

/中国风险投资和私募基金案例集锦/

聚变

中国资本市场备忘录

资本是什么，
有人说它是催化剂，
资本+商业模式+企业家，
合在一处便产生聚变！
资本的力量让企业从 $0 \rightarrow 1 \rightarrow 100 \rightarrow \infty$ ，
只用短短数年！
学会用金融的视角看待企业运作，
了解公司快速增长、并购重组、上市融资背后的力量！



清华大学出版社

/中国风险投资和私募基金案例集锦/

聚变

中国资本市场备忘录

郑磊◎著

清华大学出版社

北京

本书封面贴有清华大学出版社防伪标签,无标签者不得销售。

版权所有,侵权必究。侵权举报电话:010-62782989 13701121933

图书在版编目(CIP)数据

聚变——中国资本市场备忘录/郑磊 著.—北京:清华大学出版社,2010.3

ISBN 978-7-302-22020-6

I. 聚… II. 郑… III. 资本市场—研究—中国 IV. F832.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2010)第 021466 号

责任编辑:荣春猷 王桑娉

封面设计:大观设计

版式设计:康 博

责任校对:胡雁翎

责任印制:孟凡玉

出版发行:清华大学出版社

地 址:北京清华大学学研大厦 A 座

<http://www.tup.com.cn>

邮 编:100084

社 总 机:010-62770175

邮 购:010-62786544

投稿与读者服务:010-62776969, c-service@tup.tsinghua.edu.cn

质 量 反 馈:010-62772015, zhiliang@tup.tsinghua.edu.cn

印 刷 者:清华大学印刷厂

装 订 者:三河市漂源装订厂

经 销:全国新华书店

开 本:180×250 印 张:19.5 字 数:369 千字

版 次:2010 年 3 月第 1 版 印 次:2010 年 3 月第 1 次印刷

印 数:1~5000

定 价:38.00 元

本书如存在文字不清、漏印、缺页、倒页、脱页等印装质量问题,请与清华大学出版社出版部联系调换。联系电话:(010)62770177 转 3103 产品编号:033554-01

专家推荐语

中国不乏天使投资的资金来源，如创业成功者的大量资金、大量的民间闲置资金等。政府如果能提供科技孵化器，必将能推动民间的天使投资力量。这样，才能从根本上解决企业受利益驱动，风险投资偏向中后期这一问题。中国风险投资的发展正如火如荼，希望有更多的像郑磊博士这样的同道中人来从事风险投资和私募资本的研究和实践。以他们的热情、对于真理的追求、对于新生事物的洞察，以及他们对于风险投资和私募资本专业的热爱，做出更多、更好的研究实践成果，进一步推动中国风险投资和私募资本事业的发展。

——李俊辰 欧金伦敦投资有限公司首席经济学家，英国皇家康奈尔商务及管理顾问，“大本钟奖暨英国十大杰出华人青年评选”评委会主任，中国人民大学客座教授

从 VC 到 PE、从 M&A 到 IPO、再到公开市场，作者为我们还原了一个真实的融资博弈的商业生态。“不是蜜糖也不是毒药”，融资博弈是一场企业躲不开的商业遭遇战；资本不过就是别人过去的知识和信用，你在这一场博弈中能否共赢或取胜，取决于你的知识够不够多、你的信用够不够好！

——林永青 互联网创业企业家，价值中国网 CEO

中国的资本市场历史较短但发展神速，本书涵盖了资本市场的方方面面，多层次多角度地选取了中国资本市场的重要事件，在创业风险投资、私募股权投资、股市私募基金、企业资本运营以及金融市场等多方面，提出了深刻而独到的见解，值得业界阅读和借鉴。

——廖明 美国凯雷集团副总裁



《聚变——中国资本市场备忘录》一书使用案例分析和理论讨论间或有致的手法对中国资本市场的几个主要层面进行了生动、活泼而又富于思考的分析、总结和论述。本书充满了对在中国资本市场中博弈的人们极具参考价值的信息和资料。

——林羿 法律博士，美国普信集团副总裁，大中华区主管董事

中国改革开放 30 年，人均 GDP 由 1978 年的 54 美元增加到 2008 年的 3382 美元，中国社会正式踏入中等发展国家水平。在金融建设上，由 10 年前之四大有资不抵债银行，经过一轮改革后一跃成为全球十大银行，演变之快，令人叹为观止。借此后金融海啸时期，大量具实力之中国企业需要面对不同金融市场采取相应的资本运营操作，《聚变》一书向读者揭示了金融市场炼金之术，并把资本市场之斗智斗力、成功及失败事件，一一呈现在读者面前。无论对企业家还是金融市场从业者而言，《聚变》都是一本可读性高，具高度参考价值之财经好书。

——刘云浦 投资银行资深专家，香港招银国际投资银行执行董事

为什么美国近 100 年来能不断崛起？为什么众多高科技产业是在美国兴起并能够迅速在全球占到领先地位？它的发现机制和创新机制的源泉在哪里？在近百年大国崛起的历史进程中，资本市场发挥着在现代经济中举足轻重的作用，当然这个过程中也充满着股票投资者的贡献，他们作为一个整体不仅要有智商和头脑，还要预测经济、政治和社会发展的动向，预见财富涌动的方向并设法从中赢利，进而帮助市场建立一个筛选机制。郑磊博士的《聚变》一书从各种不同的角度给生活在今天的人们一个严肃的启示——股票投资可以帮助一个国家强健其体系，它是强国之道，可以使国家变得更美好；它是富裕的催化剂，长久来看它也懂得用金钱创造丰富的心灵。

——但斌 私募投资家，深圳市东方港湾投资管理有限公司董事总经理

无论是风投(VC)、私募股权投资(PE)，还是公司上市(IPO)，还是购并业务，都离不开资本运作。资本运作围绕资本的本性即自我增殖进行。资本增殖成功与否，重点不是掌握资本的人，而是运用资本进行“协作”或者“协同”的资本“家”。资本能否成倍增殖，要看资本玩家如何组合政策、资源、管理、技术和市场“五元素”。郑

磊博士给大家讲的就是这样的“故事”，大家可以从中得到启发，让自己的资本快速增殖。

——李国旺 华宝证券研究所所长，博士

资本市场，神秘需要冲涤，迷雾需要拨开，诱惑需要清扫，风险需要化解。郑磊博士的新作《聚变——中国资本市场备忘录》，就是一股冲涤神秘的力量，一缕拨开迷雾的阳光，一种清扫诱惑的智慧，一个化解风险的抓手。

——马方业 资深金融证券媒体人，《证券日报》副总编辑

资本二字兹事体大，在中国多层次资本市场发轫之初，这样一本“多层次”展现资本市场魅力的著作不可不读，不得不读。

——田炜华 《首席财务官》杂志执行社长

改革开放 30 年，中国的市场改革走过了商品市场到资本市场的两个递进过程，尤其是资本市场的改革，充满着求索与疑问、气魄与胆识、成功与挫折的交织。资本市场的变化波澜壮阔、天翻地覆，尽管还很不完善，但值得回顾和总结，《聚变——中国资本市场备忘录》从中国资本市场的典型事件入手，多角度给出了分析、评论和建议，作为“立此存照”，是了解中国资本市场的不错的参考资料。

——吴晓辉 招商银行济南分行行长

科技是第一生产力，资本是第一推动力；没有第一推动力，就不会有第一生产力。郑磊博士身经百战，他在《聚变》中将深藏于资本市场运作背后的真相大白于天下。这是一本值得企业家和投资家认真阅读的好书。

——徐洪才 《大国金融方略》作者，首都经贸大学证券期货研究中心主任，教授

目录

第1篇 “天使之翅”上的思索

第1章 天使投资者——想说找你不容易	3
第2章 和创业风险投资谈谈“爱”	7
第3章 有限合伙——让资金变身资本的魔杖	13
第4章 西方有限合伙制风险投资借鉴	17
第5章 创业困境的中美比较	25
第6章 餐饮业创业者如何得到天使投资的青睐	29
第7章 从好望角到新大陆看风险溢价	33

第2篇 资本与企业的“爱与恨的纠葛”

第8章 南方汇通世华之殇	39
第9章 兴万家连锁的资本倒戈	45
第10章 从投资银行角度看餐饮分段融资计划	49
第11章 低迷时期PE投资之机	57
第12章 “小肥羊”是如何长成的	65
第13章 S上石化：“难产象”与“难缠蚁”的较量	73
第14章 救东缩股的多方共赢策略	77
第15章 解读股权分置中的“苏宁现象”	83

第3篇 上市万花筒

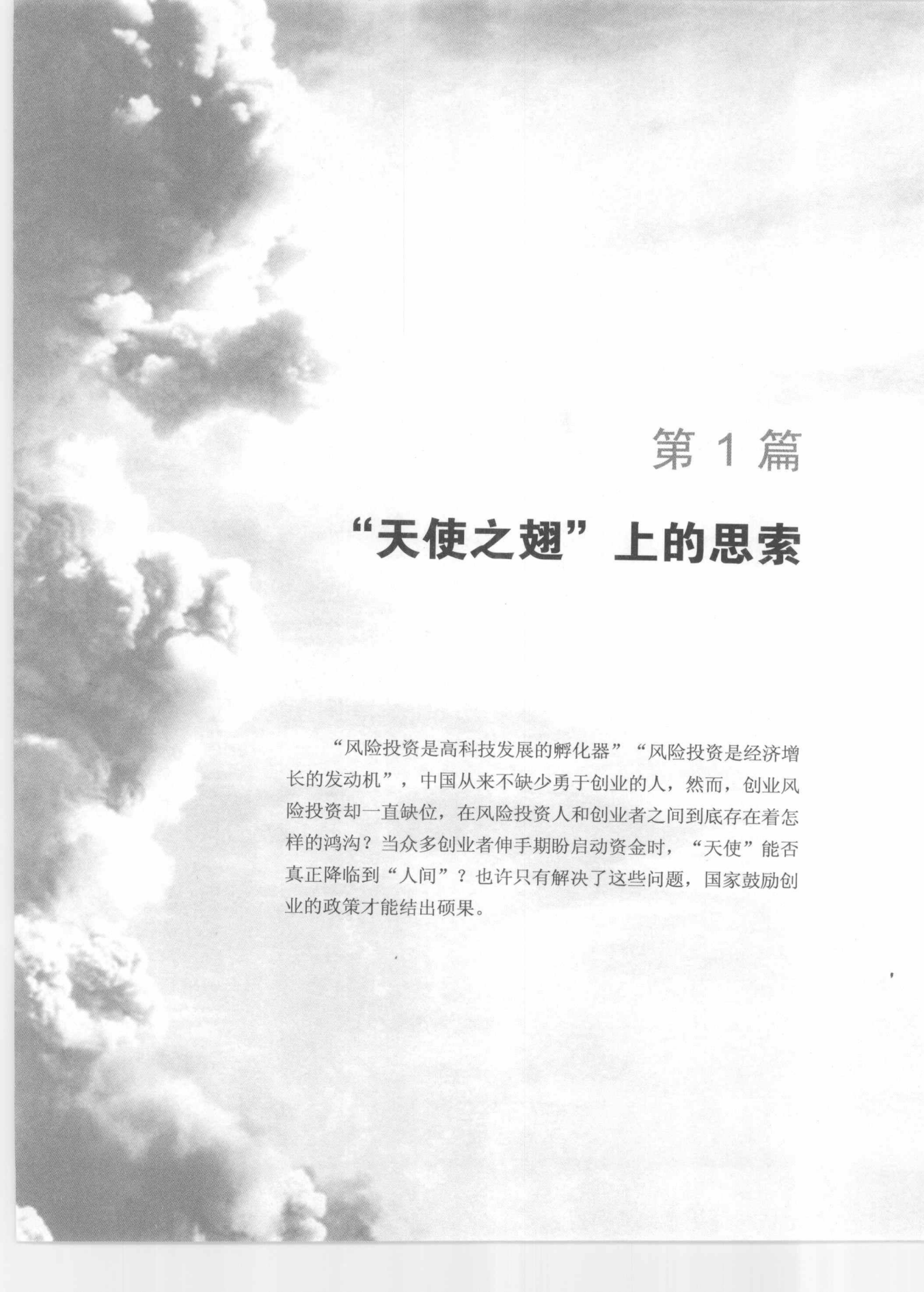
第16章	报业上市模式之辩：博瑞传播 VS 赛迪传媒	93
第17章	IPO，不是毒药，也不是蜜糖	111
第18章	光线与华友的牵手和分手	119
第19章	东方航空的并购战略与企业估值	127
第20章	万向精于算计的并购	145
第21章	解剖西蒙：地产巨子的商道	155
第22章	越秀 REITs 香港上市之路	175

第4篇 资本市场方法与实践方法

第23章	打开投融资项目计划书的“中国结”	183
第24章	点击商业计划书的“死穴”	187
第25章	私募股权投资的进入模式与股权设计	191
第26章	买壳、借壳上市	197
第27章	并购——企业跨越式发展的高速路	207
第28章	熊市投资的头号法则	215
第29章	巧用“时间+复合增长率”效应理财	219
第30章	个人或家庭的现金流控制	223

第5篇 资本市场观察与评论

第31章	百年难遇金融危机下的思考	231
第32章	民间融资与信用体系	239
第33章	罪与罚：模糊的分野	249
第34章	如果巴菲特生活在当下的中国	257
第35章	专业理财师的职业规划和发展	263
第36章	国内理财市场分析和对策	269
第37章	香港中资投资银行比较	275
第38章	商业银行系的投行的经营模式分析	291
	主要参考文献及资料来源	301
	后记	303



第 1 篇

“天使之翅”上的思索

“风险投资是高科技发展的孵化器”“风险投资是经济增长的发动机”，中国从来不缺少勇于创业的人，然而，创业风险投资却一直缺位，在风险投资人和创业者之间到底存在着怎样的鸿沟？当众多创业者伸手期盼启动资金时，“天使”能否真正降临到“人间”？也许只有解决了这些问题，国家鼓励创业的政策才能结出硕果。



第1章

天使投资者——想说找你不容易

入行以来，笔者一直有一个困惑，在收到的每 100 件创业计划书中，至少有 90% 以上是属于概念期和种子期的项目，但是愿意为这种初期项目投资的投资人和投资额却不足 10%。在中国这样的金融环境里创业，意味着更多的创业者要以自有资金创业，滚动发展所需资金依然难以从资本渠道筹措。只有那些在起步期就取得赢利而且每年增长速度超过 15% 的创业项目才可能进入投资人的视野，而这样的机会如海底捞针一样渺茫。回头看“巨人”企业：贝尔、福特，还有新技术企业苹果电脑、亚马逊、谷歌，最初也是从萌芽阶段发展起来的。国内的创业者，究竟路在何方？



凡间的创业者，你们准备好了吗

初创期的创业者通常有这样的特点：敢想敢说而资源不足；较有希望的项目通常会有一个核心创业人，充满了创业热情，具有技术或者销售特长，而创业队伍的主要人员未到位，无法给投资者信心；产品在开发过程中，商业模式不清晰或者可行性论证不足以说服投资者；在商业计划书中通常描绘了一幅宏伟的发展蓝图，商业创意也有亮点，但是对商业模式、赢利点、发展战略和所依托资源的分析与描述，往往充满乌托邦式的理想主义色彩；对于方案如何实施的细节想得不深，甚至是“蜻蜓点水”一笔带过，对竞争形势和对手的了解以及应对策略也没有深入探究。这样的创业者很难得到投资者的青睐。

在创业投资业内也有类似“只有爱情是不够的”定律，创业者必须有条件、有潜力被培养成企业家。天生的企业家相当罕见，即便你是，也很难被识别出来。创业者需要以脚踏实地的业绩证明自己是块值得培养的好材料，而且企业家与好的企业管理人才也有区别，前者若缺乏管理经验和锻炼，就很难掌控创业企业的发展，也很难借助外部管理人才的力量。国家鼓励就业性创业，但以成为企业家为目标的创业者应运筹帷幄，谋定而后动。

天使投资者，你在哪里

创业者很难获得机构投资者的青睐，创业者应该寻找的投资对象是天使投资者，也就是指那些用自有资金投资初创公司的富裕的个人投资者。而天使投资阶层正是国内风险投资最短的那块板。这是个几乎不能算是桶的容器，犬牙交错的木板分别是私募集资不合法、退出渠道单一而不通畅、商业信用缺失、天使投资稀缺等，这些木板围成的器皿只能承载很小的资本量。创业者本来应该将对投资的诉求主要指向天使投资人，而不是机构投资者，更何况从西方舶来的风险投资一上岸，也改变了脾性，已经变得相当保守了。有数据显示，64%的投资项目和 56%的投资金额集中于扩张期和成长期，并且这种趋势还在继续扩大。

天使投资是风险投资的先锋。尽管在国外也有一些天使投资人聚合组成松散的协会甚至是投资公司，专门从事创业项目投资，他们实际上就是投资于概念阶段和早期的风险投资机构。当创业者还在酝酿创业设想时，一些个人投资者就像天使那样，飞来飞去为这些未来的企业“接生”。如果以对学生投资来比喻，一般的风险投资公司着眼于大中学生，而天使投资者则培育萌芽阶段的小学生甚至是学龄前儿童。毋庸讳言，天使投资者的投资第一定律就是，第一笔投资失败的可能性极高。但第二定律却是，成功的收益往往超过其他任何投资活动。这样的案例在国外非常多，比如北卡罗来纳州的三州天使投资俱乐部投资了一家生产网络软件的公司，18 个月后，该公司被著名风险投资公司 CMGI 收购，投资人以获得超过 60 倍的投资收益退出。在国内，也不乏这样的范例，施正荣的“无锡尚德”刚成立时，小天鹅集团、无锡创业投资公司等出资 600 万美元，分别获得了 10~23 倍的投资回报率不等。靠转让土地发了财的一些花都村民，投资 500 万元请来留美博士龚学峰成立了蒙特利实业公司，该公司被杜邦以 3000 万美元收购，回报率高达 36 倍。谢秋旭与蒙牛的故事是另一个经典演绎。牛根生靠一间平房自立门户之时，谢秋旭慷慨地掏出现金投入初创期的蒙牛，最终收

获不菲，起初380万元的投资如今已变成10亿元。百度当时也是靠120万美元的天使投资起步，亚信曾获得25万美元的天使投资。

国内的天使投资者主要有：外资公司高级管理者、海外华侨和海归人士，成功的民营企业家和先富起来的人，也包括政府的各种创业基金。扫视这个稀有种群，可以看到最显眼的是那些功成身退的创业者。他们的名字熠熠发光：“微软”李开复博士、张亚勤博士、离开雅虎的周鸿炜、前搜狐COO古永锵、前TOM CEO王先先、前新浪COO林欣禾、前E龙CEO唐越、前金融界CEO宁君、投资“亚信”的刘耀伦，还有华登的茅道林、连邦的苏启强、8848的王峻涛、携程网的沈南鹏等。除了这些风云人物，还有很多成功但很低调的天使投资者，但与稀有的天使投资者相比，庞大的创业者群体数量却非常惊人。



教你识别天使

根据对创业者可能提供的综合资源，天使投资人可以分为：一种是仅仅出资，而且投资额一般不会超过20万元，是你可以在自己的周边找到的富裕人士，他们或者出于信任，或者出于感情甚至是直觉对你进行投资；另一种是较有经验，会在一定程度上参与或指导被投资企业的运作，投资额也较大，约100万元，他们可能是成功的管理者、小企业主、高级知识分子、白领或金领精英；再一种是具有成功经验的企业家，对创业企业能提供独到的支持，投资额多在几百万元以上。

在国内已经开始出现类似天使投资者的群体，可以见到的有：①偏好型投资者，只投资自己了解的领域，且对项目的地理位置有偏好，投资决策主要依靠自己的判断和调查，倾向于在一定程度上参与公司的管理，他们中的很多人是民营企业或者是行业专家，出于多元化和分摊风险或者对技术的掌握而对一些相近的行业进行投资。②短期的、松散型个人投资者联合体或者合伙人，出于担心个人对项目的评估和把握能力弱，而愿意与更多人一起投资，集思广益、分散风险。在他们的投资团队中，往往有领头的投资者，由其搜寻投资机会，向联合投资者建议投资机会，投资者可能寻求担任被投资的企业董事长职位。③家族型投资者，资金由一位对投资比较内行的家族成员掌握并统一进行投资决策。④资深管理型投资者，曾是公司管理者，“下岗”后通过投资购买一次“最后的工作机会”。这些人投资并获得管理岗位后，很少追求对公司的控制权。



第1篇

「天使之翅」上的思索

由经理人转入投资领域，也正在成为一种潮流。一些跨国公司高管既希望能够把握住创富机会，又无法放弃现有的优厚待遇。作为一个折中方案，他们愿意把钱投给“志同道合”的创业者。

从经理人到创业者或是成为天使投资者，并没有很悬殊的跨度。今天的你是经理人，也许明天你可以成为创业者的天使投资人，甚至成为企业的拥有者，成为成功的企业家。实现这一切的基础是——天使投资人，无论是你去找，还是你自己去做，创业者和天使投资人都如同一个硬币的正反面，是紧密相连的。



第2章

和创业风险投资谈谈“爱”

创业风险投资是资本市场的重要融资途径，在高科技上市公司背后从不缺少风险投资家的身影。而在中国，风险投资人开始更多地关注其他非高技术领域但具有高风险、高收益的投资项目，越来越多的中国创业者和公司将有机会触摸到风险投资家的手。如何握紧这只资本之手，增加成功机会，值得深入了解和学习。



“白马王子”的爱情哲学

白马王子，是众多妙龄女孩梦寐以求的偶像。这就正像风险投资家与项目公司或创业者之间的关系。白马王子不是高不可攀的，但他们的择偶标准比较独特，因此，平凡的女孩难入其法眼。风险投资的过程也像谈恋爱，风险投资家从不会一见钟情而定终身，即便是看上了对方，也有个感情逐步投入的过程。

问题的关键在于搞清楚白马王子的择偶标准。作为一个理想的对象，项目公司必须在两个方面具备明显优势：靓丽的容貌——好的项目；引人注目的气质——值得信赖的管理团队。内外兼修，两者缺一不可。容貌是前提，没有好的项目，一切都无从谈起。风险投资家都“好色”，看姿色往往是从项目的商业计划书开始。如果不能在商业计划书中表现出项目的优点和发展潜力，就像不会打扮的美女，难以吸引别人的目光。但仅有美貌还不够，如果没有气质，仍然难以获得白马王子的青睐。项目公司直

接对投资者负责，要保证资金合理高效的使用，为投资者带来收益。有诚信、懂经营、善管理的团队才是值得信赖的管理团队，技术、经营、管理人才合理搭配的团结的集体才容易成功。否则，一个不符合条件的管理团队，有再好的项目也不能引来投资。

白马王子不仅“好色”而且“善变”，后者体现在从一开始，风险投资家就没想着要和项目公司长相守，恋爱时就想着分手，投资前就策划好分手的方式和财产的分割。根据国外一般经验，风险投资者与项目公司从恋爱到分手的周期是3~5年。国内风险投资者比较“忠实”，是因为“出轨”的机会较少，不少风险投资家至今都还被项目公司死死套牢而不得脱身。白马王子通过不断地和美女谈恋爱，在不断发展自己实力的同时，美女们也逐渐从青涩走向了成熟。据一项不完全统计，女人初恋就获得美满婚姻的例子越来越少了，90%以上的成年妇女有过不少于一次的恋爱经历。有人说，恋爱使女人成熟，使女人有爱心，使女人更像女人。这就像创业公司一样，在国外，几乎所有成功的创业公司都接受过风险投资，而在国内却正好相反，还没有多少创业公司真正了解风险投资是怎么回事。

白马王子是喜欢摩登女子还是传统型女孩，也是因人而异的。前者好比是高科技项目公司，后者指传统行业的项目公司。认为风险投资者只会将眼光盯住高新技术项目的看法是错误的。其实，风险投资者最爱的是成长快、赢利潜力大的项目，而这类项目往往具有高风险性。常言道：“高风险才可能有高利润，中等风险带来一般收益，低风险就只能是低利润。”风险投资者就是为了将高风险、高收益的项目公司快速培养长大，以便在较有利的价格下脱手获利的“机会主义者”。风险投资者对蒙牛(乳业)、星巴克(咖啡连锁店)、宁夏红(造酒)、卡森实业(皮革制造)、山水(水泥)、永乐(家店连锁店)等属于传统行业企业的投资，实际上就是看到了这些公司在中国这个特定市场上的巨大的发展潜力和快速成长性，而不是看她是传统型还是摩登型美女。因此，传统行业的公司不用气馁，只要你符合白马王子的择偶条件，就有机会得到垂青。



“窈窕淑女”的情感困惑

时代越是进步，现代人的感情困惑似乎越多，这是信息时代的特点。随着信息爆炸性增长而沟通渠道和方式的相对落后，带来了严重的信息不对称，所以窈窕淑女极有可能找不到理想对象。

失败经历一：临时抱佛脚。我们曾受托为一家手机游戏创业公司寻找投资人，这家公司从项目和管理团队看，都算得上色艺双绝了，但当我们找到一家有兴趣的风险

投资公司时，这家公司却因无力支撑运营压力而解体了。最大的教训是没有在项目开始阶段就包装自己、寻找发展的资金，直到现金流难以为继时，才匆忙去找，这就像大龄女人找男友，找到满意对象的可能性极小。

失败经历二：脱离实际，乱提条件。比如上面提到的这个例子，创业者提出，投资人一定要和他一样，把手机游戏公司当作永远的事业，这个要求对于风险投资者来说是荒谬的。风险投资的最大特点就是“只为一时拥有，不思天长地久”，他们只期望项目公司能快速长大，在退出时获得高收益而不是与经营者“共存亡”。不了解白马王子“为恋爱而恋爱”的本质，淑女也只能抱恨终生了。

失败经历三：太过独立。还有一种情况是淑女的个人意识太强，过于独立不羁。网络上曾流行一篇“我与40多家风险投资商过招”的文章，是一个年轻人记述自己与数十个风险投资人谈判的经历，但始终没有成功，原因是不愿意接受风险投资人对财务管理和公司经营业绩增长的约束性要求。如：5万元以上的公司支出需要征得风险投资人委派的协调人联署签名，提出需要签署阶梯业绩调整式协议来保障投资者利益(即对赌协议，如果经营达不到业绩目标，每年需要割让一定比例的股份给予风险投资商)。如果换位思考一下，就能明白，这些约束条件是合理的。这个白马王子并不想把恋爱对象占为己有，业绩约束条件是为了激励管理团队全力以赴地做好企业，财务约束是为了预防管理者的道德风险，是审慎的举措。如果企业经营很差，承受最大损失的是投资人，即便收回了管理团队的股份，实际得到的也只是个没有价值的空壳公司。风险投资人通常都会提出这类约束条件，比如蒙牛的经营团队曾接受过要求每年每股赢利复合增长率不低于50%的苛刻要求，否则就要向投资方赔付7800万股蒙牛股票或等值现金。看来，爱上白马王子的美女还是要为爱付出很大的努力和代价才行。

失败经历四：缺少信用。在投资界有一句俗语：投资项目要“三分看货，七分看人”。管理企业不是投资人的工作，风险投资人没有能力也没有愿望去亲自经营和管理他不熟悉的项目公司，投资人出钱，管理团队出力，各自角色不同。部分企业账目混乱，创业队伍人才搭配有明显缺陷，这样就很难吸引到风险投资。比如华平曾投资600万美金给一个生产薯片的项目，华平占股80%，管理团队占股20%，不到一年的时间，管理团队内部不能合作，结果投资者花费了很多精力去协调，最后还是没有成功。一个企业是否有这类问题，有时即使做过细致的尽职调查也很难判断，风险投资人采用的方法是分期投入，每个阶段制定明确的可度量的目标，只有管理团队完成了这一阶段的任务，风险投资才会继续下一阶段的投入。这个过程可以筛选出那些不良企业。美女要想得到白马王子垂顾，需要善始善终，德貌具备，内外兼修。

