



我国商业健康险发展有望驶进高速轨道

看好（维持）

⑤ 投资要点

不论是海外成熟市场经验、还是国内政策方向，都在告诉我们基本医疗保险只能保基本需求。科技进步和生活水平的提高使得人们对医疗健康保障要求不断升级；个性化、高品质的健康服务需求不可能从公共医保体系中获取；医药费高企、国家财力支持力度有限。因此，政府必然会给商业健康险经营留下足够的发展空间。

我国商业健康险的发展现状是规模小和盈利能力不足。规模上，其保费占比不到人身险总保费的一成，赔付支出占国家医疗卫生总支出比例也不到 2%。盈利方面，因赔付率过高，多数健康险经营处于亏损状态，专营健康险的保险公司只有四家。

我国商业健康险的未来发展：首先，应该积极鼓励社会资本开办或者参与到健康险的经营中，加快商业健康险的社会供给；第二，结合当前我国的基本医疗保险制度，重点开发企业补充医疗保障计划，迅速降低在职员工的医疗经济负担；第三，针对高端消费人群，积累数据信息，提供个性化产品定制和健康管理服务，控制经营风险，提高经营效益；第四，根据当代社会老龄化和少子化的现实，加快发展重疾险和护理险等传统产品；第五，努力拓展健康产业链的长度和维度，做大的同时尽力做专，提高服务性收费，增加无风险收入来源。第六，引进和培养健康保险业专家和健康产业链的相关人才，以专业赢得口碑。

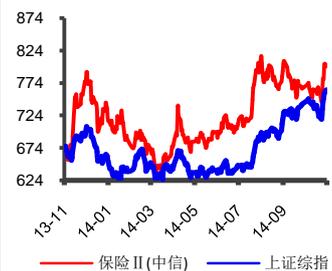
⑤ 投资建议

我国支持健康险发展的相关政策出台节奏开始加快。2014年8月，国务院颁发的“新国十条”将保险业发展推到了一个国家战略的高度。在简政放权、充分调动市场供给、注重民生保障的宏观政策基调下，我国商业健康保险将迎来空前利好。近日，也有媒体报导，国务院办公厅《关于加快发展商业健康保险的若干意见》已获签发，估计我国商业健康险行业将很快呈现出一波建设大潮，不仅包括经营牌照的增加，也包括险种的丰富、相关服务的增加、以及健康产业链的拓展等。我们维持保险业“看好”评级。相关 A 股投资标的有中国平安（601318）、新华保险（601336）、中国太保（601601）和中国人寿（601628）。

⑤ 风险提示

税收优惠政策预期遇冷；经济萧条，失业率增加；公共医疗改革缓慢，“以药养医”顽疾难以治理。

市场表现 截至 2014.11.07



分析师：赵莎莎

执业证书号：S1490514030002

电话：010- 58566806

邮箱：zhaoshasha@hrsec.com.cn

目 录

一、现有医保制度满足不了实际医疗需求.....	4
1. 卫生费用不断增长是长远趋势.....	4
2. 我国多层次基本医保体制覆盖广保障低.....	5
3. 医药费用高企与老龄化倒逼海外医保体制改革.....	8
二、我国商业健康险仍然弱小.....	10
1. 行业面：整体规模尚小.....	10
2. 公司面：盈利能力不足.....	11
3. 商业健康险在发展中的两大困难.....	13
三、以主业为根基，深入产业链价值挖掘.....	13
1. 海外商业健康险公司成功经验.....	13
2. 我国商业健康险发展的政策环境正积极改善.....	16
3. 我国商业健康险发展的六点建议.....	18
四、投资建议.....	19
五、风险提示.....	19

图表目录

图表 1: 发达国家卫生费用/GDP 趋势性上升.....	4
图表 2: 我国人均卫生费用是美国的约 5%.....	4
图表 3: 我国个人卫生支出占比逐年下降.....	5
图表 4: 我国个人卫生支出占比仍远高于其他发达国家.....	5
图表 5: 我国医保政府补贴占公共财政支出比例不到 0.1%.....	6
图表 6: 我国医疗保险体制建设的三个阶段.....	7
图表 7: 我国多层次广覆盖的社会医疗保障体系.....	7
图表 8: 日本医疗保险体制轮廓.....	8
图表 9: 美国商业健康险覆盖人数因经济危机下降.....	10
图表 10: 2010 美健康保费构成: 以商业健康险保费为主构成.....	10
图表 11: 2014 年 8 月人身险保费构成.....	11
图表 12: 2014 年健康险保费月同比增速明显爬上新台阶.....	11
图表 13: 健康险保费增速不稳定.....	11
图表 14: 2013 年健康险占人身险比重刚达一成.....	11
图表 15: 我国四大健康保险公司盈利能力不足.....	12
图表 16: 我国四大健康保险公司市场定位与经营特色.....	12
图表 17: 2010 年美国各大健康险公司保费市场份额.....	14
图表 18: 美国 UNITEDHEALTH GROUP 2014 三季末收入构成.....	15
图表 19: 美国 WELLPOINT 2014 三季末收入构成.....	15
图表 20: UNITEDHEALTH GROUP 和 WELLPOINT 的盈利能力统计数据.....	15
图表 21: 我国商业健康险的政策发展.....	17
图表 22: 商业健康险公司可延伸的产业链方向.....	19

一、现有医保制度满足不了实际医疗需求

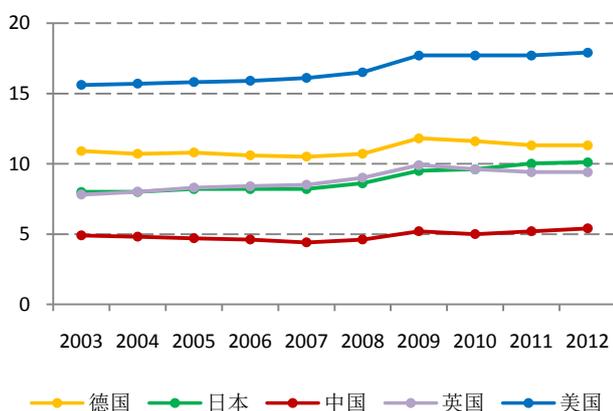
1. 卫生费用不断增长是长远趋势

总卫生费用还有巨大投入空间

我们在研究一个国家的健康卫生费用投入高低时，经常采用一个指标：卫生费用/国内生产总值（Gross Domestic Product, 即 GDP）。其中，卫生费用是指一个国家或地区在一定时期内（通常是一年）全社会用于医疗卫生服务所消耗的资金总额。根据世界卫生组织（World Health Organization）的统计数据，中国 2012 年的卫生费用占 GDP 的 5.4%，低于低收入国家平均水平（6.2%），距离发达国家更是遥远。图表 1 列示了 2003 年至 2012 年期间这一指标在了美国、英国、德国、日本、以及中国的表现。我们发现：首先，随着经济和生活质量的发展，该比值是趋势性向上的。对于除中国外其他各国在 2009 年都有一个明显的抬升，我们认为主因是这些国家都因金融危机的爆发而遭遇 GDP 断崖式下跌影响。其次，中国的卫生费用占比基本为美国的 1/3，德日英的 1/2，在十年中基本没有赶超。因此，虽然我们国家的卫生费用占比也在不段扩大，但是仍然具有巨大的投入发展空间。

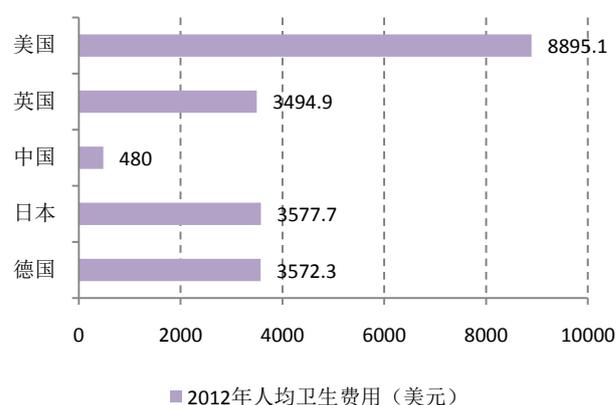
从人均卫生费用来看：2012 年，我国人均值为 480 美元，美国 8895 美元，英国、德国、和日本基本在 3500 元的水平。落差悬殊！该值说明我国百姓普遍享有的医疗资源与服务水平还较低。

图表 1: 发达国家卫生费用/GDP 趋势性上升



数据来源：World Health Organization，华融证券整理

图表 2: 我国人均卫生费用是美国的约 5%



数据来源：World Health Organization，华融证券整理

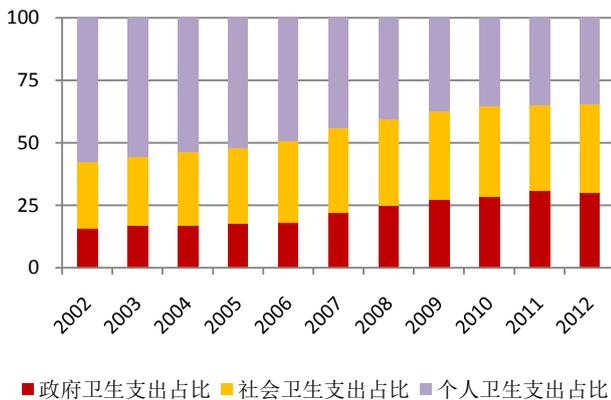
可靠路径是快速提高社会卫生支出占比

卫生费用是由政府支出、社会支出、以及个人支出三方面构成的。根据百度百科的定义，政府卫生支出是指各级政府用于卫生事业的财政拨款；社会卫生支出是指政府支出外的社会各界对卫生事业的资金投入，主要包括商业健康保险费、社会办医支出等。

从图表 4 中，我们看到从 2003 年至 2012 年的十年之间，我国个人卫生费用支出占比在明显下降，从 63.8% 下降至 44%，降幅约 30%。但是与其他四国（指：德国、日本、英国和美国）20% 的水平相比，我国的个人卫生支出占比明显高出很多。这正是我国老百姓不敢就医和看病贵的难题表现。那么解决问题的途径很明显就指向增加政府支出与社会支出占比上来。（注：WIND 统计的卫生费用构成数据与世界卫生组织统计数据存在差异，因此做国别比较时，我们一致采用世界卫生组织的统计数据）

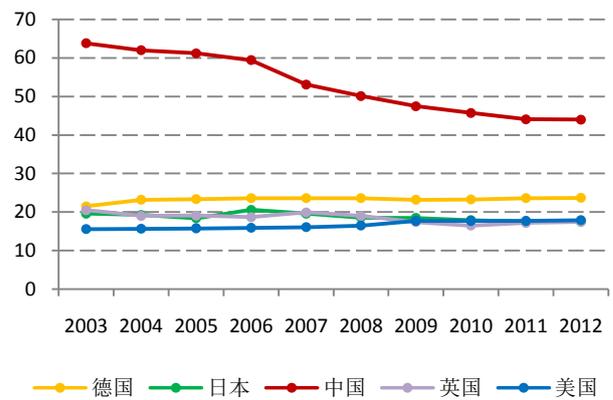
2009 年的新医改提出“逐步提高政府卫生投入占卫生总费用的比重”，但是“新增政府卫生投入重点用于支持公共卫生、农村卫生、城市社区卫生和基本医疗保障。”，因此真正可以解决群众个人就医难题，并能提高医疗服务水平的路径是加快社会卫生支出的占比，也就是说需要大力推动商业健康保险的发展和鼓励社会力量办医。

图表 3：我国个人卫生支出占比逐年下降



数据来源：WIND，华融证券整理

图表 4：我国个人卫生支出占比仍远高于其他发达国家



数据来源：WIND，华融证券整理

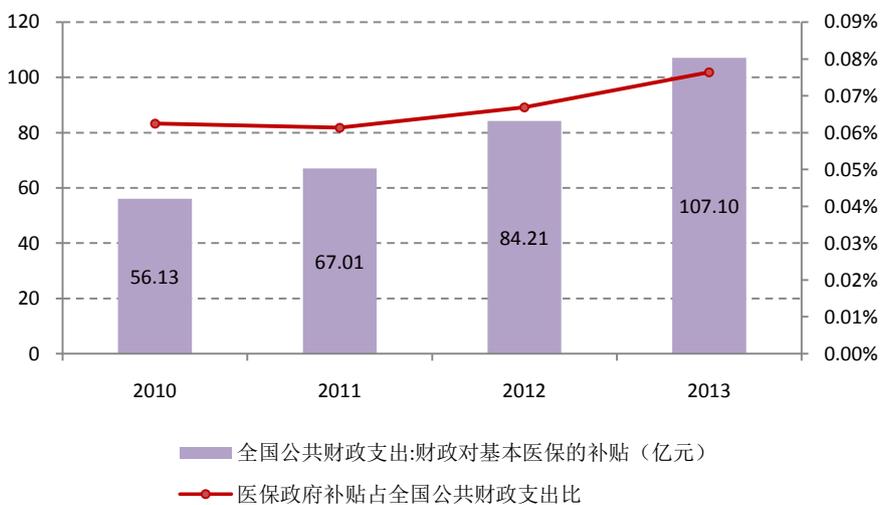
2. 我国多层次基本医保体制覆盖广保障低

我国医保体制建设目标是最终形成一个覆盖全部城乡居民的、多层次的基

本医疗保障体系。从建国至今，为了实现这一目标，我国的医保制度建设大致经历了以下三个阶段：第一阶段的二元体制、第二阶段的改革试点、第三阶段的新医改时期。在第二阶段的后期，我国已基本形成了以城镇职工医疗保险、城镇居民医疗保险和新型农村合作医疗保险为主体，以企业补充医疗保险、商业健康保险以及城乡医疗救助为补充的多层次、广覆盖的社会医疗保障体系。截至 2013 年末，三项基本医疗保险制度的参保人数已基本实现人口全覆盖，但是从人均得到的资源分配来看：城镇职工人均获得医保基金支出 2128 元，城镇居民人均获得 328 元，新农合人均筹资只有 340 元。这些数额离每类人群的现实医疗服务需求所必须的数额还有较大差距。

我国城镇职工基本医保是由用人单位和职工共同缴纳的社会统筹制，不享受政府补贴。其中，用人单位缴费率是职工工资总额的 6% 左右，职工缴费率一般为本人工资收入的 2%。随着经济发展，这些比例可作相应调整。用人单位缴纳的保险费的 30% 左右划入个人账户，其余部分用于建立统筹基金。城镇居民基本医保是以没有参加城镇职工医疗保险的城镇未成年人和没有工作的居民为主要参保对象的医疗保险制度，在个人缴费基础上政府给予适当补贴。新型农村合作医疗，简称“新农合”，是指由政府组织、引导、支持，农民自愿参加，个人、集体和政府多方筹资，以大病统筹为主的农民医疗互助共济制度。它采取个人缴费、集体扶持和政府资助的方式筹集资金。据财政部网站消息，2014 年各级财政对新农合和居民医保人均补助标准达到 320 元。

图表 5: 我国医保政府补贴占公共财政支出比例不到 0.1%



资料来源: WIND, 华融证券整理

图表 6: 我国医疗保险体制建设的三个阶段



资料来源: 华融证券整理

图表 7: 我国多层次广覆盖的社会医疗保障体系



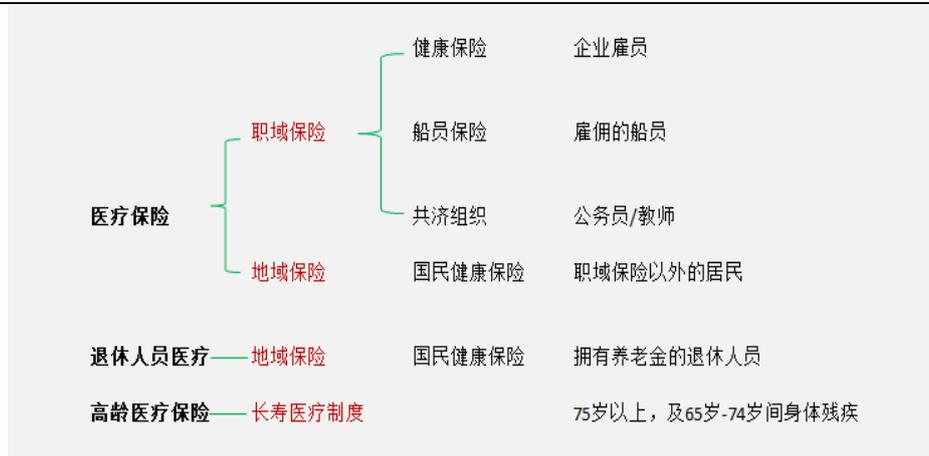
资料来源: 人社部, 华融证券整理 备注: 统计数据更新截止到 2013 年末

3. 医药费用高企与老龄化倒逼海外医保体制改革

日本：老龄化问题与财政压力考验医保制度的可持续性

1961年日本实现了全民皆保，社会医疗福利水平最高。但是1970年老龄化社会的急速降临、以及国民人均寿命的延长导致政府强烈感受到老龄人口的医药费用高企对于原有医疗保险制度可持续性的考验。上世纪八十年代开始，日本的健康保险法因此不断经历修整，个人卫生费用支付比也不断有所提高。九十年代，日本经济发展阻滞，高昂的医药费用还让不断增长的财政赤字更加喘不过气。然而截止当前，日本依然是发达国家中社会医疗福利较高的国家之一：根据世界卫生组织的统计数据显示，2002年以来，日本的政府卫生支付比一直保持在80%左右的较高水平。

图表 8：日本医疗保险体制轮廓



资料来源：华融证券整理

德国：失业率增加时考验法定医保的社会筹资能力

德国政府对寿险、健康险、财险实行严格的分业监管，并围绕健康保险制定了一系列的法律规章，如疾病保险法、意外伤害保险法、伤残老年保险法等，对商业健康保险的保障范围和覆盖人群进行了详细规定。而事实上，世界医疗保险也起源于1883年德国颁布的《劳工疾病保险法》。它强制要求对低收入工人和其雇主进行保费征缴，以弥补因疾病风险带来的个人经济损失。目前德国仍旧规定税前年收入低于49950欧元的人必须强制参加法定的医疗保险。如果收入达到此标准之上，就可以自主选择是否参加法定医保了，参加商业健康保险为自愿行为。

德国的法定医保体系的资金筹集是通过社会筹款、财政拨款、以及自费三种形式实现的。社会筹资是雇主和雇工按员工工资收入的 14% 缴纳保险费。财政卫生费用拨款占政府公共支出的约 19%。因此，德国的法定医保体系所提供的服务项目和服务质量都非常好。

然而，随着人口老龄化问题的严重、生活质量对医疗服务的需求不断增加，德国的法定医保体系面临着沉重的医药费负担。尤其当失业率增加时，社会筹款能力下降，法定医保体系面临更加严重的资金赤字问题。法定医保体制的改革主要从医疗项目缩减、以及个人卫生自付比例提升两个角度进行。德国商业健康保险借此获得了发展的良机，商业健康险基本覆盖了 11% 的人群。德国已经拥有 50 多家商业健康保险公司，前三大公司分别是 DKV、Debeka、和 Allianz。它们合计占有近 40% 的保费市场份额。它们既提供替代法定医保的全面型健康保障计划，也有针对已参加法定医保的人群提供专项医疗保险产品。

英国：免费医疗抵御不了人口增加带来的压力

英国也是世界著名的高福利国家。1948 年，英国颁布《国家卫生服务法》，随后开始推行全民覆盖的国民卫生服务体系。目前，英国的医保体系由国民卫生服务体系、社会医疗救助、以及私人健康保险三部分构成。据世界卫生组织统计，2012 年英国政府卫生支出占比约 83%，略高于日本。英国居民个人卫生支出比极低，基本可以说是国家提供免费的医疗服务。

然而，随着人口数量的增加，以及个人对医疗服务需求的提升，英国的全民免费医保体制也出现了财政压力问题和服务效率低下产生的社会矛盾。2002 年英国打破公立医院对国民卫生服务体系的垄断，引入私营医疗机构来满足高收入人群对医疗保障的需求，商业健康保险因此获得较大发展空间。

目前，英国拥有 45 家商业健康保险公司，商业健康险支出约占所有的健康保险支出的 16%。在英国商业健康险是从属于非寿险的监管法律，并没有特定的监管法律。英国金融服务管理局（FSA）负责其偿付能力监管。保险公司根据自己的情况与合适的医疗机构签订服务协议，从而控制患者的医疗成本。

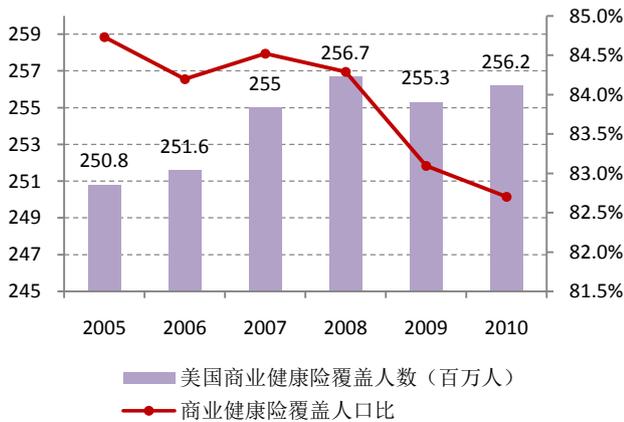
美国：商业健康保险为核心的医保体制

与以上国家正好相反，商业健康保险在美国的医保体系中处于核心地位，全国 3 亿多人口中，目前有 83% 的人参加了商业健康险。国家提供的医疗保障只针对 65 岁以上的老人、残疾人、穷人和退伍军人。绝大部分美国企业雇主为自己的员工购买了商业健康保险计划，并享受较高的税收优惠政策。比如，全职雇员在 25 人以下的小企业主 2014 年开始可以享受最高 50% 保费的抵税

额度，自由职业者甚至可以将健康险保费全部用于抵税。

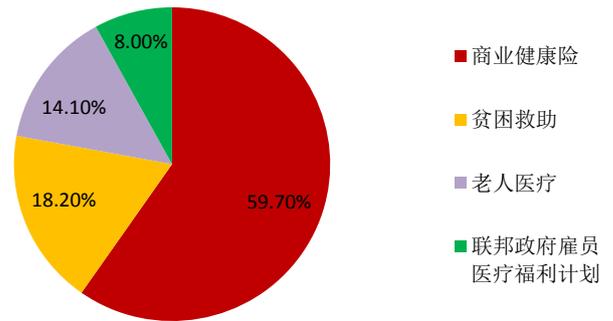
与我国对比来看，美国以商业健康险为主的医保体制解决了两个我们关注较多的问题：（1）健康险公司在医院中拥有较高的话语权和影响力。由于商业健康险公司可以比较容易地拿到大批量的企业客户，因此，医院、尤其是私人医院更乐于主动配合保险机构控制费用和分享健康数据。（2）商业健康险的充分发展为低收入人群腾挪出更多的医疗保障福利，减少了政府的财政负担。但是该种医保制度却容易受到经济危机的冲击。2008年和2009年的金融危机导致经济萧条、大量企业裁员，很多人因此暂时失去了健康保障计划。

图表 9: 美国商业健康险覆盖人数因经济危机下降



数据来源: The US Census Bureau, 华融证券整理

图表 10: 2010 美健康保费构成: 以商业健康险保费为主构成



数据来源: NAIC, 华融证券整理

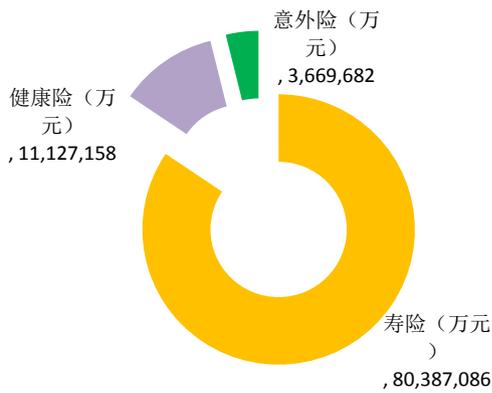
二、我国商业健康险仍然弱小

1. 行业面: 整体规模尚小

在过去 13 年中，我国健康险保费增长并不稳定，整体增速相对经济增长，以及经济规模来说发展非常缓慢。2013 年全国商业健康保险保费为 1123 亿元，大约只有平安人寿同年保费的一半。根据保监会最新统计数据显示，2014 年前 8 月我国健康险保费累计为 1113 亿元，占人身险总保费比例约为 12%。2000 年至 2012 年，健康险保费占比还一直不到人身险总保费的一成。根据 Wind 数据显示，在同样施行法定国民医保体制的德国与荷兰，它们的商业健康险保费占比均超过了 30%。2012 年我国商业健康保险赔付支出占国家医疗卫生总支出比例为 1.07%，而发达国家这个数字在 10% 左右，美国在 33% 左右。

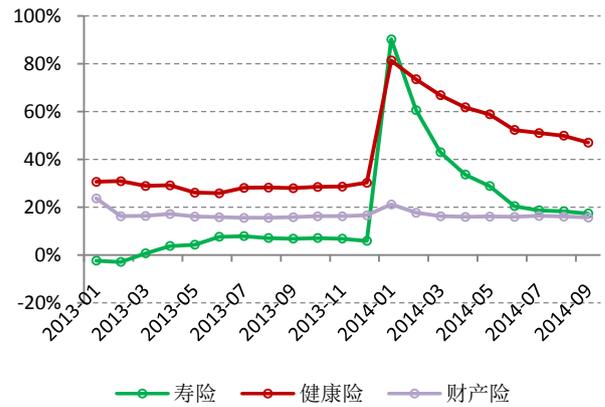
我国商业健康险产品类别涵盖疾病险、医疗险、长期护理险和失能收入损失险四大类，但后两类发展比较缓慢。2013年8月保险产品启动费率市场化改革，健康险和年金产品成为主导，这有利于行业加快健康发展步伐。我们看到今年开门红以来，健康险明显已经成为寿险业的新增长点。

图表 11: 2014 年 8 月人身险保费构成



数据来源: WIND, 华融证券整理

图表 12: 2014 年健康险保费月同比增速明显爬上新台阶



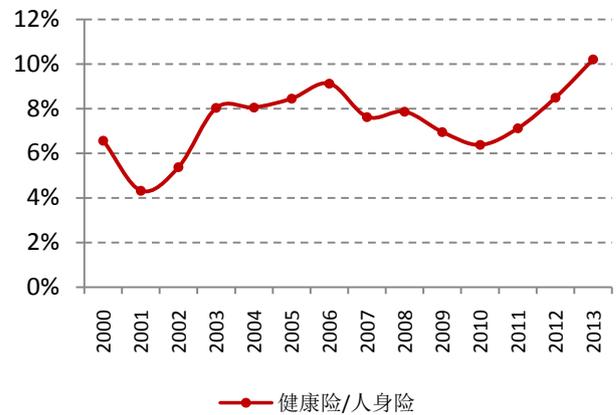
数据来源: WIND, 华融证券整理

图表 13: 健康险保费增速不稳定



数据来源: WIND, 华融证券整理

图表 14: 2013 年健康险占人身险比重刚达一成



数据来源: WIND, 华融证券整理

2. 公司面: 盈利能力不足

目前, 国内有 100 余家保险公司开展了商业健康保险业务, 但专业经营健康险的保险公司不多, 四个而已。由于赔付率过高, 加上代理费和管理费等经

营成本，多数健康险经营处于亏损状态。赔付率是指在统计区间内赔付支出与已赚保费的比率，被认为是最佳利润度量指标。健康险业内认为如果健康险公司赔付超过 85% 就很难盈利。

我们大致计算了四家专营健康险公司的赔付率（平安健康、人保健康、昆仑健康和和谐健康）。我们发现赔付率的高低会受到各家公司各年提取未到期责任准备金的较大影响，因此，我们在下表中看到和谐健康的赔付率在 2012 年很低，只有 13.7%，而到了 2013 年因较大幅度计提了责任准备金造成赔付率上涨十倍多。昆仑健康因为一直以来计提的责任准备金占比低而才保持了低赔付率。

图表 15: 我国四大健康保险公司盈利能力不足

单位: 万元	2013				2012			
	已赚保费	赔付支出	净利润	赔付率	已赚保费	赔付支出	净利润	赔付率
平安健康	21332	17134	-7902	80.32%	12570	9860	6599	78.44%
人保健康	519273	532563	-79510	102.56%	532585	347700	-74333	65.29%
昆仑健康	40570	8637	-28060	21.29%	32570	8316	-12548	25.53%
和谐健康	9891	14238	-9022	143.95%	2169	303	-33066	13.97%

数据来源：公司公告，华融证券整理

我们这里也简单总结了几家专营健康险公司的市场定位。

图表 16: 我国四大健康保险公司市场定位与经营特色

公司名称	成立时间	市场定位、经营特色和范围
平安健康	2005 年 6 月	定位于企业和个人的高端医疗市场。与南非 Discovery 集团开展战略合作。主要业务范围包括各类健康保险业务、意外伤害保险业务、政府委托管理健康保险业务、健康咨询服务业务、健康保险再保险业务等。
人保健康	2005 年 4 月	由中国人保与德国健康保险 (DKV) 发起设立。在社保领域创建了“湛江模式”、“太仓模式”、“平谷模式”等商业健康险参与医保体制改革的典型经验。
昆仑健康	2006 年 1 月	主要经营：各种健康保险、意外伤害保险；与国家医疗保障政策配套、受政府委托的健康保险业务；健康咨询服务、代理、再保险业务以及资金运用等其他业务。发起和实施“治未病”健康工程，构建中医特色预防保健服务体系。
和谐健康	2006 年 1 月	原名瑞福德健康保险，2010 年被安邦保险收购。经营范围包括健康保险业务、意外伤害保险业务；与国家医疗保障政策配套、受政府委托的健康保险业务；与健康保险有关的咨询服务业务及代理业务；与健康保险有关的再保险业务；资金运用业务。
太保安联健康	2014 年获批	太保集团和德国安联集团共同设立。正在筹建，预计 2015 年开业。

资料来源：公司公告，华融证券整理

3. 商业健康险在发展中的两大困难

首先，我国特有的医疗体制中，公立医院不仅处于强势和垄断地位，而且存在“以药养医”的顽疾。保险公司在和公立医疗机构的合作中，不能充分分享健康数据，在产品定价环节做好风险控制，也不能介入到诊疗环节过程中，控制最终的医药成本。现实中医患合谋式的“过度医疗”成为常情，险企赔付成本居高难下。国外的一些健康险公司通常会收购医疗机来参与到与医院的合作中，最终积累数据，控制风险。为解决这个问题，我国的一些保险公司也开始自己搭建健康管理平台。比如平安健康、昆仑健康、新华保险、中国人寿等纷纷进军健康管理产业。人保还选择了与康美药业联合搭建健康管理平台。目前，北京等部分地区也积极搭建行业信息化平台。很快大数据资源和信息技术化程度将成为健康险公司的核心竞争力之一。

其次，我国税收政策对于健康险行业发展的激励程度还远远不够。我们认为商业健康保险的税收优惠空间可涉及到企业、个人、和保险公司三个方面。而目前我国商业健康险的税优政策仅针对企业一个方面，且力度不足：企业投保补充医疗保险的保费支出可以在工资总额 5% 的范围内税前列支。因此广大中小企业并没有动力给员工缴纳补充医疗保险。很多专家就建议根据国外经验提高企业补充医疗保险保费支出税前列支比例至 8% 以上，并且简化补充医疗保险的申请流程，进一步推动多层次的医疗保障体系的建设。个人购买健康险更没有任何税收优惠。在发达国家，政府会对个人购买健康保险的保费支出按收入的一定比例实行税前列支。考虑到健康险公司在营销过程中会面临较高的“逆向选择”道德风险，以及后期高昂的医疗赔付风险，许多国家给予健康险公司很低的营业税率以支持发展。在我国，经营健康险的保险公司是按照 5.5% 左右的营业率先上缴，再申请退回这部分费用，流程复杂，且对现金流产生压力。因此有业内人建议直接对健康险业务执行免征营业税，简化流程。

三、以主业为根基，深入产业链价值挖掘

1. 海外商业健康险公司成功经验

即便我国商业健康险还需要更多层面的税收优惠激励（对于健康险经营者、企业雇主、和个人），公共医疗机构与保险公司还未形成良好的互助分享机制，我们认为无论是我国健康险经营者，还是资本市场的投资人都有必要了解和认识这个行业的海外成功经验和趋势，以便拓展我们的视野、选择成功的路径、减少困难阻力。我们在这里就部分资料进行总结，简要介绍了美国、德国和英

国的几家著名健康险公司情况。

美国：UnitedHealth Group

UnitedHealth Group（联合健康集团）成立于1974年，是美国领先的健康保险供应商，拥有8.7万名员工。集团公司通过旗下六家子公司为广大客户群体提供包括医疗保险、健康服务、信息技术、乃至药品生产与邮寄等众多服务。集团公司的发展路径是在保持保险主业稳固的基础上，不断延伸产业链，通过信息系统的建设打造公司核心竞争力，通过参与药品生产和运输环节有效介入患者的诊疗环节，最终控制赔付成本。目前，公司的健康险赔付率约80%。

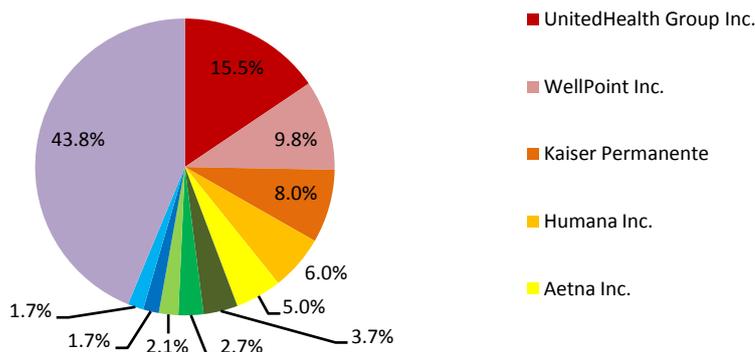
UnitedHealth Group 的普通股在纽约证券交易所交易，代号为 UNH。截止2014年前三季度末，公司前三大业务收入来源分别是保费收入、管理服务收费、和产品，它们的占比分别为：88.6%、7.6%和3.2%。公司净利润率为4.32%，净资产收益率为16.49%，市盈率和市净率分别为17.08和2.86。

美国：WellPoint Inc.

WellPoint Inc.（康典公司或维朋）是由 WellPoint Health Networks Inc. 和 Anthem Inc. 于2004年合并成立的。公司拥有约4.1万名员工和约3500万名被保险人。公司是美国最大的健康保险公司之一，主要业务和产品有寿险、健康保障计划、残疾险、长期护理险、药品福利管理、牙科和眼科等。

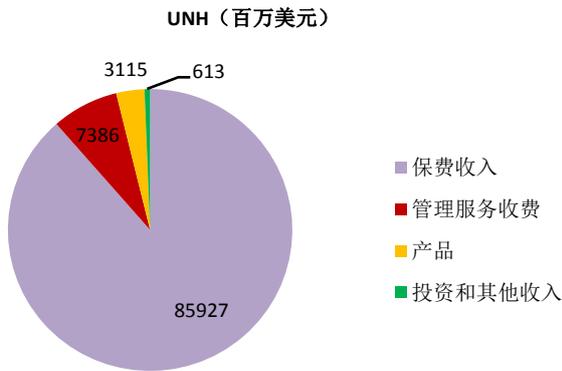
WellPoint Inc. 的普通股也在纽约证券交易所交易，代号为 WLP。截止2014年前三季度末，公司前三大业务收入来源分别是保费收入、管理服务收费、和投资收入，它们的占比分别为：92.6%、6.2%和1.0%。公司净利润率为3.04%，净资产收益率为9.62%，市盈率和市净率分别为16.74和1.41。

图表 17: 2010 年美国各大健康险公司保费市场份额



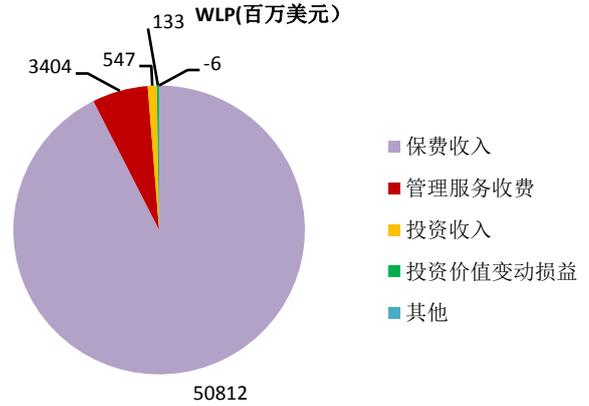
资料来源：AM Mindpower Solution

图表 18: 美国 UnitedHealth Group 2014 三季度末收入构成



数据来源: 公司公告, 华融证券整理

图表 19: 美国 Wellpoint 2014 三季度末收入构成



数据来源: 公司公告, 华融证券整理

图表 20: UnitedHealth Group 和 Wellpoint 的盈利能力统计数据

指标名称	UNH	WLP
净利润率	4.32%	3.04%
净资产收益率	16.49%	9.62%
总资产收益率	7.44%	4.7%
市盈率	17.08	16.74
市净率	2.86	1.41

数据来源: 雅虎财经 统计时间 2014 年 11 月 4 日

德国: DKV

DKV (德国健康保险股份有限公司) 成立于 1927 年, 是欧洲最大的商业健康险公司, 还是 ERGO 保险集团成员, 以及慕尼黑再保险集团旗下的专业健康险公司。其主业涉及健康保险保障、保险相关服务和医疗保健服务等。DKV 的成功离不开它对健康产业链的专业化经营, 公司通过旗下六家子公司分别深度经营着健康产业链上的不同环节。如在德国 DKV 也会面对政策变动对公司传统健康险经营带来的冲击: 2003 年以后, 德政府不断提高员工法定最低工资标准以筹集医保保费, 商业健康险的购买人数明显下降。DKV 深入研究现今客户群的需求后发现预防检查的市场空间还非常大, 因此设立了子公司 Medwell 来开发相关险种。

1965 年 DKV 在比利时设立了第一家国外分支机构, 国际扩张战略随即打开。公司在探索众多国家的医保体制中, 发现不论哪种国有医保制度都不可能完全满足人们的健康保健需求, 因此更加坚定了他们对国际市场的迈进步伐。

DKV 于 2001 年与我国平安保险合作开发了健康险产品后，又于 2005 年和中国保共同成立了我国第一家专业健康险公司：中国人民健康保险股份有限公司（简称：人保健康），并持股 19%。由于健康险涉及到多方合作，营销推广又需要大量专业知识和经验支持，公司并不主张健康险作为寿险的附加险形式出现，而是以专业的健康险公司来经营。

英国：BUPA

1947 年 17 家英国互助协会联合创立了 BUPA（保柏公司）的前身。由于没有股东，BUPA 将所获利润全部再投资于设备和医疗服务。健康保险是 BUPA 最主要的收入来源，它利用健康数据为客户定制各类健康保险计划，降低医疗成本，提高医疗服务效率。BUPA 长期以来垄断了英国的商业健康保险市场，直至上世纪 90 年代股份制商业健康险公司的介入才加剧了它的市场竞争。截止目前，BUPA 依然占据了英国健康险市场的约 40% 的份额，位居第一。

BUPA 的健康服务包括养老及护理、工作场所保健、健康评估、家庭医疗和慢性病管理等。它在老年人护理方面居世界领先水平，为近 2.9 万人提供老年痴呆症护理及居所看护服务。专业的服务技能与管理能力帮助 BUPA 的发展足迹走向全球。

在中国，BUPA 已在北京设立了代表处，与我国政府合作开展“管理质量服务”医院评估项目。2011 年 BUPA 在中国成立服务公司为国内外客户提供保险业务相关服务支持。另外，它还与国内的永诚财产保险公司合作，提供国际保险服务需求。公司目前也与保监会积极接触，希望能在华申请到健康险牌照。

2. 我国商业健康险发展的政策环境正积极改善

我们首先按时间顺序梳理下近年来关于健康险发展的主要政策规定。

图表 21: 我国商业健康险的政策发展

时间	监管机构	事件	意义或影响
2002 年	保监会	颁布《关于加快健康保险发展的指导意见》	《意见》以正式文件形式鼓励保险公司推进健康保险专业化经营。2004 年，保监会批准人保健康、平安健康、昆仑健康、阳光健康（后更名为瑞福德健康）、正华健康等 5 家专业健康保险公司筹建。
2006 年	国务院	发布《国务院关于保险业改革发展的若干意见》（简称“国十条”）	明确对涉及国计民生的政策性保险业务给予适当税收优惠。2009 年，国税局发文规定企业为员工投保的补充养老、补充医疗保险，投保费用在不超过员工工资总额 5% 标准内可以税前列支。
2012 年	发改委、保监会等六部门	发布《关于开展城乡居民大病保险工作的指导意见》	明确从城镇居民医保基金和新农合基金中筹资向商业保险机构购买大病保险的方式承办城乡居民大病保险，提高重大疾病的保障水平。从目前的数据统计看，医保基金结余规模在扩大，政府具有资金实力购买健康险。
2013 年 10 月	国务院	颁发《关于促进健康服务业发展的若干意见》	《意见》提出要在切实保障人民群众基本医疗卫生服务需求的基础上，充分调动社会力量的积极性和创造性，着力扩大供给、创新发展模式、提高消费能力，促进基本和非基本健康服务协调发展。力争到 2020 年，健康服务业总规模达到 8 万亿元以上。
2014 年 8 月	国务院	颁发《国务院关于加快发展现代保险服务业的若干意见》（简称“新国十条”）	为我国保险业做出顶层设计。从国家治理能力提升的高度、民生保障建设的角度考虑健康保险业的发展，为健康保险的发展带来空前利好。《意见》还提出商业保险要逐步成为个人和家庭商业保障计划的主要承担着；首次在国务院文件中对医疗、疾病、失能收入、护理四大健康险的发展提出了明确要求；还明确要求完善健康保险有关税收政策。

资料来源：华融证券整理

从时间节奏上看，健康险发展的相关政策出台已经越来越迅速。我们认为这与人民群众日益增长的医疗保健需求，以及整个经济环境的大改善关系密切，尤其是市场经济观念的形成，以及医保体制改革的推进关系较大。我们认为 2014 年 8 月国务院颁发的“新国十条”将保险业发展推到了一个国家战略的高度。在简政放权、充分调动市场供给、注重民生保障的宏观政策基调下，我国商业健康保险将迎来空前利好。近日，据媒体报导，国务院办公厅《关于加快发展商业健康保险的若干意见》已获签发，估计我国商业健康险行业将很快呈现出一波建设大潮，不仅包括经营牌照的增加，也包括险种的丰富、相关服务的增加、以及健康产业链的拓展等。

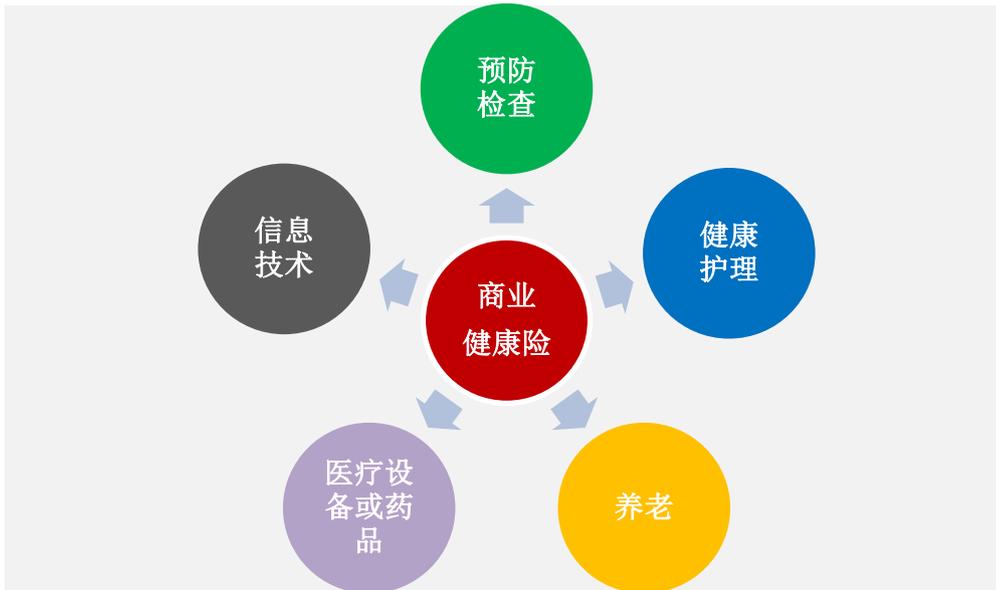
3. 我国商业健康险发展的六点建议

不论是海外成熟市场经验、还是国内政策方向，都在告诉我们基本医疗保险只能保基本需求。科技进步和生活水平的提高使得人们对医疗健康保障要求不断升级，个性化、高品质的健康服务需求不可能从公共医保中获取；医药费高企、国家财力有限，政府必然会给商业健康险经营者留下发展空间。

结合前两部分内容的分析，我们认为我国商业健康险的发展现状可以简单地总结为以下六点：（1）起步晚、规模基数低；（2）专营机构少、市场竞争小；（3）产品种类和创新不够、覆盖面窄、赔付率高；（4）健康产业链专业人才缺失；（5）健康数据积累不够，信息技术化程度不高；（6）健康服务产业链拓展有限，相关业务有待开发。

因此，我国商业健康险市场的发展首先应该积极鼓励社会资本开办或者参与到健康险的机构经营中，加快商业健康险的社会供给，鼓励竞争；第二，结合当前我国的基本医疗保险制度，重点开发企业补充医疗保障计划产品，迅速降低广大在职员工的医疗经济负担；第三，针对高端消费人群，加快学习海外优秀经验，不断积累数据信息，提供个性化产品定制和健康管理服务，控制经营风险，提高经营效益；第四，根据当代社会老龄化和少子化的现实，加快发展重疾险和护理险等传统健康险种；第五，努力拓展健康产业链的长度和维度，做大的同时尽力做专，控制经营成本，提高服务性收费，增加无风险收入来源。第六，引进和培养健康保险业专家和健康产业链的相关的人力资源，以专业赢得口碑。

图表 22: 商业健康险公司可延伸的产业链方向



资料来源：华融证券整理

四、投资建议

我国支持健康险发展的相关政策出台节奏开始加快。2014年8月，国务院颁发的“新国十条”将保险业发展推到了一个国家战略的高度。在简政放权、充分调动市场供给、注重民生保障的宏观政策基调下，我国商业健康保险将迎来空前利好。近日，也有媒体报导，国务院办公厅《关于加快发展商业健康保险的若干意见》已获签发，估计我国商业健康险行业将很快呈现出一波建设大潮，不仅包括经营牌照的增加，也包括险种的丰富、相关服务的增加、以及健康产业链的拓展等。我们维持保险业“看好”评级。相关A股投资标的有中国平安(601318)、新华保险(601336)、中国太保(601601)和中国人寿(601628)。

五、风险提示

税收优惠政策预期遇冷；

经济萧条，失业率增加；

公共医疗改革缓慢，“以药养医”顽疾难以治理。

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15%以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5%以上
推 荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5%到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5%到 5%内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5%以上
卖 出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15%以上		

免责声明

赵莎莎，在此声明，本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿等。华融证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司（以下简称本公司）的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市西城区金融大街 8 号 A 座 5 层 (100033)

传真：010-58568159

网址：www.hrsec.com.cn