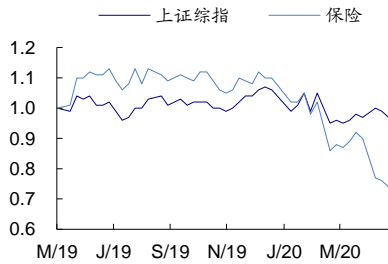


2020年05月29日

一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

- 《寿险估值体系探讨: 黄金有价(二): 主动估值》——2020-05-11
- 《保险行业专题: 健康险市场变革之年》——2020-05-10
- 《保险行业专题: 如何看待低利率的影响?》——2020-04-15
- 《2020年2月保险行业投资策略: 疫情影响有限, 寿险标的坚实》——2020-02-06
- 《保险行业2020年投资策略: 只待长风破浪》——2019-12-02

证券分析师: 王剑

电话: 021-60875165
E-MAIL: wangjian@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980518070002

证券分析师: 李锦儿

电话: 021-60933164
E-MAIL: lijiner@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980518070003

行业专题

重疾险发展迎来变革

● 主要逻辑与结论

重疾险市场方兴未艾, 渗透率仍有很大提升空间, 但短期面临竞争加剧问题。重疾定义和重疾表修订, 对行业发展具有深远意义。一方面, 有利于维护消费者权益; 另一方面, 产品定价、评估更加科学合理, 有利于稳定死差益。同时, 为多元化产品设计提供了依据。虽然价格空间打开, 但产品定价受市场供求影响, 预计降价力度有限。

● 我国重疾险现状

重疾险是保险公司新业务价值的重要贡献来源, 随着竞争加剧, 面临产品责任和费率竞争的天花板, 中小保险公司推出各家“爆款产品”, 上市保险公司定期迭代已经形成市场影响力的IP级产品, 竞争进入白热化阶段。

● 新版重疾定义与重疾表

随着医学临床诊断标准和医疗技术的不断发展和革新, 目前定义已经难以满足行业发展和消费者需求。新版重疾定义新增3种轻症、重疾数量从25种增加到28种、定义更准确(结合了最新医疗临床实践, 同时又考虑了理赔的实务操作)、引入定期评估机制、轻症赔付比例20%、甲状腺癌将TNM分期为I期的纳入轻症赔付、不得含有保障范围高度重叠的疾病、罕见病需要标注等。可见, 重疾定义修订立足于消费者角度, 有利于维护消费者权益。

重疾表修订, 2007版重疾定义下, 主要年龄段发病率提升, 由于上市保险公司已补提准备金, 预计影响有限; 2020版重疾定义下疾病发生率明显下降, 赔付率下降, 理论上可以降低价格; 新增粤港澳大湾区重疾表, 使产品更具市场竞争力。

● 重疾险产品变化展望

展望未来, 重疾险发展有以下趋势: (1) 规范化发展, 定价更科学。有利于保险公司防范风险, 同时, 消费者权益也得到维护; (2) 突出失能、护理功能; (3) 老年重疾险加速发展。

● 投资建议

目前保险公司估值处于历史底部区域, 中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险对应2020年P/EV估值分别为0.93、0.67、0.57、0.59倍, 估值已经包含了投资端的悲观预期, 我们维持行业“超配”评级。

● 风险提示

全球疫情事件影响超预期; 重疾险产品销售不及预期; 再投资压力加大。

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(亿元)	EVPS		PEV	
					2020E	2021E	2020E	2021E
601318	中国平安	买入	71.51	13,072	76.6	89.4	0.9	0.8
601628	中国人寿	买入	26.11	7,380	39.2	46.2	0.7	0.6
601336	新华保险	买入	43.96	1,371	75.0	85.2	0.6	0.5
601601	中国太保	买入	28.59	2,591	50.1	56.9	0.6	0.5

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

内容目录

主要逻辑与结论	4
我国重疾险现状	4
重疾险发展历程	4
面临责任与费率的天花板	6
上市险企重疾险产品策略	7
新版重疾定义：从 25 到“28+3”	8
为何进行修订？	8
修订内容有哪些改变？	8
重疾定义修订有何影响？	10
新版重疾表：新的里程碑	11
为何进行修订？	11
修订内容有哪些变化？	12
重疾表修订有何影响？	13
重疾险产品变化展望	15
规范化发展，定价更科学	15
突出失能、护理功能	16
老年重疾险加速发展	16
投资建议	16
风险提示	18

图表目录

图 1: 商业健康保险保费及同比增速.....	5
图 2: 2019 年分险种原保费收入结构.....	5
图 3: 重疾险是健康险的主力产品.....	5
图 4: 国内重疾险发展历程.....	6
图 5: 新定义下重疾种类.....	9
图 6: 疾病定义更新.....	10
图 7: 90%以上甲状腺癌病情较轻.....	11
图 8: 各年龄段甲状腺癌理赔率.....	11
图 9: 新版重疾发生率表.....	13
图 10: 6 病种经验发生率 (ix) 对比图.....	13
图 11: 25 病种经验发生率 (ix) 对比图.....	13
图 12: 中国太平重疾险有效保单投保年龄的分布.....	14
图 13: 新定义下 6 病种经验发生率 (ix) 对比图.....	14
图 14: 25、28 病种经验发生率 (ix) 对比图.....	14
图 15: 6 病种经验发生率对比图 (大湾区/全国).....	15
图 16: 28 病种经验发生率对比图 (大湾区/全国).....	15
图 17: 中国平安典型长期保障型产品可分配利润分解.....	17
图 18: 中国平安 2019 年新单三差占比.....	17
图 19: 中国平安 2019 年分业务组合的新业务价值率.....	17
图 20: 上市保险公司健康险保费收入占比.....	18
图 21: 上市保险公司健康险新单保费占比.....	18
图 22: 上市保险健康险保费收入.....	18
表 1: 部分疾病前期治疗费用参考表.....	4
表 2: 上市保险公司主打重疾产品.....	7
表 3: “平安福”历年主要升级点.....	8
表 4: 从名称上体现了“重大”标准.....	8
表 5: 优化定义内涵.....	9
表 6: 轻度恶性肿瘤特指六种.....	11
表 7: 中国太保 2019 年准备金敏感性分析.....	12
表 8: 重点公司估值比较表.....	19

主要逻辑与结论

2019年12月,银保监会等13部委《关于促进社会服务领域商业保险发展的意见》提出,商业健康保险到2025年超过2万亿元,未来6年要保持19%年均增长率。2020年是健康险变化的大年,新的健康保险管理办法出台、重疾定义修改、重疾发生率表修订、长期医疗险费率调整等等,监管红利逐步释放。本文是《健康险市场变革之年》(2020年5月10日)的续篇,聚焦重疾险,核心内容包括:我国重疾险现状、新版定义和发生率表、未来展望。

重疾险目前进入竞争加剧阶段,无论是产品责任还是费率都面临天花板。上市保险公司重疾险产品主要定位于中高端客户,产品更新迭代速度快。重疾定义修订立足于消费者角度,有利于维护消费者权益。新版重疾表将更准确反映重疾发生率的变化,产品定价、评估更加科学合理,有利于稳定死差益;由于产品定价受市场供求影响,市场竞争日趋激烈,预计降价空间有限。

新版重疾定义和新版重疾表是重疾险发展的里程碑,展望未来,重疾险发展有以下趋势:(1)规范化发展,定价更科学。有利于保险公司防范风险,同时,消费者权益也得到维护;(2)突出失能、护理功能;(3)老年重疾险加速发展。

我国重疾险现状

1995年国内首次引入重疾险,最初作为寿险的附加险,经历了快速发展、规范化阶段,是保险公司“兵家必争之地”。重疾险是保险公司新业务价值的重要贡献来源,随着竞争加剧,面临产品责任和费率竞争的天花板,中小保险公司推出各家“爆款产品”,以价格、保障责任等高性价比优势获得消费者青睐,竞争进入白热化阶段。

开门红弱化背景下,上市保险公司转战重疾险市场,主打产品基本以“终身寿险险+重疾险附加险”为主,定期迭代已形成市场影响力的IP级产品。相对于中小保险公司,上市保险公司具备品牌优势、渠道优势和健康管理优势,主要定位于中高端客户。

重疾险发展历程

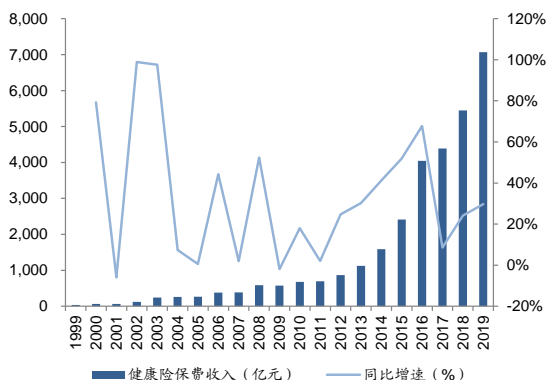
重疾险是商业健康险的重要组成部分。1983年起源于南非,问世后迅速在全球推广。在国内的发展经历了起步及规范、快速发展、竞争加剧阶段。重疾险具备两个重要的特征:一是病情严重,在较长一段时间内严重影响到患者及其家庭的正常工作和生活;二是治疗花费巨大,需要进行较为复杂的药物或手术治疗,需要支付昂贵的医疗费用。从各国发展经验来看,重疾险产品已由最初的3-7种疾病范围扩张至30种以上。

表1:部分疾病前期治疗费用参考表

序号	大病种类	治疗康复费用
1	恶性肿瘤	12-50万元
2	急性心肌梗塞	10-30万元
3	脑中风后遗症	10-40万元
4	重大器官移植术或造血干细胞移植术	20-50万元
5	冠状动脉搭桥术	10-30万元

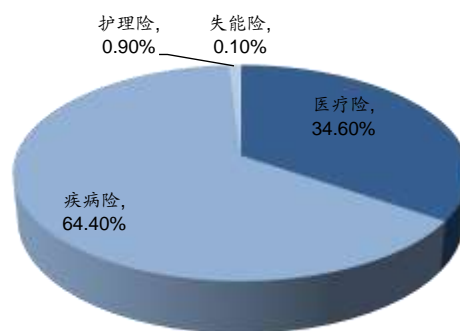
资料来源:国信证券经济研究所整理

图 1: 商业健康保险保费及同比增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 2: 2019 年分险种原保费收入结构

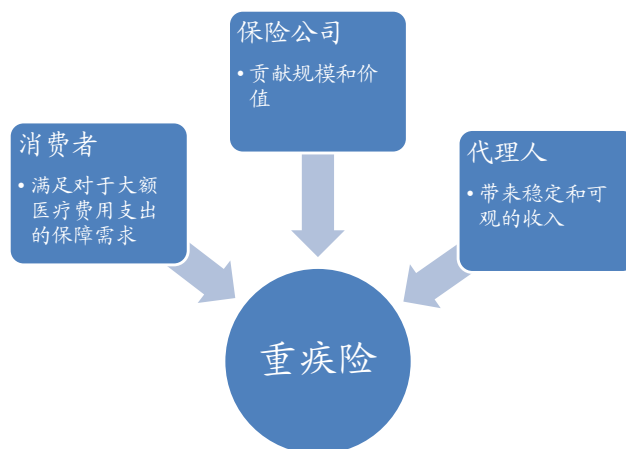


资料来源: 银保监会, 国信证券经济研究所整理

1995-2008 年: 起步及规范阶段。国内重疾产品起初引进时, 规范化程度低, 直到 2007 年重疾定义使用规范推出, 对疾病定义、理赔条件以及保险合同书写等方式进行了规范, 利于消费者挑选产品, 同时利于减少理赔纠纷。

- 1995 年, 国内首次引入重大疾病保险, 最初作为寿险产品的附加险, 疾病覆盖度低, 一般只包含七种重大疾病 (恶性肿瘤、心肌梗塞、脑中风、冠状动脉搭桥术、尿毒症、瘫痪和重大器官移植术);
- 1996 年, 推出保障终身责任的主险产品, 重大疾病病种保障范围逐步扩大, 提高至 10 种以上;
- 2001 年, 中国平安推出国内首款分红型重疾险, 适应了国内居民的储蓄习惯;
- 2003 年, 《个人分红保险精算规定》规定健康保险产品不能采取分红的形式, 使商业健康保险产品聚焦于风险保障;
- 2006 年, 《健康保险管理办法》发布, 这是国内第一部健康保险专业化监管规章, 明确健康保险在经营管理、产品管理和销售管理等方面的监管要求;
- 2007 年, 《重大疾病保险的疾病定义使用规范》对最常见 25 种疾病的表述进行统一和规范, 并要求 2007 年 8 月 1 日之后销售的重疾产品必须使用统一重疾定义。成年人阶段的重疾产品必须保障 6 种核心疾病 (包括恶性肿瘤、急性心肌梗塞、脑中风后遗症、重大器官移植术或造血干细胞移植术、冠状动脉搭桥术和终末期肾病)。

图 3: 重疾险是健康险的主力产品



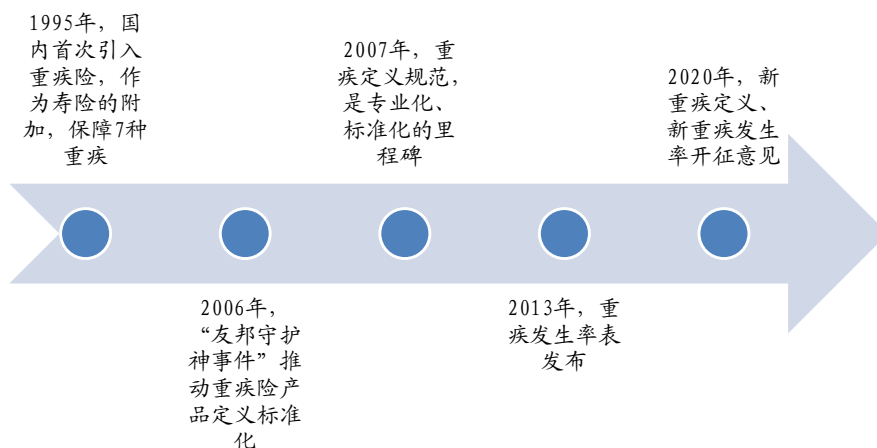
资料来源: 国信证券经济研究所整理

2009-2017: 快速发展阶段。由于重大疾病保险对于保险公司而言价值率高，对于销售人员而言件均保费合适，对于消费者而言容易接受，重疾险快速发展。但由于国内没有疾病发生率表，产品定价和法定责任准备金评估主要依靠再保险公司提供的国外发生率数据，一定程度上影响了重疾险的发展。2013年原保监会发布《中国人身保险业重大疾病经验发生率表（2006-2010）》，其中包括6病种经验发生率表两张（男表、女性）和25病种经验发生率表两张（男表、女性）。重疾发生率表用于产品定价和责任准备金评估，促进了重疾险快速发展，对产品创新具有深远意义。

2018-2019: 竞争加剧阶段。重疾险不断丰富，重疾发病率提升，重疾定义与发生率亟需修订。

- 2019年12月，银保监会发布新修订的《健康保险管理办法》，将商业健康险定位为多层次医疗保障体系的重要组成部分和行业服务民生的重要领域。
- 2020年3月31日，保险行业协会就《重大疾病保险的疾病定义使用规范修订版（征求意见稿）》向行业征求意见，首次引入轻度疾病定义，将原有25种重疾定义完善扩展为28种重度疾病和3种轻度疾病。
- 2020年5月9日，精算师协会发布《中国人身保险业重大疾病经验发生率表（2020）（征求意见稿）》，作为3月末发布的重疾定义修改配套文件。

图 4: 国内重疾险发展历程



资料来源：国信证券经济研究所整理

面临责任与费率的天花板

重疾险是保险公司新业务价值的重要贡献来源。疾病保险主要包括重疾险和防癌险。目前，重疾险由于新业务价值率高达80%以上，驱动新业务价值和内含价值增长，成为保障类主打销售产品。

重疾险市场竞争加剧，面临产品责任和费率竞争的天花板。保障责任方面，各保险公司重疾产品在病种数量设计上遵循“越多越好”的原则，25种标准重疾的发生率超过95%，重疾险病种数量在70-100种间的比例明显提升。

保险公司纷纷推出多重和多次给付产品。随着竞争加剧，保险公司推出多重（将承保的疾病分为若干组，组内疾病相关性较高，每组疾病可赔付一次）和多次（承保的疾病不分组，可多次赔付）给付产品，除重症外，推出轻症、中症责任。一般不分组多次赔付的价格高于分组多次赔付的价格。由于保险产品的设计缺乏知识产权保护，无论是保障责任和费率竞争，都进入竞争白热化阶段。

除了多次给付升级外，还包括给付金额的升级。近年来，包含多次给付责任的产品出现一个新趋势：重疾赔付金额随着给付次数递增。例如百年康倍保重大疾病保险，

这款产品最大的特色是重疾递增赔付，重症种类 100 种，分 4 组赔 3 次，间隔期为 180 天，第一次赔付比例为 100%基本保额，第二次赔付比例为 150%，第三次赔付比例为 250%，合计赔付比例高达 500%基本保额。

部分中小保险公司以价格优势抢占市场份额。中下保险公司推出各家“爆款产品”，以价格、保障责任等高性价比优势获得消费者青睐。在比拼“底价”的同时，保障责任越来越丰富，推出癌症二次赔、特定重疾保障、重疾医疗津贴等。

上市险企重疾险产品策略

近年来，在监管趋严、回归保障的背景下，行业开门红弱化，上市保险公司转战重疾险市场。

上市保险公司主打的重疾产品基本以“终身寿险主险+重疾险附加险”为主。我们挑选平安福、国寿福（庆典版）、金福人生、健康无忧（宜家版）来分析。（1）平安福是平安的旗舰产品，通过运动增保额、患轻症增保额提高保障；（2）国寿福是中国人寿的主打产品，其定位为性价比相对较高的保障型产品；（3）金福人生是中国太保 2019 年 7 月推出的产品，针对各年龄段，提供了额外的少儿特定重疾、成人失能保障以及老年特定重疾的特色保障；（4）“健康无忧”系列产品是新华保险的明星产品，2015 年上市，之后更新迭代推出了系列产品。

对于已经形成市场影响力的 IP 级产品，保险公司采取定期迭代的策略。通过迭代可提高市场影响力，保持产品活力。以“平安福”产品为例，近年来进行了三次升级：

（1）2018 年 11 月，升级至 2019 款，增加了重疾和轻症的病种数量；（2）2019 年 7 月，升级至 2019 款 II 代，针对市场长期有争议的地方进行升级：加入轻微脑中风、不典型心肌梗塞、冠状动脉介入术等高发轻症，以及附加长期意外险解绑，变成可选项目；（3）2020 年 4 月，升级至 2020 款，此前 2019 款 II 代是一个主险为终身寿险，附加重疾险的产品组合计划。而平安福 20 中，两项责任合并在一起，即带身故责任的重疾产品，此外价格有所下降。

表 2：上市保险公司主打重疾产品

	保险公司	平安人寿	中国人寿	太平洋人寿	新华保险
	产品名称	平安福 20	国寿福（庆典版）	金福人生	健康无忧（宜家版）
	保障期限	终身	终身	终身	终身
投保规则	投保年龄	18-55 岁	18-50 岁	18-65 岁	0-60 岁
	最长缴费期	30 年	29 年	20 年	18 年
	重疾种类	100 种	120 种	105 种	110 种
重疾	重疾赔付	50 万	50 万	50 万	50 万
	轻症种类	50 种	60 种	55 种	57 种
轻症	轻症赔付	10 万/3 次	10 万/3 次	10 万/3 次	10 万/3 次
	特定疾病	/	10 种/50 万（61 岁后）	/	18 种/50 万
其他	身故赔付	50 万	50 万	50 万	50 万
	投保人豁免	轻症	轻症	轻症	轻症
	其他保障	运动保险金、患轻症涨保额	/	/	/
	保费测算（保终身，20 年缴，50 万保额）	30 岁，男 30 岁，女	15620 14978	15394（交 19 年） 13658（交 19 年）	15429 14753

资料来源：各保险公司官网，国信证券经济研究所整理

上市保险公司产品具备品牌优势、渠道优势、健康管理优势。区别于中小保险公司，上市保险公司主打产品定位为中高端客户，价值率较高。产品更新迭代速度快，保险公司几乎每年都要对旗舰产品进行升级换代。

表 3：“平安福”历年主要升级点

年度	主要升级点
2013 年	首款平安福上市
2014 年	新增 8 种轻症
2015 年	重疾种类从 30 种提升至 45 种
2016 年	少儿平安福上市，新增 10 种特定少儿疾病；成人平安福重疾和轻症种类分别升级至 80、20 种，引用平安 RUN 概念
2017 年	少儿平安福新增轻症 3 次给付、癌症 3 次给付；成人平安福新增轻症 3 次给付、癌症多次给付，轻症后重疾保额提升
2018 年	重疾由 80 种提升至 100 种、轻症由 20 种提升至 30 种
2019 年	轻症由 30 种提升至 50 种；附加长期意外险解绑
2020 年	身故责任和重疾责任合并

资料来源：国信证券经济研究所整理

新版重疾定义：从 25 到“28+3”

保险中病种定义与专业医学定义侧重点不同，定义的修改对理赔有很大影响。随着医学临床诊断标准和医疗技术的不断发展和革新，目前定义已经难以满足行业发展和消费者需求。3 月末，新版重疾定义开征求意见。新增 3 种轻症、重疾数量从 25 种增加到 28 种、定义更准确（结合了最新医疗临床实践，同时又考虑了理赔的实务操作）、引入定期评估机制、轻症赔付比例 20%、甲状腺癌将 TNM 分期为 I 期的纳入轻症赔付、不得含有保障范围高度重叠的疾病、罕见病需要标注等。可见，重疾定义修订立足于消费者角度，有利于维护消费者权益。

因为市面上产品一般包含 80 种以上疾病，病种数量增加影响较小。重疾定义修订有利于降低逆向选择和赔付风险、消费者保障更加全面，同时促进了产品规范化设计，对行业发展具有深远意义。

为何进行修订？

医学中的疾病定义目的是说明某种疾病是什么、临床表现有哪些等；保险中的病种定义主要界定某种病在什么症状下、达到什么程度可以获赔。2007 年，现行重疾定义由保险行业协会和中国医师协会于 2007 年发布，对促进重疾险发展、保护消费者权益起到重要作用。

但随着医学临床诊断标准和医疗技术的不断发展和革新，现行规范中的部分内容已不能满足当前行业发展和消费者的需求，需要加以修订和完善。3 月 31 日，保险行业协会就《重大疾病保险的疾病定义使用规范修订版（征求意见稿）》向行业征求意见。

修订内容有哪些改变？

一是首次引入轻度疾病定义。将恶性肿瘤、急性心肌梗死、脑中风后遗症 3 种核心疾病，按照严重程度分为重度疾病和轻度疾病两级，即新增了 3 种核心轻度疾病定义。适应了医学发展，过去属于重症疾病，但目前诊疗费用较低、预后良好的疾病明确为轻症疾病，使赔付标准更加科学合理；重症疾病，但目前诊疗费用较低、预后良好的疾病明确为轻症疾病，使赔付标准更加科学合理。比如，甲状腺癌没有从恶性肿瘤中剔除，但是按照等级进行了区分，TNM 分期为 I 期的甲状腺癌从原来的重症变为轻症。

表 4：从名称上体现了“重大”标准

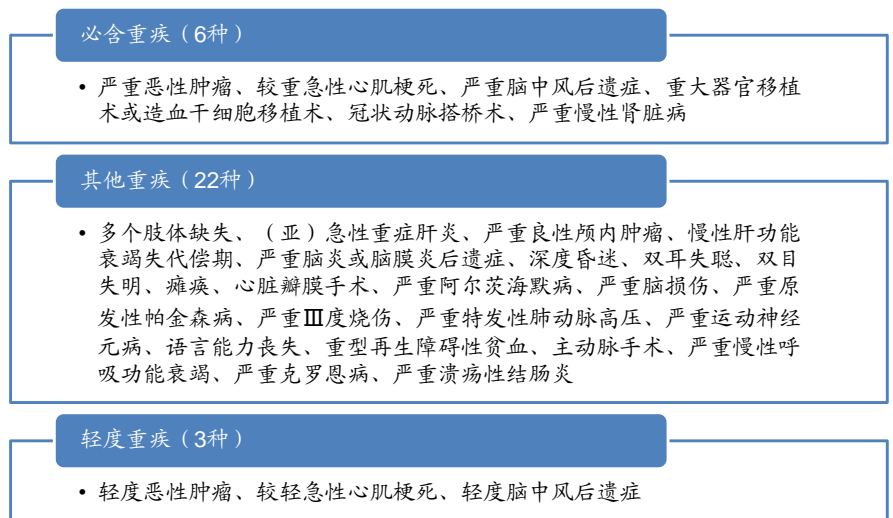
旧定义	新定义
恶性肿瘤	严重恶性肿瘤
急性心肌梗塞	较重急性心肌梗塞
脑中风后遗症	严重脑中风后遗症
良性脑肿瘤	严重良性颅内肿瘤

资料来源：保险行业协会、国信证券经济研究所整理

二是增加病种数量，适度扩展保障范围。

- 将原有 25 种重疾定义完善扩展为 28 种重度疾病和 3 种轻度疾病，并适度扩展保障范围。一方面，在原有重疾定义范围的基础上，新增了严重慢性呼吸功能衰竭、严重克罗恩病、严重溃疡性结肠炎 3 种重度疾病；另一方面，对恶性肿瘤、急性心肌梗死、脑中风后遗症 3 种核心重疾病种进行科学分级，新增了对应的 3 种轻度疾病的定义，扩展了保障范围。
- 对于任何一款重疾产品（十八周岁以上），疾病范围应当包括六种：严重恶性肿瘤、较重急性心肌梗死、严重脑中风后遗症、重大器官移植术或造血干细胞移植术、冠状动脉搭桥术（或称冠状动脉旁路移植术）、严重慢性肾脏病。此外，若产品还保障了上述六种重大疾病意外的其他疾病，则必须包含另外三种轻度疾病：轻度恶性肿瘤、较轻急性心肌梗死、轻度脑中风后遗症。
- 限定轻度疾病保险金额为 20%。

图 5：新定义下重疾种类



资料来源：保险行业协会，国信证券经济研究所整理

三是扩展疾病定义范围,优化定义内涵。根据最新医学进展，扩展对重大器官移植术、冠状动脉搭桥术、心脏瓣膜手术、主动脉手术 4 种疾病的保障范围，完善优化了严重慢性肾脏病等疾病定义。比如，对“心脏瓣膜手术”，取消了原定义规定的必须“实施了开胸”这一限定条件，代之以“实施切开心脏”。

新定义引用标准更加权威客观。新定义引用了在原定义基础上，引入了世界卫生组织（WHO）《国际疾病分类肿瘤学专辑》第三版（ICD-O-3）的肿瘤形态学标准，使定义更加准确规范，最大程度地避免了可能出现的理赔争议和理解歧义。至于此前关心的原位癌不属于恶性肿瘤问题，新定义下予以明确：ICD-O-3 肿瘤形态学编码属于 0（良性肿瘤）、1（动态未定性肿瘤）、2（原位癌和非侵袭性癌）范畴的疾病都不属于恶性肿瘤。

表 5：优化定义内涵

旧定义	新定义
重大器官移植术或造血干细胞移植术——须异体移植手术	重大器官移植术或造血干细胞移植术——重大器官须异体移植手术
冠状动脉搭桥术（或冠状动脉旁路移植术）——须开胸手术	冠状动脉搭桥术（或冠状动脉旁路移植术）——须切开包手术
心脏瓣膜手术——须开胸手术	心脏瓣膜手术——须切开心脏手术
严重阿尔茨海默病——自主生活能力完全丧失	严重阿尔茨海默病——严重认知功能障碍或自主生活能力完全丧失
主动脉手术——须开胸或开腹手术	主动脉手术——须开胸或开腹（含胸腔腔镜下）手术

资料来源：保险行业协会、国信证券经济研究所整理

图 6：疾病定义更新

严重恶性肿瘤	<ul style="list-style-type: none"> 仅包含ICD-0-3种肿瘤形态学编码属于3、6、9的恶性肿瘤；癌症除外的定义里，进行了详细准确的描述，增加了以1期甲状腺癌为代表的几个轻症
较重心肌梗死	<ul style="list-style-type: none"> 旧定义是“心肌酶或肌钙蛋白有诊断意义的升高”，新定义明确肌钙蛋白15倍（含）以上，肌酸激酶2倍以上。文字定义与操作量化更有章可循
冠状动脉搭桥术和心脏瓣膜手术	<ul style="list-style-type: none"> 不再开胸，二是切开心包/心脏，为科学进步带来的微创手术（肋间5-10厘米的切口）提供了理赔依据
肢体肌力	<ul style="list-style-type: none"> 对现行规范中“肢体机能完全丧失”的表述修订为使用行业标准《人身保险伤残评定标准及代码》中“肌力”的相关表述，更加准确、权威
阿尔海茨默病	<ul style="list-style-type: none"> 引用临床痴呆评定表CDR，被广泛应用，比基本日常生活（6ADL）判定更加人性化
主动脉手术	<ul style="list-style-type: none"> 保持开胸，但定义更完善，更符合医疗技术发展趋势

资料来源：保险行业协会，国信证券经济研究所整理

新重疾定义更加准确，引用定期评估机制。相较于 2007 版，新定义结合最新的医疗临床实践，同时又考虑了理赔的实务操作。此外，明确了至少每 5 年对疾病定义及规范全面评估，明确了保险行业疾病管理办公室负责相关定义追踪修订职责。

重疾定义修订有何影响？

定义的病种数量由原来 25 种重疾增加为 28 种重疾和 3 种轻症。目前市面上的产品保障范围包括上百种，远不止旧定义下的 25 种或新定义下的“28+3”种。因此疾病品种增加影响不大。

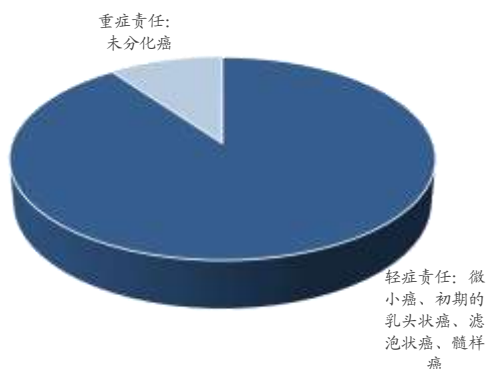
有利于降低逆向选择和赔付风险。新定义引用标准更加权威客观，以甲状腺癌为例，现行的重疾定义规范中并无区分轻症和重症，新定义下 TNM 分期为 I 期的甲状腺癌从原来的重症变为轻症。甲状腺癌具有 2 高 1 低的特点（保险发病率、生存率高、医疗花费低）。90%以上的甲状腺癌对人体危害不大、治疗费用较少、致死率低。I 期及以下的甲状腺癌危害不大，无论从预后和费用花销来说，对患者的影响都很小，而且容易早筛。

但伴随着甲状腺癌过高的赔付率，保险公司面临大量赔付风险，赔付压力最终转移至消费者身上，因此削弱了“低保费、高保障”的杠杆效应。根据泰康 2019 年理赔数据，甲状腺癌在重疾理赔中占比达 30%。不仅在泰康，在多数保险公司中，甲状腺癌已成为理赔的主要病种。

一方面，甲状腺癌分级对待有利于减少逆向选择风险。《中国癌症登记年报 2018》显示，甲状腺癌在所有癌症中排名第七位，但在重疾保险理赔数和理赔额中都稳居第一。过高的理赔额最终也会转移至消费者。另一方面，TNM 分期为 I 期的甲状腺癌从原来的重症变为轻症，赔付更加精准合理。成本更加合理化，根据病情的严重程度来提供针对性、区别性的保障。

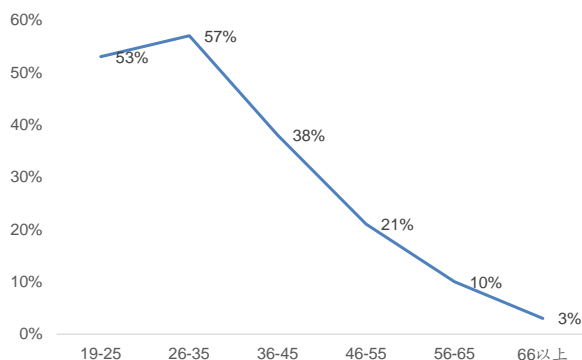
消费者保障更加全面。在原来定义下，TNM 分期为 I 期的甲状腺癌为重症，如果发生理赔，保险合同终止（单次给付产品）；而在新定义下，如果发生理赔，属于轻症，不影响重症保额赔付。

图 7: 90%以上甲状腺癌病情较轻



资料来源: 保险行业协会, 国信证券经济研究所整理

图 8: 各年龄段甲状腺癌理赔率



资料来源: 泰康人寿 2019 年理赔年报, 国信证券经济研究所整理

有利于重疾险产品的规范化设计。本次修订中对重疾险产品的设计提出新的要求:

(1) 同款产品中, 不得出现保障范围高度重叠的疾病; (2) 新增疾病发病率如果极低, 需要在名称中注明。由于部分激进的保险公司以重疾数量多吸引消费者, 但消费者无法区分且不知道是否必须, 新定义下对此进行了规范, 有利于维护消费者权益。

预计重疾险降价空间有限。由于新定义下高发的重疾理赔更加严苛了, 满足一定条件下的甲状腺癌、前列腺癌、皮肤癌等六项将划分轻症进行赔付, 将降低保险公司赔付。虽然赔付下降, 但由于目前中小保险公司重疾险保障责任与费率竞争面临“天花板”问题, 且若价格下降将有损存量保单客户的利益, 因此预计重疾险降价空间有限, 中小保险公司降价动力不足。

表 6: 轻度恶性肿瘤特指六种

- (1) TNM 分期为 I 期的甲状腺癌
- (2) TNM 分期为 T1N0M0 期的前列腺癌
- (3) 黑色素细胞瘤以外的未发生淋巴结和远处转移的皮肤癌
- (4) 相当于 Binet 分期方案 A 期程度的慢性淋巴细胞白血病
- (5) 相当于 Ann Arbor 分期方案 I 期程度的何杰金氏病
- (6) 未发生淋巴结和远处转移且 WHO 分级为 G1 级别 (有丝分裂数 < 2/10HPF 和 ki-67 ≤ 2%) 或更轻分级的神经内分泌肿瘤

资料来源: 保险行业协会, 国信证券经济研究所整理

新版重疾表: 新的里程碑

新版重疾表是新版重疾定义的配套文件, 二者需要结合分析。2007 版重疾定义下, 主要年龄段发病率提升, 由于上市保险公司已补提准备金, 预计影响有限; 2020 版重疾定义下疾病发生率明显下降, 赔付率下降, 理论上可以降低价格; 新增粤港澳大湾区重疾表, 使产品更具市场竞争力。

修订的重疾表将更准确反映重疾发生率的变化, 产品定价、评估更加科学合理, 有利于稳定死差益; 由于产品定价受市场供求影响, 市场竞争竞争日趋激烈, 预计降价力度有限。

为何进行修订?

保险公司在定价、准备金评估、内含价值评估中都用到疾病发生率假设。2020 年 5 月, 新版重疾发生率表向全行业征求意见。在新版之前, 疾病发生率主要根据 2013 年编制的《中国人身保险业重大疾病经验发生率表(2006-2010)》。由于旧版重疾发生率表已经推出十余年, 我国的疾病谱及重疾发生率已发生较大变化, 现有重疾表已经不能满足保险行业发展和消费者多元化需求的需要。新产品定价将采用新版重疾发生率表。简单而言, 重疾发生率体现了一个人得重疾的概率, 这个概率影响到

重疾险的保费。

发病率的不确定来自两方面：生活方式改变、医疗技术的发展和医疗设施覆盖率。首先，生活方式的负面改变会导致未来发病率经验恶化；其次，医疗技术的发展和保单持有人享有的医疗设施覆盖率的提高会提前重大疾病的确诊时间，导致重大疾病的给付提前。如果当期的发病率假设没有适当反映这些长期趋势，这两方面最终会导致负债不足。

保险公司调整疾病发生率以补提准备金。以中国太保披露的敏感性分析为例，疾病发生率假设提高 10%，寿险、长期健康险责任准备金增加 160.96 亿元。2019 中国太保对准备金评估假设进行调整（主要是调整部分产品疾病发生率假设），增加保险合同准备金 80.77 亿元，减少利润总额 80.77 亿元，占 160.96 亿元的 50%。因此，旧版重疾表或已经不能适应当前国民疾病发生风险状况。线性倒推下，预计保险公司已补提准备金以反映发病率的风险边际。

表 7：中国太保 2019 年准备金敏感性分析

	假设变动	对寿险责任准备金的影响	对寿险责任准备金的影响 (百分比)	对长期健康险责任准备金的影响	对长期健康险责任准备金的影响 (百分比)
折现率	减少 25BP	15557	1.77%	7454	10.30%
死亡发生率	+10%	2016	0.23%	(111)	-0.15%
疾病发生率	+10%	445	0.05%	15651	21.63%
退保率	+10%	(2528)	-0.29%	1016	1.40%
费用	+10%	5793	0.66%	1010	1.40%
保单红利	+5%	16961	1.93%	(103)	-0.14%

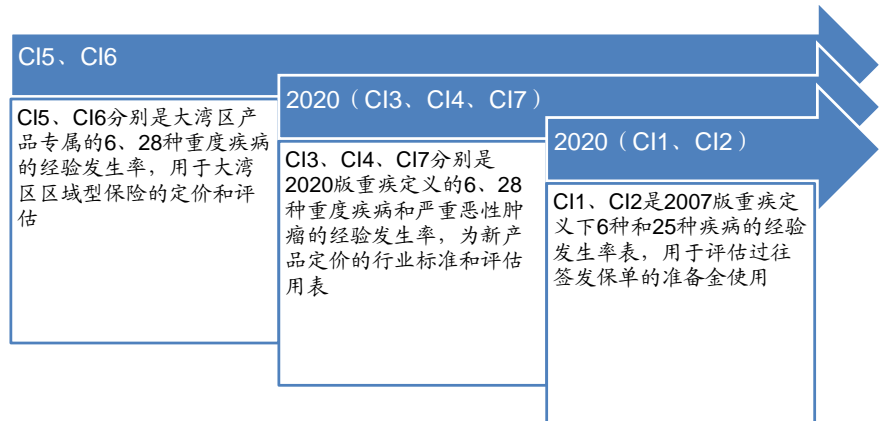
资料来源：中国太保 2019 年年报，国信证券经济研究所整理（单位：万元）

修订内容有哪些变化？

两套重疾表修订成七套重疾表。5 月 7 日，中国精算师协会发布《中国人身保险业重大疾病经验发生率表（2020）（征求意见稿）》，包括（1）CI1、CI2：2007 版定义下的 6、25 种疾病经验发生率表，主要用于评估存量保单的准备金；（2）CI3、CI4：2020 版定义下的 6 种、28 种疾病发生率表，主要用于新产品定价和准备金评估；（3）CI5、CI6：粤港澳大湾区专属的 6、28 种疾病发生率表，主要用于大湾区区域性保险的定价和评估；（4）CI7：严重恶性肿瘤经验发生率表。2020 年版重疾表一共包含 7 张表。（重疾表中粤港澳大湾区特指粤港澳大湾区中的广州、深圳、珠海、佛山、惠州、东莞、中山、江门、肇庆九个珠三角城市覆盖的区域）。

数据量庞大，75 岁之前经验丰富，可信度高。运用大数据分析等科技手段，结合人工验证审核，对行业约 2900 款重疾产品、超过 3 亿条相关承保理赔数据进行了多维度精细化测算分析。同时，针对约 75 万件未知癌症病理、死因不明确、病因不明确等赔案信息不完整问题，组织保险公司通过查询原始卷宗等方式进行人工补录。

图 9：新版重疾发生率表



资料来源：国信证券经济研究所整理

重疾表修订有何影响？

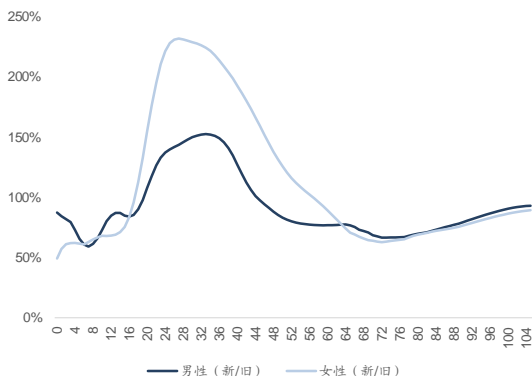
(1) CI1、CI2：影响存量保单准备金

2007 版重疾定义下，主要年龄段发病率提升，平均而言对准备金评估预计影响有限。6 病种下，女性 18 岁至 56 岁发病率提升，男性 20 岁至 44 岁发病率提升，但整体增加的幅度较女性小。25 病种下，整体形态与 6 病种类似，主要年龄段发病率提升，但其他年龄段发病率下降。平均而言，6 病种新表发病率是旧表的 92%（男性）、112%（女性）；25 病种新表发病率是旧表的 88%（男性）、105%（女性）。

主要年龄阶段疾病发生率大幅提高。18-44 岁群体中，女性疾病发生率较之前版本大幅上升，女性疾病发生率提高了 132%，男性疾病发生率最高涨幅为 52%，女性疾病发生率上升幅度远高于男性，预计主要与甲状腺癌、工作压力等相关。

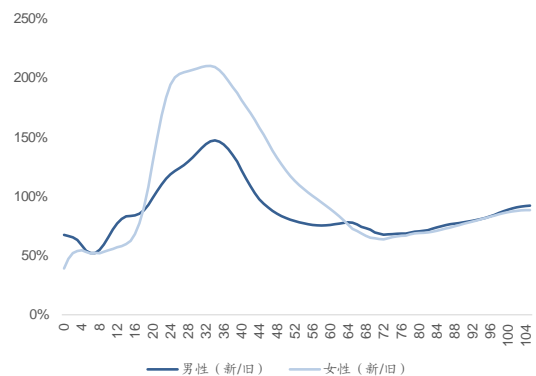
CI1、CI2 主要影响影响存量保单准备金，预计存量产品中男性重疾险准备金变化不大，因为各年龄段有升有降；但女性产品准备金或补提，综合全年龄段来考虑，影响预计有限。

图 10：6 病种经验发生率 (ix) 对比图



资料来源：精算师协会，国信证券经济研究所整理

图 11：25 病种经验发生率 (ix) 对比图

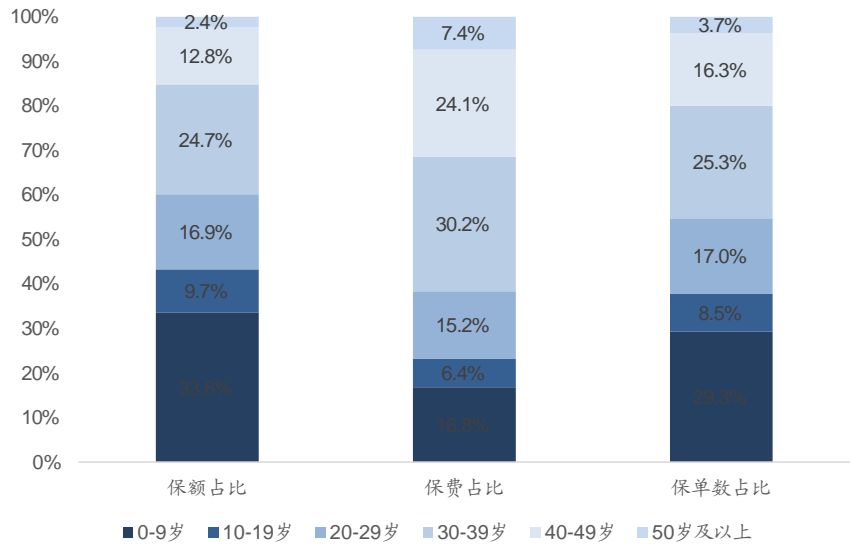


资料来源：精算师协会，国信证券经济研究所整理

个别公司会因产品结构问题，准备金变化不一样，18 岁以下人群准备金甚至降低。保险行业客户数据难以获取，我们采用了中国太平在其投资者开放日活动中的公开数据为例进行说明，重疾险消费者的年龄结构较为明显。保费角度而言，50 岁以

下年龄段的群体占比 90%以上, 0-19 岁、20-49 岁年龄段群体占比分别为 23.2%、69.5%。

图 12: 中国太平重疾险有效保单投保年龄的分布



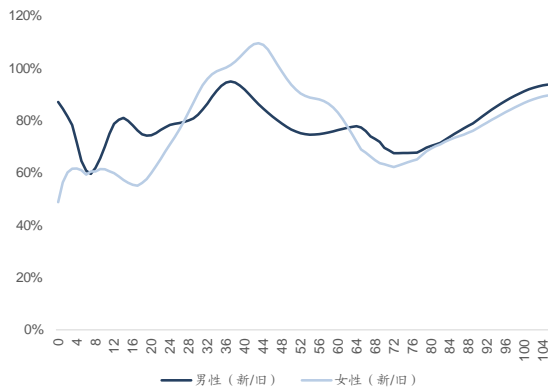
资料来源: 中国太平投资者开放日公布数据, 国信证券经济研究所整理

(2) CI3、CI4: 影响新产品价格

2020 版重疾定义下疾病发生率明显下降, 或带来降价空间, 但预计降价空间有限。新版重疾定义下, 由于重疾定义不同, 目前正在向行业征求意见的新重疾定义调整的主要变化之一是恶性肿瘤区分成轻度、重度两类, 将原属于恶性肿瘤 TNM 分期为 T1N0M0 期或更轻分期的乳头状或滤泡状甲状腺癌划归为轻度恶性肿瘤。发病率较旧表明显下降, 平均而言, 6 病种新表发病率是旧表的 79% (男性)、78% (女性); 25、28 病种新表发病率是旧表的 78% (男性)、76% (女性)。

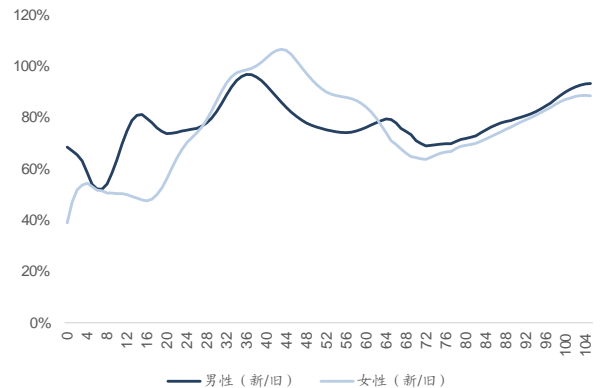
随着疾病发生率下降, 赔付率下降, 理论上可以降低重疾险价格。但重疾险产品价格的影响因素是多方面的, 包括利率、费用率、风险发生率等。

图 13: 新定义下 6 病种经验发生率 (ix) 对比图



资料来源: 精算师协会, 国信证券经济研究所整理

图 14: 25、28 病种经验发生率 (ix) 对比图



资料来源: 精算师协会, 国信证券经济研究所整理

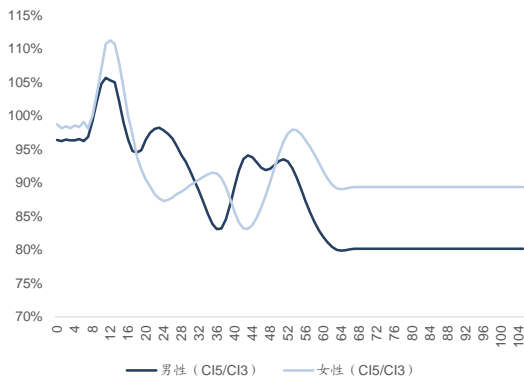
(3) CI5、CI6: 更具竞争力的大湾区产品

大湾区版重疾表发生率低于全国版。我们将同一年龄阶段两地区发生率进行比较, 采用大湾区版/全国版, 如果比值大于 1, 则发生率高于全国, 反之亦然。从图中可以得知, 6 病种下, 粤港澳大湾区 9-14 岁男性群体、8-14 岁女性群体疾病发生率

高于全国水平，最大的差异幅度为 5.6%、11.2%。除了该年龄段外，其他年龄段粤港澳大湾区疾病发生率水平低于全国版。

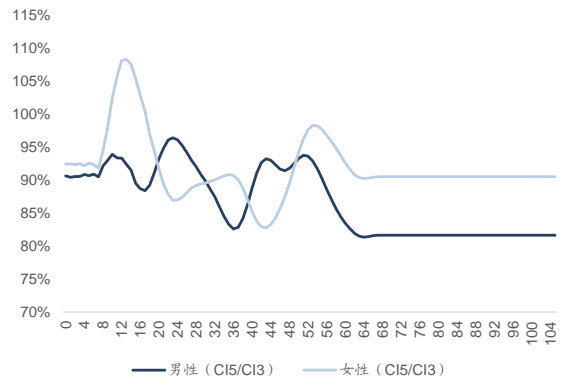
28 病种下，粤港澳大湾区 10-17 岁女性群体疾病发生率较全国版提高，最大增幅为 8.3%，其他年龄阶段均有所下降；粤港澳大湾区各年龄段男性疾病发生率较全国版均有所下降。

图 15: 6 病种经验发生率对比图 (大湾区/全国)



资料来源：精算师协会，国信证券经济研究所整理

图 16: 28 病种经验发生率对比图 (大湾区/全国)



资料来源：精算师协会，国信证券经济研究所整理

粤港澳大湾区多病种重疾表更具市场竞争力。此次大湾区的新表，在发生率上与中国香港市场的重疾表基本一致。

综上所述，CI1（2020）、CI2（2020）是 2007 年版重疾表的更新，影响存量保单的准备金评估。平均而言对准备金评估预计影响有限，各年龄段分布差异较大，准备金是否补提仍取决于公司存量保单的人口年龄分布。但由于上市保险公司已经调高了疾病发生率假设，补提了部分准备金，预计补提压力不大。

结合重疾定义修改，重疾发生率表修订，影响未来产品定价、准备金评估等。新版重疾发生率较旧版下降，或带来降价空间，但产品价格仍受利率、费用率、其他风险发生率以及市场环境等因素影响，预计降价空间不大。同时，粤港澳大湾区疾病发生率低于全国版，未来产品或更具价格优势。

重疾险产品变化展望

新版重疾定义和新版重疾表是重疾险发展的里程碑，展望未来，重疾险发展有以下趋势：（1）规范化发展，定价更科学。有利于保险公司防范风险，同时，消费者权益也得到维护；（2）突出失能、护理功能；（3）老年重疾险加速发展。

规范化发展，定价更科学

新重疾表更加准确反映重疾发生率变化，提升了产品定价、评估的科学性、合理性、充足性，有利于保险公司从源头上防范风险。

规范化发展。疾病定义、宣传材料严格统一，避免客户在了解产品的过程中陷入疾病种类“越多越好”等误区。重疾险宣传材料中如果保障的疾病单独出现，采用主副标题结合的形式更好地从概括疾病，避免客户“望文生义”，提高信息表达准确度。此外轻症赔付比例（轻症赔付额/重症赔付额）统一为 20%，大型保险公司该比例均为 20%，中小保险公司该比例为 30% 以上，甚至达到 45%，新规后将统一规范。

新重疾表是促进行业发展的重要基础。2013 年原保监会发布《中国人身保险业重大疾病经验发生率表（2006-2010）》，促进了重疾险快速发展，对产品创新具有深远意义。新重疾表有望促进产品创新，推动风险细分及产品创新，增强市场活力和效率。

此次修訂立足于客戶角度，有利于維護消費者權益。（1）保障範圍進一步擴展，將原有 25 種重疾定義完善擴展為 28 種重度疾病和 3 種輕度疾病；（2）賠付條件更合理，切實提升了消費者保障權益；（3）採用可量化的客觀標準或公認標準，減少主觀判斷，最大程度避免了可能出現的理賠爭議和理解的歧義；（4）新重疾表通過提升產品定價的精確度，為消費者提供更加適合自身需求的产品，滿足消費者日益增長的健康保障需要。

突出失能、護理功能

失能、護理型重疾險或快速發展。近年來，醫療險深受市場歡迎，2016 年，眾安推出的“尊享 e 生”是醫療險成為“網紅產品”。醫療險通過設定較高的免賠額（一般為 10000 元），以較低的保費提供較高的保額，杠桿較高。醫療險快速發展，重疾險的醫療費用支出功能被擠占，因此其定位和功能需要重新思考。

失能、護理型重疾體現了保險公司的人文關懷，未來或進一步突破。由於重大疾病在較長一段時間內導致患者進入失能或者長期護理的狀態，進而導致收入損失和護理風險，因此重疾險在收入補償和長期護理方面需進一步突破。2019 年 7 月，太保推出金福人生重疾產品，針對被保人 18-60 歲之間因為患重大疾病而導致失能（六項日常活動不能完成 6 項以上），在賠付了重疾保額外，還將賠付 100%保額，作為對失能、長期護理的額外關愛。這種產品設計突出了重疾產品對收入損失補償和長期護理的功能。

老年重疾險加速發展

此次重疾發生表修訂，新增新重疾定義下的兩種老年人代表性重疾經驗發生率參考表，分別是嚴重阿爾茨海默症和嚴重帕金森症，進一步滿足老年人健康保障需求。

人口老齡化問題催生老年重疾需求。國內 65 歲及以上人口數占比逐年增加，2019 年，65 歲及以上人口達到 1.76 億人，占比為 12.6%。老年重疾市場空間廣闊，需要開發適合老年人保障內容、保費適中、簡化核保和風險可控的重疾產品。

參考海外經驗，老年重疾保險陸續推出。2014 年 4 月，新加坡友邦公司推出老年癌症保險，產品責任包括癌症、中風等 33 種重大疾病和初期帕金森症等 7 種輕症；在保單生效 4 年後，每 3 年提供體檢責任一次，身故責任為保額的 5%；投保年齡在 40-70 歲，保證續保至 100 歲，保險公司擁有每年調整保費的權利，但不會在個別投保人的基礎上進行調整。

投資建議

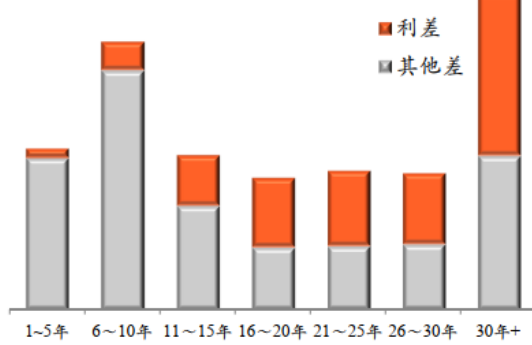
重疾險發展方興未艾。2019 年 12 月，銀保監會等 13 部委《關於促進社會服務領域商業保險發展的意見》提出，商業健康保險到 2025 年超過 2 萬億元，未來 6 年要保持 19%年均增長率。目前健康險市場格局以重疾險為主，醫療險為輔。重疾險是保險公司重要價值貢獻來源，雖然產品不可避免地面臨產品責任和費率競爭的天花板，但滲透率仍有很大提升空間。

重疾險新業務價值率高，是保險公司兵家必爭之地。重疾險由於新業務價值率高達 80%以上，驅動新業務價值和內含價值增長，成為保障類主打銷售產品。長期保障保單的利潤率遠高於其他保單類型，我們以中國平安披露的各保單類型的新業務價值率情況為例，其中“長期保障型”保單新業務價值率高達 105%，大幅領先於其他產品類型。

重疾險產品對利差依賴程度較低。壽險公司價值的三差占比代表了 EV 的質量。保障類業務是壽險業務中利潤最為豐厚的板塊，其價值構成更為優化。平安壽險新單中，死差和費差占比 64.9%，但重疾險等保障類保單更是高達 75.1%，

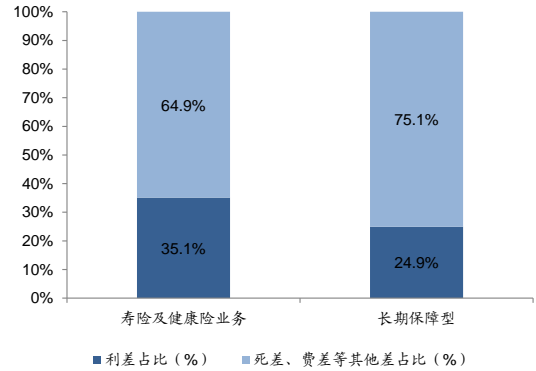
对利差依赖度降低。

图 17: 中国平安典型长期保障型产品可分配利润分解



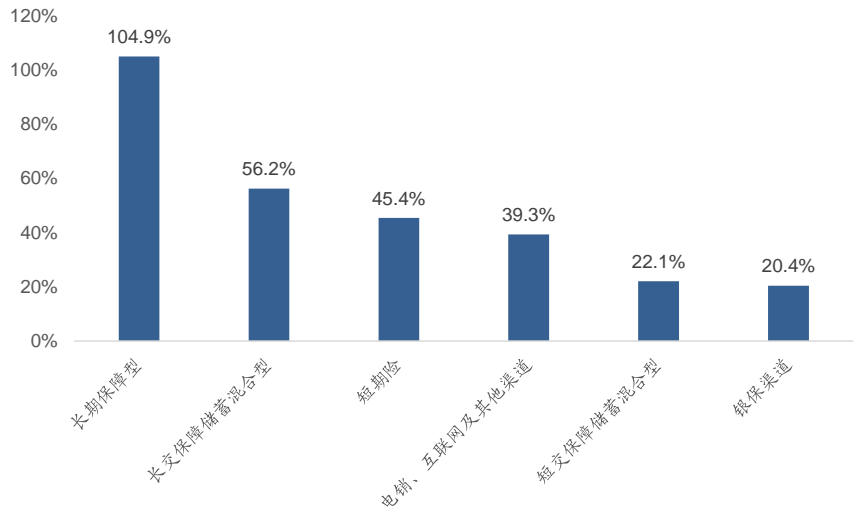
资料来源: 中国平安公开日 PPT, 国信证券经济研究所整理

图 18: 中国平安 2019 年新单三差占比



资料来源: 中国平安 2019 年年报, 国信证券经济研究所整理

图 19: 中国平安 2019 年分业务组合的新业务价值率

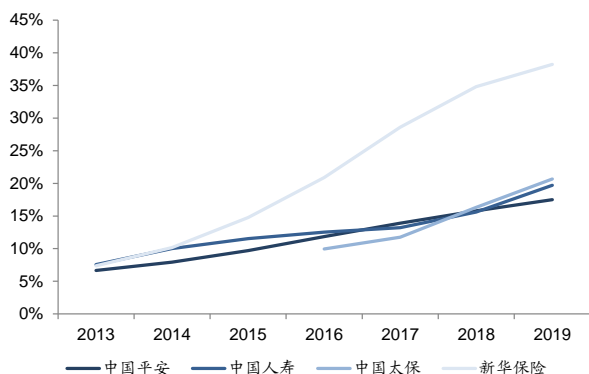


资料来源: 中国平安 2019 年年报, 国信证券经济研究所整理

上市保险公司健康险保费收入占比高, 且占比逐步提升。我们梳理了历年上市保险公司保费收入结构, 中国平安健康险规模保费占比从 2013 年的 7% 提升至 2019 年的 17%。中国人寿、新华保险健康险保费收入占比分别从 2013 年的 13%、21% 提升至 20%、38%。中国太保健康险保费收入占比从 2016 年的 10% 提升至 21%。

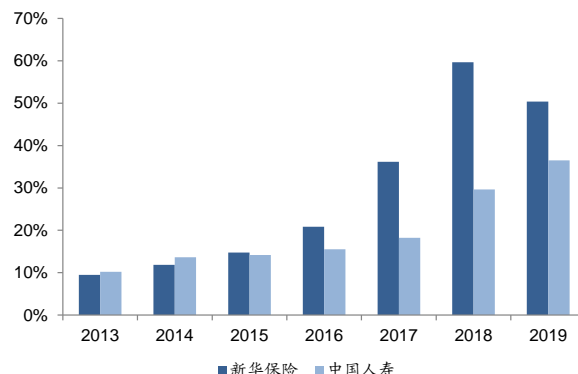
其中, 中国平安、中国太保的统计口径为长期健康险, 新华保险和中国人寿的统计口径包括了长期健康险和短期健康险。新华保险与中国人寿披露了健康险新单保费, 我们统计其健康险新单保费占比。新华保险、中国人寿健康险新单保费占比从 2013 年的 9%、10% 提升至 2019 年的 50%、37%。

图 20: 上市保险公司健康险保费收入占比



资料来源: 各上市保险公司历年年报, 国信证券经济研究所整理

图 21: 上市保险公司健康险新单保费占比

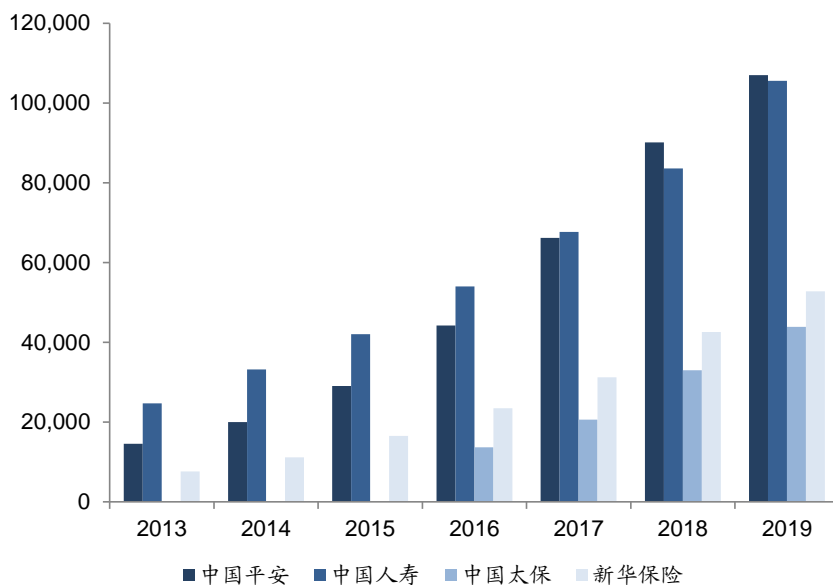


资料来源: 各上市保险公司历年年报, 国信证券经济研究所整理

重疾定义和重疾发生率表目前均处于征求意见中, 重疾险迎来供给侧改革。预计三季度新版重疾险产品将上线, 旧版重疾险产品将退出舞台。重疾险的合理定价、规范化对行业发展具有深远意义。立足于消费者角度, 维护消费者权益, 保险公司定价更加合理科学, 解决行业痛点, 对行业发展整体利好。

目前 A 股保险公司估值处于历史底部区域, 中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险对应 2020 年 P/EV 估值分别为 0.93、0.67、0.57、0.59 倍, 估值已经包含了投资端的悲观预期。在全球的降息周期下, 短期的疫情事件影响有限, 未影响到寿险行业的基本面, 不影响寿险龙头企业的中长期投资价值, 我们维持行业的“超配”评级。

图 22: 上市保险健康险保费收入



资料来源: 各上市保险公司历年年报, 国信证券经济研究所整理 (单位: 百万元)

风险提示

- (1) 全球疫情事件影响超预期;
- (2) 重疾险销售不及预期;
- (3) 长端利率大幅下滑带来的再投资风险以及压制估值提升。

表 8: 重点公司估值比较表

公司	收盘价	每股 EV			P/EV		
		2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
中国平安	71.51	65.68	76.6	89.4	1.09	0.93	0.80
中国人寿	26.11	33.5	39.2	46.2	0.78	0.67	0.57
中国太保	28.59	43.71	50.1	56.9	0.65	0.57	0.50
新华保险	43.96	65.72	75.0	85.2	0.67	0.59	0.52

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测 (单位: 元)

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032