

# 岳阳林纸（600963）

证券研究报告  
2024年05月07日

## 林浆纸一体化及碳汇优势有望放大

### 公司发布 2024 年一季报

24Q1 实现收入 19.6 亿，同减 22.3%；归母净利润 0.8 亿，同减 7.6%；扣非归母净利润-0.4 亿，同减 164.8%，归母净利润下滑主要系：1）市场需求疲弱，国内整体竞争激烈，公司纸产品售价较上年同期下降；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同比下降；3）公司转让双阳高科 38.72%股权并放弃其增资优先认缴权。

### 行业格局优化，24 年计划稳中求进

头部市场竞争加大，中小落后产能生存空间缩小，部分产能退出可缓解市场竞争压力。在行业格局持续优化的背景下，拥有全产业链及原材料供应优势的企业，有望凭借战略、成本、产品、管理等优势率先突围。公司表示国内文化纸需求预计呈稳定且确定性增长趋势；此外，“双碳”政策和“禁塑令”的稳步推进有利于促进市场对纸包装需求的增长。2024 年公司计划生产机制纸 103.68 万吨，实现营收约 75 亿元。

### 国家顶层设计为生态行业的可持续发展提供了根本保障，公司优势显著

行业未来的几个主要趋势为：（1）技术创新将为行业带来新质生产力。（2）新技术赋能将为行业带来新动能。（3）生物多样性的修复与保护是未来行业的重点。（4）建立“碳”思维将是行业对企业的基本要求。

公司是国内造纸类上市公司中林浆纸一体化龙头之一，优势包括①成本优势：原料供应集采优势凸显，自给浆占比约 50%；依托中国纸业集采平台，长期与全球范围内优质浆厂合作，纸浆供应量稳定、议价能力强。同时，公司拥有纸浆生产线并全部自用，其自产浆占整体纸浆消耗量的比重超 50%，能够有效控制上游原材料成本，取得更高利润空间。

②生态优势：林业碳汇开发具有一定壁垒，提前布局有利于抓住新机遇：依托 2017 年首期碳汇项目的经验及其长期林业经营经验，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。诚通碳汇计划在 2025 年底累计签约林业碳汇 5000 万亩。

③技术研发优势：坚持科研高投入，注重产品价值转化。

④区位优势：地理环境优越，造纸资源供给丰富且运输成本较低。

### 调整盈利预测，维持“买入”评级

公司计划做强生态浆纸，扩大产能规模，保持文化纸领先地位；做实生态农林，打造林业碳汇龙头企业及生物资源开发与应用平台。参考 24 年一季报及 2024 年发展规划，考虑公司园林业务低迷及转让双阳高科对利润产生影响，我们调整盈利预测，预计 24-26 年归母净利润分别为 3.8/5.0/6.0 亿元（24-25 年前值分别为 5.03/7.04 亿元），对应 PE 分别为 23/18/15X。

**风险提示：**产能投放不及预期，林业碳汇开发不及预期，下游需求复苏不及预期等

### 投资评级

行业	轻工制造/造纸
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	4.92 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	1,800.98
流通 A 股股本(百万股)	1,778.47
A 股总市值(百万元)	8,860.80
流通 A 股市值(百万元)	8,750.08
每股净资产(元)	4.73
资产负债率(%)	45.51
一年内最高/最低(元)	7.61/3.90

### 作者

孙海洋	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070004	
sunhaiyang@tfzq.com	
张彤	联系人
zhangtong@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《岳阳林纸-季报点评:CCER 重启带来新机遇》2023-11-06
- 《岳阳林纸-半年报点评:成本端压力有望逐步缓解, CCER 重启在即》2023-08-29
- 《岳阳林纸-年报点评报告:主业造纸产能提升, 林业碳汇未来可期》2023-03-12

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	9,781.49	8,640.73	8,910.32	10,581.90	12,073.95
增长率(%)	24.79	(11.66)	3.12	18.76	14.10
EBITDA(百万元)	1,444.74	781.91	1,110.87	1,263.08	1,373.70
归属母公司净利润(百万元)	615.56	(237.95)	382.14	503.59	601.13
增长率(%)	106.51	(138.66)	260.60	31.78	19.37
EPS(元/股)	0.34	(0.13)	0.21	0.28	0.33
市盈率(P/E)	14.39	(37.24)	23.19	17.60	14.74
市净率(P/B)	0.96	1.02	0.99	0.96	0.92
市销率(P/S)	0.91	1.03	0.99	0.84	0.73
EV/EBITDA	8.80	17.52	9.56	8.26	5.36

资料来源: wind, 天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	918.27	788.46	891.03	1,481.47	4,196.11	营业收入	9,781.49	8,640.73	8,910.32	10,581.90	12,073.95
应收票据及应收账款	746.58	698.44	582.27	1,091.97	779.80	营业成本	8,274.38	7,903.99	7,555.95	8,971.33	10,230.25
预付账款	416.90	227.04	236.00	364.78	347.57	营业税金及附加	61.79	47.87	44.55	50.79	57.35
存货	5,226.12	4,879.70	4,756.94	4,214.39	2,605.78	销售费用	112.01	108.94	110.49	126.98	138.85
其他	1,434.06	1,166.15	2,407.05	3,900.93	3,040.52	管理费用	293.57	240.42	249.49	296.29	350.14
<b>流动资产合计</b>	<b>8,741.92</b>	<b>7,759.78</b>	<b>8,873.30</b>	<b>11,053.55</b>	<b>10,969.78</b>	研发费用	302.25	261.94	267.31	306.88	345.31
长期股权投资	67.01	76.45	76.45	76.45	76.45	财务费用	167.18	158.06	131.40	113.71	97.33
固定资产	3,668.97	3,570.83	3,250.39	2,929.95	2,609.51	资产/信用减值损失	(3.35)	(60.49)	(35.62)	(41.49)	(35.24)
在建工程	312.92	639.23	639.23	639.23	639.23	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	1,120.47	1,093.45	1,027.38	961.31	895.24	投资净收益	1.16	1.86	8.65	12.52	6.05
其他	993.84	1,305.38	1,013.87	1,066.93	1,049.12	其他	(162.60)	(58.49)	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>6,163.22</b>	<b>6,685.33</b>	<b>6,007.32</b>	<b>5,673.87</b>	<b>5,269.55</b>	<b>营业利润</b>	<b>735.11</b>	<b>36.63</b>	<b>524.17</b>	<b>686.94</b>	<b>825.51</b>
<b>资产总计</b>	<b>16,620.72</b>	<b>15,967.80</b>	<b>14,880.61</b>	<b>16,727.41</b>	<b>16,239.33</b>	营业外收入	0.39	0.61	8.90	6.50	4.10
短期借款	1,962.57	2,283.45	1,589.08	2,010.35	1,936.00	营业外支出	4.62	305.18	82.82	99.88	123.12
应付票据及应付账款	1,992.37	1,690.04	1,710.61	2,657.14	2,148.63	<b>利润总额</b>	<b>730.89</b>	<b>(267.93)</b>	<b>450.25</b>	<b>593.56</b>	<b>706.49</b>
其他	831.58	1,295.26	1,473.85	1,609.11	1,550.76	所得税	109.75	(33.83)	67.54	89.03	105.97
<b>流动负债合计</b>	<b>4,786.53</b>	<b>5,268.75</b>	<b>4,773.53</b>	<b>6,276.60</b>	<b>5,635.39</b>	<b>净利润</b>	<b>621.14</b>	<b>(234.10)</b>	<b>382.71</b>	<b>504.53</b>	<b>600.52</b>
长期借款	2,161.05	1,607.27	1,058.00	1,094.95	824.00	少数股东损益	5.58	3.84	0.57	0.94	(0.61)
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>615.56</b>	<b>(237.95)</b>	<b>382.14</b>	<b>503.59</b>	<b>601.13</b>
其他	40.75	44.90	93.27	76.08	63.75	每股收益(元)	0.34	(0.13)	0.21	0.28	0.33
<b>非流动负债合计</b>	<b>2,201.80</b>	<b>1,652.18</b>	<b>1,151.27</b>	<b>1,171.02</b>	<b>887.75</b>						
<b>负债合计</b>	<b>7,379.76</b>	<b>7,238.11</b>	<b>5,924.80</b>	<b>7,447.63</b>	<b>6,523.14</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
少数股东权益	44.52	46.03	46.40	47.00	46.55	<b>成长能力</b>					
股本	1,804.21	1,803.01	1,800.98	1,800.98	1,800.98	营业收入	24.79%	-11.66%	3.12%	18.76%	14.10%
资本公积	5,599.92	5,546.16	5,546.16	5,546.16	5,546.16	营业利润	116.65%	-95.02%	1331.00%	31.05%	20.17%
留存收益	1,971.63	1,484.76	1,732.27	2,052.18	2,484.77	归属于母公司净利润	106.51%	-138.66%	260.60%	31.78%	19.37%
其他	(179.32)	(150.27)	(170.00)	(166.53)	(162.27)	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>9,240.96</b>	<b>8,729.69</b>	<b>8,955.81</b>	<b>9,279.79</b>	<b>9,716.19</b>	毛利率	15.41%	8.53%	15.20%	15.22%	15.27%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>16,620.72</b>	<b>15,967.80</b>	<b>14,880.61</b>	<b>16,727.41</b>	<b>16,239.33</b>	净利率	6.29%	-2.75%	4.29%	4.76%	4.98%
						ROE	6.69%	-2.74%	4.29%	5.45%	6.22%
						ROIC	6.47%	1.41%	4.74%	6.38%	7.26%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	44.40%	45.33%	39.82%	44.52%	40.17%
						净负债率	37.92%	45.85%	26.44%	24.32%	-8.49%
						流动比率	2.02	1.66	1.86	1.76	1.95
						速动比率	1.01	0.79	0.86	1.09	1.48
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	13.25	11.96	13.91	12.64	12.90
						存货周转率	1.85	1.71	1.85	2.36	3.54
						总资产周转率	0.59	0.53	0.58	0.67	0.73
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.34	-0.13	0.21	0.28	0.33
						每股经营现金流	0.42	0.59	1.05	0.23	1.86
						每股净资产	5.11	4.82	4.95	5.13	5.37
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	14.39	-37.24	23.19	17.60	14.74
						市净率	0.96	1.02	0.99	0.96	0.92
						EV/EBITDA	8.80	17.52	9.56	8.26	5.36
						EV/EBIT	12.21	35.12	14.67	11.91	7.46

  

现金流量表(百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	621.14	(234.10)	382.14	503.59	601.13
折旧摊销	412.92	406.98	386.51	386.51	386.51
财务费用	166.38	161.16	131.40	113.71	97.33
投资损失	(11.39)	(11.98)	(8.65)	(12.52)	(6.05)
营运资金变动	(554.67)	512.17	998.69	(579.06)	2,270.00
其它	125.38	221.68	0.57	0.94	(0.61)
<b>经营活动现金流</b>	<b>759.76</b>	<b>1,055.90</b>	<b>1,890.66</b>	<b>413.16</b>	<b>3,348.31</b>
资本支出	329.57	552.79	(48.36)	17.19	12.33
长期投资	6.27	9.44	0.00	0.00	0.00
其他	(594.40)	(1,446.48)	80.39	(24.65)	(17.53)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(258.56)</b>	<b>(884.25)</b>	<b>32.03</b>	<b>(7.46)</b>	<b>(5.20)</b>
债权融资	(316.86)	210.63	(1,663.53)	365.28	(464.36)
股权融资	(212.25)	(25.91)	(156.59)	(180.55)	(164.11)
其他	(97.53)	(282.66)	0.00	(0.00)	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(626.64)</b>	<b>(97.95)</b>	<b>(1,820.12)</b>	<b>184.73</b>	<b>(628.47)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(125.43)</b>	<b>73.71</b>	<b>102.57</b>	<b>590.43</b>	<b>2,714.64</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com