

疫情冲击下的逆行者：货运包裹物流企业潜在主体信用质量分析

2020 年 8 月 3 日

要点

- 得益于疫情控制带来的消费习惯转变，我们预计未来一段时间本行业的业务量将保持稳定增长。
- 我们认为，整体而言样本公司的财务风险可控，较低的杠杆水平和良好的利息覆盖倍数将协助其保持良好的财务状况。
- 我们认为，激烈的市场竞争可能导致样本企业面临盈利能力下滑的压力。但样本公司拥有较为充足的财务空间，可以一定程度上应对盈利能力下滑和持续资本投入，并保持财务风险稳定。
- 我们认为，在样本公司中，中国邮政潜在主体信用质量最强，顺丰控股紧随其后。而百世集团的潜在主体信用质量则处于相对较弱水平。

概述

我们选取物流行业八家代表性企业，利用标普信评相关分析方法，基于公开信息展开案头分析，得出了我们关于这些企业信用质量高低的初步看法，即我们所称的“潜在主体信用质量”。

这八家企业分别是中国邮政集团有限公司（以下简称“中国邮政”）、顺丰控股股份有限公司（以下简称“顺丰控股”）、ZTO Express (Cayman) Inc.（以下简称“中通快递”）、申通快递股份有限公司（以下简称“申通快递”）、上海圆通蛟龙投资发展（集团）有限公司（以下简称“圆通蛟龙”）、韵达控股股份有限公司（以下简称“韵达股份”）、BEST Inc（以下简称“百世集团”）以及德邦物流股份有限公司（以下简称“德邦股份”）。这八家企业业务范围涵盖了目前本行业中大部分业态，且规模较大。

根据标普信评工商企业评级方法论框架，我们在分析非金融企业信用质量的时候，通常会先分析企业的业务状况、财务风险和其他自身因素，得出企业的个体信用状况（SACP），然后分析企业可能获得的外部支持，包括集团或政府支持，得出主体信用等级（ICR）。本文对相关企业潜在主体信用质量的分析采用了同样的思路。

分析师

王璜

北京
+86 10 6516 6029
huang.wang
@spgchinaratings.cn

张任远

北京
+86-10 6516 6028
renyuan.zhang
@spgchinaratings.cn

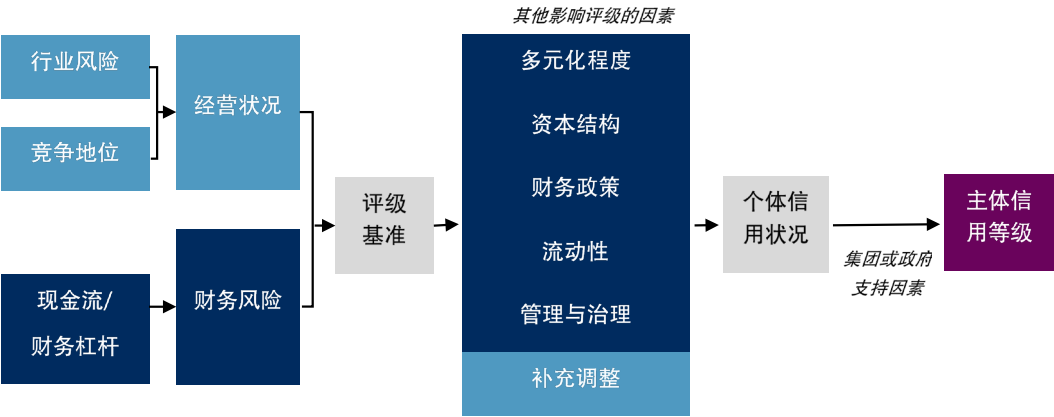
任映雪

北京
+86 10 6516 6037
yingxue.ren
@spgchinaratings.cn

王可欣

北京
+86 10 6516 6033
kexin.wang
@spgchinaratings.cn

图 1



阅读须知

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）选取若干企业进行了案头分析，选取标准包括企业资产规模、对所在区域的代表性，以及相关公开信息的有无。本报告中的分析是根据标普信评的方法进行的。标普信评的方法和分析思路仅适用于中国，且有别于标普全球评级所采用的方法和思路。因此，标普信评的观点并不等同于也不应被不实地表述为标普全球评级的观点，或作为标普全球评级的观点而加以依赖。

本次案头分析仅使用公开信息，且根据标普信评非金融企业相关方法进行。在此次分析中，我们采用相关方法对公开信息进行分析，得出关于企业信用质量的初步观点。需要强调的是，在本报告中表达的观点仅基于公开信息，标普信评从未与其中的任何企业有过任何信用评级性质的往来。本报告中表达的观点不可也不应被表述为信用评级，也不得理解为对任何企业最终信用级别的表示。本报告中表达的观点是我们通过此次分析得出的关于潜在信用质量得出的初步观点。本次案头研究工作不涉及任何跟踪活动。本报告中表达的观点不是，也不应被视为购买、持有或者出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。

此次案头分析的分析过程基于企业个体进行，分析结论的呈现则是按组别汇总进行。本报告各章节在呈现各组企业及整个市场相关统计数据和表现数据的时候，采用了我们按照标普信评相关方法一般认为最能够说明相关情况的指标。

由于本次分析是根据公开信息所作的案头分析，我们并没有与任何企业进行访谈或其他任何形式的互动沟通。在缺乏相关信息的情况下，我们会进行一些假设；同时，我们也尝试考虑企业获得集团支持、政府支持或其他任何形式外部支持的可能性，从而得出潜在信用质量的观点。标普信评不为依赖本报告的任何内容所产生的任何损失负责。

业务状况

一般情况下，我们通过综合考虑行业风险和竞争地位，来评估企业的业务状况。

行业风险

我们认为本行业的行业风险处于一般水平（3），在我们六档行业打分中位居中等偏好水平。一般情况下，我们从行业竞争格局和行业周期性两个维度评判行业风险高低。我们认为，本行业竞争格局相对激烈，但周期性较弱。

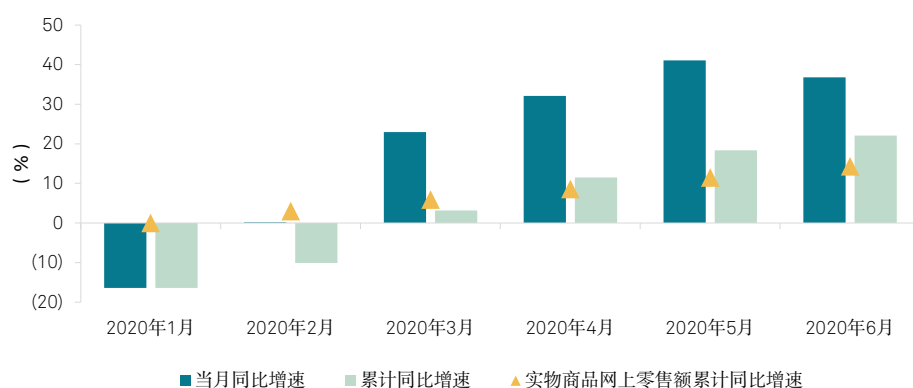
快递业务在疫情中受到的影响相对较小。继1月份大幅下降和2月份的微弱增长之后，2020年3月和4月快递业务量较上年同期分别增长23%和32%，增速已经恢复到往年的高水平。

物流行业在防疫物资调配、居民生活保障方面提供了强有力的支持，成为疫情期间“逆行者”中的一员。我们认为消费习惯改变是快递业务量恢复高增长背后的一个重要原因。疫情期间，居民网上消费结构发生变化，金额小的日用品、食品代替了金额较大的服装等非必需品，成为了消费者网上购物的主要方向。在这种变化下，同等消费额产生了更多的快递件数，利好于快递量的增长。

我们认为，常态化防疫带来的消费习惯改变将在未来一段时间继续支持快递业务量保持稳定增长。但同时也需要关注疫情对消费总量的冲击。此外，网购在零售中的渗透率已经处于较高水平，当消费习惯改变完成之后，未来快递量增长有可能承受一定的压力。

图2

2020年1-6月规模以上快递企业业务量增速



注：1. 规模以上快递企业指年业务收入超过200万元的快递服务企业。2. 2020年1月实物商品网上零售额累计同比增速未公布。

资料来源：国家邮政局，国家统计局，标普信评整理。

版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

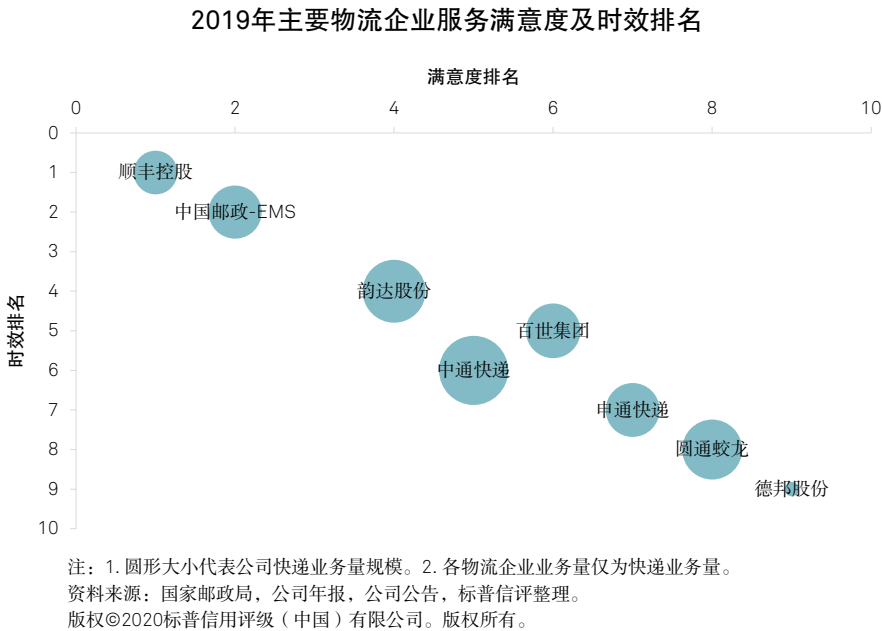
我们一般从竞争优势、业务规模范围和多样性、经营效率以及盈利能力四个方面来考量企业的竞争地位。对于物流行业的企业来说，上述四个方面均较为重要。总体而言，我们认为本行业企业采取了两种不同的竞争策略：一类企业通过提供质量较好的差异化服务谋求竞争优势，同时这些竞争优势使它们获得了一定的议价能力。另一类快递企业提供相对同质化的服务，但通过精细化的成本控制谋求成本领先以实现其竞争优势。精细化的成本管理一方面来自于通过资本投入改善运输转运成本，另一方面来自于通过规模效应摊薄单位成本。

竞争优势

标普信评认为，物流企业的竞争优势主要体现在服务标准和声誉、运输网络、定价能力等方面。我们认为，具备竞争优势的物流企业往往包含以下几个特征：服务水平和品牌声誉良好；所提供服务的竞争力较强或具有专营优势；研发能力较好，能够强化服务质量；具备特殊的运输网络覆盖优势；依托于良好的服务，拥有更强的定价能力，借此以价格制定者的角色参与市场竞争。

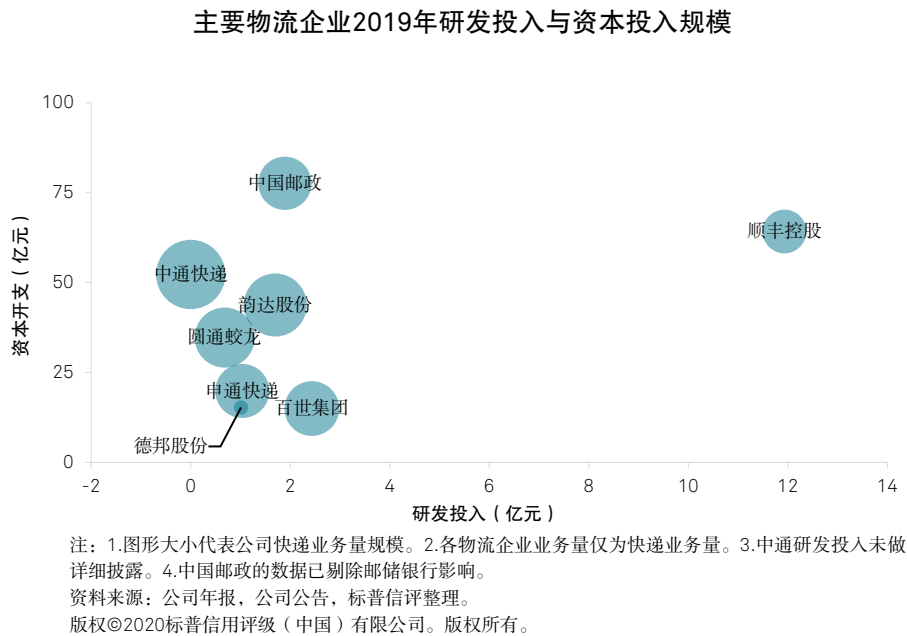
一般而言，客户满意度和服务时效性能在一定程度上反映企业的服务水平。国家邮政局发布的《关于 2019 年快递服务满意度调查结果的通告》及《关于 2019 年快递服务时限准时率测试结果的通告》显示，顺丰控股和中国邮政的 EMS 业务在时效和满意度方面处在领先的位置。加盟式物流企业，韵达、中通、百世稍好。德邦股份进入快递业务的时间较晚，其时效和满意度方面都弱于同行。

图 3



我们认为，研发投入和资本投入是在运量扩张中维护服务质量、提高客户体验的基础，因为良好的科技水平可以使企业更好地管理并运转物流网络，提高转运效率。从下图可以看到，顺丰控股的研发支出和资本开支在样本企业中均处于较高的水平。申通和百世则更偏向于轻资产运营，这种轻资产运营模式可能会在一定程度上影响到公司对运输和转运流程的把控程度，进而影响服务质量。

图 4

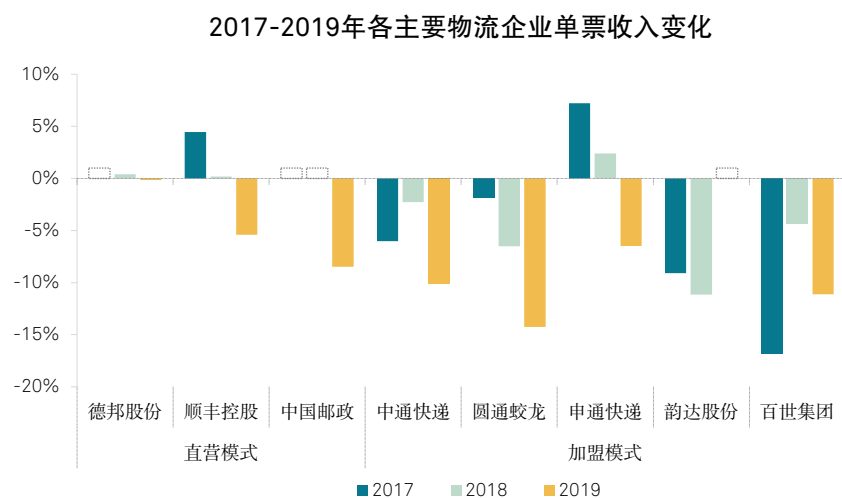


在运输网络方面，样本企业的业务覆盖情况相当，但中国邮政是唯一一个能实现中国所有乡镇全部覆盖的物流企业。中国邮政承担国家邮政普遍服务义务，其普通包裹服务覆盖了中国所有县域。完整的快递网络是中国邮政承担政府职能的体现，也是该公司一项重要的竞争优势。在一些边远地区，中国邮政是唯一的选择。中国邮政凭借自身广泛的网点分布，开展了税邮合作、警邮合作等能够发挥协同效应的业务。

各样本企业中，享有强大专营性优势的也是中国邮政。除了快递业务以外，中国邮政还承担了基础邮政、邮票发行、货运物流等其他职能，并按照国家规定办理机要通信、国家规定报刊的发行业务。同时，通过与邮储银行的协同合作，中国邮政可以每年收取稳定的服务费，有利于分散经营风险。相比之下，其他样本企业的专营性优势并不明显。

我们认为，定价能力是物流企业竞争优势的综合体现。在激烈的价格竞争中，近两年各快递公司单票收入都有下降，但整体而言，顺丰控股、德邦股份以及中国邮政等直营式物流企业的定价能力较强，而加盟物流企业定价能力稍弱。2019 年前三季度，快递业务平均单价为 12 元，顺丰控股凭借其差异化程度较高的服务质量获得了更高的定价能力，2019 年其快递业务单票收入达到 22.2 元，显著高于行业平均水平。从下图 2017 年到 2019 年单票价格变化来看，加盟式物流企业单票收入下降是持续而且较为显著的，相比之下顺丰控股、德邦股份和中国邮政单票收入下降相对较少，体现了差异化服务赋予的较好的定价权。

图 5



注：1.虚线柱代表未披露同比口径数据。2.本图仅反映快递业务单票收入变化。3.图中数据均来自公开信息，经标普信评计算调整。

资料来源：企业年报，公司公告，标普信评整理。

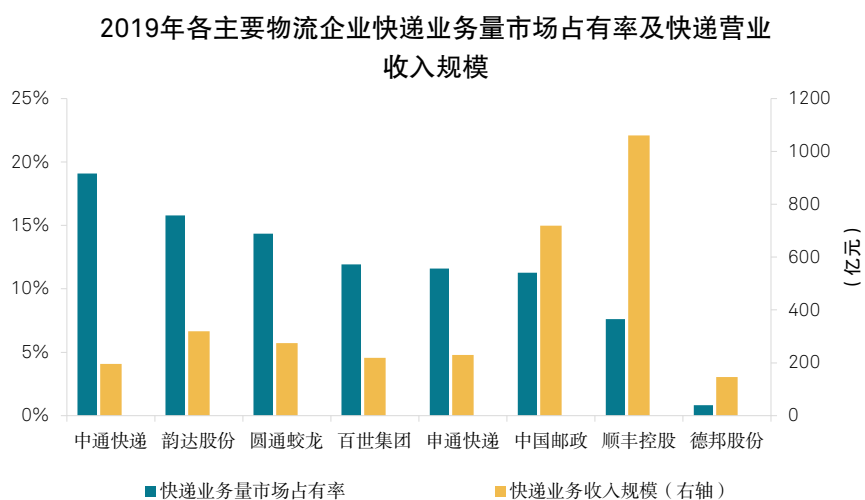
版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

规模、范围及多样性

标普信评一般从业务规模、市场占有率以及业务种类的多样性等方面考量物流企业的规模范围及多样性。

规模对于物流企业至关重要，较高的业务量和收入规模反映了企业在激烈的竞争中取得的市场地位，同时也是实现规模效应、降低单票成本、扩大单票毛利的基础。从市场占有率来看，中通和韵达包裹量最多，两家企业凭借良好的干线运输成本控制能力及较低的价格，取得了很高的市场占有率。

图 6



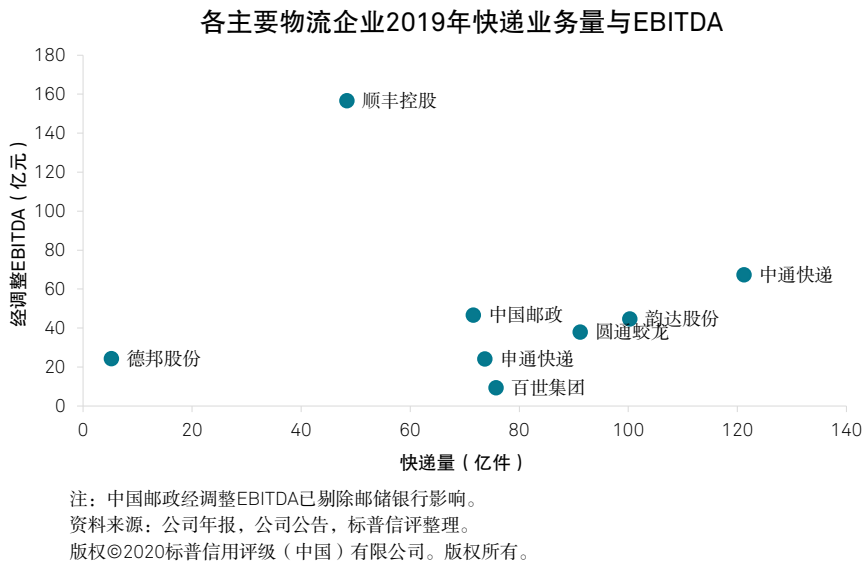
注：业务量及收入规模均为快递业务数据。

资料来源：企业年报，公司公告，标普信评整理。

版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

而顺丰控股，虽然业务量的市场占有率低于通达系快递，但是收入规模遥遥领先。直营模式物流企业在业务过程中享有大部分快递费用，单笔业务收入远高于加盟式物流企业。

图 7



除快递业务外，物流企业另一传统业务为快运业务。与快递相比，快运运送的货物通常重量较重，体积较大。德邦股份为中国零担快运行业的龙头企业之一，深耕快运市场多年，运量及市场占有率在快运行业中均属领先水平。但快运行业整体竞争比快递行业明显激烈，市场集中度低。该公司进入快递行业较晚，虽然发展较快，但与快递行业中传统优势企业相比市场份额仍处于较小的水平。因此我们认为德邦股份在规模方面较为一般。

除了考虑企业在各自领域的业务规模外，我们还会综合考虑企业业务领域的多样性。我们认为，如果企业可以在做好原有领域的同时，完善业务的多样性，这可能会增加它们的抗风险能力。就物流行业而言，经过多年的快速发展，快递市场竞争日趋激烈，而快运和冷运行业目前行业集中度低，潜在市场规模可观。

目前各大物流企业均有向综合物流发展的趋势，但是仅顺丰控股和中国邮政能够在两个以上的细分行业获得较为显著的市场地位。这主要是因为普通快递配称体系、分拨设备、运输工具无法满足体积重量大的零担货物和冷运货物的运输需求，发展快运和冷运需要采购专业的配套设备，将带来大量的资本开支需求。

表1

各物流企业业务布局现状

	商条件及函件	普通快递	快运零担	冷运
中通快递	□	■	□	□
韵达股份	□	■	□	□
顺丰控股	■	■	■	▲
百世集团	□	■	▲	□
德邦股份	□	▲	■	□
申通快递	□	■	□	□
圆通蛟龙	□	■	□	□
中国邮政	■	■	▲	□

注：■代表公司在该领域已具备较为显著的竞争优势，▲代表公司在该领域具有一定的竞争实力，□代表公司该项业务尚处于初级发展阶段，或者尚未进入该领域。

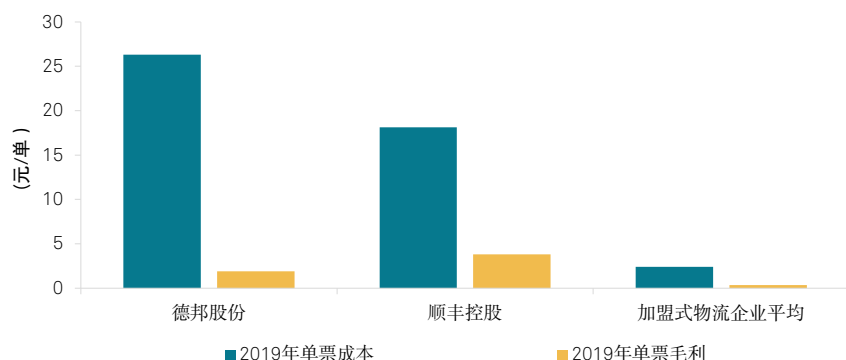
经营效率与盈利能力

对于物流企业的经营效率和盈利能力，我们主要从单票成本、单票毛利、成本结构、息税折旧及摊销前利润（EBITDA）利润率和净资产回报率（ROE）等方面进行考量。

我们认为，物流企业的盈利能力很大程度上取决于成本控制能力。本行业竞争激烈，对于同质快递服务的提供者而言，价格竞争仍是争取市场份额的有效手段之一。在这样的环境下，企业的成本上涨很难有效传导至客户。对于加盟式企业来说，成本控制更加关键，因为这些企业的单票毛利远低于采取直营模式的企业。

图 8

直营物流企业与加盟物流企业单票成本及单票毛利差异显著



注：1.加盟式物流企业包括中通快递、圆通蛟龙、申通快递、韵达股份、百世集团。2.图中数据均来自公开信息，经标普信评计算调整。

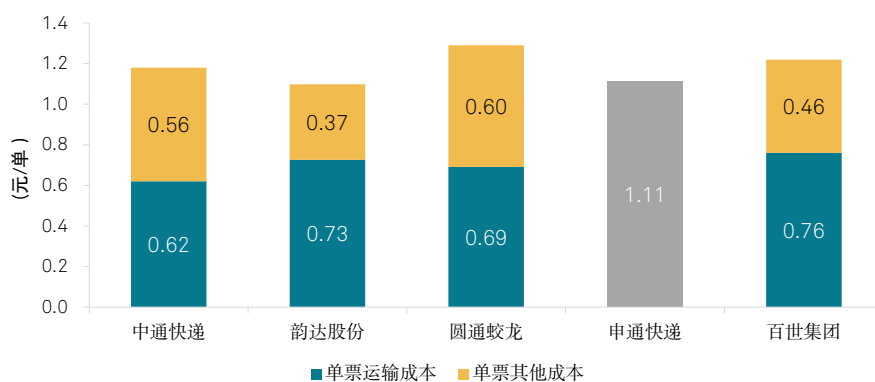
资料来源：公司年报，公司公告，标普信评整理。

版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

加盟式物流企业的各项成本中，我们认为运输成本和中转成本是影响单票盈利能力的关键因素。以单票运输费用而言，中通快递处于较低水平，而百世汇通的单票运输成本则相对较高。综合其他成本来看，中通快递、韵达股份的整体单票成本控制能力相对较好。

图 9

2019年加盟式物流企业派送费外的单票成本构成



注：1.为保证成本可比性，图中单票成本已剔除派送成本。2.申通快递未拆分运输成本，灰色柱代表派送费以外的全部成本。3.申通快递转运成本仅包含自营转运中心成本，可能无法反映完整的转运成本情况。4.图中数据均来自公开信息，经标普信评计算调整。

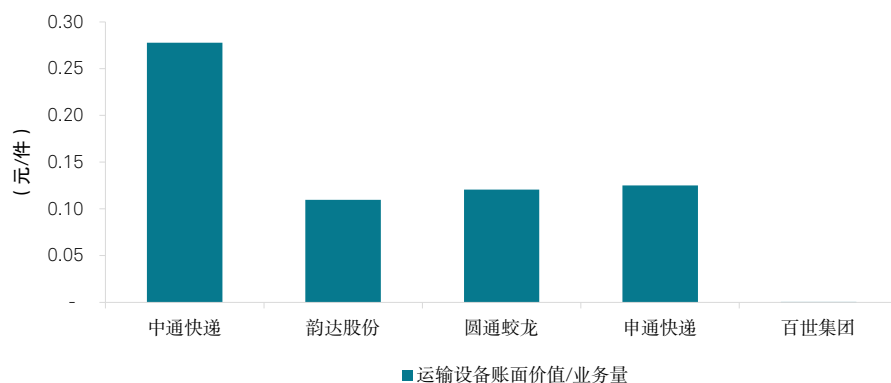
资料来源：公司年报、公告。

版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们认为，企业单票运输成本存在差异的原因之一，可能是不同企业对于运输设备的投入规模和方式不同。从企业单位运量的运输设备账面价值来看，中通快递对运输设备的投入较高，而与之相对的百世集团，则主要通过租赁的形式取得运输设备，反映为账面运输设备较少。

图 10

2019年加盟式物流企业单位运量运输设备情况



注：单位运量运输设备价值=运输设备账面净值/运单量

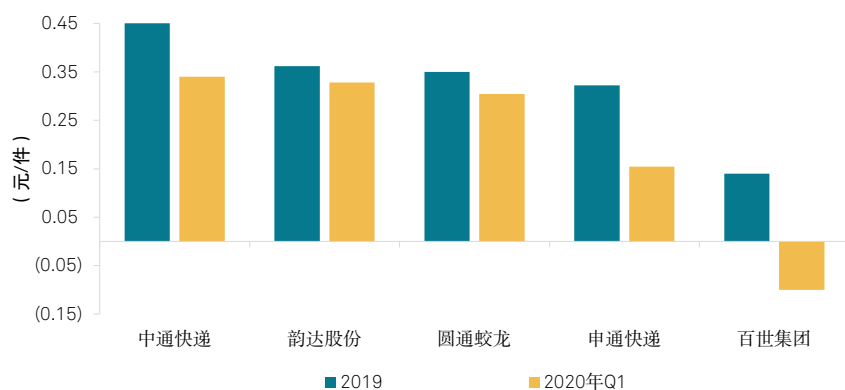
资料来源：公司年报，公司公告，标普信评整理。

版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

中通快递和韵达股份通过良好的成本控制取得了较高的单票毛利，因此两家公司的价格竞争空间也相对较大，为获取更大市场份额奠定了一定的基础。反过来，更高的市场份额也有可能带来规模效应，降低单票成本，扩充单票盈利空间。相比之下，申通快递和百世集团单票盈利较小，百世甚至呈现一定亏损，可能会限制其进一步参与价格竞争的能力。

图 11

2019年及2020年第一季度各加盟式物流企业单票毛利



注：图中数据均来自公开信息，经标普信评计算调整。

资料来源：公司年报，公司公告，标普信评整理。

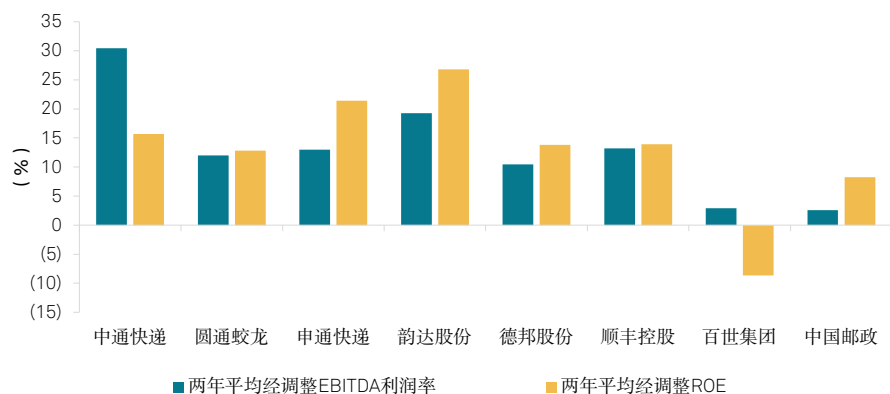
版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

从 EBITDA 利润率和 ROE 两个指标也可以看出样本企业盈利能力的差异。综合来看，中通快递盈利能力在样本公司中属于较好水平，而中国邮政与百世集团的盈利能力则处于稍弱的水平。我们认为，中国邮政盈利能力的压力可能与其大量职能性、保障性业务盈利微薄甚至不盈利有关。而百世集团盈利能力较同业偏弱，则可能是因为该公司进入市场相对较晚，因此通过降低单价、加大网点布局 and 补

贴以换取市场份额。该公司多年秉承的轻资产模式带来的成本控制挑战，可能也是其盈利能力承压的原因之一。

图 12

各主要物流企业2018-2019年盈利能力指标



注：中国邮政数据已剔除邮储银行影响。

资料来源：公司年报，公司公告，标普信评整理。

版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

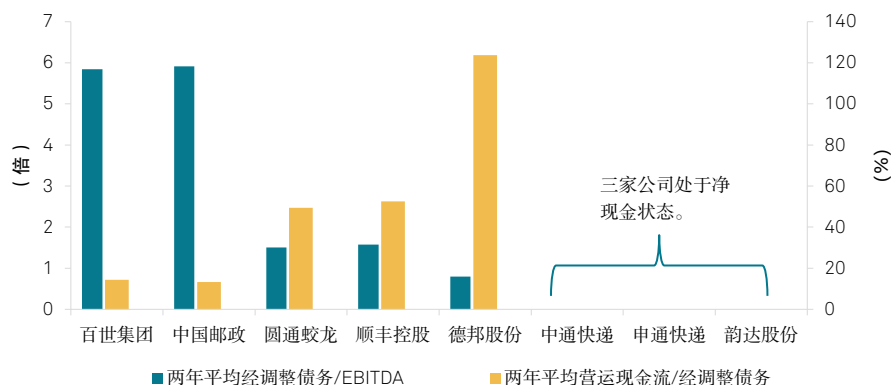
财务风险

标普信评对企业财务风险的分析主要关注于现金流对债务的覆盖情况。一般而言，我们主要使用经调整债务对 EBITDA 比率和营运现金流（FFO）对经调整债务比率这两个指标来衡量企业的财务风险。

通过研究我们发现，整体而言样本物流企业杠杆率普遍不高，利息覆盖情况良好，财务风险整体可控。样本企业在发展过程中资金投入多以股权投资为主，受此影响，物流企业债务水平都较低。百世集团经调整债务对 EBITDA 比率偏高，主要是因为其 EBITDA 偏小。总体来说，在跨行业的财务指标对比中，货运包裹物流行业企业经调整总债务对 EBITDA 比率和 EBITDA 利息覆盖倍数的中位数处于各行业中的较好水平，行业整体财务风险较低。

图 13

各主要物流企业杠杆指标（2018-2019年两年平均）



注：中国邮政数据已剔除邮储银行影响。

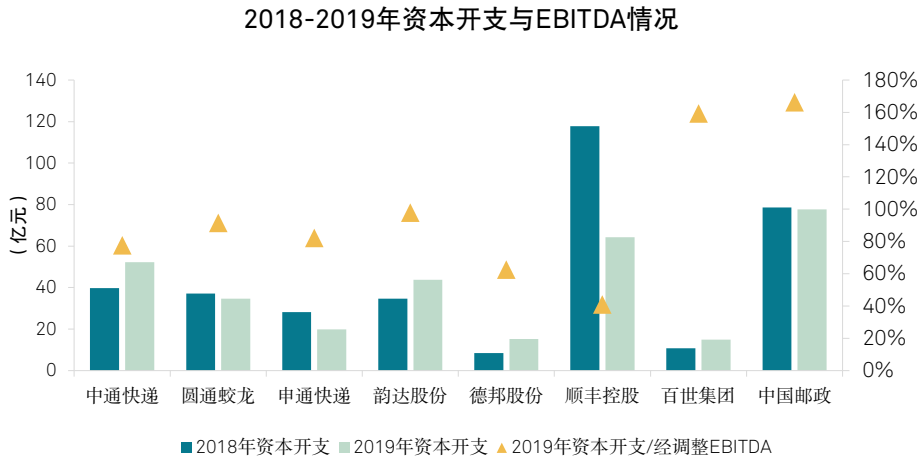
资料来源：公司年报、标普信评整理

版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们认为，随着竞争愈发激烈，样本物流企业的 EBITDA 利润率可能将面临一定的压力。加盟类快递公司的业务同质化程度较高，价格竞争固然是重要的竞争方式之一，而顺丰控股等公司，也在逐步布局更加低价的“经济快递”业务。因此整体而言，样本公司单票价格呈下降趋势。我们认为，单价下降或将抵消运量上涨带来的正面影响，最终导致各企业的 EBITDA 利润率面临下行压力。

但我们也认为，样本公司拥有较为充足的财务空间，可以一定程度上应对盈利能力下滑和持续资本投入而保持财务风险稳定。我们认为，快递企业存量财务空间充足的原因之一，可能是物流业务本身周转较快，企业基本不需要长时间压占大量营运资金。从过往的历史情况也会发现，大部分样本公司的资本开支可以持续通过 EBITDA 自给自足，体现为资本开支占 EBITDA 的比例低于 1。

图 14

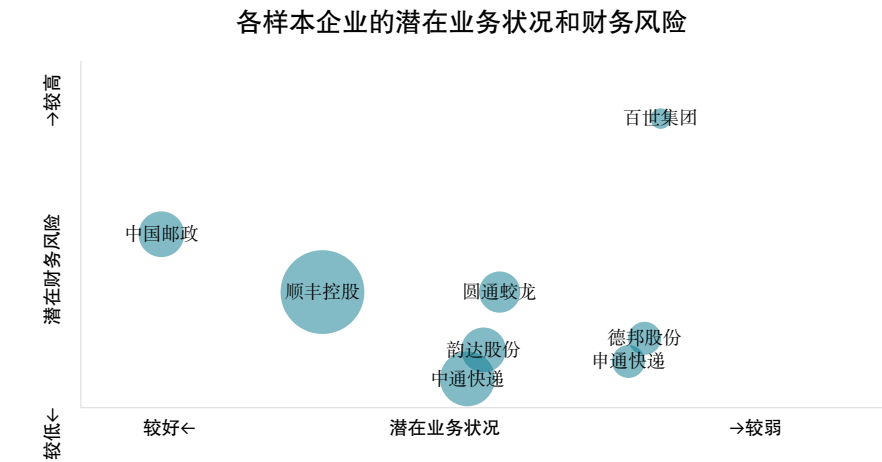


注：中国邮政数据已剔除邮储银行影响。
资料来源：公司年报、公告，标普信评整理
版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

潜在业务状况和财务风险分布

综合上述分析，我们得出了样本公司潜在业务状况和财务风险，具体分布如下：

图 15



注：圆形大小代表公司经调整EBITDA规模。
资料来源：标普信评
版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

外部支持

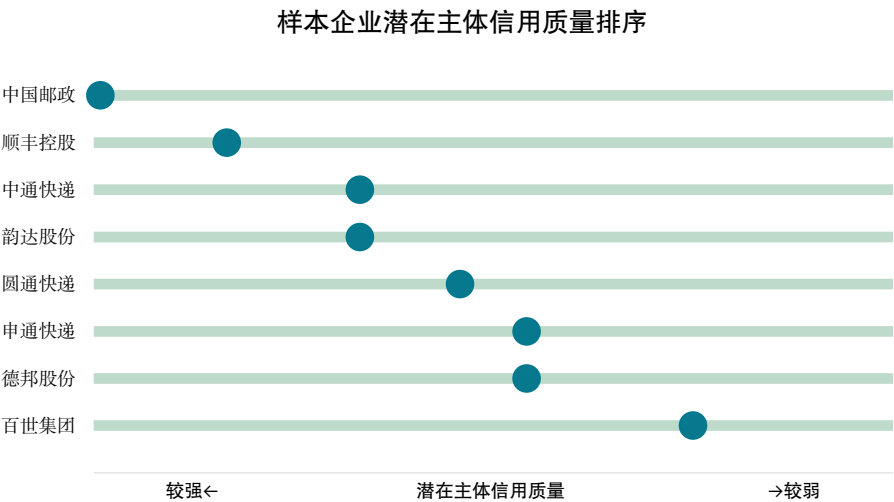
在考虑企业的个体信用状况后，我们还会考虑政府或集团支持对企业信用状况的影响。

我们认为中国邮政对中央政府的潜在重要性极高。中国邮政是由财政部 100%持股的特大型企业。作为代国家行使邮政普遍服务职能的指定机构，该公司长期以来在促进国民经济和社会发展、保障公民基本通信权利、承担普遍服务义务等方面发挥着重要作用，同时还承担了按照国家规定办理机要通信的任务。公司承担邮政服务网点普及、资费低廉、对传播文化类及具有社会公益性质的邮件要给予优惠等国家邮政普遍服务义务，并力求做到国家每个公民都能使用邮政。截至 2019 年底，中国邮政设有邮政支局所 5.4 万处，其中，73.8%分布在农村，农村乡镇覆盖率达到 100%，构建了全国城乡最为广泛的实物传递网络。

潜在主体信用质量分布

在综合考虑了业务状况、财务风险以及政府支持因素后，我们得出了八家样本企业的潜在主体信用质量的排序。如下图所示。

图 16



注：图中仅展示潜在主体信用质量的相对顺序。
资料来源：标普信评。
版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

本报告不构成评级行动。

欢迎关注标普信评微信公众号：



©版权所有 2020 标普信用评级（中国）有限公司 保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，以及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒、特殊或后续的损害、费用、开支、律师费或损失（包括且不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。

信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的附属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 www.spgchinaratings.cn 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。