



願景一致

我們擁有共同的目標，
秉持「只選好的 只做對的」
的營運理念，致力為公司
創造更高價值。







恒隆廣場·武漢



董事長 致股東函



陳啟宗
董事長

業績及股息

截至2018年12月31日止年度內，收入減少15%至港幣100.15億元。股東應佔純利稍微下降至港幣52.85億元。每股盈利港幣3.88元，與去年大致持平。

倘扣除物業重估收益的影響，股東應佔基本純利減少21%至港幣26.31億元。每股基本盈利相應下調至港幣1.93元。

董事局建議派發末期息每股港幣6角1仙，並將於2019年5月21日派發予於2019年5月7日名列股東名冊的股東。如獲股東批准，截至2018年12月31日止年度的每股股息總額為港幣8角。

業務回顧

容本人首先從三方面回顧我們在內地的業務發展：行業狀況、高端零售商和公司營運。本人將主要集中概述優質商品的銷售，例如那些在稱為四星級或五星級購物商場銷售的商品。這也是公司的業務重點。

中國的改革開放政策始於1978年底。其時，意識形態問題造成重重障礙，直至1980年代才逐漸被克服。1989年6月，社會動盪不穩，花了數年才恢復過來。時任國家最高領導人的鄧小平先生在1992年初南巡，以重振改革開放這個國家級實驗。隨後，多項改革在1990年代相繼出台，為本世紀的國家經濟起飛奠定了基礎。

當本人在1980年代到訪內地時，很多日用品都無法在商店裏找到，優質商品更是寥寥無幾。1990年代情況顯著改善，但生活水平仍然頗低。然而，當時社會已經累積了一定財富，隨後，小型而劣質的購物商場紛紛湧現，大部分在廣州和上海，有些在北京。這些購物商場大多由香港地產商開發，但沒有公司願意大舉進軍內地市場。

本公司則屬例外。策略上，恒隆於1992年決定在上海大展拳腳，可以說是在內地投資發展次高端購物商場（如上海的港匯恒隆廣場）及高端購物商場（如上海的恒隆廣場）的先驅。這兩地塊於1992及1993年先後購入，購物商場則分別在1999及2000年落成。

優質商品的零售起初僅見於上述三個城市，直至千禧年才拓展至更多城市，其發展速度之快令人出乎意料。即使是內地二線城市，其財富累積能力亦甚顯著。大型購物商場在內地處處冒起，但屬於優質的卻屈指可數。儘管如此，個人消費成為了內地經濟的重要一環，優質商品於眾多經濟活躍的城市漸漸風行。



在2000至2011年這12年間，個人消費年均升幅接近13%，勢頭一時無兩，即便是2008至2012年的環球金融危機也無阻其升勢。隨後，2012至2017年這六年間，年均升幅雖然放緩至10.4%，但仍相當可觀。然而，內地奢侈品銷售明顯受累，過去數年的反貪腐行動固然是主因，海外奢侈品銷售上升則是另一原因。這情況直至接近2017年底才見逆轉。

現在，讓我轉談高端零售商。2000年以前，高端零售商於內地少之又少。西方頂級時裝巨擘於1990年代末開始注意到內地市場的潛力，他們大多是歐洲品牌。在2000年上海的恒隆廣場開幕時，許多這些品牌首次登陸內地這龐大市場，而大多數當地市民也是初次接觸到這些時裝品牌。

隨着內地經濟迅速發展，這些高端零售商開始獲利甚豐。他們預計，中國即將成為其全球最大市場。他們的預測是正確的。結果，這些公司急速拓展業務至二線城市，部分甚至過度擴張，超越當時的地方經濟所能支持。這些頂級品牌，大部分以至全部都在2013年前叫停內地的業務拓展，不少甚至在多個城市縮減店舖數目。一些品牌原打算遷往位置遠優於現店的購物商場，縱使新地點租金相若，仍受總公司掣肘而不獲批准。此情況持續至2017年底和2018年初。現在市場氣氛確實已經逆轉，一眾高端零售商再次信心滿滿，積極開設新店。他們近期在中國的銷售額升幅甚為可觀。

為何會有如此轉變？先前提到的反貪腐行動的影響已被市場消化，昔日向政府官員饋贈名牌的情況早已不復見，市場轉趨健康，而現時需求主要來自用家。市場在過去五至六年間增長緩慢，積壓了大量需求。這些品牌的目標顧客，尤其是較年青的專業人士，收入一直上升。過去幾年，由於市場信心疲弱，這群客戶減少了購物；但現在市場復甦，他們亦有更多錢可花費。

多個頂級品牌向我們透露，他們在全球的客戶（包括中國）的平均年齡轉趨年輕；也就是說，品牌現有及潛在消費者比以往更多。這些時裝品牌亦預計，北京政府把民眾的海外消費轉化為本地消費的政策快將見效。種種因素皆再次推動奢侈品牌在內地擴充業務。

公司在這大環境下該如何定位？我們的策略和時機都再好不過了。我們1990年代在上海大舉投資並興建的兩個大型購物商場——定位高端的上海的恒隆廣場，與定位次高端的上海的港匯恒隆廣場——一直回報極佳。公司在2000年代中期進軍二線城市市場，是業務長遠增長的必要之舉。自2000年代以來，我們便成為了上海的Home to Luxury，並期望在2010年代逐漸在其他城市取得相同地位。



港匯恒隆廣場·上海

然而，公司在2012至2017年的熊市中受挫。當時中國經濟增長放緩，市場對個人消費信心轉弱，奢侈品零售市場更是首當其衝。現在回看，我們能否避過這場衝擊？不大可能，但如果我們當時在一個範疇做得更好一點，或許可以減輕一些痛苦。

正如本人多次向股東闡述，2000年代末，公司在上海以外地區急速發展，興建許多購物商場，如此步伐給管理層帶來極大壓力。公司團隊的擴充無法趕上購物商場興建的步伐。在2010至2015年間，我們蓋建了約200萬平方米的世界級商業樓面面積（包括相關停車場），其中大部分都是上述熊市期間建成的。這面積是我們在上海有的四倍多，亦幾乎是我們過去35年在香港及上海整個投資物業組合總面積的兩倍。

現在情況已經完全逆轉。大部分管理上的問題已經解決，而高端及次高端市場也全面復甦，公司前景一片光明。

縱然管理層不會過分在意公司的股價，但仍值得簡略論述一下。在上海的兩座物業開業前的約30年間，公司股價表現落後於同業。自2002年左右起的10年間，公司表現幾乎跑贏香港所有地產同業；但在上述的六至七年熊市期間，我們的表現再度遜色。今年以來，我們又再次超越同業。我們的股價可能正處於一個轉折點。

更重要的是，公司的業務在好幾方面也可能處於轉折點。第一，除了藍塘道的豪華住宅項目，我們在香港發展的住宅項目已幾近全數售出。（只有浪澄灣的一個單位待售。）這些地塊在2000年代初購入，所以最終邊際利潤甚為豐厚。然而，定期閱讀本人文章的讀者都知道，我們過去約15年一直專注在內地發展高端商業物業，以作長遠投資。自2004年以來，我們在七個城市開展了八個規模龐大的發展項目。這些項目竣工後，將提供約430萬平方米的世界級商業樓面空間，當中約43%已完成，正為公司賺取利潤。



我們會繼續在香港發展可供出售的項目，但只會精挑細選。正如本人會在下一部分詳述，目前我們有兩個此類項目，土地購置已接近完成。這看似是理所當然的事，因為這是我們的專長；事實上，本公司正是以這方式發展起來的。公司業務以租賃物業為主，出售項目可為我們提供更快的現金流，兩者相輔相成。儘管如此，我們未來數年仍會重點發展高端商業物業，並長期持有。

第二個轉折點與市場有關。如前所述，2000至2011年近12年間，內地高端個人消費增長強勁。隨後是2012至2017年長達六年的熊市。現在，行業正再次穩健增長。

第三個轉折點與我們管理層有關。2000年代末以及2010年代前半期的問題已幾近完全解決。今天我們的團隊雖然仍有改進的空間，但比以前任何時候都要強大。

盧韋柏先生正是在此時加盟公司，去年出任新一任行政總裁。早年，在袁偉良先生領導下，我們制定策略、購置土地，並開展工程。袁偉良在2010年退休後，陳南祿先生接任，繼而建立團隊，並建設所需的系統。去年7月，盧韋柏接替陳南祿，主要任務是完善系統並賺取利潤。本人認為決無失敗之虞。

值得一提的是，公司領導層一直都頗為年輕。當陳曾熙先生在1960年創立恒隆時，年近40歲。本人在1991年接任主席時年紀亦相若。兩年後，袁偉良開始與本人一起經營公司，當時他年紀也相近。陳南祿於2010年加盟時是54歲，盧韋柏去年加入時是47歲。現在，管理層的重任主要落在盧韋柏和現年36歲的公司執行董事陳文博先生的身上。他們組建了一支卓越非凡的團隊，應能在今後數十年為公司領航。

最後，公司業務表現方面，也可望顯著上揚。上海所有的資產優化計劃將在數月內完成。未來兩年，我們將在內地蓋建更多世界級商業樓面——共約110萬平方米的高端購物商場和摩天辦公大樓——多於公司歷史上任何時期。引用本人從前用過的比喻，這相當於連續兩年每年把兩幢多的紐約市帝國大廈推出市場。

我們租戶的平均質素也在上升。辦公樓租戶在各營運城市都已是數一數二的。這正是我們在2000年代中期，決定在二線城市興建辦公樓時的設想。在瀋陽這樣的省會和無錫這樣富庶的城市，對甲級辦公樓總會有一定需求。只要我們在黃金地段興建最優質的大樓，我們總能以合理的價格出租。到目前為止，我們的經驗印證了這點，而我們預計，昆明的恒隆廣場和武漢的恒隆廣場也很快如是。

購物商場租戶的質素總有提升的空間，除非像上海的恒隆廣場一樣，世界頂級的時裝品牌早已進駐，成為真正的Home to Luxury。這些品牌邊際利潤豐厚，能夠支付較高的租金。此時令人尤其欣喜的，不只是我們會與頂級品牌簽訂30多份租約，而且這些時裝品牌將進駐上海的恒隆廣場以外的購物商場——其中三分之一將進駐上海的港匯恒隆廣場，三分之二將落戶上海以外的購物

商場。他們相信，不僅在上海的恒隆廣場，我們還有其他最優質的物業，讓他們出售其高價產品之餘，也希望把品牌與我們聯繫起來，這將有助上海的港匯恒隆廣場轉型成為另一個 Home to Luxury。其他將會受惠的購物商場包括：瀋陽的市府恒隆廣場、大連的恒隆廣場、無錫的恒隆廣場、昆明的恒隆廣場和武漢的恒隆廣場。

上述所有轉折點皆對本公司業務有利，尤其內地的租賃業務。部分得益已反映在業績上，但整體得益要到明年才會反映。屆時，上海的港匯恒隆廣場會在完成資產優化計劃後全面重開，昆明的恒隆廣場也會在今年年底開幕，而許多高端品牌也會在這兩個購物商場和我們其他購物商場開業。

話雖如此，過去一年的業績還是令人滿意的，與本人六個月，甚至12個月前的預測大致相同，香港和內地的投資物業均如是。由於香港的住宅發展項目已經幾乎全數售出，因此收入和純利均有減少。

這就帶出了一個問題，即應該如何評價本公司及其業績才算合情合理。10多年來，我們一直告訴股東，我們將逐步成為以投資物業主導的企業。我們發展可供出售的項目，要符合以下其中一個條件：在香港遇上有利的時機，又或在內地以零售及辦公樓空間為主的大型項目內劃出部分來發展。因此，發展出售項目應該與租賃業務分開看待。前者本質上波動，而後者則穩定。只有看清這點，我們才能類比。



恒隆廣場·上海



展望

地緣政治前沿戰雲密布，中美關係也逐漸走到一個轉折點，而且前景看來堪虞。本人在2018年7月及2019年1月的致恒隆地產（我們的營運和上市控股公司）股東函中曾細談這個問題，建議大家不妨一讀。兩封致股東函可於我們的網頁找到（www.hanglung.com/zh-HK/media-center/publications/chairmans-letter-to-shareholders）。本人在此只會簡短地總結。

目前的貿易糾紛在整體格局裏只是表徵，背後蘊藏着更長遠、更嚴重的科技競賽。美國在這20年間愈發認為，中國的迅速崛起必會威脅其霸權，於是與中國展開全面的科技戰爭，因為科技決定軍事力量。為了達到目的，華府正竭盡所能，動用一切手段來遏制中國。在知性層面上，把競爭提升到文化、文明、意識形態或政治體制的層面是饒有意思的，但骨子裏這其實源於美國自覺其霸權受到威脅。

事情何以發展至此？這可追溯到1991年的蘇聯解體。此後，華府相信西方的市場經濟和民主體制，幾乎在所有方面都勝人一籌（在很多方面的確如是），於是無法接受由國家指導和國家參與經濟的中國模式，以及有限的民主模式偶爾也有過人之處，然而事實就在眼前。例如，美國不與中國比拼研發出更快的5G通訊技術，反而因落後於人而試圖用盡一切方法來遏制中國，甚至訴諸不道德的手段，毫不留情。

客觀研究形勢便不難斷定，中國可以承受貿易戰的後果而不致過度受創。別忘記北京政府也可以在貿易及其他領域報復，令美國同樣受創。最終，雙方都不會獲勝，因而將達成若干合理的解決方案。

然而，這場科技大戰將會怎樣結束？結束之後的世界局勢又會如何？在極不理想的情況下，世界不同地區會採用兩個科技系統和兩套科技標準。政治和經濟方面會有兩大勢力範圍，所有國家都必須表態：親美還是親中。國際關係將須重新調整。由於種種不必要的磨擦，貿易流甚至供應鏈都會被中斷，需要重新建立，而新規格則是我們今天無法預料的。屆時，世界將與我們自第二次世界大戰以來一直所認知的全然不同。

對我們至關重要的中國的經濟又會如何？儘管全球經濟無疑將放緩，然而北京政府會盡力刺激本地經濟，以帶來就業機會和社會穩定。任何現有的政策可迅速逆轉；舉例而言，雖然中國多年來一直不鼓勵人民購置房屋，特別是第二套住房，但最近很多這些規條已被放寬，以滿足宏觀經濟需求。若干負面影響可能浮現而須加以解決，北京政府將會稍後出手。

幾乎可以肯定，中央政府會盡力刺激內需。畢竟，個人（及企業）儲蓄規模龐大。這筆回報率低，甚至閒置的巨大資金，必須被釋放以發揮較大的作用。正如建造住宅及購置房屋會大力刺激經濟，個人消費增長也會有相同效果。這對我們而言應屬絕佳消息。

儘管如此，我們仍應保持警惕，因為科技戰或會引致無法預料的巨大後果，這可能遠比貿易糾紛嚴重。我們目睹過後者，所以能夠以史為鑑，從很多類似事件作出預測；然而，前者卻是史前無例。現今科技發展的速度、規模和普及程度都是前所未見。法蘭西斯·福山（Francis Fukuyama）在1992年出版了《歷史的終結與最後一人》一書，當中提出的觀點過於武斷，甚至完全誤導。然而，現今的科技競賽大有可能給歷史畫上句號。這想法令人不安。事態前所未見亦令人擔憂，要痛下苦功詳加分析才可好好理解。

正因如此，我們為業績高興並對短期至中期前景感到樂觀之餘，也已經採取防禦措施。為此，我們決定儘快把內地高端服務式寓所的土地儲備完全發展，規模舉足輕重，涵蓋武漢的恒隆廣場、無錫的恒隆廣場、瀋陽的市府恒隆廣場和昆明的恒隆廣場。本人預期，這將會帶來可觀的現金流和利潤。

在香港，我們樂見所有住宅單位已幾乎售出，尤其因為樓價正在調整。目前只餘下藍塘道12間半獨立式大宅和浪澄灣一個單位尚未售出，可見我們再一次把握了頗佳的售樓時機。

我們將會出售香港一些成熟的投資物業。我們以往也定期以遠高於賬面淨值的價格出售該等物業，本人相信同樣的情況再次發生亦不足為奇。

我們在業務擴展計劃方面一向謹慎，以後亦然。我們只會開展具策略價值而地價又合理的投資物業項目，去年5月購入的杭州地塊便是一例。我們目前正在研究某些類似項目，但本人預計短期內不會取得成果。



恒隆廣場·昆明



恒隆旗下的所有購物商場皆憑藉其綜合素質而獲得頂級奢侈品牌認可，吸引他們進駐



我們對內地市場審慎樂觀，但始終看好香港經濟及物業市場的前景。試考慮以下幾點：

隨着內地經濟和社會進一步發展，祖國與香港在很多方面的差距將逐步收窄。這個趨勢已持續數十年，未來數年也會繼續如是。這對香港而言既是福也是禍，不過主要仍算是福。舉例而言，中央政府現已確定把上海打造成人民幣結算產品的國際金融中心。長遠而言，當人民幣在全球經濟中愈顯重要，內地理應有一個金融中心。中央政府為何要把所有業務讓給香港、倫敦、新加坡等離岸人民幣中心？只要香港人不再愚昧行事，如自1997年以來間中的舉動，我們的城市在未來的一段時間應仍是中國最重要的非人民幣及離岸人民幣中心。

內地居民前往香港的通行自由將會趨於放寬，縱使進展可能緩慢。隨着雙方在經濟方面互相拉近和關係越趨和諧，這種情況應該會持續甚至加強。未來，資金流動也應更自由。試想一下我們的住宅單位會有多大的需求增長！

我們的商用物業也會受惠。過往，香港辦公室及零售空間的買家一直是本地市民或是我們這類本地房地產公司。近年來，本地及國際投資基金都來分一杯羹，當中大多數均持較短期的目標。作長線投資的機構投資資金在過往一直欠缺，但現在這類資金正在內地集結，等待機會流入香港。試想想內地保險公司及退休基金的需求——高質素的長期資產與其負債配對。他們可以在很多內地城市購買資產，但除了北京和上海，很少城市像香港一樣，有既優越又安全的商用物業可作投資。香港是三個市場中最小的，但基於各種原因，可能是最理想的一個。

綜觀上述因素，香港的房地產市場——以至整體經濟——怎麼可能不好！

由於1997年以來的本地政治因素，香港並沒有發揮自己的潛力。我們如果能夠明智一點，便可在中國這個發展迅速、世界第二大的經濟體系內，成為更重要的金融中心。例如，這15年來成立的部分泛區域開發銀行可在香港設立總部；試想想這些銀行進駐所衍生的經濟效益。部分人過分熱衷於證明自己與內地不同，結果損害了本地經濟的發展潛力。

儘管如此，由於獨特的地理位置和歷史，香港仍會是個充滿活力的城市。雖然發展不及以往迅速，又或增長未盡潛力，我們仍然是惹人羨慕的。只要內地需要香港，或是只要香港顯出對國家的重要作用，我們便會繼續一帆風順。

在很多方面，香港是世界上最安全的經濟體之一。在「一國兩制」的框架下，我們在有需要時可獲祖國的政治、經濟和軍事支援。如果內地經濟按照預期穩定發展，我們會繼續獲益。相反，若然太平洋地區的地緣政治轉趨惡劣，北京政府便可能更需要香港。本人不能斷言香港立於不敗之地，但綜觀所有因素，香港仍然是羨煞旁人的。

世界局勢從來都動盪不安。20世紀上半葉尤其如此，隨後70年則相對和平。本人恐怕世界正進入另一個不穩定時期；至於局勢會有多嚴重、情況會持續多久，恐怕無人知曉。在不穩定的環境裏，中國其實可能是相對安寧的避風港。若真的如此，個人消費便會增長，我們的業務也會從中獲益。環顧全球局勢，本人為能夠參與公司在內地的業務感到慶幸。

短期來看，本人預期公司業務在本年度餘下時間會逐步增長。香港租賃市場表現應與2018年相若。在內地方面，我們的投資物業表現皆很可能比去年更出色。收入的躍升將於明年開始，並相信會維持數年。租金純利應在滯後約一至三年後增長。

2019年的表現明顯取決於我們售出多少間藍塘道半獨立式大宅，而這個結果難以預測。可以肯定的是，我們的主要租賃業務應令人滿意。

撇除不可預見的情況，未來數年對公司業務及股東而言，前景應該十分樂觀。

董事長

陳啟宗

香港，2019年1月30日