

招行遭遇“破净”考验，田惠宇被批捕有何内情

野蛮生长的大资管、大投行时代落幕后，原招行行长田惠宇任内被认为最成功的投贷联动案例，牵出何种违法内情？



曾经备受资本市场青睐的“明星银行”——招商银行（600036.SH/03968.HK），近一周多来连续“破净”。

10月26日，最高人民检察院通报，招商银行股份有限公司原党委书记、行长田惠宇涉嫌受贿、国有公司人员滥用职权、利用未公开信息交易一案，由国家监察委员会调查终结，移送检察机关审查起诉。日前，最高人民检察院依法对田惠宇作出逮捕决定。该案正在进一步办理中。

当日，招行市值进一步跌至 7043.9 亿元，市净率 (PB) 已跌至 0.93。而此前招行的 PB 长期在 1.6 倍左右，在银行业基本全行业破净的近年来，一直是凤毛麟角式的存在。

从经营业绩看，招行基本面未有改变，依然是上市银行中的佼佼者。在 2022 年上半年疫情反复、地产行业下行风险蔓延、居民需求不足等多因素冲击下，招行依然取得了净利润同比增长超 13.5% 的业绩，韧性十足。

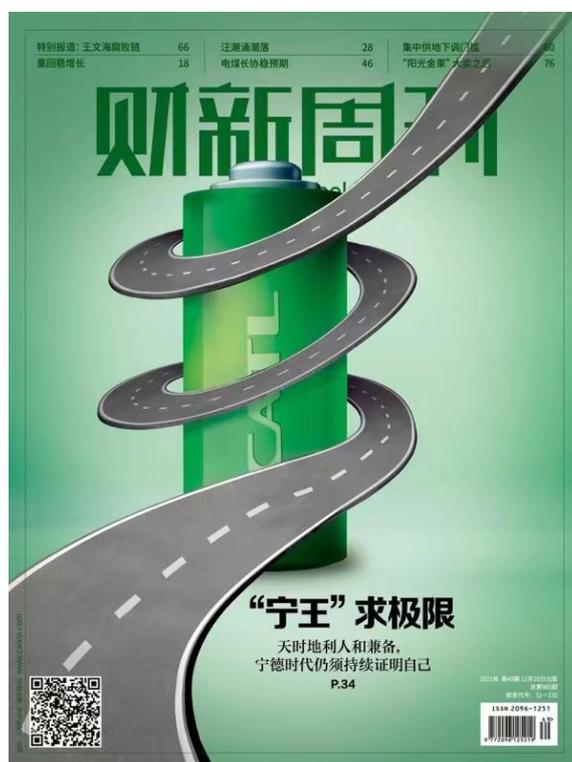
但短期来看，田惠宇被查五个月后被“双开”，官方通报中提到的案情用词严厉，可能涉及到招行核心优势业务如资管等方面的内容，的确给投资者信心带来不小的冲击。综合调查和业界估计，问题应出在资管业务上。但究竟是牵连招行到何种程度，因为什么踩上了红线，后续对相关银行的影响会多大？业界又应如何引以为戒？

I. “最成功的投资”

现年 57 岁的田惠宇是招行第三任行长，毕业于上海财经大学，成长于建行。在他 2013 年 5 月从建行空降招行时，正值招行“轻型银行”二次转型期，他大力推动“投商行一体化”及投贷联动业务，还从券商等机构挖来投行专业人士操盘。而田惠宇任内推动的被认为最成功的投资案例，当属招行旗下全资子公司招银国际金融有限公司(下称

“招银国际”)及相关机构参与了宁德时代新能源科技股份有限公司(下称“宁德时代”，300750.SZ)上市前的多轮增资，并在上市后成功减持，获利异常丰厚。

宁德时代成立于 2011 年，是国内率先具备国际竞争力的动力电池制造商之一，与新能源汽车的风口同步起飞，在资本市场有“宁王”之称。2018 年 6 月 11 日，宁德时代在深交所创业板上市，发行价为 25.14 元/股，此后便一路飞涨，每次小调后都是屡创新高，至 2021 年 12 月初，该公司股价最高达到了 690 元/股。2022 年以来，该公司股价呈下行震荡趋势，截至 2022 年 10 月 26 日，股价跌至 401.06 元/股，市值仍近万亿元。



宁德时代 2018 年 5 月发布的《关于公司设立以来股本演变情况的说明及其董监高的确认意见》，对上市前的多轮增资过程进行了详细披露，在早期即可见招银国际等“招行系”身影，具体涉及的入股主体，包括深圳市招银叁号股权投资合伙企业(有限合伙)(下称“招银叁号”)、湖北长江招银动力投资合伙企业(有限合伙)(下称“招银动力”)、招银国际资本管理(深圳)有限公司(下称“招银国际资本”)等。其中，“招银国际资本”由招银金融控股(深圳)有限公司 100%持股，而后者由招银国际 100%持股；招银叁号、招银动力为两只由招行托管的股权投资基金。

据梳理，宁德时代于 2015 年 12 月开始第一次增资，公司骨干人员通过六家合伙企业间接持有公司股份。

2016 年 1 月，宁德时代开启第二轮增资增资 7166357 股、增资价格为 3.14 元/股包括招银叁号、招银国际资本在内的 15 位投资人与该公司股东签订了股份认购协议。紧接着，又开启了第三轮增资。

在第二、第三轮增资中，15 名投资人一方面与宁德时代全体股东签署认购协议，以 3.14 元/股的价格认购股份；同时，15 名投资人还作为贷款人，与宁德时代签订了《借款协议》和《借款协议之补充协议》，约定贷款人可根据公司后续经营情况，自行判断是否在 2016 年 7 月

按照双方同意的价格进行债转股行权。据公告披露,招银叁号在 2016 年 1 月以 314 元/股的价格认购宁德时代的 219.78 万股,同时还提供借款 9.131 亿元;招银国际资本认购了 11.94 万股,提供借款 0.4963 亿元。2016 年 7 月,招银叁号、招银国际资本等 15 名贷款人向宁德时代发出《行权通知书》,决定按照此前协议约定,将对公司的借款按照 41.7805 元/股的价格认购股份。至此,招银叁号持股宁德时代 2405.24 万股,持股比例 4.38%;招银国际资本持股 130.72 万股,持股比例 0.24%。

此后,宁德时代于 2016 年 7 月 15 日进行了第一次股权转让、2016 年 9 月 1 日进行了第四次增资。到 2016 年 9 月时,招银叁号持股比例降至 4.36%,招银国际资本持股比例 0.24%。

2016 年 11 月至 12 月,宁德时代进行了第五次增资,招银动力在本轮中认购股数 2232.67 万股。本次增资后,招银叁号持股 3.92%、招银动力持股 3.64%、招银国际资本持股 0.21%。

2017 年 6 月,宁德时代以资本公积转增股本,向全体股东每 10 股转增 20 股。至此,招银叁号持股 7215.71 万股(持股比例 3.73%)、招银动力 6698.02 万股(持股比例 3.47%)、招银国际资本 39216 万股(持股比例 0.2%)。

之后，宁德时代又进行了第八轮增资。这次增资后，招银叁号持股比例降至 3.69%、招银动力持股比例降至 3.43%、招银国际资本持股比例为 0.2%，上述比例一直维持到宁德时代上市前夕。

II. 上市后减持获利

据统计，招银叁号、招银国际资本、招银动力在多轮增资后，共持有宁德时代上市前股份 1.43 亿股，持股比例为 7.32%。其中，招银叁号前后出资 9.2 亿元，招银国际资本出资 0.5 亿元，招银动力出资 29.12 亿元，合计出资 38.82 亿元。这不足 40 亿元的出资，日后带来了超预期的高额回报。

2018 年 6 月，宁德时代在创业板上市，发行价为 25.14 元/股。此后，该公司股价开始狂飙，前述增资资金择机减持获利。

2020 年 3 月 13 日，宁德时代发布《关于合计持股 5%以上股东减持股份预披露公告》(下称《公告》)称，招银叁号、招银动力、招银国际资本合计持股 1.43 亿股持股比例为 6.48%招银叁号招银动力计划于公告披露之日起个交易日后的 6 个月内，以大宗交易方式和(或)本公告披露之日起 15 个交易日后的六个月内以集中竞价方式减持本公司股份不超 4416.7994 万股(占公司总股本比例不超过 2%)。减持原因是自身资金需求，股份来源是首次公开发行前股份，减持价格区间

根据减持时的二级市场价格确定,且不低于公司股票首次公开发行的发行价。

据查阅,彼时宁德时代的股价在 130 元/股左右,招银叁号、招银动力、招银国际资本合计持有的 1.43 亿股当时市值已经达到 185 亿元以上。《公告》提到的拟减持的部分股份市值,约在 57 亿元左右。

宁德时代 2020 年年报披露的《持股 5%以上的股东或前 10 名股东持股情况》显示,招银叁号 2020 年共减持 1404.6565 万股,2020 年末持股 5811.0551 万股;招银动力 2020 年共减持 1303.8749 万股,2020 年末持股 5394.1456 万股;招银国际资本的持股情况未披露。

宁德时代 2021 年年报披露的《持股 5%以上的股东或前 10 名股东持股情况》显示,招银叁号 2021 年共减持 1187.8664 万股,2021 年末还持股 4623.1887 万股,持股比例 1.98%;招银动力 2021 年共减持 1102.6358 万股,2021 年末还持股 4291.5098 万股,持股比例 1.84%。招银国际资本的持股情况未披露。

由于具体减持时间点未披露,难以估算上述减持时的具体获利情况,但可供参考的是宁德时代 2020 年末、2021 年末的股价已分别涨至 350 元/股、587 元/股。

III. 最受关注的投贷联动案例

有知情人士表示，宁德时代最开始时是招行地方分行的对公贷款客户，在宁德时代尚未发展壮大时，招行便对其给予了长期的资金支持和帮助，正因如此招行与宁德时代的银企关系一直较密切。后来，得益于政策、行业环境以及自身的经营管理，宁德时代在羽翼渐丰后，准备开启上市之路。

“宁德时代上市之前那几年，正值招行在推投商行一体化以及投贷联动业务。基于两家企业过往长期良好的合作基础，在同等条件下，让招行旗下有关机构参与上市增资，其实也在情理之中。当时不光招行，其他银行也在推这类业务。招行那几年投贷联动业务做了不少，宁德时代只是其中一例，但没料到宁德时代股价后续出现了超预期大暴涨，这项投资也因此招来了很多关注。”他提到。

财新查阅发现，那几年招行高管频频在公开场合和论坛上提及“投商行一体化”。例如，2015年6月，时任招行副行长丁伟在招商银行中国(南京)“公司市值管理与转型升级高峰论坛”上，分享了招行从传统模式向投商行一体化模式转变的历程。丁伟称，商业银行要做好投商行一体化经营工作，不是简单的模仿投行，而是一定要形成自己的特色。经营目标是要秉承投行化的经营理念，以客户的融资需求和

投资需求为中心，综合运用银行、信托、租赁、资管等金融媒介，贷款、投资、理财等融资资金渠道，银行理财、基金、信托产品各类投资产品模式，为客户提供全方位综合金融解决方案。2017年5月，丁伟因工作原因辞去了招行副行长职务。

当时监管部门也是支持开展投贷联动的。2016年4月21日，原银监会与科技部、人民银行联合印发的《关于支持银行业金融机构加大创新力度开展科创企业投贷联动试点的指导意见》提到，投贷联动是指银行业金融机构以“信贷投放”与本集团设立的具有投资功能的子公司“股权投资”相结合的方式，通过相关制度安排，由投资收益抵补信贷风险，实现科创企业信贷风险和收益的匹配，为科创企业提供持续资金支持的融资模式；监管鼓励和引导银行业金融机构开展投贷联动业务试点，有效防范风险，不断提升科创企业金融服务水平。

到此，这仍然是个银行投贷联动的成功故事，然而，却有一些令人不安的事实开始显山露水。

IV. 跟投与私利

10月8日，在中央纪委国家监委对田惠宇的案情通报中，最受业界关注也透露了线索的一条是：“毫无纪法底线，长期以“市场化”运作为幌子，以“投资”“理财”为名，“以钱生钱”，大搞权力与资

本勾连，靠金融吃金融，以权谋私、损公肥私，滥权敛财、贪婪无度。”

据多方了解，当年投资宁德时代令招行系赚得盆满钵满，而由于招行旗下的资管产品也成为了投资者，田惠宇作为时任招行行长并曾兼任招银国际董事长，个人通过“投资理财”等安排侧身其中，减持成功后个人也获得了巨额投资回报。就在资金进出的过程中，偶然引发了有关方面的注意，最终酿下巨祸。

在田惠宇 2022 年 4 月 22 日被查两个多月后，该行下属机构一位参与过上述投资的管理人士也被有关部门叫走“询问了解情况”，但此后又恢复了正常工作。

有业内人士回忆道，当年正值资管、投行业务大发展时期，由于资管新规等监管制度尚未出台，资管资金通过层层嵌套进行私募股权投资较盛行，存在诸多不透明容易滋生乱象，很容易私相授受、为一些关系人安排利益，成为稳赚不赔的黑箱操作。

资管新规之前，银行理财作为“金主”往往需要通讨券商，信托，其金子公司等通道嵌套资管计划或信托计划，投向股权投资市场。“业内常见的做法是理财类资金作为主要出资人认购优先级，享受较为店定的收益，再引入少量劣后级资金博取超额收益。这些募集资金通过通道层层嵌套后成立一个投资主体，作为私募股权投资的有限合伙人

LP，再找私募机构当普通合伙人 GP。”该人士称。

据业内人士分析，入股宁德时代的招行系资金穿透之后，有不少来自于理财资金池及相关资管产品。在巨大的利益面前，田惠宇没有守住底线，安排关系人通过某种方式认购或安排了相关份额。由于宁德时代股价暴涨与减持的顺利，使得相关利益过于巨大，个人获利金额令外界瞠目结舌，其中具体操作流程是否规范，构成了怎样的利益冲突和违法违规事实，外界尚难得知。而具体案情及涉案金额也有待司法认定。

还有业内人士透露，田惠宇一直看好宁德时代，在该公司上市后还推荐了不少私行客户购买宁德时代的股票。

值得一提的是，与田惠宇同期被查的建行深圳分行原行长王业等人亦与理财业务相关。而田惠宇 2011 年到 2013 年在建行北京分行、2007 年到 2011 年在建行深圳分行担任一把手时，正值银行理财“资金池”逐渐开始风起云涌的时代。

据此前了解，王业在建行深圳分行时搞了上千亿元的表外理财“资金池”并俨然成了他自己的小金库。“最开始时不少分行这么做，后续逐渐收紧分行权限，只有北京、上海、深圳几个大的分行还可以这么做，即分行自己发理财产品募集资金，分行自己去投资，这个资金池

口以在全国范围里做投资，类似于全国放贷。” 知情人士说。