



# 目光遠大

恒隆團隊擁有同一願景

— 追求卓越，突破高峰。







## 董事長致股東函



陳啟宗  
董事長

### 業績及股息

截至2017年12月31日止年度內，由於去年售出的住宅單位較少，收入減少14%至港幣111.99億元。股東應佔純利增長31%至港幣81.24億元。每股盈利相應上升至港幣1.81元。

倘扣除物業重估收益的所有影響，股東應佔基本純利下調13%至港幣55.30億元。

董事局建議派發末期股息每股港幣5角8仙，並將於2018年5月16日派發予於2018年5月3日名列股東名冊的股東。如獲股東批准，截至2017年12月31日止年度的每股股息總額為港幣7角5仙，與去年相同。

## 業務回顧

內地和香港的零售銷售持續復甦。由於租賃合約的延後效應，相關的增幅尚未轉化成租金增長。這或許需要再過12至18個月，才會為我們的業績帶來正面的影響。

在內地，奢侈品銷售的復甦尤其強勁。與去年同期類比，我們所有的購物商場都有所改善，增幅由瀋陽的市府恒隆廣場的1%，至大連的恒隆廣場的99%。其餘的大部分購物商場的銷售額之增幅為10%至12%，而上海的恒隆廣場的銷售額則攀升了26%。幾乎所有物業的租出率都有所提高，其中以無錫的恒隆廣場和天津的恒隆廣場的升幅最大。

整體而言，與過往數年相比，本年度租賃的合約終止和租金下調的情況遠遠較少。就上海的港匯恒隆廣場及無錫的恒隆廣場而言，租金收入的下調全因為優化工程和建築工程，導致購物商場的零售面積減少。上海的港匯恒隆廣場因進行優化工程，平均有20%的零售面積受影響，一度更達30%。同類比租金收入較往年同期高出7%。至於無錫的恒隆廣場，倘撇除因受到第二座辦公樓的建築工程而影響的9%零售面積，其租金收入平穩。比較2017年下半年和同年首六個月，租金收入上漲9%。

上海的辦公樓業務表現持續受壓，租金收入回落8%，主要是由於上海的恒隆廣場更換主要租戶需時。新的長期合約現已簽訂，其租金水平可觀，且新租戶的質素遠較舊的為佳。無錫的恒隆廣場和瀋陽的市府恒隆廣場的辦公樓表現理想，租出率均達80%或以上，而無錫的辦公樓的租出率實際上接近90%。

這一切說明，六年的寒冬現已成為過去。即使是面對最多挑戰的瀋陽的市府恒隆廣場，其業績也在逐步改善。全新的當地管理團隊正為我們帶來良好業績。本人預期未來一、兩年間，我們的營運數據會進一步上揚。

2017年下半年，香港的零售銷售的復甦較強勁。倘撇除正在進行大型優化工程的若干物業，我們的租金收入同比上升3%，零售額則增加8%。然而，誠如六個月前所述，即使市場萎縮，我們在過去數年間仍表現卓越，致令租金基數升至較高水平。因此，本人不會期望租金會如過往數年般大幅增長，但應可獲得低個位數的增幅。

香港住宅銷售依然強勁。樓市自2016年第二季出現稍微調整後，市況一直在上升。儘管2017年下半年增長速度稍為溫和，但有跡象顯示樓價或會重拾升勢。

我們乘着利好的市況，進一步售出庫存以獲取可觀的溢利。由於2016年我們售出大部分餘下單位，是以2017年供放售的單位並不多。因此，銷售總額及溢利雙雙下調。2016年，我們售出浪澄灣436個單位，而在回顧年度，我們售出226個單位，至年末僅餘十個單位待售。截至今天，待售單位僅餘六個。至於君臨天下，我們在2017年上半年售出1,122個豪華單位的最後一個。兩個項目的邊際溢利率一直持續上漲，其中浪澄灣為65%左右，君臨天下則為85%。



## 董事長致股東函

去年，我們售出藍塘道23-39的另一間半獨立式大宅，而單在本月我們便再售出兩間大宅，尚餘13間待售。我們或許在本年度餘下時間出售更多。有意思的是，迄今為止售出的五間大宅中，只有一間是售予內地買家。邊際溢利率一直令人滿意。

綜合以上種種情況，內地和香港的租金收入與去年同期相比變化不大。由於售出的香港住宅單位遠遠較少，收入因而下調了36%。股東應佔純利因物業重估收益提高了31%。倘撇除重估收益，股東應佔基本純利回落13%。

這樣的業績表現實屬意料之內，至少對本信函和我們主要股東恒隆集團的致股東函的恒常讀者如是。這些數據基本上反映了本人六個月前對市場和我們自身的情況的看法。各地的零售環境都有明顯改善，不久將為我們的業績帶來正面的影響。本人相信，未來會有更好的日子。

本人對前景樂觀的原因有兩個。首先，在我們的行政總裁陳南祿先生的領導下，我們的管理層在過去七年脫胎換骨。我們今天是一家更好的公司，更能應對瞬息萬變的市場環境。我們會繼續精益求精。

其次，中國經濟正經歷理想的轉變，個人消費正迅速成為中國經濟的支柱。不久以前，個人消費約佔整體經濟的三分之一；現已遠超40%，整體經濟規模亦變得更大。相比之下，美國的同類佔比約為69%。儘管中國未必可以與美國的數字相提並論，但假以時日，將會貼近美國。由於中國的儲蓄率偏高，故難以看到中國人消費如此多；然而，從今天的水平看來，有關百分比增至50%至55%是有可能的。一直以來，中國整體經濟正逐步擴張，國內生產總值在未來數年有望能維持在6%甚或6.5%以上的年增長。這對我們而言是個好消息。

2017年，中國的出口亦有可觀增幅，但公共投資的增長速度卻變得溫和。後者從概念上能充當緩衝作用，以調整經濟增長率。在拉動經濟的三頭馬——出口、公共投資和消費——當中，公共投資是唯一基本上受政府調控的，而北京絕對有充足的財政資源在有需要時投入更多。

無論如何，從種種跡象看來，目前中央政府似乎滿意現時個人消費擔當更重要的角色。本人認為，這是北京領導人稱之為高質量增長的一部分，而一眾西方經濟學家對此也會認同。

另一種將中國個人消費與其他主要國家比較的方法，是從人均零售面積（以平方米計）入手。美國每名市民平均有逾2.2平方米的零售面積，是最「購物商場泛濫」的國家，遠遠拋離第二名人均零售面積為1.5平方米的加拿大。香港、新加坡和澳洲的人均零售面積各約1.1平方米。這數字在往後的排名大幅下降。在歐洲，英國以0.5平方米成為全歐之冠，法國低於0.4，意大利及西班牙均少於0.3，而德國則連0.2也不到。

中國的數字與意大利和西班牙相若，人均零售面積為0.3平方米，這還不到美國的七分之一。倘撇除中國龐大而消費力較低的農村人口（約佔13.8億人口中的43%），並將所有零售面積僅分配給城市居民，這一數字仍只是約0.5平方米。

那麼為何部分投資者不滿地說中國的購物商場太多呢？首先，大部分新設施都集中在一線和二線城市。其次，零售面積的增長速度着實令人驚訝。儘管中國的人均零售面積與其他國家相比仍然佔優，但一般觀察者卻有另一種看法。這種所謂「供應過多」的想法連同電子商貿的衝擊，導致部分投資者對中國的零售地產業務失去信心。令人稱奇的是，部分分析員因觀察到美國市場供應過剩的問題，而假定中國情況亦然。

儘管如此，中國的許多購物商場的確將如某些美國同行一樣，於未來數年內關閉。誠如本人早前撰述，這類購物商場縱使相對較新，但大部分質素強差人意，甚或不堪入目，它們的所在位置也未如理想，而且設計不當兼建築差劣。坦白說，它們不值得繼續存在。最終，消費者只會集中到更好的購物商場消費，當中包括我們的物業組合。市場競爭汰弱留強，令強者愈強。這就是市場經濟之道。

與世界其他各地相比，我們有幸能在中國一線和二線城市等市場經營業務。中國經濟每年增長6%至7%，中產收入和個人消費的增長速度比國內生產總值還要快。很多市民只是在過去10年至20年才開始購買基本日用品以外的商品，成為購物意欲極強的消費者。

中國一線和二線城市的實地環境也有利零售商舖及購物商場的業務發展。這些城市有高密度的人口，為位置優越和建造優良的購物商場提供大量客流。不論是網上購物或光顧實體商店，購物皆十分便利。

在本人的2011年年末致股東函中，曾將美國的拉斯維加斯、阿聯酋的杜拜和中國這三個本人認為擁有最佳購物商場的市場互相比較。拉斯維加斯的購物商場經常以新意念和新設計領先；杜拜的購物商場發展商則加以改良，使設施更大更優。而中國的購物商場發展商，像我們這些後來者，可以向各方借鏡學習。

然而，這三地的經營環境差異甚大，市場動態大相逕庭。誠如早前闡述，與拉斯維加斯的博彩業以及包括各種表演和演唱會等的娛樂事業相比，其購物業務佔較次要的位置。杜拜是本人過去20年經常到訪的城市，許多消費者並非來自杜拜酋長國。畢竟，當地人口實際不多，其購物商場吸引鄰近酋長國如沙迦和拉斯海瑪，以及沙地阿拉伯與阿曼等其他國家的消費者到來。問題是，同一位消費者相隔多久才再來光顧？每三個月抑或每半年？在中國，人口密度能確保數十萬計的常客流量唾手可得。如購物商場擁有足夠的魅力，這些顧客喜歡便可輕易地每天前來光顧。



## 董事長致股東函

在比較中國與其他國家的購物商場時，本人應順帶補充一點，本人敢說我們的物業的建築超群絕倫，世上絕無僅有。我們旗下每座購物商場皆可被視為優質的公眾藝術品。除了在購物商場內外放置出眾的雕塑外，我們整幢建築也是極具規模的藝術傑作。本人相信這點無人異議。如此重視建築物的形態和外貌的購物商場發展商，實在寥寥可數。

儘管這種設計和建造可能會令我們花費更多，但長遠而言仍有利於業務的發展。首先，全國各地很多市政府領導希望我們可在其城市發展，協助美化當地的環境。我們塑造的市內風貌有效地提升了他們的城市形象，使他們在北京的領導層面前更為出眾。此舉亦不會損害他們個人的仕途發展。他們對「恒隆」品牌的項目在其城市發展的渴求，使我們在爭取土地方面略佔優勢。

在公眾層面，我們認為在一個城市設計和興建非凡亮麗的建築，能達成我們回饋社會的目標，成為盡責的企業。不論當地市民是購物商場顧客與否，也能享用我們提供的服務。當社會日漸繁榮，大家便自然地開始追求美感，此乃人的本性。我們會對此加以推動，協助建設更和諧的社會。

我們明白在許多國家，發展商沒有機會在市中心設計和建造建築風格出類拔萃的購物商場。這正是歐洲大多數主要城市面對的情況。由於當地的歷史，在市中心尋找面積寬廣的土地幾乎不可能。這也是為何整個歐洲大陸幾乎沒有此類大型購物商場的原因。在過去十年左右，倫敦終於有數間頗具規模的購物商場落成；這些購物商場大致都位於市中心，室內裝潢美侖美奐，卻忽略了外觀。原因是其位置與鄰近建築相距甚近，消費者和其他市民沒有足夠的空間欣賞建築物的外貌，因此花費資金在外觀上是沒有意義的。

中國面對的情況則不大相同。在過去20年至30年裏，所有主要大城市的市中心都已改頭換面。古老簡陋的建築物幾乎一掃而空，讓路給較新的建築物。可惜的是，後者的設計和建造質素大多差劣。但這卻可讓如我們這群勤勉認真並以長期擁有物業為本的發展商，建造漂亮的大型建築。難怪我們的每座購物商場都贏得國際和國內的設計獎項。

儘管有所偏頗，本人作為建築酷愛者，對公司在內地建造的物業無一不愛。美感是十分主觀的看法，因此本人不能期望旗下每個物業均被各人喜愛，但大概沒有人會反對我們每個項目都是名副其實的建築地標。

誠然，我們必須平衡美感與實用性。我們從不忘記公司是自由市場經濟競爭下的商業企業，所以我們的購物商場的設計必須塑造高效的實用空間，讓租戶銷售產品之餘，我們亦可獲得優厚的租金收入。過往的經驗足以證明我們能夠掌握這個平衡，毋須為美感而犧牲收入。我們對旗下所建的物業均感到自豪。本人認為沒有其他購物商場的發展商能擁有像我們般如此出色的物業組合。

着重建築外觀，並不代表我們忽略室內空間。我們時刻謹記，租戶才是購物商場的主角。我們不會與他們競爭，反之會為商店和消費者營造一個親切舒適的環境。以往，我們曾犯過設計上的錯誤，亦從中汲取了教訓。有些錯誤難以完全糾正過來，使我們無奈接受部分瑕疵。然而，我們所汲取的經驗會令日後的項目更上一層樓。

### 展望

早前本人提及，內地零售銷售的復甦及管理團隊的強化，均對我們未來的業務發展有利。在此本人可以補充一點，或許最近閉幕的第十九次黨代表大會的議決，可讓社會持續穩定。若這點屬實，那麼我們在未來數年將有天時地利之優勢。

然而，我們難以相信人生總是一帆風順。畢竟，審慎行事對任何管理層而言均有利無害。這可讓頭腦時刻保持警惕和靈敏。

可以肯定的是，中國的體制易於出現「黑天鵝」事件。從1950年代到1980年代，每十年便發生重大事件，部分影響更持續超逾十年。事實上，近30年來，中國在社會和經濟方面相對和平穩定，這本身就是一項奇蹟。我們只能希望好景常在。近期的發展頗令人鼓舞。

那麼何事會令我徹夜難眠？是政府政策出了亂子。在中國，大部分宏觀經濟包括與金融相關的政策，決策權都高度集中於中央政府的少數高級官員。隨着經濟規模擴大並愈趨複雜，加上中國逐漸跟全球經濟體系整合，有關政策決定變得無比險峻。當中的變數着實太多，我們幾乎不可能全盤掌握政策帶來的嚴重後果，更遑論所有不可預計的後果。





## 董事長致股東函



兩至三年前，北京當局針對有關人民幣和股票市場的部分舉措，令市場大為驚訝，並貽笑國際。幸而所造成的損害，包括聲譽上的損害，並無大礙。那麼其他政策錯誤會引發更嚴重的後果嗎？這似乎無可避免。發生錯誤屬意料之內；要成功避免這些錯誤得靠運氣。我們絕對無意質疑最高領導人的用意或能力，只是這個制度對任何人而言都未免過於複雜。

一些偏頗的外國讀者讀到這裏，部分或會倉促下定論，認為中國的體制差劣，而且不能夠持續發展。在西方，市場的主導權較大，決策權較分散。他們認為他們的機制因此更安全穩妥，事實卻不然！這些人忘記了，僅僅在十年前，金融市場就是在自由市場原則的運作下，令全球經濟推至全面崩潰的邊緣。就好像馬來西亞於1997年至2002年亞洲金融危機期間，拒絕對外開放市場而保住經濟一樣，中國在2007年至2008年全球金融危機期間，因與全球金融市場的關係尚未整合如今，而得以倖免。

全球金融危機的震央，正正位於自由市場的「首都」——紐約市的華爾街。是次危機對全球經濟造成的損害，遠較比它早十年發生的亞洲問題嚴重得多。一些專家表示，部分全球經濟體如歐洲，至今仍然飽受其餘波困擾。這會再次在西方發生嗎？絕對會！一旦發生，我們是否會像上次那樣倖免於難？現階段無法預料，但全球經濟崩潰絕對是有可能的。

正值全球金融危機高峰期之時，本人獲故友約翰·懷特黑德先生(John Whitehead)邀請，到他家中共晉晚餐。那應是2008年的夏天。相信許多讀者都知道，他是高盛的前聯席主席，其後更擔任美國總統列根的副國務卿。毋庸置疑，他是過去數十年以來最受尊敬的投資銀行家之一。席間，他表達了對全球經濟崩潰的擔憂。本人若能在此複述他的話！

現今全球經濟面對的潛在危機，基本上源自資金過剩。二戰結束約70多年來，我們見證了一個相對和平的時期，財富可以大量累積。資金增長幅度甚至超越其他生產要素，如勞工和天然資源等。「錢滾錢」已成必需。這並非說人們不願意把金錢投資在製造業或服務業這類生產性行業上，只是現今資金處處，「錢滾錢」不僅是必需，亦是獲利最豐厚的方法。

或許部分人認為，科技是財富創造的主要動力。這個說法某程度上是正確的，特別是在過去的10年至20年裏。科技是唯一在創造個人財富上可與金融服務媲美的產業。然而，兩者有着根本性區別。科技公司通常為社會帶來實質經濟價值，金融服務遠不及此。大部分為金融機構帶來豐厚利潤的交易，純粹由貪婪驅使，並不為廣大社會創造更多價值。儘管貪婪本身並非一無是處，因為它很大程度帶動了資本主義制度的運作，但問題在貪婪是無疆界的。制定法規有其必要，但我們可見，其成效不會大。另一制衡的途徑是透過道德規範或宗教約束，不過人類歷史已充分證明這些也是徒勞無功。





## 董事長致股東函

金融服務與科技至少有一個相似之處。前者難以控制，後者其實亦然，尤其是在生物科技領域。它衍生出人類前所未見的棘手道德議題；直接引起對人類本義的質疑。我們可以嘗試規管，並且有此必要，惟本人擔心規管未必奏效。若某些科技落入不法分子手上，情況形同核彈或比核彈更糟的東西落在壞人手裏。兩者皆很可能發生。

科技也大大加劇了大多數金融服務的危險，因為電腦甚至超級電腦等機器加速了金錢或資金的滾動。它好比雷電，由天空的一端擊至另一端，所經之處皆被徹底毀滅。在1990年代末的亞洲金融危機期間，我們見證了小型經濟體因資金流動規模過大和速度過急而導致全軍覆沒。這可殃及無辜的經濟體，香港便是一個最佳例子。如果沒有時任行政長官董建華先生對抗資金狙擊的膽識，我們的經濟恐怕早已萬劫不復。

本人曾就此闡釋過，前述的2007年至2008年全球金融危機，部分乃源於過多資金流入經濟；但中央銀行卻以發行更多鈔票作為解決方案，真是諷刺。縱使措施能解燃眉之急，卻令原有問題進一步惡化，或會埋下另一場大型金融危機的伏線，屆時我們未必能幸運地脫險。美國、歐洲和日本推行的第一輪、第二輪等所有量化寬鬆政策，會製造條件引致更多問題。在這方面，儘管中國沒有受到1990年代亞洲金融危機和十年後發生的全球金融危機的影響，但濫發鈔票同樣難辭其咎。

隨着資本增加，以「錢滾錢」的投資銀行亦聲勢壯大。本人40多年前營商之初，「銀行家」一詞在商業銀行界是備受尊敬的。投資銀行家則被視為異類，不大受尊敬，如地產發展商一般。事實上，大眾不會把投資銀行家與銀行家混為一談。昔日的投資銀行或商人銀行以合作夥伴模式營運，其中獨立合夥人須對公司所有事務負上無限責任。故此，參與者必須非常謹慎，因為他們擔心失去所有，然而，這個時代已成過去。

投資銀行家終究是精明之人，想到如果把合作夥伴模式轉為一家面向公眾的有限責任公司，便可卸除本身的無限責任。他們成功做到了。隨着個人財富不再受威脅，他們可以擺脫所有枷鎖，並通過槓桿把公司擴大到不可思議的規模。畢竟，資金充裕總不能閒置不理。全球金融危機就是這樣演變出來。

在此過程中，這群新晉的「銀行家」為自己累積了龐大財富。有了這大筆資產，他們現在更理直氣壯地自稱為「銀行家」。時移世易，這個昔日被商業銀行家唾棄的職業，如今卻令他們趨之若鶩。



另一群「輸家」是早期備受尊敬的老式投資銀行家，如上文提及的已故的約翰·懷特黑德先生(John Whitehead)。本人懷疑他的個人淨資產還不及其舊公司繼任人的十分之一。懷特黑德先生過往的一些同事有無盡貪念，最終令自己蒙羞。可惜這門專業如今在大眾的眼裏已變得不尊貴。

相信無人能否定投資銀行在經濟上擔當必需的角色。事實上，隨着全球貨幣供應增加，這群資本市場營運者的地位日益重要。資本的規模和流轉的速度，使投資銀行家勢力雄大。意識到這個新的現實，數位美國總統曾委任投資銀行家出任財政部長。自1981年起，12位財政部長中有6位來自這行業。資本市場地位高於傳統銀行體系，投資銀行家優於商業銀行家，群雄逐鹿就此定奪，勝者為王。

在中國，過去20多年，許多出類拔萃的年輕人都嚮往成為投資銀行家，當中不乏高官要員或商界鉅子的子女。鑑於投資銀行家本身對社會貢獻不多，本人總是奉勸身邊的年輕人不要投身此行業，他們從中所學的大部分不是真材實學。(很大程度上，這個專業的價值乃建基於他們創造的金融工具的全球分銷網絡，可是當中大部分問題多多。)惟本人的意見鮮獲接納，畢竟在投資銀行賺到的金錢，遠較其他幾乎任何工作的為高。



## 董事長致股東函

本人的兒子文博是少數接納本人勸勉的人之一，他現時是本公司一位能幹的執行董事。大學畢業後，他在北京進修中國語文，隨後在紐約市一家非牟利機構工作了一段短日子。之後，他在上海加入了一家頂級會計師事務所，後來為一家環球商業銀行效力。這兩個行業均為身懷抱負的新晉行政人員，提供實實在在的業務培訓。在他最初踏足商界時，投資銀行的入門級職位的薪酬，較會計師事務所同類職級的薪酬要高出四至五倍。

為了創造或合理化其超高薪金，尤其花紅，這些銀行家的交易便要愈做愈大。以現時資本流動的規模和速度，有可能對整個經濟體造成嚴重破壞。現今高槓桿操作令金融資產的規模遠大於實體經濟。2007 年全球金融危機正是這樣形成的。

加強監管是幾乎普遍主張或採取的補救措施。本人當然明白此必要性，但同時亦質疑單靠此項措施的成效，皆因有時間上和智慧上的落差。首先，要有金融工具出現，方能監管。除非所有金融工具必須事先得到監管機構批准，但此舉未必可行，否則監管措施會有滯延。許多金融工具看似無害，惟經過時間考驗及實際運作後，其真本色，包括其帶來的意想不到的後果才一一顯現。屆時，或許已對經濟造成重大損害。



此外，投資銀行職位的薪金通常冠絕各種行業，自然會網羅各頂級學府最出類拔萃的人才。入職以後，競爭氛圍和工作壓力更能令他們處事機敏。反觀政府職位或半官方機構職位提供的薪金未能媲美投資銀行。結果，除了少數例外情況，略遜一籌之輩反成為監管者。超級聯賽隊伍與次級聯賽隊伍對壘，結果可想而知。且不說一旦雙方爭論不下或需對簿公堂時，資金更雄厚的一方可聘用頂尖律師，佔盡上風。

若當真如此，單憑監管並不足以解決問題。那我們該怎麼辦？我們必須先認清問題的根源。本人一直認為，根本問題是社會，尤其是西方社會，不斷要求更大的自由度。在西方社會，幾乎無人敢公開地說社會已有太多自由；在東方社會亦只有極少數人有此勇氣。畢竟，此舉與現今社會的主流思想背道而馳。任何人膽敢道出忌諱，指出我們已有足夠甚或太多自由，均會受大眾譴責。在這方面，我們似乎沒有自主思考和自主發聲的自由，思想和言論由社會規範。人人必須完全政治正確。鮮有人有挺身敢言的道德勇氣，去指出大眾普遍認為是對，但事實上明顯是錯的事情。

這正正是現代奴隸思想。政治正確絕非中國獨有，西方社會的政治正確來得更隱晦卻更有力。兩者分別在於，東方社會大部分人即使順應社會風氣而行，又或許被政府潛移默化，心底裏卻明白自己可能是錯的。在西方社會，大部分人根本不知道自己是錯的。事實上，政府、學者與傳媒往往互相渲染，掩蓋真相。真相已不再重要；政治正確才重要。

當這套理念應用到本身已經強大的資本市場，則變成提高市場效率的不斷苛索。效率越高越好，自由越多越好，規模越大越好，速度越快越好，而一切盡可能在毫無制約下運作。超級電腦在交易運作的應用，將市場推向更高效率的「正確」方向，卻似乎無人過問，或敢於提出這道問題：我們會否已經太自由、太有效率、太大或太快？電腦不能發問，只有頭腦清晰、秉持客觀公正的態度、具備相當的常識及道德堅持的人，才懂得問這道問題。如果普羅大眾不敢提出這些理智的問題，那麼金融市場早晚會把我們捲入災難性的旋渦。本人擔憂下一次金融危機或會較2007年的更嚴峻，從中可能需要數十年才能復原。

迄今為止，本人不僅未能在西方聽到足夠的理智聲音，而事實上，自以為是的美國還一直指責中國等部分亞洲國家，不求進步或不改革以符合其西方標準。這是何等的驕傲自大，尤其看看他們一手造成的2007年全球金融危機。



## 董事長致股東函

幸而中國對上文提及的危機，似乎早有警覺，故此只選擇性地採納西方國家的部分建議。舉例而言，中國飽受各方壓力，要求開放其資本帳戶，讓人民幣可自由兌換，但中國至今尚未同意。本人認為，若西方國家再陷入另一次系統性金融危機，中國憑藉其龐大的經濟市場和充裕的流動資金，將被視為穩定市場的明燈，甚或能夠拯救西方國家於水深火熱之中。或許西方國家尤其是美國，需經一役才長一智，明白到不只是它們那套金融系統才是金科玉律，每個金融系統皆有其長短得失。

話說回來，中國亦要面對其本身特有的風險。正如西方市場可以衰落，中國的政策決定亦然。本人頗肯定前者將再次發生，而其復甦可能比以往更難。同樣地，本人頗相信中國某些政策錯誤早晚會影響我們，希望北京領導層能及早認清問題，並即時採取糾正措施。這正是中國近年多次做到的，而金融系統普遍有足夠靈活度逆轉形勢；政治意志和執行手段皆具備。

話雖如此，作為一名商人，本人須與同僚議定是否繼續在中國內地投資。至今，我們的決定是非常肯定的。比起政策錯誤，我們對市場的周期性波動不太擔心，即使是如過去六年的寒冬。我們知道春天早晚會回來，事實也是如此。

在當前的業務方面，本人衷心相信，旗下所有物業將來會獲得滿意表現，甚至指日可待，其中包括昆明的恒隆廣場及武漢的恒隆廣場兩項在建的物業。誠然，本人想不出任何理由旗下物業表現會遜於預期。

較不明朗的是我們能否以合理價格購置優質地塊。儘管這不損害我們短期至中期的業務，因我們還有很多土地在內地尚待發展，但我們的長遠發展或會受到窒礙。無疑我們日後定會購置土地，可是時機和結果均不確定，這對我們的意志力將帶來考驗。我們須恪守過往行之有效的發展策略，同時亦需要開拓創新思維。

本公司內部面對更迫切的挑戰是管理層繼任的問題。其實，我們近年已花了很多心血，確保近乎每一個中至高層管理職位在有需要時，短時間內便有替任人選。畢竟，疾病和意外事故是難以預料的。我們因此更應該為最高級管理層的數個職位制定繼任規劃。

就此，董事局正密切監察情況。事實上，僅由獨立非執行董事組成的提名及薪酬委員會正直接參與物色和委任合適人選的過程。過去，本人曾匯報此委員會如何專責決定所有執行董事的薪酬方案，包括其薪金、花紅和股票期權，這當然包括同為執行董事的董事長。在此應強調，委員會的提名功能責任絕不輕鬆。事實上，其影響遠較釐定薪酬為大。

大約八年前，本公司前董事總經理、現任獨立非執行董事袁偉良先生退休，就是一個例子。他給予我們充裕的離職通知期。其後，本人和袁先生與提名及薪酬委員會緊密合作，連同公司主要股東的提名及薪酬委員會物色繼任人選，共同委任母公司及本公司的董事總經理。事實上，所有非執行董事均參與其中，部分更緊密參與。

儘管最佳過程並不能保證最佳結果，但會增加成功的機會。當時的董事局最終一致委任陳南祿先生，他曾擔任一家非常成功的航空公司的行政總裁。

恒隆的長期股東和觀察者都知道，本公司沿用至今的業務策略是袁偉良先生協助制定的。我們在上海興建的兩座商用物業無與倫比，令人趨之若鶩。我們巧妙地為1997年的市場衰退作好周全的資本準備，然後趁市場低位購入香港頂級地塊，並獲利甚豐。他在2010年年中退休前的六年間，以極為合理的價格購入內地數幅優質地塊。至今，我們尚有部分地塊仍未完成興建。

袁偉良先生選擇在上海以外的首個內地項目竣工前退休。猶記得我們那時同時興建多座物業，惟管理團隊的發展卻遠遠滯後，在這重要關頭，陳南祿先生加盟了本公司。他的管理和經營業務的專業知識正切合我們所需。自他上任後，本公司脫胎換骨，迎合現今業務的需求。

董事局當然會時刻監察情況，以確保本公司的業務營運暢順。

另一相關議題是董事局的組成，這點對我們尤為重要。我們的董事局是真正發揮功能的機關，克盡己任，與許多其他香港上市公司不同。這正是多年來我們連續獲著名的業界機構選為最佳企業管治公司的原因。

除了繼任規劃和高級管理層的薪酬外，董事局也積極參與本公司的所有重大決策，如風險管理、資本架構、成本控制和組織架構等。為此，我們招攬了社會各界與公司業務息息相關的人士加盟。我們擁有一些本港頂尖的經濟學家、會計師、律師、工程師、銀行家、投資者和社會領袖，他們都精通香港、內地甚至全球各大經濟體系。我們仍希望吸引其他數個行業和專業的精英加入。本人在成功物色和委任新董事局成員後，將會再次匯報。

假以時日，我們需要吸納新血。多年前，我們已制定年齡和任期限制，但這樣並不足夠。零售業務行情瞬息萬變，加上科技應用現今大行其道，因此我們有需要委任更多年輕和深諳科技的人士加入董事局。



## 董事長致股東函

工作經驗和創新思維必須相互平衡。本人相信，某些在機構工作累積的經驗和智慧，都是任何公司賴以成功的關鍵，地產業亦然。我們擁有長期資產，而市場周期長，往往波幅亦大，要經歷整個市場周期一般需時六至八年。任何行業新晉大多缺乏必要的歷練。這點是保留資深成員，並同時引進年輕新血的論據。後者帶來嶄新專業知識之餘，亦可逐步累積所需的經驗。

股息方面，本人於六個月前曾向股東闡釋董事局取態審慎的原因。不少市場分析員無視本人的意見，對此我們別無他法。我們一般會聽取投資者的建議，惟不會完全被他們牽着走。偶爾他們的利益考量與本公司的有別；管理層並不打算向董事局建議措施，以滿足部分投資者的某些短期願望。對此，董事局與管理層理念一致。

縱然本文已談及很多企業管治的事宜，容許本人在此闡述最後一點。本公司的長期追隨者深明恒隆是透明度最高的公司之一。這亦是為何本人一年兩次撰寫致股東函的原因，而篇幅遠較大部分甚至全部同儕的長。當然一篇信函的質量不能單看篇幅長短，但我們可算是同業中最開明和最坦誠的，這點毋容置疑。我們不僅沒有別處常見的陋習，有意或無意地誤導我們的讀者，本人更一直竭盡所能，透過撰文、與分析員或傳媒會面的公開場合等渠道，闡述管理層的舉措和主要想法。部分人士如選擇不相信本人所言，那是他們的權利，但不能說本人沒有向他們道出本公司對重要議題的想法。

在每六個月向股東撰寫這篇致股東函時，本人每次都會嘗試論及一、兩項對我們業務意義重大的議題，這超越只論及我們業務、行業與經濟的表現和分析的平常報告。有時候，本人或許還評論可能影響我們的國家或地區發展的情況。我們的大股東恒隆集團的致股東函也是如此。

舉例而言，在這篇信函中，本人便論及了繼任規劃、董事局的組成和較次要的建築風格。六個月前，在恒隆集團有限公司的致股東函中，本人剖析了「一帶一路」倡議。近年本人在不同的時間討論了諸如電子商務(恒隆地產2016年年報)、董事局組成模式(恒隆集團2016年年報)、企業風險管理(恒隆地產2015年年報)、可持續發展(恒隆地產2015年年報及2006-2007年度年報)、房地產「基因」(恒隆地產2014年年報)、企業文化(恒隆地產2014年年報)，以及企業資源規劃系統(ERP)(恒隆集團2013年年報)等等的議題。

當然，本人不能期望所有讀者都知道本人過去曾闡述的內容，而本人也無法在每篇致股東函中都涵蓋每個議題。因此，本人會定期重複某些關鍵議題，或指引讀者參閱本公司或恒隆集團過往的信函。

有見及此，我們出版了本人25年來的恒隆地產董事長致股東函摘要，名為《25 Years in Retrospect》。讀者可在恒隆地產的網站<http://www.hanglung.com/en-US/media-center/publications/25-retrospect>下載。

回到目前的展望：本人並不預期2018年的租金收入與去年有太大差別，最可能的結果是溫和增長。此後，零售市場復甦所帶來的正面影響應該很快來臨，而溢利總額將再次視乎藍塘道項目的銷情而定。

在香港，山頂廣場的大型翻新工程將於2019年年底完成。至於我們現時擁有大約85%業權的淘大工業中心，我們正擬定計劃，重新發展該地段。

無錫的恒隆廣場第二座辦公樓將於2019年年中完成。我們正籌劃發展購物商場和辦公樓以南的第二幅土地，樁柱和土壤測試正陸續進行。

在建項目均進展順利，只有輕微延誤。昆明的恒隆廣場預計於2019年年中開幕。到目前為止略超過30%的零售空間已承租，零售商的反應令人鼓舞。其辦公樓預計在購物商場開幕後的三至六個月內啟用。

武漢的恒隆廣場的購物商場及其辦公樓亦將於2019年年底或2020年年初開幕。

上海的港匯恒隆廣場的優化工程將於2019年年中竣工。本人期望提升租戶檔次，引入更多頂級時裝品牌。

上述所有項目將顯著擴大並改善我們在內地的投資組合。由2020年開始，此後連續多年，租金收入應會攀升，利潤增長亦會緊隨其後。本公司的另一個增長階段應該很快就要到來。

董事長

陳啟宗

香港，2018年1月30日