

业绩表现亮眼，看好 CCER 重启变现

岳阳林纸 (600963.SH)

推荐 维持评级

核心观点:

- **事件:** 公司发布 2022 年年度报告。报告期内, 公司实现营收 97.81 亿元, 同比增长 24.79%; 归母净利润 6.16 亿元, 同比增长 106.51%; 基本每股收益 0.35 元/股。其中, 公司第四季度单季实现营收 33.58 亿元, 同比增长 62.83%; 实现归母净利润 1.42 亿元, 同比扭亏为盈。
- **文化纸价格提升带动盈利能力改善。** 报告期内, 公司综合毛利率为 15.41%, 同比提升 0.3 pct。其中, Q4 单季毛利率为 12.55%, 同比提升 5.37 pct, 环比下降 2.92 pct。公司毛利率得到提升, 主要是因为: 浆价高企支撑文化纸价格提升, 而公司自给浆占比较高抵消原材料成本上涨影响。展望后续, 全球纸浆产能稳步释放, 供应缓解带动浆价持续下行, 公司盈利能力有望持续改善。
- **期间费用有所改善, 净利率明显提升。** 报告期内, 公司期间费用率为 8.95%, 同比下降 1.78%。其中, 销售费用率为 1.15%, 同比下降 0.38 pct; 管理费用率为 3%, 同比下降 0.73 pct; 研发费用率为 3.09%, 同比下降 0.08 pct; 财务费用率为 1.71%, 同比下降 0.6 pct。净利率方面, 公司净利率为 6.35%, 同比提升 2.5 pct。其中, Q4 单季公司净利率为 4.27%, 同比提升 7.1 pct, 环比下降 2.6 pct。
- **造纸主业稳健扩张, 成功开发电子级双氧水项目。** 公司具备造纸产能 100 万吨/年, 自产浆供给率超过 50%, 是红色经典书籍首选用纸企业, 且担负统编三科教材原纸生产任务, 在教材教辅用纸领域占比较高。报告期内, 公司印刷/包装/办公/工业用纸分别实现营收 49.5 / 11.24 / 1.27 / 2.86 亿元, 分别同比变动+25.81% / +50.76% / -16.04% / -2.66%。同时, 公司成功实现电子级双氧水的开发与批量生产, 产品盈利得到提升, 伴随后续产能投放, 料将持续贡献业绩增量。
- **稳步推进林业碳汇布局, 看好 CCER 重启变现。** 公司稳步推进林业碳汇布局, 已签订正式开发合同 9 份, 面积达 3,511 万亩 (其中 256 万亩农田), 并计划在 2025 年底累计签约 5,000 万亩。持续看好 CCER 重启为公司带来业绩爆发: 1) 碳交易市场扩容将带动 CCER 需求增加, CCER 可抵消不超过 5% 的碳配额, 目前仅电力行业纳入碳交易市场, 对应需求约 2 亿吨左右, 未来伴随钢铁、建材等行业纳入, 对应需求有望增长至 4 亿吨; 2) 官方多次表态支持 CCER 重启, 相关建设工作已取得阶段性进展。
- **投资建议:** 公司造纸主业稳健扩张, 电子级双氧水业务贡献业绩增量, 深度布局林业碳汇, 看好 CCER 重启实现变现, 预计公司 2023 / 24 / 25 年能够实现基本每股收益 0.42 / 0.51 / 0.6 元, 对应 PE 为 17X / 14X / 12X, 维持“推荐”评级。

分析师

陈柏儒

☎: 010-80926000

✉: chenbairu_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130521080001

市场表现

2023.03.10



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

● **盈利预测**

单位: 百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
总营业收入	9781.49	11285.89	12955.07	14762.30
同比增速 (%)	24.79	15.38	14.79	13.95
归母净利润	615.56	759.63	922.25	1090.80
同比增速 (%)	106.51	23.40	21.41	18.28
EPS (元/股)	0.34	0.42	0.51	0.60
PE	20.78	16.84	13.87	11.73

资料来源: 公司财务报表, 中国银河证券研究院整理及预测 (股价为 2023/3/10 收盘价)

- **风险提示:** 浆价及纸价大幅波动、CCER 政策落地不及预期、碳价大幅波动的风险。

表：财务报表和主要财务比率

利润表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	9781.49	11285.89	12955.07	14762.30	流动资产	10457.50	11884.21	13196.86	15106.52
营业成本	8274.38	9511.75	10878.37	12378.19	现金	918.27	1668.32	994.53	1818.35
营业税金及附加	61.79	73.18	86.80	98.91	应收账款	746.58	946.31	996.95	1217.39
营业费用	112.01	135.43	155.46	162.39	其它应收款	664.46	777.62	877.75	1008.55
管理费用	293.57	349.86	401.61	442.87	预付账款	416.90	380.47	435.13	495.13
财务费用	167.18	85.63	63.55	69.39	存货	5226.12	5342.49	6744.59	7008.95
资产减值损失	-0.04	0.00	0.00	0.00	其他	2485.18	2769.00	3147.90	3558.14
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	非流动资产	6163.22	5812.35	5461.48	5110.62
投资净收益	1.16	22.57	19.43	14.76	长期投资	67.01	67.01	67.01	67.01
营业利润	735.11	893.04	1077.80	1285.79	固定资产	3668.97	3318.11	2967.24	2616.38
营业外收入	0.39	8.40	14.14	5.30	无形资产	1120.47	1120.47	1120.47	1120.47
营业外支出	4.62	4.00	2.38	2.41	其他	1306.76	1306.76	1306.76	1306.76
利润总额	730.89	897.43	1089.55	1288.67	资产总计	16620.72	17696.56	18658.35	20217.14
所得税	109.75	130.13	157.98	186.86	流动负债	5177.96	5486.50	5516.72	5973.69
净利润	621.14	767.30	931.57	1101.82	短期借款	1962.57	1818.80	1636.99	1467.86
少数股东损益	5.58	7.67	9.32	11.02	应付账款	1609.35	2195.35	2035.13	2778.61
归属母公司净利润	615.56	759.63	922.25	1090.80	其他	1606.04	1472.34	1844.60	1727.22
EBITDA	1312.91	1306.96	1472.77	1691.28	非流动负债	2201.80	2201.80	2201.80	2201.80
EPS(元/股)	0.34	0.42	0.51	0.60	长期借款	2161.05	2161.05	2161.05	2161.05
现金流量表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	其他	40.75	40.75	40.75	40.75
经营活动现金流	759.76	970.85	-426.25	1064.59	负债合计	7379.76	7688.30	7718.52	8175.49
净利润	621.14	767.30	931.57	1101.82	少数股东权益	44.52	52.19	61.51	72.53
折旧摊销	419.20	350.87	350.87	350.87	归属母公司股东权益	9196.44	9956.07	10878.32	11969.12
财务费用	166.38	103.99	96.91	89.28	负债和股东权益	16620.72	17696.56	18658.35	20217.14
投资损失	-11.39	-22.57	-19.43	-14.76	主要财务比率(%)	2022A	2023E	2024E	2025E
营运资金变动	-465.42	-224.35	-1774.41	-459.73	营业收入	24.79%	15.38%	14.79%	13.95%
其它	29.85	-4.40	-11.76	-2.88	营业利润	116.65%	21.48%	20.69%	19.30%
投资活动现金流	-258.56	26.97	31.19	17.65	归属母公司净利润	106.51%	23.40%	21.41%	18.28%
资本支出	-259.73	4.40	11.76	2.88	毛利率	15.41%	15.72%	16.03%	16.15%
长期投资	-3.95	0.00	0.00	0.00	净利率	6.29%	6.73%	7.12%	7.39%
其他	5.12	22.57	19.43	14.76	ROE	6.69%	7.63%	8.48%	9.11%
筹资活动现金流	-626.64	-247.76	-278.73	-258.41	ROIC	5.55%	5.72%	6.37%	7.17%
短期借款	-257.90	-143.77	-181.81	-169.13	P/E	20.78	16.84	13.87	11.73
长期借款	529.01	0.00	0.00	0.00	P/B	1.39	1.28	1.18	1.07
其他	-897.74	-103.99	-96.91	-89.28	EV/EBITDA	10.17	11.80	10.80	8.82
现金净增加额	-126.48	750.05	-673.79	823.82	PS	1.31	1.13	0.99	0.87

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理及预测

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

陈柏儒，轻工制造行业首席分析师，北京交通大学技术经济硕士，12年行业分析师经验、8年轻工制造行业分析师经验。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒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。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐媛玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn