

## 证券研究报告

## 公司研究

## 公司点评报告

山东钢铁(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 煤炭、钢铁行业首席分析师

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

## “扭亏增盈”逐步兑现，业绩改善未来可期

2025年4月30日

**事件:** 2025年4月29日，山东钢铁发布2024年年报及2025年一季报，2024年全年，公司实现营业收入820.94亿元，同比下降9.26%，实现归母净利润-22.58亿元，同比亏损扩大；扣非后净利润-22.95亿元，同比亏损扩大。经营活动现金流量净额90.63亿元，同比大幅改善；基本每股收益-0.21元/股，同比下滑。资产负债率为57.02%，较上年全年上涨3pct。

2024年第四季度，公司单季度营业收入177.60亿元，同比下降19.61%，环比下降7.11%；单季度归母净利润-8.07亿元，同环比亏损扩大；单季度扣非后净利润-8.20亿元，同环比亏损扩大。

2025年第一季度，公司单季度营业收入192.55亿元，同比下降15.66%，环比上涨0.08%；单季度归母净利润-0.14亿元，同环比大幅减亏；单季度扣非后净利润-0.18亿元，同环比大幅减亏。

**点评:**

- **2025年一季度钢材量价齐升，后续业绩改善可期。**2024年公司钢材产量1483万吨，同比微降12万吨(+1.8%)；2024年第四季度，公司钢材产量357万吨，环比微增10万吨，同比微降。2025年第一季度，公司钢材产量较大幅回升，单季度产量达404万吨，同比增长22万吨，环比增长47万吨。受钢材价格大幅下降的影响，公司2024年吨钢售价为3643元/吨，较2023年3991元/吨下降7%；2024年第四季度吨钢售价继续下滑至3326元/吨，环比、同比分别下降5%、10%。2025年第一季度，公司吨钢售价迎来2024年一季度价格连续下跌以来的首次回升，单季度吨钢售价为3489元/吨。2025年以来，在行业亏损边际好转背景下，山钢不断提质增效，2025年一季度实现利润总额1.54亿元，净利润1.08亿元，较2024年有较大改善，后续随着产量及经营质效的提升，公司业绩改善可期。
- **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，变革成效有望持续显现，企业效益改善有望愈加明显。

- **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。根据《山东钢铁股份有限公司 2025 年度估值提升计划暨提质增效重回报行动方案》，公司于 2024 年 2 月 5 日实施股份回购，至 2025 年 2 月 4 日，实际回购股份约 1.54 亿股，累计支付金额 2 亿元；控股股东山东钢铁集团有限公司于 2024 年 6 月 13 日实施股份增持，至 2025 年 2 月 4 日，累计增持股份约 3.90 亿股，增持金额约 4.86 亿元。2025 年，公司将根据股票市净率、股票价格、资金状况等实际情况，适时启动新一轮股票回购，积极争取大股东增持公司股份。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 2025-2027 年归母净利润为-0.33 亿元、7.23 亿元、10.09 亿元，EPS 分别 0.00/0.07/0.09 元/股；截至 4 月 29 日收盘价对应 2025-2027 年 PB 分别为 0.76/0.73/0.69 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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	90,475	82,094	87,642	88,833	89,364
增长率 YoY %	-11.5%	-9.3%	6.8%	1.4%	0.6%
归属母公司净利润(百万元)	-400	-2,258	-33	723	1,009
增长率 YoY%	-172.2%	-465.0%	98.5%	2274.1%	39.6%
毛利率%	4.0%	1.7%	3.8%	4.6%	5.0%
净资产收益率ROE%	-1.9%	-12.0%	-0.2%	3.7%	4.9%
EPS(摊薄)(元)	-0.04	-0.21	0.00	0.07	0.09
市盈率 P/E(倍)	—	—	—	19.69	14.10
市净率 P/B(倍)	0.67	0.76	0.76	0.73	0.69

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 4 月 29 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>14,633</b>	<b>13,280</b>	<b>18,790</b>	<b>20,188</b>	<b>22,164</b>
货币资金	6,141	4,865	8,763	10,317	12,359
应收票据	1,129	402	1,217	1,234	1,241
应收账款	374	483	609	494	496
预付账款	887	938	981	985	988
存货	4,814	5,264	5,758	5,683	5,598
其他	1,287	1,327	1,462	1,475	1,481
<b>非流动资产</b>	<b>52,119</b>	<b>52,028</b>	<b>51,292</b>	<b>50,867</b>	<b>50,115</b>
长期股权投资	1,936	1,833	1,833	1,833	1,833
固定资产(合计)	39,101	40,180	39,615	39,336	38,725
无形资产	5,924	5,805	5,755	5,705	5,655
其他	5,157	4,210	4,089	3,994	3,903
<b>资产总计</b>	<b>66,751</b>	<b>65,308</b>	<b>70,082</b>	<b>71,055</b>	<b>72,279</b>
<b>流动负债</b>	<b>28,586</b>	<b>33,154</b>	<b>37,932</b>	<b>38,119</b>	<b>38,245</b>
短期借款	3,651	6,967	7,017	7,067	7,117
应付票据	9,014	12,718	14,059	14,120	14,156
应付账款	9,556	6,841	9,373	9,413	9,437
其他	6,365	6,628	7,483	7,518	7,534
<b>非流动负债</b>	<b>7,544</b>	<b>4,083</b>	<b>4,103</b>	<b>4,103</b>	<b>4,103</b>
长期借款	5,687	2,662	2,662	2,662	2,662
其他	1,857	1,421	1,441	1,441	1,441
<b>负债合计</b>	<b>36,130</b>	<b>37,237</b>	<b>42,035</b>	<b>42,222</b>	<b>42,348</b>
少数股东权益	9,490	9,289	9,286	9,350	9,439
归属母公司股东权益	21,131	18,783	18,761	19,484	20,493
<b>负债和股东权益</b>	<b>66,751</b>	<b>65,308</b>	<b>70,082</b>	<b>71,055</b>	<b>72,279</b>

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	90,475	82,094	87,642	88,833	89,364
同比(%)	-11.5%	-9.3%	6.8%	1.4%	0.6%
归属母公司净利润	-400	-2,258	-33	723	1,009
同比(%)	-172.2	-465.0%	98.5%	2274.1	39.6%
毛利率(%)	4.0%	1.7%	3.8%	4.6%	5.0%
ROE%	-1.9%	-12.0%	-0.2%	3.7%	4.9%
EPS(摊薄)(元)	-0.04	-0.21	0.00	0.07	0.09
P/E	—	—	—	19.69	14.10
P/B	0.67	0.76	0.76	0.73	0.69
EV/EBITDA	8.52	96.20	5.82	4.18	3.39

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	<b>90,475</b>	<b>82,094</b>	<b>87,642</b>	<b>88,833</b>	<b>89,364</b>
营业成本	86,852	80,669	84,355	84,720	84,936
营业税金及附加	272	311	263	266	268
销售费用	291	288	280	284	286
管理费用	1,201	1,170	1,052	1,066	1,072
研发费用	2,086	1,841	2,025	2,052	2,064
财务费用	395	282	244	187	165
减值损失合计	-88	-289	-100	-100	-100
<b>投资净收益</b>	<b>31</b>	<b>-23</b>	<b>61</b>	<b>62</b>	<b>63</b>
其他	414	273	412	418	420
<b>营业利润</b>	<b>-264</b>	<b>-2,505</b>	<b>-202</b>	<b>637</b>	<b>955</b>
营业外收支	166	-2	166	166	166
<b>利润总额</b>	<b>-98</b>	<b>-2,507</b>	<b>-37</b>	<b>803</b>	<b>1,121</b>
所得税	-28	-50	-1	16	22
<b>净利润</b>	<b>-71</b>	<b>-2,457</b>	<b>-36</b>	<b>787</b>	<b>1,098</b>
少数股东损益	329	-199	-3	64	89
<b>归属母公司净利润</b>	<b>-400</b>	<b>-2,258</b>	<b>-33</b>	<b>723</b>	<b>1,009</b>
EBITDA	2,431	248	3,298	4,230	4,633
EPS(当年)(元)	-0.04	-0.21	0.00	0.07	0.09

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	<b>-1,211</b>	<b>202</b>	<b>5,632</b>	<b>4,233</b>	<b>4,501</b>
净利润	-71	-2,457	-36	787	1,098
折旧摊销	2,447	2,448	3,091	3,241	3,347
财务费用	438	330	317	318	320
投资损失	-31	-9	-61	-62	-63
营运资金变动	-3,755	-309	2,521	192	42
其它	-240	200	-199	-243	-244
<b>投资活动现金流</b>	<b>-72</b>	<b>-1,414</b>	<b>-1,983</b>	<b>-2,410</b>	<b>-2,189</b>
资本支出	-177	-341	-2,034	-2,473	-2,251
长期投资	0	-1,129	0	0	0
其他	105	56	51	62	63
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-895</b>	<b>-281</b>	<b>249</b>	<b>-268</b>	<b>-270</b>
吸收投资	0	0	0	0	0
借款	-427	291	50	50	50
支付利息或股息	-1,532	-323	-317	-318	-320
<b>现金流净增加额</b>	<b>-2,177</b>	<b>-1,491</b>	<b>3,898</b>	<b>1,554</b>	<b>2,042</b>

## 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。

郭雪，北京大学环境工程/新加坡国立大学化学双硕士，北京交大环境工程学士，拥有5年环保产业经验，4年卖方经验。曾就职于国投证券、德邦证券。2025年3月加入信达证券研究所，从事环保行业及其上下游以及双碳产业研究。

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。

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。

## 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>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。	

## 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。