



信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪467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“圆通速递股份有限公司公开发行可转换公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AA⁺，评级展望稳定；维持本次债券的信用等级为AA⁺。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一九年六月十四日

圆通速递股份有限公司 公开发行可转换公司债券跟踪评级报告（2019）

发行主体	圆通速递股份有限公司		
债券名称	圆通速递股份有限公司公开发行可转换公司债券		
债券简称	圆通转债		
债券代码	110046.SH		
发行规模	人民币 36.5 亿元		
债券余额	人民币 36.5 亿元		
存续期限	2018/11/20-2024/11/19		
上次评级时间	2018/10/16		
上次评级结果	债项级别	AA ⁺	评级展望 稳定
	主体级别	AA ⁺	
跟踪评级结果	债项级别	AA ⁺	评级展望 稳定
	主体级别	AA ⁺	

基本观点

2018 年，圆通速递股份有限公司（以下简称“圆通速递”或“公司”）持续推进物流网络建设，转运中心及加盟商数量增加，自有运输车辆和全货机规模保持扩张，终端网点覆盖率升高。受益于物流网点建设不断完善，公司当年快递业务量快速增长，市场占有率回升，且运营效率增强，单票成本下降，盈利能力增强。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“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加盟模式下面临的经营风险等不利因素对公司整体信用水平的影响。

综上，中诚信证评维持公司主体信用等级为 AA⁺，评级展望稳定；维持“圆通速递股份有限公司公开发行可转换公司债券”信用等级为 AA⁺。

概况数据

圆通速递	2016	2017	2018	2019.Q1
所有者权益（亿元）	82.05	93.63	117.94	121.61
总资产（亿元）	111.68	141.43	199.69	197.15
总债务（亿元）	0.00	6.68	31.48	30.93
营业总收入（亿元）	168.18	199.82	274.65	64.44
营业毛利率（%）	13.56	11.73	13.22	12.11
EBITDA（亿元）	20.84	22.42	31.49	7.00
所有者权益收益率（%）	16.72	15.45	16.38	12.03
资产负债率（%）	26.53	33.80	40.94	38.32
总债务/EBITDA（X）	0.00	0.30	1.00	1.10
EBITDA 利息倍数（X）	3,914.49	177.65	87.89	18.22

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、公司2019年第一季度所有者权益收益率和总债务/EBITDA 指标经年化处理。

正面

- 快递网络覆盖提升。截至 2018 年末，公司在全国拥有自营枢纽转运中心 67 个，同比新增 3 个，加盟商 3,604 家，同比增加 604 家，终端门店超 40,000 个，地级以上城市基本实现全覆盖，县级以上城市覆盖率达 97.19%，同比上升 0.67 个百分点，终端覆盖率进一步升高。
- 运输能力不断增强。公司逐步加大自有车辆投放量，以优化运能结构，截至 2018 年末全网干线运输车辆超 5,100 辆，其中自有干线运输车辆 1,199 辆，自有运输车辆占比逐步提升。同时，公司不断加大自有机队的投入运营及国内外航线开拓，截至 2018 年末，自有飞机数量达 12 架，航运能力增强有效提升了快递服务的时效水平及服务质量。
- 盈利及获现能力增强。2018 年公司实现净利润 19.32 亿元，同比增长 33.51%，同期 EBITDA 为 31.49 亿元，同比增长 40.46%，经营活动净现金流为 23.36 亿元，同比增长 50.09%。得益于物流网络建设，公司运营效率提升，收入规模增长，单位成本下降，盈利及获现能力大幅增强。

分析师

许芳芳 ffxu@ccxr.com.cn
唐启元 qytang@ccxr.com.cn
Tel: (021) 60330988
Fax: (021) 60330991
www.ccxr.com.cn

2019年6月14日

关 注

- 加盟模式下面临的经营风险。公司揽收、派送环节工作主要由加盟商承担，公司加盟商数量较多且分散，由于加盟商经营独立于公司，对单一加盟商的监督管理难度较高，若加盟商出现违反加盟协议、造成服务质量问题或与公司合作关系发生变动等情况，将对公司品牌形象及业务开展造成不利影响。
- 快递行业竞争激烈。近年来，快递企业在服务质量和运营效率方面的竞争更趋激烈，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。

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）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。

募集资金用途

根据中国证券监督管理委员会证监许可[2018]1473号文核准，圆通速递股份有限公司（以下简称“圆通速递”或“公司”）于2018年11月20日发行“圆通速递股份有限公司公开发行可转换公司债券”（以下简称“本次债券”），发行规模为36.50亿元，债券期限为6年，票面利率为第一年0.5%、第二年0.8%、第三年1.0%、第四年1.5%、第五年1.8%、第六年2.0%，转股期限为发行结束之日满6个月后的第一交易日（2019年5月27日）起至债券到期（2024年11月19日）。本次债券发行后，公司按照募集说明书列明的资金使用计划，将扣除发行费后的债券募集资金全部用于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和航空运能提升项目。

行业环境

跟踪期内，我国快递业务量保持增长，但增速趋缓，行业平均单价持续下跌，行业逐渐从价格竞争向服务质量竞争转变

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。2018年，我国网上零售交易总额达90,065亿元，同比增长25.4%，网上零售额占全国社会消费品零售总额的比重为23.6%。网络购物方面，2018年我国网络购物市场规模达7.7万亿元，同比上年度增长23.8%。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。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。

图1：2011~2018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，快递业务量及收入保持增长，但受近年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。根据国家邮政局统计数据，2018年我国快递服务企业快递业务量为507.1亿件，同比增长26.6%，增速下降1.4个百分点；快递业务收入为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%。

图2：2008~2018年我国快递服务企业业务量及增速



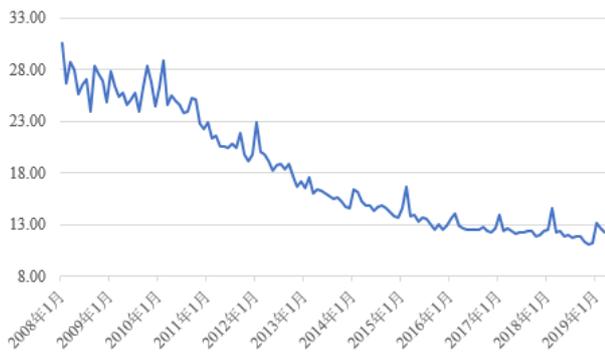
资料来源：国家邮政局，中诚信证评整理

价格方面，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。2018年，我国快递行业平均单价为11.91元/件，同比下降了0.47元/件。2019年1~3月，我国快递行业平均单价回升至12.70元/件，但同比仍下降了0.12元/件。随着快递平均单价的持续下跌，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。未

来，随着一线快递公司运营效率的进一步提升，快递行业价格竞争趋势或将延续，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，后续快递业务价格下降速度将趋缓。

图 3：2008~2019.Q1 我国快递行业月平均单价情况

单位：元/票



资料来源：国家邮政局，中诚信证评整理

行业竞争方面，随着快递单价持续下降，目前快递价格已较低廉，价格下降幅度持续趋缓，价格竞争空间缩减，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。一线快递企业近年

不断加强成本控制、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，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。

总体来看，跟踪期内我国快递行业增速放缓、单价持续下降，价格竞争空间缩窄，行业竞争逐渐向服务质量竞争转变。

一线快递企业具备服务质量和盈利能力优势，上市后利用资本市场融资优势，逐步拓展市场份额，占据行业主导地位

二线快递品牌在业务增速及盈利能力方面均落后于一线快递企业，随着一线快递企业陆续上市，在资本市场融资能力支持下迅速抢占快递市场，二线快递品牌被迫转型或者被收购，一线快递企业陆续抢占二线企业的市场份额。随着近年快递市场份额及要素加速向一线企业集中，快递行业集中度于2017年重回上升通道，2018年快递与包裹服务品牌市场集中度指数CR8达81.2，同比提升2.5。

表 1：2018 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

从上市快递企业运营情况来看，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%。2018年，顺丰、中通、韵达、圆通、申通和百世的快递市场占有率分别为7.6%、16.8%、13.8%、13.1%、10.1%和11.7%，分别同比上升了0.00个百分点、1.30个百分点、2.00个百分点、0.50个百分点、0.40个百分点和2.30个百分点，一线快递企业市场占有率

均出现不同程度的上升。

快递公司盈利方面，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，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，中通的份额位居行业首位，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，其中 44 个中转场已投入使用全自动分拣系统。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；韵达在全国分布有 55 个枢纽转运中心。

此外，一线快递企业在上市后积极向综合物流服务商进行转变，陆续开展冷运、国际快递及重货等物流业务。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，顺利接手夏晖集团在国内的冷运业务资源，同时顺丰与 UPS 于 2017 年 5 月在香港成立合资公司共同开发国际物流产品，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，涉足货代业务，拓展国际快件寄递业务，并大力购买航空货机，提升远程运输能力；申通也在 2018 年初与 eBay 建立战略合作。

总体来看，一线快递企业具备服务质量和盈利能力方面的优势，上市后利用资本市场融资优势逐步抢占二线快递企业市场份额，跟踪期内快递行业集中度上升。

业务运营

公司系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和仓配一体等物流延伸服务。公司业务以电商包裹为主，随着近年网络购物市场规模的持续增长，公司快递业务量保持增长趋势，2018 年快递业务完成量为 66.64 亿件，同比增长 31.61%，2019 年一季度快递业务量为 16.58 亿件，同比增长 39.64%。此外，公司于 2017 年 11 月完成了对先达国际物流控股有限公司（现已更名为圆通速递（国际）控股有限公司，以下简称“圆通国际”）61.75% 的股权收购，新增货代服务业务。在快递完成量持续增长和货代服务业务新增推动下，2018 年公司实现主营业务收入

270.02 亿元，同比增长 38.85%，收入规模大幅增长，其中快递行业收入 233.38 亿元，同比增长 24.32%，货代行业收入 35.31 亿元，同比增长 427.86%。

表 2：2018 年公司主营业务收入及毛利率情况

单位：亿元、%

行业	项目	营业收入	2018 年收入增幅	毛利率
快递行业	快递产品	229.48	23.43	12.13
	小包裹服务	1.54	-	0.67
	增值服务	0.64	-13.83	45.86
	仓储服务	0.03	10.70	-416.36
	其他	1.69	28.38	63.91
货代行业	货代服务	35.31	427.86	13.62
其他行业	其他	1.33	2,176.52	-1.95
合计		270.02	38.85	12.55

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. 其他收入主要包括航空货运业务收入、加盟商培训费、呼叫中心服务费等。

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司持续推进物流网络建设，转运中心及运输车辆和全货机数量不断增长，终端覆盖率提升，运输能力增强，为快递业务量及流转效率提升形成保障

公司以自营转运中心和终端门店为物流网络基础，其中终端门店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。截至 2018 年末，公司在全国范围已拥有自营枢纽转运中心 67 个，同比新增转运中心 3 个，加盟商数量为 3,604 家，同比增加 604 家，末端网点达 29,991 个，终端门店超 40,000 个。当年末，公司累计安装摆臂 1,415 台、地磅 95 台、计泡仪 623 台、伸缩机 1,356 台，在转运中心、城配中心完成自动化分拣设备 39 套，转运中心设备自动化程度较高。当年末，公司快递服务网络已覆盖全国 31 个省、自治区和直辖市，地级以上城市基本实现全覆盖，县级以上城市覆盖率达 97.19%，同比提升了 0.67 个百分点。在拓展传统转运中心和加盟商数量以外，公司为优化转运中心布局和中转快件流程，提升加盟商与转运中心交接快件的便利性，于 2018 年建设 5 个城配中心，实现加盟商分拣配送模式的优化，同时公司通过自建自营或由加

盟商建设运营建包中心共 32 个，实现辐射范围内加盟商统一建包、集中操作，提升快件转派、分拣效率。整体来看，公司持续推进物流网络建设，转运中心及加盟商数量均在 2018 年保持增长，城市覆盖率不断上升，并通过城配中心和建包中心建设提升快件流通效率。

表 3：2016~2018 年末公司快递网络情况

	2016	2017	2018
自营枢纽转运中心	62	64	67
加盟商	2,593	3,000	3,604

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

运输网络方面，公司以转运中心为骨干，通过汽运、航空和铁路网络实现快递在转运中心间的中转，现有运输方式以汽运为主，航空和铁路为辅。公司汽运服务主要包括自有车辆运输和承运商运输两种方式，为保持较快的运能网络铺设，公司干线车辆运输以承运商运输为主，但依托外部车辆开展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，近年公司逐步加大自有车辆投放量，以优化运能结构。截至 2018 年末，公司全网干线运输车辆超 5,100 辆，其中自有干线运输车辆 1,199 辆，自有运输车辆占比逐步提升。

航空运输方面，公司主要通过全资子公司杭州圆通货运航空有限公司开展全货机运输业务，同时向航空公司直接采购或向航空代理公司间接采购等方式开展客运飞机货物包量服务。全货机运输方面，截至 2018 年末，公司自有飞机数量达 12 架，较上年末新增飞机 2 架，包括波音 757-200 共 5 架和波音 737-300 共 7 架。当年，公司不断加大自有航空与机队的投入运营及国内外航线开拓，开通了郑州—东京、义乌—仁川、长沙—马尼拉、长沙—达卡、长沙—胡志明等国际航线，基本形成覆盖欧洲、北美、东南亚等国家和地区的全球物流骨干网络。

表 4：2016~2018 年公司航空运输资源情况

	2016	2017	2018
自有飞机（架）	4	10	12
租赁飞机（架）	1	0	0

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

综上所述，2018 年公司在转运中心、运输车辆

和全货机等方面的投入均保持增长，同时加盟商规模进一步拓展，终端覆盖率上升，物流运输能力增强，为其业务发展及效率提升奠定基础。

公司快递业务量持续增长，加之运营成本下降，服务质量提升，快递业务综合竞争力增强，市场占有率得以回升

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建设程度的上升，公司快递业务量呈逐年增长趋势。2018 年公司快递业务量为 66.64 亿件，同比增长 31.61%，市场占有率为 13.14%，同比上升了 0.50 个百分点，快递业务量快速增长，市场占有率回升。

公司快递业务覆盖面广，但区域集中度仍较高，2018 年收入排名前三的区域分别为华东、华南和华北，收入规模分别为 126.35 亿元、55.68 亿元和 21.62 亿元，同比分别增长 33.63%、16.58% 和 12.22%，合计占快递业务收入的 87.26%。公司近年为改善产业结构，积极布局港澳台及海外业务市场，2018 年国际快递产品收入 2.13 亿元，同比增幅为 83.70%。

表 5：2016~2018 年公司快递单票情况

	2016	2017	2018
单票收入（元/票）	3.75	3.68	3.44
单票毛利（元）	0.47	0.39	0.42
单票毛利率（%）	12.53	10.60	12.21

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2018 年，公司快递单票收入为 3.44 元/票，同比下降 0.24 元/票，受快递行业平均单价下跌和电子面单使用比例升高影响，公司快递单票收入不断下降。票均成本方面，2018 年公司单票成本为 3.03 元/票，同比下降 0.26 元/票，其中单票派送服务支出 1.37 元/票，同比保持持平；单票运输成本为 0.80 元/票，同比下降 0.13 元/票；单票网点中转费 0.40 元/票，同比下降 0.11 元/票；单票中心操作成本 0.44 元/票，同比下降 0.03 元/票；单票面单成本 0.03 元/票，同比上升 0.02 元/票。2018 年，得益于物流网络建设不断完善、自有运输设备占比上升以及转运中心自动化程度升高等因素影响，公司单票成本降幅超过单票收入降幅，单票毛利同比上升 0.03 元/票至 0.42 元/票，快递业务盈利能力得到增强。

服务质量方面，公司主要通过加盟商开展揽收和派件业务，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，同时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。公司为提升服务质量，近年不断加强对加盟商的日常监管力度，目前主要通过信息化平台，实时监控加盟商的订单状态、操作过程、硬件及人员状态等信息，并设置了可量化的考核指标体系对加盟商进行日常监控与考核，考核指标包括对业务量、揽收及派送延误率、快件及时签收率和快件遗失率等指标。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。得益于公司多措并举，近年客户投诉情况有所改善，2018年公司平均有效申诉率为百万分之2.70，同比下降百万分之3.02，降幅为52.86%。

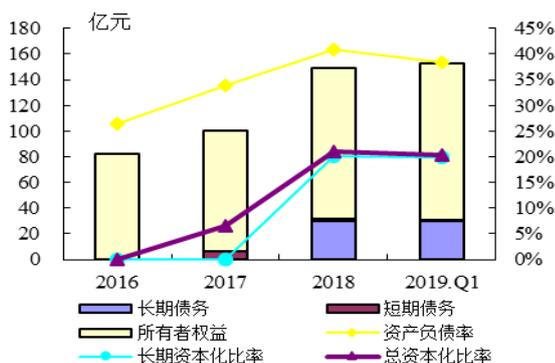
综上所述，得益于快递市场规模的扩容和公司物流网络的建设，公司快递业务量不断增长，且服务质量不断提升，运营成本下降，综合竞争能力不断增强。

财务分析

以下财务分析基于圆通速递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~2018年度财务报告，以及未经审计的2019年一季度财务报表，均采用合并口径数据。

资本结构

图4：2016~2019.Q1公司资本结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司近年保持较大的物流网络建设投资，且2018年成功发行可转换公司债券，资产规模大幅上升。截至2018年末，公司资产总额为199.69亿元，同比增长41.19%。负债方面，受可转换公司债券的发行影响，2018年内公司负债规模大幅上升，负债总额同比增长71.00%至81.75亿元。净资产方面，公司保持较强的盈利能力，利润积累不断增加，同时可转换债券发行产生的6.50亿元转换权价值全部计入其他权益工具，促使所有者权益规模提升。截至2018年末，公司所有者权益为117.94亿元，同比增长25.97%。财务杠杆比率方面，2018年末公司资产负债率和总资本化比率分别为40.94%和21.07%，同比分别上升7.14个百分点和14.41个百分点，财务杠杆水平上升。截至2019年3月末，公司资产总额为197.15亿元，负债总额为75.55亿元，所有者权益为121.61亿元，同期末资产负债率和总资本化比率分别为38.32%和20.28%。

从资产结构来看，2018年末公司流动资产合计88.04亿元，占总资产的比重为44.09%，主要由货币资金、应收票据及应收账款、其他应收款和其他流动资产构成，期末规模分别为40.61亿元、13.97亿元、4.50亿元和26.68亿元，占流动资产的比重分别为46.13%、15.87%、5.11%和30.30%。2018年末，公司货币资金主要为银行存款（40.14亿元），此外包括0.47亿元其他货币资金（主要为各类保证金和短期借款质押等使用受到限制的资金），整体流动性较强；应收票据及应收账款均为应收账款，账龄在1年以内的占比为99.01%，且基本集中在6个月以内，回笼周期较短，当年公司计提坏账准备0.50亿元，期末坏账准备余额为0.64亿元，坏账准备率为4.39%，坏账准备计提较为充分；其他应收款主要为保证金和押金，应收对象以货运物流公司为主；其他流动资产主要为理财产品和增值税留抵税额，期末余额分别为23.37亿元和2.85亿元，公司货币资金充足，多余资金较多买入理财产品，理财产品规模在2018年出现大规模的扩张，致使当年末其他流动资产大幅增长，同比增幅为148.81%。

非流动资产方面，2018年末公司非流动资产合计111.64亿元，占资产总额的55.91%，主要包括可

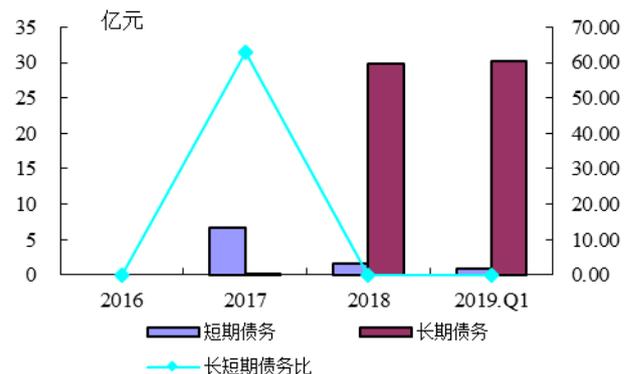
供出售金融资产、投资性房地产、固定资产、在建工程、无形资产、商誉和其他非流动资产等，期末规模分别为4.89亿元、4.36亿元、53.13亿元、5.87亿元、23.51亿元、7.32亿元和4.52亿元，占非流动资产的比重为4.38%、3.90%、47.59%、5.25%、21.05%、6.56%和4.05%。公司于2018年新增对浙江驿栈网络科技有限公司（以下简称“浙江驿栈”）投资4.50亿元，持股6.28%，可供出售金融资产因此大幅增长，浙江驿栈归属于菜鸟网络科技有限公司旗下，公司通过上述股权投资延伸服务网络范围、多元化派送渠道；公司于2018年通过外购及自有资产转入等方式新增投资性房地产4.41亿元，期末余额同比增长65.27倍；公司固定资产主要为房屋建筑物、飞机及发动机、机器设备和运输工具等，公司近年保持较大的物流网络建设投入，固定资产规模持续快速增长，当年末房屋建筑物账面价值同比增长55.05%至32.17亿元，飞机及发动机同比增长108.14%至4.43亿元，机器设备同比增长113.04%至8.91亿元，运输工具同比增长376.01%至5.55亿元；在建工程主要为在建的物流设施；无形资产以土地使用权为主，占比达92.47%；公司近年不断收购区域快递企业，商誉资产保持增长，其中大部分来自对圆通国际的收购环节，期末余额为7.25亿元，公司根据被收购企业经营业绩及管理层发展预期进行减值测试，截至2018年末公司商誉资产减值准备为578万元，减值准备率为0.78%；其他非流动资产主要为预付的工程款和土地采购款。

负债方面，截至2018年末公司负债总额为81.75亿元，其中流动负债合计为48.15亿元，主要包括应付票据与应付账款、预收账款和其他应付款，期末余额分别为23.73亿元、11.44亿元和5.31亿元。公司应付票据与应付账款均为应付账款，以应付运输费和工程设备款等为主，受近年快递业务量上升持续增长，同比增幅为15.57%；预收账款主要为预存款以及预收加盟商的派送费和面单费，当年末公司预存款项同比增长127.38%至6.12亿元，促使预收账款规模上升，同比增幅为40.55%；其他应付款主要为保证金和代收货款。非流动负债方面，2018年末公司非流动负债合计33.60亿元，主要包括应付债

券和其他非流动负债，期末余额分别为29.82亿元和2.65亿元。公司应付债券为2018年发行的可转换公司债券；其他非流动负债主要为未支付先达股权款。

债务规模方面，2018年末公司总债务31.48亿元，同比增长371.01%。可转换债券的发行，使得公司债务规模大幅增长，且新增债务集中于长期债务。截至2018年末，公司长期债务和短期债务分别为29.82亿元和1.66亿元，年末长短期债务比为0.06倍，债务期限结构合理。截至2019年3月末，公司总债务30.93亿元，其中短期债务0.79亿元，长期债务30.14，长短期债务比为0.03倍。整体来看，可转换公司债券的发行使得公司债务规模大幅增长，但新增债务偿还期较长，债务期限结构良好，短期偿债压力较小。

图 5：2016~2019.Q1 公司债务结构分析

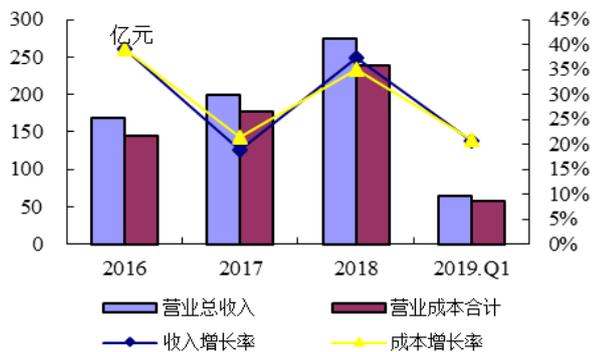


数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，公司于2018年发行可转换公司债券，虽导致债务规模增长，财务杠杆水平上升，但新增债务的偿还期较长，债务期限结构合理，加之自有资本实力不断增强，货币资金储备充足，短期偿债压力较小。

盈利能力

图 6: 2016~2019.Q1 公司收入成本结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司具备快递行业领先地位，2018 年快递业务量保持增长，市场份额进一步提升，同时公司收购先达国际，大幅推动了货代业务发展。当年，公司实现营业收入 274.65 亿元，同比增长 37.45%，其中快递行业实现收入 233.38 亿元，同比增长 24.32%，货代行业实现收入 35.31 亿元，同比增长 427.86%。

毛利率方面，当年公司毛利率为 13.22%，同比上升了 1.49 个百分点，分产品来看，公司快递行业毛利率为 12.47%，同比上升 1.71 个百分点，货代行业毛利率为 13.62%，同比下降 1.13 个百分点。在快递行业平均单价持续下跌背景下，公司通过物流网络建设提升运营效率，实现快递业务毛利率的升高，同时货代业务毛利率虽在年内出现一定程度下降，但整体毛利率仍高于公司传统快递业务，其业务收入快速增长，较好推动了整体毛利率的上升。2019 年 1~3 月，公司毛利率为 12.11%，同比下降 0.20 个百分点，受一季度春节因素影响，期间快递业务量相对较少，毛利率水平呈现一定波动。

期间费用方面，2018 年，公司发生期间费用合计 10.93 亿元，同比增长 69.39%，其中销售费用、管理费用、研发费用和财务费用分别为 0.45 亿元、10.17 亿元、0.50 亿元和 -0.18 亿元。公司销售费用主要为职工薪酬和广告宣传费等，2018 年公司广告投入大幅减少，期间销售费用同比下滑 14.41%；管理费用以管理人员薪酬、折旧及摊销和办公费等为主，公司业务量增长和物流网络建设投入增大使得管理费用各项支出增长，加之并购圆通国际使得管理费用支出增幅扩大，整体同比增长 65.17%；研发费用主要为研发人员的薪资；财务费用以利息支

出、利息收入和汇兑收益为主，当年分别为 0.36 亿元、0.30 亿元和 0.27 亿元，公司货币资金规模较大，利息收入较多，加之 2018 年实现较大规模的汇兑收益，当年财务费用为负值。2019 年一季度，公司发生期间费用合计 3.21 亿元，同比增长 28.03%，可转换公司债券发行导致公司利息支出增加，财务费用大幅增长，期间费用规模上升。期间费用控制方面，2018 年和 2019 年一季度，公司期间费用率分别为 3.98% 和 4.98%，期间费用率保持增长，公司对期间费用控制能力减弱。

表 6: 2016~2019.Q1 公司期间费用分析

	单位：亿元、%			
	2016	2017	2018	2019.Q1
销售费用	0.76	0.53	0.45	0.15
管理费用	4.61	6.16	10.17	2.68
研发费用	-	-	0.50	0.15
财务费用	-0.12	-0.23	-0.18	0.23
期间费用合计	5.25	6.45	10.93	3.21
营业总收入	168.18	199.82	274.65	64.44
期间费用率	3.12	3.23	3.98	4.98

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理。

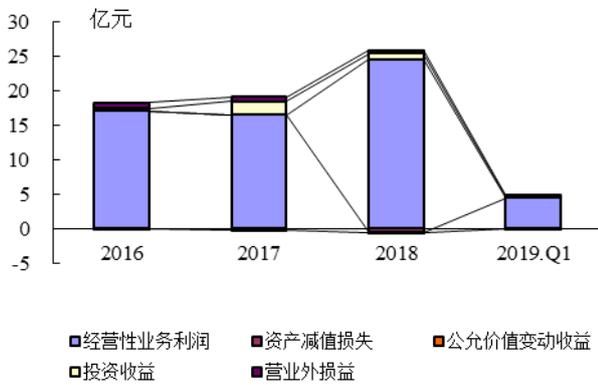
注：根据财会〔2018〕15 号文，将原“管理费用”分拆为“管理费用”和“研发费用”两个科目列报，2016 和 2017 年度未追溯调整。

2018 年，公司实现利润总额 25.79 亿元，同比增长 35.30%，主要构成为经营性业务利润、资产减值损失、投资收益和营业外损益，规模分别为 24.55 亿元、0.49 亿元、0.85 亿元和 0.51 亿元。当年公司营收规模大幅增长，毛利率水平升高，经营性业务利润表现向好，同比增幅为 48.84%；资产减值损失以坏账损失为主；投资收益主要为理财产品收益；营业外损益主要来自政府补助，当年公司实现各类补贴 0.78 亿元，其中计入其他收益 0.36 亿元，计入营业外收入 0.41 亿元，政府补助为公司盈利提供一定补充。

2018 年，公司实现净利润 25.79 亿元，同比增长 33.51%，所有者权益收益率为 16.38%，同比上升 0.93 个百分点；2019 年一季度，公司实现净利润 3.66 亿元，同比增长 14.28%，所有者权益收益率为 12.03%，同比上升 1.18 个百分点。根据公司 2016 年重大资产重组环节签订的业绩承诺协议，公司全资子公司圆通速递有限公司（以下简称“圆通有限”）需要在

2016~2018年分别实现扣除非经营性损益后归属于母公司的净利润11.00亿元、13.33亿元和15.53亿元，期间圆通有限实际实现数分别为13.09亿元、13.62亿元和17.90亿元，业绩承诺已经完成。

图 7：2016~2019.Q1 公司利润总额构成

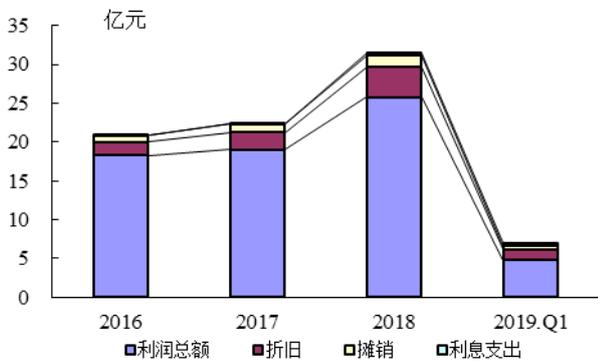


数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，公司快递业务市场地位领先，快递业务量持续增长，且2018年货代业务快速发展，业务收入实现大幅增长，加之物流网络建设有效提升快递业务运营效率，整体盈利能力增强。

偿债能力

图 8：2016~2019.Q1 公司 EBITDA 结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

获现能力方面，2018年公司EBITDA规模为31.49亿元，同比增长40.46%，同期总债务/EBITDA为1.00倍，同比上升0.70倍，EBITDA利息倍数为87.89倍，同比下降了89.75倍。2019年1~3月，公司EBITDA为7.00亿元，总债务/EBITDA和EBITDA利息倍数分别为1.10倍和18.22倍。受2018年债务规模大幅升高影响，公司获现能力对债务的保障程度下降，但随着经营效益不断向好，公司获现能力持续增强，对债务本息的保障程度仍较高。

经营性现金流方面，2018年公司实现经营活动净现金流为23.36亿元，同比增长50.09%。由于当年公司收入及盈利规模增长，应收账款回笼速度较快，经营性净现金流规模大幅升高。从偿债指标来看，2018年公司经营活动净现金/总债务及经营活动净现金/利息支出分别为0.74倍和65.19倍，同比分别下降了1.59倍和58.11倍，债务规模大幅上升导致经营性净现金流对债务本息的保障能力有所削弱，但保障程度依然较高。2019年一季度，公司经营性净现金流为2.30亿元，同比增加了6.22亿元。

表 7：2016~2019.Q1 公司主要财务能力指标

	2016	2017	2018	2019.Q1
短期债务 (亿元)	0.00	6.58	1.66	0.79
长期债务 (亿元)	0.00	0.10	29.82	30.14
长短期债务比 (X)	-	62.89	0.06	0.03
总债务 (亿元)	0.00	6.68	31.48	30.93
经营活动净现金流 (亿元)	18.79	15.56	23.36	2.30
经营活动净现金流/短期债务 (X)	-	2.37	14.09	11.64
经营活动净现金流/总债务 (X)	-	2.33	0.74	0.30
EBITDA (亿元)	20.84	22.42	31.49	7.00
总债务/EBITDA (X)	-	0.30	1.00	1.10
EBITDA 利息倍数 (X)	3,914.49	177.65	87.89	18.22
经营活动净现金流/利息支出 (X)	3,529.39	123.31	65.19	5.97

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

财务弹性方面，公司与多家金融机构建立了良好的合作关系，间接融资渠道通畅。截至2018年末，公司获得授信额度总计11亿元，均为未使用的授信额度，备用流动性较为充裕。此外，作为A股上市公司，资本市场可作为公司重要的筹资来源，2018年公司通过发行可转换公司债券募集资金总额36.50亿元。整体来看，公司融资渠道通畅，具备较强的财务弹性。

或有负债方面，截至2019年3月末，公司无对外担保和重大未决诉讼情况。

受限资产方面，截至2018年末，公司使用受到限制的资产总额为1.84亿元，占资产总额的0.92%，主要包括0.32亿元货币资金、0.78亿元应

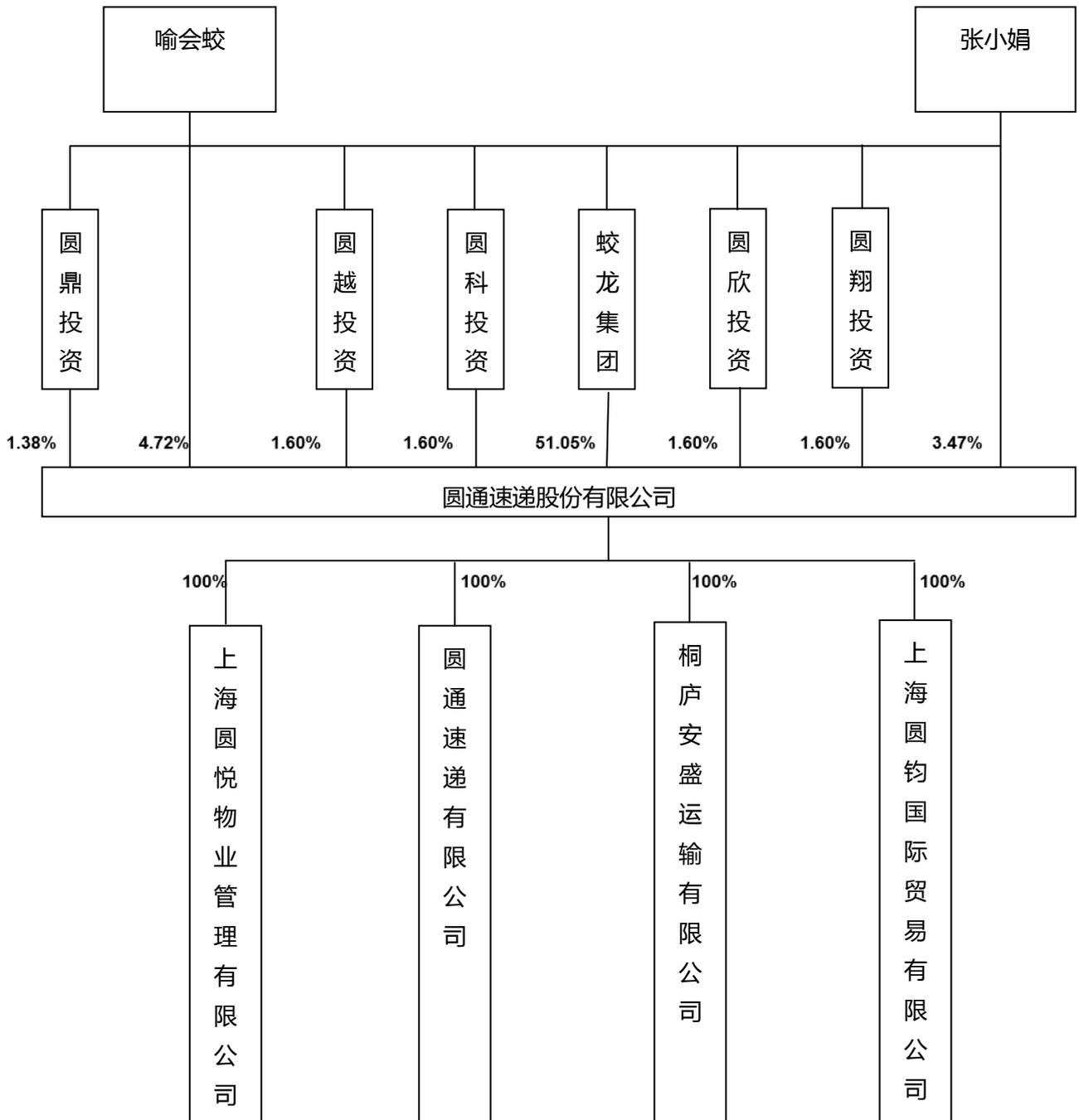
收票据及应收账款和 0.67 亿元固定资产，受限资产规模较小。

综上所述，2018 年发行可转换公司债券使得公司债务规模快速增长，财务杠杆水平升高，但债务整体以长期债务为主，短期偿付压力较小，加之现有货币资金储备能够覆盖整体债务规模，债务偿还风险可控。同时，公司利润积累使得自有资本实力不断增强，2018 年业务收入及盈利表现向好，EBITDA 和经营性净现金流表现均实现增长，整体偿债能力很强。

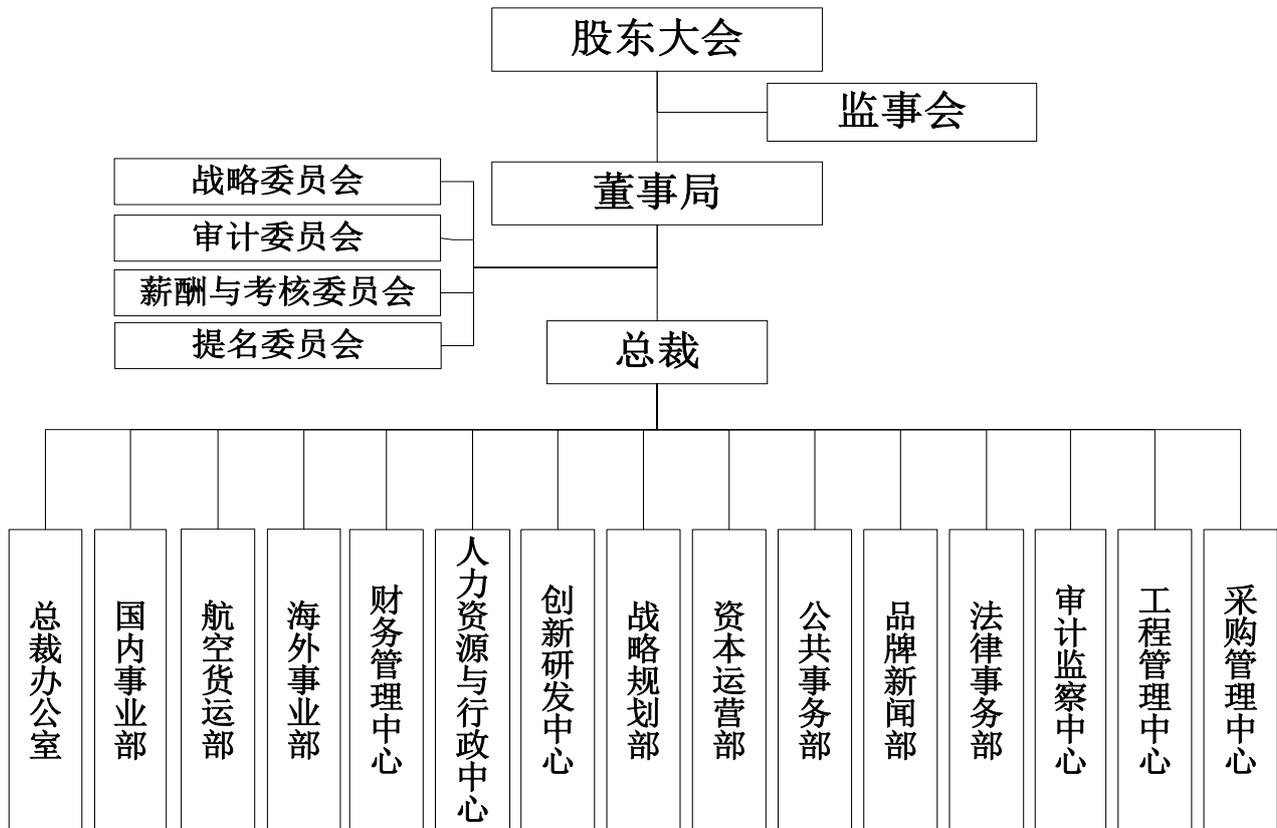
结 论

综上，中诚信证评维持公司主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望稳定；维持“圆通速递股份有限公司公开发行可转换公司债券”信用等级为 **AA⁺**。

附一：圆通速递股份有限公司股权结构图（截至 2019 年 3 月 31 日）



附二：圆通速递股份有限公司组织结构图（截至 2019 年 3 月 31 日）



附三：圆通速递股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018	2019.Q1
货币资金	161,704.60	417,356.19	406,144.39	359,265.76
应收账款净额	18,937.88	111,074.64	139,740.71	109,625.16
存货净额	3,234.77	4,528.17	6,148.27	6,319.85
流动资产	657,253.39	691,226.91	880,411.12	814,892.43
长期投资	50.00	22,015.76	80,028.57	79,775.70
固定资产合计	273,080.58	366,168.78	633,564.71	662,034.22
总资产	1,116,786.34	1,414,316.40	1,996,853.50	1,971,539.61
短期债务	0.00	65,792.78	16,578.96	7,887.26
长期债务	0.00	1,046.15	298,241.85	301,372.18
总债务（短期债务+长期债务）	0.00	66,838.94	314,820.81	309,259.44
总负债	296,251.17	478,042.80	817,461.54	755,481.45
所有者权益（含少数股东权益）	820,535.17	936,273.60	1,179,391.95	1,216,058.16
营业总收入	1,681,782.56	1,998,220.10	2,746,514.45	644,445.35
费用前利润	223,553.26	229,439.94	354,768.01	76,785.66
投资收益	3,268.42	19,714.32	8,532.93	1,745.90
净利润	137,191.00	144,685.36	193,168.84	36,571.91
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	208,396.86	224,228.48	314,943.41	70,031.09
经营活动产生现金净流量	187,895.47	155,638.09	233,600.85	22,960.50
投资活动产生现金净流量	-385,728.36	83,427.33	-536,145.24	-59,465.55
筹资活动产生现金净流量	307,741.46	-60,722.59	368,527.03	-11,459.01
现金及现金等价物净增加额	109,754.50	178,176.43	66,182.01	-48,700.93
财务指标	2016	2017	2018	2019.Q1
营业毛利率（%）	13.56	11.73	13.22	12.11
所有者权益收益率（%）	16.72	15.45	16.38	12.03
EBITDA/营业总收入（%）	12.39	11.22	11.47	10.87
速动比率（X）	2.24	1.54	1.82	1.94
经营活动净现金/总债务（X）	-	2.33	0.74	0.30
经营活动净现金/短期债务（X）	-	2.37	14.09	11.64
经营活动净现金/利息支出（X）	3,529.39	123.31	65.19	5.97
EBITDA 利息倍数（X）	3,914.49	177.65	87.89	18.22
总债务/EBITDA（X）	0.00	0.30	1.00	1.10
资产负债率（%）	26.53	33.80	40.94	38.32
总资本化比率（%）	0.00	6.66	21.07	20.28

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、2019 年一季度，所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务和总债务/EBITDA 指标均经过年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

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

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

长短期债务比=短期债务/长期债务

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-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

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/期末所有者权益

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=营业成本/存货平均余额

应收账款周转率=营业收入/应收账款平均余额

总资产周转率=营业收入/总资产平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

实际资产负债率=（负债总额-预收款项）/（资产总额-预收款项）

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）

净负债率=（总债务-货币资金）/所有者权益

经营性业务利润=营业总收入-营业成本-营业税金及附加-销售费用-管理费用-财务费用

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。