

社会服务

出境游点评

超配

(维持评级)

2019年02月27日

人民币升值+增速回升+低估值，出境游板块阶段弹性突出

证券分析师：曾光 0755-82150809 zengguang@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980511040003
证券分析师：钟潇 0755-82132098 zhongxiao@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980513100003
联系人：姜甜 0755-81981367 jiangtian@guosen.com.cn

事项：

近期，伴随市场回温，叠加春节黄金周出境游表现相对良好，且2019年1月民航国际航线回升明显，市场对出境游板块的关注也明显提升。

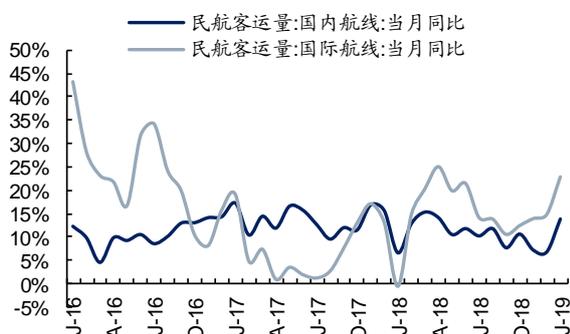
国信社服观点：短期来看，春节黄金周出境游增速相对好于去年同期，考虑目前人民币持续企稳升值，港澳游泰国线等目的地有望持续复苏，若后续叠加经济企稳，出境游行业有望呈现一定复苏弹性。中线来看，二三线出境游始发地下沉，目的地多元化，有望持续助力出境游龙头成长。估值来看，出境游龙头历史估值弹性较大，目前估值处于历史底部，后续伴随行业复苏及市场风格更加灵活具有良好的估值弹性，建议风格灵活的投资者可阶段布局国内出境游龙头众信旅游、凯撒旅游等。

评论：

■ 出境游行业跟踪：1月国际航线回升明显，春节黄金周增势好于去年同期，后续趋势值得关注

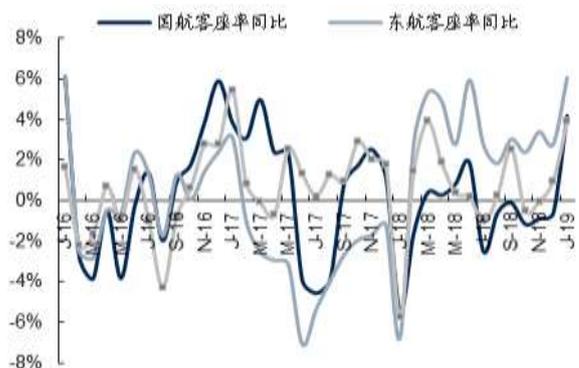
首先，结合我们对民航国际航线客运量的持续跟踪，2019年1月，民航国际航线客运量达到607.50万人，同比增长22.90%，增速较2018年下半年回温明显。从三大航国际/地区航线客座率变化来看，2019年1月，国际线、地区线客座率同比都呈上升态势，其中国际线反弹尤为显著。

图 1：2019 年 1 月国际航线客运量同比明显反弹



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

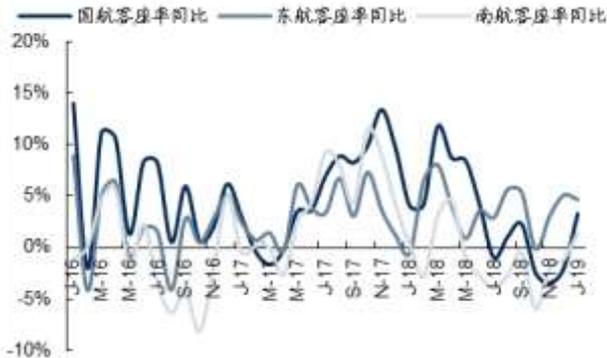
图 2：三大航客国际线客座率变化：19 年 1 月同比提升显著



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

客观而言，今年春节放假早于去年（今年除夕放假在2月4日，去年在2月15日），导致今年春节出游时间普遍前移，从而有助于1月国际航线增速的提升。故1-2月累计增速更有可比意义。不过，结合我们此前《2019年春节黄金周点评暨二月投资策略》中的分析，2019年春节黄金周同比增速相对好于2018年同期，且我们对春节国内游和出境游表现，整体来看出境游略胜一筹，港澳游复苏叠加泰国等目的地反弹带动出境游增速良好。

图 3：三大航地区客线座率变化：19 年 1 月同比提升显著



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

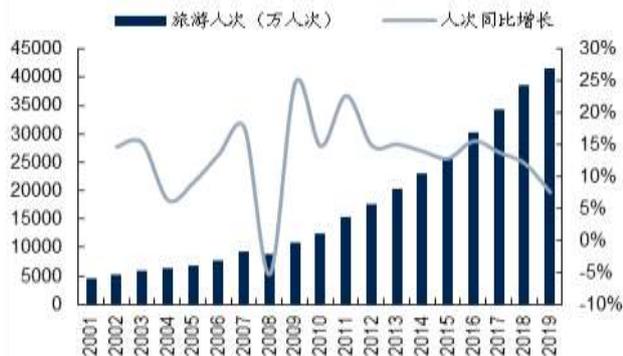
图 4：携程预测春节黄金周出境游人次变化情况



资料来源：国家旅游局，中旅院，携程网，国信证券经济研究所整理

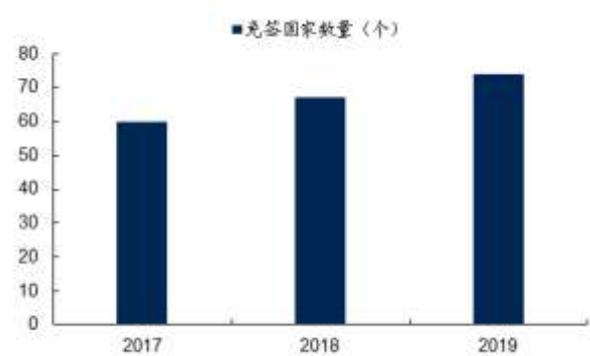
- 1、携程数据持续跟踪显示 19 年春节黄金周出境游增速略好于 18 年同期。参考此前携程发布的《2019 春节长假旅游趋势预测报告》，今年春节长假预计出境游人次将达到 700 万，较去年 650 万估算同比增长 7.7%（去年同口径携程预计 18 年春节出境游人数 650 万，同比增长约 5.5%）。
- 2、PK 春节期间国内游和出境游，出境游表现相对好于国内游。根据国家移民管理局数据（中新社报道），2019 年春节期间全国边检机关共查验出入境人员 1253.3 万人次，同比增长 10.99%。其中，内地居民因私出入境增长最为明显，共 722.2 万人次，同比增长 15.97%。与之相比，根据中国旅游研究院综合测算，2019 年春节黄金周期间，全国出游人次为 4.15 亿，同比增长 7.6%，实现旅游总收入 5139 亿元，同比增长 8.2%，增速降至 10% 以内。

图 5：2019 年春节黄金周出游人次增长 7.6%



资料来源：国家旅游局，国信证券经济研究所整理

图 6：中国免签国家数量变化



资料来源：出入境官网，国信证券经济研究所整理

我们认为，2019 年春节出境游增速相对提升，一方面与出境游航线、免签或落地签目的地增多等有利因素直接相关，另一方面主要是港澳受益交通改善等客流较快增长，泰国受益落地签免签免费等影响（去年下半年沉船对泰国游负面影响较大），加之港澳泰国等目的地占比较高等因素影响。

整体来看，2019 年月国际航线客运量上座率同比增速回升明显，虽然春节放假提前影响，但结合今年春节黄金周数据，出境游增速相对好于去年同期，港澳游泰国线等目的地复苏背景下，后续出境游可能呈现逐步企稳复苏趋势，建议持续跟踪，考虑基数因素，预计下半年相对好于上半年。

■ 出境游分析：短看部分目的地反弹，中线关注经济企稳、始发地下沉和多元目的地拓展

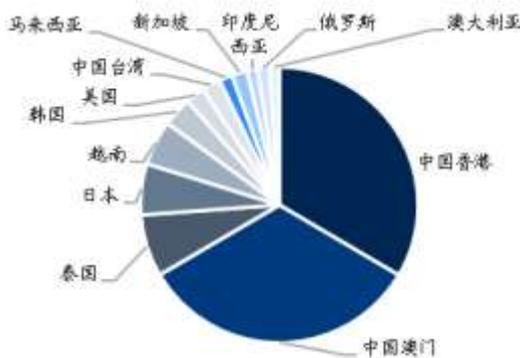
首先，从我国居民出境游目的地分布来看，如下图所示，港澳泰国日韩越南等是我国居民出境游绝对量占比最高的几个目的地，对出境游总量变化影响较大，而其他欧洲线、澳新美国等长线，虽然绝对量相对有限，但客单价高，对出境游产品盈利能力贡献较大，欧洲线尤其如此。

具体来看几个重要目的地，如下图所示，港澳游在经历了 2015-2016 年的低谷后（政治等多因素影响），2017-2018 年逐步企稳复苏。考虑 2018 年下半年的港澳与内地交通改善因素（18.9 广深港高铁通车，全国 44 个城市可直达香港，18.10

港珠澳大桥正式通车), 结合春节数据, 我们预计 2019 年港澳游仍有望保持良好增势 (人数增长有望 10%+), 对出境游总量增长有所支撑。

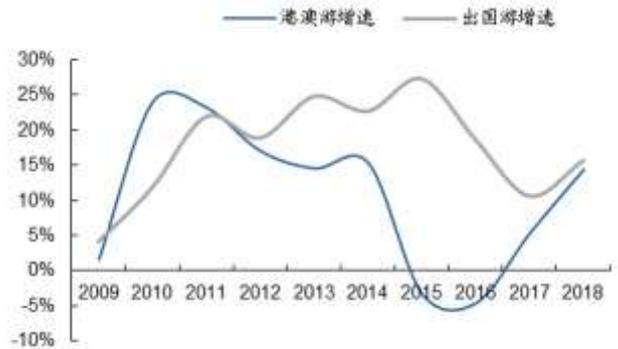
从泰国来看, 泰国线受 2018 年 6 月沉船事件影响, 2018 年下半年持续低迷 (众信等龙头 2018 年下半年业绩增速放缓或承压, 预计泰国线的影响), 但受益于落地免签免签证费及上述事件的逐步消化, 2019 年春节从我们目前跟踪的情况复苏明显 (航线供给量较大, 价格相对优势显著)。作为出国游的第一大目的地, 也是东南亚最重要的目的地, 泰国线复苏对相关龙头运营也有积极影响。考虑基数效应, 我们预计泰国线 2019 年下半年同比增速反弹相对更加显著, 上半年尤其一季度因为基数本身不低预计保持稳定增长。

图 7: 2017 年中国出境游目的地前五十五名份额



资料来源: 国家旅游局, 国信证券经济研究所整理

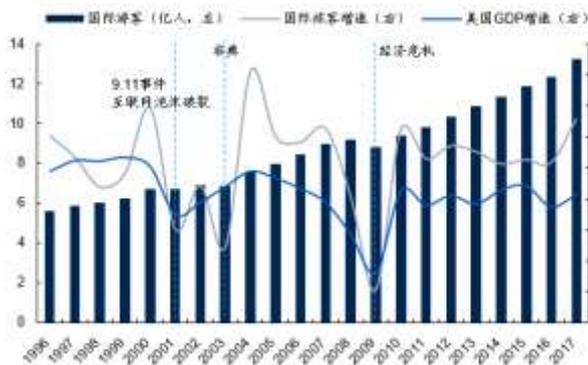
图 8: 中国港澳游与出国游增速



资料来源: Wind, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

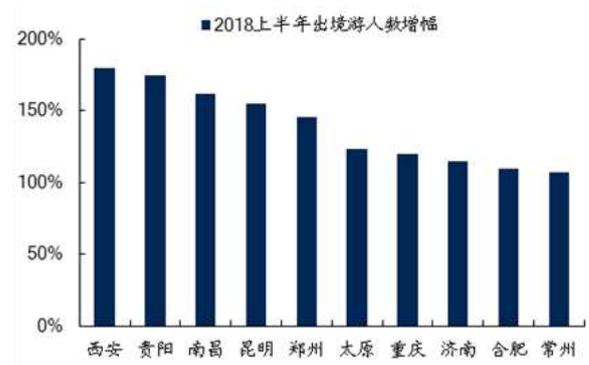
从中线成长来看, 结合我们近期外发深度《社会服务行业周期性专题: 物转星移终往复, 花落花开会有时》中的分析, 出境游受各国发展阶段, 经济波动等影响较大, 全球来看经济复苏时出境游弹性较显著。因此, 后续若随着国内经济企稳回升, 出境游行业也有望呈现一定复苏弹性。同时, 目前出境游始发地下沉趋势日益凸显, 二三线城市出境游的快速兴起 (如下图所示, 2018 年上半年, 出境游人数增速前十的出发城市均为二线城市, 且人数增幅均在 100% 以上), 加之免签国家增加和部分目的地签证政策持续优化, 推动目的地日益多元化, 也有助于国内出境游的中线成长。

图 9: 国际游客增速与全球经济表现



资料来源: DFWC, Wind, 国信证券经济研究所整理

图 10: 2018 年上半年二线城市出境游人数增长明显



资料来源: 中旅院、携程等, 国信证券经济研究所整理

■ 人民币持续企稳, 为出境游稳步发展提供有利汇率环境

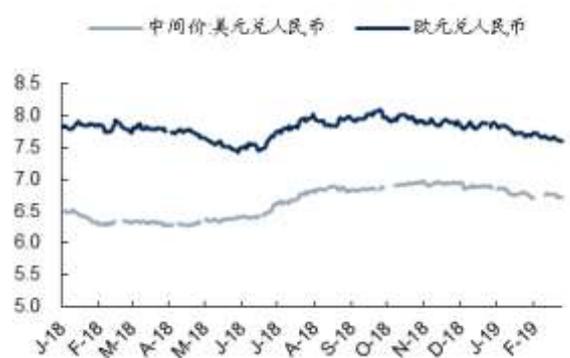
从此前《社会服务行业周期性专题: 物转星移终往复, 花落花开会有时》分析可以看出, 汇率变化与出境游也有一定关系, 当然需要结合经济水平及发展情况等综合判断。随着近期中美贸易战逐步趋于缓和, 如下图所示, 人民币对美元和欧元等主要国家汇率开始企稳回升, 人民币稳步升值, 为国内居民出境游稳步发展提供有利汇率环境。

图 11: 中国出境游表现与经济及汇率的关系



资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所整理

图 12: 人民币兑美元/欧元汇率逐步企稳

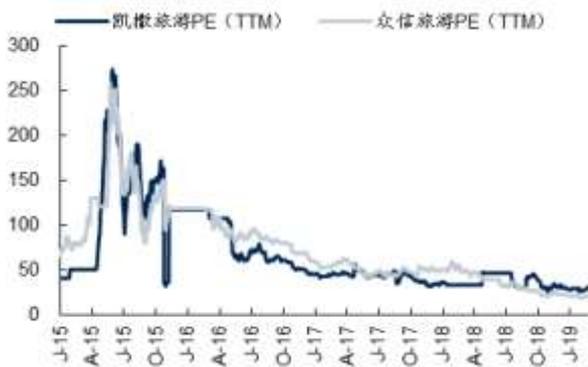


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

■ 出境游龙头估值复盘: 历史估值波动区间较大, 市场风格灵活配合外延弹性相对较为显著

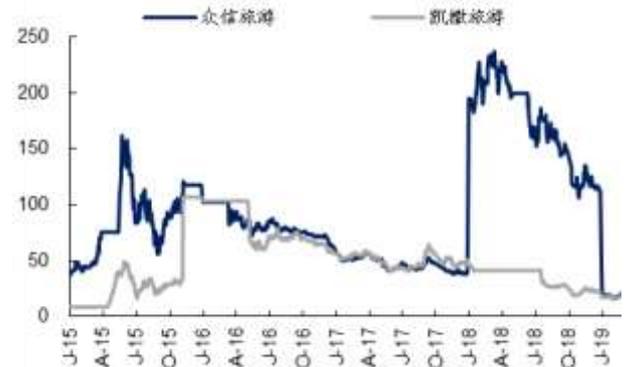
综合众信旅游、凯撒旅游等 2015 年以来的估值变化情况, 无论是 PE (TTM) 还是动态估值, 目前均处于三者 4 年多来的历史底部区域。需要说明一下, 众信旅游 2018 年动态 PE 估值过高与其 18 年下半年尤其 Q4 业绩承压, 此前 18 年业绩快报大幅下修 75-85% 有关 (预计泰国线承压对竹园业绩产生较大负面影响)。剔除上述扰动, 如下图所示, 其历史动态 PE 估值在 2015 年牛市时最高曾达到 100 倍以上, 在 2017 年以前也基本处于 50 倍以上, 历史估值弹性较大 (主要与市场风格、出境游大行业小公司, 外延整合空间相对较大等因素相关)。

图 13: 出境游龙头 PE(TTM)估值波动情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 14: 出境游龙头动态 PE 估值波动情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

■ 投资建议: 跟踪出境游行业趋势, 兼顾龙头估值弹性, 建议风格灵活投资者阶段布局

短期来看, 春节黄金周出境游增速相对好于去年同期, 考虑目前人民币持续企稳升值, 且港澳游泰国线等目的地有望持续复苏, 若后续叠加经济企稳, 出境游行业有望呈现一定复苏弹性。中线来看, 二三线出境游始发地下沉, 目的地多元化, 有望持续助力出境游龙头成长。估值来看, 出境游龙头历史估值弹性较大, 目前估值处于历史底部, 后续伴随行业复苏及市场风格更加灵活具有良好的估值弹性, 建议风格灵活的投资者可阶段布局国内出境游龙头众信旅游、凯撒旅游等。

■ 风险提示

- 1、宏观经济波动、汇率、重大自然灾害、传染疫情等系统性风险;
- 2、政策利好, 收购整合、外延扩张等可能低于预期;
- 3、区域旅游整治风险等;
- 4、商誉减值风险。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 19-2-26	EPS			PE			PB
				2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017
601888	中国国旅	买入	62.35	1.29	1.61	2.06	48.33	38.68	30.24	6.04
300662	科锐国际	买入	30.81	0.47	0.62	0.78	65.55	49.69	39.50	7.14
603043	广州酒家	买入	30.37	0.90	1.07	1.25	33.74	28.38	24.30	4.64
300144	宋城演艺	买入	21.42	0.73	0.89	1.06	29.34	24.07	20.21	3.70
600754	锦江股份	买入	25.06	0.92	1.16	1.16	27.24	21.60	21.60	2.38
600258	首旅酒店	买入	18.41	0.64	0.88	0.92	28.77	20.92	20.01	3.00
600138	中青旅	买入	14.92	0.79	0.87	0.98	18.89	17.15	15.17	2.70
002707	众信旅游	增持	6.74	0.26	0.05	0.34	25.92	134.80	19.82	4.14
000796	凯撒旅游	增持	7.57	0.27	0.31	0.40	28.04	24.42	18.93	5.61
002159	三特索道	买入	19.64	0.04	1.01	0.43	491.00	19.45	45.67	3.16
600054	黄山旅游	增持	10.60	0.55	0.65	0.47	19.27	16.31	22.55	2.58
000888	峨眉山 A	增持	6.76	0.37	0.40	0.37	18.27	16.90	18.27	2.57
000978	桂林旅游	增持	6.15	0.15	0.22	0.20	41.00	27.95	30.75	1.97
002033	丽江旅游	增持	6.48	0.37	0.38	0.28	17.51	17.05	23.14	2.15
603136	天目湖	增持	32.60	1.06	1.26	1.47	30.75	25.87	22.18	4.48

数据来源：Wind、公司资料，国信证券经济研究所整理预测

相关研究报告:

- 《餐饮旅游行业 1 月投资策略: 短守业绩确定性, 跟踪宏观走势》 ——2019-01-29
- 《社会服务业 2019 年投资策略: 复盘牛熊鉴成长, 拥抱龙头待花开》 ——2018-12-25
- 《餐饮旅游行业 12 月投资策略: 短期稳健防御, 优选龙头着眼跨年布局》 ——2018-12-13
- 《行社会服务行业商誉专题: 板块商誉来源较为集中, 实际风险相对可控》 ——2018-11-20
- 《餐饮旅游行业 11 月投资策略: 短期或受市场风格影响, 中线依旧紧握优质龙头》 ——2018-11-14

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司(以下简称“我公司”)所有, 仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断, 在不同时期, 我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态; 我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用, 不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下, 本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险, 我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032