

汽车行业重大事项点评

从菲克与 PSA 合并我们应该看到什么？

推荐 (维持)

华创证券研究所

证券分析师：张程航

电话：021-20572543

邮箱：zhangchenghang@hcyjs.com

执业编号：S0360519070003

事项：

标致雪铁龙集团（PSA）和菲克集团（FCA）发布联合公告，双方计划合并为各持股 50% 的新汽车集团。

评论：

FCA 和 PSA 目前分别是全球第八和第九大车企，2018 年销量分别为 462 万（全球份额 5.0%）、357 万辆（3.9%），集团营收 1104 亿欧元、740 亿欧元，净利 36 亿欧元、33 亿欧元。合并之后销量 819 万辆（8.8%），将排在大众（1040 万，11.2%）、丰田（1001 万，10.8%）、通用（869 万，9.4%）、雷诺-日产（864 万，9.3%）之后，成为第五大车企。

本次合并是继 1999 年日产+雷诺联盟、2009 年菲亚特+克莱斯勒合并之后，最大的一次车企合并。FCA 和 PSA 在中国做得都不太好，菲亚特品牌已经消失，广菲克 2018 年国内份额 0.5% 排名 33，神龙汽车（东标雪）+长标雪合计 0.8% 排名 26。它们合并之后怎么样在中国如何并不是短期我们关注的重点。重点在于这次合并事件背后，乃至 FCA 对合并的执着（今年 5 月提出与雷诺合并未果），我们能够看到什么车企经营的关键要素？

这一点其实在联合公告中已经写明，“交易产生的巨大价值增值估计约为每年 37 亿欧元的运行率协同效应，这主要得益于更有效地分配资源于车辆平台、动力总成和技术等大规模投资，以及新集团规模中将得到加强的固有购买力。这些协同效应的估算不基于任何工厂的关闭”，以及“80% 的协同效应将在合并 4 年后实现”。

这里很明确点出，汽车整车制造业的规模效益主要体现在 1) 研发，2) 零部件采购降本，3) 产能利用率（……工厂的关闭）三个方面。

37 亿的协同效应如何得出难度并不高：

1) 研发端，FCA 2018 年研发支出 37 亿欧元、61% 资本化，支撑 462 万年销量，PSA 39 亿欧元、54% 资本化，支撑 357 万年销量，合并 4 年之后，基本可以进入到下一代同平台车型，那么研发支出基本可以按减半，或者低一些，下降 30% 来看，大致对应 23 亿-38 亿欧元研发支出的现金流节省，按 50% 费用化，当年研发费用即可减少 12 亿-19 亿欧元；

2) 零部件联合采购降本，假设两家车企营业成本 70% 为物料成本（其它还包括人工、能源、税金等），因为规模放大（2 倍），让零部件供应商降价 1%-3%，则对应了 15 亿-46 亿欧元的成本下降。

合计反映在净利端，则将增加纯利 27 亿-65 亿欧元，占两家公司 2018 年合计净利的 39%-94%。

以上简单测算核心在于说明，整车制造是一个规模化效益非常显著且关键的行业，这一点国内领军自主车企早已烂熟于胸并在不同场合多次表达。无法实现规模化，就无法实现与日系丰田、德系大众、美系通用的全面竞争。它们的单一车型全球年销量可以达到非常高，如丰田卡罗拉（含雷凌）2018 年 134 万辆，大众高尔夫系列 79 万辆，自主最高长城哈弗 H6 为 46 万辆（其它热销自主车多数 20-30 万辆/年），这样每一辆车所摊成本就能达到很低，这样才能有更高的利润，或者有多余的资金去投入更前瞻的技术，构筑技术壁垒。

对国内有竞争力的车企而言，扩大规模效益无非三个路径，1) 扩国内份额，车企正在努力中，2) 强强或强中联合，这一点基本没有看到（有实力的车企都还没有放弃独立做大这条路），3) 走向海外，目前吉利、长城、上汽、五菱等车企正在做。其中第三点走出去非常关键，因为国内份额有天花板——国内最高份额两个大众合计年销也就是 410 万辆左右（2018 年），最强单品轩逸年销 48 万辆（2018 年），都远远低于全球性车企，如丰田的 1001 万辆总量和 134 万辆卡罗拉的水平。

汽车的规模效益本质和当前世界领先车企的既成地位已经几乎表明，国内自主车企无法走出去就无法真正做大规模，无法做大规模的话从成本竞争的角度来讲就只有死路一条。从近年吉利跻身国内销量前五、五菱和长城保持在前十，其实我们应该看到冲在前列的自主车企有不输外资车企的实力，结合中国制造业本身的优势，未来在海外攻城略地可能只是时间早晚问题。既然已经有一条有成功概率的必经之路，那么我们在看待自主车企未来发展或成长性时，就可以不再过于局限于国内短期销量的涨涨跌跌，不妨打开一下思路。

投资建议：从中长期成长以及海外发展的角度出发，建议关注共享沃尔沃技术、收购宝腾出击东南亚的**吉利汽车 H**，已建成泰国、印尼、印度三家海外整车基地的**上汽集团**，以及俄罗斯图拉工厂今年正式竣工投产的**长城汽车 A/H**。本次菲克-PSA 合并事件中，国内相关上市公司包括：**广汽集团 A/H**（子公司广汽菲克，FCA 50% 股权）、**东风集团股份 H**（子公司神龙汽车，PSA 50% 股权）、**长安汽车**（子公司长安 PSA，PSA 50% 股权，长安正在挂牌出售长安长安 PSA 50% 股权）。

风险提示：汇率波动、海外业务当地政策习俗等带来的经营风险、中美摩擦进一步升级、乘用车行业销量回暖不及预期等。

附：标致雪铁龙集团和菲克集团联合公告

来源：菲亚特克莱斯勒汽车

双方的讨论为创建一个新的集团开辟了道路，新集团的全球规模和资源将由标致雪铁龙集团（下称 PSA）股东拥有 50%，由菲克集团（下称 FCA）股东拥有另 50%。在当今瞬息万变的环境中，智能网联、电动化、共享化和自动驾驶均对出行提出了新的挑战，合并后的实体将利用其强大的全球研发布局和生态系统，促进创新并以速度和资本效率来应对这些挑战。

以年销量计（870 万台），合并将创造全球第四大汽车集团。

在创立伊始，合并后的公司将基于 FCA 在北美和拉丁美洲的实力以及 PSA 在欧洲实力，在其经营的市场中实现最高的利润率。

合并将使集团结合双方在超豪华车、豪华车、主流乘用车、SUV、皮卡与轻型商用车等领域的品牌优势，并使其一同发扬光大。

在造就可持续出行的新时代的技术方面，合并后的实体将整合双方广泛和不断发展的能力，包括电动动力总成，自动驾驶和数字车联网。

预计年度运行率协同效应约为 37 亿欧元。

因其公认的创造价值的出色能力，及在合并汽车公司方面的成功记录，合并后的管理团队备受尊敬。

荷兰母公司的董事会将具有平衡的代表性，多数董事为独立董事。约翰·艾尔坎（John Elkann）将担任董事长，唐唯实（Carlos Tavares）将担任首席执行官兼董事。

标致雪铁龙汽车公司（Peugeot S.A.，下称 PSA）的监事会和菲亚特克莱斯勒汽车公司（FCA N.V.，下称 FCA）的董

事会各自一致同意致力于以 50 对 50 合并的方式实现各自业务的全面合并。上述两机构已向其各自的团队布置任务，在未来几周达成具有约束力的谅解备忘录的讨论。

两家公司高级管理层之间经过深入讨论之后，提出了将 PSA 和 FCA 业务合并的方案。双方都认为，这一大胆而果断的行动具有令人信服的逻辑，它将创造出一家行业领导者，其规模、能力和资源将使其在新出行时代成功抓住机遇并有效管理挑战。

以销量计（870 万台），拟议中的合并将创造全球第四大汽车集团；将双方 2018 年不含马瑞利（Magneti Marelli）和佛吉亚（Faurecia）的业绩进行简单相加，合并收入近 1700 亿欧元，经常性营业利润超过 110 亿欧元。交易产生的巨大价值增值估计约为每年 37 亿欧元的运行率协同效应，这主要得益于更有效地分配资源于车辆平台、动力总成和技术等大规模投资，以及新集团规模中将得到加强的固有购买力。这些协同效应的估算不基于任何工厂的关闭。

据预估，80%的协同效应将在合并 4 年后实现。预计实现协同效应的一次性总成本为 28 亿欧元。

现每家公司的股东将拥有新集团 50%的股权，因此将平均分享合并产生的收益。该交易将通过在一家荷兰母公司之下进行的合并而实现，新公司的治理结构将在出资股东之间保持平衡，多数董事将为独立董事。董事会将由 11 名成员组成。五名董事会成员将由 FCA 提名（包括作为新董事长的 FCA 现任董事长约翰·艾尔坎，John Elkann），五名成员将由 PSA 提名（包括高级独立董事和副董事长）。首席执行官将为唐唯实（Carlos Tavares，现任 PSA 管理委员会主席），初始任期为五年，他也将担任董事会成员。

唐唯实表示：“该融合为所有利益相关者带来了巨大价值，并为合并后的实体开启了光明的未来。我对与麦明凯（Mike Manley，FCA 首席执行官）已经完成的工作感到欣慰，并将很高兴与他一道建立一个伟大的公司。”

麦明凯表示：“我很高兴有机会与唐唯实及其团队携手推进这一可能改变行业的合并。我们与 PSA 成功合作已有很长的历史，而且我深信，与出色的团队一道，我们可以创造世界一流的全球化出行公司。”

新集团的在荷兰注册的母公司将在泛欧交易所（Euronext，巴黎），意大利交易所（Borsa Italiana，米兰）和纽约证券交易所（NYSE）挂牌，并将继续在法国，意大利和美国等现有运营总部所在地保持重要存在。

据提议，新公司的章程将规定，“忠诚表决程序”（loyalty voting program）不得向任何单个股东授予超过在股东大会投票总数 30%的投票权。同时，可以预见，现有的双重表决权将不会结转，但合并完成后的三年持有期结束后，将会产生新的双重表决权。

合并完成后，EXOR N.V.、Bpifrance Participation SA、东风汽车集团有限公司（东风集团）和标致家族（Peugeot Family）持股的停牌期将为 7 年。EXOR、Bpifrance Participations 和标致家族的股份将受到三年锁定，但标致家族在交易结束后的头三年内将被允许最多增持 2.5%的股份，该增持将仅可通过从 Bpifrance Participation 和东风集团手中购买股份实现。

在交易完成之前，FCA 将向其股东分配 55 亿欧元的特别股息，以及其在柯马（Comau）的股份。此外，在交易完成之前，标致将向其股东分配其持有的佛吉亚 46%的股份。这将使合并后的集团股东平等分享合并带来的协同效应和收益，同时认可 FCA 差异化平台在北美的显著价值和 FCA 在拉丁美洲的强大地位，包括其在这些地区的领先市场的利润率。这也将体现 FCA 高端全球品牌阿尔法·罗密欧和玛莎拉蒂因其巨大发展潜力而将带来巨大的附加价值。

得益于平台合理化和投资优化，扩展后的产品组合将以标志性品牌和强大产品覆盖所有细分市场。

该提案将提交给相关员工团体，以履行告知和咨询流程，并受惯例成交条件的约束，包括董事会最终批准具有约束力的谅解备忘录以及最终文件的协议。

汽车组团队介绍

组长、高级分析师：张程航

美国哥伦比亚大学公共管理硕士。曾任职于天风证券，2019年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
- 中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
- 回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500