

中国邮政集团公司：

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：

维持贵公司的主体信用等级为**AAA**，评级展望为稳定；
维持“18邮政债01/18邮政债”的信用等级为**AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司
信用评级委员会

二零一九年六月二十五日

中国邮政集团公司 2019 年度跟踪评级报告

受评对象 **中国邮政集团公司**
 本次主体信用等级 **AAA** 评级展望 **稳定**
 上次主体信用等级 **AAA** 评级展望 **稳定**

存续债券列表

债券简称	发行额 (亿元)	存续期限	上次债项信用等级	本次债项信用等级
18 邮政债				
01/18 邮政债	20	2018.10.23~2023.10.23	AAA	AAA

概况数据

邮政集团	2016	2017	2018	2019.3
总资产 (亿元)	84,889.27	92,619.11	98,119.25	104,568.11
所有者权益合计 (亿元)	4,072.23	4,921.82	5,359.34	5,595.88
总负债 (亿元)	80,817.04	87,697.29	92,759.91	98,972.23
总债务 (亿元)	1,141.45	1,512.20	1,212.03	1,223.82
营业总收入 (亿元)	4,356.20	4,862.91	5,664.02	1,630.03
净利润 (亿元)	393.83	449.10	449.17	233.07
EBIT (亿元)	439.85	497.79	478.96	--
EBITDA (亿元)	568.25	640.67	635.41	--
经营活动净现金流 (亿元)	2,263.93	-3,593.11	2,145.85	3,491.65
营业毛利率 (%)	28.38	30.10	33.63	34.45
总资产收益率 (%)	0.55	0.56	0.50	--
资产负债率 (%)	95.20	94.69	94.54	94.65
总资本化比率 (%)	21.89	23.50	18.44	17.95
总债务/EBITDA (X)	2.01	2.36	1.91	--
EBITDA 利息倍数 (X)	48.94	52.95	37.71	--

注：公司各期财务报表均依照新会计准则编制；2019 年一季度财务报表未经审计；由于缺少相关数据，2019 年一季度相关指标无法计算得出；2016~2018 年利息支出均采用当期财务性利息支出代替；为了更完整地反映公司的有息债务规模，中诚信国际将超短融资金从其他流动负债调整至短期债务。

分析师

项目负责人：向岚 lxiang@ccxi.com.cn
 项目组成员：刘星宇 xyliu02@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877
 传真：(010)66426100

2019 年 6 月 25 日

基本观点

中诚信国际维持中国邮政集团公司（以下简称“邮政集团”或“公司”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为 **稳定**；维持“18 邮政债 01/18 邮政债”的债项信用等级为 **AAA**。

2018 年以来，公司保持突出的网络优势，邮务、包裹快递、金融等业务协同发展，具备显著的规模优势，同时公司保持极强的盈利能力，融资渠道畅通。同时中诚信国际也关注到邮政普遍业务市场需求有所下滑、包裹快递行业竞争激烈和资产减值损失规模较大等因素对公司经营和整体信用状况的影响。

优势

- **突出的网络优势。**公司拥有我国覆盖范围最广的网络布局。截至 2018 年末，公司邮务业务在全国 31 个省市自治区共有邮政支局所 5.4 万个，广泛布局全国所有乡镇；公司拥有快速智能包裹柜 9.2 万台，邮路 2.7 万条，邮路总长度达 938.5 万公里；公司银行业务在全国拥有营业网点约 4 万个，是国内网点数量最多的商业银行之一。显著的网络资源优势对公司传统邮务业务、包裹快递业务和金融业务的稳定发展形成很有力的支撑。
- **显著的规模优势。**近年来，公司的包裹快递业务、银行及保险业务发展势头良好，资产规模持续扩大，截至 2019 年 3 月末，公司总资产为 104,568.11 亿元，所有者权益为 5,595.88 亿元。2018 年公司实现营业总收入 5,664.02 亿元，规模优势显著。
- **保持极强的盈利能力。**得益于很强的经营实力，加之公司持有优质的金融资产可取得可观的投资收益，公司整体保持极强的盈利能力，2018 年实现净利润 449.17 亿元，保持较高水平。
- **融资渠道畅通。**公司本部与金融机构保持良好合作关系，截至 2019 年 3 月末，公司本部共计获得各银行综合授信额度 1,573.41 亿元，其中尚未使用的额度为 1,381.77 亿元。此外，子公司中国邮政储蓄银行股份有限公司（以下简称“邮储银行”，股票代码：01658.HK）为港股上市公司，融资渠道畅通。

关注

- **邮政普遍业务市场需求下滑。**近年来随着信息技术的迅猛发展，邮政客户的用邮需求受到一定影响，传统邮政业务市场需求持续下降。
- **包裹快递行业竞争激烈。**近年来国际快递物流巨头加快了国内市场的扩张步伐，民营包裹快递企业以低价竞争策略获得了较大的市场份额，未来公司包裹快递业务的发展将面临较大的竞争压力。
- **资产减值损失规模较大。**受宏观经济下行影响，邮储银行不良资产规模持续上升，且调整会计准则计提了较大的资产减值损失，对公司利润造成了一定的侵蚀。中诚信国际将对邮储银行的不良资产和信用风险管理情况保持关注。

声明

一、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。

二、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。

三、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。

四、评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

五、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。

六、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。

七、本次评级结果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的维持、变更、暂停或中止，并及时对外公布。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门的要求，中诚信国际将对公司进行定期跟踪评级或不定期跟踪评级。本次跟踪评级为定期跟踪评级。

基本分析

2018年以来，邮政业务总量保持稳定增长，但邮政普遍服务业务受市场需求影响持续下滑

邮政是由国家管理或直接经营寄递各类邮件（信件或物品）的通信部门，具有通政通商通民的特点。2011年以来，我国邮政行业整体平稳发展，邮政行业业务收入（不包括邮政储蓄银行直营收入）由2011年的1,562亿元发展到2018年的7,905亿元，年复合增长率达26.07%。

图1：2011~2018年全国邮政行业发展情况



注：业务收入不包括邮政储蓄银行直接营业收入

资料来源：国家邮政局，中诚信国际整理

近年来，受需求量减少以及快递业务替代影响，邮政普遍服务业务量持续下滑。2018年，全国订销报纸业务完成172.8亿份，同比下降2.2%；全年订销杂志业务完成7.7亿份，同比下降2.2%；全年函件业务量完成26.7亿件，同比下降15.2%；全年包裹业务量完成2,407.6万件，同比下降9.4%；全年汇兑业务完成2,520.0万笔，同比下降32.7%。

从通信网路看，截至2018年末，全国邮政邮路总条数2.8万条，比上年末增加1,045条。邮路总长度（单程）985.1万公里，比上年末增加46.7万公里。全国邮政农村投递路线9.5万条，比上年末增加4,797条；农村投递路线长度（单程）403.1万公里，比上年末增加3.8万公里。全国邮

政城市投递路线7万条，比上年末增加3,351万条；城市投递路线长度（单程）171.2万公里，比上年末增加8.3万公里。

总的来看，近年来，随着信息技术的迅猛发展，邮政用户用邮需求受到一定影响，我国邮政普遍服务业务总量持续下滑。

2018年以来我国快递行业保持平稳发展，但受快递网络覆盖饱和影响，快递业务量增速有所放缓；同时快递行业市场竞争加剧，快递单价持续下跌，对快递企业的服务增值与成本控制能力提出了较大的挑战，中诚信国际将对快递行业的市场竞争情况保持关注

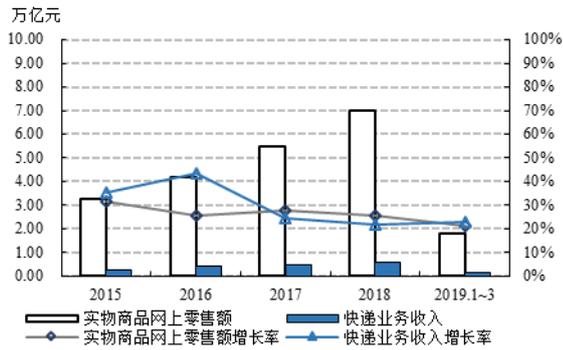
近年来网络购物对快递行业发展产生显著的带动效应，但受快递网络覆盖逐渐饱和部分地区快递业整顿等因素影响，2017年以来国内快递业务量增速明显放缓。2018年，我国快递服务企业业务量同比增长26.6%至507.1亿件，增速较上年下降1.4个百分点。同时，受快递单价普遍下行等因素影响，近年来我国快递业务收入增速也呈放缓态势。2018年我国快递业务收入同比增长21.8%至6,038.4亿元，增速较上年下降2.9个百分点。

图2：近年来我国规模以上快递企业的快递业务量情况



资料来源：国家邮政局，中诚信国际整理

图 3: 近年来我国实物商品网上零售额与快递业务收入情况



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、国家邮政局, 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。2018 年, 东部地区快递业务收入比重同比下降 0.9 个百分点, 中部地区快递业务收入比重上升 0.4 个百分点, 西部地区快递业务收入比重上升 0.5 个百分点。

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。2018 年, 快递与包裹服务品牌集中度指数 CR8 进一步提升至 81.2。

图 4: 近年来快递服务品牌集中度指数 CR8 变化情况



资料来源: 公开资料, 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, 2018 年平均快递单件价格下降至 11.91 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, 这将加速市场竞争格局的调整。

图 5: 近年来我国快递单件价格情况



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, 但居民对快递的使用程度明显落后于发达国家的水平, 快递产业仍具备广阔的发展空间。目前网络购物的发展对于快递业的增长起到主要的支撑作用。在快递消费升级、新兴区域市场开拓以及服务能力优化等因素的驱动下, 快递行业将逐步发展成熟。同时中诚信国际也关注到, 近年来快递单价不断下行, 对快递企业的服务增值与成本控制能力提出了较大的挑战。且目前快递行业面临较大的竞争与整合压力, 其中规模优势显著、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。

2018 年以来银行业监管政策继续加强, 在一系列防风险降杠杆措施影响下, 商业银行资产负债规模增长放缓, 资本水平有所提升; 但宏观经济下行态势并未得到明显改善, 商业银行不良规模保持上升态势, 对利润产生一定的不利影响

2018 年金融监管政策延续了防风险、去杠杆

的思路，注重弥补监管真空。原银监会和保监会的职责整合，组建中国银行保险监督管理委员会（以下简称“银保监会”），此举有利于加强金融监管的统一性和协调性，解决现行体制存在的交叉监管、监管空白和监管套利等问题。2018年初，监管部门提出重点整治公司治理不健全、影子银行和交叉金融产品风险、利益输送等八个领域，对银行业市场乱象进行监管全覆盖。资管新规和理财新规正式落地，确定理财业务打破刚兑、消除多层嵌套、禁止资金池和净值化管理等基本原则，有利于理财业务规范运行并回归本源，但也给银行理财业务带来调整压力。整体来看，宏观审慎监管的加强和微观上风险检查的持续推进有助于银行业缓释系统性风险。

在一系列防风险降杠杆措施影响下，商业银行资产负债规模增长放缓趋势明显，截至2018年末，银行业金融机构（境内）总资产同比增速降至6.4%，主要是由于同业资产以及应收款项类投资增长放缓。理财新规落地导致保本理财业务逐步收缩，加之货币基金及互联网金融等理财方式竞争日渐激烈，而且经济下行时期客户资金沉淀下降，导致银行普遍面临存款压力，同时在同业负债增速收缩的影响下，商业银行总负债同比增速降至6.0%。随着银行资产扩张速度的放缓，资产负债结构的逐步调整优化，截至2018年末，商业银行资本充足率、一级资本充足率、核心一级资本充足率分别达到14.20%、11.58%、11.03%，均较上年末有所提升。银行业资本水平的提升将有利于商业银行稳健可持续发展，更有助于提升商业银行服务实体经济的意愿和能力。

2018年以来央行货币政策向边际宽松转变，流动性得到较大纾解，市场利率全面下行，虽然信贷市场存在结构性供需不平衡给贷款利率带来一定的上行压力，但整体贷款利率水平基本保持稳定。融资方面，存款领域市场竞争日趋激烈，但在利率定价自律机制作用下，存款利率上升空间有限，且高成本同业负债增长放缓，降低整体负债成本。根据银保监会公开数据，2018年银行业净息差逐步提升，全年净息差为2.18%，较2017

年提升0.08个百分点。在宏观经济下行风险依然存在的大环境下，银行保持较大的拨备计提力度，对利润产生一定的不利影响。银保监会公开数据显示，2018年银行业共实现净利润1.83万亿元，较2017年增长4.72%，增速较2017年下降1.27个百分点，全行业资本回报率为11.73%，同比下降0.83个百分点，盈利增速有所回落。

在上一轮不良贷款暴露后，各家银行集中通过核销、转让、重组等方式处置和压降不良，但宏观经济下行态势并未得到明显改善，同时监管机构加强对资产分类真实性的检查力度，尤其是针对农商行双逾期九十天以上贷款全部入表的要求、打击不良贷款虚假出表，商业银行不良整体上升。根据银保监会公开数据，截至2018年末，银行业不良余额为2.03万亿元，较年初增加3,197亿元，增幅明显上升，年末不良率为1.83%，较年初增加0.09个百分点，年末银行业拨备覆盖率为186.31%。

总体来看，2018年以来银行业监管在宏观和微观层面持续加强，在一系列防风险降杠杆措施影响下，商业银行资产负债规模增长放缓，资产负债结构有所优化；但宏观经济下行态势并未得到明显改善，商业银行不良资产整体上升，银行保持较大的拨备计提力度，对利润产生一定的不利影响。

2018年以来，受需求量减少以及电子、网络媒介的替代性影响，公司的函件和报刊发行等传统业务量均出现不同程度的下降，但得益于分销业务和代理及增值业务的发展，公司邮务业务收入总体呈上升趋势；此外，得益于网点布局和渠道优势，2018年公司包裹快递业务量和收入规模保持稳定增长

邮务业务是公司的主体业务，主要通过31家省分公司及下属涉及邮务业务板块的子公司开展。2018年公司邮务业务实现营业收入1,637.19亿元。

公司函件业务以商函为主，包括账单和广告类商函等。2018年以来，公司商函业务加快与新

媒体、新技术相结合，策划政务、教育、社区、安全、服务类主题项目，提供一揽子政策宣传或商务营销方案。2018年，受网络化和无纸化的冲击影响，中国邮政函件业务收入共计62.7亿元，同比下降4.3%。

报刊发行业务方面，2018年以来，公司着力提升党报党刊发行的覆盖面和影响力，不断扩大新接办报刊品种，重点做好报刊大收订和日常收订工作，积极拓展校园市场、政务图书和数字媒体等新领域，实现了该业务连续稳定增长，进一步巩固了公司的主渠道地位。

分销业务方面，2018年，中国邮政分销业务全年累计实现收入84.5亿元，同比增长32.1%。2018年，公司的农村电商在全国64.18万家邮乐购店叠加批销业务，实现批销额157.77亿元，其中自营批销额93.52亿元，占比59.3%。同时，公司积极推动农产品跨区运作，全年实现销售收入24.28亿元，同比增长68.3%，其中自营农产品23.1亿元，同比增长58.2%，此外，公司充分依托邮乐购店、合作社等渠道，组织新型高效农资推广，组织全国各级订货会12,000余场，全年累计运作农资85.6万吨，实现销售额23.1亿元。

2018年，公司增值及代理业务实现收入1,020.2亿元，同比增长5.3%。截至2018年末，中国邮政累计发展便民服务站48万个，服务3.6亿人次，并与社会公用事业单位和政府部门密切合作；其中，便民缴费业务实现收入9.2亿元，代收电费600亿元，开办体育彩票销售点近4万个，销售额近8亿元；税邮合作已扩展至22个省14,074个邮政网点，代征税额278亿元；车务代办业务全力推动与公安部合作，开通警邮合作网点2,639个，覆盖全国，车险业务实现收入4.7亿元；简易保险业务已在26个省推广，保费规模13.4亿元；销售机票、火车票等超过700万张。

集邮业务方面，公司授权子公司中国集邮总公司和邮票印制局办理集邮品制作与销售及邮票进出口等业务，具体包括集邮品的设计、制作、批发，集邮品的进出口贸易，邮票、集邮品的门市销售等。2018年，公司集邮业务收入为84.3亿

元，同比下降14.8%。

机要通信业务是公司受国家委托承担的一项特殊使命。目前公司在各省都设有机要通信局，负责全省机要通信业务管理及办理机要通信业务，承担着为党、政、军机关单位提供秘密载体传递的特殊使命，被列为国家重点保密安全单位。多年来始终坚持“保密安全第一，准确迅速传递”的工作方针。此外公司还承担义务兵通信、盲人读物寄递等特殊服务。

公司包裹快递业务主要通过31家省分公司及中国邮政速递物流股份有限公司（以下简称“中邮速递”）开展。中邮速递主要业务板块包括：国内标准快递业务、国际速递业务、合同物流业务等。2018年，公司包裹快递业务实现营业收入644.4亿元，同比增长6.07%。

总体来看，2018年以来，随着信息技术的迅猛发展，传统邮务业务量整体呈下降态势；另一方面，依托广泛的网络布局优势，公司增值及代理业务的营业收入稳步提高，有力的保障了邮务业务的规模；此外，得益于公司网点布局和渠道优势，公司包裹快递业务量和收入规模保持稳定增长。但中诚信国际也注意到，为了承担邮政普遍服务义务，公司需铺设覆盖我国境内所有用户的庞大网络，不以盈利为目的的邮政普遍服务业务降低了公司的整体盈利水平；快递物流行业日益加剧的竞争对公司包裹快递业务也会产生一定的影响。

2018年，邮储银行扩大业务规模并优化资产结构，收入和盈利能力持续提升，且其资本充足，不良率较低；2018年以来资管和理财新规对邮储银行的业务产生一定的压力，中诚信国际将对邮储银行理财业务的后续经营保持关注

公司银行业务主要通过邮储银行开展。截至2018年末，邮储银行拥有营业网点近4万个，服务超过5.5亿个人客户，网络规模优势显著。截至2018年末，邮储银行资产总额、存款总额、贷款总额和净利润分别为95,162.11亿元、86,274.40亿元、42,768.65亿元和523.84亿元。

盈利能力方面，2018 年邮储银行实现营业收入 2,612.45 亿元，受优化资产结构、高收益资产占比提高带动利息净收入增长所影响，营业收入同比增长 16.18%；实现净利润 523.84 亿元，同比增长 9.80%；平均总资产回报率为 0.57%，较上年提高 0.02 个百分点，平均净资产收益率为 12.31%，较上年下降 0.76 个百分点，但仍处于较好水平。

资产质量方面，受到宏观经济的影响，邮储银行不良贷款率持续上升，截至 2018 年末为 0.86%，同比上升 0.11 个百分点，但仍处于行业较好水平；拨备覆盖率为 346.80%，资本充足率为 13.76%，为抵御风险提供了良好的保障。

2018 年以来，随着资管新规和理财新规正式落地，邮储银行理财业务面临一定的调整压力。2018 年 12 月，邮储银行发布公告，称将出资不超过 80 亿元设立全资子公司中国邮政储蓄银行理财有限责任公司（暂定名，以下简称“中邮理财”，最终名称需以监管机构和工商登记机关最终核准名称为准），中邮理财拟申请以下业务：（1）面向不特定社会公众公开发行理财产品，对受托的投资者资产进行投资和管理；（2）面向合格投资者非公开发行理财产品，对受托的投资者资产进行投资和管理；（3）理财顾问和咨询服务。中诚信国际将持续关注中邮理财的设立进展及后续业务开展情况。

总体来看，在扩大业务规模以及优化资产结构的带动下，2018 年邮储银行收入及收益率均有所提升；且其存款基础雄厚，资产流动性良好，不良率较低，整体实力较强；同时，中诚信国际将持续关注邮储银行理财业务的经营情况、中邮理财的设立进展及后续业务开展情况和理财新规对邮储银行业务的影响。

2018年，公司保险业务和证券业务稳健发展，盈利能力较强

公司保险业务主要通过中邮人寿股份有限公司（以下简称“中邮保险”）开展。中邮保险充分依托邮政网络和资源，实行“自营+代管”特色发展模式。截至 2018 年末，中邮保险累计客户数达

968.12 万人，展业范围覆盖 20 省（自治区、直辖市）、277 地市、1,453 县（市）。中邮保险建立了较完善的风险评估和风险控制机制，同时与当地中国邮政分公司和邮储银行成立联动风控小组，共同防范化解各类风险。

截至 2018 年末，中邮保险注册资本为 215.00 亿元，总资产 1,412.48 亿元，总负债 1,247.35 亿元，净资产 165.13 亿元。2018 年，中邮保险实现营业收入 628.64 亿元，同比增长 39.19%，其中，保费收入 576.6 亿元，同比增长 40.4%；实现投资收益 58.9 亿元，同比增长 44.3%，实现净利润 5.16 亿元，同比增长 41.8%。中邮保险 5 年来累计实现期交保费收入 892.9 亿元，年均增长 84.9%，期交业务占比由 16.4% 提升到 73%；期交新单保费稳居银行系寿险公司第 1 位。

公司证券业务主要通过中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）开展。截至 2018 年末，中邮证券设有分公司 19 家，营业部 12 家，其中陕西地区分布证券营业部 7 家，北京地区设有证券营业部 1 家。

2018 年，中邮证券实现收入 4.05 亿元，同比增长 12.30%；实现利润总额 1.50 亿元，同比增长 33.93%。截至 2018 年末，中邮证券总资产 91.68 亿元，较年初增长 18.79 亿元；净资产 56.53 亿元，较年初增长 11.00 亿元。

总体来看，2018 年以来，中邮人寿和中邮证券稳健发展，盈利能力较强。但中邮证券营业收入规模较小，受金融行业景气度波动影响较大，中诚信国际将对中邮证券的经营稳定情况保持关注。

财务分析

以下分析基于经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）出具标准无保留审计意见的 2016~2018 年财务报告以及公司提供的未经审计的 2019 年 1~3 月财务报表。公司财务报表均为合并口径，采用新会计准则编制。为了更完整地反映公司的有息债务规模，中诚信国际将超短融资金从其他流动负债调整至短期债务。

盈利能力

2018年，公司营业总收入为5,664.02亿元，同比增长16.47%，公司收入主要由邮务、寄递及其他业务与金融业务收入构成。分开来看，受益于分销和增值及代理业务范围、经营规模以及包裹快递业务量的持续扩大，2018年公司邮务寄递板块营业收入小幅增长7.03%至2,281.59亿元，保持稳健增长态势；金融业务方面，2018年在邮储银行和中邮人寿扩大业务规模、优化资产结构的带动下，公司金融业务板块收入增长20.45%至4,485.00亿元。2019年1~3月，公司营业总收入为1,630.03亿元；其中，邮务、寄递及其他业务和金融业务分别实现收入688.80亿元和1,219.43亿元，较同期均有所增长。毛利率方面，由于银行业务板块的毛利率水平很高，公司整体毛利率处于较高水平。2018年和2019年一季度公司综合毛利率为33.63%和34.45%，均同比有所提高。

表 1: 近年来公司营业总收入构成情况

单位：亿元				
业务板块	2016	2017	2018	2019.1~3
邮务、寄递及其他业务	1,877.33	2,131.64	2,281.59	688.80
金融业务	3,316.19	3,723.47	4,485.00	1,219.43
减：合并抵消	837.32	992.19	1,102.58	278.20
合计	4,356.20	4,862.91	5,664.02	1,630.03

注：因四舍五入，部分年度分项数加总与合计数略微存在偏差。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

期间费用方面，随着公司业务规模的稳步发展，期间费用规模呈现上升态势，2018年为1,058.32亿元，同比增长11.82%；但受益于营业总收入规模的扩大，当期三费收入占比同比小幅下降0.78个百分点至18.68%。2018年，公司期间费用主要由管理费用构成¹。公司2018年调整会计政策，对销售费用和管理费用的统计口径进行调整并进行追溯，因此2018年数据与调整前2017年数据不具有可比性。2018年公司管理费用和销售费用分别为1,019.66亿元和17.88亿元，较调整后2017年的管理费用和销售费用分别增

长10.93%和22.21%，主要系公司业务规模扩大所致。财务费用方面，2018年公司财务费用为20.77亿元，受借款融资规模增加所影响²，同比大幅增长65.40%。2019年1~3月，公司三费合计252.73亿元，三费收入比为15.50%，占比有所降低。整体来看，公司期间费用控制能力较好。

表 2: 近年来公司期间费用分析

单位：亿元	2016	2017	2018	2019.1~3
销售费用	647.11	694.70	17.88	4.11
管理费用	225.13	239.23	1,019.66	244.53
财务费用	10.93	12.56	20.77	4.09
三费合计	883.18	946.49	1,058.32	252.73
营业总收入	4,356.20	4,862.91	5,664.02	1,630.03
三费收入比	20.27%	19.46%	18.68%	15.50%

注：表中合计数不等于该列数据之和系四舍五入所致。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司利润总额主要由经营性业务利润和投资收益构成，2018年，公司利润总额为462.11亿元，净利润449.17亿元。其中，受益于收入规模的扩大和盈利能力的提升，公司2018年经营性业务利润同比大幅提升59.13%至890.17亿元；公司投资收益主要来源于银行、保险和证券业务的金融工具投资，2018年确认投资收益279.01亿元，与上期基本持平，公司投资收益规模较大，对利润形成了重要补充。资产减值损失³方面，由于2018年邮储银行采用新金融工具准则，当期计提了较大规模资产减值损失，受此影响，公司2018年资产减值损失同比大幅提高109.39%至563.39亿元。此外，受邮储银行买卖同业存单等交易性金融资产影响，公司2018年公允价值变动损失大幅提高至143.07亿元。2019年1~3月，公司利润总额为255.56亿元；其中，经营性业务利润为317.73亿元，资产减值损失为112.48亿元，投资收益为54.08亿元。

总体来看，2018年公司各项业务发展势头良好，公司营业总收入整体呈上升态势，规模优势显著，同时投资收益对利润起到良好的补充作用，公司整体盈利能力极强；但公司资产减值损失规

¹ 中诚信国际将研发费用合并进管理费用统计。2017年调整后的销售费用和管理费用分别为14.63亿元和919.20亿元。

² 中诚信国际将邮储银行的交易性金融负债统计入有息债务中，此处变动不考虑该部分。

³ 中诚信国际将信用减值损失合并进资产减值损失统计。

模较大且近年来逐步提升，中诚信国际将对邮储银行的不良资产和信用风险管理情况保持关注。

偿债能力

2018 年末及 2019 年 3 月末，公司总债务分别为 1,212.03 亿元和 1,223.82 亿元；其中，受公司偿还大量交易性金融负债所影响，2018 年末公司有息债务规模有所降低。截至 2019 年 3 月末，公司长期债务占总债务的比重为 81.52%，债务结构合理。

受邮储银行业务行业特性的影响，公司经营活动净现金流、EBITDA 相关的偿债能力指标不具有参考性。考虑到公司利润水平较高，总资本化比率水平较低，有息债务压力可控，公司偿债能力能够得到有效保证。

表 3：近年来公司偿债能力指标

	2016	2017	2018	2019.1~3
短期债务(亿元)	504.46	623.17	283.76	226.19
长期债务(亿元)	636.99	889.03	928.26	997.62
总债务(亿元)	1,141.45	1,512.20	1,212.03	1,223.82
EBITDA(亿元)	568.25	640.67	635.41	--
经营活动净现金流(亿元)	2,263.93	-3,593.11	2,145.85	3,491.65
经营活动净现金流/利息支出(X)	194.99	-296.94	127.36	--
经营活动净现金流/总债务(X)	1.98	-2.38	1.77	11.41 *
EBITDA 利息倍数(X)	48.94	52.95	37.71	--
总债务/EBITDA(X)	2.01	2.36	1.91	--

注：2016~2018 年利息支出均采用当期财务性利息支出；加“*”号数据已经年化处理；2019 年一季报未经审计，由于缺乏相关数据，2019 年 1~3 月相关财务指标无法计算。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

或有负债方面，截至 2019 年末，公司无对外担保情况；公司未决诉讼或法律诉讼涉及金额较小，对公司不构成重大影响；此外，截至 2018 年末公司受限资产合计 1.76 亿元，占公司当期净资产的比例极小。

此外，公司拥有较好的银企关系，在信贷方面也得到了银行的有力支持。截至 2019 年 3 月末，公司共获得主要合作银行的授信额度为 1,573.41 亿元，其中未使用授信余额为 1,381.77 亿元，备用流动性充足。此外，邮储银行于香港联交所上

市，公司资本市场融资渠道畅通。

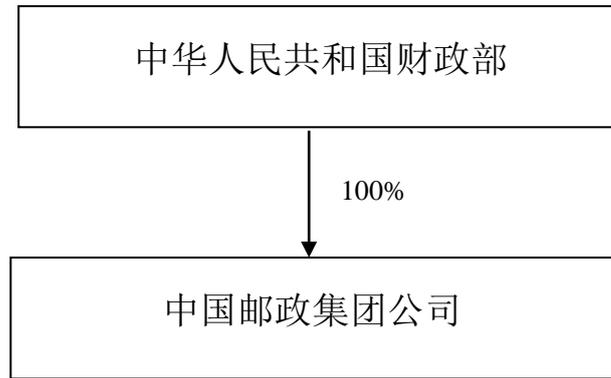
过往债务履约情况

根据公司提供的资料显示，截至 2019 年 3 月末，公司均能按时或提前归还各项债务本金并足额支付利息，无不良信用记录。

结论

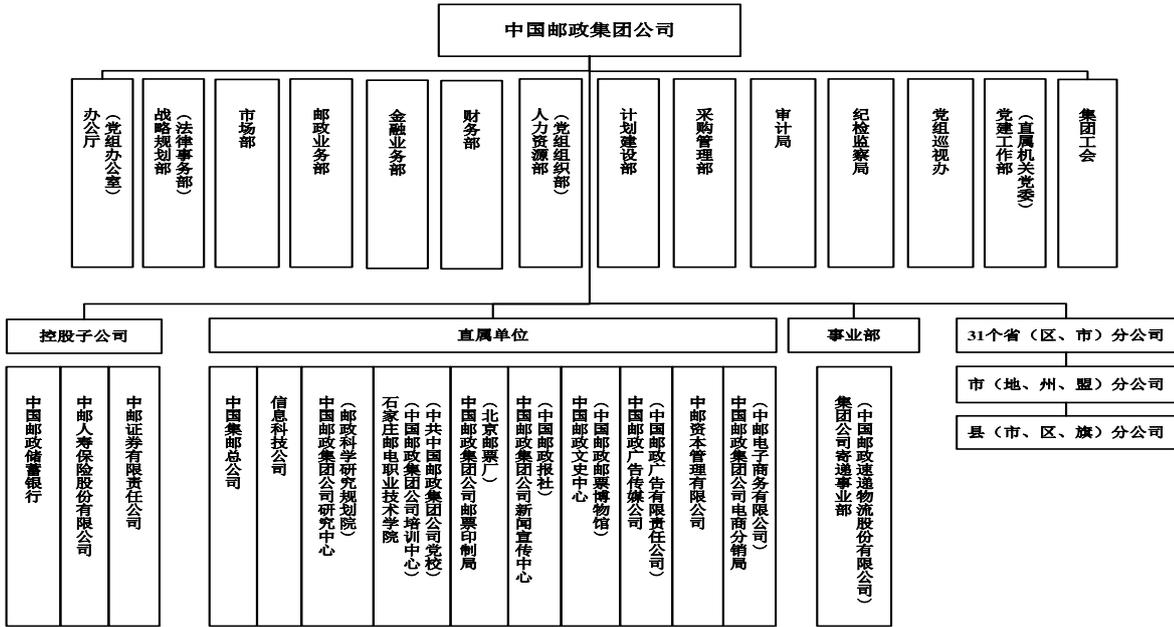
中诚信国际维持中国邮政集团公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“18 邮政债 01/18 邮政债”的债项信用等级为 **AAA**。

附一：中国邮政集团公司股权结构图（截至 2019 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：中国邮政集团公司组织结构图（截至 2019 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附三：中国邮政集团公司主要财务数据及指标（合并口径）

财务数据(单位：万元)	2016	2017	2018	2019.3
货币资金	150,280,624.00	172,458,557.00	135,965,989.59	125,796,745.00
交易性金融资产	7,101,193.00	12,266,968.00	34,351,018.67	35,089,701.00
应收账款净额	1,104,304.00	1,457,382.00	1,502,830.95	1,567,406.00
其他应收款	4,465,165.00	5,685,923.00	1,100,391.60	1,759,843.00
存货净额	668,446.00	738,568.00	762,902.27	700,804.00
长期投资	195,619,296.00	170,391,364.00	316,967,024.82	11,758,733.00
固定资产	9,393,371.00	9,815,943.00	10,078,474.60	10,001,099.00
在建工程	1,740,841.00	2,041,264.00	1,996,655.69	2,012,106.00
无形资产	1,179,438.00	1,196,070.00	1,188,107.99	1,174,626.00
总资产	848,892,675.00	926,191,077.00	981,192,487.50	1,045,681,131.00
其他应付款	12,231,444.00	13,090,803.00	3,420,337.57	3,630,749.00
短期债务	5,044,562.00	6,231,722.00	2,837,647.88	2,261,949.00
长期债务	6,369,912.00	8,890,279.00	9,282,631.51	9,976,201.00
总债务	11,414,474.00	15,122,001.00	12,120,279.39	12,238,150.00
净债务	-138,866,150.00	-157,336,556.00	-123,845,710.20	-113,558,595.00
总负债	808,170,355.00	876,972,856.00	927,599,095.45	989,722,303.00
财务性利息支出	116,104.00	121,005.00	168,488.57	--
资本化利息支出	--	--	--	--
所有者权益合计	40,722,320.00	49,218,221.00	53,593,392.05	55,958,828.00
营业总收入	43,562,014.00	48,629,136.00	56,640,154.77	16,300,273.00
三费前利润	11,864,470.00	14,332,125.00	18,718,067.22	5,528,807.00
投资收益	1,920,870.00	2,759,998.00	2,790,127.47	540,761.00
净利润	3,938,312.00	4,490,992.00	4,491,721.92	2,330,740.00
EBIT	4,398,483.00	4,977,854.00	4,789,627.98	--
EBITDA	5,682,542.00	6,406,711.00	6,354,135.10	--
经营活动产生现金净流量	22,639,341.00	-35,931,054.00	21,458,467.83	34,916,544.00
投资活动产生现金净流量	-34,820,214.00	42,581,542.00	-13,216,941.84	-21,907,860.00
筹资活动产生现金净流量	6,977,740.00	7,256,191.00	-376,293.88	-343,118.00
现金及现金等价物净增加额	-4,950,230.00	13,713,764.00	7,979,500.11	12,492,972.00
资本支出	1,708,597.00	1,805,576.00	1,419,445.88	271,653.00
财务指标	2016	2017	2018	2019.3
营业毛利率(%)	28.38	30.10	33.63	34.45
三费收入比(%)	20.27	19.46	18.68	15.50
EBITDA/营业总收入(%)	13.04	13.17	11.22	--
总资产收益率(%)	0.55	0.56	0.50	--
流动比率(X)	0.24	0.28	0.25	0.25
速动比率(X)	0.24	0.28	0.25	0.25
存货周转率(X)	50.81	48.32	50.01	58.40*
应收账款周转率(X)	40.37	37.97	38.18	42.47*
资产负债率(%)	95.20	94.69	94.54	94.65
总资本化比率(%)	21.89	23.50	18.44	17.95
短期债务/总债务(%)	44.19	41.21	23.41	18.48
经营活动净现金/总债务(X)	1.98	-2.38	1.77	11.41*
经营活动净现金/短期债务(X)	4.49	-5.77	7.56	61.75*
经营活动净现金/利息支出(X)	194.99	-296.94	127.36	--
总债务/EBITDA(X)	2.01	2.36	1.91	--
EBITDA/短期债务(X)	1.13	1.03	2.24	--
EBITDA 利息倍数(X)	48.94	52.95	37.71	--

注：公司各期财务报表均依照新会计准则编制，2019年1-3月财务报表未经审计，带“*”财务指标均经年化处理；2016~2018年利息支出均采用当期财务性利息支出代替；由于缺少相关数据，2019年1-3月无法计算相关指标；为了更完整地反映公司的有息债务规模，中诚信国际将超短融资金从其他流动负债调整至短期债务。

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

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+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

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

营业毛利率=（营业总收入-营业成本）/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

总资产收益率 = EBIT / 总资产平均余额

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））

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：主体信用等级的符号及定义

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。

附六：企业债券信用等级的符号及定义

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，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
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。