

## 致美高梅国际酒店集团董事会的一封信

2021年1月6日

集团董事会  
美高梅国际酒店集团  
3600 S Las Vegas Blvd  
Bellagio Hotel & Casino  
Las Vegas, NV 89109

尊敬的美高梅国际酒店集团董事会,

雪湖资本是一家亚洲投资管理公司,旗下资产管理规模超过30亿美金。公司受托管理资金主要来自全球机构投资者,包括大学捐赠基金、非盈利基金会、家族基金、国家主权财富基金及养老基金。雪湖资本管理的基金目前持有美高梅中国控股有限公司(香港交易所:2282 HK)2.854亿普通股,持股占比公司总股数的大约7.5%。雪湖资本是美高梅中国最大的公众股东。

雪湖资本是澳门博彩业的长期投资者。我们认为美高梅国际酒店集团(纽约证券交易所:MGM)应该引入一家中国内地企业成为美高梅中国持股20%的战略投资者。如我们之前和贵司首席执行官William Hornbuckle所沟通,此项交易会是多方共赢的结果,并且能为美高梅中国和美高梅国际酒店集团两家公司的股东们创造显著价值。

主要原因有以下六点:

1. 新的战略投资者可以为美高梅中国和澳门带来高质量的非博彩资源,而非博彩元素是2022年澳门新博彩牌照竞标的关键因素;
2. 美高梅中国联席主席何超琼女士和战略投资者的潜在合作能够促进澳门经济多元化发展和粤港澳大湾区的融合;
3. 在2022年获取新博彩牌照的预期更加确定的前提下,美高梅中国的股价将被重估,为所有股东释放价值;
4. 此项交易能给美高梅国际酒店集团提供充足的资本金来全力以赴发展日本大阪度假酒店的机会,成为日本博彩度假酒店业中唯一的美资公司;
5. 美高梅国际酒店集团也能成为此次战略投资者未来国际化业务的重要合作伙伴,特别是在美国和日本出境游服务方面;
6. 美高梅国际酒店集团目前正在线上体育投注和线上博彩行业开展并购交易,出售美高梅中国20%的持股能够为美高梅国际酒店集团提供在此具有长期增长前景的产业中进行收并购的必要现金。

## 1. 引入一家中国领先的消费互联网平台或旅游休闲服务企业成为美高梅中国 20%的战略投资方将会大幅增加美高梅中国的非博彩元素，并且会对澳门的旅游经济多元化有明显帮助

澳门政府于 2002 年结束了澳门博彩业的垄断经营，发放了三张博彩牌照给银河娱乐集团（香港交易所：27 HK），澳博控股（香港交易所：880 HK）和永利澳门（香港交易所：1128 HK）。澳门政府后续又发放了三张副牌给拉斯维加斯金沙（纽约证券交易所：LVS），新濠博亚娱乐（纳斯达克：MLCO）和美高梅中国。6 张牌照均将在 2022 年 6 月份到期。

澳门政府计划 2021 年一季度开始修订博彩法《娱乐场幸运博彩经营法律制度》，在 2021 年四季度完成。修订法案并提交立法会是博彩牌照重新竞投的必要进程。澳门特别行政区行政长官贺一诚已经公开宣布新的博彩牌照不再会有副牌。

作为澳门 6 张博彩牌照持有方，也是 3 家由美资母公司控股的企业之一，美高梅中国需要考虑所有的方案来最大化其获得 2022 年新博彩牌照的可能性。一旦失败，对于美高梅中国和美高梅国际酒店集团两家公司都会有非常惨重的负面影响。

国务院于 2019 年 2 月印发的《粤港澳大湾区发展规划纲要》确认了建设澳门成为国际旅游休闲中心的长期发展目标。澳门现任特首贺一诚在年度施政报告中重申了促进澳门经济适度多元发展的目标。澳门政府对于六家博彩业持牌公司的评估也一向注重非博彩业元素和贡献。对于美高梅中国来说，引入一个专注消费的互联网平台或者服务于旅游休闲的领先企业成为其重要股东和商业伙伴会是一个关键的差异化因素。

我们在这里建议几类合适的战略投资者的候选，他们的业务和澳门的旅游业以及美高梅中国有很高的协同效应，其中包括专注于中国出游和本地服务的互联网平台比如美团和携程，中国领先的酒店连锁企业比如华住集团，和中国文化旅游产业中的头部企业比如融创中国。

### **美团（香港交易所：3690 HK；公司市值：1.7 万亿港币）**

美团是中国最大的消费者生活服务平台之一。美团的服务涵盖餐饮、外卖、打车、共享单车、酒店旅游、电影、休闲娱乐等 200 多个品类，业务覆盖中国 2800 个县市区。在截至 2020 年 6 月 30 日的 12 个月中，美团年度交易用户数达到 4.6 亿，平台上的活跃商户数增长至 630 万。

### **携程集团（纳斯达克：TCOM；公司市值：198 亿美金）**

携程是中国最成功的在线旅游平台，也是中国消费者在计划出游、预订机票酒店、分享旅行经历时必去的互联网平台。携程在中国高星和奢华酒店的消费间夜量市场占比第一。

### **华住集团（纳斯达克：HTHT；公司市值：144 亿美金）**

华住集团是中国最顶尖的多品牌酒店集团，也是增长最快的酒店集团之一。截至 2020 年 6 月 30 日，华住集团有 6,187 家运营中酒店和 2,375 在建酒店。华住会会员计划已拥有约 1.53 亿名忠诚且活跃的会员，是全中国最大的酒店忠诚计划。华住集团开发的专有技术基础设施领先于业界，有效的提升了客户体验和经营效率。

### **融创中国控股（香港交易所：1918 HK；公司市值：1,336 亿港币）**

融创中国是中国排名前四的房地产开发商，也是中国文化旅游产业中最大的项目持有和运营方。

公司于 2017 到 2018 年出资 500 亿人民币从万达集团购入了 13 个文化旅游城项目。截至 2019 年底，融创文旅旗下已拥有 10 座文化旅游城、4 个旅游度假区、12 个文旅小镇、39 个主题乐园、24 个商业物业和 70 家高端酒店。

以上所述的四家企业在中国均有巨大的消费服务规模，其行业领先的客户量和休闲出游需求可以直接助力澳门旅游行业恢复增长。引入中国最好的消费服务平台成为美高梅中国的战略投资者会是一个多赢的交易，既为处于疫情后低点的澳门带来急需的非博彩能力和资源，又同时突出美高梅中国的重要作用。

另一方面，这些中国企业也能从美高梅中国的战略投资中获益。在香港先有政治抗议、再疫情失控的背景下，澳门有可能取代香港成为国内游客的首选出境旅游目的地。澳门 2019 年承接 2790 万大陆游客，从 2015 年以来每年年化增长 8.1%，是第二大的中国游客出境旅游目的地。第一大目的地的香港 2019 年承接 4380 万大陆游客，比 2018 年 5104 万的最高点下降 14.2%。

从此次疫情的防治上能清楚的看到澳门上下对其旅游产业的重视：在一系列迅速和有效的措施下（包括早在 2 月份疫情刚一出现就关闭所有娱乐场 15 天），澳门累计一共发现 46 例新冠病例，死亡 0 例，并且早在 3 月底之后就没有再出现一个本地传染的病例。

澳门政府的有效防疫使澳门成为目前唯一成功和中国内地建立起“旅游气泡”的境外目的地，持 7 日有效核酸检测阴性证明即可通关，无需隔离。广东于 8 月 26 号恢复全省居民赴澳门旅游签注，9 月 23 号全国自由行城市也同步恢复赴澳门旅游签注。我们认为在今后数年内，内地赴澳游客会高于赴港游客，澳门旅游业整体地位将持续提升。在行业低谷的时机投资美高梅中国的优质度假村酒店资产对于上述四家企业来讲均有战略意义。

## **2. 美高梅中国能够受益于公司联席主席何超琼女士与战略投资方的潜在合作，并且在澳门的多元化和粤港澳大湾区的融合中起到重要作用**

美高梅中国的联席主席何超琼在公司持股占比 22.5%，并且在 2005 年美高梅中国从澳博获得博彩副牌的过程中起了至关重要的作用。她长期以来一直致力于将澳门从一个仅有博彩的小城市发展为国际旅游休闲中心。何女士于 1998 年到 2001 年间主导建设了高 338 米的澳门旅游塔会展娱乐中心（澳门塔），是澳门第一个多元化重点项目。在她的管理下，美高梅中国在其旅游度假区酒店积极举办艺术展览，特别是澳门本地和中国内地艺术家的作品。何女士同时是信德集团的主席，旗下的渡轮业务是粤港澳大湾区交通运输基础设施的重要组成部分。

何女士对于美高梅中国 2022 年重新竞标博彩牌照也有着非常关键的角色。2019 年 9 月在联合国报告中公开谴责香港抗议行为对于社会、民生和国家主权的危害，向世界展示了香港事件真实的一面。她出任的社会职务包括香港各界妇女联合协进会副主席，政协北京市委员会特邀港澳区代表和全国工商联常委。

美高梅中国的新战略投资者能够助力公司和何女士实现长期愿景，利用科技和资源为澳门经济多元化和大湾区三地融合做出重要贡献。像美团和携程这样的互联网平台可以加速澳门的产业数字化，加强其旅游业的全球竞争力。华住集团和融创中国能够为澳门和美高梅中国带来在旅游休闲服务行业领先的运营能力，提升客户体验。

当一家中国领先企业和一家澳门博彩持牌机构达成卓有成效的合作，并且由何女士这样眼光长远的

管理层主导方向，对于整个大湾区融合发展的战略会起到非常正面的示范作用。叠加上述提到对澳门非博彩元素的贡献，美高梅中国顺利拿到 2022 年的新博彩牌照的机率将会大幅增加，为公司未来能够持续良好发展奠定最重要的基础。

### 3. 美高梅中国的估值较澳门本地的博彩持牌公司要低 20%-30%，主要由于 2022 年新博彩牌照所产生的市场担忧，引入战略投资方能够触发价值回归，公司市值有望大幅提升

在六家现有持牌公司中，有三家的大股东为美国上市公司，分别为金沙中国（香港交易所：1928 HK）由拉斯维加斯金沙 LVS 持有 70%，永利澳门由永利度假酒店（纳斯达克：WYNN）持有 72.2%，和美高梅中国由美高梅国际酒店集团持有 55.9%。资本市场在估值和股价表现上已经开始体现了对三家美资持牌企业能否成功拿到新牌照的担忧。

6 家公司中 2020 年表现最好的就是澳博和银河。澳博的企业价值/2019 年息税折旧前利润也是 6 家公司中最高的，达到了 15.0 倍；银河排名第二，在 13.4 倍。而金沙中国作为市场份额最大、中场业务占比最高、盈利能力最强、酒店数量远远超过竞争对手的领军企业，其估值长期以来是要明显高出行业平均水平的，但是目前估值已经低于银河，并且 2020 年下跌 16%。

同时，永利澳门和美高梅中国的估值倍数目前在行业中排名靠后，远低于本土控股的银河和澳博。新濠作为唯一在美股市场交易的澳门博彩企业，有近 20% 的息税折旧前利润由菲律宾市场贡献，而菲律宾业务估值倍数历史上明显低于澳门业务。

10亿美金*	企业价值	市值	2019年 息税折旧前利润	企业价值 / 2019年 息税折旧前利润	2020年股价变化
银河娱乐	28.4	33.1	2.1	13.4	4.9%
澳博	8.1	6.5	0.5	15.0	3.2%
美高梅中国	7.9	5.6	0.8	10.2	-8.7%
金沙中国	41.3	35.3	3.2	13.0	-16.1%
新濠	13.9	9.1	1.6	8.9	-22.0%
永利澳门	12.4	8.9	1.4	9.0	-30.4%
<b>合计 (市值) / 平均 (估值)</b>	<b>112</b>	<b>99</b>	<b>9.5</b>	<b>11.6</b>	

\*以2020年12月平均股价计算

美高梅中国新引入的战略投资伙伴将会大幅增加其在 2022 年获得新博彩牌照的前景，从而触发公司股价的价值回归。如果美高梅中国估值提升到行业平均估值的 11.6 倍企业价值/2019 年息税折旧前利润，股价上涨空间在 13%。如果美高梅中国估值提升到银河的 13.4 倍，股价上升空间在 32%。

### 4. 出售 20%美高梅中国的股权能让美高梅国际有充足的资金来全力以赴发展大阪度假酒店的机会，成为美资公司在日本博彩业中最大且唯一的赢家

日本于 2018 年立法放开本土博彩行业，拟定 3 张牌照建设综合度假酒店。入选城市还没有最后确定，但是候选目前包括大阪、横滨和长崎、和歌山。原定 2020 年 1 月底日本政府会发布牌照的基本政策，2020 年下半年各个城市需要选定综合度假酒店的建设/运营方，于 2021 年上半年提交最终提案给日本政府，以决定 3 张牌照。

2019 年底爆发出的贿赂丑闻以及后续的新冠疫情已经造成了牌照基本政策发布的延迟，直到目前还



没有出正式文件。我们的调研显示可能要继续推迟 6 到 12 个月。同时，拉斯维加斯金沙和永利已经正式宣布退出横滨度假酒店的竞争，并且短期内不再考虑日本市场。目前横滨项目的潜在运营方包括银河、新濠和马来西亚的云顶集团。

美高梅国际和日本最大的非银行金融机构 Orix Corporation (欧力士集团)于 2019 年 3 月组成了联合体竞标大阪的综合度假酒店建设/运营权，并于 2020 年 2 月成为了大阪项目的唯一合格竞标方。根据欧力士集团最新估计，该项目预算总投资在 120 亿美金左右，股权投入 50%，日本三大银行贷款 50%。股权方面欧力士集团占股 40%，美高梅国际酒店集团占股 40%，还有 15 个大阪本地企业组成财团占股 20%。我们了解到银行均把美高梅国际的 40%股权参与作为借款先决条件之一。项目整体面积预计 130 万平米，4 个酒店共 3600 间房，3%的建筑面积用于博彩行业。预计开业日期会在 2027-2028 年左右（5 年建设期）。

按照 120 亿美金的总投资额，美高梅国际需要投入股权资金 24 亿美金。出售 20%的美高梅中国的股权会回笼现金 13 亿美元，给公司充足的资金来全力以赴发展大阪度假酒店的机会。日本政府一向把美资三大国际博彩综合度假酒店运营商（美高梅、金沙、永利）作为其综合度假酒店建设和运营的理想合作伙伴，而金沙和永利已经退出，仅存的美高梅国际对大阪项目的成功落成、甚至整个日本博彩业的基本政策的制定、都有举足轻重的左右。可以说美高梅国际在一定程度上决定了日本博彩业能否顺利发展。

从美高梅国际的角度来看，其在疫情突发、股价下跌、现有业务遭受负面影响、竞争对手纷纷退出的背景下，如果仍能够坚持投资于大阪综合度假酒店的承诺，必然会增强其在整个项目的话语权，甚至有希望在整个博彩政策制定的博弈中有更多的筹码。比如目前牌照的规定是只有 3%的建筑面积能用于博彩行业，博彩收入的直接税收可能高达 30%，而牌照的有效时间只有 10 年（包括建设期）。美高梅国际可以通过和日本政府协商制定或修改具体博彩政策来增加博彩度假酒店项目未来的成功可能性和盈利能力。

日本的博彩业在 2018 年以前一直是不合法的，但是有类似角子机的弹珠机行业，在日本全国约有 400 万台机器。整体收入规模 2018 年约为 310 亿美金（澳门 2019 年博彩收入 362 亿美金）。我们认为日本博彩业的长期发展空间明显。从澳门的威尼斯人酒店、新加坡的滨海湾金沙酒店等案例的发展情况来看，美高梅国际如果能够第一时间拿到牌照，并且领先其它城市的竞争对手数年开出大阪的综合度假酒店，将会有巨大的先行优势来占领消费者心智。

## **5. 美高梅国际将会是战略投资者未来业务国际化的一个重要合作伙伴，在美国、日本出境游的合作上双方可以达到共赢**

以现有度假酒店房间数来衡量，美高梅国际是世界领先的博彩企业。其在美国和澳门共有 19 个度假酒店项目，共计 4 万 5 千间房间，包括美国拉斯维加斯 9 个和非拉斯维加斯 8 个。美高梅国际也是在拉斯维加斯房间最多的运营商，有近 3 万 7 千间。

中国赴日旅游人次在 2019 年已经达到了 960 万人次，占日本整体入境人次的 30%。自 2015 年日本放宽对中国的旅游签证政策之后，5 年复合增长率达到了 31.8%。美高梅国际位于日本游必去城市大阪的度假酒店项目非常有机会也成为国内游客的必游之地。

上文这四家中国公司均核心聚焦在满足消费者在旅游、休闲和娱乐方面的需求，作为战略投资者和

美高梅国际通过此次交易建立起良好的关系，并且进一步合作会是双赢的结果。他们庞大的消费群体和和美高梅国际在美国和日本的吃、住、娱乐和会展资源会有较为显著的协同效应。

## 6. 美高梅国际酒店集团可以从出售美高梅中国的持股来获得所需的资金，提高对其合营伙伴 Entain PLC 的报价，在预期会长期持续增长的美国线上博彩和体育投注市场进行收并购

美高梅国际酒店集团和英国的线上博彩企业，Entain PLC，于2018年7月合资成立了BetMGM，双方各占50%股份。BetMGM在美国开展线上博彩和体育投注业务，表现突出并获得了大量的市场份额。目前它在美国的20个州取得了市场准入执照，并且已经在其中的11个州开始开展了业务。

美国线上博彩和体育投注整体市场规模预计在2025年会达到200亿美金，BetMGM预计能在其中占据15%-20%的市场份额。BetMGM目前由Entain PLC 派驻管理团队，和美高梅国际酒店集团分开管理。Entain PLC 是世界上最大的线上体育投注和线上博彩集团之一，在20多个国家运营多个品牌，并拥有6%的全球线上市场份额。

截至2020年底，Entain PLC 的市值为91亿美金（66亿英镑）。媒体报道美高梅国际酒店集团近期先是向Entain PLC 发动了100亿美金的现金收购，后续再次提出用价值111亿美金的新发行美高梅国际股票收购Entain PLC。两个收购提议均被Entain PLC 拒绝。

我们认为收购Entain PLC 对于美高梅国际酒店集团有重大意义，因为美国在线博彩市场是美高梅国际实现长期增长的一个关键机会。Entain PLC 内部自主研发的科技平台和美高梅国际的优质度假村资源以及3,400万M Life 奖赏会员系统数据库的组合是开展线上线下业务的理想搭配。美高梅国际的最大股东InterActiveCorp 也在积极的支持这项并购交易，因为BetMGM本身就是其2020年投资10亿美金买下美高梅国际12%股权的重要原因之一。减持美高梅中国的持股能够为美高梅国际积极展开此项并购提供急需的现金，并减少美高梅国际现有股东由于增发新股而产生的收益摊薄，促使公司在长期持续增长的市场中获得稳固地位。

综上所述，我们强烈建议美高梅国际酒店集团董事会和管理层致力于引入一个中国领先的消费互联网平台或者旅游休闲服务企业作为美高梅中国的战略投资方，让美高梅国际的股东能够在澳门有更成功的未来。

顺颂商祺

马自铭

雪湖资本创始人和首席执行官