



# 国企改革助力有色央企估值重塑

## —— 国企改革专题系列研究

分析师：华立、阎予露

研究助理：孙雪琪



# 国企改革助力有色央企估值重塑

## ——国企改革系列研究

2024年11月18日

### 核心观点

- **有色央企在我国有色金属行业中占主导地位，担当完成我国有色金属行业高质量发展目标的战略重任：**有色金属是稳定国民经济运行的基础产业，且关系到我国经济的独立性与安全保障。《国有企业改革深化提升行动方案（2023—2025年）》中重点强调有色金属行业中的央企需增强对重要能源资源托底的供应作用，加强重要能源、矿产资源国内勘探开发和增储上产，维护国家关键资源安全。从数据上看我国有色央企从资产、收入、利润与供给等总量方面在行业中占据核心地位，是实现我国有色金属行业高质量发展、国家重大战略、建设有色金属强国的排头兵。
- **保障国家资源安全，实现新材料突破加快行业新质生产力发展，是有色央企当下需要完成的历史使命：**未来面临的全球形势与国家顶层设计要求下，保障我国关键金属矿产资源安全与产业链供应安全已成为有色金属行业发展的首要目标，也是有色央企必须完成的历史使命。有色央企通过兼并重组整合加强对国内各品种有色金属资源掌控力，实施新一轮找矿加快对关键矿产资源的开发，出海收购优质矿山资源促进国内国际双循环等，建立健全自主可控的矿产资源供应链体系，保障国家资源安全。此外，我国有色金属行业亟需培育符合国家战略需求、产业升级需求、可以攻克对外封锁的核心材料，为创新驱动的高质量发展注入新动力。有色央企是带动我国新材料领域突破，增强材料创新能力，实现国内有色金属行业高质量发展的主力军。
- **国企改革成效显著，有色央企高质量发展，公司业绩与估值双提升：**国企改革加速，有色金属行业上市央企在“一利五率”的考核要求下，其利润总额、资产负债率、经营现金比率、每股经营性现金流净额、净资产收益率、研发经费投入、全员劳动生产率、费用率控制等营业性指标在近些年全面好转，且在成长性、盈利能力、现金流、经营效率、科研投入等多方面要好于民企与行业平均水平。在国资委要求国企加强市值管理考核的新要求下，有色金属行业上市央企顺应加强并购重组的政策方面，加快集团母公司优质有色金属矿山资源的注入进程节奏；并加大公司分红派息力度，增强投资者回报，以积极开展市值管理。在公司业绩好转、分红投资回报预期提升、市值管理动力加强，有望驱动有色金属央企的估值持续上行。
- **投资建议：**有色央企承担国家资源保障与我国有色金属行业转型升级高质量发展的重任，国家发展要求与政策倾斜扶持下有色央企的资源扩张、新材料突破、并购重组整合带来增长预期，具备较好成长性。央企考核指标不断升级，“一利五率”下有色央企盈利能力的增强、费用控制的提升、资产结构的改善将带来经营质量提升和业绩增长。此外，随着央企市值管理加强，有色央企分红派息提升投资回报，大股东优质矿山资源资产注入节奏预期加快，估值有望扩张。建议关注我国有色金属行业各细分战略金属品种中的央企龙头公司紫金矿业、中国铝业、山东黄金、中金黄金、中国稀土、盐湖股份、宝武镁业、有研新材。
- **风险提示：**1) 国内经济复苏不及预期的风险；2) 美联储降息不及预期的风险；3) 有色金属价格大幅下跌的风险；4) 国内政策不及预期的风险；5) 有色央企改革不及预期的风险。

### 有色金属行业

**推荐** 维持评级

### 分析师

**华立**

☎: 021-20252629

✉: huali@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130516080004

**阎予露**

☎: 010-80927659

✉: yanyulu@chinastock.com.cn

分析师登记编码: s0130522040004

研究助理: 孙雪琪

### 相对沪深300表现图

2024-11-15



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

### 相关研究

【银河有色】有色金属行业中企出海专题系列研究: 资源安全使命召唤, 逆风破浪扬帆出海

## 重点公司盈利预测与估值

| 股票代码   | 股票名称 | EPS   |       |       | PE    |       |       |
|--------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|        |      | 2023A | 2024E | 2025E | 2023A | 2024E | 2025E |
| 601899 | 紫金矿业 | 0.80  | 1.22  | 1.45  | 20    | 13    | 11    |
| 601600 | 中国铝业 | 0.39  | 0.78  | 0.86  | 20    | 10    | 9     |
| 600547 | 山东黄金 | 0.42  | 0.80  | 1.12  | 48    | 31    | 22    |
| 600489 | 中金黄金 | 0.61  | 0.78  | 0.92  | 20    | 16    | 14    |
| 000831 | 中国稀土 | 0.42  | 0.02  | 0.29  | 80    | 1,371 | 110   |
| 000792 | 盐湖股份 | 1.49  | 0.87  | 1.00  | 13    | 21    | 18    |
| 002182 | 宝武镁业 | 0.46  | 0.32  | 0.70  | 34    | 33    | 15    |
| 600206 | 有研新材 | 0.27  | 0.29  | 0.33  | 78    | 72    | 63    |

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 目录

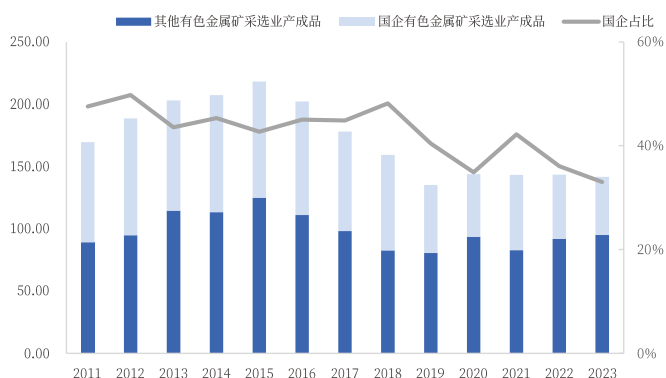
### Catalog

|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| 一、 央国企是我国有色金属行业的主力军 .....           | 5  |
| 二、 保障国家资源安全是有色央国企的首要使命 .....        | 8  |
| (一) 央企集团兼并重组整合，加强对国家有色资源保障与开发 ..... | 8  |
| (二) 新一轮找矿行动，央国企带头增储上产保障资源安全 .....   | 10 |
| (三) 出海收购矿山领头羊，弥补国内有色资源短板 .....      | 11 |
| 三、 国内新材料突破先驱，引领行业高质量发展 .....        | 14 |
| 四、 国企改革成效显著，有色央国企发展质量提升 .....       | 17 |
| (一) 考核指挥棒优化，“一利五率”助有色央国企高质量发展 ..... | 17 |
| (二) 央国企积极开展市值管理，资本市场表现提升 .....      | 19 |
| (三) 多管齐下提升价值，有色央国企上市公司估值有望修复 .....  | 21 |
| 五、 投资建议 .....                       | 22 |
| 六、 风险提示 .....                       | 22 |

## 一、央企是我国有色金属行业的主力军

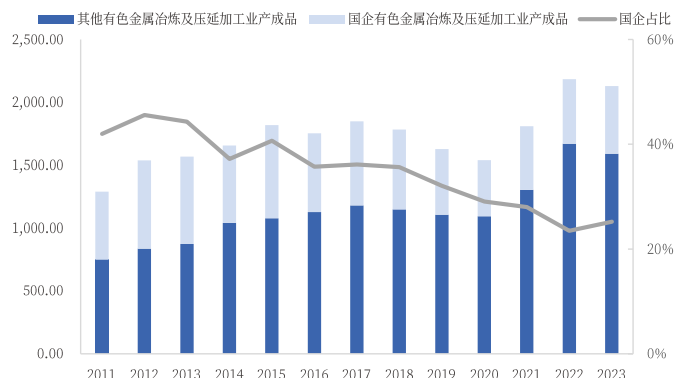
有色金属行业在产业链中处于国民经济的上游，金属矿产资源为制造业供应关键原材料，是稳定国民经济运行的基础产业。在中共中央办公厅与国务院办公厅发布的《国有企业改革深化提升行动方案（2023—2025年）》中重点强调国有企业在重点领域的保障和对国家战略安全的支撑，指出“要强化重点领域布局，通过市场化方式，强化国有经济在国防军工、能源资源、粮食供应等领域的控制地位。有色金属产业不仅为国民经济的发展提供必要的支撑，且关系到我国经济的独立性与安全保障。央企需要在有色金属行业中承担起行业主导的重任，增强对重要能源资源托底的供应作用，加强重要能源、矿产资源国内勘探开发和增储上产，维护国家关键资源安全。根据国家统计局数据，在有色金属矿采选业产成品和有色金属冶炼及压延加工业产成品中，央企近三年占比均值分别为 37%和 26%，可见央企在我国有色金属行业供应中的重要位置，是我国有色金属行业的顶梁柱。

图1：有色金属矿采选业产成品（亿元）



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

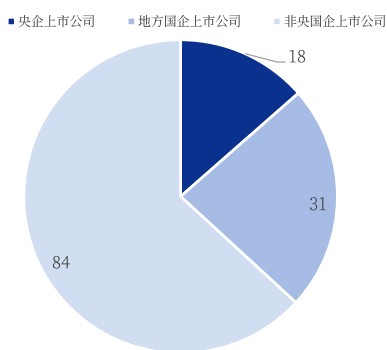
图2：有色金属冶炼及压延加工业产成品（亿元）



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

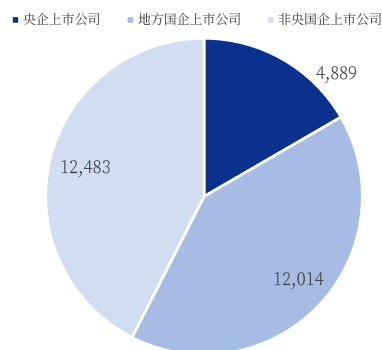
在我国 A 股有色金属行业 133 家上市公司中央国企共 49 家，占比 36.8%，其中，央企有 18 家，地方国企有 31 家；央企市值在有色金属行业总市值中占比 58%。2024 年前三季度央企在有色金属行业中营业收入占比为 66%、归母净利润占比为 69%。总体来看，央企在市值、收入、利润方面的占比高于企业家数的占比，可见央企的上述指标同比均好于有色金属行业上市公司整体水平。

图3: SW 有色金属行业央国企上市公司数量 (个)



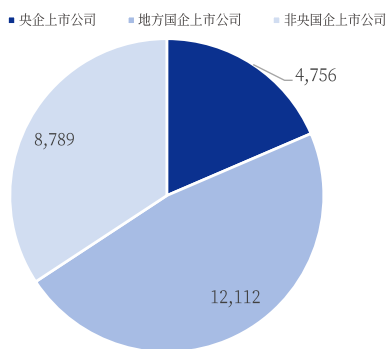
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院  
(截至 2024 年 11 月 4 日)

图4: SW 有色金属行业央国企上市公司市值 (亿元)



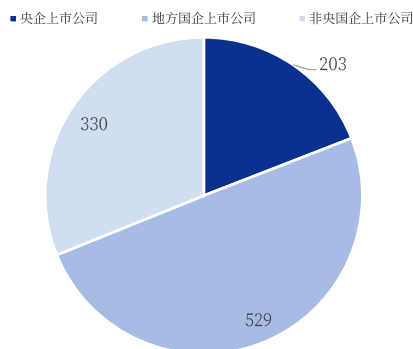
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院  
(截至 2024 年 11 月 4 日)

图5: SW 有色金属行业央国企上市公司 2024 年前三季度营业收入 (亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

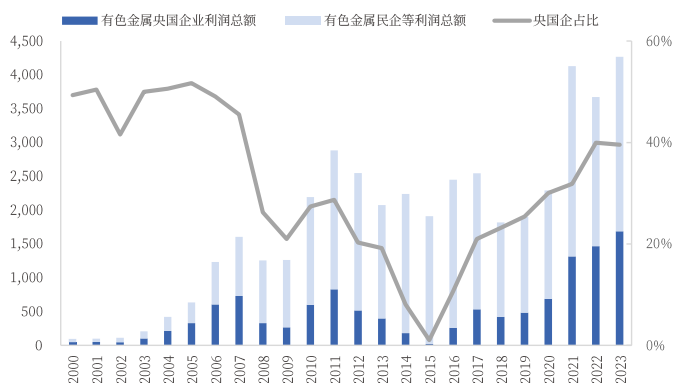
图6: SW 有色金属行业央国企上市公司 2024 年前三季度归母净利润 (亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

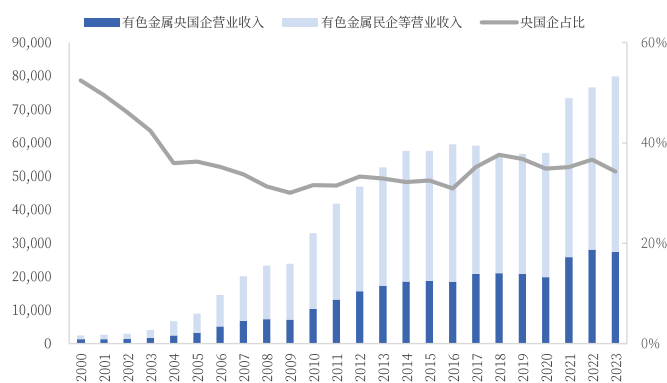
从国内有色金属行业整体视角来看,虽然央国企在资产总额和营业收入方面增速低于民企,在行业占比也成下降趋势;但在利润总额方面增速显著高于民企,且占比呈快速上涨趋势,显示出央国企在盈利能力方面具备较高成长性。**营业收入方面**,央国企/民企/行业整体近五年复合增速分别为 5%/9%/7%,有色央国企营业收入增速略低于民企,央国企营业收入在国内有色金属行业占比由 37.6%下降至 34.3%,五年累计下降 3.3 个百分点。**资产总额方面**,央国企/民企/行业整体近五年复合增速分别为 4%/6%/5%,有色央国企资产总额增速略低于民企,央国企资产总额在国内有色金属行业占比由 40.6%下降至 37.9%,五年累计下降 2.7 个百分点。**利润总额方面**,央国企/民企/行业整体近五年复合增速分别为 32%/13%/19%,有色央国企利润总额增速显著高于民企,近五年央国企利润总额在国内有色金属行业占比由 23.2%提升至 39.5%,五年累计上升 16.3 个百分点。

图7：国内有色金属行业总利润分布（亿元）



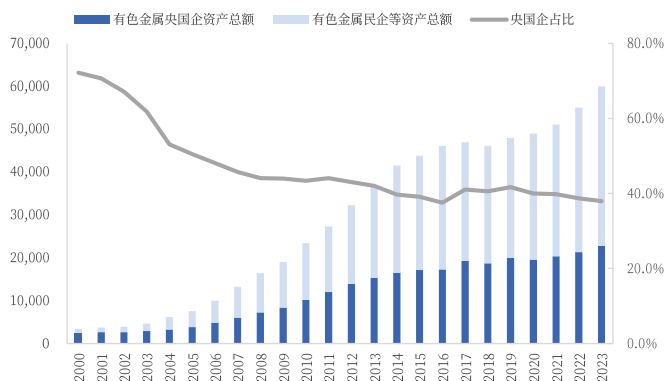
资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图8：国内有色金属行业营业收入分布（亿元）



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图9：国内有色金属行业资产总额分布（亿元）



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

**顶层设计明确有色金属行业高质量发展目标，央企企担重任做好行业排头兵。**习近平总书记在党的二十大报告中指出：“加快构建新发展格局，着力推动高质量发展。”高质量发展是我国全面建设社会主义现代化国家的首要任务。结合国家的顶层设计、未来发展形式和有色金属工业产业特点，构建现代化有色金属产业体系，实现高质量发展，成为有色金属制造业强国，首要任务是确保产业链、供应链的安全稳定，积极配合国家及支持企业开展境内、外资源勘探及资源获取，努力实现增储上产，提升我国资源保障程度。其次，高质量发展离不开物质技术基础的支撑，在发展新质生产力的背景下，有色金属行业亟需培育符合国家战略需求、产业升级需求、可以攻克对外封锁的核心材料，积极打造战略有色金属新材料原创技术策源地，为创新驱动的高质量发展注入新动力。国有企业在推进有色金属行业高质量发展的进程中发挥着不可替代的重要作用，一方面是统筹发展与安全、更好服务国家资源战略的必然选择；另一方面是发挥国企引领作用，落实产业政策、深化科技创新的关键力量。央企企要成为实现我国有色金属行业高质量发展、国家重大战略、建设有色金属强国的排头兵。

表1: 涉及我国有色金属行业高质量发展的相关政策文件及法规

| 时间       | 会议或文件                      | 内容  |
|----------|----------------------------|---|
| 2021年12月 | 《“十四五”原材料工业发展规划》           | 明确了原材料工业发展五大重点任务：“体系安全化、供给高端化、发展绿色化、转型数字化、结构合理化”和“战略资源安全保障、新材料创新发展、低碳制造试点、数字化赋能、补链强链”五大工程。  |
| 2022年7月  | 《工业能效提升行动计划》               | 从推进节能提效技术革新、能源结构低碳转型、强化能源管理等方面对有色金属行业提供了具体要求，明确了工作重点。   |
| 2022年10月 | 党的二十大                      | 增强维护国家安全能力，加强重点领域安全能力建设，确保粮食、能源资源、重要产业链供应链安全，加强海外安全保障能力建设。  |
| 2023年1月  | 全国自然资源工作会议                 | 要围绕加强重要能源矿产资源国内勘探开发和增储上产，全面启动新一轮战略性矿产国内找矿行动，要突出紧缺和大宗战略性矿产勘查找矿。  |
| 2023年8月  | 《有色金属行业稳增长工作方案》            | 确定了提升供给能力，保障上下游行业平稳增长，加快战略资源开发利用。   |
| 2024年7月  | 二十届三中全会                    | 提出健全国家安全体系，健全提升产业链供应链韧性和安全水平制度。健全提升产业链供应链韧性和安全水平制度，完善战略性矿产资源探产供储销统筹和衔接体系。   |
| 2024年4月  | 《关于加强新一轮找矿突破战略行动装备建设的指导意见》 | 提出积极推动绿色勘查工作，解决急需关键的技术装备问题，加快构建统筹生态环境保护与找矿突破的现代化装备体系，实现找矿突破高质量发展与生态环境高水平保护相结合，为保障国家能源资源安全提供有力支撑。  |
| 2024年11月 | 《中华人民共和国矿产资源法（修订草案）》       | 新矿产资源法将保障国家矿产资源安全作为重中之重，从法律上构建了全面系统的矿产资源安全保障体系。增写“保障国家矿产资源安全”作为矿产资源的立法目的之一；将“贯彻总体国家安全观，统筹发展和安全”确立为矿产资源开发利用和保护工作应当遵循的基本原则；建立战略性矿产资源特殊保护制度；新增“矿产资源储备和应急”；对积极促进矿产资源领域国际合作提出法律要求。 |

资料来源：政府网站、全国人大网站、人民网、中证网等，中国银河证券研究院

## 二、保障国家资源安全是有色央国企的首要使命

### （一）央企集团兼并重组整合，加强对国家有色资源保障与开发

2014年，习近平总书记在中央国家安全委员会第一次会议上创造性提出总体国家安全观。十九届五中全会首次把统筹发展和安全纳入“十四五”时期我国经济社会发展的指导思想，并列专章作出战略部署，强调要加强国家安全体系和能力建设，筑牢国家安全屏障。党的二十大报告指出“加强重点领域安全能力建设，确保粮食、能源资源、重要产业链供应链安全”，将确保资源安全作为维护国家安全能力的重要内容。三中全会指出要健全推动经济高质量发展体制机制，健全提升产业链供应链韧性和安全水平制度，完善战略性矿产资源探产供储销统筹和衔接体系；明确了资源安全是国家整体安全与建立产业链安全保障体系中的重要一环。保障国家资源安全与产业链供应链安全已成为我国有色金属行业发展的首要任务，而有色金属央国企承担国内有色金属供应保障与产业链安全战的重任，在实现产业链关键环节自主可控和产业体系完成中承担重要角色，能够在国家有色金属矿产资源安全受到外部冲击、封锁打压、极端情况下，确保产业链上游供应韧性和安全。为保障国家的资源安全，国内有色央国企进行兼并重组整合，加强对国内各品种有色金属资源掌控力，加快关键矿产资源的开发。



**南北稀土集团整合全国稀土资源。**2021年12月，经国务院批准，国务院国资委控股，中国铝业集团有限公司、中国五矿集团有限公司、赣州稀土集团等成立中国稀土集团有限公司，分别将旗下所持有的中国稀有稀土、五矿稀土、赣州稀土、南方稀土、中蓝稀土等稀土产业相关股权整体划转至中国稀土集团。2023年9月，厦门钨业与中国稀土集团成立合资公司，共同合作运营厦门钨业控制的稀土矿山和稀土冶炼分离产业。2023年12月，广东稀土集团100%股权拟无偿划转至中国稀土集团，2024年4月完成工商登记手续。至此，江西、广西、湖南、四川、江苏、山东、云南、广东和福建等地的稀土资源集中整合至中国稀土集团旗下统一管理，我国形成南北两大稀土集团分别重点管理中重稀土和轻稀土的格局。2024年前两批稀土指标中，中国稀土获得中重稀土开采指标1.9万吨REO，占中重稀土指标总量100%；获得轻稀土开采指标6.2万吨REO，占轻稀土指标总量25%。

图10: 2024年国内前两批轻稀土开采指标分布

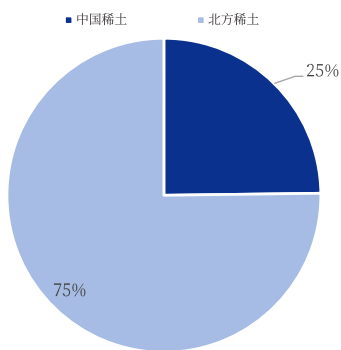
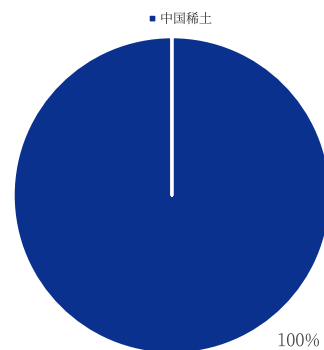


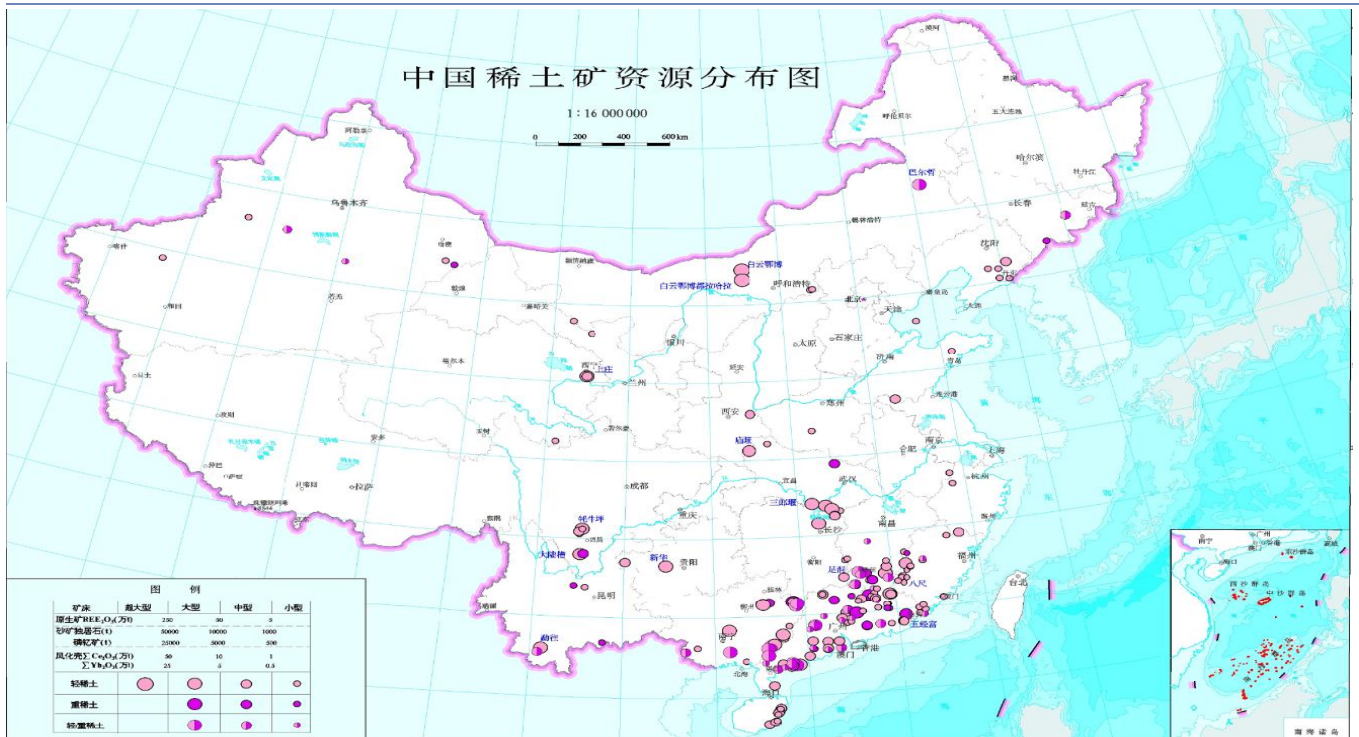
图11: 2024年国内前两批中重稀土开采指标分布



资料来源: 工信部, 中国银河证券研究院

资料来源: 工信部, 中国银河证券研究院

图12: 中国稀土矿资源分布



资料来源: 中国地质调查局, 中国银河证券研究院

**中国五矿集团整合青海盐湖资源，宝武集团控股西藏矿业，加快对国内新能源产业链关键锂资源的开发。**2024年9月，青海省国资委、青海省国有资产投资管理有限公司与中国五矿集团及下属企业签署《关于组建中国盐湖集团合作总协议》共同组建中国盐湖集团，同时，中国盐湖集团拟通过收购盐湖股份12.54%股票成为其控股股东，中国五矿集团将成为盐湖股份实际控制人。盐湖股份拥有察尔汗盐湖约3700平方公里的采矿权，氯化钾储量5.4亿吨，氯化镁储量40.6亿吨，氯化锂储量1204.2万吨，均居全国首位；氯化钠储量555.4亿吨；拥有500万吨/年钾肥生产能力，产能位列全球第四位；拥有3万吨/年碳酸锂生产能力，新建4万吨基础锂盐一体化项目预计2024年底建成，卤水提锂产能全国第一。中国五矿集团旗下五矿盐湖的一里坪盐湖也位于青海省柴达木盆地，资源量165万吨LCE，碳酸锂产能1.4万吨/年。本次整合国内优质盐湖资源有助于我国建设世界级盐湖产业基地，打造世界级盐湖产业集团。2020年6月，西藏矿业母公司整体改制重组为有限责任公司，中国宝武持股47%，为西藏矿业的实际控制人。在中国宝武的赋能下，西藏矿业在工艺研发、项目开发、管理层激励、人才建设等方面均快速提升；西藏矿业的铬、锂资源为宝武的资源环境业务板块提供原材料保障。

表2：2023年中国部分短缺矿产进口量及进口来源

|      | 察尔汗盐湖   | 一里坪盐湖  |
|------|---|--|
| 矿区面积 | 3700平方公里  | 422.72平方公里   |
| 资源情况 | 氯化钾储量5.4亿吨，氯化镁储量40.6亿吨，氯化锂储量1204.2万吨；氯化钠储量555.4亿吨 | 总孔隙度资源储量为98,480.39万方卤水，含氯化锂189.7万吨，氯化钾1,865.87万吨；总给水度资源储量46,919.92万方卤水，含氯化锂92.074万吨，氯化钾900.36万吨。 |
| 产能   | 钾肥500万吨/年<br>碳酸锂3万吨/年                             | 氯化锂30万吨/年<br>碳酸锂1.4万吨/年  |
| 在建项目 | 新建4万吨基础锂盐一体化项目预计2024年底建成                          |  |

资料来源：《察尔汗盐湖卤水生产低钠盐体系相图研究》蒲治文、赣锋锂业等公司公告，中国银河证券研究院

**中铝集团整合云南地区有色矿产，加强对国内铜铝等工业金属大宗商品的整合管理。**2018年，云南省国资委拟将其持有的云南冶金集团股份有限公司51%股权无偿划转至中国铝业集团有限公司全资子公司中国铜业有限公司，中铝集团以中国铜业为整合平台成为驰宏锌锗、云铝股份实控人。2022年中国铝业完成对云铝股份29.1%股权，成为控股股东，对中铝集团旗下铝产业进一步整合。2024年驰宏锌锗收购青海鸿鑫100%股权，整合中铝集团旗下铅锌资产。

**中国五矿集团整合铅锌、钨资源。**中钨高新和株冶集团是中国五矿集团控股的上市公司。2024年中钨高新公告拟收购湖南柿竹园有色金属公司100%股权，作为五矿集团旗下钨产业平台，公司还托管五矿集团另外四座钨矿山，柿竹园注入完成后公司钨产业链一体化将补齐上游资源板块。2023年株冶集团收购五矿集团旗下铅锌矿山水口山100%股权，从铅锌冶炼企业转型为资源型企业。

## （二）新一轮找矿行动，央国企带头增储上产保障资源安全

三中全会强调“健全提升产业链供应链韧性和安全水平制度”，要完善战略性矿产资源探产供储销统筹和衔接体系。加快推进新一轮找矿突破战略行动，坚持急用先行，突出紧缺战略性矿产，实现找矿新突破，增强战略性矿产资源长远保障能力。推进大宗商品储运基地布局规划建设，夯实粮食、能源、矿产品原材料等稳产保供能力。为促进重要能源、矿产资源国内勘探开发和增储上产，

自然资源部开展新一轮找矿突破战略行动，2023年全国共出让探矿权459个，同比增长26.8%；2024年1-9月全国共出让探矿权984个，其中战略性矿产探矿权570个，同比增长218.4%，矿权出让数量大幅增长；今年上半年新发现固体矿产地50处，新增资源包括山西省交口县李家山铝土矿、重庆市黔江区水田坝铝土矿、新疆吐鲁番市恰特卡尔—却勒塔格铜镍矿、甘肃省敦煌市红柳沟北钒多金属矿、山东省微山县鄱山地区里张阿稀土矿等地。

国务院国资委主任张玉卓近期发文指出，我国战略性能源资源对外依存度较高，提升战略能源资源供应保障能力是下一阶段国企改革中国资委关注的重点之一。中央企业要深入实施新一轮找矿突破战略行动，加大战略性能源资源勘探开发投入，加快国内增储上产和产供销体系建设，增加风光储氢等清洁能源供给，优化国有资本在海外能源资源等领域布局，不断扩大我国能源资源安全战略纵深，更好保障经济社会发展和现代化产业体系建设需要。下一步国资委将更好发挥中央企业作为产业领军企业作用，加快打造产业链现代服务体系，健全产业链供应链安全风险评估和应对机制，确保极端情况下企业生产经营正常运转。央企资本开支增速较行业整体水平显著提升，据统计，2024年前三季度中万有色金属行业上市央企的企购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金总计699.6亿元，增速为32%，远高于同期全行业整体增速的3%；金额在全行业上市公司中占比为61%，较去年同期47%的占比高出13个百分点。央企的远期矿产储量与产量增量也将具备更优秀的成长性。

**山东黄金集团探得西岭金矿。**2023年5月，山东黄金集团在山东省探明国内资源规模最大的巨型单体金矿床——西岭金矿，在2017年详查备案382.58吨金金属量的基础上新增金金属量209.606吨，累计探获金金属量592.186吨。进一步巩固了山东黄金在国内黄金行业的领先地位。

**中国稀土集团新增稀土资源496万吨REO。**中国稀土集团大力推进增储上产工作，新获设一批矿权，2024年9月宣布在中稀（凉山）稀土有限公司牦牛坪稀土矿完成阶段性增储上产项目任务，预期增加资源量496万吨（REO），取得突出的找矿成果。

**紫金矿业两铜矿增储1838万吨。**2024年6月紫金矿业旗下的西藏巨龙铜矿和黑龙江铜山铜矿合计新增备案铜金属资源量1,837.7万吨，新增备案的铜金属储量577.7万吨，约占中国2022年末铜储量的14.2%。

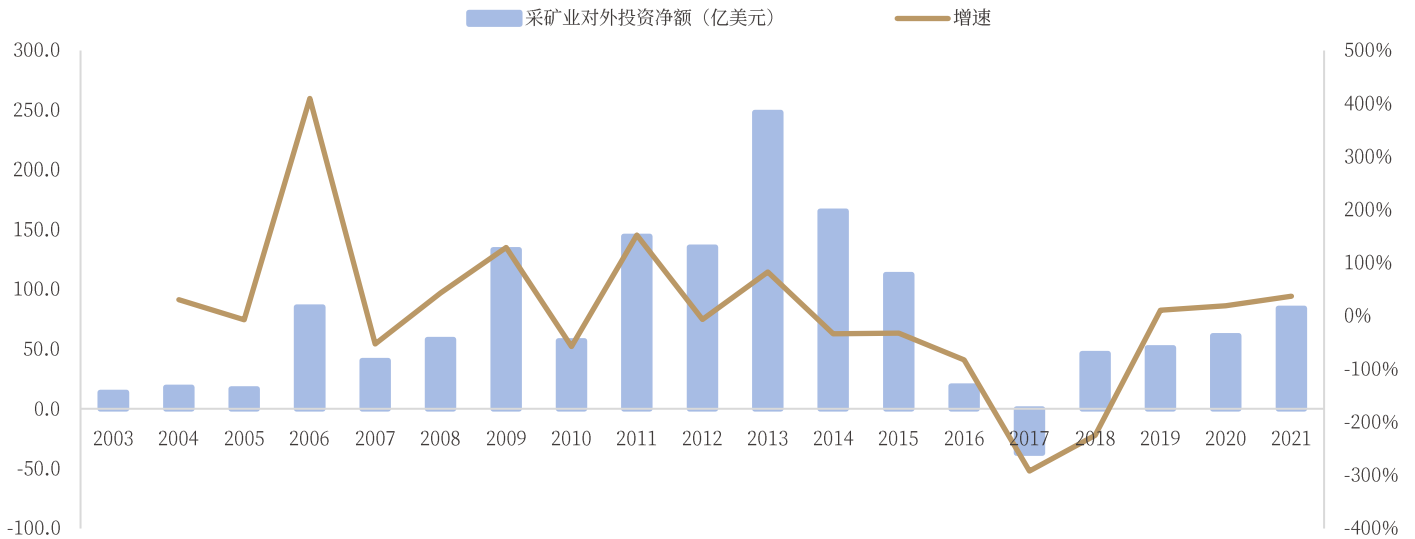
### （三）出海收购矿山领头羊，弥补国内有色资源短板

我国是全球制造业大国，对有色金属矿产资源需求与消耗量大，但国内铜、铝、镍、锂、铬、钴、黄金等关键矿产储量相对较少，短缺矿产资源高度依赖进口，国内资源保障不充分。保障国家矿产资源安全，必须用好两种资源、两个市场，促进国内国际双循环。在全球保护主义升温的压力下，为保障矿产资源安全供应，加快建立健全自主可控的矿产资源供应链体系，有色央企带头出海收购海外优质矿山资源，造就了多个经典海外并购标杆。有色矿企出海收购不仅利于公司拓展业务范围，进军国际市场，还能加强规模效应，巩固行业地位，通过资源整合实现强强联合。

根据国家统计局数据，2003-2021年我国采矿业对外直接投资净额1455亿美元，自2017年后采矿业对外投资呈现加速上升的趋势。根据《能源转型背景下关键矿产博弈与中国供应安全》统计，2002-2022年我国对海外关键矿产铜/铜钴/铜金矿、锂矿、镍矿、锰/铜锰矿、铅矿、锌矿、铬矿/铬铁矿、稀土矿跨境并购的投资规模合计为307.49亿美元，出海的有色央企包括中铝集团、中国五矿、紫金矿业、江西铜业、山东黄金、山金国际等，并购矿产资源主要在澳大利亚、加拿大、南非、阿根廷、智利、印尼、刚果金、南非等国家。央企具备更强的抗风险能力和资源背景，作为出海排头兵、主力军，可以带动产业链和其他企业共同出海。有色金属央企在海外关键战略性矿产领

域进行全球配置资源，可以有效扩大我国在有色金属矿产方面的战略纵深，关键时刻发挥兜底托底作用。

图13：2003年-2021年我国采矿业直接对外投资净额与增速



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

表3：近十年有色央企收购海外矿山的主要项目

| 出海企业 | 地区   | 矿种           | 收购时间      | 收购矿山       | 权益比例   | 交易对价      |
|------|------|--------------|-----------|------------|--------|-----------|
| 紫金矿业 | 刚果金  | 铜矿           | 2015      | 卡莫阿卡       | 45%    | 25.2 亿人民币 |
|      | 塞尔维亚 | 铜金矿          | 2018、2019 | TimoK 铜    | 100%   | 7.14 亿美元  |
|      | 哥伦比亚 | 金矿           | 2019      | 武里蒂卡       | 69.28% | 70.3 亿元   |
|      | 苏里南  | 金矿           | 2023      | 罗斯贝尔       | 95.00% | 3.96 亿美元  |
| 五矿集团 | 澳大利亚 | 铜、铅、锌、镍、金、银等 | 2009      | OZ 旗下矿山    | 100%   | 13.86 亿美元 |
|      | 秘鲁   | 铜矿           | 2014      | Las Bambas | 62.50% | 58.5 亿美元  |
| 山金国际 | 纳米比亚 | 金矿           | 2024      | Twin Hills | 100%   | 3.68 亿加元  |
| 中铝集团 | 秘鲁   | 铜矿           | 2007      | 特罗莫克       | 91%    | 8.6 亿美元   |
| 山东黄金 | 阿根廷  | 金矿           | 2017      | 贝拉德罗       | 50%    | 9.6 亿美元   |
| 江西铜业 | 赞比亚  | 铜矿           | 2019      | Kansanshi  | 100%   | 11.16 亿美元 |

资料来源：紫金矿业、山金国际等公司公告，中国银河证券研究院

**紫金矿业收购多个海外优质矿山。**紫金矿业从 2005 年开始出海并购，经典海外并购矿山包括：2015 年通过持股艾芬豪矿业及卡莫阿控股有限公司持有卡莫阿-卡库拉铜矿约 45% 权益，该矿为全球第四大铜矿，铜资源量 4266 万吨，品位 2.52%，2023 年产铜 39 万吨（100% 权益），2024 年 5 月 26 日三期采选工程建成投产后，铜产量将提升至 60 万吨。2018 年、2019 年通过两次收购获得塞尔维亚丘卡卢-佩吉铜金矿 100% 权益，为世界级铜金矿山，上部矿带铜资源量 114 万吨，品位 2.43%，金资源量 58 吨，品位 1.25 克/吨；下部矿带铜资源量 1855 万吨，品位 0.76%，金资源量 385 吨，品位 0.16 克/吨。2018 年收购塞尔维亚博尔铜矿 63% 股权，铜资源量 1,114 万吨，品位 0.45%，金资源量 384 吨，品位 0.16 克/吨；博尔铜矿与丘卡卢-佩吉铜金矿 2023 年联合产铜 24 万吨，2025 年两座矿山全面完成改扩建工程后，铜矿产能有望联合达到 30 万吨/年。2020 年收购哥伦比亚武里蒂卡金矿 69.28% 权益，为全球超高品位大型金矿，哥伦比亚第一座大型现代化地下矿山，金资源量 312 吨，品位 6.75 克/吨，银资源量 1060 吨，品位 22.92 克/吨；2023 年产金 8.3 吨。2023 年收购苏里南罗斯贝尔金矿 95% 权益，为世界级黄金矿山，南美洲最大在产露天金矿之一，金资源量 193 吨，品位 1.22 克/吨，2023 年（2-12 月）产金 7.5 吨，该矿采选厂提产扩建升级持续推进，全面达产后将形成年产黄金 10 吨产能。

**五矿集团收购秘鲁邦巴斯铜矿、澳大利亚 OZ。**五矿集团 2009 年收购澳大利亚 OZ 公司获得多个上游资源项目，2008 年目标资产评估资源量（金属量）铜 350 万吨、锌 1820 万吨、铅 260 万吨、镍 20 万吨、金 174 吨、银 9725 吨，其拥有的锌和铅资源分别相当于我国 2007 年查明储量的 18.74%/6.28%。2014 年收购 Las Bambas 铜矿，最终交割金额为 70.05 亿美元，该矿山是当时全球最大的在建铜矿项目，铜资源量 768 万吨、银资源量 3661 吨、金资源量 43.8 吨、钼资源量 20 万吨，2016 年 7 月 1 日实现商业化生产，每年额定处理量为 5,110 万吨矿石，2023 年产铜 30.2 万吨。

**中国铝业集团收购秘鲁特罗莫克铜矿。**中国铝业集团于 2007 年收购秘鲁特罗莫克 (Toromocho) 铜矿全部股权，收购时的铜资源量为 1200 万吨，占当年我国国内铜资源总量的 19%，年产铜金属规模可达约 25 万吨，相当于当时我国铜精矿年产量的三分之一。2022 年铜精矿产量 24.4 万吨，扩建项目完成后铜精矿（含铜）产量有望增至 30 万吨。

表4：央企经典海外并购矿山（截至 2023 年底）

| 央企   | 矿山        | 国家   | 持股     | 项目状态                | 资源量   | 2023 年产量          | 股权并购   |
|------|-----------|------|--------|---------------------|---|-------------------|--|
| 紫金矿业 | 丘卡卢-佩吉铜金矿 | 塞尔维亚 | 100%   | 上部矿带在产+技改扩建, 下部矿带在建 | 上部矿带: 铜 114 万吨; 金 58 吨; 下部矿带: 铜 1,855 万吨; 金 385 吨 | 铜 14 万吨, 金 5 吨    | 紫金矿业于 2018 年、2019 年两次收购获得丘卡卢-佩吉铜金矿 100% 权益。  |
|      | 博尔铜矿      | 塞尔维亚 | 63%    | 在产+技改扩建             | 铜 1,114 万吨; 金 384 吨                               | 铜 10 万吨, 金 2 吨    | 紫金矿业于 2018 年增资获得塞尔维亚国有铜业公司 63% 股权, 并更名为塞尔维亚紫金博尔铜业有限公司。   |
|      | 卡莫阿-卡库拉铜矿 | 刚果金  | 45%    | 在产+技改扩建             | 铜 4,266 万吨  | 铜 39 万吨 (100% 权益) | 2015 年 5 月, 紫金矿业收购艾芬豪矿业持有的卡莫阿控股有限公司 49.5% 股权, 间接持有卡莫阿-卡库拉项目 39.6% 的权益; 紫金矿业还持有艾芬豪矿业 13.59% 的股权, 是其第二大股东。 |
|      | 武里蒂卡金矿    | 哥伦比亚 | 69.28% | 在产+扩建               | 金 312 吨; 银 1,060 吨                                | 金 8.3 吨           | 紫金矿业于 2020 年完成大陆黄金 69.28% 股份收购, 大陆黄金 100% 持有哥伦比亚武里蒂卡金矿权益。  |

|      |              |      |       |       |                                    |                     |   |
|------|--------------|------|-------|-------|------------------------------------|---------------------|---|
|      | 罗斯贝尔金矿       | 苏里南  | 95%   | 在产+技改 | 金 193 吨                            | 金 7.5 吨 (2-12 月)    | 紫金矿业于 2023 年 2 月完成罗斯贝尔金矿 95% 权益收购，苏里南政府公司 Grassalco 持有 5% 权益。           |
| 五矿集团 | Las Bambas   | 秘鲁   | 62.5% | 在产    | 铜 768 万吨、银 3661 吨、金 43.8 吨、钼 20 万吨 | 铜 30.2 万吨           | 2014 年五矿集团旗下 MMG、国新国际投资有限公司和中信金属有限公司组成的联合体与嘉能可达成 Las Bambas 铜矿项目股权收购协议。 |
|      | Dugald River | 澳大利亚 | 100%  | 在产    | 锌 667 万吨、铅 91 万吨                   | 锌精矿 15.2 万吨         | 2009 年五矿集团收购 OZ 公司旗下多个矿产项目包括此矿。   |
|      | Rosebery     | 澳大利亚 | 100%  | 在产    | 锌 1401 万吨、铅 46 万吨、铜 4 万吨           | 锌 5.2 万吨、铅 1.9 万吨   | 2009 年五矿集团收购 OZ 公司旗下多个矿产项目包括此矿。   |
| 中铝集团 | Toromocho    | 秘鲁   | 100%  | 在产+扩建 | 铜矿资源量 912.14 万吨                    | 2022 产量：铜精矿 24.4 万吨 | 2007 年收购秘鲁特罗莫克 (Toromocho) 铜矿全部股权                                       |

资料来源：紫金矿业、MMG 等公司公告、公司官网，中国银河证券研究院

### 三、国内新材料突破先驱，引领行业高质量发展

我国正处于转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，各行各业都在大力培育和发展新质生产力，有色金属是关键性材料的生产基础和重要保障，产业亟需实现快速转型和升级，从而促进绿色、智能、高端、可持续发展。2023 年 8 月，工业和信息化部等七部门联合印发《有色金属行业稳增长工作方案》，提出要支持关键材料研发应用，围绕新能源汽车、新一代信息技术、航空航天、节能降碳等领域，发挥新材料生产应用示范平台、制造业创新中心等载体作用。未来，有色金属行业要聚焦国家战略需要和产业升级需求，加快培育符合新质生产力发展方向、有产业需求、可以攻克对外封锁的核心材料，为创新驱动的高质量发展注入新动力。

有色金属新材料主要包括铜基新材料、铝基新材料、镁基新材料、稀土新材料、稀有金属新材料、贵金属新材料、硬质合金等，高性能的特种合金基及复合材料在航空航天、新能源汽车、电子信息、高端装备制造等战略性新兴产业发挥关键作用，推动产业升级。我国有色央企科研水平、资金实力、新材料研发水平处于国内有色金属行业中的领先地位，承担着打造国家有色金属行业战略科技力量的重任，是加快我国新材料关键技术突破、科技成果转化、新质生产力发展，提升产业链、供应链韧性和安全水平，推动国内有色金属行业高端化、智能化、绿色化转型高质量发展的核心力量。

图14: 有色金属新材料种类

| 铜基新材料   | 铝基新材料   | 镁基新材料   | 稀土新材料   | 稀有金属新材料                            | 贵金属新材料                        | 硬质合金   | 其他有色金属新材料  |
|---|---|---|---|------------------------------------|-------------------------------|--|--|
| · 铜材<br>· 铜合金<br>· 铜铸件<br>· 铜锻件<br>· 铜基粉末<br>· 铜基复合材料 | · 铝材<br>· 铝合金<br>· 铝铸件<br>· 铝锻件<br>· 铝基粉末<br>· 铝基复合材料 | · 镁材<br>· 镁合金<br>· 镁铸件<br>· 镁锻件<br>· 镁基粉末<br>· 镁基复合材料 | · 磁性材料<br>· 光功能材料<br>· 催化材料<br>· 抛光材料和助剂<br>· 陶瓷与特种合金<br>· 稀土化合物<br>· 高纯稀土金属及制品 | · 钨钼材料<br>· 铌钽材料<br>· 锆钪材料<br>· 其他 | · 催化剂<br>· 电接触材料<br>· 粉体及导电浆料 | · 钨钴类<br>· 钨钛钴类<br>· 钨钼钴类<br>· 涂层硬质合金<br>· 细晶粒硬质合金 | · 锡焊料<br>· 铅锌材料<br>· 高纯金属<br>· 金属薄膜材料<br>· 催化材料<br>· 阻燃材料<br>· 高性能靶材<br>· 粉末材料<br>· 泡沫材料<br>· 多孔材料 |

资料来源: 赛迪顾问, 中国银河证券研究院

表5: 部分有色央企上市公司覆盖新材料领域

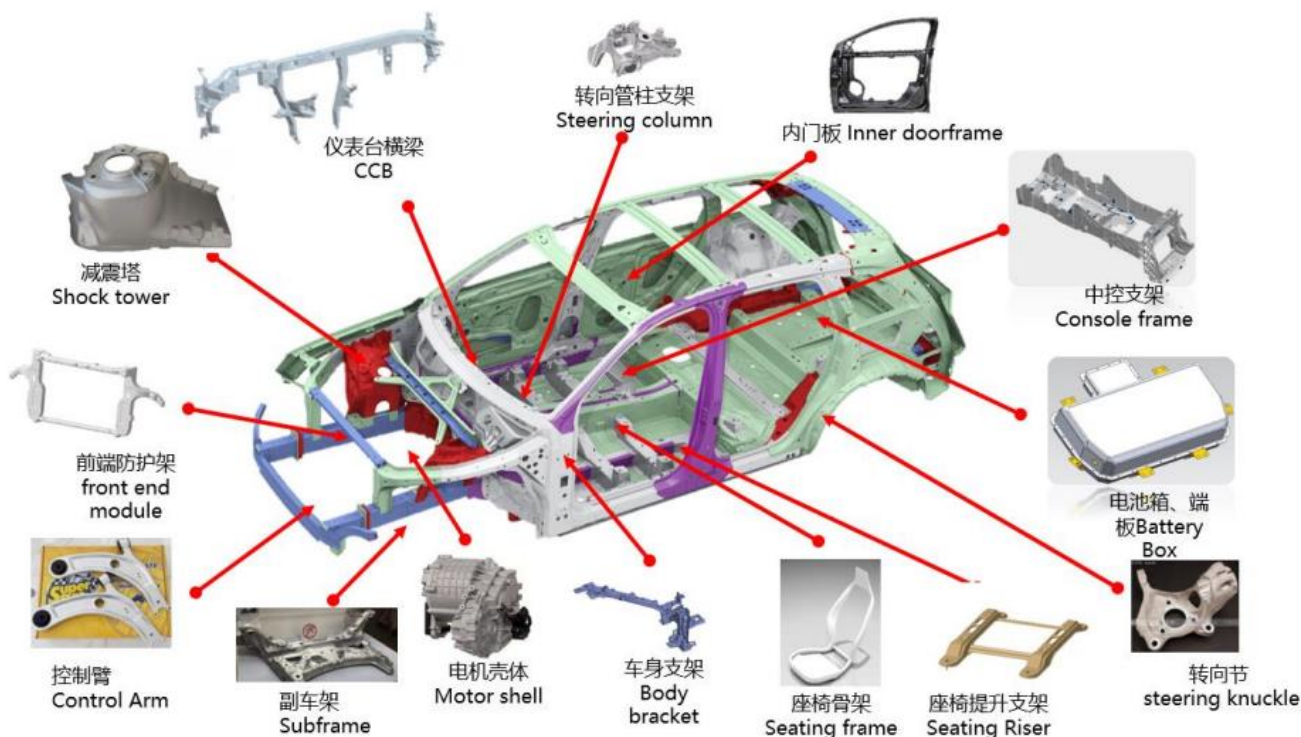
| 公司   | 公司属性   | 主要新材料领域                               | 有色金属品种 |
|------|--------|---------------------------------------|--------|
| 盛和资源 | 中央国有企业 | 高性能稀土磁材                               | 稀土     |
| 中钨高新 | 中央国有企业 | 切削刀具、硬质合金、难熔金属、粉末制品                   | 钨      |
| 中科三环 | 中央国有企业 | 高性能稀土磁材                               | 稀土     |
| 安泰科技 | 中央国有企业 | 高端粉末冶金材料及制品、先进功能材料及器件、高速工具钢、环保工程及装备材料 | 多种     |
| 广晟有色 | 中央国有企业 | 高性能稀土磁材                               | 稀土     |
| 宝武镁业 | 中央国有企业 | 镁合金轻量化、镁基储氢                           | 镁      |
| 云路股份 | 中央国有企业 | 非晶、纳米晶、磁粉                             | 多种     |
| 东方钨业 | 中央国有企业 | 钨粉、钨丝、添加剂用熔炼钨、钨条和钨条、高纯钨靶材、高纯超导钨材、钨超导  | 钨      |
| 有研粉材 | 中央国有企业 | 铜基粉体、锡基粉体、3D 打印粉体                     | 多种     |
| 紫金矿业 | 地方国有企业 | 碳酸锂、铜箔、高性能铜合金、黄金高纯电子金属材料              | 锂、铜等   |
| 厦门钨业 | 地方国有企业 | 切割工具、细钨丝、硬质合金、稀土永磁、三元材料、钴酸锂、储氢合金      | 钨、稀土等  |
| 宝钛股份 | 地方国有企业 | 钛合金                                   | 钛      |
| 西部材料 | 地方国有企业 | 钛合金、层状金属复合材料、稀贵金属材料、金属纤维及制品、          | 钛等     |
| 鑫科材料 | 地方国有企业 | 铜基合金材料、辐照特种电缆                         | 铜      |
| 常铝股份 | 地方国有企业 | 铝箔                                    | 铝      |

资料来源: 盛和资源、中钨高新等公司公告, 中国银河证券研究院

**宝钢入主云海金属纵深布局轻量化领域。**云海金属是轻金属材料镁行业龙头, 具备“矿山开采-原镁冶炼-镁合金生产”完整镁产业链。2018 年, 宝钢金属获得公司 8% 股份成为公司战略股东; 2020 年, 宝钢金属通过增持股份成为公司的第二大股东; 2023 年定增完成后宝钢金属持股比例达 21.53%, 成为云海金属控股股东, 公司实控人变更为国务院国资委, 公司更名为宝武镁业。宝钢金属战略控股后与云海金属形成产业资源的有效互补, 宝武在全球汽车市场的背景可以为云海金属在

汽车轻量化领域发展提供更多资源，实现新能源领域“新质生产力”全方位布局的实力。

图15: 汽车领域使用镁合金的部件



资料来源：宝武镁业公司公告，中国银河证券研究院

**有研新材稀土冶炼分离和高纯金属靶材取得创新成果。**有研新材是由北京有色金属研究总院独家发起，控股股东为中国有研科技集团有限公司，实际控制人为国务院国资委。公司业务定位于高纯金属靶材、先进稀土材料、特种红外光学及光电材料、生物医用材料等多个战略性新材料领域。在稀土行业整合大背景下，2023年公司向中国稀土集团、中国有研科技集团分别转让旗下有研稀土新材料38.7%和5%的股份。2023年公司新一代稀土绿色高效冶炼分离原创技术在我国稀土行业大面积推广应用，高纯金属靶材通线量产，固态电池质用原材料已经小批量供货，公司以科技引领产业创新成果显著。

**北方稀土由上游原材料向下游新材料延伸，打造全产业链稀土产业。**北方稀土作为全球轻稀土龙头，依托上游矿产资源向下游新材料领域延伸，推进稀土全产业链建设。公司在稀土新材料储氢、合金、抛光、磁性等方面的产能产量、产品品质行业处于领先地位，设立国家制造业创新中心开发稀土新装备、新产品、新材料，形成了稀土系固态储氢装置、定制化钕铁硼磁粉、稀土系除磷控藻材料、稀土彩色电子墨水屏、稀土光源智慧照明系列产品等标志性创新成果。由传统资源型有色金属矿企向世界级稀土全产业链领军企业迈进。



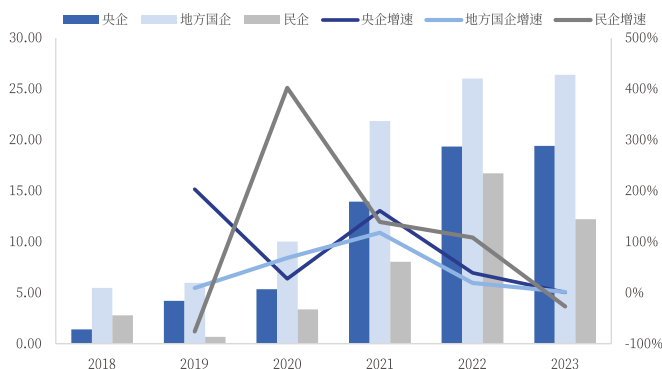
## 四、国企改革成效显著，有色央企发展质量提升

### （一）考核指挥棒优化，“一利五率”助有色央企高质量发展

2019年国资委提出“两利三率”考核指标，“净利润、利润总额、资产负债率、营业利润率、研发经费投入强度”；2020年12月国资委表示2021年将引入全员劳动生产率指标，形成“两利四率”考核指标体系，引导企业关注改善经营效率和发展质量，更好实现高质量发展；2023年1月国资委提出进一步优化中央企业经营指标体系为“一利五率”，即“利润总额、资产负债率、营业现金比率、净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率”，推动中央企业实现高质量发展、提升核心竞争力和建设世界一流企业。在相关考核机制的带动下，有色行业央企经营指标显著优化。

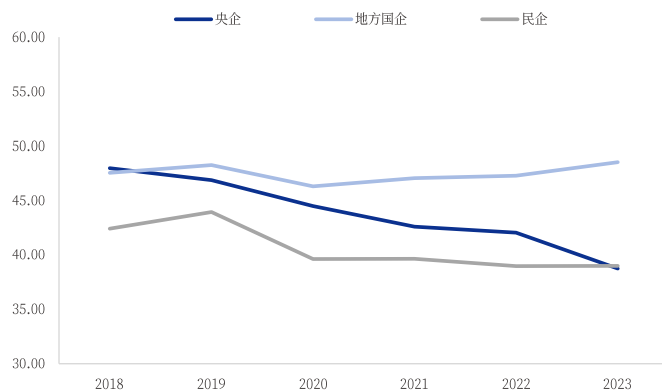
经统计2018-2023年间申万有色金属行业上市公司“一利五率”相关指标，**利润总额方面**，央企/地方国企/民企五年复合增速分别为70%/37%/34%，有色央企利润增速显著高于民企；**资产负债率方面**，央企/地方国企/民企五年平均增速分别为-1.85/0.2/-0.69个百分点，央企资产负债率改善突出；**经营现金比率方面**，央企/地方国企/民企五年平均增速分别为1.49/0.90/-0.13个百分点，央企现金流表现趋势性向好；**ROE方面**，央企/地方国企/民企五年平均增速分别为15.66/-1.71/-0.32个百分点，央企盈利能力提升效果卓越；**研发经费投入强度方面**，央企/地方国企/民企五年平均增速分别为0.18/0.08/0.05个百分点，央企研发投入增长率高于民企；**全员劳动生产率方面**，央企/地方国企/民企五年复合增速分别为28%/17%/14%，央企全员劳动生产率显著高于民企。**费用率方面**，央企/地方国企/民企五年平均增速分别为-0.62/-0.43/-1.03个百分点，行业整体费用率下降显著，民企表现好于央企。**每股经营性现金流净额方面**，央企/地方国企/民企五年复合增速分别为9%/16%/5%，央企增速显著高于民企。

图16：有色行业上市公司利润总额均值及增速（亿元）



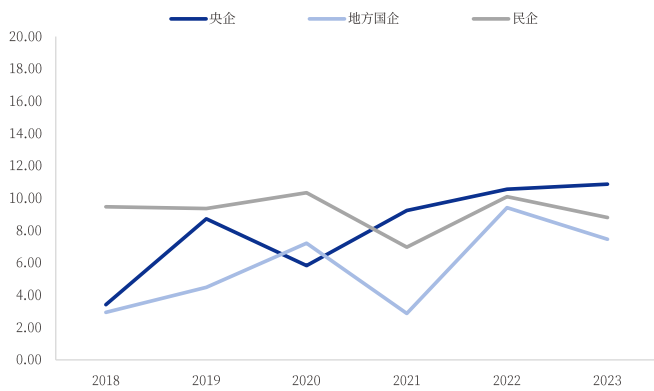
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图17：有色行业上市公司资产负债率均值（%）



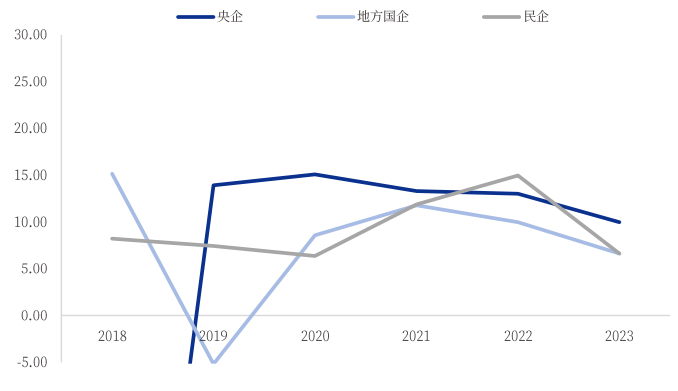
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图18: 有色行业上市公司经营现金比率均值 (%)



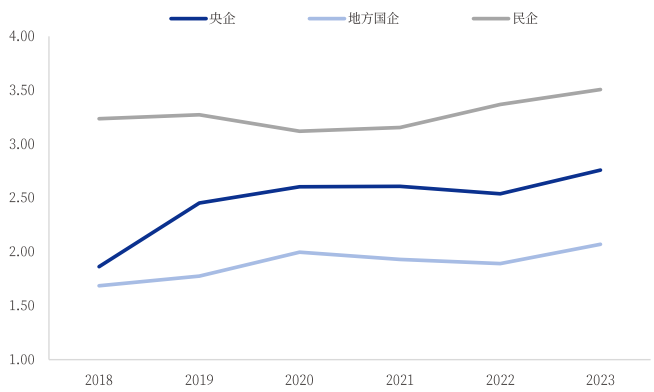
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图19: 有色行业上市公司 ROE 均值 (%)



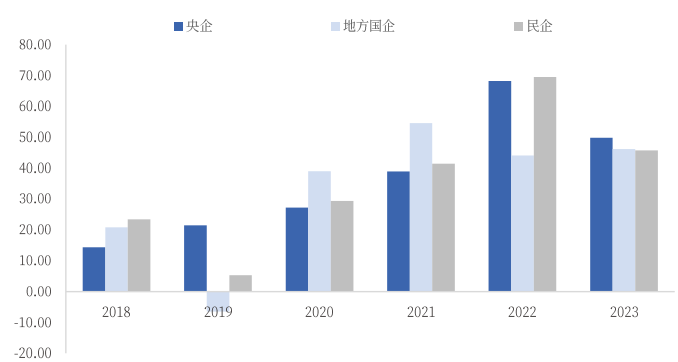
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图20: 有色行业上市公司研发经费投入强度均值 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

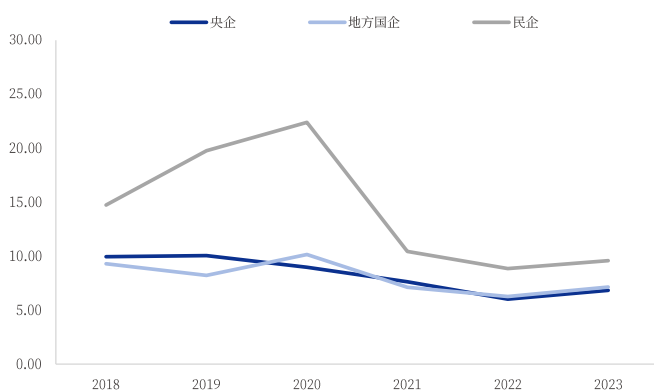
图21: 有色行业上市公司全员劳动生产率均值 (万元/人)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

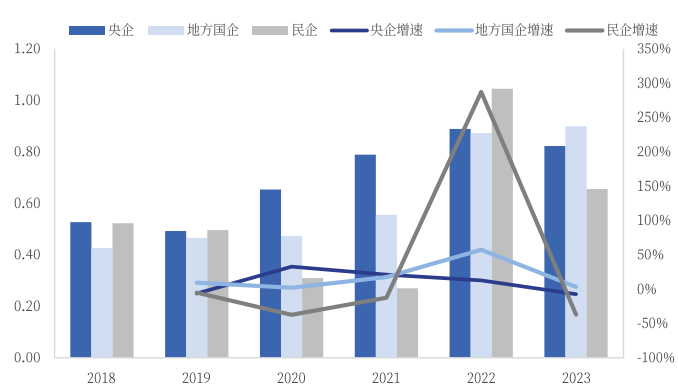
\*计算方法: 全员劳动生产率=(净利润+折旧+税金+员工薪酬)/员工人数

图22: 有色行业上市公司费用率 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图23: 有色行业上市公司每股经营活动产生的现金流量净额 (元)

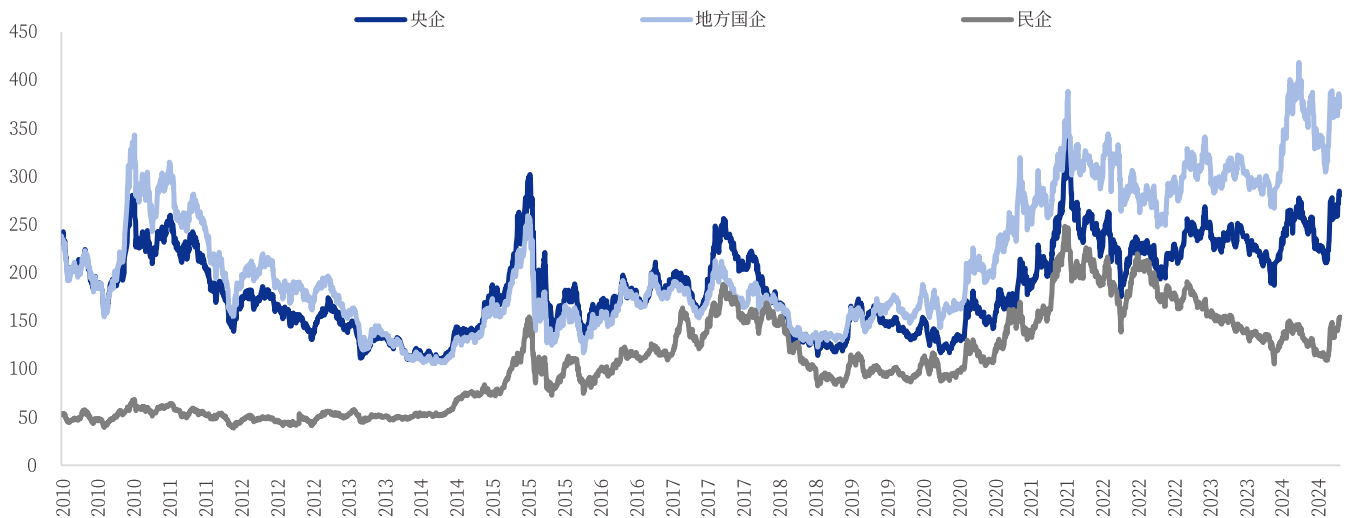


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## （二）央国企积极开展市值管理，资本市场表现提升

2024年1月24日，国务院国有资产监督管理委员会产权管理局相关负责人在国新办新闻发布会上表示，国资委将进一步研究将市值管理纳入中央企业负责人业绩考核。在前期推动央企把价值实现相关指标纳入到上市公司的绩效评价体系基础上，将把市值管理成效纳入对中央企业负责人考核，引导中央企业负责人更加重视所控股上市公司的市场表现，及时通过应用市场化增持、回购等手段传递信心、稳定预期，加大现金分红力度，更好回报投资者。相关市值管理出台后，有色行业上市央国企积极推动市值管理举措，近年市值表现走势显著优化。

图24：2010年至今A股有色金属行业上市公司市值均值（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

### 央国企以上市公司为平台收购、并购优质资源，打造有色金属行业龙头，提升上市公司市值。

2023年2月，国务院国有资产监督管理委员会副主任翁杰明强调大力推进中央企业和地方国有企业内部的专业化整合，提高企业集中度，增强集约化管理；也要大力推进产业化整合，要立足推进战略性新兴产业的发展，不仅要在央企和国企内部，同时还要突破现有领域，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，共同推动国家的现代化产业发展。2023年6月，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，明确下一步工作要以上市公司为平台开展并购重组，锁定提高上市公司质量重点任务。2023年8月，国务院国资委党委书记、主任张玉卓强调要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。2024年9月，证监会发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》，支持上市公司向新质生产力方向转型升级，积极支持上市公司围绕战略性新兴产业、未来产业等进行并购重组，包括开展基于转型升级等目标的跨行业并购、有助于补链强链和提升关键技术水平的未盈利资产收购，以及支持“两创”板块公司并购产业链上下游资产等，引导更多资源要素向新质生产力方向聚集；鼓励上市公司加强产业整合，资本市场在支持新兴行业发展的同时，将继续助力传统行业通过重组合理提升产业集中度，提升资源配置效率。随后，上海、深圳、江西等地方政府都出台了推动上市公司并购重组的政策文件。

有色金属上市央企依靠控股集团背景资源优势，通过集团注入优质资产提升业务集中度、增强集约化管理，进一步专注主业赛道，提升央企集团旗下上市公司的质量，有利于上市公司的市值管理。山东黄金收购大股东山东黄金集团西岭金矿、收购银泰黄金，丰富黄金上游矿产资源；中钨高新注入大股东五矿集团柿竹园钨矿，补齐钨产业链上游资源端；株冶集团收购大股东五矿集团水口山铅锌矿，增加上游铅锌矿资源；中金黄金收购大股东中国黄金集团纱岭金矿，增加上游金矿资源；中国铝业收购云铝股份，铝业龙头再下一城；华锡有色收购大股东旗下佛子公司，增加铅锌资源布局。在国内加强关键矿产资源开发以及鼓励并购重组的政策支持下，有色金属上市央企资源收购与大股东优质矿山资产注入节奏有望加快，利好有色央企整体估值的提升。

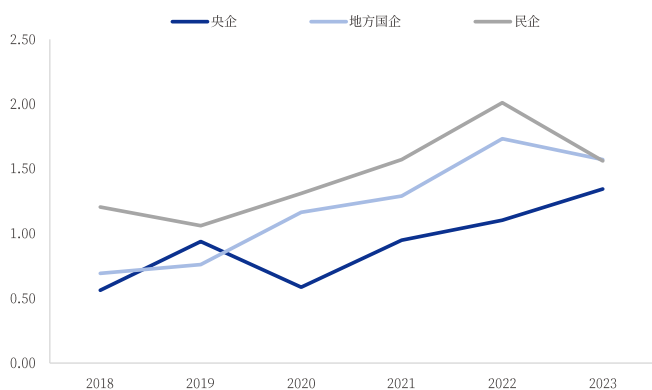
表6：有色行业央企近期收购情况

| 公司   | 标的      | 时间      | 收购情况   |
|------|---------|---------|--|
| 山东黄金 | 西岭金矿    | 2024年5月 | 西岭金矿是国内资源量规模最大的巨型单体金矿床，金资源量592.186吨。2024年5月，山东黄金取得控股股东山东黄金集团旗下的西岭金矿探矿权，并与三山岛金矿整合统一开发，极大提升山东黄金上游金矿资源布局。   |
|      | 银泰黄金    | 2023年7月 | 截至2023年末银泰黄金（现更名为“山金国际”）旗下有5座矿山，分别为玉龙矿业（铅锌银多金属矿）、黑河洛克（金矿）、吉林板庙子（金矿）、青海大柴旦（金矿）、华盛金矿（金矿）。公司黄金资源量146.66吨，银资源量7856.9吨，铅资源量613,705吨，锌资源量1,283,552吨，铜资源量126,201吨；银泰黄金旗下金矿具备品位高、成本低的优势，收购后有效提升山东黄金资源量和品质。 |
| 中金黄金 | 纱岭金矿    | 2023年5月 | 中金黄金通过收购控股股东中国黄金集团持有的莱州中金相关股权和债券持有纱岭金矿，纱岭金矿查明资源量矿石量13,444.82万吨，金金属量373,057千克，平均品位2.77克/吨。有效增加中金黄金资源量。  |
| 中钨高新 | 柿竹园钨矿   | 2024年6月 | 中钨高新收购控股股东五矿集团旗下柿竹园矿山，保有钨资源金属量56万吨，占全国钨资源储量的比例超30%，工业可开采储量全球第一。年产钨精矿超7,000吨（标吨），年产萤石超30万吨。强化上游钨资源保障。   |
| 株冶集团 | 水口山铅锌矿  | 2023年5月 | 株冶集团收购控股股东五矿集团旗下水口山铅锌矿，截至2023年末水口山共拥有矿石资源量1370.5万吨，其中铅金属量43.7万吨，锌金属量44.4万吨，金金属量42.6吨，银金属量1285.5吨。公司从铅锌冶炼企业转型为资源型企业，盈利能力获得较大提升。   |
| 中国铝业 | 云铝股份    | 2022年7月 | 中国铝业收购云铝股份后，氧化铝和电解铝业务布局得到进一步拓展，绿电比例提升。   |
| 华锡有色 | 佛子公司铅锌矿 | 2024年6月 | 收购控股股东华锡集团旗下佛子矿，核心资产为佛子冲铅锌矿，截至2021年末佛子冲铅锌矿保有矿体资源量677.5万吨，其中铅资源量为19.53万吨，锌资源量为24.50万吨，伴生矿产资源量包括铜1.49万吨、银174吨，收购完成后将进一步提升公司铅锌矿资源量。   |

资料来源：山东黄金、中金黄金等公司公告、公司官网，中国银河证券研究院

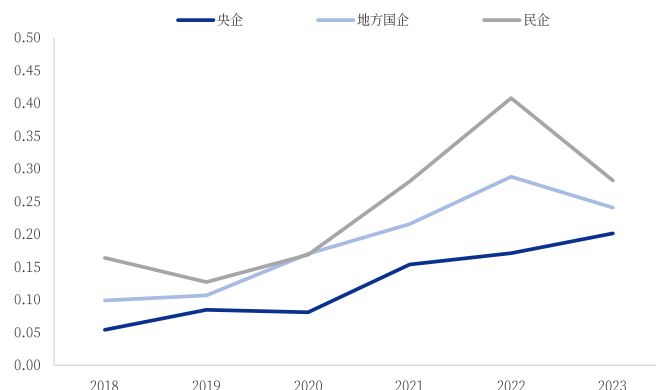
**加大分红派息力度，增强投资者回报。**2018-2023年间，有色金属行业央企派发股息比例从33%提高至78%，增长44个百分点；地方国企比例从58%提高至74%，增长16个百分点；民企比例从39%提高至79%，增长39个百分点。行业整体派息比例显著提高。股息率方面，央企/地方国企/民企五年平均增速分别为0.16/0.18/0.07个百分点；每股股利方面，央企/地方国企/民企五年复合增速分别为30%/19%/11%。有色金属行业央企上市公司在派发股利的公司比例和股息率方面持续提升。

图25: 有色行业上市公司股息率 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图26: 有色行业上市公司每股股利 (元)

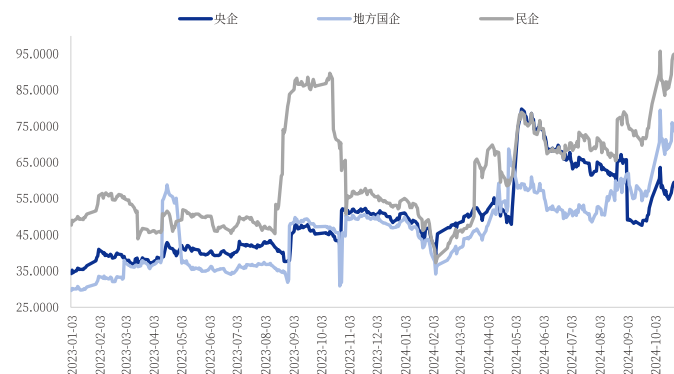


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

### (三) 多管齐下提升价值, 有色央企上市公司估值有望修复

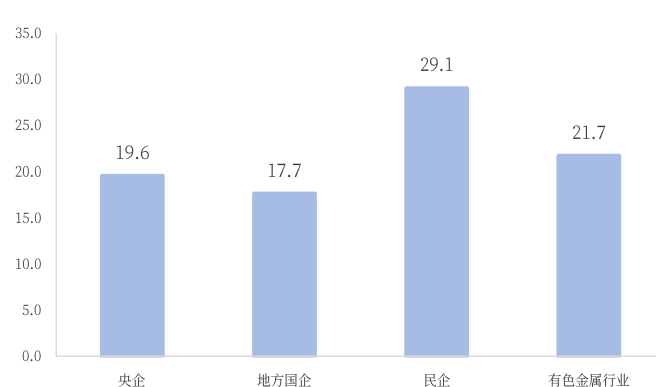
采用整体法计算市盈率 PE(TTM) (剔除负值), 截至 2024 年 11 月 11 日, 有色金属行业行业整体 PE (TTM) 为 21.7 倍, 央企为 19.6 倍, 地方国企为 17.7 倍, 民企为 29.1 倍; 有 15 家央企有色金属上市公司的市盈率低于行业整体水平; 经统计 A 股有色金属行业上市公司 PE 均值 (剔除负值), 2022 年 1 月至 2024 年 10 月, 绝大部分时间内地方民企 > 央企 > 国企。随着国有企业改革进一步推进, 央企有色金属上市公司上游资源掌控力不断提升, 下游战新产业纵深加强产业链布局, 一利五率考核引领经营质量提升, 增强分红派息提升市场价值, 未来央企有色金属上市公司估值有较大修复空间。

图27: 2023 年 1 月至 2024 年 10 月有色行业上市公司 PE 均值(倍)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图28: 2024 年 11 月 11 日有色行业上市公司 PE\_TTM (倍)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 五、投资建议

有色央企承担国家资源保障与我国有色金属行业转型升级高质量发展的重任，国家发展要求与政策倾斜扶持下有色央企的资源扩张、新材料突破、并购重组整合带来增长预期，具备较好成长性。央企考核指标不断升级，“一利五率”下有色央企盈利能力的增强、费用控制的提升、资产结构的改善将带来经营质量提升和业绩增长。此外，随着央企市值管理加强，有色央企分红派息提升投资回报，大股东优质矿山资源资产注入节奏预期加快，估值有望扩张。建议关注我国有色金属行业各细分战略金属品种中的央企龙头公司紫金矿业、中国铝业、山东黄金、中金黄金、中国稀土、盐湖股份、宝武镁业、有研新材。

表7：重点公司盈利预测与估值（截至2024年11月15日）

| 公司   | 市值（亿元） | PE (ttm) | EPS (元) |       |       | PE    |       |       | PB   |
|------|--------|----------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
|      |        |          | 2023A   | 2024E | 2025E | 2023A | 2024E | 2025E |      |
| 紫金矿业 | 4,031  | 14.16    | 0.80    | 1.22  | 1.45  | 20    | 13    | 11    | 3.13 |
| 中国铝业 | 1,234  | 13.19    | 0.39    | 0.78  | 0.86  | 20    | 10    | 9     | 2.06 |
| 山东黄金 | 1,005  | 36.45    | 0.42    | 0.80  | 1.12  | 48    | 31    | 22    | 4.58 |
| 中金黄金 | 609    | 17.17    | 0.61    | 0.78  | 0.92  | 20    | 16    | 14    | 2.29 |
| 中国稀土 | 336    | 377.18   | 0.42    | 0.02  | 0.29  | 80    | 1,371 | 110   | 7.35 |
| 盐湖股份 | 1,001  | 18.36    | 1.49    | 0.87  | 1.00  | 13    | 21    | 18    | 2.86 |
| 宝武镁业 | 104    | 41.24    | 0.46    | 0.32  | 0.70  | 34    | 33    | 15    | 1.95 |
| 有研新材 | 177    | 87.67    | 0.27    | 0.29  | 0.33  | 78    | 72    | 63    | 4.55 |

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## 六、风险提示

- 1) 国内经济复苏不及预期的风险；
- 2) 美联储降息不及预期的风险；
- 3) 有色金属价格大幅下跌的风险；
- 4) 国内政策不及预期的风险；
- 5) 有色央企改革不及预期的风险。

## 图表目录

|   |    |
|---|----|
| 图 1: 有色金属矿采选业产成品 (亿元)                           | 5  |
| 图 2: 有色金属冶炼及压延加工业产成品 (亿元)                       | 5  |
| 图 3: SW 有色金属行业央国企上市公司数量 (个)                     | 6  |
| 图 4: SW 有色金属行业央国企上市公司市值 (亿元)                    | 6  |
| 图 5: SW 有色金属行业央国企上市公司 2024 年前三季度营业收入 (亿元)       | 6  |
| 图 6: SW 有色金属行业央国企上市公司 2024 年前三季度归母净利润 (亿元)      | 6  |
| 图 7: 国内有色金属行业总利润分布 (亿元)                         | 7  |
| 图 8: 国内有色金属行业营业收入分布 (亿元)                        | 7  |
| 图 9: 国内有色金属行业资产总额分布 (亿元)                        | 7  |
| 图 10: 2024 年国内前两批轻稀土开采指标分布                      | 9  |
| 图 11: 2024 年国内前两批中重稀土开采指标分布                     | 9  |
| 图 12: 中国稀土矿资源分布                                 | 9  |
| 图 13: 2003 年-2021 年我国采矿业直接对外投资净额与增速             | 12 |
| 图 14: 有色金属新材料种类                                 | 15 |
| 图 15: 汽车领域使用镁合金的部件                              | 16 |
| 图 16: 有色行业上市公司利润总额均值及增速 (亿元)                    | 17 |
| 图 17: 有色行业上市公司资产负债率均值 (%)                       | 17 |
| 图 18: 有色行业上市公司经营现金比率均值 (%)                      | 18 |
| 图 19: 有色行业上市公司 ROE 均值 (%)                       | 18 |
| 图 20: 有色行业上市公司研发经费投入强度均值 (%)                    | 18 |
| 图 21: 有色行业上市公司全员劳动生产率均值 (万元/人)                  | 18 |
| 图 22: 有色行业上市公司费用率 (%)                           | 18 |
| 图 23: 有色行业上市公司每股经营活动产生的现金流量净额 (元)               | 18 |
| 图 24: 2010 年至今 A 股有色金属行业上市公司市值均值 (亿元)           | 19 |
| 图 25: 有色行业上市公司股息率 (%)                           | 21 |
| 图 26: 有色行业上市公司每股股利 (元)                          | 21 |
| 图 27: 2023 年 1 月至 2024 年 10 月有色行业上市公司 PE 均值 (倍) | 21 |
| 图 28: 2024 年 11 月 11 日有色行业上市公司 PE_TTM (倍)       | 21 |

|   |    |
|---|----|
| 表 1: 涉及我国有色金属行业高质量发展的相关政策文件及法规 .....        | 8  |
| 表 2: 2023 年中国部分短缺矿产进口量及进口来源 .....           | 10 |
| 表 3: 近十年有色央国企收购海外矿山的主要项目 .....              | 12 |
| 表 4: 央国企经典海外并购矿山（截至 2023 年底） .....          | 13 |
| 表 5: 部分有色央国企上市公司覆盖新材料领域 .....               | 15 |
| 表 6: 有色行业央国企近期收购情况 .....                    | 20 |
| 表 7: 重点公司盈利预测与估值（截至 2024 年 11 月 15 日） ..... | 22 |



## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

华立，有色金属行业分析师。

阎予露，有色金属行业分析师。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

| 评级标准  | 评级              | 说明                     |
|---|-----------------|------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。 | 行业评级            | 推荐：相对基准指数涨幅10%以上       |
|   |                 | 中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间  |
|   |                 | 回避：相对基准指数跌幅5%以上        |
| 公司评级  |                 | 推荐：相对基准指数涨幅20%以上       |
|   |                 | 谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间 |
|   |                 | 中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间   |
|   | 回避：相对基准指数跌幅5%以上 |                        |

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying\_yj@chinastock.com.cn