

# 岳阳林纸 (600963)

证券研究报告  
2024年09月06日

## 静待业绩改善

### 公司公布 2024 年半年报

公司 24Q2 收入 16.1 亿, 同比-25.8%, 归母净利润-1.3 亿 (此前预告区间为-1.3 亿到-1.2 亿), 同比-939.3%, 扣非归母-477 万 (此前预告区间为 71.4 万到 1071.4 万), 同比+36.5%;

24H1 收入 35.7 亿, 同比-23.9%, 归母净利润-0.5 亿 (此前预告区间为-0.5 亿到-0.4 亿), 同比-147.2%, 扣非归母-0.5 亿 (此前预告区间为-0.4 亿到-0.3 亿), 同比-182.2%。

公司 24H1 归母净利润与扣非归母较大幅减少的原因:

1) 文化纸行业需求疲弱, 市场竞争激烈, 公司纸产品价格同比下降, 降幅高于成本降幅; 2) 子公司茂源林业林木资产受冰雪天气影响, 出现减值迹象, 计提了资产减值准备; 3) 公司转让双阳高科部分股权并放弃增资优先认缴权, 最终持股 38.72%; 4) 公司本期收到的政府补助较上年同期减少。

分业务看, 公司 24H1 制浆造纸业收入 25.4 亿, 同比-15.4%; 林业收入 0.4 亿, 同比-94.3%; 化工业收入 0.35 亿, 同比-58%; 房地产收入 0.14 亿, 同比+78.4%; 建筑安装业收入 1.4 亿, 同比-15.7%; 市政园林收入 2.5 亿, 同比-6.4%;

公司 24H1 毛利率 7.8%, 同比-2.6pct。

分业务看, 公司 24H1 制浆造纸业/林业/化工业/房地产/建筑安装业/市政园林毛利率分别为 8.9%/3.9%/23%/-63.7%/6.1%/6%, 同比-3.4pct/+2pct/-6.6pct/-81.8pct/-1.8pct/-1.2pct。

其中, 24H1 子公司恒泰房地产加大商品房尾盘销售力度, 房地产业务、商品房的收入同比上升, 但受行业低迷及尾盘去化影响, 营业成本上涨幅度远高于营业收入增长幅度, 毛利率为负。

从费用端看, 公司 24H1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.7%/2.7%/2.9%/1.7%, 同比+0.5pct/-0.8pct/-0.4pct/-0.1pct。其中, 24H1 管理费用 0.9 亿, 同比-40.6%, 主要系人工成本及股份支付费用较上年同期减少所致。

### 持续整治效能, 提升竞争力

公司聚焦主责主业, 优化产业结构和组织架构, 不再控股化工板块子公司双阳高科; 提前终止唯一的 PPP 项目——梅山保税港区企业服务平台 PPP 项目; 锚定公司总部“战略执行+经营业务中心”和生产基地“成本质量+安全效率中心”的功能定位为改革方向, 促进“管理纵向一致, 业务横向协同”。

按期推进提质升级综合技改项目一期年产 45 万吨文化纸项目, 截至 24 年 6 月, 项目建设符合计划进度。土建全面交安进入收尾及安装施工配合阶段, 并逐步开始室内装修和室外施工扫尾工作; 纸机项目安装工作量完成近 50%, 化机浆项目安装工作量完成近 90%。

24H1 公司持续以集中竞价交易方式回购公司股份, 截至 2024 年 6 月底, 本次回购已累计支付近 1 亿元 (不含交易费用)。

### 调整盈利预测, 调整为“增持”评级

公司作为国内造纸类上市公司中林浆纸一体化的龙头企业之一, 原料供应集采优势凸显, 自给浆占比约 50%, 成本优势显著。公司在文化纸领域深耕多年, 产品品牌在国内享有较高声誉, 产品远销多个国家和地区。

基于公司 24H1 业绩表现, 考虑到文化纸行业需求弱复苏以及子公司林木资源受冰雪天气影响, 我们调整盈利预测, 预计 24-26 年归母净利润分别

### 投资评级

行业	轻工制造/造纸
6 个月评级	增持 (调低评级)
当前价格	3.69 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	1,765.75
流通 A 股股本(百万股)	1,757.57
A 股总市值(百万元)	6,515.62
流通 A 股市值(百万元)	6,485.43
每股净资产(元)	4.65
资产负债率(%)	48.58
一年内最高/最低(元)	7.10/3.04

### 作者

孙海洋 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110518070004  
sunhaiyang@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:林浆纸一体化及碳汇优势有望放大》 2024-05-07
- 《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

为 0.5/3.4/5.4 亿元（前值分别为 3.8/5.0/6.0 亿元），对应 PE 分别为 132/19/12X。

**风险提示：**行业竞争风险；原材料价格波动风险；商誉减值风险等。

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	756.25	1,150.51	1,388.08
归属母公司净利润(百万元)	615.56	(237.95)	49.52	342.61	537.49
增长率(%)	106.51	(138.66)	120.81	591.81	56.88
EPS(元/股)	0.35	(0.13)	0.03	0.19	0.30
市盈率(P/E)	10.58	(27.38)	131.57	19.02	12.12
市净率(P/B)	0.71	0.75	0.75	0.73	0.70
市销率(P/S)	0.67	0.75	0.73	0.62	0.54
EV/EBITDA	8.80	17.52	12.38	7.84	4.98

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)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	918.27	788.46	891.03	1,481.47	2,267.33
应收票据及应收账款	746.58	698.44	582.27	1,091.97	779.80
预付账款	416.90	227.04	264.40	352.12	370.91
存货	5,226.12	4,879.70	5,347.87	3,858.38	3,064.01
其他	1,434.06	1,166.15	2,407.05	3,900.93	3,040.52
<b>流动资产合计</b>	<b>8,741.92</b>	<b>7,759.78</b>	<b>9,492.62</b>	<b>10,684.88</b>	<b>9,522.58</b>
长期股权投资	67.01	76.45	76.45	76.45	76.45
固定资产	3,668.97	3,570.83	3,588.59	3,628.45	3,675.96
在建工程	312.92	639.23	785.23	832.23	855.23
无形资产	1,120.47	1,093.45	994.13	901.06	818.99
其他	993.84	1,305.38	1,033.87	1,096.26	1,077.45
<b>非流动资产合计</b>	<b>6,163.22</b>	<b>6,685.33</b>	<b>6,478.27</b>	<b>6,534.45</b>	<b>6,504.08</b>
<b>资产总计</b>	<b>16,620.72</b>	<b>15,967.80</b>	<b>15,970.88</b>	<b>17,219.33</b>	<b>16,026.66</b>
短期借款	1,962.57	2,283.45	2,696.12	2,989.13	1,936.00
应付票据及应付账款	1,992.37	1,690.04	1,919.14	2,562.98	2,314.82
其他	831.58	1,295.26	1,499.54	1,597.07	1,571.09
<b>流动负债合计</b>	<b>4,786.53</b>	<b>5,268.75</b>	<b>6,114.79</b>	<b>7,149.19</b>	<b>5,821.91</b>
长期借款	2,161.05	1,607.27	1,058.00	1,067.72	824.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	40.75	44.90	93.27	76.08	63.75
<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>1,143.80</b>	<b>887.75</b>
<b>负债合计</b>	<b>7,379.76</b>	<b>7,238.11</b>	<b>7,266.06</b>	<b>8,292.98</b>	<b>6,709.66</b>
少数股东权益	44.52	46.03	46.08	46.49	46.09
股本	1,804.21	1,803.01	1,765.75	1,765.75	1,765.75
资本公积	5,599.92	5,546.16	5,546.16	5,546.16	5,546.16
留存收益	1,971.63	1,484.76	1,516.83	1,734.48	2,121.27
其他	(179.32)	(150.27)	(170.00)	(166.53)	(162.27)
<b>股东权益合计</b>	<b>9,240.96</b>	<b>8,729.69</b>	<b>8,704.82</b>	<b>8,926.34</b>	<b>9,317.00</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>16,620.72</b>	<b>15,967.80</b>	<b>15,970.88</b>	<b>17,219.33</b>	<b>16,026.66</b>

  

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	621.14	(234.10)	49.52	342.61	537.49
折旧摊销	412.92	406.98	402.56	424.21	445.56
财务费用	166.38	161.16	152.63	153.18	127.45
投资损失	(11.39)	(11.98)	(8.65)	(12.52)	(6.05)
营运资金变动	(554.67)	512.17	593.60	59.18	1,713.49
其它	125.38	221.68	0.07	0.64	(0.55)
<b>经营活动现金流</b>	<b>759.76</b>	<b>1,055.90</b>	<b>1,189.73</b>	<b>967.30</b>	<b>2,817.39</b>
资本支出	329.57	552.79	418.64	435.19	446.33
长期投资	6.27	9.44	0.00	0.00	0.00
其他	(594.40)	(1,446.48)	(853.61)	(860.65)	(885.53)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(258.56)</b>	<b>(884.25)</b>	<b>(434.97)</b>	<b>(425.46)</b>	<b>(439.20)</b>
债权融资	(316.86)	210.63	(577.72)	170.32	(1,446.03)
股权融资	(212.25)	(25.91)	(74.46)	(121.73)	(146.29)
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>(652.19)</b>	<b>48.60</b>	<b>(1,592.32)</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>785.87</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>9,781.49</b>	<b>8,640.73</b>	<b>8,910.32</b>	<b>10,581.90</b>	<b>12,073.95</b>
营业成本	8,274.38	7,903.99	8,019.29	9,206.25	10,383.59
营业税金及附加	61.79	47.87	44.55	50.79	57.35
销售费用	112.01	108.94	89.10	126.98	138.85
管理费用	293.57	240.42	178.21	211.64	241.48
研发费用	302.25	261.94	267.31	306.88	345.31
财务费用	167.18	158.06	152.63	153.18	127.45
资产/信用减值损失	(3.35)	(60.49)	(35.62)	(41.49)	(35.24)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.16	1.86	8.65	12.52	6.05
其他	(162.60)	(58.49)	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>735.11</b>	<b>36.63</b>	<b>132.27</b>	<b>497.20</b>	<b>750.72</b>
营业外收入	0.39	0.61	8.90	6.50	4.10
营业外支出	4.62	305.18	82.82	99.88	123.12
<b>利润总额</b>	<b>730.89</b>	<b>(267.93)</b>	<b>58.35</b>	<b>403.82</b>	<b>631.70</b>
所得税	109.75	(33.83)	8.75	60.57	94.75
<b>净利润</b>	<b>621.14</b>	<b>(234.10)</b>	<b>49.60</b>	<b>343.25</b>	<b>536.94</b>
少数股东损益	5.58	3.84	0.07	0.64	(0.55)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>615.56</b>	<b>(237.95)</b>	<b>49.52</b>	<b>342.61</b>	<b>537.49</b>
每股收益(元)	0.35	(0.13)	0.03	0.19	0.30

  

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入	24.79%	-11.66%	3.12%	18.76%	14.10%
营业利润	116.65%	-95.02%	261.11%	275.90%	50.99%
归属于母公司净利润	106.51%	-138.66%	120.81%	591.81%	56.88%
<b>获利能力</b>					
毛利率	15.41%	8.53%	10.00%	13.00%	14.00%
净利率	6.29%	-2.75%	0.56%	3.24%	4.45%
ROE	6.69%	-2.74%	0.57%	3.86%	5.80%
ROIC	6.47%	1.41%	2.06%	4.80%	6.56%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	44.40%	45.33%	45.50%	48.16%	41.87%
净负债率	37.92%	45.85%	39.92%	35.94%	11.84%
流动比率	2.02	1.66	1.55	1.49	1.64
速动比率	1.01	0.79	0.68	0.95	1.11
<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	1.74	2.30	3.49
总资产周转率	0.59	0.53	0.56	0.64	0.73
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.35	-0.13	0.03	0.19	0.30
每股经营现金流	0.43	0.60	0.67	0.55	1.60
每股净资产	5.21	4.92	4.90	5.03	5.25
<b>估值比率</b>					
市盈率	10.58	-27.38	131.57	19.02	12.12
市净率	0.71	0.75	0.75	0.73	0.70
EV/EBITDA	8.80	17.52	12.38	7.84	4.98
EV/EBIT	12.21	35.12	26.48	12.41	7.34

### 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