

中國溢價

班 妮 \ 著

CHINA PREMIUM



机械工业出版社
China Machine Press

中国溢价

透视中企海外并购

C H I N A P R E M I U M

班 妮 著



机械工业出版社
China Machine Press

图书在版编目 (CIP) 数据

中国溢价：透视中企海外并购 / 班妮著. —北京：机械工业出版社，2018.8

ISBN 978-7-111-60661-1

I. 中… II. 班… III. 企业兼并 - 跨国兼并 - 中国 IV. F279.214

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 179325 号

本书的主线故事是，一家中国大型国有企业与一家民营教育企业联合竞标英国教育资产，作者通过这个故事展现了教育资产的特点、海外并购的特点、海外并购的估值方法、海外并购的竞标流程以及投资银行家撮合交易的过程。

本书是一本真正意义上的投行书，因为它不仅展现了并购交易的全过程和种种细节，介绍了海外并购的专业知识，更融入了投资银行家对并购交易成败的原因、投行在并购交易中的角色、撮合交易难点的专业思考。本书的出版有助于填补中国本土财经作家在相关类型书目上的空白。

中国溢价：透视中企海外并购

出版发行：机械工业出版社（北京市西城区百万庄大街 22 号 邮政编码：100037）

责任编辑：邵淑君

责任校对：殷虹

印刷：北京文昌阁彩色印刷有限责任公司

版次：2018 年 9 月第 1 版第 1 次印刷

开本：170mm×230mm 1/16

印张：14

书号：ISBN 978-7-111-60661-1

定价：59.00 元

插图：苏爱萍

凡购本书，如有缺页、倒页、脱页，由本社发行部调换

客服热线：(010) 68995261 88361066

投稿热线：(010) 88379007

购书热线：(010) 68326294 88379649 68995259

读者信箱：hzjg@hzbook.com

版权所有·侵权必究

封底无防伪标均为盗版

本书法律顾问：北京大成律师事务所 韩光 / 邹晓东

前 言

开创与致敬

我的职业生涯以当律师作为起点。2007 年中国股市进入大牛市的时候，我加入了一家中国本土的投资银行（简称投行），如今已经在投行领域工作超过 10 年。

2013 年 10 月，我出版了自己的第一本书《亲历投行：中国投行的若干传言与真相》，它意外地成了一本畅销书。那是一本自传式的书，记录了 2007~2011 年我在中国投行的职场经历。之后这本书再版过两次，补充了这些年投行这个行业以及中国资本市场的一些变化。这些年来，不断有读者告诉我，他们是通过这本书才了解了中国的投行。这给了我日后继续写作的动力。

2012 年，我从上海到香港，开启了一段新的人生历程。虽然还在从事投行工作，但自 2013 年起，我从一名主要从事股权融资和股票承销业务的投行人士转变为一名从事并购业务的投资银行家。

到香港后，我更加切身体会到内地的资本市场与国际成熟市场有

很大的差异。当中国企业走出去接触到海外市场的时候，就会发现之前我们完全是在自成一派的话语体系里进行资本运作。2013年，我刚参与中国企业海外并购的时候，国内很多资深的投行人士都还不知道海外并购应该如何操作，对成熟市场的估值体系一无所知。不过，他们学习得很快，因为短短几年，中国企业的海外并购已经蔚然成风。

相比单纯的IPO和股票再融资业务，并购是有趣得多的生意。在从事并购业务的过程中，我有机会与形形色色的企业家一起讨论他们的企业发展战略、资本运作计划，参与企业家之间的商业谈判工作。最近五年我在全球做海外并购的经历，使我攒下了不少故事和心得体会，是我从事并购业务的经验总结，也让我有了新的写作素材，想要与更广泛的读者分享。

本书的主线是关于教育资产的海外并购，讲述了中国的一家国有企业与一家民营企业组成了买方团，在英国参与竞标一所连锁高中的出售。这是根据我参与海外并购的一些真实经历改编而来的。

采取竞标方式出售优秀的公司（或资产），是海外常见的一种并购流程。当卖方有足够的信心认为拟出售的资产能够在市场上吸引足够多数量的买家时，就会以竞标的方式通过买家的竞争来提高潜在交易的价格。因此，竞标的流程也比一对一的并购谈判充满更多的变数。我在过去的数年间代表不同的中国企业经历了多次海外竞标，本书的故事是这些案例的缩影。当中有一些竞标环节让我想到了迄今为止公认的最佳并购教科书《门口的野蛮人》^①中记载的并购竞标的故事。我在这本书的最后一章中也致敬了这部经典作品。

① 此书中文版已由机械工业出版社出版。

在故事主线之外，这本书还试图还原近些年来中国企业海外并购的众声喧哗。

无论你是否从事并购业务，你都有可能从媒体狂轰滥炸的报道中了解到中国企业海外并购的飞跃式发展。中国企业买下了很多了不起的世界知名公司。但大部分人并不知道，由于不懂国际并购规则、中西方文化差异，缺乏清晰的并购战略，跟不上海外并购竞标节奏，受到西方卖家歧视等，中国企业在海外并购市场上的失败远远多过成功。至今绝大多数中国企业都无法在国际并购市场上专业且有效地与西方卖家对话。另外，西方卖家对中国企业有很深的偏见，这使得少数有抱负且尊重国际规则的中国企业也很难在海外并购中收获自己想要的结果。

我写这本书，是希望分享和分析这些并购现象背后的种种原因。

本书是史实的还原与案例改编的结合，以讲故事的方式呈现给想要了解并购交易的读者：或许是从事投资、投行业务的专业人士，或许是企业家，或许是传媒从业者，或许只是出于好奇想了解中国企业海外并购真实状况的普通读者。

我在本书中进行了一次全新的写作风格的尝试，试图把中国企业这几年海外并购的史实、成熟市场并购的估值理论、并购投资银行家关于并购交易的思考及根据真实案例改编的虚构故事融为一体。

希望读者能在这本书的故事之外，对于海外并购，对于中国资本市场的现状，对于中国企业在并购市场上的行为，甚至对于投资银行家的思考方式，产生一些新的理解。

2014年年底，我和业内一位大佬交流，说起我的《亲历投行：中国投行的若干传言与真相》。他说：“你有没有想过要成为中国的迈克

尔·刘易斯^①。”这无意中给我规划了一个写作目标，我当真朝着这个方向发展去了。

中国不缺少描写资本市场的小说或纪实作品，但缺少像迈克尔·刘易斯一样的作家。

动笔之前，我反复阅读了《门口的野蛮人》《说谎者的扑克牌》《大空头》以及《最后的大佬：拉扎德投资银行兴衰史》，我发现这几部书中的人物全部交织在一起，那些并购大佬的名字，在每本书中都会出现，并购的精英们主宰了那个年代的华尔街以及并购市场，更吸引了多个有才华的作者把他们的故事从各个角度写成不同的经典书籍。

谨以本书向这些作者和他们的作品对金融现实的揭露致敬。

① 迈克尔·刘易斯（Michael Lewis），生于1960年10月15日，美国当代报告文学作家、财经记者，毕业于普林斯顿大学和伦敦经济学院。他所写的畅销书包括《说谎者的扑克牌》《大空头》等，其中《说谎者的扑克牌》被《福布斯》评为“20世纪最具影响力的20部商业书籍”之一，《大空头》于近年被改编成电影。刘易斯独特的写作手法给人带来阅读享受，他将实用的金融知识、生动传神的人物描写以及扣人心弦的情节安排自然地融为一体。



目 录

前言

第一章 投资银行家

- 撮合交易 • 002
- 必也正乎名 • 006
- 从天而降的生意 • 013
- 团队协作 • 018
- 初步报价 • 023

第二章 众声喧哗

- 看上去很美 • 033
- 形形色色的顾问公司 • 037
- EBITDA 是什么 • 044
- 并购就是讲故事 • 050
- 交易死亡的杀手 • 055

组织一支队伍 • 062

第三章 中国溢价

价格与价值 • 067

意外的阵亡 • 076

私有化狂潮 • 082

欧洲收购战 • 092

中国溢价的罗生门 • 097

第四章 竞相出价

搞清企业的并购战略 • 106

寻找最合适的客户 • 112

竞标大项目 • 118

与德国人结队 • 123

并购如赌博 • 132

撮合交易是个伪命题 • 143

第五章 伦敦行

伦敦相亲会 • 153

不一样的律师 • 163

别出心裁的现场尽调 • 172

见到卖方股东 • 177

竞争对手揭晓 • 183

第六章 最终报价

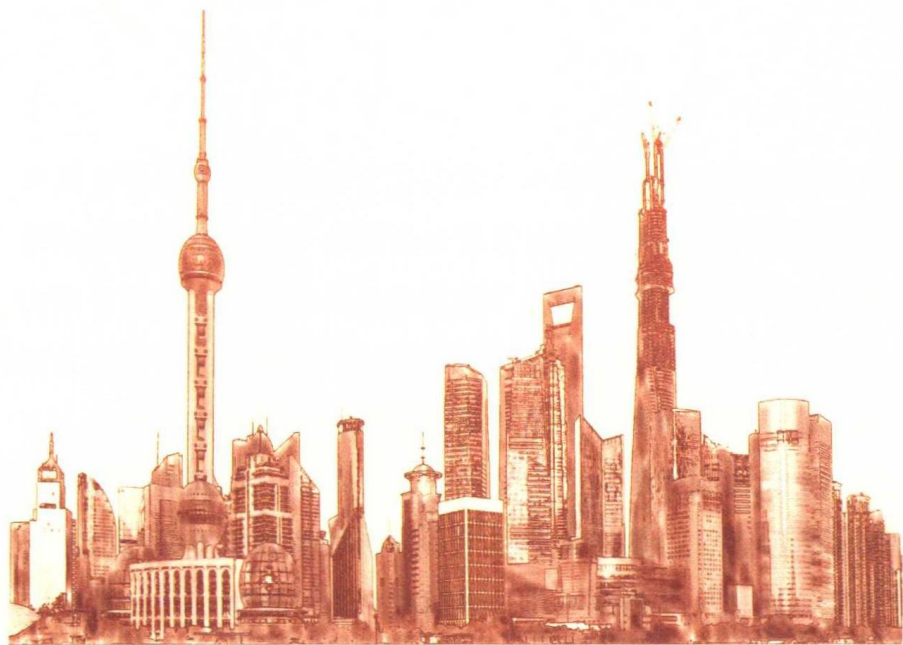
评估难题 • 189

济南的冬天 • 196

卖方阵营 • 202

最终的报价 • 204

后记 • 213



第一章

投资银行家

投资银行家是一个完全不同的群体，他们是高人一等的交易制造者。

——迈克尔·刘易斯，《说谎者的扑克牌》

撮合交易

“教育资产的最大特点是现金牛。”

夏末，上海，思南公馆的 Las Tapas。

两男一女坐在室外的一桌，阳光穿过梧桐树的枝杈，在白色桌布上绘出花纹。桌上放着爱丽丝带来的一张 A4 纸，上面印着填满数据的表格和一些英文。

爱丽丝是一家中国本土投行铂图证券的银行家（banker），正在向客户推销一桩海外教育资产的并购交易。

并购业务被誉为投行业务中的“皇冠明珠”，投资银行家（简称投行家）职业生涯的最大成就是做并购交易中的交易制造者（deal maker）。你必须积累足够多的客户、足够多的项目资源，才能有机会在客户寻找项目的时候，恰到好处地将某个待出售的公司推销出去，对客户说：“我这儿有一个给你准备的交易。”

对面坐着两个男人，一位外表儒雅，戴金丝眼镜，他是国内一家运营国际学校业务的教育机构——天行教育集团的创始人孟亦东。老孟去年刚在美国收购了一所学校，爱丽丝的投行团队在这桩交易中担任财务顾问。另一位穿着十分朴实，咸菜色的外套与思南公馆的洋腔

洋调有些不搭，然而他才是这三人中的主角——山东一家大国企远征集团旗下远征文化产业投资公司的总经理李梅亭。此刻，李梅亭正努力睁大眼睛，试图看明白爱丽丝手中那张表格的意义——那是一些用可比交易^①列示的教育资产估值分析。

爱丽丝这次想要促成的交易，是介绍远征集团与老孟的天行教育共同收购英国的一所私立高中图灵中学。远征集团的主业是基础设施建设，这些年生意越做越大，手上现金充沛，于是成立了远征文化产业投资公司，想做一些跨界投资，近年来格外关注海外资产配置。大国企的董事长与老孟是同乡，看老孟的学校生意越做越好，也想涉足这一领域。在老孟的引荐下，李梅亭见到了投资银行家爱丽丝。

在老孟热情洋溢的介绍之后，爱丽丝冲李梅亭微笑：

“我这儿有一个给你准备的交易。”

吸引国际买家并购的教育资产（指学校，通常不包括大学）基本上只集中在说英语的国家，即美国、英国、加拿大、新加坡和澳大利亚等国家。以英国为例，英国的学校分为公立与私立两种。公立学校由政府拨款支持，不具备收购的可能性；私立学校又分为慈善机构、财团拥有的学校及私人运营的学校三类。一般而言，前两类是由慈善机构和财团拥有的学校，有盈利之外的其他考量，即使效益不佳面临破产也会由于顾忌各种因素而不对外出售。因此，由私人企业主或私募股权基金拥有的私立学校，就成为市场上稀缺的收购资源。

① 可比交易，通常是指最近3~5年同行业类似规格的并购交易，通常投资银行作为买卖双方的顾问，都会收集市场上的可比交易，用来为本次出售的资产的可能成交金额进行预测。

2015 年，全英国有 2600 所左右的私立学校，仅占到全英学校总数的 7% 左右，这其中可供收购的标的更加稀少。行业的整合在上一个 10 年就已经开始，金融危机后，很多英国的私立学校面临财务危机，因此被放在市场上出售。另外有一些运营良好、抗周期的私立学校，就像是被私募基金养肥的鸽子，等着合适的时机在市场上待价而沽。

众所周知，与那些追在客户屁股后面催收应收账款的企业不同，学校的学费都是提前收取的。学期尚未开始，学校就已经提前取得了下一学期的学费收入。与之相关的学校财务报表的特点是，学校的营运资本（流动资产－流动负债）为负数。换句话说，当一所学校开始稳定运营后，经营学校业务本身不需要额外注入资本，反而会内生性地产生多余的现金。一所学校建立之初需要经历一个资本投入期，在这一阶段，其“师生比”达不到正常运营状态，招生的市场推广也在不断烧钱，但当投资平台期过了之后，学校的生意就会产生源源不断的自由现金流。因此，教育资产是现金牛。

杠杆收购的世界里现金为王。教育资产由此成为 PE 基金竞相追逐的对象——学校业务本身可以提供收购所需要的、支持更高杠杆的、充足的自由现金流。当市场上有这样的标的出现，几乎立即就会被活跃的买家盯上。

此外，非公立教育在国外属于受政府监管限制较少的行业，更何况教育消费的需求是刚需。随着家庭收入的逐年提高以及家长对子女教育的日渐重视，学校的学费水涨船高。据统计，英国中学学费平均年增长率约 5%，跑赢国家通货膨胀的年增长率（英国通胀率约为每年 2%）。

随着亚洲国家中产阶级的兴起，赴欧美国家留学的学生近年来呈低龄化趋势。海外教育资源需求旺盛，因此教育产业的国际收购也成为包括中国在内的亚洲投资者关注的热点。

据英国私立学校协会统计，由于英国经济走势的不确定性，2008年经济危机之后，英国本土学生在私立学校的就学率一直低于经济危机前，但与之形成鲜明对照的是，国际学生在英国就读的人数从2008年至2015年上升了33%。2015年这些独立寄宿学校收取的学生年平均学费约为3万英镑，而2008年仅有2.2万英镑。

爱丽丝一直在侃侃而谈教育资产的好处，老孟不时附和。李梅亭也许听明白了，也许没有，但这并不重要。他心里盘算着：第一，远征集团需要在海外扩张，寻找好资产；第二，董事长有意在教育领域进行投资；第三，根据领导班子的战略规划，近几年集团把文化领域投资作为重点关注方向之一，但至今尚无任何进展。

刚端上桌的那盘杏仁羊架散发着香气，不趁热吃就要凉了。然而三个人的注意力却都还集中在那张写满可比交易的纸上。爱丽丝在对上面的数字做进一步的解释。

李梅亭对一所海外学校如何估值已经不太在意了，他在这家大型基础设施建设企业做投资许多年，之前的经验都仅限于重资产项目的估值。然而他并不想现在就开始重新学习轻资产业务的估值模式。他把这张纸小心地折好，放在自己的夹克口袋里——也许只是出于礼貌，天知道他回去是不是就直接把衣服丢到洗衣机里去。

李梅亭的心情变得好起来，似乎下半年的工作任务已经完成了一半，于是三个人开始放松地享用面前的美味。



必也正乎名

“投行的人就像是苍蝇，成天在我周围嗡嗡。”谢总脱口而出。此时，爱丽丝坐在一旁面无表情，会议室中的其他五个人则露出不同程度谄媚的笑容。

谢总是声名显赫的静水国际集团公司（简称静水）的董事兼首席投资官。他咧开嘴笑，露出一口被烟熏黄的牙齿，显示出他白手起家的平民本色。

“这帮投行的人到处追着我。上次巴克莱那个 MD^①连续一个星期

① MD (managing derictor) 是投行中级别最高的业务人员。

给我打电话：‘谢总啊，我到香港来了，有没有空一起吃个早饭……’后来又一直发信息：‘谢总啊，周五早上好不好？你不回信，那我就直接过来了啊……’”

会议室里人们笑得响亮。爱丽丝笑不出，对于拍这种马屁，她总是不屑，太没技术含量。

静水是沈均创办的一家私人企业，做房地产起家——在过去的十几年里，这个国家许多赚钱的企业都会涉及房地产领域。之后，静水像其他赚到钱的中国企业一样，逐渐演变成一家多元化的集团公司。

早年间中国企业的海外并购还主要以大型央企、国企为主，集中在资源领域（如能源、矿山等）。而静水是最早在消费领域进行海外并购探索的公司之一。

静水的第一次海外出手与著名投资大师彼得·林奇的思路有异曲同工之妙。

彼得·林奇注意到老婆总是买某一个品牌的丝袜，于是他便去研究那家丝袜公司的报表，然后在二级市场买入这家公司的股票，获得了很高的回报。

静水的大老板沈均的太太长期喜爱一个希腊的品牌饰品，价格适中，时尚感强。希腊爆发危机期间，这家希腊公司的股价暴跌，静水果断在二级市场上增持，成为其主要股东之一。之后，静水入主希腊公司董事会，并利用自己在中国的渠道帮助这一品牌在中国扩张。后来，这一投资成为静水在海外收益最高的投资，也进一步坚定了静水海外扩张的决心。

近几年静水的海外资产规模急剧扩张，同时向消费、金融、地产