

岳阳林纸 (600963.SH)

碳汇开发先锋军，造纸主业静待旺季涨价

公司公布 2021 年上半年业绩报告。2021H1 实现收入 39.10 亿元 (+28.4%)，归母净利润为 3.10 亿元 (+120.9%)，扣非归母净利润 2.88 亿元 (+154.3%)；单 Q2 实现收入 19.47 亿元 (+9.04%)，归母净利润为 1.43 亿元 (+169.35%)，扣非归母净利润 1.34 亿元 (+239.05%)。

造纸主业量价齐升，市政园林高增。2021H1 制浆造纸业务实现收入 26.27 亿元 (+19.6%)，毛利率 23.5%(+6.9pct)；受益于上半年浆纸价格联动上涨，2021Q1/Q2 双胶纸均价分别为 6439/6654 元/吨，同比+0.2%/+19.6%；铜版纸均价分别为 6457/6846 元/吨，同比+8.8%/+29.7%。受益于建党 100 周年，造纸主业量价齐升，且自产浆供给率超过 50%保障成本优势明确。2021H1 污水处理/林业/化工/建筑安装业分别实现收入 0.29/1.48/1.21/0.54 亿元，同比+9.5%/18.2%/12.6%/90.5%。此外，市政园林疫后回暖，实现收入 7.58 亿元(+90.3%)，毛利率为 13.1%(-2.6pct)，主要经营主体诚通凯胜中标项目 19 个，中标合同额共计 12.64 亿元，实现收入 8.05 亿元，利润 0.43 亿元。

碳汇合作频繁落地，代运营未来可期。公司主要经营主体森海碳汇 21H1 实现收入 0.02 亿元，净利润 4.29 万元；茂源林业实现收入 2.99 亿元，净利润-325.9 万元。2021 年 4 月林业子公司与山森林业签订《关于开发林业碳汇的合作协议》，共同新开发林业碳汇林地 100 万亩，标志公司在碳汇上展开战略布局。2021 年 6 月与包钢合作，每年提供不少于 200 万吨碳汇且已收到预付款 1000 万元；2021 年 8 月与浙江丽水市政府签订合作开发林业碳汇战略合作协议。各项合作加持下，公司预计 2021 年底代运营面积将达 1500 万亩，2025 年底力争达 5000 万亩。假设 1) 2025 年碳汇单价达 90 元/吨，2) 公司代运营面积达预期，3) 碳汇产生效率为 0.9 吨碳/年，4) 自有林地 200 万亩中 80%可开发碳汇，5) 代运营抽成比例为 60%，则 2025 年公司碳汇收入可达 25.6 亿元。

纸价见底企稳，静待旺季涨价。5、6 月份后纸价持续走低，尽管目前需求仍处于淡季叠加进口纸涌入（7 月双胶/铜板进口 11.4/2.9 万吨），浆价支撑性不强，纸价上行动力不足；但伴随 9 月招标季开启，行业逐步进入旺季，预期中游库存去化背景下文化纸有望提涨。

股权激励落地，营运效率提升。2021H1 期间费用率 11.06%(-2.2pct)，其中销售费用率 1.56%(-3.58pct)，财务费用率 2.2%(+0.93pct)，研发费用率 3.17%(-0.35pct)，管理费用率 7.30%(+0.45pct)，管理费用率提升主要系公司限制性股票激励于 6 月份完成，首次授予 3553.5 万股，涉及激励对象 283 人。从营运效率来看，截至 2021H1 存货周转天数为 309.86 天，同比下降 106.23 天；应收账款周转天数 31.46 天，同比下降 17.53 天，营运效率大幅提升。

盈利预测：我们预计 2021-2023 年营业收入为 87.24/97.27/119.94 亿元，分别同比增长 22.6%/11.5%/23.3%，归母净利润为 5.37/8.28/11.51 亿元，分别同比增长 29.6%/54.1%/39.1%，对应 PE 分别为 29.5X/19.2X/13.8X。岳阳林纸系碳中和时代大势下的先锋军，依托技术团队&背景&资源多重优势构筑林业碳汇业务壁垒，碳汇开发成长空间大，维持“买入”评级。

风险提示：碳汇政策不及预期，文化纸价跌超预期，碳汇开发竞争加剧。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7,106	7,116	8,724	9,727	11,994
增长率 yoy (%)	1.3	0.1	22.6	11.5	23.3
归母净利润(百万元)	313	414	537	828	1,151
增长率 yoy (%)	-14.4	32.3	29.6	54.1	39.1
EPS 最新摊薄(元/股)	0.17	0.23	0.30	0.46	0.64
净资产收益率(%)	3.8	4.8	6.0	8.5	10.7
P/E(倍)	50.7	38.3	29.5	19.2	13.8
P/B(倍)	1.9	1.9	1.8	1.6	1.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 8 月 25 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	造纸
前次评级	买入
8月25日收盘价(元)	8.79
总市值(百万元)	15,866.42
总股本(百万股)	1,805.05
其中自由流通股(%)	98.03
30日日均成交量(百万股)	86.69

股价走势



作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号: S0680518030002

邮箱: juxinghai@gszq.com

相关研究

- 《岳阳林纸 (600963.SH): 碳中和时代大势下的先锋军》2021-08-25
- 《岳阳林纸 (600963.SH): 2020 年业绩高增, 国企改革优化持续推进》2021-01-15
- 《岳阳林纸 (600963.SH): 2020 上半年业绩表现符合预期, 下半年园林业务释放利润》2020-08-19



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	9534	9623	10580	10707	14961
现金	1196	896	1745	1945	2399
应收票据及应收账款	1000	611	1364	838	1878
其他应收款	591	577	855	742	1227
预付账款	351	222	480	303	663
存货	5947	5384	5618	6263	8072
其他流动资产	448	1934	518	616	722
非流动资产	6016	6207	7106	7408	8472
长期投资	29	33	39	46	52
固定资产	4006	3927	4883	5274	6326
无形资产	656	637	618	599	580
其他非流动资产	1325	1610	1565	1490	1514
资产总计	15550	15830	17686	18115	23433
流动负债	5744	5381	7025	7041	11507
短期借款	2779	2136	3043	3545	6377
应付票据及应付账款	1542	1746	2175	2060	3049
其他流动负债	1424	1498	1807	1437	2080
非流动负债	1523	1869	1672	1340	1127
长期借款	1345	1707	1510	1178	965
其他非流动负债	178	162	162	162	162
负债合计	7268	7250	8697	8382	12634
少数股东权益	22	22	22	22	22
股本	1398	1805	1805	1805	1805
资本公积	5951	5543	5543	5543	5543
留存收益	1095	1393	1826	2484	3372
归属母公司股东权益	8260	8558	8967	9712	10777
负债和股东权益	15550	15830	17686	18115	23433

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	602	987	1722	890	-437
净利润	313	414	537	828	1151
折旧摊销	385	395	381	458	553
财务费用	104	65	21	24	65
投资损失	7	7	2	3	5
营运资金变动	-293	53	781	-423	-2211
其他经营现金流	87	53	0	0	0
投资活动现金流	289	-359	-1282	-764	-1621
资本支出	431	404	893	296	1057
长期投资	0	-3	-7	-6	-6
其他投资现金流	720	42	-396	-474	-570
筹资活动现金流	-309	-679	-498	-427	-321
短期借款	-615	-643	0	0	0
长期借款	586	362	-197	-332	-213
普通股增加	0	407	0	0	0
资本公积增加	-1	-407	0	0	0
其他筹资现金流	-279	-398	-301	-95	-107
现金净增加额	579	-49	-58	-301	-2379

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	7106	7116	8724	9727	11994
营业成本	5762	5766	6876	7426	8959
营业税金及附加	46	47	67	68	83
营业费用	317	308	410	447	552
管理费用	259	232	358	389	480
研发费用	225	239	305	331	408
财务费用	104	65	21	24	65
资产减值损失	-47	-28	0	0	0
其他收益	100	90	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-7	-7	-2	-3	-5
资产处置收益	0	-23	0	0	0
营业利润	417	507	685	1039	1442
营业外收入	5	19	16	16	14
营业外支出	38	15	19	21	23
利润总额	384	511	681	1034	1433
所得税	71	97	144	206	282
净利润	313	414	537	828	1151
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	313	414	537	828	1151
EBITDA	990	1122	1233	1681	2256
EPS (元)	0.17	0.23	0.30	0.46	0.64

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	1.3	0.1	22.6	11.5	23.3
营业利润(%)	-8.0	21.6	34.9	51.8	38.8
归属于母公司净利润(%)	-14.4	32.3	29.6	54.1	39.1
获利能力					
毛利率(%)	18.9	19.0	21.2	23.7	25.3
净利率(%)	4.4	5.8	6.2	8.5	9.6
ROE(%)	3.8	4.8	6.0	8.5	10.7
ROIC(%)	3.7	4.5	4.8	6.5	7.3
偿债能力					
资产负债率(%)	46.7	45.8	49.2	46.3	53.9
净负债比率(%)	45.1	42.4	37.2	34.2	51.3
流动比率	1.7	1.8	1.5	1.5	1.3
速动比率	0.5	0.4	0.6	0.5	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6
应收账款周转率	7.0	8.8	8.8	8.8	8.8
应付账款周转率	3.8	3.5	3.5	3.5	3.5
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.17	0.23	0.30	0.46	0.64
每股经营现金流(最新摊薄)	0.33	0.55	0.95	0.49	-0.24
每股净资产(最新摊薄)	4.58	4.74	4.97	5.38	5.97
估值比率					
P/E	50.7	38.3	29.5	19.2	13.8
P/B	1.9	1.9	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA	19.8	17.4	15.6	11.4	

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 8 月 25 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（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。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com