

岳阳林纸 (600963.SH)

静待 CCER 审批重启，林业碳汇业绩兑现可期

事件：2月4日北京城市副中心建设国家绿色发展示范区——打造国家级绿色交易所启动仪式举行，目前 CCER 全国统一的注册登记系统和交易系统已经开发完成，将为建设自愿减排市场提供重要的基础设施保障。2月16日，公司与北京绿交所签订战略合作协议，双方在生态环保、节能降碳、碳资产管理与开发和绿色金融等领域加强合作，进一步为公司在碳汇市场的布局奠定基础，静待 CCER 审批窗口开放，公司碳汇步入业绩兑现期。

核心壁垒稳固、项目储备丰富，林业碳汇业绩有望兑现。公司系林业碳汇先锋军，2004年成立国内造纸行业第一个林业科研中心，2016年开始林业碳汇开发，在技术团队、央企背景、林业资源及资金储备方面均具备行业领先优势。近年来公司碳汇合作项目数量及规模稳步增长，且持续丰富生物质、农田等碳汇产品类型，目前签约林业碳汇面积达到 3250 万亩，预计 2025 年末达到 5000 万亩。本次战略合作协议推动公司及绿交所在碳资产管理服务平台建设、“双碳”目标实现路径研究、绿色金融创新及碳汇交易等多方面展开合作，有利于进一步提升公司在碳汇市场的影响力及品牌形象。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为 200 万吨，业绩有望持续兑现。

浆纸盈利逐步改善，化工持续贡献增量。1) **造纸：**成本方面，2月针叶浆/阔叶浆价格分别较1月均价+0.4%/-6.3%，针叶浆受短期供应扰动价格坚挺，阔叶浆供给逐步宽松，Arauco 和 UPM 浆厂投产后预计全球纸浆供给增量达 5%以上，供需矛盾凸显驱动价格向下，公司成本压力逐步缓解。当前文化纸逐步进入教材教辅招标旺季，需求复苏有望于 2023Q1 末显现，公司 2月-3月进行两轮提价，预计盈利逐步改善。2) **化工：**公司新产品高纯度双氧水 2022Q3 正式投产，且新增产能稳步拓展，预计持续贡献利润增量。3) **市政园林：**公司聚焦高质量客户、保障回款稳定性，且进一步转型高壁垒的沿岸治理、生态修复领域，预计利润增长稳健。

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，合作绿交所进一步提升碳汇市场影响力，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 2022-24 年公司归母净利润分别为 6.3/7.2/8.0 亿元，对应 PE 为 20X/17X/16X，维持“买入”评级。

风险提示：疫情反复、原材料涨价超预期、碳中和政策低于预期。

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	7,116	7,838	9,161	9,749	10,350
增长率 yoy (%)	0.1	10.1	16.9	6.4	6.2
归母净利润(百万元)	414	298	629	724	802
增长率 yoy (%)	32.3	-28.1	111.0	15.1	10.9
EPS 最新摊薄(元/股)	0.23	0.17	0.35	0.40	0.44
净资产收益率(%)	4.8	3.4	6.7	7.2	7.4
P/E(倍)	30.3	42.1	20.0	17.4	15.7
P/B(倍)	1.5	1.4	1.3	1.3	1.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 2 月 16 日收盘价

买入(维持)

股票信息

行业	造纸
前次评级	买入
2月16日收盘价(元)	6.96
总市值(百万元)	12,557.32
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)	32.95

股价走势



作者

分析师 姜春波

执业证书编号: S0680521070003

邮箱: jiangchunbo@gszq.com

研究助理 姜文强

执业证书编号: S0680122040027

邮箱: jiangwenqiang1@gszq.com

相关研究

- 《岳阳林纸(600963.SH): 盈利改善可期, 静待碳汇市场开放》2023-01-16
- 《岳阳林纸(600963.SH): 盈利显韧性, 静待林业碳汇市场开放》2022-10-26
- 《岳阳林纸(600963.SH): 业绩具韧性, 长期碳汇开发可期》2022-09-03



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	9623	10047	11623	10883	13250
现金	896	866	1832	1950	2070
应收票据及应收账款	611	730	837	830	939
其他应收款	577	570	771	656	859
预付账款	222	152	285	181	314
存货	5384	5342	6863	6053	7640
其他流动资产	1934	2387	1034	1213	1427
非流动资产	6207	6405	7149	7402	7602
长期投资	33	61	94	127	162
固定资产	3927	0	699	950	1155
无形资产	637	1186	1147	1108	1069
其他非流动资产	1610	5159	5209	5217	5216
资产总计	15830	16453	18772	18285	20852
流动负债	5381	5901	7796	6965	9129
短期借款	2136	2220	4045	3359	5053
应付票据及应付账款	1746	1948	2288	2195	2557
其他流动负债	1498	1732	1464	1412	1518
非流动负债	1869	1757	1550	1234	900
长期借款	1707	1632	1425	1108	775
其他非流动负债	162	125	125	125	125
负债合计	7250	7658	9346	8199	10029
少数股东权益	22	41	43	46	50
股本	1805	1804	1804	1804	1804
资本公积	5543	5564	5564	5564	5564
留存收益	1393	1565	2098	2702	3381
归属母公司股东权益	8558	8753	9382	10040	10773
负债和股东权益	15830	16453	18772	18285	20852

现金流量表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	987	342	611	1626	-751
净利润	414	302	631	727	806
折旧摊销	395	442	84	129	161
财务费用	65	181	74	71	73
投资损失	7	-38	-7	-8	-12
营运资金变动	53	-607	-174	703	-1786
其他经营现金流	53	62	3	4	6
投资活动现金流	-359	-253	-824	-379	-355
资本支出	404	278	710	220	166
长期投资	-3	1	-33	-34	-34
其他投资现金流	42	25	-147	-193	-223
筹资活动现金流	-679	-48	-645	-443	-468
短期借款	-643	85	0	0	0
长期借款	362	-75	-207	-316	-334
普通股增加	407	-1	0	0	0
资本公积增加	-407	21	0	0	0
其他筹资现金流	-398	-77	-437	-126	-135
现金净增加额	-49	34	-857	803	-1574

利润表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	7116	7838	9161	9749	10350
营业成本	5766	6654	7629	8073	8559
营业税金及附加	47	53	62	65	69
营业费用	308	120	137	141	146
管理费用	232	292	339	356	376
研发费用	239	248	284	297	314
财务费用	65	181	74	71	73
资产减值损失	-28	-56	-54	-55	-64
其他收益	90	78	78	78	85
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-7	38	7	8	12
资产处置收益	-23	0	-3	-4	-6
营业利润	507	339	772	883	968
营业外收入	19	16	16	14	16
营业外支出	15	7	18	19	15
利润总额	511	348	769	877	970
所得税	97	46	138	151	164
净利润	414	302	631	727	806
少数股东损益	0	4	2	3	4
归属母公司净利润	414	298	629	724	802
EBITDA	1099	983	1020	1177	1312
EPS (元)	0.23	0.17	0.35	0.40	0.44

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	0.1	10.1	16.9	6.4	6.2
营业利润(%)	21.6	-33.1	127.4	14.4	9.7
归属于母公司净利润(%)	32.3	-28.1	111.0	15.1	10.9
获利能力					
毛利率(%)	19.0	15.1	16.7	17.2	17.3
净利率(%)	5.8	3.8	6.9	7.4	7.7
ROE(%)	4.8	3.4	6.7	7.2	7.4
ROIC(%)	4.4	3.5	5.0	5.8	5.6
偿债能力					
资产负债率(%)	45.8	46.5	49.8	44.8	48.1
净负债比率(%)	42.4	43.6	43.7	29.8	39.3
流动比率	1.8	1.7	1.5	1.6	1.5
速动比率	0.4	0.4	0.4	0.5	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	8.8	11.7	11.7	11.7	11.7
应付账款周转率	3.5	3.6	3.6	3.6	3.6
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.23	0.17	0.35	0.40	0.44
每股经营现金流(最新摊薄)	0.55	0.19	0.34	0.90	-0.42
每股净资产(最新摊薄)	4.74	4.85	5.20	5.56	5.97
估值比率					
P/E	30.3	42.1	20.0	17.4	15.7
P/B	1.5	1.4	1.3	1.3	1.2
EV/EBITDA	14.8	16.7	16.4	13.3	12.9

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 2 月 16 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