

岳阳林纸(600963)

报告日期: 2023年06月29日

# 文化纸老牌央企，林业碳汇领军者

## ——岳阳林纸深度报告

### 投资要点

□ **公司为文化纸老牌央企，公司年产45万吨文化纸项目及20万吨化机浆项目有序建设中，林浆纸一体化优势不断深化；2023年CCER有望重启，林业碳汇业务大有可为。**

□ **文化纸老牌央企，林业碳汇领军者**

公司是文化纸行业龙头，下游主要面向教材教辅与党政期刊，作为央企控股造纸龙头，在政治出版物领域有着重要地位。公司以“浆纸+生态”为双轮驱动发展战略，聚焦浆纸、生态工程、农林碳汇、化工四大产业。2022年造纸行业周期下行，但公司量价齐升业绩创新高，分别实现营收/归母净利润97.81/6.16亿元，同比增速高达24.79%/106.51%。公司现有造纸产能100万吨、制浆产能50万吨，新增45万吨文化纸及20万吨化机浆项目持续建设，投产后格局有望进一步优化。公司积极响应“碳中和”发展趋势，利用自身林业优势与经验发展林业碳汇，截至2022年底，自有林地200万亩，签订正式开发合同面积3,511万亩，预计2025年末，累计签约林业碳汇5,000万亩，CCER重启后林业碳汇业务大有可为。

□ **碳汇市场未来可期，CCER有望加速重启**

2023年CCER重启在望，2025年市场规模可达271亿元。中国碳交易主要为CEA碳配额交易和CCER自愿核证减排机制，2017年由于勘测及审批流程不规范，CCER审批被暂停。2023年CCER即将重启，按照CCER市场规模=碳配额总量×CCER碳配额抵消比例×CCER成交价格计算，我们测算2025年CCER市场规模可达271亿元，目前林业碳汇CCER在总体CCER审批项目中占比较低，但其生态价值和减碳价值有广阔发展空间，未来有望随碳汇市场需求扩张迎来快速增长。

□ **林浆纸一体化优势深化，林业碳汇成长可期**

**(1) 公司林业碳汇先发优势明显、开发经验丰富：**公司林业碳汇先发优势明显，技术团队经验丰富，签约林地不断扩张。2017年公司成功与壳牌(中国)签订碳汇项目合作协议，截至2022年底签订正式开发合同9份，签订正式开发合同面积3,511万亩，预计2025年末，累计签约林业碳汇5,000万亩，签约林地面积不断扩张。**(2) 浆纸产能有序扩张：**公司现有100万吨造纸及50万吨浆产能，新增45万吨文化纸产能、20万吨化机浆有序推进，投产后格局有望进一步优化。**(3) 电子双氧水创造新增长点：**公司加快推动G4/G5级高纯双氧水量产，路线板和芯片级电子双氧水销量有望快速提升，化工业务有望放量成长。

□ **盈利预测与估值**

考虑公司浆纸产能有序扩张，CCER重启后林业碳汇业务成长曲线较为陡峭，我们预计23-25年公司营业收入为101.71/115.24/139.37亿元，同比分别+3.98%/+13.30%/+20.95%，23-25年归母净利润分别为7.23/8.22/9.20亿元，同比分别+17.39%/+13.72%/+11.95%，对应EPS为0.40/0.46/0.51元，23-25年PE为17/15/13X，首次覆盖，给予“增持”评级。

□ **风险提示**

CCER重启时间存在不确定性；纸价超预期下滑；产能扩张不及预期。

### 投资评级：增持(首次)

分析师: 史凡可

执业证书号: S1230520080008

邮箱: shifanke@stocke.com.cn

### 基本数据

收盘价	¥6.79
总市值(百万元)	122.51
总股本(百万元)	1804.21

### 股票走势图



### 相关报告

## 财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	9,781	10,171	11,524	13,937
(+/-) (%)	24.79%	3.98%	13.30%	20.95%
归母净利润	616	723	822	920
(+/-) (%)	106.51%	17.39%	13.72%	11.95%
每股收益(元)	0.34	0.40	0.46	0.51
P/E	19.90	16.95	14.91	13.32

资料来源: 浙商证券研究所

## 正文目录

<b>1 文化纸老牌央企，林业碳汇重启大有可为</b>	<b>6</b>
1.1 公司简介：文化纸老牌央企，林业碳汇领军者	6
1.2 股权结构：国资背景央企控股，实控人为中国诚通	8
1.3 财务概况：2022 年逆势高增，造纸扩充赋能、碳汇有望发力	9
<b>2 碳汇市场未来可期，CCER 有望加速重启</b>	<b>11</b>
<b>3 公司：林浆纸一体化优势深化，林业碳汇成长可期</b>	<b>15</b>
3.1 林业碳汇先发优势明显、开发经验丰富	15
3.2 浆纸产能稳步扩张，林浆纸一体化优势深化	18
3.3 生态化工稳中有进，电子双氧水创造新增长点	19
<b>4 盈利预测</b>	<b>19</b>
<b>5 风险提示</b>	<b>21</b>

## 图表目录

图 1: 公司“浆纸+生态”战略布局版图 .....	7
图 2: 公司发展历程 .....	8
图 3: 公司股权结构 (截至 2023 年 3 月 31 日) .....	8
图 4: 16-22 年公司营业收入及同比增速(百万元, %) .....	9
图 5: 16-22 年公司归母净利润及同比增速(百万元, %) .....	9
图 6: 2017-2022 年主营产品收入占比 (%) .....	10
图 7: 2017-2022 年主营产品毛利率 (%) .....	10
图 8: 文化纸吨毛利与浆价(美元/吨, 元/吨) .....	10
图 9: 包装纸吨毛利与浆价(美元/吨, 元/吨) .....	10
图 10: 2017-2022 年公司各项费用率 (%) .....	10
图 11: 2017-2022 年公司关键营运能力指标 (次) .....	10
图 12: 可比公司毛利率情况 (%) .....	11
图 13: 可比公司净利率情况 (%) .....	11
图 14: 可比公司 ROE 情况 (%) .....	11
图 15: 2017-2022 年公司杜邦分析 (%) .....	11
图 16: 二氧化碳排放量 (包括能源和燃烧) (百万吨) .....	11
图 17: 单位 GDP 碳排放量 (包括能源和燃烧) (千克/美元) .....	11
图 18: 碳中和产业链 .....	12
图 19: 碳交易机制示意图 .....	12
图 20: 碳配额交易 (CEA) 市场发展历程示意图 .....	13
图 21: 中国碳交易所 CEA 成交情况 (截至 2023 年 6 月 10 日) .....	13
图 22: 中国 CEA 每月成交数据(百万吨, 元/吨) .....	13
图 23: 国家核证自愿减排 (CCER) 市场发展历程示意图 .....	14
图 24: 中国 CCER 累计成交量 (截至 2023 年 6 月 10 日) .....	14
图 25: 中国 CCER 每月成交价格 (元/吨) .....	14
图 26: 中国林业碳汇 CCER 发展历程 .....	15
图 27: CCER 林业碳汇开发流程及方法学 .....	16
图 28: 我国林业碳汇方法学项目开发要求 .....	16
图 29: 双阳高科营业收入情况 (亿元, %) .....	19
图 30: 双阳高科归母净利润情况 (万元, %) .....	19
表 1: 公司重点财务数据一览 .....	6
表 2: 公司主营业务介绍 .....	7
表 3: 公司限制性股票激励计划 .....	9
表 4: 2023-2025 年 CCER 市场规模预测 .....	15
表 5: 公司部分林业碳汇合同签订情况 .....	16
表 6: 主营业务赋能林业碳汇成长 .....	17
表 7: 公司碳汇业务收益贡献测算 .....	18
表 8: 公司募投项目规划 .....	18
表 9: 公司新增浆纸产能规划 (万吨) .....	19
表 10: 2023-2025 年国内新增双胶纸产能情况 .....	19
表 11: 公司收入拆分与盈利预测 .....	20

---

表 12: 可比公司估值一览表.....	21
表附录: 三大报表预测值.....	22

## 1 文化纸老牌央企，林业碳汇重启大有可为

### 1.1 公司简介：文化纸老牌央企，林业碳汇领军者

**红色基因文化纸龙头，林业碳汇领军者。**公司建于1958年，前身为岳阳造纸厂，2000年由泰格林纸集团股份有限公司（原名湖南省岳阳纸业集团有限责任公司）作为发起人发起设立岳阳纸业股份有限公司，于2004年5月在上海证券交易所上市，2011年6月1日岳阳纸业更名为岳阳林纸。公司主营造纸业务，主要为文化用纸（含办公用纸）、包装用纸（含食品包装纸）、工业用纸，下游客户包括出版社、杂志社、大型印刷厂、纸制品加工企业、纸品经销商等。公司形成了“天岳·山岳·湖岳”“岳阳楼”及“泰格风·雅·颂”系列品牌，在教材教辅、政治出版物领域有着重要地位。公司优化产业矩阵，以林浆纸一体化产业为基础，深化“浆纸+生态”战略。公司积极响应“碳中和”发展趋势，利用自身林业优势与经验发展林业碳汇，截至2022年底，公司拥有自有林地200万亩，签订正式开发合同面积3,511万亩，预计2025年末，公司累计签约林业碳汇5,000万亩。2022年公司分别实现营收/归母净利润97.81/6.16亿元，同比+24.79%/+106.51%，行业成本高位盈利承压下，公司自给木片及浆成本优势显著，业绩靓丽增长。

表1：公司重点财务数据一览

单位：百万元	2017	2018	2019	2020	2021	2022
营业收入	6,143.78	7,012.94	7,105.94	7,115.86	7,838.05	9,781.49
YOY	28.03%	14.15%	1.33%	0.14%	10.15%	24.79%
归母净利润	347.74	365.87	313.24	414.31	298.08	615.56
YOY	1131.86%	5.21%	-14.38%	32.26%	-28.05%	106.51%
扣非归母净利润	272.64	291.73	252.48	376.88	210.03	547.77
YOY	-311.04%	7.00%	-13.46%	49.27%	-44.27%	160.80%
毛利率	23.87%	20.79%	18.91%	18.97%	15.11%	15.41%
期间费用率	13.68%	13.06%	12.73%	11.86%	10.73%	8.95%
销售费用率	4.37%	4.42%	4.46%	4.33%	1.52%	1.15%
管理+研发费用率	6.98%	6.53%	6.81%	6.62%	6.89%	6.09%
财务费用率	2.33%	2.11%	1.46%	0.91%	2.31%	1.71%
归母净利率	5.66%	5.22%	4.41%	5.82%	3.80%	6.29%
存货	5,503.41	5,822.23	5,947.20	5,383.66	5,342.39	5,226.12
较上年同期增减	790.44	318.82	124.97	(563.54)	(41.27)	(116.27)
应收账款及票据	1,314.60	1,032.51	1,000.50	610.51	729.65	746.58
较上年同期增减	180.26	(282.08)	(32.01)	(389.99)	119.14	16.92
应付账款及应付票据	1,855.02	1,515.49	1,541.58	1,746.44	1,948.15	1,992.37
较上年同期增减	32.20	(339.54)	26.09	204.86	201.72	44.22
预收账款（合同负债）	281.93	283.32	403.24	379.70	424.37	391.43
较上年同期增减	153.59	1.39	119.92	(23.55)	44.68	(32.94)
经营性现金流净额	1,103.18	843.72	602.24	986.90	341.66	759.76
较上年同期增减	166.21	-259.45	-241.48	384.66	-645.23	418.10
资本开支	78.15	422.68	431.12	404.08	277.57	267.36
较上年同期增减	-6.35	344.53	8.44	-27.04	-126.51	-10.21
ROE	4.43%	4.48%	3.79%	4.84%	3.41%	6.69%
YOY (±)	3.89%	0.05%	-0.69%	1.05%	-1.44%	3.29%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

图1: 公司“浆纸+生态”战略布局版图



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

表2: 公司主营业务介绍

产品类别	主要产品	具体用途
文化用纸	精制轻量涂布纸	适合印刷高档杂志、书刊、商品目录、美术宣传图册、报刊杂志插页、直邮广告及中小学美术课本等。
	胶版印刷纸	适合教材教辅、期刊杂志、图书、簿本、传记、广告等用纸。
	全木浆纯质纸	产品用于高端产品印刷或高端簿本制作,《习近平谈治国理政》《中国共产党党史九十年》等政府重点图书用纸,适合高档图书、图册、宣传册、纪念册、精装本等。
	轻型胶版纸	适合书籍杂志、人物传记、画册、宣传广告册、挂历及特种纸加工等用纸。
	复印纸	适合高档商务办公、政府形象办公、对外公函等图文办公用纸,也适合各类图文复印或打印用纸要求,能适应多机型的过机要求。
包装用纸	天岳食品包装纸	包装纸系列高端产品代表作,具有食品生产许可证,适合食品淋膜包装、食品手捧袋、农副产品包装等各类食品包装。
	天岳精品牛皮纸	适合档案袋、信封、书皮、干果袋、茶叶包装、盒包装。
	天岳伸性纸袋纸	适合水泥、化工产品、砂浆类包装纸袋等。
	天岳高强纸袋纸	适合化工产品包装袋、手提袋等。

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

**公司发展历程可分为以下阶段:**

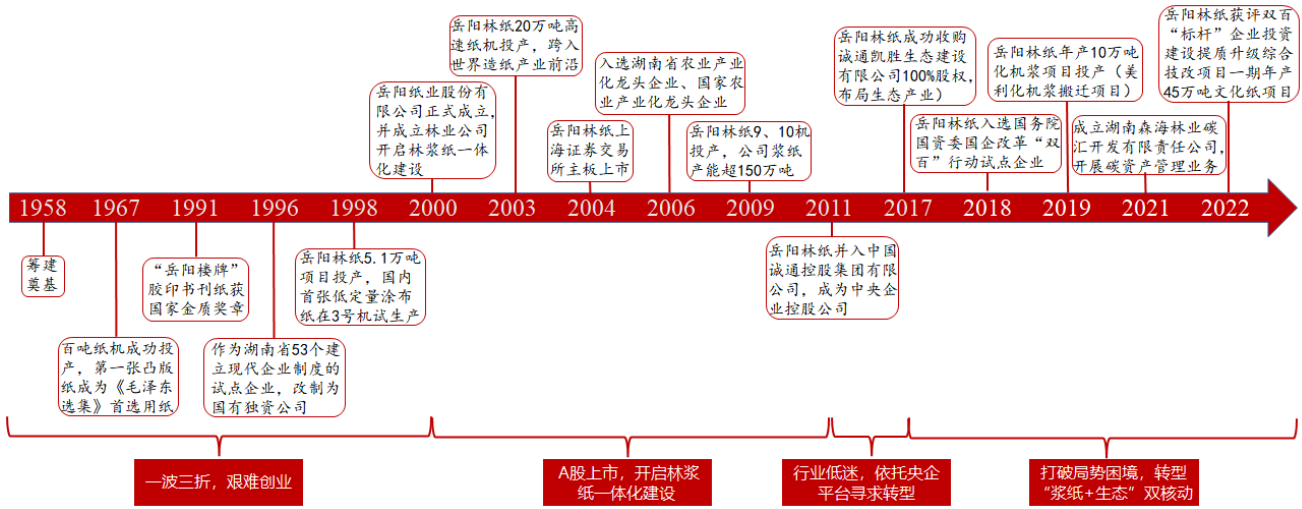
**1) 1958-2000 年起步期:** 1958 年国家计委批准建设岳阳造纸厂, 1962 年到 1964 年公司经历了停工-自救-恢复, 1967 年正式投产, 第一批凸版纸成为《毛泽东选集》印刷用纸。

**2) 2000-2017 年成长期:** 2000 年, 岳阳纸业股份有限公司正式成立, 并成立林业公司开启林浆纸一体化建设。2004 年公司在上交所正式挂牌上市, 2005 年与 2006 年先后成立茂源林业有限责任公司和森海林业有限责任公司, 不断深化林浆纸一体化战略。2011 年岳

阳林纸并入中国诚通控股集团有限公司，转为央企控股，公司依托央企平台，开始主动谋求转型发展。

**3) 2017-至今发展期:** 2017年公司与壳牌能源完成首单碳汇交易，2021年6月份公司与包钢签订每年不少于200万吨共25年的碳汇合同，2023年公司拥有近200万亩自有林地及林地代运营经验，碳汇业务有望随CCER重启成为新增长极。2022年公司公告建设45万吨文化纸综合技改项目，增强文化纸细分领域的话语权。

图2: 公司发展历程

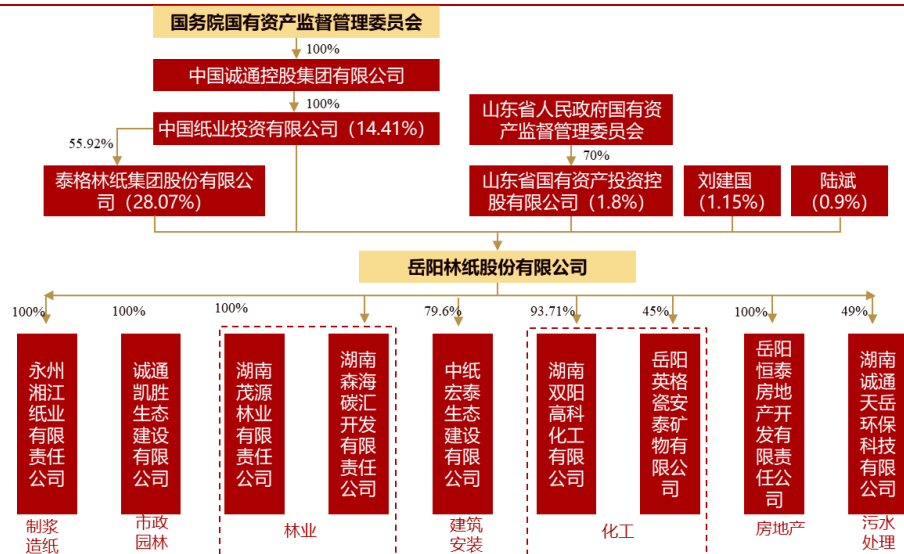


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

## 1.2 股权结构：国资背景央企控股，实控人为中国诚通

公司第一大股东泰格林纸是中国诚通集团旗下中国纸业的下属公司，中国诚通是国务院国资委监管的大型企业集团，是国务院国资委确定的唯一一家以“林浆纸”为主业的央企。公司控股及参股子公司涉及生态“浆纸、工程、化工、农林”四大产业，在林业勘查设计、森林碳资产管理、景观设计、园林工程施工养护、生态治理等方面都有所布局，坚持“浆纸+生态”双核驱动发展战略。

图3: 公司股权结构（截至2023年3月31日）



资料来源：Wind，浙商证券研究所



**推行限制性股票激励计划，底部回购增强发展信心。**2020年12月公司发布限制性股票激励计划，股票激励计划设定在2022-2024年的3个会计年度中每个年度考核一次，具体考核条件为2022/2023/2024年度EOE分别不低于14.5%/15.0%/15.5%，相较2019年营业收入CAGR不低于6%，且上述两个指标均不低于同行业平均水平或对标企业75分位值，设定较高发展目标充分激励员工。2023年5月，公司公告拟以5000万元-1亿元自有资金回购公司股份用于减少注册资本，回购价格不超过10.24元/股，拟回购4882813至9765625股，占当时总股本的0.27%-0.54%，公司底部大规模回购维护广大股东利益，彰显管理层发展信心。

表3：公司限制性股票激励计划

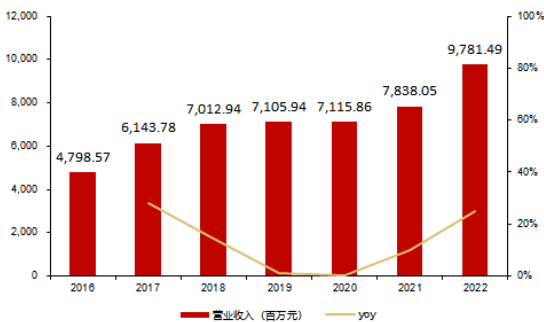
解除限售期	业绩考核条件
第一个解除限售期	2022年度净资产现金回报率(EOE)不低于14.5%，2022年度相较2019年营业收入复合增长率不低于6%，且上述两个指标均不低于同行业平均水平或对标企业75分位值；2022年度应收账款周转率不低于8次，EVA不低于集团下达的考核指标；
第二个解除限售期	2023年度净资产现金回报率(EOE)不低于15.0%，2023年度相较2019年营业收入复合增长率不低于6%，且上述两个指标均不低于同行业平均水平或对标企业75分位值；2023年度应收账款周转率不低于8次，EVA不低于集团下达的考核指标；
第三个解除限售期	2024年度净资产现金回报率(EOE)不低于15.5%，2024年度相较2019年营业收入复合增长率不低于6%，且上述两个指标均不低于同行业平均水平或对标企业75分位值；2024年度应收账款周转率不低于8次，EVA不低于集团下达的考核指标；

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

### 1.3 财务概况：2022年逆势高增，造纸扩充赋能、碳汇有望发力

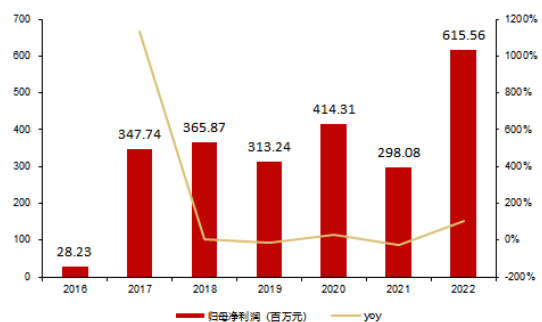
**2022年行业承压公司逆势成长，主业产能扩张+CCER或重启，业绩有望持续成长。**2017-2022年营业收入从61.44亿元提升至97.81亿元，CAGR为9.75%，17-22年归母净利润3.48亿元上升至6.16亿元，CAGR为12.1%。2022年浆价高位纸企盈利承压，公司经营业绩创新高，主要系2022年公司自给木片及自产浆显著降低成本，另外，公司造纸产品销量增加，出口业务靓丽，同时新业务双氧水投产贡献增量。公司有序建设45万吨文化纸、20万吨化机浆产线，双氧水等化工业务放量赋能业绩成长，同时2023年CCER或重启，碳汇业务有望发力。

图4：16-22年公司营业收入及同比增速(百万元，%)



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图5：16-22年公司归母净利润及同比增速(百万元，%)

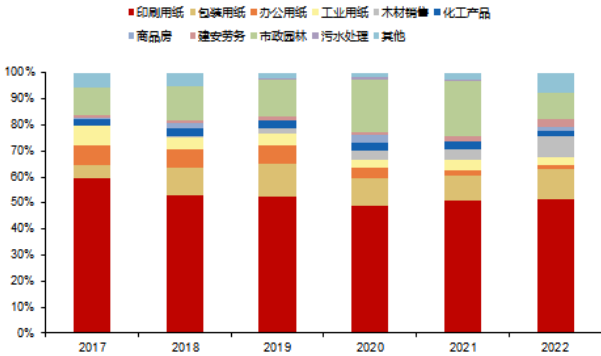


资料来源：Wind，浙商证券研究所

**分产品结构看，公司以造纸为主，园林业务为辅。**2022年文化用纸(含办公用纸)实现收入50.77亿元，占主营产品收入52.89%。2017年5月公司收购诚通凯胜100%的股权，当年新增的市政园林服务创收6.36亿元，此后生态业务在公司产品结构中一直保持重要地

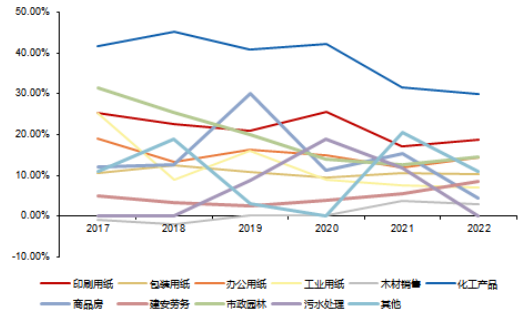
位, 2022 年市政园林实现收入 9.82 亿元, 占主营产品收入 10.23%。从产品盈利能力看, 2022 年文化用纸毛利率增速较快, 印刷用纸毛利率 18.85%, 较 21 年提高 1.67pct, 办公用纸毛利率 14.35%, 较 21 年提高 2.45pct, 主要系文化用纸提价, 且公司部分自给浆成本较低。

图6: 2017-2022 年主营产品收入占比 (%)



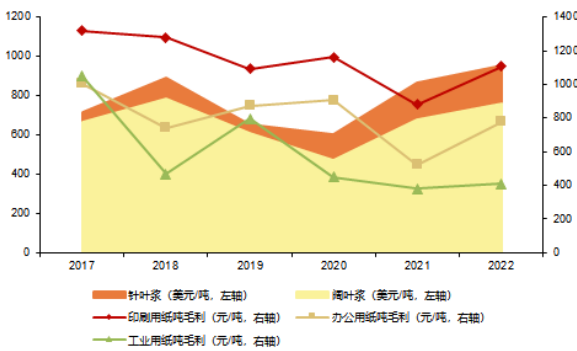
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图7: 2017-2022 年主营产品毛利率 (%)



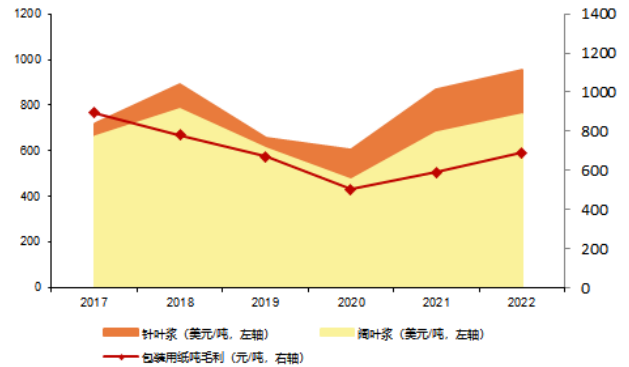
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图8: 文化纸吨毛利与浆价(美元/吨, 元/吨)



资料来源: 公司年报, 卓创资讯, 浙商证券研究所

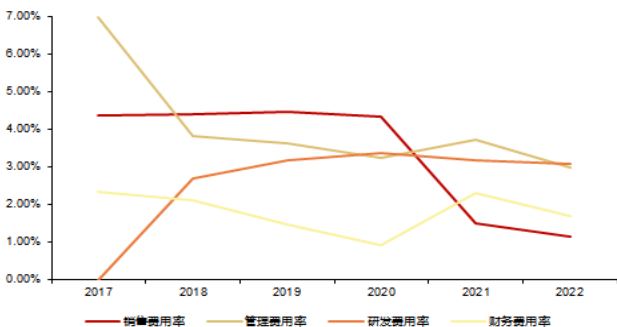
图9: 包装纸吨毛利与浆价(美元/吨, 元/吨)



资料来源: 公司年报, 卓创资讯, 浙商证券研究所

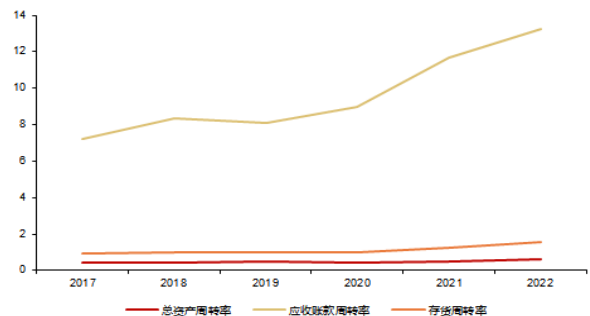
公司费用率整体呈下降趋势, 2022 年 ROE 水平显著提升。2022 年销售费用率、管理费用率和财务费用率都有所下降, 较 21 年分别减少 0.37pct/0.73pct/0.6pct。2022 年公司 ROE 提升 3.42pct 至 6.86%, 净利率提升 2.5pct 至 6.35%, 主要系公司木片成本控制良好, 自给浆线显著降低成本上涨带来的负面影响。同行受木片及木浆成本大幅上涨压力影响, 盈利能力普遍呈现下降趋势, 而公司盈利能力逆势成长。

图10: 2017-2022 年公司各项费用率 (%)



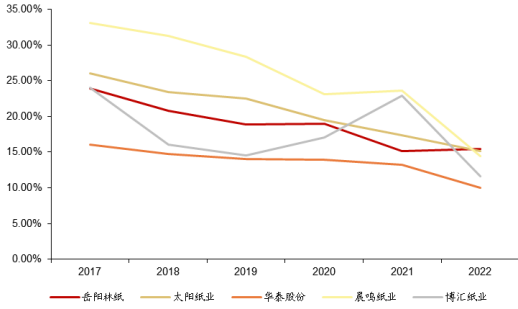
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图11: 2017-2022 年公司关键营运能力指标 (次)



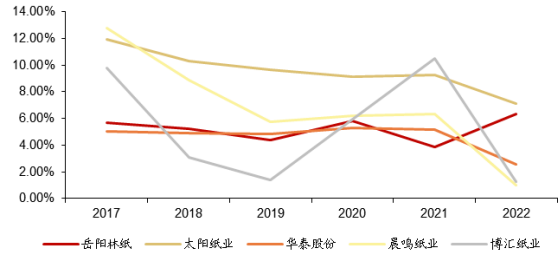
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图12: 可比公司毛利率情况 (%)



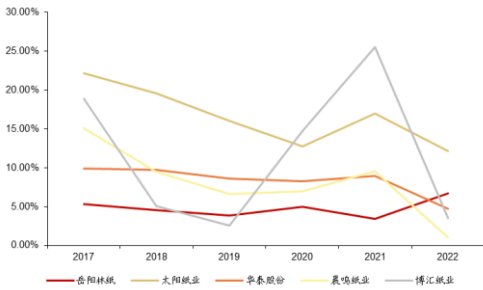
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图13: 可比公司净利率情况 (%)



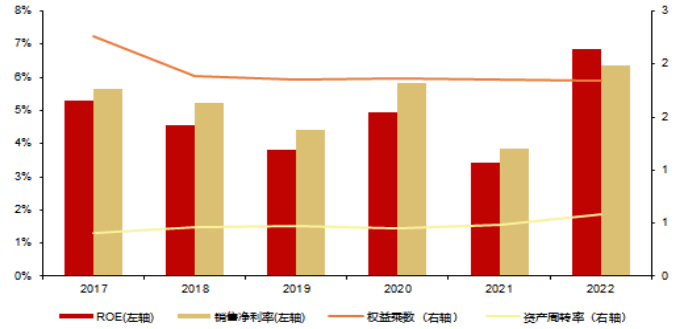
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图14: 可比公司 ROE 情况 (%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图15: 2017-2022 年公司杜邦分析 (%)

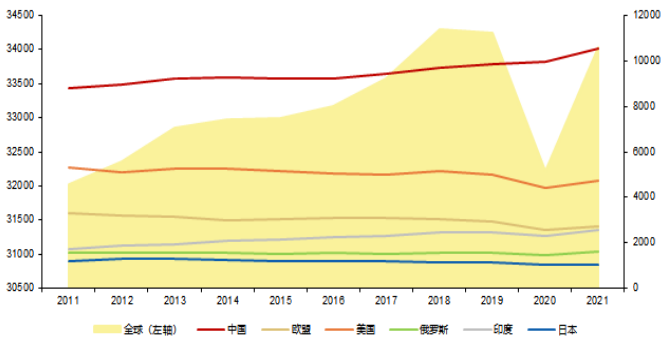


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

## 2 碳汇市场未来可期, CCER 有望加速重启

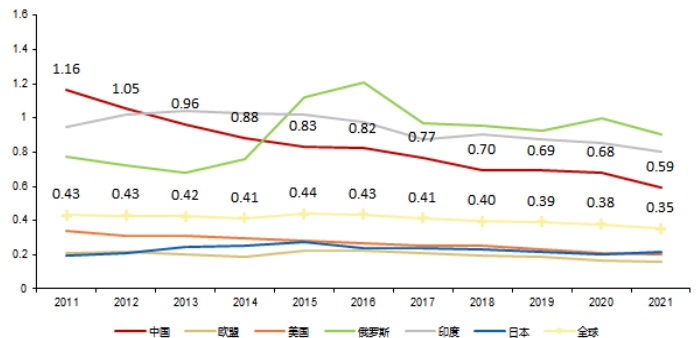
“双碳”目标下,我国作为碳排放大国,节能减排任务紧迫。中国是碳排放大国,2021年我国能源和燃烧产生的二氧化碳超过105亿吨,碳排放量居世界第一,我国2021年单位GDP碳排放量为0.59千克/美元,远高于全球平均水平。我国力争于2030年实现碳达峰,并努力争取于2060年实现碳中和。“双碳”目标下,控制和降低碳排放任务紧迫。

图16: 二氧化碳排放量(包括能源和燃烧)(百万吨)



资料来源: 英国 bp 石油公司, 浙商证券研究所

图17: 单位 GDP 碳排放量(包括能源和燃烧)(千克/美元)

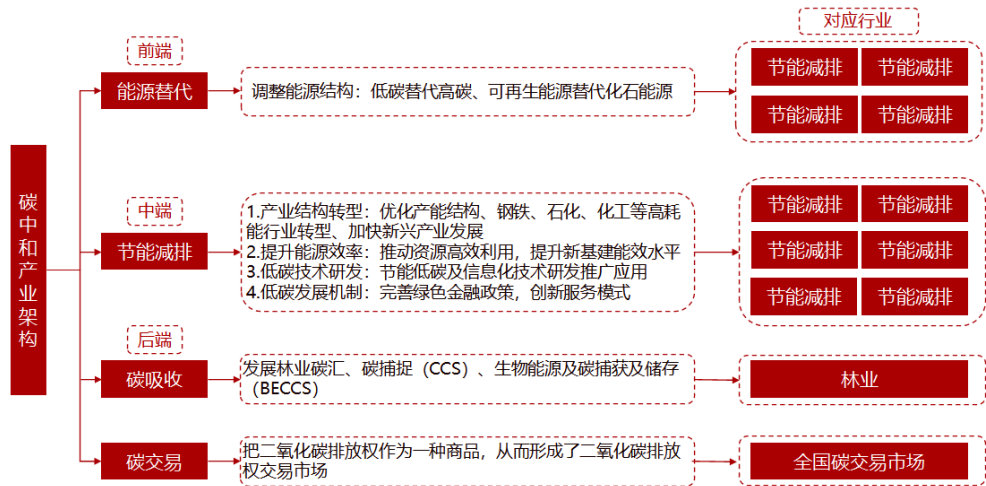


资料来源: 英国 bp 石油公司, 世界银行, 浙商证券研究所

碳交易指将二氧化碳排放权作为一种商品,买方通过向卖方支付一定金额从而获得一定数量的二氧化碳排放权,形成了二氧化碳排放权的交易。中国碳交易市场以碳排放配额

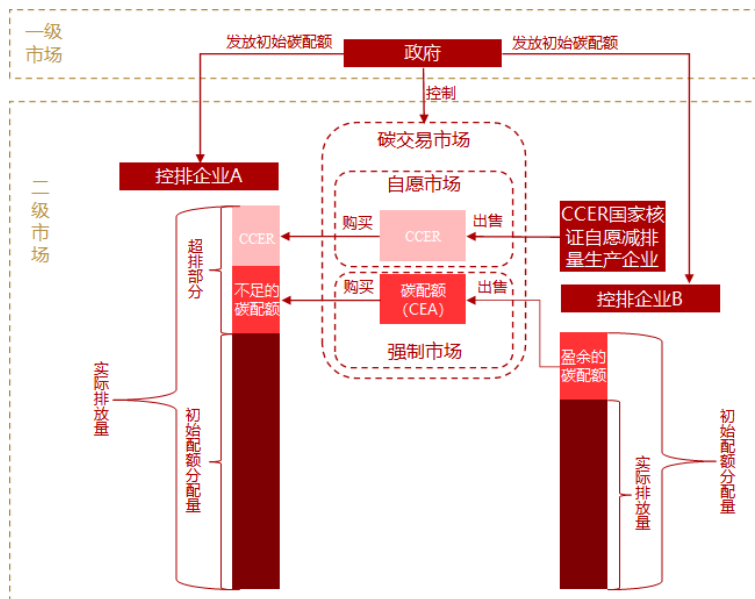
(CEA)交易为主,核证自愿减排量(CCER)为辅。碳排放配额市场交易(CEA)指高碳行业拥有政府分配的碳配额,且政府强制重点排放企业在规定时间内完成配额清缴。国家核证自愿减排量市场交易(CCER)指企业将温室气体减排项目,如林业碳汇、甲烷利用、可再生能源等所吸收的二氧化碳,进行量化、核证、出售,交易完成后,用于抵消碳排放的减排量在国家登记簿中予以注销。当前全国碳交易市场仅重点覆盖电力行业及个别高排企业,预计“十四五”内扩展到石化、化工、建材、钢铁、有色、造纸、电力、航空等八大重点行业的排放企业主体,碳交易市场覆盖范围有望进一步扩展。

图18: 碳中和产业链



资料来源: 前瞻产业研究院, 浙商证券研究所

图19: 碳交易机制示意图

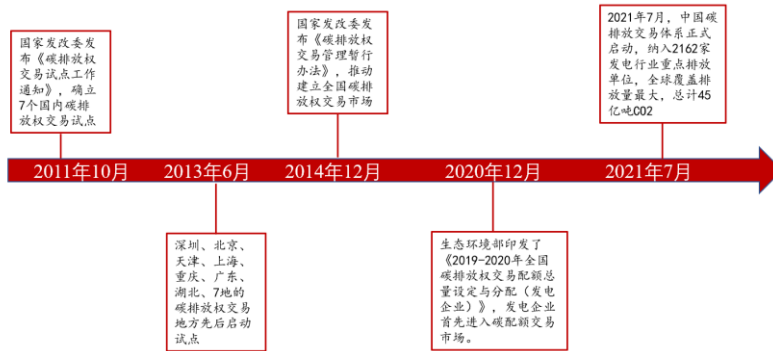


资料来源: 中国碳排放交易网, 浙商证券研究所

2023年底控排企业需完成两年配额清缴,碳交易市场活跃度预计提升。2011年发改委批准7地碳排放权交易试点,2013年6月7地碳排放权交易陆续启动,2014年发改委发布

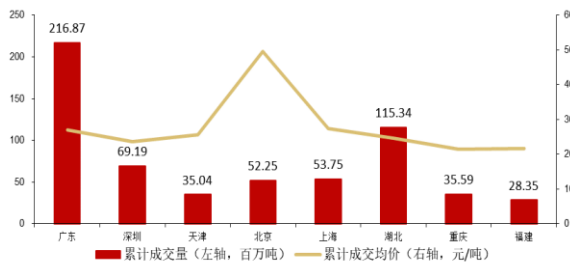
《碳排放权交易管理办法》，2021年7月中国碳排放交易（ETS）体系正式开盘，纳入2162家电力行业重点排放单位。2022年全国碳排放配额(CEA)总成交量较2021年大幅减少，主要系碳市场履约期长，供给偏多而需求不足，据《2021、2022年度全国碳排放权交易配额总量设定与分配实施方案（征求意见稿）》，碳市场第二个履约周期为两年，控排企业需在2023年年底前完成2021、2022年度配额清缴，预计2023年内碳配额交易市场需求提升。

图20: 碳配额交易（CEA）市场发展历程示意图



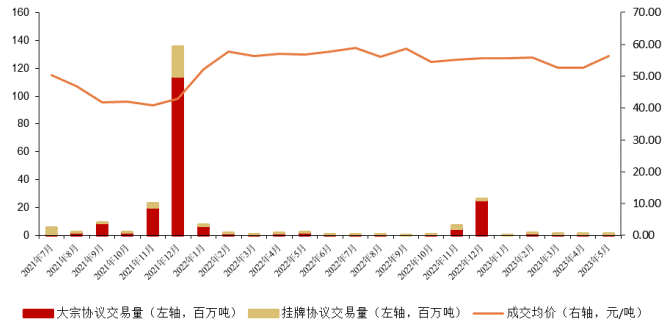
资料来源：上海能源环境交易所，浙商证券研究所

图21: 中国碳交易所 CEA 成交情况（截至 2023 年 6 月 10 日）



资料来源：广州碳排放权交易中心，浙商证券研究所

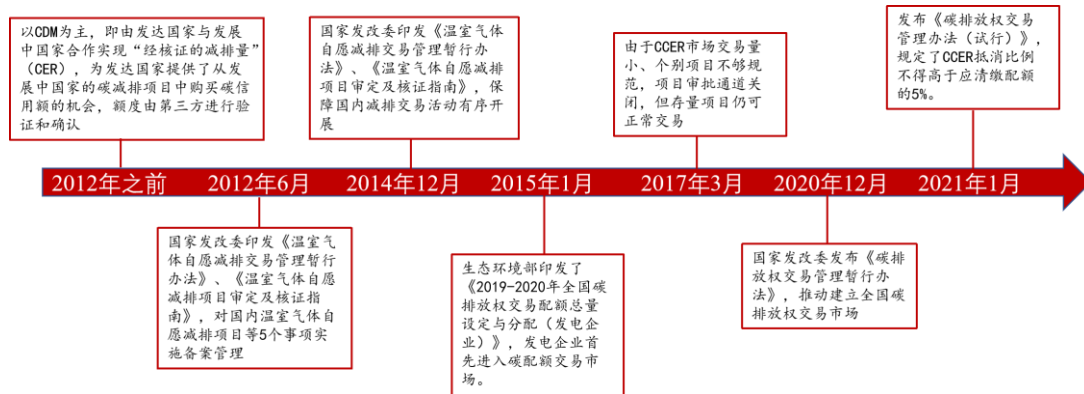
图22: 中国 CEA 每月成交数据(百万吨, 元/吨)



资料来源：上海环境能源交易所，浙商证券研究所

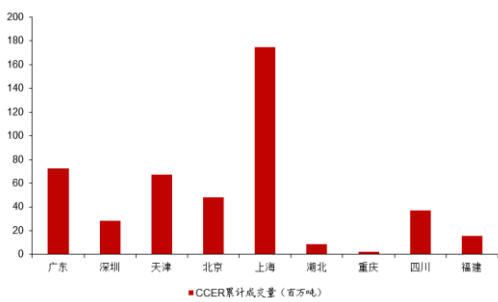
**碳配额清缴市场需求提升，CCER 作为补充减排方式有望于 2023 年内重启。**2012 年 10 月发改委颁布《温室气体自愿减排项目审定与核证指南》中提出建立国家核证自愿减排量市场交易框架，随后在北京、深圳、上海、广东、天津、湖北、重庆 7 地试点 CCER 作为碳排放抵消指标，抵消比例在 5%-10% 之间。2015 年 1 月，国家自愿减排交易注册系统正式上线，CCER 进入交易阶段。2017 年 3 月 CCER 项目备案申请暂停，主要系 CCER 价格不断下跌、且部分交易不规范，但存量项目仍正常交易。2021 年 1 月发布的《碳排放权交易管理办法（暂定）》规定了 CCER 抵消比例不得高于应清缴配额的 5%。2023 年 3 月底生态环境部公开征集温室气体自愿减排项目方法学意见，预计碳交易市场第二履约周期存量 CCER 较难满足清缴需求，CCER 作为碳配额清缴的补充方式有望在 2023 年内重启。

图23: 国家核证自愿减排 (CCER) 市场发展历程示意图



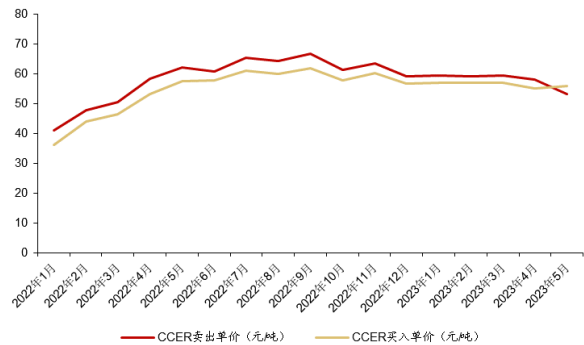
资料来源: 前瞻产业研究院, 国家发改委, 国家林草管理局, 浙商证券研究所

图24: 中国 CCER 累计成交量 (截至 2023 年 6 月 10 日)



资料来源: 广州碳排放权交易中心, 浙商证券研究所

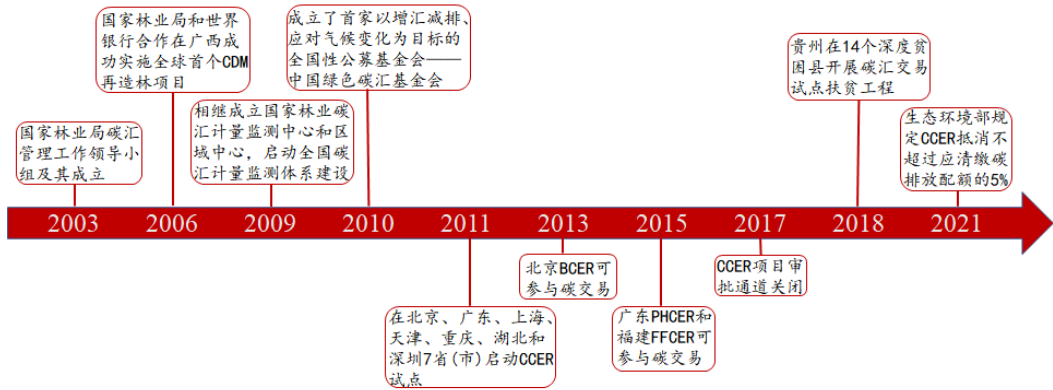
图25: 中国 CCER 每月成交价格 (元/吨)



资料来源: 上海环境能源交易所, 浙商证券研究所

**CCER加速重启, 林业碳汇有望快速发展。**碳汇是从空气中吸收二氧化碳, 将其固定下来, 减少二氧化碳浓度的过程。根据固定二氧化碳的介质不同可分为林业碳汇、草原碳汇、耕地碳汇、海洋碳汇等。林业碳汇是指通过造林和森林管理吸收二氧化碳, 用于抵消人为碳排放当量的虚拟产品交易。截至2023年6月11日, 累计公示CCER审定项目2871个, 已获批备案项目总数达到1315个, 已签发项目总数为391个, 签发CCER量约7700万吨。其中风电、水电、光伏项目占比较大, 有97个林业碳汇CCER审定项目, 占比约3.4%。预计CCER重启后, 林业碳汇CCER作为经济有效的“碳吸收”手段, 有望迎来快速发展期。

图26: 中国林业碳汇 CCER 发展历程



资料来源: 林草政策研究, 浙商证券研究所

我们测算 2025 年 CCER 市场规模可达 247 亿元, 林业碳汇 CCER 有望加速扩张。按照  $CCER \text{ 市场规模} = \text{碳配额总量} \times CCER \text{ 碳配额抵消比例} \times CCER \text{ 成交价格}$  测算: 目前全国碳排放权交易市场仅包含电力行业, 电力行业每年发放碳配额约 45 亿吨, 以 5% 的 CCER 碳配额抵消比例 (预计 CCER 抵消比例短期不会变化) 计算, CCER 需求量为 2.25 亿吨, 2023 年 5 月 CCER 卖出均价约为 56 元/吨, 测算得出 2023 年 CCER 市场规模约 126 亿元。据北京绿交所预测, 覆盖八大重点排放行业后碳配额总量将扩容至 80 亿吨, 则 2025 年 CCER 可交易上限为 4 亿吨, 假设 CCER 价格每年增速 10%, 2025 年 CCER 市场规模有望达到 271 亿元, 目前林业碳汇 CCER 在总体 CCER 审批项目中占比较低, 但其生态价值和减碳价值有广阔发展空间, 未来有望快速成长。

表4: 2023-2025 年 CCER 市场规模预测

	2023E	2024E	2025E
碳配额总量 (亿吨)	45	60	80
CCER碳配额抵消比例 (%)	5%	5%	5%
<b>CCER需求量 (亿吨)</b>	<b>2.25</b>	<b>3.00</b>	<b>4.00</b>
林业碳汇CCER占比 (%)	3%	6%	10%
CCER价格 (元/吨)	56	62	68
<b>CCER市场规模 (亿元)</b>	<b>126</b>	<b>185</b>	<b>271</b>

资料来源: 北京绿色交易所, 浙商证券研究所

### 3 公司: 林浆纸一体化优势深化, 林业碳汇成长可期

#### 3.1 林业碳汇先发优势明显、开发经验丰富

林业碳汇项目流程较长、开发门槛较高。CCER 林业碳汇项目开发流程大致有项目设计、项目审定、项目备案、项目实施、项目监测、减排量核证及备案签发七个流程, 从开发到最终减排量签发至少需要 8 个月时间。林业碳汇项目开发要按照有关规定和方法学进行, 并经国家发改委备案, 所产生的碳汇才能进入碳市场交易。

图27: CCER 林业碳汇开发流程及方法学



资料来源: 产业信息网, 浙商证券研究所

图28: 我国林业碳汇方法学项目开发要求

	碳汇造林项目	竹子造林碳汇项目	森林经营碳汇项目	竹林经营碳汇项目
自愿减排方法学编号	AR-CM-001-V01	AR-CM-002-V01	AR-CM-003-V01	AR-CM-005-V01
发布时间	2013/11/4	2013/11/4	2014/1/23	2016/2/25
项目时间	2005年2月16日后	/	/	2005年2月16日后
土地范畴	不属于湿地和有机土	不属于湿地	矿物质壤	不属于湿地和有机土
土地合格性	造林地权属清晰, 具有县级以上	/	/	/
土地类型	无林地	/	人工中、幼龄林, 乔木林地(郁闭度	/
土壤扰动	符合水土保持要求, 土壤扰动	符合水土保持要求, 草地	符合水土保持要求, 土壤扰动面积比	符合水土保持要求
原有林木处理方式	禁止烧除	不清除	禁止烧除	不清除
枯木处理	不移除地表枯落物, 不移除树根、枯死木及采伐剩余物	不清除原有的散生林木	除改善卫生状况外, 不移除枯死木和地表枯落物	不移除枯落物

资料来源: 中国林业科学研究院, 浙商证券研究所

公司林业碳汇先发优势明显, 技术团队经验丰富, 签约林地不断扩张。2017年12月1日, 公司成功与壳牌(中国)签订碳汇项目合作协议, 保障提供包钢公司不少于200万吨/年的CCER指标, 排放周期不少于25年。2021年4月, 正式搭建碳汇开发专业平台, 与包钢股份、浙江丽水、中化能源等多家企业开展战略合作。公司拥有林地面积约200万亩, 同时拥有经验丰富的林地开发团队。截至2022年底签订正式开发合同9份, 签订正式开发合同面积3,511万亩(其中林地碳汇3255万亩, 农田碳汇256万亩), 第一期开发面积341万亩, 预计2025年末, 累计签约林业碳汇5,000万亩, 签约林地面积不断扩张。

表5: 公司部分林业碳汇合同签订情况

签订时间	项目
2021年11月	湖南骏泰新材料科技有限责任公司生物质发电减排项目(C CER)开发项目
2022年2月	永兴银都投资发展集团有限公司林业碳汇资源开发项目, 第一期开发面积50万亩, 合作期限10年
2022年3月	贵州江口梵净山投资控股有限公司林业碳汇资源合作开发项目, 第一期合作开发面积60万亩, 后续约40万亩, 合作期限22年
2022年6月末	甘肃会宁通宁建设发展有限公司林业碳汇资源合作开发项目, 第一期合作开发面积40万亩, 后续约60万亩, 合作期限30年
2022年7月	西藏自治区日喀则市人民政府、西藏国有资产管理有限责任公司林业碳汇开发合作项目, 面积2750万亩, 合作期限22年
2022年7月	通山县石航珍稀植物培育中心林业碳汇开发合作项目, 面积约200万亩, 合作期限21.5年
2023年3月	五峰长森林业投资开发有限公司林业碳汇开发合作项目, 面积约117万亩, 合作期限20年

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所



**表6: 主营业务赋能林业碳汇成长**

类别	优势	赋能原因
央企平台	与政府合作便利	具备与全国林业系统的沟通能力, 与地方政府和地方林业局保持长期友好的协作关系, 新进入者很难很快的实现全国的布控
	信任度较高	林业碳汇项目存续期一般为 20-25 年, 央企属性拥有地方政府、林农及企业的高认同度和信赖感
	融资便利	依靠央企平台有便利的融资渠道, 保证公司健康资产负债率水平
浆纸业务	存在碳汇需求	造纸行业本身属于排放型的行业, 大股东中国纸业及其子公司预计将产生购买 CCER 指标需求
	自有林地	国内造纸行业 A 股拥有林地面积最大的公司之一, 约 200 万亩, 主要集中在湖南、湖北、广西等地, 降雨量充沛, 适合林木生长; 日常开展森林生长监测和巡查、储备碳信用、碳汇业务; 自有林地数据较全, 便于深度研究碳汇
林业业务	碳汇项目经验	2017 年 12 月 1 日, 茂源林业成功与壳牌(中国)签订碳汇项目合作协议, 依托首期碳汇项目取得的经验积极布局全国林业资产碳汇项目
	造林与林业经营经验	在速生林的培育和种植方面技术经验领先, 持续与国家林业部门积极沟通, 积累了丰富的培育和开发林业经验
	林地勘测人才	公司林地勘测团队是唯一从事林勘又参与《林业碳汇项目审定和核证指南》制作的企业; 拥有国家甲级林勘资质, 林勘流程更快, 数据更权威。
	林业网络全国范围布局	从事林业工作 20 余年, 公司将利用现有的林业网络助中小林农解决小面积林业碳汇开发过高、林业碳汇销售困难的问题, 集成中小林农分散的林业碳汇资源; 帮助林业碳汇资源、经验匮乏的地方县级城市等进行统一的申报
生态业务	方法学撰写经验	参与开发的《城市绿地碳汇项目方法学》已经通过专家评审, 是我国第一个城市绿色碳汇方法学, 适用于增量与存量城市绿地景观建设与管养增汇
	品牌力赋能	公司在雄安新区的市政园林项目树立了良好形象与口碑, 赋能公司绿色品牌
	生态业务存量有待开发	存量城市园林绿地未来将成为 CCER 的补充, 将创造一个新兴的细分市场; 生态建设与修复工程的湿地、盐沼、公园、绿地、海草、经济作物等等都具有固碳和碳汇开发价值
	生态经营经验	林业碳汇开发也会涉及到气候土壤、生物多样性等知识, 公司具备园林养护专业人员与技能经验, 懂得避免森林虫病等问题

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

**假设 2023 年内 CCER 重启, 我们测算 2023 年公司林业碳汇可贡献收益 0.44 亿元, 公司林业碳汇包括自有林地和代运营林地碳汇收入。**

具体测算公式如下: (1) 林业碳汇收入 = (自有林面积 × 自有林开发比例 + 代运营林面积 × 代运营开发比例 × 代运营抽成比例) × 林业碳汇价格 × 林业碳汇转换量; (2) 林业碳汇收益 = (自有林面积 × 自有林开发比例 × 自有林毛利率 + 代运营林面积 × 代运营开发比例 × 代运营抽成比例 × 代运营毛利率) × 林业碳汇价格 × 林业碳汇转换量 × (1 - 所得税税率);

具体测算假设: (1) 自有林: 2023 年公司自有林地面积约 200 万亩, 已开发面积为 10 万亩, 假设 CCER 重启新方法学发布后, 开发面积逐年扩张; 自有林已经具备勘测资料及数据, 开发成本较低, 假设毛利率为 100%; (2) 代运营林: 2022 年正式开发合同面积为 3511 万亩, 2025 年预计累计完成代运营林地签约面积 5000 万亩以上, 已签约的代运营林地在 2 年内可完成开发; 代运营林勘测成本平均在 10-20 元/亩, 代运营林毛利率约 75%; (3) 假设 2023 年林业碳汇 CCER 价格在 56 元/亩, CCER 价格呈现逐年增长 10%; 假设目前一亩林地产生 0.9 吨碳汇, 转换比例有望呈现增长趋势; 公司茂源林业及森海碳汇子公司按 15% 的税率征收企业所得税。

综合测算, 2023 年公司可实现 0.67 亿元碳汇收入、0.44 亿元碳汇收益。预计 2025 年代运营林地面积可累计超 5000 万亩, 林业碳汇可贡献 12.56 亿元收入、8.05 亿元净利润。

表7: 公司碳汇业务收益贡献测算

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
林业碳汇价格(元/吨)	56.00	61.60	67.76	74.54	81.99	90.19	99.21	109.13
林地碳汇转换量(吨/亩)	0.90	0.95	0.99	1.04	1.09	1.15	1.21	1.27
<b>自有林地</b>								
自有林面积(万亩)	200	200	200	200	200	200	200	200
自有林地开发比例(%)	5%	10%	15%	20%	30%	40%	50%	60%
自有林地开发面积(万亩)	10	20	30	40	60	80	100	120
自有林地产生碳汇量(万吨)	9	19	30	42	66	92	121	152
自有林收入(亿元)	0.05	0.12	0.20	0.31	0.54	0.83	1.20	1.66
自有林地毛利率(%)	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
自有林毛利(亿元)	0.05	0.12	0.20	0.31	0.54	0.83	1.20	1.66
<b>代运营林地</b>								
已签约代运营林地面积(万亩)	3862	4441	5108	5618	6180	6798	7478	8226
代运营开发比例(%)	8%	70%	90%	90%	90%	90%	90%	90%
代运营林地开发面积(万亩)	309	3109	4597	5057	5562	6118	6730	7403
抽成比例(%)	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%
代运营林地产生碳汇量(万吨)	111	1175	1824	2107	2434	2811	3247	3750
代运营林地收入(亿元)	0.62	7.24	12.36	15.71	19.96	25.35	32.21	40.93
代运营林地毛利率(%)	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%
代运营林地毛利(亿元)	0.47	5.43	9.27	11.78	14.97	19.02	24.16	30.69
<b>林业碳汇合计</b>								
林业碳汇总量(万吨)	120	1194	1854	2149	2500	2903	3368	3902
林业碳汇总收入(亿元)	0.67	7.36	12.56	16.02	20.49	26.18	33.41	42.58
林业碳汇毛利(亿元)	0.52	5.55	9.47	12.09	15.50	19.84	25.36	32.35
林业碳汇净利(亿元)	0.44	4.71	8.05	10.28	13.18	16.87	21.55	27.50

资料来源: 上海环境能源交易所, 公司公告, 浙商证券研究所

### 3.2 浆纸产能稳步扩张, 林浆纸一体化优势深化

公司拟募资建设45万吨文化纸、20万吨化机浆产能, 扩产后林浆纸一体化优势有望强化。公司现有约100万吨造纸产能、浆自给率约50%, 2023年5月, 公司公告定向增发募资31.72亿元投资建设年产45万吨文化纸项目, 并改建一条20万吨化机浆产线, 拟于2024年之前完成投产。未来3年内, 文化用纸中双胶纸新增投放较多、铜版纸无新增产能投放, 我们测算文化纸(即为双胶纸)行业新增产能为85/125/50万吨, 公司作为文化纸龙头产能投放占比较高, 格局有望进一步优化。公司拟改建20万吨化机浆线, 投产后公司自给浆率有望进一步提升, 上游木片及浆资源优势扩大, 有效平滑行业周期波动。

表8: 公司募投项目规划

项目名称	项目投资总额(亿元)	项目建设内容	项目建设地点	项目建设周期	拟使用募集资金(亿元)
岳阳林纸提质升级综合技改项目一期年产45万吨文化纸项目	31.72	一条年产45万吨国际先进文化纸生产线, 改建一条年产20万吨高得率化机浆生产线	岳阳基地	24个月	17.5
补充流动资金	7.5				7.5
合计	39.22				25.00

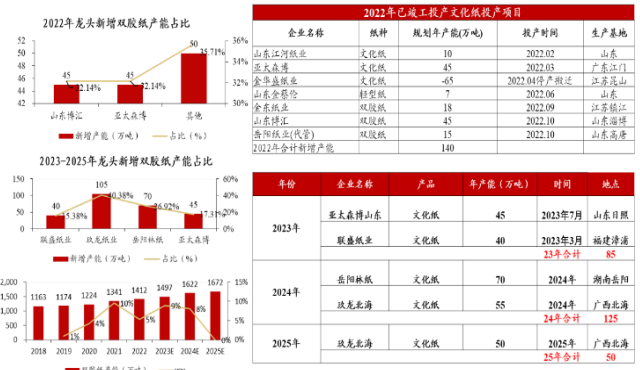
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

表9: 公司新增浆纸产能规划(万吨)

岳阳林纸岳阳基地	2021	2022	2023E	2024E	2025E
造纸总产能	100	100	100	145	145
文化纸产能	85	85	85	130	130
包装纸产能	15	15	15	15	15
纸浆总产能	50.7	50.7	50.7	70.7	70.7
针叶浆产能	10.7	10.7	10.7	10.7	10.7
化机浆产能	40	40	60	60	60
浆自给率	50.70%	50.70%	50.70%	48.76%	48.76%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所 23-25年均预测值

表10: 2023-2025年国内新增双胶纸产能情况

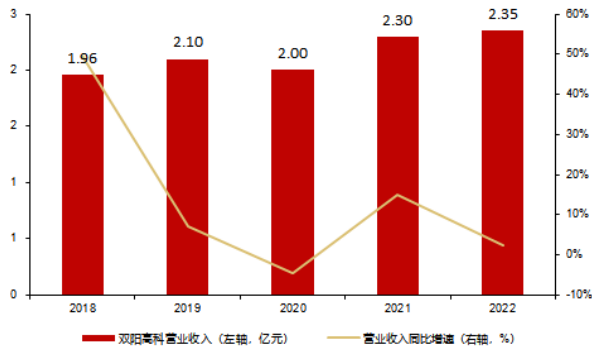


资料来源: 隆众资讯, 中纸联, 浙商证券研究所注: 铜版纸无新增产能

### 3.3 生态化工稳中有进, 电子双氧水创造新增长点

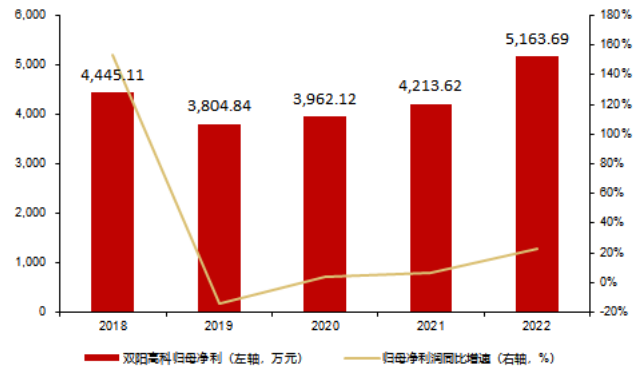
化工业务稳中有进, 电子级双氧水有望放量成长。公司最初为满足制浆造纸过程双氧水需求而开展此业务, 从普通制浆造纸双氧水升级为食品级, 并进一步发展路线板和芯片级电子双氧水, 目前已成功研发 G4/G5 级电子双氧水, 公司现已经拥有 14 万吨双氧水 (27.5%)、3 万吨双氧水(50%)、4 万吨高纯双氧水、4000 吨环己甲酸、8 万吨液体聚合氯化铝、2 万吨固体聚合氯化铝产能。2022 年双阳高科实现营业收入 2.35 亿元 (同比 +2.36%), 归母净利 0.52 亿元 (同比+22.55%), 业绩稳步增长。公司拟投产年产 30 万吨电子级双氧水 (27.5%浓度) 项目, 加快推动 G4/G5 级高纯双氧水量产, 路线板和芯片级电子双氧水销量有望快速提升, 化工业务有望放量成长。

图29: 双阳高科营业收入情况(亿元, %)



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

图30: 双阳高科归母净利情况(万元, %)



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

## 4 盈利预测

由于 CCER 重启时间点尚未明确, 我们仅对公司现有业务进行盈利预测:

**造纸业务:** (1) 价格方面, 23Q2 文化纸、包装纸等价格等终端需求较为平淡, 并且受到 Q1 木浆成本超速下跌影响, Q2 均呈现下滑趋势, 但浆价下行幅度远超过纸价跌幅, H2 经济活动回暖需求复苏有望带动原纸价格企稳反弹, 预计 H2 木浆底部震荡为主, 随着 H2 超跌浆逐步到库&需求带动纸价企稳反弹, 23 年造纸业务盈利空间有望逐季改善; (2) 销量方面, 公司新增 45 万吨文化纸产能有望于 2024 年底投产, 预计 2025 年产能集中释放贡献增量, 预计 23-25 年造纸收入增速分别+5.15%/+14.20%/+26.74%。

**化工业务:** 公司子公司双阳高科电子级双氧水新增产能有序投放, 持续从基础化工向精细化工转型, 集成电路、芯片级别电子级双氧水有望于 2023-2025 年快速放量成长, 贡献利润新增长点, 为公司发展强势注入动能, 我们预计 23-25 年化工业务收入增速分别为 +100.66%/+36.00%/+13.63%。

我们预计公司建安劳务业务、市政园林、林木销售等其他主营业务在 23-25 年基本保持稳定, 未来公司扩张浆纸主业+生态业务, 新增浆纸产能投产后, 产业链一体化优势进一步增强, 格局持续优化, CCER 重启后林业碳汇业务有望快速贡献利润增量。综合测算我们预计 23-25 年公司营收为 101.71/115.24/139.37 亿元, 同比+3.98%/+13.30%/+20.95%, 浆纸+林业碳汇赋能公司长期成长。

表11: 公司收入拆分与盈利预测

岳阳林纸量价拆分	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入(百万元)</b>	<b>7115.86</b>	<b>7838.05</b>	<b>9781.49</b>	<b>10,170.80</b>	<b>11,523.64</b>	<b>13,937.31</b>
YOY	0.14%	10.15%	24.79%	3.98%	13.30%	20.95%
<b>造纸业务收入</b>	<b>4,669.74</b>	<b>5,124.95</b>	<b>6,486.77</b>	<b>6,820.88</b>	<b>7,789.48</b>	<b>9,872.75</b>
同比	-13.21%	9.75%	26.57%	5.15%	14.20%	26.74%
毛利率	21.58%	15.50%	16.76%	20.93%	19.28%	16.96%
<b>其中: 印刷纸收入</b>	<b>3,451.80</b>	<b>3,934.43</b>	<b>4,950.08</b>	<b>5,184.62</b>	<b>5,838.53</b>	<b>7,706.86</b>
同比	-5.82%	13.98%	25.81%	4.74%	12.61%	32.00%
毛利率	25.49%	17.18%	18.85%	23.27%	21.61%	19.07%
<b>包装纸收入</b>	<b>752.31</b>	<b>745.31</b>	<b>1,123.63</b>	<b>1,078.12</b>	<b>1,277.62</b>	<b>1,454.57</b>
同比	-14.25%	-0.93%	50.76%	-4.05%	18.50%	13.85%
毛利率	9.40%	10.51%	10.30%	12.18%	10.87%	8.39%
<b>工业纸收入</b>	<b>208.42</b>	<b>293.54</b>	<b>285.73</b>	<b>343.57</b>	<b>404.84</b>	<b>405.24</b>
同比	-35.72%	40.84%	-2.66%	20.24%	17.83%	0.10%
毛利率	8.82%	7.50%	7.08%	13.13%	12.26%	10.62%
<b>复印纸(办公用纸)收入</b>	<b>257.22</b>	<b>151.67</b>	<b>127.34</b>	<b>214.57</b>	<b>268.49</b>	<b>306.07</b>
同比	-49.94%	-41.04%	-16.04%	68.51%	25.13%	14.00%
毛利率	15.02%	11.90%	14.35%	20.94%	19.15%	12.94%
<b>木材收入</b>	<b>269.55</b>	<b>318.94</b>	<b>765.66</b>	<b>840.00</b>	<b>975.00</b>	<b>1,120.00</b>
同比	120.72%	18.32%	140.06%	9.71%	16.07%	14.87%
毛利率	0.29%	3.88%	2.90%	7.14%	6.67%	9.38%
<b>化工收入</b>	<b>202.96</b>	<b>218.55</b>	<b>209.72</b>	<b>420.83</b>	<b>572.33</b>	<b>650.31</b>
同比	-4.63%	7.68%	-4.04%	100.66%	36.00%	13.63%
毛利率	42.09%	31.62%	29.80%	32.28%	33.60%	34.26%
<b>建安劳务收入</b>	<b>69.87</b>	<b>0.00</b>	<b>283.02</b>	<b>268.87</b>	<b>255.43</b>	<b>242.65</b>
同比	-15.89%			-5.00%	-5.00%	-5.00%
毛利率	3.95%		8.42%	6.49%	4.52%	2.51%
<b>市政园林</b>	<b>1426.94</b>	<b>1629.93</b>	<b>982.39</b>	<b>1,011.86</b>	<b>1,042.22</b>	<b>1,073.49</b>
同比	44.47%	14.23%	-39.73%	3.00%	3.00%	3.00%
毛利率	14.10%	12.70%	14.43%	8.62%	6.84%	5.03%

资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

我们选取文化用纸行业龙头晨鸣纸业、太阳纸业、博汇纸业为可比公司, 可比公司 23-25 年 PE 均值分别为 14X/7X/6X。考虑公司浆纸产能有序扩张, 行业格局有望进一步优化 CCER 重启后林业碳汇业务成长曲线较为陡峭、公司从事林业碳汇行业独具优势, 有望拉高估值中枢, 我们预计 23-25 年公司营业收入为 101.71/115.24/139.37 亿元, 同比分别 +3.98%/+13.30%/+20.95%, 23-25 年归母净利润分别为 7.23/8.22/9.20 亿元, 同比分别 +17.39%/+13.72%/+11.95%, 对应 EPS 为 0.40/0.46/0.51 元, 23-25 年 PE 为 17/15/13X, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

表12: 可比公司估值一览表

	收盘价(元)	22A归母净利润(亿元)	EPS				PE			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
太阳纸业	10.50	28.09	1.04	1.10	1.29	1.46	11	10	8	7
博汇纸业	5.80	2.28	0.17	0.26	0.83	0.97	52	22	7	6
晨鸣纸业	4.79	1.89	0.03	0.46	0.74	0.82	78	10	6	6
均值			0.41	0.63	0.96	1.09	47	14	7	6
岳阳林纸	6.79	6.16	0.34	0.40	0.46	0.51	20	17	15	13

资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所, 除岳阳林纸外, 均采用 Wind 一致预期, 截至 2023 年 6 月 29 日

## 5 风险提示

- 1) **CCER 重启时间存在不确定性。**CCER 重启具体日期未定, 碳价波动情况有待进一步观望, 公司碳汇业务营收及业绩有较大不确定性。
- 2) **纸价超预期下滑。**新增产能释放叠加浆价弱运行, 浆系纸价格承压下行, 或对公司业绩产生不利影响。文化纸、包装纸社会面需求平淡、出口需求下滑或对影响销量, 对公司业绩产生负面影响。
- 3) **产能扩张不及预期。**若公司浆纸新增产能项目推迟建设, 公司销售增长缺乏支撑, 对未来业绩产生不利影响。

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	10,458	11,592	12,313	14,175
现金	918	1,597	1,371	2,132
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	747	1,405	1,500	1,915
其它应收款	664	541	867	838
预付账款	417	312	354	489
存货	5,226	5,598	5,594	5,529
其他	2,485	2,140	2,627	3,273
<b>非流动资产</b>	6,163	6,392	6,544	6,594
金融资产类	4	4	4	4
长期投资	67	80	93	105
固定资产	3,669	3,515	3,357	3,191
无形资产	1,120	1,268	1,411	1,521
在建工程	313	454	523	562
其他	990	1,072	1,156	1,210
<b>资产总计</b>	16,621	17,984	18,856	20,769
<b>流动负债</b>	5,178	5,814	5,856	6,840
短期借款	1,963	1,876	1,789	1,645
应付款项	1,992	2,472	2,533	3,481
预收账款	5	2	3	4
其他	1,218	1,464	1,530	1,710
<b>非流动负债</b>	2,202	2,202	2,202	2,202
长期借款	2,161	2,161	2,161	2,161
其他	41	41	41	41
<b>负债合计</b>	7,380	8,015	8,057	9,042
少数股东权益	45	50	58	66
归属母公司股东权益	9,196	9,919	10,741	11,661
<b>负债和股东权益</b>	16,621	17,984	18,856	20,769

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	760	1,455	475	1,359
净利润	621	728	830	928
折旧摊销	419	345	368	361
财务费用	166	136	126	67
投资损失	(11)	(14)	(24)	(17)
营运资金变动	(465)	267	(818)	26
其它	30	(7)	(6)	(6)
<b>投资活动现金流</b>	(259)	(553)	(489)	(389)
资本支出	(260)	(472)	(418)	(341)
长期投资	(6)	(95)	(96)	(64)
其他	7	14	24	17
<b>筹资活动现金流</b>	(627)	(223)	(213)	(210)
短期借款	(258)	(87)	(87)	(144)
长期借款	529	0	0	0
其他	(898)	(136)	(126)	(67)
<b>现金净增加额</b>	(126)	679	(226)	760

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	9,781	10,171	11,524	13,937
营业成本	8,274	8,362	9,593	11,777
营业税金及附加	62	67	76	90
营业费用	112	237	192	239
管理费用	294	338	386	450
研发费用	302	326	363	439
财务费用	167	127	119	64
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	1	14	24	17
其他经营收益	156	131	149	193
<b>营业利润</b>	735	860	969	1,091
营业外收支	(4)	4	4	3
<b>利润总额</b>	731	864	973	1,094
所得税	110	136	143	166
<b>净利润</b>	621	728	830	928
少数股东损益	6	5	8	8
<b>归属母公司净利润</b>	616	723	822	920
EBITDA	1,313	1,316	1,430	1,496
EPS (最新摊薄)	0.34	0.40	0.46	0.51

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	24.79%	3.98%	13.30%	20.95%
营业利润	116.65%	16.98%	12.69%	12.60%
归属母公司净利润	106.51%	17.39%	13.72%	11.95%
<b>获利能力</b>				
毛利率	15.41%	17.79%	16.76%	15.50%
净利率	6.29%	7.10%	7.13%	6.60%
ROE	6.69%	7.28%	7.65%	7.89%
ROIC	5.55%	5.71%	6.01%	6.08%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	44.40%	44.57%	42.73%	43.54%
净负债比率	79.86%	80.40%	74.61%	77.10%
流动比率	2.02	1.99	2.10	2.07
速动比率	0.56	0.61	0.64	0.71
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.59	0.59	0.63	0.70
应收账款周转率	13.25	12.86	13.85	14.40
应付账款周转率	5.01	4.42	4.49	4.62
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.34	0.40	0.46	0.51
每股经营现金	0.42	0.81	0.26	0.75
每股净资产	5.10	5.50	5.95	6.46
<b>估值比率</b>				
P/E	19.90	16.95	14.91	13.32
P/B	1.33	1.24	1.14	1.05
EV/EBITDA	10.17	11.21	10.42	9.35

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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投资建议，投资者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。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。

本公司的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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>