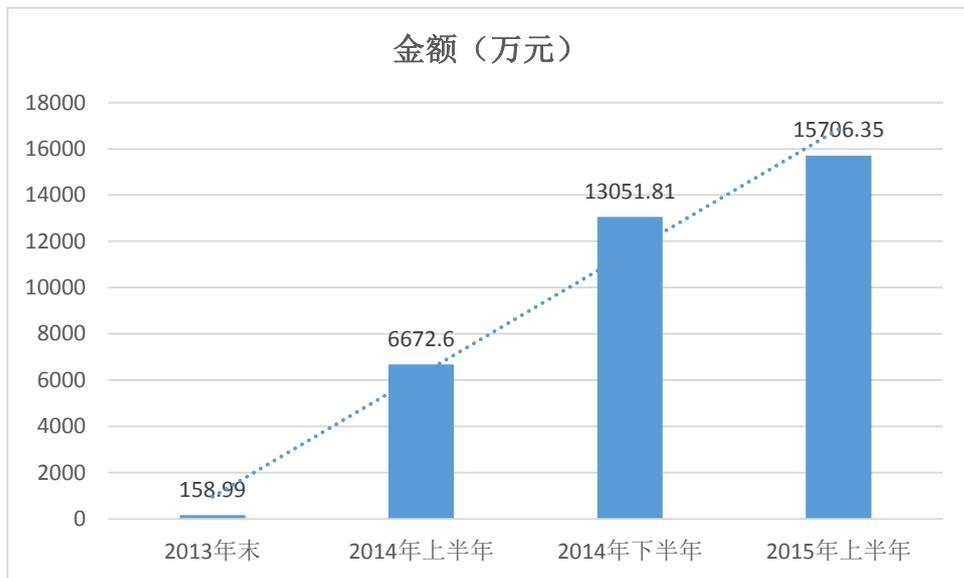


预期古北水镇可为中青旅增加 50 亿元以上估值

周倩

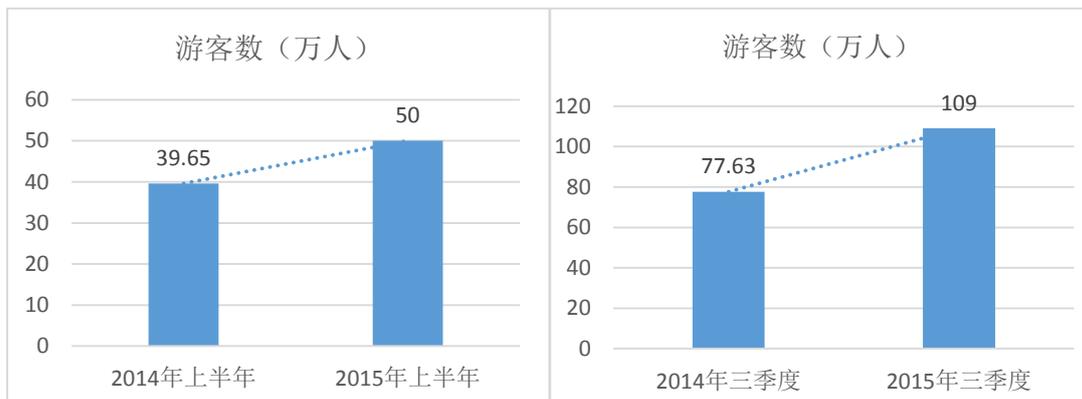
中青旅(600138)从 2010 年起开始投资设立北京古北水镇旅游有限公司,全面打造古北水镇(司马台长城)景区,既包括修建度假区、开发天然温泉、长城冰雪谷、冬季冰雕等项目,还包括配套的基础设施如直饮水厂、中水厂、地下综合管廊等。

2013 年 10 月开始第一次试运营,2014 年进入正式运营阶段。



数据来源: 中青旅年报、半年报

根据中青旅定期报告,2015 年上半年古北水镇营业收入同比增幅达到 20.34%,2015 年前三季度古北水镇营业收入同比增幅达到 134.93%,主要是第三季度为古北水镇旅游旺季,所以第三季度的波动相对较大。可以看出,古北水镇仍然处于成长阶段,市场在迅速扩张,营业收入有较大的增长。



数据来源：中青旅年报、半年报、季度报及中国财经报网

2015 年上半年接待游客数达到 50 万人，同比增长 26.10%；2015 年前三季度接待游客数达到 109 万人，同比增长 40.41%；由于第三季度为北京周边游旺季，故第三季度的数据波动会相对较大。可以看出，古北水镇的接待游客数在持续、大幅增长；在景区成熟运营后，人数将会有翻倍的增加。

根据乌镇经验，中青旅从 2006 年底进驻乌镇，到 2009 年底基本实现业务成功转型，由“单一门票型”转变为“综合型目的地”，开始进入景区成熟运营期。考虑到古北水镇为人造景区，而非乌镇那种已开发人文景区，故多给其一年的发展期，本人预期 2018 年古北水镇可以进入成熟期运营期。

现在市场普遍预期古北水镇 2018 年接待游客数可达到 270 万人次，根据对古北水镇游客调研，本人做出如下预计：

2018 年预计	
仅白日游人数（人次）	1,620,000
仅白日游人均消费（元）	300.00
含：门票费	180.00
餐饮费	60.00
创意产品	60.00
白日游且留宿人数（人次）	1,080,000
白日游且留宿人均消费（元）	800.00
含：门票费	180.00
住宿费	400.00
餐饮费	150.00
创意产品	70.00
营业收入（元）	1,350,000,000.00

根据公开数据显示，古北水镇目前总人数已经超过 2000 余人。按照年均 20% 的涨幅预期，2018 年能达到 3024 人。

单位：亿元

2018 年预计	
营业收入	135,000.00

人工费用	23,950.08
其他费用	53,109.29
所得税费用	14,485.16
净利润	43,455.47
中青旅投资收益	15,643.97

注：人工费用为预期 5500 元/人/月，考虑五险一金后的费用；

净利润为参照乌镇项目 2014 年的销售净利率计算所得；

中青旅投资收益参照直接与间接持股 36%的股权计算。

参照 2015 年 9 月 30 日申万行业分级之二级行业景点行业的市盈率为 49.21，考虑古北水镇的实际情况，调整市盈率为 35，则古北水镇估值可达到 152.09 亿元，对应可归属为中青旅的价值为 54.75 亿元。