

筆者曾經聽說過，桌面下的貴賓客賭注隨時大於桌面上的兩三倍，當大部分桌下的注碼轉成桌上，官方博彩收益便有可能放慢。

在前的在後

最近有兩組數據確認了部分行業的倒退及放緩。一、香港4月零售銷售金額按年倒退9.8%（低於共識預測的-4.4%）；二、澳門5月博彩收入按年增長只有9.3%（低於共識預測的+14.5%）。前者受珠寶/黃金/手錶/高價消費品類按年下瀉39.9%拖累影響。從各零售上市公司去年末期及今年首季業績，早已看到增長放緩的跡象。澳門博彩5月首25天按年仍然增長14%，但最後6天突然減速變成負16%，令市場大感意外。分析員認為主要是貴賓廳（即所謂VIP廳）收入減少。

大豪客不再豪爽

兩者看似無關，其實有共通點，因為放緩均源於中央反貪腐行動及經濟放緩。高檔消費品銷售放緩，是以往內地旅客購入大量奢侈品送禮，他們出手之闊綽往往令港人嘖嘖稱奇。澳門博彩的貴賓客戶，主要是內地高官及暴發戶（資源及地產業等）。當反貪污愈演愈烈，高官可能自顧不暇。商品價及房地產低迷，以往一摘千金的豪客不再豪爽。

貴賓客業務主要是槓桿式的營運模式，中介人（即俗稱疊碼仔）有如財務公司，提供融資（即孖展）予賭客。高增長時，風險監控會愈來愈鬆懈，連低質素的客人也可能拿到較高融資額度。當增長放緩，賭客出現周轉困難及壞帳走數，中介人便須面對資金鏈斷裂的風險，假若成為危機，槓桿的雪球效應可以造成極大的殺傷力。

此外，過往澳門博彩的高速增長，是由於愈來愈多中介人公司上市，為了爭取業績及股價表現，把所謂桌面下（無官方紀錄及無繳付博彩稅）的賭注轉化成桌面上。筆者曾經聽說過，桌面下的貴賓客賭

注隨時大於桌面上的兩三倍，當大部分桌下的注碼轉成桌上，官方博彩收益便有可能放慢。

高檔消費放緩，一小撮香港民粹主義者高調排斥自由行旅客，令內地同胞反感加速減少來港。假設港府要削減20%自由行數目，將會對香港零售業及經濟帶來災難式的影響。有些零售公司管理層曾經估算內地消費者，佔部分購物熱點如尖沙咀的總消費額達80%以上，假設消費減少20%，大量店舖隨時會虧蝕及需要關門，大批服務性行業從業員可能會失業、店舖空置、租金下跌、物業估值跟着下調，負財富效應削弱港人消費意欲，最終令經濟下滑，所有港人都將成輸家。

金山短期續受壓

另一出人意表的是金山軟件（03888）及其剛分拆到美國上市的獵豹移動（CMCM），兩者核心盈利按年倒退（分別為-12.8%及-4.8%），原因為行政，市場及科研開支大幅增加。估計金山2014年的邊際利潤率將會下降15個至25個百分點（去年的營運利潤率為31.4%，今年首季降至19.3%），全年可能沒有增長。

金山管理層在業績發布後開始調低市場期望，一反早前的極度樂觀態度。最新說法是2014年將會是過渡階段，需要大量投放及花費，為未來成長鋪路。高增長的科網股選擇實在太多，沒有投資者會願意付出30多倍的預測市盈率持有零增長的股票。自今年3月開始，很多去年風光的股票都從高位大幅回落，假若公司基本面真的有結構上的改變，股價將會繼續受壓，短期內難以回復昔日光彩。FM

權益披露：筆者旗下基金持有金山軟件（03888）淡倉，並隨時於市場買入及沽出

祝振駒

翹騰投資管理董事總經理，特許財務分析師。曾經在星展，法興，瑞銀及軟庫金匯等投行研究部擔任分析師及主管達14年之久，專長於中小型股研究。後轉往凱思博投資管理擔任對沖基金經理，2010年創立翹騰。筆者博客：blog.sina.com.cn/raymondj2011

