

## 業績及股息

與去年同期相比，收入微升至港幣 63.58 億元。股東應佔純利躍升 30% 至港幣 38.30 億元。每股盈利相應增加至港幣 8 角 5 仙。

倘扣除物業重估收益及所有相關影響，股東應佔基本純利減少 4% 至港幣 30.40 億元。每股基本盈利下降 3% 至港幣 6 角 8 仙。

董事局宣布派發中期股息每股港幣 1 角 7 仙，並將於 2017 年 9 月 28 日派發予於 2017 年 9 月 14 日名列股東名冊的股東。

## 業務回顧

一年前，本人曾在此提及中國經濟的寒冬有溫和回暖的跡象，尤其在奢侈品零售方面。及至今年 1 月，本人對市場前景更為樂觀，但仍不欲妄下定論。現在本人相信寒冰經已融化。我們上海物業的奢侈品租戶的零售額錄得強勁增長。通常從一線城市開始的經濟復甦，極有可能擴溢至其他城市。部分但並非所有品牌正開始再次擴充業務。

基於租賃合約的性質，租金收入尚未反映零售增長，但有關增長勢必出現。

過去六年，我們經歷的重重難關就好比一場「完美風暴」。這次與 1978 年年底國家市場開放以來，過去的所有經濟低潮不同，歷時最長。再者，早期的經濟困境多帶強烈的政治色彩；1989 年全國動盪所觸發的經濟放緩便是個好例子。

剛過去的經濟低潮雖然部分源於政府政策，但仍以經濟因素為主。即使反貪腐和禁奢令沒有出台，市道早晚也會放緩。實施多年的寬鬆貨幣政策導致產能過剩、商品及工業製品庫存過多等問題。所有這些因素都會帶來調整。

這次調整還有至少一個不同之處。以往政府均竭盡所能振興市場，而且大多取得成功。這次北京政府卻未有強勢介入，顯然認為不需要過度干預。

導致經濟放緩還有其他原因，其一是出口增長減弱。國際貿易本地化相信是一大主因，這點在本人六個月前撰寫的致股東函中已提及。

另一個與我們行業相關的具體因素，有說是店舖空間供應過剩。舉例而言，在我們早年繼上海後發展的瀋陽市，其零售面積據悉較悉尼和墨爾本提供的總和還要多。可幸的是，瀋陽市內屬世界級的購物中心寥寥可數，而我們佔了其中兩座——市府恒隆廣場及皇城恒隆廣場，它們分別屬奢侈品及副奢侈品類別。所有其他我們有營運業務的城市也有類似情況。

另一方面，國際頂尖時裝品牌業務亦在2000年代末期過度擴張；至少他們擴張步伐太快。在反貪腐措施和隨後的市場萎縮影響下，品牌被逼匆匆關閉部分分店。若靜待市場增長數年，品牌之前擴張的業務規模或算合適，但現在時機未成熟。本人可以想像一眾品牌的高級管理層經歷的心靈創傷，至於他們是否已恢復便不得而知。

上述同時出現的兩個現象——零售空間供應過剩和時裝品牌過度擴張——導致一些不健康的經營手法出現。購物商場業主為了爭取有限的奢侈品品牌租戶進駐，主動提供或被要求寬免租金，又以巨資改善租戶設施。這樣業主要承受的風險極大，而零售商承受的風險則極少，他們大可隨時結業離場。部分國際頂尖品牌只因免租優惠而在劣質物業開店，此舉令人大感驚訝。若市況轉差，他們大可輕鬆離場，購物商場業主可謂束手無策。而事實上，時裝品牌自身的商譽亦會因此受損，對品牌資產百害而無一利。

在這樣的市場條件下，只有我們此等最佳的世界級購物商場才能免受上述經營手法影響。即使沒有提供此等匪夷所思的條款，頂尖品牌仍然選擇在我們旗下的購物商場開業，因他們深知在此可有更高零售額。

「完美風暴」的另一方面與離岸購買奢侈品有關。內地與西方國家之間的稅項和價格可存在顯著差異。其中一家國際頂尖時裝集團的年報曾指出，儘管全球銷售額近四分之一來自內地顧客，但在中國境內（香港除外）進行交易的僅佔購買總額的5%至6%。直至兩年前人民幣走勢持續強勁，令海外購物更形吸引，也使問題更趨嚴重。

過去數年，電子商貿發展一日千里，奪走了實體商店的部分市場份額。此現象促使「實體商店已死」之說不脛而走。縱然這種預測難言準確，但人們亦不應掉以輕心，忽視這種新銷售模式的影響。一個市場各類產品，其線上與線下的銷售比率終究會趨向穩定。可幸的是，一如本人過往剖析的原因，我們此等頂級購物商場所受的影響必定較小。

社會心態在「完美風暴」中亦發揮了作用。當職位創造及／或薪金增長緩慢時，市民對前景欠缺信心，消費自然減少。樓價增長速度周期性放緩令情況惡化。由此所造成的負財富效應可以很嚴重。

值得一提的是，中國經濟放緩對全球的影響。數十年來，有說只要美國經濟「打噴嚏」，世界各國便會「感冒」，部分更會「感染肺炎」。這就是全球化的本性。現在這種說法放諸中國也適用。商品充裕的經濟體如澳洲所受的衝擊最大，能倖免的國家少之又少。全球各國都在祈求中國經濟復甦。此情此景，在20年甚或10年前實是難以想像！再者，中國經過20年至30年迅速的財富積累，其個人消費無可避免會增加，這絕對有利我們的業務發展。

那麼有何因素促使中國經濟復甦呢？當中的內在因素遠較外在因素重要。正正是中國修整了內部問題，才能為經濟注入新活力。

首先，庫存會隨着時間消耗。政府逼令過度生產的廠房，尤其生產力較弱的設施關閉。減少庫存和移除多餘產能，配合整體市場去槓桿化，以及將貸款重新分配予高生產力的投資項目，自可為整體經濟帶來積極正面的影響。

國際方面，2013年國家主席習近平提出的「一帶一路」倡議正開始帶來成果，而且不僅中國受惠。去年一位巴基斯坦前首相向本人透露，當地正獲注資約400億美元，以發展港口、道路和鐵路等設施；可見「一帶一路」讓各界受惠。本人建議讀者細閱母公司恒隆集團有限公司的致股東函，內有詳盡闡釋。

第二，進出口對外貿易均有改善。政府加強主要貿易經濟及人民幣弱勢，絕對有助出口增長的復甦。

第三，向來是經濟動力之源的公共投資，再一次施展魔法。西方國家認為沒有任何經濟體系可永遠依賴公共投資帶動經濟增長，此說所言甚是。然而，中國對基建的需求殷切而龐大，離飽和程度甚遠。在眾多基建投資項目中，單以改善環境為例，就需耗費數千億，甚至數萬億元人民幣。

第四，個人消費規模持續擴大。事實上，我們仰賴的奢侈品業務表現出眾，零售增幅最高。由於薪酬持續增長，高學歷人士尤甚，因此縱使經濟放緩五年至六年，也沒有拖慢城市居民人數增長的步伐。現在他們都是高價商品的潛在消費者。最近住宅樓價上升亦利好市況。

撇除與貪腐相關的消費後，高端商品市場似乎已停止跌勢。現時我們看到的是正常市況下的真正需求。市場起伏難免，但總體而言，我們或會見證日後持續多年的升勢。現時的升幅既屬系統性質，也屬周期性質。

就零售市場復甦而言，香港落後內地大概一年。12個月前本人曾撰述，一線市場如上海的市況稍有反彈跡象。現時我們看到香港的市況也一樣。至於未來香港市場如何持續升勢和升勢有多強勁，則有待觀察。

縱然近年本地市場疲弱，但我們仍表現超凡，主要由於我們能在情況惡化前及早採取資產優化措施，故我們似乎能逆市上揚穩步增長，而其他人則停滯不前。但多年來的超水準表現卻導致租金高企，是以更難保持強勁升勢。因此，我們的業務增長率或趨溫和。雖然這與直覺相悖，但仍屬理性。

香港零售業務的「新常態」是另一重點所在。多年前內地旅客湧現，令租金水平大幅飆升。因為部分香港市民的愚蠢，對內地同胞作出敵意行為，令內地旅客及潛在旅客對香港留下難以接受的壞印象。然而此等旅客日益富有是不爭的事實。業內人士均洞悉中國不僅是外遊人數最多，亦是人均旅遊消費最高的國家。可惜香港對大部分旅客而言不再是首選的購物目的地。

當這群富有的消費者開始轉戰台北、東京或首爾等其他地方，本地的零售商再也不能承受他們和業主都習以為常的極高租金。過往鮮見的空置店舖現象開始出現。人們不久便要向現實低頭，接受租金水平較以往低的新常態。某些物業的租金，其下跌百份率更見明顯。幸好我們的香港租賃組合向來以本地消費者為主，故此所受影響不大。

在此背景下，我們在過去六個月的表現尚可接受。香港和內地的租金收入以本地貨幣計上升1%。由於人民幣較呈報之貨幣(港元)貶值5%，內地收入下跌4%，導致整體組合的收入倒退2%。香港和內地分拆貢獻分別為香港49%及內地51%。整體租賃邊際利潤率微升至76%，當中香港的租賃邊際利潤率為86%，而內地則為65%。

上海的恒隆廣場的表現最佳。其收入增長23%，而零售額則上漲29%，可見奢侈品零售市場表現正如本人前述般復甦強勁。購物商場最近完成的優化工程，進一步帶來亮麗業績。

同處上海的港匯恒隆廣場剛啟動大型優化計劃，成本逾港幣8億元，預期於2019年年底完成。至今優化範圍佔零售空間的19%，總面積最多可達31%。過去六個月的租金同比上漲9%，零售額同比上升7%。所報收入的7%跌幅僅由於購物商場現正進行的資產優化計劃所致。

上海以外的零售額皆節節上升，與去年同期及半年前比較均見增長。即使部分物業租金收入因租金下調壓力的餘波而減少，但市況仍呈良好跡象。幾乎所有項目的出租率均有改善，租戶進駐成本則輕微下跌或維持不變。

誠如過往報告闡述，濟南的恒隆廣場現在是一座成功的購物中心。天津的恒隆廣場也表現不俗，並逐步改善。管理層的不懈努力獲得成果。本人期望於不久將來我們的收入總額和溢利均有所增長。

過往我們關注的焦點有兩個：瀋陽的市府恒隆廣場及無錫的恒隆廣場。現時，關注焦點只剩一個。無錫的恒隆廣場的難題不單基本上已圓滿解決，而且已重拾升軌，並表現理想。將於2019年年底落成的第二幢辦公樓，應能進一步提升業務表現。瀋陽的市府恒隆廣場則仍需要加倍努力。本人有信心它最終能夠扭轉劣勢。新開業的大連的恒隆廣場大有進步空間，但已稍見成效。

我們在上海的辦公樓表現尚可接受。兩幢新落成的辦公樓，一幢位於瀋陽的市府恒隆廣場，另一幢位於無錫的恒隆廣場，其業務令人滿意。我們應可於年底或不遲於明年初租出全部或近乎全部單位。我們放棄部分表現較弱的租戶，只為以更優秀租戶取代之。現在我們可為獲得中西方國家的一些最大型企業進駐而自豪。辦公樓現時佔內地總租金收入約22%。

我們當初進軍內地市場時，此資產類別只作為購物商場這主要業務的輔助。在某程度上，這仍然正確。然而，我們對辦公樓業務日益重視，甚至可把它視作獨立業務，亦不排除更着力發展。地價以外，發展新項目的標準與購物商場相同：只選最佳城市和最佳位置。

受惠於香港樓市的強勁表現，我們陸續售出更多住宅庫存，而且獲利甚豐。與去年同期比較，我們售出的單位較少(198個單位對去年的228個單位)，但收入上升5%，而營業溢利上升18%。邊際溢利從58%升至65%。我們已售出君臨天下最後一個單位，結束可能是我們史上最長、歷時14年的自願銷售企劃。這項目或許亦打破另一紀錄，成為香港利潤最高，或至少是其中一個利潤最高的地產項目。

內地物業重估的輕微虧損被香港的重估收益抵銷。股東應佔溢利上升30%，每股盈利亦相應增加。由於利息收入和利息支出资本化較低，股東應佔基本純利及每股基本盈利分別減少4%和3%。

各城市的工程進度均可接受，縱然有少許延誤。2019年將會是我們非凡的一年，我們將平均每隔一個月就有一個項目完成，本人會在稍後詳述。

## 展望

在截至2011年6月財政年度年報內的致股東函中，本人曾提及2012年開始，集團極可能進入輝煌時期。此說是基於市場並無重大衝擊的假設，可惜過去六年的實際市況並未如預期。然而，當管理層近日嚴正審視我們一直定期檢討的業務策略，我們仍然堅信我們未來數十年的前景一片光明，而在內地的發展尤其蓬勃。誠如本人定期撰述，個人消費將成為經濟發展的主動力。我們已處於最佳位置，迎接個人消費帶來的無限商機。

這意味即使出現如過去六年般無可避免的周期性經濟下滑，拖慢發展速度，它也不會亦不可能徹底改變我們的發展路徑。坦白說，最近的熊市並非管理層最關注的事，畢竟我們在這段時期基本上並無負債。我們的首要任務並非抵禦市場逆境所帶來的影響，而是在內地建立世界級管理團隊，以配合我們在國內數一數二的業務策略和商業物業組合。我們必須妥善掌握軟件發展，就如過去數十年來完善地發展硬件一樣。換言之，過去數年我們的主要策略不限於防衛，但求能在市道低迷的情況下生存；反而是採取主動攻勢，為迎接未來無限機遇而秣馬厲兵。

在極為疲弱的市況下強化管理團隊，無疑是一項嚴峻挑戰。正如我們的行政總裁、曾任航空公司行政人員的陳南祿先生曾表示，在半空中更換飛機引擎是一項令人窘迫的舉措！儘管如此，本人欣然向各位匯報，外圍經濟環境終於逆轉，並有望在可見的將來持續良好勢頭。更重要的是，我們現有的團隊與2011年經濟開始放緩前相比已截然不同。當然，建立團隊的工作尚未完成，但進展理想。

我們最近一次在2010年11月配售股份時，市場正處於高位。此後一年內，中國經濟開始下行。整體股市受挫，我們的股價亦難倖免，後者更持續低迷。本人懷疑近年的弱勢，部分源於市場對我們能否在其他內地城市再創如上海般的傳奇存疑。本人深明箇中因由。

現時情況已大為不同。市場經已復甦，我們的努力亦見成果。撇除新落成的大連的恒隆廣場，及瀋陽的市府恒隆廣場，所有商業綜合項目已解決了初期營運普遍遇到的問題。根據業內普遍情況，購物商場開業後通常需時四年至五年才能穩定新設施的業務；我們的項目大致符合發展進度，例如分別於2013年及2014年開幕的無錫的恒隆廣場及天津的恒隆廣場，現在兩者的業務均表現理想，並預期來年漸入佳境。

具體來說，雖然過去數年我們的內地業務面對疲弱的市況，但是我們自2010年起，租金收入連帶溢利已大概翻了一番。展望未來五年至七年，除非遇上不可預計的情況，上述數字相信能夠再度倍增。結合以下三項因素可得出此結論：市場持續復甦和擴展，現有物業組合進一步改善和穩健增長，以及增添新物業。

2010年至2016年間的新發展項目相繼落成——除2015年外，我們每年各有一座，共六座購物商場落成開業，及於2014年和2015年各有一幢新辦公樓落成。有別於此，我們未來的物業大部分將於2019年落成，而其餘的將逐步增建。我們預期昆明的恒隆廣場及武漢的恒隆廣場將於2018年第四季度至2019年年底之間開業。兩座物業的摩天辦公樓約於一年後投入運作，其住宅大樓將緊接落成。

此外，瀋陽的市府恒隆廣場的康萊德酒店亦預期於2019年落成，將提供315間客房。雖然我們預計這家酒店不是溢利的主要來源，但其存在可配合辦公樓和零售空間的發展。無錫的恒隆廣場第二幢辦公樓亦將於隨後落成。同年底，上海的港匯恒隆廣場的優化工程將會竣工。（約在同一時間，香港的山頂廣場的改建工程亦將完成。）

倘我們於短期內落實興建瀋陽的市府恒隆廣場第二幢辦公樓，新增空間預計最早可於2020年投入運作。瀋陽的市府恒隆廣場、無錫的恒隆廣場、昆明的恒隆廣場和武漢的恒隆廣場旗下的高層住宅單位的發展策略亦相同；此等住宅單位都將被放售。

在此等發展計劃下，我們預期內地的租金收入約在未來五年應有相當的升幅。此後，我們有望在租金方面獲得可觀的穩健增長。這是為何我們的管理層相信，市場周期跌幅或會延遲但不能阻止前述的黃金時代來臨的原因。我們的未來依然一片光明。

現在，讓我們繼續靜待寒冰融化。除非出現「黑天鵝」事件，中國的個人消費市場未來數年應可進一步增長，當中以奢侈品業務的增幅尤為顯著。二線城市的表現將如上海等地般有回暖跡象。

過去數年香港的零售租金逆市上升，造成租金基數高位。因此，就我們於過去六個月所見，我們的業務增長率或趨溫和。儘管如此，我們預期租金仍有上調空間。

我們有望於短期內售出浪澄灣全部餘下單位。藍塘道23-39若干幢半獨立屋亦可能找到買家支持，預期溢利應頗為理想。至於增補土地儲備方面，本人對未來一、兩年取得成功仍然保持樂觀，惟只限於內地商業地塊。

恒隆於1960年成立，時為純房地產開發商。集團迅速地累積豐厚財富，短短數年間已可能成為了行內最大的華資地產集團。約在1970年，集團在九龍旺角區收購租賃物業，不久更擴展至香港島銅鑼灣區，至今仍在該兩區保持雄厚實力。

我們也許是二戰後首家專心致志地投入租賃物業市場的華資公司。縱然當時的資金調配運用令我們錯過1970年代及1980年代住宅樓價急升的時機，但卻保障了我們免受市場周期下挫的衝擊。現在回想，我們或有過早涉足租賃物業市場之虞，這點本人在近年已提及。

不論以往的決定孰優孰劣，我們已安然度過。我們在1992年年底進軍內地市場後不久，便作了一個完全獨立於過往經歷的決定，就是專注發展租賃物業業務，而不是銷售物業業務。但我們於1990年代，尤其2000年代初，仍繼續發展香港的銷售地產項目。1997年至2002年的亞洲金融風暴提供了大好時機，讓我們以低價購入具發展潛力的土地。我們充分利用了市場優勢，並最終售出幾乎全部住宅單位，獲得豐厚回報。

鑑於近年香港地價高企，我們相信內地商業租賃項目，其風險調整後的收益，會較香港住宅發展項目的可觀。因此，過去十多年來，我們集中建立內地租賃組合。此外，我們更推售豪宅單位，配合內地租賃項目發展，但前者的盈利貢獻相對於我們的整體業務而言預期不大。話雖如此，我們不排除有一天在豪宅市場上大展拳腳。

目前，我們購入大量香港住宅土地作發展的可能性不大。這是由於太多土地競投者推高呎價，尤其內地生力軍。可是，若市場出現類似2000年的投資商機，我們將樂意抓緊。畢竟，我們對香港樓市前景並不悲觀。

誠如過往報告所述，我們有意購入更多土地，擴展內地租賃組合。基於我們一貫的策略，這些購置計劃對項目日後的表現至關重要。因此，我們一向小心謹慎。自2005年至今的12年至13年間，我們已進行九項購置計劃(無錫的恒隆廣場一期及二期屬分開購置)。展望未來，我們將更慎選土地。倘能平均每兩年購入一塊土地，本人會十分愜意。

有見及此，隨着我們銷售香港住宅庫存，我們將會逐漸成為租賃業務主導的公司。基於過往闡述的種種原因，我們深信這是目前的理想發展策略，尤其當香港的住宅發展項目因地價高昂而風險過高。另一方面，由於二線城市單位呎價相對較低，而部分一線城市競爭激烈，市場已達飽和，加上不時更改的政府政策和高昂稅項，令內地住宅物業發展亦有欠吸引。

這一切使一些內地發展商難以在當地增加收入，更遑論賺取利潤。因此，他們部分進軍香港市場，有些甚至放眼世界，涉獵東南亞、澳洲和美國等市場。對於過去數十年曾在此等地方發展地產業務的地產商而言，我們深諳海外市場波譎雲詭。然而，本人對內地同儕深表同情。如果他們的在地市場仍然機遇處處，他們就不會出外冒險。既然如此，我們作為以香港為本的公司，除了在我們一直活躍的利基市場外，為何要在內地其他地方發展住宅項目呢？

這個業務策略與我們的股息政策息息相關。在過去一、兩年，部分機構投資者一直提及派發較高股息的優點；當然，本地散戶投資者常常渴望獲得高股息。我們細心聆聽了他們的意見，儘管只是某程度上。我們深深覺察到他們的目標與我們的有時並不一致。我們以股東的長遠利益為依歸，因此以妥善管理集團業務而非短期股價收益為己任。這是為何我們喜愛長線投資者的原因，因他們與我們的目標完全一致。

我們公開表明並沿用至今的股息政策，旨在穩定派息。我們獲利愈多，派息便會愈多。我們的策略是從每個香港住宅發展項目獲取最大的利潤。這意味着我們只會在市場高位放售。每年的溢利或會因此大幅波動，部分年份可能獲利豐富，但其他年份可能所得極少，甚或無溢利。倘派息與此等溢利直接掛鈎，那麼股息的絕對水平將有極大波幅。這就是為何我們並無採用固定派息比率的原因。反之，我們主要因應租金收入來決定股息水平。儘管如此，如某年度銷售溢利可觀的話，可影響董事局派息多寡的決定。

讀者或會感到驚訝，2001年至2016年間，過去16年中有13年的派息基本上超越租賃溢利；而其餘三年，平均有90%相關溢利分派予股東。董事局的決定基於兩大考慮：我們知道租金於未來數年將會快速上升，以及我們有望獲取來自銷售物業的豐厚溢利。

誠如早前所述，我們的內地租賃組合將自2019年起大幅擴張。營運收入增長不久將帶來溢利升幅，讓我們可派發更多股息。但是，一旦餘下的香港已落成住宅單位在未來數年內售罄，我們的物業銷售溢利或會暫停。有鑑於此，我們不能在派息方面過於急進。

本人不預期2017年全年業績，尤其租賃業務方面，會出現太多令人意外的情況；最終表現會明顯地受香港住宅單位的銷情影響。

董事長

**陳啟宗**

香港，2017年7月27日