

全球企业防疫应变中心



后疫情时代全球行业发展与并购态势



全球企业防疫应变中心 第九期成员会议简报 (2020年12月1日)

当前，新冠肺炎疫情在全球扩散蔓延，贸易保护主义、逆全球化有所抬头，全球产业链、供应链遭受冲击，不确定、不稳定因素显著增多，各行各业受到疫情的影响越来越大、越来越深。疫情不仅给企业带来挑战，同时也蕴含着无数变革发展的机遇，诸多企业纷纷通过并购、重组等方式开启新一轮的战略调整，跃上企业创新与转型发展的第二曲线。12月1日，全球企业防疫应变中心第九期会议正式召开，主题为“后疫情时代全球行业发展与并购态势”。会议邀到多位投资并购专家，着重解读了后疫情时代全球行业的并购特点、交易特征、防范交易并购法律风险等。普华永道作为秘书处主持会议，并将相关要点整理如下：

一、 疫情下，投资决策基本逻辑没有改变

疫情对经济社会运行体制机制造成了一定的影响，衍生出诸多新业态、新模式，使得企业更加重视安全和风险管理等。面对繁杂的新业态、新变化，与会嘉宾分享了疫情下投资决策的要点。

首先，要坚持价值驱动的长期主义投资。只有真正优质的资产和业务才能应对突发性挑战，并成功穿越周期。疫情期间，商业模式稳定的公司虽然利润表受到一定冲击，但均保持着健康的资产负债表及现金流。

以价值为导向进行投资。价值投资者首先要在不断演进的市场中持续地进行投资。要主动开展业务拓展和设计，运用价值驱动的研究分析方法，挖掘独占性的投资机会，并通过超大规模、高度复杂交易结构的设计和处理，让项目收购或投资发挥更大的价值。

其次，在周期底部捕捉企业价值。疫情的冲击无法从根本上影响公司的底层价值，同时，周期性的底部为投资者提供了有吸引力的进入机会。最好的投资机会往往出现在不受市场关注的领域和地区，要在剧烈波动市场中找到价格—价值偏差，并敏锐地捕捉交易机会。

收购核心优质资产。在疫情下，优质核心资产具体有以下几个特征：需求弹性较低，为基础性必需服务或产品；具有监管政策、商业模式等优势带来的较高进入壁垒；强劲且可持续的现金流以及利润率。

最后，重点关注“后疫情时代”的投资新方向。积极地开拓新的投资方向，尤其在医疗健康以及科技领域。

与会成员单位，也从投资者角度对企业发展提出了三个方面的建议。一是做好前瞻规划。密切关注竞争对手、行业发展动态，捕捉扩大市场份额的机会。结合企业自身所处的行业、市场，积极地评估疫情冲击。二是注重开源节流。尽可能地保证核心业务的延续。积极进行动能转换。梳理财务成本结构，降低经营杠杆。积极与政府合作。三是加强流动性管理。尽可能细致地预测现金流，提高资本开支的有效性、针对性。积极增厚流动性安全边际。

二、 中国股权市场的变化与趋势

中国作为率先取得抗疫成效的国家，受到各界资本的关注，也成为全球资本的避风港。特别地，由于目前市场对于新冠疫情的持续时间、对部分产业的影响程度（短期vs.根本性改变）、经济恢复状况等方面尚无确定性的判断，一级市场的整体估值预期在资金层面紧张的大环境下会进一步回落。同时，资金充足的行业巨头正在积极储备，或将通过并购或者大比例战略投资来加快产业布局和深化主业优势。与会成员企业分享了中国股权市场的变化和未来的趋势。



一是在管资金规模创历史新高。2020年3季度末中国股权投资市场总体资金规模达到1.8万亿美元，已超过2019年全年的1.7万亿美元的总值。2017年-2020年9月期间年复合增长率达到约9%。这一方面是全球资本向中国涌入的结果，另一方面也受到中国市场逐步复苏的影响。

二是疫情对中国股权投资市场募资的影响正在减弱，但市场还需一段时间恢复。疫情对中国股权投资市场的影响正在逐步减缓，但募资难的困境仍旧存在。根据清科研究中心统计，2020年前三季度中国股权投资市场共2,382支基金完成新一轮募集，新募集资金共计7,041.92亿元人民币，其中第三季度募资市场回暖明显，新募集基金额同比上升18.1%。从募资本种来看，人民币募资在快速回升，第三季度上升较为明显。其中人民币基金LP主要以政府机构/政府出资平台、险资、公司（含非上市及上市）、政府引导基金为主，国有资本的渗透率有所上升。美元募资中，大额美元基金的募资活动相对稳定。

三是投资反弹明显。受疫情影响，2020年一季度市场活动受阻较大，但二季度以来国内市场活动明显反弹，尤其是PE/VC投资人。2020年前三季度全市场投资总金额达6,022.08亿元人民币，同比上升10.8%；共发生5,467起投资事件，同比下降17.1%。从币种来看，人民币投资主要由国有资本平台、政府产业基金驱动，头部基金持观望态度，中小型人民币多。美元投资相对稳定，海外交易几乎停摆，跨国公司业务重组/剥离的大型竞标交易频出。预计随着海外疫情得到控制，未来3-6个月海外投资会有快速增长。从投资行业分布来看，信息技术、生物科技医疗、互联网、半导体芯片等行业投资始终维持活跃；相对以前年份，投资的估值重回理性区间，ROI回报预期有所降低，投资人更注重风险控制，VC和Buyout型趋向中间阶段考虑和延申。



四是受政策利好的影响，退出市场十分活跃。退出市场随着资本市场改革而带来的政策红利不断向好，前三季度共发生3,009笔退出事件，其中被投企业IPO达到1,793笔，同比上升77.7%。IPO仍是PE/VC最主要的退出渠道，并会继续延续。尤其，创业板、科创板等一系列新的监管政策的实施，又提供了一个非常良好的渠道。“双创”改革也助推国内IPO，2020前三季度PEVC的IPO退出数量中科创板占比45.7%。目前，排队申请退出数量正在快速增加。

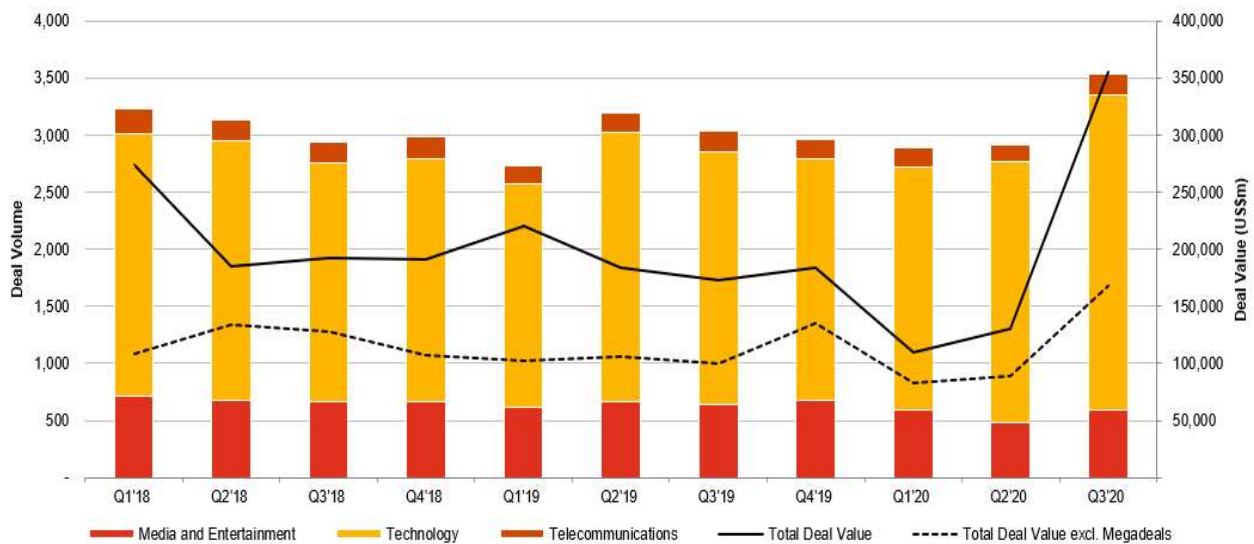
三、 2020年全球重点行业并购洞察

疫情使跨地域的资源调配受限，并且凸显了各地不同文化在管理、发展中的作用，诸多企业开始重视供应链的全球优化和抗风险能力。如果说以前讨论更多侧重于如何做到全球化布局，在全球范围内进行最优化的资源配置；现在则更加侧重考虑全球本土化的战略，以便能够更充分地分散风险。跨国龙头企业正通过全球资源利用、业务流程再造、跨区域产业链整合等方式，提升其在全球行业发展中的影响力和资本配置能力。与全成员企业分享了全球重点行业洞察。

1.TMT行业。

在新冠肺炎继续影响全球经济的背景下，由于投资者关注流动性、成本控制及短期投资组合保护，2020年上半年全球TMT行业并购活动大幅下降。另一方面，投资者对TMT诸多领域都很感兴趣，纳斯达克综合指数最近创下历史新高。新冠肺炎加速了现有趋势：一是企业持续转向数字化。二是电子商务取代传统商店，基于移动应用的外卖提供商借助限制社交距离的防疫措施快速发展。三是消费者加速从传统媒体转向自媒体以及远程办公的增加。今年下半年，TMT行业并购已经开始回升。





图表: 1 2018年至2020年9月TMT行业并购交易数量及交易金额

本节主要数据来源: Refinitiv, Dealogic和PwC分析 (基于公开的交易信息)

科技领域并购前景良好，因为其他所有行业都将科技视为数字化转型及增长不可或缺的推动力。数字化方向的发展将促使公司通过并购来提高其在这一领域的的能力。许多行业被迫转移至虚拟运营和线上平台，从而推动了诸如在线教育等新行业的线上活动的增加，同时加强了零售等行业的数字化。新冠疫情促进了企业SaaS、云以及基于订阅模型的发展，其中安全领域的交易，尤其是身份保护等得到重点关注。

在传媒及娱乐领域，一方面居家订单推动了媒体和娱乐服务的需求，一方面限制社交距离等措施给电影院等传统形式的媒体，以及通过现场表演或展示的线下内容提供商带来了独特的挑战。社交距离措施使大多数电视电影制作暂停。随着现有储备内容陆续播出，预计将出现基于内容媒体的并购交易，内容库或在当前环境（如计算机动画）下可生产内容的公司将成为被并购对象。

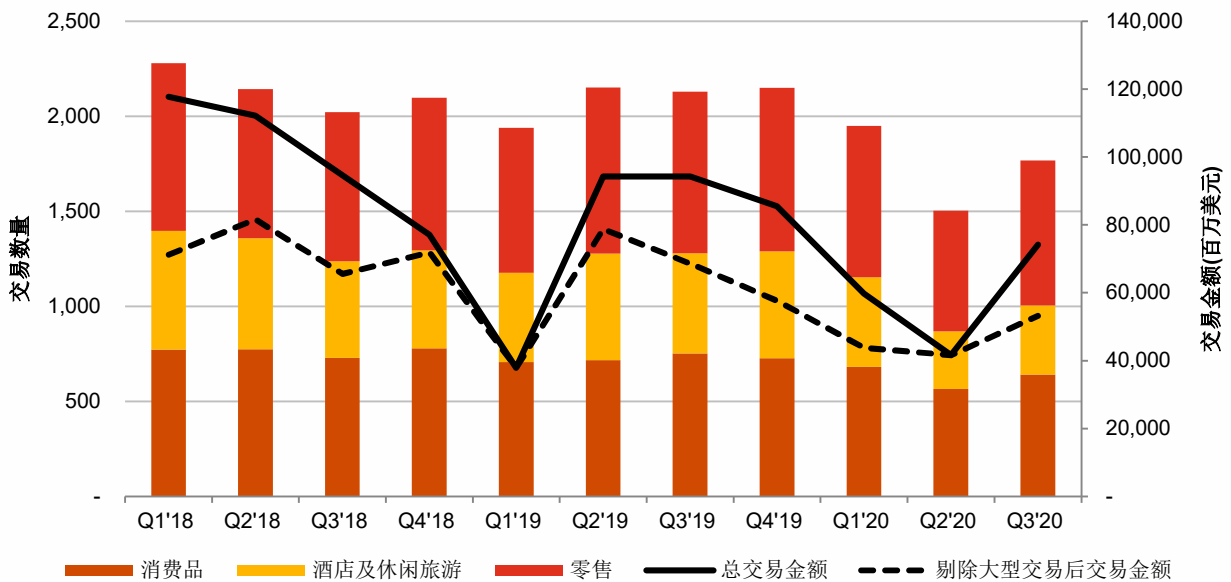
电信运营商对网络连接和数字基础设施的需求显著增加，随着电信运营商寻求扩大网络容量，预计全球通信行业投资并购活动将增加。





2.消费市场行业。

受经济低迷、地缘政治以及新冠疫情等因素影响，2019年及2020年上半年全球零售、消费品、酒店及休闲旅游等消费行业子行业的并购交易量及规模均下降。尤其是2020年上半年，新冠疫情极大地冲击了消费市场，经济的不确定性给行业带来了沉重打击。



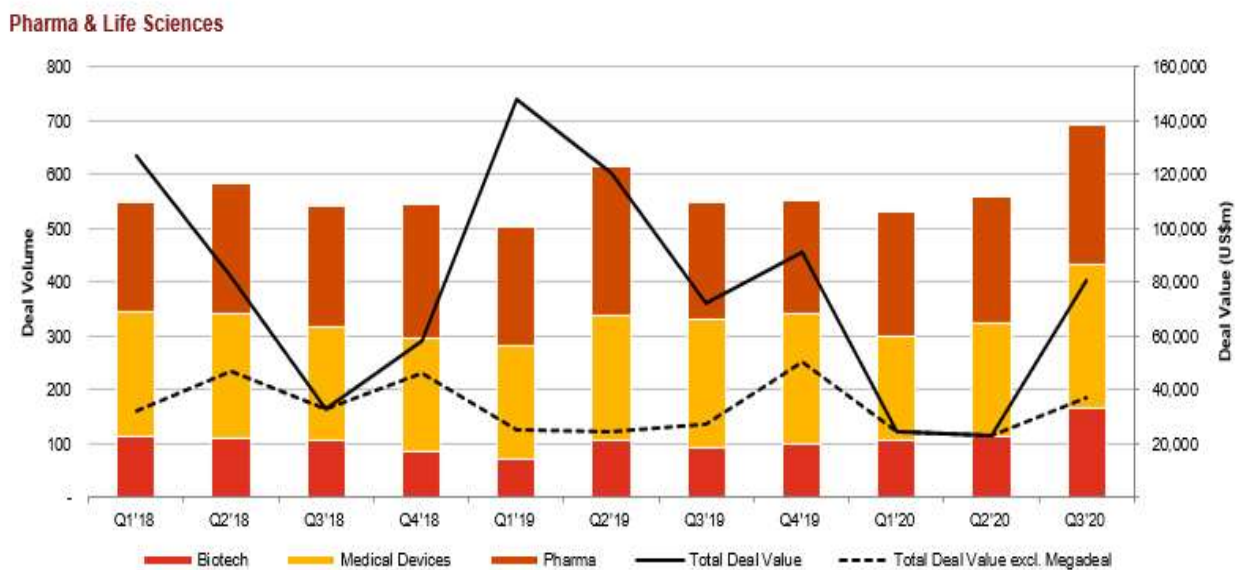
图表: 2 2018年-2020年9月消费市场已公布交易数量及交易金额

零售行业前景充满挑战，尤其是实体零售，预计该领域将出现大型企业合并以及不良资产重组活动。中短期内，酒店和休闲旅游业受“疫情”影响十分巨大，但长期而言，随着越来越多的消费者关注“体验”胜过“拥有”，行业将受益。尽管新冠疫情的全面影响将在未来数月内显现，但预计，受益于投资机构手头大额投资额度及消费者信心的回升，并购将成为经济复苏的主要驱动力。同时，消费者日益精明，驱使企业提高需求预测能力，重新考虑其定价和促销策略，重视数字互动渠道并获得消费者信任。投资于自动化将有助于公司提高灵活性和弹性。专注于多样化或缩短供应链的业务战略将提高业务透明度、可视化以及未来可持续性。



3. 制药及生命科学。

2020年上半年制药及生命科学行业的全球交易活跃度出现下降趋势。我们预计，随着市场和投资机构在危机中逐步稳定后，交易数量将反弹回升。短期内，由于资本限制、经济不确定性及高估值影响，医疗器械及诊断领域的并购活动将放缓。从长远来看，并购的基本驱动因素并未改变，其作为关键的资本配置手段将重新活跃。



图表: 3 2018-2020前三季度制药及生命科学行业交易数量及交易金额

在新冠疫情之前，并购活动主要由“大型交易”推动，包括2019年第一季度百时美施贵宝（Bristol-Myers Squibb）收购了生物技术领域领头羊新基Celgene（约930亿美元），2019年第二季度艾伯维（AbbVie）以840亿美元收购制药商Allergan。尽管2020年上半年，制药及生命科学领域的交易数量和交易金额均下降。但是随着市场和金融机构逐步稳定，交易数量将很可能反弹。这一点在国内第三季度的交易数据中已经显现。

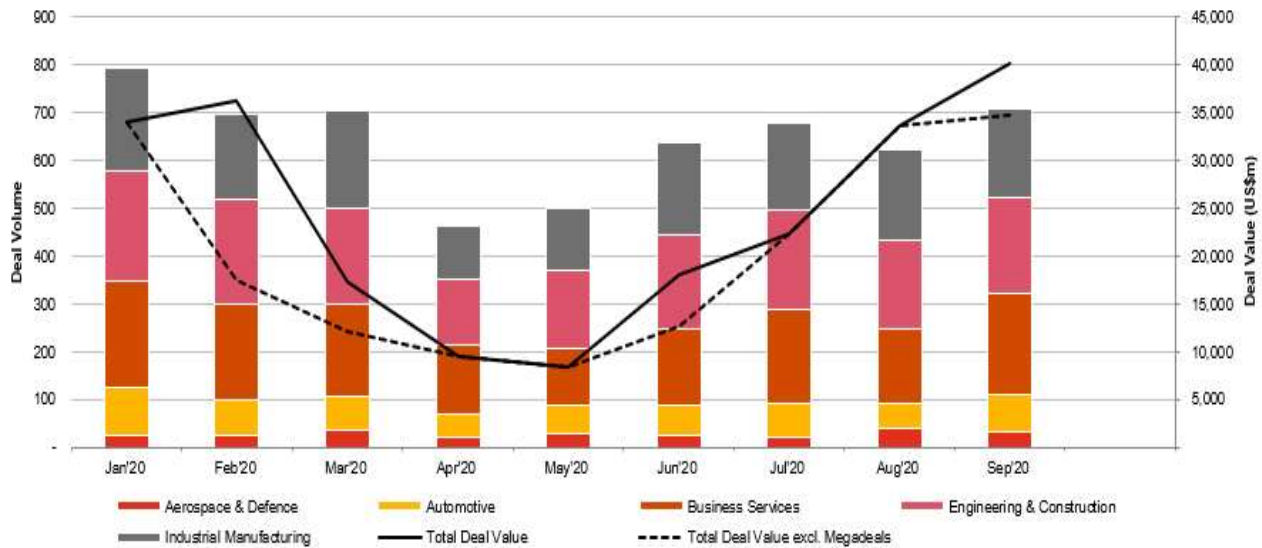


随着定价压力不断增加，业务模式的根本变化以及监管格局的持续变动，预计大型制药公司将继续追求品类领导地位，以便在战略增长领域中建立必要的规模。这将推动非核心资产的剥离，以及对新型疗法公司的并购。大型制药公司将继续在快速增长的专业领域进行战略性资本配置，例如细胞和基因疗法以及下一代生物制剂。短期内，由于资本限制、经济不确定性及估值影响，我们预计医疗器械及诊断领域的并购活动将放缓。同时，一旦“新常态”被大家所适应，利用市场错位的交易机会将出现。从长远来看，并购的基本驱动因素仍将保持不变，我们预计并购将作为关键的资本配置手段重返市场。

4.工业制造与汽车行业。

由于隔离封城等新冠疫情防控措施导致行业内大量企业无法正常经营，并购交易面临诸多不确定性。与2019年同期相比，2020年上半年，工业制造与汽车行业的全球并购交易量下降了15-20%，交易规模也相应下降。由于4月急剧下降，许多地区的长期停业引发了人们对经济快速复苏的质疑。同期的交易金额也有所下降，但是各个子行业的趋势有所不同。航空航天与国防下降了近90%，而工程与建筑仅下跌了12%，这主要是由于这个领域发生了一笔价值超过180亿美元的大型电梯行业交易。随着许多政府对新冠病毒防控措施有所放松，以及交易者对线上销售流程逐渐适应，并购交易数量从5月份开始恢复。

工业制造和汽车行业中各子行业的表现差异较大。与政府有关的国防、工程和基础设施方面的活动受到的影响较小。航空业则备受打击，尽管一些政府紧急财政援助为航空业带来了一定程度的希望，航空业在未来一段时间内仍将面临巨大挑战。对于汽车行业而言，经济停滞也带来了极大的困难，因为汽车行业已经处于颠覆性阶段，正向自动驾驶和电动汽车转变。



图表: 4 2020年1月至9月全球工业制造与汽车行业交易数量和金额

尽管严峻的经济形势减缓了并购活动，但对交易者而言，创造巨大价值的机会仍然存在。战略投资者通常将重点放在流动性、成本控制和短期投资组合保值上，同时也将并购作为确保供应链，扩大产品种类和增强其竞争地位的一种手段。而坐拥1.5万亿美元资金的全球私募股权基金对具有技术支持的商业模式、或具有回弹迹象的集中度较低的行业表现出特别的兴趣。目前阶段许多公司都在等待更清晰的估值，因此债务融资相对更容易推进。

四、 投资并购过程中需要注意法律问题

在并购实践中涉及许多具体的操作技术，也必然涉及诸多法律问题。与会成员单位以多年企业并购法律专业服务实践经验，从四个方面详细讲解了投资并购过程中涉及到的法律问题与难点。



1.法律尽职调查。

投资并购风险控制是一项系统的工程，需要对目标公司进行全面的尽职调查，要提前做好风险预防准备。尽职调查重点包括国别法律风险尽调，股权和治理结构、资产分析、知识产权分析、供应链、重大合同、员工、以及合规调查诉讼等。不同的行业并购调研的侧重点可能会有所不同。如TMT行业并购过程中，对知识产权的调研非常重要，必须要梳理清楚知识产权的权属关系、估值、以及潜在风险，这些都将影响收购定价以及企业未来的价值创造。

2.并购的交易架构和合同条款。

交易架构设计是买卖双方以合同条款的形式确定的、协调与实现交易双方最终利益关系的一系列安排。交易架构设计包括收购方式（资产还是股权）、支付方式（现金/股权互换）与时间、交易组织结构（离岸与境内、企业的法律组织形式、内部控制方式、股权结构）、融资结构、风险分配与控制、退出机制等。从交易方式来看，股权投资是作为一个新的股东，项目公司所有的资产、风险和债务都要吸纳和承担。很多企业在做“一带一路”沿线投资或收购时，会采取新设立投资平台公司的方式，这样操作程序会更方便和快捷，风险管理也会得到较好的控制。此外，税务优化也值得重视，特别是跨国交易中涉及到关税条款更新的问题等。

注重合同风险控制是投资并购法律风险控制的关键一步，常见的合同风险主要包括目标主体适格、有限购买权是否充分、是否存在口头变动合同、合同语义是否模糊等等。交易合同需判断的重要条款包括付款、陈述保证条款、交割条件等，这些条款的准确性对于交易并购的实现非常重要。如企业经营牌照的交割，其涉及到的程序和要求会比较复杂，应给予单独的重视。



3. 并购交易的审批。

国内审批流程经过近几年的优化和明晰，已经非常成熟。海外并购的审批工作是十分重要的，也是比较严格的，只有审批通过，才能进行下一步的工作。目前，国家发改委根据不同情况对境外投资项目分别实行核准或备案管理。在核准申请中，还包括核准、备案和信息报告确认三种类型。在国外并购中，重点要关注三个方面的审查。

一是行业主管部门审批。近年来，中国的外资准入在逐步放开。其它国家也一样，很多行业或是不允许外资机构或投资者进入，或是需要经审批进入。二是反垄断审查。世界上大多数国家的法律是都有反垄断要求的，并购时一定要调查新的主体对整个行业竞争格局的影响。一些国家需要在交割完成之前，拿到有关部门的关于反垄断审查的批件。三是国家安全审查。近年来，随着全球贸易战持续，英国、德国、美国等国家都强化了国家安全审查的规范。如2020年11月12日，为加强外商投资审查，英国政府向议会提交了《国家安全与投资法案》，对外国投资者收购英国企业股权或资产等投资行为涉及的国家安全审查范围、管辖门槛、申报方式、审查程序、违规后果、干预窗口期等作出了规定，这些规定均较现行适用的国家安全审查而言严格得多。

图表: 5 部分国家外商投资安全审查要点列表

国别	法规	适用行业	执行	最新动态
美国	<ul style="list-style-type: none"> CFIUS FIRIMA 	<ul style="list-style-type: none"> 通过收购对目标公司取得控制权 收购 美国敏感不动产，如机场、港口、军事交易 	<ul style="list-style-type: none"> 前期沟通 45天初步审查 45天深入调查程序 15天总统审查阶段 - 总统有权决定批准、中止或禁止交易 	<ul style="list-style-type: none"> 2020.5.21 - 财政部新规，修订“强制申报交易”的认定标准，原本大量属于自愿申报的交易变为强制申报
英国	<ul style="list-style-type: none"> 2002年《企业法》 《国家安全投资法》 	<ul style="list-style-type: none"> 在军用/军民两用、电脑处理单元、量子技术、AI、先进材料、加密认证等：市场份额≥25%，在英营业额≥100万英镑 其他行业：市场份额≥25%，在英营业额≥7000万英镑 	<ul style="list-style-type: none"> 30个工作日 75个工作日额外审查 	<ul style="list-style-type: none"> 11月11日英国政府公布了《国家安全投资法》草案 预计2021年初颁布，可溯及至2020年11月12日起发生的交易 17个领域强制申报，违反将面临个人5年监禁、投资者全球营收的5%或1000万英镑罚款
德国	<ul style="list-style-type: none"> 《对外贸易条例》 《欧盟FDI审查条例》 	<ul style="list-style-type: none"> 敏感特定行业：10%表决权 “关键基础设施”行业：10%表决权 非“关键基础设施”的普通行业：25%表决权 	<ul style="list-style-type: none"> 自获知交易的3个月内 可追溯至交易签署之日起5年 可暂停、附加条件、解除交易 	<ul style="list-style-type: none"> 于2020年5月20日通过了《对外贸易条例》第十五次修正案，收紧非欧盟成员国的对德投资。 扩大安全审查的“关键基础设施”范围，新增PPE、医药、医疗器械

4.并购后的整合和投后管理。

投后整合的最主要目的就是为了控制交易风险，并最大化实现交易价值。投后整合涉及合同管理、运营合规、风险管控等多个方面。并购整合是所有并购步骤中最为关键的一步。企业并购整合的内容涉及资产、财务、组织、管理、人力资源和企业文化等方面，是一个非常复杂的过程。各项整合工作在各阶段为交易提供不同的价值。投后管理是一个循序渐进的过程，包括法律合同、文件的修改和更新，上下游采购和销售风险梳理，制定和更新合规规章制度，团队培训，风险预案等内容。投后整合实施的核心在于以商业模式和运营模式为支撑，通过合理的管控模式实现既定战略及财务目标。

与会单位建议，交易并购，特别是跨境投资涉及到方方面面，为了减少风险，要聘请专业服务机构进行深度的服务，取到事半功倍的效果。

特别鸣谢在本次会议上进行分享的特邀嘉宾以及中心成员嘉宾：

博枫资产管理高级副总裁、私募股权大中华区负责人 薛宗奇 先生

瑞栢律师事务所公司法主管 李晓蓓 女士

普华永道中国企业并购咨询服务部合伙人 冯红娟 女士

普华永道中国北部并购咨询服务主管合伙人 刘晏来 先生

联系人：

周星

普华永道北京主管合伙人
全球企业防疫应变中心秘书长
电话：6533 7986
邮箱：xing.zhou@cn.pwc.com

李欣婕

普华永道高级经理
全球企业防疫应变中心秘书处联络人
电话：6533 7860
邮箱：sarah.j.li@cn.pwc.com
手机：18518269998

pwccn.com

全球企业防疫应变中心以解决新冠肺炎病毒带来的重大商业挑战和重建疫情后期商业秩序为使命，中心由有责任感的企业组成，众志成城、共抗时艰。简报的观点仅代表本次会议集体讨论观点的汇聚，不代表任何单一参与机构或者个人的观点。

© 2020 普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）。版权所有。普华永道系指普华永道网络中国成员机构，有时也指普华永道网络。每家成员机构各自独立。详情请进入www.pwc.com/structure。