

# 董事長致股東函

---

## 業績及股息

截至2023年6月30日止六個月，整體收入較去年同期微降1%至港幣52.37億元。我們穩健的租賃表現被人民幣貶值所抵銷，期內亦沒有來自物業銷售的收入。至於我們的核心業務，租賃收入以港幣計算增長5%至港幣52.37億元。

倘扣除物業重估的所有影響，股東應佔基本純利與去年持平，達港幣22.25億元。每股基本盈利維持港幣4角9仙。

計及物業重估的所有影響後，股東應佔純利增加23%至港幣23.94億元，每股盈利相應上升至港幣5角3仙。

董事會宣布派發中期股息每股港幣1角8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

自1999年在上海的首座購物商場開業以來，我們在內地的租賃收入以人民幣計算持續增長，每年都創新高。值得注意的是，即使過去三年疫情期間，升勢亦從未間斷。2022年零售租賃收入(與2021年相比)下降了1%，但辦公樓租賃收入的增長把其抵銷有餘。從上半年業績可見，內地租賃收入過去六個月再創新高。我們正奮力在下半年延續這個良好的勢頭，只要市場配合，很可能再創佳績。

誠然，任誰也難以想像可在內地商業租賃市場取得這樣的成績，這有賴我們的市場定位和營運上的努力。目前宏觀環境如此嚴峻，投資者對中國市場正持觀望態度，對我們這些零售相關行業尤其避諱。因此，股價在疫情前、疫情時，還是疫情後都未能反映我們認為亮麗的業績。但就如本人始終堅信：一直做對的事，市場遲早會予以肯定。正如公司的理念：「只選好的 只做對的」。

今年年初本人撰寫上一封《致股東函》時，中國才剛從種種前所未有的不尋常事件中走出來。去年12月初，中國突然解除實行了近三年的嚴格疫情防控措施，僅六周左右便迅速達至群體免疫。所有人都期盼北京會推出大力刺激經濟的措施。措施確實出台了，但反應可能未如預期。

正如本人之前闡釋過，中國經濟有至少四大挑戰：2019冠狀病毒病疫情的餘波、整頓網絡平台公司和私人教育機構的後果、樓市泡沫爆破，以及中美關係惡化。每個挑戰都在不同方面造成了今天經濟萎靡不振的局面，同時也帶來財政和社會心理上的影響，本人會在下一節再作闡述。

在此大環境下，像我們這些房地產公司要提升租戶銷售額和租賃收入便困難重重，唯一或可突圍而出的就只有頂級奢侈品零售。即便如此，這也絕非易事。因此，我們的商業租賃收入在過去23年，包括最近三年疫情期間，仍年年破紀錄，表現可說是相當令人滿意。

鑑於疫情的情況特殊，我們亦應比較2023年與2019年的表現，該年表現已是當時的新高。為撇除貨幣換算的影響，本人會以人民幣計算作說明，以更好反映實際表現。

對比報告期內六個月和2022年同期的表現，我們七座高端購物商場的租賃收入全部錄得增幅。表現最亮麗的是上海恒隆廣場，租賃收入升幅23%，緊接有大連恒隆廣場19%，無錫恒隆廣場16%，上海港匯恒隆廣場11%，昆明恒隆廣場9%，以及瀋陽市府恒隆廣場6%。租出率基本上維持平穩，而租戶銷售額亦幾乎全部表現強勁。

與疫情前的2019年上半年相比，今年上半年的租賃收入增幅驚人（昆明恒隆廣場和武漢恒隆廣場分別在2019年8月和2021年3月開業，所以不計算在內）。無錫恒隆廣場的租賃收入飆升126%，大連恒隆廣場上漲80%，而上海恒隆廣場和上海港匯恒隆廣場則分別上漲73%和56%。事實上，租出率除瀋陽市府恒隆廣場外，其餘全部都有增長。一如以往，瀋陽市府恒隆廣場的表現不及我們其他高端購物商場。

租戶銷售額顯然是評估我們業務的重要關鍵績效指標。對比2022年同期，我們幾乎所有購物商場都錄得雙位數升幅，只有一座例外。我們七座高端購物商場的銷售額平均增加42%，而三座次高端購物商場則增加36%。由於去年上海強制停業兩個月以致基數較低，上海港匯恒隆廣場和上海恒隆廣場今年錄得異常的增幅，分別為68%和62%。大連恒隆廣場、武漢恒隆廣場和無錫恒隆廣場的增長則在24%至26%之間。瀋陽市府恒隆廣場的租戶銷售額增加16%，昆明恒隆廣場則增加8%。全部購物商場的租戶銷售額都比去年下半年表現更佳。

對比疫情前2019年同期的租戶銷售額，更有意義也更有意思。我們七座高端購物商場的租戶今年的銷售額平均為2019年上半年的三倍多，漲幅達217%；無錫恒隆廣場更逾四倍。大連恒隆廣場的租戶銷售額增加257%，上海港匯恒隆廣場增幅達156%，上海恒隆廣場則增加136%。甚至瀋陽市府恒隆廣場也有40%的升幅。三座次高端購物商場的租戶銷售額則較2019年疫情前微升。這些成績令人鼓舞，為我們旗下購物商場的租金增長提供有力支持。

上述數據證明，只要像我們這樣做得好，疫情對我們的業務絲毫無損。當公開資訊清晰顯示市場空置率趨升、單位租金趨跌之際，我們的表現似乎違反常理，但實情並非如此。我們幸好能在時尚奢侈品這一正確的業務領域佔據有利位置，而且策略執行得相當理想。

近年，我們旗下內地辦公樓的物業組合有良好增長。辦公樓的表現一般比購物商場穩定，將其表現與2022年同期相比會較為合理。由於整體經濟疲弱，辦公樓的租賃收入增長以人民幣計算放緩至6%。若換算成以我們的報告貨幣港幣計算（期內兌人民幣升值6.3%），辦公樓的總租賃收入則減少1%。有幾處的辦公樓表現稍遜，但上海恒隆廣場兩幢辦公樓的租賃收入均錄得令人可喜的升幅。增幅更亮麗的是兩幢較新的辦公樓，分別位於昆明恒隆廣場和武漢恒隆廣場。

疫情過後，旅客人數上升，所以我們的酒店業務顯著改善，但由於業務佔比不大，對我們整體業績沒有實質影響。期內我們沒有銷售位於武漢恒隆廣場的寓所單位。

香港購物商場的租戶銷售額及租賃收入都有增長，分別較去年同期上升22%和6%。但若與2019年同期(即疫情前)相比，仍分別下降了7%和16%。

香港辦公樓的租賃收入較去年同期微升1%，我們的住宅及服務式寓所租賃收入則微降1%。

總括來說，與2022年相比，我們在內地的租賃收入以人民幣計算增加了13%。購物商場的租賃收入增加13%——高端購物商場上升16%，而次高端購物商場則下降3%。辦公樓租賃收入上升6%，酒店上漲130%。由於人民幣貶值，內地的租賃收入換算成港幣後升幅為6%，加上香港租賃收入上升4%，總租賃收入增長5%。過去六個月，我們沒有出售任何住宅物業。

為了讓讀者了解我們的表現，將今年上半年業績與2019年疫情前相比，我們內地物業組合的租賃收入增幅以人民幣計算為66%。購物商場的租賃收入增長69%——高端購物商場上漲93%，次高端購物商場則下降11%，而辦公樓租賃收入增加40%。香港的總租賃收入較疫情前仍低了16%，這也是購物商場和辦公樓收入的跌幅，而住宅及服務式寓所的租賃收入則低了24%。

上半年租賃營業溢利較去年同期上升8%，股東應佔基本純利上升6%至港幣22.46億元。計及些微物業淨重估收益後，股東應佔純利攀升31%至港幣24.15億元。與去年同期相比，邊際利潤率上升兩個百分點至74%——其中內地上升三個百分點至70%，香港上升一個百分點至82%。

內地租賃收入目前佔總租賃收入的68%，香港則佔32%。淨債項股權比率微升至30.4%。

現在且讓本人回顧一下過去，或許可資借鑑，啟示未來。我們的策略並非獨一無二，許多公司都在內地發展、管理並持有商業地產項目。但若窺探表象下的本質，或許會發現我們有別於所有或大多數行內企業。

例如，我們的項目都一律以購物商場為中心，而且市場定位往往是頂級奢侈品。我們屬意長線投資，可見於我們對選址、設計和施工的堅持，以及我們推行的資產優化計劃。2012至2017年熊市期間，我們開始全面升級上海兩座旗艦物業，共耗資超過人民幣15億元。我們的購物商場往往大大得益於我們的辦公樓。這些辦公樓租出率高、租金高，屬全國首屈一指的辦公樓。

我們的策略好嗎？業績就是明證。請參考下列的歷史數據：自1999年12月我們第一座購物商場開業起至2022年的23年裏，我們商業租賃物業組合的總租賃收入從沒錄得下跌。這段時期還要是頗為動盪的。

雖然2000至2010年算是相對順遂，但2011年下半年漫長的熊市開始，2012年起政府實施的反腐肅貪政策更大大加劇了這陣跌浪。奢侈品零售業所受的打擊最大。直到2018年初，市場才開始復甦。

這六至七年的艱難歲月裏，我們有五座購物商場和兩幢辦公樓相繼開業。好日子才過了不夠兩年，2020年初我們又面對長達三年的疫情。從2019年下半年到2021年，我們有兩座大型購物商場和三幢辦公樓開業。因此，過去23年裏有近半日子都是艱難的。

連續23年錄得租金增長的主因並非新增物業，因為物業開業後需要經過一至兩個三年租賃週期才成熟。關鍵在於確保業務的內部增長。我們所有高端購物商場的成功都充分顯示這一點，只有一座例外。

我們上海的兩座購物商場去年有兩個月全面停業，其餘時間購物商場亦處於半關狀態，租賃收入自然下降。上海港匯恒隆廣場跌幅少於1%，上海恒隆廣場則下降10%。此前，除了我們因為資產優化計劃而關閉部分設施外，兩座購物商場的租賃收入從沒有一年下跌，其他上海以外的高端購物商場情況亦相若。

在六至七年熊市的最後兩年(即2016年及2017年)，當時還未位屬高端購物商場的無錫恒隆廣場錄得租金下跌。到2018年，無錫恒隆廣場才開始升級至高端購物商場，租賃收入自此逐年躍升。2018至2021年這四年間快速增長，年均增長率接近28%，即使在2022年的異常日子也阻擋不了其升勢。該年租金上升7%。

大連恒隆廣場亦如是，而且比無錫恒隆廣場更快轉型成為高端購物商場。除了2020年疫情首年業務大受打擊外，其租金漲幅可謂驚人。過去兩年的租賃收入年均增長率為30%，升勢還可能會持續多數年。

昆明恒隆廣場和武漢恒隆廣場是在疫情剛開始前和疫情期間開業的，租金一直穩步向上。除非市場出現重大調整，否則兩座購物商場應該會繼續保持良好增長。

辦公樓租金的波動比購物商場小得多，所以較少出現租金下調。即使疫情期間，我們的收入也幾乎沒有下跌。如上文提到，過去23年，除了受資產優化計劃影響外，只有兩年租賃收入下跌，而且兩次的跌幅都很輕微，只是低個位數。

上海恒隆廣場的兩幢辦公樓在進行資產優化計劃的三年裏，租賃收入按年平均下降3%。這是因為我們有意不續簽某些租約。除此之外，在項目的多年營運史裏，租賃收入幾乎沒有下跌過(母公司恒隆集團持有的上海港匯恒隆廣場的辦公樓亦然)。瀋陽市府恒隆廣場的辦公樓在三年疫情中，有兩年按年錄得僅2%的跌幅，此前從沒下跌。無錫恒隆廣場的兩幢辦公樓自開業以來，整體租金持續上升。

細看我們整個辦公樓組合在這22年來的表現(我們第一幢辦公樓，即上海恒隆廣場的辦公樓於2001年開業)，僅有兩年租賃收入錄得下跌，跌幅均約為3.5%。(把恒隆集團的上海港匯恒隆廣場那幢辦公樓加進組合裏，情況依然如此。)昆明恒隆廣場和武漢恒隆廣場各有一幢辦公樓，租賃收入都穩步上升。不過兩幢辦公樓都較新，分別於2019年和2020年開業。

辦公樓的總租賃收入現已接近我們盈利能力(按總收入計算)第二高的購物商場，即上海港匯恒隆廣場。辦公樓佔我們內地業務近20%，不再無足輕重。

儘管多年來我們都能在高端零售租賃業務中持續增長，期間波動不大，但穩定的辦公樓組合的確有助於我們保持收入的增長勢頭。例如，在嚴厲的防疫政策下，2022年尤其艱難，上海所受衝擊最大，但我們在內地的總租賃收入並沒有下跌。這是由於辦公樓的表現強勁，以及內地其他城市的高端購物商場的租賃收入增長迅猛。

本人不肯定是否還有其他商業物業業主也同樣幸運。即使有，大概也為數不多。如此說來，我們實頗為獨特。多年來，我們犯錯是有的，但做對的也很多。顯然，後者遠遠大於前者。

本人想與股東一起回顧一個較為近期的市場發展。過去數年，本人都認為當疫情消散和國際旅遊復甦後，奢侈品銷售應該不會嚴重外流。那是根據當時形勢所下的判斷。當時，商品在國內外的售價大幅拉近，是多年未見的現象。當國內相同產品價格遠高於海外時，中國消費者理所當然會想到海外購買。此現象除受人民幣兌換目標國家或經濟體(包括香港)貨幣匯率影響外，也要視乎中國海關在入境口岸的執法情況。當寬鬆時，精明的中國消費者便會察覺，只要差價夠吸引，他們便會開始到海外購物。

在這方面，有件事值得注意：上周有一家頂級歐洲時尚品牌公布業績，並公開表示為收窄中日市場的巨大價格差距，會提高在日本的產品價格；原因之一是日圓最近非常疲弱。若其他主要品牌作類似舉動，本人也不會感意外。這對我們是好事。

以外部情況來驗證我們的經驗和觀察所得總有助益。因此，我們經常拿自己的業績與主要時尚品牌對比。上周幾家頂級時尚品牌公布業績，確認了中國始終是他們最重要的市場，而且增長仍然強勁。

此外，比較他們店舖在中國的增長率和他們在恒隆旗下購物商場的增長率，似乎顯示店舖在我們的購物商場有更好效益。對此我們一點也不意外，因為公司致力成為業界翹楚。這有利於我們與這些品牌的管理層維持良好的合作關係，對我們的未來非常重要。當下要務是如何保持優勢。本人和團隊定會竭盡所能。

且讓本人為本回顧作最後評論。本人在《致股東函》中一直表示，大眾零售，甚至本人所稱之為四星級購物商場，都不是我們的目標，因為這類店舖邊際利潤太低，難以承擔高昂的租金，而網上購物對他們的衝擊也大得多。此外，由於建造和經營這類購物商場所需的專業知識遠低於高端購物商場，很多發展商可以建造和持有這類購物商場。從各方面而言，高端購物商場則剛好相反，而這是我們為之努力並擅長經營的。

最近的疫情印證了這一切。過去三年人員缺乏往來，促進了網上購物。新冠疫情對電子商貿是福，於實體零售租賃則是禍。唯一倖免的就是真正的五星級購物商場，我們的經驗就是明證。今天，大家普遍看淡零售店舖業主的前景。這不無道理，因為像我們這種真正的高端購物商場不多。我們七座高端購物商場和三座次高端購物商場的業績差距便是佐證。本人看不出形勢在短期內會有任何可能逆轉。

## 展望

在上一節，本人綜合了造成中國經濟疲弱的重要原因，主要有四。

第一個是中國式抗疫的成本，即遏制病毒擴散的直接成本，以及把有限資源從有效益的經濟活動中抽調出來的間接成本，兩者加起來造成嚴重的財務後果。同樣嚴峻的還有民眾的失望情緒。疫情防控政策急轉，讓許多人大惑不解，雖然正如本人六個月前所述，此舉完全可以理解。無論如何，當人們覺得前景不明，往往會減少消費，認為有必要未雨綢繆，以備不時之需。隨着疫情僅六個月前才基本結束，社會需要時間適應。

與疫情同時發生的，是政府加強管控網絡平台公司和私人教育機構的政策。正如本人過去撰述，這些政策的理據絕對合理，但執行的方式和時機卻存在問題，更糟糕的大概是予人政策突變的錯覺。要猜測官員的下一步，會產生很多焦慮，在中國這種自上而下管治的社會尤甚。商人無所適從，對將會遇上甚麼事茫無頭緒。大家感到當下風高浪急，最安全且明智之舉就是按兵不動。現時經濟萎靡不振，關鍵原因是缺乏信心。

困擾經濟的第三個因素是樓市泡沫爆破。可以肯定，這問題早見端倪。世界主要國家實行的經濟模式，全都由兩個要素組成：市場力量和政府政策。重點在於兩者之間的比重，而這個比重會隨時間而變化。總體而言，美國經濟的市場導向程度較高，而歐洲則略低。至於中國，市場較為受有形之手引導。若引導得當，經濟就能強勁增長；但若出現差池，經濟就會受損。然而，相關官員也有能力採取糾正措施，中國以前就發生過。

就內地樓市而言，政府政策和措施至關重要。導致今天市場形勢的一個重要原因，是過去30多年來，政策基本上不容發展商破產，因而存在道德風險——市場參與者可以肆無忌憚且不必承擔後果；以往如是，現在不能了。形勢已岌岌可危，所造成的財務壓力快要壓垮所有人。本人曾從技術層面闡述這種商業模式不可持續，在此不贅。簡而言之，房地產業佔整體經濟比重很大，社會影響面很廣，一旦出現問題，會成為經濟和社會的難題。更糟的是，泡沫既已爆破，問題不能輕易解決了。

四項挑戰中的最後一項是中美關係惡化的影響。一切肇始於至少30年前，當時柏林圍牆倒塌，令從尼克遜時代起保持中美友好關係的理由灰飛煙滅。隨着時間的推移，兩國關係日趨惡劣，只是大多數人直到最近才有所察覺。其後，特朗普執政期間的瘋狂行徑令中美關係雪上加霜，激起幾乎全美的反華情緒，兩黨也變得立場一致。不過最差的可能還是拜登政府，以國家安全為由，加大制華力度，使中美關係極難回轉。

雙邊貿易本質上是理性的計算，但現時貿易以外還涉及政治和情緒，兩者都可以是不可理喻的。事實不再重要，常理可以拋諸腦後。美國是人類史上最強大的國家，正在逼迫所有人都選邊站。唯一可遏阻其行徑的就只有她的自身利益，例如確保其關鍵的經濟需求，以維護美元的國際主導地位。即使這樣，美國似乎偶然還是會為了較小的短期利益而置之不顧。這實在瘋狂至極，但我們今天所處的世界就是如此。

美國正以維護「國家利益」為名，全力打擊中國，首先是科技競爭，隨之而來的是限制人員和資金的流動。就本人看來，這只是個開端。美國會不斷出招，令世界進一步分化，從關鍵範疇到日常事務都會有不同的標準。所有這些都會造成既深且廣的實際影響。

貿易流動會改變，人員流動和資金流動亦然。商家要應付多重標準和系統，會大大加劇通脹壓力。短期內，上述改變會激發從實體領域到數碼領域的大量建設需求，但由此引致的原材料價格和勞動力成本上漲會進而刺激通脹。這場競賽不會有贏家。誠然，這是我們這個時代的最強戲碼：全球第一大國(美國)極力壓制第二大國(中國)，後者別無選擇，只能反擊。開始動真格了！

這段重要的國際關係越趨惡化，正是拖累中國經濟的第四個因素。若說前三個是自身造成的，那這個則是無妄之災。說到底，最困擾北京的也許是出現的時間。這四個問題每個本身已經很棘手，因為都牽涉經濟、社會和心理的層面。四者同時出現實屬不幸，對國家領導人的智慧和社會的凝聚力都是個考驗。

可以肯定，這場世紀之爭不可能有贏家。上次冷戰時美蘇幾乎沒有任何商業往來，現時形勢要複雜而危險得多，因為這次中美在經濟上緊密相連。60、70年前，美蘇衝突大致上不會對一般民眾造成切身影響，但這次大家天天都感受到。

中國會首當其衝，但不會獨自承受。儘管少數國家可能從中受益，但難有國家可以倖免。除中國外，最終的大輸家很大可能還有美國。今時今日的中國並非無力反擊，而美國和其他國家一樣，也有其致命弱點，例如美元。這完全是兩敗俱傷之局。

我們的業務在中國，因此最關注中國。據本人估計，中國政府可能仍需數年方能重振經濟。西方有些人誤以為中國領導人不再關注經濟，這與事實完全不符。這非關有意與否，而是可行與否。本人相信，中國經濟要回復生氣，尚需一段時間。

對我們這些商業企業而言，現時的大環境變幻莫測且充滿風險，風險回報率令人不安。正因為此，本人在最近幾封《致股東函》中一再主張謹慎，有備無患為上策。

接下來的財政期內，我們會專注於提高營運效率和韌性。我們會一如既往，致力成為同業中的佼佼者；在我們的行業裏，在其他條件相同的情況下，龍頭企業能以相同的資金賺取超乎比例的高利潤。畢竟，有待改進之處仍有很多。

我們還會把現有項目完成，其中最主要的是杭州恒隆廣場。購物商場和兩幢辦公樓計劃於2024年底竣工，其餘三幢中層辦公樓和酒店預計於之後一年竣工。世界知名的酒店集團文華東方酒店集團已跟我們簽約，令整個項目的高端定位得以更顯輝煌。

目前為止，我們只有一家在內地經營的酒店，即瀋陽市府恒隆廣場的康萊德酒店。疫情過後，生意明顯好轉。公司現正規劃數家酒店，按預期竣工順序分列如下：位於昆明恒隆廣場的昆明君悅酒店（2024年開業）；無錫恒隆廣場的希爾頓格芮精選酒店（也是2024年開業）；以及杭州恒隆廣場的文華東方酒店（2025年開業）。第四家酒店正在籌劃，尚待公布。

未來數年，我們還有四個住宅項目待售。它們分別是武漢「恒隆府」、無錫「恒隆府」、昆明君悅居，以及其後的瀋陽「恒隆府」。除最後一個項目外，其他項目均計劃於2025年或之前竣工。這麼多大規模的酒店和住宅項目正在施工，我們的團隊會繼續忙得不可開交。至於公司會否購置更多地塊，則取決於政治和經濟局勢日後如何演變。

最後，讓本人再談談目前的情況以作總結。疫情和社交距離措施放寬後，我們今年開局勢如破竹。大家對前景頗為樂觀，公司首數個月的業績也大致與此相符。但到了5月中旬，我們開始注意到有放緩跡象。我們的業務增長勢頭仍然不俗，不過速度稍為放緩。

從不同角度審視，都很難斷定內地經濟短期內會有強勢反彈。奢侈品領域是少數仍能保持強韌的領域之一。若公司業務在今年接下來的時間內能保持一定程度的增長，本人不會感到意外。這似乎與頂級時尚品牌的預測一致。若本人所料不差，今年公司業績仍會再創新高。在此之後，前景未明，本人不敢貿然預測。但是只要我們能提高營運效率並審慎理財，應能應付任何不測。

至於香港，零售銷售表現有所改善，租金也應隨之而逐步上調。然而，上調步伐預計不會很快。辦公樓租賃收入會持續疲弱，主因有二。首先，整體經濟尤其金融服務業，預計將會持續放緩。如果美國處心積慮進一步制華，金融服務業有可能成為打擊目標。其次，預計未來辦公樓空間供應充足。因此，大幅加租是不切實際的想法。

最後談談企業管治：在本人心目中，我們與同業相比，多年來一直在企業管治的多方面都保持着極高水平。恒隆地產是對股東和投資大眾透明度最高的公司之一。話雖如此，我們在多元等方面仍有很大的改進空間。管理層一直致力促進工作團隊更多元化，我們最近非常成功的「她領航」計劃即為明證。然而，董事會多元化方面仍需加強，我們已在這方面開展了許多工作，希望很快便有好消息向大家匯報。

董事長

陳啟宗

香港，2023年7月31日