

董事長致股東函

業績及股息

截至二零一三年六月三十日止六個月內，我們出售的住宅單位遠少於去年同期，因此營業額減少百分之二十二，至港幣三十三億零五百萬元；股東應佔純利減少百分之二十三，至港幣二十八億二千八百萬元；每股盈利減少百分之二十三，至港幣六角三仙。倘扣除重估收益影響，股東應佔基本純利及每股基本盈利均減少百分之二十三，分別降至港幣十九億三千三百萬元及港幣四角三仙。

董事局宣佈派發中期股息每股港幣一角七仙，金額與二零一二年中期股息相同，並將於二零一三年九月二十六日派發予於二零一三年九月十二日名列股東名冊之股東。

業務回顧

寒冬已經降臨香港樓市及中國內地物業租賃市場。現時尚無跡象顯示春天何時方至，但我們知道它早晚會重臨。在此過渡時期，我們有大量應做的工作，好為下一輪美好時光作準備。我們定當悉力以赴，容本人稍後闡釋。

如股東所知，我們自二零零一年起集中資源於中國內地，在香港幾乎沒有購置土地。由於當時香港政府的政策使然，土地供應付之闕如，導致樓價拾級而上。因此，我們亦趁機出售已落成的住宅物業，著眼於利潤而非銷量。

從二零零八年中起的每六個月期計算，我們僅兩趟大量出售住宅物業，分別於二零零九年下半年及二零一二年初。邊際利潤持續攀升並非意料之外；儘管如此，本人一年前已明言，樓價升至如斯水平，我們樂意全數出售手頭上的住宅單位。可惜環球經濟情況欠佳，加上香港政府行政班子新舊交替，令物業銷售更為困難。然而，以旗下物業之質素來看，我們對此並不過於憂心。幾乎所有餘下住宅單位均享有海景，這在任何一地都需求甚殷，尤其在人口稠密，又擁有美麗海港的香港。這些資產的價格應遠較市場一眾住宅物業來得穩固。

在過去六個月，我們出售的住宅單位甚少，此乃整體營業額和溢利下降的主因；另一原因是我們在二零一二年一次過出售了好幾項持有多年的香港投資物業。

來自香港和內地的租金收入和溢利皆有增長，整體租金與溢利均上升百分之九。內地業務現佔集團營業額之五成三及溢利之五成一，香港則分別佔四成七及四成九。

倘扣除一年前出售香港投資物業的影響，香港租金收入同比增長逾百分之十一，增幅足以抵銷已售出物業的租金損失，整體租金收入上升百分之二。當中，商舖租金收入上升百分之十四，辦公樓租金收入上升百分之十一，住宅及其他物業的租金收入保持平穩。商舖租出率上升三個基點至百分之九十八，辦公樓租出率上升一個基點至百分之九十六。

十八個月前，當部分市場人士仍對市場抱樂觀態度時，本人已指出內地零售額正在放緩。如今眾人皆表悲觀，本人依然持審慎態度，但亦欣然匯報，除一個特殊情況外，集團所有內地物業的租金收入均錄得增長。

上海方面，恒隆廣場和港匯恒隆廣場的租金收入均上升百分之七。恒隆廣場的購物商場租金收入增長百分之八，辦公樓增長百分之七，整體租出率約為百分之九十六。至於本公司僅持有購物商場的港匯恒隆廣場，其租出率達百分之一百，租金收入增長百分之七。所有樓面的租金邊際利潤均保持穩定。

與一年前相比，上海的恒隆廣場的零售額上升百分之三，港匯恒隆廣場則上升百分之五。租戶入駐成本並無顯著改變，但營業租金則下降，這在高級購物商場尤甚。幸好，我們與許多購物商場的業主做法不同，在租約條款內對基本租金都有穩當安排。我們向來堅持這個做法，這亦有賴我們相對較強的議價能力。

濟南的恒隆廣場持續帶來佳音。其租金收入上升百分之六，營業溢利上升百分之十五，租金邊際利潤上升四個基點至百分之五十七。儘管租出率降至百分之九十二，零售額仍增長百分之六。租出率下降的原因，是由於經過兩年營運後，無論自願與否亦無可避免會有租戶更易。

至於瀋陽兩個購物商場，較高檔次的市府恒隆廣場開業僅略逾九個月，其表現尚可；回顧期內，其零售額已超越四星級的皇城恒隆廣場，並已全部租出，租金邊際利潤達百分之六十一，比較早開業的濟南恒隆廣場更高，原因為市府恒隆廣場的租戶大多是頂級時尚品牌，所支付的單位租金自然較高。然而，一如任何新商場，其亦面對重重挑戰，尤其當市場進入零售額增長放緩期，此對高檔產品的影響特別嚴重。加上毗鄰的首座辦公樓項目正在施工，令商場附近一帶變成工地，這個不理想的情況還會持續一段時間。

皇城恒隆廣場方面，本人相信最惡劣的情況快將過去。其周遭的道路工程仍在進行，但隨著第十二屆全運會將於八月三十一日在瀋陽開幕，這些工程料將近完成。

如以往所述，我們已大規模重整該商場的租戶組合及為其重新定位。此舉無可避免地導致其租出率下降至百分之八十七，而租金收入亦暫降；但到年底時，租出率應可回升至百分之九十二或以上。由於租金收入減少，其邊際利潤下降至百分之二十三，但本人預計邊際利潤行將回升。令人鼓舞的是，儘管困難重重，該項目的零售總額實際上仍有所增長。

集團整體租賃表現令市場頗為意外，回顧期內之溢利高於大部分甚或全部的市場預測。讓本人提供一些合理的解釋，這對我的忠實讀者而言當非新論。

首先，正如本人以往所述，商場並非可替代的資產。從地點、規模、設計以至客戶服務一體著眼，僅極少數商場能稱得上成功，餘下的為陪跑者或死氣沉沉之流。坦白說，大多數內地物業均屬於後者，這跟本人提過的「勝者為王」現象接近。引申而言，在類似今天的艱困市況裏，強者擁有較佳的抗逆能力。

其次，優質的購物商場擁有遠遠較高的議價能力來吸引其屬意的租戶。對店主來說，其所支付的租金水平，無論是基本租金或與銷售相關的租金，均非其首要關注之事，關鍵在於購物商場可帶來的營業額。此乃為何頂級品牌縱然可獲劣質物業提供現金裝修津貼及其他優惠，彼等仍多會選擇在優質購物商場落戶，皆因前者大多表現欠佳，而後者往往表現出色。事實上，對重視品牌資產的奢侈品牌而言，彼等大部分均不接受「開店有錢收」這些噱頭，即使同意進駐者亦只會視這些「免租」店為市場推廣手段而已。

那麼該等物業業主該如何自處?! 彼等不能怪責任何人，只能怪自己在地段差的地方興建劣質物業。正如本人曾經解釋，地點、規模和設計是商場的「基因」，商場一旦落成便不能改變。漠視這些元素的發展商於其商場尚未開業已注定失敗。

第三，優質的設計和施工加上適當的物業管理，可帶來高於一般的租金邊際利潤。新物業的租金邊際利潤無可避免會較低，但長遠而言，富經驗的發展商兼物業管理者之表現應勝人一籌。大部分分析員也許沒有料到，我們的內地物業組合縱包括許多新開業商場，仍錄得百分之七十九的租金邊際利潤，而市場的平均數也許只是百分之六十六至六十七。因此，從每一塊錢的租金收入，我們多賺的溢利達十二至十三仙，這個差別確實非同小可。

總括而言，連同香港物業租金邊際利潤上升兩個基點至百分之八十六在內，集團整體物業的租金邊際利潤達百分之八十二。

於熊市時，實在有許多可做和應做的事，本人在此略舉一例：當賣家需要現金，便是購置土地之時，而這正是我們於二月作出的舉措。多年來，我們一直在武漢物色土地，這是個從事零售的上佳城市。我們在武漢購入的地塊位於市內最佳購物區，並已基本上完成工地清理工作。

該地塊的面積及可建面積均稍大於我們已購入的昆明地塊，但土地成本卻較便宜。地塊面積為八點二六公頃，扣除停車場的可建面積達四百九十萬平方呎，計入停車場的總樓面面積約達七百萬平方呎，購入價為人民幣三十三億元。與之相比，昆明地塊面積為五點六公頃，扣除及計入停車場的可建面積分別為四百六十萬平方呎及六百五十萬平方呎，購入價為人民幣三十五億元。兩個項目同樣包括一座購物商場、一座辦公樓，以及可供出售的服務式寓所。總括而言，我們對此項購置頗為滿意。

展望

在整個二零零零年代，作為當時香港最大土地擁有者的香港政府，幾乎沒有出售任何土地。這在二零零二年前還可理解，原因是一九九七年七月二日亞洲金融危機席捲香港，當天為香港回歸祖國的翌日；而待經濟逐漸復甦後，香港於二零零三年受到沙士蹂躪。但到了二零零四年甚至二零零五年，香港政府斷無藉口不賣地，這比無能更甚。

這對我們影響深遠。由於住宅價格持續攀升，因此我們並不急於出售於一九九九年和二零零零年買地建成的住宅單位，而以遞進方式銷售，其亦帶來拾級而上的邊際利潤。

我們的投資物業亦面對類似情況。隨著內地旅客數目與日俱增，香港整體零售額持續攀升。內地經濟活動擴張，連帶香港的辦公樓需求增加，其中不少來自金融服務業。然而，供發展商業項目的新土地絕無僅有，種種因素導致租金不斷上升。

任何以香港經濟(而非僅某一行業)最佳利益為念的人士，均不願意看見這個情況持續，因這會帶來隨時爆破的價格泡沫，招致嚴重的經濟後果。但要改正這個情況，真是知易行難。鑑於上屆行政班子沒有建立土地儲備，政府現時以至不久的將來均只有少量土地可供出售。如今政府正在建立土地儲備，但這需要時間成事。

因此，就現時而言，政府在別無他法下唯有控制需求。隨著雙倍印花稅等嚴厲措施推出，樓市變得一片死寂。除非政府放寬管制措施(但這不太可能)，否則樓價需待土地供應趕上後，方會回復生氣。這對地產業的長遠穩健發展有利，而地產業對整體經濟又甚為重要。

是以，我們在短期內應難以出售可觀數量的落成單位。回顧過去兩至三年，除非我們願意割價，否則要出售更多單位是有難度的；加上我們在推售樓盤時最少有兩趟交上惡運：一趟是股市大跌，另一趟是政府推出嚴厲措施遏抑樓市。

上文所述的市況在可見將來均不會影響商業物業租金，然而市場氣氛已令該等資產之買賣交易近乎停頓。因此，我們慶幸先前已把很多非核心物業出售並獲利甚豐，如今已再無法獲得如此理想價格。

內地方面，零售市道已經顯著放緩，箇中原因頗為複雜。與香港相比，內地的內銷市場不僅遠遠較大及繁雜，內部政治及國際經濟亦扮演較重要的角色。本人可就此詳加分析，但關乎本集團長遠穩健發展的因素其實不太複雜。最基本的問題是：長遠而言，中國的本土消費會上升嗎？答案是明確肯定的。如此方能逐步降低對公共投資(例如基建項目)和出口的倚賴；此乃要務所在，捨此別無他途。

事實上，儘管近期經濟放緩，個人消費仍然持續上升，只是由於公共投資近年增長甚速，故個人消費佔經濟的百分比似乎沒有增長甚或有所縮減；但北京內外一致認為，本土消費必會上升。個人消費現佔中國國內生產總值約三成四至三成五，而在美國則佔七成；即使這個落後距離只拉近一半，個人消費在中國所佔的份額仍會較今天上升百分之五十。在這個過程中，整體經濟會繼續以每年百分之六至八的速度增長，我們的市場潛力可見一斑。

此乃為何本公司的管理層對今天的熊市並不過於憂心。反之，我們會在最少四大方面著力，抓緊今趟時機。

首先，我們會加倍努力確保餘下內地項目順利施工。現時我們正興建超過三千萬平方呎世界級商業物業，總成本接近港幣九百億元。這些工作著實最少需要十至十二年完成。然而，我們萬事俱備，並會因應市場情況而全速前進。此外，較複雜及最有增值效益的購物商場會先行落成，餘下的一些辦公樓可隨需求上升時興建。我們亦會加快興建住宅單位，彼等大部分均可供銷售。這意味著，未來數年將非常關鍵。

其次，我們會繼續加強管理團隊的規模和質素。股東均知悉在過去六、七年來，我們增聘了很多員工，但新項目數量亦持續上升。我們決心打造一支精幹的團隊以實現集團的鴻圖大計，持有並管理世界上最卓越及利潤豐厚的商業綜合物業。

第三，我們會強化企業文化，這要務在本人過往致股東函內已闡明。單單擁有最好的人才並不足夠，我們必須建立一個明公正氣的文化，箇中精萃已包含在我們去年採納的企業文化主題內——「只選好的 只做對的」。

今天所見的不僅是地產業之放緩，我們的股價亦受到拖累。本公司的股價於二零零零年代大部分時間跑贏同儕後，現正和其他地產公司一樣，股價停滯不前。公眾投資者均清楚知道，我們的母公司最近持續買入本公司的股份。我們相信，無論短期和長期而言，此舉對本公司的股東有利。

過去六至七年來，我們基本上並無負債；銷售香港落成住宅及成熟投資物業令我們沒有出現淨負債的情況。這在上月結算期時稍有改變，但今天的負債率仍僅約百分之零點三。縱使再無售出香港物業（這個假設也許不切實際），我們手頭上的資金仍足以支付未來數年所有預期開支，包括資本開支（大部分為施工費）。

鑑於以上所述，我們在未來一、兩年可安心購置一至兩幅面積合理的地塊。然而，除非有非常吸引的機會，否則我們不會急於行事。縱使機會付之闕如，我們的團隊仍有大量工作忙過不了。

在二零一三年餘下時間裏，我們能否出售大量住宅單位實屬未知數。至於香港和內地租賃業務，兩者均應與回顧期之表現相若。

然而，純利數字並不能反映一切。鑑於內地零售業尤其奢侈品行業的銷售額持續放緩，在情況開始好轉前，我們某些表現指標可能會稍微失色。管理層皆準備就緒迎接未來的挑戰。

我們歡迎陳家岳先生最近加盟本公司出任董事——租務及銷售，跟其已退休的前任人一樣，掌管所有租務及銷售業務。陳氏在物業管理方面經驗甚豐，並在內地工作多年。

董事長

陳啟宗

香港，二零一三年七月三十一日