

# 私募

崔凯◎著

FORTUNE HUNT IN PRIVATE EQUITY

# 掘金

什么是私募股权投资？  
私募股权投资的机会在哪里？  
私募股权投资赚钱很容易吗？  
如何获得私募股权投资？

上海远东出版社

# 私募

崔凯◎著

FORTUNE HUNT IN PRIVATE EQUITY

# 掘金



 上海遠東出版社

## 图书在版编目(CIP)数据

私募掘金/崔凯著. —上海:上海远东出版社,2009  
ISBN 978-7-80706-874-7

I. 私… II. 崔… III. ①股份有限公司—融资—  
基本知识—中国②基金—投资—基本知识—中国  
IV. F279.246 F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2008)第 199043 号

责任编辑:沈岩  
封面设计:陈峻  
版式设计:李如琬  
责任制作:李昕

## 私募掘金

著者:崔凯

印刷:上海长阳印刷厂

出版:上海世纪出版股份有限公司远东出版社

装订:上海长阳印刷厂

地址:中国上海市仙霞路357号

版次:2009年1月第1版

邮编:200336

印次:2009年1月第1次印刷

网址:www.ydbook.com

开本:710×1000 1/16

发行:新华书店上海发行所 上海远东出版社

字数:157千字

制版:南京前锦排版服务有限公司

印张:14 插页2

印数:1—5100

ISBN 978-7-80706-874-7/F·364 定价:35.00元

版权所有 盗版必究(举报电话:62347733)

如发生质量问题,读者可向工厂调换。

零售、邮购电话:021-62347733-8555

# 序

我和崔凯博士结识于2001年,他当时在私募股权(private equity, PE)投资实践领域身体力行,而我则在学校里从事创业与创业投资的教学与研究工作,以后就经常保持着联系。崔博士拥有工学与管理学两个领域的博士学位,加上投资管理实务操作的多年锤炼,对许多问题的理解很透,能够融会贯通,见解深刻,思想活跃、敏锐,所以我们每一次交流与探讨都能给我留下印象。2004年10月,崔凯博士给我送来他编著的《私募股权投资操作实务》一书。那时,关于PE投资问题,学术界的探讨还不多,而他已经对有关操作实务深思熟虑,并与读者们分享了。

这几年,PE投资在中国已有了一定的发展,恐怕不会有人怀疑PE投资在中国将有广阔的市场和巨大的发展空间。一方面,PE投资为创业企业及企业成长提供融资渠道。PE投资于未上市的企业股权,可帮助企业提升企业价值。例如,主要投资于运用新技术的创业企业的PE投资,即风险投资,可发现和培育优质企业;主要投资于成熟技术和成熟企业股权的基金,即产业基金,可推动企业收购兼并和优化现有企业生产要素组合,从而可培育优质的上市公司资源。

另一方面,PE投资也为投资者提供了机会。PE投资通过不同于股票投资方式的“专家理财”,可以帮助投资者获得较高

的回报。目前,商业银行、保险公司、养老金等介入 PE 基金已成为一种趋势。中国两大市场——楼市和股市跌宕起伏,投资者希望通过 PE 投资发现新的投资机会。越来越多的境内外资本开始转向中国的 PE 投资市场,寻找下一个阿里巴巴、下一个百度。市场经济是候鸟经济,哪个地方成本低、收益高,资本就飞向哪里。中国经济上演的股改、全流通、税费优惠、深圳创业板、人民币升值、新《合伙企业法》等 PE 投资利好因素和各行业巨大的投资成长空间,吸引着境内外资本的眼球。高速增长企业与巨大的资金市场需求,为中国 PE 投资带来数百倍的收益回报,远远高于其他领域的投资。

银行信贷依靠银行和担保公司,股票市场、企业债券依靠证券公司和交易所,PE 投资则依靠私募融资顾问和基金募集顾问。PE 投资所靠的专家理财包含两部分。一部分是 PE 基金的募集与管理。PE 基金主要采取有限合伙制组织形式,其周转与运行包括持续的融资与投资。由于投资回报周期长,所以退出方式、退出时期的选择对它们特别重要。另一部分是投资管理。PE 投资的最大特征是,不仅对企业投入资金,还要参与企业的战略决策。PE 投资专家与银行家和普通股东不同,银行家向企业贷款后等着企业偿还本金和利息,普通股股东投资是为了享受企业的股息和股票的价值增值,而 PE 投资专家不仅应是金融家,还应是金融家加企业家,既是投资者,又是决策者。PE 投资不仅给企业带来了资金,还带来了(而且更重要的是)专业特长和管理经验。所以,PE 投资应当给企业带来比其投资的货币价值大得多的管理价值。正因为如此,PE 投资才被认为是资本与企业家才能的结合,因而才能获得较高的收益。

时隔数年,中国 PE 投资市场环境有了很大的变化。这次,

崔凯博士对第一版进行了系统的修订,思路和观点又添新意,案例的编排与选择也更有针对性。《私募掘金》是他十余年投资管理实践的结晶,对于刚刚投身于PE投资行业的业内人士及对PE投资有兴趣的莘莘学子而言,这本书非常有实际帮助。

是为序!

### 司春林

复旦大学管理学院教授,博士生导师  
复旦大学创业与创业投资研究中心主任

2009年1月

# 自序

经历了30年的改革开放，中国企业进入了产融结合的时代。“栽下梧桐树，引来金凤凰。”一批优秀企业的出现吸引了全球资本的关注，私募股权资本就是其中的生力军。PE投资在中国突飞猛进的标志之一，就是凯雷、KKR、橡树、贝恩、摩根、高盛等国际主流PE投资机构几乎在同一时间集聚中国。这些机构动不动演绎的几十倍投资回报的资本故事令心浮气躁的国人心潮澎湃。与这些财大气粗的跨国PE投资机构相比，中国本土PE投资机构显得历史不长、资金不够、资源少、经验不足，在博弈中蹒跚学步。于是，有人对其投以怀疑的眼光。但笔者认为，20年前我们根本无法想象中国企业能够取得今天的成就。同样的道理，伴随着资本时代的到来，本土PE投资机构在未来的20年一定能够创造出“中国式的辉煌”。

3年前，笔者淡出投行圈，进入亦学亦商的咨询业，但一直对PE投资保持关注。“不识庐山真面目，只缘身在此山中。”很多“真理”是在离开“棋局”后才被总结出来的，笔者也经历了这样一个心路历程。近年来，笔者有幸应邀在清华大学、上海交通大学、浙江大学等院校总裁研修班执教PE投资课程，发现关注私募的学员中少有理性成熟的PE投资经理，更多的是处于手中有钱但不知道该干些什么的状态，雾里看花、水中望月。中国并

不缺少雄才大略的战略家,现实中更稀缺的是求真务实的执行者。毕竟中国的市场环境及商业文化与发达国家有很大的不同,发达国家的企业历经两三个世纪的发展,已经建立了相对规范的市场游戏规则。然而,只有二三十年发展历程的中国企业面对的是尚不成熟的市场经济。商学院教材中的“金科玉律”通常告诉我们如何“中规中矩”,有时甚至是“循规蹈矩”地做企业,然而现实中,“江湖上到处都是狼”,到处都是陷阱,企业家想的往往是在险恶的市场中闪展腾挪,投机取巧,“不走寻常路”。所以,本土人士急需一本内容上适合中国国情、风格上深入浅出的PE投资书籍。基于上述情况及本人多年的实践积累,笔者于2004年尝试执笔《私募股权投资操作实务》一书,本书是在此基础上经重新架构、整理而成。

全书共分十五章,在内容编排上按照PE投资实践中的关键业务流程排序,对相关议题提出了一些可操作性的分析和建议,为便于读者从总体上把握PE投资实施的模式和策略,书中穿插了30多个案例分析。相信本书对有理论基础但缺少实践经验的PE投资经理会有所裨益。然而,本书的读者远不局限于此。投资是一门技术,但更是一门艺术,此间的道理如同要回答一个问题:股票跌了,是该买入还是抛出?从某种意义上说,在“以成败论英雄”的商业规则面前,很多事情没有绝对的正确答案,重要的是思路与理念,而不是技术与方法。投机是PE投资获得超额回报的利器之一,但是在浮躁的心态下,人有时候会步入弃本逐末的误区。文以载道,笔者在与读者分享PE投资策略的同时,更希望以“私募”为窗口,与读者共同探讨中国企业的成长与经营之道。因此,对于致力企业扩张,需要实施对外投融资或兼并重组的经营管理者,本书是一本实用的参考书。同时,本书也



适合投资类专业方向的研究生、MBA 及高年级本科生阅读。

金融风暴席卷全球,美国五大投资银行的格局被彻底打破,华尔街投资银行的时代已然谢幕。世界经济笼罩在阴霾之下,股市、油市、房市乃至 F1 赛车和好莱坞都受到波及,在全球经济一体化的今天,中国也不可能独善其身。日益高涨的居民储蓄已突破 20 万亿元,外汇储备更是高达 2 万亿美元,这些天文数字在彰显中国资金实力的同时,也反映出投资渠道的匮乏,更昭示着 PE 投资经理人职业道路的机遇和挑战。“沉舟侧畔千帆过,病树前头万木春。”愿与诸君共勉,并衷心祝愿大家一路好运!

崔凯

2009 年 1 月于上海

# 目 录

序 .....	1
自序 .....	1

## 上篇 认识私募

第 1 章 揭开私募面纱 .....	3
--------------------	---

对于国人来说,“私募”在 10 年前还是个陌生词汇,而今“百度”一下“私募”,能够找到 1 800 万个相关网页链接。然而如果问:什么是私募股权投资?私募股权投资的机会在哪里?私募股权投资赚钱很容易吗?则能够明确回答这些问题的人绝对是少数。

什么是私募股权投资? / 3

金融投资者与战略投资者 / 11

PE 投资的盈利模式 / 18

第 2 章 PE 真的适合你吗? .....	23
------------------------	----

看到财经媒体上层出不穷地渲染着 PE 财富神话,总期待自己的企业能够创造像蒙牛、阿里巴巴那样的神话——确切地说是能有那样的运气。所谓“时势造英雄”,即使今天牛根生和马云另立门户,也很难重新塑造蒙牛和阿里巴巴的辉煌,因为产业机遇已经不复存在。

PE 凭什么大行其道? / 24

PE 泡沫冷思考 / 26

PE 投资适合你吗? / 32

PE 投资经理: 看上去很美 / 35

### 第 3 章 跨国 PE 投资机构 VS 本土 PE 投资机构 ..... 39

从某种意义上说, PE 在中国有些“外来的和尚好念经”——几乎所有有关 PE 投资的成功故事都是跨国 PE 投资机构导演的。蒙牛、尚得、阿里巴巴上市套现、巨额分红……财经媒体上把财富故事说得令人喷血, 摩根、高盛、鼎晖等 PE 投资机构也浮出水面。

PE 十年在中国 / 40

国际 PE“赢在中国” / 42

PE 基金中的“四大天王” / 44

本土 PE 投资机构的兴盛之道 / 48

### 第 4 章 试水并购基金 ..... 50

并购大型企业是国际 PE 投资的另一种盈利模式——并购+挖掘价值+出售, 是一种企业教练式的提升。总体而言, 中国企业刚刚走过二三十年的路程, 与发达国家企业两三个世纪的发展底蕴相比, 我们还有太多的东西要学习。

并购基金: 小荷才露尖尖角 / 51

中国企业的管理潜力 / 53

凯雷收购徐工 VS 高盛/鼎晖收购双汇 / 56

弘毅: 本土并购基金的先行者 / 63

### 第 5 章 PE 辞典: 复杂的事情简单化 ..... 67

红筹模式、对赌协议、杠杆投资、GP 与 LP……这些舶来的概念令人感觉雾里看花。“春江水暖鸭先知。”经济领域中的真知灼见大多源于简单易

行的实践,而不是复杂抽象的理论描述。

离岸公司 / 67

红筹上市模式 / 69

对赌协议 / 70

杠杆收购 / 73

LP 与 GP / 76

## 下篇 私募实战

### 第 6 章 找钱：先给投资人讲故事 ..... 83

投资,顾名思义,首先要有资可投。钱是不会从天上掉下来的,作为一种专家型理财行为,PE 基金是靠品牌和信誉来获得投资人的青睐。

《基金募集说明书》框架 / 83

基金运行与分配 / 84

基金管理团队 / 86

钱也会变成“烫手的山芋” / 87

### 第 7 章 找项目：好的开始是成功的一半 ..... 89

在货币政策从紧的背景下,太多的企业求“钱”若渴,求告无门。与之形成反差的是,很多人揣着数以亿元计的货币想投资却不知该投到哪里。

如何拓展项目源? / 89

什么行业最赚钱? / 91

筛选目标企业 / 96

### 第 8 章 尽职调查：借我一双慧眼吧！ ..... 100

尽职调查的目的是使 PE 投资机构尽可能地了解融资企业的全部情况。

从PE投资机构的角度来说,尽职调查也就是风险管理,因为参股本身存在着各种各样的风险。所以,PE投资机构有必要通过实施尽职调查来补救双方在信息获知上的不平衡。

- 尽职调查的过程 / 100
- 尽职调查的策略 / 104
- 律师的作用 / 109
- 如何进行现场考察? / 115

## 第9章 企业价值评估:明码实价 ..... 120

股权投资更需要“明码实价”,企业价值评估方法包括资产负债表评估、市场率折算、现金流折现等。但这些方法最有价值之处不在于计算结果,而在于视角与规则。

- 企业价值评估方法 / 121
- 经营价值与交易价值 / 125
- 影响企业价值的关键要素 / 128

## 第10章 合同协议:防小人不防君子..... 133

合同协议使并购行为得到法律支持和认可。如果各方依照合同履行,合同是一份可以永远锁在抽屉中的废纸。事实上,合同协议是“防小人不防君子”。

- 投资协议架构 / 133
- 投资协议关键事项 / 138
- 投资协议示例 / 141

## 第11章 企业孵化:PE的价值所在 ..... 145

太多的人抱着淘金的心态向往着PE,希望能从PE盛宴中分得一杯羹。如果对那些财富故事进行剖析,我们还会发现,PE扮演的似乎不是雪中送炭,而是锦上添花,有时甚至是“趁火打劫”。

- 企业成长之道 / 145
- 如何审定经营计划? / 147
- PE 投资经理能帮企业做些什么? / 150
- 重视非正式沟通 / 151
- “相爱总是简单,相处太难” / 152

## 第 12 章 IPO: 完美的结局 ..... 158

在很多 PE 投资经理的眼里,公司上市的目的就是为了套现,这是最终的目的,而对上市能否帮企业提高核心竞争力、增强其持续发展的能力考虑得很少。

- 明确 IPO 的责任与利益 / 158
- 到哪里去上市? / 160
- 境内上市审核要点 / 163
- 上市,没有那么容易! / 169

## 第 13 章 并购: 现实的选择 ..... 172

中国目前的工商注册企业约有 1 000 万家,但境内上市公司只有 1 600 家,加上境外上市的企业总共不过 2 000 家而已。由此可见,通过上市套现概率极低。与之相对应,业内并购整合已成燎原之势。

- 从行业集中程度说起 / 173
- 产业投资者的算盘 / 174
- 换位思考,PE 投资者要理解产业投资者的套路 / 177
- 并购退出,PE 投资要未雨绸缪 / 178

## 第 14 章 与 PE 投资者共舞: 企业融资攻略 ... 181

很多经营者在产业经营方面长袖善舞,但在融资的时候却四处碰壁,一筹莫展。很多企业家都在抱怨:找钱怎么这么难?比谈恋爱结婚都难!客观地说,资本的逐利性决定了资本将从劣质行业和企业退出,并流向收益水

平更高的行业和企业。

融资企业的常见问题 / 182

重视《商业计划书》 / 184

《商业计划书》的常见问题 / 186

融资接洽：知己知彼，百战不殆 / 192

## 第 15 章 结束语：我们能给世界带来什么？ .....

..... 196

这是一个浮躁的年代。从民众到企业家，大家对财富的渴望几近疯狂。人们似乎习惯了“用短跑的心态跑长跑”，最终很多“企业英雄”成为“商场先烈”。

再回首：中国企业的发展历程 / 196

看“企业英雄”沦为“商场先烈” / 199

中国能为这个世界贡献什么？ / 201

参考文献..... 204

后记 ..... 206

上篇  
认识私募





