

海外保险行业专题报告:

## 美国健康险行业发展之路

2019年2月17日

**推荐** (维持)

重点公司	股票代码	评级
中国平安	2318.HK	买入
中国太保	2601.HK	审慎增持
新华保险	1336.HK	审慎增持
中国太平	966.HK	审慎增持
中国财险	2318.HK	买入

### 相关报告

《港股 2019 年保险行业投资策略：静看山重水复，何如柳暗花明》20181125

《2018 年兴业证券海外春季策略报告：倒春寒时，守望秋收》20180417

《2018 海外保险行业策略报告：蓄势待发政策引，龙头领航启山林》20171127 海外行业深度研究报告

### 海外研究

分析师:

张忆东

兴业证券经济与金融研究院  
副院长

海外研究中心 总经理

zhangyd@xyzq.com.cn

SFC: BIS749

SAC: S0190510110012

联系人:

张博

zhangboyjs@xyzq.com.cn

SFC: BMM189

SAC: S0190117050055

### 投资要点

#### ● 美国健康险行业发展历程:

—1840s-1966: 商业保险探索开始。美国商业健康险发展初期阶段还可划分为 4 个小阶段: 1)、1840-1900: 健康保险市场以零散的健康保险、医疗救济、慈善机构的捐助医治等制度为特征。2)、1900-1930: 工伤保险基金逐步进入全盛时期。3)、1930-1940: 商业健康保险逐步挤占工伤保险基金空间。4)、1940-1966: 立法判例及税优政策使得雇主购买团体健康保险固化为传统, 商业健康保险飞速发展。

—1966-2000: 社会医保建立, 管理式医疗兴起。1965 年, 美国联邦政府正式确立了联邦医疗保险制度。由此, 社会保险支出及国家卫生支出高速增长。90 年代, 为控制卫生费用高速增长, 管理式医疗快速推进。

#### ● 我国健康险行业尚处发展初期阶段: 2016 年, 中国保险深度为 4.2%, 保险密度为 338 美元, 仍然偏低。截至 2018 年末, 健康险占人身保险保费收入的 26.3%。《中国保险业发展“十三五”规划纲要》中提出至 2020 年, 我国商业保险在社会保障体系中的作用需不断提升、探索管理式医疗, 实现商业保险信息与公共卫生、医疗服务、基本医保、医疗救助等信息共享的举措。梳理美国健康险发展历程对我国有参考价值。

#### ● 安泰成功转型为医疗服务集团, 中国险企布局健康险板块:

—安泰成功转型, 估值水平提升。截至 2017 年底, 公司 Insured 会员数(承担保险风险)占比为 36%, ASC 会员数(不承担保险风险)占比为 64%, 公司投资收入仅占营业收入的 1.6%。公司整体经营稳健, 受市场波动影响小, 其 PB 水平是传统寿险公司 AIG 及 MetLife 的 2 倍左右。

—新华保险: 积极布局健康险领域, 战略转型成果显著。2018 上半年, 新华保险健康险业务占比 32.8%, 为主要上市保险公司中健康险收入占比最大的公司。2018H1 新华保险总首年保费中, 健康险首年保费占比 55.5%, 较 2017 年末水平提升了 20.4 个百分点, 成为新单保费增长主要驱动力。

—中国平安: 金融+科技, 着力打造“大医疗健康”产业。2018 年上半年, 公司健康险占寿险总保费比例为 19.6%。2018H1, 平安好医生累计为近 2.3 亿使用者提供医疗健康管理服务, 累计咨询量超 3 亿人次, 同比增长 122.2%。平安医保科技致力于成为中国领先的科技驱动管理式医疗服务平台, 其医保服务已覆盖超过 200 个城市, 商保服务接入医院超 2,300 家。

#### ● 行业估值水平: 截至 2019 年 2 月 15 日收盘, 港股上市保险公司平均 PEV 为 0.96 倍, 中资港股保险公司平均 PEV 仅为 0.75 倍。从各公司的历史 PEV 水平上看, 内资保险公司 PEV 水平均处于较低水平。

**风险提示: 1) 资本市场波动; 2) 保费收入不达预期; 3) 保险行业政策变动风险; 4) 公司经营风险。**



# Overweight

( Maintained )

## Finance

### Analyst

#### Zhang Yidong

Deputy Head of Research at  
Industrial Securities Co. Ltd.  
General Manager of Overseas Market  
Research Center  
zhangyd@xyzq.com.cn  
SAC: S0190510110012  
SFC: BIS749

### Contact

#### Bo Zhang

zhangboyjs@xyzq.com.cn  
SAC: S0190117050055  
SFC: BMM189

## A Brief History of U.S. Health Insurance Industry: Origin, Development and Significance

2/17/2019

### A Brief History of U.S. Health Insurance Industry

#### —1840s-1966: Early Stage of Development of U.S. Health Insurance

The early stage of development of U.S. health insurance can be divided into four periods. **1).1840-1990:** featured by the combination of health insurance, charity and Medicaid; **2). 1900-1930:** Workers' Compensation bloomed; **3). 1930-1940:** Commercial health insurance replaced Workers' Compensation; **4). 1940-1966:** Precedent and preferential policies in tax treatment encouraged employers to purchase group benefits. Commercial health insurance forged.

#### —1966-2000: Public Health Care Plan Established, Managed Care Rises

In 1965, the U.S. government established Public Health Care Plan, which resulted in high medical expense and social insurance outlay. In the 1990s, managed care emerged. The terminology was used to describe a group of activities ostensibly intended to reduce the cost of providing for profit health care and providing health insurance while improving the quality of that care.

### China's Health Insurance Industry at Nascent Level

—In 2016, China's insurance penetration and density was 4.2% and \$388 USD, respectively. As of 31<sup>st</sup> Dec., 2018, health insurance constituted 26.3% of life insurance. *The Thirteenth Five-Year Plan of Insurance Industry of China* says that the proportion of commercial health insurance in social security system shall increase by 2020; that policies and initiatives of commercial and public health care information-sharing should be instituted; that managed care should be studied.

### Health Management Corporations Thrived, China's Insurance Companies Value the Opportunity

—Aetna's PB valuation boosted after transforming to health management corporation. As of 31<sup>st</sup> Dec., 2017, the proportion of Insured and ASC member of the Company is 36% and 64%, respectively. Investment income contributed 1.6% to its revenue.

—NCI: Transiting Business to Health Insurance. As of 30<sup>th</sup> June 2018, health insurance constituted 32.8% of the Company's business, higher than that of other listed insurance companies in Hongkong. 2018H1, health insurance constituted 55.5% of its initial premium.

—Pingan: Fintech Builds the Great Healthcare Business Format. As of 30<sup>th</sup> June 2018, health insurance constituted 19.6% of the Company's business. 2018H1, Pingan Good Doctor, the mobile platform of Pingan Health Cloud, served approximately 230 million users and consulted 300 million users, YoY of 122.2%. Pingan Healthcare And Technology Company has covered more than 200 cities and 2,300 hospitals in China.

### China's Life Insurance Industry is Worthy for Strategic Allocation

—As of February 15, 2019, Hong Kong listed insurance companies had an average PEV of 0.96, while mainland insurance companies had an average PEV of 0.75. China's life insurance industry has controllable risk, a stable long-term development outlook, and is worthy for strategic allocation.

**Potential risks:** 1). Fluctuations in capital markets caused by macro economy change; 2). Growth of premium income fall below expectation; 3). Policy changes in China's insurance industry; 4). Operation risk of insurance companies.

## 目 录

1、美国健康保险市场概况 .....	- 6 -
2、1840s-1965: 商业保险探索多种模式, 支出份额缓慢上升 .....	- 11 -
2.1、全民健康保险发展受挫, 工伤保险基金发展迅速 .....	- 11 -
2.2、商业保险蓬勃发展, 工伤基金退出市场 .....	- 13 -
2.3、商业保险固化, 进入高速发展阶段 .....	- 15 -
3、1966-2000s: 管理式医疗兴起, 卫生支出增速回落 .....	- 19 -
3.1、管理式医疗初具雏形 .....	- 20 -
3.2、全主体参与, 医疗服务成本-效益最大化 .....	- 24 -
4、我国健康险行业尚处发展初期阶段 .....	- 29 -
5、安泰成功转型为医疗服务集团, 中国险企布局健康险板块 .....	- 35 -
5.1 安泰保险: 收并购转型为专业医疗福利集团 .....	- 36 -
5.2 新华保险: 积极布局健康险领域, 战略转型成果显著 .....	- 44 -
5.3 中国平安: 金融+科技, 着力打造“大医疗健康”产业 .....	- 47 -
6、行业估值情况 .....	- 50 -
7、风险提示 .....	- 51 -
图 1、 中国卫生总费用及 GDP 占比 .....	- 6 -
图 2、 2015 年中美德英日医疗费用支出结构 .....	- 6 -
图 3、 美国国家卫生支出占 GDP 比重 .....	- 6 -
图 4、 美国私人卫生支出占国家卫生支出的比重 .....	- 6 -
图 5、 2017 年美国国家卫生支出去向 .....	- 7 -
图 6、 2017 年美国国家卫生支出来源 .....	- 7 -
图 7、 美国保险体系 .....	- 7 -
图 8、 美国私人部门医疗消费支出及其占私人部门消费支出比例 .....	- 8 -
图 9、 美国私人部门医疗消费支出资金占比按来源 .....	- 8 -
图 10、 美国保险覆盖率 ( 占总人口 ) .....	- 9 -
图 11、 美国私人保险覆盖率 ( 占总人口 ) .....	- 9 -
图 12、 发达国家公共保险覆盖率 ( 2015 年 ) .....	- 10 -
图 13、 发达国家卫生费用资金来源 ( 2015 年 ) .....	- 10 -
图 14、 美国私人部门员工所在公司提供健康保险比例 .....	- 10 -
图 15、 美国私人部门员工所在公司提供健康保险比例 .....	- 10 -
图 16、 美国私人部门员工自付保费比例 .....	- 11 -
图 17、 美国私人部门不同保险覆盖比例缴费对比 .....	- 11 -
图 18、 美国商业健康保险发展初期阶段 .....	- 11 -
图 19、 工伤保险立法推进 .....	- 12 -
图 20、 工伤保险覆盖率 .....	- 13 -
图 21、 医疗技术和医药产业的进步 .....	- 14 -
图 22、 美国劳动者报酬实际与名义增长率 .....	- 15 -
图 23、 美国医疗护理占个人消费支出的比重 .....	- 15 -
图 24、 立法过程 .....	- 15 -
图 25、 1939-1970 年商业医疗保险覆盖人口比例 ( 住院 ) .....	- 16 -
图 26、 1939-1970 年商业医疗保险覆盖人口比例 ( 手术 ) .....	- 16 -
图 27、 美国 1948-1965 年个人健康支出结构 ( % ) .....	- 16 -
图 28、 美国 1948-1965 年商业保险支出占个人健康支出比例 .....	- 16 -

图 29、	1960-2000 美国卫生费用支出构成 .....	- 19 -
图 30、	1960-2000 美国卫生费用支出同比增速 .....	- 19 -
图 31、	美国 1960-2000 年国家卫生支出与 GDP 增速 .....	- 20 -
图 32、	美国 1960-2000 年国家卫生支出占 GDP 比重 .....	- 20 -
图 33、	2005 年团体健康险市场不同产品类型占比 .....	- 23 -
图 34、	2008 年商业健康险市场不同产品类型占比 .....	- 23 -
图 35、	管理式医疗特点 .....	- 24 -
图 36、	管理式医疗各参与主体简单管理 .....	- 24 -
图 37、	保险公司参与卫生医疗全过程 .....	- 26 -
图 38、	美国 2000-2016 年健康支出结构按来源 .....	- 28 -
图 39、	商业保险支出占个人健康支出比例 (2000-2016) .....	- 28 -
图 40、	我国医疗卫生机构数量 (1978-2017) .....	- 30 -
图 41、	公立医院及民营医院占比 (2017 年) .....	- 30 -
图 42、	中国卫生总费用及 GDP 占比 .....	- 31 -
图 43、	2015 年中美德英日医疗费用支出结构 .....	- 31 -
图 44、	中国 65 岁以上人口及同比增速 .....	- 32 -
图 45、	中国城镇常住人口数及占比 .....	- 32 -
图 46、	全国健康险原保险保费收入及同比增速 .....	- 32 -
图 47、	全国健康险原保费收入占寿险总保费比例 .....	- 32 -
图 48、	美国历年寿险密度及人均 GDP .....	- 33 -
图 49、	美国历年寿险深度及人均 GDP .....	- 33 -
图 50、	美国历年寿险密度及人均 GDP 同比增速 .....	- 33 -
图 51、	美国历年寿险深度及密度同比增速 .....	- 33 -
图 52、	中国历年人身保险密度及人均 GDP .....	- 34 -
图 53、	中国历年人身保险深度及人均 GDP .....	- 34 -
图 54、	2015 年各国保险深度 .....	- 35 -
图 55、	2015 年各国保险密度 .....	- 35 -
图 56、	S&P 500 及 S&P MHCI 指数走势 .....	- 35 -
图 57、	2017 年健康福利管理公司主营收入 .....	- 35 -
图 58、	健康福利管理公司股价 (2012.1.3-2018.11.28) .....	- 36 -
图 59、	安泰 PB 走势强于传统寿险公司 .....	- 36 -
图 60、	安泰来源于外部客户的总营业收入 .....	- 36 -
图 61、	安泰各业务板块营业收入占比 .....	- 36 -
图 62、	安泰发展历史 .....	- 37 -
图 63、	安泰健康计划会员总人数 .....	- 41 -
图 64、	安泰市占率按会员人数 .....	- 41 -
图 65、	安泰会员人数按产品类型 .....	- 41 -
图 66、	安泰会员人数占比按产品类型 .....	- 41 -
图 67、	2017 年按地区各会员类型占比 .....	- 42 -
图 68、	2017 年按产品各会员类型占比 .....	- 42 -
图 69、	2016 年安泰盈利情况 .....	- 43 -
图 70、	2017 年安泰盈利情况 .....	- 43 -
图 71、	安泰医疗福利边际按保险类型 .....	- 43 -
图 72、	安泰扣费前收入按业务 .....	- 43 -
图 73、	安泰投资资产情况 .....	- 44 -
图 74、	安泰投资资产分类 .....	- 44 -
图 75、	安泰投资资产情况 .....	- 44 -
图 76、	安泰投资资产分类 .....	- 44 -
图 77、	公司保费收入占比按险种 .....	- 45 -
图 78、	公司健康险保费收入及同比增速 .....	- 45 -

图 79、	公司健康险首年保费占总首年保费比例.....	- 46 -
图 80、	2018H1 主要保险公司健康险保费收入占比.....	- 46 -
图 81、	定位国际领先的科技型个人生活服务集团.....	- 47 -
图 82、	科技赋能寿险——SAT 销售模式.....	- 48 -
图 83、	科技赋能寿险——销售过程管理.....	- 48 -
图 84、	公司互联网用户规模.....	- 49 -
图 85、	公司 APP 用户规模.....	- 49 -
图 86、	公司健康险原保险保费收入及同比增速.....	- 49 -
图 87、	公司健康险原保费收入占寿险总保费比例.....	- 49 -
图 88、	平安好医生医疗健康生态体系.....	- 50 -
表 1、	美国政府保险概况.....	- 7 -
表 2、	发达国家公共保险制度.....	- 9 -
表 3、	全民医保计划屡屡受挫.....	- 12 -
表 4、	1920-1930 年代各类保险计划发展情况.....	- 14 -
表 6、	1840-1965 重要事件及各类保险发展情况.....	- 17 -
表 5、	1910s-1970s 多种管理式医疗保险类型依次建立.....	- 21 -
表 6、	1970 年来管理式医疗发展事件.....	- 21 -
表 7、	管理式医疗模式对比.....	- 23 -
表 8、	管理式医疗支付方式及控费机制.....	- 25 -
表 9、	健康风险管理.....	- 27 -
表 10、	服务利用管理.....	- 27 -
表 11、	医疗质量管理.....	- 28 -
表 12、	《中国保险业发展“十三五”规划纲要》中医疗健康险相关内容.....	- 29 -
表 13、	关于商业健康险的重要文件.....	- 30 -
表 14、	安泰三大业务板块.....	- 36 -
表 15、	1853-1968: 安泰从单线经营转为多线经营.....	- 37 -
表 16、	1968-1996: 安泰多线经营, 大力发展管理式医疗.....	- 38 -
表 17、	1996-现在: 安泰成功转型为专业健康福利公司.....	- 39 -
表 18、	安泰健康福利板块.....	- 40 -
表 19、	新华保险健康管理产业链发展.....	- 45 -
表 20、	新华保险产品升级变动.....	- 46 -
表 21、	新华保险 2018 年新产品开发情况.....	- 47 -
表 22、	保险行业估值表.....	- 50 -

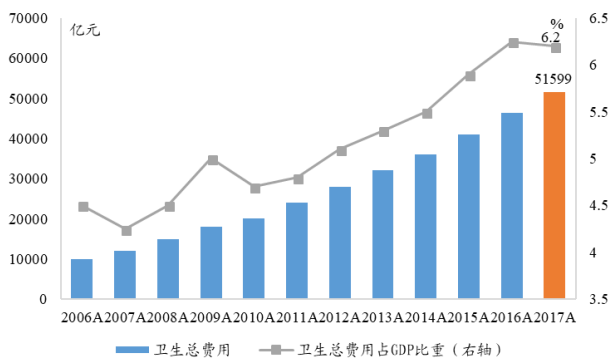


报告正文

健康险是对因健康原因导致的损失给付保险金的保险，主要包括医疗保险（以发生约定医疗费用为给付条件），疾病保险（以发生约定疾病为给付条件），收入保障保险（以因意外伤害、疾病导致收入中断或减少为给付条件）和长期护理保险（以因年老、疾病或伤残而需要长期护理为给付条件）。

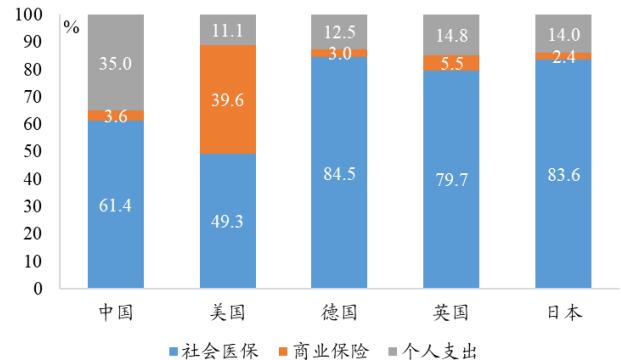
长期来看，我国健康市场仍有较大市场空间。2015年，美国商业保险支付了39.6%的医疗费用，而中国的商业保险仅支付3.6%的费用，而个人支出占比35.0%，远高于发达国家，我国个人支出负担过重的现实意味着商业健康险市场有可持续发展空间。美国的商业健康保险高度发达，探索其发展路径及商业模式或可为中国商业健康险所启示。

图1、中国卫生总费用及GDP占比



资料来源：中国统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

图2、2015年中美德英日医疗费用支出结构

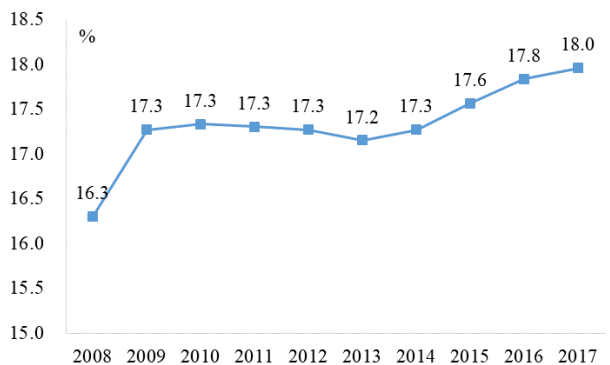


资料来源：WHO，兴业证券经济与金融研究院整理

1、美国健康保险市场概况

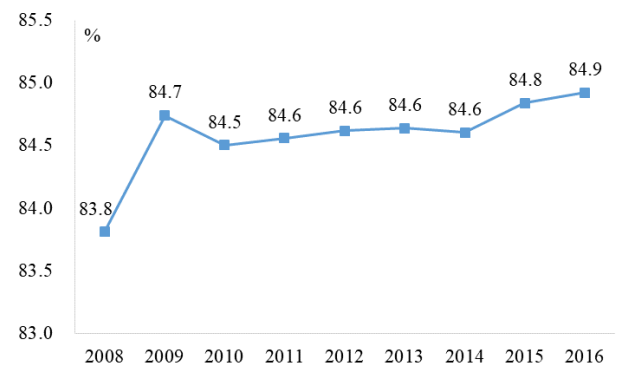
美国的医疗卫生市场体量庞大。2017年，美国卫生支出达到3.5万亿，占GDP的18.0%。2016年，私人部门卫生支出达到2.8万亿，占到美国卫生支出的84.9%。

图3、美国国家卫生支出占GDP比重



资料来源：WIND、CEMS，兴业证券经济与金融研究院整理

图4、美国私人卫生支出占国家卫生支出的比重

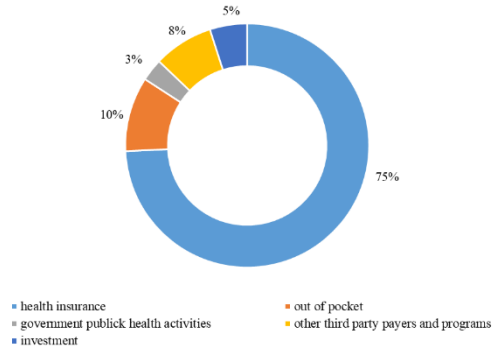
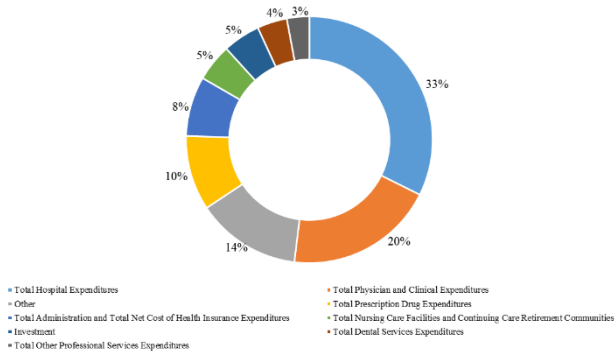


资料来源：WIND、CEMS，兴业证券经济与金融研究院整理

国家卫生支出去向方面,2017年,医院费用占据33%,医生和诊所费用占比20%,医药费用占比10%,三项合计63%。卫生支出来源方面,75%的资金来源于医疗保险;政府、第三方支付计划、投资占比16%;自付费用占比10%。

图5、2017年美国国家卫生支出去向

图6、2017年美国国家卫生支出来源

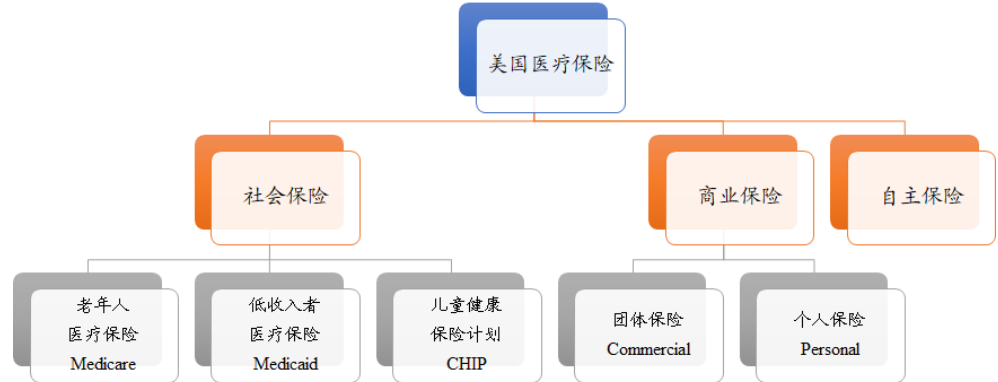


资料来源: CEMS, 兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源:CEMS, 兴业证券经济与金融研究院整理

医疗保险又可按照风险承担方分为社会保险(公共部门承担保险风险)和商业保险(私人部门承担保险风险)。

图7、美国保险体系



资料来源: 兴业证券经济与金融研究院整理

美国的社会保险主要有 Medicare (老人医疗保障计划)、Medicaid (针对低收入者医疗援助计划)、CHIP (儿童健康保险计划)。

表 1、美国政府保险概况

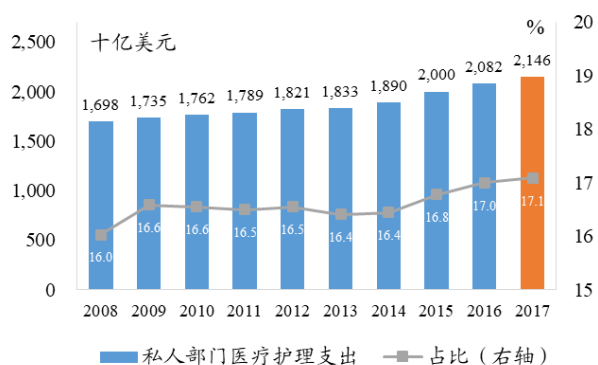
名称	Medicare	Medicaid	CHIP
历史沿革	1965 年通过《社会保障法案》，1966 年实施	1965 年通过《社会保障法案》，1966 年实施	1997 年通过《平衡预算法案》，1998 年实施
保障人群	65 岁以上的老年人和部分伤残者或终末期肾脏病患者	低收入人群、儿童及孕妇	低收入且无保险儿童、收入高于低收入医疗保障计划标准的低收入孕妇

<b>保障数量</b>	截至 2018 年 9 月, 已超过 5,900 万人	截至 2018 年 9 月, 超过 7,300 万人	截至 2018 年 9 月, 超过 1,000 万儿童
<b>管理组织</b>	老人和低收入医疗帮助服务中心 (CMS) 管理	联邦、州政府共同管理	联邦、州政府具体负责管理
<b>运作模式</b>	CMS 通过对管理式医疗组织偿付能力、组织规模、风险承受能力及医疗服务网络等因素的评估, 与医疗组织签订服务合同, 为受益人提供医疗保障, 并根据医疗保障范围和参保人数, 按照人均费用, 向签约的管理式医疗组织支付相关费用	运作如同第三方付费模式, 州政府可以按项目付费方式直接向服务提供者支付医疗费用, 也可采用各种预付制支付方式。	类似于 Medicaid
<b>服务范围</b>	有四个部分, 住院保险 (A 部分)、补充医疗保险 (B 部分)、优选型医疗保险 (C 部分) 和处方药保险 (D 部分), 根据受益人的参保情况有不同的保障范围	基本医疗服务, 如住院和门诊病房服务、化验和放射服务、生育及相关服务, 儿童计划免疫等; 州政府可以按照当地需要增加某些医疗项目	主要包括: 住院医疗、门诊医疗项目, 医师的外科和医疗服务, 检验和 X 光检查, 婴幼儿护理等, 及附加医疗服务项目, 如处方药、精神健康医疗、视力矫正、听力矫正等。
<b>资金来源</b>	税收、转移性支出、保费收入等	州政府和联邦政府财政	州政府和联邦政府财政

资料来源: CMS, 《管理式医疗——美国的医疗服务与医疗保险》, 兴业证券经济与金融研究院整理

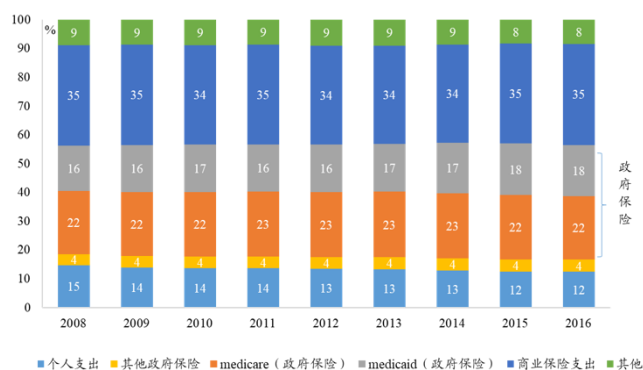
在私人卫生费用支付方面, 2016 年, 私人保险共支付 35% 的卫生费用, 政府保险共支付 40% 的卫生费用。其中, Medicare (老人医疗保险) 支付 22%, Medicaid (低收入者保险) 支付 18%; 其他第三方支付者及支付计划支付 8%; 自费支出占比 12%, 其中包括被保者的起赔线及自付比例等支出及未被保险者的个人支出。

图8、美国私人部门医疗消费支出及其占私人部门消费支出比例



资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图9、美国私人部门医疗消费支出资金占比按来源



资料来源: Centers for Medicare & Medicaid Services, Office of the Actuary, National Health Statistics Group, 兴业证券经济与金融研究院整理

保险覆盖率方面, 截至 2017 年, 91.3% 的人口有保险覆盖, 67.6% 的人口有商业保险覆盖。其中, 55% 的总人口拥有雇主保险, 13.5% 有自主购买的保险, 2.7% 有军人医疗保险 (此时国防部为雇主, 故算作私人保险领域); 35.5% 的人被政府保险覆盖 (有同时被商业保险和政府保险覆盖的情况), 8.7% 的人没有任何保险。

从保险覆盖率及医疗费用支出结合来看, 覆盖了 67.6% 的人口的私人健康保险计划, 支付了 35% 的私人健康费用; 覆盖了 35.5% 人口的政府保险, 支付了 40% 的



私人健康费用。支付比例差距的原因在于不同人群的人均医疗费用不同,如老人、儿童的医疗费用较高,而政府保险覆盖人口多为老年人、儿童。

图10、美国保险覆盖率(占总人口)

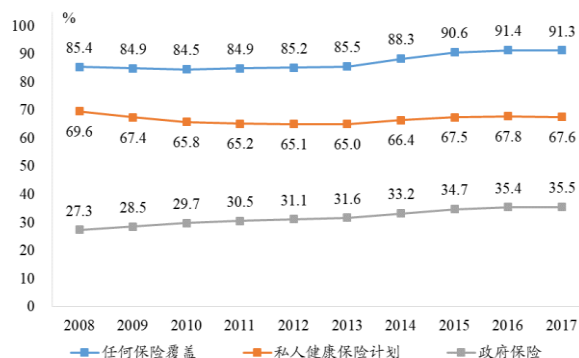
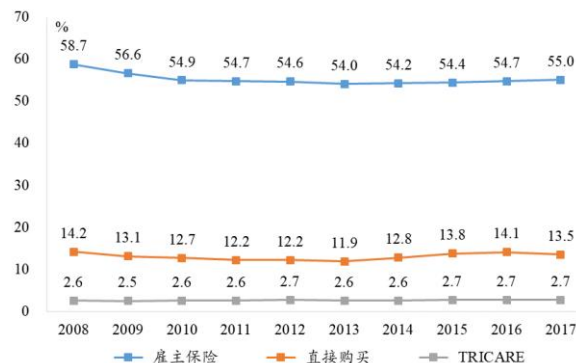


图11、美国私人保险覆盖率(占总人口)



资料来源:美国统计局,兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源:美国统计局,兴业证券经济与金融研究院整理

美国是世界上商业健康保险最为发达的国家之一,亦是世界上发达国家中唯一没有提供“全民医保”的国家,而是针对不同的人群由不同的资金来源提供程度不等、价格不同的医疗保障。

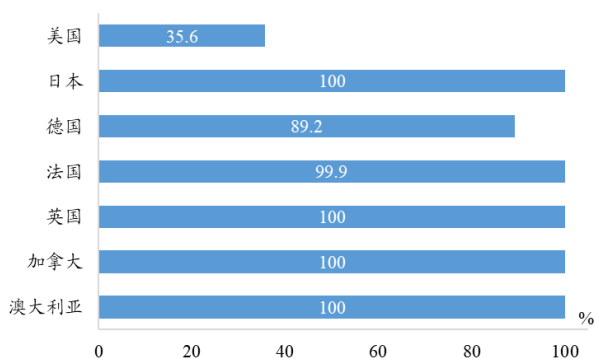
表 2、发达国家公共保险制度

健康保险模式	国家	2017 年人均 GDP (美元)	公共保险	2015 年社会保险覆盖率(%)
国家健康保险模式	澳大利亚	53,800	全民医保 Medicare	100
	加拿大	45,032	公共医疗保健制度 Public Health System	100
	英国	39,720	英国国民健康保险制度 National Health Service	100
社会健康保险模式	法国	38,477	国家社会健康保险 L'assurance de la Securite Sociale	99.9
	德国	44,470	法定医疗保险 Gesetzliche Krankenversicherung	89.2
	日本	38,428	国民健康保险 こくみんけんこうほけん	100
商业保险主导模式	美国	59,532	老人医疗保险(Medicare) 低收入者医疗保险 (Medicaid) 等	35.6

资料来源: OECD, 兴业证券经济与金融研究院整理

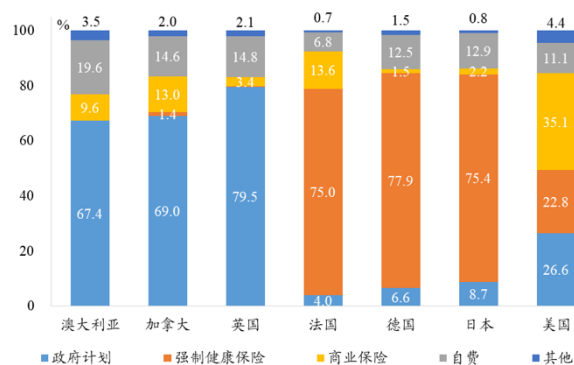
由上所述,美国只对老年人、残疾人、低收入者、儿童、现役军人、退役军人等提供公共保险计划,而其他人的医疗保障完全由市场解决。2015年,美国商业保险占据国家卫生支出的35%,而澳大利亚、加拿大、英国、法国、德国、日本分别占比为10%、13%、3%、14%、1%、2%。

图12、发达国家公共保险覆盖率（2015年）



资料来源: OECD, 兴业证券经济与金融研究院整理

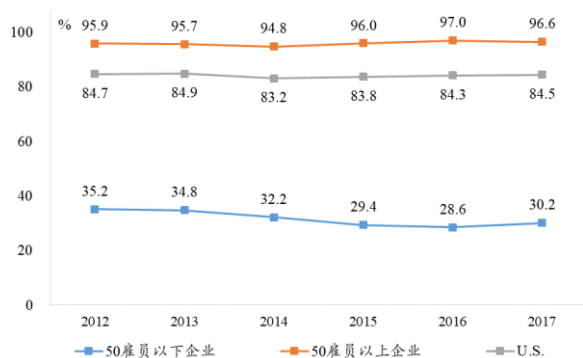
图13、发达国家卫生费用资金来源（2015年）



资料来源: OECD, 兴业证券经济与金融研究院整理

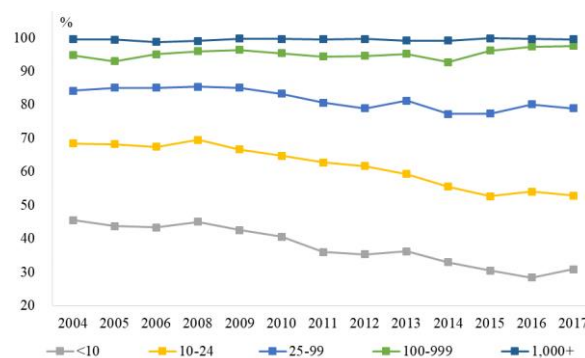
商业健康保险中,又以团体健康险保险居多。从提供率来看,2017年,美国84.5%的员工所在的公司有健康保险计划。规模在50个雇员以上的公司中96.6%的员工有健康保险计划;规模在50个雇员以下的公司中30.2%的员工有健康保险计划。雇员人数在1000人以上、100-999、25-99、10-24、<10的公司分别有99.5%、97.5%、78.9%、52.8%、30.8%的向员工提供健康保险计划。

图14、美国私人部门员工所在公司提供健康保险比例



资料来源: 医疗保健研究和质量机构 (AHRQ)、凯撒基金会, 兴业证券经济与金融研究院整理

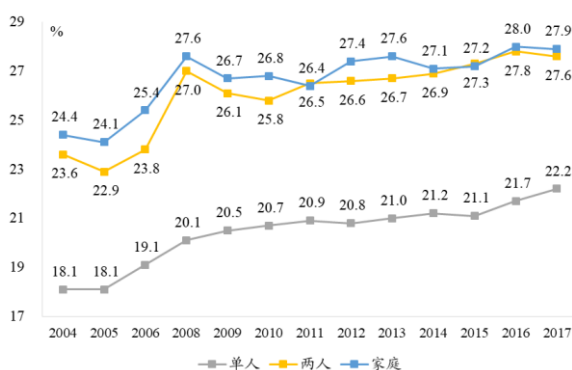
图15、美国私人部门员工所在公司提供健康保险比例



资料来源: 医疗保健研究和质量机构 (AHRQ), 兴业证券经济与金融研究院整理

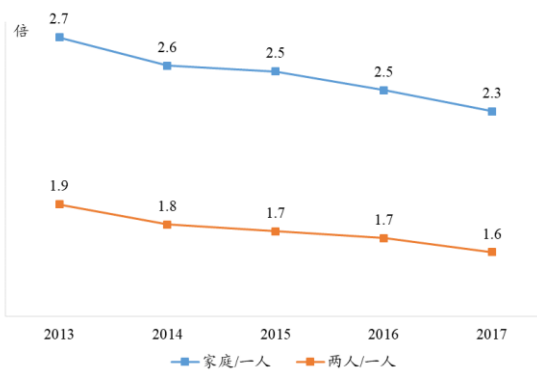
团体健康险缴费方面,雇员自付保费的比例在上升。2004年,单人保险、两人保险、家庭保险的自付保费比例分别为18.1%、23.6%、24.4%;2017年,雇员自付上述保险保费比例分别为22.2%、27.6%、27.9%,分别较2004年提升了4.1、4.0和3.5个百分点。具体缴费来看,2017年一人保险的雇员和雇主缴费分别为1,415及4,953美元;两人保险的雇员和雇主缴费分别为3,531及9,258美元;家庭保险的雇员和雇主缴费分别为5,218及13,469美元。近年来,不同保障范围的保险雇员支付保费的差距在缩小,对于有家庭的员工来说,家庭健康保险变得更为划算。2013年,家庭保险的雇员保费是保障一人保险的雇员保费的2.7,这一比例在2017年降到了2.3;2013年,两人保险的雇员保费是保障一人保险的雇员保费的1.9,这一比例在2017年降到了1.6。

图16、美国私人部门员工自付保费比例



资料来源:医疗保健研究和质量机构(AHRQ),兴业证券经济与金融研究院整理

图17、美国私人部门不同保险覆盖比例缴费对比

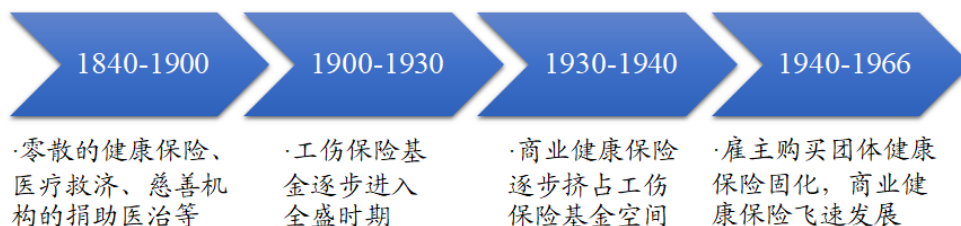


资料来源:医疗保健研究和质量机构(AHRQ),兴业证券经济与金融研究院整理

## 2、1840s-1965: 商业保险探索多种模式, 支出份额缓慢上升

1840s-1966 为美国商业健康保险发展的初期阶段。此阶段美国保险行业逐渐从工伤保险基金过渡至“双蓝”、团体保险等商业健康保险。美国商业健康险发展初期阶段还可划分为 4 个小阶段: 1)、1840-1900, 此时健康保险市场以零散的健康保险、医疗救济、慈善机构的捐助医治等制度为特征。2)、1900-1930, 工伤保险基金逐步进入全盛时期。3)、1930-1940, 商业健康保险逐步挤占工伤保险基金空间, 至二十世纪 30 年代末期, 工伤保险基金退出历史舞台。4)、1940-1966, 员工对医疗保险福利的重视、立法判例及税优政策使得雇主购买团体健康保险固化为传统, 强化商业健康保险的发展, 商业健康保险飞速发展。

图18、美国商业健康保险发展初期阶段



资料来源: 兴业证券经济与金融研究院整理

### 2.1、全民健康保险发展受挫, 工伤保险基金发展迅速

全民健康保险虽屡屡提出却屡屡受挫。在西奥多·罗斯福(1901-1909 在任美国总统) 倡导下, 美国劳工立法协会组织了专门委员会为国民健康保险提出标准方案, 但此方案未获得各州的赞同。1915 年, 美国劳动立法协会草拟了沿袭欧洲医

疗保险模式的法案，规定员工及其家属享有医疗救助、病假工资、产假福利以及死亡抚恤金在内的福利，其保费由雇主、雇员和国家共同承担，但仍未获通过。

表 3、全民医保计划屡屡受挫

全民 保 险 尝 试	<p>1900s, 团体健康保险起步。工伤保险有筹资渠道狭窄、保险受益覆盖面小等问题, 民间和政府开始呼吁建立全民健康保险法律体系。</p> <p>在西奥多·罗斯福倡导下, 劳工立法协会组织了专门委员会, 为国民健康保险提出了标准方案。方案为月薪低于 100 美元的产业工人提供健康保险, 且此方案也覆盖了工人的家庭成员, 因此此方案实际上带有全民(几乎所有产业工人及其家属)的健康保险的性质。</p>	<p>1915 年, 美国劳动立法协会起草了一份草拟法案, 沿袭欧洲医疗保险模式, 规定参加工作的员工及他们的家属享有包括医疗救助、病假工资、产假福利以及死亡抚恤金的福利, 其保费由雇主、雇员和国家共同承担。</p>	<p>1935 年, 《社会保障法案》有涉及全民健康保险的内容</p>	<p>1941 年, 罗斯福总统将获得健康和医疗服务看做是人的“四个核心自由”之一; 1944 年, 罗斯福总统提议在宪法中加入“第二个权利法案”, 其中包括获得充分医疗健康服务</p> <p>二战快结束时, 罗斯福总统提出一个包含了医疗保险的“经济的权利法案”的概念。</p> <p>1945, 杜鲁门提出在制定国民健康保险法案的四项建议。之后, 杜鲁门认可了由罗斯福政府起草的全民健康保险法案, 并提交国会。</p>
失 败 原 因	<p>此标准方案没有能够获得各个州的赞同</p>	<p><b>医生</b>反对此法案, 认为法案会使他们丧失收费自主权</p> <p><b>美国劳动联合会</b>反对此法案, 认为法案带有强制性, 且有政府出面办的事情不如工会办事可以信赖</p> <p><b>雇主</b>反对此法案, 由于当时对健康保险的错误认知及无法监督, 认为给雇员提供医疗保险, 雇员就会装病</p> <p>1917, <b>世界大战</b>爆发, 反德情绪高涨, 德国强制性的医疗保险制度被申讨</p>	<p>由于害怕反对派——主美国医学协会借此反对整个法案, 而使得法案无法通过, 故删除</p> <p>1938, 罗斯福的连任选举中, 保守派力量支持了他, 出于对其的回报及医学界对改革的反对, 全国医疗改革不再被纳入罗斯福总统优先考虑的范围内</p>	<p>私人商业保险的迅速发展和美国医学协会 (AMA) 的反对使得杜鲁门的法案未获得通过。他们采用了很多措施, 如动用强大的经济资源来阻挠全民健康保险法案的通过; 发起国民教育运动, 利用当时民众恐惧社会主义的心里, 宣传全民健康保险是社会主义的主张, 是“社会化医学”。</p>

资料来源:《健康保险法研究——以中美健康保险立法分析为中心》, 何佳馨, 兴业证券经济与金融研究院整理

由于社会医保发展受阻, 企业、民间组织和政府互动立法以推动工伤保险法治的进步和完善。1902-1909 年, 马里兰州、蒙大拿州和联邦政府开始试行工伤保险法案。1909 年后, 联邦政府组成专家委员会就企业职工的工伤保险问题进行专题调研。其结论是传统的工伤赔偿制度已经瓦解, 通过立法建立新型的工伤保险法制已经刻不容缓。1911 年, 有 10 个州通过了工伤保险立法; 1912-1916 年, 又有 20 个州、3 个地区建立工伤健康保险法律制度。此外, 美国劳动立法协会在工伤保险基金发展时期一直发挥着调研、协调、监管和推动的作用。

图 19、工伤保险立法推进

1902-1909年，马里兰州、蒙大拿州和联邦政府试行工伤保险法案

1909年后，联邦政府专家委员会就企业职工工伤保险问题进行专题调研

1911年，10个州通过了工伤保险立法

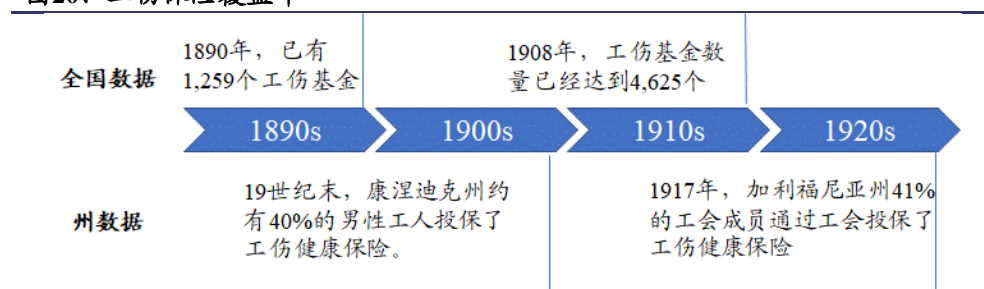
1912-16年，20个州、3个地区建立工伤保险法律制度

资料来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

在医疗保险发展初期，工伤保险基金比商业保险更有意愿也更有能力提供保障。商业保险公司认为投保人存在逆向选择及道德风险的可能而不愿承保。相较于商业保险公司，工伤保险基金具备三种优势。1)、**保费缴纳成本低廉**：工伤保险基金的雇主可以从工资中直接扣除保费或者选定工人中的某几个人在同事中收缴保费；2)、**损失确定准确**：由于没有成熟的精算技术，病人生病期间损失的确定只能依靠成员之间相互熟悉的团体才能进行。3)、**发生道德风险概率较低**：工人投保工伤保险的前提是必须受雇于设有预警保险基金的企业或者加入相应的工会。因此，已经参加工伤保险基金的成员很难在患了病后再去投保大额健康保险。

此外，工伤保险类基金比商业保险更符合人们对疾病保险的需求。伊利诺伊州在1919年的一项调查显示，疾病导致无法工作所带来的收入损失是在医院治病花费的四倍。因此人们倾向通过工伤保险基金类险种来防范疾病风险，而报销性质的全面性健康险市场反应平淡。1890年，美国已经有1259个工伤基金为员工提供保险金和医疗福利。19世纪末，康涅迪克州有330个工伤保险基金，共吸收投保的工人82,219个，按照该州非农业男性工人总数为196,500人计，则约有40%的男性工人投保了工伤健康保险。1908年，工伤基金数量已经达到4,625个。1917年，据加利福尼亚社会保险委员会的一项调查显示，该州41%的工会成员通过工会投保了工伤健康保险。

图20、工伤保险覆盖率



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

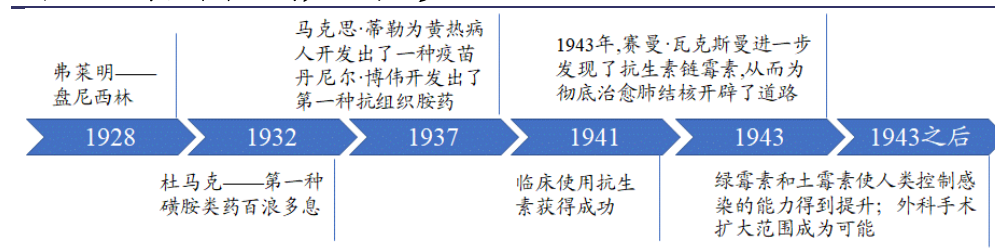
## 2.2、商业保险蓬勃发展，工伤基金退出市场

随着医疗技术和医药产业的进步，医院的标准化和规模化使得人类治愈病人的能力有了很大的提升，医疗的成本随之升高，投保工人对医疗津贴的要求也相应提高。1929年，根据医疗消费委员会（CCMC）对美国家庭医疗消费的调查，一个



美国家庭普通的医疗花费是 108 美元，其中在医院的医疗花费只占 14%。而到了 1934 年，在医疗改革活动家麦克 M 戴维斯的另一份调查报告中，人们在医院的花费已经占到家庭医疗消费开支的 40%。而工伤保险基金因其较低的保费只能提供有限的津贴。医疗费用的提升使得工伤保险基金保障不足的弊端逐渐显现，而 1929 年大萧条使得大量工人被基金除名更是加速工伤保险基金退出历史舞台。

图 21、医疗技术和医药产业的进步



资料来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

精算技术的进步亦赋予了商业健康险高于工伤保险的绝对性优势，而公司对员工福利的重视、蓝十字、蓝盾等新颖保险形式的提出加速了商业健康险市场的发展：

**1)、精算技术的崛起赋予商业保险绝对性优势：**在合理准确的精算技术出现之前，商业保险公司在推广保险产品时，只能依靠猜测方法来确定承保业务，在此情况下，由于前述原因，它无法与工伤保险基金竞争。然而，精算技术的进步，降低了保险公司对被保险人的监控成本，最终在降低保费和提高福利保障待遇方面超越了工伤保险基金，使得团体保险能够以更低的保费提供更全面、更长时间的保障；**2)、公司对福利的重视使得雇主开始采纳团体健康保险：**大萧条之后美国经济的迅速崛起，企业效益好转，社会责任感提升，公司纷纷采纳现代公司制度，公司福利待遇提高，雇主开始采纳团体健康保险。**3)、蓝十字、蓝盾等创新保险形式的提出拓宽了商业健康保险的内涵：**1929 年经济危机爆发后，由于居民无法支付医疗费用导致医院和医生的收入迅速下降，有远见的医院及其医生意识到必须营造一个带有预付性质的长远医疗保险计划，以稳定一部分固定的患者来源，保证医院和医生有稳定的收入，由此蓝十字和蓝盾计划纷纷设立。

表 4、1920-1930 年代各类保险计划发展情况

时间阶段	立法、判案	工伤保险基金	商业保险
1920s	1912-1916: 20 个州、3 个地区建立 <b>工伤健康保险法律制度</b>	1920 年之前, 有数以千计的工伤保险基金为数以百万计的美国工人提供了工伤健康保险	1923, 商业团体健康保险进入国际报业 (参保人员: 4915) 1926, 商业团体健康保险进入阿穆尔公司 (参保人员: 16, 727) 1928, 商业团体健康保险进入通用汽车 (参保人员: 180, 682) 1929, 首个后来被称为“蓝十字”的计划成立, 采用按人头预付制方式收费
1930s	为规范 <b>团体健康保险</b> , 规定在高风险和低风险成员之间必须保持平衡。如在有 50 名公认的工作场所中, 至少吸收 75% 以上的工人, 保单才能生效。	30 年代末, 工伤健康保险份额逐渐被商业团体健康保险和“双蓝计划”取代	1933 年, 26 个如“贝勒大学蓝十字”的医院出面开发的医疗服务计划在运作 1934 年后, 美国医学协会 (AMA) 积极反对国民健康保险并完善自己的医生

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

1935年,《社会保障法》颁布,建立起了**社会保障制度**。美国正式形成两大类保险:社会保险和商业保险,商业保险经营一切社保之外的保险。

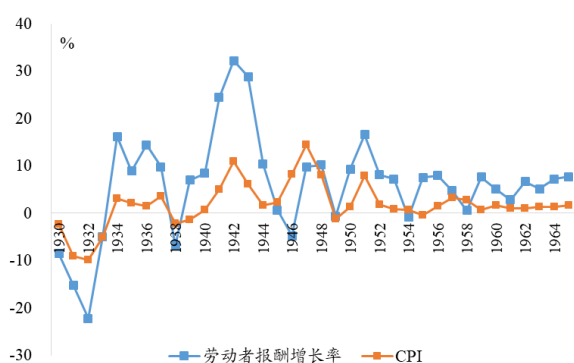
服务计划,此类计划后被称为“蓝盾”,采用费用补偿性方式收费

资料来源:《健康保险法研究——以中美健康保险立法分析为中心》,何佳馨,兴业证券经济与金融研究院整理

### 2.3、商业保险固化,进入高速发展阶段

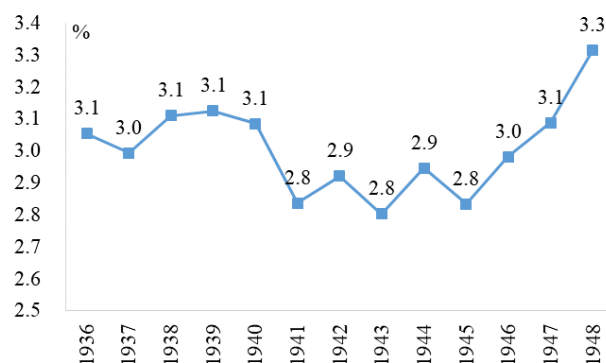
二次世界大战期间,美国采取了战时物价管制与工资冻结政策。1942年,战争劳资纠纷调解委员会颁布实施项规定:雇主给员工颁发不超过工资5%的医疗福利补贴,不构成违反战时工资冻结制度。同年,国会通过了标准化法案,该法案明确禁止企业提高工资,但允许企业为职工购买健康保险。这些规定极大地鼓励了雇主通过提供医疗保险来吸引新工人,并且留住已有的骨干劳动力。由此,医疗保险成为雇员们重点争取的福利之一。

图22、美国劳动者报酬实际与名义增长率



资料来源:wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

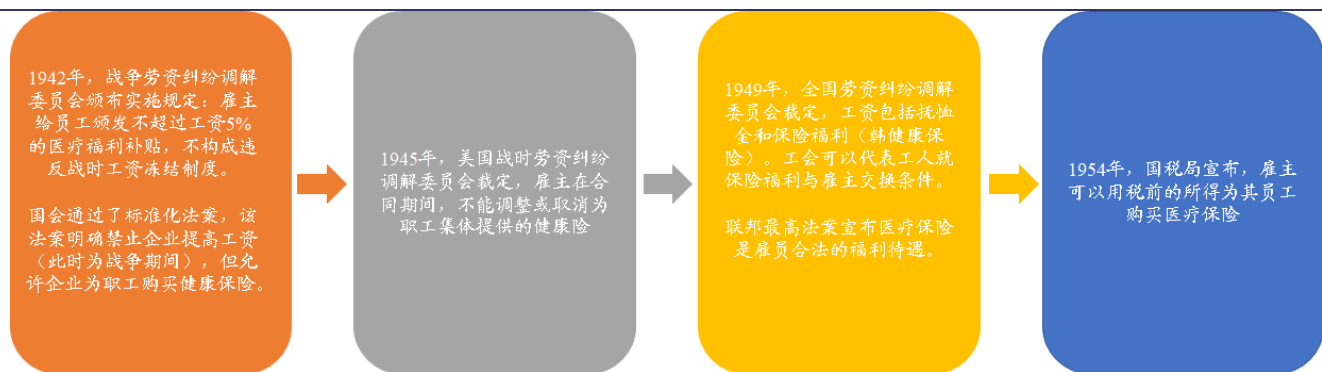
图23、美国医疗护理占个人消费支出的比重



资料来源:美国统计局, 兴业证券经济与金融研究院整理

同时,两个重要的判例及税优政策进一步巩固了雇主为雇员购买健康保险的基础。1945年美国战时劳资纠纷调解委员会裁定,雇主在合同期间,不能调整或取消为职工集体提供的健康险。1949年,美国全国劳资纠纷调解委员会在内陆钢铁和钢铁工人工会的纠纷中裁定,“工资”(Wages)包括抚恤金和保险福利(含健康保险)。因此,在进行工资谈判时,工会可以代表工人就保险福利与雇主交换条件。美国联邦最高法院维持了上述裁定,宣布医疗保险是雇员合法的福利待遇。税收政策方面,1954年国税局(IRS)宣布,雇主可以用税前的所得为其员工购买医疗保险,从而进一步推动了雇主买健康保险的积极性。作为雇员的福利保障,健康保险的地位得到巩固。

图24、立法过程

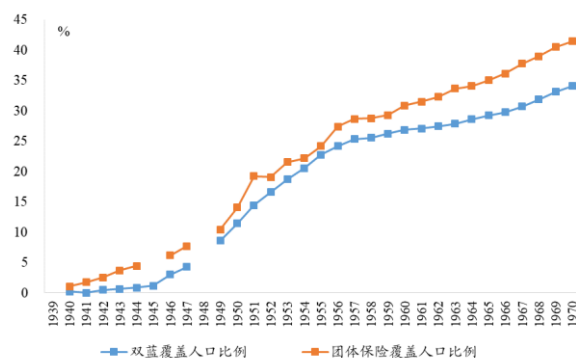
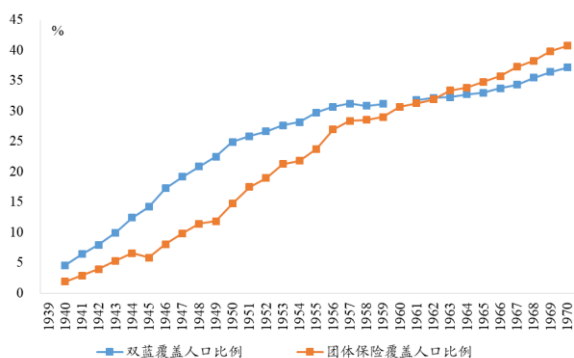


资料来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

商业保险内部分化方面，从覆盖人口可以看出团体健康险发展势头逐渐超越“双蓝”计划。团体健康保险可以提供比“双蓝计划”更灵活的保险费率，参保人数缓超“双蓝”计划人数。此时，提供蓝十字和蓝盾计划的机构多是非营利机构，因此只能实施等额保险费率，在等额保险费率下，健康与非健康的被保险人人都面临统一保费，从而限制了其竞争力。相比之下，商业健康保险公司提供的保险可以根据被保险人的身体状况收取数额不同的保险，身体健康的人于是更愿意在保险公司以更低的保费获取相同保障程度的保险。团体健康险参保人数缓超“双蓝”计划人数，且1955年前后，覆盖率的增长率均有较为明显的变化。住院保险方面，1955年后，覆盖率的增长减缓。手术保险方面，1955年前，团体保险和双蓝计划覆盖率均以指数增长，1955年后，增长率呈线性增长。

图25、1939-1970年商业医疗保险覆盖人口比例（住院）

图26、1939-1970年商业医疗保险覆盖人口比例（手术）



资料来源：美国统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：美国统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

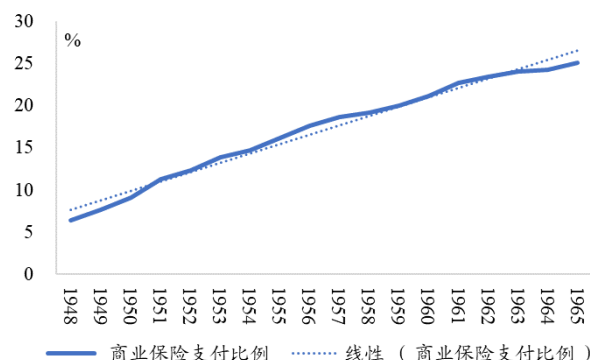
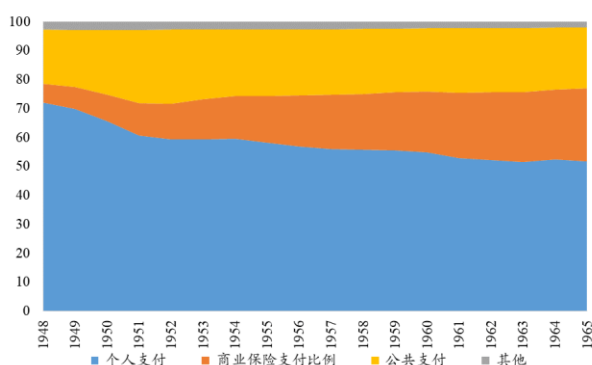
此段时期，商业健康险发展迅速。1948年-1966年，商业保险支付比例（包含商业团体健康险、“双蓝”计划等）从6.4%上升到23.7%。

图27、美国1948-1965年个人健康支出结构（%）

图28、美国1948-1965年商业保险支出占个人健康支

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

出比例



资料来源：美国统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：美国统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

表 6、1840-1965 重要事件及各类保险发展情况

时间阶段	行会	立法、判案	国民健康保险	工伤保险基金	商业保险
1850-1900				1890：存在 1259 个工伤保险基金	1847: 费城健康保险公司最早提供商业健康保险 1850: 富兰克林健康保险公司推出非致死性损伤保险 1860: 旅行者保险公司开发出与今天的医疗保险很相似的医疗保险 1866: 已有 66 家保险公司提供医疗保险服务
1900-1919	1906: 美国劳动立法协会 (AALL) 成立, 发挥调研、协调、监管和推动的作用, 督促职业病的防治问题的立法 1913: 美国外科医生协会 (ACS) 成立	1911: 10 个州通过了 <b>工伤保险立法</b>	在罗斯福倡导下, 劳工法立法协会组织专门委员会, 提出国民健康保险标准方案, 但未获得各个州的赞同 1915, 美国劳动立法协会起草了一份草拟法案, 沿袭欧洲医疗保险模式, 规定参加工作的员工及他们的家属享有健康福利。保费由雇主、雇员和国家共同承担, 此法案未获得通过	1908：存在 4625 个工伤保险基金	1911, 蒙哥马利公司提出第一个团体医疗保障计划——按周支付的雇员疾病和伤害保险
1920s		1912-1916: 20 个州、3 个地区建立 <b>工伤保险法律制度</b>		1920 年之前, 有数以千计的工伤保险基金为数以百万计的美国工人提供了工伤健康保险	1923, 商业团体健康保险进入国际报业 (参保人员: 4915) 1926, 商业团体健康保险进入阿穆尔公司 (参保人员: 16, 727) 1928, 商业团体健康保险进入通用汽车 (参保人员: )

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

					180, 682)  1929, 首个后来被称为“蓝十字”的计划成立, 采用按人头预付制方式收费
1930s	<p>1928-1933, 美国医疗保健成本委员会 (CCMC) 发表了 28 份调查报告。调查发病率、受到的医疗护理服务以及支付的费用等健康相关问题</p> <p>1932: 1600 家申请 ACS 审核的医院, 93% 的医院通过审查</p> <p>1933 年后, 美国医院协会 (AHA) 成立委员会, 专门批复如“贝勒大学蓝十字”的计划</p> <p>1934 年后, 美国医学协会 (AMA) 积极反对国民健康保险, 因为他们认为国民健康保险会对其收入造成影响</p>	<p>为规范<b>团体健康保险</b>, 规定在高风险和低风险成员之间必须保持平衡。如在有 50 名公认的工作场所中, 至少吸收 75% 以上的工人, 保单才能生效。</p> <p>1935 年, 《社会保障法》颁布, 建立起了<b>社会保障制度</b>。美国正式形成两大类保险: 社会保险和商业保险, 商业保险经营一切社保之外的保险。</p>	<p>1935: 《社会保障法案》原涉及全民健康保险内容删除。</p> <p>1938, 连任选举中, 保守派力量支持了罗斯福总统, 处于对其的回报及医学界对改革的反对, 全国医疗改革不再被纳入罗斯福总统优先考虑的范围内</p>	<p>30 年代末, 工伤健康保险份额逐渐被商业团体健康保险和“双蓝计划”取代</p>	<p>1933 年, 26 个如“贝勒大学蓝十字”的医院出面开发的医疗服务计划在运作</p> <p>1934 年后, 美国医学协会 (AMA) 积极反对国民健康保险并完善自己的医生服务计划, 此类计划后被称为“蓝盾”, 采用费用补偿性方式收费</p>
1940s	<p>1935-1936 年, 美国公共卫生局 (PHS) 启动全民健康保险基础上的调查。此项调查共选取了 18 个州近 70 万户城市家庭、3 个州近 3.7 万户农村家庭作为代表性的抽样模型。调查或通过询问主治医生、医院, 或通过查证死亡证明, 来核实各个家庭所报告的疾病诊断情况。</p>	<p>1945: 美国战时劳资纠纷调解委员会裁定, 雇主在合同期间, 不能调整或取消为职工集体提供的<b>健康险</b></p> <p>1949: 全国劳资纠纷调解委员会裁定, 工资包括抚恤金和<b>保险福利 (含健康保险)</b>。工会可以代表工人就保险福利与雇主交换条件。</p> <p>联邦最高法院宣布医疗保险是雇员合法的福利待遇。</p>	<p>1945: 杜鲁门就任美国总统, 提出在制定国民健康保险法案的四项建议。之后, 杜鲁门认可了由罗斯福政府起草的全民健康保险法案, 并提交国会, 但失败告终。</p>		<p>1940: 投保健康保险 (商业健康保险公司) 的人数为 20,662,000 人</p> <p>1946, 提供团体健康保险的工厂达到美国总工厂的 2/3</p> <p>1949 年底, 已经有近 3000 万人享有商业性的住院医疗保险, 2200 余万人享有商业性的门诊医疗保险, 400 万人享有独立的特殊医疗保险计划。有 3100 多万人参加蓝十字住院保险, 1200 多万人参加蓝盾医疗保险。</p>
1950s		<p>1954: 国税局宣布一项<b>雇主购买团体健康险</b>的条例, 雇</p>		<p>1960 年前后, 工伤保险基金占住院保险市场的 4% 和医疗</p>	<p>1950, 投保健康保险 (商业健康保险公司) 的人数为 142,334,000 人, 相比 1940 年, 人数翻了七倍</p>



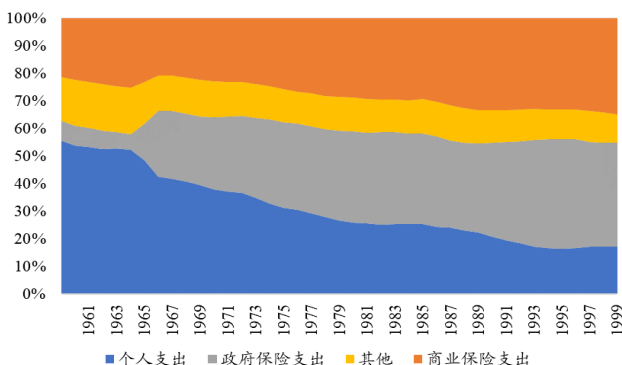
		主可以用税前的所得为其员工购买医疗保险		保险市场的8%	<p>1950s, 商业保险公司针对社会上流行的一些主要重大疾病, 纷纷开办了重大疾病医疗保险( Major Medical Coverage)。蓝盾和蓝十字保险公司也随即效仿。</p> <p>1958, 75%的美国人投保了不同形式的私营健康保险。此时, 健康保险市场几乎被商业性团体健康保险和蓝十字、蓝盾计划覆盖</p> <p>60年代初, 大部分商业医疗保险都包括了三个基本的保障内容: 住院费用、手术费用和医生诊疗费用。</p>
--	--	---------------------	--	---------	--

资料来源:《健康保险法研究——以中美健康保险立法分析为中心》, 何佳馨, 兴业证券经济与金融研究院整理

### 3、1966-2000s: 管理式医疗兴起, 卫生支出增速回落

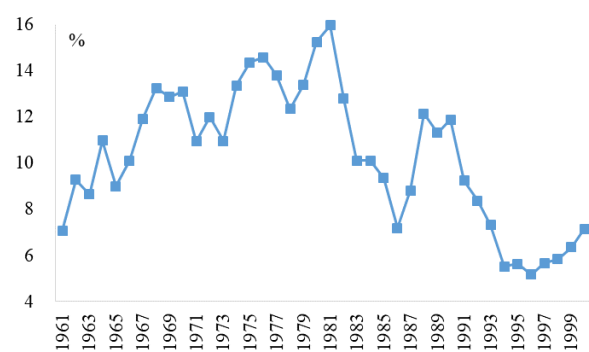
1965年, 美国联邦政府以签署《社会保障法》(1935) 修正案的方式立法正式确立了联邦医疗保险制度。其中, 最重要两种社会保险分别是针对65岁及以上的老年人和残障者的老人医疗保险(Medicare)及针对低收入人群的医疗保险(Medicaid)。从1966年开始, 各州在联邦资金的到位后及在联邦政府压力之下开始建立各州的医疗保险救助计划。1963年, 只有56%的65岁及以上老年人及51%的低收入家庭拥有医疗保险; 1970年, 97%的老年人和71%的低收入家庭拥有了联邦健康保险。由于该法案的实施, 社会保险的支出从1966年的66.8亿美元上升到1982年的1284.4亿美元, 年复合增速达到19.0%; 1961-1982年, 美国国家卫生支出同比增速从7.1%上升到16.5%。

图29、1960-2000 美国卫生费用支出构成



资料来源: 美国统计局, 兴业证券经济与金融研究院整理

图30、1960-2000 美国卫生费用支出同比增速



资料来源: 美国统计局, 兴业证券经济与金融研究院整理

1982-1987年, 里根政府为了削减卫生开支, 推行了“新联邦主义”(New Federalism) 计划, 将医疗权力和责任同时下放州和地方政府从而限制了 Medicare 和 Medicaid

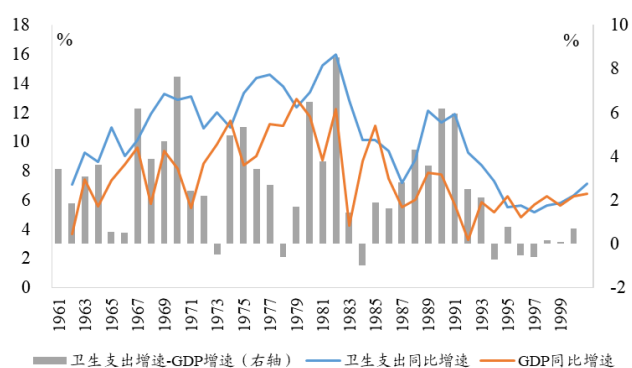
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

的费用支出，国家卫生支出增速总体下行，但是 1987-1989 年卫生支出增速再次抬头。1990 年，美国国家卫生费用支出占 GDP 的比例已经达到 12.1%，较 1980 年提升了 3.2 个百分点；较 1960 年水平提升了 7.1 个百分点；而当年卫生费用支出同比增速仍高于 GDP 同比增速 6.2 个百分点，处于历年较高位置。同时，由于美国建立国民健康保险的计划屡屡失败，因而无法有效通过社会统筹的方式降低卫生费用的快速增长。

管理式医疗是保险组织与医疗服务提供者在共享利益、共担风险的机制下，通过健康风险管理、服务利用管理和医疗质量管理等方式共同参与医疗服务的管理，从而实现医疗服务的成本、效果最佳化的一种方式。1973 年，美国政府已经出台《健康维护组织规章》规范行业，并且已经在九十年代采用初级保健服务管理模式（Primary Care Case Management, PCMM）管理 Medicaid，且表现不俗。

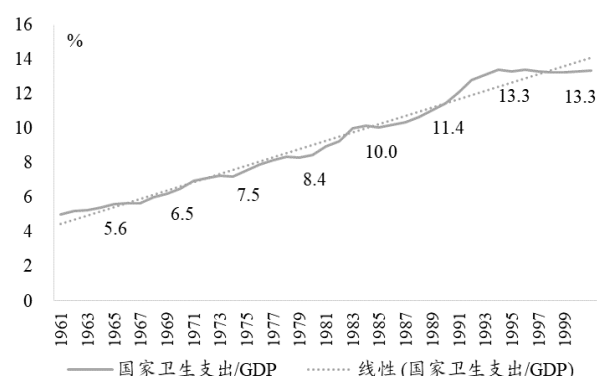
为控制日渐高涨的医疗费用支出，管理式医疗在 90 年代快速兴起。1994 年，卫生费用支出同比增速低于 GDP 同比增速 0.7 个百分点，并始终保持在较低水平线。至 2000 年，美国国家卫生费用支出占 GDP 的比例为 13.4%，较十年前仅提升了 1.3 个百分点，控费效果显著。从占比来看，管理式医疗保险产品几乎占据商业健康保险的全部。根据 mcol 数据，2017 年，管理式医疗保险产品占据总保险产品的 74.7%。其中，在商业保险中占比 99.1%；在 Medicare 中占比 32.0%；在 Medicaid 中占比 79.9%；在军方保险中占比 100.0%。

图31、美国 1960-2000 年国家卫生支出与 GDP 增速



资料来源：美国统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

图32、美国 1960-2000 年国家卫生支出占 GDP 比重



资料来源：美国统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

### 3.1、管理式医疗初具雏形

管理式医疗的起源可以追溯至 1910 年代的健康维护组织（Health Maintenance Organization, HMO）。1910 年，华盛顿州的西部诊所已经为保持固定客源和收入开发具有保险性质的计划，此后，类似项目在美国 20 多个地区陆续展开。1929 年，按人头预付的“蓝十字”计划初具雏形。1934 年，综合收费制“蓝盾计划”

诞生。二战期间，凯撒健康计划基金、大纽约健康保险公司成立以满足医疗服务提供者对进一步增加病人数量并提高收入水平的需求。1954年，San Joaquin 医疗基金成立，至此，管理式医疗的基本特征初步确立。

表 5、1910s-1970s 多种管理式医疗保险类型依次建立

1910s	1920s	1930s	1940s	1950s
<p>1910年，第一个<b>健康维护组织(HMO)</b>出现</p> <p>华盛顿州的西部诊所提供了一种独特的医疗保健模式，由雇主预先为员工支付每人每月0.5美元的医疗服务费用，作为回报，该诊所的医生为其雇员提供一系列规定的医疗保健服务。</p> <p>此后，类似项目在美国20多个地区陆续展开</p>	<p>1929年，以贝勒大学1500名教师为对象，每人每年花费6美元可以享受21天的住院治疗。</p> <p>此类计划后被称为“<b>蓝十字</b>”计划，采用按人头预付制方式</p>	<p>1934年，美国医学会完善自己的医生服务计划，此类计划后被称为<b>蓝盾计划</b>；蓝盾计划的绝大部分是综合收费，医生根据费用的情况收取患者部分费用。再从蓝盾计划中获得部分补助。通过这种方式，医生们保留了他们针对不同患者收取不同费用的权利</p> <p>1939年，加利福尼亚州的医生进一步成立了<b>医生服务保险组织</b>，该组织针对年收入不到300美元的劳工，提供每月定额1.7美元的医生治疗。这种治疗既包括手术在内的医生治疗服务，也覆盖了主要的门诊服务。</p>	<p>第二次世界大战期间，医疗服务提供者希望进一步增加病人数量并提高收入水平，从而推动了管理式医疗的发展。</p> <p>如凯撒健康计划基金、大纽约健康保险公司等。</p>	<p>1954年，加利福尼亚州的San Joaquin 医疗基金成立，其为首个个体医生协会，其运作模式为与个体医生签订合同，采用<b>按服务项目付费</b>方式。该机构制定了有关的费用支付标准、投诉听证、医疗质量监管和准入制度，由此初步确立了管理式医疗的一些基本特征。</p>

资料来源：《管理式医疗——美国的医疗服务与医疗保险》，胡爱平等，兴业证券经济与金融研究院整理

20世纪90年代，美国保险覆盖率已经相当之高，且各类保险支付大部分的卫生费用。因此，如果医生或医疗组织拒绝参与保险组织组建的医疗网络服务，由于保险条款要求参保人优先/仅能在医疗网络服务内就医，那么拒绝参与的医生或医院将失去大部分客户。此外，政府医保在20世纪90年代已经成了医疗服务的最大买方，其中Medicare 保险覆盖的老年人、残疾人、特殊疾病人群又是相对而言医疗服务需求最大的人群，所以Medicare 支付的医疗费用对大多数医院和医生来说是至关重要的，因此，Medicare 的费率标准在市场上起基准和主导作用。私营保险公司在与医疗组织或医生谈判赔偿标准率时，以联邦补偿标准为参照，一般略有提高。种种因素叠加使得管理式医疗在20世纪90年代快速推行。

表 6、1970 年来管理式医疗发展事件

发展阶段	联邦法律	行业自律	管理式医疗模式	管理式医疗控费机制
1970-90s 发展阶段	<p>1973年颁布《健康维护组织规章》</p> <p>健康维护组织处于萌芽阶段，美国国会认为政府有必要在政策和财政上给予一定支持，以促使其健康成长。</p> <p>法律在组织结构和经营业务方面对具有国家资质的健康维护组织制定了统一的规范，并具有一定的</p>	<p>1970s 美国国家保险委员会制定了《健康维护组织(HMO)办法》</p> <p>在组织结构和业务经营方面为健康维护组织制定了法律规范，建立了管理监督体系，确定了资产和债务偿付的最低标准、医疗服务质量管理标准、</p>	<p>首个首先医疗服务组织(Preferred Provider Organization, PPO)成立</p> <p>1970s 丹佛的 Martin 公司代表客户与医院协商医疗服务的价格优惠，通过契约方式，被保险人可以从指定的服务提供者那里获得优惠的按折扣支</p>	<p>1970s，对服务利用的审核方法得到开发和应用。</p> <p>如服务利用的事前审批、住院病例审核以及医疗费用的回顾性分析等，属于服务利用管理的早期形式</p>

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

	<p>法律优先地位。在某种程度上可不受地方法规的约束，不必参照地方法律所要求的临床准入或医生自愿服务法等有关规定。</p> <p>卫生保健基金管理委员会具体负责该法律的落实和执行，并对健康维护组织进行监管。</p>	<p>有关医疗福利和限制保障的信息公开要求、内部申诉流程以及费率调节机制等。</p> <p>1987年，美国国家保险委员会制定了《优先医疗服务组织(PPO)规范法案》</p> <p>制定了基本的规章制度，在医疗费用支付、就诊可及性、经济激励机制、服务网络构建等制定了有关规章。</p>	<p>付的医疗服务。</p>	<p>1980s，费用补充型保险模式得到发展。</p> <p>这种模式在传统健康保险的基础上对服务利用进行规范，如手术治疗的“第二者意见”，指根据某个医生的治疗方案，请另外的医生对此进行评估，以此判断该治疗方案的合理性，从而控制医疗费用。</p> <p>引入“疾病管理”概念，通过对某些费用昂贵的住院病历实施服务利用，从而控制医疗成本。</p> <p>健康促进计划和疾病预防保健等项目也日趋普及并得到重视</p>
<p>1990s-: 成熟阶段</p>	<p>1996年颁布《健康保险实施办法》</p> <p>联邦政府首次直接介入保险管理事务。</p> <p>规定了电子数据交换的统一标准和有关消费者权益保护的法律法规，对团体健康险的投保规定了相应要求。</p> <p>法律在既往疾病方面制定了明确规定，保险方不得举报患有疾病的客户，也不允许对客户使用等待期等限制性条款。同时保险方不可以根据客户的健康状况而对同一产品采用不同的费率标准。法律还规定了保证续保要求。明确规定保险方不允许根据投保人的健康状况而进行承保。失去团体健康险并且向续保的个人可以在各县市场继续购买该险种。</p>	<p>1991，医疗质量的评估标准和测量方法开始制定</p> <p>联邦政府成立国家质量管理委员会(NCQA)对健康维护组织(HMO)的医疗服务质量进行认证评估。</p> <p>1990s，管理式医疗的业绩评估体系得到开发和推广应用，NCQA研发和开发了健康保险公司的雇主健康计划数据信息表，初步形成管理式医疗组织(MCO)的业绩评估体系</p>	<p>1990s，Medicaid采用初级保健服务管理模式(PCMM)</p> <p>被保险人选择一位签约医生作为自己的全科医生，负责协调与管理有关的预防保健、医疗和转诊等服务。</p> <p>全科医生按月领取管理费。全科医生关注疾病预防、健康教育以及其他基本医疗服务；同时，对那些患有慢性疾病、需长期治疗的患者提供疾病管理服务，在临床治疗的各个环节为其提供帮助和服务，以保证疾病治疗的连续性。</p>	<p>沿用此前的控费模式</p>

资料来源：《管理式医疗——美国的医疗服务与医疗保险》，胡爱平等，兴业证券经济与金融研究院整理

目前，广为应用的管理式医疗模式主要有健康维护组织（Health Maintenance Organization, HMO）、定点服务计划（Point Of Service Plan, POS）及优先医疗服务组织（Preferred Provider Organization, PPO）。从各类管理式医疗模式看，HMO就诊及费用控制更为严格。HMO与医生的关系更为紧密，接受预付制付费方式的医生需要承担一定的经济风险，因而会承担一定的保险方面管理职能。从各种管理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



是医疗模式占比看，2005 年雇主提供的团体健康保险产品中，选择 HMO 的员工占比 21%，选择 PPO 的员工占比 61%，选择 POS 的员工占比 15%。2008 年，商业健康险市场中，HMO 型产品占比 26.5%，PPO 型产品占比 27.9%，POS 型占比 6.25%。

图33、2005 年团体健康险市场不同产品类型占比

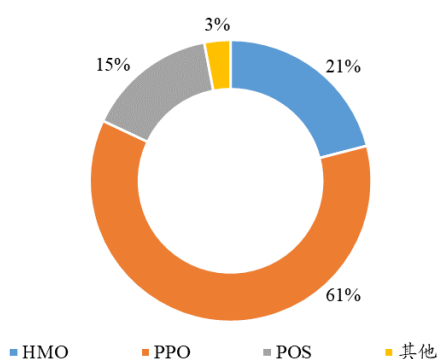
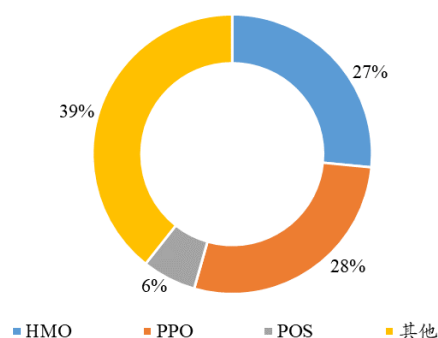


图34、2008 年商业健康险市场不同产品类型占比



资料来源：《健康保险法研究——以中美健康保险立法分析为中心》，何佳馨，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：《管理式医疗——美国的医疗服务与医疗保险》，胡爱平等，兴业证券经济与金融研究院整理

PPO 在就诊方面比 HMO 更具自主性和灵活性，其医疗网络规模较 HMO 更大，不需要客户选择初级保健医生，且允许客户在医疗服务网络之外就诊。相应地，客户需支付更高的保费，并负担更多的起付金额、共付或共保费用。POS 则可视为 HMO 与 PPO 的结合。在就诊选择自由度方面，PPO > POS > HMO；在费用控制方面，PPO < POS < HMO。

表 7、管理式医疗模式对比

管理式医疗模式	初级保健医生 (PCP) Primary Care Physician	转诊需 PCP 推荐	健康保险计划预授权 Pre-authorization	支付网络外医疗服务费	共付比例	网络规模	支付方式
健康维护组织 (HMO)	是	是	不需要 如需，则由 PCP 预授权	否	一般很低	网络规模较 PPO 小	全科医生：按人头付费 专科医生：按服务及人头相结合付费 医生若为管理式医疗组织雇员：薪金制
定点服务计划 (POS)	是	是	不需要 如需，则由	需 PCP 推荐	网络内就医较低，网络外就医较高	-	按服务项目支付及按人头付费方式

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



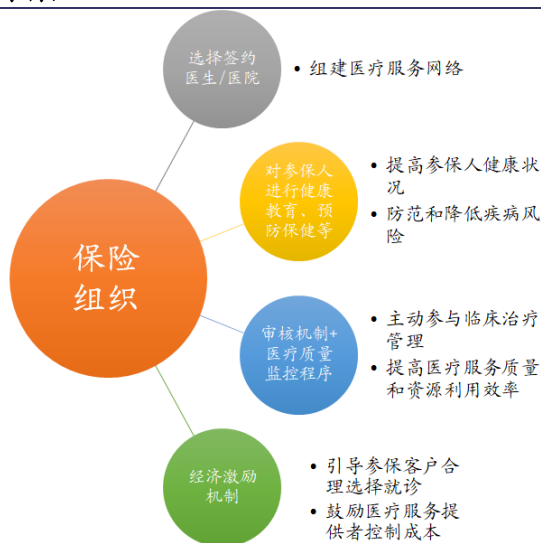
			PCP 预授权 网络外医疗服务不适用				
定点服务计划 (PPO)	否	否	是	是	较高	涵盖当地市场大部分医生和医院	按项目支付

资料来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

### 3.2、全主体参与，医疗服务成本-效益最大化

管理式医疗与传统健康保险的根本区别在于医疗服务的契约和网络。管理式医疗组织中，医生或医院与保险公司之间是合同/雇佣关系。管理式医疗组织除了对费用理赔的职能之外，对医疗服务的内容、形式、时间、医生以及服务场所等具有很大的管理权。保险组织通常在出险前通过自主选择签约医生/医院、对参保人进行健康教育来降低疾病发生风险；在出险后通过审核机制及经济激励机制来管控医疗质量并控制医疗费用。在实际操作中，保险组织通过经济管控及主动参与医疗对费用成本和医疗质量进行控制，确保资源的合理使用，实现成本-效益最大化。

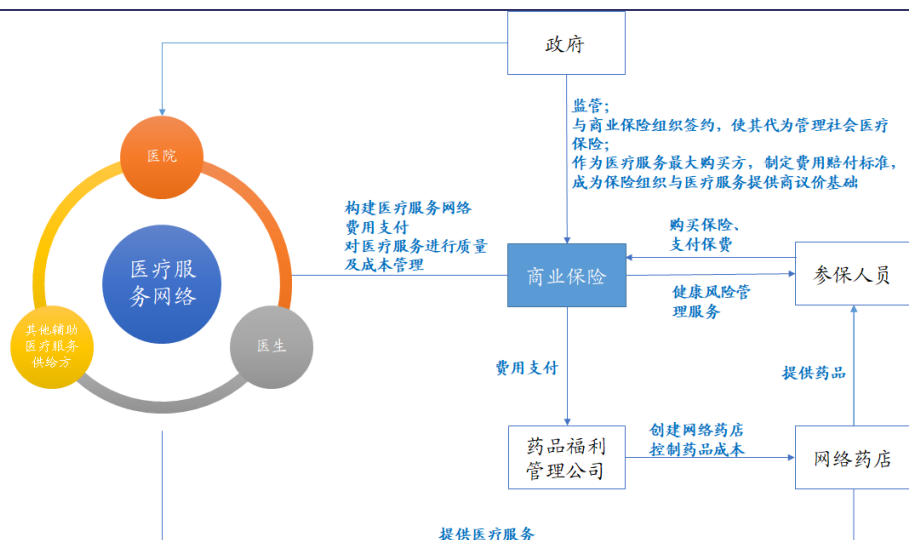
图35、管理式医疗特点



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

在管理式医疗执行过程中，政府、商业保险公司、参保人员、医疗服务网络、药品福利管理公司及网络药店共同进行成本管控。

图36、管理式医疗各参与主体简单管理



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

### ● 经济管控

管理式医疗对参保者、医生、医院均有经济管控。对参保者来说，经济管控目的在于引导参保者合理利用医疗资源，抑制参保者过度使用医疗资源的倾向；对医疗服务提供者来说，经济管控目的在于引导医疗服务提供者主动管控医疗费用，提升医疗资源使用的效率。对参保者，经济管控有起付线、共付比例。HMO 和 POS 计划有初级保健医生做守门人（Gatekeeper），参保者需初级保健医生同意后 方能转至专科医生（花费更高），否则保险组织可不进行赔付或进行经济惩罚等；PPO 计划中收治参保者住院需要保险组织的预批准，否则不予赔付或进行经济惩罚等。

对医疗服务提供者，经济管控主要方式有：1)、付费方式的设置；2)、经济激励机制的设置。付费方式的设置需使得医疗服务提供者承担一些费用风险从而主动控制医疗费用。按人头支付的方式中，若实际的治疗费用超过其收取的费用，医生/医院将自己承担超出部分的医疗费用；按服务费用（Fee-For-Service）支付方式中，若实际的治疗费用超过付费标准，医生将自己承担其余费用风险。保险组织还会设置激励基金奖励医疗质量好且控费效果良好的医生/医院。

表 8、管理式医疗支付方式及控费机制

支付对象	支付方式	特征	激励（控费）机制
医生	按人头支付 (Capitation)	无论医疗资源使用多少，费用补偿金额固定。补偿标准依据每个参保人的年龄、性别等人口特征调整。	按人头支付方式可以结合押金或奖励方法联合使用。管理式医疗组织预留部分补偿费用作为押金用于支付医生超出预期的医疗费用。 设置奖励基金及建立奖励标准，依据医疗质量、费用成本、就诊便利性及病人满意度等评估指标，对绩效较好的医生给予一定经济奖励。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

按服务项目支付 (Fee-For-Service)	1、市场价格法 ( Usual Customary Reasonable Fees, UCRF), 即某项医疗服务的价格在某个地区为当地市场所普遍认可、接受并认为是合理的。  实践证明, 此方法控费效果不佳	通常联合采用押金方法, 预留一定比例的支付款。若医疗费用或医疗服务利用超过预算资金, 预留的押金就用于支付超出部分的费用; 反之, 押金则返还给医生。	
	2、相关价值系数法( Relative Value Scale, RVS), 根据医疗服务的相对价值而确定费用补偿标准, 补偿标准=相对价值单位*变换常数 此方法在专科医生付费中较常采用	不同医疗服务均有行会及联邦医保设置的相对价值单位和变换常数, 故有公开透明的补偿标准。保险组织以此为基础进行增减变换。故医生有动力将费用控制在补偿标准之内。	
	3、总额支付法, 对每次就诊或治疗设定一揽子的费用补偿标准。病人每次就诊或治疗时, 无论其医疗服务的使用情况如何, 医生的费用补偿标准均相同。	该方法对因分解收费而致的医疗费用上涨控制效果明显, 常用于门诊医疗或手术治疗等服务项目。	
按薪金支付	根据医生的工作量及工作时间, 以工资的形式支付劳务报酬。仅适用于医生被管理式医疗组织雇佣的情况	根据医疗成本、业务量、医疗质量及病人满意度等绩效评估指标, 给相关医生以一定的经济奖励。	
医疗机构	按实际费用支付	按照实际发生的费用进行支付	
	按折扣价支付	按照约定的折扣规则, 支付折扣后费用	
	按床日费用支付	按照一定的床日费标准进行支付	如随着住院天数增加, 床日费标准相应降低, 从而鼓励医疗机构更有效率的管理住院病人
	按病种支付 (Dignosis-related Group, DRG)	根据国际疾病分类, 将住院病例按疾病诊断为若干组, 并根据疾病的轻重再分为若干级, 然后基于资源耗费确定每组不同级别各自相应的治疗费率, 管理式医疗组织根据此作为医院的费用补偿标准。此种方法 <b>较常采用</b>	由于有了公允、公开的赔付标准, 医院有动力将发生费用控制在此标准内, 否则将自己承担费用风险
	按病例分型打包支付	某些病例有多重不同的治疗方法或方案, 补偿标准主要依据各种治疗方法的打包价及其使用率来决定	按病例分型打包类似期望值的概念, 从而鼓励医院在权衡治疗质量的前提下, 选择花费低于补偿标准的治疗方式, 获得额外收益。
	按人头/保费比例支付	使用一定的补偿标准按人头结算; 将保费收入的一定比例用于补偿医疗机构所提供的所有医疗服务	此时, 医疗机构为参保人员提供所有的医疗服务, 且承担了全部的费用风险, 此种风险使得医疗机构有动力控费

资料来源:《揭秘美国医疗制度及相关行业》, 赵强, 兴业证券经济与金融研究院整理

### ● 主动参与医疗全过程

保险组织使用健康风险管理服务、服务利用管理及医疗质量管理进行医疗服务管理, 主动参与卫生医疗服务全过程, 在提升医疗质量的同时控制医疗费用。传统健康公司仅对已发生的理赔费用进行回顾性审核, 而管理式医疗组织既对医疗服务的内容、形式、时间、医生以及服务场所等进行监督, 也对治疗方案具有监管、审批、否决或调整等权利, 体现了管理式医疗的“管理性特征”。

图37、保险公司参与卫生医疗全过程

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

健康管理	就诊前	初级保健医生 (HMO、POS)	专科医生	住院	出院
个人健康风险评估  制定健康促进计划, 提供家庭保健指南, 鼓励健康生活方式  制定疾病预防计划, 教育有关疾病内容, 鼓励做疾病筛查  收集个人数据	提供全天候医疗咨询服务	收集医疗数据, 进行数据分析审核医疗质量及服务利用情况, 反馈给医生并提出改进意见	收集医疗数据, 进行数据分析审核医疗质量及服务利用情况, 反馈给医生并提出改进意见	保险组织预审批, 决定是否允许医院收治病人住院  住院管理: 审核内容包括: 病案评估、病情观察、与经治医生沟通、临床治疗规范性等、如果超过了与其标准或住院天数延长等, 有关人员会根据病情采取相应措施  收集医疗数据, 进行数据分析审核医疗质量及服务利用情况, 反馈给医院并提出改进意见	调查成员对医疗服务的满意度  检查成员遵从医嘱的情况

资料来源:《Managed care——what it is and how it works》, Peter Kongstvedt, 兴业证券经济与金融研究院整理

在健康风险管理中, 保险组织主要通过了解客户健康状况、帮助客户改变不良生活方式、对客户疾病进行早期诊断及预防等措施来降低客户发病风险, 从而降低医疗费用。

表 9、健康风险管理

健康管理	内涵	具体内容
健康风险评估	个人健康风险评估	通过自愿型的调查问卷形式了解客户在健康方面的情况, 比如是否吸烟、生活饮食习惯等, 形成分析报告, 反馈给参保人, 提供降低风险的建议, 提供健康教育, 鼓励进行相关疾病预防及筛选活动
干预措施	健康保健计划	帮助成员改变不良生活方式, 养成良好的卫生习惯, 包括戒烟、控制体重以及宣传各种健康的生活方式
	疾病预防	如预防免疫
	疾病筛选	用于疾病的早期诊断, 甚至可以在症状出现之前发现疾病, 如用于乳腺癌筛选的乳房 X 线检查
统计分析	分析数据	如比较同类人群现有发病率与以往发病率的比较

资料来源:《The health insurance association of America. Managed Care: integrating the delivery and financing of health care》, 兴业证券经济与金融研究院整理

医疗服务利用管理主要包括预期利用管理、住院管理及回顾性审核。在服务利用管理中, 除对参保人身体状况和健康风险进行评估外, 在入院之前、住院过程中均进行医疗服务审核, 并在后期进行回顾性审核以供后续改善。

表 10、服务利用管理

服务利用审核	内涵	具体内容
预期利用管理	健康风险评估	对加入新参保人员的身体状况和健康风险进行全面的评估, 尽早发现问题, 进行健康干预。全面评估的内含不仅是指对参保成员身体状况的检查及相关资料的收集和分析, 还包括派护士到成员家中进行实地探访, 对其营养状况进行评估, 检查成员遵从医嘱的情况, 采取一些简便有效的干预措施以防止疾病发生。
	医疗需求管理	宗旨为对参保人员今后的医疗需求施加影响, 比如提供预防保健及就诊咨询等服务, 提供家庭保健指南; 提供全天候的医疗咨询服务

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

	<b>转诊管理</b>	适用于采用全科医生这一“守门员”模式的健康管理组织（HMO）和定点医疗服务组织（POS），转诊率作为其绩效评估指标。
	<b>医疗服务审批</b>	患者需要门诊医疗或门诊手术时，需事先向保险组织提出申请，其根据《临床治疗指南》进行审批
<b>住院管理</b>	<b>住院管理</b>	可采用现场走访或是电话访问的形式，审核内容包括：病案评估、病情观察、与经治医生沟通、临床治疗规范性等、如果超过了与其标准或住院天数延长等，有关人员会根据病情采取相应措施
<b>回顾性审核</b>	<b>病例审核</b>	对既往病例中的不适当治疗、错误记账以及其他问题进行审核
	<b>模式分析</b>	对收集的大量医疗数据进行统计分析，已确定是否存在某种行为模式，分析此种行为模式是否会导致或是医疗服务使用不足或过度；管理式医疗组织还向医生提供此类统计分析报告，以便他们与同行进行比较，自我改进。

资料来源：《The health insurance association of America. Managed Care: integrating the delivery and financing of health care》，兴业证券经济与金融研究院整理

管理式医疗组织通过多种方式力求以较低的成本提供高质量的服务，实现医疗服务质量持续改善。医疗质量管理有传统质量管理及全面质量管理等方式。传统质量管理关注按照标准形式，而全面质量管理注重提高标准，不断探索最佳的临床标准，并确保医疗服务始终符合这些不断完善的临床标准。通常，管理式医疗组织会委托药品福利管理公司（Pharmacy Benefit Management, PBM）管理药物治疗中处方药的费用。其采取制定处方药品目录、建立药品治疗的替代程序和方法、建立疾病管理程序、药品使用审核和监控药品的不当使用等一系列措施对临床治疗模式进行规范，以控制药品成本，改善医疗质量。

**表 11、医疗质量管理**

医疗质量管理	内容
<b>传统质量管理</b>	结构管理：研究医疗组织的内部结构和服务质量的相关性，从而调整内部结构以提高服务质量
	过程管理：对临床治疗中有章可循的部分，利用《临床指南手册》进行审核
	结果管理：通过调查研究和差错分析等手段对治疗结果进行评估，并提出改进
<b>全面质量管理</b>	传统质量管理关注按照标准形式，而全面质量管理注重提高标准，不断探索最佳的临床标准，并确保医疗服务始终符合这些不断完善的临床标准

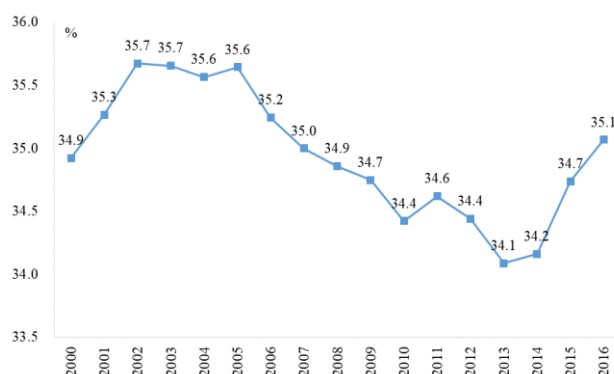
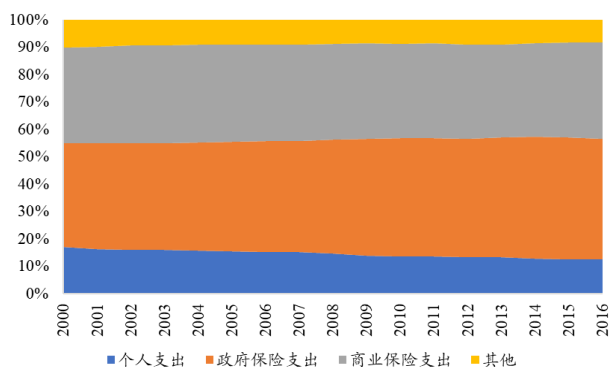
资料来源：《The health insurance association of America. Managed Care: integrating the delivery and financing of health care》，兴业证券经济与金融研究院整理

进入 21 世纪以来，商业保险模式日趋成熟，商业健康保险支出份额保持稳定。2000-2016 年，商业保险支出份额在 34%-36% 区间中波动。

**图38、美国 2000-2016 年健康支出结构按来源**

**图39、商业保险支出占个人健康支出比例(2000-2016)**





资料来源：美国统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：美国统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

#### 4、我国健康险行业尚处发展初期阶段

1998年，我国开始建立城镇职工基本医疗保险。2003年，开始建立新型农村合作医疗制度。2007年开始建立城镇居民基本医疗保险制度。2003年底，参加新农合人口为0.8亿人；2008年，新农合制度实现了全覆盖，城镇职工基本医保、城镇居民基本医保、新农合等三项基本医保制度覆盖率为87%；2017年，我国三项基本医保制度参保人数超过13亿，参保率稳固在95%以上。

2017年，我国虽然具备覆盖大部分居民的社会保障制度，但是我国政府依然在积极探索商业保险与社会保障中的作用。中国银保监会公布的《中国保险业发展“十三五”规划纲要》中提出至2020年，我国商业保险在社会保障体系中的作用需不断提升、将全面推行个人税收优惠型商业健康保险、鼓励发展商业护理保险、探索管理式医疗，实现商业保险信息与公共卫生、医疗服务、基本医保、医疗救助等信息共享的举措。梳理美国健康险行业发展历程对我国保险行业未来的发展有借鉴性作用。

表 12、《中国保险业发展“十三五”规划纲要》中医疗健康险相关内容

章节	与医疗健康险有关的内容
第一章 加快发展现代保险服务业的指导思想和主要目标	从社会发展来看，我国人口老龄化进程加快，二孩政策全面放开，家庭结构发生变化， <b>养老和医疗保障不足的矛盾凸显</b> ，商业保险在社会保障体系中的作用不断提升。（“十三五”时期我国保险业发展环境的基本特征）
第四章 服务民生，构筑保险民生保障网	积极参与社会保障体系建设，把商业保险建成社会保障体系的重要支柱，使保险逐步成为个人和家庭商业保障计划的主要承担者、企事业单位发起的养老健康保障计划的重要提供者、社会保险市场化运作的主要参与者。 (一) 保险助推扶贫攻坚 强化保险与事故救援、医疗救助、疾病应急救助及慈善救助等制度间的互补联动 (三) 发展多元化健康保险 <b>完善商业健康保险顶层设计</b> ，鼓励发展与基本医疗保险相衔接的补充医疗保险，大力开发各类医疗、疾病保险和失能收入损失保险等商业健康保险产品，全面推开 <b>个人税收优惠型商业健康保险</b> 。鼓励发展多种形式的 <b>商业护理保险</b> ，积极参与国家长期护理保险制度建设和试点工作。积极开发和提供疾病预防、健康体检、健康咨询、健康维护、慢性病管理、养生保健等 <b>健康管理服务</b> ， <b>探索管理式医疗</b> ，降低医疗费用支出。支持保险机构运用股权投资、战略合作等方式，设立医疗机构和参与公立医院改制。鼓励具有资质的商业保险机构深入参与各类医保经办，扩大经办服务覆盖范围，提升管理效率。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

	(四)促进大病保险稳健运行 推动大病保险与基本医保、医疗救助、商业健康保险等医疗保障制度的有效衔接， <b>尽快实现商业保险信息与公共卫生、医疗服务、基本医保、医疗救助等信息共享</b> ，简化报销手续，优化服务流程，完善“一站式”大病保险服务。加强大病保险监管，确保大病保险规范运行。
第八章 夯实基础，持续改善保险业发展环境	加大与 <u>医疗卫生</u> 、道路交通、银行征信等相关部门的沟通协调，进一步扩大行业共享数据来源。 与国家相关部门及教育科研单位展开合作，在地震、台风、洪水、火灾、农业、 <u>医疗</u> 、海洋、交通运输等领域建立风险和保险实验室，建立保险业科学支撑平台。

资料来源：中国银保监会，兴业证券经济与金融研究院整理

2014年，我国政府对商业健康险的发展提出了发展目标和方向，以及完善相关的财政税收等支持政策。2015年，财政部、国家税务总局和保监会发布实施商业健康保险个人所得税政策试点的通知，部分地区购买符合条件的商业健康险的支出可予以税前扣除；2016年，提出积极发展商业健康保险，丰富健康保险产品，鼓励开发与健康管理服务相关的健康保险产品。2017年7月，中国银保监会联合制发了《关于将商业健康保险个人所得税试点政策推广到全国范围实施的通知》，在全国范围内对个人购买符合规定的商业健康保险产品的支出予以税前扣除，限额为2400元每年，这进一步从需求端促进了商业健康险的增长。

表 13、关于商业健康险的重要文件

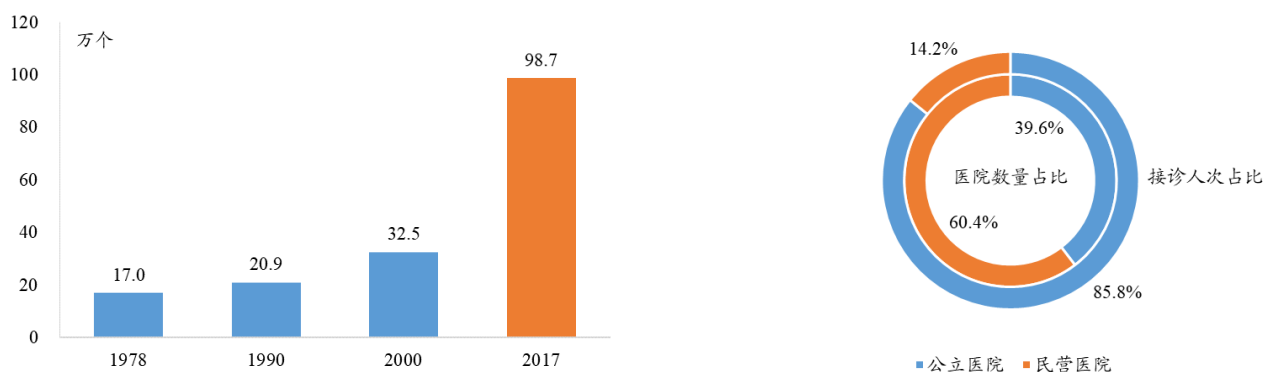
颁布时间	文件名称	文件目的
2013年9月	《关于促进健康服务业发展的若干意见》	鼓励投资医疗服务业；并要求发展多样化健康保险服务，建立商业保险公司与医疗、体检、护理等机构合作的机制
2016年7月	《关于开展长期护理保险制度试点的指导意见》	提出用1-2年时间在15个城市试点，探索建立长期护理保险制度
2016年10月	《“健康中国2030”规划纲要》	提出积极发展商业健康保险，落实税收等优惠政策；到2030年，商业健康保险赔付支出占卫生总费用比重显著提高
2017年2月	《“十三五”国家老龄事业发展和养老体系建设规划》	鼓励商业保险公司开发适销对路的长期护理保险产品和服务
2017年5月	《关于将健康险个人所得税试点政策推广至全国范围实施的通知》	要求自2017年7月1日起，全面实施商业健康保险个人所得税试点政策

资料来源：中国政府网，兴业证券经济与金融研究院整理

1978-2017年，我国医疗卫生服务体系不断健全。从医护人员数量来看，截至2017年底，我国执业（助理）医师339万人，注册护士超过380万人，每千人口护士数提高到2.74，医护比提高到1:1.1，扭转了医护比倒置的局面。从医疗卫生机构数量来看，1978年，全国医疗卫生机构总数为17.0万个；1990年为20.9万个；2000年为32.5万个；2017年达98.7万个。从医院出资性质来看，2017年，全国共有公立医院12,297个，诊疗29.5亿人次，占医院诊疗总数的85.8%；民营医院18,759个，诊疗4.9亿人次，占医院诊疗总数的14.2%。到2017年末，在医院中，公立医院床位占75.7%，民营医院床位占24.3%。

图40、我国医疗卫生机构数量（1978-2017）

图41、公立医院及民营医院占比（2017年）



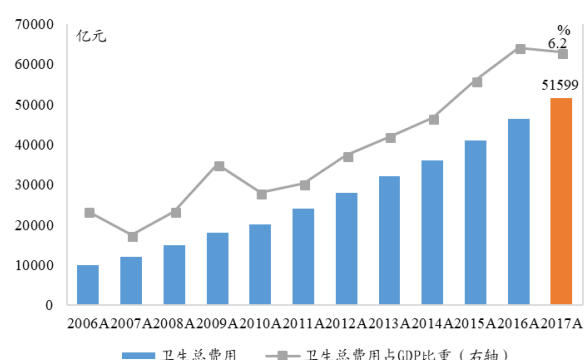
资料来源：人民日报，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：人民日报，兴业证券经济与金融研究院整理

我们认为健康险将延续 2018 年趋势继续成为各家寿险公司新单保费增长的重要推动力，也是各家寿险公司的主要竞争区域。主要由于：1)、需求量持续增长；2)、政策层面扶持；3)、短期内价格战产生可能性较低。

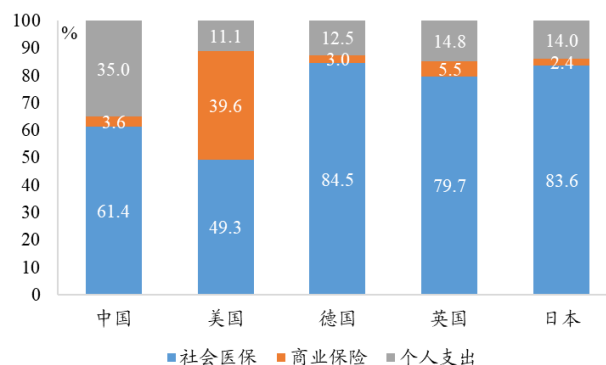
需求端上，商业健康险的需求量在持续增加，并且作为消费属性的健康险产品，由于其替代品较少，从需求端看增长能够持续。从需求的角度上看，在我国医疗支出占比不断增加和人口老龄化日益严峻的背景下，健康险业务处于黄金时期，该趋势可持续。1)、我国卫生费用支出持续增长，其中个人支出负担过重。卫生费用方面，2017 年中国卫生总费用为 5.16 万亿元，占 GDP 的比重为 6.2%，该比重近年来平稳上涨。2015 年我国卫生支出中，社会医保占比 61.4%，商业保险占比 3.6%，个人支出占比 35.0%，个人支出占比远高于其他国家，我国个人医疗支出负担重。政府积极推进商业保险的举措将有利于商业保险在医疗费用支出占比的扩大。

图42、中国卫生总费用及 GDP 占比



资料来源：中国统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

图43、2015 年中美德英日医疗费用支出结构



资料来源：WHO，兴业证券经济与金融研究院整理

2)、人口老龄化和城镇化促进商业健康险需求增长。人口结构方面，中国 65 岁及以上人口数及占比逐年增加，2017 年达到 1.58 亿人，占比 11.4%，增速由 2008 年的 3% 提升至 2017 年的 5.5%。目前中国的失能险及护理险的市场份额非常小，随着人口老龄化，失能险和护理险的市场需求日渐旺盛该趋势盛。城镇化发展方面，

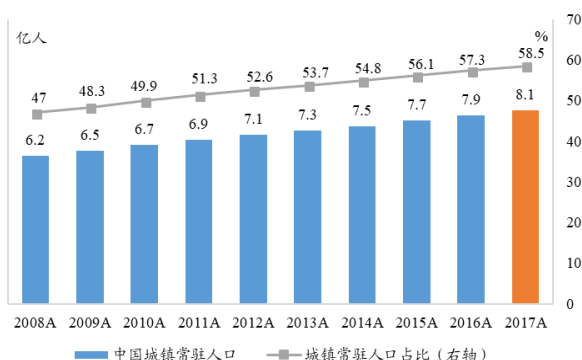
2017年中国城镇常住人口为8.14亿人，占全国总人口的58.5%。随着城镇化加速，中等收入群体壮大，基本医保与中高端人群需求不匹配，往往伴随着医院可选范围小、病房拥挤、排队时间长、问诊时间短等一系列问题。因此，保险公司可通过发展商业医疗保险来满足不断增长的城镇人口市场需求。

图44、中国65岁以上人口及同比增速



资料来源：中国统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

图45、中国城镇常住人口数及占比

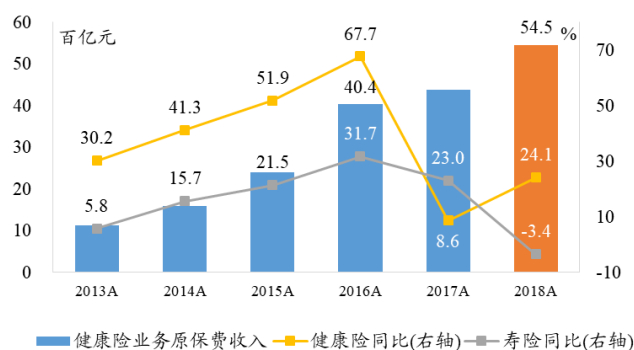


资料来源：中国统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

截止至2018年12月31日，国内保险行业的健康险在寿险原保费收入中的占比为26.3%，较2017年末增长了5.8个百分点。“保险姓保、回归保障本源”的监管风向不变。从健康险保费增速和政策的联系上看，健康险仅在2017年受到了监管政策的负面影响，中短期内出现影响健康险增速的政策概率很低。

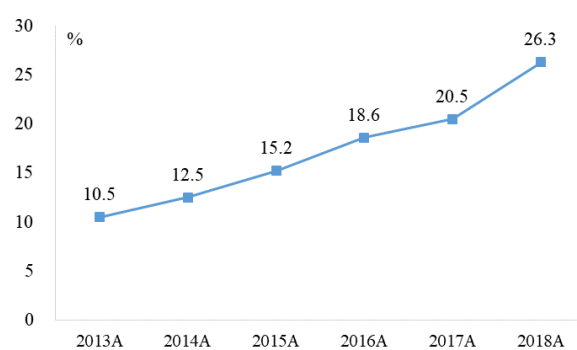
2017年末，全国健康险原保险保费收入同比仅增长8.6%，增速相对放缓和占比减少的原因主要是市场上广泛存在的中短存续期健康险产品（如万能型护理险）受到监管影响，导致健康险增速低于前几年，在寿险保费中的占比也有所下降，但受影响的是中短存续期健康险产品（如万能型护理险）。中国银保监会虽然在2018年7月开始执行19号文规范健康险产品销售，但是通过对保险公司的管控亦可使居民购买保险产生的拒赔情况下降，有利于建立居民对保险产品的信任度。

图46、全国健康险原保险保费收入及同比增速



资料来源：中国银保监会，兴业证券经济与金融研究院整理

图47、全国健康险原保费收入占寿险总保费比例



资料来源：中国银保监会，兴业证券经济与金融研究院整理

我们通常用保险深度及保险密度来衡量特定地区的保险市场的成熟度。保费深度

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

指一个国家保费收入占国内生产总值的比率，反映了该地区保险业在整个国民经济中的地位。保费密度指人均保险费率，反映了该地区国民参加保险的程度。

1929年，美国寿险密度为27.5美元，寿险深度为3.2%。至2014年，美国寿险密度达到1,567美元，是1929年水平的57.0倍；寿险深度为2.9%，较1929年水平降低0.3个百分点。同期，美国人均GDP增长了62.7倍；GDP总规模增长了165.6倍。从寿险保费总规模看，1929-2014年，美国寿险保费总规模于85年间从33.5亿美元增长至4,998.9亿美元，增长了148.2倍。

图48、美国历年寿险密度及人均GDP

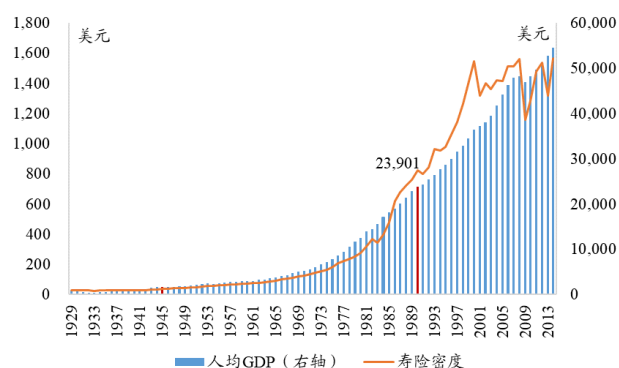
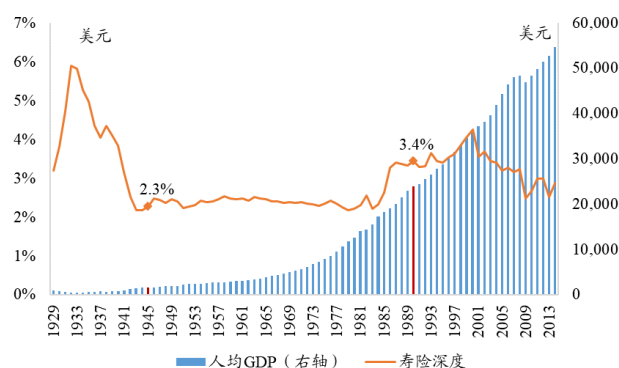


图49、美国历年寿险深度及人均GDP



资料来源：美国统计年鉴，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：美国统计年鉴，兴业证券经济与金融研究院整理

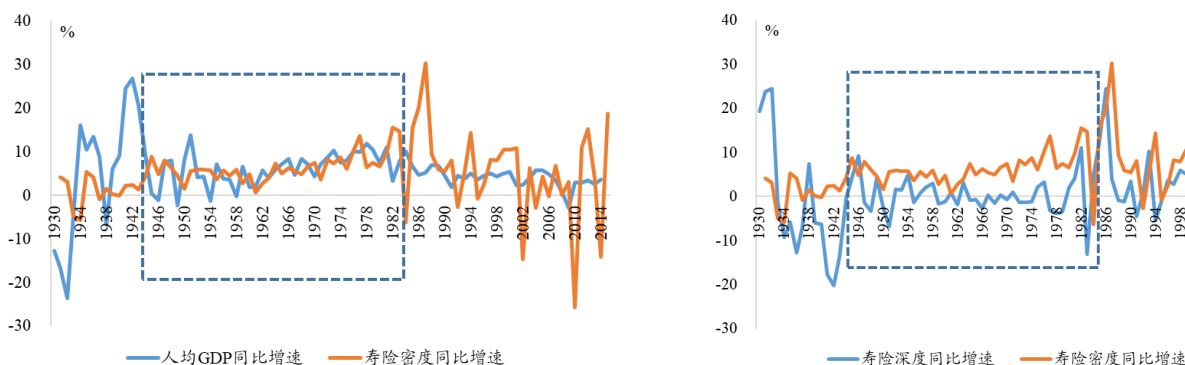
1945-1990年，美国寿险业务经历了45年的快速发展阶段，寿险密度从36.9美元提升至822.4美元，提升了2128.7%；寿险深度从2.3%提升至3.4%，提升了1.1个百分点；同期，美国人均GDP从1,631美元提升至23,901美元，提升了1365.4%。在45年间，美国寿险密度实现年复合增长率7.1%，高于美国同期人均GDP年复合增长率1.0个百分点；寿险业务保费收入年复合增长率8.5%，亦高于美国同期GDP年复合增长率1.0个百分点。

1945-1985年的40年间，美国寿险密度同比增速及人均GDP同比增速两者较为吻合。美国寿险密度通常较人均GDP增长滞后1-2年。至1985年后，美国寿险密度同比增速与人均GDP同比增速出现了较大的背离，但趋势规律仍保持不变。美国历年的寿险深度及寿险密度同比增速呈同向变动趋势，且寿险密度同比增速于1945-1990年间普遍高于寿险深度同比增速。寿险密度同比增速高于寿险深度同比增速意味着美国国民参与保险的意识提升。

图50、美国历年寿险密度及人均GDP同比增速

图51、美国历年寿险深度及密度同比增速





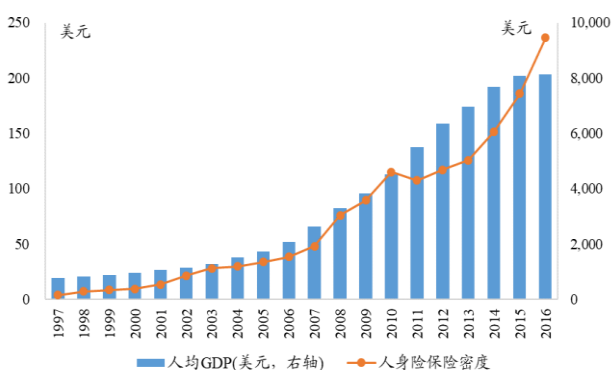
资料来源:美国统计年鉴, 兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源:美国统计年鉴, 兴业证券经济与金融研究院整理

从中国的情况看, 1997年, 中国人身保险密度为 3.8 美元(以当年年末美元兑人民币汇率计算, 下同), 中国人身保险深度为 0.49%。至 2016 年, 中国人身保险密度达到 236.3 美元, 是 1997 年水平的 49.5 倍(以人民币计算, 下同); 人身保险深度为 2.9%, 较 1997 年水平提升了 2.4 个百分点。同期, 中国人均 GDP 自 1997 年的 781.0 美元增长至 2016 年的 8,126.7 元, 增长了 7.3 倍; 中国 GDP 总规模增长了 8.3 倍。

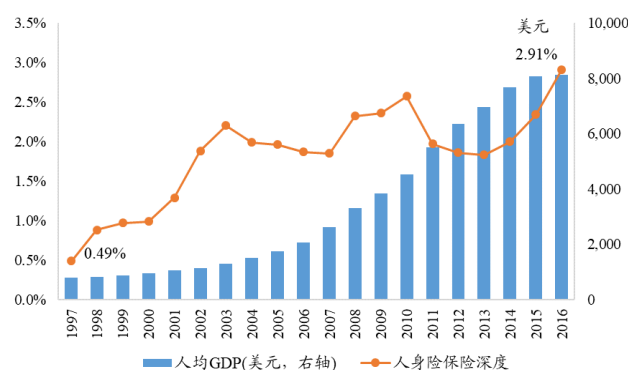
目前, 中国人身保险密度大致相当于美国 1978 年的水平。1997-2016 年, 中国人身保险密度实现年复合增长率 22.8%, 高于同期中国人均 GDP 年复合增长率 11.0 个百分点, 高于同期中国 GDP 总规模年复合增速 10.3 个百分点。中国人身保险市场进入了以美国 1945-1990 年寿险行业发展趋势为代表的快速发展时代。

图52、中国历年人身保险密度及人均 GDP



资料来源:Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图53、中国历年人身保险深度及人均 GDP

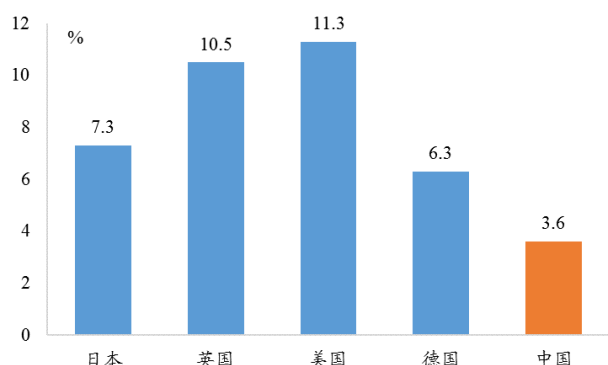


资料来源:Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

目前, 中国的保险深度及密度仍低于发达国家。2015 年, 中国保险深度为 3.6%, 而日本、英国、美国及德国分别为 7.3%、10.5%、11.3%及 6.3%。2015 年, 中国保险密度仅为 284 美元, 而日本、英国、美国及德国分别为 2,362 美元、4,626 美元、6,289 美元及 2,628 美元。2016 年, 中国保险深度为 4.2%, 保险密度为 338 美元, 仍低于发达国家水平。根据 2014 年颁布的《国务院关于加快发展现代保险服务业的若干意见》, 到 2020 年, 中国总保费对国内生产总值比率以及人均总保费的目标为 5%及 3,500 元人民币。

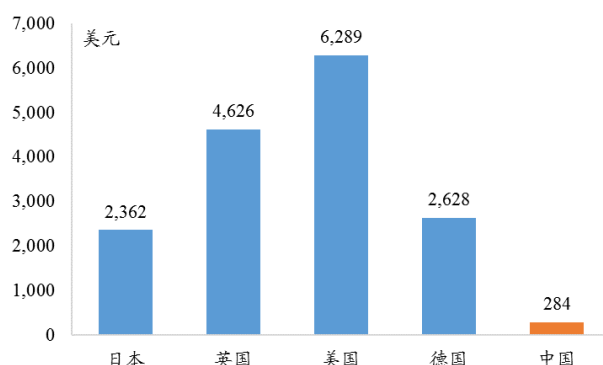
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图54、2015年各国保险深度



资料来源: Wind, OECD, 兴业证券经济与金融研究院整理

图55、2015年各国保险密度

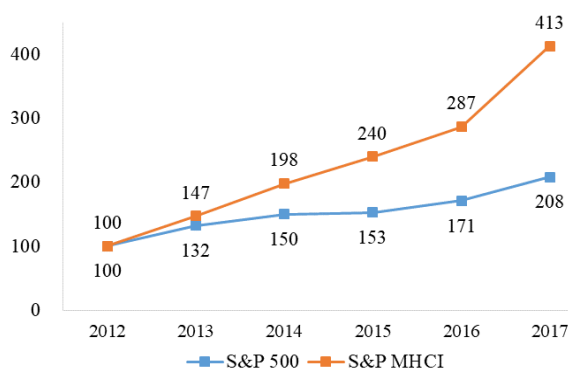


资料来源: Wind, OECD, 兴业证券经济与金融研究院整理

### 5、安泰成功转型为医疗服务集团，中国险企布局健康险板块

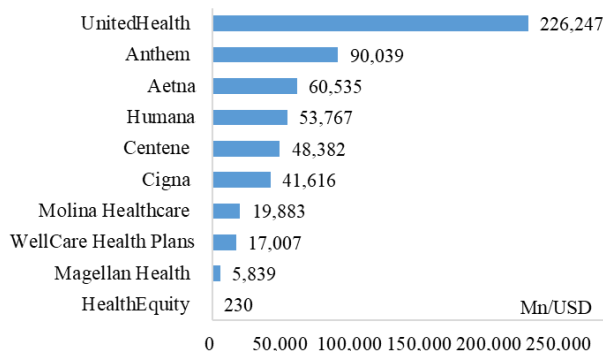
美国专业健康管理公司经营模式日渐成熟。以2012年为基年，S&P MHCI（标普健康管理公司指数）涨幅远超标普500。2017财年以主营收入计，UnitedHealth、Anthem和Aetna为市场前三大健康福利管理公司。

图56、S&P 500及S&P MHCI指数走势



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图57、2017年健康福利管理公司主营收入



资料来源: 各公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

注: S&P MHCI 为标普健康管理公司指数, 包含安泰、Anthem, Inc., Centene Corporation, Cigna Corporation, HealthEquity, Inc., Humana Inc., Magellan Health, Inc., Molina Healthcare, Inc., UnitedHealth Group Incorporated and WellCare Health Plans, Inc. 等健康管理公司

从各健康福利管理公司的股价走势来看, 以2012年1月3日为基日, 截至2018年11月28日(安泰退市日), 股价涨幅前三为United Health(5.46倍)、Cigna(5.13倍)和安泰(5.02倍)。从公司发展历程来看, United Health创办伊始即为专业健康保险公司, Anthem为蓝十字和蓝盾的持牌机构, 而安泰从多线经营公司转型为专业健康福利管理公司。安泰公司发展历程对我国保险公司转型借鉴意义较大, 因此下文将以安泰保险公司为例以说明安泰转型历程及其目前商业模式。从股价走势上看, 安泰保险在转型成为专业的健康险公司后估值水平一路走强, 并在2011

年起逐步与传统保险公司差距扩大。

图58、健康福利管理公司股价（2012.1.3-2018.11.28）

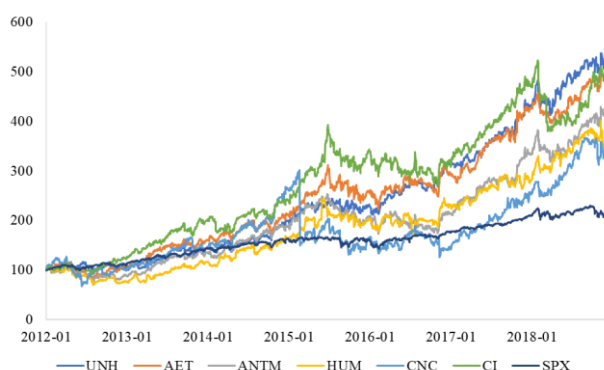


图59、安泰 PB 走势强于传统寿险公司



资料来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

注: 2012年1月3日为基点, 股价为100

从我国保险公司的发展过程看, 新华保险于2018年已经转型成为主营健康险的保险公司。中国平安依托金融+科技优势, 公司健康险线下与医院合作, 线上与平安医疗科技等互联, 具备管理式医疗控费的可能。

### 5.1 安泰保险: 收并购转型为专业医疗福利集团

安泰保险集团是一家多元化的医疗福利集团。截至2017年底, 公司服务会员数约为3,790万。该集团提供一系列的传统和消费者导向的健康保险产品及相关服务, 包括医疗、医药、牙科、行为健康、团体人寿和残疾计划、医疗管理能力和卫生保健管理服务及医疗补助计划。该公司业务分为三个领域: **健康保健板块**, **团体保险和大型案例养老板块 (Large Case Pension Segment)**。健康保健板块包括医疗, 药品福利管理, 牙科, 行为健康等。团体保险板块包括生命保险、伤残保险产品 and 长期护理保险产品。大型案例养老板块包括主要为合理规避税收的养老金计划 (包括养老金及年金产品)。

表 14、安泰三大业务板块

健康保险	团体保险	大型养老板块
医疗福利计划 (商业和政府)、牙科福利计划、牙科福利计划、行为健康福利计划、视力福利计划、药品福利计划、止损保险	生命保险	年金产品
牙科福利计划、医疗服务网络访问、	伤残保险	养老金产品
行为健康福利计划、员工福利管理服务、高级供应商模型、ActiveHealth 管理、Bswift、PayFlex 等等	长期护理险	

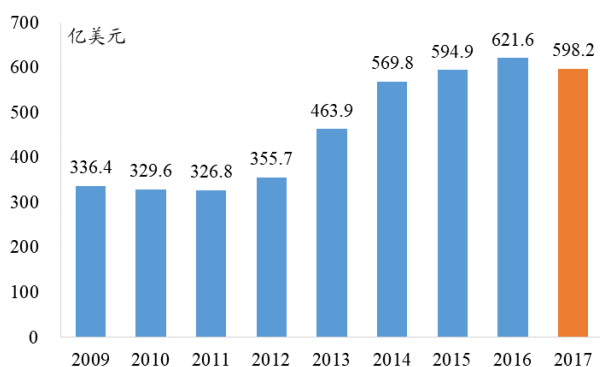
资料来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

健康福利板块为公司主要营收来源。2017年底, 安泰来自外部客户的总营业收入 (总营业收入扣除投资损益) 为 598.2 亿美元, 其中, 健康福利板块营收占比 96.6%。

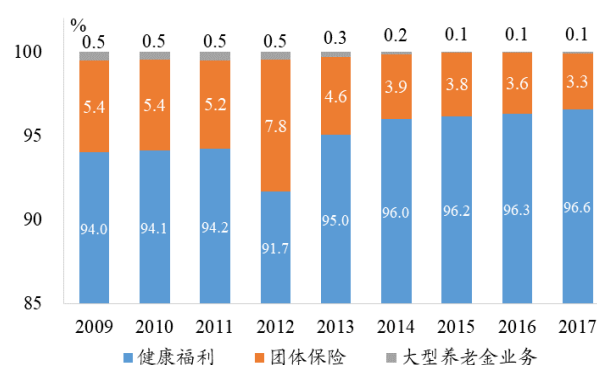
图60、安泰来源于外部客户的总营业收入

图61、安泰各业务板块营业收入占比

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

安泰经过多年发展方才成功转型健康福利公司。安泰的发展历史可以分为三个阶段：第一阶段（1853-1968年），安泰人寿公司从单线经营转变为多线经营，健康保险业务逐渐发展；第二阶段（1968-1996年），安泰多线经营，健康福利板块发展得到大力发展，管理式医疗模式逐渐建立；第三阶段（1996-现在），安泰从多线经营再次转变为单线经营，转型为专业的健康福利公司。

图62、安泰发展历史



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

1853-1968年间，安泰成功从单一一人寿保险公司转型成为多元化保险公司。1853年，安泰保险公司的年金部门从公司剥离，安泰人寿保险公司正式成立，提供单一一人寿保险。1891年，随着公司开始提供事故保险（Accident Insurance），安泰开始了从单一险种保险公司到多险种保险公司的转型：公司于1899年开始提供健康保险，于1902年开始提供责任保证保险，并于1907年开始提供汽车保险。自此，公司不同业务条线蓬勃发展，亦于1960年进入国际保险领域。

表 15、1853-1968：安泰从单线经营转为多线经营

时间	大事件	大事件（健康福利）
1853	年金部门从安泰保险公司剥离，成为安泰人寿保险公司	
1861	公司开始提供人寿保险	
1865	公司年收入超过 1000 万美元	
1891	1891 年，公司开始提供事故保险（Accident Insurance），开始了从单一险种保险公司到多险种保险公司的转型	
1899		Aetna 成为首批进入健康保险业务的股份制保险公司之一

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

1902	公司开始提供责任保险	
1907	公司开始提供汽车保险	
1913		成立了销售团体人寿保险的部门，成为首批为企业承包团体保险的保险公司之一。这也是 Aetna 建立现有医疗保健业务的基础
1917	美国进入第一次世界大战。公司利用其财政实力为参与政府建设的债券承包商提供所需的保险。	
1919		安泰开始提供团体残疾保险
1922	公司资产达到 2.07 亿美元	创立了第一家保险公司拥有的、面向残疾工人的康复诊所
1929	公司通过不支付股息以及裁员减薪熬过了大衰退	
1944	Aetna 为曼哈顿计划提供保险，该计划生产了世界上第一颗原子弹	
1951		团体部门引入了重大医疗保险，因为劳动力短缺加上工资冻结使员工福利成为雇主吸引和留住员工的一种方式。
1960	收购加拿大人寿保险公司 Excelsior 进入国际保险领域	
1966	安泰与意大利的 Assicurazioni Generali 合作，组建了一个国际保险网络，将在 70 多个国家销售保险产品	支付第一份 Medicare 索赔
1968	公司在纽约证券交易所上市	
1968	公司通过收购一家位于悉尼的公司来拓宽其国际业务	

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

1968-1996 年间，安泰健康福利板块得到大力发展，管理式医疗模式逐渐建立。1973 年，公司创建了一家 HMO 子公司；1985 年，安泰与美国志愿医院（VHA）成立了 Partners National Health Plans（合作伙伴国家健康计划），并开始销售 HMO，PPO 和其他价格具有竞争力的产品。1987 年，该计划会员达到百万；该年，安泰开始销售雇主赞助的团体长期护理险。

**表 16、1968-1996：安泰多线经营，大力发展管理式医疗**

年份	大事件
1973	公司创建了一家 HMO 子公司
1985	Aetna——当时最大的私营保险公司与美国志愿医院（VHA）——当时最大的非营利性多医院组织合作，成立了 Partners National Health Plans（合作伙伴国家健康计划），这是一家选择性（alternative）医疗保健合资企业。公司加入合资企业后开始销售 HMO，PPO 和其他价格具有竞争力的产品。
1987	合作伙伴国家健康计划的会员达到 100 万 公司卖出第一份雇主赞助的团体长期护理险
1988	公司收购 Humans Affairs International, Inc.，一家员工援助计划和管理式心理健康计划的领先提供者
1990	公司不再出售个人（Personal）健康保险
1996	安泰将其金融服务业务部门合并为安泰退休服务（Aetna Retirement Services）

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

1996 年后，安泰通过出售、收购活动成功转型专业健康福利公司。1996 年，安泰出售其产险业务，结束其百年历史的多线商业时代，并与美国医疗保险公司（U.S. healthcare）兼并，健康保险业务成为 Aetna U.S. Healthcare 公司，自此开启了安泰作为一家健康和金融服务公司的新时代。其他业务出售方面，2000 年，公司向 ING 出售了金融服务和国际业务；2017 年，安泰出售其团体人寿保险和残疾业务，此类业务剥离，使安泰能专注于其健康福利业务。收购方面，安泰收购了 NYLCare Health Plans（1998）、Prudential HealthCare（1999）、Schaller Anderson（2007）、Coventry Health Care（2013），综合增大了公司规模；安泰收购了 Strategic Resource



Company (2005)、ActiveHealth Management (2005)、HMS Healthcare (2005)、Broadspire (2006)、Prodigy Health Group (2011)、Medicity (2011)、Bswift (2014) 等, 此类收购扩大了某些类别的业务; 安泰收购了 Goodhealth Worldwide (2007)、InterGlobal (2014), 此类收购助力安泰进行国际化。

**表 17、1996-现在: 安泰成功转型为专业健康福利公司**

年份	交易类型	对象公司	目的
1996 年, 公司以 60 亿美元出售产险 (Property-Casualty) 业务, 结束百年历史的多线商业时代, 并与美国医疗保险公司 (U.S healthcare) 兼并, 健康保险业务成为 Aetna U.S. Healthcare 公司, 自此开启了安泰作为一家健康和金融服务公司的新时代			
1997	子类收购	Financial Network Investment Company	该公司为金融规划公司, 收购拓宽了安泰的金融服务业务
1998	综合收购	NYLCare Health Plans	同业收购, Aetna U.S. Healthcare 会员人数增加 220 万
1999	综合收购	Prudential HealthCare	同业收购, Aetna U.S. Healthcare 会员人数达到 2,100 万
2000	精简业务	ING	Aetna 以 77 亿美元向 ING 出售其金融服务和国际业务
2005	子类收购	Strategic Resource Company	拓宽了兼职和小时工的团体健康福利产品管理业务
	子类收购	ActiveHealth Management	拓宽了医疗保健数据分析业务
	子类收购	HMS Healthcare	公司在密歇根州, 科罗拉多州和其他州运营着区域医疗保健网络, 收购拓宽公司的医疗保健网络
2006	子类收购	Broadspire	Aetna 收购了 Broadspire 的残疾和离职管理业务, Broadspire 是残疾和伤亡索赔管理服务的领先提供商
2007	综合收购	Schaller Anderson	公司为医疗保险计划的医疗保健管理服务提供商
2007	国际化	Goodhealth Worldwide	公司是一家国际私人医疗保险的一般承销商, 收购拓宽了外派人员健康福利计划业务
2011	子类收购	Medicity	公司健康信息交换技术公司
2011	子类收购	Prodigy Health Group	美国最大的自筹资金 (self-insured) 医疗保健计划独立第三方管理机构
2013	综合收购	Coventry Health Care	公司为医疗保健福利公司, 收购后公司成为美国第三大医疗保健福利公司
2014	子类收购	Bswift	一家技术公司, 公司的技术平台为全国的健康保险交易所和雇主提供零售购物体验
2014	国际化	InterGlobal	为中东, 亚洲, 非洲和欧洲的团体和个人提供国际私人医疗保险, 扩大了公司的国际私人医疗保险业务
2017	精简业务	Hartford	以 14.5 亿美元的价格将其团体人寿保险和残疾业务出售给 Hartford。该交易使 Aetna 能够专注于创建个性化的方法来改善会员的健康状况
2018	被收购	CVS	安泰被 CVS 收购, 创建一家致力于建立基于社区的开放式医疗保健模式的合并公司, 该模式将帮助消费者改善健康状况并简化其医疗保健体验

资料来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

在发展健康福利业务方面, 安泰拥有自己的医疗服务网络, 使得安泰能以多种身份 (作为承保者、作为健康计划管理者或仅作为医疗服务提供者和作为顾问) 为多重对象 (雇主、员工、保险公司、健康福利第三方管理公司、医疗服务提供者) 提供多种产品与服务。安泰与医生、医院和其他医疗保健提供者签订合同, 让他们提供医疗服务给安泰的会员。除了个别人员, 如提供上门服务的医疗服务人员,

参与其网络的医疗保健提供者是独立的承包商 (contractor)，既不是安泰的员工也不是其代理人。截至 2017 年 12 月 31 日，Aetna 的医疗服务供应商网络拥有约 120 万医疗服务提供者，其中包括超过 683,000 名初级保健和专科医生，以及约 5,700 家医院。

安泰既可以作为承包者也可以作为管理者为其会员提供健康福利计划。其区别在于，若是承保者（产品类型 of Insured），则安泰承担医疗费用的全部或大部分风险，收取保费；若作为计划管理者（产品类型 of ASC, Administrative Services Contract Products），此时安泰只提供计划管理服务或医疗服务，收取管理费，而计划发起人承担医疗费用的全部或大部分风险。安泰的 ASC 业务还包括管理式医疗服务、顾问服务。

表 18、安泰健康福利板块

分类	产品与服务	服务对象	Insured	ASC (管理人)	提供医疗服务	咨询
健康福利计划 (Insured & ASC)	<b>商业医疗福利计划:</b> 提供服务点 (POS)、优先医疗服务组织 (“PPO”)、健康维护组织 (“HMO”) 和赔偿福利 (“赔偿”) 计划, 还有健康储蓄账户 (“HSA”) 和 AetnaHealthFund	雇主、自主保险的雇主、保险公司	√			
	<b>政府医疗福利计划:</b> 为 Medicare 受益人提供 Medicare Advantage 计划, 包括 HMO 和 PPO 产品; 安泰是 Medicare D 部分的全国性提供者 补充 Medicare ( Medicare supplement): 对于某些符合 Medicare 资格的会员, 为 Original Medicare 未涵盖的某些医疗保健费用提供补充保险。 医疗补助和 CHIP: 根据与各州政府机构签订的多年期合同, 向有资格的个人提供医疗保健管理服务。 双重资格: 为符合 Medicare 和 Medicaid 双重保险范围资格的受益人提供健康保险。		√	√		
	<b>牙科福利计划</b>		√			
	<b>行为健康福利计划</b>		√			
	<b>视力福利计划</b>		√			
	<b>药品服务计划:</b> 提供药房福利管理服务 (PBM) 以及特殊药物和送货上门服务, 通过 Aetna Specialty Pharmacy (“ASP”) 和 Aetna RxHomeDelivery@提供服务。ASP 分配特殊药物并提供与特种药物相关的某些支持服务。Aetna RxHomeDelivery@提供送货上门处方药服务。还为 Aetna 药品客户提供各种药房福利管理服务, 包括: 药品福利计划产品开发、商业处方集管理、药品折扣合同和管理、销售和账户管理以及索赔管理计划。	自主保险的雇主、保险公司	√	√		
止损保险 (Insured)	为选择自主健康福利保险的某些雇主提供医疗止损保险。	自主保险的雇主	√			
管理式医疗产品或服务 (ASC)	<b>医疗服务网络访问 (Provider Network Access):</b> 通过 First Health 和 Cofinity 产品, 为其他保险公司、第三方管理公司、自主保险的雇主提供医疗保健提供商网络	保险公司、健康福利第三方管理公司、自主保险的雇主			√	

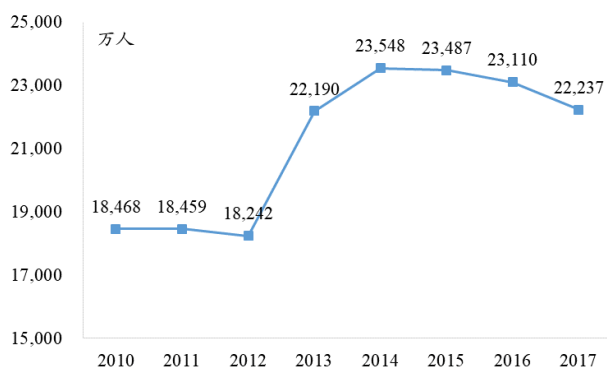
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

	<b>工人福利管理服务:</b> 包括收费的 (fee-based) 管理式医疗服务, 如医疗服务网络访问、成本控制服务、药品福利管理、耐用医疗设备和辅助服务以及护理管理服务	雇主			√		
顾问服务 (ASC)	<b>高级供应商模型 (“Advanced Provider Models”):</b> APM 为医疗服务提供者提供一套解决方案, 如人口健康管理服务, 旨在改善医疗服务提供系统, 提高所有患者的护理质量和效率及降低医疗成本。通过各种方法与供应商建立互利关系, 包括根据成本和质量调整财务激励措施, 实施创新的 HIT (Health information technology) 和领先的健康管理计划。	医疗服务提供者				√	
	<b>ActiveHealth:</b> 通过使用安泰的专利系统 CareEngine®, 提供基于证据的医疗管理和数据分析产品和服务。ActiveHealth Management 也是 APM 解决方案的关键组成部分	医疗服务提供者、保险公司、雇主和其他					√
	<b>Bswift:</b> 为全国雇主提供福利管理技术和服 务, 简化福利流程。 Bswift 的技术还为公共医疗保险交易所, 私人医疗保险交易所和个人提供购物、购买和登记体验。	面向雇主、公共医疗保险交易所、私人医疗保险交易所、个人					√
	<b>PayFlex:</b> PayFlex 在税收优惠账户报销管理 (灵活支出, 健康报销, 健康储蓄, 运输和停车), 综合综合预算调节法 (“COBRA”) 领域为雇主, 其员工及其前雇员提供服务管理和特殊成员计费管理。	面向雇主、其现员工及雇主的前雇员					√

资料来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

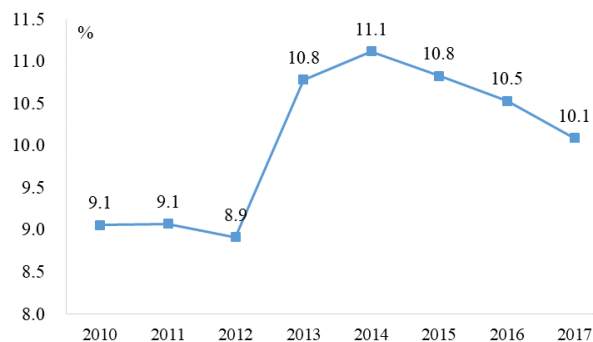
公司总会员数总体较为平稳。截至 2017 年底, 总会员人数达到 2,224 万人。我们以公司会员数/美国被私人保险覆盖的人数计算公司市占率, 则截至 2017 年末, 公司市占率为 10.1%。

图63、安泰健康计划会员总人数



资料来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

图64、安泰市占率按会员人数

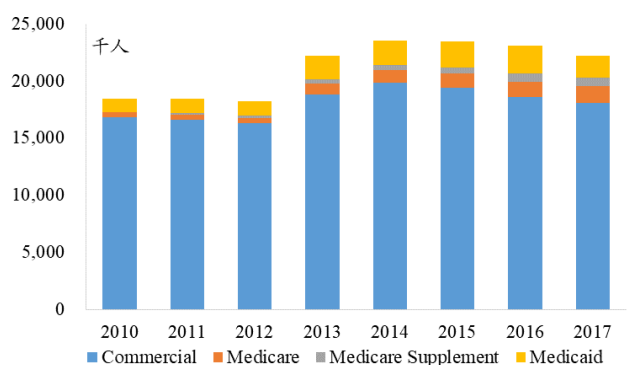


资料来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

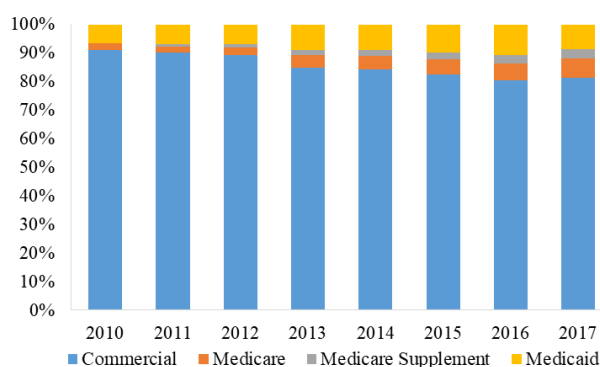
安泰提供商业保险产品和政府保险产品 (包括 Medicare 和 Medicaid)。商业保险产品 (Insured 及 ASC 业务) 占据主要地位。截至 2017 年底, 81% 的会员投保公司商业保险产品。

图65、安泰会员人数按产品类型

图66、安泰会员人数占比按产品类型



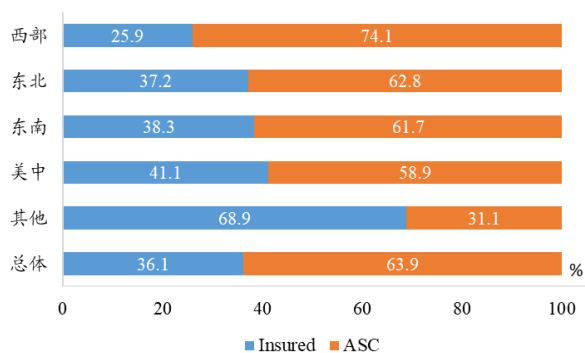
资料来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理



资料来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

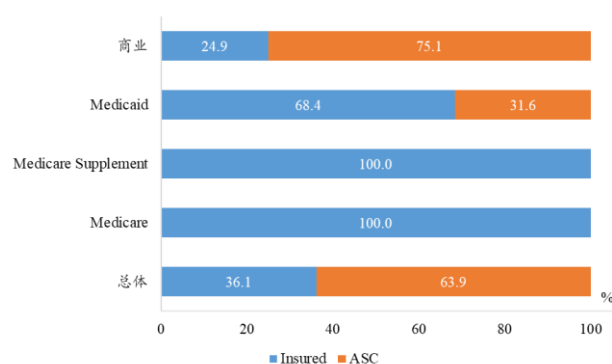
从会员类型来看, 安泰主要的会员分为承保会员 (Insured), 即安泰承担会员医疗费用风险, 与 ASC 会员, 即安泰作为健康计划管理者, 而不承担医疗费用风险。总体来看, 截至2017年底, Insured的会员数占比为36%, ASC会员数占比为64%。安泰并不承担大部分客户的医疗费用风险, 而是作为医疗福利计划管理者。分地区来看, 西部、东北、东南、美中、其他的 Insured 会员占比逐渐增高。按照保险产品类型来看, 商业保险中的 insured 会员占比最少, 仅为25%; 政府保险中, Medicaid 的 Insured 会员占比为68%, 而 Medicare、Medicare Supplement 的 insured 会员则都为100%。

图67、2017年按地区各会员类型占比



资料来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

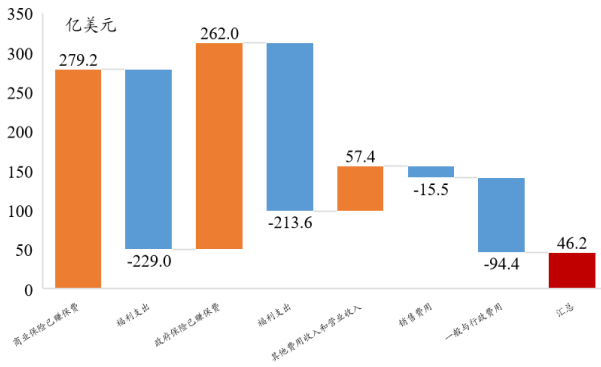
图68、2017年按产品各会员类型占比



资料来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

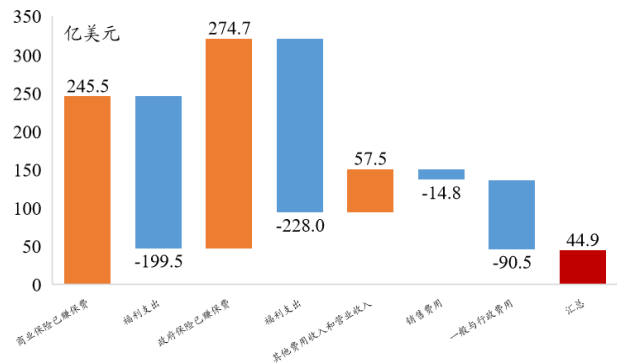
健康福利运营板块的营业收入主要来源于承保收入 (Insured 业务)、管理收入及其他 (ASC 业务), 以及投资收入; 而支出主要来源于福利支出、销售费用、管理以及行政费用 (SG&A)。剔除投资收入及支出, 公司2016-17年瀑布图如下。

图69、2016年安泰盈利情况



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图70、2017年安泰盈利情况

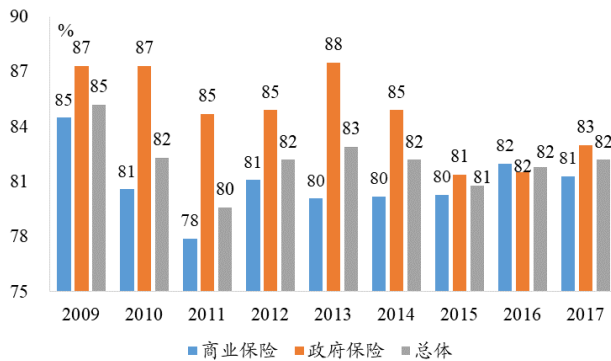


资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

根据公式  $医疗福利边际 (MBR) = \frac{健康福利支出}{健康计划保费}$ ，在盈利性方面，政府保险与商业保险的福利边际差距在缩小。截至2017年，商业保险的医疗福利边际更低，为81%，而政府保险为83%。

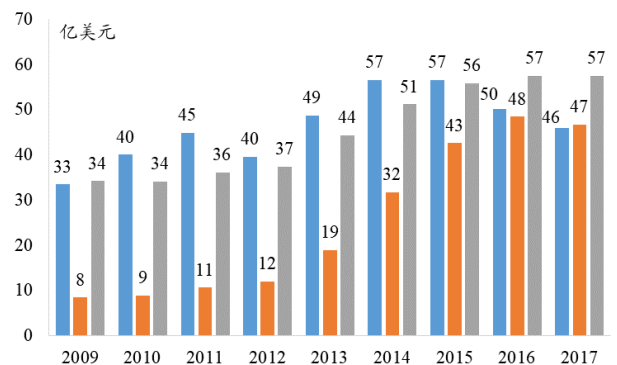
从扣除运营费用前的各业务收入来看（SG&A 费用中并没有区分 Insured 和 ASC 业务，故比较不同业务在剔除 SG&A 前的收入）。我们使用公式： $Insured 业务扣费前收入 = 健康福利计划保费 - 健康福利计划成本$ ； $ASC 业务扣费前收入 \approx 管理费用与其他$ ，得出公司管理业务与其他（ASC）> 政府保险承保业务（Insured）> 商业保险承保业务（Insured），但三者的差距在逐渐缩小。

图71、安泰医疗福利边际按保险类型



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图72、安泰扣费前收入按业务

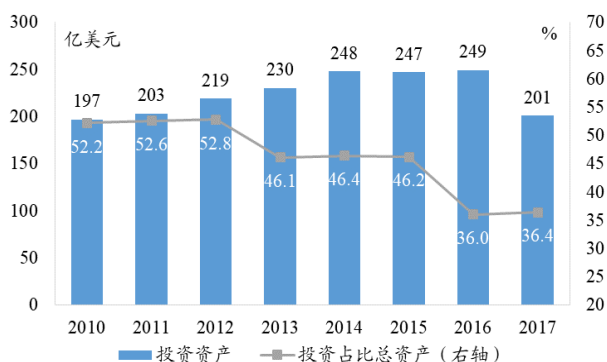


资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

安泰投资资产占比总资产逐年下降，截至2017年底，投资占总资产的比例为36.4%。安泰的投资中，债务和股权证券占据绝大部分，截至2018年底，占比84.5%。

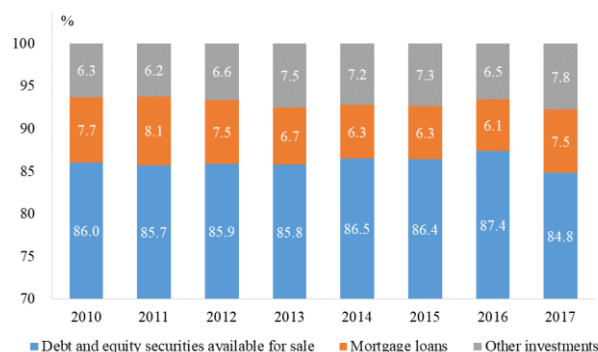


图73、安泰投资资产情况



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

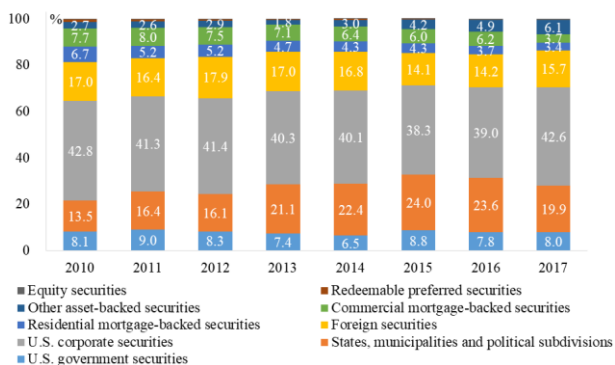
图74、安泰投资资产分类



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

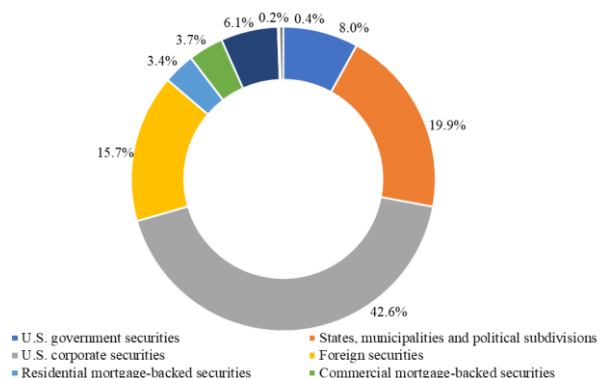
具体来看，公司投资主要集中在债券上。2017年底，股权证券占比仅为0.4%，债券占比99.6%。2017年，债券中，美国政府债券、地方债券、企业债券合共达到占比70.5%。得益于公司出色的产品设计能力，2017年公司投资收益占营业收入的比例仅为1.6%。

图75、安泰投资资产情况



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图76、安泰投资资产分类



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

## 5.2 新华保险：积极布局健康险领域，战略转型成果显著

新华保险积极布局健康管理产业链，促进健康险发展。2010年，新华保险与台湾第一家国际连锁健康管理中心美兆健康管理国际控股公司共同签署战略合作协议。公司意图将保险与健康整合在一起，成为一个新平台，增强客户服务质量。由此，新华保险正式布局健康险产业链。2012年，新华保险成立卓越健康投资管理有限公司，主要从事健康管理、医疗服务、护理服务、医疗投资等与寿险主业具有协同效应的健康医疗产业，并陆续在16个重点布局的省市成立了健康管理中心，为客户提供更有效率的健康管理服务。

2016年，新华的青岛健康管理中心与青岛大学附属心血管医院共同打造的医联体

模式，让青岛健康管理中心的重症患者可转入青岛大学附属心血管医院，青岛大学附属心血管医院处于康复期的患者可转进青岛健康管理中心，让客户能得到更适合的医疗保健资源，从而提升保险业务的吸引力。这也成为保险公司首次尝试医联体模式的典范。同期，新华通过旗下卓越健康投资管理公司在北京设立了康复医院，并于2017年末以自有资金投资该康复医院，将其直接纳入集团旗下。这些健康管理产业链的意义在于提高投保客户的健康水平，减少公司未来的医疗赔付支出，另外，还可以通过这些平台获得大量的有针对性的数据，提高公司对健康险的定价能力和风险控制能力。

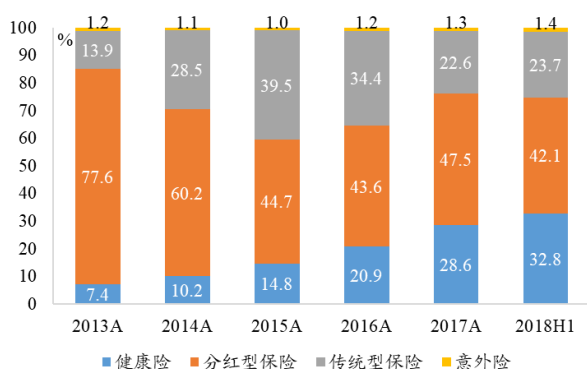
表 19、新华保险健康管理产业链发展

时间	发展方式	发展目的
2010年	与美兆国际签署合作协议	将保险与健康整合在一起，成为新平台，增强客户服务质量
2012年	成立卓越健康投资管理有限公司	从事健康管理、医疗服务、护理服务等与主业有协同效应的健康医疗产业，为客户提供更有效的健康管理服务
2016年	与青岛大学附属心血管医院合作打造医联体；设立康复医院	最大程度帮助客户恢复健康，为客户整合服务资源，提升保险业务吸引力

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

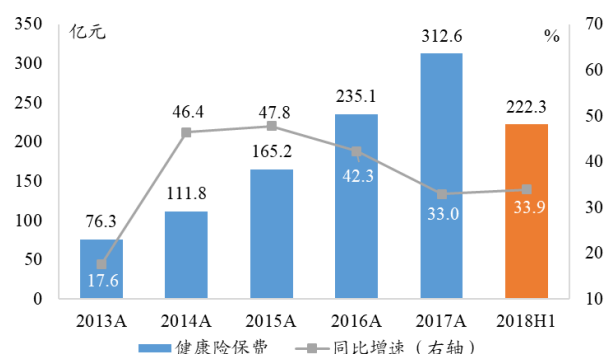
由于新华保险实施聚焦健康险的产品策略，公司健康险保费收入占比不断提升。2018上半年，新华保险健康险业务占比32.8%，较2017年末提升了4.2个百分点，较2013年提升了25.4个百分点。2018上半年，公司健康险保费收入222.3亿元，同比增长33.9%。2013H1-2018H1，公司健康险保费收入复合增长率42.3%。和全行业相比，2013H1-2018H1，全行业健康险复合增长率40.6%，新华保险健康险增速高于行业平均水平。

图77、公司保费收入占比按险种



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

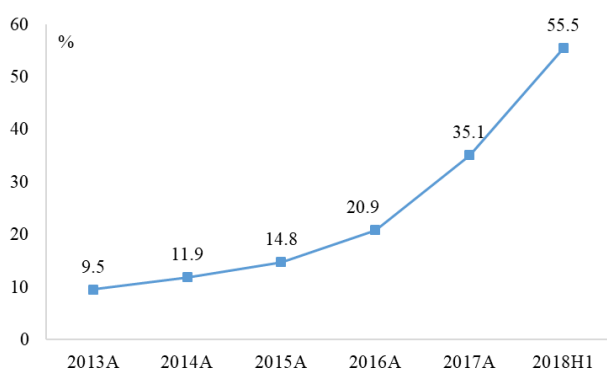
图78、公司健康险保费收入及同比增速



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

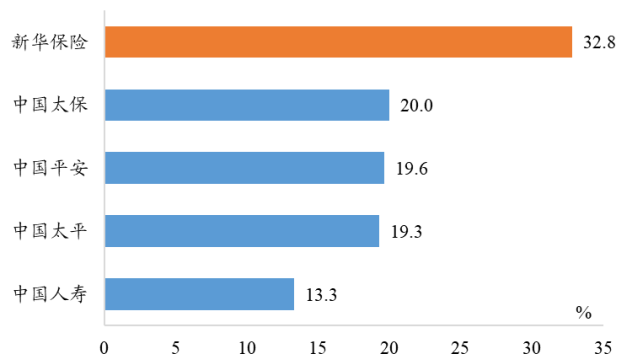
新华保险健康险占比逐年增加，已经成为驱动新单增长的主要因素。2018年，新华保险总首年保费中，健康险首年保费占比55.5%，较2017年末水平提升了20.4个百分点，较2013年水平提升了46.0个百分点。同期，新华保险，中国太保，中国平安的健康险保费收入分别占总保费收入的32.8%，20.0%，19.6%，新华保险为主要上市保险公司中健康险收入占比最大的公司。

图79、公司健康险首年保费占总首年保费比例



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图80、2018H1 主要保险公司健康险保费收入占比



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

为更好的满足消费者需求，保持竞争力，新华保险对主力产品进行了主动升级。2017年10月10日“健康无忧C”升级为“健康无忧C1”，主要对病种和责任进行了提升：产品增加了25种重疾保障，20种轻症保障，轻症赔付可以累计达到三次。并且增加了特定严重疾病保险金、前10年关爱保险金、轻症疾病豁免保险费，若被保险人罹患特定重疾、十年内患重疾或身故可以获得额外保额。

表20、新华保险产品升级变动

产品名称	健康无忧C	健康无忧C1
上市时间	2017	2018
保险形态	重大疾病险	重大疾病险
投保年龄	18-60岁	30天-61岁
年交保费（男，30岁，20年交）	9330	8440
基本保额	30万	30万
轻症疾病保险金	15种轻症，6万保额	35种轻症，6万保额，累计3次
重大疾病保险金	60种重疾，30万保额	85种重疾，30万保额
身故保险金	30万保额	30万保额
特定严重疾病保险金	-	罹患 <b>特定严重疾病</b> ，36万保额
前10年关爱保险金	-	<b>10年内患重疾或身故</b> ，36万保额
轻症疾病豁免保险费	-	<b>初次发生轻症</b> ，免交疾病日起的续期保费，合同继续有效

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

在对已有产品升级的同时，新华保险积极开发新产品。因为目前市场已有产品大多针对30岁左右人群，针对老年人产品较少，2018年一季度，公司开发了专门针对老年人的“健康无忧D”，只有50岁以上可以投保，保障范围包括身故保障，80种重疾，不包含轻症。2018年7月起，过去在广东试点销售的“多倍保”产品全国开售。一般重疾型产品在一次赔付后合同终止，“多倍保”最高可对重大疾病赔付七次。产品在试点销售时受到好评，成为健康险销售的一个新的增长点。此外，公司亦在市场中首个推出心脑血管附加险，满足了不同投保人的需求。“以附促主”的销售策略使得公司老客户重新购买活跃，并提升了产品的吸引力。

表 21、新华保险 2018 年新产品开发情况

产品名称	健康无忧 D	多倍保
上市时间	2018	2016 年 12 月起广东试点; 2018 年 7 月起全国开售
产品形态	重大疾病险	重大疾病险
投保年龄	50-66 岁	30 天-55 岁
年交保费 (男, 20 年交)	7,100 (50 岁投保)	6,960 (30 岁投保)
基本保额	10 万	20 万
轻症疾病保险金	-	50 种轻症, 4 万保额
重大疾病保险金	80 种重疾, 10 万保额	70 种重疾, 20 万保额
身故保险金	10 万保额	2 万保额
特定严重疾病保险金	罹患特定严重疾病, 12 万保额	罹患特定严重疾病, 20 万保额
前 10 年关爱保险金	-	10 年内患重疾或身故, 30 万保额

资料来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

### 5.3 中国平安: 金融+科技, 着力打造“大医疗健康”产业

中国平安是通过多渠道分销网络及统一的品牌。在业务发展中, 中国平安致力于成为国际领先的科技型个人金融生活服务集团, 坚持“科技引领金融, 金融服务生活”的理念, 以深化“金融+科技”、探索“金融+生态”为发展模式, 聚焦“大金融资产”和“大医疗健康”两大产业, 并深度应用于“金融服务、医疗健康、汽车服务、房产金融、城市服务”五大生态圈, 为客户创造“专业, 让生活更简单”的品牌体验。

图 81、定位国际领先的科技型个人生活服务集团



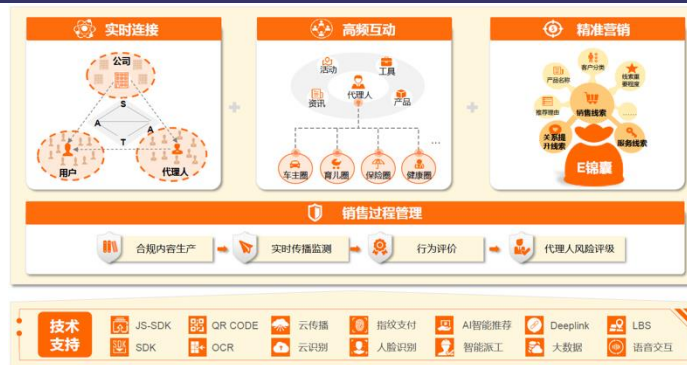
资料来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

在未来保险行业健康险的增长中, 我们认为平安寿险的优势包括人力上的优势、品牌优势带来的溢价能力和科技带来的承保、赔付效率上的优势, 这些优势能够使平安的市场份额进一步提升。健康险相比于其它险种要更为复杂, 大多数客户需要依赖代理人的讲解而非简单的通过网销渠道购买, 因此健康险的销量除了产品本身外, 很大程度取决于代理人。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

平安的科技技术亦成为提升代理人质量并赋能寿险的重要方式。AI 技术能够有效的协助平安进行代理人的队伍管理,提升代理人留存与产能。平安借助神经网络、人脸识别、声纹识别等 AI 技术对代理人进行动态画像,实现增员全流程在线管理和精准识别高留存人员。公司构建 SAT 销售模式可以实时连接连接了业务员的工作平台、客户服务平台、公司系统,即公司、用户、业务员 7×24 小时实时在线连接。公司创建活动,代理人通过工作平台就可以在线地经营客户。此外,公司可以了解业务员活动、客户活动及代理人与客户的互动情况。2018 年上半年,代理人通过 SAT 触达人数达到了 2.2 亿;高频互动 13 亿次;线索三个月转化率为 10.8%。

图82、科技赋能寿险——SAT 销售模式



资料来源:公司资料,兴业证券经济与金融研究院整理

图83、科技赋能寿险——销售过程管理

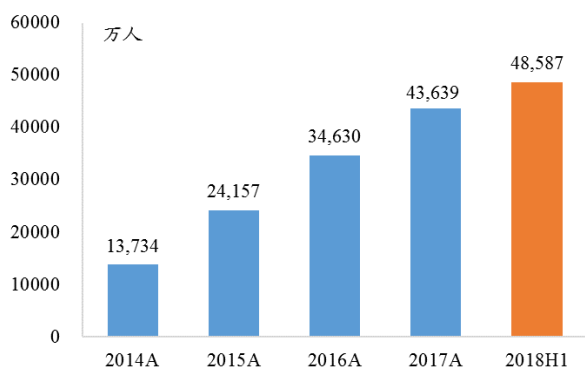


资料来源:公司资料,兴业证券经济与金融研究院整理

另外,公司互联网及 APP 用户规模的增长有助于客户迁移及交叉销售,让代理人有机会接触更多客户。从公司互联网用户规模看,2018 年上半年,公司拥有 4.86 亿互联网用户及 4.21 亿 APP 用户,用户规模分别同比增长 20.6%及 46.2%。2018 年上半年,公司新增客户 2,581 万人,同比增长 39.2%。2018 年新增客户中,844 万来自于集团五大生态圈的互联网用户,在新增客户中占比 32.7%。

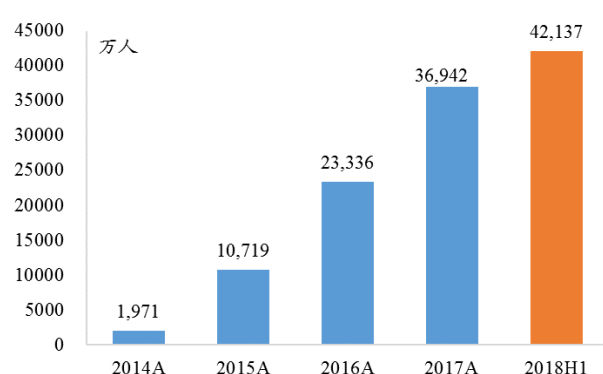


图84、公司互联网用户规模



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

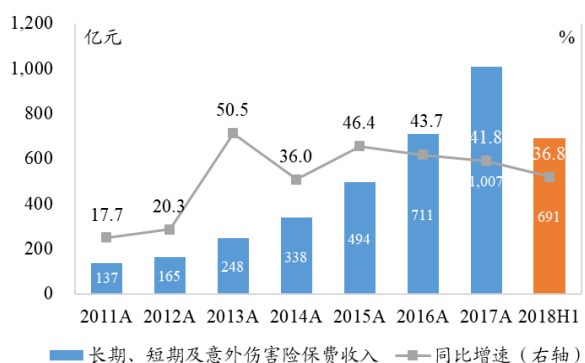
图85、公司 APP 用户规模



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

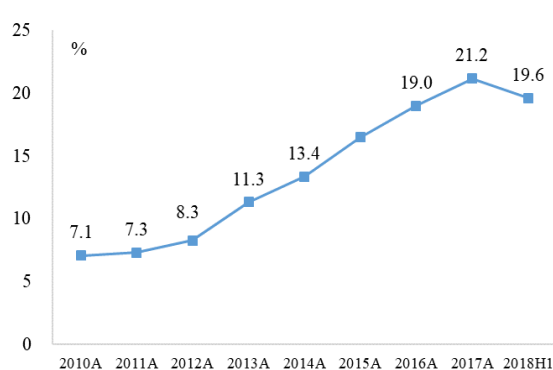
品牌优势亦能为公司带来溢价能力，目前以重疾险为主的健康险的价值率大多要高于其他保险产品。此外，健康险产品为了防止逆选择等风险在承保时需要体检等步骤，在赔付时也因为健康险产品的复杂性需要确认是否符合赔付条件。目前平安在科技的帮助下已经在承保和赔付效率上有一定的优势。从公司健康险业务发展情况看，2018年上半年，公司实现长期健康险、短期健康及意外险原保费收入691亿元，同比增长36.8%，增长幅度优于行业水平；从公司长期健康险、短期健康及意外险原保费收入占比看，2018H1该险种占寿险总保费比例为19.6%。

图86、公司健康险原保险保费收入及同比增速



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图87、公司健康险原保费收入占寿险总保费比例



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

平安医保科技致力于成为中国领先的科技驱动管理式医疗服务平台，其医保服务已覆盖超过200个城市，商保服务接入医院超2,300家，城市一账通APP已上线53个城市。平安医保科技于2018年初完成11.5亿美元融资，投后估值达88亿美元。平安好医生致力于打造全球最大的医疗健康生态系统，今年5月4日在香港联交所主板上市。截止2018年6月30日，平安好医生累计为近2.3亿使用者提供医疗健康管理服务，累计咨询量超3亿人次，同比增长122.2%，平安好医生把握行业发展机遇，通过移动平台随时随地满足庞大用户群的需求，提供丰富的医疗健康服务，上半年营业收入同比增长150.3%至11.23亿元。

图88、平安好医生医疗健康生态体系



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

## 6、行业估值情况

截至2019年02月15日收盘，中国平安、新华保险、中国太保、中国人寿及中国太平的PEV分别为1.30、0.55、0.71、0.60及0.58倍。港股上市保险公司平均PEV为0.96倍，中资港股保险公司平均PEV仅为0.75，估值水平低于友邦保险的2.17倍，低于保诚保险的0.82。截至2019年02月15日收盘，以财产保险为主的保险公司平均PB水平为0.97。从各公司的历史PEV水平上看，内资保险公司PEV水平均处于公司历史较低水平，值得战略性配置。

表 22、保险行业估值表

代码	公司	股价 (港元)	港股市值 (十亿港元)	EV		PEV
				2017A (元)	2018H1 (元)	2018H1
2318.HK	中国平安	78.1	581.28	45.1	50.7	1.33
1336.HK	新华保险	35.2	36.35	49.2	53.1	0.57
2601.HK	中国太保	28.7	79.65	31.6	34.1	0.73
2628.HK	中国人寿	19.4	144.06	26.0	27.2	0.61
0966.HK	中国太平	22.8	81.94	34.9 (港元)	37.4 (港元)	0.61
				(美元)	(美元)	

1299.HK	友邦保险	74.8	903.37	4.2	4.3	2.21
				(英镑)	(英镑)	
2378.HK	保诚	154.8	7.89	17.3	18.3	0.84
	平均					<b>0.99</b>
代码	公司	股价	港股市值	每股账面净值		PB
				2017A	2018H1	2018H1
		(港元)	(十亿港元)	(元)	(元)	
1339.HK	中国人民保险集团	3.3	268.87	3.0	3.2	0.88
2328.HK	中国财险	8.7	193.07	8.1	6.0	1.25
1508.HK	中国再保险	1.8	74.76	1.7	1.8	0.87
	平均					<b>1.00</b>

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

\*注：股价截止 2019 年 2 月 15 日收盘

## 7、风险提示

保险公司发展面临以下风险：1) 资本市场波动；2) 保费收入不达预期；3) 保险行业政策变动风险；4) 公司经营风险。

## 分析师声明

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。本报告清晰准确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。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券股份有限公司及其或其有关联公司在过去十二个月内与大森控股集团有限公司、兴证国际金融集团有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、中国山东高速金融集团有限公司、惠理集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券（控股）有限公司、百应租赁控股有限公司、融创中国控股有限公司、华夏幸福基业股份有限公司、永续农业发展有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、威志控股有限公司、朗诗绿色集团有限公司、永升生活服务集团有限公司、时代中国控股有限公司、中原银行股份有限公司、云能国际股份有限公司、汇量科技有限公司、国际济丰包装集团、徽盟集团和日照港裕廊股份有限公司有投资银行业务关系。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券股份有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券股份有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及其或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。