

中国航空技术进出口总公司

2002年10亿元企业债券资信评级分析报告摘要

评估结果

AAA

评估时间

2002年3月27日

主要数据:

项 目	1999年	2000年	2001年
资产总额(万元)	1023856	1010598	1149294
净资产(万元)	286880	267616	267107
销售收入(万元)	120336	106718	109212
利润总额(万元)	11916	19151	6657
资产负债率(%)	71.98	73.52	76.76
资本化比率(%)	61.90	65.15	70.56
销售利润率(%)	54.21	60.55	46.57
净资产收益率(%)	2.97	5.12	2.01
速动比率(%)	158.90	158.38	192.67
利息倍数	1.42	2.11	1.23
债务保护倍数	0.10	0.08	0.06

分析员

朱海峰 王 非

Tel: 010-64938802, 64919935

Fax: 010-64912663

E-mail: lianhe@lianheratings.com.cn

地址

100101

北京市朝阳区安慧里四区 15 号楼

五矿大厦 1019 室

HTTP://

www.lianheratings.com.cn

企业概况

中国航空技术进出口总公司成立于1979年,是我国航空工业一家集技、工、贸于一体的跨国、跨地区的大型外贸企业。公司业务以进出口贸易为主,主要经营航空产品、非航空机电产品、技术、劳务、设备以及材料的进出口,引进国外先进航空技术,此外,公司还涉足工业、房地产、工程承包、金融、租赁、商贸、酒店、服务等行业。目前,中国航空工业第一集团公司和中国航空工业第二集团公司各持有公司50%的股份。公司下设出口部、国际合作部、综合管理部、财务部、经理部、人事部等职能部门,在国内拥有10家地区公司和6家专业公司,在世界30多个国家和地区建立了57个海外机构。公司已连续10年跻身于中国进出口企业20强之列,是全国300家重点国有企业中唯一的工贸企业。

截止2001年底,公司资产总额114.93亿元,固定资产净值89.34亿元,净资产26.71亿元。2001年实现销售收入10.92亿元,利润总额6657万元。现有职工3109人。

公司地址:北京市北辰东路18号,法定代表人:杨春澍。

评估观点

国防工业是国家综合国力的重要支柱,加强国防建设,是维护国家安全和社会主义现代化事业顺利发展的重要保证。航空工业作为国防工业的重要部门,其发展潜力更大。从行业看,军贸行业易受国际形势及政治因素等的影响,经营不确定因素较多,但目前国际形势对军贸行业比较有利。公司成立以来一直是我国航空工业对外贸易的主窗口和主渠道,主营业务具有很强的行业垄断性。公司现已形成了以航空为本、以进出口贸易为主体,集工业、新产品开发、国内贸易、房地产及物业管理等为一体的综合经营模式,具有较大经济规模,有较强的竞争力和抵御风险能力。公司目前负债水平较高,债务负担较重,短期偿债能力较强,盈利水平一般。公司未来现金流状况较好,有良好的偿债意愿和信用记录。本期债券由中国航空工业第一集团公司和中国航空工业第二集团公司分别提供担保,为债券的按期偿还提供了一定保障,且公司承诺将未来几年稳定的应收外汇收入优先用于偿还本期债券本息。因此,本期债

券按期还本付息的风险很小。

中国航空技术进出口总公司

2002年10亿元企业债券资信评级分析报告

一、发债主体概况

中国航空技术进出口总公司(以下简称“中航技公司”或“公司”)成立于1979年,是我国航空工业一家集技、工、贸于一体的跨国、跨地区的大型外贸企业。公司业务以进出口贸易为主,主要经营航空产品、非航空机电产品、技术、劳务、设备以及材料的进出口,引进国外先进航空技术,此外,公司还涉足工业、房地产、工程承包、金融、租赁、商贸、酒店、服务等行业。目前,中国航空工业第一集团公司和中国航空工业第二集团公司各持有公司50%的股份。公司下设出口部、国际合作部、综合管理部、财务部、经理部、人事部等职能部门,在国内拥有10家地区公司和6家专业公司,在世界30多个国家和地区建立了57个海外机构。公司已连续10年跻身于中国进出口企业20强之列,是全国300家重点国有企业中唯一的工贸企业。

截止2001年底,公司资产总额114.93亿元,固定资产净值8.93亿元,净资产26.71亿元。2001年实现销售收入10.92亿元,利润总额6657万元。现有职工3109人。

公司地址:北京市北辰东路18号,法定代表人:杨春澍。

二、本期债券及债券筹资项目概况

1. 本期债券概况

经国家发展计划委员会计经调[2001]1806号文批准,中国航空技术进出口总公司2001年企业债券发行规模为10亿元。公司拟定的发行方案为:10亿元发行规模中,5亿元为3年期,年利率3.5%,到期一次还本付息,不计复利;5亿元为7年期,年利率4.05%,每年付息一次,

到期一次还本。本期债券所筹资金将用于“K-8E”项目建设。债券筹资额占2001年底总公司净资产26.71亿元的37.4%,公司近3年连续盈利。本期债券的发行符合国家关于企业债券发行管理的有关规定。本期债券由中国航空工业第一集团公司和中国航空工业第二集团公司各提供50%(5亿元)担保。

2. 债券筹资项目概况

“K-8E”项目,即中埃双方80架K-8E教练机合作生产合同,该合同于1999年12月由中航技公司与埃及国防部签署,国防科工委军贸办字[2000]085号文批准,合同总金额3.47亿美元,合同执行期为合同生效后63个月,其中建设期51个月。合同主要内容是:由中方提供飞机的散件和原材料,以及飞机生产的专有技术,在外方的飞机厂合作生产K-8E型飞机,销售给埃及空军;向埃及空军提供整个K-8E机队的售后服务;提供软硬件帮助埃及建立飞机设计实验室。2000年7月10日合同正式生效。

目前该项目进展顺利,基本按合同规定的进度在交付各项软、硬件。2000年底按合同节点实现首批工装硬件交付,2001年8月底已完成初步详细设计。预计到2002年底将完成详细设计,2003年9月进行01架首飞,2004年10月完成原型机试飞,并开始进行小批量生产。从资金计划看,合同金额15%的预付款已于2000年到位,2000年资金支出51051万元,支出项目包括进口付汇(进口发动机、航电设备)、国内采购货款和其他费用。预计至2004年将实现收支平衡,2005年将实现15238万元的盈余。本期债券所筹资金用于该项目前期的资金缺口。

该合同的签署标志着我国航空工业已经从

引进国外航空技术发展能向国外输出航空技术，从单纯出口航空产品、修理线和专业生产线发展到出口飞机生产线。另外，该项目的实施还将为公司进一步开拓其他国家K-8飞机的市场打好基础。预计今后5年内，K-8飞机的市场除本合同80架外还有40架的可能订单。因此，该项目的社会效益和经济效益重大。

三、行业分析

国防工业是为军队提供武器装备的工业，是一个国家综合国力的重要支柱。当代国防工业代表了最先进的科学技术水平，它的发展是推动其它领域科技发展的巨大“引擎”，为世界发展提供着强大的动力。因此，世界各国对国防工业的发展都极为重视。我国国防工业从无到有、从小到大，不断发展壮大。特别是改革开放以来，国防工业进行了重大战略性调整，并在调整中得到更快发展，国防科技工业研究、试验和制造水平与发达国家之间的差距在逐步缩小。

航空工业是一项战略性产业，它标志着一个国家的科技水平与国防实力。我国航空工业的军用飞机制造是从零起步，20世纪50年代主要是仿制前苏联的米格式战斗机，20世纪60年代开始自行研制，70年代至80年代先后大批量生产歼5、歼6、歼7和歼8型歼击机，90年代自行研制并批量生产歼8-II型歼击机，90年代中后期在歼8-II型基础上进行改进，研制出歼8-IIM型歼击机，这是目前国内生产并装备部队的较先进的战斗机。目前我国航空工业与美、欧等发达国家相比还有较大差距，但与80年代相比较，军用飞机的设计、制造技术、新材料生产水平、机械设备及武器的配套能力有了显著提高。在民用飞机方面，通过与国外合作生产、转包生产外国公司飞机零部件等途径，已逐步培养和提高了生产干线中型和大型客机的能力。我国自主设计、开发的50座运7支线飞机、运8中型运输机、运12轻型多用途飞机等已形成批量生产能力，并投入市场运营。近年来，我国航空制造企业还先后与国外的几十家公司签

定了飞机转包生产合同，目前国际航空市场上中国产品越来越多，中国转包部件的飞机得到用户的肯定。

从国际形势看，冷战结束后，军备竞赛没有停止，天下并没有实现真正太平。和平与发展是时代的主题，世界多极化是发展趋势，但局部战争、局部紧张、局部动荡在今后一个时期内仍将长期存在。在这种形势下，我们必须树立危机意识，国防工业不能懈怠和停滞，而应用更多更先进的武器去装备军队，增强我国的军事实力，抵御外国侵略势力及恐怖分子对我国的威胁。面对国际政治经济环境，我国不得不在财力有限的条件下，推进武器装备的现代化。随着国民经济的发展，对高科技武器装备的研制费用将保持逐年稳定增长，我国国防工业还将在发展中不断壮大。加强国防建设，是维护国家安全和社会主义现代化事业顺利发展的重要保证。

我国国防工业的进出口贸易工作始于1979年，经过20多年的努力，军贸工作已逐步走向成熟，在海外设立了销售网络，培养了一批工贸人才，外贸规模和管理水平也发生了很大变化，综合经济实力大幅增强，形成了几家规模较强的军品外贸公司，中航技公司就是其中之一。从现有体制看，我国军贸业务的专业分工比较明确，具有很强的行业垄断性，并且军贸体制比较稳定，这对军贸工作的长期稳定发展十分有利。

从国内外贸易经济环境看，近几年来，世界经济发展相对稳定，世界经济全球化的趋势在加快，国内经济仍处于高速发展时期，外贸政策稳定。在经济全球化的今天，中国经济的发展离不开世界，世界的经济贸易合作也离不开中国，因此，外贸行业所面临的市场环境良好。中国加入WTO后，我国经济将逐步融入国际经济的主流，将给外贸企业提供更多的贸易机会和发展机遇。从军贸角度看，自二战以来，地区冲突从来没有停止过，预计在未来较长时间内也不会停止，世界还没有实现真正的和平。在这种大环境下，国际军贸业务量总是在不断

上升，军品贸易市场潜力巨大。从需求来看，目前，国防战略思想已从打赢局部战争和防御为主转为攻防兼备，战略思想的转移使得对航空产品的需求出现了明显增长，其发展潜力大于其他军工产品，这是公司从事航空产品进出口业务所面临的难得机遇。但是，应该看到，军品贸易行业易受国际形势及政治等因素的影响，行业不确定因素较多，其经营风险相对较大。据报道，美国发生“9·11”恐怖事件后，为了打击国际恐怖活动，美英两国军方将花费2000亿美元采购新型战斗机。目前国际形势将刺激军品需求量的大幅增长，这对军工生产企业和贸易企业来说，应该是最大的利好消息。

四、基础素质分析

公司是于改革开放初期，为了引进国际先进航空技术、促进航空工业军、民用产品出口，经国务院和中央军委批准成立的技工贸结合、进出口结合的国有工贸企业。公司成立以来，一直是我国航空工业对外贸易的主窗口和主渠道，现已形成了以航空为本、以进出口贸易为主体，集工业、新产品开发、国内贸易、房地产及物业管理等为一体的综合经营模式。公司已连续10年跻身于中国进出口企业20强之列，是全国300家重点国有企业中唯一的工贸企业。目前，公司已在国内拥有10家地区公司和6家专业公司，在世界30多个国家和地区建立了57个海外机构，初步形成了立足国内、辐射海外的发展格局。总公司资产总额114.93亿元，固定资产净值89.34亿元，净资产26.71亿万元。

公司现有职工3109人，从附表1.4看，大专以上学历人员超过80%，具有技术职称人员达到82%，其中初、中、高级职称人员所占比例分别为24.83%、38.79%、18.43%；35岁以下占55.97%，55岁以上人员仅占7.62%。员工整体素质高，年龄结构合理。公司常年驻外人员有150多人，大部分员工具备科、工、贸知识，能够胜任公司特有的各类商务活动。人才是公司的一大财富，也体现了公司的竞争优势。

公司现有高层管理人员均具有大专以上文

化程度及中级以上技术职称，具有丰富的工作经验和较强的管理水平，整体素质高。但高层领导的年龄结构不太合理，9人中有6人年龄已超过55岁。在未来两三年内，公司领导班子将会有较大调整。但对于一家规范的国有企业，公司重大方针政策不会因为领导班子的调整而产生大的改变。

作为我国航空工业走向世界的主窗口，公司在航空工业经济发展中的地位举足轻重，在其发展过程中，始终得到了国家及航空工业主管部门的大力扶持。目前公司仍然得到了国防科工委及航空工业第一、第二集团公司等有关部门的大力支持。20世纪80年代中期以来，为了适应从计划经济转向市场经济的要求，我国国防工业包括航空工业的管理体制经过了多次调整和改革，但国内的军贸体制以及公司作为航空工业进出口主渠道的地位从来没有发生过变化，这也体现出国家对军贸行业的重视和支持。

五、经营管理分析

（一）经营方面

公司经营业务涉及进出口贸易、代理、工业、房地产、工程承包、金融、租赁、商贸、酒店、服务等多种行业，经营业务可以简单分为进出口贸易和多元化经营两大类。

1. 进出口贸易

进出口贸易是公司的主营业务，按产品种类可以分为航空产品和非航空产品，其中，中航技总公司以航空产品进出口贸易为主，国内10家地区公司以非航空产品出口为主。

（1）航空产品出口方面。公司作为我国航空工业对外贸易的主窗口和主渠道，这种体制在历次行业主管部门的机构调整改革中从未发生过变化，表明公司在该领域的经营地位是稳定的。公司有我国航空工业科研及生产单位作为支持，并在世界30多个国家和地区建立了57个海外机构，雄厚的科研生产实力及强大的海外销售网络是公司从事航空产品进出口贸易的主要竞争优势，也是一些具有自营进出口权的

企业所无法做到的。目前，公司在该领域具有垄断性，国内航空产品进出口业务除大型民用客机外，基本是公司独家经营。

截止2001年底，公司已向世界上近30个国家出口各种飞机近1000架，修理飞机200多架，出口备份发动机1200多台，出口各种生产线、修理线34条。同时，公司还建立了较完善的售后服务和备件供应系统。我国航空产品在产品性能价格比、售后服务、付款方式等方面具有竞争优势，公司已成功开拓了航空产品的国际市场，特别是第三世界国家的市场。随着我国航空企业生产体系和科研手段的不断完善，航空产品的研制速度将加快，产品的性能将不断提高，其出口竞争力也会有所增强。

目前，国际航空产品的市场竞争比较激烈，并且航空产品进出口贸易易受国际形势及政治因素等的影响，不确定及突发性因素较多，公司的经营活动也易受这种不确定因素的影响。从目前形势看，国际航空产品市场潜力巨大，公司在该行业还有很大的发展空间。

(2) 航空零部件转包生产方面。近年来，我国航空制造企业先后与美国、加拿大、英国、德国、法国、意大利、瑞典等国的几十家公司签定了飞机转包生产合同，产品包括大型飞机头、机身尾段、垂直尾翼、机翼外盒、各种舱门及发动机零部件等。通过开展飞机转包生产这一国际合作形式，促进了我国航空工业制造技术水平的提高，同时也使企业的制造能力及管理水平直接与国际先进企业接轨。2001年，公司转包生产额度约8000万美元，较前3年5000万美元的水平有所突破。装配了中国转包部件的飞机已得到用户的认可，国际航空市场上中国产品越来越多，公司已成为国际市场上信誉较好的航空零部件承包商之一。目前，国内转包生产竞争激烈，9.11事件后，国际航空市场急剧恶化，转包生产将面临考验。

(3) 技术进口与技术出口方面。公司承担着我国航空工业的先进技术引进工作，先后承担了海豚直升机、八号工程、十号工程、八二工程、干线飞机、十一号工程等国家重点项目

的技术引进。公司已从单纯的技术引进，逐步发展到联合研制生产、开展多方国际合作，如中美合作生产MD90系列飞机；中法新三国四方合作开发EC120直升机；中国、美国、日本、西班牙、巴西五国合作生产S-92直升机等。技术引进为航空制造企业学习国外先进技术、提高科研生产水平以及增强国防实力创造了机会。

(4) 非航空产品出口方面。公司在沿海地区建立了多家分支机构，外引内联，工贸结合，形成了一批机电产品出口基地。非航空产品出口由各地区公司负责，出口产品主要包括成套设备、工程机械、大型船舶、各种车辆、钟表、液晶显示器、化工产品、信息、五金工具等二十多个门类，其中大型船舶、工程机械、汽车配件、自行车、飞亚达钟表、天马液晶、户外用品等在国内同行中具有较大影响。

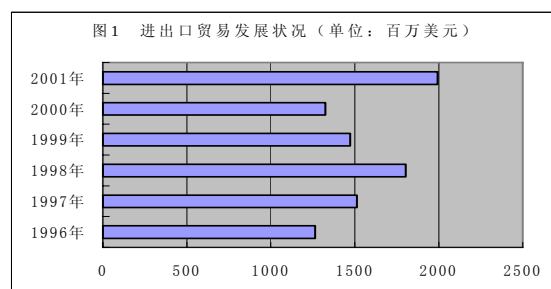


图1和表1为公司近几年进出口变化情况。1999年和2000年由于受航空工业体制改革的影响，公司进出口状况出现下降。2001年，公司进出口达到19.93亿美元，创历史最高水平，比前两年有较大幅度增长，其中，航空产品进出口额11.6亿元，占进出口总额的58.2%，表明公司进出口业务以航空产品为主。

表1 公司前3年进出口情况（单位：万美元）

项 目	1998	1999	2000	2001
出口交付	65140	72390	69445	81680
其中:航空产品	10553	10987	9513	28265
出口收汇	48616	56346	81317	75371
其中:航空产品	8090	13488	24102	18696
进口到货	115179	74897	63682	11763

从表1看，出口交付、出口收汇和进口到货出现波动，2001年出口交付和进口到货有较大幅度增长，但出口收汇下降。总体看，2001年

是公司业务指标完成较好的一年，其中以航空产品的出口交付业绩最好，主营业务更为突出。

2. 多元化经营

公司实施“集团化、国际化、多元化”发展战略以及“贸易为主，航空为本，多种经营，综合发展”的产业发展方针，积极开展多元化经营。公司现有10家地区子公司和6家专业子公司，在多元化经营方面已涉足工业、物业、金融、餐饮、旅游等多种行业，并形成了较大规模。工业方面，全系统共有控股投资工业企业35个，参股工业企业近百个，包括电子、机械、轻工、建材等。近年来，总建筑面积超过20万平方米的上海浦东、北京亦庄、深圳沙河、珠海中航4个工业区已投入使用。资本经营方面，深圳公司已拥有飞亚达（A股、B股）、深天马、深南光等3家国内上市公司、在香港上市的中航实业股份有限公司。在房地产及餐饮业方面，北京中航技大厦、香港航空大厦、厦门鸿翔大厦、福州航空大厦、上海凯迪克大厦等相继交付使用，扩大了公司的影响，上海的园林宾馆、深圳的格兰云天大酒店、上海宾馆、北京的凯迪克大酒店、深圳的唐人食街等十几家餐饮服务企业在同行业中也有较高知名度。金融业务方面，公司发展了证券、期货、代理等金融业务，是全国仅有的5家具有对外融资权的机电产品出口企业之一，1999年公司控股江南信托投资公司。

公司实施多元化经营，在一定程度上分散了进出口贸易的经营风险，在大多数项目上取得了较好的经济效益和社会效益。但一些项目，如房地产项目及部分工业项目，出现过盲目投资的行为，部分子公司出现了亏损，影响了公司的整体经营效益。

公司今后五年仍将把发展作为主题，加快在产业、贸易、市场、资产等方面的结构调整，在调整中发展，在发展中调整。产业结构调整方面，将突出外贸这一核心主业，结合现有基础和市场需求，重点发展有经济效益的朝阳工业、金融证券、软件开发、房地产及物业管理、餐饮酒店及仓储运输等，在下属子公司中形成

一批拥有知名品牌和自主知识产权、主业突出、核心竞争能力强的专业化公司。贸易结构调整方面，突出航空，加大航空产品国际市场开发力度，做好国家重点项目的引进；提高技术密集、附加值高的非航空机电产品出口比重；继续加大政府产品出口开发力度，开拓航空产品国内销售业务，培育新的贸易增长点。市场结构调整方面，按照重点产品、重点市场、重点突破的要求，全面部署多元市场发展目标，航空产品多元化是巩固传统市场（非洲、中东、南亚）、开拓新市场（中南美、沙特半岛、大洋洲），非航空产品是深度开发北美、西欧、东南亚市场，大力开拓非洲、东欧、南美市场。资产结构调整方面，公司内部原则上实行三级管理，三年内逐步撤消四级以上公司，彻底清理公司各类长期投资项目，采取股份合作、出售转让、员工持股、委托经营等多种形式，使国有资产从中小企业特别是竞争性行业中逐步退出，盘活资产。可以相信，通过调整、发展，公司经营业务将更加稳健，将提升公司国际竞争力和企业发展后劲。

根据公司“十五”发展计划纲要，宏观调控的主要目标是：外贸进出口额年均增长速度7%。航空武器装备直接采购、政府大宗机电产品出口、航空产品国内市场开发、培育国内通用航空产业、开拓国际采购招标业务将是公司新的经济增长点。2002～2009年，公司预测的主要经营数据见附表2。从附表2中反映的数据看，公司未来几年盈利水平增幅不大。从公司历年经营情况及目前开发的贸易项目看，收入与利润的可预测性相对较强。因此，上述预测比较客观，实现的可能性较大。

（二）管理方面

从主营业务看，公司从事的是敏感性行业和垄断性行业，成立20多年来，虽然主管部门频繁调整，但公司在航空工业及在国防工业中地位没有发生过变化，预计在未来较长时期内，公司的地位还是稳定的。目前，航空工业第一、第二集团公司（由原中国航空工业总公司分立

而成)是公司两大股东,各持公司50%的股份。公司作为一家承担特殊业务的外贸企业,在管理体制中带有比较明显的国有企业管理特色。

在内部管理方面,公司建立起一整套完善的企业内部管理制度,管理规范。近两年来,特别是稽察特派员进驻公司以来,公司加强管理意识,主抓科学决策与风险管理,各分支机构也制订了相应的风险控制措施,对外贸易及投资失误明显减少,管理水平有所提高。公司进行了内部三项制度改革、企业破产、托管经营、下岗分流、职工持股等改革试点,针对下属机构投资面广的情况,公司结合结构调整,关停了一批产品没市场、经营难以为继的生产企业,努力处置不良资产,盘活存量资产,并把消化不良资产列入对领导班子考核的一项重要内容,使一些困难企业重现生机,也使公司逐步走上健康发展道路。公司积极开展质量认证工作,已有上海等9家子公司通过了ISO9002质量体系认证,总公司质量认证工作进展顺利,现已完成所有文件准备,进入试运行阶段,预计上半年取证。从总体情况看,公司通过加强企业内部管理,达到了较高管理水平。

六、财务分析

1. 财务概况

本期债券的偿债资金主要来源于总公司,财务分析以总公司报表为主。总公司属于军贸企业,按国家有关规定,军贸企业的财务状况不需要审计。

截至2001年底,总公司资产总额为114.93亿元,其中流动资产89.95亿元,长期投资13.02亿元,固定资产净值8.93亿元;负债总额88.22亿元,其中流动负债46.69亿元,长期负债41.53亿元;所有者权益26.71亿元。2001年实现销售收入10.92亿元,利润总额0.67亿元。

2. 财务构成分析

从资产构成看,以公司2001年底数据为例,流动资产和固定资产占资产总额的比重分别为78.27%和21.73%。在流动资产中,货币资金占9.45%,应收款项占6.41%,预付帐款占19.29%,

其他应收款占34.12%,存货占31.02%。公司应收帐款数额不大,其中帐龄在3年以上的占26.56%,主要客户是一些外国政府;预付帐款和存货数额较大,这是外贸企业的普遍特征;其他应收款额较大,主要是对下属子公司的资金投入、向航总两集团交纳贷款保证金、支付进口保证金等。

公司长期投资较大,其中对子公司投资占62.26%,项目投资(华夏证券、江南信托、华泰保险、交行、航空信托等)占37.74%。2001投资收益3685.98万元,其中子公司上交利润1981.85万元,项目投资收益1704.13万元,项目投资年平均收益率为3.47%,投资回报情况一般,大部分分支机构投资回报率较差。

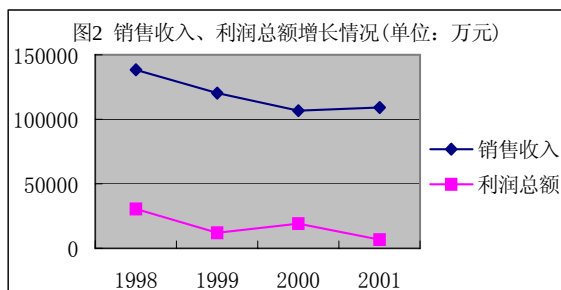
从资金来源情况看,2001年,公司自有资本比率为23.24%,自有资本实力不足。负债中,流动负债占52.92%,长期负债47.08%,负债构成基本合理,但长、短期债务(银行借款)总额为64.03亿元,占负债总额的72.88%,有利息债务比重较大。贷款银行主要有进出口银行、中国银行、工商银行等,公司具有良好的信用记录,并与有关商业银行保持良好的合作关系。

从附表4反映的数据看,公司近3年的负债比率略有增长,2001年底为76.76%,与国内同行业的负债水平(平均负债比率约为78.2%)相比较,公司目前的负债水平属于正常。但长期资本化比率和全部资本化比率较高,2001年底分别为60.86%和70.56%,表明公司债务负担较重,债务水平偏高。本期债券发行后,公司将减少部分银行借款,以减轻利息负担,负债比率与资本化比率将稳定在现有水平。

3. 盈利能力分析

公司近4年销售收入、利润总额增长情况见图2。总体来看,受体制改革的影响,公司近两年销售收入有所下降,2001年已有所回升,经营状况趋于正常,公司现已签订几个大项目,公司预计2002年销售收入将有较大幅度增长;利润总额有所波动。从附表4看,公司销售利润率较高,前3年平均值为52.29%,整体盈利水平一般,前3年总资本盈利率和净资产收益率平均

值分别为4.45%和3.14%。



从收入构成看, 公司收入包括出口商品销售收入、提供劳务收入、代购代销收入(主要是代理进口的代理费收入)和利息收入。2001年收入构成见图3, 以出口商品销售收入为主。

从现金流量看, 2001年公司销售商品收到的现金为90896万元, 现金收入比为85.06%。由于库存商品及预订商品增加较多, 经营活动产生的现金流量净额为-91945万元。现金净增加额10529万元, 主要是筹资的增加。总体看, 公司现金流状况一般。

从今后的发展情况看, 随着公司在产业、贸易、市场及资产等方面进行较大规模的结构调整, 公司经营将趋于稳健, 主营业务突出, 预计盈利能力将逐年有所提高, 但盈利水平仍不会太高。

4. 偿债能力分析

从附表4看, 公司1999~2001年各年的流动比率和速动比率较高, 2001年底两项指标分别为192.67%和132.90%, 表明公司短期偿债能力较强。公司前3年利息倍数和债务保护倍数偏低, 利息支付能力及偿债能力较弱。

本期债券发行总额为10亿元, 其中3年期5亿元(3年期债券), 7年期5亿元(7年期债券)。截止2001年底, 公司长期债务余额415300万元。根据公司融资计划, 长期借款采取滚动使用的方法, 预计2002年至2004年分别偿还85000万元、120000万元、135000万元, 以后每年偿还10亿元, 公司每年将增加等额的长期借款, 使公司银行借款保持在60亿元左右(含本期债

券)。公司未来预测情况见附表2, 如考虑本期债券, 全部资本化比率预计在65%~70%。

此外, 截止2001年底, 公司有应收外汇13.50亿美元, 预计2002年至2009年每年可实际收汇分别为2.03亿美元、1.86亿美元、1.90亿美元、0.90亿美元、1.58亿美元、1.80亿美元、1.60亿美元和1.68亿美元, 其中2002年至2005年可收汇6.69亿美元(折合人民币55.53亿元), 2006年至2009年可收汇6.66亿美元(折合人民币55.28亿元)。为了保证本期债券按期偿还, 公司承诺将上述资金优先用于偿还本期债券本息。

按此预测, 公司到期债务偿还倍数平均值约为1.5倍, 偿债能力一般。

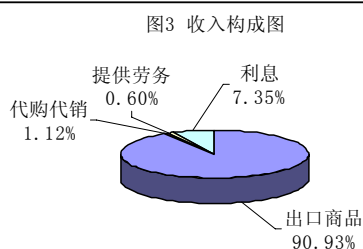
考虑到长期借款可以滚动使用的实际情况, 以公司实现的净利润及折旧、摊销作为偿还资金, 用于偿还本期债券。预计2002年至2004年偿债资金为51220万元, 3年期债券的偿债倍数为1.02倍, 如加上应收外汇555270万元, 3年期债券的偿债倍数达到12.13倍; 预计2005年至2009年偿债资金为64850万元, 7年期债券的偿债倍数为1.30倍, 如加上应收外汇552800万元, 7年期债券的偿债倍数达到12.35倍。因此, 本期债券实际具有较强的偿债能力。

七、担保实力分析

本期债券由中国航空工业第一集团公司(一集团)和中国航空工业第二集团公司(二集团)各提供5亿元担保。

一集团和二集团是经国务院批准, 在原中国航空工业总公司所属部分企事业单位基础上组建的特大型国有企业, 由中央直接管理, 并作为是国家授权投资的机构, 按国家控股公司方式运作, 对其全资企业、控投企业以及参投企业行使出资人权利, 实施国有资产的依法经营、管理和监督, 并承担保值增值责任, 同时对直接管理的科研事业单位的国有资产进行管理和监督。

一集团成立于1999年7月1日, 主要承担军、民用飞机和相关的发动机、机载设备、武器火



控系统和民用产品的研制、生产、销售、售后服务等业务，经营飞机租赁、通用航空服务、工程勘察设计与承包建设、房地产开发、技术咨询服务等第三产业。一集团拥有大中型工业企业53家，科研院所31个，从事航空外贸、物资供销、科技与产品开发等专业公司与事业单位19个，企业员工23.6万人，科研院所员工4.5万人。截止2000年底，一集团资产总额571.71亿元，固定资产原值232.16亿元，净资产157.61亿元；2000年实现销售收入198.07亿元，利润总额-3003万元。

二集团研制生产的航空产品包括直升机、运输机、教练机、强击机、通用飞机、无人驾驶飞机等军民用航空器和相关发动机、机载设备等，还经营通用航空服务、航空产品转包生产、工程勘察设计和承包建设、房地产开发等业务，拥有工业企业54个，科研院所3个，其他企事业单位22个，员工21万人。截止2000年底，二集团资产总额472.13亿元，固定资产原值179.57亿元，净资产129.09亿元；2000年实现销售收入192.04亿元，利润总额-3806万元。

近3年一集团、二集团财务状况见表2。一、二集团的财务状况相似，负债水平较高，债务负担较重，盈利水平较差，近两年略有亏损。但两集团公司均是由中央直接管理的特大型国有企业，资产规模大，实力雄厚，并且近几年销售收入稳定增长，具有较大的资金实力，在国家中具有重要的战略地位，其实际担保能力较强。

表2 一、二集团财务状况 (单位: 亿元, %)

项 目	一集团			二集团		
	1998	1999	2000	1998	1999	2000
资产总额	362.3	513.0	571.7	317.2	441.4	472.1
净资产	102.9	146.2	157.6	92.01	113.1	129.1

销售收入	136.1	159.0	198.1	146.0	164.4	192.0
利润总额	0.82	-3.16	-0.30	0.60	-1.21	-0.38
资产负债率	67.08	67.01	67.40	66.32	69.66	66.16
资本化比率	52.93	53.01	50.62	49.81	53.27	48.82
净资产收益率	-0.23	-2.37	-0.83	-0.78	1.83	1.77
流动比率	103.9	112.6	112.8	106.6	117.3	125.5

八、综合评价

国防工业是国家综合国力的重要支柱，加强国防建设，是维护国家安全和社会主义现代化事业顺利发展的重要保证。航空工业作为国防工业的重要部门，其发展潜力更大。从行业看，军贸行业易受国际形势及政治因素等的影响，经营不确定因素较多，但目前国际形势对军贸行业比较有利。公司成立以来一直是我国航空工业对外贸易的主窗口和主渠道，主营业务具有很强的行业垄断性。公司现已形成了以航空为本、以进出口贸易为主体，集工业、新产品开发、国内贸易、房地产及物业管理等为一体的综合经营模式，具有较大经济规模，有较强的竞争力和抵御风险能力。公司目前负债水平较高，债务负担较重，短期偿债能力较强，盈利水平一般。公司未来现金流状况较好，有良好的偿债意愿和信用记录。本期债券由中国航空工业第一集团公司和中国航空工业第二集团公司分别提供担保，为债券的按期偿还提供了一定保障，且公司承诺将未来几年稳定的应收外汇收入优先用于偿还本期债券本息。因此，本期债券按期还本付息的风险很小。