

2023年11月06日  
岳阳林纸(600963.SH)

ESSENCE

公司快报

证券研究报告

造纸 III

## 造纸盈利有望改善，

## CCER 重启林业碳汇放量可期

■ **事件：**岳阳林纸发布 2023 三季度报告。23Q1-3 公司实现营业收入 66.20 亿元，同比+3.06%；归母净利润 1.16 亿元，同比-75.51%；扣非后归母净利润 0.65 亿元，同比-85.04%。23Q3 当季公司实现营业收入 19.24 亿元，同比-24.78%；归母净利润 0.13 亿元，同比-92.44%；扣非后归母净利润 0.10 亿元，同比-93.68%。

### ■ 林浆纸一体化战略持续推进，文化纸产能落地有望贡献增量

公司依托中国纸业集中采购平台，拥有纸浆生产线并全部自用，自产浆占整体纸浆消耗量的比重超 50%，能够有效的控制上游原材料成本，取得更高的利润空间。产销方面，短期上，公司三季度以来两次提价，紧跟市场走势，十月以来，文化纸厂库存持续下降、下游积极补库，行业需求修复下涨价有望进一步传导落地。中长期上，公司持续布局文化纸业务，提质升级综合技改项目一期年产 45 万吨文化纸项目整体建设周期预计为 24 个月，或将在 2024 年四季度投产，未来有望贡献营收增量。

### ■ CCER 市场迎来重启，持续布局林业碳汇

23 年 10 月 20 日，生态环境部、市场监管总局发布《温室气体自愿减排交易管理办法（试行）》，为全国 CCER 市场重启提供了坚实的制度和法律保障。林业碳汇作为明确纳入 CCER 的主要类型之一，在 CCER 市场重新开启后将为林业带来巨大发展机遇。公司通过森海碳汇平台持续积极布局全国林业资产碳汇项目，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，打造林业碳汇开发的头部企业。公司碳汇项目布局拓展至国内 12 个省市，截至 2023 年 6 月末，签订正式开发合同面积 3828 万亩，预计 2025 年末将累计签约林业碳汇 5000 万亩。23 年 10 月 25 日，森海碳汇与赣州市林业局南康分局签署《温室气体自愿减排项目林业碳汇资源开发合同》，预计合作期限内将至少产生净利润 2000 万元，有望进一步提高公司碳汇市场影响。

### ■ Q3 成本改善滞后盈利暂承压，Q4 盈利企稳向上

2023Q1-3 公司综合毛利率为 8.80%，同比下降 8.11pct；2023Q3 单季公司综合毛利率为 5.02%，同比下降 10.45pct，9 月以来下游需求复苏、提价逐步落地，文化纸价持续提涨，我们预计公司 Q4 盈利有望修复。期间费用方面，23Q1-3 公司累计期间费用率为 8.95%，同比下

投资评级	<b>增持-A</b> 维持评级
12 个月目标价	8.5 元
股价 (2023-11-03)	6.95 元

#### 交易数据

总市值(百万元)	12,530.92
流通市值(百万元)	12,360.38
总股本(百万股)	1,803.01
流通股本(百万股)	1,778.47
12 个月价格区间	5.38/7.76 元

#### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	14.1	9.0	26.7
绝对收益	11.2	-1.6	25.0

罗乾生 分析师

SAC 执业证书编号：S1450522010002

luoqs1@essence.com.cn

#### 相关报告

22 年业绩表现优异，林业碳汇未来可期	2023-01-17
22Q3 业绩稳健增长，林业碳汇稳步推进	2022-11-06

降 0.64pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.27%/3.20%/2.68%/-1.80%，同比分别 -0.03/-0.16/-0.20/-0.25pct。2023Q1-3 公司净利率为 1.80%，同比下降 5.64pct；2023Q3 单季公司净利率为 0.75%，同比下降 6.12pct。  
**投资建议：**公司为国内林浆纸一体化龙头，持续推进浆纸+生态双核发展，林业碳汇业务长期成长可期。我们预计岳阳林纸 2023-2025 年营业收入为 101.30、108.81、122.57 亿元，同比增长 3.57%、7.42%、12.64%；归母净利润为 3.28、7.59、8.65 亿元，同比增长-46.72%、131.40%、13.97%，对应 PE 为 37.4x、16.2x、14.2x，给予 24 年 20xPE，目标价 8.50 元，维持增持-A 的投资评级。

**风险提示：**原材料价格波动、下游需求不及预期、纸价不及预期、疫情反复、出口需求不及预期风险。

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	7,838.1	9,781.5	10,129.5	10,880.5	12,256.6
净利润	298.1	615.6	328.0	759.0	865.0
每股收益(元)	0.17	0.34	0.18	0.42	0.48
每股净资产(元)	4.85	5.10	5.30	5.50	5.75

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	42.0	20.4	38.2	16.5	14.5
市净率(倍)	1.4	1.4	1.3	1.3	1.2
净利润率	3.8%	6.3%	3.2%	7.0%	7.1%
净资产收益率	3.4%	6.7%	3.4%	7.7%	8.3%
股息收益率	1.7%	2.0%	1.2%	3.2%	3.2%
ROIC	3.8%	6.5%	4.4%	7.2%	7.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测



## 目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 目 免责声明

何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

**安信证券研究中心**

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034