯《商业银行管理学》，国信证券经济研究所整理

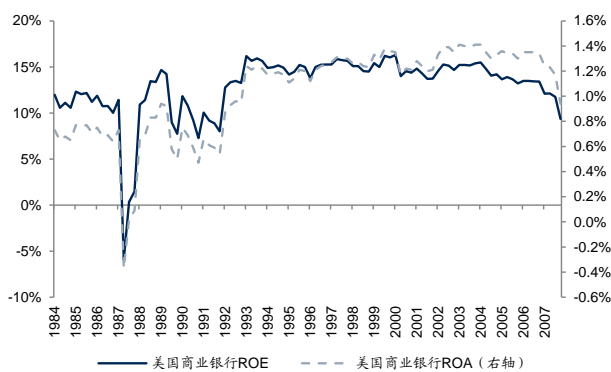
图 3：以德国为代表的全能银行模式



资料来源：（美）彼得 S·罗斯《商业银行管理学》，国信证券经济研究所整理

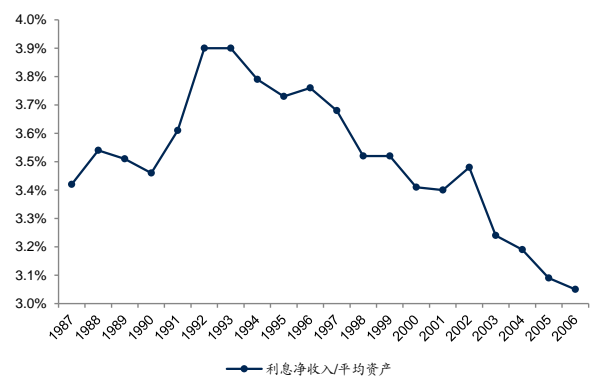
从国际经验来看，“商行+投行”的综合性经营模式能够在一定程度上拓展银行盈利来源、扩大市场份额、并提升一国银行业的国际竞争力。以美国为例，20世纪80-90年代美国商业银行从分业走向混业，在此期间，银行非利息收入持续增长，非银金融服务业务相对重要性不断上升，推动商业银行ROE水平大幅提升。1991-2006年美国商业银行平均ROE、ROA水平分别达到14.3%、1.22%，高于历史平均水平（1950-1985年美国商业银行ROA平均水平为0.72%）。贡献商业银行ROE水平上升的重要因素在于非息收入，据美联储数据，截至2006年美国商业银行非息收入占银行总收入的比重达43.7%，较1986年提高16.1个百分点。此外，进一步分析非息收入的构成，可发现包含证券化和投资银行业务等非银金融服务的“其他”非息收入项，是推动美国商业银行非息收入快速增长的主要原因，尤其在1999年后美国商业银行全面迎来以金融控股公司为代表的综合性经营模式，非息收入迎来快速上升期。

图 4：1991-2006 年银行盈利水平迅速提高



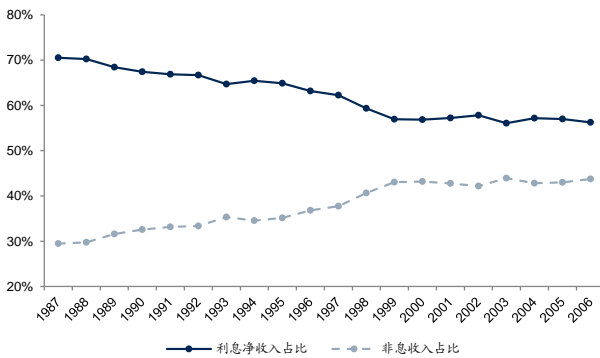
资料来源：美联储，国信证券经济研究所整理

图 5：90 年代以来，银行净息差收窄



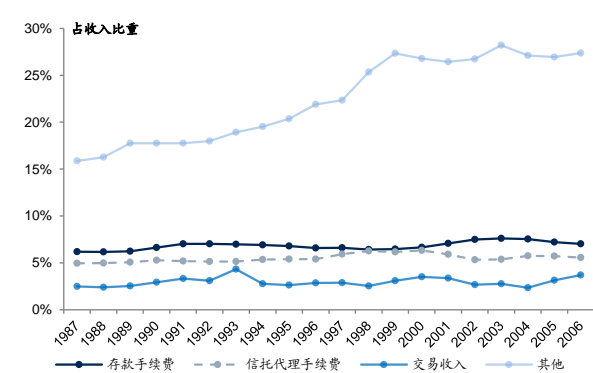
资料来源：美联储，国信证券经济研究所整理

图 6：90 年代以来，非息收入重要性上升



资料来源：美联储，国信证券经济研究所整理

图 7：“其他”非息收入项快速提高



资料来源：美联储，国信证券经济研究所整理

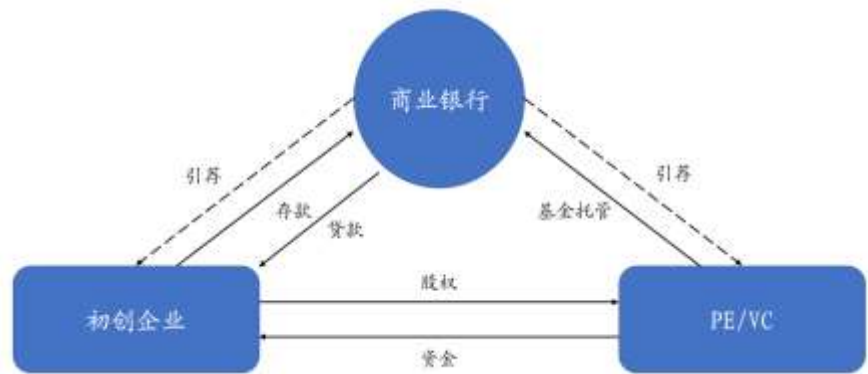
## “商行+投行”的主要业务模式

总体来看，“商行+投行”开展形式可主要分为投资联动、大资本市场和传统投行业务三类。其中，投资联动主要针对具有新兴产业高成长性、抵押资产相对有限等特征的未上市初创及成长期企业，具体业务包括以财务顾问为核心的“跟投”“跟贷”、认股权贷款；大资本市场业务的典型代表则为股权投资基金业务和结构化定向增发投资业务等；传统投行业务包括债券承销、并购重组等服务，满足成长期和成熟期企业直接融资需求。

### 模式一：投贷联动

在以财务顾问为主要身份参与的“跟投”“跟贷”模式下，商业银行在收取服务费、托管费增厚非息收入的基础上，还能享受到优质客户融资过程中的沉淀存款和优质高效贷款。一方面，商业银行以“财务顾问”的身份，筛选优质信贷客户后，对其推荐品牌实力较强、专业水平较高或紧密合作的私募股权(PE)、风险投资(VC)机构，搭建平台以便双方沟通、协商，为PE/VC与优质客户牵线搭桥。在此过程中，银行不直接承担资产风险，但可对私募股权投资基金进行托管，而企业募得资金也有望在银行进行沉淀。另一方面，对于已有合作的PE/VC投资的优质企业客户，商业银行可提供特殊的信贷支持，即“跟贷”模式，通过建立“绿色通道”对合作PE机构投资的企业适当放宽信贷投放标准。

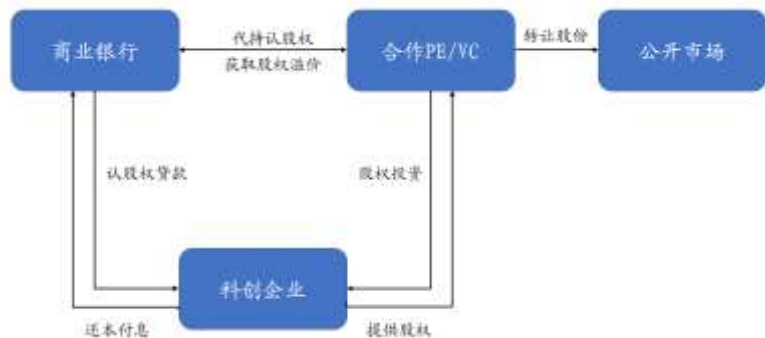
图 8：商业银行“跟投”、“跟贷”模式



资料来源：国信证券经济研究所整理

认股权贷款模式使得银行在助力企业上市的过程中，能通过合作机构代持的方式获取股权溢价，也是我国商业银行与PE/VC的重要合作模式。认股权贷款在我国又称选择权贷款，是指银行与PE/VC合作，将债权融资与股权融资业务相结合，为企业提供的结构化融资产品。一方面，银行与PE/VC进行合作，对具有高增长潜力、但抵押质押资产不足的企业进行放贷。另一方面，PE/VC对目标企业进行股权投资，并代理银行与企业签订认股权协议。认股权协议根据内容不同可分为期权、股权、收益权三种协议，协定中银行的贷款能够按照一定的比例转换成企业股权、期权，共享目标企业股权溢价。当被投资的企业通过上市或者并购、股权转让等方式实现股权的价值增值时，代理PE/VC可以代表银行抛售或者转让所持有的认股权份额，并按照约定的协议把所获得的收益分配给银行，由此银行实现对股权溢价的分成。

图 9：商业银行认股权贷款主要流程

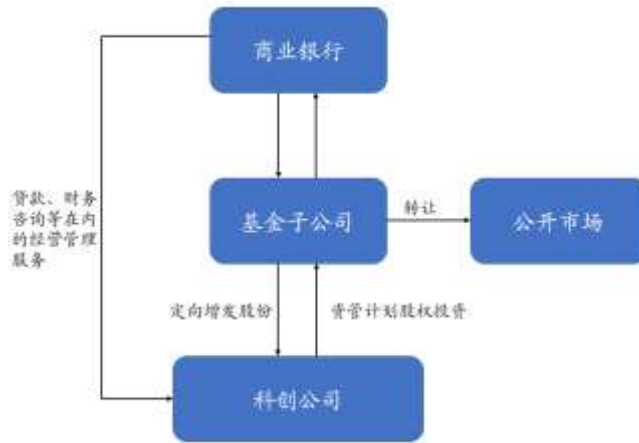


资料来源：国信证券经济研究所整理

### 模式二：大资本市场业务

商业银行可通过参与结构化定向增发，在获取固定收益的基础上得到一定浮动收益。在定向增发业务中，商业银行主要通过基金子公司、信托子公司等机构下的专项资管计划参与上市企业的“定向增发”，投资股票、债券及货币市场工具等公开交易市场标准化金融工具。其中，商业银行可以根据投资者风险偏好不同设置优先级与劣后级，理财资金投资优先级产品。此外，在股票市场表现不佳、上市企业定增难度加大的条件下，可将投资结构设计成固定收益+浮动收益。锁定期满后，若市场行情不佳，上市公司大股东以现金补足固定收益的差额部分；若市场行情向好，投资管理方可以择机抛售股票，获取二级市场投资收益。

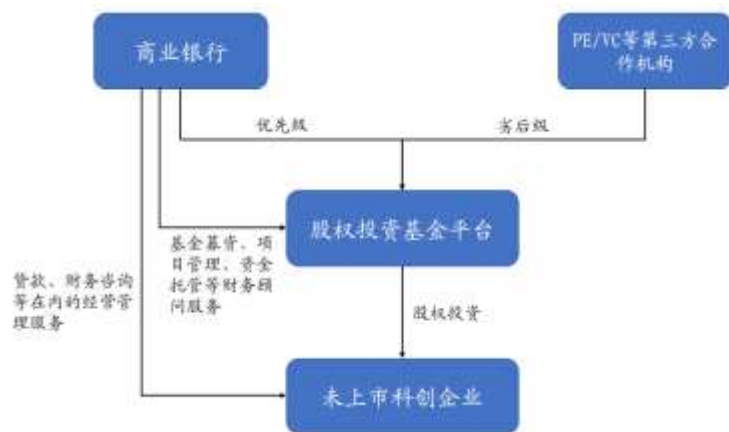
图 10：商业银行参与股票定向增发主要流程



资料来源：国信证券经济研究所整理

股权直投模式主要是商业银行通过投资子公司绕道监管进行股权投资。股权投资基金模式实际是“明股实债”模式，银行与合作投资机构首先成立股权投资基金，该基金再对目标企业进行投资。其中，银行凭借出资成为股权投资基金的有限合伙人，获得优先级份额，即承担较低的投资风险获得较低的固定收益，而第三方合作投资机构则成为普通合伙人拥有劣后级份额，即获得位于商业银行后的剩余收益分配。银行在此期间还可为股权投资基金管理机构提供项目推荐、基金募资、项目管理、资金托管等财务顾问服务。同时由于银行拥有内部评优系统，通过此系统银行可以在一定期限内对股权投资基金的优质客户提供包括贷款、财务咨询等在内的经营管理服务。

图 11：商业银行股权投资基金模式主要流程



资料来源：国信证券经济研究所整理



### 模式三：传统投行业务

以**债券股票承销**为代表的投行业务，有利于银行在授信额度有限的情况下**赚取中收，同时减轻资本消耗压力**。以债券承销为例，对银行而言，其对有贷客户的资产负债情况掌握已较为全面，为此类客户进行承销有助于发挥协同效用，降低信息收集成本及披露成本。同时，传统授信支持也为银行拿下项目承销打下重要的基础。

**并购重组服务**不仅包括**并购贷款**，还涉及到**并购前估值、并购中融资、并购后整合等全程顾问服务**。具体来看，一是为有并购重组需求的上市公司提供并购融资服务，银行可利用企业持有的上市企业股权或其他股权设立股票收益权信托，并用表外理财资金池与其对接，为企业并购重组提供融资。而相关股票按照一定的折扣率质押给信托，到期由企业或第三方以约定的溢价回购该部分股权收益权。二是为拟上市公司提供“**Pre-IPO 基金+并购贷款**”服务，主要是由银行、VC/PE 等战略投资者组成并购财团，银行在这其中通过贷款、子公司股权直投提供融资服务。同时银行还可为拟上市公司以及 Pre-IPO 基金等提供投资顾问、融资顾问、托管顾问和并购重组顾问等中介服务收取服务费，提高中收。三是为国际化企业在境外融资上市提供“**财务顾问+境外融资**”服务，银行可利用自身境内外金融平台优势，由境内分行担任并购顾问，境外分行提供境外并购贷款，境外投行子公司对海外子公司进行培育并保荐上市等方式实现商投联动。

### 我国银行开展“商行+投行”的基本情况

当前我国银行开展“商行+投行”战略仍以**银行内设控股子公司之间协同为主，同时银行往往将投行业务定位于辅助商行存贷汇传统业务发展的工具**。在创新驱动、经济转型的背景下，近年来监管层也陆续出台了相关政策鼓励商业银行以多元化的渠道开展投贷联动业务。从实际情况来看，当前我国不少银行早已经通过子公司等方式获得多种金融牌照，成为以商业银行为主的银行控股集团。截至 2020 年末，已有包括国有银行、股份制银行和城市商业银行在内 9 家银行控制或投资了证券公司，13 家银行机构出资参与设立或控股了基金管理公司，7 家银行机构出资设立保险公司，4 家银行机构投资信托公司。但在业务品种上，银行发展投行业务仍相对较少，主要包括债券承销、财务顾问和结构化融资三个领域，但整体定位仍然在于辅助传统商业银行存贷款业务的发展。

**整体来看，我们认为短期内“商行+投行”模式对银行利润的直接影**响相对有限，更多体现为**间接影响**。从体量来看，当前我国仍是以间接融资为主导的金融市场，直接融资体量远小于银行。以 2019 年数据计算，证券行业的净利润为 1231 亿元，仅占全部商业银行的 6%。从商业银行自身经营的角度来看，银行仍需探索实现高效业务协同的方式，商行与投行业务之间的考核分润、激励机制、企业文化等方面的冲突或影响最终的实际效果。

**从长远来看，更广义的商投联动正在我国逐步发展**。无论是近年来各银行不断推出的选择权贷款，还是银证合作创新的持续发展，商业银行正在逐步推进实现商业银行业务和投行业务的整合、联动和协同，“以顾促融”全面获取商业银行的投行服务收益、实现综合化经营的时代正在到来。

## 硅谷银行——“商行+投行”的典范

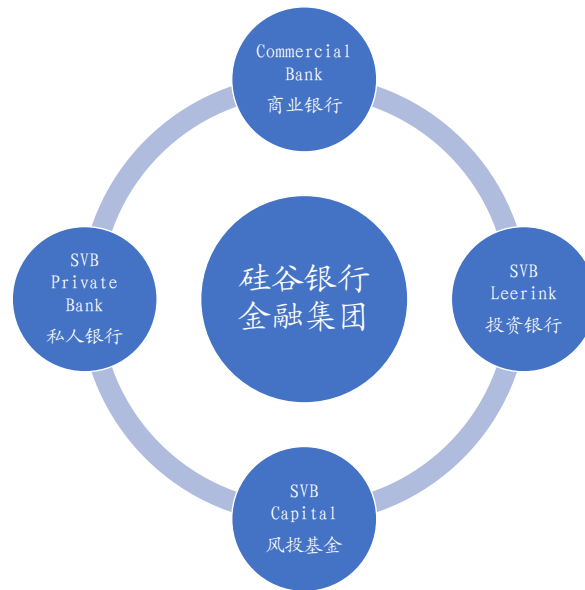
### 硅谷银行简介

**硅谷银行金融集团 (SVB Financial Group)** 是一家典型的美式金融控股公司，也是为科技型中小企业提供投融资服务的**最为成功的金融机构之一**。硅谷银行于 1983 年成立于美国加州，并逐步由一家区域性银行发展壮大成覆盖存贷汇业务、估值服务、股权投资、财务顾问等综合性业务的金融控股集团。截至 2019 年末硅谷银行金融集团的总资产约 710 亿美元，规模相对中等偏小。根据公司官网披露

的数据，VC 投资过的美国科技和生命科学公司中有大约 50%是其客户。

从业务划分来看，硅谷银行金融集团将其业务划分为四大板块。其中，硅谷银行 Commercial Bank (GCB) 负责商业银行业务，SVB Private Bank 负责私人银行业务，主要服务于 PE/VC 背后投资人和中小科创企业高管。SVB Leerink 是硅谷银行金融集团在 2019 年新收购的业务，主要从事生命科学/医疗健康领域股权、可转债、并购、股票研究与销售交易等投资银行业务。SVB Capital 为硅谷银行金融集团旗下的风投基金，可对目标企业进行股权投资。

图 12: 硅谷银行 2019 年末业务板块划分



资料来源：硅谷银行定期财报，国信证券经济研究所整理

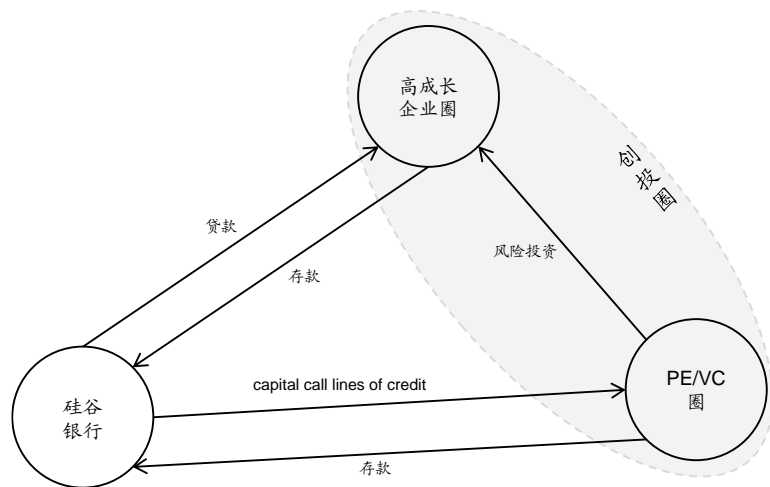
### 硅谷银行业务模式

一方面，硅谷银行金融集团大力发展认股权贷款业务、股权投资基金、传统投行等业务，开发信贷风险审批系统，处理企业融资收益与风险平衡的问题。在贷款业务方面，硅谷银行凭借其多年来多科技型中小企业成长模式、资金需求、现金流结构、生态网络的深入系统化认识，将贷款的适用性、针对性和贷后管理的细致性发挥到极致，对科技型中小企业提供创业贷款，在获取高于一般贷款利息收入的同时，有效控制信用风险。同时，硅谷银行还通过对企业发放认股权贷款来获得额外的投资收益来弥补业务的高风险，一般为企业总股本的 1%~2%，由硅谷银行金融集团持有，在企业公开上市或被购并时行使，通过认股权证来有效对冲不良贷款甚至坏账的损失。此外，对于非常看好的创业企业，硅谷银行金融集团会安排旗下 SVB Capital 进行小规模股权投资，一般每家企业的投资金额为 100~400 万美元，以便在企业成功创业实现公开上市或被并购时获取较高的资本增值，对高风险进行补偿。

另一方面，硅谷银行金融集团扎根科技中心，与全美创业和风投圈关系紧密，为大量优质 PE/VC 提供贷款、直接投资、资金托管等服务。贷款业务方面，硅谷银行以 PE/VC 背后的投资者中长期承诺付款为担保向 PE/VC 提供授信(此类贷款专有名称为 capital call line of credit)。除此之外，硅谷银行还向风投基金提供开户和基金托管等金融服务，并通过兄弟公司 SVB Capital 直接投资优秀风投基金。截至 2019 年，SVB Capital 已投资入股约 500 家风投基金公司，而反过来硅谷银行为其投资的风投基金的托管规模已超过 45 亿美元。与创投机构之间深度的合作与绑定，也使得硅谷银行与大量优质 PE/VC 形成战略联盟，银行可以根据合作中获得

的企业信息,来基本判断创业企业的管理团队、商业模式和发展前景是否得到认可,并进一步降低对企业融资的风险。

图 13: 硅谷银行利用“商行+投行”战略,专注服务 PE/VC 及高成长企业



资料来源: 硅谷银行定期财报, 国信证券经济研究所整理

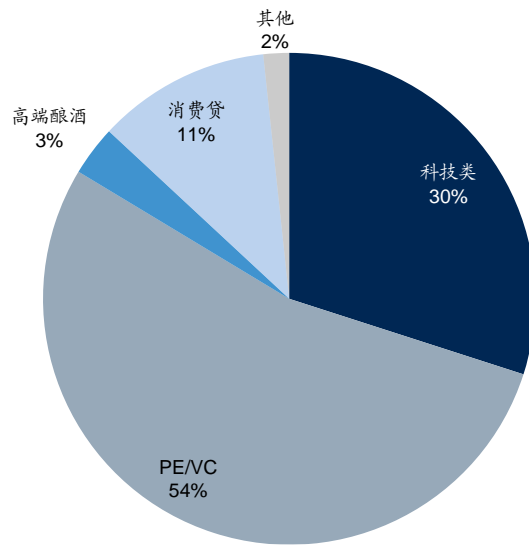
整体来看,根据企业“起步、成长、上市准备、成功上市”四个典型发展阶段的需求特点,硅谷银行金融集团与 PE/VC 建立深度合作,并将投行业务与商行业务灵活搭配,满足高成长性企业的全方位、各个时期的融资需求。

- ✓ 在企业起步期,硅谷银行通过自身深耕科技企业贷款业务多年获取的历史数据,开发信贷风险评级模型,进行资产组合和风险定价,在传统商行业务中实行特殊便捷的小企业贷款流程,为企业设计保证、抵押、信用的组合融资方案,且可通过认股权贷款业务分享或有股权溢价。对特别看好的公司,通过 SVB Capital 进行股权投资。
- ✓ 在企业成长期,硅谷银行的贷款品种和额度也将有所提升,可提供期限较长的项目贷款支持(通常为 12-24 个月),同时配合经营规模的成长贷款满足流动资金需求,如流动资金贷款、贸易融资等。在投行方面,硅谷银行通过担任企业私募引资顾问,协助企业引入 PE/VC 等战略投资者,进一步扩大融资的空间。
- ✓ 企业上市冲刺期,硅谷银行在过去服务的基础上,进一步提供夹层融资、并购贷款等多品种融资业务满足企业复杂的资金需求。同时,硅谷银行还为企业上市前重组、报表优化等财务顾问服务,调整企业资产和负债结构,提升利润水平,并通过 SVB Leerink 覆盖企业上市承揽承销、提供上市服务等顾问咨询业务。
- ✓ 企业上市成功期,针对企业跨越式发展的资金需求,硅谷银行提供循环贷款、银团贷款等商行服务。在投行业务方面,硅谷银行提供二级市场再融资顾问、股权市值管理等服务,解决上市公司股东参与配股、增发、增持等资本项下或并购、投资等资金需求。

### 硅谷银行财务分析：“商行+投行”下资金良性循环

从贷款业务来看,硅谷银行目标客群主要集中在高成长企业和 PE/VC 等战略投资机构,贷款主要投向科技和生命科学/医疗健康贷款、PE/VC 贷款、私人银行消费贷款三个方面。截至 2019 年,硅谷银行向 PE/VC 发放的贷款占全部贷款的 54%,而科技类、消费贷款占全部贷款比重分别为 30%和 11%,其中消费贷款全都是向私人银行客户发放的贷款,主要用于购买住房、购买限制性股票,同时硅谷银行发放的消费贷款中,87%都有房地产作为抵押,信用风险得到一定覆盖。

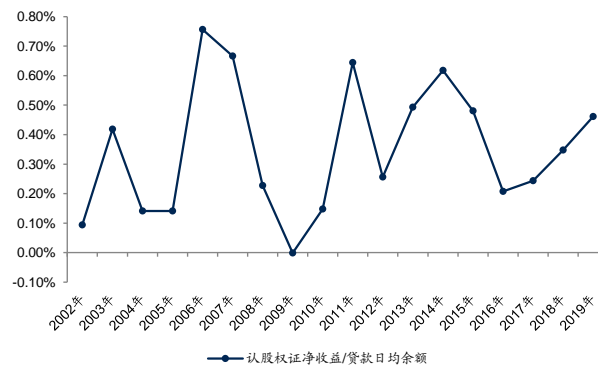
图 14: 硅谷银行 2019 年末贷款结构



资料来源: 硅谷银行定期财报, 国信证券经济研究所整理

从营收来看, 硅谷银行贷款收益率相对同业较高, 同时非息收入是硅谷银行重要的盈利来源, 其中认股权证相关收益是推动硅谷银行进一步取得超额收益率的重要因素。2019 年硅谷银行非息收入占银行总营收的比重为 36.8%, 其中认股权证相关收入、投行业务占非息收入比重分别为 11.3%和 16%。由于硅谷银行专注服务于高成长企业及 PE/VC, 其发放贷款收益率因风险溢价高而显著高于同业。此外, 认股权证相关非息收入还能进一步为硅谷银行带来额外收益。

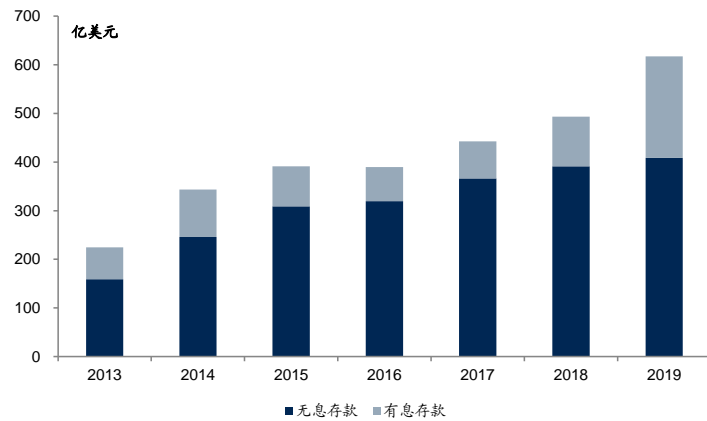
图 15: 认股权证净收益为硅谷银行带来额外收入



资料来源: 硅谷银行定期财报, 国信证券经济研究所整理

从存款来看, 硅谷银行专注 PE/VC 与高成长性公司, 实现资金良性循环, 带来大量低成本存款。尽管近年来硅谷银行无息存款占比有所下降, 但截至 2019 年末硅谷银行存款中仍有 66%是无息存款, 而全美商业银行中这一比例仅为 16.5%。

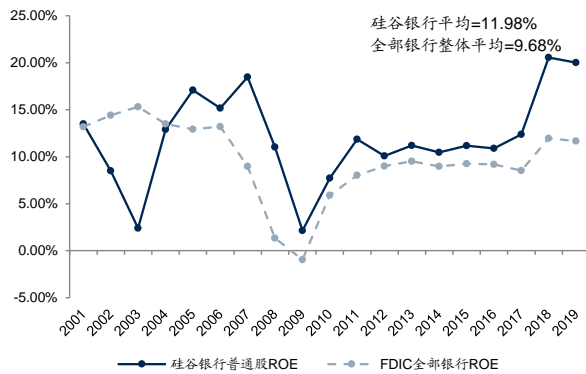
图 16: 硅谷银行无息存款占比始终较高



资料来源: 硅谷银行定期财报, 国信证券经济研究所整理

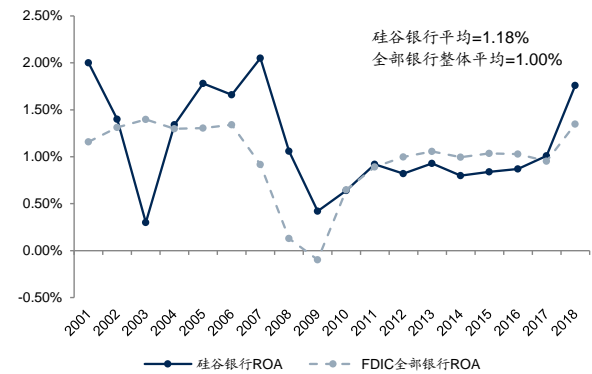
硅谷银行特殊的客群和一以贯之实行“商行+投行”战略, 使得其实现了资金的良性循环, 以较低成本获取了相对高收益, 自 2001 年以来硅谷银行 ROE、ROA 平均水平始终高于行业整体水平。

图 17: 硅谷银行 ROE 超过行业平均水平



资料来源: 硅谷银行定期财报, FDIC, 国信证券经济研究所整理

图 18: 硅谷银行盈利能力超过行业平均水平



资料来源: 硅谷银行定期财报, FDIC, 国信证券经济研究所整理

## 招商银行: 向“轻型银行”转型

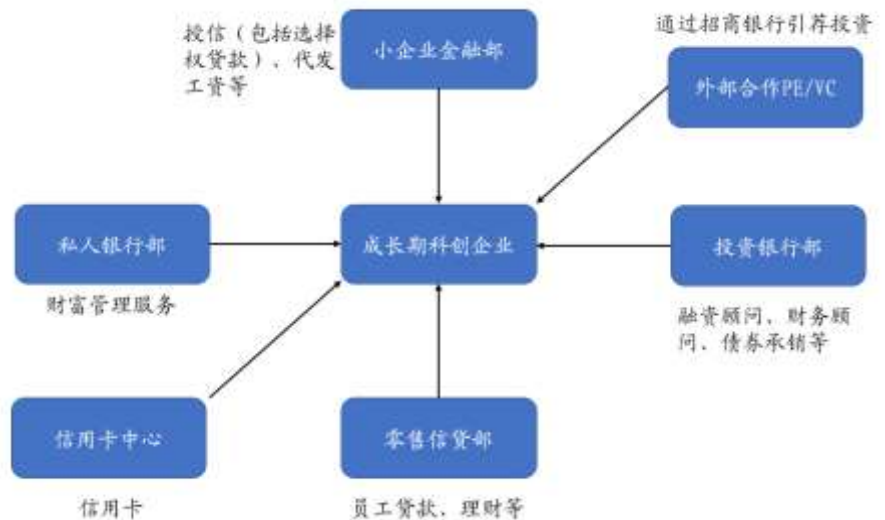
招商银行作为国内最早成立的股份制银行之一, 秉承“因您而变”的服务理念, 充分发挥自身资源禀赋, 在业务和理念创新上取得令人瞩目的效果。在向“轻型银行”转型的背景下, 招商银行通过业务的聚焦、客户的聚焦, 致力于构建“财富管理-资产管理-投资银行”专业化体系, 积极开拓资本市场创新业务, 加速投行化转型, 打造一流的商业银行投行业务板块, 先进经验得到了同行业的广泛关注。

### 招商银行“商行+投行”主要业务模式

一是通过与 PE/VC 结合的投资联动, 为处于创业期和成长期企业提供债权和股权等综合性融资服务。早在 2010 年 6 月, 招商银行已推出“千鹰展翼”计划, 通过与 PE、VC 等机构合作, 为处于创业期和成长期企业提供债权和股权等综合性融资服务。具体来看, 针对一家初创公司, 招商银行信贷方案由分行小企业条线发起申请, 由总行小企业金融部门的专业团队负责投资决策, 在提供选择权贷款的同时, 还可负责 PE 等风险投资机构推荐, 同时投行部负责提供融资顾问、财务顾问的角色, 私人银行部为企业提供财富管理方面的服务等, 获

得利息收入、托管费、财务顾问费等多种业务收入。截至 2019 年末，招商银行“千鹰展翼”入库客户已达 2.6 万户，客户授信总额和贷款余额分别为 2547 亿元和 419 亿元。此外，为更好满足企业多层次融资和发展需求，招商银行还和各类基金合作设计投贷联动系列产品，包括投联贷、科创贷、三板贷、高新贷等，并引导基金参股子基金投资企业。

图 19: 招商银行投贷联动模式下为企业提供综合性融资服务

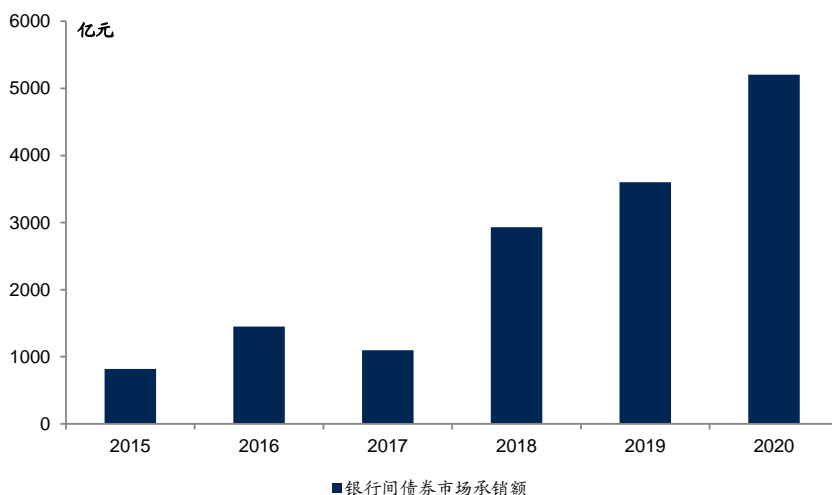


资料来源：招商银行定期财报，国信证券经济研究所整理

二是通过旗下投资子公司进行股权直投，并与银行各部门进行业务联动。招商银行提供的投贷联动不仅是为企业提供匹配其发展周期的信贷融资方案、覆盖境内外资本市场上市顾问服务等，还包括小额股权直投业务。具体来看，招商银行基于其与企业间长期良好的合作关系和充分了解，由招商银行旗下机构管理的股权投资基金以及境外子公司招银国际，对企业提供股权资金支持，并提供全流程资本市场综合金融服务。以 2015 年招商银行与光伏亿家 SLARZOOM 的战略合作为例，SOLARZOOM 作为光伏电商和分布式电站的融资交易平台，是分布式光伏市场中承载小微贷款的国内重要载体。在 SOLARZOOM 平台上申请融资的分布式光伏电站项目，通过 SOLARZOOM 的资质审核之后，可获得招商银行五年期的无抵押贷款（单个项目的贷款额度为 50 万~3000 万）。同时招商银行旗下全资子公司招银国际持有 SLARZOOM 一定比例股权，通过这种更加稳固的股权关系加强双方的合作意愿与强度，此外 SOLARZOOM 亦可通过上述股权质押向招商银行获得额外贷款。

三是持续推进传统投行债券承销业务，深化业务全流程改造，为客户提供全方位融资服务。持续多年在“投贷联动”“投商行一体化”方向上的发展创新，为招商银行债券承销打下了坚实的客户基础。据 WIND 统计，2020 年招商银行在银行间债券市场主承销债券金额为 5205 亿元，同比增长 44.6%，排名银行类主承销商第一。

图 20: 招商银行在银行间债券市场承销额稳步上升

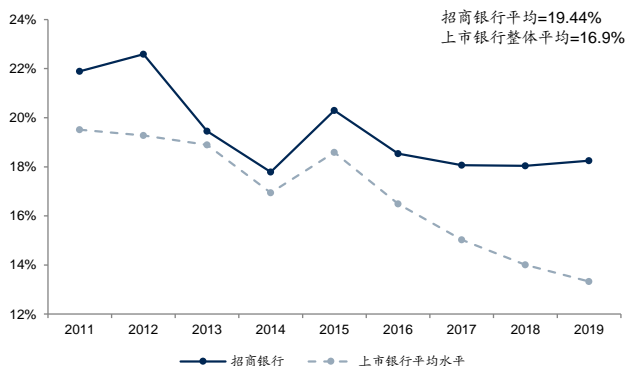


资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

招商银行财务分析: 非息收入为盈利做出突出贡献

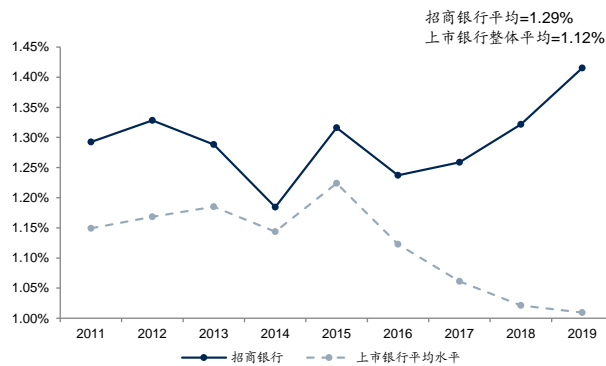
招行的 ROE 长期高于行业平均水平。截至 2020 年三季度, 招商银行年化 ROE 高达 15.7%, 位居上市银行第一。拉长周期来看, 招商银行盈利能力始终高于行业平均水平。2011-2019 年招商银行年均 ROA、ROE 分别为 1.29% 和 19.44%, 分别高于上市银行平均水平 0.17 和 2.54 个百分点。

图 21: 招商银行 ROE 超过行业平均水平



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 22: 招商银行 ROA 超过行业平均水平



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

从杜邦分析来看, 高“利息收入/平均资产”、低“利息支出/平均资产”、高“手续费净收入/平均资产”是推动招商银行盈利能力位居行业前列的重要因素。从 2020 年前三季度来看, 招商银行“手续费净收入/平均资产”是推动其 ROE 的最主要因素。进一步将 36 家 A 股上市银行杜邦分解数据转换为排名来看, 招商银行“手续费净收入/平均资产”位居全部上市银行第 1 名, 反映了招商银行在当前利率市场化改革、净息差逐步收窄的背景下, “轻型银行”转型取得一定成效, 收入结构更加平衡。

当前招商银行非息收入、手续费收入占比分别为 37.4% 和 28.6%, 均位于上市股份行前列。目前招商银行手续费收入仍以托管、代理和银行卡手续费为主, 其中托管业务收入主要受到财富管理业务收入快速增长的推动。但值得注意的是, 招商银行在收入端财富管理类中收的增长, 不仅与招商银行在零售业务持续发力密不可分, 也从侧面反映了招商银行“财富管理-资产管理-投资银行”体

系充分发挥效用：客户财富管理需求能得到满足，表外理财充实优质可投资资产，同时可为投行项目寻找到匹配的资金方，促进了资金在零售业务与投行业务之间的良性循环。

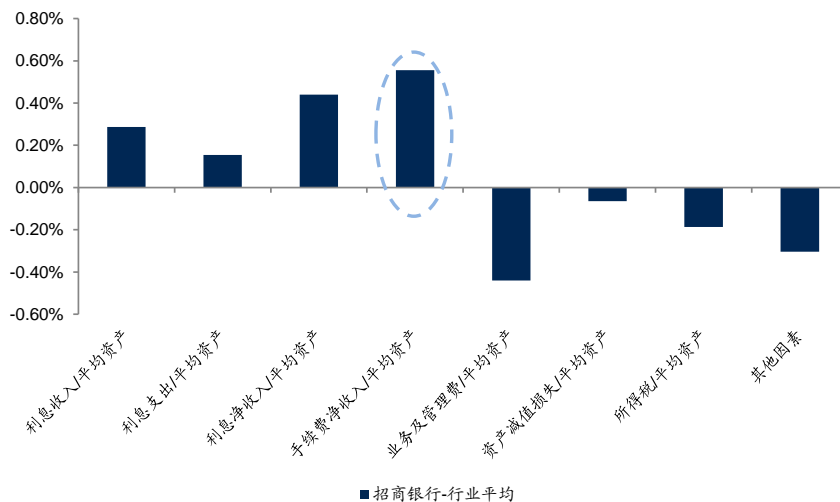
**表 1：上市银行杜邦分析排名（2020 年前三季度）**

	利息收入/ 平均资产	利息支出/ 平均资产	利息净收入 /平均资产	手续费净收 入/平均资 产	业务及管理 费/平均资 产	资产减值损 失/平均资 产	所得税/平 均资产	其他因素	ROA	平均权 益乘数	ROE
工商银行	36	1	20	10	6	10	36	35	7	31	13
建设银行	34	5	16	9	12	14	34	33	5	30	9
农业银行	35	3	15	15	20	6	25	36	18	24	20
中国银行	37	2	28	14	13	3	29	30	15	33	26
交通银行	32	18	37	13	21	5	4	29	32	21	34
邮储银行	27	4	7	27	37	1	7	27	35	1	11
招商银行	23	6	4	1	35	20	37	19	1	27	1
兴业银行	29	24	33	3	14	27	12	12	8	16	8
中信银行	19	19	24	7	19	34	23	24	30	17	32
浦发银行	28	21	30	6	15	29	18	15	19	18	23
民生银行	24	28	31	4	18	33	11	20	27	19	30
光大银行	11	22	11	11	24	28	24	31	24	22	29
平安银行	4	20	3	2	34	37	32	21	28	26	35
华夏银行	8	15	8	8	28	35	27	37	37	32	37
北京银行	20	25	26	22	2	22	17	28	21	14	24
上海银行	33	14	36	20	1	17	5	8	17	20	15
江苏银行	15	37	34	21	4	23	6	3	25	9	16
浙商银行	7	36	23	23	22	21	14	18	29	6	22
南京银行	18	34	32	18	16	2	30	9	10	4	4
宁波银行	31	11	29	5	33	4	10	6	2	15	5
杭州银行	21	26	27	19	11	24	15	23	31	8	25
成都银行	26	10	22	35	3	11	13	7	9	2	2
长沙银行	9	27	13	25	29	16	35	10	11	7	6
郑州银行	5	32	12	16	5	30	33	16	16	23	14
贵阳银行	2	35	5	28	17	25	8	25	3	12	3
苏州银行	12	29	18	17	30	26	26	1	20	25	27
西安银行	6	33	14	26	10	9	19	32	12	28	19
青岛银行	13	23	17	12	27	32	16	17	33	13	33
厦门银行	25	31	35	30	8	8	2	13	34	3	21
渝农商行	10	13	9	24	25	7	31	34	6	34	10
青农商行	17	9	10	33	23	18	9	11	13	11	7
无锡银行	14	30	21	32	7	12	20	22	23	10	12
常熟银行	1	17	1	29	36	15	28	26	4	37	18
紫金银行	30	8	25	34	9	13	22	14	26	5	17
江阴银行	22	16	19	36	26	31	1	2	36	35	36
张家港行	3	12	2	37	32	36	3	5	22	29	31
苏农银行	16	7	6	31	31	19	21	4	14	36	28

资料来源：上市银行定期财报，国信证券经济研究所整理



图 23: 2020 年前三季度招商银行杜邦分析



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

## 投资建议

“商行+投行”战略的推出是银行在客户融资需求多样化的时代背景下的自然产物，商投联动将有助于银行实现客户资源、资金成本、销售覆盖等方面的协同发展，以资金中介的身份满足客户的融资需求，并跟进高风险高收益的融资业务。目前银行板块估值处于历史较低水平，我们维持行业“超配”评级不变，重点推荐估值低、稳定性好的工商银行，以及管理机制好、业绩高增长的宁波银行、招商银行、常熟银行、成都银行。

## 风险提示

银行过度、过快进行“商行+投行”转型及创新，致使金融风险加剧；宏观经济大幅下行，银行资产质量恶化；市场下跌、金融监管趋严、市场竞争加剧等，对银行估值修复带来不确定性。

**表 2: 估值表**

收盘日:	港元汇率	收盘价 (元)	普通股 ROE			归母净利润同比			PB			PE		
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
2021/02/18	0.8306													
601398.SH	工商银行	5.25	13.0%	10.7%	10.3%	4.9%	-10.8%	3.3%	0.76	0.71	0.66	6.1	6.8	6.6
601939.SH	建设银行	7.16	14.6%	12.2%	11.4%	4.7%	-10.0%	2.9%	0.85	0.78	0.72	6.1	6.7	6.6
601288.SH	农业银行	3.21	14.6%	13.8%	12.9%	4.6%	4.5%	4.4%	0.64	0.58	0.53	4.6	4.4	4.3
601988.SH	中国银行	3.20	13.9%	13.1%	12.2%	4.1%	3.9%	2.8%	0.57	0.52	0.47	4.2	4.1	4.0
601328.SH	交通银行	4.53	11.2%	9.3%	9.0%	5.0%	-11.0%	3.2%	0.49	0.46	0.43	4.5	5.1	4.9
601658.SH	邮储银行	6.18	12.0%	12.0%	12.4%	16.5%	12.7%	11.3%	1.08	0.99	0.91	9.8	8.6	7.6
600036.SH	招商银行	54.55	16.7%	15.2%	14.8%	15.3%	1.4%	8.5%	2.38	2.15	1.94	15.1	14.9	13.7
601166.SH	兴业银行	26.64	12.7%	10.4%	10.3%	8.7%	-10.5%	6.9%	1.14	1.06	0.98	9.4	10.6	9.9
600016.SH	民生银行	5.16	14.9%	12.6%	11.7%	6.9%	-10.8%	3.2%	0.50	0.46	0.42	3.5	3.8	3.7
600000.SH	浦发银行	10.69	15.4%	12.8%	11.6%	5.4%	-11.1%	0.2%	0.64	0.58	0.53	4.3	4.8	4.8
601998.SH	中信银行	5.27	13.3%	12.8%	12.0%	7.9%	5.8%	4.5%	0.58	0.53	0.48	4.5	4.3	4.1
000001.SZ	平安银行	23.82	11.2%	8.5%	9.0%	13.6%	-11.8%	13.4%	1.69	1.58	1.46	16.9	19.3	16.9
601818.SH	光大银行	4.15	15.1%	12.9%	12.1%	11.0%	-8.2%	5.1%	0.68	0.62	0.57	4.8	5.1	4.9
600015.SH	华夏银行	6.32	10.6%	10.1%	9.4%	5.0%	2.7%	2.0%	0.47	0.43	0.40	4.6	4.5	4.4
601169.SH	北京银行	4.78	10.4%	8.2%	8.1%	7.2%	-13.9%	2.3%	0.53	0.51	0.48	5.3	6.3	6.1
002142.SZ	宁波银行	42.53	17.8%	15.9%	15.8%	22.6%	13.1%	16.6%	2.99	2.41	2.12	18.9	16.7	14.3
601838.SH	成都银行	10.38	16.7%	15.2%	15.5%	19.4%	3.3%	14.3%	1.05	0.95	0.84	6.8	6.7	5.9
600919.SH	江苏银行	5.68	11.0%	10.5%	10.4%	11.9%	2.8%	5.6%	0.60	0.55	0.51	5.6	5.4	5.1
600926.SH	杭州银行	17.47	12.7%	12.1%	12.4%	22.0%	11.5%	17.8%	1.97	1.60	1.46	16.3	14.6	12.3
601077.SH	渝农商行	4.13	13.5%	12.8%	11.5%	1.4%	7.7%	7.4%	0.67	0.53	0.49	5.2	4.8	4.5
002839.SZ	张家港行	5.70	8.7%	8.3%	8.7%	14.3%	1.8%	11.4%	1.01	0.94	0.88	11.7	11.5	10.2
603323.SH	苏农银行	4.75	8.3%	8.0%	8.4%	13.8%	4.7%	8.6%	0.84	0.72	0.69	12.6	11.8	10.6
601128.SH	常熟银行	7.19	13.2%	10.4%	11.5%	20.1%	1.4%	20.6%	1.16	1.08	0.99	9.9	10.9	9.0
<b>平均</b>			<b>13.1%</b>	<b>11.6%</b>	<b>11.3%</b>	<b>10.7%</b>	<b>-0.9%</b>	<b>7.7%</b>	<b>1.01</b>	<b>0.90</b>	<b>0.82</b>	<b>8.3</b>	<b>8.3</b>	<b>7.6</b>

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032