

業績及股息

與去年同期相比，營業額增加百分之三至港幣四十六億七百萬。由於物業重估收益大幅減少，股東應佔純利下降百分之十二至港幣二十八億四千一百萬元，每股盈利下降百分之十三至港幣六角三仙。倘扣除重估收益的所有影響，股東應佔基本純利下降百分之一至港幣二十四億四千八百萬元，每股基本盈利為港幣五角五仙，與一年前相同。

董事局宣布派發中期股息每股港幣一角七仙，並將於二零一五年九月三十日派發予於二零一五年九月十六日名列股東名冊的股東。

業務回顧

一如所料，營商環境相當艱困。內地整體經濟疲弱，零售業尤其奢侈品銷售增長進一步放緩。在此情況下，我們的表現可算是符合預期。

舉例說，上海的恒隆廣場購物商場，其租金收入較去年同期躍升百分之十二，部分原因是六家大型品牌店完成擴充計劃，每家的租賃面積增加百分之五十七至百分之四百八十不等。至於港匯恒隆廣場購物商場，租金收入亦上升百分之六。整體計算，集團於上海的商場租金收入增長百分之九，租出率穩企於百分之九十九，平均租金升幅接近百分之十。

由於毗鄰地區辦公樓供應過剩，上海的恒隆廣場辦公樓的租金收入減少百分之七(港匯恒隆廣場坐落之徐家匯區，競爭未至如斯激烈，故母公司恒隆集團持有的港匯恒隆廣場辦公樓，租金收入上升百分之五)。把商場與辦公樓合計，上海的恒隆廣場租金收入增長百分之三，來自上海的租金收入總額上升百分之四至港幣十四億五千四百萬元。租賃邊際利潤高企於百分之八十七，投資成本的無槓桿租金回報率上升至百分之四十六。

二線城市的購物商場面對更艱困的環境。以租金收入計算，業績正在好轉的瀋陽的皇城恒隆廣場租金錄得升幅，其在濟南的恒隆廣場微微回落，但瀋陽的市府恒隆廣場和無錫的恒隆廣場則雙雙下跌。租出率方面，一如六個月前所料，瀋陽的皇城恒隆廣場持平，濟南的恒隆廣場升幅頗佳，但其餘兩者皆下降。由於整體零售市道疲弱，各個商場(尤其瀋陽的市府恒隆廣場和無錫的恒隆廣場)均有租金下調壓力。開業不足一年的天津的恒隆廣場表現尚可，租出率穩步上升。

本函件的長期讀者均知，我們自內地業務伊始，一直堅持穩健的基本租金，寧願犧牲營業額租金部分的上升空間。當市道急升時，我們或許失去一些額外收入，但如今市道艱困時，我們有遠遠較佳的保障。許多競爭對手自願或非自願地，僅要求租戶(尤其頂級奢侈品牌)繳付少許基本租金，甚至完全豁免；今天彼等吃盡苦頭。

租戶零售額是反映購物商場健康的重要指標。我們位於上海及上海以外的商場，在這方面均錄得百分之四的增長。在二線城市，以租戶零售額計算，瀋陽的皇城恒隆廣場上升百分之十，濟南的恒隆廣場幾乎與去年同期相同，瀋陽的市府恒隆廣場下降百分之五，無錫的恒隆廣場則躍升百分之十五。然而，最後一項數字有必要闡釋。法拉利(Ferrari)及瑪莎拉蒂(Maserati)兩個汽車展廳，佔該物業零售總額近四分之一，倘將其扣除，其租戶零售額只屬持平。無論如何，在短短數月內售出九十三輛豪華汽車，可見無錫的私人財富甚為豐厚。

儘管經濟不景，我們兩座新辦公樓仍錄得理想租賃成績。無錫的恒隆廣場辦公樓於二零一四年第四季落成，租出率現達百分之六十，瀋陽的市府恒隆廣場辦公樓則租出近三分之一；本人預期，有關數字於年底時可分別超過百分之八十及百分之六十。除爭取可接受的單位租金收入外，吸引最優質的租戶亦同樣重要，我們現正就此努力。

香港投資物業表現理想。其整體租金收入較二零一四年同期增長百分之七，當中零售商舖增長百分之六，辦公樓增長百分之九，兩類資產基本上保持全部租出。來自香港的租金收入逾港幣十七億元，佔本公司租金收入總額百分之四十五。內地則佔百分之五十五，金額逾港幣二十一億元。

我們繼續出售已落成的住宅。期內，我們僅售出二十六個單位，對比一年前售出八十八個，營業額減少百分之十七，但由於邊際利潤較高，營業溢利實質增長百分之四。舉例說，九個君臨天下單位錄得高達百分之八十二的邊際利潤。我們亦售出多個停車位。

總括而言，本公司的營業總額及營業溢利皆增長百分之三。由於重估收益遠較一年前為少，股東應佔純利減少百分之十二。倘不計入非現金的重估項目，股東應佔基本純利減少百分之一。由於此數目甚小，每股基本盈利保持在港幣五角五仙的水平。

本人此前已告知股東，我們將斥資港幣十三億元優化集團兩項上海物業。彼等有逾十五年歷史，然而我們亦希望能確保其繼續居於市場領導地位。工程在上海的恒隆廣場已展開，其在港匯恒隆廣場將於二零一六年下半年動工。工人會於商場營業時間後方進場施工，並於第二天開業前將商場回復營業狀態。這會令完工時間延長，但租戶和顧客受到的影響可減至最小。

過去數月有兩件事情對本公司影響深遠；其中一件尤其與我們的業務相關，另一件則涉及較廣泛的層面。前者為奢侈品牌在中國(包括香港)降價，後者與中國股市暴挫有關。

根據環球管理諮詢公司麥肯錫(McKinsey)的資料，中國現佔全球每年奢侈品市場約百分之二十份額，金額達三百多億美元。此外，奢侈品消費正以驚人的速度在中國增長，以致幾乎所有的大品牌均湧往中國。事實上，它們為了迎合中國市場，往往須要調整其環球策略；再加上零售業引入電子商務等新科技，以及中國消費者急速轉變(或如部分人所言的升格)的品味和喜好，帶來了一個正在急劇演變的行業。

儘管高端時裝租用集團商場僅百分之六的樓面，卻提供約百分之十七的租金份額；購物商場則佔我們內地租金總額約百分之八十。數字以外，集團在中國的聲譽亦建基於奢侈品銷售，其有助帶動其他類型的租戶，因此我們特別關注這個行業的發展。

多年來，同一奢侈品在中國的售價比歐洲平均高出約百分之二十，因此中國人的奢侈品採購逾百分之六十是在內地以外進行，並因而衍生了在海外購買在內地倒賣的套戥活動。構成這個價格差異的其中一個主因，是北京政府徵收高昂的進口稅。三年前，我問一位相關的高級官員：海外採購令政府損失不菲，為何仍要保持高進口稅？對方毫不含糊地表示，當政治時機成熟時，這些進口稅便會下調。迄今此事仍未發生。

管理層當然盼望此等稅項下調。此舉應會令某一個百分比的海外銷售回流，讓我們在內地一些頂級商場受惠。只消現時百分之六十的海外交易中有四分之一回流中國，國內市場便可增長約百分之四十。近期部分消費品關稅下調，也為我們帶來希望。

令我們意外的是，一個頂級環球奢侈品牌於今年三月起在中國降價，而這是永久性降價而非季節性促銷。其後不久，其他多個大品牌相繼仿效。彼等表面上的理由是令有關產品在中國的價格與世界各地看齊，從而杜絕大幅差價帶來的不良後果。

我們寧願政府削減進口稅，皆因此舉可惠及所有奢侈品，而非限於少數選擇降價的品牌。事實上，本人關注此等品牌的決定，或會妨礙政府的決策。無論如何，倘消費者支付的價格下降，部分海外銷售將有可能回流，這對我們和中國的零售業應是好消息。

接著是一個不太利好的消息：中國股票價格近期連日累周地急跌。當北京政府去年底開始把大量流動資金注入經濟體並導向上海和深圳股市時，我們知道遲早會帶來麻煩。我們曾在東亞其他地方目睹很多大跌市，諸如一九七三年、一九八七年、一九九七年、二零零零年和二零零八年。儘管每次的肇因或有異，之前必是一片亢奮，然後無可避免地以近乎暴挫告終。這些大跌市甚為可怖，曾經歷過的人絕難忘記。然而，內地的投資者從未目睹此景，惟有待其親身體驗方知究竟。

因此，本人對近期中國股災有以下評論。首先，每個發展中的經濟體及其股市，遲早都會經歷這類顛簸，連美國亦曾於一九二九年經歷此境。每個稍為成熟的東亞市場莫不有此經歷。舉例說，今天留意台灣股票的環球投資者不多，但在一九八零年代中至後期，台灣曾是一個狂熱市場。內地今天經歷類似的大起大落，不應令人感到意外。倘非如此才屬反常，這只是市場邁向成熟的正常過程。

部分人或會對北京致力托市的方法和程度不以為然。這同樣不應教人意外，歷史每每顯示：每個政府倘在其能力範圍內，都會竭力救市。中國政府也許有更多可用的工具，因而用之。

某程度上，股市大幅波動難免損害當地經濟，但在絕大部分歷史案例中後者均能復甦，中國經濟亦將如是。畢竟，北京政府不僅擁有多種途徑可救市，亦有許多方法可刺激增長。誠然，隨著中國經濟持續開放，難以預測北京可保持這個操控權多久，但就現時而言，彼會竭盡全力復甦經濟。

倘最近引導大量民間資金進入股市的「實驗」是為了刺激經濟，那是適得其反。此次股災的無心之得，無疑是讓官員學懂何事不該沾手，這應有助他們下趟處理得更為妥善。

另有一個原因，令今次跌市對中國實體經濟的損害沒有其他地方那麼大，就是中國股市與基本經濟的關聯性較西方國家為小。中國資本市場有一大部分是與大型國有企業有關；彼等在各自的行業裏擁有壟斷權或專營權，許多都是財雄勢大，其賺錢能力與股市狀況無大相干。

再者，與一年前或二零一五年年初相比，今天的中國股市指數仍遠遠較高。然而，那些近期在股票市場中虧本的股民難免會減少消費。

也許經濟的更大隱憂在於樓市疲弱。房地產活動與整體經濟約有百分之二十相關。過去人人爭建樓房，經濟遂水漲船高；如今情況逆轉，帶來的影響亦然。本人過去曾論述此項隱憂，今天其影響更日益顯著。這解釋了為何全國的貸款需求盡皆疲弱。隨著經濟活動放緩，創造就業的機會亦減少，這些跡象均令人憂心。

此必為政府竭盡所能刺激經濟之原因。放鬆銀根的舊板斧已不敷應用。基礎材料和產能的供應過剩已經出現。

需求方面，中國最大的出口市場歐洲沒有增長。美國經濟較好，但這市場對於中國來說有三個問題。首先，經歷幾年薪金的急劇增長，中國與美國之間的成本價格差距已收窄。再者，美國擁有如機械人、立體打印和廉價頁岩氣能源供應等科技優勢，可讓美國再次成為製造業大國，好比一九五零／六零年代的情況，並可能減少對大部分入口貨品的需求。第三，醜陋的貿易保護主義正在抬頭，其口號是：「購買美國貨！」。

消費是出口以外的第二個經濟引擎。市民的消费比從前謹慎，部分原因是樓價停滯所帶來的負面影響。唯一歷久不衰的方法是增加公共投資，但此舉亦有局限性。打造新舉措是必然之舉，但這殊不容易。

政府在這方面有兩項嘗試：鼓勵年輕人創業，以及推動稱為「一帶一路」的新絲綢之路經濟帶。彼等帶來的短期效益是否足以振興經濟，令人懷疑。

因此，最近的股災本身也許並非如斯嚴重，令人最憂心的是那些更根本的問題。我們難以預見新的經濟引擎將會是甚麼。此乃為何本人未能預見我們的購物商場業務可以快速復甦。

香港零售業表現尚可以接受，雖則其表現原可更佳。部分港人對內地旅客在港採購日用品產生激烈反感，多起敵視旅客的不幸事件，令許多中國同胞對訪港出現戒心。這對香港零售業無疑帶來損害，以至昔日某些地區許多貴租的街舖，如今均告丟空。這對我們的影響輕微，但對香港整體絕非好事。

這種敵視內地人的情緒，既無必要亦不恰當；雖則其非香港獨有，新加坡亦曾見同類事件發生。部分與供求有關的問題，乃容易解決。以嬰兒奶粉為例，何不向全球的最佳供應商大量採購？然後在接近香港和內地邊境之處設立直銷店。大宗買賣可為所有人省價，而我們亦可挽留彼方的購物者。港人會減少對這些訪客的敵意，而內地訪客對香港亦不至反感。他們會繼續前來香港，並在逗留期間使用我們的其他服務，令香港的就業市場保持安穩，整體經濟更加暢旺。

眾所周知，無論以絕對或人均基準計算，內地旅客在全球各地均在最高消費群之列，把他們拒諸門外等於與錢為敵。香港一向是個開放型商業城市，把正當生意趕走實屬不智。

港人幸勿忘記香港面對種種競爭。鑒於港元與美元掛勾，而近期幾乎所有主要貨幣對美元均告貶值，因此對內地旅客而言許多鄰近國家現已相當吸引。尖沙咀區向來是內地旅客的絡繹熱點，如今對許多內地人來說，新的尖沙咀區是東京、首爾和台北。而一旦香港的聲譽在內地變差，便難以扭轉乾坤。

同樣，看不起中國同胞亦殊不理智。很少港人是真正的香港原居民。香港在一個世紀多前只是個漁村，即使到了二次世界大戰末，人口仍然甚少，我們或我們的父母大部分原先都來自內地。因此，受到苛待的旅客和新移民，以及苛待他們的本地人，其分別只在於來港的時間。

數據已反映衰退跡象：訪港的內地旅客增長放緩，連消費亦逐漸下跌。香港必須儘快採取步驟以扭轉跌勢。香港民主而諸多掣肘的政策流程亦拖慢了急需的基建發展，機場第三條跑道即屬一例。港珠澳大橋興建後將有助香港經濟，但其亦陷於政治耗鬥而遭殃。

凡此種種皆提醒我們，不應對未來一、兩年的香港零售業務過於樂觀。市場增長將有限，因此我們必須增加市場份額方可增長。在這方面，集團現時進行的資產優化計劃應有幫助。集團的物業組合仍有相當的優化空間，而我們將悉力以赴。

展望

鑒於內地和香港零售市道均放緩，我們正為漫漫寒冬作出防備。本人樂見形勢被錯判，但在現階段保持警惕當屬審慎之舉。畢竟，無論經濟或地產業均未見許多利好跡象。

事實上，在天津的恒隆廣場開業後六個月內，當地最少有六家具規模的零售物業結業！我們從不認為彼等之困境乃吾等所致；儘管我們位居市場最佳之列，但並非強大至斯。未來的競爭固然會減少，但我們對此並不特別雀躍，皆因其在在說明：市道現正陷於低迷，並渺無結束跡象。

無獨有偶，六家於天津結業的零售物業均為百貨公司。不久前，有機構投資者曾問我們，傳統百貨公司與購物商場兩種模式孰優孰劣。本人認為答案甚為明顯，但這很容易被指有所偏頗。今天，大部分人的看法跟本人一樣，但這並不表示所有購物商場均可安然無事。其不外說明，較弱的模式會首當其衝(儘管如此，部分百貨公司仍會繼續生存)。倘消費者信心持續低落，劣質的商場亦會銷聲匿跡。這情況現正發生。

幸好，我們不單擁有市場內最優越的物業，財力亦十分豐厚。過去九年迄今，我們的淨債務基本上是零。因此，很難想像有甚麼外在因素可摧毀我們，但這對大部分競爭對手而言則猶未可知。

多年來，眼見劣質商場充斥於中國城市，本人一直思量此行業將何去何從，如今答案正迅速浮現眼前。

最簡單的做法是關門大吉，或最低限度把物業封存；許多商場現正這樣做。要另覓用途頗考功夫，其中一個可能性是把其改建為老人活動中心。鑑於中國社會人口老化，此等設施會有相當需求。然而，如何由此賺錢是另一個問題。商場位居租金回報率最高的物業之列，這意味著絕大部分的其他用途，都會帶來較遜色的回報率。

少數驍勇之輩正購入已結業的購物商場。也許此等新業主對物業用途另有作為，惟倘其不外是繼續營辦商場，則本人懷疑其成功機會。商場失敗的主因並非軟件而是硬件，亦即本人所稱的「地產基因」：地點、規模、設計和施工。這些因素在商場落成後便不能更改。正如矮個子難打專業籃球，高個子難玩體操，最大的關鍵在於基因，換個好教練亦於事無補。

我相信，為這些商場另覓可行用途，是較為穩妥之法。有一家公司把地點優越的商場改建為辦公樓，供年輕創業者以日計方式租用；畢竟，中國最高領導人正呼籲年輕人創新創業。如此看來當有點兒市場吧，但可否填滿一個商場甚或多個商場？很難！此外，簡單算術或憑常識也知，這類改建取得的回報率，絕難及得上一家管理得宜的購物商場所得的回報率，尤其高端商場更難相提並論。這是不尊重「基因」的代價。

市場上尚見其他對策。一家以往自稱經營高端商場且行事高調的地產商公開宣布，除關閉部分較弱的商場外，亦將餘下商場的規格降低至大眾市場。跟許多人一樣，他們終於發現：興建和管理頂級購物商場，是一項需要高度專才的措舉。本人在致股東函中已多次指出這點。

我相信，這個改弦易轍的遊戲剛剛開始。由於許多城市的商場均出現嚴重供應過剩，只要經濟疲憊及消費薄弱的情況持續，更改用途的步伐自必加速；此等市場也許需時數年方會達至供求平衡。我估計，一旦氣氛好轉，市場的「洗牌」便會停止，人們將重新開始興建商場。到處楊梅一樣花，我們不宜低估人性的愚昧。

然則恒隆該怎樣做？首先，我們須秉持現有方針。數家機構投資者最近問我們會否考慮降低旗下商場的產品價格點。我認為這個建議匪夷所思。由於奢侈品總會有市場，我們在價值鏈上不該下移。頂端或接近頂端市場的參與者甚少，皆因懂得發展和管理四星級或五星級商場者寥寥可數。我們已有數項物業穩居該範疇之列，當中的競爭對手數目有限。倘我們下移，集團的獨特性便會打折扣；而縱使市場較大，我們亦會遇上較多競爭。今天我們所參與的市場，遠較下一層更易防衛。

其次，我們雖然無意放慢施工進度，但亦不會如過往般竭力超前。我們預期，低迷的市道將持續一段時間，因此無需趕急。

第三，我們會把握現時市道放緩的契機，提升現有物業組合質素。較早前，我們在香港展開的資產優化計劃甚為成功，繼旺角和銅鑼灣物業的多項優化工作完成後，其他亦將再接再厲。上海的恒隆廣場的優化計劃經已展開，港匯恒隆廣場亦將於二零一六年動工，兩項上海物業的回本期約為四年。

內地的土地價格將有朝一日變得很吸引，這是我們注意的第四個範疇。但我們現時並不急於購置土地，皆因我們未見經濟可迅速復甦。

第五點是至為關鍵的，我們將竭盡所能，建立好集團的管理團隊，尤其是高層管理團隊。本人已在六個月前詳盡地撰述此點，現時該方面已有進展，但仍有改進空間。

最後，在強化團隊的同時，我們亦須鞏固企業文化，這也是本人過往相當關注的另一課題。

在逆境之時，強者會越強，而弱者(如我們早前所見的)則會遲早失敗。觀乎我們擁有的有形和無形資產，恒隆將是甚少數的大贏家之一。在市場經濟的大部分行業裏，成功終歸集中在少數參與者手中。

在極度艱困的環境下，大連的恒隆廣場將於十二月初正式開業。其總樓面面積約達二十二萬平方米，要妥善地把它全部租出，對任何人而言都是一項挑戰。其平均單位租金料將略低於天津的恒隆廣場。

該商場會分兩期開幕，第一期佔整體樓面百分之八十七。我們預期，開業時的租出率以第一期計為百分之八十，以整個商場計為百分之七十。當第一期的租出率接近百分之九十時，我們的初期租金回報率應達百分之四至五這個目標。待其全部租出後，租金回報率很有機會達至百分之五至六。鑑於該物業規模龐大，兼且市場環境艱困，這個成績頗為理想。

我亦應作出補充：該商場開業時，其較高樓層和地庫基本上都會全部租出，但一、二樓則除外。後者是所有租戶屬意之處，最容易租出。然而，我們並不願將如此優質的樓層隨便租予任何人，否則當我們找到更合適的品牌時，便須再花時間和精力安排搬鋪。頂級品牌現正暫停開新店，我們亦不用急著去找心儀的品牌租戶。

大連之後，集團下一個開業的商場應在昆明。近年的建築條例變得日益冗贅。這也許可以理解，皆因過去二十年的快速增長的市場，令有關制度出現許多漏洞，因此最近的發展可視為改進。然而，這些條例往往顧此失彼。舉例說，新的消防法規令有效益並實屬合理的設計變得無用武之地。此等問題最終往往可以解決，但過程每每繁瑣磨人。我們之前已領教過類似情況，但其似乎沒完沒了。因此，除因為我們在大連買地約兩年半後才購入昆明地塊外，日益嚴格的建築條例亦意味著昆明項目要到二零一八年才能開業。

我們歡迎這個歇息機會。自二零一零年以來，我們每年開設一個世界級購物商場。六年間有六大物業開業，這以任何標準而言都是驚人的，無怪乎管理團隊縱使增加人手亦難趕上。我們誠屬幸運，一直沒有出現大亂子。

增加新購物商場雖可令營業額即時上升，但因其成熟需時，故對溢利並無即時貢獻，而事實上它更會拖低租賃邊際利潤；暫停加入新落成物業則會帶來相反的效果。理順新商場的問題後，單位租金和租金收入總額應可上升，整體租賃邊際利潤將可改善，更多營業額會流入溢利，這是任何生意的終極目標。

一如以往，我們會繼續評估市場情況，確定何時興建瀋陽的市府恒隆廣場和無錫的恒隆廣場的辦公樓和公寓大樓。

現時較為迫切的問題乃整體消費市道仍然疲弱。二線城市租金下調，帶來實質且嚴重的威脅，管理層須使出渾身解數以免情況失控。此外，上海兩項物業的優化計劃亦帶來一定挑戰，但本人預計其影響不大。

我們正預期一些好消息。儘管香港消費疲弱，集團的表現應優於整體市道，而最近展開的資產優化計劃亦開始取得成果。舉例說，於一九九三年前作為集團總部所在地之恒隆中心，其商場將是下一個完成優化工程的項目。H&M將於今年年底在此開設一家全球旗艦店。

總括而言，本人預期集團的總租金收入持續增長。然而，香港的物業銷售業務則較難預計。我們在現階段很難預測本年度餘下時間內可進一步出售多少浪澄灣的已落成單位。該數目將影響我們的溢利。最有可能的是，本年的全年銷售數字將較去年出售大量君臨天下單位時為低。無論如何，我們有良好機會保持過去在浪澄灣取得的高邊際利潤。

本人沉痛地宣布，出任本公司董事多年的陳樂怡女士與世長辭。陳女士與癌症奮勇搏鬥近十年，於二零一五年五月十八日撒手塵寰。她初期任職銀行家，最終成為投資者。其昭著的善舉有效地協助根除一些在中國為患的疾病。我們對她深切懷念。

另一方面，本人非常高興地歡迎馮婉眉女士加盟為本公司的獨立非執行董事。馮女士於今年初離開滙豐，其時她是香港滙豐的行政總裁，香港滙豐於二零一四年佔滙豐集團溢利總額逾三分之一。馮女士自二零零八年起出任滙豐控股有限公司集團總經理兼環球銀行及資本市場亞太區主管。她廣被視為財資市場裏最有經驗的專家之一，本人很難想到有更合適的人選可為董事局提供這方面的專才。

最後，本人欣然報告，本公司繼續獲得多項大獎，尤其在設計、可持續性和企業管治方面成績斐然。我們會於年終列出獎項詳情。

董事長

陳啟宗

香港，二零一五年七月三十日