

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 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〕2324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”的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持“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“17嘉事堂ABN001 优先”的信用等级为AAA_{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



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 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
17 嘉事堂 ABN001 优先	6.74	6.74	57.90	63.99	AAA _{sf}	AAA _{sf}
17 嘉事堂 ABN001 次级	1.26	1.26	10.82	11.96	NR	NR
票据合计	8.00	8.00	68.72	75.96	—	—
超额抵押	3.64	2.53	31.28	24.04	—	—
资产池合计	11.64	10.53	100.00	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：2016 年 9 月 30 日
信托设立日：2017 年 7 月 14 日
预计到期日：2020 年 7 月 14 日
本次跟踪期间：2018 年 7 月 14 日~2019 年 7 月 18 日
资产池跟踪基准日：2019 年 7 月 18 日（跟踪期内最后一收款期间截止日）
票据跟踪基准日：2019 年 7 月 14 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“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”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行业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，资产池逾期金额持续上升，违约率¹上升至 9.25%，整体信用状况须予以持续关注。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（31.28%）已明显提升，有效对冲了违约率上升带来的风险。量化测算结果显示，优先级资产支持票据（“17 嘉事堂 ABN001 优先”）的量化测算结果优于首评时的测算结果。

另外，嘉事堂药业股份有限公司（主体长期信用等级为 AA）提供的差额支付承诺为优先级票据本息的兑付提供了额外的支持。

综上，联合资信确定维持优先级资产支持票据（“17 嘉事堂 ABN001 优先”）的信用等级为 AAA_{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 116413.57 万元，资产支持票据规模为 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。
- 本交易设置了差额支付安排，差额支付承诺人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主体长期信用等级为 AA，展望为稳定。差额支付安排的设置为优先级资产支持票据提供了一定的流动性支持

¹ 违约率=逾期资产金额/票据发行规模

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。
2. 截至本次资产池跟踪基准日，资产池累计违约金额为 7402.68 万元，违约率为 9.25%，跟踪期间增长较快，联合资信将保持持续关注。
3. 目前，全球经济复苏疲弱，外部环境比较复杂，我国经济下行压力持续存在，宏观经济系统性风险可能影响到资产池的整体信用。

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嘉事堂药业股份有限公司/中诚信托有限责任公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与嘉事堂药业股份有限公司/中诚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，未因嘉事堂药业股份有限公司/中诚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“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。

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，优先级票据享有优先级信托

受益权，次级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，次级票据为优先级票据提供信用增级。优先级票据按年偿付利息，发行利率为5.30%，到期一次性偿付本金，在优先级票据本息及累计差额补足款全部偿付完毕之前，次级票据不获得本金偿付和收益分配，仅在优先级票据本息、累计差额补足款及次级票据本金偿付完毕之后取得最终的剩余收益。

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”、“权利完善事件”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 116413.57 万元，资产支持票据规模为 80000.00 万元，资产池对资产支持票据形成超额抵押，且超额抵押规模较上一资

产池跟踪基准日有所扩大。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，所以优先级资产支持票据本金尚未开始兑付。在跟踪期间，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 资产支持票据兑付情况（单位：万元、%）

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		
优先级	67400.00	67400.00	57.90	63.99	5.30	5.30	2020/7/14	正常兑付
次级	12600.00	12600.00	10.82	11.96	—	—	2020/7/14	尚未开始兑付
票据合计	80000.00	80000.00	68.72	75.96	—	—	—	—
超额抵押	36413.57	25322.36	31.28	24.04	—	—	—	—
资产池合计	116413.57	105322.36	100.00	100.00	—	—	—	—

三、参与机构情况

资产服务机构/差额支付承诺人嘉事堂，前身为嘉事堂药业有限责任公司，于 1997 年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。2003 年由中青实

业、上海张江高科技园区开发股份有限公司、新产业、中科联控股集团有限公司、中协宾馆、北信投资控股有限责任公司、北京超市发国有资产经营公司、李朝晖和白石峰作为发起人，以发起方式设立嘉事堂药业股份有限公司，注册资本为 15000 万元。2010 年 8 月公司在深圳证券交易所成功上市，注册资本变更为 16000 万元。2016 年 2 月，非公开发行股票 1052.63 万股，注册资本变更为 25052.63 万元。截至 2019 年 3 月底，股本为 25052.63 万元，中青实业持有公司 16.72% 的股份（无质押），中青实业控股股东为中国光大集团股份有限公司（以下简称“光大集团”），光大集团为公司实际控制人。

截至 2018 年底，公司（合并）资产总额 108.50 亿元，所有者权益 37.33 亿元（其中少数股东权益 12.35 亿元）。2018 年，公司实现营业收入 179.60 亿元，利润总额 7.75 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司（合并）资产总额 117.97 亿元，所有者权益合计 39.06 亿元（其中少数股东权益 13.10 亿元）。2019 年 1-3 月，实现营业收入 48.39 亿元，利润总额 2.16 亿元。

嘉事堂作为北京地区大型医药商业企业，经过多年发展已经形成了以医药批发业务为主，医药物流与医药连锁为辅的业务结构。目前嘉事堂已和大量知名的药品生产企业及批发企业建立了长期稳定的战略合作伙伴关系，在产品供应的稳定性、销售渠道和终端资源等方面具有竞争优势。2018 年，嘉事堂资产和收入规模保持增长态势，整体盈利能力较强。同时，联合资信也关注到医疗流通行业市场竞争激烈，嘉事堂应收账款规模较大，债务规模上升较快，经营性现金流持续为负，商誉规模较大等因素对公司信用水平产生的不利影响。

综合分析，联合资信确定嘉事堂药业股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定。其作为本交易的差额补足承诺人，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。

保管银行上海浦东发展银行股份有限公司履约和尽职能力情况良好。受托机构中诚信托有限责任公司财务状况良好，履约和尽职能力稳定。

四、循环购买情况

截至本次资产池跟踪基准日，本交易仍处于循环期，且已进行 25 次循环购买，累计购买资产 3510 笔，合计应收账款金额 566268.39 万元。可用于循环购买的资金全部用来购买新增

资产，循环购买效率极高，折算比例在 93%~95% 之间变动，为超额抵押的累计提供支持具体循环购买情况详见表 2。

表 2 循环购买情况

循环购买日期	可用于循环购买的金额（万元）	实际用于循环购买的金额（万元）	购买资产笔数（笔）	购买资产未偿应收账款金额（万元）	循环购买率（%）	折算比例 ² （%）
2017/7/18	88929.24	88929.24	178	95009.06	100.00	93.60
2017/8/18	16786.96	16786.96	178	17876.05	100.00	93.91
2017/9/18	19287.50	19287.50	139	20570.33	100.00	93.76
2017/10/18	16982.91	16982.91	145	18061.87	100.00	94.03

² 折算比例=实际用于循环购买的金额/购买资产未偿应收账款金额

2017/11/18	18348.36	18348.36	145	19496.81	100.00	94.11
2017/12/18	21556.93	21556.93	155	22918.28	100.00	94.06
2018/1/18	25717.36	25717.36	158	27348.49	100.00	94.04
2018/2/18	13270.92	13270.92	114	14095.09	100.00	94.15
2018/3/18	16051.61	16051.61	139	17084.14	100.00	93.96
2018/4/18	18197.18	18197.18	147	19359.02	100.00	94.00
2018/5/18	20542.88	20542.88	146	21860.41	100.00	93.97
2018/6/18	19507.25	19507.25	136	20724.57	100.00	94.13
2018/7/18	14360.78	14360.78	120	15265.91	100.00	94.07
2018/8/18	20069.47	20069.47	146	21384.63	100.00	93.85
2018/9/18	21252.24	21252.24	149	22572.31	100.00	94.15
2018/10/18	19210.12	19210.12	147	20404.74	100.00	94.15
2018/11/18	16870.27	16870.27	140	17924.44	100.00	94.12
2018/12/18	19893.58	19893.58	141	21566.05	100.00	92.24
2019/1/18	28219.03	28219.03	143	29998.73	100.00	94.07
2019/2/18	17281.95	17281.95	104	18321.78	100.00	94.32
2019/3/18	15702.17	15702.17	143	16752.29	100.00	93.73
2019/4/18	22087.84	22087.84	142	23506.27	100.00	93.97
2019/5/18	16639.97	16639.97	129	17784.83	100.00	93.56
2019/6/18	16511.29	16511.29	126	17737.15	100.00	93.09
2019/7/18	8058.01	8058.01	100	8645.16	100.00	93.21
合 计	531335.81	531335.81	3510	566268.39	—	—

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，资产池未偿本金余额为 116413.57 万元，资产笔数为 159 笔，债务人集中度、加权平均账期有所上升。详细指标见表 3。

表 3 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)	116413.57	105322.36	88929.24
债务人户数(户)	151	163	158
应收账款笔数(笔)	159	171	180
单户债务人平均应收账款余额(万元)	770.95	646.15	562.84
单户债务人最高应收账款余	7007.894	4972.33	2550.00

额(万元)			
单户债务人最高应收账款余额占比(%)	6.02	4.72	2.87
加权平均账期(月)	7.83	6.78	6.76
前五大债务人未偿应收账款余额占比(%)	22.66	19.50	14.34
前十大债务人未偿应收账款余额占比(%)	36.23	31.48	25.46

(1) 债务人类型分布

截至本次资产池跟踪基准日，资产池中债务人类型分布保持稳定，详见表 4。

表 4 资产池债务人类型分布

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(%)
-------	----------------------	----------------------	----------------

公立三级甲等医院	78.54	77.54	77.27
公立三级综合医院	21.46	22.46	22.73
合 计	100.00	100.00	100.00

（2）债务人所在地区分布

相较上次资产池跟踪基准日，本次资产池跟踪基准日债务人所在地区分布变化不大，仍然主要集中在北京市和安徽省，详见表 5。

表 5 资产池债务人所在地区分布

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（%）
北京市	57.20	55.05	55.40
安徽	21.17	17.77	15.45
辽宁	7.30	8.57	8.34
广东	7.18	8.92	11.08
河北	3.50	3.93	3.19
天津	1.91	1.56	2.07
吉林	1.38	1.04	1.43
黑龙江	0.36	1.56	0.53
河南	—	0.97	1.67
广西	—	0.63	0.67
浙江	—	—	0.17
江西	—	0.00	—
合 计	100.00	100.00	100.00

（3）账期分布

相较上次资产池跟踪基准日，本次资产池跟踪基准日应收账款账期分布变化较大，均集中在 6-10 个月。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）	本次跟踪基准日占比（%）	上次跟踪基准日占比（%）	初始起算日占比（%）
2	—	1.50	1.43
3	—	3.42	4.54
4	—	21.88	20.25
5	—	13.76	12.29
6	26.41	17.69	22.32
7	7.28	9.66	6.77
8	43.04	5.81	6.37
9	3.47	6.18	4.78

10	19.80	4.17	5.76
11	—	2.14	2.44
12	—	13.15	12.71
13	—	0.67	0.32
14	—	1.50	1.43
15	—	3.42	4.54
合 计	100.00	100.00	100.00

2. 关键指标分析——违约水平

截至本次资产池跟踪基准日，基础资产逾期金额为 7402.68 万元，违约率（逾期金额/票据发行规模）为 9.25%，上升较快，联合资信将对此保持持续关注。

3. 行业分析

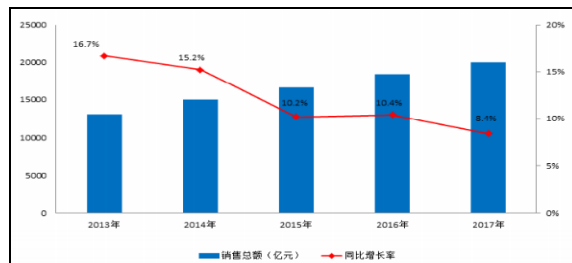
医药产业是世界增长最快的朝阳产业之一，20 世纪 70 年代以来，全球的制药行业始终保持高于国民经济的发展速度，与国际相比，中国医药行业还处于生命周期的成长阶段。医药行业关系国计民生，需求具有刚性，药品需求弹性普遍较小，因此医药制造业具有防御性特征，抵御经济周期风险的能力较强。此外，医药行业属于技术密集型行业，具有高投入高风险的特点。随着国内经济的发展、居民生活水平的提高及保健意识的增强，近年来中国医药制造业总体保持了较高的增长速度。

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。

六、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。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 116413.57 万元，资产支持票据规模为 80000.00 万元，资产池对资产支持票据形成超额抵押，且超额抵押规模远大于逾期资产的规模。超额抵押为优先级资产支持票据提供了一定的信用支持。

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 7 所示。

表 7 目标评级必要增级水平

目标评级	必要增级水平
AAA	20.19%

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，优先级资产支持票据（“17 嘉事堂 ABN001 优先”）能够通过 AAA_{sf} 级压力测试。

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	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%	51.21
		购买率下降 20%	50.84

晚偿率	晚偿率为 0%	晚偿率为 10%		43.27
		晚偿率为 20%		41.13
		晚偿率为 30%		40.03
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年 50%，后半年 50%		36.27
		违约时间分布为信托存续期前半年 60%，后半年 40%		33.76
组合压力情景 1	—	循环购买率	购买率下降 20%	30.56
		晚偿率	晚偿率为 30%	
		集中违约	违约时间分布为信托存续期前半年 60%，后半年 40%	
压力组合情景 2	—	循环购买率	购买率下降 20%	32.69
		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年 50%，后半年 50%	

七、结论

联合资信对“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”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，“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”的基础资产形成的超额抵押对优先级票据的信用支撑作用明显，主要参与机构履职能力稳定，考虑到差额支付承诺人嘉事堂药业股份有限公司的偿付能力和偿付意愿，确定维持优先级资产支持票据（“17 嘉事堂 ABN001 优先”）的信用等级为 AAA_{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。