



每週經濟視點

2016年9月26日

研究部聯席主管

陳宋恩

電話: 852-21478805

電郵: philipchan@abci.com.hk

分析員

潘泓興

電話: 852-21478829

電郵: paulpan@abci.com.hk

持續增長的醫療開支成爲新常態

- 中國的衛生總費用占國內生產總值的 6.0%，顯著低於大多數 OECD 國家的比值
- 中國消費者願意支付較高的溢價購買較好質量的醫療服務
- 大量民營資本流向醫療行業，七家醫療服務公司在香港等待 IPO
- 低級別民營醫院的服務產能過剩，導致醫療資源浪費和壓抑投資回報
- 投資者應慎重選擇醫院資產

服務消費成爲經濟的新動力。中國的零售銷售數據不能反映私人消費的變化。2015年，實物消費品零售銷售同比增長 10.7%；而總原保險費同比增長 24.1%，衛生費用支出同比增長 14.7%。實物消費品零售額的相對較低增長，反映服務消費在消費者或家庭支出的占比有所增加。由於消費者或家庭願意購買更多的服務，這將導致未來幾年第三產業的增長更快。2016年上半年，第三產業實際增長同比增 7.5%，比實際 GDP 增長高 0.8 個百分點，也比第二產業實際增長高 1.4 個百分點。我們相信，第三產業的相對快速增長，已成爲經濟的“新常態”。

從 2011 到 2015 年，人均衛生總費用支出的複合年增長 14.65%，高於同一時期名義 GDP 複合年增長率 7.68 個百分點。私營和公共部門願意分配更多的財政資源爲了提高生活質量。據國家衛生和計劃生育委員會 (NHFPIC)，從 2011 到 2015 年，全國衛生總費用複合年增長 15.23%。政府和社會衛生支出增加是全國衛生總費用增長的主要動力 (圖 1-4)。

2015 年，中國衛生總費用占 GDP 的 6%，該比例大大低於大多數經合組織國家。根據經合組織的統計，2015 年衛生總費用占 GDP 比例排名前五的國家，分別是美國、瑞士、日本、德國和瑞典，它們的比例分別是 16.9%、11.5%、11.2%、11.1% 和 11.1%。在中國，衛生總費用占 GDP 的比例從 2012 年的 5.15%，增加到 2014 年的 5.56% 和 2015 年的 6%。2015 年中國的比例比同一時期墨西哥略高，接近於英國 2000 年的水準 (圖 5)。

到 2020 年，衛生行業的潛在市場規模將達 RMB 68500-78290 億元。政府的目標是經濟規模從 2010 年到 2020 年翻一番。如果政府能夠實現這一經濟目標和全國衛生總費用占 GDP 的比例從 2015 年的 6% 提高到 2020 年的 7-8%，我們預測全國衛生總費用將增加到 RMB 68500-78290 億元。這種巨大的市場規模將吸引民營企業或投資者進入衛生行業。

政府正在默默地退出醫院市場，爲民營醫院提供成長空間。醫院增長的醫療開支成爲新常態總數由 2011 年的 21979 家，增加 6282 家至 2016 年六月的 28261 家。在這一時期，公營醫院數目減少 584 家，由 2011 年的 13542 家減至 2016 年六月的 12958 家；民營醫院數目增加 6866 家，由 2011 年的 8437 家增至 2016 年六月的 15303 家。民營資本在過去幾年積極增加他們在醫療保健市場的投資。如果這種趨勢維持，我們看到民營資本對長期資本有強烈的需求，以資助他們在醫療市場的投資。根據香港交易所於 9 月 23 日，有五家醫療保健公司已遞交了上市申請等待審批。這對香港投資銀行業是一利好消息。



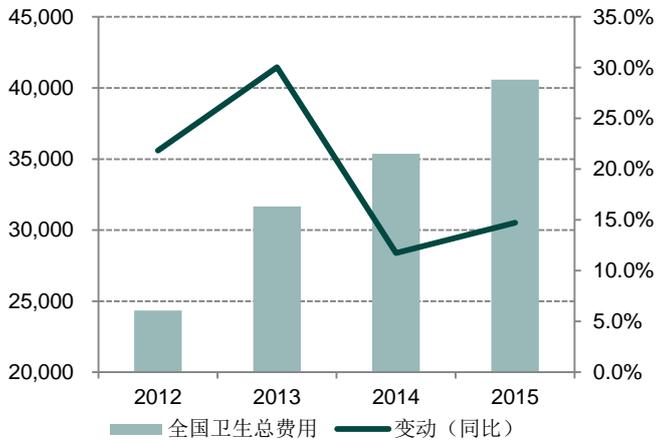
低等級醫院占醫院市場主導的地位，醫療保健行業的投資者應仔細選擇醫院資產。2016年六月底，3級醫院在中國質量最高，占總醫院數的7.6%。六月底，低等級醫院（2級和1級醫院）和未分級醫院分別占醫院數的59.0%和33.4%。自2011年至2016年六月，3級醫院增加了756家，占醫院總增加的12%。新的3級醫院比例低顯示許多新的民營醫院是低分級或未分級。（圖表6-8）

病人支付較高的費用，希望獲得更好的醫療服務。2016年上半年，3級醫院人均門診費RMB289.6/人，較2級醫院人均門診費高54%。3級醫院人均住院費用RMB12901.2/人，高於2級醫院133%。這些大的價格差距現象已經維持了超過10年。這是不太可能在可預見的未來大幅縮小。（圖表9-10）

3級醫院具有較高的平均銷售價格、強大的患者流量，以及較高床位使用率意味著3級醫院具有較強的現金流入和較高的資產利用率。股權或債權市場投資者投資在醫療保健部門應選擇醫療保健公司具有較高3級醫院資產比例較優。2016年上半年，每家公立醫院的平均門診人數為10.60萬；然而，每家民營醫院平均門診人數為1.27萬。民營醫院都在努力尋找自己的客戶。上半年，3級、2級、1級和未評級的醫院平均門診人數為35.67萬，7.94萬，1.13萬分別和1.09萬。3級、2級和1級醫院平均床位使用率分別為99.3%，87.1%和62.3%。等級較低的民營醫院正面臨激烈的市場競爭、較低的平均銷售價格、較低的客戶流和較低的床位使用率。因此，低等級或無評級民營醫院的投資回報並不樂觀。相比之下，3級醫院卻應對服務的過度需求（高床位使用率和高就診量）的難點。（圖表12-14）

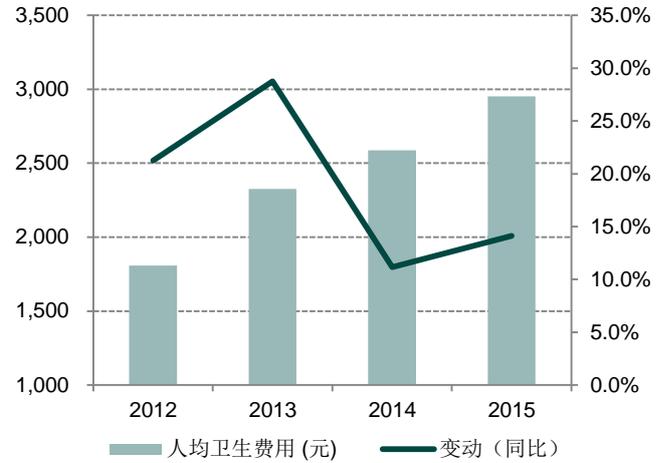


圖表 1: 全國衛生總費用 (人民幣 億元), 同比變動



來源: 國家衛生和計劃生育委員會、農銀國際證券

圖表 2: 人均衛生總費用 (人民幣), 同比變動



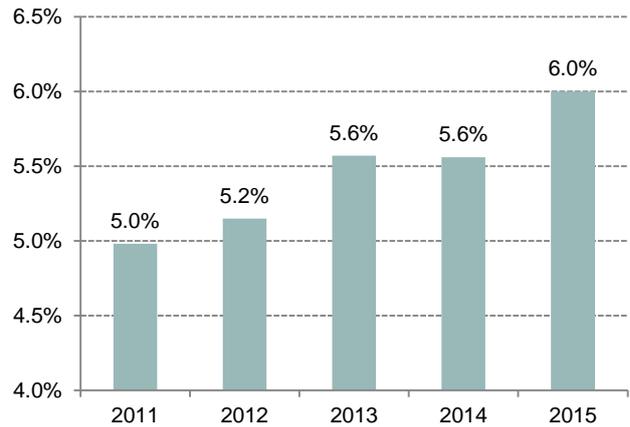
來源: 國家衛生和計劃生育委員會、農銀國際證券

圖表 3: 全國衛生總費用組成



來源: 國家衛生和計劃生育委員會、農銀國際證券

圖表 4: 衛生總費用占 GDP 百分比



來源: 國家衛生和計劃生育委員會、農銀國際證券

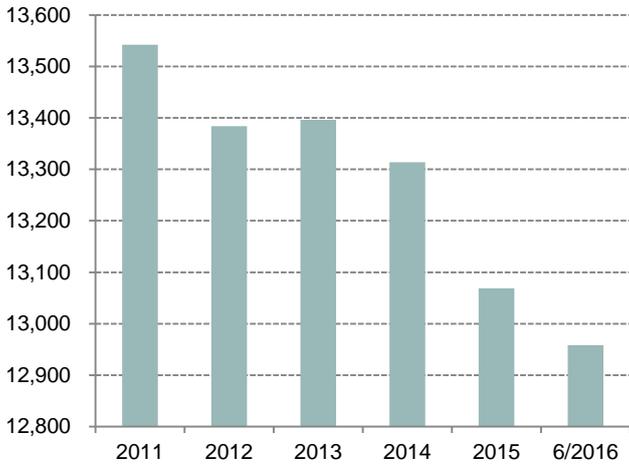
圖表 5: 2015 年衛生總費用占 GDP 百分比 (%)



來源: OECD、國家衛生和計劃生育委員會、農銀國際證券

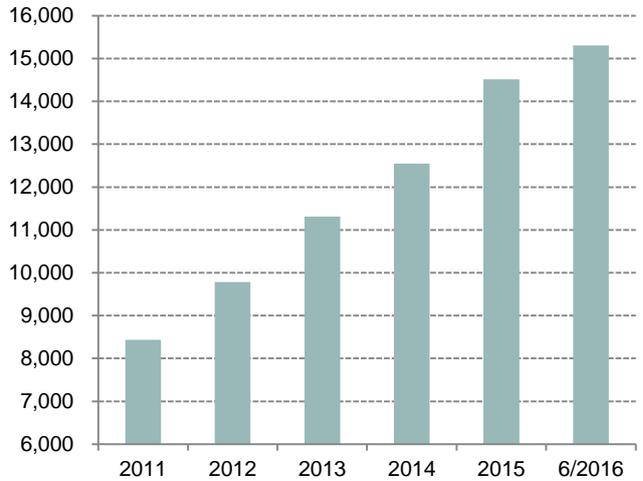


圖表 6: 公立醫院數量



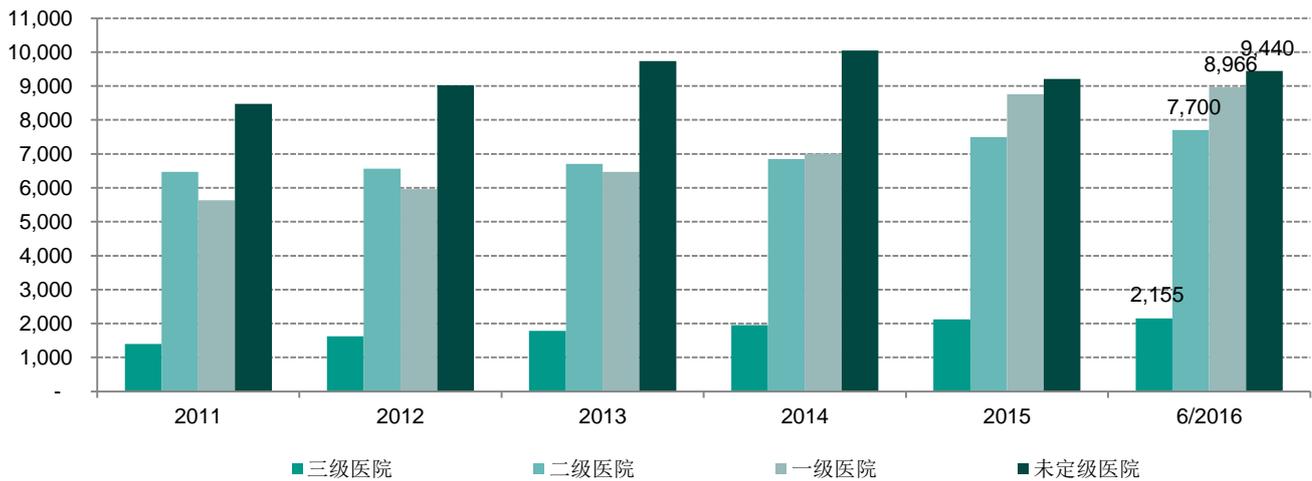
來源：國家衛生和計劃生育委員會，農銀國際證券

圖表 7: 民營醫院數量



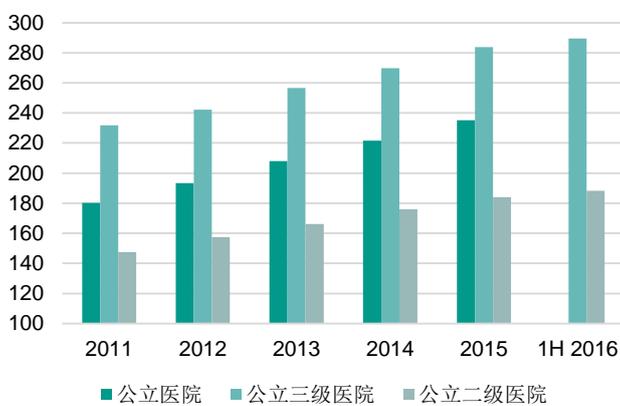
來源：國家衛生和計劃生育委員會，農銀國際證券

圖表 8: 不同等級的醫院數量 (醫院質量: 三級>二級>一級)



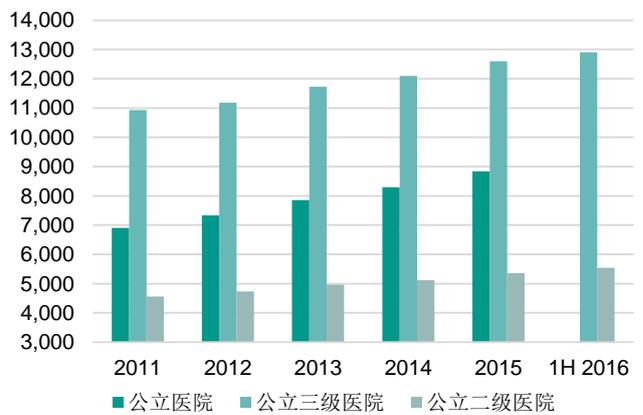
來源：國家衛生和計劃生育委員會，農銀國際證券

圖表 9: 次均門診費用 (RMB/人次)



來源：國家衛生和計劃生育委員會，農銀國際證券

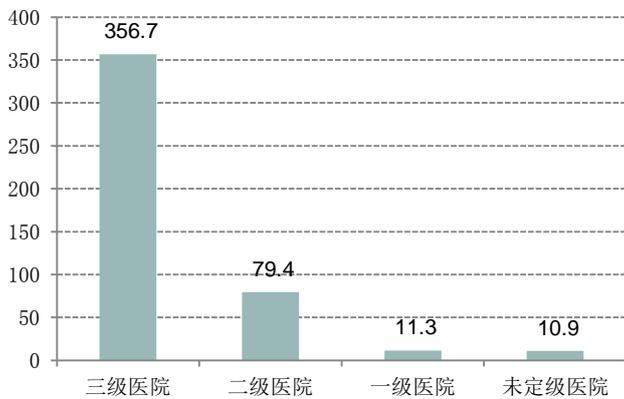
圖表 10: 人均住院費用 (RMB/病人)



來源：國家衛生和計劃生育委員會，農銀國際證券

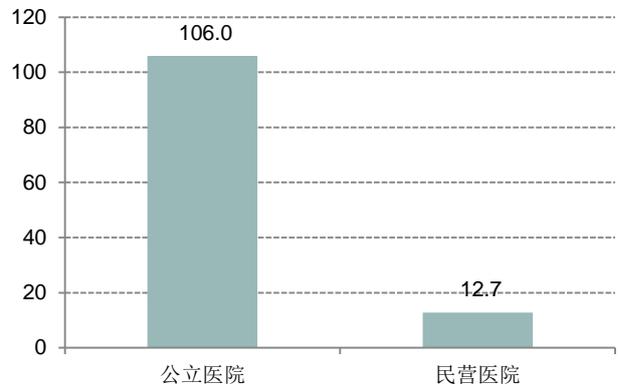


圖表 11: 2016 年上半年醫院平均門診數量 (1,000 病人) 按級別劃分



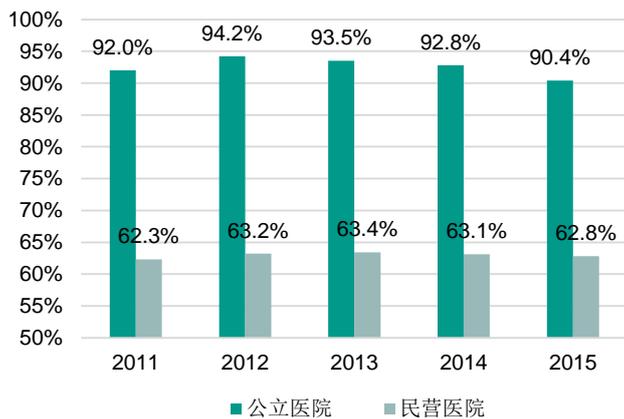
來源：國家衛生和計劃生育委員會，農銀國際證券

圖表 12: 2016 年上半年醫院平均門診數量 (1,000 病人) 按公私劃分



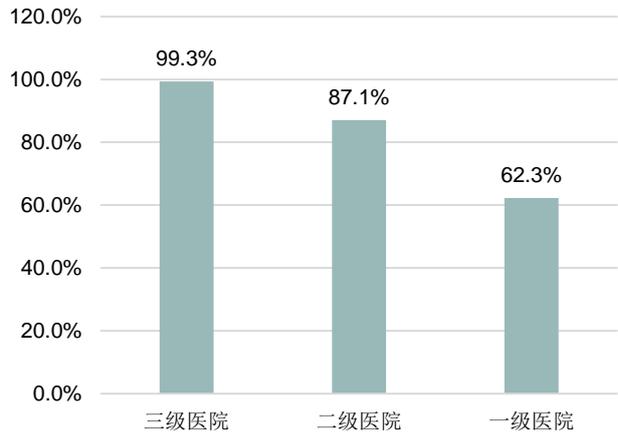
來源：國家衛生和計劃生育委員會，農銀國際證券

圖表 13: 病床使用率 (公立醫院, 私立醫院)



來源：國家衛生和計劃生育委員會，農銀國際證券

圖表 14: 2016 年上半年病床使用率(按級別劃分)



來源：國家衛生和計劃生育委員會，農銀國際證券

圖表 15: 香港上市的中國醫院經營股票

股票代號	公司名稱	股價 (HK\$)	2015 市盈率 (倍)	2015 市淨率 (倍)	2015 ROAE (%)	2016F 市盈率 (倍)	2016F 市淨率 (倍)	2016F ROAE (%)
1515	鳳凰醫療	13.14	56.50	4.98	10.86	33.83	4.80	14.45
1509	和美醫療	4.65	25.25	2.19	注#	27.02	2.01	7.76
2120	康寧醫院	39.95	33.36	2.61	9.13	35.79	2.48	7.12
1858	春立醫療	13.78	20.09	1.94	12.03	13.62	1.59	12.82

注#：在 2014 年出現負淨權益

來源：Bloomberg，農銀國際證券



中國經濟數據

	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
實際國民生產總值 (同比%)	---	---	6.9	---	---	6.8	---	---	6.7	---	---	6.7	---	---
出口增長 (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)
進口增長 (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
貿易餘額 (美元/十億)	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
零售額 (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
工業增加值 (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
製造業 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
非製造業 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
固定資產投資(累計同比%)	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
消費物價指數 (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
生產者物價指數 (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)
廣義貨幣供應量 (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
新增貸款 (人民幣/十億)	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
總社會融資 (人民幣/十億)	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

世界經濟/金融數據

股指			大宗商品				債券收益率及主要利率					
收市價	周變化 (%)	市盈率	計價單位/貨幣	價格	周變化 (%)	5日平均交易量	息率 (%)	周變化 (基點)				
美國			能源				美國聯邦基金目標利率					
道瓊斯工業平均指數	18,261.45	0.00	17.58	紐約商品交易所輕質低硫原油實物期貨合約	美元/桶	44.51	0.07	398,661	0.50	0.00		
標準普爾 500 指數	2,164.69	0.00	20.38	ICE 布倫特原油現金結算期貨合約	美元/桶	45.83	(0.13)	270,994	3.50	0.00		
納斯達克綜合指數	5,305.75	0.00	41.71	紐約商品交易所天然氣期貨合約	美元/百萬英熱單位	2.98	0.98	126,862	1.00	0.00		
MSCI 美國指數	2,064.63	0.00	21.03	中國秦皇島環渤海動力煤價格指數 ²	人民幣/公噸	552.00	1.10	N/A	美國 1 年期國債	0.0760	0.00	
歐洲			普通金屬				美國 5 年期國債					
富時 100 指數	6,832.89	(1.11)	57.41	倫敦金屬交易所鋁期貨合約	美元/公噸	1,629.25	0.00	26,737	1.1462	(0.98)		
德國 DAX30 指數	10,480.27	(1.38)	23.70	倫敦期貨交易所鋁期貨 3 個月轉遞交易合約	美元/公噸	1,637.00	0.00	35,459	1.6029	(1.55)		
法國 CAC 40 指數	4,415.15	(1.64)	22.56	COMEX 銅期貨合約	美元/磅	4,842.00	0.00	11,988	美國 10 年期國債	(0.064)	(1.90)	
西班牙 IBEX 35 指數	8,672.50	(1.71)	21.49	倫敦金屬交易所銅期貨 3 個月轉遞交易合約	美元/公噸	4,855.00	0.00	39,863	日本 10 年期國債	(0.064)	(1.90)	
義大利 FTSE MIB 指數	16,157.40	(1.80)	37.18	貴金屬				中國 10 年期國債	2.7420	(3.10)		
Stoxx 600 指數	340.75	(1.33)	27.34	COMEX 黃金期貨合約	美元/金衡盎司	1,338.40	(0.25)	151,730	歐洲央行基準利率 (再融資利率)	0.00	0.00	
MSCI 英國指數	2,011.65	0.00	60.86	COMEX 銀期貨合約	美元/金衡盎司	19.50	(1.56)	58,387	美國 1 年期銀行同業拆借固定利率	0.5222	(0.96)	
MSCI 法國指數	127.38	0.00	21.21	紐約商品交易所鈾期貨合約	美元/金衡盎司	1,044.00	(1.59)	5,989	美國 3 年期銀行同業拆借固定利率	0.8529	(0.42)	
MSCI 德國指數	135.81	0.00	24.29	農產品				隔夜上海同業拆借利率	2.1640	(0.28)		
MSCI 義大利指數	46.69	0.00	38.69	2 號平價黃玉米及其替代品期貨合約	美元/蒲式耳	334.50	(0.59)	128,372	1 年期上海同業拆借利率	2.7330	0.32	
亞洲			農產品				香港 3 年期銀行同業拆借固定利率					
日經 225 指數	16,544.56	(1.25)	20.57	小麥期貨合約	美元/蒲式耳	404.00	(0.19)	42,354	公司債券 (穆迪)	Aaa	3.44	(7.00)
澳大利亞 S&P/ASX 指數	5,431.42	0.00	24.39	11 號糖期貨合約	美元/蒲式耳	22.65	(0.22)	82,089	Baa	4.32	(9.00)	
恒生指數	23,317.92	(1.56)	12.61	2 號平價黃豆及其替代品期貨合約	美元/蒲式耳	955.25	0.03	109,367	附注:			
恒生中國企業指數	9,629.35	(1.70)	8.25	1. 數據來源: 彭博, 中國國家統計局, 農銀國際證券 (數據更新於報告發布日期)								
滬深 300 指數	3,220.28	(1.69)	14.84	2. 為發熱量 5500 大卡/千克動力煤的價格								
上證綜合指數	2,980.43	(1.76)	17.31									
深成指	10,392.70	(2.05)	31.39									
MSCI 中國指數	64.72	0.00	14.11									
MSCI 香港指數	13,315.67	0.00	15.37									
MSCI 中國指數	813.16	0.00	17.19									

外匯

	歐元/美元	英鎊/美元	澳元/美元	美元/日元	美元/瑞郎	美元/人民幣	美元/港幣	美元/人民幣 - 12 個月無本金交割遠期
匯率	1.1239	1.2932	0.7609	100.60	0.9681	6.6690	7.7551	6.8575
周變化 (%)	0.12	(0.26)	(0.18)	0.42	0.24	0.01	0.02	(0.01)



權益披露

分析員，陳宋恩以及潘泓興，作為本研究報告全部或部分撰寫人，謹此證明有關就研究報告中提及的所有公司及/或該公司所發行的證券所做出的觀點，均屬分析員之個人意見。分析員亦在此證明，就研究報告內所做出的推薦或個人觀點，分析員并無直接或間接地收取任何補償。此外，分析員及分析員之關聯人士并没有持有研究報告內所推介股份的任何權益，并且沒有擔任研究報告內曾提及的上市法團的高級工作人員。

權益披露

農銀國際證券有限公司及/或與其有聯繫的公司，可能會向本報告提及的任何公司收取任何財務權益。

評級的定義

評級	定義
買入	股票投資回報 \geq 市場回報
持有	市場回報 - 6% \leq 股票投資回報 $<$ 市場回報
賣出	股票投資回報 $<$ 市場回報 - 6%

股票投資回報是未來 12 個月預期的股價百分比變化加上股息收益率
市場回報是 2007-2011 年市場平均回報率

股價風險的定義

評級	定義
很高	$2.6 \leq 180$ 天波動率/180 天基準指數波動率
高	$1.5 \leq 180$ 天波動率/180 天基準指數波動率 < 2.6
中等	$1.0 \leq 180$ 天波動率/180 天基準指數波動率 < 1.5
低	180 天波動率/180 天基準指數波動率 < 1.0

我們用股票價格波動率相對基準指數波動率來衡量股票價格風險；基準指數指恒生指數波動率是由每日價格和歷史日價格變化對數的標準偏差計算所得。180 天的價格波動率等於最近的 180 個交易日收盤價的相對價格變化的年化標準偏差。

免責聲明

該報告只為客戶使用，并只在適用法律允許的情況下分發。本研究報告并不牽涉具體用戶的投資目標，財務狀況和特殊要求。該等資訊不得被視為購買或出售所述證券的要約或要約邀請。我等并不保證該等資訊的全部或部分可靠，準確，完整。該報告不應代替投資人自己的投資判斷。文中分析建立在大量的假設基礎上，我等并不承諾通知閣下該報告中的任何資訊或觀點的變動，以及由於使用不同的假設和標準，造成的與其它分析機構的意見相反或不一致。分析員(們)負責報告的準備，為市場資訊採集、整合或詮釋，或會與交易、銷售和其它機構人員接觸。農銀國際證券有限公司不負責文中資訊的更新。農銀國際證券有限公司對某一或某些公司內部部門的資訊進行控制，阻止內部流動或者進入其它部門及附屬機構。負責此研究報告的分析員的薪酬完全由研究部或高層管理者(不包括投資銀行)決定。分析員薪酬不取決於投行的收入，但或會與農銀國際證券有限公司的整體收入(包括投行和銷售部)有關。報告中所述證券未必適合在其它司法管轄區銷售或某些投資人。文中所述的投資價格和價值、收益可能有波動，歷史表現不是未來表現的必然指示。外幣匯率可能對所述證券的價格、價值或收益產生負面影響。如需投資建議、交易執行或其它諮詢，請您聯繫當地銷售代表。農銀國際證券有限公司或任何其附屬機構、總監、員工和代理，都不為閣下因依賴該等資訊所遭受的任何損失而承擔責任。進一步的資訊可應要求而提供。

版權所有 2016 年農銀國際證券有限公司

該材料的任何部分未經農銀國際證券有限公司的書面許可不得複印、影印、複製或以任何其他形式分發；

辦公地址：香港中環，紅棉路 8 號，東昌大廈 13 樓，農銀國際證券有限公司
電話：(852) 2868 2183