

格局生变

——CVT 变速器行业专题报告

✉ : 黄细里: 执业证书编号: S1230518050001
☎ : 021-80106011
✉ : huangxili@stocke.com.cn

行业评级

汽车零部件 II

看好

报告导读

看好 CVT 行业红利，首推“万里扬”。

投资要点

□ 自主品牌 CVT 渗透率仍处于上升期

自动变速器是汽车产业核心部件，壁垒极高。AT, CVT 和 DCT 三种自动变速器技术路径各有所长，未来将大概率形成三足鼎立局面。CVT 适合中小排量，优势在于成本较低，平顺性好，燃油经济性好，日系车中 CVT 配置比例已经达 65%。AT 优势在于操作方便，平顺性好，可承载大扭矩，但价格相对较贵，适用于偏中高端车型，美系车中配置比例较高。DCT 优势在于传动效率高，燃油经济性好，价格相对适中，德系车最为普遍。据测算自主品牌目前手动档 (MT) 占比依然有 42%，主要占据了中低端车型市场，CVT 替代 MT 有望成为主流方案。预计 CVT 渗透率从 2018 年 17% 有望持续提升至 2023 年 24%，核心增量来源于自主品牌中低端车型快速渗透及日系品牌的稳步提升，到 2023 年 CVT 市场规模达 498 亿元 (2018 年 314 亿元)。

□ CVT 格局生变，万里扬市占率有望提升

国内主要 4 家独立第三方 CVT 供应商。加特可目前只配套于日系品牌。邦奇是目前自主品牌 CVT 变速箱主要配套商。万里扬和江麓容大是国内自主 CVT 主要供应商，整体实力上万里扬好于江麓容大。未来国内自主品牌 CVT 变速器格局核心看万里扬与邦奇之间的竞争。受股东方影响及自身研发和服务能力响应国内客户较慢，邦奇的竞争实力逐步趋弱，万里扬竞争优势增强。

□ 万里扬 CVT 配套吉利渐入收获期，业绩有望迎来快速增长

下游自主品牌销量低于预期+CVT 适配吉利周期拉长+内饰业务商誉减值等多重因素导致万里扬 2018 年业绩不达预期。展望 2019-2021 年，万里扬业绩有望迎来快速增长：1) CVT 变速器业务配套吉利渐入收获期，产能利用率有望持续提升，毛利率迎来改善周期，将成为业绩最大的弹性点。2) MT 变速器 (商用车+乘用车) 整体预计维持稳定。3) 汽车内饰有望减亏。

□ 投资建议：看好 CVT 行业红利，首推“万里扬”

CVT 行业红利体现于两个层面：1) CVT 替代 MT 趋势仍在自主品牌车型中加强。2) CVT 格局生变，邦奇竞争力趋弱，万里扬竞争力增强。2019-2021 年万里扬业绩有望迎来反转，重点推荐。

风险提示：乘用车需求复苏低于预期，原材料上涨幅度超出预期

相关报告

- 1 《动力电池系统壳体-增量市场新蓝海》2019.03.28
- 2 《汽车零部件行业专题报告：汽车零部件产业发展仍有重大机遇》2019.02.28
- 3 《发动机技术升级：节能减排的主要路径》2018.10.23
- 4 《强制性安装过审，胎压监测迎来政策春风》2016.11.02
- 5 《车身轻量化：实现节能减排的必经之路》2015.11.03

报告撰写人：黄细里

数据支持人：黄细里

正文目录

1. 自主品牌 CVT 渗透率仍处于上升期	4
1.1. 自动变速器三种技术路径各有所长	4
1.2. 日系+自主品牌驱动下，CVT 市场规模 2023 年约 500 亿	7
2. CVT 格局生变，万里扬市占率有望提升	9
2.1. 加特可：日系 CVT 核心供应商	9
2.2. 邦奇：自主 CVT 主要供应商	10
2.3. 万里扬：后起之秀的第三方 CVT 供应商	11
2.4. 江麓容大：非上市企业中自主 CVT 供应商代表	12
3. 万里扬 CVT 配套吉利渐入收获期，业绩有望迎来快速增长	13
4. 投资建议：看好 CVT 行业红利，首推“万里扬”	15

图表目录

图 1: 变速器生产过程	4
图 2: 手动变速器示意图	5
图 3: 手动变速器内部构造示意图	5
图 4: 液力自动变速器示意图	5
图 5: 液力自动变速器内部构造示意图	5
图 6: 双离合变速器示意图	5
图 7: 双离合变速器内部构造示意图	5
图 8: 无级变速器示意图	6
图 9: 无级变速器内部构造示意图	6
图 10: 机械自动变速器示意图	6
图 11: 机械自动变速器内部构造示意图	6
图 12: 日系车中 CVT 占比最高	8
图 13: 自主与合资变速器中手动档 (MT) 占比测算	9
图 14: 邦奇 2015-2017 年 CVT 高速增长	9
图 15: 银亿历年主营业务收入 (亿元)	10
图 16: 银亿 2017 主营业务收入占比 (%)	10
图 17: 万里扬历年主营业务收入 (亿元)	11
图 18: 万里扬 2018H1 主营业务收入占比 (%)	11
图 19: 2017Q4 以来营收增速处于下行通道	13
图 20: 2017Q4 以来净利润增速持续下滑	13
图 21: 2018 年以来狭义乘用车销量增速持续下行	13
图 22: 2018 年以来自主品牌销量持续下行	13
图 23: 吉利配置了 CVT 车型对应 2018 年批发销量 (缤瑞于 11 月才开始销售)	14

表 1: 各类变速箱技术对比分析	4
表 2: 各类变速器未来市场规模预测	7
表 3: 广丰和广本 2019 年在售车型变速箱配置统计	8
表 4: 自主品牌 CVT 变速器目前配套情况	9
表 5: 邦奇发展历史	10
表 6: 奇瑞变速箱产品	11
表 7: 万里扬 CVT 产品及匹配车型	12
表 8: 吉利汽车目前在售车型配置 CVT 详细情况	14

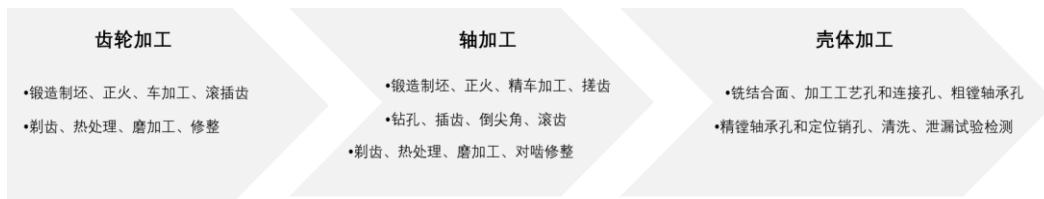
1. 自主品牌 CVT 渗透率仍处于上升期

自动变速器是汽车产业核心部件，壁垒极其高。AT、CVT 和 DCT 三种自动变速器技术路径各有所长，未来将大概率形成三足鼎立局面。CVT 适合中小排量，优势在于成本较低，平顺性好，燃油经济性好，日系车中 CVT 配置比例已经达 65%。AT 优势在于操作方便，平顺性好，可承载大扭矩，但价格相对较贵，适用于偏中高端车型，美系车中配置比例较高。DCT 优势在于传动效率高，燃油经济性好，价格相对适中，德系车最为普遍。据测算自主品牌目前手动档（MT）占比依然有 42%，主要占据了中低端车型市场，CVT 替代 MT 有望成为主流方案。预计 CVT 渗透率从 2018 年 17% 有望持续提升至 2023 年 24%，核心增量来源于自主品牌中低端车型快速渗透及日系品牌的稳步提升，到 2023 年 CVT 市场规模达 498 亿元（2018 年 314 亿元）。

1.1. 自动变速器三种技术路径各有所长

变速器是汽车最核心零部件之一，从研发到制造的技术壁垒均极其高。变速器技术水平实际上是一个国家工业水平的集中体现，在变速器生成过程中，子系统自身、子系统之间、母子系统之间的复杂关系既是变速器研发的难点所在，亦是变速器产品的竞争力所在。变速器的设计制造过程复杂，设计环节不仅包括变速器自身的设计，还涉及上游零部件的设计。在变速器设计方面，不仅需要考虑设计方案的难点，还要兼顾现有制造工艺的难点。在制造环节上，不仅包括轴、齿轮、壳体等核心零部件的生产加工，也包括后期的装配、试验、调教和修整。此外，投产应用的复杂性是变速器技术难度的又一体现。变速器一旦走向量产，其涉及的技术难点就不再只是点和面层次上的原理设计和制造工艺，而是拓展到包括质量控制、系统协同、电控集成、供应链管理 etc 全链路的管控。

图 1：变速器生产过程



资料来源：盖世汽车，浙商证券研究所

自动替代手动是变速器发展必然趋势，AT+DCT+CVT 是自动变速器三大主流技术路径。MT（手动变速器）优点是成本低，缺点是操作繁琐，平顺性差。AT（液力自动变速器）优点是操作方便，平顺性好，缺点是成本高+燃油经济性差。DCT（双离合自动变速器）优点是传动效率高+燃油经济性好，缺点是顿挫感强。CVT（无级变速器）优点是燃油经济性好+成本较低，缺点是可承载扭矩有限。AMT（机械自动变速器）优点是成本低且可承载大扭矩，但缺点是顿挫感强且舒适性差。

表 1：各类变速箱技术对比分析

类型	结构	优点	缺点	适用车型
手动变速器 (MT)	离合器+定轴齿轮组	结构简单，成本低，燃油经济性好，驾驶操纵感佳	操作繁琐，平顺性差	各类车型
液力自动变速器 (AT)	液力变矩器+行星齿轮组	操作方便，平顺性好，可承载大扭矩	结构复杂，成本高，传动效率低，燃油经济性较差	各类车型
双离合自动变速器 (DCT)	双离合+定轴齿轮组	换挡品质佳，传动效率高，燃油经济性好	低速顿挫感强，可靠性不高	中低端车型
无级变速器 (CVT)	液力变矩器+行星齿轮+钢带+锥形轮	成本较低，平顺性好，燃油经济性好	传动效率较低，可承载扭矩有限	中小排量车型
机械自动变速器 (AMT)	离合器+定轴齿轮组	结构简单，成本低，可承载大扭矩	换挡顿挫感强，舒适性较差	微型小型车

资料来源：产业交流，浙商证券研究所

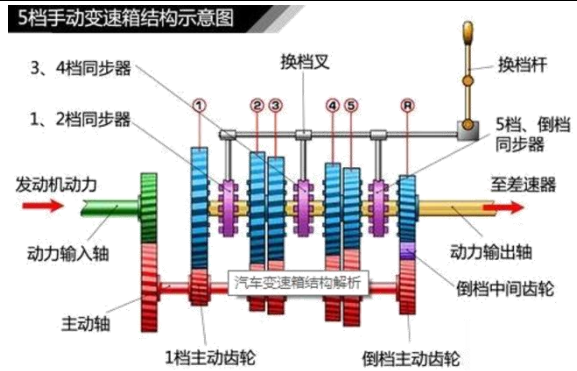
手动变速器 (MT) 主要由操纵机构、传动机构、换挡装置、变速器壳体和盖组成。使用时驾驶员通过人工操纵换挡杆,使换挡轴及换挡拨叉做出相应动作,从而带动同步器和对应档位的齿轮相啮合,实现对应档位的动力输出。手动变速器结构较为简单,性能可靠,制造和维护成本低廉,且传动效率高(燃油经济性较好)。手动变速器挡位的切换完全依赖人工操作,人机交互更为直接,能够带来充分的驾驶体验。手动变速器不足之处在于操作繁琐,平顺性差。

图 2: 手动变速器示意图



资料来源: 百度, 浙商证券研究所

图 3: 手动变速器内部构造示意图



资料来源: 太平洋汽车网, 浙商证券研究所

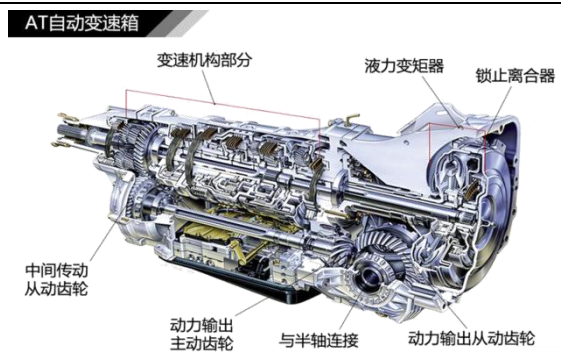
液力自动变速器 (AT) 主要由液力变矩器、行星齿轮传动机构、换挡执行元件、液压控制装置、电子控制装置、壳体等组成。工作时液力自动变速器通过液力传递和齿轮组合的变化实现变矩变速。其中液力变矩器是 AT 最重要的部件,它由泵轮、涡轮和导轮等构件组成,它直接输入发动机动力,并传递扭矩,同时具有离合作用。驾驶员通过控制踩踏油门的力度,液压控制系统自动操控行星齿轮从而实现换挡。AT 操作方便,平顺性好,可承载扭矩大,其缺点在于结构复杂,成本高,传动效率低,燃油经济性较差。

图 4: 液力自动变速器示意图



资料来源: 百度, 浙商证券研究所

图 5: 液力自动变速器内部构造示意图



资料来源: 太平洋汽车网, 浙商证券研究所

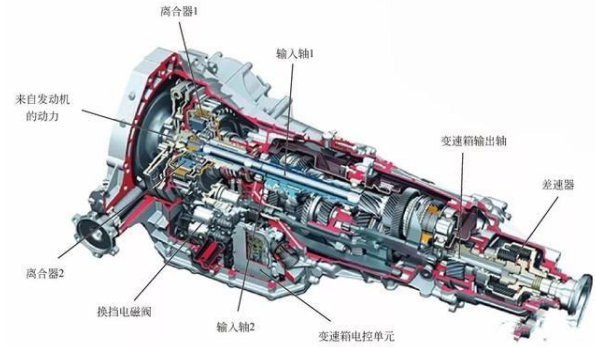
双离合变速器 (DCT) 主要由双离合器、三轴式齿轮变速器、自动换挡机构和电控液压系统组成。DCT 在 MT 的基础上发展而来,但没有像 AT 那样采用变矩器,而是通过各自控制奇数、偶数档位的两组变速器交替工作来实现无缝切换,换挡速度快,平顺性佳。且 DCT 采用齿轮传动,相比液压传动而言传动效率较高,燃油经济性较好,但存在低速顿挫感强的缺点。

图 6: 双离合变速器示意图

图 7: 双离合变速器内部构造示意图



资料来源：百度，浙商证券研究所



资料来源：太平洋汽车网，浙商证券研究所

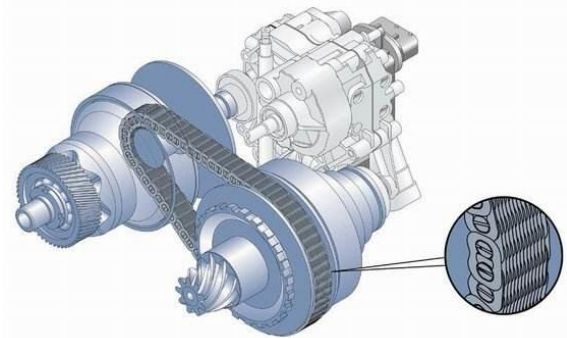
无级变速器 (CVT) 主要由主动轮组、从动轮组、钢带和液压泵等组成。工作时通过主动轮与从动轮的可动盘做轴向移动来改变主动轮、从动轮锥面与 V 型传动带啮合的工作半径，从而改变传动比。可动盘的轴向移动量是由驾驶者根据需要通过控制系统调节主动轮、从动轮液压泵油缸压力来实现的。由于主动轮和从动轮的工作半径可以实现连续调节，从而实现了无级变速。CVT 具备成本较低，平顺性好，燃油经济性好等优点，其不足之处在于传动效率不高且可承载扭矩有限。

图 8：无级变速器示意图



资料来源：百度，浙商证券研究所

图 9：无级变速器内部构造示意图



资料来源：太平洋汽车网，浙商证券研究所

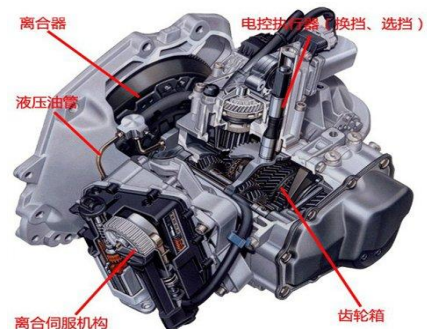
机械自动变速器 (AMT) 是在 MT 基础上优化机械变速器换挡操纵部分来实现自动化换挡。AMT 具备 MT 结构简单、制造成本低、燃油经济性高等特点，但存在换挡顿挫感强，舒适性较差的缺点。目前由于 AMT 适配的微型小型车的市场份额日渐萎缩，AMT 已逐步淡出市场。

图 10：机械自动变速器示意图



资料来源：百度，浙商证券研究所

图 11：机械自动变速器内部构造示意图



资料来源：太平洋汽车网，浙商证券研究所

1.2. 日系+自主品牌驱动下，CVT 市场规模 2023 年约 500 亿

经测算，到 2023 年变速器总市场规模约 2168 亿元，其中 AT 为 779 亿元，DCT 为 753 亿元，CVT 为 498 亿元。测算基本假设：1) AT 的单价为 1 万元，渗透率预计维持稳定在 30%，核心配套于合资品牌及自主品牌中高端车型。2) DCT 的单价为 1 万元，渗透率预计从 2016 年 12% 持续提升至 2023 年 29%，核心配套于合资品牌及自主品牌中高端车型。3) CVT 的单价为 0.8 万元，渗透率预计从 2016 年 14% 持续提升至 2023 年 24%，核心配套于日系品牌及自主品牌中低端车型。4) MT 的单价为 0.3 万元，渗透率预计从 2016 年 42% 持续下降至 2023 年 15%，核心配套于低端车型。5) AMT 的单位为 0.4 万元，渗透率预计稳定在 2%-7% 之间。

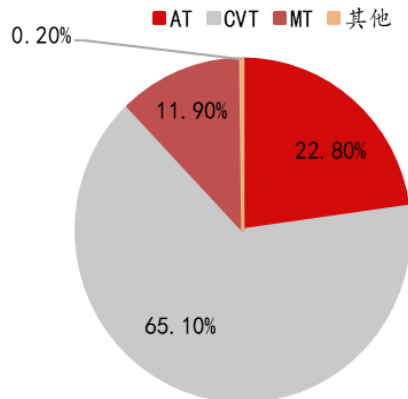
表 2：各类变速器未来市场规模预测

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
国内乘用车产量 (万辆)	2367	2430	2309	2263	2376	2447	2521	2596
YoY	17.0%	2.7%	-5.0%	-2.0%	5.0%	3.0%	3.0%	3.0%
AT								
单价 (万元)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
渗透率	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
需求量 (万台)	710	729	693	679	713	734	756	779
DCT								
单价 (万元)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
渗透率	12%	14%	16%	19%	21%	23%	26%	29%
需求量 (万台)	284	340	372	437	499	563	655	753
CVT								
单价 (万元)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
渗透率	14%	16%	17%	18%	20%	21%	23%	24%
需求量 (万台)	324	389	393	407	475	514	580	623
MT								
单价 (万元)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
渗透率	40%	36%	30%	27%	24%	21%	18%	15%
需求量 (万台)	947	863	693	611	570	514	454	389
AMT								
单价 (万元)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
渗透率	4%	4%	7%	6%	5%	5%	3%	2%
需求量 (万台)	102	109	159	129	119	122	76	52
市场规模/亿元								
AT	710	729	693	679	713	734	756	779
DCT	284	340	372	437	499	563	655	753
CVT	259	311	314	326	380	411	464	498
MT	284	259	208	183	171	154	136	117
AMT	41	44	64	52	48	49	30	21
合计	1578	1683	1650	1676	1810	1911	2042	2168

资料来源：中汽协，产业交流，浙商证券研究所

CVT 仍为日系+自主中小排量车型的主流方案。CVT 因其成本较低，燃油经济性好但可承载扭矩有限的特点，成为中小排量车型的优选变速器。目前 CVT 在国内中低端市场的地位逐步深化，其配套品牌以日系和二线自主品牌为主。日本市场注重经济实用性，日系汽车配套变速器中 CVT 占比高达 65% 左右，CVT 普及率远高于其他地区。日本青睐 CVT 主要系其国情所致：一是国土狭小，道窄且堵，多低速行驶；二是能源缺乏，油价较高。这导致日本用车需求具有排量低，油耗低的特点，CVT 成本较低，平顺性好，燃油经济性好的优点恰好满足日本的用车需求。

图 12：日系车中 CVT 占比最高



资料来源：盖世汽车，浙商证券研究所

根据我们统计广汽丰田和广汽本田 2019 年目前在售国产车型的变速箱配置可知：CVT 成为主流配置，其次为 MT 及 AMT。广汽本田中几乎每一个车型均有 CVT 配置，广汽丰田中只有汉兰达仅采用了 AMT 配置，凯美瑞部分采用 AMT 配置。MT 配置基本是低端车型个别配置会采用。AT 和 DCT 目前无一款车采用。

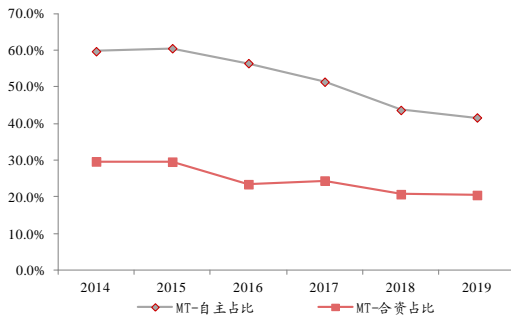
表 3：广丰和广本 2019 年在售车型变速箱配置统计

	AT	DCT	CVT	MT	AMT
广汽本田			42	5	5
奥德赛			7		
缤智			7	1	
飞度 HB			5	1	
锋范			3	2	
冠道			4		5
凌派			4	1	
世锐 PHEV			2		
雅阁			10		
广汽丰田			43	9	15
丰田 C-HR			17		
汉兰达					8
凯美瑞			2		7
雷凌			7	2	
雷凌双擎			5		
雅力士致享			5	4	
雅力士致炫			7	3	

资料来源：浙商证券研究所

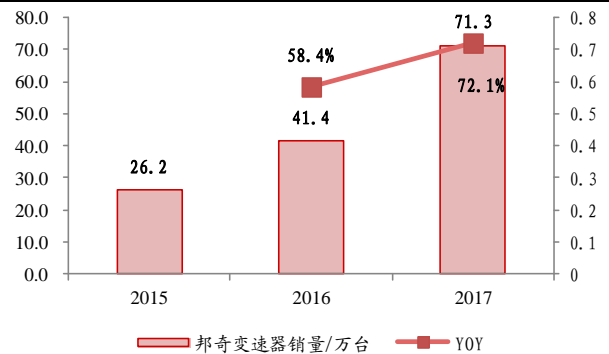
自主品牌中小排量是 CVT 渗透率提升的核心市场。通过对 2014-2019 年初国内主流自主品牌各个车型配置的变速箱进行统计分析发现：1) 自主品牌中自动挡渗透率依然存在较大空间。2014 年自主品牌手动挡渗透率接近 60%，2019 年下降至 42%，而合资品牌中手动挡从 2014 年的 30% 下降到 20%。自主品牌依然自动替代 MT 的空间依然存在。2) CVT 变速器目前主要配套自主品牌为奇瑞，吉利，东风柳汽，江淮，江铃和北汽，主要配套排量集中于 1.5T 附近。从银亿股份的相关公告来看，即使在汽车销量增速进入低增长时代（如 21 和 22 图），作为自主品牌 CVT 变速器核心供应商邦奇 2015-2017 年出货量从 26 万台快速增长至 72 万台规模，这进一步验证了自主品牌车企对 CVT 变速器应用比例快速提升。

图 13：自主与合资变速器中手动档（MT）占比测算



资料来源：浙商证券研究所

图 14：邦奇 2015-2017 年 CVT 高速增长



资料来源：wind，浙商证券研究所

表 4：自主品牌 CVT 变速器目前配套情况

车企名称	配套发动机排量	配套车型
奇瑞	1.5L, 1.5T, 1.6L, 1.8L, 2.0L	瑞虎系列, 艾瑞泽系列
吉利	1.4T, 1.5L	缤瑞, 帝豪, 帝豪 GL, 远景 S1, 远景 SUV
东风柳汽	1.5T, 1.6L	风行系列, 景逸系列
江淮	1.5L, 1.5T, 1.6L	瑞风系列
江铃	1.5T	领界, 陆风 X5
北汽	1.5L, 1.5T	绅宝系列

资料来源：汽车之家，浙商证券研究所

2. CVT 格局生变，万里扬市占率有望提升

“加特可+邦奇+万里扬+ 江麓容大”是国内主要独立第三方 CVT 供应商。加特可目前只配套于日系品牌。邦奇是目前自主品牌 CVT 变速箱主要配套商。万里扬和江麓容大是国内自主 CVT 主要供应商，整体实力上万里扬好于江麓容大。未来国内自主品牌 CVT 变速器格局核心看万里扬与邦奇之间的竞争。受股东方影响及自身研发和服务能力响应国内客户较慢，邦奇的竞争实力逐步趋弱，万里扬竞争优势增强。

2.1. 加特可：日系 CVT 核心供应商

加特可成立于 1943 年，是一家日本企业，是全球 CVT 核心供应商。加特可（广州）自动变速箱有限公司成立于 2007 年，日本独资企业。截止 2017 年员工人数约 2000 人，CVT 变速器产能约 120 万台，主要配套是国内各大日系品牌。加特可最大特点在于其 CVT 可以涵盖乘用车各大排量车型，产品线非常全。具体包括：小型 FF 车用 CVT，小型 FF 车用带附属变速机构的 CVT，中型 FF 车用钢带式 CVT（2.5L）和中-大型车用钢带式 CVT（2.0-3.5L）。

2.2. 邦奇：自主 CVT 主要供应商

2007 年比利时邦奇入华在南京建厂，邦奇公司在 CVT 设计和生产方面拥有 40 年以上的经验，其 CVT 产品在中国市场的自主品牌中得到广泛的应用，其主要客户有比亚迪、吉利、海马、长安、上汽等。其 CVT 产品具有较好的燃油经济性，并且传动效率高、传动顺畅平稳，以及良好的液力变矩器启步能力，在驾乘舒适性提升的同时，也帮助车辆实现更高的效能。而且邦奇造价低，很适合国内自主品牌的中低端车。2017 年银亿集团收购邦奇 100% 股份。且自从 2015 年起，邦奇动力开始扩充产能，在比利时和中国工厂，产能由 30 万提升至超过 100 万台。

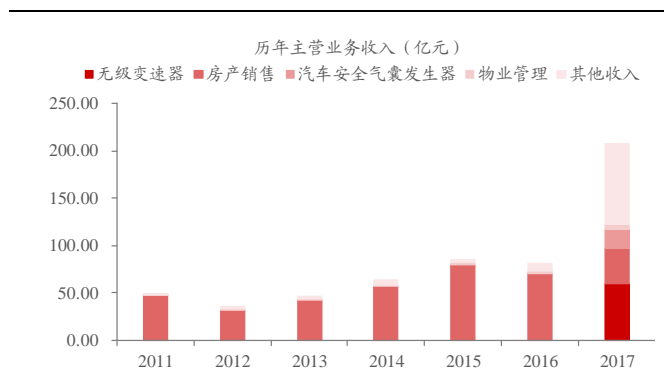
表 5：邦奇发展历史

时间	事件
1972-1974	前身为 DAF 乘用车子公司。1974 年其位于比利时圣特雷登的工厂创造出了 CVT。
1975-1997	沃尔沃并购 DAF 乘用车业务并建立新 CVT 工厂，于圣特雷登工厂下线全球首个采用金属压力钢带的前驱变速箱，后于 90 年代早期，变速箱工厂脱离沃尔沃独自运营。
1998-2005	德国采埃孚并购圣特雷登 CVT 工厂，并且其 CVT 匹配于宝马第一代 Mini 车型上。目前仍旧沿用采埃孚时期的质量把控流程和设计方法。
2006-2008	邦奇国际集团并购圣特雷登 CVT 工厂。2008 年于南京投入运营首家中国工厂。
2009-2010	比利时投资公司“LRM”、“Gimv”和“Capricorn Ventures”成为新股东。
2013-2015	荷兰“DTI”合并至邦奇动力，邦奇在荷兰埃因霍温建立了分支机构，新天域资本成为邦奇新股东。
2016-2017	银亿集团收购邦奇动力 100% 股份。2015 年起，在比利时和中国工厂扩充产能，由 30 万提升至超过 100 万台。
2017-至今	邦奇动力在伊朗建厂，每年生产 5 万到 7 万台变速箱。

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

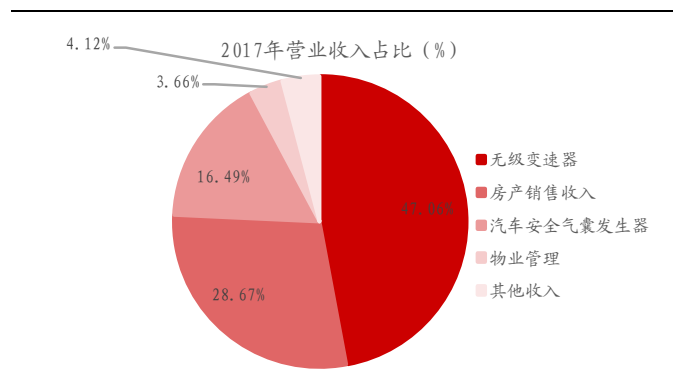
银亿集团原为房地产公司，主要业务围绕房地产开发、星际酒店以及物业管理等范围展开。但 2016 年后伴随公司并购安全气囊气体发生器龙头 ARC 集团后，逐步向制造业转型，又于 2017 年收购邦奇动力，以至于目前汽车安全气囊与 CVT 成为了银亿集团的主营业务。2017 年银亿集团营业总收入为 127.03 亿元，同比增长 57.66%，其中 CVT 业务占总收入 47.06%，汽车安全气囊其他发生器占比达到 16.49%，可见汽车零部件业务已经渐渐取代房地产业务，成为银亿集团的主要核心业务。

图 15：银亿历年主营业务收入（亿元）



资料来源：wind，浙商证券研究所

图 16：银亿 2017 主营业务收入占比（%）



资料来源：wind，浙商证券研究所

虽然邦奇被银亿集团收购，但是其研发核心在比利时，开发设计阶段均在国外完成，国内只是进行零部件的组装，技术更新换代和对主机厂服务能力均反应较慢。

其母公司银亿集团受债券交易纠纷影响，兴业证券资产管理起诉银亿股份支付“15 银亿 01”公司债券本金人民币 252,616,000 元，以及以其为基数计算的赔偿利息；支付“16 银亿 04”公司债券本金人民币 153,823,000 元，以及以其为基数计算的赔偿利息；支付“16 银亿 04”公司债券本金人民币 215,839,700 元，以及以其为基数计算的赔偿利息。目前诉讼案件进展为公司持有的川山甲 139,054,545 股股份、上海并购股权投资基金合伙企业（有限公司）

股权（出资额 10,000 万元）、捷玛计算机信息技术（上海）股份有限公司 17.75% 股权（出资额 208.80 万元）被冻结，此可能会影响到邦奇的资金流动性。

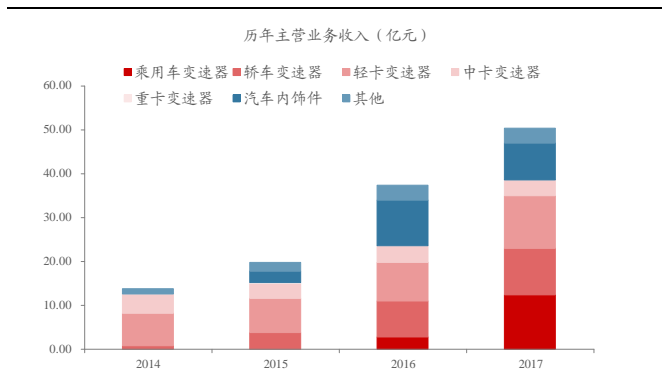
2.3. 万里扬：后起之秀的第三方 CVT 供应商

万里扬成立于 1996 年，是国内第一家汽车变速箱行业的上市公司。一直专注于变速箱的研发工作，早期专注于商用车（轻卡、中卡、重卡）的变速箱研发，2015 年 6 月收购吉利汽车的乘用车变速器资产，成立台州吉利发达汽车变速箱有限公司，收购了吉利汽车的 5MT/6MT 业务并获取了相关技术，公司开始进军乘用车变速器行业。此外，公司于 2016 年 5 月，以 26 亿元的交易价格收购奇瑞变速箱 100% 股权，获得奇瑞变速箱技术。此举填补了公司在 CVT 变速器技术上的空白。

2016 年 12 月，公司出资人民币 1100 万元，与吉孚动力成立合资公司“吉孚汽车技术有限公司”，持股比例达到 55%。合资公司主要从事各类汽车 MT、AT、CVT、DCT、PHEV 变速箱以及新能源汽车动力总成范围内的工程开发及技术服务。吉孚动力技术（中国）有限公司是 ATESTEO 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。

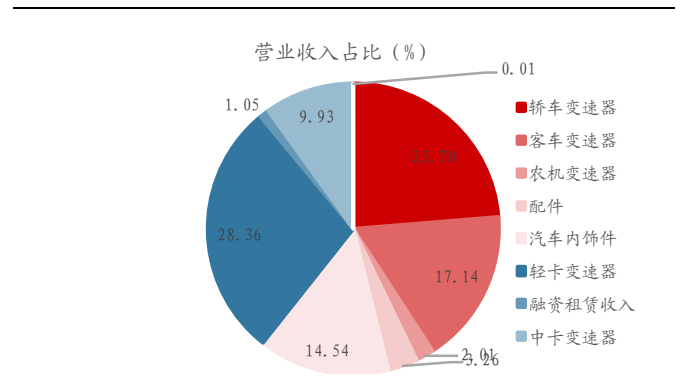
万里扬虽在 CVT 变速箱行业上入行较晚，但因其早期专注于商用车变速箱，故在变速箱技术上积累较深，再加上对奇瑞 CVT 变速箱的收购，使其得以快速跻身国内 CVT 市场，并于 2018 年正式上市新一代 CVT25。

图 17：万里扬历年主营业务收入（亿元）



资料来源：wind, 浙商证券研究所

图 18：万里扬 2018H1 主营业务收入占比（%）



资料来源：wind, 浙商证券研究所

购买奇瑞变速箱技术为公司进入乘用车变速器领域提供了突破口。奇瑞 2003 年成立奇瑞精机公司，主攻变速箱研发。2004 年 CVT 正式立项，经过 7 年时间完成了完整的自主设计、验证和批产的设计开发流程。2009 年其第一台 CVT 变速箱正式下线，并且此变速箱也是中国第一台拥有自主专利的 CVT 变速箱。2015 年 9 月第二代 CVT 投产，与 1.5-2.0L 发动机匹配，可承受扭矩范围为 147-190Nm，燃油经济性与传动效率进一步提升。

奇瑞变速箱在国内的乘用车变速箱企业中处于领先地位，主要从事乘用车变速箱的研发、设计以及生产。核心技术包括手动变速箱和自动变速箱。手动变速箱有：QR512、QR513、QR515、QR523、QR525。在自动变速箱方面，因为自动变速箱本身的复杂结构，制造研发成本高，所以多数车企都不会进行自主研发。但奇瑞已经形成了关于 CVT 的知识产权体系。具体到 CVT 设计理论、失效理论、开发流程、CAE 技术。并且也成功研制了与 CVT 配套的零部件，以及拥有着成熟的 CVT 供应链。其拥有多项专利，专利包括产品结构、试验方法、生产工艺等方面。收购完成后，万里扬纳入奇瑞变速箱公司总员工共 774 人，其中 109 人为技术人员，技术人员在变速箱的产品研发方面均具备丰富经验。故此次收购完成后，万里扬获得了奇瑞变速箱的核心技术，可以有效的支撑其布局乘用车变速箱市场。

表 6：奇瑞变速箱产品

型号	产品描述
QR512	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 档采用双锥面结构，提供 1、2 档换挡性能。

MT	QR513	QR513变速箱全部采用压铸铝合金壳体。变速箱的布置形式是输入轴、输出轴、差速器3轴平行布置，变速箱内置前驱动桥（差速器）。变速箱有5个前进档和1个倒档。5前进档全部采用惯性锁止齿环式同步器。其中1、2档同步器采用3锥面结构。
	QR523	变速箱部分布置形式是输入轴、输出轴、差速器3轴平行布置、变速箱内置前驱动桥（差速器）。PTU最大输出力矩605Nm，从动齿轮轴轴线与后桥的中心在同一直线上。
CVT	CVT19	CVT无级变速箱采用了推式钢带、内接式转子泵、电液控制系统，具有噪音小、速比范围宽、传动效率高等特点。该项目为国家“863”重点项目。

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

在收购了吉利和奇瑞变速箱之后，万里扬获取了优先配套权，为吉利汽车配套 MT，为奇瑞汽车配套 MT 和 CVT，拓展了公司业务范围。第一款装配万里扬 CVT25 的车型艾瑞泽 GX 于 2018 年 9 月上市。

表 7：万里扬 CVT 产品及匹配车型

产品名称	产品示例	匹配车型
CVT19		瑞虎 3、瑞虎 5、瑞虎 7、艾瑞泽 5、艾瑞泽 7、比速 T3、幻速 S5、力帆轩朗、力帆 X70、野马 T60、野马斯派卡
CVT18/20		吉利远景 X3、吉利帝豪
CVT25/28		瑞虎 3、瑞虎 5、艾瑞泽 5、艾瑞泽 GX、远景 X6

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

2.4. 江麓容大：非上市企业中自主 CVT 供应商代表

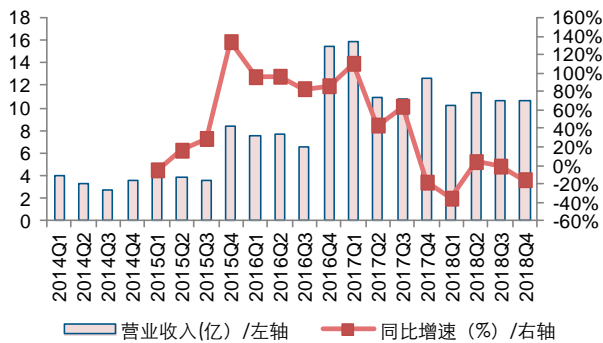
湖南江麓容大车辆传动股份有限公司成立于 2003 年，2009 年首批产品投放市场产品，2014 年完成与上汽通用五菱合作的 CN200 无级自动变速器的整车搭载试验，与博世合作的 RDC16 无级自动变速器的研制试验；双方合作研发的全新一代小排量、紧凑型 CVT。产品有 RDC15、RDC18 和正在开发中的 RDC25。与力帆 630、530、330，众泰 T200，野马 F10、F12 等车型配套。2016 年 12 月，泸州高新江麓容大年规划产能 50 万台套 CVT 生产基地开工建设。

3. 万里扬 CVT 配套吉利渐入收获期，业绩有望迎来快速增长

下游自主品牌销量低于预期+CVT 适配吉利周期拉长+内饰业务商誉减值等多重因素导致万里扬 2018 年业绩不达预期。展望 2019-2021 年，万里扬业绩有望迎来快速增长：1) CVT 变速器业务配套吉利进入收获期，将成为业绩最大的弹性点。2) MT 变速器（商用车+乘用车）整体预计维持稳定。3) 汽车内饰有望减亏。

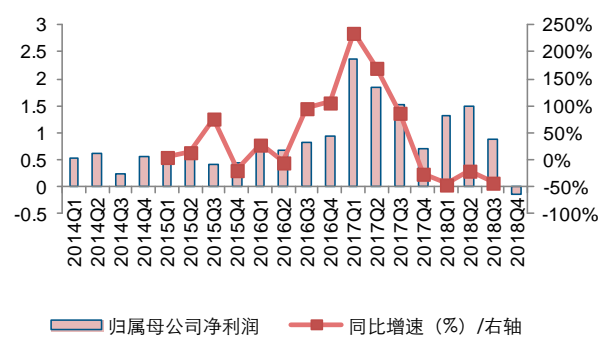
2015-2016 年万里扬先后整合了吉利的 MT 变速器和奇瑞的 CVT 变速器资产，收入体量从 13 亿逐步提升到了 50 亿元，净利润体量从 2 亿逐步提升到了 6 亿，而 2017Q4 开始万里扬收入和净利润两大指标开始处于下行通道，尤其是净利润 2018Q4 首次出现了亏损 1300 万元的局面。

图 19：2017Q4 以来营收增速处于下行通道



资料来源：wind, 浙商证券研究所

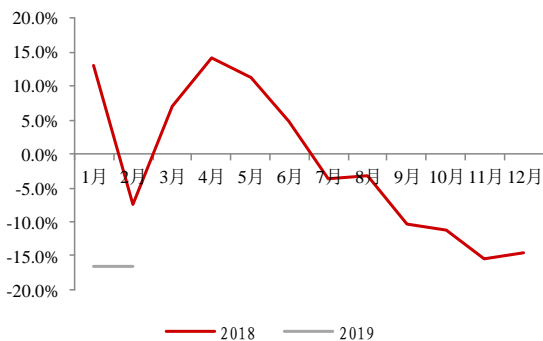
图 20：2017Q4 以来净利润增速持续下滑



资料来源：wind, 浙商证券研究所

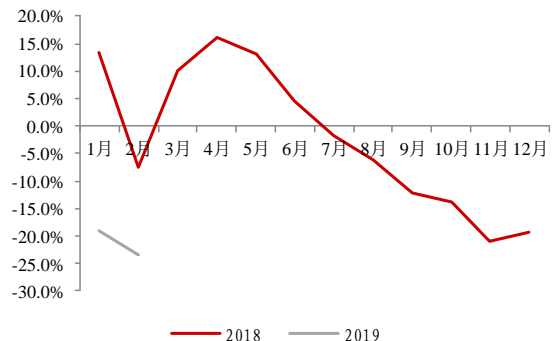
背后原因主要：1) 2018 年下游乘用车需求低于预期，尤其是自主品牌，从而导致万里扬乘用车 MT 变速器和 CVT 变速器两大业务发展低于预期。2) CVT 变速器拓展吉利的配套进程需要周期，对业绩的贡献节奏低于预期。3) 汽车内饰业务持续亏损，且 2018 年商誉计提 2500 万元。

图 21：2018 年以来狭义乘用车销量增速持续下行



资料来源：wind, 浙商证券研究所

图 22：2018 年以来自主品牌销量持续下行



资料来源：wind, 浙商证券研究所

展望 2019-2021 年，万里扬业绩有望迎来快速增长：1) CVT 变速器业务配套吉利渐入收获期，将成为业绩最大的弹性点。2) MT 变速器（商用车+乘用车）整体预计维持稳定。3) 汽车内饰业务有望减亏。

- **CVT 变速器：奇瑞配套量预计稳中有升，吉利配套预计 2019 年开始进入收获期。**奇瑞目前中高端配置车型均采用了 CVT 配置，每年配套量水平在 15 万辆左右，成为万里扬 CVT 变速器配套量的稳定来源。根据我们对吉利汽车现有车型的变速器统计，中小排量（1.4T, 1.5L）车型均有采用 CVT 配套，前期采用邦奇为主，随着万里扬 CVT 变速器适配完成进入批量产阶段，万里扬 CVT 在吉利占比将快速提升。**对于吉利而言，保**

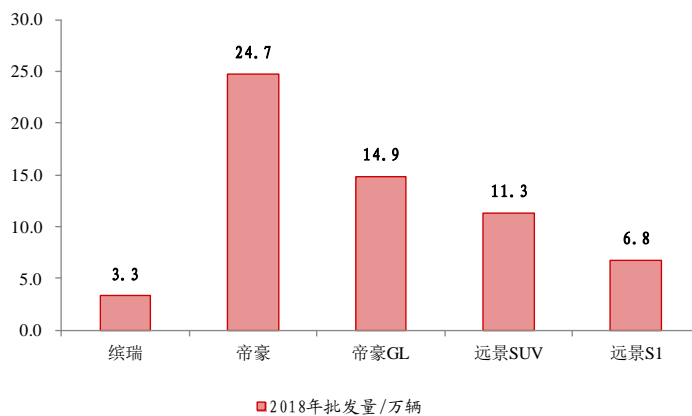
证产品质量的基础上,采用万里扬变速箱能够进一步保证供应链稳定性及提升服务响应能力。按照截止 2019 年 3 月份,目前吉利在售 2018 款和 2019 款各个车型的配置数据分析,缤瑞 1.4T,帝豪 NB 的 1.5L,帝豪 GL 的 1.4T,远景 S1 的 1.4T 和 1.5L,远景 SUV 的 1.4T 均已经采用了 CVT 变速器,这五款车对应 2018 年全部配置批发销量约 60 万辆,假设 30%-50%采用 CVT,则 CVT 需求量为 18 万-30 万台。

表 8: 吉利汽车目前在售车型配置 CVT 详细情况

车系	排量	变速箱	2018 款数量	2019 款数量	指导均价/万元
缤瑞	1.4T	CVT	2	2	9
	1.0T	DCT	2	2	11
	1.4T	MT	2	2	9
帝豪 NB	1.5L	CVT	6	6	11
	1.5L	MT	3	3	7
帝豪 GL	1.4T	CVT		2	11
	1.4T	DCT	3	3	11
	1.8L	DCT	1	1	10
	1.4T	MT	1	1	9
	1.8L	MT	1	1	8
远景 S1	1.4T	CVT	3	3	10
	1.5L	CVT	2	2	9
	1.5L	MT	2	2	8
远景 SUV	1.4T	CVT	3	3	10
	1.8L	MT	3	3	8

资料来源:汽车之家,浙商证券研究所

图 23: 吉利配置了 CVT 车型对应 2018 年批发销量 (缤瑞于 11 月才开始销售)



资料来源:中汽协,浙商证券研究所

- **MT 变速器: 乘用车和商用车预计整体维持稳定。** 1) 乘用车 MT: 公司乘用车 MT 变速器目前主要配套奇瑞和吉利的中低端配置车型,若按照单价 2000 元/台测算,每年配套规模约 50 万台。参照合资品牌成熟状态,手动挡 MT 仍然有 20%的配套比例。假设未来自主品牌自动挡渗透比例达到合资品牌水平(80%),MT 变速器维持 20%稳定份额,则自主品牌一年 MT 市场需求量约为 200 万台。即使出现奇瑞和吉利 MT 需求下降情况,公司通过外拓其他自主品牌,一年保持 50 万台的配套量(市场占有率 25%),依然概率很大。所以

预计 2019-2021 年乘用车 MT 变速器整体维持稳定。2) 商用车 MT: 这是公司发家业务, 产品目前布局轻卡, 中卡和重卡, 从营收结构上看, 轻卡为最核心盈利来源。假设平均单价 2000-2500 元/台, 公司每年商用车 MT 变速器配套规模约 70-75 万台。商用车 MT 公司市场竞争力强, 尤其在轻卡领域, 市场格局整体趋于稳定, 核心变化在于排放升级带来的相应技术升级。2019-2021 年我们预计这块业务大概率可以维持稳定。

- **汽车内饰: 有望能减亏。** 产品主要涵盖内饰仪表板、门板、中控台、立柱、护板、保险杠等, 主要为奇瑞汽车、华晨宝马、北京奔驰、长安汽车、北汽股份、华晨汽车等配套。2015-2018 年内饰业务出现持续亏损状态, 2018 年预计商誉计提减值准备 2500 万元。2019-2021 年随着新客户拓展+管理改善, 有望亏损幅度减小。

4. 投资建议: 看好 CVT 行业红利, 首推“万里扬”

CVT 行业红利体现于两个层面: 1) CVT 替代 MT 趋势仍在自主品牌车型中加强。2) CVT 格局生变, 邦奇竞争力趋弱, 万里扬竞争力增强。2019-2021 年万里扬业绩有望迎来反转, 重点推荐。

风险提示: 乘用车需求复苏低于预期, 原材料上涨幅度超出预期。

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市浦东南路 1111 号新世纪办公中心 16 层

邮政编码：200120

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>