

董事長 致股東函



業績及股息

儘管受2019冠狀病毒病疫情影響，以及物業銷售收入大幅減少，截至2020年12月31日止年度內，收入仍微升至港幣89.73億元。

倘扣除物業重估虧損及相關影響，股東應佔基本純利下降6%至港幣42.01億元。每股基本盈利相應下降至港幣9角3仙。計及物業重估虧損後，股東應佔淨虧損為港幣25.71億元。每股虧損為港幣5角7仙。

董事會建議派發末期股息每股港幣5角9仙，於2021年5月20日派發予於2021年5月6日名列股東名冊的股東。如獲股東批准，截至2020年12月31日止年度的每股股息總額為港幣7角6仙。

業務回顧

2020年9月13日，恒隆集團慶祝成立60周年。當天，執行董事陳文博先生獲委任為本公司及母公司恒隆集團有限公司的副董事長。這是十年前開展的繼任規劃的一部分，而該計劃正按部就班，且進展順利。文博是創辦人陳曾熙先生的長孫。他是家族同代成員中首位亦是唯一一位在管理層為公司效力，像本人一樣。至今他已證明自己是個稱職的繼任人，可算不負先輩之名。

文博在新崗位上，會就有關公司的重大議題獨立提供其見解。他年僅38歲，對許多事情的看法自然與本人的有所不同。他與許多同輩的人一樣，熱衷於環境、社會和管治方面的議題，也熟諳科技。除了本身的各項職務，他也兼負重組董事會之責。我們今天擁有優秀的非執行董事，但和所有組織一樣，隨着時間的推移，都需要注入新血。我們期望今後的董事會將更多元，並能保持其績效。這項工作至為重要。

文博分擔了在這平台上向股東匯報的責任，因此本人大概會較以往少寫一點。然而，我們的文章相輔相成，希望當中資訊的質與量都會更為豐富。多年來，有些讀者告知本人，他們非常欣賞這些半年度的函件。對此本人由衷感謝，並相信讀者會同樣喜歡這個新搭配。對本人來說，撰寫的篇幅稍短一點，會輕鬆一點，而對那些兢業的分析員來說，過往每六個月便要盡職地細閱本人長篇幅的函件，現在或許也可鬆一口氣。

本人撰寫致股東函的30年來，鮮有見過像現時般的亂象。這並不是說以往數十載一直風平浪靜。相反，一直以來都頗為動盪，但現時的情況卻有些不同。

董事長
致股東函



陳啟宗
董事長

記得本人於1991年1月剛接任董事長時，香港仍受1989年夏季內地社會動盪的餘波影響，當時的紛擾席捲約77個內地城市。那時我們還沒有在內地投資，但其紛擾已經蔓延到香港。僅僅數個月後，1989年11月柏林圍牆倒下，當時大家已意識到，世界從此不再一樣。這確實是關鍵性的一年。

1997年7月1日，香港在經歷了150多年的殖民管治後回歸祖國。當時誰也沒想到，翌日亞洲金融危機隨即到來，其直接影響歷時五年多。那段期間，我們須應付「千年蟲」問題，隨後還有科網泡沫爆破。亞洲金融危機剛結束，2003年非典型肺炎重創香港，而重災區正是我們的一個發展項目——淘大花園。時至今日，其購物商場仍是我們的物業。

2008年，世界遇上四分之三個世紀以來最嚴峻的環球金融危機。若然當時危機未有被及時止住，往錯誤的方向再走一步，崩潰的便不只是金融體系，而是全球經濟。幸而當時中國未受波及，還果斷採取行動，協助世界免於陷入最惡劣的境地。事實上，中國自2001年加入世界貿易組織後，已逐漸成為世界最重要的經濟引擎。

在香港，我們的社會凝聚力已經大幅倒退，2003年、2014年和2019年發生的三次重大社會事件，暴力不斷升級就是明證。無休止的政治爭拗導致經濟萎靡不振。商業城市變成了政治叢林。

那便可引申到我們正面對的三重打擊：一是急速惡化的中美關係，二是2019年的香港騷亂，三是2019冠狀病毒病；三者一併發生。相對而言，過去數十年發生的事件要不歷時短暫（如非典型肺炎），要不影響有限（如科網泡沫），要不不可以復元過來（如亞洲金融危機及環球金融危機），甚至對我們的業務大有好處（如外界對香港回歸中國的觀感）。每次危機過後，市場似乎都可以復元過來，彷彿沒甚麼發生過一樣。

可是，現時這三個事件並不是這樣。2019年下半年的香港社會動盪，重創我們的經濟。2019冠狀病毒病徹底改變了世界，而美國一連串對抗中國的行動令中美關係倒退至1972年美國總統尼克遜訪華前的境況。由於本人已於過去兩年的《致股東函》中詳述這些事件，現只補充幾點最新的看法。

香港經濟前景黯淡，目前看來沒甚麼能逆轉這個趨勢。此外，現有數個幾乎跨越不了的障礙，除非得以消除，否則經濟只會持續疲弱。破壞香港的不是別人，而是香港市民，實在令人傷感。2020年6月30日實施的《港區國安法》非但不是如西方國家所指般導致香港衰落，而且還是拯救香港的必要手段。然而，即使目前為止社會得以回復安寧，香港經濟也元氣大傷。縱然疫情過去，每年近5,000萬的內地訪港旅客短期內也不會再來港。香港沒有《港區國安法》時，他們因擔心人身安全而不來。然而即使有了《港區國安法》，內地人對香港的觀感也已由欣賞轉為不屑，甚至厭惡。那他們為何要來呢！？這需要些時間才会有大量內地旅客再次訪港。

把香港人與內地人對彼此的觀感互相比較，便可以看出一些端倪。2014年佔領中環運動前，一般內地民眾都羨慕我們。主要原因是，我們生活水平較高，其次是我們社會較自由和公平。對有孩子的家庭來說，香港有更多教育模式可供選擇。內地的富人也喜歡香港的低稅率，所以其中許多移居到此。

自2014年開始，情況顯著惡化，過去的和平示威演變成赤裸裸的暴力。當年的社會動盪相當可怕，但2019年的還要差得多。其惡劣程度更甚於本月較早前發生的衝擊美國國會山莊事件，唯一差別在於香港警察遠比美國警察克制。事件在華府持續了一天，而在香港則持續了七個月。在華府，受影響的只限於一座建築物，儘管該建築物非常重要；而在香港，受影響的卻是滿街通巷。

與此同時，我們的經濟表現一直處於疲態，香港有毗鄰內地市場的龐大機遇，經濟潛力卻遠遠沒有發揮出來。停滯不前的最大原因是政府決策政治化。首要例子是土地供應的處理手法，一眾政客阻礙政府賣地。事實上，政治幾乎已癱瘓了政府的施政。一項簡單的公共開支條例草案，立法會花上一年多仍未有決議。試問經濟怎麼活得了？！

中國經濟一直都在持續向前發展。現在，香港一般市民與內地主要城市的人相比，不再那麼富有。事實上，看着內地旅客如何在港消費，香港人以往毫無根據的優越感已嚴重受挫。

我們可參考世界銀行的數據：1997年，香港本地生產總值幾乎是內地的20%，而到了2019年，則是2.5%，而且還正在快速萎縮。當年，內地的人均國內生產總值不足我們的3%；22年後，這數值已超過21%，而且還在增長。這段期間，他們的年均經濟增長為12.4%，而香港的則是2.7%。由於他們的基數低，因此直接比較兩者意義不大。然而，本人向香港市民提出的問題是：我們和內地這麼近，北京又願意在經濟上支持香港，為何我們自1997年以來增長得這麼慢？那必定是香港出了甚麼問題。倘若我們能把握機遇，在這段時期應可有每年4%至5%的增長。

香港人在經濟上失去優越感，便在政治上發洩。這是人性的脆弱，每個人都受其支配。部分市民吹捧我們的政治和社會制度，更要求實行與《基本法》相違背、純西方形式的政治制度。本人相信，《基本法》所賦予的是最適合香港的，因為香港不是一個國家。可惜，反對派卻想將其瓦解。這真的很愚蠢，一些有覺醒的西方人也正在重新檢視自己制度的重大缺點，看看近年的美國便知道。

不幸的是，在西方政客肆意把中國變成徹頭徹尾的敵人時，香港的反政府陣營也因而有恃無恐。香港成為了國際棋盤上的一枚棋子。當初反對派引以自豪的和平示威，如今卻惡化為極端暴力，重創了我們的社會和經濟。這就迫使北京不得不出手，《港區國安法》因而產生。

由必須制定這部法律可見，北京在成功地收回香港這個挑戰上遇到挫折。23年來，北京盡力安撫香港市民，卻不理解其心態。加上本地反對派政治上的不成熟，北京讓自己被逼進一角，只有《港區國安法》才能逆轉滑向無政府狀態之勢。

那一般內地民眾現在怎樣看待香港呢？如果內地網民的態度可作參考的話，那就十分負面。當然，他們以愛國者角度，較難理解香港的社會文化歷史怎樣令香港人缺乏國民身份認同。內地人都甚感疑惑，為何香港享有諸多特權（例如無須負擔在香港設防的軍費，以及北京許多特別惠港的經濟政策），香港人卻如此激烈地對抗中央政府。他們問得有理：你們怎能恩將仇報？情況惡劣致使一些居港數十載的內地人也決定遷回內地。這是一個不利的發展。

這些現象對香港、對本公司的本地業務來說，都是令人擔心的。畢竟，香港的租賃收入仍佔我們總租賃收入超過40%。我們的經濟不會消亡，但也不會蓬勃。

就如本人在去年的函件中提到，儘管2019冠狀病毒病對我們香港的租賃業務有害，但對我們的內地業務卻有利。由於幾乎所有國際往來都停擺，加上中國的旅客和奢侈品消費者已不如以往般受西方歡迎，幾乎所有這類銷售現都在中國境內進行，香港除外。過去六個月，一個在我們購物商場過往表現欠佳的頂級奢侈品品牌，其銷售額也翻了一倍，表現較佳的品牌更翻了三倍。

過去六個月，越來越多人相信，人類需要與2019冠狀病毒病共存的時間，要比早前所想的更長。即使新的疫苗面世，人人繼續保持社交距離，這病毒有可能至少在未來一、兩年仍會對世界構成嚴重威脅。試想像，這對全球經濟和社會的影響有多大。短期內，失業率會持續高企，貧富懸殊會加劇。光是這樣，我們便可能會看到更多的社會動盪，尤其在民主國家和管治不善的專制國家。但願在管治較佳的專制或半專制國家，如中國和新加坡，情況會較好。

各地唯有盡最大程度去印鈔，以支撐經濟，並緩解失業的影響。長遠的通脹壓力現時會被擱置一旁，但資產價格上漲卻是立竿見影的——看看去年大部分時間的金價，以及屢創新高的各地股市指數就是明證。跌市的條件正在醞釀，情況或許與2008年相若。如果湊巧碰上另一個全球公共衛生恐慌或重大的地緣政治危機，後果將會不堪設想。

2015年年底，德國前總理舒密特（Helmut Schmidt）去世前一年，本人給他看一張清單，上面羅列了八個全球問題。這些問題全都衝擊人類，而它們何時出現則是未知之數，但都是無可避免的。他審閱清單後說：「第三項——疫症大流行。」病毒和細菌已與我們長久共存，過去數個世紀，病毒每隔五年或十年就會在世界某個角落肆虐。由於當時環球聯繫的緊密程度不及現在的一半，疫症的傳播比現在慢得多，並往往只局限在世界某一區域。流行病不會輕易變成疫症大流行。

今天的世界已不一樣。此外，主要因為世界各地幾乎都在高速城市化但卻規劃不佳，流行病或疫症大流行出現的頻率縮短到每一至兩年一次，加上全球旅運和某些病毒的無病徵特性，導致這些人類宿敵今天對人命的摧殘可以迅速擴散至全球。醫療條件的改善，特別在公共衛生方面，大大降低了疾病死亡率，但病毒迅速擴散的特性卻令全球更多的地區陷入恐慌，一如我們最近所見。再者，疫症是人類與大自然的競賽，我們在明，細菌在暗。病毒的變異與我們開發疫苗和尋找療法的效率在較勁。

2019冠狀病毒病疫情充分顯示出，政府的管治模式和質素都是疫情能否大致受控的關鍵，而管治模式又與社會文化有關。若社會等級分明而政府又稱職，如亞洲部分國家，便有較大機會免受疫情痛擊。話雖如此，無人可自稱能戰勝大自然，除了愚不可及的人。

中國在控制疫情方面的相對成功，是恒隆去年表現尚可的關鍵。儘管本港商業租賃市場疲弱，但我們整體表現不俗，這是由於內地經濟表現出色，奢侈品零售業務尤其優秀。雖然世界面對紛亂處處，但中國依然是一個相對安定而經濟仍算強勁的地方。在其他地方營運的同業，不管是在已發展還是在發展中國家，都可能沒有我們那麼幸運。理論上，市盈率應反映這些利好因素。

現在讓本人談談嚴重影響我們業務的第三個，亦是最後一個重大問題，即中美關係惡化。眾所周知，美國已公開把中國列為頭號敵人，可見冷戰勢必重臨。上次冷戰約在30年前前蘇聯解體時結束。中國自此不斷增強實力，而美國的新保守主義者（或稱新保守派）亦然，兩者造成了今天的困局。

中國1978年推行改革開放政策，旨在發展經濟。在此之前，中國經歷數十年政治動盪，終在1966至1976年間爆發文化大革命，使國家落得貧困落後。在鄧小平先生的英明領導下，中國進行了一次龐大的社會和經濟實驗，有幸取得巨大成就。

西方有很多人對此心存懷疑。這些人說，政治制度跟西方價值觀和架構若不一致，便不可能成功。他們大失所望。然後這些人又說，中國人富起來便會受西方同化，這也證實了與事實不符。猶幸，西方並非所有人都抱持這些觀點。美國前國務卿基辛格博士早就指出，中國這個古老大國，文明和經濟執世界牛耳數千年，因此不能假定中國須事事奉行西方標準方可復興。

同時，美國的新保守主義捲土重來。以美國時任國防部副部長沃爾福威茨（Paul Wolfowitz）在1992年撰寫、後稱為「沃爾福威茨主義」（Wolfowitz Doctrine）的文件為切入點，新保守主義主張美國先發制人，必要時單方面阻止任何國家成為與美國實力相近的第二大國，威脅美國利益。新保守主義最初被批評與美國帝國主義無異，但在2001年喬治布殊就任美國總統後便逐漸得勢，到了特朗普入主白宮後更達致新高。

隨着中國的經濟實力增強，在國際舞台上的角色開始愈來愈重要，她主要是向海外銷售製成品，再從海外採購能源和糧食等天然資源。美國對此開始擔心了。在很多領域，國際競爭變得無可避免。美國的壓制戰術往往遭中國反制。坦白說，美國從未遇過如此強大的競爭對手，因為前蘇聯在經濟上從來都不能與美國匹敵。山姆大叔益發感到不安。

美國總統特朗普完全認同「沃爾福威茨主義」，並把這思想推至極端，事情的真假不再重要。在被視為國家威脅的前提下，不管是真是假，總之打勝了再說。在國際新聞媒體的助力下，特朗普總統令大多數美國人及一些西方人士相信，中國現在是全球頭號公敵，而事實上中國並沒有威脅世界，只是在某些領域可能威脅到美國的壟斷地位，兩者截然不同。

自約30年前蘇聯解體以來，美國一直是全球公認的第一大國。美國不願意亦大概無法與第二大國建立友好關係，不管是哪個國家。其猶太教與基督教共有的文化根源只承認非黑即白：天堂與地獄、上帝與魔鬼、救贖與滅亡。把中國妖魔化，美國便順理成章成為正義的化身。是否屬實並不重要，美國說的必然正確。

本人認為，這是特朗普政府在國際舞台上留下的主要政治遺產。如此一來，便把所謂的中國威脅在美國本土提升到國家安全層面，以致不論哪個民主黨人上台，其政府都不敢在中國問題上示弱。美國總統拜登儘管在措辭和策略上可能會溫和一點，但要從與中國對立的立場上退下來並不容易；畢竟，近半數美國選民仍支持特朗普總統的極端立場。惡劣關係持續越久，越難打破。因此，本人相信中美兩國今天發生的一切，是系統性的改變而不僅僅是周期性的波動。中美關係要在短期內回復到1970及1980年代的光景，本人認為機會甚微。

惡劣關係會維持多久，目前沒人知道，但回顧歷史可能會讓我們看出一些端倪。自1949年中華人民共和國成立，中美關係就很差。僅僅數月後爆發的韓戰更注定了雙方對立的宿命，直到1972年尼克遜總統訪華才現轉機。這段敵對時期歷時23年左右。兩國突然化敵為友的主因，是雙方都感到蘇聯是個威脅。1989年中國發生社會動盪，中美關係再次

變差。同年稍後，柏林圍牆倒塌，象徵着東歐共產主義陣營崩潰，於是美國再無與中國合作的基本理由。兩國友好關係不再，取而代之的是華府飄忽不定的態度，到拜登總統在本月宣誓就職時，兩國關係已持續惡化30多年。這段期間，新保守主義得以在美國進一步紮根。

按本人所見，歷史就是如此。能夠充分理解中美關係，對全球所有企業而言都至關重要，當然也包括恒隆。最巨大的兩頭大象在房間內打架，各方都會受害。更糟的是，這場競賽沒有勝方。根據修昔底德陷阱（Thucydides Trap）的定義，現有第一大國會發起衝突，所以大家會預期美國清楚了解自己的策略和可實現的終極目標是甚麼。令人驚訝的是，本人還沒有聽到任何經過深思熟慮的答案，至少沒有從美國政策圈中聽到，因此本人只能假設美國的意圖是拖慢中國的發展。這是做得到的，但萬一你的對手最終變得更強大呢？本人相信，美國正不必要地為自己製造一個更難應付的對手，這對美國或任何人都沒有好處。

近來，我們聽到許多關於拜登總統將會如何重新拉攏傳統盟友，特別是歐洲盟友，本人認為這說法匪夷所思。國際關係與人際關係一樣運作。想想這數十年來，尤其自冷戰結束後，美國如何對待盟友，她竟還膽敢以為雙邊關係可以任意開關。昔日的盟友還會如以往一般信任你嗎？在1950至1980年代，他們的確信任你，但如今呢？本人就不

肯定了。若說新政府會再與盟友合作，猶如沒事發生過一般，這簡直就是完全缺乏自省能力，以及不尊重他人感受的表現。今天，美國很多傳統盟友大概都覺得受到太多虧待了。

中國無疑會因美國今天的攻擊而受苦，但綜合而論，這個古老大國應能站穩陣腳。中華民族有一特性，就是遇到外來威脅，人民便會團結起來擁戴他們的領導人。此外，只要北京能妥善管理內部事務，經濟應能更進一步。由於其管治架構使然，中國在未來10、20年間可能會是世界上較安定的地方之一。經濟表現即使不能傲視全球，也很可能會把大多數強國比下去。改革會邁步向前，只是未必會沿用西方的模式。例如，本人懷疑北京會否或應否在資本賬戶基礎上開放人民幣。

如果本人對形勢的評估貼近事實，那麼恒隆實在慶幸自己定位正確。這十多年來，西方經濟體的年增長率徘徊在2%左右，而中國則有9%。中國的持續增長，會愈來愈依賴個人消費，而這會令我們大大受惠。畢竟，在去全球化的趨勢下，出口佔國內生產總值的百分比或會稍微下降。在大多數先進經濟體中，家庭消費約佔國內生產總值65%，在中國則僅僅高於40%，仍有很大的增長空間。此外，我們購物商場銷售的奢侈品市場，應該會比一般消費增長得快。



在更仔細地展望未來之前，本人先向各位匯報我們去年的業績。香港商舖租賃市道十分疲弱，不過仍有理由相信我們的業績勝過大市。2019年的社會動盪後，租金水平本已受壓，疫症大流行更進一步推低租金，租金收入結果比去年少9%。為儘量維持購物商場滿租而實施的租金寬減，其影響在未來兩、三年內會持續浮現。本人相信，租金或有很長時間不會回復到2019年的高水平。

我們內地的各項業務在下半年都有所改善，不過增長速度不一，差距頗大。高端購物商場的卓越表現保持了自年中起的強勁勢頭。過去六個月，次高端購物商場的租戶銷售額和租金收入終於重回2019冠狀病毒病疫情前的水平。與2019年相比，我們五星級購物商場表現較四星級購物商場出色。

讓本人在此先作重要的區分，唯有先作了解，才能正確分析我們的業務。

我們在1990年代初購入上海兩幅地塊時，其中一幅規劃作高端購物商場，也就是現在的上海恒隆廣場，而上海港匯恒隆廣場則規劃作次高端購物商場。兩座購物商場繼而在各自的市場內執上海的牛耳。我們一直希望上海港匯恒隆廣場能有天升級為高端購物商場。由於商場的硬件原本就是按最高規格設計並建造的，所以我們在市場條件合適之際便可立刻實行。時機終於來到，我們去年9月完成的資產優化計劃正好遇上蓬勃的市場，與其五星級地位相稱的租金就是大獎。我們深感滿意。

借鑑了上海恒隆廣場的早期成功經驗，2005年起我們在上海以外的地方購置土地時，會儘可能以高端為定位。有時候，我們在購置土地前已知選址並非最高端，瀋陽皇城恒隆廣場就是一例，其定位注定为次高端。至於其他我們購入的地塊都可以定位为高端或次高端，視乎市場及當地的競爭情況而定，兩者是會隨時間改變的。

2010至2015年間，我們在內地六個綜合項目啟用，其中兩個也設有辦公樓。當時我們預期六座購物商場裏至少有三座屬於高端類別。由於2011年中熊市席捲中國高端時裝和飾品市場，我們的計劃被擱置了六、七年，但我們的構想從未改變。2018年初，市場終於回暖了。正如原本預期一樣，六座購物商場中的其中三座現位列高端檔次。三座之中，無錫恒隆廣場是無錫公認的業界龍頭，而大連恒隆廣場亦快將成為當地的業界龍頭。

我們最新開業的昆明恒隆廣場，現已營運了17個月。無可否認，這項目從第一天起就是昆明高端購物商場中的王者。今年3月，武漢恒隆廣場的購物商場將會開業。只要查看租戶名單便會相信，這座購物商場也會在中國中部這個最大城市的高端時裝市場獨佔鰲頭。迄今，我們的十個發展項目中有七個屬於高端檔次。餘下的三個項目，有兩個日後依然有機會晉身精英行列，儘管可能要數年後才會實現。

在長達六年半奢侈品市場熊市期間，我們的零售租賃業務全面受創，尤其是湊巧都不在上海的新物業。因此，有些投資者質疑我們是否有能力在上海以外重現魔法。他們看到的是上海和非上海的分別，但管理層看得通透，深信市場轉勢後會有何變

化。經濟復甦三年後，我們一直預期的都已成真。為奢侈品品牌建造的購物商場吸引了所有頂級品牌成為我們的租戶。結果，租金大幅躍升。

2020年第一季度及其後，疫情下高端及次高端購物商場的表現差別最為明顯。上海以外地區的五星級購物商場表現與上海的兩座同級購物商場完全一致，而四星級購物商場則顯然是另一回事。以下的按年數字充分地說明這點。（去年大連恒隆廣場獲不少高端品牌進駐時，購物商場仍處於轉型階段，所以其表現整體上仍屬次高端購物商場。因此我們暫時將其如此分類。）

2020年第一季度（準確來說，就是2月及3月兩個月份），業務被疫情衝擊嚴重受影響。到了4月，我們清楚看到奢侈品銷售額開始復甦，而其他商品表現則依然乏力。下半年度，前者的銷售額暴漲，其餘商品也開始發力，但進度慢得多。

比較上海與上海以外地區的零售額表現得出的結果，跟比較五星級與四星級購物商場的結果對照，會看到很不一樣的境況（上海以外地區的數據是高端及次高端購物商場的結合）。2020年上半年，上海兩座購物商場的零售額較2019年同期上升15%，而上海以外地區的則下降7%，彼此相距22個百分點；下半年，相應數字則分別是上升90%比對49%，相距41個百分點。然而，如果比較高端及次高端購物商場，情況會更為明顯。2020年上半年，前者上升21%，而後者則下降34%，相距55個百分點；下半年，高端購物商場的零售額較去年同期增加98%，而其他購物商場的零售額則依然較去年下跌4%，兩者相距達整整102個百分點。



昆明恒隆廣場

從上述清楚可見，我們在上海以外地區的五星級物業與在上海的兩個物業表現完全一致。事實上，前者大部分物業的租戶銷售表現都勝過上海恒隆廣場及上海港匯恒隆廣場。無論與去年比較，還是以上、下半年比較，表現都優於上海的物業。值得一提的是，上海的增長已是相當強勁——上海恒隆廣場及上海港匯恒隆廣場的零售額分別按年攀升了60%及42%，而以半年比，下半年則比上半年分別攀升了95%及86%。

毋庸置疑，這些數據都顯示我們有能力在上海以外地區創優增值。隨着無錫恒隆廣場和昆明恒隆廣場的持續強勁增長，加上大連恒隆廣場將提升至五星級的水平，以及武漢恒隆廣場的購物商場將於3月開業，這些物業連同上海兩座購物商場，將會成為我們增長的雙引擎。

去年的另一重大觀察是，我們在內地與香港的物業租賃業務之相對佔比。2019年，內地租金收入佔總租金收入53%，香港的佔47%。前者在2020年上半年升至54%，下半年更急升至63%。全年計，內地佔59%，香港則佔41%。

租賃營業溢利趨勢亦相若。2019年，佔比分布為內地46%；香港54%。2020年上半年，前者佔49%，但因下半年復甦強勁，佔比躍升至59%。全年計，內地佔54%，香港則佔46%。預計內地市場持續強勁，本地則維持疲弱，兩者的差距今年或會進一步擴大。

我們內地的辦公樓表現不俗。正如本人以往在《致股東函》中提到，幾乎所有主要城市的供應都嚴重過盛。除非辦公樓的選址、設計、建築和管理都極佳，否則空置率高是無可避免的。幸好我們的項目在這些指標上都屬同業頂級。因此，保持單位租出應該不是問題，但要大幅上調租金會有難度。辦公樓是整體發展的一部分，除了提升聲譽外，既可為樓下的購物商場提供優質的客流量，也可帶來合理回報。我們在內地的辦公樓毫無疑問達成這目標。

在上海，我們的辦公樓租出率為93%，其他地區較為成熟的項目也達85%至90%不等。無錫恒隆廣場第二座辦公樓啟用了17個月，租出率已達52%，而昆明恒隆廣場辦公樓的租出率於年底錄得41%。



無錫恒隆廣場

即使武漢恒隆廣場辦公樓兩個月前才開業，至今租出率已達15%。本人預計所有辦公樓來年的租出率將會有所上升。

香港所有商舖物業都不樂觀。縱使我們表現優於市場，也難以令人安心。我們購物商場店舖的零售額下降了20%，這必定已優於市場的平均數字，租金收入因而下降了10%。早前提出的租金寬減帶來的負面影響仍持續，而我們或須再推出新寬減。在內地，截至去年4月，我們所有物業的零售額及租金收入都已超出2019年同期的數字。然而在香港，兩者全年皆低於去年的水平，更何況2019年因為社會動盪，市道本已相當疲弱。

去年香港辦公樓的租金亦受壓。我們少收了6%租金。更惡劣的是，情況在年內變得更差。

由於2019冠狀病毒病出現，有龐大的物業重估虧損也是意料之內。2020年下半年，內地的高端購物商場復甦強勁，所以過去六個月的虧損較少。整體而言，物業重估淨虧損於年內為港幣67.72億元，佔我們整體投資物業組合的總值3.6%，資本化率維持不變。

撇除這個非現金性質的項目，實質上溢利較去年上升了2%。在內地，我們的租賃業務所帶來的溢利較2019年增長了18%。香港的租賃營業溢利則下降了12%。我們售出的物業單位減少，所以我們在本地的收入減少了15%。若計及利息支出等其他項目，整體股東應佔基本溢利下降6%至港幣42.01億元。

董事長 致股東函

年末的淨負債率為21.3%，相當穩健。除非有如購置土地或出售投資物業等不可預見的情況，否則淨債項應於2023年見頂。不少最近的開支都是用於建造新項目。若有良機出現，我們不介意為現時的土地組合增添新成員，尤其是在內地。

本人在世界各地的讀者都覺得，在全球疫情肆虐期間，我們公司竟然還能持續有那麼多舉動實在難以置信。由於中國把疫情處理得相對好，市況已大致恢復正常。本人在去年的《致股東函》之補充資料中提到，本人擔心回鄉過節的工人在2020年農曆新年後能否回武漢復工，最終因為武漢封城，他們回不了去，令武漢恒隆廣場的工程延誤了約六個月。今年，我們對所有內地的在建項目都擔憂較少，因為中央政府強烈呼籲工人就地過年。然而，杭州恒隆廣場因去年的問題，我們仍在努力追趕進度，希望第一期仍能按計劃在2024年開業。

武漢恒隆廣場的購物商場將會在3月25日開業，逾80%的空間經已租出，更重要的是，幾乎每個我們希望吸納的頂級品牌都已簽約進駐。從開業的首天起，這將會是武漢的Home to Luxury。本人預計開業後生意暢旺。其辦公樓出租情況理想。如市況許可，我們希望能在明年預售住宅單位。

大連恒隆廣場現正從次高端購物商場轉型為高端購物商場，其進程已到最後階段。許多廣受推崇的一線品牌已經進駐，更多會陸續加入，整個轉型過程應在今年年底完成。第二期佔總空間的13%，快將完全投入運作。這項目正迅速冒起成為市內最受追捧的高端購物商場，其全年影響將於2022年體現。

就如我們近年在上海恒隆廣場和上海港匯恒隆廣場進行的舉措，我們正規劃在濟南恒隆廣場開展資產優化計劃。這是我們上海以外在內地開設的第二個物業，至今已有十年歷史。一直以來，濟南恒隆廣場都表現出色，客流量、零售額和租賃收入都理想。為保持其競爭力，這正是升級的好時機，希望成果會接近上海兩座購物商場的佳績。



武漢恒隆廣場

在香港，我們希望最早能在今年下半年預售位於前淘大工業村的住宅單位。這項目及電氣道的辦公樓正如期施工，預計分別在2023年上半年及2022年上半年可取得使用許可證。

去年9月，我們投得壽臣山地塊，這幅地塊位於香港島南區一個眾所渴求的住宅地段。這是我們20年來首次在本地公開招標中報捷。我們的原則很簡單，香港眾多物業種類中，我們唯一感興趣的只有真正的豪宅。這類物業供應有限，而市場上永遠有需求。再者，邊際利潤率可以甚高，如果我們時機和成品都把握得好，這類項目的溢利可以很豐厚。

近年我對香港經濟的悲觀看法，對於一直有留意我們公司的人應該不會感到陌生。2019年的社會動盪從根本上改變了我們的未來。在不同程度上我們已冒犯了至少90%的內地民眾。這說法大概錯不了。他們不明白為何有這麼多香港人對其祖國這麼反感，而事實是只有少數香港人這麼想。就如本人過往在函件中提到，大多數人可能不喜歡現屆香港政府，因為其施政無能，很不幸這種敵意被轉移到中央政府身上。這意味着，只要北京今後不會愚昧地支持無能的領導者，那在一定程度仍能挽回香港人的心。

《港區國安法》實施後，我們的街頭已回復平靜，騷亂不大可能短時間內捲土重來。《港區國安法》讓我們爭取了一些時間來修補社會多方面的裂痕。與此同時，要下苦功慢慢培育香港人的國家身份認同，畢竟這情感已消失了一個半世紀。香港經濟在祖國支持下會平穩發展，雖不會很蓬勃，但也不會沒路走，香港依然能為國家作出有意義的貢獻。本

人看不到北京有甚麼原因要傷害香港。希望我們的經濟會與內地這世界第二大經濟體逐漸融合。這是本人與香港其他理性的人長期以來所主張的。任何客觀而希望香港繁榮的有識之士都不難得出這結論。

對許多內地人來說，香港終究還是有些吸引力的，包括一群為數不少的超級富豪。香港是個歡迎外來人士的開放社會，縱使不諳本地方言（廣東話）的人也不難在這裏安居樂業。例如，過去10至20年，有越來越多西方年輕人以香港為家。他們從事的行業，從專業人士、藍領工人、到企業家都有。他們當中有些開設了許多咖啡館和酒吧，豐富了我們的社區生活。以本人的物理治療師為例，他來自澳洲；另有位朋友舉辦豪華活動時，聘用的保安人員則來自非洲和英國。只要他們奉公守法，香港都歡迎他們！

還有來自世界各地的富豪，他們喜歡香港稅率低，以及與全世界接軌的卓越航運網絡和數碼連接，再加上鄰近龐大的中國市場。香港現正重回正軌，與內地關係亦然，許多來自內地的超級富豪仍然希望在香港置業。最近，一個在香港生活了超過20年、來自上海的朋友向本人抱怨：他和妻子以及兩個十來歲的女兒覺得他們600平方米的家太小了（而這已比本人的家要大很多！），他們正在找1,000平方米的房子。他們找對人了，本人知道他們理想的家在哪！

我們投標壽臣山地塊還有另一個原因——因為最近的社會問題和疫情，市場氣氛相當低迷。我們過往30年的往績證明，我們是趁低拾寶的能手。就像本人一直告訴投資者，只有當滿街鮮血時，恒隆才會入市。不出所料，我們投標，我們中標。

這種策略需要有耐性，有時需要長時間的耐心等待，而我們有的就是非凡的耐性。20年前，我們在公開拍賣會上投得現為君臨天下的地塊時，我們之外只有一位競標者。而這次似乎有四位，包括20年前曾與我們競標的那位。有些人認為，君臨天下是香港史上盈利最豐厚的房地產項目。本人不知道是否屬實，但應與事實相距不遠。有意思的是，在我們這次中標後，其中一位競標者馬上致電給本人，問我們會否允許他們加入為合資夥伴。認識本人的話都知道答案——本人靜候20年並非為了與他人分享成果。畢竟，我們財力雄厚，而就恒隆的規模而言，這項目並非那麼大，更何況地塊本身與其價格均具吸引力。本人預期最終盈利會同樣令人滿意。

這幅地塊佔地8,800平方米，我們可興建4,400平方米左右的豪華大宅。我們的中標價為港幣25.66億元，相當於每平方米可建面積近港幣58.3萬元。2018年，一家內地企業投得隔壁一幅大一點的地塊。與他們相比，我們的中標價十分吸引。他們的中標價是每平方米港幣92.4萬元，幾乎比我們的高出60%。我們的地塊坐擁無敵全海景，政府的租賃契約條款也很簡單。而他們的不但完全沒有海景，還須遵守苛刻的建築規限。

我們的交易原定於2020年12月30日完成。然而我們投得地塊後，才得悉作為外國主權國的賣方仍未按照既定的外交義務向北京申請批准出售土地。因此，我們無法按原定時間完成交易，只能靜候佳音。本人對情況多少有點了解，堅信沒有原因會導致交易不能早日完成。在如今的低息環境下，已支付的10%首期可視為期權金，用來購置一幅價格非常合理、極優質的地塊。坦白說，這幅地塊幾可謂絕無僅有，而本人相信這只不過是短期期權而已。

如我們再物色到其他優質且價格同樣吸引的地塊，將會毫不猶豫，再度出擊。

展望

在香港，除了豪宅市場外，我們投資其他房地產領域的可能性極微。我們甚至可能會繼續出售一些成熟的投資物業，但沒必要倉促決定。我們會持續觀察政治、經濟和市場局勢的演變，如常適時地向投資者通報。

在內地，我們會一如既往尋找更多購置土地的機遇。我們正研究數個大都會，也樂意在某些我們已進駐的城市擴充規模。我們繼續視中國內地為投資四、五星級，特別是五星級購物商場的理想之地，如果情況需要，甚至可以涉足其他產品類別。我們會貫徹謹慎行事的宗旨。

本人預料，內地零售消費在2021年會持續復甦，高端時裝和飾品應該仍會表現最佳。然而，由於2020年的增長速度極為強勁，今年的百分比增長可能會變得溫和。其他商品的銷售應回復甚至超越2019年的水平。



我們兩個位於上海的項目在租金收入方面應會維持出色的業績。在增長速度方面，本人預期上海港匯恒隆廣場將會接近甚至超越上海恒隆廣場。至於收入增長方面，上海以外的購物商場應更強勁。本人認為，昆明恒隆廣場及大連恒隆廣場特別值得關注。前者正蓄勢待發，後者在迎頭趕上。近年表現卓越的無錫恒隆廣場應會持續有優秀的表現。種種好跡象顯示，3月25日開業的武漢恒隆廣場將會有亮麗的表現。

包括武漢恒隆廣場在內，六座近年開業的購物商場中，有五座都屬於高端的，只有天津恒隆廣場屬次高端類別。五座高端購物商場中，最先開業的瀋陽市府恒隆廣場表現僅算尚可，但其餘的均印證可與我們兩座位於上海的高端購物商場媲美。本人相信繼武漢恒隆廣場後，預計2024年開業的杭州恒隆廣場的購物商場將會延續佳績。

展望將來，未來五、六年開業的新物業將會十分令人滿意，總建築面積相當可觀。各個項目的竣工時間先後有序，讓我們的財政不至緊張。

一座新開業的購物商場通常需要數年才會成熟。由於2011至2017年的熊市，我們所有新發展項目的成熟期都被延長。幸好市況逆轉，自2018年起，所有項目均重回正軌，表現優秀，而即使至今已持續了整整一年的疫情也沒有窒礙其增長勢頭。

於2019年8月開始營運的昆明恒隆廣場，以及往後落成的購物商場，它們的成熟期所需的時間應會更短。我們已積累經驗，包括項目設計方面的覈門，市況也一片向好。武漢恒隆廣場很有機會表現相若，今年內就有分曉。

值得注意的是，上海恒隆廣場也許是全國首座真正的高端購物商場，但除此以外，我們位於其他城市的購物商場落成前，已有競爭者佔據市場的領導地位。一線和二線品牌已經在其他購物商場落戶，因此我們的五星級購物商場開業時，須力爭躋身領先位置。目前為止，除瀋陽市府恒隆廣場外，我們都大獲全勝。在這些市場中，我們現在是無可爭辯的龍頭。

各地對時尚奢侈品的需求都不相同，這點不用多說。以路易威登 (Louis Vuitton) 為例，部分城市的門店數量可以比其他城市多。例如，上海和北京兩地各自能輕易容納至少七家門店，杭州和成都四家，武漢三家，瀋陽兩家等等，而很多其他城市只能容納一家門店。對我們而言，重要的不僅僅是我們身處哪個城市類別，還有我們在某個城市的市場定位。我們能取得多少市場佔有率？最好當然是在上海等龐大市場中獨佔鰲頭，因為那裏的租金收入會極高，像上海恒隆廣場。可是，假如我們能在昆明或無錫等可容納一或兩家門店的城市中佔據市場主導地位，收入還是相當可觀的。無論如何，平均租金顯然會反映賺取收益的能力。

在檢視我們多項新工程之前，本人先簡單回顧這兩年來項目落成的情況。不知不覺間，我們已經啟用了一座購物商場、三座辦公樓和一家酒店，總面積達61.3萬平方米。2019年竣工的有無錫恒隆廣場的第二座辦公樓、昆明恒隆廣場的購物商場和

辦公樓，以及瀋陽市府恒隆廣場的瀋陽康萊德酒店。去年年底，我們在武漢恒隆廣場的辦公樓正式開業。這些建築無論座落於世界哪個角落，每一座都會被視為達到世界一流的水平，甚至是最好的一座。

當武漢恒隆廣場的購物商場在3月開業之後，我們預期要到2023年才再會有內地項目落成，那又會是另一個繁忙的一年。屆時，武漢恒隆廣場的住宅單位應該可供入住，這是我們在上海以外的首個住宅項目。無錫恒隆廣場和昆明恒隆廣場亦將有住宅單位落成，而這兩個發展項目預計在同年皆會開設一家酒店。在無錫恒隆廣場的將會是一家國際品牌的精品酒店，酒店營運商的細節將於今年稍後時間公布。至於將於昆明恒隆廣場開設的酒店，其營運商將會是君悅酒店。

從2024年年底開始，杭州恒隆廣場的購物商場和一些辦公樓應會開業。另有一些辦公樓和一家酒店應會在2025年或不久之後便準備就緒。事實上，我們快將與一家真正頂尖的酒店集團簽訂合約。這會為項目餘下的部分定調——頂級奢華、世界一流。

同樣於2025年，我們計劃瀋陽市府恒隆廣場的部分住宅大樓可以首先竣工，現有購物商場的擴建部分亦會落成。兩部分的購物商場加起來的零售空間，必能大大提升顧客體驗。我們會繼續尋找合適的時機興建第二座辦公樓。

這些新工程會令管理層忙個不停，至少要到2026至2027年方會完事。如果我們在未來一、兩年內購置土地，物業的竣工日期會與現有項目好好銜接。

在財務業績方面，本人預計未來兩、三年內，大連恒隆廣場、昆明恒隆廣場和緊接的武漢恒隆廣場的購物商場都會漸趨成熟，租金應會上揚。到2024或2025年左右，杭州恒隆廣場的零售業務應該會投入市場。這些項目加上我們在上海內外的現有項目，利潤潛力應該頗為雄厚。

本人預計，無錫恒隆廣場第二座辦公樓、昆明恒隆廣場和武漢恒隆廣場各一座辦公樓在這18個月以來所增加的辦公室空間，將會在未來數年基本上全部租出。屆時，杭州恒隆廣場的辦公樓也會差不多啟用。目前為止，那裏的辦公樓市場十分活躍，我們的選址極為理想，整個項目的設計和建築水平同樣優秀。

在未來四、五年內，我們希望把上海以外的住宅單位全部售出，這應會帶來合理的溢利和可觀的現金流。按照竣工的次序，這些項目是武漢恒隆廣場、無錫恒隆廣場、昆明恒隆廣場，最後是瀋陽市府恒隆廣場。

從以上對我們內地租賃業務的闡述看來，除非有無法預知的情況發生，否則我們未來十年左右的財務回報應可令人鼓舞。

可惜的是，香港的租賃市道將會持續疲弱。坦白說，如果未來數年的租金能維持在去年的水平，本人已經心滿意足。如果我們出售任何投資物業，總租金收入將會下降，但我們將可以從一些老化的資產中套現。資本增值與初始成本相比應該仍然非常豐厚。



杭州恒隆廣場

董事長 致股東函

今年和未來數年的總溢利亦將視乎香港資產的銷售情況而定。總共有三個銷售來源。第一，已落成的發展項目，例如藍塘道項目，有九間大宅待售，另有兩間用作出租。第二，正在或即將興建的新項目，包括九龍灣前淘大工業村的住宅大樓、港島東電氣道的辦公樓，以及有望快將完成交易的壽臣山地塊。最後，與近年來一樣，我們亦可能會出售一些投資物業，其中很多都是在我們的投資組合裏長期持有的。

為我們長期服務的獨立非執行董事夏佳理先生將於4月舉行的股東周年大會上榮休。這是由於董事會多年前設定的董事年齡限制。本人衷心感謝他多年來對本公司的指導。在本人於1980年擔任執行董事前數個月，他便加入董事會，擔任非執行董事。因此，他是目前唯一一位自本公司60年前成立以來，與所有三位主席和六位行政總裁（前稱董事總經理）共事的非執行董事。他和本人是僅有的兩位曾直接與本公司創辦人陳曾熙先生共事的董事。

夏佳理先生在香港出生長大，於英國受訓成為大律師。他在香港執業數年後，於商業機構擔任高級管理職務，再成為事務律師。他曾是本地最大的律師事務所之一的合夥人。結合他的出色頭腦，夏佳理先生能將法律專業知識與商業智慧完美地融會貫通，實屬少有。他被譽為香港最睿智的商業奇才之一，本人很榮幸他同意擔任董事長顧問兩年。

在結束本函之前，本人想藉此機會向所有盡忠職守的員工致謝，他們在疫情期間以專業的精神、忠誠的態度履行各自的職務，尤其是我們眾多的前線員工經常置身於危險之中。去年，本人特別表揚了武漢的同事；今年，本人應該讚揚香港的團隊。全賴他們這些無名英雄，本公司才得以運作暢順。管理層和人力資源團隊盡力保護員工安全，而員工亦竭誠服務，答謝所有人包括公司大股東。這就是恒隆精神，這份精神令所有員工（包括本人）都以在這家公司工作為榮。

董事長

陳啟宗

香港，2021年1月28日



董事長致股東函之補充資料

2月9日，我們去年9月從招標投得的壽臣山地塊的所有外交障礙都得到了圓滿解決。通過與賣方合作，交易於今天中午完成。這是一項可喜的發展。

董事長

陳啟宗

香港，2021年2月25日