

22 年业绩靓丽，林业碳汇发展可期

核心观点

公司 22 年收入、业绩表现靓丽，造纸主业产能提升、盈利改善，主要由于公司在客户、产品品质及成本管理方面的优势，市政园林业务由于疫情影响收入有所下滑。展望后续发展，一方面造纸主业通过整合体外资源和投建 45 万吨文化纸项目，实现产能增长；另一方面，全资子公司湖南森海碳汇开展林业碳汇业务，采用自有林+合作林代运营模式，截至 22 年末，森海碳汇签订正式开发合同 9 份，正式开发合同面积达 3,511 万亩（其中 256 万亩农田），在 CCER 备案重新开启后有望实现快速发展。

事件

公司发布 2022 年度报告：2022 年营收 97.81 亿元/+24.8%，归母净利润 6.16 亿元/+106.5%，扣非归母净利润 5.48 亿元/+160.8%；经营活动产生的现金流量净额 7.60 亿元/+122.4%，EPS（基本）为 0.35 元/股，同比变动+105.9%，ROE 加权为 6.9%/+3.4pct。

公司拟每股派发现金红利 0.138 元（含税），拟派发现金红利 2.49 亿元（含税），分红比例为 40.4%。

简评

22Q4 收入增长提速，盈利环比有所承压。分季度，2022Q4 营收 33.58 亿元/+62.8%，环比+31.3%，主要由于年末部分工程项目结款以及造纸相对旺季；归母净利润 1.42 亿元/+339.0%，环比-18.8%，扣非归母净利润 1.12 亿元/+200.7%，环比-28.5%，毛利率、净利率分别为 12.5%、4.3%，环比-2.9、-2.6pct，主要由于造纸板块成本高企，盈利承压。

22 年公司文化、包装纸板块表现靓丽，市政园林收入有所下行：

1) 造纸板块，公司继续发挥品牌和客户优势，红色经典、教材教辅等客户订单饱满，成本端依托中国纸业集中采购优势、及自产浆供给率超过 50%，盈利水平高于行业平均。22 年印刷用纸收入 49.50 亿元/+25.8%，毛利率 18.9%/+1.7pct，销量 84.21 万吨/+9.7%，吨价为 5878 元/+14.7%，预计吨净利 540 元/吨，同比+240 元/吨；包装用纸收入 11.24 亿元/+50.8%，毛利率 10.3%/-0.2pct，销量 16.76 万吨/+26.7%，吨价为 6704 元/+19.0%，预计吨净利 50 元/吨，同比+90 元/吨；办公用纸收入 1.27 亿元/-16.0%；工业用纸收入 2.86 亿元/-2.7%。

岳阳林纸 (600963.SH)

维持

买入

叶乐

yele@csc.com.cn

18521081258

SAC 编号:S1440519030001

SFC 编号:BOT812

秦臻

qinzhen@csc.com.cn

SAC 编号:s1440522080004

发布日期：2023 年 03 月 14 日

当前股价：7.26 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
3.96/5.19	19.76/19.04	8.58/9.38
12 月最高/最低价 (元)		7.76/4.19
总股本 (万股)		180,421.31
流通 A 股 (万股)		176,505.32
总市值 (亿元)		130.99
流通市值 (亿元)		128.14
近 3 月日均成交量 (万)		2887.22
主要股东		
泰格林纸集团股份有限公司		16.54%

股价表现



相关研究报告

2) 市政园林板块, 22 年收入 9.82 亿元/-39.7%, 毛利率 14.4%/+1.7pct, 收入下滑主要由于疫情影响, 22 年子公司诚通凯胜共中标项目 19 个, 中标合同额 13.7 亿元 (21 年为 15.9 亿元)。

3) 化工板块, 22 年收入 2.10 亿元/-4.0%, 毛利率 29.8%/-1.8pct, 销量 15.10 万吨/-3.2%; 子公司双阳高科是国家级专精特新“小巨人”企业, 报告期内公司推动新产品 G4/G5 级高纯双氧水量产, 打造核心产品芯片制造所需的电子级双氧水。

4) 木材板块, 22 年收入 7.66 亿元/+140.1%, 毛利率 2.9%/-1.0pct, 销量 55.62 万吨/+22.6%; 子公司茂源坚持林业全产业链, FSC 材经营、木片、木材经营业务同比稳步提升。

推进 45 万吨文化纸项目建设, 助力造纸板块成长。截至 22 年末, 公司成品纸产能 100 万吨, 其中文化纸产能 80 万吨, 包装纸产能 15 万吨, 工业用纸产能 5 万吨, 制浆产能约 50 万吨 (自给率约 50%)。展望 23 年, 公司继续发挥外部资源优势, 实现造纸产能的提升; 22 年 12 月公司公告建设 45 万吨文化纸项目 (含改建 20 万吨化机浆生产线), 该项目有望 24 年中投产, 助力公司产能成长。

林业碳汇业务持续布局, 静待 CCER 政策重启。国家核证自愿减排量 (CCER) 是我国碳排放交易市场的重要补充品种, 按照《碳排放权交易管理办法 (试行)》规定, 重点排放单位每年可以使用国家核证自愿减排量 (CCER) 抵销碳排放配额的清缴, 抵销比例不得超过应清缴碳排放配额的 5%; 其中林业碳汇作为明确纳入 CCER 的主要类型之一, 在 CCER 备案重新开启后为生态资产带来巨大的发展机遇。具体来看:

1) 实施主体方面, 公司 2021 年建立了碳汇开发的全资子公司湖南森海碳汇, 以 200 万亩自有林开发为根基, 同时通过与地方政府、企业合作的代运营模式, 实现可开发林地的快速拓展; 2022 年, 森海碳汇实现收入 3.54 亿元, 归母净利润 649.97 万元。

2) 项目进展方面, 截至 22 年末, 森海碳汇签订正式开发合同 9 份, 正式开发合同面积达 3,511 万亩 (其中 256 万亩农田), 预计 2025 年末, 累计签约林业碳汇 5,000 万亩; 根据年报披露, 公司已完成 3 个项目部分设计文件 (PDD) 编制工作, 预计对应 200 万亩合作林地, 叠加公司 200 万亩自有林地的碳排放权已经完成前期工作, 这部分业务在 CCER 重启之后有望较快落地。

3) 2022 年 2 月, 公司与北京绿色交易所有限公司签订战略合作协议, 合作内容包含基于公司已有的碳汇资源储备及开发的社会资源, 不断扩大交易品种, 在北京绿色交易所的协助下开展不少于 100 万吨/年的交易量, 双方共同策划, 培训不少于 30 名碳信用开发和交易、碳金融等领域专业技术人才。

盈利预测:在 CCER 备案能于 2023 恢复的假设下, 我们预计岳阳林纸 2023-2025 年营业收入分别为 109.1、122.2、138.4 亿元, 同比增长 11.5%、12.0%、13.2%; 归母净利润分别为 7.3、8.4、9.5 亿元, 同比增长 18.6%、14.6%、14.2%, 对应最新估值 17.5x、15.3x、13.4x。其中主业 (不含林业碳汇业务) 预计实现归母净利润分别为 7.2、8.0、8.6 亿元, 同比增长 16.2%、11.3%、8.2%。

风险提示: 1) **CCER 恢复备案不及预期:** CCER 是我国碳排放交易市场的重要补充品种, 但相关的温室气体自愿减排项目备案申请于 2017 年已经暂停, 导致目前市场交易品类主要为存量项目的减排额, 市场有待进一步开放扩容, 如果 CCER 恢复备案不及预期, 将对公司林业碳汇业务收入确认带来不利影响; 2) **林业碳汇发展不及预期:** 林业碳汇为 CCER 的主要类型之一, 林业碳汇价格受到碳排放权市场的供需、政策支撑力度等因素影响, 如果碳汇价格不及预期将对公司林业碳汇业务带来不利影响; 3) **造纸下游需求恢复不及预期:** 公司文化纸、包装纸业务受到下游图书、教辅教材、消费等需求影响, 如果下游需求恢复不及预期, 将对于纸价带来不利影响。

岳阳林纸 (亿元人民币)		2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
总收入		70.1	71.1	71.1	78.4	97.8	109.1	122.2	138.4
	yoy	14.2%	1.3%	0.1%	10.2%	24.8%	11.5%	12.0%	13.2%
	毛利率	20.8%	18.9%	18.9%	15.1%	15.4%	16.2%	17.1%	17.0%
造纸业务		52.4	53.8	46.7	51.2	64.9	71.2	81.6	94.7
	yoy	9.9%	2.7%	-13.2%	9.8%	26.6%	9.7%	14.7%	15.9%
	占比	74.7%	75.7%	65.7%	65.4%	66.3%	65.2%	66.8%	68.4%
	总产能 (万吨)	100	100	100	100	100	115	160	160
	总销量 (万吨)	92	100	98	99	108	118	137	160
	毛利率	19.4%	18.5%	21.6%	15.5%	16.8%	18.2%	19.8%	19.5%
	吨价 (元/吨)	5,719	5,369	4,760	5,164	5,992	6,057	5,963	5,913
	yoy	9%	-6%	-11%	8%	16%	1%	-2%	-1%
	预计吨净利 (元/吨)	103	105	305	114	311	396	462	450
印刷用纸 (文化纸)		36.8	36.7	34.5	39.3	49.5	55.5	65.3	77.6
	yoy	3.0%	-0.4%	-5.8%	14.0%	25.8%	12.2%	17.6%	18.8%
	产能 (万吨)	70	70	75	75	85	100	145	145
	销量 (万吨)	65	70	76	77	84	93	111	133
	毛利率	22.5%	20.8%	25.5%	17.2%	18.9%	20.4%	22.1%	21.3%
	吨价 (元/吨)	5696	5236	4556	5125	5878	5996	5876	5817
	yoy	8.4%	-8.1%	-13.0%	12.5%	14.7%	2.0%	-2.0%	-1.0%
	预计吨净利 (元/吨)	393	331	562	301	545	649	706	662
包装用纸		7.2	8.8	7.5	7.5	11.2	11.4	12.1	12.9
	yoy	142.6%	22.1%	-14.3%	-0.9%	50.8%	1.9%	6.0%	6.1%
	产能 (万吨)	15	15	15	15	15	15	15	15
	销量 (万吨)	11	14	14	13	17	18	18	19
	毛利率	12.4%	10.7%	9.3%	10.5%	10.3%	10.3%	11.2%	12.1%
办公用纸		5.2	5.1	2.6	1.5	1.3	1.3	1.3	1.3
	yoy	15.9%	-1.2%	-49.9%	-41.0%	-16.0%	5.0%	0.0%	0.0%
	产能 (万吨)	10	10	5	5	5	5	5	5
	销量 (万吨)	9	10	4	3	2	2	2	2
	毛利率	13.4%	16.4%	15.0%	11.9%	14.3%	14.3%	14.3%	14.3%
工业用纸		3.2	3.2	2.1	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9
	yoy	-28.8%	1.9%	-35.7%	40.9%	-2.7%	0.0%	0.0%	0.0%
	产能 (万吨)	10	10	10	10	10	10	10	10
	销量 (万吨)	6	7	4	6	5	5	5	5
	毛利率	9.1%	16.0%	8.8%	7.5%	7.1%	7.1%	7.1%	7.1%
市政园林		9.1	9.9	14.3	16.3	9.8	11.2	11.7	12.0
	yoy	42.6%	9.2%	44.4%	14.0%	-39.7%	14.5%	3.9%	2.8%
	占比	12.9%	13.9%	20.1%	20.8%	10.0%	10.3%	9.6%	8.7%
	毛利率	25.5%	20.2%	14.0%	12.7%	14.4%	14.0%	14.0%	13.8%
林业碳汇开发					0.0	0.0	0.9	1.9	3.6
	yoy							118.8%	90.5%
	占比	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	1.5%	2.6%
	毛利率				0.0%	0.0%	30.0%	35.0%	40.0%
木材销售业		0.3	1.2	2.7	3.2	7.7	9.6	10.8	11.9
	yoy	53.0%	352.4%	120.7%	18.3%	140.1%	26.0%	12.2%	10.0%
	占比	0.4%	1.7%	3.8%	4.1%	7.8%	8.8%	8.9%	8.6%
	毛利率	-2.0%	0.3%	0.3%	3.9%	2.9%	2.9%	3.9%	3.9%
化工业		1.9	2.1	2.0	2.2	2.1	2.1	2.1	2.1
	yoy	51.4%	10.1%	-4.6%	7.7%	-4.0%	2.0%	0.0%	0.0%
	占比	2.8%	3.0%	2.9%	2.8%	2.1%	2.0%	1.8%	1.5%
	毛利率	45.0%	40.8%	42.1%	31.6%	29.8%	30.5%	30.5%	30.5%
其他业务 (房地产、建安等)		6.5	4.0	5.4	5.5	13.4	14.0	14.0	14.0
	yoy	8.9%	-38.3%	34.8%	1.2%	145.0%	5.0%	0.0%	0.0%

资料来源: 公司公告, 中信建投预测

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	10,047	10,458	17,691	14,068	20,487	营业收入	7,838	9,781	10,911	12,222	13,836
现金	866	918	4,440	4,973	5,630	营业成本	6,654	8,274	9,139	10,127	11,489
应收票据及应收账款合计	730	747	1,436	1,440	1,815	营业税金及附加	53	62	69	77	87
其他应收款	570	664	1,014	866	1,262	销售费用	120	112	109	122	138
预付账款	152	417	311	504	418	管理费用	292	294	327	367	415
存货	5,342	5,226	9,755	5,247	10,600	研发费用	248	302	327	367	415
其他流动资产	2,387	2,485	736	1,036	761	财务费用	181	167	217	295	314
非流动资产	6,405	6,163	6,312	6,515	6,806	资产减值损失	-56	0	33	24	28
长期投资	61	67	80	95	110	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	3,845	3,669	3,884	4,129	4,442	其他收益	78	156	100	80	100
无形资产	1,186	1,120	1,058	996	934	投资净收益	38	1	6	10	14
其他非流动资产	1,314	1,307	1,289	1,295	1,320	营业利润	339	735	870	991	1,134
资产总计	16,453	16,621	24,003	20,582	27,293	营业外收入	16	0	10	11	9
流动负债	5,901	5,178	13,491	9,262	15,032	营业外支出	7	5	16	11	10
短期借款	2,220	1,963	10,059	5,522	10,843	利润总额	348	731	864	991	1,134
应付票据及应付账款合计	1,948	1,992	2,211	2,508	2,846	所得税	46	110	130	149	170
其他流动负债	1,732	1,223	1,221	1,232	1,343	净利润	302	621	734	842	963
非流动负债	1,757	2,202	2,152	2,088	2,083	少数股东损益	4	6	4	6	8
长期借款	1,632	2,161	2,112	2,047	2,042	归属母公司净利润	298	616	730	837	955
其他非流动负债	125	41	41	41	41	EBITDA	951	1,318	1,544	1,770	1,959
负债合计	7,658	7,380	15,644	11,350	17,115	EPS (元)	0.17	0.34	0.40	0.46	0.53
少数股东权益	41	45	49	55	63						
股本	1,804	1,804	1,804	1,804	1,804	主要财务比率					
资本公积	5,564	5,600	5,600	5,600	5,600	会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
留存收益	1,565	1,972	2,409	2,911	3,484	成长能力					
归属母公司股东权益	8,753	9,196	8,311	9,178	10,116	营业收入(%)	10.15	24.79	11.55	12.01	13.20
负债和股东权益	16,453	16,621	24,003	20,582	27,293	营业利润(%)	-33.14	116.65	18.37	13.84	14.45
						归属于母公司净利润(%)	-28.05	106.51	18.63	14.56	14.16
						获利能力					
						毛利率(%)	15.11	15.41	16.24	17.14	16.96
						净利率(%)	3.80	6.29	6.69	6.84	6.90
						ROE(%)	3.44	6.72	7.55	8.10	8.62
						ROIC(%)	3.55	6.11	5.51	5.51	6.71
						偿债能力					
						资产负债率(%)	46.55	44.40	65.17	55.14	62.71
						净负债比率(%)	43.28	37.92	81.89	27.39	67.43
						流动比率	1.70	2.02	1.31	1.52	1.36
						速动比率	0.80	1.01	0.59	0.95	0.66
						营运能力					
						总资产周转率	0.49	0.59	0.54	0.55	0.58
						应收账款周转率	11.70	13.25	10.00	8.50	8.50
						应付账款周转率	4.13	5.01	5.01	5.01	5.01
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.17	0.34	0.40	0.46	0.53
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.12	0.40	-1.90	3.46	-1.89
						每股净资产(最新摊薄)	4.85	5.09	5.36	5.73	6.16
						估值比率					
						P/E	42.92	20.78	17.52	15.29	13.40
						P/B	1.46	1.39	1.32	1.24	1.15
						EV/EBITDA	17.49	12.40	13.47	8.87	10.41

资料来源: 公司公告, 中信建投预测

分析师介绍

叶乐

中信建投轻工纺织及教育行业首席分析师，毕业于复旦大学金融硕士专业，2016 年加入中信建投证券研究发展部，2019 年“水晶球”中小市值入围，2020 年“新财富”海外最佳分析师第 5 名。目前专注于运动服饰、美护、家居、造纸包装、教育、新型烟草等消费服务产业研究。联系方式：18521081258，yele@csc.com.cn

秦臻

中信建投证券轻工纺织行业分析师，北京大学学士、硕士，2020 年加入中信建投证券研究发展部，专注于运动服饰、造纸包装产业链、美护等领域。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
 座 12 层
 电话：(8610) 8513-0588
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南
 塔 2106 室
 电话：(8621) 6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交
 汇处广电金融中心 35 楼
 电话：(86755) 8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：(852) 3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk