



2021年芜湖伯特利汽车安全系统股份有限公司公开发行A股可转换公司债券2022年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

技术领先，服务全球，让评级彰显价值



信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

2021年芜湖伯特利汽车安全系统股份有限公司公开发行A股可转换公司债券2022年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	首次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
伯特转债	AA	AA

评级观点

- 中证鹏元维持芜湖伯特利汽车安全系统股份有限公司（以下简称“伯特利”或“公司”，603596.SH）的主体信用等级为 AA，维持评级展望为稳定；维持“伯特转债”的信用等级为 AA。
- 上述等级的评定是考虑到公司系国内汽车制动知名企业，在盘式制动器和智能电控产品领域具有一定的规模优势和行业地位，公司产品系列不断完善，短期偿债压力不大。同时中证鹏元也关注到，汽车市场景气度波动仍会对公司经营产生一定影响，公司面临一定的原材料价格波动、客户集中度较高且关联交易金额较大的风险；应收款项规模较大，占用公司营运资金且使其面临一定的回收风险；机械制动产品产能利用率仍较低，未来新增产能将增加产能消化风险。

未来展望

- 公司智能电控产品产能和销售持续增长，未来营业收入规模有望进一步扩张，总债务规模较小，财务风险相对稳定。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

评级日期

2022年05月19日

联系方式

项目负责人：张伟亚
zhangwy@cspengyuan.com

项目组成员：徐铭远
xumy@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022.3	2021	2020	2019
总资产	64.22	62.52	46.72	43.27
归母所有者权益	36.07	34.96	26.94	22.45
总债务	16.74	16.09	5.68	7.29
营业收入	10.14	34.92	30.42	31.57
EBITDA 利息保障倍数	--	19.48	40.10	40.53
净利润	1.38	5.27	4.92	4.56
经营活动现金流净额	-1.38	4.33	5.84	7.58
销售毛利率	22.50%	24.19%	26.43%	25.93%
EBITDA 利润率	--	19.52%	22.04%	21.30%
总资产回报率	--	11.19%	12.90%	13.74%
资产负债率	43.83%	44.09%	36.99%	43.11%
净债务/EBITDA	--	-2.60	-2.23	-1.54
总债务/总资本	31.70%	31.52%	16.17%	22.86%
FFO/净债务	--	-27.95%	-36.45%	-51.27%
速动比率	2.53	2.56	2.19	1.82
现金短期债务比	3.69	4.06	4.18	2.86

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及 2022 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

优势

- **公司系国内汽车制动行业内知名企业，仍具有一定的规模优势和行业地位。**公司经营规模仍位于汽车制动行业前列，在盘式制动器、电子驻车制动系统（EPB）、电子稳定控制系统（ESC）、制动防抱死系统（ABS）等产品领域具有一定的规模优势和行业地位，2021 年营业收入及利润保持增长；同期公司智能电控产品产能继续扩张，产品供应能力进一步加强。
- **公司产品系列不断完善。**公司有一定研发实力，研发投入不断提升，新产品不断推出，2021 年附加值较高的智能电控产品收入贡献比例大幅提高，产品系列不断完善。
- **公司短期偿债压力不大。**2021 年公司成功发行伯特转债，货币资金宽裕，公司速动比率和现金短期债务比指标均维持较高水平，短期偿债压力不大。

关注

- **汽车行业景气度波动的风险。**汽车行业具备较强的周期性特征，近年来国内汽车销量增速整体呈现波动态势，且近期疫情对汽车供应链冲击明显，汽车市场景气度波动将会通过整车厂商传导至汽车零部件行业，从而对公司生产经营产生一定影响。
- **公司应收款项规模仍较大，占用一定的营运资金且面临一定的回收风险。**截至 2021 年末公司应收款项占总资产的比重及规模较大，占用了一定的营运资金。与奇瑞汽车及其关联方的应收款项规模较大，需关注下游部分自主品牌客户经营不善导致的应收款项回收风险。
- **公司面临一定的客户集中度较高且关联交易金额较大风险。**2021 年公司前五大客户集中度仍较高，若未来公司主要客户需求发生变化，将对公司生产经营带来一定影响。此外，同期公司对奇瑞汽车及其关联方发生的关联销售金额占当期营业收入的 33.14%，关联交易金额及占比较大。
- **公司部分产品产能利用率仍较低，新增产能将面临产能消化风险。**公司盘式制动器产能利用率仍较低，本期债券募投项目全部建成后，公司轻量化制动零部件产能将进一步增加，若公司海外主要客户需求发生变化或公司后期市场开发不及预期，将使得公司面临新增产能无法及时消化的风险。
- **公司面临一定原材料价格波动风险。**2021 年直接材料占公司营业成本的比重为 84.09%，占比仍较高，其中主要材料仍为钢材和铝锭。2021 年以来两者价格持续大幅攀升使得公司毛利率水平下滑，且加大公司营运资金压力。若未来原材料价格继续出现大幅波动、快速上涨等情形，公司对客户的产品价格没有及时变动，将对公司经营造成不利影响。

同业比较（单位：亿元）

指标	亚太股份	万安科技	伯特利
总资产	58.69	39.02	62.52
营业收入	36.31	27.13	34.92
净利润	0.46	0.10	5.27
销售毛利率	13.49%	16.64%	24.19%
资产负债率	53.70%	48.97%	44.09%

注：以上各指标均为 2021 年数据。

资料来源：各公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
工商企业通用信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2021V1.0

外部特殊支持评价方法

cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	行业风险	2	财务状况	杠杆状况	很小
	经营状况	强		净债务/EBITDA	7
	公司规模	5		EBITDA 利息保障倍数	7
	产品、服务和技术	5		总债务/总资本	7
	品牌形象和市场份额	5		FFO/净债务	7
	经营效率	6		杠杆状况调整分	-1
	业务多样性	3		盈利状况	非常强
				盈利趋势与波动性	优秀
		盈利水平	5		
业务状况评估结果		中等	财务状况评估结果		最小
指示性信用评分					aa
调整因素		无	调整幅度		0
独立信用状况					aa
外部特殊支持调整					0
公司主体信用等级					AA

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	AA	2021-4-14	党雨曦、张伟亚	工商企业通用信用评级方法和模型	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
伯特转债	9.02	9.02	2021-4-14	2027-6-29

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2021年6月29日发行6年期9.02亿元可转债，募集资金原计划用于墨西哥年产400万件轻量化零部件建设项目、年产5万吨铸铁汽车配件及1万吨铸铝汽车配件加工项目、下一代线控制动系统（WCBS2.0）研发项目和补充流动资金。截至2021年12月31日，伯特转债募集资金专项账户余额为49,739.68万元。

三、发行主体概况

截至2022年3月末，公司控股股东和实际控制人仍为袁永彬先生，持有公司总股份的比例为19.34%，2021年袁永彬先生质押1,700万股，目前仍处于质押状态。

2021年，公司因股票激励计划6名激励对象离职注销115,000股限制性股票。2022年1-3月，公司可转债累计转股12,000股。截至2022年3月末，公司总股本为408,458,000股。

2021年-2022年3月，公司董事、监事、高管人员变动，公司实控人袁永彬先生离任公司总经理，但仍为公司董事长。公司聘任颜士富先生为公司总经理。鲁付俊董事因个人原因离任，公司选举李中兵先生为新任董事。同时，公司监事会主席和两位监事均任期届满离任，公司选取了新的监事会主席和监事会成员。

2021年，公司主营业务无变化，仍为汽车制动系统相关产品的研发、生产和销售。合并范围变动如下表，截至2021年末，公司合并范围内共有9家子公司，具体见附录四。

表1 2021年公司合并报表范围变化情况

1、新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
WBTLDESALTILLOS.deR.L.deC.V. (芜湖伯特利墨西哥公司)	100%	-	汽车零部件制造	设立
威海萨伯汽车安全系统有限公司 ¹	51.00%	-	汽车零部件制造	合并

2、不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入的原因
-------	------	------	------	---------

¹ 2021年4月，公司以自有资金合计20,000,000美元净价收购美国萨克迪持有威海伯特利汽车安全系统有限公司（以下简称“威海伯特利”）49%股权和威海萨伯汽车安全系统有限公司（以下简称“威海萨伯”）51%股权。收购完成后，威海伯特利及威海萨伯成为公司的全资子公司。2021年9月，根据公司经营发展需要，威海萨伯已注销。

威海萨伯汽车安全系统有限公司	100%	- 汽车零部件制造	注销
----------------	------	-----------	----

资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2021年我国经济呈现稳健复苏态势，2022年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升

2021年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和和收紧的格局。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37万亿元，同比增长8.1%，两年平均增长5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021年全国固定资产投资同比增长4.9%，两年平均增长3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长12.5%，两年平均增长3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长21.4%，其中出口增长21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

2021年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021年全国一般公共预算收入20.25万亿元，同比增长10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出24.63万亿元，同比增长0.3%。

2021年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至0.4%，两年平均增速为0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋

复杂严峻和不确定性，稳增长仍是2022年经济工作核心。宏观政策方面，预计2022年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在3.0%左右。1.46万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

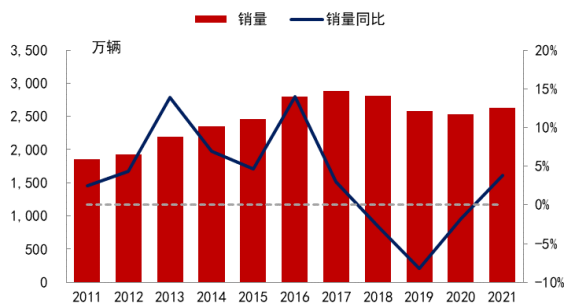
行业及区域经济环境

2021年汽车零部件需求虽然随经济复苏进一步回暖，行业收入增速回升，但疫情对汽车厂商正常生产和供应链顺畅流通仍在短期造成较大冲击，中证鹏元对2022年汽车行业消费持谨慎乐观态度

2021年汽车零部件行业收入增速继续回升，主要系经济复苏推动汽车销量，尤其是新能源汽车销量同比增长较多所致。2021年中国汽车累计销量2,627.5万辆，同比增长3.8%，扭转了自2018年以来连续三年负增长的趋势，其中受新能源汽车爆发式增长影响，与新能源车汽车相关的产业链景气度处于较高水平，带动汽车零部件需求量上升。另一方面，钢材、铝锭等原材料成本大幅度上升，部分零部件产品价格上调。受此影响，2021年中国汽车零部件行业的主营业务收入同比增长9.84%，在2020年扭转近五年增速逐年下滑的颓势基础上增速进一步回升，但利润总额同比仅增长0.32%，增幅远小于主营业务收入增速。

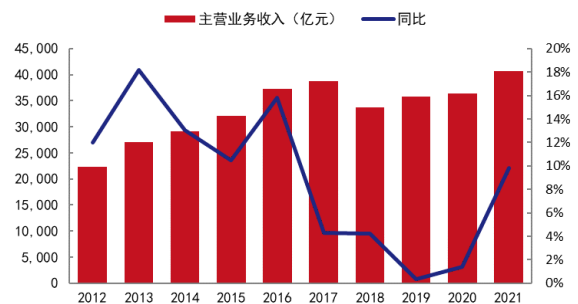
中证鹏元认为，新冠肺炎疫情在国内仍然呈现散发性态势，2022年3月以来的疫情对于以上海和吉林为首的等传统汽车制造基地的正常生产造成了较大的扰动，汽车产业链也在短期受到了明显冲击。但考虑到汽车消费承担了促消费稳增长的职能、部分地区增加汽车牌投放指标等消费刺激政策的实施、新能源汽车车型投放力度的加大以及新能源汽车市场接受度和渗透率的大幅提高等因素，中证鹏元对2022年汽车消费需求持谨慎乐观的态度。另外，由于在新能源车市场方面我国近年持续处于领先的市场地位，国内汽车零部件企业在经历了行业出清后开始加速布局海外产能规划建设，国内零部件企业在海外市场的份额则有望进一步增长，在部分零部件领域加速实现全球化进程。

图 1 2021 年我国汽车销量实现近年来首次正增长



资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

图 2 2021 年汽车零部件行业主营业务收入增速回升



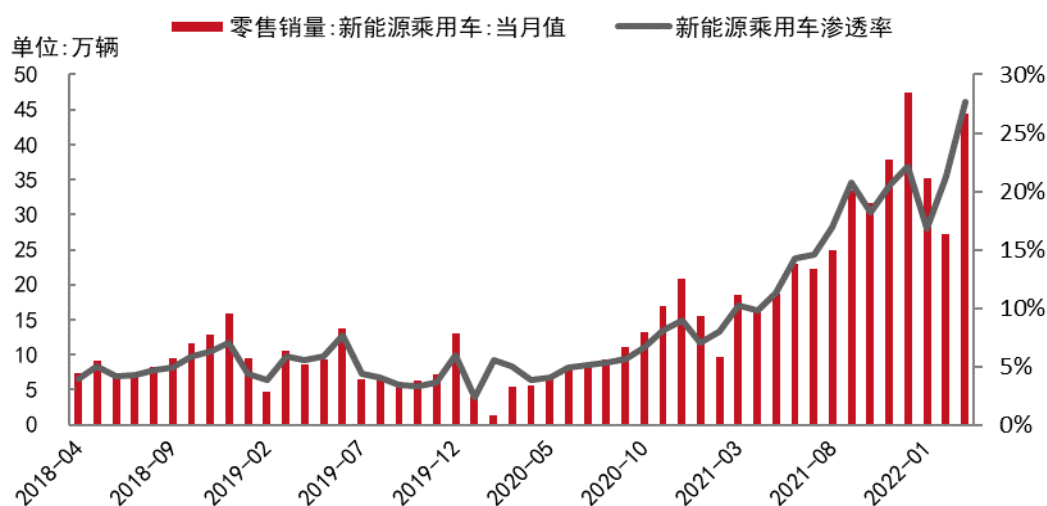
资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

新能源汽车零部件方面，随着新能源乘用车渗透率不断提高，汽车“新四化”进程加速，补贴退坡

政策市场接受度已较高，短期内新能源汽车零部件需求将快速增长。根据此前财政部、科技部、工业和信息化部、发展改革委于2021年12月联合发布的《关于2022年新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》（财建〔2021〕466号），将新能源汽车推广应用财政补贴政策实施期限延长至2022年底，并明确2022年新能源汽车购置补贴将彻底退出。考虑到新能源汽车补贴退坡政策市场接受度已较高，补贴金额占车辆消费总额的占比已处于较低水平，市场和消费者被教育水平已逐步提高以及充电桩等配套设施的逐步完善等因素，随着2022年新能源车型投放力度加大，智能化程度不断提高，市场多元化需求将得到满足，2022年新能源汽车销量可期，新能源乘用车渗透率有望进一步提高，新能源汽车零部件需求将快速增长。

中长期来看，新能源零部件需求将继续提升，掌握核心技术以及供应体系获得先发优势的企业将在激烈竞争中脱颖而出。长期来看，政府发展新能源汽车的政策有望持续，未来新能源汽车市场占有率扩大仍是必然趋势，新能源零部件需求将继续提升。

图3 2021年新能源乘用车销量和渗透率均实现大幅增长



注：新能源乘用车渗透率=新能源乘用车当月零售销量/广义乘用车当月零售销量。
 资料来源：乘联会，中证鹏元整理

疫情加速汽车零部件行业尾部企业出清；市场分化加剧，配套自主品牌、新能源产业链布局较早、掌握核心技术的供应商有望继续享受新能源汽车发展红利；市场并购重组保持活跃，需继续防范并购风险

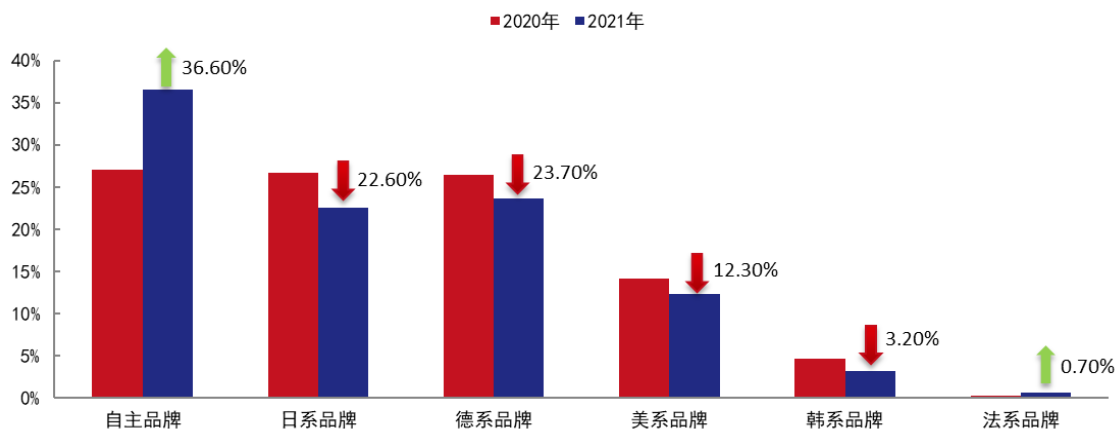
中证鹏元认为，2022年汽车零部件行业中小企业继续出清，市场分化加剧并购重组保持活跃，全球化进程加速。2021年中国汽车零部件企业受益于严格疫情管控下产生的良好生产环境、稳健高效的供应链以及汽车消费的回暖表现出较强劲的韧性，海外出口不断增长，实现营业收入和出口金额双提升。从行业内部看，疫情加速行业格局变化，头部效应持续，预计2022年汽车零部件中低端继续保持出清状态。

市场中低端产能出清往往伴随着市场分化，配套自主品牌、新能源产业链布局较早、掌握核心技术的供应商有望继续享受新能源汽车发展红利。从汽车品牌来看，凭借着丰富的车型布局，领先的电池配

套能力和良好的市场营销，2021年自主品牌表现亮眼，传统车厂和造车新势力共同发力，销量同比大幅上扬，自主品牌市场份额大幅增至36.60%，较早布局新能源汽车零部件的自主品牌供应商大幅受益。中证鹏元预计2022年自主品牌仍占据市场份额首位，市占率有望进一步上升，但上升幅度有限。

2022年3月以来我国受疫情影响，部分地区例如上海和吉林等汽车重镇受到了较大的生产冲击，需注意整体汽车产业链的订单后续补充情况。但汽车零部件行业中掌握核心技术、出口占比较高的供应商如宁德时代、岱美股份等企业的抗压能力预计相对较强。

图 4 自主品牌受益于新能源车市场爆发式增长市占率大幅提高，预计 2022 年自主品牌市占率或将进一步上升



资料来源：中国汽车工业协会，中证鹏元整理

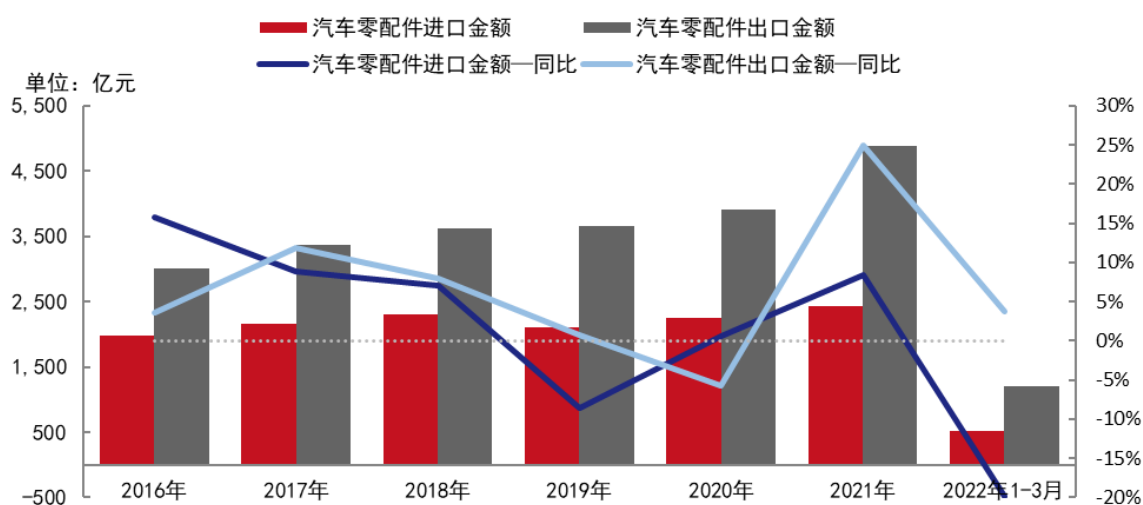
预计2022年零部件市场并购重组继续活跃，全球供应链体系重塑继续为中国零部件企业提供新的发展机遇，但需防范企业并购风险。全球乘用车销量增速维持下滑趋势，为应对行业变革与转型，整车厂商研发投入加大，国际车企通过降本来维持盈利能力的需求较大，重新选择零部件供应商的可能性继续提升。国内零部件供应商具备成本优势，将有效提升其在国际市场中的竞争力，部分国内零部件企业加速进入全球车企供应链。此外，国际零部件龙头剥离或出售业务为国内零部件供应商提供配套可能，2021年零部件市场继续整合资源，并购重组较多：海立集团收购马瑞利汽车零部件合资项目、华域汽车收购延锋安道拓股权，加速座椅业务、安通林携手上海纳恩设立合资公司、海信家电拟控股日本三电、李尔公司宣布收购M&N Plastics连接器系统业务等。随着国际零部件市场出清，国内头部企业可把握时机，将遭遇生存危机的技术型企业兼并重组，从而快速提升核心竞争力，进而提升在国际市场的份额。但需注意，企业并购尤其是海外并购存在不容忽视的风险。

2021年汽车零部件出口大幅增长，进口小幅回暖；预计2022年汽车零配件进出口仍将小幅增长，但未来需持续关注国内疫情管控、中美贸易摩擦缓解情况以及海外经济和贸易环境改善情况等因素

近年我国汽车零部件进出口总体保持了较强的韧性，2019-2020年受中美贸易摩擦和新冠肺炎疫情影响，我国汽车零部件出口表现较为疲软。进入2021年，受国内外经济复苏和汽车消费回暖等因素影响，

汽车零配件出口金额同比大幅增长25.0%，达到4,883.94亿元，创下历史新高。考虑到2022年以美国为首的海外汽车消费大国仍将保持一定的增长，持续高涨的国际油价也会进一步加大全球对于新能源汽车的需求量，而中国在新能源产业链上发力较早，汽车零部件企业配套齐全的优势有望进一步展现等因素，中证鹏元预计2022年我国汽车零配件进出口仍将小幅增长。但我国散发的疫情扰动、中美贸易摩擦、海外地缘冲突以及美联储加息等事件仍会对我国汽车零部件的进出口产生不确定性，未来需持续关注中美贸易摩擦缓解情况以及海外经济和贸易环境改善情况等因素。

图 5 2021 年汽车零配件出口金额同比大幅增长

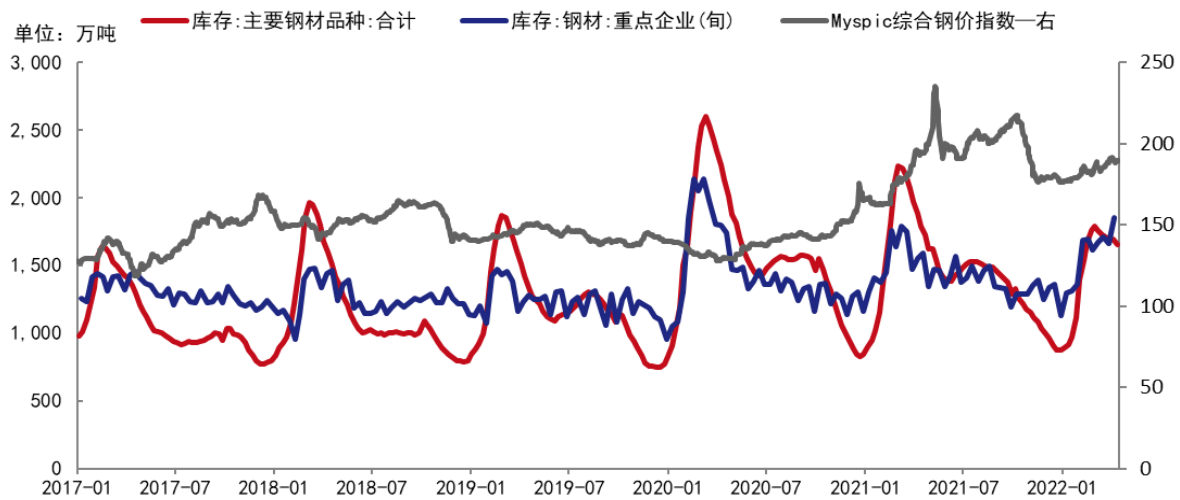


资料来源：中国海关总署，中证鹏元整理

2022年钢材供需双弱，库存高于同期，有望推动钢价中枢下行，汽车零部件厂商成本端压力有所缓解但依然较大

中证鹏元预计，2022年钢铁行业供需双弱。供给方面，双碳目标下钢铁行业供给长期受限，新一轮产能置换办法收紧置换政策，而环保限产政策力度加强将明显抑制粗钢产能大省产量，此外，能耗双控将成为行业供给新约束，预计2022年去产能政策力度加强，粗钢产量压减稳步推进。需求方面，2022年房地产投资回落，地产用钢需求减少；基建在“稳增长”的背景下用钢有支撑；制造业随着全球生产秩序逐步恢复及制造业回流，2022年进出口难以延续2021年的旺盛行情，制造业用钢需求较为稳定。同时，2021年受全球流动性宽裕、上半年国内钢企生产热情高涨、海运运力紧张等多因素影响，铁矿价格走出历史高位。但随着国内减产措施相继落地，铁矿需求回落，铁矿石港口库存快速累库，铁矿价格快速下降。展望2022年，美元流动性趋紧，矿价上行动力减弱。

综合影响下，中证鹏元认为纵观2022年全年，钢材需求收缩，而产能产量双控带来的供给收缩将导致供需双弱，且当前库存高于往年同期，将发挥“蓄水池”作用，抑制钢价短期上涨。

图 6 2021 年钢价大幅上涨


资料来源：Wind，中证鹏元整理

五、经营与竞争

2021年，公司的主营业务仍是汽车制动系统相关产品的研发、生产和销售，仍为汽车制动系统相关产品的一级供应商，主要面向整车厂配套市场（OEM）。按产品划分，公司的主要产品仍分机械制动产品和智能电控制动产品两大类。前者包括盘式制动器及轻量化制动零部件等，后者包括电子驻车制动系统（EPB）、制动防抱死系统（ABS）、电子稳定控制系统（ESC）以及线控制动系统（WCBS）等。2021年公司营业收入同比增长14.81%，系电子驻车制动系统（EPB）产品销售增长较多所致。

毛利率方面，公司整体毛利率小幅下降。其中机械制动产品毛利率下降较多，系机械制动产品钢材、铝锭等以及芯片等原材料涨价较多所致。2021年公司产品结构持续优化，毛利率较高的智能电控制动产品占主营业务收入大幅上升。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2021 年		2020 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
机械制动产品	209,603.66	22.20%	207,387.74	24.90%
智能电控产品	127,482.81	24.43%	77,061.56	23.45%
其他产品	4,599.94	20.34%	4,870.89	22.13%
主营业务合计	341,686.41	23.00%	289,320.19	24.47%
其他业务	7,541.90	77.73%	14,869.02	64.63%
合计	349,228.31	24.18%	304,189.21	26.43%

注：公司其他业务为新项目研发服务和废品回收等。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2021年公司产品系列不断完善，新能源汽车制动系统等研发投入继续增长，技术与研发实力突出，

在机械制动和电控制动领域仍具有一定的规模优势和行业地位

公司系国内汽车制动行业知名企业，仍具有一定的规模优势和行业地位。2021年公司产品系列不断完善，产能规模不断扩张。2021年公司新增33万套智能电控系统的年产能规模，产品供应能力进一步增强。

跟踪期内，公司技术与研发能力仍比较突出。公司在机械制动系统产品和电控制动系统产品方面均具备自主正向开发能力。2021年公司推出针对新能源车辆的又一款新技术产品“双控电子驻车制动系统”，并已在多款新能源汽车上实现量产，同年公司年产30万套线控制动系统生产线已投入3个车型批量使用。作为国内知名的专业汽车零部件专业生产商，2021年公司继续保持规模较大的研发投入，对技术创新工作、开发新产品和推广新技术力度不断增加²，近三年来公司研发投入规模及占比不断上升。总体来看，公司在制动领域仍具有较强的自主研发能力与核心制造技术，处于同行业领先地位，为公司后续发展提供一定的技术保障。

表3 公司研发投入情况（单位：万元）

项目	2021年	2020年	2019年
研发投入金额	23,925.61	17,476.35	12,749.39
研发投入占营业收入比例	6.85%	5.75%	4.04%

资料来源：2019-2021年公司年度报告，中证鹏元整理

2021年公司下游主要客户保持稳定，自主品牌客户销售占比快速提升；但未来公司仍面临客户集中度较高的风险以及应收账款回收的风险；公司同奇瑞汽车体系交易金额占比仍较大，仍需关注其关联交易条件、定价等情况

2021年公司销售模式无变化，公司仍主要面向整车厂配套市场（OEM），国内客户销售采取直销方式，国内下游客户主要包括奇瑞汽车、长安汽车、吉利汽车等国内主流自主品牌整车厂商；对国外整车厂商客户销售方式亦采取直销方式，国外整车厂商主要为通用汽车公司、福特汽车公司等美系整车厂商。

2021年公司前五大客户较2020年无变化，集中度小幅下降，但仍处于较高水平。公司主要客户中，2021年对奇瑞汽车及其关联方销售金额同比增长较多，其他客户除北汽及关联方外销售金额则均有所下降。整体来看，公司主要客户的资质尚可，客户结构稳定，较为稳定的合作关系为公司未来业务发展带来一定的保障。但同时需要注意的是，公司客户集中度仍较高，若未来公司主要客户需求发生变化，将对公司经营业绩产生一定影响。此外，2019-2021年公司对奇瑞汽车及其关联方发生的关联销售金额分别为76,338.08万元、70,858.52万元和115,742.90万元，分别占当期营业收入的24.18%、23.29%和33.14%，关联交易金额同比增长较多且占比较大，仍需关注其关联交易条件、产品定价以及客户经营不

² 2022年4月9日，公司发布公告拟投资20,079.31万元收购浙江万达汽车零部件有限公司所持浙江万达汽车方向机股份有限公司（以下简称“万达公司”）45%的股权，万达公司为专业从事汽车转向系统产品研发生产的一级汽车零部件供应商，其主要产品为汽车转向器和转向管柱。

善导致坏账的风险情况。

表4 公司前五大客户销售金额及占比情况（合并口径、单位：万元）

年份	排名	客户名称	销售金额	占销售总额比例
2021年	1	奇瑞汽车及其关联方	115,742.90	33.14%
	2	通用及其关联方	63,943.04	18.31%
	3	吉利汽车及其关联方	48,042.78	13.76%
	4	长安汽车及其关联方	37,511.38	10.74%
	5	北汽及其关联方	20,330.98	5.82%
			合计	285,571.08
2020年	1	通用及其关联方	73,629.47	24.21%
	2	奇瑞汽车及其关联方	70,858.52	23.29%
	3	吉利汽车及其关联方	58,381.12	19.19%
	4	长安汽车及其关联方	43,360.46	14.25%
	5	北汽及其关联方	18,540.78	6.10%
			合计	264,770.35
2019年	1	奇瑞汽车及其关联方	76,338.08	24.18%
	2	吉利汽车及其关联方	54,477.17	17.26%
	3	长安汽车及其关联方	42,904.79	13.59%
	4	北京汽车及其关联方	34,659.26	10.98%
	5	通用及其关联方	34,659.26	10.98%
			合计	243,048.30

注：1、奇瑞汽车及其关联方包括奇瑞汽车以及与其受同一实际控制人控制、奇瑞汽车对其具有重大影响的关联方：奇瑞河南公司、奇瑞商用车、芜湖达奥、凯翼汽车、奇瑞新能源及奇瑞零部件；

2、吉利汽车及其关联方包括吉利汽车及其子公司宁波吉利汽车研究开发有限公司、关联方浙江远景汽配有限公司、浙江吉利汽车研究院有限公司和浙江吉利新能源商用车集团有限公司；

3、长安汽车及其关联方包括长安汽车及其3家子公司合肥长安汽车有限公司、重庆长安汽车客户服务有限公司和重庆长安新能源汽车科技有限公司；

4、通用及其关联方包括北美通用、加拿大通用及墨西哥通用；

5、北汽及其关联方包括北京汽车以及与其受同一实际控制人控制的关联方：北京新能源汽车股份有限公司、北京北汽越野汽车有限公司、北汽福田汽车股份有限公司、北汽汽车研究总院有限公司；

6、上汽通用及其关联方包括上汽通用、上汽通用的2家合营企业上汽通用东岳和上汽通用（沈阳）北盛汽车有限公司、以及上汽通用关联方上汽通用汽车销售有限公司；

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司外销产品仍主要为轻量化制动零部件，主要外销地为美国、墨西哥等，2021年外销金额小幅下降，主要系轻量化制动零部件海外客户销售量同比小幅下降4.66%所致。2018年9月18日，美国政府宣布实施对从中国进口的约2,000亿美元商品加征关税的措施，自2018年9月24日起加征关税税率为10%，2019年5月10日起加征关税税率进一步提高至25%，公司销往美国的轻量化制动零部件在上述加征关税的2,000亿美元商品清单之内，2020年1月，虽然中美两国签署第一阶段贸易协议，但加征关税仍将存在，未来仍然存在一定的不确定性。美国若实施新的全球铝产品关税政策、对我国加征关税的产品范围扩大或者提高关税税率，仍有可能对公司产品的出口产生一定不利的影响。此外，由于外销产品仍以美元计价，汇率波动亦可能对公司盈利造成一定影响。本期债券募投项目完工达产后，墨西哥工厂投产后，将

降低贸易冲突风险。

表5 公司主营业务收入按区域分类情况（单位：万元）

项目	2021年		2020年		2019年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
内销	285,245.81	83.48%	232,151.81	80.24%	250,983.86	83.71%
外销	56,440.60	16.52%	57,168.37	19.76%	48,848.65	16.29%
合计	341,686.41	100.00%	289,320.19	100.00%	299,832.50	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司机械制动产品产能利用率仍较低，智能电控产品产能利用率提升明显，本期债券募投项目全部建成达产后，公司轻量化制动零部件产能将继续增加，产能消化风险进一步增加

公司采用专业化及就近客户的原则安排产品生产布局，2021年基本实现产销平衡。公司本部仍主要从事卡钳的钳体及支架的机加、卡钳总成的装配、转向节的机加、制动器总成组装、真空助力器带主缸总成组装、电子驻车制动系统及气压制动防抱死系统的生产；伯特利电子仍主要生产液压制动防抱死系统、电子稳定控制系统，2021年年产30万套线控制动系统（WCBS）生产线投入生产；唐山伯特利仍主要从事制动盘、转向节的机加，以及服务北方市场的制动器总成的组装；迪亚拉仍从事制动盘及轮毂的机加；和蓄机械仍主要从事铸铁件及铸铝件的生产；威海伯特利仍主要从事铸铝转向节等轻量化制动零部件的生产。此外，公司位于威海、鄂尔多斯及宁波的3家分公司仍分别从事服务当地及周边区域市场的总成组装业务。

由于公司基本采用“以销定产”的方式，2021年公司各类产品产销率仍保持在很高水平。其中盘式制动器2021年销量小幅增长，但整体产能利用率仍较低；轻量化制动零部件符合汽车整车、零部件轻量化的发展趋势，产销量小幅下降，产能利用率仍处于下降趋势。若本期债券募投项目墨西哥年产400万件轻量化零部件建设项目完工投产，该产品产能将进一步提升，仍需关注新增产能利用情况；2021年公司智能电控制动产品销售表现亮眼，产销量均实现大幅增长，产能亦有所扩充，产能利用率水平有所升高。

表6 公司主要产品产销、产能利用情况（单位：万套）

产品明细	项目	2021年	2020年	2019年
盘式制动器	产能	380.00	380.00	345.00
	产量	178.78	166.97	181.04
	产能利用率	47.05%	43.94%	52.48%
	销量	178.97	168.54	183.21
	产销率	100.11%	100.94%	101.20%
轻量化制动零部件	产能	900.00	900.00	734.00
	产量	653.62	690.03	692.82
	产能利用率	72.62%	76.67%	94.39%

智能电控产品	销量	648.75	680.48	690.28
	产销率	99.25%	98.62%	99.63%
	产能	178.00	145.00	150.00
	产量	131.79	83.24	89.16
	产能利用率	74.04%	57.41%	59.44%
	销量	131.70	83.78	89.88
	产销率	99.93%	100.65%	100.81%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2021年末，公司主要在建项目为本期债券募投项目、年产20万套线车载环境智能感知系统（ADAS）产业化项目和年产40万套电子驻车制动系统（EPB）产业化项目，其中墨西哥年产400万件轻量化零部件建设项目完工达产后，将实现对海外客户的本地化供应，降低物流成本和贸易风险，提升公司在轻量化零部件领域的市场竞争力。但若公司海外主要客户需求发生变化或公司后期市场开发不及预期，新增产能无法及时消化，将增加公司生产成本，侵蚀公司利润，未来仍需持续关注在建项目建设情况和新增产能消化情况。年产5万吨铸铁汽车配件及1万吨铸铝汽车配件加工项目建成达产后，将有效降低过去公司与铸件供应商之间的加工成本、运输成本，提高供应及时性，提升公司整体生产效率，进一步增强成本优势，该项目尚处于建设过程中。年产20万套线车载环境智能感知系统（ADAS）产业化项目和年产40万套电子驻车制动系统（EPB）产业化项目达产后有望进一步提高公司在智能电控产品领域的市场地位，丰富公司产品布局，但仍需关注相关产品技术更新的风险。

表7 截至2021年末公司主要在建项目（单位：万元）

项目	计划投资金额	已投资金额	区位
年产40万套电子驻车制动系统（EPB）产业化项目	14,500.00	1,677.65	芜湖市
年产20万套线车载环境智能感知系统（ADAS）产业化项目	12,500.00	995.00	芜湖市
墨西哥年产400万件轻量化零部件建设项目	32,553.45	4,769.08	墨西哥
年产5万吨铸铁汽车配件及1万吨铸铝汽车配件加工项目	35,975.30	4,507.71	芜湖市
合计	95,528.75	11,949.44	-

注：上述表格中披露的本期债券募投项目涉及的计划投资金额只包含了该项目下设备购置及安装费用和厂房建设费用，未包含土地购买价款和铺底流动资金的计划投入金额；已投资金额数据只包含了该项目下设备购置及安装费用和厂房建设费用的发票金额，未包含土地购买价款、铺底流动资金已投入金额以及设备购置的预付款项。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司与上游供应商关系仍较为稳定，直接材料占营业成本比重仍较高，若未来原材料价格出现大幅波动、快速上涨等情形，且公司与客户定价方式没有及时变动，仍将对公司盈利水平造成不利影响

2019-2021年直接材料占公司营业成本的比重均在85%左右，由于公司外协采购的零配件主要材料是钢材，铝锭由公司自己根据需求采购，因此公司主要原材料价格受钢材和铝锭价格共同影响。2021年钢材和铝锭价格大幅上涨，受此影响，2021年公司主营业务收入同比增长18.10%，但直接材料成本同比却增长20.75%，对公司毛利水平造成一定不利影响。虽然公司综合考虑其上游钢铁等原材料的市场价格、波动趋势，以及配套车型的主机厂对公司的价格调整情况，每年对采购价格进行适当调整，以降低零配

件上游原材料价格波动及主机厂采购价格调整对公司经营的不利影响，但产品价格调整仍然有一定滞后性，钢材和铝锭价格出现快速波动的情形，仍会对公司盈利能力形成一定的影响且加大公司营运资金压力。

表8 公司主营业务成本构成情况（单位：万元）

项目	2021年		2020年		2019年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
直接材料	221,331.55	84.09%	183,213.36	83.84%	195,995.08	86.27%
制造费用	25,055.20	9.52%	21,624.44	9.90%	17,722.90	7.80%
直接人工	11,769.51	4.47%	9,640.24	4.41%	9,656.57	4.25%
燃料和动力	5,028.60	1.91%	4,052.95	1.85%	3,823.45	1.68%

资料来源：公司2019-2021年年度报告，中证鹏元整理

2021年公司上游主要的供应商保持稳定，公司与其维持了较好的合作关系，供应商集中度尚可，对山东创新金属科技有限公司的采购金额和占比均有所下降。

表9 公司前五大供应商情况（单位：万元）

年份	排名	供应商名称	采购金额	占采购总额比例
2021年	1	山东隆基机械股份有限公司	27,866.58	12.04%
	2	山东创新金属科技有限公司	27,355.76	11.82%
	3	包头铝业有限公司	19,672.08	8.50%
	4	重庆长江轴承股份有限公司	14,868.14	6.42%
	5	湖北新火炬科技有限公司	10,766.77	4.65%
			合计	100,529.33
2020年	1	山东创新金属科技有限公司	32,310.69	17.37%
	2	山东隆基机械股份有限公司	22,379.11	12.03%
	3	包头铝业有限公司	12,177.98	6.55%
	4	重庆长江轴承股份有限公司	9,104.59	4.89%
	5	湖北新火炬科技有限公司	8,731.42	4.69%
			合计	84,703.78
2019年	1	山东创新金属科技有限公司	35,300.48	17.51%
	2	山东隆基机械股份有限公司	19,650.64	9.74%
	3	重庆长江轴承股份有限公司	15,694.68	7.78%
	4	湖北新火炬科技有限公司	9,729.76	4.82%
	5	芜湖诚拓汽车部件股份有限公司	6,118.59	3.03%
			合计	86,494.15

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于经容诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的公司2020-2021年审计报告及2022年1-3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。2021年合并报表范围变化情况：公司合并范围新增2家子公司，减少1家子公司。截至2021年末，公司合并范围见附录四。

资产结构与质量

经营的持续和可转债发行推动了总资产规模增长，账面资金充裕，资产流动性仍较好，但应收款项规模占比仍较大，占用公司营运资金且使其仍面临一定的回收风险

2021年，公司得益于主营业务规模扩张和可转债发行，总资产规模继续稳步增长，同比增长33.82%。资产结构保持稳定，仍以流动资产为主且占比进一步上升。

公司流动资产仍以货币资金、应收款项和存货为主。公司货币资金仍主要为银行存款，截至2021年末公司货币资金余额同比增加6.39亿元，主要系2021年成功发行可转债募集9.02亿元所致，其中0.59亿元应收定期存单利息为受限资金，受限比例较低。交易性金融资产为公司2021年购买的理财产品。公司在建工程未来投资规模较大，但是公司短期支付能力仍较强。

公司应收票据和应收款项融资仍全部为收取下游客户支付的银行承兑汇票和商业承兑汇票，应收票据科目全部为商业承兑汇票。截至2021年末应收款项融资科目中7.39亿元的银行承兑汇票用于融资，其中1.64亿元银行承兑汇票已用于质押，5.19亿元的应收票据已贴现且在资产负债表日尚未到期但已终止确认；截至2021年末，公司应收账款坏账计提比例在15.01%左右，整体坏账计提比例仍较高，其中单项计提仍主要是对北汽银翔汽车有限公司及其相关方、重庆力帆乘用车有限公司及其相关方等公司的坏账计提。从应收账款对象来看，公司应收账款对象仍主要为国内外知名的汽车整车厂商，前五大应收账款合计3.53亿元，占比30.23%，集中度同比下降较多。应收账款账龄仍以1年期以内为主，占比在90%以上。总体来看，公司应收款项占公司资产比重仍较大，截至2022年3月末，公司应收类款项（应收票据、应收账款和应收款项融资）合计为20.96亿元，较年初增加2.42亿元，仍占用较多营运资金，若因汽车行业景气度波动、竞争激烈等因素导致下游客户尤其是部分自主品牌客户经营出现困难，公司仍面临一定的回收风险。此外，仍需关注公司与关联方奇瑞汽车及其关联方之间的业务往来情况，2021年公司对奇瑞汽车及关联方的销售为11.57亿元，当年末应收奇瑞汽车及关联方票据和账款合计账面价值为6.96亿元，同比增加1.24亿元。公司存货仍主要为原材料、在产商品和发出商品。截至2021年末公司存货中原材料账面价值为2.15亿元，同比增加0.91亿元，主要系上游原材料涨价较多所致。

公司非流动资产仍以固定资产为主，在建工程规模增长较快。固定资产仍主要为房屋建筑物和机器设备，2021年公司固定资产小幅增长，系公司转入年产30万套线控制动系统WCBS产业化项目的部分厂房以及新购买机器设备所致，截至2021年末，固定资产中0.62亿元厂房尚未办妥产权证书。公司在建工

程规模增长较快，主要系墨西哥轻量化项目和年产5万吨铸铁汽车配件及1万吨铸铝汽车配件加工项目增加投入所致。

表10 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	17.89	27.86%	20.76	33.21%	14.37	30.75%
交易性金融资产	5.75	8.95%	5.25	8.39%	0.00	0.00%
应收票据	0.87	1.36%	1.22	1.94%	0.29	0.61%
应收账款	11.01	17.14%	9.93	15.88%	10.31	22.07%
应收款项融资	9.08	14.14%	7.39	11.83%	6.66	14.26%
存货	4.63	7.21%	4.25	6.80%	3.22	6.90%
流动资产合计	50.51	78.64%	49.57	79.29%	35.45	75.86%
固定资产	8.53	13.28%	8.58	13.72%	8.40	17.99%
在建工程	1.68	2.61%	1.40	2.24%	0.57	1.22%
非流动资产合计	13.72	21.36%	12.95	20.71%	11.28	24.14%
资产总计	64.22	100.00%	62.52	100.00%	46.72	100.00%

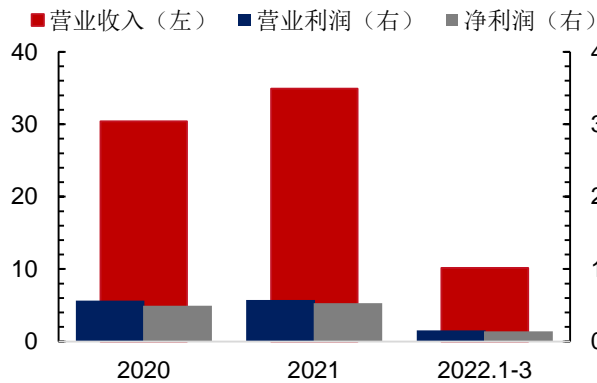
资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及 2022 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

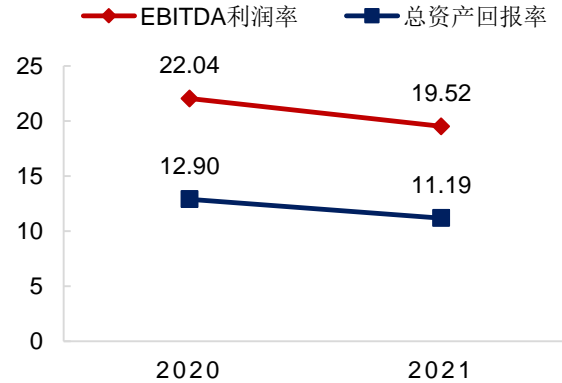
2021年公司营业收入小幅增长，智能电控产品对公司营业收入提供一定支撑，整体盈利能力小幅下降，但仍较强

2021年公司营业收入和营业利润均同比小幅增长，主要系2021年汽车销量回暖，公司智能电控产品同比销售增加较多所致。

2021年公司盈利能力小幅下降，公司产品结构不断优化，毛利率较高的智能电控制动产品产能扩张和销售规模上升对公司营业收入增长提供了一定支撑，但公司机械制动产品2021年由于原材料涨价等因素毛利率同比下降2.7个百分点，对公司盈利能力产生了一定拖累。横向对比来看，2021年公司毛利率水平仍高于亚太股份和万安科技，处于行业领先水平，仍系公司在技术水平较为先进的电控制动领域具有一定的领先优势所致。2021年公司收到计入其他收益的政府补助金额为0.95亿元。整体来看，2021年公司受毛利率下降影响盈利能力有所下降，但整体仍处于较高水平，公司盈利能力仍较强。

图 7 公司收入及利润情况（单位：亿元）


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及 2022 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

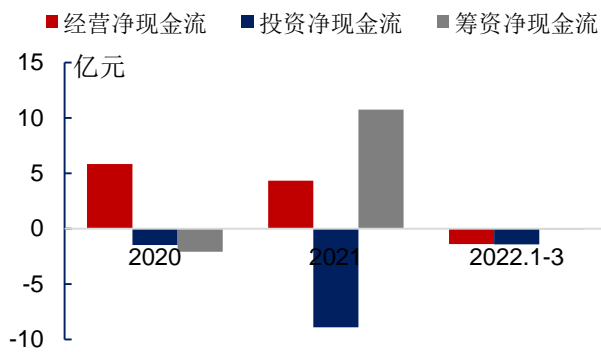
图 8 公司盈利能力指标情况（单位：%）


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

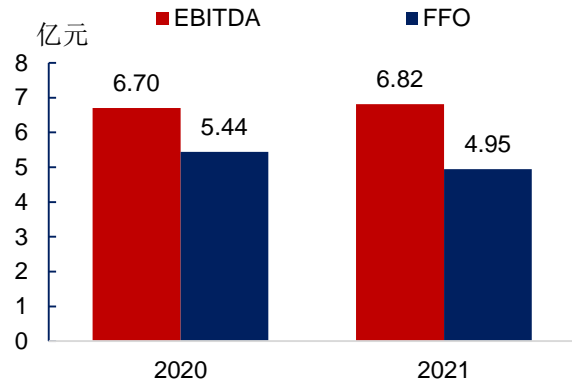
现金流

2021 年公司经营活动现金流仍为净流入，原材料涨价压力使得净流入规模有所减少，但整体资金压力仍不大

2021 年公司业务发展良好，下游客户回款情况稳定，经营活动现金流仍为净流入，但净流入规模有所减少，主要系上游原材料涨价较多公司支付的购买商品、接受劳务支付的现金增加较多所致，未来需关注公司经营性现金流的表现情况；投资活动现金整体净流出，主要受购买银行理财产品影响；2021 年公司公开发行可转债募集资金，筹资活动现金大幅净流入，账面资金较为充裕。截至 2021 年末，公司仅 2.77 亿元商业汇票已用于抵押借款，其他资产均未抵押受限，银行授信额度仍充足，且上市后公司融资渠道更加多样，整体融资弹性仍较高。截至 2021 年末，公司主要在建工程预计总投资 9.55 亿元，累计已投资 1.19 亿元，考虑到公司账面资金仍较为充裕、现金生成能力仍较强，融资弹性较高等因素，公司资金压力不大。

图 9 公司现金流结构


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及 2022 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

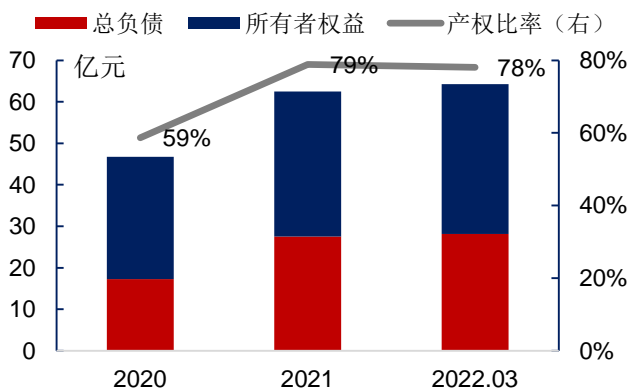
图 10 公司 EBITDA 和 FFO 情况


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

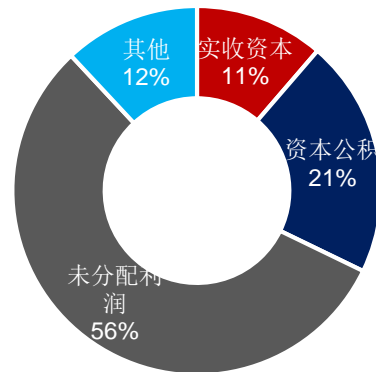
资本结构与偿债能力

2021年公司负债规模和资产负债率有所上升，短期偿付压力仍较小

2021年，受公司经营规模扩张和发行可转债影响，公司负债规模同比大幅增长59.49%，产权比例大幅上升，净资产对负债的保障程度有所下降。

图 11 公司资本结构


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及 2022 年 1-3 月末未经审计的财务报表，中证鹏元整理

图 12 2022年3月末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2022 年 1-3 月未经审计的财务报表。中证鹏元整理

公司负债仍主要以流动负债为主，主要由经营性负债构成。

截至2022年3月末，公司短期借款较2020年年末增加1.48亿元，主要系短期经营需要增加了信用借款所致。应付票据仍为公司与上游采用票据结算产生，全部为银行承兑汇票，无已到期未支付的应付票据。应付账款仍主要为应付材料款和应付工程设备款等，2021年公司对芯片供应商加大了现金支付的比例，截至2022年3月末，公司应付票据和应付账款账面价值合计为14.50亿元，占负债总额的51.48%，规模及占比较大，体现出公司对上游的占款能力仍较强。一年内到期的非流动负债规模很小。其他流动负

债为商业承兑汇票保理融资，为公司2021年与金融机构新开展的贸易融资业务³，融资利率在5.66%左右。

2021年，公司成功发行可转债，应付债券同比增加7.55亿元。截至2022年3月末，公司递延收益仍为与资产相关的政府补助。其他非流动负债仍系遂宁伯特利收到的当地财政局提供的基建工程借款。

表11 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	1.56	5.53%	1.30	4.73%	0.08	0.46%
应付票据	6.77	24.03%	5.88	21.33%	4.96	28.67%
应付账款	7.73	27.45%	7.60	27.56%	8.12	46.99%
一年内到期的非流动负债	0.21	0.76%	0.21	0.78%	0.06	0.37%
其他流动负债	0.57	2.02%	1.13	6.37%	0.00	0.00%
流动负债合计	18.17	64.53%	17.73	64.34%	14.74	85.28%
长期借款	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.20	1.16%
应付债券	7.63	27.10%	7.55	27.38%	0.00	0.00%
递延收益-非流动负债	1.20	4.25%	1.17	4.24%	1.13	6.53%
其他非流动负债	0.16	0.58%	0.16	0.59%	0.38	2.18%
非流动负债合计	9.98	35.47%	9.83	35.66%	2.54	14.72%
负债合计	28.15	100.00%	27.56	100.00%	17.28	100.00%

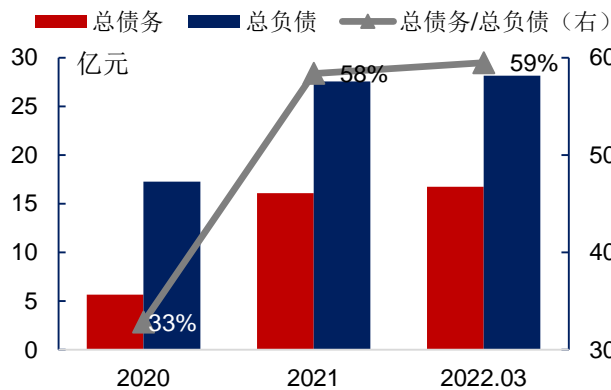
资料来源：公司2020-2021年审计报告及2022年1-3月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

2021年公司总负债和总债务规模增长较多，总债务占总负债的比例大幅上升，短期债务占总债务的比例大幅下降，整体债务期限有所拉长，考虑到公司账面资金充裕，融资弹性较高，总债务规模虽然增长较多但仍不大，公司短期偿付压力仍较小。

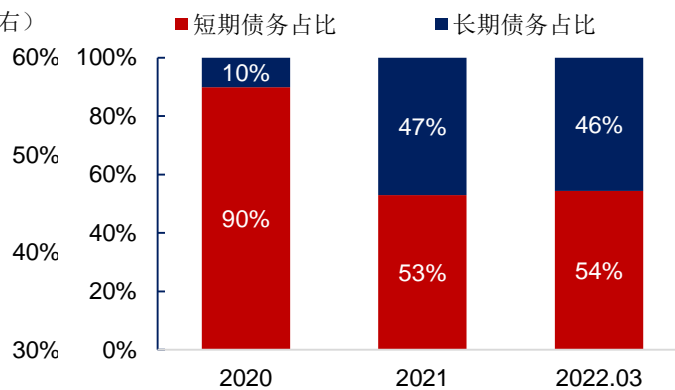
³ 1、根据公司2021年8月与中国光大银行股份有限公司合肥分行（以下简称“光大银行”）签订的《中国光大银行无追索权1+N保理金融服务协议》，公司可以将核心企业奇瑞汽车股份有限公司在由安徽广融网络科技有限公司投资并运营的提供融资中介服务的专业性网站“奇瑞考拉供应链金融平台”开具的“考拉凭证”向光大银行申请贸易融资，同时约定当违约条款发生时光大银行有权将涉及的应收账款无条件反转让给公司，不满足终止确认条件。

根据公司2021年9月与徽商银行股份有限公司芜湖天门山支行（以下简称“徽商银行”）签订的《国内保理业务合同》，公司可以将考拉凭证向徽商银行申请贸易融资，同时约定当违约条款发生时徽商银行有权要求公司回购所涉及的应收账款，不满足终止确认条件。

截至2021年12月31日，公司未终止确认的已申请贸易融资但尚未到期的奇瑞供应链债券凭证余额为112,865,822.66元。

图 13 公司债务占负债比重


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及 2022 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

图 14 公司长短期债务结构


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及 2022 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

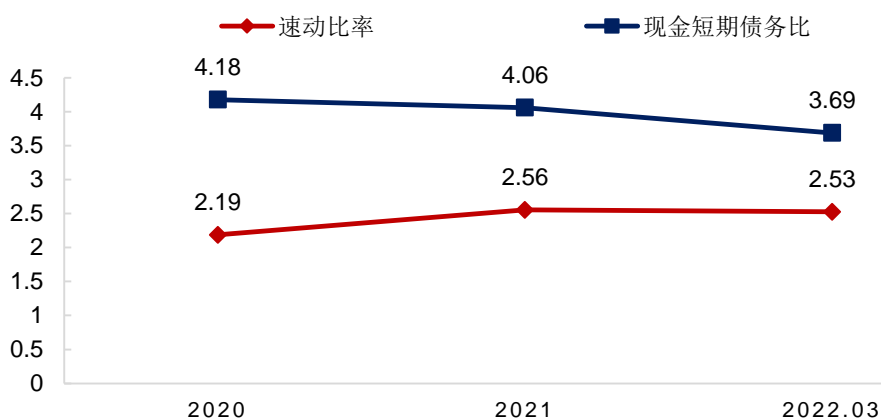
公司资产负债率同比上升较多，负债水平尚可；EBITDA利息保障倍数有所下降，仍对债务利息偿付的保障程度很高；总债务增长较多，总资本对总债务的保障能力有所下降；公司账面盈余资金仍可完全覆盖总债务，EBITDA和FFO对净债务的保障仍很强。整体来看，2021年公司杠杆水平有所上升，但财务风险仍很小。

表12 公司杠杆状况指标

指标名称	2022年3月	2021年	2020年
资产负债率	43.83%	44.09%	36.99%
净债务/EBITDA	--	-2.60	-2.23
EBITDA利息保障倍数	--	19.48	40.10
总债务/总资本	31.70%	31.52%	16.17%
FFO/净债务	--	-27.95%	-36.45%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及 2022 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

2021年公司发行可转债募集资金，账面资金宽裕，现金短期债务比受短期借款增多影响小幅下降，但仍处于较高水平，截至2022年3月末，公司现金短期债务比为3.69，较年初下降0.37。综合来看，公司融资弹性较高，短期偿付压力较小。

图 15 公司流动性比率情况


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及 2022 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2019年1月1日至报告查询日（2022年4月25日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至2021年末，公司无对外担保事项。

八、抗风险能力分析

从行业环境来看，公司所处的汽车零部件行业的景气度主要受汽车景气度的影响较大。中证鹏元认为，受2022年3月以来的疫情影响，上海和吉林等汽车重镇在短期内受到的较大的生产冲击，但是考虑到稳增长的背景下，汽车消费仍然承担了对消费的支撑力度以及新能源汽车2022年仍将维持高速增长等因素，对2022年我国汽车消费整体持谨慎乐观的态度。

从经营竞争力看，公司是我国知名的汽车制动系统生产企业，具有一定的规模优势和行业地位。近年来公司产品由单一的机械制动产品拓展至智能电控产品和轻量化制动零部件，产品系列不断完善，产能规模不断扩张。2021年公司智能电控产品销售收入同比大幅增长65.43%，产品结构进一步完善。未来随着公司智能电控产品新建产能和海外轻量化零部件项目产能投产，公司营业收入有望持续增长。

从偿债能力来看，公司经营性现金净流入是偿还债务的重要来源。2019-2021年公司销售商品、提

供劳务收到的现金分别为31.51亿元、33.67亿元和38.88亿元，经营活动产生现金流量净额分别为7.58亿元、5.84亿元和4.33亿元。公司下游客户资质较好且合作关系较为稳定，业务发展较有保障。从偿债指标看，截至2022年3月末，公司现金短期债务比和速动比率分别为3.69和2.53，短期偿付压力较小。此外，2021年公司总债务规模增长较快，主要系发行可转债所致，若本期债券在债券转股期内成功转股，则转股部分无需还本付息，将在一定程度上减少公司偿付压力，但仍需关注股价下跌等因素致使债券持有人未进行转股的可能。

总体来看，2022年公司所处的汽车零部件行业预计总体保持平稳；公司自身产品结构不断优化，新投入产能未来有望进一步增厚公司营业收入；总债务虽然增长较快，但公司账面资金宽裕，短期偿债压力较小，且本期可转债若能在转股期成功转股则转股部分无需还本付息，进一步减少公司偿付压力。整体而言，公司抗风险能力强。

九、结论

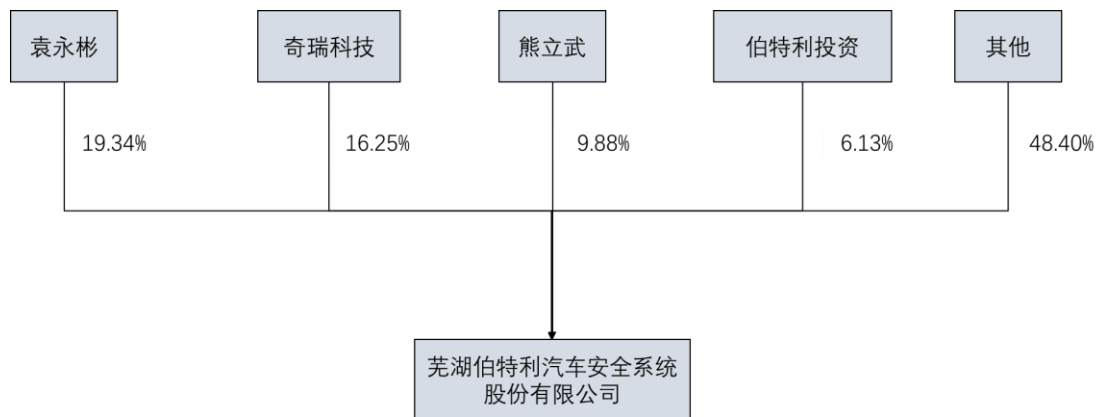
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“伯特转债”的信用等级为AA。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2022年3月	2021年	2020年	2019年
货币资金	17.89	20.76	14.37	11.93
交易性金融资产	5.75	5.25	0.00	0.00
应收票据及应收账款	11.88	11.15	10.60	16.43
应收账款	11.01	9.93	10.31	9.96
应收款项融资	9.08	7.39	6.66	0.00
流动资产合计	50.51	49.57	35.45	32.47
固定资产	8.53	8.58	8.40	8.39
非流动资产合计	13.72	12.95	11.28	10.80
资产总计	64.22	62.52	46.72	43.27
短期借款	1.56	1.30	0.08	1.21
应付票据	6.77	5.88	4.96	4.74
应付账款	7.73	7.60	8.12	8.06
一年内到期的非流动负债	0.21	0.21	0.06	0.48
流动负债合计	18.17	17.73	14.74	16.02
长期借款	0.00	0.00	0.20	0.49
应付债券	7.63	7.55	0.00	0.00
非流动负债合计	9.98	9.83	2.54	2.63
负债合计	28.15	27.56	17.28	18.65
总债务	16.74	14.96	5.68	7.29
归属于母公司的所有者权益	36.07	34.96	26.94	22.45
营业收入	10.14	34.92	30.42	31.57
净利润	1.38	5.27	4.92	4.56
经营活动产生的现金流量净额	-1.38	4.33	5.84	7.58
投资活动产生的现金流量净额	-1.42	-8.90	-1.49	0.00
筹资活动产生的现金流量净额	-0.05	10.76	-2.09	-1.68
财务指标	2022年3月	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	22.50%	24.19%	26.43%	25.93%
EBITDA 利润率	--	19.52%	22.04%	21.30%
总资产回报率	--	11.19%	12.90%	13.74%
产权比率	78.03%	78.85%	58.71%	75.77%
资产负债率	43.83%	44.09%	36.99%	43.11%
净债务/EBITDA	--	-2.60	-2.23	-1.54
EBITDA 利息保障倍数	--	19.48	40.10	40.53
总债务/总资本	31.70%	31.52%	16.17%	22.86%
FFO/净债务	--	-27.95%	-36.45%	-51.27%
速动比率	2.53	2.56	2.19	1.82
现金短期债务比	3.69	4.06	4.18	2.86

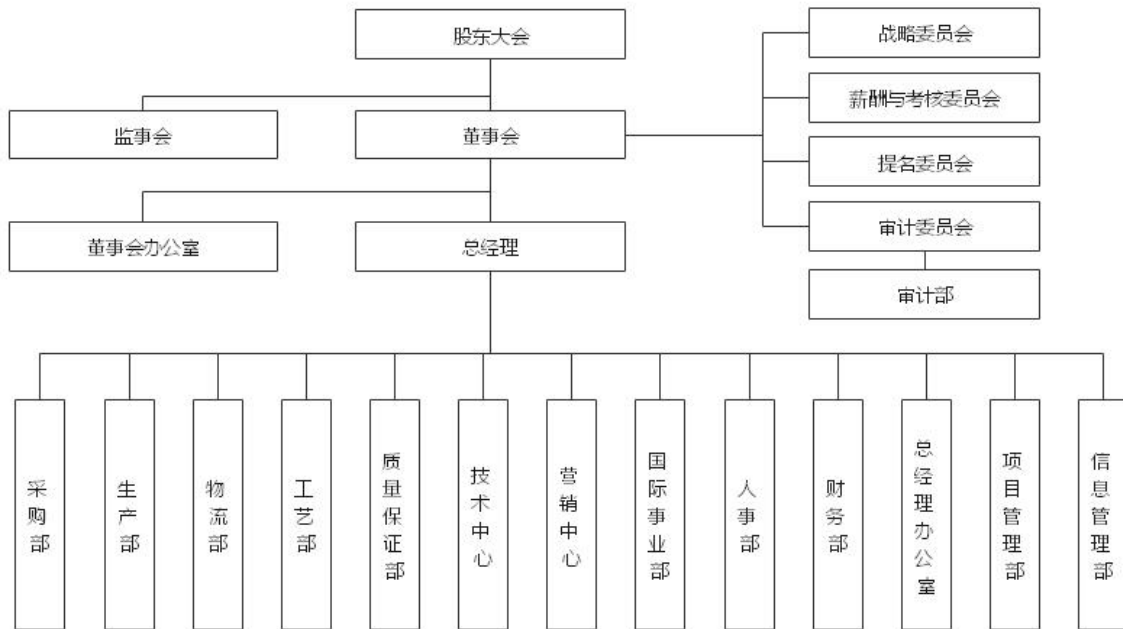
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 12 月末）



注：袁永彬和芜湖伯特利投资管理中心（有限合伙）（简称“伯特利投资”）为一致行动人。
资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2021 年 12 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2021 年 12 月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
安徽迪亚拉汽车部件有限公司	1,000.00	100.00%	汽车零配件生产制造
芜湖伯特利电子控制系统有限公司	6,650.00	100.00%	汽车零配件生产制造
威海伯特利汽车安全系统有限公司	13,500.00	100.00%	汽车零配件生产制造
唐山伯特利汽车安全系统有限公司	1,875.00	100.00%	汽车零配件生产制造
遂宁伯特利汽车安全系统有限公司	5,000.00	100.00%	汽车零配件生产制造
芜湖伯特利材料科技有限公司（原 芜湖市和蓄机械股份有限公司）	2,825.00	100.00%	汽车零配件生产制造
芜湖伯特利美国公司	100.00 万美元	100.00%	汽车零配件生产制造
芜湖伯特利智能驾驶有限公司	350.00	55.00%	汽车零配件生产制造
WBTLDESALTILLOS.deR.L.deC.V. （芜湖伯特利墨西哥公司）	-	100.00%	汽车零配件生产制造

资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入 × 100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入 × 100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2] × 100%
产权比率	总负债/所有者权益合计 × 100%
资产负债率	总负债/总资产 × 100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10% 部分的商誉扣除。

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。