



眼光獨到

恒隆自九十年代起進軍中國內地，於二千年開始到二線城市發展，打造世界級的商業項目。二零一五年，隨著大連的恒隆廣場開幕及核心項目資產完成優化，恒隆將邁進更輝煌的時代。

君臨天下
香港



| 皇城恒隆廣場 • 瀋陽



| 藍塘道23-39
香港



董事長致股東函

業績及股息

與上財政年度相比，截至二零一四年十二月三十一日止年度的營業額上升百分之八十一，至港幣一百七十六億零六百萬元；股東應佔純利上升百分之五十，至港幣六十八億二千五百萬元；每股盈利相應上升至港幣五元四仙。

倘扣除重估收益的所有影響，除稅後基本純利躍升百分之八十七，至港幣五十七億三千萬元；每股基本盈利相應躍升至港幣四元二角三仙。

董事局建議派發末期股息每股港幣六角二仙，較上年度增加百分之一點六。如獲股東批准，截至二零一四年十二月三十一日止年度的股息總額為每股港幣八角一仙，較二零一三年增加百分之一點三。

業務回顧

本集團的主要附屬公司恒隆地產，成功售出君臨天下近乎全數餘下單位及浪澄灣一百五十一個單位。因此，本年度的營業額和溢利均甚為強勁。該兩個項目的邊際利潤皆超越以往所有銷售。

本人在過往函件中已闡釋香港樓價自二零零零年代中期開始飆升的原因，故不在此再作論述。直至現屆政府上任後，方採取了嚴厲措施遏抑樓價升勢。倘現行土地政策持續——此乃合情合理的推測——則供求遲早可達至平衡。



陳啟宗
董事長

鑑於過去十多年的土地供應偏低，現需時數年方能趕上，因此樓價暫時仍會繼續上升。然而，試想倘現屆政府過去兩年並無採取果斷行動，樓價會升至何等高位！

以總銷售價計算，消費者較能負擔較小型單位，因此市場對其需求特別強勁。這告訴我們，整體樓價仍處於高位，潛在需求亦依然龐大；但隨著供應量增加，樓價上漲總有一天可被遏止。樓價下挫是無人願見的，尤其是政府，但二零零零年代下半旬的樓價飆升亦絕不可取。事實上，其已帶來巨大的社會問題，須待樓市回復健康方能有助紓緩。

正正是基於相信政府將繼續撥亂反正（即供應更多土地），我們決定儘量沽售旗下已落成單位。邊際利潤已達至頗高水平，我們不應犯險錯失市場良機。現今的世界充滿變數，即使是他方的天災人禍，都可瞬間改變市場情況。把存貨套現獲利乃審慎之舉。倘情況許可，我們會進一步出售。

香港零售租賃市場有所放緩。二零一四年的本港整體零售額較上年微跌，此乃逾十年來的首趟。無可否認，內地旅客扮演關鍵角色。其人數雖持續攀升，但其在奢侈品的消費減少，這必然與內地反腐行動無休歇跡象有關。

最近香港出現一個令人不安的現象：有多宗涉及向內地人公然下逐客令的事件發生。此乃人性作祟，新加坡亦見同類事件發生。坦白說，這種偏見是不要得的。本地人和內地旅客的唯一分別是：前者較後者早晉身中產階級；不尊重別人是自貶身價。

香港人應謹記，每個行動都會引起反應。許多內地人已表示，訪港不再是如以往的愉快體驗。我們應弄清楚誰是香港的「主顧」。內地消費者確是主要的客群，讓香港得以基本上保持全民就業，人不該愚蠢至「自斷米路」。我們的經濟現已高度依賴內地及其旅客。

反之，內地對香港的依賴正日益減少。一項研究顯示，一九九七年香港回歸祖國時，內地經濟有高達兩成是與香港直接或間接有關，如今這個數字低於百分之二。倘我們不肯面對這些變化，實屬冥頑不靈。北京當然希望香港裨助國家經濟持續發展，但凡事均有代價；他們亦有其他選擇。

北京的反腐行動固然影響香港銷情，但其在內地帶來的影響遠遠更甚。我們部分租戶的零售額無可倖免受損，惟百貨公司的受創程度也許更深。當零售額強勁時，每位參與者均獲得生意份額，最低限度足以生存，少數如我等之強者則業務旺盛。當銷售放緩時，百貨公司作為遜一籌的零售模式或最受影響，這將不利於欠缺實力者。

數年前，有很多分析員問我購物商場與百貨公司孰優孰劣。本人對此當然有所偏頗，但仍分享了我的看法。我相信，作為奢侈品的的主要分銷商，百貨公司本質上較購物商場遜色。不論現時的窘境有否出現，百貨公司都會流失市場份額，雖則本人相信其不會完全消失。

過去一年，似乎愈來愈多資本市場參與者認同我的看法。本人記得在數年前，我們旗下一家購物商場開業後不久，附近的一家強大連鎖式百貨公司分店隨即關閉。

我們並不熱衷於在內地興建大量住宅單位以供出售；反之，我們只興建高端的住宅單位作為旗下較大型商業綜合項目的一部分。然而，前者可對我們的業務帶來影響。舉例，許多大型屋苑項目皆有零售設施。雖然這些社區購物商場與我們的區域性購物商場有分別，但仍會吸去一些人流。

內地住宅市場極為複雜。本人之所以略加評述，乃由於世界各地，尤其是西方的投資者，對其甚表關注。長久以來，一些分析員和機構投資者一直預言該泡沫行將爆破。他們認為，這是內地經濟面對的最大威脅之一，有可能令其停止增長。因此，許多外國投資者近年棄中國市場如敝屣，並熱切等待災難降臨。

本人並不認同這個看法；並非因為所涉及的金額不大，而是問題其實小得多，而且並非如大多數人所想般不受控。

以那些所謂「鬼城」為例。觀乎一幢幢過量建設的樓房十室九空，便簡單推斷住宅市場即將崩垮。當然，倘此情況在西方出現，市場定會崩塌。

這個結論忽略了數個關鍵因素。首先，在中國，大部分住宅買家的未償還按揭貸款甚少；許多人在購入時用現金付清樓款。當僅有少量或全無債項時，市場又焉會暴跌？

以山西省和內蒙古的煤炭富豪為例，據云該撮人持有大量空樓。他們累積了巨額財富，而國內可吸納此等財富的投資工具甚少。股市仍在萌芽階段；債券市場幾近不存在；保險及投資基金業尚未成熟；貴金屬交易受規限；而海外投資受嚴格的外匯規管。唯一可投放大筆金錢之處是購買房地產，有時整幢樓買，並且買入多幢。即使升值機會小，到頭來最少還有磚頭和土地。原則上，凡有錢投資的內地人均持相似的看法。

這些都是發達經濟體沒有的情況。投資專家用西方模式來判斷異樣的中國市場，甚有可能得出錯誤結論。

置業者那邊廂如是看，住宅供應商則另有章節，但帶出同一結論。主要為國有企業的銀行界，一直不願把現金短缺的高負債發展商破產清盤。正如我對政府內外的中國朋友所言，把這些人弄垮帶來的經濟和社會影響其實頗低。地產界並無過產之虞，強者可輕易收購弱者，不會造成失業。另外，可成立類似清理債務的信託機構來接管破產公司及其房地產。一旦市場復甦，該信託便可有序地出售這些物業。在各種方法下，可把社會情緒所受的負面衝擊減至最少，從而控制破產帶來的連鎖效應。



山頂廣場
香港

話說回來，從歷史標準而論，內地發展商今天的負債率並不算高。在去年最後三至四個月，潛在需求推高了成交量以至價格。正因如此，縱使首三季的市道放緩，地產業於年終的成交量和總營業額仍較二零一三年上升。

由是觀之，我不相信地產市場會出大亂子。倘這個看法正確，很多外國專家將大失所望！

另有一點值得關注。雖然在最後一季的市場復甦中，樓價並無顯著上升，但一線城市尤其是北京和上海的土地拍賣價均創出新高，而其他城市卻非盡然如是。本人早已留意這個現象，其情況類似美國的紐約市：曼哈頓物業的單位價格，長期高踞美國城市榜首；其價格於牛市時升得最多，於熊市時跌得最少；此外，地點愈好的物業，便愈是如此。北京和上海也會出現同一情況，它們像紐約市般是鶴立雞群的獨特都會。

前景

作為一般市民，本人斷難知道中國何時放寬其反腐行動，但無論是何時，我們所參與的奢侈品市場遲早會找到它的「新常態」。這新水平可能較二零一三年前的全盛時期為低，我們要有心理準備。然而，可以肯定的是，市場將從該處恢復增長。

中產階級在過去二十年的崛起，委實驚人，而這個趨勢還將會持續數十年。部分原因是城鎮化快速向前的步伐。單是去年，已有逾一千八百萬人從農村遷往城市。根據一項研究，二零一二年中國的中產階級人口為二億三千萬人，而這數字預期到二零二二年將增至六億三千萬人；也就是說，在經濟階梯上，有數以億計的人正往上爬。當他們向上遞進時，其品味和需求將同時提升。現時全國十三億七千萬人口中，逾五成四為城市居民，彼等大部分人遲早將成為我們旗下購物商場的顧客，光顧如上海的港匯恒隆廣場等同級的購物商場，而少數將升級至成為上海的恒隆廣場級別的顧客。當消費客群如此巨大時，縱使只有一小部分在我們所在的城市，數量亦已相當可觀。

香港方面，租金收入升幅可能與回顧年度相若或稍勝一籌，本人並不預期市場有特別可喜或難熬的消息。由於我們過去兩年已著手優化旗下多項物業，因此彼等的租金收入可望改善。

只要香港住宅市場保持強穩，我們便會出售更多已落成單位。現時勢頭良好，但我們可否大展拳腳仍屬未知之數。我們將繼續捕捉市場時機，爭取最大利潤。

過去數月，董事局有許多人事變動。非執行副董事長殷尚賢先生及獨立非執行董事鄭漢鈞博士均已表示，不擬在恒隆集團於四月二十九日舉行的股東週年大會上重選連任。本人暨董事局同寅，謹此衷心感謝兩位多年來的服務。

朋友稱殷先生為S.S.。他於一九七一年加盟恒隆集團的前身機構恒隆有限公司，出任執行董事。一九八六年當我們的創辦人離世後，時任董事總經理陳曾燾先生接任董事長職務，S.S. 晉升為董事總經理。一九九二年S.S. 退休，並擔任非執行副董事長至今。

S.S. 具有銀行家資歷，彼與其後接任董事總經理一職的袁偉良先生攜手，讓本公司安度一九八零年代中的困難時期並回復財務穩健。他對本公司貢獻良多，令人永誌難忘。

鄭漢鈞博士於一九九三年加盟並出任非執行董事。他是當時香港以至海外最傑出的結構工程師之一。彼於事業生涯後期積極參與公務，擔任包括立法局議員等多項要職。他曾出任多個政府委任的諮詢組織和教育機構的主席，並以出色才幹領導恒隆董事局屬下多個委員會。

本人欣然宣佈，董事局已委任兩位同樣傑出的佼佼者——廖長江大律師及徐立之教授——擔任獨立非執行董事。彼等將於即將舉行的股東週年大會上向股東提呈競選連任，我們現正物色更多合適人士出任非執行董事。

廖先生是香港的資深大律師，也是代表商界的立法會議員，熟悉內地情況。

徐教授是香港大學的上一任校長。他是著名的生物科學家，在香港和內地參與多家教育及非牟利機構的工作。

最近董事局已制訂有關董事任期和年齡限制的準則，作為董事局未來運作的指引，此舉可進一步加強我們的公司管治。我們努力制訂出最切合本公司和地產業的董事局架構，亦同時明白到沒有一個絕對完美的模式。



Fashion Walk
香港

舉例說，非執行董事應保持「獨立」於管理層，使其可充分維護全體股東的利益。這是至關重要的。在這方面，我相信本集團現時處於高水平。

我們的提名及薪酬委員會可茲說明。它的成員全為獨立非執行董事，彼等擁有絕對的權力釐訂所有執行董事包括董事長在內的薪酬和花紅。這是我們自二零零零年代初期成立該委員會以來的一貫做法，其他地產公司是否奉行此舉實屬疑問。

設立董事任期限制是為了確保獨立性。然而，董事局的正常運作，均須符合數個條件，而獨立性只是其一。舉例說，服務多年的董事，長期以來累積了寶貴的知識和經驗；欠缺這個背景的新任董事，難以輕易獲得同樣深度和洞悉能力。此外，在某些情況下，一家正在經歷管理層變動的公司，其董事局實際上是穩定軍心的磐石。這是很重要的，一如董事的獨立性那麼重要。然則我們必須二選其一，還是可以兩者兼得？本人希望兩者兼得，至少能有多點獨立性和一些經驗。

囿於空論的人，看事物以偏概全，問題便會叢生。物理科學和數學是精準的，道德觀也應是絕對的。但管理和公司管治，像其他社會科學學科一樣，既非精準亦非絕對。它既是一門藝術也是一門科學，要持續成功，關鍵在於取得其適度的平衡。

我們所熟悉的現代企業和公司管治都是西方產品。這類機構是很有用的，值得所有商家學習；本集團為此悉力以赴。然而，沒有一個董事局架構或管治模式可稱十全十美，大家都應在這兩個範疇不斷改進。此外，一個模式有強處也有弱點；在一家公司奏效的，未必在另一家公司派上用場；各行各業的情況也不盡相同。

以部分人推崇備至的季度報告為例。向股東及時匯報固然是好事，但亦可滋生短視行為；這個問題在管理層持股量少的公司尤其嚴重。操控季度業績甚至股價，成為司空見慣的做法，這確實是現行西方模式的弊端之一。

亞洲的大部分地區，由於有控股股東或家族股東，故可避免上述情況，雖則其本身亦有它的挑戰。問題不在於是否有這些股東，而在於監管機制能否有效地減少違規情況。儘管未盡完善，但是香港的資本市場在這方面表現不俗。在某些範疇裏，我們甚至比紐約證券交易所遠為嚴格。近期阿里巴巴的上市正好說明這點：香港不接受同股不同權的不公平做法，而紐約則接受。我們為此付出了巨大的代價——阿里巴巴為此決定不在香港上市。

又如董事局是否應獲授權，於有需要時可迅速發行一定數量的股份。對於此點，部分囿於空論而實際營商經驗少的人會反對。我們當然知道這項授權可能產生的問題——大股東攤薄小股東的權益，而這是不對的。在本集團的悠久歷史裏，我們從不作此舉，這點毋庸置疑。然而，本人仍然反對限制此等授權，皆因其忽略了市場現實。

在瞬息萬變的亞洲地產市場環境，機會可以突然湧現，亦可驟然消失。管理層必須擁有自主權，可於旦夕之間快速集資以掌握機遇，而配股集資可能是實現這目標的最適當途徑。我們當然應對集資額設限，但倘剝奪此項權力，屬於扼殺市場活動的過度監管。我們必須承認，過度監管可跟監管不足同樣帶來問題，並須從中取得平衡。

歸根結底，管理層的誠信是無可取代的要津，我們也致力在這範疇脫穎而出。就此，本人認為我們在市場和地產業內均鶴立雞群。

藉此機會，本人感謝所有股東對我們的信任，尤其是那些與我們共度長久歲月的股東。我亦要感謝眾多同事，他們一起努力不懈，把恒隆打造成為一家卓越的公司。

董事長

陳啟宗

香港，二零一五年一月二十六日

董事長致股東函之補充資料

致各位股東：

於一月二十六日舉行董事局會議及本人同日的最新致股東函後，本公司獲得兩位非常能幹的人士加入董事局。

張家騏先生是美國和加拿大認可的會計師，在會計行業、公司管理和投資方面，擁有三十多年經驗。他在晨興亞洲服務逾二十載，在區內包括中國內地從事投資。晨興是本人家族的投資機構。家騏出任本公司非執行董事。

鑑於兩位董事殷尚賢先生和鄭漢鈞博士行將退任，董事局欠缺服務多年的非執行董事。現任恒隆地產有限公司獨立非執行董事的廖柏偉教授，已答允加入本公司董事局，並預期當其恒隆地產董事任期於二零一六年屆滿時，彼將不會重選連任。記錄顯示，自一九九七年起，我們兩家公司沒有委任同一人擔任非執行董事；我們將繼續這個做法。

本人抱有信心，該兩名新任命董事將使本公司如虎添翼。

董事長

陳啟宗

香港，二零一五年三月十一日