

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 2019 年跟踪评级报告》不存在虚假记载、误导性陈述和重大遗漏；同时在项目发起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

二零一九年七月二十三日



信用等级公告

联合〔2019〕2323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“18 天士力医 ABN001 优先 A”的信用等级为 AAA_{sf} ，“18 天士力医 ABN001 优先 B”的信用等级为 AA^+_{sf} 。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇一九年七月二十三日



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 2019 年跟踪评级报告

评级结果：

票据名称	存续规模（亿元）		占比（%）		信用等级	
	本次	上次	本次	上次	本次	上次
18 天士力医 ABN001 优先 A	8.32	8.32	70.79	72.17	AAA _{sf}	AAA _{sf}
18 天士力医 ABN001 优先 B	0.96	0.96	8.17	8.33	AA ⁺ _{sf}	AA ⁺ _{sf}
18 天士力医 ABN001 次	0.72	0.72	6.13	6.25	NR	NR
票据合计	10.00	10.00	85.09	86.74	—	—
超额抵押	1.75	1.53	14.91	13.26	—	—
资产池合计	11.75	11.53	100.00	100.00	—	—

注：NR 表述未予评级，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 4 月 27 日~2019 年 4 月 26 日
 资产池跟踪基准日：2019 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：2019 年 4 月 26 日（跟踪期内最后一票据支付日）

跟踪评级报告日：

2019 年 7 月 23 日

分析师

李泽 董聪

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行业发展现状及宏观经济发展状况等进行了持续的跟踪和监测。

截至资产池跟踪基准日，虽然资产池产有少量资产违约（累计违约率¹为 1.11%），但整体信用状况较为稳定。结构方面，由于本交易采用折价循环购买结构，资产池累积形成的超额抵押（14.91%）已明显提升了优先级票据所获得的信用支持。量化测算结果显示，虽然优先 A 级资产支持票据（“18 天士力医 ABN001 优先 A”）、优先 B 级资产支持票据（“18 天士力医 ABN001 优先 B”）的量化测算结果均优于首评时的测算结果，但优先 B 级资产支持票据的最终评级结果仍得益于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（主体长期信用等级为 AA⁺）的偿付能力和偿付意愿。

联合资信确定，维持优先 A 级资产支持票据（“18 天士力医 ABN001 优先 A”）的信用等级为 AAA_{sf}，优先 B 级资产支持票据（“18 天士力医 ABN001 优先 B”）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 117523.92 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了 14.91% 的超额抵押，明显提升了优先级票据所获得的信用

¹ 累计违约率=累计违约金额/资产池累计应收账款余额。其中，累计应收账款余额为初始起算日的资产池应收账款余额与截止各收款期期末历次循环购买日购买的应收账款余额之和。

支持。

2. 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”），且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。跟踪期内，天士力股份财务状况稳健，生产经营平稳运行，联合资信给予天士力股份的主体信用等级维持 AA⁺。差额支付安排及对差额支付义务担保的设置为优先级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医药行业，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 117523.92 万元，其中包括当期已收账款总额 42439.87 万元，以及资产池未偿本金余额 75084.05 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。优先级票据本金未得到兑付，优先级票据利息得到了及时足额支付。详见表 1。

表 1 资产支持票据兑付状况

票据名称	存续规模		占比		利率		预计到期日	兑付情况
	跟踪基准日	初始起算日	跟踪基准日	初始起算日	执行利率	发行利率		
优先 A 级	83200.00	83200.00	70.79	83.20	6.08	6.08	2020/10/26	正常兑付
优先 B 级	9600.00	9600.00	8.17	9.60	6.50	6.50	2020/12/26	正常兑付
次级	7200.00	7200.00	6.13	7.20	—	—	2020/12/26	尚未开始兑付
票据合计	100000.00	100000.00	85.09	100.00	—	—	—	—
超额抵押	17523.92	0.00	14.91	0.00	—	—	—	—
资产池合计	117523.92	100000.00	100.00	100.00	—	—	—	—

三、参与机构情况

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。能够较好的履行资产服务职责，并为优先级票据的本息偿付提供一定的流动性支持。

保证人天士力医药集团股份有限公司（以下简称“天士力股份”）前身为1994年5月6日成立的天津市天士力联合制药公司。2000年4月27日，依法整体变更为天津天士力制药股份有限公司。2002年8月，经中国证券监督管理委员会核准，首次公开发行5000万股人民币普通股并在上海证券交易所挂牌交易（股票简称“天士力”，股票代码“600535.SH”）。2017年4月，更名为天士力医药集团股份有限公司。截至2019年3月底，公司注册资本15.13亿元，天士力控股集团有限公司（以下简称“天士力集团”）持有其45.18%的股份，为公司控股股东。

截至2019年3月底，天士力股份下辖12家全资子公司，设市场营销部、质量保证中心、研究所等36个部门。截至2018年底，公司（合

并）资产总额251.72亿元，所有者权益112.08亿元（含少数股东权益6.75亿元）；2018年，公司实现营业总收入179.90亿元，利润总额19.56亿元。截至2019年3月底，公司（合并）资产总额245.84亿元，所有者权益116.87亿元（含少数股东权益6.82亿元）；2019年1-3月，公司实现营业总收入45.71亿元，利润总额5.50亿元。

跟踪期内，天士力股份本部资产以应收类资产及长期股权投资为主，资产质量较好；本部主要从事现代中药业务，经营性现金流量充沛，收入及利润规模尚可，盈利能力较强；整体债务负担适宜，债务压力不大。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，能够为优先级票据的本息偿付提供较好的流动性支持和信用支持。

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。

四、循环购买情况

截至本次跟踪基准日，本交易仍处于循环期，且已进行五次循环购买，折算比例²均为4%。累计购买资产193891笔，合计应收账款金额291949.98万元。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
(单位: 万元、笔、%)

	第1次 循环购 买	第2次 循环购 买	第3次 循环购 买	第4次 循环购 买	第5次 循环购 买
可用于 循环购 买的金 额	92183.21	33179.69	47165.02	52974.01	54989.07
实际用 于循环 购买的	92085.79	33137.49	47113.12	52958.90	54976.67

²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

金额					
购买资 产笔数	68752	18948	48568	32355	25268
购买资 产未偿 应收账 款金额	95922.70	34518.22	49076.17	55165.53	57267.37
循环购 买率 ³	99.89	99.87	99.89	99.97	99.98
折价率	4	4	4	4	4

³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

五、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，本交易资产池应收账款余额为 117523.92 万元，其中包括当期已收账款总额 42439.87 万元，以及资产池未偿本金余额 75084.05 万元。资产笔数为 42664 笔，债务人集中度有所下降，加权平均账期略有增长。详细指标见表 3。

表 3 资产池跟踪基准日资产池概况

	本次跟踪 基准日	上次跟踪 基准日	初始 起算日
资产池应收账款余额（万元）	75084.05	115285.01	111563.62
债务人户数（户）	517	488	523
应收账款笔数（笔）	42664	74324	44797
单户债务人平均应收账款余额（万元）	145.23	236.24	213.31
单户债务人最高应收账款余额（万元）	3293.62	5722.69	6774.17
单户债务人最高应收账款余额占比（%）	4.39	4.96	6.07
加权平均账期（月）	13.88	13.35	11.99
前五大债务人未偿应收账款余额占比（%）	16.07	20.29	22.17
前十大债务人未偿应收账款余额占比（%）	25.95	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有所下降，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	本次跟踪 基准日占比	上次跟踪 基准日占比	初始起算日 占比
三级医院	65.76	78.89	76.70
二级医院	34.24	21.11	23.30
合 计	100.00	100.00	100.00

（2）债务人所在地区分布

相较初始起算日与上次跟踪基准日，本次资产池跟踪基准日债务人所在地区分布有一定

变化，新增少部分江苏省地区债务人，但债务人依旧主要集中在陕西、辽宁和天津地区，合计占比为 96.04%，详见表 5。

表 5 资产池跟踪基准日债务人所在地区分布

（单位：%）

地区	本次跟踪 基准日占比	上次跟踪 基准日占比	初始起算日 占比
陕西	56.87	50.91	50.78
辽宁	28.56	32.75	30.09
天津	10.62	11.64	14.25
广东	3.71	4.39	4.37
吉林	0.12	0.11	0.25
甘肃	0.09	0.15	0.23
福建	0.02	0.00	0.00
黑龙江	0.01	0.05	0.00
江苏	0.00	0.00	0.00
宁夏	0.00	0.00	0.02
合 计	100.00	100.00	100.00

（3）账期分布

相较初始起算日与上次跟踪基准日，资产池账期分布逐步靠后，其中账期超过 1 年的资产占比增加至 73.25%。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

（单位：月、%）

账期	本次跟踪 基准日占比	上次跟踪 基准日占比	初始起算日 占比
(0, 6]	0.00	0.00	0.55
(6, 8]	3.91	4.43	9.45
(8, 10]	8.73	15.75	19.60
(10, 12]	14.11	18.38	29.97
(12, 18]	73.25	61.43	40.43
合 计	100.00	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 1.11%，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
(单位: 万、%)

收款期	累计违约金额	资产池累计应收账款余额	累计违约率	累计违约金额/票据规模
第 1 收款期	1434.02	207486.32	0.69	1.43
第 2 收款期	2684.53	242004.54	1.11	2.68
第 3 收款期	3121.30	291080.71	1.07	3.12
第 4 收款期	3816.57	346246.23	1.10	3.82
第 5 收款期	4481.39	403513.60	1.11	4.48

3. 行业分析

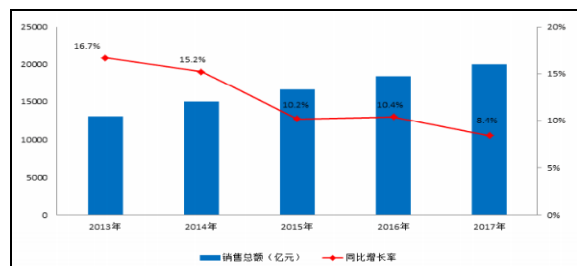
医药产业是世界增长最快的朝阳产业之一，20 世纪 70 年代以来，全球的制药行业始终保持高于国民经济的发展速度，与国际相比，中国医药行业还处于生命周期的成长阶段。医药行业关系国计民生，需求具有刚性，药品需求弹性普遍较小，因此医药制造业具有防御性特征，抵御经济周期风险的能力较强。此外，医药行业属于技术密集型行业，具有高投入高风险的特点。随着国内经济的发展、居民生活水平的提高及保健意识的增强，近年来中国医药制造业总体保持了较高的增长速度。

2010 年以来，随着基层医疗机构的发展，新兴农村合作医疗建设以及医改的深入，中国药品市场需求快速增长。2015-2017 年，医药制造行业收入和利润规模保持持续增长。国家统计局发布的数据显示，2018 年，中国医药行业收入增长依然稳定但利润增速有所放缓，全国规模以上医药制造业企业实现营业收入 24264.7 亿元，同比增长 12.4%；其中主营业务收入 23986.3 亿元，同比增长 12.6%；实现利润总额 3094.2 亿元，同比增长 9.5%。

总体看，近年来医药制造业在经过前期高速增长后行业步入稳定增长阶段，医保控费对行业增长的边际冲击已有所减缓，在需求端的刺激下，2016 年起行业开始企稳回升；但从各子行业增速波动情况来看，行业开始表现出由总量增长向结构性增长转变，行业分化趋势愈

加明显。

中国城镇化、人口老龄化的加剧和医药卫生体制改革的深入，释放了国内的医疗及药品需求量，中国药品流通行业销售额自 2006 年以来快速增长。2010 年以来，中国药品流通行业步入稳定增长期，2013-2016 年，中国药品流通行业销售规模增速已从 16.7%下降至 10.4%，但仍高于中国 GDP 的增速。近年来新医改政策的全面推行使行业竞争压力进一步加大。



资料来源：商务部《2017 年药品流通行业运行统计分析报告》

图 1 2013-2017 年药品流通行业销售趋势

根据商务部发布的《2017 年药品流通行业运行统计分析报告》，2017 年药品流通市场销售规模稳步增长，增速略有回落，全国七大类医药商品销售总额 20016 亿元，扣除不可比因素同比增长 8.4%，增速同比下降 2.0 个百分点。其中，药品零售市场 4003 亿元，扣除不可比因素同比增长 9.0%，增速同比回落 0.5 个百分点。

总体看，随着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。“两票制”政策实施迫使末端分销企业短期内直接向药品生产企业采购，造成大型分销企业对中小分销企业销售下降；医保控费、药占比限制等政策实施推动药品招标价格和用量持续下降，造成分销企业对医疗终端销售下降；加上大型企业销售渠道整合及业态结构调整尚未完成，最终导致其销售增速放缓。在此背景下，大型药品批发企业也在通过兼并重组的外延式增长和积极开发终端市场的内生式增长方式，不断增强自身分销业务能力。

五、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 117523.92 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、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。

表 8 现金流测试的基准和加压情况

压力测试内容	基准		加压情况			AAA _{sf} 级违约率压力 优先 A 级资产支持票 据本息偿付情况	AA _{sf} ⁺ 级违约率压力优 先 B 级资产支持票 据本息偿付情况
循环购买率	100%		购买率为 95%			正常	正常
			购买率为 90%			正常	正常
晚偿率	3%		晚偿率为 6%			正常	正常
			晚偿率为 9%			正常	正常
回收率	95%		90%			正常	正常
			85%			正常	正常
回收时间分布	逾期 120 至 180 天	40%	回收时间分布 情景 1	逾期 120 至 180 天 30%	逾期 180 至 240 天 30%	正常	正常
	逾期 180 至 240 天	40%		逾期 240 至 300 天 20%	逾期 300 至 360 天 20%		
	逾期 240 至 300 天	10%	回收时间分布 情景 2	逾期 120 至 180 天 25%	逾期 180 至 240 天 25%	正常	正常
	逾期 300 至 360 天	10%		逾期 240 至 300 天 25%	逾期 300 至 360 天 25%		
组合压力 情景 1	—		循环购买率		购买率为 95%	正常	正常
			晚偿率		晚偿率为 6%		
			回收时间分布		回收时间分布情景 1		
组合压力 情景 2	—		循环购买率		购买率 90%	正常	正常
			晚偿率		晚偿率为 9%		
			回收时间分布		回收时间分布情景 2		

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行业发展现状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（“18 天士力医 ABN001 优先 A”）的信用等级为 AAA_{sf}，优先 B 级资产支持票据（“18 天士力医 ABN001 优先 B”）的信用等级为 AA⁺_{sf}。

附件 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具体评级方法参见联合资信官方网站（www.lhratings.com）。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}	还本付息能力极强，违约风险极低。
	AA _{Sf}	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。
违约级	C _{Sf}	不能偿还债务。