

主业阶段性承压，林业碳汇开发龙头静待 CCER 重启

2023 年 07 月 13 日

► **事件：**公司发布 2023 年半年度业绩预减公告，预计 2023 H1 实现归母净利润 0.95~1.15 亿元，同减 61.62%~68.30%；预计 2023 H1 实现归母扣非净利润 0.48~0.68 亿元，同减 75.66%~82.82%。预计 23 单 Q2 实现归母净利润 0.08~0.28 亿元，同减 84.00%~95.43%，环减 67.82%~90.80%；预计 23 单 Q2 实现扣非归母净利润-0.15~0.05 亿元，同减 96.99%~109.04%，环减 92.06%~123.81%。业绩不及预期主因使用高价原材料较多。

► **文化纸社会端需求疲软，高价浆库存较多挤压企业利润。**23Q2 纸浆价格处于下行区间，公司受纸浆策略扰动（高价浆库存水平较高）原有利润被稀释；23Q2 针叶浆（银星）/阔叶浆（金鱼）价格分别同比-29.3%/-19.9%、环比变动-21.8%/-21.0%；下游以低库存运营策略为主，整体需求依然存压。Q2 社会端文化纸需求不及预期，价格随浆价略有下滑，23Q2 双胶纸/铜版纸市场价分别同比-2.2%/-1.8%、环比-9.3%/-5.0%。

► **To G 订单稳定，Q3 盈利或筑底改善。**Q3 随着高价浆库存逐渐消化，文化纸价格企稳&需求回暖，提价或逐步落地，我们预计公司造纸业务盈利改善确定性大。公司文化纸下游多为党政刊物、教材教辅等，订单相较行业水平较为稳定。截至 22 年底，岳阳林纸拥有 100 万吨纸产能，自制浆供给率约为 50%；公司在建浆纸产能为文化纸/化机浆各 45/20 万吨，新增产能有望在 24-25 年释放。

► **短期：CCER 重启在即，林业作为优势品种被首批纳入确定性大。**CCER 年内重启确定性大：6 月 29 日，生环部表示力争年内尽早启动 CCER 交易市场；7 月 7 日，《CCER 交易管理办法(试行)》公开征求意见。目前市场存量 CCER 或仅有约 1000 万吨，难以满足第二履约周期（23 年底前清缴）需求。据生环部披露，第一履约周期使用 CCER 约 3273 万吨，为相关主体带来收益约 9.8 亿元。

► **长期：公司为林业碳汇开发龙头，碳价上升打开盈利弹性。**公司深度布局林业碳汇，为拥有最大林业面积的国内造纸上市公司，拥有林学、园林专业人员超过 200 人，参与开发相关方法学，掌握林业碳汇开发核心竞争力。同时，公司的央企地位利于其获得地方政府信赖，并与林权主体建立良好协作关系；截至 23H1 公司签订碳汇开发面积 3688 万亩（含农田 256 万亩），处于行业领先地位；公司预计 2025 年末累计签约林业碳汇 5,000 万亩。碳汇作为促进产业升级重要抓手，同时兼具供给侧改革&转移支付职责，当前国内和欧盟碳价存在十余倍差距，为坚定推进“双碳”政策&与国际接轨，碳价上行确定性较大。

► **投资建议：**公司为文化纸领军央企，作为国企改革标杆企业，林浆纸一体化稳步扩张；长期看好林业碳汇业务带来的盈利弹性，我们预计公司 23-25 年净利润分别为 7.2/8.4/9.5 亿元，对应 PE 为 18X/15X/14X，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。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	9,781	11,194	13,081	14,396
增长率（%）	24.8	14.4	16.9	10.1
归属母公司股东净利润（百万元）	616	718	844	948
增长率（%）	106.5	16.6	17.6	12.3
每股收益（元）	0.34	0.40	0.47	0.53
PE	21	18	15	14
PB	1.4	1.3	1.3	1.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 7 月 13 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

7.11 元


分析师 徐皓亮

执业证书：S0100522110001

邮箱：xuhaoliang@mszq.com

研究助理 杜嘉欣

执业证书：S0100123030012

邮箱：dujiaxin@mszq.com

相关研究

1. “碳中和”事件点评：CCER 管理办法征求意见稿出台，明确政府对该领域主导地位-2023/7/8
2. “碳中和”事件点评：CCER 放开的前夜-2023/07/02
3. 轻工行业事件点评：欧盟碳关税启征在即，影响几何？-2023/05/10
4. 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
5. “碳中和”专题报告：CCER 重启在望，我国碳交易市场大有可为-2023/03/30

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	9,781	11,194	13,081	14,396
营业成本	8,274	9,482	11,061	12,131
营业税金及附加	62	67	78	86
销售费用	112	123	144	158
管理费用	294	336	392	432
研发费用	302	347	406	446
EBIT	894	1,014	1,203	1,367
财务费用	167	170	212	253
资产减值损失	0	-1	-1	-1
投资收益	1	3	4	4
营业利润	735	858	1,008	1,131
营业外收支	-4	-5	-5	-5
利润总额	731	853	1,003	1,126
所得税	110	128	150	169
净利润	621	725	853	957
归属于母公司净利润	616	718	844	948
EBITDA	1,313	1,443	1,663	1,856

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	918	1,067	1,780	2,751
应收账款及票据	747	854	998	1,099
预付款项	417	474	553	607
存货	5,226	5,715	6,515	7,145
其他流动资产	3,150	3,597	4,009	4,358
流动资产合计	10,458	11,708	13,855	15,960
长期股权投资	67	67	67	67
固定资产	3,669	3,817	3,948	4,024
无形资产	1,120	1,120	1,116	1,113
非流动资产合计	6,163	6,376	6,446	6,416
资产合计	16,621	18,084	20,301	22,376
短期借款	1,963	2,563	2,913	3,563
应付账款及票据	1,992	2,234	2,606	2,825
其他流动负债	1,223	1,151	1,085	1,174
流动负债合计	5,178	5,948	6,603	7,562
长期借款	2,161	2,379	3,379	3,879
其他长期负债	41	39	39	39
非流动负债合计	2,202	2,419	3,418	3,918
负债合计	7,380	8,367	10,022	11,480
股本	1,804	1,804	1,804	1,804
少数股东权益	45	52	60	70
股东权益合计	9,241	9,717	10,280	10,896
负债和股东权益合计	16,621	18,084	20,301	22,376

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	24.79	14.44	16.85	10.06
EBIT 增长率	71.88	13.46	18.69	13.57
净利润增长率	106.51	16.63	17.60	12.27
盈利能力 (%)				
毛利率	15.41	15.30	15.44	15.73
净利率	6.29	6.41	6.45	6.58
总资产收益率 ROA	3.70	3.97	4.16	4.24
净资产收益率 ROE	6.69	7.43	8.26	8.76
偿债能力				
流动比率	2.02	1.97	2.10	2.11
速动比率	0.56	0.56	0.66	0.73
现金比率	0.18	0.18	0.27	0.36
资产负债率 (%)	44.40	46.27	49.36	51.31
经营效率				
应收账款周转天数	27.86	28.00	28.00	28.00
存货周转天数	230.53	220.00	215.00	215.00
总资产周转率	0.59	0.65	0.68	0.67
每股指标 (元)				
每股收益	0.34	0.40	0.47	0.53
每股净资产	5.10	5.36	5.66	6.00
每股经营现金流	0.42	0.24	0.27	0.49
每股股利	0.14	0.16	0.19	0.21
估值分析				
PE	21	18	15	14
PB	1.4	1.3	1.3	1.2
EV/EBITDA	13.02	11.84	10.28	9.21
股息收益率 (%)	1.94	2.26	2.66	2.99

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	621	725	853	957
折旧和摊销	419	429	459	489
营运资金变动	-465	-889	-1,052	-831
经营活动现金流	760	441	478	883
资本开支	-260	-513	-521	-450
投资	-4	0	0	0
投资活动现金流	-259	-579	-402	-446
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-206	718	1,151	1,150
筹资活动现金流	-627	287	636	533
现金净流量	-126	149	713	970

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