

# 基础化工行业研究

买入（维持评级）

行业深度研究

证券研究报告

基础化工组

分析师：杨翼荣（执业 S1130520090002）  
 yangyiying@gjzq.com.cn

分析师：陈屹（执业 S1130521050001）  
 chenyi3@gjzq.com.cn

## 国企改革系列报告（一）：推动优势兑现落地，释放发展优化潜力

### 政策再次聚焦国企改革：

国有企业是国民经济的重要支柱，虽然资产占比略有下行，但是始终承担着压舱石的作用。双百行动和三年行动方案针对国有企业普遍存在的问题进行初步改善。国有企业在资本、技术、资源等方面具有比较明显的优势，但是相当多的企业并未将基础优势形成最终产业竞争力，在资本效率，落地能力，经营活力方面仍有提升空间。

新一轮改革重点以提高核心竞争力和明确战略定位为目标，进一步深化国有企业改革，分别提出了三大重点和五个部署，整体看下来几个方面尤为需要关注：①强化国有企业服务国家战略的定位，弥补产业链缺失；②强化国有企业安全托底作用，提升在能源、资源、粮食、基建方面的稳定能力；③完善国有企业现代化治理，有淘汰有激励，丰富激励方式；④加大企业创新力度并落地，提升投入产出效率，提升创新活力。

### 国企拥有良好的发展基础：

**资源端：良好的资源基础或先期布局优势，有望提升长期竞争力。**国有企业在早期承接了国内多数化工基础构建任务，在细分资源领域有较好历史积淀。在资源定价明显提升的今天，资源优势多数难以复制，而无论是单环节的盈利还是产业链的延伸，良好的资源布局将带动整体竞争优势提升。

**资金端：具有持续发展的资金实力，并能够获得有序的成长空间。**在化工行业中，国有企业相对来说具有较长的发展历史，具有较好的资产及资金实力，容易在大型项目上行形成高资本壁垒的竞争优势，在投入过程中较容易形成规模优势、循环优势以及产业链配套优势。

**技术端：历史持续投入积淀，具有高端材料的研发布局基础。**国有企业具有长时间的研发积淀和较大规模的研发投入，有利于追赶前沿技术，实现技术人才团队的构建，在研究设备配备以及专业人员薪资等方面具有更好的基础，能够提供更长周期的项目研究选择和支持，有助于在高壁垒、长周期、大投资的领域和产品形成竞争优势。

**产业端：具有协同配置的资产整合空间，易形成产业协同和赋能。**国有集团旗下仍有较多优质资产可以同集团旗下上市公司形成产业协同，目前我国也针对国有资产再梳理，正在逐步完善行业配置，提升国际竞争力，通过原料供给或整合进入上市公司，将有望在资源端、渠道端强化企业的竞争力。

### 投资建议：

较多国有企业开始逐步推进市场化的考核机制，提升员工积极性，加速对公司发展项目的落地进程。截止目前，有超过 27 家国有企业开始进行股权激励计划，考核激励落实到位将带动员工积极性大幅提升。

**通过优化管理能力实现降本增效。**对化工行业国有企业过去 6 年的分析来看，三年行动阶段的期间费用率均值相比 2017-2019 年期间费用率有明显下行，其中有 82% 的国有企业实现了期间费用率的下行，而其中更有 38% 的企业实现了期间费用绝对值的节约。

国企改革将进一步释放国有企业的竞争优势和经济活力，整体建议关注：①能够进一步获得外部赋能的企业：比如两化合并的相关标的，实控人可以形成产业链原料或渠道赋能的相关标的；②自身通过优化管理，实现自身优势挖掘，释放利润的相关标的；③加速实现优势兑现，能够具有发展潜力或者成长空间的标的。

### 风险提示

产品价格波动风险；原材料价格剧烈波动风险；行业政策变动风险；需求释放不及预期风险等；

## 内容目录

一、政策再次聚焦国企改革，深入推动企业优势释放.....	4
1.1、政策再次聚焦国企改革，三大领域加深布局.....	4
1.2、央企考核进一步完善，焕发央企活力.....	6
二、具有良好的发展基础，国有企业实力再出发.....	8
2.1、资源端：良好的资源基础或先期布局优势，有望提升长期竞争力.....	8
2.2、资金端：具有持续发展的资金实力，并能够获得有序的成长空间.....	9
2.3、技术端：历史持续投入积淀，具有高端材料的研发布局基础.....	10
2.4、产业端：具有协同配置的资产整合空间，易形成产业协同和赋能.....	14
三、投资建议：关注国有标杆企业和逐步开始优化的潜力企业.....	16
3.1、经过国企改革行动三年，点滴变化已经发生.....	16
3.2、关注国有标杆企业和正逐步焕发活力的潜力股.....	20
四、风险提示.....	22
五、附录.....	23

## 图表目录

图表 1：中国国有控股工业企业资产及占比情况（万亿元）.....	4
图表 2：国有企业资产负债率有改善.....	4
图表 3：国有企业利润考核效果有所显现.....	4
图表 4：国有企业及工业资产创收情况比较.....	5
图表 5：国有企业及全行业总/净资产收益率比较.....	5
图表 6：新一轮国企改革重点提升核心竞争力，明确战略定位.....	5
图表 7：央企考核指标逐年优化调整.....	7
图表 8：化工行业中央企考核指标梳理.....	7
图表 9：钛矿和磷矿价格进入中枢提升阶段（元/吨）.....	8
图表 10：钾资源行业的产能分布占比.....	9
图表 11：我国磷矿行业的产能分布占比.....	9
图表 12：各阶段资产区间内国企和非国企的分布（亿元）.....	9
图表 13：各阶段非流动资产占比的国企和非国企分布.....	10
图表 14：各阶段固定资产占比的国企和非国企分布.....	10
图表 15：中国工业增加值占全球比例持续提升（万亿美元）.....	10
图表 16：2021 年中国化工研发投入位居全球第一位.....	10
图表 17：全球主要国家化工行业 PCT 专利申请量（万件）.....	11

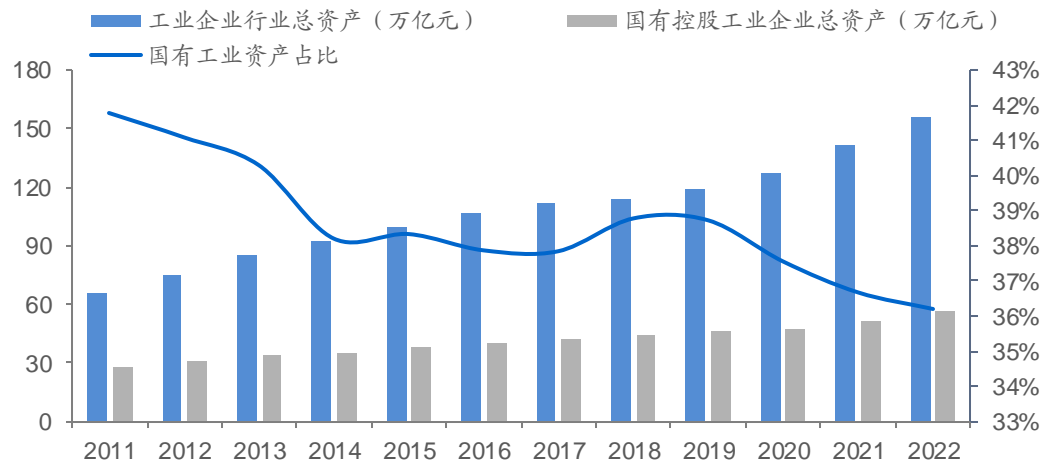
图表 18: 中国 10 年化工研发投入的变化 (十亿欧元) .....	11
图表 19: 我国己二腈国产化历经多年才实现突破 .....	11
图表 20: 海外化工龙头企业的研发投入情况 (亿美元) .....	12
图表 21: 领先的大型国有企业成为我国化工产业技术研发的压舱石 .....	13
图表 22: 国有企业和非国有企业的研发投入分布 (亿元) .....	13
图表 23: 国有企业的专业技术人员具有更高的薪资水平 .....	14
图表 24: 四川发展控股给予川发龙蟒产业支持 .....	14
图表 25: 两化合并后, 化工板块再整合, 提升产业竞争力和国际话语权 .....	15
图表 26: 中国兵器工业集团四大业务板块分布情况 .....	16
图表 27: 2020-2022 年国有企业股权激励方案统计 .....	16
图表 28: 国有企业费用管控效果已经有所体现 .....	19
图表 29: 建议关注国有标杆企业和正逐步焕发活力的潜力股 .....	20
图表 30: 国企改革“1+N”政策体系部分内容梳理 .....	23
图表 31: 国企改革十项试点主要内容 .....	26
图表 32: 国企改革三年行动八方面重点任务 .....	27

## 一、政策再次聚焦国企改革，深入推动企业优势释放

### 1.1、政策再次聚焦国企改革，三大领域加深布局

国有企业是国民经济的重要支柱，虽然资产占比略有下行，但是始终承担着压舱石的作用。伴随我国现代化经济体系的建设，灵活高效的民营企业迎来了更好的发展机遇，无论是资产还是收入、利润都有快速增长，国有企业的市场规模占比已经有所下行。但值得关注的是，国有企业在电力、石油、天然气、铁路、民航、电信、军工等关系国家安全和国民经济命脉的主要行业和关键领域仍然占据支配地位，且具有非常明显的稳定作用，央企在涉及国家安全、国民经济命脉和国计民生领域营业收入占总体比重超过 70%，是稳定国内经济发展的压舱石。

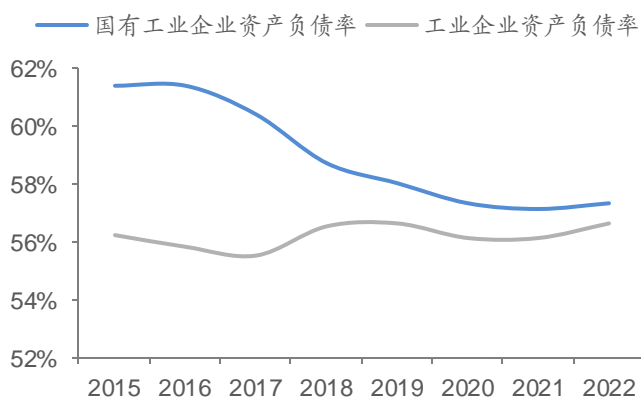
图表1：中国国有控股工业企业资产及占比情况（万亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

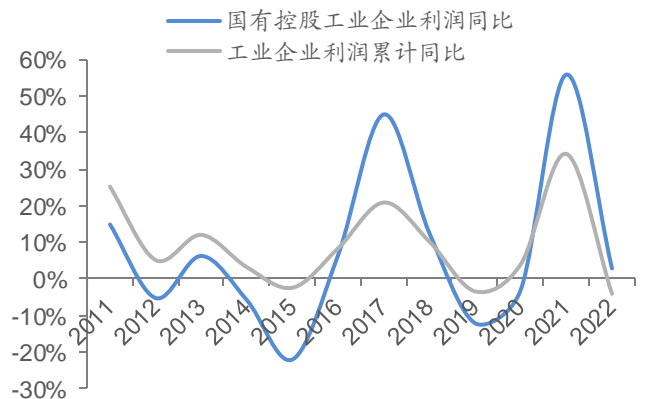
历经国企改革三年，国有企业在实际运行和管理方面有一定程度的改善。2020年6月通过了《国企改革三年行动方案（2020—2022年）》，对于国有企业进行系列改革举措，经过由点而面的改革，国有企业已经在一些领域有所改善，比如多数国有企业资产负债率已经有明显下降，在费用利润考核等方面也有明显升级。

图表2：国有企业资产负债率有改善



来源：Wind，国金证券研究所

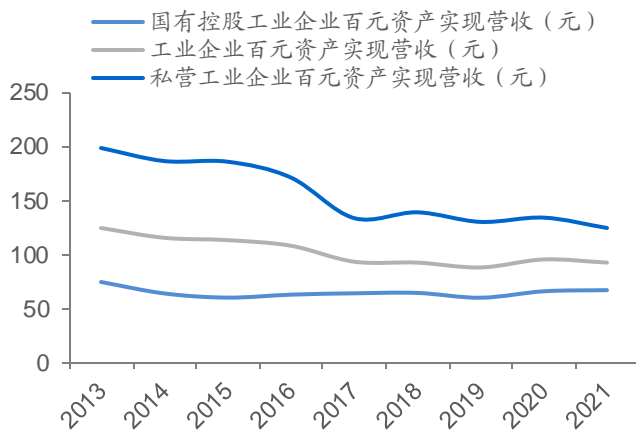
图表3：国有企业利润考核效果有所显现



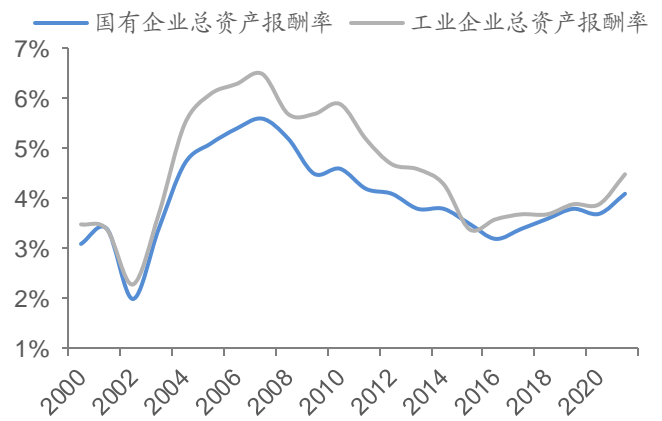
来源：Wind，国金证券研究所

但国企改革依然需要持续推进，改革向专业化深入升级。双百行动和三年行动方案针对国有企业普遍存在的问题进行改善，通过前期由点及面的改革推广，针对行业性普遍问题进行了“横向”扩展，然而伴随改革的深入，针对更为根本的问题需要“纵向”深入。国有企业在资本、技术、资源等方面具有比较明显的优势，但是相当多的企业并未将基础优势形成最终产业竞争力，在资本效率，落地能力，经营活力方面仍有提升空间。

图表4: 国有企业及工业资产创收情况比较



图表5: 国有企业及全行业总/净资产收益率比较



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

与前面国企改革不同,新一轮改革重点以提高核心竞争力和明确战略定位为目标。2023年我国在前期国有改革三年行动方案的基础上,进一步深化国有企业改革,主要针对提升国有企业核心竞争力和明确战略定位为核心目标,分别提出了三大重点和五个部署,整体看下来几个方面尤为需要关注:

- ①强化国有企业服务国家战略的定位,加大前瞻性产业布局,弥补产业链缺失——国有企业需要加速进行产业链完善,提升高端材料国产化水平;
- ②强化国有企业安全托底作用,提升在能源、资源、粮食、基建方面的稳定能力——国有企业需要在关键环节具有较强的产业驱动力,有稳定市场供给的能力;
- ③完善国有企业现代化治理,推进市场化的治理,有淘汰有激励,丰富激励方式——打破“早涝保收”的落后模式,贴近市场化管理,提升效率和积极性;
- ④加大企业创新力度并落地,提升投入产出效率,建立科技成果收益分享机制,提升创新活力和效率——加快将国有企业的研发实力进行产业化转换,以实效为导向。

图表6: 新一轮国企改革重点提升核心竞争力,明确战略定位

方向	化工行业相关内容
<b>三个重点</b>	
1、加快优化国有经济布局结构,增强服务国家战略的功能作用	中央企业、国有企业要发挥好战略支撑作用,在服务国家大局、在构建新发展格局当中,发挥应有的作用。以市场化方式推进战略性重组和专业化整合,更大力度布局前瞻性战略性新兴产业,推动传统产业数字化智能化绿色化转型升级,提升产业链供应链韧性和安全水平,推进新型工业化和现代化产业体系建设
2、加快完善中国特色国有企业现代公司治理,真正按市场化机制运营	将国企改革三年行动形成的成果固化下来,分层分类、动态优化国有企业党委(党组)前置研究讨论重大经营管理事项清单,提升外部董事素质和履职能力,完善中国特色现代企业制度,持续深化三项制度改革(劳动、人事、分配制度),提高现代化管理水平
3、加快健全有利于国有企业科技创新的体制机制,加快打造创新型国有企业	着力解决制约企业科技创新的机制、投入、人才、转化等突出问题,健全激励约束机制,完善人才培养体系,进一步强化企业创新主体地位,共建良好创新生态,真正履行好科技创新的国家队作用
<b>五个部署</b>	
1、围绕增强产业引领力深化改革,更好推动现代化产业体系建设	更大力度布局前瞻性战略性新兴产业。加大新一代信息技术、人工智能、新能源、新材料、生物技术、绿色环保等产业投资力度。强化在产业链循环畅通中的支撑带动作用。深入推进战略性重组和专业化整合,发挥龙头企业优势,持续推动基础固链、技术补链、优化塑链、融合强链。围绕产业链部署创新链,加快在重要领域和节点实现自主可控,增强国内大循环内生动力和可靠性。积极参与全球产业链优化布局。以高质量共建“一带一路”为重点,聚焦重点国家和重点项目深耕细作,增强资本、技术、人才等各类要素全球化配置能力,提升国际循环质量和水平。



2、围绕提升科技创新力深化改革，有效发挥在新型举国体制中的重要作用	加快原创性引领性科技攻关。 <b>强化企业科技创新主体地位</b> ，加强基础性、紧迫性、前沿性、颠覆性原创技术研究，尽快取得更多“从0到1”的突破， <b>提升基础研究和应用基础研究能力。大力提高投入产出效率。</b> 突出科技产出、科技成果、科技转化、科技产业， <b>构建以实效为导向的科技创新工作体系，强化以企业为主导的产学研深度融合</b> ，牵头建设更多高效协同的创新联合体，打通产业应用“最后一公里”。加快建设科技创新国家战略人才力量。完善科技人才评价机制，探索创新对科技人才的激励手段， <b>赋予领军人才更大技术路线决定权和经费使用权，建立更有效的科技成果收益分享机制</b> ，让广大科技人才创新活力和创造潜能充分释放。
3、围绕提高安全支撑力深化改革，着力提升安全发展能力水平	增强重要能源资源托底作用。 <b>推进重要能源、矿产资源国内勘探和增储上产，扩大优质煤炭产能</b> ，构建新型电力系统，提升种子自主可控和海外粮源掌控能力。强化重要基础设施建设。加大对通信网络等新型基础设施建设的投入，强化对主干电网、主干管网等网络的布局， <b>加快关键大通道和重要枢纽建设</b> 。坚决守住不发生重大风险的底线。推动建立健全多层次债务风险预警机制， <b>强化重点领域投资管控，加强境外项目经营风险防控，有效防范各类风险衍生或外溢。</b>
4、围绕打造现代新国企深化改革，加快完善中国特色国有企业现代公司治理。	提升国有企业公司治理现代化水平。全面落实“两个一以贯之”，把党的领导贯穿到公司治理全过程，动态优化国有企业党委（党组）前置研究讨论重大经营管理事项清单。分层分类落实董事会职权， <b>强化外部董事规范管理和履职支撑，完善董事会向经理层授权制度</b> 。全面构建中国特色现代企业制度下的新型经营责任制。更大力度推行管理人员竞争上岗、末等调整和不胜任退出相关制度， <b>分类明确并优化员工市场化退出的标准和渠道，探索建立完善企业内部人才市场，真正按市场化机制运营。健全更加精准灵活、规范高效的收入分配机制。完善具有市场竞争优势的核心关键人才薪酬制度</b> ，加大收入分配向基层关键岗位、作出突出贡献的一线苦脏险累岗位倾斜力度， <b>推动中长期激励政策更大范围、更大力度规范实施，支持国有企业结合实际探索创新更多灵活的激励方式。</b>
5、围绕营造公平竞争市场环境深化改革，更大力度促进各类所有制企业共同发展	深入推进政企分开、政资分开。充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，更好发挥政府作用，支持企业依法自主经营。健全国资监管体制， <b>放大专业化体系化法治化优势，提升监管信息化水平</b> ，更好发挥国有资本投资运营公司功能作用。深化国有企业分类核算、分类考核。完善企业功能界定与分类， <b>设置更有针对性、个性化的考核指标</b> 。完善公益性业务目录，深化公益性业务分类考核， <b>建立与公益性业务分类核算相适应的补偿机制</b> 。加强同各类所有制企业的协同合作。 <b>积极稳妥深化混合所有制改革，更好发挥积极股东作用，提升国有控股上市公司质量，鼓励国有企业与其他所有制企业加强各领域合作，在更深层次更高水平实现优势互补、互利共赢。</b>

来源：国新办，《人民论坛》，国金证券研究所

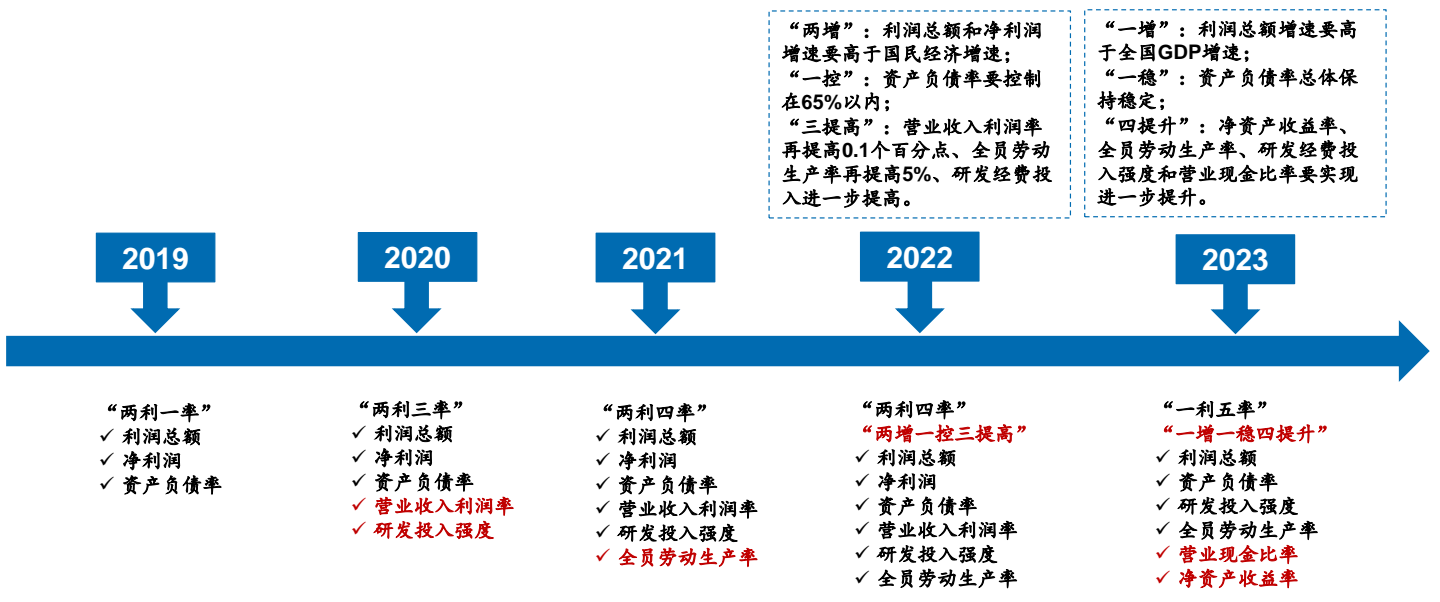
## 1.2、央企考核进一步完善，焕发央企活力

央企考核指标调整优化，推动中央企业加快实现高质量发展。自2019年开始，国资委使用指标量化考核央企发展，最开始“两利一率”中利润总额和资产负债率一直沿用至今，净利润的考核延续使用了3年，在今年转化为净资产收益率。几年来，央企的考核指标不断扩充，先后增加了营业收入利润率、研发投入强度、全员劳动生产率，至2023年，整体考核指标由2022年的“一利五率”提升至“两利四率”，由原本的净利润指标升级为净资产收益率指标，由原本的营业收入利润率改为营业现金率，延续了前期对于企业盈利能力、研发投入和生产效率的考核外，更加注重收入和利润的质量，避免了因为指标的考核盲目扩充规模，降低资金使用效率，形成资源和资金的浪费。

2023年央企考核要求“一增一稳四提升”：

- 利润总额增速要高于GDP增速——国有企业要实质性作为动力提升经济发展；
- 资产负债率总体保持平稳——经过前期资本结构的优化，稳固前期成果，降低风险；
- 净资产收益率提升——提升国有企业的资金使用效率，避免过度低效投资、落地优质项目，同时追求效益；
- 全员劳动生产率提升——提升生产经营效率，避免人员冗余，人尽其责；
- 研发经费投入强度提升——加强国有企业技术创新力度，加速实现高端材料国产化；
- 营业现金比率提升——考核收入质量，加深企业稳健经营，降低风险。

图表7: 央企考核指标逐年优化调整



来源：国资委，新华社，国金证券研究所

根据最新的国家对于央企的考核指标看，部分企业仍有较好的改善空间，指标的落地考核将有望提升企业高质量发展，带动企业持续提升中枢业绩，释放利润，其中同益中、中复神鹰等四家企业入选国务院国资委“创建世界一流专精特新示范企业”名单。

图表8: 化工行业中央企考核指标梳理

证券代码	证券简称	实际控制人	创建专精特新示范企业	利润总额 (亿元)	资产负债率	研发投入强度	人均创收 (万元)	营业现金比率	净资产收益率
688722.SH	同益中	国家开发投资集团	是	0.59	8.44%	6.74%	49.46	19.79%	6.10%
002037.SZ	保利联合	中国保利集团		2.13	69.42%	1.89%	72.10	-0.62%	2.93%
002246.SZ	北化股份	中国兵器工业集团		1.08	35.92%	4.19%	79.30	8.90%	4.54%
002226.SZ	江南化工	中国兵器工业集团		14.32	37.55%	2.37%	93.09	9.96%	14.15%
000059.SZ	华锦股份	中国兵器工业集团		11.09	53.66%	0.32%	478.55	7.28%	6.43%
300847.SZ	中船汉光	中国船舶集团		1.27	11.10%	4.40%	97.55	8.44%	9.76%
002258.SZ	利尔化学	中国工程物理研究院		13.28	43.08%	4.05%	121.16	20.28%	23.96%
000881.SZ	中广核技	中国广核集团		3.33	49.90%	3.98%	174.99	5.95%	2.93%
000635.SZ	英力特	中国国电集团		0.11	13.03%	0.03%	110.87	6.42%	0.16%
600135.SH	乐凯胶片	中国航天科技集团		0.66	20.83%	5.08%	90.56	4.08%	2.10%
300446.SZ	乐凯新材	中国航天科技集团		0.05	18.00%	20.83%	44.25	28.17%	0.77%
301090.SZ	华润材料	中国华润		6.20	31.25%	0.35%	756.78	5.18%	10.05%
600299.SH	安迪苏	中国化工集团		20.49	26.21%	3.15%	524.18	20.22%	10.49%
600486.SH	扬农化工	中国化工集团		14.40	46.98%	3.17%	379.78	12.28%	18.96%
600378.SH	昊华科技	中国化工集团		9.98	37.89%	8.35%	103.49	15.44%	13.08%
600230.SH	沧州大化	中国化工集团		2.16	42.68%	0.94%	197.30	15.79%	5.99%
000553.SZ	安道麦	中国化工集团		5.44	58.05%	1.62%	337.34	14.70%	0.74%
688295.SH	中复神鹰	中国建材集团	是	2.95	66.83%	5.04%	--	25.63%	25.43%
002096.SZ	南岭民爆	中国能源建设集团		0.52	51.49%	4.05%	37.23	4.91%	2.53%
000731.SZ	四川美丰	中国石油化工集团		7.41	18.26%	0.21%	171.10	16.56%	18.08%
000819.SZ	岳阳兴长	中国石油化工集团		0.88	20.02%	0.61%	305.54	2.76%	7.31%
600328.SH	中盐化工	中国盐业集团	是	21.30	50.89%	2.18%	142.80	23.98%	20.76%

000920.SZ	沃顿科技	中国中车集团	是	1.53	43.15%	6.21%	107.37	17.11%	9.74%
000830.SZ	鲁西化工	中国中化集团		60.47	43.73%	3.53%	256.12	29.77%	28.68%
600500.SH	中化国际	中国中化集团		96.30	65.62%	1.84%	320.40	1.70%	17.26%

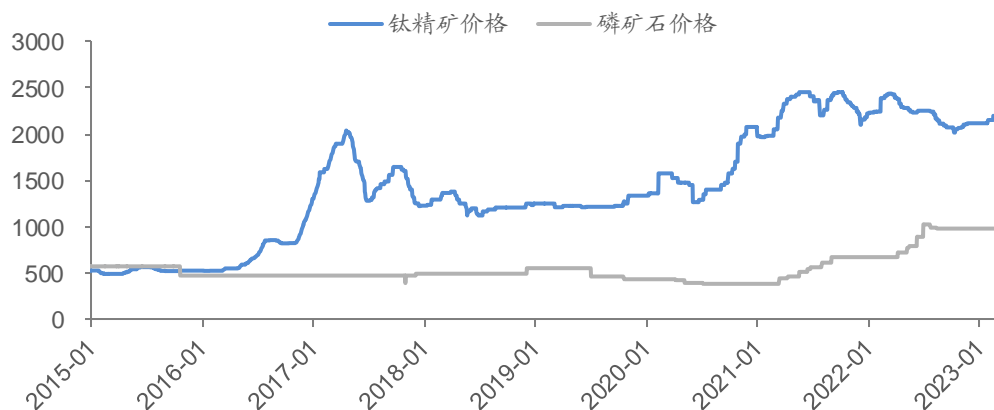
来源：Wind，国金证券研究所

## 二、具有良好的发展基础，国有企业实力再出发

### 2.1、资源端：良好的资源基础或先期布局优势，有望提升长期竞争力

国有企业早期构建了多数行业的发展基础，具有较好的资源布局框架。虽然我国现阶段已经成为全球最大的化工市场，但是我国早期的化工行业较发达国家具有明显差距，产业链缺失，产品规模不足，技术落后，在发展初期较为艰难，因而我国早期借助资源优势、人力优势和政策优势实现了快速发展，而国有企业在早期承接了国内多数化工基础构建任务，因而在大型的化工产品领域具有长时间布局基础，在细分资源领域有较好历史积淀。承接而来，在资源定价明显提升的今天，资源优势多数难以复制，而无论是单环节的盈利还是产业链的延伸，良好的资源布局将带动整体竞争优势提升。

图表9：钛矿和磷矿价格进入中枢提升阶段（元/吨）



来源：Wind，国金证券研究所

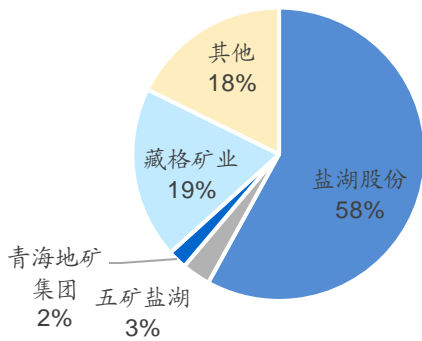
国家对于资源的重视程度越来越高，资源属性行业逐步进入价值重估阶段。在化工行业内，除了占比规模相对较高的煤化工、石油化工等能源加工链条外，还有较多其他细分领域上游设计到细分资源品加工领域，比如钾行业、钒钛行业、磷行业等领域。而由于多数资源分布不均，资源加工产业链具有明显差异。近年来伴随资源开发的审慎程度越来越高，我国已不处在需要以“资源”换“收益”的阶段，对于资源保障的要求越来越高，资源逐步进入重估阶段。

而伴随产业链内部的价值重估，当资源供给相比产业链加工环节更为受限的时，资源的重新定价引起了产业链的盈利的再分配，竞争优势的体现将从原本的单环节作战向产业链布局进行转移。以目前行业最为典型的两大资源型行业为例，磷、钾是典型的资源属性行业，终端应用涉及到磷肥和钾肥，需求具有明显的刚性特征。

- 钾资源行业，国有企业布局占据核心大头。我国钾资源供给不足，有4-5成的产品依靠进口，而国内的钾资源集中在青海盐湖地区，多数采用盐湖提钾的方式进行钾肥生产，其中最大的生产企业盐湖股份产能占据国内产能的58%，行业内的国产企业产能占比超过6成，产量占比接近3/4，在钾肥行业形成了保证国内基础供应压舱石的作用。
- 磷资源行业，国有企业兼具规模和总量优势。不同于钾肥的行业分布特点，我国磷肥需求相对较高，磷矿行业规模相对较大，分布地区集中，但行业集中度较低。但即使行业分散，在磷矿行业，国企资源占比却相对较高，在磷矿的龙头企业中CR7为50%，其中6家为国有控股，国有企业在资源布局上不仅具有较大的体量优势，同时规模效应也极为明显，大型矿产相对较多，具有更好的资源品质。

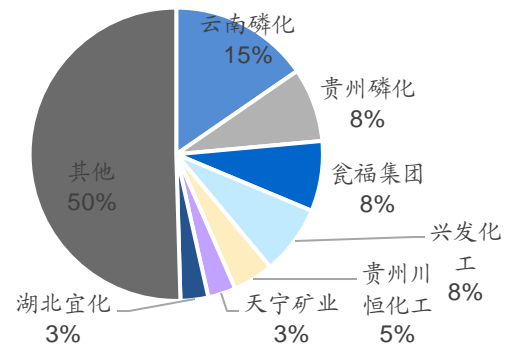


图表10：2022年钾资源行业的产能分布占比



来源：卓创资讯，国金证券研究所

图表11：2022年磷矿行业的产能分布占比



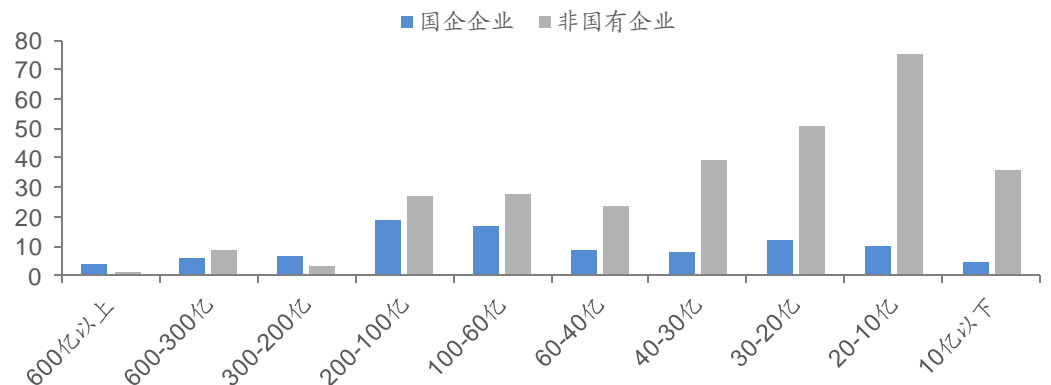
来源：卓创资讯，国金证券研究所

在行业产生供给或者新增需求变化的过程中，资源定价将获得抬升。可以明显看到，在下游需求或者扩充产能的过程中，上游资源供给的不匹配将大幅提升资源环节的溢价空间，产业链利润再分配将带动一体化优势的企业保持高盈利空间，而单纯的加工环节的盈利将受到波动，因而具有较好资源布局的国有企业在整体竞争中具有更为突出的竞争优势。

### 2.2、资金端：具有持续发展的资金实力，并能够获得有序的成长空间

在化工行业中，国有企业相对来说具有较长的发展历史，具有较好的资产及资金实力。根据我们对于申万基础化工行业企业的统计，非国有企业的资产平均值约为 57 亿元，而国有企业的资产平均值约为 144 亿元，在化工行业中百亿资产的国有企业约 36 家，占国有企业总数的 38%，百亿资产的非国有企业约 40 家，约占非国有企业总数的 14%。

图表12：各阶段资产区间内国企和非国企的分布（亿元）



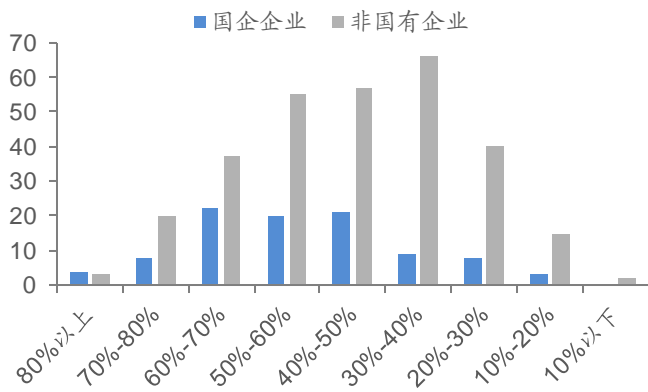
注：此处选用的申万基础化工行业 3Q2022 数据

来源：Wind，国金证券研究所

国企的资本实力在化工行业更有利于形成竞争优势。化工是典型的制造业，且较多行业属于资本密集性行业，在重资产领域一般的非流动资产占比相对较高，对于行业内资本投入的要求额外大，国有企业一般具有较好的资金实力和更多的融资渠道，能够在更高资金壁垒的领域形成相对优势，通过持续的资本投入，形成规模优势和循环产业优势，在构建长期竞争力方面形成更好的基础。

通过对化工行业上市企业的统计，国有企业整体的非流动资产占比的区间分布集中于 40-70%，而非国有企业则主要集中于 30%-60%，国有企业的固定资产占比均值约为 31.01%，非国有企业则为 22.67%。相比而言，在较高资金投入要求的领域，国有企业具有较好的资金基础满足行业属性要求。

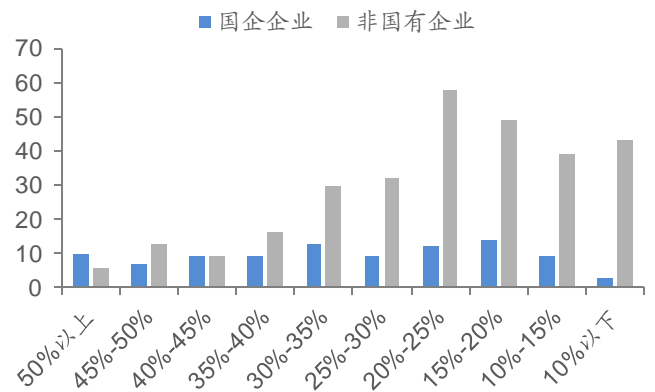
图表13: 各阶段非流动资产占比的国企和非国企分布



注: 此处选用的申万基础化工行业 3Q2022 数据

来源: Wind, 国金证券研究所

图表14: 各阶段固定资产占比的国企和非国企分布



注: 此处选用的申万基础化工行业 3Q2022 数据

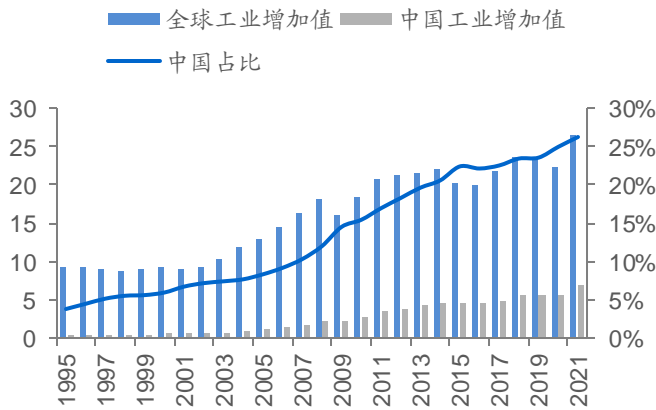
来源: Wind, 国金证券研究所

综合来看, 具有资金实力的企业容易在大型项目上行形成高资本壁垒的竞争优势, 在投入过程中较容易形成规模优势、循环优势以及产业链配套优势, 而同时在获取外部资金的渠道以及成本方面, 国有企业的优势也会有所体现, 一般能够较好地形成资本优势。

### 2.3、技术端: 历史持续投入积淀, 具有高端材料的研发布局基础

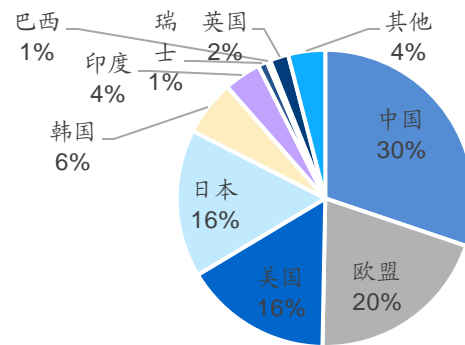
我国在技术端的积累已经获得一定改善, 但高端细分领域依然受制于人。进入 21 世纪, 我国在制造业领域获得了快速发展, 工业增加值已经跻身全球第一位, 2021 年中国工业增加值约占全球的 26%, 成为全球重要的制造业大国, 相比于 21 世纪初已经有了明显的提升。而化工作为制造业的典型代表, 我国在化工行业内主要走的是大开大合的路线, 在前段大规模基础化工产品领域, 通过持续的建设投入, 已经逐步实现了国产化, 在基础产业链领域已经具有相对完善的产品品类和产业规模, 但是在精细化工领域以及高端材料领域, 我国依然有较多产品需要依赖进口, 会受到国际局势变化的制约。

图表15: 中国工业增加值占全球比例持续提升 (万亿美元)



来源: 世界银行, 国金证券研究所

图表16: 2021 年中国化工研发投入位居全球第一位

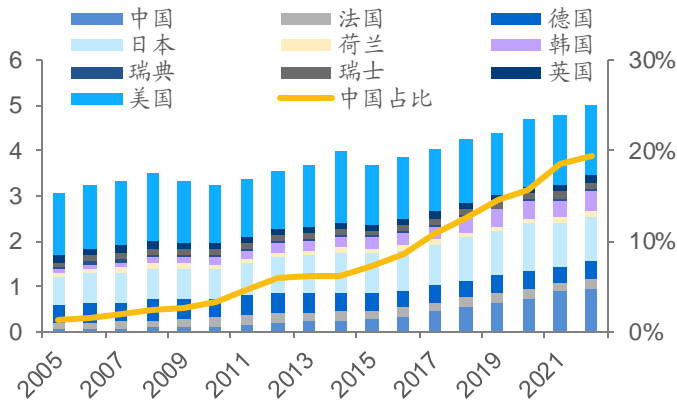


来源: Cefic, 国金证券研究所

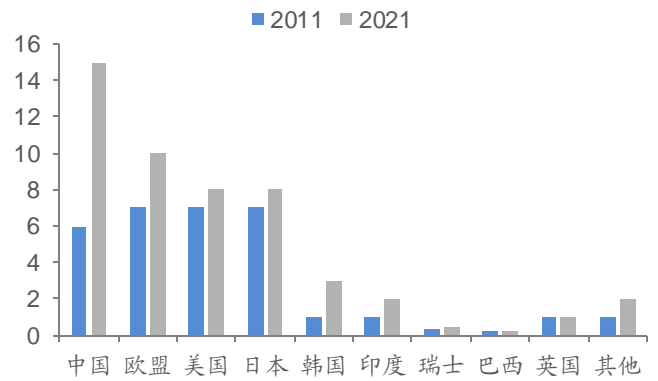
研发技术领域累积的差距需要更长的时间进行追赶和投入。我国正在加大进口依赖的精细化工领域的研发投入和布局, 目前看我国已经成为全球最大的化工行业研发投入的国家, 占到全球研发投入的 30%, 在核心材料领域正在加速进行研发和追赶。但是不得不说, 精细化工及高端材料的追赶并不是时点投入问题, 我国虽然已经成为全球最大的消费市场, 最大的研发投入市场, 但是多年累积的差距相当大, 以全球化工 10 国的 PCT 专利为例, 虽然我国 2022 年已经占据 10 国 PCT 专利总数的 19%, 增长非常迅速, 但是多年来海外企业累计的技术以及持续进行的专利布局仍在发挥作用, 相比现在, 过去多年的差距仍需时间进行缩小和反超。

图表17: 全球主要国家化工行业PCT专利申请量(万件)

图表18: 中国10年化工研发投入的变化(十亿欧元)



来源: 世界知识产权组织, 国金证券研究所



来源: Cefic, 国金证券研究所

典型来看, 比如目前专利池的限制, 技术工艺的限制和设备供给的限制等都是国内企业进行高端材料国产化突破不可忽视的问题:

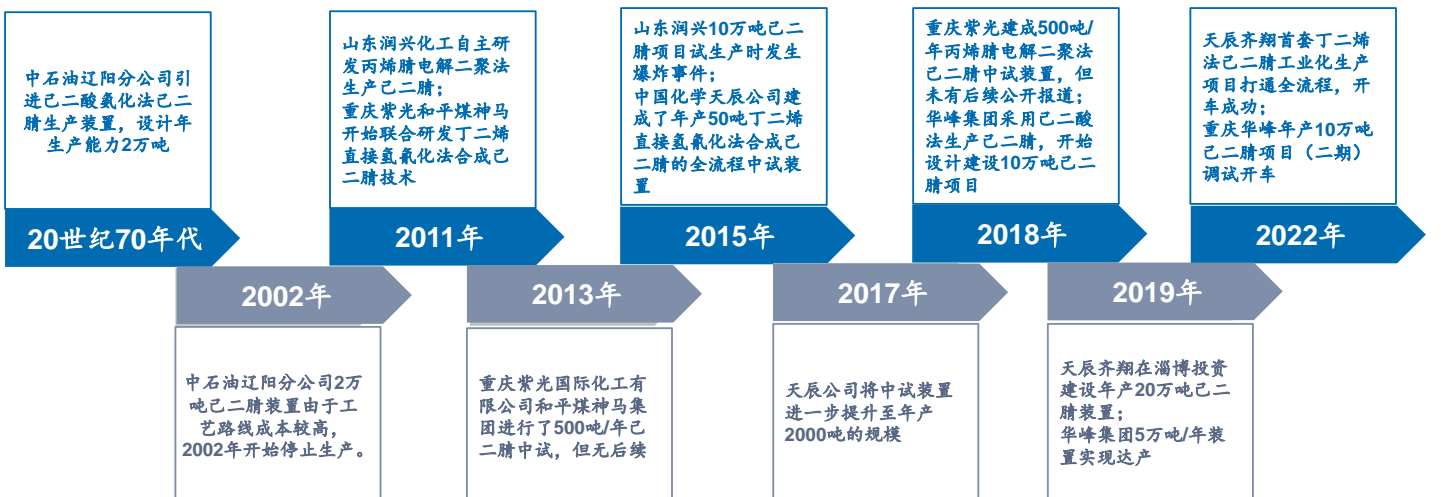
- 专利池的保护限制: 海外的化工行业发展相对较久, 多数化工巨头经历了百年以上的发展时间, 在基础研究、应用研究等方面具有深厚的积累, 为了形成自身的竞争力, 避免过多竞争拉低产品盈利空间, 多数企业在关键产品产业化阶段进行了丰富的专利布局, 更有形成了专利池, 导致后续追赶企业想要形成突破极为困难, 比如第四代含氟制冷剂、铜基尾气催化剂等。

国外企业较早就在氟化工制冷剂领域进行研发布局, 但是在前期我国制冷剂产业链发展非常迅速, 相继实现了二代制冷剂、三代制冷剂的自给, 因而海外企业在含氟四代制冷剂领域进行了生产和使用的全面专利布局, 导致国内目前的生产企业短期难以突破, 仅以为海外企业代工生产的模式进行; 同样巴斯夫是最早进行尾气催化处理布局的生产企业, 开发出了低成本高效的铜基催化剂并形成了系列专利保护, 导致后来的催化剂企业或者需要购买专利或者需要绕道使用贵金属催化剂, 难以实现成本的大幅下降。

- 技术工艺的限制: 由于我国产业精细程度相对较低, 在高端精细材料领域仍然需要依赖产品进口, 比如高端工程塑料、高纯电子特气等, 在细分高端材料领域, 产品的技术壁垒相对较高, 需要长时间的研发投入, 且在专业人才培养方面需要长时间积累。

比如早期我国受制于己二腈的限制, 在尼龙 66 产业链大量依赖进口原料, 没有办法实现快速发展和应用。而从国内开始进行己二腈研发到最终实现产业化历经几十年的时间, 中间或是因为成本过高中断、或是因为技术安全性无法继续, 且从技术工艺包突破到工程化生产也用了超过 5 年的时间, 在高技术壁垒的产品生产过程中, 不仅需要较好的技术工艺基础以及人才配套, 还需要长时间的研发投入, 往往小规模的企业在前期的研发投入、中期的实验支出、在后期的工程化建设方面难以为继。

图表19: 我国己二腈国产化历经多年才实现突破



来源：各公司网站，公开资料，国金证券研究所

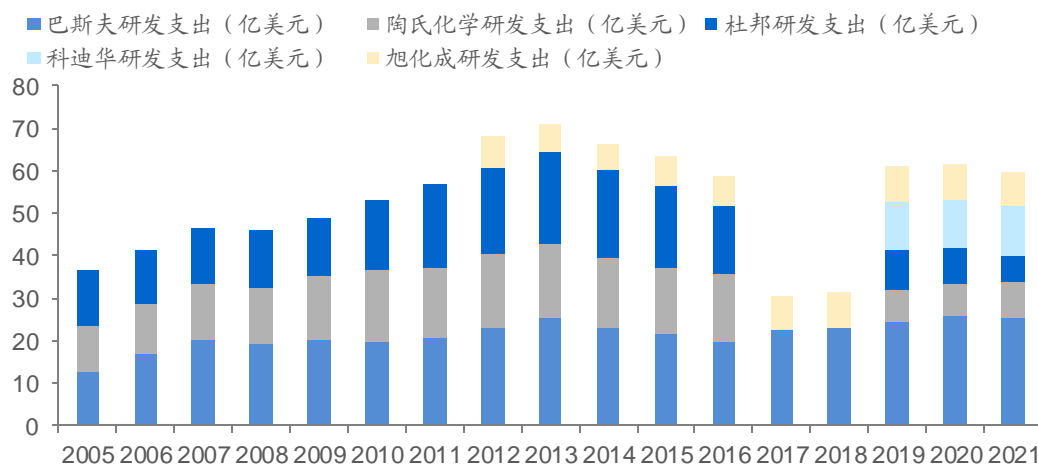
- **产业链匹配的限制：**材料越向高端领域延伸，对于产业链的匹配要求就越高。高端材料的性能要求相对较高，会对下游应用产生影响，一般在保证供货以及相对稳定的价格基础上，下游客户轻易不会更改供应商。而高端产品在使用过程中，不仅仅是对于材料理化性能的测试，还有更多的应用指标要求需要和下游深度沟通和反复摸索，最近几年国内产业链自主可控的要求确实有所提升，但是在产业链经验上仍然较海外供应商有明显缺失；

在材料研发基础上，还需要关键的设备的匹配能力。很多情况下，我国生产企业在进行技术突破的基础上还需要有进一步的设备设计和改造的能力。在通用设备中，我国多数已经实现了设备自供能力，但越精细的产品，对于生产设备的要求越高，无论是设备材质要求、结构设计、催化剂的配套、反应条件的要求等都明显不同，现阶段我国仍有较多定制化的专用设备需要依赖海外供给，在做设备国产化的过程中需要生产企业针对设备的设计和改造具有相对较好的研究基础，因而长时间的积淀和研究将更有优势。

以光刻胶行业为例，我国多年来持续进行光刻胶领域的布局和突破，但是现阶段看依然有大部分依赖进口，而涉及到高端的上游单体、树脂合成纯化等都需要有匹配的产业链合作，但有下游环节在海外生产，形成匹配的产业链发展也相对困难。

借鉴海外化工巨头的发展过程，比如巴斯夫、陶氏经历了多年的积累，形成了多领域综合化工供应体系，其研发体系不仅涉及到现有产品的推陈出新，更有众多的基础研发和材料储备，在整体布局上可以形成蓄力。可以看到海外龙头企业多年来持续进行大规模的研发投入，单以巴斯夫一家来看，2021年研发支出约为25亿美元，自2011年以来，10年的研发投入超20亿美元，海外龙头企业拥有多年的基础，且持续的高强度投入，国内化工行业想要实现弯道超车，需要国内大型企业引领行业发展。

图20：海外化工龙头企业的研发投入情况（亿美元）



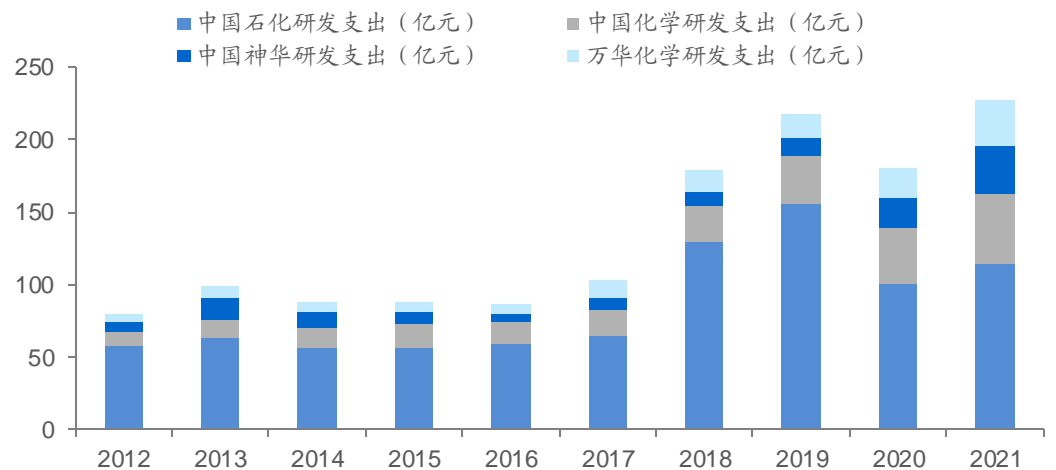
注：旭化成数据从2012年开始，杜邦陶氏2016年合并后拆分为三个上市公司，2019年以后为新杜邦、新陶氏和科迪华的研发投入数据

来源：Wind，各公司官网，国金证券研究所

大型国有企业在参与市场经营的基础上，更肩负了产业责任。国有企业不仅仅是参与市场经营的一员，满足市场需求，稳定市场格局，更需要肩负国家产业升级的重任，率先针对供给不足的，技术上难以突破的产品和材料进行布局和攻坚。以化工行业几大巨头企业为例，中国石化、中国化学、中国神华、万华化学作为大型的国有企业多在公司下设研究院针对高端设备、工艺、材料进行国产化突破，2021年合计的研发支出约为227亿元，占据了行业研发投入的半壁江山，在技术布局上不仅仅需要进行公司现有产业链的优化升级，更需要对类似高端设备、己二腈、煤制油、POE等行业难题进行突破，在稳健优化运行的基础上，更需要攻坚克难，承担国家产业发展的责任。



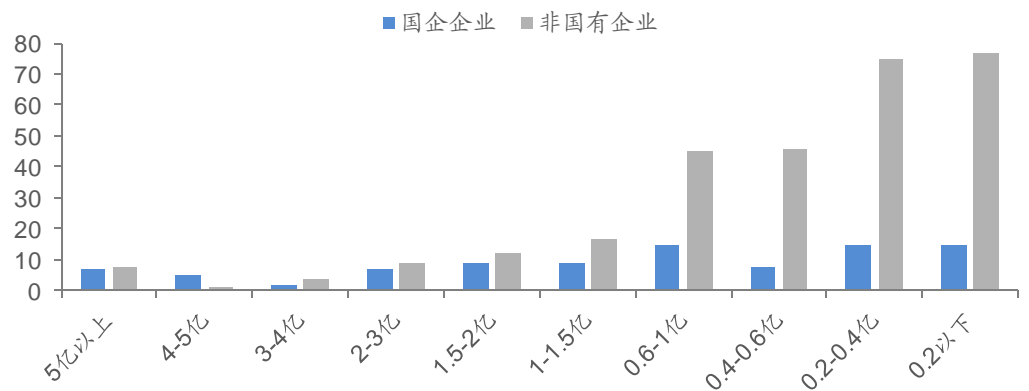
图表21: 领先的大型国有企业成为我国化工产业技术研发的压舱石



来源: 各公司公告, 国金证券研究所

部分国有企业成立时间较长, 具有长时间的研发积淀和较大规模的研发投入, 有利于在技术端形成追赶。我国在加速追赶的过程中, 第一步实现了数量的积累, 仍需要质量的升级, 然而越到后端, 难度越高。我国部分国有企业成立时间较长, 前期进行了很多技术研发投入, 虽然并未完全对应实现产值, 但一定程度上形成了积累, 叠加持续大规模研发投入, 部分具有规模和实力的国有企业, 或具有更好的布局基础和更高的成功概率。

图表22: 国有企业和非国有企业的研发投入分布 (亿元)

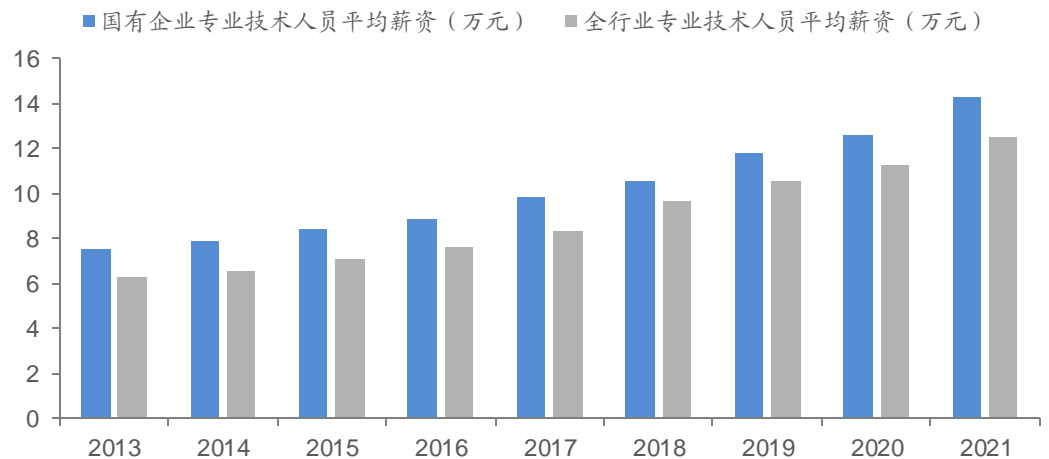


注: 此处选用的申万基础化工行业 3Q2022 数据

来源: Wind, 国金证券研究所

国有企业具有较大的研发空间和较强的研发实力, 有利于实现技术人才团队的构建。国有企业经过多年的积累, 具有相对较好的资金实力, 在研究设备的配备以及专业人员的薪资等方面具有更好的基础, 同时相比于一般小规模企业追求技术落地和业绩兑现的短期诉求, 部分国有企业相比之下能够提供更长周期的项目研究选择和支持, 在基础研究, 产业扩展, 方向选择等方面具有更大空间, 有助于在高壁垒、长周期、大投资的领域和产品形成竞争优势。

图表23：国有企业的专业技术人员具有更高的薪资水平



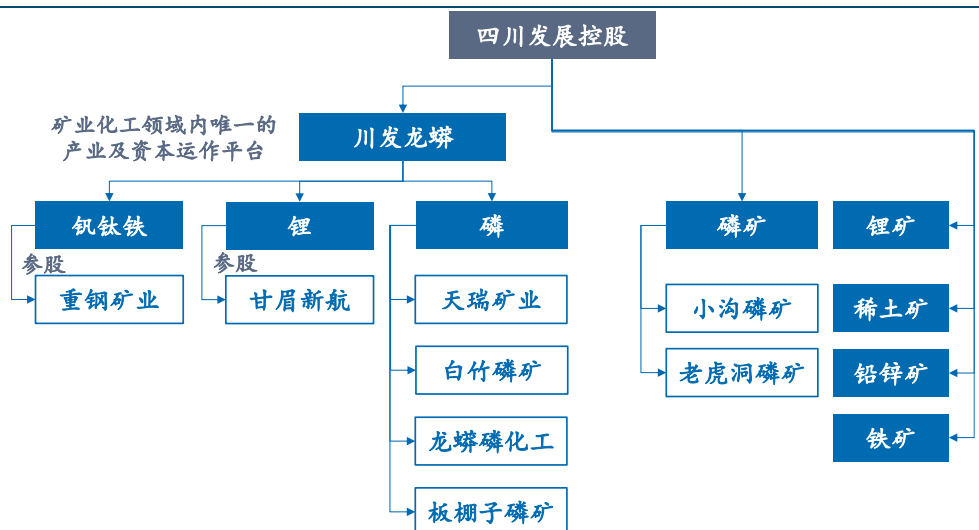
来源：Wind，国金证券研究所

#### 2.4、产业端：具有协同配置的资产整合空间，易形成产业协同和赋能

国有集团旗下仍有较多优质资产可以同集团旗下上市公司形成产业协同，有望给企业形成进一步的产业赋能。基于过去的历史，虽然有较多的国有企业已经上市多年，但是还有很多资产并未进入上市企业，较多国有控股集团手中仍持有关联项目或资产，能够形成产业链协同或者资源赋能。通过原料供给或整合进入上市公司，将有望在资源端、产业链端强化公司的竞争力。

- 钒钛股份：公司是全球钒制品龙头企业，现有4万吨产能，其控股股东攀钢集团拥有攀枝花、白马两大矿区，钒钛磁铁矿可采储量可以达到4.8亿吨，公司的钒制品原料全部由集团供给，可以形成上游资源的100%供应，在保证公司原材料供应安全的基础上形成资源优势和竞争壁垒。
- 川发龙蟒：公司是四川发展控股旗下的控股企业，现阶段主要布局磷化工领域，公司是四川发展集团在矿业化工领域内唯一的产业及资本运作平台，2022年已经通过发行股份收购集团持有的天瑞矿业股权，同时集团还投资了雷波县小沟磷矿、老虎洞磷矿，未来将进一步支持公司获取上游磷矿资源配套，除磷资源外，四川发展还拥有丰富的锂矿、稀土、铅锌、铁矿等稀缺资源，股东方未来将在资源端、资金端上继续为公司赋能。

图表24：四川发展控股给予川发龙蟒产业支持

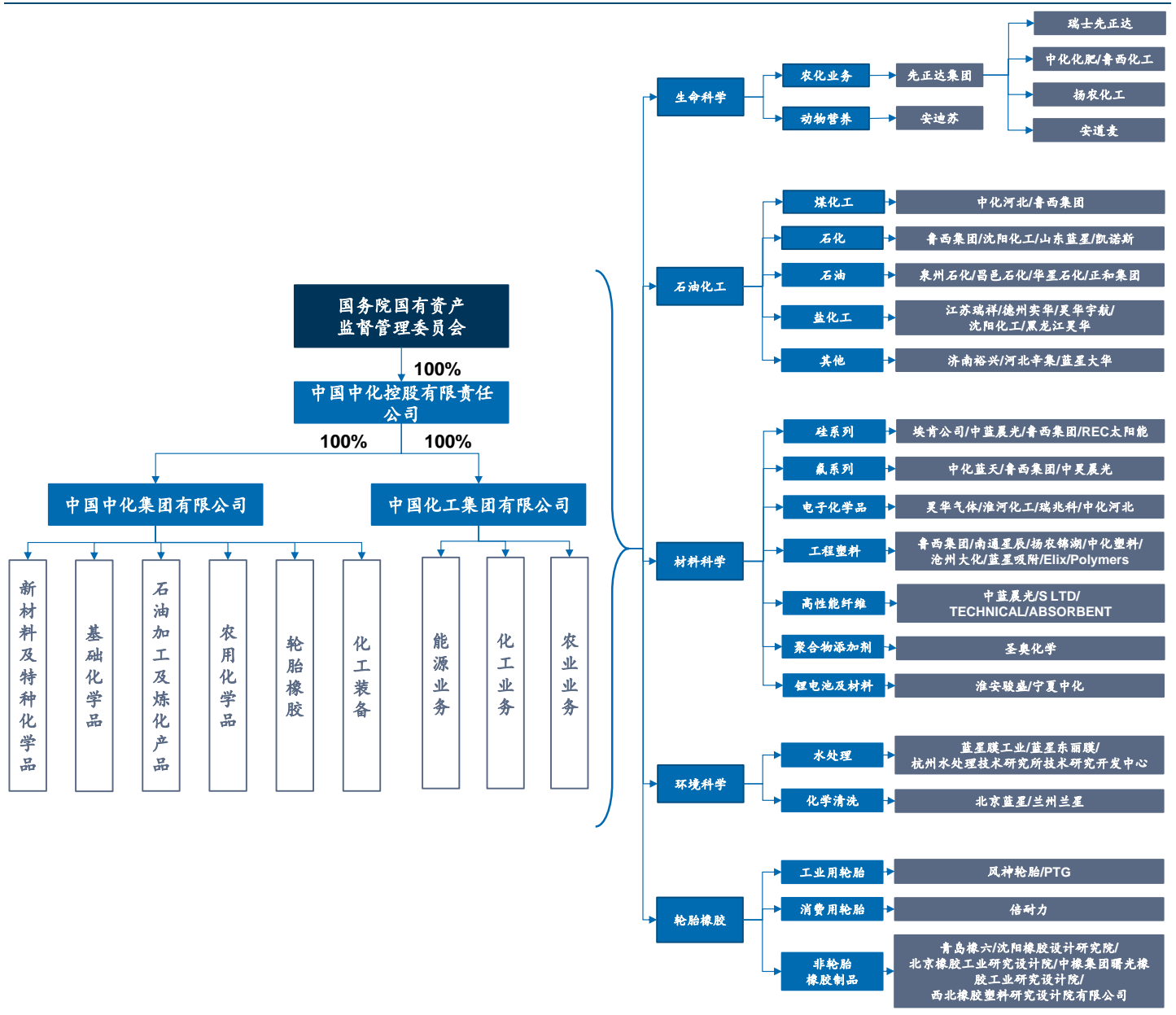


来源：川发龙蟒公司公告及官网，国金证券研究所

国有资产再梳理，正在逐步完善行业配置，提升国际竞争力。过去的十年间，国际化工龙头经历多次的整合并购，在细分领域的竞争力获得进一步增强，为了提升国内企业的竞争力和话语权，我国国有资产也进行了重新梳理，最为典型的两化合并。通过对板块重新布

局和清晰的企业定位，避免集团内企业竞争内耗，同时强化细分板块的竞争实力，对行业板块进行拆分重组。以两化的生命科学板块为例，合并后公司形成化肥（鲁西化工、中化化肥）、植保（瑞士先正达、安道麦、扬农化工）、种子（先正达种子）、动物营养（安迪苏）系列产业链，强化农资版块竞争力，深化渠道布局和优势，形成产业链协同。

图表25：两化合并后，化工板块再整合，提升产业竞争力和国际话语权



来源：中国中化官网，国金证券研究所

国家持续性对国有企业布局板块进行集中梳理和调整，加快向新兴产业板块布局，实现主线协同。过去3年时间我国推进了4组7家中央企业战略性重组，新组建、接收8家中央企业，协调推动30多个中央企业专业化整合重点项目，全国省属国有企业实施116组347家重组，开展专业化整合2150次。通过对央企、国企的梳理，国家重点提升国企的战略定位和弥补产业链缺失的意义，同时借助板块整合形成协同和额外赋能。

图表26：中国兵器工业集团四大业务板块分布情况



来源：兵器工业集团网站，国金证券研究所

### 三、投资建议：关注国有标杆企业和逐步开始优化的潜力企业

#### 3.1、经过国企改革行动三年，点滴变化已经发生

2022年是国企改革三年行动的收官之年，虽然国企改革仍有部分问题并未完全解决，但是行业内已经呈现出了一些变化。这三年来，较多国有企业开始逐步推进市场化的考核机制，提升员工积极性，加速对公司发展项目的落地进程。截止目前，有超过27家国有企业开始进行股权激励计划，考核激励落实到位将带动员工积极性大幅提升。

图表27：2020-2022年国有企业股权激励方案统计

国有企业	激励时间	激励比例	股权激励业绩（主要）	激励人数
广东宏大	草案	2.00%	以2021年业绩为基数，2023年净利润增长率不低于32%，净资产收益率不低于8%；2024年净利润增长率不低于52%，净资产收益率不低于8%；2025年净利润增长率不低于75%，净资产收益率不低于8%。各年三项资产占比增速低于同期营业收入增速，低于2018-2021年平均数。	415
达志科技	2022/12/7	2.80%	目标值：2023年营业收入不低于10亿元，2023-2024年两年营业收入累计不低于30亿元，2023-2025年三年营业收入累计不低于60亿元；触发值：2023年营业收入不低于8亿元，2023-2024年两年营业收入累计不低于24亿元，2023-2025年三年营业收入累计不低于48亿元。	47
海越能源	2022/12/1	1.37%	以2021年净利润为基数，2023年净利润增长率不低于20%，2023年加权平均净资产收益率不低于2.60%；2024年净利润增长率不低于50%，2024年加权平均净资产收益率不低于3.19%；2025年净利润增长率不低于70%，2025年加权平均净资产收益率不低于3.52%。	67



时代新材	2022/12/1	3.00%	以 2021 年的营业收入为基数, 2023 年的营业收入复合增长率不低于 10.64%, 净资产收益率不低于 4.70%; 2024 年的营业收入复合增长率不低于 10.64%, 净资产收益率不低于 5.30%; 2025 年的营业收入复合增长率不低于 10.64%, 净资产收益率不低于 5.60%。	241
泰和新材	2022/11/25	2.91%	以 2019-2021 年净利润均值为基数, 2023 年净利润增长率不低于 20%; 2023-2024 年净利润平均同比增长率不低于 35% 或 2024 年净利润增长率不低于 50%; 2023-2025 年净利润平均值增长率不低于 62% 或 2025 年净利润增长率不低于 115%。	348
凯龙股份	2022/11/24	2.49%	以 2020 年扣非归母净利润为基数, 2022 年增长率不低于 10%, 净资产现金回报率 (EOE) 不低于 17%; 2023 年扣非归母净利润增长率不低于 30%; 2024 年扣非归母净利润增长率不低于 50%。	340
岳阳兴长	2022/7/5	3.00%	以 2021 年营业收入为基准, 2023 年营收增长率不低于 56.00%, 加权平均净资产收益率不低于 7.50%; 2024 年营收增长率不低于 95.00%, 加权平均净资产收益率不低于 8.00%; 2025 年营收增长率不低于 144.00%, 加权平均净资产收益率不低于 8.50%。	102
英力特	2022/6/9	0.50%	以 2020 年净利润为基数, 2022 年净利润复合增长率不低于 15%, 2022 年扣非加权平均净资产收益率不低于 2.8%, 资产负债率不高于 30%; 2023 年净利润复合增长率不低于 15%, 扣非加权平均净资产收益率不低于 3.1%, 资产负债率不高于 35%; 2024 年净利润复合增长率不低于 15%, 扣非加权平均净资产收益率不低于 7.0%, 资产负债率不高于 40%	92
中盐化工	2022/5/27	1.50%	2022 年公司加权平均净资产收益率不低于 11.0% 且前述指标不低于对标企业 75 分位值, 净利润较 2020 年净利润年复合增长率不低于 17%; 2023 年公司加权平均净资产收益率不低于 11.5%, 2023 年公司净利润较 2020 年净利润年复合增长率不低于 17%; 2024 年公司加权平均净资产收益率不低于 12.0%, 2024 年公司净利润较 2020 年净利润年复合增长率不低于 17%; 且前述指标不低于对标企业 75 分位值, EVA 达到中盐集团的考核目标	357
鲁西化工	2022/5/12	1.00%	以 2020 年净利润为基数, 2022 年净利润复合增长率不低于 61%, 且不低于对标企业 75 分位值水平, ROE 不低于 10.63%; 2023 年净利润复合增长率不低于 42%, ROE 不低于 11.03%; 2024 年净利润复合增长率不低于 43%, ROE 不低于 14.77%, 且不低于对标企业 75 分位值水平, 同时对 EVA 做集团要求	263
苏盐井神	2022/3/25	1.34%	以 2019 年-2021 年度平均利润总额为基数, 2022 年, 2021-2022 年利润总额平均增长率不低于 18%, 2022 年扣非基本每股收益不低于 0.31 元; 2022-2023 年利润总额平均增长率不低于 12%, 2023 年扣非基本每股收益不低于 0.33 元; 2023-2024 年利润总额平均增长率不低于 19%, 2024 年扣非基本每股收益不低于 0.35 元, 现金分红不低于当年可供分配利润的 30%	115
中泰化学	2022/3/18	1.00%	以 2018-2020 年业绩均值为基数, 2022 年营业利润增长率不低于 100%; 2023 年增长率不低于 130%, 或 2023 年和 2024 年平均不低于 130%; 2024 年增长率不低于 160%; 且不低于对标企业 75 分位值水平或同行业平均水平, 同时对净资产现金回报率以及应收账款周转率做明确要求	1031
川发龙蟒	2022/2/26	0.86%	以 2020 年扣除已剥离非主营 BPO 后的营业收入为基数, 2022 年营业收入增长率不低于 35.00%, 扣非后净资产收益率不低于 6.00%, 扣除已剥离非主营 BPO 后的应收账款周转率不低于 22; 2023 年营业收入增长率不低于 46.00%, 扣非后净资产收益率不低于 6.50%, 扣除已剥离非主营 BPO 后的应收账款周转率不低于 22.25; 2024 年营业收入增长率不低于 57.00%, 扣非后净资产收益率不低于 7.10%, 扣除已剥离非主营 BPO 后的应收账款周转率不低于 23	320

华鲁恒升	2022/2/12	0.39%	以 2020 年营业收入为基数，2022 年营业收入增长率不低于 80%，税前每股分红高于 0.40 元；2023 年营业收入增长率不低于 85%，税前每股分红高于 0.45 元；2024 年营业收入增长率不低于 160%，， 税前每股分红高于 0.50 元。	160
南岭民爆	2021/9/25	2.84%	2022 年净资产收益率 $\geq 5.60\%$ ，营业总收入基于 2020 年增长率 $\geq 22\%$ ，主营业务收入占营业收入的比重不低于 96%；2023 年净资产收益率 $\geq 5.65\%$ ，营业总收入基于 2020 年增长率 $\geq 44\%$ ，主营业务收入占营业收入的比重不低于 97%；2024 年净资产收益率 $\geq 5.75\%$ ，营业总收入基于 2020 年增长率 $\geq 69\%$ ，主营业务收入占营业收入的比重不低于 98%	116
万润股份	2021/9/16	2.33%	以 2020 年营业收入为基数，2022 年营业收入复合增长率不低于 10%，净资产收益率不低于 10.2%；2023 年营业收入复合增长率不低于 11%，净资产收益率不低于 10.5%；2024 年营业收入复合增长率不低于 12%，净资产收益率不低于 10.8%。	610
凯龙股份	2021/8/20	4.29%	以 2020 年扣非归母净利润为基数，2021 年增长率不低于 10%，净资产现金回报率不低于 17%，资产负债率不超过 65%；2022 年扣非归母净利润增长率不低于 30%，净资产现金回报率不低于 17%，资产负债率不超过 65%；2023 年扣非归母净利润增长率不低于 50%，净资产现金回报率不低于 17%，资产负债率不超过 65%。	445
*ST 达志	2021/6/24	1.48%	目标 2021 年新能源动力电池业务营业收入不低于 9,000 万元，2021-2022 年两年收入累计不低于 36,000 万元，2021-2023 年三年新能源动力电池业务营业收入累计不低于 108,900 万元。	47
沧州大化	2021/5/7	2.06%	以 2019 年为基数，2021 年归母平均净资产收益率不低于 10.0%，营业收入复合增长率不低于 15.0%；2022 年归母平均净资产收益率不低于 10.0%，营业收入复合增长率不低于 16.0%；2023 年归母平均净资产收益率不低于 10.5%，营业收入复合增长率不低于 16.0%。	154
雪天盐业	2021/5/7	1.74%	以 2019 年业绩为基数，2021 年营业收入复合增长率不低于 10%；扣非加权平均净资产收益率不低于 5.2%，资产负债率不高于 60%；2022 年营业收入复合增长率不低于 10%，扣非加权平均净资产收益率不低于 5.4%，资产负债率不高于 60%；营业收入复合增长率不低于 10%；扣非加权平均净资产收益率不低于 5.6%，资产负债率不高于 60%。	89
阳煤化工	2021/3/23	5.05%	2021 年净资产现金回报率不低于 28%，净利润不低于 2.1 亿元，带息负债占总资产的比例不高于 60%；2022 年净资产现金回报率不低于 30%，净利润不低于 2.5 亿元，带息负债占总资产的比例不高于 58%；2023 年净资产现金回报率不低于 32%，净利润不低于 2.8 亿元带息负债占总资产的比例不高于 55%。	不超过 500 人
青岛双星	2020/12/3	5.00%	以 2017-2018 年净利润均值为基数，2021 年度净利润增长率不低于 60%，净资产收益率增长率不低于 25%；2022 年度净利润增长率不低于 80%，净资产收益率增长率不低于 35%；2023 年度净利润增长率不低于 100%，净资产收益率增长率不低于 45%。	272
华谊集团	2020/11/2 5	1.33%	草案：以 2019 年为基数，2022 年归母净利润复合增长率不低于 5%，净资产收益率不低于 3.36%；2023 年归母净利润复合增长率不低于 5%，净资产收益率不低于 3.53%；2024 年归母净利润复合增长率不低于 5%，净资产收益率不低于 3.7%；华谊旗下蜂花、回力老字号品牌销售收入复合增长率不低于 3%，安全环保投入占制造业收入比例不低于 1.8%，研发费用占制造业收入比例不低于 2.2%。	284
黑猫股份	2020/9/11	2.92%	以 2017-2019 年净利润均值为基数，2021 年净利润增长率不低于 10%，净资产收益率不低于 6.2%；2022 年净利润增长率不低于 50%，净资产收益率不低于 7%；2023 年净利润增长率不低于 125%，净资产收益率不低于 9%。	126

昊华科技	2020/5/19	2.52%	以 2018 年营业收入为基数，2020 年营业收入复合增长率不低于 10%，净资产收益率不低于 9.1%，研发投入占比不低于 7.0%；2021 年营业收入复合增长率不低于 12.3%，净资产收益率不低于 9.2%，研发投入占比不低于 7.0%；2022 年营业收入复合增长率不低于 13.4%，资产收益率不低于 9.4%，研发投入占比不低于 7.0%。	768
中化国际	2020/1/23	2.18%	以 2016-2018 平均利润总额为基数，2020 年利润总额增长率不低于 89%，净资产现金回报率（EOE）不低于 26.5%；2021 年利润总额增长率不低于 110%，净资产现金回报率（EOE）不低于 26.7%；2022 年利润总额增长率不低于 133%，净资产现金回报率（EOE）不低于 27%，较 2018 年利润总额的复合增长率不低于 11%，公司 EVA 达到集团下达的考核要求。	257
贵州轮胎	2020/1/17	2.89%	以 2018 年净利润为基数，2020 年公司净利润增长率不低于 50%，净资产收益率增长率不低于 38%；2021 年公司净利润增长率不低于 60%，净资产收益率增长率不低于 42%；2022 年公司净利润增长率不低于 70%，净资产收益率增长率不低于 46%。	444

来源：Wind，国金证券研究所

通过优化管理能力实现降本增效，也是国企改革的重要途径。对化工行业国有企业过去 6 年的分析来看，整体国有企业 2020-3Q2022 年的期间费用率均值相比 2017-2019 年期间费用率有明显下行，其中有 82% 的国有企业实现了期间费用率的下行，而其中更有 38% 的企业实现了期间费用绝对值的节约。考虑到过去公司费用占净利润比重更高的企业具有更好的费用管控弹性，可以发现阳煤化工、云天化、天原股份、安道麦、丹化科技、湖北宜化、双环科技、雪天盐业、佛塑科技等企业在费用管控方面呈现出较好表现。

图表 28：国有企业费用管控效果已经有所体现

排名	期间费用率下行 前 20 名	期间费用下行 前 20 名	2017-2019 年期间费用/净利润 前 20 名
1	柳化股份	云天化	阳煤化工
2	雪天盐业	盐湖股份	云天化
3	盐湖股份	湖北宜化	天原股份
4	川发龙蟒	ST 金正	亚星化学
5	湖北宜化	阳煤化工	南岭民爆
6	吉林碳谷	北元集团	安道麦 A
7	中盐化工	三友化工	丹化科技
8	国泰集团	柳化股份	湖北宜化
9	江南化工	双环科技	中泰化学
10	北元集团	黑猫股份	双环科技
11	云南能投	沧州大化	南京化纤
12	双环科技	华润材料	乐凯胶片
13	高争民爆	中化国际	新乡化纤
14	浙江众成	天原股份	保利联合
15	金瑞矿业	华塑股份	皖维高新
16	红星发展	华谊集团	*ST 尤夫
17	华塑股份	亚星化学	雪天盐业
18	云天化	丹化科技	佛塑科技
19	佳先股份	佛塑科技	华昌化工
20	安道麦 A	红星发展	英力特

来源：Wind，国金证券研究所

### 3.2、关注国有标杆企业和正逐步焕发活力的潜力股

国企改革将进一步释放国有企业的竞争优势和经济活力，整体建议关注：①能够进一步获得外部赋能的企业：比如两化合并的相关标的，实控人可以形成产业链原料或渠道赋能的相关标的；②自身通过优化管理，实现自身优势挖掘，释放利润的相关标的；③加速实现优势兑现，能够具有发展潜力或者成长空间的标的。

图表29：建议关注国有标杆企业和正逐步焕发活力的潜力股

公司	企业性质	核心看点	收盘价 元/股	激励行权 价(元/股)	员工持股 占比	研发支 出占比	3年固定 资产增速	管理 费用率
万华化学	地方 国有企业	①基础化工行业最大的龙头企业，具有资金、研发投入优势和基础；②产业链布局和现有核心产品具有高壁垒；③高管层内部选拔，管理高效灵活；④具有员工持股平台，薪资水平相对较高，部分产品允许员工跟投，利于人才构建和储备；⑤持续的项目投入，具有成长空间；	97.42		持股平台 持股 20.13%	2.18%	32%	3.5%
华鲁恒升	地方 国有企业	①行业领先的煤化工企业，清晰的自我定位和认知，构筑自身极致的成本优势；②高层内部选拔，扁平化管理，对费用进行良好管控；③持续进行股权激励，针对有工艺技术优化、产品突破等核心员工进行奖励，提升员工积极性；④构建第二基地，复制优势平台，扩展产品种类，提升公司发展空间；	34.00	17.93		3.36%	16%	2.4%
扬农化工	中央 国有企业	①在现有产品端深度夯实竞争力，在菊酯、麦草畏、草甘膦等大单品领域技术、工艺、成本全行业最优；②具备持续成长空间，2023-2028年葫芦岛项目规划投资100亿，预计未来5年的净利润复合增速约15%；③扩展新项目仿制药和创新药相结合，产品更加多元化；④推出股权激励，提升员工积极性；	103.00	推进中		3.17%	26%	8.1%
万润股份	中央 国有企业	①实施股权激励政策，明确营收增长率与净资产收益率目标；②平台型新材料企业，信息材料、环保材料、大健康三大板块共同发展；③沸石分子筛业务深度绑定庄信万丰，国六标准全面实行带来广阔需求空间；④加快布局光刻胶等高端新材料产品，钙钛矿太阳能电池材料已经开始送样，未来具备较强成长性。	18.17	9.78		6.75%	36%	13.8%
中国化学	中央 国有企业	①国内化学工程行业最大的龙头企业，资金实力雄厚且研发投入优势显著；②产业链布局完善且技术积淀深厚，技术创新平台体系完善；③持续进行股权激励，提升员工积极性；④打造新技术平台型企业，新材料产能陆续放量的同时技术端也不断突破；	10.08	4.81		3.45%	10%	5.2%
阳煤化工	地方 国有企业	①具备煤炭资源优势，布局氢能产业链带动长期成长；②公司过去期间费用率较高，后续还有优化空间；③有股权激励的计划；	3.41	有规划		1.21%	-34%	4.7%
云天化	地方 国有企业	①国内最大的磷化工上市企业，具有丰富的磷矿资源储备，具有良好的资源和资金实力；②推行股权激励，提升员工积极性，提升公司整体的管理和成本管控；③前期间费用相对较高，已有明显下行，具有改善空间；④在现有规模和产业的基础上，扩展新能源材料领域的产品布局	22.09	2.62		0.48%	-4%	2.2%
湖北宜化	地方 国有企业	①积极推进辅业资产和低效资产的处置工作，资产质量明显提升；②传统业务（氯碱、氮肥、磷肥）稳步发展，构建一体化产业链；③加快业务转型升级，积极布局磷酸铁、PBAT等新能源与新材料项目，开辟第二成长曲线；	14.70			3.83%	-8%	6.3%



泰和新材	地方国有企业	①持续技术积累, 在技术、成本方面构筑自身的核心竞争优势; ②在芳纶材料的基础上延伸产业链至芳纶涂覆, 开启新的成长空间; ③公司执行市场化的激励考核机制, 退出股权激励, 采用职业经理人超额利润分成;	25.65	9.25		4.39%	21%	7.8%
湖南海利	地方国有企业	① 氨基甲酸酯类农药龙头, 农化农药是基本盘, 针对客户需求变化对老产品进行不断改进与创新; ② 延伸拓展新能源与新材料业务, 海利锂电主要分布在锰酸锂的细分市场, 公司在全钒液流电池领域具有资源、技术以及国家支持等优势, 海利集团准备在全钒液流电池进一步发展, 上游的钒矿资源会考虑布局;	8.93	员工持股计划	18 年持股计划 1.43%	3.79%	34%	8.4%
皖维高新	地方国有企业	① 构建规模优势, 公司 PVA 的产销量和市场占有率约占国内市场的 35%, 生产能力位居全国第一、世界前列; ② 公司作为中国大陆唯一一家具备 PVA 光学膜产能的企业, 目前建成 PVA 光学膜产能 1200 万平米, 偏光片 700 万平米, 有望逐步实现进口替代; ③ 公司通过全资收购 PVB 中间膜领先企业皖维昶盛, 实现了 PVA-PVB 树脂-PVB 中间膜的完整产业链;	6.27	超额利润分享计划		4.26%	-6%	8.2%
中复神鹰	中央国有企业	①混合所有制典范, 中国建材集团为公司提供坚实基础, 助力公司实现技术突破与双基地布局, 民营基因为公司提供了民用碳纤维的市场化灵活机制; ②新能源需求助力碳纤维行业高速发展, 公司西宁基地具备显著成本优势; ③连云港 3 万吨项目进一步打开成长空间, 在能源配备、工艺提升和更高性能产品供应方面提供新的 α	41.02			5.04%	89%	15.1%
中化国际	中央国有企业	①实施股权激励计划, 提升企业经营效率; ②受益两化整合, 有望获得产业链赋能; ③聚焦新材料业务, 对位芳纶等多项高壁垒核心材料持续突破; ④持续深化一体化产业布局, 提升产品竞争力;	6.94	3.05		1.84%	18%	4.1%
黑猫股份	地方国有企业	①实施股权激励计划, 明确净利润增长目标; ②国内炭黑行业龙头企业, 加大成本优化和费用管控; ③积极布局锂电级导电剂导电炭黑与碳纳米管, 未来有望实现新材料国产替代	12.75	2.41		5.16%	-2%	2.9%
鲁西化工	中央国有企业	①两化合并后定位更加精准, 管理结构扁平化带来效率提升; ②国内煤化工龙头之一, 产业链继续延伸优化, 新能源相关材料种类丰富且在建项目较多, 成长动力充足; ③持续进行股权激励;	13.42	9.49		3.53%	0%	4.7%
中泰化学	地方国有企业	①氯碱粘胶双主业龙头企业, 产业链循环经济优势明显; ②粘胶行业格局优化推动公司业绩向好; ③剥离贸易业务后资产优化; ④在建产能丰富, 产业链继续完善的同时后续成长动力充足; ⑤持续进行股权激励;	7.58	5.34		1.17%	11%	1.8%
岳阳兴长	中央国有企业	①中石化旗下第一家完成股权激励改革的上市公司, 近几年加大内部改革力度, 激发员工积极性; ②以催化剂为抓手, 由传统石化产品向高端聚烯烃转型, 构造第二成长曲线	21.78	6.55		0.61%	66%	5.6%
兴发集团	地方国有企业	①持续优化资产负债结构, 加强费用管控能力, 资产负债率与期间费用率逐年下降; ②资源与成本优势突出, 磷矿资源可实现完全自供, 绿电实现部分自供; ③产业链一体化优势突出, “矿电化一体”、“磷硅盐协同”和“矿肥化结合”的产业链优势; ④布局湿化学品、电池材料等新材料业务, 借助资源优势优化产业布局, 具有成长空间;	30.60	5.67		3.67%	10%	5.2%
昊华科技	中央国有企业	①中化旗下氟化工龙头企业, 12 家科研院所研发底蕴深厚, 产品潜力巨大; ②科改示范企业标杆, 科研院所间统一规划, 股权激励对员工积极性带动明显, 盈利增长稳健; ③拟收购中化蓝天, 深度布局氟化工产业链。	46.00	11.22		8.35%	8%	15.5%

川发龙蟒	地方 国有 企业	①实行股权激励，提升积极性；②多元化布局资源，借助股东支撑，形成储备优势；③多元化产品布局，提升发展空间；④构筑硫磷钛铁钙循环产业链，形成一体化优势；	10.71	8.49		1.48%	14%	6.6%
------	----------------	---	-------	------	--	-------	-----	------

来源：Wind，国金证券研究所

#### 四、风险提示

产品价格波动风险：若产品价格有明显波动，影响产品盈利；

原材料价格剧烈波动风险：化工原材料变动将大幅影响产品生产成本，不同工艺的相对优势，进一步影响产品盈利；

行业政策变动风险：若行业政策发生变动，或将影响企业成长及资源等优势；

需求释放不及预期风险：若需求不及预期，将难以形成有力的盈利支撑；

## 五、附录

党的十八大以来，我国国企改革经历了由顶层设计到政策逐步落地的过程。2015年8月，《中共中央、国务院关于深化国有企业改革的指导意见》作为国有企业改革的纲领性文件正式出台，加上之后陆续发布的配套政策初步形成了我国国有企业改革“1+N”的政策体系，拉开了近年来国有企业改革的序幕。在“1+N”政策体系的指引下，我国国有企业改革先后经历了“十项试点”、“双百计划”、“国企改革三年行动”等多个时期，实现了由部分企业率先试点再到逐步推广的“由点到面”的改革。总体来看，我国近年的国企改革按照相关政策措施的出台时间大致可以分为三个阶段：

**政策体系形成与初步试点期（2015-2018）：**这一时期以纲领性文件《中共中央、国务院关于深化国有企业改革的指导意见》的出台为标志，配套相关政策共同形成了国有企业改革“1+N”政策体系，对于我国国有企业改革、完善现代企业制度和国有资产管理体制、发展混合所有制经济、强化监督防止国有资产流失、加强和改进党对国有企业的领导、为国有企业改革创造良好环境条件等多方面均提供了相应的改革目标和政策支持，为下一阶段改革的逐步落地打下了坚实的政策基础。

2016年2月，国务院国资委选择一些中央企业推动十项改革试点，具体包括落实董事会职权、市场化选聘经营管理者、推行职业经理人制度、企业薪酬分配差异化改革、国有资本投资运营公司、中央企业兼并重组、部分重要领域混合所有制改革、混合所有制企业职工持股、国有企业信息公开工作、剥离企业办社会职能和解决历史遗留问题。十项改革试点是在“1+N”政策体系基础上的初步尝试，通过在体量大、职工人数多、业务结构相对复杂的央企进行试点，在深化央企改革、提升央企经营效率的同时为后续国企改革的全面铺开积累了宝贵经验。

图表30：国企改革“1+N”政策体系部分内容梳理

政策文件	发布时间	主要内容
关于深化国有企业改革的指导意见	2015.08	《指导意见》共分8章30条，从改革的总体要求到分类推进国有企业改革、完善现代企业制度和国有资产管理体制、发展混合所有制经济、强化监督防止国有资产流失、加强和改进党对国有企业的领导、为国有企业改革创造良好环境条件等方面，全面提出了新时期国有企业改革的目标任务和重大举措。目标是到2020年，在国有企业改革重要领域和关键环节取得决定性成果，形成更加符合我国基本经济制度和社会主义市场经济发展要求的国有资产管理体制、现代企业制度、市场化经营机制，国有资本布局结构更趋合理，造就一大批德才兼备、善于经营、充满活力的优秀企业家，培育一大批具有创新能力和国际竞争力的国有骨干企业，国有经济活力、控制力、影响力、抗风险能力明显增强。
关于在深化国有企业改革中坚持党的领导加强党的建设的若干意见	2015.09	《若干意见》指出，坚持党的建设与国有企业改革同步谋划，充分发挥党组领导核心作用、党委政治核心作用、基层党组织战斗堡垒作用和党员先锋模范作用；坚持党管干部原则，从严选拔国有企业领导人员，建立适应现代企业制度要求和市场竞争需要的选人用人机制；严格落实国有企业党建工作责任制，切实履行党风廉政建设主体责任和监督责任；把加强党的领导和完善公司治理统一起来，明确国有企业党组织在公司法人治理结构中的法定地位；坚持从严教育管理国有企业领导人员，强化对国有企业领导人员特别是主要领导履职行权的监督；适应国有资本授权经营体制改革需要，加强对国有资本投资、运营公司的领导；把建立党的组织、开展党的工作，作为国有企业推进混合所有制改革的必要前提。
国务院关于国有企业发展混合所有制经济的意见	2015.09	《意见》明确了国有企业发展混合所有制经济的总体要求，并对组织实施作出了具体安排。提出要坚持政府引导、市场运作，坚持完善制度、保护产权，坚持严格程序、规范操作，坚持宜改则改、稳妥推进，区分“已经混合”和“适宜混合”、商业类和公益类等不同类型，集团公司和子公司、中央企业和地方企业等不同层级，按照交叉持股、相互融合的原则，鼓励各类资本包括国有资本、非公有资本、集体资本、外资，通过各种方式参与发展混合所有制经济。

关于鼓励和规范国有企业投资项目引入非国有资本的指导意见	2015. 10	对于国有企业投资项目引入非国有资本提出了总体要求，从拓宽合作领域、完善引资方式、规范决策程序、健全体制机制、优化发展环境等六个方面提出了具体指导意见，鼓励和规范国有企业投资项目引入非国有资本。
国务院办公厅关于加强和改进企业国有资产监督防止国有资产流失的意见	2015. 10	《意见》从着力强化企业内部监督、切实加强企业外部监督、实施信息公开加强社会监督、强化国有资产损失和监督工作责任追究、加强监督制度和能力建设等方面提出了相关要求，从而实现企业国有资产监督全覆盖，加强对国有企业权力集中、资金密集、资源富集、资产聚集等重点部门、重点岗位和重点决策环节的监督，切实维护国有资产安全。
国务院关于改革和完善国有资产管理体制的若干意见	2015. 11	《意见》从推进国有资产监管机构职能转变、改革国有资本授权经营体制、提高国有资本配置和运营效率、协同推进相关配套改革等多方面提出了具体要求，同时提出要正确处理政府与市场的关系，以管资本为主加强国有资产监管，改革国有资本授权经营体制，真正确立国有企业的市场主体地位，推进国有资产监管机构职能转变，适应市场化、现代化、国际化新形势和经济发展新常态，不断增强国有经济活力、控制力、影响力和抗风险能力。
关于国有企业功能界定与分类的指导意见	2015. 12	将国有企业划分为商业类和公益类：商业类国有企业以增强国有经济活力、放大国有资本功能、实现国有资产保值增值为主要目标，按照市场化要求实行商业化运作，依法自主独立自主开展生产经营活动，实现优胜劣汰、有序进退。公益类国有企业以保障民生、服务社会、提供公共产品和服务为主要目标，必要的产品或服务价格可以由政府调控；要积极引入市场机制，不断提高公共服务效率和能力。
企业国有资产交易监督管理办法	2016. 06	对于企业产权转让、企业增资、企业资产转让等方面作出规定，从而加强企业国有资产交易监督管理，防止国有资产流失。
国务院办公厅关于推动中央企业结构调整与重组的指导意见	2016. 07	到 2020 年，中央企业战略定位更加准确，功能作用有效发挥；总体结构更趋合理，国有资本配置效率显著提高；发展质量明显提升，形成一批具有创新能力和国际竞争力的世界一流跨国公司。具体目标是： <b>功能作用有效发挥</b> 。在国防、能源、交通、粮食、信息、生态等关系国家安全的领域保障能力显著提升；在重大基础设施、重要资源以及公共服务等关系国计民生和国民经济命脉的重要行业控制力明显增强；在重大装备、信息通信、生物医药、海洋工程、节能环保等行业的影响力进一步提高；在新能源、新材料、航空航天、智能制造等产业的带动力更加凸显。 <b>资源配置更趋合理</b> 。通过兼并重组、创新合作、淘汰落后产能、化解过剩产能、处置低效无效资产等途径，形成国有资本有进有退、合理流动的机制。中央企业纵向调整加快推进，产业链上下游资源配置不断优化，从价值链中低端向中高端转变取得明显进展，整体竞争力大幅提升。中央企业间的横向整合基本完成，协同经营平台建设加快推进，同质化经营、重复建设、无序竞争等问题得到有效化解。 <b>发展质量明显提升</b> 。企业发展战略更加明晰，主业优势更加突出，资产负债规模更趋合理，企业治理更加规范，经营机制更加灵活，创新驱动发展富有成效，国际化经营稳步推进，风险管控能力显著增强，国有资本效益明显提高，实现由注重规模扩张向注重提升质量效益转变，从国内经营为主向国内外经营并重转变。
关于国有控股混合所有制企业开展员工持股试点的意见	2016. 08	对于国有控股混合所有制企业开展员工持股试点提出有关意见。试点企业需属于主业处于充分竞争行业和领域的商业类企业，且需符合营业收入和利润 90%以上来源于所在企业集团外部市场等要求。《意见》对于入股员工范围、员工出资、入股价格、持股比例、持股方式、股权管理方式等多方面进行了相关规定，其中员工持股总量原则上不高于公司总股本的 30%，单一员工持股比例原则上不高于公司总股本的 1%。
国务院办公厅关于建立国有企业违规经营投资责任追究制度的意见	2016. 08	在 2017 年年底以前，国有企业违规经营投资责任追究制度和责任倒查机制基本形成，责任追究的范围、标准、程序和方式清晰规范，责任追究工作实现有章可循。在 2020 年年底以前，全面建立覆盖各级履行出资人职责的机构及国有企业的责任追究工作体



		系，形成职责明确、流程清晰、规范有序的责任追究工作机制，对相关责任人及时追究问责，国有企业经营投资责任意识和责任约束显著增强。
关于完善中央企业功能分类考核的实施方案	2016. 09	《实施方案》明确了不同类型国有企业的经营责任，按照企业的功能和业务特点确定了差异化的考核导向和内容。按照《实施方案》，对中央企业将分为三类实施考核：对主业处于充分竞争行业和领域的商业类中央企业，以增强国有经济活力、放大国有资本功能、实现国有资本保值增值为导向，重点考核企业经济效益、资本回报水平和市场竞争能力，引导企业提高资本运营效率，提升价值创造水平。对主业处于关系国家安全、国民经济命脉的重要行业和关键领域、主要承担重大专项任务的商业类中央企业，以支持企业可持续发展和服务国家战略为导向，在保证合理回报和国有资本保值增值的基础上，加强对服务国家战略、保障国家安全和国民经济运行、发展前瞻性战略性新兴产业以及完成重大专项任务情况的考核。对公益类中央企业，以支持企业更好地保障民生、服务社会、提供公共产品和服务为导向，坚持把社会效益放在首位，重点考核产品服务质量、成本控制、营运效率和保障能力。
国务院办公厅关于进一步完善国有企业法人治理结构的指导意见	2017. 05	2017 年年底前，国有企业公司制改革基本完成。到 2020 年，党组织在国有企业法人治理结构中的法定地位更加牢固，充分发挥公司章程在企业治理中的基础作用，国有独资、全资公司全面建立外部董事占多数的董事会，国有控股企业实行外部董事派出制度，完成外派监事会改革；充分发挥企业家作用，造就一大批政治坚定、善于经营、充满活力的董事长和职业经理人，培育一支德才兼备、业务精通、勇于担当的董事、监事队伍；党风廉政建设主体责任和监督责任全面落实，企业民主监督和管理明显改善；遵循市场经济规律和企业发展规律，使国有企业成为依法自主经营、自负盈亏、自担风险、自我约束、自我发展的市场主体。
上市公司国有股权监督管理办法	2018. 05	对于国有股东所持上市公司股份通过证券交易系统转让、国有股东所持上市公司股份公开征集转让、国有股东所持上市公司股份非公开协议转让、国有股东所持上市公司股份无偿划转、国有股东所持上市公司股份间接转让、国有股东发行可交换公司债券、国有股东受让上市公司股份、国有股东所控股上市公司吸收合并等多方面提出相关要求，规范上市公司国有股权变动行为，推动国有资源优化配置，平等保护各类投资者合法权益，防止国有资产流失。

来源：国资委，国金证券研究所

**试点改革，落实政策要求（2018-2020）：**2018 年 8 月，国务院国企改革领导小组办公室印发《国企改革“双百行动”工作方案》，“双百行动”正式启动。国务院国有企业改革领导小组共选取 224 家中央企业子公司和 180 家地方国有企业，在 2018 年至 2020 年期间全面落实国有企业改革“1+N”政策要求，深入推进综合性改革，力求在改革重点领域和关键环节率先取得突破，打造一批治理结构科学完善、经营机制灵活高效、党的领导坚强有力、创新能力和市场竞争力显著提升的国企改革尖兵，凝聚起全面深化国有企业改革的强大力量。“双百行动”的主要目标包括“五突破、一加强”：“五突破”主要是指在股权多元化和混合所有制改革、健全法人治理结构、完善市场化经营机制、健全激励约束机制、全面解决历史遗留问题方面率先突破，而“一加强”是指全面加强党的领导、党的建设。相较于前一阶段的十项改革试点，“双百行动”扩大了改革范围，在参与企业数量以及具体改革内容方面实现了扩展。2022 年 8 月 12 日，国务院国资委公布最新“双百企业”名单已经达到 449 家。

**图表31：国企改革十项试点主要内容**

试点内容	具体措施
落实董事会职权试点	国资委将向试点企业董事会授予中长期发展战略规划、高级管理人员选聘、业绩考核、薪酬管理、工资总额备案制管理和重大财务事项管理等6项职权，通过试点有效调动董事会积极性，促进董事会作用的发挥。
市场化选聘经营管理者试点	试点将落实董事会在经理层成员选聘、业绩考核、薪酬分配等方面职权；界定国资监管机构、企业董事会、企业党组织在经营管理者选聘和管理工作中的职责等。试点工作将采取公开遴选、竞聘上岗、人才中介机构推荐等市场化方式，在各级履行出资人职责机构直接监管的国有独资、控股的一级企业进行，国资委和各省将分别选择3至5户企业进行试点。
推行职业经理人制度试点	在市场化选聘经营管理者试点基础上，探索推行职业经理人制度。从市场化选聘经营管理者试点的单位中，优先选择2至3户主业处于充分竞争领域的商业类企业试点，同时鼓励中央企业选择部分条件成熟的二三级公司开展试点。
企业薪酬分配差异化改革试点	完善国有企业负责人薪酬分类管理制度，建立健全职业经理人薪酬管理制度。对市场化选聘的职业经理人实行市场化薪酬分配机制，建立科学合理的业绩考核评价体系。到2020年左右，全面形成与国有企业负责人选任方式相匹配、与企业功能性质相适应的负责人薪酬管理办法和业绩考核评价办法。
国有资本投资、运营公司试点	国资委将选择3至5户企业开展国有资本投资公司试点，推进诚通集团、国新公司改组为国有资本运营公司，探索完善的国有资产监管方式，探索有效的国有资本投资运营模式，探索市场化的企业经营机制。国有资本投资公司通过开展投融资、产业培育和资本整合等，投资和发展国民经济的重要行业、关键领域、战略性新兴产业和优势支柱产业；国有资本运营公司通过股权运作、价值管理、有序进退等方式，投资、持有和运营国有股权。
中央企业兼并重组试点	国资委将根据国家战略需要，探索在中央企业之间集中优势资源，实施专业化重组、组建股份制公司的有效做法，减少重复投资和同质化发展。
部分重要领域混合所有制改革试点	试点将在电力、石油、天然气、铁路、民航、电信、军工等领域开展混合所有制改革试点，通过引入非国有资本多元化投资，形成有利于参与市场竞争的治理结构和运行机制。
混合所有制企业员工持股试点	试点主要探索在什么样的企业实行员工持股，以什么样的方式实行员工持股，员工怎样转股退股等，确保员工持股公开透明，防止利益输送。中央一级企业暂不开展员工持股试点。
国有企业信息公开工作试点	计划在中央企业围绕董事会信息披露、财务信息公开等方面开展试点，指导地方国资委选择若干重点企业试点。国资委将建设统一的国有企业信息公开平台，为中央企业信息公开提供支持，为社会公众查阅信息提供服务。试点旨在促进企业完善公司治理结构，规范企业管理，健全国资监管体系，打造“阳光国企”，防止国有资产流失。
剥离企业办社会职能和解决历史遗留问题试点	计划选择2至3户中央企业整体推进所办教育机构深化改革试点，选择2至3个城市开展国有企业退休人员社会化管理试点。

来源：国资委，国金证券研究所

**扩大改革范围，提升改革成效（2020-2022）：**2020年6月30日，中央全面深化改革委员会第十四次会议审议通过了《国企改革三年行动方案（2020—2022年）》，标志着国企改革进入了全新的阶段。国有企业改革三年行动是落实国有企业改革“1+N”政策体系和顶层设计的具体施工图，主要聚焦八个方面的重点任务，主要目标是在形成更加成熟更加定型的中国特色现代企业制度和以管资本为主的国资监管体制、推动国有经济布局优化和结构调整、提高国有企业活力和效率三方面取得明显成效，同时做强做优做大国有资本和国有企业，切实增强国有经济竞争力、创新力、控制力、影响力、抗风险能力。2023年1月31日，全国国有企业改革三年行动总结电视电话会议召开，宣布国企改革三年行动主要目标任务已经完成。在各方面共同努力下，有力推动了国企党的领导与公司治理相统一，更加突出强调市场主体地位，三项制度改革更大范围落地见效，瘦身健体有序推进，中央企业存量法人户数大幅压减，“两非”“两资”清退任务基本完成，企业办社会和历史遗留问题全面解决，鼓励科技创新的体制机制不断完善，国资监管的专业化、体系化、法治化水平不断提高。

图表 32：国企改革三年行动八方面重点任务

国企改革三年行动八方面的重点任务
一、完善中国特色现代企业制度，坚持“两个一以贯之”，形成科学有效的公司治理机制
二、推进国有资本布局优化和结构调整，聚焦主责主业，发展实体经济，推动高质量发展，提升国有资本配置效率
三、积极稳妥推进混合所有制改革，促进各类所有制企业取长补短、共同发展
四、激发国有企业活力，健全市场化经营机制，加大正向激励力度
五、形成以管资本为主的国有资产监管体制，着力从监管理念、监管重点、监管方式、监管导向等多方位实现转变，进一步提高国资监管的系统性、针对性、有效性
六、推动国有企业公平参与市场竞争，强化国有企业的市场主体地位，营造公开、公平、公正的市场环境
七、推动一系列国企改革专项行动落实落地
八、加强国有企业党的领导党的建设，推动党建工作与企业的生产经营深度融合

来源：国资委，国金证券研究所

**行业投资评级的说明：**

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；  
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；  
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；  
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



## 特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402