

# 董事長致股東函

---

## 業績及股息

截至2022年6月30日止六個月，收入上升7%至港幣53.02億元。儘管內地和香港受2019冠狀病毒病疫情再次來襲，整體租賃收入仍維持平穩，達港幣49.86億元。股東應佔純利下降13%至港幣19.48億元。每股盈利相應下降至港幣4角3仙。

倘扣除物業重估收益及所有相關影響，股東應佔基本純利增加1%至港幣22.17億元。每股基本盈利為港幣4角9仙。我們在內地和香港均錄得些微物業重估虧損。而去年同期，我們錄得輕微重估收益。

董事會宣布派發中期股息每股港幣1角8仙，將於2022年9月29日派發予於2022年9月15日名列股東名冊的股東。

## 業務回顧

自六個月前本人撰寫上一封《董事長致股東函》以來，世界變化之大着實令人驚歎。幾乎全球所有主要企業都經歷變化，我們也不例外。近期的全球和國內事態發展令我們不得不認真審視本公司的策略和營運方式。本人會在下文「展望」一節中詳述。

鑑於市場環境，本人相信這份業績已經相當不俗，還可能讓很多人感到驚喜。

近年來，我們在上海的兩座購物商場——上海恒隆廣場和上海港匯恒隆廣場——佔我們內地租賃收入的比例略高於一半；如果把香港的租賃收入也計算在內，則佔本公司的總租賃收入差不多三分之一。由於過去數月政府為應對疫情而實施的政策，令這兩座購物商場被迫完全停業約兩個月，場內的餐飲設施禁止營運約三個半月。我們在內地其餘八座購物商場中，有四座停業期較短。各座購物商場的客流量都減少；我們在一些城市的購物商場不得不重推類似2020年的租金寬減措施。

受制於這些外在不利因素，我們在內地的總租賃收入以人民幣計算仍略高於去年同期，頗令人鼓舞。內地的零售租金收入幾乎與去年持平。上海的收入下跌被其他方面的增長抵銷有餘，來源有三方面：武漢恒隆廣場和大連恒隆廣場的租賃收入均大幅上漲，加上我們旗下的內地辦公樓表現持續強勁。位於武漢恒隆廣場、昆明恒隆廣場和無錫恒隆廣場這三幢新的辦公樓，租賃收入都大幅增長。

箇中的訊息很清晰。本人預計上海的兩個綜合項目未來數年會繼續表現強勁，但我們的其他高端物業正在以更高的速度增長，在我們總收入中所佔的比例也會愈來愈高，特別是無錫恒隆廣場、大連恒隆廣場、昆明恒隆廣場和武漢恒隆廣場中的購物商場。

本公司的整體總收入上升7%至港幣53.02億元。租賃收入為港幣49.86億元，與去年持平。兩個數字之間的差距，來自我們售出了藍塘道項目的一間大宅，邊際溢利為52%。

整體租賃邊際利潤率略微回落至72%；內地下降了一個百分點至67%，香港則下降了兩個百分點至81%。考慮到市場環境，以及少量的壞賬撥備，這些下調都是意料之內。同樣情況也曾見於2020年，部分款額其後在2021年收回。

六個月的報告期內，我們的十座內地購物商場中，有六座曾經完全停業，時長不一。即使到了允許購物時，店內用餐也往往被禁止。（濟南政府停止了餐飲店的堂食和與教育相關的租戶營業，但沒有完全關閉市內的零售綜合項目；濟南恒隆廣場就在該市營運。）因此，租戶銷售額難免較去年同期下降。撇除2021年3月開業的武漢恒隆廣場，我們其餘九個綜合項目在可同比基礎下計算的租戶銷售總額下降了23%。

幸好，我們的其他購物商場表現出色，尤其是較新的高端購物商場。無錫恒隆廣場全面停業了九天，但仍與昆明恒隆廣場一樣交出不錯的成績。但正如本人之前向股東提及，表現最亮麗的會是大連恒隆廣場和武漢恒隆廣場，而結果也的確如此。

大連恒隆廣場第二期一年多前才開業，店舖還未全部租出。然而，近兩年頂級時尚品牌進駐，已經徹底改變了其格調。租戶銷售額急升，租金收入隨之逐漸增加，租金水平也穩步上調。未來一兩年，本人預計不僅租出率會上升，平均單位租金和租賃邊際利潤率亦然。

武漢恒隆廣場雖然開業僅15個月，但很可能是我們所有購物商場中增長最快的。租戶銷售額已逼近早19個月開業的昆明恒隆廣場。武漢恒隆廣場的舖位正陸續租出，租賃邊際利潤率也錄得不錯的升幅。

租賃邊際利潤率這數字別具用處，值得關注。我們發展成熟的高端購物商場，例如上海的兩座購物商場，租賃邊際利潤率在80%水平的高位數，甚至超過90%。我們在二線城市的高端購物商場應該至少達70%水平的中至高位數，甚至超過80%。無錫恒隆廣場已經很接近這個範圍，昆明恒隆廣場和武漢恒隆廣場也應該終會達標。大連恒隆廣場面積大得多，或許有朝一日也會達到上述指標的門檻。坦白說，像我們般業務不算複雜，但邊際利潤卻那麼高的企業很少。

另外，我們的次高端購物商場應該能達到50%水平的高位數，甚至超過60%。濟南恒隆廣場也正朝這個目標邁進，儘管目前的資產優化計劃令其租賃邊際利潤率短暫維持。相較之下，我們在香港的零售店舖都建成較久，但平均租賃邊際利潤率仍達80%水平的低至中位數。

我們內地的總租賃收入沒有下跌的另一原因，是辦公樓的表現非常亮麗。辦公樓的表現去年已經不俗，勢頭至今仍能維持。租金上調加上空置率收縮，合共帶來人民幣7,400萬元的額外收入，相等於較去年同期增長16%。六個月前，本人解釋過我們如何在競爭激烈且供過於求的市場中取得成功，這是另一例證。

目前為止，瀋陽康萊德酒店是我們在內地唯一已開業的酒店。受限於防疫措施，所得收入說不上理想。儘管如此，但我們是看長線的。我們已與希爾頓集團簽約，對方會以希爾頓格芮精選酒店品牌管理我們在無錫恒隆廣場的小型精品酒店。酒店預計有106間房間，大概在2024年年底開業。

在香港，第五波疫情造成沉重打擊。過去半年中有三個半月，餐館營業時間嚴重受限，而且放寬來得緩慢。幸而，與去年同期相比，整體租戶銷售額沒有下降，但與去年下半年相比則回落了15%。租金寬減攤銷後，零售租賃收入下降3%。租出率維持在98%；租賃邊際利潤率則略低至82%。然而，影響更大的是續約租金調整，這將導致未來租金水平降低。

香港的辦公樓收入也受影響。雖然租出率能維持，但收入減少了7%，租賃邊際利潤率回落了四個百分點至83%。平均單位租金下降，租賃收入受壓。上述情況都反映了香港應對疫情的方式，令我們經濟上經已與世界大部分地區隔絕。六個月前，本人已詳細論述過此事，在此不贅，半年來變化不大。

## 展望

我們生活在全球化的世界，而中國是其中不可或缺的一部分，也是我們的主要市場。在世界各地發生的事會迅速影響中國經濟，繼而影響我們的業務。這就是為何過去十至20年，本人都在《致股東函》向股東闡述管理層對可能影響我們的全球問題的看法。這些問題涵蓋地緣政治、地緣經濟，以至科技發展、環境問題。北京所推行的、與我們有關或只是間接有關的國內政策，本人也會勉力理解箇中用意。

過去數年，我們花了相當多的時間探討中美關係惡化這個問題。這有可能會分化世界，也許會徹底改變全球經濟的組成模式和營商方式。作為一家只在中國投資的公司，我們因此也不能倖免。如果沒有認識到這一點，或者誤讀這種不斷在演變的雙邊關係，可能會產生嚴重後果。

然而，沒料到出現了兩個新問題，令我們的分析變得更複雜。兩年半前，2019冠狀病毒病的出現改變了世界，且意外之事還可能會陸續浮現。可能在不久將來，疫情會變成風土病。但是，我們還沒完全消化其所有影響，俄烏戰爭便在今年2月爆發。這也會改變世界的面貌。

縱使戰爭很悲慘，而且大多不道德，但人類歷史上戰爭頻仍。目前情況，改變世界的不是這個衝突本身，而是西方這看似第三方的反應，其影響既深且遠。自第二次世界大戰（二戰）以來，本人能想到同樣影響深遠的事寥寥無幾：一是1978年年底中國改革開放，另一是1989年柏林圍牆倒塌。該兩件事發生時都沒有特別矚目，但這次不一樣。某種意義上，前兩件事團結了世界，但現在這場戰爭卻分裂了世界。沒有大企業能置身事外，我們也不例外，我們必須重新思考我們的未來。請看看以下由該戰爭造成的後果。

首先，這會打亂並改變全球的資本流向。當美國可以隨意凍結國家和個人的美元計價資產，那其他國家還會把財富留在可能發生這種事的地方嗎？會這樣想的絕對不只是美國的敵人或中立的國家，其盟友也在觀望。特朗普政府讓世界知道，在美國國內政治環境中，任何事情都有可能發生。到2024年，特朗普或像他這樣的人可能會執掌白宮。美國在全球的行徑會進一步惡化嗎？由於美國的勢力遍布世界各地，無人可以倖免。大家都忐忑不安，都在觀望。

因此，很多人會開始採取措施保護自己的資產，把資產調往美國的勢力範圍之外。很少人會談及這些事，但一旦集體共識的勢頭形成，就沒有人能夠阻止這股浪潮。這樣可能會改變現有的全球金融框架。也許紐約市和倫敦仍會是全球最大的金融中心，但一些較小的金融中心可能會出現。自二戰以來，全球任何地方出現重大麻煩，資金都會流向美國，或至少兌換成美元，但這種現象可能會開始改變。

SWIFT是全球最大的交易與支付平台，干預SWIFT就等同動用金融核武。而這次，美國做了難以想像的事情。當美國可以隨意阻止某些銀行通過該系統進行交易，這無疑會令很多國家逐漸轉至其他類似的平台，有些平台其實已經存在。金融交易難免會分散進行，這是去全球化的一種形式。至少未來一段時間內，效率會因而降低，成本繼而增加。

這種金融武器化的手段，可能會削弱美元的主導地位。沒有單一貨幣能夠取代美元，但以歐元和人民幣作為交易結算貨幣預計會愈來愈受歡迎。最近印度跟俄羅斯簽訂的煤炭採購合約，正是以人民幣計價。

然而，北京需要控制人民幣的流通，作為調控中國內地經濟的工具。因此，本人預計北京當局不會願意開放其人民幣資本賬。無論如何，美元的地位相對減弱，對美國來說怎麼都不是好事。如果這種情況發生，華府只可怪責自己。坦白說，美元的主導地位一直在逐漸減弱，尤其自20多年前歐元問世後。

俄烏戰爭的另一嚴重後果是能源價格飆升，而這是西方自己一手造成的。為損害俄羅斯而限制她向西歐銷售天然氣，結果西歐國家也一同受害。歐洲短時間內能從哪裏獲取如此大量的能源來取代俄羅斯的供應？到了冬天，像德國那樣的國家會怎麼樣？其做法引出一個問題：歐洲制裁的到底是誰？是俄羅斯還是自己？

美國要堅持抵制俄羅斯的天然氣比較容易，因為她位處大洋彼岸，而且美國本土有大量資源，但西歐的情況卻並非如此。在大西洋的兩岸，某些人於盛怒時都無法思考，更遑論思考得清晰透徹。看美國竟然要去乞求死敵如委內瑞拉和伊朗增加能源供應。據報道，這就發生在沙特阿拉伯和阿聯酋等友好傳統能源大國的領袖拒接美國總統拜登的電話後不久。這樣的事何曾發生過？自二戰後，我們所熟悉的世界確實已經改變！

自彼得大帝以來，俄羅斯一直想成為西方的一份子，並為此努力了三個多世紀。但今年，她被正式拒絕。俄羅斯總統普京甚至公開表明，俄羅斯會開始東望。大家都理解這主要指的是中國，因為中國急需俄羅斯的能源資源，甚至礦產和糧食。

跟大家分享一件有趣的軼事。2015年，經當時本公司一位居於上海的俄國股東牽線，本人獲邀以講者身份出席聖彼得堡國際經濟論壇，並在兩場以亞洲為主題的會議中的一場發言。整個論壇據報約有9,000人出席，但到場聆聽本人和另外兩位講者發言的那場會議只有27人，講者之一是前澳洲總理陸克文。本人相信若現時舉辦同樣的會議，到場的人肯定多得多！

俄羅斯如今東望，本人不大擔心。20世紀的大部分時間，俄羅斯是中國的老大哥，但現在形勢經已逆轉。中國的經濟規模更龐大、更發達。若計經濟總量，中國幾乎是俄羅斯的九倍。經濟上互補加上同樣面對美國的威脅，讓這兩個歷史上的敵人共同合作。

一個未來值得關注的地方可能是西伯利亞。俄羅斯東望應意味着開發烏拉爾山脈與太平洋之間的遼闊土地。俄羅斯與中國接壤的邊境長達4,300公里，一定會有所顧慮。俄羅斯那邊，天然資源豐富但人口稀少，而另一邊情況則剛好相反。雙方的互動如何處理，對兩國都至關重要。

正如俄羅斯向中國出售能源和糧食，她也會向印度出售能源和礦產。印度是俄羅斯南方的老朋友，又是俄製武器的買家。這些基本上是單純的商業交易。然而，俄羅斯南望中東地區，可能會對世界造成麻煩。作為一個幾乎完全依賴石油和天然氣這單一產業的經濟體，莫斯科或許想進一步影響伊朗和以色列，以及那些位處這兩國之間能源豐富的國家。俄羅斯藉此介入這些常年戰火紛飛的地區可能會令局勢惡化。

正如本人在別處撰述過，本人預期以色列及其鄰國會成為歐洲的主要天然氣來源。上月，埃及、以色列和歐盟終於宣布達成一項協議。地中海東岸周邊國家向西歐供應能源，這是首例。這條供應鏈避開了沙特阿拉伯、卡塔爾和阿聯酋等傳統能源輸出國必須忍受的迂迴走線和紛亂地區。

俄羅斯眼見他國搶生意，恐怕不會袖手旁觀。美國撤離中東地區可能會令莫斯科更加大膽，美國在區內的傳統盟友都在為此做好準備。世上數一數二的紛亂地區可能會更混亂。

目前的戰爭帶來的短期困擾，或許會演變成長期問題。本人十分懷疑西方國家在對戰爭作出反應前，有否仔細考慮過這對其自身可能帶來的後果。燃料價格飆升，糧食短缺以及必要礦產的供應受阻正在影響全球，非洲部分地區以至其他地方可能會出現饑荒。

事實上，我們的自然生態和經濟生態都頗為脆弱，幾乎容不下任何差錯。試想，若此時世界任何一處發生重大的自然或人為災害，例如地震、海嘯、蝗災或核電站事故等，會怎麼樣？環境惡化已經在各地引起問題，例如極端天氣、乾旱、洪水、森林火災等等。上述的戰爭後果會加劇，全球經濟很可能會瀕臨崩潰。本人不認為這是捕風捉影，我們不能掉以輕心。

饑荒或燃料短缺，經濟崩潰更不用說，都會引發能令政府垮台的暴亂，一向如此。歷史上的革命往往就是這樣開始的。這些問題也會引發大規模的人口遷移，就如2015年大批難民從中東湧到歐洲那樣。這次很可能發生的遷移，是從非洲經地中海進入歐洲。

我們這些在東亞或美洲生活的人可能會倖免於難民遷移的影響，但俄烏戰爭的其他影響會以別的方式傷及我們，我們也免不了受害。通貨膨脹加劇便是其一。

過去數十年，大多數主要經濟體都大量印鈔，這本身就會引致通貨膨脹。但俄烏戰爭加劇全球物價上升，是這場戰爭爆發前我們誰也料不到的。我們在1970年代和1980年代初不堪回首的問題難免會重現。

幾乎沒有國家能夠承受通貨膨脹。應付通貨膨脹須提高利率，企業會因而受影響，若政府負債太多，其國家也會受影響，美國正是個例子。僅僅是利息支出便會消耗大部分國庫收入。誠然，美國聯邦儲備局總是可以印更多鈔票出來，但這個遊戲不能無限期地繼續下去。美元貶值遲早會令全世界失去對美元的信心。

通貨膨脹是歐洲特別關注的問題。許多西歐國家非常依賴俄羅斯的天然氣。無論情願與否，不從莫斯科購買天然氣無異於自尋死路，因為要找到替代來源一點也不容易，至少中短期內難以找到足夠供應。燃料短缺已經在加劇通脹，民眾會因而不滿，繼而導致政治不穩。

坦白說，許多歐洲人已經陷入一種集體歇斯底里的狀態。本人一位來自意大利、非常聰明的銀行家朋友，以及一位生活在法國、十分成功的高科技企業家都認為，俄羅斯最近的行為會威脅意法兩國的存亡。本人相信莫斯科無意亦無力入侵意法任何一國，而美國所領導的北約也不是紙老虎。然而，歐洲人的確心存恐懼，但這種恐懼並不理性。

本人認為，俄烏戰爭一俟平息，許多歐洲人就會幡然醒悟，看到他們現在的反應實無必要，甚至愚蠢至極。他們今天的許多行徑會長期影響自己以至全世界，其中有些覆水難收，甚或不能逆轉。損害已成定局。

除了烏克蘭和歐洲，還有誰是這場戰爭的輸家？貧窮國家、俄羅斯和美國。換言之，幾乎所有人！從大局看來，貧窮國家對世界的影響輕微。俄羅斯忍受痛苦的能力不能被低估，但目前她已被大大削弱。坦白說，俄羅斯在全球的經濟地位也不算舉足輕重。

美國的情況正好相反。由此可見，美國可能是最大的輸家，因為她可以輸掉的最多。試想想，美元的主導地位被削弱。如前所述，最重要的不是戰爭本身，而是以美國為首的西方國家對戰爭作出的反應。西方國家所要承受的痛苦是咎由自取的。

上述所有由俄烏戰爭引起的問題，會從根本上改變全球政經格局，這些影響會持續數十年。無論如何，中國都會大受影響，我們的業務也會如是。若管理層不慎重考慮這些問題對我們業務的影響，便實屬不負責任。

我們的主要市場中國會受到甚麼影響？俄烏戰爭令北京面臨急須解決的外交挑戰。她不想與美國或俄羅斯對抗，行事必須十分謹慎。據本人所見，目前情況還不錯。中國沒有屈從華府的壓力去譴責莫斯科，有朝一日可能會應呼籲，成為誠實正直的調解人，締造和平。若此事成真，西方應感謝中國。但就目前而言，本人懷疑華府是否希望迅速化解這場戰爭。

長遠來說，中國其實可能會得益。被削弱的俄羅斯將會比以前更需要中國這個龐大的能源、糧食和礦產市場。2014年，莫斯科吞併克里米亞，當時亦曾受西方制裁。在很短時間內，北京和莫斯科就簽署了一項談判經年但從沒達成的天然氣交易協議。莫斯科當時急需達成這宗交易，而她今天的處境更加嚴峻。

管理層面對如此巨大的變化，在重新考慮本公司的策略和營運方式時，不應忽略一個明顯而避談的問題，那就是美國打壓中國的瘋狂行徑。許多人都指出，烏克蘭和俄羅斯只是插曲，美國真正的目標是中國。

在這方面，西方國家對當前戰爭的反應引發轉變，會迫使其政府暫時轉而處理更緊迫的問題，而不是與中國抗衡。例如，華府受國內通脹所限，考慮放寬之前對中國徵收的貿易關稅。過去數年，美國為了削弱中國作為世界最大供應鏈中心的地位，曾有意建立另一條供應鏈取而代之，但隨着美國國內物價上漲，上述主張的聲音已經沉寂下來。

受疫情影響，某些戰略性產品的生產線無可避免要回流。然而，要重新建立一個完整的供應鏈生態系統完全是另一回事。世上實在沒有任何地方可以複製這40年來中國在珠江三角洲和長江三角洲所建立的系統。要完成這一壯舉，需要一個高度積極和富具創業精神，且人數數以千萬、甚至數以億計的民族。這些人必須有相對較高的教育水平和高技術的勞動力，並得到政府明智的政策支持和配合。現時的系統也是沒有約束的全球化時代產物，很有效率，並為中國和世界各地的製造商提供最便宜的服務。

今時今日要建構一個涵蓋眾多國家、語言和文化的新框架，不但會大大降低效率，而且即使真能實現也需時數十年才能達到中國現時的水平。此外，成本之高會令人卻步，並會造成嚴重的通貨膨脹，即使西方國家也負擔不起；又或者說，在現今已出現通脹的環境下，或許尤其美國無法承擔。

以上種種並不表示中美關係會風平浪靜。西方國家對俄烏戰爭的反應提醒我們，絕不能低估國家的愚昧行為。此外，西方民主制度致使國家的利益在國際事務中往往被置於個別政客的利益之下。出於自私的政治理由——而政客都是自私的——例如面對即將舉行的選舉，國家的最佳利益往往被犧牲。

我們應該擔心台海局勢嗎？是應該的，而且跟北京可能採取的行動相比，本人更擔心美國政客會有何動作。美國中期選舉臨近，風險尤高。即使我們今年能安然度過，明年美國便開始為2024年的總統選舉做準備，目前還看不到危機何時會結束。就中美關係而言，只能寄望俄烏戰爭的影響能稍微轉移雙方視線。但就全球和平而言，該戰爭也並非大家所樂見。

對於國外的形勢，本人關注的最後一點是美國國內的不和諧。美國社會自1865年南北戰爭結束以來，大概從來沒有像如今般分裂，社會和政治上的分歧正在蔓延。鑑於美國所扮演的全球領袖角色，其國內這些問題必然會影響全球。我們設想一下，美國可能會再次踏上孤立主義之路，即其立國之初的信條。到時全球格局都會改變。

這就是我們和其他大企業現時所面對的外部環境。有些問題在俄烏戰爭爆發前便已存在，有些則是該戰爭所帶來的後果。全都是嚴重問題。

此外，令人憂心的還有國內的事。內地處理疫情的方式讓全世界困惑。最近上海的疫情防控措施足以說明一切，此舉的經濟後果十分嚴重。本人已詳細探討過此事，在此不贅。

過去30年，無數不同年齡的商人和專業人士湧進中國，以致富為目標。當中大多數人無悔當初；坦白說，很多人愛上了這個國家。直到最近，本人都甚少聽聞其中有人因社會或政治原因而離開。（當然，這多少有點偏頗。那些心懷偏見或因其他緣故而不喜歡內地制度的人，大概當初便沒有移居到中國。）如今本人卻首次得悉一些長居內地數十年的外籍人士有意離開。此事發生在北京日益被西方孤立之時，並非一個好跡象。

疫情的應對方式並非損害經濟增長的唯一因素，最近的另一個主要問題與住宅發展和一些項目的棄房斷供現象有關。許多房地產發展商快將倒閉或已倒閉。若處理不當，這經濟問題可能會擴散至其他領域。

過去16年來，本人每年都會出席在海南島舉行、其中一個中國最大型年度房地產論壇，並發表主題演講。（從2020年起，包括今年，本人都以視像形式出席。）本人的訊息始終如一、年年一致，就是現時住宅發展的業務模式難以持續。不知何故，論壇主辦機構想本人每年都重提一遍。人人都點頭稱是，但聽而行之的則寥寥無幾。他們同意本人的論調，卻不願加以跟隨。本人在此函也不止一次談及類似觀點，警告樓市泡沫終有一天會爆破。

地產業若出現災難，往往要由銀行來背黑鍋，各地皆然。由於中國大多數主要銀行都是國有的，北京政府可能有一天不得不為其買單，經濟增長從而會進一步被壓抑。

本人反覆提問的是：為何政府會容許此事在泡沫已經極大時任其繼續？本人明白，從賣地到融資、從建築到室內設計，房地產都是推動經濟發展的強大動力。房地產投資總額直接佔國內生產總值約13%；若包括其相關產業，這個數字更達30%。或許北京不想讓這音樂椅遊戲結束，於是讓它繼續下去。但正如這兒童遊戲那樣，音樂早晚會停。

誠然，從財務角度看，政府並非沒能力處理這問題。但泡沫越大，對經濟的影響就越嚴重、越持久。音樂似乎已停，有些發展商會破產。

正如本人之前在此函中解釋過，就地產業而言，失業應該不會是嚴重問題；地產項目可由新的持有人，例如持債銀行，繼續下去。對政府而言，造成更嚴重問題的是房產買家的不滿。

恒隆幸好沒有涉足內地的建房業務，所以沒有因現時的亂況而直接受損。不過，觀乎經濟被拖慢的程度，我們的業務會間接受到影響。

那麼，恒隆管理層應如何應對上述種種國內外的問題？接下來的六至12個月，我們會非常謹慎。我們將採取一切預防措施確保財政穩健，加倍仔細地審核任何重大資本支出。現時實在有太多不明朗因素，除極少數情況外，不宜開展重大投資項目。俄烏戰爭爆發以來，風險溢價已劇增，我們要爭取時間，觀察中國和世界，看看局勢將如何演變。現時應審慎行事，不應冒險求勝。幸好，我們財政穩健，應能抵禦幾乎任何衝擊。

至於我們的長遠未來，本人經多番斟酌得出以下結論。放眼未來五至十年或很可能更長的一段時間，中國仍會像現在那樣，是最佳的投資地之一。相對而言，可以預期中國會保持社會穩定和合理的經濟增長速度。

除非中美關係陷入困境，尤其因台海局勢而起的爭拗，否則中國大概會保持相對和平。普遍預期，現任國家領導人會在第三個五年任期內繼續執政，今年稍後時間黨代表大會會作出決定。

純粹從國內穩定的角度來看，這應該是好事。畢竟，中國的最大憂慮從來都是國家穩定。改革開放總工程師鄧小平先生就不囿於意識形態，他有句名言：不管黑貓白貓，抓到老鼠就是好貓。中國這40多年來繁榮昌盛，全賴這種務實作風。李光耀先生直接或間接管治新加坡超過半個世紀。若他的總理任期受限於十年，這個島國絕不會像今天般繁榮。只要北京的領導人能維持國家相對穩定，經濟應會持續增長，人民的生活也從而得以改善。

由於是中央集權的政府架構，很多人總是擔心北京會犯下自己無法糾正或不願糾正的嚴重政策錯誤。光有正確的政策並不足夠，還得有明智的執行方法。有種說法是，病人未必會因病致死，卻可能會因藥而死。在中國，所有重要決策都由領導層制定；政策如是，相關的執行計劃也如是。換言之，領導層及其幕僚都必須見識淵博，但這殊不容易。

本人記得數年前的一起事件，當時政府高層官員開始干預股票市場。普通投資者都會知道這並非明智之舉，因為難以達到既定的目標，並可能帶來不良後果。但那些北京的高層決策者大概從未買過股票，所以對此不太了解，缺乏市場觸覺，自然也欠缺對市場必要的尊重。幸好，想必有人提醒他們危險將至，他們於是立刻糾正錯誤。

這事例反映了中國制度下固有的挑戰。儘管至今平安無事，但未來危險重重。畢竟，世界局勢正日趨複雜，箇中原因有二：一是科技發展；二是在這個相互關聯的世界中，國際關係變幻無常。我們只能祝願國家安好。

正如本人之前所述，中國制度猶如一個有心臟問題的人，而西方制度則猶如癌症患者。兩種病都足以致命，儘管致死的方式有異。前者可能安然度過一生，但隨時心臟病突發；後者終有一天或會死於癌症，但未必轉眼病歿，可能會拖上一段時間。

說回香港，本港經濟同樣面對種種挑戰。在2019年社會動盪中倖免於難的，都被本港為應對公共衛生威脅而不得不採用的方式所削弱。騷亂的餘波導致許多本地人移民，而過去兩年半因疫情而導致的局部封城也驅使許多外籍人士離開。然而，這些問題都可以稍後作部分補救。例如，我們可吸納內地專才移居到此。事實上，有些財力好、學歷高的內地人已因各自的緣故悄悄來港定居。儘管如此，本港經濟短期內仍充滿挑戰。

目前，香港的一般住宅市場疲弱，原因是經濟轉差加上人口外移。一般住宅樓市可能有一天會復甦，但就長遠前景而言，我們對其仍不感興趣。我們已經多年沒有涉足這個市場，本人認為沒有理由再踏足其中。畢竟，社會動盪平息後，土地供應早晚會大幅增加，樓價升幅會因而受限。

我們所涉足的豪宅市場則截然不同。本人已很久沒看到大批內地富人來港，上次大概是1950年代初，那時是因為內地政治變化，但這次原因不同。香港在內地同胞眼中，仍很有吸引力，即稅率較低、社會更自由、與世界各地的資訊流通更好、孩子可選讀的學校更多等等。看到最近上海的疫情防控措施，富人來港的決心就更堅定。當然，這些富人只佔內地金融精英的一小部分，但與全國其他地區相比，香港只是彈丸之地，而香港豪宅市場則更小。

世上並無完美的投資之地，每個經濟體都有其獨特的風險。中國內地改革開放以來，有40多年的良好發展，但1989年還是差點出亂子。任何企業能夠長遠熬下去的唯一方法，就是時刻審慎理財，如此方能撐過無可避免的周期性難關。我們現正再一次面對這種難關。

作為一家只在中國（包括香港特區）投資的公司，坦白說，我們的選擇不多。要在這行業審慎理財，我們一向保持負債率低，但這還不夠，我們還須在作資本投資決定時避免嚴重犯錯。進軍內地市場30年至今，我們都表現不俗，但有鑑於環球市道轉差以及中國經濟狀況不穩，未來一年應當特別審慎。管理層會採取一切必要的措施，助公司緩解任何危機。

本人32年來為中期報告撰寫此函，今次可能是預測全年業績最困難的一次，因為無人可知疫情會如何演變，或政府會如何應對。關鍵是：上海的疫情防控是否會重演？任何我們旗下物業所在的其他城市會否全面或局部封鎖？

一個合理的假設是，疫情在今年內不會結束，但政府也不會全面封鎖一個城市。所有人包括北京的領導人都因上海的經歷而嚐到苦頭，下次應該會處理得更好。即使如此，短期內仍難以全面復常，我們的業績會無可避免受以上種種所影響。

在那些多少已復常的城市，本人預期會有令人鼓舞的業績，上海無疑當在此列。事實上，銷售可能會出現強勁反彈。

大連恒隆廣場和武漢恒隆廣場應能保持強勢，兩者最近表現優異，主要並非由於外在的利好市場因素，而是可直接歸功於管理層的努力。大連恒隆廣場已蛻變為不折不扣的高端購物商場，過去一年獲很多頂級時尚品牌進駐，第二期的舖位正陸續租出。已開業16個月的武漢恒隆廣場也是如此，其租戶甚至包羅更多知名的時尚品牌。其所在城市面積寬廣得多，經濟也富裕得多，所以其潛力理應更大。

本人預期，無錫恒隆廣場和昆明恒隆廣場同樣再次表現出色。無錫的富裕程度確實令人讚嘆，本人確信其潛力還未被完全發掘，更好的業績可能會隨之而來。

在可見的將來，我們的兩個上海物業應該仍會是公司旗下的地標項目，本人預期未來一段時間會有穩健的增長，不過其主導地位會隨着我們的其他高端購物商場業務成熟而稍降。這是我們所樂見的發展。

次高端購物商場會表現不俗，但談不上亮麗。這類購物商場本質就是這樣，不過管理層也必須承認，還有很多改善的空間。濟南恒隆廣場正在提升檔次，未來一兩年內應會有令人愜意甚至驕人的業績。

經過約兩年表現優異後，我們內地辦公樓的業績增長可能會稍微放緩。不過，這些辦公樓現在是收入和盈利的重要來源，其租賃收入加起來比我們旗下的任何一座購物商場都要多，只比上海那兩座購物商場遜色，提供了非常穩定的收入。

與內地的情形一樣，我們的香港租賃業務在今年餘下時間的前景，會取決於疫情的演變和特區政府採取的政策。就目前而言，或許可以放心認為，下半年會與上半年相若。縱使自4月中旬以來，政府已逐步放寬堂食限制，但第五波疫情仍未過去。因此，租賃業務仍會面臨壓力，我們的香港總租賃收入或許尚未見底。即使如此，本人預計情況不會嚴重惡化。事實上，業務仍有慢慢回升的可能。

如前所述，由於不同原因，香港和內地的住宅市場目前都表現疲弱，這會影響我們原來的銷售計劃。由於住宅銷售並非我們的主要業務，本人認為這短期的淡靜影響有限。鑑於房地產本質上幾乎不會有過時產品，所以唯一的影響大概就是盈利何時入賬。

董事長

陳啟宗

香港，2022年7月28日