

顺丰控股股份有限公司公开发行可转换公司债券

跟踪评级报告（2020）

项目负责人：盛 蕾 lsheng@ccxi.com.cn

项目组成员：杨 娟 jyang@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020年5月21日

声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、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，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、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.ccxi.com.cn）公开披露。
- 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪 0299 号

顺丰控股股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“顺丰转债”的债项信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年五月二十一日



评级观点：中诚信国际维持顺丰控股股份有限公司（以下简称“顺丰控股”或“公司”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“顺丰转债”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了行业地位保持领先，快递网络及运力不断增强，盈利水平实现较大提升以及畅通的融资渠道等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到快递行业市场竞争激烈以及面临一定投资支出压力等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

顺丰控股（合并口径）	2017	2018	2019
总资产（亿元）	612.47	717.65	925.35
所有者权益合计（亿元）	329.30	370.64	424.94
总负债（亿元）	283.17	347.01	500.42
总债务（亿元）	109.54	171.81	262.77
营业总收入（亿元）	712.73	909.43	1,121.93
经营性业务利润（亿元）	52.89	47.80	64.32
净利润（亿元）	47.55	44.64	56.25
EBITDA（亿元）	101.30	99.70	128.30
经营活动净现金流（亿元）	63.34	54.58	91.21
收现比（X）	1.04	1.05	1.03
营业毛利率（%）	20.16	17.92	17.42
应收类款项/总资产（%）	15.78	13.01	15.79
资产负债率（%）	46.23	48.35	54.08
总资本化比率（%）	24.96	31.67	38.21
总债务/EBITDA（X）	1.08	1.72	2.05
EBITDA 利息倍数（X）	17.77	15.09	13.93

注：中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告整理。

正面

- **行业地位保持领先。**2019 年以来，公司继续凭借直营模式带来的优质服务及持续的资源投入，服务时效和质量在行业内仍保持领先，在国内快递市场仍处于龙头地位。
- **快递网络及运力不断增强。**2019 年公司业务网点覆盖持续增加；航空运力及运输网络不断完善，同时，在陆运运输方面加强与高铁资源的合作，带动陆运运力不断增强。

同行业比较

2019 年部分快递企业主要指标对比表					
公司名称	快递业务量（亿件）	市场份额（%）	总资产（亿元）	资产负债率（%）	营业总收入（亿元）
顺丰控股	48.31	7.60	925.35	54.08	1,121.93
圆通速递	91.15	14.35	221.61	40.34	311.51
申通快递	73.71	11.60	138.55	33.52	230.89

注：“圆通速递”为“圆通速递股份有限公司”简称；“申通快递”为“申通快递股份有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额（亿元）	存续期
顺丰转债	AAA	AAA	58.00	2019/11/18~2025/11/18

■ **盈利水平实现较大提升。**2019 年，公司快递业务总票数达 48.31 亿票，同比增长 25.84%，同时受益于冷链、同城急送、供应链等新业务的大力拓展，2019 年公司营业总收入和净利润分别较上年增长 23.37% 和 26.00%，盈利水平实现较大提升。

■ **融资渠道较为畅通。**公司与金融机构保持良好合作关系，备用流动性充足，且公司作为上市公司，融资渠道较为畅通。

关注

■ **市场竞争激烈。**2019 年以来快递行业市场竞争依旧激烈，位居行业前列企业均在不断扩大业务和网络范围，且部分企业正在向直营模式转型。公司为保持市场竞争力，推出价格优惠的特惠专配产品，均票收入有所下降，未来仍面临一定市场竞争压力。

■ **面临一定投资支出压力。**截至 2019 年末，公司参与的湖北鄂州民用机场建设项目，以及相关转运中心等工程尚需投资额较大，同时物流配套建设持续推进，公司未来面临一定投资支出压力。

评级展望

中诚信国际认为，顺丰控股股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**公司发生重大安全事件或突发不利事件导致经营风险加大，市场占有率水平严重下滑；公司财务杠杆水平大幅上升、融资受限、流动性压力增大等。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金用途及使用情况

根据中国证券监督管理委员会证监许可[2019]1903号文核准，公司于2019年11月18日发行“顺丰控股股份有限公司公开发行可转换公司债券”，发行规模为58.00亿元，债券期限为6年，票面利率为第一年0.20%、第二年0.40%、第三年0.60%、第四年0.80%、第五年1.20%、第六年2.00%，转股期限自发行结束之日满6个月后的第一个交易日（2020年5月22日）起至债券到期日（2025年11月18日）止。本次债券发行后，扣除发行费用后，募集资金拟用于：1、飞机购置及航材购置维修项目拟投入金额152,000万元；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59,000万元；5、偿还银行贷款拟投入金额120,000万元。

截至2019年末，募集资金总额累计使用219,246.21万元。其中，飞机购置及航材购置维修项目累计使用募集资金42,784.86万元，智慧物流信息系统建设项目累计使用募集资金9,651.84万元，速运设备自动化升级项目累计使用募集资金24,970.56万元，陆路运力提升项目累计使用募集资金21,838.95万元，偿还银行贷款累计使用募集资金120,000.00万元。截至2019年末，公司尚未使用的可转债募集资金358,471.16万元，尚未支付的发行费用为230.99万元，连同累计收到的银行利息、理财收益367.38万元，合计359,069.53万元。其中作为闲置可转债募集资金现金管理而购买银行保本理财产品的余额为301,000.00万元，存放于可转债募集资金存放专项账户的余额58,069.53万元。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度GDP同比下滑6.8%，较去年底大幅回落12.9个百分点，自1992年公布季度GDP数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年GDP或同比增长2.5%左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受1~2月份经济近乎“停摆”、3月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致CPI高位运行，工业生产低迷PPI呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4月17日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观展望：尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在2020年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持

续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

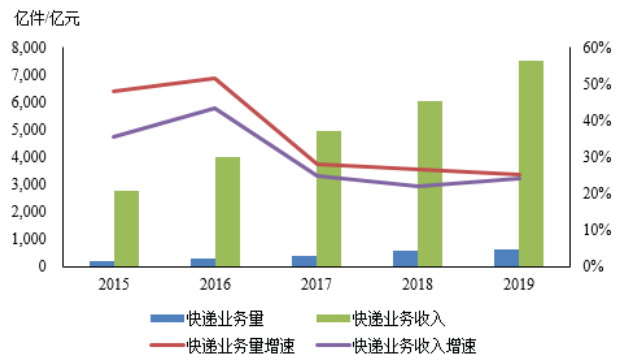
近期关注

电商行业的快速发展为快递行业创造了广阔的发展空间；快递行业集中度持续提升，同时业内企业市场竞争不断加剧，快递服务价格逐年下降，对企业运营效率及成本控制能力提出挑战

快递行业作为物流行业的子行业，是指承运方对快件揽收、分拣、封发、转运、投送、信息录入、查询、市场开发、疑难快件进行处理，以较快的速度将特定的物品运达指定地点或目标客户手中的物流活动。

从发展历程来看，20世纪80年代，我国快递业进入初步发展阶段，快递业务以商务件为主，业务量随着宏观经济的增长而逐渐增加。2007年以来，电子商务产业呈现爆发式的增长，“桐庐系”¹为主的民营快递企业开始大规模地承接淘宝等电商平台的快件业务，网络购物对快递行业发展产生显著的带动效应。经过多年的高速发展，我国快递业务量规模已跃居世界首位。国家邮政局数据显示，2019年，全国快递服务企业业务量累计完成635.2亿件，同比增长25.3%，增速较上年下降1.3个百分点；业务收入累计完成7,497.8亿元，同比增长24.2%，增速较上年增加2.4个百分点。

图1：近年来我国快递业务量和快递业务收入情况



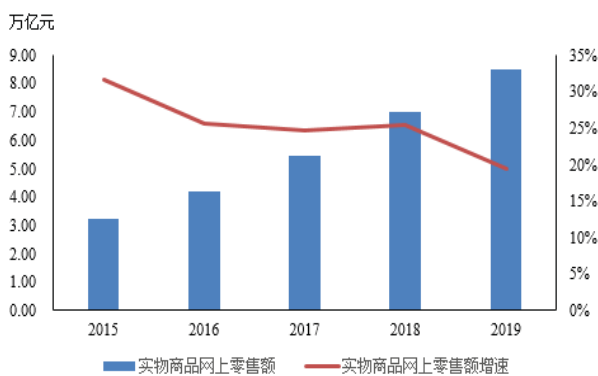
资料来源：国家邮政局，中诚信国际整理

从行业驱动因素来看，电商行业的发展是快递

¹ 建立于浙江省桐庐县的申通、圆通、韵达和中通等快递品牌。

行业主要增长动力。近年来，电商渗透率在国内各层级区域逐步提升，跨境电商蓬勃发展，各大电商平台、直播平台日益兴起，助力我国电商快递市场持续保持较快增速。2019年全国网上零售额为10.63万亿元，比上年增长16.5%，其中，实物商品网上零售额8.52万亿元，比上年增长19.5%。2019年，全国网上零售额占社会消费品零售总额的比重为20.7%，网上零售额占社会零售总额的比重仍有较大的提升空间。

图2：近年来我国实物商品网上零售额及其增速情况



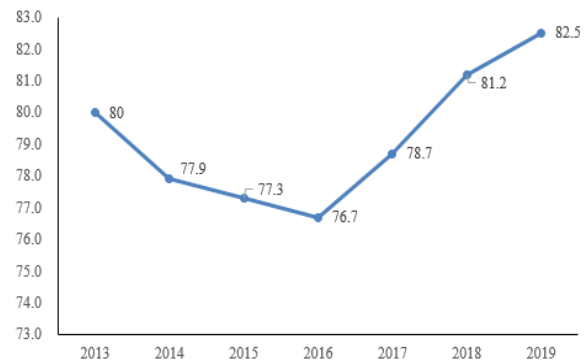
注：国家统计局从2015年一季度开始公布实物商品网上零售额数据。
资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

从区域结构来看，快递业务量与区域经济的发展程度、商贸的活跃程度以及交通设施的便捷程度等因素挂钩。由于我国东部沿海区域的经济更加发达，加之该区域的电子商务产业蓬勃发展，东部地区快递业务量占快递业务总量的比重最大，中部地区其次，西部地区最小。但是，随着区域经济与交通设施的持续改善以及国家政策的大力扶持，多个快递企业向中西部地区倾斜大量的网点与劳动力资源，中西部地区快递产业的发展潜力逐步释放。根据国家邮政局数据显示，2019年，东、中、西部地区各项快递业务均保持了持续稳定的增长势头，中部地区业务增长持续提速，市场份额继续上升；2019年，东、中、西部地区快递业务量比重分别为79.7%、12.9%和7.4%，快递业务收入比重分别为80.2%、11.3%和8.5%。

行业集中度方面，快递业务的开展需要广泛的网点布局以及大量的人工与运输设备等投资，具备

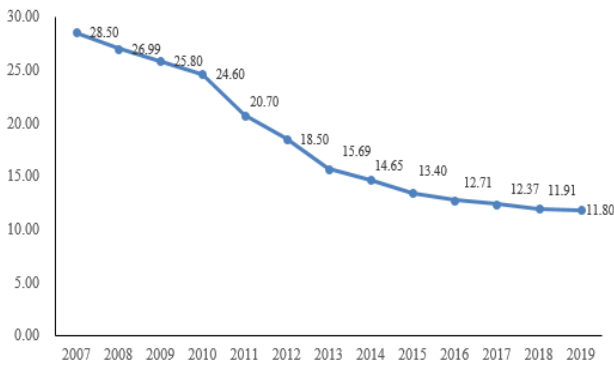
资本密集与规模效应显著的特征，具有一定的进入壁垒，因此国内快递市场集中度较高，近年来快递与包裹服务品牌集中度指数CR8（以下简称“CR8”）基本保持在75以上。2014~2016年，受单家企业承载的业务量有限及服务同质化等因素的影响，CR8整体呈下降趋势，2016年下降至76.7。但随着快递服务价格的下降，部分中小型快递企业利润空间收窄、出清市场，加之龙头快递企业竞争力不断增强，2017年以来CR8持续上升，2019年CR8达到82.5，同比提升1.3，且行业主要快递企业件量增速均超过行业平均增速，快递行业集中度不断提升。

图3：近年来快递服务品牌集中度指数CR8变化情况



资料来源：国家邮政局，中诚信国际整理

2008年以来，随着快递行业规模效应扩大以及竞争加剧，快递服务价格逐年下降，2019年平均快递单件价格下降至11.80元/件，已贴近成本线水平。平均快递单件价格的降幅总体呈现先扩大后收缩的态势，表明市场竞争已较为充分、未来价格下降的空间有限，快递企业难以继续通过低价竞争策略抢占市场；内部运营效率提升以及经营模式与服务差异化或将逐渐成为主要的竞争手段。受此影响，快递行业的进入壁垒将进一步提高，现有快递企业间并购重组的动力亦会加大。此外，随着主要快递企业陆续上市，资本大量涌入快递行业，用于支持快递企业扩张营业网点、增加运输资源以及推进流程的智能化改造等，这将加速市场竞争格局的调整。

图 4：近年来我国快递单件价格情况（元/件）


资料来源：国家邮政局，中诚信国际整理

总的来看，我国已成为全球第一大快递市场，随着电商行业的快速发展，快递产业仍具备广阔的发展空间。中诚信国际也关注到，快递行业面临较大的竞争与整合压力，行业集中度不断提高，规模优势显著、资金实力较强以及服务质量较高的企业

有望进一步提升市场地位；此外，近年来快递单价不断下行，对快递企业运营效率、服务增值与成本控制能力提出了较大的挑战。

近年来，国家出台了一系列规范及支持快递行业发展的政策文件和指导意见，对快递行业网络布局完善、服务质量提升以及与其他产业融合发展等方面起到积极的引导作用

基于快递产业对于平抑物价、带动就业及缩小城乡经济水平差距等发展目标具有重要意义，国家及各地政府对其予以大力支持。近年来我国快递行业相关政策主要围绕快递基础设施的布局、快递服务质量的提升、农村快递业的发展以及快递企业做大做强等方面，并给予资金、土地和金融等方面的政策红利。

表 1：近年来我国快递行业部分政策

相关政策	时间	发布单位	政策及相关内容
《关于协同推进农村物流健康发展加快服务农业现代化的若干意见》	2015.3	交通运输部、农业部、供销合作总社和国家邮政局	支持邮政和快递企业将业务延伸至农村地区。各地相关部门争取中央财政专项资金，对站场设施建设以及邮政“三农”服务站和农村快递网点建设等予以引导扶持。
《关于促进快递业发展的若干意见》	2015.10	国务院	支持快递企业兼并重组、上市融资。建立健全行业安全和服务标准体系，引导快递企业从价格竞争向服务竞争转变。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。
《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》	2016.3	全国人民代表大会	提出将完善现代综合交通运输体系，加强快递基础设施及网络终端建设。将完善农村配送和综合服务网络，鼓励发展农村电商。
《快递业发展“十三五”规划》	2017.2	国家邮政局	到 2020 年，基本建成普惠城乡、技术先进、服务优质、安全高效、绿色节能的快递服务体系，形成覆盖全国、联通国际的服务网络。2020 年，快递业务量要达到 700 亿件，快递业务收入达到 8,000 亿元，2015-2020 年的年均增长率分别达到 27.6%和 23.6%。
《快递暂行条例（草案）》	2018.3	国务院	围绕快递行业发展保障、经营主体、快递服务、快递安全、监督检查及法律责任六个方面进行具体规定。鼓励政府及相关部门给予支持、产业协同发展及社区共享末端设施，并完善了快递服务质量与安全有关的处理程序。
《关于推进邮政业服务乡村振兴的意见》	2019.4	国家邮政局、国家发展改革委、财政部、农业农村部、商务部、文化和旅游部、供销合作总社	推进邮政业服务乡村振兴的工作思路和目标，以促使邮政业深度融入现代农业体系和乡村产业发展，有效促进农民持续增收和巩固脱贫成果
《关于规范快递与电子商务数据互联互通的指导意见》	2019.6	国家邮政局、商务部	进一步保障电子商务与快递数据正常传输，加强电子商务与快递数据管控，加强电子商务与快递数据互联共享管理，建立电子商务与快递数据中断通知报告制度，提高电子商务与快递数据安全防护水平，加强电子商务与快递数据政府监管
《关于认真落实习近平总书记重要指示推动邮政业高质量发展的实施意见》	2019.8	交通运输部、国家邮政局	明确提出了邮政业下一阶段发展目标，到 2022 年，基本建成普惠城乡、技术先进、服务优质、安全高效、绿色节能的邮政快递服务体系，形成覆盖全国、联通国际的服务网络。到 2035 年，基本建成现代化邮政快递服务体系，行业科技

		<p>创新和应用处于世界领先水平，邮政和快递网络覆盖全国城乡、通达世界各国。</p>
--	--	--

数据来源：公开资料，中诚信国际整理

2017年2月，国家邮政局发布《快递业发展“十三五”规划》(以下简称“‘十三五’规划”)。“十三五”规划提出了以下发展目标：“到2020年，基本建成普惠城乡、技术先进、服务优质、安全高效、绿色节能的快递服务体系，形成覆盖全国、联通国际的服务网络。”2020年，快递业务量要达到700亿件，快递业务收入达到8,000亿元，2015~2020年的年均增长率分别达到27.6%和23.6%。

服务网络及产业能力建设方面，“十三五”规划引导快递企业加强农村地区网络建设，乡镇网点覆盖率从2015年的70%增加到90%。支持骨干快递企业建设辐射国内外的大型航空快递枢纽和集散中心，鼓励快递企业建设现代化立体仓库和信息平台，推广应用自动化、信息化技术装备，提升处理能力和运营效率；到2020年，快递行业配备全自动分拣系统的枢纽型分拣中心数量从2015年的61个增加到150个，用于快递运输的专用货机数从2015年的71架增加到200架。

产业联动方面，促进快递业与电子商务、先进制造业和现代农业联动发展。快递业与电子商务联动发展方面，鼓励快递企业针对电子商务特点开发多品种、个性化、国际化服务的产品体系，拓展服务领域。快递业与先进制造业联动发展方面，积极推进传统消费品制造产业供应链创新升级，做深做精电子领域、医药领域的快递服务，积极推进装备制造制造业入场物流服务。快递业与现代农业联动发展方面，引导快递企业为特色农产品提供包装、仓储、运输的标准化定制化服务，发展农产品冷链快递。

快递企业培育方面，到2020年，要建设一批辐射国内外的航空快递货运枢纽，形成3~4家年业务量超百亿件或年业务收入超千亿元的快递企业集团，培育2个以上具有国际竞争力和良好商誉度的世界知名快递品牌。国家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，集中优势资源扩大市场份额。针对骨干企业，鼓励骨干快递企业拓展服务领域，健全仓储、冷链、运输、金融、供应链管理等能力，加快向综合性快递物流运营商转型；鼓励骨干快递企业实施国际化发展战略，打造国际快递品牌。针对中小企业，促进中小快递企业与地方实体经济、电子商务等协调发展，深耕区域性网络。

2018年3月，经国务院常务会议通过的《快递暂行条例(草案)》(以下简称“《条例》”)发布，从2018年5月1日起实施。《条例》围绕快递行业发展保障、经营主体、快递服务、快递安全、监督检查及法律责任六个方面进行了具体规定。鼓励政府及相关部门给予支持、产业协同发展及社区共享末端设施，并完善了快递服务质量与安全有关的处理程序。

2019年4月，国家邮政局联合国家发展改革委、财政部、农业农村部、商务部、文化和旅游部、供销合作总社出台了《关于推进邮政业服务乡村振兴的意见》，提出了推进邮政业服务乡村振兴的工作思路和目标。预计到2022年，邮政服务乡乡有局所、建制村直通邮，快递服务乡乡有网点、村村通快递，实现建制村电商寄递配送全覆盖。县域邮政业供给能力和供给质量显著提高，涉农寄递物流产品丰富，绿色发展成效明显，寄递渠道安全畅通。

2019年6月，国家邮政局及商务部共同印发《关于规范快递与电子商务数据互联共享的指导意见》，将进一步保障电子商务与快递数据正常传输，加强电子商务与快递数据管控，加强电子商务与快递数据互联共享管理，建立电子商务与快递数据中断通知报告制度，提高电子商务与快递数据安全防护水平，加强电子商务与快递数据政府监管，有利于完善电子商务与快递物流数据保护、开放共享规

则，建立数据中断等风险评估、提前通知和事先报告制度。

2019年8月，交通运输部、国家邮政局等18个部门联合印发《关于认真落实习近平总书记重要指示推动邮政业高质量发展的实施意见》，明确提出了邮政业下一阶段发展目标，到2022年，基本建成普惠城乡、技术先进、服务优质、安全高效、绿色节能的邮政快递服务体系，形成覆盖全国、联通国际的服务网络。到2035年，基本建成现代化邮政快递服务体系，行业科技创新和应用处于世界领先水平，邮政和快递网络覆盖全国城乡、通达世界各国。

此外，2020年中央一号文件中指出要扩大电子商务进农村覆盖面，支持供销合作社、邮政快递企业等延伸乡村物流服务网络，加强村级电商服务站点建设，推动农产品进城、工业品下乡双向流通。2020年的中央一号文件延续了对乡村物流体系的关注度。

总的来看，快递产业的市场化程度较高，受到的行政干预较少，国家政策对其持有鼓励扶持的态度。近年来国家针对提升行业服务质量、服务乡村振兴等方面制定了具体的政策要求和指导意见，有望对快递网络布局完善、服务质量提升以及快递行业与其他产业融合发展等趋势起到积极的引导作用。

公司在行业内仍处于龙头地位，公司坚持直营模式，服务时效和服务质量在行业内仍保持领先

公司精准定位中高端产品，凭借直营模式、“天网+地网+信息网”三网合一网络资源以及强大的科技实力，2019年以来仍稳居国内快递行业龙头地位。

2019年以来，公司仍坚持直营模式，相比于加盟模式，公司对各业务环节具有绝对控制力，有助于保证经营稳定性和可控性、规范内部管理、保障服务质量和客户体验。公司凭借多年的资源投入与直营网络优势，以及“快”、“准时”、“安全”的市场口碑，在国内商务快递市场仍然处于领先地位，

并借此建立起竞争门槛。

根据国家邮政局发布的《2019年快递服务满意度调查结果通报》，公司在“快递企业总体满意度”榜上排名第一，自国家邮政局2009年首次公布快递服务满意度排名以来，公司连续11年蝉联第一。根据国家邮政局2020年1月发布的《2019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，自国家邮政局2013年首次公布快递全程时限排名以来，公司连续7年蝉联第一。

公司利用科技赋能，不断加大对信息系统的投入和建设，打造简洁高效的业务流程，从而不断提升业务运作效率。公司积极投入各项智慧物流建设，加大人工智能、物联网、机器学习、智能设备等技术的综合应用，2019年，公司研发投入金额25.65亿元，较上年增长18.96%，研发投入占营业总收入比重为2.29%。

公司航空及陆运运力持续提升，覆盖国内外的快递网络持续完善，服务网点铺设不断拓展，中转分拨自动化程度有所增强；但公司机场建设项目相关支出较大，中诚信国际将对此保持关注

业务区域覆盖方面，截至2019年末，公司业务覆盖全国335个地级市、2,834个县区级城市，拥有近1.8万个自营网点，较上年末增加0.24万个；拥有0.60万个顺心快运的加盟网点。国际业务方面，国际标快/国际特惠业务覆盖美国、欧盟、俄罗斯、加拿大、日本、韩国、东盟、印度、巴西、墨西哥及智利等62个国家；国际小包业务覆盖全球225个国家及地区。

在航空运输网络方面，2019年以来，公司航空运力及运输网络持续完善。货机方面，截至2019年末，公司拥有在飞自有全货机58架，较上年末增加8架；租赁全货机13架，较上年末减少3架；共执行航线73条，较上年末增加8条。航权时刻方面，截至2019年末，公司共有147对时刻，覆盖全国40个大中城市及金奈、哈恩、德里、胡志明等国际站点。散航资源方面，公司向国内外近百

家航空公司获取稳定的客机腹舱资源，共有航线 2,029 条。截至 2019 年末，公司航班总数 154.55 万次，日均 4,234 班次，均较上年略有增长。2019 年，公司航空发货量约 135.32 万吨，同比增长 9.31%，国内发货量占全国国内航线总货邮运输量约 24.8%，较上年提升 1.8 个百分点。2019 年，公司航空发货量为 8.7 亿票，较上年增长 0.7 亿票，占公司总快递业务完成量约 18%。

在机场建设方面，2019 年 1 月以来，公司与湖北省人民政府合作新建的湖北鄂州民用机场项目（以下简称“鄂州机场”）陆续获得国家发展改革委和民航局的可行性研究、总体规划和初步设计及概算批复，可正式开工建设。鄂州机场系顺丰航空运输体系布局建设的核心枢纽，项目总投资 320.63 亿元，其中机场工程投资 158.57 亿元，公司出资 25.16 亿元；顺丰转运中心工程投资 115.29 亿元，顺丰航空公司基地工程投资 37.52 亿元。公司上述出资额共计 177.97 亿元，截至 2019 年末，公司已出资 9.20 亿元。鄂州机场未来投运将对公司提升产品时效、提高服务稳定性、构建高端综合物流服务能力等方面形成良好支撑，但由于所需投资规模较大，中诚信国际将持续关注该机场投资建设节奏、产能运用及公司相关的资金平衡情况。

在陆运运输网络方面，2019 年以来公司加强与高铁资源的合作，带动陆运运力不断增强。截至 2019 年末，公司自营及外包干支线车辆合计约 4.3 万辆；开通干、支线合计约 10 万条；末端收派车辆合计约 9 万辆（不含摩托车和电动车）；使用高铁运力 161 条；使用普列运力 122 条，特快班列 6 条，陆运网络遍布全国。此外，子公司中铁顺丰国际快运有限公司自 2018 年 6 月成立以来，业务方面也取得较大进展，截至 2019 年末，高铁极速达产品已覆盖 63 个城市，开通 313 个流向，高铁顺手寄产品覆盖 34 个城市，开通 69 个高铁车站和 9 个站外收寄点。公司在依托高铁、普列资源开展快递业务外，对粮食、化肥、铝制品等大宗物资开展

多式联运业务试点，为落实国务院运输结构调整、大力发展“公转铁”运输发挥积极作用。

在中转分拨及自动化水平方面，截至 2019 年末，公司拥有 9 个枢纽级中转场，较上年末未发生变化。公司拥有 36 个航空、铁路站点（不含与中转场共用场地的站点），129 个片区中转场（不含快运及顺心中转场），其中 60 个中转场已投入使用全自动分拣系统，较上年末增加 16 个，自动化分拣水平进一步增强。

2019 年，国内时效业务平稳增长，经济业务在电商特惠产品的带动下业绩增长较大；公司客户资源及收入规模均实现提升，但受激烈市场竞争影响，公司票均收入较上年出现下降

2019 年，国内时效业务和经济业务作为公司速运物流业务体系中的核心板块，业务经营保持平稳发展，客户资源和收入规模实现持续提升。

客户资源方面，2019 年，公司散单客户会员数量达 2.5 亿，同比增长约 58%；2019 年公司活跃月结客户数量达到 140 万，同比增长 19.2%，且销售额百万级以上客户占比逐步扩大。

快件量和票均收入方面，2019 年，公司快件量为 48.31 亿票，较上年增长 25.84%；票均收入为 21.94 元，较上年下降 5.67%，但仍远高于行业平均水平。受快递市场竞争日益激烈，以及部分快递企业向直营模式转型并切入商务快递市场领域等的影响，公司为保持市场竞争力，推出价格优惠的特惠专配产品，使得均票收入有所下降，中诚信国际将对公司票均收入变化情况持续关注。

表 2：近年来公司速运物流业务经营情况

指标	2017	2018	2019
快件量（亿票）	30.52	38.39	48.31
票均收入（元）	23.14	23.26	21.94

资料来源：公司提供

时效业务：时效业务是公司的核心业务，时效产品主要包括顺丰即日、顺丰次晨和顺丰标快等产品。2019 年公司不断巩固、提升时效板块产品竞争

力，通过空地网络衔接及收派模式的优化、提升集散两端运营能力及专属航空资源利用等举措，不断强化航空产品的竞争壁垒，巩固“快、准、稳”核心优势。2019年公司时效板块实现不含税营业收入565.21亿元，同比增长5.93%。票均生命时长同比减少1.8小时，时效快递能力进一步提升。

经济业务：经济业务主要包含顺丰特惠和仓储服务，2019年公司经济产品业务实现收入269.19亿元，同比增长31.96%，增幅较大。2019年5月起公司针对电商市场及客户推出特惠专配新产品，以满足客户多样化需求，迅速获得市场认可，带动经济产品收入规模及市场占有率的迅速提升，并拉动经济板块业务在2019年下半年实现收入同比增长47.54%。

仓储服务方面，2019年顺丰仓储业务运营规模及单位产能创历史新高。截至2019年末，公司在全国拥有175个不同类型的仓库（包含新夏晖冷链物流中心），面积近228万平方米，业务覆盖全国100多个重点城市，形成辐射全国的仓储服务网络。按仓库类型来看，截至2019年末，公司共有113座电商仓库，面积192万平方米；57座食品冷库，面积为33万平方米；5座医药仓库，面积3万平方米。顺丰仓储运营效率在2019年达到了行业标杆水平，高峰承接能力提升明显，双十一高峰期间仓储业务量同比提升55%。

2019年，公司快运、冷运及医药、同城急送、国际业务和供应链业务均保持较快增长，多元化业务布局成效显著，已成为公司持续发展重要的推动因素

快运业务：2019年7月顺丰快运品牌正式发布，与2018年起网的顺心捷达形成了快运双品牌。顺丰快运定位高时效、高质量及高服务体验的中高端市场，顺心捷达是顺丰控股子公司顺心快运的独立品牌，专注全网型中端快运市场，双品牌在运营模式及产品定位上互补，有效提升资源利用率。顺丰快运业务积累了华为、美的、海信等优质客户。截至2019年末，顺丰快运拥有51个快运中转场，

约1,300个快运网点，快运场地面积超过175万平方米；1.9万余台快运收派车辆，1,134条快运干线，8,170条支线，业务覆盖全国31个省、362个主要城市及地区。2019年，顺丰快运日峰值货量突破2.3万吨。截至2019年末，顺心捷达拥有加盟网点6,000多个，直营场站171个，面积41万平方米，网络覆盖全国294个城市、1,851个区县，初步建成全国性的网络布局。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，公司快运业务规模快速扩张，2019年公司快运业务整体实现不含税营业收入126.59亿元，同比增长57.16%，增速较高。

冷运及医药业务：公司冷运业务依托成熟的物流网络及技术能力，主要聚焦于食品生鲜以及医药两个领域，其中，食品生鲜客户主要包括大希地、绿雪生物（卡士酸奶）、小南国等品牌，医药客户主要包括拜耳、哈药、华润三九、赛诺菲制药、勃林格殷格翰和万通制药等品牌。公司是国内首个初步建立全国性冷链网络的物流公司，网络覆盖具备绝对优势。截至2019年末，顺丰冷运拥有食品冷库23座、运营面积14.53万平米；同时拥有冷藏车273台。截至2019年末，公司医药网络覆盖219个地级市、1,547个区县，拥有4个GSP认证医药仓，总面积3万平方米；拥有42条医药运输干线，贯通全国核心城市；拥有通过GSP验证自有冷藏车242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。2019年公司冷运及医药业务整体实现不含税营业收入50.94亿元，同比增长32.54%，业务保持快速增长。

同城急送：2019年3月，顺丰同城实现独立公司化运作，正式发布了“顺丰同城急送”品牌。目前，公司已完成全国200+城市的弹性网络全覆盖。2019年顺丰同城业务实现不含税营业收入19.52亿元，同比增长96.12%，远高于行业平均增速。

国际业务：公司国际业务主要包括国际标快、国际特惠、国际小包、海外仓储、转运和国际电商专递等。公司近年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 2019 年末，国际标快/国际特惠业务已涉及美国、欧盟、俄罗斯、加拿大、日本和韩国等 62 个国家；国际小包业务覆盖全球 225 个国家及地区。2019 年，公司国际业务实现不含税营业收入 28.39 亿元，同比增长 7.98%。

供应链业务：2019 年 2 月，公司以约等值人民币 53.26 亿元的交易对价收购德国邮政敦豪集团下属敦豪供应链（香港）有限公司（以下简称“敦豪香港”）及敦豪物流（北京）有限公司（以下简称“敦豪北京”）100% 股权，以原德国邮政敦豪集团在中国内地、中国香港和中国澳门地区的供应链业务为基础建立顺丰 DHL 业务。通过本次交易，公司将整合高质量的供应链物流资产，降低探索学习成本，在短时间内获得重要的战略能力。2019 年以来，公司原供应链运营主体夏晖物流（香港）有限公司及顺丰 DHL 与公司业务的融合和协同发展情况成效显著，2019 年，公司供应链业务实现收入 49.18 亿元，同比增长 1,128.09%。

财务分析

以下分析基于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 2017~2019 年审计报告。公司财务报告均按照新会计准则编制。2017 年和 2018 年财务数据采用追溯重述数，2019 年财务数据采用期末数。

2019 年，公司营业收入实现较大提升，毛利率小幅下滑；公司期间费用呈上升态势，但随着营业收入的快速增长，期间费用率小幅下降，公司经营性业务盈利能力进一步增强

2019 年，随着公司电商特惠产品的推出带动经济业务实现大幅增长，以及冷链、同城急送、供应链等新业务的大力拓展，公司营业总收入实现较大提升，2019 年，公司营业总收入较上年增长 23.37%。收入构成方面，时效和经济业务仍是公司营业收入

的主要来源，2019 年，两者收入合计占公司营业总收入的比例为 74.37%。

毛利率²方面，公司近年来在新业务上持续投入，相关业务产能尚未完全释放，单位运营成本增长，使得毛利率持续小幅下滑，但下滑幅度减小。营业成本仍以职工薪酬、外包成本、运输成本为主，值得注意的是，公司近年外包成本规模及占比不断增长，2019 年公司外包成本为 538.28 亿元，同比增长 36.05%，当期外包成本占营业成本的比重为 58.10%，同比上升 5.10 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。

表3：近年来公司营业收入分产品构成情况（亿元、%）

	2017	2018	2019
时效	466.81	533.56	565.21
经济	148.21	203.98	269.19
快运	44.02	80.55	126.59
国际快递	20.43	26.29	28.39
冷运及医药运输	22.95	38.43	50.94
同城配送	3.66	9.95	19.52
供应链	--	4.00	49.18
其他	6.64	12.66	12.92
营业总收入	712.73	909.43	1,121.93
营业毛利率	20.16	17.92	17.42

注：由于四舍五入原因，合计数和加总数可能存在不一致情况。

资料来源：公司提供

随着经营规模的扩大，公司期间费用呈上升态势，但随着营业收入的快速增长，期间费用率小幅下降。公司期间费用中管理费用占比最大，主要为职工薪酬，2019 年公司管理费用同比增长 15.27%。公司经营性业务盈利能力很强，2019 年公司经营性业务利润较上年增长 34.56%；此外，2019 年公司经营性业务利润中，其他收益为 7.40 亿元，主要来自获得的税收优惠 3.65 亿元以及物流业财政补贴 3.02 亿元。投资收益方面，2019 年公司处置深圳市丰宜科技有限公司、深圳市顺丰航空产业地产管理有限公司等子公司确认投资收益 8.48 亿元，公司投资收益为利润总额带来一定贡献，但投资收益来源

供区分产品的成本，故未进行分产品的毛利率分析。

²鉴于公司所处的快递物流行业具有典型的网络特征，存在多流向、多客户、各资源项在各环节中高度交叉共享的特点，无法公允准确地提

稳定性及可持续性值得后续关注。

表 4: 近年来公司盈利能力相关指标 (亿元、%)

	2017	2018	2019
管理费用	74.00	84.15	96.99
期间费用合计	90.46	115.11	135.72
期间费用率	12.69	12.66	12.10
经营性业务利润	52.89	47.80	64.32
其中: 其他收益	1.68	2.13	7.40
资产减值损失	0.72	1.04	1.79
投资收益	12.65	11.66	10.76
利润总额	65.13	58.67	74.26
EBITDA	101.30	99.70	128.30
EBITDA 利润率	14.21	10.96	11.44
总资产收益率	13.18	9.79	10.14

资料来源: 公司财务报表, 中诚信国际整理

随着业务规模和合并范围的扩大, 公司资产和负债规模不断增加; 得益于未分配利润的积累, 公司权益规模实现较大提升, 财务杠杆水平有所上升但仍保持在合理水平

2019 年末, 公司总资产随业务规模和合并范围的增加实现大幅增长, 期末公司非流动资产占比为 53.64%。公司应收账款为按照月度结算的客商形成的应收账款余额, 受公司业务规模快速扩张影响, 2019 年末公司应收账款大幅增长。2019 年末, 公司固定资产规模大幅增加, 主要系前期在建的办公大厦、中转场及飞行设备等完工转入固定资产所致。2019 年末, 公司按照新会计政策将可供出售金融资产和其他权益工具投资进行重分类, 相应项目金额发生变动。2019 年末公司无形资产大幅增长, 主要来自因非同一控制下企业合并敦豪香港和敦豪北京带来的计入无形资产的客户关系资产增加 20.93 亿元、自行开发软件完工结转 12.88 亿元以及购置 6.43 亿元土地使用权所致。此外, 公司完成对敦豪香港和敦豪北京股权的收购, 形成商誉 28.87 亿元。

表 5: 近年来公司主要资产情况 (亿元、%)

	2017	2018	2019
总资产	612.47	717.65	925.35
货币资金	173.86	161.31	185.21
应收账款	58.07	73.53	120.45
其他流动资产	50.37	30.04	33.00
可供出售金融资产	18.46	34.24	--
其他权益工具投资	--	--	49.34

固定资产	118.96	139.67	189.04
在建工程	23.07	65.09	31.16
无形资产	52.67	66.62	100.08
商誉	0.63	5.90	35.65

资料来源: 公司财务报表, 中诚信国际整理

2019 年末, 公司负债总额较上年末大幅增加, 流动负债占比由上年末的 75.99% 下降至 61.91%。2019 年末, 公司应付外包成本 73.90 亿元, 同比增长 64.25%, 占应付账款的 61.64%。2019 年末, 公司短期借款规模有所下降, 同时, 公司新增长期借款并发行 58.00 亿元可转债, 使得长期债务规模有所上升, 公司短期债务占比大幅下降, 公司债务结构有所改善。得益于公司很强的盈利能力, 2019 年末未分配利润积累较大, 带动公司权益规模实现较大提升。2019 年末, 公司财务杠杆水平有所提升, 但仍保持在合理水平, 随着公司物流资产的持续投入和合并范围的加大, 公司债务规模或将进一步上升, 中诚信国际将对此保持持续关注。

表 6: 近年来公司主要负债、权益及资本结构情况 (亿元、%)

	2017	2018	2019
总负债	283.17	347.01	500.42
短期借款	46.19	85.85	60.53
应付账款	69.07	78.87	119.88
其他应付款	58.27	45.40	47.07
长期借款	27.48	9.98	65.40
应付债券	5.29	64.05	105.98
所有者权益合计	329.30	370.64	424.94
实收资本	44.11	44.19	44.15
资本公积	160.87	162.20	161.24
其他综合收益	2.20	5.27	10.03
未分配利润	114.79	149.60	197.37
总债务	109.54	171.81	262.77
短期债务/总债务	69.89	56.79	34.70
资产负债率	46.23	48.35	54.08
总资本化比率	24.96	31.67	38.21

资料来源: 公司财务报表, 中诚信国际整理

2019 年, 公司经营收现能力仍较好; 对外投资规模加大使得投资活动净现金流缺口增加, 主要由经营和筹资活动弥补; 公司有息债务规模虽增长较大, 但受益于盈利及获现水平的增长, 偿债指标仍保持较好水平

2019 年, 公司经营业务获现能力仍较好, 且随着业务的推进及盈利增长, 公司经营净现金流

较上期大幅上升。同期，公司继续推进物流配套建设以及收购敦豪香港和敦豪北京股权，投资活动现金流缺口继续扩大。2019年，公司对资金需求较大，并通过新增借款、发行可转债等方式来弥补投资活动现金流缺口，公司当期筹资活动现金流入规模扩大。

偿债能力方面，2019年末公司债务规模增长较快，同时盈利水平和营运现金流亦保持较快增长，使得EBITDA对债务本息的覆盖能力虽有削弱，但下降幅度较小，且可对利息形成良好覆盖。得益于公司较强的获现能力，2019年公司经营活动净现金流对债务本息的覆盖能力较上期均有所增强。公司货币资金充足，且短期债务规模有所下降，使得2019年末公司货币资金对短期债务的覆盖能力有所增强。

表 7：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2017	2018	2019
收现比	1.04	1.05	1.03
付现比	0.75	0.78	0.77
经营活动净现金流	63.34	54.58	91.21
投资活动净现金流	-36.30	-94.62	-140.49
筹资活动净现金流	68.13	30.73	73.72
EBITDA	101.30	99.70	128.30
总债务/EBITDA	1.08	1.72	2.05
EBITDA 利息保障倍数	17.77	15.09	13.93
经营活动净现金流/总债务	0.58	0.32	0.35
经营活动净现金流利息覆盖倍数	11.11	8.26	9.90
货币资金/短期债务	2.27	1.65	2.03

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司备用流动性充足，且拥有畅通的股权融资渠道； 公司受限资产占比较小，无对外担保，未决诉讼规模可控，过往债务履约情况较好

截至 2019 年末，共获得银行授信额度 802.15 亿元，其中未使用额度为 591.38 亿元，备用流动性充足；同时，公司为上市公司，资本市场融资渠道较为通畅，财务弹性较好。

截至 2019 年末，公司受限资产合计为 27.46 亿元，占当期末总资产的 2.97%，其中 8.15 亿元受限货币资金为存放中央银行法定准备金及各项保证金。同期末，公司无对外担保。

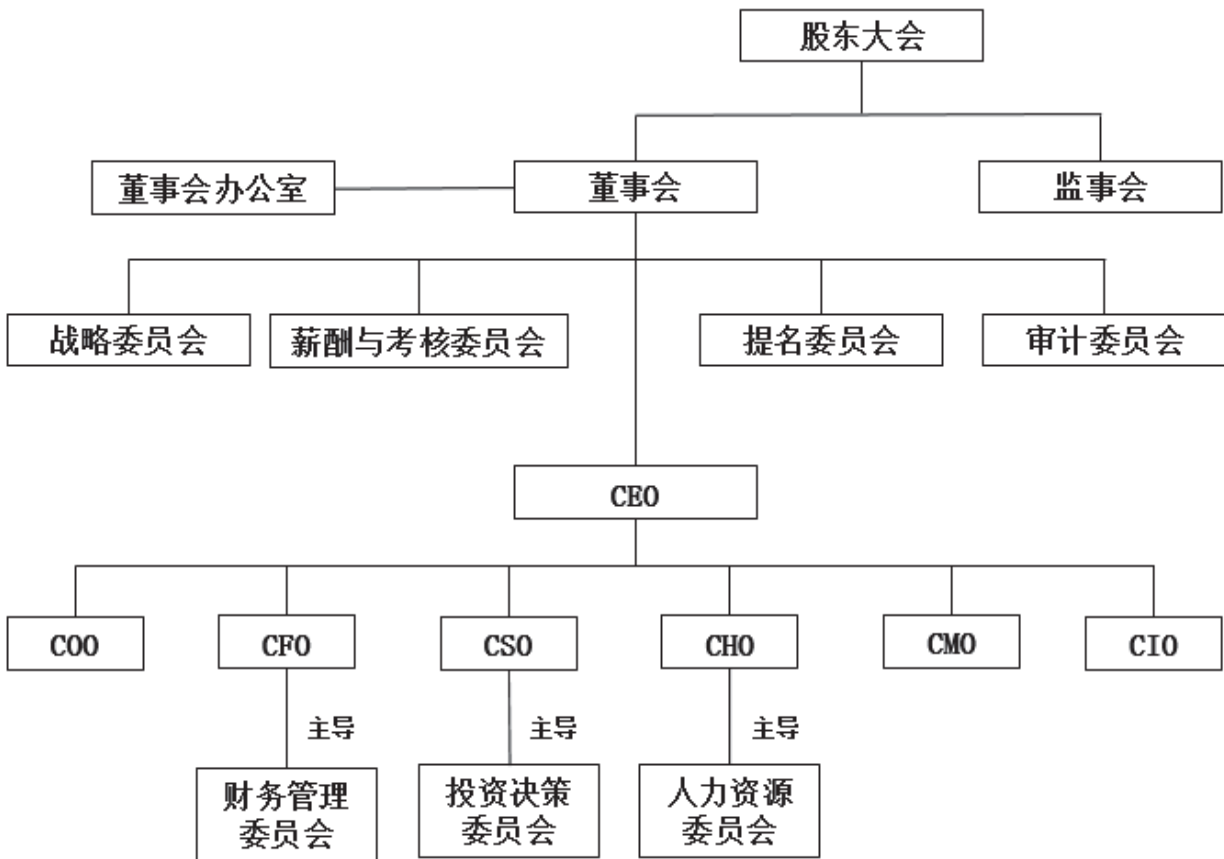
截至 2019 年末，公司及子公司为被告的案件涉案金额为 14,994.67 万元，上述诉讼事项多为独立且单个涉案金额不大的交通事故案件和运输理赔案件，公司已经为运营车辆及运输等经营活动购买商业保险，上述诉讼事项对公司经营影响较为有限。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至 2020 年 5 月 7 日，公司无未结清不良信贷信息，无欠息信息，未出现逾期未偿还银行贷款的情况，未出现已发行债务融资工具到期未偿付情形。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持顺丰控股股份有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“顺丰转债”的债项信用等级为 **AAA**。

附一：顺丰控股股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2019 年末）



资料来源：公司提供

附二：顺丰控股股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据(单位: 万元)	2017	2018	2019
货币资金	1,738,593.22	1,613,112.07	1,852,099.17
应收账款	580,686.13	735,287.77	1,204,454.27
其他应收款	356,459.68	141,441.49	210,220.72
存货	44,635.90	81,805.00	88,165.90
长期投资	245,060.49	562,695.82	763,424.60
在建工程	230,692.04	650,862.82	311,649.06
无形资产	526,733.79	666,209.75	1,000,803.64
总资产	6,124,706.89	7,176,460.15	9,253,538.68
其他应付款	582,667.85	453,967.72	470,715.98
短期债务	765,593.57	975,758.45	911,903.04
长期债务	329,800.47	742,371.66	1,715,790.43
总债务	1,095,394.04	1,718,130.11	2,627,693.47
总负债	2,831,688.46	3,470,074.71	5,004,177.58
费用化利息支出	56,134.62	64,416.73	90,062.03
资本化利息支出	888.63	1,664.33	2,049.10
实收资本	441,101.55	441,876.73	441,458.53
少数股东权益	5,180.54	35,293.16	7,389.72
所有者权益合计	3,293,018.42	3,706,385.44	4,249,361.10
营业总收入	7,127,263.31	9,094,269.42	11,219,339.61
经营性业务利润	528,858.90	478,000.38	643,209.49
投资收益	126,515.94	116,648.60	107,580.34
净利润	475,529.08	446,412.66	562,479.36
EBIT	707,479.13	651,157.40	832,693.14
EBITDA	1,013,036.37	997,013.75	1,283,026.51
销售商品、提供劳务收到的现金	7,381,475.97	9,567,357.17	11,556,398.48
收到其他与经营活动有关的现金	4,940,959.72	5,604,706.33	5,865,295.81
购买商品、接受劳务支付的现金	4,256,381.95	5,827,648.79	7,102,514.67
支付其他与经营活动有关的现金	5,457,653.16	6,550,405.95	6,957,323.81
吸收投资收到的现金	792,044.88	14,090.25	20,371.15
资本支出	565,875.15	1,177,166.14	642,146.00
经营活动产生现金净流量	633,393.25	545,830.05	912,127.35
投资活动产生现金净流量	-363,026.83	-946,203.21	-1,404,871.12
筹资活动产生现金净流量	681,349.03	307,292.17	737,176.15
财务指标	2017	2018	2019
营业毛利率 (%)	20.16	17.92	17.42
期间费用率 (%)	12.69	12.66	12.10
应收类款项/总资产 (%)	15.78	13.01	15.79
收现比 (X)	1.04	1.05	1.03
总资产收益率 (%)	13.18	9.79	10.14
资产负债率 (%)	46.23	48.35	54.08
总资本化比率 (%)	24.96	31.67	38.21
短期债务/总债务 (X)	0.70	0.57	0.35
FFO/总债务 (X)	0.67	0.44	0.37
FFO 利息倍数 (X)	12.78	11.44	10.62
经营活动净现金流利息覆盖倍数 (X)	11.11	8.26	9.90
总债务/EBITDA (X)	1.08	1.72	2.05
EBITDA/短期债务 (X)	1.32	1.02	1.41
货币资金/短期债务 (X)	2.27	1.65	2.03
EBITDA 利息覆盖倍数 (X)	17.77	15.09	13.93

注：中诚信国际分析时将公司计入其他流动负债的有息债务调整至短期债务，将计入长期应付款的有息债务调整至长期债务。

附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	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+所有者权益合计)
	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
	应收类款项/总资产	=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+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
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	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
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	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
偿债能力	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

注：“利息支出、手续费及佣金支出、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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	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 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，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。