

## 优势平台协同支撑，助力老牌钢企涅槃重生

——山东钢铁首次覆盖报告

### 核心观点

- 重组设立的以板材卷材为盈利核心的老牌钢企，受行业影响净利润显著下降。**山东钢铁于 2011 年由两大上市公司济南钢铁和莱芜钢铁合并重组设立，卷材和板材为主要利润来源。但受到钢铁行业主要下游房地产业需求低迷影响，2023-2024 年钢材价格整体下跌明显，截止 2024 年前三季度，公司归母净利润为-14.5 亿元。
- 当前需求低迷但逐步形成行业底部，未来成本下行有望释放盈利空间。**近年钢材价格显著下降，叠加原材料铁矿石等价格高位震荡，极大压缩钢企盈利空间。2019 年行业实行超低排放改造，截止 2024 年底全国 63%产能已经全部或部分完成改造，供给端有望迎来变化。此外，我国造船用以及基础设施建设钢材未来需求有望出现提升，铁矿石预计供给过剩价格下行确定性较强，未来钢铁企业有望迎来盈利空间。
- 宝钢资源协同支撑，精益管理助力穿越底部周期。**山东钢铁自有资产日照精品钢基地具有区位优势，中厚板产品质量位居前端。莱芜分公司节能降耗水平位于行业领先水平，其型钢基地产品种类全面，技术尖端，可为国内外大型项目供货。然而公司缺乏销售平台，钢材售价与类似企业相比定价较低。2023 年底中国宝武入股集团公司山钢集团，同时宝钢股份收购山东钢铁旗下日照公司股权，形成“双参”模式建立高效协同合作。宝钢对山钢日照与莱芜进行一体化支撑，提供采购资源与销售资源的平台协同，助力公司深化降本增效。
- 先进产品或成盈利突破，降本增效仍有向上潜力。**公司的先进产品型钢和船板迎合未来造船和基础设施建设用钢需求，前景广阔。此外，托管公司银山型钢具备 400 万炼铁产能，有望未来注入上市公司，提供竞争力强的海洋工程中厚板产品。公司目前资产负债率水平较低，但吨钢总成本在同行中没有显著优势，且因缺乏销售平台产品定价较低。未来借助宝钢资源及平台，有望进一步降本增效，打开盈利空间。

### 盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 2024-2026 年每股净资产为 1.78、1.80、1.86 元。参考同行公司 2025 年 PB 为 0.94X，给予公司 1.69 元目标价，首次给予买入评级。

### 风险提示

宏观经济波动风险、铁矿石价格大幅上涨风险、下游需求不达预期风险、公司管理变革与协同发展不达预期风险、公司降本效果不及预期风险、假设条件变化影响测算结果风险

### 公司主要财务信息

|               | 2022A   | 2023A   | 2024E   | 2025E  | 2026E  |
|---------------|---------|---------|---------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)     | 102,289 | 90,475  | 82,999  | 85,381 | 86,856 |
| 同比增长(%)       | -7.7%   | -11.5%  | -8.3%   | 2.9%   | 1.7%   |
| 营业利润(百万元)     | 1,363   | (264)   | (2,266) | 630    | 2,234  |
| 同比增长(%)       | -64.9%  | -119.4% | -759.0% | 127.8% | 254.7% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 554     | (400)   | (2,100) | 210    | 743    |
| 同比增长(%)       | -54.9%  | -172.2% | -425.6% | 110.0% | 253.9% |
| 每股收益(元)       | 0.05    | (0.04)  | (0.20)  | 0.02   | 0.07   |
| 毛利率(%)        | 5.6%    | 4.0%    | 1.4%    | 5.1%   | 6.9%   |
| 净利率(%)        | 0.5%    | -0.4%   | -2.5%   | 0.2%   | 0.9%   |
| 净资产收益率(%)     | 2.5%    | -1.9%   | -10.4%  | 1.1%   | 3.8%   |
| 市盈率           | 26.7    | (36.9)  | (7.0)   | 70.3   | 19.9   |
| 市净率           | 0.7     | 0.7     | 0.8     | 0.8    | 0.7    |

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

### 投资评级

买入（首次）

|                 |                     |
|-----------------|---------------------|
| 股价（2025年02月21日） | 1.38 元              |
| 目标价格            | 1.69 元              |
| 52 周最高价/最低价     | 1.77/1.12 元         |
| 总股本/流通 A 股（万股）  | 1,069,885/1,069,885 |
| A 股市值（百万元）      | 14,764              |
| 国家/地区           | 中国                  |
| 行业              | 钢铁                  |
| 报告发布日期          | 2025 年 02 月 23 日    |

### 股价表现

|         | 1 周   | 1 月  | 3 月   | 12 月   |
|---------|-------|------|-------|--------|
| 绝对表现%   | -2.13 | 0    | -9.21 | 0.73   |
| 相对表现%   | -3.13 | -3.8 | -8.94 | -14.36 |
| 沪深 300% | 1     | 3.8  | -0.27 | 15.09  |

### 证券分析师

|    |                                                                                           |
|----|-------------------------------------------------------------------------------------------|
| 刘洋 | 021-63325888*6084<br>liuyang3@orientsec.com.cn<br>执业证书编号：S0860520010002<br>香港证监会牌照：BTB487 |
|----|-------------------------------------------------------------------------------------------|

## 目 录

|                                                  |    |
|--------------------------------------------------|----|
| 一、山东钢铁：以板材卷材为盈利核心的老牌钢企 .....                     | 5  |
| 1.1 发展历程：2011 年由两大钢铁上市公司重组设立，产能集中于日照和莱芜 .....    | 5  |
| 1.2 股权结构：山东国资委控股，中国宝武战略入股 .....                  | 5  |
| 1.3 财务状况：卷材和板材为利润核心，受行业影响净利润显著下降 .....           | 6  |
| 二、行业现状：需求低迷行业处于底部，未来成本下行有望释放盈利空间 ...             | 10 |
| 2.1 需求侧：房地产低迷但逐步形成需求底部，造船、基建等有望成为增长新亮点 .....     | 10 |
| 2.2 供给侧：超低排放改造进入尾声，行业有望迎来变化 .....                | 15 |
| 2.3 价格&盈利：原料高位、钢价下行挤占利润，未来铁矿石价格或下行，钢材盈利或修复 ..... | 18 |
| 三、困境反转：宝武集团协同支撑，精益管理穿越底部周期 .....                 | 20 |
| 3.1 自有优势：两大基地节能降本行业领先，前沿产品国际国内填补空白 .....         | 20 |
| 3.2 全面助力：宝武宝钢“双参”入股，对标先进钢企挖掘降本增效潜力 .....         | 23 |
| 3.3 未来空间：先进产品或成盈利突破，降本增效仍有向上潜力 .....             | 28 |
| 盈利预测与投资建议 .....                                  | 34 |
| 盈利预测 .....                                       | 34 |
| 投资建议 .....                                       | 36 |
| 风险提示 .....                                       | 37 |

## 图表目录

|                                                         |    |
|---------------------------------------------------------|----|
| 图 1：山钢集团钢铁板块运营主体（截止 2023 年 12 月 31 日）                   | 5  |
| 图 2：中国宝武战略入股后山钢集团及山东钢铁股权图（截止 2023 年 12 月 31 日）          | 6  |
| 图 3：2018-2023 年山东钢铁营业总收入及同比增速                           | 7  |
| 图 4：2018-2023 年山东钢铁主营业务收入及同比增速                          | 7  |
| 图 5：2018-2023 年山东钢铁钢材板块分产品收入占比                          | 8  |
| 图 6：2018-2023 年山东钢铁钢材板块分产品毛利率比较                         | 8  |
| 图 7：2018-2023 年山东钢铁钢材板块产销量及同比增速                         | 8  |
| 图 8：2018-2023 年山东钢铁分产品吨售价                               | 9  |
| 图 9：2018-2023 年山东钢铁分产品吨盈利                               | 9  |
| 图 10：2018 年-2024 年前三季度山东钢铁归母净利润及同比增速                    | 9  |
| 图 11：2018 年-2024 年前三季度山东钢铁毛利率                           | 9  |
| 图 12：2018-2023 年我国粗钢表观消费量及同比增速                          | 10 |
| 图 13：2018-2023 年我国人均成品钢表观消费量及同比增速                       | 10 |
| 图 14：2023 年全国粗钢下游耗用量占比                                  | 10 |
| 图 15：2009-2024 年房地产开发投资完成额累计同比                          | 11 |
| 图 16：2009-2023 年房地产新开工面积、竣工面积、施工面积（单位：亿平方米）             | 11 |
| 图 17：2024 年全国粗钢下游耗用量占比预测                                | 11 |
| 图 18：2025 年全国粗钢下游耗用量占比预测                                | 11 |
| 图 19：2018-2023 年粗钢需求拆分                                  | 12 |
| 图 20：2019-2025 年国内钢材需求及预测                               | 12 |
| 图 21：2018-2024 年我国造船完工量和新船订单量（单位：万载重吨）                  | 13 |
| 图 22：2018-2024 年我国手持船舶订单量（单位：万载重吨）                      | 13 |
| 图 23：2009-2024 年国内基础设施建设投资额（单位：亿元）                      | 14 |
| 图 24：2024 年新增地方政府专项债资金用途分布                              | 14 |
| 图 25：2021-2024 年房地产销售面积累计值与新开工面积累计值                     | 15 |
| 图 26：2011-2023 年粗钢产量趋势                                  | 16 |
| 图 27：已完成或部分完成超低排放改造的粗钢产能占比约为 63%（截止 2024 年 12 月 31 日）   | 17 |
| 图 28：已完成超低排放改造的国有企业及民营企业数量及粗钢产能比较（截止 2024 年 12 月 31 日）  | 18 |
| 图 29：已完成和未完成超低排放改造的国有企业和民营企业粗钢产能比较（截止 2024 年 12 月 31 日） | 18 |
| 图 30：2009-2024 年四种钢材价格趋势（单位：元/吨）                        | 18 |
| 图 31：2019-2024 年螺纹钢原料成本与价格比较                            | 19 |
| 图 32：2016-2024 年螺纹钢价格与毛利                                | 19 |

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

|                                                      |    |
|------------------------------------------------------|----|
| 图 33：日照钢铁精品基地俯瞰图.....                                | 20 |
| 图 34：钢铁行业样本公司权益净利率比较（截止 2023 年前三季度）.....             | 21 |
| 图 35：山钢莱芜高炉工序能耗接近标杆水平.....                           | 22 |
| 图 36：山钢莱芜转炉工序能耗更低于行业标杆.....                          | 22 |
| 图 37：2019-2023 年山东钢铁与马钢长材类价格比较.....                  | 23 |
| 图 38：山东钢铁“1+6+N”变革求生体系.....                          | 25 |
| 图 39：山东“1+6+N”变革求生体系中“6 大竞争能力”.....                  | 25 |
| 图 40：近年来冷热轧板卷价差拉大.....                               | 25 |
| 图 41：山钢日照推行“算账经营”降本增效成果.....                         | 26 |
| 图 42：2024 年 1-6 月山东钢铁炼焦煤、喷吹煤、国内矿采购成本与行业平均采购成本对比..... | 27 |
| 图 43：2024 年山东钢铁终端直销产品占比明显上升.....                     | 27 |
| 图 44：山东钢铁 2024 年前三季度吨钢经营活动现金净流量同比增速远超同行业公司.....      | 28 |
| 图 45：2018-2023 年钢筋、棒材产品业务收入比例及毛利率.....               | 28 |
| 图 46：2018-2023 年山东钢铁板材产品业务收入占比及毛利率.....              | 29 |
| 图 47：2019-2023 年山东钢铁吨钢在建工程稳中有降.....                  | 30 |
| 图 48：2023 年山东钢铁与行业样本公司吨钢在建工程比较.....                  | 30 |
| 图 49：2020-2024Q3 山东钢铁资产负债率变化.....                    | 31 |
| 图 50：2024Q3 山东钢铁与样本公司资产负债率比较.....                    | 31 |
| 图 51：2019-2023 年山东钢铁吨钢制造成本.....                      | 32 |
| 图 52：2023 年山东钢铁与样本公司吨钢制造成本比较.....                    | 32 |
| 图 53：2019-2023 年山东钢铁吨钢总成本.....                       | 32 |
| 图 54：2023 年山东钢铁与样本公司吨钢总成本比较.....                     | 32 |
| 图 55：2019-2023 年山东钢铁与宝钢股份板卷价格比较.....                 | 33 |
| 表 1：2020-2024 年中国汽车产销量及同比增速.....                     | 12 |
| 表 2：2024-2025 年各行业钢材消费量预测.....                       | 12 |
| 表 3：钢铁行业供给侧改革相关政策.....                               | 16 |
| 表 4：日照精品钢基地主要产线.....                                 | 20 |
| 表 5：2018-2023 年山钢莱芜 H 型钢国际订单.....                    | 22 |
| 表 6：山钢集团改革发展新思路新理念.....                              | 24 |
| 表 7：2023 年山东钢铁中厚板及型钢部分产品案例.....                      | 29 |
| 表 8：山东钢铁与银山型钢关联交易情况（截止 2024 年 6 月 30 日）.....         | 30 |
| 表 9：可比公司估值表.....                                     | 36 |

## 一、山东钢铁：以板材卷材为盈利核心的老牌钢企

### 1.1 发展历程：2011 年由两大钢铁上市公司重组设立，产能集中于日照和莱芜

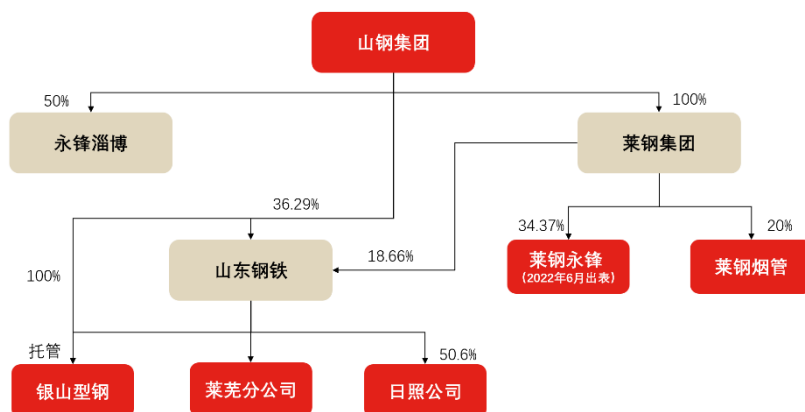
山东钢铁股份有限公司（以下简称“山东钢铁（600022.SH）”）是山东钢铁集团有限公司（以下简称“山钢集团”）实际控制的上市公司，其前身为济南钢铁股份有限公司。济南钢铁于 2000 年 12 月 29 日设立，由济钢集团有限公司（原济南钢铁集团总公司）、莱芜钢铁集团有限公司、山东黄金集团有限公司、山东省耐火原材料公司、山东金岭铁矿五方作为发起人，并于 2004 年在上海证券交易所上市。

2009 年起，为贯彻国务院《钢铁产业调整和振兴规划》形成较强自主创新能力和国家竞争力的特大型钢铁企业、优化产能布局等举措，山钢集团拉开钢铁主业资产重组序幕，酝酿钢铁主业整体上市。2011 年 12 月 30 日，山钢集团对旗下两家钢铁上市公司的整合方案得到中国证券监督管理委员会批准，济南钢铁以换股方式吸收合并莱芜钢铁股份有限公司，并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。济南钢铁作为存续公司，成为山钢集团下属的钢铁主业上市公司，同时更名为山东钢铁股份有限公司，并设立济南、莱芜两个分公司负责区域生产经营。

山东钢铁主要钢铁产能包括莱芜、日照基地与托管公司银山型钢。2015 年 7 月，山东钢铁控股靠近岚山港、区位优势的山钢集团日照有限公司。2017 年公司启动济南分公司全线停产工作，各主体工序全部实现安全、环保停产，为拥有 59 年历史的钢铁产线画上圆满句号，同时向转型发展迈出坚实脚步。2017 年底，日照有限公司一期工程主体建设项目，以及动力能源、节能环保等公辅配套设施全面竣工并全线热试成功。

此外，为减少同业竞争，山东钢铁 2014 年 11 月与莱钢集团签订了关于银山型钢的《股权托管协议》，银山型钢由山东钢铁运营管理。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。山东钢铁与山钢集团签署了《莱芜钢铁集团银山型钢有限公司股权托管协议》，继续受托管理银山型钢。

图 1：山钢集团钢铁板块运营主体（截止 2023 年 12 月 31 日）



数据来源：《山东钢铁集团有限公司 2024 年度第十四期超短期融资券募集说明书》，山东钢铁 2023 年度报告，东方证券研究所

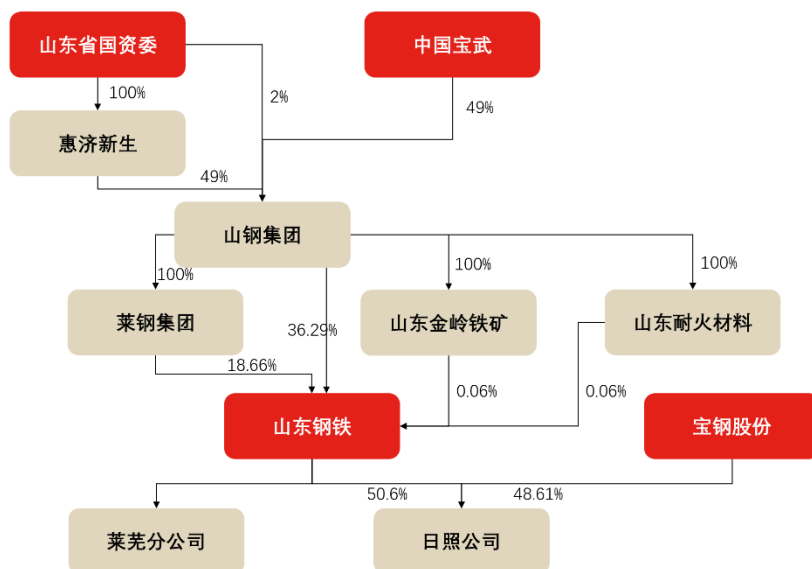
### 1.2 股权结构：山东国资委控股，中国宝武战略入股

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

**2023 年底宝武集团入股山钢集团，持有 49%股权，山东省国资委保持控股股东地位。**2021 年 7 月 15 日，山钢集团发布《山东钢铁集团有限公司关于涉及战略重组的提示性公告》，公告与中国宝武钢铁集团有限公司筹划战略重组事项。2023 年 12 月 29 日，山钢集团股东山东省国资委、山东国惠投资控股集团有限公司（以下简称“山东国惠”）、山东省财欣资产运营有限公司（以下简称“山东财欣”）与中国宝武签署了《关于山东钢铁集团有限公司之股权转让协议》，山东省国资委、山东国惠、山东财欣向中国宝武转让所持山钢集团合计 49%的股权。2024 年 1 月 2 日，山钢集团完成上述股权结构变动的工商变更登记手续。变更登记后，山东省国资委持有山钢集团 35.7%股权，中国宝武持有山钢集团 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，山东国惠、山东财欣均授权山东省国资委代为行使股东表决权，山东省国资委合计持有山钢集团 51%表决权。2024 年 6 月 26 日，山东省国资委、山东国惠、山东财欣分别将持有的山钢集团 33.70%、10.20%、5.10%股权（合计 49%股权）无偿划转至山东惠济新生投资有限公司（以下简称“惠济新生”）。股权无偿划转后，中国宝武持有山钢集团 49%的股权、惠济新生持有 49%股权、山东省国资委持有 2%股权。惠济新生除所持股权对应的知情权、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，并根据国资委的要求，采取一致行动。本次股权转让完成后，山钢集团的控股股东、实际控制人不变，仍为山东省国资委。

**中国宝武旗下上市公司宝钢股份以 107.03 亿元现金收购山钢日照 48.6139%股权，形成了中国宝武参股山钢集团、宝钢股份参股山钢日照的“两参”模式。**山钢集团和山东钢铁通过引入中国宝武和宝钢股份在管理、技术、人才及资源等方面的优势，与其建立高效协同推进机制，深入拓展协同空间，为做大做强钢铁产业提供基础。

图 2：中国宝武战略入股后山钢集团及山东钢铁股权图（截止 2023 年 12 月 31 日）



数据来源：山东钢铁 2023 年度报告，《山东钢铁集团有限公司 2024 年度第十四期超短期融资券募集说明书》，东方证券研究所

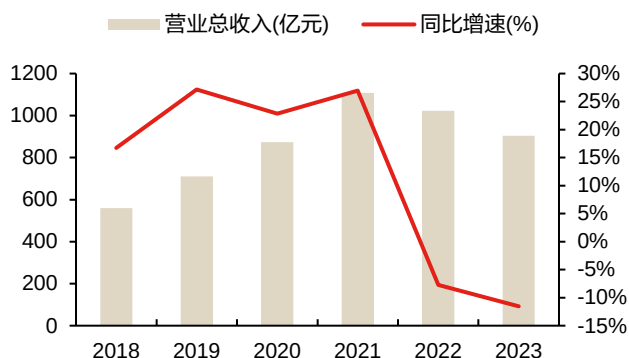
### 1.3 财务状况：卷材和板材为利润核心，受行业影响净利润显著下降

山东钢铁是山东省唯一一家钢铁类上市公司，以钢铁板块作为其主营业务，长期以来是公司主要的营业收入来源。2022 年钢材板块收入占比公司营业总收入的 89%，2023 年占比 85%。公司的

钢材板块产品包括型材、板材、棒材、卷材、钢筋、钢坯及生铁等，其中最主要的是型材、板材、棒材、卷材和钢筋五大产品板块。公司拥有中厚板、冷热轧、型钢、特钢、建材五大系列产品，以及济南钢城和日照沿海两大钢铁生产基地，截止 2024 年半年报的数据披露，公司粗钢产能约 1580 万吨。

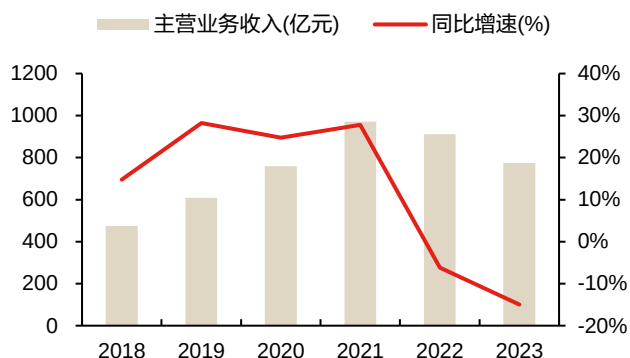
2021 年以前，山东钢铁保持着较为稳定的营业总收入和主营业务收入增长，但自 2022 年起，钢铁行业进入下行阶段，特别是下游房地产行业的低迷导致建材需求降幅明显，公司营业总收入及主营业务收入降幅明显。2022 年公司营业总收入为 1023 亿元，同比下降 7.72%，2023 年公司营业总收入同比下降 11.55%。2022 年公司钢材板块的主营业务收入为 911 亿元，同比下降 6.20%，2023 年主营业务收入同比下降 14.98%。**截止 2024 年前三季度，公司营业总收入为 643 亿元，同比下降 5.92%，仍然处于下行区间。**

图 3：2018-2023 年山东钢铁营业总收入及同比增速



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 4：2018-2023 年山东钢铁主营业务收入及同比增速

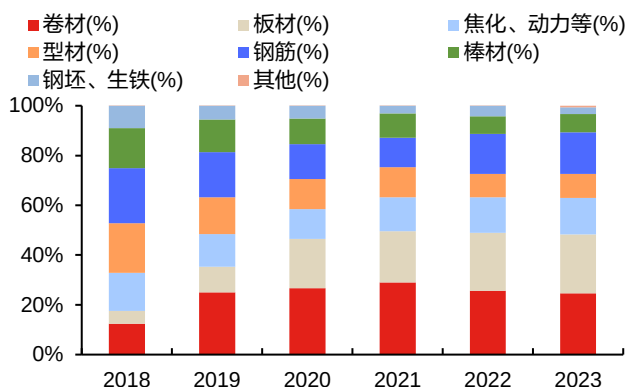


数据来源：Wind，东方证券研究所

从公司钢材板块的产品角度来看，**卷材和板材是主要的利润来源**。自 2018 年以来，卷材和板材产品占公司营业收入的比重较大，卷材在 2021 年达到收入贡献峰值，占比公司收入 25%，此后占比有所回落但仍然保持在 20% 以上。板材收入保持稳定提升，到 2023 年占比 20%。2023 年公司钢材板块实现毛利 35.3 亿，其中卷材产品贡献毛利 8.63 亿元，占比 24.5%，板材产品毛利共计 18.4 亿元，占比 52%。

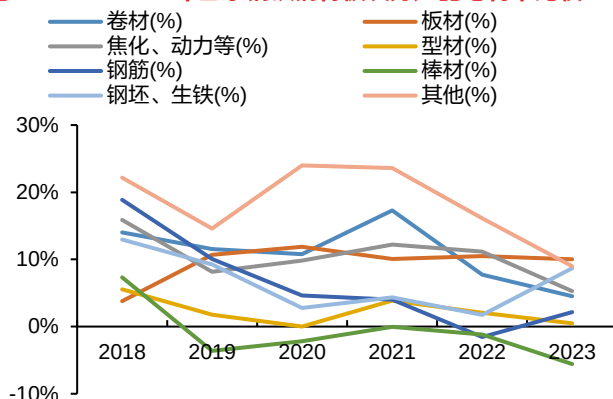
然而近年受到下游房地产市场需求萎缩、行业景气度下行的影响，**公司传统建材产品营业收入和毛利均有明显下滑，甚至产生亏损，主要体现在棒材和钢筋产品上**。自 2020 年起棒材营业收入占比持续下降，从 8.86% 下降到 2023 年的 6.25%。2023 年钢筋板块营业收入为 129.4 亿元，同比下降 9.48%。棒材自 2022 年起持续面临亏损，2023 年毛利率仅为 -5.57%。

图 5：2018-2023 年山东钢铁钢材板块分产品收入占比



数据来源：Wind，公司年报，东方证券研究所

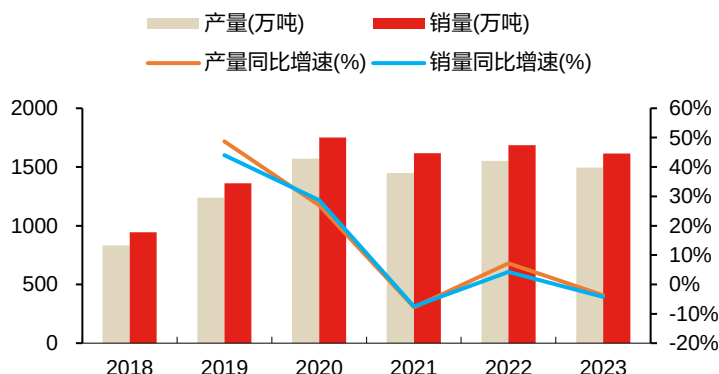
图 6：2018-2023 年山东钢铁钢材板块分产品毛利率比较



数据来源：Wind，公司年报，东方证券研究所

自 2020 年后公司主营业务钢材板块的产销量较为稳定。2023 年钢材板块五大产品产量为 1495 万吨，同比下降 3.75%，销量为 1614.7 万吨，同比下降 4.27%。截止 2024 年前三季度公司钢材板块总产量为 1126 万吨，总销量为 1198 万吨，分别同比上升 1.84%、同比下降 0.32%，仍然保持稳定状态。

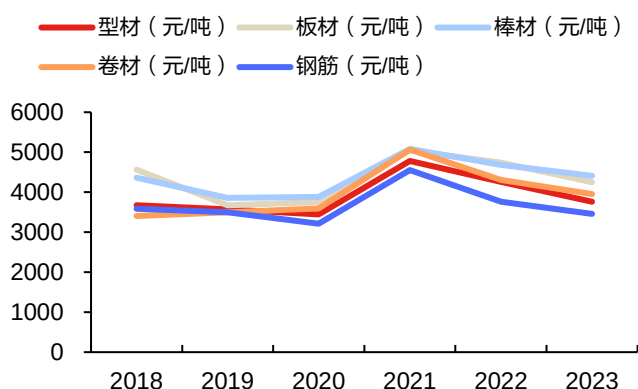
图 7：2018-2023 年山东钢铁钢材板块产销量及同比增速



数据来源：公司年报，东方证券研究所

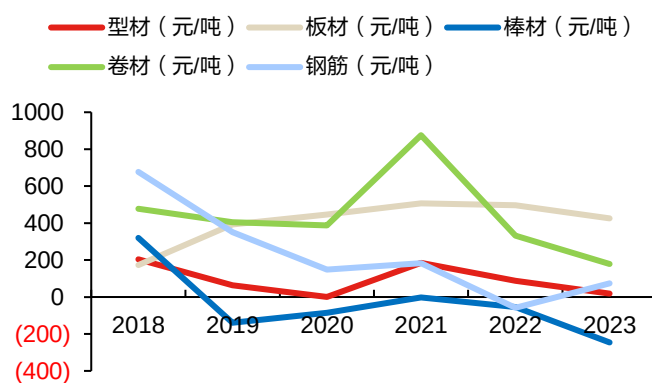
以公司主要生产和销售的五大产品来看，由于行业景气程度下降，吨钢售价和吨钢盈利从 2021 年起有明显的下滑。2023 年公司五大产品型材、板材、棒材、卷材、钢筋的吨售价分别为 3767、4248、4411、3955 和 3456 元/吨，分别同比下跌 11.53%、10.40%、5.87%、8.12%和 8.23%。尽管自 2021 年以来公司吨钢成本持续下降，但下降速度并没有达到吨钢售价的下跌速度，从而导致公司吨钢盈利大幅下降。2023 年公司五大产品型材、板材、棒材、卷材、钢筋的吨盈利分别为 18、426、-246、179、74 元/吨，除钢筋外，四类产品吨盈利分别同比下降 79.46%、14.28%、348.87%和 46.18%。

图 8：2018-2023 年山东钢铁分产品吨售价



数据来源：公司年报，东方证券研究所

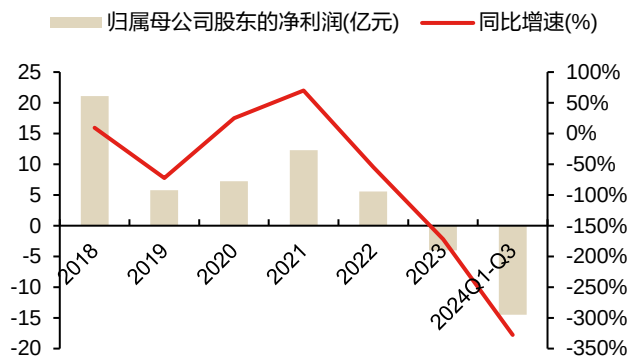
图 9：2018-2023 年山东钢铁分产品吨盈利



数据来源：公司年报，东方证券研究所

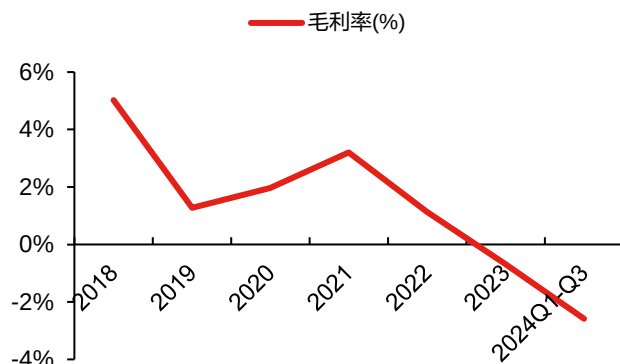
在行业处于下行阶段导致公司盈利空间受到挤压的背景下，公司从 2021 年起的归母净利润下降明显。2023 年归母净利润为-4 亿元，截止 2024 年前三季度，公司归母净利润为-14.51 亿元。同时公司毛利率也持续下降，2023 年毛利率为-0.69%，截止 2024 年前三季度毛利率仅为-2.58%。

图 10：2018 年-2024 年前三季度山东钢铁归母净利润及同比增速



数据来源：Wind，公司年报，东方证券研究所

图 11：2018 年-2024 年前三季度山东钢铁毛利率



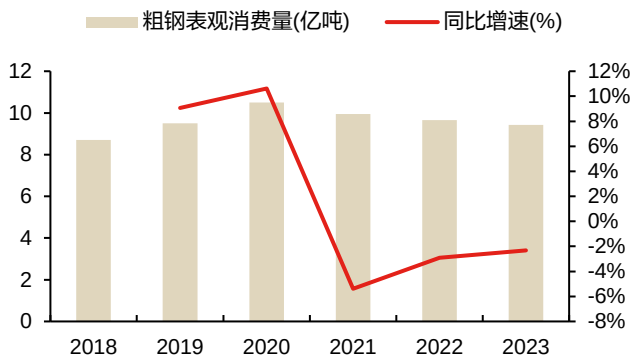
数据来源：Wind，公司年报，东方证券研究所

## 二、行业现状：需求低迷行业处于底部，未来成本下行有望释放盈利空间

### 2.1 需求侧：房地产低迷但逐步形成需求底部，造船、基建等有望成为增长新亮点

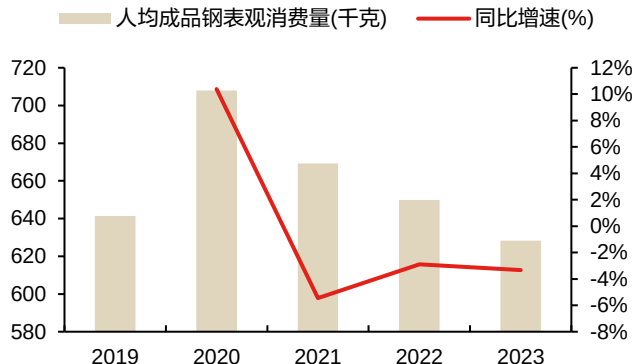
目前钢铁行业需求处于下行空间，2020 年以来我国粗钢表观消费量已经连续 3 年呈下降趋势。2022 年全国粗钢表观消费量为 9.6 亿吨，同比下降 2.90%，2023 年粗钢表观消费量同比下降 2.33%。中国人均成品钢表观消费量自 2020 年以来也下行明显，由 2020 年人均 707.9 千克下降至 2023 年人均 628.3 千克，2023 年同比降低 3.32%。

图 12：2018-2023 年我国粗钢表观消费量及同比增速



数据来源：世界钢铁协会，东方证券研究所

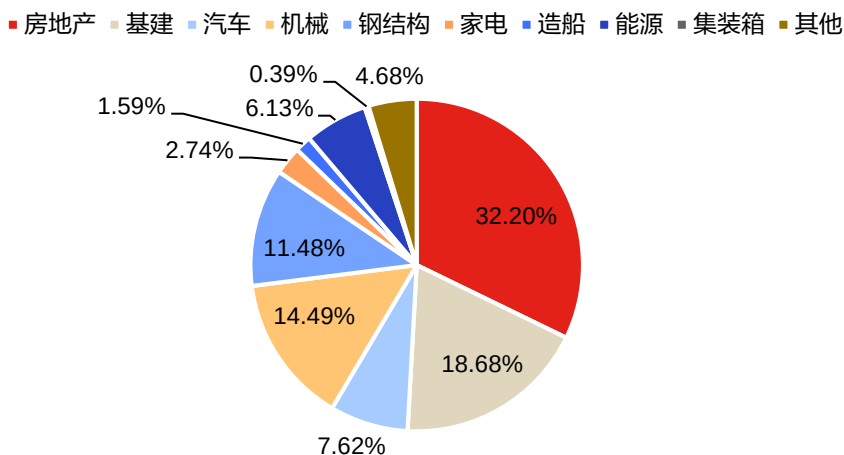
图 13：2018-2023 年我国人均成品钢表观消费量及同比增速



数据来源：世界钢铁协会，东方证券研究所

分行业来看，钢铁下游耗用主要在房地产和基建业，两者相加占比超过 50%。根据 Mysteel 数据统计，2023 年粗钢耗用量排名第一的是房地产业，其次为基建和机械，分别占比 32.20%、18.68% 和 14.49%。

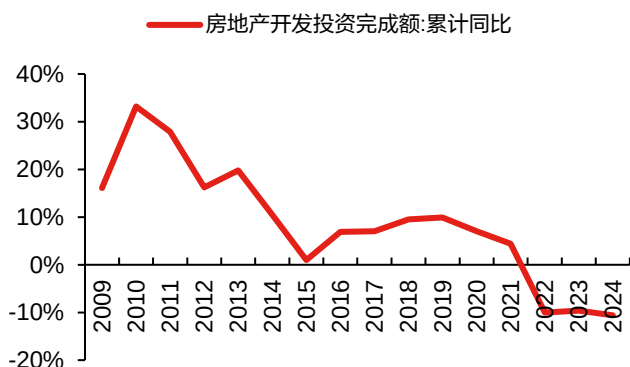
图 14：2023 年全国粗钢下游耗用量占比



数据来源：Mysteel，东方证券研究所

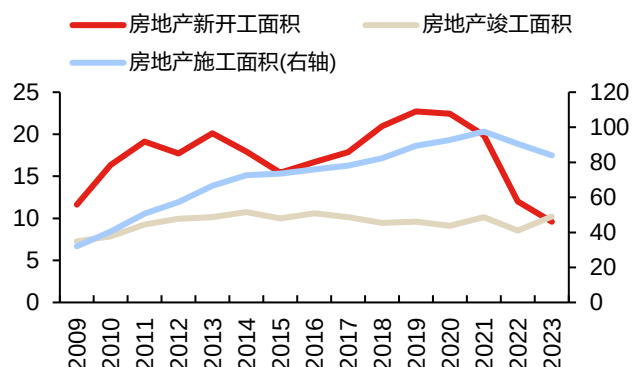
但近年来房地产业持续下行。根据 Wind 统计，房地产开发投资完成额累计同比增速自 2019 年开始逐渐走低，2022 年开始我国房地产开发投资完成额呈现负增长态势，2024 年我国房地产开发投资完成额同比增速仅为-10.6%。此外房地产新开工面积和施工面积也有明显的下滑趋势。根据 Mysteel 数据统计，2023 年房地产新开工面积为 9.6 亿平方米，施工面积为 84 亿平方米，分别同比下降 20%和 7%。

图 15：2009-2024 年房地产开发投资完成额累计同比



数据来源：Wind，东方证券研究所

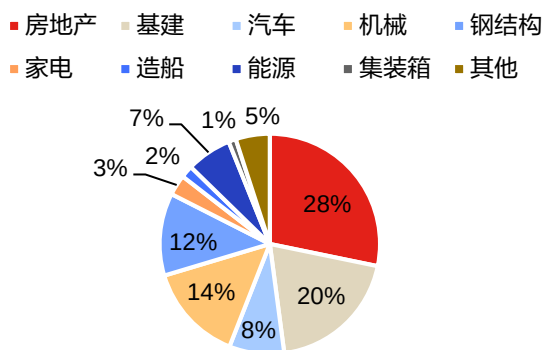
图 16：2009-2023 年房地产新开工面积、竣工面积、施工面积（单位：亿平方米）



数据来源：Mysteel，东方证券研究所

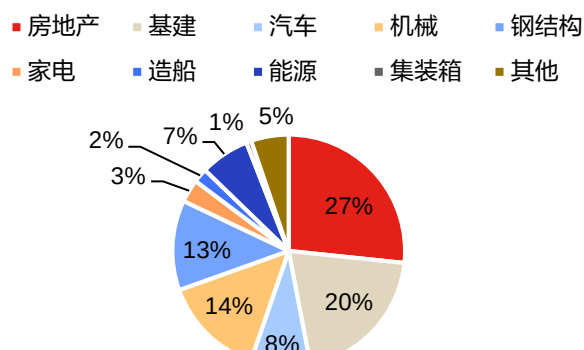
根据 Mysteel 测算和预测，2024 年房地产业粗钢耗用量占比为 28%，较 2023 年下降约 4PCT，2025 年房地产业粗钢耗用量将进一步下滑至 27%。与此同时，Mysteel 预测未来 2024 年和 2025 年房地产业和基建在粗钢耗用量的总占比保持持续下降的趋势，因此未来对建材类钢材的需求可能维持下行趋势。

图 17：2024 年全国粗钢下游耗用量占比预测



数据来源：Mysteel，东方证券研究所

图 18：2025 年全国粗钢下游耗用量占比预测



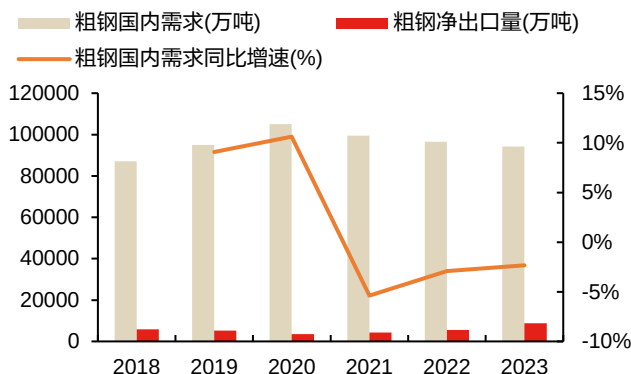
数据来源：Mysteel，东方证券研究所

但展望钢铁行业的未来需求并不完全悲观。尽管 2021 年以来国内粗钢表观消费量呈下降趋势，但是下降趋势渐缓。根据中国冶金工业规划研究院发布的 2025 年中国钢材需求预测，2024 年钢材消费量预计为 8.7 亿吨，2025 年预计为 8.5 亿吨，降速收窄。同时世界钢铁协会也认为 2025 年中国房地产业将获得政府更大支持，提振国内钢铁需求，从而上调对中国钢铁需求的预期值。2024 年 12 月 9 日中央政治局召开会议分析研究来年经济工作，会议指出 2025 年作为“十四五”规划重要的收官之年，必须巩固增强经济回升向好态势，坚定必胜信心，为实现“十五五”良好开局

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

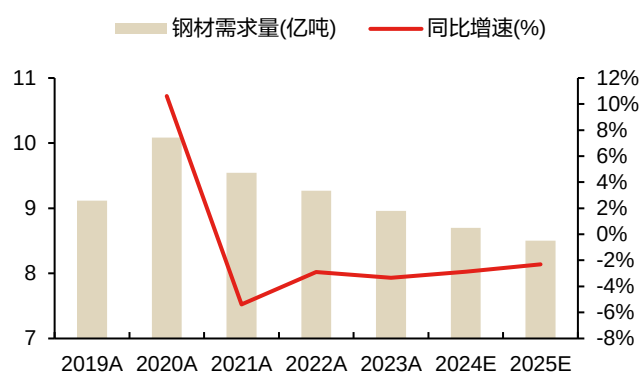
打牢基础。会议提出，要实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，充实完善政策工具箱，大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求。会议积极表态，首提“超常规”逆周期调节、货币政策“适度宽松”、财政政策“更加积极”、首提“稳住楼市股市”，为 2025 年后扩大内需、加快经济复苏释放了清晰的政策信号。

图 19：2018-2023 年粗钢需求拆分



数据来源：Mysteel, Wind, 东方证券研究所

图 20：2019-2025 年国内钢材需求及预测



数据来源：世界钢铁协会，中国冶金工业规划研究院，东方证券研究所

政策方面加持下，不同的行业用钢需求存在增长空间。制造业方面，汽车、家电等行业的设备更新和消费升级带动了钢材需求的增长。根据中国汽车工业协会数据显示，自 2021 年以来，我国汽车产销量不断增长，2024 年汽车产销量分别为 3126.2、3142.6 万辆，分别同比增长 3.8%、4.6%。根据冶金工业规划研究院的预计，2025 年汽车产量有望达到 3290 万辆，保持增长态势。

表 1：2020-2024 年中国汽车产销量及同比增速

|          | 2020   | 2021   | 2022   | 2023   | 2024   |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 汽车产量(万辆) | 2517.1 | 2605.7 | 2699.7 | 3012.6 | 3126.2 |
| 同比增速(%)  | -2.3%  | 3.5%   | 3.6%   | 11.6%  | 3.8%   |
| 汽车销量(万辆) | 2526.8 | 2624.9 | 2684.9 | 3004.5 | 3142.6 |
| 同比增速(%)  | -1.7%  | 3.9%   | 2.3%   | 11.9%  | 4.6%   |

数据来源：中国汽车工业协会，东方证券研究所

2025 年 1 月 8 日，国新办举行国务院政策例行吹风会，宣布在 2025 年将加力扩围实施“两新”政策，施行将符合条件的国四排放标准的燃油车纳入报废更新补贴范围，统一规范全国汽车置换更新最高补贴限额；将享受以旧换新补贴的家产品由 2024 年的 8 类增加到 2025 年的 12 类，单件最高可享受销售价格 20% 的补贴等措施。在“两新”政策以及鼓励购买新能源汽车政策带动下，冶金工业规划研究院预计 2025 年汽车行业将保持增长态势，汽车行业钢材需求量可达到约 5980 万吨，同比增长 4%。在家电产品以旧换新力度加大的政策背景下，冶金工业规划研究院预测 2025 年我国家电行业钢材需求量将达到 1940 万吨，同比增长 8.4%。

表 2：2024-2025 年各行业钢材消费量预测

| 行业 | 2024 年  |         | 2025 年  |         |
|----|---------|---------|---------|---------|
|    | 消费量(万吨) | 同比增速(%) | 消费量(万吨) | 同比增速(%) |
| 建筑 | 45800   | -8.6%   | 44350   | -3.2%   |
| 机械 | 17700   | 1.1%    | 17880   | 1.0%    |
| 汽车 | 5750    | 1.8%    | 5980    | 4.0%    |
| 能源 | 4860    | 6.0%    | 4950    | 1.9%    |

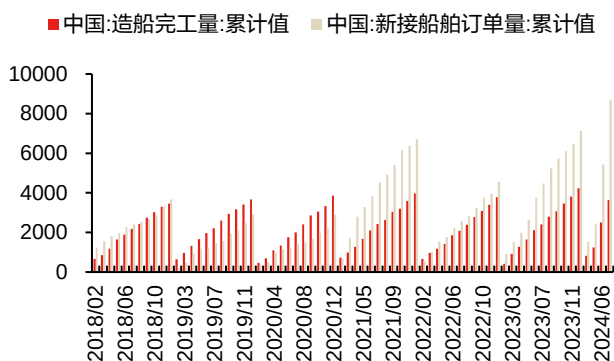
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

|           |              |              |              |              |
|-----------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 造船        | 1580         | 6.8%         | 1670         | 5.7%         |
| 家电        | 1790         | 9.1%         | 1940         | 8.4%         |
| 铁道        | 480          | -7.7%        | 470          | -2.1%        |
| 集装箱       | 1150         | 219%         | 500          | -56.5%       |
| 五金制品      | 2150         | 1.9%         | 2120         | -1.4%        |
| 钢木家具      | 1060         | 2.9%         | 1100         | 3.8%         |
| 自行车摩托车    | 520          | 1.0%         | 530          | 1.9%         |
| 其他        | 4180         | -12.7%       | 3800         | -9.1%        |
| <b>总计</b> | <b>87020</b> | <b>-3.6%</b> | <b>85290</b> | <b>-2.0%</b> |

数据来源：冶金工业规划研究院，东方证券研究所

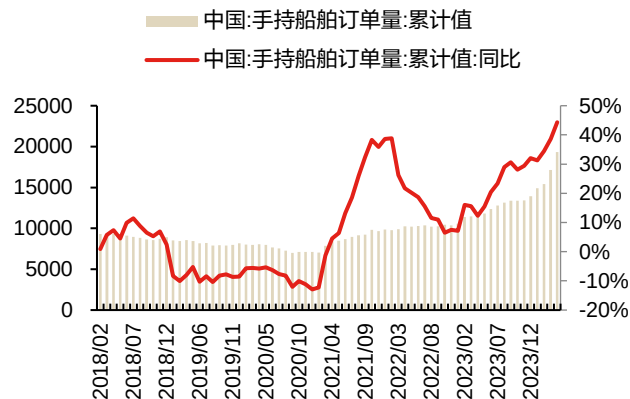
我国新船订单量大幅增长，未来造船用钢材需求量预计将出现明显提升。2023 年我国新接船舶订单量为 7120 万载重吨，同比增长 56.41%，截止 2024 年 9 月，我国新接船舶订单量已经达到 8711 万载重吨，同比增长 51.92%，因此预计我国未来造船用钢材中厚板的需求量将有明显上升。此外，我国目前手持船舶订单饱满。2023 年我国手持船舶订单量为 13939 万载重吨，同比增长 32.04%，截止 2024 年 9 月，我国新接船舶订单量累计为 19330 万载重吨，同比增速达到 44.33%。

图 21：2018-2024 年我国造船完工量和新船订单量（单位：万载重吨）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 22：2018-2024 年我国手持船舶订单量（单位：万载重吨）



数据来源：Wind，东方证券研究所

基础设施建设领域投资处于增长状态，地方政府专项债券新政策将为基础建设领域用钢需求托底。我国基础设施建设领域投资在 2022 年以来一直处于增长的态势，截止 2024 年 12 月，我国基础设施建设投资完成额累计同比增速达到 9.19%。

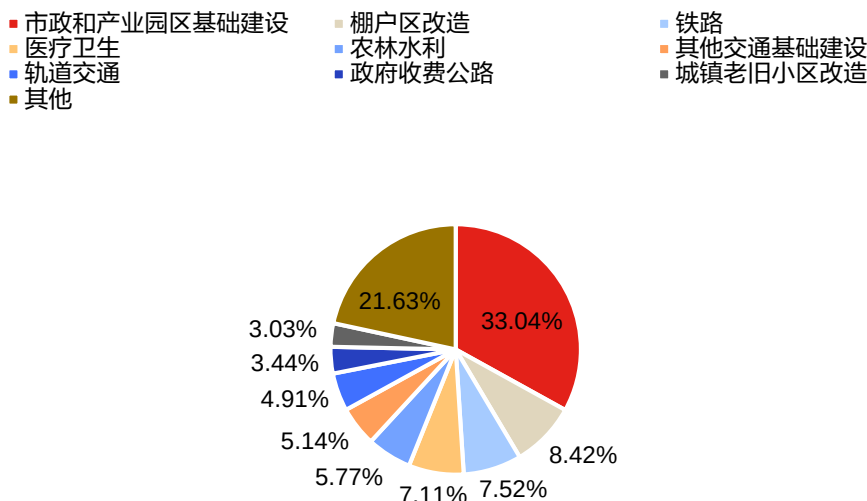
图 23：2009-2024 年国内基础设施建设投资额（单位：亿元）



数据来源：Wind，东方证券研究所

此外，我国地方政府债券重要投向是基础设施领域。根据《中国地方政府债券发展报告（2024）》，2023 年全年有过半数专项债资金投向市政和产业园区基础设施、交通基础设施、农林水利等传统基础建设领域。而根据企业预警通数据统计，2024 年新增专项债券最大投向领域为市政和产业园区基础设施，占比为 33.04%，其次分别为棚户区改造、铁路，分别占比 8.42% 和 7.52%。2024 年 12 月 25 日，国务院办公厅发布《关于优化完善地方政府专项债券管理机制的意见》，明确将扩大专项债券用作项目资本金范围，将信息技术、新材料、生物制造、数字经济、低空经济、量子科技、生命科学、商业航天、北斗等新兴产业基础设施等纳入专项债券用作项目资本金范围，进一步支持国内基础设施建设。

图 24：2024 年新增地方政府专项债资金用途分布

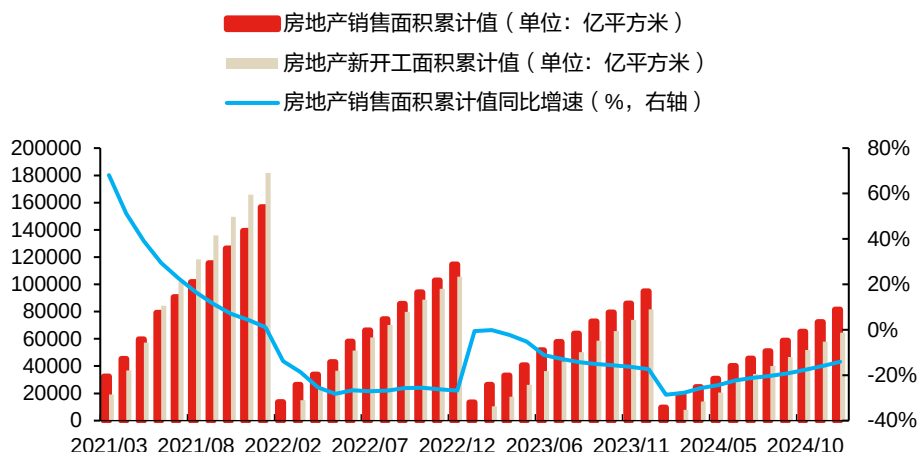


数据来源：企业预警通，东方证券研究所

对于钢铁耗用量最大的下游房地产业，当前已出台政策刺激房地产市场需求。财政部、税务总局、住房城乡建设部发布了《关于促进房地产市场平稳健康发展有关税收政策的公告》，税务总局发布了《关于降低土地增值税预征率下限的公告》，实施加大住房交易环节契税优惠力度、取消普通住宅和非普通住宅标准、降低土地增值税预征率下限等措施，于 2024 年 12 月 1 日生效，以

低购房成本推动房地产行业需求上升、缓解房地产企业财务困难。新政策推出对房地产需求端的刺激已经有所成效，2024 年 11 月，房地产单月销售面积同比增加 3.25%，同比增速为 2024 年以来首次的正数，12 月房地产销售面积同比增加 0.36%，保持正增长态势。此外，2024 年以来房地产销售面积累计值的同比降幅也逐渐收窄。根据一般楼盘从拿地到竣工大约 2-3 年时间计算，新政刺激下房地产销售面积的增加有望使得房地产用钢需求在未来 2-3 年内有所提高。

图 25：2021-2024 年房地产销售面积累计值与新开工面积累计值



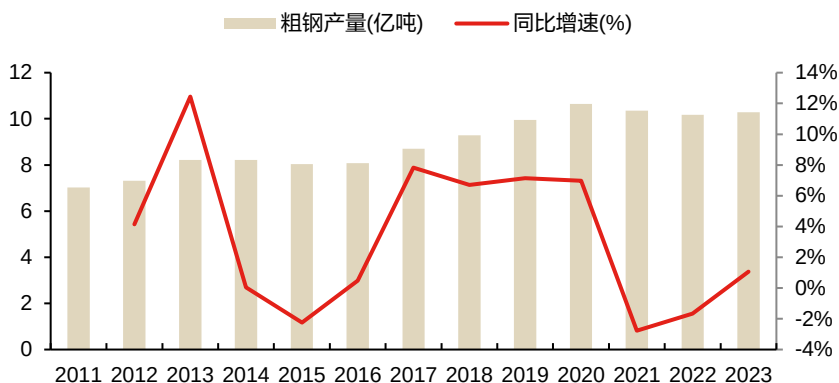
数据来源：Mysteel，东方证券研究所

## 2.2 供给侧：超低排放改造进入尾声，行业有望迎来变化

2011 年至 2015 年间，由于房地产投资增速放缓以及钢铁产能的无序释放，钢铁行业景气度急剧下滑，行业亏损显现明显。2016 年起钢铁行业开始进行供给侧改革，着手化解产能过剩问题。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》，提出在淘汰落后钢铁产能的基础上，用 5 年时间压减粗钢产能 1 亿—1.5 亿吨，优化产业结构并提高产能利用率，2016 至 2018 年间累计压减了 1.5 亿吨，显著收缩供给，行业基本面得到优化。

随着供给侧改革周期推进，2018 年后钢铁行业重点转移至产能置换。2017 年《钢铁行业产能置换实施办法》发布，并于 2020 年对《实施办法》进行修订，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，有效遏制了钢铁产能无序扩张。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”，由此钢铁行业已转向产能产量双控的新阶段。

图 26：2011-2023 年粗钢产量趋势



数据来源：世界钢铁协会，东方证券研究所

近年来国家持续关注并调整钢铁行业供给侧改革进程，尽可能实现产量调控和产业优化并举。2019 年生态环境部等五部委联合印发了《关于推进实施钢铁行业超低排放的意见》（环大气〔2019〕35 号文），对钢铁行业全流程超低排放改造做出了明确要求，要求 2025 年底前重点区域基本完成且全国力争 80% 以上产能完成改造，从而促进产业低碳转型升级。2022 年 1 月工业和信息化部、国家发展改革委、生态环境部三部委联合印发《关于促进钢铁工业高质量发展的指导意见》，提出以“创新发展、总量控制、绿色低碳、统筹协调”为原则促进钢铁产业高质量发展，严禁新增钢铁产能并优化产业布局。2024 年 5 月、6 月相继印发《2024—2025 年节能降碳行动方案》以及《钢铁行业节能降碳专项行动计划》，要求继续实施粗钢产量调控，增加废钢利用率，新建和改扩建钢铁冶炼项目须达到能效标杆水平和环保绩效 A 级水平，推进钢铁行业节能减排。12 月工信部等四部门印发《标准提升引领原材料工业优化升级行动方案（2025—2027 年）》，提出研制钢铁、有色金属、建材等行业重点排放单位碳排放核算方法，使我国原材料工业标准体系到 2027 年“更高质量、更好效益、更优布局、更加绿色、更为安全发展”，推动传统产业深度转型升级。

表 3：钢铁行业供给侧改革相关政策

| 日期     | 文件                                   | 工作重点                                                                                                                                                            |
|--------|--------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2016.2 | 《关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》（国发〔2016〕6 号） | 严禁新增粗钢产能，从 2016 年开始，用 5 年时间再压减粗钢产能 1 亿—1.5 亿吨；化解过剩产能；推动产业升级                                                                                                     |
| 2021.4 | 《钢铁行业产能置换实施办法》（工信部原〔2021〕46 号）       | 对《钢铁行业产能置换实施办法》（工信部原〔2017〕337 号）进行修订，明确大气污染防治重点区域严禁增加钢铁产能总量。                                                                                                    |
| 2019.4 | 《关于推进实施钢铁行业超低排放的意见》（环大气〔2019〕35 号文）  | 提出全国新建（含搬迁）钢铁项目原则上达到超低排放水平，推动现有钢铁企业超低排放改造，到 2020 年底前，重点区域钢铁企业超低排放改造取得明显进展，力争 60% 左右产能完成改造，有序推进其他地区钢铁企业超低排放改造工作；到 2025 年底前，重点区域钢铁企业超低排放改造基本完成，全国力争 80% 以上产能完成改造。 |
| 2022.1 | 《关于促进钢铁工业高质量发展的指导意见》（工信部联原〔2022〕6 号） | 力争到 2025 年，钢铁工业基本形成布局结构合理、资源供应稳定、技术装备先进、质量品牌突出、智能化水平高、全球竞争力强、绿色低碳可持续的高质量发展格局。                                                                                   |

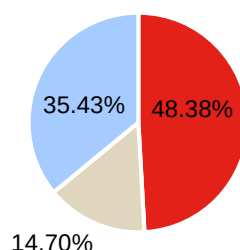
|         |                                                      |                                                                                        |
|---------|------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------|
| 2024.5  | 《2024—2025 年节能降碳行动方案》（国发〔2024〕12 号）                  | 2024 年继续实施粗钢产量调控；严控低附加值基础原材料产品出口；到 2025 年底，电炉钢产量占粗钢总产量比例力争提升至 15%，废钢利用量达到 3 亿吨。        |
| 2024.6  | 《钢铁行业节能降碳专项行动计划》（发改环资〔2024〕730 号）                    | 2024 年继续实施粗钢产量调控。到 2025 年底，钢铁行业能效标杆水平以上产能占比达到 30%；废钢利用量达到 3 亿吨，电炉钢产量占粗钢总产量比例力争提升至 15%。 |
| 2024.12 | 《标准提升引领原材料工业优化升级行动方案（2025—2027 年）》（工信部联科〔2024〕235 号） | 重点研制石化化工、钢铁、有色金属、建材等行业重点排放单位碳排放核算方法，钢铁、电解铝、水泥、尿素、氢等重点产品碳足迹核算规则等碳达峰碳中和标准。               |

数据来源：中国政府网，东方证券研究所

目前钢铁行业供给侧改革、钢铁产业结构调整优化已经取得系列成果。2020 年以来全国粗钢产量明显进入下行通道，打破 2016-2020 年间的快速增长趋势。根据中国钢铁工业协会 2025 年 1 月 20 日发布的工作报告，截止 2024 年底，全国已经有 171 家钢铁企业公示完成或部分完成超低排放改造和评估监测，累计粗钢产能约为 7.21 亿，其中全部完成超低排放改造的粗钢产能为 5.53 亿吨，部分完成超低排放改造的粗钢产能为 1.68 亿吨。根据全国工商联直属行业商会全联冶金商会，于 2024 年 7 月 30 日在公众号上发布的《中国粗钢产能分布情况》统计，目前全国有 11.43 亿吨粗钢产能，其中国有企业粗钢产能为 4.7 亿吨，民营企业粗钢产能为 6.73 亿吨。由此可见，**截止 2024 年底，完成或部分完成超低排放改造的钢铁企业粗钢产能占比约为 63%，其中全部完成改造的粗钢产能占比约为 48%，部分完成改造的粗钢产能占比约为 15%。**

图 27：已完成或部分完成超低排放改造的粗钢产能占比约为 63%（截止 2024 年 12 月 31 日）

- 全部完成改造粗钢产能 ■ 部分完成改造粗钢产能
- 未完成改造粗钢产能

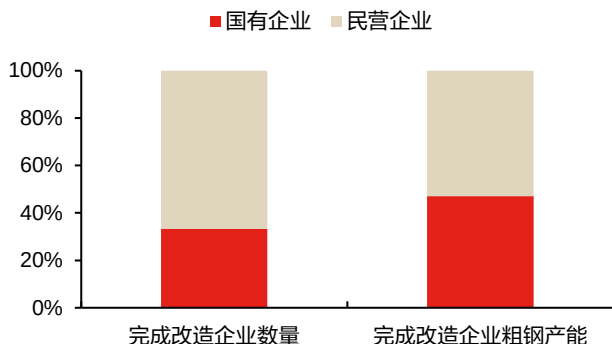


数据来源：中国钢铁工业协会，全联冶金商会，东方证券研究所

超过 74% 的国有企业已经完成或部分完成超低排放改造，尚未完成的钢铁企业大部分为民营企业。在已经完成或部分完成超低排放改造的钢铁企业中，国有企业数量占比约为 33%，但已完成或部分完成改造的国有企业所有粗钢产能已达到 3.48 亿吨，占有国有企业粗钢产能的 74%。与此相对的是，虽然已完成或部分完成改造的民营企业数量占比达到 67%，但其代表的已完成或部分完成改造粗钢产能仅占有民营企业粗钢产能的 58%。这也就意味着，大部分国有钢铁企业已经完成或部分完成了超低排放改造，而超过 40% 的民营企业尚未完成超低排放改造。目前已有部分地区，如河北省，下发《河北省发展和改革委员会河北省生态环境厅河北省财政厅关于进一步完善钢铁企业超低排放差别化电价政策有关事项的通知》（冀发改能价〔2023〕1081 号），针对没有完成超低排放改造的企业进行电价加价执行差别化电价作为处罚。**未来未完成超低排放改造的企业或许会被列入管控，执行差别化电价、钢铁产能限产等管控和处罚措施。**

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

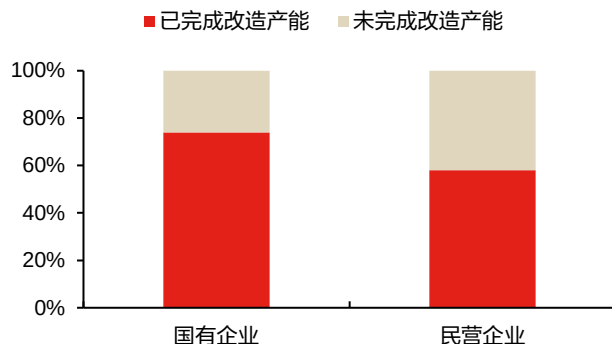
图 28：已完成超低排放改造的国有企业及民营企业数量及粗钢产能比较（截止 2024 年 12 月 31 日）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

注：已完成改造的统计中，包括全部和部分完成改造的企业数量和粗钢产能

图 29：已完成和未完成超低排放改造的国有企业和民营企业粗钢产能比较（截止 2024 年 12 月 31 日）



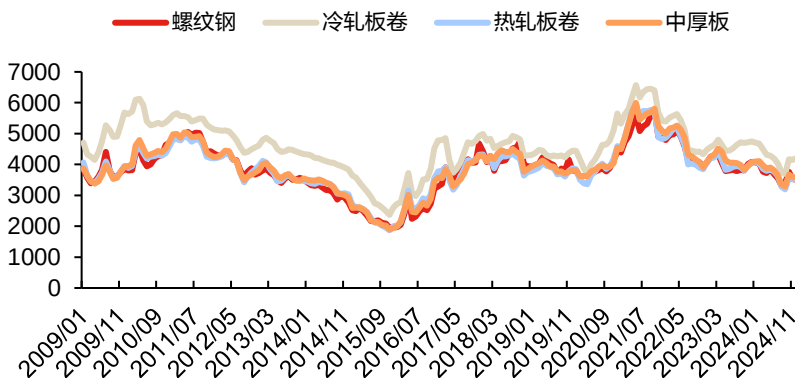
数据来源：公司公告，东方证券研究所

注：已完成改造的统计中，包括全部和部分完成改造的粗钢产能

## 2.3 价格&盈利：原料高位、钢价下行挤占利润，未来铁矿石价格或下行，钢材盈利或修复

在钢铁行业需求下行的背景下，钢材价格也明显走低。以螺纹钢、热轧卷板、冷轧卷板和中厚板价格为例，截止 2024 年 12 月，四种钢材的年均价分别为 3681、3673、4223、3739 元/吨，与 2023 年均价相比同比分别下降 7.71%、8.75%、8.86%、9.61%。观察从 2009 年至 2024 年时间区间内的钢材价格走势，可以发现四种钢材价格的高点位于大约 2021 年 5 月，价格低点均在 2015 年 11 月。2024 年四种钢材的年均价已经低于 2009 年至今的价格五分位。

图 30：2009-2024 年四种钢材价格趋势（单位：元/吨）



数据来源：Mysteel，东方证券研究所

注：四种钢材价格选取 Mysteel 普钢价格指数：绝对价格指数

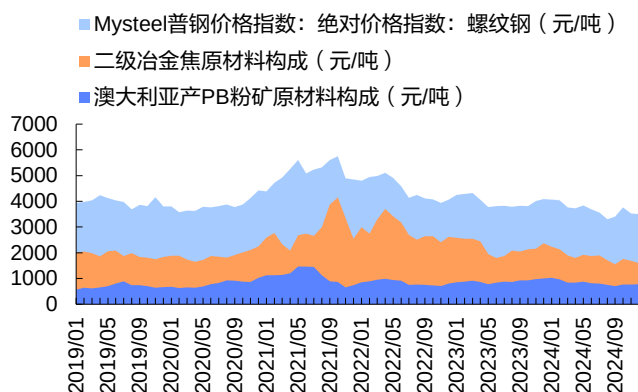
同时，生产钢材的基本原材料铁矿石、焦煤焦炭的价格对钢铁企业的利润影响极大。若此类原材料的价格上涨，将会显著影响钢材生产成本，从而挤占钢铁企业的利润。

根据上海期货交易所发布的《钢材期货合约交易操作手册》，粗钢制造成本可简化为  $(1.6 \times \text{铁矿石} + 0.5 \times \text{焦炭}) \times 1.5$ 。在粗钢的制造成本基础上估算钢材成本，螺纹钢制造成本 = 粗钢制造成本 + 螺纹钢轧制成本 + 合金成本（螺纹钢轧制成本：约 150 元；合金成本：约 100 元）。根据 Mysteel

的数据统计，以铁矿石和焦炭价格通过公式的计算，并与螺纹钢价格进行比较，可以看出螺纹钢价格中，原材料铁矿石和焦炭的占比极大，超过螺纹钢定价的 50%。

观察制造钢材的原料价格变化，焦炭价格自 2021 年以后显著攀升，2024 年以来总体处于降价趋势；自 2020 年开始铁矿石价格逐渐走高，到 2021 年 5 月到达价格高点，此后国家虽然通过产能产量“双控”等政策引导钢铁行业上下游稳定铁矿石价格，但其价格仍然一直保持在高位稳定、小幅震荡。根据 Mysteel 的数据统计，将螺纹钢价格与长流程螺纹钢毛利进行比较，两者趋势呈现正相关。**2022 年以来在螺纹钢价格下行趋势下，长流程螺纹钢毛利在震荡中走低，甚至处于亏损状态，对生产螺纹钢的钢铁企业盈利造成压力。**

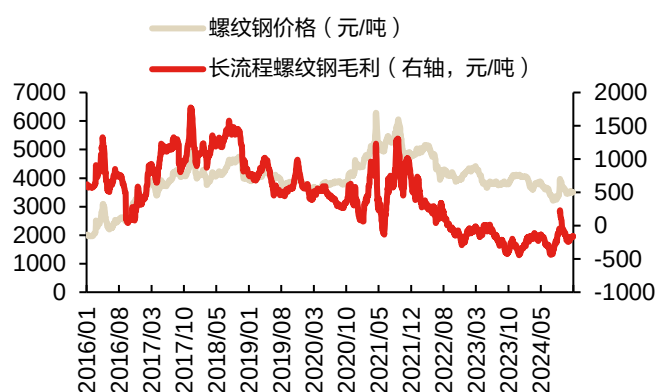
图 31：2019-2024 年螺纹钢原料成本与价格比较



数据来源：Wind, Mysteel, 东方证券研究所

注：根据公式螺纹钢成本=（1.6 铁矿石+0.5 焦炭）\*1.5+250，图中二级冶金焦和澳大利亚产 PB 粉矿原材料构成已经相应\*0.5 以及\*1.6

图 32：2016-2024 年螺纹钢价格与毛利



数据来源：Mysteel, 东方证券研究所

**但放眼未来，铁矿石价格下行趋势较为确定，钢铁生产企业有望迎来盈利增长。**2024-2026 年大量铁矿项目投产，且大部分新增矿山产能于 2025 年开始释放，其中 2025 年投产、由中国宝武作为北部矿区主要股东的西芒杜铁矿项目将在未来贡献比重较大的铁矿石产量。根据 Mysteel 的数据推算，预计 2025 年铁矿石市场将出现 4060 万吨的过剩量，过剩规模较 2024 年进一步扩大。在未来铁矿石供给过剩情况下，铁矿石价格下跌较为确定。铁矿石作为钢材生产的重要原料，在 2025 年后钢材需求进入缓慢复苏回暖阶段的背景下，铁矿石的价格下跌有望减轻钢铁企业的制造本压力，从而为企业拓宽盈利空间。

### 三、困境反转：宝武集团协同支撑，精益管理穿越底部周期

为适应钢铁行业转型发展新要求，山东钢铁聚焦先进、绿色、智能、效率及合规等关键要素，推动钢铁产业和能源结构向绿色低碳转型。按照“钢城基地动能转换+产品转型、日照基地精品板材+规模提升”的发展路径，把加快新旧动能转换作为谋求新发展路径、提高核心竞争力的重大机遇，着力打造沿海精品板材基地和内陆特色发展样板，建立特色差异化产品竞争优势。

#### 3.1 自有优势：两大基地节能降本行业领先，前沿产品国际国内填补空白

##### 3.1.1 日照精品钢基地：先进装备凸显后发优势，高炉渐稳助力产量提升

2017 年公司以经济效益为核心，按照做强做优做大的新要求投入资本建设日照精品钢基地。日照基地以热冷轧板卷、中厚板等为主要产品，在工艺技术、产品结构、投资控制、建设模式、建设用地、人力成本、物流成本及管理体制机制等方面具有明显的后发优势。

**日照基地位置靠海，具有明显地理优势。**日照素有“两港通四海、一桥系亚欧”之美誉，是鲁南经济带唯一出海口和广大中西部地区、中亚国家便捷的出海口。日照基地处于渤海之滨，拥有铁路、码头等物流专用配套设施，在运输方面成本较低，同时能够辐射更广阔的地理位置，区位优势明显。

图 33：日照钢铁精品基地俯瞰图



数据来源：中国冶金报社，东方证券研究所

**日照基地装备处于国际先进水平，坚持打造“绿色钢城”。**日照基地主要产线包括 2050mm 热连轧产线、2030mm 冷连轧产线、3500mm 炉卷产线以及 4300mm 中厚板产线，配备 5100m<sup>3</sup> 高炉、500m<sup>2</sup> 烧结机、7.2m 焦炉、210t 转炉等大型化、智能化、科学化的工艺装备，全部达到并超过国家产业政策的要求，为公司的节能减排奠定了基础。据中国冶金报社 2024 年 6 月 5 日发布的《【走进绿色钢城】山钢集团日照公司：向“绿”而行绘蓝图》报道，日照公司是国内唯一拥有金沙滩海岸线的钢铁基地、国家 AAA 级工业旅游景区、山东省第一家长流程钢铁环保绩效 A 级企业，环保总投资累计 83 亿元，先后获得国家级绿色工厂国家级水效领跑企业、中国钢铁清洁生产环境友好企业、钢铁行业绿色发展标杆企业等荣誉称号。

表 4：日照精品钢基地主要产线

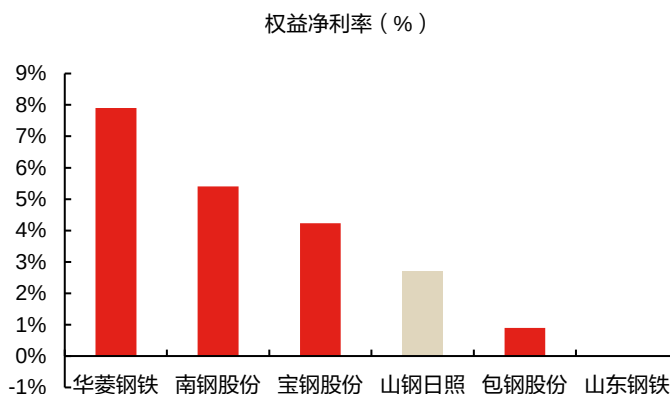
| 主要产线         | 产能                                                            |
|--------------|---------------------------------------------------------------|
| 2050mm 热连轧产线 | 年产热轧钢卷 500 万吨，其中直发热轧商品卷 101.7 万吨、平整分卷商品卷 98.5 万吨。             |
| 2030mm 冷连轧产线 | 设计年产商品卷 280 万吨，其中热轧酸洗商品卷 80 万吨，冷轧退火商品卷 160 万吨，冷轧热镀锌商品卷 40 万吨。 |
| 3500mm 炉卷产线  | 设计产能 130 万吨/年。                                                |
| 4300mm 中厚板产线 | 设计产能 180 万吨/年，热处理中心规划总产能 65 万吨/年。                             |

数据来源：日照西安协同招引中心公众号，东方证券研究所

**日照基地中厚板线产能水平稳步提升，生产技术先进，打造行业之“最”。**日照基地中厚板厂拥有山东省唯一一条中厚板炉卷产线，其 3500mm 炉卷产线的设计产能为 130 万吨/年，主打薄、宽、硬的产品。而另一条 4300mm 中厚板产线，设计产能 180 万吨/年，定位“高、精、尖”，突出“宽、特、厚”的产品特点，两条产线不断提升生产效率和水平，取得新突破。根据厚道山钢公众号 2024 年 1 月 17 日发布的《稳居行业第一梯队！瞧瞧山钢日照中厚板成绩单》，2023 年 4300mm 产线持续提升生产轧制节奏和效率，总轧制 220.34 万吨，超设计产能 22.4%，产能规模创造新纪录。2024 年，中厚板厂 4300mm 产线利用同质复合叠轧技术成功试制 6 毫米×3930 毫米规格 AH36 船板钢，实现了该产线生产极限薄宽规格产品的新突破，也提升了公司中厚板产品极限规格接单能力。3500mm 产线通过自行摸索和研究，确立了“高均匀性加热+高适应性轧制+高精度性热矫直”的技术路线，首创“卷轧—预矫—冷却—双辊系热矫”工艺，生产出中国最薄、最宽的 4 毫米~7 毫米薄规格钢板，成为超大宽厚比薄规格中厚钢板的“世界样板”。

**山钢日照的盈利能力在行业内具有一定优势。**截止 2023 年前三季度，山钢日照的 2023 年前三季度权益净利率为 2.71%，高于母公司山东钢铁的权益净利率（-0.02%），在所选取的行业样本公司中处于中位水平，盈利能力具有一定优势。

图 34：钢铁行业样本公司权益净利率比较（截止 2023 年前三季度）



数据来源：Wind，《宝山钢铁股份有限公司参股山钢日照项目的公告》，东方证券研究所

备注：山钢日照与钢铁行业样本公司权益净利率选取数据为 2023 年前三季度加权权益净利率

**“高炉不稳”成为日照基地产量拖累，公司持续强化“高炉稳则全局稳”意识。**根据山钢日照高级工程师王雪朋 2023 年在《山东冶金》期刊上发表的论文《山钢日照公司 2 号高炉炉况波动处理实践》披露，日照基地于 2019 年 4 月投产的 2 号 5100m<sup>3</sup> 高炉，自 2022 年 3 月份开始出现连续崩滑料、压差与风量关系不适应等现象，至 3 月份后期压差居高不下，冷却壁、炉身静压波动较多，炉况出现大幅度波动，导致产量下降。为克服这一生产阻碍，公司树立“高炉稳则全局稳”

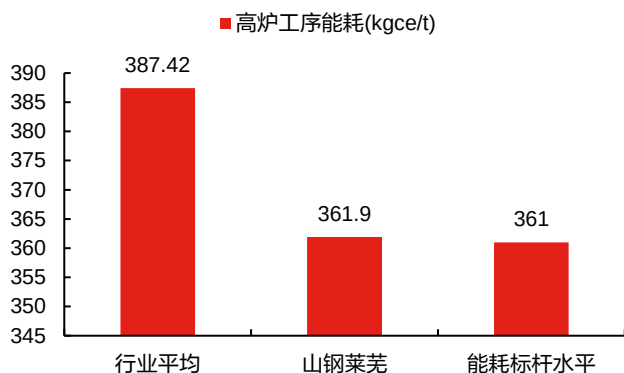
的意识，强化高炉运行管控，优化操作，根据山钢集团新闻中心披露，中修后 2 号高炉日产量稳步提升，逐渐稳定保持在 1.1 万吨以上。

### 3.1.2 莱芜分公司：“冠军炉”助力节能降本，销售平台匮乏挤占盈利空间

山东钢铁莱芜分公司前身为莱芜钢铁集团有限公司下属莱芜钢铁股份有限公司，公司拥有焦化、烧结、球团、高炉炼铁、转炉炼钢、电炉炼钢、轧钢等钢铁生产工艺流程及配套设施，截止 2024 年粗钢生产能力 1290 万吨/年。

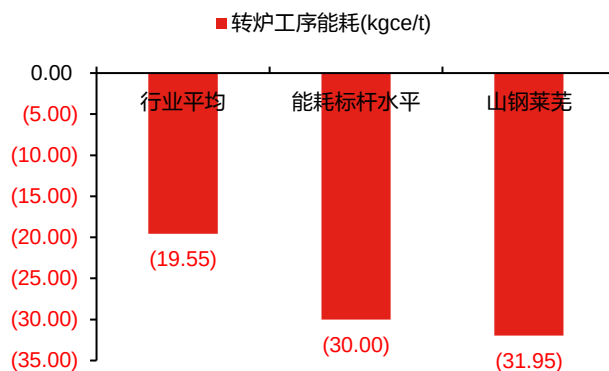
**莱芜分公司节能降耗处于行业领先水平，高炉转炉多次获得“冠军炉”称号，推进公司降低成本。**2023 年莱芜分公司有 2 座高炉和 1 座转炉在山东省钢铁行业节能减排绿色发展对标竞赛中，获得“齐鲁冠军炉”称号。根据山钢莱芜分公司工会公众号于 2023 年 12 月 25 日发布的文章《3 座“齐鲁冠军炉”！把节能秘诀“奖”给你听》，莱芜分公司 2 号 1880m<sup>3</sup>高炉吨铁喷煤量 158.96 千克，高于行业平均吨铁喷煤量 152.80 千克；公司 3800m<sup>3</sup>高炉工序能耗完成 361.9 千克标准煤，接近行业标杆 361 千克标准煤的水平；新动区 2<sup>#</sup>120 吨转炉将人工智能技术应用于转炉炼钢上，智能炼钢应用占比达到 97%，工序能耗降至-31.95 公斤标煤/吨钢，更低于行业标杆的-30 公斤标煤/吨钢，具有显著的节能优势。

图 35：山钢莱芜高炉工序能耗接近标杆水平



数据来源：山东钢铁公众号，世界金属导报，东方证券研究所

图 36：山钢莱芜转炉工序能耗更低于行业标杆



数据来源：山东钢铁公众号，世界金属导报，东方证券研究所

**山钢莱芜型钢生产基地历史悠久，产品种类全面，为国内外大型项目供货。**山钢型钢基地经过超过 30 余年，拥有大型、中型、小型、异型 4 条热轧型钢生产线，实现 H 型钢、槽钢、履带钢、门架槽钢等产品全系列覆盖，年产近 300 万吨。山钢莱芜型钢具有 6 大系列型钢，产品规格多达 80 个，订单量超 10 万余吨，应用于多个国内外大型项目，具有良好的市场口碑。此外，山钢莱芜也积极投入产品研发工作，成功开发 260 双齿、175 三齿、317 单齿等多个高附加值履带钢产品，其中 317 单齿履带钢产品一举打破国外产品垄断，填补国内空白。

表 5：2018-2023 年山钢莱芜 H 型钢国际订单

| 时间     | 项目                                                                 |
|--------|--------------------------------------------------------------------|
| 2018 年 | 为俄罗斯阿穆尔天然气加工项目(AGPP) 独家提供数万吨型钢产品、涉及全系统俄标型钢，是世界上最大的能源合作项目之一的“世纪大单”。 |
| 2019 年 | 为阿穆尔共青城俄石油公司 260 万吨加氢裂化项目提供 5700 余吨俄标型钢。                           |

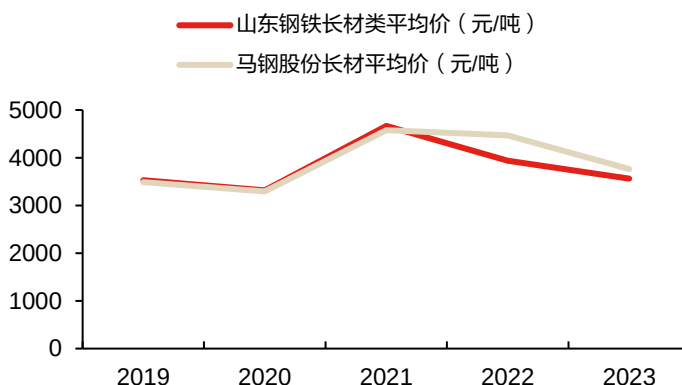
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

|        |                                                                                |
|--------|--------------------------------------------------------------------------------|
| 2020 年 | 为俄罗斯北极 LNG2 项目供给近 4 万吨海工钢，涉及涉及 57 个规格、4 个系列品种的型钢、17 个厚度 100 余个规格的宽厚板产品以及宽带产品等。 |
| 2022 年 | 为长沙机场磁浮线东延线工程独家提供所需轨道用 F 型钢。                                                   |
| 2023 年 | 卡萨布兰卡大型化工基地项目、迪拜高层大楼 Tekla Model 项目、新加坡垃圾发电厂项目、沙特未来城项目等国际订单。                   |

数据来源：山东钢铁公众号，中国冶金报社公众号，东方证券研究所

莱芜分公司缺乏销售平台，钢材售价较低，利润空间仍可开发。山东钢铁产品销售模式为经销商代理销售与直销相结合，而由于公司缺乏营销渠道资源，在定价方面缺乏话语权，导致产品售价较低。根据 2024 年半年报披露，公司将莱芜分公司与马钢股份对标，探索补差路径，然而以公司披露的长材类价格为例，2019-2021 年时公司除去棒材产品的长材类均价与马钢股份几乎持平，但 2022-2023 年期间，公司定价明显低于马钢。若公司深入布局销售网络，提高定价话语权，有望进一步开发产品利润空间。

图 37：2019-2023 年山东钢铁与马钢长材类价格比较



数据来源：公司公告，Mysteel、东方证券研究所

注：山东钢铁长材类钢材价格计算除去棒材

## 3.2 全面助力：宝武宝钢“双参”入股，对标先进钢企挖掘降本增效潜力

### 3.2.1 全新理念：立足“扭亏增盈、归母为正”，追求“做优做强”复兴山钢

2024 年山钢集团、山东钢铁领导层调整，提出复兴山钢新理念，为山东钢铁改革发展重新定位。曾担任山东能源集团有限公司党委副书记、董事、总经理等职务的张宝才担任山东钢铁集团有限公司党委书记、董事长。2023 年年底宝武战略投资山钢集团后，宝武管理层多位领导履职山东钢铁，曾任宝钢股份党委副书记、董事兼工会主席等职务的解旗担任山东钢铁有限公司党委副书记、董事、总经理，并担任山东钢铁股份有限公司董事长，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。

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，以“做优做强山钢”的共同目标为基础，提出 2024 年“扭亏增盈、归母为正”的根本目标，坚持“双轮驱动”和“三项原则”，并建设“四新”现代新国企、推进“五个深化提升年”。

表 6：山钢集团改革发展新思路新理念

| 目标         | 具体内容                                                                                                                                    |                                                                                                                                     |
|------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 共同目标       | 做优做强山钢                                                                                                                                  |                                                                                                                                     |
| 2024 年根本目标 | 必须扭亏增盈、归母为正                                                                                                                             | 注重提质、提效、提增量，在保证产量的基础上，统筹做好产供销工作，主动作为，狠下苦功。                                                                                          |
| 双轮驱动       | 通过生产经营和资本运营“双轮驱动”，确保根本目标超额完成                                                                                                            |                                                                                                                                     |
| 三项原则       | 遵循“透明、规范、高效”的公司治理原则，用心打造党委会、董事会和经理层三级治理体系                                                                                               | 构建目标一致、并行发力、有所侧重、良性制衡、同生共赢的新局面。对标行业头部企业和宝武系优秀企业，学习借鉴先进经验，树立扬弃的辩证观点，制定目标任务、设计实施路径、强化督导落实，确保抓实抓细抓出成效。                                 |
| “四新”现代新国企  | <ul style="list-style-type: none"> <li>发展方式新</li> <li>公司治理新</li> <li>经营机制新</li> <li>布局结构新</li> </ul>                                    |                                                                                                                                     |
| 五个深化提升年    | <ul style="list-style-type: none"> <li>国企改革深化提升年</li> <li>重组融合深化提升年</li> <li>产融结合深化提升年</li> <li>人力资源深化提升年</li> <li>风险防控深化提升年</li> </ul> |                                                                                                                                     |
| 特色公司治理体系   | 研究探索“两参”模式下符合山钢实际、体现股东意志的公司治理体系和管控模式，达到“目标一致、并行发力、有所侧重、良性制衡、同生共赢”的目的                                                                    |                                                                                                                                     |
| 改革核心       | 用人机制和分配机制，把人的问题作为机制改革的重中之重，策划实施人力资源革命，让“能干的能上、有为者有位、优秀者优先”                                                                              | 用好市场化的分配机制，用机制调动人的积极性和能动性，打通行政和技术两个晋升通道，让更多的人才脱颖而出。                                                                                 |
| “三提”“五增量”  | <ul style="list-style-type: none"> <li>提质、提效、提增量</li> <li>实现品牌增量、资本增量、管理增量、技术增量、人才增量</li> </ul>                                         |                                                                                                                                     |
| 三个最大化      | 集团利益最大化、股东利益最大化、职工利益最大化                                                                                                                 |                                                                                                                                     |
| 工作理念       | 牢固树立“价值创造”的理念                                                                                                                           |                                                                                                                                     |
| 工作思路       | 钢铁产业一体化运营、多元产业协调发展                                                                                                                      |                                                                                                                                     |
| 工作方法态度     | PDCA（计划、实施、检查、处理）+认真                                                                                                                    |                                                                                                                                     |
| 两手抓两手都要硬   | 一手抓企业管理生产经营，一手抓党的建设                                                                                                                     |                                                                                                                                     |
| “两字”作风     | “实”字当头、“干”字为先，干实事、出实招、求实效                                                                                                               |                                                                                                                                     |
| 工作效果       | 一切以效益为中心，调动各方资源，发挥各方优势，确保中国宝武战略投资山钢集团后取得“1+1>2”的效果                                                                                      | 要立足山钢集团自身的发展活力，按照钢铁产业一体化运营、多元产业协调发展的思路，“虹吸”中国宝武更多的要素资源，“吃干榨尽”各项政策红利，实现山钢集团品牌增量、资本增量、管理增量、技术增量、人才增量。沿着主业必须创新思路，走好产融结合的道路，最大限度实现价值增值。 |

数据来源：山东钢铁公众号，东方证券研究所

2024 年 7 月 25 日，山东钢铁在贯彻集团“做优做强山钢”的共同目标和“扭亏增盈、归母为正”2024 年根本目标的基础上，提出《“1+6+N”变革求生体系推进方案》，更进一步应对行业内复杂严峻的生产经营形势，提高公司的竞争力。

“1”即扭亏增盈的总目标，其中济南钢城是扭亏、日照是增盈，莱芜吨钢利润达到行业 50 分位；“6”为着力打造“六大竞争能力”，以“服务+产品”为统领，以“成本、效率、创新、文化”为支撑，清晰指明公司变革求生和高质量发展的战略方向；“N”则代表着 9 条变革路径和 100 个具体落地的支撑项目。100 个支撑项目中，管理变革类包括 30 个，涉及机构变革、流程变化、模式创新等；降本增效类 70 个，是关于 2024 年公司需要完成的全体系挖潜增效重点任务。

图 38：山东钢铁“1+6+N”变革求生体系



数据来源：山东钢铁公众号，东方证券研究所

图 39：山东“1+6+N”变革求生体系中“6 大竞争能力”



数据来源：山东钢铁公众号，东方证券研究所

### 3.2.2 协同支持：宝钢股份一体化支撑山钢日照与莱芜

对标湛江钢铁，宝钢股份助力做强做优山钢日照。在形成中国宝武参股山钢集团、宝钢股份参股山钢日照的“两参”模式背景下，2024 年 1 月 2 日，宝钢股份、山东钢铁与山钢日照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，并发布了山钢日照三方协同推进机制和行动方案。

湛江钢铁在冷轧产量占比、定价模式方面优于山钢日照，山钢日照仍存在发展潜力。宝钢股份湛江钢铁与山钢日照在地理位置、产品结构等方面相似度都很高，但山钢日照在产品销售等方面与湛江钢铁仍存在差距，这些正是山钢日照进一步提升的发展潜力空间。例如，据公司在投资者活动中披露，湛江钢铁冷轧价格以长协为主，锁价周期长、直供比例高，受市场影响小，较山钢日照的月度接单模式而言具有较大优势。此外，湛江钢铁冷轧产品占比高，在行业需求下行背景下冷热轧价差拉大，走势分化，因此湛江钢铁冷轧产品相较山钢日照更具价格优势。

图 40：近年来冷热轧板卷价差拉大

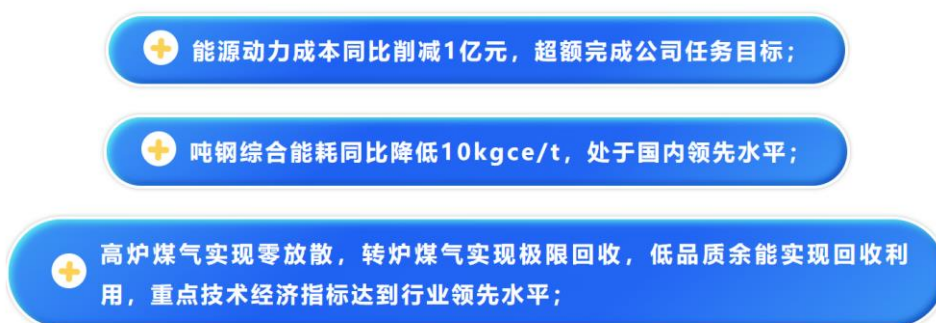


数据来源：Mysteel，东方证券研究所

**宝钢股份制定“百日计划”，对山钢日照进行全方位优化。**为对山钢日照进行协同支持，宝钢股份充分发挥管理、技术、人才和品牌优势，制定了“百日计划”，其中包括 96 个项目，从配煤配矿、质量提升等 10 个方面聚焦 26 个痛点、难点进行项目化支撑，对标湛江公司对山钢日照进行多角度优化。截止 2024 年 4 月宝钢股份协同支撑山钢日照“百日计划”收官之际，日照公司完成了 96 个项目中的 93 项，整体完成率达到 96.9%，其余项目延续为年度计划项目；协同效益目标超额完成，快赢效益完成目标的 114.3%，为双方的下一阶段的“携手并肩、协同并进”打下坚实基础。

**山东钢铁全面加强“算账经营”管理理念，通过降低炼钢能耗、与宝钢股份实现采购销售资源平台协同，深化降本增效。**山钢日照炼钢厂推行“数据化”、“归一化”、“模型化”、“智能化”的能源管理，以 2023 年各工序单位产品能源动力消耗为基准值，对标历史最好水平、标杆值水平，分别制定各个工序 2024 年能源动力介质消耗计划值。根据山钢日照公众号 2024 年 9 月 4 日发布的文章《竭尽所“能”成本削减超 100000000》，公司转炉煤气回收水平已经实现同比增长 4.5%，炼钢工序电耗同比降低 8.9%，能源动力成本同比降低 4900 万元，达到能效标杆水平。莱芜分公司在“算账经营”理念基础上系统剖析全体系成本构成要素，通过三级审签、归口审核，确保全体系成本费用得到有效管控。

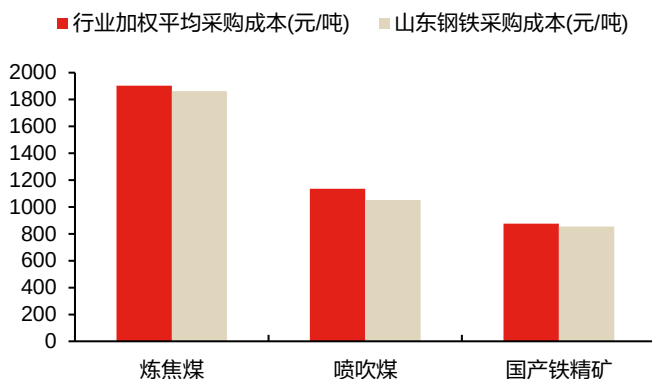
图 41：山钢日照推行“算账经营”降本增效成果



数据来源：山钢日照公众号，东方证券研究所

**山钢宝钢已经实现采购资源平台协同，显著降低山东钢铁采购成本指标。**为取得采购端降本增效突破，山钢日照过渡到宝钢股份原料采购中心总部寻源管理+基地服务团队执行的模式，各品种采购都基本实现了与宝钢股份的对齐、对接。双方组建“PSCS（宝钢采购供应链）现场服务小分队”，共同制定协同降本方案，充分发挥多基地集中采购所带来的议价能力。目前，公司已经实现与宝钢股份协同采购，截止山东钢铁 2024 年半年报，山钢与宝钢采购资源平台协同，采购成本指标下降明显，经营效益有效提升，公司炼焦煤、喷吹煤、国内矿采购成本与行业比分别改善 42.41 元/吨、83.28 元/吨、22.14 元/吨。

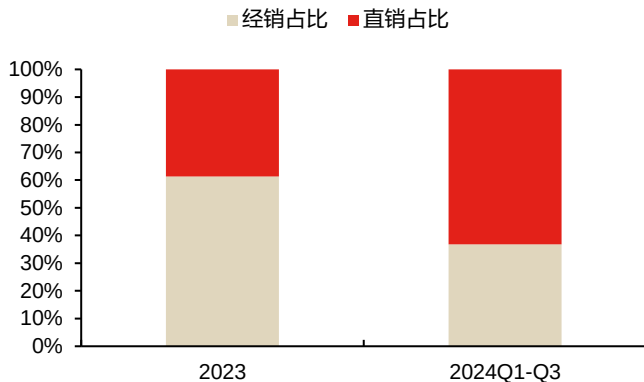
图 42：2024 年 1-6 月山东钢铁炼焦煤、喷吹煤、国内矿采购成本与行业平均采购成本对比



数据来源：公司 2024 年半年报，冶金工作经济发展研究中心，东方证券研究所

**山东钢铁聚力开拓市场，截止 2024 年前三季度终端直供产品占比较 2023 年全年上升 24.5PCT。**山东钢铁在销售端借助宝钢在渠道布局、营销模式资源优势协同提升产品市场核心竞争力。山钢股份营销总公司与宝钢股份营销中心（宝钢国际）协同深入推进工作，深入挖掘用户需求并提供更加精准和个性化的服务聚焦行业前景、流程管控、用户需求并探索商务合作新模式，找寻与用户最佳契合点，从而提升公司产品终端直供比例，最大程度锁定双方利润空间。根据山东钢铁公众号在 2024 年 10 月 25 日发布的文章《有“质”才有“市”》，截止 2024 年前三季度，山东钢铁（含托管公司银山型钢）实现终端直供产品销售 832 万吨，较 2023 年全年的直供产品销售比例上升 24.5PCT。

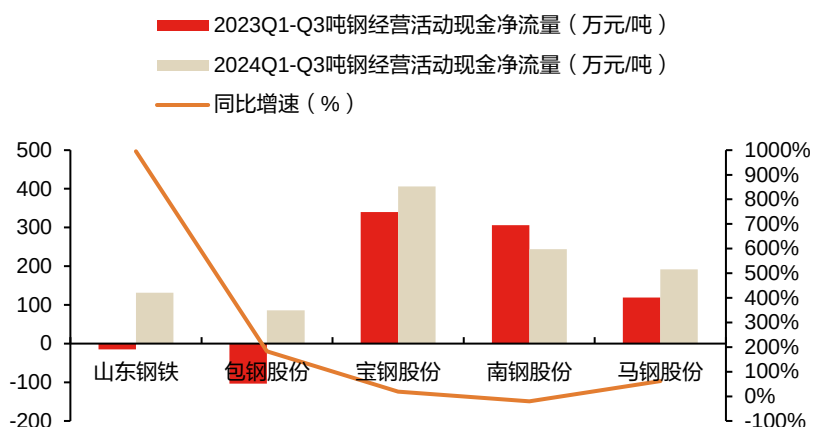
图 43：2024 年山东钢铁终端直销产品占比明显上升



数据来源：山东钢铁公众号，东方证券研究所

**宝钢股份对山东钢铁日照基地与莱芜分公司一体化协同发展以来，已帮助山东钢铁在经营业绩上取得进展。**2024 年前三季度公司经营活动现金净流量在 15 亿元以上，较上年同期显著提升。与所选取的行业样本公司相比较，公司吨钢经营活动现金净流量同比增速远超同行业公司。

图 44：山东钢铁 2024 年前三季度吨钢经营活动现金净流量同比增速远超同行业公司



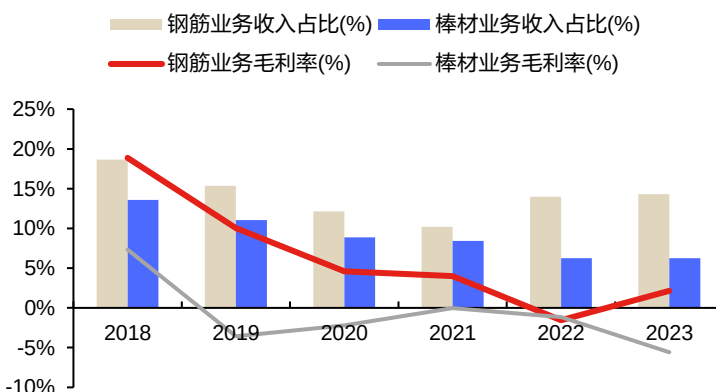
数据来源：公司公告，东方证券研究所

### 3.3 未来空间：先进产品或成盈利突破，降本增效仍有向上潜力

#### 3.3.1 产品结构：型钢、船板迎合市场需求，有望开启盈利新空间

基于耗钢占比最大的房地产业需求下滑的背景，山东钢铁的五大钢材产品中主要归属于建材类的钢筋、棒材毛利近年下降明显，对公司的主营业务利润形成较大拖累。棒材产品自 2018 年起业务收入占比持续下降，且毛利率自 2019 年起一致徘徊亏损线下，2023 年棒材产品毛利率仅为-5.5%。钢筋产品虽然 2022 年起业务收入占比有所回升，但毛利率也一直在亏损线边缘挣扎，2022 年毛利率为-1.5%，2023 年毛利率为 2.1%。

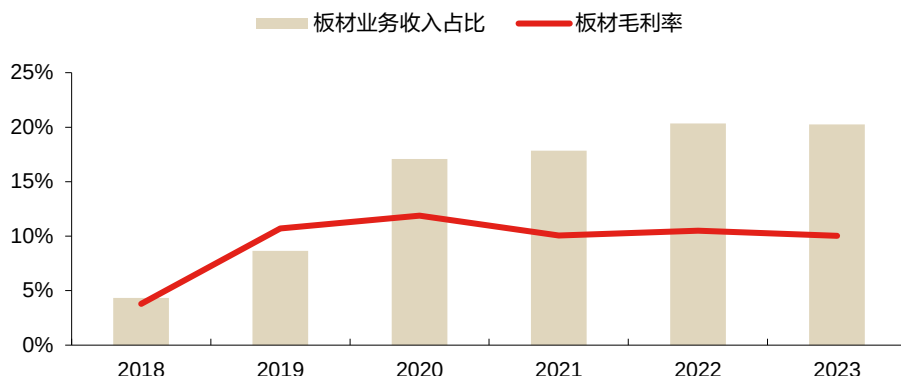
图 45：2018-2023 年钢筋、棒材产品业务收入比例及毛利率



数据来源：公司年报，东方证券研究所

造船业与基础设施建设用钢需求前景广阔，公司中厚板与型钢产品有望成为盈利突破口。山东钢铁将中厚板与型钢作为两大产品系列，公司装备的 4300mm 中厚板生产线以及 H 型钢生产线等工艺装备已达到国内领先水平。2018 年以来公司板材毛利率保持在约 10%，业务收入占比稳中提升。

图 46：2018-2023 年山东钢铁板材产品业务收入占比及毛利率



数据来源：公司公告，东方证券研究所

山东钢铁的中厚板与型钢产品质量及技术都位于市场前列，打造全球竞争力。2023 年，日照公司中厚板厂在国内市场形成了油罐钢、高强钢、耐磨钢等品种领先优势，其中**高强度工程机械用钢市场占有率位居行业第一**；**高端桥梁钢、船板钢市场占有率位居行业前三**；5 毫米极窄公差带邮轮钢、6 毫米至 8 毫米低温冲击蒙皮钢、5 毫米极薄规格 9Ni 钢实现批量交付。日照公司中厚板厂 3500mm 产线能够批量生产船舶行业所需的 4 毫米~7 毫米薄规格钢板，将厚度公差控制在 $\pm 0.05$  毫米，通过在 2023 年以提前 5 天的速度高质量完成中日航线客滚船“鉴真号”所需的钢材交付，公司进一步打开了豪华邮轮用钢需求的市場。

根据“厚道山钢”微信公众号 2023 年 4 月《山钢打造具有全球竞争力的型材特钢基地，有啥支撑？》的报道，莱芜分公司型钢厂作为型材特钢基地，在 2022 年累计开发超重单齿履带钢、高强风电钢板等新产品 53 项，新产品比例 22.5%，内销产品结构增效 61 元/吨，其中规格叉车门架型钢等多个异型钢产品填补国内空白，温结构用热轧 H 型钢获评中钢协金杯特优产品，最大规格单齿履带钢打破了国外大型履带钢产品技术封锁，成为国内唯一供货商，凸显技术优势。

表 7：2023 年山东钢铁中厚板及型钢部分产品案例

| 产品                         | 介绍                                                                                                     |
|----------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 高强耐低温型钢                    | 应用于国内首座大型浮式天然气液化船舶装置项目——意大利埃尼 FLNG 项目，设计年产能 240 万吨液化天然气（LNG），是截至目前高端海工装备建造的最大 FLNG。                    |
| 5.3-32mm 规格 0345qDNH 耐候桥梁钢 | 应用于中资企业在孟加拉国参与实施的一重要基础设施项目——孟加拉国达卡机场高架快速路项目(一期)，是孟加拉国首条高架快速路，项目主线长 19.73 公里。                           |
| S420MLO 船舶及海洋工程用热轧 H 型钢    | 通过 ABS 船级社工厂认证，标志着公司 420MPa 级高强韧耐低温热轧海工型钢实现新突破，替代 355MPa 普通强度级别 H 型钢，实现工程化首次应用，整体水平达到行业领先。             |
| EH550、EH690 超高强海工钢板        | 具有高强度、耐低温、耐腐蚀的综合良好性能，在最新一代系列风电安装船等海工装备推广使用。                                                            |
| 高精度复杂断面异型钢                 | 公司可生产 3 个系列(CJ/H)26 个规格叉车门架型钢和 10 个系列(135-317 节距)49 个规格履带钢，强度级别覆盖 355-500MPa，填补多项国内外行业空白，技术质量处于国际领先水平。 |

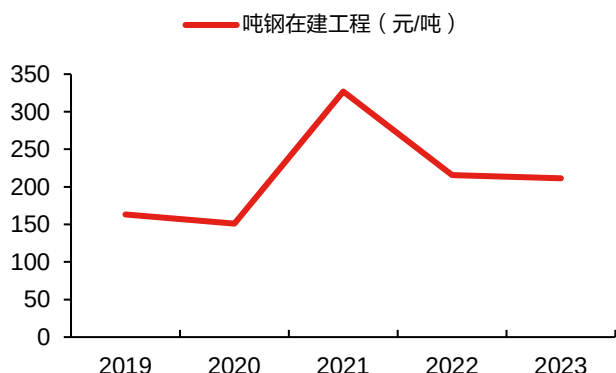
数据来源：2023 年公司社会责任报告，东方证券研究所

### 3.3.2 公司资产：在建项目支出较低，银山型钢有望注入上市公司

山东钢铁已经全面完成超低排放改造，目前吨钢在建工程数值较低，公司有望逐步走入效益收获阶段。2017 年起，公司为响应钢铁供给侧改革，推动产业绿色低碳的国家发展战略，开始快速在莱芜分公司推进新旧动能转换项目，打造产业内的中长期经营优势。在推动新旧动能转换项目期间，公司对老区资产组计提减值并且缩短其折旧年限，同时公司集中资本开发建设日照精品钢基地，2017-2018 年公司在建工程资金量较大，达到 181.6 亿元和 130.29 亿元。2019 年日照钢铁精品基地项目第一期工程正式完工，自 2021 年起，公司吨钢在建工程数值显著下降，2022-2023 年数值稳中有降。

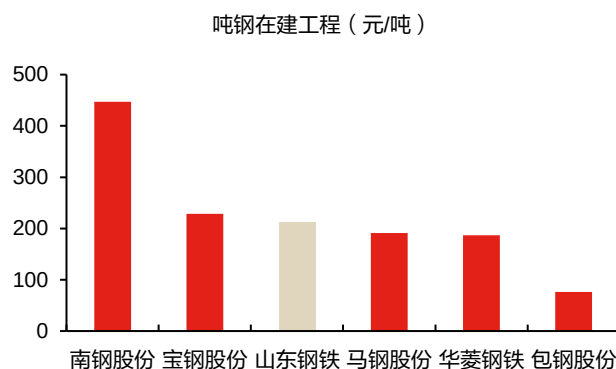
2023 年，山东钢铁吨钢在建工程数值为 211 元/吨，与所选取的行业样本公司相比，处于中位水平。公司已经于 2023 年底全面完成济南港城和日照沿海两大基地的超低排放改造工程，成为冶金行业全国较早全域环境绩效创 A 的特大型钢铁联合企业。在未来项目建设资本开支维持较低水平的情况下，公司有望逐步走入投资建设成果收获阶段。

图 47：2019-2023 年山东钢铁吨钢在建工程稳中有降



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 48：2023 年山东钢铁与行业样本公司吨钢在建工程比较



数据来源：公司公告，东方证券研究所

未来托管公司银山型钢具备约 400 万炼铁产能能力，高炉状况稳定，然而面临“铁多钢少”难题，关联交易金额较大。银山型钢为山钢集团全资子公司，炼铁厂建有两座 1880m<sup>3</sup>和一座 3200m<sup>3</sup>高炉，可提供 400 万炼铁产能。在炉矿稳定运行的基础上进行冶炼技术提升，截止 2023 年银山型钢高炉喷煤比由 155kg/t 左右提升到 170kg/t 左右，并阶段性地突破了 175kg/t，远超行业平均喷煤比 152.8kg/t，具有低能耗优势。但是银山型钢面临“铁多钢少”的问题，需要从“铁少钢多”的莱芜分公司进行原材料采购，同时莱芜分公司向银山型钢采购部分铁水、钢水等中间产品，从而导致山东钢铁公司内部关联交易协议金额较大。截止 2024 年山东钢铁半年报披露，在采购商品/接受劳务方面山东钢铁与银山型钢关联交易金额占比为 35%，在出售商品/提供劳务方面山东钢铁与银山型钢关联交易金额占比达到 70%以上。

表 8：山东钢铁与银山型钢关联交易情况（截止 2024 年 6 月 30 日）

| 采购商品/接受劳务关联交易情况 |           | 金额（万元）           | 出售商品/提供劳务关联交易情况 | 金额（万元）            |
|-----------------|-----------|------------------|-----------------|-------------------|
| <b>山东钢铁总计</b>   |           | <b>202270.41</b> |                 | <b>1364056.13</b> |
| 银山型钢            | 动力        | 80283            | 备品备件            | 1.77              |
|                 | 铁水钢水钢锭钢坯等 | 602675.29        | 动力及其他           | 103411.36         |
|                 | 原辅材料      | 20199.75         | 原辅材料            | 869908.11         |
|                 |           |                  | 运输加工维修等劳务       | 2472.68           |

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

|    |           |          |
|----|-----------|----------|
| 小计 | 717079.72 | 975793.9 |
| 占比 | 35.46%    | 71.54%   |

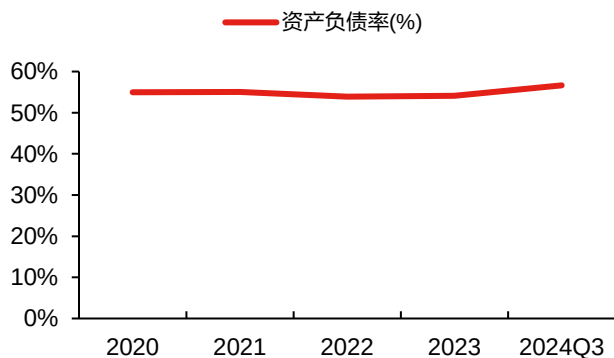
数据来源：2024 年公司半年报，东方证券研究所

**银山型钢产品结构与山钢日照相似，海洋工程用中厚板产品竞争力强，若未来注入上市公司有望提升公司盈利能力。**银山型钢目前拥有 1500mm 热轧宽带线、1500mm 冷轧生产线和 4300mm 厚板生产线，生产冷轧带钢、热轧带钢及厚板产品，与山钢日照产线和产品相似度极高。2022 年银山型钢成功入选国家级高新技术企业，其超高强海洋工程用钢板获得中国船级社认证，最高认证等级达到 EH690Z35 级别，最大厚度达 80 毫米，实现了山钢海工钢品种的新突破。截止 2022 年银山型钢获得发明专利授权 78 项，实用新型专利 17 项，三年间通过省级科技成果鉴定 31 项，荣获省级以上科技成果奖励 18 项，完成科技成果转化 58 项。2023 年银山型钢营业收入为 258 亿元，毛利率为 3.92%，与山东钢铁总体毛利率几乎持平（4.00%）。未来随着山东钢铁资本运作能力的提升，银山型钢有望作为优质资产注入上市公司，节省公司内部关联交易成本的同时，提升公司的盈利能力。

### 3.3.3 发展空间：生产效率存在上行潜力，销售布局有待对标提升

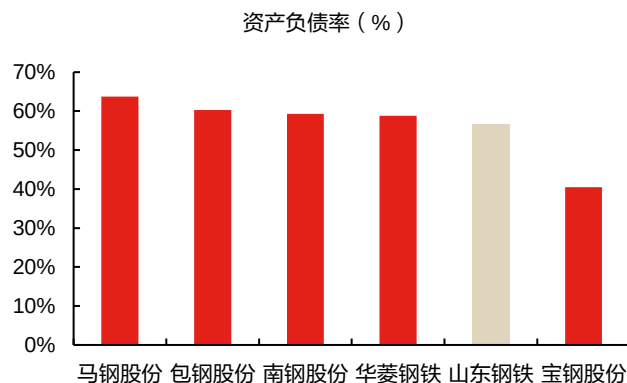
山东钢铁的资产负债率保持较为稳定，2020 年到 2024 年第三季度的平均资产负债率为 54.9%。2020 年-2023 年山东钢铁资产负债率保持在 53.9%-55.1% 区间内。截止 2024 年第三季度，公司资产负债率为 56.6%，相比 2023 年公司资产负债率 54.1% 略有提高，在行业样本公司中处于中位水平，山东钢铁的长期偿债能力较为稳定。

图 49：2020-2024Q3 山东钢铁资产负债率变化



数据来源：Wind，东方证券研究所

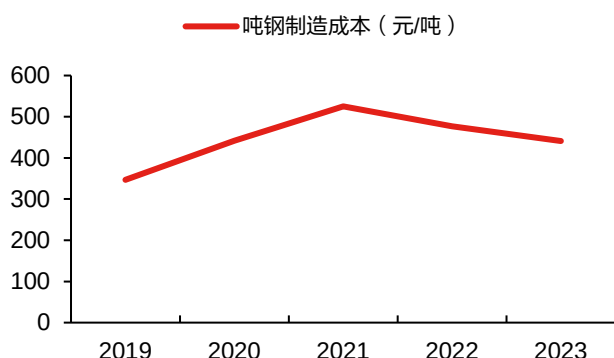
图 50：2024Q3 山东钢铁与样本公司资产负债率比较



数据来源：Wind，东方证券研究所

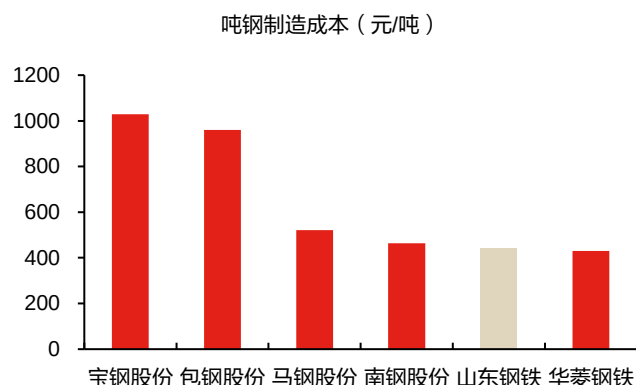
山东钢铁的吨钢制造成本与同行业公司相比较低，但吨钢总成本却在行业中处于平均水平，仍有下探空间。钢材生产的成本构成中，将原材料及燃料去除后的成本作为钢材的制造成本。2022-2023 年山东钢铁吨钢制造成本降幅明显，2023 年吨钢制造成本为 441 元/吨，同比下降 7.5%，与所选取的行业样本公司相比，山东钢铁处于行业吨钢制造成本较低的区间，显著低于平均值 640 元/吨。与此相对的是，尽管公司吨钢总成本自 2023 年也达到 10% 的降幅，但 2023 年公司吨钢总成本为高达 3801 元/吨，与所选取行业样本公司的吨钢总成本平均值 3971 元/吨较为接近，并没有显著优势，表明公司采购原材料的价格仍有下探空间，原料利用率有待进一步提升。

图 51：2019-2023 年山东钢铁吨钢制造成本



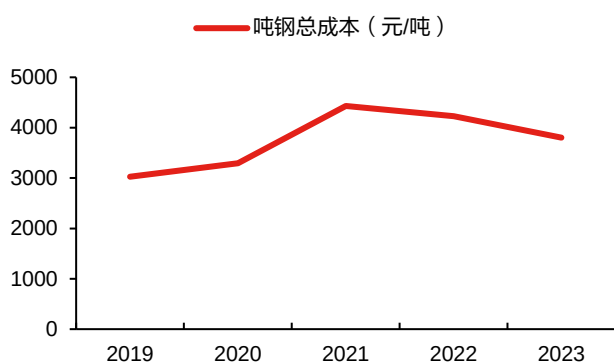
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 52：2023 年山东钢铁与样本公司吨钢制造成本比较



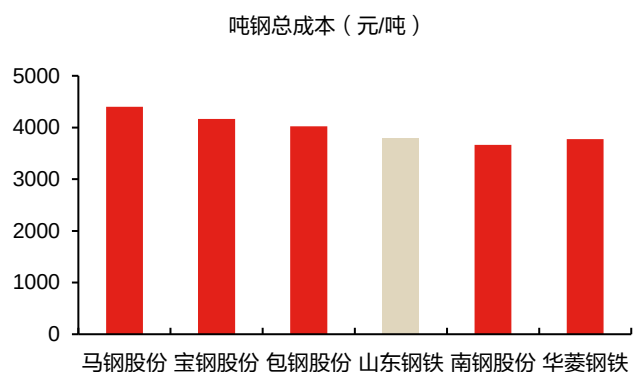
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 53：2019-2023 年山东钢铁吨钢总成本



数据来源：公司公告，东方证券研究所

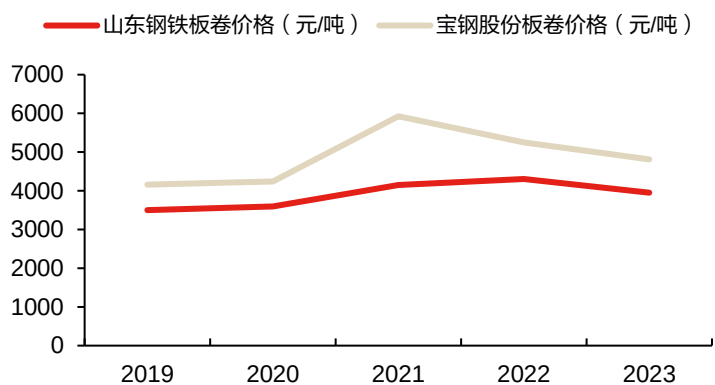
图 54：2023 年山东钢铁与样本公司吨钢总成本比较



数据来源：公司公告，东方证券研究所

**山东钢铁缺乏销售网络，定价低于产品业务类似的公司，可借助宝钢股份销售平台进一步提升定价话语权，提高利润空间。**中国宝武对山钢进行“双参”模式协同支撑进程中，正在逐步推进营销模式协同，截止 2024 年前三季度山东钢铁终端直销比例较 2023 年已经上升 24.5PCT，产生明显积极改善。但是以两家公司都拥有的板卷产品为例，山东钢铁价格仍然低于宝钢股份，2023 年山东钢铁冷轧板卷平均价低于宝钢股份约 850 元/吨，差异明显。根据宝钢股份年报披露，宝钢钢材销售以集中销售为主。若公司借助宝钢股份销售平台提高定价话语权，有望进一步提升公司钢材毛利水平，增加公司的盈利空间。

图 55：2019-2023 年山东钢铁与宝钢股份板卷价格比较



数据来源：公司公告，东方证券研究所

## 盈利预测与投资建议

### 盈利预测

我们对公司 2024-2026 年盈利预测做如下假设：

- 1) 2024 年由于钢材需求量较大的下游房地产业下行趋势明显，钢铁行业整体处于周期底部，随着 2024 年底增量政策出台释放利好信号，预计 2025-2026 年钢铁行业将缓步复苏：
  - 1、销量：基于 2024 年钢铁需求下滑的行业现状，以及公司响应供给侧改革、钢铁产业结构调整政策控制产量，预计 2024 年型材、板材、棒材、卷材、钢筋销量分别为 250、350、120、480、260 万吨，分别同比增长 26.66%、-18.90%、-6.45%、-0.63%、-30.57%；公司着力开发 H 型钢出口市场，预计 2025-2026 年型钢销量将增长，其他钢材产品销量在国家控制钢铁产能背景下稳中有降，预计 2025-2026 年型材销量分别为 290、300 万吨，分别同比增长 16.00%、3.45%；板材销量分别为 350、350 万吨，分别同比销量持平；棒材销量分别为 120、120 万吨，分别同比持平；卷材销量分别为 480、480 万吨，分别同比持平；钢筋销量分别为 250、250 万吨，分别同比下降 3.85%、0.00%。
  - 2、成本：公司在 2023 年底获得宝钢股份入股，宝钢协同支撑公司钢铁生产并提供采购及销售资源平台帮助公司降本增效，同时基于 2024 年以后钢铁生产原料铁矿石供给过剩导致价格下行的预期，预计公司钢材单吨成本将保持下降趋势。预计 2024-2026 年公司型材生产单吨成本分别同比下跌 4.93%、3.65%、0.88%；板材生产单吨成本分别同比下跌 4.93%、3.65%、0.88%；棒材生产单吨成本分别同比下跌 4.74%、3.65%、0.87%；卷材生产单吨成本分别同比下跌 4.83%、3.65%、0.88%；钢筋生产单吨成本分别同比下跌 4.93%、3.65%、0.88%。
  - 3、吨毛利：预计 2024 年公司产品吨毛利由于钢材价格显著下滑而下降明显，公司型材、板材、棒材、卷材、钢筋单吨毛利分别为-34.03、404.54、-318.16、184.06、-23.88 元/吨，其中型材、板材、棒材、钢筋分别同比下跌 290.14%、5.10%、29.43%、132.43%，卷材同比上涨 2.96%；2025-2026 年预计由于宏观拉动楼市、扩大内需等利好政策出台，带动钢铁行业缓步复苏，钢材价格略有回升，预计 2025-2026 年公司型材单吨毛利分别为 166.81、268.91 元/吨，分别同比上涨 590.23%、61.21%，公司板材单吨毛利分别为 618.07、731.13 元/吨，分别同比上涨 52.78%、18.29%，公司棒材单吨毛利分别为-74.03、5.37 元/吨，分别同比上涨 76.73%、107.25%，公司卷材单吨毛利分别为 428.59、575.64 元/吨，分别同比上涨 132.85%、34.31%，公司钢筋单吨毛利分别为 157.45、184.61 元/吨，分别同比上涨 759.42%、17.25%。
  - 4、营业收入：综上，预计 2024-2026 年公司收入同比增速可达到-8.26%、2.87%、1.73%，预计其中型材收入同比增速可达到 18.70%、18.32%、5.52%，板材收入同比增速或为-22.91%、2.00%、2.00%，棒材收入同比增速或为-12.66%、2.00%、1.00%，卷材收入同比增速或为-5.09%、3.00%、3.00%，钢筋收入同比增速或为-35.88%、-1.92%、0.00%。
- 2) 公司 2024-2026 年销售费用率分别为 0.31%、0.30%、0.31%，管理费用率分别为 0.99%、1.22%、1.18%，研发费用率分别为 2.05%、2.14%、2.16%。

**盈利预测核心假设**

|               | 2022A    | 2023A    | 2024E    | 2025E    | 2026E    |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| <b>型材</b>     |          |          |          |          |          |
| 销售收入（百万元）     | 8,458.1  | 7,434.4  | 8,824.4  | 10,441.0 | 11,017.1 |
| 增长率           |          | -12.1%   | 18.7%    | 18.3%    | 5.5%     |
| 毛利率           | 2.0%     | 0.5%     | -1.0%    | 4.6%     | 7.3%     |
| <b>板材</b>     |          |          |          |          |          |
| 销售收入（百万元）     | 20,811.2 | 18,331.7 | 14,131.9 | 14,414.6 | 14,702.8 |
| 增长率           |          | -11.9%   | -22.9%   | 2.0%     | 2.0%     |
| 毛利率           | 10.5%    | 10.0%    | 10.0%    | 15.0%    | 17.4%    |
| <b>棒材</b>     |          |          |          |          |          |
| 销售收入（百万元）     | 6,416.0  | 5,657.7  | 4,941.4  | 5,040.2  | 5,090.6  |
| 增长率           |          | -11.8%   | -12.7%   | 2.0%     | 1.0%     |
| 毛利率           | -1.2%    | -5.6%    | -7.7%    | -1.8%    | 0.1%     |
| <b>卷材</b>     |          |          |          |          |          |
| 销售收入（百万元）     | 22,921.6 | 19,104.6 | 18,133.1 | 18,677.1 | 19,237.4 |
| 增长率           |          | -16.7%   | -5.1%    | 3.0%     | 3.0%     |
| 毛利率           | 7.7%     | 4.5%     | 4.9%     | 11.0%    | 14.4%    |
| <b>钢筋</b>     |          |          |          |          |          |
| 销售收入（百万元）     | 14,296.6 | 12,940.8 | 8,297.6  | 8,138.0  | 8,138.0  |
| 增长率           |          | -9.5%    | -35.9%   | -1.9%    | 0.0%     |
| 毛利率           | -1.6%    | 2.1%     | -0.7%    | 4.8%     | 5.7%     |
| <b>钢坯、生铁</b>  |          |          |          |          |          |
| 销售收入（百万元）     | 3,743.8  | 1,820.2  | 3,913.9  | 3,913.9  | 3,913.9  |
| 增长率           |          | -51.4%   | 115.0%   | 0.0%     | 0.0%     |
| 毛利率           | 1.7%     | 8.7%     | -0.6%    | -0.6%    | -0.6%    |
| <b>焦化、动力</b>  |          |          |          |          |          |
| 销售收入（百万元）     | 12,818.3 | 11,374.8 | 10,945.5 | 10,945.5 | 10,945.5 |
| 增长率           |          | -11.3%   | -3.8%    | 0.0%     | 0.0%     |
| 毛利率           | 11.2%    | 5.3%     | -6.9%    | -6.9%    | -6.9%    |
| <b>其他主营业务</b> |          |          |          |          |          |
| 销售收入（百万元）     | 1,629.6  | 789.1    | 789.1    | 789.1    | 789.1    |
| 增长率           |          | -51.6%   | 0.0%     | 0.0%     | 0.0%     |
| 毛利率           | 16.1%    | 9.0%     | 9.0%     | 9.0%     | 9.0%     |
| <b>其他业务</b>   |          |          |          |          |          |
| 销售收入（百万元）     | 11,194.2 | 13,021.7 | 13,021.7 | 13,021.7 | 13,021.7 |
| 增长率           |          | 16.3%    | 0.0%     | 0.0%     | 0.0%     |
| 毛利率           | 0.9%     | 0.7%     | 0.7%     | 0.7%     | 0.7%     |

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

|       |           |          |          |          |          |
|-------|-----------|----------|----------|----------|----------|
| 合计    | 102,289.4 | 90,475.1 | 82,998.7 | 85,381.2 | 86,856.2 |
| 增长率   |           | -11.5%   | -8.3%    | 2.9%     | 1.7%     |
| 综合毛利率 | 5.6%      | 4.0%     | 1.4%     | 5.1%     | 6.9%     |

## 投资建议

**首次覆盖给予买入评级，目标价 1.69 元。**我们预测公司 2024-2026 年每股净资产为 1.78、1.80、1.86 元。我们从两个角度选取可比公司：（1）钢材生产企业。山东钢铁为大型钢材生产联合企业，故选取同属普钢板块的大型钢企作为可比公司。（2）主要生产产品类似。山东钢铁作为钢材生产企业，板材和卷材为公司主要利润来源，同时公司生产产品包括型钢、棒材、钢筋等长材和板材，因此选取同样以板材、卷板等作为主要营业收入来源的钢材生产公司作为可比公司。综上，选择马钢股份、南钢股份、宝钢股份、华菱钢铁、包钢股份作为可比公司。根据可比公司 2025 年 PB 为 0.94X，给予公司 1.69 元目标价。综上，首次覆盖给予公司买入评级。

表 9：可比公司估值表

| 公司   | 代码     | 最新价格<br>(元) | 每股净资产(元) |       |       |       | 市净率   |       |  |
|------|--------|-------------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|--|
|      |        | 2025/2/21   | 2024E    | 2025E | 2026E | 2024E | 2025E | 2026E |  |
| 马钢股份 | 600808 | 3.17        | 3.24     | 3.27  | 3.38  | 0.98  | 0.97  | 0.94  |  |
| 南钢股份 | 600282 | 4.34        | 4.40     | 4.60  | 4.81  | 0.99  | 0.94  | 0.90  |  |
| 宝钢股份 | 600019 | 6.71        | 9.30     | 9.60  | 9.92  | 0.72  | 0.70  | 0.68  |  |
| 华菱钢铁 | 000932 | 4.38        | 7.95     | 8.35  | 8.83  | 0.55  | 0.52  | 0.50  |  |
| 包钢股份 | 600010 | 1.84        | 1.15     | 1.18  | 1.22  | 1.60  | 1.56  | 1.51  |  |
| 平均   |        |             |          |       |       | 0.97  | 0.94  | 0.90  |  |

数据来源：Wind，东方证券研究所

## 风险提示

**宏观经济波动风险：**宏观经济增速发生较大波动，则下游需求将受到较大影响，公司盈利存在波动风险。

**铁矿石价格大幅上涨风险：**若钢材生产原材料铁矿石价格上涨超预期，则公司盈利存在波动风险。

**下游需求不达预期风险：**若钢材主要需求领域房地产行业复苏不及预期，则会影响钢材价格从而挤压公司利润空间，公司盈利存在波动风险。

**公司管理变革与协同发展不达预期风险：**若公司与宝武、宝钢公司协同支撑变革实施不达预期，则会影响公司未来业绩表现。

**公司降本效果不及预期风险：**若公司钢材生产降本效果不及预期，则公司的盈利改善存在不及预期风险。

**假设条件变化影响测算结果风险：**报告中相关测算基于各项假设进行，存在假设不达预期造成测算结果偏差的风险。

附表：财务报表预测与比率分析

| 资产负债表        |         |         |         |         |         | 利润表       |         |         |         |        |        |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|---------|---------|---------|--------|--------|
| 单位:百万元       | 2022A   | 2023A   | 2024E   | 2025E   | 2026E   | 单位:百万元    | 2022A   | 2023A   | 2024E   | 2025E  | 2026E  |
| 货币资金         | 7,892   | 6,141   | 7,659   | 8,040   | 8,724   | 营业收入      | 102,289 | 90,475  | 82,999  | 85,381 | 86,856 |
| 应收票据、账款及款项融资 | 1,592   | 2,022   | 1,674   | 1,722   | 1,751   | 营业成本      | 96,604  | 86,852  | 81,843  | 80,987 | 80,874 |
| 预付账款         | 958     | 887     | 649     | 668     | 680     | 销售费用      | 267     | 291     | 255     | 253    | 268    |
| 存货           | 4,983   | 4,814   | 4,536   | 4,489   | 4,483   | 管理费用      | 1,380   | 1,201   | 825     | 1,045  | 1,027  |
| 其他           | 750     | 768     | 724     | 735     | 742     | 研发费用      | 2,097   | 2,086   | 1,704   | 1,824  | 1,880  |
| 流动资产合计       | 16,175  | 14,633  | 15,242  | 15,653  | 16,379  | 财务费用      | 417     | 395     | 521     | 485    | 457    |
| 长期股权投资       | 2,008   | 1,936   | 1,853   | 1,853   | 1,853   | 资产、信用减值损失 | 121     | 92      | 98      | 104    | 98     |
| 固定资产         | 39,132  | 39,101  | 36,867  | 36,789  | 38,637  | 公允价值变动收益  | 0       | 0       | 0       | 0      | 0      |
| 在建工程         | 4,359   | 4,110   | 4,403   | 2,653   | 2,119   | 投资净收益     | 108     | 31      | (7)     | 0      | 12     |
| 无形资产         | 4,701   | 5,924   | 5,876   | 5,828   | 5,828   | 其他        | (149)   | 147     | (11)    | (54)   | (30)   |
| 其他           | 2,706   | 1,048   | 849     | 860     | 860     | 营业利润      | 1,363   | (264)   | (2,266) | 630    | 2,234  |
| 非流动资产合计      | 52,906  | 52,119  | 49,847  | 47,982  | 49,297  | 营业外收入     | 165     | 193     | 15      | 15     | 15     |
| 资产总计         | 69,080  | 66,751  | 65,089  | 63,635  | 65,676  | 营业外支出     | 21      | 28      | 13      | 13     | 13     |
| 短期借款         | 3,631   | 3,651   | 6,470   | 4,584   | 4,901   | 利润总额      | 1,506   | (98)    | (2,264) | 632    | 2,236  |
| 应付票据及应付账款    | 17,505  | 18,571  | 17,500  | 17,317  | 17,293  | 所得税       | 90      | (28)    | 20      | 110    | 391    |
| 其他           | 7,712   | 6,365   | 5,203   | 5,268   | 5,307   | 净利润       | 1,416   | (71)    | (2,284) | 521    | 1,845  |
| 流动负债合计       | 28,847  | 28,586  | 29,173  | 27,168  | 27,501  | 少数股东损益    | 862     | 329     | (183)   | 311    | 1,102  |
| 长期借款         | 6,134   | 5,687   | 5,687   | 5,687   | 5,687   | 归属于母公司净利润 | 554     | (400)   | (2,100) | 210    | 743    |
| 应付债券         | 99      | 0       | 0       | 0       | 0       | 每股收益（元）   | 0.05    | -0.04   | -0.20   | 0.02   | 0.07   |
| 其他           | 2,185   | 1,857   | 1,852   | 1,911   | 1,884   | 主要财务比率    |         |         |         |        |        |
| 非流动负债合计      | 8,418   | 7,544   | 7,540   | 7,599   | 7,571   |           | 2022A   | 2023A   | 2024E   | 2025E  | 2026E  |
| 负债合计         | 37,265  | 36,130  | 36,713  | 34,767  | 35,072  | 成长能力      |         |         |         |        |        |
| 少数股东权益       | 9,974   | 9,490   | 9,307   | 9,618   | 10,720  | 营业收入      | -7.7%   | -11.5%  | -8.3%   | 2.9%   | 1.7%   |
| 实收资本（或股本）    | 10,699  | 10,699  | 10,699  | 10,699  | 10,699  | 营业利润      | -64.9%  | -119.4% | -759.0% | 127.8% | 254.7% |
| 资本公积         | 8,123   | 8,123   | 8,123   | 8,123   | 8,123   | 归属于母公司净利润 | -54.9%  | -172.2% | -425.6% | 110.0% | 253.9% |
| 留存收益         | 3,020   | 2,300   | 199     | 409     | 1,037   | 获利能力      |         |         |         |        |        |
| 其他           | (1)     | 10      | 49      | 19      | 26      | 毛利率       | 5.6%    | 4.0%    | 1.4%    | 5.1%   | 6.9%   |
| 股东权益合计       | 31,815  | 30,621  | 28,377  | 28,868  | 30,604  | 净利率       | 0.5%    | -0.4%   | -2.5%   | 0.2%   | 0.9%   |
| 负债和股东权益总计    | 69,080  | 66,751  | 65,089  | 63,635  | 65,676  | ROE       | 2.5%    | -1.9%   | -10.4%  | 1.1%   | 3.8%   |
| 现金流量表        |         |         |         |         |         | ROIC      | 3.7%    | 0.2%    | -4.1%   | 2.2%   | 5.3%   |
| 单位:百万元       | 2022A   | 2023A   | 2024E   | 2025E   | 2026E   | 偿债能力      |         |         |         |        |        |
| 净利润          | 1,416   | (71)    | (2,284) | 521     | 1,845   | 资产负债率     | 53.9%   | 54.1%   | 56.4%   | 54.6%  | 53.4%  |
| 折旧摊销         | (85)    | 1,672   | 2,685   | 2,790   | 265     | 净负债率      | 15.5%   | 19.5%   | 21.7%   | 13.5%  | 11.5%  |
| 财务费用         | 417     | 395     | 521     | 485     | 457     | 流动比率      | 0.56    | 0.51    | 0.52    | 0.58   | 0.60   |
| 投资损失         | (108)   | (31)    | 7       | 0       | (12)    | 速动比率      | 0.38    | 0.34    | 0.37    | 0.41   | 0.43   |
| 营运资金变动       | 75      | (310)   | (208)   | (149)   | (26)    | 营运能力      |         |         |         |        |        |
| 其它           | 3,744   | (2,866) | 107     | 17      | (7)     | 应收账款周转率   | 392.2   | 277.7   | 265.9   | 336.3  | 334.4  |
| 经营活动现金流      | 5,459   | (1,211) | 829     | 3,665   | 2,523   | 存货周转率     | 17.1    | 17.5    | 17.3    | 17.8   | 17.9   |
| 资本支出         | 970     | (2,467) | (796)   | (913)   | (1,595) | 总资产周转率    | 1.4     | 1.3     | 1.3     | 1.3    | 1.3    |
| 长期投资         | (5)     | 71      | 84      | 0       | 0       | 每股指标（元）   |         |         |         |        |        |
| 其他           | (2,438) | 2,324   | 167     | 0       | 12      | 每股收益      | 0.05    | -0.04   | -0.20   | 0.02   | 0.07   |
| 投资活动现金流      | (1,473) | (72)    | (546)   | (913)   | (1,583) | 每股经营现金流   | 0.51    | -0.11   | 0.08    | 0.34   | 0.24   |
| 债权融资         | 2,052   | (640)   | (1,064) | 0       | 0       | 每股净资产     | 2.04    | 1.98    | 1.78    | 1.80   | 1.86   |
| 股权融资         | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 估值比率      |         |         |         |        |        |
| 其他           | (6,179) | (256)   | 2,298   | (2,372) | (255)   | 市盈率       | 26.7    | -36.9   | -7.0    | 70.3   | 19.9   |
| 筹资活动现金流      | (4,126) | (895)   | 1,234   | (2,372) | (255)   | 市净率       | 0.7     | 0.7     | 0.8     | 0.8    | 0.7    |
| 汇率变动影响       | (3)     | 2       | -0      | -0      | -0      | EV/EBITDA | 12.0    | 11.3    | 21.6    | 5.2    | 6.9    |
| 现金净增加额       | (143)   | (2,177) | 1,517   | 381     | 684     | EV/EBIT   | 11.4    | 155.4   | -11.7   | 18.2   | 7.6    |

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；  
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；  
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；  
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级——由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级——根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；  
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；  
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及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，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。