

# 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《嘉事堂药业股份有限公司 2017 年度第一期信托资产支持票据信用评级报告》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。



# 信用等级公告

联合[2017] 070 号

联合资信评估有限公司通过对“嘉事堂药业股份有限公司 2017 年度第一期信托资产支持票据”的信用状况进行综合分析和评估，确定

嘉事堂药业股份有限公司 2017 年度第一期信托资产支持票据  
优先级资产支持票据的信用等级为 AAA<sub>sf</sub>

特此公告。



# 嘉事堂药业股份有限公司 2017 年度第一期 信托资产支持票据信用评级报告

## 评级结果

资产支持票据名称	金额 (万元)	占比 (%)	信用级别
优先级资产支持票据	67400.00	84.25	AAA <sub>sf</sub>
次级资产支持票据	12600.00	15.75	NR
合计	80000.00	100.00	—

注：NR——未予评级，下同。

## 交易概况

初始基准日：2016 年 9 月 30 日  
预计信托期限：36 个月  
交易类型：动态现金流型 ABN  
载体形式：特殊目的信托  
基础资产：指委托人向受托人转让的其在《初始基础资产清单》以及《新增基础资产清单》中所列示的对债务人或其它义务人享有的应收账款债权  
初始资产池应收账款余额：88929.24 万元  
信用提升机制：优先/次级结构、超额抵押、差额补足机制、流动性储备机制  
发起机构/委托人/资产服务机构：嘉事堂药业股份有限公司  
差额补足方：嘉事堂药业股份有限公司  
受托人：中诚信托有限责任公司  
主承销商/保管银行/监管银行：上海浦东发展银行股份有限公司

## 评级时间：

2017 年 1 月 16 日

## 分析师

赖金昌 屈晓灿 李泽 冯雪莹

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17层（100022）

网址：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”）对本交易所涉及的基础资产、交易结构、法律要素以及有关参与方履约及操作风险等因素进行综合考量，并在对资产池进行信用分析、交易结构分析及现金流分析的基础上，考虑了差额补足方嘉事堂药业股份有限公司的偿付能力和偿付意愿，确定“嘉事堂药业股份有限公司 2017 年度第一期信托资产支持票据”的评级结果为：优先级资产支持票据的信用等级为 AAA<sub>sf</sub>；次级资产支持票据未予评级。

上述优先级资产支持票据的评级结果反映了该证券利息获得及时支付和本金于预计到期日或之前获得足额偿付的能力极强，违约风险极低。

## 优势

1. 本交易基础资产项下债务人均为中国境内设立且合法存续的公立三级或三级以上医院，基础资产债务人过往履约状况良好。
2. 本交易以优先/次级结构作为主要的信用提升机制，其中优先级资产支持票据获得次级资产支持票据 15.75% 的信用支持。
3. 本交易初始资产池应收账款余额为 88929.24 万元，资产支持票据总发行规模为 80000.00 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。
4. 本交易设置了差额补足机制，差额补足方为嘉事堂药业股份有限公司（以下简称“嘉事堂”），联合资信给予嘉事堂的主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定。差额补足机制的设置优先级资产支持票据提供较好的流动性支持和一定的信用支持。
5. 本交易设置了流动性储备机制，该安排有

利于缓释优先级资产支持票据利息兑付面临的流动性风险。

### 关注及缓释

1. 本交易采用循环购买结构，在循环购买期内信托专户内资金将用于持续购买符合合格标准的应收账款，因此发起机构嘉事堂的业务发展情况、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。

风险缓释：本交易设置了严格的合格标准，约定新增基础资产项下债务人均为在中国境内设立且合法存续的公立三级或三级以上医院，将有效缓解因循环购买可能导致资产池信用质量下降的风险。

2. 本交易采用循环购买结构，在循环购买期内若发起机构嘉事堂未能提供充足的合格基础资产供信托循环购买，将造成资产池收益率下降，降低资产池对优先级资产支持票据本息的保障水平。

风险缓释：本交易根据未能用于循环购买的资金规模设置了不同的资产购买折算比例，此外，本交易约定当基础资产累计违约金额等于或大于募集资金的 10% 时触发违约事件，将结束循环购买，提前偿付优先级资产支持票据本金。同时，联合资信在现金流分析时，针对循环购买设计了不同的压力情景并进行了测试，评级结果已反映了循环购买不充足对优先级资产支持票据带来的不利影响。

3. 本交易初始入池应收账款的债务人大部分来自北京市，初始入池应收账款余额占比高达 55.40%，地区集中度高。

风险缓释：联合资信在违约模型中通过提高相应地区的违约率来反映整个资产池的违约风险，评级结果已考虑了该风险。

4. 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。

风险缓释：卫生行业的不良率水平相对较低，且本交易入池的应收账款债务人全部

为公立三级或三级以上医院，一定程度上缓解了行业集中带来的压力。

5. 本交易入池资产全部是无利息收入的应收账款，而优先级资产支持票据需按年支付利息，存在资产端无利息收入而证券端有利息支出的情况。

风险缓释：在发行时初始资产池应收账款余额为 88929.24 万元，资产支持票据总发行规模为 80000.00 万元，资产池对资产支持票据形成超额抵押。且在每一次循环购买过程中，购买对价约定了一定的折扣，可以为证券端利息提供支持。

6. 应收账款作为一种特殊的债权存在一定的减损风险，即由于违约、履约之外的原因产生的应收账款回款减少，如贴现、折扣、补偿等。

风险缓释：根据交易文件约定，因委托人的过错或债务人行使抵销权，导致基础资产灭失或价值减少的，该等基础资产视作不合格基础资产，受托人有权要求委托人赎回。该条款比较有效地缓释了基础资产面临的减损风险。

7. 本交易基础资产为应收账款，影响其回款和回收的因素较多，定量分析时采用的情景模拟方法和相关假设可能存在一定的模型风险。

风险缓释：联合资信通过提高发行利率、降低循环购买资产规模、提高晚偿率等手段，反复测试不同情景下资产池现金流对优先级资产支持票据本息的保障水平，尽量降低模型风险。

## 声 明

- 一、本报告引用的资料主要由委托人嘉事堂药业股份有限公司和受托人中诚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委托人/受托人构成委托关系外，联合资信、评级人员与委托人/受托人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，未因发起机构/发行人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、本资产支持票据信用评级结果的有效期为本期发行的“嘉事堂药业股份有限公司2017年度第一期信托资产支持票据”项下优先级资产支持票据的存续期，在有效期内，联合资信将进行定期及不定期跟踪评级，根据跟踪评级的结论，评级结果可能发生变化。





## 一、交易概况

### 1. 交易结构

本交易的发起机构嘉事堂药业股份有限公司（以下简称“嘉事堂”）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嘉事堂对债务人享有的应收账款债权作为基础资产，采用特殊目的信托载体机制，通过中诚信托有限责任公司（以下简称“中诚信托”）设立“嘉事堂药业股份有限公司 2017 年度第一期信托资产支持票据信托”。中诚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。

表 1 交易参与机构

发起机构/委托人/资产服务机构：嘉事堂药业股份有限公司
差额补足方：嘉事堂药业股份有限公司
受托人：中诚信托有限责任公司
主承销商/保管银行/监管银行：上海浦东发展银行股份有限公司
登记托管机构：银行间市场清算所股份有限公司
会计顾问：立信会计师事务所（特殊普通合伙）
法律顾问：北京市安理律师事务所
评级机构：联合资信评估有限公司

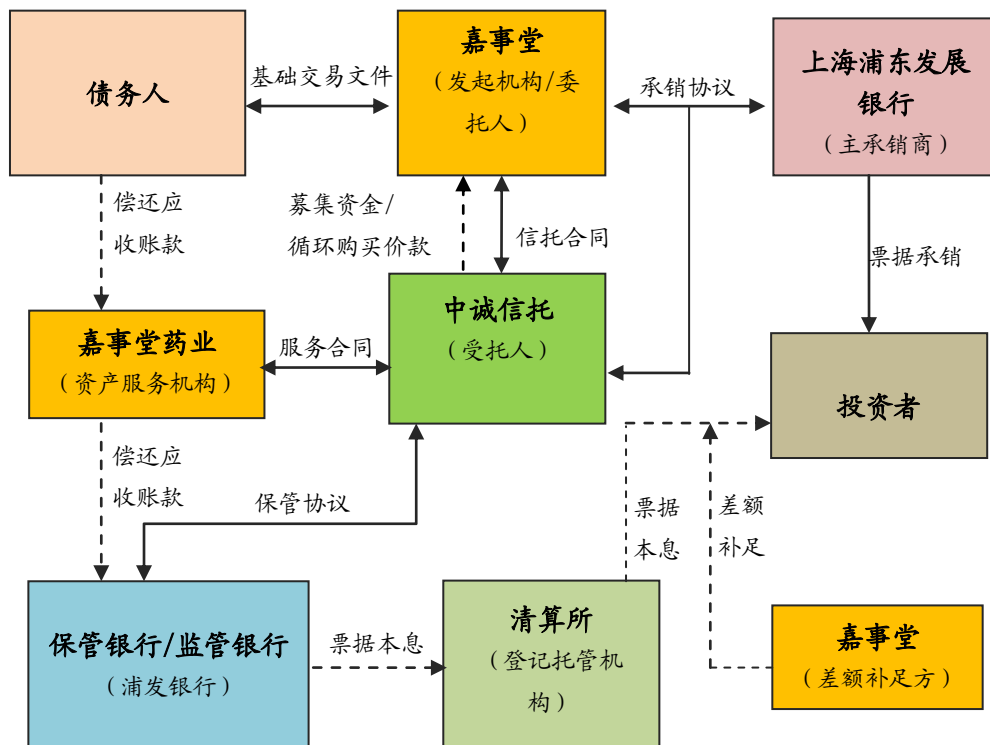


图 1 交易安排

### 2. 资产支持票据

本交易计划发行优先级资产支持票据和次级资产支持票据，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。本交易采用优先/次级的顺序偿付

结构，次级资产支持票据为优先级资产支持票据提供信用增级。优先级资产支持票据按年偿付利息，到期一次性偿付本金，在优先级资产支持票据本息及累计差额补足款全部偿付完毕

之前，次级资产支持票据不获得本金偿付和收益分配。

优先级资产支持票据采用簿记建档方式发行，执行固定利率，票面利率根据簿记建档结

果确定。次级资产支持票据不设票面利率，仅在优先级资产支持票据本息、累计差额补足款及次级资产支持票据本金偿付完毕之后取得最终的剩余收益。

表 2 资产支持票据概况 单位：万元/%

证券名称	信用评级	利息支付方式	本金偿付方式	发行规模	总量占比	利率类型	预计信托期限
优先级资产支持票据	AAA <sub>sf</sub>	按年付息	到期一次性偿还	67400.00	84.25	固定利率	36 个月
次级资产支持票据	NR	—	—	12600.00	15.75	—	36 个月

### 3. 基础资产

本交易的基础资产为委托人向受托人转让的其在《初始基础资产清单》以及《新增基础资产清单》中所列示的对债务人或其它义务人享有的应收账款债权。截至初始基准日，初始基础资产的应收账款余额为 88929.24 万元。

根据交易文件约定，合格资产标准如下：

(1) 于基准日、信托生效日、循环购买日，委托人对债务人的应收账款债权已生效并且适用中国法律；在信托存续期间，应收账款债权不会被主张无效、撤销、解除、终止；(2) 于基准日、信托生效日、循环购买日，委托人已向受托人提供的基础资产的全部档案文件（包括但不限于基础资产文件）和入池基础资产清单中的信息真实、完整、有效，不存在故意隐瞒、欺诈或遗漏，不存在任何虚假信息；(3) 于基准日、信托生效日、循环购买日及信托存续期间，不存在限制委托人转让基础资产的限制性约定，委托人未将基础资产出售、赠与、转让、信托、转移或委托给任何其他主体且未放弃基础资产项下任何权利或减免任何义务，基础资产不涉及未决的诉讼、仲裁、行政措施或其他争议；(4) 于初始基准日、信托生效日，委托人已成为初始基础资产真实、唯一、合法的所有权人，并已完成了转让初始基础资产所需的全部审批或备案程序；(5) 于新增基准日及对应的循环购买日，《新增基础资产转让确认书》已经签署生效，委托人已成为新增基础资产真实、唯一、合法的所有权人，并已完成了转让新增基础资产所需的全部审批或备案程序；(6)

于信托存续期间，基础资产作为财产权益是完整、有效和可转让的，不存在法定或合同约定禁止转让的任何情形，委托人转让基础资产的行为未损害其任何债权人的利益，不需要获得其债权人、债务人或任何其他主体的同意，亦不会发生任何被主张撤销、被确认转让无效的情形；(7) 于基准日、信托生效日、循环购买日、及信托存续期间，委托人履行并遵守其在本《信托合同》项下关于基础资产转让通知、动产融资统一登记系统转让登记等义务；(8) 于基准日、信托生效日、循环购买日（适用于对应的新增基础资产）及信托合同签署之日，委托人系依据中国法律在中国境内设立且合法存续的企业法人；(9) 于信托存续期间，债务人认可委托人作为信托的资产服务机构有向债务人要求支付不低于应收账款金额的款项的权利，且依据基础交易文件及委托人（含其控股子公司）与债务人的交易事实，债务人应履行基础交易文件项下的不低于应收账款金额的款项支付义务；依据基础交易文件或委托人的账期管理要求，应收账款的违约推定日不得晚于信托计划到期日；(10) 于基准日、信托生效日、循环购买日，委托人或其相关控股子公司已经履行了与基础资产对应的应收账款的发生而应当履行的供货等各项义务；基础资产相关债务人未曾向委托人及其控股子公司、本信托提出扣减、减免或者抵销其基础资产对应应付账款支付义务的主张；(11) 于信托存续期间，任何主体不会向委托人、或本信托主张其对债务人支付基础资产项下回收款的义务享有代位

权或其他优先权；（12）于信托存续期间，基础资产不存在任何未披露的影响本信托对基础资产权利实现的情形，基础资产之上不存在抵押、质押、第三人请求权等任何权利负担或权利限制，基础资产不涉及或将要进行诉讼、仲裁、执行、破产、重整、和解或其他类似程序；（13）于基准日、信托生效日、循环购买日、债务人未发生与基础资产有关的违约行为，委托人及其相关控股子公司与债务人之间不存在未决的诉讼、仲裁或其他争议；（14）于基准日、信托生效日、循环购买日（适用于对应的新增基础资产），基础资产项下债务人为在中国境内设立且合法存续的公立三级或三级以上医院；（15）基础资产不涉及国防、军工或其他国家机密；（16）于循环购买日购买新增基础

资产后，本信托项下持有的某一户债务人所对应的基础资产总额余额不超过信托项下基础资产总额的 5%。

截至初始基准日，初始资产池概况统计如表 3：

表 3 初始资产池概况

初始资产池应收账款余额	88929.24 万元
债务人户数	158 户
应收账款笔数	180 笔
单户债务人平均应收账款余额	562.84 万元
单户债务人最高应收账款余额	2550.00 万元
单户债务人最高应收账款余额占比	2.87%
加权平均账期	6.76 月
前五大债务人未偿应收账款余额占比	14.34%
前十大债务人未偿应收账款余额占比	25.46%

## 二、初始资产池分析

嘉事堂药业主要从事医药批发的业务，是北京市大型医药流通企业，此次入池的基础资产为嘉事堂药业对公立三级或三级以上医院的应收账款。截至初始基准日，本交易初始入池应收账款余额为 88929.24 万元，共涉及 180 笔应收账款。

### 1. 债务人类型分布

根据合格资产标准约定，本交易入池应收账款的债务人为在中国境内设立且合法存续的公立三级或三级以上医院。初始入池应收账款的债务人主要是公立三级甲等医院，应收账款合计占比 77.27%，债务人资质较好。初始入池应收账款债务人类型分布如表 4 所示。

表 4 初始入池应收账款债务人类型分布

单位：笔/万元/%

债务人类型	笔数	应收账款余额	金额占比
公立三级甲等医院	146	68716.55	77.27
公立三级综合医院	34	20212.68	22.73
<b>合计</b>	<b>180</b>	<b>88929.24</b>	<b>100.00</b>

### 2. 应收账款余额分布

根据合格资产标准，资产池中单户债务人所对应的应收账款总额不超过信托财产总额的 5%。初始资产池中，前五大债务人应收账款余额合计占比为 14.34%，前十大债务人应收账款余额合计占比为 25.46%，初始入池应收账款余额分布较为分散，有利于降低集中违约风险。初始入池应收账款余额分布如表 5 所示。

表 5 初始入池应收账款余额分布

单位：万元/笔/%

金额区间	笔数	应收账款余额	金额占比
(0, 100]	43	2069.51	2.33
(100, 200]	36	5333.61	6.00
(200, 300]	20	4906.24	5.52
(300, 400]	13	4490.96	5.05
(400, 500]	9	4049.96	4.55
(500, 600]	13	7083.84	7.97
(600, 700]	4	2642.53	2.97
(700, 800]	4	2947.88	3.31
(800, 900]	6	5029.27	5.66
(900, 1000]	4	3834.88	4.31
(1000, 1100]	4	4276.08	4.81
(1100, 1200]	3	3492.87	3.93
(1200, 1300]	2	2453.04	2.76
(1300, 1400]	2	2717.43	3.06
(1400, 1500]	3	4367.79	4.91
(1500, 1600]	1	1592.34	1.79
(1600, 1700]	2	3264.15	3.67



(1700, 1800]	2	3498.77	3.93
(1800, 1900]	1	1841.98	2.07
(1900, 2000]	2	3967.23	4.46
2000 以上	6	15068.87	16.94
<b>合计</b>	<b>180</b>	<b>88929.24</b>	<b>100.00</b>

### 3. 债务人地区分布

初始入池应收账款债务人分布在全国 12 个省市，其中北京市应收账款余额占比为 55.40%，地区集中度较高。截至初始基准日，初始入池债务人地区分布如表 6 所示。

表 6 初始入池债务人地区分布

单位：笔/万元/%

省份	笔数	应收账款余额	金额占比
北京市	89	49265.80	55.40
安徽省	23	13735.59	15.45
广东省	23	9735.48	10.95
辽宁省	15	7419.80	8.34
河北省	10	2834.06	3.19
天津市	1	1841.98	2.07
河南省	5	1486.02	1.67
吉林省	4	1274.04	1.43
广西省	7	591.66	0.67
黑龙江省	1	474.79	0.53

浙江省	1	148.71	0.17
深圳市	1	121.31	0.13
<b>合计</b>	<b>180</b>	<b>88929.24</b>	<b>100.0</b>

### 4. 应收账款账期分布

初始入池应收账款债务人的最短账期为 2 个月，最长账期为 15 个月，加权平均账期是 6.76 个月。入池应收账款的账期为 3 到 6 个月的占比为 54.86%。截至初始基准日，初始入池应收账款账期分布如表 7 所示。

表 7 初始入池应收账款账期分布

单位：月/笔/万元/%

账期	笔数	应收账款余额	金额占比
(0, 2]	6	1274.60	1.43
(2, 3]	12	4034.79	4.54
(3, 4]	34	18009.69	20.25
(4, 5]	16	10933.34	12.29
(5, 6]	41	19847.85	22.32
(6, 7]	13	6021.31	6.77
(7, 8]	10	5667.17	6.37
(8, 9]	10	4252.20	4.78
(9, 10]	15	5125.73	5.76
(10, 11]	3	2171.98	2.44
(11, 12]	19	11307.29	12.71
(12, 15]	1	283.28	0.32
<b>合计</b>	<b>180</b>	<b>88929.24</b>	<b>100.0</b>

## 三、交易结构分析

### 1. 账户设置及资金划付

根据交易文件的安排，本交易的应收账款回收款的归集及划付涉及三个账户，包括直接收款账户、监管账户及信托专户。权利完善事件发生前，以资产服务机构或其转委托的控股子公司名下银行账户作为相应基础资产的直接收款账户，如发生权利完善事件，委托人应确保通过变更手续将信托专户设定为直接收款账户；嘉事堂在监管银行以资产服务机构的名义开立监管账户，作为回收款的归集账户；在信托生效日当日或之前，受托人应根据保管协议的约定以受托人的名义在保管银行开立独立的人民币资金账户，作为信托专户。

资产服务机构将每个直接收款账户在资金

归集期内收到的所有回收款在其对应的资金归集日下午五点前存入监管账户。资产服务机构于每个回收款转付日将对收款期间收到的全部回收款由监管账户转付至信托专户。受托人应于分配日前一个工作日将拟分配的信托收益支付至登记托管机构指定的账户，由登记托管机构在分配日划付至资产支持票据持有人指定的银行账户。

“权利完善事件”是指：(a) 发生任何一起资产服务机构解任事件，导致资产服务机构被解任；(b) 委托人、差额补足方发生任何一起丧失清偿能力事件；(c) 针对以委托人控股子公司名下账户为直接收款账户的任意一笔基础资产，其直接收款账户被查封、冻结、采取其他

强制措施或因其他情形导致直接收款账户不能按照《资产服务协议》及《资金监管协议》约定的方式进行使用的。上述(a)、(b)项所指的事件为整体权利完善事件，(c)项所指的事件为个别权利完善事件。

违约基础资产是指在无重复计算的情况下，出现以下任何一种情况的基础资产：(a)该基础资产的任何部分，在入池基础资产清单列示的该笔应收账款预计最迟清收日期（预计最迟清收日期指基准日+结算周期所对应的日期，结算周期指针对某一债务人的信用期与宽限期时长之和，其中信用期指委托人对债务人进行资信评审后对各债务人单独设置的应收账款偿付期限（即自应收账款发生日至偿付日）要求，且已就此与债务人形成交易惯例，宽限期指委托人在各债务人的信用期基础上所给予的普适性宽限安排。本信托设立时，委托人设定的宽限期为3个月（90个自然日）当日仍未偿还；或(b)该基础资产在入池基础资产清单列示的某一违约推定日<sup>1</sup>当日及之前收到的回收款总额小于入池基础资产清单列示的该基础资产项下的该违约推定日及该违约推定日之前的全部违约推定日对应的应收回收款金额之和；或(c)予以重组、重新确定还款计划或展期的基础资产。

发生以下情形，可认定为违约情形已消除：基础资产因发生上述(a)而被认定为违约基础资产后，若债务人又正常还款或结清该笔基础资产，且债务人正常还款或结清的该笔基础资产的款项划付至信托专户的；或基础资产因发生上述(b)而被认定为违约基础资产后的任意一个《初始基础资产清单》或《新增基础资产交割确认函》列示的违约推定日，该基础资产收到的回收款总额不少于《初始基础资产清单》或《新增基础资产交割确认函》列示的该违约推

<sup>1</sup>违约推定日是指针对某一笔应收账款，其项下的各出库单对应的金额按照其陆续发生日期而归入不同的账龄区间，同一账龄区间内，各出库单对应的金额根据债务人的结算周期推算出的应偿付时限日中最晚一日的次日为该账龄区间内应收账款的违约推定日。

定日累计应收回收款金额的；或基础资产在被认定为违约基础资产后，若委托人将该笔基础资产赎回的。

## 2. 循环购买安排

本交易采用循环购买结构，循环期内资产池回收款按约定用于购买新增基础资产，以实现原有应收账款回款资金的循环利用，循环购买日为信托设立后每个月的18日，以下简称T日。循环购买期自信托生效日起至下述较早的日期止：(a)第30个T日（含该日）；(b)违约事件发生日（不含该日）。在循环购买期内，在每个循环购买日前1个工作日，委托人向受托人提交拟用于循环购买且已经相关中介机构尽职调查及执行商定程序的可供循环购买资产清单的最终版本，经受托人审查确认新增基础资产范围以及与委托人核对确定购买价款金额，委托人应于循环购买日与受托人签订《新增基础资产交割确认函》，受托人应于循环购买日向资金保管人发出付款指令，指示保管人将购买价款支付至委托人账户或委托人另行指定的其他账户，用于购买新增基础资产。购买价款等于新增基础资产的应收账款金额乘以折算比例。折算比例的计算公式为折算比例 $=Y \times [1 - (\text{预期折现期限}/365) \times \text{综合成本}]$ ，其中综合成本等于优先级资产支持票据票面利率、信托报酬费率、保管费费率和服务费费率之和。一般情形下，Y等于98%，如任一循环购买日，委托人未足额提供循环购买资产，导致信托专户项下可支配的资金金额与受托人预计将用于支付的购买价款金额（按照折算比例为98%测算）之差超过5000万元的，则每超过5000万元一个整数倍的，折算比例取值下降2%。预期折现期限是指每笔应收账款对应的循环购买日与该笔应收账款预计最迟清收日期之后的第一个循环购买日之间的天数。

## 3. 现金流支付机制

本交易针对违约事件是否发生设置了不同

的分配日，包括付息日和本金兑付日。违约事件是指：发生以下情况之一：(a) 基础资产发生违约且累计违约基础资产（违约情形已消除的除外）金额等于或大于募集资金的 10%时，则于即日发生违约事件；(b) 信托项下任一分配日当日，本信托项下应付未付的优先级资产支持票据的利息或本金未获足额分配时，则于该分配日发生违约事件；(c) 委托人（差额补足方）发生任何一起丧失清偿能力事件；(d) 评级机构给予委托人的主体长期信用等级等于或者低于 A<sup>+</sup>级别。

违约事件发生前，票据付息日为自信托生效日起每一年的对日，本金兑付日为资产支持票据的预计到期日、信托终止日后的第五个工作日以及其他根据信托合同约定而确定的日期。违约事件发生后，原定付息日自动转变为本金兑付日，且违约事件发生后，若有已回收现金形态的信托财产进入信托专户的，受托人有权增加分配次数，并将原信托利益分配日变为本金兑付日。

#### (1) 付息日回收款的分配

受托人以本信托项下货币形态的信托财产为限，按照如下顺序核算分配（前一顺序款项未能足额分配的，不进行下一顺序款项的分配；若同一顺序的多笔款项不能足额分配时，按各项金额的比例分配；未足额分配的部分在下一期核算分配）：(a) 支付信托应付未付的税费；(b) 同顺序支付应付未付的信托费用（不包括服务费）；(c) 分配优先级资产支持票据截至该付息日（不含）应付的利息中未支付部分；(d) 支付应付未付的资产服务机构的服务费；(e) 如循环购买条件达成的，剩余资金用于循环购买新增基础资产；(f) 如委托人未能提供足额新增基础资产供循环购买的，受托人以新增基础资产为限进行循环购买后的剩余资金由受托人按照本合同的约定以及法律法规的规定管理、处分、运用。付息日的现金流分配详见附图 1。

#### (2) 本金兑付日回收款的分配

受托人以本信托项下货币形态的信托财产为限，按照如下顺序核算分配（前一顺序款项未能足额分配的，不进行下一顺序款项的分配；若同一顺序的多笔款项不能足额分配时，按各项金额的比例分配；未足额分配的部分在下一期核算分配）：(a) 支付信托应付未付的税费；(b) 同顺序支付应付未付的信托费用（不包括服务费）；(c) 分配优先级资产支持票据截至该本金兑付日（不含）应付的利息中未支付部分；(d) 分配优先级资产支持票据的未偿本金；(e) 支付应付未付的资产服务机构的服务费；(f) 偿还差额补足方支付的差额补足款本金（如有）；(g) 偿还应付未付的差额补足款利息（如有）；(h) 分配次级资产支持票据的未偿本金；(i) 剩余资金作为次级资产支持票据的信托收益支付给次级资产支持票据持有人。本金兑付日的现金流分配详见附图 2。

#### 4. 结构化安排

本交易利用优先/次级结构、超额抵押、差额补足、流动性储备机制、触发机制等交易结构安排，实现信用及流动性提升。

##### (1) 优先/次级结构

本交易采用优先/次级结构，资产池回收的资金以及再投资收益按照信托合同约定的现金流偿付机制顺序支付，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。具体而言，本交易中次级资产支持票据为优先级资产支持票据提供的信用支持为 15.75%。

##### (2) 超额抵押

本交易初始资产池应收账款余额为 88929.24 万元，资产支持票据总发行规模为 80000.00 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。

##### (3) 差额补足机制

本交易设置了差额补足机制，差额补足方为嘉事堂药业股份有限公司。嘉事堂出具的《差额补足承诺函》中约定其自愿对分配日前第 7

个工作日（如发生信托终止事由，则为信托终止事由发生日当日）信托专户内可供分配资金金额与本信托项下满足于该分配日分配应付未付的税费、应付未付的保管费、应由信托财产承担的信托报酬及其他信托费用以及优先级资产支持票据的应付未付预期信托利益所需资金的差额承担差额补足义务。嘉事堂作为本交易的差额补足方，主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定，能够为优先级资产支持票据提供较好的流动性支持及一定的信用支持。

#### （4）流动性储备机制

本交易设置了流动性储备机制，每个循环购买期内的循环购买日，信托专户的新增留存金额，等于以下 A-B-C：A 指满足于该日的后一个分配日分配应付未付的税费、应由信托财产承担的信托报酬及其他信托费用以及优先级资产支持票据的应付未付预期信托利益所需资金金额的 150%。B 指受托人根据入池基础资产清单列示内容估算的该日的前一个回收款转付日（含）至该日的后一个分配日的前一个回收款转付日（不含）期间基础资产产生的回收款总金额。C 指该日信托专户的已留存金额。信托专户内的已留存金额与新增留存金额之和为信托专户内的留存金额总额，留存金额总额不得用于该日循环购买。

该安排有利于缓释优先级资产支持票据利息兑付面临的流动性风险。

#### （5）触发机制

本交易设置了“违约事件”等触发机制，违约事件发生后，交易将进入提前清偿期，原定付息日将自动转变为本金兑付日。且违约事件发生后，若有已回收现金形态的信托财产进入信托专户的，受托人有权增加分配次数，并将原信托利益分配日变为本金兑付日。违约事件触发后的交易安排在一定程度上缓解了事件风险的影响。

### 5. 交易结构风险分析

#### （1）混同风险

混同风险是指因资产服务机构发生信用危机，资产组合的回收款与资产服务机构的其他资金混同，导致信托财产收益不确定而引发的风险。

为缓释混同风险，本交易安排了以必备评级为触发条件的回收款划转机制，当联合资信给予委托人的主体长期信用等级高于 A<sup>+</sup>级时，回收款转付日为 T 日前第 2 个工作日、付息日和本金兑付日前第 7 个工作日以及信托终止日当日；当联合资信给予委托人的主体长期信用等级等于或低于 A<sup>+</sup>级时，回收款转付日为委托人的主体长期信用等级调整当月（含当月）起每两周的周一、T 日前第 2 个工作日、付息日和本金兑付日前第 7 个工作日、信托终止日当日。联合资信认为，上述安排能够在一定程度上能缓释混同风险。此外，作为资产服务机构，嘉事堂药业经营状况良好、财务状况稳健、拥有很高的信用等级，我们认为本交易的混同风险较低。

#### （2）流动性风险

在本交易中，若当期收入回收款不足以支付优先级资产支持票据预期收益及相关各项税费时，将引发流动性风险。

针对该风险，本交易安排了流动性储备机制和差额补足机制，上述安排能够较为有效的缓释优先级资产支持票据利息兑付面临的流动性风险。

#### （3）循环购买导致资产池信用质量下降的风险

本交易采用循环购买结构，在循环购买期内信托专户内资金将用于持续购买新的符合合格标准的应收账款，因此发起机构嘉事堂的业务发展状况、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。

针对该风险，本交易对新增入池资产设置了严格的合格标准，交易文件约定新增应收账款的债务人必须是在中国境内设立且合法存续的三级或三级以上公立医院，这将有助于缓释循环购买导致资产池信用质量下降的风险。



#### (4) 循环购买导致资产池收益率下降的风险

本交易采用循环购买结构，在循环购买期内若发起机构嘉事堂未能提供充足的合格资产供信托进行循环购买，将导致信托资金的闲置，造成资产池收益率下降，降低资产池对于优先级资产支持票据本息的保障水平。

针对该风险，本交易约定将根据未能充足用于循环购买的资金的高低设置了不同的资产购买折算比例。同时，联合资信在现金流分析时，针对循环购买设计了不同的压力情景并进行了测试，评级结果已反映了循环购买不充足对优先级资产支持票据带来的不利影响。

#### (5) 应收账款的减损风险

应收账款作为一种特殊的债权存在一定的减损或稀释风险，即由于违约、履约之外的原

因产生的应收账款回款减少，如贴现、折扣、补偿等。

根据交易文件约定，因委托人的过错或债务人行使抵销权，导致基础资产灭失或价值减少的，该等基础资产将被视作不合格基础资产，受托人有权要求委托人赎回不合格基础资产。该条款能够比较有效地缓释基础资产面临的减损风险。

#### (6) 再投资风险

信托存续期间内，若信托账户有闲置资金，受托人可将闲置资金用于再投资，这将使信托财产面临再投资风险。根据交易文件约定，信托存续期间内，受托人只能将信托专户项下闲置的信托资金用于在资金保管银行浦发银行进行存款。此约定有效降低了再投资风险。

## 四、定量分析

联合资信基于嘉事堂提供的应收账款历史数据，确定了本期交易适用的评级基准违约率参数以及基准回收率参数。结合本期交易结构特点，联合资信对本次评级各档证券所需的信用增级水平进行估计。

### 1. 违约率

通过对嘉事堂提供的历史应收账款的回收数据进行分析，结合违约推定日为规定账期加上3个月的宽限期这一约定，选择逾期3个月以上的应收账款余额占应收账款总额这一比例作为基准违约率的参考变量，并在此基础上根据资产池特征对违约率进行调整。

应收账款规定账期：针对规定账期大于12个月的应收账款，联合资信对其违约率进行一定程度的上调。

地区：对于地区集中度较高的应收账款，联合资信对其违约率进行一定程度的上调。

### 2. 违约应收账款损失率

应收账款违约后的回收率也是联合资信

重点考察的因素。损失回收的计量主要着眼于实际账期超过规定期限3个月及以上的应收账款的回收比率，该部分应收账款并非真正意义上的违约情形，严格来说属于逾期时间较长的拖欠情况，因此，基于嘉事堂提供的历史数据，回收率较高，但以上历史数据的采集大多来自与嘉事堂合作比较稳定的医院，且提供的历史数据年限较短，导致上述回收率对应收账款实际回收表现的反映不全面。联合资信会在此基础上根据资产池特征对违约应收账款的回收率进行一定程度调整。

### 3. 必要信用增级水平的确定及现金流分析

目标评级必要信用增级水平主要用于目标评级违约损失抵补。基于资产违约率与损失率分析，联合资信测算出了本期交易目标评级的必要增级水平，AAA目标评级下必要增级水平如表8所示。

表 8 目标评级必要增级水平

目标评级	必要增级水平
AAA	20.17%

在对本期交易现金流回收分布的构建过程中，联合资信假设初始资产池的现金流回收分布以及循环购买期间现金流回收分布与历史现金流回收分布相类似，在无违约、各循环购买日均能充足购买情形下，得到各期信托专户现金流分布情况如图 2。

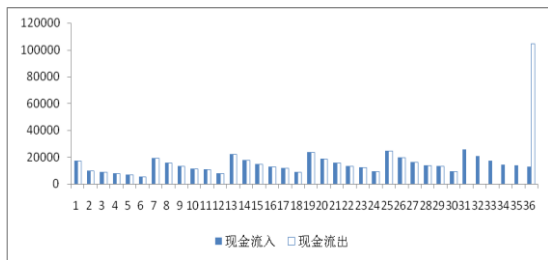


图 2 各期信托专户现金流分布

在对本交易的现金流进行分析时，联合资信对资产池的现金流入进行了不同程度压力测试，以检验压力情景下，优先级资产支持票据的支付情况。联合资信主要的压力测试手段包括发行利率上浮、循环购买资产规模下降、提高晚偿率（其中晚偿率假设为应收账款拖欠 3 个月实现回收的比例）等。压力测试结果显示在各种压力情景下，优先级资产支持票据均能通过压力测试，因此优先级资产支持票据可以达到 AAA 级的信用等级。压力测试的相关参数及结果详见表 9。

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	优先级资产支持票据临界损失率	
循环购买率	循环购买率为 100%	购买率下降 10%	29.60	
		购买率下降 20%	24.65	
利差	优先级票据发行利率 5.00%	预期发行利率全部上升 50 个 BP	37.16	
		预期发行利率全部上升 100 个 BP	35.45	
		预期发行利率全部上升 150 个 BP	33.73	
晚偿率	晚偿率为 0%	晚偿率为 10%	39.18	
		晚偿率为 20%	38.53	
		晚偿率为 30%	37.87	
集中违约	违约时间分布均匀分布于信托存续各期	违约时间分布为信托存续期前半期 75%，后半期 25%	37.28	
		违约时间分布为信托存续期前半期 100%	35.80	
组合压力情景 1	-	循环购买率	20.60	
		购买率下降 20%		
		利差		预期发行利率全部上升 100 个 BP
		晚偿率		晚偿率为 30%
压力组合情景 2	-	集中违约	20.33	
		违约时间分布为信托存续期前半期 100%		
		循环购买率		购买率下降 20%
		利差		预期发行利率全部上升 150 个 BP
		晚偿率	晚偿率为 20%	
		集中违约	违约时间分布为信托存续期前半期 75%，后半期 25%	

## 五、主要参与方履约能力

1. 发起机构/资产服务机构/差额补足方  
本交易发起机构/资产服务机构/差额补足

方为嘉事堂药业股份有限公司。嘉事堂前身为嘉事堂药业有限责任公司，由中国青年实业发

展总公司（以下简称“中青实业”）、新产业投资股份有限公司、深圳中协投资有限公司共同出资 6022.79 万元注册成立的有限责任公司。2010 年 8 月公司在深圳证券交易所上市。截至 2016 年 9 月底，公司股本为 25052.63 万元，中青实业持有公司 16.72% 的股份，为公司实际控制人。

截至 2016 年 9 月底，公司（合并）资产总额 71.69 亿元，所有者权益合计 28.11 亿元（其中少数股东权益 8.83 亿元）。2016 年 1~9 月，公司实现营业收入 79.23 亿元，利润总额 4.08 亿元。

近年来，受益于医药卫生体制改革的逐步深入、中国经济发展带动居民消费意识和消费能力的升级，中国医药流通行业面临良好的发展机遇。公司作为北京市大型医药流通企业，核心业务为医药批发，在北京地区医疗结构覆盖率已超过 95%，同时公司也是北京地区第二大社区配送服务商，覆盖北京八个县区的医药配送业务。近年来，公司通过大量收购医疗器械公司实现高值耗材业务的快速增长，在全国陆续建立药品和医疗器械物流配送中心共计 7 家，一方面用于满足公司 GPO、PBM 和医疗器械业务快速增长的配送需求，一方面为国内外医疗器械供应商提供配套的第三方物流服务，实现业务的多级增长。

近年来，公司资产规模大幅增长，资产构成中应收账款和存货占流动资产比重大，经营净现金流持续净流出，但公司整体资产质量较好；债务总额全部为短期债务，债务结构有待改善。受益于高值耗材业务的快速增长，公司收入和利润规模大幅提高。

因此，联合资信给予嘉事堂的长期信用等级为 AA，评级展望为稳定。嘉事堂作为本交易的资产服务机构和差额补足方，能够较好的履行资产服务职责，并为优先档资产支持

票据的本息偿付提供较好的流动性支持和一定的信用支持。

## 2. 资金保管机构

本交易的资金保管机构是上海浦东发展银行股份有限公司北京分行，上海浦东发展银行股份有限公司（以下简称“浦发银行”）成立于 1996 年 4 月 20 日，是总行突破区域性限制，走出长江流域设立的第一家分行。自成立以来，浦发银行北京分行始终秉承“立足于为社会主义金融事业创新路，服务于首都北京的经济建设与发展”的办行宗旨，经过 18 年的持续发展，目前浦发银行北京分行已发展成为拥有 46 家营业网点、员工超千人、资产超千亿，运作规范、经营稳健且富有活力的商业银行。

截至 2015 年 12 月末，浦发银行资产总额 50443.52 亿元，比 2014 年末增长 10.70%；存款余额为 29541.49 亿元，比 2014 年末增长 5.76%；2015 年实现营业收入 1465.50 亿元，比 2014 年增长 18.97%；实现利润总额 668.77 亿元，比 2014 年增长 7.18%。公司生息资产规模稳步扩大、中间业务收入同比增加、成本费用有效控制是盈利增长的主要驱动因素。

考虑到浦发银行稳健的经营状况、丰富的资产证券化托管经验，联合资信认为本期信贷资产证券化产品交易中因资金保管机构引起的操作和履约风险很低。

## 3. 受托机构/发行人

本交易的受托人及发行人是中诚信托有限责任公司（以下简称“中诚信托”）。中诚信托有限责任公司的前身是成立于 1995 年 11 月的中煤信托投资有限责任公司。2001 年 9 月，经中国人民银行核准，中煤信托投资有限责任公司成为全国首家重新登记的信托投资公司。2004 年 2 月，中煤信托投资有限责任公司更名为中诚信托投资有限责任公司，并将注册资本增至 12 亿元。2007 年 11 月，公司再次变更名称为中诚信托有限责任公司。2010 年 9 月，中

诚信信托注册资本增资至 24.57 亿元人民币。

2005 年 12 月，经银监会审批，受托人成为国内首家获得特定目的信托受托机构资格的信托公司。受托人是唯一由中国银行业监督管理委员会党委直接领导的信托公司，是中国信托业协会、中国证券业协会、中国国债协会会员单位，是信托业首家拥有国际业务全牌照的信托公司。中国人民保险集团股份有限公司是公司的第一大股东，占总股本的 32.92%。

截至 2015 年末，中诚信托资产总额 185.63 亿元，所有者权益 142.85 亿元。2015 年，中诚信托实现营业收入 28.90 亿元，净利润 16.78 亿元。

中诚信托自登记以来，遵照中国银行业监

督管理委员会的监管要求，不断完善公司治理结构，健全公司内部控制，增强风险控制能力，在规范经营方面取得了一定的发展。中诚信托已经基本建立了一套完整的公司治理结构、内部控制制度、风险管理体系以及制度框架，能够较为有效地防范各种风险。

中诚信托在资产证券化信托领域具有较丰富的实践经验，参与项目运行良好。

总体来看，中诚信托拥有较为丰富的证券化信托业务经验、稳健的财务实力以及比较健全的内控及风险管理制度，本交易因受托机构尽职能力或意愿而引发风险的可能性相对较小。

## 六、法律及其他要素分析

联合资信收到的法律意见书表明：发起机构具备发行本期资产支持票据的主体资格和条件；发起机构已取得发行本期资产支持票据必要的各项批准和授权，批准和授权的程序和内容合法、有效；本次发行《募集说明书》、《现金流预测报告》、《信用评级报告》、《执行商定程序的报告》等发行文件合法、有效；本次发行的发行载体和中介机构均具备本期资产支持票据发行的业务资质，符合《管理办法》、《票据指引》等法律、法规和规范性文件的规定；本次发行的基础资产真实有效、权属明确，不存在担保负担或权利限制。基础资产是发起机构合法拥有的财产权利，其形成、取得及转让合法、有效，管理及运营符合法律法规及国家相关产业政策；本次发行的交易结构和交易文件合法、有效，现金归集和管理措施、信用增进措施、投资者保护及风险隔离措施合法、有

效，不存在损害发起机构及其股东、债权人利益的情形；本次发行符合《公司法》、《人民银行法》、《管理办法》等相关法律、法规和规范性文件，以及《票据指引》、《注册规则》、《募集说明书指引》、《信息披露规则》等交易商协会自律性规则的规定，不存在法律风险。本次发行尚需向交易商协会申请注册，并根据交易商协会的规定履行信息披露义务。

会计意见书表明：发起机构嘉事堂转移了所对应资产的风险和报酬，将终止确认委托给中诚信托的资产。

本次交易所涉及的参与各方的尽职能力以及交易环节中的操作风险等，联合资信会持续加以关注。同时，联合资信也关注到国内现已成功发行多单资产证券化产品，监管部门以及重要参与方都积累了一定的经验，防范与化解风险的能力也在不断增强。

## 七、评级结论

联合资信对本交易所涉及的基础资产、交易结构、法律要素以及有关参与方履约及操作

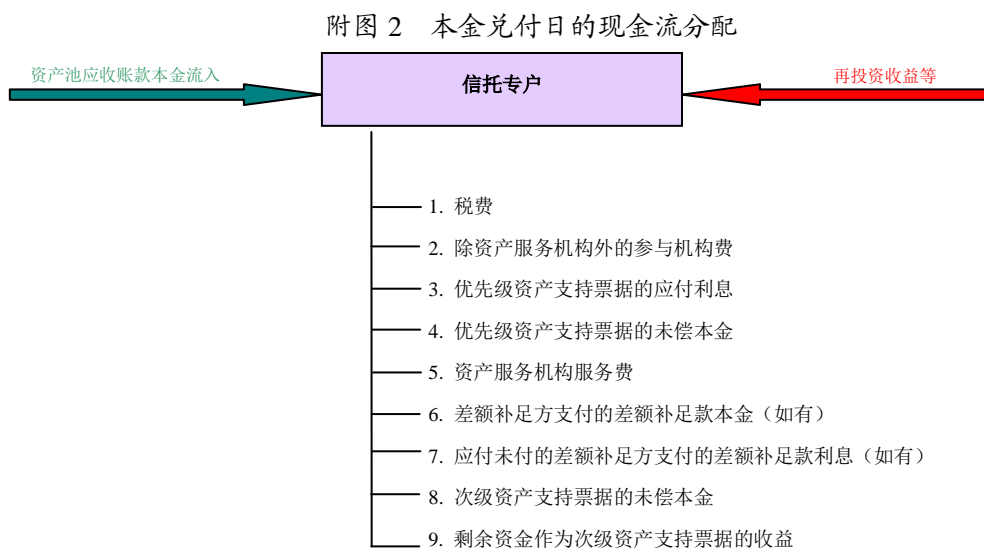
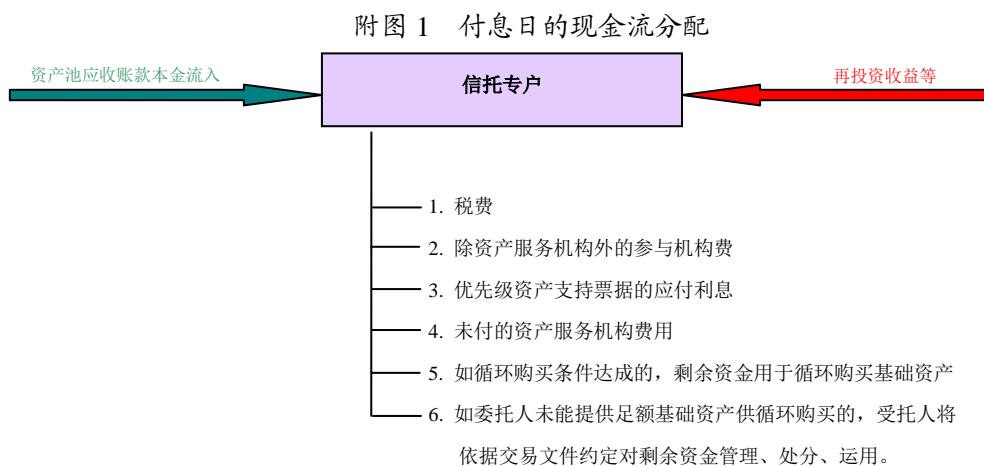
风险等因素进行综合考量，并在对资产池进行信用分析和交易结构现金流分析的基础上，同



时考虑了差额补足方嘉事堂药业股份有限公司的偿付能力和偿付意愿，确定“嘉事堂药业股份有限公司 2017 年度第一期信托资产支持票据”的评级结果为：优先级资产支持票据的信用等级为 AAA<sub>sf</sub>；次级档资产支持票据未予评级。

上述优先级资产支持票据的评级结果反映了该证券利息获得及时支付和本金于预计到期日或之前获得足额偿付的能力极强，违约风险极低。

## 附图 现金流支付机制



## 附件 1 资产支持证券信用等级设置及其含义

联合资信资产支持证券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，而资产支持证券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](http://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<sub>sf</sub>）来特指资产支持证券的信用等级。联合资信资产支持证券信用等级划分为三等九级，分别为：AAA<sub>sf</sub>、AA<sub>sf</sub>、A<sub>sf</sub>、BBB<sub>sf</sub>、BB<sub>sf</sub>、B<sub>sf</sub>、CCC<sub>sf</sub>、CC<sub>sf</sub>、C<sub>sf</sub>。除 AAA<sub>sf</sub> 级、CCC<sub>sf</sub> 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 <sub>sf</sub>	属最高级证券，其还本付息能力极强，违约风险极低。
	AA <sub>sf</sub>	属高级证券，其还本付息能力很强，违约风险很低。
	A <sub>sf</sub>	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 <sub>sf</sub>	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 <sub>sf</sub>	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 <sub>sf</sub>	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 <sub>sf</sub>	还本付息能力高度依赖良好的经济环境，违约风险极高。
	CC <sub>sf</sub>	还本付息能力很弱，基本不能偿还债务。
倒闭级	C <sub>sf</sub>	不能偿还债务。

## 联合资信评估有限公司关于 嘉事堂药业股份有限公司 2017 年度第一期 信托资产支持票据跟踪评级安排

本次信用评级结果的有效期为“嘉事堂药业股份有限公司 2017 年度第一期信托资产支持票据”优先级资产支持票据的存续期。信用评级工作结束之日起，在有效期内，发行人/发起机构应及时向联合资信提供包括但不限于资产服务报告、受托机构报告、年度财务报告以及影响信托财产或“嘉事堂药业股份有限公司 2017 年度第一期信托资产支持票据”信用状况的重大变动事项等内容在内的跟踪评级资料。信托财产如发生重大变化，或发生可能对“嘉事堂药业股份有限公司 2017 年度第一期信托资产支持票据”信用状况产生较大影响的突发事件，应在重大变化和突发事件发生后 5 个工作日内通知联合资信并向联合资信提供有关资料。

联合资信承诺，在有效期内，联合资信将根据发行人/发起机构提供的跟踪评级资料进行定期跟踪评级。信托财产如发生重大变化，或发生可能对“嘉事堂药业股份有限公司 2017 年度第一期信托资产支持票据”状况产生较大影响的突发事件，联合资信将进行不定期跟踪评级，并随时据实进行信用等级调整并予公布。

如发行人/发起机构不能及时向联合资信提供有关定期和不定期跟踪评级资料，联合资信将根据有关情况调整“嘉事堂药业股份有限公司 2017 年度第一期信托资产支持票据”的信用等级并予以公布；如发行人/发起机构不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对“嘉事堂药业股份有限公司 2017 年度第一期信托资产支持票据”的信用等级变化情况做出判断，联合资信有权撤销信用等级。

根据相关规定，联合资信将保证在有效期内，于每年 7 月 31 日前向发行人/发起机构、主管部门报送跟踪评级报告，并在指定媒体披露。

联合资信将指派一个联系人及时与发行人/发起机构联系，并及时出具有关跟踪评级报告。

