

富泰股份公司 (PTB :HOSE)

當日報告： 2023年9月5日
 分支： 材料
 CVPTC： 吳氏金清
 電子郵件： thanhntk@ssi.com.vn
 電話號碼： +84-28 3636 3688 分機號3053

建議： **中性的**
 1年目標價： 61,600 越南盾
 2023年8月31日股價： 57,800 越南盾
 % 價格上漲： **+6.6%**

市值 (百萬美元)： 160.5
 資本價值 (十億越南盾)： 3,869
 已發行股份數量 (百萬)： 66.9
 3個月平均交易量 (股)： 613,045
 最高/最低價格52T (ND) :62.3/33.7
 3個月平均交易額 (十億越南盾) :32.0
 外資持股比例 (%) :18.65
 國有持股比例 (%) : 0

股價波動



來源： SSI 研究

公司基本信息

富泰公司成立於1994年，隸屬於國防部第五軍區。主營業務為生產加工

家具製造、花崗岩製造和豐田汽車銷售。PTB於2011年5月在HOSE上市。PTB在平定、富安、慶和、得農、安沛擁有10個花崗岩採石場，總產能為16.68億平方米/年，以及1個建築採石場，產能為62萬立方米/年。

PTB 在平定和同奈擁有 4 家木材工廠，總產能為 7,400 立方米/年。

預計2023年下半年開始盈利恢復

由於擁有大客戶 (Masterband 和 Melissa & Doug)，PTB 實現了高於木材行業的增長率。此外，公司穩定的木材生產利潤體現了勞動生產率的優化，使得木材毛利率高於行業平均水平3%-4%。根據我們的測算，利率每下降1%，PTB的稅前利潤將增加2%。我們看到PTB的利潤已於2023年Q2/2觸底，但2024年復蘇並不強勁。PTB目前的2023年和2024年遠期市盈率水平分別為10.2x和9.05x，低於其他公司在同一行業 (11x)。我們申請我們

木材行業的平均市盈率為 11 倍，石材行業為 10 倍，PTB 股票的 1 年目標價格為61,600 越南盾/股 (潛在價格漲幅為 6.6%)。我們維持對該股的中性推薦 PTB 憑證。

2023 年第二季度收入和利潤大幅下降。2023 年第二季度，PTB 的淨收入和淨利潤分別為 1.4 萬億越南盾 (佔銷售額下降 22.3%) 和 1,066 億越南盾 (佔銷售額下降 32.9%)。其中，木製品板塊的收入 (其中 65%-70% 的收入來自美國市場) 下降了 26.5%，原因是美國市場消費者對室內外木製品的需求下降。壓力；石材業務 (佔總收入的 32%) 在 2023 年第二季度的收入達到 4890 億越南盾 (佔總收入的 18.4%)。

利潤預計從2023年下半年開始恢復。2023年下半年收入和稅前利潤預計將減少5.3%和增長21%，分別達到3.06萬億越南盾和3060億越南盾。其中，由於訂單增加，預計2023年下半年石英石對美國市場的出口將增長25%；木材出口預計將增長 8% svck。

木材出口活動預計將在 2024 年恢復。PTB擁有擁有 FSC 認證的優勢，可提供 70% 的原木來自國內來源，因此我們預計 PTB 將繼續獲得市場份額。

我們預測木材收入將達到 3.2 萬億越南盾 (同比增長 18%)。毛利率預計為 23% (銷售額增長 3%)，因為 Phu My Wooden Furniture 工廠的產能利用率將達到 65%，而 2023 年的平均產能利用率為 55%。

2023年第二季度，PTB 實現淨收入和淨利潤分別為 1.4 萬億越南盾（佔銷售額下降 22.3%）和 1,066 億越南盾（佔銷售額下降 32.9%）。由於出口收入相當穩定，第二季度業績好於我們預期。

· 木材生產（佔總收入的49.7%）錄得自2017年以來最低的季度收入

2020年第二季度，木材部門的收入（其中65%-70%的收入來自美國市場）下降了26.5%，原因是美國市場消費者對室內外木製品的需求因通脹壓力而下降。

不過，我們認為公司木材板塊利潤好於行業，主要是因為：(1)PTB擁有證明木材原產地的FSC證書，因此出口到美國的木製櫥櫃和抽屜無需納稅。-傾銷，從而從在越南設有工廠的其他競爭對手手中奪取了一些市場份額；(2)

中國同類型木製品目前徵收的關稅範圍為4.37%至262.18%；(3) 容量

較高的產量有助於 PTB 擁有高於行業平均水平的利潤率。2023年第二季度，由於出口產品的平均價格下降了銷售額的5%，PTB的毛利率為21%（銷售額下降了6.3%）。

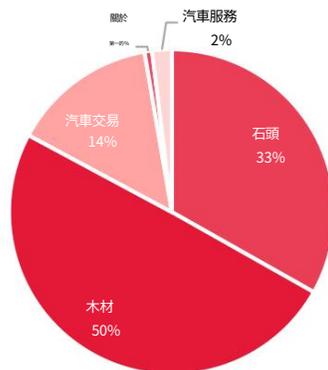
· 2023年第二季度石材產量（佔總收入的32%）達到 4,890 億越南盾收入（佔銷售額的 18.4%）。

美國對石英石的需求增加，因美國商務部還對從印度和土耳其進口的石英石產品徵收反傾銷稅，反傾銷稅率為200萬越南盾，印度企業為67%至5.15%，土耳其企業0%至5.17%。目前，同奈石英石工廠的最大產能為20萬噸，並將於2023年第三季度擴大至45萬噸。岩石業務的毛利率達到32%（令svck贊不絕口）。

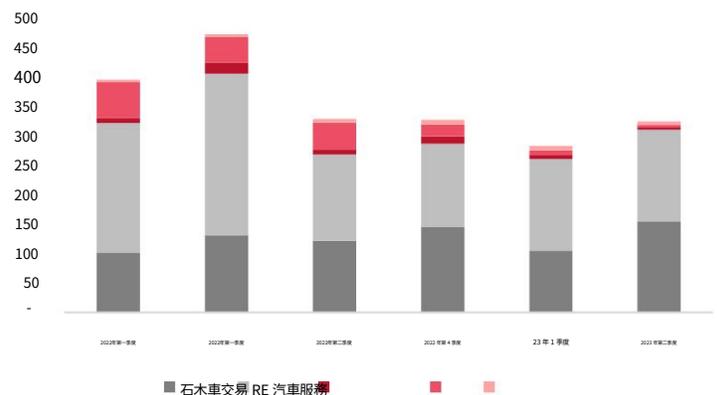
· 汽車業務（佔總收入14%）的svck 沒有改善。由於國內需求疲軟，2023年第二季度汽車部門收入達到 2130 億越南盾（同比下降 40.8%）。毛利率僅為2%。

· PTB 繼續記錄 Phu Tai Residence 項目的其餘部分。2023年第二季度，PTB 錄得 210 億越南盾 Phu Tai Residence項目的收入和毛利潤達70億越南盾。截至第二季度末，Phu Tai Residence 項目的庫存達到 2,450 億越南盾。

2023年第二季度PTB的收入結構



2023年第一季度至2023年第二季度按業務部門劃分的毛利潤（十億越南盾）



來源：PTB，SSI 研究

2023年下半年的收入和稅前利潤預計將下降5.3%和增長21%，分別達到3.06萬億越南盾和3060億越南盾，原因如下：

- 由於訂單增加，預計2023年下半年石英石對美國市場的出口將增長25%；

- 木材出口預計將增長8% svck。我們注意到，木材生產訂單已簽署至2023年12月，交貨時間從2023年約5-6個月縮短至約2-3個月。2022年。

我們預計2023年下半年房地產收入和毛利潤分別為320億越南盾（銷售額下降79%）和70億越南盾。

前景

到2024年，淨收入和淨利潤預計將分別達到6萬億越南盾（佔銷售額的13%）和4560億越南盾（佔銷售額的9%）。按目前價格計算，2024年市盈率為9.05倍，比同業低11倍。淨利潤增長可能低於淨收入增長，因為預計2024年房地產板塊將沒有收入記錄。

- 木製品需求預計將在2024年恢復。PTB擁有FSC認證的優勢，提供70%的原木來自國內，因此我們預計PTB將繼續贏得市場。

此外，PTB還確定了主要客戶（Masterband、Melissa & Doug）家具零售商室內/室外項目的恢復速度快於房地產項目。

我們預測木材收入將達到3.2萬億越南盾（同比增長18%）。預計毛利率為23%（上漲3% svck），因為Phu My Wooden Furniture工廠的產能將達到65%，而2023年平均產能為55%，並且平均售價上漲3-5% svck。

- 石材收入預計將增長10%，原因是：(1) 同奈石英廠產能翻倍，與中國競爭對手相比，有助於在出口到美國市場時利用0%稅率的優勢。中國和土耳其；(2) PTB預計將競標為基礎設施項目供應石材，例如為新山一機場提供花崗岩或大理石，以及為當地基礎設施項目提供鋪路石。毛利率預計為32% (+2% svck)。

- 2024年不會記錄任何房地產收入。

十億盾	2019年	2020年	2021年	2022年	2023F	2024F
收入						
石頭	1,496	1,435	1,441	1,711	1,482	1,627
汽	2,091	2,988	3,436	3,382	2,748	3,233
車木	1,805	1,147	1,010	1,261	975	1,023
房地產			511	405	70	70
總收入	5,549	5,601	6,494	6,889	5,368	6,045
EBT						
石頭	355	237	239	283	245	269
木	150	222	282	277	226	266
車	37	-3	10	15	14	14
房地產			103	103	14	14
總 PBT	550	第462章	650	614	417.9	455.7

來源： PTB， SSI 研究

投資論文

得益於大量客戶（Masterband 和 Melissa & Doug），PTB 實現了高於木材行業的增長率。

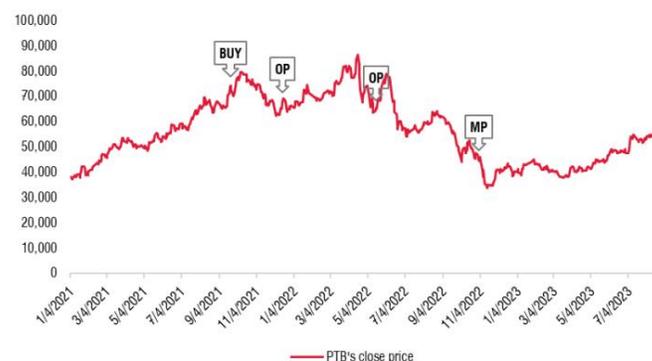
此外，公司穩定的利潤體現了勞動生產率的優化，使得木材毛利率高於行業平均水平3%至4%。根據我們的估計，利率每上升1%，PTB的稅前利潤將減少2%。我們看到PTB的利潤已於2023年Q2/Q2觸底，但2024年復蘇並不強勁。PTB目前的2023年和2024年遠期市盈率水平分別為10.2x和9.05x，低於其他公司在同一行業(11x)。我們採用平均市盈率

木材行業為 11 倍，石材行業為 10 倍，PTB 股票 1 年目標價為61,600 盾/股（潛在價格漲幅為 6.6%）。我們維持對 PTB 股票的中性推薦。

短期來看，2023 年下半年的利潤增長（+21% svck）應該會支撐股價。任何與出口市場需求復蘇相關的消息都將對股價產生積極信號。

風險（1）歐美木材需求恢復慢於預期；（2）石材行業的競爭，小型石材企業低價銷售花崗岩產品。

推薦歷史



來源： SSI 研究

筆記： 買：買，操作：卡 積極 圖會建議：中性的，向上：不太積極，

附錄 :美國年度財務報表

十億盾	2020年	2021年	2022	2023F
會計資產負債表				
+ 現金及現金等價物 + 短期投資	168	136	第272段	255
	113	54	27	40
+ 短期應收款	第824段	929	第793段	810
+ 庫存	1,440	1,859	1,757	1,649
+ 其他短期資產	193	第202段	206	238
短期資產總額	2,738	3,180	3,055	2,992
+ 長期應收款	19	24	28	27
+ 固定資產價值	1,463	1,780	1,796	1,801
+ 投資房地產	0	0	0	0
+ 長期在建資產 + 長期投資	250	113	38	158
	+	15	15	15
+ 其他長期資產	293	第319段	301	290
長期資產合計	2,036	2,251	2,183	2,291
總資產	4,774	5,431	5,238	5,282
+ 短期債務	2,462	2,665	2,310	2,085
其中 : 貸款 短期	1,397	1,620	1,476	1,358
+ 長期債務	321	第376段	167	第354段
其中 : 長期借款	307	第358段	152	第337段
負債總額	2,783	3,040	2,477	2,439
+ 實繳資本	第486段	第486段	680	680
+ 股本盈餘	162	24	24	24
+ 未分配利潤	380	第535段	第493段	第466段
+ 其他基金	1,032	人	1,273	1,488
公平	1,991	2,391	2,761	2,843
負債和權益總額	4,774	5,431	5,238	5,282
現金周轉				
經營活動產生的現金流量	830	160	735	212
投資活動產生的現金流量	-498	-363	-209	-137
籌資活動現金流量	-291	172	-389	-92
本期現金流量淨額	41	-32	137	-17
期初現金	127	168	136	第272段
期末現金	168	136	273	255
償付能力係數				
當前派息率	1.11	1.19	1.32	1.43
快速支付比率	0.53	0.5	0.56	0.64
現金支付率	0.07	0.05	0.12	0.12
淨債務/EBITDA	1.95	1.76	1.27	1.59
支付利息的能力	5.35	6.42	4.6	4.59
應收賬款日期	53.7	52.2	42	55.1
應付日期	43.3	44.9	28.5	35.9
庫存日期	117.9	134.7	120	141.8
資本結構				
權益/總資產	0.42	0.44	0.53	0.54
負債/總資產	0.58	0.56	0.47	0.46
負債/權益	1.4	1.27	0.9	0.86
債務/股權	0.86	0.83	0.59	0.6
短期債務/股權	0.7	0.68	0.53	0.48

來源 : PTB , 估計的 SSI

十億盾	2020年	2021年	2022年	2023F
業務報告				
淨收入	5,601	6,492	6,887	5,368
銷售商品成本	-4,460	-5,039	-5,346	-4,244
毛利	1,141	1,453	1,540	1,124
金融活動收入	24	六十一	45	32
財務經費	-106	-120	-171	-141
來自聯營公司的收入	0	0	0	0
銷售成本	-422	-550	-563	-323
企業成本管理	-197	-205	-233	-191
商業活動利潤	第439段	第638段	619	501
其他的收入	23	第十二	-5	5
稅前利潤	第462段	650	614	506
淨利	379	526	502	第418段
分配給股東的利潤	359	512	487	400
少數股東利益	21	14	15	18
基本每股收益 (越南盾)	7,709	7,657	7,162	6,091
賬面價值 (越南盾)	40,960	49,193	40,584	41,809
股息 (越南盾/股)	3,000	3,000	3,000	3,500
息稅前利潤	第569段	第771段	第785段	第647段
息稅前利潤及聯營公司利潤	第789段	1,046	1,064	906
生長				
收入	1.0%	15.9%	6.1%	-17.2%
息稅前利潤及聯營公司利潤	-5.3%	35.5%	3.8%	-14.8%
息稅前利潤	-11.5%	39.7%	4.7%	-17.5%
淨利	-17.0%	38.6%	-4.5%	-16.8%
公平	7.9%	20.1%	15.5%	3.0%
授權資本	0.0%	0.0%	40.0%	-0.1%
總資產	10.3%	13.8%	-3.5%	0.8%
價錢				
EPS	4.9	8.6	5.6	9.1
PB	0.9	1.3	1	1.3
價格/收入	5.1	6.3	5.6	6.8
股息率	8.0%	5.0%	7.0%	6.5%
企業價值, 息稅前利潤及聯營公司利潤	4.7	6.3	5.8	6.1
電動汽車/銷售	0.8	1.1	0.9	0.9
盈利係數				
毛利潤率	20.4%	22.4%	22.4%	20.9%
營業利潤率	7.8%	9.8%	9.0%	9.3%
淨利潤率	6.8%	8.1%	7.3%	7.8%
銷售費用/淨收入	7.5%	8.5%	8.2%	6.0%
管理成本/淨收入	3.5%	3.2%	3.4%	3.6%
魚子	19.1%	22.0%	18.2%	14.7%
資產回報率	7.9%	9.7%	9.6%	7.9%
投資回報率	16.0%	14.0%	17.0%	14.0%