

董事長致股東函

業績及股息

截至2018年6月30日止六個月內，由於售出的住宅單位較少，收入減少19%至港幣51.50億元。因重估收益有較大增幅，股東應佔純利增加22%至港幣46.89億元。每股盈利相應增加至港幣1元4仙。

倘扣除物業重估收益及所有相關影響，股東應佔基本純利減少24%至港幣23.19億元。每股基本盈利相應下調至港幣5角2仙。

董事局宣布派發中期股息每股港幣1角7仙，並將於2018年9月27日派發予於2018年9月13日名列股東名冊的股東。

業務回顧

在回顧期的這六個月裏，內外環境皆發生了許多事情。外在情況可謂荊棘滿途、挑戰處處，而內在情況則大部分令人欣喜振奮。讓本人先從後者作論述。

六個月前，本人闡述了許多關於本公司對繼任規劃的觀點和過程。當時，董事局在提名及薪酬委員會的領導下，正進行一項最關鍵的任務——為即將退休的行政總裁陳南祿先生物色理想的繼任人。這是一個嚴謹且實際上頗漫長的過程，所有非執行董事都參與其中。

現在，本人欣然報捷。47歲的盧韋柏先生於2018年5月16日加盟我們，成為候任行政總裁。他的任命是本公司及我們的主要股東恒隆集團有限公司兩家董事局的一致決定。經過兩個月的交接期，盧韋柏先生於陳南祿先生退休當日，即7月16日，履新為行政總裁。

盧韋柏先生土生土長，跟陳南祿先生一樣曾就讀香港大學。盧韋柏先生的事業生涯始於寶潔公司，其後在香港及中國內地的可口可樂公司任職。過去18年，他效力於花旗集團，更在2013年出任該集團香港及澳門區行長。

陳南祿先生在2010年加盟，其時他並沒有房地產業務的相關經驗，但很快已掌握要訣。其實房地產並非一門技術複雜的行業，但需要具備足夠經驗和合適的個人特質方能得心應手。陳南祿先生成功做到了，本人深信盧韋柏先生亦然。

在1990及2000年代，時任董事總經理的袁偉良先生與本人為本公司制定的業務策略，經反覆檢討，至今依然合適。陳南祿先生帶領我們建立具業務策略執行能力的管理團隊。現在盧韋柏先生的任務是完成建立的工作，並妥善經營。本人深信盧韋柏先生與管理團隊定能於未來數年，以至數十年創下佳績。本人對公司的前景充滿冀盼。

過去的六個月，第二項令人振奮的事情，是我們成功購入杭州一幅優質地塊。杭州為浙江省省會，距離上海僅48分鐘高鐵車程，是中國人均收入最高的城市之一。我們關注這個城市約15年了，並且為這地塊花了約四年的心血。我對這幅地塊可謂一見鍾情。

中國的官方排名將北京、上海、廣州和深圳這四個城市列為一線城市。誠如杭州一位時任高層的領導不久前向我們表示，該市不應該被視作二線城市。反之，杭州應該是「新一線城市」。這樣說或許有點誇張，卻離事實不遠。

綜觀全國，上海和北京是最受商業物業追捧的兩個城市，隨後的三個城市可說是廣州、杭州和成都。理想的物業組合應該在這五個城市均有強勢地位。我們在上海已傲視群雄，現在有大好機會於杭州再下一城。

當然，深圳亦是擁有不少優質購物商場的非凡之地，但與香港相距太近，當地居民可以輕易地來港消費。連接廣州、深圳和香港的高鐵將於短短數月後通車，整個旅程僅需48分鐘。從香港到深圳南的福田站只需14分鐘，到深圳北也只需23分鐘。長遠而言，香港和深圳在北京政府推動的大灣區倡議內應有更多經濟融合，對區內各地，尤其香港而言，都是有裨益的。

事實勝於雄辯：浙江省的人均國內生產總值近14,000美元，而人口約1,000萬的杭州，其人均國內生產總值卻迫近21,000美元。（四個月前人民幣強勢時，這些數字甚至更高。）當地擁有多間優良學府，其中包括全國頂尖大學之一——浙江大學。杭州亦是公認的中國最美麗的城市之一。

浙江是內地創業搖籃省份的表表者，省內各市擁有數以千百計的中小型企業，成績驕人。杭州並非唯一，還有溫州、台州、湖州、紹興、東陽、義烏和金華等城市，不勝枚舉。當中很多企業不僅是中國，有些甚至是國際的行業龍頭。他們大多為私人持有，但越來越多企業公開上市。重要的是，部分公司業務增長至一定規模後，便會把總部遷至杭州，為的是其眾多優點，比如交通方便、通訊完善，以及最重要的物色人才。本人認識很多這些企業的老闆，他們可謂一群傑出精英，令人印象深刻。

杭州是中國三大科技城市之一，其餘兩大城市分別為北京和深圳。阿里巴巴和網易無人不識，但那裏還有數百家規模較小的公司。未來數年，部分或會成為家喻戶曉的名字。杭州亦以消費品企業和與運輸相關的機器營運業務見稱，足以證明當地是經濟最蓬勃的城市之一。

從歷史而言，杭州廣為人知的是其深厚文化，這或多或少源於它是長江以南僅兩個曾被定為首都的城市之一。這裏的民眾向來文化水平高，從古到今，文人雅士輩出。單看現今當地人於街上的衣著打扮，便足見其繁榮璀璨的大都會風範。

我們購入的地塊近45,000平方米，地積比率為4.33，可建面積逾194,000平方米；當中並不包括達50,000平方米的地庫面積，故實際上我們合共擁有244,000平方米。（此數字不包括約200,000平方米的停車場空間。）零售購物商場面積將佔至少104,000平方米，其餘為中至高層辦公樓。此外，杭州市政府已經完成土地清理，因此地塊少有複雜的情況需要處理。

杭州不僅是一個出色的零售城市，其高級辦公樓租賃市場亦非常強勁，尤其在市中心地區。現時杭州的租金較上海同級物業低約10%。我們地塊的部分建築高度限制近期放寬至150米，因此我們可成為鄰近一帶最高的建築物，並將坐擁國內最著名的湖泊——西湖——的迷人景致。坦白說，這幅地塊吸引的原因，辦公樓與預期的世界級購物商場兩者皆不可或缺。

我們斥資人民幣107億元購入該地塊，初步預計項目總成本約人民幣160億元。撇除地庫，每平方米土地成本約人民幣55,000元；若包括地庫計算，則每平方米土地成本不超過人民幣44,000元。我們將於明年2月正式接管該幅地塊，而物業預計自2024年起分階段落成。一俟物業出租，我們相信初期租金回報率可達4%至5%。

一如既往，地塊位處城中最優越位置——市中心的核心地帶武林廣場，市內所有頂級零售購物商場皆匯聚於此。我們的地塊就在廣場的東南方，與地鐵站僅一街之隔，並將以行人隧道連接。在未來一段時間，這地塊或許是該黃金地段的最後一塊具規模的土地。事實上，很難想像能找到任何比這更好的地塊。

然而，這地塊並非沒有挑戰。臨街面可以長一點，但在不久的將來這情況有望改善；鄰近的交通模式同樣需要審慎規劃。我們將來建成的零售購物商場也非沒有競爭對手。話雖如此，我們亦應可保持優勢，容許本人稍後再作闡釋。

儘管成果令人非常滿意，我們過往四年卻可算歷盡艱辛。這幅地塊獲不少有實力的房地產發展商青睞，而杭州市政府官員其時正為土地用途，及從而制定的發展大綱而惆悵。幸好最終定案合理，我們亦可以接受。然而，在我們最終贏得競投之前，勝利仍存在許多變數。

本人認為一個合理的土地發展大綱無比重要。倘若政府對土地發展制定不智、甚或強加無理的條件，即使土地位置再優越，項目也無法躋身世界級之列，更遑論可帶來最大的利潤。問題多在於市政府總希望賺取更多，故把地積比率定得太高。發展商必須在有限的地積內，擠出大量可建空間。如該地塊設有高度限制，情況會更糟。不論發展商與建築師如何經驗豐富，建成後的發展項目都不可能是佳作。

猶記得我們曾在某個優秀的商業城市，為一幅位置十分優越的地塊下功夫。我們洞悉商機，向當地政府表達發展意願。有關方面卻堅持一個不可能建成世界級項目的發展大綱。此舉使我們的投資興趣大減，而最終我們沒有在競投中勝出。中標者的發展不錯，零售空間的營運一如預期般良好。惟據我們觀察，辦公樓的業績強差人意。遺憾的說，該項目無法躋身世界級。這並非發展商的錯，負責賣地的市政府官員必須承擔責任。

這是我們鍾情杭州地塊的另一原因：地積比率不太高，還放寬了高度限制。倘若臨街面在不久的將來得到擴充，本人有信心能夠興建一個名副其實的世界級發展項目，美感與利潤兩者兼得。

現在讓本人轉而論述更棘手的問題。這些都在我們業務以外，屬於地緣經濟和地緣政治的範疇。由於這些發展難免會影響我們的營商環境，因此必須在此分享本人的觀點。畢竟，部分股東曾多番詢問相關議題。焦點在於中美關係，但實情遠比這更嚴重。

中美關係在過去數十年一直不明朗，而美國總統特朗普執政後更引發新一輪直接衝突。貿易戰只是表象，內裏有更多不能宣之於口和更加嚴重的情況。即使如此，本人相信中美關係仍能應付，不會失控，而且對我們業務營運的影響亦不大，本人會稍後詳述。事實上，我們可能從中獲益。

由於本文並非着眼於中美關係，因此本人只會略抒己見，不作詳細解說。本人僅與股東和潛在股東分享本人對公司業務所在地的地緣政治和地緣經濟的分析，而本公司的部分董事或持截然不同的觀點。無論如何，接下來是本人觀察世界時局40多年的一些見解。本人亦曾多次在國際論壇上就此議題公開發表意見。

過去20年，美國日漸從軍事、貨幣和貿易三方面（其重要性依次序從大至小排列）視中國為戰略威脅。雖說俄羅斯必定是美國短期內的頭號軍事威脅，但日後其威脅便會減少。原因很簡單：國家需要透過經濟發展，方可為持續科技進步提供所需的資金。科技是武器研發的基礎和軍備實力的推動力。中國經濟發展蓬勃，明顯具備所需的科學和工程知識，以進一步提升其軍備，包括海上、陸地、空中、太空或網絡等所有領域。

這就是為何在2016年美國總統大選之前，時為候選人的特朗普像其他美國人般，希望聯俄抗中的原因。從長遠來看，俄羅斯的疲弱經濟和單一產業發展，使其威脅比中國小一些。

美國必定已留意到國際貿易和投資日趨以人民幣結算，從而可能削弱美元作為國際儲備貨幣的地位，迫使美國在財政上更為負責。其實這並不是壞事，因為沒有任何國家能夠長久入不敷支。無論如何，人民幣距離此地位尚遠。約10年前，本人公開向1999年諾貝爾經濟學獎得主兼「歐羅之父」羅伯特·蒙代爾(Robert Mundell)教授提問：「人民幣需時多久才可成為國際儲備貨幣？」他回答：「百年之內也無機會！」然而，這不代表今天的美國不會監察人民幣的走勢。

與上述兩方面相比，貿易的威脅最小，而且影響較短期。

美國的問題是如何好好地左右中國，令中國在朝着她的目標邁進的同時，又實施最符合美國利益的政策。中美關係是敵是友？本人相信是後者，但華府權力核心的想法顯然不同。即使中國還未被視為敵人，也日漸被視為威脅。世界各地發生的連串事件，足證美國一直千方百計遏制中國。

歸根究底，美國錯估中國的長遠意向。情況倍令人惋惜，因為中國至今仍然希望與美國友好。其實本人向來認為，中國會非常樂意當美國的副手。那為何要「化友為敵」呢？！中國不過是希望着力改善其14億人民的生活，和受到國際社會的尊重。任一個國家如何強大，難道可以阻止14億人的意願？難矣！

那麼，在一個日益「縮小」的世界中，中國將如何應對這位在太平洋彼岸好勇鬥狠的鄰居呢？中國會竭盡所能與美國合作，盡力維持和平，不讓美國阻礙自身的經濟發展。畢竟，北京政府的認受性就如其他地方的政府一樣，取決於其改善民生的能力。

考慮到這一點，我們不難預測特朗普總統掀起的貿易戰會如何演變。貿易終究是相對理性的問題，所涉及的只是金錢和數字而已。回顧歷史，如果兩國勢力旗鼓相當，在貿易戰中必然會兩敗俱傷，痛苦不堪。在當前的形勢下，中國或受更大傷害，但美國也不能倖免。

至於關稅方面，說實話，中國仍有龐大的讓步空間。美國對貿易取態認真是可以理解的。不過，自從特朗普總統上台後，已不下一次推翻由雙方內閣級別或以上官員共同議定的方案。出於對美國本土政治層面的考慮，例如即將舉行的中期選舉，以及來屆他本人的連任競選，特朗普總統根本不想在這刻達成任何協議。難怪中國感到被背叛，一度拒絕進一步協商。

儘管如此，雙方不久亦必須再走在一起。中國現在明白，除非特朗普總統自己也參與討論，否則難以達成真正的協議。有說即使特朗普總統親口承諾也可以是徒然，因為他經常改變主意，自食其言。誰可以責怪持這種看法的人？！然而，由於中國的潛在損失較大，自然更願意讓步。

當中也存在非關稅貿易壁壘，以及其他一籃子條款及細則的問題。後者所牽涉的影響未明，那不僅僅是金錢和數字。毋庸置疑，中國會盡量在此範疇取得最大利益，而在關稅和非關稅貿易壁壘方面作出讓步。最終誰勝誰負真是天曉得。雙方均會各有得失，這便是國與國之間談判的現實情況。但有一點似乎很可能發生：中國會讓特朗普總統在關稅減免上獲勝，以換取在其他地方有價值的回報。中國可以這樣做，乃由於來自國內政制的壓力較小，北京政府可更自由地以中國人民利益出發與別國談判。反觀更民主的國家如美國，國家利益往往會因本土政治問題而被忽視或犧牲。

有一點值得深思：由於沒有一位美國總統在過往磋商貿易協議時是叛國賊，或將利益拱手相讓「行善」，故此那些協議必定是美國當時可獲得的最佳方案。畢竟，沒有國家元首會以利他主義處理國際貿易，而跨境議題鮮有不是以自身利益出發。即使二戰後，美國為西歐利益而推行的馬歇爾計劃也是協助美國遏制當時蘇聯的必要手段。

由此可見，當特朗普總統指其他國家如中國等佔了美國便宜時，是何所指？或許是他的意識形態作祟，令他自欺欺人？若然是時代轉變，而需要簽署新的協議，那麼為何不簡單地重新談判呢？為何要撕毀過往訂立的合作框架，如北美自由貿易協定呢？

根據以上論述，本人有兩大憂慮，第一個是最為迫切的。美國的貿易糾紛並非只針對中國；墨西哥、加拿大、歐盟、日本，甚至像盧旺達這樣的國家，皆成為其目標。特朗普總統是否知道何時罷休，着實令人懷疑。如果他繼續如是，全球便會遇上某些關鍵供應鏈中斷的風險。這可能會令資本市場陷入恐慌，引發經濟災難。這令本人想起1920年代末，同樣由美國引發的全球貿易大倒退的現象，最終導致經濟大蕭條。這樣的話，後果可以非常嚴重。

第二個憂慮，是美國再次自我孤立，這對全球有害無利。固然，特朗普總統並非始作俑者，美國一直有這種傾向。但毫無疑問，他的作風可謂推波助瀾，加速了這個進程。美國以孤立主義立國，猶記得19世紀初的門羅主義、至今依然存在的美國例外論、20世紀初的羅斯福推論、一戰後拒絕加入國際聯盟、近年退出聯合國轄下多個國際組織，以及拖欠聯合國會費數十年至今等，她不過是重回舊路罷了。美國在立國短短的242年裏，僅約三成時間，即二戰後的70多年來，是奉行國際主義的。

由於美國經濟約佔全球國內生產總值的24%，其跨國企業會否拱手相讓餘下的76%予他人，例如中國？顯然不會。因此，美國要找到一種商業上與世界接軌、政治上退守的方法。天知道如何辦到。畢竟，今天世界各國在經濟或其他範疇皆環環相扣。

美國近期的行徑和與日俱增的孤立措施，有一個較不明顯、漸進但同樣嚴重的後果，就是其世界霸主的道德地位被逐步蠶食。歸根究底，美國於二戰時分別把歐洲和亞洲從德國納粹及日本軍國主義中拯救出來；有些人更認為美國在冷戰時期把全世界從當時蘇聯中拯救出來。以上這些建構了美國道德領導地位的核心。數十年過去，除非美國努力維繫，否則其領導地位自會褪落。可悲的是，我們正見證這個情況。當這被逐步蠶食後，世界將陷入一片混亂。本人重申，這現象雖然並非始於特朗普總統，但他確實令情況加速惡化。

中國作為從聯合國以至布列敦森林機構（美國於二戰後成立的組織）等現行國際體系的受惠者，在可見的將來依然是此等組織的一大支持者；而歐盟、印度、日本和世界大部分國家亦會是同道中人。世界政局自1945年起歷盡變遷，體系調整在所難免。美國不應抗拒這些合理改變，甚或摒棄整個體系。可惜美國正採取前者，而多人相信愈趨後者。

鑑於美國自願退出多個跨國組織，其領導地位並無任何國家能夠補上。中國肯定沒有意圖或能力做到。「後美國領導」的世界會是怎樣？要找尋正確答案並不容易，但情況着實迫在眉睫。

似乎可以肯定的是，不管中國喜歡與否，現實時局會迫使她走上前，參與更多甚至所有的環球政事。一個經濟發展勢不可擋的國家，其政治影響力亦會隨之增加，實在無可避免。為了保護其急促增長的全球貿易和投資項目，北京政府在別無選擇下，只好擴充軍備。

舉例而言，中國日益依賴進口能源。倘若中國油輪從波斯灣（或阿拉伯海灣）的霍爾木茲海峽回國途中撞上索馬里海盜該如何是好？就好像美國電影《盜海狙擊》中的情節，中國版的「菲利普斯船長」該向誰求救呢？視中國為敵人的美國第五艦隊還是第七艦隊？與其他國家一樣，中國的貿易路線必須受到某程度的保護。

無論美國掀起這場貿易戰的後果如何，本人認為其理據充斥各種問題。首先，貿易戰極具重商主義氣息。其次，美國增加關稅無異於增加美國消費者和有關企業的稅款。特朗普總統在本土其他範疇減稅的同時，為何以關稅增加稅款呢？第三，約68,000家美國企業每年在中國賺取估計高達2,600億美元的利潤，美國向中國徵收的大額關稅，實際是影響那些在華美商！那麼誰會受害呢？

第四，美國整體經濟體系比中國更為複雜，其大部分高科技不僅較中國先進，與全世界相比亦然。美國對中國的貿易赤字大可透過出售高科技產品和天然氣輕易抵消。可是，華府迄今甚至連能源這種完全沒有差異的商品也不願意出口。那麼誰才是對華貿易赤字的罪魁禍首呢？

第五，現今中國與美國位居全球第一或第二大貿易國，不像小國般無力反抗。事實上，中國必然會以同樣強硬的態度，去回應美國的貿易戰書，而結果雙方都必然有損傷。畢竟，除若干先進科技以外，一切從美國進口至中國的物品均有替代貨源。且看華府現時需支付予本國農民的補貼金額便一目了然。本人甚至懷疑美國的冷藏庫數量是否足以應付滯銷的豬肉！

最後，如同其他貨幣，包括先進國家如歐盟、日本、新加坡，以及發展中國家如金磚夥伴國家(巴西、俄羅斯、印度和南非)，人民幣在過去數月急跌，抵消了部分因高昂的美國關稅產生的影響。事實上，人民幣下跌對中國出口至全世界更為有利。就人民幣而言，增加出口到其他地方或能彌補向美國出售貨品的利潤減少。最終中國可能會勝出。畢竟，美國只佔中國總出口的18%。

即使本人以上論據只有部分正確，美國挑起這場中美貿易戰的做法實屬不智，歷史不會給予正面評價。特朗普總統會在乎嗎？本人敢說，所有前任總統都會。或許這就是特朗普政府釀成一切煩惱的根源。有時候，破舊立新乃時勢使然，但其數量和手段真是令人目瞪口呆。

目前的中美貿易戰將會如何發展？其結果會如何影響我們的業務？本人相信貿易糾紛雖說嚴重，但仍是可應付的。可是，貿易戰若持續，將窒礙中國的經濟增長。要應對這個可能性，北京政府會鼓勵個人消費，以及進行更多公共投資，抗衡貿易戰帶來的影響。諸如近期調低奢侈品等貨品的進口稅，是有利我們零售購物商場業務的措施。

香港作為轉口港，所受的影響較內地更少。事實上，過往很多選擇在美國上市的中資企業，會越發轉投香港市場。而現在，世界各地很多企業，包括中國多家公司在內，皆對於在美國經商持審慎態度。美國市場一直被認為監管過度，其金融市場尤甚。而日益可能的政治干預，亦進一步嚇怕外資公司。反觀香港大都沒有這些顧慮，這有助緩衝中美貿易戰的連帶破壞所造成的不良後果。

現在容許本人談談過去六個月的公司業績，其表現基本上與早前報告的預測大致相同。

香港樓價持續攀升，除了年前夏季至初秋期間稍微緩和以外，過去兩年升勢永無休止。香港政府仍在致力尋找更多土地供應的同時，已推出多項措施以遏抑樓價，但效果有限。只有更多土地供應，問題才能得以修正。

中國內地的零售市場正進一步復甦，雖然增長幅度緩慢。奢侈品銷售表現更令人振奮，多個頂級品牌開始再次擴充業務，對我們而言將會有利無害。

香港本地的零售消費持續復甦，實際上亦已重拾升勢。經濟過往數年停滯不前，而今年的訪港旅客總人數增長理想，尤其是內地旅客，以致全港零售額的百分比增長步伐較以往快。

我們的租金收入總額以港元計增長7%（內地為11%，香港為3%）。內地現時佔整體租金收入的53%，香港則佔47%。

在香港，辦公樓的租金收入增長3%，住宅及服務式寓所的收入增長5%。我們的零售購物商場的租金上升2%至8%。此等數字表明香港的投資組合的升幅應超過3%。當中的明顯差異是由於山頂廣場正進行資產優化計劃，其中可租賃空間因工程而縮減60%。所有其餘物業基本上維持全部租出。租金溢利、平均基本租金和租戶零售額皆見穩定。

內地的11%增長需進一步闡釋。回顧過去六個月，人民幣平均上漲近9%，這意味着以人民幣計算，我們的實際增幅只有2%。但是，上海的港匯恒隆廣場正在進行大型優化工程，因而減少合共32%的可租賃空間，若以同比空間計算，零售租金以本地貨幣計算仍微升1%。同樣地如以人民幣計算，內地物業組合收取的租金增長了5%，而非報告所述的2%。

觀乎我們內地各物業的零售租金收入，除了瀋陽的市府恒隆廣場，所有均上升或維持穩定。在類比的基準上，各物業的租出率上升或維持不變，其中瀋陽的市府恒隆廣場的租出率由77%上升至87%。即使是大連的恒隆廣場，其可租賃面積的租出率也達86%。這為我們注入強心針去推出第二期的租賃，其佔總購物商場面積12%。

除了少數例外，所有內地購物商場的日均客流都有雙位數字的增長，其中包括瀋陽的市府恒隆廣場和大連的恒隆廣場。上海的港匯恒隆廣場因進行大型優化工程，不在比較之列。我們兩座沿步行街而建的購物商場——瀋陽的皇城恒隆廣場和天津的恒隆廣場——的客流則輕微下降，兩者均需進一步討論。

當瀋陽的皇城恒隆廣場於2010年開幕時，該區的步行街早已有三大零售中心進駐，臨街店舖林立，稱為中街。（意指中央街道，是國內步行購物街鼻祖其中之一，也被譽為其中一條最優秀的街道。）我們的購物商場開幕後，瀋陽市政府沿街道展開地下挖掘工程，以發展成地下街商店。本函的長期讀者會記得，當年的工程影響客流，加上其時公司的內部挑戰，令我們面對嚴峻的困境。

及至2014年，內外所有問題得以解決。業務表現經已回升，此後我們漸入佳境，開始吸納鄰近購物商場的客流。事實上，我們的購物商場氣勢凌厲，使前述的其中兩個同區競爭對手表現開始走下坡。當中一個昔日獨佔鰲頭，是該步行街歷史最悠久的購物商場，現已倒閉。另外，有兩個購物商場繼我們的皇城恒隆廣場落成後，於毗鄰開業，先開業的一座設計相對理想，但已結業多時。而另一座則如地下街商店般正在苟延殘喘，只有對面街尾一座外型奇特的大型購物商場表現尚可接受。

換言之，我們經已在傳統購物區傲視同儕。我們是否感到高興？是亦不是。我們樂見購物商場的成功，但亦開始擔心，如缺乏合理競爭對手的話，或不利整個步行街發展。我們正與地區政府合作，希望可為步行街帶來新氣象。

天津的恒隆廣場的業務環境又有所不同。當地或許有一些饒富意思的機會重建步行街，藉此刺激我們購物商場的業務表現，而我們正與當地政府探索發展商機。

我們很快便會悉數出售香港物業發展組合。其中藍塘道三間半獨立式大宅和五個浪澄灣住宅單位，還有部分停車位的銷售已獲確認。現在這兩個項目只剩餘12間大宅和五個住宅單位仍未售出。事實上，五個單位中有四個已覓得買家，但在新會計準則下，其銷售溢利會延至未來數月才可入帳。

全因缺乏可出售的香港住宅項目，令整體收入和利潤下降。與2017年首半年相比，收入下調19%至港幣51.50億元，股東應佔純利增加22%至港幣46.89億元。每股盈利上升至港幣1元4仙。倘撇除港幣23.70億元的重估收益及相關項目，股東應佔基本純利為港幣23.19億元，每股基本盈利為港幣5角2仙，兩者均下降24%。

展望

面對如今紛擾不堪的宏觀經濟環境，要有堅定的信念，才能對業務發展表示樂觀。本人正會這樣做。本函的長期讀者會知道，本人向來是實話實說。我們或許是首家香港房地產發展商於2011年夏季指出，中國內地經濟有冷卻的跡象。不久，本人撰述「冬天」的來臨，而去年續寫經濟重回「春天」。只要立論有理，本人從不畏懼表述立場，甚或是強硬的立場。

本人對本公司的業務發表意見亦如是，與任何人一樣坦率，知會股東本公司所經歷的困難，甚至管理層犯過的錯誤。本人視此為己任。

因此本人今天在此表達對本公司未來的樂觀願景，否則本人便不夠坦誠。至於諸位讀者對此等資訊如何解讀，則悉隨尊便。本人職責是傳達管理層對業務內外環境的評估。我們固然關注公司股價的走勢，但管理團隊的主要職責是管理公司業務，而非股價升跌。

毋庸置疑，公司業務仍然面對嚴峻挑戰。但撇除有可能發生的地緣政治和地緣經濟災難，以及不大可能發生的持續政局內亂，我們的未來應該是光明美好的。我們於2004年制定的策略正逐步實現。我們早前曾預期，隨着2010年首座上海以外的購物商場開業，我們的業務便可在2010年代初獲得豐碩成果，但因持續至去年年底的「完美風暴」（詳見本人六個月前為主要股東恒隆集團撰述的致股東函）而延遲。現在，美好時代將會來臨。

過去六年的艱難歲月，給我們好好處理內部問題的機會。我們修正了管理層的缺失，亦解決了新落成物業的問題。我們亦花時間了解各新開設購物商場的市場環境。現在眼前的路向，較以往的更見清晰。

讓本人先談一些統計數字。直至2010年，我們在上海和香港以外沒有任何物業。當時我們的租賃物業組合總面積約109萬平方米，其中上海佔44萬平方米，佔總面積的40%。時至今日，我們擁有逾290萬平方米的租賃物業組合，其中內地物業組合面積佔約227萬平方米。我們在香港和上海的物業組合變化不大，增加的181萬平方米面積為內地另外五個城市的六個發展項目。

過往八年，我們平均每年興建近23萬平方米的物業面積，這個數字約相當於連續八年每年興建一幢紐約市帝國大廈！恐怕沒有其他公司能以此紀錄為傲。我們的每個發展項目均達世界級水準，此等項目在中國內地城市少之有少。

此外，在未來的兩年左右，我們預期至少再興建72萬平方米的物業面積，此後的兩至三年將會興建更多。換言之，項目的落成步伐將會加快，帶我們邁向2024年，屆時杭州項目第一期亦應開幕。

我們的目標當然不僅是為了興建商業空間，同時亦要賺取財政利潤。我們在上海以外的地區營運了約八年，儘管其中有六年經歷熊市困境，但我們現在對輝煌的前景充滿信心。讓本人總結我們迄今的經驗，先聚焦購物商場，然後轉至辦公樓，作為有力的理據。

我們在內地六個城市興建了八座購物商場，它們可以被歸納為三個類別。第一類是我們真正享有先佔優勢的；第二類是我們沒有先佔之利，但所建的購物商場是首屈一指的；第三類則是早在我們進駐之前，已有另一優秀零售物業進駐的。

在我們八項落成的物業之中，僅有一項享有先佔優勢。2000年當上海的恒隆廣場開業時，市內高端購物商場欠奉。我們興建了定位正確的購物商場，並妥善管理。自此，多間優質購物商場相繼落成，但我們的市場領導地位依然屹立不倒。隨着中國急促發展，上海成為國內一流商業城市，讓人人富起來，當中一些賺得比別人多。我們在國際頂級品牌進駐的數量、平均基本租金和銷售效率等方面，均出類拔萃。

餘下七座購物商場中，除瀋陽的市府恒隆廣場外，其他六座購物商場均屬第二類。我們的購物商場開業時，市內或同區經已有一個或以上具規模的競爭對手。由於對手的購物商場質素較差，我們的世界級物業可一一把它們取締，成為市場主導者。在此類別下的六座購物商場，有四座已取得領導地位，另外兩座正朝着這方向邁進。

以上海的港匯恒隆廣場而言，它於1999年開業時，環繞着該區已有四座較大型的零售物業，連同我們形成富裕的徐家匯區購物中心。我們是進駐這個競爭激烈市場的第五個主要參與者，當中部分對手更利用一些手段阻礙我們參與，這些手段在世界許多地方是不可接受的。然而，憑藉非凡設計、合適規模、至少媲美同儕的優越位置 and 良好管理，約在六年內，我們便成為該區首屈一指的商業樞紐，而其基本租金現今仍是遙遙領先。

瀋陽的皇城恒隆廣場的發展故事與上述相同。我們花了約四至五年躋身領導地位，而平均基本租金和銷售效率皆遠高於市內競爭對手。

濟南的恒隆廣場同樣享有領先地位。2011年開業之初，市內已有數個大型購物商場，其後更有許多對手加入戰團。約在四年內，我們便躍身成為市內最具聲望的購物商場。平均基本租金約是所有競爭對手的兩倍。過去六年，由於因奢侈品牌的緊縮政策，我們未能把旗下的四星級購物商場提升至五星級，但這只是時間問題，因現在全球頂尖品牌正再度擴充。只要這些品牌仍然留在市內發展，我們的購物商場總會是他們的不二之選。

無錫的恒隆廣場已被譽為無錫最佳的購物商場。於2013年開業前招攬租戶時，多個世界級時裝品牌已簽約。可是，由於市況在購物商場開幕前急轉直下，導致已啟業的商店未能維持業績，而數間未曾開業的商店則直接退租。像在其他地方一樣，租戶要求減租，我們的租金收入因而下降。然而，當去年我們同一物業的首幢辦公樓開幕後，市場逐漸復甦，業務開始重拾升勢，有更多的頂尖品牌已於近期簽署租約，其他的則在磋商階段。幾乎所有品牌均從鄰近購物商場遷入。

在困難的歲月，部分我們鄰近的購物商場以低下手段挽留奢侈品租戶。大部分總部設於歐洲的時裝品牌亦凍結遷移商鋪地點的念頭。現時市場走勢逆轉，品牌再無理由留在次等的購物商場。再者，品牌不希望被搶佔先機，唯恐我們購物商場的最佳舖位被其競爭對手奪去。我們在其他城市的購物商場亦有相類似的情況發生。無錫的恒隆廣場在三至四年間躍居領先地位。若非受近期的熊市影響，我們可能更早達成目標。

上述四座購物商場成為市場領導者，平均需要四至五年，或約兩個租賃週期的時間。至於我們其他在過去四年內落成的物業，其所需的時間則視乎當地市場的競爭情況，但假以時日，定必成功。一俟取得領導地位，購物商場的租金應會有可觀的升幅。到第二個租賃週期，開業初期的開支應逐漸減少，租賃邊際利潤率會隨之增加，結果當然是令盈利和投資回報提高。

天津的恒隆廣場和大連的恒隆廣場分別於2014年及2016年落成，可惜開業之初兩者皆陷入熊市深淵。天津市內，四星級或五星級的購物商場至今群龍無首，但我們知道那個比我們更早開業、曾是市場主導者的，如今正苦苦掙扎。在我們致力改善購物商場所在的步行街的同時，我們亦有望能悄悄地超越競爭對手。

多個高級品牌向我們表示，約22萬平方米的大連的恒隆廣場是當地最出眾的購物商場。位於市內別處一座悠久的購物商場，網羅了大部分頂級時裝品牌。依我們所知，或至近期熊市出現之前，其投資回報據說豐厚。我們認為，該購物商場的設計未盡如理想，這讓我們抱有希望。市內另一區開設了數家大型零售商場，其設計或建築皆不恰當，使整區陷入頹勢。

大連的恒隆廣場憑藉非凡的設計和規模，本人深信未來數年，多個世界級奢侈品牌將落戶於此。這座物業與濟南的恒隆廣場同樣巨大，購物商場的樓面設計可劃分不同部分，以兼納五星級及四星級的品牌。

於未來兩年內開幕的另外兩座購物商場——昆明的恒隆廣場和武漢的恒隆廣場——亦同屬第二類。換言之，雖然這兩個項目並非該市首座進駐的購物商場，但其質素遠勝其他購物商場。因此，本人充滿信心，預期兩座購物商場最終定必成為當地的頂級零售熱點。昆明的恒隆廣場所面對的競爭較少，因此幾乎打從開幕第一天起應可取得領先地位。武漢的恒隆廣場則要加倍努力方能躋身首位。無論如可，這兩個大都會皆屬出色的零售市場。當我們最新的杭州項目落成時，其競爭情況應會是介乎昆明的恒隆廣場與武漢的恒隆廣場之間。

瀋陽的市府恒隆廣場是唯一屬於第三類的購物商場。由於當地一座實力雄厚的購物商場率先落戶，我們的物業一直奮力掙扎。我們的困境大多是自找的。我們大可比競爭對手快一步開業，但當時未及察覺當地營商環境的嚴峻情況。購物商場開業後，久久才興建辦公樓，令管理前者更具挑戰。誠如本人早前匯報，我們在開業前後亦曾遇上一些人事問題。幸好大部分問題現已妥善解決。

總而言之，遇上這些困難，一切只能責怪自己，而這次經歷將警惕我們何事不可為。儘管如此，該項目有多項優勢，有利於購物商場長遠鞏固其在該市的強勢地位。舉例而言，購物商場設計已落實改善，首座辦公樓亦已落成並順利開業，康萊德酒店將於明年正式開幕，而連接至商場的行人隧道亦已竣工。種種改進正持續，縱使步伐緩慢。此外，第二幢和可能興建的第三幢辦公樓，以及數座服務式寓所的落成，將對購物商場大有裨益。事實上，我們的地點或是市內最優越，而所付出地價亦最低。

且看瀋陽的市府恒隆廣場於2012年開業時的情況。當時鄰近早已有兩座具規模的零售商場進駐，其中一座為市場龍頭，而另一座在我們開業後基本上已被邊緣化。現時，我們在當地市場排名第二。當然，我們將會繼續拼搏，以拉近與對手的距離。說到底，本人熱愛挑戰，以激勵自己和團隊邁步向前。

展望未來，我們將繼續物色具吸引力的發展機遇，擴充我們的物業組合。我們難以找尋可讓物業有先佔優勢的活力大都會。那些機會可能在20年前已幾近消失。我們將很大機會進軍前述的第二類市場，即當地雖然有其他競爭對手，但實力不太強勁。

回顧上文提及的歷史，我們汲取到哪些經驗？未來將會如何？有甚麼關鍵因素使我們能夠在眾多對手之中保持優勢？結論似乎顯而易見：答案正是2014年本人在年報所指的房地產基因，即地點、規模與發展條件、設計和施工四大元素，首三個元素絕對不可或缺。（此外，管理質素當然重要，然而，若審慎地假設其他對手的管理同樣完善，這點便不算是相對競爭優勢。）倘若市內現有對手的物業欠缺上述「基因」，那麼具備上述四個元素的新購物商場進駐後，它們幾乎是注定失敗。

如上文所述，這正是本公司旗下大部分購物商場——上海的港匯恒隆廣場、瀋陽的皇城恒隆廣場、濟南的恒隆廣場、無錫的恒隆廣場，及將來新落成購物商場在其所在城市佔據領先地位的原因。每項物業的地點至少與競爭對手同樣優越、規模在市場上舉足輕重、各項的設計較早期進駐的對手出色、和施工質素起碼媲美其他對手。加上我們的妥善管理，只要競爭對手缺乏某些或全部四個基因元素，我們的新發展項目便成功在望。

一座物業要達至聲名顯赫，所需時間視乎我們比競爭對手的優勢有多大。而且，一俟我們憑此力壓群雄，其他對手便難以取代我們。即使日後具備這四大基因元素的發展商加入戰團，我們亦早已佔盡先機。

這正好解釋我們為何在購置土地和蓋建物業方面所花的時間，較大部分公司長。購置土地其實易如反掌，但購買合適地塊卻非常艱難。部分分析員近期提醒大家，在我們購得杭州地塊前，對上一次購置土地已是2013年。這是事實，但行內無人能夠承受購置土地犯錯的代價。大多數人都能識別地理位置優越的地塊，但只有少數能嚴守只買最好的原則。此外，具備經驗為地塊協商合適發展條件的發展商，亦寥寥可數。

同樣地，要妥善設計一個四星級或五星級的購物商場需要豐富的經驗。據本人觀察所得，現今只有少數內地發展商具備相關知識，多家像我們般經驗豐富的香港發展商表現大多較為優勝。儘管如此，我們還在學習。因此本人曾公開表示，能在18個月內，將地塊變成購物商場的人，肯定是行內新手。那些認為聘請著名或優秀建築師就可一勞永逸的人亦然。他們根本不知道自己在做甚麼，充其量只有財力和遠大夢想。市場資金充裕，但空有營商野心而缺乏審慎、商業計謀和專業知識配合，最終只會招來失望。

發展甲級辦公樓所需的專業知識，較發展世界級購物商場為少，因此前者的回報也較低。儘管如此，甲級辦公樓能與下層的零售空間相輔相成，帶來優質客流，成效顯著。以瀋陽和無錫為例，當地的營商環境並不輕鬆，但我們旗下辦公樓表現相當理想，並提升購物商場的表現。辦公樓的初期租金回報率可達大約4%，惟其增長速度和幅度不能媲美營運良好的購物商場，管理層需關注的亦較少。經考慮各方因素，我們有意投放更多資源發展辦公樓業務，尤其當辦公樓構成購物商場組合的一部分。我們將應用這樣的策略在三個新項目——昆明的恒隆廣場、武漢的恒隆廣場和最新購置的杭州地塊，與早前上海的港匯恒隆廣場、瀋陽的市府恒隆廣場和無錫的恒隆廣場的情況相似。

可出售的服務式寓所他日會同樣令下層或毗鄰的購物商場得益。反過來，先發展高端商業空間，可為周遭地區增值。興建可出售住宅是從中獲益的一個方法，同時亦為我們帶來快速的現金流。昆明的恒隆廣場和武漢的恒隆廣場這兩個興建當中的項目皆有這類組合，與上海的港匯恒隆廣場、瀋陽的市府恒隆廣場和無錫的恒隆廣場一樣。

毋庸置疑，個人消費在內地愈見重要。去年12月，中國政府調低眾多類別產品的進口稅，若干奢侈品也包括在內。連同高端時裝需求上升，使很多頂級品牌再度開設新店，一改其過往五至六年的政策。

我們樂見這樣的發展。上海的港匯恒隆廣場在2019年年中完成大型優化工程後便會煥然一新，與同市的恒隆廣場相近。本人期望一年後，無錫的恒隆廣場可成為市內首間名副其實的奢侈品商場。與此同時，當昆明的恒隆廣場正式開業，這個中國西南方最大的城市將擁有首座高端購物商場，屆時將有多個世界級時裝品牌進駐，部分更是首次落戶雲南省省會。

此後，如果濟南的恒隆廣場與大連的恒隆廣場朝着這個方向發展，乃屬本人意料之內。當各商場招攬這些奢侈品牌租戶時，基本租金便有望上升。奢侈品牌繼而亦會吸引次級奢侈品牌，兩者便可提升我們的總租金收入。

本人對未來六至十二個月的零售租金收入的最佳預測如下：上海的恒隆廣場、濟南的恒隆廣場、無錫的恒隆廣場和大連的恒隆廣場應繼續表現理想。相比之下，瀋陽的皇城恒隆廣場和天津的恒隆廣場的進步幅度會較少。瀋陽的市府恒隆廣場仍在奮鬥中，但如首半年般會有進一步改善。

上海的港匯恒隆廣場32%的面積仍舊進行優化工程。未來數月的工程將影響商場的核心地帶，這意味着總租金收入無可避免會受到影響，但不久後購物商場就會有一番新景象，將帶動基本租金上揚。

上海的辦公樓表現預期維持穩定，其餘兩幢位於瀋陽和無錫的辦公樓，可能會於年底前全數或接近全數租出。租戶的質素應該會持續提高。

本人總結內地市場表現前，應指出人民幣兌美元在過去三個月貶值逾8%。（2018年首半年與2017年同期相比，貨幣有相若升幅。）倘若現時走勢維持不變，或匯率保持在今天約人民幣6.8元兌1美元的水平，對我們的影響將至少有兩方面。由於我們的本地貨幣港元與美元掛鈎，如所有其他因素不變，人民幣疲弱在兌換時便會令匯報利潤減少。

其次，到海外購買奢侈品的中國人也會較以往減少。這方面與減少進口稅的影響相若。有種種原因讓我們相信大部分的海外奢侈品消費尚未回到國內，只要目前的趨勢持續，按常理來說這是遲早的事情。無論如何，幾乎所有貨幣都有波動，人民幣也不例外。我們現在只好靜觀其變，且看人民幣在下半年的走勢如何。

香港的商業租金表現預期在未來六個月與首半年相若。我們的物業組合未來很有可能再有單位數字輕微增長。

至此，本人深信讀者會同意本人的看法，即本公司的未來一片光明。新落成的物業空間定必帶動收入上升，而上海以外的內地物業內部增長則最令本人振奮，其增長有助純利增加。誠如閣下所閱，業務營運進度良好，而且未來將有更多。因固定租期的約束，其帶來的效果只能初步感受到。不過情況會於未來一、兩年後漸見清晰。過去數年的心血最終會換來更豐厚的利潤，令人十分鼓舞。假以時日，我們的卓越表現定能在我們的股價中反映。

陳南祿先生從事商業行政工作達41年，亦為恒隆效力了八年，於7月16日榮休。他已答應擔任本人顧問一年，並成為本公司的非執行董事。過往，本人曾多次撰述陳先生作出的重大貢獻。本人在此不贅，惟值得一提的是，他作為我們最年輕的執行董事陳文博先生的導師，表現非常稱職，堪稱無人能及。本人視陳南祿先生為本公司及陳文博先生的福氣。他付出的努力將對恒隆影響深遠。

本人衷心感激陳南祿先生眾多非凡貢獻。本人藉此機會祝願他身體健康，並期待他在新的崗位，繼續為我們出謀獻策。

董事長

陳啟宗

香港，2018年7月30日