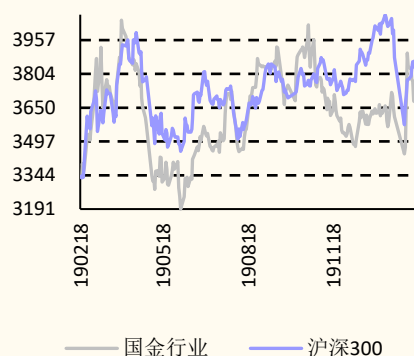


## 市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金快递物流指数	3678
沪深300指数	3988
上证指数	2917
深证成指	10916
中小板综指	10100



## 相关报告

1. 《义乌快递调研实录：产业集聚、利益博弈与价格战-快递行业报告》，2019.7.25
2. 《“Fedex 事件”发酵，对中国快递企业影响几何？-快递行业事...》，2019.6.3
3. 《阿里入股申通，行业竞争格局如何生变？-阿里入股申通事件点评》，2019.3.11

徐君

联系人  
xu\_jun@gjzq.com.cn

孙春旭

分析师 SAC 执业编号: S1130518090002

## 交运角度看复工：进度、优缺点与交叉验证

### 行业观点

- 截止 2 月 14 日，目前的春节返乡人员的返程进度为 24%，我们预计复工潮尚未大规模开启。①大规模复工的前提仍旧是劳动力的返程，我们以“春运旅客发送量”作为衡量复工进度的一个指标。2019 年的节后返程进度情况，在农历的初七一般可达 40%左右，在初十五返程进度基本可达 100%的水平。截止 2 月 14 日，目前的春节返乡人员的返程进度为 24%，复工潮尚未大规模开启。②考虑到 1) 正常的返程人员中包括了大量学生，而今年的高校开学时间都普遍推迟；2) 过去几年节前客运量增速维持在 3-8%之间，而今年节前客运量不足 2%，也就是说存在今年春节留守在岗位上的人员增多的现象，我们认为劳动力的复工比例应该要比这一数据略高。
- 测算实际滞留人员全部返岗时间最快需要到三月中旬。①考虑到春节返程人员主要交通方式以铁路为主，而铁路的峰值运力存在实际上限，我们对今年春节的前期滞留人员返岗所需时间进行测算。假设：1) 如钟南山院士预判，疫情在 2 月下旬达到高峰、返程不会引起二次病发；2) 如果没有疫情出现，今年春节后的铁路客运量比去年同期持平；3) 不考虑临时新增加铁路班次的情况。假设从 2 月 15 日开始，铁路客运量逐步回升，前期累计春运回乡滞留人员（约 1.8 亿-1.9 人次，与交通运输部预预计数据基本一致）按照 2019 年峰值运力 1000 万人次/天进行测算，则按照最乐观的情况进行预估全部返工返岗至少也需要 22 天；进一步考虑 50%的客座率（2 月 6 日铁路部门表示铁路客座率控制在 50%左右，后续需观察），则预估全部返工返岗需要 43 天左右。②若考虑到运力恢复到峰值的时间、春运目的地相对单一使得运力难以全部达到峰值水平、后期可能放开 50%的客座率控制等，我们认为实际全部返工时间的合理数字应当在 30-40 天左右，即 3 月中下旬全部完成返工。
- 与其他指标的交叉验证看不同行业的复工进度，我们认为不同行业的复工率的大致顺序为：重型制造业、快递物流等生产服务业、其他制造业、生活服务业、旅游业。①从六大发电集团的发电耗煤量来看，当前约为去年农历同期的 60%左右，与全国高炉开工率、PTA 全国开工率等交叉验证，预计重工业行业（石化、煤炭、钢铁、电解铝、化工等）整体复工时间更早、复工率更高。②生产制造的恢复，需要物流运输的支持。参考物流沙龙收集的对于物流行业的 159 份调研样本，59%的企业计划于 2/10 复工，而对于平均返工率的预期是 62%。目前，限行等政策导致运输业务无法开展。国家层面在积极推动物流行业的各项复工政策，各地陆续出台税收等优惠、扶持政策，保障物流企业早日恢复正常运转。③目前汽车半钢胎、全钢胎开工率分别从节前高点 70%、72%下跌至 10%左右，而江浙织机开工率目前仅 5%，其他制造业整体复工进度仍在低位。④受疫情影响，餐饮（堂食）、社服（景区、旅行社、免税部分业务）关停，整体复工复产时间待定。

### 风险提示

- 2019-nCoV 病毒快速变异；“复工潮”带来不可控的病毒大范围传播。

## 内容目录

1. 复工潮尚未大规模开启 .....	3
2. 测算实际滞留人员全部返岗时间最快需要到三月中旬 .....	3
3. 与其他指标的交叉验证看不同行业的复工进度 .....	4
3.1 发电耗煤量与高炉开工率验证重型制造业复工率较高 .....	4
3.2 预计快递物流等生产服务业复工率高于其他制造业 .....	6
3.3 生活服务业、旅游业复工进度更为延后 .....	8
风险提示 .....	8

## 图表目录

图表 1: 当前春节返乡人员的返程进度为 24% .....	3
图表 2: 测算实际滞留人员全部返岗时间最快需要到三月中旬 .....	4
图表 3: 六大发电集团日均煤耗量同比变化 .....	5
图表 4: 当前发电耗煤量仅为农历同期的 60% 左右 .....	5
图表 5: 全国高炉开工率 .....	5
图表 6: 主要城市钢材品种合计库存 (万吨) .....	6
图表 7: 各地和行业对复工时点的要求情况 .....	6
图表 8: 74%的企业计划于 2/10 及之前复工 .....	6
图表 9: 平均返工率的预期是 62%。 .....	6
图表 10: 限行对运输业务影响较大 .....	7
图表 11: 各省市限行政策、交通管制加强, 且要求不一 .....	7
图表 12: 推动物流行业的各项复工政策 .....	7
图表 13: 汽车轮胎开工率 (%) .....	8
图表 14: 涤纶长丝开工率 (%) .....	8
图表 15: 景区及免税店宣布暂停营运时间 .....	8

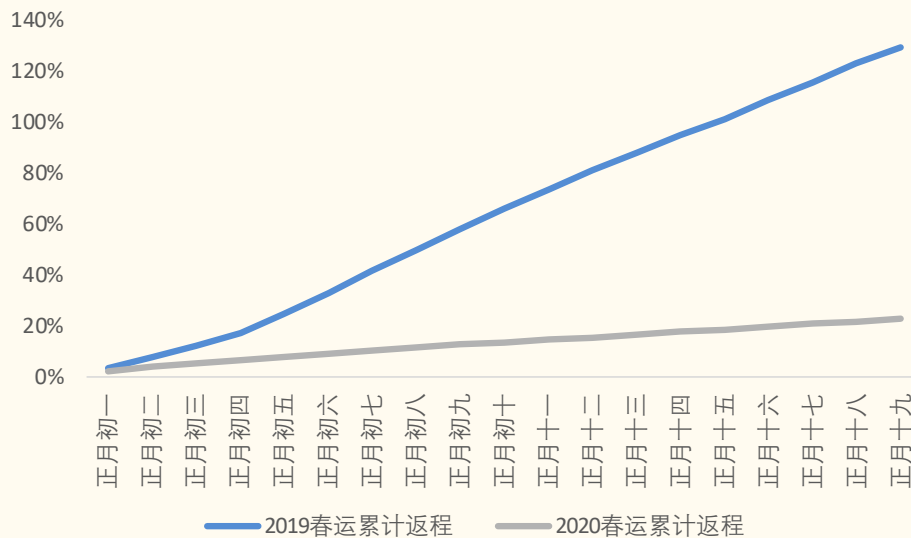
## 1. 复工潮尚未大规模开启

“春运”现象，是中国国内大规模人口流动的真实反映。伴随着中国仍在逐步推进的城市化进程，大规模复工的前提仍旧是劳动力的返程，因此我们可以以“春运旅客发送量”作为衡量复工进度的一个指标。

截止 2 月 14 日，目前的春节返乡人员的返程进度为 24%。从历史经验来看，节后的客运量一般会略高于节前。从全国的春运数据来看，截至 2020 年 1 月 24 日（腊月三十），今年春运前十五日全国铁路、道路、水路、民航共累计发送旅客 11.43 亿人次，比去年同期增长 2.0%；而从返程旅客的数量来看，初一至十九（1 月 25 日-2 月 13 日）共发送旅客 2.71 亿人次，据此估算当前春节返乡人员的返程进度为 24%。（作为对比，我们观察 2019 年的节后返程进度情况，在农历的初七一般可达 40%左右，在初十五返程进度基本可达 100%的水平）

我们预计，劳动力的实际复工比例应该要比这一数据略高。考虑到：1) 正常的返程人员中包括了大量学生，而今年的高校开学时间都普遍推迟；2) 过去几年节前客运量增速维持在 3-8%之间，而今年节前客运量不足 2%，也就是说存在今年春节留守在岗位上的人员增多的现象，我们认为劳动力的复工比例应该要比这一数据略高。

图表 1：当前春节返乡人员的返程进度为 24%



来源：WIND，国金证券研究所

## 2. 测算实际滞留人员全部返岗时间最快需要到三月中旬

考虑到春节返程人员主要交通方式以铁路为主，而铁路的峰值运力存在实际上限，我们对今年春节的前期滞留人员返岗所需时间进行测算。

我们的基本假设如下：

1. 如钟南山院士预判，疫情在 2 月下旬达到高峰、返程不会引起二次病发；
2. 考虑到今年节前客运量同比高达 19.2%，但以往的返程人员中存在大量的学生返校情况，剔除这部分旅客流量（非社会劳动人员部分），假设如果没有疫情出现，今年春节后的铁路客运量比去年同期持平；
3. 不考虑临时新增加铁路班次的情况，以 2019 年春运的铁路峰值运力 1000 万人次为峰值水平。

结果表明：假设从 2 月 15 日开始，铁路客运量逐步回升，前期累计春运回乡滞留人员（约 1.8 亿-1.9 人次，与交通运输部预预计数据基本一致）按照

2019年峰值运力1000万人次/天进行测算，则照最乐观的情况进行预估全部返工返岗至少也需要22天；进一步考虑50%的客座率（2月6日铁路部门表示铁路客座率控制在50%左右，后续需观察），则预估全部返工返岗需要43天左右。

若考虑到运力恢复到峰值的时间、春运目的地相对单一使得运力难以全部达到峰值水平、后期可能放开50%的客座率控制等，我们认为实际全部返工时间的合理数字应当在30-40天左右，即3月中下旬全部完成返工。

图表2：测算实际滞留人员全部返岗时间最快需要到三月中旬

农历日期	公历日期	2019年同期客流量(万人次)	2020年实际返程客流量(万人次)	累计缺口(万人次)	日均缺口(万人次)	恢复天数(按2019年春运高峰时间1000万人次/日计算)	恢复天数(按2019年春运高峰时间1000万人次/日计算*50%客座率计算)
大年初一	1.25	422	260	162	146	1	1
大年初二	1.26	1185	569	615	436	2	2
大年初三	1.27	2103	916	1187	663	2	3
大年初四	1.28	3105	1230	1875	833	3	5
大年初五	1.29	4225	1523	2701	964	4	6
大年初六	1.3	5489	1807	3682	1066	5	8
大年初七	1.31	6764	2037	4726	1139	6	10
8	2.1	7973	2252	5721	1188	7	12
9	2.2	9145	2454	6691	1225	8	14
10	2.3	10290	2614	7676	1255	9	16
11	2.4	11422	2738	8684	1279	10	18
12	2.5	12549	2857	9692	1299	11	20
13	2.6	13614	2973	10640	1315	12	22
14	2.7	14649	3100	11549	1328	13	24
15	2.8	15521	3227	12294	1337	13	26
16	2.9	16643	3386	13257	1348	14	28
17	2.10	17788	3511	14277	1357	15	30
18	2.11	18994	3607	15386	1367	16	32
19	2.12	20310	3695	16615	1376	18	34
20	2.13	21545	3779	17766	1383	19	37
21	2.14	22633	3862	18771	1389	20	39
22	2.15	23578	4062	19516	1393	21	40
23	2.16	24478	4362	20116	1396	21	41
24	2.17	25373	4762	20611	1398	22	42
25	2.18	26353	5262	21091	1400	22	43

来源：交通运输部，国金证券研究所

### 3. 与其他指标的交叉验证看不同行业的复工进度

#### 3.1 发电耗煤量与高炉开工率验证重型制造业复工率较高

从六大发电集团的发电耗煤量来看，当前约为去年农历同期的60%左右，与全国高炉开工率、PTA全国开工率等交叉验证，预计重工业行业（石化、煤炭、钢铁、电解铝、化工等）整体复工时间更早、复工率更高。

进一步，我们可以根据“发电耗煤量”的变化来跟踪复工情况。六大发电集团日均耗煤量指的是浙电、上电、粤电、国电、大唐、华能六大集团旗下位于沿海火电厂的日均发电耗煤情况。节后数据看，春节假期结束第一周（2月

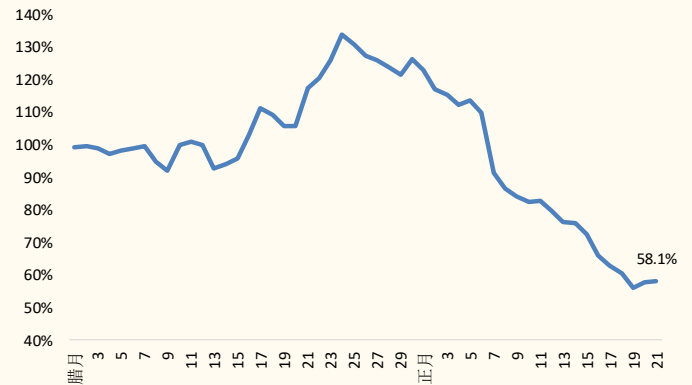
1日至2月8日)日均耗煤量为37.7万吨,此后的耗煤量日均呈上升趋势,但环比幅度较低,复工初期略有反复。总体而言,当前仅为2018-2019年农历同期的60%左右;过去三年数据显示,从初七开始复工,到十五基本复工完毕。目前煤耗数据仍处于往年正月初五水平。

图表3: 六大发电集团日均煤耗量同比变化



来源: WIND, 国金证券研究所

图表4: 当前发电耗煤量仅为农历同期的60%左右



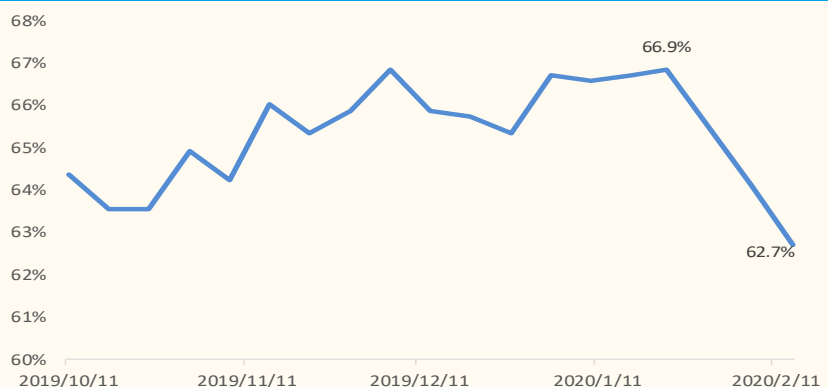
来源: WIND, 国金证券研究所

由于六大发电集团耗煤量反应的是总用电量,其中包括波动非常大的居民用电量,且并非所有行业都是电力消耗敏感型,所以总量之外仍会存在结构性差异。

从电力消费的结构看,尽管目前第三产业用电占比上升,但占比仅为15%,第二产业用电量累计占比约为70%。从2014-2018年四大高载能产业月度用电量需求统计来看,化学原料制品、非金属矿物制品、黑色金属冶炼和有色金属冶炼等四大高耗能行业用电量占比基本可达全社会用电量的30%。因此,理论上我们可以选取这些行业的开工率情况进行交叉验证。

全国高炉开工率、PTA全国开工率等指标可验证重工业行业(石化、煤炭、钢铁、电解铝、化工等)整体复工时间更早、复工率更高的判断。上周全国高炉开工率为62.7%,PTA全国开工率87.2%,2月13日PX全国开工率75.8%,整体达到节前开工率水平的90%以上。

图表5: 全国高炉开工率

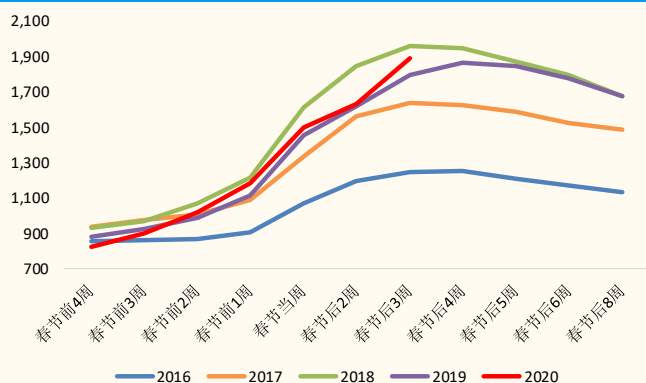


来源: 交通运输部, 国金证券研究所

一般而言,工业和建筑业开工会带动上游价格,上游价格也会随复工进度及复工预期进度而变化。从近期的可比日期螺纹钢库存和价格来看,螺纹钢价格未见明显回升,可比日期螺纹钢和热轧卷板库存有加速补库的迹象,这一现象可能与下游需求复苏尚不明显有关。参考各地和行业对复工时点的要求情况,房地产、基建等行业的充分复工大多要到2月下旬,而多数服务业的复工时间可能要推迟到3月份。



图表 6: 主要城市钢材品种合计库存(万吨)



来源: WIND, 国金证券研究所

图表 7: 各地和行业对复工时点的要求情况

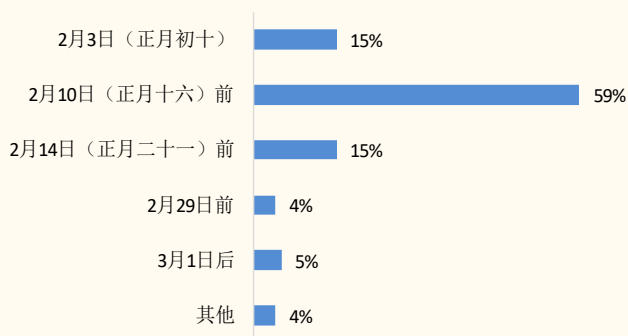
2月上旬: 疫情爆发高峰	
2月10日	多数城市工业企业复工时间限制放开
2月14日	湖北省复工时间限制放开
2月中下旬: 中性情形下疫情拐点	
2月20日	交通运输部: 公路水运工程开始复工
2月21日	苏州等城市建筑业复工时间限制放开
2月24日前后	返工隔离观察时间集中到期
2月24日	郑州等城市房地产服务业复工时间限制放开
2月以后: 悲观情形下疫情拐点其他服务业陆续复工	

来源: WIND, 国金证券研究所

### 3.2 预计快递物流等生产服务业复工率高于其他制造业

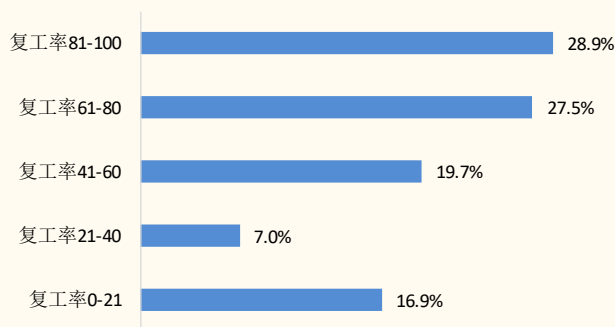
生产制造的恢复, 需要物流运输的支持。参考物流沙龙收集的对于物流行业的 159 份调研样本(以合同物流、网络型企业为主, 5 亿以下中小规模企业占比近半, 近 47% 企业为快消提供服务), 59% 的企业计划于 2/10 复工, 而对于平均复工率的预期是 62%。

图表 8: 74% 的企业计划于 2/10 及之前复工



来源: 物联云仓, 国金证券研究所

图表 9: 平均复工率的预期是 62%。

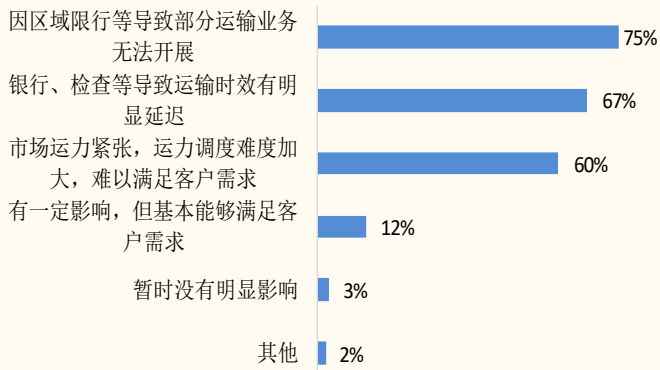


来源: 物联云仓, 国金证券研究所

注: 此结果一定程度受调研开始时间(2月5日)的影响, 随着疫情持续不明朗, 各地复工政策也相应持续调整, 物流企业的复工安排也随之不同程度延后。

限行等是导致业务无法开展是当前面临最大问题。调研结果表明, 近 75% 的企业反馈, 限行等政策导致运输业务无法开展。而从政策层面看, 国家层面在积极推动物流行业的各项复工政策, 各地陆续出台税收等优惠、扶持政策, 保障物流企业早日恢复正常运转。

图表 10: 限行对运输业务影响较大



来源: 罗戈研究, 国金证券研究所

图表 11: 各省市限行政策、交通管制加强, 且要求不一

北京	自2020年2月3日至2月9日(正月十六、星期日), 继续按照节假日模式进行道路交通管理, 延迟恢复机动车工作日高峰时段区域限行交通管理措施(即尾号限行措施)。即自2020年2月3日至2月9日继续不实行尾号限行措施。
上海	2月3日至7日外牌高架限行, 来沪人员主动申报健康状况。
重庆	2月3日起对主城区道路实施临时交通管制, 奉节多处路口实行临时交通管制, 云阳关闭全县公园广场实行交通管制防控疫情; 非渝籍车辆进出重庆高速实行网上预约; 主城区车辆限行预案暂不执行。
山东	截至2020年02月07日16时, 省内因疫情影响及施工等原因封闭的高速公路收费站共计139个。

来源: 交通运输部, 国金证券研究所

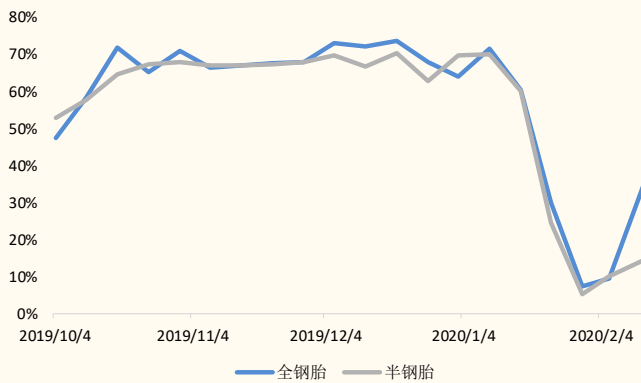
图表 12: 推动物流行业的各项复工政策

日期	政策
2月7日	国家邮政局召开部分快递企业专题电话会议, 对中通、圆通、申通、韵达、百世、德邦和苏宁等7家快递企业提出分阶段确定快递企业恢复生产目标, 计划在本月中旬, 快递业生产要恢复到正常产能的成以上; 到本月下旬, 根据疫情变化和形势发展, 继续提高产能比重。
2月7日	交通运输部、公安部、国家卫生健康委联合召开交通运输疫情防控和运输组织保障电视电话会议中, 要求不得擅自封闭高速公路及国省干线公路, 限期整改, 对擅自封闭、阻断和隔离的, 要立即报告党委、政府, 依法依规处罚, 尽快恢复正常通行; 并引导推动各类货运物流企业复工复产。
2月8日	国务院印发《关于切实加强疫情科学防控有序做好企业复工复产工作的通知》, 《通知》要求, 疫情防控、能源供应、交通物流、城乡运行、医用物资和食品等生活必需品生产、饲料生产、市场流通销售等涉及重要国计民生的领域, 要保障条件立即推动复工复产, 重大工程和重点项目员工要及时返岗、尽早开工。
2月11日	交通运输部印发通知, 要求全力做好农民工返岗运输服务保障。

来源: 交通运输部, 国金证券研究所

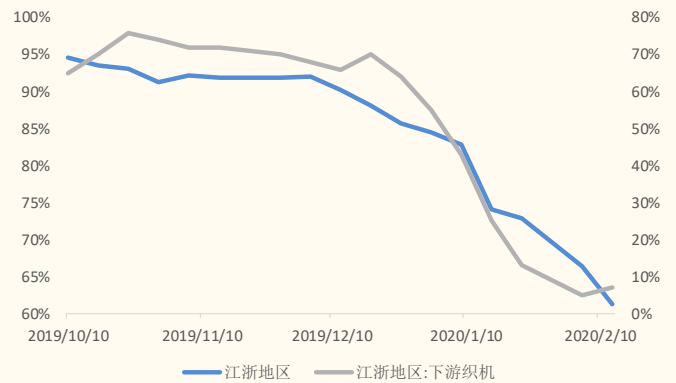
其他制造业: 目前汽车半钢胎(用于汽车和大部分轻卡)、全钢胎(用于卡车和小部分轻卡)开工率分别从节前高点70%、72%下跌至10%左右, 跌幅较大; 而江浙织机(涤纶长丝主要生产于江浙地区)开工率目前仅5%。从家电、电子、通信、医药等一般制造业上市公司公告来看, 非湖北地区企业的复工时间大多数在2月10日, 湖北地区企业在2月17日之后。预计其他制造业整体复工进度仍在低位。

图表 13: 汽车轮胎开工率 (%)



来源: wind, 国金证券研究所

图表 14: 涤纶长丝开工率 (%)



来源: wind, 国金证券研究所

### 3.3 生活服务业、旅游业复工进度更为延后

受疫情影响, 餐饮(堂食)、社服(景区、旅行社、免税部分业务)关停, 整体复工复产时间待定。

图表 15: 景区及免税店宣布暂停营运时间

类别	名称	暂停运营时间	
景区	峨眉山景区	1月24日	
	长白山景区	1月24日	
	天目湖景区	1月24日	
	杭州宋城景区	1月24日	
	丽江千古情景区	1月24日	
	丽江古城	1月25日	
	黄山风景区	1月25日	
	乌镇景区	1月25日	
	三亚千古情景区	1月25日	
	张家界景区	1月26日	
	免税店	琼海博鳌免税店	1月25日
		三亚国际免税城	1月26日
海口日月广场免税店		1月26日	

来源: 各企业官网, 国金证券研究所

### 风险提示

2019-nCoV 病毒快速变异; “复工潮”带来不可控的病毒大范围传播



**公司投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**行业投资评级的说明：**

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；  
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；  
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；  
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH