



Research and
Development Center

养老产业探析：未来十年将步入黄金时代

2016年2月3日

崔娟
房地产行业分析师

养老产业探析：未来十年将步入黄金时代

专题报告

2016年2月3日

本期内容提要：

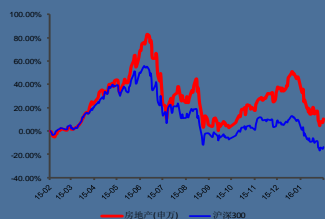
- ◆ **我国老龄化加速催生对养老产业的巨大需求。**截至2015年底，我国65岁以上老人占总人口比例为10.5%，已经超过国际老龄化标准。由于我国出生率的持续下降以及民众预期寿命的持续上升，我国老龄化进程将会进一步加速，催生对养老产业的巨大需求。
- ◆ **我国养老业发展现状与老龄化水平不相匹配，发展潜力巨大。**我国机构养老床位数和养老从业人员严重不足，养老服务人员缺乏专业化和职业化的培训。养老业是可以解决大量就业的服务行业，国家也在极力推动民营资本进入这个领域。未来10年，随着老龄人口的快速增加，养老医养产业一定会迎来快速发展的黄金时期。
- ◆ **我国的养老模式以居家养老为主流，未来社区养老发展空间大。**目前世界上主要的养老模式分为三种，即居家养老、社区养老、和机构养老。目前在我国，这三种养老模式分布占比约为96%、1%和3%。居家养老是绝对主流。据多地发布的“9073”养老规划，机构养老的3%保持不变，而社区养老的比例将从现在的1%上升到7%。再加上增量的老年人口，这为社区养老带来了大量的市场空间。
- ◆ **养老地产存在巨大的市场容量。**养老地产这种重资产是下沉其他各个细分养老服务行业的“入口”。养老产业涉及众多产业，参与者众多。并且随着养老需求的增长，产业会不断标准化与细化，在这个过程中，掌握主动权话语权就占尽先机。就目前来说，在信息化产业方面养老地产可以“触网”搭建O2O平台；而在传统产业方面，诸如医疗、保险等等服务业必须依托社区才能获得良好的收益和外部性，因此掌握这个“入口”是成功进行下一步发展的关键，而重资产这一属性又确保了先行者足够的先发优势。
- ◆ **我国的养老政策不断完善。**通过梳理2000年以来的养老政策，除原本的引导民间资本进入养老产业和鼓励培养专业的养老服务人员外，近期政策更着重强调引导医疗和养老产业结合。在机构养老方面，支持养老机构和医院协作开展医疗服务；在居家养老方面，支持发展远程和上门医疗服务。即形成以“居家为基础、社区为依托、机构为支撑”的养老模式。
- ◆ **地产公司运营养老产业的商业模式多为租售并举，仍处于探索期。**地产公司运营养老地产的商业模式多为租售并举，包括出售老年公寓，自己持有并运营社区内的康复和养护中心。这样既可以像出售传统物业那样快速回笼资金、保持企业健康的周转率，也能产生足够的营运现金流支持起相对高昂的养护费用。进入养老地产行业的房地产公司以万科、绿城、保利地产、联想控股、香江国际、复星为代表，目前大大小小已有80余家。这些房企发挥自己在拿

证券研究报告

行业研究——专题报告

房地产行业

房地产行业相对沪深300表现



资料来源：信达证券研发中心

崔娟 房地产行业分析师

执业编号：S1500512050002

联系电话：+86 10 63081103

邮箱：cuijuan1@cindasc.com

行业规模及信达覆盖

股票家数（只）	152
总市值（亿元）	23637
流通市值（亿元）	18465
信达覆盖家（只）	8
覆盖流通市值（亿元）	5264

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO.,LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编：100031

地、建设和项目运作方面的特长，已经建立起了一定规模的养老业态，但尚未找到能够可持续盈利的商业模式，仍旧处于探索阶段。

- ◆ **保险公司通过保险产品和养老服务相融合切入养老业。**相比房企，保险机构可采用两种运营模式：其一，投保人具备入住养老社区资格，并缴纳一定的月租或服务费；其二，即通过实物租赁的方式来实现收益。前者把保险、地产、养老产业融合在一起，将寿险产业链拉长至30年左右，这也是险企普遍接受的模式。**保险公司布局养老产业试水养老地产的保险公司有泰康、合众、平安、太平等**，其中泰康人寿的幸福有约和合众人寿的合众优年项目较为成熟，其基本模式都是与保险产品挂钩，以房屋的租住权替代传统的保险现金收益。
- ◆ **房地产开发企业和保险资金相互配合，相互补充，共同完善中国的机构社区养老市场体系。**房地产公司的优势在于运营管理、对市场嗅觉更为灵敏，另外可以以租售结合的形式，满足不同客户类型的需要，比较灵活。保险公司的优势在于资金和产业链联动。保险公司将保险产品与养老地产挂钩，通过销售保险产品的形式，客户更易接受；而且保险公司资金雄厚，属于资本密集型企业，而且资金久期较长，与养老地产更为匹配。
- ◆ **养老产业未来 10-15 年将进入黄金时代。**长期来看，由于中国自身服务业发展程度较低、老人家庭观念强和未富先老等特点，不能照搬发达国家养老地产的发展模式。但是随着我国老年人口的不断上升和家庭观念的转变，养老市场的潜力依旧巨大。未来的养老地产将不仅仅是以地产业为主导，而是结合服务业，实行跨行业整合（养生、护理和治疗），甚至与旅游相结合的模式。同时市场将趋于细分化，对于不同需求，如活跃老人、低度照顾老人和高度护理老人，有不同的关注点，产生对硬件和软件服务不同的设计。根据全国老龄工作委员会预测中国老年产业的规模到 2020 和 2030 年分别将达到 8 万亿和 22 万亿。未来 10-15 年是养老产业快速发展的黄金年代。
- ◆ **相关行业和公司风险：**政策推进力度不够；没有成熟可借鉴的商业模式；民众观念转变程度不及预期；相关公司可能因为涉及盈利项目占比不多、项目前景变动、股价估值过高等因素产生一定风险。

目录

老龄化加速养老产业需求释放.....	2
老龄化进程加快，影响多个产业.....	2
发达国家养老业发展经验.....	6
老年人将成为新的高消费群体，养老产业配套政策将不断完善.....	10
我国养老产业的现状分析.....	13
居家养老是主流，养老机构空床率高，社区养老发展空间大.....	13
9073 计划——10%的老年人需要养老地产.....	14
养老地产存在巨大的市场容量.....	16
适合发展养老地产的城市.....	17
房地产公司布局养老产业模式分析.....	17
多为租售并举，仍处于探索期.....	17
万科.....	18
保利地产.....	21
绿城集团.....	22
远洋地产.....	24
保险公司进军养老产业模式分析.....	27
保险产品和养老服务相融合.....	27
泰康人寿.....	28
合众人寿.....	29
中国太平.....	30
养老产业的发展前景.....	31
“房企系”与“保险系”模式不同，各有优势.....	31
未来 10-15 年将进入黄金时代.....	31
养老产业相关公司.....	32
世荣兆业（002016）.....	32
双箭股份（002381）.....	33
湖南发展（000722）.....	35
凤凰股份（600716）.....	37
湖北金环（000615）.....	38
相关行业和公司风险.....	39

表目录

表 1：八种荷兰养老模式.....	7
表 2：我国历年关于养老产业的政策变化.....	12
表 3：目前主要的养老模式.....	13
表 4：典型养老地产项目汇总.....	27
表 5：中国人口老龄化进程.....	31
表 6：桐乡和济颐养院收费标准（单位：元）.....	34

图目录

图 1：我国出生率持续下滑.....	2
图 2：主要国家 2012 年出生率对比.....	2
图 3：我国预期寿命大幅提升.....	3
图 4：联合国对我国预期寿命的预测.....	3
图 5：我国人口年龄分布.....	3
图 6：我国 65 岁以上人口抚养比加速上涨.....	3
图 7：联合国对我国人口年龄分布预测.....	4
图 8：联合国 60 岁以上人口抚养比预测.....	4
图 9：日本 65 岁以上人口抚养比快速上升.....	4
图 10：日本人均国民收入及同比增速.....	4
图 11：日本城市土地价格指数.....	5
图 12：养老服务机构床位数及同比增速.....	5
图 13：城市与农村养老机构老人占比变化.....	5
图 14：养老产业催生其他各个产业发展.....	6
图 15：英国养老模式.....	10
图 16：香港养老模式.....	10
图 17：中国高净值人群数量及可投资资产规模.....	11
图 18：参加基本养老保险人数及劳动力覆盖率.....	11
图 19：农村和城市养老机构年末床位利用率.....	14
图 20：我国所要建成的养老体系.....	14
图 21：养老规划构成与现状对比.....	14
图 22：养老地产行业地方动向.....	15
图 23：养老地产行业参与者.....	16
图 24：几个典型城市老年人口及比重.....	17
图 25：万科幸福汇地块示意图.....	19
图 26：万科幸福汇效果图.....	19
图 28：五矿万科城实景沙盘图.....	19
图 27：五矿万科城位置图.....	19
图 28：五矿万科城效果图.....	19
图 29：青岛万科城位置图.....	20
图 30：青岛万科城效果图.....	20
图 31：随园嘉墅在良渚文化村内的位置.....	20
图 32：随园嘉墅平面效果图.....	20
图 33：保利西山林语位置图.....	21
图 34：保利西山林语效果图.....	21
图 28：万科幸福汇效果图.....	21
图 35：保利西塘越别墅实景.....	22
图 36：保利西塘越位置图.....	22
图 37：临平蓝亭绿城项目内规划.....	23
图 38：雅达国际生态园内的康复设施.....	24
图 39：绿城乌镇雅园内部规划.....	24
图 40：远洋天著位置图.....	25

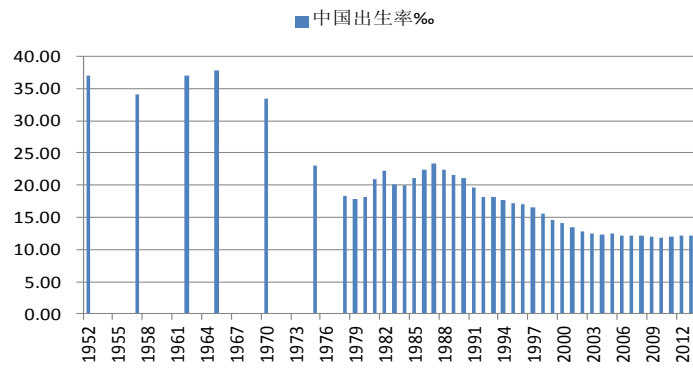
图 41: 椿萱茂凯健内适老活动设施.....	26
图 42: 椿萱茂内适老改造细节.....	26
图 43: 泰康养老地产商业模式.....	28
图 44: 泰康之家燕园内部功能区划.....	29
图 45: 位于武汉东湖严西湖畔的泰康之家楚园.....	29
图 46: 武汉合众优年社区.....	30
图 47: 太平人寿梧桐之家的样板间.....	30
图 48: 里维埃拉项目位置.....	33
图 49: 横琴岛开发片区规划.....	33
图 50: 双箭股份产业整合.....	34
图 51: 和济颐养院环境设施.....	35
图 52: 春华国际创新型健康养老养生项目效果图.....	36
图 53: 长沙县功能分区示意图.....	36
图 54: 宜兴凤凰文化广场项目效果图.....	37
图 55: 凤凰怡然居区位图.....	37
图 56: 白洋淀项目位置图.....	39
图 57: 白洋淀项目效果图.....	39

老龄化加速养老产业需求释放

老龄化进程加快，影响多个产业

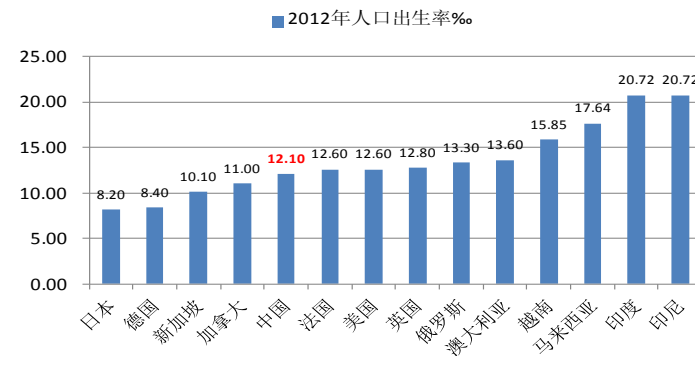
我国出生率大幅下降，预期寿命稳步提升。源于中国长达数十年计划生育政策的执行，我国的出生率持续下降，由 1952 年的 37‰ 降至 2014 年的 12.37‰，已经低于美国、法国和英国等发达国家。另一方面，由于建国后我国在经济发展、医疗卫生、食品安全等方面的大幅改善，我国民众的预期寿命持续上升。我国平均预期寿命由 1960 年的 43 岁提升至 2012 年的 75 岁。根据联合国《2012 年世界人口展望》预测，我国人均期望寿命在未来 100 年内将会持续上升，在 2095-2100 年突破 80 岁，达到 85.3 岁。伴随着建国后第一、二次婴儿潮一代逐渐步入老年，预计到 2030 年，中国 60 岁以上人口占比将逼近 30%。在未来的 5-20 年内，中国老龄化进程将会进一步加速，推动养老等多个产业迅速扩张发展。

图 1：我国出生率持续下滑

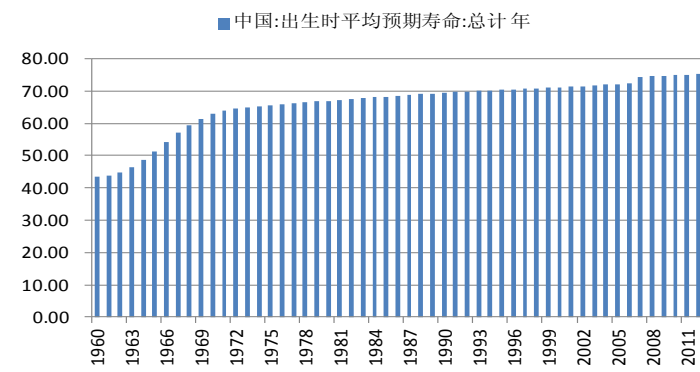


资料来源：wind，信达证券研发中心

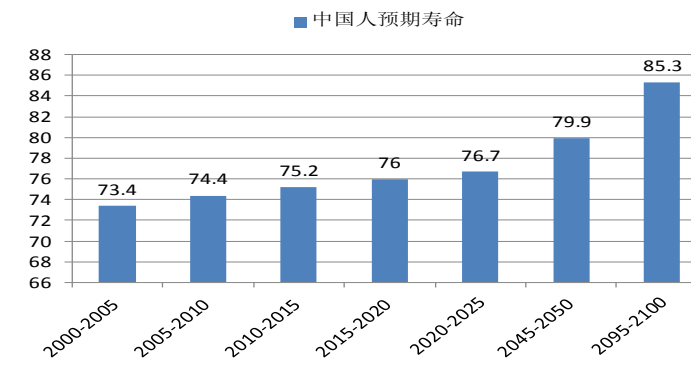
图 2：主要国家 2012 年出生率对比



资料来源：wind，信达证券研发中心

图 3: 我国预期寿命大幅提升


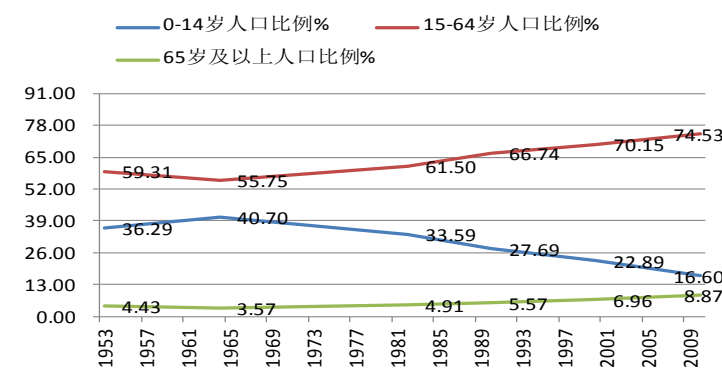
资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 4: 联合国对我国预期寿命的预测


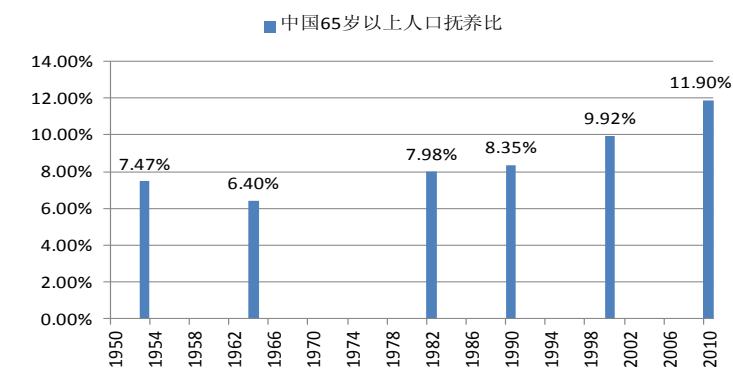
资料来源: 联合国《2012年世界人口展望》, 信达证券研发中心

由于我国出生率的大幅下降和预期寿命的不断增长, 我国人口红利逐步消失, 并且老龄化进程有加快趋势。联合国人口老龄化标准规定, 一个国家 60 岁及以上的老年人口占人口总数的比例超过 10%, 或 65 岁及以上的老年人口占总人口的比例高于 7%, 那么这个国家就进入了人口老龄化阶段。我国人口数据显示, 截至 2015 年底, 我国 65 岁以上老人占总人口比例为 10.5%, 已经超过国际老龄化标准。

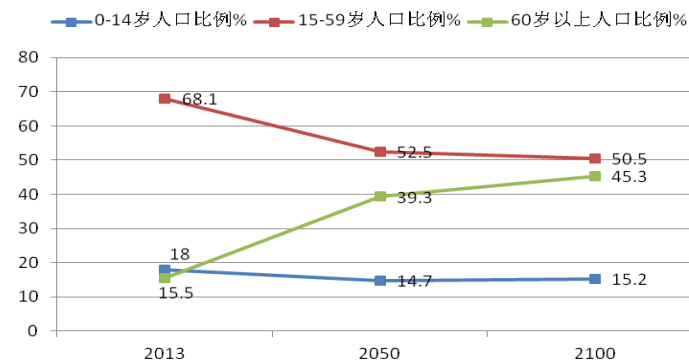
我国 65 岁以上人口抚养比加速上涨, 1964 年至 1990 年年均增长 0.0007%, 1990 年至 2010 年年均增长 0.002%。根据联合国《2012 年世界人口展望》的预测, 2013 我国 60 岁以上人口抚养比为 22.8%, 2050 年和 2100 年分别为 74.9% 和 89.7%, 增速明显超过美国及世界平均水平; 根据预测, 2050 年我国 60 岁以上人口抚养比将超过 2013 年的日本。人口老龄化已经成为我国不得不面对的问题。

图 5: 我国人口年龄分布


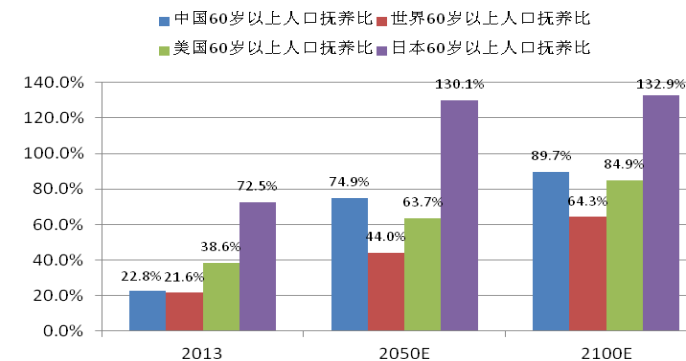
资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 6: 我国 65 岁以上人口抚养比加速上涨


资料来源: wind, 信达证券研发中心

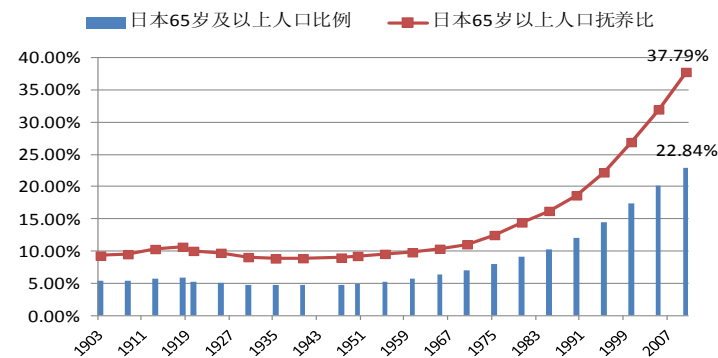
图 7: 联合国对我国人口年龄分布预测


资料来源: 联合国《2012 年世界人口展望》, 信达证券研发中心

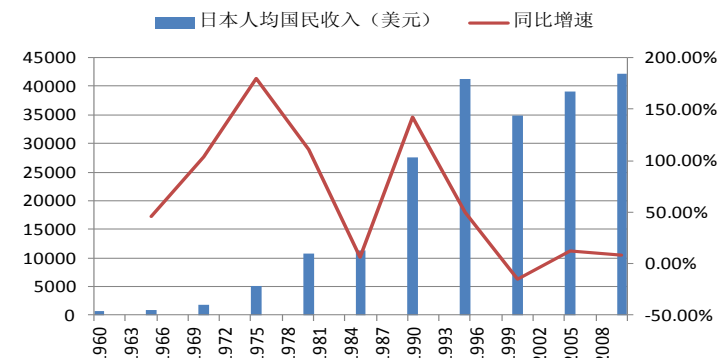
图 8: 联合国 60 岁以上人口抚养比预测


资料来源: 联合国《2012 年世界人口展望》, 信达证券研发中心

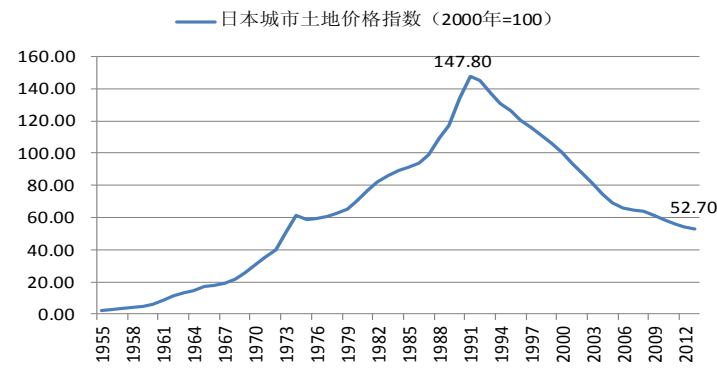
老龄化加速对房地产需求的影响显而易见。老年人对居住面积的要求和青壮年人群明显不同, 便捷、舒适、易打理的小户型公寓是大部分老年人的首选, 老年人口的增长对房地产需求的负面影响显而易见。老年人口占比的增长将影响房地产市场需求的释放速度, 我国房地产市场的快速增长期可能已经过去。从日本经验看, 1990 年之后, 老龄化进程明显加速。1903 年至 1990 年, 日本 65 岁以上人口抚养比年均增长 0.11%; 1990 年至 2010 年, 日本 65 岁以上人口抚养比年均增长 0.96%, 2010 年抚养比已接近 40%。日本老龄化的加速, 使国民经济内在发展动力放慢。1960 年至 1990 年, 日本人均国民收入年均复合增长率 13.5%, 1990 年至 2010 年为 2.2%。日本城市土地价格在 1991 年达到历史高点, 此后持续下滑, 至 2013 年累计下跌 64%。

图 9: 日本 65 岁以上人口抚养比快速上升


资料来源: wind, 信达证券研发中心

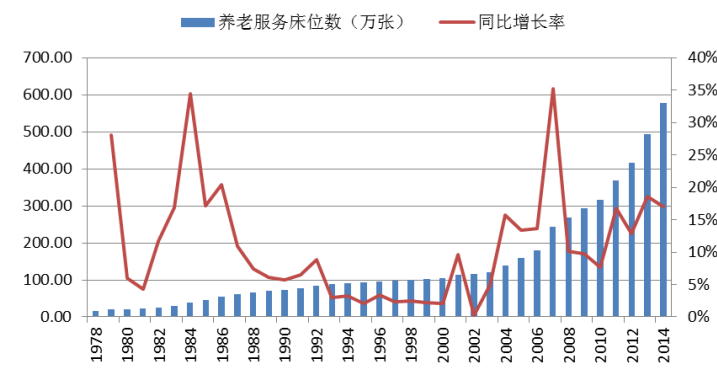
图 10: 日本人均国民收入及同比增速


资料来源: wind, 信达证券研发中心

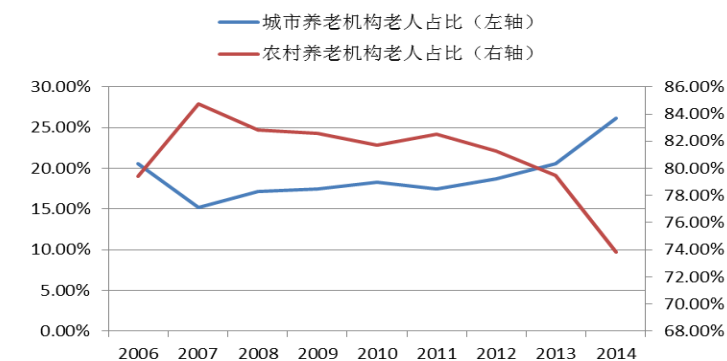
图 11: 日本城市土地价格指数


资料来源: wind, 信达证券研发中心

老龄化加速催生对养老产业的巨大需求。我国养老服务产业现状与老龄化水平不匹配，供给与需求相差极大，可以说发展潜力巨大。按照各地颁布的“9073”养老办法，约 10%的老人是需要定期医养服务照料的，而 3%的老人是需要机构床位的。截至 2014 年底，全国机构养老床位数为 577.7 万张。在我国，千位老人床位 27.2 张床位，根据“百名老人 5 张床位”的国际标准计算，在养老床位方面我国仍有不小缺口。在养老服务人员方面，我国当前的情况是人员严重不足。按 3 个老年人需要一个护理员的国际标准，估算我国需要 1000 万养老服务人员，目前全国所有养老机构从业人员只有 22 万，而符合从业资格的仅 2 万。同时，养老服务人员缺乏专业化和职业化的培训，无法充分发挥信息技术上的便利。此外，我国目前的养老机构，大部分还是由政府来建设并运营的，根据《老龄服务业发展报告 2014》，民营养老机构仅占 28%。养老业是可以解决大量就业的服务行业，国家也在极力推动民营资本进入这个领域。未来 10 年，随着老龄人口的快速增加，养老医养产业一定会迎来快速发展的黄金时期。

图 12: 养老服务机构床位及同比增速


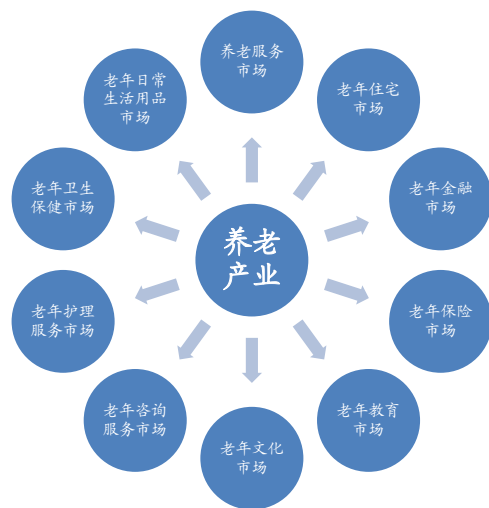
资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 13: 城市与农村养老机构老人占比变化


资料来源: wind, 信达证券研发中心

老龄化加剧促使相关养老金融业大发展。从上世纪 90 年代开始我国开始构建三个层次的养老金体系。即基本养老保险、企业补充养老保险和个人储蓄性养老保险。目前来看，作为第一支柱的基本养老保险一家独大（覆盖率约为 80%），企业补充养老保险又称企业年金（覆盖率仅为 6%）和个人商业养老保险严重供给不足。同时，基本养老保险的实际替代率不断下行，已由 2001 年的 73% 下降至 2014 年的 43% 左右，我们预计未来 5-10 年，随着老龄人口的快速增长，替代率下行压力仍然很大。这样来看，在企业年金覆盖率不足的情况下，商业养老保险将担起重任，补充基本养老保险不断下行的实际替代率。国家已经在新“国十条”中明确提出“把商业保险建成社会保障体系的重要支柱”、“推动个人储蓄性养老保险发展”，明确了对支持商业养老保险的积极态度。预计在个税递延、抵扣账户等优惠政策推出后，个人商业养老保险会迎来一个快速发展期。此外，在信托和财富管理行业，养老和财富传承方面的金融服务业也将迎来大发展。

图 14：养老产业催生其他各个产业发展



资料来源：信达证券研发中心

发达国家养老业发展经验

日本经验

日本自 1979 年进入老龄化社会，到 2014 年底，65 岁以上的老年人口占总人口的比重达到 25.79%，已经是深度老龄化国家。由于日本和我国有相似的文化环境，它的养老产业发展模式值得我们借鉴。在日本，自 1982 年颁布《老年保健法》之后，社会资本开始进入养老产业，政府力量开始逐步退出。1987 年制定了《社会福利士及护理福利士法》，大力培养养老服务从业

人员，1989年推出《老人保健福利推进10年战略计划》，提出要建设为居家养老和社区养老提供上门服务的养老产业。1997年，日本政府颁布《介护保险法》，规定公民需要缴纳护理保险年金，65岁以后可以使用，而护理服务产生的费用个人仅承担10%，其余由国家和保险公司承担。这一法规的实施，为护理保险和护理服务的运营提供了充足的资金支持，进一步强化了以上门养老服务为主的社会化的养老产业。

借鉴日本的经验，首先是引导社会力量参与养老产业的发展，提高行业效率。接着是建设多方面的养老金体系，保证老年人有足够的消费能力。最后，是引导社会发展多方面的养老服务体系，包括从业人员、养老社区等等。同时，从日本相关产业的发展来看，在充分市场化发展之后，养老服务和养老社区在我国都会有很好的发展前景。

美国经验

美国自上世纪40年代起就已经步入老龄化社会，目前美国65岁以上人口占总人口的14.39%。1960年，美国就已经开始尝试开发养老地产进行销售，“太阳城”是美国第一个养老地产项目。70年代，美国政府推出401k计划，养老金开始市场化运营。80年代，抵押贷款违约保险发展起来，带动了大量的社会资本进入养老地产领域。90年代，REITs开始兴盛发展，为养老地产的发展带来了新的更充沛的资金支持。目前美国主要是居家养老和社区养老两大类，约有70%的老人选择居家养老。

借鉴美国的经验，是其自始至终完全市场化运营的模式。不管在开发、运营还是金融领域，完全市场化的发展促进了成熟细分市场的形成。开发商、运营商、房地产投资基金（REITs）和私募基金共同构建的一个完整金融生态链，项目管理者与所有者相分离。开发商根据运营商的要求设计、建设养老社区，按约定的价格卖给运营商。开发商是高度专业的建筑开发者，并不参与后续的运营。运营商负责提供养老服务，它们要使用同时维护物业，获取运营收入。运营商或是持有物业，或是走轻资产模式将物业打包出售，但不管怎样它们只是专业提供养老服务。投资商负责为这个产业链条提供融资服务，比如以REITs形式购买运营商手中的资产。

荷兰

自2005年起，荷兰一直保持SCT（世界评价养老和医疗产业的著名排行榜）前三位。荷兰养老模式不仅仅关注老年人的幸福感、快乐感，还关注企业的健康投资回报率。荷兰的养老模式主要有以下八种，详见表1：

表 1：八种荷兰养老模式

模式	对象	特点
居家养老	所有老人	每天上门服务0.5-2.5小时，提供家政服务、护理服务和辅助医疗服务（康复、激活等）。家政服务费80人民币/小时，护理或辅助服务费650-1000人民币/小时。
失智症干预 激活中心	有一定活动能力的智障老人	白天在日托中心活动，晚上回家休息，全程提供接送服务，场地多位于交通便利的社区中心。人员配比小，通常是1-2位专业人员照顾10-12位老人。投资回报率在25%左右。

康复中心	50 岁以上，需要康复的人群	装饰色彩使用的是对人体康复有帮助的治疗性色彩，对入住率要求高，很难维持持续发展。
护理宾馆 智障老人住宅	术后或大病后需要静养，但家里没有条件或保姆不专业的人群 各阶段的失智症老人	由于医保无覆盖及对入住率要求高等特点，正在与康复中心整合经营。在专业人员引导下过集体生活，一起做力所能及的家务，24 小时轮班。这种模式被日本、法国等其他发达国家普遍借鉴。
传统护理院	低收入老人	收费低廉，保险覆盖，国家政策扶持。为老人提供基本护理服务，其配置属于医院衍生，盈利率不超过 8%，由于政策及经济危机等原因，传统护理院数量正在急剧减少，逐渐被其他机构取代。
高端私立养老院（公馆）	有身份地位及雄厚财力的老人	收费标准是普通机构的 10 倍，市场巨大，需求旺盛，每年的增长率保持 10% 左右，投资回报率为 6%-14%。
适老性住宅	有半自理能力的中产阶级老人	供出租。不提供医疗服务，但提供物业服务。适老改建与中国的适老型住宅基本相同。市场需求旺盛，入住率超过 90%。

资料来源：信达证券研发中心

有别于中国的养老机构较多分布在郊区，荷兰在分析老人的集中程度、健康情况、收入水平、护理需求等要素后，确定目标市场及养老机构模式，然后选址并设计服务产品、管理框架。前期销售始于设计初期，在机构运营前笼络潜在客户。

瑞典

由于生活安逸和医疗条件完善，瑞典人都比较长寿，男女平均寿命分别达到 79 岁和 83 岁，于是早在 1890 年就已进入了老龄化社会。瑞典实行全民福利型养老制度，老人们自己仅需承担全部养老费用的 4%。瑞典各地方政府眼下都在大力推行既人性化又个性化的居家养老，约 90% 以上的老人选择居家养老，3%-5% 的老人选择养老院养老，其余老年人选择老年公寓养老。瑞典的社会养老机构主要有三种管理模式：一是政府直接管理，如大量的社区老人活动中心、老人公寓和养老院；二是政府设置但私人经营；三是政府资助由非政府组织承办。除此之外，瑞典政府还推出了一系列便利设施：帮助居家养老的老人进行适老设施改建、安装家庭警报系统、提供特别免费服务、专属交通服务等。值得一提的是，瑞典的上门家政服务会根据被服务的老人的实际收入决定收费标准。

德国

德国现有 60 岁以上老年人占总人口的 23% 以上。德国老人既没有中国人为老独尊的心态，也没有养儿防老的概念，一般情况下，80 岁以下的老人以居家养老护理为主，80 岁以上的老人以机构养老为主。老年社区式养老是德国近年兴起的一种居家养老模式，以养老居家服务监护式公寓为主。德国全国范围内共有 1.24 万家养老机构，其中 54% 为慈善组织所创办，40% 为私人养老院，其余为公立养老院。社区养老与机构养老一般比邻建设，以实现资源共享。不同于居家养老的监护和上门服务，养老机构提供 24 小时包含护理、起居和生活在内的全方位服务，且多地处密集居住区。此外，年满 18 周岁的德国公民都可以通过到养老机构提供各种无偿护理服务来进行“储蓄个人护理时间计划”，以备自己将来需要时提取免费享用的护理时间，

由此也降低了专业养老机构的人员压力。

芬兰

预计到 2030 年，芬兰 65 岁以上老年人口将占总人口数的 23% 以上。根据 90% 以上的老人喜欢在自己家中安度晚年的特点，芬兰探索并确立了一种适合老人居家养老的模式，将重点放在为老人提供全方位的家政服务和保健服务等各种辅助性服务上。赫尔辛基的社会福利部门为居家老人佩戴一种特殊的安全表作为安全报警装置，时刻监控老人的健康状况。芬兰社会福利部门在发展老人家庭服务的同时，还在全国建立起数百个老人服务和娱乐中心，丰富老人的晚年生活，保持老人的身心健康。

法国

法国于 1985 年进入老龄化社会，2010 年法国更是通过了退休制度改革法案，把退休年龄从 60 岁提高至 62 岁，足额养老金的发放年龄从 65 岁提高至 67 岁。法国的养老制度格局分为四大板块：普通制度（覆盖所有私人部门的工薪阶层）、农业制度（覆盖所有农业经营者和农业工资收入劳动者）、特殊制度（覆盖公务员、军人、矿工、海员等）和自由执业制度（覆盖所有自由职业者）。在法国，生活不能自理、身患疾病或没有子女的老人更倾向选择去养老院养老，但不同省份的不同养老院房费和医疗费差异极大。对收入有限的老人丧失自理能力或行动能力的老人，法国政府设置了诸多补助形式。而法国的中等以上收入者，倾向于在阳光充足的南部农村购买“第二住宅”，在退休之后出售或空置城市房屋，搬到“第二住宅”以安度晚年。

丹麦

丹麦的养老金保障体系在欧盟中排名第一，其养老金制度包括政府养老金、劳动力市场补充养老金和综合养老金。丹麦是唯一一个废除设施养老的国家，养老模式主要为原宅养老。丹麦老人与子女同住的比例很低，国家对老年人的社会保障政策倾向于让他们居住在独立的公寓中。丹麦的“全能政府”提供了堪称发达国家典范的社区养老服务：建立 24 小时医疗护理和家庭服务制度；配合各专业治疗师对老年病人进行功能训练、康复护理和功能评价；在各类养老院、老人中心和日间照顾中心建立专供老人就餐的食堂，为老人提供食品专送；为保障老年人精神健康，开展老年人喜爱的文体活动；广泛营造尊老氛围，提高老年人生活质量。

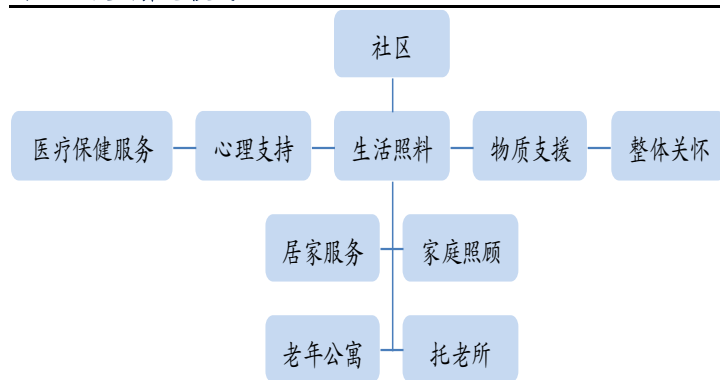
欧盟国家经验总结

欧洲各国的政策倾向与老年人的自身意愿，导致了居家养老成为欧洲诸国的主要养老模式。将城市风情、社区功能和生态目标三者有机结合，打造健康多元的养老社区的理念与强烈的人文关怀的表现，都值得我们借鉴。在建造中国特色的养老社区方面，我们应该注意，养老社区必须为老年人提供基本的养老设施和硬件配套，社区及老人居住的空间必须经过特别设计。另外，适合养老的健康环境以及为提供与之配套的软性服务也至关重要。鉴于居家养老与机构养老的互补关系，中国养老模式的建设可以分两个阶段进行：第一阶段是以居家养老为主，结合社区服务；第二阶段是专业化养老机构逐步涌现，和居家养老相辅相成。

英国

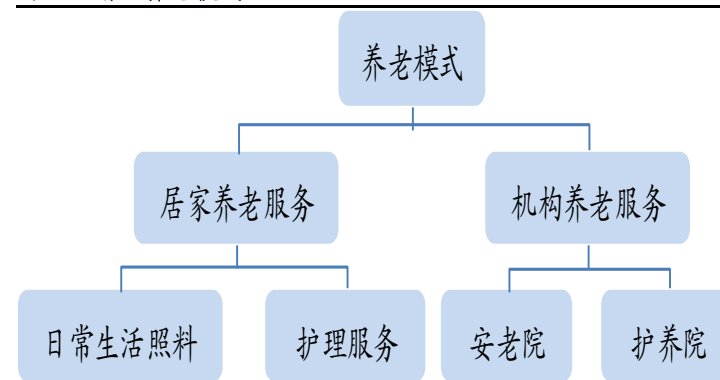
英国于 1940 年步入老龄化社会，目前英国 60 岁以上人口将近 1470 万，占总人口的 23%，其中 65 岁以上的老年人口已经超过 1000 万，占总人口的 18% 左右。20 世纪 40-50 年代，传统福利机构养老一直是英国的主流养老模式。政府出资建设大型院舍，雇佣专业护理人员，集中照顾老人，并为贫困老人全额买单养老费用。50 年代后期，由于政府日趋沉重的财政压力和被照顾的老年人精神问题频出，英国的养老模式开始逐渐向社区养老转变。社区养老融合了传统家庭养老和集中院舍养老的优势，更加关注对老年人的心理情感关怀。英国还打造了一些老年人口占比高达 30% 至 50% 的“养老小城”，如贝克斯希尔(Bexhill)、海斯汀(Hastings)、巴斯(Bath)等。除了养老社区外，英国还存在大量以盈利为目的的商业性养老机构，弥补社区照顾的不足。“四季养老集团”是英国最大规模的自主养老和专业健康管家服务商，它经营着 445 所疗养院，拥有 22364 张床位，以及拥有 1601 张床位的 61 所专科护理中心。

图 15: 英国养老模式



资料来源：信达证券研发中心整理

图 16: 香港养老模式



资料来源：信达证券研发中心整理

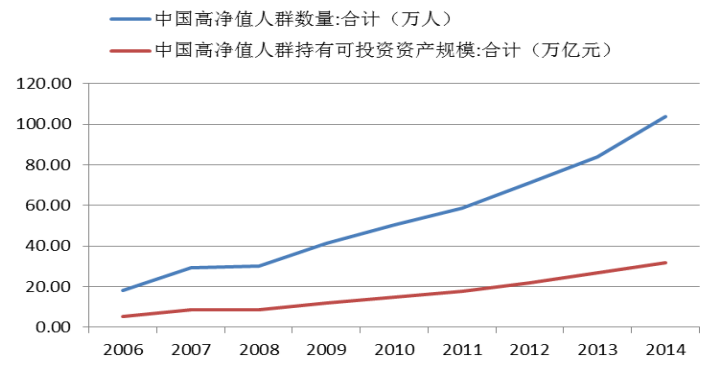
老年人将成为新的高消费群体，养老产业配套政策将不断完善

目前来看，我国老年人消费能力和意愿都是偏低的。结构性的原因包括，首先农村老年人口占比超过 57%，一半以上的人口消费水平偏低；其次目前我国老年人口受教育水平偏低，高中及以下学历者占比 50% 以上。另外，目前我国 65 岁以上的老人所拥有的财富水平偏低：他们受益于改革开放和经济发展的程度低，所以年轻时积累的财富少；他们工作时国家养老体系正在构建，退休后可以享受的社会保障并不完备。

但是未来 5-10 年内，随着这一波高峰人口变老，情况会发生根本性的转变。首先，从人口分布上，城镇老年人将占多数。其次受教育水平也会从现在的以高中为主，提升到大学、大中专为主。城市的生活环境和更高的受教育水平会提高老年人的消

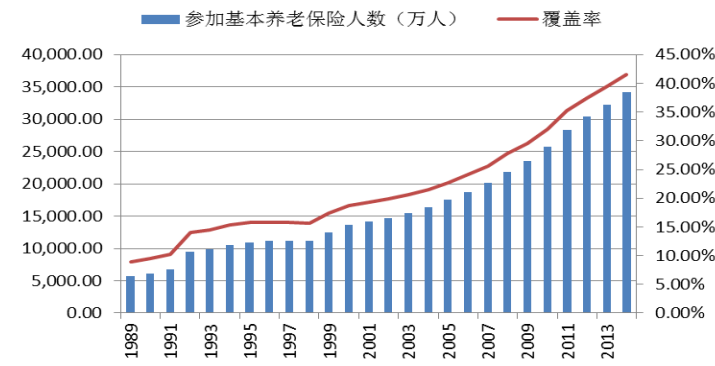
费意愿。此外，从消费能力上来说，这一波高峰人口是最充分受益于改革开放和 30 年经济高速发展的人群。他们积累了大量的财富，负担相比 80 后轻松很多，所能享受的养老金体系也更为完备。而随着这一波高峰人口的变老，他们最为关注的健康医疗和高端养老产业将迎来最大最具实力的消费群体。

图 17: 中国高净值人群数量及可投资资产规模



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 18: 参加基本养老保险人数及劳动力覆盖率



资料来源: wind, 信达证券研发中心

借鉴新加坡的情况，乐龄人士是高端餐饮、旅游、医疗和养老服务的主力消费人群。新加坡政府设定了一些优惠的养老政策，其中一项是“倒按揭”的以房养老模式。即 60 岁以上的老年人把房子抵押给有政府背景的公益性机构，由公益性机构一次性或分期支付养老金，老人去世时产权由这个机构处分，“剩余价值”(房价减去已支付的养老金总额)交给其继承人。在我国城市里符合这样的情况也并不少见，并且在 2013 年已经开始了老年人住房反向抵押养老保险试点。由此看来，只要政策适当，未来我国富有的老年人群体必将释放出极大的消费能力。此外，我国养老保险在个税递延和抵扣方面即将出台的鼓励政策也会引导老年人增加消费。

梳理从 2000 年到 2015 年所有关于养老产业的政策，可以清晰的发现，我们对养老产业的认识也是随着市场一同成长的。最开始的政策优惠是在减免税收和加大贷款力度上的（《关于对老年服务机构有关税收政策问题的通知》，《中共中央、国务院关于进一步加强老龄工作的决定》）；而对于资本和从业人员进入这个市场，政府所处的态度也是“支持”、“引导”和“研究”。

在 2011 年的《中国老龄事业发展“十二五”规划》里，国务院已经“把老龄产业纳入经济社会发展总体规划”，制定了详细的《社会养老服务体系规划（2011-2015 年）》，决定采取公建民营、民办公助、政府购买服务、贴息补助等多种形式引导社会力量兴办养老服务设施，保障养老用地供应，贯彻落实相关优惠政策。引导民间资本进入养老产业的思路已经初具雏形。

2013 年，在《关于促进健康服务业发展的若干意见》里，国务院决定加大医疗服务领域开放力度，实行“非禁即入”。并且设

定了到 2020 年，健康服务业总规模达到 8 万亿元以上的目标。第一次将医疗和养老放在一起提出来。

表 2: 我国历年关于养老产业的政策变化

2000年	2006年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年
<ul style="list-style-type: none"> •建立以家庭养老为基础、社区服务为依托、社会养老为补充的养老机制; •金融机构按照信贷通则加大贷款支持力度; •施行各项税收减免。 	<ul style="list-style-type: none"> •鼓励吸引社会力量投资兴办不同档次的养老服务机构; •积极引导社会资本和国外资金投入老龄事业; •加强教育培训,提高养老服务从业人员素质。 	<ul style="list-style-type: none"> •建立以居家为基础、社区为依托、机构为支撑的养老服务体系; •采取公建民营、民办公助、政府购买服务、贴息补助等多种形式引导社会力量兴办养老服务设施。 	<ul style="list-style-type: none"> •建立多层次的社会保障体系,鼓励养老机构投保责任保险; •民办养老机构免征营业税,根据投资额、建设规模等因素给予一定补贴。 	<ul style="list-style-type: none"> •加大医疗服务领域开放力度,实行“非禁即入”; •到2020年全面建成以家庭为基础、社区为依托、机构为支撑的覆盖城乡多样化养老服务体系。 	<ul style="list-style-type: none"> •远程医疗操作规范。 •决定开展老年人住房反向抵押养老保险试点,试点城市为北京、上海、广州、武汉; •加快健康、养老服务体系建设和体育健身设施建设。 	<ul style="list-style-type: none"> •推进医养融合发展,鼓励社会力量举办规模化、连锁化的养老机构; •明确提出医养结合,需推进医疗机构与养老机构等加强合作、发展社区健康养老服务。

资料来源: 信达证券研发中心整理

2014 年,为了适应我国 90%的老年人是居家养老的情况,国务院提出要研究制定适用于面向养老机构远程医疗服务的相关政策、机制、法规和标准,探索市场化的服务模式和运营机制,在局部地区构建有利于面向养老机构开展远程医疗应用的整体环境,验证完善各类政策,建立面向养老机构远程医疗发展的长效机制,提高养老机构健康管理服务水平,探索养老机构与医疗机构的合作机制,推动医养融合发展。

2015 年,在《关于鼓励民间资本参与养老服务业发展的实施意见》里,提出要鼓励社会力量举办规模化、连锁化的养老机构。对民办养老机构提供的育养服务免征营业税。养老机构在资产重组过程中涉及的不动产、土地使用权转让,不征收增值税和营业税。在《全国医疗卫生服务体系规划纲要(2015—2020 年)》里明确提出医养结合,需推进医疗机构与养老机构等加强合作、发展社区健康养老服务。在《关于推进医疗卫生与养老服务相结合的指导意见》里提出医养结合两大发展目标:到 2017 年,初步建立医养结合的政策体系、标准规范和管理制度,逐步提升基层医疗卫生机构提供居家养老上门服务的能力;到 2020 年,基本建立符合国情的医养结合体制机制和政策法规体系,80%以上的医疗机构开设为老年人提供绿色通道,50%以上的养老机构能够以不同形式为入住老年人提供医疗卫生服务,基本适应老年人健康养老服务的需求。

就目前的政策导向上看，除原本的引导民间资本进入养老产业和鼓励培养专业的养老服务人员外，近期政策更着重强调引导医疗和养老产业结合。在机构养老方面，支持养老机构和医院协作开展医疗服务；在居家养老方面，支持发展远程和上门医疗服务。即形成以“居家为基础、社区为依托、机构为支撑”的养老模式。

我国养老产业的现状分析

居家养老是主流，养老机构空床率高，社区养老发展空间大

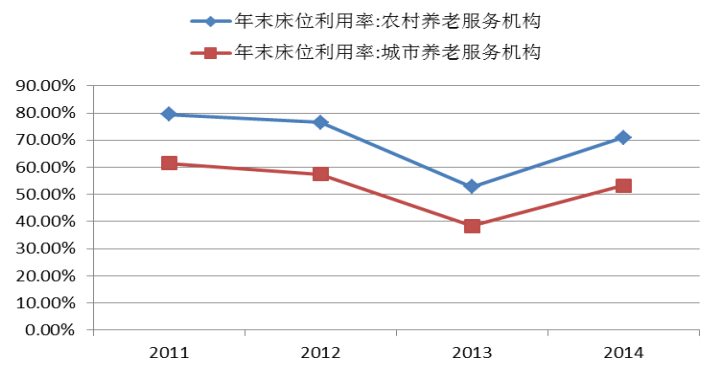
目前世界上主要的养老模式分为三种，即居家养老、社区养老、和机构养老。目前我国，这三种养老模式分布占比为 96%、1%和 3%。居家养老是绝对主流。

表 3: 目前主要的养老模式

模式	特点	现状
居家养老	老年人居住在自己或血缘亲属的家庭中，由其他家庭成员提供养老服务。	受传统文化的影响，是东亚国家普遍的养老模式。目前我国约 96%的老年人使用这种养老模式。
社区养老	老年人居住在自己家中，由社会提供商业化的养老服务。老年人居住在自己熟悉的环境里，既可以得到适当的照顾，也随时欢迎子女的探望。	目前在欧美发达国家比较普遍。
机构养老	老年人集中居住在特别的养老机构中。养老机构提供专业的医疗及养老服务。但是一般探望不便，容易造成老年人和子女的隔阂。	目前在欧美发达国家比较普遍。

资料来源：信达证券研发中心整理

机构养老又可分为高端的商业机构养老和保障性机构养老。但是受传统文化观念的影响，我国国民对机构养老有比较大的抵触心理。同时，养老机构自身也有一些不足，如地区分布不合理，多数养老机构位于偏远地区；类型构成不合理，两头的高端和保障性养老机构比重大，中间多适用的养老机构比重小；人员配置不到位，服务水平跟不上，配套设施不齐全等。这些原因综合导致了我国机构养老空床率高、发展前景差的现状。

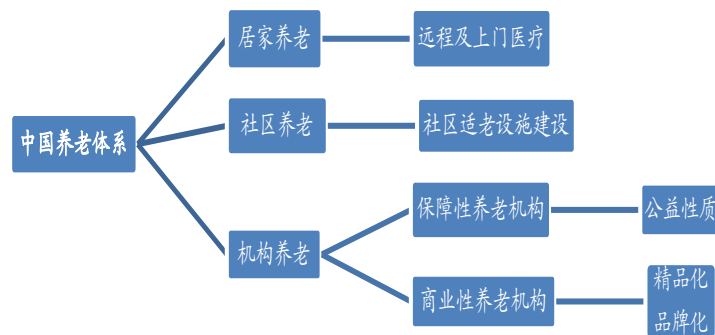
图 19: 农村和城市养老机构年末床位利用率


资料来源: wind, 信达证券研发中心

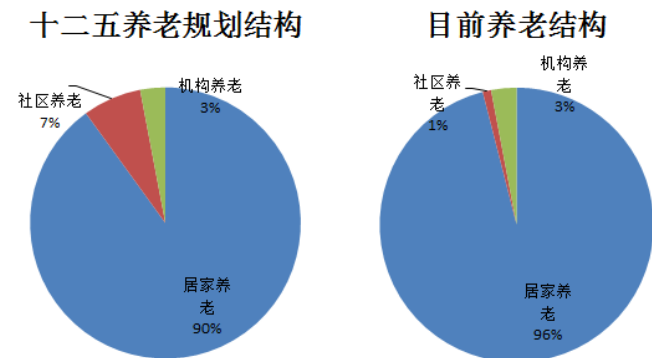
机构养老发展萎靡, 却正好为社区养老创造了空间。根据多地发布的“9073”养老规划, 机构养老的 3%保持不变, 而社区养老的比例将从现在的 1%上升到 7%。再加上增量的老年人口, 这为社区养老带来了大量的市场空间。

9073 计划——10%的老年人需要养老地产

2007 年, 上海率先宣布, 计划在“十一五”期间构建“9073”的养老格局: 90%的老人由家庭照顾, 7%的老人享受社区居家养老服务, 3%的老人进入养老院等机构养老。之后, 北京也提出类似的 9064 计划, 天津、重庆、四川、黑龙江等也都提出 9073 计划。

图 20: 我国所要建成的养老体系


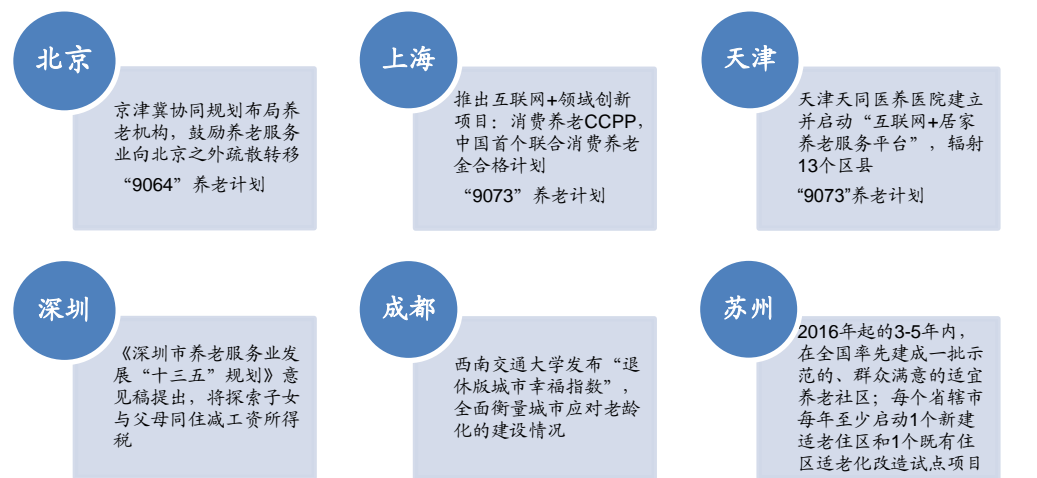
资料来源: 信达证券研发中心整理

图 21: 养老规划构成与现状对比


资料来源: 中央十二五养老规划, 信达证券研发中心

根据这个格局，我国养老产业的主体是低成本的居家养老，对应要发展的是远程和上门医疗服务。而机构养老中，有一部分是保障性的养老机构，它们为一部分“三无”老人、低收入老人、经济困难的失能老人提供无偿或低收费的供养、护理服务。机构养老的另一部分，是面向中高端人群的“精品化、连锁化”的商业性养老机构。在这些机构里，医养结合的服务是核心，而地产处于整个服务业的核心，承载起整个产业。这些专业机构的发展会增加对商业地产的需求，同时稳定的现金流也是发展房地产金融产品十分合适的资产。

图 22: 养老地产行业地方动向



资料来源：中国指数研究院，信达证券研发中心

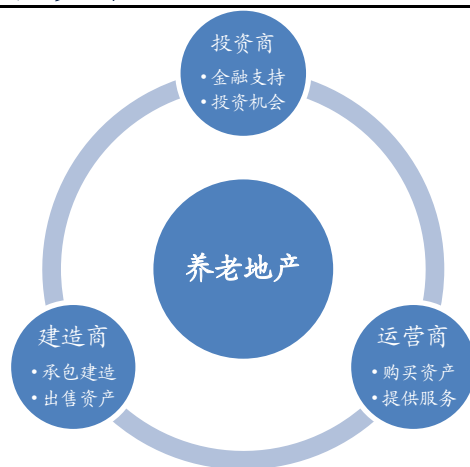
另外 7% 的社区养老，是最主要养老地产的代表。在这样的社区里生活着相似经历和社会阶层的老人们，他们可以很容易的找到和自己有共同兴趣爱好的“小伙伴”。在这样社区里生活的老人并不是重病缠身、生活不便的，而是可以基本自理、独立、自由、有自己生活追求的。这样社区里的套间，可租可售，可大可小，老人们可以随时欢迎子女来探望。同时这样的社区会有定点合作的医院，和更加直接、便利的医疗服务。对于那些想要涉足养老产业的企业来说，开发建设这样的社区是较好的切入点。

养老地产存在巨大的市场容量

根据《中国老龄事业发展“十二五”规划》和前瞻产业研究院发布的《2014-2018 年中国养老地产行业发展前景与投资机会分析报告》预测，预计到 2015 年，约有 1295 万老年人将选择养老社区，未来适老社区发展潜力巨大。据测算，目前中国养老市场的商机大约有 4 万亿元人民币，到 2030 年，有望增加至 13 万亿元，潜力巨大。

特别的，养老地产这种重资产是下沉其他各个细分养老服务业的“入口”。养老产业涉及众多产业，参与者众多。并且随着养老需求的增长，产业会不断标准化与细化，在这个过程中，掌握主动权话语权就占尽先机。就目前来说，在信息化产业方面养老地产可以“触网”搭建 o2o 平台；而在传统产业方面，诸如医疗、保险等等服务业必须依托社区才能获得良好的收益和外部性，因此掌握这个“入口”是成功进行下一步发展的关键，而重资产这一属性又确保了先行者足够的先发优势。并不像大多数人所担心的，重资产本身不是问题，就如下文将详细描述，保险公司乐意获得这样可以产生稳定现金流的长久期资产，而地产公司可以使用 REITs 等金融工具回笼资金，同时将养老社区交给专业化公司来经营。

图 23: 养老地产行业参与者



资料来源：信达证券研发中心整理

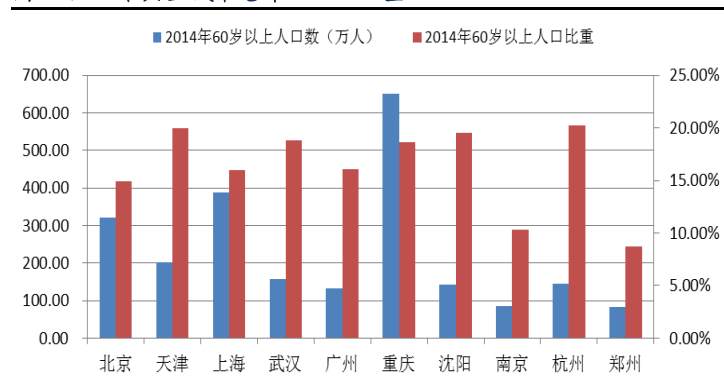
目前来看，我国养老地产尚处于初级阶段，从政策引导、人口结构、消费能力和商业模式等各方面来说，养老地产仍处于探索起步阶段。社会资本纷纷进军养老地产，基本形成了房地产公司、保险公司、社会养老服务机构三足鼎立的局面。据不完全统计，三类企业在养老地产上的投资额已逾千亿，但市场养老的模式才刚刚起步。开发商、保险等仍在多方试点，大规模成体系发展尚未成型。我国养老产业有很大的市场，养老地产是养老产业的核心载体，做好准备的开发商能在市场更成熟时有爆发式增长。预计到 2020 年可以达成足够成熟的条件来支持养老地产高速扩张。

适合发展养老地产的城市

在养老目的地选择上，可以分为本地养老和异地养老两类。对于本地养老，在发展养老地产社区的时候，经营者首先要考虑的是以老年人口基数为代表的市场容量，其次还要考虑本地老年人群体的消费意识和能力。所以，以本地养老这一方式，在开发养老社区时，就要选址在那些老龄化程度比较高，经济发达的一二线城市。例如下图所列的北京、上海、广州、天津、武汉、重庆、沈阳等。这些城市经济发展比较好，本地老年人有比较高的消费能力，城市硬件可以提供更好的医养服务，老人子女也更有可能在同一地区；同时这些城市吸引人口持续流入，老龄化也比较高，养老服务业市场容量比较大。

在异地养老方面，养老地产所选择的位置可以在大城市的周边城镇，也可以在全国著名的旅游城市附近。良好的生态环境，优质的健康资源和较低的生活成本是老年人选择在周边城镇养老的几大因素。选址在周边城镇的养老地产，最需要注意的是两个方面，首先是和大城市主要医疗机构签订合作协议，保证社区可以获得足够的医疗资源；其次是要保证所在位置有便利的交通。这样的例子有长三角的乌镇、桐乡、西塘，京津冀的顺义、平谷等。而对选址在旅游城市的养老地产项目而言，独特的气候条件，优美的自然景观，和闲适的城市氛围是它们的优势所在。这样的城市有三亚、杭州、青岛等。

图 24: 几个典型城市老年人口及比重



资料来源: wind, 信达证券研发中心

房地产公司布局养老产业模式分析

多为租售并举，仍处于探索期

地产行业进入下半场，房地产企业在积极寻找一切可能的转型路径。进入养老地产行业的房地产公司以万科、绿城、保利地产、联想控股、香江国际、复星为代表，目前大大小小已有 80 余家。这些房企发挥自己在拿地、建设和项目运作方面的特长，

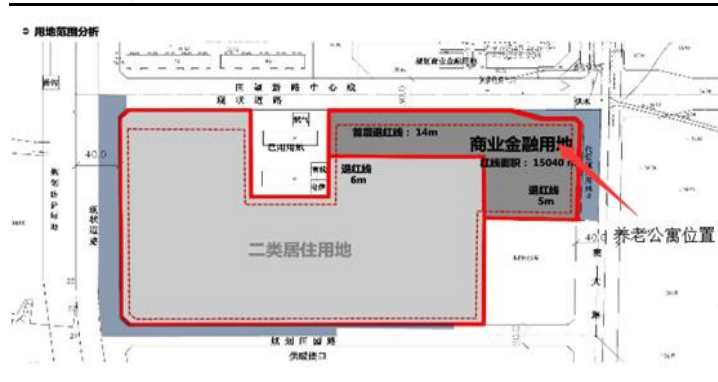
已经建立起了一定规模的养老业态，但尚未找到能够可持续盈利的商业模式，仍旧处于探索阶段。地产公司运营养老地产的商业模式多为租售并举，包括出售老年公寓，自己持有并运营社区内的康复和养护中心。这样既可以像出售传统物业那样快速回笼资金、保持企业健康的周转率，也能产生足够的营运现金流支持起相对高昂的养护费用。

经营养老地产需要丰富的经验、专业化的团队和持久的努力，这些都需要专门公司进行大量的投入。而这并非是地产公司的主营业务，地产公司的长处在于筹款、拿地和项目运作，相比持有经营性物业，他们更需要的是快速周转的现金流。目前我国 REITs 已经是山雨欲来之势，我们期待在解决了税收等一系列问题之后 REITs 在我国能有一个爆发性的成长。而养老地产这样可以产生持续经营性现金流的资产是比较适合打包做成 REITs 的。地产公司拿地、建设，交给专业的经营公司经营，经营公司把重资产出售给 REITs 并反租，回笼的资金交还给地产公司进行下一轮的建设。这一模式尤其适合地产公司涉足养老地产领域，他们只需要做好自己最擅长的就足够了。借鉴美国的经验，HCN (Health Care REIT Inc) 是美国典型的养老地产 REITs，目前是全美第三大养老/医疗类 REITs 公司。自 2005 年到 2014 年间，它快速发展，总资产由 29 亿美元增加到了 250 亿美元，年化增长率达 24%，

万科

万科从 2010 年开始进军养老地产行业，第一个项目是在北京房山窦店的“万科幸福汇”，这个项目采取租售并举的方式，为万科以后的项目进行了有益的探索。此后，万科又在北京欢乐城和青岛万科城试水养老地产，这些项目都是采取社区嵌入养老单元的模式，曾有万科北京高层表示“未来北京万科每一个项目，都将拿出一栋楼自持，做养老服务”。万科养老地产代表性的项目是杭州良渚文化村，在这个项目上，万科突出“城市养老服务综合体”概念，即自理公寓、护理公寓、配套商业和医疗三位一体。2013 年，万科开始进军商业地产，采取以住宅为主体，住宅产业化和城市配套服务商为两翼的战略格局，住宅产业化、商业地产、养老地产三个方向齐头并进。而养老地产成为了万科一体两翼战略的新抓手。

万科幸福汇项目位于北京房山窦店，项目总建筑面积 16.39 万平方米。配套的养老公寓约 146 套，2 万平方米，占总项目的 12%。这部分老年公寓叫做“活跃长者之家”，公寓周边配套医疗服务站、心理咨询、老年学校、健身房等设施，以及 24 小时呼叫护理服务、送餐、果蔬超市等送货上门、收费代缴等服务，以万科自持出租经营的方式运营。除了出租的老年公寓，这个项目出售的地产也做了适老化改造，叫做“活跃长者住宅”，面向市场销售，在户型设计上更倾向于老年人的生理特点和生活需求，如配备电梯、防滑卫生间和其他无障碍设计，以及由专业医疗机构提供远程体检监控等设施。

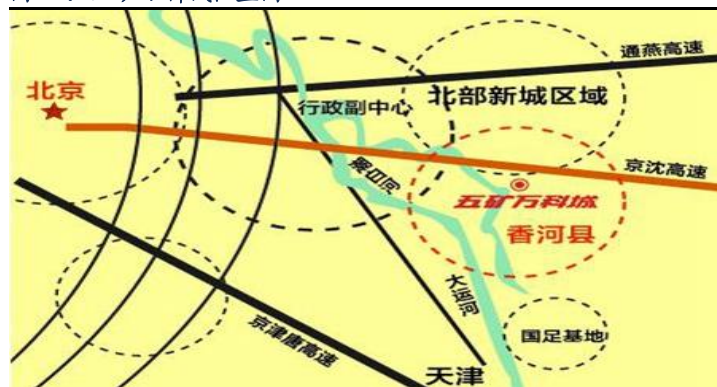
图 25: 万科幸福汇地块示意图


资料来源: 信达证券研发中心整理

图 26: 万科幸福汇效果图


资料来源: 信达证券研发中心整理

五矿万科欢乐城项目位于香河，在这个项目上万科也融入了养老地产的因素。项目总建筑面积约 20 万平方米，其中嵌套约 60 套的老年公寓产品。因为这个项目所处的位置比较接近通州行政副中心，香河又会受益于京唐、京滨高铁的建设，所以万科在这个项目上更着重强调了自己城市配套服务商的角色。

图 27: 五矿万科城位置图


资料来源: 信达证券研发中心整理

图 28: 五矿万科城效果图


资料来源: 信达证券研发中心整理

青岛万科城位于青岛市中心，由纽约街区、阿姆斯特丹街区、东京街区、多伦多街区及洛杉矶街区五个街区组成。各个街区相对独立，但公共空间、绿化空间和商业空间采用开放式布局。同时，万科城规划有大型集中商业、国际化街区文化、SOHO 等。2014 年开通的青岛地铁首发站双山站就位于项目门口。项目总建筑面积 50 万平方米，约 3800 户。项目嵌套的老年公寓约 60 套，0.65 万平方米。这个项目的长者公寓采取出租式，定位高端，提供休闲娱乐、医疗保健、膳食、体检等适老服务。

图 29: 青岛万科城位置图


资料来源: 信达证券研发中心整理

图 30: 青岛万科城效果图


资料来源: 信达证券研发中心整理

万科随园嘉树项目位于杭州良渚文化村内，是万科养老地产近年来的扛鼎之作。项目位于杭州市西北，占地面积约 6.39 万平方米，容积率仅为 1.0，是专为万科良渚文化村配套设计的养老地产项目。项目所处位置即为国家 4A 级景区，绿化率达 35%，周围有良渚食街、玉鸟菜场、玉鸟流苏商业街区、浙医一院良渚门诊部等配套设施，并有专业的颐养中心和康复中心；项目内 575 户住宅还有诸如地暖、分床设计、起夜地灯、地面无高差、不活动通知等 40 余项适老性能设计。由于这个项目的土地性质是旅游用地，万科出售的是住宅 40 年的使用权，而自己持有颐养中心和康复中心。

图 31: 随园嘉墅在良渚文化村内的位置


资料来源: 信达证券研发中心整理

图 32: 随园嘉墅平面效果图


资料来源: 信达证券研发中心整理

保利地产

保利地产自 2012 年起就开始提出以全产业链投身进入养老产业的计划。公司首先与中国太平保险达成战略合作，成立国内首支专注于健康及养老产业领域的股权投资基金。接着，与安平投资合作成立养老产业投资管理公司保利安平，推出和熹会以及和熹生活馆，分别承担机构养老以及社区居家养老的服务职能，并计划在 50 个城市筹建 80-100 家和熹会、在 30 个城市筹建 300 家生活馆。到目前为止，保利地产已经在北京、上海、广州、成都、三亚、阳江等 6 个城市规划及建设了 7 个养老地产项目。

北京的**和熹会**项目，是在北京海淀西北旺的保利西山林语地产项目里面嵌套的，整个地产项目建筑面积为 120 万平方米，老年公寓 2 万平方米。和熹会是由西山林语内一栋酒店改造而来的。养老公寓项目采用会员制加房租的收费模式，目前会员费 10 万元，加上医疗押金 2 万元，每人每月伙食费 900 元，看护费 500 元及以上不等。房屋租金则根据居住面积和朝向从 11000 多元到 5000 多元/月不等，每个房间两张床位，也就是一张床位的租金是房间租金除以二，但是目前入住的老人都比较注重条件，所以除了夫妻两人共用一个房间的，其他老人都是单独一人租住一个房间。与目前许多正在开发的养老地产项目不同，北京和熹会当初开建时有一定的成本优势，因为酒店建成较早，因此其建筑成本要比现在的新养老机构要低。但是这个项目本身不具备可复制性，目前所收的会员费不要说土地成本和建筑成本，连装修成本都远远不够。不可能老年公寓都按照四星级酒店的标准去投入建设。保利表示，再做新的老年公寓项目会按照老年住宅的水准去做。

图 33: 保利西山林语位置图



资料来源：信达证券研发中心整理

图 34: 保利西山林语效果图



资料来源：信达证券研发中心整理

保利位于上海的项目是**保利西塘越**，距上海、杭州、苏州都在 100 公里以内，车程约一个小时左右，项目建筑面积 9.97 万平方米。项目背靠西塘古镇，四面环水，周围生活设施配套成熟。保利西塘越自身配备近 9000 m²的康复中心，引进国际高端的养疗机构和先进的科技设备、疗养技术，提供完整的休闲、养生、体检及康复护理服务。

图 35: 保利西塘越别墅实景


资料来源: 信达证券研发中心整理

图 36: 保利西塘越位置图


资料来源: 信达证券研发中心整理

2015年11月6日, 保利地产与太平人寿在广州共同宣布将在健康养老产业进行全面战略合作, 双方拟共同成立一家股权投资公司, 合作范围涵盖养老地产开发、运营服务平台搭建、保险客户养老服务、产业链上下游投资等多项内容。双方的合作迈出了地产公司和保险公司在养老产业合作的第一步, 除了可以突破双方自身发展瓶颈外, 还具有一定的示范效应。

绿城集团

绿城集团涉水养老地产行业比较早, 在2007年就在杭州蓝亭项目中开发养老公寓。这个项目规划了86套老年公寓, 就像普通房产项目一样, 这个项目最初采取出售的方式。但是后来发现为了提供更好的养老服务, 出租是更适合的运营方式。绿城现在尝试的养老模式是“学院式养老”, 即成立专门的教育公司做“老年大学”。在杭州临平的蓝庭项目中, 除健康中心、文体活动中心、社区门诊、护理院等公共配套外, 还组建了一所社区老年大学, 这成为绿城“学院式养老”的初步探索。

图 37: 临平蓝亭绿城项目内规划



资料来源: 信达证券研发中心整理

绿城在桐乡建设的**雅达国际生态园**, 定位为休闲健康养老主题园, 规划用地 5500 亩, 总建筑面积 50 万平方米, 约 6000 套老年公寓。这个项目采取租售并举的方式运营。将建设医疗公园、国际养老护理中心等六大功能区, 为老人提供国际化、管家式、24 小时贴心健康医疗与服务。目前, 绿城已与杭州师范大学签订了战略合作协议, 设计出了适合中老年人的 72 门课程。虽然“老年大学”的概念独辟蹊径, 但是可以看到相比较万科和保利, 绿城在医养服务与养老地产结合方面独具匠心。

图 38: 雅达国际生态园内的康复设施


资料来源: 信达证券研发中心整理

图 39: 绿城乌镇雅园内部规划


资料来源: 信达证券研发中心整理

远洋地产

远洋地产创立于 1993 年，2007 年在香港联交所上市。公司是环渤海地区房地产开发的龙头企业，重点锁定北京市场，并逐步向全国拓展。公司项目涉及中高端住宅、高级写字楼、零售物业等等。公司于 2010 年成立商业地产事业部，正式进军商业地产项目。截至 2014 年底，公司 60 多个项目遍及全国 19 个城市，并拥有土地储备近 2000 万平方米，其中约 40% 在京津冀地区。目前中国人寿是公司的第一大股东。远洋地产养老产业的模式以“居家”为主，公司成立了“远洋养老运营管理公司”专门从事养老地产项目运营，并创立了养老品牌“椿萱茂”。预计未来公司业务将分为住宅、商业地产、养老产业和金融业务四大板块。

图 40: 远洋天著位置图



资料来源: 信达证券研发中心整理

椿萱茂第一个项目是位于亦庄的“椿萱茂凯健”。它是远洋地产同美国的养老运营商 Emeritus、投资商哥伦比亚太平洋合作进行的养老服务项目。“椿萱茂凯健”位于北京亦庄远洋天著项目内，这个项目是远洋地产打造的欧式别墅社区项目，以联排别墅为主，搭配了部分远洋空中别墅产品。远洋天著项目总户数为 837，建筑面积为 26.81 万平方米。而“椿萱茂凯健”是在别墅社区内的一栋 4 层小楼里，拥有 89 个房间，总面积 6400 平方米，以开间及一居室为主。项目采取自持经营的方式，侧重后期服务。凯健拥有专业的医疗、护理、社工和饮食团队，秉承“乐享 365”的服务理念，极力满足老年人健康生活的所有要求。

图 41: 椿萱茂凯健内适老活动设施


资料来源: 信达证券研发中心整理

目前椿萱茂已经在北京设立了三个专业的护理机构。除亦庄外，位于双桥和清塔的椿萱茂都拥有国内首个专业失智楼层，提供失智照护服务。失智楼层的设计完全遵循失智照护的特点，楼层采取环行设计，解决长辈徘徊的问题，通道门进行书架伪装，防止长辈走失，在每个房间门口放置个人专属的人生故事展板，防止迷路；公共区域墙面均为钢化玻璃，减轻密闭感，便于生活助理观察；天花板采用天空色彩以缓解失智长辈的情绪；专属空中花园，方便散步、园艺。

图 42: 椿萱茂内适老改造细节


资料来源: 信达证券研发中心整理

表 4: 典型养老地产项目汇总

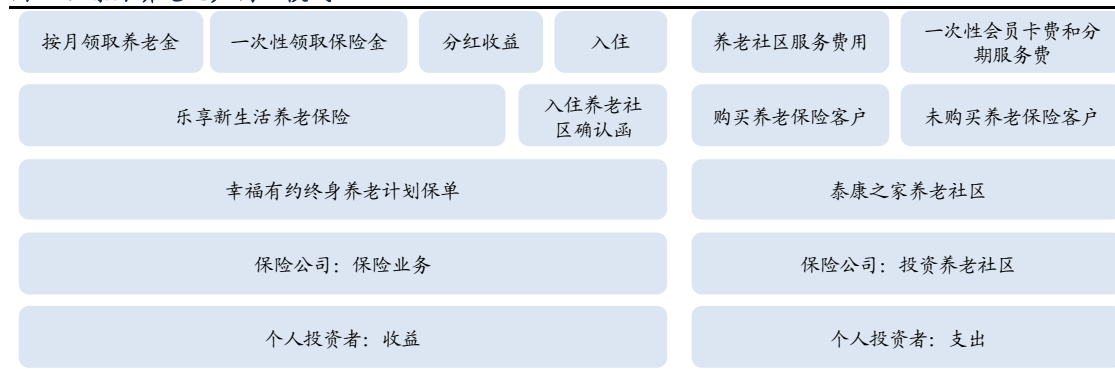
	万科幸福汇	保利和熹会	绿城桐乡雅园
地点	北京房山	北京西山	乌镇
规模	建筑面积 16.4 万 m ² , 占地面积 7.2 万 m ² , 1262 户, 养老地产试点房 146 套(11.6%)	西山林语建筑面积 120 万 m ² , 老年公寓建筑面积 2.2 万 m ² , 内设 200 套居住单元	产业园总规划用地 5500 亩, 养老公寓规划约 600 亩, 总建筑面积 50 万 m ² , 养老公寓规划 6000 套
进度	2012 年竣工, 三期于 2013 年开盘	2012 年 12 月开幕, 2015 年 8 月基本住满	2012 年 9 月新增该项目, 2014 年交付使用
模式	采用租售并举的运营方式进行两种养老地产试点: 利用商业配套建设的“活跃长者之家”和配建于住宅的“活跃长者住宅”。前者由上海亲和源经营管理, 万科为资产持有者; 后者面向市场销售	采用出租形式, 会员费 5 万元起, 医疗押金 2 万元, 月人均餐费 900 元, 看护费 500 元起, 租金从 5000 到 15000 不等, 每房间两张床位	租售并举, 通过物管费、学费、医疗护理服务等实现收益, 有 60 m ² 、90 m ² 、120 m ² 三个户型
特点	定位是“面向活跃、高知、长者的服务式公寓”	中医养生、休闲娱乐、康复治疗、医疗绿色通道等服务	整套服务体系, 涵盖范围从刚退休的老人到临终关怀; “学院式”养老模式, 老年大学占地 2 万 m ² , 可容纳 8000 位老人

资料来源: 信达证券研发中心整理

保险公司进军养老产业模式分析

保险产品和养老服务相融合

保险公司则是目前养老地产市场上的生力军。自 2010 年 9 月, 保监会发布《保险资金投资不动产暂行办法》后, 保险资金正式获准进入养老地产, 到 2012 年底, 保险系企业在养老地产领域的投资已超 500 亿元。目前试水养老地产的保险公司有泰康、合众、平安、太平等, 其中泰康人寿的幸福有约和合众人寿的合众优年项目较为成熟, 其基本模式都是与保险产品挂钩, 以房屋的租住权替代传统的保险现金收益。相比房企, 保险机构可采用两种运营模式: 其一, 投保人具备入住养老社区资格, 并缴纳一定的月租或服务费; 其二, 即通过实物租赁的方式来实现收益。前者把保险、地产、养老产业融合在一起, 将寿险产业链拉长至 30 年左右, 这也是险企普遍接受的模式。

图 43: 泰康养老地产商业模式


资料来源: 信达证券研发中心整理

泰康人寿

泰康人寿是最早进入养老地产行业的保险公司, 2012 年即推出了首个与养老社区相结合的综合养老计划——幸福有约终身养老计划。泰康之家作为泰康人寿的全资子公司, 是其专门为投资和经营养老社区而设立的。其在 2013 年便完成了泰康养老社区燕园、申园的规划工作, 在北京的燕园 2015 年正式开始运营。

通过将传统的养老保险与现代的养老社区相结合, 泰康人寿开创了一项十分新颖的商业模式, 为客户提供了包括养老财富管理和养老健康管理的一揽子解决方案, 实现了虚拟金融产品与实体养老服务相结合、养老理财和养老消费相结合。

泰康人寿打造的是面对高端客户的高端养老社区。其门槛也是比较高的, “乐享新生活”这款养老年金产品, 缴费起点为 200 万元人民币, 分为一年期趸缴和十年期期缴。该产品提供从约定年龄开始、按月领取的年金, 可作为养老的日常生活费。年金在 85 岁之前保证领取, 85 岁之后, 客户可继续领取至终身。“幸福有约”计划的客户在享有保险利益的同时, 还可以享受到由泰康之家提供的保证入住养老社区资格。保险合同产生的利益可用于支付在社区内生活每月的房屋租金和居家费用。

图 44: 泰康之家燕园内部功能区划


资料来源: 信达证券研发中心整理

图 45: 位于武汉东湖严西湖畔的泰康之家楚园


资料来源: 信达证券研发中心整理

合众人寿

合众人寿在 2013 年推出了实物养老保障计划, 这是其首次尝试的一种全新养老保险产品形态, 将养老社区的公寓与传统的养老保险产品对接, 用公寓的租住权替代传统养老保险产品的现金收益。合众优年借鉴国外养老社区经验, 产品包括 AAC 活跃长者社区 (Active Adult Community) 和 CCRC (Continuing Care Retirement Community) 持续照料退休社区。投保人可以选择想普通养老年金那样领取现金收益, 也可以选择以保险金抵租金入住养老社区。与泰康人寿推出的面向高端客户的社区不同, 合众养老社区主要面对中产阶层客户。如果选择以购买保险产品的方式入住, 十年期每年缴费金额约为 3-5 万元。由于养老用地只能租不能卖, 因此拿地成本远远低于商品用地。同时, 客户入住养老社区后也无需缴纳房产税、遗产税等, 所以可以维持较低的租金运营。在美国, 70 岁以上的老人居住在 CCRC, 当前 CCRC 的入住率在 90% 以上, 行业盈利状况良好, 信用资质提升, 财务安全性得到改善。

图 46: 武汉合众幼年社区



资料来源: 信达证券研发中心整理

图 47: 太平人寿梧桐之家的样板间



资料来源: 信达证券研发中心整理

到目前为止, 合众人寿通过其在美国的子公司 BestYears, LLC, 已出资超过 4000 万美元收购了美国 6 处养老社区项目。这些项目原本是由专注于养老地产的房地产信托基金 Summit Healthcare REIT 所持有的。这些社区合计 422 户, 交易完成后, 双方将以合资公司的方式共同持有这 6 处物业, 合众人寿在合资公司中所占股份为 90%, 而 SummitHealthcare REIT 将保留 10% 的股份。这有利于合众利用美国成熟的管理经验培训自己的养老社区团队。

中国太平

太平人寿的首个养老社区“梧桐人家”2014 年在上海开始建设, 这个社区占地总面积达 18.93 万平方米, 面向高端客户。它将与“悦享金生”保险产品一起捆绑销售, 这款产品同样是将养老财富管理和健康管理相结合的保险产品。除了在建的上海和无锡项目, 太平人寿还规划在北京、深圳、海南和珠海等地建设养老社区。

太平人寿在 2015 年 7 月设立了保险业第一家养老产业投资平台, 即太平养老产业管理公司。养老产业的投资项目建设管理, 项目建成后的运营管理和资本运作, 与养老产业相关的健康医疗项目的投资, 均将在这一平台上统筹进行。

2015 年 11 月, 太平人寿和保利地产达成国内首例房企与保险公司在健康养老服务领域的深度跨界合作。此次合作将涵盖养老地产开发、运营服务平台搭建、保险客户养老服务、产业链上下游投资等多项内容。同时, 针对养老地产开发融资渠道狭窄等问题, 双方拟在近期联合发起设立国内首只只关注于健康养老产业的股权投资基金, 探索引入保险资金开发养老社区的新模式。

养老产业的发展前景

“房企系”与“保险系”模式不同，各有优势

从目前来看，大部分投身养老地产的企业盈利模式均是以长期收租的方式回笼资金。不同在于，“房企系”多半采取会员费+月租/服务费的模式，而“保险系”多半采取购买保单获得入住资格+月租/服务费的模式。“房企系”多是在自己的社区里开辟一块另做老年公寓，配套其他普通房源出售。眼下较为普遍的情形是房企在住宅建设基础上，加上简易的无障碍设施和医疗机构的配套，就成了“养老地产”。在目前已经推出的养老地产项目中，大部分还是停留在这个层面。犹豫地产公司在拿地和项目运作方面有先天的优势，这也是“地产系”养老地产项目规模远远大过“保险系”的原因。“保险系”多是专门开发一个综合的老年社区，他们在拿地环节就确保所获得的土地是用作养老的。这样虽然物业不能出售，但是拿地成本会低很多。人寿保险公司天然偏好长期稳定的投资，他们开发的养老保险产品和经营养老社区相得益彰。

房地产开发企业和保险资金在养老地产业务运营中各有千秋，它们相互配合，相互补充，共同完善中国的机构社区养老市场体系。1) 房地产公司的优势在于运营管理、对市场嗅觉更为灵敏，另外可以以租售结合的形式，满足不同客户类型的需要，比较灵活；2) 保险公司的优势在于资金和产业链联动。保险公司将保险产品与养老地产挂钩，通过销售保险产品的形式，客户更易接受；而且保险公司资金雄厚，属于资本密集型企业，而且资金久期较长，与养老地产更为匹配。

表 5: 中国人口老龄化进程

时间	特点
2001-2020 快速轻度老龄化阶段	老年人口年均增长速度(3.28%)远超总人口年均增长速度(0.66%)，预计到 2020 年，老年人口将达到 2.58 亿(17.17%)，80 岁及以上老年人口将达到 3067 万(12.37%)
2021-2050 加速中度老龄化阶段	新中国成立后第二次生育高峰人群进入老年，2021-2030 年老年人口年均增长 1260 万人，之后 20 年年均增长 522 万人；预计到 2050 年，老年人口将达到 9448 万(21.78%)
2051-2100 重度老龄化阶段	2015 年我国老年人口将达到峰值 4.37 亿，约为少儿人口数量 2 倍，老龄化水平将保持在 31%，80 岁及以上老年人口占老年总人口比重将稳定在 25%-30%

资料来源：信达证券研发中心整理

未来 10-15 年将进入黄金时代

中国养老产业可分作三个发展阶段：第一阶段是从 2000 年国务院颁发社会福利化政策到 2010 年，这 10 年是一个初级阶段，主要是个人办的小规模的机构，都是政府福利院的翻版。第二阶段是从 2011 年开始的起步阶段，企业为主体，地产商、保险公司、风投、国外养老管理公司都看到了养老产业的巨大商机，纷纷试水养老产业。但由于国家政策不清晰，另一方面企业

的管理、运营模式也不完善，这个阶段也要 10 年的发展时间。第三阶段，在相关政策逐步完善，养老业服务水平不断提高的环境下，专业化的养老公司和项目将大量涌现。

长期来看，由于中国自身服务业发展程度较低、老人家庭观念强和未富先老等特点，不能照搬发达国家养老地产的发展模式。但是随着我国老年人口的不断上升和家庭观念的转变，养老地产市场的潜力依旧巨大。未来的养老地产将不仅仅是以地产业为主导，而是结合服务业，实行跨行业整合（养生、护理和治疗），甚至与旅游相结合的模式。同时市场将趋于细分化，对于不同需求，如活跃老人、低度照顾老人和高度护理老人，有不同的关注点，产生对硬件和软件服务不同的设计。

根据全国老龄工作委员会预测中国老年产业的规模到 2020 和 2030 年分别将达到 8 万亿和 22 万亿。未来 10-15 年将是养老产业快速发展的黄金时代。

养老产业相关公司

世荣兆业（002016）

公司成立于 1996 年，于 2004 年在深交所上市。公司主营业务为房地产开发经营。世荣兆业总股本为 8.1 亿股，第一大股东以及实际控制人为梁社增先生，2015 年 3 月，公司完成定增购买梁家荣所持有世荣实业 23.8% 股权（完成后持有后者 100% 股权），其子梁家荣先生成为第二大股东，与梁社增为一致行动人。公司大股东合计持有公司 73.7% 股权。

公司属于小型、本地化的房地产开发公司。公司目前项目储备 330 万平方米，大部分在珠海市斗门区。公司 2014 年业绩不佳，这与其在 2012 年调整开发策略，2014 年项目结算少有关。公司地产业务具有很强的弹性，首先，公司在珠海的项目拿地成本极其低廉，算上土地平整成本，楼面每平方米平均成本不超过 500 元；其次，项目所在周边交通便利，旅游资源极其丰富，有长隆国际海洋度假区和时代华纳与梦工厂联合开发的主题公园等；最后，项目所在位置的房价相比周边十分低廉。由 2015 年三季报，公司预收款项为 11.79 亿元，相比较 2014 年 4.21 亿元的营业收入，公司房地产业务在未来两年业绩的锁定性较好。

公司目前的战略目标是向大健康方向进行战略转型，目标是在“未来 3-5 年将大健康业务发展成为公司的主营业务，并为公司贡献总收益的 30% 以上”。而在地产方面的目标是加快现有土地储备开发，加速利润释放，在未来 1-2 年内支撑起新产业无法产生正现金流的这一段时期。

图 48: 里维埃拉项目位置


资料来源: 信达证券研发中心整理

图 49: 横琴岛开发片区规划


资料来源: 信达证券研发中心整理

公司发展大健康产业将主要在以下三个方向布局：第一是医疗（包括综合医院及专科医院）、护理方向；第二是康复养生方向，因为该部分附加值较高，是公司未来大力拓展的重要方向，这一方面与养老地产有契合的部分；第三，就是养老地产方向。具体项目实施上，在第一个方向上，公司短期重点建设横琴国际生命科学中心项目，同时积极与成熟的医疗、医药、科研机构洽谈合作；第二和第三个方向上，公司在珠海项目正在等待项目用地挂牌，在取得用地之后就会立即开始建设；在北京的项目，是位于大兴的养老地产项目，目前正在办理相关产权过户手续。未来公司重点考虑在珠海发展养老地产，这首先得益于珠海的优越的自然环境与完善的配套设施，另外，公司也会考虑横琴项目与养老地产的技术对接，发挥横琴项目的带动作用。

公司未来在珠海的养老地产项目，面对的客户是珠三角、粤港澳大量富有的老年人群体。同时背靠公司着力打造的横琴国际生命科学中心，医疗、康复与养生服务实现无缝对接。

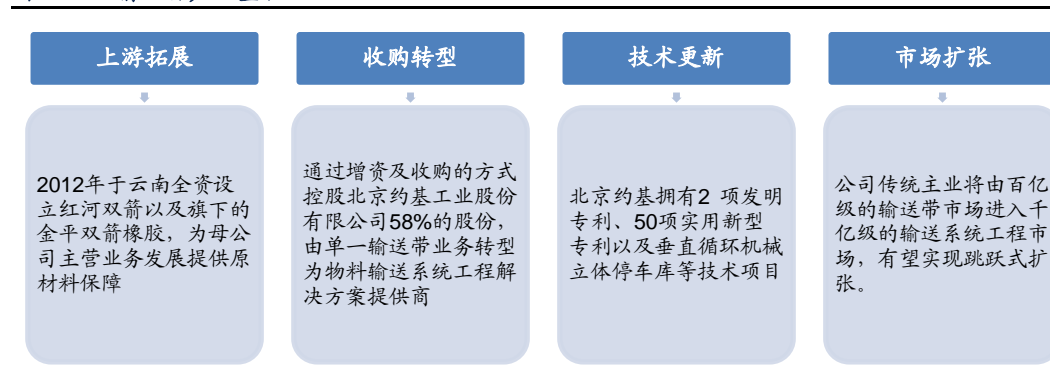
双箭股份（002381）

公司前身为成立于 1986 年的桐乡县晚福橡塑制品厂，后改制为股份有限公司，并于 2010 年 4 月在深交所挂牌交易。双箭股份总股本 3.51 亿股，第一大股东及实际控制人沈耿亮、虞炳英夫妇，合计持股 30.97%。

公司主营业务为橡胶输送带生产，通过多年经营积累，确立了国内输送带行业龙头地位。“双箭”品牌为中国驰名商标、浙江省驰名商标、浙江品牌，国内市场占有率约 10%，与国内同行业相比，出口量与经济效益居于首位，产量位于次位。近年来，由于国内外输送带行业产能急速扩张引发盲目竞争、低价竞标，以及钢铁、水泥、煤矿等部分下游客户周期性调整，整体行业景气度下滑，双箭股份的营业收入逐年下降，毛利率增速放缓。2014 年公司实现营业收入和净利润分别为 11.02 亿元、1.33 亿元，同比下降 2.69%、7.11%；截至 2015 年第 3 季度实现营业收入和净利润分别为 7.4 亿元、0.87 亿元，同比下降 6.14%、9.27%，归属母公司净利润 0.87 亿元，同比下降 9.27%。

自 2012 年起，双箭股份以传统输送带为核心，在物料输送产业链上基本完成横纵向整合，打通了系统产业链，优化了产品结构和运营模式。

图 50: 双箭股份产业整合



资料来源：信达证券研发中心整理

作为 A 股首家拥有养老服务中心落地的标的，双箭股份于 2012 年 10 月使用公司自有资金 1200 万元，与其他五名自然人股东共同参股设立了桐乡和济养老服务投资有限公司，作为第一大股东占股 48%，进军养老产业。自然人股东陈哲明为双箭股份董事长沈耿亮先生的妹夫，其出资 400 万元，占注册资本的 16%。经过先后两次增资，和济养老服务投资有限公司注册资本达到 8000 万元，其中双箭股份占股 77.5%。和济颐养院已通过相关部门验收，于 2015 年 5 月 8 日正式投入运营，目前入住老人多为桐乡本地人。和济颐养院总建筑面积约两万平方米，规划总床位 500 张，一期开放床位 200 张，定位“融生活照料、休闲养生、文化娱乐为一体的酒店式中高端养老机构”。和济颐养院与上海红日养老投资管理集团合作，引入国内最成熟的养老服务管理模式，提供专业化并且特色化养老服务。

表 6: 桐乡和济颐养院收费标准 (单位: 元)

房间	护理级别	床位费	护理费	伙食费	合计	优惠价
朝南 VIP 单人房	II 级护理		780	600		5180
	III 级护理		580	600		4980
豪华朝北单人房	II 级护理	3200	780	600	4580	3980
	III 级护理	3200	580	600	4380	3780
豪华朝南双人房	II 级护理	2800	780	600	4180	3180
	III 级护理	2800	580	600	3980	2980
豪华朝南三人房	I 级护理	2000	980	600	3580	2860

II 级护理	2000	780	600	3380	2660
III 级护理	2000	580	600	3180	2460

资料来源：信达证券研发中心整理

公司在 2014 年报中明确提出：“在桐乡和济养老服务中心开业运营的基础上，加大养老服务业的投入，拓展服务领域，打造“和济养老”服务品牌。”目前公司正在积极探索养老产业的盈利模式，通过与政府部门及其他养老服务机构合作，快速复制公司在养老项目的运营模式，未来采用轻资产方式扩张，由区域性的养老服务机构向一线城市发展，逐步成长为全国性的养老服务巨头。

图 51：和济颐养院环境设施



资料来源：信达证券研发中心整理

湖南发展（000722）

公司前身为 A 股上市公司湖南金果实业股份有限公司。2010 年，湖南发展资产管理集团有限公司完成对金果实业的重组，成为公司控股股东，湖南省人民政府为公司实际控制人。公司注册资本 4.64 亿元，总股本 4.64 亿股。

湖南发展主要从事水力发电综合开发经营，旗下有株洲航电分公司，以及控股鸟儿巢公司和参股麟电公司。公司装机总容量已达 22 万千瓦。公司 2014 年实现营收 2.7 亿元，同比增长 12.93%，实现归属母公司净利润 1.9 亿元，同比增长 22.62%。截至 2015 年第 3 季度，公司实现营业收入 2.13 亿元，同比下降 7.07%。由于水电来水量相对去年略有减少，导致营业收入整体缩减。另外从 2015 年起，湖南发展不再享有所得税弥补政策优惠，税负压力增大，归属母公司净利润 1.14 亿元，同比下降 29.01%。公司主营业务整体业绩比较稳健。

2010 年完成重大资产重组后，湖南发展积极寻找第二产业。近年来，湖南发展从养老地产和养老康复两方面强势切入养老产

业，构建健康服务产业体系，打造大健康产业。

养老地产 2014年10月，湖南发展与茂祥投资以及宇田集团（分别占股54%、35%、11%）签订合作协议共同建设养老地产项目——春华健康城。充分利用国家及地方政府优惠政策，紧紧围绕“医疗、养老、养生”三大主题，立足长株潭一小时都市休闲圈，面向国内外，以活力养老、健康管理、休闲旅游为三大支柱产业，通过整合优质资源，构建健康产业链，打造集“高端体检、高端医疗、活力养老、健康养生、生态度假、创意娱乐”等六大功能于一体的高端健康养老示范区，引领全民健康生活新方式。项目拟选地为长沙县春华镇S207以东，开元路以北的武塘水库周边，规划用地面积约3000亩（其中宇田农业以土地流转的方式取得面积约1300亩的土地使用权），建设用地约1500亩，流转和租赁用地约1500亩，总建筑面积约100万平方米。项目预计总投资约97亿元，全部由湖南发展、祥茂投资、宇田集团三家公司筹措。项目开发周期约为5年，投资回收期约12年。

图 52: 春华国际创新型健康养老养生项目效果图



资料来源：信达证券研发中心整理

图 53: 长沙县功能分区示意图



资料来源：信达证券研发中心整理

医养结合 2014年12月，湖南发展与周江林先生共同出资1.86亿成立湖南发展康年医疗产业投资有限公司，收购周江林先生拥有的康美怡年健康产业有限公司100%股权，由此间接持有湖南博爱医疗产业有限公司49%股权（天士力持有51%股权），切入康复医疗领域。湘雅博爱医疗旗下的湘雅博爱康复医院为三级康复专科医院，配备了康复医疗的最新设备，位于国内康复医疗设备第一方阵。湘雅博爱康复医院于2012年开业运营，总投资1.3亿，医疗建筑面积3.2万平方米，康复治疗业务用房面积1万平方米，编制床位420张，2015年入住率达到80%以上。2014年实现营收1.3亿，净利润约1千万，预计2015年将实现营收与净利润分别为1.7亿、1600万。凭借周江林院长的康复行业资源以及公司的国有控股背景，形成可在湖南省内推广复制的“湘雅模式”。

凤凰股份（600716）

公司前身为 A 股上市公司秦皇岛耀华玻璃股份有限公司。2010 年，江苏凤凰传媒出版集团有限公司完成对 ST 耀华的重组，成为公司控股股东，持有公司 52.12% 的股权，江苏省人民政府为公司实际控制人。公司的主营业务是房地产开发。公司去年经营情况不佳，主要是受制于江苏省内房地产市场不景气，从而导致销售下滑、库存升高。今年上半年公司在江苏三四线城市的销售依然不理想，但是在南京的销售情况良好。2015 年新开工项目比较多，销售情况并不理想，所以预计整体业绩差强人意。

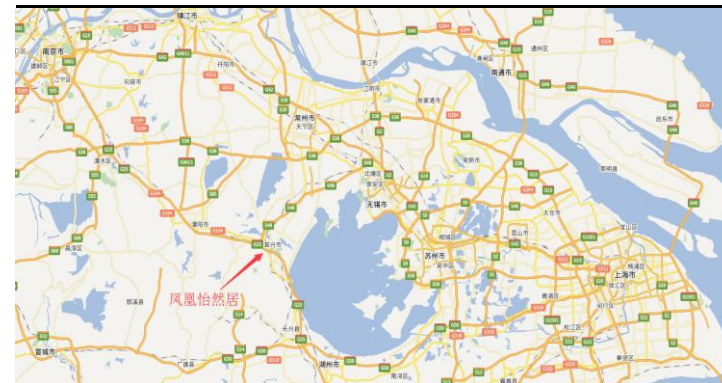
公司几乎所有的项目都位于江苏省内，并且专注于文化地产的开发。公司具有背靠大股东江苏省文化出版产业龙头的优势，与同属一个大股东的兄弟公司凤凰传媒（601928.SH）通力合作，共同开发文化地产项目。双方共同开发的产品是中心文化商城+周边住宅、商业、办公地产。目前双方成熟的合作模式为，首先，联合体利用当地提高精神文明建设的需要，低成本拿地；其次，凤凰股份代建文化商城，交由凤凰传媒经营，收取一定的代建费用；最后，利用文化商城带动周边商贸、休闲的人流，销售周围的住宅、商业与办公地产回收资金。这一商业模式的成功之处在于低成本拿地，和利用销售周边地产快速回笼资金。同时，这一模式在公司所处地区具有较高的进入壁垒，但对公司自己来说，这一模式还是简单可复制的。

图 54：宜兴凤凰文化广场项目效果图



资料来源：信达证券研发中心整理

图 55：凤凰怡然居区位图



资料来源：信达证券研发中心整理

公司比较早就打算涉足养老地产行业，2013 年 10 月，公司就表示要“明确将健康养老产业作为重大战略发展方向”，并决定投资 5 亿元成立专门的养老产业公司，致力于养老产业的研究、开发、运营与管理。目前公司在地产社区建设、医疗服务建设和养老金融方面齐头并进，取得阶段性的成果。在养老社区建设方面，2014 年 7 月，公司与宁宜置业签署协议，受让宁宜子公司 100% 股权，获取养老产业项目用地，目前这个在宜兴名叫颐然居的养老社区项目正在开工建设中，预计 2016 年上市销售。在获取医疗服务资源方面，早在 2014 年 3 月份，公司就开始着力推进医疗资源的整合，先后与江苏省人民医院和江苏

仁医医院签订战略合作协议，约定利用各自优势共同发展健康养老产业。其合作模式包括在养老项目中设立诊所、设立医疗绿色通道、引进先进的医疗管理经验等。在养老金融方面，公司控股股东很早就提出有意引入第三方资金合作发展养老产业。此外，公司持有南京证券 10.537% 的股份，公司大股东凤凰传媒出版集团是南京银行的大股东，公司可以充分利用这些优势，在养老地产和养老金融结合方面进行新的有益尝试。

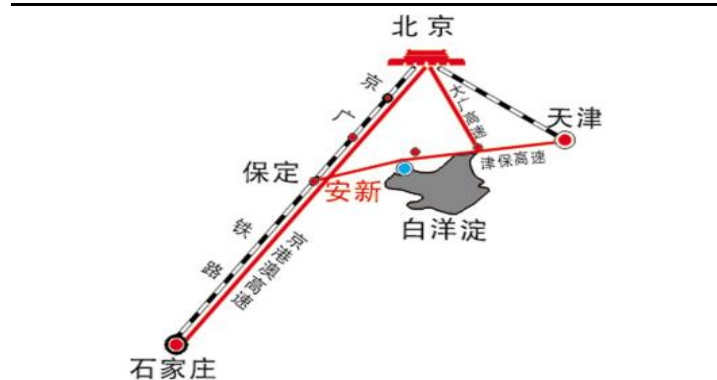
湖北金环（000615）

湖北金环原来是一家生产化纤制品的公司，2015 年进行了重大资产重组，注入了京汉置业这一盈利能力强，资产质量良好的房地产开发公司。目前上市公司的主营业务包括房地产业务和粘胶纤维业务，公司的实际控制人是田汉先生。资产重组完成后，公司总股本仅 3.9 亿，目前总市值仅 60 亿左右，而一半多股份是处于锁定期。

京汉置业是 2000 年进入房地产行业的，经过 15 年的发展，形成了“铂寓”和“君庭”两大品牌线。其中，“铂寓”定位为青年白领的时尚社区，卖点在于其周边便利的交通条件，完善和齐全的社区配套，精致户型和时尚前沿的建筑风格。因为“铂寓”有小户型、低总价、交通便捷等有利条件，加上京汉置业合适的推盘时机，新建社区经常一经推出即被抢购一空。而“君庭”定位为具有较高升值潜力的高端住宅社区，是瞄准以改善性住房为需求的客户量身打造的舒适型高端住宅产品。可以说京汉置业在住宅产品开发和项目运营领域已经积累了相当的经验。

在住宅开发领域积累了相当的经验之后，京汉置业调整自己的战略目标，提出了向健康产业开发运营商转变的战略。提出要成为“中国最受赞誉的健康产业开发运营商”。在成功借壳上市之后，京汉置业以健康社区开发为切入点，引入“一产”绿色农业旅游观光、“三产”养老、教育服务、休闲等经营业态，形成企业可持续发展的价值链。通过对健康养老、健康休闲旅游、生态农业、健康医疗、教育科技服务以及金融服务等资源进行整合，为老年人打造出创新复合型养老社区，让他们过上有保障有品质的晚年生活。

目前公司正在实施的相关项目是在河北保定白洋淀的大型综合性项目。该项目计划斥资 60 亿，在河北省保定市安新县大王镇，建设一块以健康医疗、休闲养老、旅游度假为主题的大型综合性项目。项目规划总占地面积约 1500 亩，目前京汉置业安新分公司已经与当地政府签署 1500 亩地的土地合作框架协议，今后将与当地政府合作扩大至 1 万亩。白洋淀地区拥有优质的生态资源，在京津冀协同发展的框架下，健康医疗、休闲养老、旅游度假三位一体联动发展，该项目必将成为京汉置业的王牌项目。在医疗服务方面，公司已与中国人民解放军总医院、有全球执掌国际产院丰富经验的美国 **MARIA** 医疗投资集团达成合作意向，将共同开发白洋淀项目。

图 56: 白洋淀项目位置图


资料来源: 信达证券研发中心整理

图 57: 白洋淀项目效果图


资料来源: 信达证券研发中心整理

相关行业和公司风险

政策推进力度不够。国家对养老产业无疑是特别重视的，但是在养老地产行业具体政策的制定上有可能会有有一定的滞后。包括 REITs 的推出、个税递延及抵扣账户的推出等。

没有成熟可借鉴的商业模式。无论是地产公司还是保险公司，试水养老地产都是处在探索阶段。

民众观念转变程度不及预期。未来养老产业的快速发展要看老年人的消费能力能否得到提升，以及消费价值观能否有效转变。

相关公司可能因为涉及盈利项目占比不多、项目前景变动、股价估值过高等因素产生一定风险。

分析师简介

崔娟：毕业于天津财经大学国际金融专业和加拿大曼尼托巴大学精算专业，先后在民族证券和信达证券从事金融和房地产行业研究。曾在《中国证券报》、《中国房地产报》、《证券市场周刊》等刊物发表研究文章多篇。能够准确把握行业和公司的发展脉络，并具备一定的前瞻性。荣获 2015 年华尔街见闻金牌分析师评选房地产中线第三名。

房地产行业重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
万科 A	000002	金地集团	600383	世联行	002285
保利地产	600048	滨江集团	002244	金科股份	000656
招商地产	000024	首开股份	600376		

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	饶婷婷	010-63081479	18211184073	raotingting@cindasc.com
华北	何 欢	010-63081150	18610718799	hehuan@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678592	18121125183	wangliben@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准20%以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准5%~20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5%之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。