

增持 (维持)

岳阳林纸 (600963)

Q1 业绩承压，浆价超跌利好 23 年盈利弹性释放

2023 年 04 月 27 日

市场数据

日期	2023-04-27
收盘价(元)	7.05
总股本(百万股)	1804.21
流通股本(百万股)	1765.05
净资产(百万元)	9290.20
总资产(百万元)	17028.58
每股净资产(元)	5.15

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

分析师:

赵树理

zhaoshuli@xyzq.com.cn

S0190518020001

王凯丽

wangkaili@xyzq.com.cn

S0190522070001

投资要点

- **事件: 公司发布 2023 年一季报。**2023Q1 公司收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 25.22/0.87/0.63 亿元, 同比+51.11%/-29.57%/-44.37%, 环比-24.88%/-38.22%/-43.86%, 其中政府补助为 2883 万元。
- **前期高价浆到库致使 Q1 业绩承压。**2023Q1 公司毛利率/归母净利率分别为 11.81%/3.47%, 环比-0.74/-0.75pct, 利润率下滑主要系前期高价浆兑现到报表中, 致使造纸主业盈利承压。受益于旺盛的党政期刊需求和教辅教材招投标旺季, 23Q1 公司针对文化纸进行提价部分对冲成本压力。由于市场园林业务主要在年底结算确认收入, 我们判断, 公司 23Q1 利润主要由文化纸业务贡献。
- **浆价超跌释放成本压力, 盈利有望逐季改善。**成本端, 23 年 4 月智利明星阔叶浆报价低至 550 美元/吨(实际采购价更低), 考虑到海外浆厂新增产能顺利投产助推纸浆供给进一步宽松, 叠加欧美经济走弱致使终端需求低迷, 浆价有望快速回落至上一轮底部水平(455 美元/吨), 公司纸浆库存约 2 个月, 前期高价浆预计在 5 月消耗完毕, 浆价快速回落缓解公司成本压力。盈利端, 公司下游主要为教辅教材和党政期刊客户, 客户需求稳定且价格敏感性较低, 纸价跌幅预计较小, 吨纸盈利有望逐季走阔。
- **CCER 重启可期, 静待业绩逐步兑现。**截止 2022 年底, 公司拥有近 200 万亩林业基地和 3511 万亩林业碳汇合同, 预计 2025 年底累计签约林业碳汇达到 5000 万亩, 碳汇合作项目数量和规模稳定增长, 静待 CCER 重启后逐步兑现业绩。
- **盈利预测:**公司在建 45 万吨文化纸项目预计 2025 年初投产, 同时积极布局林业碳汇业务, 中长期增长动能充足, 短期浆价回落释放盈利弹性, 预计 2023-2024 年归母净利润为 7.2 亿元、8.3 亿元, 同比+16.9%、+15.3%, 对应 2023 年 4 月 27 日收盘价 PE 为 17.7、15.3 倍, 首次覆盖, 给予“增持”评级。
- **风险提示:**CCER 重启延期风险, 原材料价格上涨风险, 需求不及预期。

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9781	10955	12160	13376
同比增长	24.8%	12.0%	11.0%	10.0%
归母净利润(百万元)	616	720	830	903
同比增长	106.5%	16.9%	15.3%	8.8%
毛利率	15.4%	14.7%	15.5%	16.0%
ROE	6.7%	7.4%	8.2%	8.5%
每股收益(元)	0.34	0.40	0.46	0.50
市盈率	20.7	17.7	15.3	14.1

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	10458	12339	12761	13385
货币资金	918	3933	3843	3743
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	747	926	992	1100
预付款项	417	0	0	0
存货	5226	6904	7335	7960
其他	3150	576	591	582
非流动资产	6163	5408	5566	5737
长期股权投资	67	0	0	0
固定资产	3669	3479	3274	3056
在建工程	313	613	913	1213
无形资产	1120	1140	1180	1245
商誉	495	0	0	0
长期待摊费用	51	72	95	120
其他	448	104	104	103
资产总计	16621	17747	18327	19123
流动负债	5178	5850	5940	6236
短期借款	1963	2049	2020	2029
应付票据及应付账款	1992	2399	2576	2846
其他	1223	1403	1344	1360
非流动负债	2202	2179	2181	2180
长期借款	2161	2161	2161	2161
其他	41	18	20	19
负债合计	7380	8029	8121	8416
股本	1804	1804	1804	1804
资本公积	5600	5600	5600	5600
未分配利润	1617	2033	2449	2871
少数股东权益	45	52	61	70
股东权益合计	9241	9718	10206	10706
负债及权益合计	16621	17747	18327	19123

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	616	720	830	903
折旧和摊销	413	406	420	434
资产减值准备	3	-24	30	9
资产处置损失	-11	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	166	166	139	140
投资损失	-11	0	0	0
少数股东损益	6	8	8	9
营运资金的变动	-502	6	-380	-497
经营活动产生现金流量	760	2974	1047	1000
投资活动产生现金流量	-259	200	-557	-581
融资活动产生现金流量	-627	-159	-580	-519
现金净变动	-126	3015	-90	-100
现金的期初余额	751	918	3933	3843
现金的期末余额	624	3933	3843	3743

利润表

单位:百万元

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	9781	10955	12160	13376
营业成本	8274	9345	10275	11236
税金及附加	62	71	78	86
销售费用	112	110	122	134
管理费用	294	168	291	401
研发费用	302	353	389	426
财务费用	167	166	139	140
其他收益	156	114	117	120
投资收益	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	-3	0	0	0
资产减值损失	-0	0	0	0
资产处置收益	11	0	0	0
营业利润	735	857	983	1072
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	5	0	0	0
利润总额	731	857	983	1072
所得税	110	129	145	160
净利润	621	727	838	912
少数股东损益	6	8	8	9
归属母公司净利润	616	720	830	903
EPS(元)	0.34	0.40	0.46	0.50

主要财务比率

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	24.8%	12.0%	11.0%	10.0%
营业利润增长率	116.7%	16.5%	14.8%	9.0%
归母净利润增长率	106.5%	16.9%	15.3%	8.8%
盈利能力				
毛利率	15.4%	14.7%	15.5%	16.0%
归母净利率	6.3%	6.6%	6.8%	6.7%
ROE	6.7%	7.4%	8.2%	8.5%
偿债能力				
资产负债率	44.4%	45.2%	44.3%	44.0%
流动比率	2.02	2.11	2.15	2.15
速动比率	1.01	0.93	0.91	0.87
营运能力				
资产周转率	0.59	0.64	0.67	0.71
应收账款周转率	12.13	11.44	11.26	11.29
存货周转率	1.56	1.54	1.44	1.46
每股资料(元)				
每股收益	0.34	0.40	0.46	0.50
每股经营现金	0.42	1.65	0.58	0.55
每股净资产	5.10	5.36	5.62	5.90
估值比率(倍)				
PE	20.7	17.7	15.3	14.1
PB	1.4	1.3	1.3	1.2

分析师声明

本人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证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12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。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为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“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。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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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保持在最新状态。同时，本公司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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyq.com.cn	邮箱：research@xyq.com.cn	邮箱：research@xyq.com.cn