

董事長 致股東函



業績及股息

儘管受2019冠狀病毒病疫情影響，截至2020年12月31日止年度內，收入仍升1%至港幣95.26億元。純粹出於物業重估虧損的影響，股東應佔淨虧損為港幣15.41億元。每股虧損為港幣1.13元。

倘扣除物業重估的所有影響，股東應佔基本純利下降25%至港幣28.34億元。每股基本盈利相應下降至港幣2.08元。

董事會建議派發末期股息每股港幣6角3仙，於2021年5月20日派發予於2021年5月6日名列股東名冊的股東。如獲股東批准，截至2020年12月31日止年度的每股股息總額為港幣8角2仙。

業務回顧

恒隆有限公司由已故陳曾熙先生於1960年9月13日創立，於2001年易名為恒隆集團有限公司，並一直沿用至今。因此，六個月前的《致股東函》刊發後，集團慶祝其成立60周年。

當天，執行董事陳文博先生獲委任為本公司及集團主要上市附屬公司恒隆地產有限公司（恒隆地產）的副董事長。這是十年前開展的繼任規劃的一部分，而董事會也積極參與其中。就此本人特別向提名及薪酬委員會的成員，以及數位長期服務本公司及恒隆地產的獨立非執行董事表示謝意。

文博加入本公司僅逾十年，親身參與了我們業務所有的主要範疇，並帶領過不少重要的部門。此外，他還與許多外界持份者聯繫，包括主要租戶的董事長及行政總裁、服務供應商、投資者和相關公營界別的領袖。最近，本人邀請他撰寫《副董事長簡函》，與此半年度《致股東函》相輔相成，一同履行與股東溝通的責任。每次他會選取一至三個對本公司至關重要的範疇。他的首份簡函會談論三個議題：(1) 管理層重塑自身「定義」，即我們的願景、使命和核心價值，(2) 可持續發展，及(3) 科技。換言之，本函的篇幅或許也應可縮減一點。

本公司60年的歷史大致可平均分為兩個階段。首31年，我們僅在香港發展。我們首十年以住宅地產發展商起家，到1971年左右，開始持有商業物業，這種發展模式一直沿用至本人在1991年1月接任董事長為止。本人上任後的首要工作之一，便是研究內地市場。坦白說，本人此前對國家所知甚少。1992年，我們決定進軍內地市場，此後我們的內地業務一直蓬勃發展。

董事長
致股東函



陳啟宗
董事長

我們的前景會怎樣呢？作為商人，我們改變不了周遭的社會環境，只能順勢而行——若要生存，就必須這樣做。回頭看，我們的創辦人選擇在香港發展房地產是非常明智的決定，其後我們在1992年進軍內地市場亦然。更具體的說，我們聚焦發展高端商業租賃市場無疑是再正確不過。本人相信在可見的將來，對我們這樣的公司來說，這仍會是房地產業中的最佳細分市場。本人已在過去的《致股東函》中講述其根本吸引力，就不在此贅了。可以說，過去的社會經濟發展極有利於這種業務，看來同樣情況在可見將來肯定仍會持續下去。我們對此的倚重會與日俱增。

若說我們30年前已對這行業的細分市場充滿信心，有點言過其實。我們經過兩至三年的研究和試驗，知道哪些範疇我們不應涉足。對我們而言，普羅住宅項目、工業大廈、低端商業物業都沒有吸引力，餘下的就只剩奢侈品零售購物商場及高端辦公樓。

然而，這市場利潤之豐厚卻是我們當時意料之外。1992年12月，我們購入上海的地塊，即今天上海港匯恒隆廣場的所在地時，中國還很貧窮。即使上海是歷史上內地最現代化的城市，其民眾也從未見過購物商場，更遑論真正的高端購物商場。路易威登（Louis Vuitton）、香奈兒（Chanel）、古馳（Gucci）等品牌在當時來說都是陌生的名字。他們會接受這些外國品牌嗎？更重要的是，即使想購買這些商品，他們能負擔嗎？

事實上，早於1990年代初，我們甚至不肯定中國政府的改革開放實驗會否成功。畢竟，在此前數年，社會動盪席捲內地77個城市。表面上，一場意識形態之爭仍在拉扯其人民的心——他們會選擇發展經濟，還是糾纏在無休止的政治鬥爭中？當時看來一點也不清晰。

1992年春，鄧小平先生南巡，無疑是恢復了其改革的力度，我們因而感到一點寬慰。一位老先生的決心扭轉了整個局面，他重用能幹的官員，如時任總理朱鎔基等，令人更有信心。1990年代發生的變革幅度之大，令人難以想像。政治鬥爭被強力壓下，以至沒有浮面，改革也因而得以和平推進。這不僅是中國歷史上，更是人類歷史上令人驚歎的一頁。回看人類歷史，突如其來的壞事多不勝數，但在短期內出現多宗美事卻鮮有發生。一個社會經濟奇蹟就此誕生。

回頭看，當中涉及一些文化與歷史因素；沒有這些因素，造就不了這個奇蹟（因此，其他地方因沒有足夠的適當因素組合而難以仿效）。首先，儒家的倫理是關鍵——勤奮刻苦、重視家庭、注重教育。從而衍生的是人民儲蓄率高並願意延後享樂，這都是不可或缺的因素。此外，長達十年的文化大革命中，人民在肉體和精神上都承受了難以想像的苦痛，因此一般民眾心中非常渴望一個穩定甚至繁榮的社會。香港的角色也值得一提。即使沒有這個前殖民地（當時香港是殖民地，直至1997年），內地的改革開放也會照樣推行，但香港的角色加快了其進程。

在涉足內地市場的首十年，我們開始觀察到數個現象，後來發現這些現象對國家的成功至關重要：政府和社會相對穩定安寧、各級公共管治都在改善、出口快速增長、平均工資急升，以及受過教育的人思想更國際化，這些徵象對我們的成功都極其重要。同時，我們更確信奢侈品市場不僅在快速增長，且有巨大潛力。這些內外利好因素結合起來，對我們的業務大有裨益。

想想以下這個鮮有人提及卻十分重要的發展：一般民眾在各方面的質素都大幅提升。人人似乎都在短時間內學到大量新知識。本人試舉一個看似微不足道，卻對我們十分重要的觀察。在10至15年間，中國消費者從不懂如何唸頂級時裝品牌的名字，蛻變成這些品牌的顧客中眼光最敏銳、品味最講究的一群。此外，這個顧客群現今已非常龐大，可能是世界上任何國家中最龐大的一群，而這些品牌把最新、最齊全的產品系列全線放在中國的分店裏銷售，不亞於全球任何分店。

現時，時尚品牌都忙於在中國各地開設門店。許多品牌在2011至2017年間的熊市前過度擴張，唯有迅速關閉大量店舖。品牌在海外的總部擱置所有租賃的決定，其區域辦事處唯一可以做的決定便是退租。然而經濟復甦第二年（即2019年），這些品牌醒覺到中國市場已經重拾動力，便開始再度迅速加開分店。因着我們的購物商場組合，我們成為受惠者之一。我們已是許多頂級國際品牌在中國的最大業主。

來年將會是我們進軍內地市場的第30個年頭。我們慶幸當年作出決定，成為首批進入內地市場的公司之一。今天，我們會在內地加倍努力，為股東進一步創優增值。我們相信未來最少10至20年，內地應會是我們業務中維持相對穩健並平穩增長的市場。對地產界同業來說，本人難以想到比內地更好的投資市場。內地經濟龐大，發展迅速，尤其是其個人消費市場，非常適合我們。

2020年代很可能會是我們的收成期。興建中的項目會確保我們未來七至八年有可觀增長。我們正在尋找更多機會，把這良好發展勢頭再延長五至六年。

中美關係紛爭實際上可能幫了我們一把，因為這促使中國加快步伐發展國內經濟。如同本人過往所述，2019冠狀病毒病和2019年香港街頭的騷亂同樣有助奢侈品消費回流內地。因此，各項因素都彷彿對我們的內地業務有利。

我們不介意如此倚重這個市場，因為中國已是世界第二大經濟體，而且十年內很可能會成為全球最大經濟體，如按購買力平價計已是全球最大。錯過這次機會，就是錯過人類數十年來的最大機遇，我們不應錯失良機。近30年來，公司已累積了豐富的專業知識，並建立了精幹的團隊、卓越的聲譽、有價值的品牌，以及一流的物業組合。只要市場表現符合預期，我們的前景應該一片光明。添加新發展項目不僅令我們收入增加；從我們的往績可以看到，我們也有能力把其轉化為溢利。本人對公司的前景感到相當興奮。

儘管我們對內地市場的前景頗為樂觀，但香港的租賃業務卻並非如此。可以預見，香港的業務會拖累我們的整體表現。更糟的是，這不是我們能補救的。現在，香港的經濟已遭反政府的政客破壞。坦白說，本人懷疑大部分香港市民仍未意識到這個事實，這其實在世界各地很常見，大多數人只有在事情已壞至無可挽救時才會醒覺。此外，如果問題的本質是政治，許多人都不願正視問題的真正原因，而這正是我們現在的情況。錯必在他人。人類歷史上經濟級級下滑的慘況屢見不鮮。過去20多年的台灣便是一個最好例子，現在香港正經歷「台灣化」。說實話，我們已朝着這個方向走了十多年。

這下滑趨勢可逆轉嗎？本人抱有懷疑。不管怎樣，任何對香港經濟有利的轉向，都必須北京擔當重要角色。但他們會嗎？這主要取決於香港人。如果我們在政治上仍是北京眼中的一根刺，那他們為何要急於伸出援手？我們作為一個地方城市，對國家仍有些用處，但其價值正在遞減。相反，我們卻在加重國家的負擔，這都拜受外部勢力煽動的本土情緒所賜。除非香港社會願意正視這一事實，否則經濟會繼續受累。

作為商人，面對遠高於個人層面的事，我們只能去應對。公司管理層必須客觀、沉着、冷靜地作出決策。在市況好時，我們會考慮並平衡所有持份者的利益。多年來我們囊括多個甚至大多數的企業管治獎項，包括環境、社會和管治方面的行業獎項，就是明證。往績說明我們是香港最具社會責任感的房地產公司之一。但在非常時期，我們必須以維護股東的利益為首要任務。

2020年，我們在香港的租金收入下降了9%。2019冠狀病毒病是直接原因，倘若這是唯一原因，那我們有信心業務終會回復。歷史大多顯示當業務回升時，往往是報復式反彈。然而，是次疫情來襲是緊隨2019年七個月的騷亂，動亂已把我們的租金推低。因此，我們要面對經濟可能從此一蹶不振的事實。現在的問題是如何應對。由於房地產是非流動資產，短期內可做的不多。公司管理層定會研判情況，並會在我們認為最合適的時候採取適當措施。

由於疫情關係，我們未能售出藍塘道的大宅。不過我們正與一些潛在買家跟進。要售出如此高價的物業，是需要耐性的。

本人六個月前撰寫《致股東函》時，已察覺到一個正在內地醞釀的趨勢，現在我們非常肯定。2020年，我們所有購物商場的零售額都有所改善，但高端與次高端購物商場的表現差異很大。2至3月期間，2019冠狀病毒病肆虐，各購物商場都受影響，但情況很快受控，高端時尚市場隨即起飛。租戶的零售額在第二季大幅回升，而我們所有高端購物商場上半年的總零售額比2019年同期增長21%。（我們在上海的兩座購物商場增長了15%。）同期，次高端購物商場的零售額則下降34%。下半年，我們五星級購物商場的零售額比前一年同期幾乎翻了一倍——升幅達98%。我們四星級物業的表現也大有改善，但零售額仍比2019年下降4%。



瀋陽市府恒隆廣場

在上述討論中，高端購物商場包括上海兩座購物商場、無錫恒隆廣場和瀋陽市府恒隆廣場。屬次高端類別的是瀋陽皇城恒隆廣場、濟南恒隆廣場、天津恒隆廣場，以及大連恒隆廣場。大連恒隆廣場正邁向高端檔次購物商場，但今年年底才會完成轉型，因此去年仍作次高端計。昆明恒隆廣場在2019年8月才啟用，所以沒有計算在內。

由於2019冠狀病毒病在去年年初來襲，比較2020年下半年和2019年下半年較能看出我們的實際表現。大連恒隆廣場在我們的次高端物業之中表現最差，

銷售額少了11%，但部分原因是頂級時裝品牌正陸續取代原有租戶。因此，真正表現最弱的是天津恒隆廣場，零售額下降了7%。濟南恒隆廣場的降幅為2%，而瀋陽皇城恒隆廣場則上升了2%。相比之下，我們的高端購物商場銷售額飆升。無錫恒隆廣場的零售額攀升了125%，上海恒隆廣場的漲幅為97%，而上海港匯恒隆廣場則為71%。上海港匯恒隆廣場在去年9月才完成資產優化計劃，但業務已迅速增長。瀋陽市府恒隆廣場的零售額增加了31%，而昆明恒隆廣場開業不足兩年，因此無法比較，但零售額亦見躍進。



「恒隆會」現在十分成功，也備受租戶和顧客讚賞

從這些業績可見，我們在上海以外地區的五星級購物商場確實能與上海兩座購物商場平分秋色。業績差別不在上海與非上海，而在高端與次高端之間。不論何地，高端物業的表現均差異不大。不過即使如此，物業可收取多少平均租金卻取決於其零售額。因此，成為上海第一（上海恒隆廣場）遠勝於成為無錫第一（無錫恒隆廣場）。市場大小與我們在其中的佔有率同樣關鍵。

就此而言，不到兩個月後便開業的武漢恒隆廣場，應該很快會在武漢這個繁榮的城市裏，主導其高端時尚市場，成為我們十個物業中第七個高端購物商場。

在某種意義上，我們並非為自己賺取最多租金收入，而是為我們的租戶帶來最多營業額。只有當

租戶的銷售額增加，才有能力支付更高租金。我們與租戶的利益非常一致。因此，我們近年一直致力建立跨物業的會員計劃「恒隆會」。「恒隆會」現在十分成功，也備受租戶和顧客讚賞。

有一個數字很能反映我們的業務狀況。單是上海恒隆廣場，去年的零售額已近人民幣110億元（即港幣120億元左右），幾乎是我們所有香港的購物商場總零售額的兩倍。若只比較下半年的數字，上海恒隆廣場零售額是香港的2.4倍。再過數年，上海港匯恒隆廣場的零售額也可能會接近香港的總額。內地個人消費力之強可見一斑。因此，一如過去近20年，未來我們的主力會集中於內地市場，但這並不表示我們會放棄香港市場；我們將一如既往，嚴選發展機會。



上海恒隆廣場

這樣的機會就在去年下半年出現了。常閱本函的讀者都知道，我們在香港只看重豪宅市場。雖然這個市場規模不大，但利潤可以頗為豐厚。由於地價佔總成本的百分比很高，買得正確是未來盈利能力的關鍵。考慮到香港近期的惡劣經濟環境，這時無疑是出擊的大好時機。市場氣氛低迷時，本地發展商通常會卻步不前，所以我們預期競爭不會那麼激烈，結果證實我們是對的。

在過去30年來，當別人卻步時我們便入市，這已成為我們的標誌。因此，我們在港島南區壽臣山豪宅地塊招標中報捷時，應該沒人會感到意外。其實，我們經常在港投地，但總是要到熊市來臨才會中標。坦白說，很難找到比熊市更好的購置土地時機。我們的中標價較隔壁一幅約於18個月前賣出的地塊幾乎便宜40%。跟那幅比較，我們的地塊更優越，坐擁無敵全海景，發展條款也明確簡單。土地面積約為8,800平方米，我們可建略多於4,400平方米的多間豪華大宅。樓面地價為每平方米港幣58.3萬元。

然而，我們中標後出現了某些複雜情況。我們收到通知，賣方作為外國主權國並未在出售前完成所有必要的外交義務。雖然這需要一些時間處理，但我們有信心問題不難解決。考慮到有關地塊的相宜價格及現時的低息環境，我們可以等待，因為這項資產幾近無可比擬。

在撰寫此半年度信函時，有一事常常讓本人感到糾結：以往曾在《致股東函》詳述過的那些有關公司

的重要事項，本人應該覆述多少才算恰當。這平台總有不認識我們歷史的新讀者，而其中部分內容對了解我們公司至關重要。上文提到我們每每看準時機才購置土地就是一例。地產發展商可部署多項策略，不少也卓有成效。我們有一項策略在香港或許是獨一無二的。讓本人簡要地闡述。

1970年代，部分由於沒有充足及正確考慮購置土地的時機，我們錯過了許多難得的機遇。更糟的是，我們在1980年代初由於相同原因陷入嚴重財困。1990年代起，我們無論在香港和內地購置土地的策略都改變了。這個新方針自此讓我們受益良多。

在此試舉數個值得注意的例子。1992年年底，我們購入現為我們總部大樓的渣打銀行大廈。賣方當時陷入嚴重財困，交易極其複雜，顯然沒人敢洽商，於是我們以極低價錢購入。與大樓今天的市值相比，當年所付的只是小數目而已。

大概同期，我們以相宜的價格購入數項投資物業，有些已高價售出，獲得了可觀的利潤，有些則持貨至今。

1990年代中期，我們反其道而行，在本地主要發展商之中，只有我們出售投資物業而非購入土地；在我們看來，當時的售價坦白說簡直高得誇張。適當策略加上理財得宜，在1997年7月亞洲金融危機來襲時，我們現金充裕。在靜候20個月後，危機仍猛之際，我們在土地市場出擊。當時我們在幾乎沒有競爭者的情況下，購入數幅極好的地塊。這些發展項目後來為我們賺取了近港幣250億元的利潤。

2000年代，我們轉而聚焦上海以外的內地商業用地。2005至2009年間，我們在優秀的二線城市悄悄購置七幅位置最佳的地塊，價格在今天看來無疑極為相宜，至今全都已升值多倍。2010年代，我們繼續尋找機遇，在昆明、武漢、杭州購置三幅地塊，這些地塊現都已升值。這看準時機購置土地的策略使我們受益良多，我們希望能多加採用。

展望

無論有沒有2019冠狀病毒病出現，中國經濟的發展路向似乎已十分明確。北京會一如既往，儘量聚焦於內部事務，其中最重要的是提升經濟質量。中國必須逐漸擺脫對外國的依賴，在科技方面尤然。並非中國選擇如此，但考慮到美國對華的策略，中國別無選擇。雖然短期內會痛苦，但長遠而言其實是中國之福。美國絕對是在幫助（或應說是強迫）中國改善其經濟質量。本來旨在拖慢中國的發展，最終卻會加速其崛起。

改善經濟質量的好處無法估量。試想想，中國已是全球第一個成為無現金社會的大國。本人在香港生活，但每當到內地，仍笨手笨腳地用現金支付計程車車費、買星巴克咖啡，甚至購買任何商品或為各種服務付款時，就覺得香港十分落後。中國每年產生的工程師數量遠比世界任何國家的都要多，而且還有一大批渴望成功的年輕企業家，時刻留意新科技、新想法，將其變成有利可圖的企業，因此中國未來的發展似乎勢不可擋。近年在北京或上海住過一段時間的外國人都會明白本人在說甚麼。大家已經可以嗅到，甚至感受到興奮的氣息。

所有這些因素都足以令中國經濟保持強勢，創造新的就業機會，而薪酬也會持續上漲，雖然上升速度可能會比以往稍遜。科技和經濟方面已有足夠的進步勢頭。只要社會維持相對安寧，中國應能站穩陣腳。其實，外部的壓力只會令人民更加團結擁戴領導人，從而有助於維持社會穩定。

有人斷言，很多拉丁美洲國家陷入的中等收入陷阱一定會在中國出現，本人對此一直心存懷疑。只要對中國的教育和科技現況有點了解，便可能與本人看法一致。貪腐在世界上任何地方都不可能徹底剷除，只是在不同地方以不同形式出現。它在先進民主國家比較收斂，是因為用了別的叫法。關鍵是貪腐是否損害到政府或經濟體系。平心而論，中國過去數十年在這方面進步很多，尤以這數年為然。那何來中等收入陷阱呢？那可會是西方的另一幻覺衍生出來的妄想？

如果以上分析接近事實，那麼經濟會有不俗的表現，而個人消費亦應會穩步上揚。我們的營運據點的確極有優勢，那就是高端消費。正如本人過往所述，在國家改革開放（自1980年左右開始）的首30年，人民從「無」走向「有」；在過去十年以及未來數十年，將改為「我擁有的是甚麼」或者「我擁有的東西有多棒」。二戰之後，亞洲所有已發展的經濟體都走同一路線，中國也不例外，而且已經穩步向前了。

我們在上海以外地區營運商業物業，至今已近十年，其中三分之二時間（即2011年年中至2018年年初）都是逆風前行，餘下至今的三分之一時間則一帆風順。奇怪的是，連疫症和惡劣的中美關係原來都對我們有利。那麼，我們的未來大概會怎樣呢？

本人預期，我們現有的全部內地項目的盈利能力在未來數年都會大幅提升。唯一例外可能是濟南恒隆廣場，因其資產優化計劃將於今年展開。在上海，我們兩個綜合項目的租金收入今年應會持續增長。本人特別看好上海港匯恒隆廣場。過去三年半，其購物商場及辦公樓的不同部分都在進行資產優化計劃。雖然我們已儘量減少妨礙零售租戶，但影響在所難免。我們在去年9月才竣工，所以2021年將會是真正晉身高端物業行列後首個完整年度。很多租戶已轉為頂級時尚品牌，租金收入隨之上漲。新舊租戶對我們的改善工程都大致滿意。

我們在上海以外的其他高端購物商場可能會有更好的表現。無錫恒隆廣場與瀋陽市府恒隆廣場一樣，應會維持良好的租金增長。表現最好的可能是大連恒隆廣場和昆明恒隆廣場，後者尤甚。次高端購物商場預計今年亦會有不俗的表現。

我們預期內地的辦公樓會陸續滿租。租金水平有望持平。

香港經濟仍未擺脫困境。本人預計失業率會超過7%，這高位在香港實屬少見。坦白說，如果疫情不迅速受控的話，失業率可能還會再稍微上升，旅遊業不會那麼容易復甦，零售市道會持續低迷。因此，本人預計隨着空置率稍升，零售舖位和辦公室的租金收入會難有起色。



上海港匯恒隆廣場

董事長
致股東函

可資借鑑的是上次1997至2002年亞洲金融危機後的大衰退情形。當時市場最終復甦了，這次我們可能沒那麼幸運。2001年，中國加入世界貿易組織。這對中國經濟有莫大裨益，其數碼經濟亦見起飛，對香港更是大有幫助。2003年，主要為了幫助香港，北京開始允許更多內地旅客訪港，成為我們經濟15年多以來蓬勃發展的主因。可惜由於2019年的本地騷亂，香港與北京的關係起了根本性的變化。這種新政治現實對香港經濟的影響有多大尚未完全顯現。

無論如何，在亞洲金融危機期間，我們的總租金收入連續四年下降，之後兩年持平。到了2002年，整體經濟已全面復甦，但我們的租金收入仍在谷底徘徊。總共歷時10至11年，直到2008年總租金收入才回復到1997年的水平。在2000至2004年這五年內，我們每年的租金收入大概只等於1997年的四分之一。換言之，總租金收入從亞洲金融危機前的水平下降了約25%，並維持了五年。本人擔心今次的情況會更差。

話雖如此，我們會繼續銷售藍塘道的大宅。目前，豪宅市道放緩。本地富豪對於外出十分謹慎，而潛在的內地買家來港又必須接受14天隔離檢疫。有了疫苗後，這些情況今年稍後有望改變，不過沒人說得準何時會發生。

今年香港的總租金收入很可能會再下降一點，而內地的預期增長應該很容易彌補這一損失。總括而言，我們應該能看到租賃溢利有整體穩健的增長，而總溢利則取決於可售出的住宅單位數量。

我們這60年來還不錯，但本人預計未來五至十年的日子會更好。

董事長

陳啟宗

香港，2021年1月28日



董事長致股東函之補充資料

2月9日，我們去年9月從招標投得的壽臣山地塊的所有外交障礙都得到了圓滿解決。通過與賣方合作，交易於今天中午完成。這是一項可喜的發展。

董事長

陳啟宗

香港，2021年2月25日