

主体评级报告

宝马股份公司

主体信用等级*：AAA_{spc}；展望：稳定

评定日期：2025 年 7 月 2 日

到期日期：2026 年 7 月 1 日

项目负责人：

王可欣，CFA，CPA：+86-10-6516-6033；Kexin.Wang@spgchinaratings.cn

项目组成员：

王璜，CPA：+86-10-6516-6029；Huang.Wang@spgchinaratings.cn

目录

信用等级概况	2
主要优势与挑战	2
本次评级概况	2
评级展望	3
相关评级方法、模型及研究	3
附件：标普全球评级 2023 年 11 月发布的宝马股份公司信用评级报告	5
附录	23

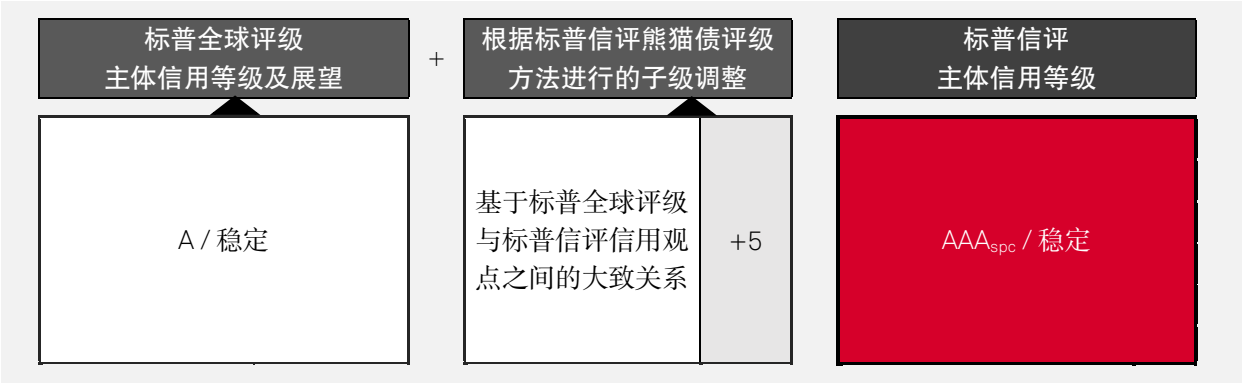
*主体信用等级一般反映标普信评对受评主体优先无抵押债务信用质量的看法，不专门针对主体可能发行的具体债项，除非标普信评另行更新。

标普信用评级（中国）有限公司（标普信评）的评级（以“spc”后缀标识）是根据与标普全球评级等级体系不同的评级等级体系所授予。标普信评所授予的评级不可与标普全球评级等级体系下授予的评级视为同等，或不实地表述为标普全球评级等级体系下授予的评级。

上述“到期日期”表示本报告有效期截止的日期。本报告中的信用等级自报告载明的评定日期起生效，有效期至报告载明的到期日期。

信用等级概况

公司名称	等级类型	当前等级	评定日期	展望/观察
宝马股份公司	主体信用等级	AAA _{spc}	2025 年 7 月 2 日	稳定



主要优势与挑战

以下为标普全球评级关于宝马股份公司主要优劣势的观点：

主要优势	主要挑战
— 公司是一家全球知名高端汽车制造商，在高端车市场拥有约 20%的市场占有率，品牌知名度高，销售网络遍布全球。	— 销售对中国的敞口较大（约占 2023 年前三季度销售的 33%），而我们认为，中国市场的发展变化将对公司 2024-2025 年的销量增长和价格造成挑战。
— 2023 年公司纯电动车销量占比快速提升至 15%，处于全球领先水平。	— 2013-2025 年，即使需求较弱时期，公司的研发支出及资本开支也保持销售收入的 10.0%-12.0%，主要用于电气化和数字化技术。这部分支出较大且相对缺乏弹性，可能导致盈利和自由经营现金流波动。
— 审慎的财务政策和充裕的流动性支撑财务风险在 2023-2025 年维持很低（截至 2023 年 6 月 30 日，调整后的净现金为 82 亿欧元）。	— 公司生产和销售地区存在一定的区域错配，导致其面临贸易动荡风险。但随着一些市场热门产品在中国的本土化，错配的情况在改善。
— 成熟且完善的自营金融业务对公司汽车销售及租赁提供良好支持，尤其在美国和欧洲地区，其业务以资产质量高、残值风险敞口管理审慎为特色。	

注：以上优劣势分析节选自标普全球评级的评级报告，应在标普全球评级的方法论体系下对其进行使用和解释。标普全球评级的评级报告全文翻译见附件。

本次评级概况

宝马股份公司已获得标普全球评级“A”的主体信用等级和“稳定”的评级展望。标普信评根据《标普信用评级（中国）熊猫债券评级方法论》，在标普全球评级所评等级的基础上上调 5 个子级，评定宝马股份公司的主体信用等级为 AAA_{spc}，评级展望为“稳定”。自 2021 年 8 月以来，标普全球评级对宝马股份公司的评级一直维持在 A/稳定。

根据我们的熊猫债券评级方法论，在分析外资发行主体的信用状况时，我们通常会参考标普全球评级的信用观点，并以此为起点来考虑其在标普信评的评级。通常情况下，当外资发行主体的信用质量位于标普全球评级的 BBB 序列或以上时，标普信评可能会给与 AAA_{spc} 的主体信用等级。当外资发行主体的信用质量逐渐下降时，标普信评的主体信用等级也会相应下调。当外资发行主体的信用质量位于标普全球评级的 B 序列时，标普信评的序列也可能会落在 B_{spc} 序列。

标普全球评级给予宝马股份公司“a”的个体信用状况，根据标普全球评级和标普信评信用质量结论之间的大致关系，在标普信评的国内序列中，我们认为宝马股份公司的个体信用质量极高，等同于“aaa_{spc}”。

评级展望

宝马股份公司评级展望为“稳定”。“稳定”的评级展望考虑了标普全球评级给予宝马股份公司的主体信用等级以及我们所进行的子级调整。

上调情景：不适用。

下调情景：如果标普全球评级下调宝马股份公司的主体信用等级至 BB 序列，我们可能会考虑下调公司在标普信评的主体信用等级。由于公司目前的标普全球评级远高于 BB 序列，我们认为在未来两年发生该种下调情景的可能性很小。

相关评级方法、模型及研究

评级方法：

- 标普信用评级（中国）- 熊猫债券评级方法论，2025 年 4 月 23 日。
- 标普信用评级（中国）- 评级调整因子及偿付顺序的通用考量因素方法论，2019年5月21日。

相关研究：无。

相关模型：无。

声 明

本次评级为评级对象付费委托进行的评级。除因本次评级事项使评级机构与评级对象构成委托关系外，标普信评及其分析人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，标普信评对评级信息进行审慎分析，但标普信评对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

标普信评及其分析人员履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是标普信评依据其评级方法和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本信用评级报告对评级对象信用状况的表述和判断仅用于相关决策参考，并非某种决策的结论和建议。

跟踪评级安排

标普信用评级（中国）有限公司（“标普信评”）将对受评主体的信用状况进行定期跟踪（如适用）和持续监测。如果发生任何可能影响受评主体信用质量的重大事件，标普信评将开展不定期跟踪，评估是否有必要对相关信用等级进行调整。

高级管理人员

李丹

北京

Dan.li@spgchinaratings.cn

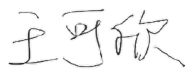


项目负责人

王可欣

北京

Kexin.wang@spgchinaratings.cn



项目组成员

王璜

北京

Huang.wang@spgchinaratings.cn



附件：标普全球评级 2023 年 11 月发布的宝马股份公司信用评级报告

本篇报告的中文版为标普信评对标普全球评级原英文报告的翻译，仅供参考，如与原英文版有不一致之处，概以原英文版本为准。

S&P Global
Ratings

RatingsDirect®

宝马股份公司

主分析师：

Vittoria Ferraris, 米兰 + 390272111207; vittoria.ferraris@spglobal.com

其他分析师：

Lukas Paul, 法兰克福 + 496933999132; lukas.paul@spglobal.com

目录

主要评级因素

展望

基准情形

公司概况

同业比较

业务状况

财务风险

流动性状况

条款分析

环境、社会和公司治理

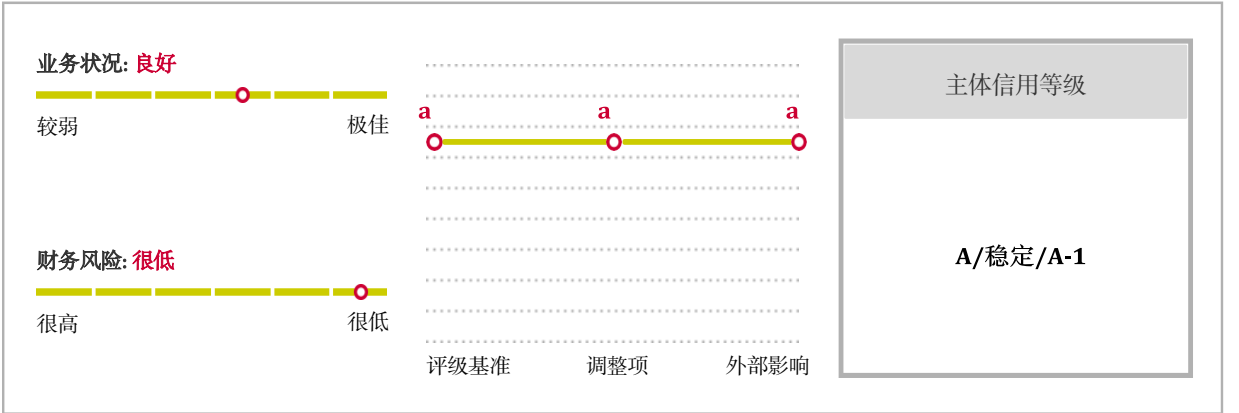
债项评级一次级性风险

相关评级方法

WWW.STANDARDANDPOORS.COM/RATINGSDIRECT

2023 年 11 月 29 日 1

宝马股份公司

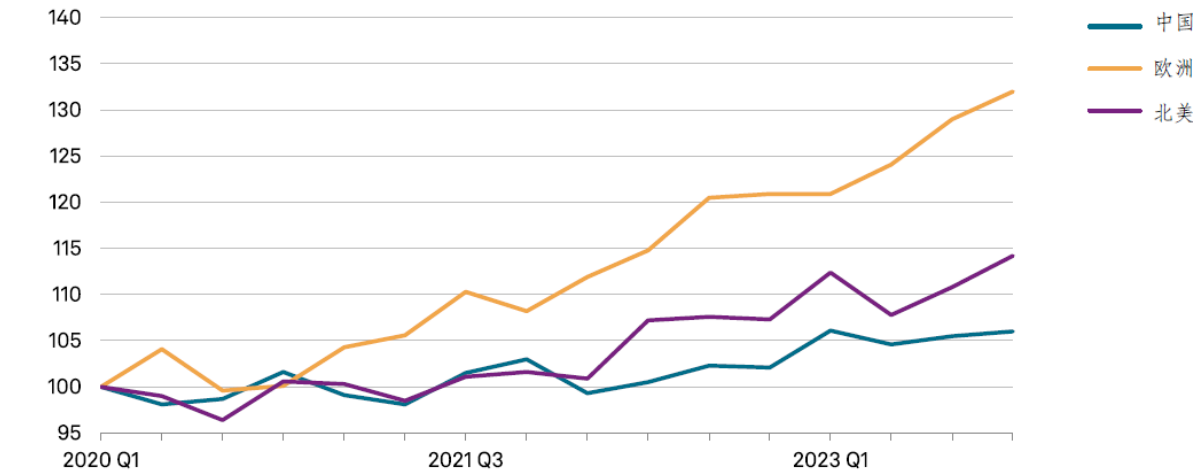


主要评级因素

主要优势	主要挑战
— 公司是一家全球知名高端汽车制造商，在高端车市场拥有约 20% 的市场占有率，品牌知名度高，销售网络遍布全球。	— 销售对中国的敞口较大（约占 2023 年前三季度销售的 33%），而我们认为，中国市场的发展变化将对公司 2024-2025 年的销量增长和价格造成挑战。
— 2023 年公司纯电动车销量占比快速提升至 15%，处于全球领先水平。	— 2013-2025 年，即使需求较弱时期，公司的研发支出及资本开支也保持销售收入的 10.0%-12.0%，主要用于电气化和数字化技术。这部分支出较大且相对缺乏弹性，可能导致盈利和自由经营现金流波动。
— 审慎的财务政策和充裕的流动性支撑财务风险在 2023-2025 年维持很低（截至 2023 年 6 月 30 日，调整后的净现金为 82 亿欧元）。	— 公司生产和销售地区存在一定的区域错配，导致其面临贸易动荡风险。但随着一些市场热门产品在中国的本土化，错配的情况在改善。
— 成熟且完善的自营金融业务对公司汽车销售及租赁提供良好支持，尤其在美国和欧洲地区，其业务以资产质量高、残值风险敞口管理审慎为特色。	

宝马股份公司（“宝马”）销售对中国的敞口较大，我们预计中国市场未来两年将存在激烈的竞争。2023 年前 9 个月，宝马在中国的乘用车销量占其总销量的 33%。在我们修订后的全球汽车行业预测中，我们预计中国市场销量增长将较为缓慢，同时，激烈的竞争将在 2024 和 2025 年带来持续的价格压力，尤其是电动汽车市场。与美国和欧洲不同，我们认为宝马在中国的高端定位对其相对低端车型免受激烈价格竞争方面的保护力不足。

图1
宝马各地域平均MSRP
(2020年一季度指数为100)



MSRP-- 制造商建议零售价。资料来源：标普全球汽车
Copyright © 2023 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

无论是对燃油车还是电动汽车产品来说，中国都是宝马的关键市场。宝马在中国销售的电动汽车包括 iX、iX2、iX3、i3、i4、即将上市的 i5、Mini 车型、劳斯莱斯幻影以及最近在德国丁戈尔芬工厂生产的全新纯电动 i7。在中国生产和组装的车辆占宝马在中国销售车辆的比重超过 80%。

我们预计公司能够应对欧洲和中国不断加剧的地缘政治紧张局势。这主要归功于公司生产和供应链的本土化战略减轻了其面临地缘政治压力的风险。作为对欧盟可能对中国电动汽车进口实施贸易限制的后果，中国国内对国际汽车制造商的负面情绪不断上升，这对宝马及其同业来说都是一个风险。但是宝马在北美地区对进口的依赖程度最高，在该地区生产并组装 2 系和 3 系 X SUV（从 X3 开始），其他的包括电动汽车在内的所有的车型均为进口。我们在宝马资本开支呈上升趋势的假设中反映了随着美国通胀削减法案规定产品需在当地生产，宝马可能会考虑将其部分电动汽车的生产转移到北美地区。

宝马的电气化转型快于德国同业。在截止 2023 年第三季度末的过去 12 个月里，宝马电动汽车（包括插电式混合动力汽车和纯电动汽车）销量占其全部轻型车销量中的比重从一年前的 16.3% 上升至 21.5%，纯电动汽车占全部轻型车销量的比重从一年前的 7.4% 提升至 15.0%。此占比领先于梅赛德斯-奔驰（电动汽车 19.3%，纯电动汽车 11.5%）和大众集团（电动汽车 13.3%，纯电动汽车 9.8%）。公司发布的重要车型包括 2023 年的 iX2 和 i5，以及 2024 年的 Mini Countryman 和 Cooper。自 2023 年末起，宝马在所有的主要细分领域至少提供一款纯电动车型。我们预计宝马有望在 2023 年实现其全球销量中纯电动汽车占比 15% 的目标，这将帮助公司巩固其在纯电动汽车领域的市场地位，同时使其免受违反当地环境法规（尤其是欧洲）的风险。

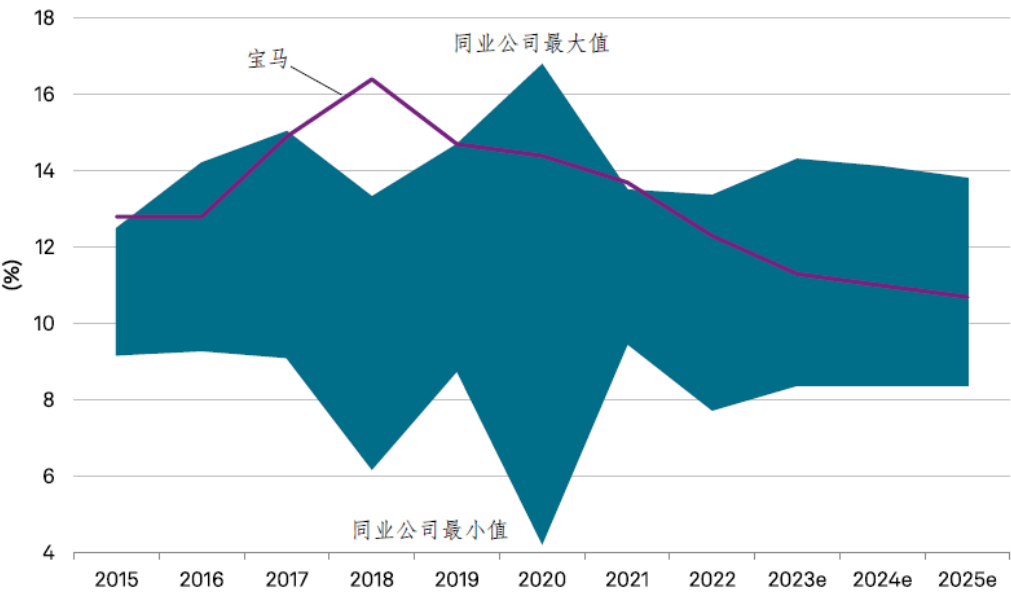
我们认为，宝马在 2023 年将延续强劲表现，但接下来两年的前景不甚明晰。宝马正朝着一个非常出色的 2023 年迈进。这得益于其强大的定价能力、良好的产品组合以及来自订单储备的良好可见性，这些因素促使宝马提高了今年的 EBIT 预期。中国市场下半年未能如期转好并不会过度影响我们对公司业绩 2023 年较 2022 有所改善的预测。我们预计公司以标普全球评级调整后 EBITDA 利润率为指标的利润率将从 2022 年的 13.2% 提升至 14%。2024 年和

2025 年受到主要市场更弱的需求和定价环境、更激烈的竞争（尤其是相对低端细分产品）的负面影响，公司的利润率将承压。尽管我们预计，受本土化投资和为 Neue Klasse 纯电动汽车平台做准备的影响，公司未来几年的资本开支将增加（由 2022 年占经调整收入的 4.7% 升至 2023-2024 年的 6% 以上），我们预计 2023 年其汽车业务在扣除资本开支后仍然能产生超过 60 亿欧元的强劲现金流。由于地缘政治局势紧张加剧导致的销售增速放缓和需求疲软，我们目前对 2024 和 2025 年可预见性受限。尽管如此，我们预计公司的盈利能力和自由经营性现金流将保持韧性，调整后 EBITDA 利润率将保持 13.5%-14.5%。

图2

宝马的投资保持较高水平

研发和资本开支占收入比重



注：投资包括调整后资本开支、研发费用和资本化研发费用。同业包括梅赛德斯-奔驰、大众集团、斯特兰蒂斯、雷诺汽车、沃尔沃汽车、福特汽车、通用汽车、丰田汽车、本田汽车。e代表估计值。
资料来源：标普全球评级。

Copyright © 2023 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

展望：稳定

稳定的展望反映了我们认为宝马将继续扩展其具有竞争力的纯电动汽车产品线以扩大其主要品牌下纯电动汽车的市场份额，使其在关键区域市场与公司当前的乘用车市场份额趋于一致。我们预计在优化定价和产品组合并提升成本效率的措施支持下，宝马将会保持高于 11% 的调整后 EBITDA 利润率，调整后自由经营性现金流比收入维持至少 3%。

下调情形：

如果宝马在欧洲、中国或美国这类关键区域市场之一遭遇激烈的竞争，导致其关键细分市场（包括纯电动汽车）的市场份额被削弱，或者导致其需要大幅增加投资以跟上竞品步伐，我们可能会下调宝马评级。如果较弱的经济状况、地缘政治风险和需求疲软，叠加纯电动汽车领域激烈的竞争，使得宝马在比较长的时间内调整后 EBITDA 利润率降至 11% 以下，自由经营性现金流与收入的比例下降至 3% 以下，我们也可能会下调其评级。

上调情形：

如果宝马通过进一步增强其纯电动汽车产品线及供应链的同时，在尖端数字车辆技术方面取得重大进展，促使其竞争地位显著提高，我们可能会上调宝马的评级。在上述情形下，公司将能够获得较其当前的乘用车市场份额显著更高并更持久的纯电动汽车市场份额，尤其是核心品牌在欧洲、中国和美国市场。同时，评级的上调将取决于宝马能否保持较高的利润率，其调整后 EBITDA 利润率至少达到 13%，并且现金转化率持续高于预期。

基准情形

假设

- 欧元区 2023 年实际 GDP 增长 0.6%，低于 2022 年的 3.3% 和 2021 年的 5.0%，之后恢复到 2024 年的 0.9% 和 2025 年的 1.5%。在实际 GDP 增速 2022 年 3.2%、2021 年 8.1% 后，我们预计中国 2023 年的实际 GDP 增长率为 4.8%，2024 年为 4.5%，2025 年为 5.0%。在实际 GDP 增速 2022 年 1.8%、2021 年 5.7% 后，我们预计 2023 年美国实际 GDP 增速为 2.3%，2024 年和 2025 年增速分别下滑至 1.3% 和 1.4%。
- 在 2022 年下降约 2%、2021 年增长约 4% 之后，全球轻型汽车销量 2023 年增速约 5%-7%，2024 年和 2025 年增速将有所下滑，分别为 1%-3% 和 2%-4%。（详见：全球汽车销售预测：定价利好即将结束，2023 年 10 月 9 日）。
- 我们对 2023 年宝马汽车板块收入增长 7.2% 的预测基于约 5% 的销量增长、价格和产品组合带来进一步的提升、以及宝马在中国的合资公司华晨宝马汽车有限公司（“华晨宝马”）合并（2023 年全年包含在内，而 2022 年为 10.5 个月）的影响。我们预计 2024 年汽车收入与 2023 年持平，主要是由于销量的小幅增长将被价格的承压所抵消。得益于销量的增长，我们预计 2025 年收入将上涨约 3%。
- 相较于 2022 年调整后 EBITDA 利润率的 13.2%（按以下所述重新计算），产品组合、定价以及销量支撑公司 2023 年调整后 EBITDA 利润率的提升，由于价格承压以及产品组合中纯电动汽车的增加，2024 年该比率将有所下滑。
- 由于销量增长、成本上升和向直销模式的初步转变，公司营运资本每年净流出 5-10 亿欧元。
- 与 2022 年的 60 亿欧元（经重新计算）相比，我们调整后的资本支出在 2023 年和 2024 年大幅增长至 80 亿至 90 亿欧元，这主要是由于宝马为增加替代动力系统和电池组的生产而重新规划其工厂布局，以及包括在匈牙利新建工厂在内的布局调整。从 2025 年起，匈牙利工厂将使用宝马“Neue Klasse”平台生产车辆。
- 我们对普通股和优先股股息支付的预测反映了宝马的目标派息率，即净利润的 30%-40%。
- 我们假设宝马将在 2023 年继续回购价值 15 亿欧元的股份，并根据其当前及可能的未来股份回购计划，在 2024 年至 2025 年期间每年回购约 20 亿欧元的股份。

宝马股份公司						
关键指标						
宝马—关键指标*						
(十亿欧元)	财年截至 12 月 31 日					
	2020a	2021a	2022a	2023e	2024e	2025e
轻型车销量增速 (%)	(8.4)	8.4	(4.8)	4.2	1.8	2.4
纯电动乘用车占销量比重 (%)	约 2	约 4	约 9	约 15	约 21	约 26
电池单元采购量 (GWh)	约 4	约 9	约 19	约 33	约 46	约 61
收入§	83.1	98.2	126.8	136.3	137.7	142.0
收入†	70.4	79.9	109.0	N/A	N/A	N/A
收入增速 (%) §	(11.6)	18.1	29.1	7.5	1.0	3.1
EBITDA§	7.1	13.6	16.7	19.8	19.3	19.6
EBITDA margin (%) §	8.6	13.9	13.2	14.5	14.0	13.8
EBITDA margin (%) †	11.3	16.5	15.2	N/A	N/A	N/A
营运资本†	(1.6)	(1.0)	(4.1)	(0.5)	(0.5)	(0.9)
营运现金流 (FFO) †	7.6	11.2	12.3	15.8	15.5	15.8
资本开支†	3.8	4.1	6.2	9.0	8.6	7.9
自由经营性现金流 (FOCF) §	2.8	5.8	5.4	6.6	6.3	6.7
经调整总债务	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
经调整总债务/EBITDA (倍)	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.
FOCF/收入 (%) §	3.3	5.9	4.3	4.9	4.6	4.7
FOCF /收入 (%) †	5.1	6.9	5.1	N/A	N/A	N/A
普通股及优先股股利	1.7	1.3	3.8	5.4	4.1	3.7
内部债务/权益 (倍)	6.6	5.8	5.1	4.5-6.0	4.5-6.0	4.5-6.5
经调整总债务/资本 (%)	61.2	53.9	46.7	43-47	43-47	43-47
*所有指标均经标普全球评级调整。§根据新方法论计算，历史数据不会重述。†2020-2022 年用旧方法论计算。a 表示实际值，e 表示估计值，N.M.表示无意义，N/A 表示不适用。						
公司概况						
总部位于德国的宝马是一家全球知名高端汽车制造商。公司汽车业务包含三个品牌：宝马（占 2023 年前三季度交付量的 88.3%）、Mini（11.5%）和劳斯莱斯（0.2%）。						
公司还从事摩托车生产业务并运营金融业务支持销售业务。2023 年前三季度，宝马实现收入 1,125 亿欧元，其中 950 亿欧元来自汽车板块，26 亿欧元来自摩托车板块，267 亿欧元来自金融服务板块，-118 亿欧元为内部抵消。宝马由匡特家族拥有 48.5%的股份，其余约 51.4%的股份为自由流通股。						
WWW.STANDARDANDPOORS.COM/RATINGSDIRECT				2023 年 11 月 29 日		6

宝马股份公司					
同业比较					
表1					
宝马—同业比较					
行业：整车制造					
	宝马	梅赛德斯-奔驰	大众集团	丰田汽车	本田汽车
截至 2023 年 11 月 13 日级别	A/稳定/A-1	A/稳定/A-1	BBB+/稳定/A-2	A+/稳定/A-1+	A-/稳定/A-2
	财年截至				
	2022/12/31	2022/12/31	2022/12/31	2023/3/31	2023/3/31
(百万欧元)					
收入	109,029.0	123,063.0	235,375.0	237,802.4	96,600.7
EBITDA	16,586.0	19,954.0	25,532.0	26,864.3	8,400.0
营运现金流（FFO）	12,348.0	15,817.0	21,340.3	17,870.6	5,371.1
利息支出	219.0	400.0	2,108.0	396.7	264.5
现金利息支出	213.0	0.0	630.7	128.6	250.0
经营性现金流	11,788.0	11,916.0	19,685.5	25,554.7	7,041.9
资本开支	6,219.0	3,855.0	12,553.0	13,403.5	3,543.2
自由经营性现金流（FOCF）	5,569.0	8,061.0	7,132.5	12,151.2	3,498.7
可支配现金流（DCF）	(991.0)	2,392.0	2,814.0	3,537.3	580.4
现金及短期投资	20,308.0	23,916.0	66,378.0	52,047.5	26,332.1
经调整总债务	0.0	0.0	1,277.5	0.0	0.0
权益	67,234.0	72,964.0	128,875.5	170,786.9	60,070.2
调整后指标					
EBITDA 利润率（%）	15.2	16.2	10.8	11.3	8.7
资本回报率（%）	18.3	24.6	10.7	13.3	8.4
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	75.7	49.9	12.1	67.7	31.8
FFO 利息覆盖倍数（倍）	59.0	N.M.	34.8	140.0	22.5
经调整总债务/EBITDA（倍）	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0
FFO/经调整总债务（%）	N.M.	N.M.	1,670.5	N.M.	N.M.
经营性现金流/经调整总债务（%）	N.M.	N.M.	1,540.9	N.M.	N.M.
FOCF/经调整总债务（%）	N.M.	N.M.	558.3	N.M.	N.M.
DCF/经调整总债务（%）	N.M.	N.M.	220.3	N.M.	N.M.
N.M.表示无意义。2022 年数据并未因引入新方法论而进行重述。					
在剥离卡车业务后，梅赛德斯-奔驰是和宝马最可比的同业，因为两家公司规模相近，在全球汽车市场的高端和豪华细分市场中具有相似地位。与其他传统汽车制造商相比，梅赛德斯-奔驰和宝马在产品组合的电气化方面都较为领先					
WWW.STANDARDANDPOORS.COM/RATINGSDIRECT				2023 年 11 月 29 日	7

先，它们良好的盈利能力和现金转换反映了其在高端车市场的强势地位。近期宝马的电动汽车销售占比较梅赛德斯-奔驰有更快的增长，而奔驰则在现金转换方面表现略优。

2022年2月，宝马将其对中国合资公司的持股比例增至75%，并表了该公司。我们对此持积极看法，因为这一举措使得宝马能够更好地控制其在中国这一全球最具竞争力的汽车市场中的业务开展。

宝马在规模上落后于丰田汽车和大众集团，这可能会限制宝马在专利技术上进行大规模投资的能力，例如在软件和自动驾驶平台上，或在专用电池供应方面。宝马在高端车和摩托车板块外的多样化程度也弱于这两家公司。与‘BBB’序列的同业相比，宝马的级别也受益于其调整后的净现金状态和更好的自由现金流转换率。

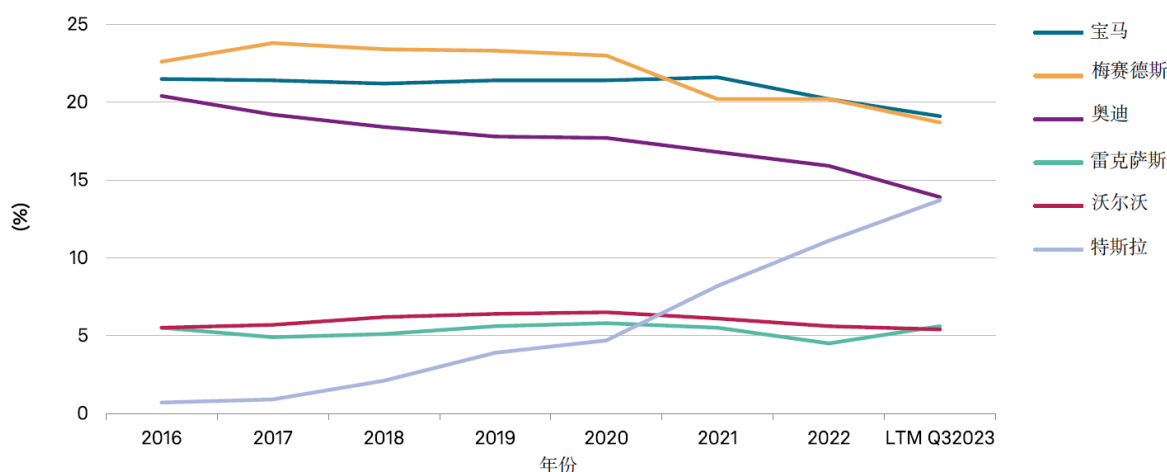
业务状况：良好

作为高端汽车制造商，宝马拥有很强的市场地位。我们对于宝马业务的看法基于其作为全球领先的高端汽车制造商之一，公司2022年乘用车销量约240万辆，领先于梅赛德斯-奔驰（200万辆）和奥迪（160万辆）。2023年第三季度，根据标普全球汽车数据，宝马包括旗下宝马、Mini和劳斯莱斯品牌在全球高端汽车市场的市占率约为18.4%。其市占率高于梅赛德斯-奔驰（18.2%），后者拥有梅赛德斯、EQ、AMG及迈巴赫品牌，也高于大众集团17.1%的市占率，后者高端汽车品牌主要包括奥迪和保时捷，还包括大众、宾利和兰博基尼品牌下少量的高端汽车销售。按品牌来看，宝马品牌市占率约19%，与梅赛德斯-奔驰相近，均较2016年有所下滑（见图3）。我们认为，得益于更好的长期增长前景和较低的价格弹性，宝马专注于高端细分市场对其有利。然而，在中国，我们认为这一优势在其相对低端的产品上并不明显，公司面对着来自特斯拉和其他中国汽车制造商的竞争。根据标普全球汽车数据，高端车细分市场占全球乘用车销量的比重小于12%。与欧洲与美国相比，中国的豪华纯电动汽车市场尚不够发达，因此像纯电动宝马i7这类车型可能需要时间才能流行起来。

图3

宝马在高端车市场的市场地位自2016年起略有下滑

各品牌全球高端乘用车市场份额*



*由标普全球汽车定义。LTM—过去12个月。资料来源：标普全球汽车，标普全球评级。

Copyright © 2023 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

纯电车型的进一步丰富将支持宝马未来几年销售组合的转型。我们认为，宝马纯电产品线的拓展为其纯电汽车在销售组合中的进一步增长奠定了基础，这包括在 i3、i4、i7、iX3、iX 和 iX1 系列中增加 iX2 和 i5（2023 年底），再加上预计将于 2024 年推出的 Mini 品牌下的新电动车型。虽然不断增长的纯电汽车组合是公司电动汽车战略获得成功的先决条件，但我们认为车型的竞争吸引力和使用性能更为重要。在观察宝马纯电产品（宝马品牌）的细分领域覆盖情况时，我们预计到 2023 年末，公司在其主要细分领域（占销量的 85%-90%）中至少有一款纯电动汽车供应。

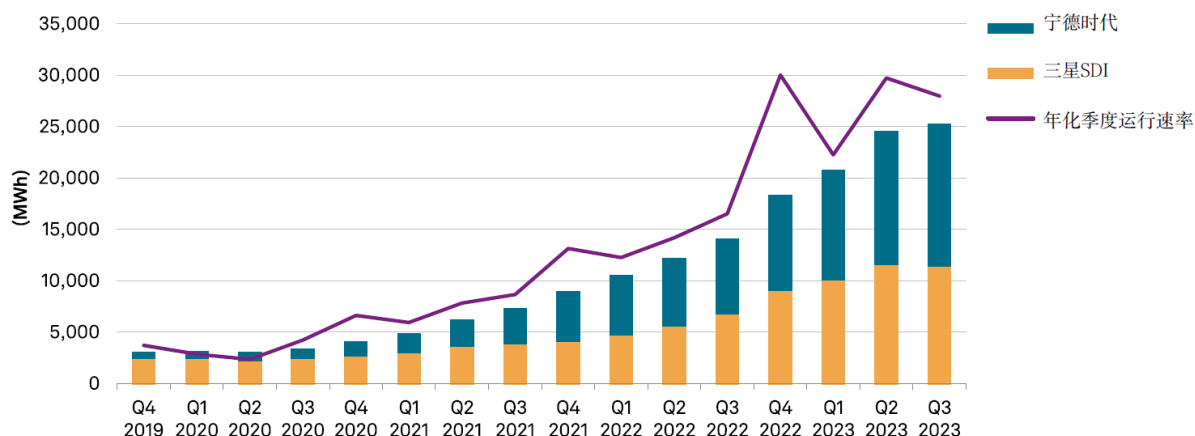
在电气化和车辆数字化方面保持大量投资可能会导致公司现金流波动。我们预计，宝马包含研发和资本开支的投资支出将在 2023-2024 年保持收入的 11%-12%。随着全球替代动力系统的增加和电动汽车竞争的加剧，以及每辆车中的软件和电子产品数量的不断增加，我们认为，宝马在我们预计的 2023 年至 2025 年每年 150 亿至 160 亿欧元的投资规模基础上大幅削减投资的空间有限。较强的投资刚性将会在需求疲软和定价较低时增加宝马自由经营性现金流的波动性。

到 2025 年，宝马的电池供应合同都能够覆盖其需求。宝马的电动汽车电池主要来自韩国制造商三星 SDI 和中国制造商宁德时代。宝马已经和瑞典制造商 Northvolt 达成进一步协议，后者将从 2024 年起为宝马提供动力电池，自 2023 年起宝马也与亿纬锂能达成了关于中国市场的供应协议。与梅赛德斯-奔驰和大众集团等同业不同，宝马目前尚未通过合资企业或合作关系直接投资于电池产能，而是完全依赖于合同协议。尽管在电池技术迅速发展的时代，这可能提供更大的灵活性，但从长远来看，这也可能导致成本劣势，或在产能紧张时降低供应的安全性。我们预计，为了完成其 2030 年前纯电动汽车销量占总销量比重达到至少 50% 的目标，宝马每年需要超过 150GWh 的电池，较截至 2023 年第二季度的 12 个月的 24GWh 增幅超过六倍（见图 4）。

图4

宝马对电池的需求快速上升

过去12个月由各供应商提供的电池容量



MWh—兆瓦时。资料来源：EV Volumes，标普全球评级

Copyright © 2023 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

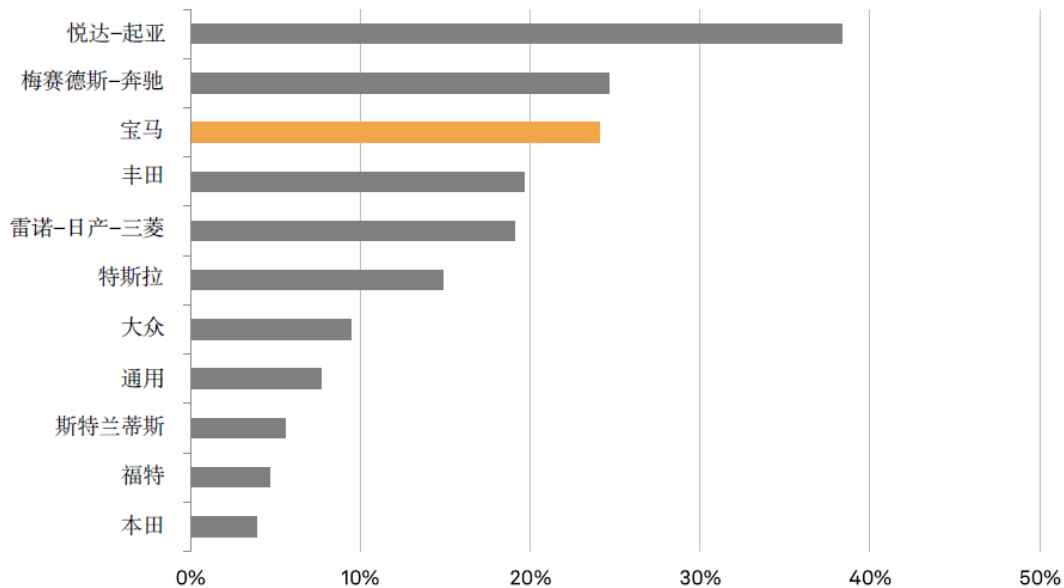
宝马正在推进其本土化的战略。我们认为随着一些车型的本土化，宝马受到贸易或地缘政治紧张局势的影响与过去相比有所减弱。截至目前，宝马大型 SUV（X6、X7、XM 及以上）的生产仍集中在美国，其中相当大的一部分被运往中国和欧洲。相反，除了在不同地点运送零部件外，宝马还从欧洲向美国和中国运送 7 系等高端轿车。2022 年，宝马在前三大市场（欧洲、中国和美国）的汽车销售中的进口车占比约为 24%（见图 5）。然而，宝马对进口的依赖

度将减少，这主要是由于在 2022 年 2 月获得华晨宝马的多数股权后，宝马 X5 SUV 开始在中国本地生产，同时宝马将于 2023 年通过其与长城汽车的合资企业开设一家本地工厂，用于生产电动版 Mini 车型。自 2022 年起，宝马在中国生产 i3 纯电动车型并将在 2023 年开始生产 iX1 纯电动车型。

图5

制造商们向本土化战略转型

2022年欧洲、北美和中国市场轻型汽车销售进口情况



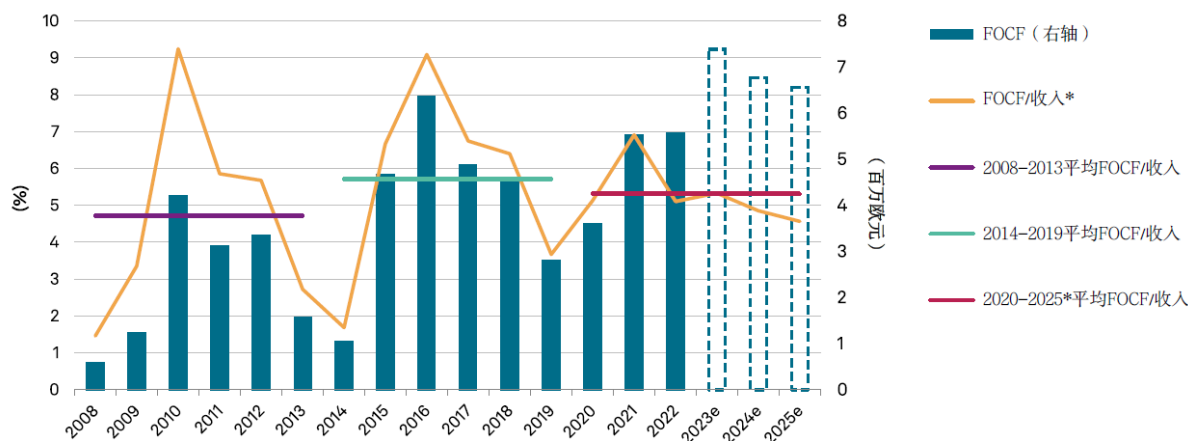
资料来源：标普全球汽车，标普全球评级。
Copyright © 2023 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

财务风险：很低

宝马的财务风险将维持很低，为增加投资或抵御更严峻的行业环境提供了灵活性。自 2010 年起，公司就维持净现金状态，我们预计该趋势将在未来几年持续，公司的净现金规模在 2023 年超过 80 亿欧元，2024-2025 年维持 60-80 亿欧元之间。我们认为，公司的财务政策较为审慎，其适度的股息与业务业绩挂钩（目标派息率为归属于公司股东净利润的 30%-40%），并且只进行有限的补强型收购。宝马在 2023 年 7 月完成此前 20 亿欧元的股票回购计划后，将在 2025 年底进行另一轮价值 20 亿欧元的股票回购。我们认为，考虑到涉及的回购规模和宝马很低的财务风险，该举措符合我们对宝马相对审慎的财务政策的评估。我们认为，宝马拥有足够的空间来抵御市场需求的疲软，并且在必要时，也有能力扩大对电动汽车车型、平台及相应供应链或自动驾驶技术及软件的投资。

图6

宝马经标普全球评级调整后的FOCF拥有一些下行缓冲



*2023-2025年数据根据新公布的自营金融业务方法论计算，历史数据重述。

e—预测值。FOCF—自由经营性现金流。资料来源：标普全球评级。

Copyright © 2023 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

宝马的自营金融业务保持资本充足，在我们的新方法论下有充足的空间。在我们方法论下计算的宝马自营金融部门杠杆率在过去几年稳步下降，经调整总债务与权益比率从2019年的7.2倍下滑至2022年的5.0倍（见下图）。这得益于该公司金融服务公司近期良好的盈利表现。此外，我们认为宝马的贷款和租赁组合的信贷质量很强，过去三年的平均估计净损失率低于0.3%。因此，我们评估宝马的资产和杠杆风险较低。

此外，公司杠杆率远低于资产和杠杆风险阈值的10倍上限，为吸收收益下降或业务额外增长提供了良好空间。近年来，宝马合并口径杠杆率也有所改善，这得益于汽车业务日益强劲的财务表现、金融服务业务稳健的盈利、以及受2022年首次合并华晨宝马的影响公司金融板块的净盈利资产占公司总资产的份额适度下降（2015年为60%，2021年为58%，2022年为52%）。这些因素使得公司合并口径经调整债务比资本比率在2022年下滑至47%的低水平，我们预计未来三年该比例将保持43%-47%。

宝马在租赁业务中成功管理残值风险方面有着良好的记录，这使我们视其残值风险对信用质量的影响为中性。公司金融业务板块的净盈利资产中，经营性租赁资产占比在近年来相对稳定，2020-2022年为33%-34%（该比例基于宝马金融服务板块的数据为37%）。尽管这使得公司面临残值风险，但我们认为公司全面的风险管理流程和系统能够缓解这种风险。

我们认为，公司依赖于一种复杂的残值风险建模和预测流程，该流程结合了定量建模与其他输入信息。宝马每个季度会更新其对大部分市场的残值估计，并且能够利用大量二手车交易数据来微调其预测。我们认为这使得公司历史上有较强的残值表现。

对于在2018-2020年期间重新销售的车辆，平均而言，宝马在整个合同期间实现了小幅亏损（包括合同期间和合同结束时对车辆价值的调整），而随着二手车价格在2021-2022年期间的上升，这一情况转变为小幅盈利。我们认为这与行业基准一致。我们预计，随着许多市场向替代动力系统转型以及纯电动汽车技术的快速演变，早期的纯电动汽车和燃油车的过时风险均上升，纯电动汽车和燃油车的残值都可能面临更高的波动性。

话虽如此，租赁车辆的动力系统组合变化仅会以非常缓慢的速度发生，与新车销售相比存在三到四年的时滞，并且这种变化将以一种与宝马产品发布计划相关联的交错方式进行。这将使宝马能够随着转型的推进调整其残值风险管理。此外，我们相信宝马自营金融业务的财务状况拥有一定的缓冲能力，能够吸收来自任何动力系统的残值意外下滑而产生的损失。因此，尽管宝马的租赁敞口超过 25%，我们仍评估残值风险对评级的影响为中性。

表2

新方法论对宝马 2022 年损益表和现金流量表调整的影响*			
百万欧元	旧方法论	影响	新方法论
收入（调整后）	109,029.0	17,750.0	126,779.0
EBITDA（调整后）	16,628.0	56.0	16,684.0
EBITDA 利润率（%）	15.3	(2.1)	13.2
CFO（调整后）	11,788.0	(346.0)	11,442.0
Capex（调整后）	(6,219.0)	171.0	(6,048.0)
FOCF（调整后）	5,569.0	(175.0)	5,394.0
FOCF/收入（%）	5.1	(0.9)	4.3

*所有指标均经标普全球评级调整。CFO--自营金融业务；Capex-资本开支；FOCF—自由经营性现金流。

我们改变了对宝马标普全球评级调整后盈利能力的计算方式，以更好地反映租赁车辆集团内部利润转移的影响。我们新的自营金融指标目的是将金融服务业务从工商企业业务中区分出来，并独立于发行人如何在报表中披露这些业务。这也说明我们试图在调整后财务指标中反映全部的工商企业收入和利润。与一些同业相似，在集团层面，宝马会抵消其汽车业务向金融服务业务进行某些新车销售的收入和毛利润，这主要涉及金融服务部门根据宝马经营租赁计划出租给客户的车辆。因此消除的利润会在集团内部抵消过程中随时间逐步实现。这会影响销售成本，但不会影响收入（更具体地说，金融服务业务以采购成本记录这些车辆，而集团则以制造成本记录这些车辆，折旧差异对报告折旧之外的销售成本有积极影响）。这会影响将工商企业部门与抵消项合并时的利润率计算。

为了更好的反映我们对工商企业利润率的观点，未来我们将基于汽车部门在收入抵消之前的收入与摩托车部门的收入之和来计算我们调整后的指标。同样地，我们将把宝马所公布的这两个业务板块在计入财务业绩之前的综合税前利润或亏损，作为我们计算 EBIT 和 EBITDA 的基础，并以汽车部门披露的经营活动现金流作为我们计算调整后经营活动现金流的基础（宝马并不披露摩托车部门的现金流，但这个差异很小）。

这些改变对 2022 年宝马的 EBITDA 利润率影响为 200 个基点，对调整后自由经营性现金流比收入指标的影响为 80 个基点。

财务摘要

表3

宝马—财务摘要

行业：整车制造

(百万欧元)	财年截至 12 月 31 日				
	2022	2021	2020	2019	2018
收入	109,029.0	79,935.0	70,400.0	76,000.0	71,125.0
EBITDA	16,586.0	13,159.0	7,955.0	9,628.0	9,866.0
营运现金流（FFO）	12,348.0	11,175.0	7,606.0	6,385.0	7,917.4
利息支出	219.0	236.0	259.0	273.0	434.6
现金利息支出	213.0	190.0	257.0	199.0	275.6
经营性现金流	11,788.0	9,628.0	7,445.0	7,542.0	9,332.4
资本开支	6,219.0	4,101.0	3,836.0	4,749.0	4,780.0
自由经营性现金流（FOCF）	5,569.0	5,527.0	3,609.0	2,793.0	4,552.4
可支配现金流（DCF）	(991.0)	4,250.0	1,938.0	427.0	1,922.4
现金及短期投资	20,308.0	20,252.0	17,763.0	17,427.0	16,295.0
盈余现金	16,161.0	15,785.0	13,286.0	13,558.0	12,964.0
经调整总债务	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
权益	67,234.0	50,296.0	41,117.0	40,174.0	39,778.0
调整后指标					
EBITDA 利润率（%）	15.2	16.5	11.3	12.7	13.9
资本回报率（%）	18.3	23.8	8.9	12.7	17.0
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	75.7	55.8	30.7	35.3	22.7
FFO 利息覆盖倍数（倍）	59.0	59.8	30.6	33.1	29.7
经调整总债务/EBITDA（倍）	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
FFO/经调整总债务（%）	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.
经营性现金流/经调整总债务（%）	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.
FOCF/经调整总债务（%）	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.
DCF/经调整总债务（%）	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.

*2023 年以前指标并未在新金融业务方法论公布后重述。N.M.表示无意义。

流动性：充裕

我们对宝马的短期评级为‘A-1’。我们认为公司的流动性充裕，我们预计未来 12 个月其流动性来源对流动性需求的覆盖程度超过 2 倍。我们没有评估宝马的流动性为极强的主要原因是我们认为在较弱的市场环境下，公司可能无法保

WWW.STANDARDANDPOORS.COM/RATINGSDIRECT

2023 年 11 月 29 日

13

持流动性来源对流动性需求的覆盖程度超过 2 倍。在运用评级方法论后，我们对宝马的流动性分析是对工商企业和自营金融板块进行综合评估。

截至 2023 年 9 月 30 日，公司未来 24 个月主要的流动性来源包括：

- 公司的现金及高流动性投资约 250 亿欧元（工商企业和自营金融业务）；
- 于 2028 年到期的 80 亿欧元未提取承诺性循环贷款；
- 未来 12 个月和再之后的 12 个月，宝马的工商企业业务的现金营运现金流约 170-180 亿欧元；
- 现有租赁组合（不包括对新租赁资产的投资）未来 12 个月的经营租赁最低净现金收入为 90 亿欧元，之后的 12 个月为 60 亿欧元；
- 未来 12 个月和后续 12 个月，现有自营资产组合到期收到的现金净额、宝马自有资金组合再投资的减少水平以及公司债务到期（详细情况见下方）带来现金流入约 10 亿欧元。

同期主要流动性需求包括：

- 每年约 110 亿欧元的资本开支（包括资本化研发费用）；
- 每个期间内最高 30 亿欧元的年内营运资本波动，以及其他营运资本需求约 4 亿至 9 亿欧元；
- 未来 12 个月和之后的 12 个月分别支付股利 52 亿-62 亿欧元和 47-57 亿欧元，包括对华晨宝马少数股东股利支付。

我们对宝马投资组合到期、再投资和债务到期的净现金流入和流出的详细估计如下：

- 投资组合到期：来自贷款和融资的合同还款流入，以及预计的租赁资产重新销售收益，在第一个 12 个月和随后的 12 个月分别约为 480 亿欧元和 240 亿欧元；
- 投资组合净到期：我们将上述金额抵减我们假设的未来投资额。我们预计未来 12 个月和之后的 12 个月投资额分别为 90 和 50 亿欧元，我们假设在资本市场融资受限期间，宝马会使用自有资金进行投资。这些估算基于我们推算的经调整债务与权益比例，该比例适用于投资组合到期加上经营租赁现金收入（如在流动性来源中所示）。
- 公司未来 12 个月债务到期规模 380 亿欧元，之后的 12 个月为 190 亿欧元。我们通过从第一个 12 个月的总到期额 430 亿欧元和随后 12 个月的 200 亿欧元中减去我们对稳定零售存款的估计来计算这些金额。稳定零售存款的金额是在扣除我们对每月存款流失的估计之后得出的。

以下观点也支撑了我们对于宝马流动性充裕的评估：

- 我们认为宝马享有良好的银企关系，其拥有 80 亿欧元的承诺循环信贷安排，该安排是由 40 多家国内外银行组成的广泛银团支持；
- 从 2023 年 9 月 30 日起的 12 个月内，公司的流动性覆盖率指标约为 0.9 倍，远高于我们通常认为流动性覆盖率较低的 0.5 倍阈值；

- 我们预计，在未来的 12 个月和随后的 12 个月里，计划资产到期对合同债务偿还的覆盖率超过 1.3 倍；
- 资金来源方面，公司在市场和工具方面均具有良好的多样性，包括债券、银行债务、资产支持证券、存款和商业票据，同时具有在各种市场条件下利用这些来源的良好记录。

债务到期情况

截至 2023 年 9 月 30 日，宝马：

- 短期债务：451 亿欧元（包括租赁和衍生品）；
- 长期债务：524 亿欧元（包括租赁和衍生品）。

条款分析

在宝马 2028 年到期的 80 亿欧元未提取的循环信贷协议（附带两个一年期的延期选项）以及其他债务文件中，包括其无担保债券、资产支持证券、商业票据和银行债务，均不存在财务契约、评级触发条款或重大不利变化条款。

环境、社会和公司治理

在我们对宝马的信用评级分析中，环境因素是一个适度负面的考虑因素，主要反映了监管部门对零排放汽车的推动。2022 年，宝马在欧盟降低了其车队平均碳排放量（每公里 105 克二氧化碳，2021 年该值为 115.9 克，远低于分配的 127.5 克限制），在中国也是如此（从 2021 年的每公里 163 克二氧化碳降至 150.6 克）。在美国，公司 2022 年的车队碳排放量（每公里 145.9 克二氧化碳）高于 2021 年（140.9 克），这是由于车型组合的影响。不过，公司通过购买碳积分实现了合规，并计划在 2023 年不依赖第三方碳积分的情况下满足相关要求。2022 年宝马全球车队平均碳排放量为每公里 193.7 克二氧化碳（2021 年为每公里 197.9 克二氧化碳），与 2019 年（每公里 218.5 克二氧化碳）相比下降了 11.4%。我们预计，法规要求、激烈的电动汽车竞争以及宝马到 2050 年实现碳中和的目标将使得公司需要持续在电动汽车车型、替代动力系统、自有工厂和供应链方面进行高额投资。2023 年前 9 个月，公司纯电动汽车销售占比达到 13.4%（去年同期为 7.3%），距离 2023 年全年 15% 的目标十分接近。公司在 2025 年纯电动汽车销售占比达到至少 25%（2050 年前 50%）的目标可能会对其盈利能力造成压力，尤其是在政府补贴大幅减少，且公司无法通过定价和成本优化措施来弥补这些车辆更高生产成本的情况下。

债项评级一次级性风险

资本结构

截止 2023 年 9 月 30 日，宝马的债务规模（不含衍生品）为 927 亿欧元，其中与汽车业务相关的债务共计 31 亿欧元。宝马通常会通过发行无担保公募票据融资，约占其总债务的 50%，发行机构大多为其金融公司（主要是宝马金融有限公司和宝马美国资本有限责任公司）。

分析结论

我们评定宝马高级无抵押债务的级别为'A'，与其主体信用质量相同。这主要是因为经我们评估，公司资本结构中不存在显著的次级风险要素。

相关评级方法

- 方法论|工商企业|通用：方法论：自营金融业务对非金融工商企业发行人的影响，2023 年 10 月 23 日
- 通用方法论：信用评级中的环境、社会和公司治理原则，2021 年 10 月 10 日
- 通用方法论：集团评级方法，2019 年 7 月 1 日
- 方法论|工商企业|通用：工商企业方法论：指标及调整，2019 年 4 月 1 日
- 方法论|工商企业|通用：工商企业债项评级中次级风险的反应，2018 年 3 月 28 日
- 通用方法论：关联长期与短期评级方法，2017 年 4 月 7 日
- 方法论|工商企业|通用：方法论及假设：全球工商企业发行人流动性描述，2014 年 12 月 16 日
- 方法论|工商企业|通用：工商企业评级方法论，2013 年 11 月 19 日
- 通用方法论：国家和地区信用评级方法，2013 年 11 月 19 日
- 通用方法论：行业风险方法论，2013 年 11 月 19 日
- 通用方法论：工商企业管理与治理信用因素方法论，2012 年 11 月 13 日
- 通用方法论：信用评级原则，2011 年 2 月 16 日

宝马股份公司

业务状况和财务风险矩阵

业务状况	财务风险					
	很低	低	较低	可控	偏高	很高
极佳	aaa/aa+	aa	a+/a	a-	bbb	bbb-/bb+
优秀	aa/aa-	a+/a	a-/bbb+	bbb	bb+	bb
良好	a/a-	bbb+	bbb/bbb-	bbb-/bb+	bb	b+
尚可	bbb/bbb-	bbb-	bb+	bb	bb-	b
一般	bb+	bb+	bb	bb-	b+	b/b-
较弱	bb-	bb-	bb-/b+	b+	b	b-

评级详情（截止2023年11月29日）*

宝马股份公司

主体信用评级

A/稳定/A-1

主体信用评级历史

2021 年 8 月 5 日

A/稳定/A-1

2020 年 3 月 26 日

A/负面/A-1

2019 年 11 月 13 日

A+/负面/A-1

相关主体

BMW Finance N.V.

高级无抵押债务

A

BMW International Investment B.V.

高级无抵押债务

A

* 除非另有说明，否则本报告中所有等级均为全球等级序列中的等级。标普全球评级全球等级序列中的信用等级可进行跨国比较。标普全球评级国别等级序列上的等级与相关国度债务人或债务有关。债项和债务等级可能包含由另一实体担保的债务，以及由实体担保的受评债务。

其他联系方式：

Corporate and IFR EMEA; RatingsCorplFREMEA@spglobal.com

WWW.STANDARDANDPOORS.COM/RATINGSDIRECT

2023 年 11 月 29 日

17

Copyright © 2025 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

No content (including ratings, credit-related analyses and data, valuations, model, software or other application or output therefrom) or any part thereof (Content) may be modified, reverse engineered, reproduced or distributed in any form by any means, or stored in a database or retrieval system, without the prior written permission of Standard & Poor's Financial Services LLC or its affiliates (collectively, S&P). The Content shall not be used for any unlawful or unauthorized purposes. S&P and any third-party providers, as well as their directors, officers, shareholders, employees or agents (collectively S&P Parties) do not guarantee the accuracy, completeness, timeliness or availability of the Content. S&P Parties are not responsible for any errors or omissions (negligent or otherwise), regardless of the cause, for the results obtained from the use of the Content, or for the security or maintenance of any data input by the user. The Content is provided on an "as is" basis. S&P PARTIES DISCLAIM ANY AND ALL EXPRESS OR IMPLIED WARRANTIES, INCLUDING, BUT NOT LIMITED TO, ANY WARRANTIES OF MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR A PARTICULAR PURPOSE OR USE, FREEDOM FROM BUGS, SOFTWARE ERRORS OR DEFECTS, THAT THE CONTENT'S FUNCTIONING WILL BE UNINTERRUPTED OR THAT THE CONTENT WILL OPERATE WITH ANY SOFTWARE OR HARDWARE CONFIGURATION. In no event shall S&P Parties be liable to any party for any direct, indirect, incidental, exemplary, compensatory, punitive, special or consequential damages, costs, expenses, legal fees, or losses (including, without limitation, lost income or lost profits and opportunity costs or losses caused by negligence) in connection with any use of the Content even if advised of the possibility of such damages.

Credit-related and other analyses, including ratings, and statements in the Content are statements of opinion as of the date they are expressed and not statements of fact. S&P's opinions, analyses and rating acknowledgment decisions (described below) are not recommendations to purchase, hold, or sell any securities or to make any investment decisions, and do not address the suitability of any security. S&P assumes no obligation to update the Content following publication in any form or format. The Content should not be relied on and is not a substitute for the skill, judgment and experience of the user, its management, employees, advisors and/or clients when making investment and other business decisions. S&P does not act as a fiduciary or an investment advisor except where registered as such. While S&P has obtained information from sources it believes to be reliable, S&P does not perform an audit and undertakes no duty of due diligence or independent verification of any information it receives. Rating-related publications may be published for a variety of reasons that are not necessarily dependent on action by rating committees, including, but not limited to, the publication of a periodic update on a credit rating and related analyses.

To the extent that regulatory authorities allow a rating agency to acknowledge in one jurisdiction a rating issued in another jurisdiction for certain regulatory purposes, S&P reserves the right to assign, withdraw or suspend such acknowledgment at any time and in its sole discretion. S&P Parties disclaim any duty whatsoever arising out of the assignment, withdrawal or suspension of an acknowledgment as well as any liability for any damage alleged to have been suffered on account thereof.

S&P keeps certain activities of its business units separate from each other in order to preserve the independence and objectivity of their respective activities. As a result, certain business units of S&P may have information that is not available to other S&P business units. S&P has established policies and procedures to maintain the confidentiality of certain non-public information received in connection with each analytical process.

S&P may receive compensation for its ratings and certain analyses, normally from issuers or underwriters of securities or from obligors. S&P reserves the right to disseminate its opinions and analyses. S&P's public ratings and analyses are made available on its Web sites, www.spglobal.com/ratings (free of charge), and www.ratingsdirect.com (subscription), and may be distributed through other means, including via S&P publications and third-party redistributors. Additional information about our ratings fees is available at www.spglobal.com/usratingsfees.

STANDARD & POOR'S, S&P and RATINGSDIRECT are registered trademarks of Standard & Poor's Financial Services LLC.

WWW.STANDARDANDPOORS.COM/RATINGSDIRECT

2023 年 11 月 29 日 18

附录

附录 1：主要财务数据及指标

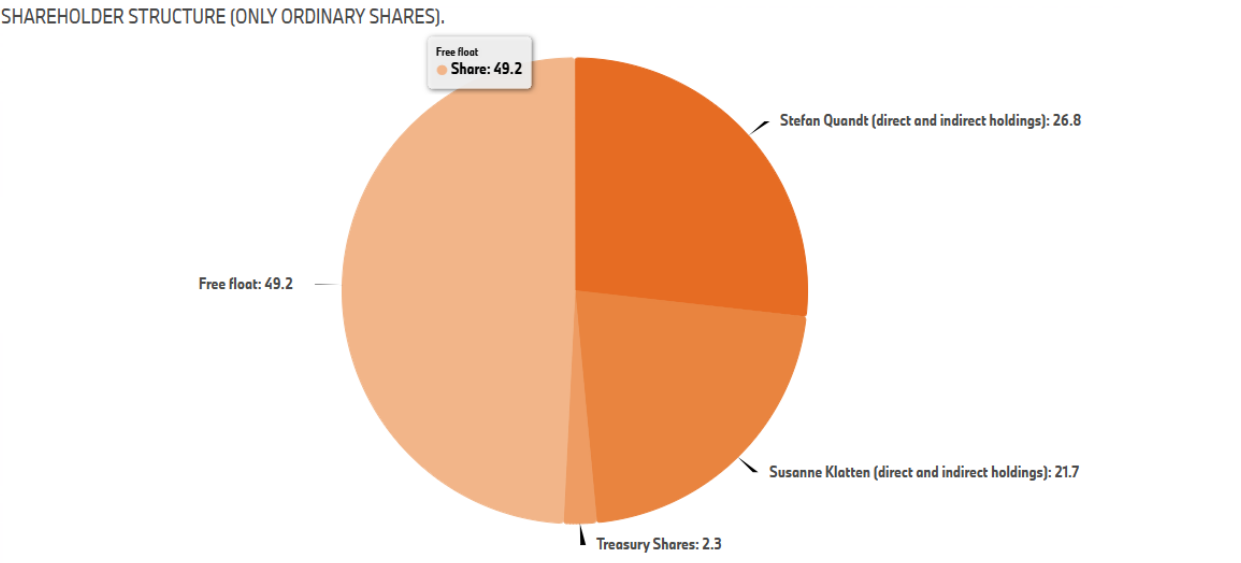
评级对象主要财务数据及指标（单位：百万欧元）			
	2022	2023	2024
营业收入	142,610	155,498	142,380
营业成本	118,042	125,809	119,485
管理和销售费用	10,616	11,025	11,296
其他经营性收入	1,377	1,045	1,411
其他经营性成本	1,330	1,227	1,501
利息费用	-251	656	573
净利润/亏损	18,582	12,165	7,678
现金及现金等价物	16,870	17,327	19,287
存货	20,005	23,719	24,387
无形资产	21,776	20,022	20,220
固定资产	32,126	35,266	39,581
租赁资产	42,820	43,118	48,838
总资产	246,926	250,890	267,732
短期债务	40,727	42,130	44,491
长期债务	53,469	52,880	66,770
所有者权益	91,288	92,923	95,003
经营活动产生的现金流量净额	23,523	17,542	7,566
投资活动产生的现金流量净额	-4,772	-9,548	-11,369
筹资活动产生的现金流量净额	-17,984	-6,859	5,766

调整后财务数据及指标			
	2022	2023	2024
营业收入	109,029	135,491	128,137
EBITDA	16,586	19,614	13,344
营运现金流	12,348	15,111	10,094
资本开支	6,219	8,084	8,289
自由经营性现金流	5,569	5,956	3,752
经调整总债务	0	0	0
经调整总债务/EBITDA（倍）	0.0	0.0	0.0
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	75.7	109.0	55.4
FFO 利息覆盖倍数（倍）	59.0	15.7	9.4
EBITDA 利润率（%）	15.2	14.5	10.4

注：上表中财务数据基于公司披露的年报。调整后财务数据及指标为经标普全球评级调整后数据。

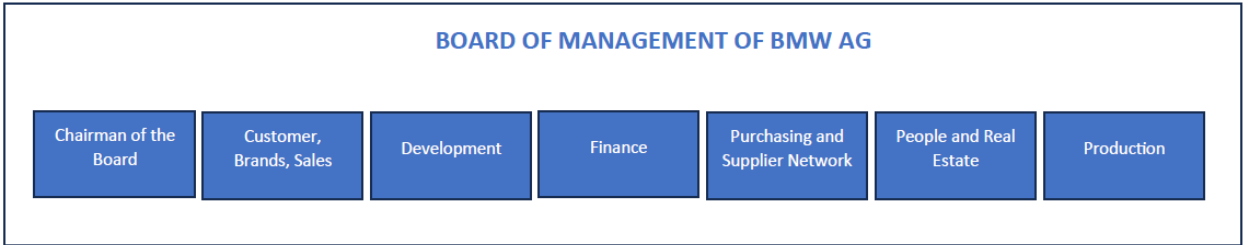
资料来源：公司年报，CIQ，标普信评。

附录 2：评级对象股权结构图（截至 2024 年末）



资料来源：公司提供。

附录 3：评级对象组织结构图（截至 2024 年末）



资料来源：公司提供。

附录 4：信用等级符号及定义

等级	含义
AAA _{spc}	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 _{spc}	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 _{spc}	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 _{spc}	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 _{spc}	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B _{spc}	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 _{spc}	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 _{spc}	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 _{spc}	不能偿还债务。

注：除 AAA_{spc} 级，CCC_{spc} 级以下等级外，每一个信用等级可能用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或低于本等级。

©版权所有 2025 标普信用评级（中国）有限公司。保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，以及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。部分内容可能借助人工智能 (AI) 工具创建。使用人工智能创建或处理的已发布内容由标普职员撰写、审核、编辑及批准。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒、特殊或后续的损害、费用、开支、律师费或损失（包括且不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。

信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的附属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 www.spgchinaratings.cn 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。