



## 每周经济视点 2016年9月26日

研究部联席主管

陈宋恩

电话: 852-21478805

电邮: philipchan@abci.com.hk

分析员

潘泓兴

电话: 852-21478829

电邮: paulpan@abci.com.hk

## 持续增长的医疗开支成为新常态

- 中国的卫生总费用占国内生产总值的 6.0%，显著低于大多数 OECD 国家的比值
- 中国消费者愿意支付较高的溢价购买较好质量的医疗服务
- 大量民营资本流向医疗行业，七家医疗服务公司在香港等待 IPO
- 低级别民营医院的服务产能过剩，导致医疗资源浪费和压抑投资回报
- 投资者应慎重选择医院资产

**服务消费成为经济的新动力。**中国的零售销售数据不能反映私人消费的变化。2015年，实物消费品零售销售同比增长 10.7%；而总原保险费同比增长 24.1%，卫生费用支出同比增长 14.7%。实物消费品零售额的相对较低增长，反映服务消费在消费者或家庭支出的占比有所增加。由于消费者或家庭愿意购买更多的服务，这将导致未来几年第三产业的增长更快。2016年上半年，第三产业实际增长同比增 7.5%，比实际 GDP 增长高 0.8 个百分点，也比第二产业实际增长高 1.4 个百分点。我们相信，第三产业的相对快速增长，已成为经济的“新常态”。

**从 2011 到 2015 年，人均卫生总费用支出的复合年增长 14.65%，高于同一时期名义 GDP 复合增长率 7.68 个百分点。**私营和公共部门愿意分配更多的财政资源为了提高生活质量。据国家卫生和计划生育委员会（NHFPC），从 2011 到 2015 年，全国卫生总费用复合年增长 15.23%。政府和社会卫生支出增加是全国卫生总费用增长的主要动力（图 1-4）。

**2015 年，中国卫生总费用占 GDP 的 6%，该比例大大低于大多数经合组织国家。**根据经合组织的统计，2015 年卫生总费用占 GDP 比例排名前五的国家，分别是美国、瑞士、日本、德国和瑞典，它们的比例分别是 16.9%、11.5%、11.2%、11.1% 和 11.1%。在中国，卫生总费用占 GDP 的比例从 2012 年的 5.15%，增加到 2014 年的 5.56% 和 2015 年的 6%。2015 年中国的比例比同一时期墨西哥略高，接近于英国 2000 年的水平（图 5）。

**到 2020 年，卫生行业的潜在市场规模将达 RMB 68500-78290 亿元。**政府的目标是经济规模从 2010 年到 2020 年翻一番。如果政府能够实现这一经济目标和全国卫生总费用占 GDP 的比例从 2015 年的 6% 提高到 2020 年的 7-8%，我们预测全国卫生总费用将增加到 RMB 68500-78290 亿元。这种巨大的市场规模将吸引民营企业或投资者进入卫生行业。

**政府正在默默地退出医院市场，为民营医院提供成长空间。**医院增长的医疗开支成为新常态总数由 2011 年的 21979 家，增加 6282 家至 2016 年六月的 28261 家。在这一时期，公营医院数目减少 584 家，由 2011 年的 13542 家减至 2016 年六月的 12958 家；民营医院数目增加 6866 家，由 2011 年的 8437 家增至 2016 年六月的 15303 家。民营资本在过去几年积极增加他们在医疗保健市场的投资。如果这种趋势维持，我们看到民营资本对长期资本有强烈的需求，以资助他们在医疗市场的投资。根据香港交易所于 9 月 23 日，有五家医疗保健公司已递交了上市申请等待审批。这对香港投资银行业是一利好消息。



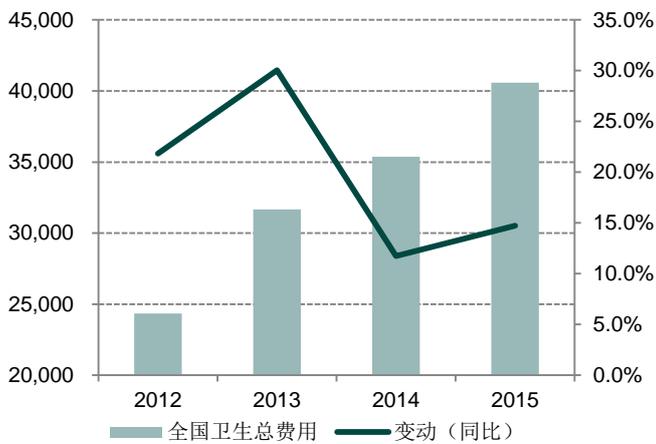
**低等级医院占医院市场主导地位，医疗保健行业的投资者应仔细选择医院资产。**2016年六月底，3级医院在中国质量最高，占总医院数的7.6%。六月底，低等级医院（2级和1级医院）和未分级医院分别占医院数的59.0%和33.4%。自2011年至2016年六月，3级医院增加了756家，占医院总增加的12%。新的3级医院比例低显示许多新的民营医院是低分级或未分级。（图表6-8）

**病人支付较高的费用，希望获得更好的医疗服务。**2016年上半年，3级医院人均门诊费RMB289.6/人，较2级医院人均门诊费高54%。3级医院人均住院费用RMB12901.2/人，高于2级医院133%。这些大的价格差距现象已经维持了超过10年。这是不太可能在可预见的未来大幅缩小。（图表9-10）

**3级医院具有较高的平均销售价格、强大的患者流量，以及较高床位使用率意味着3级医院具有较强的现金流入和较高的资产利用率。**股权或债权市场投资者投资在医疗保健部门应选择医疗保健公司具有较高3级医院资产比例较优。2016年上半年，每家公立医院的平均门诊人数为10.60万；然而，每家民营医院平均门诊人数为1.27万。民营医院都在努力寻找自己的客户。上半年，3级、2级、1级和未评级的医院平均平均门诊人数为35.67万，7.94万，1.13万分别和1.0.9万。3级、2级和1级医院平均床位使用率分别为99.3%，87.1%和62.3%。等级较低的民营医院正面临激烈的市场竞争、较低的平均销售价格、较低的客户流和较低的床位使用率。因此，低等级或无评级民营医院的投资回报并不乐观。相比之下，3级医院却应对服务的过度需求（高床位使用率和高就诊量）的难点。（图表11-14）

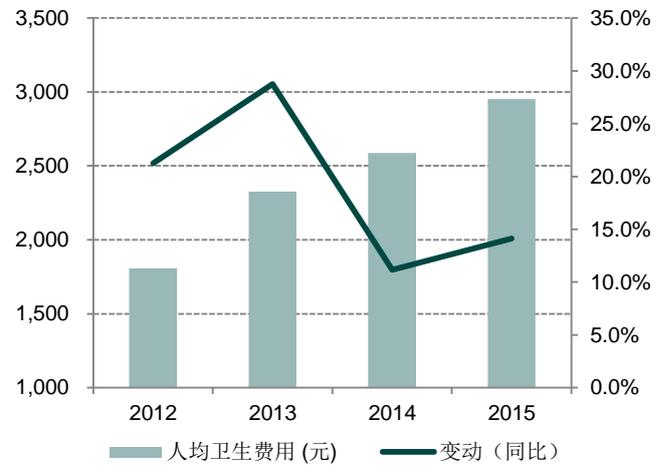


### 图表 1: 全国卫生总费用 (人民币 亿元), 同比变动



来源: 国家卫生和计划生育委员会、农银国际证券

### 图表 2: 人均卫生总费用 (人民币), 同比变动



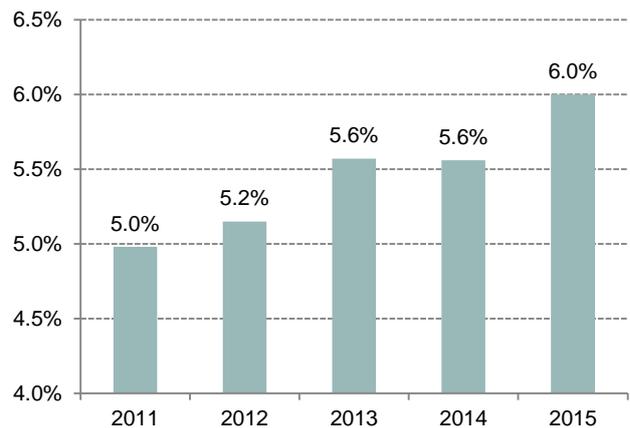
来源: 国家卫生和计划生育委员会、农银国际证券

### 图表 3: 全国卫生总费用组成



来源: 国家卫生和计划生育委员会、农银国际证券

### 图表 4: 卫生总费用占 GDP 百分比



来源: 国家卫生和计划生育委员会、农银国际证券

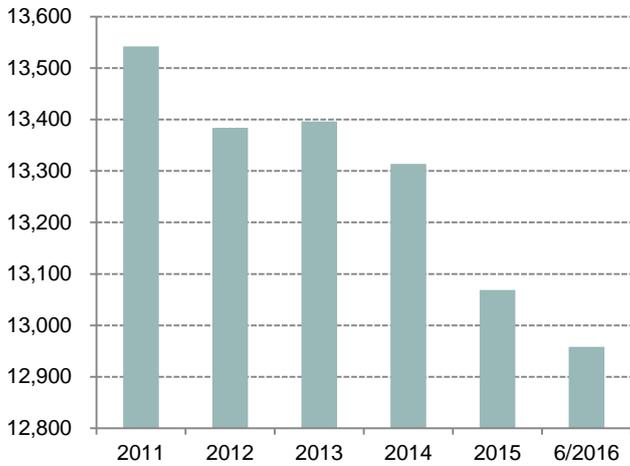
### 图表 5: 2015 年卫生总费用占 GDP 百分比 (%)



来源: OECD、国家卫生和计划生育委员会、农银国际证券

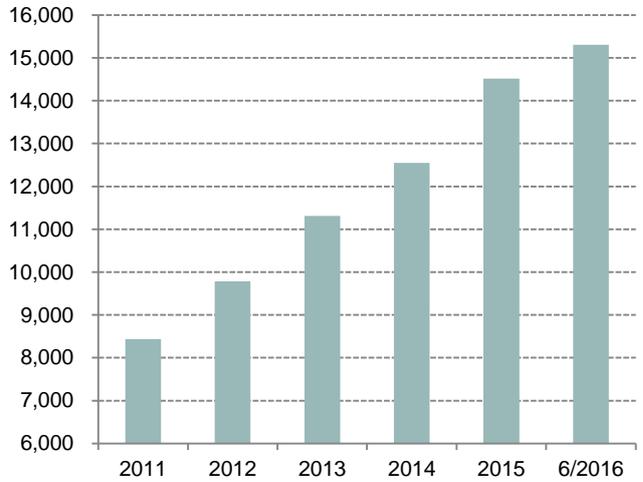


图表 6: 公立医院数量



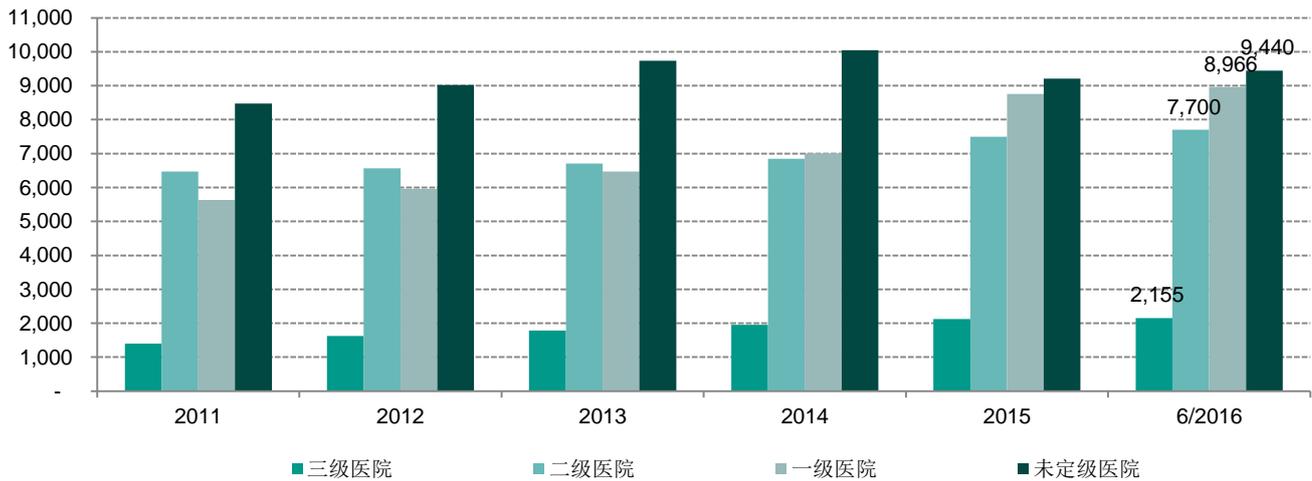
来源: 国家卫生和计划生育委员会, 农银国际证券

图表 7: 民营医院数量



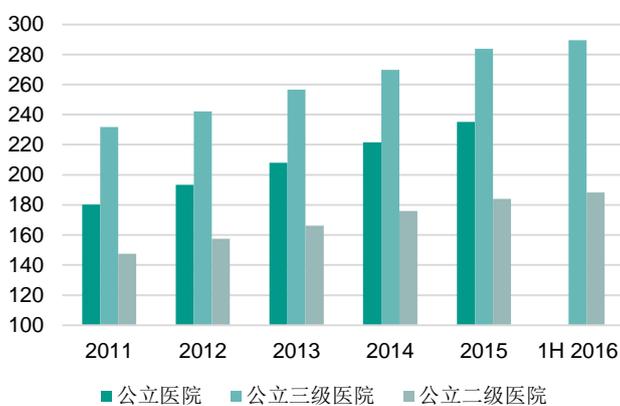
来源: 国家卫生和计划生育委员会, 农银国际证券

图表 8: 不同等级的医院数量 (医院质量: 三级>二级>一级)



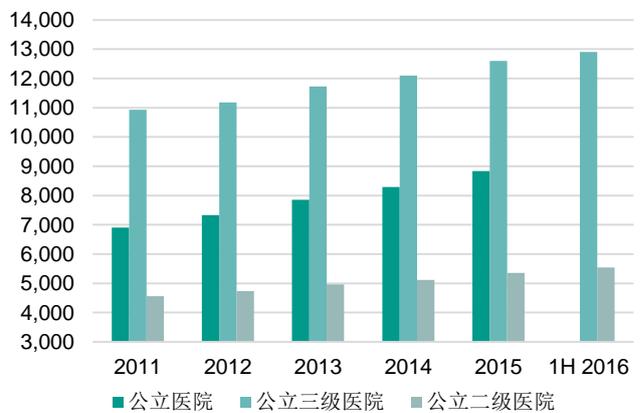
来源: 国家卫生和计划生育委员会, 农银国际证券

图表 9: 次均门诊费用 (RMB/人次)



来源: 国家卫生和计划生育委员会, 农银国际证券

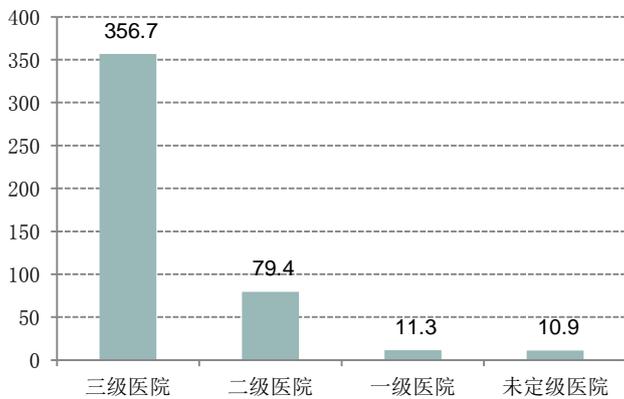
图表 10: 人均住院费用 (RMB/病人)



来源: 国家卫生和计划生育委员会, 农银国际证券

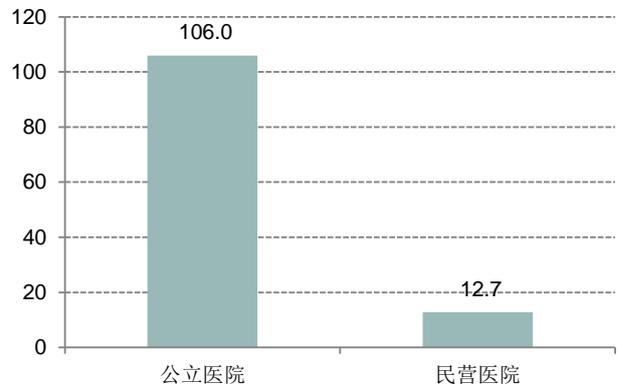


图表 11: 2016 年上半年医院平均门诊数量 (1,000 病人) 按级别划分



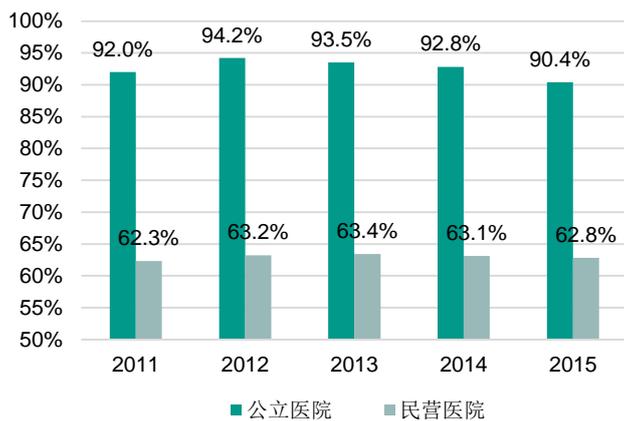
来源：国家卫生和计划生育委员会，农银国际证券

图表 12: 2016 年上半年医院平均门诊数量 (1,000 病人) 按公私划分



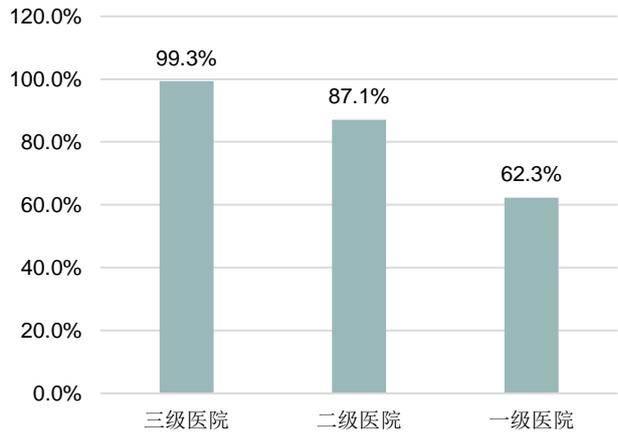
来源：国家卫生和计划生育委员会，农银国际证券

图表 13: 病床使用率 (公立医院, 私立医院)



来源：国家卫生和计划生育委员会，农银国际证券

图表 14: 2016 年上半年病床使用率(按级别划分)



来源：国家卫生和计划生育委员会，农银国际证券

图表 15: 香港上市的中国医院经营股票

	股价 (HK\$)	2015 市盈率 (倍)	2015 市净率 (倍)	2015 ROAE (%)	2016F 市盈率 (倍)	2016F 市净率 (倍)	2016F ROAE (%)
1515 凤凰医疗	13.14	56.50	4.98	10.86	33.83	4.80	14.45
1509 和美医疗	4.65	25.25	2.19	注#	27.02	2.01	7.76
2120 康宁医院	39.95	33.36	2.61	9.13	35.79	2.48	7.12
1858 春立医疗	13.78	20.09	1.94	12.03	13.62	1.59	12.82

注#：在 2014 年出现负净权益

来源：Bloomberg，农银国际证券



中国经济数据

	2015						2016							
	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月
实际国民生产总值 (同比%)	---	---	6.9	---	---	6.8	---	---	6.7	---	---	6.7	---	---
出口增长 (同比%)	(8.3)	(5.5)	(3.7)	(6.9)	(6.8)	(1.4)	(11.2)	(25.4)	11.5	(1.8)	(4.1)	(4.8)	(4.4)	(2.8)
进口增长 (同比%)	(8.1)	(13.8)	(20.4)	(18.8)	(8.7)	(7.6)	(18.8)	(13.8)	(7.6)	(10.9)	(0.4)	(8.4)	(12.5)	1.5
贸易余额 (美元/十亿)	43.0	60.2	60.3	61.6	54.1	60.1	63.3	32.6	29.9	45.56	49.98	48.11	52.31	52.05
零售额 (同比%)	10.5	10.8	10.9	11.0	11.2	11.1	10.2		10.5	10.1	10.0	10.6	10.2	10.6
工业增加值 (同比%)	6.0	6.1	5.7	5.6	6.2	5.9	5.4		6.8	6.0	6.0	6.2	6.0	6.3
制造业 PMI (%)	50.0	49.7	49.8	49.8	49.6	49.7	49.4	49.0	50.2	50.1	50.1	50.0	49.9	50.4
非制造业 PMI (%)	53.9	53.4	53.4	53.1	53.6	54.4	53.5	52.7	53.8	53.5	53.1	53.7	53.9	53.5
固定资产投资(累计同比%)	11.2	10.9	10.3	10.2	10.2	10.0	10.2		10.7	10.5	9.6	9.0	8.1	8.1
消费物价指数 (同比%)	1.6	2.0	1.6	1.3	1.5	1.6	1.8	2.3	2.3	2.3	2.0	1.9	1.8	1.3
生产者物价指数 (同比%)	(5.4)	(5.9)	(5.9)	(5.9)	(5.9)	(5.9)	(5.3)	(4.9)	(4.3)	(3.4)	(2.8)	(2.6)	(1.7)	(0.8)
广义货币供应量 (同比%)	13.3	13.3	13.1	13.5	13.7	13.3	14.0	13.3	13.4	12.8	11.8	11.8	10.2	11.4
新增贷款 (人民币/十亿)	1,480	809.6	1,050	513.6	708.9	597.8	2,510	726.6	1,370	555.6	985.5	1,380	463.6	948.7
总社会融资 (人民币/十亿)	742	1,082	1,300	476.7	1,020	1,815.1	3,425.3	824.5	2,404.0	751.0	659.9	1,629.3	487.9	1,470.0

世界经济/金融数据

股指			大宗商品				债券收益率及主要利率					
收市价	周变化 (%)	市盈率	计价单位/货币	价格	周变化 (%)	5日平均交易量	息率 (%)	周变化 (基点)				
<b>美国</b>			<b>能源</b>				美国联邦基金目标利率					
道琼斯工业平均指数	18,261.45	0.00	17.58	纽约商品交易所轻质低硫原油实物期货合约	美元/桶	44.51	0.07	398,661	0.50	0.00		
标准普尔 500 指数	2,164.69	0.00	20.38	ICE 布伦特原油现金结算期货合约	美元/桶	45.83	(0.13)	270,994	3.50	0.00		
纳斯达克综合指数	5,305.75	0.00	41.71	纽约商品交易所天然气期货合约	美元/百万英热单位	2.98	0.98	126,862	1.00	0.00		
MSCI 美国指数	2,064.63	0.00	21.03	中国秦皇岛环渤海动力煤价格指数 <sup>2</sup>	人民币/公吨	552.00	1.10	N/A	美国 1 年期国债	0.0760	0.00	
<b>欧洲</b>			<b>普通金属</b>				美国 5 年期国债					
富时 100 指数	6,832.89	(1.11)	57.41	伦敦金属交易所铝期货合约	美元/公吨	1,629.25	0.00	26,737	1.1462	(0.98)		
德国 DAX30 指数	10,480.27	(1.38)	23.70	伦敦期货交易所铝期货 3 个月转递交易合约	美元/公吨	1,637.00	0.00	35,459	1.6029	(1.55)		
法国 CAC 40 指数	4,415.15	(1.64)	22.56	COMEX 铜期货合约	美元/磅	4,842.00	0.00	11,988	美国 10 年期国债	(0.064)	(1.90)	
西班牙 IBEX 35 指数	8,672.50	(1.71)	21.49	伦敦金属交易所铜期货 3 个月转递交易合约	美元/公吨	4,855.00	0.00	39,863	日本 10 年期国债	(0.064)	(1.90)	
意大利 FTSE MIB 指数	16,157.40	(1.80)	37.18	<b>贵金属</b>				中国 10 年期国债				
Stoxx 600 指数	340.75	(1.33)	27.34	COMEX 黄金期货合约	美元/金衡盎司	1,338.40	(0.25)	151,730	2.7420	(3.10)		
MSCI 英国指数	2,011.65	0.00	60.86	COMEX 银期货合约	美元/金衡盎司	19.50	(1.56)	58,387	欧洲央行基准利率 (再融资利率)	0.00	0.00	
MSCI 法国指数	127.38	0.00	21.21	纽约商品交易所钯金期货合约	美元/金衡盎司	1,044.00	(1.59)	5,989	美国 1 月期银行同业拆借固定利率	0.5222	(0.96)	
MSCI 德国指数	135.81	0.00	24.29	<b>农产品</b>				美国 3 月期银行同业拆借固定利率				
MSCI 意大利指数	46.69	0.00	38.69	2 号平价黄玉米及其替代品期货合约	美元/蒲式耳	334.50	(0.59)	128,372	隔夜上海同业拆借利率	2.1640	(0.28)	
<b>亚洲</b>			<b>外汇</b>				1 月期上海同业拆借利率					
日经 225 指数	16,544.56	(1.25)	20.57	小麥期货合约	美元/蒲式耳	404.00	(0.19)	42,354	2.7330	0.32		
澳大利亚 S&P/ASX 指数	5,431.42	0.00	24.39	11 号糖期货合约	美元/蒲式耳	22.65	(0.22)	82,089	香港 3 月期银行同业拆借固定利率	0.5907	0.29	
恒生指数	23,317.92	(1.56)	12.61	2 号平价黄豆及其替代品期货合约	美元/蒲式耳	955.25	0.03	109,367	公司债券 (穆迪)	Aaa	3.44	(7.00)
恒生中国企业指数	9,629.35	(1.70)	8.25					Baa			4.32	(9.00)
沪深 300 指数	3,220.28	(1.69)	14.84									
上证综合指数	2,980.43	(1.76)	17.31									
深成指	10,392.70	(2.05)	31.39									
MSCI 中国指数	64.72	0.00	14.11									
MSCI 香港指数	13,315.67	0.00	15.37									
MSCI 中国指数	813.16	0.00	17.19									

附注:

1. 数据来源: 彭博, 中国国家统计局, 农银国际证券 (数据更新于报告发布日期)
2. 为发热量 5500 大卡/千克动力煤的价格



## 权益披露

分析员, 陈宋恩以及潘泓兴, 作为本研究报告全部或部分撰写人, 谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点, 均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明, 就研究报告内所做出的推荐或个人观点, 分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外, 分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益, 并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

### 权益披露

农银国际证券有限公司及/或与其有联系的公司, 可能会向本报告提及的任何公司收取任何财务权益。

### 评级的定义

评级	定义
买入	股票投资回报 $\geq$ 市场回报
持有	市场回报 - 6% $\leq$ 股票投资回报 $<$ 市场回报
卖出	股票投资回报 $<$ 市场回报 - 6%

股票投资回报是未来 12 个月预期的股价百分比变化加上股息收益率

市场回报是 2007-2011 年市场平均回报率

### 股价风险的定义

评级	定义
很高	$2.6 \leq 180$ 天波动率/180 天基准指数波动率
高	$1.5 \leq 180$ 天波动率/180 天基准指数波动率 $< 2.6$
中等	$1.0 \leq 180$ 天波动率/180 天基准指数波动率 $< 1.5$
低	$180$ 天波动率/180 天基准指数波动率 $< 1.0$

我们用股票价格波动率相对基准指数波动率来衡量股票价格风险; 基准指数指恒生指数波动率是由每日价格和历史日价格变化对数的标准偏差计算所得。180 天的价格波动率等于最近的 180 个交易日收盘价的相对价格变化的年化标准偏差。

### 免责声明

该报告只为客户使用, 并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体用户的投资目标, 财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠, 准确, 完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上, 我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动, 以及由于使用不同的假设和标准, 造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员(们)负责报告的准备, 为市场信息采集、整合或诠释, 或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制, 阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者(不包括投资银行)决定。分析员薪酬不取决于投行的收入, 但或会与农银国际证券有限公司的整体收入(包括投行和销售部)有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动, 历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询, 请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理, 都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2016 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发;

办公地址: 香港中环, 红棉路 8 号, 东昌大厦 13 楼, 农银国际证券有限公司

电话: (852) 2868 2183