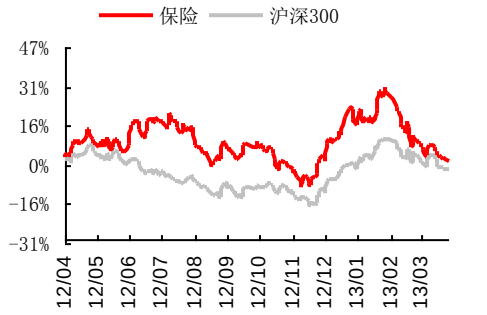
商业健康险的发展机遇不在大病医保

——寿险长期投资价值“微系列”之二

东方证券 ORIENT SECURITIES

行业评级	看好 中性 看淡 (维持)
国家/地区	中国/A 股
行业	保险
报告发布日期	2013 年 04 月 11 日

行业表现



资料来源：WIND

研究背景

3 月末，保监会公示了保险总公司大病保险经营资质名单，关于商业健康险的发展空间再次引起市场关注，本报告试图从较为微观的层面分析大病医保为商业健康险带来的发展空间。

投资要点

- **从中美比较来看，中国商业健康险不存在所谓“蛋糕巨大”的前景**

  中国选择的是“大社保”制度安排，不断提升以政府为主导的全民医疗保险的统筹层次，直到最终实现全国统筹的趋势不可逆转。目前来看更类似于“以国家卫生服务为主导、商业健康保险作为补充”的英国模式，中高端人群的健康险市场潜力值得挖掘，但“蛋糕做大”的空间十分有限。

  美国健康险业务的深度发展来自：商业健康保险在健康保障体系中占主导地位、医疗体制高度私有化、政府税优支持。中国基本不具备这些要素支持。

- **大病医保不是商业健康险的发展方向**

  政府对商业保险公司参与大病医保的定位类似于公益部门：低价承保，勉强保本。如果将经办政府大病医保作为健康险主业将是本末倒置：1、未来这类业务可能陷入生存困境；2、可能影响真正有利于商业健康保险发展的法规政策出台；3、商业健康保险的潜在市场可能得不到有效开发。

- **商业健康险是 “类奢侈品”消费**

  商业健康险的定位只能是目前“3+1”的基本医疗保障制度之外的空间：满足医保覆盖范围之外的医疗需求、为富裕人群提供优于全民医保的医疗服务。通过政府主导的大病保险与商业健康险价格对比，二者的巨大差异说明商业健康保险不是人人消费的起的“日用品”，某种程度上是 “类奢侈品”，消费的主体只能是中高端人群。

- **看好平安对未来高端健康险市场的把握**

  作为多年来在一线中心城市市占率领先的的城市型公司，客户定位在四家上市险企中最为高端，平安近几年在健康险方面前瞻性的举措值得关注：引进战略投资者——南非最大的健康险公司 Discovery，同时创新运营方面远远走在行业前列。

投资策略与建议：

从 P/EV, NBM 来看，行业估值达历史低点。从金融改革趋势、监管积极推动行业发展信号明显、大盘回升几个角度来看，保险股值得长期配置。

风险提示：新业务增速继续下滑，金融资产浮亏进一步扩大。

重点公司盈利预测及投资评级

	股价	2011	2012E	2013E	2014E	目标价	评级
中国平安	41.18	2.46	2.53	3.32	3.90	68.00	买入
中国太保	19.60	0.92	0.56	1.05	1.23	27.00	买入
新华保险	23.40	0.90	0.94	1.21	1.27	37.00	买入
中国人寿	17.56	0.65	0.39	0.95	1.15	22.00	增持

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算

证券分析师 金麟
021-63325888*6084
jinlin1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860510120026

联系人 陈红霞
021-63325888*6083
chenhongxia@orientsec.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

目　录

研究背景 4
1　美国健康险市场深度发展的驱动因素 4
1.1　美国商业健康保险类似于“强制保险” 5
1.2　医疗体制高度私有化，保险公司具有买方优势 6
1.3　政府给予投保健康险的企业、个人税收优惠 6
2　当前束缚中国健康险发展的因素 7
2.1　中国选择的是“大社保”制度安排 7
2.2　健康险经营内外部环境的缺失 8
3　从新农合看保险公司参与大病保险的实质 10
3.1　太保“江阴模式”：仅收取经办服务费 10
3.2　人保“太仓模式”：低价承保，勉强保本 10
4　商业健康险定位——“奢侈品”还是“日用品” 11
4.1　商业健康险在社保覆盖之外的生存空间 11
4.2　政府主导的大病保险与商业健康险价格对比 12
4.3　商业健康险是“类奢侈品”消费 13
4.4　将经办政府大病医保作为主业将是本末倒置 13
5　谁能把握未来的商业健康险市场 15
5.1　目前来看健康险增长空间可能不大 15
5.2　看好中国平安对未来高端健康险市场的把握 16
6　风险提示 17

图表目录

图 1 美国是全球最大的寿险市场 4
图 2 美国健康险自 1950 年以来保持快速增长 5
图 3 整个行业健康险保费占比仅 7%左右 7
图 4 商业医疗保险的发展空间——社保覆盖范围之外 11
图 5 中国城镇居民人均可支配收入（元） 13
图 6 英国健康险在寿险保费中占比平均约 3% 15
图 7 德国健康险在寿险保费中占比高达 38% 16

表 1 美国健康险联邦税收优惠政策概览 6
表 2 公立医院垄断了 90%左右的医疗资源（2010 年数据） 8
表 3 四家专业健康险公司业务一直观望不前 9
表 4 江阴模式是典型的外包服务模式 10
表 5 太仓大病医保与商业健康险价格简单对比 12

研究背景

3 月末，保监会公示了保险总公司大病保险经营资质名单，关于商业健康险的发展空间再次引起市场关注。已经有大量的研报从国际比较的角度来阐述中国商业健康险未来发展空间巨大。

关于健康险的未来市场潜力是毋庸置疑的，但是这么多年来为何各家保险公司在健康险发展方面观望不前？当前束缚健康险发展的因素是什么？这些束缚因素未来消除的可能性有多大？我国现有的社保制度安排下商业健康险的定位是什么？

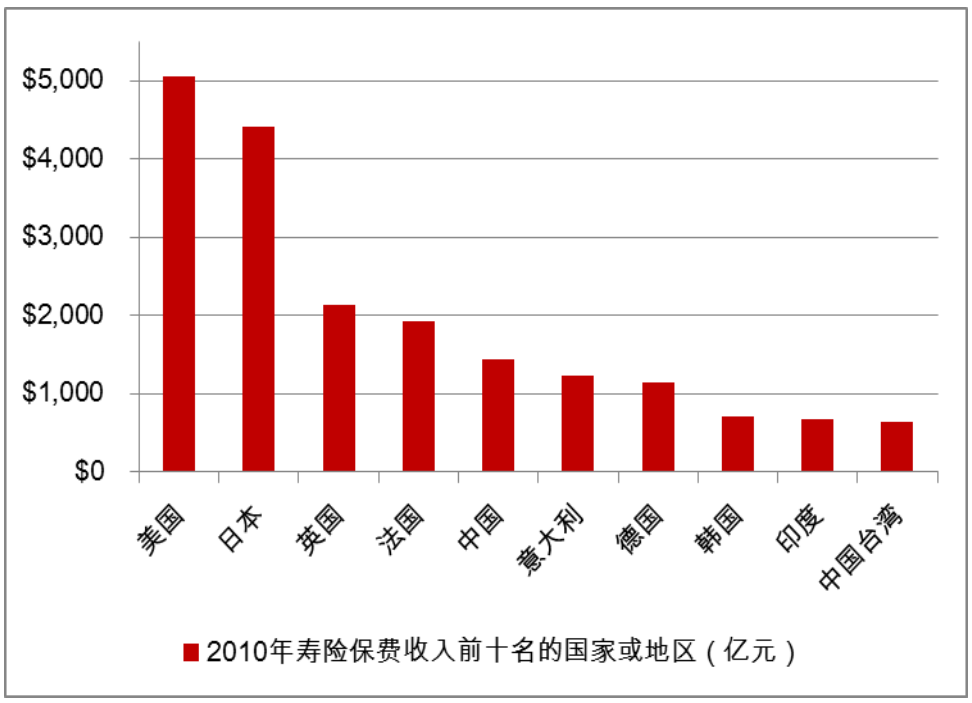
我们的报告试图从较为微观的层面分析大病医保为商业健康险带来的发展空间。

1、美国健康险市场深度发展的驱动因素
2、当前束缚中国健康险发展的因素以及这些因素消除的可能性
3、从“新农合”看清政府对商业保险公司在大病医保中的定位
4、中国商业健康险未来定位——“奢侈品”还是“日用品”
5、什么样的公司能把握未来的健康险市场

1 美国健康险市场深度发展的驱动因素

我国寿险业还处于初级发展阶段，欧美等发达国家寿险业已有数百年历史，其发展历程中的经验和规律必将对我国寿险市场的发展有所启示。美国寿险保费占全球寿险市场的 20%。

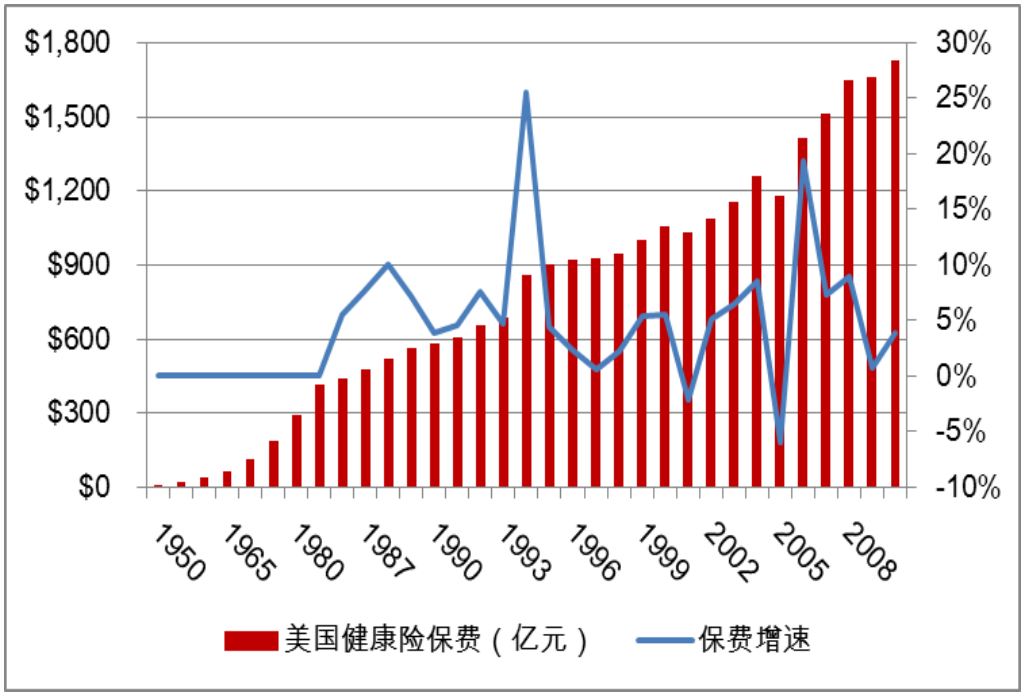
图 1 美国是全球最大的寿险市场



资料来源：《2010 年的世界保险业》（SIGMA，2011 年第 2 期）

美国是世界上商业健康保险最发达的国家，健康险自 1950 年以来保持快速增长，自 1980 年以来，平均增速一直维持在 6%以上，至 2010 年，健康险保费已达 1700 亿美元。

图 2 美国健康险自 1950 年以来保持快速增长



资料来源：ACLI，东方证券研究所

1.1 美国商业健康保险类似于“强制保险”

美国是发达国家中唯一没有提供“全民医保”的国家，政府建立的只是面向弱者的法定医疗保障制度，而不是全民的法定医保。政府只对部分人群提供政府保险计划，其他人的医疗保障完全由市场方式解决，商业健康保险在国家医疗保险体系中处于核心地位。

由于美国建立的是以商业健康保险为核心的医疗保障体制安排，医疗保障制度是一种与“职业”紧密相联的“职业福利制度”。根据相关法律，企业雇员的基本医疗保障必须通过商业保险实现，商业健康险在一定程度上类似于“强制保险“，这在很大程度上鼓励了商业健康保险的发展壮大。

1.2 医疗体制高度私有化，保险公司具有买方优势

美国是商业健康保险最发达的国家，商业保险公司拥有庞大的客户群，商业健康保险凭借强大的医疗网络、先进的管理手段以及专业化人才，具有买方优势，保险公司成为私人医疗机构重要的获客渠道。

由于保险公司强大的谈判能力，医疗机构有意愿与之建立深层次合作机制，保险公司对医疗行为和医药费用的影响力较强，对于赔付成本能够形成有效的控制。保险公司与医疗机构形成"风险共担、利益共享"的利益联系纽带。

1.3 政府给予投保健康险的企业、个人税收优惠

政府一直通过税收优惠等政策鼓励企业、个人投保商业健康保险，多方位来分散社会健康风险。

表 1 美国健康险联邦税收优惠政策概览

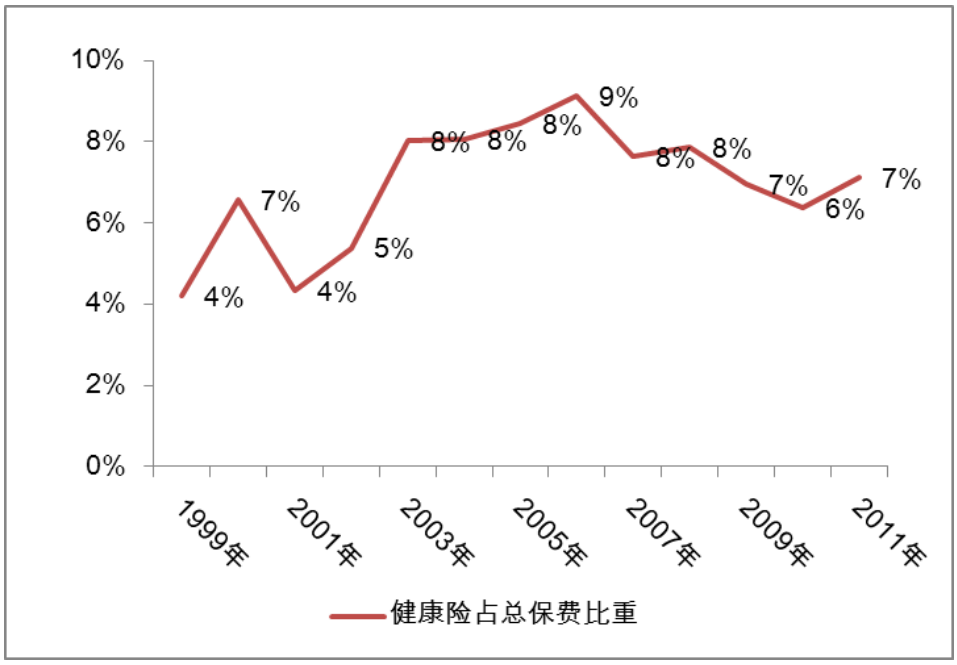
健康险计划	联邦税收激励
个人购买健康险 Private Health Insurance （self insured）	个人购买健康险的保费包括在个人健康计划的免税额度中，健康险的保费超出个人调整后总收入的7.5%的部分可以全部免除，否则不能
健康储蓄计划 Health Savings Accounts	2011年，个人的单身税优可以减免到$3,050，家庭的税优可以减免到$6,150. 前提是必须有一个high deductible health plan.
长期医疗保险 long-term care insurance	有年龄限制：61~70岁的个人有最多$3080的免税额，70岁以上的免税额最多$3850.
为亲属购买健康险 Expenses for Relatives	直系亲属的保费支出可以免税
雇主为个人购买健康险 Employer-insured	雇主为雇员缴付的健康保险费可作为业务费用税前列支
自我雇佣者购买健康险 Self-employment	100%的免税额度，但不能超过当年净利润
小型企业购买健康险 Small business	雇主给雇员购买健康险，允许保费支出35%的税收免除

资料来源：www.irs.gov

2 当前束缚中国健康险发展的因素

我国商业健康保险发展现状并不令人满意，行业健康险占比一直处于较低水平，2011 年在总保费中占比约为 7%。

图 3 整个行业健康险保费占比仅 7%左右



资料来源：WIND，东方证券研究所

2.1 中国选择的是“大社保”制度安排

➢ **社会医疗保险覆盖面不断扩大**

对于中国而言，无论是出于国情还是制度安排的选择，永远都不可能是美国。中国走的是新兴工业化国家普遍奉行的社会医疗保险覆盖面不断扩大医疗保障道路，目前已经建立了覆盖全民的医疗保障制度，整个医疗保障体系已覆盖了全国 95% 以上的人口。政府新的医改目标将继续健全完善社会医疗保险，至 2015 年实现全覆盖。

国家统计局网站的信息： 2009 年以来，参加城镇职工基本医疗保险、城镇居民基本医疗保险和新型农村合作医疗保险的人数不断扩大。2011 年，城镇职工和居民基本医疗保险参加人数达到 4.7 亿人，比 2008 年增加 49%；新农合参保率从 2008 年的 91.5%提高到 2011 年的 97.5%；2011 年，医疗保险覆盖人口超过 13 亿人。

政府不断提升以政府为主导的全民医疗保险的统筹层次，直到最终实现全国统筹的趋势不可逆转。

（国家统计局网页链接：http://www.stats.gov.cn/tjfx/grgd/t20120718_402819352.htm）

➢ **政府对商业保险公司的定位：参与基本医疗保险经办管理的服务者**

自 2009 年以来国务院办公厅有关深化医药卫生体制改革的通知提及商业健康险有关的内容回顾：

- ✓ 2009、2010 年：提及“探索委托具有资质的商业保险机构经办各类医疗保障管理服务”
- ✓ 2011 年：“积极探索委托具有资质的商业保险机构经办各类医疗保障管理服务.....鼓励企业和个人通过参加商业保险及多种形式的补充保险解决基本医疗保障之外的需求”
- ✓ 2012 年：“研究制定重特大疾病保障办法，积极探索利用基本医保基金购买商业大病保险或建立补充保险等方式.....鼓励企业、个人参加商业健康保险及多种形式的补充保险，制定落实税收等相关优惠政策”

2.2 健康险经营内外部环境的缺失

➢ **缺乏国家税收政策支持**

早在 2006 年 6 月，国务院发布了《国务院关于保险业改革发展的若干意见》(简称“国十条”)，被业界称为“中国保险业发展历史上的里程碑”。“国十条”明确指出：要探索对涉及国计民生的政策性保险业务给予适当的税收优惠，鼓励人民群众和企业积极参加保险。当年 9 月，保监会组织全行业，就诸多保险业务的税务优惠问题向国税局提出政策建议。

现在看来，业内激动呈上的税务优惠政策建议，仅为自娱自乐一场。

时至今日，个人投保养老险、健康险没有任何税收优惠。2009 年国税局下发财税[2009]27 号文，规定企业为员工投保的补充养老保险费、补充医疗保险费，投保费用在不超过职工工资总额 5%标准内可以税前列支，税优幅度十分有限。

（附：根据《财政部、国家税务总局关于补充养老保险费 补充医疗保险费有关企业所得税政策问题》（财税[2009]27 号）的通知：自 2008 年 1 月 1 日起，企业根据国家有关政策规定，为在本企业任职或者受雇的全体员工支付的补充养老保险费、补充医疗保险费，分别在不超过职工工资总额 5%标准内的部分，在计算应纳税所得额时准予扣除；超过的部分，不予扣除。）

➢ **与医疗服务机构的合作中处于劣势地位**

保险公司与医院之间缺乏利益共享机制：中国公立医院垄断了 90%左右的医疗资源，公立医院属于政府纳入财政预算管理的机构。在当前在医疗资源供求紧张的状况下，处于劣势地位的商业保险公司几乎不可能要求公立医院与之合作控制医疗费用。

表 2 公立医院垄断了 90%左右的医疗资源（2010 年数据）

医院性质	床位数（张）	占比	入院人数（万人）	占比
公立医院	3,013,768	89%	8,724	92%
民营医院	373,669	11%	800	8%
小计	3,387,437	100%	9,524	100%

资料来源：卫生部卫生发展研究中心

虽然保险公司希望加强对医疗服务成本的管理，监督医疗费用支出的合理性和必要性，但是费用发生方——医院没有义务、没有意愿与之合作，甚至常有“过度医疗”行为发性。道德风险是保险经营中的普遍现象，医疗费用风险就成了商业医疗保险经营中最主要的风险。

日前合众人寿、大众保险等多家保险公司在保险条款中列示 “北京平谷区所有医院就医均不给予理赔”条款，拒赔平谷医院就医费用，就是因为保险公司发现这些地区的医院存在联合客户骗保的行为，保险公司迫于自身所处的劣势地位所采取的自保措施。

链接：http://finance.sina.com.cn/money/insurance/bxdt/20130123/033514369148.shtml

- **社会诚信体系缺失**

社会诚信体系薄弱，容易出现健康险“带病投保”等逆选择，保险公司面临较高道德风险，只能通过提高保费来增强风险边际，而较高的保费反过来提高了投保财务门槛，在一定程度上成为健康险发展的阻力。

此外，出于对健康险风险管控的考虑，目前各公司销售的健康险产品相似，保障责任单一雷同，无法满足客户的差异化、多样化的医疗保障需求。

健康险业务的理赔有赔付频率高、赔付金额低的特点，健康险业务的管理实际上是过程管理，在无法对过程进行管理的现状下，各保险公司健康险的发展战略都比较审慎。

表 3 四家专业健康险公司业务一直观望不前

单位：百万元

公司	传统险	意外险	健康险	分红险	投连险	万能险	合计
人保健康		485	3,679	433			4,596
平安健康		3	128				131
昆仑健康		12	72			0	83
和谐健康		1	1			5	8
平安人寿	**8,831**	**1,030**	**16,410**	**86,278**	**375**	**51,785**	**164,709**

资料来源：中国保险年鉴 2012

平安人寿销售的健康险业务远远超过平安专业健康险公司。单从保费来看，专业健康险公司的成立更多是在形式上响应监管对健康险专业化经营的要求，暂未观察到实质意义。

3 从新农合看保险公司参与大病保险的实质

新农合制度具有合作和互助共济的性质，由政府组织、引导和支持，商业保险公司协办。

根据国家统计局发布的《2012 年国民经济和社会发展统计公报》，截至 2012 年末，全国有 2566 个县（市、区）开展了新型农村合作医疗工作，新型农村合作医疗参合率 98.1%。1-9 月新型农村合作医疗基金支出总额为 1717 亿元，受益 11.5 亿人次。

3.1 太保“江阴模式”：仅收取经办服务费

新农合典型代表“江阴模式”属于外包服务模式：商业保险只是政府服务外包的受托方，政府部门负责基本医疗保险的运营和维护，承担基金盈亏风险。商业健康保险公司只是受托提供方案设计、基金管理、医疗费用赔付核查等服务项目，并收取一定的服务费用。

表 4 江阴模式是典型的外包服务模式

经营模式	外包服务模式
出资方	市政府、镇政府、个人三方筹资， 经办管理费由地方政府财政支付
各方职责	政府：负责相关制度建立和基金征缴 卫生局：对新农合业务管理进行专业指导和监督 商业保险公司：提供专业的理赔经办管理服务
盈亏承担	医保账户盈亏由政府方面承担，保险公司只负责理赔管理
盈利模式	主要靠收取管理费用，近二年开展附加大病保险等相关产品销售

资料来源：东方证券研究所

保险公司赚的是经办劳务的费用，并不是赚管理风险的钱，并非保险主业。自 2010 年起，商业保险公司推出专属参合群众的商业补充医疗保险。

3.2 人保“太仓模式”：低价承保，勉强保本

大病医保新政出台后，业界都在探索开展大病医保的策略，其中人保主导的“太仓模式”最受关注，成为此次全国大病保险政策的主要参考样本。

2011 年 7 月，太仓市人社局通过公开招投标，以购买商业保险的形式与人保健康苏州中心支公司签订“社会医疗保险大病住院补充医疗保险”项目，双方合作为参保人员提供住院大额自负医疗费用的补偿。

该项目为承办的人保健康带来 2000 余万元保费收入，预计 2012 全年赔付率为 88.45%，能实现保本微利，扭转了过去参与补充医疗保险长期亏损的局面，初步形成了以市场运作为支撑的专业化经营模式。

据我们走访了解的情况，保险公司经办新农合业务，收取的服务费用或是投保收入基本很难覆盖成本，保本微利是偏理想的目标。实务中，当地政府通过与保险公司签订补充协议的形式来补偿。比

如，让参与新农合业务的保险公司承保当地学校、机关的意外险等业务来弥补在经办新农合业务上的亏损，所谓“墙内损失墙外补”。

小结：

对商业保险公司来说，参与新农合业务的主要价值在于：1、希望从当地政府拿到其他业务：就是上文所述承保当地学校、机关的意外险等业务；2、二次开发参保的个人客户：通过新农合业务与参保个人深度接触，进一步销售其他保险产品；3、掌握医疗保险相关数据、积累医疗保险风险管理经验，利于未来医疗保险市场的开拓。

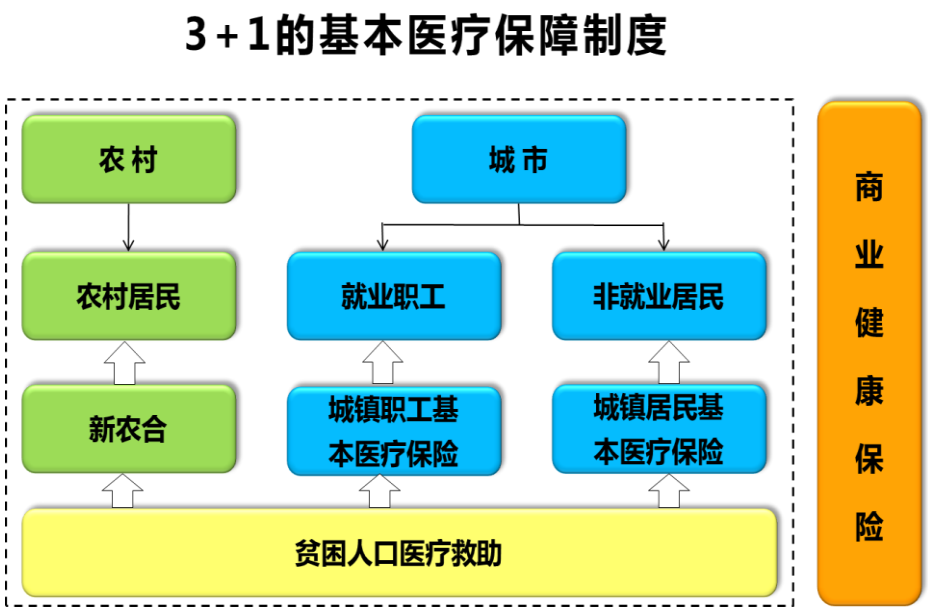
这些价值的实现均有较大的不确定性：1、指望与政府搞好关系并取得业务长远来看并不十分可靠；2、除富裕地区外，新农合覆盖的农民购买力有限，二次开发的空间有限；3、目前的医疗费用数据积累是基于政府对医疗机构医疗行为强有力规范和约束，如果商业保险公司的劣势地位不能改变，在当前这一情景前提之下积累的数据借鉴意义有待商榷。

4 商业健康险定位——“奢侈品”还是“日用品”

4.1 商业健康险在社保覆盖之外的生存空间

农村合作医疗或者城镇基本医疗保险业务的经办权并不是真正的商业健康保险。商业保险公司在健康险方面的发展空间只能是社保范围之外的补充。下表比较清晰的展示了商业健康险的生存空间：商业健康险的定位只能是中国目前“3+1”的基本医疗保障制度之外的空间：

图 4 商业医疗保险的发展空间——社保覆盖范围之外



资料来源：卫生部卫生发展研究中心

虽然目前医保覆盖率达 95%以上，但是全民医保不等全面医疗保障，也不等于全民免费医疗，在社会医疗保障体系之外，商来健康险作为全民医保的重要补充是有其存在的意义。

- 医保覆盖范围之外的医疗需求：不保障的病种、不报销的药物费用
- 追求更好的医疗资源与服务：为富裕人群提供优于全民医保的医疗服务

4.2 政府主导的大病保险与商业健康险价格对比

我们来看看政府主导的大病保险与商业健康险保费对比，由于保障期、保障责任等要素不同，我们很难找到一款与大病医保项目完全可比的产品，下面的对比只是示意性价格对比：

- 大病医保项目的收费及保险责任

太仓大病医保项目按照城镇基本医疗保险账户每人每年 50 元、城乡居民医疗保险(包括城镇非职工居民和农村居民)账户每人每年 20 元的标准计算，由太仓市社会医疗保险结余资金统一支付保费。补偿起付线为 1 万元，分段结报，比例为 53%-82%，自付费用越多，结报比例越高，结报总额上不封顶。

- 商业健康险产品的收费及保险责任

我们以四大专业健康险公司之一昆仑健康险公司的一款产品——昆仑祥宁终身重大疾病保险为例：(链接：http://www.kunlunhealth.com/templet/default/cp_ShowArticle_share.jsp?id=1145)

保险责任简言之二条：重疾确诊、任何原因身故赔偿，保障终身。

根据公司网页上的投保示例说明：男，30 岁，投保保额 10 万元，年交保费 3250 元，缴费期 20 年。

表 5 太仓大病医保与商业健康险价格简单对比

	太仓大病医保	昆仑祥宁终身重疾
保费/年	城镇居民50元 / 农村居民20元	3250元
主要保险责任	补偿起付线为1万元，分段结报，比例为53%-82%，自付费用越多，结报比例越高，结报总额上不封顶	重疾确诊赔10万元 身故赔10万元
缴费期限	一年	20年
保险期限	一年	终身

资料来源：东方证券研究所

虽然这二款产品费率不能简单可比，一个是一年期短期产品，另一个是终身保障产品，保险责任也不可比，但是保费的巨大差异还是能说明产品的客户定位问题。

此外，我们也可以看看友邦在国内针对高端人群热销的健康险产品——友邦全佑一生"六合一"疾病保险（产品保费试算链接：http://www.aia.com.cn/zh-cn/premium_calculation/aio2.html）。

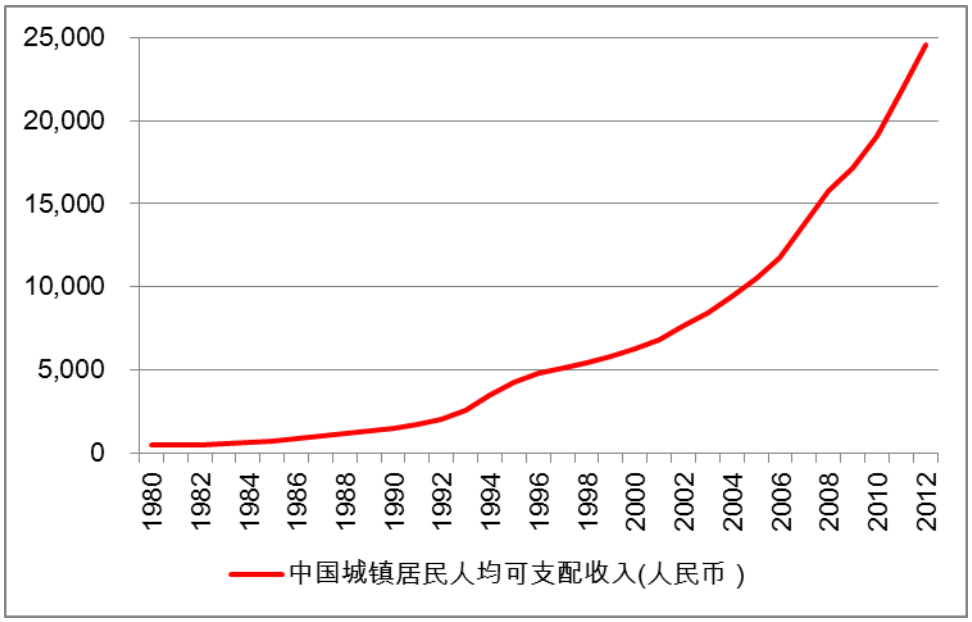
假设 30 岁健康男性投保，基本保险金额选 12 万，首期保费试算结果为 4476 元。比昆仑祥宁终身重大疾病保险的价位更高，当然更高的价格对应更广的保障范围。

4.3 商业健康险是“类奢侈品”消费

2012 年中国城镇居民人均可支配收入为 24,565 元，如果投保上文所述的健康险产品，保额 10 万，年保费支出 4000 元左右，占人均可支配收入 15%左右。

健康保险人人需要，但是从目前的产品价格来看，商业健康保险绝不是人人消费的起的“日用品”，某种程度上是“类奢侈品”，消费的主体只能是中高端人群。

图 5 中国城镇居民人均可支配收入（元）



资料来源：WIND

4.4 将经办政府大病医保作为主业将是本末倒置

在谈到商业保险公司经办大病医保的好处时，市场的认知总结为二种：

1、通过提供经办服务保险公司可以培养医疗保险工作团队、掌握医疗保险相关数据、积累医疗保险风险管理经验，在经办服务中提高健康保险服务能力，这对未来开拓医疗保险市场是有益的。

2、保险公司通过承办保本微利的“大病医保”，获得更多客户资源以及对客户进行二次开发的机会”，类似于产险公司通过承办微利甚至亏损的“交强险”来带动“商业车险”的发展。

我们对此不同的认识：

1、第一条所说“对未来开拓医疗保险市场是有益的”在引导健康险消费意思，培育市场方面可能是存在的。但是在精算数据积累方面的意义并不如市场以为的那么大：目前的医疗费用数据积累是基于政府对医疗机构医疗行为强有力规范和约束，如果商业保险公司的劣势地位不能改变，在当前这一情景之下积累的数据借鉴意义有待商榷。

2、第二条则更值得探讨，大病医保覆盖的客户多为中低收入群体，大多数人限于财力基本满足于社会医保的覆盖深度，寄希望于这个群体在消费了“交强险”之外再投保“商业车险”，除非收入有较大提升，否则不是很现实。

基于上述认识，我们认为如果将经办大病医保为商业健康保险发展方向，无论出于何种考虑，都是一种本末倒置，都将使行业长远受损。

大病医保的社会保险性质不会改变，政府不断提升全民医疗保险的统筹层次的趋势不可逆转，商业保险公司依靠利润生存的本性不会改变，如果商业保险公司将经办政府大病医保作为主业并不符合商业健康保险的发展规律，不良后果很明显：

- **未来这类业务可能陷入生存困境**

  大病医保即使短期内因有政府扶持得以维持运转，未来也必定会因达不到应有的盈利水准而损害可持续运营的基础。

  保险公司的主业是开拓商业保险市场、销售自己的保险产品而不是经办社会保险业务，只有主业做好了才能基业长青，否则将陷入生存与发展的困境。

- **可能影响真正有利于商业健康保险发展的法规政策出台**

  商业保险公司积极参与大病医保，给决策层一种错觉，以为保险公司承担社会保险责任就是经办社会医疗保险，进而影响到真正有利于商业健康保险发展的法规政策出台。

- **商业健康保险的潜在市场可能得不到有效开发**

  由于经办大病医保需要消耗大量人力、物力与财力，商业保险公司的重心不能全力放在商业健康保险的潜在市场开发与培育上。

5 谁能把握未来的商业健康险市场

5.1 目前来看健康险增长空间可能不大

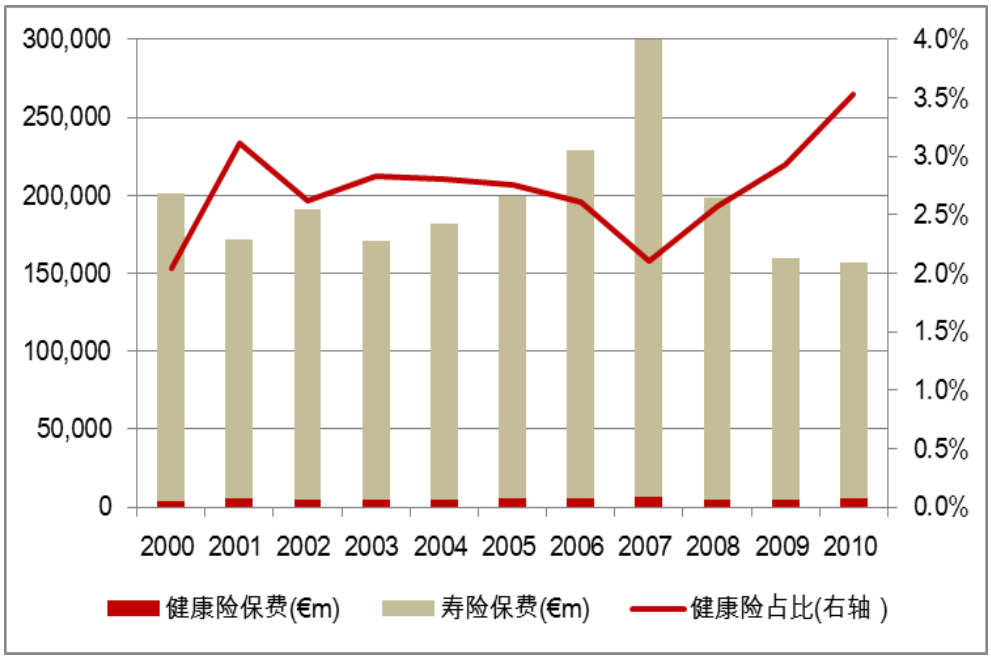
根据商业健康保险在国民健康保障体系中的地位和作用，国际上至少有三种商业健康保险发展的成功模式可供我们借鉴：

- 美国模式：商业健康保险在健康保障体系中占主导地位
- 德国模式：社会健康保险占优势、商业健康保险参与竞争
- 英国模式：以国家卫生服务为主导、商业健康保险作为补充

社会医疗保险的覆盖广度与深度决定了商业健康保险的空间。从目前的政策安排来看，中国的健康保障体系安排较大程度上类似于英国，商业健康险只是社会保险的补充，发展空间不大。

2010 年，英国健康险保费约 53 亿欧元。近十年来健康险保费在寿险保费中占比平均 3%左右。

图 6 英国健康险在寿险保费中占比平均约 3%

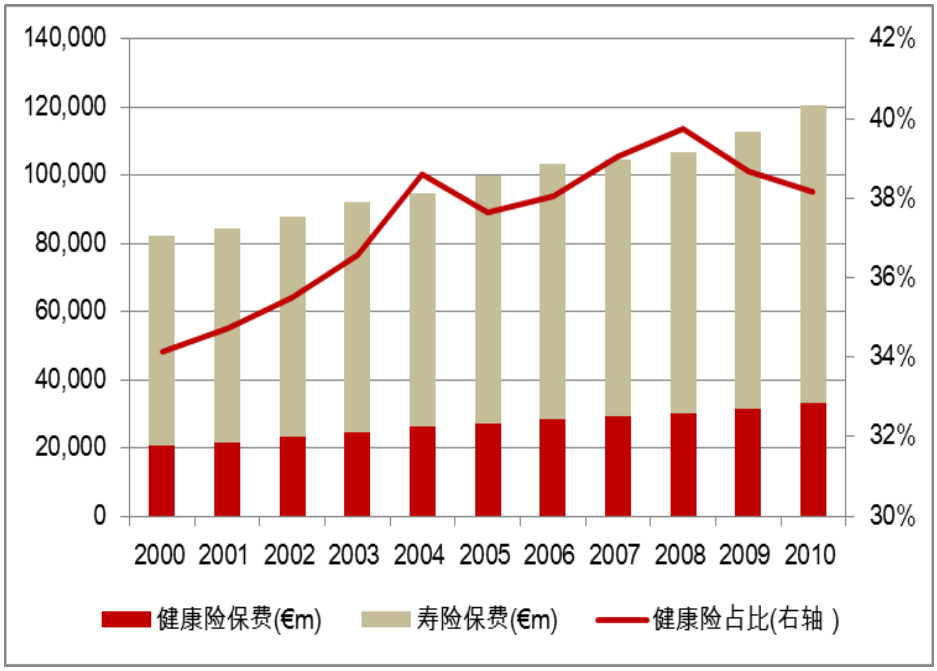


资料来源：CEA

如果，未来中国的健康保障体系安排向德靠拢：社会健康保险占优势、商业健康保险参与竞争。商业健康险的空间则会大很多。

2010 年，德国健康险保费约 333 亿欧元，约为英国的 6 倍。近十年来健康险保费在寿险保费中占比平均在 34%以上，在 2010 年达到 38%。

图 7 德国健康险在寿险保费中占比高达 38%



资料来源：CEA

5.2 看好中国平安对未来高端健康险市场的把握

综上分析，商业健康险作为“类奢侈品”，可持续发展的目标客户群是中高收入人群。

根据瑞士再保险发布的《2011 风险态度及保险调查：亚太区和中国》报告，72%的中国大陆中产阶层在未来一年里有购买保险的计划。调查报告中指出，中国大陆中产阶层的风险防范意识很强，对保险和退休财务规划的需求很高，中产阶层较愿意购买健康和财务方面的保险。

友邦中国近二年新业务价值的快速增长，公司年报将其归因于专注于全面保障，升级或重新设计若干主要产品，以提升人寿和医疗保险的保障成分。其中针对高端人群销售健康险产品是很大的亮点。友邦的成功说明，虽然在目前的制度安排下，商业健康险整体的蛋糕可能做不大，但是中国中高端人群的保险市场是有潜力可挖的。

我们看好中国平安，作为多年来在一线中心城市市占率领先的的城市型公司，客户定位在四家上市险企中最为高端。当前国内基本所有的保险公司都有健康险业务，但多是和社保保障平行的保险产品。而平安的差异化定位是中高端业务。

在经验空白、欠缺技术支持的情况下，平安健康险公司始终处于在蛰伏状态。由于缺乏专业销售渠道，平安集团的健康险主要还是通过平安寿险来销售。但是平安近几年在健康险方面前瞻性的举措值得关注：

- **平安对健康险前瞻性的战略布局**

早在 2009 年就引进战略投资者——南非最大的健康险公司 Discovery，致力于发展中国高端健康管理及新兴私人医疗保险市场。通过对南非 Discovery 公司理赔等业务系统和医疗风险管理工具等

知识产权的引进，逐步建立专业的医疗风险管理平台和产品及服务创新基础，为健康险公司在中高端医疗保险市场建立起核心竞争优势。

- **平安在健康险创新运营方面远远走在行业前列**
  - ✓ 搭建“三网合一“平台：整合医网、药网、信息网三网合一的医药健康平台
  - ✓ 通过旗下平安信托入股慈铭体检，以战略投资者身份投资深圳龙岗中医院
  - ✓ 与中山大学合资成立广州宜康医疗投资管理有限公司
  - ✓ 与珠三角各知名医院合作建立 VIP 病区和门诊部，组成整合体检、医学诊断、健康管理、门诊、VIP 病房的医疗服务网络
  - ✓ 收购网上超市“1 号店”及间接收购广东保利祝福你大药房，建立了“1 号药网”和“1 号医网”，从而进入传统药店和网上药店业务
  - ✓ 推出旨在改变健康险经营传统的 Vitality（健行天下）计划，引入国际上较流行的“健康管理”理念。一方面以打“服务牌”提高产品吸引力，另一方面则于无形中达到控制赔付率的目的

6 风险提示

- 新业务持续增长乏力风险

近二年各类理财产品热销对保险产品销售有较大挤出效应，保费底部反弹有待观察。

- 资本市场下跌风险

保险股是高 BETA 品种，保险公司权益类投资占净资产的比重较大，权益资产价格的波动对公司有重大影响，资本市场长期低迷可能导致公司净资产、净利润、偿付能力大幅下滑。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

东方证券 ORIENT SECURITIES

免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司授权的客户使用。本公司不会因接收人收到本研究报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本研究报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的研究报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本研究报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本研究报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本研究报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本研究报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本研究报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有研究报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本研究报告的全部或部分内容，不得将本研究报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司书面授权的引用、转发或刊载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节或修改

东方证券研究所

地址： 上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼
联系人： 王骏飞
电话： 021-63325888*1131
传真： 021-63326786
网址： www.dfzq.com.cn
Email： wangjunfei@orientsec.com.cn