

岳阳林纸(600963)

报告日期: 2023年08月27日

Q2 略有承压, H2 迎盈利修复, CCER 重启值得期待

——岳阳林纸点评报告

投资要点

- 8月25日, 公司发布2023年中期业绩:** 2023H1 公司实现营收 46.96 亿元 (同比 +21.47%), 归母净利 1.03 亿元 (同比 -65.66%), 扣非归母净利 0.55 亿元 (同比 -80.20%); 2023Q2 公司营收 21.74 亿元 (同比 -1.05%), 归母净利 1542 万元 (同比 -91.21%), 扣非归母净利润 -751 万元, Q2 成本改善滞后略有承压, H2 纸价回暖、成本红利释放迎来业绩修复, CCER 重启渐行渐近, 林业碳汇成长空间广阔。
- H1 造纸主业略承压, H2 改善可期**
 分产品看, 2023H1 印刷用纸/包装用纸/工业用纸/办公用纸/木材销售/化工产品分别营收 24.70/4.50/0.38/0.48/7.11/0.83 亿元, 营收较上年同期分别+10.84%/-5.06%/-5.78%/-25.85%/+219.60%/-24.35%, 印刷用纸/包装用纸/工业用纸/办公用纸/木材销售/化工产品占总收入中占比 53.22%/9.71%/0.82%/1.03%/15.33%/1.78%, 木材销售营业收入增加, 主要系本期子公司茂源林业木片销售量较上年同期增加。2023H1 印刷用纸/包装用纸/工业用纸/办公用纸/木材销售/化工产品毛利率分别为 13.06%/8.90%/6.64%/5.08%/1.81%/29.64%, 同比分别-7.55pct/-3.64pct/+0.39pct/-0.65pct/-1.28pct/+5.06pct, 造纸业务毛利率较同期下滑主要系上半年消化部分高价成本且原纸价格承压。
- 利润率略承压, 现金流环比改善**
 (1) **利润率:** 23Q2 公司实现毛利率 8.64% (同比-8.56pct, 环比-3.17pct), 实现归母净利率 0.79% (同比-7.19pct, 环比-3.66pct)。Q2 产品成本端改善有滞后致利润端承压。
 (2) **期间费用率:** 23Q2 期间费用率为 9.96% (同比+0.05pct, 环比+0.41pct), 其中销售费用率为 1.18% (同比-0.14pct, 环比-0.01pct), 管理与研发费用率为 6.68% (同比+0.27pct, 环比-0.26pct), 财务费用率为 2.10% (同比-0.08pct, 环比+0.68pct)。
 (3) **营运效率与现金流:** 23Q2 公司应收账款及票据 9.11 亿元 (同比+1.22 亿元, 环比+2.83 亿元), 应收账款周转天数 31.77 天 (同比-3.58 天, 环比+7.25 天), 应付票据及账款合计 19.07 亿元 (同比+0.80 亿元, 环比-0.88 亿元); 存货 57.40 亿元 (同比+1.10 亿元, 环比-0.07 亿元)。存货周转天数 305.86 天(同比-98.54 天, 环比+12.13 天)。现金流方面, 23Q2 经营现金流净额为 1.23 亿元 (同比-0.32 亿元, 环比+1.09 亿元), 环比略有改善。
- H2 盈利有望改善, CCER 重启渐行渐近**
 7-8 月规模文化纸龙头陆续挺价传导落地, Q3 文化用纸秋季招标旺季到来有望迎来季节性行情, H2 低价浆逐步到库, 盈利弹性逐季释放; 7 月 7 日, 生态环境部对《温室气体自愿减排交易管理办法(试行)》公开征求意见, 8 月 17 日, 全国温室气体自愿减排交易系统接受市场参与主体对登记账户和交易账户的开户申请, 2023 年 CCER 重启渐近, 林业碳汇 CCER 有望贡献新利润增长点。
- 浆纸+碳汇布局深化, CCER 前景可期**
 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中, 投产后格局有望进一步优化。公司子公司森海碳汇为碳汇业务实施主体, 依托自有林地资源, 储备碳信用, 开展碳汇业务, 谋划碳金融, 为合作伙伴提供“碳汇+”综合一体化解决方案。公司依托首期碳汇项目取得的经验及其长期林业经营经验, 积极布局全国林业碳汇项目, 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。
- 盈利预测**

投资评级: 增持(维持)

分析师: 史凡可
 执业证书号: S1230520080008
 shifanke@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 6.35
总市值(百万元)	11,449.64
总股本(百万股)	1,803.09

股票走势图



相关报告

- 1 《Q2 底部承压、CCER 重启渐近, H2 有望改善》2023.07.13
- 2 《文化纸老牌央企, 林业碳汇领军者》2023.06.29

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 年归母净利分别为 7.23/8.22/8.99 亿元，同比分别 +17.39%/+13.72%/+9.44%，对应 EPS 为 0.40/0.46/0.50 元，23-25 年 PE 为 16/14/13X，维持“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。

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	899
(+/-) (%)	106.51%	17.39%	13.72%	9.44%
每股收益(元)	0.34	0.40	0.46	0.50
P/E	18.60	15.85	13.93	12.73

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	10,458	11,589	12,310	14,152
现金	918	1,595	1,369	2,108
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
非流动资产	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
资产总计	16,621	17,982	18,853	20,745
流动负债	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
非流动负债	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
负债合计	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	9,916	10,738	11,637
负债和股东权益	16,621	17,982	18,853	20,745

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	760	1,455	475	1,364
净利润	621	728	830	907
折旧摊销	419	345	368	361
财务费用	166	136	126	92
投资损失	(11)	(14)	(24)	(17)
营运资金变动	(465)	267	(818)	26
其它	30	(7)	(6)	(6)
投资活动现金流	(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
筹资活动现金流	(627)	(225)	(213)	(236)
短期借款	(258)	(87)	(87)	(144)
长期借款	529	0	0	0
其他	(898)	(139)	(126)	(92)
现金净增加额	(126)	676	(226)	740

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	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	88
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
营业利润	735	860	969	1,066
营业外收支	(4)	4	4	3
利润总额	731	864	973	1,069
所得税	110	136	143	162
净利润	621	728	830	907
少数股东损益	6	5	8	8
归属母公司净利润	616	723	822	899
EBITDA	1,313	1,316	1,430	1,496
EPS (最新摊薄)	0.34	0.40	0.46	0.50

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	24.79%	3.98%	13.30%	20.95%
营业利润	116.65%	16.98%	12.69%	10.06%
归属母公司净利润	106.51%	17.39%	13.72%	9.44%
获利能力				
毛利率	15.41%	17.79%	16.76%	15.50%
净利率	6.29%	7.10%	7.13%	6.45%
ROE	6.69%	7.29%	7.65%	7.73%
ROIC	5.55%	5.71%	6.02%	6.09%
偿债能力				
资产负债率	44.40%	44.58%	42.74%	43.59%
净负债比率	79.86%	80.43%	74.63%	77.26%
流动比率	2.02	1.99	2.10	2.07
速动比率	0.56	0.61	0.64	0.71
营运能力				
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
每股指标(元)				
每股收益	0.34	0.40	0.46	0.50
每股经营现金	0.42	0.81	0.26	0.76
每股净资产	5.10	5.50	5.96	6.45
估值比率				
P/E	18.60	15.85	13.93	12.73
P/B	1.25	1.15	1.07	0.98
EV/EBITDA	10.17	10.80	10.03	9.00

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>