

陈启宗：2010-2011 致股东函

业绩及股息

截至二零一一年六月三十日止，年度之营业额为港币五十一亿六千四百万元，减少百分之五十七点二。股东应占纯利为港币五十七亿九千二百万元，下降百分之七十五点四。每股盈利为港币一元三角三仙，较去年下跌百分之七十六点六。儘管我们决定不向市场推售住宅单位，但我们的物业租赁业务持续表现理想，租金收入上升百分之十三点五，达港币五十一亿六千一百万元。来自物业租赁的经营溢利增长百分之十二点六，达港币四十一亿九千四百万元。

倘扣除重估收益等影响，基本纯利下降百分之五十八点九，至港币二十七亿四千一百万元。每股基本盈利的跌幅相若，减至港币六角三仙。

董事局建议派发末期股息每股港币五角四仙，与去年相同。虽然我们的股本因去年十一月配股而扩大百分之七，但如获股东批准，全年度每股股息之总额仍与去年相同。

业务回顾

由于管理层认为市况仍未够炽热，因此没有出售香港的已落成单位。结果，溢利只来自物业租赁，这解释了溢利下降的原因。两年前，我们也遇到同样的情况。今次与上趟一样，投资物业表现良好，几乎全部在香港和内地的各类物业都录得理想的增长。

内地业务占租金总额百分之四十五，其余来自本港市场。除业务比重较少的香港服务式寓所外，各类物业基本上均维持全部租出。

租金营业额和溢利的升幅与年中时相当接近。租金收入较去年上升百分之十四，其中香港物业上升百分之八，内地物业则上升百分之二十一。本港市场方面，商铺和办公楼均录得百分之七的增长，其他物业则上升百分之十五。

上海方面，五星级的上海恒隆广场之购物商场持续凌厉的增长，升幅达百分之二十八，而四星级的港汇恒隆广场则有百分之十三的升幅。从手上资料看来，同一批顶级的国际品牌在上海恒隆广场的销售额，可能比它们在上海其他商铺高

出最少两至三倍。虽然上海恒隆广场办公楼的租金收入略有上升，但市场竞争依然激烈。期望该物业在未来两年有可观增长是不切实际的。沈阳皇城恒隆广场的营业额符合目标。

香港的租赁边际利润升至约百分之八十三，内地则略降至百分之八十。后者是意料中事，因为每当有新项目投入运作时，都会带来如此影响。沈阳皇城恒隆广场的首年盈利贡献仍然有限，但将有改善，这是业务性质使然。

我们已把“港汇广场”易名为“港汇恒隆广场”，在日常使用中可简称为“港汇恒隆”。这是为了统一品牌和标识，皆因连许多上海市民也不知道，这个深受大众欢迎的购物商场与尊贵显赫的上海恒隆广场实属同一业主拥有。商誉和品牌资产的一个奇妙之处，是当共用时它们的价值不减反增。由于港汇恒隆广场正在提升档次，它与国内人所共称最具名气的豪华购物商场挂同一牌号，可说是百利而无一害。

若以每个单位面积的销售额计算，比较我们旗下上海和香港商场的生产力，可得出有趣的结果。平均来说，上海恒隆广场的生产力是港汇恒隆广场的两倍，而我们在香港的最佳商场物业（位于旺角区）的生产力仍较上海恒隆广场高出两倍，但后者的顶级品牌却属超高档次，它们的生产力比我们在香港之最佳商场物业还要好四倍，比客流量最高之一的商场金钟廊更要好十倍！

我们还可以从另一角度观察上海奢侈品市场的惊人之处。上海恒隆广场之购物商场现时每年带来的销售额较港汇恒隆广场高出百分之二十六。但前者的平均客流只是后者的百分之十一，而后者的可出租面积几乎是前者的两倍。这说明了两者的顾客群有很大分别：前者拥有消费力甚高的客群，后者则以大量的购物者取胜。现时港汇恒隆广场每年有近八千万人光临，确实令人为之惊叹！这可能是上海甚至全国的纪录创造保持者。

上海市政府衡量商业活动的准则相当独特，是根据一项物业内所有营商活动所缴交的税款来计算。举例，一家在我们其中一座办公楼设总部的公司，它缴交的所有税款都会算入这座办公楼。官方记录显示，上海恒隆广场和它的租户每年纳税约人民币二十四亿元，而港汇恒隆广场则超过人民币十七亿元。“恒隆”两项上海物业每年可提供逾人民币四十亿元的税收，这确令所有城市的官员讶异。一些其他城市的官员对我说，如果恒隆到当地建立项目，即使缴税额只是我们在

上海缴纳的一小部分，他们亦会高兴不已。

这些数字有助我们在中国建立品牌。面积达十七万一千平方米的济南恒隆广场，于二零一一年八月二十六日正式开幕前六个月已全部租出。即使不计入销售租金（这在新设施来说通常不多），这座巨大的购物商场的初期无杠杆资本回报率，很可能会超越我们过往任何一个项目。沈阳皇城恒隆广场开业时的收益率，比不上十多年前我们两项上海物业，个中原因我已在去年的致股东函中详述。如果济南恒隆广场的首年表现比沈阳好出五成，我也不会感到讶异。至于原因，我会留待该座新商场开业及录得实际数字后再解释，现时只需说它所有的铺位都以理想的租金租出，势头确实可喜。

有些股东也许记得，我们为长沙一幅土地花了约六年功夫，甚至早于二零零六年时因策略需要而宣布可能达成交易。然而，今年一月市政府拍卖该幅土地，我们空手而还。对我来说，这是个令人失望但不一定可惜的结果。

首先，中标价明显高于我们所愿付的。另一个原因是，我们与市委商讨的地积比率较低，而他们最终把地积比率大幅调升，令偌大的可建面积挤在有限的土地上；这须兴建多幢办公楼甚至一座酒店。尽管地块位于黄金地段，但要把它打造成为享有最高租金的世界级物业将会格外困难。

事实上，在这幅岛形地块上已矗立着三幢高层住宅大厦，从设计角度来看并不理想。这一点我们也许还可以将就，但还有另一个与地块有关的不确定因素存在。这幅地座落于二千五百年前的长沙古城中心。几年前，当它毗邻的地块被开发时，有大量珍贵文物出土。当时处理这个问题还算容易，但今时不同往日。因此，经考虑所有因素后，我们在投标时恪守纪律。如今事件已告一段落。

这带出在我而言是过去一年来最关键的事，它涉及我在六个月前预测的竞争环境的重大转变。往后这半年里发生了更多事情，对我们未来数年的业务或会带来影响。如果说，一年前最令我花心神的事情是董事总经理的继任问题，那么过去十二个月让我同样费神的事情是在下文描述的新的市场状况。

幸好陈南禄先生上任，让我去年的问题迎刃而解。我相信，今次的困难也会适时获得解决。

自从南禄决定加盟后，我对他说最重要的任务是在内地买地。如今一年过去，我的看法有了改变。现在看来，我们可能在一两年内都不会买地。然而，市场或

许再次急变，致使我判断失准（这并非首次）。无论如何，我们仍会继续洽谈数项有潜力的土地购置，否则一旦市况好转时我们便难有机会达成交易。这正正是我们于二零零九年初的经验，当时竞争对手甚或卖方即市政府的流动资金枯竭，我们花了好一段时间进行的两幅土地洽购，瞬间开花结果。

过往我曾撰述内地住宅发展商转而进军商业地产市场，并提供了多个原因，这里不再赘述，只需说许多发展商似乎已认同我们对住宅行业的看法。略举数例，我们认为这个市场波动性强、缺乏经常性收益、政府干预大及税率高。

有人说，纵然微不足道，但能促成这个转变的是所谓的“恒隆现象”。过去数年，内地许多发展商眼见我们的成绩便试图仿效，亦不会因为我们认为很少人会成功而却步。大型国企旗下的地产企业，以至非政府的大型房地产公司均正加入战团，在住宅项目以外找寻据点。而近年亦有少数香港发展商在内地商业地产市场转趋积极，令这个市场进一步拥挤。

然而，游戏规则出现了变化。今年二月，中央政府宣布未来五年将建设三千六百万套保障性住房供出售或出租；单是二零一一年铁定动工的保障房已达一千万套。经过多年管理需求失败后，北京现在决意就供应也一并处理。向私人企业提供大量土地建房是一回事，然而其售价会受政府的土地契约所限制；而由市政府自行建设和销售住房却是另一回事。两者对市场的影响截然不同。

纵使政府未能克竟全功，但对住宅发展商来说，此举无可否认会令市场规模严重萎缩。二零一零年新落成商品房总数是九百三十万套，但单是未来一年政府可建成的保障房已达一千万套，其中百分之四十可供租赁。统计显示，现时一套住房平均住三数个人，未来五年建设三千六百万套保障房，意味着超过一亿一千万人会有居所，约相等于内地城市居住人口的百分之十七！难怪这么多住宅发展商转而进军商业地产市场。

这无疑会推高商业土地价格。不符标准的商场和办公楼本已充斥全国，今后将会涌现更多。许多最终均会失败，但这不会令发展商却步。这些物业几乎全部都会分拆出售，并且往往在未落成前便已售出，部分原因是其发展商财政薄弱，同时也因为他们希望滚大资金。历史显示，这些原本已设计欠佳的物业一旦分拆售出后，其质量只会快速地退化。中国无可避免地将成为一个遍布“垃圾商场”和“垃圾办公楼”的国家，这现象或已发生，极其浪费资源、土地及建筑物料，

并将令中国城市和居民饱受“视觉污染”的祸害。

在稍后的章节，我会讨论恒隆如何应对这个新的竞争环境。

我于年中时曾撰述上半年财政年度发生的两件事，包括大连恒隆广场于去年九月动土及十一月的配股。后者理念已明确阐述，我不在这里重复。但有另一项发展，值得作出解释。

自从一年前有关方面更改法规后，我们便开始吸纳人民币。到目前为止，我们已购入人民币约二百亿元，在某些时候更是公开市场上最大的人民币吸纳者之一。这些交易绝非投机买卖，我们永不会这样做；买入人民币其实是供资本开支所需。未来三年，我们在内地的施工费将达人民币约一百五十亿元，这还未计入我们可能进行的土地购置。从近期的交易来看，不难于一天内花掉人民币五十亿元！

此外，我们一直持有落成项目作长期收租，而非急急出售。这意味着回报会来得较慢但稳定。然而，我们必须支付前期的施工费，而它的金额远超落成项目的每年租金收入，这个情况在项目落成后的头数年最为显着。

因此，虽然严格来说我们没有货币错配的问题（因支出和租金收入都是人民币），但有时差。基于这个原因，在董事局支持下，管理层决定着手购买我们现时所需的人民币。

毕竟，大部分人均认为，至少在未来一年左右，人民币的升值机会较贬值机会为大。人民币的存款利率亦较港币为高。有一个反对意见是，内地现时的法规令人民币的离岸交收有困难，甚至乎不可能。但是，即使在最坏的情况下我们须要先把人民币重新兑换港元再汇入内地，我们仍会因为当中的存款利率差距而得益。至于我们可能获得的货币升值收益，也属附带的好处。

再者，我们相信人民币政策正在放宽。中国现时也许持有太多外汇，而北京亦不希望见到人民币升值过急。因此，外地公司或许有一天能获准直接汇入人民币。巧合的是，我们其中一个项目最近获准这样做。这仍非一个全国性的现象，但可能性是绝对存在的。

一年前正值管理层交替时，我告诉股东本公司正经历一个重大的转变。我们的业务正从双城运作迈进到全国性多点的跨地运作模式。我们从来不是一家营运密集的公司，但鉴于未来约十年将有二百万平方米的高端商用物业落成，我们亦

必须改变管理方针。

多年来，我们以身为一家精简企业而自豪，公司每名员工创造的利润居最高之列。去年本公司的纯利超过港币二百三十亿元，每名员工平均创利约港币一十万元。然而，在未来数年，我们的员工人数每年将增加百分之十至二十。

我们必须为这些新的发展作好准备。第一步是找一个善于营运管理的领袖。这是最关键的决定，而我们很幸运获得南禄加盟。在他出任董事总经理一整年后，我欣然汇报我们找对了人选。

地产行业的专业知识实不难懂，南禄很快便掌握了，并迅速地强化了管理团队。我们的管理层现有五名执行董事，包括董事长及董事总经理在内。其中两名执董于二零一零年在内部擢升；一名在南禄加盟前，另一名则在南禄加盟后。

在原先的六名助理董事中，有两人如前述已经擢升，一人已经请辞。因此，除余下的三名助理董事外，我们再在公司内部擢升三人，连同我们从外聘请的四人，合共为十人。为令这支管理团队更为完备，我们还需要一名执行董事，现正会晤人选。除了我们的董事总经理外，这名新人将是唯一非“土生土长”的执董。无论如何，到时六位执行董事和十位助理董事将构成本公司的核心，致力为股东继续提供理想的业绩。

正如本人在以往的致股东函内所汇报，我们聘请了许多高级经理和经理以配合业务扩展所需；他们与执行董事和助理董事一样都持有本公司的股份期权。二零零五年初我们开始在上海以外买地时有三十八人获授予股份期权，如今人数已增至九十八人。我列举这些统计数字，只希望道出在本公司所发生的转变。在数字背后，我们花了大量功夫来打造和凝聚团队，使它更有效率。

在管理制度方面，我们正在推动各项改进和调整，找出各项管理制度的弱点及采取改善措施。略举数例，我们在内部审计、编制和审阅预算、资讯科技及集团传讯各方面，都已经或很快会有更完善的系统。与一年前比较，我们在各方面都是一家更卓越的公司。

新的领袖也为我们带来了不偏不倚的新思维。某些一贯做法可能需要重新审视；对悠久的传统提出质疑，对现有的观念、思维和程序作出反思，都可以带来可喜的转变。

总而言之，南禄作出的许多贡献已带来实质的成果。我们还有许多工作要做，

会好好利用今后一两年时间完成。

我明白，对许多投资者而言，公司的管理事宜未必是切身关注。反之，人们一定留意到，过往我们每次在内地买地时，公司股价便会上升。然而，我们绝不会迎合这些短炒诉求。为股东提供长线、持续并兼顾风险的最大回报，是我们的使命。有着这个目标，在管理方面的种种改进才具有意义。

有些人在得悉我评估未来一两年买地的可能性不高后，甚或会出售本公司的股份，我对此的回应当然是：“随便吧！”不管怎样，我们无法阻止这些行为，况且我们实在不介意，因为当本公司的股价跌至某些价位时，母公司恒隆集团便会购入。事实上，公众可从公开文件中得悉，母公司在近来数月已开始行动。

策略性计划

要知道怎样应对新的竞争环境，我们需要从历史中学习。一个很好的起点是十四年前，香港回归祖国，恰好亦是亚洲金融危机爆发之时。

如果以二零一零年底香港所有大型上市地产公司的股价为基准，追溯到四至十四年前，可以发现除了一年外，本公司的总回报率（股价表现加上派息）或母公司恒隆集团的总回报率都是最好的；在那例外的一年，我们与第一名相当贴近。（过去三年，本公司的表现不俗，但不及其他一些公司出色。）如果以一九九七年市场高峰期例如六月三十日为基准，向前推算至今年六月三十日止，本公司的表现更为可观。除了一年外，本公司的总回报率均位居首席，而很多时候恒隆集团都名列第二。我们既跻身最大型地产公司之列，亦能取得这些佳绩。

问题是：我们如何能臻此成果？答案应可作为我们日后发展的指路明灯。我相信，我们赖以成功的其中一个关键因素，是我们比任何人更能掌握市场时机。事实上，我们笃守原则，只按市场行事。换句话说，我们比大部分人甚至全部人更加尊重市场。我们认为市况处于低位时才会买，认为市况处于高位时才会卖。诚然，一年前我曾撰文说，恒隆与许多竞争对手不同；我们的增长模式和企业思维都仰赖于知识、经验及努力，并非单靠价格变动来图利。这是实情，但我们能掌握市场时机并拿捏得很准同样是实情。过往显示，我们对此甚有纪律。且看以下的历史事实，即使是最精明的投资者亦会赞叹不已。

过去二十年来，我们多次故意置身市场之外，这种能耐是不可思议的。（为

便于书写及理解，下文列出的都是概约日期。)在一九九二年至一九九四年的三年间，我们在香港和上海买入很多物业。当本港楼市在香港回归中国前逐渐升温，我们在一九九五年至一九九八年的四年间停止买地。这是我们远在亚洲金融危机爆发前已先行作出的准备之一。(我在过去的致股东函已详述有关细节。)即使在一九九七年七月危机开始后，我们仍继续置身市场之外达二十一个月。一旦我们认为合适的时机来临时，我们便采取购置行动；这在一九九九年和二零零零年发生，我们在没有竞争的情况下买入土地。然后，从二零零一年到二零零四年，我们又停止买地四年。二零零五年至二零零六年时，在没有人留意的情况下，我们在内地二线城市悄悄地购入多幅位于黄金地段的商业用地。当市场变得火热时，我们停止购置两年，那时是二零零七年和二零零八年。正如我常说，感谢上帝让我们借着二零零八年的环球金融海啸，在翌年获得入市良机。自从我们于二零零九年五月作出最后一次购置后，两年多以来我们再没有购置行动。

我很怀疑，世界上会否有另一家地产公司，像我们一样买三年，停四年；买两年，停四年；买两年，停两年；再买一年，然后至今停买超过两年。正如我对一些机构投资者说，股东给我薪水就是为了让我不做什么也不做——所指的是我没有为业务购置新地块。但正因为知道何时不买，才会知道什么时候该买。毕竟，为股东带来回报的不是购买土地，而是我们是否以合适的价钱在合适的时间购买合适的地块。

我们不只算准入市即购置土地的时机，亦算准出市即销售物业的时机。熟悉我们历史的人都知道，我们趁一九九七年的楼市高峰期售出多项投资物业，获利甚丰。他们也知道，我们近年一直持有已落成的香港住宅物业，直至市况非常炽热时才销售，从而取得最大的利润。到目前为止，我们一直捏准市场时机。

我坚信，这个有纪律地解读市场周期亦即尊重市场的方针，是我们过去持续成功的主要因素。我们深明地产周期的本质不变，因此我们没有理由要改变方针。我们将继续理性行事，那便是低买高卖。

在此我要特别提出——恒隆是抱长远之心从事地产业，这一点非常重要。这个取向是配合行业所需，因为地产周期比较长，参与者必须抱有这个心态，才可以给自己时间受惠于市场波动。周期可令参与者，尤其那些短视的人破产，但同一周期亦正好让其他人成功。

由于地产业的周期一般较长，短期来说，掌握得准确与否并非显而易见，但时间会证明一切。同样地，贵价买地不一定会输钱，因价格可能仍会攀升一段时间。但当价格最终下跌，由于只有很少甚至没有缓冲的空间，贵价买地个中风险可能令该项购置有欠谨慎。

鉴于中国处于结构性的上升轨，即使市场未来出现调整，物业价格仍有可能不会跌穿发展商入市时的成本。这个可能性或许存在，但却是危险的假设。以日本的地价为例，价格持续上升长达四十年，直至一九八九年才终止。然而，在这个超大的增长趋势中，仍出现过多次大幅波动，例如七十年代初期日本物业价格便曾暴挫。

此外，今天的中国与二次世界大战后的日本有很大分别，当时的地缘政治环境与今天截然不同。由于“现代财技”不断蹂躏金融体系，现时的全球经济环境比过去数十年脆弱和复杂得多。再者，今天的中国有它特殊的情况，社会上存在着许多不确定性，着实惹人关注。这些因素有可能导致今天的周期较以往更短、升跌幅度亦更大。如果属实，那么购置机会将会较早而非较迟出现。

有些人对于我们不追逐价格持反调：既然恒隆的策略是只买位置最好的商业用地，不追价实际上令一些黄金地块永远与我们绝缘。我的答案如下：被昂贵土地牵绊的后果，远比错失一些优质地段更严重。毕竟，中国幅员广大，有许多具有经济活力的城市可供我们发展。再者，由于我们时常作好准备，当市场下跌时我们便可买入更多土地，这正是我们于一九九九年至二零零零年在香港以及于二零零九年在内地的情况。

所有经验丰富的行政人员都知道，某些错误令人付出特别昂贵的代价，无论如何都要避免犯上。由于土地在地产业务里的角色是如此重要，是否谨慎买地可影响到一家公司的存亡。历史上有很多这样的案例，我们在香港应感受特别深切。即使公司不破产，它的前景亦可能变得一片灰暗。让我以恒隆的过去阐明。

我们于整个六十年代也许是香港增长最快的地产公司。以某些标准而言，在六十年代中期我们也许更是第二大者，但在七十年代我们却完全看错市。当时的正确做法是积极买地，但我们却几乎什么都没有买。到了一九八一至八二年，管理层尝试从后赶上，大量买地，却遇上一九八三至八四年的大跌市。

像任何从厄困中——例如濒临破产边缘——幸存的人一样，我们即使不乏财

力，也疲于作战，无法掌握八十年代中期开始随着市场复苏而出现的机遇。因此，我们错失了香港地产业的黄金二十年。当我于一九九一年接手时，本公司已从六十年代其中一家最大的地产公司跌至陪跑的角色。

其后发生的事，提供了一个有意思的研究个案，并加强我们坚持信念以对应今天新的竞争环境。

从一九九四年开始，以年终股价来计算市值及与九家最大的香港上市地产公司比较，恒隆集团当年排名第十，但此后本公司的排名扶摇直上。正确掌握市场时机，再次是我们成功的关键。一九九七年前，我们的市值基本上处于第八位。一九九七年至一九九九年，我们排名第七。在其后的六年里，我们稳企于第六位。二零零六年，我们上升到第五位，二零零七年升到第四位，而自二零零八年起直到二零一零年的最后一个星期，我们一直名列第三位。（一家公司于二零一零年年底超越了我们。）

将本公司与九十年代头三大地产商相比亦提供有趣的发现。在一九九九/二零零零年度，本公司与它们相差最远。从当时起，投资界似乎开始认同我们过去十年的一系列正确决定，我们与三大地产商的差距持续收窄。当时它们的市值分别是本公司的十二倍、十倍及四点五倍，现在是本公司的一点七倍、两倍及零点七倍。三家公司的市值自二零零零年以来都有良好的增长，但我们的增长速度远远更快。用图表学的说法，我们的增长曲线陡峭得多。

本公司与首两大持续领先我们的地产商之间的差距会否继续收窄？这要取决于我们的增长曲线的陡峭度，但如果其中一家严重犯错，分别亦会很大。在此消彼长的使然下，要挽回失地会加倍困难。但即使没有重大失误，曲线的斜率也会发挥作用。表面上这似乎不太重要，但如果两家相差甚远的公司中较小的一家持续赶上，那么我们过去的经验显示这个差距将随着时间而收窄。

要做到陡峭而持续的攀升，我们必须时时刻刻都做对的事。高价买地有可能把曲线拉平，这是为何我们不像某些竞争对手般追逐价格。他们可能赚钱，但我们宁愿等待更好的机会。周期是不可避免的，我们会作好准备，并且力求避免过早入市。耐心等候者终可获得胜利。

可以肯定地说，管理层绝无意与其他地产商竞争。我们只对应市场，不太着意别人干或不干什么。致力在市场上做对的事，它最终都会给你回报。历史证明，

我们过去二十年确能成功从后赶上。

我猜想有很多人在概念上都认同我们的运作模式。然而，真正实践的人何其少！愈少人做的事便愈难坚持；这是一条孤单的路。几乎每个人都希望从众，只不过没有说出口；别树一帜并不好受。

投资界亦会意见纷纭。我们敢于这样行事，自然会招来诸多指责。最温和的责备是指我们错失良机，对此我们屡听不鲜。从一九九五年到一九九七年中，许多国际机构投资者都斥责我们保守，其中一家世界最大的投资管理公司甚至对我说我根本就是懒惰。但我们绝不懒惰，因为无为（例如不买地）本身可以是最有为的做法，以我们的情况来说确实如此！它并非不思进取的躲懒，而是经过仔细思量的行径。

事实上，在一九九五年至一九九七年中，我们其实做了很多事，唯一不做的就是买地。相反，我们把成熟的投资物业售出；以较长期的债务取代短期债务，并在资本市场集资。没有人留意到这些行动，事实上许多人还嘲笑我们不像竞争对手般买地。我们的股价下挫，我们成为市场的笑柄——直至亚洲金融危机席卷而来，所有的鄙视目光都一扫而空，笑容似乎只在本公司管理层的脸上展现。渐渐地，少数精明的投资者开始加入我们的行列，悄悄地收集本公司的股份。我们最终能以廉价购入香港多幅最佳的土地；这些买了我们股份的股东赚了很多钱，我们也获利甚丰，直到今天仍受惠于危机的余波。

如今回望，亚洲金融危机带给我们最大的突破；它是本公司股价的转折点，此后我们的股价再没有调头。二零零八年和二零零九年的全球经济海啸给我们类似的机会，以廉价购入内地的土地，但以规模来说始终较小。

我们本应可以赢得更大，但正如我以前解释过，中国政府的策略性决定令我们未竟全功。无论如何，其他机会将会随着时间而涌现，对此我毫无疑问；我们所需要的只是耐心。

有人说，恒隆采用的是反周期策略。我只在某程度上认同这个说法，但有些时候我们亦必须随波逐流。举例说，我们虽然暂停出售香港物业一段时间，但我们迟早亦会跟随。只要竞争对手营造的声势够大，我们便会出击。不过，我们多能摸顶亦即在上升周期快完结时出手，因而注定只与群众短暂邂逅。

许多时候，市场甚至不察觉我们出现。这样也好，皆因我们很乐意拿到钱后

再次从公众的视线中消失。我们虽然无法预知何时再次出击，但已开始准备下一轮攻势。外界看来，我们再次无所事事，默默地等候。

事实上，等待需要很多功夫，甚至比起行动需要更大的勇气。像我们手头有很多现金的公司，很容易便会犯错，乱买东西。很少人能抗拒诱惑；试想一下，伺机等候四年是什么滋味。我们的支持者说，这需要勇气和自信，而这些只可能来自坚定的信念。

然而，我们绝不可能有十足把握，试问除上帝外有谁知道明天的事！管理层其实经常反思而非充满自信。我们内部经常互相辩论：究竟外在环境有没有大变，我们是否需要另觅出路。我们与非执行董事商讨，特别是向那些曾在中国内地有营运经验的非执董请教。我们亦竭力去了解各项可改变中国或地产业面貌的内外因素。

我有时会想，我是公司的 CPO 亦即首席政治总监，而不是 CEO（首席执行官）、CFO（首席财务总监）、CRO（首席风险管理总监）、CTO（首席技术总监）或 CMO（首席市场总监）。这儿没有什么专家，而坦白说也不可能有专家。我们只能凭观察、经验和分析，竭尽所能地希望做得对。中国并非一个纯粹以市场主导的经济，政策可以无声无息地迅速改变。面对这样的环境，我们上下同仁都必须谦虚。这没有什么勇气可言；我们也会怕错怕失败，同样也渴望成功，两者都是鞭策我们的动力。

从外人来看，我们成绩不俗；过去二十年我们都表现出色。今天，我们坐拥一个称得上傲视同侪的商业土地组合，拥有最好的土地和最低的单位成本。个中的真正代价是什么？一个充满自疑和饱受煎熬的管理层。

环境变得太快了，令人无法安心，最终我们只能依靠我们对人性的解读。人性是不会变的，只要它不变，无论经济或政治都会有周期，原因是人性，尤其是贪婪和恐惧，会在世界上兴波作浪而带来周期。这是我们秉持的终极信念。我们不只认为自己在市场面前微不足道，在人性面前更是无助。永不要与市场或人性对抗，你只能尽力去了解它们，与它们同行。长远来看，只有这样做才会赢、才可以生存。我相信，恒隆会是赢家之一。毕竟，本公司的中文名称有“恒久兴隆”的意思，但愿如是！

从掌握周期的角度来看，个人从业者在毕生的事业中可能只会遇上六、七个

大周期。能够准确掌握周期，便已事半功倍，余下时间主要是伺机而动。那些过于精明并经常跳入跳出市场的人士，要承受着被市场击倒的风险。历史往往证明，集中尝试掌握大变动才是远较明智之举。这与滑浪没大分别，大部分时间都花在划逆流和等待大浪中。如果每个小浪都冲，你便可能错过大浪。恒隆有耐心等，务求一击即中。过去二十年我们在此方面表现出色，亦乐在其中。

我们蓄势待发期间有大量工作必须开展，这些行动可归纳为两大类：第一类是提升每个管理层面，令我们已购入的土地发挥最大效益，这个裨益不只惠及我们现有的项目。第二类是继续洽购土地。在此探讨现时的市场环境及我们应有的对策，乃有用之举。

在上海以外，我们迄今正投资约港币五百亿元兴建七个项目（包括沈阳皇城恒隆广场）。就财政而言，我们确可作出双倍投资而仍能应付裕如。然而，鉴于最近的市况，相同资金可购置的可建面积，有可能远低于我们在二零零五年至二零零九年时可购置的。迄今占土地价格最大比重的拆迁费已大幅飙升，一幅可建平方尺数少于沈阳市府恒隆广场的地块，成本价可轻易远超我们手上七个项目合共支付的地价总额。鉴于国内正在进行大量基建工程，建筑成本亦只会上升。因此，项目成本上涨是无可避免。

我们就这个新情况调整思维时，应紧记两点。首先，中国并非单元化的地方，城市与城市之间的分别甚大，这让我们有望以可接受的价格买到一些优质地块。其次，中国经济将日益倚重本地消费作为增长火车头（这将与出口以及基建项目为主的公共投资并驾齐驱。）正如总理温家宝今年初对国民所言，未来数年的人均工资每年将最低限度上升百分之十三；尤其城市居民的可支配收入定会急升，而政府亦鼓励人民消费。对我们而言，这应可对新项目的较高成本带来一些补偿，让我们仍可望享有稳健的投资回报。

经过多番研究后，我们得出的结论是：我们过去二十年的内地策略仍应是未来多年的致胜方程式，但需要因应市场不时的变化作出战术上的调整。我们会采取行动，事实上我们现已在试验一些模式，而我抱有希望这会带来一些令人惬意的成果。

展望

无可否认，我们在过去一年变得加倍审慎。除了因为上文提到内地竞争环境的改变外，还有其他原因令我们近期放慢购置土地的步伐。近年一些社会发展，令人渐感忧虑。当任何事都有可能发生时，即表示制度上存在相当大的不稳定性。既然有疑问，还是应该以静制动。这也许纯属审慎，我们当然不希望有不幸的事情发生，但一旦出现，我们也不会因为现时以高价买入昂贵土地而受到掣肘。地价可能会下跌，因此我们应可以廉价买到一些好的地块。

不论是本土或国际的经济情况均乏善可陈。美国和欧洲持续疲弱，迟早会影响中国的出口。在国内，通胀持续飙升，官方数字未及如实反映情况；食品价格的升幅着实惊人。犹如其他地方一样，经济困境可以转化为社会问题。科技无远弗届，资讯可在瞬间如传染病般蔓延。所有这些似乎表明，今天的风险可能较潜在的回报为大。

地产行业方面也有某些地方值得关注。多年来，中央政府和开发商对政府监管房地产市场的成效存在着重大的意见分歧。到目前为止后者占上风，房价仍持续攀升。然而，社会上对高房价不满的声音加上严重通胀出现，逼使当权者采取日益强硬的措施；前文所述的保障房建设计划便是明证。鉴于房价稳定对维持社会和谐极其重要，除非事态有急剧的新发展，否则我们看不到政府会为何贸然放松遏抑房价的力度。在这情况下，地产市场有可能发生两件事。

在今年五月前的十四个月内，单是二十三家内地开发商已在香港债券市场借了超过港币一千二百亿元，其中三分之二的借贷是五年或更短期，部分年息高达十四厘。这只是其中一个举债渠道，贷款者都是实力较强，业务覆盖各地甚至全国的上市企业。另一方面，很多本土开发商为挣资金而付出难以长期负担或实属高利贷的成本。它们有些迟早会被并购，有些可能会破产，后者如接二连三地发生，可能对整个行业带来连锁反应。若然如此，我怀疑现在是否购置土地的好时机。

另一个现象是，没有一家公司破产；纵使有，它带来的连锁反应也有限。这情况所带来的影响，在短期内不会太剧烈，需要一段时间才会浮现。一些幸存的住宅发展商会因此加快进军商用物业，导致这个市场的竞争加剧。借用中国历史的说法，部分城市到时候将会出现“战国”时代。

虽然大部分参与者将经营小型和低端项目，但它们当中有不少参与者会进军我们的市场，包括许多国有企业的子公司在内，在主要城市建设大型高端的商业设施。无论它们是大型或小型，已足以令某些城市的竞争白热化，汰弱留强，直至行业出现整固及留下少数强者为止。

这场战役的关键因素是财力以及专业知识和经验，恒隆在上述各方面肯定都是最强者之一。

中国版图辽阔，拥有近两百个逾一百万人口的城市，在商业地产项目的发展程度而言，各城市之间存在着巨大的差异。我们仍发现有优秀的城市因各种原因而被竞争对手忽略，我们会尝试在这些城市购置土地。坦白说，很少城市拥有设计和施工皆合适的商场，而存在着激烈竞争的城市更少之又少。

在竞争激烈的市场当中，沈阳的情况也许最为严重。诚然，我们一马当先在当地购置顶级商业用地，但随后当地官员向跟随我们步伐的发展商售出更多商业用地。无论如何，我们已非首次面对竞争。当港汇恒隆广场于稍逾十年前在上海徐汇区开业时，毗邻已有五、六座有规模的购物商场或百货公司。其时的战况极为激烈，其中一座在全国有许多据点的购物商场，甚至威胁其租户不可在港汇恒隆广场开业。但在短短数年间，凭着超卓的产品，即设计和规模及管理，我们击退所有竞争对手。如今，参与者可分为两类：赢家和输家。前者有两个，其中港汇恒隆广场明显是领先者。

我们在沈阳、济南、无锡、天津及大连这五个城市均有在建项目，亦毫无疑问将是最终的赢家之一。问题只是：我们的胜利有多大。在上海，成败已成定局，我们的项目每年的无杠杆收益率约达百分之三十五，并持续上升。坦白说，很难找到一个类似项目有我们收益率的一半。同样，我们在其他城市的土地所处位置均卓越无比，但土地成本只是今天地价的一小部分。诚然，我们的建筑费较高，皆因我们不会出售项目，并非常认真地对待可持续发展的问题。总括而言，我们相信该等项目可享有稳健的投资回报。

当我们约二百七十万平方米（恒隆集团另外拥有港汇恒隆广场约十五万平方米）的内地租赁物业全部落成后，该物业组合可谓阵容鼎盛，应属于中国最高收益率的物业组群之列。我们将是中国迈向成为世界经济强国的主要受惠者之一。

尽管在兴建余下六个项目（不计沈阳皇城恒隆广场）之过程中将会面对重重

挑战，但随着政府持续鼓励本土消费，我们或许会不时受惠于这股顺风。较快出现的情况可能是降低奢侈品的进口税。现时该等消费约有百分之五十六在国外产生，为何中国要国民往外地购买该等产品？今天，在路易威登（Louis Vuitton）和香奈儿（Chanel）等位于香港、巴黎或纽约市的名牌店，说得最多的语言之一是普通话。有朝一日，中国所收取的进口税或许会少于其失去的销售税。届时，我们将是主要的受惠者之一。

我们还见到其他潜在的利好发展，但尚未能完全肯定；其中之一是与内地市政府的卖地方式有关。在九十年代，卖地方式毫无监管，导致贪污频仍。（这亦是我们为何于一九九二年在上海而非某些其他城市买地的两大原因之一。当时上海是最廉洁的主要市场；另一原因是我们看好这个城市的经济前景。）

当时的总理朱熔基被逼插手监管卖地程序。简言之，价格最要紧，价高者得。这是一个令人欣喜的发展，为那些像我们般诚实的参与者提供一个公平竞争之地。但这个方法实施多年后，开始出现严重的弊病。一个完全漠视环保或对低碳项目缺乏经验的发展商，只要愿意多付一块钱，便可击败我们这些对手。在所有条件都相同的情况下，由于这家发展商无需担负可持续发展等相关支出，它的建筑成本往往较低，因此每每均能获胜。这意味着我们在环保方面的经验及为此而付出的额外努力，连一块钱都不值，这明显是不合理的。

再举一个较难量化的例子。我们每一个内地新项目均获国际知名机构颁予设计大奖，其里里外外均富美感并兼具卓越功能，这与许多竞争对手特别是本土的有天渊之别。这些超卓设计往往需要较多成本和时间，但它们在土地拍卖的价值如何？答案是：没有。

坦白说，如斯土地政策不仅不能鼓励持续发展及优质设计，实际上是向它们泼冷水。惩善扬恶的方针必须停止。鉴于中国政府——至少在高层方面——锐意保护环境（虽然在实行上有许多掣肘），领导层有可能快将颁布新的指令。

事实上，部分市领导人开始正视问题所在，并正采取对应措施。技术上，应有方法可充分解决有关问题，并在财务公正与防止贪污之间取得平衡。像我们一样重质量的发展商应欢迎这个趋势。我们希望改革可以越早推出越好。

两年前我分析本公司近二十年的历史，并把它分为“准备期”、“后来居上期”及“起飞期”，合共三期，每期为时七年。我并进一步预测，我们约从二零

一二年起进入黄金时代，将从二零零五年起我们进军香港和上海以外城市的努力耕耘中获享收成。我的信心是基于五项因素，包括：富经验的团队、恒隆品牌，尤其在内地的品牌价值、在上海无与伦比的佳绩、极为雄厚的财力，以及于二零零五年至二零零九年之间所购置的卓越土地。前四者可让我们运用最后一项以提供惬意的财务业绩，并为我们奠下稳固基础，以取得超越我们现已购置的土地的成功。

回顾过去二十年，显然并非事事一帆风顺。市场波动频仍，我们必须审慎应对峰顶和低谷方能取胜。如今，我们踏入第四个七年期，眼前的似乎是另一个困难市况；这并非指价格下跌，而是指众多的不确定因素。这些不确定因素来自三方面：社会、经济和行业，我已在上文作出不同程度的撰述。

很明显，第四个七年期将在什么环境下展开，断非我们所能作主。但倘若我们能赢得股东信任，那么我们应该知道如何在不同市况中行事。我相信我们走过的路已为我们作好准备以面对未来。只要中国经济不进入长期的严重困境，我们应可蓬勃发展。但万一出现这个情况，我们会评估其经济需时多久方能复苏。无论时间长短，假以时日会有许多供购置土地作进一步发展的良机。自私地说，经济放缓对股东而言并非坏事。

回观近期，我们能否在本财政年度出售香港的已落成住宅，现时仍未清晰。纵使不能，租金收入的升幅也应可带动溢利的稳健增长。鉴于上海市场逐渐成熟，其增长可能会稍为放缓，但本公司的营业额会因新添沈阳皇城恒隆广场及济南恒隆广场而受惠良多，而纯利会随着时间而递至。