

主业逐步改善，碳汇业务未来可期

2024 年 04 月 21 日

➤ **事件：**公司发布 2024 年一季报：2024Q1 实现营收 19.60 亿元，同比降低 22.31%；实现归母净利润 0.81 亿元，同比降低 7.60%；实现扣非后归母净利润 -0.41 亿元，同比转亏。

➤ **需求减小，竞争压力增大，公司收入暂时承压。**公司 24Q1 单季度实现营收 19.60 亿元，同比降低 22.31%。主因市场需求降低，24Q1 华泰/玖龙分别投产 52/55 万吨文化纸产能，行业竞争压力加剧，公司纸品售价较上年同期下降。

➤ **毛利率下降，需求改善或有望触底反弹。**公司 24Q1 单季度实现归母净利润 0.81 亿元，同比降低 7.60%；扣非后净利润为-0.41 亿元，同比转亏，主因三点：1、国内整体竞争激烈，纸价较去年同期下降；2、园林生态行业市场依然低迷，子公司诚通凯胜生态建设有限公司毛利较上年同期下降；3、公司转让双阳高科 38.72% 股权（转让价格为 1.4 亿元）并放弃其增资优先认缴权，2024 年 3 月起不再纳入公司合并报表范围，该公司上年同期盈利。分业务来看：造纸方面文化纸产量 25 万吨，单吨盈利 200 元左右；园林业务宁波凯显企业管理服务有限公司提前终止 PPP 项目，项目资产由宁波市北仑区住房和城乡建设局以 5.83 亿元进行回购（2018 年投资额为 6.74 亿元）；林木业务 2024 年 2 月，湖南、湖北经历了自 2009 年以来强度、范围最大的两轮雨雪冰冻灾害，对公司林木资产造成了不利影响，具体影响正在核实中。2024Q1 公司毛利率为 7.05%，同比下降 4.76pct，主因纸价下降。2024Q1 公司费用率同比增加 0.09pct 至 9.64%，其中管理/销售/研发/财务费用率分别为 3.11%/1.45%/3.49%/1.59%，同比变动-0.32/+0.26/-0.03/+0.18pct，我们判断销售费用率略增主因公司为年底 45 万吨新产能铺设市场。现金流方面，24Q1 经营性现金流净额为 0.11 亿元，同比减少 25.45%，主因纸价下降现金流入减少。截至 2024.04.18，文化纸价格较 24Q1 低点增加 200 元至 5900 元/吨，随着二季度招标进入旺季，我们预计 24Q2 公司文化纸盈利环比或将持续改善。

➤ **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 23 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/ 5.48/ 6.33 亿元，对应 PE 估值为 19X/15X/13X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**CCER 重启进度不及预期的风险；下游消费恢复不及预期风险。

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	548	633
增长率 (%)	-138.7	275.0	31.6	15.4
每股收益 (元)	-0.13	0.23	0.30	0.35
PE	-	19	15	13
PB	0.9	0.9	0.9	0.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 04 月 19 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

4.50 元



分析师 **徐皓亮**

执业证书：S0100522110001

邮箱：xuhaoliang@mszq.com

相关研究

- 岳阳林纸 (600963.SH) 2023 年年报点评：收入盈利双触底，CCER 重启打开弹性-2024/04/11
- 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
- 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
- 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
- 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

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	76	81
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	736	833
财务费用	158	144	155	171
资产减值损失	-49	0	-1	-1
投资收益	2	36	34	48
营业利润	37	486	638	735
营业外收支	-305	-6	-6	-6
利润总额	-268	480	632	729
所得税	-34	60	80	92
净利润	-234	419	552	637
归属于母公司净利润	-238	417	548	633
EBITDA	649	1,053	1,288	1,449

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	788	686	864	910
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	2,959	3,106	3,772
流动资产合计	9,282	9,266	10,792	11,840
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	6,776	6,818	6,814
资产合计	15,968	16,042	17,610	18,654
短期借款	2,283	2,483	3,003	3,463
应付账款及票据	1,690	1,840	2,331	2,456
其他流动负债	1,612	1,091	1,265	1,310
流动负债合计	5,586	5,415	6,599	7,229
长期借款	1,607	1,451	1,451	1,451
其他长期负债	45	43	42	42
非流动负债合计	1,652	1,494	1,494	1,494
负债合计	7,238	6,909	8,093	8,722
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	9,517	9,932
负债和股东权益合计	15,968	16,042	17,610	18,654

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	25.60	13.21
净利润增长率	-138.65	275.04	31.64	15.37
盈利能力 (%)				
毛利率	8.53	12.41	12.78	13.23
净利润率	-2.75	4.67	4.83	5.27
总资产收益率 ROA	-1.49	2.60	3.11	3.39
净资产收益率 ROE	-2.74	4.59	5.79	6.41
偿债能力				
流动比率	1.66	1.71	1.64	1.64
速动比率	0.44	0.46	0.40	0.45
现金比率	0.14	0.13	0.13	0.13
资产负债率 (%)	45.33	43.07	45.96	46.76
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	0.67	0.66
每股指标 (元)				
每股收益	-0.13	0.23	0.30	0.35
每股净资产	4.82	5.04	5.25	5.48
每股经营现金流	0.59	0.63	0.23	0.30
每股股利	0.14	0.09	0.12	0.14
估值分析				
PE	-	19	15	13
PB	0.9	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	18.61	11.46	9.37	8.33
股息收益率 (%)	3.07	2.08	2.73	3.15

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	-234	419	552	637
折旧和摊销	414	467	552	616
营运资金变动	669	139	-799	-838
经营活动现金流	1,056	1,143	422	533
资本开支	-909	-511	-577	-592
投资	22	-4	0	0
投资活动现金流	-884	-519	-432	-544
股权募资	0	-16	0	0
债务募资	366	-556	520	460
筹资活动现金流	-98	-726	188	57
现金净流量	68	-102	178	46

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