



分析师：徐皓亮

执业证号：S0100522110001

邮箱：xuhaoliang@mszq.com

研究助理：杜嘉欣

执业证号：S0100123030012

邮箱：dujiixin@mszq.com

➤ **事件。**岳阳林纸发布 2023 年中报：23H1 实现营收 46.96 亿元，同比增加 21.47%，其中 23Q2 实现营收 21.74 亿元，同比下降 1.05%。

➤ **多元化产品布局，重点发展林浆纸产业。**造纸方面：23H1 印刷用纸/包装用纸/工业用纸/办公用纸收入分别为 24.7/4.5/0.38/0.48 亿元，同比变化 10.84%/-5.06%/-5.78%/-25.85%，占比 53.22%/9.71%/0.82%/1.03%。23H1 双胶纸均价同比+283 元/吨，我们测算 23H1 印刷用纸销量同比增加 5.9%至 39.2 万吨。其他业务：木材销售/化工产品/商品房/建安劳务/市政园林收入分别为 7.1/0.83/0.08/1.61/2.67 亿元，同比变化 219.60%/-24.35%/-88.46%/29.39%/-32.14%，分别占比 15.33%/1.78%/0.17%/3.47%/5.76%。其中木材销售收入同比增加主因子公司茂源林业木片销售量较同期增加；房地产、商品房的营业收入较同期大幅减少，主要系上期子公司恒泰雅园三期二批次项目完工；市政园林营业收入较同期大幅减少，主受国内生态行业市场行情影响。

➤ **受高价浆库存影响造纸方面利润暂时承压，化工高端产品有望带来新增量。**23H1 归母净利润同比下降 65.66%至 1.03 亿元。23H1 毛利率/净利率同比下降 7.51/5.58pcts 至 10.34%/2.23%。**造纸方面：**印刷用纸/包装用纸/工业用纸/办公用纸毛利率分别为 13.06%/8.90%/6.64%/5.08%，同比变动-7.55/-3.64/+0.39/-0.65pcts。从整体上来看毛利率整体下降主因 23H1 纸企实际使用阔叶浆/针叶浆平均价格较去年同期高 199/128 美元/吨（大厂一般从海外采购纸浆，运输时间约为 3 个月，23H1 大厂实际使用 22Q4+23Q1 纸浆），成本上升影响文化纸盈利水平，伴随公司高价浆库存逐步消化完毕，叠加公司文化纸下游需求主要面对教辅教材以及红色期刊，客户稳定且价格敏感度低，预计伴随下半年招标季提价成功后，盈利水平持续改善。**其他方面：**木材销售/化工产品/商品房/建安劳务/市政园林毛利率分别为 1.81%/29.64%/18.11%/7.93%/7.14%，同比变动-1.28/+5.06/+15.72/+2.63/-7.48pcts，其中化工产品毛利率增加主因 G4/G5 级电子双氧水出货拉高毛利率。**费用率方面：**23H1 销售/管理/研发/财务费用率 1.19%/3.40%/3.29%/1.73%，同比变化-0.17/-0.46/+0.74/-0.52pcts，其中研发费用率增加主因公司加大对环保以及纸张在护眼、强度、透明度上的投入。截至 23H1 公司存货为 57.4 亿元，较年初增加 5.1 亿元，其中原材料增加 2.5 亿元至 10.9 亿元，库存商品增加 2.3 亿元至 4.1 亿元，下游需求恢复不及预期，库存商品增加；另外我们判断公司在上半年浆价较低时加大采购力度，导致原材料库存上升。23H1 经营活动现金流净额为 1.37 亿元，同比减少 22.24%，主因采购的原材料支付的款项较同期增多，“购买商品、接受劳务支付的现金”较同期增多。23H1 资本开支为 2.78 亿元，同比增加 75.50%，主要用于本期公司 45

推荐

维持评级

当前价格：

6.34 元

相关研究

1.岳阳林纸 (600963.SH) 事件点评：见微知著，从岳纸合同看碳汇开发的长期空间-2023/07/21

2.岳阳林纸 (600963.SH) 2023 年半年度业绩预告点评：主业阶段性承压，林业碳汇开发龙头静待 CCER 重启-2023/07/13

3.岳阳林纸 (600963.SH) 2023 年一季报点评：23Q1 短期承压，碳汇业务未来可期-2023/04/28

万吨文化纸升级综合技改项目正常推进。

➤ **加大研发投入，盈利虽短期承压但利好长期发展。**23 单 Q2 归母净利润环减 82.76%，同减 91.21%。23Q2 业绩环比下降主要受到受终端需求偏弱、市场恢复节奏缓慢影响，同时浆板、木片、煤炭等主要原材料价格下滑，但在成本端的改善相对滞后，公司纸产品成本高于上年同期，毛利率/净利率环比下降 3.17/2.72pct，毛利率/净利率同降 8.56/7.28pct 至 8.64/0.77%。研发费用进一步上升，23Q2 销售/管理/研发/财务费用率 0.26%/0.73%/0.66%/0.46%，同比变动-0.03/-0.05/0.20/-0.02 pct，研发费用主要用于上文所述项目。

➤ **从林业碳汇咨询到全域开发合作，“碳汇+”业务打开盈利弹性。**公司依托碳汇开发的专业平台——湖南森海碳汇，依托自有林地资源，储备碳信用，开展碳汇业务，谋划碳金融。**林碳开发龙头，共享碳汇收益：**公司于 23 年 5 月牵头组织成立中国林业产业联合会林业碳汇分会，已奠定林业碳汇开发龙头地位。截至 23H1 公司碳汇项目布局拓展至 12 个省市，签订正式开发合同面积 3,828 万亩，公司预计 25 年签约林业碳汇 5,000 万亩。在减排量指标成功签发后，公司与客户将按合同约定分配收益或碳减排指标。**丰富碳减排品种：**公司持续精进探索和推进森林碳汇、海洋碳汇、农田碳汇、草地碳汇等方法学及全域开发合作模式。**延伸业务模式：**据部署，公司预计在“十四五”期末，将业务延伸至碳汇开发、碳汇交易、碳汇金融以及碳吸收与碳捕捉技术等领域。

➤ **短期看 CCER 重启预期，长期看碳价上升。**履约期限在即，碳价近日快速上涨；截至 23 年 8 月 25 日，碳配额价格达到 73.06 元/吨，相较 22 年均价（55.3 元/吨）变化+32.12%。**远期碳价必然上升：1) 供给减少。**配额总量收紧；生环部明确碳权分配基准线在上一履约周期的基础上下降约 8%，前值配额盈余在 8%以下的企业，将在本履约周期出现配额短缺。**2) 需求增加。**23 年 6 月，钢铁、石化、建材行业纳入全国碳市场专项研究第一次工作会议相继召开，碳市场总量或由约 45 亿吨扩容至 70 亿吨。生环部于 23 年 7 月发布的 CCER《温室气体自愿减排交易管理办法（试行）》（征集意见稿）进一步锁定 CCER 重启预期，公司在手生态资产逐步兑现收益。

➤ **投资建议：**公司为文化纸领军央企，现有/在建纸年产能 100/45 万吨。主业于 Q3 企稳回升，CCER 重启打开盈利弹性。我们预计公司 23-25 年归母净利润分别为 7.2/8.5/9.5 亿元，对应 PE 为 16X/13X/12X，维持“推荐”评级。

风险提示：CCER 重启进度不及预期的风险；下游需求恢复不及预期风险

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	9,781	11,194	13,081	14,396
增长率（%）	24.8	14.4	16.9	10.1
归属母公司股东净利润（百万元）	616	722	850	954
增长率（%）	106.5	17.3	17.7	12.2
每股收益（元）	0.34	0.40	0.47	0.53
PE	19	16	13	12
PB	1.2	1.2	1.1	1.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 8 月 28 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	9,781	11,194	13,081	14,396
营业成本	8,274	9,482	11,061	12,131
营业税金及附加	62	67	78	86
销售费用	112	123	144	158
管理费用	294	336	392	432
研发费用	302	347	406	446
EBIT	894	1,014	1,203	1,367
财务费用	167	165	204	246
资产减值损失	0	-1	-1	-1
投资收益	1	3	4	4
营业利润	735	863	1,015	1,139
营业外收支	-4	-5	-5	-5
利润总额	731	858	1,010	1,134
所得税	110	129	152	170
净利润	621	730	859	964
归属于母公司净利润	616	722	850	954
EBITDA	1,313	1,443	1,663	1,856

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	918	806	1,531	2,506
应收账款及票据	747	854	998	1,099
预付款项	417	474	553	607
存货	5,226	5,715	6,515	7,145
其他流动资产	3,150	3,560	3,964	4,313
流动资产合计	10,458	11,409	13,562	15,670
长期股权投资	67	67	67	67
固定资产	3,669	3,817	3,948	4,024
无形资产	1,120	1,120	1,116	1,113
非流动资产合计	6,163	6,464	6,534	6,504
资产合计	16,621	17,873	20,096	22,174
短期借款	1,963	2,563	2,913	3,563
应付账款及票据	1,992	2,234	2,606	2,825
其他流动负债	1,223	1,175	1,110	1,199
流动负债合计	5,178	5,972	6,628	7,587
长期借款	2,161	2,141	3,141	3,641
其他长期负债	41	41	41	41
非流动负债合计	2,202	2,182	3,182	3,682
负债合计	7,380	8,154	9,810	11,269
股本	1,804	1,803	1,803	1,803
少数股东权益	45	52	60	70
股东权益合计	9,241	9,719	10,285	10,905
负债和股东权益合计	16,621	17,873	20,096	22,174

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	24.79	14.44	16.85	10.06
EBIT 增长率	71.88	13.46	18.69	13.57
净利润增长率	106.51	17.33	17.73	12.20
盈利能力 (%)				
毛利率	15.41	15.30	15.44	15.73
净利润率	6.29	6.45	6.50	6.63
总资产收益率 ROA	3.70	4.04	4.23	4.30
净资产收益率 ROE	6.69	7.47	8.32	8.80
偿债能力				
流动比率	2.02	1.91	2.05	2.07
速动比率	0.56	0.51	0.62	0.70
现金比率	0.18	0.13	0.23	0.33
资产负债率 (%)	44.40	45.62	48.82	50.82
经营效率				
应收账款周转天数	27.86	28.00	28.00	28.00
存货周转天数	230.53	220.00	215.00	215.00
总资产周转率	0.59	0.65	0.69	0.68
每股指标 (元)				
每股收益	0.34	0.40	0.47	0.53
每股净资产	5.10	5.36	5.67	6.01
每股经营现金流	0.42	0.29	0.26	0.49
每股股利	0.14	0.16	0.19	0.21
估值分析				
PE	19	16	13	12
PB	1.2	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA	11.97	10.89	9.45	8.47
股息收益率 (%)	2.18	2.56	3.01	3.38

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	621	730	859	964
折旧和摊销	419	429	459	489
营运资金变动	-465	-819	-1,052	-831
经营活动现金流	760	514	474	879
资本开支	-260	-513	-521	-450
投资	-4	0	0	0
投资活动现金流	-259	-676	-394	-446
股权募资	0	-3	0	0
债务募资	-206	479	1,152	1,150
筹资活动现金流	-627	49	646	541
现金净流量	-126	-113	726	974

分析师承诺

本报告署名分析师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注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026