



Fashion Walk 香港

FASHION WALK

MaxMara

DKNY



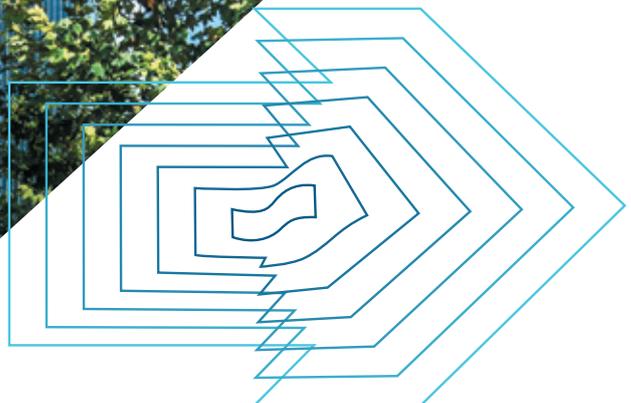
Olympia 6

恒隆广场

恒隆廣場 • 大連



恒隆廣場 · 上海



高瞻遠矚

堅守「只選好的 只做對的」的營運策略，恒隆放眼長遠的業務發展。由把握市場時機、地塊位置、建築設計，以至業務營運和人才發展，我們追求卓越，矢志成為備受尊崇的全國性商業地產發展商。



10 董事長致股東函



陳啟宗
董事長

業績及股息

截至二零一五年十二月三十一日止年度內，由於售出的住宅單位遠遠較少，營業額下降百分之四十七至港幣八十九億四千八百萬元。鑑於物業重估收益金額甚為有限，股東應佔純利下降百分之五十六至港幣五十億九千二百萬元，每股盈利相應下降至港幣一元一角三仙。

倘扣除重估收益、相關遞延稅項與非控股權益，股東應佔基本純利下降百分之五十六至港幣四十三億八千七百萬元，每股基本盈利相應下降至港幣九角八仙。

董事局建議派發末期股息每股港幣五角八仙，並將於二零一六年五月十八日派發予於二零一六年五月五日名列股東名冊的股東。如獲股東批准，截至二零一五年十二月三十一日止年度的每股股息總額為港幣七角五仙。

業務回顧

過去四分之一世紀以來，本人都會每年兩次親自撰寫此份致股東函。自十五年前開始，本人決定打破以往平鋪直敘的匯報方式。事實上，董事長致股東函是一個合適的平台與股東和市場大眾溝通，傳達管理層對經濟、地產業和集團策略的見解，我們應當竭力開誠布公。

近年，為免期末報告過長而中期報告過短，本人加強了後者的內容。這樣讀者每六個月便可從管理層獲知更適時的資訊，本人相信股東歡迎此舉。

出乎我們意料之外，上一份本人有史以來撰寫得最長的中期報告，甫公布後迅即在內地網上瘋傳。本人不清楚箇中原因，於我而言，評論中國經濟乃本人的一貫做法。本人的看法當然並非每趟皆準，但無論其為樂觀或悲觀，至少都是實話實說。此外，本人想指出：本人的函件主要是為股東和潛在股東而寫，而非普羅大眾。我們從未忽略此點。

值得重提的，是本公司和母公司恒隆集團兩份致股東函之分別。兩者的長期讀者都知道，本人在恒隆地產的致股東函多着墨於討論整體經濟和集團策略；而關於香港和內地地產業的分析，通常見諸另一份致股東函。

六個月前本人照舊如儀。雖然本人在此函的論述備受關注，但在另一份函件的地產業分析卻未見如是；而近期本人對香港和內地住宅市場的看法，亦有別於市場大部分人士。由於這些看法對我們的業務至為重要，本人會在此重複當中部分論點。過去六個月來，本人對這些方面的觀點並沒有改變。

這帶出本人撰寫此函件時的另一考慮：當經濟、地產業或本公司出現特別重大的發展時，本人自當加倍着墨。除此之外，本人儘可能於期末時挑選本公司一個要點作深入回顧，近數年的主題包括：公司管治、可持續發展、人力資源和企業文化。

在這些範疇裏，本人一直避免舊調重彈，這亦是本人的一貫做法。然而，新股東或潛在股東可能不為意此等論述。其中一個做法是：請他們參考本人過往的函件，其在網上可供查閱。然而，鑑於管理層的想法與時俱進，每隔一段時間重溫這些議題，乃是可取之道。



現在，讓本人將話題轉到年度回顧。當本人於二零一二年七月在致股東函內首次提出：中國經濟已步入漫漫寒冬，少數人認同本人的看法，縱使到了六個月前本人上一份中期致股東函時，情況仍然如是。如今，情況已每況愈下，本人懷疑可會有人仍持相反意見。中國的經濟會否復甦？本人認為必定會。然而，鑑於今次衰退的結構性原因及其持久性，復甦步伐將會蹣跚。

現時中國經濟面對的挑戰關鍵在於必須多方面改革其體制。由於改革經已持續三十多年，這會是一個漸進的而非一蹴而就的過程。只消看看期間的中國，便無法不驚嘆箇中的結構性變化。然而，北京非常清楚，進一步改革實有必要，惟掣肘重重。如今種種威脅縱非生死攸關，亦必為當務之急，當可令領導人心專志堅。

就此而言，本人發覺某些西方專家的建議可笑。雖然他們許多都診斷正確，但其藥方往往不切實際。當中有些專家認為中國領導人抱殘守缺，但他們並不了解北京面對的內部困難。中國的複雜程度着實遠非任何人所能想像，亦從未有人曾在偌大的國家面對如斯挑戰，我們惟有寄盼中國官員饒具智慧，能因應中國國情制定所需的改革政策。

誠然，短期而言改革能否成功並無保證。但正如鄧小平先生三十多年前所言，中國向來都是「摸着石頭過河」。若以為有仙丹靈藥，那是天真的想法。可行的做法是汲取過去三十年海外和國內的經驗，規劃出成功機會較高之路。

北京料會繼續採用公共投資來刺激經濟，但這有嚴重的局限性。經過多年的快速增長，今天的經濟基數已遠遠較大，同一筆投資金額帶來的增長率會小得多。政府現在的債務較以往高，要作出大量新投資愈發困難。公私合營模式可能是一條出路。

在部分地區，基建項目縱非過量亦已充裕。然而，尚有其他項目有迫切需要，例如最近許多城市公布的地鐵發展項目，而空氣水土等改善環境項目，可帶來短期及長期裨益。坦白說，政府必須在能力範圍內竭盡全力刺激經濟。

最近，香港舉行了一個論壇，有約二千八百位來自世界各地的人士參加，在其中一個由本人主持的環節裏，所有發言者——姑勿論是否來自中國政府體制——均一致認為，刺激私人消費是提振中國經濟的最佳寄望；本人期望有更多這方面的政策舉措。有謂政府數月前刺激股市是其中一着，想必冀創造財富效應以刺激消費。惟此乃錯誤之舉，效果適得其反。然而，這不代表沒有其他辦法。

私人消費有相當大的增長空間，持續城市化是實現這目標的其中一途。就私人消費在國民生產總值的佔比而言，中國比美國低很多；但從國民生產總值增長來看，中國約快三倍，而其工資增長遠比美國為快。北美、歐洲和日本等發達經濟體之中產階級規模已頗穩定，但中國的中產階級正迅速擴大。該等國家的人民基本上已具備一切必需品，但中國則不可同日而語。此外，中國人較喜歡在海外購買某些商品，倘能把部分此等市場帶回中國，將可推動國內零售額。中國的服務業亦尤其不發達，特別是在一線和二線城市，我們預期服務業會有急劇增長，而該市場是無限的。

此外，眾所周知，中國人熱愛儲蓄。中國可推出一些政策，協助推動部分個人儲蓄轉為消費。中國人固然不應沾染西方陋習——過度揮霍以致債台高築，但亦不應處於另一極端，應從中找出合理的中庸之道。坦白說，鑑於社會目前的種種結構性問題，由不合理的醫療體制、有所欠缺的教育系統、有欠全面的社會保障，以至缺乏個人信貸等，中國人現時出現過度揮霍的可能性不大。

無論如何，隨着改革遞進，不管其進度多慢，我們亦幾可肯定，可支配收入中有更大比重會轉往消費。畢竟，在三十年的快速經濟發展下，不少內地市民已累積了可觀的財富；這從我們旗下一座位於二線城市的購物商場，其中一名汽車經銷商據報去年售出逾二百輛歐洲貴價名車已可見一斑。財富非問題所在；佔中國人口五成四的城市居民有能力消費，他們只需要多一點鼓勵。



在目前的嚴峻市況下，人們總把壞消息掛在口邊。但平情而論，現時中國社會有許多正面發展，對經濟有利好作用。一些是短期的，另一些是長期的，其中一項是：在許多重點二線城市，其房地產市場總體而言都頗為健康，稍後本人會再作闡述。

縱使沒有政府鼓勵，中國的企業家精神仍然充滿活力，尤其在高科技行業更見壯旺。近代歷史說明，科技可以創造就業而非純粹取代人手。一個世紀前，美國處於「強盜資本家」歲月，其時監管鬆散，許多企業百花齊放，得以創造就業和提高生活水平。幸運的是，由於美國的社會文化與歐洲迥異，企業家精神得以在美國伸延。

中國的企業家精神同樣滿有活力。其「強盜資本家」年代或隨着法規出台而有所制約，但距離完結為時尚遠。與前人相比，今天的中國企業家更年輕、教育水平更高、更為世故。他們的精明程度及學習能力之高，跟本人在世界各地所見者不遑多讓。他們周遊列國，學習最好的事物。在羊群心理下，國內的競爭勢將激烈，逼使所有參與者提升標準。這是一個令人振奮的情況。

中國的法律環境正緩緩地改善，但由於國家幅員遼闊，仍然有很多業務拓展的機會。一如其他地方，中國有許多初創公司會失敗，但有好一些公司非但存活下來，而且將取得不同程度的成功。有些則具有進軍國際的雄心，更多的「阿里巴巴」將會湧現；彼等會為中國經濟的下一輪增長作出重大貢獻。

尚有其他正面因素。中國作為石油淨進口國，油價顯著下跌對其有百利而無一害。「一帶一路」亦應可隨着時間帶來成果。現時拖累中國經濟的一個因素，乃水泥和鋼材等多項商品均供過於求及產能過剩，新絲綢之路的基建項目將有助消化這些過剩商品，為中國部署下一輪增長。

該項跨洲越洋的倡議涉及更重要的地緣經濟和地緣政治因素。其一為確保中國獲得能源和其他自然資源的長期供應，有關戰略亦為中國的龐大製造業打開新市場。

正如本人半年前撰述，新絲路着實是無可避免。此乃全球化的自然延伸。全球化始於約二千年前同一地方——原來的絲綢之路。該處位於中國西部與東歐之間，如今卻可能是世界上最受全球化冷落的地區。今天是誰提出這概念已無關重要，反正二千年

來，誰參與全球化，誰便繁榮昌盛。因此，無論我們從何着眼，「一帶一路」對中國和所有參與者均利大於弊。

當回望歷史時，所有地緣經濟甚至地緣政治的考量均將無關痛癢。人們或許會記着兩方面：所有人類終獲納入地球村，以及不同人種融合所帶來的文化互長。最終而言，「一帶一路」倡議給人最難忘的甚有可能是文化方面，這正正是舊絲綢之路的光輝所在。

在羅列這些近期的正面發展之際，任何人都絕不應低估現時的經濟困境。除美國外，環球經濟普遍並不樂觀，對中國產品的需求不如過往殷切。多個競爭對手將貨幣貶值，令中國出口面對更大挑戰。

然而，中國的內部問題更加令人不安。反腐行動固然需要，也獲得廣大民眾的支持，但它亦令政府步履蹣跚。官員為安全計不作出決定，抱着「只要不出事，寧願不做事」的心態。結果，原已放緩的經濟進一步停滯。一些歷史遺留下來的問題同樣令人不安，稍後我會加以闡述。

讓本人先提出我對中國經濟去向的結論，然後再解釋原因。我的最合理猜測是：經濟於未來數年可勉強應付過去。北京領導人應有方法防止經濟急挫，但其可刺激經濟的政策選擇則愈來愈有限，亦不容易找到快速的解決方法。

中國自一九七八年起展開改革長征。最危險的時期是一九九三年前，當時須要推翻舊有的意識形態，倘此舉失敗，由最高領導人鄧小平先生制定的整個改革便會付諸流水。此險象曾在一九八九年的亂子後出現，但鄧先生一手力挽狂瀾。

自一九九零年代初起，中國經濟出現多次起跌。領導人沒有任何路線圖可以依循，法律都已過時或根本付之闕如；世界其他地方習以為常的法律和法規，在中國前所未見。那是真正艱苦的歲月，但我認為它仍不及一九八零年代之岌岌可危，當時根深蒂固的意識形態須徹底改變。



踏入新千禧年，中國展開長期崛起的勢頭。一九九七年開始的亞洲金融危機並未損及中國，而二零零八年至二零零九年的環球經濟衰退亦沒有對中國構成嚴重影響。前者乃因中國當時的經濟仍未與鄰國緊密結合，而後者則因中國採取果斷措施。然而，一些以海外人士為主的專家確曾指出，中國除存在結構性缺陷外，政府於二零零八年時為對抗金融危機而採取的行動亦埋下了經濟問題的種子。惟當時這些問題被視為可以控制，而北京亦似乎有能力克服大多數甚至所有困難。

其後所見，有欠完善的政策所累積的副作用於數年前開始浮現。中國今天面對的，乃是二零零零年代沸騰歲月裏過度的揮霍及二零零八年投下藥石所釀成的直接惡果。這些乃多年釀成的問題，需要多年時間方能改正。

以往北京予人的印象是半點都不會做錯，如今人們認為她甚麼都做不對。毫無疑問，西方媒體過去有意無意間誇大了中國的崛起。他們今天的悲觀報道也許較接近真相，但其着眼點可能有誤。舉例說，數月前上海股市及其後人民幣匯率波動所浮現的窘態令中國成為國際笑話。這些事件儘管令人尷尬，但不至於釀成大害，亦沒有造成長期惡果。中國就像一個被推上國際舞台的農家少女，犯錯是無可避免的，但中國監管機構自會從中汲取教訓，所以這並非本人的主要關注點。反而，本人所擔心的是另一些事情。

概念上，主要有兩種方法管理任何社會體制諸如經濟。簡而言之，乃放任或操控。當今世界自由市場的主流做法屬前者：讓千百萬人組成的市場選擇所想，政府只負責透過法律和法規來維持秩序，並輔以社會標準作為規範。另一方式則是由中央控制的經濟體。在兩者之間，存在着許多貫連的變奏。

二十世紀的歷史證明，自由市場更有利於釋放人類的生產力並創造財富。然而，倘其走向極端，無可避免會釀成紛亂。當財富不均時，政府須要採取措施以維持社會秩序；自由主義的方式必須有所制約。而由於近乎所有中央控制的經濟體均以慘敗告終，倘有理想的方式，其定必處於大大靠近自由市場那端的某一個中間點。

經過數十年的實驗，中國在吃盡苦頭後發現上述道理；一九七八年開始的經濟開放及改革便是明證。現在的關鍵是：她應該走多遠多快。

北京的領導人清楚明白，中國需要強大的中央政府方能脫貧。第二次世界大戰後其他東亞國家的崛起，充分證明了在發展經濟的頭數十年間，某種方式的政府領導近乎不可或缺，無一例外。這是日本及四小龍（南韓、台灣、香港和新加坡）的實況；其中，當時香港殖民政府的介入程度最輕。北京一直依循這條道路，並取得超乎想像的成果。

但大部分人均同意，隨着經濟發展，政府須要減少參與。北京深明此點，並已朝着這方向邁進。然而，這帶來兩項獨特的挑戰。

首先，中國人逾四千年來一直活在一個階級分明的社會，由中央行使相當大的控制權。這在中國人心目中已根深蒂固，並已成為中國文化的一部分。沒有其他文明體系，能在單一管治原則下享有如此悠久的持續統治，並且如此成功。這固然有其長處，例如在效率和社會和諧方面，但亦有頗多弱點。欠缺司法及法制基礎是其一，其次是中央政府所犯的錯誤容易愈釀愈大，並且不容易改正。

另一項挑戰是：中國乃是一個碩大無朋的國家。她的人口近十四億，當中約六億五千萬為農民，是世界上最大的農民人口之一；城市和農村的貧富差距巨大。一個地方所需的改革，在另一地方可能無用武之地；事實上，後者可能需要一個全然相反的政策！

這些因素令改革之路複雜無比。而且，中國現正急速融入環球經濟。世界其他地方發生的事，有可能對中國經濟產生深遠的影響。其中一個經常被引用的例子是：中國對進口能源的日益依賴。



今天的中國再非以往的中央操控經濟體，她正朝着像新加坡的政府引導經濟體邁進。事實上，與小島國新加坡相比，中國國企在總體經濟中的佔比大概更小。然而，無可否認，在所有影響經濟的重大決策上，北京仍扮演關鍵角色。這亦是本人對中國的主要關注所在——政府的措施無意間釀成的惡果。隨着體制變得加倍複雜，風險亦加倍上升。

鑑於中國大概不可能（亦不見得應該）迅速發展成為如西方國家般的體制，她必須找到適合自身情況的融合模式。在她找到相對可行的最佳模式前，無可避免會出現周期性的失誤。我們只能盼望這不會經常發生，而當發生時其影響不會太嚴重。坦白說，中國的經濟能發展至今天的水平，而當中沒有更大的災難，是頗令人驚訝的。然而，鑑於體制的複雜性日益倍增，在操作方面前路會變得更具挑戰性。

目前，人們有時會問：現時中國經濟的放緩是體制性還是周期性？前者意味着結構性的問題，需要長時間來解決，因此即使復甦，亦會十分緩慢。後者指的是正常的市場波動，在可預計的時間內經濟便會好轉。

儘管本人相信中國經濟會再次騰升，但目前仍有很多難以解決的結構性問題，因此本人擔心中國經濟的復甦步伐蹣跚。正如本人早於二零一二年七月時所撰述，與二零零八年至二零零九年金融危機時經濟急挫後急速復甦的情況不同，現時的放緩程度看來並非如斯嚴重，但卻需要更長時間才可復原。管理層正就最壞的情況作出準備。

現在讓本人轉談房地產本業。我會從內地住宅市場入手。雖然我們在內地興建住宅物業不多，而且所興建的均為毗鄰我們購物商場的高端單位，但這個經濟範疇確實影響我們的整體業務。本人在六個月前致恒隆集團股東函內已論及此點，現概述如下。

本人對中國房地產市場的想法，跟我認識的行內人的普遍想法相反。本人認為，該市場現時頗為健康。說得誇張一點，這是中國數代以來最健康的樓市，尤以最主要的二線城市為然。主流觀點（特別是西方的主流觀點）認為中國樓市會硬着陸，本人從來都不敢苟同。



且看以下分析：過去二十多年來，樓價飆升一直是問題所在。而當政府採取嚴厲措施時，無可避免地弄垮市場，直到下一個周期來臨為止。我們很少看到一個較為理想的狀況：價格不大上大落，交投量及土地銷情均適度暢旺。今天的情況，在大部分二線城市，基本上是如此。大部分發展商負債仍高，但從歷史角度來看情況並非特別嚴重。許多發展商在債券市場集資，以換取穩定和長期的資金。

一線城市仍然熾熱，但正如本人過往所述，這些市場乃最為搶手，資金來自四面八方。誠然，三、四線城市存在着嚴重的供過於求，可能需要四至五年的時間方能紓解。然而，以金額計算，迄今中國樓市的最大銷量來自二線城市，而其整體供求情況遠遠較為平衡。以本人所知，部分發展商預期二零一六年的前景頗佳。觀乎這些事實，本人看不到硬着陸會發生。

對我們而言，更重要的是零售物業。我們一直認為，中國部分城市有太多購物商場，優質購物商場則普遍太少；後者為我們提供巨大機遇。



一家主要的歐洲銀行最近發表詳盡報告，表示中國的零售面積是短缺而非過剩；其城市的人均零售面積僅為美國的七成。以同等質量的購物商場比較，中國的購物商場客流量遠較歐美為高，但人均消費則低得多。這意味着，中國有很大空間容納更多優質購物商場及人均消費增長。本人雖不認為該報告的結論完全正確，然而，這份研究值得我們思量。

我們迄今的經驗證明，挑戰主要並非來自所謂的競爭對手，而是來自甚為疲弱的市場；這與上述報告的結論不謀而合。

從業績來看，在內地方面，我們兩座上海物業表現良好，主要原因是管理有方。它們有如兩大支柱，抵銷了集團在其他城市的業務放緩或倒退所帶來的影響。儘管如此，上海的恒隆廣場現已開始進行全面的資產優化計劃，預期港匯恒隆廣場今年稍後亦會展開。我們會竭盡全力把相關的不利影響減至最小，但亦不能完全予以消除。事實上，市道放緩肯定是進行優化計劃的良機，但這會令收入更難增長。

還有其他令人擔憂的現象。除上海以外，我們正面臨租金下調的壓力，甚至港匯恒隆廣場亦如是。此外，除瀋陽的皇城恒隆廣場外，我們其他內地零售物業於二零一五年度下半年的租金收入均較上半年為少。再者，除瀋陽的市府恒隆廣場外，我們的租戶於下半年的生意額亦低於上半年。傳統上，由於暑假及國慶日等長假期，下半年的業務表現會勝過上半年。今趟的數字強而有力地證明零售市道仍然疲弱。



按項目落成時序作分析，在我們的二線城市購物商場中，瀋陽的皇城恒隆廣場的表現令人滿意。濟南的恒隆廣場表現不俗；倘非經營環境極為困難，此項落成四年多的物業應已接近企穩。瀋陽的市府恒隆廣場和無錫的恒隆廣場則面對強大挑戰；這兩個較新加入的購物商場，跟瀋陽的皇城恒隆廣場甚至濟南的恒隆廣場不同，須要在最惡劣的環境下面對開業初期問題。

我們仍在觀察天津的恒隆廣場的表現。它可能逃不過新物業症候群所須受的折騰，但願受影響程度不像上述兩個購物商場般嚴重。

大連的恒隆廣場於十二月中試業。各項跡象顯示，該物業迄今的表現可以接受，但現時下結論着實言之尚早。挑戰不單來自疲弱的市場，還有來自政府有為或無為的舉措。待其於五月正式開業時，我們會有較佳頭緒。

兩項上海綜合物業的辦公樓項目基本上全部租出。恒隆廣場兩幢辦公樓的表現再次較港匯恒隆廣場的辦公樓遜色；我們須犧牲一些租金，以保持彼等全部租出。



無錫的恒隆廣場辦公樓的承租面積逾七成，實際租用面積約為六成。瀋陽的市府恒隆廣場辦公樓的承租面積僅為四成四，遷入之租戶為四成。這些數字低於預期，主要原因當然與經濟放緩有關；事實上，某些租戶遷入不久便在自願或非自願情況下中止租約。換句話說，在少數情況下，我們須要求租戶遷出。該兩個項目的租金收入保持穩定。

一如所料，該等辦公樓的租戶素質非如我們上海辦公樓那麼高。然而，由於這些項目都是該些城市裏地點和設計最好，並且施工最佳的高層辦公樓，我們應可吸引到當地的最佳租戶。我們在租金方面並不苛求，皆因我們認為租戶的素質與短期的單位租金同樣重要。

縱使香港的零售環境進一步惡化，但我們的物業仍有良好表現，租金收入和同比零售額均告上升；最近的物業優化計劃令我們在艱困市道下仍能取得成果。辦公樓的成績同樣令人欣喜。所有物業基本上保持全部租出，唯一例外的是住宅及服務式寓所，其表現與去年相若。

儘管如此，由於我們售出的已落成住宅單位遠較一年前為少，因此收入下降百分之八十八；整體租金收入升幅為百分之七，絕對無法抵銷售樓收入的跌幅。此外，鑑於重估收益甚少，股東應佔純利下降百分之五十六，股東應佔基本純利及每股基本盈利亦按同一百分比下跌。

本人應略談貨幣走勢，此乃適切之舉。過去數年，我們持有大量人民幣；而在二零一五年下半年內，人民幣下跌約百分之五。有三點值得注意：首先，我們不作任何貨幣投機。我們過去購買人民幣，是因為我們在內地有許多發展中項目，需要以人民幣付費，施工費便是一例。這個可以理解為風險對沖。由於我們的業績報告以港幣結算，匯兌收益及虧損會在儲備賬中反映。

其次，隨着中國尋求增加其貨幣兌換性，人民幣的變動範圍將隨波動性增加而擴大，我們會謹慎行事，儘量把有關的風險減至最小。

第三，董事局及管理層認為，雖然人民幣近期跌幅頗大，但我們對其長遠前景並不看淡。我們並不認為其會進一步顯著下跌，相對而言，中國經濟仍遠較大部分主要國家強勁。如無不可預見之情況發生，這應對人民幣帶來支持。

前景

一位甚有智慧的投資者曾經表示，所有人都不應浪費熊市，但大部分人都把它白白浪費掉。最重要的是，我們不單要成功抵禦熊市來襲，還要事先做好準備，否則只能眼巴巴看着機會溜走。惟有緊守崗位的人才能贏得權利，把握這些契機。現時許多西方人都知道，中文的「危機」同時意味着「危險」和「機會」。今天的中國經濟無疑處於危機。

過去二十多年來，本公司藉着多次危機茁壯成長。其中主要的危機包括：中國在一九八九年幾近崩潰的改革，及後於一九九一年重返正軌；一九九七年爆發的亞洲金融危機；二零零零年的科網泡沫；二零零八年全球金融危機引發的環球經濟衰退。因此，粗略計算，現時的經濟放緩是約二十五年來第五趟嚴重危機。就恒隆而言，當中的共通點是：每一趟我們都能化險為夷，並在市場困境中掌握機遇。

一九九一年，當中國處於動盪之際，我們開始研究其經濟。此舉引領我們於一九九二年進入中國市場，並制定了一項至今依然奏效的策略——在經濟蓬勃的內地城市，建造、持有和管理世界級商業物業。香港方面，我們把握當時市道放緩的機會，



購入多幢投資物業，包括我們現時的總部渣打銀行大廈。踏入一九九四年，我們開始在香港購置土地發展住宅項目，但一年後當我們認定市場行將見頂及無以為繼時，我們便偃旗息鼓。我們把財政整理至最佳狀況，然後靜心等候。

我們當時並不知道該趟熊市有多兇猛。在一九九七年爆發的金融危機最終席捲東亞多國，我們其後趁危機深遂、競爭對手銷聲匿跡之際在香港購置土地。從一九九九年四月開始的二十一個月內，我們購入多幅土地以興建君臨天下和浪澄灣等各個項目。該等項目為我們帶來超過港幣二百六十億元的稅前利潤。

差不多在同一時期，高科技股初始公司所掀起的強風從美國吹到香港。許多競爭對手都投身其中，置買地於不顧。我們也曾小試牛刀，但隨即決定當時的最佳機會乃是專注本業及挹己之才。

然後，在二零零八年的環球經濟衰退發生前，我們在二零零五年至二零零六年間，趁內地二線城市的優質土地無人問津之際，悄悄購入多幅同類土地。由於理財得宜，我們避開了隨後的困境，進一步在市場平滯時購置土地。熊市着實眷顧我們。

如今市道再度疲弱。如本人以往撰述，今次與二零零八年不同，其時大市暴挫後急速反彈，今趟則是U形市況，會帶來更大苦楚。但一如以往的經濟衰退，我們今次亦已作好準備。過去十年，我們基本上並無負債，今天的淨債務微不足道。

我們為熊市所作的準備並不限於財務方面。趁市道裹足不前，我們先後在香港和上海進行多項資產優化計劃，這正好說明了為何在香港市道乏善可陳之際，我們仍能保持租金增長。某些人士質疑為何恒隆能在香港逆水行舟，我們並沒有，我們只不過在跌市前早作準備而已。另有些市場人士預期我們的內地租金收入會像競爭對手般錄得下降，我不以為然，最低限度這在本年度並沒有出現。

有關如何抓緊熊市帶來的機遇，本人過往已曾撰述，在此略作總結。

倘若資金充裕，如我們般財力雄厚，在艱困的市道下，最適宜為物業提升質素，這正是我們現正為兩項上海物業所做的。此舉會令生意輕微受損，但在淡市受損比在旺市時減少生意來得化算。大部分業主在市道低迷時停止斥資尤其是資本開支，我們則反其道而行；這讓我們為下一個增長周期作好準備。

當時機會適時，我們可以低價增購土地。但鑑於經濟不景氣料將持續一段時間，因此我們並不着急。一如以往，我們將繼續監察各個城市的狀況。

我們會完成團隊建設工作。當市道疲憊時，實力較弱的競爭者有可能裁員。我們嘗試吸納市場提供的最佳人才，重點主要放在租賃團隊和商場營運團隊。我們亦會繼續構建一個合適的企業文化。

在董事局領導下，同事們經多年努力，現正完成一個關於企業風險管理的計劃。這是一個我們不時重新審視的範疇。

歷來當本公司的股價偏軟時，母公司恒隆集團便會購買我們的股份。本人期望，在條件合適下，同一舉措會繼續出現。我們亦會向行政人員發行股份期權，這些人士的數量近年銳增。我們應保持團隊士氣，市況低迷時更該如此。

趁市道放緩之際，我們亦會致力加強另一重要領域。本人過往只曾略提此點。具體地說，除了我們的B2B（企業對企業）模式外，我們還會為業務運作加入B2C（企業對消費者）元素。這計劃於董事局最近舉行的風險和策略工作坊上得到落實。

大部分業主以往認為彼等基本上只須與品牌和店主打交道。畢竟，蒞臨我們購物商場的顧客並非向恒隆購物，他們直接與香奈兒（Chanel）、路易威登（Louis Vuitton）、蘋果（Apple）或商場內的餐廳進行交易。我們的工作是建立和管理最佳的環境（包括設施和氛圍），令顧客持續光臨我們的購物商場。我們主要是面向租戶，與顧客的接觸不多。

然而，實情是，當一位女顧客想購買愛馬仕（Hermès）或普拉達（Prada）的產品時，她不會吩咐司機送她到這些商店，相反上海的恒隆廣場或瀋陽的市府恒隆廣場才是其目的地。我們一直致力為旗下購物商場吸引合適的顧客群，但這項工作需要深化和擴大。深化的意思是，我們必須把自己視為一家市場營銷及以客為先的公司，而非僅僅是一家物業租賃公司；我們必須改變思維。擴大的意思是，我們必須與購物者有更多的直接互動。隨着科技日新月異，我們可與購物者直接及切實打交道的門徑大幅增加。我們亦須與租戶更密切地攜手合作，尤其是那些主要租戶，以達至雙贏。



此乃為何本人兩年前撰述有關集團推行的EST計劃——體驗（Experience）、服務（Service）和科技（Technology）。我們運用各類先進科技（包括最簡單至最複雜的科技在內），而提供過去未能支援的服務，目的是提升和豐富購物者的經驗，鞏固長期忠誠的顧客群。短期而言，某些嶄新服務可望直接增加租戶的銷售額。我們透過此舉，不僅可吸引購物者前來旗下購物商場，亦可維繫租戶與我們的緊密關係。

我們已擁有行內數一數二的硬件，並希望可擁有最具效益的軟件。誠然，地產業首要關鍵的成功因素是硬件，亦即本人稱為「地產業基因」——地點、規模、設計和施工。倘付之闕如，要長遠取勝近乎不可能。我們已擁有這些硬件，卓越的軟件將進一步鞏固我們在所選市場的領導地位。

很多人關注電子商務對實體店的影響。本人於兩年前已曾就此詳加評論。簡而言之，前者肯定不會取締後者，而少數像我們擁有良好「基因」的購物商場將繼續興旺。

大部分人鮮有察覺，實體店正悄悄改變。購物者在一家購物商場的整體體驗，也許在五年內便會與今天截然不同。我們希望為這場革命作好準備。當市道熾熱時，我們未必有餘力專注於這些變化。但現正值寒冬，是時候制定措施確保我們擁有長期的競爭優勢。

鑑於此等變化，尤其是科技扮演的角色，我們需要更年輕的思維。我們現已擁有一些三十餘歲的優秀管理人員，彼等應能帶領是項轉型，並終有一日帶領本公司。畢竟，嬰兒潮一代現已處於退休年齡或臨近退休，主要的消費力正移向與我們年輕同事歲數相近的後起之秀。因此，從各方面看來，培養年輕人才是我們持續成功的關鍵。我們奉此為圭臬，並正採取措施為未來做好準備。

六個月前，本人答應匯報我們所獲的多個獎項。誠然，倘要一一枚舉，數目實在太多。粗略計算，我們單在二零一五年已贏得超過二十個由知名的國際及地方機構頒發的獎項。在此本人把它們大致歸納為三大類：可持續發展、公司管治和設計，部分獎項可歸入多於一個類別。

在可持續發展方面，我們以卓越的企業社會責任而知著。「持續發展」是一個廣義詞語，涵蓋多個範疇，而我們在各個範疇都備受嘉許。環保意識是我們表現突出的範疇之一。舉例說，我們所有已落成的內地購物商場均獲美國綠色建築協會頒發「能源及環境設計先鋒獎 (LEED)」的金獎認證。全球商業項目獲此認證不多，但對我們而言此乃最低要求。

我們亦在人力資源發展方面屢奪殊榮。例子包括：最佳僱主、最佳員工培訓和發展計劃、卓越員工投入、最佳知識管理等。市場推廣亦是我們獲得讚譽的範疇。

在公司管治方面，我們被視為位居最佳之列，本函件的長期讀者對此當非常瞭解。那些對香港上市公司尤其地產公司有點認識的人士都會認同，我們絕對鶴立雞群，在透明度和問責方面均秉持最高標準，各項大獎和殊榮均為明證。在投資者關係方面，我們亦被公認為表現卓越，甚至年報亦獲多項大獎。

在設計方面，曾蒞臨我們內地購物商場的人士，對我們獲獎應不感意外。我們每個項目均奪得國際著名機構頒發的殊榮；每個購物商場都是一件令城市景觀熠熠生輝的藝術品。在這個充滿次級建築設計的國土裏，我們以提升市民對優質建築的欣賞能力為己任。無庸贅言，我們總能成功地平衡美學與功能。

正如我們一貫宗旨，在所有事情上，我們都「只選好的 只做對的」！

董事長

陳啟宗

香港，二零一六年一月二十八日