

Global Industry and Manufacturing are Hit Private Equity Field Investment Focus on the Adjustment

Yilin Yang

China Investment Corporation, Beijing, 100010, China

Abstract

This public health crisis is evolving and is gradually seen as a “prelude” to a recession. In many reports on the incident, analysts have summarized the views that global investors focus on future investment in various sectors under the impact of the crisis. Among them, the internet, IT, media or software services industries obviously benefit; consumption, retail, catering, entertainment industries are seriously impacted; some areas, such as medical, financial, commercial services are relatively mild multi-level characteristics; while industry, manufacturing industry is obviously “baptism” by the crisis. The aftermath is not flat, the industry is still urgent to “rebirth”.

Keywords

private equity (PE); gross domestic product (GDP); manufacturing PMI index; energy crisis; supply shortages

全球工业及制造业受冲击下私募领域投资侧重的调整

杨伊琳

中投公司, 中国·北京 100010

摘要

这一轮公共卫生危机不断演变并被逐步被视为一场衰退“前奏”。在很多论述此次事件的报告中, 分析员总结了全球投资人对危机影响下各领域未来投资侧重的观点。其中, 互联网、IT、传媒或软件服务等行业明显受益; 消费、零售、餐饮、娱乐等行业则受冲击严重; 部分领域, 如医疗、金融、商业服务则相对温和显现多层次的特点; 而工业、制造业明显地受到了危机“洗礼”。至今余波未平, 行业仍亟待“重生”。

关键词

私募股权 (PE); 国民生产总值 (GDP); 制造业PMI指数; 能源危机; 供应短缺

1 引言

自2020年3月发生全球公共卫生危机以来, 经济各领域均受到不同程度的冲击, 进入2021年虽然危机蔓延范围、发酵周期及冲击程度与2020年比逐渐舒缓, 但仍难以明确最终的持续时间。历史上凡爆发公共卫生危机, 均伴随着行业整合及经济调整, 市场也逐步与之适应。可以看到, 美国标普、纳斯达克等主要股指在危机爆发前仍不断创新高, 但随着危机蔓延, 全球主要股指纷纷下挫, 美股数轮暴跌并触发熔断机制, 而政府救市收效甚微。同时, 危机爆发后的第一波冲击直接导致了全球GDP增长骤降, 各行业停产情况激增。如图1所示。

2 此轮公共卫生危机爆发前全球工业制造业的近况

在全球工业及制造业产值总量内, 中国和美国占据了重要位置。但在过去几十年间, 美国制造业已整体衰落,

尤其是传统制造业衰退尤为严重, 体现在占GDP比重不断减少、制造业增加值比重下降、就业人口下滑等。其中, 以汽车制造、金属加工、机械制造、石油相关行业衰退最为明显。在很多北美私募基金投资组合中, 与传统工业相关的项目已寥寥无几, 现存的部分油气类基金中尚存部分工业类项目, 但大多也属于能源行业相关服务领域, 纯粹的开采公司 (E&P) 已不再受到私募股权投资人的青睐, 加之油气行业不景气已有较长一段时间, E&P项目也大多处在对业绩“零/负贡献”的尴尬局面。

2006—2008金融危机爆发后的十年间, 包括油气行业在内的北美及欧洲整体工业制造业投入产出及增长, 与其他行业相比, 明显落后。GDP占比下降、增长缓慢甚至负增长, 基本面的疲弱更加造成了投资不足, 形成了恶性循环^[1]。如图2所示。

随着传统工业的退热, 私募股权基金管理人 (GP) 逐步把目光投向高端制造业或工业智能领域, 如美国仍在国防、航空、精密化工、高性能材料、半导体和工业信息技术等领域处于领先, 这也是投资人在工业领域配置时的关注重点。与此同时, 中国的制造业在过去30年发展迅

【作者简介】杨伊琳 (1979—), 女, 中国湖南怀化人, 硕士, 从事金融投资研究。

速，尤其 2000 年以后在全球经济比重持续攀升，GDP 占比从 2003 年的 4.3% 上升至 16.3%，制造业占比从 8% 上升至 27%^[2]。如图 3 所示。

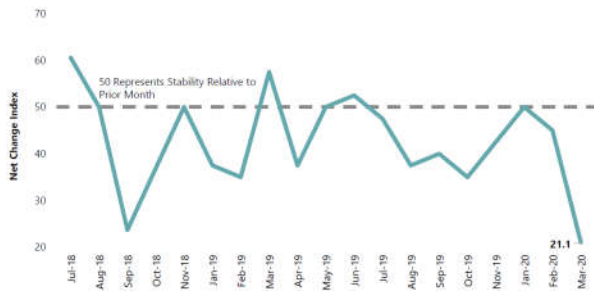


图 1 全球 50 项公开市场指数危机爆发后下挫

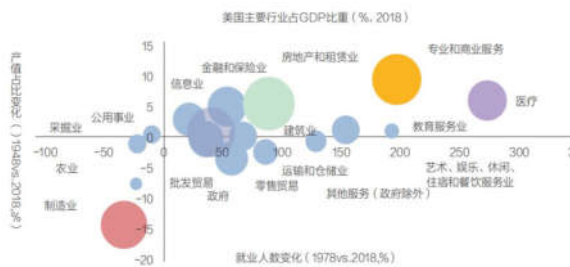


图 2 美国制造业与其他地区行业相比衰退严重

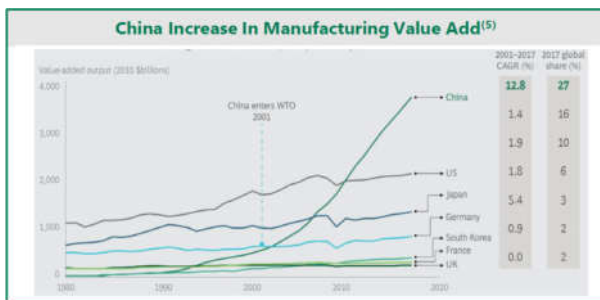


图 3 中国在制造业领域的增速及占比

目前，中国制造业整体产值已远超美国，不仅在纺织、钢铁、汽车制造等传统领域，在高新技术制造业如智能自动化、工业互联网、半导体制造、通信和电子设备等领域也在迅速缩小和美国的差距，而民用航空、高性能材料、芯片、数控机床等尖端制造和信息技术领域仍存在差距和追赶的空间。

由于中国在发展制造业的同时，工人的技术水平、工作效率和生产技能也不断提升，美国工业制造公司不断把设备、工厂和主要生产基地设在中国，以获取廉价的人工成本、熟练工人技术福利和中国广阔的市场资源。如美国著名的工业基金 American Industrial Partners (AIP)、Brookfield、American Securities、Crestview 以及大型基金黑石、凯雷等，这些北美基金组合公司均在中国设置了生产基地或将销售中心设立在中国境内^[3]。

3 公共卫生危机对工业领域的冲击

从此轮公共卫生事件爆发时间轴上看，其对工业的影响显而易见：

第一，在众多行业中，工业成为继能源、航空、零售、旅游之后受冲击较为严重的领域，从与标普指数相关的工业、能源及科技指数来看，传统工业相对于高端制造业受影响明显。

第二，由于中国是世界上众多制造业的生产基地，世界工厂的地位仅次于印度。2020 年危机最初在中国爆发阶段，大部分工厂停工、减产导致供给缩减、需求不足，生产活动的停滞带来原材料和工业品供应短缺，其负面影响直接导致了来自全球各地区的工业贸易订单量下降，工业生产增速明显放缓。与此同时，封闭政策导致的停工停产和需求疲软也造成中国供需失衡。

第三，由于全球制造业产量有 55% 来自或流入中国，而中国的货运吞吐量、汽车 / 卡车产量及销售在危机期间严重下滑，使得全球范围内与之相关的工业贸易价值链产生连锁反应。

第四，由于全球贸易量和需求下降，不仅中国、美国的工业订单减少，欧洲也受到相同的冲击，订单萎缩、贸易额和零售额齐跌，欧洲国家受到重创。如图 4 所示。

第五，随着危机中心从亚洲蔓延美国及欧洲，特别是美国成为风暴焦点后，全世界范围内停工停产、复工放缓、贸易停滞，对全球工业领域造成更大范围的打击。如图 5 所示。

第六，2021 年 4 月，印度出现第二波冲击后开始成为新的风暴焦点，作为“世界工厂”的印度，工业和制造业占 GDP 比例较大，投资人对印度工业的投资也呈现辐射效应。随着印度受危机波及人数攀升，出于对印度不确定性的顾虑，导致许多投资人在 2021 年开始采取观望态度，对该地区的投资望而生畏。这不仅包括项目搜寻活动下降，也包括并购交易数量的减少。同时，印度政府也采取了措施以减缓危机蔓延，孟买新增病例在 2021 年 4 月 7 日达到高峰后，政府提前下达的封锁政策起到一定保障作用，虽部分区域被封锁，但重要产业的生产活动仍维持运营，管理层和员工采用居家办公的方式保证了必要的管理经营，产品生产及供应无严重中断。此外，印度公开市场方面曾在第一波危机期间保持着超越其他市场的表现，这使得一大批早年投资的印度 IPO 项目仍能在第一波危机冲击下保持高估值。如图 6 所示，在印度 GDP 受危机初期剧烈冲击的同时，公开市场指数却持续上涨，公开市场整体估值的增加较大程度缓释了危机带来的负面影响。同样，在经历第二波冲击时的印度股市在短暂下挫后也逐步恢复。近期，印度疫情好转后仍是亚洲最受投资人青睐的地区。熟知全球大型基金如 KKR、凯雷、黑石、TPG 均在亚洲设立了侧重印度地区投资的基金产品，并在工业领域寻求丰厚的投资回报。

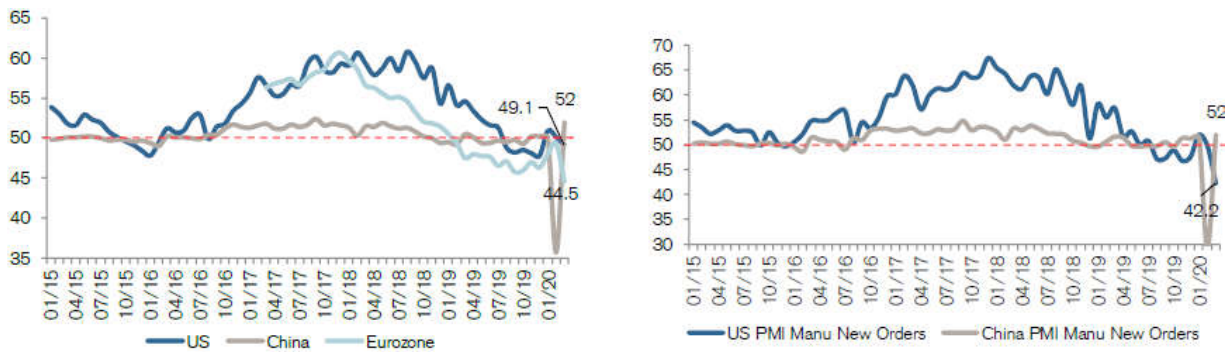


图 4 2020 年初制造业 PMI 指数与新增订单下滑



图 5 制造业 PMI 指数及交货周期变化

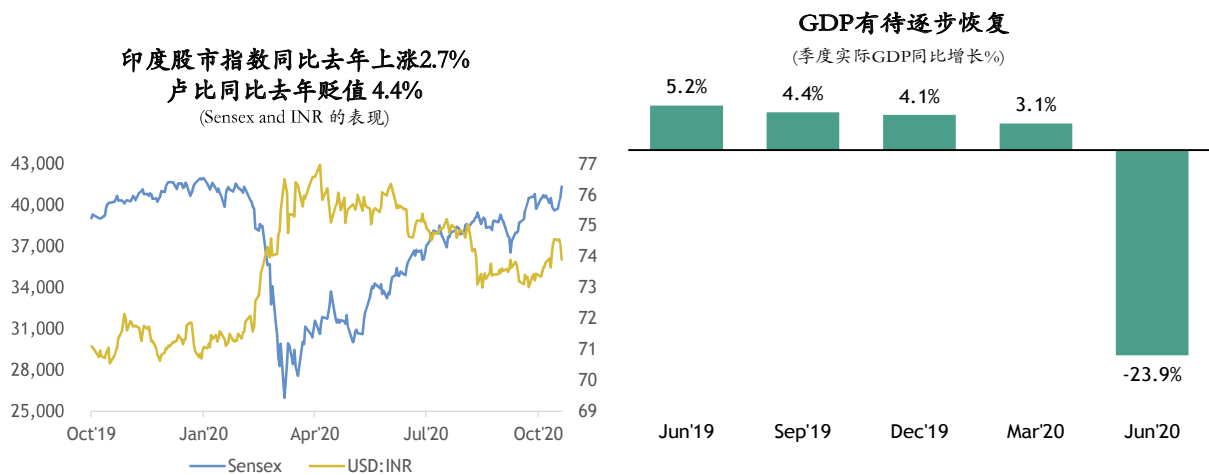


图 6 印度 GDP 骤降及公开市场股指反弹

第七，由于此次危机还伴随着全球能源危机及油价下跌的双重影响，俄罗斯和沙特阿拉伯石油战、OPEC+ 联盟解体对供给的冲击叠加公共卫生危机引发的需求冲击，使得大宗商品价格和公共能源公司估值重挫，对与能源相关的工业链产生冲击。如图 7 所示。

4 私募基金管理人对工业 / 制造业投资侧重的调整

目前，全球 PE 还有相当数量基金管理人布局工业制造业，如大型基金黑石、凯雷、阿波罗以及北美中型基金 AIP、ASP、CD&R、Crestview、Onex 等，这些基金在工业、基础设施以及工业服务行业维持了稳定的投资占比。受到危机影响，这部分基金的工业投资组合不同程度受到了冲击，管理人也纷纷评估潜在风险、进行压力测试、盈利预测及提出未来应对措施。部分 PE 基金对工业领域投资的观点总结如下：

第一，公共卫生危机给经济带来的损害不仅包括产能下降、生产停滞，还对工人就业、贸易量、供应链及消费需求等方面产生负面影响。未来几个月即使复工，危机的影响也将长期存在，包括航空制造、传统工业等，而包装、远程运输、互联网工业服务以及与物流园区项目相适应的工业服务投资将受追捧。能源方面，基金未来将尽量避免在能源领域的投资，尤其是能源勘探与生产领域（E&P）受到的冲击严重，较长一段时间内难以恢复。

第二，各研究报告中的数据表明全球制造业指标受冲击严重，能源相关的工业订单在 2020 年爆发危机后直接降幅达 37% 且将继续维持低油价、高库存的状态，资产剥离将成为下阶段能源工业公司运营计划的一部分；与美国和日本相比，欧洲的工业情况更为严重，大量工厂关闭、产能停滞、工人失业，转而依赖政府的支持计划实现复苏；航空制造业受打击前所未有，此次航空公司损失预计超过 1100 亿美元，未来新订单量也将大幅下降。

第三，工业及基建项目供应链中断，但造成的严重影响有限，终端市场需求有所下降，中国的销售额削减，未来将更多依赖于美国本土市场。此外，受大宗商品影响，原材料价格下降；而受到供应商产能下降影响，产品供货期延长，运输成本增加，产品价格上调。

第四，部分私募股权基金管理人认为工业类投资具有周期性风险，投入大、增长缓慢；衰退时，更应注重交易结构的下行保护以及通过终端市场的多样化投资于市场领先企业来分散风险。未来侧重子行业包括建筑产品、化工 / 能源服务、汽车工业、交通及分销、包装业等。

第五，关于中国的工厂。2020 年，早期供应链中断的影响随着中国复工复产的加快而有所改善，但全球其他地区供应链的风险仍在累积，在环境的负面影响下，有效需求将继续被抑制且尚不清楚未来恢复的速度和周期。侧重子行业：汽车零部件及相关服务、工业互联网、交通运输及服务、智能工业及自动化。

5 结语

目前，2021 年全年的工业领域投资数据和估值变化对比数据尚未获得，但相关领域分析师会继续监控各基金中，工业制造业项目的运营进展和估值变化以及 GP 采取的改善措施和退出计划。更为重要的是，危机将在较长的周期内对行业生态和结构产生影响，要逐步认识已改变的环境给一个行业生态带来的改变和理解短、中、长期影响，并迅速找到新的增长点，是全球工业领域投资人亟待解决的问题，也是不断认知的过程。（论文仅代表作者个人观点）

参考文献

- [1] Mckinsey&Company. Briefing materials - Global Health and Crisis Response[R].2020.
- [2] Credit Suisse. Manufacturing & Industrial repors - U.S. Multi Industry Weekly Analysis[R].2020.
- [3] US mid-Market PE group. Key Economic Indicators[R].2020.

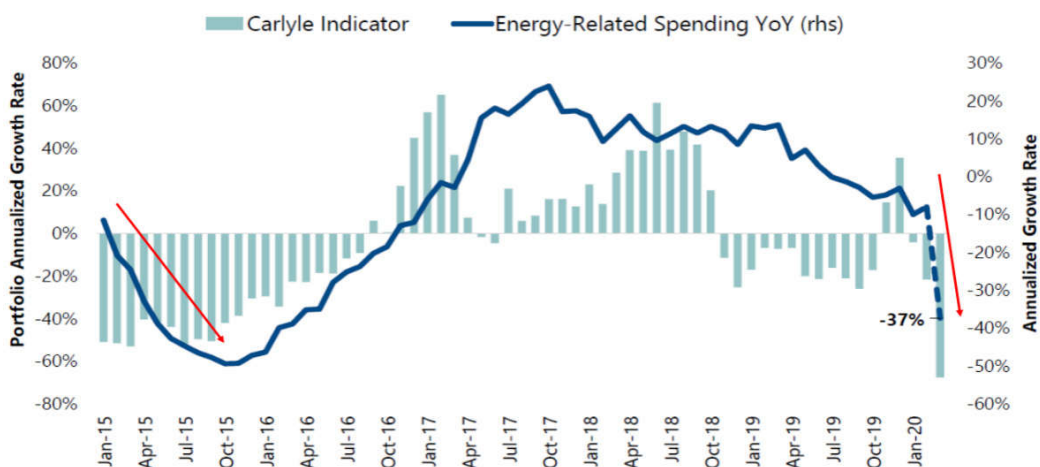


图 7 与能源相关的工业订单降幅（比照 2015—2016 年）