

关于复工的几个事实

证券研究报告
2020 年 02 月 14 日

作者

虽然多数企业选择在 2 月 10 日复工，但复工只是经济活动逐步恢复的起点，具体还涉及返程率和复工率的问题。

从全国的春运数据来看，当前春节返乡人员的返程率可能只有 20%-30%，且近期尚未出现加速返程的迹象。况且从返程到复工还需要两周左右的观察期，这意味着复工延迟的影响起码会持续到 3 月上旬。

从城市轨道交通客流量来看，主要城市节后第一周工作日的轨交客运量均不到常规工作日的 10%，第二周随着企业复工增多，大多数城市出现反弹，但幅度不大。一线城市的恢复程度相对较高，二线城市的恢复情况与疫情的发展程度有一定关系。

从六大发电集团的发电耗煤量来看，当前仅为 2018-2019 年农历同期的 60%左右，反映出节后复工的明显滞后。近一周钢材库存也有加速补库的迹象，生产不强的同时需求端可能更弱。

从行业来看，不同行业的复工的节奏差异较大。重工业企业和物流仓储快递等生产服务业恢复较早，其次是一般制造业和一般商业服务，建筑业的复工时间较晚，而餐饮旅游、商贸零售等生活服务业复工暂缓。

风险提示：集体复工引发疫情反复；返程复工进度低于预期

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

赵宏鹤 联系人
zhaohonghe@tfzq.com

相关报告

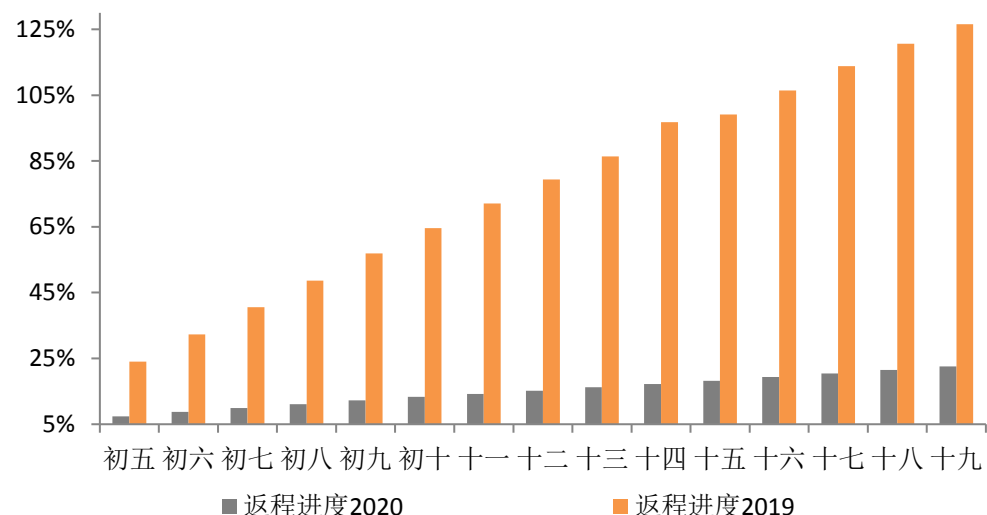
市场从来没有像今年一样关心节后复工。出于几个原因：一是随着疫情得到初步控制，政策重心转向防控疫情与复工生产“两手抓”，市场关注点逐渐回归疫情对基本面的短中长期影响；二是1月经济数据受疫情影响较小，具体衡量疫情对经济的冲击程度可能要等到1季度和4-5月数据公布，且政策应对也有一个逐步验证的过程，因此当前只有各行各业的复工情况是短期可跟踪的基本面指标；三是复工意味一些行业消费需求的下降，比如远程办公和在线娱乐，以及一些行业消费需求的上升，比如防护用品和工业原材料。

虽然多数企业选择在2月10日复工，但复工只是经济活动逐步恢复的起点，具体还涉及返程率和复工率的问题。

第一，从全国的春运数据来看，当前春节返乡人员的返程率可能只有20%-30%。从春运起至除夕当日（1月10日-1月24日），全国铁路、道路、水路、民航共发送旅客11.4亿人次，初一至十九（1月25日-2月12日）共发送旅客2.58亿人次，据此估算当前春节返乡人员的返程进度为22.6%。

第二，近期尚未出现加速返程的迹象。大年初五至十九的返程进度接近线性增长，每天提高1%左右，即便在国务院统一规定的假期延长截止日2月3日和多数地方规定的假期截止日2月9日前夕，也并未出现返程进度的明显脉冲式上升。作为对比，2019年春运至除夕（1月21日-2月4日）共发送旅客11.2亿人次，初一至十九（2月5日-2月22日）共发送旅客14.5亿人次，节后返程已基本结束。

图1：当前节后返程进度仅22.6%



资料来源：交通运输部，天风证券研究所

返程并不意味着立刻复工。此次新冠病毒的潜伏期可达14天，因此从返程到复工还需要两周左右的观察时间（可远程办公的除外），这意味着按照当前的返程进度，复工延迟的影响起码会持续到3月上旬，且目前的恢复进度不快，这一结果与后面的工业生产和库存等指标相一致。

第三，一线城市的返程率高于全国平均水平。参考百度迁徙规模指数，一线城市（北上广深）的返程率（节前迁出指数均值与节后迁入指数均值之比）在30%左右，高于全国平均返程率（春运旅客发送量计算22.6%）。样本二线城市（杭州成都）的返程率差异较大，与疫情严重程度有关。从走势上看，今年的迁入指数在初六前后和十五前后各出现一次微小反弹，但最近已经重新回落到较低水平。

表 1：一线城市返程率略高于全国平均水平

	深圳	北京	上海	广州	杭州	成都
节前迁出均值 (农历腊月十六-除夕)	17.3	16.3	14.8	16.7	8.3	13.2
节后迁入均值 (农历大年初一-十八)	4.2	4.4	4.3	4.0	1.4	4.7
比值	29.1%	32.7%	34.7%	28.7%	20.3%	42.7%

资料来源：百度慧眼，天风证券研究所整理

第四，从城市轨道交通客流量观察经济活动的恢复情况，一线城市的轨交恢复程度相对较高，与疫情的发展程度也有一定关系。我们对比了一二线城市常规工作日（无疫情时期）的轨交客运量和今年节后工作日（2月3日之后）的轨交客运量，整体来看，主要城市节后第一周工作日的轨交客运量均不到常规工作日的10%，第二周随着企业复工增多，大多数城市出现了客运量的反弹，但幅度不大，仅有广州、上海、大连回升至10%以上。

从城市类型来看，一线城市的轨交恢复程度相对较高，平均在9.6%，二线城市仅恢复至6.2%。一线城市中广州和上海的恢复程度高于北京和深圳。从城市区位来看，轨交的恢复程度与疫情的发展程度有一定关系。受疫情波及较大的部分中部和东部地区城市（例如浙江杭州、河南郑州、安徽合肥、江西南昌、江苏南京、重庆）恢复程度较低，受波及相对较小的部分地区城市（如辽宁大连和沈阳、山东青岛、天津、福建厦门）恢复程度较高。

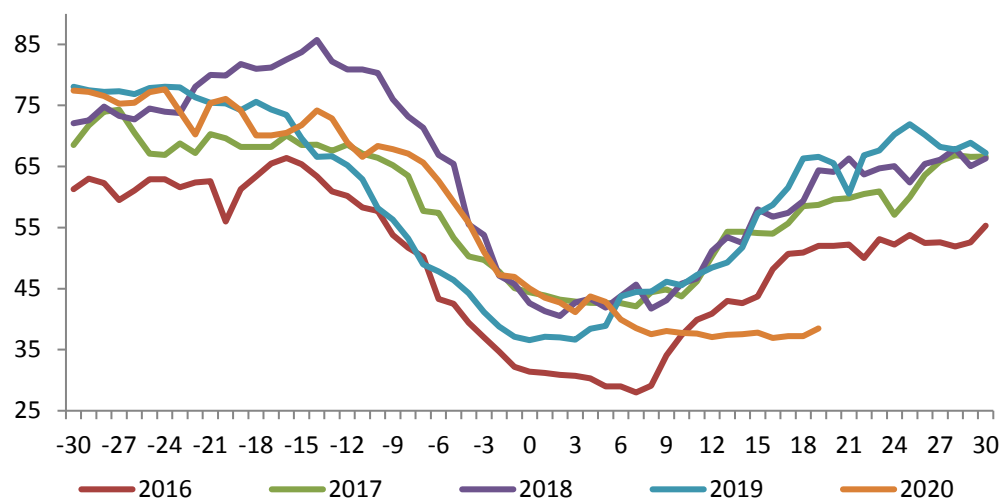
表 2：一二线城市轨交客流量不到常规工作日的 10%

城市轨道交通客运量（万人次）	广州	上海	北京	深圳	大连	厦门	沈阳	青岛	长沙	成都
常规工作日	965	1200	1000	600	57	41	116	57	104	480
节后第一周（2.3-2.7）	79	87	57	35	5.6	2.4	8.3	2.4	4.4	35
节后第二周（2.10-）	119	130	83	42	7.6	3.7	10.0	4.5	8.0	33
第一周比例	8.2%	7.2%	5.7%	5.8%	9.8%	5.8%	7.1%	4.1%	4.2%	7.3%
第二周比例	12.3%	10.8%	8.3%	7.0%	13.2%	9.1%	8.6%	7.8%	7.7%	6.8%
城市轨道交通客运量（万人次）	苏州	天津	南京	南宁	合肥	西安	南昌	重庆	郑州	杭州
常规工作日	118	162	340	92	82	290	57	340	150	190
节后第一周（2.3-2.7）	6.5	9.9	15	5.1	3.4	14	2.2	11	5.7	6.0
节后第二周（2.10-）	7.8	10.1	17.7	4.8	3.7	11.7	2.3	13.1	5.7	6.1
第一周比例	5.5%	6.1%	4.5%	5.6%	4.2%	4.9%	3.8%	3.3%	3.8%	3.1%
第二周比例	6.6%	6.2%	5.2%	5.2%	4.5%	4.0%	4.0%	3.8%	3.8%	3.2%

资料来源：各地地铁/轨道交通官方网站，天风证券研究所整理

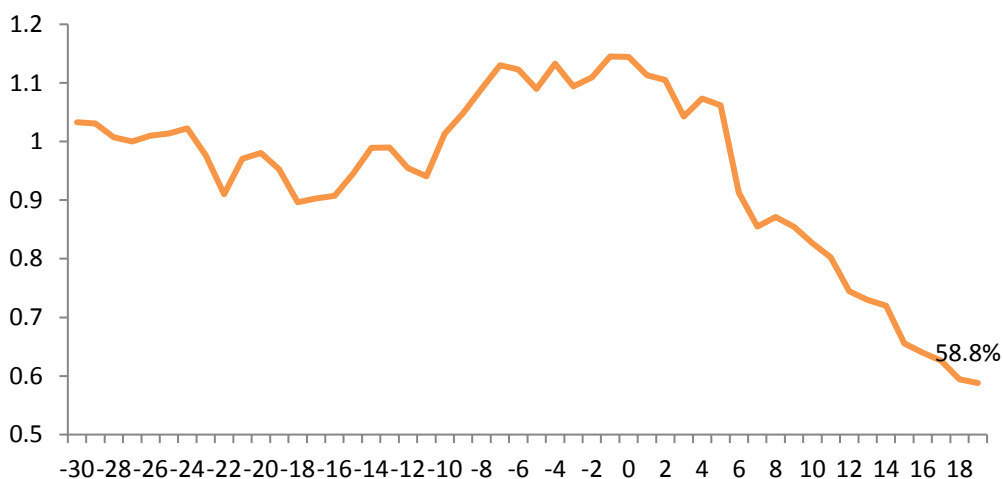
第五，从六大发电集团的发电耗煤量来看，当前仅为2018-2019年农历同期的60%左右，反映出节后复工的明显滞后。往年除夕过后一周之内发电耗煤量会出现反弹，今年除夕至今尚未明显反弹，处于历史最低水平（横轴0值为除夕）。从钢材库存来看，将日期按农历统一后，相比于2018年和2019年，近一周螺纹钢和热轧卷板有加速补库的迹象，反映出生产不强的同时下游需求更弱。

图 2：除夕至今发电耗煤量尚未明显反弹（万吨）



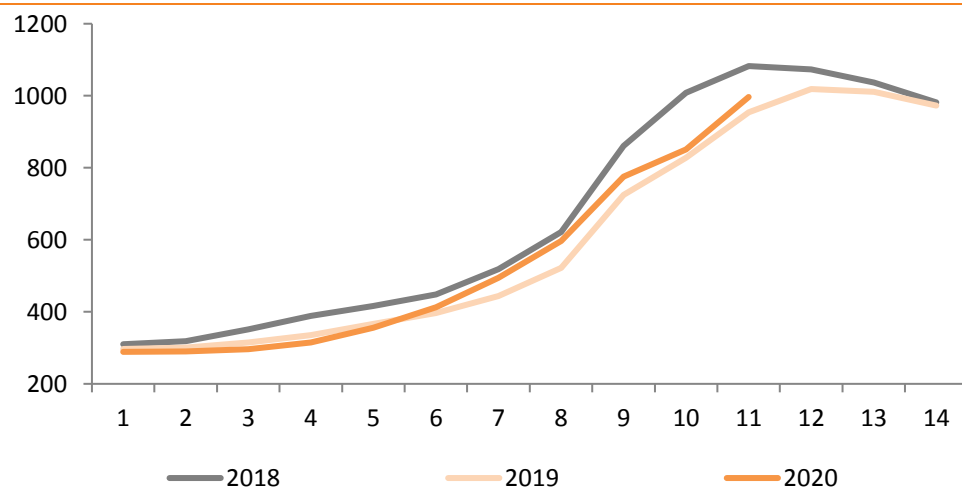
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 3：当前发电耗煤量仅为农历同期的 60%左右



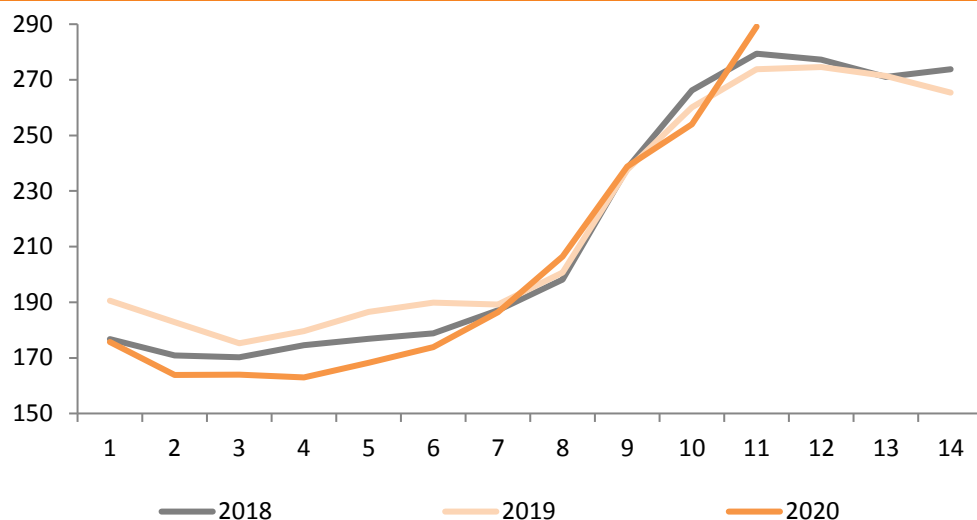
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 4：2018-2020 年可比日期螺纹钢库存（万吨）



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 5：2018-2020 年可比日期热轧卷板库存（万吨）



资料来源：WIND，天风证券研究所

第六，根据各地政府公布的复工时间，目前除湖北地区外，大部分地区都已陆续开始复工。但由于不同行业的工作方式不同，复工的节奏有很大差异，大致顺序为：重型制造业（资本密集），生产服务业，必需消费服务业；一般制造业（劳动密集），商业服务业，建筑业；生活服务业。

（1）重工业行业，如能源（石化、煤炭）、金属冶炼（钢铁、电解铝、有色）、化工等，持续处于运转状态，整体复工时间早、复产率高。例如 2 月 7 日全国高炉开工率 64.1%，PTA 全国开工率 87.2%，2 月 13 日 PX 全国开工率 75.8%，均在节前开工率水平的 95% 以上。

（2）快递物流行业，关系到国计民生，尤其在疫情高发期更依赖快递物流行业对物资运送、线上采购的支持。根据国家邮政局发布的“寄递企业网络恢复正常运营的时间表”：2 月 10 日起，“三通一达”已经恢复到正常运营模式。快递业的复工率明显高于全行业平均水平，属于复工较早的行业之一。

（3）一般制造业，如食品加工、家电、轻工、建材、医药（非疫情相关）、电子、通信设备、军工等，从上市公司公告来看，非湖北地区企业的复工时间大多数在 2 月 10 日，湖北地区企业在 2 月 17 日之后。

（4）商业服务类企业（银行、保险）也在 2 月 10 日开始复工。传媒（线上）、信息技术服务类等企业，目前以远程办公为主，集中办公恢复时间可能在 2 月 17 日之后。例如腾讯新闻 2 月 24 日返回工作场所办公，字节跳动为 2 月 26 日，2 月 1 日到岗，阿里巴巴在 2 月 24 日返回工作场所办公。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_7240

