

# 董事長致股東函



陳啟宗  
董事長



## 業績及股息

儘管2019冠狀病毒病疫情持續，但截至2021年12月31日止年度的租賃收入創本公司歷來的新高，錄得港幣109.19億元，較去年增加15%。年內並無物業銷售收入入賬。

股東應佔純利為港幣25.89億元（去年淨虧損港幣15.41億元）。每股盈利為港幣1.90元。

倘撇除物業重估的所有影響，股東應佔基本純利上升6%至港幣29.91億元。每股基本盈利相應上升至港幣2.20元。

董事會建議派發末期股息每股港幣6角5仙，於2022年5月19日派發予於2022年5月4日名列股東名冊的股東。如獲股東批准，截至2021年12月31日止年度的每股股息總額為港幣8角6仙。

## 業務回顧

我們現今身處的環境困難重重。疫情仍在世界各地持續肆虐，而香港現正經歷第五波爆發。即使中國內地至今遏制疫情做得非常出色，但新變異病毒株仍會零散出現。中美關係的前景依然非常不明朗，對世界的影響仍是未知之數，但中國的奢侈品消費市場仍是綠洲，令我們可以交出令人頗為滿意的業績。

雖然內地的整體個人消費並不強勁，但高端時尚產品銷情卻很好。這不限於本人所指的一線奢侈品大都市——北京和上海，其他地方亦然。（就我們的業務範疇而言，廣州和深圳的市場規模跟杭州和

成都等其他頂尖二線城市相似。）除了少數例外，在我們擁有高端購物商場的其他城市，即無錫、瀋陽、大連、昆明和武漢，銷情都十分暢旺。

我們的高端購物商場租賃收入上升30%，而租戶銷售額則攀升55%。相比之下，我們三座次高端購物商場這兩項指標分別增長2%和20%。六座現有的高端購物商場（不計2021年3月開業的武漢恒隆廣場）的租賃邊際利潤率、租出率和平均單位租金都有上升，連三座次高端購物商場也大致亦然。我們的高端購物商場中，除了上海港匯恒隆廣場，全部的租用成本都處於歷史低位，而按租戶銷售額計算的租金佔比則非常高。換言之，續租時我們租金上調的空間很大，次高端購物商場的情況則不一樣。

香港的零售租賃方面，租戶銷售額有改善，但仍低於2019年疫情前的水平。本年度租賃收入下降7%，但正朝好的方向走。2021年下半年的租賃收入與前一年同期大致相同。去年下半年的租賃收入與上半年相比上升2%。租賃邊際利潤率和租出率也略有上升，儘管單位租金和租金上調依然疲弱。

辦公樓的租賃收入縱使去年上半年略有好轉，但仍然缺乏動力。隨着國際企業外遷，這個板塊不會強勁。

去年沒有錄得物業銷售溢利。去年年中售出藍塘道大宅的利潤，於本季末完成交易後即可入賬。

各地的項目施工進度大致如期，只有個別情況稍有延誤。

淨債項股權比率仍相對較低，為22.3%。近30%的借貸總額（包括可用信貸額度）獲歸類為可持續金融，較前一年的11%高。

我們的總租賃收入創新高，是本公司史上首次突破港幣100億元，達港幣109.19億元。除非我們決定大幅減持投資物業（現時預計不會這樣做），否則在可見的將來，總租賃收入很可能會維持在100億港元以上。

### 展望

本人在同期刊發的恒隆地產《董事長致股東函》中，提到本人對三個可能會影響我們業務的外部問題的看法，這些問題都可以很棘手：北京最近關於共同富裕的宣言及相關政策、許多內地房地產發展商的財務危機，以及香港處理疫情的方式及其經濟後果。如欲閱讀相關討論，請讀者參閱載於本公司網站的恒隆地產《董事長致股東函》。本人下文會總結一下，再略加評論。

簡而言之，共同富裕是由來已久的政策，至少可遠溯至1978年由當時最高領導人鄧小平先生提出的改革開放政策。就如各地一樣，政府總是在財富的創造與再分配之間費心。例如，美國從19世紀中南北戰爭後至1920年代的經濟繁榮時期，財富迅速累積，許多社會弊病往後浮現，所以才有1930年代的「羅斯福新政」。及至1980年代初，美國總統列根的政策再次右傾。現在美國貧富差距懸殊，加上一系列相關的社會問題，若未來數年社會發生變化，包括可能出現嚴重反彈，本人不會感到意外。

中國會走自己的路，但目標與各國一致，就是共同富裕。共同富裕並非平等富裕。從1950年代到1970年代，中國受過共同貧窮之苦，深知該避免甚麼。的確，在沒有提供稅務優惠的情況下，北京大力鼓勵超級富豪以慈善方式自願地分享部分財富。坦白說，這種社會做法並非壞事。美國用財政優惠把這做得不錯；歐洲做得不多，因為一般稅率已普遍比美國高許多。中國要找自己的方法。

正如本人在不同場合曾就此議題發言，坦白說很多中國企業家對回饋社會都非常慷慨。其實，一個經濟體在如此早期的發展階段，便有這麼多超級富豪已捐出或承諾捐出全部財富，實屬罕見。不用說，還需很多人要以此為榜樣。

那麼，「共同富裕」是甚麼意思？把較低經濟階層的民眾，提升至符合國際標準的「中產階級」。要實現共同富裕，財富再分配或許不及社會階層流動來得重要。未來數年，若北京就此公布更多政策，本人不會感到意外。這意味着一定要增大經濟規模。幸而，中國的經濟規模和發展已達到一定水平，國內經濟活動足以取代部分從前主要靠出口和公共投資帶動的經濟增長，亦即是北京在2020年提出的雙循環政策。

本人對北京整改互聯網平台公司和私人教育機構的看法，請參閱恒隆地產的《董事長致股東函》。

多家內地房地產發展商接連遭遇財困，實屬預料之內。本人曾屢次提醒危機已迫在眉睫，次數或許比外面大多數商人要多。本人到美麗的海南島出席年



度房地產會議發表主題演講時，就曾多次觸及這個議題。因此，內房出現危機不足為奇，只是不理解何故北京沒有早一點採取行動。

雖然如此，內房財務危機衍生的財政及相關社會問題，全都在中央政府的處理能力範圍之內。有些專家說這是場金融海嘯，無異於雷曼破產對西方經濟體系造成的衝擊，這說法實屬無知兼嘩眾取寵。過去20多年，西方認為並一再指出中國金融體系有危機，這些觀察大多是對的。但因為這些人不認識中國制度，包括中國的文化和社會，往往對事件成因、過程和很可能出現的結果都缺乏基本的理解。當這些問題退卻而且對社會並無不利影響時，這些所謂的專家明顯沒有自我省察的道德勇氣，亦不會思考為何他們的末日論不成立。故此，他們只會不斷重複誤判。

這次內房財務危機對本公司不但無害，而且或許稍稍有利。本公司可不受牽連的理由很多。首先，我們的業務性質迥然不同。那些企業一般都是興建普羅大眾住宅的，而我們則是高端商業綜合大樓的發展商和管理者。他們建樓為了出售；我們建樓則會持有。他們的遊戲是追求規模和速度；我們的策略則講求質素和耐性。他們為了生存，以最高速度花大量金錢建樓；我們則長期持有自己的購物商場和辦公樓。他們的槓杆比率高得誇張；我們則維持低負債率。雖然大家做的都涉及地塊和建築，但產品卻南轅北轍。

為何他人的困境可能對我們有利？這些地產商已無力購置土地，很多都在掙扎求存，出售地塊予這些公司的市政府可能會庫房空虛。或許，有些如我們

般財政穩健的商業地產發展商可出手幫忙。幸運的話，還能以合理價格購得一兩塊心儀地塊。其實，這樣的機遇我們已把握過數次。

本人最後要論及的外部問題是香港處理疫情的方式。香港的抗疫政策與內地的密不可分。內地實行動態清零，而世界其他地方則傾向群體免疫。雖然香港經濟倚賴外界，但我們與內地的連繫不限於經濟，社會關係更是千絲萬縷。要知道，疫情前每天經深圳口岸出入境的人次，比北美最繁忙的口岸——來往美國聖地牙哥和墨西哥提華納——還要高出一倍。本人認為，這就是香港必須採用內地做法的根本原因。

換言之，香港不得不制定嚴格的檢疫措施，即實際上切斷與世界各地大部份的人員往來。我們為此要付出幾乎難以承受的經濟代價，更糟的是我們也未能讓人員自由進出內地。箇中原因很簡單。香港跟內地不同，我們很多市民過分自由，往往把個人意願置於社會福祉之上，港人的疫苗接種率就是明證。香港政府也缺乏能耐和決心去採取明智而堅定的行動。結果，政府那些考慮不周的政策事倍功半，也未能達到與內地通關的標準。相比之下，離我們不遠的澳門同為特別行政區，防疫工作卻出色得多。

內地是個龐大的大陸經濟體，即使與世隔絕一段時間，仍會挺得過去。香港則不然。香港是個細小但重要的轉口港和國際金融中心，無法與外界實際接觸會造成巨大損害。2019年我們經歷了七個月的

騷亂至年底，之後不久又遭逢這厄運。這些正驅使在港設有地區總部的國際企業遷離本港。不幸的是一些企業將會離場；事實上，有些經已撤走。

經歷了2019年的社會動盪和當前的防疫不力，香港已徹底改變。這不一定代表香港經濟會衰落；有北京出手相助，我們應該會安然無恙。但話雖如此，香港的本質會跟以往不同。或許這也在所難免，畢竟從未有過人試行過「一國兩制」。我們都只能隨遇而安。

我們很幸運，本公司在內地的業務正蓬勃發展。總租賃收入約有68%來自內地市場，而且佔比只會愈來愈大。除非有另一波疫情像2020年那樣嚴重損害經濟，否則香港的租賃收入可能已經見底，但不會有凌厲的回升。本人猜想，購物商場的表現會比辦公樓出色。



上海恒隆廣場

內地方面，我們旗下七座高端購物商場的業績會再度優於三座次高端購物商場。在2020年1月底至4月中這兩個半月，2019冠狀病毒病初次來襲後，內地經濟便強勁反彈，奢侈品銷售尤其出色，因為海外消費回流國內。

2020年餘下時間和2021年上半年，業務持續迅速攀升。到了去年下半年，一些我們有業務的城市受惡劣天氣和間歇爆發的疫情影響，形勢才嚴峻起來。一旦發現新的確診病例，當地的客流量和租戶銷售額便會立即下挫。地方政府無不當機立斷，出手遏止疫情擴散，每次都取得成功。因此，租戶銷售額以全年計仍錄得可觀增長。

儘管如此，最新的主流變異病毒株Omicron傳染力極強，下一次會在哪裏爆發，無人能料。未來數月，租戶銷售額大概會受此不明朗因素影響。可幸的是，本公司的優質租戶應該讓我們的租賃收入得到保障。但若疫情反覆來襲，便要看疫情被圍堵得有多快，否則租賃收入可能會在續租時受影響。不過，目前我們不會假定今年餘下時間會發生此事。

假如這方面沒有嚴重問題，我們的高端購物商場表現會如何？連續七個季度銷售表現強勁，基數已經非常高，增長率有點放緩似乎是必然的。本人預計，上海恒隆廣場會出現這情況。然而，我們其他高端購物商場未必會這樣。論持續而強勁的增長，應以大連恒隆廣場和武漢恒隆廣場最為突出。原因是在這兩座購物商場中，許多世界頂級品牌才剛開店，還有更多即將開店；增長似乎頗有可能會是雙位數，而且並非很低的雙位數。連上海港匯恒隆廣場、昆明恒隆廣場和無錫恒隆廣場都可能會錄得相當可觀的增長。因此，種種跡象都向好。



大連恒隆廣場

另一困局是，美國正帶領其盟友圍堵中國，中美關係無可否認仍十分棘手。每則西方流傳關於中國的報道都旨在抹黑中國。結果，投資者很容易受誤導，以為中國是「不可投資」的（這是某分析師在報告中確實使用的字眼）。他們將政治言論與客觀報道混為一談，現今西方幾乎無客觀報道可言。由於疫情影響，國際往來大幅縮減，投資者無法像以前那樣走訪中國。情況如此，有些人便乾脆不去費神或冒險，於是便可能很容易錯失良機；我們的購物商場就是其一。這可是他們的損失。

此外，還有那些了解中國消費主義擁有巨大潛力的投資者和分析師。他們是正確的，但當中有人擔心我們可能會面對激烈的競爭。這是杞人憂天，讓本人來解釋一下。

以上海為例，據估計總共約有2,650萬平方米的零售空間，總樓面面積至少達3萬平方米的發展項目有347個。未來數年，這組數字預計會達3,280萬平方米及417個物業。

我們有業務的其他八個城市（包括正在興建杭州恒隆廣場的杭州）可分為兩組。第一組的城市每個都有逾1,000萬平方米的零售空間，至少有100座購物商場，從大到小依次是杭州、武漢和天津。第二組各有820萬至420萬平方米的零售空間，購物中心數目為75至46座，同樣從大到小依次是瀋陽、無錫、昆明、濟南和大連。未來數年零售空間的增幅約為25%，但武漢和昆明分別為43%和46%。

## 董事長致股東函

本人在2017年恒隆地產的年度《董事長致股東函》中，闡述過先進經濟體中的人均零售空間。最高的是美國和加拿大，美國超過2.2平方米，加拿大為1.5。香港和新加坡等亞洲主要城市約為1.1。西歐國家則通常低得多，從英國的0.5到德國的不足0.2。中國當時低於0.3，但這個數字可能包括了中國內地所有城市。

如果只看我們有業務的九個大都市（同樣包括正在興建杭州恒隆廣場的杭州），去年的數字是0.84，從上海的1.06和杭州的1.04到濟南的0.57和大連的0.56。這個範圍屬意料之內，因為較富裕的城市能吸引更加多的投資。上海和杭州幾乎與香港和新加坡看齊，我們的其他城市則在0.70左右至0.90之間徘徊。由於這些內地城市的經濟增長率和薪資漲幅都非常高，競爭環境其實並不惡劣。然而，這些數字未能反映全局。

只看簡單的統計數字，很容易會忽略了本人多年前就在本函撰述過的一個重要的行業特徵，那就是：若以租戶銷售額和由此獲取的租金來衡量業績，

其分布會非常不均勻。首先，一般來說，高端購物商場數量很少，但利潤很高，原因是極少發展商知道如何好好經營，全國也許只有六個發展商有這種專業知識。其次，在同一個城市中，龍頭的高端購物商場幾乎總是佔據了大部份市場份額。只有北京和上海兩個超級大都市，才會有兩座甚或更多購物商場都能銷情暢旺。

在我們有業務的較佳二線城市，即無錫、昆明、大連和武漢，我們的高端購物商場都遠勝其他對手，只有一個城市例外。事實上，我們把最接近的競爭者拋離得愈來愈遠。換言之，我們正在擴大市場份額。租戶銷售額增加了，租金自然肯定會更高。當然，保持領先比從後趕上要容易得多，正因如此，本人對我們的未來充滿信心。

我們三座次高端購物商場的租戶銷售額也很可能有增長，儘管增速會慢得多。



杭州恒隆廣場



武漢恒隆廣場

今年最大的不確定因素仍然是疫情。據估計，變異病毒株 Omicron 傳染力強而不那麼致命。就遏制病毒傳播而言，這對清零政策並非喜訊，即使是動態清零也一樣。這可能會是一個考驗。

本人預計我們在內地的新辦公樓會像去年一樣，繼續以令人滿意的速度租出。

今年稍後時間，我們會致力預售公司在內地的第一批高端寓所，就在武漢恒隆廣場。之後，我們希望預售無錫恒隆廣場的單位，然後再過不久便推售昆明恒隆廣場中的「昆明君悅居」。

疫情也可能會影響施工進度，我們只能看情況盡力而為，因為這種事情非我們所能控制。

當然，我們會繼續覓地。數十年來，我們已經磨煉得非常純熟，能把握下行周期，讓自己更上一層樓。現在雖然困難重重，但我們對中國經濟，尤其奢侈品領域的長遠前景很樂觀，有可能再一次善用形勢而獲益。

在上述情況下，加上香港租金有望回升，只要疫情受控，2022年應會是我們豐收的一年。

董事長

陳啟宗

香港，2022年1月27日