

# 申通快递股份有限公司 2020 年公开发行公司债券（第一期） 跟踪评级报告（2020）

---

项目负责人：盛 蕾 lsheng@ccxi.com.cn

项目组成员：杨 娟 jyang@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 6 月 23 日

## 声 明

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

# 信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪 1381 号

## 申通快递股份有限公司：

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

维持贵公司主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；

维持“20STO01”的信用等级为 **AA+**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年六月二十三日

**评级观点：**中诚信国际维持申通快递股份有限公司（以下简称“申通快递”或“公司”）的主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；维持“20STO01”的信用等级为 **AA+**。中诚信国际肯定了公司市场占有率进一步提升、快递网络及运力不断增强、融资渠道畅通等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到公司盈利空间受竞争影响进一步挤压、加盟模式相关风险以及公司实际控制人可能发生变更等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

### 概况数据

申通快递（合并口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	88.09	118.66	138.55	142.90
所有者权益合计（亿元）	67.76	85.66	92.11	92.35
总负债（亿元）	20.33	33.00	46.44	50.55
总债务（亿元）	0.05	1.00	10.65	23.01
营业总收入（亿元）	126.57	170.13	230.89	35.73
经营性业务利润（亿元）	19.92	23.15	18.46	0.59
净利润（亿元）	14.88	20.52	14.19	0.60
EBITDA（亿元）	22.22	31.74	25.31	--
经营活动净现金流（亿元）	20.98	26.03	19.76	-6.85
收现比（X）	1.07	1.09	1.13	0.94
营业毛利率（%）	18.45	16.24	10.48	4.88
应收类款项/总资产（%）	9.16	9.73	7.04	9.03
资产负债率（%）	23.08	27.81	33.52	35.37
总资本化比率（%）	0.07	1.15	10.37	19.95
总债务/EBITDA（X）	0.00	0.03	0.42	--
EBITDA 利息倍数（X）	1,690.34	398.56	74.01	--

注：中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季度财务报表整理。

### 正面

- **市场占有率进一步提升。**公司为国内快递龙头企业之一，品牌知名度很高，且业务量随着快递行业及电商行业的增长而持续增加，2019 年公司业务量较上年同比增长 44.19%，市场占有率为 11.60%，较上年提升 1.52 个百分点，市场地位不断巩固。
- **快递网络及运力不断增强。**公司以加盟制为基础，在全国范围内搭建了完善的快递网络，一级加盟商、网点及门店数量众多，汽运网络干线运输车辆、陆路运输干线和路由丰富，快递网络和运力在跟踪期内进一步增强。
- **融资渠道畅通。**公司与金融机构保持良好合作关系，备用流

### 同行业比较

2019 年部分快递企业主要指标对比表					
公司名称	快递业务量（亿件）	市场份额（%）	总资产（亿元）	资产负债率（%）	营业总收入（亿元）
申通快递	73.71	11.60	138.55	33.52	230.89
圆通速递	91.15	14.35	221.61	40.34	311.51
韵达快递	100.30	15.79	224.97	39.84	344.04

注：“圆通速递”为“圆通速递股份有限公司”简称；“韵达快递”为“韵达控股股份有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

### 本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期
20STO01	AA+	AA+	5.00	5.00	2020/4/29~2023/4/29

动性充足，且作为上市公司，融资渠道较为畅通，能为公司提供较好的融资支持。

### 关注

- **盈利空间受竞争影响进一步挤压。**快递物流行业的市场竞争较为激烈，2019 年以来，为应对竞争并拓展客户，公司单票收入有所下降，同时伴随成本的上升，公司单票毛利下滑明显，盈利空间受到进一步挤压。
- **加盟模式相关风险。**在快递网络加盟模式下，公司快递业务揽收、派送环节由加盟商承担。若个别加盟商与公司的合作发生异常变化，短期内可能对公司局部地域服务的开展造成不利影响。
- **实际控制人可能发生变更。**根据相关购股权协议约定，阿里巴巴（中国）网络技术有限公司（以下简称“阿里巴巴”）自 2019 年 12 月 28 日起三年内有权购买协议约定的公司股东股权，若阿里巴巴或其指定第三方行使购股权，可能使得公司实际控制人发生变更。中诚信国际将持续关注该事项的后续进展及其对公司经营管理层面带来的影响。

### 评级展望

中诚信国际认为，申通快递股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

- **可能触发评级上调因素。**公司行业竞争地位、快递网络布局、业务量、市场占有率显著提升；资本实力显著增强，盈利大幅增长且具有可持续性。
- **可能触发评级下调因素。**公司发生重大安全事件或突发不利事件导致经营风险加大，市场占有率水平严重下滑；加盟商合作发生严重异常变化；公司财务杠杆水平大幅上升、融资受限、流动性压力增大等。

## 跟踪评级原因

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

## 募集资金使用情况

根据公司提供的资料，“20STO01”募集资金5.00亿元，债券期限为3年。截至2020年5月末，募集资金2.00亿元已全部用于偿还有息债务，3.00亿元已全部用于补充公司运营资金。

## 宏观经济和政策环境

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

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

**宏观风险：**虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有的。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全

球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

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

**宏观展望：**尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将

限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

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

## 近期关注

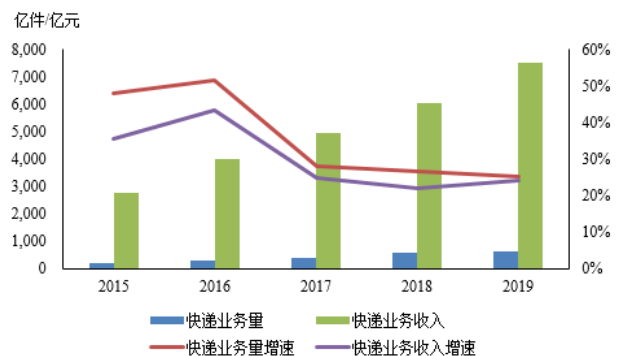
**电商行业的快速发展为快递行业创造了广阔的发展空间；快递行业集中度持续提升，同时业内企业市场竞争不断加剧，快递服务价格逐年下降，对企业运营效率及成本控制能力提出挑战**

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

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

长 24.2%，增速较上年增加 2.4 个百分点。

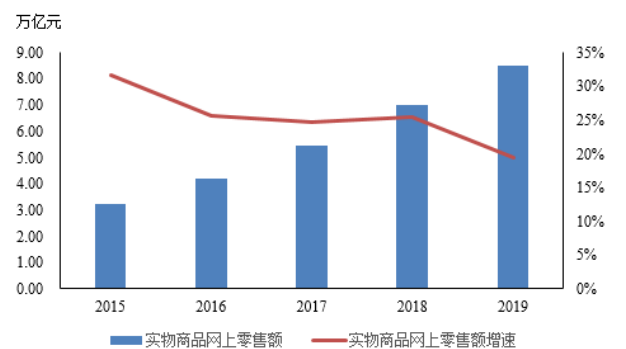
图 1：近年来我国快递业务量和快递业务收入情况



资料来源：国家邮政局，中诚信国际整理

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

图 2：近年来我国实物商品网上零售额及其增速情况



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

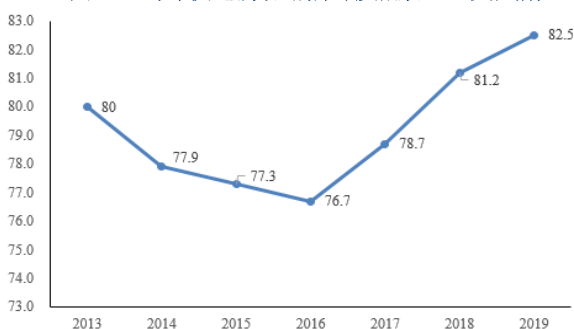
从区域结构来看，快递业务量与区域经济的发展程度、商贸的活跃程度以及交通设施的便捷程度等因素挂钩。由于我国东部沿海区域的经济更加发达，加之该区域的电子商务产业蓬勃发展，东部地

<sup>1</sup> 成立于浙江省桐庐县的申通、圆通、韵达和中通等快递品牌。

区快递业务量占快递业务总量的比重最大，中部地区其次，西部地区最小。但是，随着区域经济与交通设施的持续改善以及国家政策的大力扶持，多个快递企业向中西部地区倾斜大量的网点与劳动力资源，中西部地区快递产业的发展潜力逐步释放。根据国家邮政局数据显示，2019年，东、中、西部地区各项快递业务均保持了持续稳定的增长势头，中部地区业务增长持续提速，市场份额继续上升；2019年，东、中、西部地区快递业务量比重分别为79.7%、12.9%和7.4%，快递业务收入比重分别为80.2%、11.3%和8.5%。

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

图3：近年来快递服务品牌集中度指数CR8变化情况

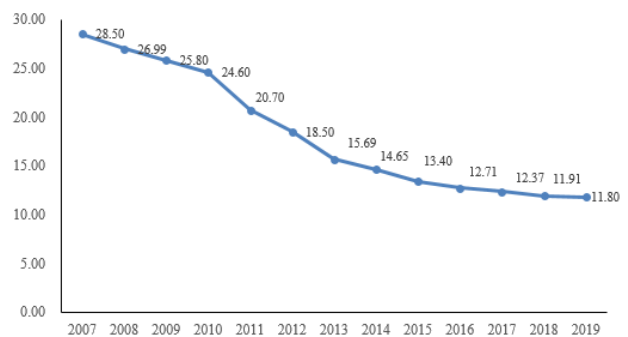


资料来源：国家邮政局，中诚信国际整理

2008年以来，随着快递行业规模效应扩大以及竞争加剧，快递服务价格逐年下降，2019年平均快递单件价格下降至11.80元/件，已贴近成本线水平。平均快递单件价格的降幅总体呈现先扩大后收缩

的态势，表明市场竞争已较为充分、未来价格下降的空间有限，快递企业难以继续通过低价竞争策略抢占市场；内部运营效率提升以及经营模式与服务差异化或将逐渐成为主要的竞争手段。受此影响，快递行业的进入壁垒将进一步提高，现有快递企业间并购重组的动力亦会加大。此外，随着主要快递企业陆续上市，资本大量涌入快递行业，用于支持快递企业扩张营业网点、增加运输资源以及推进流程的智能化改造等，这将加速市场竞争格局的调整。

图4：近年来我国快递单件价格情况(元/件)



资料来源：国家邮政局，中诚信国际整理

总的来看，我国已成为全球第一大快递市场，随着电商行业的快速发展，快递产业仍具备广阔的发展空间。中诚信国际也关注到，快递行业面临较大的竞争与整合压力，行业集中度不断提高，规模优势显著、资金实力较强以及服务质量较高的企业有望进一步提升市场地位；此外，近年来快递单价不断下行，对快递企业运营效率、服务增值与成本控制能力提出了较大的挑战。

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

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

大做强等方面，并给予资金、土地和金融等方面的政策红利。

**表 1：近年来我国快递行业部分政策**

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

数据来源：公开资料，中诚信国际整理

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

服务网络及产业能力建设方面，“十三五”规划引导快递企业加强农村地区网络建设，乡镇网点覆盖率从 2015 年的 70% 增加到 90%。支持骨干快递

企业建设辐射国内外的大型航空快递枢纽和集散中心，鼓励快递企业建设现代化立体仓库和信息平台，推广应用自动化、信息化技术装备，提升处理能力和运营效率；到 2020 年，快递行业配备全自动分拣系统的枢纽型分拣中心数量从 2015 年的 61 个增加到 150 个，用于快递运输的专用货机数从 2015 年的 71 架增加到 200 架。

产业联动方面，促进快递业与电子商务、先进制造业和现代农业联动发展。快递业与电子商务联动发展方面，鼓励快递企业针对电子商务特点开发多品种、个性化、国际化服务的产品体系，拓展服



务领域。快递业与先进制造业联动发展方面，积极推进传统消费品制造产业供应链创新升级，做深做精电子领域、医药领域的快递服务，积极推进装备制造业入场物流服务。快递业与现代农业联动发展方面，引导快递企业为特色农产品提供包装、仓储、运输的标准化定制化服务，发展农产品冷链快递。

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

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

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

2019 年 6 月，国家邮政局及商务部共同印发

《关于规范快递与电子商务数据互联共享的指导意见》，将进一步保障电子商务与快递数据正常传输，加强电子商务与快递数据管控，加强电子商务与快递数据互联共享管理，建立电子商务与快递数据中断通知报告制度，提高电子商务与快递数据安全防护水平，加强电子商务与快递数据政府监管，有利于完善电子商务与快递物流数据保护、开放共享规则，建立数据中断等风险评估、提前通知和事先报告制度。

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

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

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

**2019 年，公司业内战略协作持续推进，阿里巴巴的战略性入股或将促进公司竞争力进一步提升，同时亦有可能使得公司未来实际控制人发生变更**

2019 年，公司加大科技投入，加强业内协作以

及通过引进战略投资者等形式，持续提升公司综合实力。2019年3月，公司与浙江菜鸟供应链管理有限公司签署了《业务合作协议》，双方在信息系统和产品、全链路数字化升级、国内、国际供应链业务、末端网络优化等方面进行深入合作。2019年5月，公司将其量级较大的数据采集和数据计算业务一一订单平台、巴枪平台和时效系统迁上阿里云，成为首个全面上云的快递企业，公司业务系统稳定性提升10倍以上，安全性更是提升50倍。2019年7月，公司引入阿里巴巴作为战略投资者的事项完成，公司将与阿里巴巴在物流科技、快递末端和新零售物流等领域进一步合作，或将促进公司竞争力进一步提升。此外，根据相关购股权协议约定，阿里巴巴自2019年12月28日起三年内有权购买协议约定的公司股东股权，若阿里巴巴或其指定第三方行使购股权，可能使得公司实际控制人发生变更。中诚信国际将持续关注该事项的后续进展及其对公司经营管理层面带来的影响。

### 2019年以来公司快递业务量及市场份额稳步提升，市场地位仍较为突出，但受行业竞争激烈影响，公司单票毛利下滑明显，盈利空间受到进一步挤压

公司快递业务采用总部和加盟相结合的运营模式。从业务流程来看，公司的快递业务覆盖快件揽收、快件中转、干线运输和快件派送等环节，其中快件揽收和派送环节主要由加盟商网络承担，快件中转环节由公司直营和加盟转运中心承担，干线运输主要通过自有车辆完成，部分采用外包方式。虽然近年公司直营化与重资产化程度不断提高，但目前加盟商在公司整个业务流程中仍承担较多重要业务环节，公司不断推进对加盟商的考核与管理，但若个别加盟商与公司的合作发生异常变化，短期内可能对公司局部地域服务的开展造成不利影响。

公司快递业务收入来源于信息服务、中转、物料销售和有偿派送等环节，由面单收入、中转收入和派送收入构成；快递业务成本具体包括面单成本、中心操作成本、运输成本、网点中转费支出和派送

费支出等，核算时计入面单成本、中转成本以及派送成本口径。在下游定价方面，公司面单费采用全网统一的定价标准；中转费依据派件重量、距离和运输工具等因素而定；派送费在基础派费、续重派费、拉回货车线补贴、政策补贴、极冷气候补贴和自然灾害补贴等因素的基础上进行计算。从结算来看，公司快递业务开展过程主要涉及面单费、中转费和派送费结算，跟踪期内结算方式较上年未发生变化。

2019年，公司持续推进中转中心自营率提升及升级改造工作，公司单票中转成本有所上升；面对较大的竞争压力，公司为拓展客户，单票面单价格持续下降。受上述因素影响，2019年公司单票毛利下滑明显，盈利空间进一步受到挤压。

表 2：2017~2019 年公司单票收入与成本构成情况（元/件）

	2017	2018	2019
单票收入	3.25	3.33	3.13
其中：单票面单收入	0.71	0.64	0.41
单票中转收入	0.86	0.92	0.95
单票派送收入	1.65	1.70	1.71
单票成本	2.65	2.79	2.80
其中：单票面单成本	0.07	0.05	0.04
单票中转成本	0.94	1.00	1.03
单票派送成本	1.62	1.69	1.69
单票毛利	0.60	0.54	0.33

注：单票收入/成本与单票面单、中转、派送收入/成本的合计存在一定差异，是由于公司单票收入/成本由当期营业收入/成本除以快件签收量计算而得，受到当期其他业务收入/成本因素影响所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

业务量方面，公司快件以电商件为主，提供的产品包括国内时效产品、国际快递产品、仓配服务和增值服务等。2019年，公司累计完成业务量为73.71亿件，同比增长44.19%，市场占有率为11.60%，较上年提升1.52个百分点，公司作为国内快递龙头企业之一，品牌知名度很高，业务量随着快递行业及电商行业的增长而持续增加，市场地位不断巩固。

表 3：近三年来公司业务量及市场份额情况

	2017	2018	2019
快件业务完成量（亿件）	38.98	51.12	73.71
市场份额（%）	9.73	10.08	11.60

资料来源：公司公告，中诚信国际整理

## 2019年，公司继续完善快递网络，运能优势仍然显著；同时，持续推进中转业务直营化、设备自动化，优化末端网点及派送环节，公司吞吐能力、服务时效及服务质量不断提升

2019年，公司继续落实中转布局“一盘棋”战略的重要举措，推进重点城市转运中心直营化的重要进程，收购了天津转运中心中转业务资产组，进一步加强了北京、上海、广州等重点城市转运中心的升级建设。截至2019年末，公司共有转运中心68个，其中东北5个、华北6个、华东27个、华南9个、华中10个、西北5个、西南6个；自营转运中心61个，自营率约为89.71%。

干线运力方面，截至2019年末，公司全网干线运输车辆达5,200余辆，较上年末大幅增长，其中自营的申瑞车队3,650余辆，自营车辆占比70.26%；在车型方面，公司共有13.5米以上的干线运输车辆2,500余辆，其中直属于子公司杭州申瑞快递服务有限公司的车辆数为1,980辆，自营大车占比达79.07%。

干线路由方面，2019年，公司继续优化进港、出港路由标准体系，其中干线运输全部采用集约化模式，最大化的降低运输成本，让利给末端网点；截至2019末，公司已开通干线运输线路3,226条，实现持续增长。

分拣设备方面，2019年，公司继续升级分拣设备，截至2019年末，公司累计拥有自动化分拣设备145套，其中自动化交叉带分拣设备90套，较上年新增57套；摆臂设备现有55套，较上年新增26套。

末端网点方面，2019年，公司重点开展了合肥、济南、苏州、北京等重要网点的拆分工作，全网新发展独立网点1,292个。截至2019年末，公司共有独立网点数量达3,525个，较上年末增长57.86%，服务站点及门店25,500余家。截至2019年末，公司全国四级行政单位（街道、乡镇、团场等）覆盖率达到73.00%，较上年末增长7.00%。

末端派送方面，2019年，公司扩大二派及三派总体覆盖范围，丰富末端派送渠道，推动末端快递的及时流转，提升快递的签收时效。截至2019年末，二派网点货量占比为77.07%，较上年提升了5.07%，公司在19个省份中共有1,333家站点已经推进三派作业，三派签收率为84.26%。

受益于公司推进转运中心直营化、设备自动化及网络经营体制改革等措施，2019年，公司实际日均件量突破2,000万件，吞吐能力较上年度明显提升；2019年，公司全网全链路时效平均49.55小时，同比缩短4.25小时，公司的全链路时效得到明显改善；2019年，公司快件有效申诉率低于0.01/每百万件，申诉率远低于全国快递服务有效申诉率平均水平，服务质量持续改善。

## 财务分析

以下分析基于经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017~2019年审计报告和公司提供的未经审计的2020年一季度财务报表。公司财务报表均依照新会计准则编制。以下分析基于合并口径数据，各期数据为当期财务报表期末数。

### 2019年，公司营业收入实现较大提升，毛利率明显下降；公司期间费用呈上升态势，利润水平和各项盈利指标有所下滑，盈利能力有所减弱

2019年，随着公司转运中心直营化、设备自动化及网络经营体制改革等措施推进，公司服务时效和质量不断提升，加之公司为拓展客户以及应对市场激烈竞争，公司降低面单价格，从而使得业务量大幅增加，营业总收入因此大幅提升。

毛利率方面，公司持续推进中转中心并购及中转中心设备升级，中转成本有所上升，受此影响，公司中转收入毛利率为负且小幅下滑，因中转收入占比较大，公司营业毛利率因此下滑明显。

2020年一季度，受新冠疫情影响，公司经营业绩大幅下滑。2020年1~3月，公司实现营业收入

35.73 亿元，较上年同期下降 20.72%；营业毛利率 4.88%，较上年同期大幅下降。中诚信国际将持续关注疫情对公司业务经营产生的影响以及公司后续经营业绩变动情况。

**表4：近年来公司营业收入分产品构成情况（亿元、%）**

收入	2017	2018	2019
信息服务	27.85	32.76	30.01
有偿派送	64.35	87.15	126.23
中转收入	33.36	47.04	69.86
物料销售	0.90	1.15	1.11
冷链收入	--	0.07	0.13
仓储配送收入	--	1.62	3.20
广告收入	--	0.06	0.0002
其他收入	0.11	0.27	0.35
<b>营业总收入</b>	<b>126.57</b>	<b>170.13</b>	<b>230.89</b>
毛利率	2017	2018	2019
信息服务	--	92.50	90.83
有偿派送	--	1.09	1.56
中转收入	--	-8.88	-9.06
物料销售	--	15.82	15.90
冷链收入	--	44.55	-46.12
仓储配送收入	--	12.15	30.15
广告收入	--	99.24	100.00
其他收入	--	28.04	67.43
<b>营业毛利率</b>	<b>18.45</b>	<b>16.24</b>	<b>10.48</b>

注：1、由于四舍五入原因，合计数和加总数可能存在不一致情况；2、2017 年，公司未分类统计各产品业务成本。

资料来源：公司提供

随着经营规模的扩大，公司期间费用呈上升态势，期间费用率持续增长。公司期间费用中管理费用占比最大，主要为职工薪酬，2019 年公司管理费用同比增长 43.07%。2019 年，受毛利率下滑，期间费用上升等影响，公司经营业务利润较上年下降 20.24%，利润总额和净利润出现较大下降。同时，EBITDA 相关利润指标及总资产收益率亦大幅下滑，公司盈利水平和盈利能力有所减弱。

**表5：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）**

	2017	2018	2019	2020.3
期间费用合计	3.01	4.11	7.30	1.54
期间费用率	2.38	2.42	3.16	4.32
经营性业务利润	19.92	23.15	18.46	0.59
利润总额	19.89	27.41	18.34	0.74
净利润	14.88	20.52	14.19	0.60
EBITDA	22.22	31.74	25.31	--
EBITDA 利润率	17.55	18.66	10.96	--
总资产收益率	23.74	26.60	14.53	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**公司资产和负债随业务规模扩大持续提升，但需关注商誉减值风险；公司债务增长较大且全部为短期债务，债务规模尚可，同时随着权益规模的持续提升，财务杠杆率仍维持在较低水平**

2019 年末，随着业务规模不断扩大及转运中心直营化的推进，公司总资产持续增长，其中非流动资产占比为 53.54%，较上年末提升 5.47 个百分点。2019 年末，公司货币资金仍保持较大规模，且无受限货币资金。2019 年末，公司交易性金融资产规模较大，主要为公司购买的银行理财产品。近年来，公司不断购置土地用于建设转运及仓储中心，不断收购转运中心项目，公司固定资产、无形资产和商誉规模持续上升，由于公司商誉规模较大，且快递行业竞争日趋激烈，中诚信国际对被收购标的未来经营状况及公司商誉减值风险保持关注。

**表6：近年来公司主要资产情况（亿元、%）**

	2017	2018	2019	2020.3
<b>总资产</b>	<b>88.09</b>	<b>118.66</b>	<b>138.55</b>	<b>142.90</b>
货币资金	32.44	40.22	32.11	40.09
应收账款	7.10	10.31	8.63	9.74
交易性金融资产	--	--	10.75	3.45
其他流动资产	13.95	7.64	8.94	7.85
固定资产	12.95	26.67	39.93	38.50
在建工程	2.83	2.29	4.50	5.16
无形资产	7.20	8.57	9.48	10.46
商誉	1.00	13.14	13.39	14.05

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内，公司负债仍以流动负债为主，截至 2020 年 3 月末，公司流动负债占比为 99.19%。2019 年以来，受公司经营及投资需求增加等因素影响，公司借入短期借款金额较大。公司应付账款主要为应付运费、应付设备款、材料款及工程款等，跟踪期内亦保持较大规模。2020 年一季度，公司新增发行超短期融资券计入其他流动负债。2019 年以来，公司债务规模提升较大，但整体规模尚可。截至 2020 年 3 月末，公司债务全部为短期债务，债务结构有待改善。得益于未分配利润的不断积累，跟踪期内公司权益规模持续提升。公司财务杠杆率随债务的增加而有所提升，但仍处在较低水平。较低的总资本化比率有利于公司再融资，但需关注其短期

债务增长及后续偿还情况。

**表 7：近年来公司主要负债、权益及资本结构情况(亿元、%)**

	2017	2018	2019	2020.3
<b>总负债</b>	<b>20.33</b>	<b>33.00</b>	<b>46.44</b>	<b>50.55</b>
短期借款	0.05	1.00	10.65	18.01
应付账款	8.06	19.09	24.18	15.83
预收款项	5.33	5.34	7.12	5.83
其他流动负债	0.00	0.00	0.00	4.99
其他应付款	1.50	1.35	2.26	4.31
<b>所有者权益合计</b>	<b>67.76</b>	<b>85.66</b>	<b>92.11</b>	<b>92.35</b>
实收资本	4.22	4.22	4.22	4.22
资本公积	31.94	31.94	31.94	31.94
盈余公积	2.98	5.06	5.85	5.85
未分配利润	28.25	43.60	50.57	51.15
<b>总债务</b>	<b>0.05</b>	<b>1.00</b>	<b>10.65</b>	<b>23.01</b>
短期债务/总债务	100.00	100.00	100.00	100.00
资产负债率	23.08	27.81	33.52	35.37
总资本化比率	0.07	1.15	10.37	19.95

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**2019 年，公司经营收现能力仍较好；投资活动净现金流缺口仍保持较大规模，主要由经营和筹资活动弥补；公司有息债务规模虽保持增长，但整体规模仍较小，各偿债指标仍保持较好水平**

2019 年，公司经营性业务获现能力仍较好，但受成本支出增长影响，公司经营活动净现金流有所下降。2019 年，公司继续推进中转中心收购及升级改造，公司投资活动现金流缺口持续扩大。2019 年以来随着公司资金需求的上升，公司筹资规模加大，筹资活动现金流入规模大幅增长。

偿债能力方面，2019 年末，公司 EBITDA 及经营活动净现金流对债务本息覆盖能力仍较强，但覆盖率水平较上期末有所下降。截至 2019 年末，公司货币资金对短期债务的覆盖倍数虽有所下降，但仍能够有效覆盖短期债务。

**表 8：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）**

	2017	2018	2019	2020.3
收现比	1.07	1.09	1.13	0.94
付现比	0.99	0.98	1.06	1.09
经营活动净现金流	20.98	26.03	19.76	-6.85
投资活动净现金流	-23.72	-16.23	-29.47	3.00
其中：资本支出	12.15	28.22	19.87	6.22
筹资活动净现金流	-3.44	-2.19	1.60	12.23
EBITDA	22.22	31.74	25.31	--
总债务/EBITDA	0.00	0.03	0.42	--

EBITDA 利息保障倍数	1,690.34	398.56	74.01	--
经营活动净现金流/总债务	419.61	26.03	1.85	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数	1,596.26	326.84	57.78	-56.20
货币资金/短期债务	648.71	40.22	3.01	1.74

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**公司备用流动性充足，融资渠道畅通；公司无受限资产、无对外担保，过往债务履约情况较好**

截至 2019 年末，共获得银行授信额度 145.00 亿元，其中未使用额度为 127.07 亿元，备用流动性充足，且公司为上市公司，融资渠道较为畅通，能为公司提供较好的融资支持。

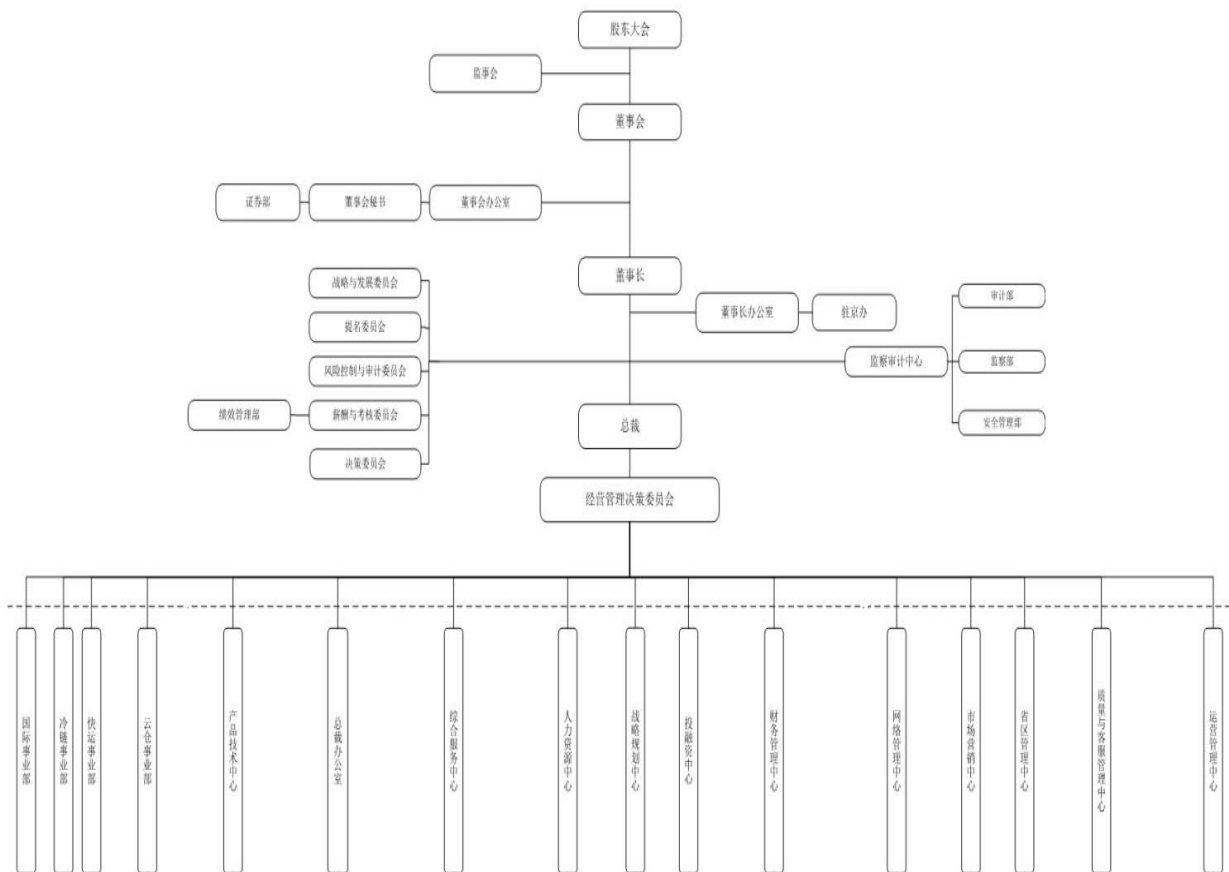
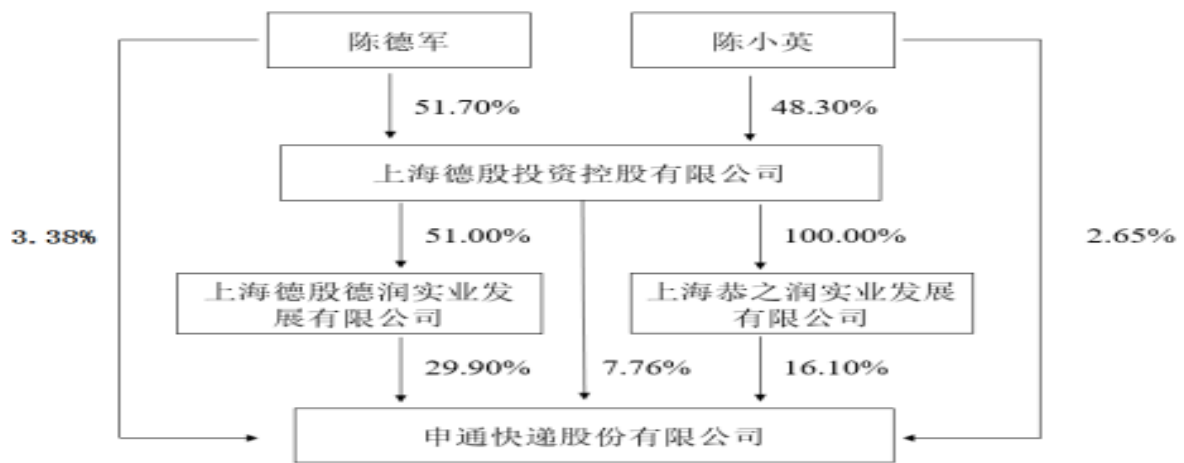
截至 2019 年末，公司无受限资产，无对外担保，无重大诉讼或仲裁事项。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至 2020 年 4 月 30 日，公司无未结清不良信贷信息，无欠息信息，未出现逾期未偿还银行贷款的情况，未出现已发行债务融资工具到期未偿付情形。

## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持申通快递股份有限公司的主体信用等级为 **AA<sup>+</sup>**，评级展望为稳定；维持“20ST001”的信用等级为 **AA<sup>+</sup>**。

### 附一：申通快递股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2019 年末）



资料来源：公司提供

## 附二：申通快递股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据(单位: 万元)	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	324,352.63	402,203.23	321,059.13	400,910.09
应收账款	71,010.70	103,113.66	86,282.25	97,440.70
其他应收款	9,704.72	12,305.00	10,733.39	31,027.51
存货	3,220.35	2,656.27	4,067.13	2,823.13
长期投资	34,435.97	35,137.17	35,434.01	35,490.08
在建工程	28,341.60	22,887.61	44,994.89	51,614.84
无形资产	72,022.11	85,665.24	94,835.27	104,567.66
总资产	880,900.84	1,186,572.41	1,385,522.19	1,428,956.92
其他应付款	15,000.01	13,497.63	22,558.29	43,058.15
短期债务	500.00	10,000.00	106,515.40	230,087.79
长期债务	0.00	0.00	0.00	0.00
总债务	500.00	10,000.00	106,515.40	230,087.79
总负债	203,293.31	330,019.69	464,420.60	505,471.16
费用化利息支出	131.44	796.33	3,419.37	1,217.98
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00	0.00
实收资本	42,201.22	42,201.22	42,201.22	42,201.22
少数股东权益	2,329.60	6,321.75	7,407.04	3,982.21
所有者权益合计	677,607.53	856,552.72	921,101.58	923,485.75
营业总收入	1,265,724.14	1,701,300.34	2,308,894.12	357,296.24
经营性业务利润	199,213.04	231,450.80	184,594.85	5,919.04
投资收益	3,200.12	41,446.49	2,718.32	1,621.42
净利润	148,769.31	205,163.87	141,916.48	6,009.98
EBIT	199,061.11	274,946.20	186,804.95	8,609.71
EBITDA	222,170.23	317,383.54	253,063.39	--
销售商品、提供劳务收到的现金	1,353,825.03	1,861,818.21	2,609,142.87	337,165.49
收到其他与经营活动有关的现金	64,695.00	30,987.28	48,277.14	14,656.51
购买商品、接受劳务支付的现金	1,021,263.85	1,401,797.49	2,194,304.86	371,468.25
支付其他与经营活动有关的现金	25,968.12	43,143.37	55,465.84	7,592.99
吸收投资收到的现金	0.00	0.00	0.00	0.00
资本支出	121,488.83	282,208.10	198,678.31	62,225.31
经营活动产生现金净流量	209,804.24	260,267.46	197,565.33	-68,451.09
投资活动产生现金净流量	-237,198.17	-162,329.23	-294,719.48	29,996.42
筹资活动产生现金净流量	-34,428.31	-21,912.37	16,005.46	122,348.90
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	18.45	16.24	10.48	4.88
期间费用率(%)	2.38	2.42	3.16	4.32
应收类款项/总资产(%)	9.16	9.73	7.04	9.03
收现比(X)	1.07	1.09	1.13	0.94
总资产收益率(%)	23.74	26.60	14.53	--
资产负债率(%)	23.08	27.81	33.52	35.37
总资本化比率(%)	0.07	1.15	10.37	19.95
短期债务/总债务(X)	1.00	1.00	1.00	1.00
FFO/总债务(X)	356.46	20.46	1.98	--
FFO 利息倍数(X)	1,356.03	256.94	61.83	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	1,596.26	326.84	57.78	-56.20
总债务/EBITDA(X)	0.00	0.03	0.42	--
EBITDA/短期债务(X)	444.34	31.74	2.38	--
货币资金/短期债务(X)	648.71	40.22	3.01	1.74
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	1,690.34	398.56	74.01	--

注：1、公司各期财务报表均按照新会计准则编制；2、中诚信国际分析时将公司计入其他流动负债的有息债务调整至短期债务；3、公司未提供 2020 年一季度现金流量补充表，故相关指标失效。

### 附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/(总债务+所有者权益合计)
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	应收类款项/总资产	=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
偿债能力	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

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



## 附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	受评对象在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

注：每一个信用等级均不进行微调。