

董事長致股東函

業績及股息

截至2023年6月30日止六個月，整體收入微降1%至港幣55.25億元。期內人民幣貶值加上物業銷售收入減少，改善了的租賃表現因而受到影響。租賃收入增加4%至港幣55.23億元。

倘扣除物業重估的所有影響，股東應佔基本純利減少3%至港幣15.60億元。每股基本盈利相應下降至港幣1.15元。

計及物業重估的所有影響後，股東應佔純利增加17%至港幣16.82億元。每股盈利相應上升至港幣1.24元。

董事會宣布派發中期股息每股港幣2角1仙，將於2023年9月29日派發予於2023年9月15日名列股東名冊的股東。

業務回顧

1960年，先父陳曾熙先生創立恒隆。恒隆一路走來的發展，與香港、整個地區乃至全球的整體發展相似。東亞大部分地區，包括日本和亞洲四小龍（南韓、台灣、新加坡和香港）等地經濟騰飛，成就非凡。歷史證明，香港各行各業中房地產業的利潤尤其豐厚，當時的機遇確是千載難逢。

以上現象由多個因素造成。第二次世界大戰（二戰）結束後，當時所謂自由世界內很多經濟體都高速起飛，香港就是其一，並獲益甚豐。眾所周知，外來移民工作勤奮，且富創業精神，而香港不乏這類人。當時世界漸趨全球化，加上香港政府大抵奉行自由不干預政策，香港與房地產業都得以蓬勃發展。

二戰結束後首30多年，中國幾乎與世隔絕，香港成為進出國家寥寥可數的窗口之一，我們因而百業興旺。臨近1980年代，中國對外開放後，香港扮演更多角色，迎來更多經濟機遇，香港必定是中國改革開放最大受惠者之一。加上當時殖民宗主國實行高地價政策，限制土地供應，而北京在中英兩國就香港九七回歸祖國談判期間的取態亦幫了一把，以致香港的房地產價格冠絕全球。儘管住宅單位和商業空間面積的總量不足，但極高的呎價把其抵銷有餘。某些發展商比同行更懂得把握機遇，不過其他的表現也不俗。

恒隆無疑從中受益。雖然30多年前，公司開始轉而專注內地高端商業地產市場，但正是我們在香港累積的財務資源、行業專業知識和聲譽，為我們其後在內地得以成功奠定基礎。儘管恒隆的未來不再依賴香港的物業市場，但公司總部依然在此，而且約30%的經常性租賃收入來自香港市場。這一切都不影響我們對香港的評價。

基於數個原因，本人認為香港正經歷系統性轉變。數十年來，香港是日益全球化的世界中不可或缺的一部分，期間全球經濟增長幾乎從未間斷。但中美鬥法，香港首當其衝，全球經濟會嚴重分化。香港曾為全球市場穿針引線，人人受惠，如今全球市場已經萎縮，而且會繼續萎縮。商業活動已在放緩。敏感或戰略物品(怎樣定義也好)都不再流經香港。人員流動和資金流動都明顯受到美國遏制。上述種種，在未來的日子只會惡化。

這不代表香港經濟會沒落，但香港確實必須迅速調整和適應以保一席之地。這個過程無疑充滿挑戰和痛苦。改變是必要的，察覺不到或不願承認都會帶來禍患。

香港的房地產行業會變得疲弱還有其他原因。2019年社會騷亂趕走了許多本地居民和外籍人士。香港應對三年疫情的方式也令更多人離港，所有這些都意味着需求下降。諷刺的是，那些反政府（也引發2019年騷亂）的人正是令樓價高企的一群。在香港回歸祖國後，他們不分皂白地反對政府所有舉措，包括增加土地供應，因而延長了十年牛市，令住宅樓價居高不下。這些反政府人士明明也討厭本地發展商，但這樣做卻是把錢塞進他們的口袋裏。

現在反對者不再興風作浪，政府終於可向市場釋放更多土地。與此同時，經濟由於上述原因轉弱，地價和住宅樓價均會受壓。隨着土地供應增加，樓價便會放緩。事實上，這種趨勢經已開始。本人預計這不僅僅是週期性的轉變，而會是系統性的轉變。長遠來說，這個轉變會令香港更具競爭力，只是轉變出現得不太合時。樓價持續下跌，或令我們的經濟雪上加霜。

香港歷來有兩個自明之理，數十年來皆是金科玉律，但現在已不合時宜。第一個是：內地不景氣，則香港受惠；內地繁榮，則香港更繁榮。由於美國現時否認一國兩制框架的存在，內地受苦，則香港與之風雨同舟。第二個是：購置房地產總錯不了；只要看長線便不會虧本。當外部環境轉變，香港人的思維模式必須隨之而變。

在這方面，我們可算幸運。約30年前，公司開拓內地商業地產市場，因而不受香港當前局面影響。正如本人在之前的《致股東函》中闡釋過，本人相信儘管現時市道疲弱，只要社會維持相對安寧，未來數年內地的經濟表現應會尚算不錯。

改革開放40多年來，中國社會累積了巨大財富，同時也在國內和國際市場上積累了豐富的專業知識和經驗。這些通達價值鏈的上下游，覆蓋多個行業，並有水平相當不錯的高等院校配合。因此，經濟應能長期持續發展。

然而，所有經濟體系都有週期性的波動，就如人性不會固定不變。每次波動的原因或許不一，但起伏則難以避免。正如本人六個月前在我們的主要附屬公司恒隆地產的《致股東函》中闡釋，中國目前面臨的局面相當困難。當前困境由多個原因組成，包括中國式抗疫的成本、加強管控網絡平台公司和私人教育機構的後果、樓市泡沫爆破，以及美國近乎動武的全方位攻擊。以上四個因素同時出現，令目前的經濟挑戰尤為嚴峻。

出於種種原因，上述因素都是中國領導人從未面對過的。前三個因素加在一起，影響了市民的個人消費意願和企業的投資意欲，要時間去改善。但也許最令人憂心的是第四個也是最後一個因素，因為這根本是個政治問題。走錯一步便可能嚴重影響國家未來數十年的發展。坦白說，可迴旋的餘地有限，因此必須格外謹慎。數十年來，真正的危機往往源自國內；但這次，國內外的挑戰卻同時出現。

在這大環境下，整體經濟和我們行業的前景都非常難料，我們不能忽視這眾多風險，而當中幾乎所有都非我們所能控制。因此，現在不宜冒進擴充；相反，應要謹慎行事。

上述三個國內因素都出現在過去三年疫情期間，這令奢侈品零售行業和我們的表現更突出。雖然一般消費疲弱，但高端消費的增長從未間斷。歐洲頂級時尚品牌的業績就是明證，這與我們經驗相符。事實上，若進一步了解過去，會發現我們表現頗出色。

1999年的最後三天，隨着上海港匯恒隆廣場的購物商場開業，我們從內地收取了第一筆租金。其時至今，以人民幣計算，我們在內地的商業物業租賃收入從未停止增長。2011年底至2018年間，奢侈品零售業經歷了長達六至七年的熊市。事實上，早在2011年7月，本人就曾撰文，提及上海的兩座購物商場感受到市場寒意。當時，我們在內地其他城市僅有一座物業，就是2010年開業的次高端購物商場瀋陽皇城恒隆廣場（濟南恒隆廣場於2011年8月開業）。即使三年疫情期間，我們的租賃收入也能年復年保持增長。從2000年（我們首座物業錄得全年業績）到2022年，我們的租賃收入增長超過42倍，年均複合增長率為18%。

要找到另一家連續23年收入無間斷增長的企業並不容易。誠然，期間我們也不時增添新的物業項目，但項目本身的內部增長相當穩定。

例如，上海的兩座購物商場，即港匯恒隆廣場在開業的23年來，和上海恒隆廣場（2001年開業）開業的22年來，只出現過兩次租賃收入下降。去年上海實施疫情防控措施兩個月，其餘時間則間歇靜態管理，因此租賃收入與2021年相比不可能上升。兩座購物商場另一次錄得租賃收入下降是在各自進行資產優化計劃的初期，當時我們主動關閉了部分購物商場。事實證明，若市場力量不受干預，這兩座物業有能力維持租賃收入持續上升。

上海港匯恒隆廣場從開業到2021年（以排除2022年的異常情況），其租賃收入增加9.4倍，換言之年均複合增長率超過11%。至於上海恒隆廣場，從2002年全年業績算起至2021年，收入增長超過20倍，年均複合增長率超過17%。

上海以外的高端購物商場表現也不俗。無錫恒隆廣場2013年開業時正值長期熊市，我們無奈只能吸納次高端品牌。市場回復正常後，我們馬上把其升級為高端購物商場，引入頂級時尚品牌。此後五年間，租賃收入上升1.8倍，年均複合增長率約為23%。

大連恒隆廣場在2016年開業，其發展軌跡與無錫恒隆廣場相似，約在2019年開始升級至高端購物商場，唯一一次租賃收入下降是2020年疫情爆發初期。在過去整整六年的營運中，收入增長1.6倍，年均複合增長率為17%。

必須指出的是，不論是無錫恒隆廣場還是大連恒隆廣場，租賃收入增長依然非常強勁。換言之，兩座購物商場仍在趨向成熟的階段。除非出現外部的重大不利事件，本人預計兩座購物商場在未來數年繼續有可觀的增長。

昆明恒隆廣場和武漢恒隆廣場分別於2019年和2021年開業，營運年期尚短。這兩座購物商場的租賃收入均見上升，且升勢應會持續。

正如本人在過去數年所闡釋，持有和管理次高端購物商場對我們的吸引力不大。次高端購物商場的競爭態勢與高端購物商場截然不同。在電子商貿非常強勁且盛行的經濟環境中，這類業務很容易被網購取代。

辦公樓租賃業務是我們另一個表現出眾的領域。2001年，我們從內地收取了首筆辦公樓租金，那是上海恒隆廣場的第一幢辦公樓。其後21年間，我們僅在2010年和2017年兩次錄得租賃收入下降。我們現時共有八幢辦公樓——上海恒隆廣場和無錫恒隆廣場各兩幢，上海港匯恒隆廣場、瀋陽市府恒隆廣場、昆明恒隆廣場和武漢恒隆廣場各一幢。八幢加起來佔我們內地總租賃收入21%。在上海，租賃收入下降主要與資產優化計劃有關。就整體辦公樓組合而言，無論全年租賃收入下降是否與資產優化計劃相關，年度降幅都很輕微，通常少於4%。

鑑於上述往績，我們在報告期內的六個月表現出色，也許不足為奇。今年首數個月，我們大家都預期市場將迅速復甦。市場確實復甦了，但並不持久，復甦勢頭在5月中或更早開始放緩。然而，與去年相比，租戶銷售額仍然強勁，我們的收入增長亦然。這種情況頗有可能會持續至年底，使我們的全年業績延續過去23年的佳績，即內地租賃收入以人民幣計算錄得從未間斷的增長。

以人民幣計算，內地租賃收入在過去六個月增加了12%，但由於人民幣兌我們的報告貨幣港幣貶值了6.3%，換算後只錄得5%增幅。令人鼓舞的是租賃邊際利潤率有所改善。我們的零售組合提高了三個百分點至72%，其中高端購物商場增長了兩個百分點至76%，次高端購物商場增長了五個百分點至44%。內地辦公樓的租賃邊際利潤率維持在69%不變。相比之下，香港的零售組合上升了兩個百分點至84%，而辦公樓則維持在83%不變。

租出率基本保持平穩，除了數座次高端物業，其餘所有物業的平均單位租金和租金上調均錄得上升。我們在上海以外的高端購物商場的租金上調尤為強勁。鑑於高端物業內按租戶銷售額計算的租金佔總租賃收入的比例維持在歷史高位，意味下一次續租時似乎可以上調租金。與過去相比，現時租用成本相對較低，由此更確認了上調租金的可能。

過去六個月，香港的零售銷售額持續上升，我們的租賃收入亦然，只是升幅較小。我們的辦公樓租賃收入亦稍有增長，但頗為乏力。

將不同檔次物業在報告期內的表現與疫情前(即2019年首六個月)的表現相比，饒富意思。

我們旗下的高端購物商場，除一座外，其餘的租戶銷售額全都錄得一倍以上的增長，有兩座的銷售額更多了2.5至3倍，另有兩座翻了一倍多。因此，我們收取了更多的租金。我們的次高端購物商場則完全是另一番景象。雖然租戶銷售額有所恢復，但租賃收入只有疫情前約90%。香港的零售業務表現相若，甚至更疲弱一些。

租賃收入方面，內地現時佔總收入的68%，香港則佔32%。若論營業溢利，內地佔65%，香港則佔35%。與過去數年比較，內地物業的營運效率正逐步趕上。

與去年不同，我們上半年物業銷售方面的進賬比去年同期少了很多。因此，股東應佔基本純利下降3%。僅就物業租賃而言，該數字上升2%至港幣15.71億元。計及今年輕微的淨重估收益(2022年為淨重估虧損)，股東應佔純利上升了17%至港幣16.82億元。股東應佔物業租賃純利上升了23%至港幣16.93億元。

展望

無可諱言，內地經濟正經歷嚴峻挑戰。上一節所談及的四個因素同時出現，要解決尤其困難。中國改革開放約45年以來，多是荊棘滿途。1989至1991年，整個開放政策幾乎前功盡廢，原因是國內政治形勢和意識形態引致經濟萎靡不振。這次本質上是經濟問題，卻因國際政治形勢而雪上加霜。外來政治攻擊引致嚴重經濟後果，這是前所未見的新現象。

即使沒有外部因素，僅是內部問題已需時解決，能否解決尚屬未知。現在加上外部因素，經濟復甦會難上加難。經濟發展方向必須重新調整，北京當局明白箇中道理，數年前便已推出相應措施，例如把原本的外向型經濟重新定向，轉為重視內循環，如家庭消費。

正如本人之前撰述過，香港有其自身挑戰。香港經濟雖然不會沒落，但隨着內地經濟變差而必受影響。尤其房地產業正經歷結構性變革，形勢已截然不同。土地供應會增加，暴利的日子會一去不復返。唯一的亮點可能是豪宅市場，因為內地許多富人都渴望移居此地。

我們不活躍於一般住宅市場已20多年，或許錯過了很多賺錢機會，但現在我們卻自覺幸運。至少，我們沒有陷入高價土地和房產的困境中。

2021年，本人在內地一次演講時，台下一名觀眾發問：眾所周知，恒隆過去數十年都把握熊市時機購置地塊，今次熊市恒隆打算何時出手？本人回應道：此熊不同彼熊！這不是週期性衰退，而是結構性或系統性轉變。當下應儲備資金，而非擴展業務。

眼下市道黯淡，還有曙光嗎？有，其一是內地的奢侈品領域，其銷售額一直強勁，儘管增長勢頭最近有點放緩。同時，頂級時尚品牌亦注意到，中國消費者的海外消費額有所增加，當中某些品牌已公布正採取措施使各地售價均等。例如，日圓疲弱吸引了許多中國消費者到日本購物，這一現象得以正視。從以上所述可知，內地的總購買力依然強勁，問題只是消費者選擇到哪裏消費。任何海外消費回流國內，都對我們的業務有利。

這種奢侈品消費增長可以持續下去嗎？可以，前提是中國的整體經濟保持穩定。這是本人的猜想，但只有時間才能證明。展望未來五至十年，中國應能因應新形勢而作出經濟轉型。若然如此，奢侈品零售業便應可持續發展。

將中國富裕階層與日本、韓國、香港、新加坡和泰國的相比，在各自經濟騰飛約40至60年後，仍可見富人在本地或國外購買高端時尚品牌商品。這些品牌在巴黎、倫敦、米蘭或紐約的店鋪裏，除了普通話外，也能經常聽到日語、韓語和泰語。我們的上海恒隆廣場很可能是內地首座高端購物商場，目前僅開業22年。未來數十年，內地那些喜歡花費的富人仍會光顧頂級時尚品牌。

中國除了有亞洲人鍾情購買名牌產品此偏好外，還有龐大的人口。只要中國經濟相對穩健，未來數十年總會有一代代新的年輕消費者出現。在購買奢侈品的顧客之中，中國顧客大概是最年輕的，但肯定比歐美的顧客年輕得多。這些中國消費者不到30歲便開始購買名牌，預計持續40、50年。因此，顧客總數會隨時間累積。換言之，奢侈品市場目前只涵蓋了一小部分潛在消費者。

雖然今年我們大概不會購置地塊，但未來總有一天會有此意。儘管確實時間很難預測，但本人的團隊會一直留意，希望我們不會錯過下個良機。畢竟，我們一向頗為善於買得對。毋庸贅言，對我們來說，買得對絕不僅僅是趁低吸納，而是成功購置地段優越、政府發展大綱合理的地塊。

目前，中國必須先應付各種經濟挑戰，再加上中美關係嚴峻，出口必然疲弱。近年大量印鈔也使公共投資較難推動經濟。經濟規模還小時，這種做法尚算有效。現時，中國是世界第二大經濟體，要產生同等百分比的增長，需要的投入要多得多。有一點或許還算得上有些微鼓舞作用，就是全球只有很少地方有穩健的增長。

這樣一來，家庭消費就成了唯一可靠的推動力。但現時消費者信心薄弱，需要時間恢復。目前，奢侈品消費正是少數仍在增長的領域之一。由於地緣政治形勢紛亂，內地民眾出國旅遊的次數減少，尤其少去西方國家，這會影響全球旅遊業。基於相同原因，內地旅遊正蓬勃發展，所有旅遊景點都人山人海，酒店也生意暢旺。但即使如此，人均消費仍然比不上疫情前的水平。例外是有的，譬如我們在瀋陽的康萊德酒店表現出色，不過這可能並不代表整個行業。

經濟的另一個問題是企業缺乏信心。除非商人能比較明確掌握政府政策的走向，否則難以再投資。大多數情況下，他們都很謹慎，尤其是現在。

無論如何，中國長遠而言不得不多依賴個人消費來推動經濟。在西方或東方發達國家，個人消費佔國內生產總值的份額通常在50%至70%之間。例如，美國為68%，大多數西歐國家在50%或多一些，而跟中國同為龐大發展中經濟體的印度則為63%。然而，這個數字在中國僅約為38%，仍有很大的增長空間。

與內地相比，香港的困難可謂微不足道。香港正慢慢從疫情中恢復過來，預計不會迅猛反彈，但希望會穩定復甦。零售銷售額已有所改善，也可預期店舖租金會緩緩上升。

辦公樓租賃收入反映整體商業活動，尤其是金融業及相關專業服務。由於預計美國會進一步打擊這些行業，所以租金復甦步伐會緩慢。未來數年，核心商業區甲級辦公樓會有大量供應，從而進一步拖慢復甦速度。次級地段的租出率和租金升幅可能會稍遜。

問題的關鍵在於不清楚甚麼才能提振香港經濟。雖然旅遊業正在轉好，但人均消費仍然乏力。鑑於海外經濟疲弱和政局難料，引致國際貿易低迷，物流業及相關行業亦難見起色。因此，個人消費難有顯著增長。加上前文提及的樓市結構性轉變，目前很難對未來過度樂觀。

儘管經濟前景如此，恒隆今年的總租賃收入有機會達到歷史新高，而且機會頗大，這可能讓某些人驚訝。我們在今年上半年業績理想，下半年也大概會繼續表現出色，縱使增長速度有所放緩。但2024年形勢如何，本人仍未看清。希望到了明年1月下旬本人再撰此函時，部分不明朗因素已然消散。

董事長

陳啟宗

香港，2023年7月31日