

董事長致股東函



陳啟宗
董事長

業績及股息

儘管人民幣貶值，年內也沒有錄得物業銷售收入，截至2023年12月31日止年度，整體收入與2022年持平，達港幣103.16億元。全數收入來自租賃收入，較去年增長3%。

期內股東應佔基本租賃純利微升1%，至港幣41.77億元。然而，由於期內沒有物業銷售收入，倘扣除物業重估的所有影響，股東應佔基本純利只減少1%至港幣41.37億元。每股基本盈利相應下降至港幣9角2仙。

計及物業重估的所有影響後，股東應佔純利增加3%，至港幣39.70億元。每股盈利相應上升至港幣8角8仙。

董事會建議派發末期股息每股港幣6角，於2024年6月14日或前後派發予於2024年5月10日名列股東名冊的股東。如獲股東批准，截至2023年12月31日止年度，每股股息總額為港幣7角8仙。

業務回顧

對於大多數內地企業來說，2023年開局情勢大好，我們也不例外。嚴格的防疫措施在2022年12月突然解除，五至六周內便實現了全國群體免疫。至1月初，一切似乎回復正常。政府有望採取有力的措施刺激經濟，前景樂觀。

今年首四個月，市場表現確實甚佳，但後勢開始放緩。顯然，政府的刺激措施無法維持經濟的增長。市場情緒逐漸轉差，餘下月份都鮮有利好消息。

與2022年同期相比，2023年上半年的租戶銷售額增幅強勁，惟於下半年放緩。租賃收入增長方面亦出現類似情況。最近，政府似乎加大了刺激措施的力度，但這是否足以扭轉經濟放緩的趨勢還有待觀察。正如本人在最近的數封《致股東函》中提及，這不僅是金融或經濟問題，也是結構性問題。個人對消費，以至企業對再投資，都失去信心。在信心得以恢復之前，短期上揚難以持續。因此，本人認為這次經濟全面復甦需時，將以年計而非數個月的事。屆時，經濟結構有望比以前更健康，從而確保增長得以更持久。

正如以前的《致股東函》所述，自1999年12月我們內地首座商業物業開業，直至2022年的23年，我們的內地租賃物業組合按人民幣計算持續按年增長。得以實現此佳績，有賴內部增長和新增物業相結合。本人欣然告知各位，2023年我們再創新高，儘管沒有新增的樓面面積，我們在內地的商業租賃收入比以往任何一年都多。展望未來，2024年要再創佳績將會是一項挑戰，但我們定當盡力而為。畢竟，我們在非常疲弱的經濟下運營。

疫情期間和過後，奢侈品零售業是少數仍有不俗增長的行業之一。但過去數個月，其增速也有所放緩。這不是中國獨有的現象，全球皆然。事實上，縱觀全球大多數主要市場，中國的表現相對而言大概尚算可以接受，但其按年增速卻難以與過去多年相提並論。誠如一名專家所言，我們必須適應市場增長放緩的新常態。或許有一天中國會重拾高增速，但本人預計這難以在2024年實現。

一年前，本人曾指出2023年相信是表現不俗的一年。本人說對了，因為我們在內地的租賃收入確實創歷史新高。然而，業績並不如本人預期般好，因為經濟勢頭在全年內持續減弱。考慮到短期內難望迅速復甦，本人會闡述一下我們緩慢上行的淨債項水平。畢竟，近兩年來我們一直在利率趨升的環境下運營。

誠然，就目前的淨債項股權比率31.9%，以及年終的淨債項結餘約港幣450億元而言，我們的財務狀況相當穩健。若考慮到我們的業務性質，情況尤然，因為我們每年有超過港幣100億元的優質經常性租賃收入。此外，淨債項水平預計會在一兩年內見頂。管理層對我們的財務狀況頗為樂觀。話雖如此，我們正採取多項審慎措施來鞏固財務狀況，例如讓所有合資格的股東選擇以股代息，令我們可保留更多現金作營運之用。

然而，本人想說的要點不是財務方面，而是策略方面。我們的負債之所以在今天的水平，一個重要原因是2018年我們在杭州購入地塊並迅速施工。本人認為這是重要的策略舉措，並會在下文進一步闡釋。顯然，我們需要平衡財務穩定（特別是保持充足現金流）與必要的策略需要。做生意沒有免費的事，要奪得更長遠的策略優勢，必須付出短期的財務代價。

正如本人多年前撰述，在內地經營奢侈品零售購物商場，必須盡可能佔據以下優勢。首先，購物商場只應設於經濟非常活躍的城市。其次，必須是每個城市中的龍頭，而在上海和北京這兩個最大的內地市場，成為第二也無礙。本人稱之為龍頭的購物商場，其銷售額和盈利能力往往都是最高的。



上海恒隆廣場



武漢恒隆廣場

不計香港，本人把中國城市分為三組。最佳一組僅有上海和北京，兩個城市分別都足以容納頂級時尚品牌開設多家分店，例如路易威登 (Louis Vuitton)、迪奧 (Dior)、香奈兒 (Chanel)、愛馬仕 (Hermès)、卡地亞 (Cartier) 和古馳 (Gucci) 這「六大巨頭」都能開五至六家分店。其中，每個品牌生意最好的兩家分店會佔據大部分的市場份額。

第二組城市包括廣州、杭州、成都、深圳、南京和武漢六大城市。這些城市的經濟規模龐大，每個奢侈品牌都可以開三至四家分店，但生意最好的旗艦店，其銷售額往往會大幅拋離其他分店，銷售額次高的分店利潤未必能媲美。換言之，一個城市內龍頭只會有一個或最多兩個。

第三組是指較好的所謂二線城市。每個城市只能容納一家或最多兩家分店，銷售額第二高的分店利潤通常已經大有不如。龍頭只能有一個。

第一組城市裏，上海恒隆廣場是上海銷售額最高的兩大購物商場之一。（我們沒有在北京開設購物商場。）事實上，上海恒隆廣場相信是整個內地市場效益最高的購物商場，即每平方米面積的銷售額在內地所有高端購物商場中最高。我們只受限於其規模，所以正致力擴充其樓面面積，本人下文會再向各位報告。

至於第二組城市，目前我們只在武漢開設購物商場，武漢在這一組城市中不是最頂級的。雖然武漢恒隆廣場啟業不久，但成績已經相當理想，商場仍在擴大市場份額，並且有機會在不久將來進佔市內的龍頭位置。



昆明恒隆廣場



大連恒隆廣場

這就不得不提杭州。杭州恒隆廣場肯定有潛力成為該市的龍頭購物商場。廣州、成都、南京和深圳這四個城市，各自已經有一兩座主導市場的購物商場，不易取代。這就是為何杭州在策略上對我們如此重要，我們不能錯過2018年的買地機會。可幸的是，我們成功投得杭州的地塊，而且中標價完全在預算之內，我們有信心能打造杭州最優質的高端購物商場。

第三組城市的經濟規模較小，但若然能做到龍頭的話，利潤仍會非常可觀，就如我們的無錫恒隆廣場。無錫人口雖然不多，但家庭人均可支配收入卻位居全國第一。因此，論租戶銷售總額，無錫恒隆廣場僅在我們上海的兩座購物商場之後。值得一提的是，我們在另外兩個第三組城市中，即大連恒隆廣場和昆明恒隆廣場也佔據龍頭地位。

至今，我們已有四座龍頭購物商場：上海恒隆廣場、無錫恒隆廣場、大連恒隆廣場和昆明恒隆廣場。這只有極少數發展商能做到，惟情況可能會隨時間改變。坦白說，任何一家發展商能夠建立一座或以上龍頭購物商場的都值得我們尊重。

有鑑於此，杭州恒隆廣場的重要性不言而喻了。即使杭州恒隆廣場確實提高了我們這數年的債項股權比率，但其在策略上極為關鍵。杭州恒隆廣場一俟開業，本人預計將會取得高租戶銷售額，繼而帶來令人滿意的租賃收入。這會有助我們降低負債率，雖然我們的負債率即使在最高位時也屬合理水平。

展望

近年，地緣政治與地緣經濟問題對任何大型企業而言都越見重要，我們也不例外。傳統風險，如策略、財務、行銷和科技等依然存在，當中某些更因近期發展而加劇。例如，科技發展迅速得似乎已邁入J形曲線的直線上升部分。每項新科技對社會都有正負兩面，本人擔心負面影響終於追上了正面貢獻。新科技的發展速度已超出個人和社群所能應付的程度。坦白說，這着實令人憂慮。

某些科技現時帶來了前所未有的道德問題，是人類從未遇過的。或看看精神疾病，已經普遍得幾近流行病的程度，廣見於各地的大學校園。最近，一位哈佛大學醫學院教授告訴本人，他們絕大多數學生都需要接受某種形式的心理輔導。五或六年前，本人得知這比例在耶魯大學只是略低。

如今，我們要面對當代最嚴峻的地緣政治問題。世界最強大國家(美國)要與第二大經濟體(中國)全面較勁時，對誰來說都是壞事。這會影響全球各地的企業，尤其像我們這些在中國營運的企業。任何地方都可能有麻煩，一個讓許多人意想不到會惹上麻煩的就是美國。正如本人在去年7月中旬與一位活躍於國際事務的頂尖思想家談及(也就是他辭世前四個月)，當今國際事務中最大的風險正是美國國內的問題。這些問題對世界會有深遠影響。

現時，美國正與自己交戰。某程度上，她一直如此，但自1865年美國南北戰爭結束以來，未曾如此嚴重：政黨政治惡劣、貧富差距懸殊，以及種族分歧嚴重。美國獨有之處在於社會就很多不同議題引致分裂，例如性別、移民、槍支、毒品和其他等。

試想像特朗普重返白宮，這結果似乎越來越有可能發生。若然如此，肯定會出現三個現象：美國內部進一步分裂、世界進一步分化，以及美國的國際地位進一步下降，美國因而加速退向孤立主義。

本人看不到這對美國以至整個世界有何益處。自第二次世界大戰(二戰)以來，美國一直扮演着世界警察的角色。不管喜歡與否，這某程度上維持了世界和平。這股不論能否感覺到的力量若然減弱，世界便會陷入混亂，像在大風大浪中漂泊，沒有安身之所。

本人認為，中國就此無意也無力取代美國。此外，多個非國家主體正在崛起，其勢力與能力或可媲美甚至超越很多國家。有誰會出手遏制他們？或許有一天，中美的某些利益會趨同，迫使兩國合作解決一些世界安全問題。

這就是如今亂世下的前景，也是為何本人曾公開表示，在當下大環境，任何企業的目標應該是保本保命，而非大力發展。已知或未知的風險重重，企業不應冒進擴充。安渡接下來的數個年頭，再看屆時世界變成怎樣。放過一個機會總比失去整盤生意要好，這就是為何恒隆過去數年一直保持謹慎。

在這紛亂的世道，中國可能是一個相對和平的地方，但前提是她能解決兩個問題：與美國的糾紛和自身經濟的疲弱。本人曾論及前者，闡釋為何本人並不過度悲觀，現讓本人簡述後者。

眾所周知，中國經濟正面對許多挑戰。形勢驅使下，國家是會作出改變的。只要有恰當的結構性改革，本人相信北京總能克服這些困難，繼而回復經濟增長。在過去45年的改革開放中，中國曾面對各種艱辛，但總能找到出路。俗話說，需求是發明的動力。

除了改善經濟體系帶來的新動力外，科技發展是復甦的另一主要動力。不同於過去軟件巨頭湧現，令中國躋身世界前沿，下一階段的發展會轉由硬件的突破所推動。這得歸功於美國限制對中國出口先進晶片和其他高科技產品，中國過往依賴進口，現在別無選擇，只能自主研發。如今，由雄心勃勃的年輕企業家領導的科技初創企業比比皆是。中國有全球最大的工程師團隊，遲早會迎頭趕上，或至少縮窄與西方的差距。只需看看華為的Mate 60智能手機等近期例子。

很可能在數年後，當中國經濟最終復甦，其將與過去大有不同。例如以往地方政府以賣地來為基礎設施和其他公共物資籌集資金，這模式已不能持續，必須尋找更健全的模式，因為不能再墨守成規。

中國政府總結經驗的一貫做法確實有用。然而，其效用完全取決於對先前錯誤的理解是否正確，得出錯誤總結的可能性絕對存在。

例如，本人曾聽某些官員說，如今房地產問題的根源是民營發展商的貪婪。因此，他們建議今後的住宅房地產開發應主要由國企主導。

表面看來，這有道理。破產的發展商幾乎全都是民企。由於政府明智地不讓國企過度借貸，因此國企從來沒有像民企般放縱。然而，問題癥結不在於商人的貪婪，而在於監管不周。畢竟，貪婪是人類的本性，也是市場經濟的核心；沒有貪婪，就沒有市場經濟。政府

的職責正是制訂合適的法規來遏制過度的貪婪，同時避免扼殺市場。例如，香港和新加坡的發展商同樣貪婪，但由於兩地的規則和法例較完善，市場問題也較小。數十年前還未有適當的法規時，兩地的情況都不理想。

隨着時間推移，這些法規便會鬆緊不定，即時而過嚴時而過寬，引致市場收縮或擴張。每個社會都需要慢慢學會調整這些法規，以免市場反應過度。一個好的政府在這方面拿捏得相對較好。與其他地方一樣，北京必須學習，而且也正在學習。這個原則不能變，不過要因地制宜。

就以資金借貸的機制為例，假如銀行和其他貸款機構受到更嚴格的監管，發展商便不能過度借貸。在內地並非如此，因此槓桿率極高。隨之而來的麻煩，任何有市場經濟經驗的人都能輕易預視。多年來，本人一直公開告訴內地住宅發展商，其商業模式以至整個行業都難以為繼。

另一例子與破產有關。基於大多理據不足的原因，內地發展商數十年來一直免於破產。正如本人多年前所觀察到，中國市場長期沒有房地產公司破產，這紀錄無人匹敵。但這是出於錯誤的原因：政府不允許技術上已無力償債的公司破產。錯誤地挽救企業只會引致道德風險，鼓勵企業肆意借貸。如果政府總會幫企業擺脫財困，那為何還要審慎行事呢？這也變相鼓勵房企不當地爭相追求規模和速度，忽略盈利和質素。

正如本人一直表明，房地產公司破產一般來說對社會的影響非常有限。土地不會消失，而且建築物的報廢速度也非常緩慢。個別發展商破產不一定引致失業，唯一真正改變的只是業權。若監管制度到位，那麼公司倒閉大多是個別事件，影響有限。

在任何經濟體中，難免不時有發展商倒閉。鑑於市場周期性，這些發展商往往因在不當時機過度擴充業務而破產；讓其發生，是市場經濟的重要一環。相反，內地近數十年來任由問題擴大至全行業，再也無法受控，現在後果嚴重。

如今，這不僅是財務問題，還是結構性問題。正如本人半年前撰及，地方政府近年出售的土地，數量多得足以滿足未來一段很長時間的需求。此外，已竣工或即將竣工的住宅單位總量確實龐大，過剩的供應會在一段長時間內壓抑地價和房價。因此，地方政府必須尋找新收入來源以生產足夠的公共物資。這並非易事，但會為結構性改革試驗帶來很大空間。只要有需求，自然會有解決方案。這是中國人（包括政府官員）展現的韌性和睿智，自1978年改革開放以來已充分體現。

且讓本人再舉一個從錯誤中學習的例子。現時某些業者認為，2008年環球金融危機爆發後不久，中國不應向市場大量注資，印鈔大多無助於實體經濟，反而助長資產泡沫，導致貪腐惡化。結果，當下經濟再次萎靡不振，政府印錢顯得畏首畏尾。

據本人所了解，2008至2009年間的問題並不在於印錢本身，而是沒有法規去引導新資金的流向，最後導致效果未如預期。透過適當引導新資金的流向，可以大力振興經濟。許多國家過去都能有效做到，為何中國不能？！自由經濟不等於不受監管。相反，適當的監管對於維護自由市場是絕對必要的，不要矯枉過正便是了。

若本人上述分析無誤，縱使有許多短期之患，但長遠而言，對中國經濟保持樂觀應是合理的。然而，由於過渡需時，我們將會為現在的寒冬採取預防措施。若管理層決策得宜，有望能讓公司持盈保泰，安待春天到臨。

這大體上與我們在1990年代中期的策略類同。我們在1995年或之前已預見麻煩將至，開始採取措施，防患於未然，例如停止購置土地、出售投資物業、發行股票融資，以及把短期債項換成長期債項等。當1997年7月2日亞洲金融危機爆發時，我們已做好準備，伺機而動。我們判斷市場短期內難以復甦，於是又等了21個月才出手購置土地。回望過去，論獲利之豐厚，我們當年那些項目是業界史上數一數二的。從企業經營者的角度看，我們可能正值每二三十年一遇的機遇。

數天前，本人與一位來自廣州的友人傾談；友人對內地主要發展商有廣泛了解，本人向其討教已十多年。她告訴本人，其業界朋友間瀰漫着十分悲觀的情緒。他們覺得，中國經濟永遠不會再見光明。這種心態可以理解，因為本人很清楚這段時期有多艱辛。但本人根據上述之分析，對發展商這種情緒並無太難過。從歷史可見，曾經極度樂觀的人也有陷入徹底沮喪的時候。也許此其時也。

以下是一則有意思的軼事。恰好17年前，內地發展商一行20多人來港探訪本人。本人告訴他們，約20年後，他們之中也許有60%的人會賺錢，其中5%至10%會成為超級富豪；餘下那40%中，也許20%會陷入困境或退出業界，剩下的則會破產。當時內地房地產業正值早期的興旺日子，大家對本人的預測不以為意，沒有人會想像自己會成為最底層的20%。遺憾的是，事實證明本人當時是過於樂觀。現今他們多數或全部都破產了。

還有一事值得分享：2017年夏天，本人參加了可能是內地最大型的年度房地產論壇。在某場會議期間，與本人同台的約十位發展商之中只有本人不是內地人。當被問及香港的物業

市場五年後會否由內地公司主導時，人人都說會，唯獨本人說不會。這提醒我們，一個人在牛市時可以變得何等過份自信。

但正如本人以前闡釋過，當前的經濟下行並非周期性而是結構性的。此熊市跟過往熊市不同。因此，大家不能指望形勢會快速好轉，但始終會好轉的。我們目前不會投入大量資金。相反，地方政府需要資金，而大部分競爭對手都缺乏現金或勇氣，機會必然會出現。我們應能以有限資金換取豐厚收益。我們已經看到苗頭。將來，總有一天我們會願意為下一階段的增長投入更多資金。

現在，讓本人報告一個已落實的項目。其他項目正在開展。

縱使上海恒隆廣場利潤豐厚，但有一點未如人意，就是面積小，約55,000平方米。多年來，我們竭力加以擴充，每次都帶來租賃收入上漲。去年夏季，我們獲得政府規劃批准，在現有第二座辦公樓旁的一座低層獨立建築中增加13%的零售空間。加建成本頗為合理，工作可以立即展開。

本函大多數讀者都知道，上海恒隆廣場一直以來都有一份相當長的潛在租戶候補名單，似乎每個品牌都想成為我們的租戶。因此，租出新空間應該不難。事實上，未來的新租戶可能是哪些品牌，以及他們願意支付的租金水平，我們已經心裏有數。這樣一來，成本和可獲的收入都大概知道，投資回報便多少有了保證。若有其他類似的大好機會出現，管理層當然會告知股東。

目前，本人只想提出一點：正如千禧年代的首十年是我們的興盛時期，當時1997至2002年的亞洲金融危機剛過去，我們在香港購入多塊土地；現時我們在內地的情況可能正踏入類似時期。在那十年裏（具體來說是2002至2011年），我們的股價表現在香港地產股中大部分時間都名列前茅。這情形會否再現還有待觀察，但總是有可能的。

然而，當年的危機和今天的挑戰相比，內在原因其實頗為不同。亞洲金融危機源於資本市場，引致嚴重的經濟後果。那次是二戰以來本人所見亞洲最大規模的一次熊市，其影響持續了至少四至五年。我們因為做了充分準備，所以獲利甚豐。

首先，今天世界各地（不只在中國）發生的問題，很大程度上由政治引起，由此引發的去全球化因三年疫情而加劇。與傳統的市場低迷相比，這對經濟影響更根本，卻浮現得更隱晦、緩慢。當全面呈現時，將系統性改變全球經濟。未來經濟的興衰極受世界各地的政局發展所影響，在歐美國家和中國身上尤其明顯。因此，今時今日對地緣政治必須有一定了解。在此同時，各行各業仍會受傳統經濟力量所影響，例如另一場似乎無可避免的金融危機。

去全球化乃當今世界的主調，其主因很大程度源於中美衝突加劇。雖然這跨太平洋競賽在短期內是危機處處，但本人的結論是這應該不會引致嚴重軍事衝突（當然本人可以是錯的）。相對而言，本人較擔心的是美國和歐洲內部局勢，以及中東地區由來已久的爭端。故此，本人預計一旦目前由美國衍生的挑戰消退後，中國將多少恢復至合理的經濟增長水平。始終美國自身面臨着種種國內外問題。假若中國能夠保持社會相對和諧，那麼未來數年她會成為這個動盪世界中相對和平的避風港，本人也不會感到意外。

若上述判斷正確，公司的內地業務或許確實會受益於相對穩定的環境和增長溫和的經濟。本函的長期讀者現在應該明白，本人的審慎樂觀並非空談，而是源於本人半個世紀以來的觀察和分析。

本人得以在內地從事這個以高端商業空間租賃為主的行業，深感幸運。若未來十年間，中國經濟每年增長3.5%至5%，我們的行業在此之上再多2至3個百分點，那麼公司的前景應該相當光明。畢竟，本人預計我們的表現會比直接的競爭對手優勝不少。為股東創優增值的成績應該令人滿意。

最後，且讓本人談談對我們股價的一些想法。過去33年大致可分為三段時期：1991至1997年、1998至2008年和2009至2022年。第一段時期以香港回歸祖國作結，中英雙方有各自不同的理由令香港經濟看似不錯。因此，股市必定也欣欣向榮。這是高增長時期。1998至2008年是第二段時期，始於1997年7月2日，即香港回歸翌日，當天爆發亞洲金融危機，但大多數人不以為意，直至年底才意識到其影響。這11年相當動盪，期間經歷了2000年科網股爆破、2003年非典型肺炎，最後有環球金融危機，可以稱這段時期為股市整固期。最後，自2009年起的14年是環球金融危機後增速緩慢的時期，直到2019年新冠疫情來襲，股市下跌。

我們的股價只在第二段時期的11年間表現出色。自1991年起七年裏，我們的表現一直落後是以前遺留下來的問題。1970和1980年代大部分時間，我們的表現不及同行。到了1990年代初，投資界基本上已把我們遺忘了，許多主要證券商已不再留意我們。他們沒做錯，因為當時我們的表現不特別好。

到了1990年代中後期，只有極少數發展商能預見香港房地產價格即將大跌，我們便是其一。我們做好準備，然後看準時機，在市場於2002年復甦前入市。當時無人注意到我們在內地的策略，直至2000年左右我們在上海開設兩座購物商場後不久，市場分析員才開始留意我們的股票。

2000年代初，投資者意識到我們在香港購入的地塊可獲豐厚利潤，加上我們的內地租賃業務也開始大漲，那時我們的股價開始跑贏同業。那十年裏整體來看，在活躍於香港及

內地的12隻地產股之中，就平均每年股價升幅和股息收益率而言，我們是表現最佳的。從2004年開始，我們一直悄悄在上海以外的大城市低價購置大量頂級商業地塊。

到了2011年後期，中央政府開始反腐肅貪。無可否認，黑錢是當時奢侈品零售業如此蓬勃的原因之一。我們的行業陷入了六至七年的熊市，投資者都不敢沾手，頂級時尚品牌凍結了所有擴充計劃。同一時期，我們從2010年起每年都有一座新的大型購物商場落成。開業的初期難免要承受苦楚，業績乏善可陳，難以吸引投資者。設計成高端購物商場的設施必須降級為大眾零售購物商場，這是把偌大的零售空間招滿租戶的唯一方法。作為一家純粹營運內地零售購物商場的香港公司，投資者紛紛避開我們。

至2017年底，奢侈品零售業明顯回暖。我們的股價短期反彈，但2019年香港騷亂打擊了投資者對包括我們在內的所有港股的意欲。接下來三年疫情，幾乎所有股價都下跌。

如果只以賬面值的總回報增長及派息收益去看這12家地產公司33年來的基本業績增長，便會發現他們的增長都在一個窄幅區間內。上述的三個時期，大概相當於1991年以來的三個十年，沒有公司在所有市場條件下表現良好。某些策略在某個時期表現較好，但在其他時期則不然。但在整個33年期裏，恒隆地產和我們母公司恒隆集團的表現處於中游位置。

那麼接下來的問題便是：我們的股價未來走向如何？若然本人對中國市場和公司業績的樂觀看法大概與事實相符，我們的股價應會再度跑贏同業。前提是，全球投資界必須再次承認中國經濟的持續增長。

雖然本人預期我們在內地的高端購物商場在未來多年會繼續表現出色，但香港的住宅和商業地產市場則不然。香港住宅土地供應長達十年的人為短缺局面正逐漸被打破。由於供應預計充足，樓價不會像過去數年那樣大升。長遠來看，這有利於香港的競爭力。就此，建議讀者也可參考本人同在今天撰寫給恒隆集團股東的《致股東函》。

鑑於經濟不景，香港的商業地產租賃收入可能會下調。由於我們與大灣區逐漸實現互聯互通，許多香港市民願意在周末坐短途列車前往消費。不論服務還是產品，香港與大灣區的價格差異可以很大，而且當地的品質近年來也大大提升。疫情結束後，本人曾數次坐高鐵或驅車往深圳，可以證明，與香港相比，無論是中等價位的餐館還是米芝蓮星級餐廳，皆物超所值。愈來愈多人北上消費，香港本地的銷售額自然會隨之下跌，帶動租金

水平下調，從而引致資本價值下降，甚至資本化率擴大。隨着時間推移，香港與大灣區的房價會某程度上趨同。這是無可避免的，但對香港的長遠競爭力也不一定是壞事。

由於整體經濟疲弱，加上西方的地緣政治和地緣經濟夾擊，例如針對我們金融服務業的打擊，香港的辦公樓租賃收入很難上漲，更別談供應過剩了。

我們行業中相對健康的唯一細分市場應為豪宅，故我們近年在香港購置的地塊也只屬這個市場。然而，這是一種利基業務，其交易量不可能很大。

鑑於這樣的整體地產業格局，數十年來僅靠興建一般住宅的香港地產商，難再達到昔日的盈利水平。那些沒有在本地或內地建立像樣的物業租賃組合的發展商會面臨生存挑戰。唯一的例外是，近數十年來，部分同業已發展其他業務，並表現良好。

進軍內地市場33年，我們有幸選對了業務領域。我們已發展的物業可謂不容忽視，這些物業帶來的租賃收入在業內數一數二。我們還建立了一支經驗豐富、有能力而且穩定的管理團隊。由我們的管理培訓生計劃栽培出來的高級行政人員愈來愈多，他們都是聰穎的年輕人才，這項計劃廣受近屆大學畢業生追捧，競爭激烈。

我們還成功開創並發展了一個高端商業物業的頂級品牌。發展酒店品牌或許較容易，因為酒店本質上是B2C（企業對顧客）。因此，有數個香港酒店集團數十年來建立了全球知名、價值非凡的酒店品牌。相反，能夠同時提升商業物業這種B2B（企業對企業）及B2C（企業對顧客）業務的品牌價值的公司則少之又少，而我們的「66」品牌無疑是整個內地中最有價值的商業物業品牌之一。

所有這些資產，不論有形還是無形，都是我們的優勢，讓我們未來可以持續蓬勃發展。

臨別感言

這是本人最後一次撰寫這封《董事長致股東函》。去年，本人通知董事會，有意在2024年4月26日舉行的下一屆股東周年大會上卸任董事長一職。本人也不希望擔任非執行董事。公司及其主要股東恒隆集團的董事會慨授「榮譽董事長」之銜予本人，本人能當此職，深感榮幸。本人可以出席董事會會議，但不再有投票權。

董事會已選出現年41歲的陳文博先生從4月26日起繼任本人之職。這是歷時十多年的繼任規劃的圓滿實現。文博在香港長大並在美國上大學，之後他決定搬到北京，在北京大學鍛鍊普通話，其後獲得機會在美國紐約市一家有關亞洲事務的非牟利組織工作一年。順利

完成職務後，他回到內地，這次是上海。他在審計和諮詢公司畢馬威會計師事務所（KPMG）工作了三年左右，然後在滙豐銀行工作了一年多。文博從小就具備企業家精神，2010年在上海加入恒隆，時年28歲。兩年後，也就是2012年，公司把他調到香港總部，工作至今。

多年來，隨着職務的增加，文博得以掌握我們業務上所有範疇的狀況。他特別熱衷於可持續發展的議題。2016年晉升為執行董事並加入董事會後，文博獲董事會任命，物色新任行政總裁，接替當時即將退休的陳南祿先生。這次任務圓滿成功。自2018年以來，文博一直與我們現任行政總裁盧韋柏先生緊密合作，並全權負責由韋柏領導的整體營運。2020年，文博成為副董事長。自此，本人請他撰寫《副董事長簡函》，作為本人每半年一度的《董事長致股東函》的補充。

在整個繼任規劃過程中，董事會全體成員都充分參與。儘管如此，本人還是要特別感謝四位董事領導有方：廖柏偉教授、何潮輝先生、陳南祿先生和本人弟弟陳樂宗博士。若一如我們所期望，文博當董事長取得成功，那麼他們每個人都功不可沒。

恒隆創辦人、先父陳曾熙先生在35歲時創立了其第一家公司大隆建築置業有限公司，滿41歲後不久，於1960年9月13日創立恒隆。1991年，當本人從叔父陳曾燾先生手上接過董事長一職時，本人也剛滿41歲。事有湊巧，文博現年也是41歲。

多年來，市場對創辦人過世後恒隆領導層的事各有揣測。以下是當時的情況。

1986年先父離世後，他的非上市業務需要有人打理，這個責任落在本人身上。弟弟樂宗本來從事科研，本人也鼓勵他共同整理家族資產，我們順利完成了。由於叔父陳曾燾先生自恒隆創立之初就一直輔助先父，由他擔任上市公司的董事長是不二之選。

曾燾叔父是位不折不扣的君子，他在接手恒隆的領導權後告知本人，打算在1990年1月把董事長之職交給本人。由於公司的非上市業務進一步重組，本人在1989年年中間曾燾叔父是否可以再留任一年，本人很感激他同意了。於是，本人在1991年1月1日出任恒隆董事長，當時41歲。

自這家公司在1972年上市至今近52年，本人以不同形式參與其中。1980年，本人開始擔任行政職務。除一段短暫日子外，本人在公司管理層已有40多年。風雨兼程，砥礪前行，我們為股東創優增值的成績尚算不錯。

同樣令人欣慰的是，我們已成為香港乃至內地最具道德的房地產發展商之一。正如這封半年一度的《致股東函》所示，我們可能是業內對股東最透明的公司。本人認為我們的企業管治，或者更廣義地說，我們的ESG（環境、社會和管治）表現是一流的。正如恒隆的品牌理念所言「只選好的 只做對的」！本人相信，這是我們留存於世的價值。

在本人心中，論敬業與勤奮程度，恒隆的董事會在香港業內毫無疑問是數一數二的。本人最欣賞其對各種風險管理的監督。公司近40年來由四位非家族成員的行政總裁專業管理。所有執行董事中，僅董事長來自陳氏家族。

我們的管理團隊才能出眾，企業文化健康；我們財務穩健，行事謹慎。我們在市場上的聲譽，包括公司名聲和產品品牌，廣為熟悉、備受尊重且極具價值。我們在內地的經常性租賃收入，質素之高別人難以匹敵。因此，本人充滿信心，恒隆在未來多年仍會繼續蓬勃發展。

話雖如此，本人深知公司還有很多進步空間。在文博和韋柏領導下，我們的團隊定必做到。要帶領公司渡過當前經濟的不確定形勢，並為未來的市場復甦做好部署，需有敏捷的思維和經營的技巧。我們必須從經驗中學習，但又不能受其束縛。本人深信我們的最高管理層定能帶領公司乘風破浪。畢竟，我們所有執行董事都有經驗豐富的董事會指導和支持，而董事會成員都各具不同的專業知識。當前的經濟困境一旦過去，亦必然會過去，我們便會回復增長，並迎來許多新機遇。

鑑於上述所有因素，本人確信，現在正是本人從董事會退下來的好時機。在有能之士掌舵下，公司狀態良好。本人相信，股東和潛在股東也會和本人一樣充滿信心。只要中國經濟和我們的市場不垮，本人也不認為會垮，本公司就會成績斐然。

收筆之前，本人想感謝數十年來與本人共事的眾多同事。恒隆得以成功，實有賴你們，尤其是四任行政總裁：已故的殷尚賢先生（在任只有很短時間）、袁偉良先生、陳南祿先生，以及現任的盧韋柏先生；30多年來本人與四位共事，為本人之福。他們各在公司的不同階段作出獨特的貢獻。本人的許多功勞，其實是他們厥功甚偉。衷心感謝你們！

然而，管理團隊不僅僅是數位最高管理層，還有很多同事也成了本人的戰友、私交和良師，例如陳家岳先生（前租務總監）、何孝昌先生（前首席財務總監）和關則輝先生（前集團傳訊及投資者關係總監）。過去三年裏，三位都光榮退休了，他們每位都以各自的方式令本人的職業生涯更為精彩。本人感謝你們，並以你們為榮。

這封《致股東函》廣為流傳，本人還要向其眾多忠實讀者致謝。此函受歡迎若此，本人有意外，因為撰寫此函是本人的職責，本人堅信對股東保持透明的必要性。疫情之前，本人

和同事一起到華西一個大城市公幹，我們在星巴克喝咖啡時，有一位年約30多歲、衣着考究的男士向本人走來，感謝本人定期撰寫此函。就在12天前，也發生了同樣的事，當時本人正在美國休斯頓的機場酒店與一位獨立非執行董事喝咖啡，而這位讀者應年過40了。甚至內地政府官員也告訴本人，他們會定期閱讀本函。在本人撰寫最後一封《致股東函》時，想向各位表示感謝。本人可以直言，這33年來花了大量時間和心力撰寫此函，總共寫了144封。

有人可能會問：你打算繼續以榮譽董事長的身份撰寫《致股東函》嗎？本人並無此意。這20多年來，本人主動卸下了許多非牟利組織的主席職務，其中包括本人多年來創辦和／或建立的，例如亞洲協會、亞洲企業領袖協會，以及一國兩制研究中心。本人自始至終，從卸任那天起再也沒有插手其業務，退休後便會放手讓繼任人領導組織。本人在恒隆也有意如此。

儘管如此，本人身為榮譽董事長，會在恒隆總部保留一個較小的辦公室，以便促進董事會認為對公司有利的多項社會事務。毫無疑問，本人會繼續以公司的最佳利益為重，並在適當的時候向管理層傳達觀點。陳氏家族終究還是恒隆集團的最大股東，並透過恒隆集團成為本公司的最大股東。

未來數個月，董事會還會有其他變動。任職多年的獨立非執行董事何潮輝先生已通知我們，希望在4月份舉行的下一屆股東周年大會上從董事會退任。他現居海外，愈來愈難親身參加會議。畢竟，我們都不再年輕了。潮輝曾任畢馬威會計師事務所的中國業務主席，有極敏銳的商業頭腦，在本人所認識的人之中罕有其匹。他自1984年起在內地生活和工作，其專業知識和對內地的了解自然更不用說了。他對公司的貢獻非常寶貴，本人謹代表董事會向他致以最誠摯的謝意。

根據提名及薪酬委員會的建議，董事會今天邀請李天芳女士加入，擔任獨立非執行董事，李女士已接受邀請。她在內地長大，並在當地大眾零售行業取得卓越成就，其專業知識正好輔助董事會。本人相信我們的股東將會歡迎她的加入。她應該能參與我們3月的董事會會議。本人期待在4月的股東周年大會上向股東介紹李女士。

董事長

陳啟宗

香港，2024年1月30日