

社保影响哪家小，公用风景独好

——简析社保缴费政策变化对公司净利润的影响

行业简报

◆事件：

2018年7月20日，国务院印发《国税地税征管体制改革方案》，其中明确从2019年1月1日起，将基本养老保险费、基本医疗保险费、失业保险费、工伤保险费、生育保险费等各项社会保险费交由税务部门统一征收。

◆公用事业央企居多，缴费规范受影响较小：

我们选取了40家公用事业上市公司进行分析。根据我们的测算，共有9家公司无需补缴社保费用，说明公司已严格按照法律要求进行社保缴费。剔除上述9家公司以及另外2家公司数据异常后，按照新的政策剩余29家公司2017年需额外缴纳的总社保费用为9.77亿元，仅占其2017年总归母净利润的1.77%，行业整体受影响程度较小。

◆环保行业整体受一定影响，大型公司缴费相对规范：

我们同样选取了40家环保行业上市公司进行分析。根据我们的测算，剔除2家公司数据异常后，按照新的政策剩余38家公司2017年需额外缴纳的总社保费用为11.53亿元，占其2017年总归母净利润的5.63%。具体公司来看，补缴社保/归母净利润的影响程度从0.83%到18.07%不等，影响程度基本与市值成反比，规模性公司规范化程度高得以体现。

◆员工薪酬分布情况对社保补缴情况影响有限

为了进一步分析员工薪酬分布对社保补缴情况的影响，同时去除单一公司个体化差异对结果的干扰，我们将选取的40家公用事业和40家环保行业上市公司统一汇总为两家公司，即“公用”公司和“环保”公司，同时假定两个公司的员工工资呈正态分布，在平均工资已知的情况对标准差进行敏感性分析。根据我们的测算，在工资标准差为2000元/月的情况下，“公用”基本不受新政影响，补缴社保/净利润比值仅为0.41%；“环保”受影响相对较大，补缴社保/净利润比值达到7.43%。而在标准差从0~10000的变化范围中，标准差对“公用”和“环保”的补缴社保/净利润影响的波动范围分别为0.3%和1.4%，影响有限。

◆风险分析：

政策细则发布以及具体执行不及预期。

增持（维持）

分析师

王威 (执业证书编号：S0930517030001)
021-22169047
wangwei2016@ebscn.com

殷中枢 (执业证书编号：S0930518040004)

010-58452063
yinzs@ebscn.com

联系人

于鸿光
021-22169163
yuhongguang@ebscn.com

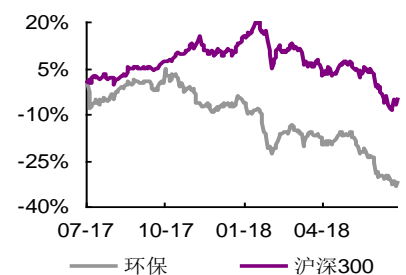
郝霁

021-22169317
haoqian@ebscn.com

黄帅斌

021-22169040
huangshuaibin@ebscn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

1、测算方法简述

我们分别选取了环保和公用事业的 40 家公司，测算社保新政对公司净利润带来的影响。整个测算分为两个部分，第一部分根据公司已披露的数据计算公司 2017 年已缴纳社保的情况和人均工资水平，第二部分通过一定的假设测算公司 2017 年在新政下应补缴的社保费用。

第一部分：各公司社保缴纳情况和人均工资水平

单一公司的工资发放和社保缴纳情况可在公司资产负债表流动负债中的**应付职工薪酬**中查询，其中总的工资、奖金、津贴和补贴发放额以及社会保险费（包括医疗保险、工伤保险、生育保险）在短期薪酬中列示，基本养老保险和失业保险费在设定提存计划中列示。公司的**社保缴纳情况**=（社会保险费+基本养老保险+失业保险费）。

人均工资方面，因公司董事、监事及高级管理人员（以下简称“董监高”）的工资水平绝大部分情况下会超过社保缴纳基数上限，我们假设公司均严格按照要求为上述人员缴纳社保，故在我们后续的测算中将会剔除跟董监高相关的所有数据。公司会在年报的第八节“董事、监事、高级管理人员和员工情况”中披露董监高的总税前报酬和公司的员工总数，结合上文中应付职工薪酬中列支的总工资发放，我们可以得出公司的**人均工资水平**=（总工资、奖金、津贴和补贴 — 董监高总税前报酬）/员工总数。

第二部分：各公司补缴的社保费用及在净利润中的占比

因公司披露数据有限，我们需做出一定的假设来进行下一步测算。

核心假设：

1. 假设公司为董监高按照规定缴纳社保，故新政前后均不考虑董监高的社保相关数据；
2. 不考虑公司的实际工资分布情况，采用人均工资作为社保缴纳基数；
3. 各公司的社保缴纳费率按照公司注册省份的省会城市 2017 年社保缴纳费率执行。

根据上述假设，各公司在新政下**应补缴的社保费用**=人均工资水平 × 相应社保费率 — 原社保缴纳情况。

2、公用事业公司受新政影响较小

我们选取了 40 家公用事业上市公司。根据我们的测算，共有 9 家公司的应补缴情况为负，表示上述公司已严格按照现行规定缴纳社保，本次政策变化不会对上述公司的净利润造成任何影响。

表 1：公用事业 9 家公司社保测算情况

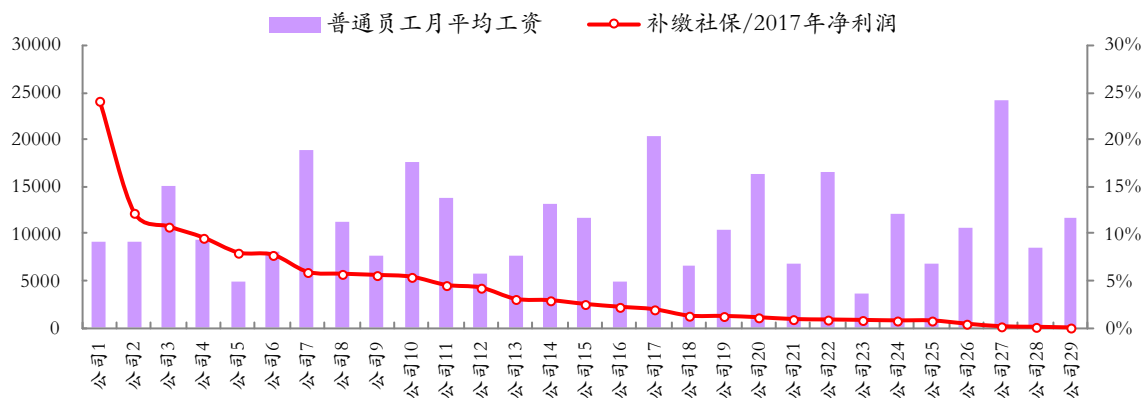
公司名称	公司性质	所属省份	17 年已缴社保费用 (亿元)	员工月平均工资 (元)	社保税率	需缴纳社保费用 (亿元)	补缴值 (亿元)
A	中央国有企业	北京	20.87	10336	30.80%	20.62	-0.26
B	中央国有企业	山东省	11.86	7341	29.10%	7.18	-4.68
C	中央国有企业	上海	4.59	14719	30.40%	3.39	-1.20
D	中央国有企业	内蒙古自治区	2.92	10067	28.10%	2.58	-0.33
E	地方国有企业	重庆	1.40	9503	29.50%	1.38	-0.02
F	地方国有企业	安徽省	1.18	9262	27.90%	1.08	-0.10
G	中央国有企业	云南省	0.69	7683	29.96%	0.63	-0.06
H	中央国有企业	重庆	0.36	9911	29.50%	0.32	-0.04
I	中央国有企业	贵州省	0.24	9395	28.60%	0.21	-0.03

注：因我们的测算有假设因素存在，结果与真实情况有一定差异，故隐去具体公司名称。

资料来源：Wind，各公司年报，搜狐网，光大证券研究所测算

在剔除上述 9 家公司和两家数据异常的公司后，根据我们的测算，剩余 29 家公司的总应补缴社保差值为 9.77 亿元，影响占比（补缴差值/2017 年归母净利润）仅为 1.77%，行业整体受影响较小。

图 1：公用事业公司受社保新政影响测算情况

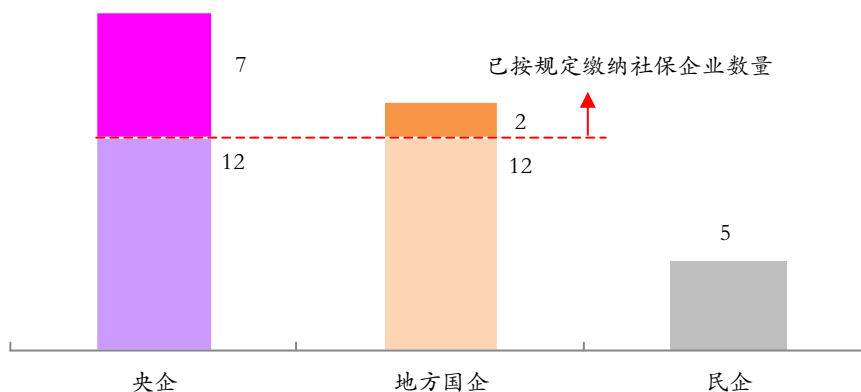


注：因我们的测算有假设因素存在，结果与真实情况有一定差异，故隐去具体公司名称。

资料来源：Wind，各公司年报，搜狐网，光大证券研究所测算 左轴：元/月

我们认为，公用事业公司受影响较小的一个重要原因是国企，尤其是央企占比较多，规范化的制度和管理模式整体高于民营企业。我们纳入分析的 40 家上市公司中，严格缴纳社保，不受新政影响的 9 家公司全部为国企，其中 7 家为央企；图 1 中的 29 家公司中，仅有 5 家为民营企业，其余 22 家国企中中共有 12 家央企。大规模高质量的上市央企带动整体公用事业公司社保缴纳情况表现良好。

图 2：公用事业公司公司性质情况

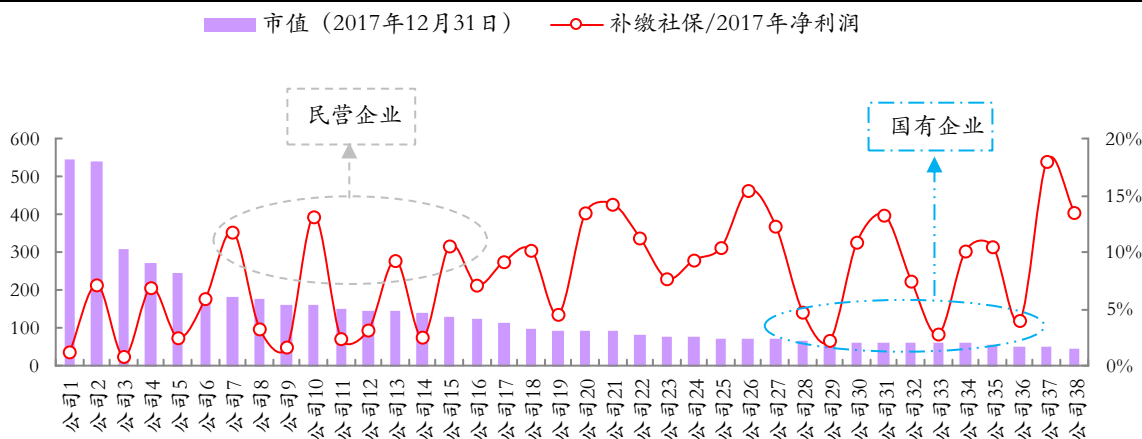


资料来源：Wind，光大证券研究所整理

3、环保行业受新政影响相对明显

我们同样选取了 40 家环保行业上市公司。根据我们的测算，和公用事业相比，环保行业受新政影响相对较大，剔除 2 家公司数据异常后，剩余 38 家公司总应补缴社保差值为 11.53 亿元，影响占比（补缴差值/2017 年归母净利润）为 5.63%，行业整体受到一定影响。

图 3：环保行业公司受社保新政影响测算情况



注：因我们的测算有假设因素存在，结果与真实情况有一定差异，故隐去具体公司名称。

资料来源：Wind，各公司年报，搜狐网，光大证券研究所测算 左轴：亿元

我们认为，与公用事业相比，我们选取的环保行业公司大多为民营企业，仅有 16 家为国有企业，这是环保行业整体受影响较大的原因之一。具体分析环保行业本身的缴费趋势，我们认为存在一定程度的两极分化，即规模较大的公司（市值相对较高）缴纳社保情况普遍较好，受新政影响较少；小型民营企业受到本次新政的影响相对较大。

4、结论偏差情况讨论

由于数据有限，在我们的测算中运用了一定假设，假设情况与实际情况的不符必然会造成结论的偏差。具体分析，我们认为以下几点因素会导致结果存在较大偏差：

- 1. 劳务派遣人员计入员工总数。**我们认为这是造成数据偏差的最大可能。劳务派遣人员的工资由派遣单位发放（人工费计入应付职工薪酬），五险一金的缴纳原则上也应该由派遣单位缴纳，但是目前的监管力度不严，存在派遣单位的五险一金不予缴纳的情况。由于上市公司年报中并未披露劳务派遣人员的相关数据，我们无从得知总员工人数中劳务派遣人员比重，但是根据我们了解，环保行业（尤其是环卫行业）因工作技术要求相对较低且人员需求大，存在较多的劳务派遣人员使用情况，这会极大程度的导致数据失真。
- 2. 员工薪酬分布不均。**由于上市公司年报中并未披露员工薪酬分布，为便于计算我们使用员工平均工资作为社保缴纳基数，但社保的实际缴纳有上下限（上年月平均工资 60%~300%）的要求，公司实际员工薪酬两极分化越是严重，我们测算的偏差将越大。
- 3. 员工地域分布情况未知。**在我们的测算中，我们运用的是上市公司注册所在省份的省会城市的社保缴纳税率。但部分上市公司员工遍布全国，存在不同员工参照所在地社保规定缴纳社保的情况，且不同地区社保缴纳税率偏差较大（从 22.95%到 31.20%不等），将会一定程度上影响测算结果。

5、员工薪酬分布对结果影响几何？

综合考虑我们的 3 个核心假设和 3 个影响数据偏差的情况，我们将对**员工薪酬分布情况**对补缴社保情况的影响进行进一步测算。

为了去除公司个体性差异的影响，我们将选取的 40 家公用事业和 40 家环保行业上市公司统一汇总为两家公司，即“公用”公司和“环保”公司，两家公司的基本情况详见表 2。

表 2：“公用”和“环保”两家公司社保缴纳基本情况

公司名称	总工资 (亿元)	高管薪酬 (亿元)	员工数 (人)	社保缴纳汇总 (亿元)	社保缴纳率	普通员工平均工资 (元/月)	净利润 (亿元)
公用	370.17	2.44	283901	103.00	28.01%	10794	600.35
环保	115.51	2.72	118851	16.65	14.76%	7908	211.02

注：我们选取的 40 家环保公司中，有一家公司的数据存在较大偏差（员工人数远高于平均，拉低平均工资），有可能存在劳务派遣人员较多情况，故没有计入统计

资料来源：Wind，光大证券研究所整理

从上述公司的基本情况也可以看出，“公用”的社保缴纳率达到 28.01%，已基本达到实际应缴纳比率，而“环保”的社保缴纳率则相对较低(14.76%)，新政实施后受影响较大。

我们假定两家公司的普通员工工资分布呈现**正态分布**，采用人均工资作为正态分布的平均值，**2000 元/月**作为正态分布的标准差。我们同时假设**社保缴**

缴费基数根据 2017 年我国城镇平均工资（城镇非私营 6193 元/月，城镇私营 3813 元/月）和“公用”和“环保”公司里国有和民营企业的个人综合计算得出，而社保缴纳系数按 28.46%（全国平均社保缴纳系数）考虑。

根据社保缴纳相关要求，工资低于社保缴费基数 60%的，按社保缴费基数的 60%为基数进行缴纳；工资高于社保缴费基数 300%的，按社保缴费基数的 300%为基数进行缴纳；位于当中的，按照工资水平作为基数进行缴纳。

表 3：“公用”和“环保”两家公司补缴情况

公司名称	普通员工平均工资 (元/月)	工资标准差 (元/月)	社保缴费基数 (元/月)	社保缴纳系数	应缴社保 (亿元)	需补缴社保 (亿元)	净利润 (亿元)	补缴社保/ 净利润
公用	10794	2000	5836	28.46%	105.47	2.47	600.35	0.41%
环保	7908	2000	5156	28.46%	32.32	15.67	211.02	7.43%

资料来源：Wind，光大证券研究所测算

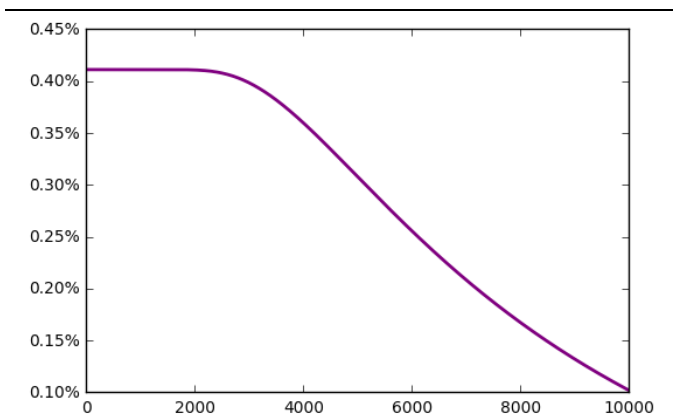
根据上述假设进行测算，“公用”基本不受新政影响，补缴社保/净利润比值仅为 0.41%；“环保”受影响相对较大，补缴社保/净利润比值达到 7.43%。

在上述条件下，工资正态分布的均值（人均工资）和标准差，以及社保缴费基数是影响补缴社保情况的三个关键因素。人均工资为已知数据不做讨论，我们将对工资的标准差和社保缴费基数进行敏感性测算。标准差方面，我们选取 0 到 10000 的变化区间；社保缴费基数方面，我们选取 2017 年国家公布的国企平均工资和私企平均工资作为社保基数的可选范围。

“公用”：

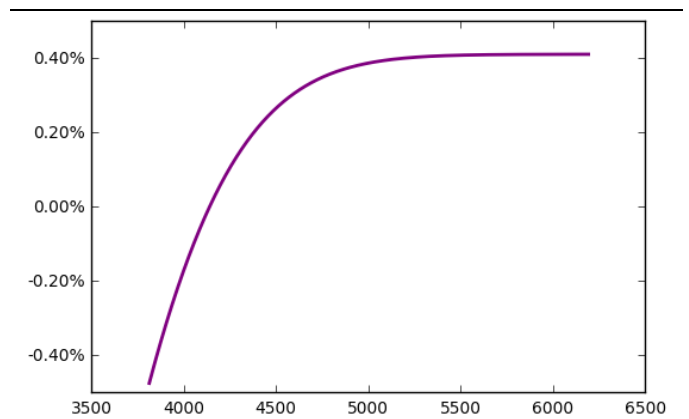
对于“公用”公司来说，标准差和社保缴费基数对补缴情况的影响均十分有限。标准差对补缴社保/净利润影响的波动范围仅为 0.3%，社保补缴基数对补缴社保/净利润影响的波动范围为 0.8%。总体而言，由于“公用”本身社保缴费情况较好，应补缴社保受标准差和社保缴费基数影响及其有限。

图 4：标准差对补缴社保/净利润的影响



资料来源：Wind，光大证券研究所测算

图 5：社保缴费基数对补缴社保/净利润的影响



资料来源：Wind，光大证券研究所测算

表 4：标准差和社保缴费基数对补缴社保/净利润影响较小

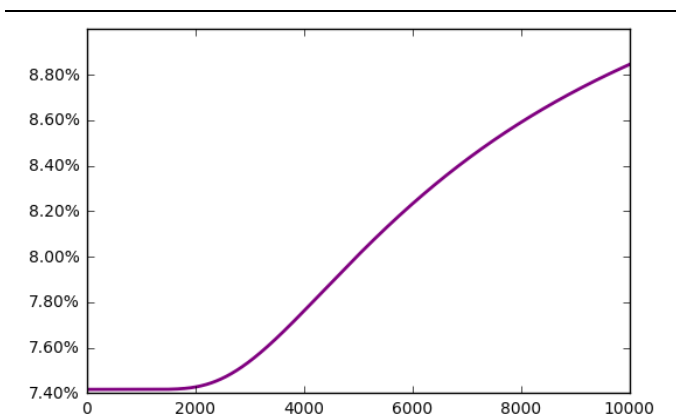
补缴社保/净利润	社保缴费基数 (元/月)					
	4000	4500	5000	5500	6000	
标准差 (元/月)	0	0.41%	0.41%	0.41%	0.41%	0.41%
	1000	0.30%	0.41%	0.41%	0.41%	0.41%
	2000	-0.17%	0.26%	0.39%	0.41%	0.41%
	3000	-0.74%	-0.09%	0.23%	0.36%	0.41%
	4000	-1.30%	-0.53%	-0.04%	0.25%	0.40%

资料来源：Wind，光大证券研究所测算

“环保”：

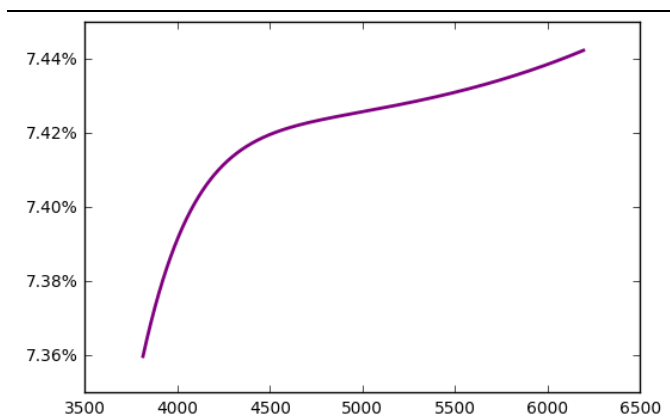
对于“环保”公司来说，标准差对补缴社保/净利润影响的波动范围提高至**1.4%**，而社保缴费基数对补缴社保/净利润影响的波动范围收窄至**0.08%**。总体而言，由于“环保”本身的人均工资更为接近社保补缴基数，同时其社保缴纳情况不甚理想，标准差变化带来的影响要超出社保缴费基数变化，但是整体来看影响仍较为有限。

图 6：标准差对补缴社保/净利润的影响



资料来源：Wind，光大证券研究所测算

图 7：社保缴费基数对补缴社保/净利润的影响



资料来源：Wind，光大证券研究所测算

表 5：标准差和社保缴费基数对补缴社保/净利润影响有限

补缴社保/净利润	社保缴费基数 (元/月)					
	4000	4500	5000	5500	6000	
标准差 (元/月)	0	7.42%	7.42%	7.42%	7.42%	7.42%
	1000	7.42%	7.42%	7.42%	7.42%	7.42%
	2000	7.39%	7.42%	7.42%	7.43%	7.44%
	3000	7.26%	7.44%	7.52%	7.57%	7.61%
	4000	7.10%	7.48%	7.71%	7.85%	7.96%

资料来源：Wind，光大证券研究所测算

综上所述，在假设公司的员工工资呈正态分布的情况下，“公用”的补缴情况仍远好于“环保”的补缴情况，而标准差和社保缴费基数对结果的影响均较为有限，在假设员工工资呈正态分布的情况下，工资分布对社保补缴情况的影响有限，更多仍取决于公司本身缴纳社保的实际情况是否符合规定。

6、风险分析

政策细则发布以及具体执行不及预期。

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	zhui@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	