

➤ **事件。**公司发布 2024 年三季报：2024Q3 分别实现营收/归母净利润/扣非后归母净利润 15.81/-0.46/-0.02 亿元，同比分别-17.81%/转亏/转亏；2024 年前三季度分别实现营收/归母净利润/扣非后归母净利润 51.55/-0.95/-0.48 亿元，同比分别-22.13%/转亏/转亏。

➤ **供需失衡纸价下行整体收入承压。**公司 24Q3 单季度实现营收 15.81 亿元，同比变动-17.81%。市场需求虽小幅提升（2024Q3 双胶纸表观消费量为 263.08 万吨，同增 4%），但由于近年来产能集中投放，导致产能利用率下降（2024Q3 双胶纸产能利用率仅为 61%），供需失衡下纸价持续下行（2024Q3 双胶纸均价为 5664.06 元/吨，同环比分别降低 2.29%/8.32%），造成整体收入承压。

➤ **纸价承压叠加资产减值计提盈利水平暂时承压。**公司 24Q3 单季度实现归母净利润-0.46 亿元，同比转亏；扣非后净利润为-0.02 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、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。2024 年前三季度子公司茂源林业林木资产受冰雪灾害天气影响，出现减值迹象，经清理后计提了资产减值准备（24Q3 计提 0.5 亿元）。3、2023 年 10 月 10 日-2024 年 3 月 13 日，公司转让子公司湖南双阳高科化工有限公司部分股权并放弃增资的优先认缴权，最终持股比例为 38.72%。2024 年 3 月起，该公司不再纳入公司合并报表范围，公司对其会计核算由成本法改为权益法。2024Q3 公司毛利率为 4.95%，同比-0.07pct，主因纸价下降。2024Q3 销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.42%/2.27%/2.33%/0.25%，同比分别变动-0.05/-0.44/+1.13/-1.72pct，研发费用率上升主要系对再生利用技术以及新材料技术投入。现金流方面，24Q3 经营性现金流净额为 1.25 亿元，同比增加 1263%，主因子公司诚通凯胜生态建设有限公司第三季度“销售商品、提供劳务收到的现金”较上年同期增多。截至 2024.10.25，双胶纸价格为 5000 元/吨，为近 3 年来最低点，目前已经处于底部状态，未来纸价继续下探的可能性较小。

➤ **投资建议：**公司协助开发的湖北五峰土族自治县造林碳汇项目、贵州省江口县造林碳汇项目已成功被纳入第一批 CCER 名单实现挂网公示，如顺利通过将每年分别贡献 1.88/3.80 万吨的 CCER 减排量。子公司诚通碳汇正在为几十家客户提供项目合作开发服务，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。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 25-26 年归母净利润为 4.7/5.5 亿元，对应 PE 分别为 22X/18X，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	8,016	10,992	11,661
增长率 (%)	-11.7	-7.2	37.1	6.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	-238	-82	465	545
增长率 (%)	-138.7	65.6	668.4	17.0
每股收益 (元)	-0.13	-0.05	0.26	0.31
PE	-	-	22	18
PB	1.2	1.2	1.1	1.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 10 月 25 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

6.04 元


分析师 徐皓亮

执业证书：S0100522110001

邮箱：xuhaoliang@mszq.com

研究助理 胡皓寒

执业证书：S0100123060015

邮箱：huhaoan@mszq.com

相关研究

- 1.岳阳林纸(60093.SH)2024 年半年报点评：主业暂时承压，碳汇未来可期-2024/09/02
- 2.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
- 3.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
- 4.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
- 5.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

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	8,016	10,992	11,661
营业成本	7,904	7,390	9,594	10,128
营业税金及附加	48	40	74	78
销售费用	109	96	143	152
管理费用	240	208	286	303
研发费用	262	240	341	361
EBIT	235	159	706	799
财务费用	158	183	220	236
资产减值损失	-49	-233	0	0
投资收益	2	160	33	47
营业利润	37	-88	542	633
营业外收支	-305	-6	-6	-6
利润总额	-268	-94	536	628
所得税	-34	-12	68	79
净利润	-234	-82	469	548
归属于母公司净利润	-238	-82	465	545
EBITDA	649	610	1,238	1,444

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	788	1,716	1,878	1,898
应收账款及票据	698	612	839	890
预付款项	227	222	288	304
存货	4,880	4,424	5,520	5,827
其他流动资产	2,689	2,845	2,959	3,611
流动资产合计	9,282	9,818	11,484	12,529
长期股权投资	76	76	76	76
固定资产	3,571	3,858	4,248	5,021
无形资产	1,093	1,090	1,087	1,083
非流动资产合计	6,685	7,941	8,003	7,969
资产合计	15,968	17,759	19,488	20,498
短期借款	2,283	2,683	3,203	3,683
应付账款及票据	1,690	1,741	2,261	2,386
其他流动负债	1,612	1,640	1,828	1,873
流动负债合计	5,586	6,065	7,292	7,943
长期借款	1,607	3,079	3,079	3,079
其他长期负债	45	41	41	40
非流动负债合计	1,652	3,119	3,119	3,119
负债合计	7,238	9,184	10,412	11,062
股本	1,803	1,766	1,766	1,766
少数股东权益	46	45	49	53
股东权益合计	8,730	8,575	9,076	9,436
负债和股东权益合计	15,968	17,759	19,488	20,498

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	-7.22	37.12	6.08
EBIT 增长率	-73.71	-32.37	344.53	13.07
净利润增长率	-138.65	65.60	668.37	17.05
盈利能力 (%)				
毛利率	8.53	7.82	12.72	13.14
净利润率	-2.75	-1.02	4.23	4.67
总资产收益率 ROA	-1.49	-0.46	2.39	2.66
净资产收益率 ROE	-2.74	-0.96	5.15	5.80
偿债能力				
流动比率	1.66	1.62	1.57	1.58
速动比率	0.44	0.55	0.50	0.53
现金比率	0.14	0.28	0.26	0.24
资产负债率 (%)	45.33	51.72	53.43	53.97
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	230.00	210.00	210.00
总资产周转率	0.53	0.48	0.59	0.58
每股指标 (元)				
每股收益	-0.13	-0.05	0.26	0.31
每股净资产	4.92	4.83	5.11	5.31
每股经营现金流	0.60	0.61	0.04	0.30
每股股利	0.14	-0.02	0.11	0.12
估值分析				
PE	-	-	22	18
PB	1.2	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA	23.61	25.10	12.37	10.60
股息收益率 (%)	2.43	-0.33	1.88	2.20

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	-234	-82	469	548
折旧和摊销	414	451	531	646
营运资金变动	669	446	-1,123	-859
经营活动现金流	1,056	1,081	72	533
资本开支	-909	-1,212	-578	-593
投资	22	39	0	0
投资活动现金流	-884	-1,758	-222	-546
股权募资	0	-73	0	0
债务募资	366	1,872	520	480
筹资活动现金流	-98	1,605	312	33
现金净流量	68	927	162	20

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