

为什么我们认为医保支出增速短期无忧？

——“大医保”动态跟踪系列报告之二

行业动态

◆ 医保月度收入同比负增长主要是月度波动大，累计收支更具参考意义

18M4 和 M6 首度出现单月医保收入同比负增长，分别为-4.5%和-3.6%，但5月增速为19.8%，7月继续恢复16.5%的较快增长。从历史上看，医保基金月度收支增速波动一直较大，累计收支数据可熨平因单月数据确认延迟带来的月度增速波动，相对更有参考意义。

◆ 下调企业医保缴费比例的基础是结余可支付月数较高，实际上短期支出增速依然较快

18M4 以来，全国医保基金累计收入增速持续下滑，18M1-7 仅为14.7%，主要是“两保合一”带来的不可比增量效应已基本结束。若采用累计收支同比增速和参保人数同比增长的差来反映可比的累计收支同比增长，我们发现“收入-人数增速差”自18M4起从12%下调至5%以下，但“支出-人数增速差”没有明显下调，甚至持续上升。医保收入增速整体有下滑趋势，主要是城镇职工医保企业缴费比例多地出现下调所致。城镇职工医保统筹账户累计结余可支付月数从2014年的10.5月已逐步提升至2017年的12.3月，明显高于医保基金安全运行要求的6~9月，下调缴费比率基于较高的结余，因此无需担忧医保支出增速短期大幅下滑。

◆ 税务代征社保改革，可能推动医保筹资扩容

2019年1月1日起，税务部门开始统一征收“五险”社保费。社保费由税务部门统一征收有可能扩大社保费的征收面，并加强社保费的征收力度，具体体现为社保缴费基数会出现上调，这有可能推动医疗保险筹资扩容，因此医保支出增速大幅下滑的风险将进一步减小。

◆ 投资建议：医保加速产业结构优化，优质药企和商业龙头将持续收益

市场无须担忧医保支出短期失速下滑风险，但控费力度加大是长期趋势，医药产业正本清源、优胜劣汰的节奏将进一步加快。我们看好优质制剂企业和医药商业龙头持续受益后续政策，重点推荐恒瑞医药、信立泰、乐普医疗、华东医药、上海医药、京新药业，建议关注科伦药业、华海药业、复星医药等个股。

◆ 风险分析：1) 政策推进低于预期；2) 降价幅度大于预期；3) 竞争加剧；4) 中国宏观经济增速下滑，失业率提升和人均收入下滑风险。

证券代码	公司名称	股价(元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			17A	18E	19E	17A	18E	19E	
002294	信立泰	30.46	1.39	1.50	1.71	22	20	18	买入
300003	乐普医疗	34.00	0.50	0.78	0.94	67	43	36	买入
601607	上海医药	20.28	1.24	1.43	1.63	16	14	12	买入
002020	京新药业	11.30	0.36	0.52	0.66	31	22	17	买入
600276	恒瑞医药	67.97	0.87	1.07	1.39	78	64	49	增持
000963	华东医药	45.37	1.22	1.51	1.86	37	30	24	增持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2018年08月24日

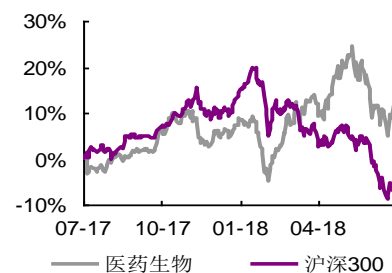
增持（维持）

分析师

林小伟（执业证书编号：S0930517110003）
021-22167311
linxiaowei@ebcn.com

梁东旭（执业证书编号：S0930517120003）
0755-23915357
liangdongxu@ebcn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

医保基金收入首次负增长？——医药生物行业周报（20180819）

.....2018-08-19

医保局应运而生，系列新政呼之欲出——“大医保”动态跟踪系列报告之一

.....2018-08-13

医保局操刀价格谈判与集中采购，抗癌药降价成趋势——医药生物周报（20180805）

.....2018-08-05

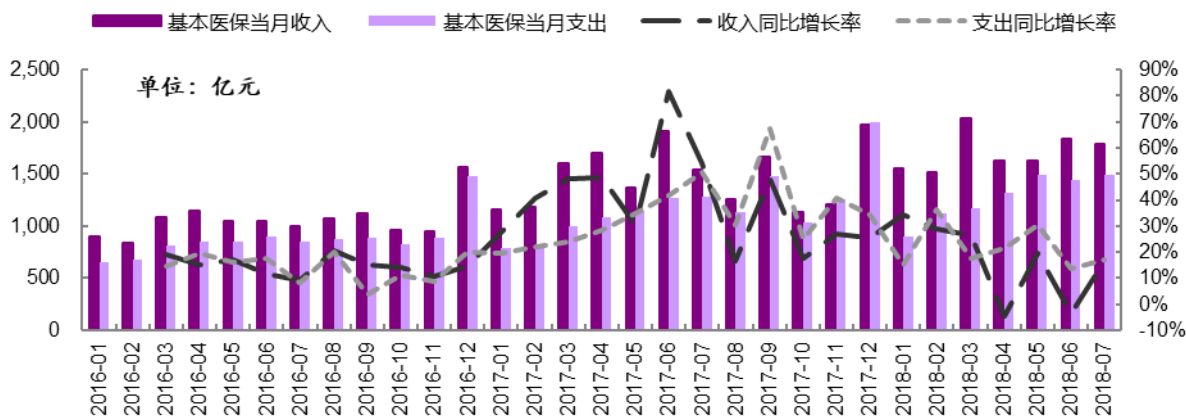
目 录

1、 医保月度收入负增长，主要是月度波动大所致.....	3
2、 下调企业医保缴费比例的基础是可支付月数较高.....	4
3、 税务代征社保改革，可能推动医保筹资扩容.....	6
4、 控费不是目的而是手段，真正的目的是提效扩容，兼顾支持创新.....	7
5、 投资建议：医保加速产业结构优化，优质药企和商业龙头将持续收益.....	7
6、 风险分析.....	7

1、医保月度收入负增长，主要是月度波动大所致

2018年4月和6月首度出现单月医保收入同比负增长。从单月数据来看，2018M6医保支出同比增速下滑至13.8%，同期单月收入同比增速为-3.6%。从人社部统计基本医保收支数据以来，2018M4和M6是历史上仅有的两个月出现单月收入同比负增长的情况。我们认为月度数据波动无须过度担忧，从2018M7数据来看，收入又恢复16.5%的较快同比增长。

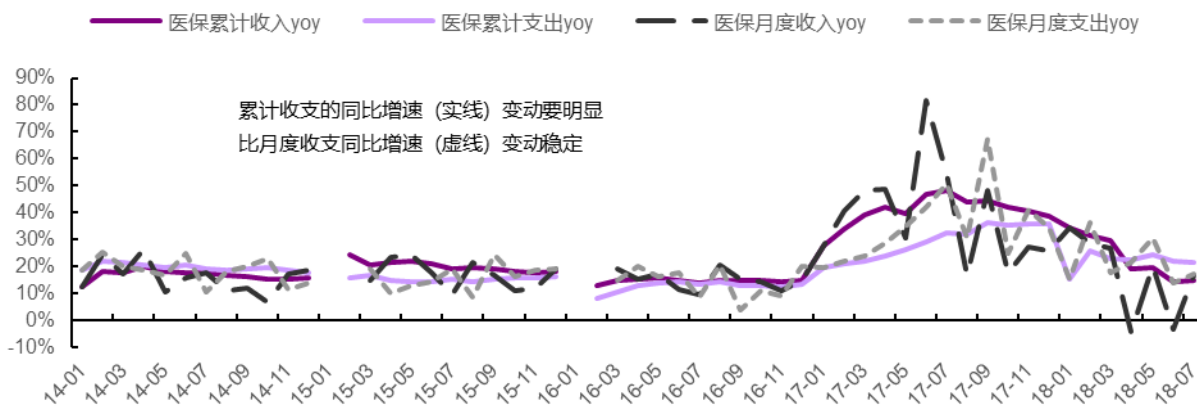
图1：基本医保单月收入 and 支出增速变化情况（2016.01-2018.07）



资料来源：人社部、光大证券研究所

医保基金月度收支增速波动一直较大，累计收支相对更有参考意义。受各地汇报和缴存支取数据更新不及时的影响，全国医保基金整体的月度收入与支出一直波动较大，比如16年基本医保单月收入同比增速波动范围在9.4%~20.7%，且最低值和最高值出现在紧邻的16M7和M8；支出同比增速波动范围在3.8%~20.3%，最高值和最低值出现在紧邻的16M8和M9。而在叠加17年起逐步实施的两保合一后，医保基金月度收入增速波动更大，主要是和可比性变差有关。相较而言，累计收支的同比增速可参考性更强，相对而言波动范围更小，主要是可熨平因单月数据确认延迟后带来的增速大幅波动，我们认为这也是人社部披露数据为累计数据的主要原因。

图2：基本医保基金累计收支同比增速波动明显比月度同比增速稳定

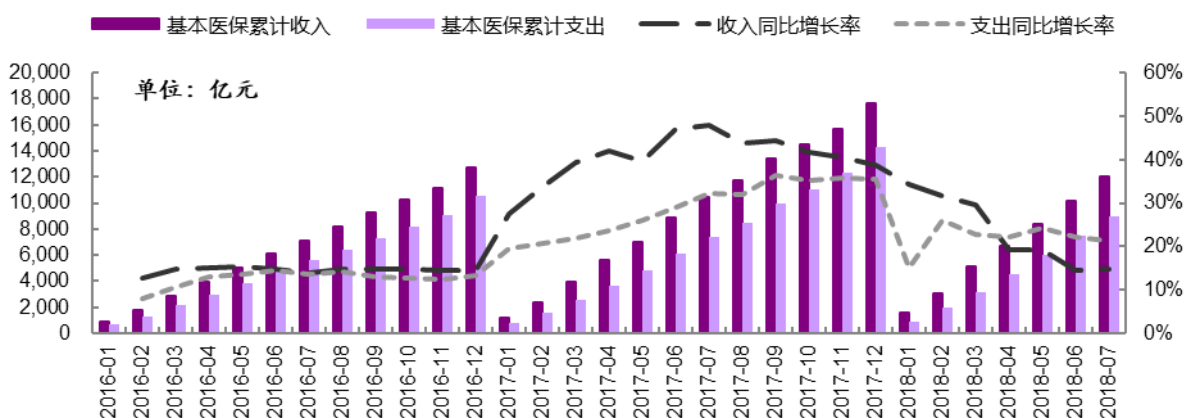


资料来源：人社部、光大证券研究所

2、下调企业医保缴费比例的基础是可支付月数较高

18M4 以来累计收入增速持续下滑，主要是存在“两保合一”的不可比因素。基本医保收支增速自 17 年起出现大幅上涨，从期末参保人数变化来看，主要是新农合合并至人社部管理（即“两保合一”）带来的增量效应推动。但自 18M4 以来，累计收入增速明显下调到 20% 以下，期末参保人数的环比增长率也从 18M4 回落至 0.5% 以下，和 2016 年“两保合一”开始前相当。我们认为累计收入增速在 18M4 下滑至 20% 以下，主要是“两保合一”的增量效应结束的自然结果。

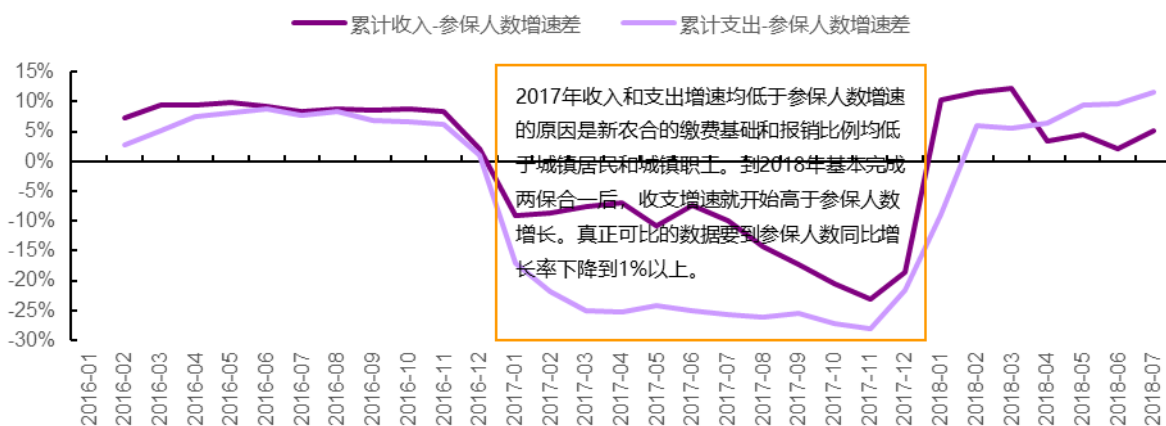
图 3：基本医保累计收入和支出增速变化情况（2016.01-2018.07）



资料来源：人社部，光大证券研究所

考虑参保人数同比增长仍在两位数，我们采用累计收支同比增速和参保人数同比增速的差来大致反映真实可比的累计收支同比增速。我们发现，收入-人数增速差在 18M4 起下调至 5% 以下，但支出-人数增速差则没有出现明显下调，甚至持续上升。以上数据显示，在剔除参保人数增速因素后，基本医保收入增速的确开始放缓，但支出增速不但没有放缓，反而有加速迹象。

图 4：基本医保累计收支同比增速和参保人数同比增速差额变化（2016.01-2018.07）

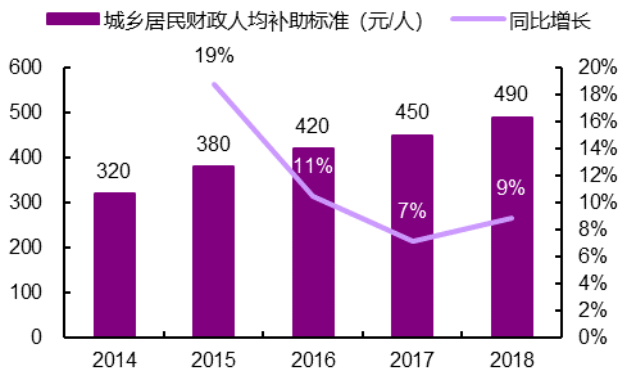


资料来源：人社部，光大证券研究所

分拆来看：①城乡居民医保：考虑到城乡居民主要由政府财政补贴（占基金收入的 3/4）贡献，且每年补助标准持续提升，同比增速在 2018 年提升至

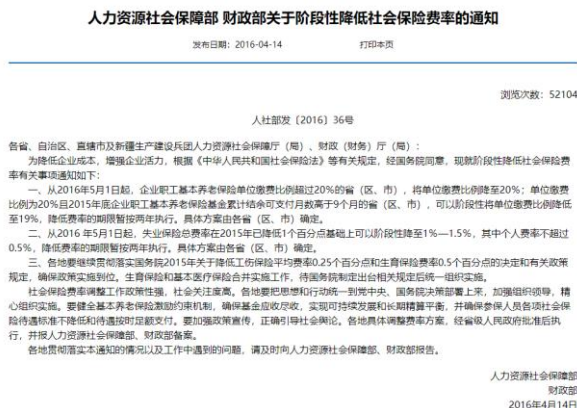
9%，因此医保收入增速放缓不应归为城乡居民医保的筹资放缓；②城镇职工医保：自17年起，全国各地逐步响应《人力资源社会保障部 财政部关于阶段性降低社会保险费率的通知》（人社部发【2016】36号，以下简称36号文），开始下调企业为职工缴纳的社保费率，为企业减负。尽管36号文没有提及城镇职工医疗保险单位缴费比例的下调，但从全国各地的落地实践来看，城镇职工医疗保险单位缴费比例也出现明显的下调，而且多在沿海经济发达省份。尽管降低缴费比例的同时一般伴随着缴费基数上调，但两相抵消之下，收入增速仍会出现下滑。

图 5：城乡居民财政人均补助标准逐步上调



资料来源：卫计委、财政部、人社部，光大证券研究所

图 6：36 号文具体要求



资料来源：人社部、财政部，光大证券研究所

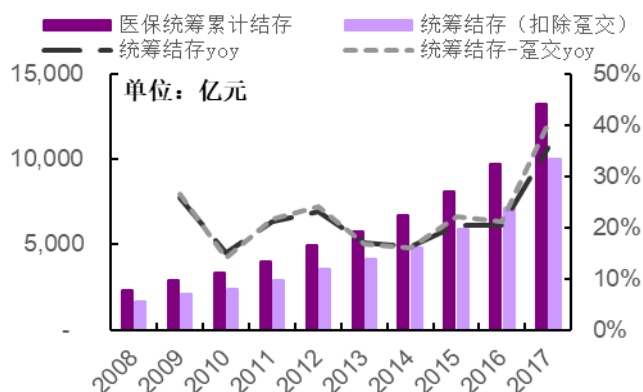
表 1：17 年以来全国多地下调城镇职工基本医疗保险企业缴费比例

地区	城镇职工基本医疗保险企业缴费比例			备注
	调整前	调整后	调整时间	
上海	10.0%	9.5%	17-01	
广西	未披露	未披露	18-05	确保参保人员待遇水平不降低，基金不出现缺口的情况下可适当调低计划 2020 年将职工医保企业缴费比例从 8% 下降到 6.5% 左右
广州	8.0%	7.0%	17-10	
韶关	6.0%	5.5%	18-05	
江门	6.0%	5.8%	18-07	
肇庆	6.3%	5.5%	17-04	
珠海	6.5%	6.0%	18-01	
天津	11.0%	10.0%	18-01	
杭州	11.5%	10.5%	18-01	
青岛	9.0%	8.8%	18-01	
厦门	8.0%	6.0%	18-05	

资料来源：各地人社部，光大证券研究所

我们认为，各地政府下调职工医保的企业缴存比例是出于降低企业负担的角度，长期来看也有利于创造更多的就业机会；而从医保基金实际运行的角度来看，统筹账户的可支付月数从2014年最低的10.5个月已提升至2017年的12.3个月，已经明显高于保障基金安全运转的6~9个月，这也是各地考虑下调企业医保缴费比例为企业减负的实际基础。我们认为，单月医保收入增速的下滑基于可支付月数较高的基础，短期内不会导致支出增速的大幅下滑，而从支出-人数增速差来看，支出增速18年以来一直处于提升状态，并持续高于收入-人数增速差，这也说明较高的结余是下调企业缴费比率的基础。

图 7：全国基本医保统筹累计结存增长情况



资料来源：人社部，光大证券研究所估算

注：一次性趸交资金按累计结存的 20% 进行估算

图 8：医保统筹账户可支付月数自 14 年以来持续提升



资料来源：人社部，光大证券研究所估算

注：可支付月数=（基本医保统筹累计结存-趸交资金）/医保统筹账户支出，14-17 年数据个人账户支出根据整体支出增速估算，统筹账户支出=总支出-个人账户支出

3、税务代征社保改革，可能推动医保筹资扩容

据新华社 2018 年 7 月 20 日报道，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《国税地税征管体制改革方案》（以下简称“税改方案”）。“税改方案”明确将从 2019 年 1 月 1 日起，将五险社保费交由税务部门统一征收。以上改革方案意味着社保费的征收面将进一步扩大，征收力度也会加强。以往由于社保费多由社保部门收缴，多数企业（尤其是民营企业）的社保缴费基数明显低于纳税的真实工资基础，对于劳动密集型的行业更是如此。据《中国企业社保白皮书 2016》调查数据显示，2016 年参保缴费基数不合规的比例为 74.89%，其中 36.06% 的企业统一按最低基数缴费。

以广东省为例，据广东省人社厅数据，全省 2017 年城镇职工统账结合医疗保险实际月平均缴费工资为 5025 元，平均单位缴费比例为 6.2%，工人缴费比例为 2.0%，城镇职工医保征缴收入为 1132 亿元。据广东省统计局发布数据，2017 年全省城镇非私营单位年均工资为 79183 元（折合 6600 元/月），城镇私营单位年均工资为 53347 元（折合 4450 元/月），按全省城镇职工平均月工资为 5500 元计算（非私营和私营平均值），则税务代征社保后，缴费基数可提升 9.5%，相应的 2017 年城镇职工医保征缴收入可提升 107.5 亿元。

据此来看，明年起税务代征社保可能会导致企业用人成本提升，但缴费基数的上调，可能也会推动医保筹资扩容，在以收定支的医保运行机制下，我们认为无需担忧医保支出增速大幅下滑的风险。

4、控费不是目的而是手段，真正的目的是提效扩容，兼顾支持创新

医保控费力度整体加大，但控费只是手段，真正的目的是提升支出效率、扩大保障力度和支持创新发展。从医保局成立后的动作来看，我们预期未来的控费力度会加大，但同时医疗保障范围也在扩大，并且对满足临床需求的创新药仍是鼓励态度。国家医保局作为非盈利性的国家机构，政策导向不是为了压制行业整体增速，更多的是提高医疗费用支出的效率，正本清源，加速行业结构优化。因此，我们认为市场无需过分担忧医保局控费的影响，强者恒强依然是医药产业发展的主旋律，而且我们预期医保局的运转会加速行业优胜劣汰的节奏。（具体分析参见8月15日外发报告《医保局应运而生，系列新政呼之欲出》——“大医保”动态跟踪系列报告之一）。

5、投资建议：医保加速产业结构优化，优质药企和商业龙头将持续收益

医保收入增速下滑基于较高的结余可支付月数的基础，并且在税务征缴社保改革之下，未来医保筹资还有进一步扩容的可能性。我们认为，医疗保障局的成立会加大控费力度，但医保支出的总量短期并无明显失速的风险。我们强调，医保控费不是目的，而是医保基金提升支出效率、扩大保障力度的手段，在保障医保基金安全运转的基础上，医保基金还要兼顾支持医药产业创新的发展。综合来看，我们认为市场无须担忧医保支付短期失速下滑，但控费力度加大是长期趋势，医药产业正本清源、优胜劣汰的节奏将进一步加快。我们看好优质制剂企业和医药商业龙头持续受益后续政策，重点推荐恒瑞医药、信立泰、乐普医疗、华东医药、上海医药、京新药业，建议关注科伦药业、华海药业、复星医药等个股。

6、风险分析

- 1) 政策推进低于预期；
- 2) 降价幅度大于预期；
- 3) 竞争加剧；
- 4) 中国宏观经济增速下滑，失业率提升和人均收入下滑风险。

医药行业相关重点上市公司盈利预测、估值与评级

证券代码	公司名称	收盘价(元)	目标价(元)	EPS(元)			P/E(x)			P/B(x)			投资评级	
				17A	18E	19E	17A	18E	19E	17A	18E	19E	本次	变动
002294	信立泰	30.46	45.01	1.39	1.50	1.71	22	20	18	5.3	4.7	4.1	买入	维持
300003	乐普医疗	34.00	44.83	0.50	0.78	0.94	67	43	36	9.4	8.0	6.8	买入	维持
601607	上海医药	20.28	31.23	1.24	1.43	1.63	16	14	12	1.7	1.2	1.0	买入	维持
002020	京新药业	11.30	14.76	0.36	0.52	0.66	31	22	17	2.1	2.0	1.8	买入	维持
600276	恒瑞医药	67.97	47.01	0.87	1.07	1.39	78	64	49	16.3	12.9	10.3	增持	维持
000963	华东医药	45.37	61.80	1.22	1.51	1.86	37	30	24	7.9	6.7	5.6	增持	维持

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2018 年 08 月 24 日

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证, 本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 光大证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议, 本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下, 本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送, 未经本公司书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络本公司并获得许可, 并需注明出处为光大证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	徐硕		13817283600	shuoxu@ebscn.com	
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebscn.com	
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com	
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com	
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com	
	李晓琳	021-22169087	13918461216	lixiaolin@ebscn.com	
	丁点	021-22169458	18221129383	dingdian@ebscn.com	
	郎珈艺		18801762801	dingdian@ebscn.com	
	郭永佳		13190020865	guoyongjia@ebscn.com	
	余鹏	021-22167110	17702167366	yupeng88@ebscn.com	
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com	
吕凌		010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com	
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com	
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com	
鹿舒然		010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com	
黎晓宇		0755-83553559	13823771340	lix1@ebscn.com	
李潇		0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com	
深圳	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com	
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com	
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com	
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com	
	苏一耘		13828709460	suyy@ebscn.com	
	常密密		15626455220	changmm@ebscn.com	
	国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com
		梁超	021-22167068	15158266108	liangc@ebscn.com
金英光		021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com	
王佳		021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com	
郑锐		021-22169080	18616663030	zh Rui@ebscn.com	
凌贺鹏		021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com	
周梦颖		021-22169087	15618752262	zhoumengying@ebscn.com	
金融同业与战略客户		黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com	
	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com	
	赵纪青	021-22167052	18818210886	zhaojq@ebscn.com	
	马明周	021-22167343	18516159056	mamingzhou@ebscn.com	
	私募业务部	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com
		安玲娴	021-22169479	15821276905	anlx@ebscn.com
张浩东		021-22167052	18516161380	zhanghd@ebscn.com	
吴冕		0755-23617467	18682306302	wumian@ebscn.com	
吴琦		021-22169259	13761057445	wuqi@ebscn.com	
王舒		021-22169134	15869111599	wangshu@ebscn.com	
傅裕		021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com	
王婧		021-22169359	18217302895	wangjing@ebscn.com	
陈潞		021-22169369	18701777950	chenlu@ebscn.com	
王涵洲			18601076781	wanghanzhou@ebscn.com	