

# 董事長致股東函

---

## 業績及股息

截至2016年6月30日止的6個月內，收入增加37%至港幣63.11億元。股東應佔純利上升3%至港幣29.35億元，每股盈利相應增加至港幣6角5仙。

倘扣除物業重估虧損、相關遞延稅項與非控股權益，股東應佔基本純利躍升29%至港幣31.67億元。每股基本盈利上升27%至港幣7角。

董事局宣布派發中期股息每股港幣1角7仙，並將於2016年9月29日派發予於2016年9月15日名列股東名冊的股東，這與去年一樣。

## 業務回顧

本人或許應該先簡略回顧幾樁環球時事，儘管這跟本人以往的做法有所不同，但這些事件，部分早晚會影響到本公司的業務。綜觀世界各地，局勢向來不穩，但過往大部分事情的前因後果都是地區性的；然而近期發生的事件，卻對全球局勢帶來舉足輕重的影響。

本人最關注的是英國脫歐。到底這是否歐盟瓦解的開端？它對環球貿易有何影響？至少，全球財經版圖將從此改寫。短期內，形勢可能對亞洲有利，特別是區內兩大國際金融中心——香港和新加坡。事實上，全球其中一家最大規模的基金管理公司，剛於亞洲首度開展債券交易業務。這是否意味著同類投資陸續有來？同時，近期歐盟正因來自中東的大批難民湧入而陷入困境。商界憂慮的是，更多不穩定因素必然接踵而至。

與此同時，恐怖主義的威脅在中東及歐洲日益猖獗，美國亦不能獨善其身，縱使各有其因。加上民族主義在各地抬頭，令過去數十年備受追捧的全球化風潮可能開始退卻：試想想「美國人買美國貨」運動的意思；或許正如特朗普在正式接受共和黨提名角逐美國總統的演說中明言，「美國主義」會取代世界主義，成為美國的信條。雖然國際旅遊和跨境業務目前未受影響，但亦啟人疑慮。

在環球局勢極不明朗的前提下，中國作為我們的主要市場，亦可能無法再如以往般依賴外貿。幸好，中國內需市場龐大，國民亦已累積足夠財富與技術，以抵禦全球化退潮的影響。倘若近日亂局發生於1980、1990甚或千禧年代，中國受到的影響應會更大。無疑，中國將繼續其與全球接軌的發展路向，「一帶一路」的倡議即屬一例；但本土市場勢必在國家經濟發展中，擔當更重要的角色。

展望未來，美國和中國將繼續成為帶動環球經濟增長的雙引擎。美國仍然穩站世界經濟龍頭地位，發展高度成熟。在可見的將來，沒有國家能挑戰其領導地位。縱然中國人口較美國多逾四倍，國內生產總值絕對值亦可能超越美國，但仍不得不承認美國社會及經濟擁有超凡創意和過人韌力。除非類似2008年金融風暴的事件再次發生，否則美國的世界經濟主導地位將屹立不倒。

另一方面，中國經濟規模龐大，乃由於人口眾多，加上多個領域發展蓬勃；惟其社會及結構問題可能導致經濟甚或整體社會易受衝擊。儘管如此，由於歐盟和日本等主要經濟體發展停滯不前，中國自然成為美國以外另一經濟蓬勃的地方。

只要中美這雙引擎沒有裹足不前，環球經濟重心將由大西洋轉移至太平洋。事實上，這趨勢已維持了半個世紀，但以目前最為明顯。香港既能掌握中國及美國的脈搏，並在多方面聯繫兩地，而作為一家以香港為基地的公司，恒隆自然享有特別優勢。背靠全球增長最快的一個經濟體，我們早於2000年代中期已將發展策略聚焦於中國內地，成為少數早著先機的公司之一。

觀乎上述的現今世界局勢，包括全球化熱潮退卻的可能，中國必須迅速發展內需市場，以對沖國際市場可能出現的困局。境外可能已無貿易夥伴能進一步帶動中國的經濟增長，向內求索自是必然。這個無可奈何的舉措，與美國自發地退出環球市場可謂大相徑庭。無論如何，中國似乎無可避免要刺激個人消費，而這正正是本公司的業務所在。

我們紮根於得天獨厚的城市，聚焦發展最蓬勃的市場，並躋身最合適的行業，夫復何求？短期的市場波動和周期性淡靜都是不能避免的，但憑藉高瞻遠矚和穩健的管理團隊，我們可以放眼更高更遠的未來。恒隆淨債務維持於極低水平，實有餘裕應對當下的衰退，迎接更美好的明天。

話雖如此，目前的經濟環境不容樂觀。本人在6個月前闡述的困境，現在變得更加窘迫。負利率比比皆是，較以往可能更甚。差不多所有主要經濟體的增長皆無寸進。

在中國，經濟新動力仍未見苗頭。個人消費增長持續放緩，其中奢侈品市場尤其疲弱。無人能預計反貪腐行動何時及如何終結，跟西方一樣，不明朗因素有許多。

置身如此不利的營商環境，許多主要零售商如百貨公司在過去兩至三年，在營業額和淨利潤方面均全線倒退。其中，全年營業額普遍跌約10%，淨利潤的跌幅更超過50%，其跌勢更在過去一年左右加劇。

與之相比，我們的租戶整體表現較佳。我們位於內地的七個購物商場，其中四個在零售額方面按年錄得增長，增幅由2%至6%不等，而另外三個則錄得5%至7%的跌幅。總體而言，撇除開業不足一年的大連的恒隆廣場，租戶零售總額與去年同期相若。此表現勝過預期的關鍵原因，本人相信是與我們一直堅持集中發展最核心、最優質地塊的策略有關。

在總結整體業績之前，本人應當概述匯率問題。我們於內地收取人民幣租金，但作為以香港為本的公司，我們在財務報表上是以港幣結算。按每日加權平均匯率計算，在中期報告涉及的6個月內，人民幣匯率與去年同期比較下跌約6%。比較今年6月30日及去年12月31日，跌幅約2%。為反映實際業務表現，本人在此匯報內地租金收入時，已排除了匯率波動之影響，然而在財務報表上，所有數字仍以港幣計算。

另一個相關問題是人民幣貶值帶來的外幣換算損失。此等折算帶來的損失大部分源自我們持有內地龐大淨資產的貨幣兌換調整。這與我們持有眾多已竣工綜合項目有關，其資產價值可謂舉足輕重。另一筆數目較小的虧損源自我們持有的人民幣現金。過去多年當人民幣升值時，我們在換算時獲利甚豐。不論賺蝕，相關換算賬項只計算入儲備賬戶，並無列於損益表中。

香港及內地(以人民幣計算)的租金收入分別增長7%及2%。由於人民幣兌港幣貶值6%，倘內地收入增幅少於此數，則換算港幣後將呈虧損。按此計算，內地租金收入的列賬金額減少4%。

與去年同期相比，我們售出香港已落成住宅所得金額超逾三倍，帶動整體收入上升37%。由於購物商場租金下調，瀋陽的市府恒隆廣場及無錫的恒隆廣場兩項物業重估均錄得重估虧損，而其餘物業則錄得輕微重估收益。因此，股東應佔純利及每股盈利只增加3%。倘不計算物業重估淨虧損這項非現金項目，股東應佔基本純利則上升29%，每股基本盈利亦增加27%。

期內，我們售出浪澄灣226個單位，以及君逸山餘下的兩個單位，錄得收入逾港幣24億元，營業溢利達港幣14億元。這些物業錄得58%的邊際溢利，以這類物業而言，表現相當不俗。

香港租金收入較去年同期增長7%；購物商場和辦公樓租金收入分別增加了13%及4%。兩者的租出率分別為99%和92%。購物商場租務表現優秀，主要因為較早前進行翻新工程的購物商場於期內重開。目前，整體租金收入中有48%來自香港，而內地則佔52%。

本公司的內地租金總收入上升2%。如前所述，由於人民幣貶值6%，以港幣計算的賬面顯示收入下跌4%。倘撇除新落成的物業，包括瀋陽的市府恒隆廣場辦公樓及大連的恒隆廣場，以人民幣計算，收入增長減少2%，折算港幣後跌幅為8%。

購物商場的經營環境尤其困難，其租金按年下調2%。倘撇除新開幕的大連的恒隆廣場，跌幅為4%。辦公樓租金錄得17%的增幅，增長幅度合理。

值得一提的是兩座位於上海的購物商場。由於資產優化計劃的關係，上海的恒隆廣場有13%的空間須暫停營運，因此物業租金收入較去年減少7%。倘扣除正進行翻新工程的範圍，租金收入同比持平。雖然港匯恒隆廣場的資產優化計劃今年稍後才正式展開，但小部分空間已受到影響。因此，物業租出率下調兩個百分點至96%。不過，受惠於續租租金調升，租金收入較去年同期增加1%。

至於內地其他五個購物商場，其中三個的租金收入維持不變或上升。瀋陽的市府恒隆廣場和無錫的恒隆廣場的租賃業務情況最為嚴峻，收入遽減20%。租出率方面，瀋陽的皇城恒隆廣場有所改善，其餘四項物業則有所下降。

整體投資組合的租賃邊際利潤下降兩個百分點至75%。香港的邊際利潤穩企於86%，而內地則主要因為上海兩座購物商場共錄得0.85個百分點的邊際跌幅，加上大連的恒隆廣場新開業略見虧損，導致邊際利潤由69%下降至65%。出人意料的是其餘五個綜合項目，包括瀋陽的市府恒隆廣場及無錫的恒隆廣場，其邊際利潤均錄得增長。該兩項物業的表現均受惠於新落成的辦公樓。其中，瀋陽的市府恒隆廣場，單是購物商場的租賃已錄得健康增長。這些物業在開業好幾年後，其高昂的初期經營成本已見回落。

此現象令人鼓舞。長遠而言，隨著租金上揚，較多收入將可轉為利潤。屆時，現行的成本控制措施將發揮作用，相關項目的溢利將更高；但目前我們仍需等待市況回暖。

本公司旗下所有購物商場，除濟南的恒隆廣場和天津的恒隆廣場外，客流較一年前增加。其中，前者作為我們繼上海的港匯恒隆廣場之後人流最暢旺的項目，錄得近5%的跌幅；而後者則下跌近3%。至目前為止，客流升幅最大的是無錫的恒隆廣場，其次是瀋陽的市府恒隆廣場及上海的恒隆廣場。表現最佳的首兩座購物商場，原本業務一直滯後，但新的辦公樓開業有助帶動商場人流，這固然令人欣喜，但要將此發展趨勢轉化為更高的零售額和進一步改善租金收入，我們仍需努力。

瀋陽的市府恒隆廣場及無錫的恒隆廣場的兩幢新辦公樓現正逐步租出。前者租出率由6個月前的44%上升至目前的52%，進駐率為49%。另一方面，無錫的恒隆廣場的租出率及進駐率均為58%。

一如之前的報告所述，一些從事私人金融業務的租客受到政府審查，尤其是在無錫的恒隆廣場的租客，部分更陷入財政困境，逼使我們終止某些租約。過去6個月，相關空置單位已差不多全部重新租出。值得鼓舞的是，租戶質素更勝從前，而租金收入也有可觀的增長。總括而言，兩幢新辦公樓正成為公司收入的重要來源。

我們已跟一家國際酒店集團簽訂管理合約，於瀋陽的市府恒隆廣場現有辦公樓的高層營運一間擁有逾300個客房的五星級酒店。我們亦擬於地面樓層增建一個宴會廳。與此同時，工程的前期準備工作經已展開，兩個項目有望於2019年上半年開業。

無錫的恒隆廣場的第二幢辦公樓發展順利，其平台將增設戲院，以刺激人流。大樓總面積約55,000平方米，遠較第一幢大樓的89,000平方米小。

2015年12月中旬，大連的恒隆廣場試業。物業的英文名字源於我們購物商場前面偌大的中體奧林匹克花園。6個月前，本人撰文表示項目能否成功起步，部分取決於「政府有為或無為的舉措」。其後的事態發展印證了本人的預測。例如，由於市內某處曾發生一宗大火，致使政府部門突然收緊有關政策。縱然我們不曾犯錯，面對當地消防部門時卻遇上重重關卡。幸好，大部分難題已獲解決或行將解決。

再一次提醒長期讀者，大連的恒隆廣場的巨型購物商場總面積達220,000平方米，我們將在第一期開放當中的87%。憑藉巧妙的設計，訪客不會容易察覺到，項目仍有13%的面積留待第二期啟用。我們預計第一期有超過70%的商舖可於9月初租出，逾60%的租戶可於同期準備就緒。當購物商場的商舖全數租出，縱然經營環境困難，我們仍預計回報率可達4%至5%。

昆明的恒隆廣場及武漢的恒隆廣場的建築工程正如期推進。後者由於政府介入及惡劣天氣，工程進度略為滯後；我們將儘可能追回進度。

過去一年，互聯網流傳幾份內地帖文，指我們已終止昆明的建築工程；部分謠言甚至暗示我們正與政府磋商歸還土地。此等指控全無事實根據。

帖文相繼出現的合理推測有二。其一是無知；其二是競爭對手的惡意中傷。眾所周知，內地有很多媒體的報道都可以輕易「買」回來。

有別於個別內地發展商自誇購物商場可於購入地塊後18個月內開業，我們則花更多時間，締造一個最合宜的設計方案。設計是個繁複費時但關鍵的工序。一如本人於前文所述，那些急就章的項目流於劣質，不敵時間考驗。千篇一律的設計也許適合二星或三星級的設施，但我們興建的是四星及五星級項目，其優良設計至為重要。設計過程中，建築師跟發展商仔細推敲和合作互動，經細心考量，才可平衡美感與功能。至今，本人仍未遇到任何人，能略過這個過程而創作出完美或近乎完美的成果。

而且，在中國，所有發展計劃必須獲得市政府批准。只要一位官員反對，哪管他有沒有足夠的專業知識作相關判斷，工程進度也會受影響。此外，建築法規亦日趨複雜，部分更是不切實際甚至不合理的。由此可見，設計過程是發展商、建築師和政府三方合作的繁複舉措。由於我們恪守最高的設計標準，故需時較長亦是無可避免。

即使沒有出現嚴重岔子，設計工序也需要很多個月方能順利完成。在此期間，我們亦儘可能先作泥土測試或類似的檢驗。但若項目工程如昆明般出現阻滯，我們亦只好一邊耐心等待，一邊盡力而為。

因此，可以想像，工地或會暫時被圍封，並進行較小型的工程，但外人實難以察覺。一些記者對於急就章的劣質設計習以為常，他們只看到自己想看到的，就以此判斷我們已終止工程。設計是本人曾撰文詳述的「地產業基因」的四個重要元素之一（其餘三個包括地點、地塊規模和形狀，以及施工），我們絕不會捨本逐末，在設計過程中走捷徑。長遠而言，此舉得不償失。

如果只是記者不知就裡地胡謔，我們也不必過於顧慮。畢竟，這樣的記者多的是。更糟的是，我們極有理由懷疑整場鬧劇是我們的競爭對手刻意安排，此說並非無的放矢。

首先，那些文章大膽指控本公司跟市政府磋商歸還土地。由於此說完全失實，政府官員斷不能證實傳言。再者，文章作者進一步推測恒隆若不是銀根短缺，就是對地產市道的前景十分悲觀。但其實只要在互聯網上搜尋恒隆地產的資料，就可知道公司的財政相當穩健，在業界可謂數一數二。讀者亦可循相同途徑輕易閱覽到本人的致股東函件，了解到本人從來沒有對市場如造謠者所說般悲觀。事實上，本人曾在本函件中明言，假如地產市場下滑，其他發展商暫停或放緩建築工程，那就是我們大展拳腳、率先打入市場的最佳時機。我們強大的財政實力，正正讓我們可以抓緊機遇。

事實上，恒隆自1992年進軍內地市場以來，從未因資金短缺或對前景悲觀而暫停或延後建築工程。環視香港或內地所有發展商，我們可能是唯一一家能毫無保留地作出此聲明的公司。

那麼，該記者在落筆前為何不稍作求證，反而將謠言包裝成事實一樣報道？此舉令人不禁猜測始作俑者不懷好意。

過去一、兩年，當我們跟西方機構投資者溝通時，我們都強烈察覺到有人到處中傷我們。部分投資者出於好心，也有勸慰我們不用過分介懷，因為這正好佐證我們在市場上的領導地位。否則，我們緣何成為攻擊目標？話雖如此，如競爭對手惡意中傷屬實，此等卑劣行為則不利於中國股市健康發展。在我們看來，每位市場參與者都應秉持最高的誠信標準。

在香港以至世界任何一個主要的股票市場，大家均恪守不抹黑競爭對手的不明文規定。事實上，我們甚至避免評論業內其他公司。恒隆絕對遵守這遊戲規則，可惜內地公司多不奉行這一文明舉措，一些所謂信譽良好的大公司亦然。對內地文化略有認識的人，想必對此不感意外。

恒隆不單實踐良好管治常規，在不得已或形勢所需的情況下，我們更會挺身為捍衛業界更高標準而發聲。我們也許可藉此為資本市場及業界的健康發展略盡綿力。

例如數年前，香港部分專業人士呼籲上市公司縮短公布業績的期限。當時，香港是全球主要股票市場中最寬鬆的。各大主要地產公司中，只有恒隆在隨後的公開討論裏支持改善相關法規。我們一直持之以恆，在期終後一個月內公布業績。

持相反意見的競爭對手所提出的理由相當荒謬，他們希望維持較長期限，讓主要股東暨管理層可以合法但不公平地在股票市場買賣自己持有的股份。可能基於當時我們提出有力理據，現在至少有數間之前持相反意見的公司，已將公布業績期限提前，這是我喜聞樂見的。我們已超越良好管治常規，積極推己及人，號召業界共同進步。

大部分內地公司對於股票市場及國際機構投資市場的運作都處於摸索階段，本人衷心希望他們能服膺於文明舉措。

回說公司業績，雖然我們終於錄得淨債務，但無足輕重。淨債務股權比率僅2.1%，與任何標準相比皆屬低位。

## 展望

目前看來，在要來的6個月或甚至12個月，環球經濟很難會出現顯著或至少是疑似的改善，中國包括香港的經濟亦難以倖免。縱觀全球，利好消息少之又少；相反，四周充斥著不穩定因素。唯一能對本身經濟有一番作為的國家是中國，但本人不預期北京政府於短時間內能找到對策，靈丹妙藥可能並不存在。

大家所見的是公共投資及個人消費皆放緩，而出口數據亦無甚起色。這些趨勢似乎在顯示，經濟寒冬仍未過去。事實上，目前難以預見有甚麼因素會令經濟回暖。唯一的「亮點」是某些城市的住宅樓市，其土地價格持續上升，但這說不上是利好消息。

香港的情況亦好不了多少。旅遊業回落，零售業亦然。因應內地出口疲弱，本地貿易及物流業亦難有作為。在中國整體表現沉悶、歐美前景不明朗的影響下，香港的金融市場在短期內將不會有大幅增長。住宅物業市場亦未見暢旺。換言之，前景可謂一片暗淡。

如上述推論正確，則我們參與的市場在今年餘下6個月，將大致重複過去6個月的表現。事實上，其走勢可能再下跌才會轉好。在這情況下，公司下半年業績倘能跟本報告回顧的上半年看齊，已屬萬幸。

那麼，管理層可採取甚麼措施，以保持增長，或起碼阻止進一步下滑？首先，我們在內地新落成的兩幢辦公樓，將於未來一、兩年為業務增長提供新動力。新開業的大連的恒隆廣場應可為公司帶來營業額增長。可是，三者的純利預計不會十分豐厚，尤其是新開幕的購物商場。

然而，假如施工沒有進一步拖延，下一個竣工的新項目將會是2018年下半年度開幕的昆明的恒隆廣場，其購物商場、辦公樓甚至服務式寓所將可能差不多於同期落成。往後一年左右，武漢的恒隆廣場購物商場亦有望建成，而新的辦公樓亦會隨之啟用。

換言之，在未來四年，我們將有一條物業供應鏈，穩定地壯大我們的物業組合。如果中國經濟在期內復甦，這些新建成的物業將會為公司業績帶來更多增長。

對於早期落成的內地購物商場，我們將採取防禦模式。相當的資產優化計劃正進行得如火如荼，讓我們為下一個牛市做好準備；我所指的，正是上海的兩個綜合項目。至於較新落成的物業，其業務將有所增長，但在經濟逆風下，尚有一定困難。儘管如此，瀋陽的皇城恒隆廣場和濟南的恒隆廣場的成功正好告訴我們，經過了開業初期的種種挑戰後，情況總會好轉。

香港租賃業務將不會有大幅改善，究其原因有二。事實上，過去數年收入錄得較高的單位數增幅，在未來將不易維持。首先，現時經濟較疲弱，甚至會進一步放緩。此外，由資產優化計劃所帶來的進步，長遠將令計算收入增幅的基數提高。凡此種種，將令增長率更難維持過去水平。

其中一個可能為我們帶來更高利潤的範疇，是出售浪澄灣餘下的446個單位、君臨天下餘下的兩個單位，以及藍塘道18個豪華複式大宅。我們是否願意出售這些單位，將取決於我們對市場狀況的解讀。

展望未來，本人對內地經濟頗為樂觀，出現嚴重亂子的機會甚微。個人消費將逐步成為經濟增長的火車頭。由於海外市場不見得蓬勃，北京領導人或只能鼓勵個人消費，將焦點向內。然而，內需市場須進一步改革，才可刺激增長。往壞處想，改革從來不易；往好處想，它將會帶來巨大的機遇。

試想想：每年中國有至少1%的人口由農村遷往城市。10年下來，城市人口將增加約1.5億至2億人；2億人口這個數字，只亞於世界五大人口國家之下。屆時，隨之衍生的消費力將相當可觀。再者，現居於城市的7.5億人口，其消費力亦自然而然攀升。

由於商場租賃是我們的主要業務，我們正處於有利位置作進一步增長。雖然本人對短期前景相當審慎，但對公司長遠發展則抱樂觀態度。

我們或會於內地洽購更多土地。我們未知時機是否適當，但無論如何，只有最優質的地塊才會獲得我們青睞。事實上，我們近日才否決了幾宗具吸引力的交易。除非該地塊能符合我們大部分甚至所有準則，否則我們不會輕言買地。縱使我們是如此嚴謹行事，如果在未來一至兩年能成功洽購新地塊，我亦不會感到驚訝。就此，本人樂見市場繼續向下！

6個月前，本人在致股東函件中指出公司獲得多個國際及本地獎項。單單今年首6個月內，我們便再多獲33項殊榮。其中，獲獎最多的範疇是持續發展，其次為人力資源發展、市場推廣和投資者關係。我們優秀的設計及建築(無錫的恒隆廣場)，以至危機管理，同樣獲得嘉許。

有關危機管理，本人要在此匯報近期一件令人悲痛的事件。在我們旗下一幢工業大廈，由租戶經營的一個迷你倉，於2016年6月21日遭祝融蹂躪。大火持續了108小時，導致兩名香港消防處的消防員英勇殉職。我們向二人及其同袍致敬，並正盡力為二人的家屬提供援助。我們亦正跟租戶緊密合作，以確保同類悲劇不再發生。

董事長

陳啟宗

香港，2016年7月28日