

岳阳林纸(600963)

轻工制造

发布时间: 2023-03-14

证券研究报告 / 公司点评报告

买入

## 浆纸低成本优势明显, 林业碳汇增长可期

上次评级: 买入

-- 2022 年报点评

### 事件:

2022 年公司实现营业收入 97.81 亿元 (+24.79%), 实现归母净利润 6.16 亿元 (+106.51%)。其中, 2022 年第四季度实现营业收入 33.58 亿元 (+62.83%), 实现归母净利润 1.42 亿元, 去年同期亏损 0.59 亿元。

### 点评:

**低成本优势显著, 业绩表现亮眼。**在原材料、能源等成本高企以及国内市场需求疲软背景下, 公司 2022 年度业绩取得高增长, 主要得益于公司通过积极研发推新以及把握海外市场机会, 产销量取得历史新高, 同时充分发挥集采浆、自制浆优势, 优化原料配比, 本土多元化木片采购有效降低成本。分产品看, 去年制浆造纸/ 市政园林/ 林业/ 化工收入分别为 64.87/ 9.82/ 7.66/ 2.10 亿元, 同比增长 26.6%/ -39.7%/ 141%/ -4.0%。去年公司实现造纸销量 108.3 万吨 (+9.1%), 其中出口 8.4 万吨同比大增。今年以来在教材教辅招标旺季催化下文化纸提价落地, 随着低价浆将于二季度逐步入库, 预计吨纸利润有望持续改善。

**毛利率同比上升, 费用率同比下降。**2022 年公司毛利率为 15.41% (+0.30 pct), 其中制浆造纸/ 市政园林/ 林业/ 化工毛利率分别为 16.76%/ 14.43%/ 2.90%/ 29.80%, 同比变动+1.26 pct/+1.73 pct/-0.98 pct/-1.82 pct。2022 年公司费用率 8.95% (-1.78 pct), 其中销售费用率 1.15% (-0.38 pct), 管理费用率 3.00% (-0.73 pct), 研发费用率 3.09% (-0.08 pct), 财务费用率 1.71% (-0.60 pct), 其中财务费用率降低主要系利息支出减少所致。**产能投放稳步推进, 林业碳汇积极布局。**公司造纸年产能 100 万吨, 纸浆自给率 50%, 45 万吨文化纸和配套 20 万吨化机浆产能预计 2024 下半年投产。2022 年公司签订正式开发合同 9 份, 涉及碳汇林地面积达 3511 万亩 (含 256 万亩农田), 预计至 2025 年末将累计签约林业碳汇 5000 万亩, 未来将开发更多碳汇评估方法学, 覆盖农田、海洋、草地等多种类型碳汇资源。随着 CCER 碳交易政策落地, 公司碳汇收益有望放量。

**盈利预测:** 根据年报调整预测和目标价, 预计 2023-2025 年归母净利润 7.31/8.24/10.37 亿元, 对应 PE 为 17.9/15.9/12.6x。维持“买入”评级。

**风险提示:** 纸价下跌, CCER 落地慢于预期, 盈利与估值判断不达预期

### 股票数据

2023/03/13

|               |           |
|---------------|-----------|
| 6 个月目标价 (元)   | 8.46      |
| 收盘价 (元)       | 7.26      |
| 12 个月股价区间 (元) | 4.19-7.76 |
| 总市值 (百万元)     | 13,098.59 |
| 总股本 (百万股)     | 1,804     |
| A 股 (百万股)     | 1,804     |
| B 股/H 股 (百万股) | 0/0       |
| 日均成交量 (百万股)   | 34        |

### 历史收益率曲线



|         |    |     |     |
|---------|----|-----|-----|
| 涨跌幅 (%) | 1M | 3M  | 12M |
| 绝对收益    | 3% | 25% | 12% |
| 相对收益    | 6% | 23% | 19% |

### 相关报告

《岳阳林纸(600963): 成本管控优异, 业绩韧性彰显》

--20221102

《岳阳林纸(600963): 二季度环比高增, 疫情下业绩表现亮眼》

--20220905

《岳阳林纸(600963): 林业碳汇东风起, 老牌纸企焕新春》

--20220614

| 财务摘要 (百万元) | 2021A   | 2022A   | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|------------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入       | 7,838   | 9,781   | 9,917  | 10,601 | 12,441 |
| (+/-)%     | 10.15%  | 24.79%  | 1.39%  | 6.90%  | 17.36% |
| 归属母公司净利润   | 298     | 616     | 731    | 824    | 1,037  |
| (+/-)%     | -28.05% | 106.51% | 18.74% | 12.68% | 25.92% |
| 每股收益 (元)   | 0.17    | 0.35    | 0.41   | 0.46   | 0.57   |
| 市盈率        | 46.35   | 15.57   | 17.92  | 15.90  | 12.63  |
| 市净率        | 1.62    | 1.07    | 1.35   | 1.28   | 1.21   |
| 净资产收益率 (%) | 3.45%   | 6.89%   | 7.55%  | 8.07%  | 9.55%  |
| 股息收益率 (%)  | 1.60%   | 1.90%   | 2.29%  | 2.90%  | 3.05%  |
| 总股本 (百万股)  | 1,804   | 1,804   | 1,804  | 1,804  | 1,804  |

### 证券分析师: 唐凯

执业证书编号: S0550516120001

021-20363260 tangkai@nesc.cn

### 证券分析师: 陈渊文

执业证书编号: S0550523010001

021-20363260 chen\_yw@nesc.cn

**附表：财务报表预测摘要及指标**

| 资产负债表 (百万元)      | 2022A         | 2023E         | 2024E         | 2025E         |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金             | 918           | 1,452         | 1,577         | 1,007         |
| 交易性金融资产          | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 应收款项             | 747           | 750           | 850           | 1,028         |
| 存货               | 5,226         | 5,333         | 5,916         | 7,222         |
| 其他流动资产           | 3,567         | 3,521         | 3,871         | 4,443         |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>10,458</b> | <b>11,056</b> | <b>12,214</b> | <b>13,699</b> |
| 可供出售金融资产         |               |               |               |               |
| 长期投资净额           | 67            | 67            | 67            | 67            |
| 固定资产             | 3,669         | 3,589         | 3,437         | 3,241         |
| 无形资产             | 1,120         | 1,102         | 1,080         | 1,057         |
| 商誉               | 495           | 495           | 495           | 495           |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>6,163</b>  | <b>5,948</b>  | <b>5,716</b>  | <b>5,468</b>  |
| <b>资产总计</b>      | <b>16,621</b> | <b>17,005</b> | <b>17,930</b> | <b>19,167</b> |
| 短期借款             | 1,963         | 1,705         | 1,447         | 1,189         |
| 应付款项             | 1,992         | 1,945         | 2,250         | 2,649         |
| 预收款项             | 5             | 5             | 6             | 6             |
| 一年内到期的非流动负债      | 299           | 299           | 299           | 299           |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>5,178</b>  | <b>4,873</b>  | <b>4,968</b>  | <b>5,238</b>  |
| 长期借款             | 2,161         | 2,361         | 2,661         | 2,961         |
| 其他长期负债           | 41            | 41            | 41            | 41            |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>2,202</b>  | <b>2,402</b>  | <b>2,702</b>  | <b>3,002</b>  |
| <b>负债合计</b>      | <b>7,380</b>  | <b>7,275</b>  | <b>7,669</b>  | <b>8,240</b>  |
| 归属于母公司股东权益合计     | 9,196         | 9,678         | 10,202        | 10,859        |
| 少数股东权益           | 45            | 51            | 59            | 68            |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>16,621</b> | <b>17,005</b> | <b>17,930</b> | <b>19,167</b> |

| 利润表 (百万元)        | 2022A        | 2023E        | 2024E         | 2025E         |
|------------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
| <b>营业收入</b>      | <b>9,781</b> | <b>9,917</b> | <b>10,601</b> | <b>12,441</b> |
| 营业成本             | 8,274        | 8,267        | 8,807         | 10,286        |
| 营业税金及附加          | 62           | 63           | 67            | 79            |
| 资产减值损失           | 0            | 0            | 0             | 0             |
| 销售费用             | 112          | 114          | 121           | 142           |
| 管理费用             | 294          | 298          | 318           | 373           |
| 财务费用             | 167          | 173          | 164           | 159           |
| 公允价值变动净收益        | 0            | 0            | 0             | 0             |
| 投资净收益            | 1            | 1            | 1             | 1             |
| <b>营业利润</b>      | <b>735</b>   | <b>868</b>   | <b>978</b>    | <b>1,231</b>  |
| 营业外收支净额          | -4           | 0            | 0             | 0             |
| <b>利润总额</b>      | <b>731</b>   | <b>868</b>   | <b>978</b>    | <b>1,231</b>  |
| 所得税              | 110          | 130          | 147           | 185           |
| 净利润              | 621          | 738          | 831           | 1,046         |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>616</b>   | <b>731</b>   | <b>824</b>    | <b>1,037</b>  |
| 少数股东损益           | 6            | 7            | 7             | 9             |

| 现金流量表 (百万元)      | 2022A       | 2023E        | 2024E       | 2025E        |
|------------------|-------------|--------------|-------------|--------------|
| <b>净利润</b>       | <b>621</b>  | <b>738</b>   | <b>831</b>  | <b>1,046</b> |
| 资产减值准备           | 3           | 0            | 0           | 0            |
| 折旧及摊销            | 419         | 545          | 562         | 578          |
| 公允价值变动损失         | 0           | 0            | 0           | 0            |
| 财务费用             | 166         | 187          | 189         | 194          |
| 投资损失             | -11         | -1           | -1          | -1           |
| 运营资本变动           | -465        | -112         | -681        | -1,527       |
| 其他               | 26          | -11          | -12         | -14          |
| <b>经营活动净现金流量</b> | <b>760</b>  | <b>1,345</b> | <b>888</b>  | <b>276</b>   |
| <b>投资活动净现金流量</b> | <b>-259</b> | <b>-317</b>  | <b>-317</b> | <b>-314</b>  |
| <b>融资活动净现金流量</b> | <b>-627</b> | <b>-494</b>  | <b>-447</b> | <b>-532</b>  |
| <b>企业自由现金流</b>   | <b>96</b>   | <b>988</b>   | <b>523</b>  | <b>-97</b>   |

| 财务与估值指标       | 2022A  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>每股指标</b>   |        |        |        |        |
| 每股收益 (元)      | 0.35   | 0.41   | 0.46   | 0.57   |
| 每股净资产 (元)     | 5.10   | 5.36   | 5.65   | 6.02   |
| 每股经营性现金流量 (元) | 0.42   | 0.75   | 0.49   | 0.15   |
| <b>成长性指标</b>  |        |        |        |        |
| 营业收入增长率       | 24.8%  | 1.4%   | 6.9%   | 17.4%  |
| 净利润增长率        | 106.5% | 18.7%  | 12.7%  | 25.9%  |
| <b>盈利能力指标</b> |        |        |        |        |
| 毛利率           | 15.4%  | 16.6%  | 16.9%  | 17.3%  |
| 净利润率          | 6.3%   | 7.4%   | 7.8%   | 8.3%   |
| <b>运营效率指标</b> |        |        |        |        |
| 应收账款周转天数      | 27.17  | 27.17  | 27.17  | 27.17  |
| 存货周转天数        | 229.91 | 229.91 | 229.91 | 229.91 |
| <b>偿债能力指标</b> |        |        |        |        |
| 资产负债率         | 44.4%  | 42.8%  | 42.8%  | 43.0%  |
| 流动比率          | 2.02   | 2.27   | 2.46   | 2.62   |
| 速动比率          | 0.56   | 0.69   | 0.76   | 0.68   |
| <b>费用率指标</b>  |        |        |        |        |
| 销售费用率         | 1.1%   | 1.1%   | 1.1%   | 1.1%   |
| 管理费用率         | 3.0%   | 3.0%   | 3.0%   | 3.0%   |
| 财务费用率         | 1.7%   | 1.7%   | 1.5%   | 1.3%   |
| <b>分红指标</b>   |        |        |        |        |
| 股息收益率         | 1.9%   | 2.3%   | 2.9%   | 3.0%   |
| <b>估值指标</b>   |        |        |        |        |
| P/E (倍)       | 15.57  | 17.92  | 15.90  | 12.63  |
| P/B (倍)       | 1.07   | 1.35   | 1.28   | 1.21   |
| P/S (倍)       | 1.01   | 1.32   | 1.24   | 1.05   |
| 净资产收益率        | 6.9%   | 7.6%   | 8.1%   | 9.6%   |

资料来源：东北证券

**研究团队简介:**

唐凯: 美国纽约州立大学宾汉姆顿分校会计学硕士, 武汉大学经济学学士、数学学士。现任东北证券轻工组组长。曾任尼尔森(上海)分析师, 久谦咨询有限公司咨询师, 东海证券研究员。具有6年证券研究从业经历。

陈渊文: 同济大学土木工程专业博士, 东南大学土木工程专业本科, 具有1年房地产从业经历。现任东北证券轻工行业分析师, 2020年以来具有2年证券研究从业经历。

**重要声明**

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

**分析师声明**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

**投资评级说明**

|                      |      |                             |  |
|----------------------|------|-----------------------------|--|
| 股票<br>投资<br>评级<br>说明 | 买入   | 未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准15%以上。    | 投资评级中所涉及的市场基准:<br><br>A 股市场以沪深300指数为市场基准, 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)为市场基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准; 美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为市场基准。 |
|                      | 增持   | 未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。 |  |
|                      | 中性   | 未来6个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。 |  |
|                      | 减持   | 未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。 |  |
|                      | 卖出   | 未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准15%以上。    |  |
| 行业<br>投资<br>评级<br>说明 | 优于大势 | 未来6个月内, 行业指数的收益超越市场基准。      |  |
|                      | 同步大势 | 未来6个月内, 行业指数的收益与市场基准持平。     |  |
|                      | 落后大势 | 未来6个月内, 行业指数的收益落后于市场基准。     |  |

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

| 地址                                    | 邮编     |
|---------------------------------------|--------|
| 中国吉林省长春市生态大街 6666 号                   | 130119 |
| 中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座             | 100033 |
| 中国上海市浦东新区杨高南路 799 号                   | 200127 |
| 中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D           | 518038 |
| 中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼 | 510630 |

**机构销售联系方式**

| 姓名              | 办公电话          | 手机          | 邮箱                  |
|-----------------|---------------|-------------|---------------------|
| <b>公募销售</b>     |               |             |                     |
| <b>华东地区机构销售</b> |               |             |                     |
| 王一 (副总监)        | 021-61001802  | 13761867866 | wangyi1@nesc.cn     |
| 吴肖寅             | 021-61001803  | 17717370432 | wuxiaoyin@nesc.cn   |
| 李瑞暄             | 021-61001802  | 18801903156 | lirx@nesc.cn        |
| 周嘉茜             | 021-61001827  | 18516728369 | zhoujq@nesc.cn      |
| 陈梓佳             | 021-61001887  | 19512360962 | chen_zj@nesc.cn     |
| 屠诚              | 021-61001986  | 13120615210 | tucheng@nesc.cn     |
| 康杭              | 021-61001986  | 18815275517 | kangh@nesc.cn       |
| 丁园              | 021-61001986  | 19514638854 | dingyuan@nesc.cn    |
| 吴一凡             | 021-20361258  | 19821564226 | wuyifan@nesc.cn     |
| 王若舟             | 021-61002073  | 17720152425 | wangrz@nesc.cn      |
| <b>华北地区机构销售</b> |               |             |                     |
| 李航 (总监)         | 010-58034553  | 18515018255 | lihang@nesc.cn      |
| 殷璐璐             | 010-58034557  | 18501954588 | yinlulu@nesc.cn     |
| 曾彦戈             | 010-58034563  | 18501944669 | zengyg@nesc.cn      |
| 吕奕伟             | 010-58034553  | 15533699982 | lyyw@nesc.com       |
| 孙伟豪             | 010-58034553  | 18811582591 | sunwh@nesc.cn       |
| 陈思              | 010-58034553  | 18388039903 | chen_si@nesc.cn     |
| 徐鹏程             | 010-58034553  | 18210496816 | xupc@nesc.cn        |
| 曲浩蕴             | 010-58034555  | 18810920858 | quhy@nesc.cn        |
| <b>华南地区机构销售</b> |               |             |                     |
| 刘璇 (总监)         | 0755-33975865 | 13760273833 | liu_xuan@nesc.cn    |
| 刘曼              | 0755-33975865 | 15989508876 | liuman@nesc.cn      |
| 王泉              | 0755-33975865 | 18516772531 | wangquan@nesc.cn    |
| 王谷雨             | 0755-33975865 | 13641400353 | wanggy@nesc.cn      |
| 张瀚波             | 0755-33975865 | 15906062728 | zhang_hb@nesc.cn    |
| 王熙然             | 0755-33975865 | 13266512936 | wangxr_7561@nesc.cn |
| 阳晶晶             | 0755-33975865 | 18565707197 | yang_jj@nesc.cn     |
| 张楠淇             | 0755-33975865 | 13823218716 | zhangnq@nesc.cn     |
| 钟云柯             | 0755-33975865 | 13923804000 | zhongyk@nesc.cn     |
| 杨婧              | 010-63210892  | 18817867663 | yangjing2@nesc.cn   |
| 梁家滢             | 0755-33975865 | 13242061327 | liangjy@nesc.cn     |
| <b>非公募销售</b>    |               |             |                     |
| <b>华东地区机构销售</b> |               |             |                     |
| 李茵茵 (总监)        | 021-61002151  | 18616369028 | liyinyin@nesc.cn    |
| 杜嘉琛             | 021-61002136  | 15618139803 | dujiachen@nesc.cn   |
| 王天鸽             | 021-61002152  | 19512216027 | wangtg@nesc.cn      |
| 王家豪             | 021-61002135  | 18258963370 | wangjiahao@nesc.cn  |
| 白梅柯             | 021-20361229  | 18717982570 | baimk@nesc.cn       |
| 刘刚              | 021-61002151  | 18817570273 | liugang@nesc.cn     |
| 曹李阳             | 021-61002151  | 13506279099 | caoly@nesc.cn       |
| 曲林峰             | 021-61002151  | 18717828970 | qulf@nesc.cn        |
| <b>华北地区机构销售</b> |               |             |                     |
| 温中朝 (副总监)       | 010-58034555  | 13701194494 | wenzc@nesc.cn       |
| 王动              | 010-58034555  | 18514201710 | wang_dong@nesc.cn   |
| 闫琳              | 010-58034555  | 17862705380 | yanlin@nesc.cn      |
| 张煜苑             | 010-58034553  | 13701150680 | zhangyy2@nesc.cn    |