



信用等级通知书

信评委函字[2013] 0075号

四川双马水泥股份有限公司

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司拟发行的2013年度第一期5亿元短期融资券的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，本期短期融资券的信用等级为A-1。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

信用评级委员会

二零一三年一月十四日

四川双马水泥股份有限公司 2013 年度第一期短期融资券信用评级报告

发行主体	四川双马水泥股份有限公司
主体信用等级	AA
评级展望	稳定
债项信用等级	A-1
注册额度	10 亿元
本期规模	5 亿元
发行期限	365 天
偿还方式	到期一次性偿还本金和支付利息
发行目的	补充营运资金和置换银行贷款

概况数据

四川双马	2009	2010	2011	2012.9
总资产 (亿元)	36.51	47.01	49.43	48.20
货币资金 (亿元)	1.93	5.12	3.09	1.61
总负债 (亿元)	10.30	17.05	15.97	14.71
总债务 (亿元)	4.27	9.47	10.16	9.25
短期债务 (亿元)	2.45	5.87	7.82	7.67
所有者权益 (亿元)	26.21	29.96	33.46	33.49
营业总收入 (亿元)	19.83	17.32	20.34	13.52
EBIT (亿元)	8.17	3.87	4.77	--
EBITDA (亿元)	9.85	5.54	6.78	--
经营活动净现金流 (亿元)	11.49	3.78	1.97	1.42
营业毛利率 (%)	33.91	22.62	21.09	7.04
EBITDA/营业总收入 (%)	49.66	32.00	33.35	--
总资产收益率 (%)	22.38	9.28	9.89	--
资产负债率 (%)	28.21	36.26	32.31	30.52
EBITDA/短期债务 (X)	4.01	0.94	0.87	--
EBITDA 利息倍数 (X)	32.71	13.48	12.23	--

注：1、所有财务报表均按新会计准则编制；
2、所有者权益包含少数股东权益；
3、公司 2012 年三季度财务报表未经审计，未得到当期利息支出数据。

分析师

项目负责人：韩 晟 shhan@ccxi.com.cn
项目组成员：张 汀 tzhang@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2013 年 1 月 14 日

基本观点

中诚信国际评定四川双马水泥股份有限公司 (以下简称“四川双马”或“公司”) 2013 年度第一期短期融资券的信用等级为 **A-1**。

优势

- **雄厚的股东实力及有力的股东支持。**公司最终控股股东拉法基集团是全球排名第一的水泥制造企业，系世界建材行业的龙头企业，公司在生产技术、产品品牌、经营管理等方面得到了拉法基集团给予的大力支持。同时公司最终控制人拉法基集团及控股股东拉法基瑞安水泥有限公司对公司资金需求和到期债务予以流动性保障。
- **丰富的资源储备。**公司拥有丰富的石灰石矿产资源，可采储量达 3.2 亿吨，且运输距离短，为公司长远发展提供了可靠的资源保障。
- **稳健的财务结构。**公司财务杠杆水平较低，截至 2012 年 9 月 30 日，公司资产负债率和总资本化比率分别为 30.52% 和 21.65%，与同行业上市公司相比处于较低水平，具有较大融资空间。

关注

- **行业景气度下行。**受商品房建设投资、基建投资放缓以及行业产能过剩等因素影响，2012 年以来水泥行业需求下滑，价格明显下降。
- **区域竞争日趋激烈，盈利能力持续下降。**近年四川省水泥行业投资增速较快，区域产能过剩严重，省内水泥销售价格和水泥生产企业盈利能力均低于国内其他地区，公司营业毛利率持续下滑。
- **产能规模较小。**截至 2012 年 9 月底，公司水泥产能为 868 万吨/年，整体规模较小且集中在四川地区，省外无产能分布。
- **债务压力有上升趋势。**未来几年公司可能在产能整合、并购方面有较大规模的资本性支出，届时公司债务压力将有所增大。

声明

一、本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

三、本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

四、评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

五、本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

六、本次评级结果自本期债务融资工具发行之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并及时对外公布。

发行主体概况

四川双马水泥股份有限公司是以四川双马水泥（集团）有限公司为主发起人，于 1998 年 10 月 20 日设立的股份公司。公司设立时股份总额为 11,945 万股。1999 年 7 月，公司向社会公开发行 A 股股票 5,800 万股，并在深交所上市，证券简称“四川双马”（证券代码：000935）。后经资本公积转增、定向增发、股权分置、股权变更等，截至 2012 年 9 月 30 日，公司股本总额为 61,586.2 万股，其中，拉法基中国海外控股公司（以下简称“拉法基控股”）合计持股 77.60%，包括直接持股 48.14%及通过其全资子公司拉法基瑞安（四川）投资有限公司间接持股 29.46%。

拉法基控股是拉法基瑞安水泥有限公司（以下简称“拉法基瑞安”）在英属维尔京群岛设立的海外控股公司。法国拉法基集团和香港瑞安集团对拉法基瑞安的持股比例分别为 55%和 45%，故公司最终控制人为拉法基集团。

公司主要从事水泥及其制品的生产、销售。截至 2012 年 9 月底，公司已形成熟料生产能力 647 万吨/年，水泥生产能力 868 万吨/年。2011 年，公司共生产熟料 506.36 万吨，水泥 658.03 万吨。

截至 2011 年 12 月 31 日，公司总资产为 49.43 亿元，所有者权益为 33.46 亿元；2011 年实现营业收入 20.34 亿元，净利润 3.31 亿元，公司经营活动净现金流 1.97 亿元。

截至 2012 年 9 月 30 日，公司总资产为 48.20 亿元，所有者权益为 33.49 亿元；2012 年 1~9 月，公司实现营业收入 13.52 亿元，净利润 0.30 亿元，经营活动净现金流 1.42 亿元。

本期融资券概况

本期短期融资券注册总额度 10 亿元，本期发行金额 5 亿元，发行期限为 365 天。

募集资金用途

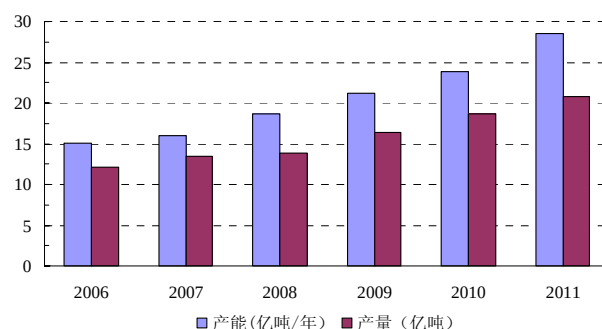
公司拟安排本期短期融资券所募集资金的 1.5 亿元用于增加公司营运资金；3.5 亿元用于置换银行贷款。

近期关注

2011 年我国水泥产量保持稳定增长，同时受益于行业集中度提升以及下游需求拉动，水泥价格显著上涨；2012 年以来，受宏观经济增速放缓影响，水泥行业下游需求不足，水泥价格快速回落

我国一直是水泥生产大国，水泥产量逐年增长，2011 年我国水泥总产量达 20.85 亿吨，同比增长 11.70%，增速有所放缓，产量连续 26 年居世界第一位。2012 年以来受国家经济结构调整、宏观经济增速放缓等因素影响，全国水泥产量增速进一步下滑。2012 年前三季度全国水泥产量为 15.91 亿吨，同比仅增长 6.68%。同时下游需求不足，企业库存水平大幅上升，行业整体盈利能力显著下滑。

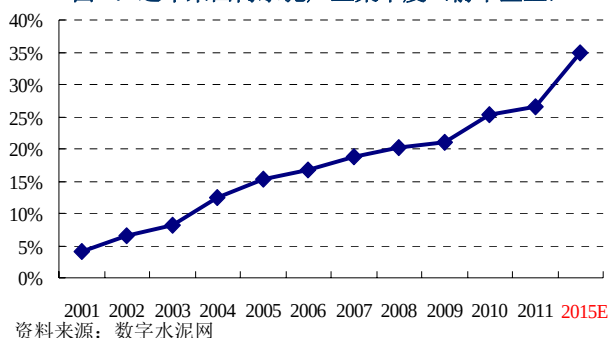
图 1：近年来国内水泥产能产量情况



资料来源：数字水泥网

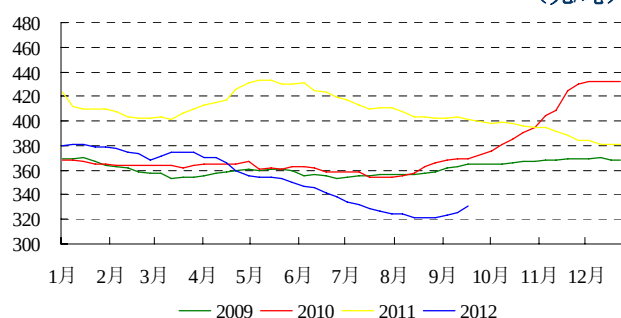
水泥行业兼并重组进程加快，行业集中度不断提高。随着我国水泥产能过剩问题的凸显，国家水泥行业相关政策的重点已由强调“发展新型干法水泥”转变为强调“支持优势企业兼并重组”。在国家控制水泥产能、大力推动行业兼并重组的一系列政策支持下，我国水泥行业整合工作顺利推进，水泥企业扩张主要依靠并购整合方式，行业集中度不断提升，区域龙头格局逐步形成。2011 年 11 月底国家工信部发布《建材工业“十二五”发展规划》，规划中提到，力争到 2015 年水泥业前 10 家企业生产集中度达到 35%以上。

图 2：近年来国内水泥产业集中度（前十企业）



2011 年我国经济稳定增长，固定资产投资及房地产开发投资继续保持较快增速，2011 年全国完成固定资产投资 301,933 亿元，较上年增长 23.8%；完成房地产开发投资 61,740 亿元，比上年增长 27.9%，但受国家房地产调控政策影响，增速较 2010 年回落 5.3 个百分点。此外，2011 年国家加大落后产能的淘汰力度，其中淘汰水泥落后产能合计 1.5 亿吨/年，水泥市场供需关系有所改善。同时受益于行业集中度的提升，大型水泥企业的区域控制力不断加强。2011 年全国水泥平均价格较 2010 年出现明显上涨，以 P.O42.5 散装水泥价格为例，2011 年 31 省会平均价格高出 2010 年 33 元/吨。2011 年水泥价格高位出现在 5~6 月份，三季度后价格开始逐步回落，到 2011 年 12 月份环比下降约 10%，2012 年以来，受宏观经济形势影响，水泥行业下游需求不足，水泥企业库存大幅攀升，全国水泥平均价格则出现大幅下滑，2012 年 8 月末全国水泥平均价格较 2011 年同期下降约 90 元/吨。但随着国家稳增长政策的出台以及地方基础设施投资力度的加大，2012 年 9 月份以来全国水泥价格出现小幅上调。未来在需求的刺激下，水泥价格将有望保持稳定并逐步回升。

图 3：2009~2012 年 9 月全国 P.O42.5R 级水泥价格趋势图（元/吨）



由于 2012 年以来国内宏观经济增速放缓，导致水泥行业下游需求不足，水泥价格快速回落。2012 年以来水泥行业整体盈利能力较 2011 年出现大幅下滑。2012 年 1~8 月，全国水泥产业实现产品销售收入 5,498 亿元，同比下滑 1.95%。全国水泥行业利润总额仅为 303 亿元，较去年同期大幅减少 53%。但未来随着国家经济政策的逐步调整以及公路、铁路、水利等基础设施投资力度的加大，预计水泥行业下游需求将有所回升。

总体来看，2011 年我国水泥行业市场集中度进一步提升，水泥产量稳定增长，同时下游需求的上升带动水泥销售价格不断上涨，水泥企业盈利能力随之大幅提升。但 2012 年以来，受国家宏观经济增速放缓影响，水泥行业下游需求不足，水泥价格逐步回落。未来随着国家加大基础设施投资力度，预计水泥行业下游需求将有望回升。

股东方对公司品牌营销、产能增长和技术进步方面给予较强支持，亦对本次融资券偿付提供了流动性支持的保证

公司股东拉法基集团是全球知名的水泥制造企业，2012 年世界财富 500 强排名 455 名 2011 年集团实现营业收入 152.84 亿欧元，实现净利润 7.36 亿欧元。拉法基集团作为世界建材行业的领导者，其四个分支在业内均位处前列：水泥和屋面系统位居世界第一、混凝土与骨料位居世界第二、石膏建材位居世界第三。同时，“拉法基”品牌也具有很高的品牌知名度。

公司控股股东拉法基瑞安在新建了 3 条 5000t/d 的熟料生产线后，在西南地区的生产线达到了 3,000 万吨/年的产能规模(包括四川双马)。拉法基瑞安承诺在未来 4~7 年内将其在西南地区的全部资产通过多种融资手段整合并入公司，公司未来产能规模有望继续大幅扩大。

表 1：拉法基瑞安产能（不含四川双马）（%、万吨/年）

子公司	持股比例	区域	水泥产能
新模式投资公司	100	贵州	300
遵义三岔	100	贵州	200
骏联公司	100	云南	940

腾辉工业	100	重庆	340
重庆拉法基	79.41	重庆	200
重庆参天	74	重庆	200
合计	-	-	2,180

资料来源：中诚信国际整理

公司通过与拉法基瑞安（北京）技术服务有限公司签订的《知识产权许可协议》，稳定享有实际控制人拉法基集团的品牌许可与技术支持。作为世界建材行业的领导者，拉法基集团在水泥、混凝土等领域的品牌价值均为公司的市场开拓提供了保障和动力，公司产品具有较为明显的品牌优势。依托较强的品牌优势，公司产品售价与区域其他竞争对手相比具有一定的溢价率。

为防止公司发生流动性问题，公司最终控制人拉法基集团以及控股股东拉法基瑞安均对公司本次短期融资券的发行出具了支持函，对公司重点项目建设、项目资本金保障及在资本市场上融资行为给予支持。公司在偿还各类到期债务时，如资金上发生困难，公司控股股东将协调有关方面给予流动性支持，以保证按时足额还本付息，保持四川双马水泥股份有限公司的良好信誉。

公司主营业务突出，在四川地区具有明确的战略布局和稳固的市场领先地位，但公司生产规模相对较小

近几年，公司通过淘汰落后产能、新建及兼并、收购不断扩大生产规模，水泥和熟料产能均有所扩张，2009~2011 年公司水泥生产能力分别为 571 万吨/年、541 万吨/年和 770 万吨/年。截至 2012 年 9 月底，公司熟料产能总计 647 万吨/年，水泥产能总计 868 万吨/年。目前，公司共拥有 6 条水泥生产线，包括 5 条新型干法水泥生产线（水泥熟料设计产能分别为 1 条日产 4,600 吨，1 条日产 3,500 吨，1 条日产 3,200 吨，2 条日产 2,500 吨）和 1 条日产 1,500 吨水泥熟料的生产线，江油生产线部分工艺是干法，但能效差，所以公司拟进行改造。

表 2：公司水泥生产线投产时间及产能情况

生产线	投产时间	熟料产能 (万吨/年)	水泥产能 (万吨/年)
都江堰 1 线	2002.02	117	160
都江堰 2 线	2006.10	128	175
都江堰 3 线	2010.09	179	245

宜宾 1 线	2005.7	92	118
宜宾 2 线	2012.02	77	98
江油 1 线	2001.07	55	72
合计	-	647	868

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

生产线	投产时间	熟料产能 (万吨/年)	水泥产能 (万吨/年)
都江堰 1 线	2002.02	117	160
都江堰 2 线	2006.10	128	175
都江堰 3 线	2010.09	179	245
宜宾 1 线	2005.7	92	118
宜宾 2 线	2012.02	77	98
江油 1 线	2001.07	55	72
合计	-	647	868

生产线	投产时间	熟料产能 (万吨/年)	水泥产能 (万吨/年)
都江堰 1 线	2002.02	117	160
都江堰 2 线	2006.10	128	175
都江堰 3 线	2010.09	179	245
宜宾 1 线	2005.7	92	118
宜宾 2 线	2012.02	77	98
江油 1 线	2001.07	55	72
合计	-	647	868

生产线	投产时间	熟料产能 (万吨/年)	水泥产能 (万吨/年)
都江堰 1 线	2002.02	117	160
都江堰 2 线	2006.10	128	175
都江堰 3 线	2010.09	179	245
宜宾 1 线	2005.7	92	118
宜宾 2 线	2012.02	77	98
江油 1 线	2001.07	55	72
合计	-	647	868

从区域分布来看，公司定位于区域水泥市场领先生产商，以四川地区为核心生产和销售区域，主要生产基地都江堰、宜宾珙县和绵阳江油，覆盖了四川境内的成都、川南、川北区域，辐射半径为整个四川省。其中，都江堰生产基地拥有 3 条生产线，水泥产能 580 万吨/年；宜宾生产基地拥有 2 条生产线，水泥产能 216 万吨/年；江油生产基地拥有 1 条生产线，水泥产能 72 万吨/年。

表 3：2012 年 9 月底公司水泥生产线分布情况

所在区域	生产线数量	熟料产能 (万吨/年)	水泥产能 (万吨/年)
------	-------	----------------	----------------

都江堰	3 条	424	580
宜宾	2 条	169	216
江油	1 条	55	72
合计	6 条	647	868

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

产能利用方面，由于公司产品品质较好，品牌知名度较高，区位优势良好，公司产能利用率长期保持在较高水平。2009~2011 年，公司熟料产量分别为 379.88 万吨、387.39 万吨和 506.36 万吨；水泥产量分别为 498.09 万吨、543.47 万吨和 658.03 万吨，呈持续增长势头。2012 年 1~9 月，公司熟料产量为 387.00 万吨，水泥产量为 525.00 万吨。

表 4：2009~2012.9 公司主导产品产能产量情况

熟料	2009	2010	2011	2012(1~9)
产能(万吨)	420.00	405.00	569.00	647.00
产量(万吨)	379.88	387.39	506.36	387.00
水泥	2009	2010	2011	2012(1~9)
产能(万吨)	571.00	541.00	770.00	868.00
产量(万吨)	498.09	543.47	658.03	526.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司生产成本中煤炭成本占比最高，2011 年为 37.84%。煤炭采购方面，目前公司标煤、优质煤基本为省外采购，主要采购自青海、新疆、陕西、甘肃等地区，主要供应商为规模较大的煤炭贸易企业，煤炭生产商比例偏低。劣质煤方面，公司一般在省内就近采购，主要采购自广元、旺苍、宜宾、乐山、重庆等地区。公司每年煤炭消耗量在 75 万吨左右，标煤和劣质煤的采购比例方面，公司会根据优质煤和劣质煤的发热量价差来决定劣质煤的采购比例。若劣质煤价格较低，有成本优势，则公司会加大劣质煤的采购比例，但最高不超过 50%，否则会对产品质量产生一定负面影响。公司优质煤的运输成本相对较高；且公司煤炭采购一般采用预付款方式。结算周期方面，公司一般与供应商采取月结的方式，部分账期在 30 天以上。而采购量方面，公司会根据煤炭价格和生产情况安排煤炭库存，丰水期平均库存在 30 天左右，枯水期为 90 天，若价格波动剧烈则根据实际情况进行资源储备或降低库存等举措。

表 5：2010~2012.9 公司主营业务成本构成情况（%）

成本	2010	2011	2012 (1~9)
煤炭	28.54	37.84	34.76
电力	19.12	18.96	18.73
主要原材料	20.86	21.56	22.04
人工	5.57	5.38	5.78
折旧摊销	12.23	12.34	12.28
其他成本	13.68	3.92	6.41
合计	100	100	100

注：公司生产水泥所用主要原材料包括石灰石和石膏。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

原材料方面，石灰石是水泥企业重要的战略资源。目前，公司掌握储量丰富的石灰石矿产资源，矿产储量充足、石灰石品位较高，石灰石自给率 100%。公司年矿石开采量在 550 万吨左右，截至 2011 年 12 月底，公司矿石保有储量达到 3.20 亿吨，可供持续开发 30 年以上。

电力供应方面，公司长期与主要生产基地所在的电力公司签订电量购买协议以保障电力的供应。其中都江堰拉法基享受都江堰市物价局批准执行的优惠电价。同时，公司为贯彻可持续发展的战略，大力发展余热发电项目，节约能源成本，截至 2011 年 12 月底，公司余热发电总装机容量 21 兆瓦，其中自有装机容量 18 兆瓦，当年累计发电 0.78 亿千瓦时，电力自给率约为 28%。

近年，公司主导产品的产量稳步提高，并基本实现完全销售，但由于区域竞争逐年激烈，区域内产能过程情况有所凸显，近年四川省内水泥价格逐年大幅下滑，为国内水泥价格最低的区域之一。受行业环境影响，公司近年的水泥售价也逐年下滑，虽然仍能保持一定的产品溢价率，但毛利空间有逐年下滑趋势。

表 6：2009~2012.9 公司产品销售情况

	2009	2010	2011	2012 (1~9)
水泥销量(万吨)	495.27	540.35	657.76	525
水泥销售收入(亿元)	19.5	16.94	20.00	13.21
水泥平均售价(元/吨)	362.15	306.01	301.04	251.55

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

	2009	2010	2011	2012 (1~9)
水泥销量(万吨)	495.27	540.35	657.76	525

水泥销售收入 (亿元)	19.5	16.94	20.00	13.21
水泥平均售价 (元/吨)	362.15	306.01	301.04	251.55

目前，公司主要的目标市场为四川省内的大成都市场、川北市场和川南市场，以上三个市场 2011 年水泥总需求量在 7,000 万吨左右，约占四川省全省水泥需求总量的三分之二。公司主要生产基地集中在成都和宜宾，均为消费市场的核心地区，销售半径较短，省内战略布局优势较为明显。

从销售渠道来看，公司水泥销售采取直销加分销的模式，对于重点的房产企业、混凝土公司、建筑公司、预制品厂均实行直销模式，其余客户以经销为主。目前公司经销比例略高，约达到 55% 左右，直销比例为 45%。经销方面，公司目前已在四川省内建立了较为完善的经销商体系，经销商回款周期也相对较短，一般为 30~45 天。

表 7：公司水泥各区域市场占有率情况

	2009	2010	2011
大成都地区	14.0%	14.5%	21.8%
川南地区	6.5%	5.9%	8.2%
川北地区	4.3%	3.5%	2.8%
四川省	4.9%	4.5%	5.2%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

直销方面，公司目前最大的直销客户为中国长江三峡集团，2012 年前三季度，对其销售收入占公司营业收入比重为 5.66%，此外，还包括成都西南

表 8：截至 2012 年 9 月公司主要在建项目（亿元）

项目	总投资	已投资	开工时间	预计建成时间
双马宜宾 2 期 2500t/d 水泥熟料新型干法水泥生产线项目	7.11	6.25	2008	2013.6
都江堰拉法基 3 期和 4 期 4600t/d 水泥熟料新型干法水泥生产线项目	14.23	12.5	2009.9	2013
都江堰拉法基矿山扩建工程	5.53	4.00	2010.2	2013.3
合计	26.87	22.75	--	--

资料来源：公司提供

除收购兼并计划外，公司未来在环保方面也有积极的改造计划。目前公司在与四川省环保局洽谈生活垃圾处理供热项目，此外公司还计划增加蘑菇渣、锯末渣等其他生物质燃料的占比，一方面降低

铁路物资有限公司等。由于公司产品质量较好，稳定性较强，故一些大型市政工程和建设项目采购公司水泥比重较高。由于直销客户资质较好，公司一般给予直销客户 60 天左右的账期。

总体来说，公司拥有丰富的石灰石矿产资源，并通过配套余热发电装置降低同期采购成本，但原燃料价格上涨对公司经营仍产生一定的成本压力。同时四川省内水泥产能近年快速扩张，行业产能过剩矛盾逐渐凸显，价格竞争日趋激烈，但公司凭借较好的品牌效应和产品的市场竞争力，总体生产、销售情况处于正常轨道。未来，随着四川省地区水泥产业整合速度的加快，行业竞争秩序将得到改善，公司产品销量和利润空间均有望恢复增长。

公司计划整合拉法基瑞安在西南地区的水泥产能，生产规模有望继续扩大

公司在我国西南地区的发展战略目标为扩大区域市场份额、巩固现有市场并择机进入新的市场。公司计划在 4 至 7 年内，通过兼并收购等方式在四川省合计实现水泥年产能 2,200 万吨，并力争在四川省取得 15% 以上的市场份额。除四川省内的产能扩张计划外，公司还将通过非公开发行股票、并购贷款等融资方式整合拉法基集团在国内的水泥业务，包括贵州、云南等多个水泥生产基地。

对煤炭资源的依赖，另外一方面也能对环保和成本降低产生积极贡献。公司将依托拉法基集团的全球技术中心和先进的环保技术在引用新型燃料、降低水泥生产的各类排放指标等多方面进行积极努力，

把公司打造成国内高端、环保、优质的水泥领先生产商。

总体来看，公司未来资本性支出主要体现在产能整合、并购方面，债务压力将有所增大。

发行主体信用质量分析概述

四川双马水泥产销量位居四川省前列，丰富的石灰石矿产资源为公司长远发展提供了可靠有力的资源保障；公司最终控股股东拉法基集团是全球知名的水泥制造企业，公司在生产技术、产品品牌、经营管理等方面得到了拉法基集团给予的大力支持。同时中诚信国际也关注到水泥行业景气度下滑，盈利能力大幅下滑等因素对公司盈利能力带来一定不利影响。

中诚信国际评定四川双马水泥股份有限公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定。

财务分析

下列分析主要基于四川双马提供的经德勤华永会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的 2009~2011 年合并财务报告，以及未经审计的 2012 年前三季度财务报表，其中，公司 2009~2010 年的财务报告是以公司取得都江堰拉法基水泥有限公司 50% 股权的交易在 2009 年 1 月 1 日已完成的假设前提下编制，即根据实际发生的交易和事项，按照企业会计准则及相关补充规定进行确认和计量，在此基础上编制的备考财务报告。

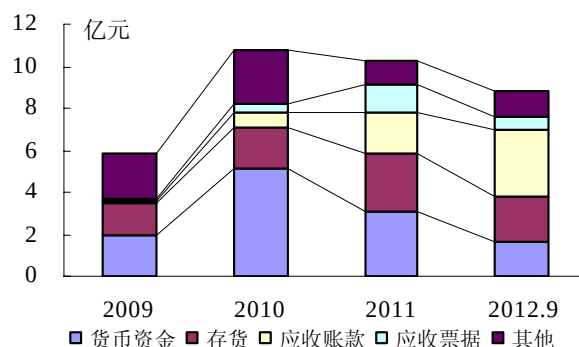
资产流动性

水泥行业属于重资产行业，通常流动资产规模相对较小，2009~2011 年，公司流动资产分别为 5.84 亿元、10.76 亿元和 10.27 亿元，同期公司流动资产占总资产比例分别为 16.00%、22.89% 和 20.77%。截至 2012 年 9 月末，公司流动资产为 8.82 亿元，占总资产比例为 18.30%。

从流动资产结构看，应收账款、存货、货币资金和应收票据是公司流动资产的主要组成部分，截至 2012 年 9 月末，以上四科目余额占流动资产的比例分别为 35.87%、24.55%、18.25% 和 7.89%。应

收账款方面，由于公司赊销比例较大，对于经销商和直销客户的账期一般分别为 30~45 天和 60 天左右，因此公司流动资产中应收账款占比较高，特别是近年随着区域内下游客户资金趋紧，公司应收账款规模呈逐年增长态势，2009~2011 年末，分别为 0.14 亿元、0.73 亿元和 1.94 亿元，2012 年 9 月末进一步上升至 3.16 亿元。存货方面，公司近年存货规模逐年增长，特别是 2011 年末，公司存货规模达到 2.79 亿元，同比增长 45.67%，其中原材料占比为 48.39%，主要为煤炭。主要由于都江堰拉法基公司三号线投产致公司产能增长，年底为满足春节期间生产需求，公司相应采购和囤积原材料增加；此外，受 2011 年下半年水泥市场低迷的影响，年末熟料库存也大幅增加；2012 年 9 月末公司库存略下降至 2.17 亿元。货币资金方面，2010 年末公司总债务规模同比增长 121.68%，导致当期公司货币资金由 2009 年末的 1.93 亿元上升至 5.12 亿元；2011 年以来随着在建项目的投入，公司货币资金规模不断缩减，2011 年末及 2012 年 9 月末，该科目余额分别为 3.09 亿元和 1.61 亿元。应收票据方面，2009~2011 年应收票据余额分别为 0.09 亿元、0.39 亿元和 1.32 亿元，呈逐年增长态势；2012 年由于运营资金紧张，公司将部分票据贴现，2012 年 9 月底应收票据余额下降至 0.70 亿元。

图 4：2009~2012.9 公司流动资产构成



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

流动资产周转率方面，由于近年公司应收账款和存货规模呈逐年上升态势，而营业收入和营业成本相对稳定，因此在应收账款周转率和存货周转率持续下降的影响下，公司流动资产周转率也从 2009 年的 3.39 次下降至 2011 年的 1.93 次。

表 9：2009~2012.9 公司流动资产周转率情况（单位：次）

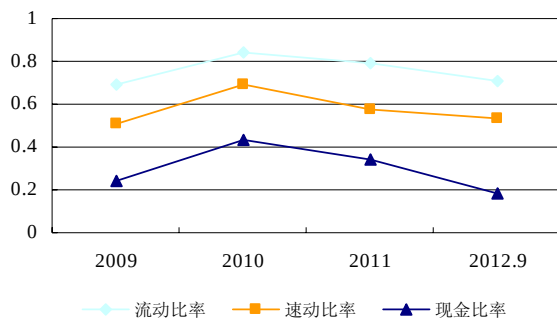
	2009	2010	2011	2012.1~9
应收账款周转率	145.06	39.76	15.21	7.07*
存货周转率	8.58	7.78	6.81	6.76*
流动资产周转率	3.39	2.09	1.93	1.89*

注：加“*”数据经过年化处理；

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

目前公司的负债结构以流动负债为主，其占负债总额的比重近年在 80%左右；2009~2011 年，公司流动负债分别为 8.44 亿元、12.78 亿元和 12.97 亿元。从流动性指标来看，随着公司 2010 年以来的流动资产规模降低，流动比率、速动比率和现金比率呈现显著下降趋势。截至 2011 年末，公司流动比率、速动比率和现金比率分别为 0.79 倍、0.58 倍和 0.34 倍；截至 2012 年 9 月末，以上三个比率分别进一步降低至 0.71 倍、0.53 倍和 0.19 倍。公司流动资产无法覆盖流动负债，流动性指标较弱。

图 5：公司流动性指标



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

整体看来，公司流动资产规模较小，近年随着应收账款和存货的增长，公司流动资产周转率指标呈现弱化态势；此外，公司负债结构以流动负债为主，2010 年以来公司流动性指标有所下滑，目前公司流动资产无法覆盖流动负债。

短期偿债能力

偿债能力方面，尽管近年公司 EBITDA 水平相对稳定，但随着短期债务的不断上升和经营活动净现金流的持续下滑，公司短期偿债指标整体有所弱化。截至 2011 年末，公司 EBITDA 利息倍数和经营净现金流/利息支出分别为 12.23 倍和 3.55 倍；EBITDA/短期债务和经营净现金/短期债务分别为 0.87 倍和 0.25 倍。整体看公司目前的利润和经营性

净现金流对债务本息的覆盖能力尚处于合理水平。

表 10：公司偿债能力指标

指标	2009	2010	2011	2012.9
短期债务（亿元）	2.45	5.87	7.82	7.67
EBITDA（亿元）	9.85	5.54	6.78	--
经营活动净现金流（亿元）	11.49	3.78	1.97	1.42
经营净现金/短期债务(X)	4.68	0.64	0.25	0.25*
EBITDA/短期债务(X)	4.01	0.94	0.87	--
经营净现金/利息支出(X)	38.18	9.19	3.55	--
EBITDA 利息倍数(X)	32.71	13.48	12.23	--
货币资金（亿元）	1.93	5.12	3.09	1.61
货币资金/短期债务(X)	0.79	0.87	0.39	0.21

注：未得到 2012 年 1~9 月利息支出数据；加“*”号数据已经年化处理。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司股东实力较强，且作为上市企业，在资本市场融资渠道较为通畅。同时，公司与多家金融机构保持着良好的合作关系，进一步增强了对偿债的保障程度。截至 2012 年 9 月末，公司在包括中国农业银行、中国建设银行、中国银行等多家国内外商业银行共获得 19.90 亿元综合授信额度，其中尚未使用的授信余额为 13.75 亿元。

或有负债方面，截至 2012 年 9 月末，公司无对外担保，无重大未决诉讼、仲裁事项。

综合而言，受市场竞争激烈、宏观经济环境变化等影响影响，公司经营业绩有所下滑。但公司负债水平较低，债务规模较小，且随着市场需求的回升以及煤炭价格的回落，短期内公司成本压力将有所减轻。长期看，若区域市场水泥产能得到有效整合，且公司能顺利实施各规划项目，实现规模有效扩张和盈利持续增长。但同时中诚信国际也将谨慎关注未来几年较大的资本支出压力对公司运营产生的影响。

过往债务履约情况

公司与银行等金融机构建立了长期友好的合作关系，严格遵守银行结算纪律，按时归还银行贷款本息。通过查询人民银行征信系统，公司近 3 年的贷款偿还率和利息偿付率均为 100%，不存在逾期而未偿还的债务。

债务融资工具方面，截至 2012 年 9 月末，公司无其他在存续期内的债务融资工具。

结论

综上，中诚信国际评定四川双马水泥股份有限公司 2013 年度第一期短期融资券信用等级为 A-1。

中诚信国际关于四川双马水泥股份有限公司 2013 年度第一期短期融资券的跟踪评级安排

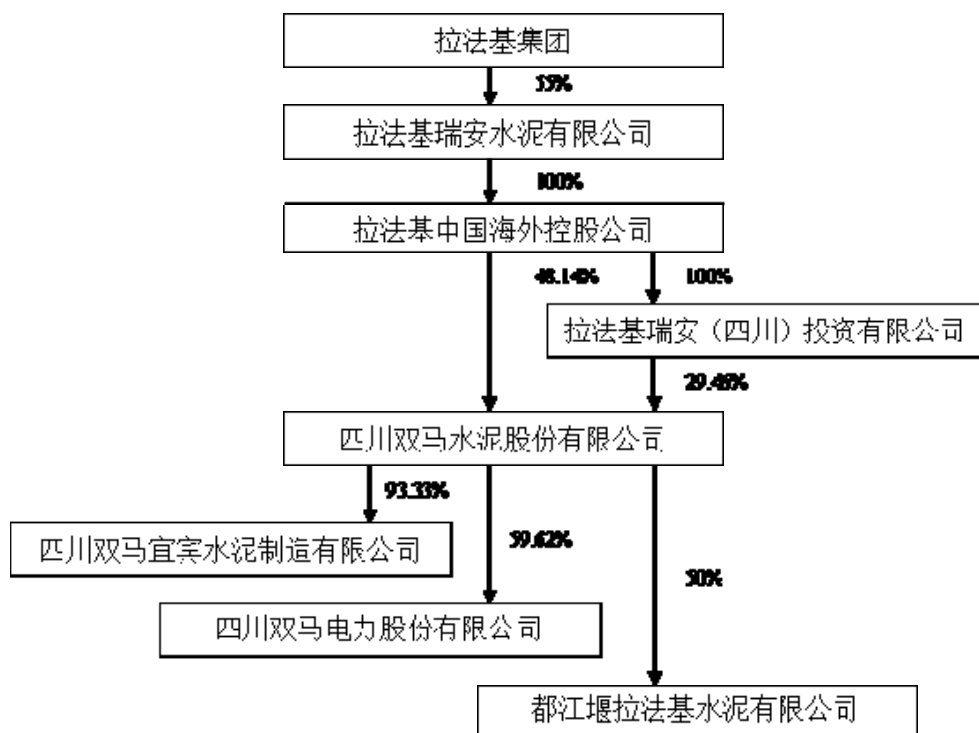
根据国际惯例和主管部门的要求，本公司将在本期融资券的存续期内对本期融资券每半年进行定期跟踪评级或不定期跟踪评级。

我公司将在融资券的存续期内对其风险程度进行全程跟踪监测。我公司将密切关注发行主体公布的季度报告、年度报告及相关信息。如发行主体发生可能影响信用等级的重大事件，应及时通知我公司，并提供相关资料，我公司将就该项进行实地调查或电话访谈，及时对该项进行分析，确定是否要对信用等级进行调整，并在中诚信国际公司网站对外公布。

中诚信国际信用评级有限责任公司

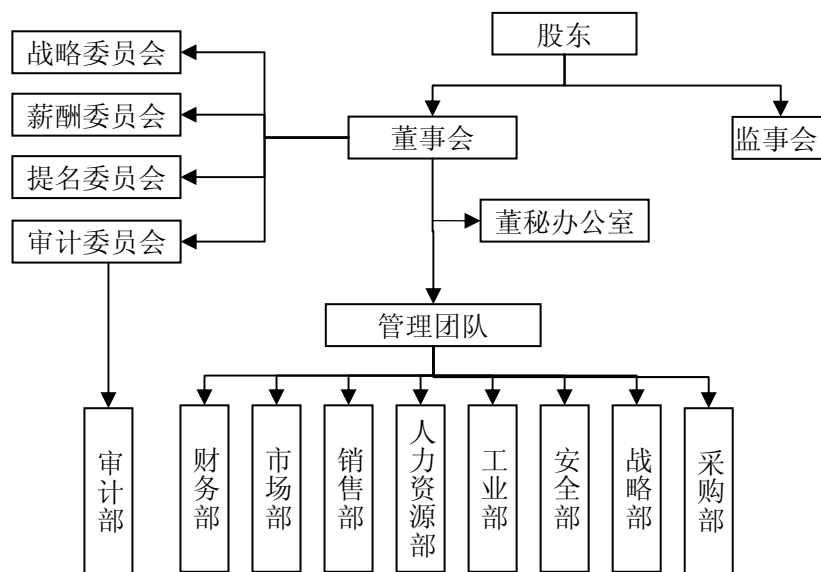
2013 年 1 月 14 日

附一：四川双马水泥股份有限公司股权结构图（截至 2012 年 9 月底）



资料来源：公司提供

附二：四川双马水泥股份有限公司组织结构图（截至 2012 年 9 月底）



资料来源：公司提供

附三：四川双马水泥股份有限公司主要财务数据及指标（合并口径）

财务数据(单位: 万元)	2009	2010	2011	2012.9
货币资金	19,280.97	51,215.51	30,862.30	16,093.12
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款净额	1,366.84	7,345.21	19,392.41	31,639.05
存货净额	15,266.03	19,177.95	27,935.69	21,652.31
其他应收款	2,796.56	3,226.99	1,949.93	3,380.42
长期投资	3,059.82	3,232.04	3,448.44	3,506.82
固定资产(合计)	263,393.51	315,245.37	346,529.04	349,674.24
总资产	365,123.49	470,051.63	494,291.94	482,018.85
其他应付款	29,443.31	33,619.58	20,136.71	15,476.83
短期债务	24,539.00	58,699.16	78,238.02	76,671.97
长期债务	18,193.67	36,030.06	23,375.09	15,863.87
总债务	42,732.67	94,729.22	101,613.11	92,535.84
净债务	23,451.70	43,513.72	70,750.81	76,442.72
总负债	103,009.29	170,463.31	159,707.27	147,110.75
财务性利息支出	0.00	1,713.68	2,758.93	-
资本化利息支出	0.00	2,398.36	2,784.57	-
所有者权益(含少数股东权益)	262,114.20	299,588.32	334,584.67	334,908.09
营业总收入	198,274.94	173,179.69	203,381.03	135,224.11
三费前利润	66,660.96	38,743.53	42,009.36	9,067.52
投资收益	51.01	342.63	291.30	400.38
EBIT	81,709.36	38,749.34	47,704.75	-
EBITDA	98,468.77	55,415.95	67,823.53	-
经营活动产生现金净流量	114,943.43	37,786.86	19,667.07	14,200.66
投资活动产生现金净流量	-116,700.90	-49,426.06	-51,479.37	-15,868.85
筹资活动产生现金净流量	-46,259.73	43,949.04	11,732.85	-12,932.03
现金及现金等价物净增加额	-48,017.20	32,326.04	-20,204.02	-14,600.23
资本支出	99,066.09	68,508.82	52,024.38	14,278.95
财务指标	2009	2010	2011	2012.9
营业毛利率(%)	33.91	22.62	21.09	7.04
三费收入比(%)	6.57	5.84	5.38	8.05
EBITDA/营业总收入(%)	49.66	32.00	33.35	-
总资产收益率(%)	22.38	9.28	9.89	-
流动比率(X)	0.69	0.84	0.79	0.71
速动比率(X)	0.51	0.69	0.58	0.53
存货周转率(X)	8.58	7.78	6.81	6.76*
应收账款周转率(X)	145.06	39.76	15.21	7.07*
资产负债率(%)	28.21	36.26	32.31	30.52
总资本化比率(%)	14.02	24.02	23.30	21.65
短期债务/总债务(%)	57.42	61.97	77.00	82.86
经营活动净现金流/总债务(X)	2.69	0.40	0.19	0.20*
经营活动净现金流/短期债务(X)	4.68	0.64	0.25	0.25*
经营活动净现金流/利息支出(X)	38.18	9.19	3.55	-
总债务/EBITDA(X)	0.43	1.71	1.50	-
EBITDA/短期债务(X)	4.01	0.94	0.87	-
EBITDA 利息倍数(X)	32.71	13.48	12.23	-

注：1、所有财务报表均按新会计准则编制；2、公司 2012 年三季度财务报表未经审计，未得到当期利息支出数据；3、加“*”数据已经过年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

长期投资（新）=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计（新）=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务（旧）= 短期借款+应付票据+应付短期融资券+一年内到期的长期借款

短期债务（新）=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款+应付债券

总债务 = 长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润(新)=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）= 利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金

主营业务毛利率（旧）=（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入

营业毛利率（新）=（营业总收入-营业成本）/营业总收入

三费收入比(旧)=(财务费用+管理费用+营业费用)/主营业务收入

三费收入比（新）=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

总资产收益率 = EBIT / 总资产平均余额

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 =（流动资产-存货）/ 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本合计）/ 存货平均净额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额）/ 应收账款平均净额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 /（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数 = EBITDA /（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

注：“新”、“旧”为分别在新、旧会计准则下采用的公式，未标注的为新、旧会计准则都适用。

附五：短期融资券信用等级的符号及定义

等 级	含 义
A-1	为最高级短期融资券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。