



信达证券  
CINDA SECURITIES

Research and  
Development Center

# 困境突围：山东钢铁的“谋”与“变”

—山东钢铁(600022)公司首次覆盖报告

2024年09月12日

## 证券研究报告

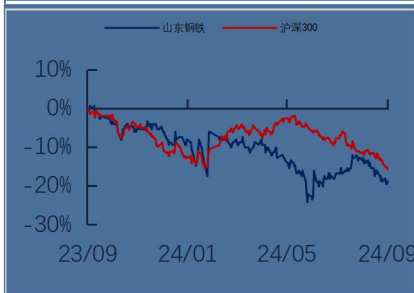
### 公司研究

### 公司首次覆盖报告

山东钢铁(600022)

投资评级 买入

上次评级



资料来源: 聚源, 信达证券研发中心

#### 公司主要数据

收盘价(元)	1.21
52周内股价波动区间(元)	1.50-1.13
最近一月涨跌幅(%)	-7.63
总股本(亿股)	106.99
流通A股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	129.46

资料来源: 聚源, 信达证券研发中心

左前明 能源行业首席分析师

执业编号: S1500518070001

联系电话: 010-83326712

邮箱: zuoqianming@cindasc.com

刘波 能源、钢铁行业研究助理

邮箱: liubo1@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

# 困境突围：山东钢铁的“谋”与“变”

2024年09月12日

### 报告内容摘要:

- ◆ 山东钢铁股份有限公司(下称“山钢股份”或“公司”)作为区域性特大型钢铁企业,围绕支撑山东省制造强省战略,依托山东钢铁集团(下称“山钢集团”)和中国宝武集团(下称“中国宝武”)的产业优势,现逐步发展成为山东省先进钢铁材料产业链的“链主”,发挥创新引领、龙头带动作用,工艺技术和装备达到国内领先水平。当前,公司依托山钢集团和中国宝武股东优势以及山东省经济发展的区域优势,纵深推进企业改革,全面提升经营质效,“困境突围”未来可期,且当下股票估值相对低估,企业高度重视资本市场,处于困境反转的前夜,具有良好的投资价值。
- ◆ 山钢股份辉煌跌宕70年,借中国宝武战投山钢集团新契机,公司复兴蓄势待发。回顾过去,山东钢铁展现出了坚韧的发展历程。公司前身是济南钢铁股份有限公司与莱芜钢铁股份有限公司,近70年的发展历程积淀了深厚的文化底蕴,在复杂多变的市场环境中,凭借其卓越的生产技术和扎实的管理运营团队,不断优化产品结构,培育品牌优势,拓展市场份额,为企业的稳健发展奠定了坚实基础。立足当下,山钢股份正积极应对行业的新挑战和新机遇。2008年山钢集团成立,2012年山东钢铁股份有限公司完成重组。但受钢铁行业周期下行及企业产品结构重叠、战略落地滞后等影响,重组后,公司较长期处于亏损与微利震荡,乃至面临退市风险。2023年12月,山钢集团引入中国宝武集团作为战略股东,迎来新的发展契机。此背景下,公司紧紧围绕“变革求生”管理主题,树立“扭亏增盈、归母为正”的根本目标,全面对标战略股东中国宝武集团,着力打造日照钢铁精品基地、莱芜基地,持续推进技术创新、产业升级和深化改革,加强内部治理,优化管理结构,降本提质增效,不断打造比较优势和提升核心竞争力,公司“困境突围”可期。展望未来,我们认为钢铁产业有望迎来底部向上周期,山钢股份优质资产或更受益。随着国内经济复苏回暖、制造业的转型升级以及钢铁行业的整合重组,我们认为钢铁产业有望迎来底部向上的景气周期。同时,山钢股份已制定清晰的发展战略,在中国宝武集团赋能和“旭日”复兴计划的变革下,其拥有先进的钢铁生产线,且持续提升资产质量、技术创新能力和管理水平,我们预计未来公司将实现跨越式增长。
- ◆ 公司聚焦钢铁主业,生产工艺先进,产品结构丰富,产品质量优良,板材、型材是核心优势产品。公司始终聚焦钢铁产业,拥有从焦化、原料、烧结、球团、炼铁、炼钢到轧钢完整的生产工艺系统,钢材品种主要有型钢、棒材、钢筋、板材等,产品结构丰富,产品质量优良,适应市场能力强。其中,多项钢产品(如20CrMnTiH齿轮钢、螺纹钢等)获得行业品质卓越产品、国家免检产品等称号。从营收占比看,长期以来,公司钢材产品贡献了绝大部分营业收入和利润,2023年,钢材板块营收635亿元,占总营收的83%;其他板块营收130亿元,占总营收的17%。从产量规模看,公司钢筋、棒材等建材品种和板卷为主要产品,占整体产销量的80%以上。从营利结构看,板卷是公司主要利润来源。2023年,钢材板块实现营业收入634.7亿元,其中卷材营收达191亿元,占比为30%,板带材营收达183.3亿元,占比为39%;

钢材板块实现毛利 27 亿元，其中卷材实现毛利达 8.6 亿元，占比为 32%，板带材毛利达 18.4 亿元，占比为 68%，贡献了公司主要的利润。

- ◆ 近年来受钢铁行业下行影响，公司营收利润明显下滑。2020-2023 年以来，公司钢铁产销量总体稳定。2023 全年钢材产量 1495 万吨，同比下降 58 万吨 (-3.75%)。2023 年，钢材销量 1615 万吨，同比下降 72 万吨 (-4.27%)。受行业景气度下滑影响，2021 年以来公司吨钢售价持续下降。2023 年，公司钢材销售单价下降至 3931 元/吨，同比下降 9%，连续两年吨钢售价下跌。2021 年以来，公司吨钢毛利下降明显。2023 年公司吨钢毛利为 167 元/吨，同比下降 26.34%。2023 年公司毛利率下降至 4%，同比下降 1.56pct，连续两年毛利率下跌。受钢铁主业不景气的影响，2023 年归母净利润大幅下跌。2023 年公司实现归母净利润-4 亿元，同比下降-172%。2024 年上半年，公司实现归母净利润-9.68 亿元，同比下降 287.8%。
- ◆ 公司逆周期布局优质产能，资产质量规模大幅提升，叠加山东区域钢铁需求旺盛，有望助力穿越周期底部向上。在 2016 年钢铁行业供给侧改革前后的行业低迷期，诸多钢铁企业大幅收缩资本开支，而山钢股份于 2017-2018 年逆周期集中资本开支建设日照精品钢基地，于 2019 年一期工程正式交付完工。日照精品钢基地装备先进，高炉容量优势明显，资产质量和规模均得以显著提升，与同业样本公司相比处于领先水平。同时，山钢股份基本完成钢铁产能置换，产业布局逐步向日临-莱泰一线转移（截至 2023 年，日照、临沂、莱芜、泰安四地的炼钢产能占全省总产能的占比已经超过 80%），区域产业集中度和供给质量得到显著提升，具备行业周期底部向上的潜力。需关注的是，控股股东山钢集团积极推动资本运营工作，其所属银山型钢亦有望逐步注入上市公司，或进一步增强公司竞争能力。
- ◆ 引入中国宝武集团，经营质效边际改善明显，其实质意义远超一般股权投资内涵。2024 年是山东省委省政府与中国宝武集团战略合作推动山钢集团重组的元年，山钢集团和山钢股份重新组建新一届领导班子，均有中国宝武集团派驻的核心管理人员。2024 年以来，公司积极应对严峻的市场形势，紧紧围绕“变革求生”管理主题，明确了包括“扭亏增盈、归母为正”、生产经营与资本运营“双轮驱动”、“四大战役”在内的工作目标，为企业复兴提出新方案。一方面，公司全方位深化管理变革，坚持算账经营，压缩管理机构，深化精益管理，抓实全体系降本，努力提升购销差价；另一方面，公司日照基地和莱芜基地充分对标学习中国宝武集团先进经验，借助其管理、技术、人才及资源等优势，强化协同支撑，从采购、营销、生产运行、财务管理、人力资源等多个方面组织落实近 100 余项变革支撑项目，实现全面深度融合。值得注意的是，企业管理变革是厚积薄发的慢变量，后续公司将持续加强中国宝武集团的协同支撑，强化一系列改革举措的落地，变革成效将持续显现，企业效益改善将愈加明显。
- ◆ 投资建议：总体上，我们认为钢铁行业现阶段面临供需矛盾突出等困扰，行业利润整体下行，在宏观经济回暖复苏和产业结构调整中，未来钢铁行业产业格局有望稳中趋好。反观山钢股份作为山东区域龙头钢铁企业，资产质量相对优异，区域经济优势凸显，正逢中国宝武集团战略投资山钢集团的重要战略机遇期，树立以“扭亏增盈、归母为正”为根本目标，全面实施对标提升和管理变革，公司“困境反转”未来可期。截至 9 月 12 日收盘价，我们

预测公司 2024-2026 年归属于母公司的净利润分别为-12.80、1.35、6.40 亿元；EPS 为-0.12、0.01、0.06 元/股；对应 PB 为 0.65x、0.65x、0.63x，小于可比公司均值。我们看好公司较优的资产质量、引入宝武及管理层调整带来的管理变革，首次覆盖给予公司“买入”评级。

◆ **风险因素：**宏观经济不及预期；房地产持续大幅失速下行；钢铁冶炼技术发生重大革新；公司管理变革实施不及预期；公司发展规划出现重大调整。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	102,289	90,475	88,317	94,382	97,662
增长率 YoY %	-7.7%	-11.5%	-2.4%	6.9%	3.5%
归属母公司净利润(百万元)	554	-400	-1,280	135	640
增长率 YoY%	-54.9%	-172.2%	-220.3%	110.5%	374.3%
毛利率%	5.6%	4.0%	-1.1%	4.4%	6.1%
净资产收益率ROE%	2.5%	-1.9%	-6.4%	0.7%	3.1%
EPS(摊薄)(元)	0.05	-0.04	-0.12	0.01	0.06
市盈率 P/E(倍)	23.38	—	—	95.92	20.22
市净率 P/B(倍)	0.59	0.61	0.65	0.65	0.63

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 9 月 12 日收盘价

投资聚焦.....	7
一、 经历多次整合重组，成为板材、型材为主的普钢巨头.....	9
1. 公司概况：山东省特大型钢铁企业，获中国宝武集团战略入股.....	9
2. 钢铁主业：近年来吨钢毛利逐步下滑，板卷是主要利润来源.....	11
3. 辉煌与跌宕：雄关漫道真如铁，迈向复兴新征程.....	14
1.3.1 辉煌历史：济钢与莱钢栉风沐雨数十载，积淀深厚的企业底蕴.....	14
1.3.2 壮阔开局：山钢集团拉开整合大幕，站在新的发展起点.....	15
1.3.3 陷入困境：行业寒冬叠加战略滞后，企业经营处境艰难.....	17
1.3.4 蓄势待发：中国宝武集团战略投资山钢集团，迎来发展新局面.....	20
二、 钢铁供需矛盾有望缓解，山东具备周期底部向上潜力.....	22
1. 供给：供给矛盾仍突出，产能出清较缓慢.....	22
2. 需求：地产下行终有时，风物长宜放眼量.....	24
3. 区位：优质供给渐集中，区域需求潜力大.....	26
三、 优质资产精益经营，“困境突围”未来可期.....	30
1. 山钢宝武深度融合，复兴山钢正当时.....	30
3.1.1 中国宝武协同支撑山钢集团，购产销研体系深度融合.....	30
3.1.2 山钢集团领导层调整，山钢复兴提出新方案.....	31
2. 全面激活人力资源，激活干事创业源动力.....	33
3. 逆周期布局提升规模质量，助力山钢穿越周期.....	35
4. 周期相对底部，长期投资价值凸显.....	37
四、 盈利预测.....	39
投资建议.....	40
风险因素.....	41

## 表目录

表 1: 2007 年全球钢铁企业集团粗钢产量排名 (百万吨).....	15
表 2: 2008 年国内钢铁企业集团粗钢产量排名 (万吨).....	16
表 3: 2017 年以来产能置换建设项目按年份分布情况.....	22
表 4: 部分发达国家粗钢产量达峰到首次基本平稳发展时间和减量幅度表.....	26
表 5: 2019 年以来山东省产能置换信息汇总.....	28
表 6: 2015-2024 年山东省钢铁发展政策梳理.....	29
表 7: 公司 2024 年固定资产投资计划 (万元).....	36
表 8: 山钢股份近年来增持及回购情况.....	38
表 9: 山钢股份主要假设.....	39
表 10: 可比公司盈利预测与估值.....	39

## 图目录

图 1: 山钢股份股权结构.....	9
图 2: 山钢股份是山钢集团钢铁板块运营主体.....	10
图 3: 2018-2023 分板块收入占比 (%).....	10
图 4: 2018-2023 分板块毛利占比 (%).....	10
图 5: 2018-2023 年公司营业收入及增速 (亿元, %).....	10
图 6: 2020-2024H1 公司季度营业收入 (亿元).....	10
图 7: 2018-2023 年公司归母净利润及增速 (亿元, %).....	11
图 8: 2020-2024Q1 公司季度归母净利润 (亿元).....	11
图 9: 2019-2024H1 公司钢材产量 (万吨, %).....	11
图 10: 2019-2024 H1 公司钢材销量 (万吨, %).....	11
图 11: 2018-2023 年公司国内外毛利率 (%).....	12
图 12: 2019-2024H1 公司吨钢售价 (元/吨).....	12
图 13: 2019-2023 年公司分钢种产量占比 (%).....	13
图 14: 2019-2023 年公司分钢种销量占比 (%).....	13
图 15: 2020-2023 年公司分品种营收占比 (%).....	13
图 16: 2020-2023 年公司分品种毛利占比 (%).....	13
图 17: 2019-2023 年公司吨钢成本 (元/吨).....	14
图 18: 2019-2024H1 公司费用变动情况 (亿元).....	14

图 19: 2019-2023 公司吨钢毛利 (元/吨)	14
图 20: 2018-2023 公司毛利率变动 (%)	14
图 21: “三阶段”发展战略	17
图 22: 山钢股份归母净利润与行业利润总额走势对比 (亿元)	18
图 23: 山钢集团粗钢产能 (万吨)	18
图 24: 钢铁行业大中型企业利润总额 (亿元)	19
图 25: 钢铁主体济钢集团、莱钢集团产品结构重叠较为严重 (万吨)	19
图 26: 宝武重组山钢历程回顾	21
图 27: 2005-2023 年钢铁行业 CR10 (%)	22
图 28: 2015-2023 年粗钢产量变动值 (万吨)	23
图 29: 钢材下游分行业需求占比 (%)	24
图 30: 房地产新开工、施工、竣工面积 (万平方米)	25
图 31: 粗钢需求拆分 (亿吨, %)	25
图 32: 山东近年来发展历程一览	26
图 33: 山东地处京津冀、长三角及中原城市群交界处	27
图 34: 山东省钢铁产业战略布局项目	28
图 35: 生产经营与资本运营“双轮驱动”	32
图 36: 山钢集团“四大战役”	32
图 37: 山钢利益共同体	34
图 38: 2016-2023 公司在建工程规模 (亿元)	35
图 39: 2016-2023 年公司资本支出与折旧摊销之比	35
图 40: 样本钢铁上市公司 2023 年减值损失 (亿元)	36
图 41: 样本钢铁上市公司 19-23 年减值损失 (亿元)	36
图 42: 2018-2023 公司 ROE (%)	37
图 43: 2018-2023 年公司资产负债率 (%)	37
图 44: 公司负债结构图 (亿元)	37
图 45: 山东钢铁及样本钢铁上市公司分红比例 (%)	38
图 46: 山东钢铁及样本钢铁上市公司股息率 (%)	38
图 47: 山钢股份 PE-Band	38
图 48: 山钢股份 PB-Band	38

## 投资聚焦

### 1) 山钢集团战略引入中国宝武集团，全体系深度融合下迎来发展新篇章

①2023年末，山东省人民政府与中国宝武集团有限公司签署合作框架协议及相关投资协议。通过本次战略投资，中国宝武集团将持有山钢集团49%股权，宝钢股份将持有山钢日照48.6139%股权。②山钢集团和中国宝武集团在购买、产、销、研等全体系深度融合，其实质意义远超一般股权投资内涵。2024年以来，宝钢股份相继协同支撑山钢日照、山钢莱芜，在算账经营、对标宝钢湛江、直接授信、协同采购原料、共享销售网络等方面全面深度融合，中国宝武集团的协同支撑效益日渐凸显。③中国宝武集团战投山钢集团是双赢之举，对山钢集团及其山钢股份来说，引入中国宝武集团有助于山钢解决自济南钢铁和莱钢股份重组以来的诸多问题，带来先进的管理运营经验，利用其产购销产业优势，提高企业经营质效和抗风险能力。对中国宝武集团来说，战投山钢集团是其完善沿江沿海“弯弓搭箭”战略布局，提升北部沿海区域产业引领能力的重要一步，叠加山钢日照资产优质、产能先进、区域优越，山钢日照有望成为继宝武湛江项目后的标志性示范项目。

### 2) 山钢集团及山钢股份领导层焕新，中国宝武集团派驻多名核心高管，助力“宝武经验”落地生根

领导层是企业发展的关键。山钢集团及山钢股份迎来了领导层的重大变革，引起了业界的广泛关注。此次领导层调整的一大亮点在于，既有来自山东重点省属企业山东能源集团的主要领导，也有中国宝武集团派驻的多名核心高管加入山钢。张宝才董事长拥有十分丰富的资本运作经验，曾参与包括兖煤澳大利亚在内的多起跨国收购在内的资本运作项目。履职山钢后，张宝才董事长提出了包括“变革求生”、“扭亏增盈、归母为正”、生产经营与资本运营“双轮驱动”、“四大战役”在内的多项举措，为复兴山钢提出新方案。解旗等来自中国宝武集团的高管，不仅具备深厚的行业知识和管理智慧，更带来了宝武集团先进的管理理念和成功的运营模式，为山钢股份注入了新的活力和发展动力。“宝武经验”在业界备受赞誉，其在技术创新、产业优化、市场拓展等方面都有着独到之处。随着宝武集团的核心高管入驻山钢，他们将积极推动“宝武经验”在山钢的落地生根，推进山钢股份在生产流程优化、产品质量提升、成本控制等关键领域取得突破性进展，进一步提升企业的核心竞争力，为未来发展开辟崭新的局面。

### 3) 公司逆周期投资提升资产规模质量，管理变革提高经营质效，底部向上潜力突出，“困境突围”可期，叠加估值相对处于低位，具有较好的投资价值

山钢股份作为区域性特大型钢铁企业，拥有从焦化、原料、烧结、球团、炼铁、炼钢到轧钢完整的生产工艺系统，钢材品种主要有型钢、棒材、钢筋、板材等，生产工艺先进，产品结构丰富，产品质量优良，尤其板材、型材是核心优势产品，贡献企业主要利润。2023年全年钢材产量1495万吨，钢材销量1615万吨，但近年来受钢铁行业下行影响公司营收利润明显下滑，企业生产经营陷入困境，甚至面临退市风险。此背景下，2023年12月，山钢集团引入中国宝武集团作为战略股东，迎来新的发展契机。

一是资产质量方面，在2016年钢铁行业供给侧改革前后的行业低迷期，诸多钢铁企业大幅收缩资本开支，反而山钢股份于2017-2018年逆周期集中资本开支建设日照精品钢基地，于2019年一期工程正式交付完工。经过次轮资本开支后，公司日照精品钢基地装备先进，高炉容量优势明显，资产质量和规模均得以显著提升，与同业样本公司相比处于领先水平，极大增强抗风险能力。二是公司紧紧围绕“变革求生”管理主题，树立“扭亏增盈、归母为正”的根本目标，全面对标战略股东中国宝武集团，着力打造日照钢铁精品基地、莱钢基地，持续推进技术创新、产业升级和深化改革，加强内部治理，优化管理结构，降本提质增效，不

断打造比较优势和提升核心竞争力。而且，企业管理变革是厚积薄发的慢变量，后续公司将持续加强中国宝武集团的协同支撑，强化一系列改革举措的落地，变革成效将持续显现，企业效益改善将愈加明显，企业“困境突围”可期。三是展望未来，随着国内经济复苏回暖、制造业的转型升级以及钢铁行业的整合重组，我们认为钢铁产业有望迎来底部向上的景气周期。同时，山钢股份已制定清晰的发展战略，在中国宝武集团赋能和“旭日”复兴计划的变革下，其拥有先进的钢铁生产线，且持续提升资产质量、技术创新能力和管理水平，尤其是控股股东山钢集团积极推动资本运营工作，其所属银山型钢亦有望逐步注入上市公司，或进一步增强公司竞争能力，我们预计未来将实现跨越式增长。四是当前钢铁行业处于低迷下行周期，钢铁板块和山钢股份在资本市场估值水平均处于相对历史低位，未来伴随未来行业景气周期向上，板块估值有望修复，加之山钢股份高度重视资本市场，先后实施了控股股东增持、回购等措施，明确提出“爱护自己眼睛一样爱护上市公司”的理念，看好公司当前经营业绩改善和未来发展潜力，现阶段具有较高的投资性价比和较好的投资潜力。



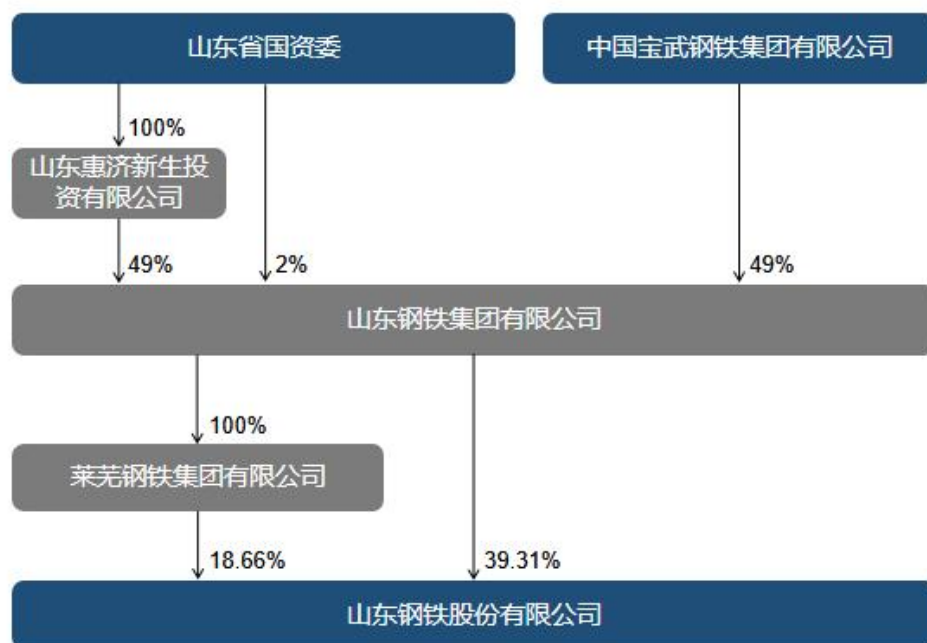
## 一、 经历多次整合重组，成为板材、型材为主的普钢巨头

### 1. 公司概况：山东省特大型钢铁企业，获中国宝武集团战略入股

山钢股份前身为济南钢铁和莱钢股份。山东钢铁股份有限公司系由济南钢铁股份有限公司于2012年2月27日更名而来。济南钢铁股份公司成立于2000年12月29日，由济钢集团有限公司(原济南钢铁集团总公司)、莱芜钢铁集团有限公司、山东黄金集团有限公司、山东省耐火原材料公司、山东金岭铁矿五方作为发起人发起设立，于2004年6月29日在上海证券交易所上市交易。2011年12月30日，经中国证券监督管理委员会批准，济南钢铁股份有限公司换股吸收合并莱芜钢铁股份有限公司，更名为山东钢铁。

山东省国资委是公司实控人，2023年获中国宝武集团战略投资。股东山东省国资委、山东国惠投资控股集团有限公司、山东省财欣资产运营有限公司向中国宝武钢铁集团有限公司转让所持山东钢铁集团有限公司合计49%的股权。股权转让后，山东省国资委持有山钢集团35.7%股权，中国宝武集团持有山钢集团49%股权，山东国惠持有山钢集团10.2%股权，山东财欣持有山钢集团5.1%股权。2024年6月28日，山东省国资委、山东国惠、山东财欣将持有的山钢集团合计49%股权无偿划转至惠济新生，股权转让后，山东省国资委持有山钢集团2%股权，中国宝武钢铁集团有限公司持有山钢集团49%股权，惠济新生持有山钢集团49%股权。惠济新生除所持股权对应之知情权、收益权、处置权以外的股东权利，均由山东省国资委代为行使，山东省国资委合计持有山钢集团51%表决权。公司的控股股东、实际控制人不变，控股股东仍为山钢集团，实际控制人仍为山东省国资委。

图 1：山钢股份股权结构

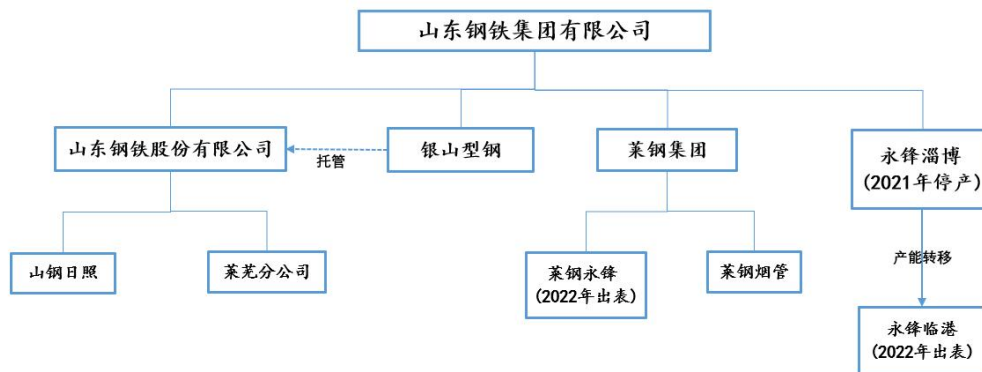


资料来源：公司年报，iFind，信达证券研发中心 注：截至2024年8月7日。

山钢集团钢铁产能集中于山钢股份。2020年以前，山钢集团钢铁板块运营主体主要包括山钢股份及银山型钢、莱钢永锋、永锋淄博等公司。为响应2019年山东省工信厅发布的《山东钢铁集团永锋临港有限公司钢铁项目产能置换方案公告》，2021年4月永锋淄博全面停产，产能转移到由山钢集团和永锋集团共同投资的永锋临港，2024年6月彻底完成产能转移退出任务。2021年12月，莱钢集团将其持有的银山型钢100%股权协议转让至山钢集团。公司与山钢集团签署了《莱芜钢铁集团银山型钢有限公司股权托管协议》，由公司继续受托管理银山型钢。2022年，山钢集团有限公司发布《关于部分子公司不再纳入合并报表范围

的公告》，原并表子公司莱钢永锋、永锋临港因管控方式调整于2022年6月不再纳入集团报表合并范围。自此，山钢集团钢铁业务主体产能已全部集中于山钢股份。

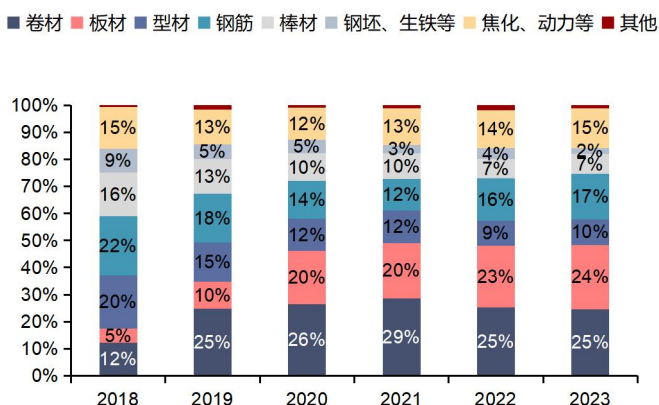
图2：山钢股份是山钢集团钢铁板块运营主体



资料来源：《山东钢铁集团有限公司2024年度第十二期超短期融资券募集说明书》，信达证券研发中心 注：截至2023年年报。

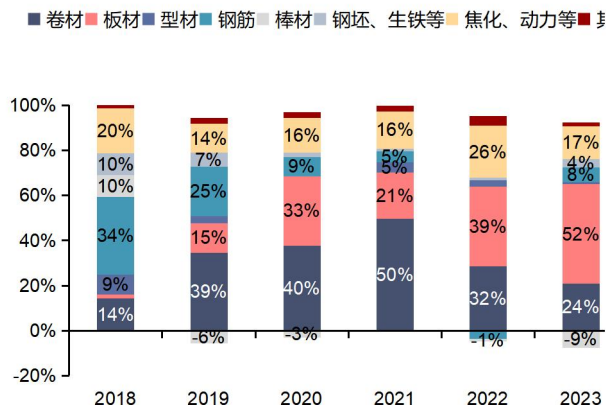
钢材业务是公司主要营收和利润来源，营收占比超80%。长期以来，钢材产品贡献了绝大部分营业收入和利润。2023年，公司钢材板块营收635亿元，占总营收的83%；其他板块营收130亿元，占总营收的17%。钢材板块实现毛利27亿元，占总毛利的76%。

图3：2018-2023分板块收入占比 (%)



资料来源：IFind，信达证券研发中心

图4：2018-2023分板块毛利占比 (%)



资料来源：IFind，信达证券研发中心

受钢铁主业不景气的影响，2024年上半年公司营收继续降低。2023年，公司实现营业收入905亿元，同比-12%。受到吨钢售价下降等因素的影响，2024年上半年，公司营业收入为452亿元，同比-3.7%。

图5：2018-2023年公司营业收入及增速 (亿元, %)

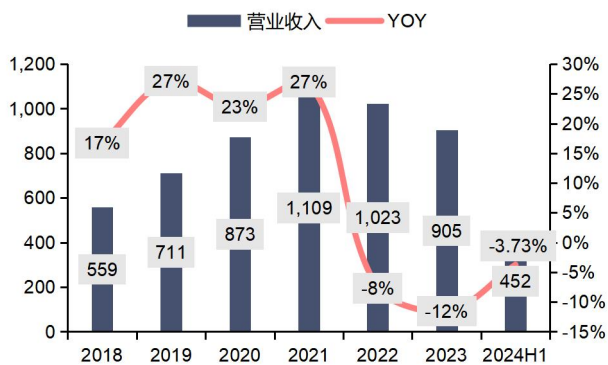
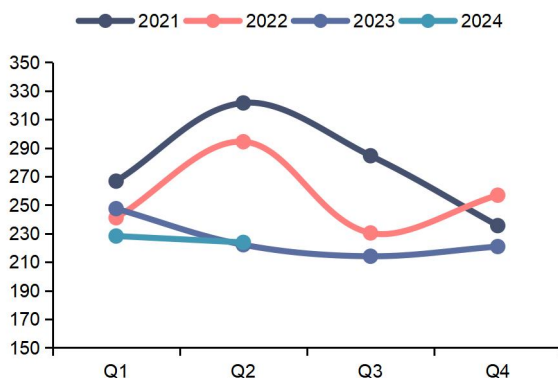


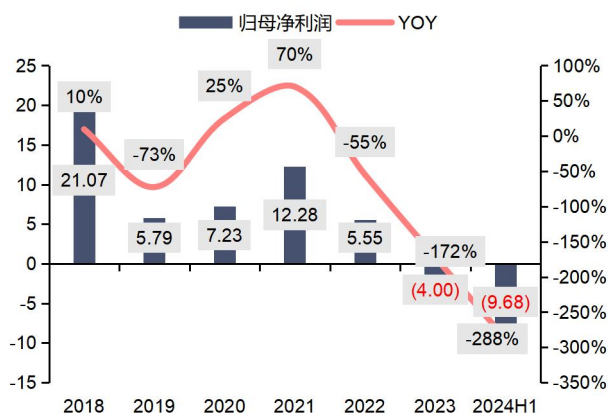
图6：2020-2024H1公司季度营业收入 (亿元)



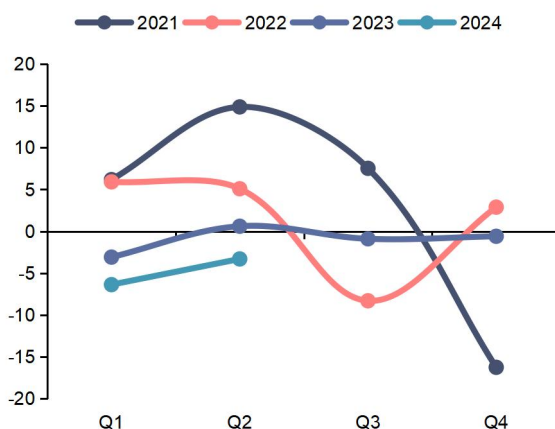
资料来源: IFind, 信达证券研发中心

资料来源: IFind, 信达证券研发中心

**2024 上半年归母净利润同步大幅下跌。**2023 年, 公司实现归母净利润-4 亿元, 同比下降 -172%。2024 年上半年, 公司实现归母净利润-9.68 亿元, 同比下降 288%。

**图 7: 2018-2023 年公司归母净利润及增速 (亿元, %)**


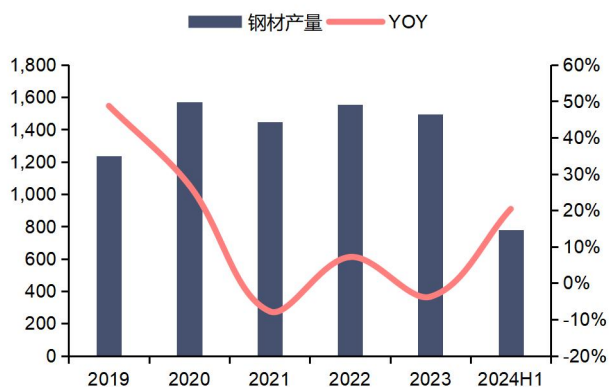
资料来源: IFind, 信达证券研发中心

**图 8: 2020-2024Q1 公司季度归母净利润 (亿元)**


资料来源: IFind, 信达证券研发中心

## 2. 钢铁主业: 近年来吨钢毛利逐步下滑, 板卷是主要利润来源

**2020-2023 年, 公司钢铁产销量总体稳定。**2023 全年钢材产量 1495 万吨, 同比下降 58 万吨 (-3.75%)。2023 年, 钢材销量 1615 万吨, 同比下降 72 万吨 (-4.27%)。**2024 年上半年, 公司钢铁产销量有较大增幅。**2024H1 公司完成钢材产量 779 万吨, 同比+20.4%; 完成钢材销量 811 万吨, 同比+15.2%。

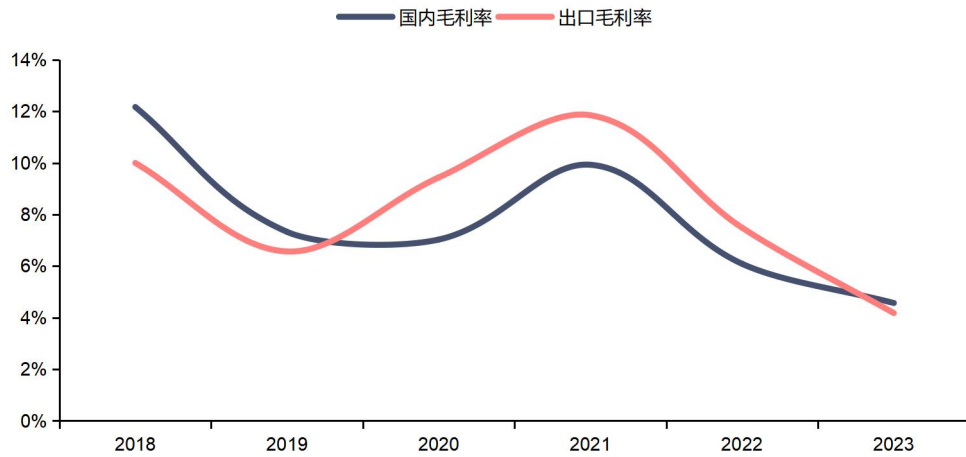
**图 9: 2019-2024H1 公司钢材产量 (万吨, %)**


资料来源: 公司年报, IFind, 信达证券研发中心

**图 10: 2019-2024 H1 公司钢材销量 (万吨, %)**

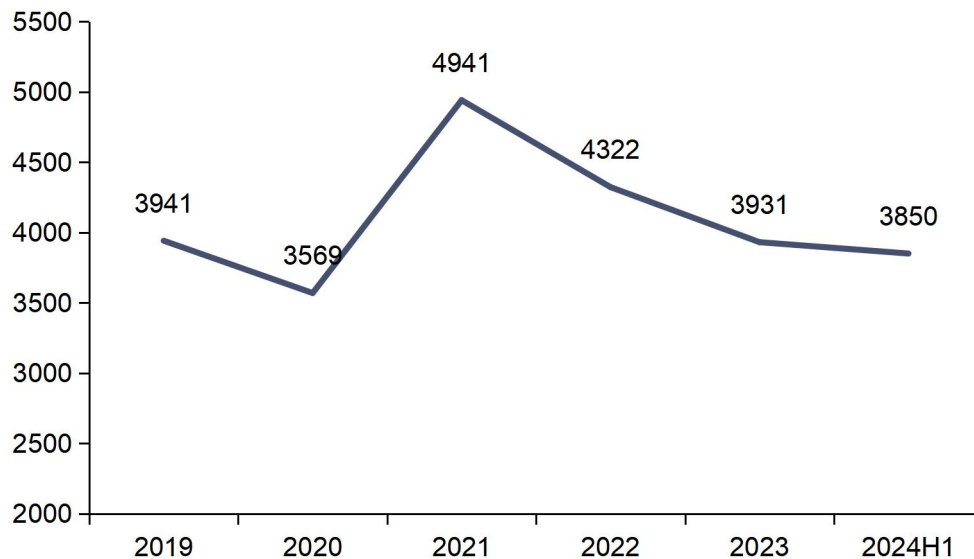

资料来源: 公司年报, IFind, 信达证券研发中心

**钢铁产品销售区域以国内为主, 出口为辅。**山钢股份向海外出口中厚板、H 型钢等钢铁产品, 主要向东南亚、俄罗斯等地区或国家出口。最近三年, 公司出口营业收入占总营业收入比重分别为 2.35%、2.72%和 2.5%。2023 年, 公司国内毛利率为 4.57%, 出口毛利率为 4.18%。

**图 11: 2018-2023 公司国内外毛利率 (%)**


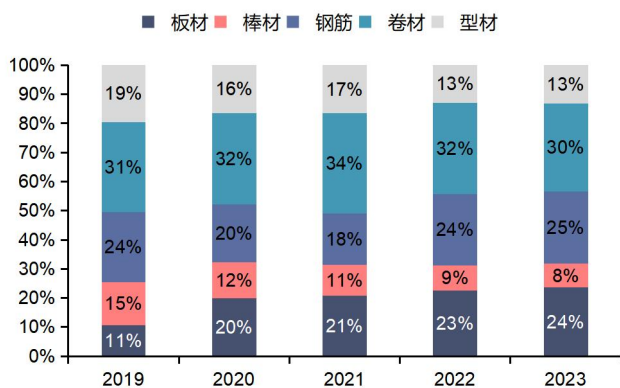
资料来源: 公司公告, IFind, 信达证券研发中心

受行业景气度下滑, 2021 年以来公司吨钢售价持续下降。2023 年, 公司钢材销售单价下降至 3931 元/吨, 同比下降 9%, 连续两年吨钢售价下跌。2024 年上半年, 受钢材市场价格下降等的影响, 公司钢材销售单价降至 3850 元/吨, 较 2023 全年价格下降约 2%。

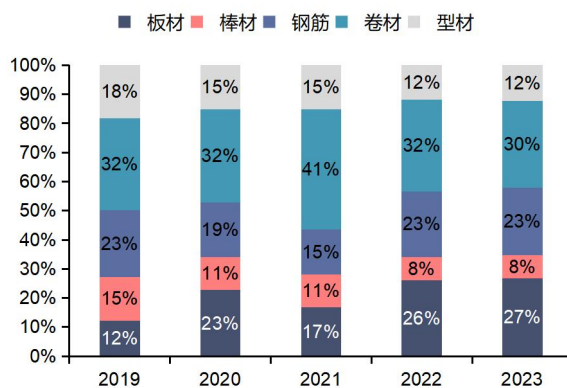
**图 12: 2019-2024H1 公司吨钢售价 (元/吨)**


资料来源: 公司公告, IFind, 信达证券研发中心

产销结构中, 钢筋、棒材、板卷产品是公司的主要产品。公司钢材包括钢筋、型材、棒材、卷材、板材。其中, 钢筋、棒材等建材品种和板卷为公司主要产品, 占公司产销量的 80% 以上。

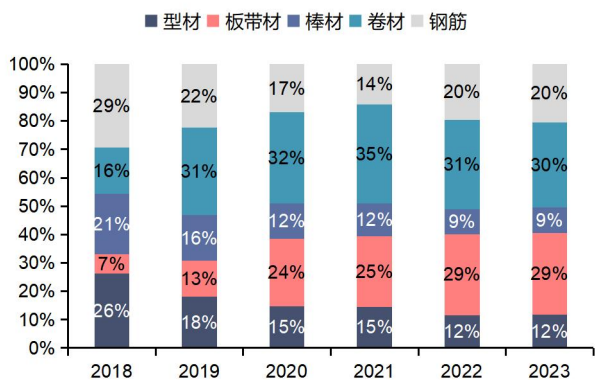
**图 13: 2019-2023 公司分钢种产量占比 (%)**


资料来源: 公司年报, iFind, 信达证券研发中心

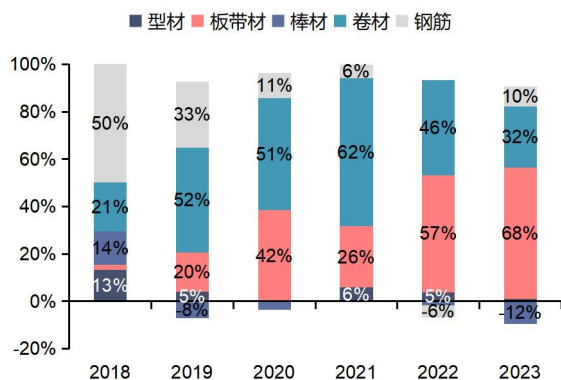
**图 14: 2019-2023 公司分钢种销量占比 (%)**


资料来源: 公司年报, iFind, 信达证券研发中心

**营利结构中, 板卷是公司主要利润来源。**2023 年, 钢材实现营业收入 634.7 亿元, 其中卷材营收达 191 亿元, 占比为 30%, 板带材营收达 183.3 亿元, 占比为 29%。2023 年, 钢材实现毛利 27 亿元, 其中卷材实现毛利达 8.6 亿元, 占比为 32%, 板带材毛利达 18.4 亿元, 占比为 68%, 贡献了公司主要的利润。2019 年以来, 传统建材品种如棒材、钢筋盈利能力较弱, 个别年份甚至面临亏损局面。

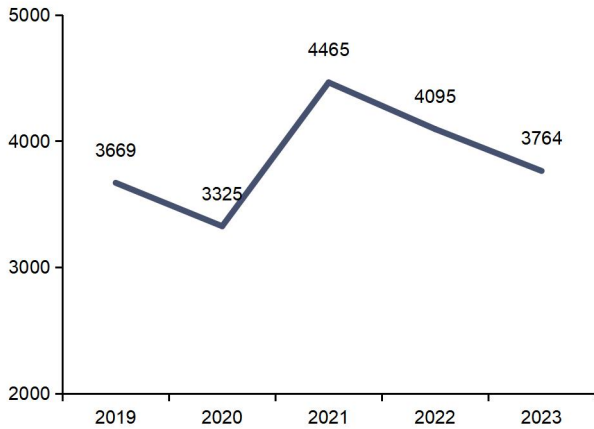
**图 15: 2020-2023 公司分品种营收占比 (%)**


资料来源: 公司年报, iFind, 信达证券研发中心

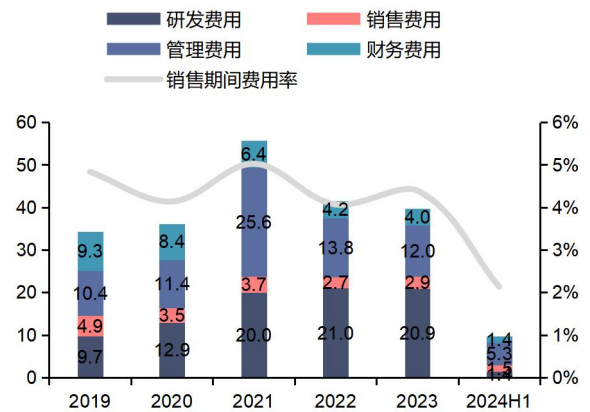
**图 16: 2020-2023 公司分品种毛利占比 (%)**


资料来源: 公司年报, iFind, 信达证券研发中心

**行业景气下行周期下, 公司大力推行降本增效, 2021 年以来公司吨钢成本呈下降态势。**公司通过持续开展对标挖潜、降本增效的活动, 有效降低了吨钢成本。2023 年, 公司钢材销售成本 608 亿元, 吨钢销售成本为 3763 元/吨, 同比下降 8.1%。公司期间费用不断下降。2023 年公司期间费用为 39.73 亿元, 同比-4.51%, 比 2022 年 (41.61 亿元) 略有下降。需要注意的是, 2021 年以来期间费用逐年降低, 分别-25.27%、-28.65%。2024 年上半年公司期间费用同比下降, 由 2023 年上半年的 19.53 亿元下降至 9.64 亿元, 期间费用率由 4.16% 下降至 2.13%, 降幅显著。

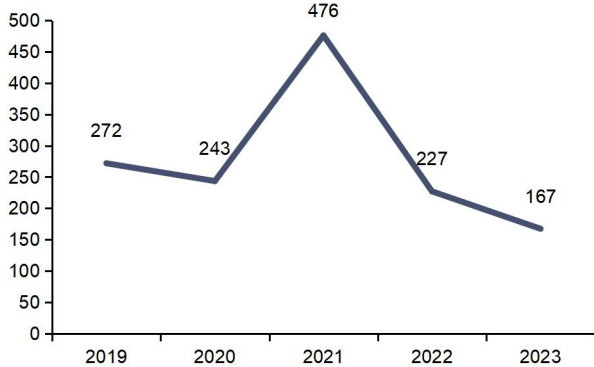
**图 17: 2019-2023 年公司吨钢成本 (元/吨)**


资料来源: 公司公告, IFind, 信达证券研发中心

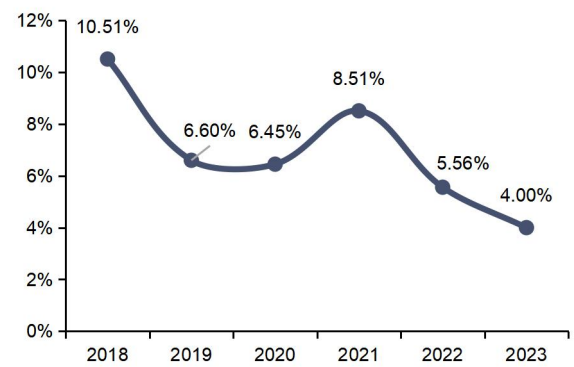
**图 18: 2019-2024H1 公司费用变动情况 (亿元)**


资料来源: 公司公告, IFind, 信达证券研发中心

2021 年以来, 公司吨钢毛利下降明显。2023 年, 公司吨钢毛利为 167 元/吨, 同比下降 26.34%。2023 年公司毛利率下降至 4%, 同比下降 1.56pct, 连续两年毛利率下跌。

**图 19: 2019-2023 公司吨钢毛利 (元/吨)**


资料来源: 公司公告, IFind, 信达证券研发中心

**图 20: 2018-2023 公司毛利率变动 (%)**


资料来源: 公司公告, IFind, 信达证券研发中心

### 3. 辉煌与跌宕: 雄关漫道真如铁, 迈向复兴新征程

#### 1.3.1 辉煌历史: 济钢与莱钢栉风沐雨数十载, 积淀深厚的企业底蕴

济钢集团前身为济南钢铁厂, 始建于 1958 年。1) 共和国缔造的第一批地方骨干钢铁企业。1957 年 2 月, 根据境内铁矿、煤炭资源丰富良好条件, 山东省人民委员会向中央提出, 在山东境内建设一座中型钢铁联合企业。同年 7 月, 国家计委、冶金部等在北京召开地方工业会议, 决定投资 1.45 亿元, 在山东建一座年产生铁 35 万吨、钢 30 万吨、钢材 25 万吨的中型钢铁联合企业, 济南钢铁厂正式成立。后来, 济钢的建设规模扩大到年产焦炭 120 万吨、生铁 90 万吨、钢锭 60 万吨、钢材 50 万吨。2) 建设规模不断扩大, 全国第四大钢铁企业。1960 年, 冶金部拟定的济钢远景规划为年产钢 200 万吨, 位列当时鞍钢、武钢、包钢之后, 为新开建的 5 个中型钢铁企业之首。3) 十一届三中全会后, 钢铁产量全国第三, 钢材产量全国第五, 中板产量全国第一。党的十一届三中全会后, 济南钢铁厂进行恢复性整顿, 1985 年实际生产水平, 年产钢 496713 吨, 铁 589926 吨, 钢材 335479 吨。在全国 39 个地方骨干钢铁企业中, 钢、铁产量分别占第三位, 钢材占第五位, 其中中板占第一位。4) 新世纪后, 公司仍位列全国十大钢铁企业。进入 21 世纪, 济钢各方面业务取得更大发展。2006 年, 济钢发展成特大型钢铁企业, 年钢产量达 1200 万吨, 跻身全国十大钢铁企

业行列。济钢生产的 4300mm 宽厚板，曾是全国最宽的中厚板。2007 年 7 月 15 日，经山东省国资委《关于济南钢铁集团公司改制为济钢集团有限公司的批复》(鲁国资企改[2007]39 号)批准改制为济钢集团有限公司。**5) 济钢集团是我国主要中厚板生产基地。**公司生产的中厚板主要包括碳素结构钢板、低合金钢板、船板、锅炉容器板、高强钢、管线钢、桥梁钢、耐腐蚀钢板等，其中船板、锅炉容器板市场占有率位居国内前茅。截至 2011 年 6 月 30 日，济南钢铁已具备了年产钢材 940 万吨的生产能力。其中，中厚板产能为 550 万吨。**6) 2004 年，济南钢铁股份有限公司上市。**济南钢铁股份有限公司是 2000 年经山东省人民政府鲁政股字[2000]55 号证书批准，2004 年 6 月 29 日，济南钢铁股份有限公司正式上市交易。

莱钢集团前身为莱芜钢铁厂，始建于 1970 年。**(1) 20 世纪 70 年代，莱芜钢铁厂肩负着为祖国炼好钢的使命应运而生。**1970 年 1 月，党中央、山东省政府和济南军区共同支持依托莱芜地区丰富的铁矿资源和悠久的冶炼历史优势建设莱钢。1987 年 5 月 7 日，经山东省委同意，省冶金总公司批准，莱芜钢铁厂更名为莱芜钢铁总厂。1996 年 5 月 14 日，山东省政府以鲁政字[1996]80 号文下达了《关于同意组建莱芜钢铁集团的批复》。省政府同意以莱芜钢铁总厂为核心，以莱芜钢铁总厂全资或控股的企业组建莱芜钢铁集团，同意莱芜钢铁总厂改制为国有独资公司，定名为“莱芜钢铁集团有限公司”，由省政府作为该公司的投资主体。**(2) 新世纪后，莱钢产品结构迈出关键性步伐。**“十五”技改工程建设累计投资 142 亿元，使产品结构调整以 H 型钢、板带材、特殊用钢为主，成为全国规模最大、品种规格最全的 H 型钢生产基地，螺纹钢比例降到了 30% 以下。**(3) 山东省第一家产量超 1000 万吨钢企，全国第六大钢企。**2005 年，莱钢集团成为山东钢铁行业第一家实现 1000 万吨钢的企业，规模、销售收入和发展质量实现了质的飞跃，与 2000 年相比，莱钢钢产量增长 5 倍、销售收入增长 7 倍。一跃成为全国特大型钢铁联合企业，跻身全国十大钢铁企业前列，位居全国第六的位置。**(4) 莱钢集团是国内规模最大、品种规格最全的 H 型钢龙头企业。**2005 年 9 月，莱钢集团的大 H 型钢生产线的投产以后，大中小型 H 型钢的产能达 330 万吨/年，在国内 H 型钢的市场占有率高达 38.48%。公司的 H 型钢荣获“中国名牌”产品称号。**(5) 1997 年，莱芜钢铁股份有限公司上市。**1997 年 8 月 26 日，经上海证券交易所批准，莱钢股份的 7,200 万股社会公众股在上海证券交易所挂牌交易。

### 1.3.2 壮阔开局：山钢集团拉开整合大幕，站在新的发展起点

顺应国家钢铁整合大势，背负山东省培植国际竞争力钢铁集团的使命。2005 年 7 月，国家发改委印发《钢铁产业发展政策》，《政策》提出，到 2010 年，全国形成两个 3000 万吨级的具有国际竞争力的特大型企业集团。由此，国内拉开了新一轮钢铁整合大幕。2006 年 12 月，山东省发改委发布《加快我省钢铁工业结构调整的指导意见》，《意见》指出“十一五”期间，山东省钢铁工业重点支持大型和特色钢铁企业发展，努力培植一个具有国际竞争力的大型钢铁集团，加快推进济钢、莱钢等大型钢铁企业的重组，组建山东钢铁集团有限公司，逐步形成布局合理、装备先进、管理水平高、能源消耗低、环境保护好、具有国际竞争力的大型钢铁企业集团。

**2008 年，山钢集团成立。**2008 年 4 月 29 日，根据《关于同意设立山东钢铁集团有限公司的批复》(鲁国资企改[2008]4 号)，山东省国资委将其持有的济钢集团股权、莱钢集团股权全部划转至山钢集团有限公司名下。重组合并前，济钢集团、莱钢集团分别以 1210、1170 万吨粗钢产量位列全球第 24、25 大钢铁企业集团。

表 1: 2007 年全球钢铁企业集团粗钢产量排名 (百万吨)

名次	企业名称	粗钢产量
1	ArcelorMitta	116.4
2	Nippon Steel	35.7
3	JFE	34
4	POSCO	31.1
5	Baosteel	28.6
6	Tata Steel	26.5
7	Anshan-Benxi	23.6
8	Jiangsu Shagang	22.9
9	Tangshan	22.8
10	US Steel	21.5
11	Wuhan	20.2
12	Nucor	20
13	Gerdau Group	18.6
14	Riva	17.9
15	Severstal	17.3
16	ThyssenKrupp	17
17	Evrz	16.2
18	Maanshan	14.2
19	SAIL	13.9
20	Sumitomo	13.8
21	Magnitogorsk	13.3
22	Techint	13.1
23	Shougang	12.9
24	<b>Jinan</b>	<b>12.1</b>
25	<b>Laiwu</b>	<b>11.7</b>

资料来源：世界钢协，信达证券研发中心

**2012年，山钢股份成立。**山钢集团成立后，间接控股济南钢铁、莱钢股份两家钢铁行业上市公司。为加快钢铁行业结构调整，推动产业升级，国务院于2009年3月制定了《钢铁产业结构调整 and 振兴规划》，明确要求在2011年之前，“推动山钢集团完成集团内产供销、人财物统一管理的实质性重组”，2011年11月，济南钢铁股份有限公司发布《换股吸收合并、发行股份购买资产暨关联交易报告书》。重组交易包括吸收合并和发行股份购买资产两个部分，即济南钢铁吸收合并莱钢股份，并向济钢集团和莱钢集团定向发行股份作为支付方式购买其相关资产。**1) 济南钢铁吸收合并莱钢股份：**济南钢铁作为存续方，采取换股吸收合并的方式，将莱钢股份换股时登记在册的股东所持有的莱钢股份的股份全部按照吸收合并协议的约定转换为济南钢铁的股份，换股吸收合并完成后，莱钢股份将注销独立法人资格。**2) 济南钢铁向济钢集团和莱钢集团定向发行股份购买资产：**济南钢铁拟向济钢集团和莱钢集团分别发行股份作为支付方式购买其钢铁相关资产济钢集团和莱钢集团用于认购股份的标的资产分为股权资产和非股权资产。2012年3月，公司股票简称由济南钢铁变更山东钢铁。

**合并后山钢集团成为全球第十一大、全国第五大钢铁集团。**2008年，由济南钢铁集团与莱芜钢铁集团重组合并后的山钢集团具备生铁产能2414万吨、粗钢产能2599万吨、钢材产能2480万吨，当年实现生铁产量2134万吨、粗钢产量2184万吨、钢材产量2091万吨。按照粗钢产量计算，新成立的山钢集团位列全球第十一大、全国第五大钢铁集团。

**表2：2008年国内钢铁企业集团粗钢产量排名（万吨）**

总量排名	钢铁企业	生铁	粗钢	钢材
1	宝钢集团	2,925	3,544.3	3,509.1
2	河北钢铁	3,036.6	3,328.4	3,013.4
3	武钢集团	2,622.7	2,773.4	2,660.6
4	沙钢集团	1,877.3	2,330.5	2,056.8
5	山东钢铁	2,134	2,184	2,091



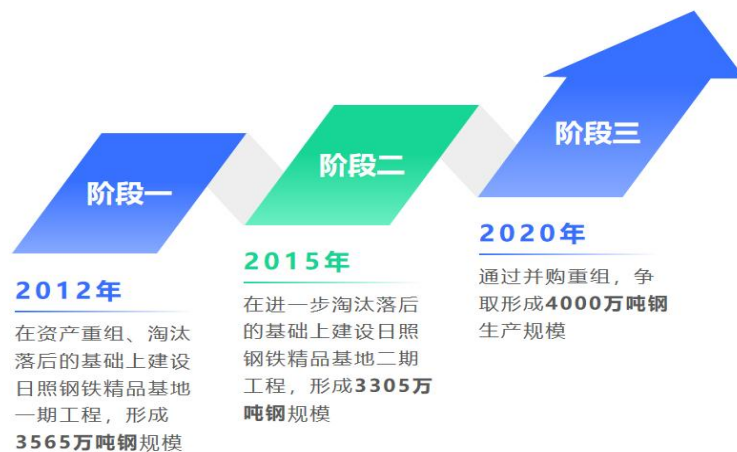
6	马钢集团	1,377.8	1,503.9	1,420.5
7	首钢总公司	1,181.1	1,219.3	1,167.7

资料来源：山东钢铁集团有限公司 2009 年度第一期中期票据募集说明书，信达证券研发中心

壮阔开局后，新生的山钢集团设立了宏大的发展战略、产业布局及重组计划：

- “三阶段”发展战略，2020 年实现粗钢产能 4000 万吨。第一阶段为淘汰起步发展阶段，到 2012 年，在资产重组、淘汰落后的基础上建设日照钢铁精品基地一期工程，形成 3565 万吨钢规模；第二阶段为淘汰提升发展阶段，到 2015 年，在进一步淘汰落后的基础上建设日照钢铁精品基地二期工程，形成 3305 万吨钢规模；第三阶段为做强做大阶段，到 2020 年，通过并购重组，争取形成 4000 万吨钢生产规模。

图 21：“三阶段”发展战略

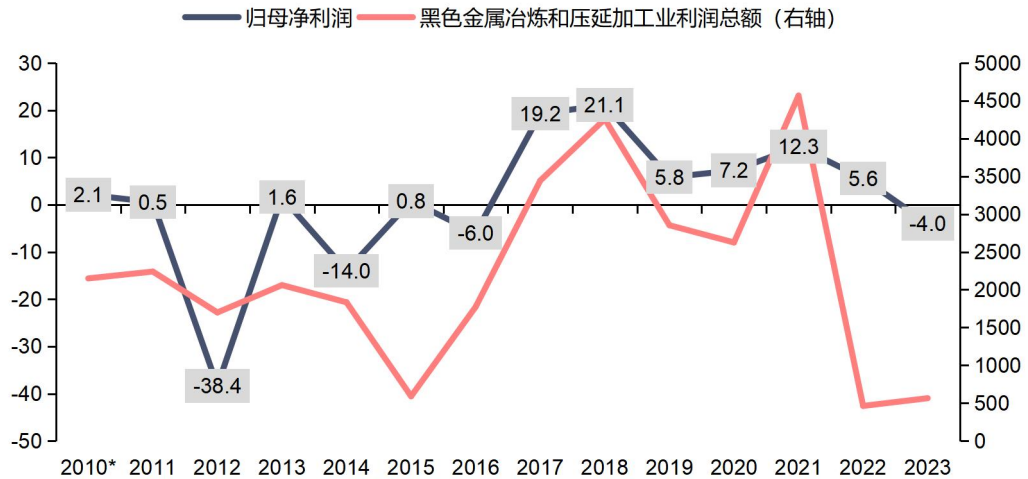


资料来源：山东钢铁集团有限公司 2009 年度第一期中期票据募集说明书，信达证券研发中心

### 1.3.3 陷入困境：行业寒冬叠加战略滞后，企业经营处境艰难

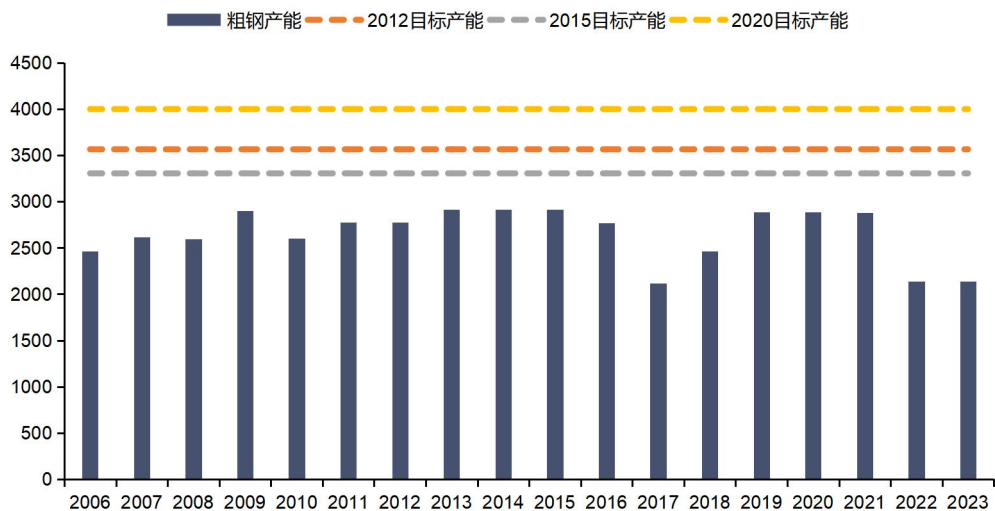
站在当前时点，回看山钢集团及山钢股份重组完成后的表现，可以发现这次重组并未实现预期效果。

- 重组后，山钢股份长期维持亏损与微利震荡。2011-2016 年，山钢股份维持亏损与微利震荡，2012 年，受钢铁行业不景气，以及公司贷款增加及利息资本化减少导致的财务费用大幅增加，公司钢铁主业盈利能力大幅下降，全年亏损 38.4 亿元。2014 年，受钢铁行业不景气及产品竞争力较弱等影响，公司全年亏损 14 亿元。

**图 22：山钢股份归母净利润与行业利润总额走势对比（亿元）**


资料来源：IFind，信达证券研发中心 注：2010 年数据为济南钢铁（山东钢铁旧称）与莱钢股份重组前归母净利润之和。

- **重组后的山钢集团及山钢股份未能实现预期的目标。**山钢集团自 2008 年重组以来，粗钢产能在 2013 年达到最高 2915 万吨，之后随着落后产能的不断退出，2020 年集团粗钢产能为 2890 万吨，远低于“三阶段”战略规划中 2020 年预期实现的 4000 万吨产能目标，2023 年集团粗钢产能仅为 2140 万吨。

**图 23：山钢集团粗钢产能（万吨）**


资料来源：山东钢铁集团募集说明书，信达证券研发中心

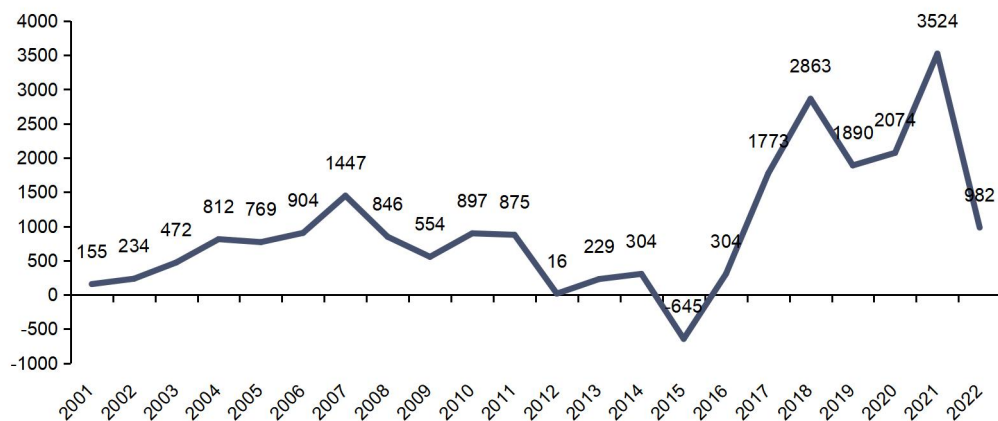
- **2023 年山钢股份再度亏损，2024 年以来股价走势不容乐观，面临面值退市风险。**2023 年山钢股份营收约 904.75 亿元，同比减少 11.55%；归属于上市公司股东净利润约 -3.996 亿元，同比锐减 172.18%。2024 年以来山钢股份的股价走势并不乐观，6 月 6 日盘中创下 2020 年 2 月以来最低点，仅为 1.13 元/股，只需一个跌停就可能触及面值退市风险。

回顾重组后陷入困境的多重原因，可以发现，既有行业问题也有重组后的管理经营问题：

- **第一，行业背景方面，全球经济危机导致需求回落及产能扩张加剧供给过剩，2008-2009 年，行业受到冲击。**需求方面，受全球经济危机以及我国经济增长趋缓影响，2008 年下半年以来，我国钢铁需求与外需极度萎缩，导致我国钢铁产品出口大

幅下降。供给方面，受到国内市场发展空间的推动，加上欲在行业整合中占据主动，钢铁企业在过去几年纷纷扩张产能。据中国钢铁工业协会公布数据显示，2008年我国粗钢产能6.6亿吨，实际产量5亿吨，出现1.6亿吨的过剩。2009年以来，国内钢铁产量维持高位，出口大幅回落，使国内供需矛盾有所加剧。**2016-2018年，累计压减粗钢产能1.5亿吨以上，实现1.4亿吨“地条钢”产能全面出清。2018年底，钢企利润好转，主观增产意愿强，2019-2020年粗钢产能有所上升。2022年起，钢铁行业再次陷入下行期。**

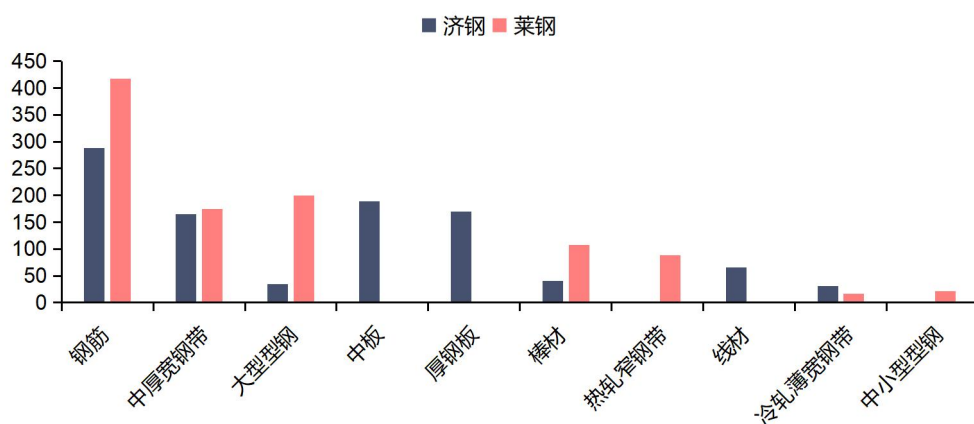
图 24：钢铁行业大中型企业利润总额（亿元）



资料来源：wind，信达证券研发中心

- **第二，产品结构方面，重组后公司内部产品结构重叠严重，资源配置效率较低。**重组后，莱钢集团是全国最大的H型钢生产企业，而济钢集团则是以中板、中厚板、热轧薄板等产品为主打。2000年以来，由于国际、国内汽车制造、轮船制造业迅猛发展，市场对冷轧钢板的需求激增，于是两家钢铁厂耗巨资上马了冷轧生产线。济钢做板材的同时，也开始大面积涉猎线材生产；莱钢保持线材优势的同时，也涉足板材生产。不仅弱化了济钢和莱钢各自的优势产品，对于重组后的山钢集团来说，产生了很多既无规模又不经济的重复建设和市场上的相互竞争。2008年，山钢集团的主要钢材产品中，济钢集团与莱钢集团在钢筋、中厚宽钢带、大型型钢、棒材等均存在程度不等的产品结构重叠，济钢集团重叠品种钢材占总产量的54.5%，莱钢集团重叠品种钢材占总产量的88.9%，山钢集团及旗下重组后的山钢股份公司的产品重叠矛盾均较为剧烈。

图 25：钢铁主体济钢集团、莱钢集团产品结构重叠较为严重（万吨）



资料来源：山东钢铁集团有限公司 2009 年度第一期中期票据，信达证券研发中心 注：数据为 2008 年产量

- **第三, 战略落地方面, 受政策影响山钢集团重组进程滞后。**2008 年重组完成后, 受政策影响山钢集团的战略规划发生过两次调整, 整体分为三个时期, 产能目标逐步下降:

**(1) 2009-2014 年, 山钢集团推进三阶段发展战略, 2020 年实现粗钢产能 4000 万吨。**

第一阶段为淘汰起步发展阶段, 到 2012 年, 在资产重组、淘汰落后的基础上建设日照钢铁精品基地一期工程, 形成 3565 万吨钢规模; 第二阶段为淘汰提升发展阶段, 到 2015 年, 在进一步淘汰落后的基础上建设日照钢铁精品基地二期工程, 形成 3305 万吨钢规模; 第三阶段为做强做大阶段, 到 2020 年, 通过并购重组, 争取形成 4000 万吨钢生产规模。到 2020 年, 综合竞争力跻身国际钢铁企业前 10 强, 成为世界 500 强中的优秀企业。

**(2) 2015-2018 年, 山钢集团发展目标下调, 2020 预期实现粗钢产能 3000 万吨。**

这一时期, 山钢集团的战略规划提出: 优化提升钢铁业务, 积极稳妥发展矿业业务, 大力发展金融业务, 加快发展贸易物流业务, 稳健发展房地产业务, 培育壮大战略性新兴产业, 到 2020 年实现; 集团公司营业收入达到 2,000 亿元以上, 晋级全球 500 强; 实现利税 150 亿元, 集团净资产收益率 8%左右; 粗钢生产能力达到 3,000 万吨以上, 战略性高端钢材产品比重超过 20%; 钢铁业劳动生产率达到了 800~1,000 吨钢/人年; 区域性龙头企业的市场地位和竞争优势突出。

**(3) 2019-至今, 山钢集团发展目标逐步转向脱离量级目标。**

根据山钢集团改建为投资公司的发展需要, 多元产业将重点发展与钢铁主业关联性强、具有基础优势、市场前景广阔、综合贡献大的产业。同时, 积极探索和加快培育新兴产业, 逐步形成以钢铁为核心业务, 以矿业、金融、贸易物流、房地产为发展业务, 以环保节能、信息技术、粉末冶金、铸管、新材料、农用机械等作为培育业务, 总体上形成“1+N”的产业格局, 分别实行专业化管理。

山钢集团战略规划目标不断降低, 直至删去具体量级目标。回看 2008 年重组合并时制定的重组路线, 山钢集团计划兼并重组青钢、日钢、石横特钢、齐鲁特钢、山东闽源等公司的目标均未实现, 仅在 2019 年, 山钢股份通过其控股子公司山钢集团日照有限公司, 以 14.96 亿元人民币的自筹资金购买山东闽源钢铁有限公司位于济南市章丘区的现有生铁 119 万吨、粗钢 170 万吨产能指标。

### 1.3.4 蓄势待发: 中国宝武集团战略投资山钢集团, 迎来发展新局面

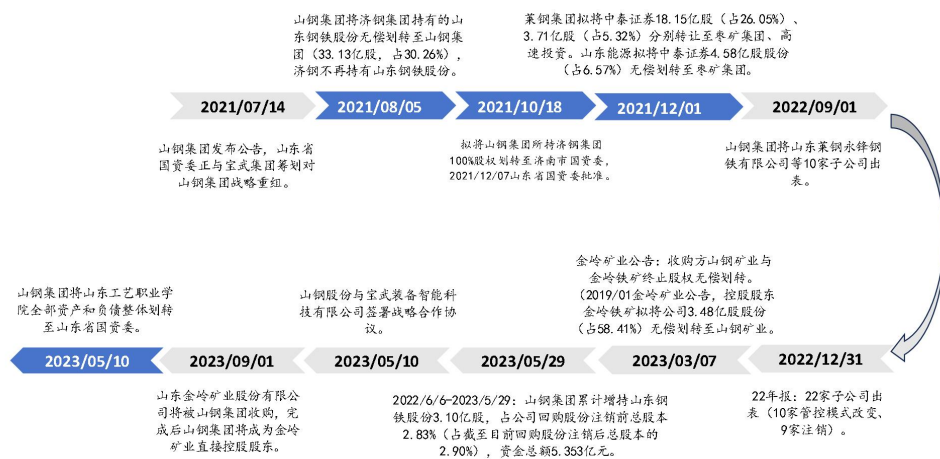
“两大基地、四大集群”, 做大做强山钢是山东省钢铁产业布局的重要一环。(1) 2018 年 11 月, 山东省发布《山东省先进钢铁制造产业基地规划(2018—2025)》, 《规划》提出将重点打造两大基地和四大集群。即日—临沿海先进钢铁制造产业基地和莱—泰内陆精品钢生产基地, 日照先进钢铁制造产业集群、临沂临港高端不锈钢与先进特钢制造产业集群、莱芜精品钢和 400 系不锈钢产业集群、泰安特种建筑用钢产业集群。山钢股份的莱芜分公司、日照精品钢基地分别对应打造的两大基地及四大集群中的两大集群(日照先进钢铁制造产业集群、莱芜精品钢和 400 系不锈钢产业集群)。(2) 2021 年 11 月, 山东省发布《山东省钢铁产业“十四五”发展规划》, 要求着力打造沿海和内陆两大钢铁产业基地。其中, 日—临沿海先进钢铁制造产业基地以日照精品基地和日照、青岛等地重点企业为支撑, 大力推动内陆产能向沿海转移; 莱—泰内陆精品特钢产业基地以莱芜、泰安现有钢铁企业为依托, 在不增加产能的前提下加快区域整合。(3) 2023 年 1 月, 山东省发布《山东省建设绿色低碳高质量发展先行区三年行动计划(2023—2025 年)》, 再次要求做大做强日—临沿海先

进钢铁基地，优化提升莱—泰内陆精品钢基地。推动内陆非规划基地钢铁产能应退尽退，沿海地区钢铁产能占比大幅提升。对山钢集团来讲，山东省相关政策支持，为山钢钢铁制造业发展提供了转型升级、提速扩能的历史机遇，是“十四五”及未来较长时期山钢钢铁制造业实现规模提升的最佳时机。山东省推进制造业重点产业链长制，确定山钢集团为钢铁产业链“链主”企业，为山钢钢铁制造业提升产业链竞争优势提供了机遇。

在以上政策规划的引导下，早在 2021 年，中国宝武集团就开始筹划重组山钢集团。2021 年 7 月，山钢股份公司发布《山东钢铁股份有限公司关于涉及山东钢铁集团有限公司战略重组的提示性公告》，提示山东省人民政府国有资产监督管理委员会正在与中国宝武钢铁集团有限公司筹划对山钢集团战略重组事项。从 2021 年开始，中国宝武集团与山钢集团之间就开展了深度的相关业务的交流，逐渐为进一步整合融合工作做准备。

2023 年底，山钢集团、山钢股份分别获得中国宝武集团、宝钢股份战略投资。2023 年 12 月，山东省人民政府与中国宝武钢铁集团有限公司在山东省济南市签署合作框架协议及相关投资协议，中国宝武战略投资山钢集团。通过本次战略投资，中国宝武将持有山钢集团 49% 股权，宝钢股份将持有山钢日照 48.61% 股权。

图 26: 宝武重组山钢历程回顾



资料来源：YY 评级，YY Odin，信达证券研发中心

中国宝武战投山钢后，山钢集团领导班子也迎来调整。2024 年 2 月，山钢集团干部会议宣布山东省委关于山钢集团领导班子调整的决定：张宝才任山钢集团党委委员、常委、书记，提名为董事、董事长人选；解旗任山钢集团党委委员、常委、副书记、总经理，提名为董事人选。此外，山钢集团及控股子公司山钢股份等重点子企业的领导班子和中层干部均出现较大调整，且中国宝武集团派驻多名核心高管。

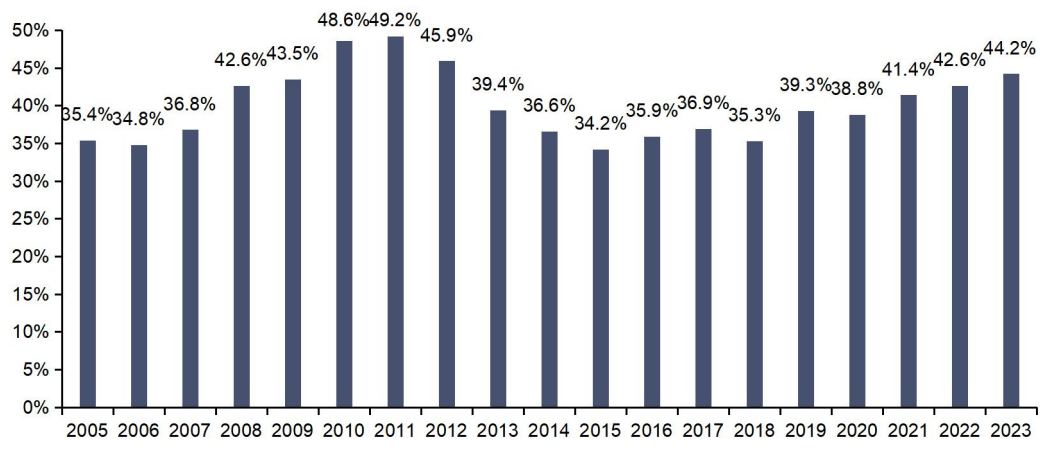
深厚文化底蕴助力山钢股份周期底部向上。山钢集团诞生于莱钢集团、济钢集团的兼并重组，山钢股份诞生于济南钢铁、莱钢股份的合并重组，山钢集团、山钢股份同样也分别传承了合并主体悠久的历史、深厚的文化底蕴，自成立以来，山钢集团、山钢股份不断强化优良文化传承，努力推动莱钢、济钢优良传统的内化，在集团和上市公司层面形成了良好的发展环境，有望在当前时期发挥重大作用，助力公司周期底部向上。

## 二、钢铁供需矛盾有望缓解，山东具备周期底部向上潜力

### 1.供给：供给矛盾仍突出，产能出清较缓慢

我国钢铁行业集中度远低于发达国家水平，供给矛盾突出。中国的钢铁行业 CR10 从 2011 年的 49.2% 下滑到 2018 年的 35.3%，随后 CR10 开始逐步回升，2023 年钢铁行业 CR10 44.2%，距离《关于推动钢铁工业高质量发展的指导意见（征求意见稿）》中 60% 的目标仍有较大差距。对比来看，发达国家粗钢产量达峰后，为应对国内外激烈的市场竞争，产业集中度持续提升或保持高位，CR10 均超过 70%，显著高于我国当前水平。

图 27：2005-2023 年钢铁行业 CR10（%）



资料来源：钢之家，信达证券研发中心

**2016 年起开始钢铁行业供给侧结构性改革，结束行业利润下行。**2015 年 11 月，中央财经领导小组第十一次会议提出供给侧结构性改革，2016 年 2 月，国务院印发《关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》，计划用 5 年时间压减粗钢产能 1-1.5 亿吨。2016-2018 年，累计压减粗钢产能 1.5 亿吨以上，实现 1.4 亿吨“地条钢”产能全面出清。2017 年 1 月，发改委、工信部联合出台《关于运用价格手段促进钢铁行业供给侧结构性改革有关事项的通知》，进一步利用差别电价、阶梯电价等价格手段促进钢铁行业供给侧结构性改革，当年 5 月，《2017 年钢铁去产能实施方案》发布，要求 6 月 30 日前，“地条钢”产能依法彻底退出，2017 年 6 月 30 日，取缔“地条钢”任务顺利按期完成，1.4 亿吨“地条钢”产能全部出清。

**2018 年后，我国钢铁产业重点由淘汰转向转移、置换，但整体置换比例和效果不及预期。**为了严禁钢铁行业新增产能，推进布局优化、结构调整和转型升级，工业和信息化部于 2017 年 12 月印发《钢铁行业产能置换实施办法》自 2018 年 1 月 1 日开始实施。据中国能源报统计，2018 年实施该办法以来至 2020 年，预计退出炼铁产能 17368 万吨，新投炼铁产能 14175 万吨，净退出 3193 万吨，整体退出比例在 1.18:1；退出炼钢产能 16525 万吨，新投炼钢产能 13895 万吨，净退出 2630 万吨，整体退出比例在 1.15:1。产能置换虽持续推进，但整体置换比例和效果，未符合相关要求，甚至在部分区域甚至存在老旧产能重新进入市场的情况。

表 3：2017 年以来产能置换建设项目按年份分布情况

	铁产能		钢产能	
	数量，座	产能，万吨	数量，座	产能，万吨
2017	52	7015	97	9671
2018	32	5184	35	4484
2019	64	9906	78	10200
2020	5	842	6	679

小计（暂停前）	153	22947	216	25034
2021	51	8033	78	8480
2022	22	3212	49	4559
2023年1-4月	12	1655	21	2203
小计（新办法）	85	12900	148	15242
合计	238	35847	364	40276

资料来源：冶金工业信息标准研究院、信达证券研发中心

自2021年起，钢铁行业粗钢产量调控工作开始，作为深化供给侧结构性改革的重要举措。2020年12月28日的全国工业和信息化工作会议上，时任工信部部长提出“坚决压缩粗钢产量，确保粗钢产量同比下降”，这意味着钢铁行业已由去产能转向新阶段的产能产量双控。2021-2023年的年度粗钢产量打破了2017-2020年的快速增长趋势，基本实现平控目标。

图 28：2015-2023 年粗钢产量变动值（万吨）



资料来源：IFind，信达证券研发中心 注：蓝色为增长，粉色为下降。

2024 年以来，中国钢铁行业推进供给侧结构性改革，产量调控与产业优化并举。2024 年，全球经济增长放缓、产业结构调整以及环保减排压力增大，国内钢铁生产企业面临结构化供需矛盾，钢价大幅下行，亏损压力加大。在此背景下，国家发改委宣布，将继续开展全国粗钢产量调控工作，坚持节能降碳重点，区分情况、分类指导，推动钢铁产业结构调整优化。

总量上，严禁新增粗钢产能、粗钢产量平控将持续推进，但产能出清进程预计缓慢。2022 年 5 月，工信部、发改委、生态环境部联合印发《关于促进钢铁工业高质量发展的指导意见》，要求坚持总量控制。优化产能调控政策，深化要素配置改革，严格实施产能置换，严禁新增钢铁产能。2024 年 5 月，国务院印发《2024—2025 年节能降碳行动方案》。《方案》要求，加强钢铁产能产量调控。严格落实钢铁产能置换，严禁以机械加工、铸造、铁合金等名义新增钢铁产能，严防“地条钢”产能死灰复燃。2024 年继续实施粗钢产量调控。“十四五”前三年节能降碳指标完成进度滞后的地区，“十四五”后两年原则上不得新增钢铁产能。

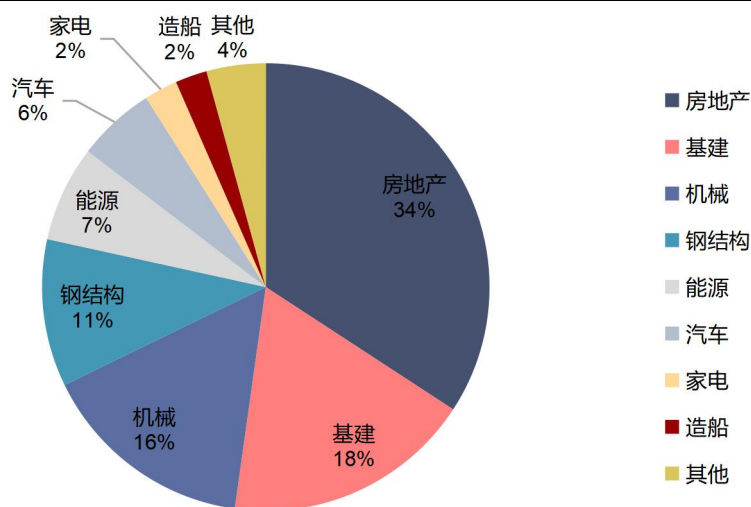
结构上，钢铁行业落后产能将成为重点优化对象，先进产能将享受红利。一方面，需求的变动带动供给升级，先进产能享受“品种盈利”红利。传统产业的改造升级和战略性新兴产业的高速发展，对钢材强度、韧性、耐高温低温、疲劳寿命等综合性能提出了更高要求，新的钢铁需求潜力不断释放。2023 年 8 月，工业和信息化部等七部门联合印发《钢铁行业稳增长工作方案》，提出实施技术创新改造行动、钢材消费升级行动、供给能力提升行动以及龙头企业培育行动，着力提高钢铁供给质量，培育钢铁先进产能。另一方面，钢铁生产过程加速绿色低碳转型，先进产能允许生产规模更大、成本更低。产能端，要求新建产能达到能效标杆水平和环保绩效 A 级水平，现有产能完成超低排放改造。2024 年 5 月，《2024—2025 年节能降碳行动方案》、《钢铁行业节能降碳专项行动计划》相继印发，《方案》及《计划》均指出新建和改扩建钢铁冶炼项目必须达到能效标杆水平和环保绩效 A 级水平。要求到

2025 年底，全国 80% 以上的钢铁产能需要完成超低排放改造。**产量端，重点压减落后产能粗钢产量，扶优汰劣，先进产能受行政限产影响小。**自执行粗钢产量平控政策以来，重点压减落后产能粗钢产量。在 2021 年的钢铁去产能“回头看”工作中，明确要求重点压减环保绩效水平差、耗能高、工艺装备水平相对落后的企业的粗钢产量，并避免“一刀切”。2024 年，国家发展改革委、工信部、生态环境部、应急管理部、国家统计局会同有关方面将继续开展全国粗钢产量调控工作，坚持以节能降碳为重点，再次强调区分情况、有保有压、分类指导、扶优汰劣，推动钢铁产业结构调整优化，促进钢铁行业高质量发展。

## 2.需求：地产下行终有时，风物长宜放眼量

从行业分布看，**房地产和基建组成的建筑为钢铁最主要下游。**根据 Mysteel 测算，2022 年，房地产、基建用粗钢量分别为 3.3 亿吨、1.8 亿吨，两者合计占比超 50%，近几年由于房地产景气不佳，整体占比有所下滑。机械、钢结构、能源用钢量仅次于建筑行业，占比分别为 16%、11%、7%。

图 29：钢材下游分行业需求占比（%）

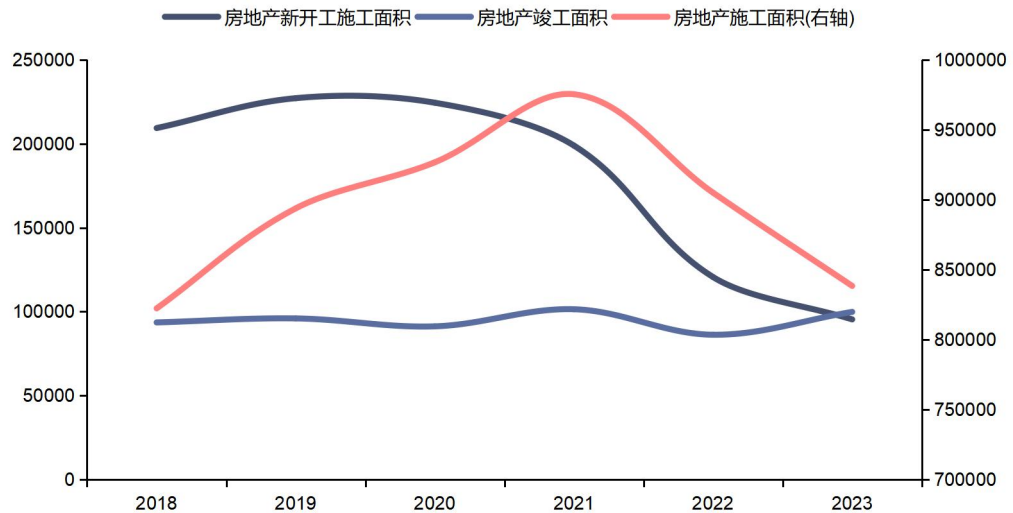


资料来源：Mysteel，信达证券研发中心 注：数据为 2022 年测算值

**2020 年以来，粗钢表观消费量已实质性下降 1.2 亿吨。**2020 年，粗钢产量 10.65 亿吨，当年粗钢净出口约 1700 万吨，国内需求量 10.5 亿吨。2023 年，粗钢产量 10.2 亿吨，当年粗钢净出口约 9000 万吨，国内需求量 9.3 亿吨。3 年间，国内粗钢需求量已下降 1.2 亿吨。

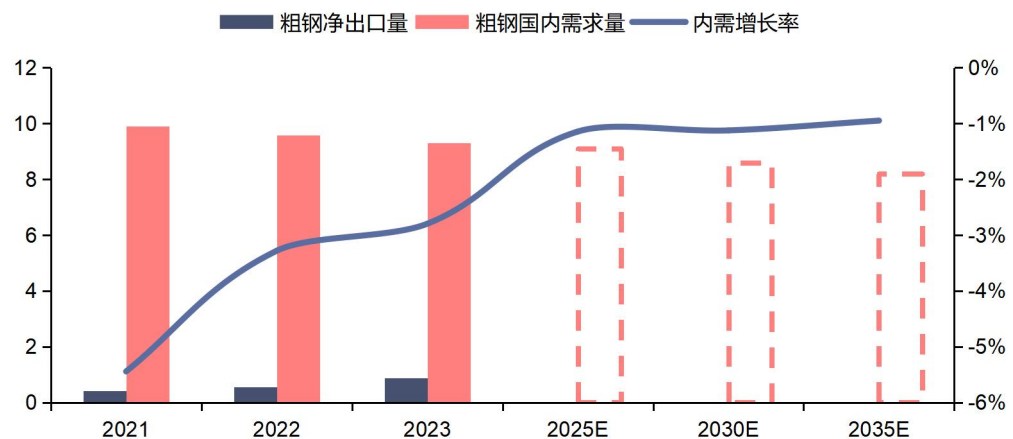
**钢铁下游核心需求房地产下行压力仍存，但下行终有时。**2024 年上半年，我国房地产新开工、施工、竣工累计面积分别为 3.8 亿平方米、69.7 亿平方米、2.65 亿平方米，累计同比分别 -23.7%、-12%、-21.8%，房地产仍在下滑通道。**但需要注意的是，国家层面不断推出房地产宏观调控政策，房地产有望逐步趋稳。**包括取消房贷利率下限、下调首付款比例和公积金贷款利率等提振住房消费措施，以及推动收购存量商品房用作保障性住房等盘活存量住房措施。



**图 30：房地产新开工、施工、竣工面积（万平方米）**


资料来源：IFind，信达证券研发中心

短期降速不断收窄，中长期钢铁减量发展速度预计趋缓。从下降速度来看，2021-2023 年，粗钢表观消费量降速分别为 5.4%、3.3%、2.8%，降速不断收窄。展望未来，根据中国钢铁工业协会预测，到 2025 年，钢材需求将达到 8.7 亿吨，粗钢需求将达到 9.1 亿吨，粗钢产量将达到 9.5 亿吨；到 2030 年，钢材需求将达到 8.3 亿吨，粗钢需求将达到 8.6 亿吨，粗钢产量将达到 9.0 亿吨；到 2035 年，钢材需求将达到 7.9 亿吨，粗钢需求将达到 8.2 亿吨，粗钢产量将达到 8.5 亿吨。2023-2035 年，粗钢需求年降幅仅 1500 万吨，CAGR 为 -1.6%。

**图 31：粗钢需求拆分（亿吨，%）**


资料来源：IFind，中国钢铁工业协会，信达证券研发中心

发达国家一次达峰到首次基本平稳的减量时间持续约 10 年、产量降幅约 14%-44%，产钢大国至今仍有相对峰值约 64%-83% 的产量。减量时间方面，除日本两年外，上述发达国家粗钢产量从峰值到基本平稳大概需要十年时间；减量幅度方面，日本和德国因钢材出口占比较高，粗钢产量降幅相对较小，美国、英国因钢铁产业竞争力下降，大部分时间为钢材净进口国，粗钢产量降幅相对较大。50 年后的现在，美、日、德产钢大国粗钢产量仍保持峰值的 60% 以上。参照发达国家经验及钢铁工业协会预测，我们预计，我国钢铁减量期预计持续 10 年左右，粗钢产量将较长时间维持 8 亿吨左右的规模。

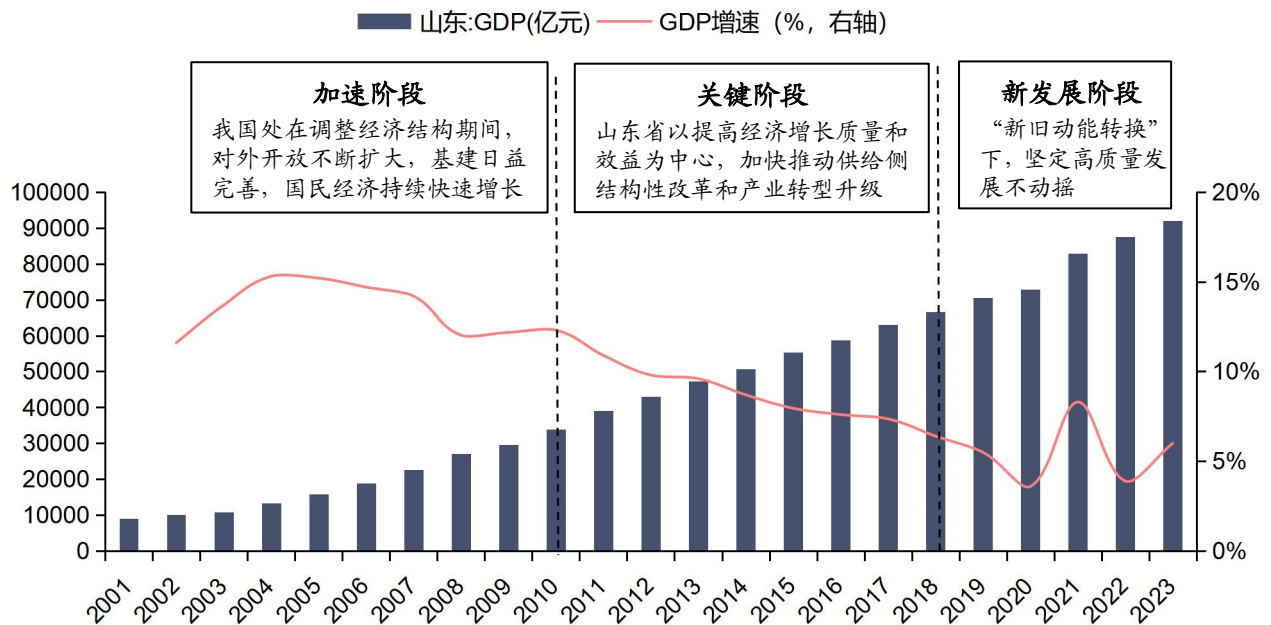
**表 4: 部分发达国家粗钢产量达峰到首次基本平稳发展时间和减量幅度表**

国家	减量发展时间	减量幅度	2019 产量与峰值比值
美国	1973-1984,11 年	约 39%	64%
日本	1973-1975,2 年	约 14%	83%
德国	1974-1985,11 年	约 24%	74%
英国	1970-1981,11 年	约 44%	26%
法国	1974-1984,10 年	约 30%	53%

资料来源: 张龙强《发达国家粗钢产量达峰后发展历程分析》、信达证券研发中心

### 3. 区位: 优质供给渐集中, 区域需求潜力大

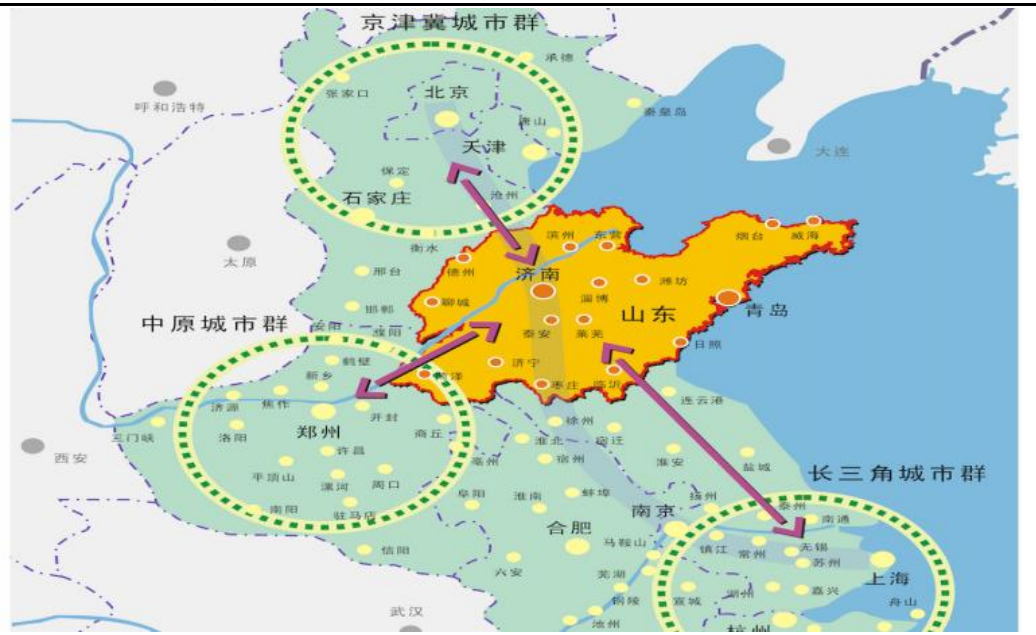
**山东地理位置具有独特性, 战略地位较强。**山东地处我国东部沿海, 北接京津冀, 南连长三角, 西引黄河流域, 东与日韩隔海相望, 是我国重要的工业基地和北方地区经济发展的战略支点, 港口资源丰富, 为我国重要的出海口及海内外贸易的枢纽。山东在我国加快构建新发展格局、全面建设社会主义现代化国家新征程中具有重要地位。

**图 32: 山东近年来发展历程一览**


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

**山东省工业门类齐全, 省域及周围省份钢铁需求庞大。**山东省工业门类齐全, 拥有全部 41 个工业大类、207 个工业中类中的 197 个、666 个工业小类中的 603 个, 是名副其实的工业大省、制造业大省。虽然自身钢铁产量庞大, 但山东省是钢材净调入省份。此外, 山东省地处京津冀、长三角及中原城市群交界处, 周围的河北、河南、江苏、安徽均为制造业大省, 山东省及周边地区是我国钢材消费的重点地区。

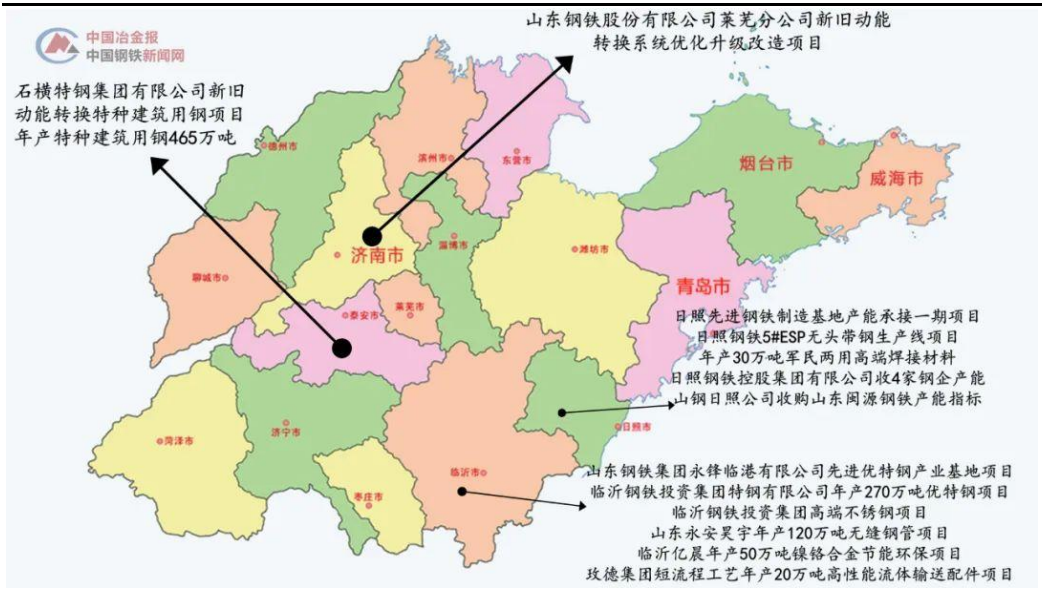
图 33：山东地处京津冀、长三角及中原城市群交界处



资料来源：山东省人民政府，信达证券研发中心 注：统计数据不完全

### 山东省钢铁产能庞大，供给质量较高，具备周期底部向上的资产潜力

- **生产规模上，山东省钢铁产量仅次于河北和江苏位居第三。**受到国家落后产能淘汰政策实施的影响，自 2016 年以来，山东省生铁、粗钢、钢材产量占比逐年降低，到 2019 年降至最低，2023 年山东省生铁产量 7294 万吨，占全国产量 8.37%；粗钢产量 7456 万吨，占全国产量 7.32%；钢材产量 10859 万吨，占全国产量 7.97%，但仍为全国第三大钢铁生产省份。
- **产业布局上，山东省钢铁产能向日临-莱泰一线转移，区域产业集中度得到显著提升。**2018 年 11 月，山东省就钢铁行业的调整和转型发展专门制定了《山东省先进钢铁制造产业基地规划（2018—2025）》，明确提出了力争用 5 年左右时间，大幅压减转移京津冀大气污染传输通道城市和胶济铁路沿线资源环境承载压力较大地区的钢铁产能，逐步向日-临沿海先进钢铁制造产业基地和莱-泰内陆精品钢生产基地转移；2021 年 11 月，山东省工信厅发布《山东省钢铁产业“十四五”发展规划》，要求济南（莱芜区、钢城区除外）、淄博、聊城、滨州、潍坊等传输通道城市和胶济沿线钢铁企业产能应退尽退，青岛董家口、日照岚山、临沂临港等沿海地区钢铁产能占比提升到 70%以上；2023 年 1 月，山东省委省政府发布《山东省建设绿色低碳高质量发展先行区三年行动计划（2023—2025 年）》，要求做大做强日—临沿海先进钢铁基地，优化提升莱—泰内陆精品钢基地，推动内陆非规划基地钢铁产能应退尽退，沿海地区钢铁产能占比大幅提升。目前，山东炼钢产能集中在东南及中部部分地区，西部钢厂产能明显减少，山东省钢铁企业已经陆续向日临-莱泰一线转移。根据我的钢铁网统计，截至 2023 年，日照、临沂、莱芜、泰安四地的炼钢产能占全省总产能的占比已经超过 80%，潍坊地区炼钢产能占全省总产能的 10%，其余地区仅占 6%，主要包含德州、济南、滨州及青岛四地。

**图 34：山东省钢铁产业战略布局项目**


资料来源：中国冶金报，中国钢铁新闻网，信达证券研发中心 注：统计数据不完全

- **产能结构上，山东省钢铁产能置换进程较快。**2021年4月，山东省新旧动能转换综合试验区建设领导小组印发《全省落实“三个坚决”行动方案（2021—2022年）》，该文件进一步明确：到2022年，山东省转移退出炼钢产能2141万吨、炼铁产能2238万吨。其中，京津冀大气污染传输通道城市（不含济南市莱芜区、钢城区）钢铁产能原则上全部转移退出，合计炼钢产能1886万吨、炼铁产能1975万吨；通道城市外炼钢产能255万吨、炼铁产能263万吨。从落实情况看，2021年退出炼钢产能465万吨、炼铁产能507万吨；2022年退出炼钢产能1676万吨、炼铁产能1731万吨。

**表 5：2019年以来山东省产能置换信息汇总**

年份	牵头部门	政策文件	建设和置换项目
2019/4/8	山东省工业和信息化厅	泰安特种用钢建设项目产能置换方案公告	石横特钢集团有限公司 450m 高炉 1 座、1080m <sup>3</sup> 高炉 2 座、45t 转炉 2 座、60t 转炉 1 座退出 山东鑫华特钢集团有限公司 1350m <sup>3</sup> 高炉 2 座、120t 转炉 2 座退出 石横特钢集团有限公司 1460m <sup>3</sup> 高炉 2 座、1350m <sup>3</sup> 高炉 2 座、100t 转炉 3 座、105t 转炉 1 座拟建
2019/6/26	山东省工业和信息化厅	山东钢铁集团永锋临港有限公司钢铁项目产能置换方案公告	山东钢铁集团永锋淄博有限公司 1350m <sup>3</sup> 高炉 1 座、120t 转炉 2 座、山东莱钢永锋钢铁有限公司 530m <sup>3</sup> 高炉 2 座、1080m <sup>3</sup> 高炉 3 座、120t 转炉 2 座产能退出 山东钢铁集团永锋临港有限公司 1750m <sup>3</sup> 高炉 2 座、137t 转炉 2 座、3070m <sup>3</sup> 高炉 1 座、250t 转炉 1 座拟建
2019/11/8	山东省工业和信息化厅	山东泰山钢铁集团有限公司产能置换方案公告	山东泰山钢铁集团有限公司 60t 转炉 2 座、70t 转炉 1 座退出 山东泰山钢铁集团有限公司 117t 转炉 2 座拟建
2019/11/8	山东省工业和信息化厅	山东富伦钢铁集团有限公司产能置换方案公告	山东富伦钢铁集团有限公司 420m <sup>3</sup> 高炉 2 座、1250m <sup>3</sup> 高炉 1 座退出 山东富伦钢铁集团有限公司 2500m <sup>3</sup> 高炉新建
2019/12/12	山东省工业和信息化厅	日照钢铁控股集团有限公司产能置换方案公示	淄博齐林傅山钢铁有限公司 630m <sup>3</sup> 高炉 1 座、40t 转炉 1 座退出 山东隆盛钢铁有限公司 630m <sup>3</sup> 高炉 1 座、720m <sup>3</sup> 高炉 1 座、65t 转炉 2 座退出 日照钢铁控股集团有限公司 3000m <sup>3</sup> 高炉 1 座、120t 转炉 2 座拟建
2021/12/13	山东省工业和信息化厅	山东钢铁集团日照有限公司日照钢铁精品基地短流程绿色智慧示范项目产能置换方案公示	山东同源钢铁有限公司 550m <sup>3</sup> 高炉 2 座、60t 转炉 2 座退出 山东钢铁集团日照有限公司 160t 电炉、160t 精炼炉 2 座拟建
2022/8/15	山东省工业和信息化厅	日照钢铁控股集团有限公司产能置换方案调整变更公示	淄博齐林傅山钢铁有限公司 40t 转炉、山东隆盛钢铁有限公司 65t 转炉 2 座退出 日照钢铁控股集团有限公司 300t 转炉拟建
2023/6/16	山东省工业和信息化厅	日照钢铁控股集团有限公司产能承接升级改造二期项目产能置换方案公示	日照钢铁控股集团有限公司 3000m <sup>3</sup> 高炉 3 座、转炉 120t 1 座拟建 此前置换产能，9 座小型高炉在以上建设项目建成投产之前退出

资料来源：山东省工信厅，卓创钢铁，信达证券研发中心

- **工艺结构上，山东省积极推动低碳绿色转型，大力发展短流程电炉炼钢。**2021年11月，山东省工信厅印发《山东省钢铁产业“十四五”发展规划》，要求大力发展电炉短流程炼钢工艺，到2025年，短流程电炉炼钢占比达到20%左右。

**表 6：2015-2024 年山东省钢铁发展政策梳理**

时间	政策名称	重点内容
2023.4	山东省生态环境厅等五部门联合发布《关于全省长流程钢铁企业环保绩效全面创 A 工作的通知》	《通知》梳理出四项重点任务。一是制定“一厂一策”创 A 方案。二是进一步提高清洁运输比例。三是强化有组织排放深度治理。四是提升无组织排放管控水平。
2023.1	山东省委、省政府印发《山东省建设绿色低碳高质量发展先行区三年行动计划（2023—2025 年）》	通过产能置换、指标交易、股权合作等方式兼并重组，做大做强日—临沿海先进钢铁基地，优化提升莱—泰内陆精品钢基地，推动内陆非规划基地钢铁产能应退尽退，沿海地区钢铁产能占比大幅提升。
2022.12	山东省生态环境厅等 22 部门联合发布《山东省深入打好重污染天气消除、臭氧污染防治和柴油货车污染治理攻坚战行动方案（征求意见稿）》	2025 年年底前，胶济铁路沿线地区钢铁产能和全省落后钢铁产能全部退出，逐步推进步进式烧结机、球团竖炉、独立烧结（球团）和独立热轧等淘汰退出。
2021.11	山东省工信厅发布《山东省钢铁产业“十四五”发展规划》	“十四五”时期，钢铁产业主营业务收入年均增长 10% 左右，短流程炼钢占比达到 20% 左右，钢铁企业劳动生产率翻番，达到 1500 吨/人·年；传输通道城市和胶济沿线钢铁企业产能应退尽退；到 2025 年，钢铁冶炼压延及深加工配送产业总产值突破 1 万亿元；高端精品钢占比达到 50%，钢材精深加工率达到 25% 左右，废钢在钢铁原料中占比达 30% 左右等。
2021.4	山东省新旧动能转换综合试验区建设领导小组印发了《全省落实“三个坚决”行动方案（2021—2022 年）》	到 2022 年，山东省转移退出炼钢产能 2141 万吨、炼铁产能 2238 万吨，鼓励胶济铁路沿线地区的钢铁产能提前转移退出。
2020.5	山东省工信厅发布关于印发《2020 年山东省利用综合标准依法依规推动落后产能退出工作方案》	以钢铁等行业为重点，促使落后产能依法关停退出。对钢铁等行业能耗、电耗达不到强制性标准的产能，执行差别电价、阶梯电价、惩罚性电价和超定额用水累进加价等差别化能源资源价格。
2020.3	山东省人民政府办公厅印发《进一步规范产能过剩和高耗能行业工业投资项目办理加强事中事后监管工作的通知》	严格控制产能过剩和高耗能行业新建项目；严格执行产能置换，置换比例：大气污染传输通道城市 2020-2022 年依次为 10%、25%、40%，胶济铁路沿线城市 2022-2025 年为 10%、20%、30%、40%。没有执行产能置换的项目，一律不予办理立项手续。
2018.11	山东省人民政府印发《关于加快七大高耗能行业高质量发展的实施方案的通知》	严控钢铁总产能，用 5 年时间，大幅压减转移京津冀大气污染传输通道城市和胶济铁路沿线地区的钢铁产能。目标：到 2025 年，电炉钢占比达到 20% 左右；省内产能排在前 2 位的钢铁企业（集团）产业集中度达到 70% 以上；钢铁企业劳动生产率翻一番，达到 1500 吨/人·年。
2018.10	山东省委、省政府出台《山东省先进钢铁制造产业基地发展规划（2018-2025 年）》	到 2025 年，沿海钢铁产能占比达到 70% 以上，合金钢比重提高至 20% 以上，全面实现“四提四戒”，具有国际水准的先进钢铁制造产业基地建设取得重大进展。
2015.4	山东省人民政府办公厅关于印发《山东省推进工业转型升级行动计划（2015-2020 年）》的通知	优化钢铁产业布局，推动内地产能向沿海临港发展。推进企业联合重组，提高产业集中度。坚持减量提效，加快淘汰落后产能。加快实施青钢搬迁，建设日照钢铁精品基地，组建形成山钢、淄博齐鑫、潍坊精特、邹平钢铁、鲁中钢铁、临沂钢铁 6 大钢铁冶炼企业集团等。

资料来源：山东省人民政府，山东省生态环境厅，山东省发改委，山东省荣成市人民政府，山东省工信厅，华夏网，信达证券研发中心

### 三、优质资产精益经营，“困境突围”未来可期

#### 1.山钢宝武深度融合，复兴山钢正当时

##### 3.1.1 中国宝武协同支撑山钢集团，购产销研体系深度融合

战投山钢是中国宝武集团与山东省政府的深度合作。2023年末，山东省人民政府与中国宝武钢铁集团有限公司签署合作框架协议及相关投资协议。中国宝武表示，通过本次战略投资，中国宝武将充分发挥管理、技术、人才和品牌优势，充分借重山东省独特的区位、资源和产业优势，与山东省共同做强做优山钢集团，提升其核心竞争力，实现产业要素资源的集聚和优化配置，助力山东深化新旧动能转换和中国钢铁产业实现高质量发展。在钢铁行业减量调结构的长周期下行时期，宝武以市场化方式战略投资山钢集团、宝钢股份战略投资山钢日照有重大战略意义，要坚定不移协同支撑山钢日照，把山钢日照建设成为我国钢铁工业由大变强的标志性项目。2023年以来，山东加强省属企业主责主业管理，启动“一企一业、一业一企”改革试点，推动优质资源向优势企业、企业主业集中。可以预见，未来山东省将基于与中国宝武的深度合作，推动优质资源向山钢集中。

山钢集团与中国宝武集团购、产、销、研体系深度融合，其实质意义远超一般股权投资内涵。

**1) 宝钢股份协同支撑山钢日照。**1月2日，宝钢股份、山钢股份与山钢日照在山东省日照市召开山钢日照干部大会暨协同支撑启动仪式，正式启动宝钢股份全体系对山钢日照的协同支撑工作。宝钢股份将充分发挥管理、技术、人才和品牌优势，充分发挥购、产、销、研等协同效益，共同做强做优山钢日照。同时，制定了百日计划、年度实施计划，其中，百日计划项目合计96项，包含快赢项目28项、里程碑项目22项。**2) 宝钢股份协同支撑山钢莱芜。**按照山东省政府与中国宝武签署的合作框架协议及相关投资协议要求，宝钢股份协同支撑山钢莱芜，将以“双组长+项目制”形式开展，发挥山钢莱芜的主体责任，借助宝钢股份的管理经验，实现经营绩效快速改善和竞争力提升。

对宝武来说，战投山钢意义深远。一方面，战投山钢是其完善沿江沿海“弯弓搭箭”战略布局，提升北部沿海区域产业引领能力的重要一步，有助于宝武集团及宝钢股份增强其在华北地区的综合实力，拓宽其在北方市场的影响力。另一方面，山钢日照资产优质、产能先进，生产布局及设备与同样临海的宝钢湛江基地极其相似，是优质的钢铁投资标的，宝武与山钢强强联合下，山钢日照的盈利能力将愈加凸显。

对山钢集团来说，引入中国宝武集团有助于解决其自重组以来的诸多问题，带来先进的管理经验，具体来说：

- 在行业寒冬下，宝武加速融合帮助山钢股份全体系降本。**1) 全面推行算账经营，山钢日照对标宝钢湛江。**山钢日照公司与宝钢股份湛江钢铁装备宛如“复制粘贴”，但湛江钢铁配煤比山钢日照具有明显的低成本优势。4月18日，山钢集团日照公司召开，山钢日照——湛江钢铁，全面对标启动会，深化全面对标学习湛江行动落实落地。除山钢日照外，山钢莱芜聚焦极低成本，瞄准关键环节，全方位实施算账经营，强化全员指标分解、降本节支在干中算、算中干，极致挖潜、全力增效。“吨铁降本100元”、块矿比例从16%提升至18%、高炉总焦比从350千克/吨降低至340千克/吨、采购协同创效占创效总额的60%以上等目标相继确立。**2) 直接授信，宝武财司助力集团降低财务费用。**6月末，山钢集团收到宝武集团财务有限责任公司（简称宝武财司）发放的首笔信用贷款5亿元，该款项用于置换高息融资，助力集团降本增效。**3) 资源协同采购，宝武原料采购中心助力原料降本。**山钢国贸与宝武原料采购中心建立进

口矿资源协同机制，人民币现货采购全部通过宝武 SOTC 平台采购。山钢国贸积极与宝武原料保持协同，推进资源协同和物流优化降本，提升采购管控能力。宝钢股份采购中心协同山钢在攀钢、中信集团享受钒铁、铌铁与其同等的采购战略待遇，以降低山钢钒铁、铌铁采购成本。4) 建设优化信息化系统，提高生产运营效率。5) 借助中国宝武集团在渠道布局、营销模式资源优势协同提升山钢产品市场竞争力。厚板销售部、华北销售公司协同宝钢股份营销中心（宝钢国际）东北公司，多次到用户驻地走访交流从材料优化、工艺设计、交付周期船运方案等方面进行研讨，深入挖掘用户需求，提供更加精准和个性化的服务。2024 年 8 月，营销总公司华北销售公司与国内某大型造船企业成功签订 40 余万吨船板框架协议“大单”。

- **中国宝武集团助力山钢日照、莱芜产品高端化，提高产品附加值。**山钢借力宝武协同项目，成功完成热轧超高强钢 Q690D 试制及免热处理热轧耐磨钢 SR950 首次试制，再添高端产品。山钢股份主导开展《厚板管线钢全工序探伤质量提升》《X65 及以上级别管线钢的制造能力提升》《4300 产线热装率提升》等三项快赢项目；科技质量中心就质量相关的 MES 系统、OA 系统、ERP 系统等与宝钢股份职能部门全面对接交流。

**对标宝钢已初见成效，深度融合仍在继续。**截至 2024 年 4 月，宝钢股份宝山、青山、东山、梅山四大基地的协同支撑人员汇聚在日照岚山，与山钢日照干部员工携手并肩战危机、谋发展。百日计划期间，宝钢股份赴山钢日照开展现场支撑累计 5247 人·天，山钢日照前往宝钢股份进行工作对接和学习交流累计 440 人·天。百日计划 96 个项目整体完成率 96.9%，快赢效益完成目标的 114.3%。各协同支撑专项工作组和职能支撑团队充分吸取百日计划经验，结合生产实际，认真梳理编制协同支撑年度计划，重点围绕财务审计、采购、生产运行、信息化、研发、营销、职能支撑等七大类成立专项工作组，制定 138 项年度计划，协同支撑工作纵深推进。

### 3.1.2 山钢集团领导层调整，山钢复兴提出新方案

**山钢集团领导层调整，张宝才任山钢集团董事长。**2024 年 2 月 6 日，山东钢铁集团有限公司干部会议召开，省委决定：张宝才同志任山钢集团党委委员、常委、书记，提名为董事、董事长人选。张宝才履职后，提出了一套复兴山钢的新方案：

- **以“扭亏增盈、归母为正”为根本目标。**在 2024 年 2 月 18 日召开的山钢集团干部会议上党委书记、董事长张宝才为 2024 年发展定调。要求锚定一个根本目标即“扭亏增盈、归母为正”。确定这个根本目标既是立足保生存、保职工福祉、保未来发展的需要，也是维护企业尊严、彰显企业自信的需要和表现，必须坚定不移做到。这个根本目标是我们的工作重心，其他工作都要为这个目标服务。
- **实施生产经营与资本运营“双轮驱动”。**生产经营要将算账经营和精益管理融入各环节、各流程，真正把账算勤、算细、算透，落实有订单的生产、有边际的产量、有利润的收入、有现金的利润的“四有”经营原则；加大资本运营力度，着力向资本市场要发展力，最大限度地实现企业做强和价值增值。

图 35: 生产经营与资本运营“双轮驱动”

钢铁面临着过剩市场，必须通过资本运营为企业谋划另一块增量“蛋糕”，为企业开辟另一条价值增值的“赛道”。



资料来源: 信达证券研发中心

- **坚决打赢“四大战役”。**公司提出，**(1) 要聚力支持主业。**山钢集团的根基在主业、优质资产在主业。山钢股份、金岭矿业两个上市公司代表全集团最先进的生产力，要像爱护眼睛一样爱护上市公司，全力维护上市公司良好形象。山钢股份、金岭矿业要自立自强，敢于自我革命，积极对标、吸收借鉴、主动作为，提升发展质效。全集团要用实际行动支持两个上市公司，拿出壮士断腕的魄力，通过极致手段，彻底解决人员效率、产品差异化结构等方面问题。**(2) 要全面激活莱钢。**企业综合能力的提升不是能力要素的简单叠加，而是能力要素的高效协同。莱钢集团要在“补链延链强链”上下功夫，打通服务客户“最后一公里”，充分发挥联合体作用，实现协同发展、互动发展、共赢发展。**(3) 要用心打造彭集。**要解放思想，聚合资源，推动项目建设实施，打造成资本运营的典范。**(4) 要深度挖掘地产。**既要学习、对标、借鉴同行，也要有自己独具特色的想法和做法，在拥挤的赛道上杀出一条路，实现转型发展。

图 36: 山钢集团“四大战役”



资料来源: 信达证券研发中心

- **坚持依法合规办企业，守住底线、生命线。**公司提出必须守牢两个“栅栏”：说实话、办实事、守规矩、不做作；在依法合规的前提下，法无禁止皆可为，要发现机遇、利



用规律、主动作为、成全自己，以灵活的判断和更大的勇气闯开发展空间、化解风险挑战。

- **构建一流治理体系，打造“透明、规范、高效”的阳光国企。**公司提出治理体系都要放在阳光下操作，让制度去丈量、让职工去评判、让成效去检验、让结果去证明。构建良性制衡的治理体系，推动权责更加清晰、分工更加明确、管控更加有效；构建与管控相适的数字化体系，开展数字化转型蓝图规划、业财一体化方案设计，启动实施人力资源管理平台等重点项目落地；构建有效执行的闭环管理体系，进一步完善督察体系建设，着力打造执行文化。

## 2.全面激活人力资源，激活干事创业源动力

**张宝才董事长的“山能经验”有望激活新山钢发展动力。**山钢集团新任董事长张宝才此前担任山东省体量最大国企山东能源集团党委副书记、董事、总经理。张宝才拥有十分丰富的资本运作经验，曾参与多起包括跨国收购在内的资本运作项目。2009年，张宝才以主谈判官之一的身份参与收购澳大利亚菲利克斯资源公司100%股权。2010年至2011年，他继续参与策划收购了新泰克公司和普力马公司。2018年12月兖煤澳大利亚有限公司在港交所挂牌上市，成为内地首家在澳洲和香港两地主板上市的国有控股公司。

**获宝武战投后，宝武管理层多位领导履职新山钢。**山钢集团的新任总理解旗来自中国宝武方面，已在中国宝武体系内工作多年，2022年7月起任宝武股份党委副书记、工会主席直至此番履新。解旗在钢铁生产、企业经营管理、低碳绿色发展等方面具有丰富经验。除此之外，多位前宝武领导履职山钢集团及山钢股份。宝武管理层的加入有助于山钢股份借助宝武股份先进的钢铁产业经营管理经验，对公司经营管理产生积极影响，帮助公司走出低谷。

**山钢管理层大调整，激发干部活力。**6月13日，山钢集团召开总部部门、业务中心正职集体谈话会，宣读山钢集团党委关于调整总部部门、业务中心正职的决定。张宝才强调，这次调整是在中国宝武战略投资山钢集团后，集团发展环境和任务要求发生深刻变化的背景下展开的，具有特殊的重要意义。山钢集团需要拥有一支国际化视野、各领域专业能力强、职业素养高、特别能战斗的管理队伍。要担负起历史赋予的光荣使命，敢为人先，在解放思想、实事求是、担当作为上争当“排头兵”；勇立潮头，在敢于斗争、勇于变革、大胆创新上争当“先行者”。

- **构建山钢集团利益共同体，有效调动员工积极性。**
  - 1) **打造山钢利益共同体，要搭建利益共享平台。**人是企业中最重要资本，人的智慧和能力已成为企业创造财富的原动力。打造山钢集团利益共同体，就要致力于建立责权利高度统一的激励和约束机制，按照“多贡献多得”的原则，让人力资本参与分配，更好实现价值、体现公平。
  - 2) **打造山钢利益共同体，要搭建事业共赢平台。**从来没有可以依靠的救世主，山钢求生脱困最终还是依靠数方不懈奋斗的山钢人。打造山钢利益共同体，就要通过“事业留人”“环境塑人”，给职工提供更多的发展可能，创造更好的发展机会，让职工获得多元发展通道；树立鲜明的用人导向，杜绝“劣币驱逐良币”，为那些做实事、有办法、有执行力的职工搭建更好的发展平台，助力他们成长成才。
  - 3) **打造山钢利益共同体，要营造荣辱与共的精神家园。**面对钢铁行业新变局新挑战，张宝才董事长提出，公司更需要荣辱与共，命运与共，形成一荣俱荣，一损俱损的利益共同体。公司要打破各自为政、山头主义，倡树力出一孔、利出一孔的团队精神；整治踢皮球、打太极现象，提倡职责所在、责无旁贷的责任精神；坚决破除分配上的“不患寡、患不均”，倡导以奋斗者为本，肯定贡献有功、回报合理的价值创造精神。

图 37：山钢利益共同体



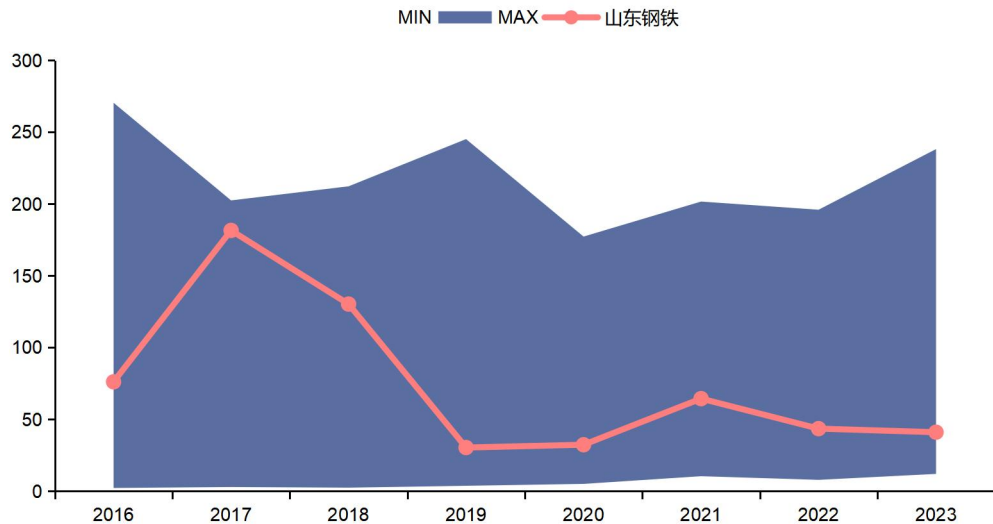
资料来源：信达证券研发中心

**“山能+宝武经验”助力，山钢人力资源有望被充分激活，2024 年公司业绩有望“困境反转”。**2024 年 2 月 18 日，山钢集团召开干部会议，董事长张宝才指出，山钢集团今年根本目标是必须扭亏增盈，归母为正。通过宝钢股份的投资和管理经营的学习，公司资本运营和生产经营“双轮驱动”已渐入佳境。在宝钢投资后近半年的时间里，山钢日照工艺流程不断优化，产品结构进一步升级，各项指标不断向好，经营业绩逆势上扬，推动公司锁定“扭亏增盈、归母为正”的根本目标。截至 2024 年 7 月，根据调度数据显示，山钢集团连续 6 个月保持持续向好的态势。

### 3.逆周期布局提升规模质量，助力山钢穿越周期

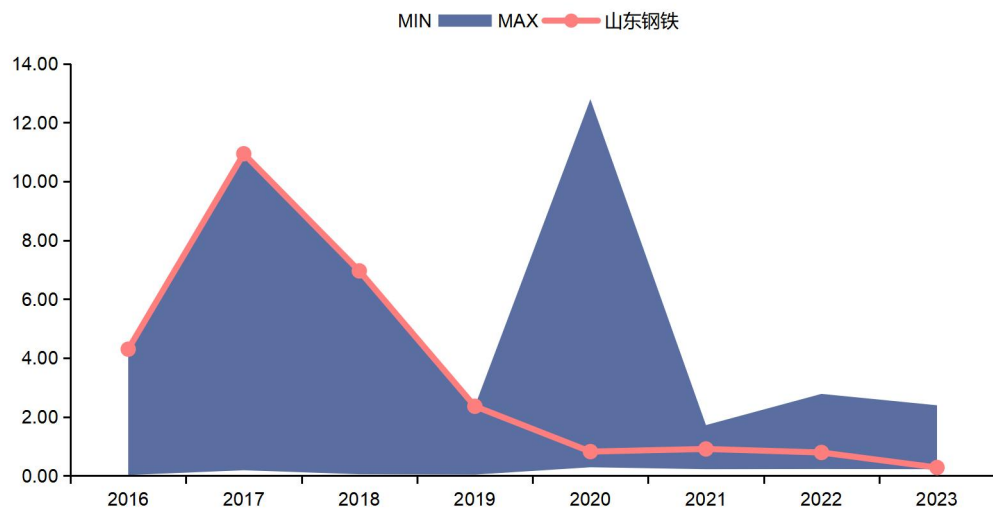
公司 2017-2018 年逆势集中资本开支，资产质量不断提升。2017-2018 年，公司集中资本开支建设日照精品钢基地，2017-2018 在建工程分别 181.60、130.29 亿元，处于同行业样本可比公司较高水平。2019 年，日照钢铁精品基地项目第一期工程正式完工。之后年度资本开支减少，在建工程转入维持在较低水平。2023 年公司在建工程期初余额 43.59 亿元，期末余额 41.1 亿元，在建工程新增 2.49 亿元，在建工程转入达 21.46 亿元。

图 38: 2016-2023 公司在建工程规模 (亿元)



资料来源: IFind, 信达证券研发中心注: 样本范围为宝钢股份、河钢股份、首钢股份、山东钢铁、包钢股份、柳钢股份、新钢股份、南钢股份

图 39: 2016-2023 公司资本支出与折旧摊销之比



资料来源: IFind, 信达证券研发中心注: 样本范围为宝钢股份、河钢股份、首钢股份、山东钢铁、包钢股份、柳钢股份、新钢股份、南钢股份

**逆周期集中投资建设日照精品钢基地。**精品基地项目由国家发改委于 2013 年 3 月核准，一期工程设计产能铁 810 万吨、钢 850 万吨、钢材 790 万吨。主要装备包括 2 座 5100m<sup>3</sup> 高炉、4 座 210 吨转炉生产系统、1 条 4300mm 中厚板生产线、1 条 3500mm 炉卷生产线，1 条 2050mm 热连轧生产线、1 条 2030mm 冷连轧生产线。2017 年年底，1 号 5100m<sup>3</sup> 高炉投产并稳定运行；2019 年 4 月，2 号 5100m<sup>3</sup> 高炉投产。主要生产中厚板、热轧卷板、冷轧卷板，面向汽车家电、石油化工、能源电力、工程机械、交通运输、桥梁建筑、海洋工程等领域。

完成日照基地一期建设后，2024 年公司资本开支维持较低水平。2024 年，公司预计完成固定资产投资 14.57 亿元，远低于公司 2022 与 2023 年的 41.92 亿元、21.78 亿元的固定资产投资计划。

表 7: 公司 2024 年固定资产投资计划 (万元)

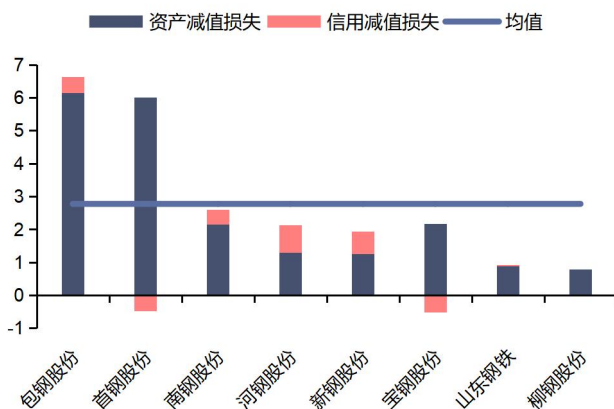
序号	项目名称	2024 年计划投资	备注
1	炼钢厂新动区 1#连铸机改造项目	12,895	该项目计划总投资 17,895 万元，已完成投资 5,000 万元，2024 年计划投资 12,895 万元。
2	炼铁厂老区原料场环保封闭及智能化改造项目	3,799	该项目计划总投资 33,799 万元，已完成投资 30,000 万元，2024 年计划投资 3,799 万元。
3	特钢事业部小棒生产线升级改造项目	40,000	该项目计划总投资 93,445 万元，2024 年计划投资 40,000 万元。
4	股份公司供产销一体化管控平台 (一期)	25,000	该项目计划总投资 34,000 万元，2024 年计划投资 25,000 万元。
5	其他零星项目	64,026	
	<b>合计</b>	<b>145,720</b>	

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

经过上一轮资本开支后，目前公司既有资产优质，未来银山型钢产能有望注入上市公司。公司日照精品钢基地装备先进，高炉容量优势明显，与同业样本公司相比处于领先水平。当前，山钢集团体内仍有银山型钢对应钢铁产能未上市，未来，随着公司资本运营的不断推动，银山型钢有望逐步注入上市公司体内，或进一步增强公司的规模及盈利能力。

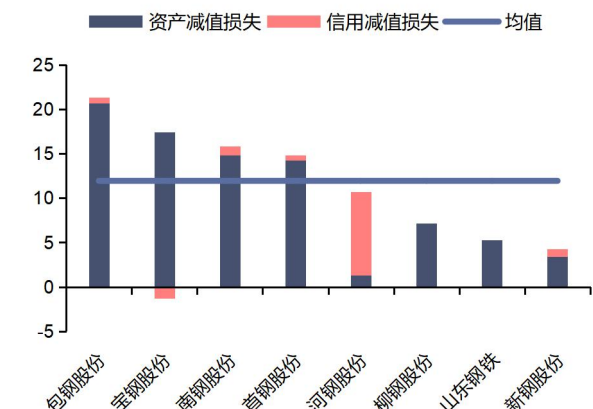
公司资产质量优异，减值计提远低于同业。2023 年，公司计提资产减值损失 0.88 亿元，信用资产减值损失 0.05 亿元，合计计提资产损失 0.93 亿元，远低于主要样本钢铁上市公司平均水平 (2.77 亿元)。2019-2023 年 5 年间，公司计提资产减值损失 5.32 亿元，计提信用减值转回 0.1 亿元，合计计提减值损失 5.22 亿元，同样远低于主要样本钢铁上市公司平均水平 (11.93 亿元)。

图 40: 样本钢铁上市公司 2023 年减值损失 (亿元)



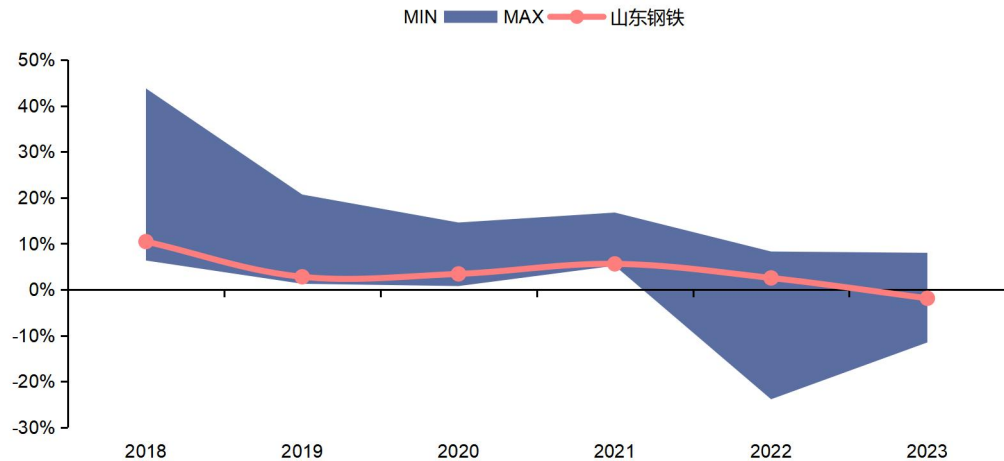
资料来源: IFind, 信达证券研发中心

图 41: 样本钢铁上市公司 19-23 年减值损失 (亿元)



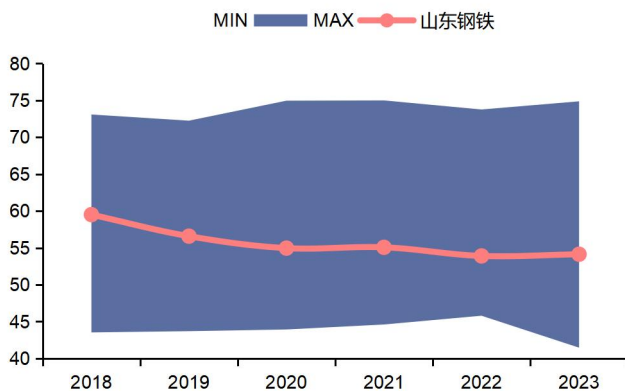
资料来源: IFind, 信达证券研发中心

公司 ROE 水平位于行业中等水平。受行业经济下行影响，公司净资产收益率逐年下降。2023 年公司 ROE 为 -1.89%，低于同行业样本可比公司平均水平。

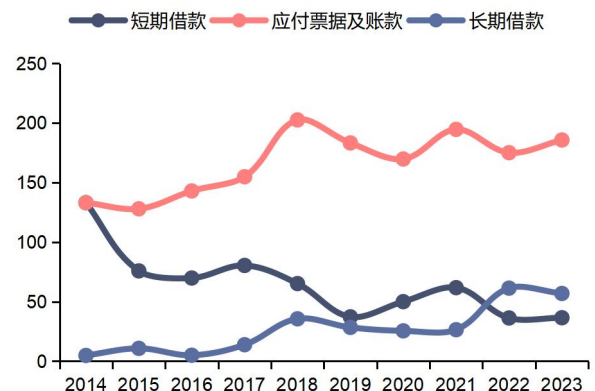
**图 42: 2018-2023 公司 ROE (%)**


资料来源: IFind, 信达证券研发中心注: 样本范围为宝钢股份、河钢股份、首钢股份、山东钢铁、包钢股份、柳钢股份、新钢股份、南钢股份

公司资产负债率稳中趋降, 负债率处于中低水平, 具备周期底部向上潜力。2023 年资产负债率为 54.13%, 在同行业样本可比公司中处于较低水平, 有着良好的偿债能力。从债务结构上来看, 近十年来增长最明显的是应付票据及应付账款, 由 2014 年末的 133 亿元增长至 2023 年末的 186 亿元。

**图 43: 2018-2023 年公司资产负债率 (%)**


资料来源: IFind, 信达证券研发中心注: 样本范围为宝钢股份、河钢股份、首钢股份、山东钢铁、包钢股份、柳钢股份、新钢股份、南钢股份

**图 44: 公司负债结构图 (亿元)**


资料来源: IFind, 信达证券研发中心

#### 4. 周期相对底部, 长期投资价值凸显

公司高度重视资本市场工作, 明确提出“爱护自己眼睛一样爱护上市公司”的理念, 多次实施增持回购等措施。公司控股股东山钢集团曾明确表示山钢股份、金岭矿业两个上市公司代表全集团最先进的生产力, 要像爱护眼睛一样爱护上市公司, 全力维护上市公司良好形象。近年来, 为提振市场信心, 公司控股股东多次公告增持。2022 年 6 月-2023 年 5 月, 公司公告控股股东完成增持山钢股份 A 股股份 310,266,600 股, 占山钢股份回购股份注销前总股本的 2.83%。2024 年 6 月, 公司再次公告控股股东计划自 2024 年 6 月 13 日起 12 个月内, 通过集中竞价交易方式增持公司 A 股股份, 增持金额上限为 10.00 亿元人民币, 增持金额下限为 5.00 亿元人民币。除控股股东增持外, 公司多次通过二级市场回购股份, 2020 年 2 月-2021 年 2 月, 公司已实际回购公司股份 247,700,062 股, 占公司总股本的 2.26%, 累计支付的总金额为人民币 319,958,380.34 元 (不含交易费用)。2024 年 2 月, 公司再次公告回购计划, 拟回购股份的资金总额不低于 2 亿元, 不超过 4 亿元。多次回购、增持

彰显了对于控股股东及公司未来发展的信心。

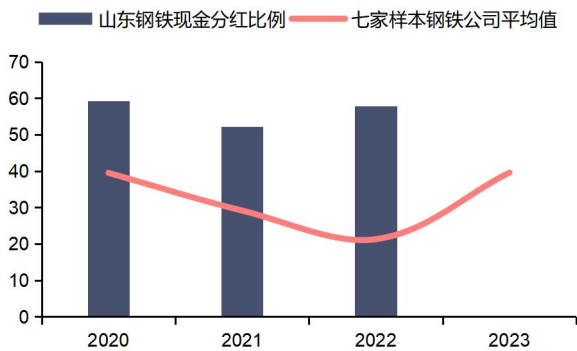
**表 8: 山钢股份近年来增持及回购情况**

类型	日期	股数	金额
回购	2020.2.24~2021.2.5	24770 万股	3.2 亿元
回购	2024.2.6(未完成)	6106 万股	2-4 亿元
增持	2022.6.6~2023.5.29	31,027	5.35 亿元
增持	2024.6.13 (未完成)	55.07%	5-10 亿元

资料来源: 公司公告、信达证券研发中心

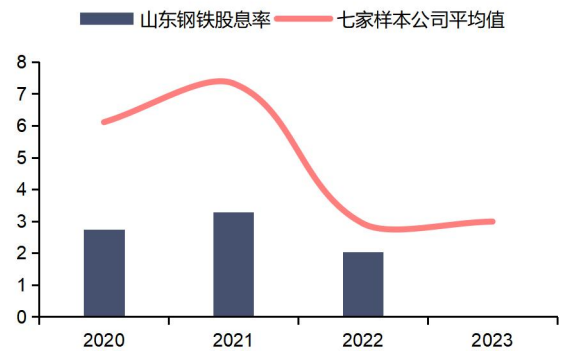
**盈利年份公司分红率位居前列。**除了 2023 归母净利润亏损外,公司近年来公司现金分红比例在 50%~60%间波动。2022 年,公司现金分红 3.21 亿元,占归母净利润的 57.8%,远高于样本公司平均值 21.29%。2024 年 9 月,公司修订《章程》,《章程》提出在资金充裕,能保证公司能够持续经营和长期发展的前提下,且足额提取盈余公积金后,公司原则上每年进行一次现金分红,以现金方式分配的利润原则上不低于弥补亏损和提取盈余公积后所余税后利润的百分之五十。

**图 45: 山东钢铁及样本钢铁上市公司分红比例 (%)**



资料来源: IFind, 信达证券研发中心 注: 样本范围为宝钢股份、河钢股份、首钢股份、包钢股份、柳钢股份、新钢股份、南钢股份

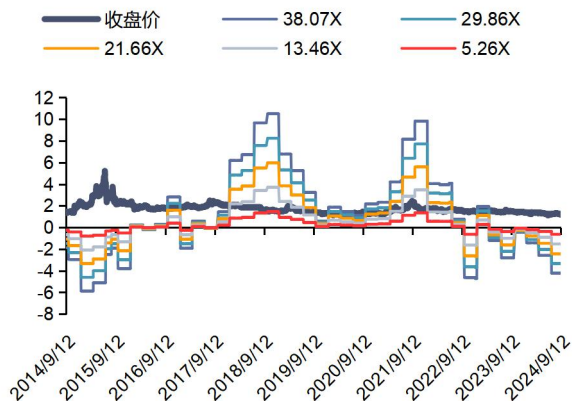
**图 46: 山东钢铁及样本钢铁上市公司股息率 (%)**



资料来源: IFind, 信达证券研发中心 注: 截至 9 月 12 日收盘价。样本范围为宝钢股份、河钢股份、首钢股份、包钢股份、柳钢股份、新钢股份、南钢股份。

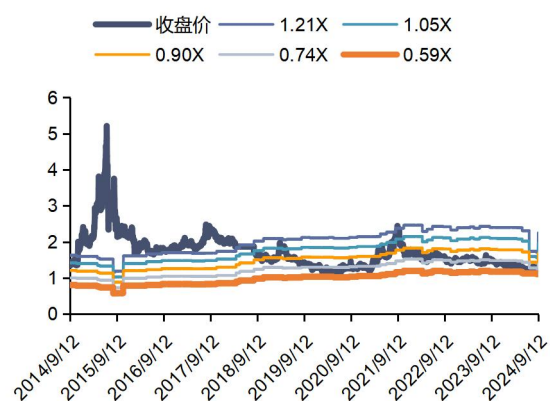
**纵向来看,公司当前估值处在低位。**截至 9 月 12 日,公司 PB 为 0.65x,为近十年来约 3.37%分位。自 2015 年以来,估值通道走势平稳上行,幅度较小,说明公司发展成熟,增长速度较缓。目前整体估值水平较低,随着宝钢股份投资入股以及协同支撑的不断推进,公司估值有望回归均值并获得进一步提升。

**图 47: 山钢股份 PE-Band**



资料来源: IFind, 信达证券研发中心 注: 截至 9 月 12 日收盘价。

**图 48: 山钢股份 PB-Band**



资料来源: IFind, 信达证券研发中心 注: 截至 9 月 12 日收盘价。

## 四、盈利预测

**产销量:** 考虑到公司目前暂未投资日照精品钢基地二期工程,在不考虑可能发生的资产注入情况下,公司的产量有望维持小幅增长趋势。我们预计山钢股份 2024-2026 年钢材销量分别为 1706 万吨 (+5.7%)、1715 万吨 (+0.5%)、1720 万吨 (+0.3%)。

**钢材价格:** 我们认为,国内钢材价格短期仍面临下行压力,2024-2026 年预计逐步修复。我们预计山钢股份 2024-2026 年吨钢综合售价分别为 3594 元/吨(-8.6%)、3929 元/吨(+9.3%)、4109 元/吨(+4.6%)。

**成本:** 考虑到公司引入宝武后,与宝武在购、产、销、研体系深度融合,助力公司全体系降本,我们预计山钢股份 2024-2026 年吨钢综合成本为 3705 元/吨(-1.5%)、3742 元/吨(+1.0%)、3817 元/吨(+2.0%)。

表 9: 山钢股份主要假设

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
钢材综合售价(元/吨)	4322	3931	3594	3929	4109
YOY	-12.6%	-9.1%	-8.6%	9.3%	4.6%
钢材综合成本(元/吨)	4099	3761	3705	3742	3817
YOY	-8.1%	-8.2%	-1.5%	1.0%	2.0%
钢材销量(万吨)	1686	1615	1706	1715	1720
YOY	4.2%	-4.2%	5.7%	0.5%	0.3%
钢铁业务营业收入(亿元)	911	774	753	814	846
YOY	-6.3%	-15.0%	-2.8%	8.1%	4.0%
钢铁业务毛利(亿元)	55	36	-11	40	58
YOY	-43.5%	-35.4%	-129.7%	-480.9%	44.9%
钢铁业务毛利率(%)	6.1%	4.6%	-1.4%	5.0%	6.9%

资料来源:公司年报,信达证券研发中心

截至 9 月 12 日收盘价,我们预测公司 2024-2026 年归属于母公司的净利润分别为-12.80、1.35、6.40 亿元;EPS 为-0.12、0.01、0.06 元/股;对应 PB 为 0.65x、0.65x、0.63x。

表 10: 可比公司盈利预测与估值

证券代码	证券简称	收盘价	归母净利润(亿元)				PE				PB
			2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E	2024E
600019.SH	宝钢股份	5.60	119.4	117.3	130.5	141.0	10.4	10.6	9.4	8.8	0.60
000709.SZ	河钢股份	1.68	10.8	12.0	13.1	14.1	18.7	14.0	12.9	12.0	
000959.SZ	首钢股份	2.53	6.6	9.4	10.8	12.7	29.6	21.1	18.6	15.8	0.39
600010.SH	包钢股份	1.38	5.2	4.9	9.9	14.7	122.1	138.0	55.2	39.4	1.20
601003.SH	柳钢股份	2.48	-10.1	2.1	3.1	4.1	-6.4	31.0	20.7	15.5	
600782.SH	新钢股份	2.68	5.0	9.6	11.1	11.2	16.8	8.8	7.7	7.4	0.31
600282.SH	南钢股份	4.03	21.3	24.2	26.6	29.2	11.7	10.3	9.3	8.5	0.91
600022.SH	山东钢铁	1.21	-4.0	-12.8	1.3	6.4	-32.4	-10.1	95.9	20.2	0.65

资料来源:IFind,信达证券研究开发中心 注:(1)截至 2024 年 9 月 12 日;(2)宝钢股份、河钢股份、首钢股份、包钢股份、柳钢股份、新钢股份、南钢股份采用同花顺一致预测,山东钢铁为信达证券研发中心能源团队预测。

## 投资建议

虽然钢铁行业现阶段面临供需矛盾突出等困扰，行业利润整体下行，但伴随一系列“稳增长”政策纵深推进，钢铁需求总量有望在房地产筑底企稳、基建投资稳中有增、制造业持续发展、钢铁出口高位等支撑下保持平稳或甚至边际略增，反观平控政策预期下钢铁供给总量趋紧且产业集中度持续趋强，钢铁行业供需总体形势有望维持平稳。与此同时，经济高质量发展和新质生产力宏观趋势下，特别是受益于能源周期、国产替代、高端装备制造的高壁垒高附加值的高端钢材有望充分受益。总体上，我们认为未来钢铁行业产业格局有望稳中趋好，叠加当前部分公司已经处于价值低估区域，现阶段仍具结构性投资机遇，尤其是拥有较高毛利率水平的优特钢企业和成本管控力度强、具备规模效应的龙头钢企，未来存在估值修复的机会。

整体上，我们认为山钢股份作为山东区域龙头钢铁企业，资产质量相对优异，区域经济优势凸显。正逢中国宝武集团战略投资山钢集团的重要战略机遇期，公司树立以“扭亏增盈、归母为正”为根本目标，全面实施对标提升和管理变革，公司“困境突围”未来可期。

截至9月12日收盘价，我们预测公司2024-2026年归属于母公司的净利润分别为-12.80、1.35、6.40亿元；EPS为-0.12、0.01、0.06元/股；对应PB为0.65x、0.65x、0.63x，小于可比公司均值。我们看好公司较优的资产质量、引入宝武及管理层调整带来的管理变革，首次覆盖给予公司“买入”评级。



## 风险因素

---

- (1) **宏观经济不及预期**: 若国内经济增速放缓, 复苏不及预期, 将直接影响钢铁需求水平, 或将使钢价下行。
- (2) **房地产持续大幅失速下行**: 房地产的钢铁行业主要下游, 若房地产持续较长时间大幅失速下行, 将影响钢铁需求进而挤压钢材价格, 导致公司业绩下滑。
- (3) **钢铁冶炼技术发生重大革新**: 钢铁工业属于中游制造业, 技术更新较为迅速, 若出现冶炼技术的重大革新, 可能会影响产业格局及公司的竞争地位。
- (4) **公司管理变革实施不及预期**: 公司的管理变革与未来发展息息相关, 实施进程关乎公司未来的业绩表现。
- (5) **公司发展规划出现重大调整**: 公司发展规划的变动, 或将直接影响公司业务稳定性及业绩弹性。

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>流动资产</b>	16,175	14,633	14,471	16,653	20,267	
货币资金	7,892	6,141	5,907	7,951	11,475	
应收票据	875	1,129	1,227	1,311	1,356	
应收账款	278	374	368	393	407	
预付账款	958	887	912	922	937	
存货	4,983	4,814	4,860	4,814	4,796	
其他	1,189	1,287	1,197	1,262	1,297	
<b>非流动资产</b>	52,906	52,119	50,654	49,197	47,640	
长期股权投资	2,008	1,936	1,936	1,936	1,936	
固定资产(合计)	39,132	39,101	37,858	36,596	35,224	
无形资产	4,701	5,924	5,924	5,924	5,924	
其他	7,065	5,157	4,936	4,740	4,555	
<b>资产总计</b>	69,080	66,751	65,125	65,850	67,907	
<b>流动负债</b>	28,847	28,586	30,233	30,612	31,033	
短期借款	3,631	3,651	6,651	6,651	6,651	
应付票据	7,382	9,014	9,424	9,527	9,682	
应付账款	10,123	9,556	9,920	10,028	10,192	
其他	7,712	6,365	4,238	4,407	4,508	
<b>非流动负债</b>	8,418	7,544	7,528	7,528	7,528	
长期借款	6,134	5,687	5,687	5,687	5,687	
其他	2,284	1,857	1,841	1,841	1,841	
<b>负债合计</b>	37,265	36,130	37,761	38,141	38,561	
少数股东权益	9,974	9,490	7,497	7,707	8,704	
归属母公司股东权益	21,842	21,131	19,867	20,002	20,642	
<b>负债和股东权益</b>	69,080	66,751	65,125	65,850	67,907	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	102,289	90,475	88,317	94,382	97,662	
同比(%)	-7.7%	-11.5%	-2.4%	6.9%	3.5%	
归属母公司净利润	554	-400	-1,280	135	640	
同比(%)	-54.9%	-172.2%	-220.3%	110.5%	374.3%	
毛利率(%)	5.6%	4.0%	-1.1%	4.4%	6.1%	
ROE%	2.5%	-1.9%	-6.4%	0.7%	3.1%	
EPS(摊薄)(元)	0.05	-0.04	-0.12	0.01	0.06	
P/E	23.38	—	—	95.92	20.22	
P/B	0.59	0.61	0.65	0.65	0.63	
EV/EBITDA	5.06	8.52	-16.04	4.90	2.67	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>营业总收入</b>	102,289	90,475	88,317	94,382	97,662	
营业成本	96,604	86,852	89,279	90,254	91,724	
营业税金及附加	364	272	265	283	293	
销售费用	267	291	283	302	313	
管理费用	1,380	1,201	1,060	1,133	1,172	
研发费用	2,097	2,086	2,040	2,180	2,256	
财务费用	417	395	296	345	314	
减值损失合计	-126	-88	-100	-100	-100	
投资净收益	108	31	62	66	68	
其他	221	414	415	444	459	
<b>营业利润</b>	1,363	-264	-4,529	295	2,017	
营业外收支	144	166	166	166	166	
<b>利润总额</b>	1,506	-98	-4,364	460	2,183	
所得税	90	-28	-1,091	115	546	
<b>净利润</b>	1,416	-71	-3,273	345	1,637	
少数股东损益	862	329	-1,993	210	997	
<b>归属母公司净利润</b>	554	-400	-1,280	135	640	
EBITDA	4,135	2,431	-1,255	3,692	5,451	
EPS(当年)(元)	0.05	-0.04	-0.12	0.01	0.06	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>经营活动现金</b>	5,459	-1,211	206	3,486	4,924	
净利润	1,416	-71	-3,273	345	1,637	
折旧摊销	2,464	2,447	2,813	2,886	2,954	
财务费用	543	438	389	434	434	
投资损失	-108	-31	-62	-66	-68	
营运资金变动	1,158	-3,755	576	142	229	
其它	-15	-240	-236	-254	-261	
<b>投资活动现金流</b>	-1,473	-72	-960	-1,009	-967	
资本支出	-1,583	-177	-1,022	-1,075	-1,036	
长期投资	11	0	0	0	0	
其他	99	105	62	66	68	
<b>筹资活动现金流</b>	-4,126	-895	519	-434	-434	
吸收投资	0	0	0	0	0	
借款	944	-427	3,000	0	0	
支付利息或股息	-2,601	-1,532	-389	-434	-434	
<b>现金流净增加额</b>	-143	-2,177	-234	2,044	3,523	

## 研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，信达证券研发中心副总经理，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

李春驰，CFA，CPA，上海财经大学金融硕士，南京大学金融学学士，曾任兴业证券经济与金融研究院煤炭行业及公用环保行业分析师，2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力、天然气等大能源板块的研究。

高升，中国矿业大学（北京）采矿专业博士，高级工程师，曾任中国煤炭科工集团二级子企业投资经营部部长，曾在煤矿生产一线工作多年，从事煤矿生产技术管理、煤矿项目投资和经营管理等工作，2022年6月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业及上下游研究。

刘红光，北京大学博士，中国环境科学学会碳达峰碳中和专业委员会委员。曾任中国石化经济技术研究院专家、所长助理，牵头开展了能源消费中长期预测研究，主编出版并发布了《中国能源展望2060》一书；完成了“石化产业碳达峰碳中和实施路径”研究，并参与国家部委油气产业规划、新型能源体系建设、行业碳达峰及高质量发展等相关政策文件的研讨编制等工作。2023年3月加入信达证券研究开发中心，从事大能源领域研究并负责石化行业研究工作。

邢秦浩，美国德克萨斯大学奥斯汀分校电力系统专业硕士，天津大学电气工程及其自动化专业学士，具有三年实业研究经验，从事电力市场化改革，虚拟电厂应用研究工作，2022年6月加入信达证券研究开发中心，从事电力行业研究。

程新航，澳洲国立大学金融学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力行业研究。

吴柏莹，吉林大学产业经济学硕士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事公用环保行业研究。

胡晓艺，中国社会科学院大学经济学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

刘奕麟，香港大学工学硕士，北京科技大学管理学学士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

李睿，CPA，德国埃森经济与管理大学会计学硕士，2022年9月加入信达证券研发中心，从事煤炭和煤矿智能化行业研究。

李栋，南加州大学建筑学硕士，2023年1月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

唐婵玉，香港科技大学社会科学硕士，对外经济贸易大学金融学学士。2023年4月加入信达证券研发中心，从事天然气、电力行业研究。

刘波，北京科技大学管理学本硕，2023年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭、钢铁行业研究。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 15% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5%~15%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在 ±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 评级说明

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。