

联合资信评估有限公司

承诺书

联合资信评估有限公司（以下简称“本评级机构”）承诺本评级机构出具的《天津天士力医药营销集团股份有限公司 2018 年度第一期资产支持票据 2018 年跟踪评级报告》不存在虚假记载、误导性陈述和重大遗漏；同时在受托机构和贷款服务机构保证其所提供基础资料真实、准确、完整的前提下，本评级机构对本报告的真实性、准确性、完整性负责。

联合资信评估有限公司
二零一八年七月二十日



信用等级公告

联合[2018] 1741 号

联合资信评估有限公司通过对“天津天士力医药营销集团股份有限公司 2018 年度第一期资产支持票据”的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持“天津天士力医药营销集团股份有限公司 2018 年度第一期资产支持票据”项下优先 A 级资产支持票据的信用等级为 AAA_{sf}；优先 B 级资产支持票据的信用等级为 AA⁺_{sf}。

特此公告。



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
电话：(010) 85679696
传真：(010) 85679228
邮编：100022
网址：www.lhratings.com

天津天士力医药营销集团股份有限公司 2018 年度第一期 资产支持票据 2018 年跟踪评级报告

评级结果：

票据名称	本次跟踪评级			首次评级		
	金额 (万元)	占比 (%)	评级 结果	金额 (万元)	占比 (%)	评级 结果
优先 A 级资产支持票据	83200.00	83.20	AAA _{sf}	83200.00	83.20	AAA _{sf}
优先 B 级资产支持票据	9600.00	9.60	AA ⁺ _{sf}	9600.00	9.60	AA ⁺ _{sf}
次级资产支持票据	7200.00	7.20	NR	7200.00	7.20	NR
合计	100000.00	100.00	—	100000.00	100.00	—

注：NR——未予评级，下同。

跟踪评级基准日：

信托财产初始起算日：2017 年 5 月 31 日
 票据发行日：2018 年 1 月 16 日
 信托设立日：2018 年 1 月 19 日
 票据法定到期日：2022 年 12 月 26 日

本次跟踪期间：2018 年 1 月 19 日~2018 年 4 月 26 日
 资产池跟踪基准日：2018 年 3 月 31 日（跟踪期内最后一收款期间截止日）
 票据跟踪基准日：2018 年 4 月 26 日（跟踪期内最后一票据支付日）

跟踪评级报告日：

2018 年 7 月 20 日

分析师

王欢 崔健

电话：010-85679696

传真：010-85679228

邮箱：lianhe@lhratings.com

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
 中国人保财险大厦 9 层（100022）

网址：http://www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对“天津天士力医药营销集团股份有限公司 2018 年度第一期资产支持票据”交易项下基础资产的信用表现、交易结构的稳健性、参与机构履职情况以及医药流通行业及宏观经济发展状况等进行了持续的跟踪和监测。经过跟踪评级测算和分析，联合资信认为截至本次跟踪基准日，“天津天士力医药营销集团股份有限公司 2018 年度第一期资产支持票据”的基础资产信用状况良好，主要参与机构履职能力稳定，考虑到差额支付承诺人天津天士力医药营销集团股份有限公司及保证人天士力医药集团股份有限公司的偿付能力和偿付意愿，确定维持优先 A 级资产支持票据的信用等级为 AAA_{sf}、优先 B 级资产支持票据的信用等级为 AA⁺_{sf}。

优势

- 截至本次资产池跟踪基准日，本交易资产池应收账款余额为 115285.01 万元，资产支持票据规模为 100000.00 万元，资产池对资产支持票据形成超额抵押，为优先级资产支持票据提供了一定的信用支持。
- 跟踪期内，本交易未发生“违约事件”、“停止循环购买事件”等对信托财产产生重要影响的事项，资产池整体表现良好。
- 本交易设置了差额支付安排，差额支付承诺人为天津天士力医药营销集团股份有限公司（以下简称“天士力营销”），天士力医药集团股份有限公司（以下简称“天士力股份”）为天士力营销的差额支付义务提供连带责任保证担保。截至本次跟踪基准日，联合资信给予天士力营销和天士力股份的主体长期信用等级未发生变化。差额

支付安排及对差额支付义务担保的设置作为优先级资产支持票据提供了较好的流动性支持和信用支持。

关注

1. 本交易采用循环购买结构且尚处于循环期，在循环期内信托账户内资金将用于持续购买符合合格标准的应收账款，因此发起机构天士力营销的业务发展情况、业务流程、信用管理标准将会影响新增基础资产的信用质量。
2. 本交易采用循环购买结构，通过折价循环购买基础资产来获得收益，在循环期内若发起机构天士力营销未能提供充足的合格基础资产供信托循环购买，将造成资产池收益水平下降，降低资产池对优先级资产支持票据本息的保障水平。
3. 本交易入池应收账款的债务人全部集中在卫生行业，行业集中度高。

声 明

- 一、本报告引用的资料主要由本交易的资产服务机构天津天士力医药营销集团股份有限公司和受托人天津信托有限责任公司提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。
- 二、除因本次评级事项联合资信与天津天士力医药营销集团股份有限公司/天津信托有限责任公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与天津天士力医药营销集团股份有限公司/天津信托有限责任公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。
- 四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因天津天士力医药营销集团股份有限公司/天津信托有限责任公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。
- 五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。
- 六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至“天津天士力医药营销集团股份有限公司 2018 年度第一期资产支持票据”优先级资产支持票据到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内本期优先级资产支持票据的信用等级有可能发生变化。

一、交易概要

本交易的发起机构天津天士力医药营销集团股份有限公司（以下简称“天士力营销”）按照国内现行的有关法律及规章，将其合法所有且符合本交易信托合同约定的合格资产标准的天津天士力营销对债务人享有的应收账款作为基础资产，采用特殊目的信托载体机制，通过天津信托有限责任公司（以下简称“天津信托”）设立“天津天士力医药营销集团股份有限公司2018年度第一期资产支持票据信托”。天津信托以受托的信托资产为支持在全国银行间债券市场发行优先A级资产支持票据、优先B级资产支持票据（以下简称“优先级资产支持票据”）和次级资产支持票据。投资者通过购买并持有该资产支持票据取得本信托项下相应的信托受益权。优先级资产支持票据享有优先级信托受益权，次级资产支持票据享有次级信托受益权。

优先级资产支持票据执行固定利率，按季偿付利息，本金在摊还期内过手摊还。优先A级资产支持票据和优先B级资产支持票据的票面利率分别为6.08%和6.50%。在优先级资产支持票据本息全部偿付完毕之前，次级资产支持票据不获得本金偿付和收益分配。

本交易采用优先/次级的顺序偿付结构，劣后受偿的分档票据为优先受偿的分档票据提供信用损失保护。截至本次资产池跟踪基准日，资产池对资产支持票据形成超额抵押，为优先级资产支持票据提供了一定的信用支持。此外，本交易设置了差额支付安排及对差额支付义务担保，为优先级资产支持票据提供了较好的流动性支持和信用支持。

二、票据兑付状况

本跟踪期内，本交易未发生“违约事件”、“停止循环购买事件”等对信托财产产生重要影响的事项，且未触发差额支付。

截至本次资产池跟踪基准日，本交易资产池应收账款余额为 115285.01 万元，资产支持票据规模为 100000.00 万元，资产池对资产支持票据形成超额抵押，且超额抵押规模较初始起算日有所扩大。超额抵押为优先级资产支持票据提供了一定的信用支持。

截至本次票据跟踪基准日，本交易处在循环期，尚未进入摊还期。优先级资产支持票据本金未得到兑付，优先级资产支持票据利息得到了及时足额支付。详见表 1。

表 1 资产支持票据概况

	本次票据跟踪基准日			信托设立日		
	金额 (万元)	占比 (%)	执行利率 (%)	金额 (万元)	占比 (%)	发行利率 (%)
优先 A 级资产支持票据	83200.00	83.20	6.08	83200.00	83.20	6.08
优先 B 级资产支持票据	9600.00	9.60	6.50	9600.00	9.60	6.50
次级资产支持票据	7200.00	7.20	—	7200.00	7.20	—
合计	100000.00	100.00	—	100000.00	100.00	—

三、循环购买情况

截至本次跟踪基准日，本交易仍处于循环期，且已进行两次循环购买，折算比例¹均为4%。累计购买资产 87700 笔，合计应收账款金额 130440.92 万元。循环购买资金的使用较为

充分，具体循环购买情况详见表 2。

表 2 循环购买情况

	第 1 次循环购买	第 2 次循环购买
可用于循环购买的金额(万元)	92118.40	33154.01
实际用于循环购买的金额(万元)	92085.79	33137.49
购买资产笔数(笔)	68752	18948

¹折算比例=1-实际用于循环购买的金额/购买资产未偿应收账款金额

购买资产未偿应收账款金额(万元)	95922.70	34518.22
循环购买率 ² (%)	99.96	99.95
折价率(%)	4%	4%

四、资产池表现

1. 资产池概况

根据资产服务机构提供的资产池信息及资产运营报告,截至本次跟踪基准日,资产池未偿本金余额为 115285.01 万元,资产笔数为 74324 笔,债务人集中度略有下降,加权平均账期有所增长。详细指标见表 3。

表 3 资产池跟踪基准日资产池概况

	本跟踪基准日	初始起算日
资产池应收账款余额(万元)	115285.01	111563.62
债务人户数(户)	488	523
应收账款笔数(笔)	74324	44797
单户债务人平均应收账款余额(万元)	236.24	213.31
单户债务人最高应收账款余额(万元)	5722.69	6774.17
单户债务人最高应收账款余额占比(%)	4.96	6.07
加权平均账期(月)	13.35	11.99
前五大债务人未偿应收账款余额占比(%)	20.29	22.17
前十大债务人未偿应收账款余额占比(%)	33.64	34.27

(1) 债务人类型分布

截至本次资产池跟踪基准日,资产池中三级医院占比略有提高,详见表 4。

表 4 资产池跟踪基准日债务人类型分布

债务人类型	本跟踪基准日占比(%)	初始起算日占比(%)
三级医院	78.89	76.70
二级医院	21.11	23.30
合计	100.00	100.00

(2) 债务人所在地区分布

相较初始起算日,本次资产池跟踪基准日债务人所在地区分布变化不大,详见表 5。

表 5 资产池跟踪基准日债务人所在地区分布

地区	本跟踪基准日占比(%)	初始起算日占比(%)
陕西	50.91	50.78
辽宁	32.75	30.09
天津	11.64	14.25
广东	4.39	4.37
甘肃	0.15	0.23
吉林	0.11	0.25
黑龙江	0.05	0.00
宁夏	0.00	0.02
合计	100.00	100.00

(3) 账期分布

相较初始起算日,资产池账期分布有所靠后,其中账期超过 1 年的资产占比为 61.43%。入池应收账款账期分布详见表 6。

表 6 入池应收账款账期分布

账期(月)	本跟踪基准日占比(%)	初始起算日占比(%)
(0, 6]	0.00	0.55
(6, 8]	4.43	9.45
(8, 10]	15.75	19.60
(10, 12]	18.38	29.97
(12, 18]	61.43	40.43
合计	100.00	100.00

注:账期=信用期+宽限期+信用追索期。“信用期”指供货方对各买受方单独设置的应收账款偿付期限;“宽限期”指供货方在各买受方的信用期基础上给予的普适性宽限安排;“信用追索期”系指供货方在各买受方的“信用期”和“宽限期”基础上所给予的普适性追索期安排。

2. 关键指标分析——违约水平

截至本次资产池跟踪基准日,资产池累计违约率为 0.97%,处于较低水平。资产池具体违约情况见表 7。

表 7 资产池违约情况

收款期	第 1 个收款期(2018/1/19)	第 2 个收款期(2018/3/31)
违约资产笔数(笔)	549	421
违约资产金额(万元)	1250.20	769.58
收款期末累计应收	111563.62	207486.32

²循环购买率=实际用于循环购买的金额/可用于循环购买的金额

账款余额(万元)		
累计违约率(%)	1.12	0.97

3. 医药流通行业分析

随着中国经济的持续发展，加上城镇化、人口老龄化趋势的多重因素作用下，居民个人卫生消费的需求不断提高，随之带来药品需求的不断上升。2006年以来，中国药品流通行业销售额快速增长，其中2009至2011年增速均在20%以上，2012年开始，行业销售额增速开始趋缓，但增速仍高于中国GDP增速。

根据商务部2018年5月发布的《药品流通行业运行统计分析报告（2017）》，2017年中国药品流通市场销售规模稳步增长，增速略有回落。全国医药商品销售总额20016亿元，同比增长8.4%。从销售品类来看，西药类销售居主导地位；从销售渠道分类来看，以终端销售为主，医疗机构销售占比高；从销售区域来看，集中在华东、华北和中南三大区域。

随着“两票制”等新医改政策的全面推行，药品流通行业竞争压力进一步加大。2017年，全国大型药品批发企业销售增速明显放缓，药品批发企业集中度略有下降；全国性和区域性药品零售连锁企业市场占有率较上年均有提升，零售市场集中度及零售连锁率不断提高。此外，随着“互联网+药品流通”行动计划的深入推进，医药电商行业也逐步进入转型升级的创新发展阶段。

总体来看，近年来，医药流通行业整体规模保持快速增长，行业运行良好。随着新医改政策的推行以及产业升级，药品流通行业面临新模式、新业态、新技术的考验，行业集中度将进一步提高，医药流通企业将面临新的机遇和挑战。

四、定量分析

联合资信根据资产池表现和外部环境状况进行了跟踪评级分析和测算。本跟踪期内，入池资产统计特征稳定，违约率处于较低水平。

截至本次资产池跟踪基准日，本交易资产池应收账款余额为115285.01万元，资产支持票据规模为100000.00万元，资产池对资产支持票据形成超额抵押，且超额抵押规模较初始起算日有所扩大。超额抵押为优先级资产支持票据提供了一定的信用支持。

考虑到一段时间内的宏观经济政策、医药流通行业发展状况以及资产池的信用表现，联合资信就各优先级资产支持票据的信用质量进行了跟踪评级测算。测算结果表明，优先A级资产支持票据在AAA_{sf}级各项压力情景下本息均能正常兑付；在考虑差额支付承诺人及保证人偿付能力及偿付意愿的前提下，优先B级资产支持票据在AA⁺_{sf}级各项压力情景下本息均能正常兑付。

五、参与机构情况

跟踪期内，资产服务机构/差额支付承诺人天士力营销经营状况良好，财务状况稳健，其资产服务能力保持稳定。保证人天士力股份公司治理规范、财务状况优良，联合资信给予天士力股份的主体长期信用等级为AA⁺，评级展望为稳定，其作为本交易的保证人，能够为优先级资产支持票据的本息偿付提供较好的流动性支持和的信用支持。

保管机构招商银行股份有限公司天津分行履约和尽职能力情况良好。受托机构天津信托财务状况良好，履约和尽职能力稳定。

跟踪期内，本交易未发生“违约事件”、“停止循环购买事件”等对信托财产产生重要影响的事项，且未触发差额支付。本交易整体信用表现良好。

六、结论

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对“天津天士力医药营销集团股份有限公司2018年度第一期资产支持票据”交易项下基础资产的信用表现、交易结构的稳健性、

参与机构履职情况以及医药流通行业及宏观经济发展状况等进行了持续的跟踪和监测。经过跟踪评级测算和分析，联合资信认为截至本次跟踪基准日，“天津天士力医药营销集团股份有限公司 2018 年度第一期资产支持票据”的基础资产信用状况良好，主要参与机构履职能力稳定，考虑到差额支付承诺人天津天士力医药营销集团股份有限公司及保证人天士力医药集团股份有限公司的偿付能力和偿付意愿，确定维持优先 A 级资产支持票据的信用等级为 AAA_{sf}、优先 B 级资产支持票据的信用等级为 AA_{sf}⁺。

附件 1 资产支持票据信用等级设置及其含义

联合资信资产支持票据的评级方法不同于一般公司债券的评级方法，一般公司债券的评级主要基于对债券发行人及其保证人（如有）的主体信用分析，而资产支持票据的评级主要基于对资产池组合的信用分析、交易结构分析和现金流分析，具体评级方法参见联合资信官方网站（www.lhratings.com）。为表示与一般公司债券评级的区别，联合资信采用在一般公司债券评级符号基础上加下标“sf”（如 AAA_{sf}）来特指资产支持票据的信用等级。联合资信资产支持票据信用等级划分为三等九级，分别为：AAA_{sf}、AA_{sf}、A_{sf}、BBB_{sf}、BB_{sf}、B_{sf}、CCC_{sf}、CC_{sf}、C_{sf}。除 AAA_{sf} 级、CCC_{sf} 级（含）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。各等级含义如下表所示：

等级		含义
投资级	AAA _{sf}	属最高级票据，其还本付息能力极强，违约风险极低。
	AA _{sf}	属高级票据，其还本付息能力很强，违约风险很低。
	A _{sf}	还本付息能力较强，较易受不利经济环境的影响，但违约风险较低。
	BBB _{sf}	还本付息能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般，是正常情况下投资者所能接受的最低资信等级。
投机级	BB _{sf}	还本付息能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B _{sf}	还本付息能力很大程度上依赖良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC _{sf}	还本付息能力高度依赖良好的经济环境，违约风险极高。
	CC _{sf}	还本付息能力很弱，基本不能偿还债务。
倒闭级	C _{sf}	不能偿还债务。