



願景

恒隆上下擁有共同的願景，
並以「只選好的 只做對的」
為營運理念，致力為公司創造
更多成就。







董事長致股東函



業績及股息

截至2016年12月31日止年度內，收入躍升43%至港幣136.48億元。股東應佔純利增加16%至港幣37.13億元。每股盈利相應上升至港幣2.73元。

倘扣除物業重估虧損的所有影響，股東應佔基本純利躍升40%至港幣37.72億元。每股基本盈利同時增加至港幣2.78元。

董事局建議派發末期息每股港幣6角1仙，並將於2017年5月18日派發予於2017年5月5日名列股東名冊的股東。如獲股東批准，截至2016年12月31日止年度的每股股息總額為港幣8角。

業務回顧

舉凡任何有事業野心渴望在商界取得成功的年輕人，都應先問自己兩個問題：在這個全球化的世界上，我應該到哪個國家去？我應該投身哪個行業？

試想像，在第二次世界大戰（二戰）後，一位年輕的中國男子渴望擁有世界級財富。哪個地方和哪個行業最能助他達成理想？如時間快速轉到現在，以後見之明，答案頗為顯而易見。香港一定是最理想的城市之一，而房地產即使不是最佳，也會是其中一個最好的行業。

接下來引申出數個具有啟迪作用的問題。第一個是：「為何是香港而不是其他地方？」。第二個是：「為何是房地產業？」讓我先闡述第一個問題。基於種種原因，有些國家並不適合這樣的年輕人：如經濟發展缺乏前景、本地競爭激烈、簽證問題、語言和文化障礙，以及自身的教育不足等等。那些早年在美國、加拿大、澳洲、日本、西歐或巴西取得成功的中國人，只是極少數的例外，他們的財富亦難與那些在香港取得成功的人相提並論。

在我們身處的城市以外，真正富有的人主要身處東南亞和台灣。然而，每個地方都有其各自的問題。除新加坡以外，大多數東盟國家的貪污問題嚴重。我們實在不值得做違背良心之事，令自己夜夜難眠。中國人在很多國家的本地社區都是少數族羣，反華情緒甚至周期性的反華暴亂令人擔憂。

即使部分人在這些國家大展拳腳，但當地社會制度脆弱，可以使他們累積了數十年的財富，在1997年的亞洲金融危機中被摧毀。單是貨幣貶值已足以把大部分財富蒸發。例如，我有很多來自印尼和泰國的商界朋友，他們都發現自己早年賺來的財富現在只剩下小部分。

新加坡則是截然不同的故事。雖說她沒有上述鄰國的大部分問題，但她廉潔且能幹的政府極具權力，導致大型私營企業幾乎沒有發展空間。大部分有利可圖的行業均被國有企業壟斷。因此，要累積大量財富可謂難上加難。對整體社會而言，這或許並非壞事，但對上述背負鴻圖大志的年輕人而言似乎有欠理想。

個人而言，本人對台灣的商界領袖頗為敬重，特別是那些經營與科技相關製造業的商人。他們必須時刻緊貼最新的科技資訊，並具備超卓的管理技能，方可成功。且看台灣機場內的書店，那裏有大量關於這類題材的書籍。時至今日，在中國內地的機場亦普遍可見同一現象，惟香港機場獨缺！





董事長致股東函

然而，台灣本身也有相當的困難。與香港或新加坡相比，台灣的貪污情況更為嚴重，儘管不太明目張膽。舉例說，其灰色經濟佔總經濟的份額較大。同樣惱人的是，過去數十年間地方政治無處不在，深深影響經濟活動。社會被小圈子政治沖昏頭腦，因而變得愈來愈分化。凡此種種都對經濟不利。結果，台灣經濟已有一段時間停滯不前。歸根究底，問題並非源自經濟，而是政治。

猶幸，中國內地歡迎台灣商人。單在離上海不遠的蘇州地區，據說已有逾100萬台灣人在那裏居住和工作，他們主要經營自己的生意。誠然，中國內地有其自身的種種挑戰，惟其市場龐大，至少不像只有僅逾2,300萬人口的台灣般細小。事實上，假如台灣能對北京打出正確的政治牌，這個島嶼的經濟會更加繁榮。可是，台灣近年卻反其道而行，使其經濟慢慢走向死亡。

回說香港這個最適合有野心的年輕中國人在二戰後去建立世界級財富的地方。自廉政公署於1970年代初期成立後，嚴重的貪污問題已大大減少（大家應注意，貪污問題遠離一個社會，並不表示該處的人沒有貪婪之心）。感謝當時的殖民地政府，香港擁有亞洲其中最優秀的社會架構和制度，例如：公共管治、公共財政、基建、教育和醫療。私有財產權益受到尊重，而個人自由雖不算完美，但絕對可以接受。鑑於當時的英國政府並不允許，香港因此沒有地方政治可言。

一如我們的鄰近地區，二戰後的重建為香港帶來各種商業機遇。此外，香港具備與政治相關的獨特優勢。當中國內地在韓戰後對外封閉時，我們因而受惠。在1950至1980年代，每當中國內地出現政局動盪，香港的經濟便因祖國更需要我們而受惠。每次政治危機令入境移民數目增加，帶來大量湧入的勞動力與商機。同樣地，在1980年代初內地真正開放時，香港再次成為第一受益人。當然，在任何地方營商都有風險，但對上述的那位年輕人而言，沒有比這更好的有利環境！

結果，這期間見證着無數大大小小的財富被創造。即使在1980及1990年代受香港回歸祖國問題的衝擊，亦無損這股動力。唯一一次真正的挫敗是1983年發生的貨幣貶值。幸好，自此之後便制定了港幣7.8元兌美金1元的聯繫匯率，至今仍保持穩定。難怪很多香港人相信我們的城市是福地。

下一個問題是：前述那位來自內地的年輕中國男子在二戰後如果不從事房地產業，應該投身哪一個行業？貿易是其中一個選擇，但每宗交易能賺取的邊際利潤微薄，難以累積巨大財富。同時，相關的風險亦不小，只有極少數人能真正賺到大錢。

製造業本來是另一個好選擇，事實上，這個行業在1950、1960和1970年代一直興旺。直至1980年代初，上漲的工資和土地價格削弱了我們的競爭力。不管怎樣，內地於1979年起推行經濟開放政策，使製造業重現新轉機。由於內地地價及廠房便宜，很多製造商都將舊機器搬到內地，亦興旺了一段日子。但科技發展落伍阻礙了大部分製造商進一步發展，同時他們也沒有把生產線轉為生產更高增值的貨品。結果，大部分製造商只能維持小規模經營，在國際市場上微不足道。

與其他地方一樣，服務業需要龐大的市場來擴大規模。於1990年代內地經濟真正開放之前，並無此機會。而且，品牌營銷是服務業的關鍵所在，可惜只有很少數商人在這個範疇上表現出色。

航運業是當時另一個好選擇，惟它是一個周期性強的行業，而且需要銀行的大力支持，這對許多人來說未必能輕易得到。在二戰後的一段時期，世界上最大的船主都來自東方，包括香港。當中最成功的營運者終究也要依靠進軍本地房地產業務，才能成功把財富繼續累積起來。

若與其他行業相比，我們的行業有很多吸引之處。於50至60年前來到香港的內地年輕人，大概只接受過中等教育，但由於房地產並不是艱深的科學，任何勤奮且具備一定智慧的人都可輕易掌握。1990年之前的寬鬆政策，讓人能夠輕易加入這個行業。單位價格雖高，但往往可以得到按揭幫助。後者可理解為人們可以利用現有資金發展更多生意；前者則意味着只要價格略有波動，也會造成大賺或大蝕的結果。許多倖存的人通常都賺了大錢。

誠然，房地產屬長期資產，而蓋樓房需要多年時間才能完成。因此，周期性問題是無可避免的。可是只要人們在財務上不操之過急，並善於把握周期，他們便不僅能在周期中生存，業務更可因此而變得興旺。





本人多年前已詳述，由於香港的土地供應長期短缺，形成地價波動的獨有現象。每次的頂峰都比上一個更高，而每次的谷底卻通常比前兩次的高峰更高。所以，即使任何人在最高價格時買入，只要能順利過渡隨之而來的谷底，他依然會賺大錢。相同的情況不會在西方等的成熟市場出現。

歷史見證着很多香港年輕人憑這個方法累積世界級的財富。恒隆是其中之一，而且在這行頭中頗成功。當資本和經驗都已累積起來，便能確保一個穩定的將來。即使在1980年代，因中英就香港回歸祖國談判而發生的嚴重市場動盪，也只有極少數大企業熬不過去。恒隆當時走過了崎嶇跌宕的困境，但就像其他大企業一樣，我們熬過來了。事實上，我們及後還在漫長的牛市中獲利。即使在經歷過1997至2002年的亞洲金融危機或2008至2009年的環球金融危機，該等大企業依然屹立不倒。部分企業更趁着下行市況，把握機會為股東創造更高價值。到此，這年輕人應已非常富有。

縱然坐擁龐大財富，這些企業現已創立了50至60載，正急切需要面對管理層接班問題。大部分企業的創辦人都已經離世或年事已高，有些就連第二代繼任人也幾近退休年齡。到目前為止，大部分企業的繼任交接看來都順利。家族繼承的爭議在某程度上是無可避免的，只要沒有嚴重影響公司表現，股東不必過分憂慮。

反之，下一代繼任人的能力才是真正值得關注的事。要創辦人的下一代締造能媲美其父祖輩的輝煌成就絕非易事；要第三代繼任人同樣表現出色就更具挑戰。不論是上市或私人的家族經營企業，這可能性都似乎不大。

另一個惱人的問題是，外在環境在過去數十年改變了許多。世界跟隨着經濟周期走，很少行業可以無限期地保持「炙手可熱」。香港的房地產於現時或未來數年仍然是最理想的行業嗎？無可避免的制度改變會否削弱這個行業的吸引力？即使這行業仍然具有吸引力，競爭形勢的改變會否減低昔日優勝者在今天取得成功的機會？無人應視這些問題的答案為理所當然。

讓我們暫時假設香港的房地產仍然是值得投身的行業。然而，大家應意識到市場上出現了很多新的參與者，他們或許會擾亂這個行業的秩序。

當然，有新人加入並非新鮮事，而且市場的主要參與者亦時有改變。舉例說，直至1970年末，英資企業主導了香港的營商格局。及後，殖民地政府明智地基於自身的利益，決定允許華商參與這場「大聯賽」，並開始容許曾經是「二等公民」的華商收購英資企業。

從那時起，本地營商環境出現兩股主要勢力：小部分剩餘的英資企業和嶄露頭角的大型香港華人企業。後者幾乎全部扎根房地產業務，而當時的政府部分基於政治理由推出高地價政策，的確令這些華人家族因而獲利甚豐。事實上，他們的業務規模部分已擴大了很多，甚至超越了最大的英資企業。

在殖民地政府完善執行的政策下，再加上一點運氣，房地產價格在1997年之前出現了驚人的增幅。其中一宗單位價格最高的交易就在當年6月30日成交，那天正是由英國管治的最後一天。

有人會懷疑價格在回歸後如何能持續，但價格的確持續了，縱使當時經歷了1997年7月2日亞洲金融危機衝擊，樓價仍上升至該年年底，我們亦在當時售出相當數量的商業物業，並獲得可觀的利潤。香港經歷最大的政治轉變之時，那年輕人仍繼續茁壯成長。

物業價格最高位出現於1997年12月和1998年1月，及後便受到亞洲金融危機影響而開始下跌。2002年末，當亞洲金融危機將近結束之際，香港（與大部分東亞地區一樣）遭受沙士襲擊。有人可能預計該年輕人的運氣已到盡頭，但倒不是。事實上，價格大幅度上升之勢才剛剛開始。

有賴當時香港特區政府推出的錯導政策，樓價自2004年重回升軌。除了在2008年環球金融危機時出現短暫的中斷外，物業價格因土地供應短缺持續上升。樓價最高位見於2015年9月13日，那天是恒隆成立55周年紀念日。樓價在2016年才出現調整，這無疑是現屆政府努力增加土地供應的成果。

正如本人之前所述，現屆政府面對的困難是缺乏可作建築用途之土地可售。上屆政府沒有預留土地儲備，因此住宅價格於2016年第四季再次攀升，並且很快創出新高。我們亦於當時出售剩餘的存貨，除了藍塘道的半獨立式豪華大宅外，我們幾乎於年內售出所有已建成單位。





自1970年代末、1980年代初華人家族企業開始興起，至今已超過35年。在經濟和政治上，於本地和海外皆發生了很多事情。對香港甚至世界來說，最重要的發展莫過於中國內地的崛起。她的影響隨處可見。數十年來超過10億人口的雙位數經濟增長，其影響無遠弗屆。不管怎樣，香港的房地產能獨善其身嗎？

香港沒理由不會繼續繁榮興旺。可惜的是，一如台灣，政治於1997年之後已成毒藥，嚴重地削弱我們的經濟發展潛力，並可能會繼續如此。不過，若與世界其他地方相比，我們的表現仍然是可以接受的。畢竟，只要擁有13.8億人口的中國內地保持社會穩定和經濟穩健，區區730萬人的香港可謂微不足道！我們對祖國仍有價值，縱然這價值自1997年後已大大減少。無可否認在20年前，大約20%的內地經濟與香港或多或少有關，但時至今日只剩下不足2%。不過從北京的角度來看，還是得到在「一國兩制」框架下的香港幫助比較好。所以，基於實際和其他原因，香港仍會得到好好照顧。

然而，我們的市民應認清事實：作為一個小地區和轉口港，香港經濟得以發展的原因，或更務實的說，我們的存在價值應該是服務鄰近大國。他們曾經是美國和歐洲，現在則幾乎全是內地。香港的大小、地理位置和歷史決定了這一點。

正如香港的整體情況已根本改變，我們的行業中亦有兩件事，有機會改寫這行頭。第一是土地供應，而第二則為來自內地的參與者。本人之前已談及這兩點，現在此加以闡釋。

不論原因對錯，香港數十年來一直忍受土地供應嚴重缺乏的問題。終於，現屆特區政府破天荒地做了一些事來改變。儘管糾正錯誤需要時間，因囤儲可建築土地需時，然而這項政策的改變是絕對正確的。除非隨後的政府不必要地改變這個做法，否則早晚會達至供需平衡。基礎經濟學理論告訴我們，樓價因此將很快變得溫和。這將成為現屆政府的一項重要功績。

就像大多數其他行業，房地產應該賺取合理而非過高的利潤。但基於上述的原因，我們的行業數十年來成為例外。長遠而言，樓價一定會回到合理水平。有利的情況不會永遠持續，香港房地產將由極盛回復正常。老實說，過去的二、三十年實屬反常。

也就是說，合理的良好機遇依然存在。本質上，我們的行業是一門周期性行業，能好好抓住周期便可獲得可觀利潤。此外，香港在回歸祖國後得到意想不到的好處，現在有這麼富有——實際上很多是超級富有——的內地人在香港購置住宅及商用物業。他們會讓我們的行業持續向好。香港和內地的政策無可避免會作出周期性改變，以鼓勵或限制此類購買。但我們仍然樂見有成千上萬的內地同胞都希望擁有我們的物業。

另一個歷史註腳：1997年之前，成功的商人備受香港社會的尊崇，但現在，跟世界很多地方一樣，仇富情緒正在升溫。其出現原因毋須深究，因社會風氣總有其周期。人類的天性主宰了這一點。但我們應該如何看待這些房地產巨擘？

首先，這些巨富賺取第一筆財富時的市場環境是非常開放的，任何人都可以加入。幾乎所有成功企業的創辦人本來都是一窮二白，他們憑着勤奮和智慧白手興家，努力向上。因此，第一代地產發展商依然值得我們敬重。正如一位著名的本地股市投資者兼記者曾經表示，他認為自己人生最大遺憾是沒有全心投身地產行業。這是他的個人決定，沒有事情阻礙他。雖然他亦累積了一定財富，但與他從事房地產業的朋友相比，只是九牛一毛。

有些人可能會指責那些朋友賄賂和勾結官員。這說法的確某程度上屬實，但我想不到世界上有哪一個新興經濟體的情況並非如此。在經濟發展中的某個階段，貪污是無可避免的。如前文所述，香港慶幸在1970年代初已成立了廉政公署，並在很大程度上解決了這個問題。人性所致，要徹底杜絕貪污是不可能的事，但與世界其他地方相比，香港已屬最廉潔的地方之一。

本人在此補充，這情況自1997年以來更見改善，最新的例子是幾位前政府高級官員和大商家被高調判監。這類情況在以前幾乎難以想像。

本人看來，評價這些房地產巨擘的正確方法有兩面。首先，他們是否已摒棄舊有貪污賄賂的方式與做法。很多都已經做到，但並非每一位；這是無可避免的。在這方面，本人為作為恒隆的董事長感到驕傲。本人可以安心的說，若以金錢去衡量，本公司或許不算最成功，但我們由始至終都是最合乎道德的。





另一方面的評價是看看他們對社會回饋多少。金錢捐贈是當然的但並不足夠。富有的人必須律己以獲得社會尊重。言行固然重要，但善舉必須源自真心。正如毛主席曾經說過，人民的眼睛是雪亮的。他們不會被愚弄——至少不會長久地被愚弄。

另一個可改寫局面的事與競爭形勢有關。由於單位價格極高——事實上是全球最高之列，外人要加入我們的房地產市場確實困難亦並不可取。過去數十年不少外國參與者曾經嘗試，但鮮有得到真正成功。現今主要的參與者基本上與三、四十年前的相同。然而，新的參與者可能近在咫尺。

在過去30年，很多國營企業已成為達到國際水平的巨企。部分已跨出自己本身的行業或中國本地市場，當中少數如銀行已在世界佔一席位，還有更多正準備展翅高飛。

他們大部分會首先進軍香港。畢竟，香港是中國的一部分，儘管與內地有所區別，這有賴於「一國兩制」的框架。鑑於他們有部分在內地已經營房地產業務，加上香港是一個開放的市場，他們很容易便成為我們的競爭對手。故此，除了部分內地發展商加入我們的市場外，我們也發現許多來自其他業務的經營者加入。在他們加入本地市場之前，我們並不知道他們的來歷，亦不知道他們對我們的市場是否有興趣。

過去數年本人曾多番大篇幅撰述，很多內地發展商在過去數十年已發展至極龐大的規模，其債務規模與他們的市值不相伯仲。在香港，他們面對的是一個新環境，若以單位數目來與內地市場比較，香港只是很小的市場——當中有數個內地發展商已建造了相等於香港全年落成住宅數目幾倍的單位——但其單位價格卻屬全球最高之一。由於他們在內地的業務龐大，使他們覺得香港這個「小」市場易於掌握，甚或微不足道。因而他們願意付出驚人的價格購置土地。

這令本人回想起，本地發展商於輝煌的1994至1997年間，也就是亞洲金融危機爆發之前，亦曾以不理性的超高價格購置土地。恒隆在1994年初停止購地，並受到揶揄，而其他本地發展商則繼續推高價格。房地產市場於1997年12月和1998年1月急劇下跌，他們皆上了沉痛的一課。這一趟，所有本地發展商都遠離市場，我們只從旁觀看內地商家如何自處。他們大概會認為我們是愚昧的，正如1997年以前其他人當時如何看待恒隆。只有時間可作見證。

利潤似乎並不是這些新參與者的主要考慮。他們加入我們的市場或許另有原因。一個較不陰謀論的觀點是由於現時銀根鬆動，儘管如此，他們願意付出的地價似乎超越了融資成本。即使他們不需要支付利息，亦難以想像他們如何賺取利潤。他們肯定知道一些我們不知道的事！

一個可能性是，他們會帶來一大批潛在的內地買家購置落成後的單位。內地發展商於海外地方如馬來西亞和澳洲等地興建物業時早已採用過這策略。他們能否在香港依樣畫葫蘆而取得成功仍是未知之數。儘管心存疑惑，我們姑且採取觀望態度。

因此，關乎本地發展商的問題是：「我們接下來要做甚麼？」一個很明顯的答案，是等待市場下跌。現在購置了土地的發展商在數年後出售有關單位時，他們便會感到痛楚。這是否意味着這些內地商家在這期間會繼續抬高價格？現時沒有人知道。雖然不太可能，但不排除北京會注意到這個被認為是對香港不利的現象，並阻止此種土地購置。否則，土地價格有可能持續上升。

然而我們都知道，土地價格與樓房價格沒有必然的關係。影響地價的背後原因可以與住宅單位的價格無關，土地價格暴跌不會自動令樓價下降。這只是心理上的連帶關係。假若如此，土地價格或許會再次吸引本地發展商。唯一的問題是，沒有人能夠肯定那一天將何時來臨。

當利潤暴跌時，現時的土地買家或會因感到痛楚而學懂。也許會，也許不會。有時候，參與者需要經歷多於一個市場周期才能學懂。而且，那時或許有很多在內地經營其他業務的集團加入香港市場。香港的地產市場從來都非常開放，資金可以自由進出。只要北京不限制內地資金流到香港，我們無任歡迎。不過，因有數之不盡的潛在參與者，這可能會從根本上改變我們的市場。

長遠來說，這對香港而言不一定是壞事。參與者數目增加應該會令高地價持續，政府庫房將非常充裕。如是者，我們的個人入息稅及／或企業稅率將可進一步下調。畢竟，為了加強競爭力，低稅率似乎是全球趨勢。收益上升將可減輕政府公共服務方面不斷增加的負擔，香港基本法規定特區維持低稅率體制，故政府因出售昂貴土地而獲取較高收益，將對這方面有所幫助。





那些以高地價購買土地的買家會怎樣？香港是一個自由市場，因此我們毋須操心。反而，本地發展商如恒隆的未來，才是我們關注所在。綜觀上述原因，藉着香港房地產發展而賺大錢的日子或快成過去，過往的經驗沒有為我們在其他行業發展做好準備。

再者，香港的發展商，甚至一般商家，通常都目光短淺。上文提及的二戰後期歷史創造了一批奇特的企業家。1997年前的數十載，我們生活在借來的時間和借來的地方。因回歸祖國而產生的不安感，令這些企業家希望在短時間內賺取大筆金錢，並於有需要時離開這個城市。當中的典型例子是其中一個地產界巨擘，除了其公司總部外，從來不擁有其他物業。像他這類人只會買地、建樓，然後出售。大家對1997年之後的香港前景深表懷疑。現在20年過去，雖然香港仍然繁榮興盛，但這種短視的心態依然根深柢固。

前述的那位年輕人現在應去哪裏和從事哪個行業？五、六十年後，同樣的兩個問題會再次困擾他和他的後代。

既然擁有大量金錢，他去哪裏都可以。很大可能，他和他的孩子會跟隨其他富裕家庭前人的步伐，成為被動投資者，利用金錢賺取更多財富。這絕對是合法的。唯一的問題是他現在擁有的上市地產公司的未來。他能否說服投資者，自己仍然能像在過去數十年一樣，在香港的地產市場賺取豐厚利潤？業務的持續成功是一大疑問。

有見中國內地經濟在最近數十年的增長極大，進軍內地房地產市場明顯是以上兩個問題的答案。本人多年前曾經撰述，住宅物業市場的最好日子或許已成過去。在過去二、三十年，我們看見很多大型市場參與者的冒起，有些現在更加入了我們的市場。假如內地不乏機會，為何要進軍我們這個細小得多的市場？此外，香港發展商如何能夠與這麼多的內地巨擘較勁？

唯一的出路是商用物業，尤其是高檔次的購物商場。在所有傳統的房地產類別中，工業大廈包括貨倉，是最容易被取代的。不論你擁有這一座還是那一座，通常都不太重要。其次是住宅物業，然後是辦公樓。最不可被取代的是零售物業，特別是高檔次的物業。即使只有一街之隔，或是在同一街道上的對面，都足以影響一個購物商場的成敗。

發展這些物業所需要的專業知識依次為——工業大廈為最容易，而高端購物商場最講求專業知識和經驗。管理這些物業的難易度亦是相同的排序。由於此等原因，本人相信最適合香港發展商在內地發展的是高檔次零售物業的業務。畢竟，內地在這方面的專業知識貧乏。

有些人說內地的購物商場供過於求，惟這是單看表面和盲目參看數據的說法。只要細心觀察，你便會很快發現在每個城市中，最頂級的一兩座高端購物商場享有高端貨品零售份額的最大部分。因此，它們的租金遠比其他購物商場為高。所以關鍵是要成為任何城市中的兩座高端購物商場之一。這正是恒隆自1992年起奉行的策略。

本人過去亦有撰文提及在這方面的成功關鍵，就是本人稱之為高端零售物業的房地產基因，即地點、規模、設計和建築。簇擁這些便成功在望；忽視這些便幾乎注定失敗。

過去25年，慶幸恒隆一直恪守這一策略，並貫徹執行。或許有同樣甚至更佳的方法，惟我們至今仍未發現。與恒隆類同的香港地產企業都必須尋找屬於自己的方向。無論如何，恒隆已確立前路。我們相信，只要妥善執行策略，我們將能持續為股東創造更高價值。

一個合理的問題是：香港在2004年後從沙土中恢復元氣，我們有否錯失建造住宅物業的機會？某程度上是有的，因為我們當時正全力建蓋內地的商業物業組合。其時香港的地價並不便宜，回報率可以接受但不算可觀。而且，當中涉及的風險亦令我們認為這不太吸引。

另一個可能性就是進軍內地住宅物業市場，正如某些香港發展商的取向。但內地的風險回報情況可能不及香港的可觀，我們亦擔心貪污問題。此外，與那麼多當地的巨頭較勁，看似雄心萬丈但其實是近乎愚昧之舉。

與1980和1990年代的香港情況相若，除非土地投標者已預計將來的樓價會比購地時高出很多，否則他不會獲利。政府拍賣土地屢屢創出價格新高。假如投標失敗，你會不開心；但假如成功，你真的要開始擔心。有一位內地發展商曾經對我說，如果他沒有在瘋狂的高價下購置土地，他的業務會因為沒有原材料而立刻結束；但如果他現在購地，業務可能會晚一點結束。選擇很明顯：閉起雙眼，全身跳進去！





另一方面，我們在內地的策略應該儘早執行。假如市內的最佳商業用地被其他發展商投得，我們幾乎不能在當地找到同樣優質的土地，甚至會被迫放棄在那個城市發展。因此，早人一步加入市場是關鍵。也就是說，我們並不後悔自2004年起投入發展內地的項目。

在總結這部分之前，讓本人概括我們過去數年的業務表現。把握香港樓房價格於2016年最後一季的升幅，我們售出大量已建成的住宅單位，獲得非常可觀的利潤。我們亦開始出售藍塘道的半獨立式豪華大宅，價格令人滿意。

我們在香港的租賃物業表現可以接受，收入增加5%。內地物業組合的收益以當地貨幣計算增長2%。但由於人民幣貶值6.1%，因而令我們錄得4%跌幅。內地的物業重估虧損抵銷了香港的部分收益。類似2015年的情況，由於人民幣下跌，我們面對嚴重的換算匯兌虧損。

總括而言，股東應佔基本純利上升40%，每股基本盈利亦相應增加。倘扣除物業重估虧損，股東應佔純利上升16%，每股盈利上升15%。

前景

我們現需努力實踐過往行之有效的業務策略，這亦是過去數年我們致力重整管理層的原因。我們現已脫胎換骨。你們的管理層深信，如果業務策略能妥善執行，風險就會減低，同時能獲取豐厚的潛在回報。

集團在首30年（1960至1990年）奠定了堅實的基礎；在往後的25年（1991至2015年），我們重整了業務方向，在內地站穩陣腳；現在第三代領導層要把業務策略充分落實，從而獲取財政收益。在董事局，尤其是幾位服務多年的獨立非執行董事的直接監督下，我們的繼任安排進展順利，這是一項持續進行的工作，沒有確切的期限。儘管如此，關鍵要素經已就緒。

恒隆擁有逾56年歷史，卻先後只有四位董事總經理，第一位是陳曾熹先生，他協助集團創辦人兼前董事長陳曾熙先生管理集團業務。陳曾熙先生於1986年與世長辭後，陳曾熹先生接任為董事長，而當時的執行董事殷尚賢先生則擔任董事總經理。本人於1991年1月擔任董事長一職，殷先生旋即成為副董事長。當時的財務董事袁偉良先生則獲擢升為董事總經理，直至2010年退休。然後陳南祿先生加盟集團繼任袁先生。

從歷史所見，本公司的領導層非常穩定。他們主要因年事已高或健康狀況而引退。陳南祿先生在本公司的歷史上是一個關鍵人物，他帶領公司致力擴充並強化我們的管理團隊。過去數年，我們在內地落成了180萬平方米的世界級商業項目，因此有需要擴充管理團隊。由於我們長期持有這些物業，故物業管理團隊成為公司持續成功的關鍵。

數據可說明一切。自2010年起，我們的員工數目上升了差不多一倍。內地租金收入由港幣25億元增至逾港幣44億元；香港則分別為港幣29億元及港幣39億元。這意味着本集團的持續性收入總額，在七年間從港幣54億元增至逾港幣83億元，溢利增幅亦非常強勁。

未來數年，本人預期租金收入會進一步增長，這主要來自內地的兩方面：源自租金調升及節省開支的內部增長，以及新落成的商業項目。除了新增的項目外，後者的進展頗為穩定。至於內部增幅，很大程度將視乎中國整體經濟復甦情況，特別是零售表現。其中奢侈品的銷售表現對我們尤其重要。

六個月前，本人對此表示樂觀，特別是對奢侈品的業務表現而言。今天，本人對前景更稍稍多加冀盼。經濟復甦雖不會突如其來，但應該可以持續。

我們的股東或者會關注全球地緣政治和地緣經濟情況，以及其對中國的影響。本人懇請閣下細閱同為今天刊登、我們的附屬公司恒隆地產的致股東函。本人在那函件花了不少時間分析政經局勢。簡而言之，本人並不過分擔憂中美關係，這或可說是世上最重要的雙邊關係。如本人推論正確，則中國經濟將可在相對和平的環境下繼續發展。事實上，所有分析皆指中國消費力上升，這對我們的業務有利。

為了準備集團未來的工作，並顧及管理層的傳承，董事局已邀請現年34歲的陳文博先生出任執行董事一職。本人26年前成為董事長前，亦曾擔任此職。文博在香港長大，直至完成高中課程，其後於美國南加州大學接受高等教育。他在紐約市一間非牟利機構短暫工作過後，於北京大學修讀中國語文，及後在上海加入核數及顧問公司畢馬威會計師事務所，後來轉至上海的滙豐銀行任職，2010年加盟恒隆集團上海分部。2012年調至香港總部，自此跟隨陳南祿先生工作。文博亦持有美國西北大學凱洛格管理學院與香港科技大學聯合頒授的行政人員工商管理碩士學位。





文博修讀大學本科時，已對商業產生興趣。畢業後的12年亦讓他累積所需工作經驗，為投身商界作好準備。他具備卓越的策略思維，並善於營運管理。他為人明智，善於業務決策，加上出色的人際關係，成為其最大優勢。

理想情況下，應該尚有數位新增執行董事，而文博只是第一位。無論如何，董事局應以非執行董事為主，尤其是獨立非執行董事。本人深信英式董事局架構普遍較美式優勝。我們一直遵循的管理模式基本上是以英式為藍本，但借鏡了部分美式元素，我們亦會繼續遵循這個模式。就讓本人在此簡單闡釋。

一般美國上市公司，其董事局主席是執行董事，且通常兼任行政總裁。財務總監則可能但未必一定出任董事局成員。因此，一個有15位成員的董事局當中，通常有13或14位為非執行董事，或稱為「外部董事」。如有一或兩位執行董事存心欺騙董事局，這是相對容易的事。本人熟悉的安然（Enron）事件，正正是一個例子。

在一個英式董事局，假如同樣由15位成員組成，通常有9至10位非執行董事及5至6位執行董事。人數較多的前者與高級行政人員的溝通機會遠較美國模式為多。畢竟在法律上，兩者均有平等的個人權利，在董事局享有一董事一票投票權，就像同事般平起平坐。這種架構讓非執行董事對公司有更深入透徹的了解，使他們能更有效監管公司及制定業務策略。

同樣重要的是，5至6位的執行董事更難以串通和欺騙非執行董事，類似「安然」事件的悲劇自然較少機會發生。因此，英國模式較為優勝，可有效避免美國模式的一些嚴重弊病。

英國企業的董事局主席多為非執行董事，這一點跟美國的不同。至於主席會花多少時間處理公司事務則因個別公司而異。據本人所知，通常介乎每周兩至四整天之間。無論如何，非執行董事主席和行政總裁之間的合作無間成為管理關鍵。否則，業務將受影響。這與美國模式一人同時擔任兩個職位不同，也許美國人的思維較不能接受權力分享。

值得一提的是，按本人經驗所見，英式董事局決策主要由非執行董事決定。原因很簡單：大部分提呈董事局的建議都來自管理層，因此在很多情況下，執行董事事前已有共識。餘下的工作只是由外部董事決定支持或反對建議。

然而，董事局管治架構也有一個混合模式，或許更適合一眾例如由創辦人家族為多數或控股股東的亞洲企業。直至不久以前，部分英國公司如上海匯豐銀行集團便奉行這個模式。換言之，除了主席為執行董事外，其餘均循上述的英式架構，這亦正是我們遵循的模式。

本人在很多場合已論述或談及上市公司由一個主要股東控股的可行性甚或可取之處。只要外在監管條例的規管與執行嚴謹如香港，公司有控股股東是極為理想的。集團家族通常會考慮業務的長遠發展，為股東創造可持續收益。最近西方國家很多見識豐富的機構投資者對於公司及機構投資者只側重短期利益非常關注。

亞洲公司的董事局通常有一位控股股東（但這也非亞洲獨有的），可有效處理這個問題。我們當然不可以在沒有主要股東的公司強加一個，但若一間公司已經有一個主要股東，是不應強行改變的。良好管治不是西方獨有的，正如差劣管治也不是亞洲專利的，只要外在監管條例的規管嚴謹便可。

以家族股東為主要的公司而言，一位家族成員出任董事局主席無可厚非。畢竟，公司業務的盈虧對他們影響最大。如此人具備公司的行政管理經驗，更能勝任主席一職。

作為公司的首領，主席的職責大多專注業務策略，並與董事局溝通，公司日常管理事務則交由行政總裁處理。不論主席或行政總裁均可為面向公眾的人物。日常營運決策由行政總裁主理，當涉及一些不需提呈董事局的重要事項，兩人會共同商議決定，而主席擁有最終決定權。

為了運作暢順，兩位最高級行政人員必須互相尊重。主席須保持開明態度，讓行政總裁有更多空間管理公司。若然主席無意下放一定權力，為何要重金禮聘行政總裁呢？又有哪位有能之士願意在只有責任但無權力的情況下擔當行政總裁？公司倒不如將主席和行政總裁兩個職位合而為一。



恒隆沿用這套管理模式半個世紀，而且行之有效，本人看不到改變的理由。西方國家，尤其美國，傾向主張一體通用的單一管理模式。適合我的東西必然也會適合你，諷刺的是，如美國這樣一個領導多元世界的國家，卻鮮有尊重或懷有胸襟去尊重彼此差異，包括文化差異。同時，很多西方模式正陸續浮現嚴重的弱點。

投資界應允許各種實驗模式，只要其符合良好管治的基本要求，如保障少數股東利益和保持透明度。事實上在過去數十年，恒隆地產多次獲投資界評選為行內最佳企業管治公司，足證我們的管理模式奏效。

在總結之前，讓本人言歸廣為股東迫切關注的議題：我們的市況。雖然中國內地經濟正在改善，但本人認為經濟尚未完全走出困局。個人消費或會在未來數月進一步改善，若然屬實，我們也樂見此象。不論外在環境如何，本人預期我們在上海以外的零售物業在營運效率方面會不斷提升。毫無疑問，這種優勢假以時日將可轉化為更高的租金收入。

我們兩座位於上海的購物商場的表現可能有所不同。上海的恒隆廣場主打奢侈品市場，業務表現持續良好。而上海的港匯恒隆廣場的業務可能稍為放緩，這全因其剛剛展開的資產優化計劃所致。近30%的空間將暫停營運，而剩餘空間的租金增幅亦不能補償短暫的租金損失。但長遠而言，資產優化計劃是必須的，我們將全力以赴，把負面影響減至最低。

內地辦公樓方面，我們在上海以外的辦公樓將繼續以合理租金出租。這有助下層的購物商場增加客流。

我們的建築團隊將繼續十分忙碌。昆明的恒隆廣場及武漢的恒隆廣場同處於建築上蓋工程階段。這兩項工程均稍有延誤，我們會盡力趕上進度。

無錫的恒隆廣場第二座辦公樓，以及瀋陽的市府恒隆廣場辦公樓頂層的酒店改建工程將會按計劃進行。我們亦正與無錫政府商討有關轉移無錫的恒隆廣場毗鄰地塊的事宜。該地塊正是我們購置無錫的恒隆廣場土地後不久購置的。

我們將繼續增加內地的土地儲備，能否成事縱難以預計，但我們持樂觀態度。我們會一如既往，集中發掘經濟蓬勃的二線城市。

香港的經濟將平穩度過。可是，地價被內地企業大幅推高，使我們於可見將來的購置土地計劃徹底受挫。

本人未見本港零售銷情有回升跡象。我們只望能維持近年的租金增長率，坦白說這是一項挑戰。

幸運的話，我們將多出售數間藍塘道的半獨立式豪華大宅。正如市場所知，我們只會在價格具吸引力時才放售。我們餘下的物業組合或有望於本年售罄，預期所得溢利將再次令人滿意。

溢利總額會否超越去年，要視乎物業的銷售數量。去年12月「售出」但於本年1月才簽訂買賣合約的浪澄灣單位的交易，只會在今個年度入賬。

長遠而言，我們仍要依靠租金收入來增加我們的溢利。香港的物業組合業務穩定，而內地則會是業務增長來源。縱然增長需時，本人對業務前景大感振奮，前路將一片光明。

後記：傳統上，此篇半年一度的函件主要為股東及潛在股東而撰寫，但同時亦為集團員工而撰寫，尤其是今年的函件。他們熟悉集團歷史及其所在市場尤為重要。適當地閱讀歷史是洞悉未來的不二法門。本人亦衷心期盼，在回顧集團一路走過的高山低谷（有喜亦有悲）時，我們會時刻提醒自己必須堅守集團的價值及企業文化，使集團繼續繁榮昌盛。於所有硬性和軟性資產背後，我們是一個有靈魂的集團，為一切注入源源不絕的活力。

董事長

陳啟宗

香港，2017年1月26日

