

《加大力度支持科技型企业融资行动方案》点评

同频共振，科创引擎

◆ 行业研究 · 行业快评

◆ 非银金融

◆ 投资评级：超配（维持评级）

证券分析师：王剑 021-60875165
证券分析师：戴丹苗 0755-81982379
证券分析师：陈俊良 021-60933163

wangjian@guosen.com.cn
daidanmiao@guosen.com.cn
chenjunliang@guosen.com.cn

执证编码：S0980518070002
执证编码：S0980520040003
执证编码：S0980519010001

事项：

国务院总理李强6月16日主持召开国务院常务会议，审议通过《加大力度支持科技型企业融资行动方案》。我们分析后认为，支持科技创新，促进“科技、产业、金融”的良性循环将成为金融机构下一步业务拓展的发力点。而金融机构加大科创金融服务，尤其是拓展股权投资方向，对自身估值也有提升作用。

评论：

一、政策：科创融资在行动

根据中国政府网披露，国务院总理李强6月16日主持召开国务院常务会议，审议通过《加大力度支持科技型企业融资行动方案》（下文简称《行动方案》）。会议强调，要引导金融机构根据不同发展阶段的科技型企业的不同需求，进一步优化产品、市场和服务体系，为科技型企业提供全生命周期的多元化接力式金融服务。要把支持初创期科技型企业作为重中之重，加快形成以股权投资为主、“股贷债保”联动的金融服务支撑体系。要加强科技创新评价标准、知识产权交易、信用信息系统等基础设施建设。要统筹做好融资支持与风险防范，有效维护金融稳定。

共识已经形成，本次《行动方案》是对前期各地科创金融发展政策的确认。从2021年底开始，我国多区域、多部门陆续发布支持本地经济科创金融发展的综合文件，包括北京中关村、长三角地区上海、南京、杭州、合肥和嘉兴、山东济南等地。随着相关政策落地，支持科技创新，促进“科技、产业、金融”的良性循环将成为金融机构下一步业务拓展的发力点。

二、内涵：经济转型的新引擎

科技是现代经济的心脏，金融是现代经济的血脉。党的二十大报告中强调“加快实现高水平科技自立自强”“强化企业科技创新主体地位”。让资金畅达科技领域、支持科技创新是金融机构的重要使命。从历史进程看，突破性的技术变革是推动经济长期增长的核心动力，多次技术革命引领时代，如第一次是以蒸汽机、纺织机为代表的工业革命，第二次是以电气化和火车铁路为代表的大规模工业化，第三次就是以计算机为代表的信息革命，当前人类正在进入以计算科学、数据技术和人工智能为代表的第四次技术革命。科技创新作为关键变量，正显著影响我国总体经济发展和结构调整。近年来，各地加快产业转型的“腾笼换鸟”，以我国安徽省为例，其特色产业从过去的煤铜钢等资源型“铜墙铁壁”，转变为当前“芯屏器合”、“集终生智”，以芯片、新能源汽车、人工智能信息为代表的新兴产业已初具规模。

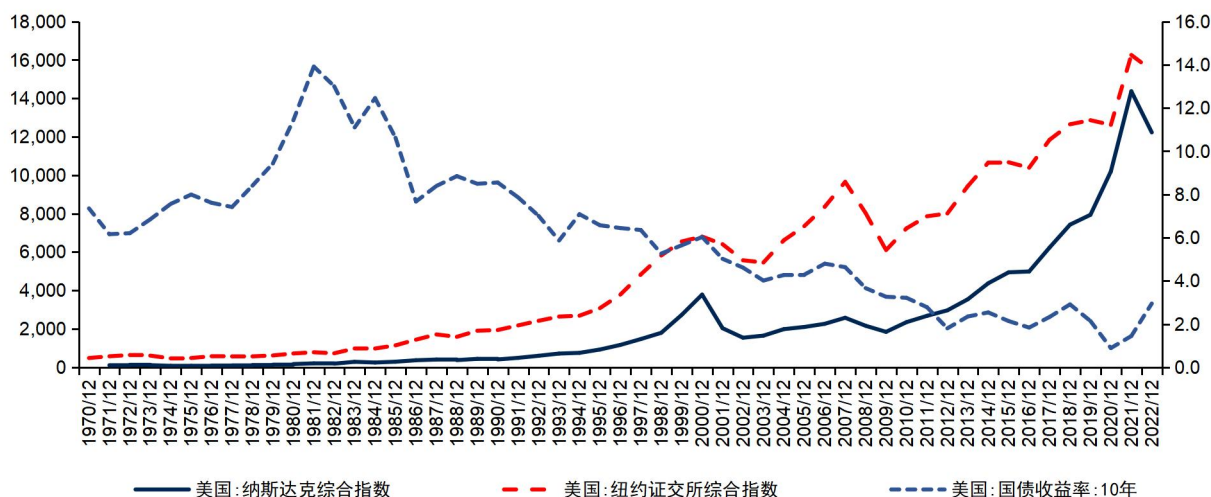
图1：众多新兴产业正处于培育起步阶段



资料来源：Gartner，国信证券经济研究所整理

根据古典经济学理论，创新的过程也是破坏的过程（Creative Destruction），金融为科技创新产业提供全面系统支持，体现在**融资、激励、定价**三重功能。在融资上，金融为技术专利产品化和产能扩大化提供了资金支持，这是金融最核心的功能；在激励上，金融参与为创新的持续开展提供了“定心丸”。比如资本市场允许双层股权架构上市，这有助于实现企业创始团队的“创富效应”，更好发挥技术优势和创业热情，进而能够吸引社会资本参与。在定价上，金融可以对冲创新过程当中的风险和不确定性。创新有风险，有可能成功也有可能失败。金融尤其是私募股权投资可以通过独特的机制设计实现风险社会化。

图2：美股上世纪80年代开始的权益牛市伴随产业创新全过程



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

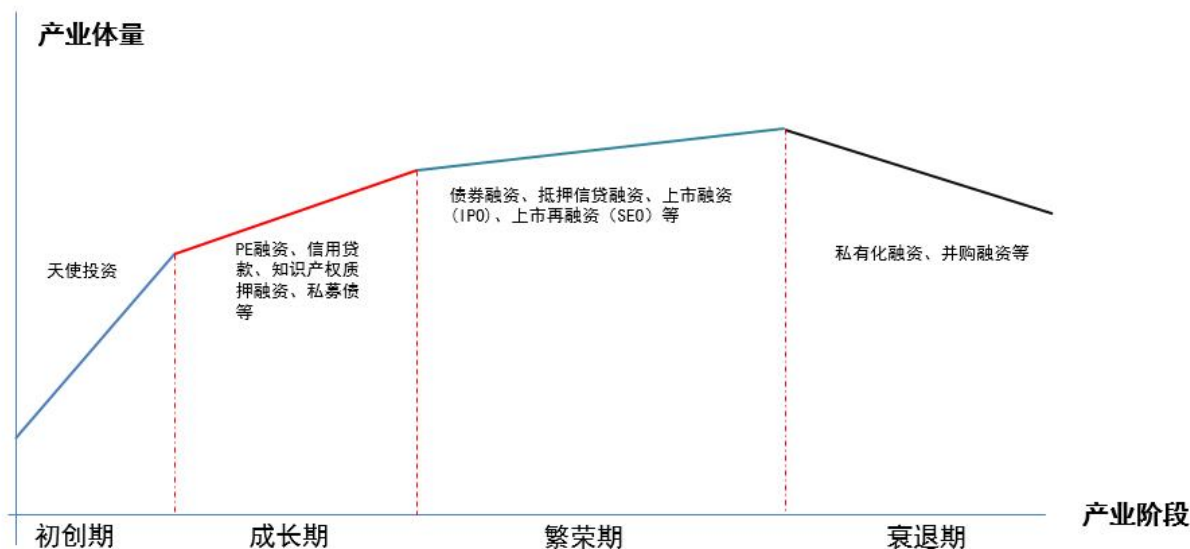
从国际经验看，美国是市场导向模式，主要依靠资本市场和风险投资推动科技创新；日本是政府主导模式，

以产业政策和政策性金融推动科技创新；德国则是银行导向模式，以银行类机构为基础推动科技创新。未来我国博览众长，吸收美国、日本、德国的成功经验，发挥银行、证券、保险以及私募股权机构等不同金融机构的特点，有可能形成完善的信贷市场、有效的债券市场、强大的资本市场。

三、实施：协同参与，模式各异

过去单纯依靠信贷资金或 PE/VC 资金解决不了科创企业融资问题。与传统企业相比，科创企业具有“强专业、轻资产、高成长、高不确定”等特征，尤其尚处于前期技术攻关和产品研发期的企业，由于投入和收益在时间上呈现出不同步，短期存在暂时性亏损，比如 Amazon 于 1997 年在纳斯达克上市，直到六年后的 2003 年才实现盈利。传统商业银行和担保机构出于风险忍容度、承受能力和控制能力考虑，在没有其他风险缓释机制的情况下，对科创企业的金融服务支持意愿不强。PE/VC 资金体量有限，常把有限资金分散投资在不同类型的科创企业，或者只有在科创企业的技术已相对成熟、市场前景已初步显现的情况下，才会对企业投入更多的资金，早期的科创企业依然面临着融资少的困境，有限资金也难以为科创企业的可持续发展提供保障。

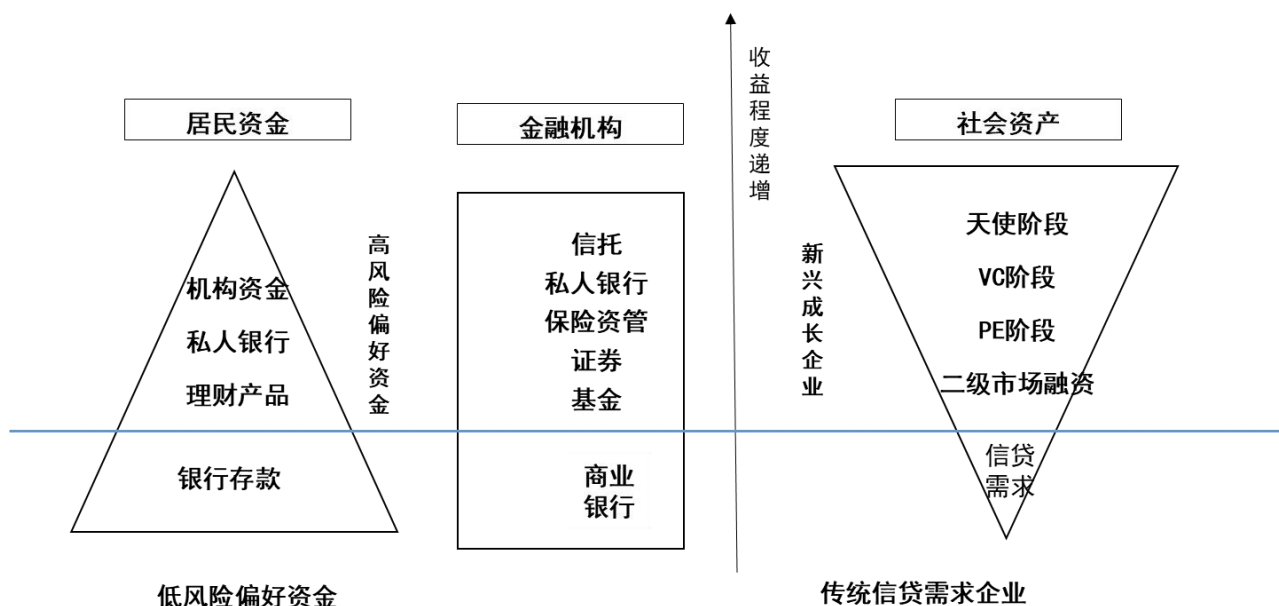
图3：“多元化接力式”科创金融需要结合企业全生命周期分类实施



资料来源：国信证券经济研究所整理

具体在扶持科创企业过程中，金融机构针对不同发展阶段、不同产业特征企业将采取差异化金融服务模式，最终实现综合金融支持，增加股权资本积累。这也是《行动方案》中提到的“多元化接力式”的服务模式，股权投资为主、“股贷债保”联动的金融服务支撑体系，我们具体分银行、证券、保险展开分析。

图4：“多元化接力式”科创金融需要吸引差异化资金



资料来源：国信证券经济研究所整理

1、银行：理财与另类投资平台匹配股权需求

银行优势在于通过账户积累了丰富企业客户，不足在于用传统信贷工具投向股权需要消耗较高资本，故需要拓展新的服务手段。除通过传统信贷（如知识产权、技术专利抵质押贷款、中小企业信用贷款）和债券投资（如中小企业双创类债券）等方式为科技企业提供债性融资外，商业银行近年来正探索通过股权形式参与科技企业融资，我们重点分析理财子公司、其他投资公司（如AIC、海外投资平台、信托子公司等）的可能模式。

◆ 通过理财子公司开展股权投资

商业银行可以通过理财子公司为科技型企业提供股权资金支持。中共中央办公厅、国务院办公厅早在2021年初就印发了《建设高标准市场体系行动方案》，鼓励银行及银行理财子公司依法依规与符合条件的证券基金经营机构和创业投资基金、政府出资产业投资基金合作。2021年底，原银保监会印发《关于银行业保险业支持高水平科技自立自强的指导意见》，支持资产管理产品依法投资包括未上市科技企业股权及其受（收）益权在内的权益类资产，实现资管产品期限与其所投资资产期限相匹配、与科技企业成长周期相匹配。尤其是随着二手份额转让基金（Secondary Fund，即S基金）加快创设发行，理财产品配置股权产生的“期限错配”（尤其是负债期限短于资产期限）问题将会大幅减轻。

具体实践上，银行理财子公司可以为私人银行等风险偏好相对较高的客群开发相关高风险、长期限理财产品，开展对科技企业的股权投资。比如工银理财就发行了“博股通利”系列产品开展股权投资业务，从该产品发布的2022年报来看，2022年末该产品资产净值4.17亿元，穿透后80%资产投向权益类投资，主要是2021年先进制造业基金二期项目。

图5：工银理财发行的股权投资产品

| 工银理财·博股通利私银尊享私募甄选权益类封闭式理财产品（21QY1803） | | | | 存续 |
|---------------------------------------|-----------------|---------|------------|----|
| 登记编码： | Z7000821A000101 | 发行机构： | 工银理财有限责任公司 | |
| 运作模式： | 封闭式净值型 | 募集方式： | 私募 | |
| 期限类型： | 3年以上 | 募集币种： | 人民币(CNY) | |
| 投资性质： | 权益类 | 风险等级： | 四级(中高) | |
| 募集起始日期： | 2021/06/26 | 募集结束日期： | 2021/07/13 | |
| 产品起始日期： | 2021/07/14 | 产品结束日期： | 2029/12/25 | |
| 业务起始日： | 2023/04/03 | 业务结束日： | 2023/04/03 | |
| 实际天数： | 3086天 | 初始净值： | 1.0000 | |
| 产品净值： | 1.0645 | 累计净值： | 1.0645 | |

资料来源：中国理财网，国信证券经济研究所整理

◆ 通过其他具有投资功能的子公司开展股权投资

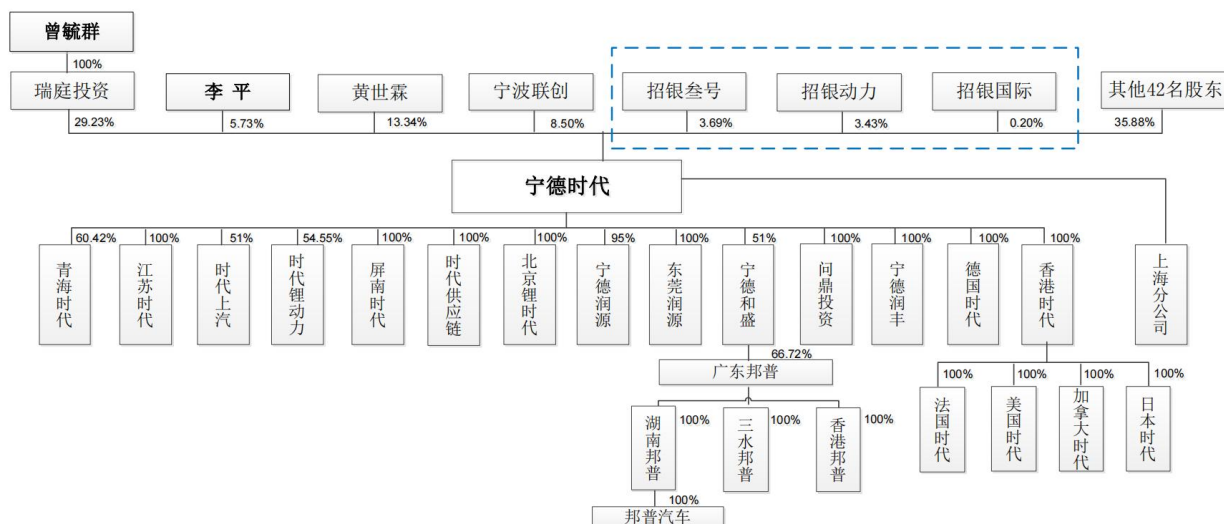
除理财子公司外，商业银行也可以通过其他具有投资功能的子公司开展股权投资，比如信托子公司、金融资产投资公司（AIC）、投行子公司等。具体运作上，商业银行可以联动子公司，围绕信息技术、医疗健康、高端制造、新能源、新材料、碳中和等细分成长性领域布局，根据科创企业种子期、初创期、成长期、成熟期等不同发展阶段满足权益融资需求。

以招商银行为例，其全资子公司招银国际与母行协同为客户提供投行综合化服务。根据官网披露的信息，其提供的产品十分丰富，包括出具保函、资产抵押贷款、私有化融资、股权质押融资、杠杆收购、过桥贷款、并购融资、可转债、Pre-IP0 融资、优先股、可转优先股等高收益类债券及贷款产品等。招银国际直接投资了很多科技企业，不少已经实现上市，如宁德时代、寒武纪、中芯集成、益方生物等，其中有些股权已经完成减持。从过去几年探索经验看，部分大型国有银行出资参与设立国家绿色发展基金按照 400% 计提风险准备，同时银行金融资产管理公司市场化债转股的资本占用计提比例为 150%，这与银行通过表内投股权相比已显著节约了资本。

图6: 宁德时代上市前股权结构

(一) 发行人股权结构

截止本招股说明书签署日, 公司的股权结构如下图所示:

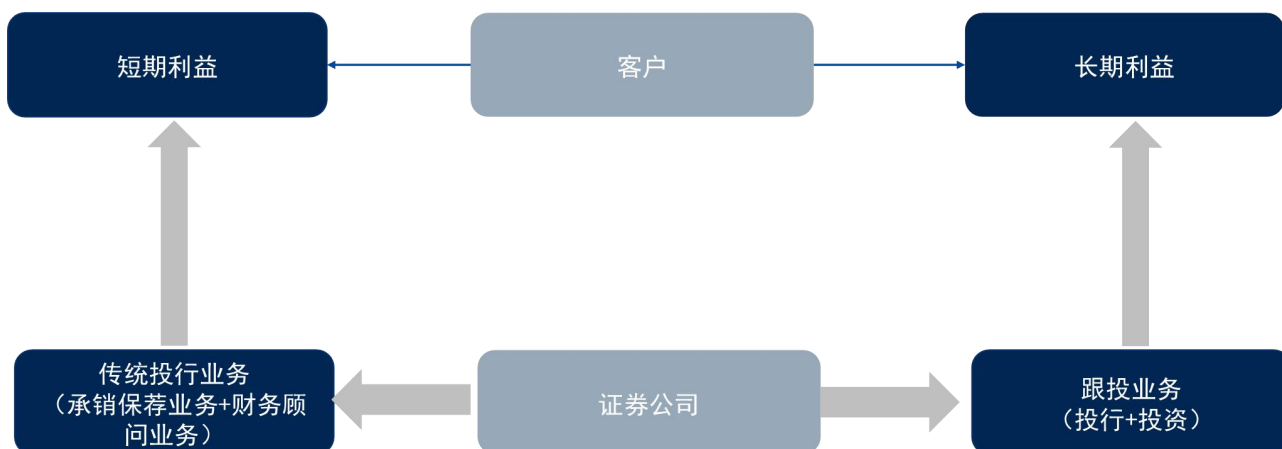


资料来源: 宁德时代, 国信证券经济研究所整理

2. 券商: 投行引流, 投资切入

证券公司作为发行人和投资者之间的桥梁, 注册制促进证券公司从通道中介转型为资本投资和资本中介为主的金融机构。在注册制背景下, 国内多家证券公司提出“投行+”业务生态, 即以客户为中心, 通过建设全面客户服务体系, 提升客户服务效能。一方面, 通过投行、投资联动, 做好优质科技创新型企业挖掘、信息传递、价格发现、综合服务等工作, 更好地服务全周期的科技创新型企业, 从而服务经济转型; 另一方面, 对券商而言, 传统的投行业务是客户导入模式, 而在投行业务中实现资本介入, 可以使券商获得承销保荐费与投资收益双重收入, 从而增厚收益, 实现收入多元化。

图7: 券商“投行+投资”业务模式



资料来源: 国信证券经济研究所整理

◆ “投行+投资”模式：通过另类投资子公司开展股权投资

科创板实行“保荐+跟投”制度，明确了保荐机构通过另类投资子公司以自有资金、以发行价格进行认购，通过资本约束的方式消除发行人和中介机构之间的利益捆绑，推动中介机构谨慎定价。目前，券商除了作为中介机构为科创公司获取融资外，还可以通过另类投资子公司以自有资金、以发行价格对科创公司的股权进行认购。跟投机制在对券商市场化定价能力及资源整合能力提出更高要求的同时，有利于机构增强客户黏性，并将部分改变直投业务的运作模式。制度实行以来，各大券商都将此设为新的战略目标。

“投行+投资”模式下，投资业务可以充分利用证券公司投行项目资源优势，业务协同效应逐步凸显。尤其对龙头券商而言，龙头券商掌握优质项目资源，投行的定价能力及公司资金实力相对更强，将受益于“投行+投资”模式，助力增厚投资收益。

表1：2022 年头部券商投资子公司净利润及归母净利润贡献度

| 公司 | 子公司 | 2022 年净利润（亿元） | 2022 年净利润贡献占比 |
|------|--------|---------------|---------------|
| 海通证券 | 海通开源 | 5.28 | 8.07% |
| | 海通创新证券 | 16.60 | 25.36% |
| 中信证券 | 中信证券投资 | 11.83 | 5.55% |
| | 金石投资 | 6.14 | 2.88% |
| 中金公司 | 中金资本 | 7.87 | 10.35% |
| | 中金浦城 | 7.97 | 10.49% |
| 中信建投 | 中信建投投资 | 3.04 | 4.05% |
| | 中信建投资本 | 1.61 | 2.14% |
| 华泰证券 | 华泰创新投资 | -0.41 | -0.37% |
| | 华泰紫金 | -6.86 | -6.21% |

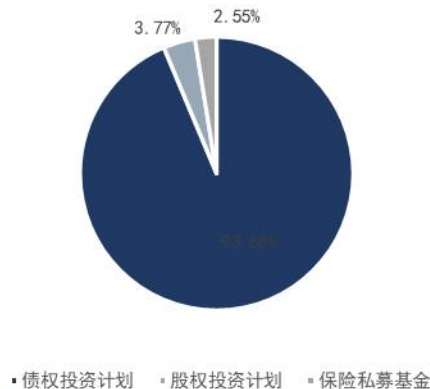
资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

3. 保险：股权投资匹配长线资金

保险公司对股权类项目的投资形式包括投资股权投资计划、有限合伙企业、股权投资基金。截止 2022 年底，行业内共计有 34 家保险资产管理公司。根据国家金融监督管理总局披露的信息，2023 年第一季度保险业资金运用额为 26.33 万亿，同比增长超 10%；其中长期股权投资为 2.47 万亿，占比为 9.38%，成为了继债券和银行存款外第三大投资领域。

当前保险参与股权项目确定性有余，成长性不足，随着利率中枢下降，进一步加大新兴产业股权投资将是险资应对“资产荒”的重要策略。2023 年第一季度受低成本的信贷及债券替代效应影响，实体企业融资需求减少，保险公司股权投资计划在数量与规模上呈下降趋势，根据中国保险资产管理业协会（以下简称“协会”）统计的数据，2023 年 1-4 月，协会共登记股权投资计划 5 只，规模 139.34 亿元，数量、规模同比分别减少 44.44%、5.12%；截至 2023 年 4 月底，股权投资计划 114 只，规模 4586.53 亿元。与此同时，私募股权基金成为保险公司股权投资的核心，根据 195 家保险公司的统计结果显示，在保险股权投资中，2022 年底投资私募股权基金的金额超过 5200 亿元，占当年股权投资的比重为 28%。其中医疗健康、智能制造、集成电路、养老服务等产业领域是险资投资私募股权基金关注的重点领域。

图8：2023年1-4月险资产品登记以债权计划为主



资料来源：中国保险资产管理业协会，国信证券经济研究所整理

4、协作：“一个集团”完成综合化经营

长期看，科创企业发展面临较大不确定性，服务乃至孵化科创企业是个棘手题目，解决该问题离不开金融机构各业务条线甚至多个金融牌照的综合使用，这对业务协同有更高要求。比如根据中信银行公司银行部分析¹，为实现综合服务的目的，中信银行联合中信证券、中信建投证券服务高新技术企业和科技创新型企业，提供上市保荐、债券承销、并购、定增等业务，帮助高新技术企业在战略规划、产业合作、资本运作、投资决策等方面提供智力支持服务。为此该机构专门设置了“N+1+N”联动服务团队，即“N”个经营机构+“1”个客户部门+“N”个产品、中后台部门及集团兄弟公司的联合舰队，整体定制服务方案，为企业提供股权+债权、商行+投行、国内+国际、线上+线下等一站式综合金融服务。类似模式还有中国农业银行“四轮驱动”服务方案、“贷股债基顾”全品类产品体系，中国平安专门设置的“个金会”“团金会”等，相关模式推出有利于后续科创企业融资的落地。

表2：中国农业银行针对科创企业的“四轮驱动”服务方案

| 经营阶段 | 服务内容 |
|--------|---|
| 认股安排顾问 | 发挥客群优势，基于认股安排顾问服务，获取优惠入股权利，赢得合作先机。农银投行创新推出顾问型入股业务，作为股债融资衔接与贯通产品，在不增加科创企业额外融资负担的前提下，利用集团渠道网络资源，帮助其寻找、撮合潜在投资机构，加强“项目池”和“资金池”对接。 |
| 私募股权基金 | 以优惠入股条件为依托，吸引优质私募股权投资机构投资入局，共享成长红利。农银投行选择品牌实力强、专业水平高、管理能力优秀的PE机构开展紧密合作，做好牵线搭桥角色，在认股安排顾问服务对象中，筛选推荐符合其投资偏好、标准的科创企业，同时为标的嫁接产业和资金资源，筑牢投贷联动纽带。 |
| 赋能类贷款 | 借助私募股权投资投研能力和配置能力，匹配差异化信贷资源支持，助力做优做强。投行部门运用创投思维，从股权投资的视角审视客户价值，发挥自身与优质私募股权投资机构的协同效应，大力推广“以投定贷”创新模式，以符合条件的PE机构投资为参照匹配信贷资源，兼顾风险收益平衡，化解一线人员对科创企业的甄别困境。 |
| 上市培育顾问 | 在股权与债权融资循环加持下，为拟上市科创企业提供上市培育辅导，形成服务闭环。在北交所成立背景下，农银投行不断充实上市培育顾问内涵，通过联合专业机构开展“一对一”指导、券商集中座谈、常态化路演等方式，重点解决科创企业关注的板块选择、审核要点、上市规划、资金管理等问题。 |

资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

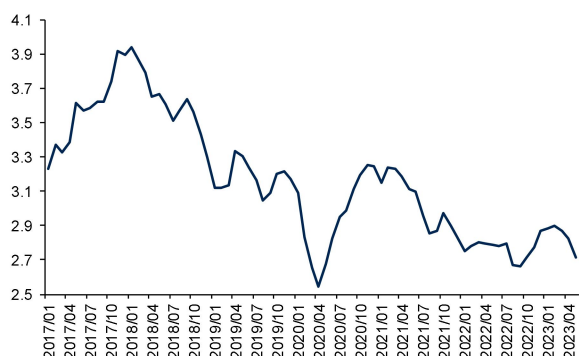
四、重估：科创转型下的“金特估”

科技金融发展探索也是金融企业业务模式转型求变的过程。我国金融机构经营围绕实体企业融资需求，从过去“地产-城投”的传统经济向“科技-产业-金融”新经济循环转型过程中，金融机构服务客户和资产结构也将随之腾挪。这一是增加了股权投资等高收益资产来源，二是拓展了股权类财富管理代销等中间业务收入，三是缓释了投资者对城投、地产等经济系统性风险对资产质量的担心。近期，我们观察到十年期

¹ 王飞，《创新科创金融服务体系》，《中国金融》，2023年第3期：18-22页。

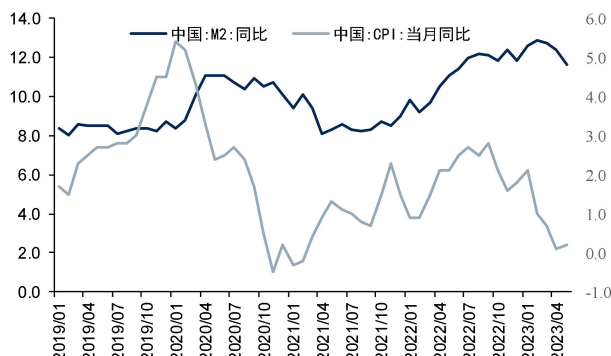
国债利率持续下行，信用传导不畅，当前通过大力拓展科创金融模式对下一步疏导信用有现实迫切性。

图9：十年期国债利率中枢下行代表经济增长承压



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图10：“高 M2、低通胀组合”代表近期信用传导不畅



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

五、投资建议

金融机构加大科创金融服务，尤其是拓展股权投资方向，对自身估值也有提升作用，我们分别以商业银行、证券、保险进行说明。

- ◆ **商业银行：**随着经济结构转型，企业融资方式从间接融资向直接融资转变，如果能够在股权投资方面实现顺利发展，商业银行有望在直接融资市场获得一定发展空间，从而提升自身投资银行业务相关收入。建议关注多元金融牌照较为齐全、综合化程度较高的大中型商业银行，如工商银行、招商银行等。
- ◆ **证券：**对证券公司而言，股权投资打开了业务空间和估值想象力，一方面，股权投资并表有利于实现资产重估，尤其是股权投资资产初始按照成本法计价，账面价值显著被低估，比如在 20%IRR 假设下，五年后股权可以重估至 2.5 倍；另一方面，私募平台通过募集外部资金，相关资产可以参考另类资产管理机构获得重估，海外黑石等 P/AUM 一般在 5%以上。国内券商目前 PB 估值仅为 1.32 倍，通过“投行+投资”的模式参与科创金融服务有利于估值提升。建议关注资本实力雄厚、项目资源丰富的龙头券商，如中信证券、中金公司。
- ◆ **保险：**低利率环境下，加大股权投资将促进各险企保险资金的直接运作，有利于各险企更好的实现保险资金的保值及增值，满足未来偿付需求，从而为保险资金进一步服务实体经济奠定基础。建议关注具有长期稳健投资能力、股权投资类型广泛的大型保险公司，建议关注中国人寿等。

六、风险提示

金融行业是与宏观经济环境和政策联系紧密的行业，若相关宏观经济政策发生变化，可能会导致市场的波动和金融行业环境的变化，进而影响公司相关业务的开展，给公司经营业绩带来重大影响。具体而言，股权投资业务的投资决策主要基于对标的企业的管理水平、技术潜力、经营能力和增长前景的预判，宏观经济形势、行业发展和技术发展趋势的重大变化可能对所投资公司业务产生重大不利影响，导致金融机构对标的公司的投资无法获得预期回报，或者相关项目无法按期退出，这带来业务经营上的风险。

相关研究报告：

《监管政策调整下基金投顾模式的未来-规范“投资”，强化“顾问”》——2023-06-12
《《私募证券投资基金运作指引（征求意见稿）》影响分析-延续新规，扶优去劣》——2023-06-05
《2023Q1 基金销售保有量规模排名点评-当流量红利遇到模式变迁》——2023-05-04
《证券行业最新政策快评-三箭齐发，小步向新》——2023-04-12
《证监会《衍生品交易监督管理办法（征求意见稿）》点评-理顺场外衍生品模式，推动券商规范加杠杆》——2023-03-20

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

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

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 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 层

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