



# 信用等级通知书

信评委函字[2018]G182-X号

## 圆通速递股份有限公司：

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“2018年圆通速递股份有限公司可转换公司债券”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AA<sup>+</sup>，评级展望稳定；本次债券的信用等级为AA<sup>+</sup>。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一八年十月十六日

## 2018年圆通速递股份有限公司可转换公司债券信用评级报告

**债券级别** AA<sup>+</sup>  
**主体级别** AA<sup>+</sup>  
**评级展望** 稳定  
**发行主体** 圆通速递股份有限公司  
**发行规模** 不超过人民币 36.50 亿元（含 36.50 亿元）  
**债券期限** 本次可转债期限为发行之日起六年  
**债券利率** 本次可转债的票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平，由公司股东大会授权公司董事局（或由董事局授权的人士）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** 每年付息一次  
**初始转股价格确定** 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、除息等引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易价格按经过相应除权、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。具体初始转股价格由公司股东大会授权公司董事局（或由董事局授权的人士）在本次发行前根据市场状况与保荐机构（主承销商）协商确定

**转股期限** 自本次可转债发行结束之日满六个月后的第一个交易日起至本次可转债到期日止

**资金用途** 扣除发行费用后募集资金净额将用于投资多功能转运及仓储一体化建设项目、转运中心自动化升级项目、航空运能提升项目

### 概况数据

圆通速递	2015	2016	2017
所有者权益（亿元）	34.31	82.05	93.63
总资产（亿元）	62.03	111.68	141.43
总债务（亿元）	0.77	0.00	6.68
营业总收入（亿元）	120.96	168.18	199.82
营业毛利率（%）	13.67	13.56	11.73
EBITDA（亿元）	12.40	20.84	22.42
所有者权益收益率（%）	21.91	16.72	15.45
资产负债率（%）	44.68	26.53	33.80
总债务/EBITDA（X）	0.06	0.00	0.30
EBITDA 利息倍数（X）	117.96	3,914.49	177.65

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；  
 2、中诚信证评在计算时，将长期应付款中的融资租赁保证金纳入长期债务计算范围中。

### 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“2018年圆通速递股份有限公司可转换公司债券”的信用级别为 AA<sup>+</sup>，该级别反映了本次债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。

中诚信证评评定圆通速递股份有限公司（以下简称“圆通速递”或“公司”）主体信用等级为 AA<sup>+</sup>，评级展望稳定。该级别反映了圆通速递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。中诚信证评肯定了公司快递网络覆盖面广、自有航空资源优势、品牌知名度高、业务规模稳步增长等因素对公司信用质量的支持。同时，中诚信证评也关注到终端加盟模式存在一定管理风险、公司毛利率逐年下滑、终端用户行业集中高等因素对公司信用水平可能产生的影响。

### 正面

- 快递网络覆盖面广。公司采用枢纽转运中心自营化和终端加盟网络扁平化的运营模式，截至 2017 年末，在全国拥有自营枢纽转运中心 64 个，加盟商 3,000 家，地级以上城市基本实现全覆盖，县级以上城市覆盖率达 96.52%。在完善国内快递网络建设的同时，公司通过收购先达国际物流控股有限公司（以下简称“先达国际物流”）控股权等方式加快国际化布局，海外业务发展预期较好。
- 自有航空资源优势。公司是国内仅有的两家拥有自有航空公司的民营快递企业之一，截至 2017 年末，公司拥有自有飞机 10 架，已实际投入运营 8 架。自有航空资源有助于公司提升服务时效性和开拓高附加值业务，形成差异化竞争优势。
- 品牌知名度高，业务规模稳步增长。凭借高效、低价的性价比优势，“圆通”品牌在国内形成了较高的知名度和客户认可度；同时在网购市场

## 分析师

梅楚霖 clmei@ccxr.com.cn

徐璐 lxu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018年10月16日

的快速发展带动下，2015~2017年公司快递业务完成量和快递服务收入年均复合增长率分别达29.24%和26.76%，并购先达国际物流为后期业务规模的增长奠定了一定基础。

- 获现能力很强，对债务本息形成有力保障。2015~2017年公司EBITDA分别为12.40亿元、20.84亿元和22.42亿元；同期，经营活动净现金流分别为17.37亿元、18.79亿元和15.56亿元。另外，公司总债务规模小，2017年末仅为6.68亿元，同期EBITDA利息保障倍数达177.65倍，良好的获现能力对其债务本息偿还提供了有力保障。

## 关注

- 终端加盟模式下的管理风险。公司揽收、派送环节工作主要由加盟商承担，目前加盟商数量较多且分散，若区域内部分加盟商与公司合作关系发生异常变动，短期或对公司局部地域服务的开展造成不利影响。
- 毛利率逐年下降。当前及未来一段时期内快递行业仍将属于劳动密集型行业，近年劳动力成本上涨和快递价格下降等多重因素叠加导致公司初始获利水平逐年缩窄，2015~2017年公司主营业务毛利率分别为13.42%、12.94%和10.93%。未来电商快件市场竞争将更趋激烈，且人工和燃料等成本较难压缩，中诚信证评将持续关注公司盈利状况。
- 终端用户结构较为集中所面临的潜在波动风险。公司快递的终端用户主要为电子商务用户，行业集中度较高，若未来电子商务行业增速继续放缓，公司业务将面临一定潜在波动风险。

## 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 and 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

圆通速递股份有限公司（以下简称“圆通速递”或“公司”）原名为大连大杨创世股份有限公司（以下简称“大杨创世”），大杨创世前身系大杨企业集团股份有限公司，是经大连市股份制改革试点领导小组办公室《关于成立大连大杨服装（集团公司）股份有限公司的批复》（大股办发[1992]5号）批准，由大连大杨服装集团公司（后更名为大杨企业集团）、大杨集团有限责任公司（以下简称“大杨集团”）于1992年发起设立的股份公司，初始注册资本0.43亿元。2000年4月，大杨创世经中国证监会监发行字[2000]44号文批准，在上海证券交易所公开发行3,500万股社会公众股，同年6月上市交易。本次发行后，大杨创世总股本变更为11,000万股。2002年和2016年4月，大杨创世先后实施资本公积金转增股本，总股本先后变更为16,500万股和33,000万股，其中2016年转增后的股权结构为大杨集团持股13,200万股，其他股东持有19,800万股。

大杨创世于2015年年度股东大会审议通过了《关于本次重大资产出售及发行股份购买资产并募集配套资金方案的议案》等相关议案，同意将其全部资产与负债出售给上海圆通蛟龙投资发展（集团）有限公司（以下简称“蛟龙集团”）和上海云锋创新创业股权投资中心（有限合伙），并以公开发行股票方式向蛟龙集团等9名圆通速递有限公司（以下简称“圆通有限”）股东购买其持有的圆通有限100%股权。2016年3月，大杨创世与蛟龙集团等签订了《盈利预测补偿协议》，圆通有限股东承诺2016~2018年拟实现的归属于母公司扣非净利润数分别为不低于110,010万元、133,290万元和155,250万元。2016年9月，大杨创世获得中国证监会核准本次重大资产的批复。同月，大杨创世完成上述重大资产重组事项，合计向蛟龙集团等9名圆通速递有限公司股东发行股份22.67亿股，同时公开发行股票2.24亿股，募集资金总额23.00亿元，至此总股本变更为28.21亿股。2016年10月17日，大杨创世完成公司名称、注册资本及经营范围等事项的

工商变更登记手续，公司名称变更为圆通速递股份有限公司，2016年10月20日起，证券简称由“大杨创世”变更为“圆通速递”。另外，根据立信会计师事务所（特殊普通合伙）出具的《圆通速递股份有限公司重大资产重组业绩承诺实现情况专项审核报告》，公司上述重组交易中置入资产2016~2017年实现的归属于母公司的扣非净利润分别为13.09亿元、13.62亿元，累计业绩承诺完成率109.79%。

截至2017年12月末，公司总股本为28.25亿股，大股东蛟龙集团持有14.44亿股，持股比例为51.11%。自然人喻会蛟和张小娟分别持有蛟龙集团51.00%和49.00%股权，公司实际控制人为喻会蛟和张小娟夫妇。

公司是国内领先的综合性快递物流运营商，以快递服务为核心，围绕客户需求，提供代收货款、仓配一体等物流延伸服务。近年来，公司以自营的枢纽转运中心和扁平的终端加盟网络为基础，积极拓展终端网点、优化网络建设，不断扩大网络覆盖广度和密度、提高时效水平和服务质量，为客户提供最具性价比的快递服务。

截至2017年12月末，公司资产总额141.43亿元，所有者权益93.63亿元，资产负债率33.80%；2017年，公司实现营业总收入199.82亿元，净利润14.47亿元，经营活动净现金流为15.56亿元。

### 本次债券概况

表1：本次债券概况

债券概况	
发行主体	圆通速递股份有限公司
债券名称	2018年圆通速递股份有限公司可转换公司债券
发行规模	不超过人民币36.50亿元（含36.50亿元）
债券期限	发行之日起六年
票面金额和发行价格	每张面值100元人民币，按面值发行
债券利率	本次可转债的票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平，由公司股东大会授权公司董事局（或由董事局授权的人士）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	每年付息一次
转股期限	自本次可转债发行结束之日满六个月后的第一个交易日起至本次可转债到期日止
初始转股价格的确定	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发生因除权、除息等引起股价调整

的情形，则对调整前交易日的交易价格按经过相应除权、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。具体初始转股价格由公司股东大会授权公司董事局（或由董事局授权的人士）在本次发行前根据市场状况与保荐机构（主承销商）协商确定

赎回条款

1、到期赎回条款：在本次可转债期满后五个交易日内，公司将以本次可转债的票面面值上浮一定比例（含最后一期年度利息）的价格向本次可转债持有人赎回全部未转股的本次可转债。具体上浮比率由股东大会授权董事局（或由董事局授权人士）在本次发行前根据市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定。

2、有条件赎回条款：本次可转债转股期内，如果下述两种情形的任意一种出现时，公司有权按照本次可转债面值加当期应计利息价格赎回全部或部分未转股的本次可转债：（1）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%）；（2）当本次可转债未转股余额不足人民币3,000万元时

回售条款

1、附加回售条款：若本次可转债募集资金运用的实施情况与公司在募集说明书中的承诺相比出现重大变化，且该变化被中国证监会认定为改变募集资金用途的，本次可转债持有人享有一次以面值加上当期应计利息的价格向公司回售其持有的部分或者全部本次可转债的权利。在上述情形下，本次可转债持有人可以在公司公告后的回售申报期内进行回售，本次回售申报期内不实施回售的，自动丧失该回售权。

2、有条件回售条款：在本次可转债最后两个计息年度内，如果公司股票收盘价在任何连续三十个交易日低于当期转股价格的70%时，本次可转债持有人有权将其持有的本次可转债全部或部分以面值加上当期应计利息回售给公司。若在上述交易日内发生过转股价格因发生派送股票股利、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转债转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况而调整的情形，则在调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况，则上述“连续三十个交易日”须从转股价格调整之后的第一个交易日起按修正后的转股价格重新计算

募集资金用途

扣除发行费用后募集资金净额将用于投资多功能转运及仓储一体化建设项目、转运中心自动化升级项目、航空运能提升项目

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

## 行业分析

### 快递行业

根据《国民经济行业分类》（GB/T4754-2011），快递行业属于“快递邮政业”的子行业“快递服务”，是指“在承诺的时限内快速完成的寄递活动”。寄递，

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我国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，中邮速递在相当长的一段时间保持了50%以上的市场份额；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，顺丰速运和申通快递成立，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，从主要品牌来看，目前，“圆通”、“顺丰”、“韵达”、“申通”、“中通”和“百世”六大快递品牌在我国占据重要地位，市场份额超过60%。国际业务市场方面，国际四大快递企业在我国均建立起与其全球网络相连的本地网络，并占据了我国国际快递服务市场大部分市场份额。

我国快递总量中约有60%~70%为电商包裹，2010年以来国内网购交易规模的持续增长为快递行业带来了巨大的增长空间。2010~2017年，我国网络购物市场规模由0.80万亿元增长至6.1万亿元

元，年均复合增长率 42.55%；网络购物市场规模占社会消费品零售总额的比重由 2010 年的 3.25% 增至 2017 年的 16.65%。但中诚信证评亦注意到，2015 年以来，我国网络购物市场交易规模增速呈放缓趋势，未来网络购物市场将趋于规范化和理性化发展，发展增速更趋平稳。

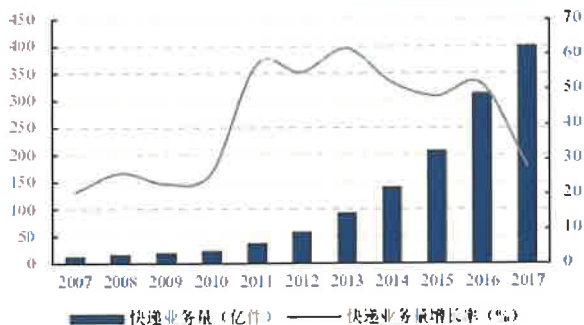
图 1：2010~2017 年我国网络购物市场交易规模



资料来源：国家邮政局，中诚信证评整理

在电子商务行业爆发式增长的背景下，快递行业作为我国新兴行业，保持高速发展趋势。根据国家邮政局统计数据，2012~2016 年，我国规模以上快递企业的快递业务量的年均复合增长率达 53.12%，快递业务收入的年均复合增长率为 39.31%。2016 年，我国快递服务企业业务量累计完成 312.8 亿件，同比增长 51.4%，日均快递处理量超过 8,500 万件；业务收入累计完成 3,974.4 亿元，同比增长 43.5%。但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，2017 年以来的快递业务量和收入增速均明显放缓。2017 年我国规模以上快递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%，增速较上年同期减少 18.8 个百分点。

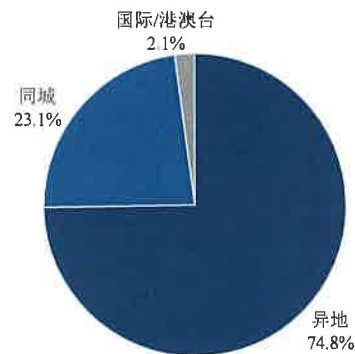
图 2：2007~2017 年我国规模以上快递企业业务量及增速



资料来源：国家邮政局，中诚信证评整理

市场结构方面，我国的快递行业以异地件为主，近年来异地件业务量所占比重维持在 70% 以上，且 2017 年占比较上年增加 0.5 个百分点至 78.4%；同城件所占比重在 2015 年之前呈上升趋势，2016 年和 2017 年均小幅下滑，2017 年比重小幅下降 0.6 个百分点至 23.1%；国际/港澳台快递业务量规模较小，2017 年占 10.7%。

图 3：2017 年我国快递行业业务量构成



资料来源：国家邮政局，中诚信证评整理

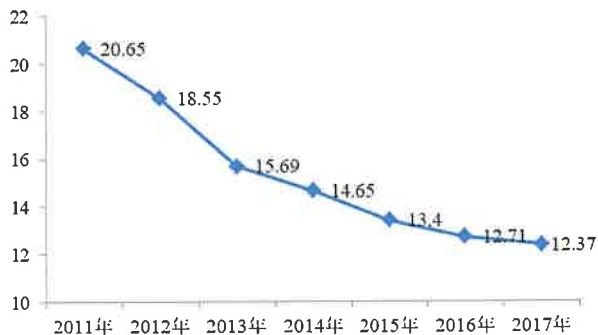
从区域结构来看，快递业务量与区域经济的发达程度、商贸的活跃程度以及交通设施的便捷程度等因素有关。我国快递行业区域结构相对稳定，但发展不平衡的情况较为明显。具体来看，2011~2017 年，东部地区快递业务量占全国的 80% 左右，中部地区略高于 10%，西部地区低于 10%。东、中、西部地区发展不平衡的情况依然存在，但随着政策的扶持以及“向西、向下”发展加速，未来区域不平衡状况将逐步得到改善。

价格方面，受电商快递准入门槛低，大量快递企业通过压低价格的方式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。2011~2017 年，行业平均快递单价由 20.65 元/件持续下滑至 12.37 元/件，累计下降幅度达 40.10%。目前快递服务价格已贴近成本水平，未来继续下降空间较为有限，缺乏核心竞争力的中小型快递企业将面临更大的生存压力，而龙头快递企业将凭借服务质量和成本管控方面的优势保持一定的盈利能力。另值得注意的是，随着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，尽管部分快递企业采取调降对加盟商的面单费和中转费等方式，但缓解幅度有限。2017 年春节，一些快递品牌加盟商出现

快件积压、人员流失或网点倒闭等问题，阻碍了快递网络的正常运转，也对品牌形象造成了不利影响。

图 4：2011~2017 年我国快递行业业务平均单价

单位：元/件



资料来源：公司定期报告，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，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，公司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、扩张速度快以及具备价格优势；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；其他民营快递公司以加盟模式为主。在行业发展初期，伴随着网络购物市场的高速增长，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，其业务主要定位于低端市场，产品同质化严重，利润率呈下降的态势。随着市场的逐渐成熟，服务质量将代替价格成为企业竞争力的重要部分，未来加盟模式的快递公司或将面临转型。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，未来随着居民消费水平的提升，将面临较好的发展前景。

行业竞争方面，随着快递行业的高速发展，国内快递从业主体增多，企业间竞争程度日益激烈。

根据国家邮政局的数据，排名前 8 的快递服务品牌集中度指数（CR8）由 2011 年的 82.0 下降至 2017 年的 78.7。从国外成熟的市场来看，美国、日本快递行业的 CR3 指数分别为 91 和 94，与之相比，目前我国快递市场份额相对较为分散。

行业未来发展方面，我国居民的网络购物消费习惯已逐渐形成并深化，中短期内仍可对快递行业的增长形成积极支撑作用。与此同时，近年我国跨境电商发展迅速，2010~2015 年，跨境电商交易规模保持 30%~40% 的增速；2016~2017 年跨境电商交易规模分别为 6.3 万亿元和 7.6 万亿元，同比分别增长 23.5% 和 20.63%。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 9.0 万亿元。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。

### 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。



表 2：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。

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。

## 行业关注

随着快递行业的竞争加剧，快递单价持续下滑，近年来行业兼并重组日趋活跃；2015 年以来，行业领先的快递公司纷纷上市，拟通过资本市场募资来提升网络能力、设备自动化和信息化水平，行业集中度水平或将得以提升

快递行业以中低端的电商快递为主，进入壁垒较低，我国的快递行业以小企业居多，竞争主要集中在价格方面，近年来快递单价持续下滑。由于快递行业具有规模效应，并购是具有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。

表 3: 近年来我国快递行业并购案例

时间	案例
2010 年	海航并购天天快递
2010 年	百世物流并购汇通快递
2010 年	阿里集团并购星辰急便
2013 年	联想增益供应链并购全日通快递、飞康达和 D 速快递并更名为增益快递
2014 年	西安世合集团并购汇强快递
2014 年	全峰快递收购亚风快递
2014 年	天地华宇并购凡客诚品旗下如风达快递
2017 年	苏宁物流收购天天快递
2017 年	青旅物流收购全峰快递

资料来源: 公开资料, 中诚信证评整理

在快递行业增速放缓的背景下, 快递企业需要借助资本以完成向重资产型企业和综合物流服务商的转变。近年来快递公司纷纷启动私募融资, 2015 年以来, 行业领先的快递公司纷纷通过借壳等方式登陆资本市场, 以期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, 未来行业集中度或将不断提升。

表 4: 2015 年以来快递公司上市情况

快递公司	上市途径	上市后募集/拟募集资金用途
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
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
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。2018 年 1 月获得证监会核准其非公开发行股票, 募集资金将用于智能仓配一体化运转中心项目建设、转运中心自动化升级项目、快递网络运能提升项目、供应链智能信息化系统建设项目
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

## 竞争优势

### 快递网络覆盖面广

公司采用枢纽转运中心自营化和终端加盟网络扁平化的运营模式, 该模式不仅保证了公司对整体快递服务网络的管控和协调, 亦有助于其利用较少资金实现整体业务的快速扩张, 提升市场份额。

目前, 公司以高效管控的枢纽转运中心为核心, 通过完善的运输网络实现快递在转运中心间的集中快速中转, 并依托扁平化的加盟商及终端网络进行快递服务“最后一公里”的揽收与派送, 总体形成了覆盖全面、高效稳定的快递服务网络。

在国内网络建设方面, 截至 2017 年末, 公司在全国范围拥有自营枢纽转运中心 64 个, 加盟商 3,000 家, 快递服务覆盖全国 31 个省、自治区和直辖市, 地级以上城市已基本实现全覆盖; 同时, 为响应国家《快递“向下”、“向西”》的政策, 公司努力“向下”方面拓深业务范围, 年末县级以上城市覆盖率已达 96.52%, 较去年同期提升 0.42 个百分点。在海外网络布局方面, 公司积极打造通达全球的服务网络。2017 年 11 月 3 日, 公司完成了对港股上市公司——先达国际物流控股有限公司 (以下简称“先达国际物流”, 主要从事国际物流货物运输代理) 61.75% 的股权收购。先达国际物流在全球 17 个国家和地区设有子公司, 拥有自建站点 52 个, 国际航线 2,000 余条, 业务范围覆盖超过 150 个国家, 排名全球上市海空运货物运输代理公司前列。未来, 公司将借助先达国际物流成熟的全球化网络资源, 积极打造极具性价比的跨境物流全链路产品与服务, 着力成为全球领先的综合性快递物流运营商和供应链集成商。

### 拥有以自有航空运输为亮点的多式联运体系

公司构建了通达全国的汽运、航空和铁路三位一体的多式联运体系, 其中稀缺的自有航空资源是其区别于申通、中通、百世和韵达等主要竞争对手的核心竞争力之一。2015 年 10 月, 公司下属杭州圆通货运航空有限公司 (以下简称“圆通航空”) 正式开航运营, 公司成为继顺丰快递后, 国内第二家 (也是仅有的两家) 拥有自有航空运输网络的民营快递企业。截至 2017 年末, 公司拥有自有飞机 10

架,已实际投入运营8架。自有机队的建立对提升公司产品时效性、提升快递服务质量、开拓高附加值产品和加快实现国际化快递业务布局奠定了良好基础。

## 业务运营

公司是国内领先的综合性快递物流运营商,以快递服务为核心,同时向客户提供代收货款、仓配一体等物流延伸服务。近年来,随着网络购物市场

规模的持续增长,公司以电商包裹为主的快递业务量快速增加,并带动整体营业收入规模的稳步扩大,2015~2017年公司营业收入分别为120.96亿元、168.18亿元和199.82亿元,年均复合增长率为28.53%。2017年11月,公司完成了对先达国际物流61.75%的股权收购,将其纳入合并报表范围,由此新增货代服务业务,为公司后期发展国际物流奠定了一定基础。

表5: 2015~2017年公司主营业务收入构成

单位: 亿元、%

行业	项目	2015			2016			2017		
		金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
快递行业	快递产品	115.90	98.66	13.33	162.14	99.14	12.63	186.21	95.75	10.52
	增值服务	0.83	0.71	53.99	0.80	0.49	42.57	0.74	0.38	47.45
	仓储服务	-	-	-	-	-	-	0.02	0.01	32.21
	其他	0.74	0.63	-16.97	0.61	0.37	57.60	0.74	0.38	34.92
货代行业	货代服务	-	-	-	-	-	-	6.69	3.44	14.75
其他行业	其他	-	-	-	-	-	-	0.06	0.03	99.68
合计		117.47	100.00	13.42	163.54	100.00	12.95	194.47	100.00	10.93

注: 1.增值服务收入包括为客户提供代收货款、到付件等增值服务产生的手续费收入;

2.其他收入主要包括加盟商培训费、呼叫中心服务费等。

数据来源: 公司提供, 中诚信证评整理

## 快递业务

快递业务是公司最核心的业务板块,凭借“高效”、“低价”的高性价比优势,“圆通”品牌在国内形成了较高的知名度和客户认可度,并助推其业务规模稳步扩张,2015~2017年,公司快递产品收入分别为115.90亿元、162.14亿元和186.21亿元,年均复合增长率为26.76%。按产品分,公司快递业务主要分为国内时效产品和国际快递产品,2017年两者收入占主营业务收入比重分别为95.16%和0.60%。按收入结构类型分,公司快递产品可分为中转服务收入、派送收入和面单收入三大类,2017年三者收入占主营业务收入比重分别为36.68%、36.45%和22.63%。

### 1、快递服务流程及模式

公司快递业务采用枢纽转运中心自营化和终端加盟网络扁平化的运营模式,通过掌控重点转运中心等网络核心资源以及有效调动加盟网络的资金和人力资源,将快递服务网络末端延伸至全国各

地。公司快递服务流程主要包括快件揽收(加盟商承担)、快件中转(主要由公司自营枢纽转运中心体系承担)、干线运输(由公司承担)、快件派送(加盟商承担)四个环节。在快递流转过程中,加盟商主要按照预付保证金模式与公司进行资金结算,即加盟商在快递业务发生前向公司开发的“金刚系统”中存入规模不等的保证金,待快递业务发生期间,公司按节点从加盟商的预存账户中扣除相应的款项,并计入预收账款,最后在快递服务流程结束后确认收入。

具体来看,在开展业务前,揽件加盟商预先向公司申购快递面单,公司确认快递面单申领需求后,在揽件加盟商的资金预存账户中扣减面单费和未来要由公司转付给派件加盟商的派送费,面单费和派送费均按照统一收费标准按票计价收取。上述环节扣减的款项计入预收账款核算,待快递服务完成后确认面单收入和派送收入。在快件揽收环节,揽件加盟商通过上门揽件、门店收取等方式进行快件揽收,并向寄件方收取快递费用。快件揽收完成

后，揽件加盟商将揽收的快件进行初步分拣、建包后运送至始发地转运中心，再由公司自营的始发地转运中心通过汽运、航空或铁路干线运输等方式运送至目的地转运中心，并在快递服务完成时向揽件加盟商收取快件中转费用。公司中转费标准根据快件的转运线路、时效性要求和重量等不同进行分别计价，且会根据加盟商所在区域的市场竞争、业务规模、交通基础设施等客观情况对中转费标准进行合理调整。最后，快件抵达目的地转运中心，目的地转运中心对进港快件进行拆包，并根据不同的加盟商派送区域进行分拣，最终由负责该派送区域的加盟商至目的地转运中心接收快件，待快递流转至终端网点后，由快递员将快件送达至收件人。加盟商从接收快件到终端网点发生的各项中转费用归集至网点中转费支出进行核算，由公司在服务完成时与中转加盟商进行结算。另外，由于我国现阶段城乡二元结构、区域经济发展不均衡，加盟商所处经营区域的区位因素存在一定差异，不同加盟商所处发展阶段及面临的竞争环境亦不尽相同，为平衡全网利益，公司制定了严格的加盟商补贴考核和发放机制，在服务结束后按机制给予部分加盟商发放一定程度的补贴款。

在上述整个服务流程中，加盟商承担着快递的揽收、派送等工作，加盟商下的终端网点及快递员构成了服务体系中最末端的网络体系，承担了快递服务“最后一公里”的职责，实现“门到门”的服务。公司承担着为加盟商提供快件运输中转、标准化制度建设、客户服务、安全管理、流程管理、信息技术、资金结算、员工培训、广告宣传及推广支持等综合服务，并授权其在日常运营中使用圆通速递的商标和企业 VI。

## 2、快递网络

对快递公司而言，快递网络覆盖率直接影响其快递服务的开展范围和服务能力。公司的快递网络主要由终端门店和中转场等组成。从终端门店和中转场建设情况来看，截至 2017 年末，公司在全国范围拥有自营枢纽转运中心 64 个，加盟商 3,000 家，快递服务网络覆盖全国 31 个省、自治区和直辖市，地级以上城市已基本实现全覆盖，年末县级以上城

市覆盖率达到 96.52%，较去年同期提升 0.42 个百分点，整体处于国内快递行业前列。公司门店网络主要由加盟商建设并运营，此外还包括圆通驿站、店中店和代办点等灵活多样的末端网络形式。

表 6：2015~2017 年末公司快递网络情况

	单位：个		
	2015	2016	2017
自营枢纽转运中心	60	62	64
加盟商	2,610	2,593	3,000

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司向加盟商收取加盟费用，该加盟费包括向加盟商提供信息系统等信息化服务所收取的网络资源使用费和圆通商标使用权费，其中前者在加盟商加盟时一次性收取；商标使用费按月收取，具体收取标准根据加盟时公司对加盟商地理位置、综合实力等因素的考察结果进行核定，最高不超过 300 元/月。公司快递网络中的加盟商总体呈现数量多、单一主体业务覆盖范围小等特点，存在一定管理难度，若区域内部分加盟商发生服务质量差、与公司合作关系发生异常变动等意外状况，或会对公司品牌形象及局部地域服务的开展造成不利影响。为加强监管，公司对加盟商设置了相应的准入门槛，同时在日常经营中加强培训，并通过自有的信息化平台对加盟商进行日常监控和考核。对于考核不达标的，公司采取预警、强制培训整改、调整经营区域和终止合作等方式倒逼加盟商提升运营质量。得益于较为严格的管控措施，近年客户投诉情况有所改善，2015~2017 年公司每年的月均有效申诉率分别为百万分之 13.96、百万分之 8.04 和百万分之 5.72。

## 3、运输网络

公司快递服务网络以高效管控的枢纽转运中心为骨干，通过通达全国的汽运、航空和铁路运输网络实现快递在转运中心间的集中快速中转，目前以汽运为主，航空和铁路为辅。

汽运服务方面，公司汽运服务主要由自有车辆运输和承运商运输两种方式构成。截至 2016 年末，公司汽运网络全网运输车辆超过 36,000 辆（含加盟商揽派车辆），陆路运输干线合计 3,475 条。具体来看，前期为加快运能网络铺设，公司干线车辆运输以承运商运输为主，主要采取招标方式选聘第三方

承运单位，按照承运商的车辆级别、行驶里程数、运输时效、运输安全等指标进行考核，最终采用车型及距离等级累进方式计算汽运服务费，并根据合同约定周期统一结算。近年来，与公司开展广泛合作的货运服务公司有马鞍山则一物流有限公司、广州志鸿物流有限公司、深圳市海天信诚货物运输有限公司、北京福瑞达物流有限公司、上海常丰物流有限公司等，合作时间较长，在业务旺季时能够有效保障公司的运力需求。但外部车辆进行干线运输存在服务质量不能完全有效控制、成本相对较高等缺点，未来公司将加大自有车辆投放量，以优化运能结构。

航空运输方面，国内快递公司普遍通过向航空公司采购货运包机服务和客运飞机货物包量服务来实现快递的航空运输需求。货运包机服务方面，公司曾与扬子江快运航空有限公司开展全货机租赁合作，并签署了包机协议，2017年开始公司主要通过自有圆通航空开展全货机运输业务；客运飞机货物包量服务方面，公司通过向航空公司直接采购或向航空代理公司间接采购两种方式实现，目前合作的航空货运代理公司有中国国际货运航空有限公司、厦门市冠航货运代理有限公司、温州金雁航空货运有限公司等。

由于外部货运包机或客运飞机腹舱搭建的外部航空网络严重依赖于外部航运资源，缺乏独立性和灵活性，衔接效率也相对较低，制约了快递服务的时效性。为满足高端快递产品的时效性的需求，公司建立了自有航空运输网络。公司于2014年9月成立了全资子公司圆通航空，2015年10月圆通航空正式开航运营，成为国内仅有的两家拥有自有航空公司的民营快递企业之一。截至2017年末，公司拥有自有飞机10架，已实际投入运营的飞机8架，年内新增广州-天津、无锡-广州、无锡-天津、银川-西安-吐鲁番-银川等多条远程和地区航线。自有机队的投入运营以及中远程航线的深入开拓有助于公司快递服务网络的进一步完善、服务时效水平的提升以及海外市场拓展进程的加快。未来，公司将持续巩固和提升自有航空运能网络，为从电商市场为主向高端商务市场、国际市场转型升级奠定基础。

表 7：2015-2017 年末公司航空运输资源情况

	2015	2016	2017
自有飞机（架）	2	4	10
租赁飞机（架）	1	1	0

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

除上述主要的两类运输方式外，公司还积极开展多式联运。如与铁路运输公司合作，利用部分线路的高铁、动车组列车进行快件运输，以此拓展自身干线运输能力，加强和丰富运能体系建设，进一步提高快件时效水平，提升综合物流能力。

#### 4、业务实现情况

随着快递市场规模不断扩大以及自身快递网络和运输网络的健全，公司快递业务量呈逐年增长趋势，2015年快递完成量为30.32亿件，2017年为50.64亿件，年均复合增长率为29.24%。尽管快递市场竞争加剧导致公司市场占有率有所下降，2015~2017年占比分别为14.67%、13.83%和12.64%，但与同行业企业相比，公司市场占有率仍处于快递行业前列。

表 8：2015-2017 年国内主要快递公司市场占有率情况

单位：%

	2015	2016	2017
圆通速递	14.67	13.83	12.64
申通	12.44	10.42	-
韵达	10.50	10.26	-
顺丰	8.23	8.25	7.62
中通	14.27	14.38	15.53

资料来源：公开市场，中诚信证评整理

表 9：2015-2017 年公司快递单票情况

	2015	2016	2017
单票收入（元/票）	3.82	3.75	3.68
单票毛利（元）	0.51	0.47	0.39
单票毛利率（%）	13.35	12.53	10.60

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司快递业务覆盖面广，目前按收入金额排名前三的区域分别为华东、华南和华北。公司运营的快件中70%以上属于电子商务件，且以经济型快件为主，终端用户行业集中度较高，未来电商市场增速的放缓将使公司业务面临一定潜在波动风险。另外，经济型快件的业务附加值相对高端电商件、商务快件等偏低，且价格敏感度高，近年在劳动力和燃料等成本上涨情况下，快递企业频频采取降价竞

争方式获取市场份额，导致公司等以电商件为主的快递企业及其加盟商盈利空间被逐步压缩。为支持加盟业务发展，适应市场竞争形势，2017年公司基于市场化原则对中转费标准进行了一定幅度下调，同时对加盟商加大了补贴力度，2015~2017年其单票中转费分别为1.46元、1.56元和1.41元，最终导致单票毛利率呈逐年下降趋势。为改善产品结构，公司正在积极布局港澳台及海外业务市场，近年国际时效产品业务量快递明显增加，2016~2017年实现收入分别为0.60亿元和1.16亿元。未来，海外市场的持续深入拓展或将助力公司盈利能力的提升。

## 5、采购

公司日常经营的主要采购内容包括航空和陆路运输服务、面单物料和印刷服务、转运中心建设及设备购置、信息系统软件及业务咨询采购、燃料成品油采购、劳务外包采购、办公设备及用品采购等。公司主要通过招投标和三方询价的方式选择供应商：对于采购金额大于50万元、根据国家相关法律要求或者管理层认为需要进行招投标的采购项目，采用招投标方式确定供应商；对于采购金额小于50万元的采购项目，采用三方询价方式确定合适的供应商。对于现有合格供应商无法提供拟采购物品的情况，则一般从市场中选择三家以上供应商，通过询价议价方式进行采购。近年，公司向前五供应商采购金额占营业成本的比重较低，供应商较为分散。2015~2017年，公司向前五供应商采购比重分别为6.06%、5.55%和6.50%。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。

## 货代服务

2017年5月，公司与港股上市公司（证券代码“06123”）先达国际物流股东签订《股份买卖协议》，约定以10.41亿港元收购先达国际物流255,820,000股股份，占先达国际物流全部已发行股份的61.87%。2017年11月，公司完成对先达国际物流的控股权收购事项，合计持有先达国际61.75%的股

权（期间先达国际物流806,000份认股期权行权使其总股本增加至414,270,000股）。截至2017年末，先达国际物流总股本为4,142.70万股，公司对其持股比例为76.21%（前述收购触发无条件强制性现金要约，要约截止后公司作为要约方持股比例上升14.46%）。2018年3月，先达国际物流更名为圆通速递（国际）控股有限公司。

先达国际物流成立于2013年3月，2014年7月于香港联交所上市，主要从事空运及海运货运代理业务，并提供配套及合约物流服务（包括仓储、配送及清关）等。经过多年发展，先达国际物流已形成完善的国际网络布局，其在全球17个国家和地区设有子公司，拥有自建站点52个，国际航线2,000余条，业务范围覆盖超过150个国家，排名全球上市海空运货物运输代理公司前列。由于货代业务受宏观经济影响较大，近年空海运舱位供应过剩导致行业内价格竞争激烈，2015~2016年先达国际物流营业收入呈下滑趋势，分别为32.24亿港元和28.67亿港元，同期净利润分别为0.52亿港元和0.06亿港元。2017年，得益于美国整体需求上升、欧洲市场复苏以及跨境小型包裹付运业务需求增加，先达国际物流营业收入同比增长28.01%至36.71亿港元，净利润较上年增加0.95亿港元至1.01亿港元。截至2017年末，先达国际物流总资产为12.37亿港元，所有者权益5.54亿港元，资产负债率44.75%。从短期看，先达国际物流对公司的业绩贡献较为有限，但先达国际物流拥有较为成熟的全球化服务网络、全球航线订舱和关务、运输、仓储资源及跨境小包裹优势，对于公司发展国际物流业务、促进国际化进程具有积极的战略意义。

## 公司治理

### 治理结构

公司按照《中华人民共和国公司法》、《证券法》等法律法规的要求，设立了股东会、董事局和监事会，同时设定了相应的议事规则及工作细则。股东大会是公司的权力机构，严格按照《公司章程》和《股东大会议事规则》等相关规定定期召集、召开年度股东大会和临时股东大会，确保全体股东能够充分行使权利，并享受合法权益。公司董事局严

格按照《公司章程》和《董事局议事规则》等相关规定进行，对股东大会负责。公司董事局由9名董事组成，设独立董事3人，董事全部由股东会选举产生，每届任期三年，可连选连任。公司董事局按照股东大会的有关决议，设立战略、审计、薪酬与考核、提名委员会。公司监事会由三名监事组成，包括一名职工代表监事，每届任期三年，可连选连任。公司监事会向股东大会负责，主要监督日常经营活动以及对董事、高级管理人员履职情况，对违反法律、章程的行为予以纠正。公司高级管理人员包括总裁、副总裁、董事局秘书和财务负责人，其中总裁对董事局负责，行使主持公司的生产经营管理、组织实施年度经营计划和投资方案、拟定管理制度和制定具体规章等职责。

### 内部管理

公司设有国内事业部、航空事业部、海外事业部、工程管理中心、采购管理中心、财务管理中心、战略规划部和品牌新闻部等多个职能部门，共同负责公司的日常经营管理。

在防范加盟商流失方面，首先，公司采用枢纽转运中心自营化和终端加盟网络扁平化的运营模式展开业务，该模式下，加盟商在全网的业务量占比较低，单一加盟商业务区域范围相对较小，在全网的业务量占比较低，公司对整体快递服务网络具有较强的控制力。其次，公司从梳理业务流程、统一费用标准、建立奖惩激励、规范品牌形象等角度对加盟商进行全网统筹高效管控，确保快递服务网络的高效运转。最后，公司还通过建立加盟商资源库、搭建和谐共生的快递业务平台、加强信息化管理机制等方式实现对加盟商的实时管控，减少加盟商流失风险。

服务质量控制管理方面，公司贯彻实施《快递服务》国家标准，依托覆盖快件全生命周期的信息化平台，由总部的各职能部门及各省区子公司，对包括自营网络和加盟商网络在内的全网快递服务情况进行监控及考核。目前，公司已通过《转运中心类型划分与运行要求》、《转运中心设备配置要求》、《快件派单服务规范》、《干线运输管理规范》、《上门派送规范》、《快递代收货款业务操

作规范》等诸多方面的业务规范性文件要求，建立了对快递服务质量实施管控的基础。

采购管理方面，公司制订了切实可行的快递采购及招投标制度，对主要干线的汽车、航运及铁路运输服务采购环节进行规范，保证承运商的运输服务质量及市场化情形下的价格稳定。根据《采购管理制度》、《招投标管理制度》等制度要求，公司对承运商选择程序进行严把控格，从考察、准入、筛选、确定合作等各个环节，对供应商的资质、规模、承运价格、服务质量等方面进行充分考核，形成承运商资源库，并最终选定综合条件最优者建立合作关系，从而在有效节约运能采购成本的同时，保障全网运输服务质量。

消费者保护方面，公司严格按照《中华人民共和国邮政法》、《邮政普遍服务标准》、《快递业务操作指导规范》、《快递服务国家标准》等法律法规及标准向客户提供快递服务，并通过设立各项客户服务管理办法、定期进行员工培训，从制度约束和员工素质提高等方面不断提升客户服务质量；同时，为确保消费者权益受到充分保护，公司参照《邮政业消费者申诉处理办法》等要求建立了各项客户申诉相关的内部制度及多渠道申诉窗口，并进行定期回访听取客户对圆通速递的服务建议，不断提升客户服务满意度。

总体来看，公司治理结构完善，管理制度明晰，权责分配清晰，可对其生产经营构成有效保障。

### 战略规划

公司定位于互联网信息技术的快递平台及最有性价比的快递企业，未来将深耕快递主业，通过“向西、向下、向外”延伸快递服务网络，提升产品与服务质量，致力于成为全球领先的综合性快递物流运营商和供应链集成商。具体来看，公司战略主要分成以下三个方面：

一是，坚定聚焦主业，围绕“快递+”构筑物流新体系。公司将以领先的服务理念及信息系统为依托，不断提高服务质量；同时积极探索多元化战略布局，优化产品结构，构筑公司快递物流新体系；另外，还拟通过自营、合作、参股、收购等多种方式积极拓展重货快运产品，打造电商大件、零担、

整车产品与城市配送服务，满足客户及消费者的个性化和高时效需要。

二是，深化国际化发展战略，打造通达全球的服务网络。公司将继续积极响应“一带一路”国家战略，深化已具有先发竞争优势的国际化发展布局，加快与先达国际物流优异的国际货物运输代理业务融合，并通过战略合作、股权投资等方式加快海外网络布局，拓展公司全球网络覆盖。另外，公司还将积极发展多式联运，以“运全球，送全球”为宗旨助力中国电商、携手中国制造走出去，引进来，助力公司在东南亚、欧洲等“一带一路”沿线国家或地区打造极具性价比的跨境物流全链路产品与服务。

三是，以科技与信息技术为支撑，实现智慧圆通创新发展。首先，公司以提升信息化、自动化为主线，进一步增强全链路可视可控的能力，提升内部运营的安全和效率，降低运营成本，并为全链路的信息数据采集，产业链上下游的信息交互提供支持和保障，全面实现物流、客流、信息流、关务流、资金流的“五流合一”；其次，公司致力于逐步建立起大数据分析技术与能力，将公司运营过程中产生的大数据转化为实际生产力，逐步实现业务流程与公司管理的智能化和智慧化转变。

总体来看，公司未来业务定位清晰，经营目标明确，后续投资将主要围绕上述战略定位及目标开展。

## 财务分析

以下分析基于公司提供的经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016年和2017年审计报告。其中，2015年和2016年财务数据分别引用自2016年和2017年审计报表的期初数。

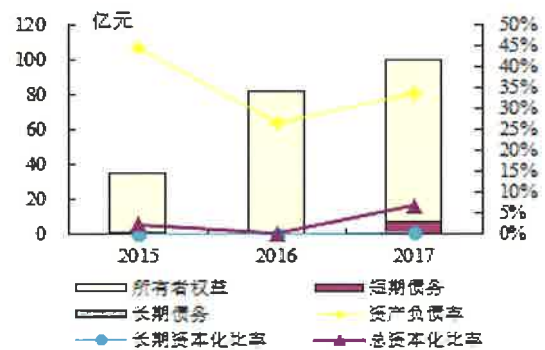
### 资本结构

2016年9月，公司完成重大资产重组，通过发行股票募集资金23.00亿元，加之近年通过资本公积转增股本、限制性股票激励计划的实施以及留存收益的积累，公司自有资本实力逐年增加，2015~2017年末所有者权益分别为34.31亿元、82.05

亿元和93.63亿元。负债方面，随着业务规模扩大，公司经营性负债和外部融资需求增加使其总负债规模逐年上升，近三年末负债总额分别为27.72亿元、29.63亿元和47.80亿元。2015~2017年末，公司资产总额分别为62.03亿元、111.68亿元和141.43亿元，三年复合增长率为50.99%。

财务杠杆方面，2015~2017年末公司资产负债率分别为44.68%、26.53%和33.80%；同期总资本化比率分别为2.19%、0.00%和6.66%，财务杠杆水平较低。

图5：2015~2017年公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从资产构成来看，2015~2017年末公司流动资产占总资产的比重分别为54.88%、58.85%和48.87%。2017年末公司流动资产69.12亿元，主要由货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款和其他流动资产构成。公司货币资金主要由银行存款32.86亿元和其他货币资金8.87亿元构成，其中其他货币资金主要为履约保证金、保函保证金和用于抵质押融资的定期存款，整体来看，公司货币资金流动性良好。公司应收账款主要系部分客户采用定期结算的方式而产生，2017年受业务规模的扩大以及收购先达国际物流的影响，年末应收账款余额同比增长486.52%至11.11亿元，主要欠款客户包括浙江菜鸟供应链管理有限公司、支付宝（中国）网络技术有限公司、Uni serve (airfreight) Ltd.、圆通速递（台湾）有限公司和WTC LOGISTICS LIMITED等；公司已按照单项金额重大的应收账款单独计提、信用风险特征组合计提和单项金额不重大的应收账款但单独计提等类别计提坏账准备2,195万元，由于公司速运物流业务整体客户集中度较低，应收账款整体回收风险较小。公司预付款



项主要系预付的燃油费及合作物流公司的物流费，受业务规模扩大的影响，2017年末余额较上年末增长51.97%至1.23亿元，其中一年以内的预付款项占比为96.90%。公司其他应收款包括保证金、押金、增值税、备用金、代扣代缴社保以及关联方往来款等，2017年末余额同比增长41.22%至3.51亿元，主要系先达国际物流纳入并表范围后保证金押金以及增值税增长所致。公司其他流动资产主要为购买的理财产品以及期末增值税留底税额，受行业特性以及业务规模扩张的影响，公司经营活动产生的现金流呈持续的净流入状态，为保证日常经营中流动性需求和资金管理效率的兼顾，公司有计划地滚动购买风险低、期限短（平均期限为一个月左右）且收益稳定的银行理财产品进行日常资金管理，2017年末其他流动资产余额为10.72亿元，较2016年末大幅减少主要系理财产品到期后转入银行存款所致。

非流动资产方面，2015~2017年末公司非流动资产占总资产的比重分别为45.12%、41.15%和51.13%，2017年末非流动资产余额为72.31亿元，主要由固定资产、在建工程、无形资产、商誉、长期待摊费用和其他非流动资产构成。公司固定资产主要包括飞机及发动机、运输设备、机器设备和电子设备等构成，投资的增加使其固定资产规模保持逐年扩张的趋势，2017年末同比增长41.46%。在建工程以在建区域管理总部、转运中心和分拣系统为主，2017年末余额为7.15亿元。2017年末公司无形资产余额为18.55亿元，同比增长18.51%，主要为土地使用权、电脑软件、商标使用权和客户关系等。公司并购先达国际物流形成商誉6.91亿元，2017年末该笔商誉未发生减值，但先达国际物流近年受宏观经济影响，业绩波动较大，未来若实际运营状态弱于交易评估预期，公司将面临一定的资产减值风险。此外，公司长期待摊费用主要由飞行员转会费与安家费、装修费等构成；其他非流动资产主要由预付工程款、设备款、土地款以及预付股权转让款等款项构成，2017年末上述两项余额分别为3.17亿元和3.51亿元。

负债方面，公司负债以流动负债为主，2015~2017年末流动负债占负债总额的比重分别为

99.57%、98.58%和93.38%。2017年末公司流动负债合计44.64亿元，主要由短期借款（6.57亿元）、应付账款（20.53亿元）、预收款项（8.14亿元）、应付职工薪酬（2.45亿元）和其他应付款（5.12亿元）构成。公司短期借款均为质押借款；应付账款主要为应付的运费，2017年末占比65.87%，其余还包括应付的材料款、工程款、设备款和装卸费；预收款项系预收的派送费、面单款和预存款项；其他应付款主要由保证金、押金、代收货款、应付购地款和限制性股票回购义务等。2015~2017年末非流动负债合计0.12亿元、0.42亿元和3.16亿元。2017年末，公司非流动负债主要由长期应付款（0.37亿元）和其它非流动负债（2.65亿元）构成，其中长期应付款系自有飞机维修费和融资租赁保证金，其他非流动负债主要为尚未支付的先达国际物流股权款。

刚性债务方面，2015~2017年末，公司短期债务余额分别为0.77亿元、0.00亿元和6.58亿元，长期债务为0.00亿元、0.00亿元和0.10亿元，其中2017年末长短期债务比（短期债务/长期债务）为62.89倍。整体来看，公司以银行借款和融资租赁等为主的刚性债务融资规模较小，有息债务偿还风险可控。

图6：2015~2017年公司债务结构分析

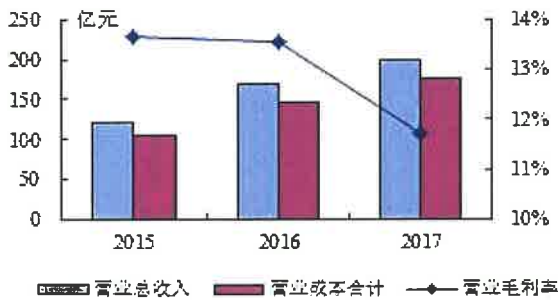


资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，在资本注入、合并范围增加以及日常运营规模扩大的推动下，近年来公司资产和权益规模大幅提升，且公司商业信用融资能力尚可，包括银行借款在内的刚性债务规模较小，财务杠杆比率较低。

盈利能力

图 7: 2015~2017 年公司收入成本分析



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

公司是国内领先的综合性快递物流运营商, 凭借较高的品牌知名度以及完善的快递网络和服务资源, 业务规模保持稳定增长。2015~2017 年, 公司分别实现营业收入 120.96 亿元、168.18 亿元和 199.82 亿元, 三年复合增长率为 28.53%。毛利率方面, 2015~2017 年公司营业毛利率分别为 13.67%、13.56%和 11.73%。公司业务主要覆盖电商市场, 价格敏感性较高, 2017 年其毛利率同比下降 1.82 个百分点, 主要系公司为支持加盟业务的发展、保持快递业务的竞争力, 对收费标准进行了一定幅度的下调所致。整体来看, 由于公司将揽件加盟商支付给派送加盟商的派送费纳入其信息化平台的资金流统计范畴内, 一定程度上扩增了收入和成本规模, 进而摊薄了整体盈利, 最终导致公司收入体量较大, 而毛利率水平居于行业内同类型公司的较低水平。

表 10: 快递行业部分上市公司盈利指标

名称	2016		2017	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
圆通速递	168.18	13.56	199.82	11.73
申通快递	98.81	19.85	-	-
中通快递	97.89	35.17	130.60	33.27
韵达股份	73.50	31.16	-	-

数据来源: 上市公司定期报告, 中诚信证评整理

期间费用方面, 公司期间费用以管理费用为主, 主要由职工薪酬、折旧及摊销、业务招待费和中介机构费等构成; 销售费用主要为广告宣传费和职工薪酬; 公司银行借款规模较小, 加之大规模的银行存款, 较多的利息收入使其近两年财务费用呈现为负值。2015~2017 年公司三费合计分别为 6.55

亿元、5.25 亿元和 6.45 亿元, 三费收入比分别为 5.42%、3.12%和 3.23%, 公司期间费用控制情况较好。

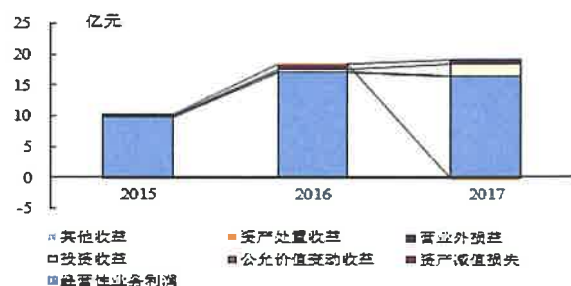
表 11: 2015~2017 年公司三费分析

	单位: 亿元、%		
	2015	2016	2017
销售费用	0.70	0.76	0.53
管理费用	5.80	4.61	6.16
财务费用	0.05	-0.12	-0.23
三费合计	6.55	5.25	6.45
营业总收入	120.96	168.18	199.82
三费收入占比	5.42	3.12	3.23

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

利润总额方面, 2015~2017 年, 公司分别实现利润总额 10.19 亿元、18.28 亿元和 19.06 亿元, 主要由经营性业务利润、投资收益和营业外损益构成。其中, 近三年公司经营性业务分别实现利润 9.77 亿元、17.11 亿元和 16.49 亿元, 2017 年受毛利率下滑的影响, 当年经营性业务利润较上年小幅下降 3.60%。2015~2017 年公司分别取得投资收益 0.31 亿元、0.33 亿元和 1.97 亿元; 同期取得营业外收入 0.91 亿元、0.99 亿元和 0.95 亿元, 主要为政府补助、违约金、罚款收入及其他, 并发生对外捐赠、赔偿支出等营业外支出 0.68 亿元、0.12 亿元和 0.26 亿元。此外, 2017 年会计政策变更后, 公司将于日常活动相关的政府补助计入“其他收益”科目, 当年获得其他收益 0.13 亿元。2015~2017 年, 公司净利润分别为 7.18 亿元、13.72 亿元和 14.47 亿元, 所有者权益收益率分别为 20.91%、16.72%和 15.45%, 盈利能力良好。

图 8: 2015~2017 年公司利润总额分析



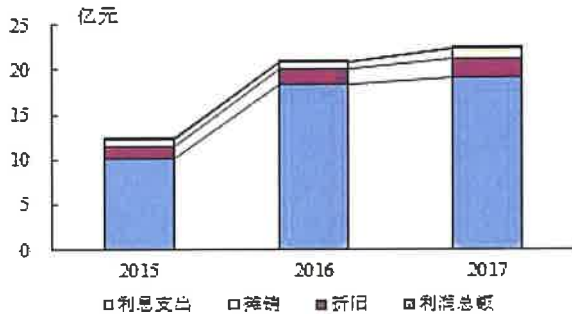
资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

总体来看, 随着快递业务的不断发展, 公司营业收入持续扩张, 且其期间费用控制能力较好, 整

体保持较强的盈利能力。

### 偿债能力

图 9：2015~2017 年公司 EBITDA 构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

获现能力方面，公司 EBITDA 由折旧、摊销、利息支出和利润总额构成，2015~2017 年分别为 12.40 亿元、20.84 亿元和 22.42 亿元，利润总额的逐年上升使其 EBITDA 表现持续向好。近三年，公司总债务/EBITDA 分别为 0.06 倍、0.00 倍和 0.30 倍，EBITDA 利息倍数分别 117.96 倍、3,914.49 倍和 177.65 倍。总体来看，公司 EBITDA 对债务本息的保障能力很强。

现金流方面，公司业务规模持续扩张，加之受行业特殊性的影响，日常经营中收现比例较高，经营性现金流呈持续净流入状态。2015~2017 年公司经营活动净现金流分别为 17.37 亿元、18.79 亿元和 15.56 亿元，2017 年末经营活动净现金流/总债务以及经营活动净现金流/利息支出分别为 2.33 倍和 123.31 倍，公司经营活动净现金流对债务本息的覆盖程度较高。

表 12：2015~2017 年公司偿债指标

指标	2015	2016	2017
总债务 (亿元)	0.77	0.00	6.68
短期债务 (亿元)	0.77	0.00	6.58
长期债务 (亿元)	0.00	0.00	0.10
EBITDA (亿元)	12.40	20.84	22.42
EBITDA 利息倍数 (X)	117.96	3,914.49	177.65
总债务/EBITDA (X)	0.06	0.00	0.30
经营活动净现金/总债务 (X)	22.63	-	2.33
经营活动净现金/利息支出 (X)	165.22	3,529.39	123.31
资产负债率 (%)	44.68	26.53	33.80
总资本化比率 (%)	2.19	0.00	6.66

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

财务弹性方面，银行等金融机构对蛟龙集团进行统一授信，公司层面不体现各银行的授信情况。公司于 2016 年 9 月完成 A 股上市，能够通过资本市场完成直接融资。

或有负债方面，截至 2017 年末，公司不存在对合并范围以外主体提供担保的情况，对子公司担保余额为 3.00 亿元，担保对象为 YTO GLOBAL HOLDINGS LIMITED。受限资产方面，截至 2017 年末，公司受限资产账面价值合计 9.08 亿元，占期末总资产的比重为 6.42%。

表 13：截至 2017 年末公司受限资产情况

单位：亿元

项目	账面价值	受限原因
货币资金	8.06	履约保证金、保函保证金、借款质押
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	0.01	借款质押
应收账款	1.01	先达国际物流借款抵押

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，公司系国内领先的综合性快递物流运营商，在快递业务上具备一定的市场竞争力，近年来公司业务规模持续扩张，营业收入稳定增长，加之期间费用控制情况良好，盈利能力和获现能力良好。此外，公司经营性活动净现金流呈持续的净流入状态，加之刚性债务规模较小，偿债指标表现良好，整体具备很强的偿债能力。

### 结论

综上，中诚信证评评定圆通速递股份有限公司主体信用等级为 AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定；评定“2018 年圆通速递股份有限公司可转换公司债券”的信用等级为 AA<sup>+</sup>。

## 关于2018年圆通速递股份有限公司可转换公司债券 的跟踪评级安排

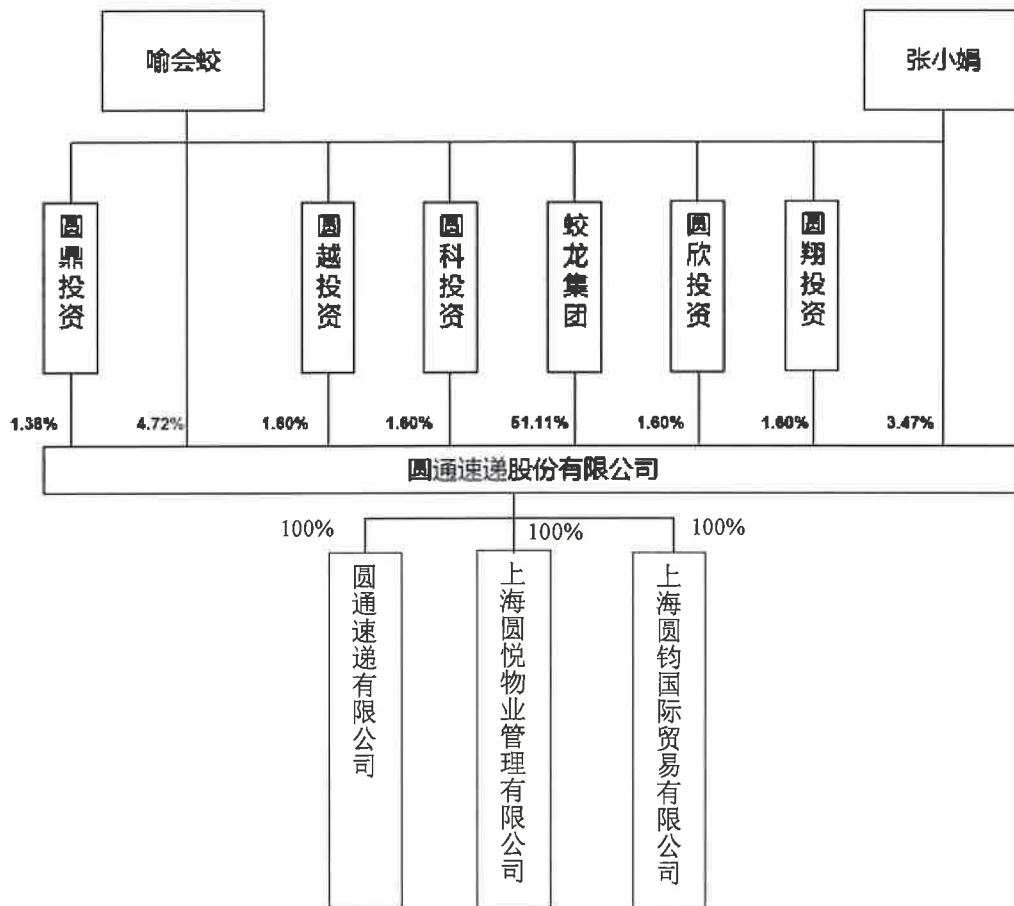
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本次债券偿债保障情况等因素，以对本次债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

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。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。

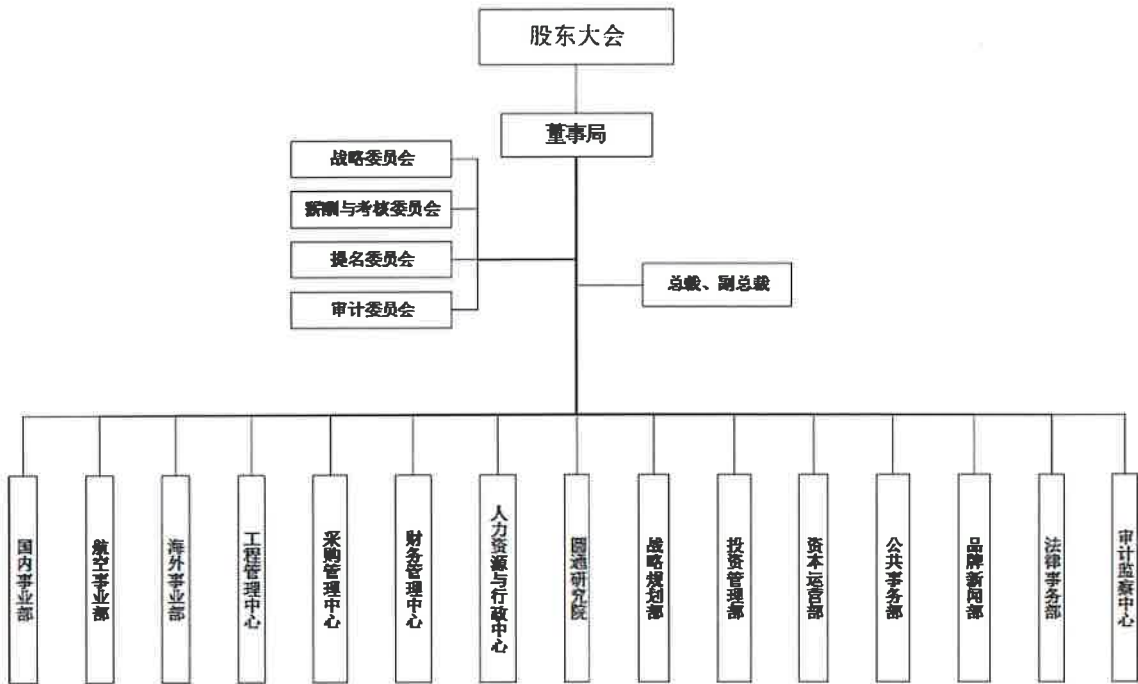
如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：圆通速递股份有限公司股权结构图（截至 2017 年末）



资料来源：公司提供

附二：圆通速递股份有限公司组织结构图（截至 2017 年末）



资料来源：公司提供

**附三：圆通速递股份有限公司主要财务数据及指标（合并口径）**

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017
货币资金	54,084.45	161,704.60	417,356.19
应收账款净额	16,977.12	18,937.88	111,074.64
存货净额	2,297.34	3,234.77	4,528.17
流动资产	340,441.86	657,253.39	691,226.91
长期投资	50.00	50.00	22,015.76
固定资产	121,993.58	207,815.47	293,984.23
总资产	620,339.77	1,116,786.34	1,414,316.40
短期债务	7,674.56	0.00	65,792.78
长期债务	0.00	0.00	1,046.15
总债务（短期债务+长期债务）	7,674.56	0.00	66,838.94
总负债	277,195.32	296,251.17	478,042.80
所有者权益（含少数股东权益）	343,144.45	820,535.17	936,273.60
营业总收入	1,209,600.26	1,681,782.56	1,998,220.10
三费前利润	163,190.26	223,553.26	229,439.94
投资收益	3,136.65	3,268.42	19,714.32
净利润	71,768.22	137,191.00	144,685.36
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	123,982.59	208,396.86	224,228.48
经营活动产生现金净流量	173,656.91	187,895.47	155,638.09
投资活动产生现金净流量	-325,853.08	-385,728.36	83,427.33
筹资活动产生现金净流量	154,234.04	307,741.46	-60,722.59
现金及现金等价物净增加额	2,030.14	109,754.50	178,176.43
财务指标	2015	2016	2017
营业毛利率（%）	13.67	13.56	11.73
所有者权益收益率（%）	20.91	16.72	15.45
EBITDA/营业总收入（%）	10.25	12.39	11.22
速动比率（X）	1.23	2.24	1.54
经营活动净现金/总债务（X）	22.63	-	2.33
经营活动净现金/短期债务（X）	22.63	-	2.37
经营活动净现金/利息支出（X）	165.22	3,529.39	123.31
EBITDA 利息倍数（X）	117.96	3,914.49	177.65
总债务/EBITDA（X）	0.06	0.00	0.30
资产负债率（%）	44.68	26.53	33.80
总资本化比率（%）	2.19	0.00	6.66
长期资本化比率（%）	0.00	0.00	0.11

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

2、中诚信证评在计算时，将长期应付款中的融资租赁保证金纳入长期债务计算范围中。

**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

三费前利润=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+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

三费收入比=（财务费用+管理费用+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。