长城证券 GREAT WALL SECURITIES
证券研究报告

投资评级：强烈推荐（首次）

报告日期：2019 年 05 月 14 日

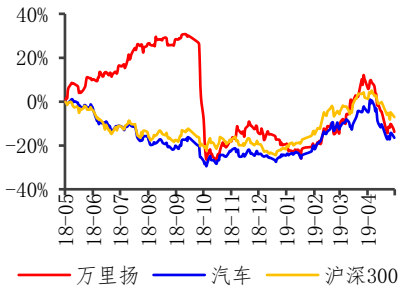
市场数据

目前股价	6.67
总市值（亿元）	89.38
流通市值（亿元）	67.31
总股本（万股）	134,000
流通股本（万股）	100,908
12 个月最高/最低	10.30/5.42

分析师

分析师：孙志东 s1070518060004
☎ 021-31829704
✉ sunzhidong@cgws.com
联系人（研究助理）：刘佳 S1070118030025
☎ 021-31829693
✉ jialiu@cgws.com
联系人（研究助理）：吕方 S1070118080040
☎ 010-88366060-8768
✉ lvfang@cgws.com

股价表现



数据来源：贝格数据

相关报告

<<自动变速箱普及加速，公司将成 CVT 龙头>> 2017-06-22

配套吉利开启新周期，2019 年下半年或出现重要业绩拐点

——万里扬（002434）公司深度报告

盈利预测

单位：百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	5030.2	4370.8	5584.7	7671.6	9179.8
YoY(%)	34.8%	-13.1%	27.8%	37.4%	19.7%
净利润	643.1	351.6	497.6	790.3	960.7
YoY(%)	106.0%	-45.3%	41.5%	58.8%	21.6%
摊薄 EPS	0.48	0.26	0.37	0.59	0.72
P/E(倍)	13.9	25.4	18.0	11.3	9.3

资料来源：长城证券研究所

■ **①行业层面：**

CVT 在中国自主品牌中的渗透率将快速提升。18 年中国自主品牌汽车 CVT 装箱率仅有 8%，而 DCT 装箱率有 19%，AT 的装箱率有 20%。在自动变速箱渗透率提升的大趋势下，售价低、省油的 CVT 将成为替代 MT 的首选。其渗透率提升的驱动因素有以下三点：

a. CVT 的节油性能明显高于 AT，且不低于 DCT，预计在中国乘用车油耗标准加速趋严的情况下，将有更多比例的乘用车使用 CVT。

b.之前制约 CVT 的瓶颈主要是扭矩不足，现在国产 CVT 的最新一代产品的扭矩基本都能够达到 250N·M，基本能够满足 1.6 升及以下小排量车型对扭矩的需求，目前制约 CVT 应用的主要瓶颈得以解除。

c. CVT 扭矩低、售价低、省油的特性使其非常适合小排量车型，而中国 1.6 升及以下小排量车型占比稳定在 70%左右，其市场空间广阔。购买 1.6L 及以下小排量车型的消费者对价格的敏感度又正好比购买大排量车型的消费者高，小排量车型的消费者更注重省油和变速器价格。

■ **②公司核心竞争力层面：**

a. 公司通过收购奇瑞变速箱公司，掌握 CVT 正向开发技术，万里扬在原有产品 CVT19 的基础上成功进行了产品升级、更新迭代，研发了 CVT18、CVT25、CVT28 等产品。

b. 作为民营企业，公司在商用车变速器领域已有 20 年的生产经验，深厚的经验积累使公司具有优秀的成本管控能力。乘用车自动变速器将通过提升零部件自制率和生产规模来降低成本。

c. 相比于国外巨头，公司为国内独立第三方服务响应更快，同时和国内主机厂地位更对等。相对于外资企业 Jatco 和研发中心在欧洲的邦奇，万

里扬作为本土自主变速器生产厂商具有贴近客户、快速响应的服务优势。国内主机厂和自主品牌变速器供应商的地位更加对等，过多的依赖外资巨头对国内主机厂供应链的稳定性会造成负面影响。

- **③业绩层面的投资要点：**

a. 在自动变速箱渗透率提升的大趋势下，售价低、省油的 CVT 将成为替代 MT 的首选，CVT 在中国自主品牌中的渗透率将快速提升。

b.万里扬新一代 CVT 扭矩提升 30%，售价下降，性价比明显提升，其在主机厂中推广的速度和成功率都将大幅提升。

c. 公司主要对手邦奇母公司陷债务危机，研发投入和扩产受到负面影响，并且湖南容大被小康股份收购，丧失独立第三方地位，竞争对手对万里扬的威胁度大幅下降，这为万里扬腾出市场空间。

d.绑定吉利汽车，新一代产品 CVT25 将在 19 年下半年开始快速上量，19 年下半年将出现重要业绩拐点。

e.持续开拓自主客户，CVT 客户多样性持续增加，客户集中度风险迅速下降。公司 CVT 成功开拓吉利、比亚迪、长城、一汽等主流品牌，其客户集中度风险正在迅速下降。

f.受益于进口替代大趋势，一旦进入合资/外资体系，成长空间将大幅提升。未来几年美系和德系在降本压力下可能使用万里扬 CVT。

g.商用车变速器地位稳固，受益于国五升国六和高端化，能贡献稳定现金流，是较稳定基盘。

- **投资建议：CVT 凭借其售价低、省油的优点，成为替代 MT 的首选自动变速器，其在中国自主品牌汽车中的渗透率将快速提升。同时，万里扬的新一代产品 CVT25 性价比很高，其国内竞争对手又都出现一定问题，为万里扬提供了绝佳的扩张机会。万里扬 CVT25 绑定吉利等主流客户，将在 19 年下半年迅速上量，业绩弹性很大。另外，客户多样性持续增加，客户集中度风险也快速下降。**保守预计公司 2019-2021 年总营收依次为 55.85、76.72、91.80 亿元，增速依次为 27.77%、37.37%、19.66%，归母净利润依次为 4.98、7.90、9.61 亿元，增速依次为 41.51%、58.83%、21.57%，当前市值 89.4 亿元，对应 PE 依次为 18.0、11.3、9.3 倍。考虑当前市场风险偏好和公司自身基本面，公司合理估值为 2020 年 20 倍 PE，2020 年目标价 11.8 元，当前股价为 6.67 元，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**①新产品推广不及预期；②核心客户销量不及预期。

目录

1. 公司基本情况介绍 7
1.1 公司简介 7
1.2 主要产品 12
1.2.1 乘用车变速器产品 12
1.2.2 商用车变速器产品 19
1.2.3 汽车内外饰件 20
1.3 核心客户 21
1.4 产能布局 25
1.5 18 年利润大幅负增长原因分析 25
2. 行业部分 28
2.1 CVT 渗透快速提升，并且市场格局变化将有利于万里扬 28
2.2 DCT 变速器在德国大众推动下迅速崛起 33
2.3 AT 有所势衰，被 DCT 和 CVT 替代的趋势明显 35
2.4 AT、DCT、CVT 对比总结：国内自动变速器市场将出现三足鼎立局面 38
2.5 乘用车手动变速器市场快速萎缩，但仍将长期存在 39
2.6 商用车手动变速器市场非常成熟，格局将保持稳定 40
3. 核心竞争力 42
3.1 公司掌握 CVT 正向开发技术，能成功进行产品迭代升级 42
3.2 低成本优势明显，民营企业深耕 20 载，铸就优秀成本管控能力 44
3.3 相比于国外巨头，公司为国内独立第三方服务响应更快，同时和国内主机厂地位更对等 46
4. 投资要点 47
4.1 相对于 AT 和 DCT, CVT 节油性更强,受益于中国油耗标准加速趋严和小排量车型高占比 47
4.2 万里扬新一代 CVT 扭矩提升，售价下降，性价比明显提升 50
4.3 公司主要对手邦奇母公司陷债务危机，研发投入和扩产受到负面影响，为万里扬腾出市场空间 52
4.4 绑定吉利汽车，新一代 CVT 将在 19 年下半年快速上量，19 年下半年将出现重大业绩拐点 56
4.5 持续开拓自主客户， CVT 客户多样性持续增加，客户集中度风险迅速下降 58
4.6 受益于进口替代大趋势，一旦进入合资/外资体系，成长空间将大幅提升 59
4.7 商用车变速器地位稳固，受益于国五升国六和高端化，能贡献稳定现金流 60
5. 投资建议 63
6. 风险提示 64
附：盈利预测表 65

图表目录

图 1: 公司汽车内饰件产品 9
图 2: 公司上市以来收入增长情况（单位：亿元） 10
图 3: 公司上市以来归母净利润增长情况（单位：亿元） 10
图 4: 公司自上市以来毛利率、净利率变动情况 10
图 5: 公司自上市以来细分产品毛利率变动情况 10
图 6: 公司近 2015-2018 年研发投入提速 11
图 7: 公司股权结构（2018 年年报） 12
图 8: 乘用车手动变速器 13
图 9: 简化的二档手动变速器原理 13
图 10: 万里扬 5MF 14
图 11: 万里扬 6MF 14
图 12: CVT 变速原理 15
图 13: CVT 实物图 15
图 14: 万里扬 CVT18 16
图 15: 万里扬 CVT25 16
图 16: AT 变速器基本结构 16
图 17: 液力变矩器工作原理示意图 17
图 18: 万里扬 CVT38 PHEV 18
图 19: 万里扬 E-CVT 18
图 20: 万里扬 6G55 轻型车变速器 19
图 21: 万里扬 8G90 中型车变速器 19
图 22: 公司汽车内饰产品 20
图 23: 2018 轻卡市场格局 21
图 24: 2018 中卡市场格局 21
图 25: 国内轻卡历年销量 22
图 26: 国内中卡历年销量 22
图 27: 2018 年国内货车销量结构 22
图 28: 中型货车销量占货车总销量比重逐渐下降 22
图 29: 公司乘用车变速器主要客户 23
图 30: 公司乘用车 CVT 历年新增客户 23
图 31: 2018 年国内乘用车市场需求低迷 26
图 32: 2018 年艾瑞泽 5 销量情况 26
图 33: 2018 年瑞虎 5 销量情况 26
图 34: 2018 年瑞虎 3 销量情况 26
图 35: 金兴内饰 2015-2018 年持续亏损 27
图 36: 金兴内饰毛利率变动情况 27
图 37: 公司近 3 年研发费用大幅增长 27
图 38: 公司折旧摊销压力近 3 年明显增加 27
图 39: 国内 CVT 配套车型销量及增速 29
图 40: 国内乘用车 CVT 渗透率 29
图 41: 国内 DCT 配套车型销量及增速 33
图 42: 国内乘用车 DCT 渗透率 33

图 43: 国产大众汽车 DCT 渗透率持续提升 34
图 44: 国内 AT 配套车型销量及增速 35
图 45: 国内乘用车 AT 渗透率 35
图 46: 三种自动变速器配套车型销量增速对比 35
图 47: 国内乘用车自动挡渗透率 38
图 48: 国内乘用车 DCT 渗透率 38
图 49: 2018 年国内市场变速器分类份额 39
图 50: MT 销量及增速 40
图 51: MT 渗透率 40
图 52: 公司轻卡变速器毛利率波动上升 44
图 53: 公司中卡变速器毛利率保持持续增长 44
图 54: 金兴内饰 2015-2018 年持续亏损 45
图 55: 金兴内饰毛利率变动情况 45
图 56: 变速器进入整车供应链的步骤 46
图 57: CVT 原理图 47
图 58: CVT 实物图 47
图 59: 发动机万有特征曲线图 48
图 60: 中国乘用车平均油耗目标（L/100KM） 49
图 61: 2007 至 2018 国内 1.6L 及以下乘用车销量占比 50
图 62: 银亿股份各子公司之间的股权关系 53
图 63: 银亿股份短期偿债能力比率分析 54
图 64: 银亿股份货币资金以及一年内到期的非流动性负债情况（单位：亿元） 54
图 65: 银亿股份现金流量表主要指标（单位：亿元） 55
图 66: 2018 自主品牌乘用车变速器配套市场份额构成 58
图 67: 2018 日系乘用车变速器配套市场份额构成 58
图 68: 中、轻卡变速器营收（亿元） 61
图 69: 中、轻卡变速器毛利率 61
图 70: WLY6AG40 轻卡自动变速器（轻卡 AMT 变速器） 62
图 71: WLY16G220 变速器（公司首款重卡变速器） 62

表 1: 公司发展历程 7
表 2: 2018 年公司主要产品营收及毛利构成 8
表 3: 公司乘用车变速器产品 8
表 4: 公司主要产品 12
表 5: 乘用车手动变速器主要产品简介 14
表 6: 乘用车自动变速器主要产品简介 18
表 7: 公司商用车主要产品简介 19
表 8: 主流自主品牌乘用车 2016-2018 年销量 23
表 9: 公司主要客户 2019 年新车规划 24
表 10: 乘用车变速器产能情况 25
表 11: 公司目前在研产品 28
表 12: 公司在建产能 28
表 13: 公司近五年计提商誉减值事项 28
表 14: 万里扬及主要竞争对手简况（2018 年） 30

表 15: 邦奇主要产品简介.....31
表 16: 2015-2017 年邦奇集团产能、产销情况.....32
表 17: 主要自主车企 DCT 产能情况.....34
表 18: AT 变速器外资及合资生产商介绍.....36
表 19: AT 变速器国内自主生产商介绍.....37
表 20: 各类变速器工作原理和优缺点.....39
表 21: 商用车变速器行业主要企业简介.....41
表 22: 万里扬 CVT 产品换代时间.....42
表 23: 限制性股票激励对象.....45
表 24: 爱信、采埃孚、格特拉克、捷特科简况.....46
表 25: 安装 4AT 和 CVT 的大众 Golf VR6 汽车的燃油消耗对比（单位：L/100km）.....49
表 26: 主要国家和地区乘用车燃料消耗量目标值对比.....49
表 27: 万里扬 CVT 和 Jatco CVT 产品对比.....51
表 28: 银亿公司债务危机系列事件列表.....54
表 29: 2018 年吉利搭载 CVT 的在售车型.....56
表 30: 2019 年吉利新车规划.....57
表 31: 公司 CVT 产品每年新增客户.....58
表 32: 自主品牌在售车型配套 CVT 情况（不含停产在售车型）.....58
表 33: 国六标准全国范围实施时间.....61
表 34: 主要客户市场地位及配套变速器公司情况.....62

1. 公司基本情况介绍

1.1 公司简介

公司专注于商用车变速器 20 余载，为中国商用车变速器龙头，近几年又进军乘用车变速器领域。公司成立于 1996 年，2010 年在深交所上市，是中国汽车变速器行业第一家上市公司。公司专注于商用车变速器 20 余载，在轻卡变速器领域市占率约 20%，在中卡变速器领域市占率约 50%，为毫无争议的第三方变速器龙头。公司近几年全面进军乘用车变速器领域：在 15 年收购吉利手动变速器业务，在 16 年收购奇瑞汽车变速器业务（手动+CVT），并且在 16 年和吉孚动力成立合资公司，主攻 6AT。

表 1：公司发展历程

时间	事件
1996 年	公司前身金华市清华实业有限公司成立
1999 年	公司开始研发制造商用车变速器
2003 年	浙江万里扬变速器有限公司成立
2008 年	变更为浙江万里扬变速器股份有限公司
2010 年	在深交所上市，发行价格 30.00 元，实际募集资金 12.75 亿元，发行市盈率 38.96 倍
2011 年	使用共计 4675.2 万元收购台州吉利发达汽车变速器有限公司 60%的股权并进行增资，进入乘用车变速器领域
2015 年	以 3 亿元的价格收购吉利汽车拥有的乘用车变速器（5MT、6MT）产品生产线、全部固定资产和技术资料，提高公司在乘用车变速器市场领域的开拓能力
2015 年	使用 1.4 亿元收购金兴汽车内饰 70%的股权
2016 年	更名为浙江万里扬股份有限公司
2016 年	以向特定对象发行股份以及现金方式合计支付约 26 亿元收购芜湖奇瑞变速箱有限公司 100%股权，其中以现金支付 10 亿元。
2016 年	使用 6000 万元收购金兴汽车内饰 30%股权，此交易后金兴汽车内饰成为公司全资子公司
2016 年	与吉孚动力技术（中国）共同出资成立了吉孚汽车技术有限公司，由公司控股，主要从事各类汽车 MT、AT、CVT、DCT、PHEV 变速箱以及新能源车动力总成范围内的工程开发及技术服务
2016 年	提出“53211”战略发展规划，即用五年时间，至 2021 年，力争实现销售乘用车变速器 300 万台，其中自动变速器 200 万台，实现商用车变速器销量在现有基础上翻一倍，实现汽车内饰销售额在现有基础上翻一倍
2017 年	公司全资子公司金兴内饰与美国恩坦华签署意向书，拟投资 1500 万美元设立合资公司，通过市场资源共享，帮助公司快速开拓中外合资汽车品牌市场
2018 年	公司参与了由重庆大学牵头的“复杂修形齿轮精密数控加工关键技术与装备”项目的研发，该项目荣获国家科学技术进步二等奖。
2018 年	与日立汽车株式会社签署合作协议，在新能源驱动系统展开合作，积极培育新增长点

资料来源：公司公告、长城证券研究所

汽车变速器是公司主要利润来源，18 年汽车变速器业务营收占比约 78.13%，毛利润占比约 77.73%。公司主营产品包括汽车变速器和汽车内饰件，汽车变速器产品包括乘用车变速器和商用车变速器。商用车变速器包括手动挡变速器和 AMT，乘用车变速器包括手动挡变速器（5MT、6MT）和自动挡变速器（CVT、AT、PHEV（混合动力变速器））。汽车内饰件包括车内饰仪表板、门板、中控台、立柱、护板、保险杠等。汽车变速器业务

2018 年营收占比为 78.13%，其中商用车变速器营收占比 36.60%，乘用车变速器营收占比为 41.53%；2018 年毛利润占比为 77.73%，其中商用车变速器毛利润占比 39.15%，乘用车变速器毛利润占比 38.58%。

表 2：2018 年公司主要产品营收及毛利构成

	营收（亿元）	营收占比	毛利（亿元）	毛利占比	毛利率
乘用车变速器	18.15	41.53%	4.07	38.58%	22.41%
轻卡变速器	12.12	27.72%	3.03	28.72%	25.00%
汽车内饰件	6.45	14.76%	0.92	8.72%	14.22%
中卡变速器	3.87	8.86%	1.10	10.43%	28.40%
其他	3.12	7.134%	1.43	13.55%	45.83%
合计	43.71	100.00%	10.55	100.00%	24.14%

资料来源：公司公告、长城证券研究所

公司发家于商用车变速器，在中、轻卡车变速器市场占据较高份额。公司商用车变速器产品覆盖微型车、轻型车、中型车、重型车等全系列商用车变速器，主要为北汽福田、东风汽车、中国重汽、一汽集团、江铃汽车、宇通客车和现代汽车等主流车企配套，具备年产 100 万台商用车变速器的产能。公司商用车变速器核心市场为轻、中卡车变速器，2018 年公司商用车变速器销量约 70 万台，其中轻卡变速器 60 万台，中卡变速器 10 万台，同年国内轻卡销量 189.50 万辆，中卡销量 17.72 万辆，初步估算，公司在轻卡变速器市场市占率约 31.66%，在中卡变速器市场市占率约 56.43%。

乘用车变速器通过收购吉利、奇瑞变速器切入，现已成为公司核心业务和业绩重要增长点。公司乘用车变速器业务是在收购吉利手动变速器和奇瑞变速器的基础上组建而成，拥有浙江宁波和安徽芜湖两大基地，产品覆盖 CVT、AT（在研）、MT 等，主要为吉利、奇瑞、比亚迪、众泰、北汽、海马、汉腾、力帆、野马等主流汽车厂配套。截至 2018 年年底，公司具备年产 150 万台乘用车变速器的产能，其中手动变速器 100 万台，CVT 变速器 50 万台。根据公司产能规划，2019 年年底 CVT 变速器将新增 50 万台产能，届时公司乘用车变速器产能将提升至 200 万台（手动变速器 100 万台，CVT 变速器 100 万台）。

表 3：公司乘用车变速器产品

产品系列	产品型号	额定输入扭矩（N·m）	匹配发动机	适用车型
CVT（无级变速器）	CVT19	190	1.5L、1.6L、1.8L、2.0L、1.3T、1.5T	瑞虎 3、瑞虎 5、艾瑞泽 5、艾瑞泽 7；比速 T3、幻速 S5；轩朗、X70；野马 T60、斯派卡等
	CVT18/20	180/200	1.5L、1.0T、1.07D	吉利远景 X3、吉利帝豪等
	CVT25/28	250	1.2T、1.4T、1.5T、1.6T	艾瑞泽 GX、吉利远景 X6 等
AT（自动变速器）	6AT28（样机阶段）	280	1.6L、1.8L、2.0L、1.0TD、1.4T、1.5T、1.6T、1.8T 等	中型乘用车，SUV、MPV 等
	8AT40（在研）	400	1.8TD、2.0TD、3.0V6 等	中大型乘用车，SUV、MPV
混合动力无级变速器	CVT19PHEV	190	1.6L	奇瑞艾瑞泽 7e
	CVT38PHEV（在研）	380	/	/
混合动力自动变速器	6AT28PHEV（在研）	280	1.6L、1.8L、2.0L	中型乘用车，SUV、MPV 等

MT（手动变速器）	5MF17	142、150、172、180	吉利 4G15 发动机	吉利远景 X6、吉利帝豪
	5MF22	220	1.4T	
	6MF22（在研）	220	1.5L、1.6L、1.8L、2.0L、1.0TD、1.2TD、1.3T、1.5T	东风小康风光 580、开瑞 X70/X90、吉利远景 X3
	6MF28	280	2.0L-2.5L、1.3T-2.0T	奇瑞瑞虎 5、奇瑞艾瑞泽 5、众泰 A45

资料来源：公司官网、长城证券研究所

汽车内饰件业务通过收购金兴内饰进入，为国内外主流整车厂配套。2015-2016 年公司分别使用 1.4 亿元（收购 70%股权）、0.6 亿元（收购 30%）完成对金兴汽车内饰的收购，开拓汽车内饰件业务。公司汽车内饰件产品包括主副仪表板、方向盘、门板、保险杠等全系列汽车内饰，拥有辽阳、大连、河北涿州、安徽芜湖、江西景德镇和上饶六大生产基地，主要为华晨宝马、北京奔驰、华晨雷诺、奇瑞、汉腾、长安、北汽等主流车企配套，具备年产 200 万台套汽车内饰件的产能。2017 年金兴内饰与全球第三大汽车内饰件公司恩塔华成立合资公司，恩塔华主要客户为宝马、奔驰、特斯拉，是特斯拉的一级供应商，有助于公司进入国际高端品牌供应链。

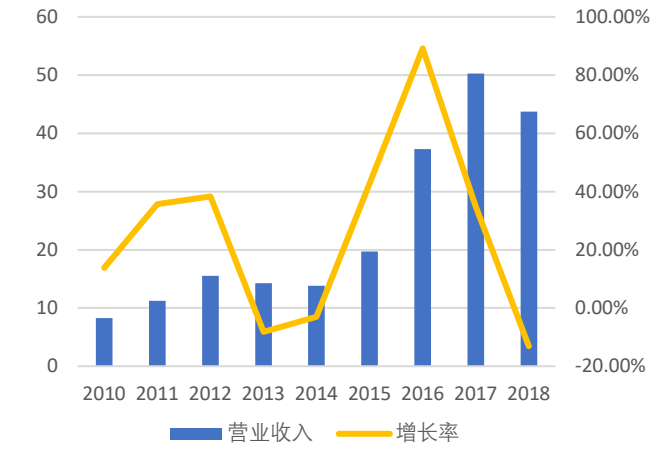
图 1：公司汽车内饰件产品

资料来源：公司官网、长城证券研究所

公司 2010-2017 年业绩增长较快，营收年复合增速 29.42%，归母净利润年复合增速 23.11%。公司自 2010 年上市以来，营收从 8.27 亿元快速增长至 2017 年的 50.3 亿元，归母净利润从 1.5 亿元快速增长至 6.43 亿元，营收年复合增速和归母净利润年复合增速均超过 20%，尤其是 15-17 年公司通过收购吉利变速器、奇瑞变速器、金兴内饰三大优质标的业绩快速提升。

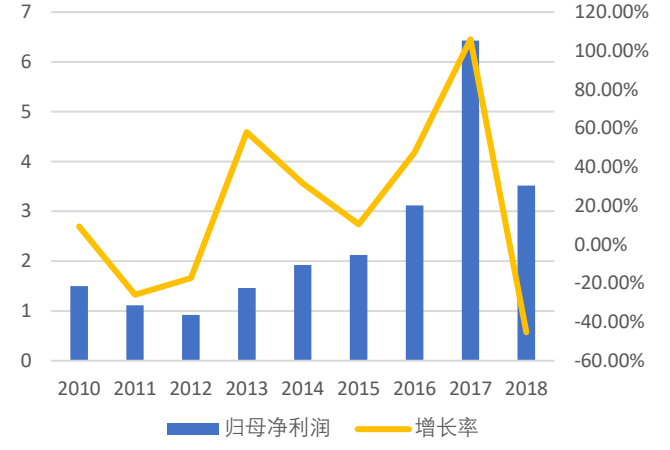
但是，2018 年公司在多重负面因素共同影响下，利润大幅下降 45%。2018 年受汽车行业低迷影响，再叠加公司研发投入大幅增加和全资子公司金兴内饰亏损计提资产减值，导致公司业绩大幅下降。公司 18 年实现营收 43.7 亿元，同比下降 13.1%；归母净利润 3.5 亿元，同比下降 45.3%。（本章 1.5 节会详细论述 18 年利润大幅负增长原因）

图 2：公司上市以来收入增长情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告、长城证券研究所

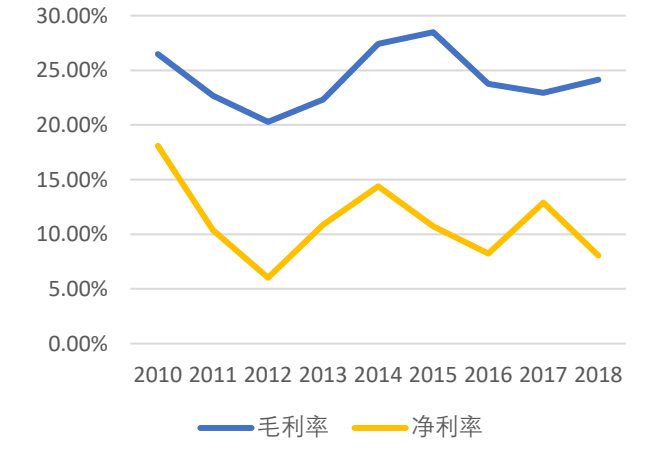
图 3：公司上市以来归母净利润增长情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告、长城证券研究所

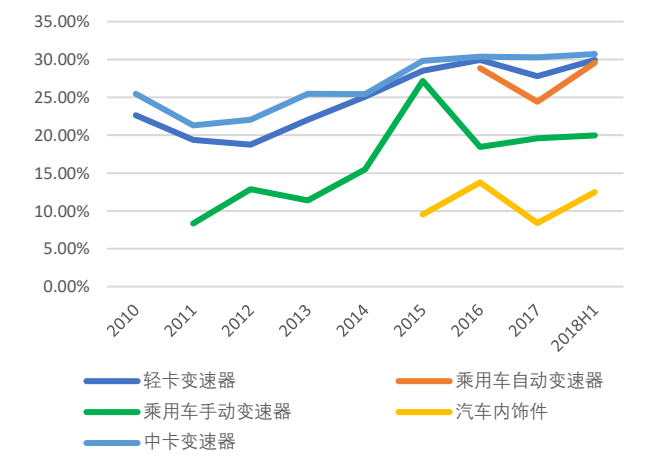
公司产品盈利能力比较稳定，综合毛利率维持在 20%以上，净利率自 12 年以后也都维持在 8%以上。从细分产品来看，商用车变速器（轻、中卡）毛利率稳步提升，轻卡变速器毛利率从 2011 年的 19.36%上升至 2018 的 25.00%，中卡变速器毛利率从 2011 年的 21.29%上升至 2018 的 28.40%；乘用车变速器中，手动变速器总体上呈上升趋势，从 2011 年的 8.34%上升至 2018H1 的 19.95%，但手动变速器毛利率低于自动变速器（2018H1 毛利率为 29.57%）；汽车内饰件毛利率基本在 10%上下波动，随着产品结构和客户结构的调整，该业务毛利率应该会有所提升。

图 4：公司自上市以来毛利率、净利率变动情况



资料来源：公司公告、长城证券研究所

图 5：公司自上市以来细分产品毛利率变动情况



资料来源：公司公告、长城证券研究所

公司不断研发新产品，近几年研发投入明显提速，10-18 年研发投入年复合增速 32.74%，15-18 年研发投入年复合增速达 64.84%。公司拥有国家认定企业技术中心、CNAS 认可汽车变速器和汽车内饰件实验室，承担 10 多项国家重点新产品开发和省级重大科技攻关项目，科研实力雄厚。

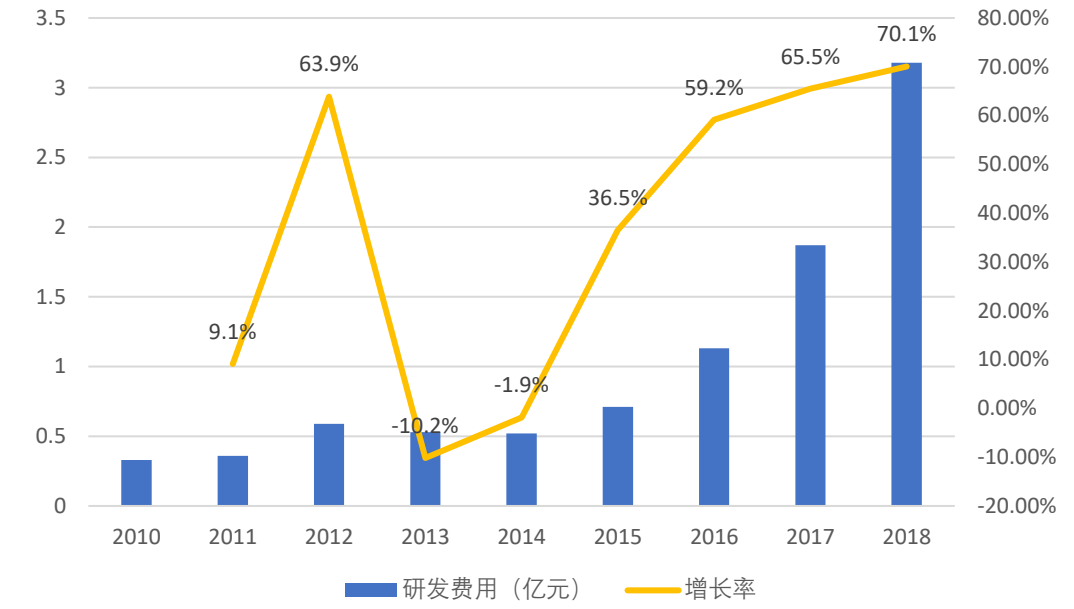
在商用车变速器领域，公司重点研发了商用车 AMT 及中重型多挡箱，2018 年公司自主研发的轻卡 AMT 自动变速器顺利量产，并搭载福田奥铃 CTS 成功上市，公司开发的 4 个商用车多挡系列产品已实现量产或小批量生产，市场反应非常好；

在乘用车变速器领域，公司重点推进了全新一代 CVT 和 PHEV、6AT、8AT 产品的研发，其中 CVT25、CVT18 将在 2019 年搭载配套车型上市；6AT 处于 B 样 DV 开发阶段，8AT 处于 A 样件制造阶段；

在新能源汽车领域，公司致力于新能源汽车减速器、EDS“三合一”和 ECVT 电驱动系统的研发，2018 年已完成 EDS130 产品的研发，与部分客户达成合作意向，A 样机已经完成制造，准备搭载车辆进行试车验证；PHEV 系列产品目前正在开发的有 280N·m 和 380N·m 的总成，产品处于 A 样机试制阶段；公司还开发了商用车市场的 ETM 纯电驱动系统，其中一款产品已与客户达成合作协议，正准备搭载车辆进行试车验证，产品可以覆盖 200-800N·m 的所有中轻型商用车。

在汽车内饰件领域，公司紧跟汽车产业智能化和网联化的步伐，加大对汽车智能内饰产品的研发力度，并通过与科技公司合作来提升智能内饰的开发能力，目前，公司已与多家汽车厂达成合作意向或协议，并已完成部分客户的产品样件开发及成功试制；

图 6：公司近 2015-2018 年研发投入提速

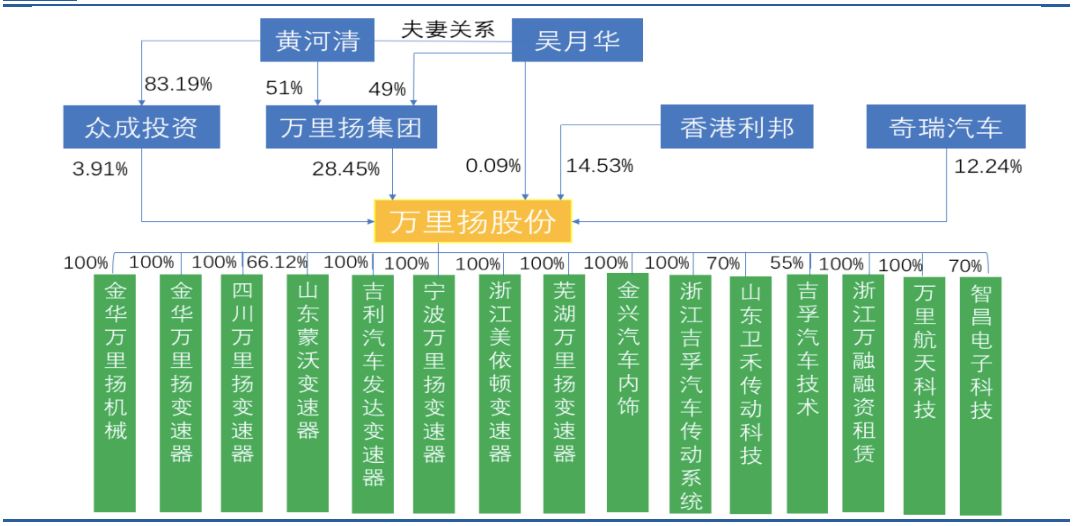


资料来源：公司公告、长城证券研究所

公司实际控制人黄河清、吴月华夫妇合计持有公司 31.79%的股份，持股比例较高，股权结构稳定。公司控股股东万里扬集团由公司董事长黄河清先生及其夫人公司董事吴月华女士共同持有，黄河清和吴月华夫妇通过万里扬集团控制公司 28.45%的股份。另外，黄河清先生持有公司股东众成投资 83.19%股权，通过众成投资控制公司 3.25%股权。因此，黄河清和吴月华夫妇合计持有公司约 31.79%的股份，为公司的实际控制人。

核心客户奇瑞持有公司 12.24%的股权，这增强了万里扬和核心客户奇瑞的粘性。2016 年公司通过现金及发行股份方式收购奇瑞变速箱业务，奇瑞持有公司 12.24%的股权。即使奇瑞将变速箱业务剥离出来卖给了万里扬，但两者之间的股权绑定确保了二者合作的稳定性。

图 7：公司股权结构（2018 年年报）



资料来源：公司公告、长城证券研究所

1.2 主要产品

目前公司的主要产品分为三大类：乘用车变速器、商用车变速器、汽车内饰件。2018 年公司乘用车变速器收入占比为 41.53%；商用车变速器收入占比为 36.60%；汽车内饰件收入占比为 14.76%。同时公司新设立新能源事业部，研究和发展新能源传动系统部件。

主要产品中，乘用车变速器包括手动挡变速器（5MT、6MT）和自动挡变速器（CVT、AT、PHEV（混合动力变速器）），商用车变速器包括手动挡变速器和 AMT，汽车内饰件产品包括汽车内饰仪表板、门板、中控台、立柱、护板、保险杠等。

表 4：公司主要产品

产品类别	产品系列	配套客户	生产基地
乘用车变速器	无级变速器 CVT 系列	奇瑞汽车、吉利汽车、银翔汽车、重庆力帆、小康汽车、汉腾汽车等	安徽芜湖、浙江宁波、浙江金华
	自动变速器 6AT 系列		
	手动变速器 5MF、6MF 系列		
商用车变速器	微型车变速器 MR、MG、G 系列	福田、东风汽车、重汽、一汽、江铃、江淮、四川现代、上汽大通、宇通客车、金龙客车、长安汽车等	浙江金华、山东平邑
	轻型车变速器 TS、G、AG 系列		
	中、重型车变速器 S 系列		
	工程车变速器 H 系列		
汽车内饰件	仪表板、门板、方向盘、保险杠、内饰附件	奇瑞、华晨宝马、长安、北汽、华晨、一汽集团、汉腾等	辽阳、大连、河北涿州、安徽芜湖、江西景德镇和上饶
新能源传动系统	混合动力无级变速器	处在研发验证阶段	
	电机控制器		
	驱动总成		
	电动机		

资料来源：公司官网、长城证券研究所

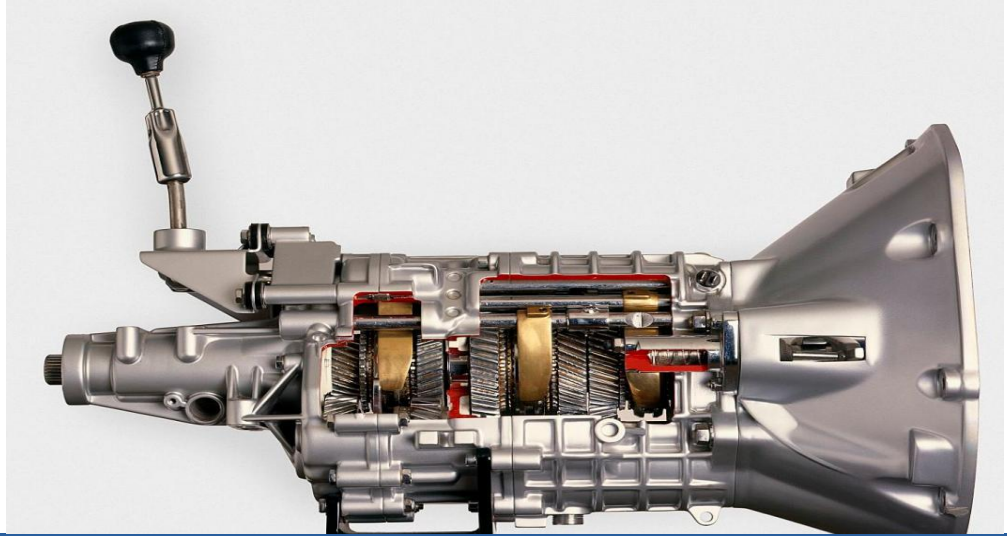
1.2.1 乘用车变速器产品

乘用车变速器方面，公司主要产品是手动变速器（MT）、无级变速器（CVT）、液力自动变速器（AT）以及混合动力无极变速器（PHEV）和纯电动无级变速器（ECVT）。

乘用车手动变速器（MT）

乘用车手动变速器（MT）又称机械式变速器，这种变速器必须用手拨动变速杆（俗称“挡把”）才能改变变速器内的齿轮啮合位置，改变传动比，从而达到变速的目的。

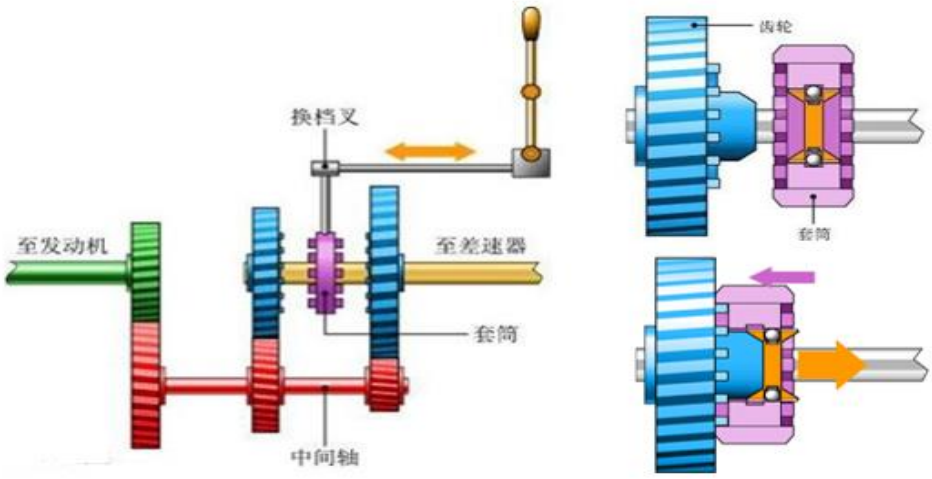
图 8：乘用车手动变速器



资料来源：长城证券研究所

手动变速器原理：手动变速器的基本换挡结构如下图所示。图中左侧换挡拨叉决定套筒与对应齿轮结合实现硬连接。发动机输入轴（绿色）将动力传输至中间轴（红色），中间轴与不同齿比的蓝色齿轮相啮合，但最终那组齿轮输出动力至连接差速器的输出轴则由套筒（紫色）决定。右侧图示紫色部分即为犬牙离合器。由于是硬连接，因此需要同步器（套筒中黄色部分）的帮助进行转速同步。同步器的重要作用让发动机与档位齿轮速度进行同步。当转速差较大时，同步器会通过内部摩擦轴承（黄色）传递动力减小速度差。当速度差小到一定时外部的犬牙齿轮啮合，形成硬连接。整个换挡操作可以减小扭矩，提高转速；或者增大扭矩，减小转速，从而改变传动比，实现变速的目的。

图 9：简化的二档手动变速器原理



资料来源：科普网站 HowStuffWorks，长城证券研究所

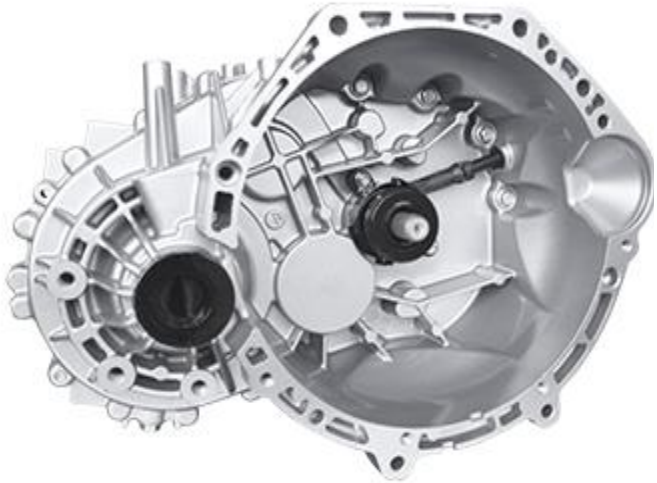
公司在乘用车手动变速器方面的主要产品是 5MF、6MF。5MF 的最大匹配扭矩为 180 N·m-220N·m，具有达到 96%以上的高传动效率，有助于减少动力损失提高燃油经济性；同时，1/2 档采用双锥同步环、3/4/5 档采用单锥螺纹同步环，提高同步容量，减小换挡冲击，提高换挡机构效率。6MF 的最大匹配扭矩为 150 N·m-280 N·m，其主要特点是结构紧凑，轴向尺寸小，同时采用全同步器结构、大容量同步器、集成式换挡塔，有效提高换挡机构效率。

公司乘用车手动挡目前主要匹配奇瑞、吉利等品牌，19 年又拿到长城 4 款车的手动挡定点。

图 10：万里扬 5MF

资料来源：公司官网、长城证券研究所

图 11：万里扬 6MF



资料来源：公司官网、长城证券研究所

表 5：乘用车手动变速器主要产品简介

产品类别	产品	产品优势	匹配发动机	匹配扭矩（N·m）	净重（Kg）	匹配车型
手动变速器	5MF17	换挡平顺； 酣畅淋漓的动力传递，更富有驾驶操控乐趣； 节能经济，架乘无忧。传动效率高，达到 96%以上，减少动力损失，提高燃油经济性；1/2 档采用双锥同步环、3/4/5 档采用单锥螺纹同步环，提高同步容量，减小换挡冲击；采用滚动式定位座、聚四氟乙烯涂层衬套等提升换档性能的机构效率；集成式换档机构总成，结构紧凑，换档吸入感强，档位清晰。	吉利 4G15 发动机	180	33.3	吉利远景
	5MF22	重量轻，承载扭矩大； 匹配液压分离轴承，使离合器接合更平稳，降低整车冲击感； 倒挡带有预同步结构，提高倒挡的换挡性能。 优秀的 NVH 和换挡性能，提供舒适的乘坐舒适感和驾驶感；合理的速比设计，让整车兼有动力性和经济性；优秀的轴齿及同步器系统设计，使变速箱拥有卓越的耐久寿命。	1.4T	220	35	吉利远景
	6MF22	结构紧凑，轴向尺寸小，满足不同整车布置需求； 速比范围宽，提高整车燃油经济性； 提升换挡效率并采用大容量同步器，减小动态换挡力； 采用全同步器结构(含倒挡)，完全消	1.5L-2.0L、1.0TD、1.2TD、	150-220	41.2	东风风光 580、开瑞 X70/X90、

		除倒挡难挂、打齿抱怨； 运用细高齿设计理念，接合仿真分析和全磨齿工艺，整箱可靠性高、噪音小； 换挡机构采用集成式换挡塔，提高挡位清晰度，操纵灵活、舒适； 提供空挡开关、车速传感器、液压分离轴承等多种配置。	1.3T、1.5T			吉利远景X3
	6MF28	结构紧凑，轴向尺寸小，满足不同整车布置需求；采用全同步器结构（含倒档），完全消除倒档难挂、打齿抱怨；提供档位开关、空档开关、液压分离轴承等多种配置；运用细高齿设计理念，结合仿真分析和全磨齿工艺，整箱可靠性高、噪音小；提升换挡效率并采用大容量同步器，减小动态换挡力；换挡机构采用集成式换挡塔，提高挡位清晰度，操纵灵活、舒适。	2.0L、2.5L、1.3T、2.0T	280	45.6	奇瑞瑞虎5、艾瑞泽5、众泰A45

资料来源：公司官网、长城证券研究所

无级变速器（CVT）

无级变速是指可以连续获得变速范围内任何传动比的变速器，通过无级变速可以使传动系统与发动机工况实现最佳匹配，具有很好的节油效果。

CVT 变速器工作原理：CVT 的传动方式不同于大多数自动变速箱所采用的齿轮传动，而是使用了钢带摩擦传动。其速比的控制由下图所示的一组两个可变宽度的滑轮槽实现。

在低速模式下，发动机输入轴部分的滑轮槽宽，动力输出轴部分滑轮槽窄，因而导致两部分传输半径不一致，从而实现发动机输入轴转速小于输出轴。相应的，在超速模式下，发动机输入轴部分的滑轮槽窄，动力输出轴部分滑轮槽宽，使得两部分传输半径不一致，从而实现发动机输入轴转速大于输出轴。由于滑轮槽的宽度是连续电控可变的，因此相应的输出速比也是连续可变的。

图 12：CVT 变速原理

资料来源：长城证券研究所

图 13：CVT 实物图

资料来源：长城证券研究所

公司在 CVT 方面的主要产品是 CVT19/18、CVT25。CVT25 作为公司战略型自动变速器产品，技术水平和产品性能可比肩外资品牌，传动效率、降低油耗可靠性等方面得到了显著提升，可匹配的发动机扭矩范围进一步扩大，产品应用更加广泛，目前已在奇瑞汽车、吉利汽车等多家自主品牌汽车厂家的多个车型上进行同步搭载匹配。

作为公司的王牌产品，CVT 系列产品于 2017 和 2018 年连续被评为“中国十佳变速器”和“世界十佳变速器”。同时，公司在 2017 年通过了吉利汽车准入审核，变速器换挡性能优化项目荣获全国机械行业 QC 小组改进一等奖。

图 14：万里扬 CVT18

资料来源：公司官网、长城证券研究所

图 15：万里扬 CVT25

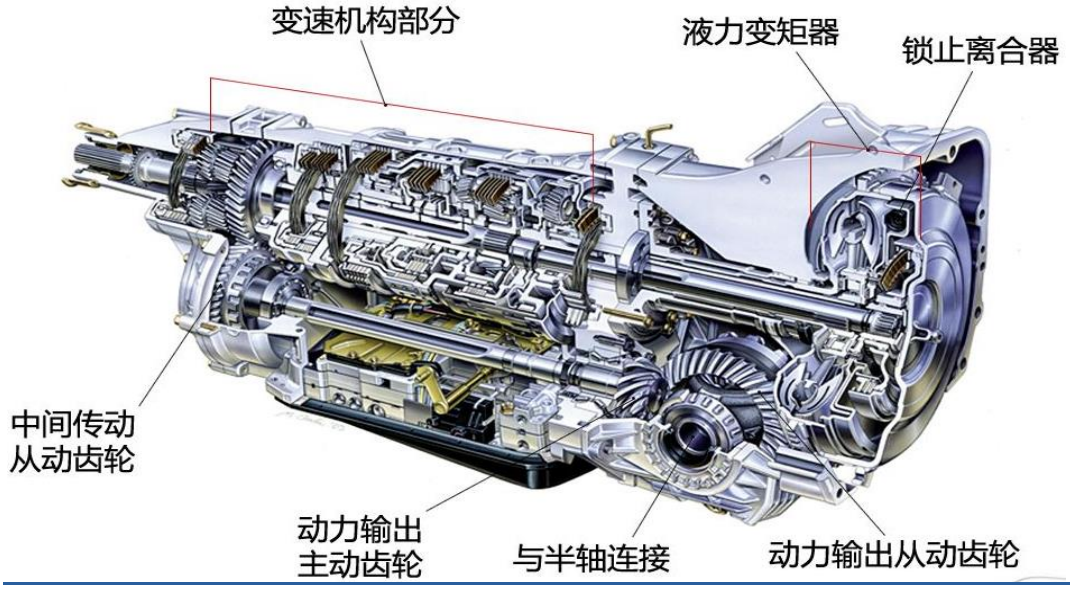
资料来源：公司官网、长城证券研究所

液力自动变速器（AT）

液力变速器主要由液力变矩器、行星齿轮和换挡执行机构组成，是一种通过液力传递和齿轮组合的方式来达到变速变矩的变速器。

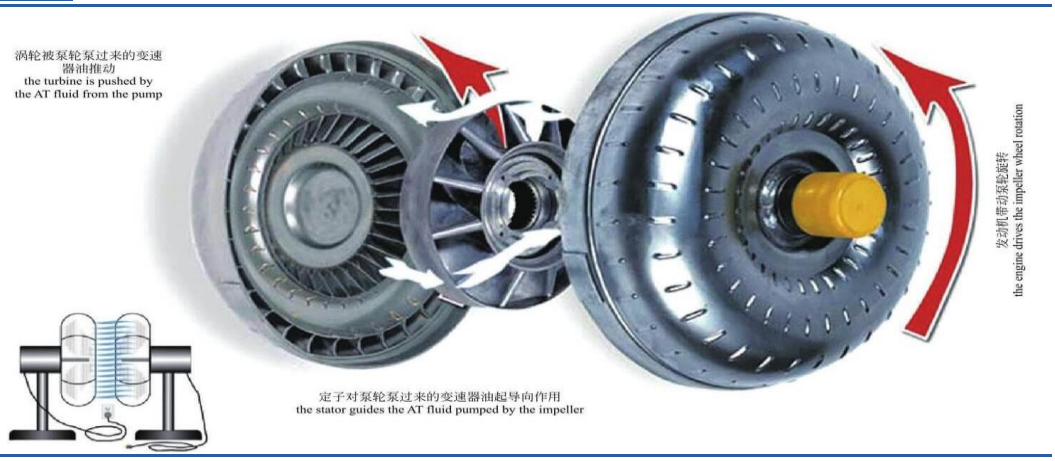
AT 变速器工作原理：液力变矩器的作用是将发动机的动力输出传递到变速机构，它里面充满了传动油，当与动力输入轴相连接的泵轮转动时，它会通过传动油带动与输出轴相连的涡轮一起转动，从而将发动机动力传递出去，其原理就像一把插电的风扇能够带动一把不插电的风扇的叶片转动一样。在 AT 中，行星齿轮代替了传统的齿轮系统，主要用于在传递发动机动力时改变其扭矩和转速。换挡执行机构主要是用来改变行星齿轮中的主动元件或限制某个元件的运动，改变动力传递的方向和速比。

图 16：AT 变速器基本结构



资料来源：长城证券研究所

图 17：液力变矩器工作原理示意图



*资料来源：*HowaCarWorks.com、*长城证券研究所*

公司布局 AT 变速器，目前 6AT 处于 B 样 DV 开发阶段，8AT 处于 A 阶段样机开发阶段。2016 年公司与德国吉孚动力技术（中国）有限公司合资成立吉孚汽车技术（浙江）有限公司，研究开发 AT 及基于 AT 的 PHEV 和汽车软件产品，并与浙江大学、合肥工业大学、山东大学、装甲兵工程学院、重庆理工大学等高研院所合作，建立了“中国人民解放军装甲兵工程学院博士后科研工作站”和“浙江省博士后流动工作站”。AT 能满足包括轿车、SUV 等所有车型，市场应用广泛，能充分满足不同技术路线的主机配套需求，该产品可配套最大扭矩 280 N·m 的发动机，涵盖国内所有黄金排量段汽车。

混合动力无极变速器（PHEV）和纯电动无级变速器（ECVT）

CVT 在当今汽车电动化的发展趋势下获得了独特的竞争优势。变速箱对于优化电动机动力输出依然至关重要，随着电动车业内对变速箱的逐渐认可，以及电动汽车逐步由目前低端产品向上升级换代，用户对性能、效率和续航里程的追求以及对重量和成本的敏感度降低，变速器多档化应该是电动汽车传动系统未来的发展趋势。但多挡减速器与纯电动汽车搭档存在动力中断、匹配难度大等问题，而 CVT 可以实现动力的连续输出，同时也可以调节电机的转速，让其更高效的工作。这就使得 CVT 在当今汽车电动化的发展趋势下获得了独特的竞争优势。

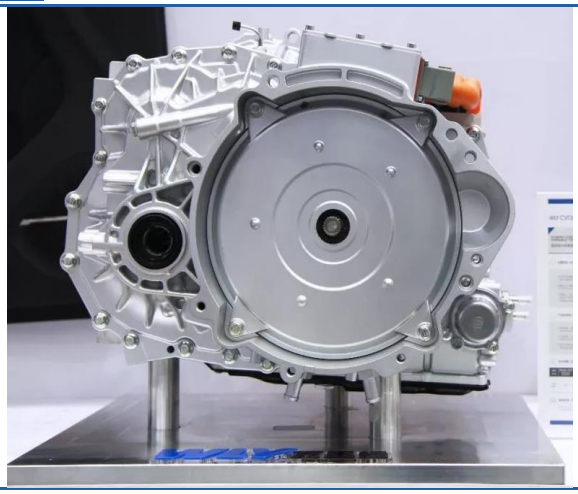
公司积极研发和推广混动车、纯电动车无级变速器。在 2019 年的“第十一届国际汽车变速器及驱动技术研讨会”上，公司首次展示了在新能源驱动领域的最新研发成果 **CVT38 PHEV** 和 **E-CVT**。

CVT38 PHEV 是一款 P2（二档）结构，具备 P1/P3（一档/三挡）模式的混合动力无级变速器，最大输入扭矩达到 400 N·m，可适配目前国内主流 AB 级混动车型。公司始终以研发出全球最先进的混动无级变速器为目标，相对于其他厂商混动无级变速器产品，CVT38 PHEV 拥有更紧凑的结构、更出色的动力性及节油性能、更高的效率和更智能的配置。CVT38 PHEV 通过 CVT 使发动机能始终高效率工作，同时辅以电机高效工作，使得燃油经济性达到最优；具备 EV、HEV、ICE、Idle charge 等工作模式，并且具有在高压缺电或失效情况下车辆依然可以依靠发动机正常行驶的独特性能优势。

E-CVT 是全球首款纯电动车专用的无级变速器，最大输入扭矩达到 280 N·m，最高转速 8000rpm，综合传动效率 95%。E-CVT 变速器本体由带轮系统、一级齿轮减速机构、液压系统、电动泵、液压驻车机构几个主要模块全新组合，采用单独电动泵的形式结合

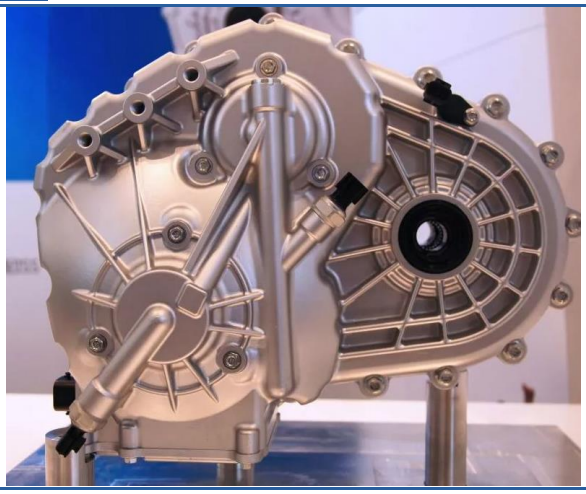
电磁阀组成的液压系统实现 E-CVT 的无级变速。E-CVT 的无级变速同电机实现了完美的匹配，可以让电机始终工作在高效区间，相较于单档减速器可以节省电能约 7%。同时，驱动电机扭矩可以通过无级调速系统调节放大或缩小来满足车辆使用，并且电机转速范围可以大幅度降低，不仅可以有效提高纯电动车的系统效率，大幅度降低电驱动车辆电耗，实现节能减排；同时可以降低电机转速及扭矩需求，降低电驱动动力总成的振动噪音，降低系统成本，提高电驱动车辆驾驶性能。

图 18：万里扬 CVT38 PHEV



资料来源：万里扬公司微信公众号、长城证券研究所

图 19：万里扬 E-CVT



资料来源：万里扬公司微信公众号、长城证券研究所

表 6：乘用车自动变速器主要产品简介

产品类别	产品	产品优势	匹配发动机	匹配扭矩（N·m）	净重（Kg）	匹配车型
无极自动变速器（CVT）	CVT18	起停、电子换挡、48v、BSG 应用；变速范围大，实现与发动机工况的最佳匹配，提高整车的燃油经济性；提供 SPORT、ECO、WINTER 等多种功能模式，满足不同客户群体的需求；采用先进的双作用叶片泵，容积效率高、泄漏小，内置流量控制阀，更加节能；采用独立的液压回路控制，给各系统提供精确的工作压力，使效率进一步提升；采用低粘度油品，增加挡油板，降低搅油损耗；TC 采用高热容量锁止离合器，具备低速滑差闭锁功能，集成高性能减震器，兼顾低速动力性和经济性表现	1.5L、1.0T	180	75	吉利远景 X3、吉利帝豪
	CVT19	变速范围广，与发动机工况的最佳匹配，提高整车燃油经济性；模拟手动 7 挡变速，可以让用户体验到双重驾驶乐趣；整箱可靠性高：采用新一代高可靠性传动钢带，使变速箱寿命进一步提升；燃油经济性好：具有更高的传动效率和更宽的速比范围，运用先进的智能控制系统，降低整车油耗，使其与 MT 车型相当；整车动力性好：采用先进的液力变矩器，使整车具有比 MT 车型更优越的加速和爬坡性能	1.5L、1.6L、1.8L、2.0L、1.3T、 1.5T	190	78	瑞虎 3、瑞虎 5、艾瑞泽 5、艾瑞泽 7；比速 T3、幻速 S5；轩朗、X70；野马 T60、

						斯派卡
	CVT25/28	起停、电子换挡、48v、BSG 应用；变速范围大，实现与发动机工况的最佳匹配，提高整车的燃油经济性；提供 SPORT、ECO、WINTER 等多种功能模式，满足不同客户群体的需求；采用先进的双作用叶片泵，容积效率高、泄漏小，内置流量控制阀，更加节能；采用独立的液压回路控制，给各系统提供精确的工作压力，使效率进一步提升；采用低粘度油品，增加挡油板，降低搅油损耗；TC 采用高热容量锁止离合器，具备低速滑差闭锁功能，集成高性能减震器，兼顾低速动力性和经济性表现	1.2T、1.4T、1.5T、1.6T	250	84.5	艾瑞泽 GX、吉利远景 X6 等
液力自动变速器(AT)	6AT	扁平化的设计；大转角减振器，扩大闭锁范围；采用滑差控制；采用直驱电磁阀控制油压，简化液压系统设计，效率高；启停电磁泵与阀体集成于一体化设计；自适应的换挡图让驾驶者感受更多驾驶乐趣；采用基于 AUTOSAR 的软件架构让软件更加易于整车集成；电子换挡和 48V、BSG 应用	1.6L、1.8L、2.0L、1.0TD、1.4T、1.5T、1.6T、1.8T	280	82	处于 B 样 DV 开发阶段

资料来源：公司官网、长城证券研究所

1.2.2 商用车变速器产品

商用车变速器方面，公司的主要产品是手动变速器（MT）和机械自动变速器（AMT），主要应用于轻卡和中卡。

商用车手动变速器（MT）的原理和乘用车类似，而机械自动变速器（AMT）的原理和手动变速器（MT）的原理也类似。AMT 在 MT 的基础上通过加装电控系统、传感器和相应执行机构，将选档、换挡、离合器及油门的操纵控制自动化。

图 20：万里扬 6G55 轻型车变速器

资料来源：公司官网，长城证券研究所

图 21：万里扬 8G90 中型车变速器

资料来源：公司官网，长城证券研究所

表 7：公司商用车主要产品简介

产品类别	产品系列	产品优势	匹配扭矩	匹配车型
轻卡变速器	TS 系列（第二代产品）	前进挡全同步，配置选/换挡定位机构，选挡清晰，换挡轻便；采用短行程同步器，可选配钢基喷钼同步环，可靠性高，使用寿命长；齿轮设计及制造精度高，传动平稳，传动效率高，噪音低；可匹配手制动器、取力器；国际排挡方式，操纵更方便，同时满足出口市场需求。	320N · m -550N · m	轻卡、轻客

	G 系列（第三代产品）	全铝合金壳体设计，三段积木式结构，强度好，重量轻，外形美观； 传动比优化设计，速比级差小，动力性好，换挡更轻便，更节油； 换挡叉轴带线性轴承，采用新型自锁互锁机构，换挡更轻便； 齿轮设计及制造精度高，传动平稳，传动效率高，噪音低； 前进挡和倒挡全同步，采用自主研发新型短行程同步器，可选配钢基喷钼同步环，摩擦系数大，可靠性高，使用寿命长；可匹配手制动器、取力器； 国际排挡方式，操纵更方便，同时满足出口市场需求。	320N · m -700N · m	高端轻卡、轻客
	AG 系列（高端产品）	采用液压分离轴承，全同步器换挡，同步环采用钢基喷钼技术，摩擦系数大，可靠性高，使用寿命长；集成式选换挡结构设计，结构紧凑，外形美观；选换挡执行器结构型式：X-Y 电机驱动；离合执行器结构型式：电液式；控制特征：采用三参数控制、自适应控制、模糊控制等先进的控制方法。系统功能：手/自一体，车辆蠕动，二挡起步；强制降挡，经济/运动/山路多种驾驶模式，坡道辅助起步，响应定速巡航、排气制动，故障诊断。	360N · m -400N · m	高端自动挡轻卡、轻客
中、重卡变速器	S 系列	主副箱双中间轴结构，体积小，重量轻，功率分流，可靠性高；二轴及齿轮浮动安装，取消二轴齿轮滚针轴承，故障模式少；副箱采用锁环式双锥同步器，高性能摩擦材料，同步容量大，可靠性高；齿轮设计及制造精度高，传动平稳，传动效率高，噪音低；速比范围大，级差小，燃油经济性好；可采用双 H、单 H 及单杆、双杆和左右双向远距离操纵等多种操纵模式；可满足侧取力器和底取力器等多种取力型式	900N · m -1800N · m	公路载重车、牵引车、起重车等大型车
微型车变速器	G、MG 系列	全铝合金壳体设计，三段积木式结构，强度好，重量轻，外形美观；前进挡全同步，一二挡双锥，换挡轻便； 同步环采用钢基喷钼技术，摩擦系数大，可靠性高，使用寿命长；带换挡惯量块，增加换挡吸入感；细高齿设计，重合系数大，传动平稳，噪音低，采用倒三轴结构，怠速噪音更低；国际排挡方式，操纵更方便，同时满足出口市场需求；	140 N · m 以内	微型载货汽车、微型面包车

资料来源：公司官网、长城证券研究所

1.2.3 汽车内外饰件

汽车内饰方面，公司主要产品涵盖仪表板、门板、中控台、立柱、护板、保险杠等。

图 22：公司汽车内饰产品

资料来源：公司官网，长城证券研究所

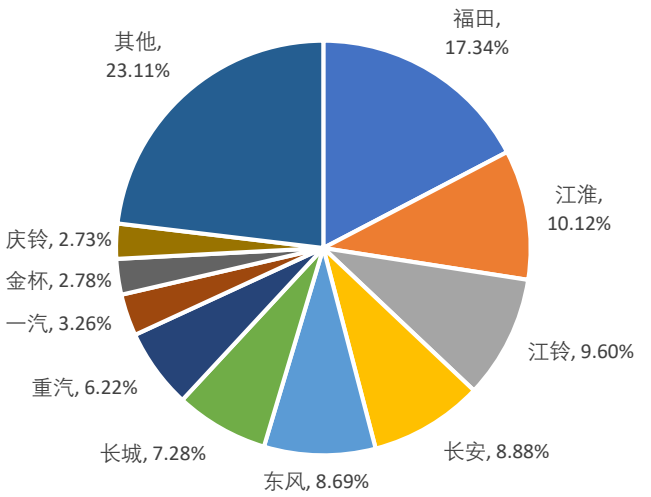
公司的汽车内饰产品主要客户为奇瑞汽车、华晨宝马、长安汽车、北汽股份、华晨汽车、一汽集团、汉腾汽车等。为了更加贴近国内各大整车厂生产基地，及时跟进其生产和设计需求，实现对整车厂的准时供货和服务，公司对生产基地进行了战略性布局。目前，公司已拥有辽阳、大连、涿州、芜湖、景德镇、上饶六大生产基地，分布在各主要汽车生产集中区域。同时，设立了南北两大技术研究院，进一步加强了产品研发和技术服务的快速响应能力。目前，公司已形成年产 200 万台套内饰件的综合能力。

1.3 核心客户

商用车变速器：公司为商用车变速器龙头，市场份额排名第一，其基本覆盖所有主流商用车企业，在商用车变速器领域的核心客户按所贡献销售额由高到低排序为福田、东风、江淮、一汽、柳汽等。粗略测算公司在轻卡变速器市场占据 31.66%的份额，在中卡变速器市场占据 56.43%的份额。2018 年公司商用车变速器销量约 70 万台，其轻卡变速器 60 万台，中卡变速器 10 万台，同年国内轻卡销量 189.50 万辆，中卡销量 17.72 万辆，初步估算，公司在轻卡变速器市场占据 31.66%的份额，在中卡变速器市场占据 56.43%的份额。

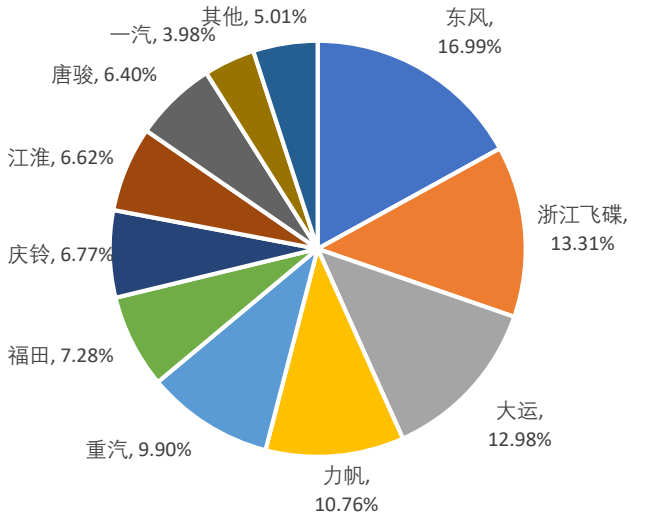
国内轻卡市场格局已经比较成熟稳定，行业集中度较高，预计不会有大波动。目前国内商用车行业的市场集中度较高，2018 年中卡市场 CR5 为 63.94%，CR10 为 94.99%；轻卡市场 CR54.63%，CR10 为 76.90%。

图 23：2018 轻卡市场格局



资料来源：中国卡车信息网、长城证券研究所

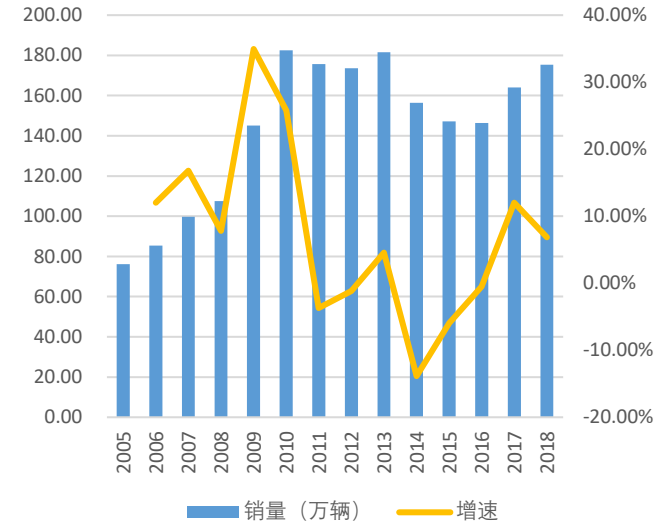
图 24：2018 中卡市场格局



资料来源：中国卡车信息网、长城证券研究所

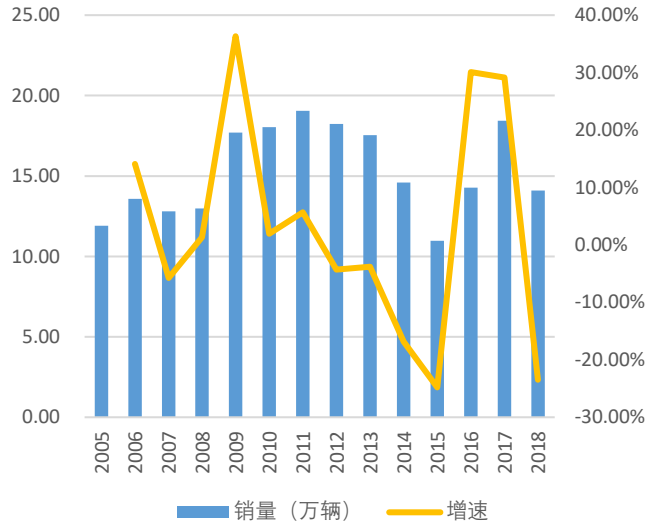
国内中卡市场有逐步萎缩趋势，货车向重型化和轻型化两极发展。近年随着现代运输行业物流多元化发展格局的日益明朗，货车市场结构逐步产生调整，货车向重型化和轻型化两极发展已经成为大趋势。在“轻重”两极的挤压之下，中卡市场在货车整体市场中的贡献度逐年下降，在整个货车销量中，中卡销量占比持续下降，2018 年只占货车总销量的 4.95%，而轻卡、重卡占比分别为 61.51%、10.38%。由于中卡较之轻卡必须支付较高的营运和使用费用，驱使用户不断以“轻”代“中”；出于对重卡良好的利润预期，又使得企业在生产上以“重”代“中”，中卡逐渐被边缘化。另外，我国的两吨、三吨轻卡超载能力达 10 吨以上，并且我国重型车使用的发动机大多是中卡发动机的改装品。可以说中卡隐藏在轻卡中，中卡被轻卡所替代；中型车演变为重型车，中卡被重卡所覆盖，这些因素共同导致了中卡市场逐步萎缩。

图 25：国内轻卡历年销量



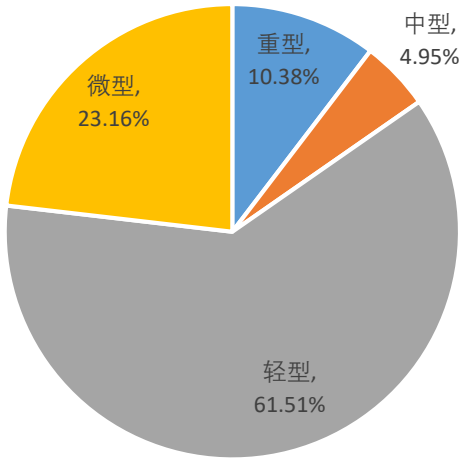
资料来源：wind、长城证券研究所

图 26：国内中卡历年销量



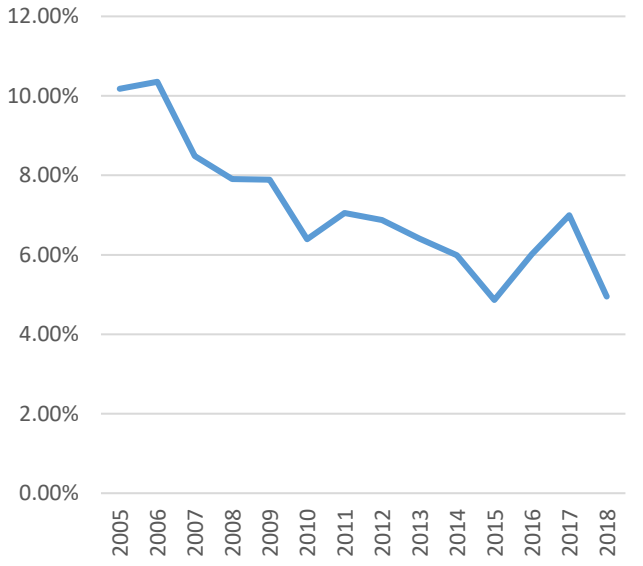
资料来源：wind、长城证券研究所

图 27：2018 年国内货车销量结构



资料来源：中汽协、长城证券研究所

图 28：中型货车销量占货车总销量比重逐渐下降



资料来源：中汽协、长城证券研究所

乘用车变速器：核心客户为吉利、奇瑞，目前在持续开拓新客户。公司乘用车变速器客户为自主品牌主机厂，上市以来，公司通过收购吉利、奇瑞变速器切入乘用车变速器领域，在以吉利、奇瑞为核心的客户基础上也不断开拓外部市场。

以乘用车自动变速器 CVT 为例，自 2016 年收购奇瑞变速器以来公司不断开拓新客户，2017 年为奇瑞、北汽银翔、力帆供货，2018 新增众泰，2019 年将给吉利、比亚迪、一汽配套，公司乘用车自动变速器在国内主流整车厂的市场进一步扩大，彰显公司产品实力获得越来越多主机厂的认可。

图 29：公司乘用车变速器主要客户

资料来源：公司官网、长城证券研究所

图 30：公司乘用车 CVT 历年新增客户

时间	当年新增客户
2017	北汽银翔、力帆等
2018	众泰等
2019	吉利、比亚迪、一汽等

资料来源：长城证券研究所

核心客户奇瑞、吉利 2018 年销量表现明显强于行业，2019 年也将推出多款新车。2018 年自主品牌乘用车销量比去年同期下降 8.14%，但公司核心客户奇瑞乘用车全年销量同比下降 2.30%、吉利乘用车全年销量同比增长 18.09%，表现明显强于行业。吉利在 18 年推出了缤越、缤智、领克 02、领克 03 等多款全新车型，以 150.08 万台的销量，20.3%的增幅，位列自主品牌乘用车销量第一名。2019 年吉利将继续发力，目前规划的车型已经超过 10 款，新车阵容覆盖吉利和领克品牌下的 SUV、轿车、MPV 和新能源车型，几乎达到平均每月发布一台新车的节奏，预计销量有望继续稳中有升。奇瑞汽车在 2019 年除了推出两款全新 SUV 之外，奇瑞控股捷途今年将推出 3 款车型，同时奇瑞官方提到在 2019-2020 年，将会有 10 款车型（含全新/改款等）推出，2021 年后还有 5 款全新车型上市。

新增优质客户长城、比亚迪 2018 年销量表现不俗，2019 年新车规划丰富。2018 年长城乘用车销量同比下降 3.70%，比亚迪乘用车销量同比增长 22.50%，在自主品牌乘用车中表现不俗。2019 年长城汽车的新车布局仍以 SUV 为主，其中哈弗品牌将推出 2 款新车，WEY 品牌将推出 1 款新车，欧拉品牌将推出 1 款新车。2019 年比亚迪新增“e 网”销售网络，从而形成“王朝网”和“e 网”两个销售网络渠道，王朝系列将推出 6 款新车型，定位中高端市场，主要服务精英用户；e 网系列将推出 3 款车型，主打务实属性，主要服务追求实用性、经济性的年轻用户。

2019 年公司 CVT 产品除了继续搭载奇瑞车型，还将开始搭载吉利、比亚迪、一汽等品牌的众多车型。2018 年及以前，公司 CVT 产品主要搭载奇瑞瑞虎 3、瑞虎 5、艾瑞泽系列（艾瑞泽 5、艾瑞泽 7、艾瑞泽 GX），2019 年除了保持这几款主要车型之外，配套公司 CVT 产品的奇瑞车型将新增瑞虎 7、瑞虎 8 以及一款捷途的车型。另外，CVT 产品从 2019 年起开拓性地搭载吉利缤瑞、帝豪 GS、帝豪 GL、远景 X3、远景 X6 共 5 款车型以及比亚迪两款车型。

表 8：主流自主品牌乘用车 2016-2018 年销量

厂商名称		2016	2017	2018	2018 自主品牌乘用车销量排名
吉利	销量（万辆）	78.4	124.8	150.08	1
	YOY		59.10%	20.30%	
上汽通用五菱	销量（万辆）	142.79	155.83	135.56	2
	YOY		9.13%	-13%	
长城	销量（万辆）	96.8	95.03	91.50	3
	YOY		-1.90%	-3.70%	
长安	销量（万辆）	114.9	106.27	85.93	4
	YOY		-7.60%	-19.10%	

厂商名称		2016	2017	2018	2018 自主品牌乘用车销量排名
上汽乘用车	销量（万辆）	32.1	52.2	72.90	5
	YOY		62.30%	39.70%	
奇瑞	销量（万辆）	59	55.21	53.96	6
	YOY		-6.50%	-2.30%	
广汽传祺	销量（万辆）	37.1	50.86	53.52	7
	YOY		37.20%	5.20%	
比亚迪	销量（万辆）	49.6	40.97	50.20	8
	YOY		-17.50%	22.50%	

资料来源：乘联会、长城证券研究所

表 9：公司主要客户 2019 年新车规划

品牌	车型	新车类型	定位	上市时间
奇瑞	瑞虎 8	中期改款	中型 SUV	2019 年
	星途 TX	全新	紧凑型 SUV	2019 年 4 月
	捷途 X70S EV	新增新能源车版本	中型 SUV	2019Q3
	捷途 X90	全新	中型 SUV	2019 年 1 月
	捷途 X95	全新	中型 SUV	2019Q3
吉利	博越	中期改款	紧凑型 SUV	2019 年
	GE11	全新	A 级纯电动车	2019 年 Q1
	嘉际	全新	MPV	2019 年 3 月
	VF12	全新	MPV	2019 年 Q2
	FY11	全新	紧凑型 SUV	2019 年下半年
	远景 S1	中期改款	紧凑型 SUV	2019 年下半年
	帝豪 GS PHEV	全新	紧凑型 SUV	2019 年
	领克 04	全新	中大型 SUV	2019 年
	领克 05	全新	中大型车	2019 年
	领克 02 PHEV	新增新能源车版本	紧凑型 SUV	2019 年
	领克 03 PHEV	新增新能源车版本	紧凑型轿车	2019 年
长城	新款哈弗 H6	中期改款	紧凑型 SUV	2019 年初
	WEY P8 GT	全新	中型 SUV	2019 年 Q2
	欧拉 R2	全新	纯电动微型车	2019 年中
	哈弗 F7x	全新	紧凑型 SUV	2019 年
比亚迪	新款 SUV	全新	SUV	2019
	宋 MAX DM	全新	插电混动版 MPV	2019H1
	新款轿车	全新	轿车	2019
	秦 PRO EV 高续航版	全新	紧凑型纯电动轿车	2019
	元 EV535	全新	小型纯电动 SUV	2019 年 3 月
	唐 EV600	换代	中型纯电动 SUV	2019 年 2 月
	3 款 e 网车型	全新	新能源车	2019

资料来源：汽车之家、搜狐汽车、长城证券研究所

1.4 产能布局

变速器产品方面公司现有四大生产基地，其中浙江金华和山东平邑基地主要生产商用车变速器，具备综合年产 100 万台商用车变速器（含 30 万台高端轻卡变速器）的能力；安徽芜湖和浙江宁波基地主要生产乘用车变速器，目前部分产线处于升级或建设中，预计 2019 年年底将具备年产 100 万台手动变速器和 100 万台 CVT 自动变速器的能力。

①商用车变速器方面：行业格局相对固定，公司现有产能充足，目前暂时没有扩充计划。

②乘用车手动变速器方面：至 18 年底，公司已经拥有 100 万台乘用车手动变速器产能。公司在这方面的产能来源主要是 2011 年收购的吉利变速器公司和 2016 年收购的奇瑞变速器公司。2015 年，奇瑞变速箱公司手动变速箱产能和产量分别为 55 万台、34.4 万台。现阶段乘用车手动挡变速器占比下行，公司产能利用率有下降压力。但是考虑到这些产能的固定资产折旧都基本结束，该部分业务的压力偏小。

③乘用车自动变速器方面：根据公司产能规划，2019 年年底 CVT 变速器将新增 50 万台产能，届时公司乘用车变速器产能将提升至 200 万台（手动变速器 100 万台，CVT 变速器 100 万台）。

公司原有 20 万台 CVT19 的产能，随着新产品 CVT25 在 2018Q3 实现量产，目前已具备 30 万台产能。至 18 年底，公司共计有 50 万台 CVT 产能。同时，另有产线正在建设中，预计 2019Q2 量产将具备 20 万台 CVT18 产能；预计 2019Q3 量产，将具备 30 万台 CVT25 生产能力。预计至 19 年底，公司将拥有 100 万台 CVT 产能。

同时，公司积极研发新产品、扩充已有产品线，正在开发 6AT 产品生产线，一期预计投资 5 亿元，将具备年产 30 万台能力，预计 2020H2 投产。

表 10：乘用车变速器产能情况

产线	产品	投资金额	（预计）投产时间	产能	配套客户/车型
通过收购获得	MT		16 年收购奇瑞变速箱时获得	55 万台	吉利远景 X3/X6、帝豪、东风小康风光 580、开瑞 X70/X90、奇瑞瑞虎 5/艾瑞泽 5、众泰 A45
通过收购获得	CVT19		2016 年已有	20 万台	瑞虎 3、瑞虎 5、艾瑞泽 5、艾瑞泽 7；比速 T3、幻速 S5；轩朗、X70；野马 T60、斯派卡
新建	PHEV		2017 年小批量供货	约 2 万台	奇瑞艾瑞泽 7e
新建	CVT25	实际生产线总投资在 20 亿元左右	2018 年 Q3	30 万台	艾瑞泽 GX、吉利远景 X6 等
新建	CVT18		2019 年 Q2	20 万台	吉利远景 X3、吉利帝豪
新建	CVT25		2019 年 Q3	30 万台	艾瑞泽 GX、吉利远景 X6 等
新建	AT	一期预计投资 5 亿元	一期开发中	30 万台	

资料来源：长城证券研究所

1.5 18 年利润大幅负增长原因分析

2018 年乘用车销量罕见负增长、公司研发投入大幅增加以及全资子公司金兴内饰亏损计提资产减值，这些因素叠加，导致公司利润大幅下降。根据公司 2018 年年报，公司 18 年实现营收 43.7 亿元，同比下降 13.1%；归母净利润 3.5 亿元，同比下降 45.3%。扣非后

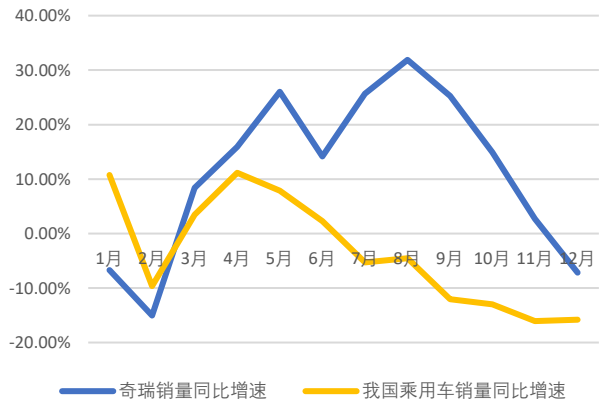
归母净利润 2.5 亿，同比下降 46.8%。其中，2018Q4 公司实现收入 11.4 亿元，同比下降 9.5%；亏损 0.16 亿元（去年同期归母净利润约 0.7 亿元）。受汽车市场需求低迷的影响，公司汽车变速器业务和汽车内饰业务收入均有所下降。同时，为不断增强公司产品市场竞争力，公司加大了 CVT、AT、AMT 以及新能源汽车驱动系统等产品技术的研发投入，加上公司大力开拓新客户市场并建设新产能，人力、财务费用等成本增加，公司整体经营成本比去年同期高较多。此外，2018 年公司获得政府补助同比减少较多，以及金兴内饰计提了商誉减值准备，从而导致公司 2018 年度净利润同比出现较大幅度的下滑。

以下为公司 2018 年业绩下滑主要原因详细分析:

①18 年整个汽车行业下滑，公司 CVT 配套车型艾瑞泽 5、瑞虎 3、瑞虎 5 表现不佳。

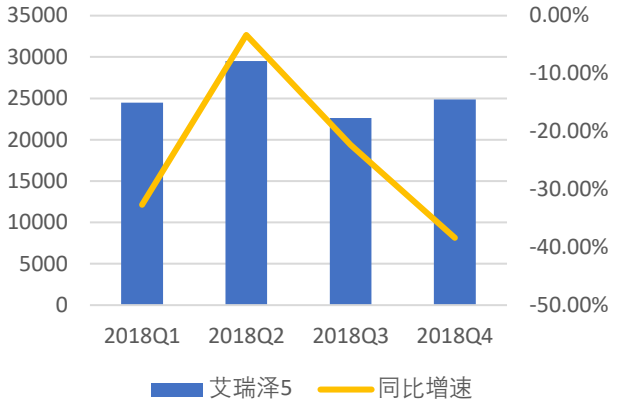
2018 年国内汽车销量下滑，乘用车销量全年同比减少 4.3%。尤其 18Q4 至暗时刻，单季度乘用车销量同比减少 15.0%。整个汽车行业需求低迷，使得公司汽车变速器和汽车内饰件等业务收入下降。公司核心客户奇瑞 2018 年全年整体销量同比增加 9.7%，但是公司 CVT 主要配套车型艾瑞泽 5、瑞虎 3、瑞虎 5 销量表现不佳。按单季度销量同比增速看，艾瑞泽 5 全年单季度增速均为负，瑞虎 5 四季度销量同比下滑 58.8%，瑞虎 3 四季度销量同比下滑 20.6%。

图 31：2018 年国内乘用车市场需求低迷



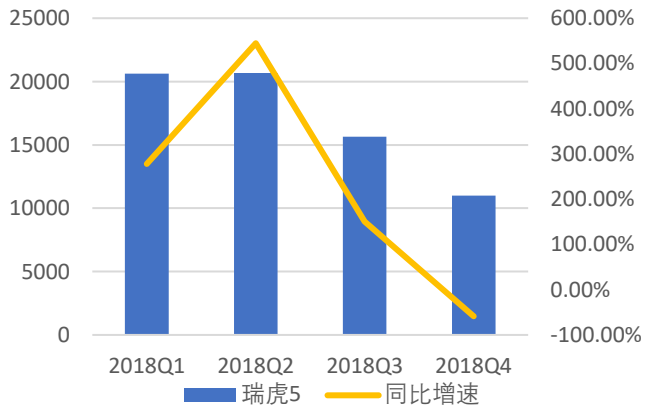
资料来源：中汽协、长城证券研究所

图 32：2018 年艾瑞泽 5 销量情况



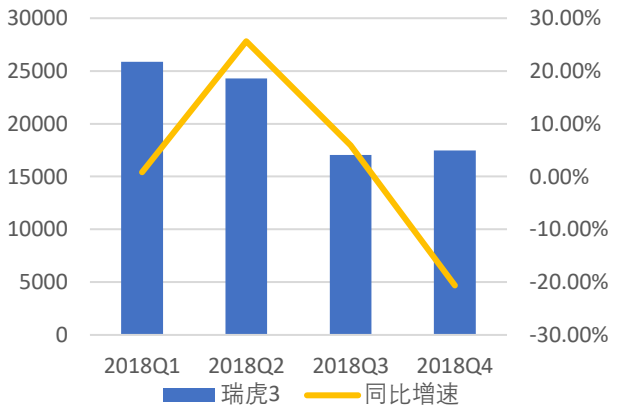
资料来源：乘联会、长城证券研究所

图 33：2018 年瑞虎 5 销量情况



资料来源：乘联会、长城证券研究所

图 34：2018 年瑞虎 3 销量情况

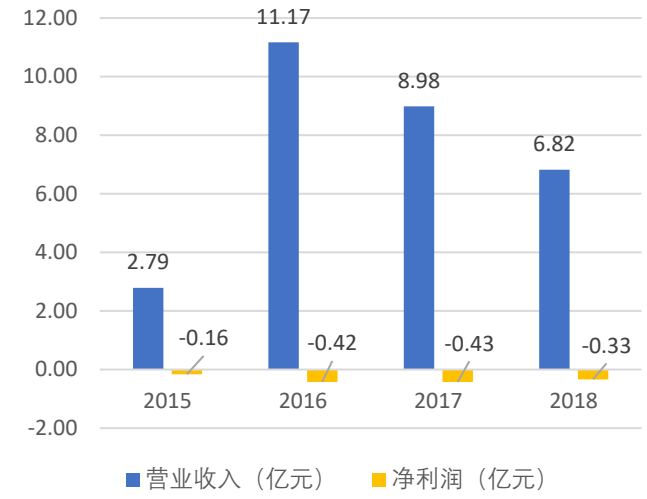


资料来源：乘联会、长城证券研究所

②全资子公司金兴内饰继续亏损

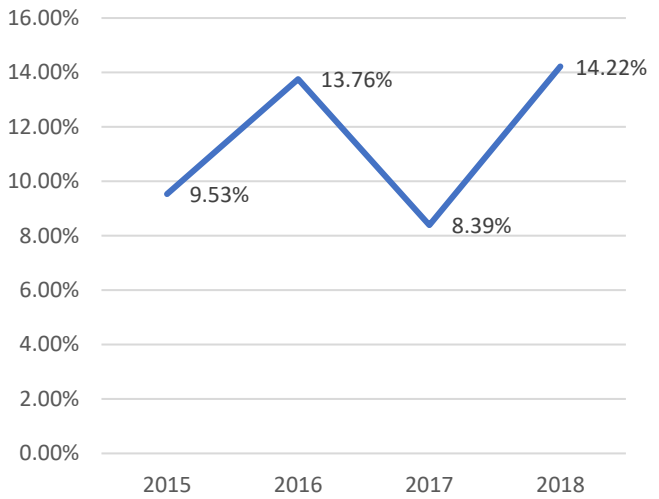
2018 年金兴内饰实现收入 6.82 亿元，同比下降 24.1%，但毛利率大幅提升 5.8%，亏损 0.33 亿元，去年同期亏损 0.43 亿元，亏损幅度下降，总体态势向好。2018 年公司加大市场开拓力度并大力推进项目的开发，成功开拓吉利、长城、比亚迪、佛吉亚等新客户，推进了北汽项目、奇瑞项目、吉利项目、汉腾项目等 18 个重点产品项目，新项目量产有望加速推动内饰业务扭亏为盈。

图 35：金兴内饰 2015-2018 年持续亏损



资料来源：公司公告、长城证券研究所

图 36：金兴内饰毛利率变动情况

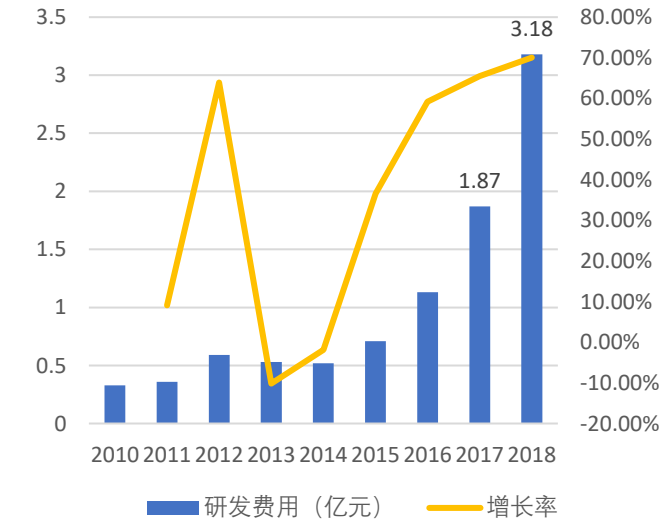


资料来源：公司公告、长城证券研究所

③公司加大研发投入和扩建产能，导致经营成本有所提升。近年来，公司不断加大 CVT、AT、AMT 等产品技术的研发投入以提升产品竞争力，近三年公司研发投入明显提速，2016-2018 研发投入年复合增速高达 67.75%。18 年的研发费用相对于 17 年增加 1.31 亿元。目前公司有 6 款变速器在研产品，这些都将成为公司持续发展的有力支撑。

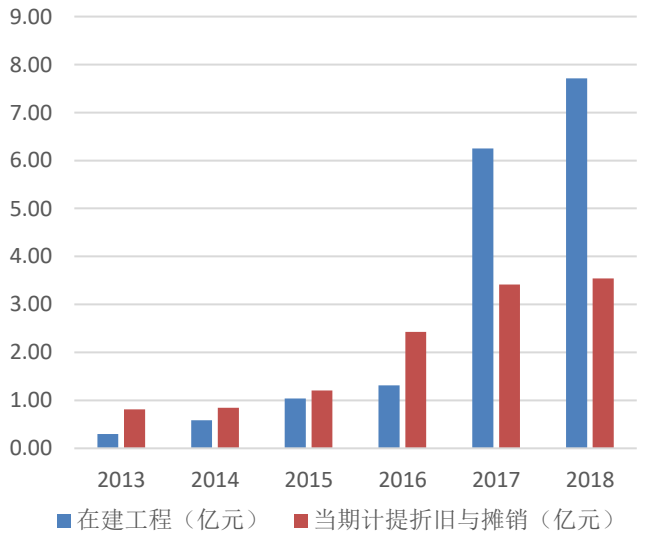
另外，2018 年总投资 60 亿的“自动变速器与新能源汽车驱动系统项目”（一期+二期）开始建设。公司新产品开发和新产能的布局尚未形成规模化效益，使得公司折旧摊销压力增加，整体经营成本有所提高。

图 37：公司近 3 年研发费用大幅增长



资料来源：公司公告、长城证券研究所

图 38：公司折旧摊销压力近 3 年明显增加



资料来源：公司公告、长城证券研究所

表 11：公司目前在研产品

	产品系列	产品型号	额定输入扭矩（N·m）	匹配发动机	适用车型
乘用车变速器	自动变速器	8AT40	400	1.8TD、2.0TD、3.0V6 等	中大型乘用车，SUV、MPV
	混合动力无级变速器	CVT38PHEV	380	/	/
	混合动力自动变速器	6AT28PHEV	280	1.6L、1.8L、2.0L	中型乘用车，SUV、MPV 等
	手动变速器	6MF22	220	1.5L、1.6L、1.8L、2.0L、1.0TD、1.2TD、1.3T、1.5T	东风小康风光 580、开瑞 X70/X90、吉利远景 X3
商用车变速器	高端轻型车自动变速器	6AG70	700	/	高端自动挡轻卡、轻客及底盘
	工程变速器（第二代）	10H50	500	/	自卸车、专用车、低速工程车等
		12H55/65	550、650	/	

资料来源：公司官网、长城证券研究所

表 12：公司在建产能

	规划产能	投资金额（亿元）	建设周期	经济效益
自动变速器与新能源汽车驱动系统项目（一期）	30 万台（套）系列自动变速器	25.5	2018-2019 年	可实现年销售收入 21 亿元以上
自动变速器与新能源汽车驱动系统项目（二期）	60 万台（套）系列自动变速器、30 万台（套）电驱动桥和 10 万台（套）混合动力汽车驱动系统	34.5	2019-2022 年	全部达产后可实现年销售收入 100 亿元以上

资料来源：万里扬和金华开发区签订的《项目投资框架协议》、长城证券研究所

④18 年公司计提商誉减值 3570.37 万元，并且政府补助比去年同期减少近 8000 万元

本次对金兴内饰的商誉减值计提也是公司近五年最大的一笔商誉减值计提事项。受整个汽车市场需求低迷的影响，汽车内饰业务收入有所下降。根据公司 2018 年年报，2018 公司对全资子公司金兴内饰计提了 3570.37 万元的商誉减值准备，造成 3570.37 万元的商誉减值损失。

另外，公司 2018 年计入当期损益的政府补助为 1.21 亿元，比去年同期减少近 8000 万元。

表 13：公司近五年计提商誉减值事项

	2016	2018
商誉减值损失（万元）	644.55	3570.37
形成商誉的事项	台州吉利发达汽车变速器	金兴内饰

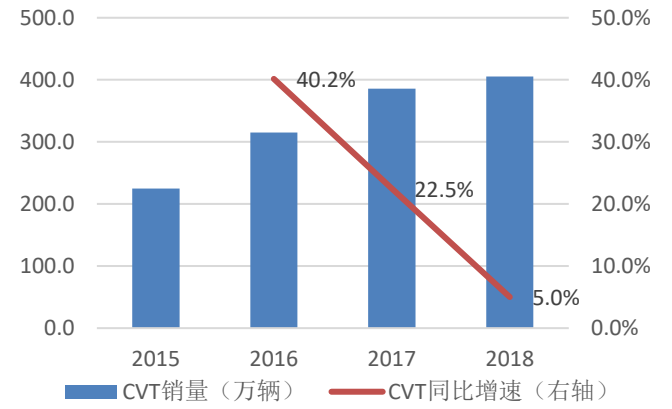
资料来源：公司公告、长城证券研究所

2. 行业部分

2.1 CVT 渗透快速提升，并且市场格局变化将有利于万里扬

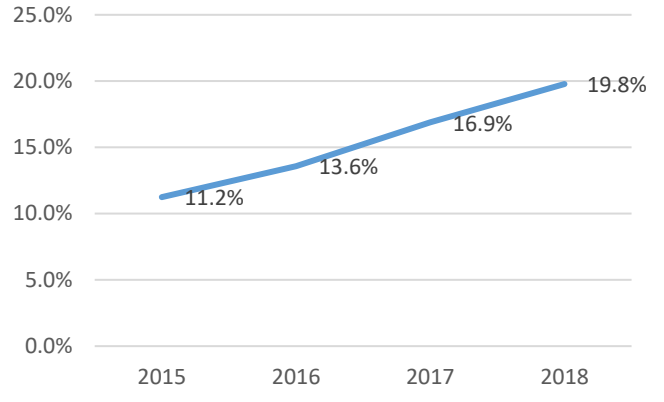
近几年中国 CVT 车型销量增速明显高于汽车行业销量增速，在乘用车中的渗透率快速提升。16-18 年中国 CVT 车型销量增速依次为 40.2%、22.5%、5.0%，显著高于同期汽车行业销量增速。CVT 在中国乘用车中的渗透率从 15 年的 11.2%快速提升至 18 年的 19.8%。

图 39：国内 CVT 配套车型销量及增速



资料来源：中机中心、长城证券研究所

图 40：国内乘用车 CVT 渗透率



资料来源：中机中心、长城证券研究所

目前来看 CVT 主要用于日系车和部分自主品牌汽车（奇瑞、吉利等），德系和美系基本极少使用 CVT。具体原因：①从供给端来看，全球最大的 CVT 供应商为日本捷特科，占据全球 CVT 市场主要份额，公司也倾向于为日系车配套。②从需求端来看，德系和美系车偏好大扭矩大排量，更倾向于大扭矩的 AT 和 DCT。

■ **我们判断 CVT 在中国自主品牌中的渗透率将快速提升。**

18 年中国自主品牌汽车 CVT 装箱率仅有 8%，而 DCT 装箱率有 19%，AT 的装箱率有 20%。在自动变速箱渗透率提升的大趋势下，售价低、省油的 CVT 将成为替代 MT 的首选。

其渗透率提升的驱动因素有以下三点：

a. CVT 的节油性能明显高于 AT，不低于 DCT，预计在中国乘用车油耗标准加速趋严的情况下，将有更多比例的乘用车使用 CVT。

b. 之前 CVT 的发展瓶颈主要是扭矩不足，现在国产 CVT 的最新一代产品的扭矩基本都能够达到 250N·M，基本能够满足 1.6 升及以下小排量车型对扭矩的需求，目前制约 CVT 应用的主要瓶颈得以解除。

c. CVT 扭矩低、售价低、省油的特性使其非常适合小排量车型，而中国 1.6 升及以下小排量车型占比稳定在 70%左右，其市场空间广阔。购买 1.6L 及以下小排量车型的消费者对价格的敏感度又正好比购买大排量车型的消费者高，小排量车型的消费者更注重省油和变速器价格。

■ **CVT 的国内市场格局生变，万里扬将脱颖而出。**

从全球范围来看，CVT 市场的第三方独立变速器供应商有日本捷特科（Jatco），中国的万里扬、邦奇集团、湖南容大。2018 年南京邦奇销售 CVT 变速器 40 万台，万里扬销售 CVT 变速器约 10 万台。2018 年国内搭载 CVT 的乘用车销量约 405 万台，以此测算，万里扬、邦奇的市占率分别为 2.5%、9.9%。国内日系车的自动挡基本都为 CVT，而其 CVT 基本都由日本捷特科供应，由此可以推算捷特科 CVT 在中国市场的占有率接近 90%。

万里扬和捷特科不构成直接竞争关系，Jatco 的产品广泛搭载于日产、三菱和铃木厂商的产品之中，一般不向中国自主品牌汽车供货。全球市场中 CVT 变速器行业的龙头企业是日本捷特科（Jatco）。Jatco 由日产、三菱、铃木共同持股，其中日产持股 75%，生产的 CVT 变速器主要供给日系车。由于 CVT 在日本渗透率远高于欧美地区，这也使得 Jatco 成为了 CVT 行业的龙头企业，占据全球约 50%的市场份额（来源 Jatco 官网）。在日本车系内，零部件供应商通常和整车厂形成产业同盟，零部件供应商只对固定整车厂供货，不对外供货，整车厂商也只从同盟内零配件厂商采购。

所以说，万里扬的主要竞争对手就是邦奇集团和湖南容大，而邦奇母公司陷债务危机，研发投入和扩产受到负面影响，并且湖南容大被小康股份收购，丧失独立第三方地位，万里扬将脱颖而出。（对格局演变的详细分析参见本报告 4.3 节）

万里扬的主要竞争对手邦奇集团的母公司陷入债务危机，新产品开发和产能扩建受到负面影响。由于银亿股份连续大额并购，目前现金流断裂，出现债务危机。**（债务危机具体情况参见本报告投资要点 4.2 部分。）**

另一个竞争对手湖南容大被主机厂小康股份收购，湖南容大丧失独立第三方供应商的地位，转为对小康内部供货。2018 年初，重庆小康工业股份宣布全资子公司小康动力从公司控股股东小康控股处收购泸州容大 86%股权，交易价格为 6.3 亿元。据工商信息显示，小康控股于 2016 年 12 月 18 日成立了泸州高新江麓容大车辆传动股份有限公司(即泸州容大)，后者随即于 2016 年 12 月 31 日收购了湖南容大 98.21%的股份。根据交易方案披露，完成收购后，泸州容大、湖南容大生产的产品将优先用于供应小康股份自产车型。

表 14：万里扬及主要竞争对手简况（2018 年）

项目	万里扬	邦奇集团	湖南容大	捷特科 Jatco
所属国家	中国	中国	中国	日本
股东背景	民营企业	银亿股份子公司	重庆小康子公司	日产、三菱、铃木分别持股 75%、15%、10%
成立时间	1996 年	1972 年	2003 年	1999 年
主营业务	商用车变速器、乘用车手动变速器、CVT	CVT、DCT、混合动力车传动系统	CVT、新能源车自动变速器	CVT、AT、混合动力车传动系统
CVT 业务总营收	9-10 亿元	32 亿元左右		448 亿元（2017）
净利率	25%左右（毛利率）	10%左右（净利率）		7.30%（净利率）（2017）
CVT 产能	100 万台（2019 年底）	120 万台	50 万台（2019E）	500 万台以上
主要 CVT 产品简介	CVT19:变速范围广；模拟手动 7 挡变速；采用新一代高可靠性传动钢带；燃油经济性更好；采用先进的液力变矩器，适用 2.0L、1.5T 以下发动机，匹配扭矩 190N·m CVT25/28:CVT19 的升级版本，可匹配起停、电子换挡、48v、BSG 应用，匹配 1.6T 以下发动机，250N·m 扭矩	VT2/3：现有主打产品，前驱横向式，具有多种扭矩版本，可提供启停功能；输入扭矩 220N·m VT5：VT2/3 的升级产品，前驱横向式，采用液力变矩器，可提供多重功能扩展如 AWD、启停、48V、混动和 ASIL-C 电子换挡；输入扭矩 250N·m	RDC15：容大自主研发，荣获“国家重点新产品”称号，适用于 1.5L 以下发动机，输入扭矩 150N·m RDC18：博世公司联合设计开发，采用液力变矩器和双作用油泵更加高效，适用 1.8L 以下，输入扭矩 180N·m RDC27：公司第三代 CVT 产品，适用 2.5L、1.8T 以下发动机，输入扭矩可达	Jatco CVT8：与前代同级别产品相比燃油经济性提高 10%；齿轮比提高 17%至 7.0；摩擦阻力减少 40%，适用于 2.0 至 3.5L 发动机 Jatco CVT7：世界上第一台配备副变速器的 CVT；与前代同级别产品相比，齿轮比进一步提高到 7.3；整体长度减少 10％，重量减轻 13％；摩擦阻力减少 30%，适用于微型车和小型车

项目	万里扬	邦奇集团	湖南容大	捷特科 Jatco
			270N·M,应用新技术的,进一步降低油耗，可实现更低的锁止车速，具有更低的液压损失，计划 2019 年初可实现量产	
工厂布局	金华、蒙沃、芜湖、宁波	比利时、南京、宁波	长沙、泸州	日本，墨西哥，中国和泰国
下游客户	吉利、奇瑞、比亚迪、众泰、小康、福田、东风、重汽	吉利、东风、北汽、江铃、日产、力帆、众泰、宝腾等	东风日产、奇瑞、力帆汽车、东风小康	日产、三菱、雷诺、韩国现代、福特、戴姆勒克莱斯勒

料来源：万里扬、邦奇、Jatco、容大公司官网、万里扬 2017 年报、维基百科、长城证券研究所

邦奇集团基本情况介绍：

邦奇集团专注于研发、生产和销售汽车变速器，其产品主要为无级变速器（CVT），目前正致力于研发双离合变速器（DCT）、混合动力总成系统和纯电动动力总成系统。邦奇在全球有比利时圣特雷登工厂（比利时邦奇）、中国南京工厂（南京邦奇）和宁波工厂（宁波邦奇）3 个生产基地，研发中心包括荷兰埃因霍温及德国莱雷 2 个研发中心。其中比利时圣特雷登总部工厂负责生产汽车变速器的核心零部件，而南京工厂主要负责将圣特雷登工厂生产的核心零部件和其它配套组件组装为变速器成品，并相应承担产品应用开发测试、客户开发以及售后服务工作。

邦奇集团最主要的产品是无级变速器 VT2、VT3 和升级产品 VT5。VT2/3 以较轻的质量和紧凑的空间占用为配套车型节省了更多空间和重量，同时，采用标准化设计缩短了与客户车型和系统的开发匹配时间。升级产品 VT5 在扭矩方面实现了较大提升，扩展了车型应用的范围，并通过多项技术专利的应用提升了产品的技术水准和性能。此外，在现有产品的基础上，邦奇集团针对低成本经济性微小车型研发的双离合变速器产品（DCT）已获得欧洲第二大整车厂法国标致雪铁龙集团电动化双离合自动变速器合格供应商资格，针对新能源汽车市场，邦奇集团自主研发的混合动力总成系统、纯电产品也已进入开发验证阶段，部分产品已投入生产。

表 15：邦奇主要产品简介

产品类别	产品型号	主要技术特点	最大输入扭矩	配套车型/研发阶段
无级变速器	VT2、VT3	现有主打产品，前驱横向式，具有多种扭矩版本，可提供启停功能	220 N·m	吉利、东风、北汽、海马、众车、宝腾等多款品牌车型
	VT5	VT2/3 的升级产品，前驱横向式，采用液力变矩器，可提供多重功能扩展如 AWD、启停、48V、混动和 ASIL-C 电子换挡	250 N·m	江铃陆风、东风小康、江铃福特、领界
	VT6	VT2/3 的换代产品		处于开发验证阶段
双离合变速器	DT1	前驱横向式，只采用 4 对齿轮，就可以在 7 个前进挡位间无缝切换。只使用一侧轴，重量更轻，更紧凑，成本更低。	190 N·m	处于开发验证阶段，预计在 2020 年 Q1 量产，主要投放印度市场
	DT2	和 PSA 合作研发，可提供 48V	400 N·m	处于开发验证阶段，预计在 2022 年量产，主要投放欧洲、中国市场

混合、纯电动力总成系统	HS2	主要应用于插电式混合动力车型		处于开发验证阶段
	EP1	主要应用于纯电动车型		小规模配套德国邮政，产量 2-3 千台/年

资料来源：南京邦奇官网、长城证券研究所

表 16：2015-2017 年邦奇集团产能、产销情况

	2015	2016	2017	2018
产能（万台）	30	45	120	120
产量（万台）	26.3	40.77	71.93	43.89
销量（万台）	26.16	41.44	71.32	40.69
销量分布	中国：88%	中国：74%		
	马来西亚：11%	马来西亚：25%	2017 年新增 5 条，至年底共 8 条 CVT 生产线	18 年销量下降 42.94%，系整车厂销售疲软
主要客户销售情况	宝腾：24%	吉利：20%		
	吉利：16%	江淮：12%		
	江淮：15%	宝腾：11%		
平均价格（元/台）	8436.32	8605.12	8382.48	7931.02

资料来源：银亿股份收购东方亿圣项目说明书、公司年报、长城证券研究所

邦奇集团的主要客户包括吉利、东风、北汽、江铃、郑州日产、海马、力帆、东南、江淮和众泰等国内自主品牌整车厂，以及宝腾（Proton）、雷瓦克（Rewaco）等国外客户。其中宝腾是马来西亚最大的自主汽车品牌，是邦奇最主要的海外客户。**邦奇集团和吉利汽车有着深度合作关系**，预计 2019 年为吉利供货 20 万台。邦奇集团和公司的客户重叠程度较高，因此和公司构成直接竞争关系。

湖南容大基本情况介绍：

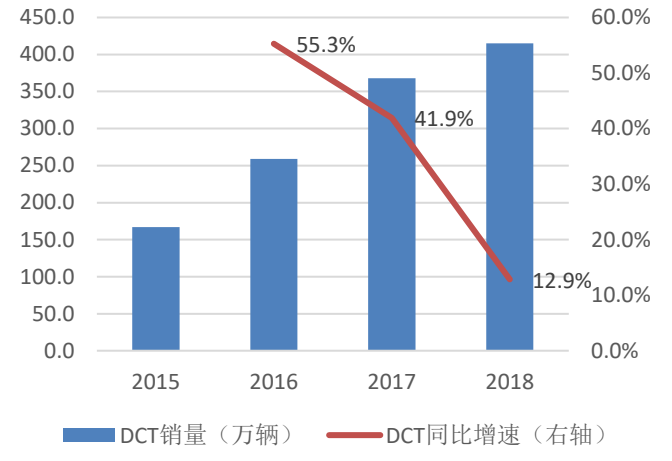
湖南江麓容大车辆传动股份有限公司（文中简称为湖南容大）成立于 2003 年 11 月，主要从事 CVT 的研发、生产、销售和技术服务，自主设计制造了国内首条轿车无级自动变速器生产装配线，自主创新设计了 RDC15 系列 CVT 变速器，已与重庆力帆、浙江众泰、一汽威乐、南汽名爵等轿车匹配。公司现有员工近 400 人，其中技术研发人员近 100 人，博士及高级职称技术人员 20 多人。

湖南容大的产能规模较小，且经营管理不善，连年亏损。湖南容大共有长沙和泸州两个生产基地，其中长沙生产基地年产能为 7 万台，泸州基地一期计划 2018 年年内投产，投产后年产能仅 15 万台；二期计划 2019 年投产，投产后年产能才可达 50 万台。综合历史年度来看，湖南容大市场开拓能力较弱，导致历年最高年产量不足最高产能（7 万套）的 20%。**2015-2017 年年平均销量仅为 8,571 套**，生产能力和市场销售能力均严重不足。湖南容大 2015 年至 2017 年的销售收入分别为 5,481.66 万元，4,021.84 万元和 9,393.12 万元；2015 年至 2017 年的净利润分别为-2,174.53 万元，-3,641.27 万元，-8,183.83 万元。

2.2 DCT 变速器在德国大众推动下迅速崛起

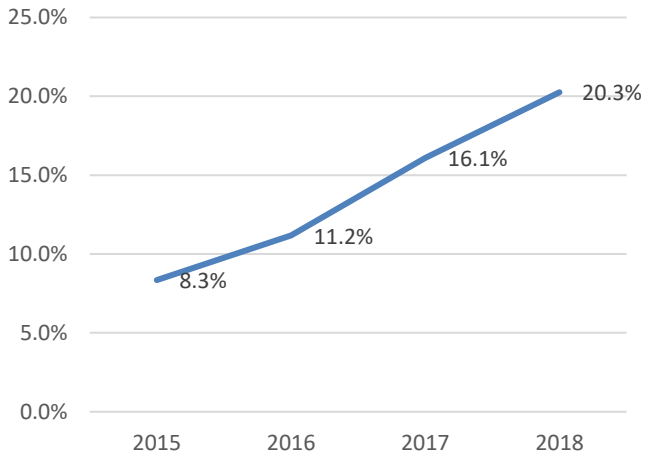
近几年中国 DCT 车型销量增速明显高于汽车行业销量增速，在乘用车中的渗透率快速提升。16-18 年中国 DCT 车型销量增速依次为 55.3%、41.9%、12.9%，显著高于同期汽车行业销量增速，也高于 AT、CVT 销量增速。DCT 在中国乘用车中的渗透率从 15 年的 8.3%快速提升至 18 年的 20.3%。

图 41: 国内 DCT 配套车型销量及增速



资料来源：中机中心、长城证券研究所

图 42: 国内乘用车 DCT 渗透率



资料来源：中机中心、长城证券研究所

目前来看，DCT 在德系车中渗透率提升显著，15-18 年德系品牌中 DCT 市占率从 25.6%提升至 44.9%，而在美系车中 DCT 市占率维持在 14%-15%。

DCT 变速器作为后起之秀，近几年在德系车中迅速崛起的原因主要是德国大众极力推广。AT 和 CVT 目前来说都是有数十年历史的成熟产品，而 DCT 显得比较年轻，在 2000 年以后大众才大规模推广 DCT 变速器， DCT 逐步替代 AT，在大众体系内部成为主流自动变速器。

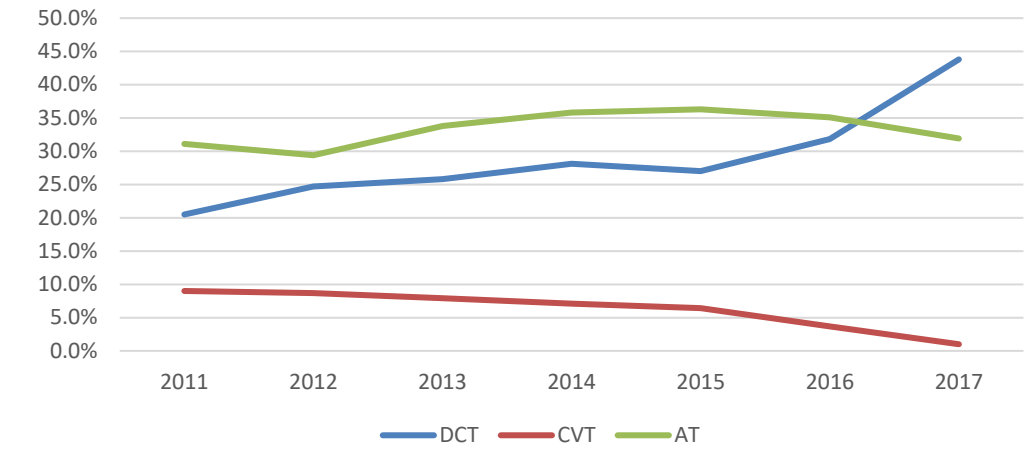
德国大众大力发展 DCT 的主要原因:

①在大众自主研发的双离合变速箱量产之前，其所有车型的变速箱几乎都是采购日本爱信 AT 变速箱。大众将自动变速箱控制在自己手中，所以着手研发自己的变速器。由于 AT 变速箱有过多的技术专利的保护，很难绕开，而 CVT 又不适合大排量车型，所以大众只能寻找第三条技术路线。

②DCT 相对于传统的 AT 来说，结构简单很多，研发难度降低，开发成本较低，制造成本也低。

③DCT 本身的工作原理决定了其换挡速度快，传动效率高，能耗损失也小。这也非常符合目前的节能减排的大趋势。

图 43: 国产大众汽车 DCT 渗透率持续提升



资料来源：中机中心、长城证券研究所

目前来看，自主 DCT 主要增量来自上汽、吉利、长城等主机厂，其中在 17 年之前上汽集团下面的上汽变速器厂是国内规模最大的自主 DCT 制造者，在 17 年之后长城和吉利的 DCT 陆续投产，规划产能都高达 100 万台，上汽变也计划将产能从 47.5 万台提升至 87.5 万台，自主 DCT 市场急剧扩容。

表 17: 主要自主车企 DCT 产能情况

主机厂	现有产能（万台）	远期产能（万台）（2020 年前）
上汽自主	47.5 （DCT250 35，DCT360 12.5）	86.5 （DCT200 50，DCT360 36.5）
长城汽车	50 万（2017 年 3 月）	100（2018 年）
吉利汽车	50 万	100
重庆青山（长安）	NA	18 年新增 40 万台产能
安徽星瑞（江淮）	15	30
比亚迪	12	30

资料来源：公司官网及相关新闻、长城证券研究所

DCT 作为一个新生产品，也有其固有的缺陷，DCT 的复杂结构让其系统在运作时容易发生故障。大众的 DSG 变速器采用了 DCT 技术。2013 年，由于 DSG 的故障，大众在北美召回了所有涉事车型，并在国内部分召回涉事车型、延长 DSG 变速器的质保期限。

DSG 的缺陷主要是以下 3 方面:

①与 AT 和 CVT 相比，DSG 没有液力变矩器，在汽车起步阶段是硬链接的，导致汽车在起步阶段的响应性比较差，同时 1 挡换 2 挡时容易出现不平顺的问题，为了解决这个问题，控制器会加大发动机转速和扭矩输出，从而导致离合器出现滑磨;

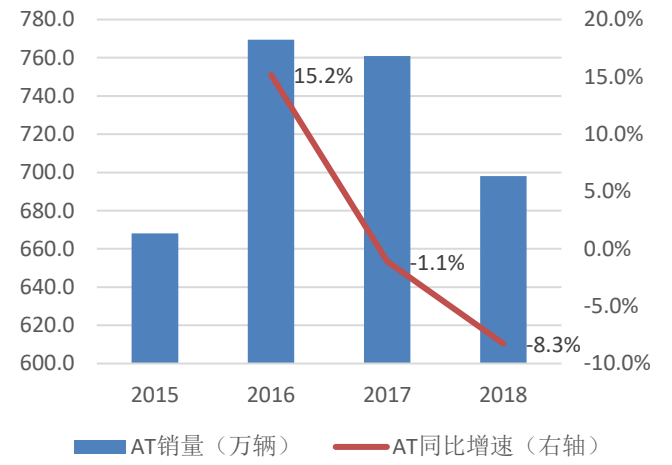
②双离合模块中零部件多，零部件密度大，散热困难，这会导致在市区工况下，汽车频繁起停，离合器温度快速上升，为了保护离合器不至损坏，控制器就会控制离合器完全分离，直至温度降到安全范围，这会直接导致汽车动力中断一定的时间;

③由于 DSG 变速器采用电脑控制，在它在升/降挡的过程中需要向发动机发出电子信号，经发动机回复后，与发动机配合才能完成升/降挡，大量电子元件的使用，也增加了其故障出现的机率。

2.3 AT 有所势衰，被 DCT 和 CVT 替代的趋势明显

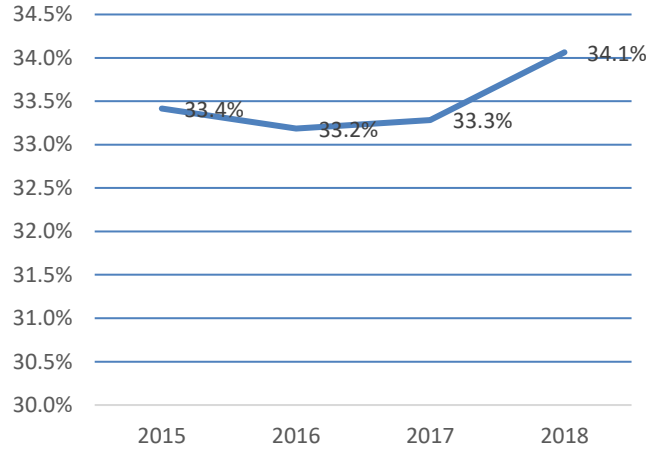
中国搭载 AT 的车型销量连续两年负增长，AT 在乘用车中渗透率 15 年以来基本保持不变。16-18 年中国搭载 AT 的车型销量增速依次为 15.2%、-1.1%、-8.3%，与同期乘用车销量增速基本持平。AT 在中国乘用车中的渗透率 15-18 年始终维持在 33%-34%之间，几乎没有提升。

图 44：国内 AT 配套车型销量及增速



资料来源：中机中心、长城证券研究所

图 45：国内乘用车 AT 渗透率

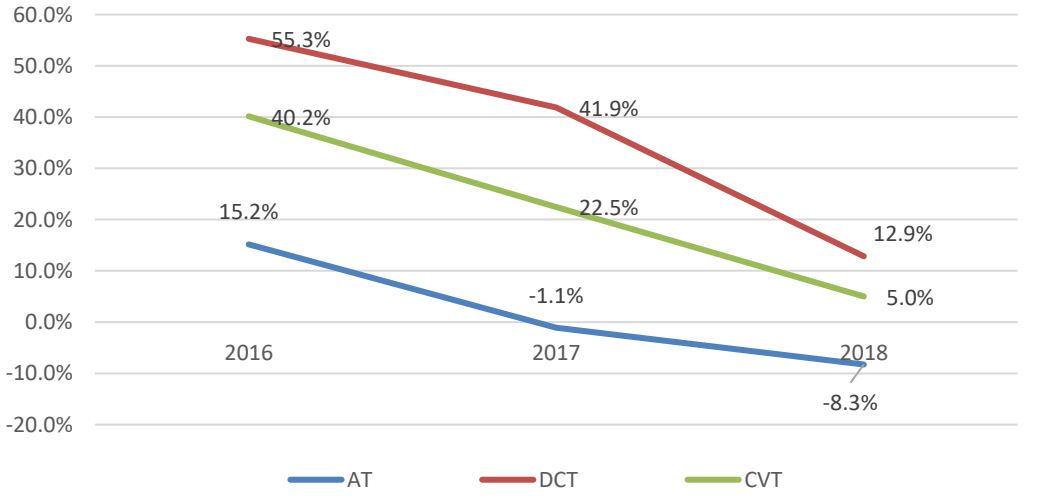


资料来源：中机中心、长城证券研究所

目前 AT 主要用于美系车和德系车，18 年美系、德系车中 AT 渗透率分别为 80%、41%。究其原因，美系、德系车更偏好于大扭矩大排量，追求驾驶的运动感，同时叠加美国市场消费者对油价敏感度较低，从而使得美系、德系车中 AT、DCT 渗透率高。

中国市场 DCT、CVT 销量增速要远高于 AT，AT 被 DCT 和 CVT 替代的趋势明显。最近几年由 MT 份额大幅下降带来的自动变速器市场空间增加的部分基本上被 DCT 和 CVT 占据，AT 表现平庸，被 DCT 和 CVT 替代的趋势明显。16-18 年中国 CVT 车型销量增速依次为 40.2%、22.5%、5.0%，16-18 年中国 DCT 车型销量增速依次为 55.3%、41.9%、12.9%，而 16-18 年中国 AT 车型销量增速依次为 15.2%、-1.1%、-8.3%。

图 46：三种自动变速器配套车型销量增速对比



资料来源：长城证券研究所

国内自主 AT 变速器行业格局将进一步恶化: 国内自主 AT 制造商的产品经过多年的努力仍然无法在主流品牌汽车上大规模应用，市场开拓非常困难。现在吉利和广汽又和爱信设立合资厂生产 AT 变速器，预计未来国内自主 AT 制造商的生存环境将进一步恶化。

我国 AT 变速器行业内竞争企业主要分为三类： 跨国公司及其在国内设立的合资/独资公司、与整车厂商配套的 AT 变速器生产企业及国内独立的自主品牌变速器生产企业。

其中跨国公司，比如爱信 AW 株式会社、上海采埃孚变速器公司等，拥有较丰富的 AT 变速器生产经验，产品成熟度高，技术领先并且品牌知名度高;

与整车厂商配套的 AT 变速器生产企业主要为体系内的整车厂商供应变速器产品;

国内独立变速器生产企业如哈尔滨东安、双林股份、盛瑞传动等，虽然取得一定的突破，但是产品仍然无法在主流品牌汽车上大规模应用，市场开拓非常困难。

表 18: AT 变速器外资及合资生产商介绍

项目	爱信 AW 株式会社	上海采埃孚变速器有限公司	哈尔滨东安
所属国家	日本	中德合资	中、日、马来西亚合资
股东背景	爱信精机子公司，丰田持股爱信精机 30.27%	采埃孚和上汽变速器合资	东安动力、长安汽车、三菱、哈尔滨航空参股
成立时间	1965	2004	1998
主营业务	AT、CVT、HV、MT、TF	汽车变速器	汽油发动机、手动变速器、自动变速器
总营收（2017）	21867 亿日元		11.9 亿元
净利率			0.48%
主要 AT 产品简介	10AT: 世界上首个乘用车 10 速 AT，采用了密齿轮比，行驶节奏感十足；减轻构成部件重量，提高油压响应性和精度，相比 8AT 换挡响应时间下降 50%，燃油效率提高 6%；新开发的高性能小型变矩器大幅度地扩大了锁止范围并提升了传达效率，从而实现燃油效率的提高。搭载雷克萨斯高端车型。 8AT：世界首个 8 速 AT，燃油效率大幅提高；更加轻量化和紧凑化，相比 6AT 换挡响应时间下降 50%，燃油效率提高 10%	8AT：设计更轻巧，为灵活性，效率和经济性设立了新标准。扭矩 300-1000N·m，支持四驱。 9AT：行星齿轮组具有 9 种速度，4 个简单齿轮组和 6 个换档元件。嵌套齿轮以节省空间；具有小传动比的宽传动比传播（接近 10）；首次在乘用车动力换档变速箱中使用互锁式爪式离合器	6AT：可应用于轿车及 SUV 车型，覆盖 1.2-2.6 吨车重范围，300N·m 以下发动机，满足前驱、四驱搭载，可选多种驾驶模式，可实现启停功能。同时 6AT 支持升级为混合动力变速器，满足实施新能源汽车战略。6AT 采用国际主流先进技术，提高效率，降低油耗，相比 4AT 油耗可降低 10%左右。
产能	中国工厂年产 80 万台 AT；预计 20 年全球产 1320 万台 AT		现有 15 万台 AT，在建项目预计年产 15 万台 AT
配套企业	长安、东风、一汽、广汽、广汽丰田	上海大众、上汽通用	斯威汽车、比亚迪、吉利、力帆、北汽。东南汽车

资料来源：各公司官网、长城证券研究所

表 19：AT 变速器国内自主生产商介绍

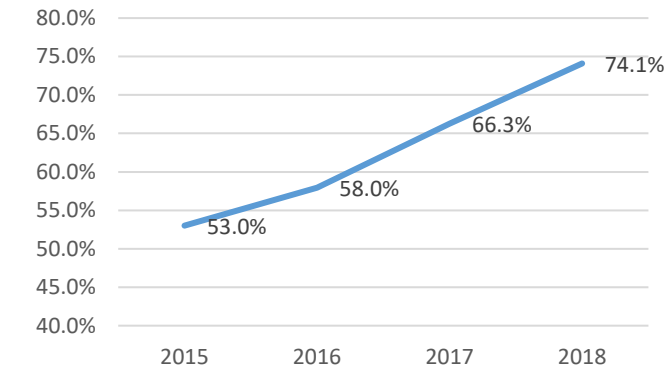
项目	双林股份	华泰欧意德	山东盛瑞传动
所属国家	中国	中国	中国
股东背景	民营企业	华泰集团控股（从德国 ZF 引进 4/6 速 AT 技术）	民营企业
成立时间	2000	2006	2003
主营业务	自动变速箱、轮毂轴承、汽车内饰	汽油发动机、柴油发动机、AT 变速器	自动变速器、发动机零部件
总营收（2017）	42.79 亿元		
综合净利率	5.87%		
主要 AT 产品简介	6AT 前驱自动变速器：采用 10 个电磁阀控制换档，TCU 压力自动调，主油压自动补偿等先进技术，同时拥有多种跳档功能和换挡策略提升汽车驾驶乐趣。	4AT：OED 4FA33 分为两驱和四驱型，配有雪地、运动和经济三种模式，扭矩适应性强，市场广阔，传递扭矩范围在 190-330N·m 之间。 4AT: OED 4FA24 传递扭矩在 240N·m 以下，广泛适用于 1.5L-2.4L 排量之间的轿车、SUV、MPV 等横置前驱车辆，亦可用于 1.0L 以上的混合动力汽车及电动汽车上。 6AT：OED 6RA40 分为两驱和四驱型，配有舒适、运动和超经济三种模式，最大扭矩为 400N·m，广泛适用于 2.0L-3.5L 排量之间的轿车、SUV、MPV 等纵置两驱、四驱车辆，现已用于华晨宝马 3 系、5 系车型上。	自主研发的世界首款前置前驱 8 挡自动变速器（8AT）填补了国内空白，已批量投放市场，,荣获 2016 年度国家科学技术进步一等奖，目前，已升级为三代产品，形成了前置前驱 8AT、前置四驱 8AT、混动 8HT、混动 6HT、高效紧凑 8AT、纵置后驱 8AT、13AT 等系列化产品平台，已发展成国内领先的汽车自动变速器研发智造基地。
产能	现有 60 万台 AT，18 年在建项目预计年产 50 万台	45 万台 AT	25 万台 AT；30 万台混动变速器
配套企业	吉利、韩国双龙、力帆等		江铃汽车、奇瑞、大乘等

资料来源：各公司官网、长城证券研究所

2.4 AT、DCT、CVT 对比总结：国内自动变速器市场将出现三足鼎立局面

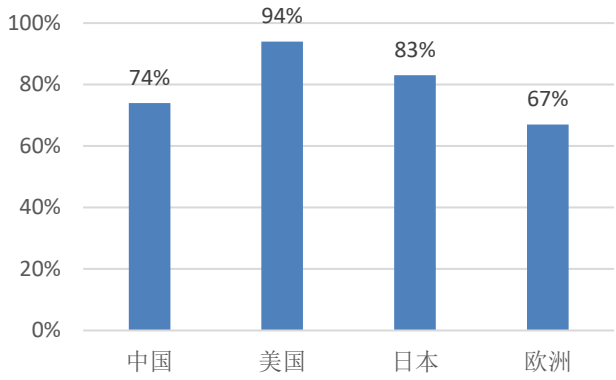
中国乘用车自动挡渗透率持续提升，提升速度超出市场预期。国内乘用车自动挡渗透率从 15 年的 53.0%迅速提升至 18 年的 74.1%，已经高于欧洲平均水平，在 18 年就超越欧洲平均水平，这的确是超出市场预期的，体现出中国消费者对自动挡乘用车的强烈偏好。

图 47：国内乘用车自动挡渗透率



资料来源：中机中心、长城证券研究所

图 48：国内乘用车 DCT 渗透率



资料来源：智研咨询、长城证券研究所 注：美国、日本、欧洲的数据为 2016 年数据，中国的数据为 2018 年数据

自动变速箱渗透率提升的驱动因素主要有以下几个方面：

①自动挡乘用车驾驶性能优良，自适应能力强，行车安全性高，伴随汽车密度不断增加，能够有效减轻驾驶员负担。

②顺应节能减排大趋势，自动挡汽车废气排放低和燃油经济性好。

③整车厂竞争加剧，体验提升是重要手段，会加大对自动挡乘用车比例。

④消费升级，中国消费者越来越注重乘车舒适性，自动挡汽车相比于手动挡更适合在红绿灯密集的市区驾驶。

综合上文 2.1、2.2、2.3 的分析，AT 、CVT、DCT 各有优劣，中国自动变速器市场未来大概率将出现 CVT、DCT、AT 三足鼎立的局面。

从性能角度来看， CVT 换挡品质高，节油性好（详细讨论见本文 4.1 节），并且目前制约 CVT 应用的主要瓶颈得以解除。现在国产 CVT 的最新一代产品的扭矩基本都能够达到 250N·m，基本能够满足 1.6 升及以下小排量车型对扭矩的需求，目前制约 CVT 应用的主要瓶颈得以解除。

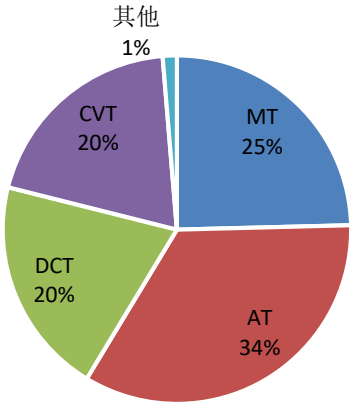
而 AT 发展相对成熟，适用于各个排量车型，但是燃料经济性是影响它发展最大障碍。DCT 换挡速度快，传动效率高，但是结构复杂，容易故障，保养成本高。

从价格角度来看， CVT 具有明显优势。近几年乘用车市场竞争加剧，主机厂降本压力增大，国产 CVT 的高性价比将对主机厂有更强的吸引力。近两年整个市场较低迷，主机厂竞争越发激烈，降本压力较大，变速器作为汽车零部件中单车价值最大的产品之一，成为压缩成本的重要对象。目前自动变速器主要是 AT、DCT、CVT 三种，AT 价格普遍高

于 CVT，一般而言价格在 1 万元以上，DCT 价格更高，一般而言价格在 1 万元以上，而万里扬的 CVT 价格可以降低到 7000 元以下，使得每辆车的成本下降 3000 元以上。

2018 年国内乘用车市场 MT、AT、DCT、CVT 渗透率分别为 24.6%、34.1%、20.3%、19.8%，**预计未来 MT 和 AT 渗透率会有所下降，CVT 和 DCT 渗透率进一步提升，中国自动变速器市场未来大概率将出现 CVT、DCT、AT 三足鼎立的局面。**

图 49：2018 年国内市场变速器分类份额



资料来源：中机中心、长城证券研究所

表 20：各类变速器工作原理和优缺点

变速器种类	工作原理	优点	缺点
手动变速器（MT）	通过驱动挂挡杆实现不同的齿轮啮合，最终实现不同档位的齿轮比	结构简单、工作可靠、成本最低	需要操控技术，在红绿灯密集的街区容易歇火
机械自动变速器（AMT）	在 MT 的基础上通过加装电控系统、传感器和相应执行机构，将选换挡、离合器及发动机油门的操纵控制自动化	传动效率高，制造成本低，结构简单，油耗低	换档冲击大，舒适性欠佳
液力自动变速器（AT）	通过传感器将汽车的运行工况转化成电信号，并通过自动变速器的电脑对电信号进行处理，然后输出控制指令给相应的电磁阀实现自动换挡	可靠稳定，平顺性好，可以承受很大扭矩，适用排量范广	结构复杂，成本高，传动效率低，油耗较大
双离合自动变速器（DCT）	两幅离合器与二根输入轴相连，换挡和离合操作通过集成电子和液压元件的机械电子模块实现。另一个离合器及对应的下一个档位已经位于预备状态，只要当前挡位分离就可以立刻接合下一个档位	换挡速度快，传动效率高，能耗较低	结构复杂，成本较高，低速运行时有顿挫感
无级自动变速器（CVT）	主要靠主、从动轮和金属带来实现速比的无级变化，根据实际情况改变传动系统的传动比，使发动机在功率和燃油消耗率都在最佳范围内工作	连续变化平稳变速，扭矩传递不会中断，提高了舒适性；具有最佳的燃料经济性、油耗低；结构简单紧凑、成本低	无法承担过大功率的输出，较难匹配大排量车型

资料来源：长城证券研究所

2.5 乘用车手动变速器市场快速萎缩，但仍将长期存在

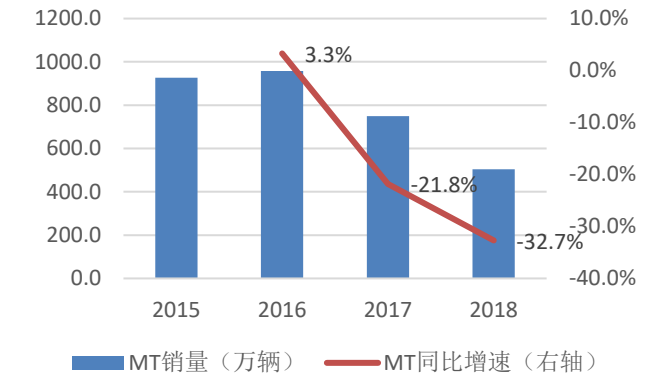
近几年中国 MT 车型销量增速显著低于行业平均增速，在乘用车中的渗透率快速萎缩，但仍将长期存在。16-18 年中国 MT 车型销量增速依次为 3.3%、-21.8%、-32.7%，其渗透率也从 15 年的 46.4%下降至 18 年 24.6%，接近腰斩。

乘用车手动挡占比快速下行的原因为：

①手动挡车在中国红绿灯密集、车辆起停频繁的城市路况下驾驶体验较差，在消费升级的大背景下，中国消费者越来越注重驾驶体验和驾驶舒适性，手动挡车逐渐受到消费者冷落。

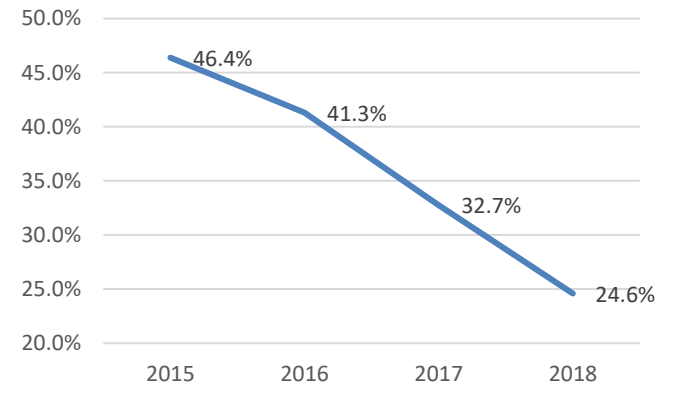
②手动挡车操作复杂，对新手司机不太友好，更有很大一部分消费者在报考驾照时直接选择报考 C2 驾照（仅可驾驶小型自动挡汽车，不可驾驶手动挡汽车），手动挡汽车需求进一步减弱。

图 50：MT 销量及增速



资料来源：中机中心、长城证券研究所

图 51：MT 渗透率



资料来源：中机中心、长城证券研究所

从市场格局来看，我国乘用车手动变速器市场整车企业自供和第三方企业配套并存。生产乘用车手动变速器企业主要分为两类：一是集团内自产自供，如一汽、上汽、东风等；二是独立的第三方变速箱生产企业，可以为多家整车厂同时配套。手动变速器历史沿革悠久，技术成熟，很多主机厂其所用变速器可在集团内部得以解决。

现在主机厂将自己的乘用车手动变速器资产剥离成为行业大趋势。例如，吉利和奇瑞都将自己的手动变速器资产剥离，长城汽车也开始从第三方变速器厂采购乘用车手动变速器。

2.6 商用车手动变速器市场非常成熟，格局将保持稳定

手动变速器在商用车市场处于主流地位，特别在卡车市场，手动变速器一统天下。主要有以下 3 方面原因：

①与乘用车一般作为消费品不同，商用车主要用于生产经营，追求营运效果，因此对成本较为敏感。手动变速器的生产及维修较自动变速器简单，可以降低商用车的购置和使用成本；

②相比目前使用最广泛的液力自动变速器（AT），手动变速器更为省油，更显出环保、节能的价值；

③自动变速器的优势是自动换挡，减轻驾驶疲劳，但对于常年在高速公路上跑运输的客车和卡车来说，没有频繁换挡的问题，自动变速器在相当一部分商用车上的优势并不突出。

从市场格局来看，目前在商用车领域，我国自主品牌的汽车在国内市场居主导地位，占有率连续 3 年保持在 95%以上，而国产商用车配备的变速器主要以国产手动挡为主。

商用车变速器有两种配套方式：一是整车制造企业内部有相应的变速器厂或控股子公司，直接生产或集团内部购销配套，不需要外购；二是向专业变速器生产企业购买。以上两种配套方式，导致国内变速器生产企业分为两大类：一类是从属于整车制造商的配套厂家；另外一类是独立、专业生产商用车变速器的厂家。

国内商用车变速器市场集中度高，且已实现本土化发展。国内商用车市场以集团体系外采购变速器为主，故商用车变速器市场集中度相对比较高。在手动变速器方面，由于其发展时间长、设计原理和生产工艺、技术等较为成熟和稳定，技术难度相对于较小，所以在生产方面，我国商用车变速器行业已经做到立足于“本土”生产，基本满足了整车厂商的配套需要，以法士特（重卡变速器市占率 70%以上）、万里扬（在中卡变速器市场市占率约 56.4%，在轻卡变速器市场市占率约 31.7%）为代表的国内商用车变速器生产厂商占领了大部分国内市场，还通过配装出口卡车的形式间接出口变速器，已基本完成了从引进技术到消化吸收的过程。在可预计的将来，商用车变速器市场仍将是国内企业占据明显优势。

表 21：商用车变速器行业主要企业简介

类型	公司	成立时间	基本情况	员工数	配套客户	年产能
中轻卡	格特拉克（江西）传动系统有限公司	2006	德国格特拉克（GETRAG）集团与江铃汽车集团（JMCG）在江西南昌成立的中德合资企业，借助于格特拉克的技术研发水平和经验，产品具有较高的品牌知名度	4700	江铃汽车等	汽车变速器：100 万台
	一汽轿车长春齿轮有限公司	1997	主营轻型汽车变速器及配件的制造，轻型车变速器市占率 32%	1331	中国一汽内部配套（主要）、轻型车厂、改装车厂	轻型车变速器：35 万台
	安徽星瑞齿轮传动有限公司	1966	主营汽车变速器、工程机械变速器、新能源减速器研发、制造、销售	1613	江淮汽车等	汽车变速器：80 万台
	万里扬	2003	研发、生产、销售汽车变速器，中国汽车变速器行业第一家上市公司，中轻卡变速器龙头地位	4901	奇瑞汽车、吉利汽车、重庆力帆等	商用车变速器：100 万台 乘用车手动变速器 100 万台，乘用车自动变速器 50 万台
重卡及大中型客车	法士特	1968	公司成立于 1968 年，是国内最大的重型变速器生产基地，重卡变速器品种丰富，重卡变速器市场份额排名第一，市占率超过 70%	3200	—	汽车变速器：100 万台
	綦江齿轮	2002	国家重型汽车变速器的生产基地和出口基地，大型高档豪华客车市场占有率达到 80%以上，大中型客车市场总体占有率达到 40%以上且市场份额排	1431	国内知名整车厂家	客车变速器：10 万台 货车变速器：10 万台

		名第一。			
中国重汽集团大同齿轮有限公司	1999	主营轻、中、重型全系列变速箱	1800	中国重汽整车配套、东风公司、福田欧曼、宇通客车	汽车变速器：22 万台
一汽哈变	1993	主营轻、中、重型及工程变速箱、取力箱、后桥齿轮及汽车齿轮	1191	一汽旗下公司	汽车变速器：12 万台

资料来源：各公司官网、wind 中国企业库、长城证券研究所

3. 核心竞争力

3.1 公司掌握 CVT 正向开发技术，能成功进行产品迭代升级

公司通过收购奇瑞变速箱公司，掌握 CVT 正向开发技术。奇瑞变速箱公司成立于 2015 年，其资产及业务来源于奇瑞股份的变速箱事业部。奇瑞变速箱主要从事乘用车变速箱的研发生产，产品包括 CVT 及 MT 两大类，用于奇瑞自主品牌车型的配套。收购之前，奇瑞变速箱公司已经掌握了 CVT 的正向开发技术，并有完整的相关知识产权，其 CVT 产品为 CVT19，最大输入扭矩 190N · m，产品性能稳定，已经在奇瑞的多款车上得到长期验证。万里扬 2016 年 10 月收购奇瑞变速箱公司 100%股权，获得 CVT 正向开发技术，拥有完全自主的 CVT 研发、生产制造能力，建立了完整的 CVT 研发、试验检测、工艺规划、自动化生产等能力体系和质量保证体系。

万里扬在原有产品 CVT19 的基础上成功进行了产品升级、更新迭代，研发了 CVT18、CVT25、CVT28 等产品。公司的全新一代 CVT 是 CVT25，最大输入扭矩 250N · m，净重 84.5Kg，主要匹配 1.2T-1.6T 发动机。CVT25 的扭矩比老一代产品 CVT19 提升 32%左右，能匹配的车型范围明显扩大，可以匹配主流的 1.5T 车型。

同时 CVT25 开发了启停技术、电子换挡、48V 等升级功能，产品性能指标达到国际先进水平。目前已完成多家客户对接，奇瑞汽车、吉利汽车的配套产品也将相继上市，其他多家自主品牌汽车厂也在同步合作开发中。该项目可以进一步扩大公司 CVT 产品配套不同排量发动机的范围，有效提高产品市场竞争力。

为了满足小功率、低排量的经济型车型的需要，公司在 CVT25 的基础上进一步开发了 CVT18/20 产品。该产品可以有效满足目前汽车企业对动力总成高性价比的要求，同时作为新一代高性能变速器，也可以满足众多汽车厂未来的降耗需求。同步开发了启停技术，将为 CVT18/20 产品拓展出更广阔的应用空间和生命周期。

公司新一代产品 CVT25 有效改善了 CVT 变速器不适合大扭矩车型的缺点，使公司产品的适配车型更加广泛。同时，新一代 CVT 产品在传动效率、降低油耗可靠性等方面得到了显著提升，可匹配的发动机扭矩范围进一步扩大，有助于提高产品市场竞争力，推动产品市场开拓和市场占有率的提升。**CVT 系列产品于 2017 和 2018 年连续被评为“中国十佳变速器”和“世界十佳变速器”。**

表 22：万里扬 CVT 产品换代时间

上市时间	2009 年*	2018 年 6 月	2019 年内	在研
产品	CVT19	CVT25/28	CVT18	CVT38PHEV

上市时间	2009 年*	2018 年 6 月	2019 年内	在研
匹配发动机	1.5L-2.0L、 1.3T-1.5T	1.2T-1.6T	1.5L、1.0T	85Kw 电动机
最大匹配扭矩（N · m）	190	250	180	380
净重（Kg）	78	84.5	75	

资料来源：公司年报、公司官网、长城证券研究所　注：奇瑞变速箱 CVT19 在 2009 年上市，2016 年万里扬收购奇瑞变速箱时获得该产品技术。

公司通过收购奇瑞变速箱公司掌握 CVT 正向开发技术，万里扬在原有产品 CVT19 的基础上成功进行了产品升级、更新迭代，研发了 CVT18、CVT25、CVT28 等产品。但是邦奇和湖南容大在研发和技术方面是存在硬伤的，以下分别介绍：

- **邦奇产品技术来自比利时邦奇，本土化明显不足，并且研发支出将受到债务危机影响。**

①邦奇的 CVT 技术来源于比利时邦奇，其主要产品的研发地点和变速器核心零部件的制造地点都在欧洲，南京邦奇仅负责将核心零部件和其他零部件进行组装总成。收购邦奇的银亿股份之前的主营业务为房地产开发，没有制造业管理经验。相对于国内企业，与整车厂的生产协同能力明显不足。

②邦奇主打产品 VT2/3 技术水平较万里扬更低端。邦奇 VT2、VT3 变速箱与发动机的结合是机械式离合器，有点类似于 AMT 的换挡机构，低速时，离合器结合顿挫非常明显，类似结构的 CVT，在欧洲市场已经绝迹了，国内的日系 CVT 也都不采用此种结合方式。CVT 重要优点就是减少顿挫，但是这种落后的结构反而增加了换挡的顿挫感。万里扬 CVT 与发动机的结合用的是液力变矩器，这点和日产，本田，丰田的 CVT 都一致，是目前的主流连接方式，因此这种变速器在所有的速度区间内，不激烈驾驶的话理论上都是没有顿挫的。而南京邦奇直到新产品 VT5 才开始使用液力变矩器。

③邦奇母公司银亿股份陷入流动性危机，未来恐影响邦奇产能提升和研发支出的进一步提升。17 年银亿股份收购邦奇集团的同时，新设宁波邦奇生产基地用于制造 CVT，新设宁波凯启、宁波恒辉用于为宁波邦奇提供自动变速箱壳体等零部件。根据调研，目前邦奇的产能瓶颈主要来源于变速箱壳体，这也就是银亿股份收购邦奇后开发建设宁波凯启、恒辉的原因。但如今银亿陷入流动性危机，宁波邦奇、宁波凯启、宁波恒辉的建设恐不及预期，未来可能影响邦奇的进一步产能提升，挤压邦奇的研发支出，影响邦奇未来预期。

- **湖南容大研发能力不足，且产能小，管理不善，连年亏损，研发投入和产品升级受到制约。**

①容大产品主要性能指标较差，充分反映研发能力不足。容大主要产品 RDC15、RDC18，其中只有 RDC15 为容大独立自主开发，最大扭矩为 150 N·m；RDC18 的 CVT 技术来源于博世，该产品虽然与博世联合研发但最大扭矩也仅为 180 N·m，就这一性能指标来说还不如万里扬三年前的产品 CVT19。容大第三代产品 RDC27，最大扭矩为 270 N · m，但预计在 19 年年初量产，与之相比，万里扬对标产品 CVT25/28 在 2018 年 6 月就已经实现量产。

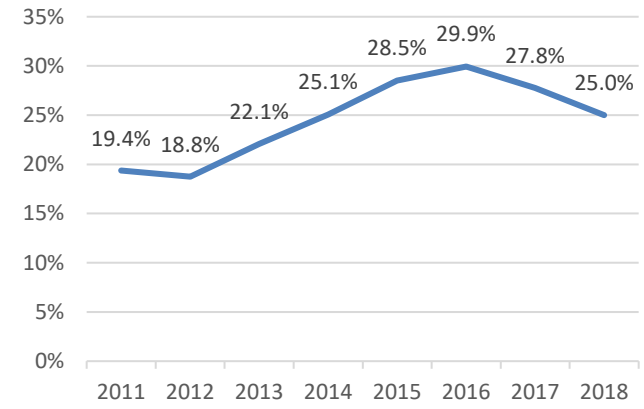
②相比于邦奇和万里扬，湖南容大的产能较小，且经营管理不善，连年亏损，其研发投入和产品升级必然受到制约。。容大共有长沙和泸州两个生产基地，其中长沙生产基地年产能为 7 万台，泸州基地一期计划 2018 年年内投产，投产后年产能仅 15 万台；二期计划 2019 年投产，投产后年产能才可达 50 万台。历史年度，湖南江麓容大市场开拓能力较弱，导致历年最高年产量不足最高产能（7 万套）的 20%。2015 年-2017 年年平均销量

仅为 8,571 套，生产能力和市场销售能力均严重不足。容大 2015 年至 2017 年的销售收入分别为 5,481.66 万元，4,021.84 万元和 9,393.12 万元；2015 年至 2017 年的净利润分别为 -2,174.53 万元，-3,641.27 万元，-8,183.83 万元。

3.2 低成本优势明显，民营企业深耕 20 载，铸就优秀成本管控能力

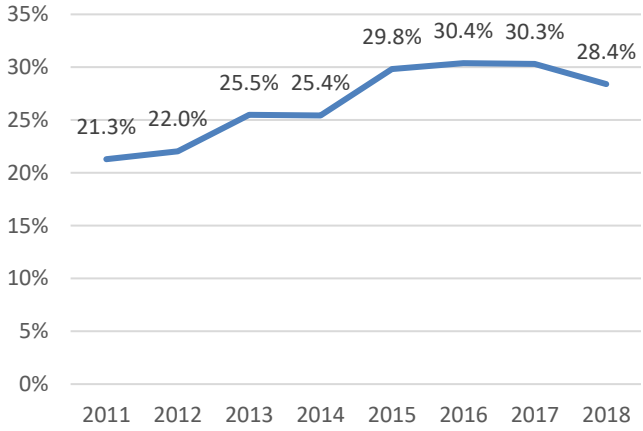
①作为民营企业，公司在商用车变速器领域已有 20 年的生产经验，深厚的经验积累使公司具有优秀的成本管控能力。公司的中、轻卡变速器毛利率连续多年持续提升，轻卡变速器毛利率从 2011 年的 19.36%提升至 2018 年的 25.00%，中卡变速器从 2011 年的 21.29%提升至 2018 年的 28.40%。毛利率提升趋势一定程度上是公司优秀成本管控能力的体现。

图 52: 公司轻卡变速器毛利率波动上升



资料来源：公司公告、长城证券研究所

图 53: 公司中卡变速器毛利率保持持续增长



资料来源：公司公告、长城证券研究所

②公司零部件自制率高也是公司低成本的重要原因之一。商用车变速器主要零部件是壳体、齿轮、轴及同步器，这几类零部件占变速器总成本 60%左右。公司这几类零部件基本实现自制，一方面降低了产品的生产成本，另一方面保障了零部件的及时供应并有效降低原材料价格波动对公司的影响。

乘用车自动变速器的零部件自制率偏低，随着自制率提升，成本将有所下降。目前公司乘用车变速器产品的主要零部件自制率相对较低，CVT 钢带、液力变矩器、传感器、阀体、油泵等部件依靠对外采购。针对这一问题，**公司正大力布局提高乘变的零部件自制能力**，从而有效保障生产稳定性和提高成本控制能力。同时，将工艺简单、加工难度较低的部分工序外包，保留工艺复杂、精细化程度和技术含量较高的关键加工工序如精车、剃齿、磨齿、精磨、热处理、总成装配等。

乘用车自动变速器还将通过扩大产能实现规模化进一步降低成本。单台自动变速器成本和规模关系密切，公司在乘用车变速器上现已具备年产 100 万台手动变速器和 50 万台自动变速器的产能，未来随着公司“年产 130 万台(套) 自动变速器与新能源汽车驱动系统”项目建成并达到满产状态，规模经济效应将进一步体现。

③员工持股计划有效提高中高层管理人员和骨干研发人员工作积极性，有利于公司进一步提升运营效率，压缩生产成本。2016 年 4 月，公司通过非公开发行执行员工持股计划。员工持股计划设立后将设立资产管理计划，拟以 9.18 元/股的非公开发行价格购入 3,000 万股，资金总额上限为 2.75 亿元，认购后锁定期为 36 个月。本次计划的参与人数达到

42 人，均为公司管理层及和核心骨干员工。员工持股计划能建立起公司与管理层及员工之间的利益共享与约束机制，长远来看有利于公司发展。同时，上市公司管理层此前已经通过众诚投资持有公司 5.18%的股份，此次进一步员工持股有助于保障公司管理层和二级市场的利益更趋一致。本次员工持股计划所增发股份将在 2019 年 12 月 26 日全部解禁。

表 23：限制性股票激励对象

姓名	职务	授予数量（万股）	占激励计划总量的比例	占总股本的比例
王维传	董事、总经理	240	8.00%	0.24%
胡春荣	董事、董事会秘书	200	6.67%	0.20%
任华林	董事、特种车事业部总经理	160	5.33%	0.16%
钱寿光	核心骨干人员	160	5.33%	0.16%
张秋贵	核心骨干人员	160	5.33%	0.16%
周新良	监事、审计部部长	120	4.00%	0.12%
袁德功	核心骨干人员	120	4.00%	0.12%
其他核心骨干人员共 35 人		1840	61.33%	1.80%
合计（42 人）		3000	100%	2.94%

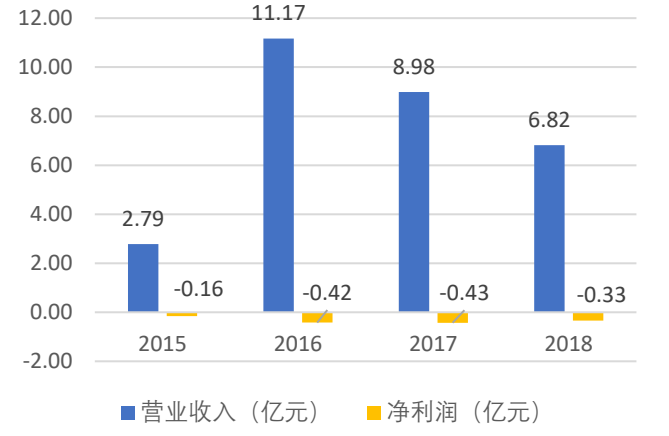
资料来源：公司官网、长城证券研究所

④在万里扬并购标的之后，被并购标的盈利能力迅速显著提升，这些案例也是对公司优秀成本管控能力的一种证明。

2011 年，公司收购吉利手动挡变速箱生产线后，大力进行成本控制，在尚未进行业务拓展的情况下使生产线从基本不盈利变成盈利近 1 亿元。

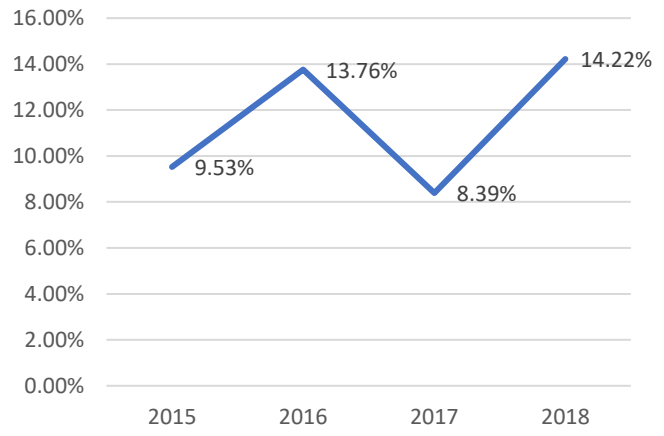
2016 年公司完成对金兴内饰的收购后，半年时间不到，金兴内饰单季度就扭亏为盈。金兴内饰 15 年营收 6 亿元，亏损 2000 万元，但是 16 年一季度营收 1.84 亿元，净利润 236 万，16 年营收 10 亿元，毛利率从 15 年的 9.53%提升至 16 年的 13.76%。 18 年受整车市场景气不佳影响，金兴内饰实现收入 6.82 亿元，同比下降 24.1%，但毛利率大幅提升 5.8%，亏损 0.33 亿元，亏损幅度有所收窄（去年同期亏损 0.43 亿元）。万里扬积极调整内饰业务的客户结构和产品结构，预计 19 年公司内饰业务有望扭亏为盈。

图 54：金兴内饰 2015-2018 年持续亏损



资料来源：公司公告、长城证券研究所

图 55：金兴内饰毛利率变动情况



资料来源：公司公告、长城证券研究所

3.3 相比于国外巨头，公司为国内独立第三方服务响应更快，同时和国内主机厂地位更对等

相对于外资企业 Jatco 和研发中心在欧洲的邦奇，万里扬作为本土自主变速器生产厂商具有贴近客户、快速响应的服务优势。国外变速器巨头大部分研发和决策都在海外，这种机制使得其在了解本土客户需求、根据客户需求迅速作出调整方面的反应能力和行动能力受到限制。万里扬决策机构统一、机制灵活，在产品设计开发、生产、物流、售后服务等各个环节都能对客户需求作出快速反应。同时也可以在设计验证过程中就及时根据主机厂的需求进行针对性研发和设计。

图 56：变速器进入整车供应链的步骤

资料来源：长城证券研究所

国内主机厂和自主品牌变速器供应商的地位更加对等，过多的依赖外资巨头对其供应链体系的稳定性会造成负面影响。由于中国汽车自动变速器国产化率很低，自动变速器之前存在着严重的供需错配，自动变速器供不应求。目前自动变速器供应主要有两种方式，一种是依靠集团内自行配套，如通用、大众等，另一种是从独立的变速器生产厂家采购，如爱信、采埃孚、加特可、格特拉克等。一般通用、大众等集团自产变速器并不向外出售，中国自主主机厂只能自行研发或者采购独立变速器企业的产品。然而部分外资变速器巨头，出于多种因素考虑，对中国自主主机厂供应自动变速器的意愿并不是很高，通常会优先满足外资和合资车企需求，产能紧张时，无法保证对中国自主主机厂的供应量，并且供应的产品很多时候并不是最新一代产品，因此中国自主主机厂是希望有自主变速器企业来保证其自动变速箱的稳定供应的，这为万里扬这样的自主品牌变速器供应商带来重要发展机遇。

表 24：爱信、采埃孚、格特拉克、捷特科简况

项目	爱信	捷特科	采埃孚	格特拉克
所属国家	日本	日本	德国	德国
股东背景	丰田持股爱信精机 30.27%	日产、三菱、铃木分别持股 75%、15%、10%	/	/
成立时间	1965	1999	1915	1935
主营业务	AT、CVT、HV、MT、	CVT、AT、混合动	汽车传动系统、底盘	乘用车、商用

项目	爱信	捷特科	采埃孚	格特拉克
	TF	力车传动系统	等零部件、其他工业技术产品	车传动系统
总营收（人民币）	约 1265 亿元(2017)	约 448 亿元（2017）	约 2887 亿元(2018)	约 2800 亿元（2018）
员工人数	114478	约 14600	约 146000	约 17400

资料来源：Wikipedia，公司官网，长城证券研究所

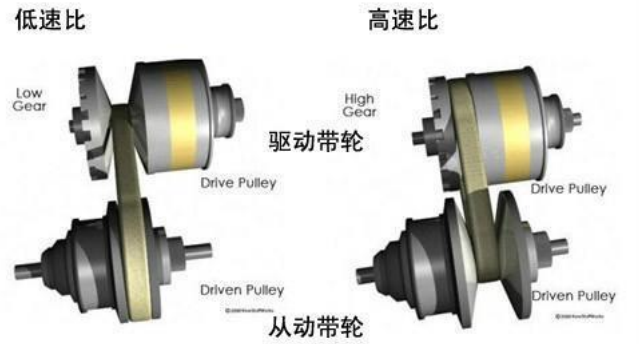
4. 投资要点

4.1 相对于 AT 和 DCT，CVT 节油性更强，受益于中国油耗标准加速趋严和小排量车型高占比

■ **为什么 CVT 产品节油性明显好于 DCT 和 AT?**

CVT 变速器工作原理：CVT 的传动方式不同于大多数自动变速箱所采用的齿轮传动，而是使用了钢带摩擦传动。其速比的控制由下图所示的一组两个可变宽度的滑轮槽实现。**在低速模式下**，发动机输入轴部分的滑轮槽宽，动力输出轴部分滑轮槽窄，因而导致两部分传输半径不一致，从而实现发动机输入轴转速小于输出轴。相应的，**在高速模式下**，发动机输入轴部分的滑轮槽窄，动力输出轴部分滑轮槽宽，使得两部分传输半径不一致，从而实现发动机输入轴转速大于输出轴。由于滑轮槽的宽度是连续电控可变的，因此相应的输出速比也是连续可变的。

图 57：CVT 原理图



资料来源：长城证券研究所

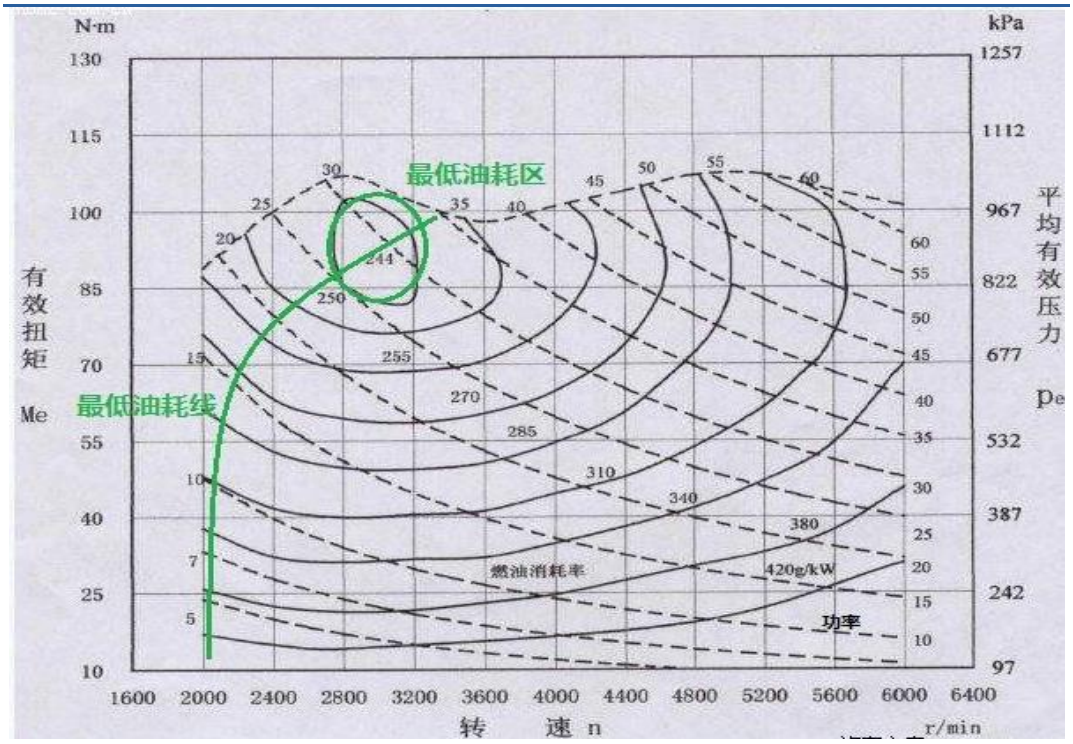
图 58：CVT 实物图

资料来源：长城证券研究所

CVT 的工作原理让它拥有了鲜明的优缺点。CVT 的优点主要在于，1. 速比连续可变，变速平顺无顿挫；2. 不同于 AT 和 DCT，发动机转速区间不再受车速变化的限制，因此可恒定保持在经济转速区间；3. 由于没有换挡造成的动力中断，因此具有更好的爬坡性能。它的缺点在于，其采用钢带摩擦传动，需要限制发动机输出功率和扭矩，否则可能超出静摩擦力而出现滑动摩擦，导致变速器损坏。因此 CVT 只能在低扭矩的小型车上使用。

根据发动机万有特征曲线图，其中内部的虚线是等功率线，实线是等燃油消耗率线。绿圈区域代表最低油耗区。绿线是最低油耗线，**最低油耗线**是任意功率下的最低燃油消耗率所在点连成的线，数学上是等功率线与等燃油消耗率线的切点所连成的线。

图 59：发动机万有特征曲线图



资料来源：长城证券研究所

汽车的每一个工况（由车速和驱动力决定）都要消耗确定的驱动功率，即要求发动机输出一个确定的功率。如果实现无级传动（匹配 CVT），就可以选择发动机在该等功率线上的最低燃油消耗率 bemin 点来配套，这样就可达到最经济的要求。各线的 bemin 点就是该等功率线与等油耗线的切点，这些切点的连线就是实现无级传动时发动机的最经济运行线。

CVT 能够无级变速，使发动机的转速和扭矩始终接近于最低油耗线，从而使搭载 CVT 的车辆的油耗始终保持在较低水平。发动机在无级传动的帮助之下，能够尽快到达有效燃油消耗率较低的经济区域并且中途不会间断，之后尽可能留在这个区域。理论上匹配 CVT 无级变速器，无论是动力性还是燃油经济性都能达到最优化。

CVT 的节油性要高于 AT。只具有固定传动比的 AT 则不具有这样的灵活性，在起步，低速的很多情况下，发动机的转速和扭矩是偏离这条最低油耗线的，所以油耗相对较高。为了克服这个缺点，AT 产品的发展方向是多档位化，由 6AT 向 8AT、10AT 发展，而理论上的最优解决方案，就是档位无限多，也就是 CVT 的模式。

DCT 节油性和 CVT 相当。AT 使用一台离合器，换挡时，动力出现间断令输出表现有所断续。而 DCT 具有双离合器，当第一个离合器咬合时，第二个离合器挂起，等待咬合；等到第二个离合器咬合时，第一个离合器便挂起，等待咬合，如此循环交替工作。将换挡间隙降到最小，齿轮工作完全不会间断所以动力也不会间断，而车辆在匀速行驶时最省油，那么 DCT 换挡时动力不间断，给油均匀，因此节油性要好于 AT。另外，DCT 变

速器通过离合器传递动力，属于硬连接，比使用液力变矩器的变速器传动效率更高。综合来看，DCT 的油耗表现和 CVT 相当。

试验对比验证：大众曾在自己的 Golf VR6 轿车上分别安装了 4AT 和 CVT 进行 ECE 市区循环和 ECE 郊区循环测试，证明 CVT 能够有效节约燃油

表 25：安装 4AT 和 CVT 的大众 Golf VR6 汽车的燃油消耗对比（单位：L/100km）

	市区循环	郊区循环	90km/h 匀速	120km/h 匀速
4AT	14.4	10.8	8.3	10.3
CVT	13.2	9.8	7	9.2
省油比例	8.3%	9.2%	15.6%	10.7%

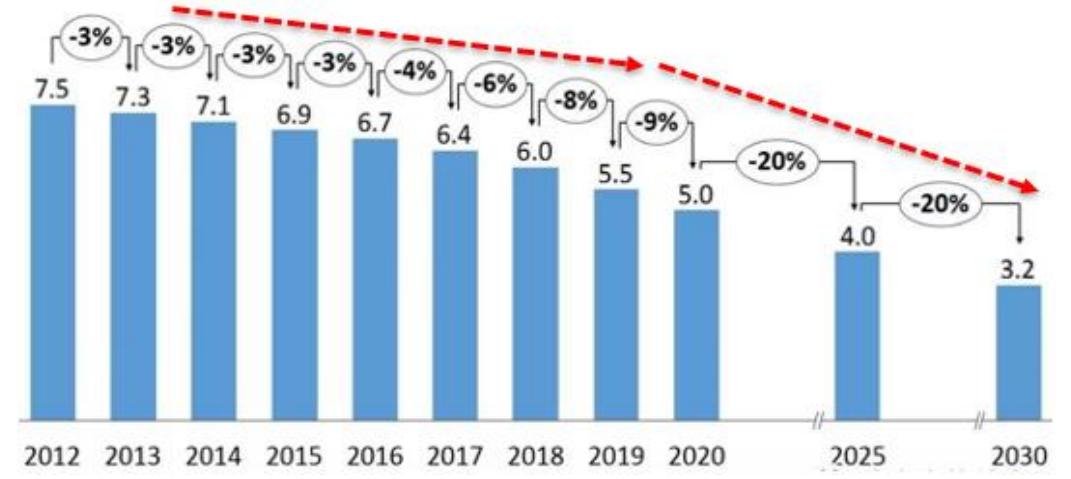
资料来源：长城证券研究所

■ **中国乘用车燃油消耗标准加速下行，下降幅度逐年增大，CVT 受益于该趋势。**

CVT 的节油性能明显高于 AT，不低于 DCT，预计在中国乘用车油耗标准加速趋严的情况下，其能够得到更广泛的应用，渗透率将进一步提升。

中国乘用车油耗标准加速下行。2012-2016 年每年的油耗标准是按照 3%的幅度下降的，但是 2017-2020 年依次年下降 4%、6%、8%、9%，下降幅度逐年增大。

图 60：中国乘用车平均油耗目标（L/100KM）



资料来源：工信部、长城证券研究所

世界范围内汽车排放法规日趋严格，对汽车油耗标准的要求愈发提高。欧盟、美国、日本均出台相关政策，到 2020 年乘用车燃料消耗量标准分别为 3.8 L/100 km、6.0 L/100 km、4.9 L/100 km。根据 12 月 6 日国务院颁布的《节能与新能源汽车产业发展规划（2012-2020 年）》，我国乘用车平均燃料消耗量在 2015 年、2020 年分别要求降至 6.9 L/100km、5.0 L/100 km，另外《中国制造 2025》提出到 2025 年我国乘用车平均燃料消耗量要求降至 4.0 L/100 km。

我国乘用车车企降油耗压力较大。根据工信部数据，2017 年我国乘用车平均燃料消耗量实际值为 6.24 L/100 km，距离 2020 年 5.0 L/100 km 目标尚存在较大差距。

表 26：主要国家和地区乘用车燃料消耗量目标值对比

国别	2015		2020		2025		年降幅	年降幅
	原始指标	对应国标	原始指标	对应国标	原始指标	对应国标	-2020	-2025

欧盟	130g/km	5.2L/100km	95g/km	3.8L/100km	75g/km	3L/100km	5.4%	4.2%
美国	36.2 mpg	6.7L/100km	44.8 mpg	6L/100km	56.2 mpg	4.8L/100km	3.5%	3.4%
日本	16.8km/L	5.9L/100km	20.3km/L	4.9L/100km	-	-	3.3%	-
中国	6.9L/100km		5L/100km		-	-	5.5%	-

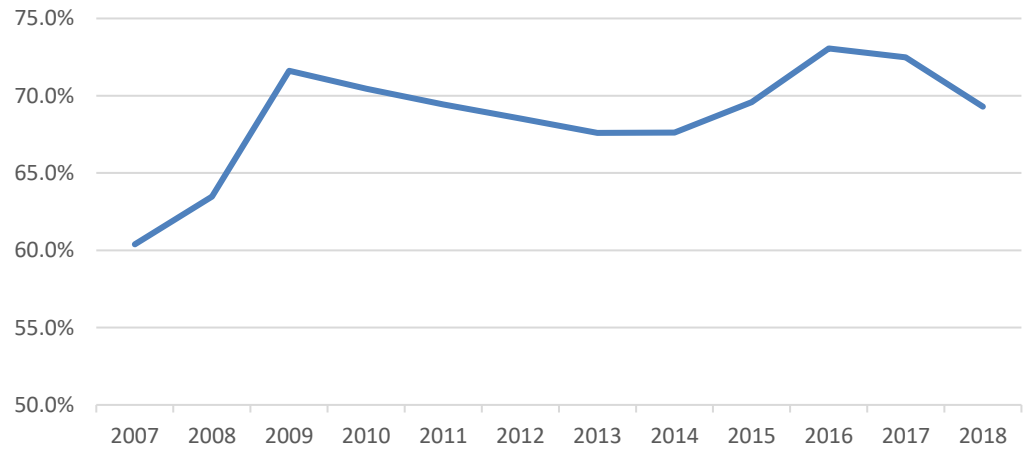
资料来源：《乘用车燃料消耗量第四阶段标准解读》——工信部装备工业司，长城证券研究所

■ **CVT 扭矩低、售价低、省油的特性使其非常适合小排量车型，而小排量车型占比在 70%左右，其市场空间比较广阔。**

小排量乘用车是国内乘用车市场上的主要品种，占比在 70%左右。国内市场上的高油价催生了对油价较敏感的消费者，而这样的消费者对低排量低油耗的车型较为偏爱。小排量车由于价格较低，日常养护费用较低，有着更广阔的消费者基础。在如今普通消费品销售逐渐向三四线城市下沉的大趋势下，更具价格优势的小排量车能对购置首辆车的消费者产生更大的吸引力。此外，2015 年国务院常务会议决定从 2015 年 10 月 1 日起至 2016 年 12 月 31 日，我国 1.6L 及以下排量汽车实行购置税减半。政策施行之后，2016 年上半年，全国汽车销量同比上升 8.1%，1.6L 及以下排量乘用车销量同比增长 17.9%。可以说，政策刺激也是小排量车占比提升的原因之一。

CVT 扭矩低、售价低、省油的特性使其非常适合小排量车型，而 1.6L 及以下小排量车型占比在 70%左右，其市场空间比较广阔。1.6L 及以下小排量车型一般对扭矩的要求在 250N·M 及以下，目前新一代 CVT 正好可以较好的满足该要求。购买 1.6L 及以下小排量车型的消费者对价格的敏感度又正好比购买大排量车型的消费者高，小排量车型的消费者更注重省油和变速器价格。 CVT 扭矩低、售价低、省油的特性使其非常适合小排量车型。

图 61：2007 至 2018 国内 1.6L 及以下乘用车销量占比



资料来源：wind、长城证券研究所

4.2 万里扬新一代 CVT 扭矩提升，售价下降，性价比明显提升

公司在 CVT19 成功实现产品升级换代，开发的新一代产品 CVT25，相对于 CVT19,其最大工作扭矩提升 30%，并且成本持平，售价下降，性价比明显提升。2018 年 6 月公司开

发的新一代产品 CVT25 正式量产，其技术水平和产品性能可比肩外资品牌，可匹配最大扭矩达到了 250N·m，这使得产品应用更加广泛。为了满足小功率、低排量的经济型车型的需要，公司在 CVT25 的基础上进一步开发了 CVT18/20 产品，该产品可以有效满足目前中外大型汽车企业对动力总成高性价比的要求，同时作为新一代高性能变速器，也可以满足众多汽车厂未来的降耗需求。

成本层面，新产品 CVT25 和 CVT19 基本相当。一方面 CVT25 的零部件（壳体、齿轮、轴及同步器等）的自制率提升，并且通过优化设计，CVT25 结构比 CVT19 更紧凑科学，但是另一方面 CVT25 是使用的博世最新的第三代钢带，钢带价格高于 CVT19 的钢带，所以综合下来，新一代产品 CVT25 的生产成本和 CVT19 基本相当。

售价层面，万里扬在初期为了获取市占率，其 CVT25 的性能虽然明显提升，但是产品售价制定的相对偏低，所以其新产品的性价比是明显提升的，这将使其产品在各大主机厂中的推广难度大幅下降。

横向比较来看，万里扬的新一代产品 CVT25 已经达到国际先进水平。将万里扬 CVT25 与 CVT 行业市占率最高的日本 Jatco 公司产品对比，可以发现两者技术水平相近。CVT25 的最大速比为 6.08，接近 Jatco CVT8 的 7.0，一般来说，高速比意味着更好的换挡平顺性以及更优的燃油经济性。在最大匹配扭矩方面，万里扬 CVT25 已经达到国际先进水平，最大匹配扭矩为 250N·m，和 Jatco CVT8 JF016E 相同。Jatco 的另一款 CVT8 产品 JF017E 由于将传统的钢带替换为新研发的链式钢带，是目前世界上匹配扭矩最大的 CVT 变速器，可匹配扭矩达到了 380N·m。

表 27：万里扬 CVT 和 Jatco CVT 产品对比

	CVT19	CVT25	Jatco CVT7	Jatco CVT8
重量（kg）	78	84.5		
最大变速比		6.08	7.3/8.7	7.0
匹配发动机	1.5-2.0L 1.3T-1.5T	1.2-1.6T		2.0/3.5L
最大扭矩	190 N·m	250 N·m		250/380 N·m
主要特点	模拟手动 7 挡变速，可以让用户体验到双重驾驶乐趣；采用新一代高可靠性传动钢带，使变速箱寿命进一步提升；运用先进的智能控制系统，降低整车油耗，使其与 MT 车型相当；采用先进的液力变矩器，使整车具有比 MT 车型更优越的加速和爬坡性能	可配备电子换挡、48V 和 BSG 应用；变速范围大，实现与发动机工况的最佳匹配，提高整车的燃油经济性；采用先进的双作用叶片泵，容积效率高、泄漏小；采用独立的液压回路控制，给各系统提供精确的工作压力，使效率进一步提升；采用低粘度油品，增加挡油板，降低搅油损耗	世界首款带副变速器的 CVT，可实现两档变速；可用于混动车；使用超平变矩器和集成离合器，长度减少 10%；减小滑轮尺寸，使得重量减少 13%	可用于混动车；结构重新设计和使用新变速器油降低搅拌阻力，使得摩擦减少 40%，从而燃油经济性提高 10%
搭载车型	奇瑞瑞虎 3/5、艾瑞泽 5/7 等	艾瑞泽 GX、吉利远景 X6 等	日产 JUKE、DAYZ、NOTE、MARCH、东风日产 LANNIA、三菱 SPACE、铃木 IGNIS、SWIFT、雷诺三星 SM3	日产 X-TRAIL HYBRID、英菲尼迪 QX60 Hybrid、日产 Teana、Serena、X-Trail、三菱 RVR、雷诺 QM 系列

资料来源：万里扬官网，Jatco 产品手册、长城证券研究所

4.3 公司主要对手邦奇母公司陷债务危机，研发投入和扩产受到负面影响，为万里扬腾出市场空间

如前所述，目前湖南容大已无法与万里扬正面竞争，日本捷特科又基本只供应日系车，万里扬最核心的竞争对手为邦奇集团。

万里扬的主要竞争对手邦奇集团的母公司陷入债务危机，新产品开发和产能扩建受到负面影响，CVT 市场格局演变将有利于万里扬。

由于银亿股份连续大额并购，目前现金流压力巨大，出现债务危机。2016 年银亿集团通过全资子公司东方亿圣收购比利时邦奇集团，交易价格为 9.48 亿欧元。2017 年，银亿集团将该资产注入上市公司银亿股份。在此之前，银亿股份的主要业务为房地产开发。2016 年银亿提出“房地产+高端制造业”双轮驱动的发展战略，并开始不断扩张，先后并购了美国 ARC 集团和邦奇集团。当时市场融资环境还比较宽松，但近两年随着去杠杆的不断深化，市场融资环境逐渐恶化，银亿股份出现债务危机，直接影响到邦奇集团的新产品开发和产能扩张。

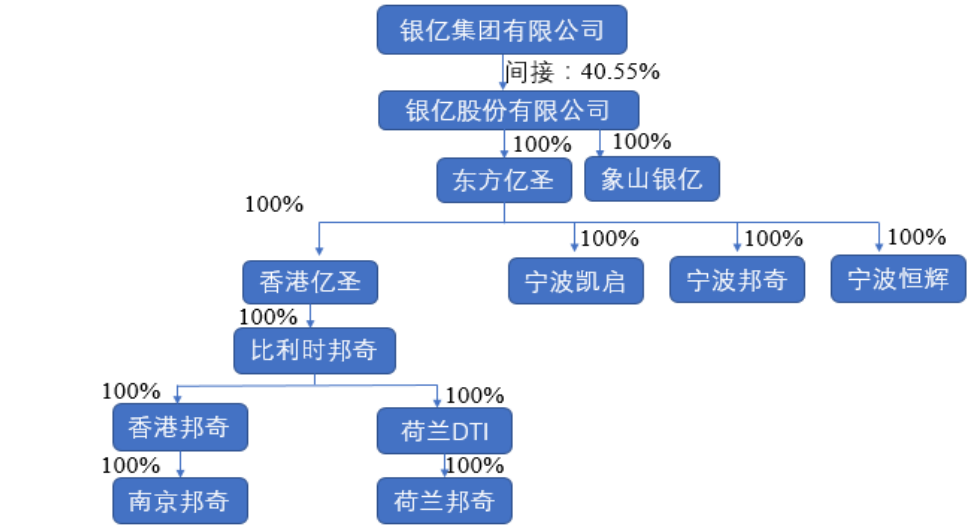
银亿股份现金流恶化，邦奇集团新产品开发投入大幅减少，邦奇产能扩张项目或受阻。2018 年度比利时邦奇集团研发投入研究阶段的项目支大幅减少，研发费用缩减 13,905 万元，同比下降 43.87%。

目前邦奇的产能扩张已经收到债务危机的负面影响。邦奇的产能瓶颈主要来源于变速箱壳体，这也就是银亿股份收购邦奇后开发建设宁波凯启、恒辉的原因。17 年银亿股份收购邦奇集团的同时，新设宁波邦奇生产基地用于制造 CVT，新设宁波凯启、宁波恒辉用于为宁波邦奇提供自动变速箱壳体等零部件。但如今银亿陷入流动性危机，宁波邦奇、宁波凯启、宁波恒辉的建设恐不及预期，未来可能影响邦奇的进一步产能提升。

另外，南京邦奇自 2016 年 6 月开启的三期和四期自动变速箱扩建扩产项目（建设自动变速箱生产线 16 条，规划年产能 200 万台），2018 年已建成三期的 4 条生产线，年产自动变速箱 60 万台，四期生产线尚未建设完成。由于，银亿股份 18 年度减少了对东方亿圣（全资控股南京邦奇）在固定资产和生产线上的投入，南京邦奇产能扩张项目四期或进度暂缓。

银亿股份全资子公司宁波凯启未能按时归还全部贷款本息。2018 年 12 月 4 日，据公司发布的公告，杭州蔚城置业通过嘉兴银行向公司子公司宁波凯启发放贷款 1.8 亿元，象山银亿、银亿股份、银亿集团为担保人。该笔借款已于 2018 年 11 月 16 日到期，**银亿股份全资子公司宁波凯启未能按时归还全部贷款本息，担保人未能履行担保责任，公司及子公司被提起诉讼。**

图 62：银亿股份各子公司之间的股权关系



资料来源：公司公告、长城证券研究所

2018 年 12 月 24 日，公司债券“15 银亿 01”发生违约。受到流动性不足的影响，同时也为了防止大量债券投资者提前赎回本金加剧公司流动性问题，公司将其所发行的“15 银亿 01”债券最后两年票面利率上调 150BP 至 8.78%。尽管如此，仍有大量投资者申请回售债券。 **2018 年 12 月 24 日，公司债券“15 银亿 01”发生违约，公司未能足额兑付本息。**

此次发生违约的债券简称为“15 银亿 01”，发行规模 3 亿元，发行日期为 2015 年 12 月 24 日，债券期限为 5 年，同时债券存续期第 3 年末附发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。“15 银亿 01”的兑付日为 2020 年 12 月 24 日，但若投资者在第三年末（2018 年 12 月 24 日）行使回售选择权，则回售部分债券的兑付日为 2018 年 12 月 24 日。截止该日，**由于公司短期内资金周转困难，公司未能按时足额兑付 2018 年已登记回售债券的本金 2.99 亿元**。

银亿股份公司评级被下调至 BBB。2018 年 12 月 7 日，中诚信将银亿股份的主体信用等级由 AA 下调至 BBB，同时将 16 银亿 04（2016.6.21-2021.6.21）、16 银亿 05（2016.7.11-2021.7.11）、16 银亿 07（2016.8.19-2021.8.19）的债项信用等级自 AA 下调至 BBB，并将公司主体及上述债项信用等级继续列入可能降级的信用评级观察名单。

上述三只债券的发行期限均为 5（3+2）年，发行金额依次为 7、4、4 亿元。**由此可见，银亿股份偿债现金流压力主要集中在 2021 年，若投资人都选择提前回售，压力则提前到了 19 年，而公司 2019Q1 自由现金流-63.4 亿元，难以偿还总额约 15 亿元的债务。**

2019 年 1 月 3 日，受到公司债券“15 银亿 01”违约影响，在违约影响结束前，公司不得筹划重大资产重组，因此公司暂缓收购宁波艾礼富 100%股权的项目。2019 年 2 月 19 日，公司宣布终止收购宁波艾礼富 100%股权的重大资产重组项目。日本艾礼富创立于日本，是全球知名的磁簧传感器和光控传感器制造商。2016 年，日本艾礼富实际控制人堀之内英将其控制的包括日本艾礼富在内的全球磁簧传感器和光控传感器业务转让给宁波艾礼富。宁波艾礼富目前主要工厂位于日本二地（仙台，兵库）、墨西哥及中国深圳、重庆，主要服务汽车、工业机器、白色家电、家居及办公等行业客户，其传感器产品占据日本白色家电市场领先地位，并是著名汽车一级供应商大陆集团最大的磁簧传感器供应商。2017 年宁波艾礼富营业收入 7.0 亿元，净利润 0.9 亿元。

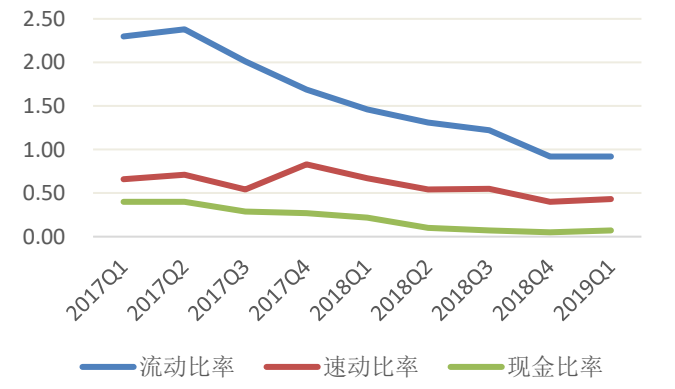
表 28：银亿公司债务危机系列事件列表

时间	事件
2018/10/31	公司披露三季报显示，2018 年第三季度，公司**营业收入 13.34 亿元，同比减少 40%**；归属上市公司股东的**扣非净利润为-2.54 亿元，同比大幅减少 241.52%**；2018 年前三季度，公司营业收入 63.62 亿元，同比减少 25%；归属上市公司扣非净利润 1.57 亿元，同比减少 68%。截止 2018 年 9 月末，公司货币资金 12.27 亿元，同比减少 70%。对债务偿付保障能力减弱。
2018/11/20	由于筹划重大资产重组，公司从 2018 年 8 月 23 日起停牌。但停牌近三个月项目没有实质性进展，同时公司未能及时回复深交所问询函，11 月 20 日，**公司股票被交易所强制复牌**
2018/11/26	中诚信证评将公司主体及债项信用等级列入信用评级观察名单
2018/12/4	据公司发布的公告，杭州蔚城置业通过嘉兴银行向公司子公司宁波凯启发放贷款 1.8 亿元，象山银亿、银亿股份、银亿集团为担保人。该笔借款已于 2018 年 11 月 16 日到期，**宁波凯启未能按时归还全部贷款本息**，担保人未能履行担保责任，公司及子公司被提起诉讼。
2018/12/6	截止 12 月 6 日，银亿控股及其一致行动人累计质押公司股份 30 亿股，占其持有公司股份的 94%，其中 4 亿股拟被违约处置，占公司总股份的 10.17%
2018/12/7	诉讼双方达成和解，象山银亿将其抵押的房产转让给蔚城置业，转让价款用于抵偿蔚城置业对于宁波凯启的借款债权以及各项费用
2018/12/12	中诚信证评将**公司主体及相关债项信用等级从 AA 下调至 BBB** 并将其继续列入可能降级的信用评级观察名单
2018/12/20	公司债券停牌
2018/12/24	因短期资金周转困难，**公司债券“15 银亿 01”未能足额兑付**，涉及本金 2.99 亿元，构成实质性违约
2018/12/24	中诚信证评将**公司主体及相关债项信用等级从 BBB 下调至 C** 并将其继续列入可能降级的信用评级观察名单
2019/1/3	受到公司债券“15 银亿 01”违约影响，公司暂缓收购宁波艾礼富 100%股权的项目
2019/1/5	公司出售安吉银瑞房产开发公司股权，转让对价 8739 万元
2019/1/31	公司发布业绩预告，预计 2018 年归属上市公司股东净利润 2-4 亿元，同比下降 75%-87%
2019/2/19	公司宣布**终止收购宁波艾礼富** 100%股权的重大资产重组项目

资料来源：公司公告、长城证券研究所

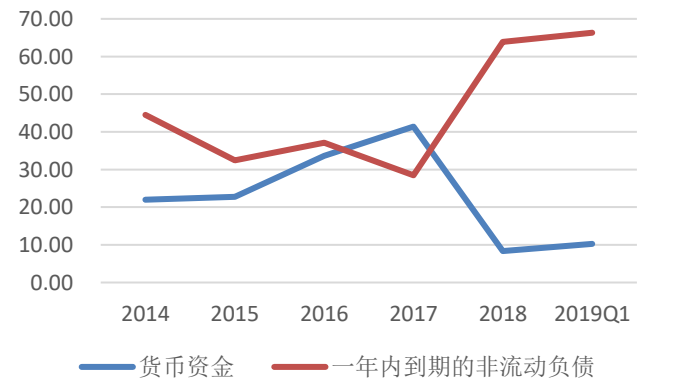
从偿债能力来看，2017Q1 至 2019Q1 银亿股份主要短期偿债能力指标都显示出不同程度的恶化。速动比率、现金比率分别从 17 年初的 0.66、0.40 下降到 0.43、0.07；流动比率更是从 2.30 大幅下降至 0.92。此外，货币资金由 17 年 41.39 亿元锐减至 18 年 8.35 亿元，公司债券加速兑付导致一年内到期的非流动负债由 17 年 28.47 亿元激增至 19 年一季度 66.32 亿元，以上均表明银亿股份短期偿债能力承压，资金周转困难。

图 63：银亿股份短期偿债能力比率分析



资料来源：wind、长城证券研究所

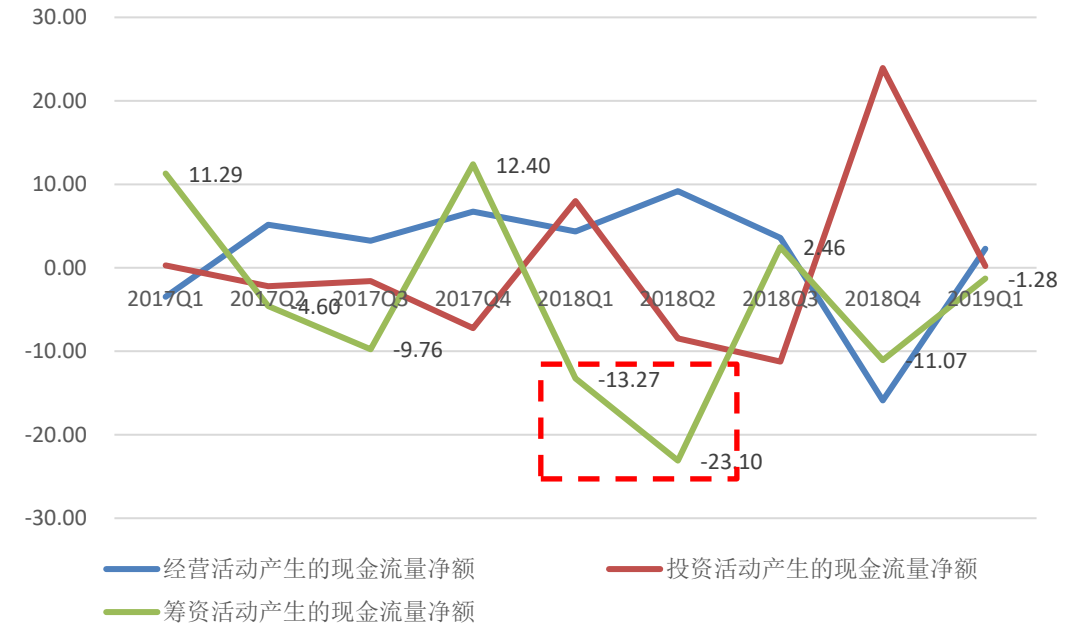
图 64：银亿股份货币资金以及一年内到期的非流动性负债情况（单位：亿元）



资料来源：wind、长城证券研究所

从现金流量来看，银亿股份 18Q4 经营现金流难以弥补利息支出，筹投资能力恶化。18 年 12 月，本金 2.99 亿元公司债券发生违约，经营活动现金流量净额稳定波动的态势在 18Q4 被打破，且难以抵补同期利息支出（7.7 亿元）；筹投资活动产生的现金流波动巨大，这和公司在 17 年相继并购美国 ARC 公司和比利时邦奇集团有关，收购兼并过程对银亿股份的现金流稳定性造成一定隐患。可以看到 18Q2 同 17Q4 相比，两段时期内筹资活动产生的现金流净额从 12.40 亿元断崖式下降至-23.10 亿元，纵观 2018 全年，公司筹资活动现金流净额-45 亿元，这都反映了筹资能力的恶化。值得注意的是 18 年以来，银亿股份投资活动产生的净现金流量不断扩大，18 年年中投资投入速度明显放缓，年底投资净现金流逆向猛增，系收回前期房地产投资项目和减少东方亿圣固定资产及生产线投入所致。考虑到 18 年四季度债券违约造成的流动性不足，以及 16 银亿 04/05/07 三只债券 19 年回售压力提前的影响，我们认为银亿股份会减少投资活动产生的现金流出，从而对子公司项目的投资力度会大大回落，邦奇势必受此影响。

图 65：银亿股份现金流量表主要指标（单位：亿元）



资料来源：Wind、长城证券研究所

万里扬相对于邦奇的其他竞争优势：

①邦奇集团的服务响应速度不及万里扬。邦奇集团的 CVT 技术来源于比利时邦奇，其主要产品的研发地点和变速器核心零部件的制造地点都在欧洲，南京邦奇仅负责将核心零部件和其他零部件进行组装总成。而万里扬的研发、生产都在国内，和核心客户在地理位置上非常接近。

②邦奇集团的研发费用压力大概率会提升，因为需要和 DTI 公司分成。邦奇集团在无级变速器领域拥有多项关键技术的自主知识产权，取得了 117 项专利。但其中 79 项专利为收购荷兰 DTI 公司时取得，但按照收购时的约定，自收购交割日起 20 年内，使用 DTI 公司专利所产生的收益需要与 DTI 原股东进行分成。DTI 公司的专利均与正在开发中的 DCT 产品有关，目前并未产生收益，因此未曾向原股东支付分成。据公司估计，2019 年起将产生与 DTI 专利相关的收益。

万里扬相对于湖南容大的竞争优势：

前文已经有论述，总结一下主要有三点：

①容大产品主要性能指标较差，充分反映研发能力不足。容大主要产品 RDC15、RDC18，产品性能指标不如万里扬 CVT19。**②相比于邦奇和万里扬，湖南容大的产能较小，且经营管理不善，连年亏损。**历年容大最高年产量不足最高产能（7 万套）的 20%。2015 年-2017 年年平均销量仅为 8,571 套。同时连年亏损且亏损幅度变大。**③主机厂小康涉足容大，湖南容大的独立第三方供应商的地位将被削弱，对其开拓其他客户形成负面影响。**2018 年初，小康动力从收购泸州容大（拥有湖南容大 98%股权）86%股权。根据交易方案披露，完成收购后，泸州容大、湖南容大生产的产品主要优先用于供小康股份自产的车型使用。

4.4 绑定吉利汽车，新一代 CVT 将在 19 年下半年快速上量，19 年下半年将出现重大业绩拐点

万里扬和吉利在乘用车 MT 方面已经有很深厚的合作基础，这为二者在乘用车自动变速器方面的合作奠定了良好基础。2011 年，万里扬使用共计 4675.2 万元收购台州吉利发达汽车变速器有限公司 60%的股权并进行增资，自此进入乘用车变速器领域；2015 年，万里扬又以 3 亿元收购吉利汽车乘用车变速器（5MT、6MT）产品生产线全部固定资产和技术资料，以提高在乘用车变速器市场领域的开拓能力。因此，此前吉利汽车一直都是公司 MT 变速器的核心客户。

■ **为什么吉利 CVT 的采购逐步从邦奇切换为万里扬?**

由于邦奇在产品质量和产品成本上相对于万里扬没有多少优势，在响应速度上不及万里扬，并且其母公司又陷入债务危机，邦奇的新产品开发和产能扩张受到负面影响，所以吉利汽车计划将 CVT 的采购逐步从邦奇切换为万里扬。2019 年之前，吉利配套 CVT 车型帝豪、帝豪 GL、缤瑞、远景 SUV、远景 S1 均采用的是邦奇 CVT。但是邦奇的老一代产品 VT2/3 的质量问题较多，同时产品价格也并不比万里扬便宜。另外，在响应速度上不及万里扬，邦奇总部位于比利时圣特雷登，研发中心也在圣特雷登，国内的南京、宁波基地只是工厂，难以及时响应主机厂的需求。本报告 4.3 部分也详细论述了邦奇母公司银亿股份陷债务危机，邦奇新产品开发和产能扩张受到负面影响。基于以上多重原因，吉利汽车计划将 CVT 的采购逐步从邦奇切换为万里扬。

吉利为了控制成本，已经有众多车型搭载 CVT。目前吉利汽车配备 CVT 的车型包括缤瑞、帝豪、帝豪 GL、远景 S1、远景 SUV 等。根据我们对吉利汽车在售 2018 款和 2019 款车型的统计，缤瑞 1.4T、帝豪 1.5L、帝豪 GL1.4T、远景 S11.4T 和 1.5L、远景 SUV1.4T 多款中小排量车型均采用了 CVT 变速器。

表 29: **2018 年吉利搭载 CVT 的在售车型**

车系	排量	变速箱	2018 款	2019 款
缤瑞	**1.4T**	**CVT**	**2 款**	
	1.4T	MT	3 款	
	1.0T	DCT	2 款	
帝豪	**1.5L**	**CVT**	**3 款**	
	1.5L	MT	3 款	
帝豪 GL	**1.4T**	**CVT**	/	**2 款**

	1.8L	MT	2 款	
	1.8L	DCT	1 款	
	1.4T	MT	1 款	
	1.4T	DCT	3 款	
远景 S1	**1.5L**	**CVT**	**2 款**	
	1.4T	**CVT**	**3 款**	
	1.5L	MT	3 款	
远景 SUV	1.8L	MT	3 款	
	1.4T	**CVT**	**3 款**	

资料来源：汽车之家等、长城证券研究所

万里扬绑定吉利汽车，新一代产品 CVT25 将在 19 年下半年快速放量，预计 19 年下半年公司将出现重要业绩拐点。 2019 年吉利新车规划包含远景、帝豪系列，而帝豪、远景系列自动挡以 CVT 变速箱为主，过去吉利 CVT 供应商是邦奇，2019 年万里扬 CVT25 产品进入吉利配套供应体系。2019 年万里扬 CVT25 产品有望搭载吉利 5 款车型，包括 19 年 5 月正式推出的远景 X6、吉利帝豪 GS、GL 三款国六版本，二季度或三季度上市的远景 X3 国六版本，以及四季度上市的缤瑞国六版本。万里扬 CVT25 在吉利中的配套将快速放量，将成为公司贡献重要业绩增量。

表 30：2019 年吉利新车规划

车型	新车类型	定位	上市时间
博越	中期改款	紧凑型 SUV	2019 年
GE11	全新	A 级纯电动车	2019 年 Q1
嘉际	全新	MPV	2019 年 3 月
VF12	全新	MPV	2019 年 Q2
FY11	全新	紧凑型 SUV	2019 年下半年
远景 S1	中期改款	紧凑型 SUV	2019 年下半年
帝豪 GS PHEV	全新	紧凑型 SUV	2019 年
领克 04	全新	中大型 SUV	2019 年
领克 05	全新	中大型车	2019 年
领克 02 PHEV	新增新能源车	紧凑型 SUV	2019 年
领克 03 PHEV	新增新能源车	紧凑型轿车	2019 年

资料来源：汽车之家、搜狐汽车等、长城证券研究所

4.5 持续开拓自主客户， CVT 客户多样性持续增加，客户集中度风险迅速下降

公司全资收购奇瑞变速器，使其成为独立第三方变速器公司，持续拓展其他自主主机厂客户，CVT 客户多样性持续增加，客户集中度风险迅速下降。2016 年公司收购奇瑞变速箱前，CVT 产品仅配套奇瑞，2016 年万里扬收购其 100%后，使其成为一个独立的第三方变速箱企业，可以为所有车企提供产品。2016 年开始公司不断开拓新客户，17 年给奇瑞、北汽银翔、力帆供货，18 年又新增众泰，19 年又将给吉利、比亚迪、一汽等配套。

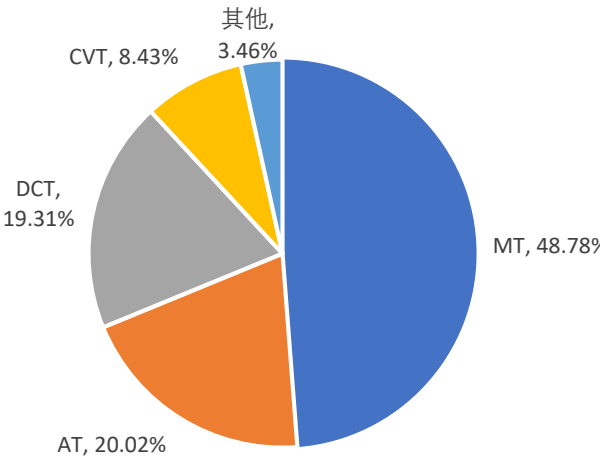
表 31：公司 CVT 产品每年新增客户

时间	当年新增客户
2017	北汽银翔、力帆
2018	众泰
2019	吉利、比亚迪、一汽等

资料来源：公司公告、长城证券研究所

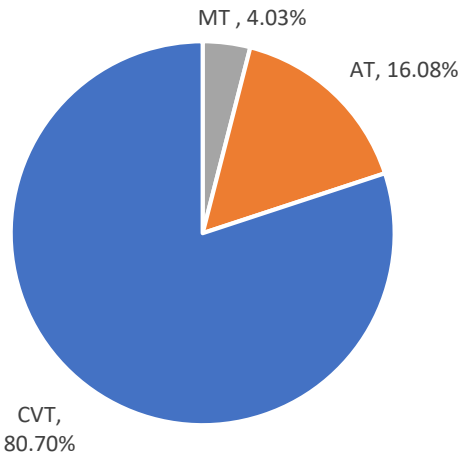
中国自主品牌汽车 CVT 装箱率明显较低，渗透率还存在较大提升空间，万里扬大有可为。目前国内配备 CVT 的车型以日系车和自主品牌中小排量车型为主。日系品牌 CVT 由日本的捷特科供给（其中丰田和本田均自行配套），自主品牌 CVT 的供应商主要有邦奇、万里扬、湖南容大。根据中机中心数据，2018 年我国乘用车 CVT 市场份额约 20%，按国别来看，日系车 CVT 装箱率最高，约 81%，而自主品牌汽车 CVT 装箱率仅有 8%，CVT 凭借其出色的节油性和低成本，其在自主品牌汽车中的渗透率还存在较大提升空间。

图 66：2018 自主品牌乘用车变速器配套市场份额构成



资料来源：中机中心、长城证券研究所

图 67：2018 日系乘用车变速器配套市场份额构成



资料来源：中机中心、长城证券研究所

表 32：自主品牌在售车型配套 CVT 情况（不含停产在售车型）

品牌	车系	排量	2017 款	2018 款	2019 款
上汽	荣威 i5	1.5L			3 款
	荣威 RX3	1.6L		2 款	
	荣威 i6	1.6L			3 款
吉利	帝豪	1.5L		3 款	

	缤瑞	1.4L		2 款	
	帝豪 GL	1.4T			2 款
	远景 SUV	1.4L		3 款	
	远景 S1	1.4T		3 款	
		1.5L		2 款	
	帝豪新能源	1.5L	3 款		
奇瑞	瑞虎 5X	1.5L			4 款
	艾瑞泽 5	1.5L	3 款	1 款	4 款
		1.5T	2 款		
	艾瑞泽 GX	1.5L		4 款	
	瑞虎 3	1.6L		4 款	
	艾瑞泽 7	1.5T	2 款		
北汽	北汽幻速 S5	1.3T	3 款		
	绅宝智行	1.5T		3 款	
	绅宝智道	1.5T			3 款
	北汽昌河 Q7	1.5T		4 款	
	绅宝 D50	1.5L		5 款	
	北汽幻速 S6	1.5T	4 款		
	北汽幻速 H5	1.3T		2 款	
江淮	瑞风 S2	1.5L	4 款		
		1.6L		2 款	
	瑞风 R3	1.6L		4 款	
	瑞风 S3	1.6L		3 款	
	瑞风 S4	1.6L			4 款
		1.5T			4 款

资料来源：汽车之家、长城证券研究所

4.6 受益于进口替代大趋势，一旦进入合资/外资体系，成长空间将大幅提升

国产汽车零部件替代进口是行业大趋势。可从两个层面看待这一趋势：

①自主品牌将更多使用国产汽车零部件。我国汽车市场规模持续扩大，自主品牌市场份额逐步提升，培养聚集了一定规模的自主产业资源，也为自主零部件企业提供了更广阔的市场。自主品牌对零部件的性价比是更为敏感的，自主零部件产品性价比高、响应速度快,其更倾向于选择自主零部件企业。

另外，经过多年的发展，在国内建厂的外资零部件厂商为我国汽车零部件行业培养了一大批技术及管理人才，同时国产零部件厂商通过外延并购等方式也获得了诸多关键零部件核心技术，国产零部件供应商无论是在技术上还是管理上都得到了提升，与国际零部件厂商的技术差距已逐渐缩小。

②合资外资品牌将更多使用国产汽车零部件。合资品牌汽车受到自主品牌挑战，同时面临行业增速放缓，合资品牌降本降价压力较大，主动寻求使用优秀国产零部件。现在自主品牌强势崛起，对合资品牌形成挑战之后，合资品牌为保住市场份额，降本降价压力

巨大，正在逐步需求使用优秀的国产零部件，这给已经具有规模效应的国内零部件公司带来巨大机遇。我国乘用车中，合资品牌占据 50%以上的份额，如果合资加大对国产零部件的采购，那么国产零部件企业市场规模将加速增长。并且供应给合资品牌的零部件的毛利率普遍高于供应给自主品牌。

万里扬是国内 CVT 自主龙头，一旦进入合资外资车企供应体系，其成长空间将大幅提升。作为国内三大 CVT 供应商之一，公司无论是在新产品新技术储备、产能以及快速响应主机厂上均比邦奇集团、湖南容大具备竞争优势。公司新开发产品 CVT25，最大承载扭矩可达 250N·m，可以匹配市场上 80%以上的乘用车车型。在国产进口替代的大趋势下，公司作为自主 CVT 龙头，未来一旦进入合资外资车企供应体系，其成长空间将大幅提升。

万里扬未来是有望进入非日系汽车品牌的供应体系的，日系车的 CVT 供应基本被捷特科垄断，但是美系德系如果未来使用 CVT 的话，那么是有可能使用万里扬的 CVT 的。主要有以下三点原因。

① **公司全新一代产品 CVT25 扭矩大幅提升，可匹配车型范围变大。**CVT25 最大输入扭矩 250N · m，较老款 CVT19 提升了 30%，可匹配车型范围变大，主要匹配 1.2T-1.6T 发动机。目前，在我国乘用车市场中，1.6L 及以下车型仍然占据上风，2018 年我国 1.6L 及以下小排量乘用车销量占比为 67.72%，也就是说，公司 CVT25 基本可以满足市场上超过 2/3 的车型。

② **CVT 节油性能和扭矩缺陷的克服使其得到非日系合资外资品牌的重视，例如美国通用重启 CVT 开发。**过去由于扭矩小的限制，CVT 主要适用于小排量汽车，跟欧美品牌的定位不一样，所以没有广泛使用 CVT。但是随着油耗法规日益趋紧，CVT 的节油性能使其重新得到重视。例如，美国新能源法要求美国汽车行业 2020 年以前，把汽车燃油效率提高 40%；2025 年美国乘用车油耗目标值 4.3L/100km，较 2012 年的 7.8L/100km 几乎减少一倍。为应对北美油耗法规，美国厂商正重启 CVT 计划，通用汽车正在开发最新一代的 CVT 变速箱产品。

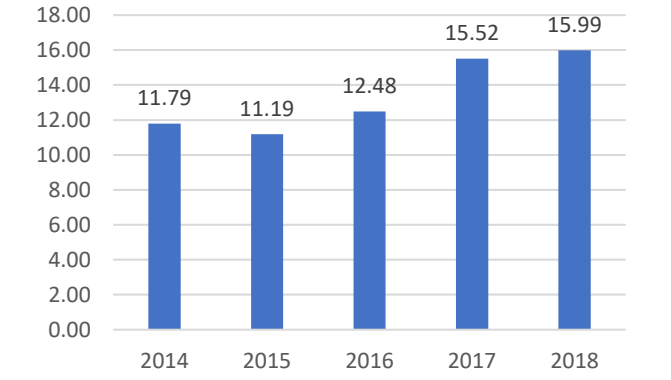
③ **近几年乘用车市场竞争加剧，主机厂降本压力增大，国产 CVT 的高性价比将对非日系合资外资品牌有更强的吸引力。**（详细价格对比见本文 2.4 节）

4.7 商用车变速器地位稳固，受益于国五升国六和高端化，能贡献稳定现金流

公司在国内中轻卡变速器市场市占率第一，行业龙头地位稳固。公司商用车变速器涵盖轻卡、中卡、重卡、客车、工程车等不同类型，其中中轻卡变速器起步最早，市占率保持行业首位。2018 年公司商用车变速器销量约 70 万台，其中轻卡变速器 60 万台，中卡变速器 10 万台，同年国内轻卡销量 189.50 万辆，中卡销量 17.72 万辆，初步估算，公司在中卡变速器市场市占率约 56.43%，在轻卡变速器市场市占率约 31.66%。

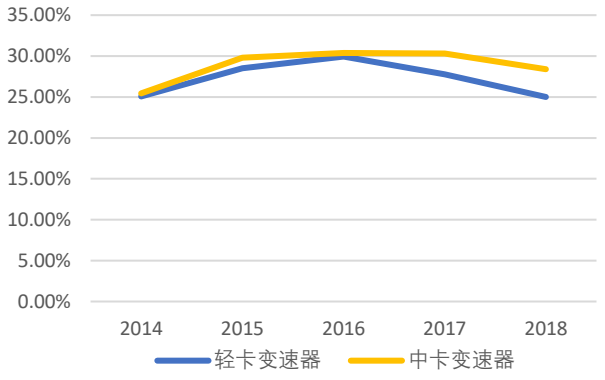
商用车变速器市场总量稳定，但是万里扬坚持高端化、自动化、差异化路线，通过产品升级和市占率提升，其商用车变速器业务仍然能够实现稳健增长。公司中、轻卡变速器 2014-2018 年营收年复合增速为 7.92%，毛利润年复合增速为 8.59%。2018 年公司在中卡终端销量景气下行的情况下，中卡变速器营收同比增速仍达到 7%，实属不易。

图 68：中、轻卡变速器营收（亿元）



资料来源：wind、长城证券研究所

图 69：中、轻卡变速器毛利率



资料来源：wind、长城证券研究所

受益国五升国六，公司的轻量化、高端化产品 G 系列轻卡变速器快速上量。国六排放标准可以说是结合了欧标和美标的全球最严排放标准，相对于国五标准，其严格程度大幅提升。2019 年 7 月 1 日开始，中国部分地区轻型车开始执行国六标准。公司作为行业龙头，前期针对国六排放标准研发的 G 系列高端轻卡变速器产品的市场应用效果非常好，在国五升国六的推动下，公司的轻量化、高端化产品 G 系列轻卡变速器快速上量。

表 33：国六标准全国范围实施时间

车辆类型	国六 a	国六 b
重型燃气车（以天然气 NG 或液化石油气 LPG 作为燃料的点燃式）	2019.7.1	2021.1.1
重型柴油车	2021.7.1（其中城市车辆——在城市运行的公交车、邮政车及环卫车——于 2020.7.1 提前实施）	2023.7.1
轻型汽油车	2020.7.1	2023.7.1
轻型柴油车	2020.7.1	2023.7.1

备注：根据 2018 年国务院印发的《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，在京津冀、长三角地区、汾渭平原、珠三角地区、成渝地区等将于 2019 年 7 月 1 日提前实施国六标准。（广东、天津、海南对提前实施国六车型限定为轻型车，北京主要针对重型车同时将对轻型汽油车于 2020 年 1 月直接实施国六 b，其它地区基本对所有车型于 2019 年 7 月 1 日实施国六 a）

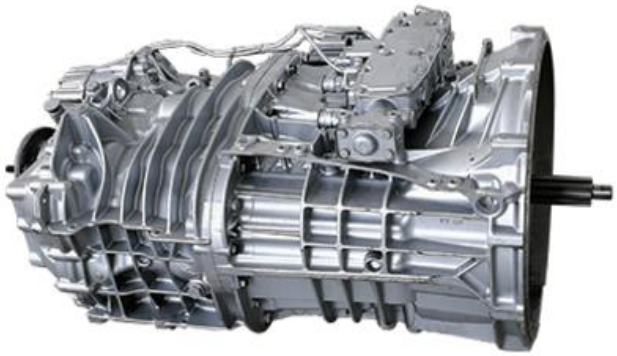
资料来源：生态环境部，长城证券研究所

公司还陆续研发出其他新产品，包括轻卡 AMT 自动变速器和重卡变速器产品。公司轻卡 AMT 自动变速器为国内首款轻卡自动变速器，于 2018 年顺利量产，并通过搭载福田奥铃 CTS 等多款车型上市销售，市场反应良好，目前正在开发更多配套车型。公司积极开拓重卡变速器市场，进一步完善公司商用车变速器产品结构，提升市场竞争力。首期开发的 WLY16G220 变速器，匹配 1600-2200N · M 动力、总重 25-50 吨物流重卡。对标国际先进产品开发，全铝合金壳体，共 16 个前进挡 2 个倒挡，助力换挡，速比范围广。目前该产品正在进行台架和道路试验。

图 70：WLY6AG40 轻卡自动变速器（轻卡 AMT 变速器）

资料来源：公司官网、长城证券研究所

图 71：WLY16G220 变速器（公司首款重卡变速器）



资料来源：公司官网、长城证券研究所

公司第一大客户福田汽车自己的变速器公司陆续投产将对公司造成一定压力。公司第一大客户福田汽车属国内商用车龙头企业，轻卡市占率行业第一，轻卡变速器主要由万里扬供应。但是 2017 年福田汽车与采埃孚合资组建福田采埃孚轻型自动变速箱（嘉兴）有限公司（简称“福田采埃孚”）。福田采埃孚轻型商用车变速箱项目一期于 2019 年 1 月 1 日正式投产，规划年产 16 万台轻型商用车变速箱，二期将于 2020 年 1 月 1 日建成投产，年产 32 万台轻型商用车变速箱。结合福田汽车轻卡历史产量数据，福田采埃孚一期的轻卡变速器产能大致可覆盖福田轻卡变速器需求的 50%，若 2020 年二期项目如期完成，则可实现轻卡变速器全覆盖。公司其他主要客户如东风汽车、重汽、一汽等虽也配套自主变速器公司，但产能规划未发生结构性变化。

公司积极开发新客户，18 年完成了东风越野车、江铃汽车、东风商用车等优质配套体系突破，一定程度上弥补福田方面的订单流失。

综上所述，公司通过开发新产品新客户，并且不断进行产品升级，使公司的其商用车自动变速器业务仍然保持稳健，为公司贡献稳定现金流。

表 34：主要客户市场地位及配套变速器公司情况

企业	市场份额排名	配套变速器公司	产能（万台）
福田汽车	商用车市场份额：1 轻卡市场份额：1 重卡市场份额：5 中卡市场份额：6	福田采埃孚轻型自动变速箱（嘉兴）有限公司 （2019 轻型一期投产；2020 轻型二期投产） 采埃孚福田自动变速箱（嘉兴）有限公司 （2019 重型一期投产；2022 重型二期投产）	轻型一期：16 轻型二期：32 重型一期：11.5 重型二期：19
东风汽车	重卡市场份额：2 中卡市场份额：1 轻卡市场份额：5	东风商用车有限公司	16.5
中国重汽	最大的重型车制造基地之一 重卡市场份额：3 中卡市场份额：5 轻卡市场份额：7	济南变速箱部、大同齿轮公司	22
一汽集团	重卡市场份额：1 轻卡市场份额：8 中卡市场份额：10	一汽轿车长春齿轮有限公司 一汽哈变	47

资料来源：公司官网、长城证券研究所

5. 投资建议

①行业层面：CVT 在中国自主品牌中的渗透率将快速提升。18 年中国自主品牌汽车 CVT 装箱率仅有 8%，而 DCT 装箱率有 19%，AT 的装箱率有 20%。在自动变速箱渗透率提升的大趋势下，售价低、省油的 CVT 将成为替代 MT 的首选。其渗透率提升的驱动因素有以下三点：

a. CVT 的节油性能明显高于 AT，且不低于 DCT，预计在中国乘用车油耗标准加速趋严的情况下，将有更多比例的乘用车使用 CVT。

b.之前制约 CVT 的瓶颈主要是扭矩不足，现在国产 CVT 的最新一代产品的扭矩基本都能够达到 250N · M，基本能够满足 1.6 升及以下小排量车型对扭矩的需求，目前制约 CVT 应用的主要瓶颈得以解除。

c. CVT 扭矩低、售价低、省油的特性使其非常适合小排量车型，而中国 1.6 升及以下小排量车型占比稳定在 70%左右，其市场空间广阔。购买 1.6L 及以下小排量车型的消费者对价格的敏感度又正好比购买大排量车型的消费者高，小排量车型的消费者更注重省油和变速器价格。

②公司核心竞争力层面：

a. 公司通过收购奇瑞变速箱公司，掌握 CVT 正向开发技术，万里扬在原有产品 CVT19 的基础上成功进行了产品升级、更新迭代，研发了 CVT18、CVT25、CVT28 等产品。

b. 作为民营企业，公司在商用车变速器领域已有 20 年的生产经验，深厚的经验积累使公司具有优秀的成本管控能力。乘用车自动变速器将通过提升零部件自制率和生产规模来降低成本。

c. 相比于国外巨头，公司为国内独立第三方服务响应更快，同时和国内主机厂地位更对等。相对于外资企业 Jatco 和研发中心在欧洲的邦奇，万里扬作为本土自主变速器生产厂商具有贴近客户、快速响应的服务优势。国内主机厂和自主品牌变速器供应商的地位更加对等，过多的依赖外资巨头对国内主机厂供应链的稳定性会造成负面影响。

③业绩层面的投资要点：

a. 在自动变速箱渗透率提升的大趋势下，售价低、省油的 CVT 将成为替代 MT 的首选，CVT 在中国自主品牌中的渗透率将快速提升。

b.万里扬新一代 CVT 扭矩提升 30%，售价下降，性价比明显提升，其在主机厂中推广的速度和成功率都将大幅提升。

c. 公司主要对手邦奇母公司陷债务危机，研发投入和扩产受到负面影响，并且湖南容大被小康股份收购，丧失独立第三方地位，竞争对手对万里扬的威胁度大幅下降，这为万里扬腾出市场空间，提供了扩张的绝佳机会。

d.绑定吉利汽车，新一代产品 CVT25 将在 19 年下半年快速上量，19 年下半年公司将出现重要业绩拐点。

e.持续开拓自主客户，CVT 客户多样性持续增加，客户集中度风险迅速下降。公司 CVT 成功开拓吉利、比亚迪、长城、一汽等主流品牌，其客户集中度风险正在迅速下降。

f.受益于进口替代大趋势，一旦进入合资体系，成长空间将大幅提升。未来几年美系和德系在降本压力下可能使用万里扬 CVT。

g.商用车变速器地位稳固，受益于国五升国六和高端化，能贡献稳定现金流，是较稳定基盘。

投资建议：CVT 凭借其售价低、省油的优点，成为替代 MT 的首选自动变速器，其在中国自主品牌汽车中的渗透率将快速提升。同时，万里扬的新一代产品 CVT25 性价比很高，其国内竞争对手又都出现一定问题，为万里扬提供了绝佳的扩张机会。万里扬 CVT25 绑定吉利等主流客户，将在 19 年下半年迅速上量，业绩弹性很大。另外，客户多样性持续增加，客户集中度风险也快速下降。保守预计公司 2019-2021 年总营收依次为 55.85、76.72、91.80 亿元，增速依次为 27.77%、37.37%、19.66%，归母净利润依次为 4.98、7.90、9.61 亿元，增速依次为 41.51%、58.83%、21.57%，当前市值 89.4 亿元，对应 PE 依次为 18.0、11.3、9.3 倍。考虑当前市场风险偏好和公司自身基本面，公司合理估值为 2020 年 20 倍 PE，2020 年目标价 11.8 元，当前股价为 6.67 元，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

6. 风险提示

①新产品推广不及预期；②核心客户销量不及预期。

附：盈利预测表

利润表（百万）	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	5030.20	4370.75	5584.68	7671.57	9179.75
营业成本	3876.88	3315.82	4225.83	5764.84	6857.15
销售费用	135.66	149.66	179.59	215.51	258.61
管理费用	391.53	198.91	547.80	657.36	788.83
财务费用	57.91	85.49	78.19	107.40	128.52
投资净收益	46.91	31.37	30.00	30.00	30.00
营业利润	785.53	424.55	599.54	952.27	1157.67
营业外收支	-1.29	-0.87	0.00	0.00	0.00
利润总额	784.24	423.68	599.54	952.27	1157.67
所得税	136.07	71.19	100.74	160.01	194.52
少数股东损益	5.08	0.88	1.25	1.98	2.40
净利润	643.10	351.61	497.56	790.28	960.74
资产负债表					（百万）
流动资产	3732.61	4011.19	5776.41	8158.88	9348.16
货币资金	373.92	660.20	992.55	2121.91	2531.80
应收账款	1155.14	982.36	1615.16	1953.01	2316.64
应收票据	893.46	1159.88	1463.75	2140.28	2172.27
存货	815.50	806.59	1158.91	1522.41	1666.96
非流动资产	5383.25	5833.53	6196.85	6603.66	6724.31
固定资产	1487.50	1674.21	2066.04	2483.29	2675.12
资产总计	9115.86	9844.72	11973.26	14762.54	16072.47
流动负债	2128.97	3697.35	3697.76	4298.74	4835.65
短期借款	192.00	990.28	670.32	672.40	631.25
应付款项	1741.15	1774.68	2706.05	3406.53	3864.24
非流动负债	817.07	67.25	90.55	111.51	102.88
长期借款	750.00	0.00	23.31	44.27	35.64
负债合计	2946.03	3764.60	3788.32	4410.25	4938.54
股东权益	6169.83	6080.12	6376.43	6982.99	7764.63
股本	1350.00	1350.00	1350.00	1350.00	1350.00
留存收益	1641.33	1790.44	2114.66	2629.63	3255.67
少数股东权益	77.63	78.51	79.75	81.73	84.13
负债和权益总计	9115.86	9844.72	11973.26	14762.54	16072.47
现金流量表					（百万）
经营活动现金流	237.27	550.63	1346.29	2200.89	1371.39
其中营运资本减少	-562.71	51.60	-355.87	-660.91	-202.31
投资活动现金流	-164.49	-539.35	-679.98	-808.16	-602.68
其中资本支出	591.65	646.96	291.35	334.84	48.68
融资活动现金流	-837.18	168.51	-333.97	-263.37	-358.82
净现金总变化	-764.39	179.79	332.35	1129.36	409.89

主要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长性					
营业收入增长	34.8%	-13.1%	27.8%	37.4%	19.7%
营业成本增长	36.2%	-14.5%	27.4%	36.4%	18.9%
营业利润增长	123.2%	-46.0%	41.2%	58.8%	21.6%
利润总额增长	109.1%	-46.0%	41.5%	58.8%	21.6%
净利润增长	106.0%	-45.3%	41.5%	58.8%	21.6%
盈利能力					
毛利率	22.9%	24.1%	24.3%	24.9%	25.3%
销售净利率	12.9%	8.1%	8.9%	10.3%	10.5%
ROE	10.5%	5.8%	7.8%	11.3%	12.4%
ROIC	9.7%	4.9%	7.4%	10.3%	11.2%
营运效率					
销售费用/营业收入	2.7%	3.4%	3.2%	2.8%	2.8%
管理费用/营业收入	7.8%	4.6%	9.8%	8.6%	8.6%
财务费用/营业收入	1.2%	2.0%	1.4%	1.4%	1.4%
投资收益/营业利润	6.0%	7.4%	5.0%	3.2%	2.6%
所得税/利润总额	17.4%	16.8%	16.8%	16.8%	16.8%
应收账款周转率	3.72	4.09	4.30	4.30	4.30
存货周转率	4.51	4.09	4.30	4.30	4.30
流动资产周转率	1.21	1.13	1.14	1.10	1.05
总资产周转率	0.53	0.46	0.51	0.57	0.60
偿债能力					
资产负债率	32.3%	38.2%	31.6%	29.9%	30.7%
流动比率	1.75	1.08	1.56	1.90	1.93
速动比率	1.37	0.87	1.25	1.54	1.59
每股指标（元）					
EPS	0.48	0.26	0.37	0.59	0.72
每股净资产	4.55	4.48	4.70	5.15	5.73
每股经营现金流	0.33	0.60	1.00	1.64	1.02
每股经营现金/EPS	0.70	2.30	2.71	2.78	1.43
估值	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
PE	13.90	25.42	17.96	11.31	9.30
PEG	0.29	1.37	1.03	1.63	0.23
PB	1.47	1.49	1.42	1.30	1.16
EV/EBITDA	8.28	12.50	9.10	5.62	4.44
EV/SALES	1.94	2.34	1.58	1.01	0.79
EV/IC	1.37	1.31	1.25	1.01	0.87
ROIC/WACC	0.98	0.50	0.74	1.03	1.11
REP	1.40	2.63	1.69	0.98	0.78

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日 起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级：

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上.

行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场.

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层
邮编：518034 传真：86-755-83516207
北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编：100044 传真：86-10-88366686
上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
邮编：200126 传真：021-31829681
网址：http://www.cgws.com

长城证券 GREAT WALL SECURITIES