

2023年08月18日
有色金属

ESSENCE

行业深度分析

证券研究报告

提质增效，工业支柱产业有望迎来价值重估——有色金属国企改革专题报告

投资评级 **领先大市-A**
维持评级

国企改革深化10年，有色金属战略地位愈发凸显

我国国有企业改革经历四十余年历程，国改进入深化阶段已十年。2023年7月，新一轮国改深化提升行动正式启动。当下有色金属战略地位愈发凸显，而有色金属行业内国企营收占比高，占比近43%，国企改革将利好有色金属行业发展。

过去十年，我国经济发展进入新常态，投资需求增长的空间正在从传统产业转向新兴产业。外部环境方面，美国利率水平大幅抬升，中美GDP总量差距的缩小，也使得两国博弈进入新阶段。

有色金属作为工业生产的重要原料，其供应安全性已成为各国关注的焦点。有色金属强劲的需求与其不可再生性和稀缺性共存，愈发凸显了有色金属行业的战略地位。有色金属的价值，也已在金属价格中枢的上移中体现出市场对有色金属的供应风险、需求增长的一定认知。

√政策端，欧美澳和我国相继颁布关键矿产、关键材料清单，美国IRA通胀削减法案和欧盟CRMA关键原材料法案，分别通过对税收补贴提出原材料产地要求、对材料自给率给出远期目标，捍卫资源供应安全。

√供给端，有色金属本身的资源分布就不均匀，而部分资源富集的国家采取多种资源保护主义政策，进一步增加了有色矿产资源的供应风险。

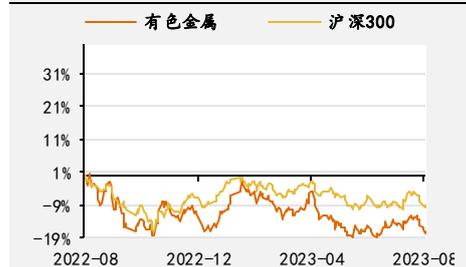
√需求端，有色金属的下游需求正在从建筑等传统需求，向着高附加值、高增速转型，转向更为广泛且重要的战略新兴行业。产业升级背景下，关键设备材料国产替代重要性大大提升。

√价格上，有色金属价格在周期性波动中中枢抬升。2013年以来，金属价格经历了2轮周期性上涨，CRB金属现货指数呈现出中枢上移的特征。当下中美库存周期探底，未来需求回暖若迎来共振补库，有望进一步提振有色金属价格。

对有色金属央企来说，在当前宏观背景下，央企除了需要提升自身经营能力外，更需要在金属战略资源供给的保护和开发上承担重要角色。例如中国稀土集团在整合后，国内稀土行业集中度进一步提升，供给格局也愈加有序。

首选股票 目标价(元) 评级

行业表现



资料来源: Wind 资讯

| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
|------|------|------|-------|
| 相对收益 | -1.3 | 0.9 | -7.5 |
| 绝对收益 | -2.3 | -2.3 | -16.7 |

覃晶晶 分析师
SAC 执业证书编号: S1450522080001
qinjj1@essence.com.cn

相关报告

| | |
|----------------------------|------------|
| 海外加息必要性减弱，旺季来临关注顺周期机会 | 2023-08-13 |
| 政策预期持续转暖，继续看好顺周期布局机会 | 2023-08-06 |
| 国内政治局会议政策预期转向，看好顺周期产业链 | 2023-07-30 |
| 加息近终点降息声渐起，继续看好黄金和铜板块 | 2023-07-29 |
| 7月美联储会议加息周期接近尾声，关注国内重要政策节点 | 2023-07-23 |

目 经营指标体系优化，“一利五率”助力有色央国企业绩提质

首先，从业绩上看，我们复盘了“一利五率”经营指标体系下的有色上市央国企表现，尤其是有色上市央企，发现：

√央企去杠杆效应明显。2019年以来，有色上市央企去杠杆效果显著，资产负债率呈现出稳定下降的趋势，大部分央企资产负债率已降至65%以下。2019-2022年，央企资产负债率均值自60.44%降至50.67%。

√央企ROE维持正增长。2019年-2022年，有色上市央企ROE均值自2.2%升至11.2%。有色上市央国企利润均值维持正增长，且平均利润增速均超过GDP同比增速，有色上市央企2019-2022年平均利润年均复合增长率达72%。金属价格中枢整体上移抬升毛利率水平；另一方面，财务费用、管理费用、销售费用率下降提振利润水平，这得益于降杠杆后负债规模减少、公司治理优化后人员效率的抬升、及宏观环境下融资成本下降等多个方面。

√营业现金比率显著提升。2019-2022年，有色上市央企平均营业现金比率自6.84%上升至8.64%，其中存货周转率和应收账款周转率基本维持改善趋势，央国企的销售能力、存货管理水平、回款能力均有提高。

√研发投入强度显著增加。2019-2022年有色上市央企平均研发投入强度自1.24%升至2.23%，上升0.99pct，2022年央企的研发投入强度均值已显著超过民营企业和地方国企。有色金属行业的央国企研发支出方向，主要在2方面：（1）专精特新示范企业，聚焦技术攻关和产业引领（2）上游矿企增强资源储备，智慧矿山智能化提升开采效率。

√全员劳动生产率维持正增长。据我们计算，2019-2022年，有色上市央企的平均全员劳动生产率已自15.29万元/人升至58.43万元/人，年均复合增长率55.6%。央国企通过以混促改、股权激励、推进“三能”机制等方式，激发企业动能。

2023年，“一利五率”的新标准考核体系执行后，在有色央国企量、价、利都有望继续提升的情况下，未来行业内央国企的业务质量预计将迎来进一步改善。

我们也进而对比了我国有色行业领先央国企与海外一流企业的经营表现，我们选取了黄金、铜、铝三个子行业，做了资源量、产量、盈利和估值多维度的对比。总的来说，对标海外一流企业，在黄金和铜子行业，国企在产储量等方面仍具成长空间，铝企未来估值具有进一步提升的潜力。

目 并购重组、资本开支打造产业优势，央国企价值有望重估

其次，有色行业国企通过增加资本开支投资项目、并购重组等方式，行业集中度进一步提升，且盈利能力明显增强。

资本开支方面：

√在公司重要在建工程项目预算情况方面，据各公司 2022 年年报，从总量上看，支持公司主营业务和原有产业链环节的在建工程项目，仍然占公司主要的资本开支总额；从边际上看，有色央国企以向产业链下游深加工延伸和以投向新能源相关的金属品种为主，如江西铜业布局锂电铜箔、紫金矿业布局磷酸铁锂产线、建设拉果错盐湖锂矿等。

√在央国企再融资项目方面，从 2018 年 1 月-2023 年 6 月央国企的定增和可转债发行融资支持的项目上看同样，企业将主要资金用于投资主营业务（金属品类上以工业金属和贵金属为主），从边际上看，有色央国企以向产业链下游深加工延伸为主，也存在向上游矿产端延伸，包括北方铜业投资压延铜带箔和覆铜板，株冶集团收购湖南水口山股权布局铅锌矿资源等。开拓新金属品种业务上，以投向工业金属为主，如西部黄金布局锰业务。

并购重组方面：

有色行业央国企通过推进专业化整合、产业化整合，将有助于重塑央国企的价值。

√专业化整合：主要指企业通过横向整合，提高企业集中度，增强集约化管理，主要包括整合、分拆、清退 3 种形式。整合方面，当下存在资源整合预期的央国企有中国稀土、山东黄金、云南铜业、西部黄金等。分拆方面，铜陵有色、厦门钨业和江西铜业分别将新兴业务分拆成新产业子公司独立上市，将促进新产业子公司的价值增值，提高原上市公司的综合竞争力。清退方面，“两非”“两资”清退已成果显著，未来这部分清退工作仍将继续推进，例如厦门钨业正在剥离房地产业务。

√产业化整合：主要指央国企建设产业集群，更好推进战略性新兴产业发展。有色金属下游应用的多个领域属于战略性新兴产业，未来重点关注新材料和新能源领域的产业化整合。例如云海金属引入中国宝武集团全资子公司宝钢金属作为控股股东后，将实现国资对云海金属的实际控制，宝武集团将在新材料产业和汽车领域助力云海金属，也将有助于有力推进我国镁金属产业发展，宝钢金属和云海金属共同出资的宝镁项目，将被打造为全球最大的镁合金生产基地。

目 有色央国企受益于国企改革，股息提升估值有望迎来重塑

新一轮深化提升行动正式启动之际，有色央国企有望从国企改革中深度受益。一方面，有色金属资源的稀缺性在各国对产业链安全日益重视的情况下愈发凸显，有色金属未来有望迎来价值重估，价格中枢进一步抬升可期。另一方面，国企改革进程中，央国企的并购重组和资本开支将促进产业优势提升和转型升级，央国企也将在“一利五率”的要求下致力于提升公司的费用管理、公司治理等多方面经营能力，央国企有望迎来 ROE 等业绩指标的实质性提质增效。

有色央企发放股息的企业比例及股息率，自 2019 年以来持续提升，有色行业估值中枢有望上移。2019 年以来，全部 A 股上市央企中，发放股息的企业数量占比从 65.1% 提升至 67.4%，仅上升 2.3pct。有色行业 A 股上市央企中，发放股息的企业数量占比从 46.8% 提升至 68.1%，上升 21.3pct，提升幅度显著。股息率方面，2019 年以来，全部 A 股上市央企的平均股息率自 1.62% 上升至 1.91%，同期有色行业 A 股上市央企平均股息率自 0.82% 上升至 1.73%，股息率持续增长。有色央企股息的增长反映了企业盈利能力和现金流的改善，股息的增长将有助于有色央企的价值得到更多投资者的认可，成为资本市场中收益稳定的“避风港”，进而实现估值中枢的上移。

投资建议

基于有色央企的 ROE、股息率、股权激励和公司股价市盈率分位数的综合评估，我们对 48 家有色央企的 2022 年各项指标表现，及 2020-2022 年各项指标三年均值表现，分别计算了综合评估值，计算公式为 $(40\% \times \text{ROE} + 30\% \times \text{股息率} + 30\% \times \text{是否股权激励}) \times (1 - 2018 \text{ 年以来股价市盈率分位数})$ 。建议关注 2020-2022 年发放股息、实施股权激励计划、且综合评估相对领先的神火股份、厦门钨业、中钢天源和中金黄金。

风险提示：原材料价格大幅波动，下游需求不及预期，项目进展不及预期，政策执行力度不及预期，统计误差。

内容目录

| | |
|--|----|
| 1. 有色板块国有资本占比高，或从国企改革深度受益..... | 9 |
| 1.1. 有色板块国企分布广泛历史悠久，行业可从国企改革广泛受益..... | 9 |
| 1.1.1. 央企体量庞大成体系，上市公司具备实力雄厚的背景保障..... | 11 |
| 1.1.2. 地方国企既具备政府背景，也便于整合当地优势资源..... | 12 |
| 1.1.3. 研究院下属国企研发能力强，上市公司技术背景丰富..... | 14 |
| 2. 国改进入深化阶段十年之际，新一轮深化提升行动正式启动..... | 15 |
| 2.1. 2013 年，国企改革进入全面深化阶段..... | 15 |
| 2.2. 2020-2022 年，国企改革三年行动圆满收官..... | 16 |
| 2.3. 2023 年，新一轮国改深化提升行动正式启动..... | 17 |
| 2.3.1. 推进央国企并购重组，发展壮大战略性新兴产业..... | 18 |
| 2.3.2. 经营考核指标体系下，“一利五率”促进央国企提升经营质量..... | 18 |
| 2.4. 国改深化 10 年，有色金属战略地位愈发凸显..... | 19 |
| 2.4.1. 宏观：经济进入新常态，中美博弈进入新阶段..... | 19 |
| 2.4.2. 供应：有色金属资源供应成焦点，央国企承担资源战略使命..... | 20 |
| 2.4.3. 需求：有色金属下游需求产业升级，央国企致力增强自主可控能力..... | 25 |
| 2.4.4. 价格：供给受限新兴需求崛起，有色金属价格中枢抬升..... | 26 |
| 3. 并购重组、资本开支打造产业优势，央国企价值有望重估..... | 27 |
| 3.1. 资本开支边际变化：开拓新能源，一体化延伸..... | 28 |
| 3.2. 专业化整合：整合推动优质资源向上市公司汇集，分拆促进子企业价值重塑..... | 31 |
| 3.2.1. 整合：避免同质化竞争，打造产业链竞争优势..... | 31 |
| 3.2.2. 分拆：上市公司子企业分拆上市，铜箔正极材料业务估值重塑..... | 31 |
| 3.2.3. 清退：剥离“两非”“两资”资产，有效帮助企业提升运营效率..... | 32 |
| 3.3. 产业化整合：助力下游战新产业，加快产业升级步伐..... | 33 |
| 4. 经营指标体系升级优化，“一利五率”助力有色央企..... | 34 |
| 4.1. 复盘：经营指标体系优化，有色央企经营质量显著提升..... | 34 |
| 4.2. 资产负债率：去杠杆效应明显，后续或逐渐企稳..... | 35 |
| 4.3. 利润：行业利润持续增长，净利率和资产周转率推动有色央企 ROE 改善..... | 36 |
| 4.3.1. 利：毛利率提升与期间费用率下降共同推动，央企净利率显著改善..... | 38 |
| 4.3.2. 量：十四五规划兼重资源开采和新材料产业，上下游携手增量提质..... | 40 |
| 4.3.3. 价：金属价格中枢将进一步抬升..... | 41 |
| 4.4. 研发投入强度：聚焦技术攻关、智慧矿山、矿山集约开发..... | 42 |
| 4.5. 全员劳动生产率：员工激励多措并举，管理效能持续提高..... | 43 |
| 4.5.1. 以混促改实施员工持股，激发企业内生活力..... | 44 |
| 4.5.2. 股权激励全面铺开，市场化经营提高经营效率..... | 45 |
| 4.5.3. 推进“三能”机制激发企业活力，优化内控和董事会结构提升决策效率..... | 47 |
| 4.6. 现金流：存货管理和回款能力维持改善趋势，收入质量更具保障..... | 47 |
| 4.7. 对标海外一流，有色国企仍有进一步提质空间..... | 47 |
| 4.7.1. 黄金行业：山东黄金产量提升空间较大，期待未来进一步提质..... | 48 |
| 4.7.2. 铜行业：紫金矿业储量领先，具备强增产潜力..... | 49 |
| 4.7.3. 铝行业：中国铝业资源储备领先，估值有望提升..... | 50 |
| 5. 结论及投资建议..... | 51 |
| 5.1. 有色央国企受益于国企改革，股息提升估值有望迎来重塑..... | 51 |
| 5.2. 投资建议..... | 52 |

| | |
|--|----|
| 5.2.1. 神火股份：铝煤量价齐升 ROE 表现亮眼，股息率上升回馈股东..... | 53 |
| 5.2.2. 厦门钨业：光伏钨丝扩产超预期，加速剥离房地产或实现轻装上阵..... | 54 |
| 5.2.3. 中钢天源：磁材检验双轮驱动，混改股权激励激发企业活力..... | 55 |
| 5.2.4. 中金黄金：唯一黄金央企上市公司，利润增长提供丰厚分红..... | 56 |
| 5.3. 风险提示 | 56 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1. 2021 年规模以上工业企业营收（亿元）..... | 9 |
| 图 2. 2021 年有色金属矿采选业企业营收（亿元）..... | 9 |
| 图 3. 中国五矿集团有色板块上市公司分布..... | 11 |
| 图 4. 中国铝业集团有色板块上市公司分布..... | 12 |
| 图 5. 中国黄金集团上市公司分布..... | 12 |
| 图 6. 中国有研科技有色板块上市公司分布..... | 12 |
| 图 7. 铜陵有色集团有色板块上市公司分布..... | 13 |
| 图 8. 江西铜业集团有色板块上市公司分布..... | 13 |
| 图 9. 广晟控股集团有色板块上市公司分布..... | 14 |
| 图 10. 陕西有色集团有色板块上市公司分布..... | 14 |
| 图 11. 西北有色研究院旗下企业股东结构..... | 14 |
| 图 12. 中科三环股东结构..... | 15 |
| 图 13. 盛和资源股东结构..... | 15 |
| 图 14. 国企改革历史沿革..... | 16 |
| 图 15. 十种有色金属产量..... | 17 |
| 图 16. 采矿业和有色金属冶炼及压延加工业产能利用率..... | 17 |
| 图 17. 有色金属采选业期间费用情况..... | 17 |
| 图 18. 有色金属冶炼及加工业期间费用情况..... | 17 |
| 图 19. 有色金属采选业利润和利润率..... | 17 |
| 图 20. 有色金属冶炼及加工业利润和利润率..... | 17 |
| 图 21. 央企经营考核指标变化..... | 19 |
| 图 22. 中美经济周期走向错位..... | 20 |
| 图 23. 中美 GDP 现价差距维持缩小趋势..... | 20 |
| 图 24. 美联储快速加息背景下，中美利差出现逆转..... | 20 |
| 图 25. 美元指数整体上行..... | 20 |
| 图 26. 美国关键材料短期风险评估..... | 21 |
| 图 27. 美国关键材料中期风险评估..... | 21 |
| 图 28. 铜精矿产量及增速情况..... | 23 |
| 图 29. 2022 年前十大铜矿资本开支项目..... | 23 |
| 图 30. 铜资本开支及增速情况..... | 23 |
| 图 31. 铜资本开支及铜价情况..... | 23 |
| 图 32. 中国稀土集团战略重组历程..... | 24 |
| 图 33. 中国稀土股权结构..... | 24 |
| 图 34. 2022 年稀土资源分布情况..... | 24 |
| 图 35. 2022 年稀土国内冶炼指标分布..... | 24 |
| 图 36. 稀土产业链示意图：下游多用于新能源汽车、高端制造等战新领域..... | 25 |
| 图 37. 金属价格指数波动中中枢上移..... | 27 |

| | |
|--|----|
| 图 38. 中美库存周期共振探底..... | 27 |
| 图 39. 有色金属行业存货同比增速处于低位..... | 27 |
| 图 40. 有色金属矿采选业国有企业比例增加..... | 28 |
| 图 41. 有色金属矿采选业国企利润向好..... | 28 |
| 图 42. 有色金属上市央国企再融资支持项目产业链分布..... | 29 |
| 图 43. 有色金属上市央国企再融资支持项目金属品种分布..... | 29 |
| 图 44. 有色金属上市央国企在建工程项目拓展产业链情况..... | 30 |
| 图 45. 有色金属上市央国企在建工程项目拓展业务领域情况..... | 30 |
| 图 46. 有色金属上市央国企再融资支持项目拓展产业链情况..... | 30 |
| 图 47. 有色金属上市央国企再融资支持项目拓展业务领域情况..... | 30 |
| 图 48. 厦门钨业房地产业务股权架构图..... | 33 |
| 图 49. 云海金属引入宝钢金属后，将充分发挥双方优势助力企业发展..... | 34 |
| 图 50. 有色金属上市企业资产负债率中位数 (%)..... | 36 |
| 图 51. 有色金属上市央企平均有息负债及有息负债率..... | 36 |
| 图 52. 有色金属上市地方国企平均有息负债及有息负债率..... | 36 |
| 图 53. 有色金属上市企业利润均值增速..... | 37 |
| 图 54. 有色金属上市央国企利润均值增速..... | 37 |
| 图 55. 有色金属上市企业 ROE 均值..... | 37 |
| 图 56. 有色金属上市企业 ROE 中位数..... | 37 |
| 图 57. 有色金属上市央企杜邦分析-平均 ROE..... | 38 |
| 图 58. 有色金属上市央企杜邦分析-销售净利率均值..... | 38 |
| 图 59. 有色金属上市央企杜邦分析-平均资产周转率..... | 38 |
| 图 60. 有色金属上市央企杜邦分析-平均权益乘数..... | 38 |
| 图 61. 有色金属上市央企毛利率均值..... | 39 |
| 图 62. 有色金属上市央企毛利率均值-分品种..... | 39 |
| 图 63. 有色金属上市央企平均销售期间费用率..... | 39 |
| 图 64. 有色金属上市央企总资产减值损失..... | 39 |
| 图 65. 有色金属上市央企平均财务费用率..... | 40 |
| 图 66. 有色金属上市央企平均销售费用率..... | 40 |
| 图 67. 有色金属上市央企平均研发费用率..... | 40 |
| 图 68. 有色金属上市央企平均管理费用率..... | 40 |
| 图 69. “十四五”原材料工业发展规划五项具体目标..... | 41 |
| 图 70. 有色金属上市企业研发投入强度均值 (%)..... | 42 |
| 图 71. 有色金属上市企业研发投入强度中位数 (%)..... | 42 |
| 图 72. 有色金属上市央企劳动生产率均值 (元/人)..... | 44 |
| 图 73. 有色金属上市央企劳动生产率中位数 (元/人)..... | 44 |
| 图 74. 中钢制品院混改股权结构变化..... | 44 |
| 图 75. 国有上市公司股权激励案例数..... | 45 |
| 图 76. 2022 年各行业披露股权激励草案的国有上市公司数..... | 45 |
| 图 77. 2022 年国有上市公司股权激励工具使用情况..... | 45 |
| 图 78. 2022 年国有上市公司股权激励考核指标类型..... | 45 |
| 图 79. 有色金属上市企业营业现金比率均值 (%)..... | 47 |
| 图 80. 有色金属上市央国企平均存货周转率..... | 47 |
| 图 81. 山东黄金和巴里克黄金产量对比 (吨)..... | 49 |

| | |
|---|----|
| 图 82. 山东黄金和巴里克黄金 ROE 对比 (%) | 49 |
| 图 83. 紫金矿业和自由港麦克莫兰产量对比 (万吨) | 50 |
| 图 84. 紫金矿业和自由港麦克莫兰 ROE 对比 (%) | 50 |
| 图 85. 中国铝业和美国铝业市净率对比 | 51 |
| 图 86. 中国铝业和美国铝业 ROE 对比 (%) | 51 |
| 图 87. 有色金属上市央国企发放股息企业数量占比 | 51 |
| 图 88. 有色金属上市央国企平均股息率 (%) | 51 |
| 图 89. 神火股份 ROE | 54 |
| 图 90. 神火股份每股股利和股息率 | 54 |
| 图 91. 厦门钨业 ROE (%) | 55 |
| 图 92. 厦门钨业每股股利和股息率 | 55 |
| 图 93. 中钢天源归母净利润 | 55 |
| 图 94. 中钢天源 ROE (%) | 55 |
| 图 95. 中金黄金 ROE 和销售净利率 (%) | 56 |
| 图 96. 中金黄金现金分红和股利支付率 | 56 |
| | |
| 表 1: 有色金属行业中的国有企业集团上市公司、研究院下属公司及其他央国企分布情况 | 9 |
| 表 2: 美国、欧盟、澳大利亚、中国关键矿产、关键原材料清单汇总 | 21 |
| 表 3: 美国、欧盟资源供应相关法案 | 22 |
| 表 4: 有色金属资源保护主义倾向政策 | 22 |
| 表 5: 有色金属高增速、高附加值下游新兴产业领域分布情况 | 25 |
| 表 6: 有色金属上市央国企资源整合预期情况 | 31 |
| 表 7: 有色金属上市央国企子公司分拆上市一览 | 32 |
| 表 8: 有色金属行业入围创建世界一流专精特新示范企业、相关上市公司及研发费用情况 | 43 |
| 表 9: 有色板块国有上市公司股权激励情况 | 46 |
| 表 10: 有色板块国有上市公司股权激励前后净利润增速 | 46 |
| 表 11: 2020-2022 三年平均部分有色央国企综合评估值 | 52 |
| 表 12: 2022 年部分有色央国企综合评估值 | 53 |

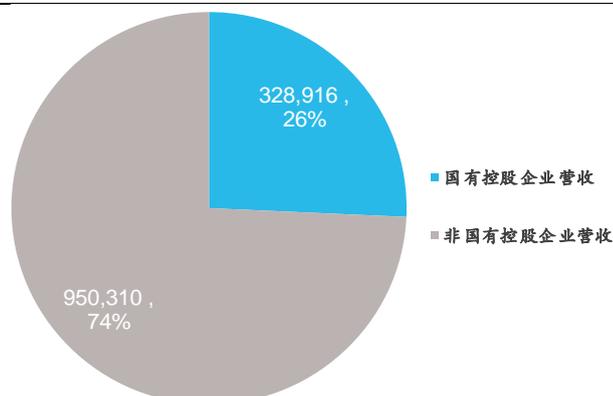
1. 有色板块国有资本占比高，或从国企改革深度受益

1.1. 有色板块国企分布广泛历史悠久，行业可从国企改革广泛受益

有色金属行业内国企营收占比大，国有企业改革利好有色金属行业发展。有色金属行业是制造业的重要产业基础产业，国有企业分布广泛。2021年，我国规模以上工业企业营收总计127.92万亿元，其中国有企业营收总计32.89万亿元，占比26%；我国规模以上有色金属矿采选业营收总计3094亿元，其中国有企业营收总计1319亿元，占比43%。

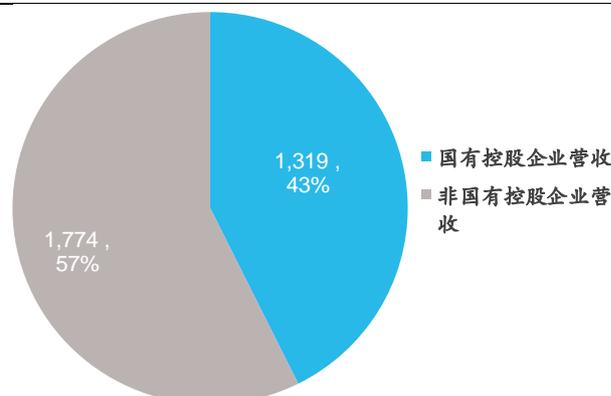
本篇报告选取的公司研究范围为，申银万国SW有色金属行业内的所有公司（截至2023年6月），共计137家。其中央企18家，地方国企30家，民营企业86家，集体企业3家。央企是指实际控制人为国资委/中央国家机关/中央国有企业的上市公司，地方国企是指实际控制人为地方国资委/地方政府的上市公司，民营企业是指实际控制人为个人/境外的上市公司，集体企业是指实际控制人为地方企业联合会、地方村委会的上市公司。另外，在统计口径方面，规模以上企业可能无法覆盖所有样本企业。

图1. 2021年规模以上工业企业营收（亿元）



资料来源：Wind，国家统计局，安信证券研究中心

图2. 2021年有色金属矿采选业企业营收（亿元）



资料来源：Wind，国家统计局，安信证券研究中心

从有色金属行业央国企的分布规律来看，单个央国企集团常拥有多个上市公司平台，利于国企集团进行资源统筹整合，同时兼顾细分板块经营效率。

表1：有色金属行业中的国有企业集团上市公司、研究院下属公司及其他央国企分布情况

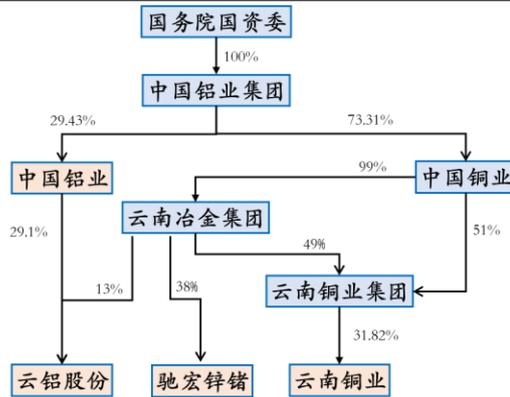
| 公司名称 | 公司属性 | 系别 | 市值 (亿元) | PE | | 三年归母净 利润 CAGR | 实际控制人 |
|------|------|-----|------------|-------|--------|------------------|--------------------|
| | | | | 2022A | TTM | | |
| 中色股份 | 中央国企 | 中色系 | 100.85 | 68.72 | 75.42 | 161.0% | 国务院国有资产监督管理委员会 |
| 东方钨业 | 中央国企 | 中色系 | 58.54 | 34.32 | 32.60 | 86.0% | 国务院国有资产监督管理委员会 |
| 中国铝业 | 中央国企 | 中铝系 | 1082.90 | 25.83 | 24.44 | 138.0% | 国务院国有资产监督管理委员会 |
| 云铝股份 | 中央国企 | 中铝系 | 511.87 | 11.20 | 11.82 | 125.0% | 国务院国有资产监督管理委员会 |
| 云南铜业 | 中央国企 | 中铝系 | 237.43 | 13.13 | 12.41 | 118.0% | 国务院国有资产监督管理委员会 |
| 驰宏锌锗 | 中央国企 | 中铝系 | 282.06 | 42.12 | 40.20 | 19.0% | 国务院国有资产监督管理委员会 |
| 中金黄金 | 中央国企 | 中金系 | 524.96 | 24.80 | 23.67 | 17.0% | 国务院国有资产监督管理委员会 |
| 湖南黄金 | 地方国企 | 中金系 | 149.05 | 34.08 | 33.11 | 39.0% | 湖南省人民政府国有资产监督管理委员会 |
| 云路股份 | 中央国企 | 中航系 | 94.09 | 41.50 | 35.93 | 54.0% | 国务院国有资产监督管理委员会 |
| 中钢天源 | 中央国企 | 中钢系 | 72.87 | 18.70 | 18.98 | 50.0% | 国务院国有资产监督管理委员会 |
| 有研硅 | 外资企业 | 有研系 | 179.16 | 50.99 | 54.30 | 76.0% | 方永义 |
| 有研新材 | 中央国企 | 有研系 | 110.05 | 40.73 | 53.71 | 26.0% | 国务院国有资产监督管理委员会 |
| 有研粉材 | 中央国企 | 有研系 | 37.32 | 67.31 | 73.65 | -35.0% | 国务院国有资产监督管理委员会 |
| 中国稀土 | 中央国企 | 五矿系 | 313.88 | 75.52 | 117.55 | 22.0% | 国务院国有资产监督管理委员会 |
| 中钨高新 | 中央国企 | 五矿系 | 140.87 | 26.35 | 26.75 | 55.0% | 国务院国有资产监督管理委员会 |

| | | | | | | | |
|------|------|------------------|---------|--------|---------|--------|-------------------------|
| 株冶集团 | 中央国企 | 五矿系 | 96.45 | 171.59 | 59.37 | -41.0% | 国务院国有资产监督管理委员会 |
| 厦门钨业 | 地方国企 | 五矿系 | 270.22 | 18.68 | 20.32 | 53.0% | 福建省人民政府国有资产监督管理委员会 |
| 厦钨新能 | 地方国企 | 五矿系 | 189.18 | 16.88 | 22.45 | 111.0% | 福建省人民政府国有资产监督管理委员会 |
| 铜陵有色 | 地方国企 | 铜陵系 | 337.90 | 12.38 | 12.26 | 78.0% | 安徽省人民政府国有资产监督管理委员会 |
| 铜冠铜箔 | 地方国企 | 铜陵系 | 111.09 | 41.90 | 57.65 | 92.0% | 安徽省人民政府国有资产监督管理委员会 |
| 金钼股份 | 地方国企 | 陕西有色系 | 387.52 | 29.03 | 18.33 | 171.0% | 陕西省人民政府国有资产监督管理委员会 |
| 宝钛股份 | 地方国企 | 陕西有色系 | 159.24 | 28.58 | 31.82 | 24.0% | 陕西省人民政府国有资产监督管理委员会 |
| 江西铜业 | 地方国企 | 江铜系 | 689.08 | 11.50 | 10.98 | 61.0% | 江西省人民政府国有资产监督管理委员会 |
| 恒邦股份 | 地方国企 | 江铜系 | 135.70 | 27.19 | 27.07 | 17.0% | 江西省人民政府国有资产监督管理委员会 |
| 中金岭南 | 地方国企 | 广晟系 | 209.30 | 17.27 | 17.44 | 10.0% | 广东省人民政府国有资产监督管理委员会 |
| 广晟有色 | 地方国企 | 广晟系 | 126.67 | 54.53 | 80.92 | 114.0% | 广东省人民政府国有资产监督管理委员会 |
| 西藏矿业 | 中央国企 | 宝武系 | 157.55 | 19.81 | 23.15 | - | 国务院国有资产监督管理委员会 |
| 云海金属 | 民营企业 | 宝武系 | 140.02 | 22.90 | 39.09 | 58.0% | 梅小明 |
| 宝钢股份 | 中央国企 | 宝武系 | 1429.23 | 11.73 | 13.88 | -2.0% | 国务院国有资产监督管理委员会 |
| 马钢股份 | 中央国企 | 宝武系 | 219.11 | -25.53 | -8.36 | - | 国务院国有资产监督管理委员会 |
| 太钢不锈 | 中央国企 | 宝武系 | 242.47 | 157.91 | -14.18 | -70.0% | 国务院国有资产监督管理委员会 |
| 八一钢铁 | 中央国企 | 宝武系 | 67.53 | -4.94 | -4.50 | - | 国务院国有资产监督管理委员会 |
| 中南股份 | 中央国企 | 宝武系 | 73.20 | -5.64 | -5.23 | - | 国务院国有资产监督管理委员会 |
| 重庆钢铁 | 中央国企 | 宝武系 | 152.51 | -14.96 | -9.73 | - | 国务院国有资产监督管理委员会 |
| 宝钢包装 | 中央国企 | 宝武系 | 77.50 | 28.87 | 29.18 | 30.0% | 国务院国有资产监督管理委员会 |
| 新钢股份 | 中央国企 | 宝武系 | 136.80 | 13.07 | 122.25 | -38.0% | 国务院国有资产监督管理委员会 |
| 中钢洛耐 | 中央国企 | 宝武系 | 63.11 | 27.14 | 28.29 | 9.0% | 国务院国有资产监督管理委员会 |
| 中科三环 | 中央国企 | 中科院物理所 | 145.16 | 17.12 | 18.54 | 156.0% | 中国科学院 |
| 西部材料 | 地方国企 | 西北有色研究院 | 75.33 | 40.74 | 37.85 | 53.0% | 陕西省财政厅 |
| 西部超导 | 地方国企 | 西北有色研究院 | 321.58 | 29.78 | 29.96 | 71.0% | 陕西省财政厅 |
| 天力复合 | 地方国企 | 西北有色研究院 | 19.02 | 26.00 | 25.37 | 51.0% | 陕西省财政厅 |
| 盛和资源 | 中央国企 | 中国地质科学院矿产综合利用研究所 | 223.13 | 14.00 | 23.29 | 122.0% | 中华人民共和国财政部 |
| 紫金矿业 | 地方国企 | - | 3351.37 | 16.72 | 17.31 | 75.0% | 上杭县财政局 |
| 北方稀土 | 地方国企 | - | 896.54 | 14.98 | 16.77 | 168.0% | 内蒙古自治区人民政府 |
| 山东黄金 | 地方国企 | - | 1122.38 | 90.09 | 81.94 | -26.0% | 山东省人民政府国有资产监督管理委员会 |
| 神火股份 | 地方国企 | - | 340.57 | 4.50 | 4.75 | 360.0% | 商丘市人民政府国有资产监督管理委员会 |
| 西部矿业 | 地方国企 | - | 296.68 | 8.61 | 8.88 | 95.0% | 青海省人民政府国有资产监督管理委员会 |
| 锡业股份 | 地方国企 | - | 257.57 | 19.13 | 63.95 | 40.0% | 云南省人民政府国有资产监督管理委员会 |
| 贵研铂业 | 地方国企 | - | 116.35 | 28.59 | 31.08 | 12.0% | 云南省人民政府国有资产监督管理委员会 |
| 西部黄金 | 地方国企 | - | 136.12 | 77.26 | 80.91 | 51.0% | 新疆维吾尔自治区人民政府国有资产监督管理委员会 |
| 北方铜业 | 地方国企 | - | 104.22 | 17.08 | 19.11 | 158.0% | 山西省人民政府国有资产监督管理委员会 |
| 安泰科技 | 中央国企 | - | 101.05 | 47.87 | 50.11 | 43.0% | 国务院国有资产监督管理委员会 |
| 金贵银业 | 地方国企 | - | 67.42 | -40.36 | -41.53 | - | 郴州市人民政府国有资产监督管理委员会 |
| 豫光金铅 | 地方国企 | - | 82.20 | 19.34 | 15.30 | 17.0% | 济源产城融合示范区国有资产监督管理局 |
| 宜安科技 | 地方国企 | - | 44.05 | 1353.0 | -769.98 | -55.0% | 株洲市人民政府国有资产监督管理委员会 |
| 鑫科材料 | 地方国企 | - | 40.28 | 41.22 | 53.56 | 26.0% | 三台县国有资产监督管理委员会 |
| 常铝股份 | 地方国企 | - | 43.07 | -11.47 | -10.87 | - | 济南市人民政府国有资产监督管理委员会 |
| 闽发铝业 | 地方国企 | - | 35.86 | 71.82 | 82.26 | -11.0% | 上饶市国有资产监督管理委员会 |
| 北矿科技 | 中央国企 | - | 28.96 | 34.69 | 35.92 | 32.0% | 国务院国有资产监督管理委员会 |
| 华阳新材 | 地方国企 | - | 22.33 | -60.18 | -32.60 | - | 山西省人民政府国有资产监督管理委员会 |
| 罗平锌电 | 地方国企 | - | 23.61 | -9.98 | -11.86 | 36.0% | 罗平县国有资产监督管理委员会 |

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

注: 估值和市值对应 2023 年 8 月 10 日收盘市值情况

图4. 中国铝业集团有色板块上市公司分布

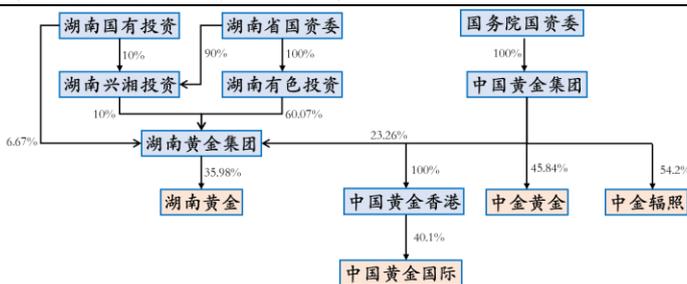


资料来源: Wind, 安信证券研究中心
注: 统计时间为 2023 年 8 月

✓ 中国黄金集团成立至今一直为中国黄金行业的龙头企业。集团组建于 2003 年，前身为国家黄金管理局、中国黄金总公司，目前是中国黄金行业的唯一一家中央企业。集地质勘探、矿山开采、选矿冶炼等多业务为一体，拥有完整的上下游产业链，在我国及“一带一路”重要成矿区带规划了 25 个黄金及有色生产基地，金、铜保有资源量及矿产品产量均居中国矿业行业前列，拥有 48 座矿山，6 座冶炼厂。集团拥有 4 家上市公司，其中 A 股有色板块企业为中金黄金 (600489.SH)，另外 3 家是中国黄金 (600916.SH)、中金辐照 (300962.SZ) 和在加拿大多伦多和香港两地上市的中国黄金国际 (2099.HK)，此外还通过湖南黄金集团参股湖南黄金 (002155.SZ)。

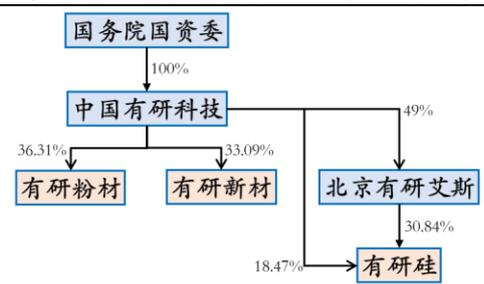
✓ 中国有研科技集团是技术实力极为雄厚的有色金属高新技术企业。集团前身为北京有色金属研究总院，成立于 1952 年。集团总资产超过 110 亿元，拥有包括 3 名两院院士在内的职工 4100 余人，累计获得国家级和省部级科技成果奖励 1100 余项，拥有授权中国专利和国际专利 2300 余项，先后为“两弹一星”、“核潜艇”、“高新工程”、“国产大飞机”、“集成电路”、“载人航天”、“探月计划”、“点火计划”、“新能源汽车”、“高速轨道交通”等国家重大工程提供了一大批新材料、新技术。集团在有色金属板块及相关产业的主要上市公司包括有研粉材 (688456.SH)、有研新材 (600206.SH) 和有研硅 (688432.SH) 等。

图5. 中国黄金集团上市公司分布



资料来源: Wind, 安信证券研究中心
注: 统计时间为 2023 年 8 月

图6. 中国有研科技有色板块上市公司分布



资料来源: Wind, 安信证券研究中心
注: 统计时间为 2023 年 8 月

1.1.2. 地方国企既具备政府背景，也便于整合当地优势资源

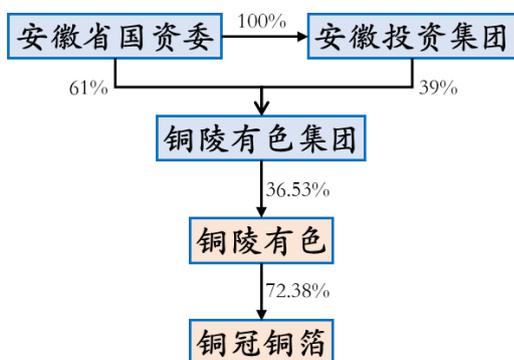
地方政府及地方国资委控股的国企具有地方特色，上市公司发展可以整合当地优势资源因地制宜。目前在有色金属板块，成体系的地方国资委控股的企业资产主要包括铜陵系、厦钨系、江铜系、广晟系和陕西有色系等。作为地方经济的中流砥柱，地方国企在当地重大关键工程中参与度高，便于整合当地优势资源。

✓ 铜陵有色集团是新中国最早建设起来的铜工业基地，向下一体化培育电子铜箔领军企业。集团于 1952 年 6 月正式投产，建成了新中国第一座铜矿——铜官山铜矿，自行设计建造了

新中国第一座铜冶炼厂、第一座机械化露天铜矿等。集团多产业多元化发展，包括有色金属产业、化工产业、装备制造产业三大主业，另外还发展了科研设计、地产开发、建筑安装、井巷施工和工程监理等其他产业。集团由安徽省国资委实际控制，集团下属上市公司铜陵有色（000630.SZ），公司向下一体化铜箔业务由铜冠铜箔（301217.SZ）独立上市，形成“A+A”格局以顺应锂电产业链的高速发展。

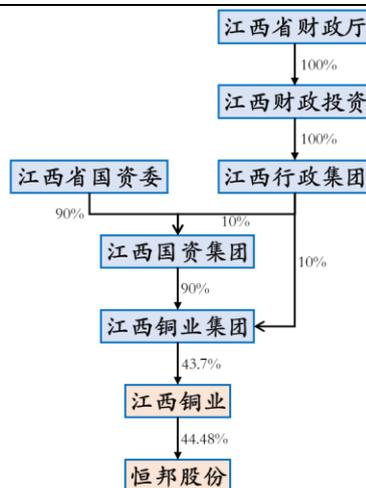
✓江西铜业集团是中国大型阴极铜生产商及品种齐全的铜加工产品供应商。公司成立于1979年，肩负当时国家赋予的“摆脱我国铜工业落后面貌，振兴中国铜工业”使命。经过在铜矿业务多年的专业与专注，已成为中国大型阴极铜生产商及品种齐全的铜加工产品供应商。目前，公司多元化的矿业业务包括铜、金、稀土、银、铅、锌、钨、铼、碲等多品种，在中国、秘鲁、哈萨克斯坦、阿富汗等国建立了矿业基地。2017年集团完成公司制改革成为国有独资公司，由安徽省国资委实际控制，2019年上市公司江西铜业（600362.SH）战略并购贵金属矿业企业恒邦股份（002237.SZ），成为双上市平台企业。

图7. 铜陵有色集团有色板块上市公司分布



资料来源：Wind，安信证券研究中心
注：统计时间为2023年8月

图8. 江西铜业集团有色板块上市公司分布

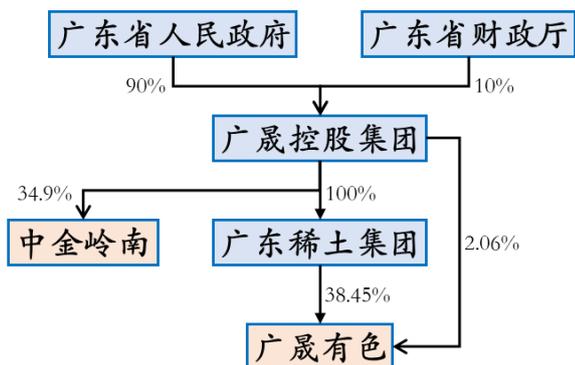


资料来源：Wind，安信证券研究中心
注：统计时间为2023年8月

✓广晟控股集团以矿业和电子信息为主业，在铜锌铅和中重稀土产品生产业务上全国领先。集团成立于1999年，经过24年的改革发展，已成长为以矿产资源、电子信息为主业，环保、工程地产、金融协同发展的大型跨国企业集团。集团是广东省属国有独资重点企业，控股6家A股上市公司。集团有色板块的上市公司为主营铜锌铅等有色金属的采矿、选矿、冶炼和深加工一体化生产的企业中金岭南（000060.SZ），以及主营稀土矿开采冶炼分离的广晟有色（600259.SH）。此外，集团还是中国电信的第二大股东。目前广晟集团矿业板块已成为广东省促进资源优化升级的重要平台，控制的矿产资源分布在4大洲9个国家，铅锌采、选、冶综合能力居全国第三、世界前五。

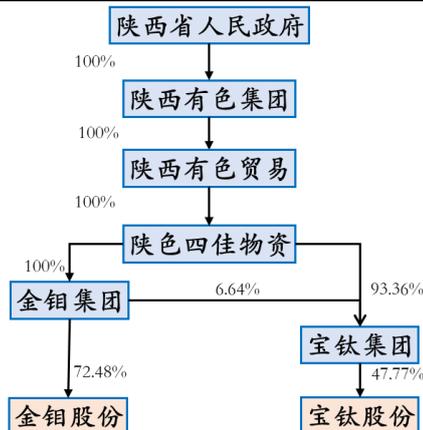
✓由陕西省人民政府全资控股的陕西有色集团，旗下上市公司包括金钼集团直属的金钼股份（601958.SH），和宝钛集团直属的宝钛股份（600456.SH），分别主营钼、钛两种小金属的相关加工产品。金钼股份是国内首家A股上市的钼专业生产商。宝钛股份是我国最大的以钛及钛合金为主的专业化稀有金属生产科研基地，主导产品钛材年产量位居世界同类企业前列。

图9. 广晟控股集团有色板块上市公司分布



资料来源: Wind, 安信证券研究中心
注: 统计时间为 2023 年 8 月

图10. 陕西有色集团有色板块上市公司分布



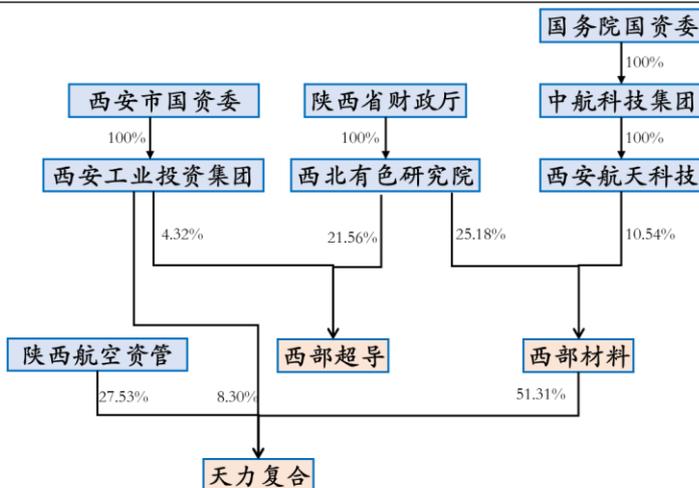
资料来源: Wind, 安信证券研究中心
注: 统计时间为 2023 年 8 月

1.1.3. 研究院下属国企研发能力强，上市公司技术背景丰富

政府部门下属研究院控制的国有企业研发能力强，上市公司拥有丰富的技术背景。在有色金属板块，研究院下属国企主要包括西部材料、西部超导、天力复合、北京三环控股和盛和资源。

√西北有色研究院旗下拥有西部材料（002149.SZ）和天力复合（873576.BJ）。西部材料拥有西北有色研究院和中航科技集团背景，西部材料是主要从事稀有金属材料的研发、生产和销售的新材料行业的领军企业。公司是由重点科研院所转制设立并上市的高新技术企业。经过多年的研发积累和市场开拓，公司形成了钛及钛合金加工材产业、层状金属复合材料产业、稀贵金属材料产业、金属纤维及制品产业、稀有金属装备制造产业、钨钼材料及制品产业、钛材高端日用消费品及精密加工制造产业等八大业务领域，已发展成为规模较大、品种齐全的稀有金属材料深加工研发生产基地。天力复合是西北有色研究院实控的国内层状金属复合材料领军企业。公司专业从事层状金属复合材料研发生产，拥有世界一流的自主知识产权关键核心技术，是国内最早致力于爆炸复合技术研究的单位，产品广泛应用于化工、航空航天、新能源、海洋工程等领域。

图11. 西北有色研究院旗下企业股东结构



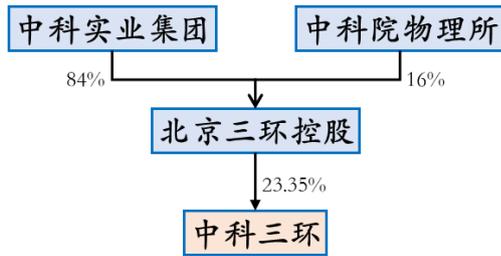
资料来源: Wind, 安信证券研究中心
注: 统计时间为 2023 年 8 月

√由具备中科院物理所背景是北京三环控股，中科三环（000970.SZ）是中国稀土永磁产业的代表企业，是全球最大的钕铁硼永磁体制造商之一。公司主要从事稀土永磁材料和新

型磁性材料及其应用产品的研究开发、生产和销售。公司是率先进入国际钕铁硼高端应用领域——VCM 的国内稀土永磁企业，打破了美、欧、日等企业在该领域的长期垄断。

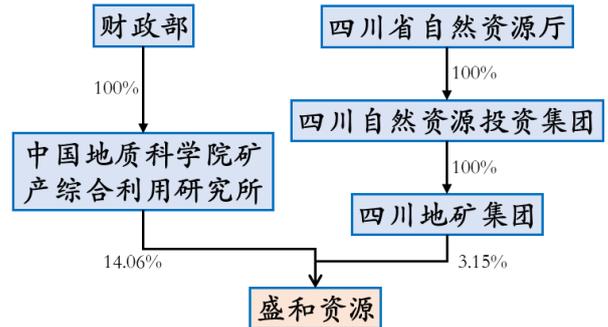
√ 盛和资源（600392.SH）是国内稀土行业独具特色的混合所有制上市公司。公司由中国地质科学院矿产综合利用研究所直属、四川省地质矿产（集团）有限公司参股，主要从事稀土矿的采选、冶炼和加工。公司重视工艺技术创新，通过多年积累，公司在稀土和锆钛选矿、稀土冶炼分离、稀土金属加工等生产环节已经形成了独特的工艺技术，氟碳铈矿少铈氯化稀土、氟化铈一步生产法获得过省级科技进步一等奖。

图12. 中科三环股东结构



资料来源: Wind, 安信证券研究中心
注: 统计时间为 2023 年 8 月

图13. 盛和资源股东结构



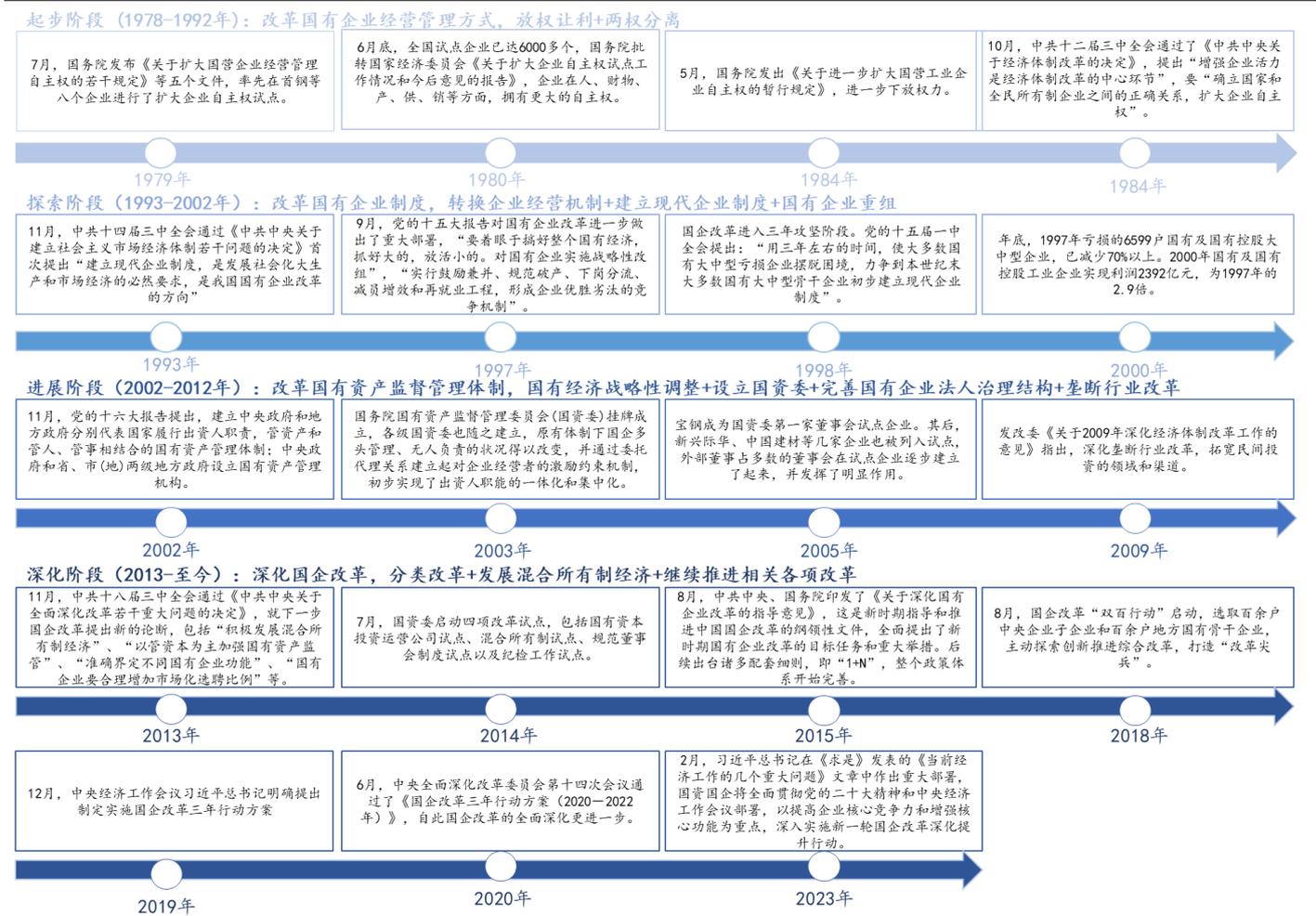
资料来源: Wind, 安信证券研究中心
注: 统计时间为 2023 年 8 月

2. 国改进入深化阶段十年之际，新一轮深化提升行动正式启动

2.1. 2013 年，国企改革进入全面深化阶段

我国国企改革经历四十余年历程，2013 年国企改革进入第四阶段——深化阶段。回顾国企改革的 40 余年历程，改革开放后国企改革先后经历了改革国企经营管理方式、改革国有企业制度、改革国有资产监督管理体制等阶段。2013 年 11 月，十八届三中全会召开，通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，提出要积极发展混合所有制经济，完善国有资产管理体制，以管资本为主加强国有资产监管，我国国有企业改革进入到全面深化阶段。

图14. 国企改革历史沿革



资料来源：中国新闻网，安信证券研究中心

2.2. 2020-2022年，国企改革三年行动圆满收官

2020年，恰逢十三五收官之年，党中央、国务院实施国企改革三年行动。党的十八大以来，国企改革进入全面深化阶段，国企改革顶层设计不断完善。2015年8月，中共中央、国务院印发《关于深化国有企业改革的指导意见》后，此后一系列配套文件陆续出台，构成了国企改革的主体框架和四梁八柱。国企改革以“1+N”政策体系为主的顶层设计基本完成。随着改革的持续深入推进，国有企业焕发出新活力，展现了新气象。然而，改革不平衡、落实不到位的情况依然存在，一些重点难点问题还没有完全解决。为更好推动国企改革“1+N”政策体系落地落实，解决顽疾补齐短板，党中央决定实施国企改革三年行动。

国企改革三年行动是进一步落实2015年以来提出的国企改革“1+N”政策体系和顶层设计的具体施工图，是对国企改革进行进一步深化。与此前的国有企业改革相比，具有“可衡量、可考核、可检验、要办事”的特点。2020年6月30日，中央全面深化改革委员会第十四次会议通过了《国企改革三年行动方案（2020—2022年）》，自此国企改革的全面深化更进一步。

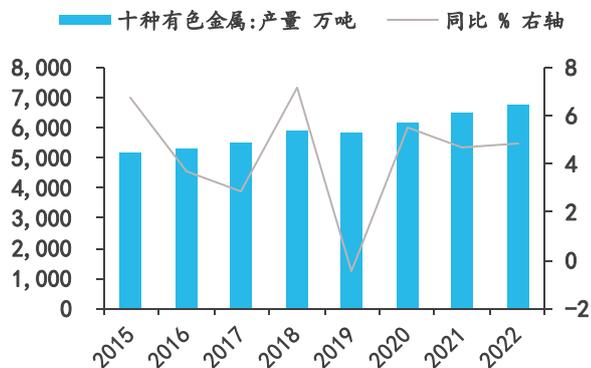
受益于国企改革三年行动，有色金属行业企业生产治理效率得到提升。

√产量上看，2022年，我国十种常用有色金属产量为6794万吨，比2020年增长9.78%。采矿业和有色金属冶炼及压延加工业产能利用率分别为76.80%和79.30%，比2020年分别变动+4.6pct和+0.8pct。

√经营上看，有色金属营收持续增长，2022年有色金属采选业和有色金属冶炼及压延加工业营收分别为3631.3亿元和76343.6亿元，相比2020年分别增长32.11%和40.78%。同

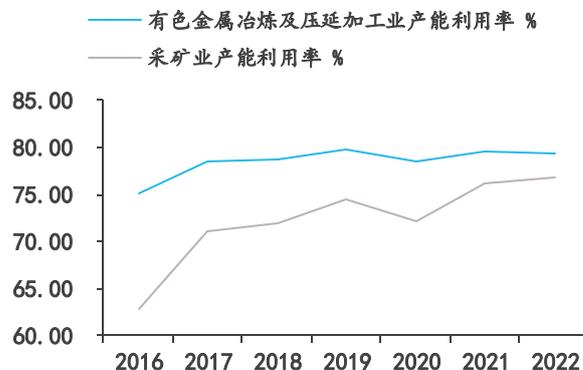
时有色金属行业三费费率均下降，2022年有色金属采选矿业和有色金属冶炼及压延加工业期间费用率分别为10.51%和3.32%，较2020年分别下降2.03pct和0.87pct。2022年有色金属采选业和有色金属冶炼及压延加工业利润总额分别为743.5亿元和2571.5亿元，相比2020年分别增长92.20%和35.08%。

图15. 十种有色金属产量



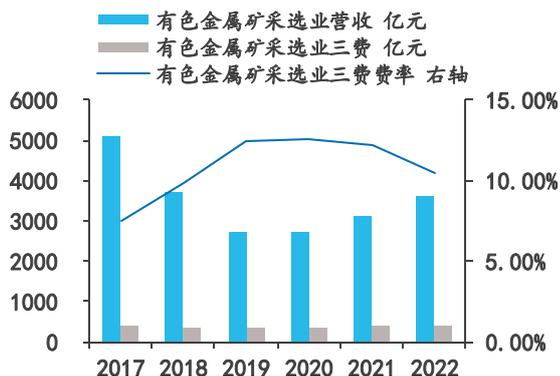
资料来源: Wind, 国家统计局, 安信证券研究中心

图16. 采矿业和有色金属冶炼及压延加工业产能利用率



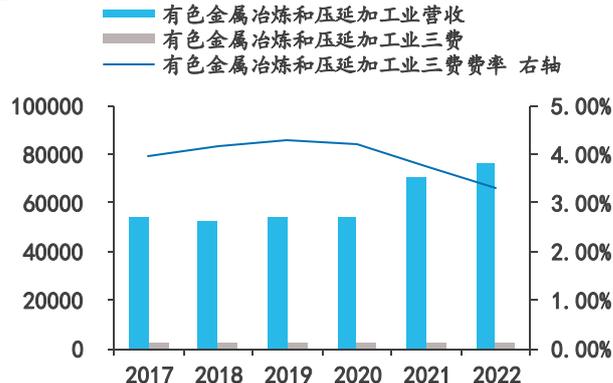
资料来源: Wind, 国家统计局, 安信证券研究中心

图17. 有色金属采选业期间费用情况



资料来源: Wind, 国家统计局, 安信证券研究中心

图18. 有色金属冶炼及加工业期间费用情况



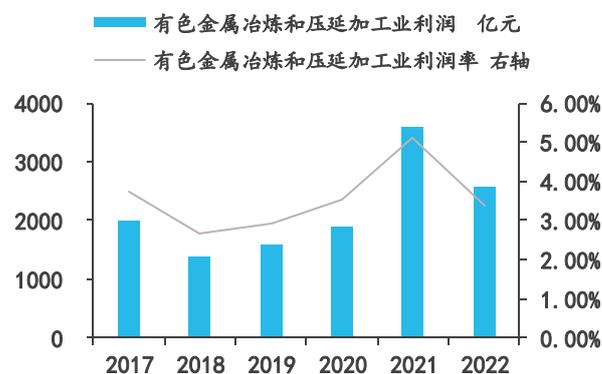
资料来源: Wind, 国家统计局, 安信证券研究中心

图19. 有色金属采选业利润和利润率



资料来源: Wind, 国家统计局, 安信证券研究中心

图20. 有色金属冶炼及加工业利润和利润率



资料来源: Wind, 国家统计局, 安信证券研究中心

2.3. 2023年，新一轮国改深化提升行动正式启动

新一轮国企改革的重点是提高核心竞争力和增强核心功能。2023年2月，习近平总书记在《求是》发表的《当前经济工作的几个重大问题》文章中作出重大部署，国资国企将全面贯彻党的二十大精神和中央经济工作会议部署，以提高企业核心竞争力和增强核心功能为

重点，深入实施新一轮国企改革深化提升行动，坚定不移推动国有资本和国有企业做强做优做大，在建设现代化产业体系、构建新发展格局中发挥更大作用。

2023年7月，新一轮国企改革深化提升行动正式启动。7月18日全国国有企业改革深化提升行动动员部署电视电话会议召开，中共中央政治局委员、国务院副总理张国清强调，要完善国企考核评价机制，引导国企从技术供给和需求牵引双向发力，强化科技创新和成果转化应用，更好服务实现高水平科技自立自强。要优化国有经济布局结构，促进国企突出主业、聚焦实业，发展壮大新兴产业，加快传统产业转型升级，更好服务建设现代化产业体系。要强化国企在能源、资源、粮食等重点领域布局，更好服务保障国家战略安全。要健全以管资本为主的国资监管体制，推动国企提升公司治理现代化水平、构建新型经营责任制、健全收入分配机制、完善市场化运营机制。要全面加强国企党的领导和党的建设，完善党领导国企的制度机制，加强国企领导人员队伍建设，落实全面从严治党要求，以钉钉子精神抓好改革落实。

2.3.1. 推进央国企并购重组，发展壮大战略性新兴产业

2023年2月23日，国务院新闻办公室举行“权威部门话开局”系列主题新闻发布会，国资委党委书记翁杰明表示，央企重组将专业化整合与产业化整合两手抓，一是提高企业集中度，增强集约化管理；二是立足推进战略性新兴产业的发展，向全社会的各类所有制企业张开双手，用市场化的方式进行股权合作。

✓**上市公司是央国企开展并购重组的重要平台。**2023年6月14日，国资委召开中央企业提高上市公司质量暨并购重组工作专题会指出，下一步中央企业要以上市公司为平台开展并购重组。

✓**通过市场化交易，央国企将积极发展战略性新兴产业，并推进传统产业转型升级。**2023年7月13日-14日，国务院国资委举办中央企业负责人研讨班，会议指出，要全力以赴发展战略性新兴产业，强化与产业链上各类所有制企业协同合作，抓紧打造一批具有国际竞争力的战略性新兴产业集群和产业领军企业。另外要加大传统产业转型升级力度，推进传统产业高端化、智能化、绿色化，推动制造业与互联网、大数据、人工智能等技术融合，加强新型数字基础设施建设，有力有序推进碳达峰方案落地。

2.3.2. 经营考核指标体系下，“一利五率”促进央国企提升经营质量

央国企经营考核评价体系持续完善。**2015年国资委开始推进央企功能分类考核，2019年国资委建立了中央企业经营考核指标。**近年来央企业经营指标体系不断迭代优化，国资委探索建立了中央企业经营指标体系。2020年，首次形成“两利三率”指标体系，包括净利润、利润总额、营业收入利润率、资产负债率和研发经费投入强度。2021年，为引导中央企业提高生产效率，增加了全员劳动生产率指标，完善为“两利四率”。2022年，针对“两利四率”指标，进一步提出“两增一控三提高”的总体要求，并通过预算管理和业绩考核等工作将指标分解到每一家中央企业，统领和推进各项重点工作。

2023年，央企业经营指标体系优化为“一利五率”，并提出了“一增一稳四提升”的年度经营目标。2023年1月5日，国资委召开中央企业负责人会议，明确提出将中央企业2023年主要经营指标由原来的“两利四率”调整为“一利五率”，并提出了“一增一稳四提升”的年度经营目标。“一增”即确保利润总额增速高于全国GDP增速，力争取得更好业绩；“一稳”即资产负债率总体保持稳定；“四提升”即净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业现金比率4个指标进一步提升。

“一利五率”的经营指标相比过往，更注重企业经营质量，有望带动央企业经营情况的进一步改善。相比2022年“两利四率”，“一利五率”将净利润指标调整为净资产收益率指标，对企业盈利质量的考核更全面，将营业收入利润率指标调整为营业现金比率指标，更关注企业在经营中的现金流质量。另外保留了资产负债率、研发经费投入强度、全员劳动生产率指标，有助于央企在保持合理的杠杆水平的情况下，持续提升盈利水平和经济效益。

图21. 央企经营考核指标变化

| | | | |
|-------|----------------|---|---|
| 2015年 | 开始推进中央企业功能分类考核 | | |
| 2019年 | 两利一率 | <ul style="list-style-type: none"> 净利润 利润总额 资产负债率 | |
| 2020年 | 两利三率 | <ul style="list-style-type: none"> 净利润 利润总额 资产负债率 | <ul style="list-style-type: none"> 营收利润率 研发经费投入力度 |
| 2021年 | 两利四率 | <ul style="list-style-type: none"> 净利润：高于国民经济增速 利润总额：高于国民经济增速 资产负债率：稳健可控 | <ul style="list-style-type: none"> 营业收入利润率：明显增长 研发经费投入力度：明显增长 全员劳动生产率：明显增长 |
| 2022年 | 两利四率细化 | <ul style="list-style-type: none"> 净利润：高于国民经济增速 利润总额：高于国民经济增速 资产负债率：控制在65%以内 | <ul style="list-style-type: none"> 营业收入利润率：再提高0.1个百分点 研发经费投入力度：进一步提高 全员劳动生产率：再提高5% |
| 2023年 | 一利五率 | <ul style="list-style-type: none"> 利润总额：高于全国GDP增速 资产负债率：保持稳定 净资产收益率：进一步提升 | <ul style="list-style-type: none"> 研发经费投入力度：进一步提升 全员劳动生产率：进一步提升 营业现金比率：进一步提升 |

资料来源：国资委，安信证券研究中心

2.4. 国改深化 10 年，有色金属战略地位愈发凸显

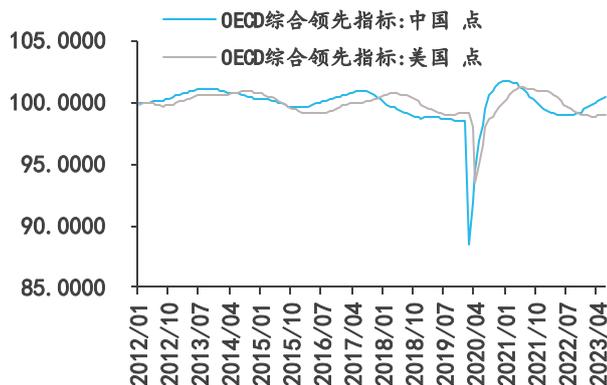
国改深化 10 年间，宏观上我国经济发展进入新常态，投资需求增长的空间正在从传统产业转向新兴产业。外部环境方面，美国利率水平大幅抬升，中美 GDP 总量差距的缩小，也使得两国博弈进入了新阶段。在此背景下，有色金属作为关键矿产原料，供应链安全也成为了各国关注的新焦点。有色金属资源分布的不均匀，和一些国家的资源保护主义，增加了矿产资源的供应风险。而金属资源在下游多个战新行业的广泛应用，与其不可再生和其极强的稀缺性共存，决定了有色金属行业的战略地位。央企在行业中，不仅仅需要提升自身的经营能力，更需要在金属战略资源保护和开发上承担重要角色。

2.4.1. 宏观：经济进入新常态，中美博弈进入新阶段

国改进入深化阶段以来的 10 年间，我国经济进入新常态，投资需求增长的空间将更多来自新兴产业。过去十年间，我国经济增速从高速增长转向中高速增长。2022 年，我国 GDP 不变价实现同比增长 3%，今年初十四届全国人大政府工作报告指出，2023 年 GDP 增长预期目标为 5% 左右。过去的投资主力军，传统产业，在前期的大规模开发建设后，已相对饱和，新兴产业成为投资需求的新增长方向。

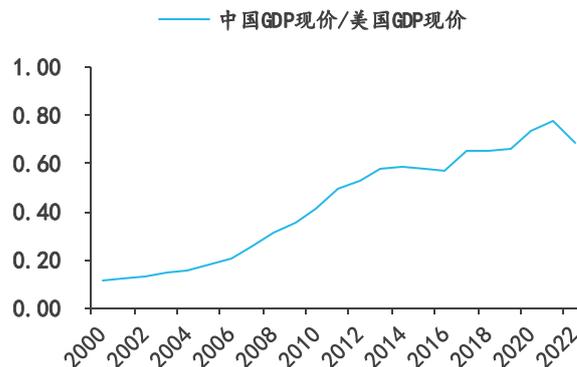
而从外部环境来看，美国利率水平出现大幅抬升，中美差距的缩小，也使得两国博弈进入了新阶段。从利率水平上看，我国 10 年期国债利率震荡下降，美债利率在 22 年后脱离此前的低利率水平，在政策利率大幅上升的影响下升至 4% 附近，使得中美利差出现了逆转。美元指数整体上行，对人民币汇率形成一定压力。另外，中美之间的经济体量差距也维持缩小的趋势，以 GDP 现价作比，过去十年间，中美 GDP 之比自 2013 年的 0.58 升至 2022 年的 0.68，这一背景下，中美两国的博弈也进入了新阶段。另外就经济周期而言，从经济领先指标上看，中国 OECD 综合领先指标显示已于去年四季度见底回升，进入复苏区间，美国则仍在探底过程中，今年二季度略有回升，整体仍存在一定的衰退预期。

图22. 中美经济周期走向错位



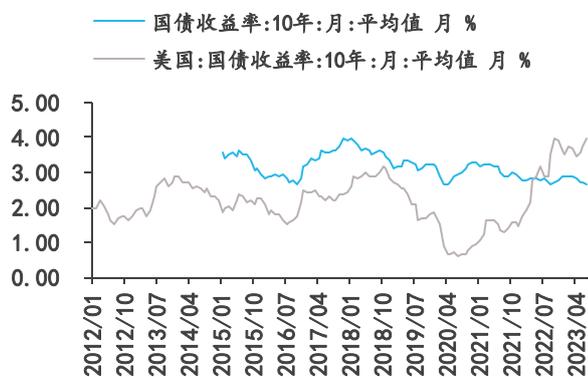
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图23. 中美 GDP 现价差距维持缩小趋势



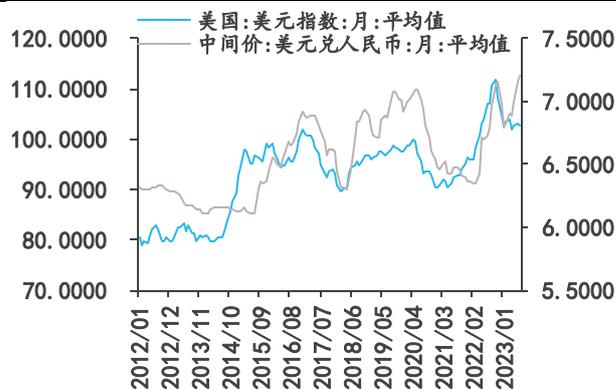
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图24. 美联储快速加息背景下, 中美利差出现逆转



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图25. 美元指数整体上行



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

2.4.2. 供应：有色金属资源供应成焦点，央国企承担资源战略使命

以有色金属为核心的关键矿产供应链问题，已经成为大国竞争的新焦点。关键矿产供应链问题被我国以及美、欧、澳等国重视的原因在于，1) 有色金属是不可再生资源，是工业生产重要的基础原材料之一。2) 在能源转型背景下，部分传统工业金属的应用得到拓展，如铜、铝等，部分新兴产业及高科技产业发展中，稀土、锂、钴、镍等金属也被广泛应用，以上矿产资源正在被激烈争夺。

√美国在 2022 年更新发布了包含 50 种矿产品的关键矿产(Critical Minerals)清单，相比 2018 年制定的首份清单增加了 15 种，增加了镍和锌，并将稀土元素和铂族元素单独列出。“关键矿产”在美国《能源法》中被定义为对经济或国家安全至关重要，且供应链容易受到干扰，且在产品制造中发挥重要作用的非燃料矿产或矿产材料，美国《能源法》规定该清单每三年审查和更新一次。

√美国 2023 年 7 月末公布了最新的关键材料(Critical Materials)清单评估结果。列入美国关键材料清单的金属或矿物依据《通胀削减法案》将获得税收减免。其中，从中期来看(2025-2035 年)，镍、铂、镁、碳化硅和镆因在电池和汽车轻量化方面的应用，成为关键材料。另外，由于太阳能需求增加，铝、铜和硅在中期内也被列入边界关键材料。

√欧盟在 2023 年更新发布了包含 34 种原材料的关键原材料清单。欧盟自 2011 年开始制定关键原材料清单，每三年更新一次，数量相比最初的 14 种已大大增加。

√澳大利亚 2019 年起制定关键矿产清单，2022 年更新后，共计包含 26 种矿产。

表3：美国、欧盟资源供应相关法案

| 国家或地区 | 相关法案 | 关键条款 |
|-------|----------------|--|
| 美国 | 通胀削减法案 (IRA) | 针对购买电动汽车提供税收补贴，要求： 1) 2023 年，至少 40% 用于电池的关键原材料是在美国或与美国有贸易协定的国家提取，2027 年这一比例将逐步提高到 80% 2) 2023 年至少 50% 的电池组件是在美国、加拿大和墨西哥制造或组装的，2029 年这一比例将逐步提高到 100% |
| 欧盟 | 关键原材料法案 (CRMA) | 目标到 2030 年： 1) 欧盟关键原材料的提取能力应至少满足欧盟年消耗量的 10% 2) 关键原材料的加工能力至少占欧盟年消耗量的 40% 3) 关键原材料的回收能力至少占欧盟年消耗量的 15% 4) 在任何相关加工阶段，对每种战略原材料的消耗中来自单一第三国的比例不超过 65% |

资料来源：白宫，欧盟委员会，安信证券研究中心

其次，有色金属资源分布的不均匀，和一些国家的资源保护主义，增加了矿产资源的供应风险。

以铜为例，铜矿的储量和产量主要集中在智利和秘鲁。据 USGS，2022 年智利和秘鲁储量分别占全球的 23.6% 和 10.0%，产量分别占全球的 21.3% 和 9.1%。然而 2023 年初，秘鲁的政治动荡和抗议活动扰动了当地铜矿生产。在这次扰动中，MMG 旗下的 Las Bambas 铜矿出于安全考虑停止采矿，嘉能可也宣布停止秘鲁南部 Antapaccay 铜矿的运营。

由于部分资源型国家在基础设施、工业体系建设等方面竞争力不足，当地政府在矿产管理往往出现保护主义倾向。资源保护主义的国家往往会采取 (1) 实施高税率的税收政策，提高矿业特许使用费，征收权益金、从价税等。(2) 限制外国企业的持股比例，或强制要求当地政府或当地企业持股。(3) 推行产业链本土化战略，控制原矿的出口，要求关键矿产开采企业向精炼、加工环节延伸。

表4：有色金属资源保护主义倾向政策

| 政策类型 | 政策举例 |
|-----------------|---|
| 矿业特许使用费、权益金、从价税 | 2023 年，智利通过了修订后的矿业特许权使用费法案 (1) 对年销量超过 5 万吨的铜企征收 1% 的统一税率从价税 (2) 对年销量超过 5 万吨的铜企，收取额外的与采矿利润直接相关的特许权使用费 (3) 按阶梯收取的矿业经营税，法案为矿企设定了最高税负限额，为采矿经营应税收入的 46.5% |
| 限制外国企业持股比例 | 2023 年初，智利总统宣布将采用国家与私人部门合资的方式促进当地锂产业的发展 |
| 推行产业链本土化战略 | 自 2020 年起，印尼实施全面禁止镍矿出口的政策 |

资料来源：新华社，安信证券研究中心

最后，金属矿产资源稀缺性日益凸显，例如铜面临着长期且严峻的供需缺口。

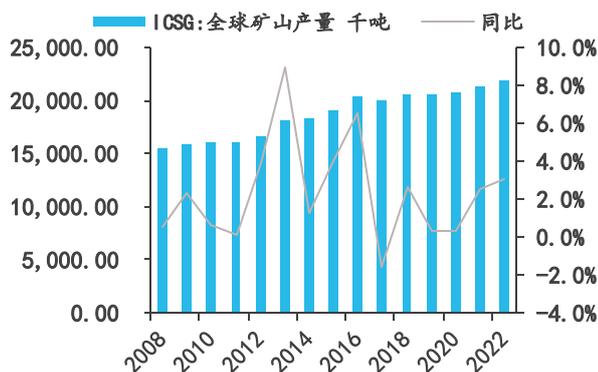
以铜为例，铜在铜矿品位下降、铜矿开采需要高资金投入、铜矿新勘探成本高企且耗时长等多因素影响下，铜矿开采增量已不如往日。根据 ICSG 全球矿山产量数据统计，2015-2020 年铜矿产量复合年增长率 1.6%，相比 2010-2015 年铜矿产量的复合年增长率为 3.6%，全球铜矿产量的增长明显放缓。

近年来，资本开支增速的下滑将对铜的供给形成长期制约。铜矿产量增长的缓慢，主要与铜矿企业资本开支不足有关。一方面，资本开支总体水平不足。据彭博统计全球 72 家铜矿企业资本开支数据，预计 2023 年后铜矿企业资本开支下滑，大型铜矿从资本开支到投产一般需要至少 7 年时间，长期供给并不乐观。另一方面，铜矿企业目前将资本开支集中于扩产而非勘探，也影响了铜矿的远期产能释放。据 S&P Global Market Intelligence，2022 年，铜矿商在投资新项目时，将资本支出的重点放在延长已投产的高品位、盈利项目的矿山寿命上，而不是投资于新项目的勘探和开发。新项目勘探资本支出高、启动时间长、开发难

度高。在 2022 年 10 个最大的铜矿开发项目中，只有两个是新矿山，其余都是现有生产商的扩建或重大开发工作。

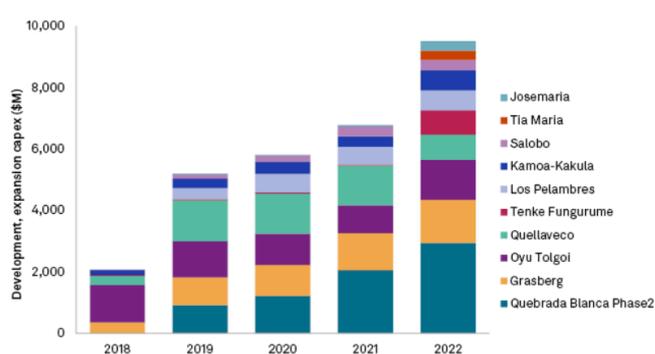
然而，铜的需求则可能在未来迎来翻倍式增长，铜供需矛盾突出，稀缺性凸显。铜作为“电气化金属”，是能源转型，包括光伏、风电等设备的重要金属材料。国际能源署预测，由于清洁能源需求不断增长，到 2040 年全球铜需求将增加一倍以上。

图28. 铜精矿产量及增速情况



资料来源: ICGS, Wind, 安信证券研究中心

图29. 2022 年前十大铜矿资本开支项目



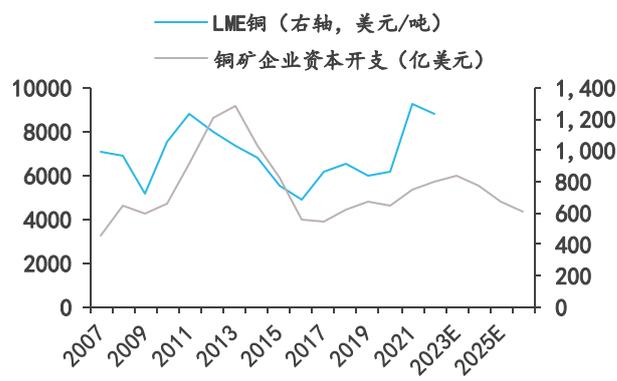
资料来源: S&P, Wind, 安信证券研究中心

图30. 铜资本开支及增速情况



资料来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

图31. 铜资本开支及铜价情况



资料来源: Bloomberg, Wind, 安信证券研究中心

当下各国资源保护政策增强，而金属资源在下游多个战新行业的广泛应用，与其不可再生和其极强的稀缺性共存，愈发凸显了有色金属行业的战略地位。央企在行业中，不仅仅需要提升自身的经营能力，更需要在金属战略资源供给的保护和开发上承担重要角色。国资委年初在《关于做好 2023 年中央企业投资管理进一步扩大有效投资有关事项的通知》中指出，央企要加强重要能源、矿产资源国内勘探开发和增储上产，推进海外能源资源供应基地建设，在有条件地区投资布局产业链关键环节产能储备。

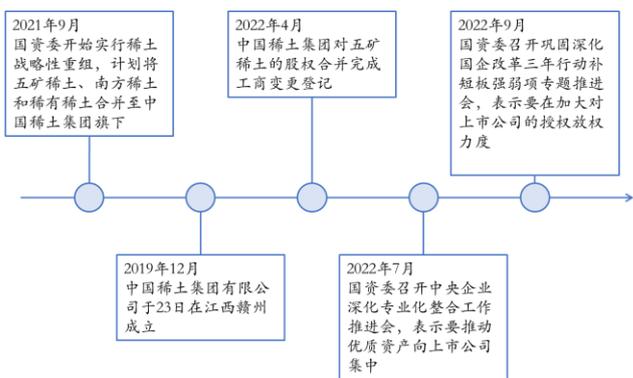
我们以中国稀土为例。在稀土市场上，中国是全球最大的稀土生产国，是全球主要的稀土出口国之一。

中国稀土战略性重组，上市公司成为稀土行业在资本市场的表率标杆。2021 年 12 月 23 日，中国铝业集团有限公司、中国五矿集团有限公司、赣州稀土集团有限公司引入中国钢研科技集团有限公司、有研科技集团有限公司，成立中国稀土集团。2022 年 9 月上市公司“五矿稀土股份有限公司”更名为“中国稀土集团资源科技股份有限公司”，证券简称由“五矿稀土”变更为“中国稀土”，成为中国稀土集团旗下的唯一上市公司。

中国稀土重组后，国内稀土行业集中度进一步提升，而行业内的整合仍在持续推进中。在2022年工信部公布的共两批稀土冶炼总指标中，中国稀土集团、中国北方稀土集团分别拥有矿产品指标的30%和67%，分别拥有冶炼分离产品指标的29%和64%。稀土行业的整合也仍在持续推进。2022年9月，中国稀土集团与江铜集团签署战略合作协议，标志着中国稀土资源整合工作进入到了一个崭新的阶段，有利于进一步提高我国稀土产业集中度和夯实上市公司资产质量。

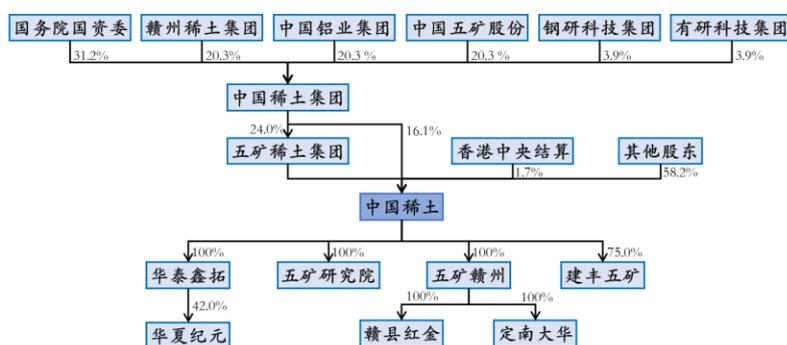
中国稀土集团整合后，稀土供给格局愈加有序。随着稀土大集团整合的深入推进，国内供给格局进一步优化，稀土资源供给可控能力显著提升。稀土行业能够在集团的进一步整合后，加强对新工艺、新材料、新产品等核心技术攻关，推进资源绿色高效开发利用，有效解决稀土产业链结构失衡、深加工创新发展滞后等系列难题。

图32. 中国稀土集团战略重组历程



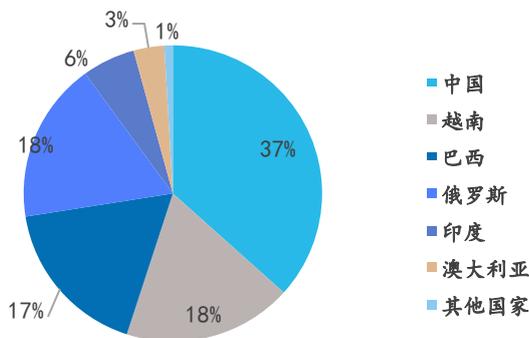
资料来源：国资小新，安信证券研究中心

图33. 中国稀土股权结构



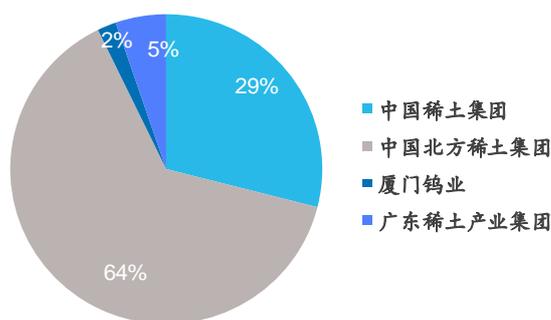
资料来源：Wind，安信证券研究中心
注：统计时间为2023年8月

图34. 2022年稀土资源分布情况



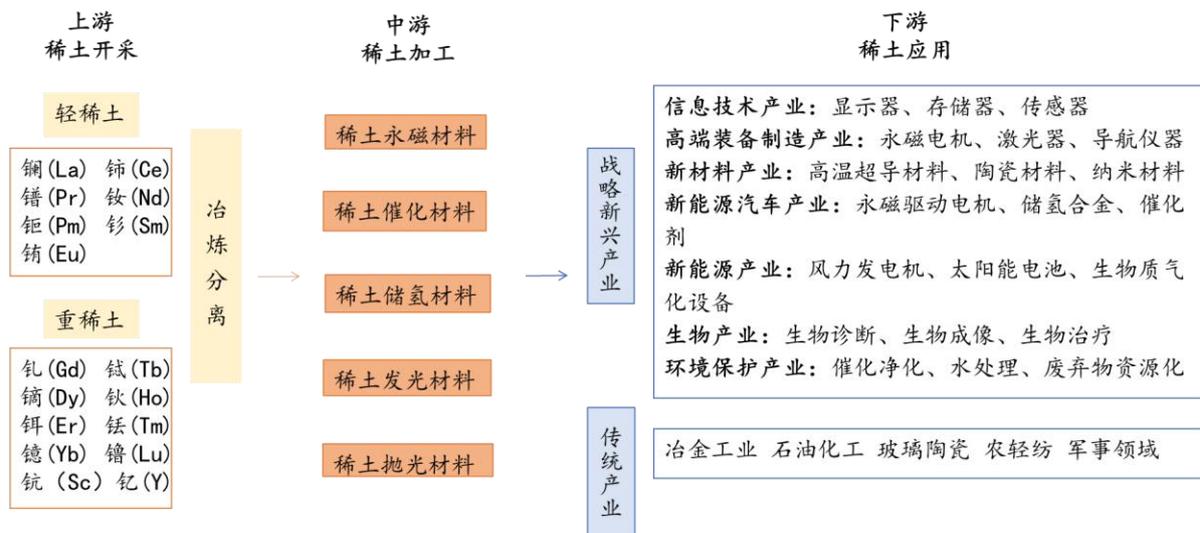
资料来源：工信部，安信证券研究中心

图35. 2022年稀土国内冶炼指标分布



资料来源：工信部，安信证券研究中心

图36. 稀土产业链示意图：下游多用于新能源汽车、高端制造等战新领域



资料来源：安信证券研究中心

2.4.3. 需求：有色金属下游需求产业升级，央国企致力增强自主可控能力

过去，有色金属的应用场景往往更多的在于传统的地产相关的建筑、家电等。在当下产业升级背景下，有色金属行业作为多个战略性新兴产业的上游，在光伏、风电、锂电池等新兴领域的下游需求提升，有色金属的下游产业结构向着高附加值、高增速转型。

- √ 新能源汽车、光伏、风电等新能源领域为铜、铝、锌、锡等工业金属注入新动能。
- √ 锂电池高需求带动钴、锂两大能源金属需求高增速，三元电池高镍化也将进一步打开镍在锂电池领域的市场空间，镍和钴还是高温合金生产的主要原材料。
- √ 小金属下游领域各有所长，例如钨下游的特优钢、钨下游的硬质合金和数控刀具、镓下游的第三代半导体、锑下游的光伏玻璃、锗下游的光纤和锗晶片等，均属于战略性新兴产业中的高端装备和新材料两大高景气高增速板块。

表5：有色金属高增速、高附加值下游新兴产业领域分布情况

| 金属 | 领域 | 需求占比 | 新兴产业细分领域 | 相关产业增速 |
|----|-------|------|----------|---|
| 铜 | 电力 | 46% | 光伏、风电 | 2016-2022年中国光伏装机量 CAGR 达 30.96% |
| | 电子 | 9% | 锂电池 | 2018-2022年中国新能源汽车动力电池装车量 CAGR 达 50.9% |
| | 交通运输 | 12% | 新能源汽车 | 2016-2022年中国新能源汽车产量 CAGR 达 58.52% |
| 铝 | 交通运输 | 23% | 新能源汽车 | 2016-2022年中国新能源汽车产量 CAGR 达 58.52% |
| | 电力电子 | 18% | 光伏、锂电池 | 2016-2022年中国光伏装机量 CAGR 达 30.96%，2018-2022年中国新能源汽车动力电池装车量 CAGR 达 50.9% |
| 锌 | 交通运输 | 15% | 新能源汽车 | 2016-2022年中国新能源汽车产量 CAGR 达 58.52% |
| | 基建 | 33% | 高铁 | 2016-2022年中国高铁运营里程 CAGR 达 11.38% |
| 锡 | 锡焊 | 48% | 光伏 | 2016-2022年中国光伏装机量 CAGR 达 30.96% |
| 镍 | 电池 | 8% | 三元前驱体 | 2016-2022年中国三元前驱体产量 CAGR 达 42.89% |
| | 合金及铸造 | 4% | 镍基高温合金 | 2017-2021年中国高温合金市场规模 CAGR 达 21.35% |
| 钴 | 消费电子 | 30% | 三元前驱体、钴酸 | 2018-2022年 523、622 系中国三元前驱体产量 CAGR 分别达 19.24%和 54.98% |
| | 动力电池 | 40% | 锂前驱体 | |
| | 高温合金 | 9% | 钴基高温合金 | 2017-2021年中国高温合金市场规模 CAGR 达 21.35% |
| 锂 | 电池 | 74% | 锂电池 | 2018-2022年中国新能源汽车动力电池装车量 CAGR 达 50.9% |

| | | | | |
|---|-------|-----|-------------|--|
| 钨 | 合金结构钢 | 39% | 合金结构钢 | 2017-2021 年中国高温合金市场规模 CAGR 达 21.35% |
| | 特种不锈钢 | 24% | 特种钢 | |
| | 合金工具钢 | 7% | 合金工具钢 | |
| 钛 | 航空航天 | 18% | 航空航天 | 2016-2020 年中国航空航天领域钛加工材应用量 CAGR 达 25.14% |
| | 海洋工程 | 8% | 海洋工程 | 2016-2022 年中国海洋油气业生产总产值 CAGR 达 20.98% |
| 钨 | 硬质合金 | 59% | 硬质合金刀具、数控刀具 | 2016-2021 年中国硬质合金市场规模 CAGR 达 8.2% |
| 镓 | LED | 59% | 半导体器件 | 2017-2022 年中国半导体材料市场规模 CAGR 达 11.76% |
| | 无线通讯 | 11% | | |
| 铋 | 玻璃 | 10% | 光伏玻璃 | 2016-2022 年中国光伏装机量 CAGR 达 30.96% |
| 锆 | 光导纤维 | 34% | 光纤 | 2017-2021 年中国光纤预制棒产量 CAGR 达 12.86% |
| | 太阳能电池 | 17% | 锆晶片 | 2016-2022 年中国光伏装机量 CAGR 达 30.96% |

资料来源: Wind, SMM, 中商情报网, 华经产业研究院, 安信证券研究中心

注: 需求占比为各金属分项需求/各金属总需求, 其中铜、铝、镍、钴为 2022 年需求占比, 锌、锡、锂、钨、钛、钨为 2021 年需求占比, 镓、锆为 2019 年需求占比

随着人工智能、军工、航空航天等新兴产业的发展, 新材料领域往往在贸易摩擦下面临“卡脖子”问题, 关键的设备、零部件、材料等的国产替代重要性大大提升。研发具备国产替代效应的新材料是我国发展新兴产业的重要一环。《“十四五”原材料工业发展规划》指出, 要加快突破瓶颈制约, 增强产业链供应链自主可控能力。央国企通过增加投资更多向战略新兴产业布局、自主研发产业升级等方式, 支持战新产业发展, 包括关键材料的国产替代。近年来, 中央企业布局结构调整取得积极进展, 2018-2022 年, 据中咨公司数据, 在战略性新兴产业领域投资规模由 0.7 万亿元增长至 1.5 万亿元, 占全部投资比重由 12.8% 提升至 27%。

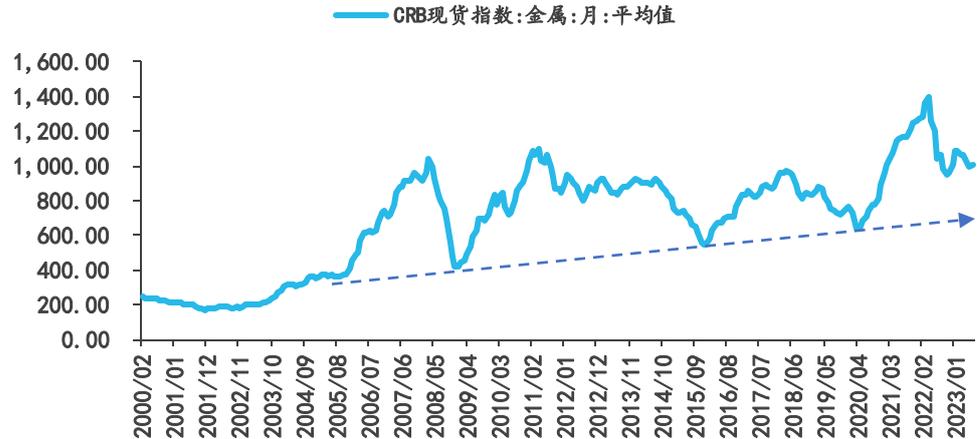
有色金属行业中, 有研新材、中钨高新等央国企致力于进口替代问题, 增强自主可控能力。
 ✓ 有研新材在集成电路产业的溅射靶材领域填补了国内空白。在数字经济驱动下, 集成电路产业国产替代进程加速, 产业对各种高纯金属材料及溅射靶材的需求量持续增长。有研新材的集成电路先进制程用大尺寸超高纯铜合金靶材通过世界一流集成电路企业验证并批量供货, 钽靶、钴靶、镍铂靶均取得突破, 其中 12 英寸钽靶陆续通过知名客户验证, 实现国产替代。

✓ 中钨高新是中国最大的硬质合金综合供应商之一, 致力刀具的进口替代和攻破“卡脖子”问题。其中株钻公司钛合金高速铣刀、复合材料 PCD 铣刀、复合材料钻孔刀具突破技术瓶颈, 实现了航空航天领域的进口替代。稀有新材公司医用 CT 复合靶盘获得国际客户认可, 首次实现国产化。

2.4.4. 价格: 供给受限新兴需求崛起, 有色金属价格中枢抬升

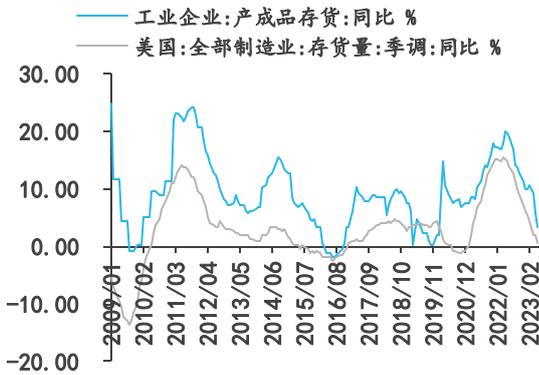
2013 年以来, CRB 金属现货价格指数在周期性波动中中枢抬升。2013 年以来, 金属价格经历了 2 轮周期性上涨, 2015 年底-2018 年, 中美补库存周期共振, 全球经济迎来复苏, 金属价格走高。2020 年-2022 年, 美联储降息、疫后全球经济复苏及俄乌冲突的影响共同推升了金属价格。2 轮上涨周期, CRB 金属现货指数呈现出中枢上移的特征。从供应端来看, 当前有色金属受资本开支不足的影响, 或对未来供应增加形成限制; 从需求端来看, 产业升级背景下, 有色金属的应用场景正在从传统的地产建筑、家电等, 转向光伏、风电、锂电池等新兴领域; 从库存周期来看, 当下中美库存周期探底, 未来需求回暖若迎来共振补库, 有望进一步提振有色金属价格。

图37. 金属价格指数波动中中枢上移



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图38. 中美库存周期共振探底



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图39. 有色金属行业存货同比增速处于低位

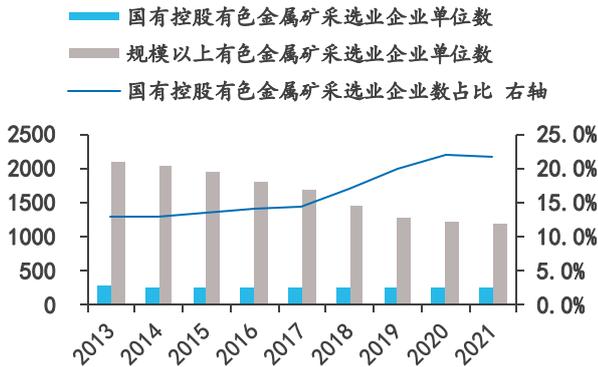


资料来源: Wind, 安信证券研究中心

3. 并购重组、资本开支打造产业优势，央国企价值有望重估

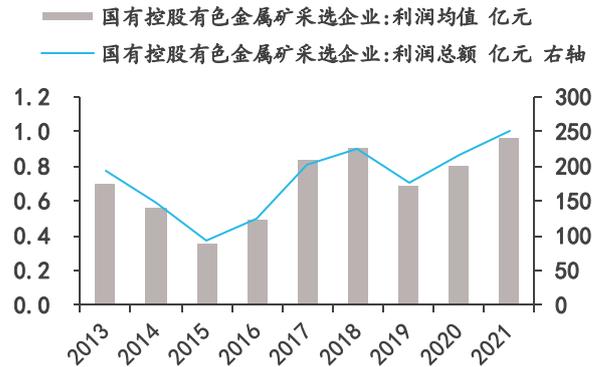
有色行业国企通过增加资本开支投资项目、并购重组等方式，过去 10 年间行业集中度进一步提升，且盈利能力明显增强。2013-2021 年，规模以上有色金属矿采选业企业数自 2108 家降至 1204 家，数量减少了 42.9%。国有控股有色金属矿采选业企业数则自 274 家降至 262 家，数量减少了 4.4%。我们据此计算国有控股企业数在有色金属矿采选业中的占比，2013-2021 年，这一占比自 13.0% 升至 21.8%，提高 8.8pct，国有企业在有色金属行业中的比重提升。同期国有控股有色金属矿采选业利润总额自 193.1 亿元升至 252.6 亿元，上升 30.9%，利润均值自 0.7 亿元升至 1 亿元，有色金属国企盈利能力得到提升。

图40. 有色金属矿采选业国有企业比例增加



资料来源: Wind, 国家统计局, 安信证券研究中心

图41. 有色金属矿采选业国企利润向好



资料来源: Wind, 国家统计局, 安信证券研究中心

当前各国对于资源稀缺性的认知提升，同时国内面临有色金属下游产业升级的大趋势，央国企在积极通过多种资本开支方式进行产业链上下游的整合延伸，以及金属品类的拓展。

另外，有色行业央国企通过并购重组，推进提高企业集中度的专业化整合，以及推进促进战新产业发展的产业化整合，将有助于重塑央国企的价值。6月14日，国务院国资委召开中央企业提高上市公司质量暨并购重组工作专题会，提出中央企业要以上市公司为平台开展并购重组，助力提高核心竞争力、增强核心功能。

3.1. 资本开支边际变化：开拓新能源，一体化延伸

针对有色央国企上市公司的资本开支方向，我们统计了两个口径的数据来观察公司的资本开支方向。数据口径分别是：(1) 2022 年年报中，公司重要在建工程项目预算情况；(2) 公司自 2018 年以来，公司定增、可转债发行及可转债预案资金的投向情况。

我们对资本开支方向，做了 2 类边际变化的跟踪，分别是：(1) 产业升级背景下，产业链是否存在延伸布局；(2) 双碳背景下，金属品类是否存在拓展。

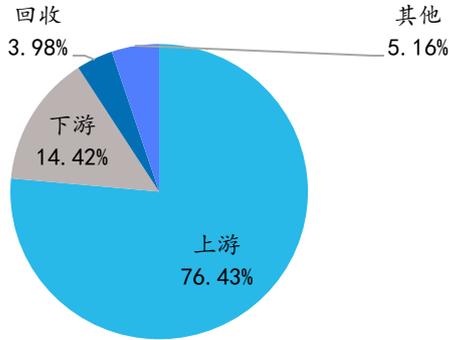
据我们统计，在建工程预算方面，从总量上看，支持公司主营业务和原有产业链环节的在建工程项目，仍然占公司主要的资本开支总额；但在建工程预算投向的边际变化方面，有色央国企以向产业链下游深加工延伸和以投向新能源相关的金属品种为主。央国企再融资项目方面，从 2018 年以来央国企的定增和可转债发行融资支持的项目上看同样，总量上看，企业将主要资金用于投资主营业务（金属品类上以工业金属和贵金属为主），边际变化上看，有色央国企以向产业链下游深加工延伸为主，也存在向上游矿产端延伸，开拓新金属品种业务上，以投向工业金属为主。

✓ 从 2018 年以来，央国企的股票增发和可转债发行融资支持的项目总量上来看：

- (1) **产业链**：有色行业的央国企愈发注重资源优势，持续发力布局产业链上游的矿产开发、金属冶炼等领域，运用股权收购和现金购买等方式，通过控股产业链上游公司，积累国内外金属矿产资源。自 2018 年 1 月至 2023 年 6 月，有色金属行业央国企投向产业链上游的金额合计约为 540 亿元，占同时期行业内央国企再融资总额的 76.43%。投向产业链下游的金额合计约为 110 亿元，占比 14.42%，投向回收领域的金额合计约为 27 亿元，占比 3.98%，投向其他领域包括补充流动资金、偿还欠款等的金额合计约为 35 亿元，占比 5.16%。
- (2) **金属品类**：有色行业央国企以投入工业金属和贵金属品种为主。自 2018 年 1 月至 2023 年 6 月，有色金属行业央国企投向工业金属投资金额最大约 356 亿元，占比为 51.96%，包括中国铝业收购中铝矿业、包头铝业等公司股权，紫金矿业收购卡莫阿铜矿项目、Timok 铜金矿上部宽带采选工程，株冶集团收购湖南水口山股权等；投

向贵金属金额次之为约 160 亿元，占比 23.30%，包括中金黄金收购中原冶炼厂，紫金矿业收购海域金矿、苏里南 Rosebel 金矿等；小金属和新材料则较少，金额分别为约 101 亿元和 24 亿元，占比分别为 14.71%和 3.51%，其他领域包括补充资金、检测检验项目建设等金额 44 亿元，占比 6.52%。

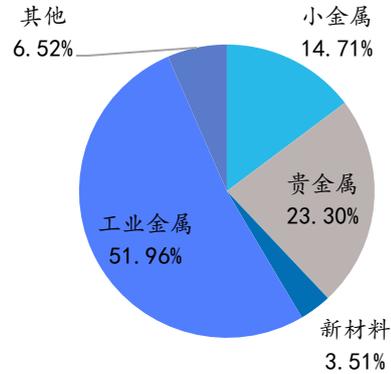
图42. 有色金属上市央国企再融资支持项目产业链分布



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

注: 数据统计时间范围为 2018 年 1 月-2023 年 6 月

图43. 有色金属上市央国企再融资支持项目金属品种分布



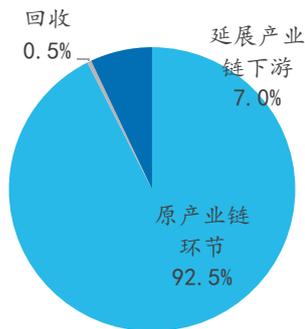
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

注: 数据统计时间范围为 2018 年 1 月-2023 年 6 月

√ 从 2022 年有色央国企所有在建工程的总预算情况，来分析边际上投向的变化，即是否出现了产业升级或金属品类拓展的变化。

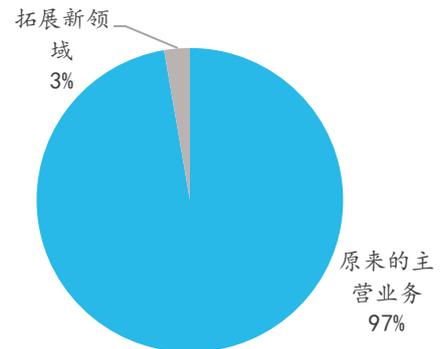
- (1) **产业升级背景下的产业链延伸：**央国企以向下游深加工环节延伸居多，比较典型的是江西铜业布局锂电铜箔、广晟有色建设钕铁硼永磁材料项目、云铝股份布局硅铝合金新技术、紫金矿业布局铜箔项目等。从总预算来看，向产业链下游延伸的在建工程项目资本开支为 181 亿元，占央国企在建工程项目总预算的 7.0%，而投向原有主营业务（以主营业务新/扩建、项目技改、基础设施建设等）的金额为 2383 亿元，占总预算的 92.5%。原有主营业务部分占比较大，主要因维持性资本开支的存在，及部分央国企已经具备产业链多环节的生产能力。其他约有总预算的 0.5%被投入回收领域。
- (2) **双碳背景下金属品类的拓展：**央国企在开拓新的金属品种业务上，以投向新能源领域为主。从总预算来看，拓展新领域的在建工程资本开支为 69 亿元，占总预算的 2.7%，其中新项目以新能源领域为主，如紫金矿业布局磷酸铁锂产线、建设拉果错盐湖锂矿等。公司在原来的主营业务的在建工程总额为 2506 亿元，占总预算的 97.3%。未完成工程部分，拓展新领域和原来主营业务的在建工程总额分别为 62 亿元和 2165 亿元，占比分别为 2.8%和 97.2%。已完成工程部分，拓展新领域和原来主营业务的在建工程总额分别为 8 亿元和 341 亿元，占比分别为 2.3%和 97.7%。

图44. 有色金属上市央企在建工程项目拓展产业链情况



资料来源: Wind, 安信证券研究中心
注: 数据统计范围为 2022 年年报

图45. 有色金属上市央企在建工程项目拓展业务领域情况

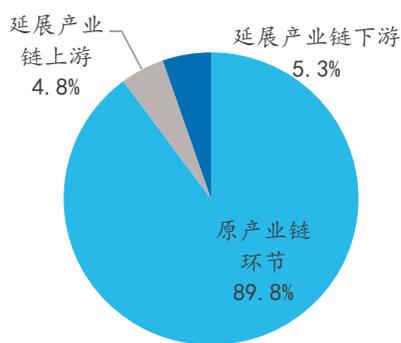


资料来源: Wind, 安信证券研究中心
注: 数据统计范围为 2022 年年报

√ 从 2022 年所有有色央企的股票增发和可转债发行融资支持的项目来看,

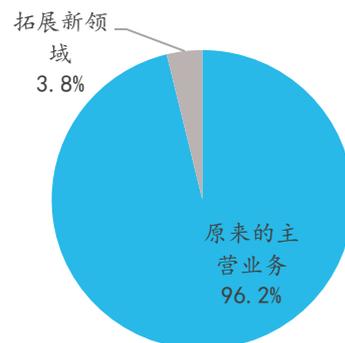
- (1) **产业升级背景下的产业链延伸:** 央企企向下游深加工环节延伸仍居多, 包括广晟有色建设钕铁硼永磁材料项目、北方铜业投资压延铜带箔和覆铜板项目。另外, 央企企也在向上游矿产段延伸产业链, 包括株冶集团收购湖南水口山股权, 布局铅锌矿资源。从对应的项目总金额来看, 向产业链下游延伸的项目资本开支为 36 亿元, 占总项目金额的 5.3%, 向产业链上游延伸的项目资本开支为 33 亿元, 占总项目金额的 4.8%, 而投向原有主营业务 (以主营业务新/扩建、项目技改、基础设施建设等) 的金额为 616 亿元, 占总预算的 89.8%。
- (2) **双碳背景下金属品类的拓展:** 央企企在开拓新的金属品种业务上, 以投向小金属为主。从对应的项目总金额来看, 拓展新领域的项目总金额为 26 亿元, 占总预算的 3.8%, 其中新项目以小金属为主, 如西部黄金收购百源丰、科邦锰业、蒙新天霸布局锰业务等。公司在原来的主营业务的在建工程总额为 659 亿元, 占总项目金额的 96.2%。

图46. 有色金属上市央企再融资支持项目拓展产业链情况



资料来源: Wind, 安信证券研究中心
注: 数据统计时间范围为 2018 年 1 月-2023 年 6 月

图47. 有色金属上市央企再融资支持项目拓展业务领域情况



资料来源: Wind, 安信证券研究中心
注: 数据统计时间范围为 2018 年 1 月-2023 年 6 月

总结来看, 未来, 央企企将在原有的产业链环节, 及原来的主营金属品种投入之余, 在产业链方面, 或将更多向下游深加工环节延伸, 实现自身产业一体化。而向上游矿产延伸将更多依托与股票增发、可转债发行等方式进行融资支持。在金属品种方面, 或将更多向锂等新能源金属, 以实现更好的战略布局。

3.2. 专业化整合：整合推动优质资源向上市公司汇集，分拆促进子企业价值重塑

专业化整合，是并购重组的一种重要形式，主要指企业通过横向整合，实现“一企一业、一业一企”，提高企业集中度，增强集约化管理。细分来看，在有色金属行业中，央国企的专业化整合主要有 3 种形式。1. 整合：同一业务或同质业务的整合；2. 分拆：将合适的上市公司子企业分拆上市。3. 清退：“两非”“两资”资产的清退。未来着重关注前两种，即行业内国企存在整合和分拆预期企业。

3.2.1. 整合：避免同质化竞争，打造产业链竞争优势

专业化整合的最主要形式，是央国企开展企业之间同一业务或同质业务的整合，以有效避免同质化竞争、重复投资。央国企通过专业化整合，固链、补链、强链、塑链，打造全产业链竞争优势，如中国铝业增持云铝股份至 29.1%，实现对云铝股份的并表，发挥双方在铝行业的协同效应。我们总结，包括中国稀土、山东黄金、云南铜业、西部黄金等有色金属央国企存在资源整合预期。

表6：有色金属上市央国企资源整合预期情况

| 集团 | 上市公司 | 公司性质 | 整合预期 | 核心资源 | 整合预期完成的时间 |
|--------------|------|------|---|--------------------------|--|
| 中国稀土集团 | 中国稀土 | 央企 | 中稀永州新材（由五矿稀土江华兴华新材料有限公司更名而来） | 稀土金属冶炼 | 预计将在中国稀土定增完成后注入。 |
| 山东黄金集团 | 山东黄金 | 地方国企 | 青海山金矿业有限公司、嵩县天运矿业有限责任公司、海南山金矿业有限公司、山东盛大矿业有限公司、山东天承矿业有限公司、山东黄金金创集团有限公司 | 多个金矿探矿权和采矿权 | 预计将在 2025 年底前注入 |
| 中国铜业集团 | 云南铜业 | 央企 | 中国铜业旗下中铝矿业国际拥有的秘鲁子公司 | 境外铜矿资源企业 | 在承诺出具之日（2022 年 11 月）起一年内，在中铝矿业国际或秘鲁子公司具备明显盈利能力的情况下 |
| 新疆有色金属工业（集团） | 西部黄金 | 地方国企 | 新疆美盛矿业有限公司 70% 股权 | 新疆美盛的主要资产是卡特巴阿苏金铜多金属矿探矿权 | / |

资料来源：Wind，公司公告，安信证券研究中心

3.2.2. 分拆：上市公司子企业分拆上市，铜箔正极材料业务估值重塑

除了公司间的整合外，央国企还会采取对部分业务或子企业进行分拆上市，以提高融资能力，也有助于公司不同业务板块的估值重塑。

政策上，国资委支持上市公司子企业分拆上市，新兴业务的独立有助企业估值重塑。2022 年 5 月，国资委印发《提高央企控股上市公司质量工作方案》提到，结合战略定位、拟分拆业务独立性和成长性、分拆后的治理安排和管理成本等因素统筹考虑，支持有利于理顺业务架构、突出主业优势、优化产业布局、促进价值实现的子企业分拆上市。央国企将子企业分拆上市，有利于企业拓展融资渠道，企业经营业务的专业化，也有助于估值重塑。

过去三年间，有色行业中，铜陵有色、厦门钨业和江西铜业分别将电解铜箔业务、正极材料业务、电解铜箔业务分拆成新产业子公司独立上市。这些业务均为新兴业务，分拆上市将促进新产业子公司的价值增值，提高原上市公司的综合竞争力。

表7：有色金属上市央企国企子公司分拆上市一览

| 原上市公司 | 分拆子公司名称 | 上市时间 | (拟)上市板块 | 分拆子公司主营产品 | 分拆子公司所属证监会行业 | 募集资金投资项目 |
|-------|---------|------------|---------|--------------------|----------------------|---|
| 铜陵有色 | 铜冠铜箔 | 2022-01-27 | 创业板 | PCB 铜箔、锂电池铜箔、铜扁线等 | 制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业 | 铜陵有色铜冠铜箔年产 2 万吨高精度储能用超薄电子铜箔项目（二期）；高性能电子铜箔技术中心项目 |
| 厦门钨业 | 厦钨新能 | 2021-08-05 | 科创板 | 钴酸锂、NCM 三元材料、氢能材料等 | 制造业-电气机械和器材制造业 | 年产 40,000 吨锂离子电池材料产业化项目（一、二期） |
| 江西铜业 | 江铜铜箔 | 申报阶段 | 创业板 | 电子电路铜箔、锂电铜箔 | 制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业 | 江西省江铜耶兹铜箔有限公司四期 2 万吨/年电解铜箔改扩建项目 |

资料来源：Wind，公司公告，安信证券研究中心

铜陵有色分拆铜冠铜箔，募投项目巩固公司领先地位。2022 年 1 月，铜陵有色分拆铜冠铜箔至创业板独立上市，截至 2023 年一季报，铜陵有色仍持有铜冠铜箔 72.38% 股权。铜冠铜箔主营 PCB 铜箔和锂电铜箔两大类，分别主要应用于电子信息产业和新能源汽车领域。公司首发募投项目铜陵铜冠 1 万吨/年 PCB 铜箔已于 2022 年 10 月份投产并进入试生产阶段，使用超募资金在池州、铜陵两地建设的 2.5 万吨/年锂电池铜箔项目已开工。

厦门钨业分拆厦钨新能，正极材料业务独立上市。2021 年 8 月，厦门钨业分拆厦钨新能至科创板独立上市，截至 2023 年一季报，厦门钨业持有厦钨新能 50.26% 股权。厦钨新能在分拆上市后，成为厦门钨业下属锂离子电池正极材料业务的独立上市平台，进一步加大对新能源核心技术的投入。厦钨新能首发募投项目，公司海璟基地年产 40000 吨锂离子电池材料产业化项目（一、二期）于 2022 年实现全部产能建设。另外厦钨新能在 2022 年 8 月通过向特定对象发行 A 股股票再融资 35 亿元，实现了厦门钨业持有股权比例的上升，也为高性能 NCM 三元材料扩产提供了资金支持。厦门钨业也在分拆后进一步实现对钨钼业务和稀土业务的聚焦。

江西铜业正在申报分拆江铜铜箔独立上市，铜箔业务单独上市。2022 年 2 月江西铜业通过分拆上市议案，截至 2023 年 6 月，公司持有江铜铜箔 70.19% 股份。江铜铜箔产品主要为电子电路铜箔和锂电铜箔，电子电路铜箔主要应用于印制电路板，锂电铜箔主要运用于锂电池。江铜铜箔招股说明书显示，江铜铜箔电解铜箔产能 3 万吨/年，含电子电路铜箔产能 1.5 万吨/年和锂电铜箔产能 1.5 万吨/年。本次上市拟募集资金 20 亿元，用于江西省江铜耶兹铜箔有限公司四期 2 万吨/年电解铜箔改扩建项目及补充流动资金。公司四期项目及上饶一期项目建成投产后，将形成 10 万吨/年的电解铜箔产能。

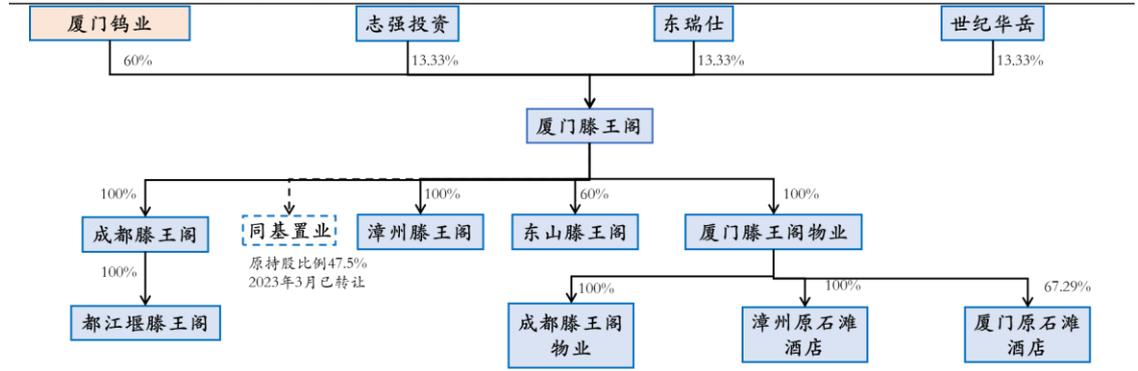
3.2.3. 清退：剥离“两非”“两资”资产，有效帮助企业提升运营效率

此外，企业专业化整合实现集约发展的另一个重要形式，就是对“两非”“两资”资产进行清退。这一部分工作已在过去三年的国改行动中取得了显著成果，未来这部分清退工作仍将继续推进。

“两非”“两资”清退任务全面完成，产业调整升级持续推进。据国资委报道，国企改革三年行动间，国有企业全面完成“两非”“两资”清退任务，以市场化的方式盘活存量资产 3067 亿元、增值 234 亿元。截至 2022 年 3 月，中央企业和地方国有企业“两非”“两资”剥离清退完成率超过 85%，重点亏损子企业三年减亏 83.8%。“两非、两资”的清退，有利于国有企业集中优势资源，轻装前行。国资委表示，将持续推进低效无效资产和非主业非优势业务退出，做好产能过剩行业整合，促进产业调整升级。

厦门钨业为集中资源，专注于钨钼、新能源材料和稀土三大核心业务的发展，已决定退出房地产业务。公司正在积极推进房地产业务的剥离事宜，包括项目推介及接受意向方的尽调等。为逐步实现退出房地产业务的目的，公司及控股子公司厦门滕王阁房地产开发有限公司拟因企施策，对厦门滕王阁下属公司股权分别公开挂牌转让。2022年公司房地产业务利润总额-4.37亿元，若公司成功实现对房地产业务的剥离，有望进一步增强企业的盈利能力。

图48. 厦门钨业房地产业务股权架构图



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

注: 统计时间为 2023 年 8 月

3.3. 产业化整合：助力下游战新产业，加快产业升级步伐

产业化整合，主要指立足推进战略性新兴产业的发展，建设产业集群。产业化整合不仅在央企和国企内部，同时还要突破现有领域，用市场化的方式进行股权合作，共同推动国家的现代化产业发展。

有色金属下游应用的多个领域属于战略性新兴产业，未来重点关注新材料和新能源领域的有色企业产业化整合。战略性新兴产业包括第一代信息技术、节能环保、新能源、生物、高端装备、新材料和新能源汽车七大板块，这些行业上游多为有色金属行业。先进材料产业是先进制造业的基础，党的二十大报告也明确要推动战略性新兴产业融合集群发展，并将新材料作为新的增长引擎。未来重点关注在国产替代及双碳背景下，新材料和新能源领域的有色企业产业化整合。

我们以云海金属引入宝武集团为例。云海金属是镁行业领先企业，具备镁完整产业链。云海金属具有从“白云石开采-原镁冶炼-镁合金熔炼-镁合金精密铸造、变形加工-镁合金再生回收”的完整镁产业链。

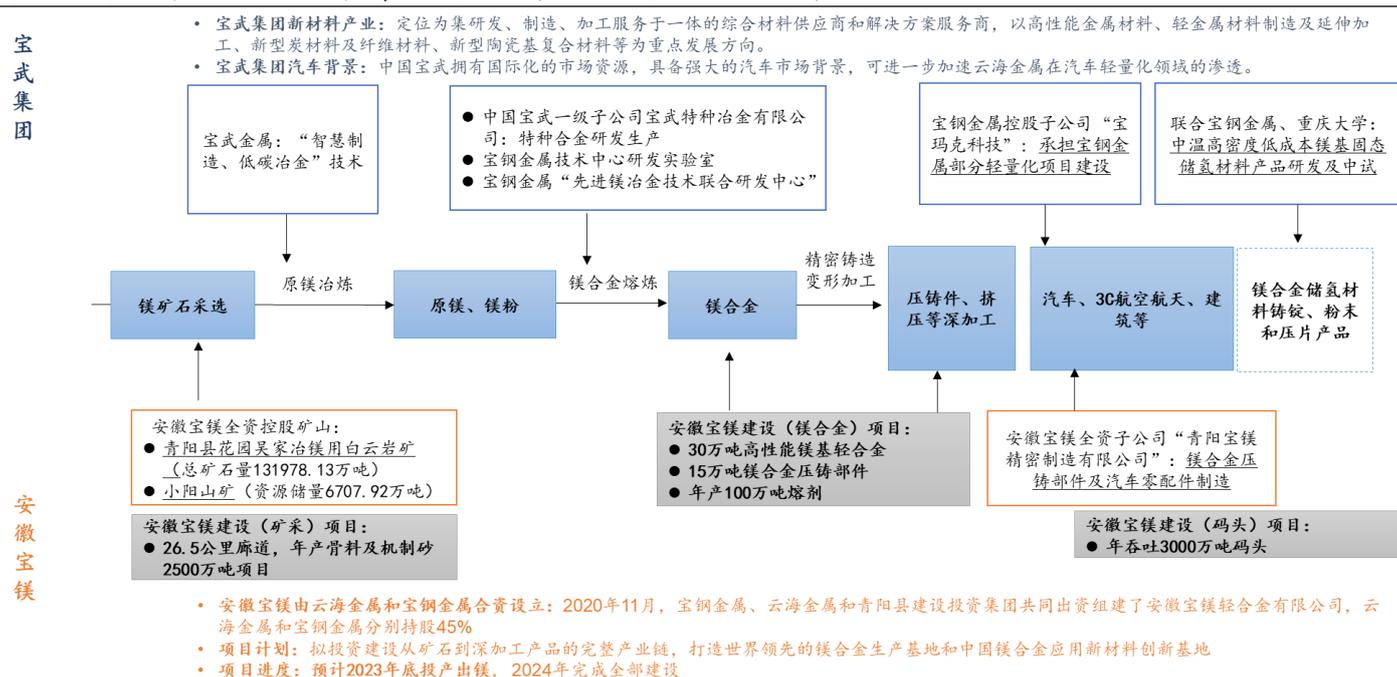
宝钢金属和云海金属共同出资宝镁项目，宝镁项目将被打造为全球最大的镁合金生产基地。2020年11月26日，宝钢金属、云海金属和青阳县建设投资集团共同出资组建了安徽宝镁轻合金有限公司。安徽宝镁拟投资建设从矿石到深加工产品的完整产业链，打造世界领先的镁合金生产基地和中国镁合金应用新材料创新基地。

云海金属引入中国宝武集团全资子公司宝钢金属作为控股股东，交易完成后将实现国资对云海金属的实际控制，实际控制人将变更为国务院国资委。2023年3月17日，国务院国有资产监督管理委员会下发《关于宝钢金属有限公司收购南京云海特种金属股份有限公司有关事项的批复》，原则同意宝钢金属通过认购云海金属定向发行的不超过6200万股股份的方式取得云海金属控股权的整体方案。2023年6月28日，本笔交易已由深交所审核通过，等待证监会同意注册。交易正式完成后，宝钢金属持有云海金属股权比例将达到21.53%，成为公司控股股东。云海金属引入宝钢控股，将可以充分发挥宝钢金属与云海金属的优势，通过构建科学高效的决策机制，有利于提升和挖掘云海金属上市公司的潜力，促进公司未来持续健康发展。

宝武集团将在新材料产业和汽车领域助力云海金属。一方面，宝武集团新材料产业发展战略与云海金属高度契合，另一方面，中国宝武拥有国际化的市场资源，具备强大的汽车市场背景，可进一步加速云海金属在汽车轻量化领域的渗透。

这不仅有助于企业的发展，更有助于有力推进我国镁金属产业发展。宝钢金属有限公司董事长王强民曾表示，宝钢金属全面进入镁产业，将致力于推动金属镁从小金属跃升为大宗原材料，为中国镁产业的腾飞贡献力量。

图49. 云海金属引入宝钢金属后，将充分发挥双方优势助力企业发展



资料来源：公司公告，公司官网，安信证券研究中心

4. 经营指标体系升级优化，“一利五率”助力有色央企

复盘 2019 年各项经营指标考核体系开始提出以来，我们发现，在国企改革进程下，有色金属行业上市央企，尤其是央企的经营表现，其去杠杆效应明显，研发投入强度显著增加，利润维持增长、净资产收益率和全员劳动生产率、营业现金比率均显著提升。2023 年，“一利五率”的新标准考核体系执行后，未来行业内央企的业务质量有望进一步改善。

4.1. 复盘：经营指标体系优化，有色央企经营质量显著提升

2019 年国资委探索建立央企经营指标体系且后续持续迭代的背景下，央企的经营质量持续寻求改善。基于“一利五率”指标，我们复盘了有色行业上市央企的各项经营指标的变化情况，并发现：

✓从资产结构上看，有色金属上市央企资产负债率稳步下降。2019 年以来，央企去杠杆效果显著，资产负债率呈现出稳定下降的趋势，大部分央企资产负债率已降至 65% 以下。2019-2022 年，央企资产负债率均值自 60.44% 降至 50.67%，央企平均有息负债率自 62.9% 降至 60.2%。

✓从盈利能力上看，利润方面，有色金属上市央企利润持续增长，平均利润增速均超过 GDP 同比增速，2019-2022 年利润均值年均复合增长率达 72%。ROE 方面，有色金属央企 ROE 维持正增长。2019 年-2022 年，央企 ROE 均值自 2.2% 升至 11.2%。一方面，金属价格中枢整体上移抬升毛利率水平；另一方面，财务费用、管理费用、销售费用率下降提振利润水平，这得益于降杠杆后负债规模减少、公司治理优化后人员效率的抬升、及宏观环境下融资成本下降等多个方面。

✓从研发投入上看，近年来有色金属上市央企研发投入强度显著增加，2019-2022 年自 1.24% 升至 2.23%，上升 0.99pct，2022 年央企的研发投入强度均值已显著超过民营企业和地方国企。有色金属行业的央国企研发支出方向，主要在 2 方面：（1）专精特新示范企业，聚焦技术攻关和产业引领（2）上游矿企增强资源储备，智慧矿山智能化提升开采效率。

✓从现金流表现上看，2019 年以来，有色金属上市央企营业现金比率整体也呈现出趋势性改善，2019-2022 年，自 6.84% 上升至 8.64%。其中有色行业央企存货周转率和应收账款周转率也基本维持改善趋势，反映出央国企的销售能力、存货管理水平、回款能力均有提高。

✓全员劳动生产率方面，自 2019 年以来，有色金属上市央企的平均全员劳动生产率持续维持正增长。我们根据全员劳动生产率=工业增加值/员工人数的公式，计算了有色行业央企的平均全员劳动生产率，工业增加值我们选用净利润+折旧+税金+员工薪酬计算。据我们计算，2019-2022 年，有色金属央企的平均全员劳动生产率已自 15.29 万元/人升至 58.43 万元/人，年均复合增长率 55.6%。一大批企业特别是国有上市公司以混促改，完善公司治理，提高规范运作水平，深度转换机制，活力和效率显著提高。股权激励助力有色金属企业实现各类价值创造指标，利好企业转化改制过程中的动能激发。公司治理方面，央国企也在积极推进“三能”机制，激发员工和企业活力，提升企业管理效能。

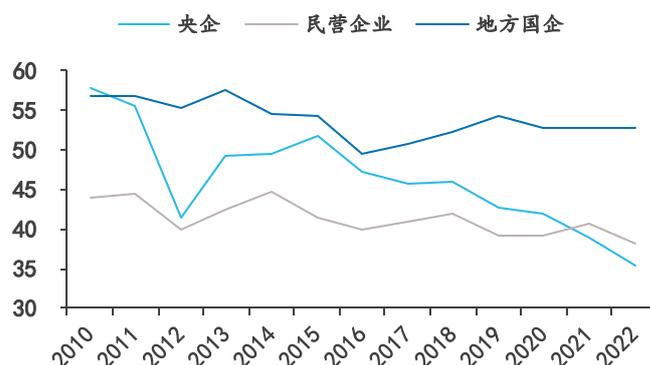
4.2. 资产负债率：去杠杆效应明显，后续或逐渐企稳

✓资产负债率方面，近年来有色金属行业央企去杠杆效应明显。

2022 年，有色金属行业上市央企资产负债率中位数已低于民营企业和地方国企，大部分央企资产负债率已降至 65% 以下。2019-2022 年，央企资产负债率均值自 60.44% 降至 50.67%。进一步来看，央企在控制有息负债规模方面成效显著，2018-2022 年，央企平均有息负债自 109.3 亿元降至 83.4 亿元；央企平均有息负债率随之自 72.2% 下降至 60.2%。同期地方国企平均有息负债则自 79.0 亿元升至 124.9 亿元，主要因地方国企整体资产规模大幅增长；地方国企平均有息负债率自 67.3% 降至 66.5%，其中 2022 年有息负债率出现反弹，或主要因紫金矿业和山东黄金分别进行了大规模资产收购，抬高了地方国企的整体负债水平。

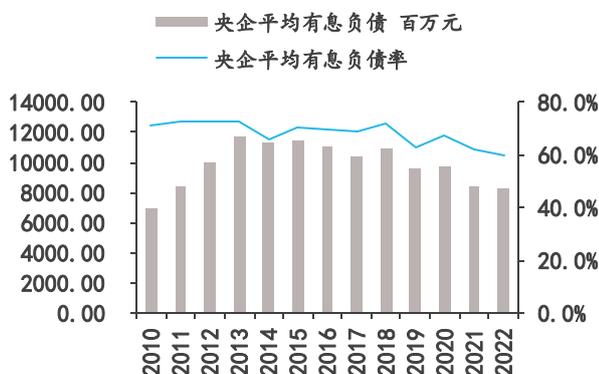
随着“一利五率”对资产负债率的要求从控制在 65% 以内调整为保持稳定，我们预计未来央国企的资产负债率将维持在稳定区间内波动。

图50. 有色金属上市企业资产负债率中位数 (%)



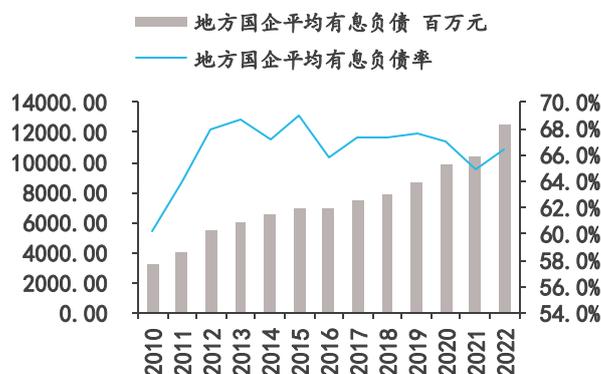
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图51. 有色金属上市央企平均有息负债及有息负债率



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图52. 有色金属上市地方国企平均有息负债及有息负债率



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

4.3. 利润：行业利润持续增长，净利率和资产周转率推动有色央企 ROE 改善

✓ 在利润增速方面：

横向来看，有色金属行业上市央企平均利润复合增速领先于上市地方国企。2019-2022年，有色金属行业央企、地方国企、民营企业平均利润年均复合增长率分别为72%，65%，200%。

地方国企由于头部效应弱于央企，大部分地方国企的利润提升绝对值相对不大。地方国企中，紫金矿业、西部矿业和背靠宝钢集团的北方稀土利润提升绝对值则仍领先。

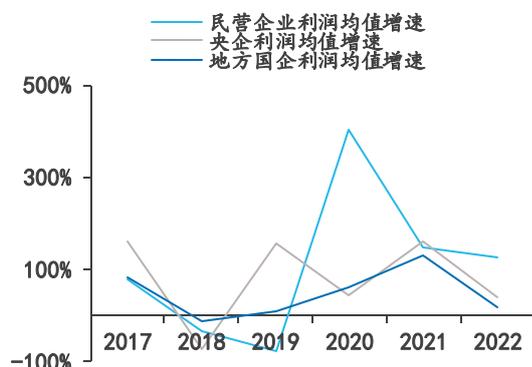
民营企业在过去3年利润增长表现突出，主因能源金属板块受益于金属价格的大幅上行，如天华新能、赣锋锂业、华友钴业在2019-2022年利润复合增长率分别达到408.8%，258.8%和231.8%。

纵向来看，有色金属上市央企和地方国企利润持续增长，平均利润增速均超过GDP同比增速。在一利五率的要求下，有色金属上市央企有望继续保持其利润增速水平。

和利润波动较大的民营企业相比，有色金属上市央企利润增速更为平稳，且自2019年央企经营考核目标明确以来，利润持续维持正增长。央企中，利润提升绝对值（2022年利润总额-2018年利润总额）最大的是中国铝业、云铝股份、云南铜业；利润提升幅度（2022年利润总额/2018年利润总额）最大的是西藏矿业、盛和资源、中国铝业；除了与公司主营金属品种价格上行有关外，公司自身的经营管理优化也有显著提升，如中国铝业持续巩固扩

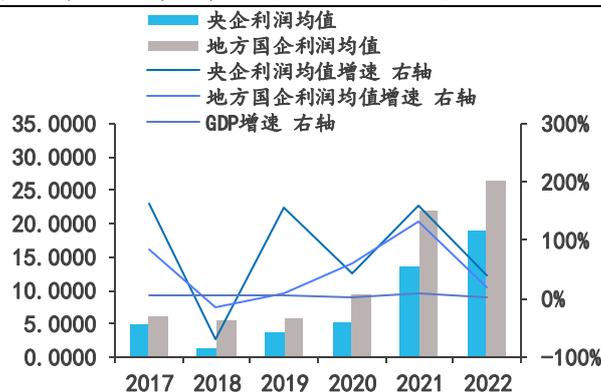
大“五标一控”工作成效，让电解铝生产管理有标可依，开启数据化管控生产模式。西藏矿业作为宝武集团旗下子公司，获得集团在资本、技术、管理等方面的鼎力支持。

图53. 有色金属上市企业利润均值增速



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图54. 有色金属上市央企利润均值增速



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

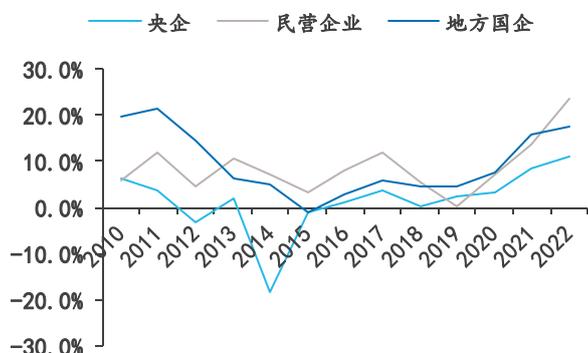
√ ROE 方面:

横向来看，2022 年有色金属上市央企 ROE 中位数领先，ROE 均值相比上市地方国企和上市民企仍有较大改善空间。2022 年有色金属行业央企、民营企业、地方国企 ROE 中位数分别为 12.0%，10.9%和 8.4%，ROE 均值分别为 11.2%，23.6%，17.4%。央企 ROE 普遍稳健增长故均值相对落后，民企 ROE 因天齐锂业、江特电机、永兴材料等能源金属板块公司普遍在 2022 年表现突出，故均值最为领先，地方国企中，神火股份、北方稀土、紫金矿业业绩领先相对拉高了均值。

纵向来看，2018 年以来有色金属央企 ROE 均值均维持正增长，央企和国企的 ROE 波动相比民营企业较小，未来仍有进一步上升的潜力。2019 年-2022 年，央企、地方国企 ROE 均值分别自 2.2%、4.6%升至 11.2%、17.4%。随着 ROE 被纳入央企“一利五率”的经营指标体系考核，央企将更多聚焦于 ROE 增长，ROE 有望继续改善。

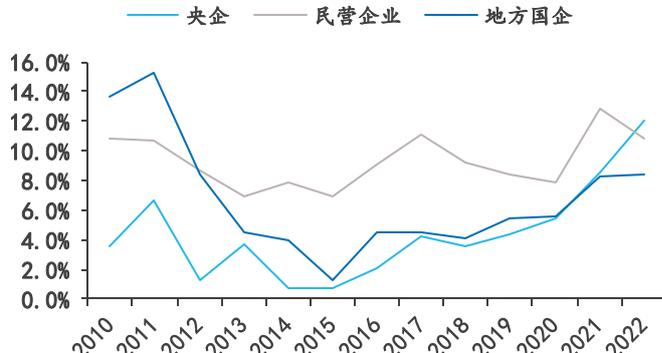
运用杜邦分析，我们认为，有色行业央企在降杠杆的同时，通过提升业务盈利水平和运营效率，推动了 ROE 的改善。为了更好地对央企盈利水平的提升做出解释，我们以央企为例，对净资产收益率进行杜邦分析。我们发现从均值水平来看，2019 年以来央企销售净利率上升近 207%，资产周转率上升近 57%，权益乘数下降 23%。

图55. 有色金属上市企业 ROE 均值



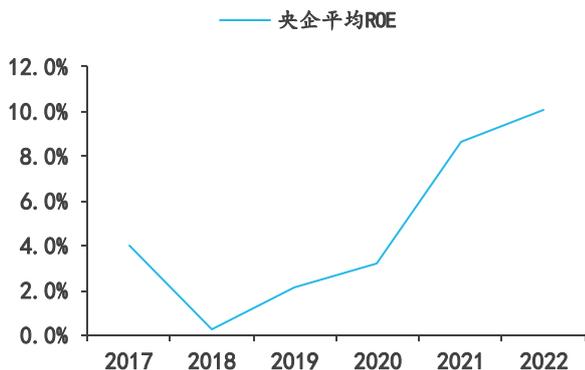
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图56. 有色金属上市企业 ROE 中位数



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图57. 有色金属上市央企杜邦分析-平均 ROE



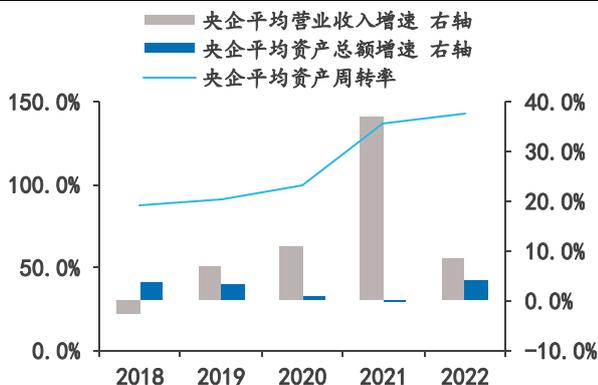
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图58. 有色金属上市央企杜邦分析-销售净利率均值



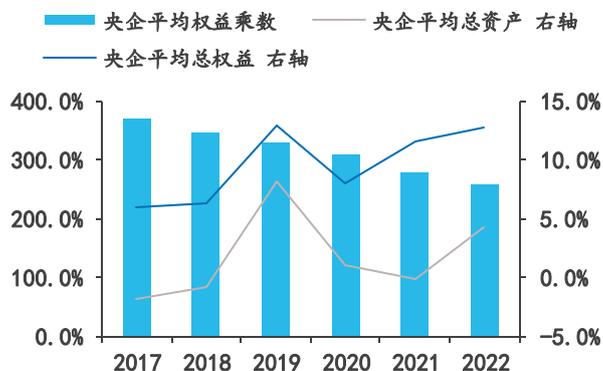
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图59. 有色金属上市央企杜邦分析-平均资产周转率



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图60. 有色金属上市央企杜邦分析-平均权益乘数



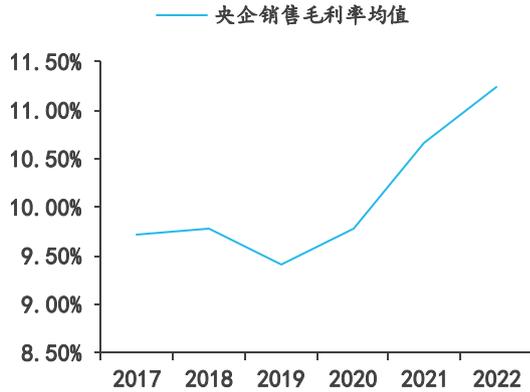
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

对有色金属企业来说,量、价、利是业绩的核心,我们针对这三个部分做了拆分,并认为,未来在各央企降本增效持续开展,有效控制费用,有色金属价格整体中枢上移有望进一步提高毛利率的影响下,央企净利率的改善趋势有望持续。而行业和企业具有成长性的十四五目标下,量上的增长将有力助力企业的业绩成长。

4.3.1. 利: 毛利率提升与期间费用率下降共同推动, 央企净利率显著改善
进一步对净利率做拆分, 我们分析了央企毛利率和期间费用率的表现, 我们发现, 净利率的上升, 毛利率的提升和期间费用率下降的贡献均显著。

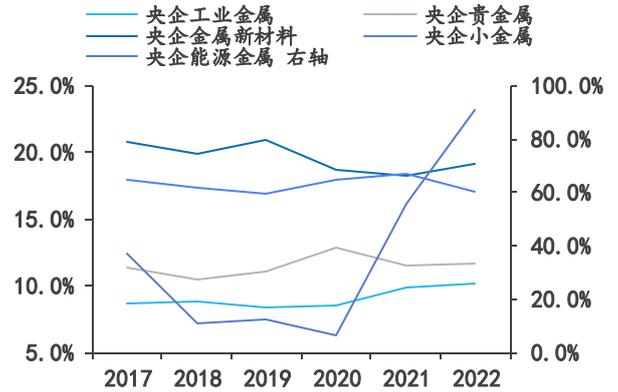
✓**毛利率方面:** 2019 年以来, 有色行业央企平均销售毛利率从 9.41% 升至 11.25%, 上升 1.84pct。分各个金属板块的央企来看, 小金属和金属新材料的毛利率水平基本维持稳定; 贵金属毛利率整体提高, 期间毛利率水平存在波动, 主要对应中金黄金毛利水平受到黄金价格走势影响; 工业金属毛利率逐渐提高, 其中中色股份、云铝股份毛利率增长显著, 中色股份主要受益于对两头在外, 且毛利率较低的市场化贸易业务严格管控, 云铝股份主要受益于云南省优惠电价下的成本优势及铝价的整体上行; 能源金属毛利率在 2021 年和 2022 年迎来快速增长, 主要对应西藏矿业锂盐业务量价齐升影响。未来, 随着有色金属价格整体中枢上移, 毛利率的上升有望持续。

图61. 有色金属上市央企毛利率均值



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图62. 有色金属上市央企毛利率均值-分品种

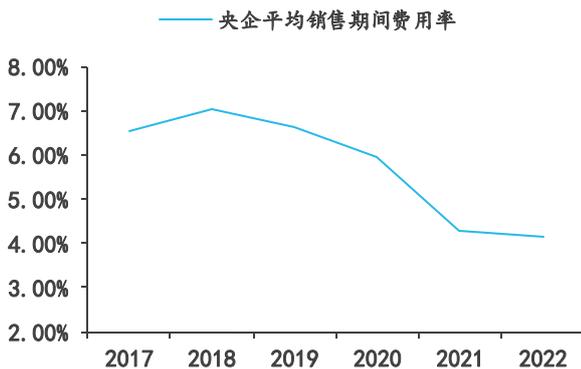


资料来源: Wind, 安信证券研究中心

√期间费用方面: 2019年以来,有色行业央企平均销售期间费用率从6.61%降至4.16%, -2.45pct,费用的下降也为央企净利率改善提供了重要力量。其中平均财务费用率自2.14%降至0.81%,下降1.33pct,这主要是因为央企有息负债比例下降,及整体融资成本下降。平均管理费用率自2.91%降至2.01%,下降0.90pct,这可能与央企优化内部管理架构、强调精益管理有关。平均销售费用率自1.11%降至0.27%,下降0.83pct,平均研发费用率自0.65%升至1.23%,上升0.58pct。未来,各央企降本增效持续开展有效控制费用,将继续支持央企净利率的改善。

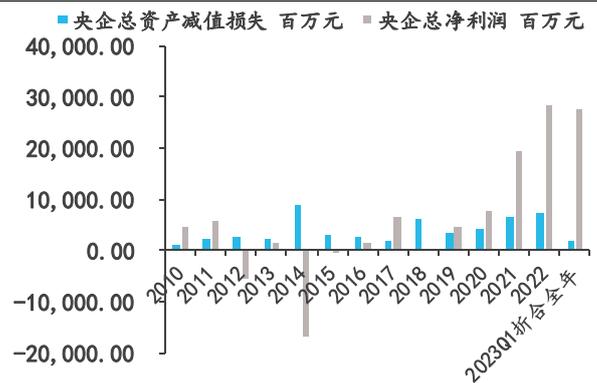
√资产减值方面: 央企连续多年计提资产减值损失,基本卸下包袱轻装上阵。2019年以来,有色行业央企资产减值损失总和逐年增长,2022年资产减值损失73.1亿元,资产减值损失和净利润的比值仍达25.8%。不过从2023年一季度的数据来看,折合2023年全年,资产减值损失19.39亿元显著减少,和净利润的比值降至7.06%,这或意味着央企在前期的连续数年的大幅资产减值损失后,已基本卸下包袱轻装上阵。

图63. 有色金属上市央企平均销售期间费用率



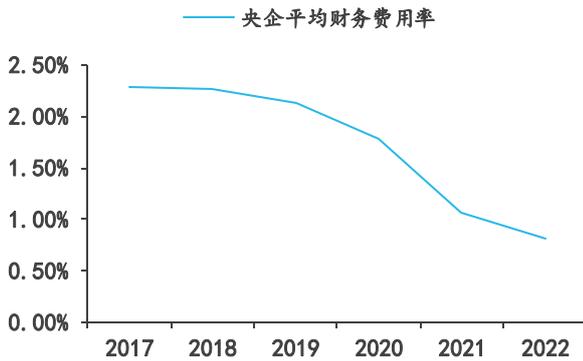
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图64. 有色金属上市央企总资产减值损失



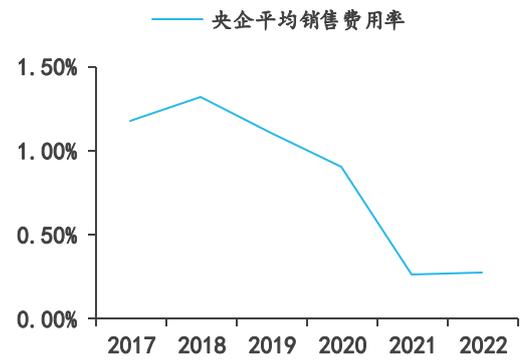
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图65. 有色金属上市央企平均财务费用率



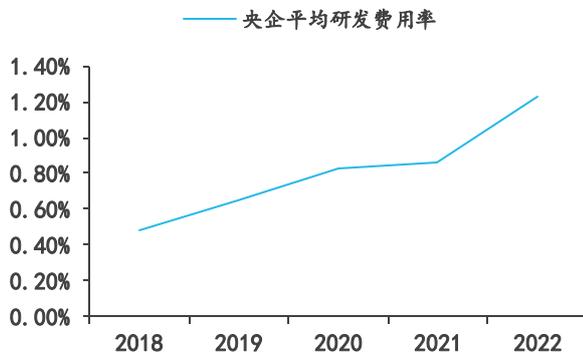
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图66. 有色金属上市央企平均销售费用率



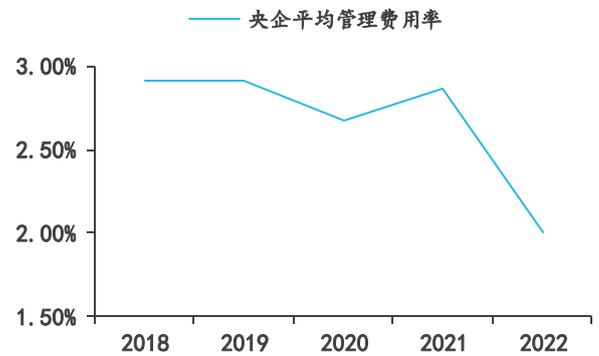
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图67. 有色金属上市央企平均研发费用率



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图68. 有色金属上市央企平均管理费用率



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

4.3.2. 量：十四五规划兼重资源开采和新材料产业，上下游携手增量提质

往后看，“十四五”原材料工业发展规划和各企业的十四五规划，从中观和微观上，为有色行业的增量提质勾画了蓝图。

全行业而言，“十四五”原材料工业发展规划内容指明发展目标，到 2025 年，原材料工业保障和引领制造业高质量发展的能力将明显增强，另外新材料产业规模将持续提升，占原材料工业比重将明显提高。

2021 年底，工业和信息化部、科技部、自然资源部联合发布了《“十四五”原材料工业发展规划》，到 2025 年将达到五方面目标，包括供给高端化水平不断提高，结构合理化水平持续改善，发展绿色化水平大幅提升，产业数字化转型效应凸显，体系安全化基础更加扎实。

√对上游来说，重视具有铁矿石、铜矿、钾、稀土等重点资源的矿产资源储备企业。《规划》指出，为提高资源保障能力，将加大铁矿石、铜、钾等紧缺性矿产资源探矿力度，积极开展现有矿山深部及外围找矿。根据《规划》目标，到 2025 年，资源保障能力明显提升，构建稳定开放的资源保障体系，形成一批国内一流的大型重点矿产开发企业，实施战略性矿产国内找矿行动，支持铁矿石、铜矿、稀土等国内重点矿山建设。另外，鼓励企业规范开展境外资源勘探开发，建设采选冶一体化等综合性资源基地。以及再生方面，将开发“城市矿山”资源，支持优势企业建立大型废钢及再生铝、铜、锂、镍、钴、钨、钼等回收基地和产业集聚区。

√对下游来说，产业供给高端化目标下，新材料产业将被持续培育壮大，重视在重点战略领域有应用、及具备强研发能力的新材料企业。《规划》指出，到 2025 年目标在量上，先进

基础材料高端产品质量稳定性、可靠性、适用性明显提升，部分前沿新材料品种实现量产和典型应用。在质上，突破一批重点战略领域关键基础材料，协同创新体系更加高效完善。在研发上，新材料产业创新能力明显提升，重点行业研发投入强度达到 1.5% 以上，掌握一批具有自主知识产权的关键共性核心技术。

图69. “十四五”原材料工业发展规划五项具体目标

| | |
|-------------|--|
| 供给高端化水平不断提高 | 先进基础材料高端产品质量稳定性可靠性适用性明显提升部分前沿新材料品种实现量产和典型应用。突破一批重点战略领域关键基础材料。协同创新体系更加高效完善，国家新材料平台体系初步建成。新材料产业创新能力明显提升，重点行业研发投入强度达到 1.5% 以上，掌握一批具有自主知识产权的关键共性核心技术。 |
| 结构合理化水平持续改善 | 粗钢、水泥等重点原材料大宗产品产能只减不增，产能利用率保持在合理水平。重点领域产业集中度进一步提升，形成 5~10 家具有生态主导力和核心竞争力的产业链领航企业。产业布局与生产要素更加协同，在原材料领域形成 5 个以上世界级先进制造业集群。化工园区集约水平显著提升，形成一批石化产业基地。 |
| 发展绿色化水平大幅提升 | 钢铁、有色金属、建材等重点行业能源消耗总量、碳排放总量控制取得阶段性成果。钢铁行业吨钢综合能耗降低 2%，水泥产品单位熟料能耗水平降低 3.7%，电解铝碳排放下降 5%。重点行业单位产值污染物排放强度、总量实现双下降，各行业实现稳定达标排放，新建项目满足超低排放标准。工业固废等固体废物综合利用率进一步提高。 |
| 产业数字化转型效应凸显 | 智能制造能力成熟度 3 级及以上企业 20% 以上，关键工序数控化率 70% 以上，钢铁等重点领域关键工序数控化水平进一步提升。重点行业数字化、网络化、智能化水平显著提高，企业网络安全防护能力加快建设，建设 100 个以上智能制造示范工厂，10 家以上工业互联网平台。 |
| 体系安全化基础更加扎实 | 战略资源保障能力大幅提升，形成基本稳定的资源保障体系。重点行业关键生产工艺技术及装备自主可控水平大幅提高，产业链断点堵点显著减少。重点行业本质安全水平大幅提升。城镇人口密集区危险化学品生产企业搬迁改造任务全面完成。 |

资料来源：《“十四五”原材料工业发展规划》，安信证券研究中心

分企业来看，央国企积极制定公司十四五规划，给出具有成长性的生产经营目标。

✓上游来看，以山东黄金为例，公司根据集团“十四五”战略规划，将以“致力全球领先，跻身世界前五”为战略目标，目标到 2025 年“再造一个山东黄金”，进入世界五百强，集团矿产金产量达到 80 吨，资源储量达到 3300 吨以上，利润总额达到 80~100 亿元，资产规模和上市公司市值均突破 2000 亿元，资产负债率降至 50%。到 2035 年末，公司远景目标为进入世界同行业前三强，实现年产矿产金产量 155 吨，利润总额达到 200 亿元。

✓下游来看，以中钢天源为例，公司制定的“十四五”发展战略与规划对各业务均给出了规划思路，如在磁性材料及器件业务上，目标到 2025 年打造 3 个 10 亿级以上产业集群，分别是永磁铁氧体业务、稀土永磁业务、软磁业务。打造 3-5 个隐形冠军产品，进而实现产业整体水平“世界一流”。

4.3.3. 价：金属价格中枢将进一步抬升

黄金：美联储加息进入尾声，黄金牛市可期

2023 年，欧美银行业风波后影响逐渐平息，美联储继续加息，在美国经济数据韧性持续，市场“抢跑”的降息预期被修正的影响下，国内金价在今年 1-4 月上行后高位震荡。下半年，随着美联储政策利率升至高位，通胀的回落使得进一步加息必要性下降。货币紧缩对实体经济的影响逐渐显现，增强市场衰退预期，我们看好下半年黄金价格进一步上涨。远期而言，去美元化背景下各国央行购金意愿持续积极，黄金价格有望维持强势并再创新高。

工业金属：铜价受益于长期供应受限，产能天花板下铝价易涨难跌

2023 年上半年，工业金属基本呈现震荡走势。宏观上，国内持续处在弱复苏状态，海外在美国经济韧性和通胀仍偏高的状态下维持高利率，但铜铝均维持在低库存水平显示其供需仍然紧俏，需求偏弱未对铜铝价格形成显著拖累。

✓铜：供给端，新矿山增产缓慢，资本开支不足限制供应，铜矿品位的衰减进一步增加了开采成本，需求端，能源转型背景下铜需求长期仍在上升，供需紧俏格局下铜价中枢势将抬升。

✓铝：供给端，在产能天花板的供给硬约束下，产能增加幅度有限，而极端气候对电力供应的扰动也使得电解铝减产频率增加，供给持续受影响。需求端，光伏、线缆等新能源下游需求仍在趋势性增长中，铝价整体易涨难跌。

能源金属：电动化趋势明确，供给趋松但存高成本支撑

2023 年，电池级碳酸锂价格先跌后涨，7 月末均价为 26.9 万元/吨，较高点 56.8 万元下跌 52.6%，由于供给端释放节奏略有滞后，需求端磷酸铁锂及三元排产逐月增加，短期锂价或仍有支撑。长期来看，由于新增产能规模较大，供给或趋于宽松，不过由于新增供给多为绿地资源，生产成本相对较高（如 Core 2023 年 Q2 精矿 FOB 成本、FOB 成本（含特许使用费）依次为 902、1416 澳元/吨），预计锂价将回归至合理区间。

稀土磁材：稀土价格有望长期处于景气区间

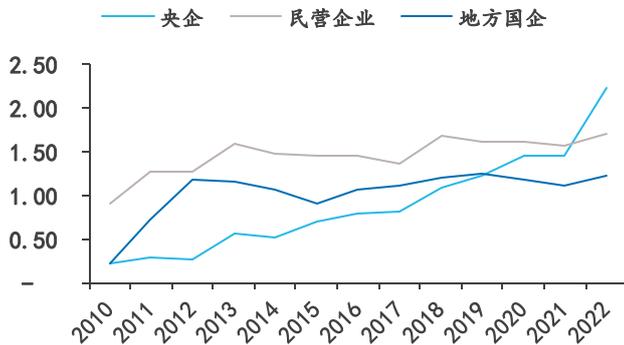
供给端，国内配额有序释放，海外东南亚略有增量，其他地区近几年增量或有限。需求端，新能源需求稳健提升，风电需求基数不断扩张，3C 需求呈现复苏态势，工业电机、机器人等需求或快速增长。

4.4. 研发投入强度：聚焦技术攻关、智慧矿山、矿山集约开发

√**研发投入强度方面**，纵向来看，近年来有色金属行业央企研发投入强度显著增加，2019-2022 年自 1.24% 升至 2.23%，上升 0.99pct。

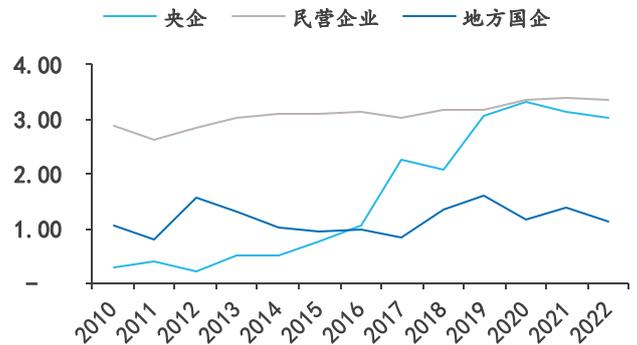
横向来看，2022 年央企的研发投入强度均值已显著超过民营企业 and 地方国企。2022 年有色金属央企、民营企业、地方国企研发投入强度均值分别为 2.23%，1.71% 和 1.23%，中位数分别为 3.03%，3.35%，1.13%。研发投入强度的增加，有助于央国企技术和产品创新能力的增强，提升竞争力。

图70. 有色金属上市企业研发投入强度均值 (%)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图71. 有色金属上市企业研发投入强度中位数 (%)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

有色金属行业的央国企研发支出方向，主要在 2 方面：(1) 专精特新示范企业，聚焦技术攻关和产业引领 (2) 上游矿企增强资源储备，智慧矿山智能化提升开采效率。

3 月下旬，国资委发布创建世界一流示范企业和专精特新示范企业名单，其中多家有色行业央国企在列。这些企业相关的上市公司在过去 5 年来，大部分无论是研发费用比例，还是研发费用总额均显著提高。示范企业将聚焦科技创新，引领行业创新形成差异化优势。国资委在“国有企业创建世界一流专业领军示范企业推进会”会议上曾部署，示范企业要着力解决“卡脖子”难题，尽快取得更多“从 0 到 1”的突破，并要力争做到研发投入强度超过行业平均值 2 倍以上。其中，东方钽业是我国钽铌研究及制造领域的领先者，近年来研发投入强度及其升幅在有色行业中领先。东方钽业 2022 年研发费用 0.43 亿元，研发费用占营业收入比重 4.32%，2022 年研发费用较 2018 年提高 247.22%。

有色金属的上游矿企，如紫金矿业、山东黄金等，近年来将研发投入投向智慧矿山方向以提升矿山运营的效率 and 安全性，及节能减排 ESG 方向。紫金矿业实施“科技强安”战略，积极推进“机械化换人、自动化减人”工程，逐步打造一批信息化、智能化矿山。紫金山金铜矿湿法厂启动的井下电机车无人驾驶建设项目，目前可实现 11 台电机车联动无人自动行

驶。山东黄金顺应“智慧矿山”和“生态矿业”的发展方向，加快机械化向数字化转型的节奏，将人工智能、大数据、5G等先进技术应用到井下，2024年目标建成一批智能智慧骨干黄金矿山。

表8：有色金属行业入围创建世界一流专精特新示范企业、相关上市公司及研发费用情况

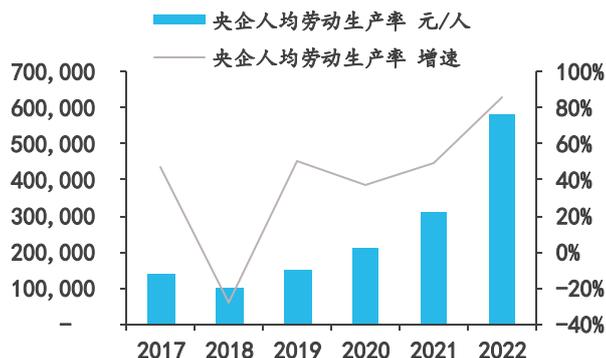
| 示范企业 | 相关上市公司 | 示范企业业务及技术优势 | 2022年上市公司研发费用比例 % | 上市公司研发费用比例变化 (2018-2022) pct | 上市公司研发费用变动 (2018-2022) % |
|---------------------|------------|---|-------------------|------------------------------|--------------------------|
| 云南驰宏国际锗业有限公司 | 驰宏锌锗全资子公司 | 锗金属产能、产量国内第一，中铝集团旗下唯一入围的企业。 2022年，建成光纤级超高纯光纤四氯化锗生产线1条，产能30吨/年，成为全球少数掌握光纤级超高纯四氯化锗制备技术的企业。 | 0.22 | 0.12 | 160% |
| 株洲硬质合金集团有限公司 | 中钨高新全资子公司 | 国内硬质合金行业内唯一的国家重点实验室、国家首批认证的技术中心。 实现了PCB钻针、深孔钻削用螺旋孔棒、双高特钢用轧辊等高端硬质合金产品国产化。 | 3.17 | 1.03 | 137% |
| 宁夏东方钨业股份有限公司 | 东方钨业 | 国内最大钽、铌产品研发制造基地，集钽铌湿法冶金、火法冶金及其制品加工的全产业链企业。中国有色金属集团有限公司唯一入选企业。 辐照监督管用高纯钽箔成功应用于核电领域，实现国内“零的突破”。 | 4.32 | 3.20 | 247% |
| 定南大华新材料资源有限公司 | 中国稀土集团下属企业 | 公司“拳头”产品为高纯氧化镧、高纯氧化钇，在高纯光学材料市场中占有率持续上升，在高纯光学材料市场中占有率持续上升。 | 0.45 | -0.12 | 223% |
| 有研粉末新材料股份有限公司 | 有研粉材 | 发展目标是成为世界一流的金属粉体材料供应商。 | 3.29 | 0.13 | 61% |
| 中国北方稀土(集团)高科技股份有限公司 | 北方稀土 | 形成了白云鄂博矿稀土选矿、混合稀土精矿湿法冶金、稀土金属及合金熔盐电解、钕铁硼永磁材料等稀土工业主流生产技术。奠定了我国稀土产业工业化技术的坚实基础。 | 0.68 | 0.30 | 379% |
| 福建省长汀金龙稀土有限公司 | 厦门钨业全资子公司 | 主业为稀土冶炼分离及稀土功能材料精深加工。 形成了稀土矿开采-稀土分离-稀土金属-精深加工(发光材料、磁性材料)一条较为完整的产业链。 | 3.59 | -1.00 | 93% |
| 河南豫光金铅集团有限责任公司 | 豫光金铅第一大股东 | 引领中国铅铜冶炼实现六次革命性升级，推动铅工业实现资源循环高效利用。 | 0.68 | 0.63 | 1577% |
| 云南省贵金属新材料控股集团有限公司 | 贵研铂业全资子公司 | “水花金”、镍铂靶材等一批“卡脖子”关键技术产品成功实现国产替代进口，镍铂靶材被国家博物馆选中进驻展览。稀贵金属材料基因工程项目获批国家大数据产业试点示范项目。 | 0.74 | 0.25 | 258% |
| 云南锡业股份有限公司 | 锡业股份 | 主营锡、铜、锌、铟等金属矿的勘探、开采、选矿和冶炼及锡的深加工，锡铟储量居全球第一，是我国领先、世界先进的以锡为主的有色金属全产业链企业。 | 0.42 | 0.08 | 62% |
| 金川集团镍盐有限公司 | 金川集团全资子公司 | 主要从事硫酸镍、氯化镍、氧化亚镍等镍化学品的开发和生产。其与金川集团下游的兰州金通储能动力新材料有限公司、南通瑞翔新材料有限公司配套形成了较为完整的电池材料产业链。 | | | |
| 青海西部镁业有限公司 | 西部矿业控股公司 | 聚焦盐湖镁资源开发应用，成立盐湖镁资源技术开发工程研究中心，建成了全球首套、连续化、高品质、规模生产高纯氢氧化镁、氧化镁与镁砂生产线。 建成国内领先的镁基插层结构功能材料、镁基土壤环境修复材料生产示范线。在盐湖卤水-氨石灰联合法连续生产高纯氢氧化镁工艺中取得重大突破，彻底解决了氢氧化镁过滤及洗涤性能这一世界性难题。 | 0.99 | 0.88 | 1144% |

资料来源：国资委，Wind，安信证券研究中心

4.5. 全员劳动生产率：员工激励多措并举，管理效能持续提高

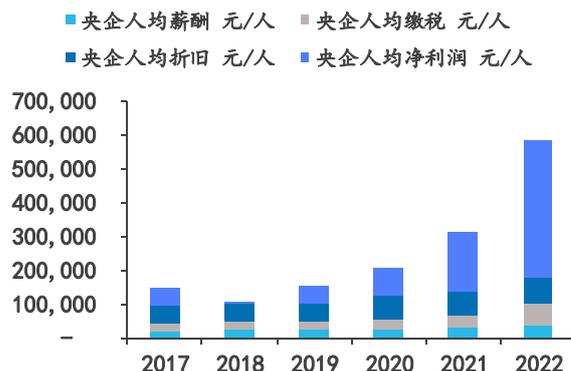
√**全员劳动生产率方面**，自2019年以来，有色金属央企的平均全员劳动生产率持续维持正增长。我们根据全员劳动生产率=工业增加值/员工人数的公式，计算了有色行业央企的平均全员劳动生产率，工业增加值我们选用净利润+折旧+税金+员工薪酬计算。据我们计算，2019-2022年，有色金属央企的平均全员劳动生产率已自15.29万元/人升至58.43万元/人，年均复合增长率55.6%。进一步，我们对这几个方面进行拆分发现，推升劳动生产率的主要因素在于央企人均净利润的增长，央企人均缴税额的增长次之。另外央企重视管理效能，持续深化压减工作，优化人员结构，也提升了央企的全员劳动生产率。

图72. 有色金属上市央企劳动生产率均值（元/人）



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图73. 有色金属上市央企劳动生产率中位数（元/人）



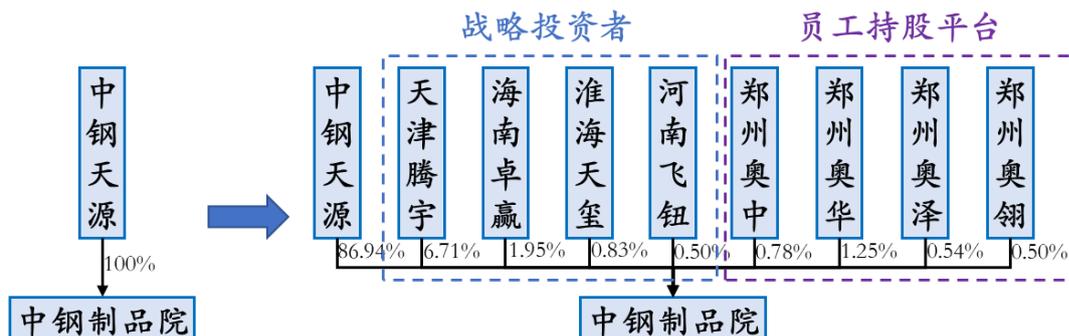
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

4.5.1. 以混促改实施员工持股，激发企业内生活力

国企改革三年行动以来，一大批企业特别是国有上市公司以混促改，完善公司治理，提高规范运作水平，深度转换机制，活力和效率显著提高。混合所有制改革指在国有企业改组改革时引入民资或外资，健全市场化经营机制，从而有效促进生产力发展，使国有企业成为有核心竞争力的市场主体。国有企业在国有政策的面前具有优先运用权，混改国有企业仍能享用国企的待遇和福利，有助于混改国企在市场经济的开展中占据优势。针对国企混改，国家推出各项政策支持混改时非国有资本的引入、混改后员工持股和激励等。

在有色金属行业，以中钢天源为例，中钢天源在其子公司中钢制品院实施混合所有制改革，并同步实施员工持股方案，激发了企业内外活力，将利好企业长期发展。2021年4月，中钢制品院混改完成，公司在混改中引入天津腾宇、海南卓赢等战略投资者的同时，也成立郑州奥中、郑州奥华、郑州奥泽、郑州奥翎四个员工持股平台总计持有制品院的3.07%股权，此外中钢天源仍然持有中钢制品院86.94%的股权，拥有实际控制权。通过引入战略投资者和同步实施员工持股方案，公司在外可提升综合实力及市场影响力，资本活力注入可支持中钢制品院主营业务发展；在内有利于中钢制品院建立和完善中长期激励约束机制，优化中钢制品院治理结构和创新体制机制，从而进一步激发企业内生活力。

图74. 中钢制品院混改股权结构变化



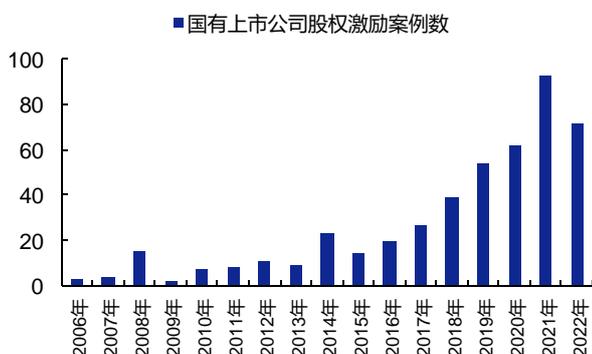
资料来源: Wind, 公司公告, 安信证券研究中心

4.5.2. 股权激励全面铺开，市场化经营提高经营效率

有色金属行业国有上市公司的股权激励数案例数量，较其他行业领先。2015 年以来，国有上市公司股权激励案例数逐年增长，2020-2022 年国企三年改革行动方案施行期间，激励案例数分别高达 62、93、72 例。同期所有实施股权激励的国有上市公司中，有色金属板块公司分别为 2、7、3 家。

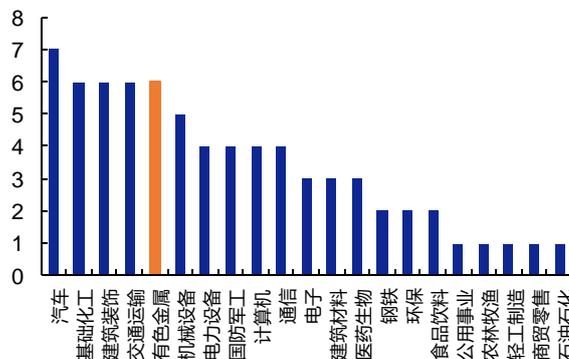
股权激励助力企业实现各类价值创造指标，利好企业转化改制过程中的动能激发。2022 年，国有上市公司股权激励首选第一类限制性股票，在各类激励工具中使用占比达 82%，其余股权激励使用方式还包括股票期权、第二类限制股票、混合方案等。从股权激励所选取的指标来看，资产负债率、毛利率、应收账款周转率等反映企业运营质量的指标使用占比 35%，净利润增长率、营业利润增长率、营收增长率等反映企业持续成长能力的指标使用占比 32%，ROE、ROA、ROIC 等反映股东回报和公司价值创造等综合性指标使用占比 31%，其他指标占比 2%。

图75. 国有上市公司股权激励案例数



资料来源：易董大数据，安信证券研究中心

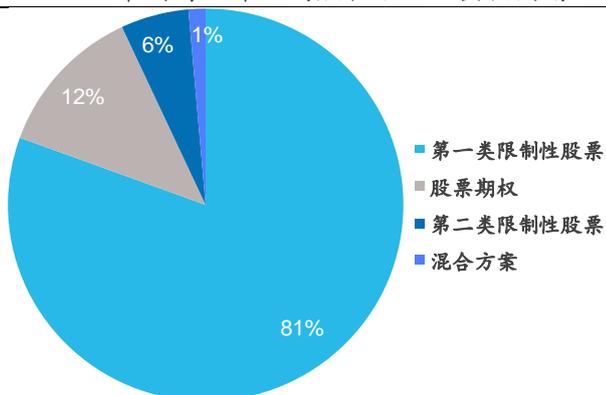
图76. 2022 年各行业披露股权激励草案的国有上市公司数



资料来源：易董大数据，安信证券研究中心

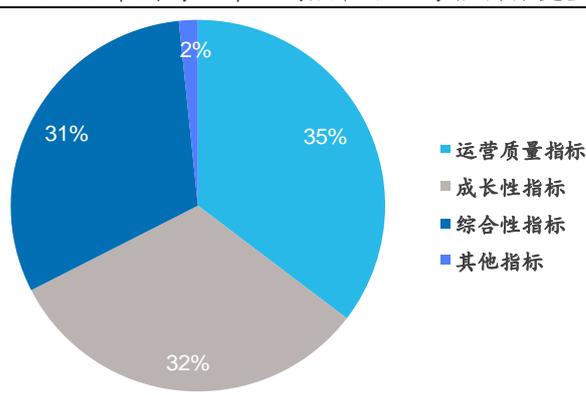
注：2022 年，有色金属上市公司披露草案 6 家，其中 2 家已停止实施，1 家仍在董事会备案状态

图77. 2022 年国有上市公司股权激励工具使用情况



资料来源：易董大数据，安信证券研究中心

图78. 2022 年国有上市公司股权激励考核指标类型



资料来源：易董大数据，安信证券研究中心

备注：运营质量指标指资产负债率、毛利率、应收账款周转率等；成长性指标指净利润增长率、营业利润增长率、营收增长率等；综合性指标指 ROE、ROA、ROIC 等

有色板块国有上市公司近半数实施股权激励，其中 15 家在国企三年行动改革开始以后首次公告，企业运营积极性可期。有色板块的 48 家国有上市公司中，目前已有 20 家（拟）实施股权激励，实施有效期多在 5 年以上。在各公司中，激励力度最大的公司是贵研铂业、鑫科材料、安泰科技和中钨高新，激励数量占总股本比例分别为 4.55%、2.83%、2.44% 和 2.33%。

表9：有色板块国有上市公司股权激励情况

| 公司名称 | 方案进度 | 首次实施公告日 | 有效期(年) | 激励标的物 | 激励数量(万份/万股) | 占总股本比例 | 行权/转让价格(元) | 相比公告日收盘价折扣率 |
|------|-------|-------------|--------|-------|-------------|--------|------------|-------------|
| 中国铝业 | 实施 | 2022年5月26日 | 6 | 股票 | 14100.0 | 0.83% | 3.1 | 38.6% |
| 中金黄金 | 实施 | 2020年4月2日 | 6 | 期权 | 3419.7 | 1.00% | 9.4 | / |
| 中钢天源 | 实施 | 2022年3月17日 | 5 | 股票 | 1286.0 | 1.72% | 4.2 | 50.6% |
| 有研新材 | 实施 | 2017年12月6日 | 5 | 股票 | 830.0 | 0.99% | 5.8 | 52.6% |
| 中钨高新 | 实施 | 2021年7月3日 | 10 | 股票 | 2454.3 | 2.33% | 3.6 | 68.3% |
| 厦门钨业 | 实施 | 2020年12月29日 | 5 | 股票 | 1416.6 | 1.01% | 7.4 | 55.3% |
| 西藏矿业 | 实施 | 2022年7月23日 | 6 | 股票 | 41.2 | 0.08% | 26.4 | 51.8% |
| 紫金矿业 | 实施 | 2021年1月14日 | 6 | 股票 | 10000.0 | 0.39% | 5.0 | 52.5% |
| 神火股份 | 实施 | 2021年6月24日 | 6 | 股票 | 2231.5 | 1.00% | 4.9 | 50.6% |
| 贵研铂业 | 实施 | 2021年12月11日 | 5 | 股票 | 2586.7 | 4.55% | 11.5 | 56.0% |
| 西部黄金 | 实施 | 2021年9月15日 | 6 | 股票 | 820.0 | 1.29% | 6.9 | 45.2% |
| 宜安科技 | 实施 | 2016年5月17日 | 5 | 期权 | 610.6 | 1.51% | 12.1 | / |
| 鑫科材料 | 实施 | 2021年3月25日 | 4 | 期权 | 5000.0 | 2.83% | 2.4 | / |
| 常铝股份 | 实施 | 2015年12月18日 | 3 | 股票 | 211.0 | 0.33% | 5.2 | 58.1% |
| 北矿科技 | 实施 | 2018年12月11日 | 5 | 股票 | 300.0 | 1.97% | 7.1 | 32.9% |
| 安泰科技 | 实施 | 2023年3月15日 | 6 | 股票 | 2500.0 | 2.44% | 4.3 | 52.0% |
| 中色股份 | 实施 | 2023年3月28日 | 6 | 股票 | 2406.0 | 1.22% | 2.6 | 53.4% |
| 东方钨业 | 实施 | 2023年4月25日 | 6 | 股票 | 520.0 | 1.18% | 4.6 | 59.3% |
| 广晟有色 | 董事会预案 | - | 6 | 股票 | 336.0 | 1.00% | 23.1 | |

资料来源：Wind，安信证券研究中心

作为一种市场化的中长期激励方式，股权激励有利于充分调动核心骨干人才的积极性，为国企改革步入深水区注入新动力。在已实施股权激励的诸公司中，大部分公司均在实施股权激励当年或后一年实现了净利润增速的大幅增长。神火股份、西藏矿业、常铝股份、紫金矿业在实施股权激励当年净利润增速分别达 1110.27%、693.70%、453.43%、131.73%，是增速最快的四个公司。厦门钨业在实施股权激励后净利润增速转负为正，盈利再次进入加速上行区间，连续 2 年实现超 70% 增速。

表10：有色板块国有上市公司股权激励前后净利润增速

| 公司 | 净利润增速 | | | | | |
|------|-----------|----------|---------|----------|---------|---------|
| | 股权激励前3年 | 股权激励前2年 | 股权激励前1年 | 股权激励当年 | 股权激励后1年 | 股权激励后2年 |
| 中国铝业 | -5.15% | 5.53% | 387.04% | -4.18% | | |
| 中金黄金 | 14.00% | -30.69% | 88.16% | 40.80% | 1.24% | 27.69% |
| 中钢天源 | 12.39% | 27.32% | 40.02% | 75.20% | | |
| 有研新材 | -16.51% | -52.28% | 52.22% | -7.93% | 77.40% | 36.06% |
| 中钨高新 | 7.29% | -1.96% | 48.62% | 115.38% | 3.46% | |
| 厦门钨业 | 212.27% | -14.16% | -30.11% | 70.68% | 77.22% | 28.90% |
| 西藏矿业 | 132.44% | -187.56% | 428.74% | 693.70% | | |
| 紫金矿业 | 44.19% | 8.08% | 67.13% | 131.73% | 26.37% | |
| 神火股份 | -120.86% | 1131.03% | -52.77% | 1110.27% | 180.56% | |
| 贵研铂业 | 41.23% | 40.71% | 40.03% | 18.51% | 18.44% | |
| 西部黄金 | -55.43% | 322.50% | 88.68% | -5.16% | -54.43% | |
| 宜安科技 | -5.12% | -1.59% | 9.53% | -43.59% | -13.60% | 51.76% |
| 鑫科材料 | -735.94% | 0.60% | 106.54% | -1.46% | 43.24% | |
| 常铝股份 | -1260.14% | 14.51% | 136.14% | 453.43% | 31.82% | 9.08% |
| 北矿科技 | 219.40% | -2.08% | 17.19% | -21.80% | 34.09% | 4.63% |

资料来源：Wind，安信证券研究中心

注：股权激励当年指发布首次实施公告日对应年份

4.5.3. 推进“三能”机制激发企业活力，优化内控和董事会结构提升决策效率

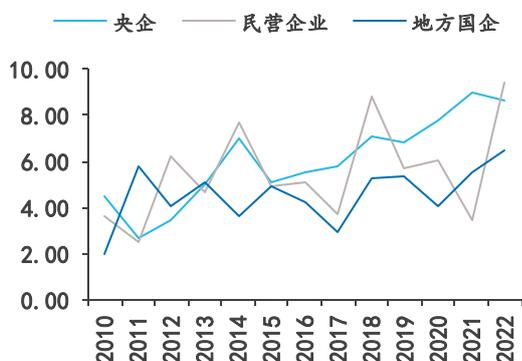
公司治理方面，央国企也在积极推进“三能”机制，激发员工和企业活力，提升企业管理效能。“三能”机制是指，人员能进能出、职位能上能下、薪酬能增能减。在有色行业中，多家企业正在健全三能机制。例如驰宏锌锗，公司2021年6月审议通过《关于公司拟推行任期制及契约化管理的议案》，开始对公司高级管理人员推行任期制及契约化管理工作。据公司年报，近年来公司建立并持续完善高级管理人员考评机制，围绕公司战略发展目标、年度经营目标，依据高级管理人员职责分工，合理确定任期业绩指标和年度业绩指标，定期开展任期业绩考评、年度业绩考评和综合评价，考评结果与薪酬发放、退出等挂钩，充分发挥高级管理人员价值创造能动性。

此外，有色央国企也在通过优化内控和董事会结构，提升公司决策效率。据《国资报告》，中铝集团创新性开展“双多数+平台”模式，即外部董事占多数，外部董事中专职董事占多数。同时，中铝集团给每家下属企业均配备一名80后专职董事，在更高平台锻炼年轻干部全局性视野，将表现优秀的任命为所属企业主要负责人。外部董事居多的董事会结构视野广阔、专业性强，更利于公司合理决策，有效规避经营风险。

4.6. 现金流：存货管理和回款能力维持改善趋势，收入质量更具保障

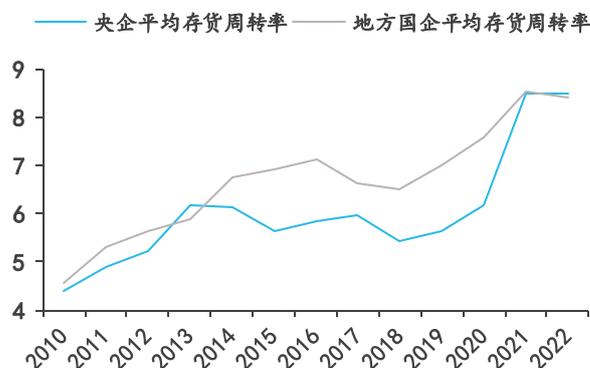
✓ 营业现金比率方面，2019年以来，央企和地方国企营业现金比率整体呈现出趋势性改善，央企自2019年的6.84%上升至2022年的8.64%，2022年略有下降或主要受部分企业应收账款周转能力略有下降影响。另外我们进一步计算有色行业央国企的存货周转率和应收账款周转率，也基本维持改善趋势，反映出央国企的销售能力、存货管理水平、回款能力均持续提升。随着营业现金比率指标被纳入一利五率，央企收入质量有望不断提高。

图79. 有色金属上市企业营业现金比率均值 (%)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图80. 有色金属上市央国企平均存货周转率



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

4.7. 对标海外一流，有色国企仍有进一步提质空间

有色行业龙头国企正在以世界一流企业为对标，提升价值创造能力。有色国企在行业中有体量大、资源量丰富且集中的特点，各个子行业龙头基本均为国企。今年3月，国资委在国有企业中开展对标世界一流企业价值创造行动，国企将以对标世界一流企业为抓手，提升价值创造能力，目标到2025年部分国有重点企业价值创造能力要达到世界一流水平。

我们对比了重点行业央国企与海外龙头在经营层面的指标表现，选取了黄金、铜、铝三个子行业，对国内与海外龙头企业做了资源量、产量、盈利和估值多维度的对比。

总的来说，黄金和铜对标行业内海外一流企业，在产储量等方面仍具成长空间，铝对标海外一流企业，未来铝企估值具有进一步提升的潜力。细分来看，国内黄金龙头企业山东黄金相比海外金企，产量、资源量仍有进一步提升空间，十四五规划下的快速成长值得期待。国内铜龙头紫金矿业相比海外铜企铜资源量领先，未来随着收购矿产项目逐步投产，有望进一步缩窄与海外龙头企业在产量上的差距。国内铝龙头企业中国铝业相比海外铝企，产能、资源储备及利润水平均处于领先地位，估值有进一步提升的潜力。

4.7.1. 黄金行业：山东黄金产量提升空间较大，期待未来进一步提质

山东黄金以黄金开采为主业，拥有勘探、采矿、选矿、冶炼(精炼)和黄金产品深加工、销售于一体的完整产业链，是国内唯一拥有 4 座矿山累计产金突破百吨的企业。集团十四五规划提出“致力全球领先，跻身世界前五”的战略目标，争取到 2025 年“再造一个山东黄金”进入世界 500 强，到 2035 年进入世界同行业前三强。

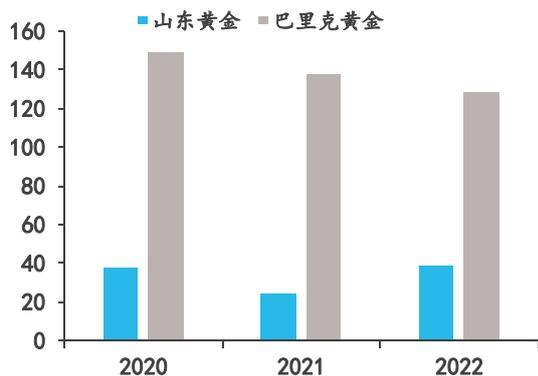
巴里克黄金是美国最大的黄金生产商之一。巴里克黄金的金矿资产分布在北美、南美、非洲和大洋洲。

√产量和资源量上，山东黄金仍有较大产量提升空间。产量上，2020-2022 年山东黄金的黄金年产量分别为 37.8/24.8/38.7 吨，部分受到山东地区安全检查停产的干扰，巴里克黄金产量为 149.3/138.0/128.8 吨。资源量上，2020-2022 年山东黄金权益黄金资源量为 850.60/1280.65/1318.6 吨，巴里克黄金为 6314.01/6282.90/6904.97 吨，山东黄金与巴里克黄金在黄金产量和资源量方面仍存在一定差距，但山东黄金增储和增产整体趋势向好。山东黄金集团公司在“十四五”战略规划中，提出到 2025 年，目标集团矿产金年产量达 80 吨，资源储量达到 3300 吨以上，到 2035 年末，目标矿产金年产量 155 吨。

√盈利水平方面，山东黄金 ROE 中枢低于巴里克黄金，主要受到加工业务的影响。山东黄金 2020-2022 年 ROE 为 8.70%/-0.67%/4.01%，巴里克黄金为 10.38%/8.57%/1.85%。净利润率方面，山东黄金 2020-2022 年分别为 3.99%/-0.58%/2.83%，巴里克黄金为 28.69%/27.43%/9.23%。横向比较，由于山东黄金的外购合质金和小金条等低毛利加工业务仍占据了较大营收份额，所以山东黄金的 ROE 水平相比之下较为落后，而巴里克黄金以矿产业务为主，所以 ROE 水平偏高。纵向来看，山东黄金在 2021 年出现 ROE 转负主要因为山东地区矿山停产，随着停产扰动消除 2022 年明显好转。巴里克黄金在 2022 年 ROE 水平显著下滑，主要因为产量下降和销售成本上升，主要受到内华达州维修升级，以及巴布亚新几内亚 Porgera 矿场暂停运营影响。

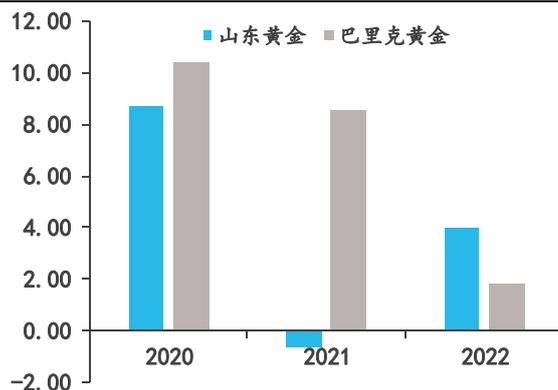
√估值水平方面，山东黄金 PB、PE、吨黄金产量市值、吨黄金资源量市值均显著高于巴里克黄金，主要因山东黄金未来业绩有进一步成长的预期。从估值角度看，PE 方面，山东黄金 2020-2022 对应 PE 为 45.14/-434.67/68.80，同期巴里克黄金为 17.43/16.72/69.81。PB 方面，山东黄金 2020-2022 对应 PB 为 4.69/3.54/3.69，巴里克黄金同期为 1.74/1.42/1.32。以每年 6 月 30 日总市值计算，吨黄金产量市值方面，山东黄金 2020-2022 对应吨黄金产量市值为 27.18/32.00/19.96 亿元，巴里克黄金同期为 22.13 /17.19 /16.40 亿元。吨黄金资源量市值方面，山东黄金 2020-2022 对应吨黄金资源量市值为 1.21/0.62/0.59 亿元，巴里克黄金同期为 0.52/0.38/0.31 亿元。

图81. 山东黄金和巴里克黄金产量对比 (吨)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图82. 山东黄金和巴里克黄金 ROE 对比 (%)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

4.7.2. 铜行业：紫金矿业储量领先，具备强增产潜力

紫金矿业是中国头部铜矿企业。据公司2022年年报，公司拥有铜矿储量相当于中国储量92%，金矿储量相当于中国储量40%，锌矿储量相当于中国储量11%。根据公司《三年(2023-2025年)规划和2030年发展目标纲要》，到2030年，公司目标控制的资源储量、主要产品产量、销售收入、资产规模利润等综合指标排名将进入全球一流矿业行列，主要经济指标和铜、金矿产品产量进入全球前3-5位。

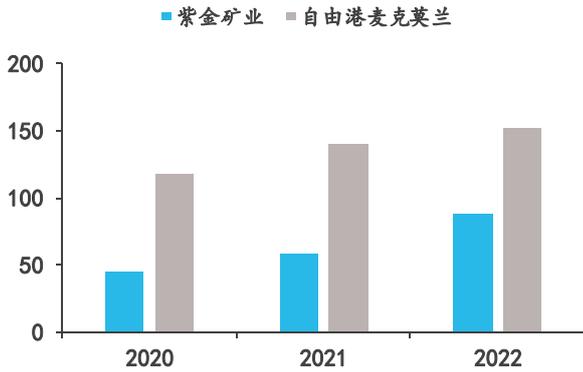
自由港麦克莫兰公司是美国铜矿巨头。公司在北美、南美、印度尼西亚从事铜、金、钼等矿产资源开发，其中，印度尼西亚Grasberg铜金矿是世界最大的铜金矿之一，位于美国亚利桑那州的Morenci铜矿和位于秘鲁的Cerro Verde铜矿也是重要的世界级铜矿。

√产量和资源量上，紫金矿业铜矿权益产储量均快速增长。2020-2022年紫金矿业矿产铜年产量45/58.4/88万吨，自由港麦克莫兰铜年产量117.75/140.70/152.63万吨。2020-2022年紫金矿业铜资源量6206/6277/7372万吨，接近自由港麦克莫兰资源储量3710.37/3456.36/3648.86万吨的两倍。产量方面紫金距自由港麦克莫兰仍有一定差距，但紫金矿业产量增速较快，有较大增量空间。例如紫金矿业持股比例45%的卡莫阿铜矿，22年铜产量为33.3万吨，预计23年4月一二期联合改扩能计划建成后，铜年产能将达到45万吨，三期扩建及阳极铜冶炼厂计划24年10月建成投产，届时铜年产能将达到62万吨，更远期，当项目产能提升至矿石处理量1900万吨/年，铜产能将达到80万吨，成为全球第二大产铜矿山。2023年公司制定《三年(2023-2025年)规划和2030年发展目标纲要》，到2025年公司主要经济指标努力接近全球一流金属矿业公司水平，目标矿产铜117万吨、矿产金90吨、矿产锌铅48万吨、碳酸钾12万吨。

√盈利水平方面，紫金矿业2020-2022年ROE为12.08%/24.57%/25.06%，同期自由港麦克莫兰为6.15%/35.65%/23.48%。

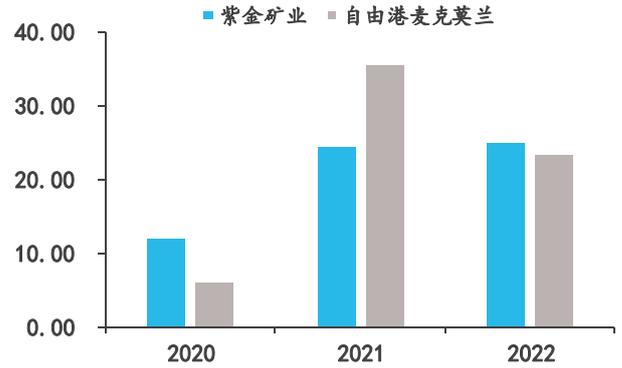
√估值水平方面，紫金矿业2020-2022PE为36.22/16.30/13.14，自由港麦克莫兰为63.33/14.12/15.67，自由港麦克莫兰估值波动较大且相对偏高。紫金矿业2020-2022对应PB为3.10/4.83/3.32，自由港麦克莫兰同期为3.73/4.35/3.49。以每年6月30日总市值计算，吨权益产量市值方面，紫金矿业的吨产量市值相比自由港麦克莫兰，处于相对的低位。

图83. 紫金矿业和自由港麦克莫兰产量对比 (万吨)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图84. 紫金矿业和自由港麦克莫兰 ROE 对比 (%)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

4.7.3. 铝行业: 中国铝业资源储备领先, 估值有望提升

中国铝业铝产业链布局完整, 氧化铝产能、原铝产能、高纯铝产能、炭素产能、精细氧化铝产能均位居全球第一。公司发展目标是成为具有全球竞争力的世界一流铝业公司。

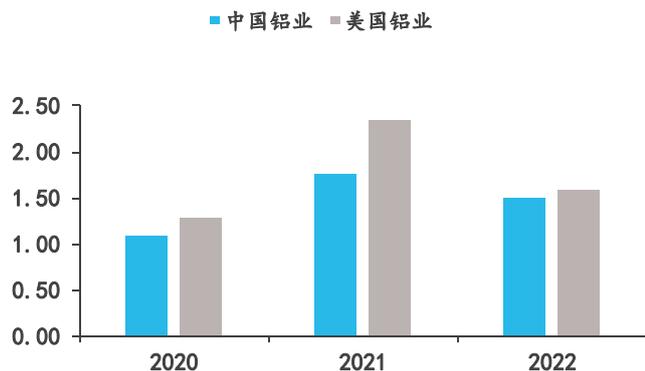
美国铝业是世界第三大铝材生产商, 是美国最大的制铝公司。美国铝业的业务包括铝土矿开采、氧化铝精炼、电解铝等。

√产量和资源量上, 中国铝业氧化铝几乎实现完全自给, 在铝土矿资源量、氧化铝产量和电解铝产量方面均领先于美国铝业。2020-2022年, 中国铝业氧化铝年产量分别为1453/1623/1764万吨, 远远超过同期美国铝业的1347.5/1325.9/1254.4万吨。2022年中国铝业原铝产量688万吨, 美国铝业原铝产量约200万吨, 产量亦领先。2022年, 中国铝业的铝土矿资源量为2290.49百万吨, 据测算铝土矿自给率约64%, 氧化铝自给率133%, 美国铝业铝土矿资源量为1082.3百万吨, 据测算铝土矿自给率134%, 氧化铝自给率323%。美国铝业自给率较高主要原因为大部分氧化铝为外销, 2022年美国铝业氧化铝外销比例约73%, 同期中国铝业外销比例约30%。

√盈利水平方面, 中国铝业2020-2022年ROE为1.36%/9.10%/7.51%, 同期美国铝业为-4.58%/10.75%/-2.52%, 2020-2022年中国铝业净利润率0.85%/2.89%/3.73%, 美国铝业净利润率-0.15%/4.69%/0.31%, 中国铝业经营效益不断提升, 整体优势显著。

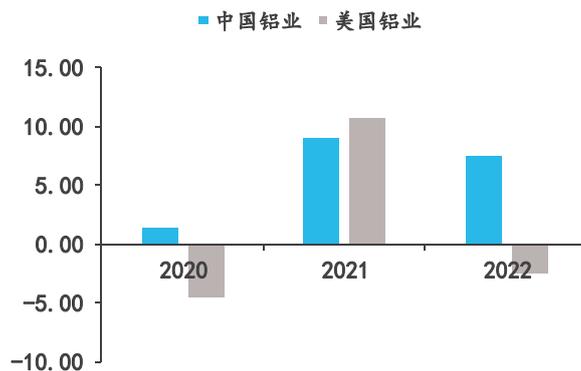
√估值水平方面, PE方面, 中国铝业2020-2022年PE为83.39/20.41/18.30, 同期美国铝业为-25.22/25.57/-65.42。PB方面, 中国铝业2020-2022年对应PB为1.09/1.77/1.51, 美国铝业同期为1.29/2.35/1.59。对标美铝, 中国铝业在产量, 资源量, 盈利能力等方面均优于美国铝业, 另外2022年PB也低于美国铝业, 未来估值有望得到提升。

图85. 中国铝业和美国铝业市净率对比



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图86. 中国铝业和美国铝业 ROE 对比 (%)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

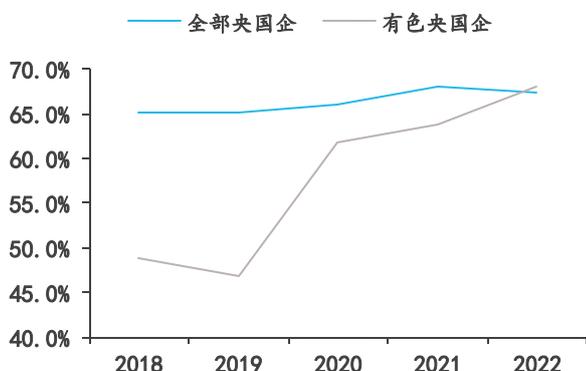
5. 结论及投资建议

5.1. 有色央国企受益于国企改革，股息提升估值有望迎来重塑

有色金属行业具有国企营收占比大的特点，在当下国企改革进入深化阶段，新一轮深化提升行动正式启动之际，有望从国企改革中深度受益。一方面，有色金属资源的稀缺性在各国对产业链安全日益重视的情况下愈发凸显，有色金属未来有望迎来价值重估，价格中枢进一步抬升可期。另一方面，国企改革进程中，央国企的并购重组和资本开支将促进产业优势提升和转型升级，央国企也将在“一利五率”的要求下致力于提升公司的费用管理、公司治理等多方面经营能力，央国企有望迎来 ROE 等业绩指标的实质性提质增效。

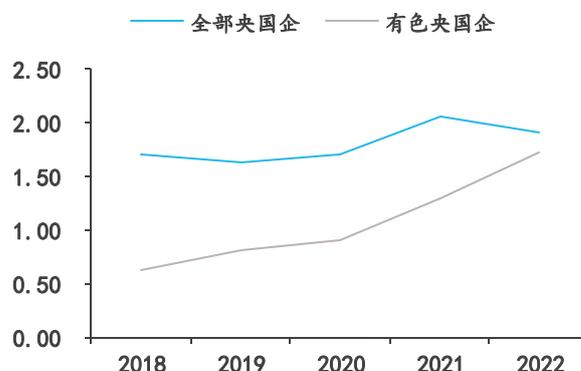
有色央国企发放股息的企业比例及股息率，自 2019 年以来持续提升，有色行业估值中枢有望上移。2019 年以来，全部 A 股上市央国企中，发放股息的企业数量占比从 65.1% 提升至 67.4%，仅上升 2.3pct。而有色行业 A 股上市央国企中，发放股息的企业数量占比从 46.8% 提升至 68.1%，上升 21.3pct，提升幅度显著。股息率方面，2019 年以来，全部 A 股上市央国企的平均股息率自 1.62% 上升至 1.91%，同期有色行业 A 股上市央国企平均股息率自 0.82% 上升至 1.73%，股息率持续增长。有色央国企股息的增加反映了企业盈利能力和现金流的改善，股息的增长将有助于有色央国企的价值得到更多投资者的认可，成为资本市场中收益稳定的“避风港”，进而实现估值中枢的上移。

图87. 有色金属上市央国企发放股息企业数量占比



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图88. 有色金属上市央国企平均股息率 (%)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

5.2. 投资建议

基于有色央企国企的 ROE、股息率、股权激励和公司股价市盈率分位数，我们对 48 家有色央企国企的 2022 年各项指标表现，及 2020-2022 年各项指标三年均值表现，分别计算了综合评估值，计算公式为 $(40% \times \text{ROE} + 30% \times \text{股息率} + 30% \times \text{是否股权激励}) \times (1 - 2018 \text{ 年以来股价市盈率分位数})$ 。

建议关注：2020-2022 年发放股息、实施股权激励计划、且综合评估相对领先的神火股份、厦门钨业、中钢天源和中金黄金。

表11：2020-2022 三年平均部分有色央企国企综合评估值

| 公司 | 3 年平均股息率 % | 3 年平均 ROE % | 是否正在实施股权激励 | 1-PE 分位数 (2018 年以来) | 3 年平均综合评估值 |
|-------------|-------------|--------------|------------|---------------------|--------------|
| 神火股份 | 3.41 | 34.67 | 1 | 85% | 12.85 |
| 北方稀土 | 0.92 | 27.37 | 0 | 86% | 9.62 |
| 四川黄金 | 0.20 | 32.57 | 0 | 58% | 7.63 |
| 西部矿业 | 4.61 | 18.77 | 0 | 80% | 7.11 |
| 云路股份 | 0.38 | 15.35 | 0 | 86% | 5.40 |
| 厦门钨业 | 1.33 | 12.57 | 1 | 89% | 5.12 |
| 云铝股份 | 0.62 | 17.54 | 0 | 69% | 4.99 |
| 西藏矿业 | 0.00 | 11.81 | 1 | 98% | 4.92 |
| 株冶集团 | 0.00 | 56.71 | 0 | 21% | 4.67 |
| 中钢天源 | 1.67 | 11.74 | 1 | 85% | 4.67 |
| 宝钛股份 | 2.35 | 9.88 | 0 | 96% | 4.47 |
| 云南铜业 | 1.97 | 9.37 | 0 | 95% | 4.12 |
| 铜陵有色 | 1.97 | 10.51 | 0 | 86% | 4.10 |
| 北方铜业 | 0.00 | 24.87 | 0 | 41% | 4.04 |
| 盛和资源 | 0.65 | 11.62 | 0 | 81% | 3.95 |
| 中钨高新 | 0.43 | 9.22 | 1 | 90% | 3.69 |
| 中科三环 | 0.64 | 8.65 | 0 | 98% | 3.56 |
| 金贵银业 | 0.00 | 8.54 | 0 | 100% | 3.42 |
| 豫光金铅 | 1.40 | 9.67 | 0 | 73% | 3.15 |
| 东方钽业 | 0.00 | 7.78 | 1 | 87% | 2.96 |
| 北矿科技 | 0.29 | 8.46 | 1 | 75% | 2.83 |
| 贵研铂业 | 1.30 | 9.69 | 1 | 61% | 2.81 |
| 江西铜业 | 1.84 | 7.06 | 0 | 83% | 2.79 |
| 中金黄金 | 2.05 | 7.92 | 1 | 66% | 2.68 |

资料来源：Wind, 安信证券研究中心

注：统计时间为 2023 年 8 月 10 日；在统计中部分异常数值已剔除

表12：2022年部分有色央企国企综合评估值

| 公司 | 2022年 平均股息率 % | 2022年 平均 ROE % | 是否正在实施股 权激励 | 1-PE 分位数 (2018 年以来) | 2022 年 综合评估值 |
|-------------|------------------|-------------------|----------------|------------------------|-----------------|
| 神火股份 | 6.61 | 59.59 | 1 | 85% | 22.09 |
| 西藏矿业 | 0.00 | 31.08 | 1 | 98% | 12.48 |
| 北方稀土 | 0.69 | 34.02 | 0 | 86% | 11.83 |
| 西部矿业 | 11.24 | 23.41 | 0 | 80% | 10.18 |
| 云南铜业 | 3.38 | 16.10 | 0 | 95% | 7.07 |
| 云铝股份 | 1.08 | 22.54 | 0 | 69% | 6.48 |
| 四川黄金 | 0.61 | 26.82 | 0 | 58% | 6.36 |
| 厦门钨业 | 1.84 | 15.26 | 1 | 89% | 6.21 |
| 中科三环 | 0.84 | 14.85 | 0 | 98% | 6.04 |
| 盛和资源 | 0.79 | 17.13 | 0 | 81% | 5.78 |
| 中钢天源 | 2.51 | 13.83 | 1 | 85% | 5.59 |
| 金钼股份 | 2.50 | 10.59 | 0 | 98% | 4.89 |
| 东方钨业 | 0.00 | 12.19 | 1 | 87% | 4.48 |
| 铜陵有色 | 1.56 | 11.60 | 0 | 86% | 4.37 |
| 中钨高新 | 1.29 | 10.38 | 1 | 90% | 4.33 |
| 云路股份 | 0.73 | 11.77 | 0 | 86% | 4.25 |
| 宝钛股份 | 1.35 | 9.11 | 0 | 96% | 3.89 |
| 江西铜业 | 2.51 | 8.36 | 0 | 83% | 3.38 |
| 豫光金铅 | 1.56 | 10.09 | 0 | 73% | 3.31 |
| 西部材料 | 1.30 | 6.82 | 0 | 98% | 3.06 |
| 中国稀土 | 0.13 | 14.80 | 0 | 49% | 2.94 |
| 中金黄金 | 2.59 | 8.35 | 1 | 66% | 2.90 |
| 湖南黄金 | 0.81 | 7.73 | 0 | 84% | 2.80 |
| 北矿科技 | 0.33 | 7.76 | 1 | 75% | 2.63 |

资料来源：Wind, 安信证券研究中心

注：统计时间为 2023 年 8 月 10 日

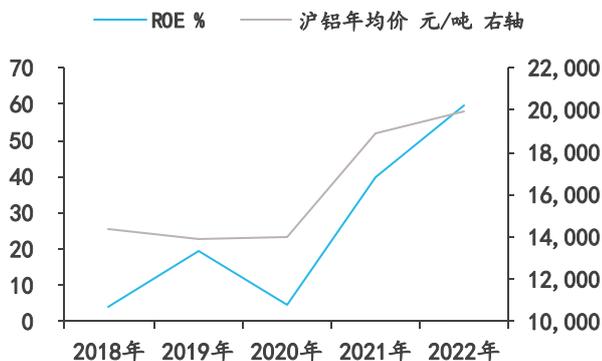
5.2.1. 神火股份：铝煤量价齐升 ROE 表现亮眼，股息率上升回馈股东

受益于公司铝、煤业务量价齐升，公司近三年来 ROE 表现亮眼。2020-2022 年，公司 ROE 自 4.85% 上升至 59.59%。期间铝价自 14003 元/吨升至 19914.11 元/吨，上涨 42.2%；无烟煤价自 932.4 元/吨升至 1832.0 元/吨，上涨 96.4%。截至 2022 年底，公司电解铝产能 170 万吨/年、阳极炭块产能 56 万吨/年、铝箔 8 万吨/年，相比 2019 年底，分别同比+90 万吨/年、+10 万吨/年、+5.5 万吨/年。截至 2022 年底，公司控制的煤炭保有储量 13.29 亿吨，可采储量 6.12 亿吨。

公司电解铝业务成功实现向低成本地区转移，成本优势突出。公司按国家电解铝产能置换政策，于 2018 年将河南区 90 万吨电解铝产能置换转移到云南。2018 年 4 月，神火股份与云南省发改委和文山州政府签订了合作协议，正式启动了云南神火 90 万吨电解铝项目的建设，2022 年 4 月底 90 万吨产能已全部投产。公司云南电解铝项目，位于文山州富宁县，不仅可以利用绿色无污染的水电作为主要能源，而且距离氧化铝主产地广西百色仅 120 余公里，又紧邻我国铝消费最集中的华南市场和铝消费潜力快速增长的西部市场及东南亚、南亚等铝产品主要消费国，区位优势十分明显。另外，公司充分利用新疆地区能源优势，在新疆地区打造出较为完整的电解铝产业链条，80 万吨/年电解铝生产线配套建设有阳极炭块和燃煤发电机组，同时建设有连接煤炭原料产地和电厂的输煤皮带走廊。

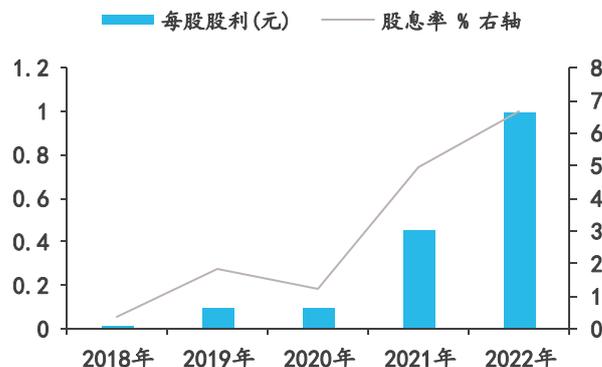
公司股息率上升回馈股东，实施股权激励增强员工积极性。2020-2022年，公司股息率自1.25%升至6.68%，每股股利自0.1元升至1元。另外，为进一步建立、健全长效激励机制，推动企业高质量发展，吸引和留住优秀人才，充分调动管理层和核心员工的积极性，有效地将股东利益、公司利益与管理层及核心员工个人利益结合在一起，2021年6月23日，神火股份实施了限制性股票激励计划，授予了136人1952.48万股限制性股票，授予价格为4.88元/股。

图89. 神火股份 ROE



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图90. 神火股份每股股利和股息率



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

5.2.2. 厦门钨业：光伏钨丝扩产超预期，加速剥离房地产或实现轻装上阵

公司拥有完整的钨产业链，光伏钨丝产品性能优异。公司在钨矿开采、钨冶炼、钨粉末、钨丝材和硬质合金深加工领域拥有较为突出的竞争优势。公司生产的光伏用钨丝产品具有韧性好、线径细、断线率低等特点，可有效提升硅片加工企业生产效率。截至2023年6月，公司虹鹭45亿米光伏用钨丝项目已建成投产，200亿米项目已逐步投产，600亿米项目按计划有序推进中。2023年7月公司拟向特定对象发行A股股票募资40亿元，部分资金将用于1000亿米光伏用钨丝产线建设项目。因此，未来公司钨丝产能有望达到1845亿米。公司是目前国内光伏用钨丝最大的供应商之一，公司光伏用钨丝产品产销旺盛，未来产能大幅提升，将有助于公司更好积累钨丝制造技术工艺，降低钨丝生产成本，以价格优势、性能优势抢占金刚线母线市场，确保公司在该领域的龙头地位。

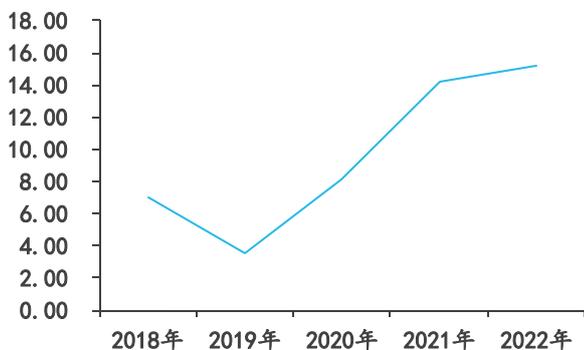
公司盈利能力改善，股息率持续上升。2020年-2022年公司ROE持续上升，自8.19%升至15.26%，主要受益于下游需求的快速增长。同期，公司现金分红自2.12亿元升至4.96亿元，股利支付率维持在30%以上，公司2022年利润分配方案显示，公司每股股利0.35元，股息率1.79%。

公司股权激励实施中，并拟推出第三期员工持股计划，充分激发企业活力。2020年11月，公司发布2020年限制性股票激励计划草案，根据2021年底公布的修订稿，该激励计划以定向发行的新股为激励工具，拟向激励对象授予1,416.60万股股票，授予价格7.41元/股，有效期5年，激励对象101人。这将促进公司建立、健全激励与约束相结合的分配机制，充分调动公司董事、高级管理人员与骨干员工的工作积极性。2023年8月，公司公告称拟推出第三期员工持股计划，涉及标的股票数量约50万股，股票来源为二级市场购买本公司股票，约占公司总股本的0.035%，资金总额不超过950.0万元。本次员工持股计划存续期为24个月，锁定期为12个月，有望充分激发企业活力。

公司房地产业务逐步剥离，利润拖累项有效减小。2022年房地产业务拖累利润总额4.37亿元，主要系存货和投资性房地产计提减值准备增加所致。公司2023年2月公告，控股子公司厦门滕王阁开发有限公司持有的成都同基置业47.5%股权已完成转让。5月，控股子公司厦门滕王阁拟公开挂牌转让成都滕王阁房地产开发有限公司100%股权，及漳州滕王阁房地

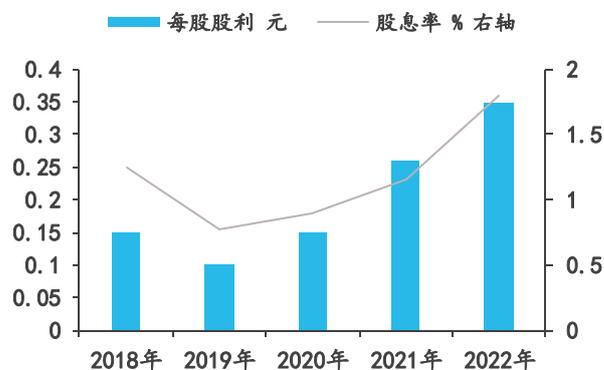
产开发有限公司 100%股权、厦门滕王阁物业管理有限公司 100%股权，及对漳州滕王阁房地产开发有限公司所享有的债权。公司逐步剥离房地产业务，预计将对公司利润产生积极影响。

图91. 厦门钨业 ROE (%)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图92. 厦门钨业每股股利和股息率



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

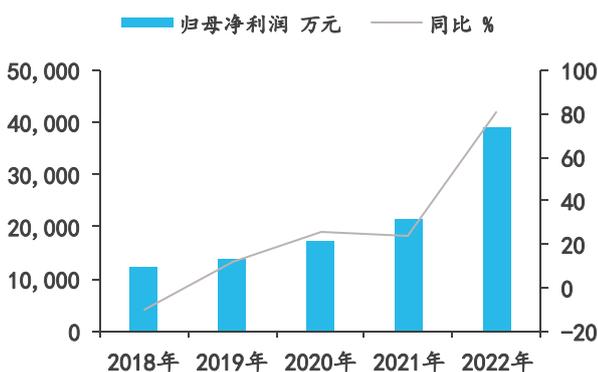
5.2.3. 中钢天源：磁材检验双轮驱动，混改股权激励激发企业活力

公司以金属材料及检验检测业务、磁性材料为主业，已成为我国权威的金属制品检验检测机构和国防军工领域重要的金属制品研发制造企业。公司拥有较完善的磁性材料产业链，致力打造一流磁性材料综合供应商。检验检测业务主要聚焦铁路、公路、军工等大基建领域，同时服务公司磁性材料、金属制品材料等新材料业务。截至 2022 年底，公司磁性材料产业拥有 5.5 万吨四氧化三锰、2 万吨永磁铁氧体器件的生产能力、5,000 吨软磁器件、2,000 吨稀土永磁器件生产能力，金属制品产业拥有 7 万吨金属制品生产能力。

2020 年-2022 年国企改革三年公司 ROE 自 11.39% 升至 13.83%。2022 年，公司磁性材料产业整体业绩提升，特别是四氧化三锰产品盈利水平大幅提升。四氧化三锰是软磁材料的主要原料，广泛应用于电子、通信、汽车等领域。2023 年，公司电池级四氧化三锰计划在完成 2022 年 10,000 吨新增产能的基础上再新增 10,000 吨，预计 2023 年三季度完成，总产能将达到 75,000 吨，其中电池级四氧化三锰达到 25,000 吨。

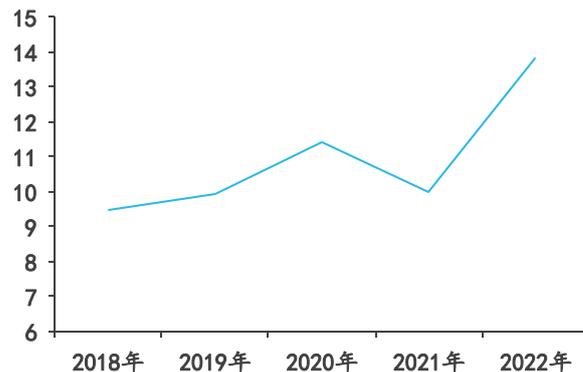
公司子公司完成混改同步实施员工持股计划，将有助于推进公司高质量发展。2021 年 4 月公司完成了下属全资子公司中钢制品院的混合所有制改革，在引入外部战略投资者的同时同步实施员工持股方案。这将提升公司的综合实力及市场影响力，支持中钢制品院主营业务发展，有利于中钢制品院建立和完善中长期激励约束机制，吸引和留住人才，有利于优化中钢制品院治理结构，创新体制机制，进一步激发企业活力。

图93. 中钢天源归母净利润



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图94. 中钢天源 ROE (%)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

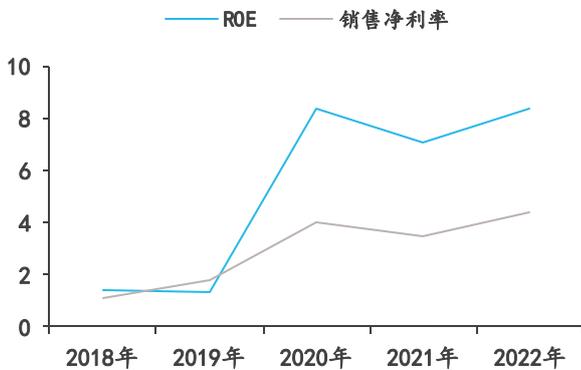
5.2.4. 中金黄金：唯一黄金央企上市公司，利润增长提供丰厚分红

公司是国内黄金矿业行业目前唯一一家央企矿业上市公司，金铜双轮驱动。公司成立于2000年，2003年在全国黄金行业率先上市，被业界誉为“中国黄金第一股”，上市公司是集团公司发展黄金矿业主业的主要平台。公司金铜双轮驱动，2022年公司矿产金产量19.93吨，矿山铜产量7.93万吨，冶炼金产量40.00吨，电解铜产量39.31万吨。其中黄金贡献毛利27.73亿元，占总毛利41.44%，矿山铜贡献毛利23.79亿元，占总毛利35.55%。

资产注入资源保障能力增强，纱岭金矿增储效应显著。截至2022年底，公司保有资源储量金、铜、钼金属量分别为507.3吨、226万吨、46.96万吨。根据黄金集团承诺，集团会将境内黄金资源逐步注入中金黄金，争取彻底解决黄金集团下属企业与中金黄金之间的同业竞争和关联交易问题。今年6月，公司在股东大会上通过了对黄金集团持有的莱州中金黄金矿业有限公司100%股权的收购。莱州中金持有莱州汇金矿业投资有限公司44%股权，莱州汇金是纱岭金矿采矿权的持有人。据矿权评估报告，纱岭矿区保有黄金资源储量金属量372.1吨，满产后年产量约11吨，公司黄金资源储量有望大幅增加，未来产量增长可期。

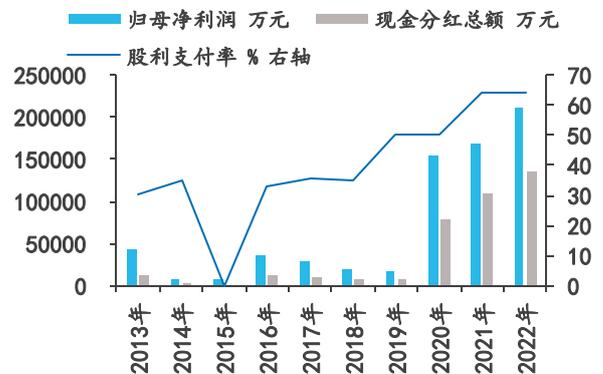
公司股利支付率持续提升，利润增长提供丰厚现金分红。公司2022年利润分配方案显示，公司每股现金红利0.281元，共计派发现金红利13.62亿元。公司2022年实现归母净利润21.17亿元，折算2022年公司股利支付率为64.34%。2019-2022年，公司归母净利润、现金分红总额分别自1.79亿元，0.90亿元增长至21.17亿元，13.62亿元，分别增长1084%和1420%，公司股利支付率自50%升至64%持续提升。2019-2022年，公司ROE自1.31%升至8.35%，盈利能力增强，为公司丰厚的现金分红提供了基础。

图95. 中金黄金 ROE 和销售净利率 (%)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图96. 中金黄金现金分红和股利支付率



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

5.3. 风险提示

原材料价格大幅波动，下游需求不及预期，项目进展不及预期，政策执行力度不及预期风险，统计误差。

行业评级体系 ■■■

收益评级:

领先大市 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%及以上;

同步大市 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%及以上;

风险评级:

A —— 正常风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B —— 较高风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

免责声明 ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034