

2017年08月07日

公司研究

评级：买入（首次覆盖）

研究所

证券分析师：

021-50873259

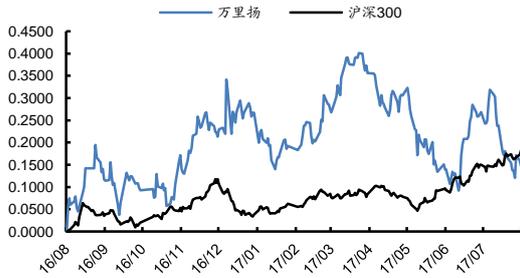
周绍倩 S0350516070001

zhousq01@ghzq.com.cn

自动变速箱渗透率提升，叠加市场份额提升

——万里扬（002434）深度报告

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
万里扬	-9.6	-12.2	17.5
沪深300	2.8	10.0	18.2

市场数据 2017-08-04

当前价格（元）	14.39
52周价格区间（元）	12.19 - 18.53
总市值（百万）	19426.50
流通市值（百万）	14664.08
总股本（万股）	135000.00
流通股（万股）	101904.62
日均成交额（百万）	82.09
近一月换手（%）	17.77

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

投资要点：

- 国内商用车变速器龙头，进军乘用车变速器市场** 2016年10月，万里扬通过收购奇瑞变速器业务进入了CVT自动变速器市场，并承诺2017/18/19年业绩分别不低于2.2/2.42/2.66亿元，2016年产能20万台，2017年底产能将扩建至50万台，CVT业务成为公司未来2-3年的主要看点。公司实施“53211”战略计划，长期计划2021年将实现销售乘用车变速器300万台，其中自动变速器200万台（包括140万台CVT、50万台AT、10万台PHEV）。
- 中国市场对自动挡车型的需求正处在快速提升阶段** 中国道路拥堵情况甚于北美和日本市场，而对驾驶乐趣有主动需求的受众群体很少，中国市场的整体消费背景更加贴近美日市场特性，同时通过走访终端销售商，消费者的购车偏好也得以验证。根据Bloomberg统计信息，中国汽车市场自动变速器渗透率仅40%，远低于日本的83%和北美的94%，且根据中国海关统计数据，目前国内市场所用到的自动变速箱约50%为进口，未来有大量的国产替代潜力。我们判断中国市场对自动挡车型的需求正处在快速提升阶段。
- CVT变速箱适应中国自主品牌及小排量车型的需求** 目前我国自动变速器市场还是一个供应决定的市场，其中CVT占自动变速器市场份额的14%，DCT约占12%，AT占33%。CVT的成本较AT和DCT有明显优势，单台成本在7000-10000元之间，对于价格相对敏感的自主品牌和小排量汽车来说具有更大的吸引力。
- 自动变速箱渗透率提升背景下，叠加市场份额提升是万里扬的长期增长逻辑** 在CVT供应链中，由于日产汽车占有加特可75%的股份，三菱汽车占15%，铃木汽车占有10%的股份，加特可的供货对象在国内较为固定在东风日产，郑州日产，广汽三菱及长安铃木。自主品牌可供选择的供应商非常有限，南京邦奇和万里扬是CVT自主配套中的主要选择。邦奇的产能利用率近两年来一直处于较高水平，而近期宁波邦奇120万台CVT的扩产计划建设周期为30个月，这使其很难充分满足现有及潜在客户的全部需求。相比之下，由于之前奇瑞自动变速器扩产但奇瑞汽车销量未达预期，万里扬的产能利用率处于较低水平，加上现在进一步扩建的产能，有利于万里扬在快速增长的CVT需求蓝海中，掠夺潜在客户订单。
- 盈利预测和投资评级：** 预估公司2017/2018/2019年EPS分别为

0.63/0.95/1.25 元，对应当前股价 PE 分别为 23/15/12 倍，成长价值被低估，首次覆盖，给予“买入”评级。

- **风险提示：**自动变速箱渗透率不及预期；新客户订单不及预期；竞争对手改变经营战略

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	3732	6180	9626	11152
增长率(%)	89%	66%	56%	16%
净利润（百万元）	312	847	1281	1685
增长率(%)	48%	171%	51%	32%
摊薄每股收益（元）	0.23	0.63	0.95	1.25
ROE(%)	5.53%	14.16%	19.75%	23.56%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

内容目录

1、 公司概况：国内商用车变速器龙头，进军乘用车变速器市场	5
1.1、 公司主营业务	5
1.2、 股权结构	6
2、 汽车变速器行业	6
2.1、 全球变速器市场格局	6
2.2、 中国变速器市场格局	8
3、 自动变速箱渗透率提升背景下，叠加市场份额的提升是万里扬长期增长逻辑	13
3.1、 万里扬的产品	13
3.2、 竞争格局	16
3.3、 上游零部件	19
3.4、 继续布局 AT 与 PHEV 变速箱	20
4、 盈利预测与评级	21
5、 风险提示	21

图表目录

图 1: 公司历史营收及未来增速预测	5
图 2: 公司主要业务历史收入贡献及预测	5
图 3: 公司历史综合毛利率及预测	5
图 4: 公司主要业务历史毛利率及预测	5
图 5: 发行人股权结构图	6
图 6: 2016 年全球主要汽车市场手自动变速器份额 (按客车和轻型车口径)	7
图 7: 2016 年主要汽车市场各类自动变速器份额 (按客车和轻型车口径)	8
图 8: 中国乘用车市场自动挡渗透率逐年提升	8
图 9: 2016 年国内变速器配置明细情况	9
图 10: 中国自动变速箱进出口量	9
图 11: 2016 年国内不同派系车型变速箱结构对比	10
图 12: 国内 CVT 自动变速箱历年销量及增速	10
图 13: 南京邦奇 VT2-VT3	17
图 14: 南京邦奇 VT5	17
图 15: 万里扬与邦奇设计产能与产能利用率对比 (单位: 台)	17
图 16: 万里扬与邦奇主要产品售价比较 (单位: 元)	18
图 17: 近年国内 CVT 市占率	18
表 1: 各类自动变速器售价对比	11
表 2: 国内主要自主厂商变速器分类及供应情况	11
表 3: 国内合资厂商变速器分类及供应情况	12
表 4: 国内变速器产能情况	12
表 5: 万里扬商用车变速器产品	14
表 6: 万里扬乘用车变速器产品	15
表 7: 奇瑞汽车中配置 CVT 车型	16
表 8: 自动变速器产业链	19
表 9: 自动变速器上游零部件国产化情况	19
表 10: 自动变速器行业主要上游企业	20
表 11: 公司与吉孚合作的时间表	20
表 12: 盈利预测指标	21

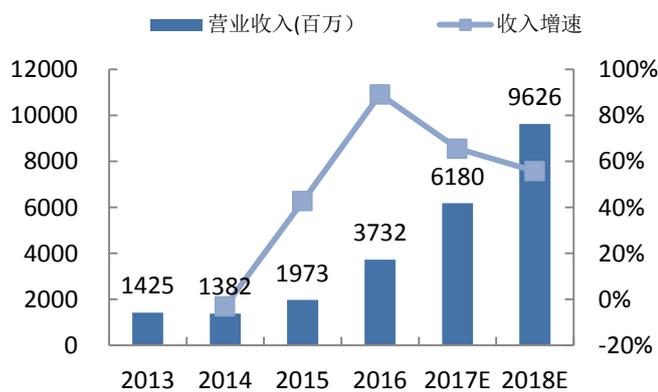
1、公司概况：国内商用车变速器龙头，进军乘用车变速器市场

1.1、公司主营业务

浙江万里扬股份有限公司成立于2003年，早期致力于商用车变速器的开发、生产和销售，是国内商用车中轻卡变速器行业的龙头。公司于2015年至2016年收购金兴汽车内饰股份有限公司、原芜湖奇瑞变速器有限公司和吉利旗下乘用车变速器资产，借此进入了汽车内饰和乘用车变速器领域，拓宽了公司业务范围。

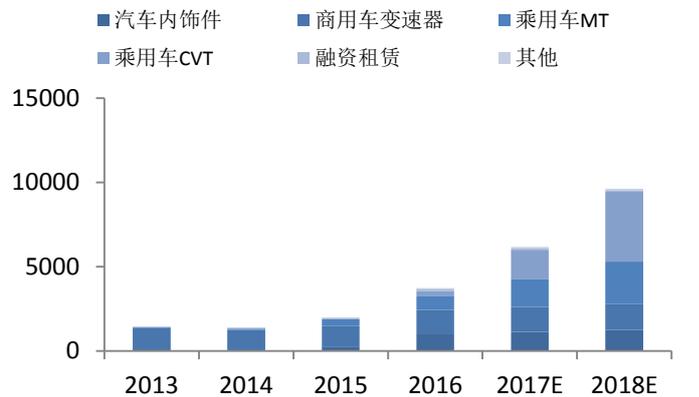
公司预计2017年1-6月归母净利润变动区间在4-4.7亿元之间，同比增长幅度190%-240%，主要原因为公司于2016年底完成芜湖万里扬变速器有限公司的收购，2017年业绩得以直接的增厚。此外2017年商用车变速器业务继续保持良好的增长态势，同时毛利率较高的CVT变速器逐步放量，我们预计2017、2018年公司收入增速持续保持在较高水平。

图 1：公司历史营收及未来增速预测



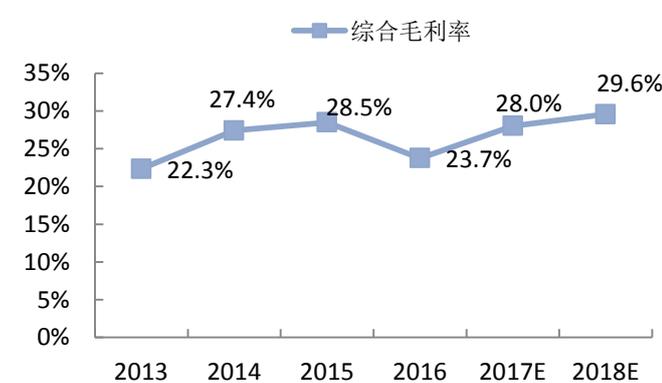
资料来源：公司财报，国海证券研究所

图 2：公司主要业务历史收入贡献及预测（百万元）



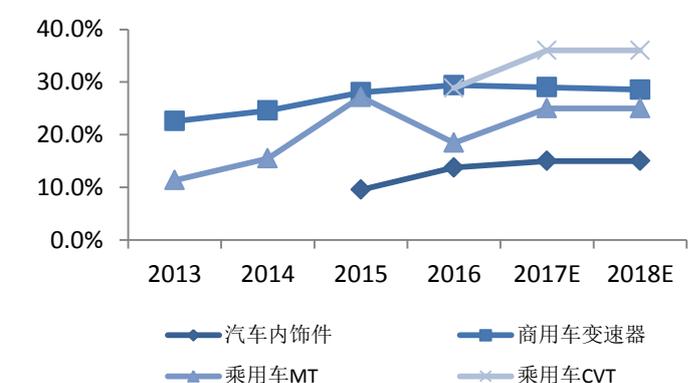
资料来源：公司财报，国海证券研究所

图 3：公司历史综合毛利率及预测



资料来源：公司财报，国海证券研究所

图 4：公司主要业务历史毛利率及预测



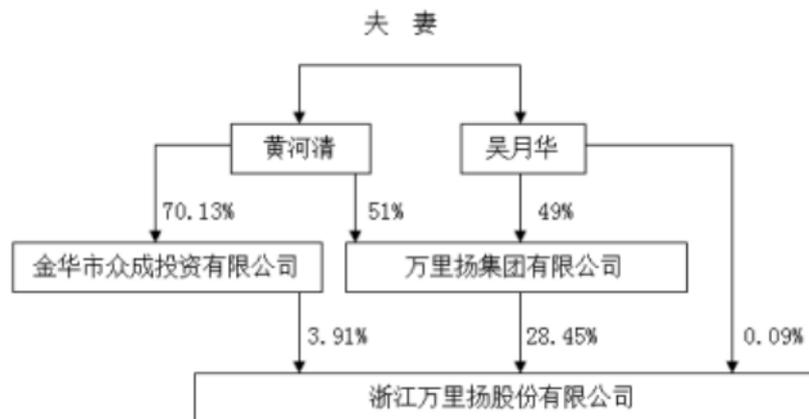
资料来源：公司财报，国海证券研究所

公司的主营业务包括汽车内饰件、商用车变速器、乘用车变速器和融资租赁。内饰件产品包括仪表盘、门板、保险杠和方向盘等，主要配套客户为奇瑞汽车、华晨宝马、长安汽车、华晨汽车、汉腾汽车等。商用车变速器多为手动变速器，主要为北汽福田、东风汽车、江淮汽车和中国重汽等厂商配套，客户集中度较高。乘用车变速器产品分为手动变速器和自动变速器。其中手动变速器是收购于吉利的5MT和6MT，自动变速器是收购于奇瑞的CVT。随着自动挡在国产车型中的渗透率和小排量车市场份额的提升，CVT变速器预计将成为主营业务中新的增长点。

1.2、股权结构

公司的实际控制人为黄河清、吴月华夫妻。公司第一大股东为万里扬集团有限公司，持股比例为28.45%。黄河清和吴月华夫妻二人通过直接和间接持股比例为32.45%，黄河清任公司董事长、万里扬集团执行董事；吴月华任公司董事、万里扬集团总裁。公司的第二、第三大股东分别为香港立邦实业有限公司、奇瑞汽车股份有限公司，分别持股14.53%和12.24%。

图 5：发行人股权结构图



资料来源：公司公告，国海证券研究所

2、汽车变速器行业

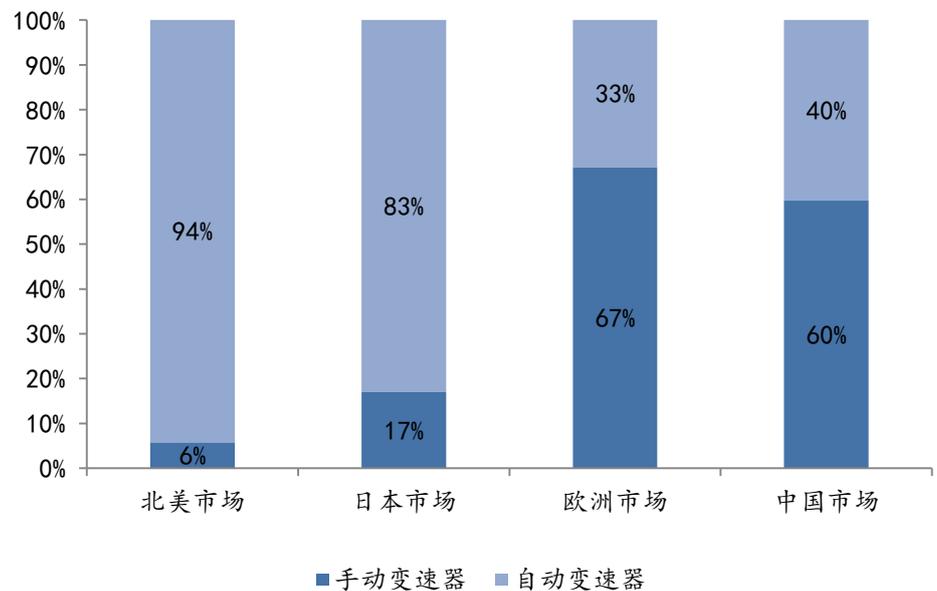
2.1、全球变速器市场格局

自动变速器相对于手动变速器而言，无需通过手拨动变速器杆来实现换挡，因此操作简单，舒适性好，但成本和售价较为昂贵。我们通过比较全球几个主要汽车市场手动挡和自动挡的占比，分析得出各个市场的变速器消费偏好。由于成熟的自动变速器技术和经常面临堵塞的交通情况，操作简便性与舒适性成为了北美和日本市场消费者的首要诉求，这使北美和日本的自动挡配置率都超过了80%。

欧洲市场则有所区别，其手动挡配置率高达 67.8%。我们认为主要原因有几点：1) 手动挡更好的燃油经济性更加符合油价贵油耗控制严格的欧洲消费者的消费需求。2) 欧洲消费者对驾驶乐趣的诉求相对更高。同时基于欧洲道路状况较好，交通堵塞情况相对较少。

中国道路拥堵情况更甚于北美和日本市场，而对驾驶乐趣有主动需求的受众群体很少，中国市场的整体消费背景更加贴近美日市场特性，同时通过走访终端经销商，消费者的购车偏好也得以验证。根据 Bloomberg 统计信息，中国汽车市场 2016 年自动变速器渗透率已经上升至 40%，超过欧洲市场，我们综合判断中国市场对自动挡车型的需求正处在快速提升阶段。

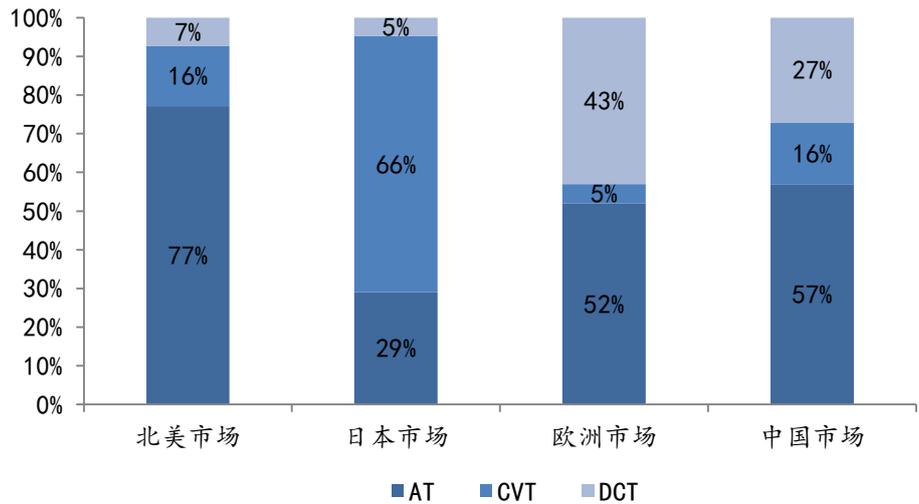
图 6: 2016 年全球主要汽车市场手自动变速器份额（按客车和轻型车口径）



资料来源: Bloomberg, 国海证券研究所

当前的自动变速器市场呈现“三足鼎立”现状。AT、CVT 以及 DCT 是现在自动变速器采用的三种主流技术。北美地区的自动变速器当中，AT 占了相当大的比例，主要原因是 AT 技术成熟，操作简便，平顺性好，虽然 AT 的油耗相对较高，但北美地区油价相对较低，对燃油经济性的诉求没有其他地区高。CVT 燃油经济性较好，动力输出平顺，适用于小排量发动机的特点，符合日本市场消费者的消费需求，因此 CVT 占日本市场自动挡的很大部分。欧洲市场自动挡中 DCT 的占比明显高于北美和日本，这是因为欧洲的道路特性使消费者偏爱更直接的变速器动力输出特性，同时兼顾燃油经济性。

图 7：2016 年主要汽车市场各类自动变速器份额（按客车和轻型车口径）



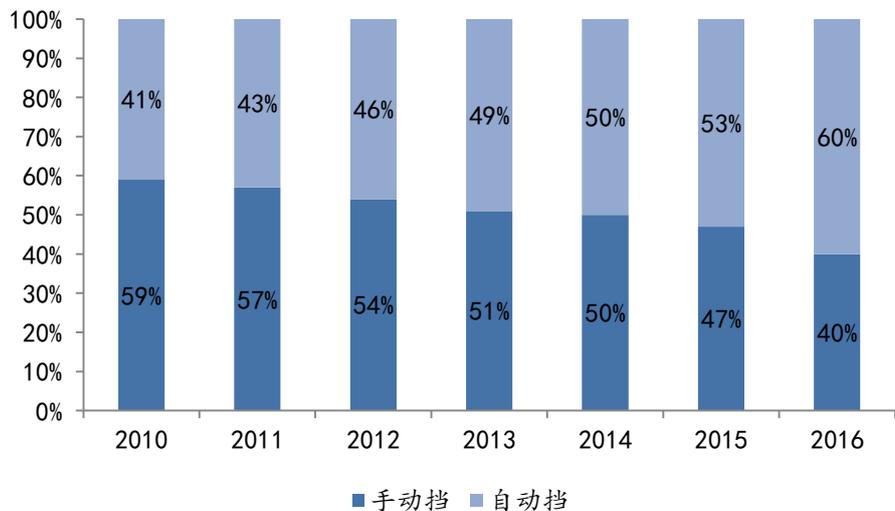
资料来源：Bloomberg，国海证券研究所

2.2、中国变速器市场格局

由于手动档成本较低，国内技术相对成熟，因此之前一直在国内变速器市场占主导地位。但近年来，在终端需求明显提升的背景下，自动挡份额逐步提升，至 2016 年中国汽车自动变速器渗透率达到 40%，其中乘用车自动变速器的渗透率已达到 60%，主要原因如下：

- 1) 随着经济发展和消费升级，我国消费者对汽车配置的敏感度提升。
- 2) 国内汽车消费者中年轻人和女性的比例上升，这些消费者更偏向于自动挡车型。
- 3) 汽车保有量的提升和交通环境之间的矛盾促成了消费者的自动挡偏好。
- 4) 自主品牌发展迅速，自主乘用车中自动挡配置率提升。

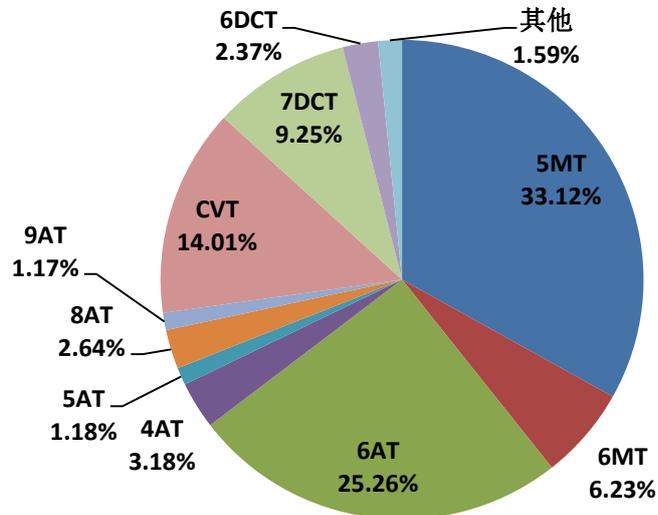
图 8：中国乘用车市场自动挡渗透率逐年提升



资料来源：《汽车用手动变速器发展趋势》，国海证券研究所

根据盖世汽车网统计，2016年我国乘用车自动挡渗透率已经达到60%（含进口车辆），其中AT不断向更多档位数量发展，如BMW上的爱信8AT，新款雅阁10AT等；CVT、DCT的份额也逐年提升，分别占市场的14.01%和11.62%。

图 9：2016 年国内变速器配置明细情况

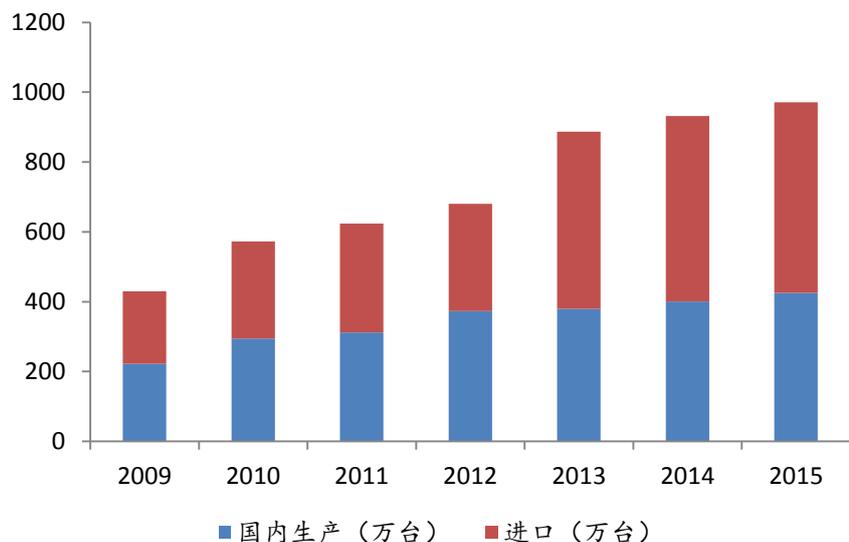


资料来源：盖世汽车网，国海证券研究所

如除去进口车型，国内制造乘用车中自动挡的占比也已经超过40%，且每年保持稳步提升，其中自主品牌贡献主要增量。

而于此同时，2016年自主品牌乘用车自动挡配置率却依然不足30%，自主品牌和合资品牌之间自动挡配置率体现出明显的差距。出现这种差距的主要原因是自主厂商自动挡技术积累的欠缺和国内自动变速器供应体系欠缺。根据中国海关统计数据，目前国内市场所用到的自动变速箱约50%为进口，未来有大量的国产替代潜力。

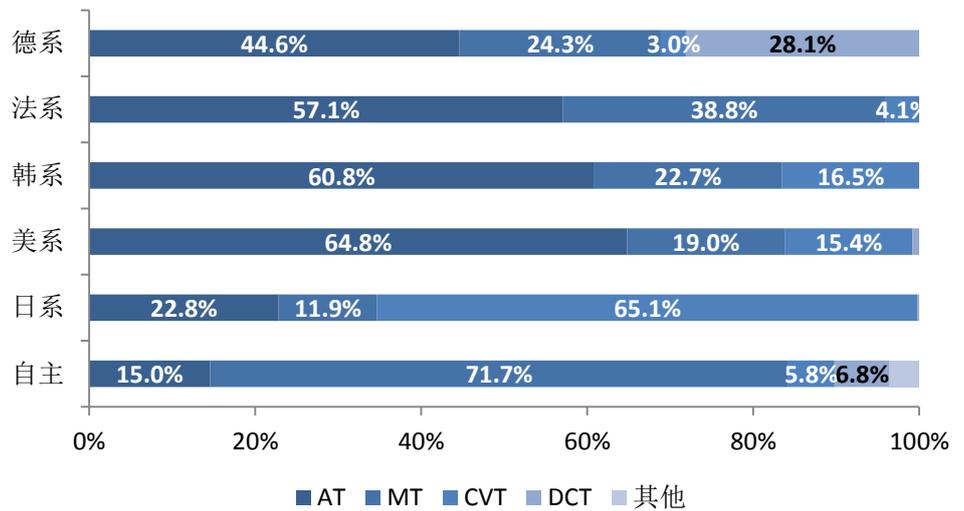
图 10：中国自动变速箱进出口量



资料来源：中国产业信息网，国海证券研究所

目前国内自动挡供应主要依靠集团内自行配套，如通用、大众等，以及从独立的变速器生产厂家采购，如爱信、采埃孚、加特可等。一般通用、大众等集团自产变速器并不向外出售，自主品牌只能自行研发和采购独立变速器生产商的产品。然而独立变速器生产商，特别是有外资车企背景的，出于多种因素考虑，对自主品牌自动变速器供应的意愿并不是很高，通常先优先供应合资车企需求，无法保证对自主厂商的供应量，因此国内自主品牌变速器存在着严重的供需错配。

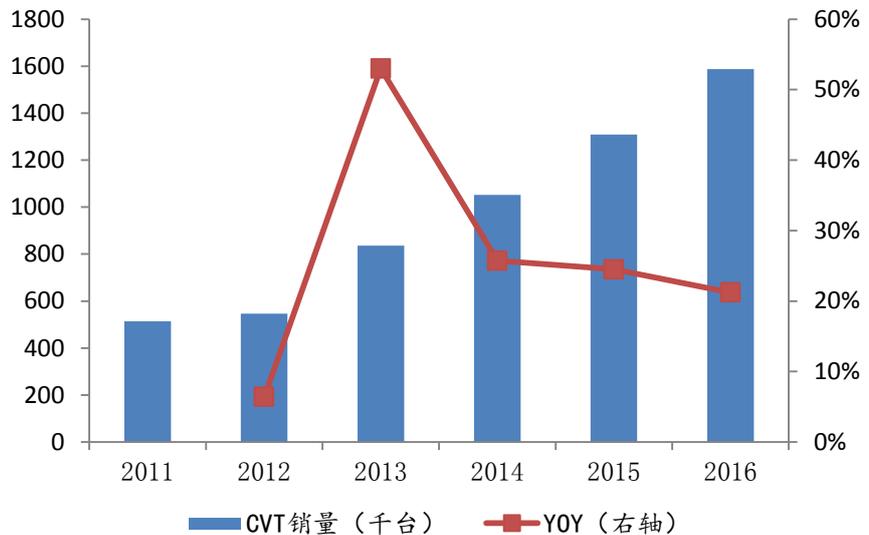
图 11：2016 年国内不同派系车型变速箱结构对比



资料来源：盖世汽车，国海证券研究所

目前我国自动变速器市场还是一个供应决定的市场，其中 CVT 占自动变速器市场份额的 14%，DCT 约占 12%，AT 占 33%。CVT 的成本较 AT 和 DCT 都低，单台成本在 7000-10000 元之间，对于价格相对敏感的自主品牌和小排量汽车来说具有更大的吸引力。近年来 CVT 的销量持续增长，增速远高于乘用车行业的销量增速。

图 12：国内 CVT 自动变速器历年销量及增速



资料来源：Bloomberg，国海证券研究所

表 1: 各类自动变速器售价对比

技术路线	优势和劣势	中国售价区间 (元)
AT	换挡平顺, 技术成熟, 传动效率低, 结构复杂	10000-13000
CVT	无顿挫感, 技术难度相对较低, 传动效率较低, 成本相对低, 扭矩承载有限	7000-9000
DCT	换挡品质很好, 技术难度大, 传动效率高, 可靠性受到质疑	13000-15000

资料来源: 中国自动变速器网, 国海证券研究所

自动变速器的研发需要强大的技术实力和企业产销规模, 这对于汽车工业发展时间不长, 技术积累尚薄弱的自主厂商来说, 相对比较困难。经过多年的研发, 自主乘用车企业规划的 DCT 产能较多, 大多数还处在研发阶段, 只有上汽、比亚迪、长城等几家少数车企的 DCT 已经装车放量。在 CVT 供应链中, 加特可配套日产, 爱信配套丰田, 本田自行配套, 所以自主品牌可供选择的供应商非常有限, 南京邦奇和万里扬是 CVT 自主配套中的主要选择。自主乘用的 AT 大多来自于爱信, 由于成本控制和供货门槛, 大规模采购独立变速器生产商的变速器非常困难, 致使许多自主品牌都遇到过自动变速箱供应不足影响终端市场的情况。

表 2: 国内主要自主厂商变速器分类及供应情况

车企	2016 年销量(万辆)	AT	CVT	DCT
长城	107	现代摩比斯、采埃孚	邦奇	格特拉克、自产
长安自主	78	爱信	邦奇	青山
吉利	77	DSI	邦奇	格特拉克、自产
比亚迪	50	/	/	自产
北汽自主	46	爱信	邦奇, 万里扬	/
广汽传祺	37	爱信	/	杭州依维柯
奇瑞	36	爱信	万里扬	格特拉克
众泰	33	现代派沃泰、东安三菱	邦奇, 湖南江麓荣大	上汽变速器
上汽乘用车	32	爱信	邦奇	自产
华晨	16	爱信	/	格特拉克
东风乘用车	15	爱信	邦奇	格特拉克
力帆	13	/	万里扬, 湖南江麓荣大	/
一汽自主	10	爱信	/	自产

资料来源: 搜狐汽车, 公司公告, 国海证券研究所

由于自动变速箱极高的技术壁垒, 现在国内的自动变速箱市场基本仍被外资和合资变速器供应商所掌控, 握有 75% 以上的市场份额, 特别是在高端与合资市场, 国产变速器依旧少有突破。纵观国内合资品牌自动变速器供应情况, 可以发现, 由于外资母公司强大的技术实力, 合资车企基本上都有自主研发生产自动变速器的能力, 或参股自动变速器公司, 以保证供货渠道稳定。

表 3: 国内合资厂商变速器分类及供应情况

车企	2016 年销量 (万辆)	AT	CVT	DCT
上汽大众	200	爱信、采埃孚	/	大众
上汽通用	188	采埃孚	通用	通用
一汽大众	187	爱信、采埃孚	/	大众
上汽通用五菱	143	/	/	/
北汽现代	114	现代派沃泰	/	现代岱摩斯
东风日产	112	/	加特可	/
长安福特	94	福特	/	格特拉克
东风悦达起亚	65	现代派沃泰	/	现代岱摩斯
一汽丰田	64	爱信	丰田	/
广汽本田	63	本田	本田	/
东风神龙	59	爱信	/	/
东风本田	57	本田	本田	本田
一汽奥迪	54	采埃孚	奥迪	大众
广汽丰田	42	爱信	丰田	/
华晨宝马	31	采埃孚、爱信	/	/
北汽奔驰	25	奔驰	/	奔驰
长安马自达	19	马自达	/	/
广汽菲克	14	/	/	杭州依维柯
长安铃木	12	爱信	加特可	/
一汽马自达	8	马自达	/	/
广汽三菱	6	/	加特可	/
长安 PSA	1.6	爱信	/	/

资料来源: 搜狐汽车, 公司公告, 国海证券研究所

为配套合资车企国内生产的自动变速器需求, 大多数国际自动变速器巨头纷纷在中国设立独资或者合资工厂。爱信分别在天津和苏州设立工厂, 生产 AT 变速器, 年产能超过 140 万套, 主要为丰田、一汽红旗、福特、神龙、宝马、奥迪等厂商提供变速器。采埃孚、邦奇、格特拉克等独立供应商也在不断扩充产能, 主要配套合资整车厂。

自主品牌的变速器企业, 如东安动力获得三菱 4AT 技术转让, 获得了生产 AT 变速器的能力; 上汽通过与大众合作, 获得了 DCT 相关技术; 双林收购了澳大利亚 DSI、万里扬收购奇瑞 CVT, 来满足自主品牌的自动变速器需求。

表 4: 国内变速器产能情况

变速箱企业	产品种类	现有国内产能	厂址	供应车企
加特可	CVT	100 万台 (另有储备新增产能 50 万台)	广州	东风日产, 郑州日产, 广汽三菱, 长安铃木

邦奇	CVT	45万台(规划产能165万台)	南京	长城, 上汽, 东风, 吉利, 北汽, 众泰
万里扬	CVT	20万台(2017年底50万台)	芜湖	奇瑞, 力帆, 北汽银翔
湖南江麓荣大	CVT	5万台(规划产能20万台)	长沙	力帆, 众泰, 野马
格特拉克	DCT	70万台(规划产能170万台)	南昌、武汉	长城, 吉利, 奇瑞, 华晨, 东风
现代岱摩斯	DCT	73万台	北京	北京现代, 东风悦达起亚
重庆青山	DCT	(规划产能40万台)	重庆	长安
上汽变速器	DCT	24万台(规划产能60万台)	上海	上汽, 众泰
长城变速器	DCT	(规划二期共100万台, 2017年建成50万台)	河北	长城Wey
爱信	AT	144万台	天津、苏州	上汽大众, 一汽大众, 一汽丰田, 广汽丰田, 神龙, 长安铃木, 长安PSA, 长安, 北汽, 广汽, 上汽, 一汽, 东风乘用车, 华晨, 奇瑞
采埃孚	AT	30万台	上海、苏州	上汽大众, 上汽通用, 一汽大众, 一汽奥迪, 华晨宝马
现代派沃泰	AT	80万台	日照	北京现代, 东风悦达起亚, 众泰
双林DSI	AT	30万台	湘潭	吉利, 东南, 北汽银翔
盛瑞传动	AT	10万台(规划产能50万台)	潍坊	江铃陆风
东安动力	AT	3万台(规划产能30万台)	哈尔滨	众泰

资料来源: 中国自动变速器网, 公司公告, 国海证券研究所

3、自动变速箱渗透率提升背景下, 叠加市场份额的提升是万里扬长期增长逻辑

3.1、万里扬的产品

公司起家于商用车变速器业务, 在收购吉利变速器和奇瑞变速器相关资产之前, 公司产品以商用车变速器为主。2016年商用车营收占全部营业收入的37.9%。从商用车内部结构上来看, 公司产品主要集中在轻卡和中卡上, 重卡产品占比一直比较低。商用车市场集中度高, 并且与宏观经济有着较强的相关性, 目前已经形成较为稳定的市场格局。公司在商用变速器市场中的竞争力主要来源于较高的零部件自制率。壳体、齿轴、同步器这三大件成本占比超过60%, 公司这三大

件的自制率超过 90%，因此商用车变速器业务一直维持着较高的毛利率，2015、2016 年毛利率分别为 28%、29.4%。

表 5: 万里扬商用车变速器产品

产品型号	产品示意图	详情
WLY1040		最大输入扭矩 400NM，重量 170KG，单中间轴，主向带同步器，带后置副箱
WLY12S180T		最大输入扭矩 1800NM，重量 360KG，双中间轴、全同步器
WLY653		最大输入扭矩 480NM，重量 125KG，单中间轴、带同步器
WLY8S150		最大输入扭矩 1180NM，重量 310KG，双中间轴、副箱同步器

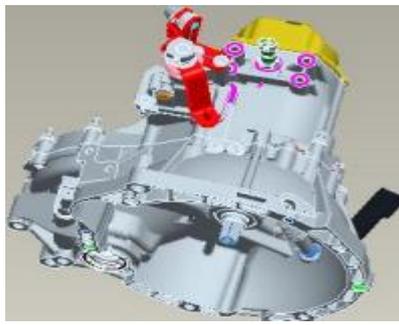
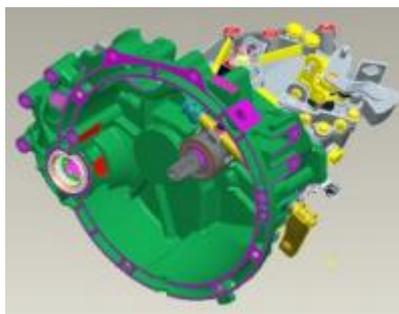
资料来源：公司官网，国海证券研究所

公司通过收购吉利变速器（5MT、6MT）和奇瑞变速器（MT、CVT）相关资产，进入了乘用车市场。目前公司手动变速器产能主要包括宁波手动变速箱基地和芜湖乘用车变速箱基地，其中宁波基地产能 40 万台，芜湖基地 90 万台，基本满足奇瑞和吉利汽车手动变速器需求。

2016 年 10 月，公司通过收购奇瑞变速器业务进入了 CVT 自动变速器市场，并承诺 2017/18/19 年业绩分别不低于 2.2/2.42/2.66 亿元，2016 年产能 20 万台，2017 年底产能将扩建至 50 万台，CVT 业务成为公司未来 2-3 年的主要看点。

公司实施“53211”战略计划，计划 2021 年将实现销售乘用车变速器 300 万台，其中自动变速器 200 万台（包括 140 万台 CVT、50 万台 AT、10 万台 PHEV）。

表 6: 万里扬乘用车变速器产品

型号	产品示意图	详情
525		该款变速箱一二档同步器采用了三锥面结构，五档采用杠杆同步器，同时使用了互锁板式换挡自锁装置及防误挂倒档的换挡机构；具有重量轻、体积小、传动效率高及换挡舒适性好等优点。主要配套奇瑞手动挡车型。
512		QR512 变速箱布置形式是输入轴、输出轴、差速器 3 轴平行布置，设有 5 个前进挡和 1 个倒挡，5 前进挡全部采用惯性同步器，其中 1、2 挡采用双锥面结构，提供 1、2 挡换挡性能。主要配套奇瑞手动挡车型。
515		前进挡为全同步结构，1/2 档采用三锥同步器，保证了良好的换挡性能；壳体采用铝合金材料，整箱重量轻；速比种类较多，满足不同整车需求。主要配套奇瑞手动挡车型。
CVT19		扭矩覆盖 147-190NM，可匹配 1.5-2.0L 排量的发动机，单价 9200 元左右
CVT25		最大输入扭矩 250NM，可以匹配 2.0-2.5L 排量发动机，预计将在 2017 年下半年完成测试，有望在 2018 年中期开始放量。

<p>CVT19 PHEV 混 动</p>		<p>已有技术储备，尚未量产</p>
-------------------------------	--	--------------------

资料来源：公司官网，国海证券研究所

CVT 不同于 MT 和 AT 的齿轮传动，它采用钢带摩擦传动。CVT 采用两组带轮进行变速传动，通过改变驱动轮和从动轮的接触半径进行变速。由于 CVT 能够实现传动比的连续改变，所以拥有极好的驾驶平顺和燃油经济性。但是由于 CVT 依靠钢带的摩擦进行传动，钢带的承受力一直是 CVT 的软肋，承载扭矩主流产品依旧集中在 250NM 以下，适用于小排量车型的匹配。

公司第一代 CVT 产品包括 CVT19、CVT23、和混动 CVT，二代 CVT 产品包括 CVT25、CVT17。产品名称后的数字代表其所能够匹配的扭矩上限，如 CVT19 表示能够匹配的最大扭矩为 190NM。公司生产的 CVT 配套于多款奇瑞车型，如艾泽瑞 5、艾泽瑞 7、瑞虎以及艾泽瑞 M7 等。

表 7：奇瑞汽车中配置 CVT 车型

类型	车型	变速器	级别
轿车	艾泽瑞 5	5 挡手动、7 挡 CVT	A 级
	艾泽瑞 7	5 挡手动、7 挡 CVT	A 级
	E5	5 挡手动、CVT	A 级
SUV	瑞虎 3	5 挡手动、7 挡 CVT	A0 级
	瑞虎 5	5 挡手动、7 挡 CVT	A 级
	瑞虎 7	6 挡手动、6 挡 DCT、7 挡 CVT	A 级
	凯翼 X3	5 挡手动、CVT	A0 级
MPV	艾泽瑞 M7	5 挡手动、7 挡 CVT	B 级

资料来源：易车网，国海证券研究所

3.2、竞争格局

目前国内 CVT 变速箱的使用者主要是日系和自主这两大阵营。日系的 CVT 主要由日本的几家公司供给，加特可供日产，丰田和本田均自行配套，这使得自主 CVT 厂家难以进入其供应体系。自主品牌 CVT 的供应商主要有比利时邦奇、万里扬、湖南江麓容大等。日系 CVT 供应商尚未进入自主品牌的供应体系，江麓容大的规模相对较小。

主要竞争对手比利时邦奇：邦奇是一家独立的节能动力总成系统供应商，在 CVT 设计和生产方面拥有超过 40 年的经验，是第一个将 CVT 装配到汽车上的企业，于 2016 年将全部股份转售给银亿集团。中国市场是邦奇最主要的利润来源，南京邦奇于 2007 年开始运转，时值自主品牌变速器寻求自动挡升级，因此成为了国内自主品牌最主要的 CVT 独立供应商。

图 13: 南京邦奇 VT2-VT3



资料来源: 公司官网, 国海证券研究所

图 14: 南京邦奇 VT5

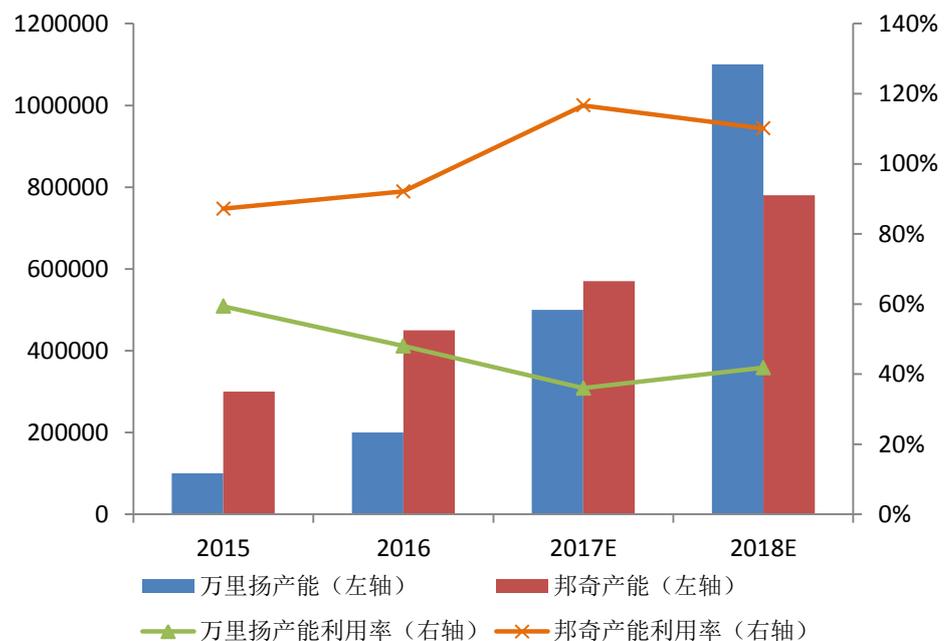


资料来源: 公司官网, 国海证券研究所

邦奇目前最主要的产品是 VT2 和 VT3, 两者的售价均在 8600 元左右。VT2 产品对应的最大输入扭矩为 190NM, 万里扬的 CVT19 数据与之相当; VT3 产品可适用于更高输入扭矩的发动机 (达 220NM)。还未进入量产阶段的 VT5 可承受最高输入扭矩为 250NM, 未来将与万里扬的 CVT25 成为竞争对手。2016 年 VT2 销售 16.2 万套, VT3 销售 25.2 万套, 合计 41.44 万套。

邦奇的产能利用率近两年来一直处于较高水平, 而近期宁波邦奇 120 万台 CVT 的扩产计划建设周期为 30 个月, 这使其很难充分满足现有及潜在客户的全部需求。相比之下, 由于之前奇瑞自动变速器扩产但奇瑞汽车销量未达预期, 使万里扬的产能利用率处于较低水平, 这有利于万里扬在快速增长的 CVT 蓝海中, 迅速掠夺市场份额, 获得潜在客户订单。

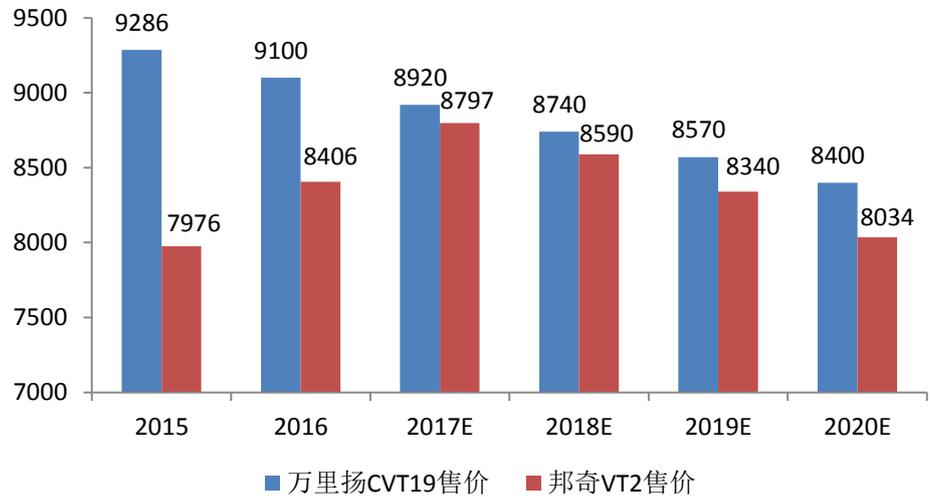
图 15: 万里扬与邦奇设计产能与产能利用率对比 (单位: 台)



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

就同级别竞争产品的销售单价和成本而言,万里扬 CVT 均高于邦奇 CVT。2015、2016 年万里扬 CVT19 成本分别为 6765、6625 元,销售单价为 9286、9100 元,对应产品毛利率为 27.1%和 27.2%; 2015、2016 年邦奇 VT2 成本为 4841、5078 元,销售单价为 7976、8406 元,对应产品毛利率分别为 39.3%和 39.6%。

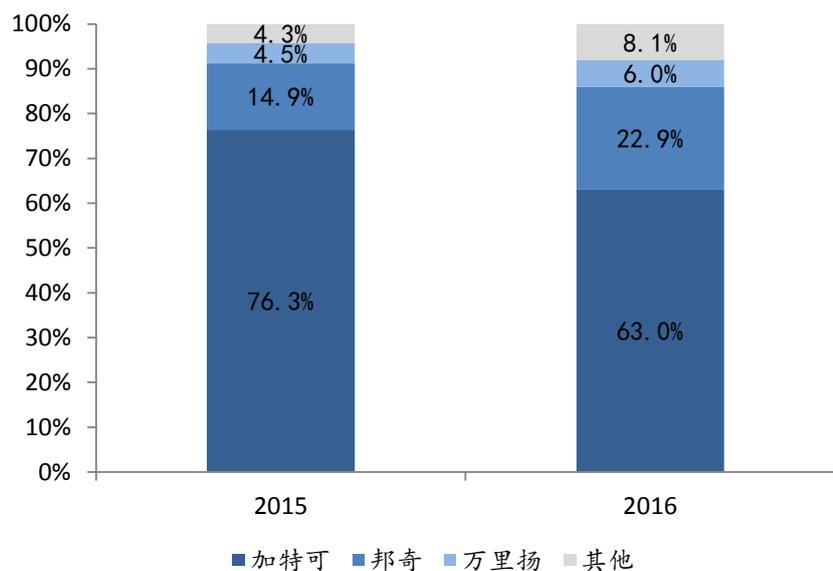
图 16: 万里扬与邦奇主要产品售价比较 (单位: 元)



资料来源: 万里扬公告, 银亿股份公告, 国海证券研究所

万里扬 2015-2016 年分别销售 CVT 变速箱 5.93 万套和 9.59 万套, 根据 Bloomberg 资料, 对应年份国内 CVT 变速器销量分别是 131 万台和 159 万台, 据此可估算出万里扬 CVT 产品的市占率分别是 4.5%和 6%。2015-2016 年邦奇共销售 CVT 变速箱 26.16 万套和 41.44 万套, 根据对应年份的中国营收贡献占比(74.41%和 87.88%), 推算邦奇在中国销售量分别为 19.5 万套和 36.4 万套, 对应的市占率为 14.9%和 22.9%。

图 17: 近年国内 CVT 市占率



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

主要竞争对手加特可: 日产汽车控股, 是世界上最大的自动变速器生产厂家之一, 主要产品为 CVT, 公司业务分布欧洲、亚洲、美洲, 服务客户遍及世界上 30 多个国家。主要为大多数整车制造厂家提供自动变速器, 这其中包括日产、三菱汽车工业、铃木、富士重工、德国大众、马自达等。年供货量达 400 万台以上。

由于日产汽车占有加特可 75% 的股份, 三菱汽车占 15%, 铃木汽车通过出资方式占有 10% 的股份, 加特可的供货对象在国内较为固定在东风日产, 郑州日产, 广汽三菱及长安铃木。

3.3、上游零部件

从全行业来看, AT 变速器主要零部件有液力变矩器、行星排齿轮、电磁阀板、控制器和换挡机构等, 目前仅有齿轮、油泵等部分零部件实现了国产, 其余核心部件仍然需要从国际变速器巨头处采购。CVT 主要零部件有钢带、液力变矩器、控制系统等, 其中核心零部件钢带被德国博世和舍弗勒所垄断。DCT 的主要零部件包括双离合器模块、差速器和控制系统等, 博格华纳和舍弗勒掌控着核心部件双离合器模块的技术。

表 8: 自动变速器产业链

上游零部件供应商	中游变速箱供应商	下游整车厂
液力变矩器、行星排齿轮、电磁阀板、控制器、换挡机构	AT	整车企业
钢带、液力变矩器、控制系统、齿轮、壳体	CVT	
双离合器模块、齿轮、差速器、控制系统、壳体	DCT	

资料来源: 汽车之家, 国海证券研究所

虽然国产自动变速器企业已经掌握了自动变速器开发生产的相关技术, 但是组装成变速器的大部分零部件依旧依赖于国际变速器零部件巨头, 例如 CVT 的推式钢带, AT 的液力变矩器以及 DCT 的双离合模块。在自主品牌崛起、自动变速器市场高速发展的大环境下, 核心零部件亟待突破, 不断提升零部件的国产化率有助于降低产品成本, 提升产品竞争力。

表 9: 自动变速器上游零部件国产化情况

变速箱	国产化情况
万里扬 CVT	万里扬 CVT 业务收购于奇瑞, 虽然是自主专利, 但是仍然依赖德国博世提供推式钢带、日本提供轴承和离合片、英国 Ricardo 提供电控策略和后期标定, 液力变矩器也需外购
盛瑞传动 8AT	仍旧需要和 Ricardo 之类的国外工程公司合作, 关键零部件业依赖于外资供应商。目前仅齿轮、油泵等零件有少量国产, 液力变矩器、行星齿轮、电磁阀板、控制器等都依赖于国际巨头
长城 DCT、长安 DCT、比亚迪 DCT	DCT 双离合模块由博格华纳和舍弗勒垄断, 除了齿轮机构部分其余基本为国产供应商

资料来源: 盖世汽车, 国海证券研究所

公司当前手动变速箱已实现 90% 以上自制, 而自动变速箱当前的自制率还不到

10%，长期目标提升至 30%左右的水平，同时继续与上游配套厂商一起推动国产化的进程，从而降低成本。

表 10: 自动变速器行业主要上游企业

零部件	国外供应商	国内供应商
双离合模块	博格华纳、舍弗勒	
CVT 钢带	博世、舍弗勒	
液力变矩器	舍弗勒、法雷奥、日本 EXEDY、韩国 KAPEC 等	重庆红宇、上海正源
阀板总成/液压控制系统	博格华纳、电产东测、韩国东南精密等	江苏金润
电磁阀	博格华纳、电产东测、海力达等	
离合器	舍弗勒、伊顿、博格华纳、法雷奥等	林泰克斯
油泵	麦格纳、Stackpole、韩国明和等	重庆红宇、圣龙股份
齿轮	博世、采埃孚、博格华纳	双环传动、精锻科技

资料来源：中国自动变速器网，国海证券研究所

3.4、继续布局 AT 与 PHEV 变速箱

2016 年 12 月 12 日，万里扬与吉孚动力签署合作协议，共同出资 2000 万元在浙江省金华市成立合资公司“吉孚汽车技术（浙江）有限公司”，完善了万里扬在 AT 和混动变速箱产品领域的战略布局。同时公司成立全资子公司“浙江吉孚汽车传动系统有限公司”，引进合资公司技术，实现 AT 与新能源汽车传动系统的产业化。

吉孚动力：吉孚动力是德国 ATESTEO 集团在华设立的全资子公司，在变速箱方面的独立开发及工程服务处于世界领先地位。ATESTEO 在德国、中国建立了先进的检试验基地，并在北美、日本设立了办事处，业务范围覆盖全球，目前运行的变速箱及动力总成测试台近 100 架，具有 20 多年的测试及开发经验，业务覆盖变速箱概念设计、CAE 分析、功能整合、软件及标定开发、快速样机制作、测试及项目管理和产品计划及交钥匙工程。在本土市场，吉孚动力 GRC 曾为重要客户完成过中国首例 6DCT 交钥匙工程开发项目，在变速箱开发和工程服务业务领域具有较大影响力。GRC 目前拥有的设施包括 21 个现代化的动力总成试验室，样机车间和具备 CAE 和 CAD 工作站的现代化办公场所。

表 11: 公司与吉孚合作的时间表

时间	出资额	主营业务
2016 年 12 月 12 日	万里扬出资 110 万人民币，持有 55% 的股权；吉孚动力出资 900 万人民币，持有 45% 的股权。成立吉孚汽车技术（浙江）有限公司。	为万里扬及中国和国际市场其他客户开发汽车车用 MT、CVT、AT、DCT、PHEV 变速箱及新能源车动力总成；为万里扬及中国和国际市场其他客户提供传动系统工程技术服务。
2016 年 12 月 12 日	公司以自有资金出资人民币 5 亿元成立浙江吉孚汽车传动系统有限公司。	新能源汽车传动系统、汽车变速器及汽车其他配件的研发、制造和销售。

2017年4月 17日	签订《战略合作框架协议书》	双方将在汽车电子领域开展深度合作，提升由吉孚汽车技术公司为公司开发的自动变速器软件质量，并共同为中国新能源汽车提供基于AUTOSAR软件架构的工程服务。
----------------	---------------	--

资料来源：公司公告，国海证券研究所

4、盈利预测与评级

预估公司 2017/2018/2019 年 EPS 分别为 0.63/0.95/1.25 元，对应当前股价 PE 分别为 23/15/12 倍，成长价值被低估，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 12: 盈利预测指标

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	3732	6180	9626	11152
增长率(%)	89%	66%	56%	16%
净利润（百万元）	312	847	1281	1685
增长率(%)	48%	171%	51%	32%
摊薄每股收益（元）	0.23	0.63	0.95	1.25
ROE(%)	5.53%	14.16%	19.75%	23.56%

资料来源：公司数据，国海证券研究所

5、风险提示

- 1) 自动变速箱渗透率不及预期;
- 2) 新客户订单不及预期;
- 3) 竞争对手改变经营战略

表 13: 万里扬盈利预测表

证券代码:	002434.SZ				股价:	14.39	投资评级:	买入	日期:	2017-08-04
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值	2016	2017E	2018E	2019E	
盈利能力					每股指标					
ROE	6%	14%	20%	24%	EPS	0.23	0.63	0.95	1.25	
毛利率	24%	28%	30%	30%	BVPS	4.14	4.39	4.78	5.29	
期间费率	16%	14%	13%	12%	估值					
销售净利率	8%	14%	13%	15%	P/E	62.34	22.99	15.19	11.55	
成长能力					P/B	3.49	3.28	3.02	2.72	
收入增长率	89%	66%	56%	16%	P/S	5.22	3.15	2.02	1.75	
利润增长率	48%	171%	51%	32%						
营运能力					利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	
总资产周转率	0.38	0.59	0.85	0.89	营业收入	3732	6180	9626	11152	
应收账款周转率	1.60	2.43	3.65	3.65	营业成本	2846	4448	6781	7852	
存货周转率	3.15	3.65	4.56	4.56	营业税金及附加	31	53	82	95	
偿债能力					销售费用	148	190	328	380	
资产负债率	43%	43%	43%	43%	管理费用	305	464	693	803	
流动比	1.35	1.45	1.57	1.69	财务费用	119	84	78	73	
速动比	1.09	1.10	1.19	1.30	其他费用/(-收入)	40	0	(200)	0	
					营业利润	352	942	1464	1949	
资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	营业外净收支	23	75	75	75	
现金及现金等价物	1132	1164	1711	2254	利润总额	375	1017	1539	2024	
应收款项	2328	2540	2637	3055	所得税费用	67	183	277	364	
存货净额	903	1233	1504	1742	净利润	308	834	1262	1660	
其他流动资产	188	278	385	446	少数股东损益	(5)	(13)	(19)	(25)	
流动资产合计	4551	5215	6238	7497	归属于母公司净利润	312	847	1281	1685	
固定资产	1638	1556	1478	1404						
在建工程	131	131	131	131	现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	
无形资产及其他	646	646	582	517	经营活动现金流	222	90	536	597	
长期股权投资	416	416	416	416	净利润	308	834	1262	1660	
资产总计	9881	10462	11343	12463	少数股东权益	(5)	(13)	(19)	(25)	
短期借款	837	837	837	837	折旧摊销	188	147	142	132	
应付款项	2234	2466	2820	3266	公允价值变动	0	0	0	0	
预收帐款	22	36	56	65	营运资金变动	(270)	(878)	(850)	(1171)	
其他流动负债	269	269	269	269	投资活动现金流	(1022)	82	78	74	
流动负债合计	3361	3608	3982	4437	资本支出	(659)	82	78	74	
长期借款及应付债券	749	749	749	749	长期投资	(237)	0	0	0	
其他长期负债	123	123	123	123	其他	(127)	0	0	0	
长期负债合计	872	872	872	872	筹资活动现金流	832	(500)	(756)	(994)	
负债合计	4233	4480	4855	5309	债务融资	132	0	0	0	
股本	1350	1350	1350	1350	权益融资	1496	0	0	0	
股东权益	5648	5982	6489	7155	其它	(796)	(500)	(756)	(994)	
负债和股东权益总计	9881	10462	11343	12463	现金净增加额	32	(328)	(143)	(324)	

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【汽车组介绍】

周绍倩，毕业于同济大学汽车专业，汽车行业 OEM 四年工作经验，证券行业 A+H 股两年研究经验，2016 年加入国海证券研究所。

【分析师承诺】

周绍倩，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

单击此处输入文字。