

银亿股份： 自主CVT领先企业之一，拥抱自动挡加速升 级大时代

太平洋汽车动力总成系列研究一

太平洋汽车首席分析师：白宇 执业证书编号S1190518020004

太平洋汽车分析师：方杰 执业证书编号S1190517120002

联系人：徐慧雄、刘文婷

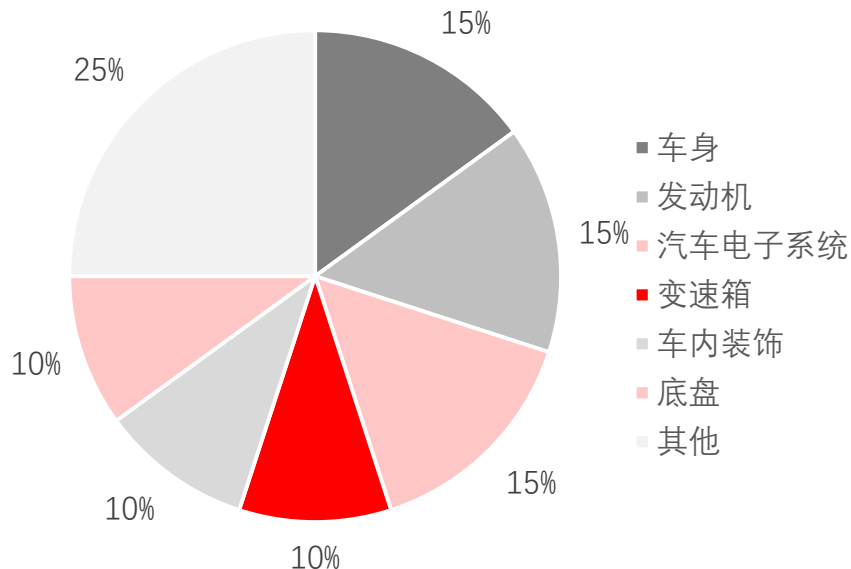
1

自主自动变速器行业迎来加速发展的黄金时代

变速箱是动力总成的关键部件，占整车成本10%

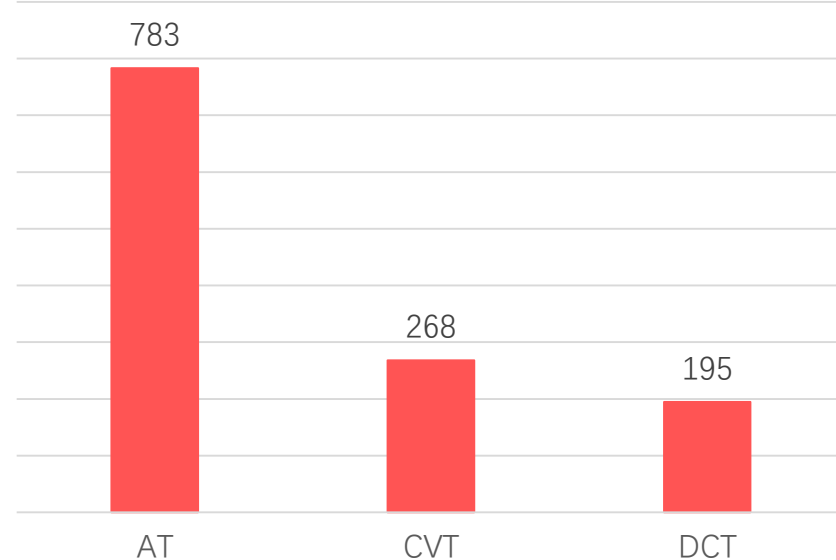
- 变速箱是汽车动力总成系统的核心零部件，起到连接发动机和行驶系统、传导动力的纽带作用，其平均价值占整辆车的10%左右。
- 变速箱主要分为手动变速箱和自动变速箱两类。自动变速箱又可分为有级式（AT/AMT/DCT）和无级式（CVT）两种。国内自动变速箱市场主要分为三大类：AT、CVT和DCT
- 2016年我国CVT市场规模为268亿元，约占整个自动变速箱市场规模的20%。

汽车各零部件价值占比



资料来源：智研咨询，太平洋证券整理

2016年国内自动变速箱市场规模（亿元）



资料来源：智研资讯，太平洋证券整理

CVT性价比高，配套车型油耗更少、变速更稳

- 与AT、DCT比较，CVT不依靠齿轮换挡，换挡效率更高，能有效降低油耗。
- CVT没有明确的挡位，可以实现全程无级变速，车辆的车速变化更平稳。
- 自动变速箱中CVT 的成本较 AT 和 DCT 都低。

变速器分类

分类	图示	优点	缺点	国际生产厂家	中国生产厂家
手动变速箱 (MT)		省油，应用广泛 制造成本和维修保养 费用低	对驾驶技术要求高	通用、岱摩斯	北汽、江淮
液力式机械变速箱 (AT)		舒适性好 产品可靠性高	成本高，传动效率低	欧美日主流乘用车企业	东安、吉利、盛瑞
机械式自动变速箱 (AMT)		成本低	舒适性差	采埃孚、爱信、马瑞利	重庆青山、湖南中德
双离合变速箱 (DCT)		换挡平顺速度快， 效率高	开发难度大，可靠性处 于验证阶段	博格华纳、舍弗勒	上汽、吉利、安徽星 瑞等
无级式变速箱 (CVT)		无顿挫感，乘坐舒适， 传动效率和燃油经济 性好	传递扭矩受钢带限制， 不能匹配大排量发动机	博世、加特可	邦奇（银亿）、万里 扬、北汽、江麓容大

日系与自主品牌成为CVT产品的主要市场

国内市场配套CVT变速箱的主要车型



奥迪A6L



丰田卡罗拉



本田思域



日产轩逸



吉利新帝豪



吉利远景SUV



上汽荣威RX3



东风风光580



江淮瑞风S3



众泰T300



奇瑞艾瑞泽5

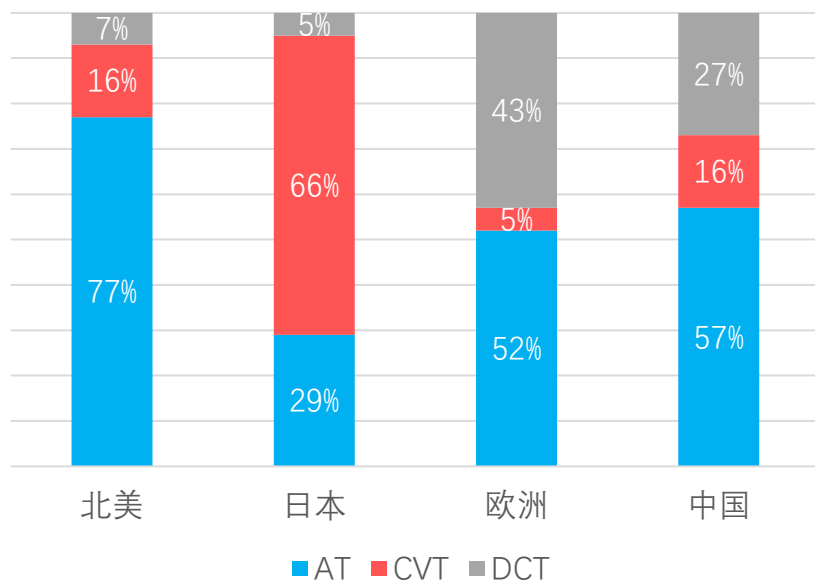


北汽绅宝D50

消费升级，CVT有望取代MT

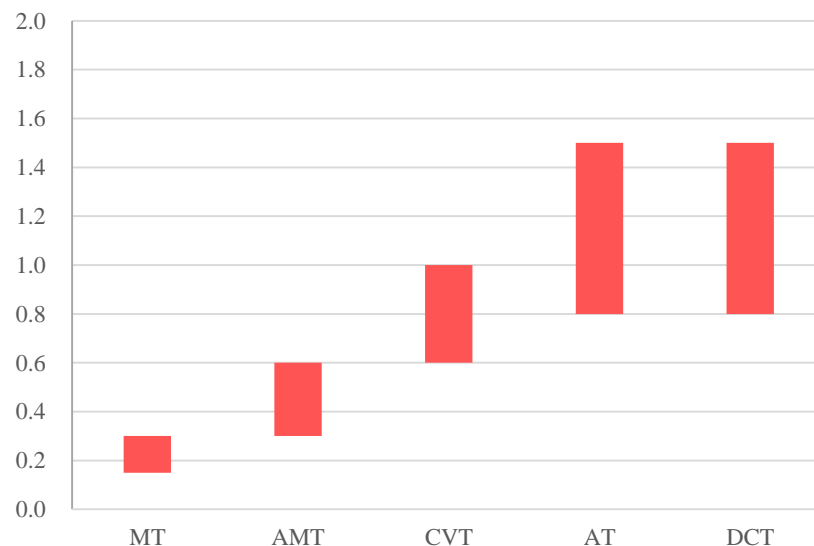
- 我国自动变速箱还有很大的市场空间。国内道路情况比美日更拥堵，目前北美、日本自动挡占比已经达到94%和83%。
- 从自动变速箱的产品结构来看，北美、欧洲和国内以AT为主，日本以CVT为主。CVT性价比高，对价格相对敏感的自主品牌和小排量汽车市场，CVT有望加速取代MT。

2016年全球主要汽车市场自动变速器份额



资料来源：智研咨询，太平洋证券整理

变速器价格分布（纵轴为单价）

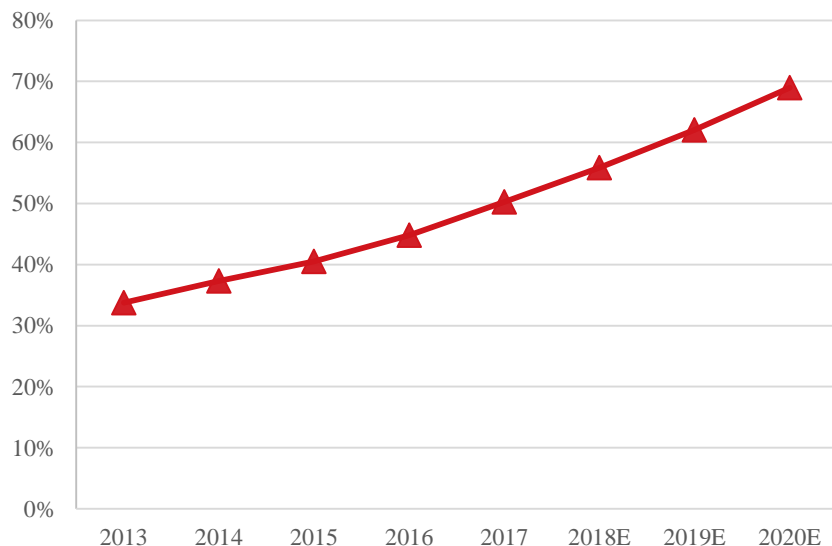


资料来源：产业调研，太平洋证券整理

自主自动变速器产品市场空间巨大

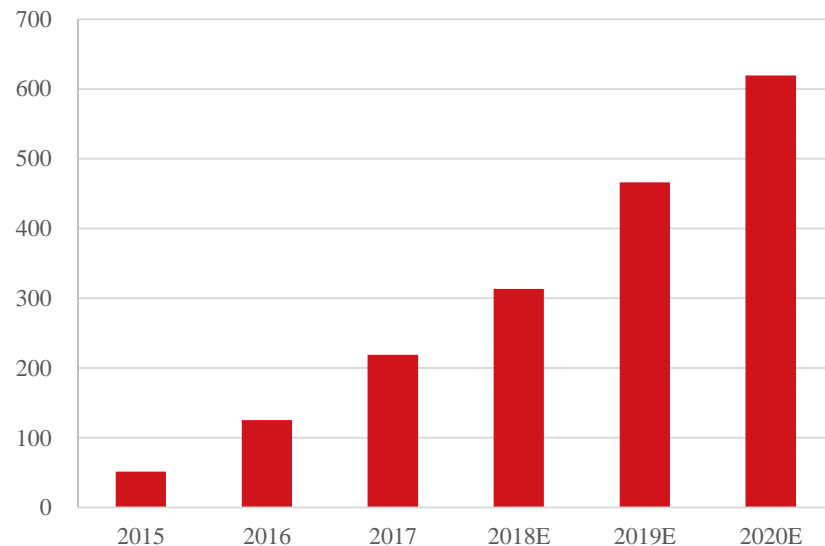
- 2017年我国乘用车市场自动挡渗透率由2013年的33.74%快速提高到50.27%，在消费升级的大背景下，我们预计未来几年这一趋势将会延续。
- 虽我国乘用车市场自动挡整体渗透率超过50%，但自主品牌自动挡渗透率仅在35%左右，未来几年将是自主品牌自动挡渗透率加速提升的时期。
- 预计2020年自主自动变速器市场规模将超过600亿元。

我国乘用车市场自动挡渗透率



资料来源：wind，太平洋证券整理

自主自动变速器市场规模 单位：亿元



资料来源：wind，太平洋证券整理

- 变速器制造商分为主机厂与独立变速器供应商，后者主要有采埃孚、爱信、格特拉克等。

主要变速器制造商

		整车/变速器品牌	产品类型	主要配套车型
主机厂	外资（含合资）	大众	DCT	-
		本田	AT、CVT、DCT	-
		通用	AT、DCT	-
	自主	长城汽车	DCT	-
		吉利汽车	DCT	-
		比亚迪	DCT	-
		上汽集团	DCT	-
独立变速器供应商	外资	采埃孚	AT	宝马、奥迪、奔驰等
		格特拉克	DCT	福特、沃尔沃、法拉利、AMG、长城汽车、吉利等
		爱信	AT、CVT、AMT	丰田、马自达、欧宝、大众、菲亚特、雪铁龙、广汽集团、上汽通用五菱等
		加特可	CVT	日产、三菱、纳智捷等
	自主	邦奇	CVT	吉利、江淮、海马、东风、江铃、众泰、力帆、东南等
		万里扬	CVT	奇瑞、东风小康、北汽银翔、东南汽车等
		盛瑞传动	8AT	陆风、力帆、众泰、北汽银翔等
		东安汽发	6AT	众泰等

主要变速器制造商产能规划

- 主要自主整车厂与独立变速器供应商均对未来自动变速器产能做了积极的规划。

主要变速器制造商产能规划

品牌	变速器	产能规划（台）
长城	DCT	一期50万，规划100万
吉利	DCT	宁波50万
加特可	CVT	广州100万
格特拉克	AT	亚洲100万
邦奇	CVT	120万（2017年底）
东安	AT	30万
双林	AT	30万
万里扬	CVT	50万（2018年初）
盛瑞传动	AT	25万
上汽变速器	DCT	DCT250/50万，DCT360/24万
重庆青山	DCT	规划40万
湖南容大	CVT	规划50万

2

邦奇：产品经济、优质，业绩可期

邦奇：CVT产品巨头

- 2017年10月上市公司完成收购东方亿圣100%股权，间接控股邦奇集团。交易对价79.8亿元。
- 邦奇集团是全球知名的汽车自动变速器独立制造商，专注于研发、生产和销售汽车变速器，其产品主要为CVT，并正致力于研发DCT、混合动力总成系统和纯电动动力总成系统。
- 目前国内配套CVT车型中，日系主要是由日本加特可配套，自主品牌中邦奇处于龙头地位，邦奇主要客户包括吉利汽车、东风汽车以及宝腾汽车等。

邦奇主要产品

产品类别	产品型号	阶段
无级变速器 (CVT)	VT2、VT3	主打产品
	VT5	2018年1月投产
双离合变速器 (DCT)	DT1	处于开发验证 阶段
混合动力总成	HS2	
纯电动动力总 成系统	EP1	

邦奇主要客户（部分）



- 邦奇自动变速器产品主要包括双离合变速器DT1以及CVT变速器VT2、VT3、VT5等。

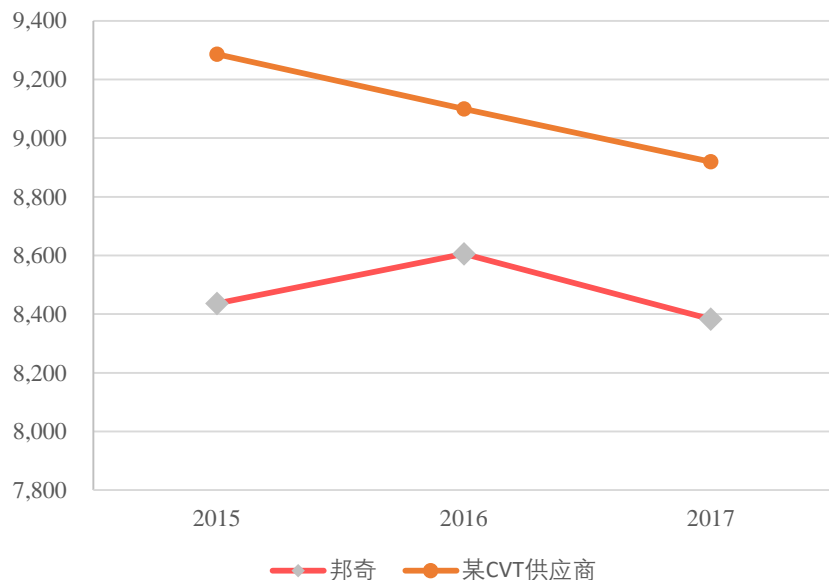
主要变速器制造商产能规划

产品介绍	
DT1	邦奇动力针对紧凑型车市场，专门开发了双离合变速器（DT1）。这款高效的7速变速器不仅具有良好的燃油经济性，同时在换挡时非常平顺，让驾驶者感受到驾乘的舒适性。DT1的设计主要针对最大扭矩不超过160N.m的小型车。一档的优化兼顾了加速的平顺性和更强的爬坡性能。同时，得益于更大的速比范围，DT1也展示出了良好的燃油经济性。
VT2-VT3	邦奇动力的VT2与VT3变速箱是技术成熟且极具成本优势的CVT技术，并且可以在很短的时间内实现整车的搭载。目前市场上，VT2与VT3产品搭载的车型保有量超过200万台。VT3产品适用于更高的输入扭矩的发动机（达220N.m），而VT2产品对应的最大输入扭矩也可以达190N.m。对应输出扭矩低于150N.m的发动机来说，邦奇动力的VT2低扭版本，可以实现更好的坡道起步功能。
VT5	VT5是邦奇动力最新研发的无级变速器产品。相对于成熟的VT2与VT3变速箱，VT5可以应用于更多的车型，并且拥有着世界上最大的单CVT速比范围。邦奇动力的VT5是一款具有很高经济性的变速箱，可承受输入扭矩范围高达250N.m，其创新性的液压系统与先进的控制系统使得VT5成为一款极为高效的变速箱。

邦奇CVT更具经济型优势

- 2017年主要竞争对手的CVT产品均价约8900元/台（估算），邦奇的约8400元/台，竞争对手的产品价格高于邦奇，其主要在于市场主流CVT均采用了液力变矩器；
- 液力变矩器产品单价约600-700元/套；
- 相较而言，邦奇的产品更有经济性。

邦奇与某CVT供应商产品平均单价



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

某CVT制造商2015年前五名供应商

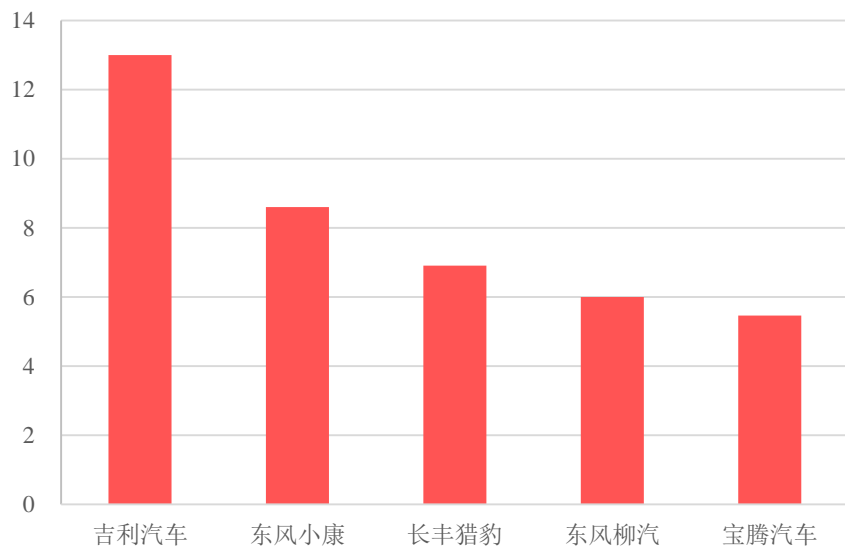
供应商名称	采购内容	采购金额（万元）
永康市伊磊工贸有限公司	壳体类毛坯件	6,641.74
武汉协和齿环有限公司	同步环类	3,908.51
EXEDY CORPORATION	液力变矩器总成	3,862.17
安徽光越轴承有限公司	轴承及离合器摩擦片	3,654.21
博世贸易（上海）有限公司	钢带	3,519.39

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

邦奇下游客户优质，产品毛利率超过30%

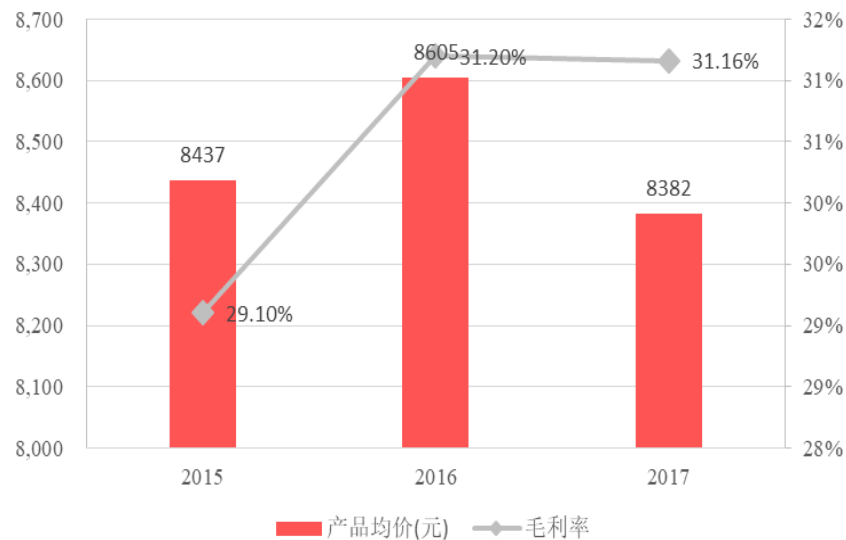
- 邦奇主要客户包括吉利、江淮、海马、东风等国内自主品牌整车厂，以及宝腾汽车等国外客户。目前，邦奇集团正在积极开拓伊朗、印度等国外市场。
- 2017年公司CVT产品均价为8382元/台，同比下滑2.59%。
- 公司毛利率较为稳定，2017综合毛利率达到31.16%。

2017年邦奇前五大客户销售额（亿）



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

邦奇CVT产品价格和毛利率

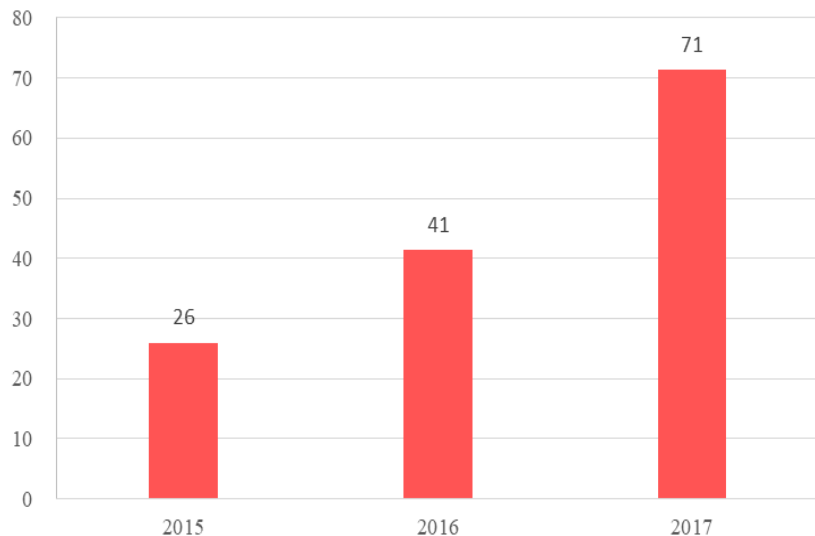


资料来源：公司公告，太平洋证券整理

CVT产销两旺，邦奇业绩增长可期

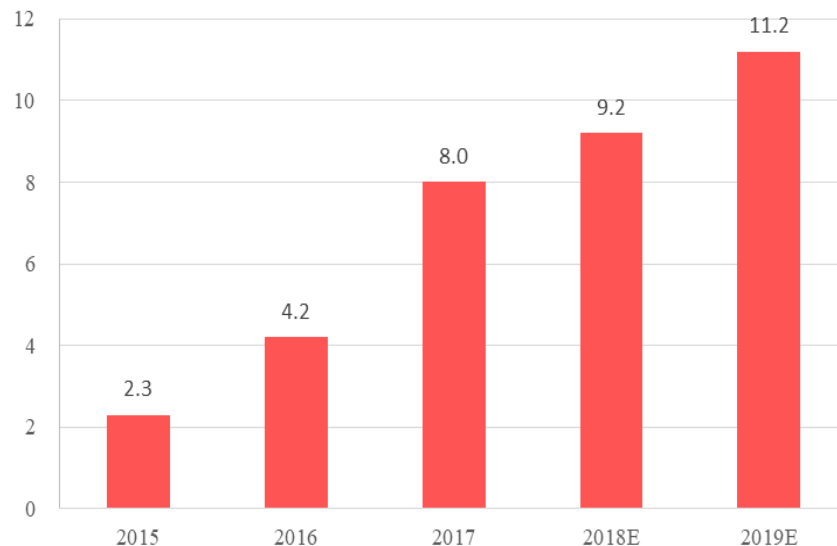
- 2017年底公司CVT产能120万台，公司计划在现有产能基础上扩建年产120万台CVT产能。
- 2017年邦奇CVT变速器总销量71万台，同比增长72.09%，单台净利润达1131元。
- 邦奇原股东承诺邦奇公司（宁波东方亿圣）2017~2019年扣非后归母净利润不低于：7.52亿、9.17亿、11.18亿。邦奇公司2017年实现扣非净利润8.03亿元，超额完成业绩承诺。

邦奇CVT产品销量（万台）



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

邦奇归母净利润（亿）



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

3

ARC：全球汽车安全件巨头

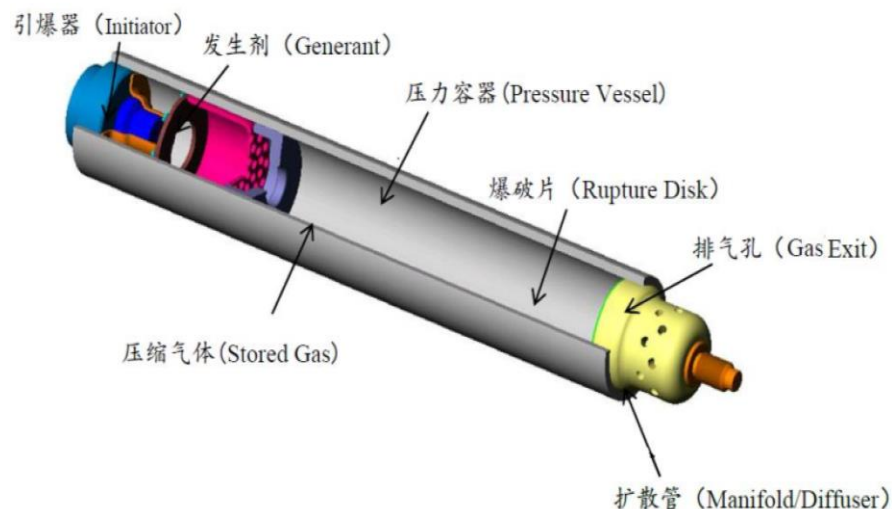
ARC公司：气体发生器全球市场份额第二

- 2017年1月公司完成收购宁波昊圣100%股权，间接控股ARC集团。交易对价28.5亿元。
- ARC 公司主营气体发生器，在气体发生器的独立供应商中，市场份额全球第二，在全球4个国家共拥有7个生产基地。
- 气体发生器是安全气囊的最核心部件，主要由引爆器、发生剂、扩散管等组成。当汽车受到撞击后，引爆器点燃发生剂并释放大量气体充满安全气囊，保护驾驶员及乘客安全。

全球工厂分布图



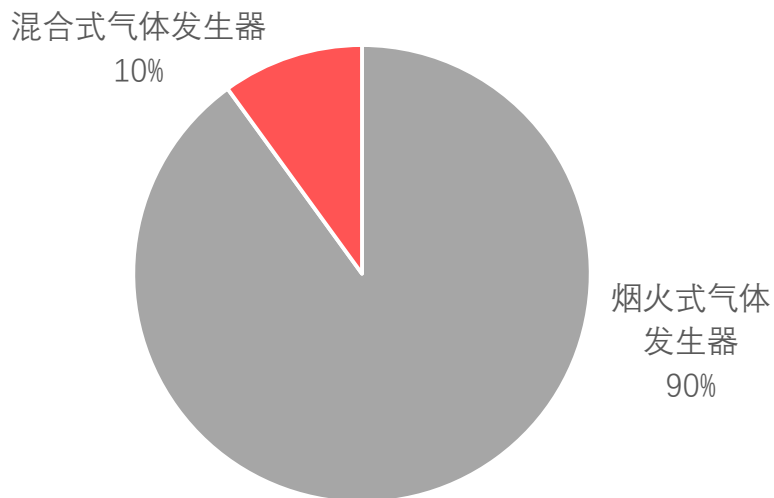
气体发生器



高田事件发酵，混合式气体发生器受益

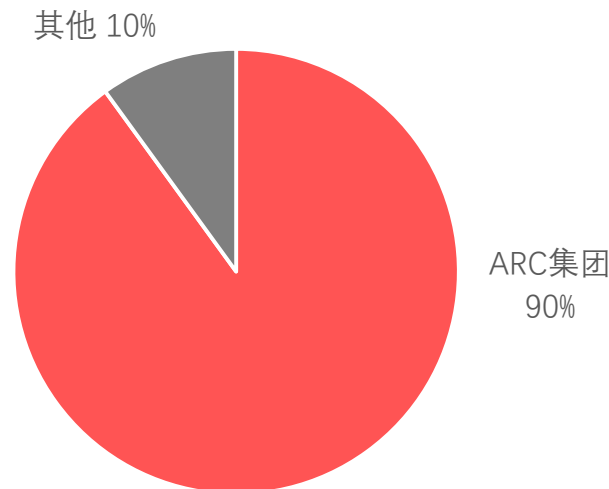
- 气体发生器主要有两种技术路线，一种是以高田为代表的烟火式发生器，还一种是以ARC为代表的混合气体式发生器。目前市场以烟火式发生器为主，混合式气体发生器占比10%。
- ARC公司是混合式气体发生器领域的绝对龙头，市场份额90%。
- 近年来高田事件持续发酵，各大车企开始将目光开始转向到混合式气体发生器，ARC将持续受益。

气体发生器两大技术路线市场份额



资料来源：互联网，太平洋证券整理

ARC在混合式气体发生器市场中独占鳌头

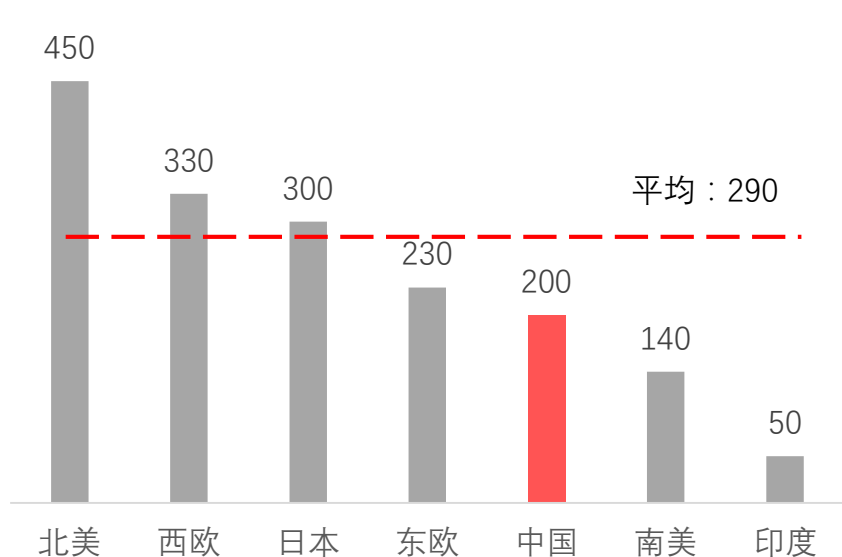


资料来源：互联网，太平洋证券整理

下游安全气囊需求量复合增长率15%

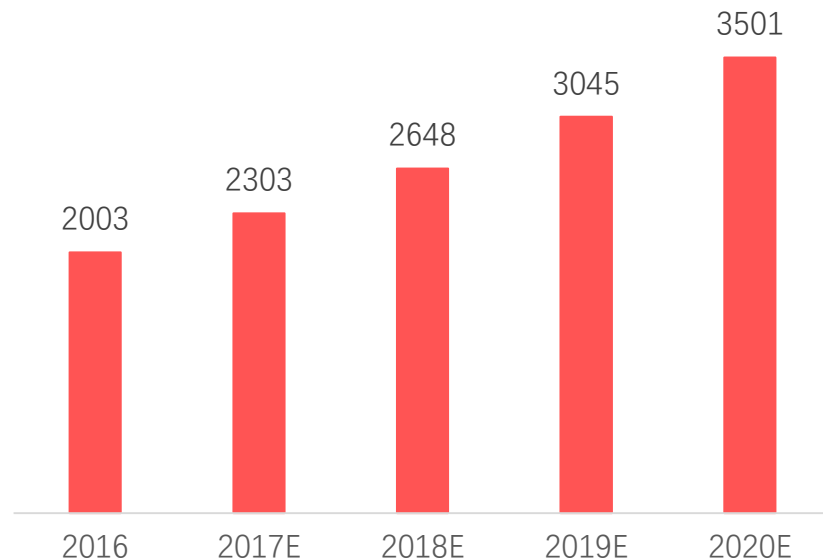
- 目前国内单车安全件配置价值仅200美元，远低于北美、西欧等发达国家，并且也低于全球平均值290美元。
- 随着我国消费升级，居民安全意识提高，国内单车安全气囊配套量还有明显提升空间。
- 预计2020年我国安全气囊需求量将达到3500万套，2016~2020年需求量复合增长率15%。

单车安全件配置价值（美元）



资料来源：智研咨询，太平洋证券整理

国内安全气囊市场需求（万套）

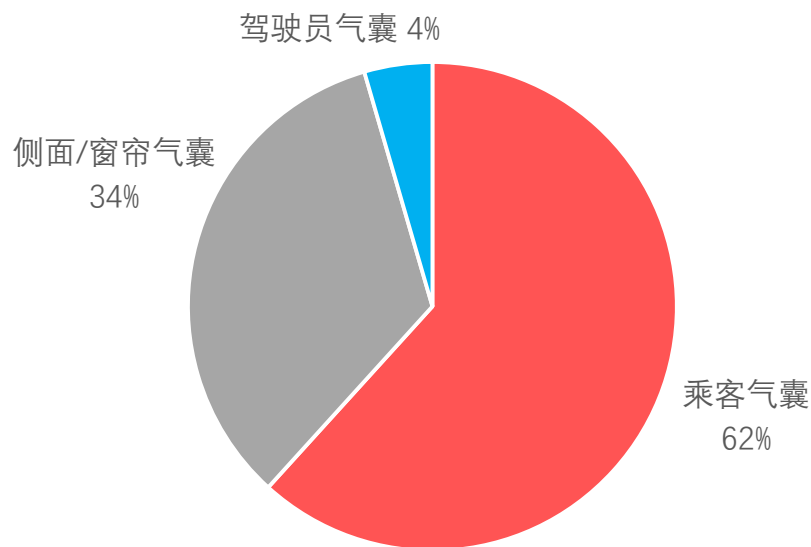


资料来源：智研咨询，太平洋证券整理

ARC产品打入全球主流安全气囊供应商

- ARC气体发生器产品可以配套驾驶员安全气囊、乘客安全气囊、侧面安全气囊等，其中乘客安全气囊用气体发生器是公司的主营产品，占ARC营收比超过60%。
- ARC直接供应奥托利夫、天合、高田、百利得、现代摩比斯和丰田合成等安全气囊生产商。
- ARC产品配套的车型包括凯迪拉克ATS/CTS、宝马i3、雷克萨斯RX等。

ARC产品配套各种类型安全气囊占比



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

ARC产品配套车型

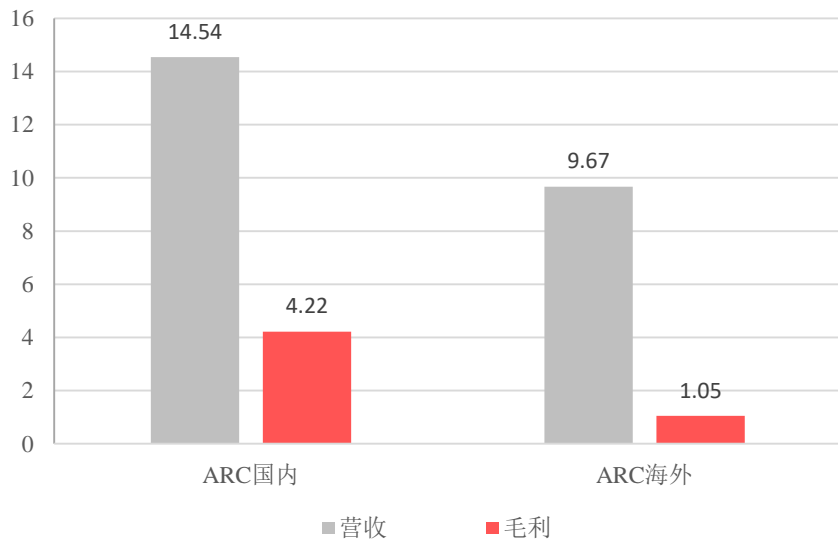
安全气囊类型	配套车型
驾驶员	雪佛兰Equinox、凯迪拉克ATS/CTS、别克昂科拉、现代伊兰特等
乘客	起亚秀尔、宝马i3、福特F-150、克莱斯勒200、福特野马、现代伊兰特和雷克萨斯RX等
侧面/窗帘	现代雅科仕、雪佛兰科迈罗、克莱斯勒200、福特野马、起亚秀尔、雷克萨斯RX

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

ARC公司2017年超额完成业绩承诺

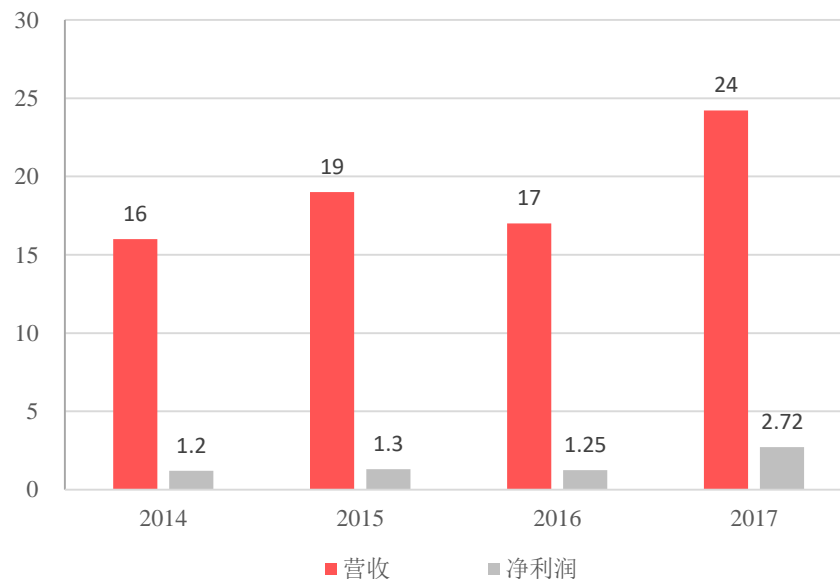
- 国内市场成为ARC的主要业绩来源。2017年，ARC在国内市场的营业占比为60%，但国内市场贡献的毛利占比超过80%。
- ARC原股东承诺2017~2019年ARC扣非后归母净利润不低于1.68、2.62、3.26亿。2017年ARC公司扣非净利润为2.72亿元，大幅超额完成业绩承诺。

ARC公司2017国内、海外营收和毛利 (亿元)



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

ARC公司营收与净利润 (亿元)



资料来源：公司公告，太平洋证券整理，注：2016年净利润剔除了上市重组的商誉减值 P 21

风险提示

- 汽车销量不达预期
- 自动变速箱推广不及预期
- 房地产行业不景气
- 股东股权质押比例较大问题

行业评级

看好 我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上

中性 我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与5%之间

看淡 我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下

公司评级

买入 我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上

增持 我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间

持有 我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间

减持 我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间

卖出 我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%

太平洋证券研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761/88321717

传真：(8610) 88321566



重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员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。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。