

主业暂时承压，碳汇未来可期

2024 年 09 月 02 日

► **事件。**岳阳林纸发布 2024 年中报，24H1 实现营收 35.74 亿元，同比-23.91%，归母净利润/扣非净利润-0.49/-0.45 亿元，同降 147.24%/182.22%；其中 24Q2 实现营收 16.14 亿元，同比-25.76%，归母净利润/扣非净利润-1.29/-0.05 亿元，同比-939.33%/亏损收窄。

► **量价均承压，收入同比下降。**造纸方面：24H1 印刷用纸/包装用纸/工业用纸/办公用纸收入分别为 19.52/5.34/0.08/0.48 亿元，同比-20.98%/+18.67%/-79.08%/+0.73%，占比 54.61%/14.96%/0.22%/1.35%。24H1 双胶纸均价同比-380.63 元/吨，我们测算 24H1 印刷用纸销量同比-16.12%至 31.55 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 0.4/0.35/0.14/1.36/2.5 亿元，同比变化 -94.33%/-57.98%/+78.36%/-15.74%/-6.37%，分别占比 1.13%/0.97%/0.4%/3.8%/7.01%。其中木材销售收入同比减少主因子公司茂源林业木片销售量同比减少所致；化工品收入下降主因子公司双阳高科股权转让不再纳入公司合并报表；公司加大商品房去化力度。

► **主业供需两端承压，叠加不可抗力因素资产减值损失。**24H1 归母净利润同比-147.24%至-0.49 亿元。24H1 毛利率/净利率同降 2.57/3.57pcts 至 7.77%/-1.34%。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 9.54%/6.7%/8.86%/5.5%，同比变动-3.52/-2.2/+2.22/+0.42pcts，受供给端压力影响，纸价未能良好传导浆价带来影响，纸产品盈利下降（工业用纸产品结构调整毛利率提升）。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 3.85%/23.02%/-63.7%/6.14%/5.98%，同比变动+2.04/-6.62/-81.81/-1.79/-1.16pcts。费用率方面：24Q2 销售/管理/研发/财务费用率 1.92%/2.09%/2.17%/1.8%，同比变化+0.74/-1.27/-0.84/-0.3pcts，其中管理费用率下降主因人工成本以及股份支付费用减少所致，研发费用率下降主因双阳高科未并表所致。24Q2 经营活动现金流净额为 2.32 亿元，同比+88.94%，主因采购下降所致。24Q2 资本开支为 2.63 亿元，同比增加 112.93%，主要用于 45 万吨文化纸项目。24Q2 公司资产减值损失为 1.59 亿元，主要为子公司茂源林业林木资产受灾害天气影响。24H1 公司总计回购接近 1 亿元。

► **CCER 审批开启，公司前期准备充分力争尽早实现利润转化。**8 月 23 日，国际气候战略中心发布公告称，在全国温室气体自愿减排注册登记机构正式成立前，由国家气候战略中心承担自愿减排项目和减排量的登记、注销等工作。即日起，正式受理相关申请。根据《温室气体自愿减排项目审定和减排量核查实施规则》，项目审定时限及减排量核查时限、项目公示等所需要的时长或超过 6 个月。公司已经做好各准备争取实现减排量的早日签发并实现利润转化；24H1 诚通碳汇团队已完成相关文件的编制，协助业主归集了林权证、与不同类型的林权所有者签订了林业碳汇开发协议，收集项目支撑性文件等。据公司披露，首批申请的造林碳汇项目分布在湖南、湖北及江西等地，面积达数十万亩。诚通碳汇正在为几十家客户提供项目开发服务，涉及林地面积 4400 万亩，同时为国外的多家企业提供国际碳信用合作开发服务，涉及面积近千万亩；公司预计 2025 年末，累计签约林业碳汇 5,000 万亩。

► **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。主业预计或在 Q3 企稳回升，CCER 重启打开盈利弹性。我们预计公司 24-26 年归母净利润分别为 0.9/5.0/5.8 亿元，对应 PE 为 72/13/11X，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；天气灾害造成资产减值。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	8641	8915	11341	12010
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	89	495	576
增长率 (%)	-138.7	137.4	456.2	16.4
每股收益 (元)	-0.13	0.05	0.28	0.33
PE	-	72	13	11
PB	0.7	0.7	0.7	0.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 8 月 30 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

3.63 元



分析师 徐皓亮

执业证书：S0100522110001

邮箱：xuhaoliang@mszq.com

相关研究

- 1.岳阳林纸 (600963.SH) 2024 年一季报点评：主业逐步改善，碳汇业务未来可期-2024/04/21
- 2.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
- 3.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
- 4.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
- 5.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

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	8641	8915	11341	12010
营业成本	7904	8004	9909	10444
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	391	718	810
财务费用	158	167	199	214
资产减值损失	-49	-159	0	0
投资收益	2	36	34	48
营业利润	37	109	576	670
营业外收支	-305	-6	-6	-6
利润总额	-268	103	570	664
所得税	-34	13	72	84
净利润	-234	90	498	580
归属于母公司净利润	-238	89	495	576
EBITDA	649	842	1249	1441

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	788	920	1235	1245
应收账款及票据	698	681	866	917
预付款项	227	240	297	313
存货	4880	4665	5701	6009
其他流动资产	2689	3147	3083	3749
流动资产合计	9282	9653	11182	12233
长期股权投资	76	76	76	76
固定资产	3571	3858	4248	4736
无形资产	1093	1090	1087	1083
非流动资产合计	6685	7776	7839	7820
资产合计	15968	17430	19022	20052
短期借款	2283	2683	3203	3683
应付账款及票据	1690	1886	2335	2461
其他流动负债	1612	1702	1863	1908
流动负债合计	5586	6271	7401	8052
长期借款	1607	2370	2370	2370
其他长期负债	45	42	42	41
非流动负债合计	1652	2412	2412	2411
负债合计	7238	8683	9813	10463
股本	1803	1766	1766	1766
少数股东权益	46	47	50	54
股东权益合计	8730	8747	9209	9589
负债和股东权益合计	15968	17430	19022	20052

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	66.29	83.76	12.86
净利润增长率	-138.65	137.40	456.17	16.41
盈利能力 (%)				
毛利率	8.53	10.22	12.62	13.04
净利率	-2.75	1.00	4.36	4.80
总资产收益率 ROA	-1.49	0.51	2.60	2.87
净资产收益率 ROE	-2.74	1.02	5.40	6.04
偿债能力				
流动比率	1.66	1.54	1.51	1.52
速动比率	0.44	0.43	0.41	0.45
现金比率	0.14	0.15	0.17	0.15
资产负债率 (%)	45.33	49.82	51.59	52.18
经营效率				
应收账款周转天数	29.50	28.00	28.00	28.00
存货周转天数	225.34	220.00	210.00	210.00
总资产周转率	0.53	0.53	0.62	0.61
每股指标 (元)				
每股收益	-0.13	0.05	0.28	0.33
每股净资产	4.92	4.93	5.19	5.40
每股经营现金流	0.60	0.53	0.15	0.28
每股股利	0.14	0.02	0.11	0.13
估值分析				
PE	-	72	13	11
PB	0.7	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	17.10	13.18	8.88	7.70
股息收益率 (%)	3.80	0.56	3.12	3.64

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	-234	90	498	580
折旧和摊销	414	451	531	631
营运资金变动	669	95	-931	-874
经营活动现金流	1056	937	262	502
资本开支	-909	-911	-577	-592
投资	22	2	0	0
投资活动现金流	-884	-1718	-220	-544
股权募资	0	-73	0	0
债务募资	366	1163	520	480
筹资活动现金流	-98	912	274	51
现金净流量	68	132	315	10

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