

军工企业改制重组大幕徐徐开启

●纵观《军工企业股份制改造实施暂行办法》，其主要核心内容包括三个方面：(1) 军工企业的改制上市，将按照国有资本占军工企业的出资比例，分国有独资、国有绝对控股、国有相对控股和国有参股四大类型进行。(2) 明确规定了各类社会资本参与军工企业改制和承接军工业务的相关要求。(3) 明确了军工企业改制重组、保密工作的具体流程与规范。

●《军工企业股份制改造实施暂行办法》和《中介机构参与军工企事业单位改制上市管理暂行规定》的出台，标志着各类军工企业重组改制的政策条件基本具备，即将进入具体的操作实施阶段，对于军工企业的市场化发展与军工行业的社会化配套都将产生深远的影响。

●军工企业重组改制后，将大量引进各类社会资本，从而改变军工企业过去只靠国家投入的融资模式，将会有更多的军工企业借助资本市场进行融资和发展。

◎长城证券 航天军工行业研究小组

11月15日，国防科工委公布了《军工企业股份制改造实施暂行办法》和《中介机构参与军工企事业单位改制上市管理暂行规定》，这是今年以来继《非国有经济参与国防科技工业建设的指导意见》、《推进军工企业股份制改造的指导意见》之后，国防科工委出台的关于军工企业股份制改造的最新规定。

纵观《军工企业股份制改造实施暂行办法》(下称《办法》)，其主要核心内容包括三个方面：

1、军工企业的改制上市，将按照国有资本占军工企业的出资比例，分国有独资、国有绝对控股、国有相对控股和国有参股四大类型进行。其中，国有独资军工企业应改制为一个或一个以上国有企业出资的有限责任公司；国有绝对控股军工企业，鼓励境内资本参与其改制，并可在境内资本市场融资；国有相对控股军工企业，鼓励境内资本和有条件的允许外资参与改制，可有条件的在境内外市场融资；国有参股军工企业，鼓励采取多种形式，引入境内外资本参与改制。

2、明确规定了各类社会资本参与军工企业改制和承接军工业务的相关要求。其中，国有控股的境内上市公司可以对国有控股的军工企业实施整体或部分收购、重组；禁止外资并购国有独资、国有绝对控股的军工企业；限制外资并购国有相对控股的军工企业；允许外资并购改制为国有参股的企业。

此外，改制要求中还规定了，改制后企业承接军工业务，需重新申请武器装备科研生产许可证，保证军品业务质量，按时完成军品订单，保证军品相关设备和科研条件的完善；严格执行国家安全保密法律法规，建立保密工作制度、保密责任制度和军品信息披露审查制度；改制后企业控股股东发生变化、董事长及总经理发生变动及选聘境外独立董事、发生重大收购行为，收购方独立或与其他一致行动人合并持有上市公司5% (含) 以上股份时，均需报国防科工委批准。

3、明确了军工企业改制重组、保密工作的具体流程与规范。军工企业改制需提交申请文件、具体改制方案、保密工作方案、资产保护措施、公司章程、出资方的相关协议、申请人与中介机构的有关协议等材料。涉及改制上市的，需另提交军工企业上市框架方案。

军工企业重组改制步入可操作阶段

军工企业股份制改造实施暂

行办法》中，对军工企业改制类型，各类社会资本参与改制与流程与要求，改制重组、上市以及保密工作的流程与规范进行了详细的规定，是对《关于推进军工企业股份制改造的指导意见》政策的细化，具备较强的可操作性。《中介机构参与军工企事业单位改制上市管理暂行规定》对参与军工企业改制重组过程中，提供资产评估、审计、法律事务、证券发行保荐及常年中介服务的境内中介机构准入条件、申请流程、保密资格和日常规范提出了具体的要求，具备良好的指导性。

上述两个文件的出台，标志着各类军工企业重组改制的政策条件基本具备，即将进入具体的操作实施阶段，对于军工企业的市场化发展与军工业务的社会化配套都将产生深远的影响。

非核心军工业务市场化改革进程开启

军工企业重组改制的加快，意味着军工业务的市场化改革进程逐渐开启。

《办法》规定，改制后的军工企业，在重新申请取得武器装备科研生产许可证并具备相关科研和生产的条件下，可以承接军品业务。这就意味着其他国有资本以及有条件的社会资本，可以通过改制后的军工企业，参与非核心军工产品生产配套业务。联系到最近军队后勤保障社会化配套改革试点的推行，可以认为随着军工企业分类股份制改造的推行，相关非核心军工业务也将逐步迈向市场化经营和配套的过程。

军品业务分离步伐将加快

《办法》对军工企业的四大类改制类型进行的规定，是对《关于推进军工企业股份制改造的指导意见》中对军工企业禁止类、限制类和放开类进行股份制改造原则的延续。遵循这样的思路，军工企业重组改制后，将大量引进各类社会资本，从而改变军工企业过去只靠国家投入的融资模式，将会有更多的军工企业借助资本市场进行融资和发展。军工企业要借力资本市场，必须对现有军品业务进行分离，理顺经营层次与产权关系，才能符合现代企业制度规范和改制上市的相关要求。因此，可以判断：《办法》出台后将会有更多的军工企业开始重视和利用资本市场进行融资，这将促使军工企业从自身实际利益和长远发展的角度出发，从制度和行动上推进军品业务的分离和独立。

掀起新一轮资产注入与改制上市潮

《办法》规定，鼓励国有绝对控股、国有相对控股以及国有参股的军工企业，在重组改制后可以在境内或境外资本市场上上市融资。随着军工企业重组改制的深入，以及军品业务分离进程的推进，将会有越来越多的符合条件的股份制军工企业在境内外上市；同时，军工企业通用设备、非主业资产辅业，将会以市场化方式，通过划拨、重组、并购、出售等多种形式进行整合，资本市场上将会有更多的以民品业务为主的军工控股上市公司出现。新一轮的军工企业业务整合、资产注入以及改制上市的大潮将会掀起。

关注三大类相关上市公司

具体到上市公司层面，未来一个时期，军工板块投资机会将主要集中在以下三类企业当中：

1、民品业务龙头企业

从军工企业剥离或独立出来，大股东具有军工背景，但企业主营业务有望发展成为民品业务龙头的上市公司。如一航旗下民品业务的旗舰公司——西飞国际、力源液压，以税控设备与信息系统服务为主的航天信息、以地铁业务为主的北方国际，以及以大型货轮船舶制造为主的中国船舶等公司。

2、具备参与军工业务资格的上市公司

《办法》鼓励国有控股企业参与军工企业重组改制，进行股份制改造后的军工企业，具备相关资质和科研生产能力的，仍可继续承接军品业务。目前上市公司中有一批兼有军品和民品业务企业，未来有望率先成为参与其他非上市军工企业改制重组的生力军，通过控股或参股改制后的军工企业，进一步壮大军品业务配套生产能力，提高企业的整体经营效益。建议投资者重点关注航天电器、晋西车轴、北方创业、中国卫星、航天通信等。

3、具备资产注入与业务重组预期的公司

随着军工企业军品业务分离进程的加快，军工集团将进一步梳理整合相关业务板块，将核心军品业务、军品配套业务、民品业务以及其他非主营业务进行分拆和剥离。这类上市公司有望成为集团除军品业务外，进行资产重组与资本运作的平台，未来将有较大的外延式增长空间。建议投资者积极关注中国嘉陵、北方天鸟、风帆股份、广船国际等上市公司。

合实施方法的迷茫，军工企业资产整合的力度和范围有望进一步扩大，整合的步伐有望加快。另外，办法的出台不仅便于理顺军工企业改制向监管机构申请报批的流程，同时也体现出科工委及证监会将对国防敏感性资产实施资本运作各个层面的监管态度更加审慎。

对二级市场长期利好，短期影响有限。在大部分军工资产仍未实现改制和上市的背景下，军工类上市公司的资本运作仍将持续，办法的公布对于行业二级市场是长期利好。而虽然科工委本次发文加速了市场对军工上市公司资本运作的预期，但涉及到更深层次的资产整合、改制和申请报批无疑将会更加复杂，时间跨度无法预料。短期内上市公司基本面不会发生实质性变化，受办法公布的影响有限，仍建议投资者关注行业地位突出，业绩增长较为明确的公司。

完成整体改制上市条件还不成熟。因此，可以理解，本次办法的公布更加针对十大军工集团下属的二级军工企业改制。目前二级军工企业下属在内地及香港交易的上市公司共计50家以上，而拥有上市公司平台的二级军工企业实施改制及资产运作则具备相对更高的可操作性。

操作程序及监督管理几个方面提出更加明确的实施办法。办法无疑将推进军工企业改制。国防科工委此次发文针对军工企业改制及资产整体上市办法方面给出明确的政策指引，这无疑对科工委下属十家军工集团公司及上市公司层面未来改制及上市提供政策面强有力的支持。

先以二级军工企业改制为主。据了解，目前国防科工委下属十家军工集团(一级企业)各自资产庞杂并且改制工作难度较大，短期内

◎中金公司 黄海

国防科工委于2007年11月15日公布《军工企业股份制改造实施暂行办法》。本办法是在之前发布的《国防科工委、发展改革委、国资委关于推进军工企业股份制改造的指导意见》基础上的细化，在军工企业改制类型、改制要求、保密安全、审批程序及监督管理几个方面提出更加明确的实施办法。办法无疑将推进军工企业改制。国防科工委此次发文针对军工企业改制及资产整体上市办法方面给出明确的政策指引，这无疑对科工委下属十家军工集团公司及上市公司层面未来改制及上市提供政策面强有力的支持。

先以二级军工企业改制为主。据了解，目前国防科工委下属十家军工集团(一级企业)各自资产庞杂并且改制工作难度较大，短期内

彻底扫除主要障碍

◎东方证券 陈刚

近日国防科工委公布了《军工企业股份制改造实施暂行办法》(简称《办法》)和《中介机构参与军工企事业单位改制上市管理暂行规定》(简称《规定》)。作为计划经济仅存的几个堡垒之一，军工行业市场化改革将是顺势而为，行业的投资机会主要在于资产的注入。《办法》和《规定》两大文件彻底扫除了目前制约军工行业资产注入上市公司的主要障碍和制约因素，相信未来1至2年将会有一个军工资产股份制改造的高潮，行业将迎来一个股份制改造和资产证券化的大变革时代，相关上市公司将会明显受益。

资产注入仍在紧锣密鼓地进行。虽然军工股价一直在波动，但根据跟踪了解，军工上市公司的资产注入正在有序地进行，相信未来几个月将有一大批军工企业进行注资和重组。只要资产注入是实质性进行，那么，军工股价将会持续得到支持。

目前以提高军工行业的配置，由于军工上市公司规模较小，建议进行组合投资，可以选择的投资组合如下：

——资产注入组合。航天科技、航天通信、航天信息、成发科技、航天动力和南岭民爆等。

——价值组合(指已经完成资产注入，公司的业绩将会稳定增长，长期投资价值明显)。西飞国际、火箭股份、辽通化工、中国卫星、航天电器和雷鸣科化等。

——港股：中航科工，作为中国航空工业唯一海外上市平台，随着一二航整合的加速，中航科工整合预期强烈。

本土券商将独享 军工企业改制上市“盛宴”

◎东海证券 姚军

经过长时间研究，国防科工委日前终于出台了《军工企业股份制改造实施暂行办法》以及《中介机构参与军工企事业单位改制上市管理暂行规定》，鼓励境内资本以及有条件的允许外资参与军工企业改制。

根据《暂行办法》规定，经国防科工委批准，国有控股的境内上市公司可以对国有控股的军工企业实施整体或部分收购、重组。但是，上述收购、重组行为必须受到国防科工委的监管。同时，军工企业整体或部分改制上市，及以其他方式进入上市公司的，还须编制军工企业上市框架方案。

按照《暂行办法》规定，本土券商将独享军工企业改制上市的盛宴。国防科工委下发的《中介机构参与军工企事业单位改制上市管理暂行规定》明确，申请参与军工企业改制上市资格审查的中介机构须无外资参股或外资背景。

《暂行办法》为军工企业的改制提供了政策指引和保障，将加快军工企业改制及相关上市公司整体上市进程，从而促进军工企业的跨越式发展。

看好军工类上市公司具有整体上市潜力的公司，建议重点关注中国卫星。

10个月密集出台7项政策

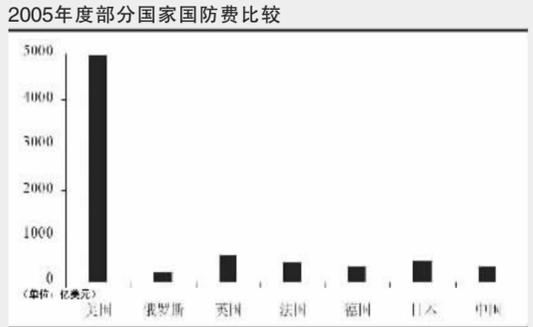
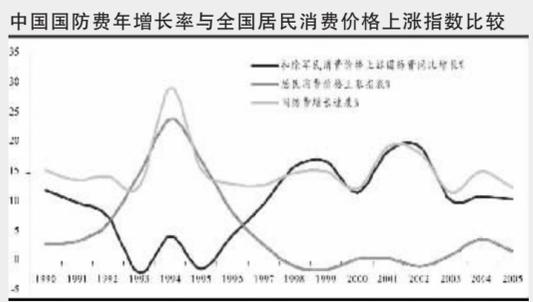
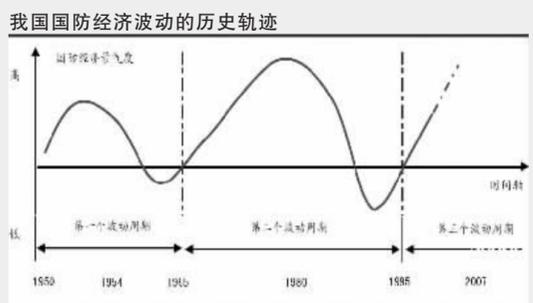
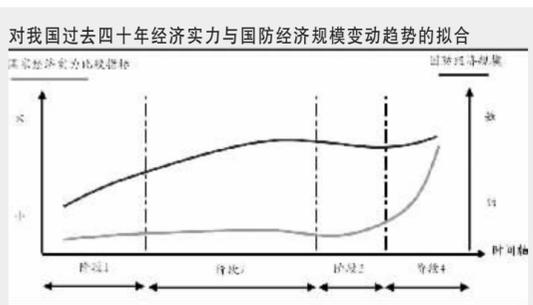
◎天相投顾

2007年11月15日，国防科工委出台了《军工企业股份制改造实施暂行办法》，以及《中介机构参与军工企事业单位改制上市管理暂行规定》。鼓励境内资本以及有条件的允许外资参与军工企业改制。

加上此次出台的两个政策，从今年2月份到现在国防科工委已经陆续出台了7个政策，鼓励军工企业进行改制，并积极推进有能力的企业整体上市。由于在军工企业股份制改造中，“核心军工资产能否上市”一直是改革中无法回避的问题，随着《暂行办法》的出台，有关军工上市的规定很好地解决了这一问题，我们预计军工企业在资本市场的动作将会加大，今后几年军工企业将迎来军工资产上市的高峰期。

军工企业业绩有望提升。目前，由于军工企业大部分优质核心资产没有进入到上市公司，进入到上市公司的只是一部分民品或者军用零部件产品，毛利率较高的总装资产和核心军工资产并没有进入到上市公司中去，所以，上市公司普遍不能充分分享到行业景气带来的业绩提升。随着《暂行规定》的出台，盈利能力较高的军工核心总装资产进入到上市公司的速度必然加快，上市公司的业绩也有望得到较大的提升。

积极关注相关军工集团改制。在各大军工集团中，建议投资者关注中航一集团、中航二集团和航天科技集团的改制，三大集团旗下上市公司：西飞国际、成发科技、洪都航空、火箭股份和中国卫星有望成为集团核心资产整合的平台。



今年出台的军工行业政策一览

时间	政策名称	政策要点
2007.2.27	《关于非国有经济参与国防科技工业建设的指导意见》	鼓励和引导非国有资本进入国防科技工业建设领域，鼓励和引导非国有资本参与军品科研生产任务的竞争和项目合作、军工企业改制和军民两用高科技开发及其产业化。
2007.3.1	《大力发展国防科技工业民用产业的指导意见》	充分利用资本市场推动产业发展，鼓励各类社会资本通过收购、资产置换、合资等方式，进入军工民品企业，推动优质资源集中。以军工上市公司为平台，吸收社会资本，实现快速发展。鼓励开放能力企业整体上市，承担关键系统和特殊专用配套的保留能力企业，在国家控股的情况下可国内上市，承担总体和系统集成的保留能力企业，其中的开放能力在剥离后可国内上市。
2007.3.5	《深化国防科技工业投资体制改革若干意见》	将投资领域分为放开类、限制类和禁止类。其中放开类，鼓励社会资本进入，不限投资比例；限制类，允许社会资本进入，但重要领域须由国家控股；禁止类，实行国有独资。对外资进入国防科技工业领域的，除执行本意见的有关规定外，还要符合国家在国防安全、技术保密、国民属性等方面的规定。
2007.6.22	《关于军工企业股份制改造的指导意见》	对从事重要武器装备生产的其他重点军工企业，根据承担武器装备生产的重要程度，实行国有绝对控股、相对控股、参股等多种形式的股份制改造，鼓励引入境内资本和有条件的允许外资参与企业股份制改造，鼓励符合条件的企业通过资本市场进行融资。鼓励和支持以民品为主，从事军民两用产品、一般武器装备及配套产品生产的军工企业引入各类社会资本实施股份制改造，具备条件的军工企业可以在境内外资本市场上融资。
2007.8.6	《非国有经济参与国防科技工业建设指南》	《指南》明确，非国有资本参与国防科技工业建设的具体范围包括：军工基础设施建设投资、国防基础科研项目、军工配套科研项目、军品科研生产任务；军工企业的改制改制；以及采取多种方式与军工企业合作，参与军民两用高科技开发及其产业化发展。
2007.11.15	《军工企业股份制改造实施暂行办法》	经国防科工委批准，国有控股的境内上市公司可以对国有控股的军工企业实施整体或部分收购、重组。但是，上述收购、重组行为必须受到国防科工委的监管。同时，《暂行规定》对四种军工企业的改制进行了不同的规定。
2007.11.15	《中介机构参与军工企事业单位改制上市管理暂行规定》	申请参与军工企业改制上市资格审查的中介机构须无外资参股或外资背景。

资料来源：天相投顾整理