



日期	所屬行業
2011/11/04	零售業務

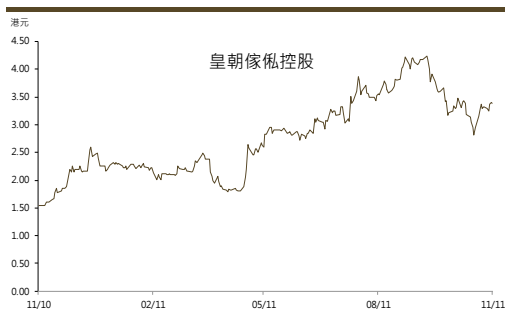
前收市價	目標價
2.46 港元	3.00 港元

股份資料

代號	1198
總流動股數(億)	6.82
市值(億港元)	17
6個月每日平均成交值(萬港元)	553
12個月高/低(港元)	4.3/1.32
每股現金流(港元)	0.3
每股資產淨值(港元)	1.8
市盈率(倍)	6.9
市帳率(倍)	1.4
股本回報率(%)	21
資產回報率(%)	15
淨負責比率(%)	淨現金
股息率(%)	3.0

資料來源：彭博、英皇證券研究部

股價表現圖



股價表現	1個月	3個月	6個月	12個月
股價變動(%)	70.8	-22.2	-30.1	-13.4
相對恒指(%)	39.9	-14.1	-17.9	7.1

資料來源：彭博

英皇證券(香港)有限公司研究部

電話：(852) 2836 2763

傳真：(852) 2574 2622

電郵：esl.research@emperor.com.hk

皇朝傢俬(1198.HK)

增持

龍頭傢俬產銷集團，知人善任擴展國內市場

皇朝傢俬控股有限公司為中國龍頭傢俬產銷集團之一。集團於2002年在香港聯合交易所上市。集團不斷在二至四線城市拓展零售據點，在中國開設逾1990間零售店，生產和銷售板式傢俱、實木傢俱和沙發。隨著內地居民居住環境改善，對優質傢俬需求甚殷，我們預計皇朝傢俬在2011-2013年，銷售額三年複合增長年率約35%，升至29.7億元人民幣。而每股收益三年複合增長年率為26.1%，達至每股0.57元港元。

投資要點

- **垂直生產流程，保持產品創新和價格優勢：**集團在傢俱製造方面擁有從設計、原料採購、生產、運輸和銷售的一站式的產銷流程，大幅提升公司產品創新和銷售效率。
- **全國名列第一的傢俱品牌：**2007年「皇朝傢俬」獲委任為北京2008年奧運會生活傢俱獨家供應商，2010年獲得中國傢俱十大品牌第一名，集團品牌在全國已獲得廣泛認同和支持。
- **穩定和優秀的管理團隊：**集團4位執行董事在集團擁有20年或以上資歷。加上集團管理層廣言納諫，知人善任，將有助業務獲得長遠而高速增長。

主要風險考慮因素

- **假冒貨品影響集團品牌：**集團品牌產品出現假冒貨品。
- **原材料成本上升：**原材料成本上升將可能影響集團毛利率。

價值評估

- 我們把皇朝傢俬的估值定於2012年預期市盈率6.4倍，目標價為3.00港元，現時股價有22%的潛在上升空間，建議增持。

財務數據

截至12月31日止	2009	2010	2011E	2012E	2013E
營業額(百萬港元)	892	1210	1689	2289	2973
變動(%)	12.8	35.6	39.6	35.5	29.9
淨利潤(百萬港元)	130	181	240	300	363
變動(%)	491.3	39.0	32.3	25.2	21.0
每股盈利(港元)	0.28	0.28	0.38	0.47	0.57
變動(%)	305.7	1.7	32.3	25.2	21.0
市盈率(x)	8.8	8.7	6.5	5.2	4.3
每股派息(港仙)	11.3	10.4	13.2	16.5	19.9
股息率(%)	8.3	3.0	3.0	3.0	3.0

資料來源：彭博、英皇證券研究部

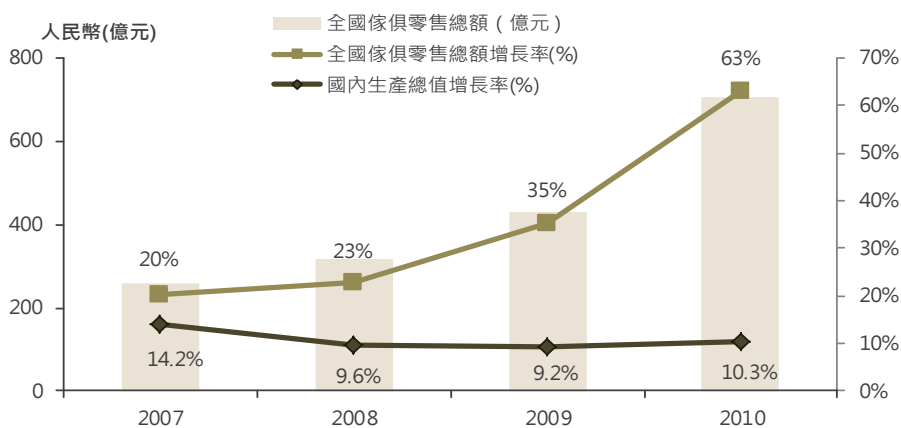
行業要點

現時中國傢俬市場行業集中度非常低，沒有單一公司擁有超過 2% 的市場佔有率。

中國傢俬市場分散，有待強者鞏固：根據國家統計局統計，截止 2011 年 1-9 月份，中國傢俱總銷售額為人民幣 801 億元，同比增長 31.4%，佔全國社會消費品零售總額人民幣 130,811 億元的 0.61%。現時中國傢俬市場行業集中度非常低，沒有單一公司擁有超過 2% 的市場佔有率。我們相信集團通過特許經營店不斷在二至四線市場擴張，及優化產品組合，日後將可獲得更多市場份額。

國內傢俬市場，受經濟週期影響比較低：根據國家統計局統計，從 2007-2010 年，全國傢俱零售總額從人民幣 260 億元增長至人民幣 705 億元，每年平均增幅為 35%，遠高於同期國內生產總值增長率的 11% (見圖表一)。我們相信國內傢俬市場受經濟影響程度比較低。

圖表一：2007-2010 年全國傢俱零售總額及國內生產總值比較

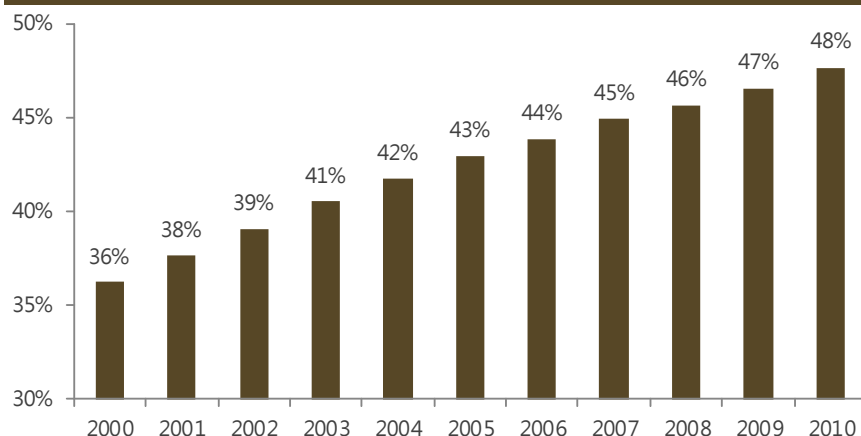


資料來源：國家統計局

信貸緊縮及住房限購政策影響下，國內房地產投機活動已大幅減少，有助國內房地產市場走向穩步健康發展。

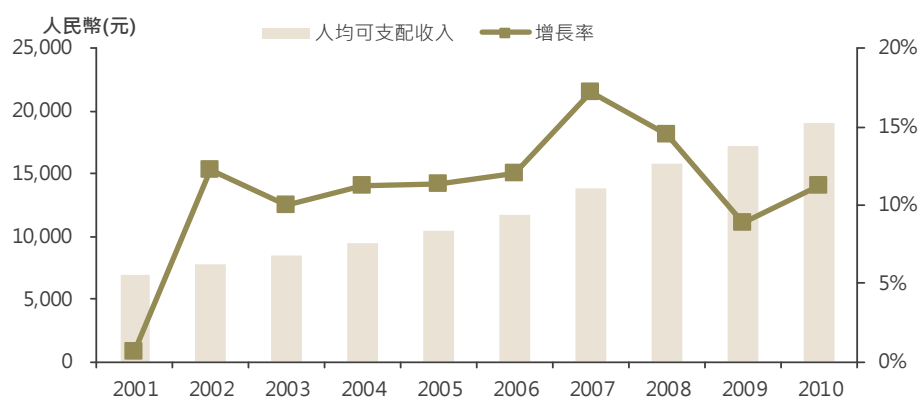
住房限購政策減少投機活動，鼓勵用家需求：在信貸緊縮及住房限購政策影響下，國內住房價格已開始出現調整，但銷售量仍然不俗，顯示國內居民對住房需求基本不變，但同時投機活動已大幅減少。根據國家統計局公布 9 月份數據顯示，9 月份 70 個大中城市，新建商品住宅價格，按年比較升幅回落的城市有 59 個，比 8 月份增加 19 個。但首 9 月房地產銷售面積同比增長 12.9%。此外，全國城市化比率從 2000 年的 36.2% 升至 2010 年的 47.7% (見圖表二)，及國內可支配收入持續上升 (見圖表三) 均有助國內房地產市場走向穩步健康發展。

圖表二：2000-2010 年中國城市化比率



資料來源：國家統計局

圖表三：2001-2010年中國人均可支配收入及增長率



資料來源: 國家統計局

2011年計劃建設1000萬套保障性住房：為解決城鎮中低收入家庭住房困難，和令新增就業居民住房需求得到緩和，中國政府10月份刊登的《國務院辦公廳關於保障性安居工程建設和管理的指導意見》指出，到“十二五”期末，全國保障性住房覆蓋面要達到20%左右。2011年計劃建設1000萬套保障房，截至9月底，全國城鎮保障性住房和棚戶區改造住房已開工986萬套，開工率98%。其中，北京、河北、山西、遼寧、吉林、江蘇、浙江、福建、山東、廣西、重慶、四川、陝西、甘肅、寧夏等15省城鎮保障房開工量已超全年目標。我們相信未來幾年保障房仍然為國家建設重點，相關扶持政策將陸續出臺，而傢俱行業將受惠於未來大量保障房相繼落成。

投資要點

垂直生產流程，保持產品創新和價格優勢：集團在傢俱製造方面擁有從設計、原料採購、生產、運輸和銷售的一站式的產銷程序，大幅提升公司銷售效率和議價能力。公司擁有自己的產品設計隊伍，定期開發新產品，增加迎合市場需求產品並同時淘汰銷量欠佳的產品，以保持市場競爭力。原料採購方面，由於集團不斷擴大生產規模，不單享有大規模生產的成本效益，更加強集團購買原材料時的議價能力。集團在廣州石灘、廣州永和及北京均設有廠房，總面積達300,000平方米，集團員工逾3,000多人。

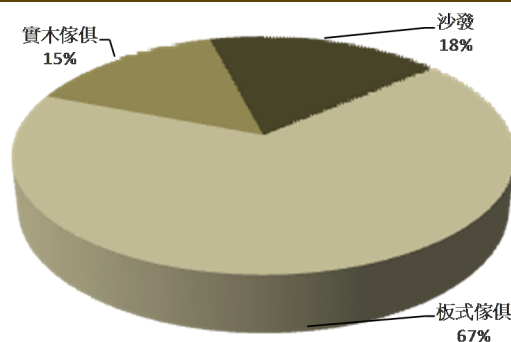
產品種類廣泛，迎合不同客戶群的需求：2011年上半年板式傢俱佔集團總收入約67%、實木傢俱為15%、沙發產品為18%(見圖表四)。為吸納不同種類的客戶群，集團不斷擴闊產品種類，並不時更新產品系列，例如2010年，在一、二線城市，集團推出了三個新系列產品，包括「Jessica」、「蝶戀花」及「路易皇宮」。在三、四線城市，集團積極推廣較經濟的產品系列。現時集團擁有12款不同產品系列(見圖表五)，售價介乎人民幣6,000元至人民幣200,000元(見圖表六)。其中尊皇、鳳凰和巴里島系列走中高檔路線，售價介乎人民幣12,000元或以上。路易皇宮系列和以紅木傢俱為主的皇朝御品是頂級系列，售價更高達人民幣120,000元以上。集團最受市場歡迎產品為淺胡桃系列，零售價約為人民幣8,000元或以下一套，並約佔集團銷售總額的25%。我們相信集團產品種類廣泛，有助集團加速和更有彈性地不同市場發展。

未來幾年保障房仍然為國家建設重點，相關扶持政策將陸續出臺，而傢俱行業將因此受惠於未來大量保障房的相繼落成。

垂直生產流程，大幅提升公司銷售效率和議價能力。

為了吸納不同種類的客戶群，集團不斷擴闊產品種類，並不時更新產品系列

圖表四：2011年上半年各產品銷售額分佈圖



資料來源：皇朝傢俬控股有限公司

圖表五：皇朝傢俬 12 款不同產品系列

產品種類	系列			
紅木傢俱	皇朝•禦品			
實木傢俱	路易皇宮	鳳凰		
板木結合傢俱	尊皇	巴厘島		
板式傢俱	櫸木	JESSICA	淺胡桃	蝶戀花
	奧運之家	沙比利	黑胡桃	

資料來源：皇朝傢俬控股有限公司

圖表六：皇朝傢俬不同產品系列價格

產品種類	系列	零售價格
實木傢俱	巴厘島	人民幣12,000
	尊皇	人民幣12,000-15,000
	鳳凰	人民幣20,000-30,000
	路易皇宮	人民幣120,000或以上
板式傢俱	淺胡桃	人民幣7,500-8,000
	黑胡桃	人民幣7,000-8,000
	JESSICA	人民幣7,000-7,500
	沙比利	人民幣8,000-10,000
沙發產品		人民幣6,000-8,000

資料來源：皇朝傢俬控股有限公司

集團目標是提升沙發產品於 2015 年佔集團總收入為 33%。

特許經營店主要是拓展在二至四線城市的業務，以提升全國市場佔有率和銷售收入。

發展沙發產品，提升集團產品種類：截止 2011 年上半年，木制產品佔集團總收入為 82%，沙發產品為 18%。為了增加後者的市場份額，集團於 2010 年增持旗下從事沙發製造的附屬公司 Signature Industry Limited 16.5% 股權至 87.5%。此外，集團增加沙發的市場推廣，並大力加強其研發設計能力和積極與國際品牌合作，目標是提升沙發產品於 2015 年佔集團總收入為 33%。

擁有全國銷售網絡：截止 2011 年上半年，特許經營店佔集團總收入的 86%，自營店為 14%。現時集團分別擁有 137 間自營店和 1,853 間特許經營店。自營店主要位於沿海和一線城市，用以建立集團品牌形象以提升全國知名度，特許經營店則主要拓展在二至四線城市的業務，以提升全國市場佔有率和收入。為逐步擴大在全國傢俬的市場佔有率，集團計劃每年開設不少於 25-30 間自營店和 500 間特許經營店(見圖表七)。

圖表七：2006-2013E 年皇朝傢俬零售店數量

	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
皇朝傢俬零售店								
自營店	69	100	100	100	120	145	170	195
特許經營店	1050	1300	1400	1278	1603	2103	2603	3103
總零售店數量	1119	1400	1500	1378	1723	2248	2773	3298
新增零售店								
自營店	0	31	0	0	20	25	25	25
特許經營店	0	250	100	(122)	325	500	500	500
	0	281	100	(122)	345	525	525	525

資料來源：皇朝傢俬控股有限公司

集團分別在天津武清區和在江西南昌市建立新廠房，以縮短特許經營店交貨時間和降低運輸成本和應付日後市場對產品大量需求。

訂做產品減少貨存，成立天津和江西廠房降低運輸成本：集團現時以訂做生產方式，減少貨存風險和成本。當自營店或特許經營店向廠房發出訂單後，需向集團支付 30%或以上訂金，然後安排物流運輸，當接收貨品後支付貨品餘額，交付期約為一個月(視乎零售店和集團廠房的距離)，這將大幅減少集團存貨成本。現在特許經營店的最低銷售價為出廠價的 180%，並可自行上調零售價。但此系統在減少集團存貨成本的時候，卻增加了零售店的運輸時間和成本。為提高全國零售店的供應效率，以縮短特許經營店交貨時間和降低運輸成本和應付日後市場對產品大量需求，集團分別在天津武清區和在江西南昌建立新廠房。並預計 2012 年兩座新廠房全面投產，將現有產能提高 150%或港幣 36 億元銷售額。

皇朝傢俬名列 2010 年傢俱十大品牌第一名

全國名列第一的傢俱品牌：根據由中國馳名商標網發起的“中國傢俱十大品牌榜”中，皇朝傢俬名列 2010 年傢俱十大品牌第一名(見圖表八)。在此之前，集團已於 2008 年獲選為中國家居業十大影響力品牌及中國 500 強，同年更成為北京奧運會獨家傢俱供應商，往後亦獲得 2011 年在深圳舉行的第廿六屆世界大學生運動會的獨家傢俱供應合同。我們相信集團品牌在全國已獲得廣泛認同和支持，將有利繼續拓展全國銷售網絡和全國市佔率。

圖表八：2010 年傢俱十大品牌

排名	公司名稱
1	香港皇朝傢俬集團
2	成都市雙虎實業有限公司
3	三葉傢俬
4	左右傢俬有限公司
5	北京紫光藝緣傢俱有限公司
6	深圳雅蘭傢俱有限公司
7	廣州市甯基裝飾實業股份有限公司(索菲亞)
8	廣州好萊客家具有限公司
9	徐州松霖傢俬有限公司
10	廣東優派傢俬有限公司

資料來源：2010 年中國家具十大品牌排行榜

我們相信憑著集團管理層的穩定性及不斷廣言納諫·知人善任·將有助業務獲得長遠而高速的發展增長。

穩定和優秀的管理團隊：集團擁有穩定和優秀的管理團隊·集團 4 位執行董事包括兩位創辦人、首席執行官和首席運營官已在集團擁有 20 年或以上的資歷。此外·集團不斷聘請新的優秀行政人員為集團注入新的管理經驗·2010 年集團聘請了財務經驗豐富的彭嘉杰先生為首席財務官·彭嘉杰先生此前為香港一間上市投資銀行匯富集團之投資總監。另外·2011 年集團聘請具備快速流轉消費商品 (FMCG) 行業背景的高級行政人員以加強集團管理水平和廣告部主管以推廣策略等產品營銷活動·我們相信憑著集團管理層的穩定性及不斷廣言納諫·知人善任·將有助業務獲得長遠而高速的發展增長。

業績概覽

集團 2011 年上半年總銷售額較去年上升 30.7%·達 7.12 億港元·主要由於新增 267 間零售點及整體同店銷售增長 17.5%(自營店為 10.9%·特許經營店為 18.6%)。

銷售額大幅增長 30.7%：集團 2011 年上半年總銷售額較去年同期上升 30.7%·達 7.12 億港元·主要由於新增 267 間零售點及整體同店銷售增長 17.5%(自營店為 10.9%·特許經營店為 18.6%)。其中板式傢俱、實木傢俱、沙發分別佔總銷售額為 67%、15%、和 18%；比去年同期分別增加 28.6%至 4.77 億元、40.8%至 1.07 億元、和 30.6%至 1.28 億元。集團毛利為 1.59 億港元·按年增長 40.3%·毛利率上升 2.16 個百分點至 31.4%·主要由於集團提高毛利較高的傢俱銷售份額。淨利潤按年增長 51%·升至港幣 9,045 萬元·每股盈利為 13.9 港仙·增長 25.2%(見圖表八)

圖表八：2010-2011 年上半年的損益表

截至6月31日止	2,011	2,010	變動	備註
	港元(百萬)	港元(百萬)		
板式家具	477	371	28.6%	
實木家具	107	76	40.8%	
沙發	128	98	30.6%	
營業額	712	545	30.7%	同店銷售增長：自營店10.9%、特許經營店18.6%
銷售成本	-488	-386	26.7%	
毛利	223.7	159.4	40.3%	
其他收入	9.84	7.88	24.8%	
佔總收入比例(%)	1.4%	1.4%		
分銷成本	(80.81)	(60.36)	33.9%	
佔總收入比例(%)	11.3%	11.1%		
行政開支	(47.44)	(37.82)	25.4%	
佔總收入比例(%)	6.66%	6.94%		
應佔聯營公司溢利	1.4	3.0	-54.6%	
經營業務溢利	106.7	72.1	47.9%	
融資成本	(2.77)	(2.18)	27.2%	
除稅前溢利	103.9	69.9	48.5%	
所得稅開支	(7)	(2)	219.8%	
淨利潤	97	68	42.9%	
每股盈?				
基本	0.139	0.111	25.2%	
攤薄	0.133	0.106	25.7%	
比率分析				
毛利率	31.4%	29.2%		大規模材料採購·有效降低成本·提升毛利率
經營溢利率	15.0%	13.2%		

資料來源：皇朝傢俬控股有限公司

集團馳名品牌逐漸受到假冒貨品所挑戰

原材料成本上升將可能大幅影響集團毛利率

主要風險考慮

假冒貨品影響集團品牌：集團一向以獨特的產品設計及優良的質素以保持全國競爭優勢，但其馳名品牌逐漸受到假冒貨品所挑戰。為此，集團在過往數年與主要的特許經營商合作打擊這些非法活動，並於 2010 年底在蘇州成功揭發逾 500 張假冒及抄襲皇朝傢俬設計的床墊及軟床。集團同時實施更多措施打擊盜版，例如為客戶透過核對集團產品上的特殊代碼查詢有關產品的真確性。

原材料成本上升：2011 年上半年原材料佔總收入約 68.6%，比去年同期減少 2.16%，但原材料成本持續上升將可能大幅減少集團毛利率。為降低對毛利率的影響，集團 2010 年 11 月已提升批發價格 9%。管理層表示有信心及能力將上漲成本全數轉嫁給消費者。

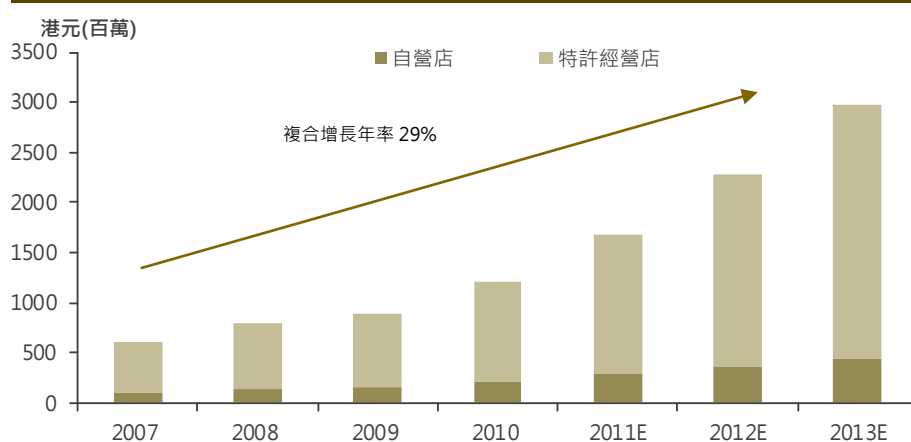
盈利預測和假設

收入

我們估計在 2011 年和 2012 年收入增長將分別為 36%和 30%(見圖表九)，主要由於：

- **零售點擴張：**集團計劃以每年新建不少於 25-30 間自營店在一線城市和 500 間特許經營店在二、三、四線城市的發展速度增加零售據點。
- **同店銷售增長：**我們保守地估計，因國內經濟放緩 and 自營店和特許經營店每年經大規模擴張後，2011 年至 2013 年同店銷售增長將分別平均每年增長為 7.0-8.5%和 8.0%-10%。
- **產品結構改善：**集團定期開發新產品以迎合市場不同需求，並計劃大力發展沙發系列，目標是升提沙發產品於 2015 年佔集團總收入為 33%。我們相信產品結構改善將有助提升集團總銷售額和毛利增長。

圖表九：2007-2013E 年皇朝傢俬總收入及其預計



資料來源：皇朝傢俬控股有限公司、英皇證券研究部

毛利率

我們估計集團 2011 年至 2013 年的毛利率將分別為 31.7%、32.7%和 33.3%，主要由於集團產品結構持續改善和管理層有能力提升批發價格將上漲成本全數轉嫁給消費者，我們相信集團毛利率未來數年將可保持穩定。

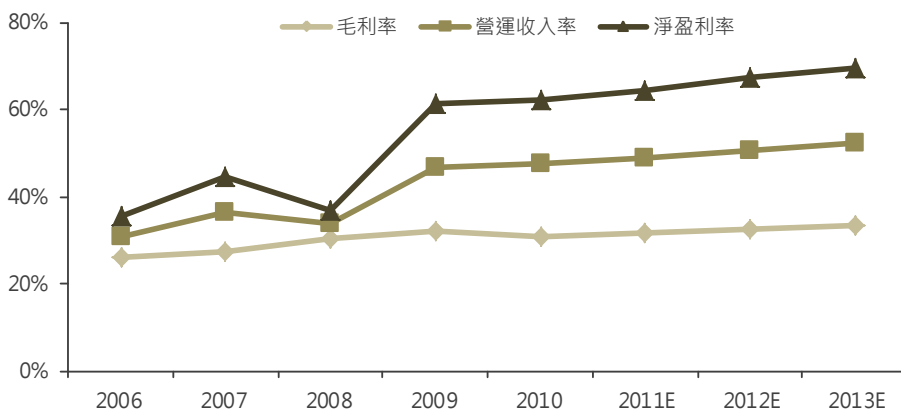
經營利潤率

由於集團持續實行嚴格的成本管理政策，我們估計集團的分銷成本和行政開支將於未來三年平均佔總營業額為 11.2%-13.4%和 5.6%-7.6%。估計經營利潤率未來三年分別為 16.3%、14.9%、和 13.7%。

盈利率

我們估計集團 2011 年至 2013 年的盈利率將分別為 14.1%、13.1%和 12.2%，主要由經營利潤上升所帶動(見圖表十)。

圖表十：2007-2013E 年皇朝傢俬毛利率、經營利潤率及盈利率其預測



資料來源：皇朝傢俬控股有限公司、英皇證券研究部

派息政策

公司自上市以來一直保持著穩定派息比率，2009 年和 2010 年派息比率分別高達 40.6%和 36.6%。我們預計公司將可在未來三年維持 30-35%的派息比率，估計股息率約為 5-7%。

財政狀況

2011 年上半年，集團錄得 2,700 萬元淨現金，短期銀行貸款和長期銀行貸款分別比去年同期增加 143%至港幣 1.03 億元和 453%至港幣 1.04 億元。長期銀行貸款上升主要是因世界大學生運動會而所造成的營運資金影響。為開設更多零售店及於天津市武清區和江西省南昌市興建新廠房，集團於 2011 年 10 月 20 日公布獲得數間銀行提供 4 億港元之三年期銀團貸款。我們相信集團在獲得銀團貸款及在未來高利潤增長模式下，將可持續提升擴張速度和加大收購潛在項目的機會。圖表十一為集團過往融資歷史。

集團於 2011 年 10 月 20 日 公布獲得數間銀行提供 4 億港元之三年期銀團貸款。

圖表十一：皇朝傢俬融資歷史

日期	方式	金額 (百萬港元)	股份總數 (百萬股)	價格(港元) (港元)
15/05/02	首次公開招股	57.5	57.50	1.00
13/10/04	配股	191.0	30.00	4.45
19/04/05	配股	228.0	33.05	6.90
25/07/05	配股	100.0	20.00	5.00
16/01/09	供股	42.0	155.59	0.27
01/12/10	配股	222.0	75.00	3.03

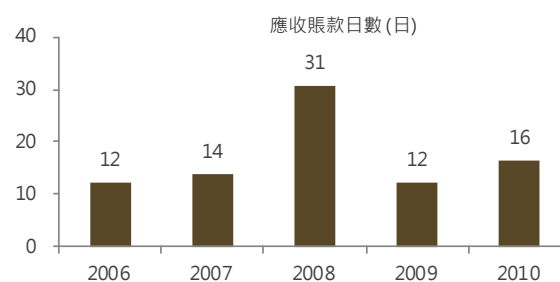
資料來源：皇朝傢俬控股有限公司、英皇證券研究部

營運資金

由於集團 80% 以上的收入是透過特許經營店網絡先支付訂金後生產交貨形式，所以集團營運資金週轉良好

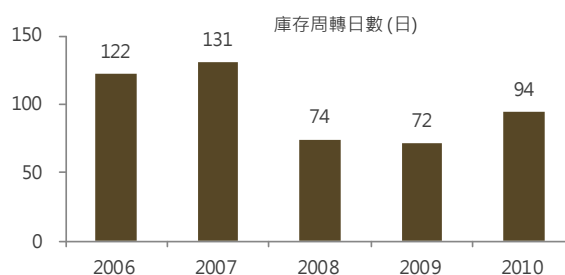
由於集團 80% 以上的收入是透過特許經營店網絡先支付訂金後生產交貨形式，所以集團營運資金情況良好，從 2006-2010 年集團應收賬款日數平均為 17 日，現金流充足(見圖表十二)。庫存周轉方面，2006-2010 年集團平均庫存周轉日數為 98 日(見圖表十三)，2009 年庫存周轉日數從 72 天上升至 2010 年 94 天，主要由於集團收購「鳳凰」產品系列之製造商北京裕發傢俱有限公司和加大原材料採購，使庫存增加 9 千萬港元。

圖表十二：2006-2010 年集團應收賬款日數



資料來源：皇朝傢俬控股有限公司、英皇證券研究部

圖表十三：2006-2010 年集團庫存周轉日



資料來源：皇朝傢俬控股有限公司、英皇證券研究部

資本開支

集團 2009 年和 2010 年的資本開支分別為港幣 3,100 萬元和港幣 2.54 億元，計劃於 2011 年和 2012 年分別每年投資約港幣 1.5 - 2.0 億元建設新廠房，提高現有產能 150%，所有資本開支完全由集團內部資金支付。

- 在天津武清區建立一座佔地 400 畝的新廠房，以生產實木傢俬和沙發為主。
- 在江西南昌市擴建生產設施，以生產木製板式產品為主。

估值評估

公司現估值相等於 2011 和 2012 年度市盈率分別為 6.55 倍和 5.23 倍，與本港傢俬企業平均預測的平均市盈率(8.0 倍和 8.8 倍)相比略為偏低(見圖表十四)，但作為中國傢俬龍頭股及皇朝在中國的巨大的發展潛力，加上集團持續擴張零售點和改善產品結構，市場應給予公司一定溢價，我們把皇朝的估值定於 6.4 倍 2012 年預期市盈率，目標股價為港幣 3.0 元仍有 22% 的潛在上升空間，建議買入。

圖表十四：同類公司估值比較

公司	代號	市盈率(倍)				市帳率(倍)			
		10 年	11 年 E	12 年 E	13 年 E	10 年	11 年	12 年 E	13 年 E
皇朝傢俬控股	1198	10.79	6.55	5.23	4.32	2.09	1.34	1.19	1.00
順誠控股	531	16.4	9.8	9.8	9.8	1.1	0.5	0.5	0.4
敏華控股	1999	5.3	6.2	7.9	5.9	2.5	3.2	1.3	1.1
平均		10.9	8.0	8.8	7.8	1.8	1.8	0.9	0.8

資料來源：皇朝傢俬控股有限公司、英皇證券研究部

根據 DCF 分析，我們的目標價港幣 3.0 元是非常接近我們 DCF 估值，主要由於我們估計集團每股的公允估值為港幣 3.05 元(見圖十五)，而預測 2012 年和 2013 年的 EV/ EBITDA 分別為 4.7x 和 3.8x。

DCF 方法：我們用 DCF 方法推算出企業價值為港幣 18.7 億元。我們假設公司在 2013 年後長期增長率為 3.0%，並假設無風險利率和市場風險溢價分別為 4% 和 7%，Beta 值為 1.2，加權平均資本成本(WACC)為 10%。

圖表十五：DCF 評估

	2011	2012	2013
港元(百萬)	(預測)	(預測)	(預測)
利息及稅項前盈利 (EBIT)	276	341	409
- 稅項	-18	-22	-27
- 資本支出	-212	-218	-206
+ 折舊	50	75	99
+ 攤銷	1	1	1
+ 營運資金變動	-31	-89	-101
自由現金流	67	87	174
2011 年終值			
假設長期增長率	3%		
折現率 (資本成本)	12%		
終值			2062
折扣係數		1	1
自由現金流現值		78	140
預計自由現金流現值	217		
終值	1653		
企業價值	1870		
+ 現金及現金等價物	609		
- 總債務	(506)		
- 少數股東權益	(24)		
股本價值 (百萬港元)	1949		
總計流通股 (百萬股)	638		
每股股本價值	3.05		

資料來源：皇朝傢俬控股有限公司、英皇證券研究部

損益表

港幣(百萬元) 財務年度 截至 12 月底	2009	2010	2011E	2012E	2013E
收入	892	1210	1689	2289	2973
銷售成本	(606)	(837)	(1154)	(1542)	(1983)
毛利潤	287	373	535	747	990
其他收益及收入	11	17	24	33	43
銷售及分銷費用	(106)	(127)	(189)	(286)	(398)
行政費用	(57)	(62)	(95)	(153)	(226)
其他費用	(2.65)	0.00	0.00	0.00	0.00
營運收入	132	201	276	341	409
融資成本	(1.16)	(3.48)	(14.79)	(13.70)	(12.60)
應佔聯營公司溢利	3.4	6.3	8.7	10.7	12.9
稅前盈利	134	204	270	338	409
稅項	(4)	(13)	(18)	(22)	(27)
少數股東應占利潤	0.00	(9.45)	(12.50)	(15.65)	(18.93)
淨利潤	130	181	240	300	363
每股盈利	0.28	0.28	0.38	0.47	0.57
每股股息	0.11	0.10	0.13	0.16	0.20

資料來源：彭博、英皇證券研究部

資產負債表

港幣(百萬元) 財務年度 截至 12 月底	2009	2010	2011E	2012E	2013E
現金及現金等價物	114	238	609	936	1290
應收賬款及票據	30	55	76	103	134
存貨	119	215	237	317	408
其他流動資產	126	165	230	312	405
總流動資產	389	673	1,153	1,668	2,236
物業、廠房及設備	386	520	651	792	919
投資物業	4	3	3	3	3
租金按金及其他資產	8	7	7	6	5
其他資產	85	278	278	278	278
總資產	483	809	939	1,079	1,205
應付帳款	73	102	142	193	250
其他應付帳款	85	105	147	199	259
短期銀行貸款	2	72	103	103	103
其他	66	78	103	129	157
總流動負債	225	358	496	624	769
長期銀行貸款	24.6	22.9	403.0	403.0	403.0
遞延所得稅負債	0.00	0.85	1.12	1.41	1.70
總非流動負債	25	24	404	404	405
總負債	250	381	900	1029	1173
股東權益	622	1,100	1,192	1,718	2,268

資料來源：彭博、英皇證券研究部

現金流量表

港幣(百萬元) 財務年度 截至 12 月底	2009	2010	2011E	2012E	2013E
營運性現金流	113	150	298	330	412
投資性現金流	(57)	(257)	(212)	(218)	(206)
融資性現金流	15	228	282	212	144
期初持有現金	40	114	238	609	936
現金變化	71	120	366	323	349
匯兌差額	2	4	4	4	4
期末持有現金	114	238	609	936	1,290

資料來源：彭博、英皇證券研究部

財務比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力 (%)					
毛利率	32.1	30.8	31.7	32.7	33.3
息稅折舊攤銷前盈利率	19.5	20.5	19.4	18.2	17.1
經營利潤率	14.8	16.6	16.3	14.9	13.7
稅前淨盈利率	15.0	16.9	16.0	14.8	13.8
淨盈利率	14.6	15.0	14.2	13.1	12.2
增長幅度 (%)					
收入	12.8	35.6	39.6	35.5	29.9
息稅折舊攤銷前盈利率	(507)	42.6	31.8	27.3	22.1
經營利潤	383.9	52.5	37.2	23.5	19.9
淨盈利	491.3	39.0	32.3	25.2	21.0
每股盈利	305.7	1.7	32.3	25.2	21.0
營運表現					
流動比率 (%)	173	188	233	267	291
速動比率 (%)	120	128	185	216	238
行政銷售費用/收入 (%)	18	16	17	19	21
股息支付率 (%)	41	37	35	35	35
庫存周轉日數 (日)	43.9	44.4	45.0	45.7	46.1
應收賬款日數 (日)	12.3	16.5	16.5	16.5	16.5
應付帳款日數 (日)	43.9	44.4	45.0	45.7	46.1
其他比率					
利息覆蓋(倍)	113	58	19	25	32
淨負債/股本 (%)	(14)	(13)	(8.8)	(25.5)	(35.3)
收入/總資產 (倍)	1.02	0.82	0.81	0.83	0.86
總資產/權益 (倍)	1.40	1.35	1.75	1.60	1.52
淨利潤/總資產 (%)	15.0	12.2	11.5	10.9	10.6
淨利潤/股東權益 (%)	21.0	16.5	20.1	17.5	16.0

資料來源：彭博、英皇證券研究部

附錄：

公司背景

皇朝傢俬（前稱「中意控股有限公司」）成立於1997年。集團於2002年5月15日在香港聯合交易所有限公司上市。集團主要從事設計、製造及銷售一系列中檔次至高級時尚家居傢俱，專攻睡房、客廳及飯廳傢俱配套。集團主要透過以「皇朝傢俬」品牌的專賣店銷售集團產品，在全中國設有專賣店及自營店，並在北京設有樓高五層的旗艦店。2007年，「皇朝傢俬」獲委任為北京2008年奧運會生活傢俱獨家供應商。2009年，「皇朝傢俬」獲2011年在深圳舉行的第廿六屆世界大學生夏季運動會委任為獨家供應商。此外，先後獲得了「中國家居業十大影響力品牌」及「中國市場傢俱行業十大知名品牌」。

集團發展歷史

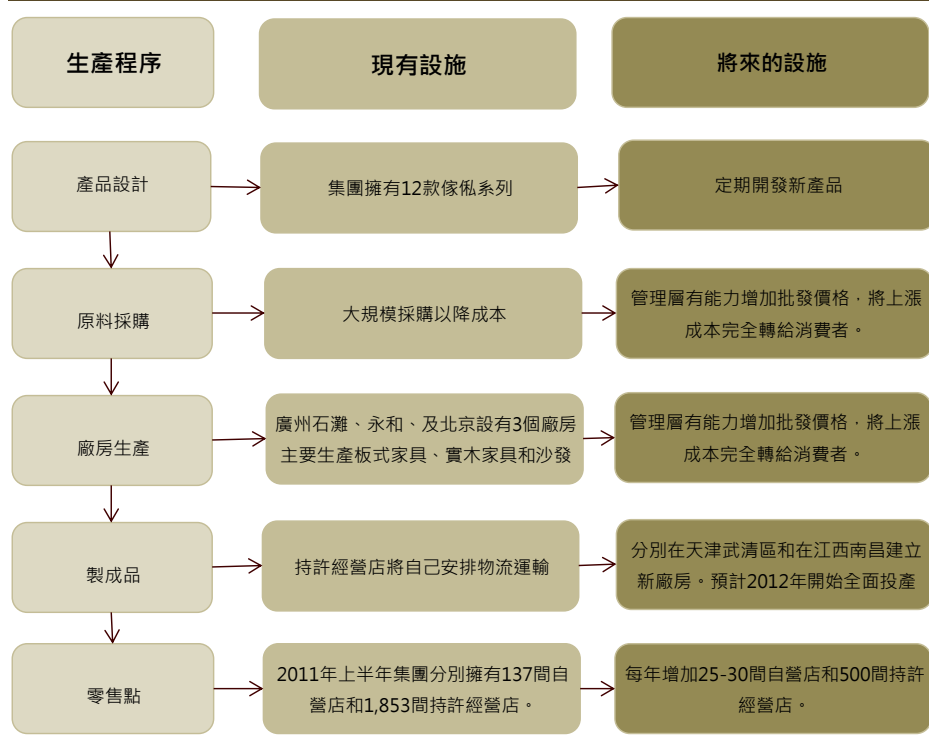
圖表十六：1994-2011年皇朝傢俬集團發展簡介

1994	皇朝集團在陝西西安建廠投產，揭開品牌騰飛的序幕
1996	皇朝集團南遷廣州黃埔，開啟集團歷史的新紀元
1998	皇朝集團推出櫸木系列產品，風靡市場，三年不衰，皇朝集團借勢騰飛
2000	皇朝集團遷入廣州增城現代化的傢俱生產基地，成為集團發展壯大的重要里程碑
2001	皇朝集團推出金騎士白金系列，在中國板式傢俱業掀起一股清新潮流，皇朝集團成功實現產品轉型
2001	皇朝集團推出黑胡桃系列產品，再次引領傢俱消費時尚，成功覆蓋市場
2002	皇朝集團推出金騎士黑檀系列產品，隨即在市場引發黑檀風暴，成為主導市場潮流的又一經典力作
2003	皇朝集團斥鉅資實施品牌戰略工程，誠邀國際著名影星關之琳小姐擔任皇朝形象大使，正式啟動ROYAL形象工程及千店工程，同時在央視、鳳凰衛視等高端媒體投放集團形象廣告，引發傢俱行業品牌升級風暴
2003	隨著形象工程正式啟動的強勁聲勢，“皇朝集團”在東莞展會推出全新力作斑馬紋亮光系列產品；同時在廣州展會以震撼、價格強勢推出淺胡桃系列產品，隨即成為市場熱銷產品，推動傢俱行業的大躍進，促使整個行業重新洗牌
2003	“皇朝集團”再次擴大生產規模，在東莞等地投資分廠進軍高檔木皮傢俱市場，同年推出“聖木”品牌木皮產品，拉開產品拓展的序幕
2004	皇朝集團在東莞展會隆重推出沙比利亮光系列產品，再一次推動新一輪的市場格局變幻
2004	皇朝集團在增城石灘建立廣州家夢家私有限公司，引進世界最先進的設備專業生產軟體床墊類睡眠系統，其品質及款式獲得業內人士一致讚譽
2005	皇朝集團新品發佈會正式推出為白領人士及中產階級度身打造的“都市印象”系列，引發行業轟動效應
2005	皇朝集團繼“ROYAL形象工程”後，隆重啟動“品牌升級工程”，並推出關之琳新一輯平面及影視廣告。從服務、品質、行銷網路等方面進行全面升級。
2006	皇朝集團強勢推出“都市姿彩”現代摩登風格的紅白傢俱和高貴典雅的皇朝“尊皇”系列、厚重雄渾的“摩瀚”金絲柚木系列，使皇朝的產品線更加豐富
2007	皇朝傢私通過努力正式成為北京2008年奧運會生活傢俱獨家供應商。
2008	力邀香港著名影星劉嘉玲小姐擔任新一代形象大使並成功推出第一輯平面及影視廣告
2008	正式成為深圳2011年世界大學生運動會辦公及生活傢俱贊助商
2011	皇朝在天津和南昌擴建分廠

資料來源：皇朝傢俬控股有限公司、英皇證券研究部

集團經營模式

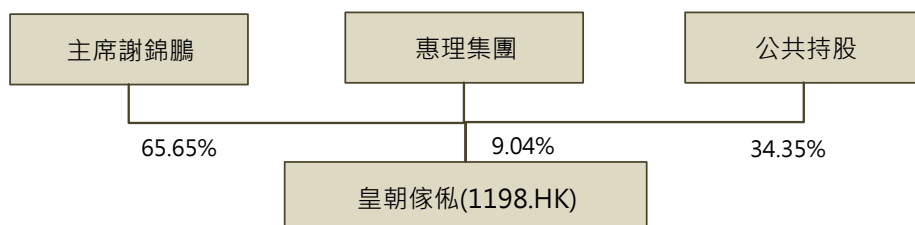
圖表十七：皇朝傢俬商業模式



資料來源：皇朝傢俬控股有限公司、英皇證券研究部

集團股權結構

圖表十八：皇朝傢俬股權結構比例



資料來源：皇朝傢俬控股有限公司、英皇證券研究部

集團管理層簡歷

圖表十九：皇朝傢俬管理層簡歷

名稱	年齡	職位	相關工作經驗和學歷
謝錦鵬先生	56	主席	1997年創辦集團，負責集團之整體策略規劃及制訂公司政策。創辦集團前，謝先生曾於一間香港上市公司出任副董事總經理。謝先生於國際貿易及中國貿易業務方面積逾二十年經驗，亦為香港會計師公會資深會員、加拿大安大略省特許會計師公會會員及曾於一間國際會計師行工作數年。馬先生現時為廣東省家具商會執行會長及國際傢俬裝飾業（香港）協會常務理事，馬先生於2002年加盟本集團。
馬明輝先生	47	首席執行官	於1999年加入公司其中一家在國內主要的附屬公司，並負責公司在國內的主要附屬公司在運作上的內部審計及為等的發展策略提供意見。於企業管理方面積逾十年經驗。
曾樂進先生	40	首席運營官	負責本集團之產品研究及發展。1997年創辦本集團前，於中國貿易及傢具業務方面積逾22年經驗。林先生現時為中華全國工商業聯合會傢具燈飾業商會榮譽會長。
林岱先生	48	共同創辦人	負責本集團之產品研究及發展。1997年創辦本集團前，於中國貿易及傢具業務方面積逾22年經驗。林先生現時為中華全國工商業聯合會傢具燈飾業商會榮譽會長。
Donald H. Straszheim 博士	69	獨立非執行董事	ISI Group高級董事總經理及中國研究主管。ISI Group為一間獨立經紀交易商，總部設於紐約市，專門從事研究、銷售和交易，主要為大型環球機構貨幣基金經理服務。
鄭鑄輝先生	56	獨立非執行董事	於2005年獲委任為本公司獨立非執行董事。擁有逾三十三年銀行、企業融資、投資及管理之經驗，曾出任金融機構多個行政職位，並於多間上市公司擔任董事。鄭先生現時為昱豐顧問有限公司之董事總經理及根據證券及期貨條例註冊之投資顧問。
丘忠航先生	41	獨立非執行董事	德泰中華投資有限公司（股份代號：2324）執行董事及中國天化工集團有限公司（股份代號：362）獨立非執行董事。丘先生於1993年獲香港理工大學頒授會計學學士學位。現為香港會計師公會會員及英國特許公認會計師公會資深會員。於2005年加盟本集團。
彭嘉杰先生	50	首席財務官	企業融資及會計領域擁有逾26年專業經驗。緊接於加入本公司前，為一個於天津註冊之私募股權基金管理公司之合夥人兼董事。在此之前，為香港一間上市投資銀行匯富集團之投資總監。亦為納斯達克上市公司Chinadotcom Corporation之企業司庫及聯交所上市公司中策集團有限公司之集團財務總監。
陳永傑先生	39	財務總監兼公司秘書	負責集團財務管理公司及公司秘書事務。於2001年10月加入集團前，曾於一間國際會計師事務所出任核數師，於核數、會計及財務工作方面擁有多年經驗。為香港會計師公會會員及澳洲執業會計師。
吳遠成先生	37	行政部門經理	1999年加入本集團，負責一般行政、人事事務及後勤服務。於公司行政方面擁有多年經驗。

資料來源：皇朝傢俬控股有限公司

免責聲明及披露

本報告所載之資料和意見乃根據本公司認為可靠之資料來源及以高度誠信來編製，惟英皇證券(香港)有限公司(「英皇證券」)或英皇證券集團其他任何成員(「英皇證券集團」)並不就此等內容之準確性、完整性或正確性作出明示或默示之保證。本報告內之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本報告的作用純粹為提供資訊。本報告對任何公司或其證券之描述均並非旨在提供完整之描述，本報告亦並非，及不應被解作提供明示或默示的買入或沽出證券的要約。英皇證券或英皇證券集團在法律上均不負責任何人因使用本報告內資料而蒙受的任何的直接或間接損失。

編寫本報告的分析員(們)特此證明，本報告中所表達的意見只反映分析員(們)對此公司及其證券的個人意見。分析員(們)亦證明分析員(們)沒有，也不會因本報告所表達的具體建議或意見而得到直接或間接的報酬。英皇證券或其各自的董事，管理人員，合夥人，代表或僱員可能在本報告中提到的公司或其證券擁有權益或以其他方式直接或間接利害關係，或可能不時購買，出售，或交易或提供購買，出售，或交易此類證券或與此類證券交易，無論是以其或其各自的帳戶作為交易當事人或代理人或任何其他身份或代表他人。

本刊物之版權及所有權利均受保護及歸於英皇證券，在未經英皇證券明確指示下，任何人仕或團體均不得將本刊物之任何部份以任何形式發放、使用或轉載。

英皇證券(香港)有限公司研究部分分析員

杜冠雄

研究部執行董事

電話：(852) 2836 2733

電郵：andrewto@emperor.com.hk

阮家洛

高級研究分析員

電話：(852) 2836 2797

電郵：davidyuen@emperor.com.hk

譚綺衡

研究分析員

電話：(852) 2836 2763

電郵：chelseytam@emperor.com.hk

殷凱輝

研究分析員

電話：(852) 2836 2566

電郵：arthuryan@emperor.com.hk

聯絡資料

英皇證券(香港)有限公司

總行

香港灣仔軒尼詩道 288 號英皇集團中心 23-24 樓

電話：香港聯絡熱線 (852) 2919 2919
 中國北方聯絡熱線 10800 852 1674
 中國南方聯絡熱線 10800 152 1674
 澳門聯絡熱線 0800 349
 傳真：香港聯絡熱線 (852) 2574 2622
 中國北方聯絡熱線 10800 852 1673
 中國南方聯絡熱線 10800 152 1673
 澳門聯絡熱線 0800 370

英皇投資理財中心

九龍旺角上海街 525 號東海閣地下 2-6 號舖 1 樓

電話：香港聯絡熱線 (852) 3966 0668
 中國北方聯絡熱線 10800 852 1805
 中國南方聯絡熱線 10800 152 1805
 傳真：香港聯絡熱線 (852) 2919 2938
 中國北方聯絡熱線 10800 852 1804
 中國南方聯絡熱線 10800 152 1804

香港分行

德輔道西 246 號東慈商業中心 1 字樓 1 號舖

電話：(852) 2818 7278
 傳真：(852) 2819 3990

銅鑼灣羅素街 50-52 號德發大廈 2 樓 A 室

電話：(852) 2111 9525
 傳真：(852) 2575 8893

灣仔莊士敦道 181 號大有大廈 7 樓 705-6 室

電話：(852) 2891 2211
 傳真：(852) 2838 8368

鰂魚涌英皇道 983-987A 號瑞士樓地下 E 號舖

電話：(852) 2911 0778
 傳真：(852) 2911 0378

九龍分行

紅磡蕪湖街 83 號莊士紅磡廣場 9-11 號舖地下

電話：(852) 2364 9213
 傳真：(852) 2765 8425

深水埗青山道 216 號地下

電話：(852) 2725 7883
 傳真：(852) 2728 6257

九龍城衙前圍道 132-134 號地下 4 號舖

電話：(852) 2383 2262
 傳真：(852) 2383 2246

太子道西 150-152 號太子商業大廈地下

電話：(852) 2827 1188
 傳真：(852) 2838 2319

新界分行

荃灣沙咀道 289 號恆生荃灣大廈 16 字樓

電話：(852) 2838 2939
 傳真：(852) 2412 0249

沙頭角順隆街 3-15 號錦和樓錦興樓 2 號舖地下

電話：(852) 2659 7668
 傳真：(852) 2659 7381

大圍大圍道 19 號地下

電話：(852) 2699 8226
 傳真：(852) 2699 8749

國內諮詢中心

上海

上海市徐匯區漕溪北路 398 號匯智大廈 2202 室

電話：(86) 21 5396 6228 / (86) 21 5396 6218
 傳真：(86) 21 6386 6280

深圳

深圳市福田區益田路新世界中心 1102 室

電話：(86) 755 2398 2808 / (86) 755 2398 2866
 傳真：(86) 755 2398 2860

英皇財富管理有限公司

九龍旺角上海街 525 號東海閣地下 2-6 號舖 2 樓

電話：(852) 2919 2913
 傳真：(852) 2919 2930

英皇證券資料研究部

電話：(852) 2836 2763
 傳真：(852) 2574 2622
 電郵：esl.research@emperor.com.hk

聯絡電郵

英皇證券(香港)有限公司
 esl.cs@emperor.com.hk
 英皇期貨有限公司
 efl.cs@emperor.com.hk
 英皇財富管理有限公司
 wealthmanagement@emperor.com.hk