

## 证券研究报告

## 公司研究

## 公司点评报告

股票名称 (600022. SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

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

高 升 能源、钢铁行业联席首席分析师

执业编号: S1500524100002

邮 箱: gaosheng@cindasc.com

刘 波 煤炭、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

## “宝武”战投效应渐显，“扭亏增盈”有望兑现

2024 年 10 月 31 日

**事件:** 2024 年 10 月 30 日, 山东钢铁发布 2024 年三季报, 2024 年前三季度, 公司实现营业收入 643.34 亿元, 同比下降 5.92%, 实现归母净利润-14.51 亿元, 同比下降 327.72%; 扣非后净利润-14.75 亿元, 同比下降 182.64%。经营活动现金流量净额 15.71 亿元, 同比下降 992.52%; 基本每股收益-0.14 元/股, 同比下降 329.34%。资产负债率为 56.64%, 较去年全年上涨 3pct.

2023 年第三季度, 公司单季度营业收入 191.19 亿元, 同比下降 10.71%, 环比下降 14.59%; 单季度归母净利润-4.83 亿元, 同比下降 439.03%, 环比下降 46.05%; 单季度扣非后净利润-4.99 亿元, 同比下降 293.52%, 环比下降 51.03%。

## 点评:

- **钢材价格下行影响业绩, 钢材产销基本稳定。** 2024 年前三季度公司钢材产量 1126 万吨, 同比增长 20 万吨 (+1.8%); 其中, 三季度钢材产量 347 万吨, 同比下降 10 万吨 (-2.7%), 环比下降 50 万吨 (-12.6%), 环比减产主要来自钢筋, 环比下降 33 万吨 (-42.4%)。受钢材价格大幅下降的影响, 公司 2024 年前三季度吨钢售价为 3742 元/吨, 较去年同期 3993 元/吨下降 252 元/吨 (-6.3%)。较 2024 年上半年的 3850 元/吨下降 108 元/吨 (-2.81%)。整体来看, 公司产销量基本平稳, 但受行业景气下行影响, 吨钢售价持续下跌, 利润进一步压缩。
- **公司引入中国宝武集团, 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。净现金&高比例分红彰显公司投资价值。
- **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。

➤ **盈利预测与投资评级：**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，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。我们预计公司2024-2026年归母净利润为-18.79亿元、-5.78亿元、6.00亿元，EPS分别-0.18/-0.05/0.06元/股；截至10月31日收盘价对应2024-2026年PB分别为0.85/0.88/0.85倍；我们看好公司的收益空间，维持公司“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	84,633	90,280	93,523
增长率 YoY %	-7.7%	-11.5%	-6.5%	6.7%	3.6%
归属母公司净利润 (百万元)	554	-400	-1,879	-578	600
增长率 YoY%	-54.9%	-172.2%	-370.1%	69.2%	203.9%
毛利率%	5.6%	4.0%	-3.7%	1.7%	6.1%
净资产收益率ROE%	2.5%	-1.9%	-9.7%	-3.1%	3.1%
EPS(摊薄)(元)	0.05	-0.04	-0.18	-0.05	0.06
市盈率 P/E(倍)	29.76	—	—	—	27.44
市净率 P/B(倍)	0.75	0.78	0.85	0.88	0.85

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为2024年10月31日收盘价

资产负债表					单位:百万元	利润表					单位:百万元
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	16,175	14,633	13,229	13,570	16,545	营业收入	102,28	90,475	84,633	90,280	93,523
货币资金	7,892	6,141	4,870	5,087	8,127	营业成本	96,604	86,852	87,769	88,715	87,826
应收票据	875	1,129	1,175	1,254	1,299	营业税金及附加	364	272	254	271	281
应收账款	278	374	353	376	390	销售费用	267	291	271	289	299
预付账款	958	887	897	906	897	管理费用	1,380	1,201	1,016	1,083	1,122
存货	4,983	4,814	4,776	4,729	4,579	研发费用	2,097	2,086	1,955	2,085	2,160
其他	1,189	1,287	1,158	1,218	1,253	财务费用	417	395	296	360	357
非流动资产	52,906	52,119	50,648	49,190	47,633	减值损失合计	-126	-88	-100	-100	-100
长期股权投资	2,008	1,936	1,936	1,936	1,936	投资净收益	108	31	59	63	65
固定资产(合计)	39,132	39,101	37,858	36,596	35,224	其他	221	414	398	424	440
无形资产	4,701	5,924	5,924	5,924	5,924	营业利润	1,363	-264	-6,571	-2,137	1,882
其他	7,065	5,157	4,929	4,734	4,549	营业外收支	144	166	166	166	166
资产总计	69,080	66,751	63,877	62,760	64,178	利润总额	1,506	-98	-6,406	-1,972	2,048
流动负债	28,847	28,586	30,782	31,144	31,026	所得税	90	-28	-1,601	-493	512
短期借款	3,631	3,651	6,651	6,651	6,651	净利润	1,416	-71	-4,804	-1,479	1,536
应付票据	7,382	9,014	9,265	9,364	9,271	少数股东损益	862	329	-2,926	-901	935
应付账款	10,123	9,556	9,752	9,857	9,758	归属母公司净利润	554	-400	-1,879	-578	600
其他	7,712	6,365	5,114	5,271	5,346	EBITDA	4,135	2,431	-3,297	1,275	5,358
非流动负债	8,418	7,544	7,240	7,240	7,240	EPS(当年)(元)	0.05	-0.04	-0.18	-0.05	0.06
长期借款	6,134	5,687	5,687	5,687	5,687						
其他	2,284	1,857	1,552	1,552	1,552						
负债合计	37,265	36,130	38,021	38,383	38,265						
少数股东权益	9,974	9,490	6,564	5,664	6,599						
归属母公司股东权益	21,842	21,131	19,291	18,713	19,314						
负债和股东权益	69,080	66,751	63,877	62,760	64,178						
重要财务指标						现金流量表					单位:百万元
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	经营活动现金流	5,459	-1,211	-1,550	1,670	4,452
营业收入	102,28	90,475	84,633	90,280	93,523	净利润	1,416	-71	-4,804	-1,479	1,536
同比(%)	-7.7%	-11.5%	-6.5%	6.7%	3.6%	折旧摊销	2,464	2,447	2,813	2,886	2,954
归属母公司净利润	554	-400	-1,879	-578	600	财务费用	543	438	389	434	434
同比(%)	-54.9%	-172.2%	-370.1%	69.2%	203.9%	投资损失	-108	-31	-59	-63	-65
毛利率(%)	5.6%	4.0%	-3.7%	1.7%	6.1%	营运资金变动	1,158	-3,755	341	138	-153
ROE%	2.5%	-1.9%	-9.7%	-3.1%	3.1%	其它	-15	-240	-229	-246	-253
EPS(摊薄)(元)	0.05	-0.04	-0.18	-0.05	0.06	投资活动现金流	-1,473	-72	-970	-1,020	-979
P/E	29.76	—	—	—	27.44	资本支出	-1,583	-177	-1,029	-1,083	-1,044
P/B	0.75	0.78	0.85	0.88	0.85	长期投资	11	0	0	0	0
EV/EBITDA	5.06	8.52	-7.79	19.97	4.19	其他	99	105	59	63	65
						筹资活动现金流	-4,126	-895	1,248	-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
						现金流净增加额	-143	-2,177	-1,271	217	3,040

## 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，从事煤炭和钢铁行业研究。



## 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、意见及推论仅供参考，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。

## 评级说明

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>增持：</b> 股价相对强于基准5%~15%； <b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5%之间； <b>卖出：</b> 股价相对弱于基准5%以下。	<b>看好：</b> 行业指数超越基准； <b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平； <b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。

## 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。