



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2023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.

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2023年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
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

- 本次评级结果是考虑到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）仍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；2022年公司经营效益较好，研发投入保持增长态势，智能电控产品类型和产能进一步丰富和增长；财务状况良好，短期偿债压力不大。同时中证鹏元也关注到，公司2022年通过收购浙江万达汽车方向机有限公司（以下简称“万达方向”）新跨入汽车转向系统领域，但汽车转向产品现有盈利能力相对较弱，未来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；应收类款项新增较多且规模较大，占用公司较多营运资金且面临一定的账款回收风险；未来随着智能电控产品和轻量化零部件新增项目陆续投产，将面临产能消化风险等因素。

评级日期

2023年05月04日

联系方式

项目负责人：徐宁怡
xuny@cspengyuan.com

项目组成员：朱琳艺
zhuly@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2022	2021	2020
总资产	86.44	62.52	46.72
归母所有者权益	42.11	34.96	26.94
总债务	19.38	16.09	5.68
营业收入	55.39	34.92	30.42
净利润	7.01	5.27	4.92
经营活动现金流净额	7.85	4.33	5.84
净债务/EBITDA	-1.57	-2.60	-2.23
EBITDA 利息保障倍数	25.02	19.48	40.10
总债务/总资本	30.43%	32.52%	16.17%
FFO/净债务	-50.80%	-27.99%	-36.79%
EBITDA 利润率	16.41%	19.52%	22.04%
总资产回报率	10.73%	11.19%	12.90%
速动比率	1.83	2.56	2.19
现金短期债务比	2.76	4.06	4.18
销售毛利率	22.44%	24.19%	26.43%
资产负债率	47.17%	44.09%	36.99%

注：公司净债务数据为负值。

资料来源：公司2020-2022年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **公司汽车制动产品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、线控制动系统（WCBS）、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，；2022年公司EPB和WCBS产品产能继续扩张，智能电控产品供应能力进一步加强。
- **公司研发投入不断提升，产品系列不断完善。**公司有一定研发实力，2022年研发费用同比增长58.01%；高级驾驶辅助系统（ADAS）产线已于2022年4月量产，新产品不断推出，2022年智能电控产品收入同比增长86.24%，收入贡献比例大幅提高，产品系列不断完善；同年，公司通过收购万达方向，产品类型延伸至汽车转向系统领域。
- **公司短期偿债压力不大。**2022年公司保持良好经营效益，营业收入及净利润分别同比增长58.61%和32.84%，经营性现金流大幅净流入7.85亿元，现金类资产（货币资金和交易性金融资产）规模仍较大，公司速动比率和现金短期债务比指标均维持较高水平。

关注

- **万达方向生产的汽车转向产品盈利能力相对较弱，汽车行业景气度波动仍将对公司生产经营产生一定影响。**2022年，公司通过收购万达方向跨入汽车转向系统领域，但产品结构仍为汽车零部件，且万达方向目前生产的汽车转向产品（机械转向产品和电子助力转向系统（EPS））相对公司现有产品毛利率较低，对公司整体盈利能力形成一定压制。公司收购万达方向时间较短，需持续关注公司整合进度及可能面临的治理风险；此外，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，随着新能源车渗透率提升，下游整车主机厂商竞争加剧，整车降价压力较大或对公司所处的汽车零部件行业带来一定价格和销量上的扰动，产品盈利能力或面临一定下行压力。
- **公司应收类款项新增较多且规模仍较大，占用较多营运资金且面临一定的回收风险。**截至2022年末，受收购万达方向和经营扩张影响，公司应收类款项（应收账款和应收款项融资）账面价值同比新增10.19亿元，占用公司较多营运资金；与奇瑞汽车股份有限公司（以下简称“奇瑞汽车”）及其关联方的应收款项规模仍较大，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。
- **公司仍面临一定的客户集中度较高且关联交易金额较大风险。**2022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34.13%，关联交易金额及占比仍较大。
- **公司继续加大智能电控产品产能建设，新增产能将面临产能消化风险。**2022年，随着公司4万吨铸铁汽配项目、40万套电子驻车制动系统（EPB）项目及两条线控制动系统（WCBS）产线等新建产能陆续建成投产，智能电控产品产能同比大幅增长，导致公司2022年智能电控产品产能利用率同比下降较多；同时，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，将使得公司面临智能电控产品和轻量化零部件产能无法及时消化的风险。
- **公司仍面临一定原材料价格波动风险。**2022年直接材料占公司营业成本的比重为82.84%，占比仍较高，主要材料仍为钢材和铝锭，近年价格波动较大。公司采取“以销定产”模式，销售价格变动滞后于原材料价格波动，若未来原材料价格持续出现大幅波动、快速上涨等情形，将对公司经营造成不利影响。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为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。

同业比较（单位：亿元）

指标	亚太股份	万安科技	公司
总资产	65.09	48.11	86.44
营业收入	37.50	33.64	55.39
净利润	0.69	0.67	7.01
销售毛利率	13.68%	16.71%	22.44%
资产负债率	58.34%	57.60%	47.17%

注：指标均为 2022 年数据。

资料来源：各公司年度报告，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
汽车零部件企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

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	评分要素	评分	
业务状况	宏观环境	4/5	初步财务状况	9/9
	行业&经营风险状况	5/7	财务状况	9/9
	行业风险状况	3/5	杠杆状况	9/9
	经营状况	5/7	盈利状况	非常强
业务状况评估结果	5/7	财务状况评估结果	9/9	
调整因素	ESG 因素		0	
	重大特殊事项		0	
	补充调整		-1	
个体信用状况			aa	
外部特殊支持			0	
主体信用等级			AA	

注：各指标得分越高，表示表现越好。

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 aa，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

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/伯特转债	2022-5-19	张伟亚、徐铭远	工商企业通用信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0)	阅读全文
AA/稳定	AA/伯特转债	2021-4-14	党雨曦、张伟亚	工商企业通用信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0)	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	7.81	2022-5-19	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2022年12月31日，伯特转债募集资金专项账户余额为36,512.80万元。

三、发行主体概况

截至2022年末，公司总股本为411,826,975股，控股股东和实际控制人仍为袁永彬先生，持有公司19.18%股权。第二大股东为芜湖奇瑞科技有限公司（以下简称“奇瑞科技”），持有公司15.31%股权。2022年，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。

2022年，公司收购万达方向，主营业务新增汽车转向系统产品，但仍以汽车制动系统相关产品的研发、生产和销售为主。合并范围变动如下表，截至2022年末，公司合并范围内共有16家子公司，具体见附录四。

表1 2022年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

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
浙江双利汽车智能科技有限公司	65.00%	9,000.00	汽车智能底盘线控制动产品的制造和销售以及技术的升级创新	新设
长兴伯特利汽车安全系统有限公司	100.00%	500.00	汽车零部件及配件制造；	新设
万达方向	45.00%	23,478.49	汽车零部件及配件制造	收购
柳州迈帝隆科技有限公司	45.00%	2,000.00	汽车零部件及配件制造	收购
杭州迈帝隆科技有限公司	45.00%	818.00	汽车零部件及配件制造	收购
芜湖万达转向系统有限公司	45.00%	500.00	汽车零部件及配件制造	收购
杭州信盛汽车系统有限公司	27.00%	500.00	汽车零部件及配件制造	收购

注：万达方向持有柳州迈帝隆科技有限公司、杭州迈帝隆科技有限公司和芜湖万达方向系统有限公司 100.00%股权；万达方向持有杭州信盛汽车系统有限公司 60.00%股权。

资料来源：公司 2022 年年度报告，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2023 年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升

2022 年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4 月和 11 月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022 年，我国 GDP 总量达到 121.02 万亿元，不变价格计算下同同比增长 3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023 年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023 年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

详见《[经济内生动能修复，博弈强预期与弱现实—2022 年宏观经济回顾与 2023 年展望](#)》。

行业环境

2022 年汽车零部件供应链稳定性虽一度遭遇冲击，但在国内整车市场需求稳中有增且汽车零部件国产替代率逐步提升的背景下，行业收入仍实现小幅增长；2023 年考虑到下游主机厂竞争日益加剧，传统燃油车掀起降价潮且居民消费信心仍需恢复，中证鹏元对汽车零部件行业消费持谨慎乐观态度

2022 年中国汽车销售市场先抑后扬，尽管上半年汽车行业供应链受到较强的短期冲击，下半年仍在新能源汽车快速增长的带动下迅速恢复，全年累计销量 2,684.9 万辆，同比增长 2.3%，延续了 2021 年以来的增长趋势。其中，与新能源车汽车相关的产业链景气度处于较高水平，且零部件国产化率较高，带动汽车零部件市场需求量持续上升，2022 年中国汽车零部件行业的主营业务收入同比增长 3.63%。

汽车产业具有促消费稳增长的作用，是政府的重点监测和扶持产业之一，过去几年增加车牌投放指标、提供购车补贴等刺激汽车消费的政策频出、主机厂商亦持续加大新能源汽车车型投放力度以及新能源车的消费者接受度持续提升，都给汽车市场带来较大推动力。截至 2022 年末，根据公安部数据统计，我国千人汽车保有量持续上升至 226 辆，但与美国 837 辆、韩国 472 辆等全球主要国家相比，长期仍具备提升空间。然而，国内汽车消费结构预计将有所分化，头部新能源车企和部分电动化转型较好的零部件企业仍将继续受益于新能源行业的较高景气度，其他传统车企的利润空间或被摊薄。

从消费端来看，近年经济增速放缓，对居民未来收入预期有所压制，且居民部门杠杆率居高不下，致消费信心有所下滑，仍需时间恢复。此外，2023 年主机厂竞争日益加剧，特斯拉、以东风汽车为首的传统燃油车等主流车企纷纷降价，亦导致消费者产生观望情绪，零部件厂商需求或随之承压。综合上述因素，中证鹏元对后续汽车零部件市场增速持谨慎乐观的态度。

图 1 2022 年我国汽车销量实现持续增长



资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

图 2 2022 年汽车零部件行业主营业务收入增速有所放缓



资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

随着新能源汽车市场认可度提高，逐步由政策驱动转向需求驱动，渗透率持续提升，新能源汽车零部件需求亦有望进一步提高；我国新能源汽车制造处于领先地位，近年零部件企业布局海外产能建设，有望增加部分细分领域的全球市占率

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，短期内新能源汽车零部件需求将快速增长。近年市场对新能源汽车购置补贴退坡已充分预期，补贴金额占车辆消费总额的比重持续降低且处于较低水平，补贴退坡政策市场接受度较高。目前，消费者对新能源汽车认可度逐步提高、充电桩等配套设施亦持续完善，随着新能源车型投放力度加大，智能化程度不断提升，未来对新能源车市场保持乐观，预计新能源乘用车渗透率和新能源零部件需求均有望进一步提高。

中长期来看，掌握新能源汽车零部件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，新能源零部件需求存在持续支撑。另外，近年我国在新能源汽车制造和销售方面都处于领先地位，国内汽车零部件企业加速布局海外产能规划建设，有望进一步增加海外市场份额，加速实现部分零部件

细分领域的全球化进程，提升市占率。预计短期内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。

图 3 近年新能源乘用车销量和渗透率整体呈波动向上态势



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

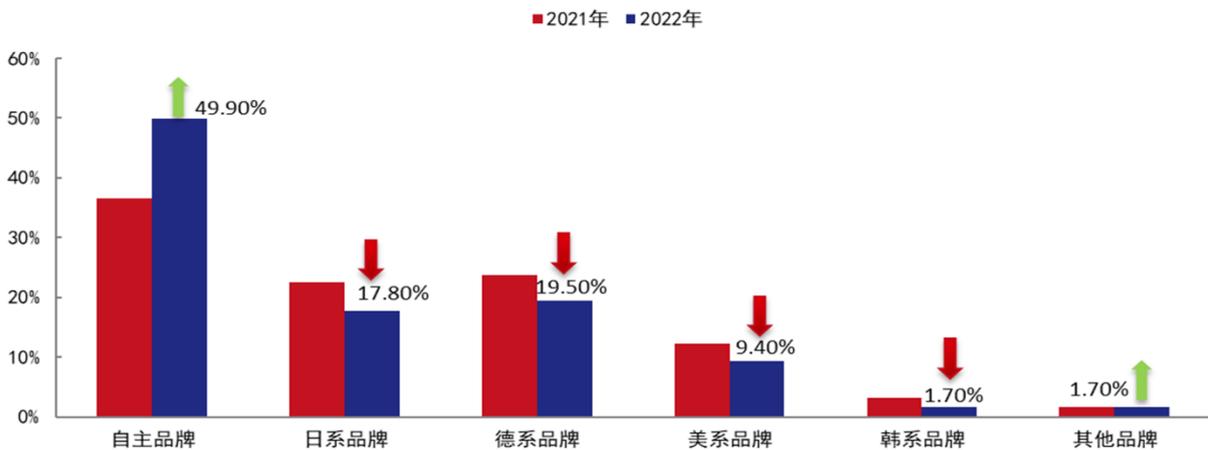
以传统燃油车为主的主机厂商掀起降价潮，市场竞争加速企业分化，新能源供应链布局较早、自主品牌主机厂合作稳定、具备技术优势的零部件供应商有望继续享受新能源汽车发展红利，但转型较慢的传统车企或将面临一定压力

2023年3月，一轮汽车降价浪潮席卷全国，不仅涉及企业让利促销的市场竞争行为，亦有“有形的手”参与其中。首先，在汽车电动化趋势下，部分市场主体对燃油车车型推出大额折扣，意图去库存回现金改善经营状况；其次，汽车排放国六（6B）标准临近实施对车企加快去库存亦有较大刺激；再次，头部电动车厂商以价换量抢占市场份额，挤占后来者生存空间；最后，扩大内需大方针下，地方政府部门让渡车辆购置税等财政收入，借此激发消费活力并助力区域产业发展。技术迭代及市场竞争对车企影响深远，参与此轮购车优惠政策的车企和地方政府众多。产品竞争力下滑，传统车企规模效应减弱，盈利承压，产线折旧等固定成本支出对利润造成进一步侵蚀，短期需重点关注企业现金类资产储备及现金流表现。长期来看，基于现有品牌优势积极推进新能源布局的传统车企有望在未来行业格局中保有一席之地，而“价格战”背景下，产品力不足、转型落后的厂商将加速出清。

市场中低端产能出清往往伴随着企业分化，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，2022年自主品牌延续亮眼表现，销量同比持续高增，自主品牌市场份额大幅增至49.90%，带动新能源供应链布局较早、同自主品牌主机厂商合作稳定、具备技术优势的零部件企业持续受益。中证鹏元预计2023年自主品牌市占率有望进一步上升，且仍占据市场份额首位。从行业结构来看，随着国补退出、市场竞争加剧，新能源车企头部效应更为突出，部分二三线车企销量已初现增长乏力，转型较慢的传统燃油车主机厂商则面临更大压力。

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

表2 2022年主流车企在新能源汽车市场表现优异（单位：辆）

车企	2022年	2021年	同比
比亚迪	1,799,947	584,019	208.20%
上汽通用五菱	442,118	431,335	2.50%
特斯拉（中国）	439,770	320,766	37.10%
广汽埃安	273,757	126,974	115.60%
长安汽车	221,157	97,641	126.50%
理想汽车	133,246	90,520	47.20%
长城汽车	123,920	133,968	-7.50%
蔚来汽车	122,486	91,407	34.00%
小鹏汽车	120,757	98,176	23.00%
上汽大众	91,761	61,052	50.30%

资料来源：乘联会，中证鹏元整理

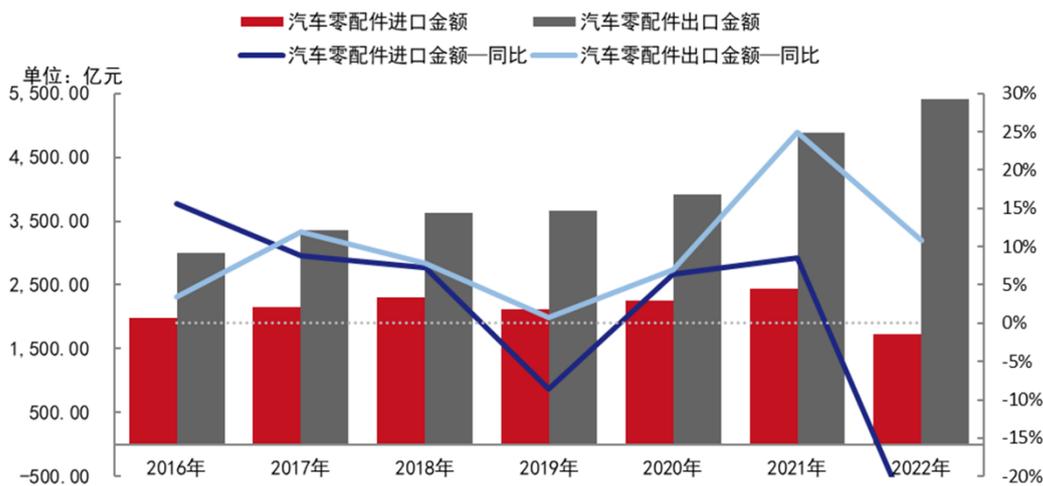
2022年汽车零部件出口延续增长趋势，续创历史新高，进口金额有所下滑；预计随着国内自主品牌配套零部件企业加速出海，出口金额仍将持续增长，但未来需关注中美贸易摩擦缓解情况以及海外经济和贸易环境改善情况等因素

近年我国汽车零部件进出口总体保持了较强的韧性，尽管2019-2020年受中美贸易摩擦等因素影响，

我国汽车零部件出口表现较为疲软。2021-2022 年，随着全球主要国家推进促减排的环保政策、叠加国际油价高涨，国内外新能源汽车渗透率持续提高，市场消费者认可度亦逐步提升，新能源汽车正从政策及牌照驱动转向消费者需求驱动。2022 年中国汽车零部件出口金额同比增长 10.80%，达到 5,411.30 亿元，续创历史新高。

目前，欧美新能源汽车市场仍保持较高景气度，而中国在新能源产业链上发力较早，具备产业链集聚优势，国内零部件企业正加速海外客户布局，有望拉动行业持续上行，中证鹏元预计 2023 年我国汽车零配件进出口仍将保持增长。但中美贸易摩擦、海外地缘冲突以及部分欧美国家经济承压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。

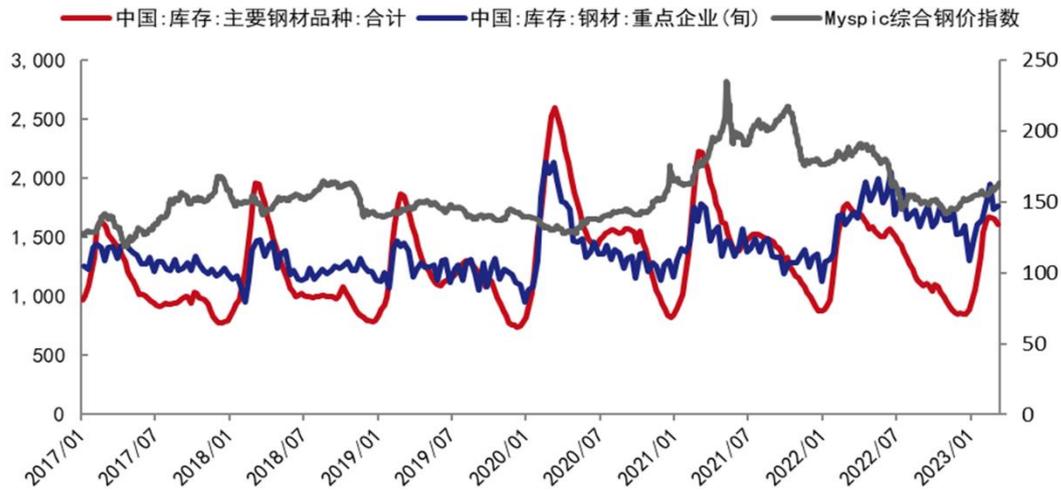
图 5 2022 年汽车零部件出口表现亮眼



资料来源：中国海关总署，中证鹏元整理

2023 年基建、制造业有望支撑钢铁行业基本面改善，但房地产仍是需求拖累因素，钢企低盈利预期下，供给释放动力仍偏弱，整体钢价有望企稳，汽车零部件厂商成本端压力仍偏大

中证鹏元认为纵观 2023 年，钢材需求有一定支撑，钢企供给释放动力偏弱，整体钢价有望企稳。需求方面，随着政府专项债继续发力、央行基建类项目资本和专项再贷款等结构性政策工具支持，基建投资预计将延续高增长，作为钢材需求主支撑；地产方面，预期修复周期较长，短期用钢需求难以改善；制造业方面，随着营商环境改善、减税降费等相关政策发力，有望恢复较高增速，支撑用钢需求。供给方面，预期在需求明显复苏及利润端修复前，钢材产量将继续下降，但产量平控政策倒逼钢企筑底，整体降幅有限。

图 6 2023 年钢价自高位有所回落但仍偏高


资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司为国内知名的汽车制动系统生产商，具备生产和研发线控制动产品（WCBS）、电子驻车系统（EPB）和高级驾驶辅助系统（ADAS）等多种智能电控产品的能力；2022年通过外延并购主营业务拓展至汽车转向领域，产品类型进一步丰富，但现有汽车转向产品盈利能力相对较弱，拖累公司2022年整体盈利能力表现；公司下游主要客户资质较好且合作稳定，但与关联方奇瑞汽车体系交易金额占比仍较大

2022年，公司收购万达方向，主营业务从汽车制动系统相关产品的研发、生产和销售拓展至汽车转向系统产品，公司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）。2022年，公司营业收入同比增长58.61%，收入构成仍以机械制动产品和智能电控产品为主，智能电控产品销售收入占比提高至42.86%。毛利率方面，公司主营业务毛利率小幅下降，主要系智能电控产品毛利率受产能扩张折旧费用上升、万达方向生产的电子助力转向系统（EPS）和机械转向产品毛利率较低所致。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2022 年			2021 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
机械制动产品	266,127.64	48.04%	22.04%	209,603.66	60.02%	22.20%
智能电控产品	237,430.32	42.86%	20.03%	127,482.81	36.50%	24.43%
机械转向产品	27,735.49	5.01%	9.48%	-	-	-
其他产品	5,092.91	0.92%	17.22%	4,599.94	1.32%	20.34%
主营业务合计	536,386.36	96.84%	20.45%	341,686.41	97.84%	23.00%
其他业务	17,528.50	3.16%	83.17%	7,541.90	2.16%	77.73%

合计	553,914.86	100.00%	22.44%	349,228.31	100.00%	24.18%
----	------------	---------	--------	------------	---------	--------

注 1：公司 2022 年机械转向产品收入和部分智能电控产品收入由子公司万达方向产生，2022 年万达方向从购买日（2022 年 5 月 31 日）至 2022 年末确认的收入为 5.72 亿元。

注 2：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

2022年公司收购万达方向，跨入汽车转向系统领域，产品类型进一步丰富；公司继续加大汽车制动系统等研发投入，具备一定技术研发实力，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。2022年公司收购万达方向，主营产品拓展至汽车转向系统，产品类型不断丰富；同期公司智能电控产品产能规模亦不断扩张，2022年公司新增4万吨铸铁汽车配件产能、40万套电子驻车制动系统（EPB）产能、两条线控制动（WCBS）产线、一条电子稳定控制系统（ESC）产线和实现高级驾驶辅助系统（ADAS）产线量产，产品供应能力进一步增强。

跟踪期内，公司仍具备一定的技术与研发能力。公司在机械制动系统产品、电控制动系统产品和转向系统产品方面均具备自主正向开发能力。2022年公司推出针对新能源车辆的新一代技术产品“双控电子驻车制动系统（D-EPB）”，并已在多款新能源汽车上实现量产；公司高级驾驶辅助系统（ADAS）产线已于2022年4月量产，并实现6个项目批量使用；同时公司在收购万达方向后也正式启动了双小齿轮电动助力方向机（DP-EPS）和齿条助力式转向系统（R-EPS）的研发工作。作为国内知名的专业汽车零部件专业生产商，2022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，2022年公司研发投入金额为3.78亿元，同比大幅增长58.01%。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，同时公司有望利用自身技术优势在新介入的汽车转向系统领域进一步丰富公司转向系统产品类型，为公司后续发展提供一定的技术保障。

表4 公司研发投入情况（单位：万元）

项目	2022年	2021年
研发投入金额	37,805.00	23,925.61
研发投入占营业收入比例	6.83%	6.85%

资料来源：2021-2022 年公司年度报告，中证鹏元整理

2022年公司下游主要客户保持稳定，自主品牌整车厂商仍为公司核心客户；但未来公司仍面临客户集中度较高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

2022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），对国内、外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；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。

2022年公司前五大客户较2021年小幅变化，广汽及其关联方采购金额较2021年有所上升成为公司第五大客户，前五大客户集中度小幅下降，但仍处于较高水平。公司主要客户中，2022年对奇瑞汽车及其关联方销售金额同比大幅增长69.13%，奇瑞汽车及其关联方仍为公司第一大客户。整体来看，公司主要客户的资质尚可，客户结构稳定，有利于公司未来业务的可持续发展。值得关注的是，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，2020-2022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70,566.03万元、111,794.63万元和189,073.97万元，分别占当期营业收入的23.20%、32.01%和34.13%，关联交易金额同比增长较多、占比较大且呈现上升趋势，仍需关注其关联交易条件、产品定价以及客户经营不善导致坏账的风险情况。

表5 公司前五大客户及其关联方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
2022年	1	奇瑞汽车及其关联方	189,073.97	34.13%
	2	通用及其关联方	76,465.02	13.80%
	3	吉利汽车及其关联方	73,912.40	13.34%
	4	长安汽车及其关联方	51,278.66	9.26%
	5	广汽及其关联方	36,723.06	6.63%
			合计	427,453.11
2021年	1	奇瑞汽车及其关联方	111,794.63	32.01%
	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	281,622.81

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、奇瑞科技、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、北京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；
 7、广汽及其关联方包括广汽埃安新能源汽车有限公司、广汽乘用车有限公司宜昌分公司、广汽乘用车（杭州）有限公司、广汽乘用车有限公司新能源分公司、广汽乘用车有限公司、广州汽车集团股份有限公司汽车工程研究院。
 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，2022年外销金额同比增长较多，主要系轻量化制动零部件海外客户需求较好，销售价格有所提升，销售量同比增长19.62%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。公司墨西哥年产400万件轻量化零部件建设项目投产后，将降低贸易冲突风险。

表6 公司主营业务收入按区域分类情况（单位：万元）

项目	2022年		2021年	
	金额	比例	金额	比例
内销	454,444.91	84.72%	285,245.81	83.48%
外销	81,941.45	15.28%	56,440.60	16.52%
合计	536,386.36	100.00%	341,686.41	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，智能电控产品产能大幅扩张，但因部分新建产能投产时间较晚，产能未完全释放导致产能利用率有所下降；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亦将大幅增加，面临的产能消化风险进一步上升

公司采用专业化及就近客户的原则安排产品生产布局，2022年基本实现产销平衡。公司本部仍主要从事盘式制动器、电子驻车制动系统、线控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；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；万达方向负责机械转向产品和电子转向系统（EPS）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。

表7 截至2022年末公司产能布局情况（单位：万套/年）

产品	主要负责公司	区位	产能
盘式制动器	公司本部	安徽芜湖市	290.78
	遂宁伯特利汽车安全系统有限公司	四川遂宁市	18.72
轻量化零部件	威海伯特利	山东威海市	970
	公司本部	安徽芜湖市	229.86
智能电控产品	遂宁伯特利汽车安全系统有限公司	四川遂宁市	21.84
	伯特利电子	安徽芜湖市	100
	万达方向	浙江萧山区	70

注：部分2022年年中新投产的智能电控产品产能未年化。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

由于公司基本采用“以销定产”的方式，2022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2022年销量同比增长25.73%，但整体产能利用率仍不高；轻量化制动零部件符合汽车整车、零部

件轻量化发展趋势，产销量同比有所增长，产能利用率亦有所回升。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；2022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，并且随着2022年新增两条WCBS产线、年产40万套EPB项目投产，智能电控产品产能大幅扩充，但因部分新产能投产时间较晚，产能尚未完全释放导致智能电控产能利用率有所下降，产能利用率水平有待提高。

表8 公司主要产品产销、产能利用情况（单位：万套）

产品明细	项目	2022年	2021年
盘式制动器	产能	309.50	380.00
	产量	219.84	178.78
	产能利用率	71.03%	47.05%
	销量	225.02	178.97
	产销率	102.36%	100.11%
轻量化制动零部件	产能	970.00	900.00
	产量	769.69	653.62
	产能利用率	79.35%	72.62%
	销量	776.00	648.75
	产销率	100.82%	99.25%
智能电控产品	产能	421.70	178.00
	产量	262.52	131.79
	产能利用率	62.25%	74.04%
	销量	249.98	131.70
	产销率	95.22%	99.93%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2022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。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9 截至 2022 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	5,903.49	芜湖市
年产 20 万套线车环境智能感知系统（ADAS）产业化项目	12,500.00	1,252.71	芜湖市
墨西哥年产 400 万件轻量化零部件建设项目	32,553.45	9,585.90	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	14,289.22	芜湖市
合计	95,528.75	31,031.32	-

注 1：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。

注 2：年产 40 万套电子驻车制动系统（EPB）产业化项目中“年产 40 万套电子驻车制动系统（EPB）”已完成建设，并于 2022 年 7 月投产，但该产业化项目后续仍有其余配套设施处于建设中。

注 3：公司年报披露高级驾驶辅助系统（ADAS）产线已于 2022 年 4 月量产，2022 年已有 6 个项目陆续量产，该投产项目为年产 20 万套线车环境智能感知系统（ADAS）产业化项目的一部分。

注 4：截止 2022 年末，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中“新增 4 万吨汽车配件铸铁件产线”已完成建设并投产，剩余产线预计在 2023 年 7 月底全部投产。

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；2022 年受芯片采购款和支付的新建产能设备款增长较多影响，供应商集中度大幅下降

2021-2022 年直接材料占公司营业成本的比重均在 80% 以上，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。2022 年钢材和铝锭价格波动率有所下降，受此影响，2022 年公司营业收入同比增长 58.61%，直接材料成本同比增长 59.76%，公司产品毛利率受原材料价格波动的影响有所降低。虽然公司综合考虑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，若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造成一定的影响且加大公司营运资金压力。

表10 公司主营业务成本构成情况（单位：万元）

项目	2022 年		2021 年	
	金额	比例	金额	比例
直接材料	353,441.59	82.84%	221,331.55	84.09%
制造费用	39,678.73	9.30%	25,055.20	9.52%
直接人工	23,416.28	5.49%	11,769.51	4.47%
燃料和动力	10,132.04	2.37%	5,028.60	1.91%

资料来源：公司 2021-2022 年年度报告，中证鹏元整理

2022 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，供应商集中度大幅下降，

主要系公司智能电控产品销售规模上升，新增电子芯片采购以及公司支付的生产线采购规模上升较多所致。

表11 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
2022年	1	山东创新金属科技	37,722.25	5.66%
	2	山东隆基机械股份有限公司	35,365.77	5.31%
	3	包头铝业有限公司	23,774.84	3.57%
	4	重庆长江轴承股份有限公司	20,062.21	3.01%
	5	湖北新火炬科技有限公司	9,122.83	1.37%
			合计	126,047.89
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

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

六、财务分析

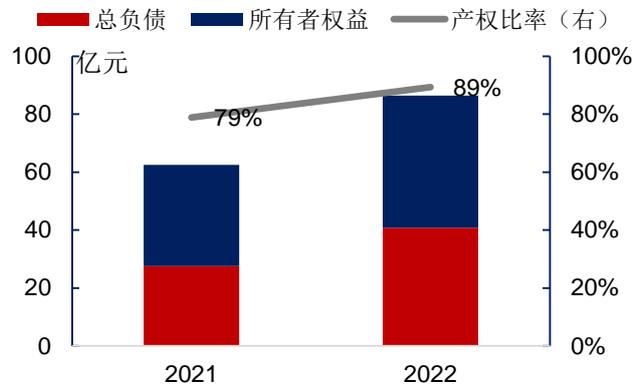
财务分析基础说明

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2021-2022年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2022年合并报表范围变化情况：公司合并范围新增7家子公司。截至2022年末，公司合并范围见附录四。

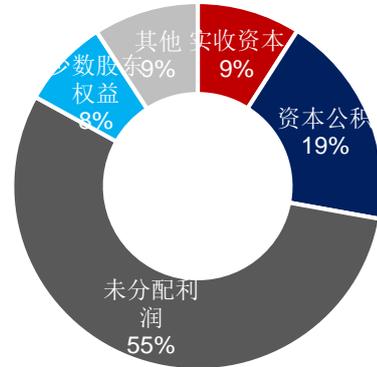
资本实力与资产质量

2022年受经营规模扩张、利润积累及合并万达方向影响，公司总资产规模和所有者权益有所上升；持有的现金类资产规模较大，资产流动性仍较好，但应收类款项规模占比仍较高，占用公司较多营运资金且面临一定的回收风险

2022年，公司保持良好的经营态势，净利润同比增长带动公司所有者权益规模同比增长30.64%，但受经营性负债增长影响，产权比率小幅下降，但所有者权益对负债的保障程度仍较高。

图 7 公司资本结构


资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

图 8 2022 年末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

2022 年，受并购和经营规模扩张影响，公司总资产规模同比增长 38.27%，资产构成仍以流动性资产为主。

截至 2022 年末，公司现金类资产仍主要为货币资金和交易性金融资产（理财产品），规模较大，合计为 26.88 亿元，其中受限货币资金为 1.23 亿元，受限比例低。公司货币资金主要用于日常经营和项目建设，账面资金充裕，短期偿债压力小；2022 年，受合并万达方向、经营扩张及将奇瑞供应链债券凭证从应收票据调整至应收账款科目核算影响，公司应收账款账面余额同比增长 88.00%，计提坏账比例为 11.74%，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和众泰汽车股份有限公司（以下简称“众泰汽车”）¹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，前五大应收账款账面余额合计 8.25 亿元，占比 37.63%，集中度有所上升。应收账款账龄仍以 1 年期以内为主，占比在 90% 以上；公司应收款项融资仍为银行承兑汇票，坏账风险低，流动性好。

总体来看，公司应收类款项占公司资产比重仍较大，截至 2022 年末，公司应收类款项（应收账款和应收款项融资）账面价值合计为 27.51 亿元，同比增加 10.19 亿元，占公司总资产的比例为 31.83%，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，公司将面临一定的账款回收风险。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，2022 年公司对奇瑞汽车及关联方的销售为 18.91 亿元，当年末应收奇瑞汽车及关联方账款合计账面价值为 6.80 亿元，同比下降 0.16 亿元。

公司存货仍主要为原材料、在产商品和发出商品。截至 2022 年末，公司存货同比增长较多，主要系收购万达方向和经营扩张原材料备货增长较多所致。公司非流动资产仍以固定资产和在建工程为主，

¹ 2022 年，公司新增单项计提坏账金额为 0.28 亿元，系万达方向应收众泰汽车的款项，在公司收购万达方向时已从万达方向的净资产中扣除。

2022年公司固定资产同比增长较多，主要系公司收购万达方向及年产5万吨铸铁汽车配件及1万吨铸铝汽车配件加工等项目部分转固所致，截至2022年末，固定资产中0.54亿元厂房尚未办妥产权证书。

此外，截至2022年末，公司合计3.24亿元资产（货币资金、应收款项融资、固定资产和无形资产）因开立票据或借款质押受限，受限资产占总资产的比例为3.75%，占比较低。

表12 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

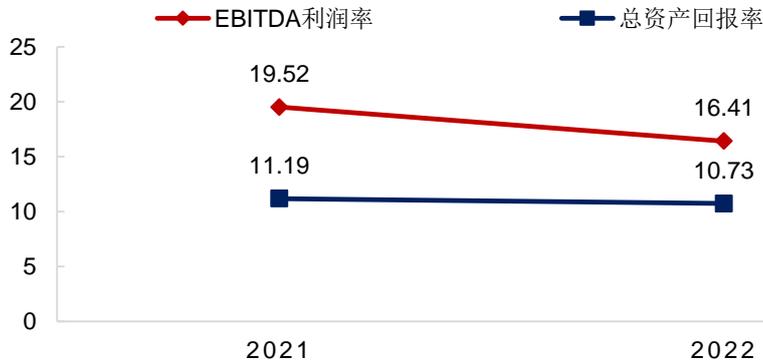
项目	2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	22.87	26.46%	20.76	33.21%
应收账款	19.39	22.43%	9.93	15.88%
交易性金融资产	4.01	4.64%	5.25	8.39%
存货	8.99	10.40%	4.25	6.80%
应收款项融资	8.12	9.39%	7.39	11.83%
流动资产合计	64.85	75.01%	49.57	79.29%
固定资产	14.15	16.37%	8.58	13.72%
在建工程	3.03	3.51%	1.40	2.24%
非流动资产合计	21.60	24.99%	12.95	20.71%
资产总计	86.44	100.00%	62.52	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2022年公司营业收入保持增长，新增汽车转向系统产品盈利能力较弱，对盈利能力形成一定拖累，但公司整体盈利能力仍较强

2022年，受益于国内汽车市场销量增长、自主品牌在新能源汽车市场的高景气度和收购万达方向跨入汽车转向系统领域，公司主要产品产、销量同比大幅增长，推动公司当年营业收入和净利润分别同比增长58.61%和32.84%。但由于万达方向生产的电子助力转向系统（EPS，归类为智能电控产品）和机械转向产品毛利率较低，公司EBITDA利润率和总资产回报率同比有所下降。整体来看，公司同主要产品客户关系稳定，销售价格平稳，盈利能力仍较强。

图9 公司盈利能力指标情况（单位：%）


资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

经营性负债上升导致公司短期债务和总负债规模有所增长，经营性现金流表现良好，短期偿付压力仍较小

2022年，受收购万达方向和经营规模扩张影响，公司负债和短期债务同比新增较多，负债仍以流动负债为主。

截至2022年末，公司长期债务主要为应付债券（本期债券），到期时间较长；短期债务主要为应付票据，账面余额为12.64亿元，同比新增较多；此外，公应付账款为公司另一重要的经营性负债，受收购万达方向和经营扩张下采购规模上升影响，应付账款同比增加7.48亿元。

表13 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.00	0.00%	1.30	4.73%
应付账款	15.08	36.98%	7.60	27.56%
应付票据	12.64	31.00%	5.88	21.33%
流动负债合计	30.51	74.81%	17.73	64.34%
应付债券	6.65	16.32%	7.55	27.38%
非流动负债合计	10.27	25.19%	9.83	35.66%
负债合计	40.78	100.00%	27.56	100.00%
总债务合计	19.38	47.51%	16.09	58.36%
其中：短期债务	12.67	31.06%	8.53	30.93%
长期债务	6.71	16.45%	7.56	27.43%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

2022年，公司经营和回款情况良好，经营现金流净额为7.85亿元，同比大幅增加3.52亿元；资产负

债率受经营性负债增多影响小幅上升，负债水平尚可；EBITDA利息保障倍数同比有所上升，对债务利息偿付的保障程度较好；总债务虽增长较多，但受益于经营效益较好，净利润同步增长，总资本对总债务的保障能力有所回升；公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产和应收款项融资）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，2022年公司杠杆水平有所上升，但财务风险仍很小。

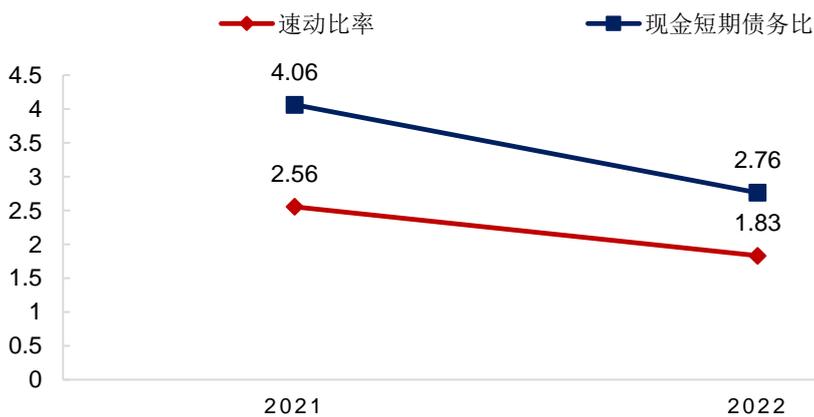
表14 公司现金流及杠杆状况指标（单位：亿元）

指标名称	2022年	2021年
经营活动净现金流	7.85	4.33
FFO	7.25	4.96
资产负债率	47.17%	44.09%
净债务/EBITDA	-1.57	-2.60
EBITDA 利息保障倍数	25.02	19.48
总债务/总资本	30.43%	32.52%
FFO/净债务	-50.80%	-27.99%
经营活动现金流/净债务	-55.00%	-24.46%
自由现金流/净债务	-12.39%	-8.44%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

2022年受收购万达方向和自身经营扩张影响，公司应付票据规模大幅增长，导致现金短期债务比有所下降，但仍处于较高水平。截至2022年末，公司尚未使用的银行授信为4.95亿元，3.24亿元资产处于受限状态，综合来看，公司融资弹性一般，但账面资金充裕，短期偿付压力较小。

图 10 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司ESG表现良好，对公司持续经营和信用水平基本无负面影响

环境因素

根据公开信息查询（截至2023年4月13日）和公司提供的说明（截至2023年4月13日），公司未因空气污染和温室气体排放、废水排放、废弃物排放而受到政府部门处罚。

社会因素

根据公开信息查询（截至2023年4月13日）和公司提供的说明（截至2023年4月13日），公司未因违规经营、产品质量与安全、员工保障健康与安全等方面受到政府处罚或媒体报道。

公司治理

公司按照《公司法》、《证券法》以及公司章程等法律法规的要求建立了股东大会、董事会和监事会及其议事规则，明确了各机构在决策、执行、监督等方面的职责权限，形成了有效的职责分工和制衡机制。截至2022年末，公司组织架构图见附录三。

但需要关注的是，2022年公司与关联方（奇瑞汽车及其关联方²）发生的销售金额为189,073.97万元，采购金额为863.83万元，关联交易金额较大。

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年4月8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。

根据中国执行信息公开网，截至报告查询日（2023年4月13日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

（三）或有事项分析

截至2022年末，公司无对外担保事项。

八、结论

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，近年汽车零部件需求持续回暖，行业收入连年增长，但随着新能源车渗透率提升，下游整车主机厂商竞争加剧，或对汽车零部件行业带来一定扰动。

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

² 奇瑞科技为公司第二大股东，奇瑞汽车持有其全部股权，因此公司与奇瑞汽车及其关联公司的交易均构成关联方交易。

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，并于2022年收购万达方向延伸至汽车转向系统领域，产品系列不断完善，产能规模不断扩张。2022年公司智能电控产品销售收入同比大幅增长86.24%，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，公司经营活动现金净流入是偿还债务的重要来源。2020-2022年公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为33.67亿元、38.88亿元和50.50亿元，经营活动产生现金流量净额分别为5.84亿元、4.33亿元和7.85亿元。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年末，公司现金短期债务比和速动比率分别为2.76和1.83，短期偿付压力较小。此外，2022年公司总债务规模增长较快，主要系经营性负债扩张所致，且公司长期债务主要为本期债券，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，2023年公司所处的汽车零部件行业预计将面临一定扰动；但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。

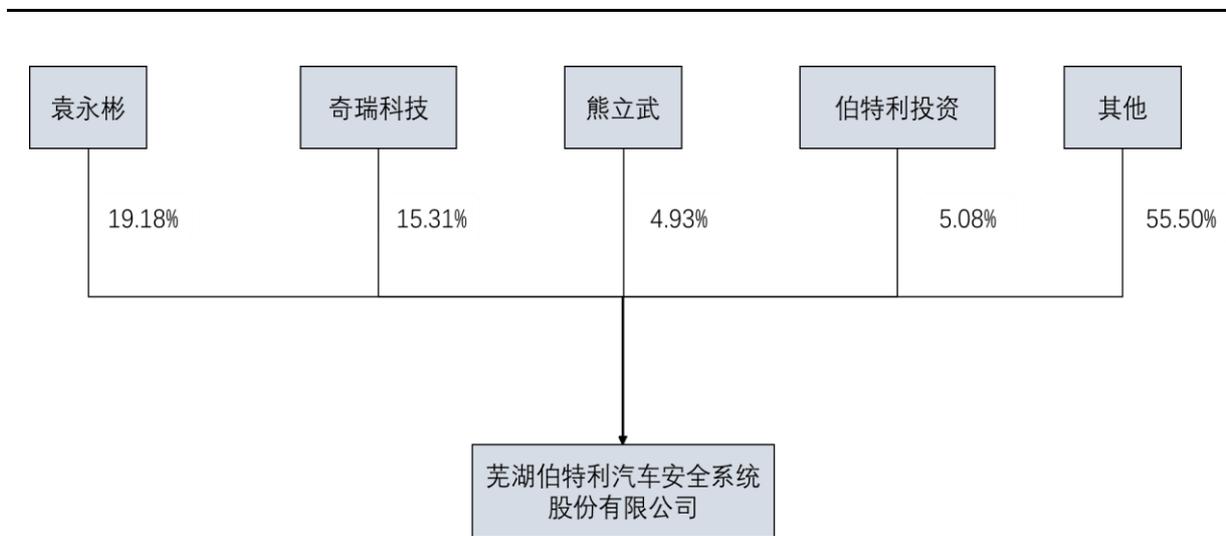
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“伯特转债”的信用等级为AA。

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	2021年	2020年
货币资金	22.87	20.76	14.37
应收账款	19.39	9.93	10.31
存货	8.99	4.25	3.22
流动资产合计	64.85	49.57	35.45
固定资产	14.15	8.58	8.40
非流动资产合计	21.60	12.95	11.28
资产总计	86.44	62.52	46.72
应付账款	15.08	7.60	8.12
应付票据	12.64	5.88	4.96
流动负债合计	30.51	17.73	14.74
应付债券	6.65	7.55	0.00
非流动负债合计	10.27	9.83	2.54
负债合计	40.78	27.56	17.28
总债务	19.38	16.09	5.68
所有者权益	42.11	34.96	26.94
营业收入	55.39	34.92	30.42
营业利润	7.48	5.75	5.65
净利润	7.01	5.27	4.92
经营活动产生的现金流量净额	7.85	4.33	5.84
投资活动产生的现金流量净额	-3.42	-8.90	-1.49
筹资活动产生的现金流量净额	-2.94	10.76	-2.09
财务指标	2022年	2021年	2020年
EBITDA	9.09	6.82	6.70
FFO	7.25	4.96	5.49
净债务	-14.26	-17.71	-14.93
销售毛利率	22.44%	24.19%	26.43%
EBITDA 利润率	16.41%	19.52%	22.04%
总资产回报率	10.73%	11.19%	12.90%
资产负债率	47.17%	44.09%	36.99%
净债务/EBITDA	-1.57	-2.60	-2.23
EBITDA 利息保障倍数	25.02	19.48	40.10
总债务/总资本	30.43%	32.52%	16.17%
FFO/净债务	-50.80%	-27.99%	-36.79%
速动比率	1.83	2.56	2.19
现金短期债务比	2.76	4.06	4.18

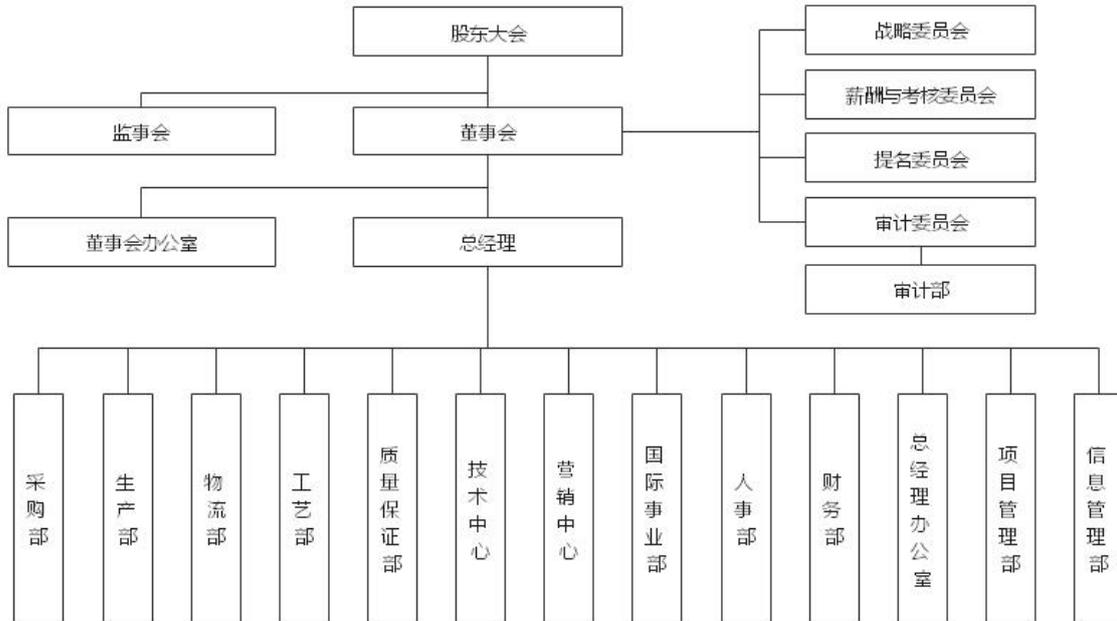
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年末）



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 2022 年末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2022 年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
浙江双利汽车智能科技有限公司	9,000.00	65.00%	汽车智能底盘线控制动产品的制造和销售以及技术的升级创新
长兴伯特利汽车安全系统有限公司	500	100.00%	汽车零部件及配件制造；
浙江万达汽车方向机有限公司	23,478.49	45.00%	汽车零部件及配件制造
柳州迈帝隆科技有限公司	2,000.00	45.00%	汽车零部件及配件制造
杭州迈帝隆科技有限公司	818.00	45.00%	汽车零部件及配件制造
芜湖万达方向系统有限公司	500.00	45.00%	汽车零部件及配件制造
杭州信盛汽车系统有限公司	500.00	27.00%	汽车零部件及配件制造

资料来源：公司 2022 年年度报告，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+租赁负债+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+应收款项融资中的应收票据+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+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+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：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

四、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。