



願景

恒隆上下擁有共同的願景，
並以「只選好的 只做對的」
為營運理念，致力為公司創造
更多成就。







董事長致股東函



業績及股息

截至2016年12月31日止年度內，收入較上一個財政年度躍升46%至港幣130.59億元。股東應佔純利增長22%至港幣61.95億元。每股盈利相應上升至港幣1.38元。

倘扣除物業重估虧損及相關影響，股東應佔基本純利躍升45%至港幣63.41億元。每股基本盈利相應急升至港幣1.41元。

董事局建議派發末期股息每股港幣5角8仙，並將於2017年5月18日派發予於2017年5月5日名列股東名冊的股東。如獲股東批准，截至2016年12月31日止年度的每股股息總額為港幣7角5仙。

業務回顧

去年的營商環境依然艱困；縱然略見改善跡象，前景尚難言樂觀，本人稍後會就此再作闡述。現階段我們未能確定這好轉市況能否持續。因此，迄今而言，經濟方面的利好消息寥寥可數。

在經濟逆風下，我們的業績為何能迎難而上，難免惹人迷思。扣除人民幣兌港元貶值的影響，香港及內地的租金收入仍分別增長5%及1%，盈利也得以保持。

近年，我們的零售租賃業務最受打擊。除了市道疲弱外，其他負面因素亦影響我們的表現。上海的恒隆廣場地庫因進行優化工程而關閉，其佔購物商場的總可租賃面積約13%。上海的港匯恒隆廣場的部分商戶亦需要關閉，因其優化工程將於2017年第一季展開。故此，上海的租賃邊際利潤率下降了一個基點——這源於上海的恒隆廣場下跌2%，而上海的港匯恒隆廣場則保持不變。其他城市的租賃邊際利潤均有上升，當中以瀋陽的市府恒隆廣場表現最為突出。上海以外的六項物業中有四項的租出率錄得上升，惟瀋陽的市府恒隆廣場及天津的恒隆廣場的租出率下跌。新落成的大連的恒隆廣場令總收入微升1%。然而，各地均有租金下調壓力。一如以往，瀋陽的市府恒隆廣場及無錫的恒隆廣場的經營環境最為艱困。

由此可見，雖然我們憑着管理層的努力取得一定成果，但市場氣氛依然呆滯。雖說上海的良好表現或許是美好前景來臨的先兆，惟保持審慎態度才是明智之舉。

有幾點值得各位深思。首先，經濟自2012年毫無起色。國家主席習近平隨後落實反貪腐及禁奢令，使情況雪上加霜，尤其對奢侈品市場的影響，因而促使各大品牌於全國進行整合。本人相信，饋贈名貴禮品的風氣已成歷史。然而，多年來持續疲弱的奢侈品銷情，卻可能造就了一些壓抑已久的需求。隨着近年經濟仍按年增長6%至7%，再加上市場上的幾個亮點，如充滿活力的科技和服務公司進駐，定必吸引一批新的奢侈品買家支持。這或許可解釋為何我們在上海的購物商場的業績表現良好。

如前文所述，奢侈品品牌已進行業務整合。例如，某品牌以往會在同一個城市內開設四至五間分店，現在可能只設兩間。即使該市內的零售總額略為縮減，只要你是該兩間分店之一，仍會有所受益。另外，一些公司早前推出價格調整措施，以均衡內地與世界各地的產品價錢，此舉亦將部分零售額帶回內地。以上皆說明我們在上海的購物商場，特別是上海的恒隆廣場，零售業務表現強勁的原因。



從宏觀經濟來看，市場近期的悲觀情緒也許會隨着各地商品價格上升而緩和。這意味着製造業，尤其在內地的，可能已經走出谷底。此外，過去數年，北京一直鼓勵甚或強制減少過剩的產能和庫存。就此，「一帶一路」倡議將有些幫助，縱使其影響尚未可見。以上種種只會對中國經濟百利而無一害。

另一個令人擔憂的相關議題是國際貿易減少。誠然，經濟數據亦確切反映了這一事實。中國經濟放緩，加上歐洲和日本的疲軟經濟，對貿易發展固然無幫助；本人相信國際貿易減少的主要原因，是由於世界三大貿易區的其中兩個——中國和美國——轉趨貿易本地化（歐洲聯盟是第三個亦是最大的貿易區）。然而，這兩個位於太平洋兩岸的國家，其行為的箇中原因卻截然不同。

中國本地消費多年來保持穩健增長。例如，華南地區擁有最龐大和最先進的生產供應鏈，並曾經以出口國際商品為主，現在卻已漸趨內銷。內地家庭收入增加是促成這個現象的原因。

另一方面，美國早在特朗普（Donald Trump）當選總統前數年，已提倡「美國人買美國貨」。百貨企業如沃爾瑪（Walmart）等亦因而受壓，銷售只在美國本土生產的商品。本人幾位於香港及華南地區從事製造業的朋友，為了能繼續在美國市場銷售商品，亦不得不將廠房遷移至美國。就連皮革製造商也必須從美國購買材料，即使高度污染的皮革製造業早已搬離美國，移師至台灣和西班牙等地。

就此點可見，至少在措辭上，新任總統的主張了無新意。事實上，美國南部的勞工法對製造商甚為有利，加上該地區有大量空置廠房，故美國南部各州領袖已多次造訪中國內地，並以最優惠的條款吸引中國企業將廠房遷移至其所屬城市。因此，跨太平洋貿易已轉為美國本土貿易。換句話說，全球貿易並沒有減少，只是部分國際貿易走向國內。

觀察兩國貿易轉趨本地化這個現象的差異，究其原因其實頗為有趣。中國的變化是由本地消費上升而帶動，而美國則是奉行徹底的保護主義。約20年前，當中國要求加入世界貿易組織時，西方各國便敦促中國作全球化發展。時至今日，形勢徹底逆轉。反而是發展中國家，諸如中國甚或印度，提倡自由貿易和全球化。

展望未來數年，美國很可能會像在1950至1960年代一樣，再次成為全球最大的製造業中心。畢竟，世界上只有少數國家能如美國般擁有製造業的天然優勢。美國具備製造業所有生產條件——天然資源、廉價能源、土地、資金、科技和管理人才；唯一缺乏的是廉價勞工。不過，隨着機械人、三維立體打印和其他先進科技的出現，勞工快將變得不那麼重要，甚至不再重要。

非就業或無創造就業的經濟增長是一個既新且嚴重的社會問題。據美國一項研究指出，當地的職位流失近90%源自科技，被其他國家取代的只佔少數。政客們知道這些事實嗎？本人認為他們是知道的，只是真相總無法在政治利益下得以彰顯。這就是我們現時身處的世界。國與國之間的唯一區別，只是在於一個國家間中說幾個大謊話，其他國家則重覆撒小謊而已。

現今許多人擔心在新任美國總統的管治下，中美關係會變得混亂，從而對我們的業務造成負面影響。然而，本人對此相對樂觀。簡單地打個比喻：20年前的中國就像一位身高1.6米的青年人，而美國則高達2.3米。這位巨人可輕易擊倒對手；如在1996年，華盛頓政府派遣兩艘航空母艦前往台灣附近，北京也只能按兵不動。直至10年前，中國已長大成一位身高1.85米的成人，惟美國仍是2.3米高，依然可輕易擊倒中國。北京能夠做的始終有限。

再一個10年過去了，中國現已高達2.1米，並會繼續成長。2.3米高的美國還會挑釁2.1米高的中國嗎？幾乎不會，因為這樣對雙方都沒好處。特朗普總統或許因經驗不足才愚昧地出言挑釁，不過他很快便會知道，任何舉動只會惹來反響。特朗普先生深明痛苦是何物，也了解美國自身和最大的利益。他入主白宮首年或會為其他國家帶來麻煩，但作為一個聰明人，他一定會學懂，並迅速學懂。只要中國沒有反應過度——她在這方面已成熟多了——未來的中美關係應該美好。畢竟，有別於前任總統構思拙劣的「重返亞洲」政策，特朗普先生很快便會發現，世界上其他地方如中東的問題，比亞洲更為棘手和危險。





倘若本人分析正確，我們應慶幸能在東亞地區營運業務，尤其在中國這個相對穩定，並是全球最大的發展中國家。中國的經濟增長率將維持世界最高之列，其經濟組合規模及發展速度更是史無前例。這對我們的業務非常有利。

長遠來說，環球經濟實況影響我們業務運作的機會較大，因此我們必須對此有清晰了解，但現時毋需過分憂心。商品於本地或外地生產，對消費者而言並不重要，他們最在乎的主要是品質和價格。

可是，有一個因素似乎會直接影響奢侈品銷售。據近年的統計數據顯示，當人民幣走勢強勁時，奢侈品在國內的銷情都相對遜色；相反，人民幣疲弱則會帶來較強勁的本地消費。箇中原因顯而易見：人民幣匯率高企變相使同樣商品的海外價格較為便宜，反之亦然。這或許是上海的恒隆廣場業績表現強勁的另一原因。這股效應早晚將蔓延至二線城市。

關於人民幣的問題，我們的許多股東和潛在股東經常問及，人民幣資本賬戶何時才可完全自由兌換。當然，我們並不知道答案。不久之前，大家普遍認為這是快將發生的事情。可是到了近期，市場氣氛似乎有些改變。現時，在全球經濟以及其他因素不穩定的情況下，全面放寬貨幣兌換所帶來的風險似乎較高。

畢竟，在1997至2002年的亞洲金融危機期間，在東南亞所有中等收入國家中，只有馬來西亞能免受外來衝擊。這源於馬來西亞當時堅持不全面開放她的資本市場。因此，北京領導人持審慎態度是可以理解的。

一個更根本的問題是：為何金融體系只能有一種管理方法？自1980年代中期金融市場的「大爆炸」以來，全球不僅經歷了上述的亞洲金融危機，還有更嚴重的2008年環球金融危機，其影響持續至今——且看歐洲銀行今天的狀況。西方國家明顯地對貿易自由化的想法有所改變，或許她們應抱開放態度，不再執意進一步推進金融自由化。否則，這可能觸發

另一場災難，而隨之而來的過度反應或會扭轉西方國家對金融自由化的看法。歸根究底，金融機構瓦解所引發的危機遠較貿易保護主義更令人措手不及。短短數日涉及的金額可能是全年環球貿易金額的許多倍。

由此可見，現時中國實施的政策與西方國家尤其美國相比，可能更為明智；只有時間可作見證。從營商者的角度來看，我們喜歡穩定，甚至明確的環境。中國現時的匯率狀況既明確又穩定，我們對此感到滿意。

回說公司目前面對業務營運的急切問題。去年人民幣匯率持續下滑，2016年年底較2015年年底的數據，香港（又稱離岸人民幣（CNH））的匯率下跌5.7%，內地（或稱境內人民幣（CNY））則下跌6.3%。我們在內地固定資產換算虧損採用CNY匯率，而我們在香港持有的人民幣現金則以CNH匯率計算。年內，我們減持人民幣，總額為人民幣30億元。

誠如六個月前所述，內地的租金收入在本報告內以人民幣計算，只有這樣，物業的真實表現才得以反映。不過有關收入在我們的賬目裏，會轉換為基礎貨幣港元計算。

多年來，我們在上海以外的所有內地物業皆為購物商場。然而，自2014年第四季開始，我們擁有一個可觀的甲級辦公樓物業組合。它的規模只會與日俱增，成為更穩定的收入來源。辦公樓的管理相對容易，不像購物商場需要時間完善，但其租金升幅往往不及購物商場高。

辦公樓現時佔我們的內地租金收入23%及營業溢利27%，而購物商場則分別佔77%及73%。

我們的租賃業務在艱難的市道下仍表現尚可，香港的住宅物業銷售成績則表現理想。我們成功地避過2016年年初至年中的低迷市況，並於2016年年底和2017年初，以更高價格出售物業。事實上，本月的「中原城市領先指數」近乎歷史最高位。





皇城恒隆廣場的
整體表現令人滿意

我們以理想價錢售出合共441個住宅單位，平均邊際利潤率逾60%，總收入為港幣53億元，營業溢利為港幣32億元。值得一提的是，我們售出了藍塘道首兩間半獨立式大宅單位。如能以同樣或更高的價格出售其餘的16間大宅，我們將取得可觀的現金流及溢利。在本人撰寫這份致股東函之時，尚有87個浪澄灣單位及一個君臨天下豪華寓所待售。

中國東北經濟環境仍然嚴峻，但中央政府絕不會容許這個國家策略重鎮的經濟持續疲弱。平衡國內各地的經濟增長，是政府必要和長久的政策。

即使短期而言，加上預期的政府舉措例如優惠政策尚未出台，假若就此認為當地的零售業市場必然疲弱或許有誤。只要所有條件不變的話，我們當然樂見一個蓬勃的本地經濟。讓我們借鑑在瀋陽的皇城恒隆廣場汲取到的經驗。當開業初期問題在首三年內逐一解決後，購物商場今天已發展得相當蓬勃。事實上，其關鍵績效指標都在提升。去年，購物商場的租戶零售額增加12%；租金收入上升4%；租賃邊際利率雖然仍處於低位，但亦增加5個基點；租出率上升3個基點至93%；平均租金維持穩定；續租租金上調4%。此外，過往數年的客流量亦以倍數增長，表現令人滿意。

上述一切皆說明，只要購物商場能在對的市場找到好的定位，即使市道放緩仍可賺取可觀回報。同樣位處瀋陽的市府恒隆廣場專注在不同的市場，業務發展各有千秋。儘管如此，管理層有信心憑着不懈的努力，加上奢侈品市場將重拾升勢，購物商場的租金收入會隨之上揚。

另一因素亦有助瀋陽的市府恒隆廣場的業務發展：我們與世界著名的康萊德酒店 (Conrad Hotel) 已簽訂合約，將最高19層辦公樓改建成提供315間客房的五星級酒店，並預期於2019年開業。

內地物業佔全部租金收入52%，香港則為48%。而營業溢利則分別為44%及56%。

六個月前，本人曾經對香港的租金組合情況持審慎態度，而下半年的業務表現的確較上半年遜色。零售額停滯不前，首六個月的租金收入上升7%，惟全年僅升5%。本人於去年7月預測市況時，已解釋市道低迷的原因，故不贅述。

零售租金收入方面，至今持續穩定，年內增長9%。辦公樓僅上升2%，而住宅及服務式寓所則下降8%。購物商場、辦公樓和服務式寓所的營業溢利分別上升11%、上升3%和下跌12%。

展望

最近官方統計數據顯示，中國經濟狀況相對穩健。儘管一如市場預期，經濟增長持續放緩，但以任何標準來看，絕對增長率仍然出眾。畢竟，一個約11萬億美元的基數，實非小數目，是遠遠領先全球的第二大經濟體系。當經濟愈趨成熟，情況與先進國家相近，經濟增長放緩乃意料中事。然而，以國民生產總值6.7%的預期增長計，新增的經濟總量比瑞士整個經濟體系更大。中國若以這個增長率發展，兩年後便可「創造」一個大於西班牙的經濟體系，或於四年後「生產」一個英國。

此際環球經濟放緩，中國仍然需要固定資產投資以維持經濟發展。去年，單是基建項目便上升17.4%。但長遠來說，令經濟持續增長的源頭必然是個人消費。





去年零售額上升約10%至接近5萬億美元，總規模媲美美國。由於中國人口較美國多逾四倍，內地人均零售消費僅是美國人的20%至25%。可是，鑑於中國城鄉貧富懸殊，居於主要城市的內地人，其人均零售消費或會是一般美國人的40%。

從另一角度看，美國個人消費佔整體經濟約68%，而這數據在中國則約為37%。可見中國的零售消費發展空間相當龐大。如中國於未來10至20年與美國的差異可減半，單單這項因素便會使個人消費額增加逾40%。即使沒有這個「追貼」美國的升幅，中國現時每年9%至10%的增長率也甚有瞄頭。再一次，這是本人深信我們正處於一個絕佳行業的原因。

有些人擔心電子商貿帶來的影響。過去數年，本人曾就此議題多番撰文詳述。誠然，網上銷售已在中國急速發展。去年網上銷售額上升26.2%，佔現時內地零售總額逾15%，相等於約7,500億美元，數字超乎想像。然而，各市場都必然會有一個平衡，其線上相對線下銷售，比率或多或少會穩定下來。舉例而言，鄉郊地區、第三及第四線城市的網上銷售額佔零售總額百分比比較高，部分原因因為銷售網絡分佈不足。因此，有關比率在不同的城市會有所不同。

再者，與先進經濟體系相比，中國的個人服務消費佔零售消費組合總額的比重仍然偏低。而此項比重只會繼續增長。這些服務大部分均不能在網上交易，如牙科及許多其他與醫療相關的服務，或是婚禮宴會、旅遊和參與運動項目等，不能盡錄。

還有一個現象：過往多間只透過線上銷售產品的公司，現都開設實體商店。中國著名手機生產商小米便是一個好例子。去年小米總裁向我透露，他們計劃開設多間實體商店。結果，小米在天津的恒隆廣場設立專門店，與蘋果（Apple）專門店同場較技。現時我們在上海以外的六座購物商場，其中四座均有 Apple 專門店。只要我們的購物商場在市內獨佔鰲頭，這類品牌早晚都會選擇進駐。這絕對是我們在各地遇到的情況。



Apple專門店
於2016年3月在
天津的恒隆廣場開業

展望來年，本人對市道大幅改善的看法存疑，利好利淡因素參半。如前所述，內地經濟有機會已達至一個新常態。換句話說，或許中國經濟已下跌至一個可於未來數年持續發展的水平。除非有重大突破的事情發生，否則國民生產總值增長應不會有所突破，將維持在6%至7%之間。消費佔經濟收益的百分率將增加數個百分點以上，其重要性也有所提升。這對我們大為有利。

另一邊廂，2017年為現屆政府五年任期的最後一年。新一屆管治團隊將由中央政治局常務委員會組成，現屆七人當中有四或五人或會退任，只有現屆的主席和總理按其年歲肯定仍可續任。與之相關的不明朗因素可能延緩政府施政決策，因而影響經濟活動。

放眼環球時局，不穩定因素更多，甚或極多。本人六個月前談及英國脫離歐盟的議題，現在脫歐之路及歐洲未來局勢仍然未明朗。今年亦有數個主要歐洲國家如德國和法國舉行大選。



再者，特朗普成為美國第45任總統，為世界增添相當的不穩定因素。美國白宮從未出現過如此具爭議性及分化力的人物，也從未出現過一位總司令比他更缺少任何政府部門或公共服務等經驗。有哪一位前美國總統的個性和管治風格更具對抗性？他上任後將會犯下甚麼錯誤？他能在任多久？世界各大政府會如何應對他的政策或社交媒體信息？

實在有太多未有答案或無法回答的問題。外界難以想像特朗普先生不會嚴重打亂現狀，包括中美關係。誠如本人前述，本人不會過分擔心中期的兩國關係，但來年仍然危機處處。若沒有足以影響全球的重大問題在2017年出現，我們可安然度過，世界會是美好的。

此外，本公司也存在內部挑戰，可令今年舉步為艱，在此列出此際獨特的兩項。

中國內地方面，上海的恒隆廣場的翻新工程快要竣工之時，正值上海的港匯恒隆廣場將會展開翻新工程。購物商場大面積範圍進行優化會影響租金收入。幸好上海的恒隆廣場的奢侈品品牌表現突出，抵銷部分優化工程帶來的影響。但是，上海的港匯恒隆廣場沒有相應的奢侈品市場份額，其工程所帶來的影響可能更甚。加上上海的港匯恒隆廣場將關閉近30%總面積，



■ 上海的恒隆廣場零售表現持續強勁

與上海的恒隆廣場去年只關閉13%總樓面面積相比，情況更為嚴峻。然而，為了這兩項大型物業的長遠發展，我們逼不得已展開工程。短期的影響應可為我們此後多年帶來較市場優勝的豐碩成果。我們會把握市道低迷的有利時機優化購物商場，將租金損失減至最低。

另一關注是今年香港的租賃市場不被看好。近年的資產優化計劃在過去兩至三年進度良好，並帶來各種優勢。購物商場的租金收入尤其表現出眾，增幅強勁，但這同時也創造了一個比前更高的基準。每年約10%的增長率將難以維持。低至中的個位數增長或會是一個新常態，直至有難以預計的重大事情發生。

至於上海以外其他內地城市的業務，本人預期業務仍會持續改善，惟其進展可能緩慢且轉折。長遠來說，我們的業務理應相當成功。我們已落成的物業素質均達致世界水平，地理位置優越。只要開業初期的問題得以解決，配合開始好轉的市況，這些出類拔萃的物業定能大放異彩。

最後，本人欣然宣布陳文博先生出任董事局執行董事一職。同時他亦開始擔任本公司主要股東恒隆集團董事局的執行董事。陳先生多年來在上海工作，曾於我們聘用的核數師——世界知名會計公司畢馬威會計師事務所，以及國際銀行集團香港上海滙豐銀行任職，及後於2010年在上海加入恒隆，並在2012年調回香港總部。他曾修讀國際關係並持有行政人員工商管理碩士學位，曾於公司大部分主要部門累積工作經驗。陳先生為人明智，善於業務決策和人際關係，本人衷心期盼陳先生於未來數十載能為公司全力貢獻，續創佳績。

董事長

陳啟宗

香港，2017年1月26日

