

董事長致股東函

業績及股息

與去年同期相比，收入減少18%至港幣42.04億元，主要是因為沒有售出物業。股東應佔純利下降25%至港幣35.16億元。每股盈利相應回調至港幣7角8仙。

倘扣除物業重估收益及所有相關影響，股東應佔基本純利下降4%至港幣22.29億元。每股盈利相應下調至港幣5角。

董事局宣布派發中期股息每股港幣1角7仙，並將於2019年9月26日派發予於2019年9月13日名列股東名冊的股東。

業務回顧

六個月前，本人撰述到，外圍環境縱然不妙，但公司前景還是一片光明的二元並存狀態。這個迥異情況依然持續：公司的核心業務表現頗佳，有些甚至非常理想，但外圍環境卻每況愈下。六個月前，我們面對一個問題——中美貿易戰；現在，我們要面對兩個——多添了香港的社會動盪。公司在內地和香港的兩個市場因此都有堪憂之處。然而，我們似乎可以抵禦逆勢：香港的業務穩定，內地的業務表現也強勁，而且預計會持續至少兩至三年。

可以肯定的是，近幾週在香港街頭的社會動盪不久便會影響許多行業。訪港旅客數目已受影響，零售業務將因此放緩，奢侈品的銷售額甚至可能倒退。與我們的內地業務不同，我們的香港租戶主要提供本地市民的日常生活所需。因此，上述情況對我們的影響會較小。

與六個月前一樣，本人會先回顧公司的業務發展，然後在「展望」部分論述外圍環境。

2000年代初，我們剛進軍內地，在上海的恒隆廣場和上海的港匯恒隆廣場兩個購物商場取得成功後，我們於2005年開展內地策略的第二階段。我們相信奢侈品的銷售早晚會從上海和北京流入多個富裕的二線城市，因此開始在二線城市謹慎並精挑細選土地作購置。我們只挑選我們認為充滿經濟活力的城市，而且在其中只選擇面積夠大、位處中心地段、有利零售業務的土地。我們恪守紀律，奉此原則為金科玉律。我們按照最高的標準設計、施工，並將長期持有這些物業。

至今，我們未見有其他公司採取相同的策略。如果我們認為某城市沒有足夠吸引力，即使是市內位置最好的地塊，我們也會放棄。數年前，我們曾經商議過一幅這樣的地塊，當地政府後來亦向我們開出合理的價錢，並極力游說我們，但最終被我們婉拒了，因為我們當時認為，我們有相當的機會可在更繁榮的城市購置土地。假若有優質的地塊出現，我們不想因一幅次等的地塊而在財政上或心理上有負擔。結果我們得償所願，於去年購入杭州的恒隆廣場的地塊。除非該城市位列所有二線城市中的前三分之一，甚至前四分之一，否則我們不會考慮。再者，即使該城市符合我們所有的嚴格要求，除非我們認為那考慮中的地塊是市內最好的(不僅僅是我們在市內能找到的地塊中最好的)，否則我們仍然會不為所動。

這策略要奏效，必須恪守紀律、耐性十足。為了得到市內最好的地塊，我們會等待並願意支付更高的價錢，否則我們可能會被困在較次等的地塊。本人上文提到在杭州的地塊。我們在1990年代初首次到訪杭州，但後來決定落戶上海。2004年，我們開始認真地物色上海以外的城市，杭州再被青睞。從那時起，我們有多次購置地塊的機會，但我們一直等待，直至2018年才出手。我們相信現在擁有的地塊，有潛力成為城中首屈一指的奢侈品零售點和甲級辦公樓。事實上，我們有大好良機在這繁華都市的正中心打造一個商業樞紐；可說是，一個市中心商業區。

過往一直有留意這些致股東函的讀者，會知道本人所指的高端購物商場和辦公樓的「地產業基因」。(本人在2013年年報的《董事長致股東函》中首次提到，讀者可在我們的網站上找到這函件和其他過往的致股東函。)這基因有五個元素，而地點是第一個元素。

其次，土地面積必須足夠大。

第三，政府制定的發展大綱，必定要有利於打造世界級綜合項目。一個不懂何謂真正的高端購物商場的人，遑論曾興建過一幢，是無法識別或協商某一地塊的發展條款的。本人認為發展大綱無比重要，因為這是決定項目成敗的關鍵。最後兩個元素是：商業綜合項目必須設計得當，而且施工優良。

高端商業地產業的五個基因——地點、規模、發展大綱、設計和施工——是成功的關鍵因素。本人稱之為「基因」，因為一旦項目「誕生」後，無論對或錯，都無法改變。正如矮個子永遠無法躋身頂級籃球聯賽一樣，有基因缺陷的商業綜合項目也無法與人競爭。在這行業，硬件比軟件更重要。當沒有競爭時，有基因缺陷的項目可能表現得不錯，但一旦有良好基因的項目出現時，較次等的項目便會吃盡苦頭，甚至倒閉。

本人認為有必要重複這高端商業地產業基因的概念，原因有三。首先，有許多新股東和潛在股東從未讀過多年前的致股東函。第二，過去數年的經驗令本人比以往更加確信，我們的做法是正確的。第三，提醒公司的新舊同事這一點總是好事。我們所有內地項目，縱使不完美，也都有強大的地產業基因。這亦解釋了為何在2012至2017年的熊市期間，以當地貨幣計算，我們的租金收入總額幾乎沒有一年報跌。當好日子再來臨時，像現在一樣，我們便可以領先同儕。我們的前景在未來數年令人相當鼓舞。

本人曾經帶一位美國的潛在投資者參觀上海的恒隆廣場。當時，物業已建成差不多15年了，但他還以為我們才剛開業兩三年。現在這個綜合項目已經營運近20年了，我們花費超過港幣7億元進行翻新。今天到訪的人都會以為這是座全新的購物商場。這就是因為我們在1990年代對購物商場和辦公樓的妥善設計和優良施工。物業仍是上海最顯赫的地段。

且看2013年開業的無錫的恒隆廣場。2011年末我們意識到熊市即將來臨，於是盡力招徠高端品牌。我們成功了，但當一些品牌進駐之前，人人都意識到經濟衰退的嚴重性。數個已首肯進駐的頂級品牌及後單方面棄約。熊市持續了四年多，購物商場變得高低不就。當市道在2018年逆轉時，所有當時背棄我們的品牌都回來了。當然，我們熱烈地歡迎他們。

問題是，他們為甚麼會回來？因為無錫其他的購物商場沒有像樣的硬件，即良好基因。這一點我們一直都知道，而品牌也知道。今天，無錫的恒隆廣場無可置疑是當地唯一的五星級購物商場。

濟南的恒隆廣場和大連的恒隆廣場亦然。兩者分別在2011年和2015年的艱難時期「誕生」，大連的尤甚。結果，已經進駐其他購物商場的頂級品牌沒有遷移過來，因為這些品牌的總公司都凍結了一切店舖搬遷。但現在市場回暖，這兩座購物商場各自成為其市內的著名高端品牌零售樞紐是指日可待的事。我們對此深信不疑，因為我們的物業都設計得當、施工優良，擁有良好的基因，而市內其他的購物商場則欠奉。

與上文提到的最後三個購物商場相比，昆明的恒隆廣場則幸運得多，因為它是在市場正在強勁復甦時竣工的。下月將開始營業，並待所有高端品牌進駐後，於2020年中正式開幕。目前為止，昆明的競爭很少，所以像上海的恒隆廣場一樣，昆明的恒隆廣場將從開業便成為當地的Home to Luxury。

時裝品牌可以在一線大城市開多家分店，但目前在大多數的二線城市只可維持一家分店。我們的地產業基因確保我們成為那家分店的落戶點。如果該品牌已經進駐市內其他購物商場，只要我們的競爭對手缺少五個基因中的至少兩個，我們就有很大機會把租戶吸引到我們的購物商場。

如果有競爭對手也擁有優良基因呢？那我們最好成為首個進軍市場的發展商。瀋陽的市府恒隆廣場的經驗提醒了我們要避免甚麼。屈居一個強勁對手之下並不好受。我們不想處於那個位置；我們想把那個位置留給我們的競爭對手。

良好的基因還有其他好處。上海的港匯恒隆廣場在最初的15年多，是個四星級購物商場。但由於購物商場的位置優越，設計和施工俱佳(即我們有對的硬件)，最終頂級品牌開始進駐。待資產優化計劃完成、購物商場在年末全面重開後，將升級為五星級購物商場，租金亦會相應提高。如果在1990年代初建成時沒有對的基因，那麼這類升級就不會成功。

目前為止，天津的恒隆廣場和瀋陽的皇城恒隆廣場都是穩健的次高端購物商場。然而，兩者的設計和施工規格都容許它們提升檔次。現時，我們對於在五星級的物業內放四星級的內容(即租戶和銷售的產品)感到滿意，但情況有一天可能會改變。

就天津而言，絕大部分的奢侈品牌早在我們出現前，已進駐另一座大型購物商場。那是個連接着百貨公司的購物商場。自落成以來，我們的業績強差人意，主因是近年天津的經濟表現不佳。但那個購物商場的情況更差，百貨公司早已結業，並且連同購物商場最近一併售出了。鑑於基因的差異，我們能把頂級品牌吸引到天津的恒隆商場嗎？本人認為是可以的，但需要一些時間。

至於瀋陽的皇城恒隆廣場，其所在的地區一直是個兩至三星級的地段。隨着我們的購物商場以及其他三至四星級的大型購物商場落成，該地區現已提升至三到四星級的水平。或許不可再升級，若可以的話也需時10至20年。但不打緊，因為我們在瀋陽已另有高端購物商場——瀋陽的市府恒隆廣場。我們為瀋陽的皇城恒隆廣場購置土地時，是以次高端市場為目標，即所謂的四星級。我們做到了，而且最近的零售額和租金收入都有強勁增長。過去六個月，這兩個數字分別同比增長29%和23%。這購物商場的表現正符合原來的構思。

我們在2000年代中期的另一個信念亦在近年漸見成果。我們相信，二線城市的甲級辦公樓市場的活力和盈利永遠不及北京和上海，但總存在需求。我們尚未興建辦公樓前，那些大城市裏根本沒有這類優質的摩天辦公樓。我們進駐後，可以輕易在市場上獨佔鰲頭。內地最大的銀行、保險公司、專業事務所，以及許多外資企業都會選擇成為我們的租戶。這是我們當時的合理願景；這願望今天成為現實。

投資這類辦公樓應可賺取合理的回報，儘管這類回報永遠無法與高端零售物業媲美。對我們而言，前者往往是更大型的綜合項目的一部分，並以下層的購物商場為中心，兩類物業相輔相成。上班族的流量有助推動零售額，而購物的方便將有助吸引更好的辦公樓租戶。這種生態系統令我們在總體上更具競爭力，更不用說辦公樓更容易管理，租金也穩定得多。

瀋陽的市府恒隆廣場和無錫的恒隆廣場的經驗，證明我們約15年前的想法是正確的。我們在內地的11個據點中，有七個都有這樣的物業組合，而我們也樂於發展更多。

除了零售點和辦公樓，這11個綜合項目中亦有五個有住宅元素。除了竣工已久的上海的港匯恒隆廣場，另有兩座在興建中(武漢的恒隆廣場和無錫的恒隆廣場)，亦有兩座正在籌劃中(瀋陽的市府恒隆廣場和昆明的恒隆廣場)。我們應該會在2021年開始預售武漢的恒隆廣場的住宅單位；並在隨後數年，每年都會出售一些。目前很難預測從中可獲得多少利潤，但本人預計每個項目應至少有些進賬。這類物業的另一個好處是現金流入比投資物業快得多，我們對此無任歡迎。

位於瀋陽的市府恒隆廣場的瀋陽康萊德酒店將於下月底開業，隨之而來最少還有其他三座綜合項目——無錫的恒隆廣場、昆明的恒隆廣場和杭州的恒隆廣場——亦會有酒店元素。我們不期望酒店能賺取豐厚利潤，但可主力支持辦公樓和購物商場。

總括而言，我們很高興在2003至2004年採取的策略最終取得了實實在在的成果。我們相信這策略在未來數十年仍會適用，所以會繼續加以完善和發展。我們在上海以外的物業在總利潤中的佔比將會越來越高。本人確信，我們所看到的僅是第一次收成，豐收期尚未到來，當豐收期到來時，將會維持一段時間。租金收入和利潤也會雙雙增長。

此外，我們的內地策略有相當的防禦力。在2012至2017年這段艱難時期裏，我們在上海以及上海以外的零售物業的收入和淨利潤幾乎沒有一年失利。這防禦力從何而來？是甚麼讓我們對光明前景信心十足(只要中國社會維持平穩)？處於中美貿易戰之間，為甚麼我們仍能相對樂觀？過去，本人不時闡述在這個頗獨特的行業中，我們策略的多項優點。在此，本人將更有系統地闡述這些優點。我們以高端商業房地產作長線投資，要找到另一相似的業務並不容易。

這函件的長期讀者對此應該並不陌生，但請容本人用一句話概括我們的策略：**在中國經濟蓬勃的城市，發展和持有以高端或次高端購物商場為核心的世界級商業綜合項目，並加以管理以作長期出租，而該等購物商場須為其細分市場中的龍頭。**「世界級」意味着擁有前述的五個地產業基因，即位置必須是城中最好，綜合項目必須有一定的規模，地塊的發展大綱必須是可接受的，而其設計及施工屬優良和合理的。

以此為本，我們可以從兩個角度考量我們已採取的策略：我們選取的外圍市場，以及我們制定的營商模式。本人會由宏觀至微觀，即由市場至公司談起。首先，本人會以綱要的形式展示出來，然後再逐點評論。這對了解我們公司至關重要。

A. 市場因素

1. 中國的零售市場規模龐大，而且前景相對確定
2. 中國總體消費支出的增長速度遠超其國內生產總值
3. 我們選取的細分市場增長尤其迅速
4. 市場競爭少
5. 我們活躍的利基市場應會持續增長至少30至40年

B. 營商模式因素

1. 我們的營商模式不大可能被科技或其他營商模式取代
2. 我們擁有長期硬資產，折舊少，使用靈活
3. 我們只是資本密集，不是勞動、科技或規管密集，不依賴單一商品
4. 我們享有優質經常性收入，可靠而且增長穩定
5. 我們的盈利能力可預測性相對高
6. 我們的投資回報相對較高
7. 有可觀的資本增值機會，惟通常不被察覺
8. 我們處於有防守性的市場位置
9. 管理不靠個人，而是仰賴以企業文化支撐生態系統內的團隊
10. 我們的營商模式概念簡單，執行起來卻非常困難

這15點，每一點都需要一些解釋。過往本人已闡述了許多，有些用了相當篇幅，但沒有涵蓋全部。請參閱本公司過往的致股東函及恒隆集團有限公司(本公司主要股東)的致股東函。這些信函都可以在兩家公司的網站上找到。因此，本人在此的闡述將儘量從簡。

再重申中國消費市場有多龐大是多餘的。據估計，中產人數約為3億，而且增長快速，是全球最大的單一消費群，或很快會是。即使按絕對幣值計算，可動用的消費金額也是全球最高之一。

現今，世上好像沒有甚麼可以確定的，包括經濟。在這方面，幾乎所有行業都無法獨善其身。唯一相對比較肯定的，就是中國個人消費的持續增長。即使是目前的中美貿易戰也無法阻止這增長；事實上，還反而有所幫助。隨着中國出口放緩，北京必須進一步刺激國內市場。這正是特朗普當選美國總統以來我們所觀察到的。

這就是為甚麼本人曾經說過，可以把本公司看作與零售業相關，如同與地產業相關無異。為零售買賣提供實體空間是整個商品銷售鏈的關鍵。

由於我們處於銷售鏈中硬資產最密集的一環，我們可以持有的購物商場數量必然有限。這就是為何不濟的，甚或強差人意的購物商場，一個都嫌多。我們亦必須保持在整個市場中較高附加值的一端。簡單來說，就是我們希望我們的購物商場銷售利潤豐厚的高價商品，這樣我們的零售商就能支付更高的租金。我們當然不希望處於另一端：興建大型盒子以吸納利潤率極低的超大型市場。這些租戶連合理租金都付不起，更不用說高租金。

此外，人人都懂得如何建造這種毫無創意的購物商場，基本上只是一場金融玩意。但是，要打造精緻的購物商場向講究的消費者銷售奢侈品，則是另一回事。這項工作精細而費力，需要豐富的知識和經驗。

20多年來，若干內地企業都嘗試過，但成功者鳳毛麟角。原因很簡單：對於這類物業的地產業基因，他們不是一無所知或不夠重視，就是知行不一。能重視並恪守這五個基因要點者，只要率先進佔市場，就絕無不成功之理。坦白說，很多城市在熱切地等待此類高質購物商場進駐。

我們所涉足的高端和次高端購物商場業務，在中國整體零售地產業消費市場中佔比不算特別大，但增長卻尤其迅速。如果過去30年大幅增加是純粹商品的消費量，那麼未來30年將會見證商品質量的提高。對於大多數中國城市居民而言，不再關注你是否擁有，而是你擁有甚麼。很多人會從擁有東西的多少，演化到擁有東西的質量，而後者與我們的業務息息相關。

現在要談的是很多人會感意外的一點：市場競爭少(上述綱要中的第A4點)。粗心大意的分析員抱怨中國購物商場過剩，但事實卻不盡然。的確，中國許多城市出現低端或平庸的購物商場泛濫，但這都與我們無干。正如中國經濟改革開放設計師鄧小平先生曾說：「讓一部分人先富起來」。我們的購物商場只瞄準這些先富起來的人；我們專營四或五星級零售購物點。整個中國有多少城市有至少一座如我們所建的那類高端購物商場？本人懷疑數目不多於20個，而我們進駐了其中九個。

然而，中國有121個大都市人口逾百萬(相對於美國有九個)，92個城市人口逾三百萬、78個人口逾五百萬、13個人口逾一千萬。北京、上海、廣州和深圳等一線城市的購買力確實非常強勁，而二線城市的龍頭如杭州和武漢等的購買力也增長迅速。我們在內地扎根28年，目前只在九個大都市發展。根據我們現有的策略，本人估計至少有20個其他的大都市可以考慮發展。

在供應方面，就本人所知，迄今只有數家公司有能力發展我們這類高端購物商場，而大多數(包括我們)都來自香港。我們對於其他很多發展較低端購物商場的公司並不十分關注，因為大家活躍於不同的細分市場。

市場的現實是：儘管某些二線城市有過度興建二或三星級購物商場的現象，但多數都缺乏高端購物商場。這好比50平方米住宅單位(較香港住宅面積中位數大)和500平方米大宅的區別。同是住宅，但一方的過度供應永遠無法滿足或取代另一方的需求。這道理顯而易見，但令人驚訝的是，很多分析員跟本人說，擔心我們的業務多少會受中國充裕的零售面積影響，真是愚不可及。

關於市場因素的最後一點：一些研究員認為，基於中國異常龐大的人口及其與不同地區的地緣關係或其他關係，中國的持續增長和發展的時間應當是較小經濟體的三倍。然而為保守起見，我們且將中國跟其他經濟體看齊。

幾乎所有亞洲國家積累到一定財富後，其國民便會紛紛開始追求像我們購物商場內所出售的時尚奢侈品。日本是第一個例子，大家通常把1964年東京奧運會視為該國列入發達國家的象徵。約從那時起，日本人開始購買高端商品。50多年來，該市場一直保持強勢，迄今還沒有減弱的跡象。許多頂級品牌至今仍然視日本為一個單一的地區，而亞洲其餘地區則總合為其他亞洲地區。

香港在1970年代中期變得富裕，其奢侈品市場因而在40多年來持續增長。同樣，這些奢侈品30多年來一直暢銷新加坡、南韓和泰國。所有這些地方的市場都仍在強勁增長。

眼下的問題是：中國內地會怎麼樣呢？我們的上海的恒隆廣場是全國最早銷售高價貨品的高端購物商場之一，開業差不多20年。因此在正常情況下，可合理地預期這市場至少還有30到40年或更長的發展空間。這意味着我們的購物商場於未來數十年仍會客似雲來。

現在讓本人從市場因素轉而論述與我們所選擇的營商模式的相關事宜，即綱要中的B項所列的10點。首先，優質的實體零售空間不會被電子商貿等技術取代。過去數年，本人曾詳加撰述，故在此只作概述。

「Souk」無人不識，是指中東及北非常見的露天市場。其中一些至今已存在超過一千年，只是稍微經過現代化，其原有概念仍原汁原味地保留着，至今未變。最近，本人重遊伊斯坦布爾一個有數百年歷史的露天市場。市場並沒有被一代又一代的新科技和相關營商模式(郵購、目錄銷售、電話訂購，以及現在的互聯網)取代。相反，這些一時新興的銷售途徑大多都幾乎不復存在，而souk卻仍屹立不倒。畢竟，人類是群體動物，需要而且想要與人親身交流。昔日的souk不只是做買賣的地方，還是社交互動的地方。如今，現代的souk被稱為購物商場。

過去數年，市場發現電子商貿與實體店其實相輔相成。就特定市場而言，每個產品類別的這兩種銷售途徑早晚會達到動態平衡。雖然電子商貿在西方興起，但在中國的發展卻要快得多。阿里巴巴或甚至京東的年銷售額都遠遠超過其西方同業。這現象在中國的第三線和第四線城市尤為嚴重，因為傳統的分銷和銷售途徑並不發達。

另一方面，美國的零售空間過度建設，人均平方米超過2.2，而亞洲約為1.0，歐洲則在0.2至0.5之間。因此在過去數年，當電子商貿終於席捲美國市場時，許多購物商場不得不倒閉。有些分析員仍認為西方一切都較其他地方先進，因而斷定全世界的實體店都死劫難逃。有人甚至建議大家悉數出售擁有實體零售資產的公司的股票。真是傲慢加無知！

現實情況是，像我們這樣的中國購物商場營運商20年來都不得不與阿里巴巴和京東等強大的電子商貿企業並存。大多數產品類別的不同銷售途徑已經達至均衡好些年了。事實上，許多在互聯網起家的零售商都意識到自己需要實體店，因為普羅大眾對許多以電子方式銷售的產品仍不信任，擁有實體店有助提高品牌信譽。結果，在位置優越且知名度高的購物商場開設重點實體店，其產品單價可提高達20%。

當然，這類品牌不會開設太多實體店。只有當購物商場的優越地段及其在購物商場內毗鄰的那些名店能提高其品牌價值時，他們才會開設實體店。恒隆的物業往往成為他們的首選。這是我們要讓旗下購物商場成為特定市場之首的另一原因，雖然這僅是次要的原因。

也就是說，我們其實非常尊重電子商貿。這是個重要現象，不僅僅改變人的購物模式，甚至生活方式。面對這個新銷售途徑的威脅，有些產品較易受影響。幸好，我們早在1990年代所作的另一決定，讓我們即使在這方面也能力保無虞。我們很早便決定不沾手低端零售業務。奢侈品零售物業受電子商貿影響要小得多。

說句公道話，1990年代還沒有電子商貿，我們沒可能預料到這個附加的好處。我們只知道，所銷售的商品的邊際利潤越豐厚，銷售者越有能力支付更高的租金。現在人人都明白，整體而言，消費品的價格越高，人們通過互聯網購買的可能性越低。例如高級時裝品牌、精緻珠寶和昂貴名錶就很難在互聯網上出售。潛在買家或會先在互聯網上瀏覽研究，但會在像我們這樣的高端購物商場，精心裝潢的店舖內，仔細檢視貨品後才進行實體交易。

在確定我們的營商模式難以被科技進步顛覆後，一個必然的推論是：只要我們的購物商場設計精巧且建造得當，就沒有過時這回事。這些購物商場也是長期資產：一旦落成就能在未來數十年持續提供收入(綱要中的第B2點)。僅需定期維修和不時翻新。

後者正是我們對上海兩個綜合項目所做的。項目落成大概17至18年後，我們總共投放大約港幣15億元進行優化工程，當中包括應用最新科技來增加收入和減少營運成本。就上海的恒隆廣場這購物商場而言，完成資產優化計劃之後，我們看到兩年的租金總收入成功實現雙位數增長。這個「新」物業應在未來20年持續創造佳績，然後才再需要另一次翻新。資產優化計劃的成本與建築物的原始成本相比是微不足道的。

我們的發展項目的另一個特色，儘管無即時價值，卻也值得一提，就是其靈活性。我們的物業全都按照最高標準建造，其結構原是為高端零售市場而設的。若不管甚麼原因，這個高端市場式微，我們的物業總能因應非高端市場而作出適當的調整。五星級購物商場可以轉換成兩或三星級，反之則不能。同樣，購物商場設計可以輕易調整以迎合百貨公司的格局，但為百貨公司建造的結構則永遠不能用作購物商場。中國有很多商人曾經嘗試把百貨公司改建成購物商場，但皆失敗收場。我們所有物業都具備這種靈活多變的潛力，雖然本人預見不到這種靈活性會有派上用場的一天。

我們營商模式的另一優點在於它只是資本密集，這點本人稍後會再論述(綱要中的第B3點)。此外，模式不屬於勞動密集、技術密集或規管密集，而且不受任何價格可能大幅波動的單一商品(例如石油或天然氣)影響。在這方面，如果航空業是全球最糟的業務之一(本人相信是)，我們的業務必定屬於最佳的。本人一直崇尚簡約——其他因素不變，越簡單越好，活動部件越少越好。這樣可以減少出錯的可能。本人很高興能從事只在一方面密集的業務，即資本密集。這是恒隆能夠應付的，而且做得很出色。

我們的營商模式還有許多與財務有關的其他優點，這些優點會影響收益(請參閱綱要中的第B4至B7點)。除了某些項目中定期銷售的高價服務式寓所外，我們基本上都依賴優質的經常性收入。因為我們的商業綜合項目一向是其位處的城市中最優秀或是最優秀之一，購物商場租戶和辦公樓租戶(如項目中有後者)也是條件最好的。例如我們的辦公樓租戶名單就像中國和國際企業的名人錄。即使在艱難的經濟環境下，他們遠比實力較低的租戶更有能力支付租金，這類公司也較少機會在一夜間消失。

物業一旦出租後，我們的收入即頗為可靠，而且支出也不難估計，所以利潤比較容易預測。撇除偶爾會有的購置土地計劃，公司的穩恒狀態應該對任何想了解我們的人都是公開透明的。有了這基礎，任何人都可以對新增加的發展項目作出合理假設，也能夠預測公司未來賺取利潤的能力。

完成了八項內地綜合項目，加上仍在發展的三個項目，我們對大型新項目在利潤增長方面的生命週期有了一定的掌握：從起始到穩恒，當中須為遇上經濟週期的某個階段和因應本地競爭形勢而作出調整。這種「可預測性」是大多數其他行業或企業都不具備的。

在所有這些有利因素之上，或可再加上這個終極的吸引力：我們的營商模式能為重視五個地產業基因的人帶來可觀的高投資回報。我們在上海成功實現了，現在正在其他地方複製。

完成兩個上海項目後十年，我們取得的混合非槓桿總租金回報(相對於原始成本)略超30%。零售空間的回報要高得多，但辦公室的回報也非常可觀。當我們進行資產優化計劃時，回報已超過45%，該計劃讓數字回落數點，但工程開展約三年後，總回報已回升至高水平。19年的營運中包括2012至2017年的六年嚴重下行期，絕非直線向上，我們也不會指望未來數十年會一帆風順。

那麼租金回報會何時停止增長？盡頭又在哪裏？基於市場的特點，辦公樓回報會見頂，但購物商場則幾乎沒有盡頭可言。由於我們的租賃邊際利潤達到或接近90%，淨回報也非常高。而且，利潤增長並未包括現在或將來的龐大資產增值。

顯然，同樣的情況難再現於上海以外的項目。在上海，我們把握了整個國家在2000年代初對優質商品開放的機會；在上海以外，我們只受惠於大都市和鄰近地區(可包括整個省份)的經濟增長。換言之，上海以往所包攬的經濟區域比現今的二線城市大得多。

還有另一個原因導致我們上海以外的物業增長較緩慢。我們六個二線城市的現有項目都在2012至2017年這六年熊市之前或期間開始營運，這六年間負增長是行業常態。為了實際起見，我們不妨把時間起點定為2018年。我們接下來的兩個綜合項目——昆明的恒隆廣場和武漢的恒隆廣場——都沒有這個問題。這兩個物業會在12個月內的牛市中開始營運。

這裏有幾個相關要點值得一提：這幾點都會影響回報計算。

首先，今天上海的恒隆廣場的租賃邊際利潤為90%。把總租金回報轉換為淨租金回報，這數字仍然極為可觀。雖然我們可以稍微把邊際利潤再提高一點，但這未必是明智之舉。對租戶和顧客而言，維持項目於最佳狀態比在租賃邊際利潤中勉強增加一至兩個百分點來得更重要。上海的港匯恒隆廣場可以達到類似數字，但現時因為資產優化計劃而令升幅暫時靜止。

上海以外的項目，在各種市場及規管因素影響之下，要達到如此高的邊際利潤不太可能。但我們能達到70%至75%嗎？本人認為可以。跟其他大多數業務相比，這數字已經十分吸引。當然，我們越早達到目標，項目越能賺取利潤。

其次，上述的租金回報數字是在非槓桿基礎下計算的。本人難以相信任何商業房地產公司(無論規模有多小)不需要舉債，遑論我們這種規模。事實上，2000年中期開始的十多年來，恒隆基本上沒有負債。這獨特的情況難以再現。1997至2002年期間的亞洲金融危機出現之前，我們已經做好準備，在沒有競爭的情況下明智地在香港購置土地。我們還算準時機出售物業以賺取最高利潤。因此，我們的現金很充裕。自2005年，我們開始在上海以外的地區購置土地，這恰好是十多年零負債期的開始。大概三年前，我們開始輕微舉債，但我們現在的槓桿比率以行業標準來說仍然頗低。即使在中等槓桿比率之下，我們的投資回報仍能進一步上升。

再者，租金回報數字是根據原始成本計算的。然而，地價不是第一天就全數繳付的。從購置土地的第一筆款項到物業開幕後不久，包括建築費在內的總成本通常是攤分六至七年支付的。

到了這裏，讀者可能會同意我們的業務能有可觀的回報。在穩恒狀態下，每個發展項目都像年金一樣，收入通常會慢慢增長，增長率應會多少反映國內消費額的增長。在二、三十年的雙位數增長後，現今中國人每年的消費額仍然有8%至9%的增加。已發展經濟體的國內生產總值超過60%是個人消費，而中國的相應數字只是40%至45%左右，還有很大的增長空間，所以我們的「年金」會逐漸變得更有價值。

最後，有兩項財務收益並不包括在租金回報數字裏。第一，服務式寓所雖然不是我們策略的支柱，但有此類商品的發展項目中，銷售這些單位可以帶來額外的利潤和更快的現金流。根據推出市場的先後順序，屬這個類別的四個綜合項目有武漢的恒隆廣場、無錫的恒隆廣場、瀋陽的恒隆廣場和昆明的恒隆廣場。所有這些單位都作出售用途及可帶來利潤。唯一的例外是擁有兩幢住宅大樓和一幢服務式寓所的上海的港匯恒隆廣場，我們現時沒有出售它們的計劃。

另一個稍稍隱藏的財務收益是資本增值，也是本人接着要論述的事項(綱要中的第B7點)。很少分析員會關注這一點。事實上，與競爭對手相比，我們的土地成本很低，項目在各自的市場能獲得最高的基本租金。我們的物業在各自的城市中享譽最高，未來一片光明。然而，每半年用以重估我們資產的資本回報率亦是行業中最高的。事實是：給予2%的資本回報，本人也不會出售我們的商業物業，儘管區內一些次等物業的成交也不高於這個水平多少。

很多投資者可能甚少理會重估收益，或認為它不重要。值得一提的是，資產增值既是我們員工努力的成果，也是從上升的市場裏賺取的額外利潤。評估本公司的價值時，這些都應該是考慮因素。

上述第B8點提到，一旦高端購物商場取得市場領導地位，這地位便相當有防禦性。高端零售物業必須在其市場中位列第一，原因至少有兩個。首先，本人過往數年曾撰述，市場龍頭的投資回報通常遠遠高於居次席的。一線大城市可以容納多家商店，某些如武漢、杭州，甚至瀋陽等二線城市亦可。在其他地方，知名品牌只會聚集在最好的一間購物商場。他們不想被視作異類——獨自守在較次等的購物商場。

然而，要位列第一還有另一個原因。一旦頂級高端購物商場成為市場的龍頭，其他人很難把其擠下去。換言之，這種卓越地位相對容易守住。當然，前提是物業要具有良好的基因。如果其卓越的市場地位，僅僅因為是首個進入市場，或因為競爭對手的基因都很弱而得來，那麼其地位仍然會十分脆弱。當有像我們這樣強大基因的對手出現，龍頭地位就可能會被取代。瀋陽的皇城恒隆廣場、無錫的恒隆廣場和昆明的恒隆廣場就是例子。我們也開始在其他幾個項目中見證到這個情況。

倒數第二點(綱要中的第B9點)與管理有關。我們營商模式的成功不在於任何一位領袖，也不在於依賴任何個人，而是團隊合作；團隊在某個生態系統內，有特定的企業文化。2010年中期之前，公司的行政總裁是袁偉良先生，他現為公司的獨立非執行董事。我們於2000年代一起構思了這個模式並逐步加以發展。其繼任人陳南祿先生(現亦為非執行董事)很快就認識到這模式的優點，並予以支持。我們改良了這模式，並重整企業架構，把我們帶到今天這位置上。一年前，我們現任行政總裁盧韋柏先生接任。與陳南祿一樣，他理解這模式的價值，並正在執行。不論是袁偉良，陳南祿還是盧韋柏，任何具有良好管理經驗而不自負的聰明人都能勝任這職位。加入恒隆前，袁偉良是會計師，陳南祿是兩家航空公司的首長，而盧韋柏則來自消費品行業，其後是銀行業。他們都是本公司前任或現任的優秀領袖。

2000年代下半期至2010年代的首數年，這種營商模式開始成形。我們當時一些高層同事無法適應新的企業架構變革。例如，有些因無法適應所需的團隊合作而離巢。由於本公司當時是聯交所本地地產類別的寵兒——在2002至2012年間，我們幾乎跑贏所有公司——我們的前高級職員成為了職場上炙手可熱的人選。香港和內地的公司很快便羅致了他們，認為我們的前同事可以為他們複製我們的營商模式。一方面，看到他們頗被競爭對手高度重視，我們很欣慰。另一方面，我們逐漸察覺到，他們之中沒有一個能夠複製我們的成功模式。

這讓本人想到綱要中最後一點(第B10點)——從概念上講，這營商模式非常簡單，但實際上執行卻非常困難。本人喜歡此模式的簡單——開發、持有並管理大型高端的商業綜合項目其實有多難？這似乎比許多製造業的營運容易得多。如果是這樣，根據簡單的經濟學推論，市場上會有很多競爭對手，尤其是考慮到相對較高的投資回報和其他吸引的特點。那麼，為甚麼在這個快速增長的利基市場中只有如此少的人取得成功呢？

如上所述，此模式僅適用於某種文化支持的特定思維模式或心理狀態。他們必須能夠持續關注長期的效果。雖然管理層知道作為上市公司需要每半年報告利潤並支付股息，但必須避免做出可能有瞬間成果但卻拖累長遠前景的關鍵決策。我們尊重每一位股東，卻不是為了取悅他們每位。我們特別喜歡那些與我們有同樣的長遠營商視野的人。

公司中越高級的人就越需要耐心。在營運層面，我們的員工當然必須於限期內完成工作。例如，我們不能拖延施工，因為這會增加成本——更高的利息支出和延遲的租金流入。屬管理級的項目人員也必須能夠及時做出成果。但是高層的就不同了。例如，他們做的設計決策，不可讓我們的物業折舊得太快，或選擇不耐用或不易長期修護的建築材料。

然後在最高層，我們的行政人員必須做好等待的準備，不僅是數個月，有時是數年。例如，1990年代初，本人首次到訪杭州。當選擇了上海後，直至2004年我們才再開始關注杭州。接下來的14年裏，我們研究了很多不錯的地塊，但都一一拒絕，直至去年才選定。我們終於找到了一幅能滿足五個地產業基因特點的地塊。在幾乎整整14年的等待中，我們現金充裕。手頭有錢，要做不購置的決定其實更難，但我們都抵住了誘惑。

如果我們的等待是徒勞的，即沒有合適的地塊出現怎麼辦？本人的回答是：至少我們不會被較次等的地塊困着。中國很大，商機處處，此城沒機會，別的城市總會有。

有長遠的眼光也意味着必須要堅持不懈。例如，我們確實需要較長時間去敲定一個設計方案。沒有人有足夠的智慧在短時間內找出最佳解決方案，又可顧及幾乎所有事情，包括多年後可能發生的事情。這是個迭代過程，每個版本都比上一個好。總有些事情以前沒有考慮過，因此需要堅持才能不斷尋找、不斷改進。甚麼時候才停止？當邊際效用小於邊際投入時。

我們興建物業不用作出售，因為一旦售出，建築物所有現在和未來的問題都是別人的煩惱。我們興建物業是為了長期持有。這意味着我們必須與因為設計不審慎、不全面而帶來的問題並存。為了使我們的策略可行，團隊中的每個人都必須有長遠眼光，並着重質量。

正如前文所述，團隊合作也是必需的。建築師和工程師必須從設計一開始便引入用家的意見。租賃團隊在未來數十年要與物業共處，必定有寶貴的意見。用家的視角通常與規劃者的視角截然相反。

由於房地產週期長，通常持續六至八年，等待是無可避免。唯有等待，才能在週期中正確的時候每每做正確的事。我們這行業的歷史，不論東方西方，教曉我們同一件事：投資者必須學會等待方可取得成功。那些不善等待的人早晚會在熊市失手，隨之而來的是現金流問題，破產的機會也很大。

要等待，就必須要有紀律；兩者都是對發展商(或投資者)的嚴峻考驗。不等待、欠紀律，就永遠無法堅持那五個地產業基因。等待可能會令人焦躁，但我們必須學會忍耐。空口說會遵守這些行業的重大原則很容易，但意義不大。有位友好的同行曾公開宣布他會採用恒隆模式，本人當天便可告訴你後來會怎樣。

當然，我們的模式不是唯一的致勝之道。我們的模式只是其中一個，是一個非常好的，而且至今仍未有人能成功複製的，而我們知道箇中原因。過去27年(從1992年12月我們購入上海的港匯恒隆廣場的地塊起計)證明了這個模式是可行的，而且應該會繼續行之有效。我們遠非完美，每天仍在學習。

儘管如此，沒有營商模式是完美無暇的，我們的也不例外。這個模式有個很大的弊端，這亦是踏進這個市場的一道高牆：就是需要龐大的資本，而且很多時候是前期資本。任何沒有穩固財務基礎的公司，應該打消進軍的念頭。所有與我們採用類似策略(興建大型商業綜合項目作長期持有)而且取得成功的，在進軍這行業前都已經有強大的財務實力。

就我們而言，香港的發展項目在2000年代為我們注入大量現金，令我們足以踏上這條發展道路。千禧年代初，我們在上海的租賃業務取得初步成功，令我們更有信心，亦令我們有現金流支付股息。我們因而可以運用香港發展項目的利潤，投資上海以外的地方。其後的都已成歷史了。

有趣又值得指出的一點是，這個策略尤其適合由家族控股的公司，即使是在交易所上市的公司。我們的競爭對手中，成功的都是這樣。在每個案例中，公司都是由家族控股，而內地國企(國有企業)，則是政府擔其角色。雖然我們全都是上市公司，但有控股股東會令人安心，讓管理層能夠着眼於長遠發展。

這業務不僅在前期需要投放大量資本，而且回報也來得慢。從購置地塊到項目落成，每個發展項目通常需要十多年的時間。增加新項目會繼續消耗資金，並推遲豐收期。收入流需要一段時間才能建立起來，但當情況達至穩恒狀態(假設再沒有新項目，但這在中國不太可能)，往後都會非常穩定。

本人觀察亞洲股票市場數十年，並一直參與其中，本人大概知道家族控股公司的隱患。香港交易所所有很多這類公司。儘管有相當嚴格的規管，包括聯交所規則，仍然有少數公司可能在合法地剝削小股東。這類活動應該儘量減少，但也不要不分精華糟粕，完全抹殺這類公司的特點。這類上市公司還是有其明確、獨特的優勢。不論是直接由家族成員管理，還是由專業管理人員在控股股東監督下管理，管理層基本上不會被取代。這樣，高層行政人員便能放眼遠望，為社會創造一些有意義的事。恒隆就是此類別的其中之一。

如果恒隆不是由家族控股，又如果本人只是位外聘高層，會怎樣呢？本人於1991年接任主席，當時公司在過去20年表現平平。直到2001、2002年，公司才開始跑贏同儕，並且保持優勢至2012年。如果本人不是代表控股股東，公眾投資者會給本人十年時間讓公司重回正軌嗎？本人對此表示懷疑。

我們早在1992年便開始到內地投資，在本港主要的地產公司中，算是其中較早之一。我們當時的策略獨一無二：購置的土地比其他香港發展商的大得多。這可算是一個大賭注，我們在同一城市上海購置了兩大幅地塊。直到大概2001或2002年，即是開始投資整整十年後，我們才漸見成功。股東們會等那麼久，還是早就把本人踢走？或許是後者吧，本人無法得知。

1997年亞洲金融危機開始前，恒隆與當時香港的主流信念逆向而行。當時大家都急於擴充自己的土地儲備；相反，我們則出售投資物業，並囤積現金。我們用盡所有已知的方法增持現金，而當時我們在上海的投資還沒有任何跡象會成功。再一次，投資者是怎樣想呢？

如前所述，我們的股價在2002至2012年間表現出色，跑贏同業。但當中國政府的反腐運動開始時，股市便下行，我們的股票也是如此。我們度過了六年寒冬，直到差不多2019年才重見好日子。那數年裏，我們不得不解決許多主要由於快速擴張而引起的內部問題。如果沒有家族控股，股東可能會純粹為了刺激股價，而迫令管理層採取短期措施，但這會削弱公司的長遠前景。我們可能連現在開始收成的機會也沒有了。本人甚至可能已遭解僱！

現在讓本人談談公司剛過去的表現。今年上半年，我們取得了好些令人滿意的成績。最令人鼓舞的是，公司前景光明，跡象清晰可見。

上海的恒隆廣場在資產優化計劃完成後，業績持續向好。以人民幣計算，零售額增長15%，商場租金收入增長11%。過去兩年增長強勁，建立了高基數。由於上海的港匯恒隆廣場正在進行大規模升級工程，本人不會在下文詳述。簡單來說，一旦資產優化計劃完成，本人預期會有與上海的恒隆廣場一樣的理想成果。

與去年同期相比，上海以外的所有內地零售物業，零售額和租金收入均有所增長。租戶銷售額方面，以下購物商場皆有可觀增幅：瀋陽的皇城恒隆廣場、大連的恒隆廣場和無錫的恒隆廣場分別躍升了29%、27%和25%。三個物業的租金收入增幅分別為23%、30%和26%。濟南的恒隆廣場一直表現穩定，在上述兩項指標分別增長11%和12%。即使是兩個表現較弱的綜合項目——瀋陽的市府恒隆廣場和天津的恒隆廣場——也分別錄得2%至3%的正增長。除了天津的恒隆廣場正進行大型租戶重組外，所有地方的物業租賃邊際利潤和租出率都有改善。

我們在內地的所有辦公樓都表現良好。最新的兩座辦公樓，分別位於瀋陽的市府恒隆廣場和無錫的恒隆廣場，租出率約達90%。基本租金保持平穩。

以上所有數字均以人民幣計算。然而，在這六個月報告期，人民幣兌港元的匯率下跌了6%。因此，雖然我們在內地的總租金收入升了7%(上海升了4%，上海以外升了14%)，但以港元計算，升幅僅為1%。

值得注意的是，現在上海以外地區的租金增長速度比上海快。上海的港匯恒隆廣場明年重新全面開放時，情況可能會變。如果經資產優化計劃後的上海的恒隆廣場可作參考的話，那麼兩位數的增長可能會持續至少兩至三年。無論如何，如果未來五年，上海以外地區的內部增長率高過上海，本人不會感到意外。加上有新的樓面建成——下個月無錫的恒隆廣場第二座辦公樓開業；未來一兩個月昆明的恒隆廣場購物商場和辦公樓開業；明年年初武漢的恒隆廣場開業——上海以外的租金收入的增幅會更顯著。

香港方面，租金上漲3%，在預期之內。與內地租賃收入的增加(受人民幣貶值嚴重影響)一併計算，整體租金收入增長2%。

我們僅售出於藍塘道的一座大宅，惟交易要待下半年才會完成。我們還售出100個車位。交易要稍後才完成，因此在本報告期內沒有任何利潤入賬。是次銷售符合我們回收資產的政策——出售較舊的成熟物業，並將現金投放於較高潛力的物業，不論該等物業是位處香港還是內地。

利息支出本來比上年度少不了多少。然而，由於會計準則的改變，它差不多變為零。總重估收益比上年度減少10億元左右。

上述各項的綜合效果是，股東應佔基本純利較去年減少25%至港幣35.16億元。沒有發展利潤及重估收益較低是主要原因。若撇除後者，相關數字會下降4%至港幣22.29億元。單計物業租賃的股東應佔基本純利則增長了25%。

展望

中美貿易糾紛持續，似乎沒有結束的跡象。正如本人從爭端一開始已提及，美國總統特朗普需要達成協議之時，就是協議達成之時。顯然，對他而言時機未到。

只要仔細觀察整件事，都會得出一個結論：這事有點兒像鬧劇。隨着媒體時刻追蹤特朗普總統的推文，他就一邊肆意出招，一邊把所有過錯都推到中國身上。一天他會宣布雙方快要達成協議，但數天後又指中國疏遠了。一兩個月後，他又故技重施，把環球股市都拖着走。坦白說，他根本在愚弄所有人——中國人、美國群眾、世界、媒體和股市。

5月8日，著名專欄作家馬丁·沃爾夫(Martin Wolf)在《金融時報》撰文，指美國給出的條件與19世紀西方列強向中國提出的不平等條約無異。北京根本不可能接受，這點華府心知肚明。另一位著名的歐洲記者朋友最近告訴本人，史蒂夫·班農(Steve Bannon)雖已離開白宮，卻向他證實了上述說法。換言之，華府在此階段根本無意達成協議。特朗普只是利用此事為連任賺取政治籌碼，而他的親信如班農等則得其所哉——叫北京吃苦頭以遏制中國。

中國真的非達成協議不可，以致不惜在國際舞台上被人玩弄於股掌之中嗎？歷史不會把此事跟過去的不平等條約同視為屈辱嗎？由此可見，北京有天或會醒悟，採取強硬立場。如果美國繼續得寸進尺，中國甚至可能會離開談判桌。本人估計，特朗普理解這一點。由於他早晚需要為競逐連任而達成協議，因此北京越早願意離開，協議或許會越早達成。

最終的條約會否比之前的大大有利於美國？本人有所懷疑。也許會略微有利了，正如美國與加拿大和墨西哥的最新貿易協定，並沒有比原本的北美自由貿易協定好得多。特朗普贏得了政治聲譽，有幾個世界其他地方的貿易夥伴蒙受了一些損失，而三個參與國(美國、加拿大和墨西哥)則稍微調整了三國之間的相對定位。現實是美國強化了其惡霸形象，卻失去了作為可靠夥伴的信譽。

至於中國，本人一向說，中國挺願意犧牲一點兒。這樣，特朗普就能在媒體面前宣告勝利。中國承受得了這點苦嗎？沒問題，但我們不要忘記，美國人同樣需要付出代價。他們的消費者或會首當其衝，但苦果尚不止於此。美國公司也會受害，因而影響整個經濟。貿易戰通常沒有贏家，但這次可能有，而且顯然是特朗普。

本人在六個月前曾撰述，相比之下，中國為最壞情況所做的準備充分得多。美國當時還沒做好準備，現在也沒有。大幅增加對美國農民的補貼只是一個開端，其他短期舒緩措施很可能會造成更嚴重的長遠問題。

關鍵是中國會加速其市場及技術資源的多樣化，從而減少對美國的依賴。中國也會加快優化其各行各業。這些舉措其實對中國的長遠競爭力很有利，絕非美國樂見的結果。反之，美國將會與全球市場漸行漸遠，其全球信譽和道德領導地位將進一步大幅削弱。這些都是特朗普個人勝利的代價。對本人而言，這實屬可悲！

這將如何影響我們的業務？總體而言，還不錯。本人過去撰述的情況，現在正一一應驗。北京已經大大加強力度，刺激國內消費。個人消費在4月稍微下降，但到了6月已經強勢回升。我們且看看未來數個月如何發展。

但有一點可以肯定：奢侈品目前銷情良好。這是我們親身經歷的，而世界頂級時裝公司的聲明及零售數據也證明事實如此。中國目前約佔其全球零售額的30%至40%。儘管本人確信這個市場像大多數其他產品一樣具週期性，但目前的勢頭仍然向上。若未來五至十年或更長時間內總體趨勢繼續上升，本人不會感到意外。這對我們來說是好消息。

在此，有一件事我們應該要知道。中小型國家與超級大國之間存在一個根本的區別。較小的國家需要向海外銷售或提供服務才能生存，而大經濟體自給自足的能力則強得多，因為有龐大的國內市場。中國與美國同是大經濟體；即使缺乏國外參與，國內經濟動力仍能讓國家維持運作好一段時間。中國唯一必須入口的商品僅是能源而已。

事實上，美國和中國都是世界上僅有的兩個大陸經濟體。其體積之大，足以容納近乎所有行業：不論上游工業還是下游工業；重工業還是輕工業；第一產業、第二產業還是第三產業；以及高科技、中科技還是低科技。（由於工資高，美國的低科技製造業已經式微，之後或會因機械人技術而復興。）儘管如此，本人確信中國在未來數十年會更積極參與全球經濟活動，主導其中。本人擔心的是，美國會越來越反其道而行。美國比任何國家（包括中國）更有能力孤立自己，獨自生存。舉例而言，美國現在每天出產的石油和天然氣比沙特阿拉伯還要多！美國的退出不可能對世界有好處，對其自身也沒有好處。

接着是本人在六個月前致函給各位時還未出現的憂傷發展。當時，香港還是相對平靜的。在過去一個半月，香港爆發騷亂。起因是香港本身的不智政策，北京沒有倡議甚麼，亦於事發後基本上保持沉默。但現今社會的動盪不安，矛頭不但指向特區政府，也指向北京的中央政府。

這樣的社會動盪自然對業務有負面影響。正如2014年的「佔領中環」運動時所見那樣，訪港旅客肯定會減少。零售業會受創。如果問題持續，將影響國際商業社會的信心。未來會否有長遠影響就要視乎情況如何解決。但現在，沒有人能預測事情會如何發展。

本港住宅市場無疑會放緩。我們將留意樓價會否隨着成交量下跌，應該很有可能。儘管如此，只要香港在動盪後重新站起來——動盪是會完結的，很可能在北京的幫助下——長遠而言我們的住宅市場應該沒問題。始終本港和內地都有實際需求。

現時的動盪會驅使北京對香港作出改變。從1997年時候的「不管就是管好」到未來的甚麼政策也好，有一件事是肯定的。這22年來，北京在執行《基本法》上一直過於寬鬆。如果現時的紛亂強迫各方重新遵從《基本法》，這未嘗不是好事。那時，香港的住宅市場以至整體經濟便很有可能重獲新生。

但現在動盪依然。就此而言，除了藍塘道11個半獨立式大宅、浪澄灣一個複式單位和一些停車場外，我們慶幸已經售出所有餘下的發展項目。我們仍然希望以理想的價格出售這些豪華單位，即使要等待一會兒也不打緊，反正我們也控制不了。

至於我們在香港的投資物業，我們會盡力維持過去兩年每年約3%的增長率。如果社會不安持續，維持這個增長率就會變得困難。儘管如此，我們應可於今年下半年創造增長。畢竟，在2013至2016年這極艱難的時期，雖然本港零售物業普遍嚴重受挫，我們的年度業績也從未下降。

情況可以有多壞？在1997至2002年的亞洲金融危機期間，我們連續四年負增長，隨後兩年持平。然後又花了將近五年，才令總租金回升至1998年的水平。這是一趟虛耗了10到11年的可怕歷程。2000年的互聯網泡沫和2003年的沙士疫情無疑令熊市雪上加霜，但那些影響只屬短暫。幸好，我們在上海的發展物業在2000年開始有回報，讓跌幅減少。

目前的難關會有甚麼影響？本人還不知道。這次問題的本質不同，所關乎的是政治而非經濟。本人估計這需要多一些時間才能恢復。

內地方面，本人相信未來數年我們會發展順利。縱使資產優化計劃完成後的租金上漲令基數提高了許多，但上海的恒隆廣場的內部增長應會繼續；如果有一天增速稍微減慢也是無可避免的。幸好，上海的港匯恒隆廣場將在明年完成資產優化計劃。北座最近重新開放，已錄得雙位數增長；這情況可能會持續一段時間。當作為購物商場主要部分的南座準備就緒時，也應該會有同樣的增長。租戶質量提升方面成績可喜，應該可轉化為更可觀的租金收入。上海的港匯恒隆廣場現在是一座五星級購物商場。

上海以外的地方，內部增長令人興奮。我們的六座購物商場中有三座，其零售額和租金收入有23%至30%的升幅。本人相信它們仍然有很大的增長空間。六座物業中有四座現正處於增長期的起點，這增長期應該可以持續多年。當表現開始放緩，譬如在2020年代的下半期，資產優化計劃便派上用場，情況就如上海一樣。這些翻新將有望讓這些物業進入新的上升軌道，正如我們兩座上海物業的現況。

上海以外地方的增長，其原動力也會來自我們將於2019至2025年間新落成的物業空間。試比較一下：2010至2016年的七年間，我們建成的總樓面面積超過1,900,000平方米，即平均每年多於271,000平方米。（撇除停車場，我們建成的面積仍然約1,100,000平方米，即每年156,000平方米。）

然而，在2019至2025年也是七年時間，我們預期新建成的總樓面面積共2,660,000平方米，即每年接近380,000平方米。這相比上一個的七年期要多出40%！難怪許多投資者都跟本人一樣，認為恒隆是真正的增長股！本人懷疑世上是否有多家——甚或一家——房地產公司擁有如此規模的儲備。

同樣重要的是，下一個七年期的前景應該會遠比之前那個好。首先，我們現今的管理團隊比以往強大得多。那時候人手短缺問題確實嚴重，現在不可同日而語。其次，上次我們在2012至2017年間正遇上長久而嚴峻的經濟低迷。現在，奢侈品市場自去年就已開始興旺，並有望在未來數年維持這個勢頭。

除提供租金收入的物業外，我們在四個內地城市也擁有面積逾400,000平方米的高端住宅單位，在未來數年可供出售。從中可獲利潤多少現時不能完全確定，因為中國的房地產價格可以大幅波動，部分取決於當時的政府政策。但可以肯定的是：成功銷售這些服務式寓所對我們鄰近的購物商場業務有利。

到現時為止，本人深信讀者會跟本人一樣，對恒隆未來數年的前景感到興奮。撇除未能預見的情況，我們的未來應該是光明的。

尚有一個問題需要回答：我們未來數年會否購置更多土地？會，我們仍在物色，縱使我們已擁有龐大土地儲備。這行業正在健康發展，所以我們當然應該擴充。其實，過去15年來我們尋找土地的步伐從未停止過。一如既往，當我們找到具有五個地產業基因的土地時，我們才會行動。這基本原則絕對不能妥協。

然而，考慮到四周的地緣政治和地緣經濟的動盪形勢，以及這些形勢對中國可能造成的影響，我們實不應該在財務上為自己增添太多負擔。一如既往，我們將恪守財政保守主義，就如對地產業基因一樣嚴格。這兩個原則正是我們業務的基石。

秉持着這個信念，若遇上千載難逢的機會，我們仍會毫不猶疑地出擊。我們在購置土地方面既然如此嚴格，便不可錯失良機，因為機遇可一不可再，我們可能永遠失去在那些城市發展的機會。因此，我們須謹慎行事，進退有據。我們過往差不多30年來在中國內地的輝煌業績，對我們的未來非常有利。

董事長

陳啟宗

香港，2019年7月30日