

## 23Q1 短期承压，碳汇业务未来可期

2023 年 04 月 28 日

➤ **事件：**公司发布 2023 年一季：2023Q1 实现营收 25.22 亿元，同比增长 51.11%；实现归母净利润 0.87 亿元，同比降低 29.57%；实现扣非后归母净利润 0.63 亿元，同比降低 44.37%。

➤ **逆势增长，公司收入大幅增加。**公司 23Q1 单季度实现营收 25.22 亿元，同比增长 51.11%。主因公司积极布局纸产品出口业务，叠加俄乌冲突背景下公司出口欧洲销量较同期增加，以及国内纸产品销售价格较同增共同推高营收水平。

➤ **毛利率保持稳定，需求改善或有望触底反弹。**公司 23Q1 单季度实现归母净利润 0.87 亿元，同比降低 29.57%；扣非后净利润为 0.63 亿元，同比下降 44.37%，主因三点：1、木浆价格为高点，营业成本增长高于收入；2、研发投入增加；3、子公司诚通凯盛生态建设有限公司本期收到政府补助较同期增多。2023Q1 公司毛利率为 11.81%，同比下降 6.89pct，主因原材料价格较高（木浆）。2023Q1 公司费用率同比降低 2.16pct 至 9.55%，其中管理/销售/研发/财务费用率分别为 3.43%/1.19%/3.52%/1.41%，同比变动-1.4/-0.2/0.4/-0.9pct，我们判断管理费用同比减少主因高管奖金递延；研发费用同比增加主因公司加大自制浆成本控制以及新能源材料研发投入；财务费用同比降低主因公司贷款成本降低。现金流方面，23Q1 经营性现金流净额为 0.14 亿元，同比减少 35.04%，主因原材料价格上涨叠加 23Q1 支付 22Q4 所得税。截至到四月底，我们判断公司高价浆即将消耗完毕，同时公司一季度在浆价高位纸价高位的情况下所签红色书刊订单预计在 23Q2 释放，伴随公司低价浆进库，我们预计 23Q2 盈利释放可期。

➤ **全业务持续优化，看好未来发展潜力。**造纸业务：公司 45 万吨文化纸产能有望在 24-25 年释放，该项目实施将大幅提升公司浆纸板块的综合竞争力，增强文化纸细分领域的话语权。林业碳汇业务：公司现拥有近 200 万亩森林资源，同时拥有林学、园林专业人员超过 200 人，预计 2025 年末，累计签约林业碳汇 5,000 万亩，2023 年 CCER 审批重启确定性较大，持续看好公司林业碳汇业务释放弹性。化工业务：子公司双阳高科稳中有进，作为国家专精特新“小巨人”企业，扎实推动科技创新，成功研发 G4/G5 级电子双氧水，业绩盈利稳中有增。

➤ **投资建议：**公司作为国企改革标杆企业，林浆纸一体化稳步扩张，长期看好林业碳汇业务带来的盈利弹性，我们预计公司 23-25 年净利润分别为 7.2/8.4/9.5 亿元，对应 PE 为 18X/15X/13X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**CCER 重启进度不及预期的风险；下游消费恢复不及预期风险。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	9,781	11,194	13,081	14,396
增长率 (%)	24.8	14.4	16.9	10.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	616	718	844	946
增长率 (%)	106.5	16.6	17.6	12.0
每股收益 (元)	0.34	0.40	0.47	0.52
PE	21	18	15	13
PB	1.4	1.3	1.2	1.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 04 月 27 日收盘价）

### 推荐

维持评级

当前价格：

7.05 元



**分析师 徐皓亮**

执业证书：S0100522110001

邮箱：xuhaoliang@mszq.com

### 相关研究

1、“碳中和”专题报告：CCER 重启在望，我国碳交易市场大有可为-2023-03-30

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	9,781	11,194	13,081	14,396
营业成本	8,274	9,482	11,076	12,178
营业税金及附加	62	67	78	86
销售费用	112	123	144	158
管理费用	294	336	392	432
研发费用	302	347	406	446
EBIT	894	1,014	1,189	1,320
财务费用	167	170	197	209
资产减值损失	-0	-1	-1	-1
投资收益	1	3	4	4
营业利润	735	858	1,009	1,129
营业外收支	-4	-5	-5	-5
利润总额	731	853	1,004	1,124
所得税	110	128	151	169
净利润	621	725	853	955
归属于母公司净利润	616	718	844	946
EBITDA	1,313	1,443	1,648	1,809

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	918	1,395	2,037	2,336
应收账款及票据	747	854	998	1,099
预付款项	417	474	554	609
存货	5,226	5,715	6,372	6,672
其他流动资产	3,150	3,597	4,045	4,437
流动资产合计	10,458	12,036	14,006	15,153
长期股权投资	67	67	67	67
固定资产	3,669	3,817	3,948	4,024
无形资产	1,120	1,120	1,116	1,113
非流动资产合计	6,163	6,376	6,446	6,416
资产合计	16,621	18,412	20,452	21,569
短期借款	1,963	2,563	2,913	3,073
应付账款及票据	1,992	2,364	2,913	3,203
其他流动负债	1,223	1,349	1,428	1,482
流动负债合计	5,178	6,276	7,254	7,758
长期借款	2,161	2,379	2,879	2,879
其他长期负债	41	39	39	39
非流动负债合计	2,202	2,419	2,918	2,918
负债合计	7,380	8,695	10,172	10,676
股本	1,804	1,804	1,804	1,804
少数股东权益	45	52	60	70
股东权益合计	9,241	9,717	10,280	10,893
负债和股东权益合计	16,621	18,412	20,452	21,569

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	24.79	14.44	16.85	10.06
EBIT 增长率	71.88	13.46	17.26	11.00
净利润增长率	106.51	16.63	17.63	11.97
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	15.41	15.30	15.33	15.41
净利润率	6.29	6.41	6.46	6.57
总资产收益率 ROA	3.70	3.90	4.13	4.38
净资产收益率 ROE	6.69	7.43	8.26	8.74
<b>偿债能力</b>				
流动比率	2.02	1.92	1.93	1.95
速动比率	0.56	0.58	0.64	0.67
现金比率	0.18	0.22	0.28	0.30
资产负债率 (%)	44.40	47.22	49.74	49.50
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	27.86	28.00	28.00	28.00
存货周转天数	230.53	220.00	210.00	200.00
总资产周转率	0.59	0.64	0.67	0.69
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.34	0.40	0.47	0.52
每股净资产	5.10	5.36	5.66	6.00
每股经营现金流	0.42	0.43	0.50	0.64
每股股利	0.14	0.16	0.19	0.21
<b>估值分析</b>				
PE	21	18	15	13
PB	1.4	1.3	1.2	1.2
EV/EBITDA	12.37	11.42	10.00	9.04
股息收益率 (%)	1.96	2.28	2.69	3.01

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	621	725	853	955
折旧和摊销	419	429	459	489
营运资金变动	-465	-561	-623	-511
经营活动现金流	760	769	896	1,160
资本开支	-260	-513	-521	-450
投资	-4	0	0	0
投资活动现金流	-259	-579	-402	-446
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-206	718	651	160
筹资活动现金流	-627	287	147	-416
现金净流量	-126	477	642	298

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026