



# 信用等级通知书

信评委函字[2018]G376-F2号

## 深圳顺丰泰森控股（集团）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“深圳顺丰泰森控股（集团）有限公司2018年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”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；本期债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一八年七月二十三日

# 深圳顺丰泰森控股（集团）有限公司 2018年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）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>	深圳顺丰泰森控股（集团）有限公司
<b>发行规模</b>	本期债券基础发行金额为人民币5亿元，附超额配售权，可超额配售不超过3亿元（含3亿元）
<b>债券期限</b>	3年
<b>债券利率</b>	本期债券票面利率将根据簿记建档结果确定
<b>偿还方式</b>	本期债券采用单利按年付息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付

## 概况数据

泰森控股	2015	2016	2017
所有者权益（亿元）	137.59	197.57	214.42
总资产（亿元）	347.17	440.64	536.14
总债务（亿元）	114.82	115.52	103.03
营业总收入（亿元）	481.01	574.83	710.94
营业毛利率（%）	19.78	19.69	20.07
EBITDA（亿元）	40.61	79.07	99.68
所有者权益收益率（%）	7.95	21.06	21.92
资产负债率（%）	60.37	55.16	60.01
总债务/EBITDA（X）	2.83	1.46	1.03
EBITDA利息倍数（X）	12.82	19.88	20.34

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、2015-2017年长期应付款调整至长期债务。

## 分析师

应洽亚 [yinying@ccxr.com.cn](mailto:yinying@ccxr.com.cn)

冯 颖 [cfeng@ccxr.com.cn](mailto:cfeng@ccxr.com.cn)

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)

2018年7月23日

## 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“深圳顺丰泰森控股（集团）有限公司2018年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”的信用级别为AAA，该级别反映了本期债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。

中诚信证评评定深圳顺丰泰森控股（集团）有限公司（以下简称“泰森控股”或“公司”）主体信用等级为AAA，评级展望稳定。该级别反映了泰森控股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。中诚信证评肯定了泰森控股良好的品牌形象和行业的领先地位、完善的航空资源和快递网络、快递业务增长较快，初始获利空间较大、具备很强的获现能力及偿债能力等因素对公司信用质量的支持。同时，中诚信证评也关注到快递行业竞争激烈等因素对公司信用水平可能产生的影响。

## 正 面

- 良好的品牌形象和领先的行业地位。公司凭借自营模式带来的优质服务及多年来的资源投入，客户满意度持续高于同行水平，在国内商务快递市场处于领先地位，并借此建立起了竞争门槛。同时，公司在中高端电商快递市场亦具有优势地位，与苹果、华为、小米等企业的电商平台保持着紧密的合作关系。
- 完善的航空资源和完善的快递网络。公司是目前唯一一家拥有完善航空运输网络的民营快递企业，截至2017年末，拥有41架自有全货机和16架外包全货机，日均航班近3,400班次。同时，公司已建成覆盖全国334个地级市、2,672个县区级城市的快递服务网络。完善的航空资源及遍布国内外的快递网络有效保证了公司产品的时效性。
- 快递业务快速增长，初始获利空间较大。依托于良好的品牌形象和优质的服务，公司近三年



快递业务总票数年均复合增长率达 24.50%，业务规模逐年增长。同时，公司快递业务的票均单价保持相对稳定且远高于行业平均水平，其毛利率水平较高，业务运营良好。

- 获现能力很强，偿债能力极强。近年来随着公司快递业务规模的快速增长以及高质量服务带来的产品溢价，其整体具备很强的盈利能力和获现能力，经营性净现金流亦表现良好，可为债务本息的偿还提供充足的保障。

## 关 注

- 快递行业竞争激烈。近年来国内快递单件价格逐年下降，快递行业市场竞争较为激烈。同时，行业前列的快递公司上市后，积极向综合物流服务商进行转变，开展冷运、仓配及重货等物流业务，公司新兴业务发展面临一定的挑战。

## 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、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《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是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

## 概 况

### 发债主体概况

深圳泰森顺丰控股(集团)有限公司(原名“顺丰控股(集团)有限公司”,以下简称“泰森控股”或“公司”)前身是深圳市泰海投资有限公司(以下简称“泰海投资”)成立于2008年8月15日,初始注册资本为1,000万元,自然人股东于国强和袁萌分别持股60%和40%。2010年12月22日,于国强和袁萌分别将其持有的泰海投资59%、40%股权转让给王卫。2013年5月9日,于国强将其持有的泰海投资0.99%的股权转让给王卫。2013年7月18日,王卫和于国强分别将其持有泰海投资99.99%和0.01%的股权转让给深圳明德控股发展有限公司(前身为顺丰速运(集团)有限公司,以下简称“明德控股”)。2013年7月29日,明德控股以现金4,000万元对泰海投资进行增资,公司注册资本增至5,000万元。2013年8月22日,公司更名为“顺丰控股(集团)有限公司”。2013年9月12日,嘉强顺风(深圳)股权投资合伙企业(以下简称“嘉强顺风”)、深圳市招广投资有限公司(以下简称“招广投资”)、苏州工业园区元禾顺风股权投资企业(以下简称“元禾顺风”)及苏州古玉秋创股权投资合伙企业(以下简称“古玉秋创”)分别以货币资金243,750万元、243,750万元、243,750万元及48,750万元共计780,000万元对公司进行增资,其中1,623万元作为实收资本,其余778,377万元作为资本溢价,公司实收资本增至6,623万元。2013年9月开始,明德控股与公司签订一系列的股权转让协议,将其拥有的6家控股子公司—深圳市顺丰电子商务有限公司、深圳市顺丰商业有限公司、东莞市加大快运服务有限公司、顺丰速运有限公司、深圳市丰泰电商产业园资产管理有限公司的100%股权及顺丰航空有限公司的85%股权以股权增资的方式转让给公司,并通过认购股票和股权转让的方式取得顺丰控股有限公司100%的股权。2015年7月,公司董事会通过决议同意由公司骨干员工设立合伙企业宁波顺达丰润投资管理合伙企业(有限合伙)(以下简称“顺达丰润”)和宁波顺信丰合投资管理合伙企业(有限合伙)(以下简称“顺信丰和”)对公司进行

增资,增资额合计39.22亿元,其中新增股本2亿元。2015年11月26日,公司完成股份制变更的手续,股本总额折合为180,000万元。2016年,公司与马鞍山鼎泰稀土新材料股份有限公司(以下简称“鼎泰新材”)进行了重大资产置换,以鼎泰新材截至2015年12月31日全部资产及负债与明德控股、顺达丰润、嘉强顺风、招广投资、元禾顺风、古玉秋创及顺信丰合分别持有公司68.40%、9.93%、6.75%、6.75%、6.75%、1.35%以及0.07%的股权等值部分进行置换。经重组,公司的母公司变更为鼎泰新材,鼎泰新材于2017年2月24日正式更名为顺丰控股股份有限公司(股票代码:002352,以下简称“顺丰控股”)。截至2017年12月31日,公司注册资本20亿元,明德控股因持有顺丰控股61.25%的股份,为公司的最终控股公司;王卫先生持有明德控股99.90%的股份,为公司的实际控制人。

公司系国内领先的快递物流综合服务商,不仅为客户提供全方位的物流服务,也提供包括仓储服务和信息服务在内的一体化供应链解决方案。近年来,公司加快网络建设和产品创新,充分利用资源,在巩固现有快递业务同时,进一步扩大了产品和服务种类,巩固了自身在中高端快递市场的领先地位。

截至2017年末,公司资产总额536.14亿元,所有者权益214.42亿元,资产负债率60.01%;2017年,公司实现营业总收入710.94亿元,净利润47.00亿元,经营活动净现金流为61.79亿元。

## 本期债券概况

表 1: 本期债券概况

债券概况	
发行主体	深圳顺丰泰森控股（集团）有限公司
债券名称	深圳顺丰泰森控股（集团）有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）
发行规模	本期债券基础发行金额不超过人民币 5 亿元（含 5 亿元），附超额配售权，可超额配售不超过 3 亿元（含 3 亿元）
债券期限	3 年
债券利率	本期债券票面年利率将根据簿记建档结果确定
偿还方式	本期债券采用单利按年付息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付
募集资金用途	本期债券扣除发行费用后，拟用于偿还公司债务和补充流动资金
资料来源：公司提供，中诚信证评整理	

## 行业分析

### 快递行业

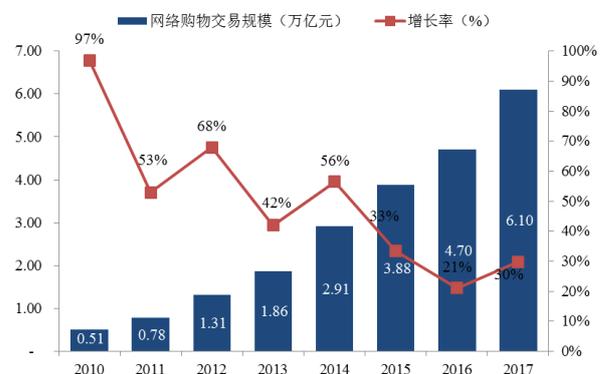
根据《国民经济行业分类》（GB/T4754-2011），快递行业属于“快递邮政业”的子行业“快递服务”，是指“在承诺的时限内快速完成的寄递活动”。寄递，是指将信件、包裹、印刷品等物品按照封装上的名址递送给特定个人或者单位的活动，包括收寄、分拣、运输和投递等环节。与物流相比，快递在运输对象、寄递方式及寄递时效等方面与之相区别。

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，“顺丰”、“圆通”、“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，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

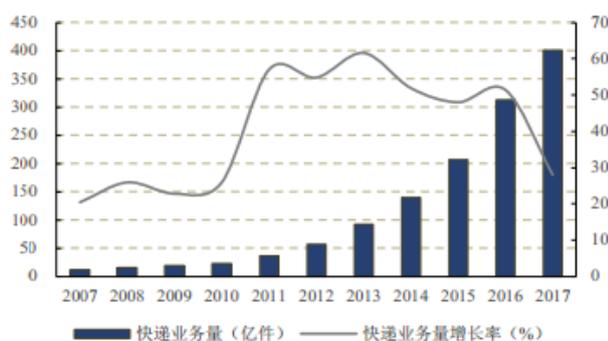


资料来源：国家邮政局，中诚信证评整理

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为 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。

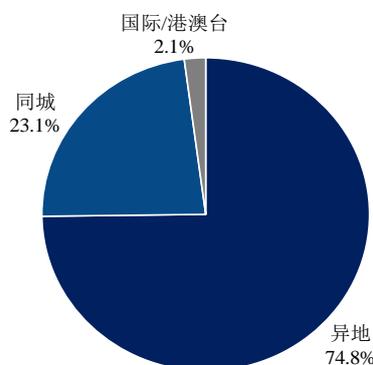
图2：2007~2017年我国规模以上快递企业业务量及增速



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3.7个百分点至74.8%；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1.6个百分点至23.1%；国际/港澳台快递业务量规模较小，2017年占2.1%。

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

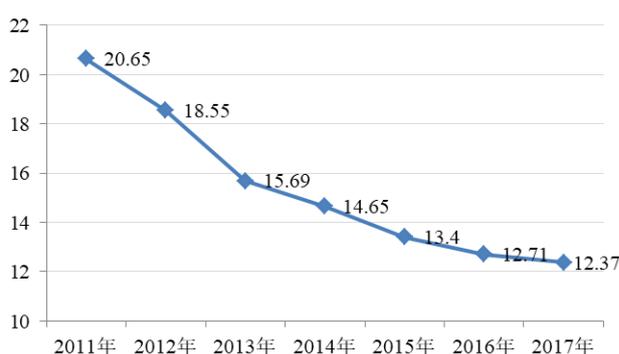
从区域结构来看，快递业务量与区域经济的发达程度、商贸的活跃程度以及交通设施的便捷程度等因素有关。我国快递行业区域结构相对稳定，但

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，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。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。

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，2017 年末顺丰冷运网络已覆盖 104 个城市及周边区域，并利用上市募集的配套资金用于冷运车辆和温控设备采购项目；申通快递于 2017 年 4 月新设上海申雪供应链管理有限公司，进驻冷链业务，2017 年 6 月联合航空港经济综合试验区管理委员会等投资 9 亿元，共同建设中国（郑州）冷链交易中心。国际业务方面，2017 年中国邮政国际小包运营服务中心在深圳揭牌，继续开展渝新欧班列出口运邮测试；顺丰与 UPS 共同成立合资公司拓展国际市场；圆通战略并购香港先达国际。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）内跨地区经营总分支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各类融资，2015 年以来，行业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
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。2018 年 1 月获得证监会核准其非公开发行股票批复，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

### 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，相比于加盟模式，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，顺丰在快递行业内享有广泛的赞誉和知名度，其已经成为“快”、“准时”、“安全”的代名词，是企业客户和中高端个人客户的首选品牌。公司聚焦于商务快递市场，主要针对客户寄递高价值文件物品的需求，票均单价较高且客户对价格的敏感性较弱，但对快递件的时效、安全、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，公司在国内商务快递市场处于领先地位，借此建立起了竞争门槛。

在电商快递方面，公司坚持中高端电商快递市

场定位，采用差异化电商产品策略，以大型配送仓库为据点，通过大数据分析实现合理分仓调配，压缩干线运输时间，从而在发货速度、配送频率和配送时效上能够超越其他快递企业。同时，公司提供的逆向物流与供应链结算服务可以更全面、专业地满足中高端电商品牌的退换货需求与短期财务需求。得益于此，公司在中高端电商快递市场牢牢占据着领先地位，与苹果、华为、小米等中高端客户保持着紧密的合作关系。

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，使得公司的客户满意度持续高于同行水平。根据国家邮政局《关于邮政业消费者申诉情况的通告》数据统计，2017 年公司月平均申诉率为 1.56 件（每百万件快递有效申诉数量），远低于全国平均 5.79 件的申诉率。此外，根据国家邮政局公布的《2017 年快递服务满意度调查结果》，公司连续 9 年位居行业第一。公司的优质服务带来了产品溢价，2015~2017 年，公司快递业务票均收入分别为 23.83 元、22.15 元和 23.14 元，远高于行业平均水平。

### 公司具有行业领先的航空资源及覆盖国内外的快递网络，并对自动化设备和信息技术进行持续投入，有效地保证了快递服务的及时性

公司是一家拥有完善航空运输网络的民营快递企业，截至2017年末，拥有41架自有全货机和16架外包全货机；除自有航空网络外，公司还构建了通达境内外的散航网络，考虑散航运力，公司航空网络日均航班近3,400班次，可覆盖中国大陆、香港、台湾以及海外等34个国家和地区。为贯彻落实国家“一带一路”和长江经济带发展战略，大力推进现代物流业发展，完善顺丰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，湖北鄂州民用机场已获得国务院和中央军委批复。鄂州机场获批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的远期意义。

陆运网络方面，截至 2017 年末，公司自营及

外包干支线车辆合计约 3 万辆，末端收派车辆合计 6.3 万辆（不包含摩托车和电动车）其中冷藏车约 1,500 辆；开通干、支线合计超过 7.8 万条，其中冷运干支线合计 375 条；此外，已开通高铁线路 62 条和普列线路 96 条，陆运网络遍布全国；中转分拨方面，截至 2017 年末，公司拥有 10 个枢纽级中转场，39 个航空、铁路站点，113 个片区中转场，172 个集散点，其中 28 个中转场已投入使用全自动高效分拣系统，确保快件准时、安全送达。

自动化设备方面，公司是我国最早使用自动分拣设备的快递公司，自 2011 年起逐步在各主要中转场投入自动分拣设备，包括自动分拣机和小件自动分拣机。自动分拣方式的特点是可以连续、大量、准确的分拣，分拣误差率极低，分拣过程基本实现无人化，大大提升分拣效率。

公司一贯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。2017 年，公司科技投入共计 16.04 亿元，顺丰科技及各业务区 IT 人员约 3,700 人（含外包），其中研发投入 11.67 亿元，研发人员（含外包）2,800 人，运维及其他支出 4.37 亿元。截至 2017 年末，公司

申报和获得专利 1,004 项，其中发明专利 366 项。

总体来看，公司通过自营模式保持了良好的服务质量和品牌形象，并拥有行业领先的航空资源和完善的快递网络，对自动化设备和信息化领域方面进行持续投入，有效地保障了快递服务的及时性。公司在行业中享有广泛的赞誉和知名度，并在国内商务快递市场和中高端电商市场保持领先地位，产品单价远高于同行业，为公司业务的增长和盈利提供了良好的支撑。

## 业务运营

作为国内领先的快递物流综合服务提供商，公司目前主要经营业务为速运物流综合服务业务，包括快递、仓储配送、冷运、供应链及重货运输等业务。2015~2017 年，公司分别实现主营业务收入 480.70 亿元、574.09 亿元和 710.53 亿元，年复合增长率为 21.58%。速运物流业务是公司的主要业务，2015~2017 年，公司速运物流分别实现业务收入 469.35 亿元、571.41 亿元和 706.09 亿元，占主营业务收入的比重分别为 97.64%、99.53% 和 99.38%。同期，速运物流业务毛利率分别为 19.92%、19.55% 和 19.77%，总体保持稳定。

表 5：2015~2017 年公司主营业务收入构成

单位：亿元、%

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
速运物流	469.35	97.64	19.92	571.41	99.53	19.55	706.09	99.38	19.97
商业销售	9.63	2.00	10.25	0.20	0.04	8.69	0.79	0.11	5.06
其他	1.72	0.36	34.11	2.48	0.43	44.82	3.65	0.51	38.36
<b>合计</b>	<b>480.70</b>	<b>100.00</b>	<b>19.78</b>	<b>574.09</b>	<b>100.00</b>	<b>19.66</b>	<b>710.53</b>	<b>100.00</b>	<b>20.05</b>

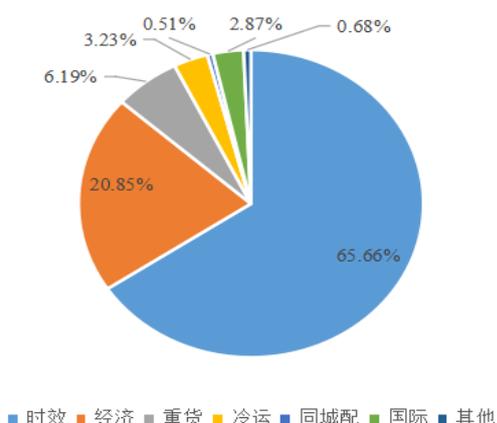
数据来源：公司提供，中诚信证评整理

注：合计毛利率为公司主营业务部分毛利率情况

分产品来看，国内时效产品是公司收入的最主要来源，近年来国内时效产品收入占营业总收入的比例保持在 60% 以上，2017 年公司国内时效产品实现收入 466.81 亿元，同比增长 17.60%，占营业总收入的比重为 65.66%。2015 年公司进驻重货运输领域以来，重货运输业务收入实现较快增长，2017 年公司重货业务实现收入 44.02 亿元，同比增长 79.93%，呈现较快的增长态势。国际快递业务和冷运业务作为公司正积极发展的新兴板块，目前尚处

于培育阶段，贡献的收入规模较小，但已显现良好的增长潜力；2017 年，公司国际快递业务实现收入 20.43 亿元，同比增长 43.70%，同期冷运业务收入 22.95 亿元，同比增长 59.70%。

图 5：2017 年公司分产品收入构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

## 快递业务

快递业务是公司速运物流板块中最重要的业务，包括国内时效产品、顺丰特惠业务和国际快递业务。2015~2017 年，公司快递业务分别实现业务总票数 19.69 亿件、25.80 亿件和 30.52 亿件，年均复合增长率为 24.50%。

### 国内时效产品<sup>1</sup>

国内时效产品是公司的核心产品，公司根据不同的时效承诺，为客户提供不同的时效产品，主要包括顺丰即日、顺丰次晨、顺丰标快等产品。公司在国内快递产品的定价使用区域资费递进制，按中心城市的运距，将全国通达区域分为若干个业务区域，根据不同业务区域间运输线路的成本，并参照公司的发展战略、市场和竞争情况制定利润加成水平，制定“一区一费”的资费标准，计费模式一般为“首重运费+续重×续重单公斤运费”。

国内速递产品的生产模式和流程主要包括揽件服务环节、中转服务环节、派送服务环节、异常处理环节。首先公司通过热线服务电话“95338”、公司网站 [www.sf-express.com](http://www.sf-express.com)、微信、手机 APP 或者合作商户等渠道获取客户订单。各类渠道汇集的订单信息，将由业务管理系统与时效管理系统等调度系统将订单信息发送指定收派员，通知收派员前往客户处收件；对于无法确定具体的分部、点部的订

单，由客服调度员进行手工分派。揽收业务人员上门取件，检视投递货件，并根据快递重量、体积及选择的相关增值服务收取寄件费用。业务人员将快递货件进行包装后收件入仓，并将运单信息扫描上传系统。按同城件、陆运件、航空件进行粗分拣与建包，并经网点运输工具定时汇送至所在区域。

中转服务主要包括分拣称重扫描以及中转运输等。用户快件经业务员收取并汇集至所在网点后，对于小件快递，网点先对其按同城件、陆运件、航空件进行粗分拣与建包，并定时汇送至所在区域中转场。中转场收取所在区域网点揽收快件后，通用管理系统与时效管理系统将根据快件目的地及时效要求，确定中转路由并进行扫描、分拣、建包、装车进行中转。

派送服务包括网点接件、派件和异常处理等环节。快件目的地所在网点从所属中转场接受到达件，并交由业务员负责一定区域快件的派送。网点快递员将快件送至客户手中并做相应的交接和结算。呼叫中心根据用户的需求，为客户的催收催派要求、拒收拒付、收派件异常等情况做出响应，并协调处理中转异常、系统异常、滞留件等多种异常情况。

近年来，中国电子商务市场保持快速增长，带动了快递业务量跨越式发展，特别是代表着中高端消费需求的电商 B2C 模式逐渐成为主流，公司在电商市场上，也同样定位于中高端客户，采用差异化的电商产品策略，以大型配送仓库为据点，通过大数据分析实现合理分仓、调配，压缩干线运输时间，从而在发货速度、配送频率和配送时效上能够超越其他第三方快递企业。目前，公司在中高端电商快递市场保持着领先地位，与苹果、华为、小米、优衣库等中高端客户保持着紧密的关系。

### 国际快递业务

公司自 2010 年开始积极拓展国际件服务，致力于为国内外制造企业、贸易企业、跨境电商和消费者提供便捷可靠的国际快递与物流解决方案。公司国际快递产品主要包括国际标快产品、国际特惠产品、国际小包产品和集货转运产品。截至 2017 年末，公司国际快递服务已覆盖美国、欧盟、日本、

<sup>1</sup> 2017 年公司对产品分类进行调整，原国内时效产品包含的顺丰隔日和原仓储配送业务合并为经济业务；增值业务将分配至对应的附着业务，不再单列；自 2017 年 8 月 1 日起，顺丰次日和顺丰隔日分别更名为顺丰标快和顺丰特惠。

韩国、东盟、巴西、墨西哥、智利等 53 个国家，国际小包服务网络已覆盖 225 个国家和地区。2017 年 5 月公司子公司与 UPS 宣布将在香港成立合资公司，旨在开拓国际物流网络和优化国际物流产品，提升跨境贸易，有利于公司长期国际战略布局，进一步提升公司的国际竞争力。与国内快递产品类似，公司国际快递产品定价也使用区域资费递进制。在国际业务的运营上，公司分自主运营及轻资产运营两种模式：自主运营模式是公司在海外当地设立了自营网点并配置收派员直接提供服务，目前，公司在日本、韩国、新加坡、马来西亚、美国等重点城市采用此种运营模式；轻资产运营模式指公司与当地快递物流服务运营商合作，由其负责公司在该区域的揽收、投递、中转、派送等工作，公司仅配置业务监控小团队负责部分业务管理。目前，公司采用轻资产运营模式以快速拓展其服务范围。

## 快递网络

公司目前已经建成了覆盖全国的快递网络，并向全球主要国家拓展。公司的快递网络主要由服务网点、中转场、运输线路以及最后一公里配送等构成。

公司的服务网点，是快递运输网络的最终端，承担着快件揽收投递、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。具体包括：收派人员管理、订单人工调度、快件包装暂存、快件初分拣和客户服务与销售。截至 2017 年末，公司已建成覆盖全国 334 个地级市和 2,672 个县区级城市的快递服务网络，拥有自营网点近 1.3 万个。

中转分拨方面，中转场作为公司运输网络的节点，是快递网络运转效率的关键因素。快件由各网点揽收后，将交由各中转场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。中转场承担着区域内的组织管理、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。截至 2017 年末，公司拥有 10 个枢纽级中转场，39 个航空、铁路站点，113 个片区中转场，172 个集散点，其中 28 个中转场已投入使用全自动高效分拣系统，确保快件准时、安全送达。

在运输线路方面，公司不仅拥有完备的航空运输网络，并且陆运网络与铁路运输网络也覆盖了我国全境。在航空运输网络上，由自有航空网络和民航航空网络构成的综合航空网络，可覆盖中国大陆、香港、台湾以及海外等多个国家和地区。2003 年，公司与扬子江航空有限公司签订合同，成为了中国第一家用飞机运快件的民营快递公司。2009 年，顺丰航空设立，成为我国首家民营货运航空公司，现今已发展为国内全货机数量最多的货运航空公司，从全货机数量、货量，公司在国内行业中均处于领先地位。在全货机方面，截至 2017 年末，公司共在飞 41 架自有全货机，租赁 16 架全货机。在空运能力方面，截至 2017 年末，公司航空发货量约 111 万吨，日均发货 3,000 余吨，占全国航空货运总量 22.98%。

表 6：2017 年公司航空资源情况

资源项目	2017 年末	2017 年日均
<b>全货机：</b>		
自有飞机架数	41 架	-
外包飞机架数	16 架	-
全货机线路条数	57 条	-
2017 年航班数量	3.5 万次	95 次
2017 年发货量	48.8 万吨	1,337 吨
<b>散航：</b>		
散航线路条数	1,719 条	-
2017 年航班总数	120.9 万次	3,311 次
2017 年发货总量	62.1 万吨	1,702 吨

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公路运输方面，公司主要以各种类型的自有车辆作为运输工具，辅以外请车辆作为运力补充，并通过严格的管理制度确保服务质量。截至 2017 年末，公司运营中使用的自营及外包干支线车辆合计约 3 万辆，末端收派车辆合计 6.3 万辆（不包含摩托车和电动车），其中冷藏车约 1,500 辆；开通干支线合计超过 7.8 万条，其中冷运干支线合计 375 条，为客户快件运输提供了安全、可靠、稳定的运力支持和保障。此外，铁路运输业日益成为公司运输网络的重要组成部分，公司不断深化同中国铁路总公司的合作，截至 2017 年末，开通高铁线路 62 条，普列线路 96 条。

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门店、合作代理点及物业管理公司的合作实现最后一公里配送的覆盖。截至 2017 年末，公司与近 3 万个合作代办点及 673 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已在社区/写字楼安装运营的智能快递柜已达 7.5 万个，覆盖国内深圳、广州、北京、上海、武汉等 80 个城市。

## 仓储配送业务

仓储配送业务是指公司为 B2C 电商企业提供仓储、运输、配送等服务组合而成的产品。公司目前主要有专业单仓产品、全国分仓产品和逆向物流产品等。公司根据客户的差异化需求有不同的定价模式，如对于所配送的商品库存于客户自有仓的专

配产品，公司将参照快递产品；对于利用自有仓储配送仓库的仓储配送产品，公司将有不同的计费模式。截至 2017 年末，公司拥有各类客户服务仓库合计 136 个，面积近 140 万平方米，为近 700 家客户提供高质量、多样化的仓储服务。

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。从业务流程上看，仓配业务的集收环节、仓储环节及支线运输环节基本由仓配业务自主运营；投递环节均由速运业务的运输网络（包括服务网点、收派人员等）承担；中转及干线运输环节少部分为仓配业务自主运营，大部分中转分拨功能由速运运输网络的中转场承担。从物流场地资源整体的布局来看，截至 2017 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 4,226 亩，总规划建筑面积约 272.07 万平方米，已建成建筑面积约 78.11 万平方米，物流场地资源账面净值合计 86.07 亿元。

表 7：截至 2017 年末，公司物流场地资源布置情况

区域	持有土地面积（亩）	总规划建筑面积（平方米）	已建成建筑面积（平方米）	截至 2017 年末账面净值合计（万元）
华东	963	64.26	45.36	230,475
华北	858	44.43	0.74	80,674
中南	1,333	73.62	7.75	88,820
华南	280	32.84	24.26	441,823
华西	792	56.92	-	18,939
<b>合计</b>	<b>4,226</b>	<b>272.07</b>	<b>78.11</b>	<b>860,731</b>

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

## 重货运输、冷运服务

为满足客户寄递大件物品或重货的业务需求，公司于 2015 年推出重货运输产品，主要客户是服装、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。目前，公司合作的大客户主要有尚铭电器、九牧厨卫等。得益于不断完善的重货服务网络以及领先行业的时效水平，公司 2015~2017 年重货业务分别实现收入 11.94 亿元、24.47 亿元和 44.02 亿元<sup>2</sup>，呈现较快的发展态势。截至 2017 年末，公司拥有专业重货网点 717 个，重货中转场 21 个，场地总面积超 67 万平方米，可覆盖全国 31 个省 289 个主要城市和地区，车辆 4,000

余台。

近年来，公司加大了对冷运业务的布局。冷运业务是指运输全过程中，包括揽收、装卸、中转、配送等环节，使所运输货物始终保持一定温度的运输。目前，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，主要面对时令农产品销售商、连锁零售、食品生鲜电商、食品生产加工企业、医药生产企业、医药电商等客户。食品生鲜行业客户主要有麦当劳、双汇、顶新等，医药行业客户主要有：哈药集团、华润三九、赛诺菲制药、广药集团等。2015~2017 年公司冷运业务实现营业收入 7.02 亿元、14.37 亿元和 22.95 亿元<sup>3</sup>，呈现较快的发展

<sup>2</sup> 2015 年重货业务收入不包含增值服务收入。

<sup>3</sup> 2015 年冷运业务收入不包含增值服务收入。

态势。截至 2017 年末，公司冷运网络覆盖 104 个城市及周边区域，其中有 51 座食品冷库，108 条食品运输干线，3 座医药冷库和 12 条医药干线。食品冷库运营面积 22.4 万平方米，医药冷库运营面积 2.4 万平方米，并配备有冷藏车 916 台，其中经过 GSP 认证车辆 244 台。

## 同城配

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。公司于 2016 年 5 月推出了第一款互联网物流配送体系，包括订单管理、任务管理、结算管理等实现系统全流程管理，同时针对中高端餐饮、商超细分市场进行重点设计、研发了定制化产品功能。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。2016~2017 年公司同城配送业务收入分别为 0.50 亿元和 3.66 亿元。在客户服务方面，公司已形成具有顺丰特色的 30 分钟快速安全送达的服务品质，目前已为服装行业、餐饮外卖业、商超行业、消费电子行业的主要品牌客户提供优质的同城配送服务：如肯德基、麦当劳、汉堡王、德克士、百度、天虹等。截至 2017 年末，公司已在全国组建完成近 6,000 人的专职配送团队，以及顺丰大网兼职快递员 11 万余人。公司同城服务已覆盖国内所有直辖市、绝大部分省会城市、二线以及部分三线城市。

## 采购

公司的采购主要包括运单、快件包装材料、劳保服装、运输车辆、自动/半自动分拨机器设备、燃料成品油、营业网点及分拨中心的改造建设、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。公司向前五大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，公司向前五大供应商采购比重分别为 5.94%、7.01% 和 8.51%。

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。

从采购模式来看，公司的采购主要有统购、自购和专业采购三种采购模式。统购是指采购配送中心实施的整个公司或区域性需求的采购业务，包括集中采购和分散采购。自购是指由各地区行政部采购人员自行统筹实施的采购业务。专业采购是指由各业务部门根据自身业务需求，对专业化程度较高的特定品类产品自行统筹实施的采购业务。目前，专业采购仅适用于运力采购、货航采购、工建采购三大品类的采购。公司积极发展集中采购模式以降低采购成本。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。

## 销售

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；对于月结客户，公司将对客户进行信用评级，并给予评级结果将客户划分级别并给予不同的信用账期和赊销额度。

此外，中诚信证评关注到近年来公司在自营经营模式上，加大了劳务服务提供商合作等方式将部分业务环节外包的实施力度，通过外包增强了用工的灵活性以及运营效率。公司外包成本主要包括干支线运输、仓管、输单等业务环节外包成本。2015~2017 年，公司外包成本<sup>4</sup>分别为 81.12 亿元、208.57 亿元和 279.21 亿元，呈现持续上升态势。

总体来看，公司作为国内领先的快递物流综合服务提供商，在传统商务快递和中高端电商快递中处于领先地位；通过坚持中高端产品策略，重视客

<sup>4</sup> 系公司计入营业成本中的外包成本。

户体验，使公司获得了较高的品牌溢价，客户满意度不断提升。并且，公司坚持自营模式，通过总部控制了全部的快递网络，有利于公司对各业务环节具有绝对控制力，增强了快递服务的时效性。同时，中诚信证评也关注到公司业务规模的不断增长以及外包采购的增加对公司的管理能力提出了更高的要求。

## 公司管制

根据公司章程，公司不设立股东会，为一个股东的有限责任公司。公司不设董事会，设执行董事一名，由股东委派产生，任期三年，届满可以连任。公司不设监事会，设监事一名，由股东委派产生，任期三年，可连选连任。管理层方面，公司设立经营管理机构，经营管理机构设总经理一人，由执行董事聘任或者解聘，任期三年。

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、会计处、税务处、兼并整合处、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、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《安全管理规程》、《仓配物流运营质量管理职能和工作制度》、《服务质量问题质询工作办法》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

公司系国内领先的快递物流综合服务商，在业务场景中积累了丰富的实践经验。未来公司将继续加大智慧物流技术投入，实现科技引领。公司将持续加大自动化物流设备、大数据/云计算等新一代计算机技术、新一代智能交互设备及无人机等设备的投入，提前布局前瞻性物流信息化技术，保持公司在信息化技术领域的前沿性，增强企业在物流系统思维、感知、学习、分析决策和智能建设方面的能力，一方面助力公司向物流科技集团转型，另一方面以自身的研究成果带动整个行业的智能化水平提升，引领中国物流科技发展。

为顺应物联网技术的发展趋势、消费者需求变化以及供应链的多元数字化变革，公司将聚焦重点行业，在高附加值的 3C 行业、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，深入挖掘客户需求与痛点，并依托公司的网络资源和强大的科技实力，为客户提供包括分仓规划、云仓信息联动、仓储管理、专业运输配送、销售预测、大数据分析、结算管理、售后管理等一体化解决方案，树立行业标杆，并推广至行业其它中高端客户。同时，公司也将聚焦潜力业务场景，深入分析本地生活、专业市场等场景特征，以客户需求为导向，对原有传统的寄递服务模式进行全方位的丰富和优化，包括帮助客户创新商业模式、用科技推动场景中各环节信息联动，为场景中的客户提供端到端的解决方案，提高场景中各环节的供应链运行效率。

国际业务方面，随着“一带一路”国家战略的不断深化，更多的企业有了“走出去”需求。公司乘“一带一路”的东风，也将继续拓展国际业务，帮助中国优秀企业“走出去”，同时将海外优质商品“引进来”。未来公司将继续拓展国际网络，并深化重要海外区域如东南亚、北美等当地网络，坚持轻资产+重资产结合的灵活方式，实现网络的快速搭建与夯实。同时，公司也将整合现有的优质资源，尤其是优质的国内网络资源和科技资源，为国际客户提供端到端的、一体化的解决方案。

公司将积极响应绿色环保号召，履行社会责

任，致力于绿色包装产品的研发与创新，在绿色包装与可循环包装上全面开展绿色研发计划，将绿色包装贯通整个快递环节，助力节能减排，为绿色环境贡献力量。未来公司将开展“丰林”全民环保计划，鼓励客户参与“纸箱变树木”种树活动，为绿色环保事业贡献力量。在新能源车方面，公司将结合国家政策和企业的实际需求，有计划的推行新能源物流车的应用，形成集约高效的城市场配送组织链条，提升货物流通效率，促进节能减排。此外，公司将致力于打造贴合员工需求的福利体系，解决员工生活后顾之忧，从而实现人员稳定，为客户提供有温度的服务感知。

根据公司控股股东顺丰控股的公告，在完成重大资产重组后，顺丰控股已于 2017 年 8 月成功募集资金 80 亿元，扣除发行费用后的实际募集资金净额 78.22 亿元，用于航材购置及飞行支持项目、冷运车辆与温控设备采购项目、信息服务平台建设及下一代物流信息化技术研发项目以及中转场建设项目，以更好地支持公司业务的发展。截至 2017 年末，公司募集资金已投入 42.09 亿元。

表 8：公司募集资金投入情况

单位：亿元

科目名称	投资总额	募投资金拟投入金额	截至 2017 年末募集资金投入金额
航材购置及飞行支持项目	26.86	26.86	16.53
冷运车辆与温控设备采购项目	7.18	2.92	2.92
信息服务平台建设及下一代物流信息化技术研发项目	34.49	34.49	15.62
中转场建设项目	50.33	13.95	7.02
<b>合计</b>	<b>118.86</b>	<b>78.22</b>	<b>42.09</b>

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

整体来看，公司根据其自身经营实际制定的战略规划较符合公司现阶段发展需求，其发展战略有望逐步实现。随着公司股东顺丰控股募集配套资金的完成及对募投项目的投入，将对公司战略的实施提供有力的支持。

## 财务分析

以下分析基于经普华永道中天会计师事务所（特

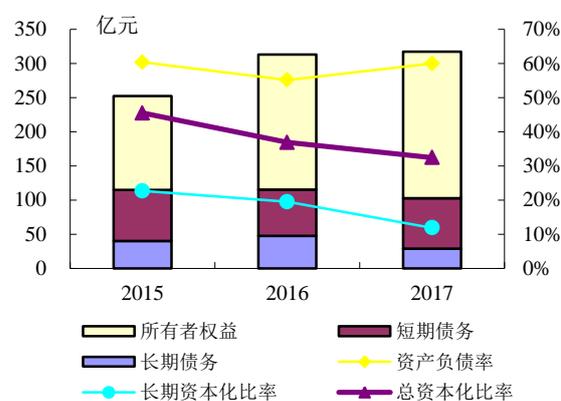
殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2015~2017 年审计报告，所有数据均为合并口径。

## 资本结构

近年来，随着公司业务规模的增长以及对重资产的不断投入，公司资产负债规模保持逐年增长的态势，2015~2017 年末公司资产总额分别 347.17 亿元、440.64 亿元和 536.14 亿元，年均复合增长率为 24.27%；负债总额分别为 209.58 亿元、243.07 亿元和 321.72 亿元，年均复合增长率为 23.90%。得益于利润留存和增资，公司资本实力亦显著上升。同期末，公司所有者权益分别为 137.59 亿元、197.57 亿元和 214.42 亿元，年均复合增长率为 24.84%。其中 2015 年 7 月，公司董事会通过决议同意由公司骨干员工设立合伙企业对公司进行增资，员工增资合计 39.22 亿元，其中新增股本 2 亿元，溢价部分 37.22 亿元计入资本公积，公司于 2016 年 1 月实际收到增资，当年末所有者权益大幅增长。

财务杠杆方面，2015~2017 年末公司资产负债率分别 60.37%、55.16%和 60.01%。同期末总资本化比率分别为 45.49%、36.90%和 32.45%。

图 6：2015~2017 年末公司资本结构分析



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 年末公司流动资产分别为 185.82 亿元、212.62 亿元和 274.42 亿元，占资产总额的比重分别 53.52%、48.25%和 51.18%。公司的流动资产主要包括货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款以及其他流动资产。具体来看，2015~2017 年末，公司货币资金余额分别为 36.20 亿元、68.55 亿元和 162.71 亿元，占流动资产比重分别为 19.48%、32.24%和 59.29%，其中 2017 年公

司母公司非公开发行股份募集资金流入及收回理财产品转至存放同业，公司货币资金增幅较大。2015~2017年末，公司应收账款分别为39.93亿元、45.60亿元和58.04亿元，占流动资产比重分别为21.49%、21.45%和21.15%，公司的应收账款主要由于部分客户采用定期结算而产生，近年来随着业务规模的扩大而逐年增长；由于公司速运物流业务的客户集中度很低，应收账款的回收风险总体较小，2017年末公司应收账款坏账准备余额为0.72亿元。2015~2017年末，公司预付款项分别为14.75亿元、14.93亿元和17.73亿元，占流动资产比重分别为7.94%、7.02%和6.46%，主要为预付房租和油卡。2015~2017年末，公司其他应收款分别为10.60亿元、10.09亿元和15.54亿元，占流动资产比重分别为5.70%、4.75%和5.66%，其他应收款包括应收关联往来资金、保证金及押金、代收货款、应收委托贷款本金以及员工借款与备用金等，2017年末公司其他应收款增长较快，主要系当年公司转让深圳市丰巢科技有限公司15.8636%股权给关联方—深圳玮荣企业发展有限公司增加的应收股权转让款所致，2017年末公司应收关联方往来款6.32亿元，其他应收款减值准备0.04亿元。2015~2017年末，公司其他流动资产分别为72.90亿元、68.21亿元和13.88亿元，占流动资产的比重分别为39.23%、32.08%和5.06%，主要包括待抵扣增值税进项税和银行理财产品等，其中2017年公司收回理财产品转至财务公司存放同业货币资金，期末其他流动资产大幅下降。

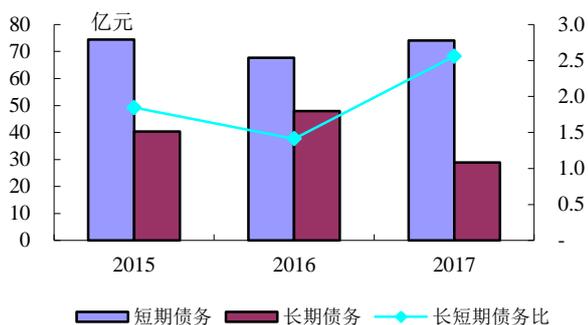
2015~2017年末，公司非流动资产分别为161.34亿元、228.02亿元和261.72亿元，占资产总额的比重分别46.47%、51.75%和48.82%。公司的非流动资产主要包括固定资产、无形资产、在建工程、投资性房地产和长期待摊费用。具体来看，2015~2017年末，公司固定资产余额分别为78.26亿元、116.78亿元和118.95亿元，主要包括中转场、仓储、产业园等房屋及建筑物和飞机、运输车等交通工具。2015~2017年末，公司无形资产分别为22.87亿元、44.76亿元和52.64亿元，公司持续购置土地使用权和进行内部研发投入，无形资产余额

逐年增长；此外2016年末公司无形资产大幅增长，还受翠玉控股纳入合并范围的影响<sup>5</sup>。2015~2017年末，公司在建工程分别为16.39亿元、8.44亿元和23.09亿元，其中2016年受公司投资收缩及在建工程转入固定资产的影响，当年末公司在建工程余额大幅下滑。2015~2017年末，公司投资性房地产分别为1.51亿元、21.48亿元和19.92亿元，其中2016年公司合并范围新增子公司，投资性房地产大幅增长。2015~2017年末，公司长期待摊费用分别为10.76亿元、12.71亿元和13.30亿元，主要包括经营租入固定资产改良费用和飞行员安家费及引进费等。

负债方面，公司的负债主要由应付账款、应付职工薪酬、其他应付款和有息债务构成，2015~2017年末上述科目合计占负债总额的比重分别为93.85%、92.27%和85.09%。具体来看，2015~2017年末，公司应付账款分别为30.95亿元、52.59亿元和69.05亿元，主要为公司应付外包成本、运输成本、物资及材料费、办公及租赁费。同期末，公司应付职工薪酬分别为26.56亿元、21.39亿元和27.20亿元，2016年末公司应付职工薪酬有所下降，主要系受外包成本替代的影响。2015~2017年末，公司其他应付款分别为24.35亿元、34.78亿元和74.68亿元，其中2017年末增幅较大，系当年公司母公司顺丰控股非公开发行募集资金下拨所致，2017年末公司的其他应付款主要包括应付关联方往来款项（42.57亿元）、应付代收货款（13.23亿元）和应付工程设备款（12.52亿元）。有息债务方面，2015~2017年末，公司总债务分别为114.82亿元、115.52亿元和102.82亿元。同期末，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为1.85倍、1.41倍和2.58倍，债务期限结构有待优化。

<sup>5</sup> 2013年12月，顺丰香港与招商局食品供应链管理有限公司（其后股权转让给China Assess Investment Limited）投资设立商顺供应链，双方各持有商顺供应链50%的股权。顺丰香港以其对翠玉控股有限公司（以下简称“翠玉控股”）及其附属公司100%股权以及股东贷款出资，作价12.80亿港元，转换成人民币为10.98亿元。2016年6月，公司控股子公司顺丰控股有限公司（以下简称“顺丰香港”）与China Assess Investment Limited协商后决定收回对商顺供应链管理（中国）有限公司（以下简称“商顺供应链”）的投资。翠玉控股纳入公司合并范围。

图 7：2015~2017 年末公司债务结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，近年来随着公司业务不断扩张以及资本的投入，公司资产规模显著上升；同时受益于 2016 年的增资及利润积累，公司资本实力大幅增强，财务杠杆处于适中水平。

### 盈利能力

作为国内领先的快递物流综合服务商，公司凭借良好的品牌形象和领先的行业地位，以及完善的航空资源和完善的快递网络，实现了业务规模的快速增长。2015~2017 年，公司分别实现营业收入 481.01 亿元、574.83 亿元和 710.94 亿元，年均复合增长率 21.57%。同时，公司业务主要覆盖商务快递和中高端电商市场等，其客户对价格的敏感性较弱，公司票均单价处于行业较高水平，促使公司具有较大的初始获利空间。2015~2017 年，公司整体毛利率水平分别为 19.78%、19.69%和 20.07%。

期间费用方面，2015~2017 年公司三费合计分别为 81.73 亿元、76.47 亿元和 88.78 亿元，占营业收入的比重分别为 16.99%、13.30%和 12.49%，2016 年以来三费占营业收入比重有一定的下降，公司三费管控能力有一定程度的提升。从三费构成看，公司三费以管理费用为主，2015~2017 年分别为 58.22 亿元、60.79 亿元和 73.20 亿元；同期公司销售费用分别为 19.54 亿元、11.51 亿元和 13.57 亿元；财务费用分别为 3.97 亿元、4.17 亿元和 2.01 亿元。

表 9：2015~2017 年公司三费分析

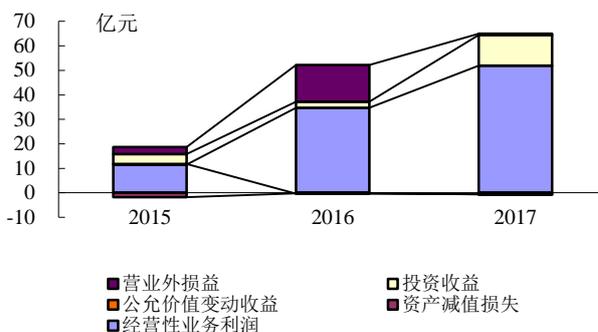
单位：亿元、%

	2015	2016	2017
销售费用	19.54	11.51	13.57
管理费用	58.22	60.79	73.20
财务费用	3.97	4.17	2.01
三费合计	81.73	76.47	88.78
营业总收入	481.01	574.83	710.94
三费收入占比	16.99	13.30	12.49

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 16.91 亿元、51.91 亿元和 64.32 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，公司经营性业务利润分别为 11.56 亿元、34.67 亿元和 51.94 亿元；同期公司实现营业外损益分别为 2.89 亿元、15.04 亿元和 0.53 亿元，2016 年增长较多主要来自于合并子公司形成的负商誉 12.33 亿元；公司投资收益来源于银行理财产品以及交易性金融资产等，2015~2017 年分别为 4.10 亿元、2.58 亿元和 11.02 亿元，其中 2017 年投资收益较上年大幅增长 326.86%，主要系公司当年转让丰巢科技股权实现部分投资收益，转让后对丰巢科技持有的剩余股权重新分类后按公允价值重新计量确认了部分投资收益所致。同期，公司净利润分别为 10.94 亿元、41.61 亿元和 47.00 亿元，所有者权益收益率分别为 7.95%、21.06%和 21.92%。2015 年，公司调整产品结构，推出了顺丰次晨时效新产品，加大了其他高毛利产品和增值业务的推广力度；前期的战略投入以及高毛利产品和增值业务的推广使得公司近年来的利润水平快速提升。

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

业收入实现较快增长，且通过坚持做中高端商业物流，公司毛利率维持在较高水平，整体盈利能力很强。

### 偿债能力

从债务规模来看，2015~2017 年末，公司总债务分别为 114.82 亿元、115.52 亿元和 103.03 亿元，近年来呈波动下降的态势。

获现能力方面，受益于利润总额的增长，2015~2017 年公司 EBITDA 分别为 40.61 亿元、79.07 亿元和 99.68 亿元，同期公司总债务/EBITDA 分别为 2.83 倍、1.46 倍和 1.03 倍，EBITDA 利息倍数分别为 12.82 倍、19.88 倍和 20.34 倍，公司经营所得对债务本息的保障能力很强。

现金流方面，得益于业务规模的扩大，2015~2017 年，公司经营活动净现金流分别为 27.82 亿元、56.75 亿元和 61.79 亿元，经营活动净现金流/总债务分别为 0.24 倍、0.49 倍和 0.60 倍，经营活动净现金流/利息支出分别为 8.78 倍、14.27 倍和 12.61 倍，公司经营活动净现金流对债务的覆盖程度较高。

表 10：2015~2017 年公司主要偿债指标

指标	2015	2016	2017
货币资金（亿元）	36.20	68.55	162.71
总债务（亿元）	114.82	115.52	103.03
短期债务（亿元）	74.48	67.64	74.08
EBITDA（亿元）	40.61	79.07	99.68
经营活动净现金流（亿元）	27.82	56.75	61.79
经营活动净现金流/利息支出（X）	8.78	14.27	12.61
经营活动净现金流/总债务（X）	0.24	0.49	0.60
EBITDA 利息倍数（X）	12.82	19.88	20.34
总债务/EBITDA（X）	2.83	1.46	1.03

注：2015~2017 年长期应付款调整至长期债务。

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

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，或有负债风险较小。

诉讼事项方面，截至 2017 年末，公司主要涉及两起小型未决诉讼。上述诉讼事项主要为经营管理过程中涉及的纠纷，涉案金额为 3,000 余万元，对公司的经营能力和财务状况不会构成显著影响。

受限资产方面，2017 年末公司受限资产账面价值合计 68.88 亿元，占同期末总资产的比重为 12.85%，包括投资性房地产 15.38 亿元、无形资产 26.84 亿元、固定资产 13.58 亿元以及货币资金 13.09 亿元等。其中，货币资金系因长期借款质押金、保函保证金及存放中央银行的准备金等受限，其他资产因长期借款抵押受限。

公司与金融机构保持良好合作关系。截至 2017 年末，公司共获得各银行综合授信额度 686 亿元，剩余未使用额度 584 亿元。另外，公司股东顺丰控股为上市公司，具有直接融资渠道。

总体来看，公司在快递业务竞争实力突出，业务规模不断扩大，营业收入持续增长，获现能力很强，经营性活动现金流实现大额净流入，偿债指标表现良好，整体具备极强的偿债能力。

### 结论

综上，中诚信证评评定深圳顺丰泰森控股（集团）有限公司主体信用级别为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“深圳顺丰泰森控股（集团）有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”的信用级别为 **AAA**。

## 关于深圳顺丰泰森控股（集团）有限公司 2018年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）的跟踪评级安排

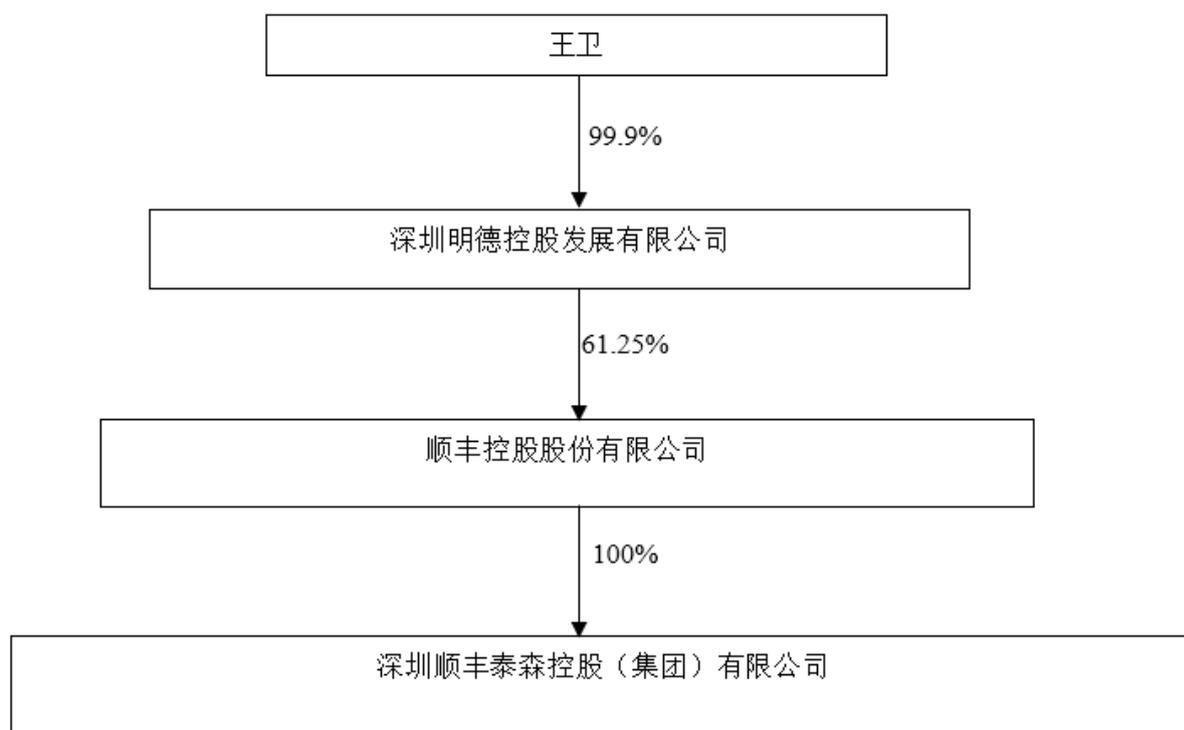
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本期债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后2个月内完成该年度的定期跟踪评级。此外，自本期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）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期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。

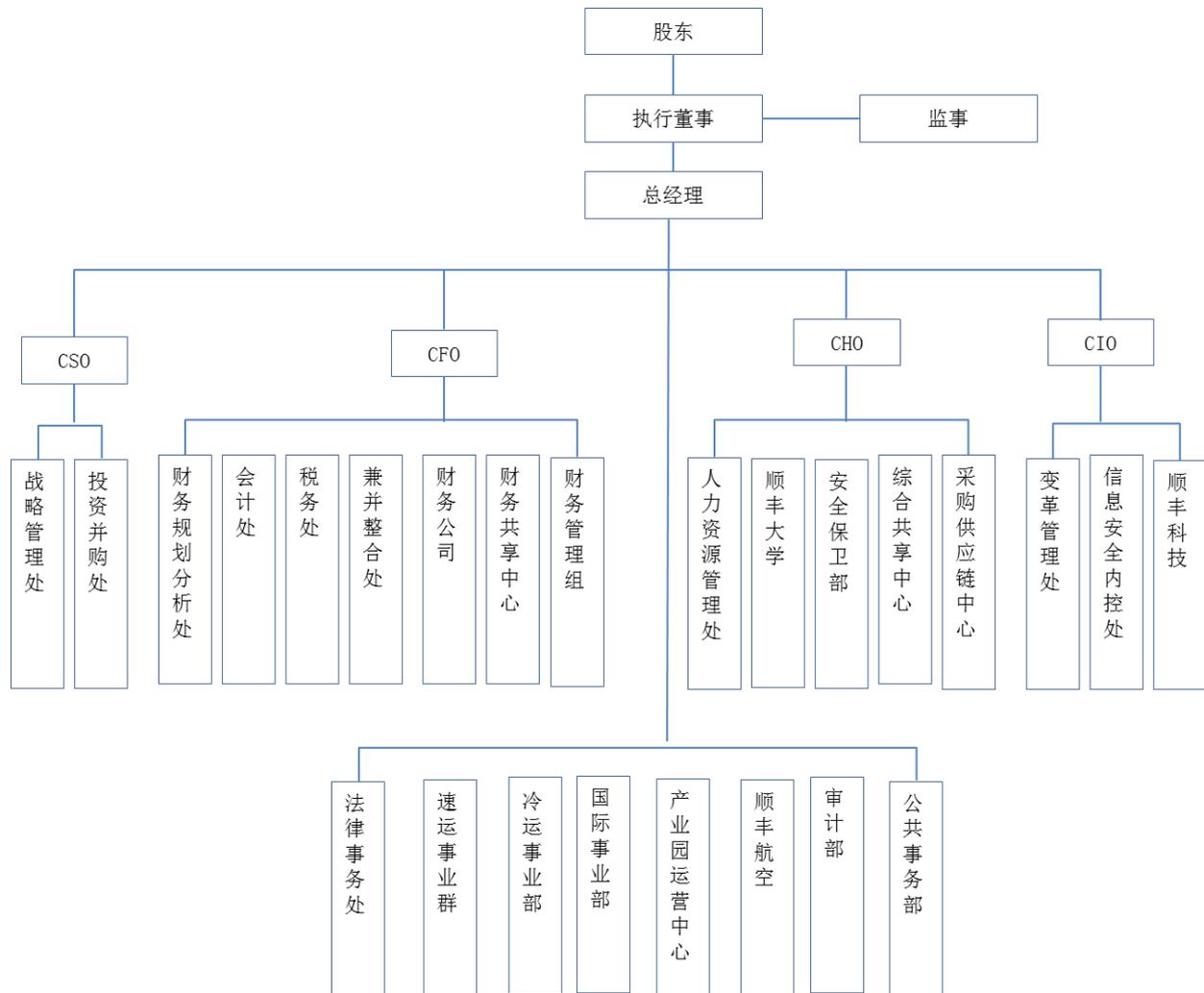
如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：深圳顺丰泰森控股（集团）有限公司股权结构图（截至 2017 年 12 月 31 日）



资料来源：公司提供

附二：深圳顺丰泰森控股（集团）有限公司组织结构图（截至 2017 年 12 月 31 日）



资料来源：公司提供

**附三：深圳顺丰泰森控股（集团）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	362,037.33	685,535.24	1,627,121.33
应收账款净额	399,255.90	455,991.15	580,415.26
存货净额	25,609.79	39,601.37	44,635.80
流动资产	1,858,248.76	2,126,189.52	2,744,172.35
长期投资	169,815.95	146,628.19	240,795.12
固定资产合计	961,540.51	1,467,093.59	1,189,495.72
总资产	3,471,657.33	4,406,360.60	5,361,408.26
短期债务	744,838.63	676,373.07	740,768.86
长期债务	403,403.88	478,801.34	289,520.61
总债务（短期债务+长期债务）	1,148,242.51	1,155,174.41	1,030,289.46
总负债	2,095,771.04	2,430,694.18	3,217,170.82
所有者权益（含少数股东权益）	1,375,886.29	1,975,666.42	2,144,237.44
营业总收入	4,810,115.48	5,748,269.81	7,109,429.70
三费前利润	932,972.98	1,111,423.11	1,407,199.14
投资收益	41,014.66	25,811.46	110,177.76
净利润	109,422.11	416,078.49	469,958.62
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	406,065.14	790,742.27	996,798.83
经营活动产生现金净流量	278,208.18	567,503.78	617,883.05
投资活动产生现金净流量	-525,337.04	-377,488.88	50,510.75
筹资活动产生现金净流量	355,775.57	90,328.19	205,492.27
现金及现金等价物净增加额	109,292.57	286,481.80	872,533.06
财务指标	2015	2016	2017
营业毛利率（%）	19.78	19.69	20.07
所有者权益收益率（%）	7.95	21.06	21.92
EBITDA/营业总收入（%）	8.44	13.76	14.02
速动比率（X）	1.12	1.09	0.94
经营活动净现金/总债务（X）	0.24	0.49	0.60
经营活动净现金/短期债务（X）	0.37	0.84	0.83
经营活动净现金/利息支出（X）	8.78	14.27	12.61
EBITDA 利息倍数（X）	12.82	19.88	20.34
总债务/EBITDA（X）	2.83	1.46	1.03
资产负债率（%）	60.37	55.16	60.01
总债务/总资本（%）	45.49	36.90	32.45
长期资本化比率（%）	22.67	19.51	11.90

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、2015~2017 年长期应付款调整至长期债务。

**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

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

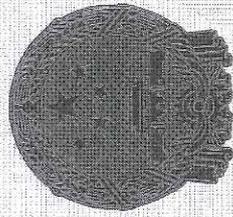
等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

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

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。



中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证

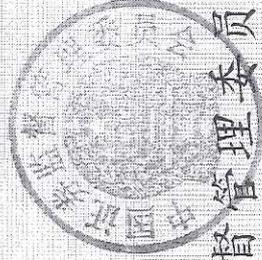
公司名称: 中诚信证券评估有限公司

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: 上海市青浦区工业园区郑一工业区7号3幢1层C区113室

编号: ZPJ001



中国证券监督管理委员会(公章)

2017年12月12日



深圳顺丰泰森控股(集团)有限公司  
2018年面向合格投资者公开发行公  
司债券

# 营 业 执 照

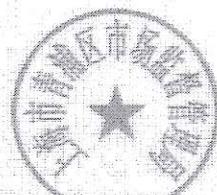
统一社会信用代码 91310118134618359H  
证照编号 29000000201711150321

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郑一工业区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



**SAC** 证券业从业人员资格考试  
成绩合格证



冯聪, 证件号码:421102198908300550, 于2016年05月22日参加金融市场基础知识考试, 成绩合格

\*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息



20160544030039009050440300

2016年05月

**SAC** 证券业从业人员资格考试  
成绩合格证



冯聪, 证件号码:421102198908300550, 于2016年05月22日参加证券市场基本法律法规考试, 成绩合格

\*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息



20160544030038120630440300

2016年05月

**SAC** 证券业从业人员资格考试  
成绩合格证



冯聪, 证件号码:421102198908300550, 于2016年07月23日参加发布证券研究报告业务考试, 成绩合格

\*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息



20160744030042628460440300

2016年07月



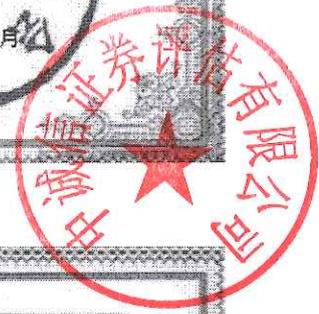
**SAC** 证券业从业人员资格考试  
成绩合格证



应治亚, 证件号码:340404199107051630, 于2011年03月05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.net.cn信息

2011033405635701



**SAC** 证券业从业人员资格考试  
成绩合格证



应治亚, 证件号码:340404199107051630, 于2012年06月17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.net.cn信息

2012063404956804

