



# 信用等级通知书

信评委函字[2019]G294号

## 顺丰控股股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司拟发行的“顺丰控股股份有限公司2019年可转换公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；本次债券的信用等级为AAA。

特此通告。



## 顺丰控股股份有限公司 2019 年可转换公司债券信用评级报告

<b>债券级别</b>	AAA
<b>主体级别</b>	AAA
<b>评级展望</b>	稳定
<b>发行主体</b>	顺丰控股股份有限公司
<b>发行规模</b>	不超过人民币 650,000 万元(含 650,000 万元)
<b>债券期限</b>	自发行之日起 6 年
<b>债券利率</b>	票面利率确定方式及每一计息年度的最终利率水平, 提请公司股东大会授权董事会(或由董事会授权人士)在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构(主承销商)协商确定
<b>付息方式</b>	每年付息一次, 到期归还本金和最后一年利息
<b>转股期限</b>	自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止

### 概况数据

顺丰控股	2016	2017	2018
所有者权益(亿元)	210.06	329.30	369.14
总资产(亿元)	460.71	612.47	716.15
总债务(亿元)	119.44	109.81	171.81
营业总收入(亿元)	577.90	712.73	909.43
营业毛利率(%)	19.64	20.16	17.92
EBITDA(亿元)	78.83	101.30	100.21
经营活动产生现金流量(亿元)	41.08	63.34	54.25
所有者权益收益率(%)	19.77	14.44	12.09
资产负债率(%)	54.41	46.23	48.45
总债务/EBITDA(X)	1.52	1.08	1.71
EBITDA 利息倍数(X)	20.57	17.77	15.16

注: 2016 年和 2017 年财务数据采用追溯重述数; 所有者权益包含少数股东权益, 净利润包含少数股东损益。

### 基本观点

中诚信证券评估有限公司(以下简称“中诚信证评”)评定“顺丰控股股份有限公司 2019 年可转换公司债券”信用等级为 AAA, 该级别反映了本次债券安全性极强, 基本不受不利经济环境的影响, 违约风险极低。

中诚信证评评定顺丰控股股份有限公司(以下简称“顺丰控股”或“公司”)主体信用等级为 AAA, 评级展望为稳定, 该级别反映了公司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。中诚信证评肯定了公司品牌形象良好、服务质量优势突出、航空运输和快递网络完善、快递业务量持续增长及盈利表现情况较好等正面因素为其业务发展及信用水平提供的有力支持。同时, 中诚信证评也关注到快递行业竞争激烈、交通运输安全事故风险和外包成本管控压力等因素可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。

### 正面

- 服务质量优势突出, 品牌形象良好。公司凭借自营模式对各业务环节的控制力, 推动优质服务, 邮政申诉率常年低于全国平均水平, 国家邮政局自 2013 年首次公布快递全程时限排名以来, 公司连续 6 年蝉联第一, 在国内快递市场建立了良好的品牌形象。
- 运输和快递网络完善。公司拥有航空、公路和铁路相结合的完备运输网络, 拥有国内首家民营货运航空公司, 2018 年末共在飞 50 架自有全货机, 租赁 16 架全货机, 在全货机数量、航线数量以及运输能力方面, 均在国内行业中处于领先地位。截至 2018 年末, 拥有自营网点 1.56 万个, 覆盖全国 336 个地级市和 2,775 个县区级城市; 同时拥有 531 个中转场, 快递网络覆盖面布局完善。
- 行业地位领先, 快递业务量持续增长。公司在高端商务件领域具备较高市场占有率, 行业地

## 分析师

郭敬军 mjwu@ccxr.com.cn

唐启元 qytang@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年5月8日

位领先，近年快递业务量持续增长。2016~2018年，公司快递业务量分别为 25.80 亿件、30.52 亿件和 38.69 亿件，业务发展态势良好。

- 盈利及获现表现较好。公司定位中高端市场，快递平均单价远高于同行业水平，业务附加值较高，2016~2018 年净利润分别为 41.54 亿元、47.55 亿元和 44.64 亿元，盈利情况较好。同期公司经营性净现金流分别为 41.08 亿元、63.34 亿元和 54.25 亿元，EBITDA 分别为 78.83 亿元、101.30 亿元和 100.21 亿元，良好的获现能力对其债务本息偿还提供了有力保障。

## 关注

- 快递行业竞争激烈。近年来，一线快递企业通过上市借助资本开展资产重组或投资，提升网络能力、设备自动化和信息化水平，一线快递企业整体服务质量及成本控制能力均得到提升，竞争能力增强，同时行业面临人力等成本刚性上涨，终端网点经营压力日趋加大，行业单价或延续下降态势等局面，行业竞争格局将更趋激烈。
- 交通运输安全事故风险。公司在快递转运环节潜在在交通安全事故风险，安全事故的发生将导致公司面临赔偿、车辆损毁及受到交通主管部门处罚等风险，且影响快递时效性，或造成快递产品的损坏，进而对公司服务质量及盈利表现造成负面影响。
- 外包成本管控压力。2018 年，公司累计发生外包成本 395.63 亿元，同比增长 41.98%，期间外包成本占营业成本的比重为 53.00%，同比上升 4.03 个百分点。随着近年快递业务量的提升，公司外包运力规模有所增长，整体外包成本规模及比重升高，对公司整体成本的管控压力增大。

## 信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。



## 概 况

### 发债主体概况

顺丰控股股份有限公司（以下简称“顺丰控股”或“公司”）前身为马鞍山鼎泰稀土新材料股份有限公司（以下简称“鼎泰新材”）。2016年12月，鼎泰新材取得中国证券监督管理委员会许可，以截至2015年12月31日的全部资产及负债与深圳明德控股发展有限公司（以下简称“明德控股”）等企业合计持有的深圳顺丰泰森控股（集团）有限公司（由原“顺丰控股（集团）股份有限公司”改制更名而来，以下简称“顺丰泰森”）100%股权（其中明德控股持股68.40%）等值部分进行置换，上述交易置出资产作价人民币7.96亿元，置入资产作价433.00亿元，置换资产差额部分由公司向明德控股等原顺丰泰森股东按10.76元/股价格发行39.50亿股人民币普通股支付。交易完成后，公司总股本变更为41.84亿股，明德控股持有公司64.58%的股份。

2017年8月，公司向特定对象非公开发行人民币普通股2.27亿股，发行价格为35.19元/股，净募集资金78.22亿元，发行完成后公司总股本增至44.11亿股，明德控股的持股比例变更为61.25%。

截至2018年末，公司总股本为44.19亿股，其中明德控股的持股比例为61.15%，为公司控股股东，自然人王卫持有明德控股99.90%股权，系公司实际控制人。

公司为国内领先的快递物流综合服务商，物流产品主要包含：时效快递、经济快递、同城配送、仓储服务、国际快递等多种快递服务，以零担为核心的重货快运等快运服务，以及为生鲜、食品和医药领域的客户提供冷链运输服务。此外，公司提供保价、代收货款等快递物流增值服务。

截至2018年12月31日，公司总资产716.15亿元，所有者权益（含少数股东权益）369.14亿元，资产负债率为48.45%；2018年公司实现营业总收入909.43亿元，净利润44.64亿元，经营活动净现金流54.25亿元。

### 本次债券概况

表 1：本次债券基本条款

基本条款	
发行主体	顺丰控股股份有限公司
债券名称	顺丰控股股份有限公司 2019 年可转换公司债券
发行总额	本次拟发行可转换公司债券募集资金总额不超过人民币 650,000 万元（含 650,000 万元），具体发行数额提请公司股东大会授权公司董事会（或由董事会授权人士）在上述额度范围内确定
债券期限	本次发行的可转换公司债券的期限为自发行之日起六年
债券利率	本次发行的可转换公司债券票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平，提请公司股东大会授权董事会（或由董事会授权人士）在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定
付息方式	本次发行的可转换公司债券采用每年付息一次的付息方式，到期归还本金和最后一年利息
转股期限	本次发行的可转换公司债券转股期限自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止
初始转股价格的确定	本次发行的可转换公司债券初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司股票交易均价（若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司股票交易均价，具体初始转股价格提请公司股东大会授权公司董事会（或由董事会授权人士）在发行前根据市场和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定
赎回条款	<p>到期赎回条款</p> <p>在本次发行的可转换公司债券期满后五个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转换公司债券，具体赎回价格由公司股东大会授权公司董事会（或由董事会授权人士）根据发行时市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定</p> <p>有条件赎回条款</p> <p>在本次发行的可转换公司债券转股期内，当下述两种情形的任意一种出现时，公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券：</p> <p>（1）在本次发行的可转换公司债券转股期内，如果公司股票连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%）</p> <p>（2）当本次发行的可转换公司债券未转股余额不足 3,000 万元时</p> <p>本次可转换公司债券的赎回期与转股期相同，即发行结束之日满六个月后的第一个交易日起至本次可转换公司债券到期日止</p>
回售条款	<p>有条件回售条款</p> <p>本次发行的可转换公司债券最后两个计息年</p>

基本条款

度, 如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70% 时, 可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司

附加回售条款

若本次发行的可转换公司债券募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化, 且该变化被中国证监会认定为改变募集资金用途的, 可转换公司债券持有人享有一次回售的权利。可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加当期应计利息的价格回售给公司

募集资金用途

扣除发行费用后, 募集资金拟投资于: 1、飞机购置及航材购置维修项目拟投入金额 160,000 万元; 2、智慧物流信息系统建设项目拟投入金额 149,000 万元; 3、速运设备自动化升级项目拟投入金额 100,000 万元; 4、陆路运力提升项目拟投入金额 66,000 万元; 5、多功能仓储中心建设项目拟投入金额 15,000 万元; 6、偿还银行贷款拟投入金额 160,000 万元

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

行业分析

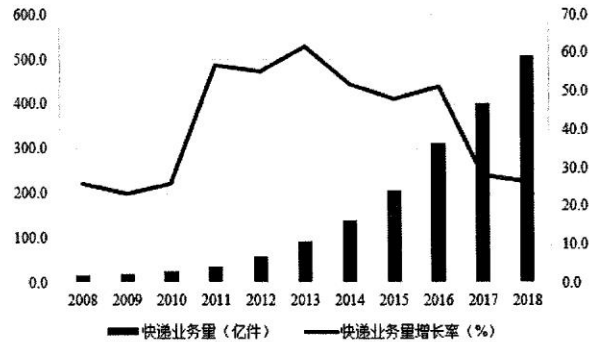
快递行业现状

快递又称速递和快运, 是指将信件、包裹、印刷品等物品按照封装上的名址递送给特定个人或者单位的活动, 包括收寄、分拣、运输和投递等环节。与物流相比, 快递在运输对象、寄递方式及寄递时效等方面与之相区别。

我国快递行业起步于改革开放初期, 1979 年 6 月, 日本海外新闻普及株式会社 (OCS) 与中国对外贸易运输总公司签订了第一个快件代理协议, 中国对外贸易运输总公司成为中国第一家经营快递的公司。随后, 其他国际快递巨头 (如 FedEx、UPS、DHL、TNT 等) 相继与中国对外贸易运输总公司达成快递代理协议以进入中国市场。1980 年和 1984 年, 中邮速递开始经营全球邮政特快专递业务和国内邮政特快专递业务, 在国际快递市场上长时间保持了领先市场份额; 在国内快递市场, 凭借以邮政为基础的强大的快递网络和完善的基础设施, 以及 1987 年开始实施的《邮政法》赋予其函件以及党政司法机关文件寄递专营权的优势, 中邮速递几乎垄断着国内快递市场。随着改革开放的进一步深

化, 20 世纪 90 年代, 我国经济进入高速发展阶段, 珠三角和长三角地区外向型经济发展活跃, 民营经济不断壮大, 使得企业希望其商务文件、样品的物品能够实现更快、更安全的传递, 中国民营快递企业应运而生, 1993 年, 顺丰速运成立, 此后, 更多的民营快递企业相继成立。民营快递企业迅速发展壮大, 动摇了中邮速递的垄断地位。21 世纪以来, 随着我国加入 WTO、国内经济持续保持高速增长以及网络购物等新型消费模式的兴起, 快递行业迎来高速发展时期。随着外资企业陆续退出国内快递业务, 我国的国内快递业务市场基本被国有和民营快递企业占据, “顺丰”、“圆通”、“韵达”、“申通”、“中通”和“百世”等主要品牌占据快递市场重要地位。

图 1: 2008~2018 年我国快递服务企业业务量及增速



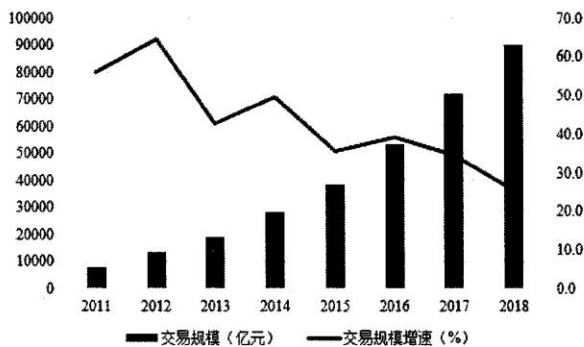
资料来源: 国家邮政局, 中诚信证评整理

在我国经济总量不断提升, 电子商务持续发展的背景下, 快递业务量快速增长。根据国家邮政局统计数据, 2008~2018 年我国快递服务企业快递业务量从 15.1 亿件增长至 507.1 亿件, 年均复合增长率达到 42.11%, 快递业务收入从 408.4 亿元增至 6,038.4 亿元, 年均复合增长率为 30.91%。

我国快递总量中约有 60%~70% 为电商包裹, 在近十年间国内电子商务行业爆发式增长的背景下, 网上购物规模的持续增长为快递行业带来了巨大的发展空间。2011~2018 年, 我国网上零售交易总额由 8,019 亿元增长至 90,065 亿元, 年均复合增长率达 41.27%; 网上零售额占全国社会消费品零售总额的比重由 2011 年的 4.4% 增至 2018 年的 23.6%。网络购物方面, 2018 年我国网络购物市场规模预计将达 7.7 万亿元, 同比上年度增长 23.8%, 近四年交易额增加了约 4 万亿元。与此同时, 移动 4G 网络的普及和移动支付手段的完善, 更提升了移动网络购

物带来的便捷消费体验，进一步促使网络购物与日常消费的紧密结合。

图 2：2011~2018 年我国网上零售交易规模及增速



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

在网络购物市场规模持续增长的同时，网络购物用户数量不断增加，截至 2018 年 12 月末我国网络购物用户规模达到 6.10 亿，较上年度增长 14.4%，占网民整体比例的 73.6%。但近年来，随着网络购物用户的逐步普及，以及市场交易总量的提升，我国网络购物交易规模增速逐步放缓。

2017 年以来，受快递网络覆盖逐渐饱和及网络购物交易规模增速放缓等因素影响，我国快递业务量和收入增幅趋缓。2017 年我国快递服务企业的快递业务量为 400.6 亿件，同比增长 28.0%，增速较上年下滑 23.4 个百分点；同期快递业务收入为 4,957.1 亿元，同比增长 24.7%，增速较上年减少 18.8 个百分点。2018 年，我国快递业务量为 507.10 亿件，同比增长 26.6%，增速下降 1.4 个百分点；快递业务收入 6,038.4 亿元，同比增长 21.8%，增速下滑 2.9 个百分点。2019 年一季度，全国快递服务业务量累计完成 121.5 亿件，同比增长 22.5%；业务收入累计完成 1,543 亿元，同比增长 21.4%。

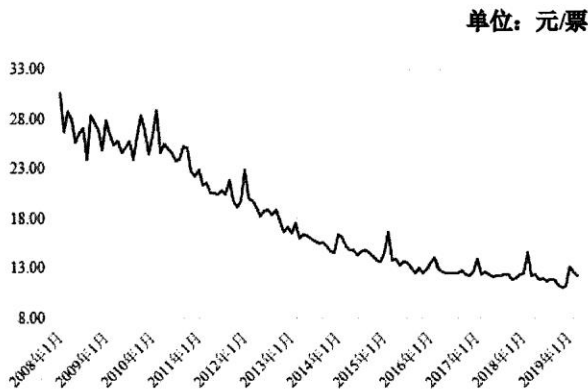
市场结构方面，我国的快递行业整体以异地件为主，近年来异地件业务总量所占比重维持在 70% 以上，且呈现上升趋势，2018 年快递行业异地件占比较上年增加 0.5 个百分点至 75.3%；同城件所占比重在 2015 年之前呈上升趋势，2016 年至 2018 年均小幅下滑，2018 年比重小幅下降 0.6 个百分点至 22.5%；国际/港澳台快递业务量规模较小，2018 年占 2.2%。2019 年一季度，我国快递行业异地业务、同城业务和国际/港澳台业务分别完成 95.0 亿件、23.6 亿件和 2.9 亿件，占比分别为 78.2%、19.4%和

2.4%。

从区域结构来看，快递业务量与区域经济的发达程度、商贸的活跃程度以及交通设施的便捷程度等因素有关。我国快递行业区域结构相对稳定，但仍存在发展不平衡情况，由于经济发展水平的差距，快递业务主要集中于东部地区，中西部差距明显。2018 年，我国东、中、西部地区快递业务量比重分别为 79.9%、12.3%和 7.8%，业务收入比重分别为 80%、11.2%和 8.8%。其中，中部地区快递业务量比重上升 0.7 个百分点，快递业务收入比重上升 0.4 个百分点；西部地区快递业务量比重和快递业务收入比重均上升 0.5 个百分点。

价格方面，过去十年间，我国快递行业平均单价自 2008 年的 27.06 元/件持续下滑至 2018 年的 11.91 元/件，累计下降幅度达 55.99%。2019 年 1~3 月，我国快递行业平均快递单价回升至 12.70 元/件，但同比仍下降了 0.12 元/件。由于电商快递准入门槛低，受快递网络建设程度提升以及快递企业价格竞争抢占市场等因素影响，近年来我国快递业务平均单价持续下降。2015 年以来，一线快递公司陆续登陆资本市场，在资本市场融资能力支持下迅速抢占快递市场，且随着快递平均单价的下跌，缺乏核心竞争力的中小型快递企业面临更大的生存压力，而一线快递公司依托在物流网络、成本控制以及规模效应等方面的优势，保持了较好的盈利能力。同时，考虑到 2018 年为大部分上市快递公司业绩承诺的最后一年，一线快递公司对推动行业价格战的意愿仍较强烈。但随着快递运营涉及的人力等成本的刚性上涨，终端网点经营压力日趋加大，行业存在集体涨价诉求，加之当前快递价格已贴近成本水平，快递业务价格下降速度将趋缓。

图 3：2008 年 1 月~2019 年 3 月我国快递业务平均单价情况



资料来源：国家邮政局，中诚信证评整理

从快递公司的运营模式来看，快递行业分为自营和加盟两种模式。在自营模式下，快递公司总部直接经营、投资和管理各个网点，对各分支机构实施统一经营和管理。其优势在于服务标准化、服务质量较高、管理效率高、信息化水平高，便于开展增值业务及高附加值服务；但人力、设备及管理成本较高，网络扩张较慢，运营费用较高。在加盟模式下，快递公司可将自有的商标品牌等以加盟连锁经营合同的形式授予加盟商使用，加盟商在约定领域内各自独立自负盈亏进行运营管理，从事快递的揽收和派送。其优势在于资本投入少、扩张速度快以及较有竞争力的低价格；但快递公司的统一管理难度大、难以保证服务质量。国内自营模式的快递公司以顺丰和 EMS 为代表；其他快递公司以加盟模式为主。自营模式得益于统一的服务，其业务主要定位于更在乎时效而对价格不敏感的中高端市场，业务盈利较强，但内部管理压力较大。在行业发展初期，伴随着电商市场的高速增长，采用加盟模式的快递公司由于资本投入少，快速实现了对市场的占有率，但受制于服务质量难以保障，其业务区间以低端市场为主，产品同质化较为严重，竞争压力大。

跨境电商方面，2017 年中国跨境出口电商交易规模同比增长 14.5%至 6.3 万亿元。根据中国电子商务研究中心（100EC.CN）预测，2018 年跨境电商的交易规模将达 7.9 万亿元，增速进一步提升。随着国内快递企业推出邮政小包、集货转运、保税区仓储等产品，跨境电商的兴起将带动国内快递行业国际快递业务的发展，为快递行业创造新的发展机遇。

此外，快递行业领先企业上市后，积极向综合物流服务商进行转变，开展冷运、国际快递及重货等物流业务。冷运业务方面，2018 年顺丰与美国夏晖集团宣布联合成立新夏晖，顺丰成为新夏晖的控股股东，新夏晖拥有全国性物流网络，深入三四线城市，网络覆盖中国大陆及港澳 28 个省市自治区，通达约 450 座城市。国际业务方面，顺丰与 UPS 于 2017 年 5 月在香港成立合资公司共同开发和提供国际物流产品，聚焦跨境贸易，拓展全球市场。其他加盟制的快递公司方面，圆通并购香港先达国际，大力购买航空货机，提升远程运输能力；申通也在 2018 年初与 eBay 建立战略合作。重货业务方面，顺丰、百世和中通在近几年进驻重货快运领域，圆通和韵达在 2017 年开展重货快运业务。

总体来看，在快递行业增速放缓、单价持续下降的背景下，上市的快递企业积极向综合物流服务商进行转变，未来新兴业务或将成为行业领先快递公司新的业务增长点。

### 快递行业格局

随着快递行业的高速发展，国内快递从业主体增多，行业竞争程度日益激烈，市场出现分散趋势。根据国家邮政局数据，排名前 8 的快递服务品牌集中度指数（CR8）呈现持续下滑，由 2011 年的 82.0 下降至 2016 年的 76.7。但目前异地快递价格已较为低廉，价格下降幅度持续趋缓，价格竞争空间较小，加之消费升级和电商平台竞争加剧，物流服务和体验的重要性得到提升，满意度、时效性等成为快递企业竞争的重心，一线快递企业依托规模经济和品牌优势，更容易在服务质量方面形成竞争优势。同时，二线快递品牌业务增速及盈利能力均显著落后于一线快递企业，随着一线快递企业陆续上市，资本实力及品牌知名度进一步提升，二线快递品牌被迫转型或者被收购，一线快递企业开始重新抢占二线企业的市场份额。快递行业集中度于 2017 年扭转下跌趋势重回上升通道，当年快递服务品牌市场集中度指数 CR8 为 78.7，同比提高 2.0，2018 年快递市场份额及要素加速向一线企业集中，快递与包裹服务品牌市场集中度指数 CR8 为 81.2，同比提升 2.5。



由于快递行业具有较大的规模效应，并购是具备资金和规模优势的快递企业扩大网络覆盖范围、提升市场占有率的途径之一，在快递行业竞争加剧的背景下，近年来行业并购案例日趋活跃。同时，快递企业借助资本开展资产重组或投资，向综合物流服务商的转变，能够在快递行业增速放缓背景下加强市场竞争力。2015年以来，一线快递公司陆续通过借壳等方式登陆资本市场，借助资本市场直接融资的优势，提升网络能力、设备自动化和信息化水平，进一步提升竞争力，扩充市场份额，巩固行业领先地位。

表 2：快递企业上市情况

快递公司	上市途径	上市首次募集资金用途
顺丰	借壳鼎泰新材	用于中转场建设项目、航材及飞机支持项目、信息化平台建设及下一代物流信息化技术研发项目、冷运车辆及温控设备采购项目
圆通	借壳大杨创世	转运中心建设和智能设备升级项目、运能网络提升项目和智慧物流信息一体化平台建设项目
中通	美国纽交所 IPO	购买土地、建设设施、设备、卡车，投资信息科技系统
申通	借壳艾迪西	中转仓配一体化项目、运输车辆购置、技改及设备购置、信息一体化平台
韵达	借壳新海股份	上市时未同步募集配套资金。
百世	美国纽交所 IPO	用于综合物流和供应链服务网络建设、技术基础设施和开发额外的服务和解决方案的持续投资等

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

2018年，上市快递企业均保持了较快的业务量增长速度，其中韵达的业务量增速达到48.0%，中通、圆通和申通的增速均在30%以上，顺丰业务量

增速为26.77%。目前，上市快递企业市场份额差距有限，价格战对市场占有率的提升作用将不断减小，加强成本控制、推出符合消费者需求的个性化产品成为未来快递行业竞争的核心，上市快递企业已逐步从过去单纯靠低价格转向靠多种价格组合来提供不同需求的服务，如“当日达”和“限时达”等各类时效产品的推出。

顺丰作为自营模式的快递公司，致力服务中高端市场，单票收入高于其他上市快递公司，因此净利润水平相应较高。通达系均采用加盟商模式，业务操作的相似度较高，面临的竞争较为趋同，干线运输能力及效率将决定业务规模和服务品质，成本控制方面的领先更易带来盈利优势。目前，中通的市占率位居行业首位，盈利水平仅次于顺丰，领先于通达系，韵达、圆通和申通因业务量和运送效率的不同，最终盈利表现存在一定差异。

干线运输方面，顺丰拥有最庞大的干线运输网络，拥有共531个中转场。截至2018年末，拥有9个枢纽级中转场，49个航空、铁路站点，143个片区中转场（含顺心快运），330个集散点（含顺心快运）。其中44个中转场已投入使用全自动分拣系统，最大中转场全自动分拣设备分拣能力峰值可达15万件/小时。通达系各上市快递公司的转运中心规模较为相似，截至2018年末，中通拥有转运中心82个，位于通达系首位，自营比例为93%；圆通拥有自营转运中心67个，同比增加3个；申通近年开展对加盟转运中心的收购，自营率不断上升，全网转运中心68个，自营数量为60个。

表 3：2018 年主要上市快递企业经营数据

快递公司	快递业务			财务数据			
	快递业务量 (亿件)	快递业务量 增速 (%)	市场份额 (%)	票均收入 (元/件)	营业收入 (亿元)	毛利率 (%)	净利润 (亿元)
顺丰	38.69	26.77	7.6	23.18	909.43	17.92	44.64
中通	85.20	36.66	16.8	1.90	176.04	30.47	43.88
韵达	69.85	47.99	13.8	1.70	138.56	28.02	26.02
圆通	66.64	31.61	13.1	3.44	274.65	13.22	19.32
申通	51.12	31.13	10.1	3.33	170.13	16.24	20.52
百世	54.8	45.10	11.7	-	279.61	5.20	-4.52

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

总体来看，未来快递行业将逐步转向以服务竞争为主的格局，一线快递公司基于规模逐步抢占二

线企业的市场份额，快递行业集中度扭转下跌趋势重回上升通道。

### 快递行业政策

快递行业对于平抑物价、带动就业和缩小城乡经济发展水平差距具有重要意义，我国快递行业起步较晚，目前面临着经营模式粗放、基础设施滞后、区域发展不平衡、行业集中度相对较低、国际竞争力不强等问题。面对目前状况，国家对快递行业加

大了政策扶持力度，先后在快递基础设施的完善、农村和西部地区快递业的发展和培养大型快递企业集团等方面出台了一系列相关政策，以支持快递行业的快速发展。另一方面，相关政策也为快递行业发展制定了相应的发展目标，在服务创新、规范等方面提出相应要求，对行业有序发展提供支持。

表 4：近年来我国快递行业部分行业政策

时间	发文部门	主要内容
2015.03	交通部、农业部、供销合作总社、国家邮政局	《关于推进农村物流发展的若干意见》：加强交通运输、农业、供销、邮政快递等农村物流基础设施的规划衔接，实现统筹布局、资源互补、共同开发，逐步完善以农村物流枢纽站场为基础，以县、乡、村三级物流节点为支撑的农村物流基础设施网络体系；支持邮政和快递企业将业务延伸至农村地区，打通农村物流“下乡与进城”的双向快捷通道；各地交通运输、农业、供销、邮政管理等部门要积极争取中央财政农村物流服务体系发展专项资金，对站场设施建设、邮政“三农”服务站和农村快递网点建设、设施装备改造、信息系统建设、组织模式创新等具有较强公益性的项目予以引导扶持。
2015.10	国务院	《关于促进快递业发展的若干意见》：鼓励各类资本依法进入快递领域，支持快递企业兼并重组、上市融资，整合中小企业，优化资源配置，加快形成若干家具有国际竞争力的企业集团，鼓励“走出去”参与国际竞争；大力提升快递服务质量，实施品牌战略，引导快递企业从价格竞争向服务竞争转变；完善农村、西部地区服务网络，构建覆盖国内外的快件寄递体系，支持快递企业加强与农业、供销、商贸企业的合作；鼓励快递企业充分利用移动互联、物联网、大数据、云计算等信息技术，推动服务模式变革，加快向综合性快递物流运营商转型；中央预算内投资通过投资补助和贴息等方式，支持农村和西部地区公益性、基础性快递基础设施建设；快递企业可按现行规定申请执行省（区、市）内跨地区经营总分机构增值税汇总缴纳政策，依法享受企业所得税优惠政策。
2017.02	国家邮政局	《快递业发展“十三五”规划》：到 2020 年，快递业务量将预计达到 700 亿件，相较于 2015 年提高 3.4 倍；快递业务收入将达 8,000 亿元，相较于 2015 年提高 2.9 倍；重点快递企业要在“十三五”期间基本实现内部作业自动化、服务设施设备智能化，客户服务、企业运营、行业管理的信息化水平基本达到国际先进水平；重点快递企业国内重点城市间实现 48 小时送达；围绕品牌化、集团化、国际化发展方向，鼓励快递企业通过合作、联盟、收购和交叉持股等方式实现兼并重组，开展资源要素整合，集中优势资源扩大市场份额。
2017.05	国家邮政局	《国家邮政局关于加快推进邮政业供给侧结构性改革的意见》：指出要加快推进邮政业供给侧结构性改革，进一步促进行业转型升级提质增效，充分发挥邮政业对降低社会物流成本、释放消费需求、培育经济发展新动能的重要作用；按照“打通上下游、拓展产业链、画大同心圆、构建生态圈”的思路，围绕补短板、提质效、降成本，强化创新驱动、注重联动融合、加强制度供给，着力增加服务品种、提升服务品质、创建服务品牌，更好服务经济社会发展和人民群众生产生活。
2017.08	国务院办公厅	《国务院办公厅关于进一步推进物流降本增效促进实体经济发展的意见》：将通过深化“放管服”改革，激发物流运营主体活力；完善物流领域相关税收政策，切实减轻企业负担；进一步提升物流综合服务能力、加快推进物流仓储信息化标准化智能化、布局和完善国家级物流枢纽等，促进产业系统发展；进一步推动物流快递企业降本增效，着力营造物流业良好发展环境，提升物流业发展水平。
2018.01	国务院办公厅	《国务院办公厅关于推进电子商务与快递物流协同发展的意见》：将深入实施“互联网+流通”行动计划，提高电子商务与快递物流协同发展水平，完善优化快递物流网络布局；强化服务创新，提升快递末端服务能力，促进快递末端配送，鼓励快递物流企业、电子商务企业与连锁商业机构、便利店、物业服务企业、高等院校开展合作。
2018.03	国务院	《快递暂行条例》：从促进快递业持续发展、服务民生、保障安全三个立足点出发，对经营、使用、监督管理快递业务作出了规范与保障，为有关部门、企事业单位、行业协会、从业人员和用户提出了快递相关法律依据，为快递业有序、健康发展提供了保障。
2018.04	国家邮政局	《快递业信用体系建设工作方案》：完善快递业信用管理规章制度，建设快递业信用管理信息系统，建立完善信用档案，组建快递业信用评定委员会，编制快递业年度信用评定方案，全面采集信用信息，信用评定和结果应用，推进诚信文化建设八个方面在全国范围内开展快递业信用体系建设，力争到 2019 年底建成基本体系。

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

总体来看，上述政策的出台表明国家对快递行业的支持力度不断增加，有利于快递企业进一步形

成规模和提高效率，降低区域间的发展不平衡问题，同时也将会引导我国快递行业由价格竞争向服务竞争转变，为快递行业的发展创造了良好的机遇。

## 竞争优势

### 公司坚持自营模式，经过多年的发展，已形成良好的品牌形象和领先的行业地位

公司是采用自营模式的快递企业，相对于加盟模式，公司对各业务环节具有绝对控制力，有助于内部管理的规范化，可以有效保障服务质量和客户体验。经过二十多年的发展，“顺丰”品牌已在快递行业内形成较高的知名度，具备“快”、“准时”和“安全”的特征。公司定位中高端市场，票均单价较高，客户对价格的敏感性较弱，但对快递件的时效、安全和服务等各方面均具有较高的要求。凭借自营模式带来的优质服务及多年来的资源投入，公司在国内高端商务快递市场处于领先地位。

公司高度重视快递安全和服务质量，通过大量资源投放降低遗失率和损坏率，公司的客户满意度持续高于同行水平。根据国家邮政局每月公布的《邮政业消费者申诉情况通告》数据计算，公司 2018 年月均申诉率为每百万件有效申诉 0.49 件，低于全国平均的 2.24 件，邮政申诉率常年低于全国平均水平。根据国家邮政局 2019 年 2 月发布的《2018 年快递服务时限准时率测试结果》，公司在全部 6 项指标中全部位列第一，国家邮政局自 2013 年首次公布快递全程时限排名以来，公司连续 6 年蝉联第一。

### 公司拥有航空、公路和铁路相结合的完备运输网络，中转和服务网点铺设不断拓展，快递网络覆盖面持续扩张

公司为国内首家用飞机运送快件的民营快递公司，并在 2009 年设立国内首家民营货运航空公司——顺丰航空有限公司（以下简称“顺丰航空”）。截至 2018 年末，公司共在飞 50 架自有全货机，租赁 16 架全货机，共执行 65 条航线，开通 43 个国内主要城市（含港澳台）及金奈、新加坡、纽约等 11 个国际站点。公司在全货机数量、航线数量以及运输能力方面，均在国内行业中处于领先地位。散

航方面，公司通过与航空公司直接合作、货运代理以及三方合作（顺丰、航空公司和代理）等模式，向国内外近百家航空公司获取稳定的客机腹舱资源，截至 2018 年末共有航线 2,069 条，通达国内外。公路运输方面，公司以各种类型的自有及外包车辆作为运输工具，截至 2018 年末，自营及外包干线车辆合计约 3.49 万辆，其中自营车辆 1.72 万辆，共开通干、支线合计超过 9.7 万条。铁路运输方面，公司积极与国家铁路总局合作，已成立合资公司，依托高铁、铁路资源开展物流业务。

中转分拨方面，公司近年不断拓展转运网络建设，中转场数量不断增长，站点铺设趋于细化。截至 2018 年末，公司拥有共 531 个中转场，其中 9 个枢纽级中转场，49 个航空、铁路站点，143 个片区中转场，330 个集散点。

服务网点方面，截至 2018 年末，公司拥有自营网点 1.56 万个，覆盖全国 336 个地级市和 2,775 个县区级城市的快递服务网络，城市覆盖率为 99.4%，县级覆盖率达 96%。

### 公司科技实力雄厚，大数据、智慧物流地图、自动分拣设备和智能硬件等物流科技发展迅速

公司重视在信息化领域的投入，持续优化底盘信息系统建设，包括各业务的营业管理系统、财务系统以及基于大数据部分的决策支持系统。截至 2018 年末，公司科技从业人数超过 5,754 人（含外包），其中本科学历占比 62%，研究生及博士占比 19%。

近年来，公司继续加大在大数据、人工智能、精准地图服务平台、无人化及自动化操作和智能硬件等方面的研发投入。截至 2018 年末，公司已获得及申报中的专利共有 1,645 项，软件著作权 649 个，在国内快递行业专利申请量排名第一，专利覆盖无人机、智能分拣、大数据运用、智慧物流网络建设、自动驾驶和包装保鲜技术等物流核心及突破性领域。公司目前已建成 44 个配备全自动分拣系统的中转场，最大中转场全自动分拣设备分拣能力峰值可达 15 万件/小时。



## 业务运营

公司“顺丰”品牌创立于 1993 年，主营快递业务多年，在全国拥有完善的快递运营网络。经过多年经营和前瞻性战略布局，公司已形成覆盖国内外的

完整综合物流服务网络，系国内快递行业龙头企业。2016~2018 年，公司分别实现营业收入 574.83 亿元、712.73 亿元和 909.43 亿元，业务收入规模逐年快速增长。

表 5：2016~2018 年公司营业收入构成及毛利率情况

单位：亿元、%

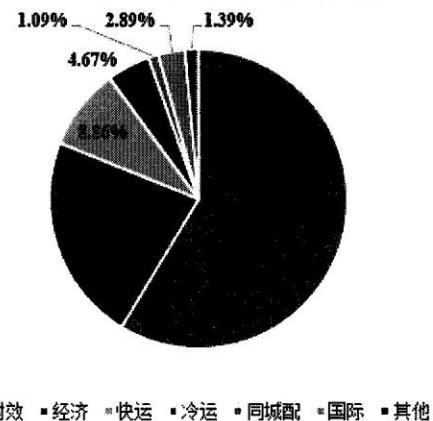
项目	2016		2017		2018	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
速运物流	571.41	19.55	706.09	19.97	896.77	17.84
商业销售	0.20	8.69	0.79	4.97	4.06	1.79
其他	6.28	27.88	5.85	44.71	8.60	33.94
<b>合计</b>	<b>577.90</b>	<b>19.64</b>	<b>712.73</b>	<b>20.16</b>	<b>909.43</b>	<b>17.92</b>

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司以速运物流为业务核心，2016~2018 年分别实现速运物流业务收入 571.41 亿元、706.09 亿元和 896.76 亿元，占营业收入的比重分别为 98.88%、99.07%和 98.60%。公司速运物流业务主要包括国内时效业务、经济业务、快运业务、冷运业务、同城配送业务和国际业务等，2016~2018 年快递业务量分别为 25.80 亿件、30.52 亿件和 38.69 亿件。

分产品来看，时效产品为公司速运物流收入的主要来源，2018 年国内时效业务实现收入 533.56 亿元，同比增长 14.30%，占营业收入比重较上年减少 6.83 个百分点至 58.67%。同年，公司经济、快运、冷运、同城配和国际业务分别实现收入 203.98 亿元、80.55 亿元、42.44 亿元、9.95 亿元和 26.29 亿元，同比分别增长 37.63%、82.98%、84.88%、172.22%和 28.67%，占营业收入的比例分别为 22.43%、8.86%、4.67%、1.09%和 2.89%。公司在维持时效和经济类快递产品领先市场地位的同时，近年来重点发展重货快运业务，并积极推动冷运和同城配等新兴业务发展，相关业务对公司收入的贡献不断增大。

图 4：2018 年公司分产品业务收入构成



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

## 快递业务模式

公司为 A 股目前首家采用自营模式的快递公司。区别于加盟模式，自营模式下公司直接控制收派网点、中转场、运输（飞机、车辆）和员工等快递网络和资源，对快递业务各环节具有绝对的控制力度，保证了公司经营的稳定和可控，并有助于掌握全流程数据，保持经营战略的统一。

公司快递产品的业务具体操作流程主要包括揽件服务环节、中转服务环节和派送服务环节等。公司主要通过热线服务电话“95338”、公司官网、微信、手机 APP 及大客户发件系统等渠道获取客户订单，根据汇集的订单信息，由业务管理系统等调度系统分配订单，通知收派员揽件。揽收业务人员上门取件为主，并根据快递重量、体积及选择的相关增值服务确认快递费用。业务人员将快递货件进行包装后收件入仓，将运单信息扫描上传系统，并

经网点运输工具定时汇送至所在区域的中转场进行分拣。其后由中转场根据快递目的地及时效要求，确定中转路由并进行扫描、分拣、建包和装车完成中转。派送服务包括网点接件、派件和异常处理等环节，快递目的地所在网点从所属中转场接受到达件，并交由业务员负责派送，网点快递员将快件送至客户手中并做相应的交接和结算。

公司立足自身信息技术优势，自主研发了智慧网平台，包括物流各项核心营运系统、地图、大数据、信息安全平台和智能运维管理平台等。通过数据挖掘、统计分析等科技方法应用到实际业务场景中，结合以用户为本的产品设计，推动公司业务变革，提升公司在人工智能方面的科技竞争力。

收派业务方面，公司不断研发优化管理工具的升级迭代会对未来异常件的处理建立全流程线上化体系，提升异常件处理时效，降低成本，提升质量，并确保客户个性化需求得到更好的保障。2018 年对港澳台与进出口业务实施数码运单孵化推广，年底已实现港澳台及进出口数码运单使用率稳定在 98%，全网数据运单使用率达到 99.74%。同时将网点管理线上化，建设线上标准化管理流程，通过专项辅助工具联通收派员、仓管以及网点的信息交互，打造信息聚合、异常预警、管理引导的一站式服务平台，提升管理效率。

业务结算方面，公司客户以个人、个体工商户以及中小企业为主，比较分散，单笔交易金额较小。根据结算方式不同，公司客户分为散单客户（即以现金结算的客户）和月结客户（即以自然月及非自然月为周期结算的客户）。散单客户多为个人和个体工商户，日常结算时通常直接支付服务费用；散单客户可以选择寄付和到付两种付款方式，公司不向散单客户提供授信服务。月结客户主要为企业客户，业务相对集中，公司对客户进行信用评级，并根据评级结果将客户划分级别，给予不同的信用账期和赊销额度。

## 快递网络

公司作为具有网络规模优势的智能物流运营商，构建了覆盖全国的快递网络“天网+地网+信息网”，主要由服务网点、中转场、运输线路以及最

后一公里配送等构成。

服务网点作为快递运输网络的最终端，承担快件揽收投递、包装暂存、快件分拣，行政办公、后勤保障、客户服务与营销等功能。截至 2018 年末，公司拥有自营网点 1.56 万个，覆盖全国 336 个地级市和 2,775 个县区级城市的快递服务网络，城市覆盖率为 99.4%，县级覆盖率达 96%。

中转分拨方面，公司以中转场作为运输网络的节点，承担区域内组织管理、衔接作用、区域营运资源的开发和管理、集中作业、信息作用等功能。中转场具体负责对各网点揽收的快件按不同目标区域进行分拣，并定时将货物发往目标区域的其他分拨中心或营业网点。公司近年不断拓展转运网络建设，中转场数量不断增长，站点铺设趋于细化。截至 2018 年末，公司拥有 531 个中转场，9 个枢纽级中转场，49 个航空、铁路站点，143 个片区中转场，330 个集散点，其中 44 个中转场已投入使用全自动分拣系统，最大中转场全自动分拣设备分拣能力峰值可达 15 万件/小时。

表 6：2016~2018 年公司中转场情况

	2016	2017	2018
中转场数量合计(个)	291	334	531
枢纽级中转场(个)	12	10	9
航空、铁路站点(个)	19	39	49
片区中转场(个)	127	113	143
集散点(个)	133	172	330

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

运输线路方面，公司拥有航运、陆运和铁路运输相结合的完备运输网络，实现了对我国全境的覆盖。航空运输方面，公司在 2003 年与扬子江航空有限公司签订合同，成为了中国首家采用航空运输快件的民营快递公司。2009 年，公司成立顺丰航空，成为我国首家民营货运航空公司。目前，公司在全货机数量、航线数量以及运输能力方面，均已在国内行业中处于领先地位。全货机方面，截至 2018 年末，公司共在飞 50 架自有全货机，租赁 16 架全货机，已开通 43 个国内主要城市（含港澳台）及金奈、新加坡、纽约等 11 个国际站点。2018 年全货机航线总数达 65 条，发货量 50.7 万吨。散航方面，公司通过与航空公司直接合作、货运代理以及

三方合作（顺丰、航空公司和代理）等模式，向国内外近百家航空公司获取稳定的客机腹舱资源，2018年散航航线2,069条，发货量73.1万吨。2018年，公司航空运输快递件量约8亿票，占公司总快递业务完成量约21.5%。此外，为完善全国航空运输网络布局，公司与湖北省交通投资集团有限公司、第三方股东共同参股设立湖北国际物流机场有限公司，公司持股比例为46%。2018年2月23日，湖北鄂州民用机场获得国务院和中央军委批复，计划于2020年基本建成，2021年投入运营。鄂州机场建成后，对公司提升产品时效、提高服务的稳定性、构建高端综合物流服务能力等方面具备重要意义。

公路运输方面，公司主要以各种类型的自有及外包车辆作为运输工具，并通过严格的管理制度确保服务质量。截至2018年末，公司自营及外包干支线车辆合计约3.49万辆，其中自营车辆1.72万辆，共开通干、支线合计超过9.7万条，2018年陆路运输快递业务量约30亿票，占公司总快递业务完成量的77.3%。公司配备自营车辆同时，通过外包车辆行驶保障运力充足，并降低周期性运输需求波动带来的运力浪费，为客户快件运输提供了安全、可靠、稳定的运力支持和保障。值得注意的是，公司在快递转运环节潜在一定交通安全事故风险，若突发安全事故将导致公司面临赔偿、车辆损毁及受到交通主管部门处罚等风险，进而影响快递时效性，造成快递产品的损坏，负面影响公司业务。

铁路运输方面，公司积极与国家铁路总局合作，已成立合资公司，依托高铁、铁路资源开展物流业务。截至2018年末，公司共开通高铁线路82条，普列线路127条，陆运网络遍布全国。2018年，公司铁路等其他运输方式完成业务约0.5亿票，占公司总快递业务完成量的1.2%。

收派员方面，截至2018年末，公司拥有各种用工模式收派员约29.14万人，同比增长36.81%，其中自有员工4.5万人，同比减少14.77%，其他用工24.64万人，同比增长53.71%。公司近年逐步转变一线收派员用工模式，部分收派员由传统劳动雇佣转变为外包服务等其他用工模式，进而降低人员

管理风险，提高收派员积极性，同时公司使用社会化人力资源提高用工灵活性，提升资源效率降低成本。此外，公司开发智能蓝牙耳机和智能手持终端等智能硬件设备，辅助收派员工作，提升工作效率。公司研发的智能蓝牙耳机是针对收派员工作场景定制的支持具备语音唤醒、语音指令交互的可穿戴智能设备，可以通过识别收派员的语音指令，缩减日常拨打电话、转单、查单等高频操作时间。公司智能手持终端支持一、二线员工通过终端实现外站的差异化获取，高度契合业务应用的需求并可实现按需配置。

最后一公里配送是快递配送的最后一个环节，是指公司将已配送至目的地网店的快件传递到客户手中。目前，公司除了收派员上门派件等传统方式之外，公司主要通过社区合作模式与智能快递柜模式作为最后一公里配送的解决方案，其中社区合作模式主要通过顺丰商业网点、合作代理点及物业管理公司及智能快递柜的合作实现最后一公里的覆盖。截至2018年末，公司与3.2万个合作代办点及约600个物业管理公司网点展开合作。此外，公司参股的深圳市丰巢科技有限公司（以下简称“丰巢科技”）已在社区/写字楼安装运营的智能快递柜已达约15万个，覆盖国内深圳、广州、北京、上海和武汉等100个城市。

### 时效板块业务

时效业务为公司快递业务核心，主要为客户提供“顺丰即日”、“顺丰次晨”和“顺丰标快”等时效快递产品，2016-2018年公司时效业务收入分别为396.95亿元、466.81亿元和533.56亿元。

公司依托于自身快递网络建设进一步完善，不断优化产品全环节时效，巩固时效产品竞争力，同时公司利用科技定价/成本模型实现产品合理差异化定价，全面提升产品性价比。2018年，公司时效产品准点履约率同比提升2.5个百分点，客户投诉率同比减少40.4%，次晨线路覆盖同比提升20.8%。根据国家邮政局2019年2月发布的《2018年快递服务时限准时率测试结果》，对比了行业中9家主要快递公司，公司在全部6项指标（全程时限、寄出地处理时限、运输时限、寄达地处理时限、投递

时限和 72 小时准时率) 中全部位列第一, 同时在国家邮政局自 2013 年首次公布快递全程时限排名以来连续 6 年蝉联第一。

### 经济板块业务

公司经济板块业务主要包括“顺丰特惠”和“仓储服务”。2016~2018 年, 公司经济板块业务收入分别为 120.91 亿元、148.21 亿元和 203.98 亿元。

针对“顺丰特惠”产品, 公司不断优化经济产品服务, 通过建立性价比更高的陆运网络, 优化产品端到端作业环节和模式, 充分提升资源利用率, 实现降本增效。

仓储服务方面, 公司主要为 B2C 电商企业提供仓储、运输、配送等服务组合而成的产品, 涵盖专业单仓产品、全国分仓产品和逆向物流产品等。截至 2018 年末, 公司拥有各类客户服务仓库合计 170 个, 面积近 177 万平方米, 业务覆盖全国 100 多个重点城市。公司仓配业务的运输网络与速运业务的运输网络存在交叉与共享。从物流场地资源整体的布局来看, 截至 2018 年末, 公司在华东、华北、中南、华南、华西区域持有物流场地资源土地面积约 6,173 亩, 总规划建筑面积约 367.71 万平方米, 已建成建筑面积约 110 万平方米, 物流场地资源账面净值合计 102 亿元。整体来看, 公司结合市场仓干配一体物流发展趋势, 联动仓网资源并搭建“智能预测+仓网配送”一体化运营模式, 收入规模和市占率不断提升。

### 国际业务

公司国际业务主要为国内外制造企业、贸易企业、跨境电商和消费者提供国际快递与物流解决方案, 业务内容包括国际标快、国际特惠、国际小包、海外仓储、转运和国际电商专递等。

近年来, 公司不断拓展国际业务配送国家及地区, 并开展海外仓建设, 整合海外资源与国内优质冷运服务能力等。截至 2018 年末, 国际标快/国际特惠业务涉及美国、欧盟、俄罗斯、加拿大、日本、韩国、印度、巴西、墨西哥、智利等 54 个国家; 国际小包业务覆盖全球 225 个国家及地区。2016~2018 年, 公司国际快递业务收入分别为 14.22 亿元、20.43 亿元和 26.29 亿元。

此外, 为了国际贸易、跨境电商的拓展, 2017 年 5 月公司与 UPS 宣布在香港成立合资企业。该合资企业的设立有助于公司的物流企业在境外网络、规模等方面的发展, 以及公司长期国际战略布局。

### 快运业务

公司于 2015 年推出快运产品, 主要客户为服装、电子、五金、家具、仪器、汽配等轻工行业的产品制造商和品牌分销商。得益于不断完善的重货服务网络以及快运品牌认可度的提升, 公司重货快运业务规模快速扩张, 2016~2018 年快运收入分别为 24.47 亿元、44.02 亿元和 80.55 亿元。截至 2018 年末, 公司拥有 44 个快运中转场、1,048 个快运网点、快运自有车辆 1.4 万余台; 整体快运场地面积超过 132.3 万平方米、业务覆盖全国 31 个省 362 个主要城市及地区。2018 年 3 月, 公司收购广东新邦物流有限公司业务, 并建立“顺心捷达”快运业务独立品牌。截至 2018 年末, “顺心捷达”已在全国开业 2,599 个一级门店, 覆盖省级市 25 个、地级市 252 个, 拥有转运场站 129 个, 运营场地面积 46.6 万平米, 干线合同车运力 450 台、外协运力 300 台, 日发车数 750 台次。

### 冷运及医药业务

公司冷运业务主要聚焦于食品生鲜以及医药物流两个领域。2016~2018 年公司冷运业务实现营业收入 14.37 亿元、22.95 亿元和 42.44 亿元, 呈现快速发展态势。

截至 2018 年末, 公司拥有食品冷库 51 座、运营面积 23.7 万平米, 冷藏车 672 台、食品运输干线 121 条, 贯通东北、华北、华东、华南、华中核心城市。目前, 公司冷运业务已覆盖食品行业生产、电商、经销、零售等多个领域, 主要客户有: 全家、双汇、大希地等。医药业务方面, 公司医药网络覆盖 137 个地级市、1,003 个区县, 拥有 4 个 GSP 认证医药仓, 总面积 2.9 万平方米, 36 条医药运输干线, 同时公司通过 GSP 验证医药自有冷藏车 236 台, 并配备完善的物流信息系统以及自主研发的 TCEMS 全程可视化监控平台, 主要客户有: 拜耳、哈药、华润三九、赛诺菲制药、广药集团等。

2018 年 8 月, 公司与美国夏晖集团宣布联合成



立新夏晖，公司为新夏晖的控股股东。新夏晖依托于夏晖集团近 40 年的供应管理经验，在供应链管理、解决方案设计和质量管理方面，具有领先的核心优势。截至 2018 年末，新夏晖物流网络覆盖中国大陆及港澳 28 个省市自治区，通达约 450 座城市；在全国 17 个核心城市拥有 28 个温控物流中心，通过中央仓储系统全局管理，提供冷冻、冷藏、恒温、常温等多温区仓储服务。同时，新夏晖管理着约 800 辆冷藏车、1,000 多条运输线路，提供全程温控和实时监控的冷链干线运输、零担运输、多点联运和城市配送等服务。新夏晖设立以来，与公司联合拓展行业客户，已经成功切入公司现有国内客户，为公司冷运业务发展提供较大推动。

### 同城即时物流业务

同城配送快递业务的核心是构建基于互联网调度的高效运营能力，即信息前置+任务调度+资源管理的全套系统与模式。2017 年，公司切入同城即时配送领域，并初步搭建完成全国范围内第三方直营即时物流配送网络。2016~2018 年，公司同城配送业务收入分别为 0.50 亿元、3.66 亿元和 9.95 亿元。

截至 2018 年末，公司同城服务已覆盖全国 275 个城市，在客户结构上，主要为服装行业、餐饮外卖行业、商超行业、饮品行业、消费电子行业和鲜花蛋糕行业等的主要品牌客户提供送达服务，合作主流品牌客户有：麦当劳、肯德基、瑞幸咖啡、天虹、永辉、必胜客、优衣库、海澜之家等；在个人急件领域，公司搭建了流量入口渠道组合，在全国主要城市提供最快 30 分钟、平均 1 小时送达、专人即拿即送的配送服务；在运营和资源保障上，公司在全中国范围内已有专职配送人员 1.5 万余人，兼职月度活跃人次达 1 万余。

### 物资采购

公司的采购主要包括包装材料、劳保服装、运输车辆、自动/半自动分拨机器设备、信息软件及业务咨询、外请车辆、航空运力、劳务外包、办公设备及用品等。公司成立了采购供应链中心对采购业务进行统筹管理。

为使采购业务规范化，公司成立了采购供应链

中心对采购业务进行统筹管理，采购供应链中心配备了集中采购团队及相关支持小组，主要负责采购规划、管理、运营质量监控、集中采购等职责，同时，采购供应链中心在业务地区设置有区域采购团队，负责零散的、具有区域特点的物资采购。

此外，公司对供应商制定了全面的管理制度，从新供应商准入、供应商日常绩效考核与分级管理、供应商淘汰退出等方面做出了详细的规定，保证采购质量的可靠性与稳定性。

总体来看，公司依托自营模式对快递全流程的控制力，不断完善快递网络建设，快递服务时效及质量水平均处于行业领先，快递业务平稳快速增长。同时，公司围绕传统快递产品推动重货快运、冷运及医药、国际和仓储服务等物流服务业务发展，业务结构逐渐多元化，业务抗风险能力增强。

### 公司治理

公司已建立了符合现代企业制度要求的较为规范的法人治理框架，完善了股东大会、董事会、监事和经营层相互制衡的管理体制。公司最高权力机构为股东大会。董事会是公司决策执行机构，由 12 名董事组成，其中设董事长 1 名，副董事长 1 名，独立董事 4 名。公司监事会由 5 名监事组成，其中设监事会主席 1 名。公司设立经营管理机构，对公司日常经营进行管理，包括执行董事会决定、组织公司各项业务经营活动以及负责公司具体业务的组织管理。公司董事会负责内部控制制度的建立健全和有效实施，监事会对董事会建立与实施内部控制进行监督，经理层负责组织领导企业内部控制的日常运行。

公司总部共设置了战略管理处、投资并购处、财务规划分析处、财会发展处、税务处、法律事务处、财务公司、财务共享中心、人力资源管理处、安全保卫部、综合共享中心、采购供应链中心、变革管理处、信息安全内控处、审计部和公共事务部等处室。

服务质量管理方面，公司建立了全流程质量管理体系，制定了《业务质量管控机制》、《仓储配送仓库运作质量检查制度》、《食品包装、储存和运输卫生标准》、《顺丰医药事业部质量手册》、

《问题件责任分解机制与处罚标准》等营运质量管理体系，并在此基础上针对容易出现质量问题的各业务节点制定了更加详细的管理规定、奖罚制度、工作守则等质量控制规章制度。

信息系统管理方面，公司自成立以来，一直重视对信息系统的建设，不断致力于快递信息系统的优化，实现了对快件产品流转全过程、全环节的信息监控、跟踪、查询及资源调度工作，确保了服务质量的稳步提升。公司通过自主研发或与国际知名企业合作，建立了订单获取、订单管理、营运系统、客户服务、财务与决策支持系统等信息管理平台。

总体来看，公司治理结构完善，管理制度明晰，权责分配清晰，可对其经营发展构成有效保障。

## 战略规划

未来，公司将进一步加强科技架构及数据能力建设，建设高弹性、强拓展性、可复用的大数据和系统能力平台架构，通过科技与物流的融合、深入供应链，突出核心竞争优势。

**通过科技与物流的有机融合，打造独特的核心竞争优势。** 凭借独有的直营模式，公司能够对收、运、转、派的全链路运营节点、端到端业务场景实现直接管控和全面覆盖，从而积累了完整的海量业务数据。未来，公司将持续加大信息服务平台建设与下一代物流信息化技术的研发投入，促进深化公司向物流科技集团转型。

**深入供应链，进一步提升综合物流解决方案能力。** 2018年，公司与德国邮政敦豪集团达成战略合作，未来公司将整合DPDHL在中国大陆、香港和澳门地区的供应链业务，进一步提升公司综合物流解决方案能力，完善了供应链及合同物流领域的战略布局。公司重点发展为客户提供覆盖产、供、销、配全链条的服务，聚焦重点行业，在高附加值的3C、生鲜、服装、医药等行业，打造综合解决方案团队，以行业龙头企业为切入点，深入供应链数字化变革，树立行业标杆，并快速推广至行业其它客户。

**从事后应对式到动态前瞻式管理模式的升级。** 传统快递模式依赖过去的经验对客户需求进行预估安排资源，会因时间和空间上的差异，导致资源出现供需不匹配的情况。公司未来计划利用人工智

能和深度学习的能力，推广应用在业务环节及管理上，将人、车、场资源规划全流程管理线上化、可视化，采用动态调度和智能排班等实现资源的动态协同管理，从而达到供需平衡，资源最大化利用。

**优化网络线路布局。** 公司计划通过大数据+运筹优化技术的综合运用，对线路、快件路由等进行规划与优化，探索并实现新模式，提升线路规划与营运资源、中转场流向和分区配载等的匹配度，以提升快件时效和资源效率、降低成本。

总体来看，公司就未来业务发展目标制定了详细的战略规划，并匹配当前业务运行现状及行业发展需求。

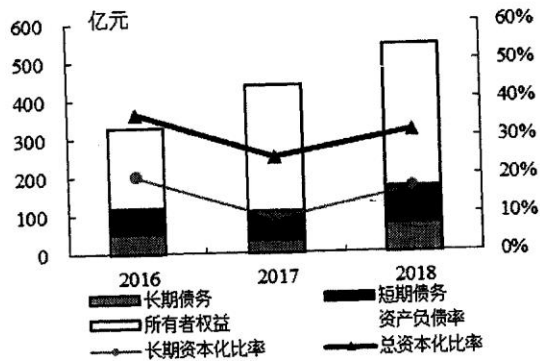
## 财务分析

以下财务分析基于公司提供的经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016~2018年审计报告，其中2016年和2017年财务数据均采用经追溯调整的重述数。公司各期财务报表均按新会计准则编制，均为合并口径数据。

### 资本结构

公司近年业务发展迅速，物流资产投资不断增大，资产及负债规模均保持逐年增长态势。2016~2018年末，公司资产总额分别为460.71亿元、612.47亿元和716.15亿元，复合增长率达24.68%。自有资本方面，公司盈利情况较好，且2017年发行股票进一步充实资本实力，所有者权益规模逐年稳定增长。2016~2018年末，公司所有者权益（含少数股东权益）分别为210.06亿元、329.30亿元和369.14亿元，复合增长率为32.56%。财务杠杆方面，2016~2018年末，公司资产负债率分别为54.41%、46.23%和48.45%，同期总资本化比率分别为36.25%、25.01%和31.76%。公司近年资本性投入较大，但自有资本实力的增强，较好补充了资金投入及日常运营需求，财务杠杆水平仍较适中。

图 5：2016~2018 年公司资本结构分析



数据来源：公司审计报告，中诚信证评整理

从资产结构来看，2016~2018 年末，公司流动资产分别为 229.17 亿元、349.12 亿元和 319.22 亿元，占总资产的比重分别为 49.74%、57.00%和 44.57%。2018 年末，公司流动资产主要由货币资金、应收票据及应收账款、预付款项和其他流动资产构成，2018 年末上述四项分别为 161.31 亿元、73.74 亿元、15.17 亿元和 30.04 亿元，占流动资产的比重分别为 50.53%、23.10%、7.88%和 9.41%。公司货币资金以银行存款和其他货币资金为主，占流动资产的比重较大，货币资金储备规模大，使用受限规模较小；2018 年末应收票据及应收账款包含 0.21 亿元应收票据和 73.53 亿元应收账款，其中应收账款以月结客户欠款为主，坏账准备率为 1.07%，应收账款龄在一年以内（含一年）的占比为 99.02%，公司业务以现结和月结为主，应收账款规模随着业务发展不断增长，但整体账龄较短，周转速度较快，回款风险较小；预付款项主要为预付的房租和油费等；其他流动资产主要为待抵扣增值税进项税，随着以前年度存入的银行理财产品陆续到期，公司其他流动资产规模在 2018 年同比大幅下降 40.37%。

非流动资产方面，2016~2018 年末，公司非流动资产分别为 231.54 亿元、263.35 亿元和 396.93 亿元，占总资产的比重分别为 50.26%、43.00%和 55.43%。2018 年末，公司非流动资产主要包括可供出售金融资产、投资性房地产、固定资产、在建工程和无形资产，2018 年末上述五项分别为 34.24 亿元、24.54 亿元、139.67 亿元、65.08 亿元和 66.62 亿元，占非流动资产的比重分别为 8.63%、6.18%、35.19%、16.40%和 16.78%。公司近年来大力开展

对物流及相关企业的权益类投资，可供出售金融资产规模在 2016~2018 年间从 7.22 亿元增至 34.24 亿元；投资性房地产主要为建筑物和土地使用权；固定资产以房屋建筑物、运输工具、科技电子设备和飞机及相关配件等，整体规模呈现逐步增长态势；公司于 2018 年购置创智天地大厦项目，项目预计总投资 29.56 亿元，截至 2018 年末发生投资 28.08 亿元，工程投入占预算总额的 94.97%，项目建设完成度较高，后续投资需求有限，受物流设施建设的不断推进以及大规模投入购置创智天地大厦项目的影响，公司在建工程规模在 2018 年大幅增长，年末在建工程同比增长 182.10%至 65.08 亿元；无形资产以土地使用权为主。

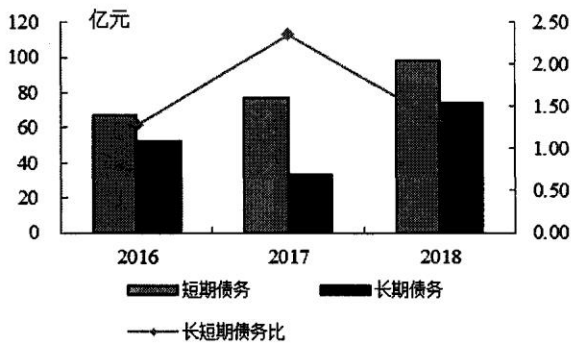
从负债结构来看，2016~2018 年末，公司流动负债分别为 194.24 亿元、245.57 亿元和 263.69 亿元，占负债总额的比重分别为 77.49%、86.72%和 75.99%，2018 年末流动负债主要包括短期借款、应付票据及应付账款、应付职工薪酬和其他应付款，2018 年末上述四项分别为 85.85 亿元、78.87 亿元、29.67 亿元和 45.40 亿元，占流动负债的比重分别为 32.56%、29.91%、11.25%和 17.22%。2018 年末公司短期借款为银行贷款，包括人民币信用借款 60.87 亿元和港币保证借款 24.98 亿元；应付票据及应付账款均为应付账款，以应付的外包成本为主，随着快递业务规模的增加，应付账款余额逐年升高，2016~2018 年末分别为 51.99 亿元、69.07 亿元和 78.87 亿元；其他应付款主要为应付的工程设备款和应付代收货款，2018 年末分别占其他应付款的 38.37%和 30.35%，公司主要为电商客户提供代收货款服务，由于相关托运商品价值较高，应付的代收货款规模较大。非流动负债方面，2016~2018 年末，公司非流动负债分别为 56.41 亿元、37.59 亿元和 83.31 亿元，主要为长期借款和应付债券，2018 年末分别为 9.98 亿元和 64.05 亿元，其中长期借款以抵押借款和保证借款为主；应付债券主要为子公司顺丰泰森发行的公司债券和中期票据，以及境外子公司 SF Holding Investment Limited 发行的美元债券。

从债务结构来看，2016~2018 年末，公司总债



务分别为 119.44 亿元、109.81 亿元和 171.81 亿元，其中短期债务分别为 67.06 亿元、77.09 亿元和 97.58 亿元，长期债务分别为 52.38 亿元、32.77 亿元和 74.24 亿元，长短期债务比分别为 1.28 倍、2.36 倍和 1.31 倍。公司债务以短期债务为主，但 2018 年以来，公司逐步调整债务结构，长期债务占比逐步增加，结构稳健性较好。

图 6：2016~2018 年公司长短期债务情况



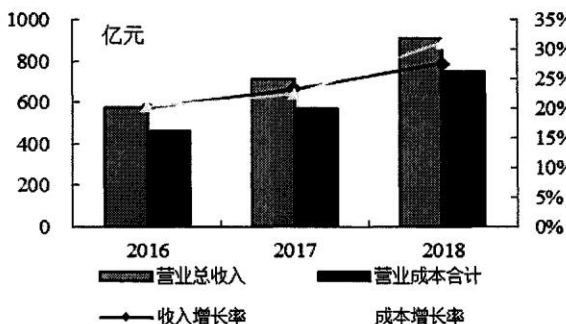
资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

整体来看，随着业务规模的提升，公司资本投资规模不断增长，但充实的自有资本实力较好保证了资金投入及日常运营需求，财务杠杆水平适中，加之货币资金储备充足，债务结构逐步优化，整体财务结构稳健。

### 盈利能力

公司为国内快递领域龙头企业，依托自身在服务领域的优势，快递业务量持续增长，同时公司在快运、冷运和国际业务等新领域开展较大力度拓展，近年收入不断增长。2016~2018 年，公司营业总收入分别为 577.90 亿元、712.73 亿元和 909.43 亿元。

图 7：2016~2018 年公司收入增长情况



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

毛利率方面，2016~2018 年，公司毛利率分别

为 19.64%、20.16%和 17.92%。公司基于自身优质的服务质量，定位中高端市场，快递平均单价远高于同行业水平，保障了自身较强的获利能力。但在 2018 年，公司为加快重货快运和冷运等新业务的发展，在运力、人力和场地等方面加大了开拓性的投入，在相关业务尚需成长的阶段下，单位运营成本增长，致使当年毛利率出现下降。此外，值得注意的是，公司近年外包成本规模及占比不断增长，2018 年公司累计发生外包成本 395.63 亿元，同比增长 41.98%，期间外包成本占营业成本的比重为 53.00%，同比上升 4.03 个百分点。随着业务量的增长，公司加大物流运输和收派件环节的外包比重，业务成本控制压力或因此面临上升风险。

期间费用方面，2016~2018 年，公司期间费用合计分别为 76.50 亿元、90.46 亿元和 115.11 亿元。2018 年，公司发生销售费用 18.26 亿元，其中以职工薪酬和外包信息技术服务费为主；管理费用为 84.14 亿元，主要为职工薪酬，占比为 79.91%；研发费用为 9.84 亿元，以研发人员薪资为主；财务费用为 2.87 亿元，当期公司发生利息支出 6.61 亿元，但公司货币资金储备量较大，当期实现利息收入 3.97 亿元，大幅冲减财务费用规模。2016~2018 年，公司期间费用占收入的比重分别为 13.24%、12.69%和 12.66%。

表 7：2016~2018 年公司期间费用情况

	单位：亿元、%		
	2016	2017	2018
销售费用	11.53	13.87	18.26
管理费用	58.30	67.51	84.14
研发费用	2.65	6.49	9.84
财务费用	4.03	2.59	2.87
期间费用合计	76.50	90.46	115.11
营业总收入	577.90	712.73	909.43
期间费用率	13.24	12.69	12.66

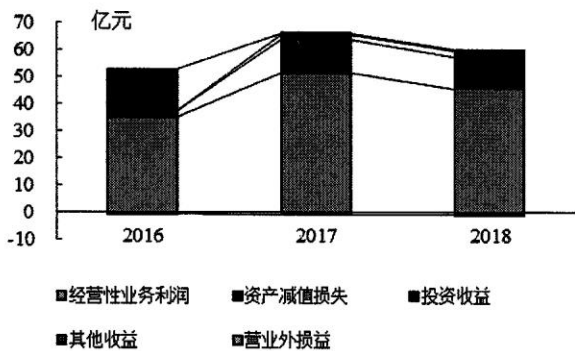
资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

2016~2018 年，公司利润总额分别为 51.81 亿元、65.13 亿元和 58.68 亿元，主要由经营性业务利润和投资收益构成，同期经营性业务利润分别为 34.92 亿元、51.21 亿元和 45.67 亿元，投资收益分别为 2.58 亿元、12.65 亿元和 11.66 亿元。公司快递业务经营情况较好，经营性业务利润较为稳定，

系利润总额主要来源。投资收益方面，2017 年公司处置所持部分丰巢科技股权实现投资收益 5.67 亿元，对持有丰巢科技剩余股权按公允价值重新计量确认投资收益 5.36 亿元，此外公司确认理财产品投资收益 1.66 亿元；2018 年，公司以下属子公司所持上海丰预泰实业有限公司和无锡市丰预泰实业有限公司 100% 股权置换为资产支持专项计划的标的资产，用于发行资产支持证券，公司将股权置换的对价高于账面净资产的差额 8.08 亿元计入投资收益，此外当年公司确认理财产品投资收益 2.28 亿元。公司近两年投资收益的主要构成均不具备可持续性，投资收益对利润的贡献不稳定。

2016~2018 年，公司净利润分别为 41.54 亿元、47.55 亿元和 44.64 亿元，盈利情况较好。公司在 2016 年重大资产重组环节，交易对手顺丰泰森原股东对顺丰泰森 2016~2018 年经营业绩作出承诺，承诺期间实现净利润分别不低于 21.85 亿元、28.15 亿元和 34.88 亿元，截至 2018 年末顺丰泰森累计实现净利润 96.37 亿元，已完成累计业绩承诺。

图 8：2016~2018 年公司利润总额构成



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

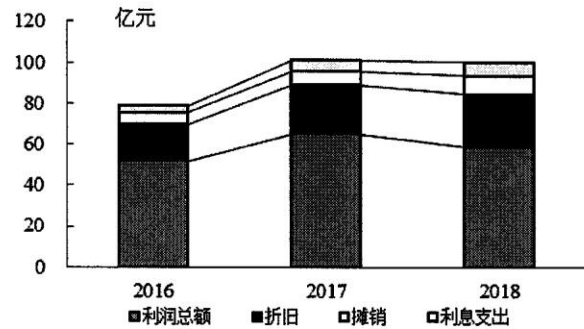
总体来看，公司在 2018 年加大新业务拓展力度，并增加物流资源方面的投入，在相关业务发展初期单位运营成本增大，毛利率有所下降，但公司产品竞争力较强，业务定位中高端市场，快递平均单价远高于同行业水平，最终盈利表现仍较好。

### 偿债能力

获现能力方面，公司盈利能力较强，稳定性较好，EBITDA 规模较大，2016~2018 年 EBITDA 分别为 78.83 亿元、101.30 亿元和 100.21 亿元。同期，公司总债务/EBITDA 分别为 1.52 倍、1.08 倍和 1.71

倍；EBITDA 利息保障倍数分别为 20.57 倍、17.77 倍和 15.16 倍。整体来看，公司获现能力对债务本息偿付的保障程度较高。

图 9：2016~2018 年公司 EBITDA 变化及其构成



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

现金流方面，公司盈利能力较强，业务结算周期较短，经营活动净现金流表现良好。2016~2018 年，公司经营性净现金流分别为 41.08 亿元、63.34 亿元和 54.25 亿元。从现金流对债务本息的保障程度来看，2016~2018 年，公司经营活动净现金/总债务分别为 0.34 倍、0.58 倍和 0.32 倍；经营活动净现金/利息支出分别为 10.72 倍、11.11 倍和 8.21 倍，经营活动净现金流对债务本息的保障程度较高，且稳定性较好。

表 8：2016~2018 年公司主要偿债能力指标

	2016	2017	2018
短期债务 (亿元)	67.06	77.09	97.58
长期债务 (亿元)	52.38	32.71	74.24
总债务 (亿元)	119.44	109.81	171.81
资产负债率 (%)	54.41	46.23	48.45
总资本化比率 (%)	36.25	25.01	31.76
EBITDA (亿元)	78.83	101.30	100.21
经营性净现金流 (亿元)	41.08	63.34	54.25
总债务/EBITDA (X)	1.52	1.08	1.71
经营活动净现金/总债务 (X)	0.34	0.58	0.32
EBITDA 利息倍数 (X)	20.57	17.77	15.16
经营活动净现金/利息支出 (X)	10.72	11.11	8.21

数据来源：公司审计报告，中诚信证评整理

或有负债方面，截至 2018 年末，公司无对外担保。财务弹性方面，截至 2018 年末，公司取得外部授信额度合计约 700 亿元（含债务融资产品额度），其中未使用额度 76%，备用流动性良好。同时公司作为国内 A 股上市公司，未来可通过资本市

场直接融资，融资渠道较广，财务弹性良好。

综合来看，公司具备领先的快递行业地位，在中高端领域的竞争优势明显，近年业务量呈现较快的增长态势，盈利表现较好。同时，近年公司通过发行股份募集资金和自有利润积累，实现自有资本实力的增强，财务杠杆比率适中，财务结构稳健，整体偿债能力极强。

## 结 论

综上，中诚信证评评定顺丰控股股份有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“顺丰控股股份有限公司 2019 年可转换公司债券”信用等级为 **AAA**。

## 关于顺丰控股股份有限公司 2019年可转换公司债券的跟踪评级安排

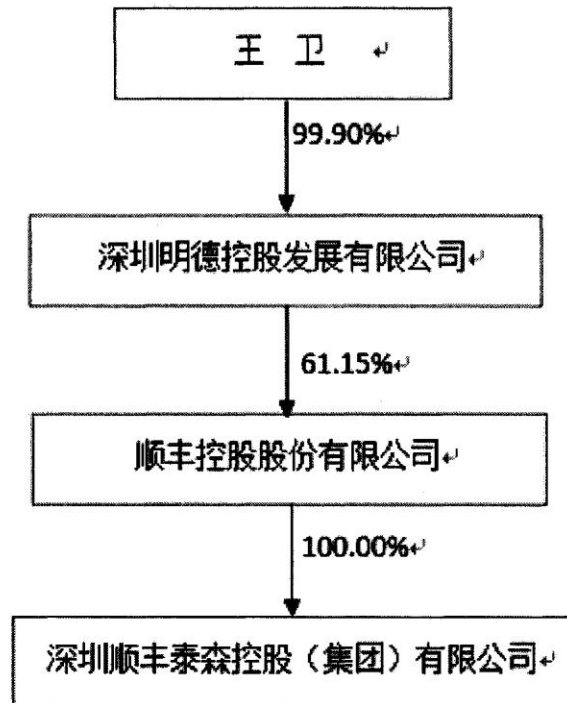
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本次债券偿债保障情况等要素，以对本次债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本次债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

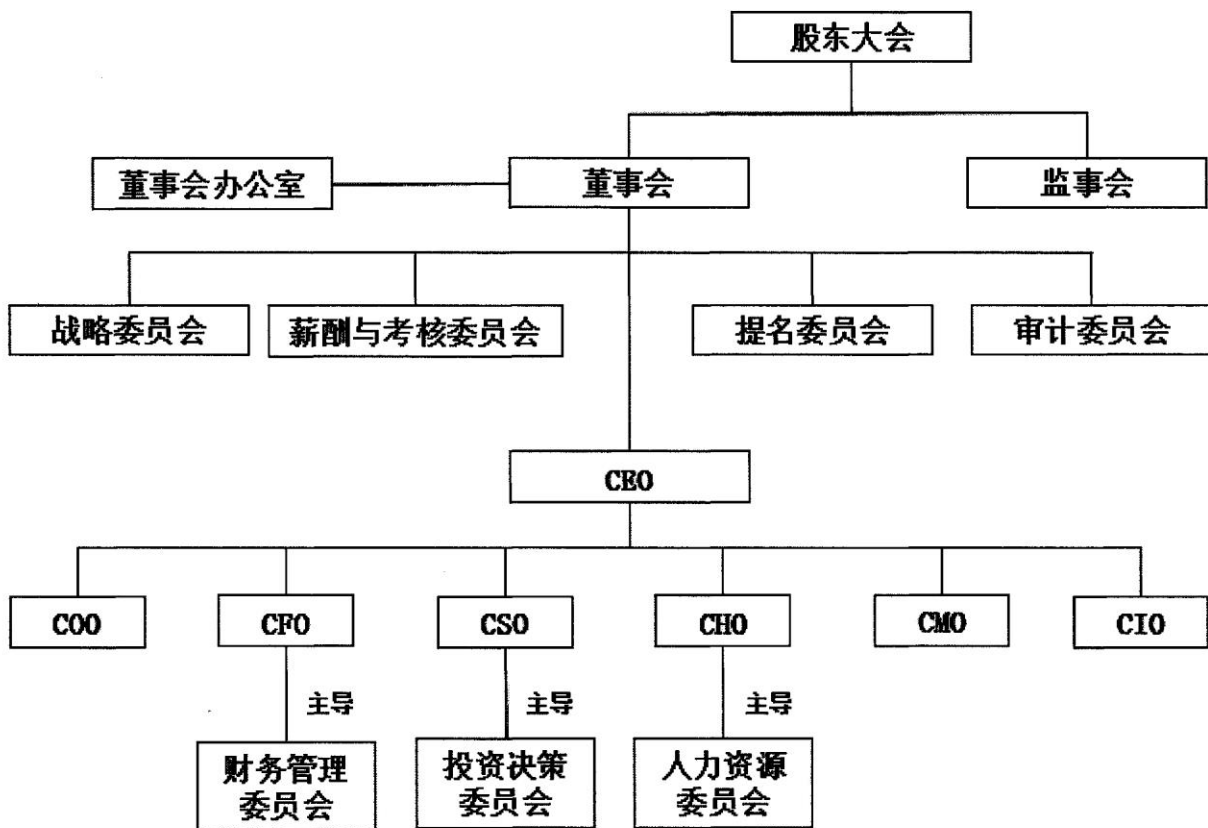
如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：顺丰控股股份有限公司股权结构图（截至 2018 年 12 月 31 日）



资料来源：公司提供

附二：顺丰控股股份有限公司组织结构图（截至 2018 年 12 月 31 日）



资料来源：公司提供



**附三：顺丰控股股份有限公司主要财务数据及财务指标**

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018
货币资金	719,203.59	1,738,593.22	1,613,111.99
应收账款净额	455,244.25	580,686.13	735,287.77
存货净额	39,601.37	44,635.90	81,805.00
流动资产	2,291,714.53	3,491,168.59	3,192,161.40
长期投资	149,216.71	245,060.49	562,695.82
固定资产合计	1,467,123.80	1,619,412.17	2,292,854.11
总资产	4,607,134.90	6,124,706.89	7,161,456.88
短期债务	670,612.12	770,920.49	975,758.45
长期债务	523,801.34	327,137.01	742,371.66
总债务（短期债务+长期债务）	1,194,413.46	1,098,057.50	1,718,130.11
总负债	2,506,522.80	2,831,688.46	3,470,062.53
所有者权益（含少数股东权益）	2,100,612.10	3,293,018.42	3,691,394.35
营业总收入	5,778,967.67	7,127,263.31	9,094,269.42
期间费用前利润	1,114,258.31	1,416,667.48	1,607,820.79
投资收益	25,775.13	126,515.94	116,648.60
净利润	415,375.97	475,529.08	446,426.86
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	788,340.22	1,013,036.37	1,002,093.71
经营活动产生现金净流量	410,846.39	633,393.25	542,488.58
投资活动产生现金净流量	-431,586.19	-363,026.83	-932,858.20
筹资活动产生现金净流量	334,322.60	681,349.03	297,292.17
现金及现金等价物净增加额	319,721.50	950,322.61	-85,025.81
财务指标	2016	2017	2018
营业毛利率（%）	19.64	20.16	17.92
所有者权益收益率（%）	19.77	14.44	12.09
EBITDA/营业总收入（%）	13.64	14.21	11.02
速动比率（X）	1.16	1.40	1.18
经营活动净现金/总债务（X）	0.34	0.58	0.32
经营活动净现金/短期债务（X）	0.61	0.82	0.56
经营活动净现金/利息支出（X）	10.72	11.11	8.21
EBITDA 利息倍数（X）	20.57	17.77	15.16
总债务/EBITDA（X）	1.52	1.08	1.71
资产负债率（%）	54.41	46.23	48.45
总资本化比率（%）	36.25	25.01	31.76
长期资本化比率（%）	19.96	9.05	16.74

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；中诚信证评在分析财务指标时，将“其他流动负债”中的“超短期融资券”计入短期债务，将“长期应付款”中的“长期应付国开发展基金”计入长期债务。



**附四：基本财务指标的计算公式**

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

期间费用前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

期间费用率=（财务费用+管理费用+研发费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/所有者权益

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

## 附五：信用等级的符号及定义

### 主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

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，表示信用质量略高或略低于本等级。

### 评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

### 长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

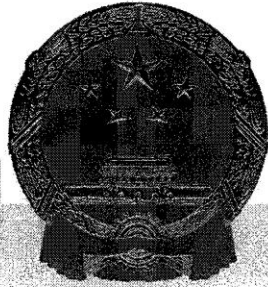
注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

## 短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。





# 营业执照

统一社会信用代码 91310118134618359H

证照编号 20000000201711150321

名称	中诚信证券评估有限公司
类型	有限责任公司(外商投资企业法人独资)
住所	上海市青浦区工业园区新工业区7号3幢1层C区113室
法定代表人	闫衍
注册资本	人民币5000.0000万元整
成立日期	1997年8月20日
营业期限	1997年8月20日至2027年8月19日
经营范围	证券市场资信评级, 贷款企业资信等级评估, 企业资信评价服务, 企业形象策划, 企业咨询服务, 电子高科技产品开发经营, 附一分支。

【依法须经批准的项目, 经相关部门批准后方可开展经营活动】

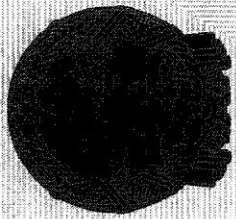


登记机关

2017年11月15日





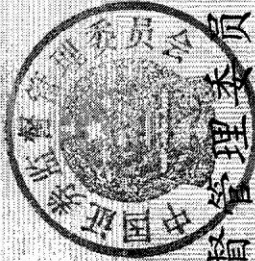


中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证

公司全称：中诚信证评有限公司  
业务许可种类：证券市场资信评级

法定代表人：闫衍  
注册地址：上海浦东新区工业园区郑一工业区7号3幢1层C区113室  
编号：ZHPJ601



中国证券监督管理委员会(公章)

2017年12月12日

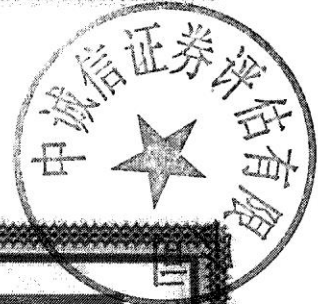
**SAC** 证券业从业人员资格考试  
成绩合格证



邬敏军，证件号码:330421198905203811，于2015年10月25日参加证券市场基础知识考试，成绩合格

\*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.org.cn核对信息

201510333120140033



**SAC** 证券业从业人员资格考试  
成绩合格证



邬敏军，证件号码:330421198905203811，于2015年11月29日参加证券投资分析考试，成绩合格

\*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.org.cn核对信息

201512333469401033



**SAC** 证券业从业人员资格考试  
成绩合格证



唐启元, 证件号码:330402198712311235, 于2014年11月29日参加证券市场基础知识考试, 成绩合格

\*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.gov.cn的信息

201412311038938031



**SAC** 证券业从业人员资格考试  
成绩合格证



唐启元, 证件号码:330402198712311235, 于2015年11月28日参加证券投资分析考试, 成绩合格

\*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.gov.cn的信息

201512333295525033

