

收入盈利双触底，CCER 重启打开弹性

2024 年 04 月 11 日

► **事件:** 岳阳林纸发布 2023 年年报: 实现收入 86.41 亿元, 同比下降 11.66%; 实现归母净利润-2.38 亿元; 实现扣非归母净利润 0.09 亿元, 同比下降 98.32%。2023 年单 Q4 公司实现收入 20.21 亿元, 同比下降 39.82%; 实现归母净利润-3.54 亿元; 实现扣非归母净利润-0.56 亿元。

► **23 全年文化纸下游需求偏弱, 园林行业需求持续低迷。** 2023 年文化纸行业全球整体消费量呈下行态势, 造纸行业下游需求偏弱, 国内整体竞争激烈, 新产能投放和中小厂家开机率提升带来供给冲击, 产品售价较同期下降; 行业层面园林生态项目需求下降, 诚通凯胜亏损面加大。**分业务看,** 23 年公司造纸业/林业/化工业/建筑安装业/市政园林业分别实现收入 59.42/9.33/2.02/3.20/6.59 亿元, 同比变动-8.40%/+21.89%/-3.51%/+13.18%/-32.90%。**销量方面,** 23 年公司印刷纸/包装纸/办公纸/木材/化工产品分别实现销售 84.35/18.92/2.03/69.10/15.01 万吨, 同比变动 +0.17%/+12.89%/-13.62%/+24.24%/-0.60%。工业用纸生产量销售量减少, 主因公司根据市场需求调整产品结构; 印刷用纸库存量同比下降 36.3%, 主因其产销率大于 100%。

► **纸产品毛利率下滑, 应提既提轻装上阵。** 分产品看, 23 年公司印刷纸/包装纸/办公纸/工业纸/木材销售/化工产品毛利率分别为 9.4%/7.5%/6.9%/2.8%/2.5%/32.5%, 同比变动-9.5/-2.8/-7.5/-4.3/-0.4/+2.7pct。**费用率方面,** 23 年公司销售/管理/研发/财务费用分别为 1.26%/2.78%/3.03%/1.83%, 同比变动+0.11/-0.22/-0.06/+0.12pct; 管理费用同比下降 7.3%, 主因公司股份支付费用减少。公司净利润出现亏损, 主因 1) 造纸行业下游需求偏弱, 国内整体竞争激烈, 产品售价较同期下降; 与此同时, 受全系统大修等因素影响, 公司纸产品产量较同期下降。2) 受环保政策影响, 公司清理部分林木资产。3) 园林生态行业市场依然低迷, 受行业整体下行趋势的影响, 公司对诚通凯胜商誉计提减值准备。24 年 2 月, 公司以 1.42 亿元将双阳高科 39.51% 股权转让给实控人中国纸业, 交易完成后公司持有双阳高科 38.72% 股权。公司积极深化管理架构改革, 做实任期制和契约化管理, 实施刚性考核及兑现。

► **投资建议: CCER 重启落地, 中期关注方法学分批发布&碳价上升。** 2024 年 1 月 22 日上午, 全国温室气体自愿减排 (CCER) 交易在北京启动。诚通碳汇为中国林业产业联合会林业碳汇分会的理事长单位, 参与制定了我国林业碳汇标准—《林业碳汇项目审定和核证指南》。截至 2023 年底, 公司碳汇开发签约面积 442 万亩, 累计已签订 3647 万亩林地、306 万亩农田碳汇开发合同, 公司预计 25 年签约林业碳汇 5,000 万亩。结合公司 45 万吨文化纸产能或于今年底落地, 以及 CCER 重启或打开毛利率较高的碳汇收入, 我们预计 24-26 年归母净利润为 4.17/5.78/6.65 亿元, 对应 PE 估值为 21/15/13X, 维持“推荐”评级。

► **风险提示:** 纸品下游需求不及预期的风险, CCER 审批进度不及预期。

推荐

维持评级

当前价格:

4.89 元



分析师 徐皓亮

执业证书: S0100522110001

邮箱: xuhaoliang@mszq.com

研究助理 杜嘉欣

执业证书: S0100123030012

邮箱: dujiixin@mszq.com

相关研究

1. 岳阳林纸 (600963.SH) 2023 年半年报点评: 主业 Q2 寻底, CCER 重启预期下“碳汇+”业务受益-2023/08/28

2. 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

3. 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

4. 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

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	8,641	8,915	11,341	12,010
增长率 (%)	-11.7	3.2	27.2	5.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	-238	417	578	665
增长率 (%)	-138.7	275.2	38.6	15.1
每股收益 (元)	-0.13	0.23	0.32	0.37
PE	-	21	15	13
PB	1.0	1.0	0.9	0.9

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 4 月 10 日收盘价)

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	8,641	8,915	11,341	12,010
营业成本	7,904	7,809	9,892	10,422
营业税金及附加	48	45	66	70
销售费用	109	107	147	156
管理费用	240	232	295	312
研发费用	262	267	352	372
EBIT	235	586	752	851
财务费用	158	144	150	163
资产减值损失	-49	0	-1	-1
投资收益	2	36	34	48
营业利润	37	486	671	772
营业外收支	-305	-6	-6	-6
利润总额	-268	480	665	766
所得税	-34	61	84	97
净利润	-234	420	582	670
归属于母公司净利润	-238	417	578	665
EBITDA	649	1,053	1,305	1,466

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	788	838	875	911
应收账款及票据	698	681	835	851
预付款项	227	234	297	313
存货	4,880	4,706	5,690	5,995
其他流动资产	2,689	2,837	2,984	3,650
流动资产合计	9,282	9,296	10,681	11,721
长期股权投资	76	76	76	76
固定资产	3,571	4,162	4,311	4,315
无形资产	1,093	1,090	1,087	1,083
非流动资产合计	6,685	6,732	6,774	6,769
资产合计	15,968	16,028	17,455	18,490
短期借款	2,283	2,283	2,633	3,063
应付账款及票据	1,690	1,840	2,331	2,456
其他流动负债	1,612	1,118	1,292	1,337
流动负债合计	5,586	5,242	6,256	6,856
长期借款	1,607	1,607	1,607	1,607
其他长期负债	45	45	45	45
非流动负债合计	1,652	1,653	1,652	1,652
负债合计	7,238	6,894	7,908	8,508
股本	1,803	1,803	1,803	1,803
少数股东权益	46	49	53	57
股东权益合计	8,730	9,133	9,546	9,982
负债和股东权益合计	15,968	16,028	17,455	18,490

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-11.66	3.18	27.21	5.90
EBIT 增长率	-73.71	149.39	28.41	13.05
净利润增长率	-138.65	275.15	38.60	15.14
盈利能力 (%)				
毛利率	8.53	12.41	12.78	13.23
净利润率	-2.75	4.67	5.09	5.54
总资产收益率 ROA	-1.49	2.60	3.31	3.60
净资产收益率 ROE	-2.74	4.59	6.08	6.70
偿债能力				
流动比率	1.66	1.77	1.71	1.71
速动比率	0.44	0.50	0.42	0.47
现金比率	0.14	0.16	0.14	0.13
资产负债率 (%)	45.33	43.02	45.31	46.01
经营效率				
应收账款周转天数	29.50	28.00	27.00	26.00
存货周转天数	225.34	220.00	210.00	210.00
总资产周转率	0.53	0.56	0.68	0.67
每股指标 (元)				
每股收益	-0.13	0.23	0.32	0.37
每股净资产	4.82	5.04	5.27	5.50
每股经营现金流	0.59	0.72	0.24	0.30
每股股利	0.14	0.09	0.13	0.15
估值分析				
PE	-	21	15	13
PB	1.0	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	19.80	12.19	9.84	8.76
股息收益率 (%)	2.82	1.91	2.65	3.05

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	-234	420	582	670
折旧和摊销	414	467	552	616
营运资金变动	669	288	-799	-838
经营活动现金流	1,056	1,294	436	546
资本开支	-909	-511	-565	-580
投资	22	0	0	0
投资活动现金流	-884	-475	-420	-532
股权募资	0	-16	0	0
债务募资	366	-600	350	430
筹资活动现金流	-98	-769	21	22
现金净流量	68	50	37	36

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。	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