

# 董事長致股東函

---

## 業績及股息

這是我們把財政年度結算日由六月三十日改為曆年年終後的首份中期報告。鑑於環境瞬息萬變，本人於年中撰寫了一份較以往詳盡的函件。

截至二零一二年六月三十日止六個月內，營業額較去年同期增長百分之六十，至港幣四十二億三千四百萬元；股東應佔純利增加百分之五十五，至港幣三十六億七千八百萬元；每股盈利亦上升百分之五十五，至港幣八角二仙。倘扣除重估收益影響，股東應佔基本純利增加百分之七十二，至港幣二十五億二千萬元；每股基本盈利上升百分之七十，至港幣五角六仙。

董事局宣佈派發中期股息每股港幣一角七仙，中期股息將於二零一二年九月十三日派發予於二零一二年八月三十一日名列股東名冊之股東。

## 策略性計劃

過去一年，歐洲債務危機持續擴散，美國經濟復甦又時好時壞。凡此種種，都對中國經濟帶來影響。內地住宅銷情疲憊，許多房地產發展商囤貨纍纍，部分更已陷入虧損。雖然很多市政府都有所期盼，但中央政府至今仍未有放鬆其緊縮政策。

部分人認為，今天的情況並不如二零零八至零九年間的危機那般嚴峻。這誠然屬實，因這次滑落並未如上一回急劇；但本人擔心，今趟之復甦步伐亦同樣不會快速。事實上，本人相信，我們今天正面對更難應付的挑戰。在上一趟，各國政府都知道該如何處理，就是注入大量流動資金，但今趟一眾政府皆茫無頭緒。世界很有可能已進入了一個將持續多年的漫長結構性放緩期。二次世界大戰後的年代，人們視經濟增長為必然，如今全球都必須改變思維，適應一個新的範式——一個經濟平滯的常態。

新的宏觀經濟現實，逼使恒隆重新思考對策。只要中國保持一個相對平穩的本土環境，其經濟應較西方以至世界大部分國家的表現為佳。過去數十年來，中國累積了可觀的財富，加上一個支持增長及相對強勢的政府，國內消費遂可望穩步上揚，以分擔出口和公共投資作為經濟增長火車頭的角色。儘管如此，前路仍然充滿挑戰。

一方面，集團慶幸置身於商業房地產市場，其表現應可令人接受。城市化和個人消費是中國經濟的主軸。這意味著，本集團毋須重新設定策略方向，只需作出戰略調整。另一方面，我們必須小心翼翼，不應低估社會近期出現的變化。

由於地方政府近期無法出售土地，故其財政日益緊絀。此等財困傳聞此起彼落，而幾乎每個城市都急於賣地，令傳聞更加可信。我們本身的經驗印證此點：部分城市的官員，現時更願意進行磋商。

集團雖然現金充裕，但堅持精挑細選。只有上乘之地如昆明地塊，加上以甚為吸引的條件出售，我們方會購入；任何稍遜一籌者都只是候選。若非最好的地塊，我們是不會花錢的，皆因全沒這個必要！這是買家市場，何況土地價格日後或有可能更加廉宜。

然而，我們定會有進行購置的時候。集團財力非常雄厚，並會一如以往趁市況低迷時掌握良機。

像過去二十年的牛市中，人們只需順勢而行便有利可圖。幾乎所有內地商業房地產發展商都如是，但我們從不囿於此。正如本人以往所述，我們非常倚重以專業知識、經驗及努力來創造價值，締造過往佳績。在今天的新環境裏，這些專才更為關鍵。週期永遠存在，重點只在於我們能否熬過谷底以迎接下一個增長期，以及對存活者來說其勝利有多大。過去二十年來，集團表現遠較市場出色，而今後可能更勝一籌。畢竟，與不久前相比，現時的競爭環境可能對我們更有利。

讓本人說明。正如我六個月前所述，我們見證消費放緩。奢侈品行業較其他行業受創更深，此乃十多年來之首次(這情況並沒有在二零零八至零九年出現)。因此，上海的恒隆廣場租金增長放緩。然而，港匯恒隆廣場卻能保持雙位數租金增長，此乃由於它能成功吸引世界頂級品牌如古馳(Gucci)、寶缇嘉(Bottega Veneta)及蒂芙尼(Tiffany)等成為租戶。它從四星級設施提升至五星級設施，因而掙得更高租金，保持增長勢頭。

曾覽閱本人以往函件的股東皆知，房地產業有兩項致勝因素。第一項可稱為項目基因，涉及地點和設計。第二項可稱為項目營運，涉及隨後的施工、租賃和物業管理業務。我們致力成為該兩大因素之佼佼者；唯有這樣，我們才能保持長期競爭力，在不同市況下表現出色。

我先談首項因素——基因。它一旦落實，便不能改變；換句話說，地點和設計是恒久的。然而，這與生物學上的遺傳基因不同，發展商可選擇項目的基因條件。然而，大部分發展商對此竟然掉以輕心，確實令人驚訝，惟本集團則奉為圭臬——我們絕不希望旗下項目先天條件遜於競爭對手。儘管本人認為在項目營運方面，我們的團隊可謂行內翹楚，但我們不會亦不應自視過高，以為我們能夠改變基因。這便是我們於一九九零年代為上海項目嚴選地點和建築設計，以及時至今日在其他每個地方仍堅持同一原則的原因。

項目基因在產品的誕生期已經鑄定，但第二項成功因素——項目營運，卻是一門需要努力不懈的功夫。管理層必須時加警惕，稍有不慎便容易出亂子。因此，比起選擇物業地點和設計，這是遠遠更令人疲累的工作。

本集團十分慶幸，在現已退休的前任董事總經理袁偉良帶領下，我們按部就班實現了第一項因素，現時在其繼任人陳南祿帶領下，我們穩步加強第二項因素。於篤守前者的同時，我們嚴守後者以確保持久成功。

香港方面，我們於過去六個月作出數項策略性舉措。正如本人兩年前及其後兩度所述，我們終有一天會出售旗下收益低及租金增長放緩的成熟投資物業。此等樓齡較高的非核心資產，並非坐落如中環、銅鑼灣或旺角等的黃金地區，兼且為單幢建築物，附近並無集團其他物業。由於其增長空間有限，我們把其出售套現，可將資金投放於收益更高及增長更快的內地項目中。集團較早時按兵不動，除為等候更佳售價外，我們必須肯定內地租金可錄得增長，這是理所當然的。隨著瀋陽的皇城恆隆廣場和濟南的恆隆廣場落成，加上瀋陽的市府恆隆廣場的租情於九月開幕前已相當暢旺，我們深信內地項目的營業額和純利將享有相對快速的增長，因此我們開始出售香港的成熟物業。

誠然，我們出售的並非位於黃金地段的甲級物業，此等物業於可見將來亦不會出售。樓齡較高的物業，倘能取得約百分之五的資本率時，應從集團的物業組合中退役。各位股東均知，我們新開業的內地項目的初期目標收益率，至少可達百分之四至百分之五，其後租金更可望進入相對快速的增長期。將兩者的收益率及增長潛力作出比較，我們出售物業的決定更不言而喻。

一如以往，我們會把握良好時機進行沽售，而坦白說現時的市況頗能接受。我們並不會草率完成，亦不會裹足不前，除非我們認為稍等一會可賣得更高價。最近有為數頗多的買家接觸我們。某些私人投資者或可為部分有關物業注入新猷，但我們作為一家上市公司則不宜嘗試。我們與彼等的風險取向不同，況且我們致力善用管理時間，把其用於更佳之地。

迄今我們完成了兩宗交易，帶來溢利港幣二億二千萬元。它們只佔可供出售物業組合的一小部分。只要市況保持暢旺，今年底前有可能錄得更多銷售。如以往所述，由於該等物業的售價有望顯著高於其在二零一二年六月三十日的帳面值，故可提供理想溢利。

## 業務回顧

如上文所述，上海商舖租金增長已放緩，尤其是恒隆廣場的高級購物商場，增長率僅為百分之二。然而，該商場內三家進行大規模擴展的大型時裝品牌店現已重新開業，對困難的市況略有紓緩。四星級的港匯恒隆廣場購物中心，由於成功吸引世界頂級品牌落戶，故租金增長率得以保持在百分之十三的高水平。該兩個商場合計的增長率為百分之八，其辦公樓增長率為百分之五。整體而言，上海租金增長百分之七，租金邊際利潤達百分之八十七，所有樓面基本上全部租出。

瀋陽的皇城恒隆廣場周遭的道路工程終於完工。該商場正重整租戶組合以吸引年青客群，其租出率因有關轉換而微降至百分之九十，但基本租金正在上升。租金邊際利潤由一年前之甚低水平升至現時百分之三十。

濟南的恒隆廣場在多方面均勝於預期。其首年總成本租金回報率料達百分之七點九。租金邊際利潤上升至百分之五十三，並正持續攀升。該項目基本上已全部租出。

香港的投資物業表現可以接受，租金收入增長百分之四。尚不包括已終止的金鐘廊和衛蘭軒業務以及其他兩項最近出售的物業，租金實際增長百分之七。以此基準計算，商舖租金增長百分之八，辦公樓租金增長百分之四。出租率穩企於百分之九十五，租金邊際利潤微升一個百分點至百分之八十四。

整體而言，集團物業組合錄得百分之十二的租金增長；香港升幅為百分之四，內地升幅為百分之二十二。整體租金邊際利潤為百分之八十二，較去年同期上升兩個百分點。租金比例方面，香港與內地現已不相伯仲。

除了出售成熟投資物業外，另一項備受注意的行動乃出售浪澄灣一百零八個單位。我們於五月份窺見一扇良機，隨即果斷行事。倘非適逢股市於該數天大跌，我們可賣出的單位會更多。儘管如此，我們仍會有其他機會。

這是我們自二零零七年以來首次出售該項目之單位。其每平方呎平均售價近港幣一萬零六百元，與五年前低於港幣六千九百五十元相比，高逾百分之五十。我們對現時價位頗為滿意，當再有機會時定必樂意出售更多單位。

我們亦售出了君臨天下九個單位。其中一個複式單位的每平方呎售價達港幣五萬五千元，有可能是香港分層住宅物業的新紀錄。倘不計入該單位，其他向海單位的每平方呎平均售價逾港幣三萬四千元，園景單位的每平方呎平均售價約為港幣二萬元；兩者均遠高於以往成交價。當進一步機會出現時，我們將繼續推售。

二零一二年六月十八日，集團根據去年設立的中期票據計劃，透過發行十年期債券集資五億美元。由於我們是沒有評級及首次發債的集團，故須付出輕微溢價。儘管如此，該等債券的實際孳益率頗能接受，位居香港發展商所發債券的最低之列。整筆資金用於償還短期銀行貸款。連同數月前發行的同類債券在內，我們透過此渠道已集資約港幣五十二億元。

鑑於集團未來四年料需支付施工費港幣二百七十億元(除非我們由於市況欠佳而暫緩施工)，同時集團有可能作出土地購置，因此管理層認為借入一些較長期的資金乃審慎之舉。我們擁有相當實力作進一步集資。由於我們關注環球金融體系，我們不會發行短於十年期的債券。

本人一年前曾經表示，管理層相信像恒隆等香港公司將很快獲准匯入人民幣到內地，甚至可供房地產項目之用。這似乎正在成事，雖則部分地方政府需時定出資金收訖細節。這證明我們過去兩年在香港購買人民幣的決定十分正確。

上月份，我們長久以來首次入標競投香港一幅土地。部分人士對此感到意外，但我們的理由甚為簡單。隨著香港特區政府新行政長官上任，發展商對其土地政策有何反應乃未知之數。倘大部分發展商不參與競投或抱謹慎態度，我們或許幸運地可以廉價買到該幅土地。結果事與願違，那便由它吧。

正如本人多次公開表明，我們對香港住宅市場並非悲觀，但這個市場有太多比我們願承擔更大風險的參與者。因此，除非市場再次出現像一九九九至二零零零年的大熊市(當時我們在沒有競爭對手的情況下購入大量土地)，否則我們現時能成功買地的機會頗低。就讓別人賺取這些利潤，並承擔箇中風險吧。依我們所見，內地風險回報率普遍較佳。再者，我們擁有抵禦考驗的能力，對這個回報率可能有利好作用。

## 展望

如今股東或會察覺，我們一直在建立戰備。本人一年前未能買地的憂慮，現已暫時消弭。我們成功出售香港的落成住宅及成熟投資物業，於中期結算日持有港幣二百九十億元的現金及銀行存款。連同港幣四十億元的未動用的銀行承諾信貸額及港幣一百八十億元的中期票據計劃尚可發行的債券餘額在內，我們擁有充裕的財政資源可供調動。

另一方面，經濟嚴寒期已經來臨，即使中國亦不能倖免。這對我們應甚為有利——我們被稱為「擁熊者」，皆因當競爭對手黯然失色之際，我們往往更加璀璨生輝。然而，何時進行購置確是一個棘手決定，尤其我們認為目前的經濟困境是系統性的、全球性的，其持續時間可能比大多數人所想為長。我們所能做的不外乎是觀察、分析及耐心等待。我們會在適當時間重拳出擊，但本人並不肯定是否會在今年內。這需要一幅卓越而造價吸引的土地，方能引動我們出師。

只要市況容許，我們便會出售香港物業，並一如在回顧期之六個月內，包括已落成的住宅和成熟投資物業。大部分分析員往往低估了我們從中取得的邊際利潤。他們也許沒有留意本人之多次提點：集團投資物業組合的帳面值實屬相當保守。

無論如何，我們會致力完成內地各個商業物業項目。我們會為已落成的綜合物業繼續尋求最大的短期溢利，但絕不會犧牲其長期福祉。隨著旗下更多坐落於黃金地段及設計優異的商場開業，我們與主要租戶的關係將日益穩固。當一個品牌在我們旗下某商場落戶後，更會同時成為我們大部分甚至全部商場的租戶。凡此種種，應有助我們推動內地租金增長。

瀋陽的皇城恒隆廣場經歷初期困難後(其中許多困難均非我們所能控制，例如市政府在我們周遭進行道路工程)，現已漸上軌道，邁向成功。另一方面，濟南的恒隆廣場從起首便成績彪炳。於二零一一年八月開幕禮上，本人向來賓公佈好消息，指該項目的初期總收益率將勝過我們百分之四至百分之五的目標，有可能達百分之六。到了年底，我們已有足夠信心把數字調升至百分之七。如今距離一周年不足一個月，我們預料實數可達百分之七點九。這作為首年成績乃集團旗下項目之冠。管理層抱有希望，該項目的租金增長及經營邊際溢利升幅也將有所提升。

瀋陽的市府恒隆廣場即將登場。從其簽約租金可見，該項目的回報率將較濟南的恒隆廣場更勝一籌，這確實令人欣喜！然而，其辦公樓（低層可於明年下半年開業）將不會取得這麼高的回報。整體而言，該項目的商場和辦公樓之綜合回報率應遠勝目標。

儘管上海租金可能仍然受壓，但集團在香港的投資物業組合之租金料可站穩。該兩個城市下半年度的成績應與首六個月相若。

最近，我們在香港和中國內地推出一個品牌廣告計劃，其主題獲一致好評。本人也許有所偏袒，但我認為該主題甚為出色，其抓緊了本人多次在函件論述的集團核心價值。

該主題的中文版本「只選好的 只做對的」，較諸英文版本「We Do It Right!」更能傳情達意。這八個簡單的中文字，蘊含了豐富內涵；例如，我們只選購最好的土地、只選取最佳的設計、只選聘最優秀的人才等。同一道理，「對」有多重涵義，例如在道德方面、員工方面、環保方面做對的事等。

當然，我們遠遠未臻至善，但該主題道出了我們的抱負，並在一定程度上描繪出我們的現況。當中的信息不單為與外界溝通而設，也是管理層和每位員工的處事方針。本人抱有信心，只要秉持這些方針，我們定可為股東繼續創造出經風險調整後持續和相對較高的回報。

董事長

陳啟宗

二零一二年七月三十一日