

岳阳林纸 (600963)

证券研究报告

2023年02月17日

战略合作北京绿色交易所，林业碳汇前景广阔

近日，公司与北京绿色交易所签订战略合作协议，双方将在生态环保、节能降碳、碳资产管理与开发和绿色金融等领域加强合作，共同拓展市场机会，助力公司实现“绿色化、经济化、产业化、金融化”的创新目标，为公司在碳汇市场的布局奠定基础。

合作内容包括：①建设碳资产管理服务平台，开展低碳管理、碳排放管理、碳配额管理交易和 CCER 管理交易；②研究实现“双碳”目标的有效路径；③双碳课题合作，探索生态产品价值，助力乡村振兴；④构建绿色量化评价与激励机制；⑤依托公司丰富的碳资产，北京绿色交易所通过提供绿色信贷相关标准制定和产品开发等服务，共同打造绿色金融创新产品；⑥宣传推广绿色低碳工作；⑦基于公司已有碳汇储备，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；⑧共同培训相关领域专业人才。

“浆纸+生态”双核发展产业格局确立，碳汇业务前景广阔。全资子公司湖南森海碳汇深耕市场，以打造专业化碳汇平台为基点，积极参与新的方法学开发，持续提升影响力和竞争力。截至 23 年 2 月 16 日，已签订碳汇开发合同 9 份，开发合同面积达 3511 万亩，公司预计 25 年底累计签约林业碳汇 5000 万亩。根据行业专家预测，预计中国碳达峰阶段，碳排放总额将达到 104 亿吨左右，按规定重点排放单位每年可以使用 CCER 抵销碳排放配额的清缴，林业碳汇作为明确纳入 CCER 的主要类型之一，在 CCER 市场重启后，有望带来新的发展机遇。

开发林业碳汇需经验丰富的林业调查和方法学人员，也需与地方政府和地方林业局保持长期友好的协作关系，获得地方企业、政府的认同和信赖。公司是国内造纸行业上市公司中拥有林地面积最大的公司之一，拥有大量优质林地资源，同时拥有林学、园林的专业人才超过 200 人，林业工作经验丰富，为公司依托现有林地资源发展林业碳汇资产开发提供支持。

浆纸业务有望保持稳健增长，成本端优势突出。22 年公司业绩实现高增，得益于深入推进精益生产、工艺管控及优化，生产效率进一步提升，浆纸产量同比增长，我们认为伴随公司文化纸产能逐步扩张，浆纸收入有望保持增长。公司集采、长协、自产浆比重超 50%，木片、浆板等主要原材料结构有望持续优化，成本优势明显。22 年子公司湖南双阳高科化工有限公司高纯双氧水投入生产，新品获市场认可后有望持续对收入、业绩形成正向贡献。

盈利预测与评级：公司浆纸业务稳健，集采、长协、自产浆比重超 50%，成本端优势突出，长期看林业碳汇前景广阔，我们预计公司 23-24 年业绩分别为 8.20、9.43 亿元，同比分别+27.3%、+15.0%，对应 PE 为 15x、13x，维持“买入”评级。

风险提示：本协议为框架协议，尚存不确定性；合作不及预期；CCER 审批和交易开放时间、交易细则尚未明确；项目预估量受到各种不可预见因素或自然灾害等不可抗力因素影响；市场竞争加剧风险。

投资评级

行业	轻工制造/造纸
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	6.96 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,804.21
流通 A 股股本(百万股)	1,765.05
A 股总市值(百万元)	12,557.32
流通 A 股市值(百万元)	12,284.77
每股净资产(元)	5.01
资产负债率(%)	47.54
一年内最高/最低(元)	7.45/4.08

作者

孙海洋	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070004	
sunhaiyang@tfzq.com	
尉鹏洁	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521070001	
weipengjie@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《岳阳林纸-首次覆盖报告:央企优势显著，园林碳汇未来可期》2023-02-08
- 《岳阳林纸-公司点评:2018 年一季度业绩同比增 10 倍，估值偏低，维持“买入”评级》2018-04-10
- 《岳阳林纸-年报点评报告:2017 年报符合预期，看 2018 年业务大发展，维持“买入”评级》2018-03-20

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	7,115.86	7,838.05	8,672.80	10,426.44	12,516.95
增长率(%)	0.14	10.15	10.65	20.22	20.05
EBITDA(百万元)	1,172.82	1,245.94	1,669.97	1,925.54	2,156.48
归属母公司净利润(百万元)	414.31	298.08	644.18	820.15	942.89
增长率(%)	32.26	(28.05)	116.11	27.32	14.97
EPS(元/股)	0.23	0.17	0.36	0.45	0.52
市盈率(P/E)	30.31	42.13	19.49	15.31	13.32
市净率(P/B)	1.47	1.43	1.40	1.37	1.33
市销率(P/S)	1.76	1.60	1.45	1.20	1.00
EV/EBITDA	9.24	13.90	10.40	8.89	9.35

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	895.68	865.59	693.82	834.12	1,001.36
应收票据及应收账款	610.51	729.65	1,246.24	926.65	1,606.82
预付账款	222.22	152.46	644.45	298.40	847.54
存货	5,383.66	5,342.39	7,275.39	7,653.06	10,490.96
其他	943.93	1,185.50	1,778.29	4,313.59	3,135.33
流动资产合计	8,056.01	8,275.60	11,638.20	14,025.82	17,082.01
长期股权投资	32.56	60.74	60.74	60.74	60.74
固定资产	3,927.38	3,845.29	3,479.04	3,112.80	2,746.55
在建工程	873.87	236.43	236.43	236.43	236.43
无形资产	636.52	1,185.77	1,103.96	1,022.15	940.34
其他	736.17	1,077.18	786.22	851.72	899.51
非流动资产合计	6,206.50	6,405.41	5,666.40	5,283.84	4,883.57
资产总计	15,829.91	16,452.66	17,304.59	19,309.66	21,965.58
短期借款	2,135.98	2,220.48	3,396.61	4,227.29	6,988.05
应付票据及应付账款	1,746.44	1,948.15	1,461.94	2,624.95	2,309.43
其他	1,118.56	1,307.79	1,562.80	2,190.06	1,666.20
流动负债合计	5,000.97	5,476.42	6,421.35	9,042.31	10,963.68
长期借款	1,707.22	1,632.03	1,741.21	885.16	1,339.55
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	162.02	125.39	155.23	147.55	142.72
非流动负债合计	1,869.24	1,757.42	1,896.44	1,032.71	1,482.27
负债合计	7,249.91	7,658.21	8,317.79	10,075.02	12,445.95
少数股东权益	22.05	40.99	43.59	46.90	50.70
股本	1,805.05	1,804.45	1,804.21	1,804.21	1,804.21
资本公积	5,543.44	5,564.04	5,564.04	5,564.04	5,564.04
留存收益	1,392.62	1,565.38	1,757.21	2,001.44	2,282.21
其他	(183.17)	(180.42)	(182.25)	(181.94)	(181.54)
股东权益合计	8,580.00	8,794.45	8,986.80	9,234.64	9,519.63
负债和股东权益总计	15,829.91	16,452.66	17,304.59	19,309.66	21,965.58

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	414.31	302.12	644.18	820.15	942.89
折旧摊销	394.97	442.18	448.06	448.06	448.06
财务费用	67.45	173.66	204.15	233.48	306.62
投资损失	6.82	(47.73)	6.83	6.83	6.83
营运资金变动	149.03	(1,171.48)	(2,061.91)	(508.66)	(3,807.19)
其它	(45.68)	642.91	8.72	11.11	12.77
经营活动现金流	986.90	341.66	(749.97)	1,010.97	(2,090.01)
资本支出	464.77	306.07	(29.84)	7.69	4.82
长期投资	3.30	28.18	0.00	0.00	0.00
其他	(826.69)	(587.71)	62.15	(22.31)	(19.51)
投资活动现金流	(358.62)	(253.46)	32.31	(14.63)	(14.69)
债权融资	(502.77)	19.05	1,006.45	(272.63)	2,942.62
股权融资	(125.32)	(186.57)	(460.55)	(583.42)	(670.68)
其他	(50.96)	119.38	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(679.05)	(48.13)	545.90	(856.05)	2,271.94
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(50.77)	40.08	(171.76)	140.29	167.24

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	7,115.86	7,838.05	8,672.80	10,426.44	12,516.95
营业成本	5,765.95	6,654.06	6,177.64	7,308.94	8,883.28
营业税金及附加	46.78	53.45	57.59	69.62	84.02
销售费用	307.80	119.50	473.54	593.26	683.43
管理费用	231.61	292.20	337.37	480.66	552.00
研发费用	239.48	248.15	453.59	545.30	654.64
财务费用	64.76	181.04	204.15	233.48	306.62
资产/信用减值损失	(12.11)	(66.51)	(77.86)	(77.86)	(77.86)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(6.82)	38.41	(6.83)	(6.83)	(6.83)
其他	(29.05)	(21.56)	0.00	0.00	0.00
营业利润	507.47	339.30	884.24	1,110.48	1,268.28
营业外收入	18.52	16.08	4.66	4.66	4.66
营业外支出	14.59	6.91	60.72	60.72	60.72
利润总额	511.40	348.47	828.19	1,054.43	1,212.23
所得税	97.09	46.35	175.28	223.17	256.56
净利润	414.31	302.12	652.91	831.26	955.66
少数股东损益	0.00	4.04	8.72	11.11	12.77
归属于母公司净利润	414.31	298.08	644.18	820.15	942.89
每股收益(元)	0.23	0.17	0.36	0.45	0.52

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	0.14%	10.15%	10.65%	20.22%	20.05%
营业利润	21.63%	-33.14%	160.61%	25.59%	14.21%
归属于母公司净利润	32.26%	-28.05%	116.11%	27.32%	14.97%
获利能力					
毛利率	18.97%	15.11%	28.77%	29.90%	29.03%
净利率	5.82%	3.80%	7.43%	7.87%	7.53%
ROE	4.84%	3.41%	7.20%	8.93%	9.96%
ROIC	3.93%	3.81%	7.24%	7.70%	9.03%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	45.80%	46.55%	48.07%	52.18%	56.66%
净负债率	40.52%	42.15%	56.63%	53.16%	83.95%
流动比率	1.79	1.70	1.81	1.55	1.56
速动比率	0.79	0.80	0.68	0.70	0.60
营运能力					
应收账款周转率	8.83	11.70	8.78	9.60	9.88
存货周转率	1.26	1.46	1.37	1.40	1.38
总资产周转率	0.45	0.49	0.51	0.57	0.61
每股指标(元)					
每股收益	0.23	0.17	0.36	0.45	0.52
每股经营现金流	0.55	0.19	-0.42	0.56	-1.16
每股净资产	4.74	4.85	4.96	5.09	5.25
估值比率					
市盈率	30.31	42.13	19.49	15.31	13.32
市净率	1.47	1.43	1.40	1.37	1.33
EV/EBITDA	9.24	13.90	10.40	8.89	9.35
EV/EBIT	13.80	21.31	14.22	11.59	11.80

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com