

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 2020 年跟踪评级报告》不存在虚假记载、误导性陈述和重大遗漏；同时在项目发起人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

二〇二〇年七月三十日



信用等级公告

联合〔2020〕2903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
二〇二〇年七月三十日



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 2020 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	4.56	8.32	55.36	70.79	AAA _{sf}	AAA _{sf}
18 天士力医 ABN001 优先 B	0.96	0.96	11.66	8.17	AA ⁺ _{sf}	AA ⁺ _{sf}
18 天士力医 ABN001 次	0.72	0.72	8.74	6.13	NR	NR
票据合计	6.24	10.00	75.76	85.09	—	—
超额抵押	1.99	1.75	24.24	14.91	—	—
资产池合计	8.23	11.75	100.00	100.00	—	—

注：1.NR——未予评级，下同；2.金额或占比加总不等于合计为四舍五入所致，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：2019 年 4 月 27 日—2020 年 4 月 26 日
 本次资产池跟踪基准日：2020 年 3 月 31 日（跟踪期内最后一收款期间截止日）
 本次票据跟踪基准日：2020 年 4 月 26 日（跟踪期内最后一票据支付日）

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
企业未来应收款项证券化评级方法	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露。

流动性支持机构主体评级结果

公司名称	信用等级	评级展望	评级时间	评级报告
天士力医药集团股份有限公司	AA ⁺	稳定	2020/6/8	阅读全文

跟踪评级报告日：

2020 年 7 月 30 日

分析师

何亮甫 韩易洋

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，虽然资产池有少量资产违约（累计违约率¹为 1.41%），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（24.24%）已明显提升了优先级资产支持票据所获得的信用支持。量化测算结果显示，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”）的量化测算结果与上次跟踪时的测算结果相差不大，且优先 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。

联合资信确定，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（“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

1. 剩余优先级资产支持票据获得的信用支持有所提升。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 82348.26 万

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末历次循环购买日购买的应收账款余额之和。

元，资产支持票据规模为 62385.28 万元，资产池对资产支持票据形成了 24.24% 的超额抵押，优先级资产支持票据所获得的信用支持较上次跟踪有所提升。

2. **差额支付承诺人和保证人信用水平很高。**
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长期信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。差额支付安排及对差额支付义务担保的设置为优先级资产支持票据提供了很好的流动性支持

和信用支持。

关注

1. **资产池行业集中度极高。**本交易入池应收账款的债务人全部集中在医药行业，行业集中度极高，单一行业景气度对资产池信用水平影响较大。
2. **存在一定宏观经济系统性风险。**目前，全球经济复苏疲弱，外部经济比较复杂，我国经济下行压力持续存在；新冠肺炎疫情对我国宏观经济造成了明显的冲击，随着疫情在全球蔓延，内外需求双双呈现疲弱态势，对中国经济恢复带来较大压力。宏观经济系统性风险可能影响到资产池的整体信用表现。

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信托有限责任公司构成委托关系外，天津市泰达国际控股（集团）有限公司（以下简称“泰达控股”）间接持有联合资信31.19%的股份，泰达控股持有天津信托42.11%的股份。泰达控股未参与联合资信的经营活动与决策，天津信托仅是“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”的名义发行人，联合资信与天津信托的关系并未对联合资信独立、客观、公正开展评级产生重大影响。联合资信评级人员与天津信托不存在足以影响评级行为独立、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，符合真实性、准确性、完整性要求。
- 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、票据兑付状况及循环购买情况

本次跟踪期内，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。资产池共进行三次循环购买，循环购买资金的使用较为充分。本交易已进入本金摊还期，优先级资产支持票据本金已部分兑付。

本票据于 2018 年 1 月 16 日正式发行成立。优先级资产支持票据（以下简称“优先级票据”）分为“18 天士力医 ABN001 优先 A”和“18 天士力医 ABN001 优先 B”，次级资产支持票据为

“18 天士力医 ABN001 次”。截至本次票据跟踪基准日（2020 年 4 月 26 日），本交易已进入本金摊还期，累计进行 4 次收益分配，累计分配本金金额共计 37614.72 万元，共支付利息 5698.13 万元。其中，“18 天士力医 ABN001 优先 A”累计分配本金 37614.72 万元，分配利息 5072.42 万元；“18 天士力医 ABN001 优先 B”未分配本金，共分配利息 625.71 万元；“18 天士力医 ABN001 次”未分配本金和利息。具体如表 1 所示。

表 1 截至票据跟踪基准日本期票据兑付概况（单位：万元）

分配期间	18 天士力医 ABN001 优先 A		18 天士力医 ABN001 优先 B		18 天士力医 ABN001 次	
	利息	本金	利息	本金	利息	本金
2019/4/27—2019/7/26	1261.18	—	155.57	—	—	—
2019/7/26—2019/10/28	1302.75	—	160.70	—	—	—
2019/10/28—2020/2/3	1358.19	—	167.54	—	—	—
2020/2/3—2020/4/26	1150.30	37614.72	141.90	—	—	—
合计	5072.42	37614.72	625.71	—	—	—

资料来源：资产服务机构提供，联合资信整理

截至本次资产池跟踪基准日，本交易资产池应收账款未偿本金余额为 82348.26 万元。资产支持票据规模为 62385.28 万元，资产池对资产支持票据形成超额抵押 19962.98 万元，超额抵押规模较上次跟踪评级有所下降，但超额抵押规模占比较上次跟踪评级有所上升。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，考虑超额抵押后，“18 天士力医 ABN001 优先 A”获得的信用支持由上次跟踪评级的 29.21% 提升到 44.64%；“18 天士力医 ABN001 优先 B”获得的信用支持由上次跟踪评级的 21.04% 提升到 32.98%。

表 2 截至票据跟踪基准日本期资产支持票据兑付概况（单位：万元、%、%）

票据名称	存续规模		占比		执行利率		预计到期日	兑付情况
	本次跟踪	本次跟踪	本次跟踪	本次跟踪				
18 天士力医 ABN001 优先 A	45585.28	83200.00	55.36	70.79	6.08	6.08	2020/10/26	正常
18 天士力医 ABN001 优先 B	9600.00	9600.00	11.66	8.17	6.50	6.50	2020/12/26	正常
18 天士力医 ABN001 次	7200.00	7200.00	8.74	6.13	—	—	2020/12/26	正常
票据合计	62385.28	100000.00	75.76	85.09	—	—	—	—
超额抵押	19962.98	17523.92	24.24	14.91	—	—	—	—
资产池合计	82348.26	117523.92	100.00	100.00	—	—	—	—

资料来源：资产服务机构提供，联合资信整理

本次跟踪期内，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。

截至本次票据跟踪基准日，本次跟踪期

内，本交易共进行三次循环购买，折算比例均为 4%。累计购买资产 134296 笔，合计应收账款金额 172253.15 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 3。

表 3 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
可用于循环购买的金额	44908.88	53494.79	67059.53
实际用于循环购买的金额	44891.48	53485.51	66986.03
购买资产笔数	28593	52306	53397
购买资产未偿应收账款金额	46761.96	55714.08	69777.11
循环购买率	99.96	99.98	99.89
折算比例	4.00	4.00	4.00

注: 1. 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;

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

资料来源: 资产服务机构提供, 联合资信整理

二、参与机构情况

跟踪期内，本交易主要参与机构未发生替换，履职情况稳定。

1. 资产服务机构/差额支付承诺人

本交易资产服务机构/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”）。天士力营销于 1999 年 6 月，由天津天士力制药集团有限公司与天津天使力药物研究开发有限公司作为股东设立而成。

天士力营销业务模式分为分销配送、零售连锁及慢病管理与药事增值服务三种模式。分销配送业务是指天士力营销向医药工业企业或上游分销商采购药品，然后批发给下游分销商或配送至医院、诊所、连锁药店等终端客户，天士力营销通过购销差价获取利润。天士力营销在天津、北京、湖南、广东、陕西、辽宁和山东等七个省市布局医药商业流通子公司。天士力营销零售连锁业务主要以各类非处方药为主，常用处方药为辅，兼营中药饮片，同时销售医疗器械与保健品等产品；天士力营销的零售连锁业务分为线上及线下两部分，其中线下业务主要采用直营方式。天士力营销积极实践“医保+医药+互联网”的服务创新模式，天士力营销与天津市人力资源与社会保障局合作，建立了全

国首个基于在线医保支付的慢病管理服务创新项目——天津市糖尿病门诊特殊病患者送药服务项目，为慢性病人提供在线处方药购买、在线医保结算、药品送药到家的全流程服务。

截至 2019 年底，天士力营销资产总额为 91.74 亿元，所有者权益为 16.41 亿元。2019 年营业收入 134.35 亿元，净利润 3.19 亿元。

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。跟踪期内，天士力营销履职情况稳定。

2. 保证人

本交易保证人为天士力医药集团股份有限公司（以下简称“天士力股份”）。天士力股份前身为 1994 年 5 月 6 日成立的天津市天使力联合制药公司。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 2020 年 3 月底，天士力股份注册资本 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 45.18% 的股份，为天士力股份控股股东。

经营情况方面，天士力股份以药品的生产和销售为主要业务，产品涵盖中成药、化学药和生物制品等。2019 年，天士力股份实现主营业务收入 189.32 亿元，同比增长 5.61%，医药工业和医药商业分别实现收入 62.15 亿元和 127.17 亿元，其中医药工业收入同比下降 12.79%，医药商业同比增长 17.99%，医药商业占主营业务收入的比重进一步上升至 62.17%。医药工业方面，受医保控费、限制辅助用药、限制中药注射剂等国家政策对中药行业景气度产生一定影响，现代中药收入为 43.48 亿元，同比下降 18.85%；受益于多款化药通过一致性评价、进入新版国家医保目录，化学药收入同比增长 7.07% 至 16.50 亿元；生物药实现收入 2.16 亿元，同比下滑 4.83%；医药商业方面，天士力股份逐渐加大纯销业务占比，扩展医院终端销售，销售网络得到优化，收入规模快速提升。受毛利率较低的医药商业收入占比进一步提高影响，2019 年天士力股份综合业务毛利率为 31.23%，同比下降 4.87 个百分点；其中医药工业毛利率始终保持较高水平，为 74.63%，医药商业毛利率为 10.02%，同比变化不大。受新冠肺炎疫情影响，2020 年 1—3 月，天士力股份实现主营业务收入 39.25 亿元，同比下降 13.52%；医药工业和医药商业分别实现收入 13.77 亿元和 25.47 亿元，分别同比下降 16.55% 和 11.62%。同期，医药工业和医药商业板块毛利率分别为 68.12% 和 9.75%，其中医药工业毛利率同比下滑 7.69 个百分点，主要系受医保控费及带量采购影响，天士力股份产品销售价格有所下降。

财务状况方面，跟踪期内，天士力股份资产规模有所下降，资产结构仍以流动资产为主，应收账款仍保持较大规模，对资金形成占

用；天士力股份有息债务规模有所回落，债务负担有所减轻；受益于利润积累，天士力股份所有者权益规模有所增长，权益结构稳定性有待提高；受益于医药商业板块增长，带动天士力股份收入规模呈增长态势；但医药工业收入同比下降，拉低天士力股份整体盈利能力。新冠肺炎疫情对天士力股份造成一定影响，2020 年一季度收入、利润规模均同比有所下滑；天士力股份经营性净现金流保持净流入，收入实现质量有所提升；天士力股份取得借款规模大幅下降，筹资规模有所收缩；天士力股份银行授信余额较为充足，且为上市公司，直接、间接融资渠道畅通。整体看，偿债能力较强。截至 2019 年底，天士力股份（合并）资产总额为 240.12 亿元，所有者权益为 118.62 亿元（含少数股东权益 7.32 亿元）。2019 年，天士力股份实现营业总收入 189.98 亿元，利润总额 13.31 亿元。截至 2020 年 3 月底，天士力股份（合并）资产总额为 243.83 亿元，所有者权益为 121.38 亿元（含少数股东权益 7.10 亿元）；2020 年 1—3 月，天士力股份实现营业总收入 39.53 亿元，利润总额 3.60 亿元。

跟踪期内，天士力股份经营状况良好，收入稳健增长，债务负担有所减轻，核心产品市场竞争力保持良好水平，多个独家品种纳入《2019 版医保目录》，多款化学药品通过仿制药的一致性评价。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很好的流动性支持和的信用支持。

3. 受托人

本交易受托人为天津信托有限责任公司（以下简称“天津信托”）。天津信托由中国人民银行天津市分行创建，于 1986 年 9 月 23 日成立，并于同年 11 月 1 日正式对外营业，是国内最早成立的信托投资机构之一。2002 年 9 月 14 日，中国人民银行银复（2002）263

号《中国人民银行关于天津信托投资公司重新登记有关事项的批复》批准，天津信托完成了重新登记。2009年6月，经银监会批复，公司名称变更为天津信托有限责任公司。2014年4月15日，注册资本金增加为人民币17亿元整。截至2019年末，天津信托前两大股东分别为天津海泰控股集团有限公司和天津市泰达国际控股（集团）有限公司，持股比例分别为51.58%和42.11%，天津信托最终实际控制人为天津市滨海新区国有资产管理委员会。

天津信托具有完善的法人治理结构，具有行之有效的内部控制机制，注重风险管控体系的建设，不断提升整体风险控制能力。长期以来，天津信托开发和完善了集合资金信托、单一资金信托、股权投资、权益收购、融资租赁、指定项目信托等业务品种，围绕重点工程、基础设施建设、能源交通、企业集团、小微企业、现代物流、房地产开发、教育和高新技术等产业发展，推出一系列信托产品。

截至2019年末，天津信托资产总额80.69亿元，股东权益57.30亿元；2019年，天津信托实现营业收入8.43亿元，实现净利润5.78亿元。

总体来看，天津信托拥有较为丰富的信托业务经验、比较完善的风险管理体系，作为本交易的受托机构尽职能力较强。跟踪期内，受托机构天津信托财务状况良好，履约和尽职能力稳定。

三、资产池表现

跟踪期内，债务人集中度较上次跟踪有所上升，加权平均账期较上次跟踪略有下降，累计违约率仍处于很低水平。总体来看，资产池表现良好。

1. 资产池概况

根据资产服务机构提供的资产池信息表

4. 资金保管机构

本交易资金保管机构为招商银行股份有限公司天津分行。招商银行股份有限公司（以下简称“招商银行”）是经中国人民银行批准，于1987年3月组建成立的股份制商业银行。2002年，招商银行A股在上海证券交易所上市；2006年，招商银行H股在香港联交所上市。经过历次增资扩股，截至2019年末，招商银行股本总额252.2亿股，其中前两大股东为香港中央结算（代理人）有限公司和招商局轮船有限公司，持股比例分别为18.03%和13.04%。

截至2019年末，招商银行合并口径资产总额74172.40亿元，所有者权益6177.07亿元；不良贷款率1.16%，不良贷款拨备覆盖率426.78%，资本充足率15.54%，核心一级资本充足率11.95%。2019年全年，招商银行实现营业收入2697.03亿元，净利润934.23亿元。截至2019年末，招商银行托管资产余额13.23万亿元。

招商银行拥有证券投资基金托管、受托投资管理托管业务托管、合格境外机构投资者托管人资格（QFII）、全国社会保障基金托管资格、商业银行从事保险资金托管业务资格、企业年金基金托管等业务资格，成为托管业务资质最全的商业银行之一。同时，招商银行曾在多个资产支持证券化项目中担任资金保管机构，具有丰富的托管经验。跟踪期内，招商银行履约和尽职能力情况良好。

及资产运营报告，截至本次跟踪基准日，本交易资产池未偿本金余额82348.26万元，资产笔数为66640笔，债务人集中度较上次跟踪有所上升，加权平均账期较上次跟踪略有下降。详细指标见表4。

表4 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)	82348.26	75084.05	111563.62
债务人户(户)	867	517	523
应收账款笔数(笔)	66640	42664	44797
单户债务人平均应收账款余额(万元)	94.98	145.23	213.31
单户债务人最高应收账款余额(万元)	4192.86	3293.62	6774.17
单户债务人最高应收账款余额占比(%)	5.09	4.39	6.07
加权平均账期(月)	12.24	13.88	11.99
前五大债务人未偿应收账款余额占比(%)	21.10	16.07	22.17
前十大债务人未偿应收账款余额占比(%)	32.19	25.95	34.27

资料来源: 资产服务机构提供, 联合资信整理

(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较上次跟踪评级有所上升, 详见表5。

表5 资产池跟踪基准日债务人类型分布(单位: %)

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	69.92	65.76	76.70
二级医院	30.08	34.24	23.30
合计	100.00	100.00	100.00

资料来源: 资产服务机构提供, 联合资信整理

(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、广东和天津地区, 合计占比为95.20%, 详见表6。

表6 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	67.65	56.87	50.78
辽宁	24.14	28.56	30.09
天津	3.41	10.62	14.25
广东	4.31	3.71	4.37
吉林	0.15	0.12	0.25
甘肃	0.26	0.09	0.23
福建	0.02	0.02	0.00
黑龙江	0.00	0.01	0.00
江苏	0.06	0.00	0.00
宁夏	0.00	0.00	0.02
合计	100.00	100.00	100.00

资料来源: 资产服务机构提供, 联合资信整理

(3) 账期分布

相较初始起算日与上次跟踪基准日, 资产池账期分布依然靠后, 其中账期分布在10~18月的资产占比达81.21%。入池应收账款账期分布详见表7。

表7 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]	1.92	3.91	9.45
(8,10]	16.87	8.73	19.60
(10,12]	39.74	14.11	29.97
(12,18]	41.47	73.25	40.43
合计	100.00	100.00	100.00

注: 1、(,]为左开右闭区间, 例如(0,12]表示大于0个月但小于等于12个月, 下同; 2、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

资料来源: 资产服务机构提供, 联合资信整理

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1.41%, 处于较低水平。资产池具体违约情况见表8。

表 8 资产池违约情况 (单位: 万元、%)

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	5209.20	446724.22	1.17	0.05
第 2 收款期	6508.12	493486.17	1.32	0.07
第 3 收款期	7540.85	549200.25	1.37	0.08
第 4 收款期	8746.52	618977.36	1.41	0.14

资料来源: 资产服务机构提供, 联合资信整理

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。医药制造行业属于弱周期行业, 在监管、环保、资金和技术层面均有一定进入壁垒, 下游需求的稳定为医药制造行业的发展提供了有力的支撑, 但目前医药制造行业仍然存在集中度低、产品同质化严重等问题。

2018 年以来, 受医改政策持续推进的影响, 行业整体收入和利润增速承压。国家统计局发布的数据显示, 2018 年医药制造业规模以上企业实现主营业务收入 23986.3 亿元, 同比增长 12.6%, 增速较上年提高 0.1 个百分

点, 高于全国规模以上工业企业同期整体水平 4.1 个百分点; 实现利润总额 3094.2 亿元, 同比增长 9.5%, 增速较上年同期下降 8.3 个百分点, 低于全国规模以上工业企业同期整体水平 0.8 个百分点; 医药制造业主营业务收入利润率为 12.90%, 较上年同期提升 1.14 个百分点, 高于全国规模以上工业企业同期整体水平 6.41 个百分点。2019 年 1—9 月, 医药制造业收入和利润增速均表现出下降趋势, 其中, 医药制造业实现营业收入 18184.2 亿元, 同比增长 8.4%, 增速较上年同期下降 5.1 个百分点; 实现利润总额 2390.3 亿元, 同比增长 10%, 增速较上年同期下降 1.5 个百分点。

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 82348.26 万元, 资产支持票据规模为 62385.28 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、资产池的信用表现和本交易在摊还期的还本付息情况, 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 9 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	AA ⁺ _{sf} 级违约率压力
						优先 A 级资产支持 票据本息偿付情况	先 B 级资产支持票 据本息偿付情况
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	—		晚偿率	晚偿率为 6%		正常	正常
			回收时间分布	回收时间分布情景 1			
组合压力 情景 2	—		晚偿率	晚偿率为 9%		正常	正常
			回收时间分布	回收时间分布情景 2			

五、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“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（“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 1 天士力医药集团股份有限公司主要财务数据及指标

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	43.30	56.93	42.21	47.44
资产总额(亿元)	215.32	251.72	240.12	243.83
所有者权益(亿元)	89.74	112.08	118.62	121.38
短期债务(亿元)	81.14	52.70	58.60	56.98
长期债务(亿元)	8.93	51.56	32.32	33.37
全部债务(亿元)	90.06	104.26	90.92	90.35
营业收入(亿元)	160.94	179.90	189.98	39.53
利润总额(亿元)	17.36	19.56	13.31	3.60
EBITDA(亿元)	24.32	28.35	22.06	--
经营性净现金流(亿元)	-8.23	14.94	16.80	0.33
财务指标				
销售债权周转次数(次)	1.88	1.69	1.71	--
存货周转次数(次)	4.83	4.96	5.28	--
总资产周转次数(次)	0.83	0.77	0.77	--
现金收入比(%)	98.47	111.63	112.81	108.92
营业利润率(%)	35.12	35.20	30.56	29.98
总资本收益率(%)	9.56	9.61	6.94	--
净资产收益率(%)	15.62	14.20	8.46	--
长期债务资本化比率(%)	9.05	31.51	21.41	21.56
全部债务资本化比率(%)	50.09	48.19	43.39	42.67
资产负债率(%)	58.32	55.47	50.60	50.22
流动比率(%)	132.71	209.25	191.08	198.56
速动比率(%)	113.03	181.10	161.66	169.91
经营现金流动负债比(%)	-7.25	17.54	19.41	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.62	5.76	4.12	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.70	3.68	4.87	--

注：1.2020 年 1-3 月财务数据未经审计；2.2017-2020 年一季度的现金类资产已扣除使用受限部分；3.短期债务含其他流动负债和其他应付款中的有息部分；4. 长期债务包含长期应付款和其他非流动负债中的有息部分

附件 2 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据+平均合同资产)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+无形资产摊销+投资性房地产及长期待摊费用折旧/摊

销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 3-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC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。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	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	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	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	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	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	不能偿还债务

附件 3-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4 资产支持票据信用等级设置及含义

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}和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：

级别设置	含义
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
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
C _{sf}	不能偿还债务