

岳阳林纸 (600963.SH)

林业碳汇稳步推进，Q2 浆纸盈利温和复苏

公司发布 2023 年一季报：2023Q1 公司实现收入 25.22 亿元（同比+51.11%），归母净利润 0.87 亿元（同比-29.57%，环比-38.2%），扣非归母净利润 0.63 亿元（同比-44.37%，环比-43.9%），Q1 公司收入表现靓丽主要系国内纸价抬升且公司出口表现靓丽，此外浆板、木片收入增加；盈利承压主要系原材料价格上涨。

成本步入下行通道，预计浆纸盈利逐步改善。成本方面，Q1 内盘针叶浆/阔叶浆分别同比+6.4%/+4.9%、环比-5.6%/-10.8%，公司使用高价木浆导致盈利承压。伴随 Arauco 和 UPM 浆线投产，当前纸浆供需矛盾放大，浆价下跌超预期，此外公司自供浆比率超过 50%，且持续通过技术手段优化原材料配比，预计 Q2 起成本压力逐步缓解。需求方面，Q1 双胶纸/铜版纸市场价分别同比+13.8%/+3.8%、环比+0.5%/+0.5%，文化纸教材教辅招标旺季，公司于 2-3 月相继发布两轮提价函，由于公司下游客户以党建期刊、教辅教材为主，提价效果显现，预计 Q2 浆纸盈利逐步改善。

林业碳汇再下一城；化工新品有望放量。1) 碳汇：3 月公司与五峰长森林业投资开发有限公司签订林业碳汇开发项目合同，五峰县预计可供开发面积约为 177 万亩，截至 Q1 末公司碳汇已布局 23 个省市、签订正式开发合同面积 3688 万亩（其中农田碳汇 256 万亩），第一期开发面积 341 万亩，合作项目及规模稳步增长，且碳汇产品类型持续丰富。目前公司充分筹备已签约项目 PDD 文件编制，且储备能源、钢铁等行业大型国企央企客户资源，我们预计 CCER 审批窗口开放后可快速提交审批量约达到 200 万吨，业绩有望持续兑现。2) 化工：2022 年下半年公司新产品高纯度双氧水正式投产，伴随新增产能稳步拓展，预计持续贡献利润增量。

盈利短期承压，费用表现稳定。2023Q1 公司毛利率为 11.81%（同比-6.9pct、环比-0.7pct），归母净利率为 3.47%（同比-4.0pct、环比-0.7pct），原材料价格高企至盈利承压；Q1 销售/管理/研发费用率分别为 1.19%/3.43%/3.52%（分别同比-0.2pct/-1.4pct/+0.4pct），费用表现稳中向好。

原料采购影响现金流，营运能力稳定。2023Q1 公司经营性现金流为 0.14 亿元（同比-0.07 亿元），主要系浆价上行期间原材料成本支出增加及支付税费较多。截至 2023Q1 末公司存货周转天数 293.73 天（同比-179.70 天）、应收账款周转天数 24.53 天（同比-9.41 天）、应付账款周转天数 65.48 天（同比-36.56 天），营运能力稳定提升。

盈利预测与投资评级：公司林业碳汇业务依托技术团队、背景、资源多重优势构筑壁垒，CCER 审批重启后业绩有望兑现，此外浆纸主业盈利逐步改善、化工持续放量。我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 7.2/8.1/9.7 亿元，对应 PE 为 18X/16X/13X，维持“买入”评级。

风险提示：成本超预期波动，碳中和政策低于预期。

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7,838	9,781	9,870	9,996	11,049
增长率 yoy (%)	10.1	24.8	0.9	1.3	10.5
归母净利润(百万元)	298	616	722	814	969
增长率 yoy (%)	-28.1	106.5	17.2	12.9	19.0
EPS 最新摊薄(元/股)	0.17	0.34	0.40	0.45	0.54
净资产收益率(%)	3.4	6.7	7.5	7.9	8.8
P/E(倍)	42.7	20.7	17.6	15.6	13.1
P/B(倍)	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1

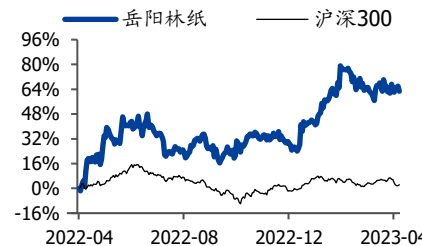
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2023 年 4 月 27 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	造纸
前次评级	买入
4月27日收盘价(元)	7.05
总市值(百万元)	12,719.70
总股本(百万股)	1,804.21
其中自由流通股(%)	97.83
30日日均成交量(百万股)	16.27

股价走势



作者

分析师 姜文轶

执业证书编号：S0680523040001

邮箱：jiangwenqiang1@gszq.com

相关研究

- 《岳阳林纸 (600963.SH)：造纸盈利逐步改善，静待 CCER 审批重启》2023-03-12
- 《岳阳林纸 (600963.SH)：静待 CCER 审批重启，林业碳汇业绩兑现可期》2023-02-17
- 《岳阳林纸 (600963.SH)：盈利改善可期，静待碳汇市场开放》2023-01-16

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	10047	10458	12840	11218	15287
现金	866	918	1974	2285	2210
应收票据及应收账款	730	747	743	766	902
其他应收款	570	664	581	680	714
预付账款	152	417	158	424	219
存货	5342	5226	7875	5302	9173
其他流动资产	2387	2485	1509	1761	2069
非流动资产	6405	6163	5934	5694	5939
长期投资	61	67	80	95	110
固定资产	3845	3669	3489	3312	3561
无形资产	1186	1120	1079	1037	996
其他非流动资产	1314	1307	1285	1250	1272
资产总计	16453	16621	18774	16912	21225
流动负债	5901	5178	7347	5337	9238
短期借款	2220	1963	4074	1963	5520
应付票据及应付账款	1948	1992	1907	2015	2293
其他流动负债	1732	1223	1366	1359	1425
非流动负债	1757	2202	1707	1202	824
长期借款	1632	2161	1666	1161	783
其他非流动负债	125	41	41	41	41
负债合计	7658	7380	9054	6538	10062
少数股东权益	41	45	51	58	67
股本	1804	1804	1804	1804	1804
资本公积	5564	5600	5600	5600	5600
留存收益	1565	1972	2404	2851	3348
归属母公司股东权益	8753	9196	9669	10316	11097
负债和股东权益	16453	16621	18774	16912	21225

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	342	760	-221	3316	-2363
净利润	302	621	728	822	978
折旧摊销	442	413	368	382	396
财务费用	181	167	91	86	87
投资损失	-38	-1	-6	-10	-14
营运资金变动	-607	-502	-1403	2034	-3813
其他经营现金流	62	62	1	3	3
投资活动现金流	-253	-259	-133	-135	-630
资本支出	278	267	-243	-254	229
长期投资	1	-4	-13	-14	-15
其他投资现金流	25	5	-389	-403	-416
筹资活动现金流	-48	-627	-702	-759	-640
短期借款	85	-258	0	0	0
长期借款	-75	529	-495	-505	-378
普通股增加	-1	0	0	0	0
资本公积增加	21	36	0	0	0
其他筹资现金流	-77	-933	-207	-254	-262
现金净增加额	34	-126	-1056	2423	-3632

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	7838	9781	9870	9996	11049
营业成本	6654	8274	8188	8235	9047
营业税金及附加	53	62	65	66	73
营业费用	120	112	128	128	138
管理费用	292	294	316	310	331
研发费用	248	302	304	305	335
财务费用	181	167	91	86	87
资产减值损失	-56	0	0	0	0
其他收益	78	156	94	104	104
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	38	1	6	10	14
资产处置收益	0	11	-1	-3	-3
营业利润	339	735	877	977	1153
营业外收入	16	0	10	11	9
营业外支出	7	5	16	11	10
利润总额	348	731	871	978	1153
所得税	46	110	143	156	175
净利润	302	621	728	822	978
少数股东损益	4	6	7	7	9
归属母公司净利润	298	616	722	814	969
EBITDA	983	1357	1410	1493	1701
EPS (元)	0.17	0.34	0.40	0.45	0.54

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	10.1	24.8	0.9	1.3	10.5
营业利润(%)	-33.1	116.7	19.4	11.3	18.1
归属于母公司净利润(%)	-28.1	106.5	17.2	12.9	19.0
获利能力					
毛利率(%)	15.1	15.4	17.0	17.6	18.1
净利率(%)	3.8	6.3	7.3	8.1	8.8
ROE(%)	3.4	6.7	7.5	7.9	8.8
ROIC(%)	3.5	5.9	5.5	6.7	6.2
偿债能力					
资产负债率(%)	46.5	44.4	48.2	38.7	47.4
净负债比率(%)	43.6	38.2	43.5	12.5	40.9
流动比率	1.7	2.0	1.7	2.1	1.7
速动比率	0.4	0.4	0.4	0.7	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	11.7	13.3	13.3	13.3	13.3
应付账款周转率	3.6	4.2	4.2	4.2	4.2
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.17	0.34	0.40	0.45	0.54
每股经营现金流(最新摊薄)	0.19	0.42	-0.12	1.84	-1.31
每股净资产(最新摊薄)	4.85	5.10	5.36	5.72	6.15
估值比率					
P/E	42.7	20.7	17.6	15.6	13.1
P/B	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	16.9	12.0	12.1	9.4	10.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 4 月 27 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com