



房地产

2015.09.17

## 老有所养，逝有所安（一）

## ——“夕阳红”系列之养老地产

	侯丽科（分析师）	李品科（分析师）	申思聪（分析师）
	0755-23976713	010-59312815	0755-23976926
	houlike@gtjas.com	lipinke@gtjas.com	shensicong@gtjas.com
证书编号	S0880514030004	S0880511010037	S0880515010002

## 本报告导读：

地产行业进入下半场，养老地产作为细分市场将大有机会。养老地产现阶段仍处于探索期，预计在 2020 年将迎来扩张，积极准备的地产商在未来将大有可为。

## 摘要：

- 地产行业处于一个“思变”的时代，地产之变在于两个方面，“达则兼济天下，穷则独善其身”。1) 行业进入下半场，之前粗犷的扩张方式难以为继，所谓“穷则变，变则通，通则久”，“思变”是房地产行业进入下半场之后最大的主题。2) 行业龙头会强化地产业务，“兼济天下”，将优势拓展到地产其他领域，寻找新的沃土；3) 小的开发商将弱化地产业务，“独善其身”，将资源集中到在地产之外的行业，探寻新的商机。
- 美国和日本的养老地产市场较为成熟，值得借鉴。1) 美国模式和日本模式的借鉴侧重点各有不同，美国模式主要借鉴其运营和资本市场的结合，而日本主要借鉴其服务和养老体制；2) 从国际经验看，养老地产快速发展时期，65 岁以上人口占比为 12%~17%，并且会有较强吸引力的政策出台。
- 中国的养老地产仍处于起步探索阶段，预计在 2020 年会进入高速扩张期。中国养老地产仍然有很大的市场，养老地产是养老服务产业的核心载体，做好准备的开发商能在市场更成熟时有爆发式增长。1) 现阶段，不论从政策制度、人口结构和商业模式方面来看，养老地产仍处于探索起步阶段。预计到达 2020 年，各方面已经达到足够成熟的条件来支持养老地产高速扩张。2) 老龄化、财富聚集和观念转变带来巨大商机；养老地产处于产业链上游，可以承载整个养老产业，是形成养老生态的核心的环节。3) 中性假设下，我国年增加机构养老地产面积约为住宅年销售面积的 1.5%，考虑社区养老后，约增加 6% 的年销量需求，市场空间很大。
- 现在试水的养老地产运营商主体主要分为房地产开发商和保险公司。1) 房地产开发商的包括万科、保利、远洋、绿地等多家公司，虽有较为成熟的养老业态，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。2) 保险公司包括泰康、合众、平安、太平等，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。3) 房地产开发企业和保险资金在养老地产业务运营商各有千秋，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。
- 维持行业增持评级，推荐标的：保利地产、万科 A。养老地产在未来仍有巨大的市场空间，资金充足、资金成本较低、具备成熟的商业模式快速复制的房地产将在这一领域独占鳌头，推荐积极试水养老地产的行业龙头。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：增持

上次评级：增持

## 细分行业评级

房地产经营	增持
房地产开发	增持

## 相关报告

房地产：《九月金秋销量起，国改风吹正当时》	2015.09.13
房地产：《政策宽松促回暖，估值洼地龙头舞》	2015.09.06
房地产：《投资低迷，盈利回升，销售、资金向好》	2015.09.01
房地产：《迎双降龙头受益，估值低修复可期》	2015.08.30
房地产：《信贷宽松延续，寻找业绩确定性》	2015.08.25

## 目录

1. 养老地产的今生	5
1.1. 需求端——老龄人口需求呈升温态势	5
1.1.1. 老龄加剧带来新需求	5
1.1.2. 财富效应助长新空间	5
1.1.3. 观念转变迎来新契机	5
1.2. 供给端——产业政策市场多面向好	6
1.2.1. 养老地产处于养老产业链的上游，承载着整个产业	6
1.2.2. 政策助力战略地位逐步提升	6
1.2.3. 养老地产市场空间巨大	7
1.3. 产业端——房企开发商积极进军	10
1.3.1. 万科 A 项目简介	10
1.3.2. 保利地产项目简介	11
1.3.3. 远洋地产项目简介	12
1.3.4. 绿地集团项目简介	12
1.3.5. 其他开发商养老项目情况	13
1.4. 产业端——保险公司也大举试水	14
1.4.1. 泰康人寿——幸福有约	14
1.4.2. 合众人寿——合众优年	14
1.4.3. 平安保险——落户浙江	15
1.4.4. 中国太平——梧桐人家	15
2. 养老地产的前世	16
2.1. 美国养老地产——市场集中度不高，资本收益约为 10%	16
2.1.1. 始于 1960，成于金融工具	16
2.1.2. 已形成多种细分市场，资本收益率约为 10%	17
2.2. 日本养老地产——政府主导，出租为主，主体多元化	19
2.2.1. 始于 70 年代，成于《护理保险制度》	19
2.2.2. 日本养老地产出租为主，开发主体多元化	20
2.3. 他山之石，可以攻玉——对我国的借鉴	20
3. 养老地产的未来	21
3.1. 中国现在正处于养老地产发展的四个阶段的起步阶段，预计在 2020 年能够进入成长期，迎来高速发展	21
3.2. 我国养老地产趋势判断	23
4. 投资建议	24
5. 风险提示	24

地产行业处于“思变”的大时代。随着房地产行业进入下半场，之前粗犷的扩张方式难以为继，而单纯的“销售+持有”策略在市场容量增速的放缓情况下也逐渐吃力，所谓“穷则变，变则通，通则久”，“思变”是房地产行业进入下半场之后最大的主题。我们认为地产之变在于两个方面：

**地产之变之一为“达则兼济天下”**，行业龙头和区域领军的地产具有强大的资金和资源优势，它们的“思变”在于如何在做好主业的同时能够强化自己的地产业务。其路径之一即为把优势扩展到住宅地产以外的地产领域，即“兼济天下”，包括物流地产、养老地产、物业管理等，在地产其他领域占得一席之地，并借助地产这一载体开花结果。

**地产之变之二为“穷则独善其身”**，小地产公司受到资源获取和规模扩张的限制，进行传统业务的风险较大，它们的“思变”在于如何在弱化地产业务的同时寻找新的出路。其路径之一即为把地产开发做获取的资金运用到地产以外的领域，找到新的沃土，即“独善其身”。包括医疗、文化、金融，都是地产行业喜欢的“沃土”，借助新的沃土开花结果。

总之，地产行业处于一个“思变”的时代，“独善其身”之变已经超出了地产领域，我们不做深究；而“兼济天下”之变仍然是在地产的细分市场寻找新的生机。我们沿着这样的思路去挖掘地产行业潜在的机会，并对其进行深度的剖析，我们在此特地奉上未来潜在机会较大的两块领域——养老地产与安乐地产。因为这两个市场满足了国人一生之末的两个愿望，“老有所养，逝有所安”。

如果按客户的年龄段进行细分，我们会发现不同的年龄段对市场的需求差异很大。而65岁以上老人的需求更多是“老有所养，逝有所安”。

- 1) 我国人口老龄化正处于加速加剧阶段。我国人口老龄化进程将持续到2060年，而2020~2040年将是老龄化速度最快的时间，如何保证好这一阶段老龄人口的需求具有重要意义。
- 2) 老有所养，逝有所安，这不仅仅是每个中国老年人的愿望，也是社会应当为每个老年人所能提供的最基本的服务。而之于地产行业，老有所养对应的则是养老地产市场，逝有所安则是安乐地产市场。我们从65岁以上老人这一客户细分市场入手，推出“夕阳红”系列姊妹篇——养老地产和安乐地产。

本篇为“夕阳红”系列上篇之养老地产，我们对养老地产的模式进行了进一步的梳理，结合中国国情，我们得到的基本观点如下：

中国养老地产仍然有很大的市场，养老地产是养老服务产业的核心载体，做好准备的开发商能在市场更成熟时有爆发式增长。1) 中国人口老龄化加剧形成养老地产最基本的需求，而老年人的财富聚集效应和

传统居家养老观念的转变也为市场带来新的契机。2) 而养老地产处于养老服务产业的上游，能够承载整个养老产业，是形成养老生态的核心的环节。3) 保守测算，我国年增加机构养老地产面积估计为住宅年销售面积的 1.5%，考虑社区养老后，中性假设下，约增加 6% 的年销量需求，市场空间很大。

**中国的养老地产仍处于起步探索阶段，预计在 2020 年会进入高速扩张期。**1) 现阶段，不论从政策制度、人口结构和商业模式方面来看，养老地产仍处于探索起步阶段。2) 预计到达 2020 年，65 岁以上人口占比达到 12%，养老地产运营商也应该找到适合自身扩张的商业模式，政府也会制定相应的鼓励政策，我们预计各方面已经达到足够成熟的条件来支持养老地产高速扩张

**现在试水的养老地产运营商主体主要分为房地产开发商和保险公司。**

1) **房地产开发商的包括万科、保利、远洋、绿地等多家公司**，其中万科幸福汇、保利和熹会运营较为成熟，尤其是保利和熹会基本已经达到满入住状态。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。2) **保险公司包括泰康、合众、平安、太平等**，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在养老地产业务运营商各有千秋，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。

**推荐积极试水养老地产的行业龙头，标的包括保利地产、万科 A。**保利地产、万科 A 积极试水养老地产，准备充分，能够从容的面对未来可能爆发的增长，而且资金充足成本低，足以支撑养老地产业务，并且已经将养老地产上升至公司战略层面，执行力较强。

**风险提示：**观念的转变不及预期，可能没有成功的商业模式可以复制

## 1. 养老地产的今生

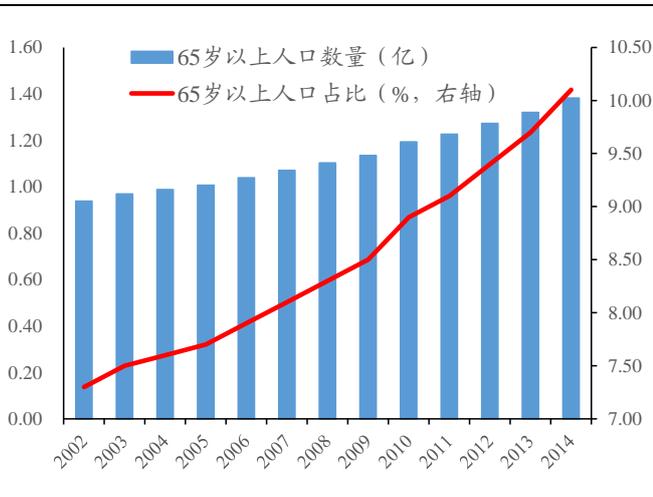
### 1.1. 需求端——老龄人口需求呈升温态势

我国未来老龄化趋势明显，随着老人财富的增多及 421 家庭结构的产生，促使社会养老居住观念的转变，老年人更加重视精神层面的追求；而现有的传统家庭养老方式已不能满足老年人在生理和精神方面的需求。这些都为养老地产的发展带来了新的契机。

#### 1.1.1. 老龄加剧带来新需求

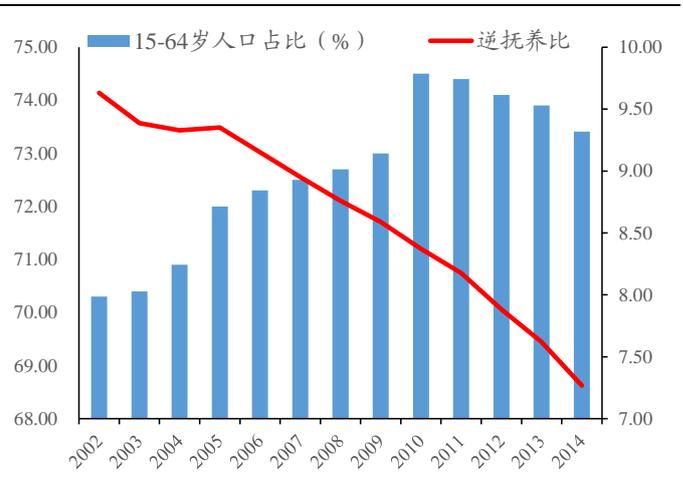
2012 年中国 65 岁以上老人占比 8.7%，逆抚养比 8.4，已经步入老龄化社会十多年。根据联合国教科文组织制定的标准，60 岁以上人口比例达 10%，或 65 岁以上老人占比达到 7%，就意味着该国步入老龄化社会。我国 2001 年 65 岁以上人口就已达到 7.0%，按联合国标准即已步入老龄化社会了。2014 年，我国 65 岁以上老人有 1.38 亿，占比达 10.1%。从老年人逆抚养比的角度来看，我国老年人逆抚养比一直稳步下降，2014 年为 7.3，意味着平均一个 65 岁的老人由 7.3 位 15-64 岁的劳动人口抚养。而按照通常定义，到了 5 个年轻人养活 1 个老年人的时候，就已进入“深度老龄化”了；按照当前趋势，我国进入深度老龄化，也就是未来几十年的事情。

图 1：我国 65 岁以上人口占比逐年上升



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 2：我国逆抚养比呈下降趋势



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

#### 1.1.2. 财富效应助长新空间

老人财富增多为市场提供强有力的支撑。根据我国经济发展的进程来看，中国的财富积累大部分在 60 后、70 后手中，而这部分人群在 2020 年、2030 年之后也会迈入老龄人口的群体中。随着高消费老龄人口的增多，老龄人群会更加注重消费的多元化和服务的专业化，这为将来的养老住宅市场专业化的发展提供了强有力的支撑。

#### 1.1.3. 观念转变迎来新契机

家庭组合在不断发生变化，传统养老矛盾突出。中国“养儿防老”、“三、四代同堂”的观念和家庭组合在不断发生变化，而小型“核心家庭”、“三口之家”的比重在不断上升；且由于计划生育政策的实

施，目前“四二一”的供养关系不断增加，使中间代所承受的压力很大，无力、无暇顾及家中老人的矛盾越发凸显。

观念转变使得养老住宅更易于接受。随着老年人观念的变化，不少老年人更加关心生活质量的提高，而不愿意和子女同住，独老户的比重不断上升。由此可见，随着观念的变化，对老年住宅的需求是加快增长的，接受程度也会住家增强。

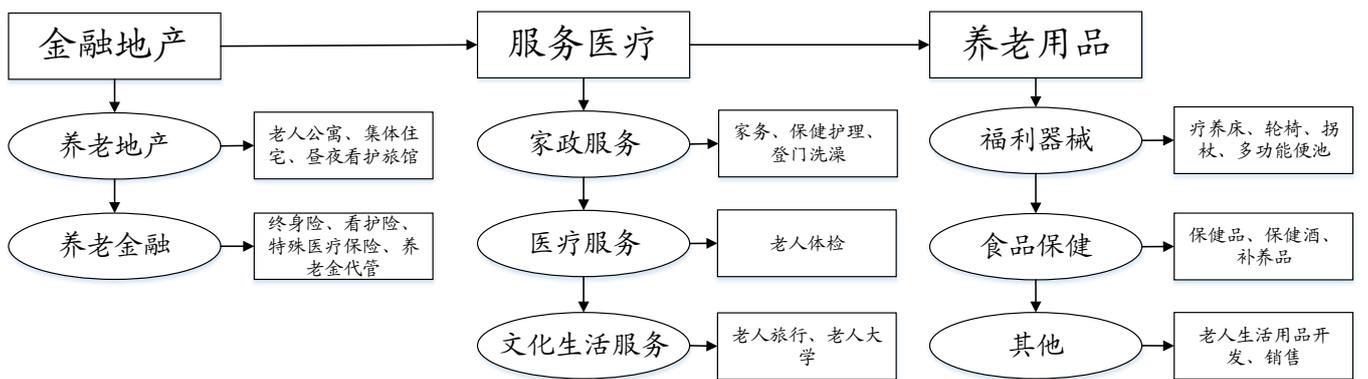
### 1.2. 供给端——产业政策市场多面向好

#### 1.2.1. 养老地产处于养老产业链的上游，承载着整个产业

老年人的需求集中于医疗保障服务和产品供应。不同于 18 岁以下的未成年人、19-64 岁的中年人，老年人的需求结构发生了明显的变化。65 岁以上的老年人逐年失去了赚钱的兴趣和能力，并且随着身体素质的下降，老年人的物质消费主要以满足基本生活为主。另一方面，老年人对精神生活的需求也有所提高，更倾向于传统的文化娱乐产业，而且对服务医疗的需求大大提升。

养老地产处于养老服务产业链的上游，依托于地产可以衍生出其他养老相关的服务和消费。养老产业链分为上游的养老地产和养老金融，中游的家政、医疗和文娱服务以及下游的养老用品。上游的养老金融承载能力较差，而养老地产承载能力极强，不仅可以将医疗服务装入其中成为其地产不可分割的一部分，也可以将养老用品载入其中进行增值或者提供渠道。因此养老地产的意义不仅仅在于提供所居所养，更多的意义在于承载着整个养老服务的产业链。

图 3:养老地产处于产业链上游，可以承载整个养老服务业



数据来源：国泰君安证券研究

#### 1.2.2. 政策助力战略地位逐步提升

国家将养老产业的发展提升到战略高度。2013 年 9 月 13 日出台的《国务院关于加快发展养老服务业的若干意见》，提出到 2020 年，全面建成以居家为基础、社区为依托、机构为支撑的，功能完善、规模适度、覆盖城乡的养老服务体系，提出促进中小企业发展进入养老服务产业集群，发展养老服务网站，养老服务消费市场。政府深刻认识到我国养老服务体系面临的巨大压力，供不应求的现象非常非常明显，且随着中国即将进入快速老龄化阶段，发展养老事业具有国家战略高度。

**表 1: 我国养老相关政策会逐步提升至战略高度**

时间	政策	相关内容
1996 年	《老年人权益保障法》	鼓励社会力量兴办老年人设施
1999 年	原建设部与民政部发布《老年人建筑设计规范》	对老年人建筑设计提供指导；但该项是行业标准，不具有强制性。
2000 年	《中共中央、国务院关于加强老龄工作的决定》	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； <b>各级财政部门要加大对老龄事业的资金投入；地方政府对新建老年服务设施的市政基础设施配套建设费酌情给予减免，降低征地和拆迁补偿费；金融机构要按照信贷通则加大贷款支持力度。</b>
2006 年	国务院办公厅转发《关于加快发展养老服务业意见的通知》	大力发展社会养老服务机构， <b>并鼓励发展居家老人服务业务</b>
2006 年	国务院新闻办《中国老龄事业的发展》白皮书	建立城镇养老保险体系，探索建立农村养老保障体系等
2007 年	十七大报告	使老年福利的保障范围扩展到所有有需要的老人，保障内容由障统的供养型扩展到供养、康复、医宁、护理相结合的综合型
2008 年	全国老龄委联合民政部等国家十部委发文《关于全面推进居家养老服务工作的意见》	倡导依托社区，为居家的老年人提供生活照料、家政服务、康复护理和精神慰藉等方面服务
2011 年	全国老龄委《中国老龄事业发展“十二五”规划》	<b>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，居家养老和社区养老服务网络基本健全，到 2015 年全国每千名老年人拥有养老床位数达到 30 张。</b>
2011 年	民政部《社会养老服务体系建设的十二五规划》	在居家养老层面，鼓励对有需要的老年人实施家庭无障碍设施改造；社区养老层面，重点建设老年人日间照料中心等设施；在机构养老层面，重点建设社会福利院、养老院、敬老院、荣军院、老年公寓等养老机构。在国家和省一级，建设若干养老示范项目。
2013 年	国务院发布《关于加快发展养老服务业的若干意见》	提出我国将 <b>试点开展老年人住房反向抵押养老保险</b>

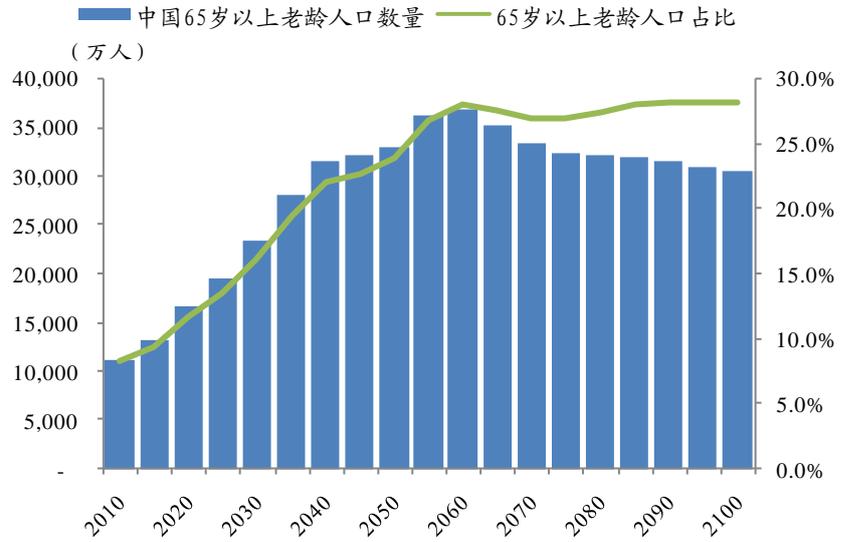
数据来源：民政部、国务院等政府网站、国泰君安证券研究

多地区 9073 计划意味着约 3%的老年人养老地点会是老年地产。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。多地区的 9073 计划意味着，我国的养老格局中，约 3%的老年人会在机构等养老地产中度过老年。

### 1.2.3. 养老地产市场空间巨大

预计我国老龄化程度在 2060 年之前会保持较快速度上升。根据联合国的预测，我 65 岁以上老人人数未来半个世纪都会保持较快速度增长，并会在 2060 年会达到 3.69 亿的高点，占总人口比例达 28%。这意味着，未来五十年，我国将继续比较快的老龄化进程。

图 4: 中国 65 岁以上老人占比在 2060 年之前还会继续上升



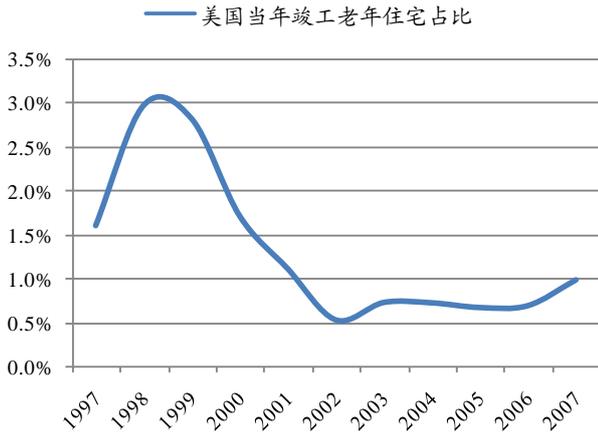
数据来源: 联合国、国泰君安证券研究

假设 2020 年实现全国的 9073 计划, 则年增加老年地产面积估计为住宅年销售面积的 1.5%。我国《老年人权益保障法》规定老年人的年龄起点标准是 60 周岁, 我们这里的测算中采用 60 岁以上作为老年人口径。假设我国在 2020 年使得全国的养老格局达到 9073 水平, 根据民政部的消息, 2014 年每千名老年人拥有养老床位达 25.43 张进行测算, 2014 年床位大约有 487 万张。根据联合国预测, 我国 2020 年 60 岁以上老人 2.42 亿, 3% 的人口居住在养老机构里即 726 万, 扣除 2014 年 486 万张床位, 则六年要建 240 万个床位, 平均每年 40 万个床位。假设每个床位占据建面 40 平 (考虑到公共面积可能比较大), 则对于每年是 1600 万平, 占 2014 年 10.5 亿平住宅销售面积的 1.52%。而如果按照 9064 测算, 4% 的人口居住在养老机构对应每年的新建面积约为 3200 万平, 占 2014 年住宅销售面积的 3%。

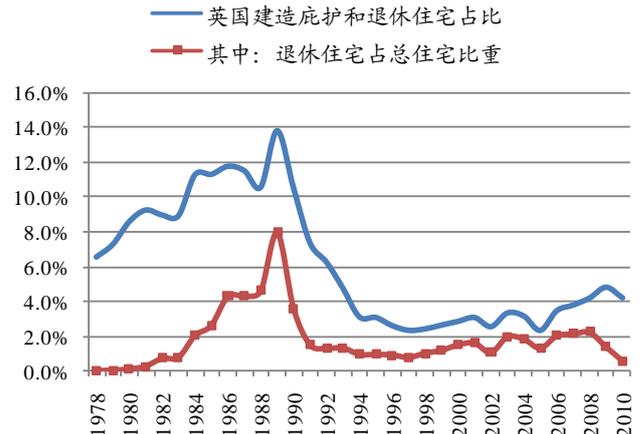
考虑到可自由活动老人等因素 (而不局限于机构养老), 年增加养老地产数量会要高。考虑到 3% 的机构养老主要是养老院式的、针对需要照顾的老年人的, 而很多尚能自由活动的老年人可能也会选择换到老年人聚集的、气候环境更适宜的老年住宅里, 我们从更广泛意义上计算养老地产需求量究竟有多大。借鉴他国比例: 英格兰 2009 年老年专门住宅占 65 岁以上家庭的 9% 左右, 美国 2007 年老年住宅的存量占美国 65 岁以上老年人比例 9.5% (若假设一处住宅平均住 1.5 个人, 则比例为 14.3%)。英国和美国基本是在养老地产开始快速发展之后 20 年左右, 养老地产达到一种供给相对充足的状态。考虑到我国可能具备后发优势, 我们在 10 年和 20 年达到均衡状态两种假设下进行了测算。

图 5: 97 年以后, 美国历年新建老年住宅占比基本在 0.5%-3% 之间

图 6: 英国历年新建老年住宅占比最高超 10%



数据来源：CEIC、NIC/ASHA、国泰君安证券研究



数据来源：CEIC、EAC、国泰君安证券研究

据我们测算，养老地产年平均新增建面可占 2014 年住宅销售面积 1.2%-13.3%，中性假设下在 6%左右。若假设到 2025 年底（即用 11 年时间），选择居住到养老地产的老年人达到 8%，则平均每年带来的新增养老地产建面约为 2014 年住宅销售面积的 6.3%；若假设养老地产用 21 年时间达到较均衡水平，2035 年选择居住到养老地产的老年人达 10%，则平均每年带来的新增养老地产建面约为 2014 年住宅销面的 6.2%。不同假设下，影响程度在 1.2%-13.3%之间。具体测算见下表。

表 2: 假设养老地产 2025 年达到较均衡水平, 中性假设下新增建面约为住宅销面的 6.2%

选择养老地产老年人占比 (假设)	3%	5%	8%	10%	15%
对应 2025 年老年人人数 (万人)	868	1,447	2,314	2,893	4,340
对应 2015-2025 年养老地产新增建面 (万平)	15,240	38,400	73,080	96,240	154,120
平均每年新增建面 (万平)	1,385	3,491	6,644	8,749	14,011
占 2014 年住宅销售面积比例	1.32%	3.32%	6.32%	8.32%	13.32%

注：根据联合国预测，2025 年，我国 60 岁以上老人数量为 2.89 亿；假设人均 40 平建面，2014 年底机构床位 487 万张

数据来源：联合国、统计局、国泰君安证券研究

表 3: 假设养老地产 2035 年达到较均衡水平, 中性假设下新增建面约为住宅销面的 4.8%

选择养老地产老年人占比 (假设)	3%	5%	8%	10%	15%
对应 2035 年老年人人数 (万人)	1,170	1,950	3,120	3,900	5,850
对应 2015-2035 年养老地产新增建面 (万平)	27,320	58,520	105,320	136,520	214,520
平均每年新增建面 (万平)	1,301	2,787	5,015	6,501	10,215
占 2014 年住宅销售面积比例	1.24%	2.65%	4.77%	6.18%	9.71%

注：根据联合国预测，2035 年，我国 60 岁以上老人数量为 3.9 亿

数据来源：联合国、统计局、国泰君安证券研究

### 1.3. 产业端——房企开发商积极进军

房地产开发商正在积极进军养老产业。养老地产作为夕阳红里的朝阳产业，已引得无数开发商竞相试水。当前已经涉及养老地产研究和实践的开发商有：万科、保利、世联地产、远洋地产、绿城集团、金地集团、复星集团、花样年地产等等。根据新京报的报道，截至 2014 年，包括保利、万科、远洋、绿地、合生、万达、绿城等企业在内，全国已有超过 80 家房企进军养老地产领域。

#### 1.3.1. 万科 A 项目简介

**万科：**有北京幸福汇、杭州良渚文化村等多个项目。根据媒体报道（新华网、腾讯房产、观点地产网），万科在北京幸福汇、香河万科欢乐城和青岛万科城都配建了养老公寓，但普遍面积较小，幸福汇配建的老年公寓约 1.7 万平，欢乐城和万科城配建的老年公寓都不足 1 万平；项目的运营方式包括租售并举和出租模式。真正属于养老地产范畴应该算作杭州的良渚项目，该项目定位高端，历时八年打造，采取出售使用权的方式，并且配建了各种适合老年人的设施；但项目最终购买人主要是 40 多岁的群体，为未来养老准备。此外，万科在长春还签订框架协议，计划投资 120 亿打造占地 100 万平的养老社区和文化产业项目。

现阶段运营比较成熟的是万科幸福汇项目，由于运营时间不久，所以入住率并不高。万科幸福汇项目紧邻北京房山区窦店镇政府，具有一定的区位优势。项目配建养老公寓近 1.7 万平，有床位 300 张，截止到 2015 年 8 月，已经入住了 42 名老人，由于刚刚运营，所以入住率较低。

万科试水社区养老，上海落地首个社区内嵌入式养老服务中心。据媒体报道（第一财经日报），2014 年 10 月，上海万科首个养老地产项目落地上海万科城市花园——社区内嵌入式的养老服务中心“智汇坊”。通过小区内万科活动中心改造，增补养老机构，为小区客户提供养老服务。老服务中心可同时接纳 20 位老人的日间照料及 30 位老人的短期托付。

表 4: 万科养老地产项目，万科幸福汇较为成熟

	万科幸福汇	五矿万科欢乐城	万科城	万科随园嘉树	长春项目
位置	北京房山	北京香河	青岛市北区	杭州良渚文化村	长春
规模	项目总规模达到 1226 户，养老地产试点房源 146 套(约 2 万平)，占比 11.9%	提供约 60 套老年公寓产品	建设 60 套老年公寓(约 0.65 万平)	占地 6.38 万平，其中有 4500 平米中央“金十字”养生休闲区；建面 6.38 万平，575 户，面积为 75 方、100 方和 110 方；还有一栋颐养中心以及一栋康复中心。	投资 120 亿元，占地 100 万平方米的健康养老住宅社区及文化创意产业项目

模式	租售并举	NA	自持运营的全租式长者公寓	出售使用权，颐养中心和康复中心由万科持有	NA
特点	养老地产试点分两种业态，一是利用商业配套建设的“活跃长者之家”，二是配建于住宅部分的“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。	NA	定位中、高端，面向60岁以上的长者；提供休闲娱乐、医疗保健、膳食、定期体检、咨询服务等共11类适老服务	高端养老地产。主要针对健康长者，产品设计与硬件上适老，还为长者提供“六心”级、“24小时管家”等服务，以及以术后看护为主的颐养中心和康复中心（与台湾专业医疗机构合作）	NA

数据来源：新华网、腾讯房产、观点地产网，国泰君安证券研究

### 1.3.2. 保利地产项目简介

**保利地产：北京和熹会和上海西塘越已经运营。**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；其中北京西山的和熹会已正式运营。和熹会是配建于西山林语中的老年公寓，建面约2万平。项目采取出租形式，截至2015年8月，基本已经住满。西塘越位于浙江西塘，建面近10万平，采取出售使用权的方式运营。继北京、上海纯粹养老项目试点后，保利地产广州社区型试点养老项目正式落地入市。这是保利位于广州珠江新城成熟小区楼盘，经过适老化项目改造而成，在物业方面添加适合老年人生活等设施。

表 5: 保利养老地产项目，北京保利和熹会达到满租

	保利和熹会	保利西塘越	保利和熹会
位置	北京	浙江西塘/面向上海客户	广州琶洲
规模	整个西山林语建面120万平，其中老年公寓2万多平	占地9.97万平，建面9.97万平	1.2万平方米自理型老年公寓、6000平方米护理型老年公寓
进度	2012年12月开幕，到2015年8月基本已经住满	已开盘	2014年10月开盘
模式	出租形式，费用包括会员费和房租。目前会员费10万元，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。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	出售使用权；洋房价格5000-6000元/平，别墅均价12000元/平	NA
特点	包含中医养生、休闲娱乐、康复治疗、医疗绿色通道等完美医养、颐养服务	社区内将提供老年人的养老服务	涵盖老年俱乐部、专科门诊、医疗康复中心、护理型养老机构等模块，兼顾舒适居住、医疗、护理、康复、营养、洗衣、娱乐、学习等全面系统的适老生活功能

数据来源：和讯网、搜狐焦点，国泰君安证券研究

**1.3.3. 远洋地产项目简介**

**远洋地产：背靠大股东中国人寿、联手美国 Emeritus，打造“椿萱茂”养老品牌。**远洋地产 2013 年 4 月与美国的最大的协助生活养老服务公司 Emeritus、投资商哥伦比亚太平洋签署战略合作框架协议，在北京共同开发运营养老设施。椿萱茂提供三类养老产品，分别为协助型养护公寓(AL)、一站式颐养公馆(CCRC)、嵌入式全龄社区(CFAA)。目前远洋在北京规划了三个项目，分别为椿萱茂·凯健、椿萱茂（北京·双桥）老年公寓和椿萱茂（北京·青塔）老年公寓。

**2013 年 8 月远洋地产第一个中美合资养老服务项目椿萱茂·凯健投入试营业。**与万科幸福汇拿出一栋楼试点类似，椿萱茂·凯健也不过是远洋天著项目内的一处试点，建面近 6000 平米，床位数约 110 张，预计 2015 年底入住率将达到 80%。

**2014 年 5 月，椿萱茂的第二个养老项目，国内第一家建有专业失智照护楼层的老年公寓，椿萱茂（北京·双桥）老年公寓的成功开业。**该项目与中国阿尔茨海默病协会（ADC）深度合作，建立国内首个专业失智楼层，为失智长辈提供最专业的失智照护服务。是一个提供专业化针对性服务的老年公寓。

**2013 年 9 月，中国人寿认购远洋地产定增，定增资金也可“输血”远洋运作的养老地产项目。**

图 7: 椿萱茂·凯健老年公寓运营两年



图片来源：官方网站

图 8: 椿萱茂·双桥老年公寓也已经正式开业



图片来源：官方网站

**1.3.4. 绿地集团项目简介**

**绿城集团：养老地产，绿城必须做成的事业。**绿城董事长宋卫平在一次记者会中谈到，养老地产是绿城必须做成的事业。绿城早在 2007 年就在杭州的蓝亭项目中试水颐养公寓，并配套了各种老年设施。最初该项目采取出售模式，后因出售后服务难组织改为出租。绿城更为典型的养老地产项目是桐乡雅达国际生态园项目中的养老公寓，该项目规划有 6000 套养老公寓，总建面 50 万平，计划 2014 年交付。项目采取租售并举的模式，为不同需求的老人提供齐全的配套，并配有占地 2 万多平的老年大学，是“学院式”的养老模式。公司表示，虽然养老地产利润可能只有普通住宅地产的 30%-50%，但不影响绿城进军养老地产的决心。公司计划在未来的 10 年时间里，打造 100 家养老院。

表 6: 绿城养老地产项目

	颐养公寓	桐乡雅达国际健康生态产业园
位置	杭州临平蓝庭项目配套	乌镇
规模	十层公寓，一二层为社区医院、活动中心、园区食堂及洗护中心；三四层为护理院，共计3、40个房源，可容纳60名老人；五层以上是老年公寓。项目规划了86套老年公寓，面积包括60-70平方米、120平方米。	产业园定位休闲健康养老主题园区，总规划用地约5500亩；养老公寓是其中一部分，规划600多亩，总建面50万平，规划6000套养老公寓，有60平、80平、100平三个户型
进度	目前绿城已在全国开办了20个颐乐学院，共有1600多名老年学员	2012年9月新增该项目，预计2014年可交付使用
模式	最初为销售模式，但在销售了10几套以后，就改为出租，因为发现出售以后服务比较难组织	租售并举。因为规模较大，出租的部分可以支撑服务团队的支出。预期通过物管费、学费、医疗护理服务等实现收益
特点	配备了老年大学、健康中心、文体活动中心、社区门诊、护理院等等公共配套，以满足老年人的需求。	针对不同老人的需求，从刚退休很活跃的老人，到最后的临终关怀，都有整套服务体系，包括平常的生活服务和医疗服务。在项目边上，合作方建有一个非常大的老年医院。项目有齐全的养老服务配套；其中，老年大学占地2万多平米，能容纳8000位老人，里面还有一个小佛堂，满足老年人精神文化需求。

数据来源：搜房网、观点地产网，国泰君安证券研究

### 1.3.5. 其他开发商养老项目情况

**凤凰股份：投资5亿成立专业养老产业公司。**凤凰股份2013年10月23日公告称，“公司决定投资5亿元成立专业的养老产业公司，致力于养老产业的研究、开发、运营与管理”。在半年报中，公司也表示，在继续保持和加强文化地产发展战略的同时，以建设新型城镇化和服务老龄化人口为指引，积极探索新的方向，逐步实现文化、医疗、养老与地产的良好结合。网易财经的报道称，凤凰股份的养老地产项目运作模式初步为，房产开发出来后先作为产权销售；公司将组建专门机构进行运营，并与知名医疗保健机构合作，为入住业主提供医疗、文化、娱乐等全方位的服务。2014年3月，公司与凤凰集团、江苏省人民医院、仁医投资签订了战略合作协议，共同发展健康养老产业。双方紧密围绕健康养老产业开展多种形式的合作，合作内容包括健康管理、医疗救护、康复保健、健康养生、养老护理、技术研发、健康教育培训、专业图书出版等。

**世联地产：联手台湾恒安照护，为养老地产开发商提供咨询服务。**2013年8月，世联地产与台湾恒安照护集团签署战略合作协议，探索符合中国特点的养老服务模式。判断养老地产还有三到五年“窗口期”，公司计划在此期间做好资金筹备、项目筛选和人员培训等。世联目前只做养老地产项目的前期咨询，为做养老地产的开发商服务。对具体拿地开发、资金筹措等问题，公司暂不涉及。

**其他公司：金地、复星、花样年等等。**金地集团首个养老地产项目2012年开始策划，项目位于上海南翔镇格林世界，探索CCRC（Continuing Care Retirement Community）与ADC（Adult Day Care）相结合的新型模式。复星集团与峰堡投资集团合资设立的上海星堡老年服务有限公司2013年5月在综合养老社区“星堡中环养老社区”正式开

业，这也是复星集团首个养老地产项目。花样年 10 月 1 日在深圳月亮湾试营业两个养老服务站，提供医疗、生活、餐饮、精神上的护理服务；年底，在成都还将有两至三个养老项目开始运营。

#### 1.4. 产业端——保险公司也大举试水

##### 1.4.1. 泰康人寿——幸福有约

2012 年 4 月，泰康人寿推出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”，开启了险资进军养老地产的先河。截至 2013 年 5 月，泰康之家迅速完成了泰康养老社区在北京、上海、广州等全国一线城市的战略性布局。

养老保险与养老社区有机结合，相得益彰。根据幸福有约官网介绍，“幸福有约”计划由泰康人寿的“乐享新生活养老年金保险（分红型）”保险和泰康之家的“入住养老社区确认函”共同组成，通过将传统的养老保险与现代的养老社区相结合，为客户提供涵盖养老财务规划和养老生活安排的一揽子解决方案。“幸福有约”计划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，标志着养老商业新模式在中国正式落地。

面对高端客户的高端养老社区。“乐享新生活”是一款养老年金产品，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来支付社区每月的房屋租金和居家费用。

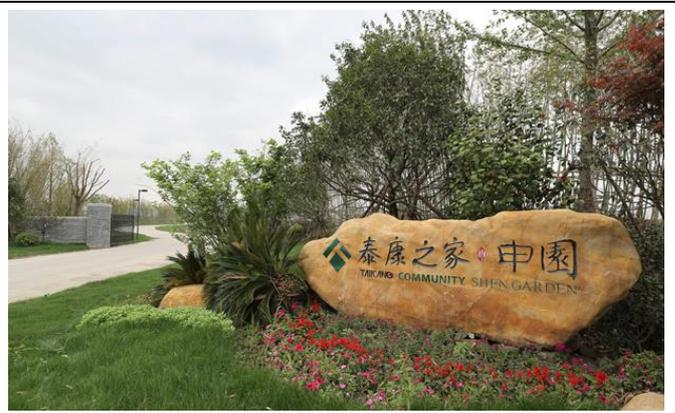
业内首家将养老地产对接保险产品的企业，其模式具有一定的借鉴意义。未来 5~8 年，将通过泰康之家将投资 750 亿元，在全国 7 大中心区域，打造 10~15 个连锁养老社区和覆盖全国的高端医疗服务网络，成为以养老和医疗为特色的中国顶级商业不动产投资商、开发商和服务商。

图 9：泰康之家燕园



图片来源：官方网站

图 10：泰康之家申园



图片来源：官方网站

##### 1.4.2. 合众人寿——合众优年

**养老地产与传统的养老保险产品对接。**2013年10月，合众人寿合众幼年养老社区一期建成，同时合众人寿推出了实物养老保障计划，这是其首次尝试一种全新养老保险产品形态，将养老社区的实物（房子）与传统的养老保险产品对接，用房子的租住权替代传统养老保险产品的现金收益。合众优年的产品包括 AAC 活跃长者社区（Active Adult Community）和 CCRC 持续照料退休社区。

**保险产品直接挂钩实物社区，用现在的钱锁定未来的养老成本。**投保人购买相关养老保险产品后，在保险期满时，如符合条件，即可入住养老社区，不论未来租金水平如何，都无需增添；如不愿入住养老社区，也可以选择领取现金收益。除了购买保险产品外，客户还可选择缴费直接入住，以 55 岁-70 岁的活跃老人社区为例，按照目前市场价格，除去入门费，每月 1350 元即可租到二室一厅、服务费每套每月 700 元。客户还可以选择“候鸟式养老”的方式，在不同地区的养老社区居住。

**低租金面向于中端客户。**与泰康人寿推出的面向高端客户的社区不同，合众养老社区不走高端路线，将主要面对中产阶层客户。如果选择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。

#### 1.4.3. 平安保险——落户浙江

**布局长三角，“租赁+出售”，盈利模式较为清晰。**中国平安的首个养生养老综合服务社区于 2012 年 9 月落户浙江桐乡。该项目总投资 170 亿元人民币，总建筑面积约 150 万平方米。桐乡是其在长三角养老产业投资上的首个布点，未来还将在长三角、珠三角、环渤海、中西部、海南岛进行五大战略布点养老社区。中国平安的盈利模式较为清晰：“租赁+出售”，包含会员型养老公寓、产权型亲情社区和度假休闲等三大产品线，通过整合商业、旅游、度假、医疗、培训等上下游产业链，打造全龄化、一站式养生养老产业的综合平台。

**资金来源于自有资金，避开监管障碍。**中国平安养生养老综合服务社区项目的资金来源，目前均来自集团的自有资金，不涉及保险资金，因此在政策上不存在任何障碍。

#### 1.4.4. 中国太平——梧桐人家

2014 年 7 月 21 日，中国太平保险集团（下称“中国太平”）宣布旗下养老社区——“梧桐人家”将于 2014 年 10 月开建，主打高端养老市场，项目总投资约 37 亿元，这是中国太平在国内的首个养老社区。

**投资巨大，多线布局，主要集中在一线城市。**中国太平预计在 3-5 年间完成 6-10 个养老社区项目，以每个项目 20 亿-30 亿元的规模来测算，中国太平未来 5 年内将在养老社区的投入约为 120 亿-300 亿元。“梧桐人家”坐落于上海周浦国际医学园区内，社区占地总面积 18.93 万平方米，项目总投资约 37 亿元。目前项目已经预售出 2000 余张床位，达社

区总入住人数过半。除了上海“梧桐人家”和无锡项目，接下来中国太平将在包括北京、深圳、海南、珠海等地建养老社区。

**高端养老对接保险产品。**“梧桐人家”是集高端养老社区、财富管理、健康管理等为一体的全景养老模式。上述养老项目将与在中国太平一款名为“悦享金生”的养老保险产品进行捆绑式销售。简单来说，若购买中国太平“悦享金生”或是新款指定养老产品达到一定保费标准，即可获得“梧桐人家”入住资格。

## 2. 养老地产的前世

探寻了养老地产的今生，我们还要展望养老地产的未来。而展望未来之前，我们先要探寻一下养老地产的前世，所谓“以史为鉴，可以知兴替”，我们希望通过对外国成熟的养老地产发展历史的探究，得到中国养老地产发展的一些借鉴，从而在机会来临之时牢牢握住。

我国养老地产现阶段仍处于探索步伐加快期，试点众多，但是大规模的体系化养老生态尚未形成，还未有清晰成熟的商业模式出现。在探索阶段，借鉴他国养老地产的经验就显得尤为重要，正所谓“他山之石，可以攻玉”。各国养老地产的开发主体非常多样化，开发商、保险公司、实业公司、政府等都可以参与养老地产开发运营，而市场集中度不尽相同。在这里我们主要以美国和日本养老地产模式为例，为我国养老地产提供一些有益的参考。

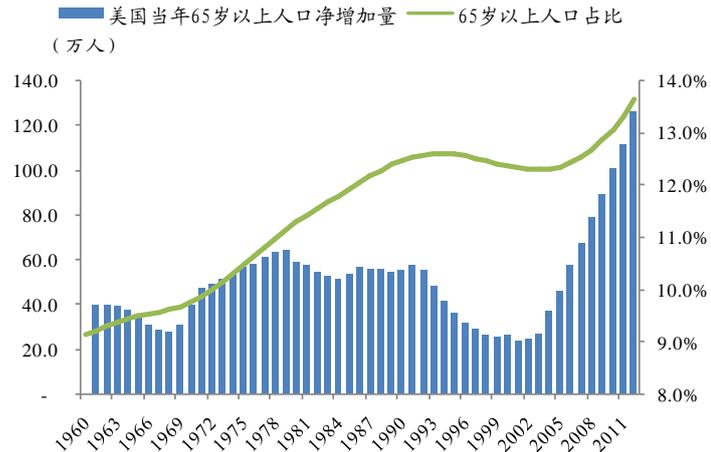
美国模式和日本模式的借鉴侧重点各有不同，美国模式主要借鉴其运营和资本市场的结合，而日本主要借鉴其服务和养老体制。美国由于其发达的资本市场和成熟的房地产市场，养老地产非常适合对收益要求低和风险偏好小的资金；而由于我国的人口结构和文化方面与日本更为接近，所以在服务和养老体制方面有着较好的借鉴意义。

### 2.1. 美国养老地产——市场集中度不高，资本收益约为 10%

#### 2.1.1. 始于 1960，成于金融工具

美国养老地产发端于 1960 年的太阳城。根据联合国教科文组织的标准，当 65 岁以上人口的比例达到 7%，就意味着该国步入老龄化社会。1960 年，美国 65 岁以上人口占比达到 9%，步入了老年社会。开发商 Del Webb 于 1960 年开始销售的太阳城，也一定程度上代表了美国养老地产的发端。该项目位于气候适宜的亚利桑那州，定位 55 岁以上的退休老人，项目为老年人做了许多专业设计，比如无障碍步行道、高插座设置、低层建筑为主等等，此外，还配套建设了医疗、商业中心、高尔夫球场等设施。截至 2009 年，居住在太阳城的老人已达 16 万人。

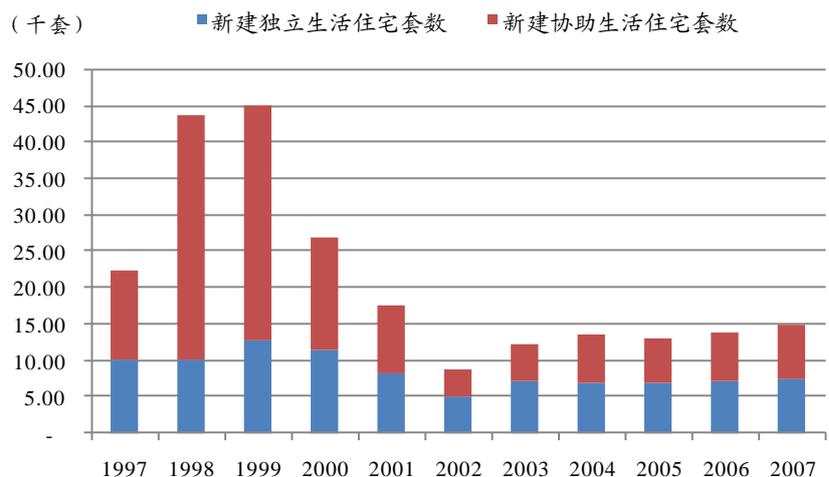
图 11: 美国 65 岁以上老人占比在 1970-1990 年间迅速上升



数据来源：世界银行、国泰君安证券研究

抵押贷款违约保险、REITS 等的发展一定程度上推动私人资本进入养老地产领域，加速了养老地产的发展。1980 年代，开发商和投资者意识到老龄化带来的潜在收益，养老地产开始进入发展通道。美国住房和城市发展部（Department of Housing and Urban Development, HUD）在 1980 年代后期开始推行抵押贷款违约保险，进一步推动了私人资本大量涌入这个领域，加快了养老地产的发展。1990 年代中期 REITS 和 CMBS 的发展也为养老地产的发展提供更多资金来源，助上一臂之力。2000 年以后，由于投资兴趣的下降，每年新建老年住宅数量较 1990 年代末有了较大下降。根据美国老年住宅协会（American Seniors Housing Association, ASAH）和美国国家投资中心（National Investment Center, NIC）的调查数据，2007 年美国老年住宅的存量约为 360 万套（同期美国 65 岁以上老年人的数量为 3772 万人）。

图 12: 美国 1997-2007 新建老年住宅数量呈逐渐平稳趋势



数据来源：NIC/ASHA 调查数据、国泰君安证券研究

注：调查数据和当年实际新建住宅数量可能存在一定误差

### 2.1.2. 已形成多种细分市场，资本收益率约为 10%

美国养老地产发展成熟，有活跃长者、独立生活、协助生活、专业护理和持续照护社区等多种细分市场。1) 经过 50 多年的发展，美国养老

地产市场已经非常成熟，有多种细分市场。具体而言，包括活跃长者社区、独立生活社区、协助生活社区、专业护理社区和持续照护社区五种主要类型，其提供的服务内容也逐渐增加。2) 其中，活跃长者社区主要针对有独立生活能力的老年人，项目一般以出售为主，提供的服务相对较少，主要提供各种俱乐部等娱乐设施。3) 相比之下，协助生活社区就要针对年纪大一些的老人，且以出租为主，项目上也会提供各种日常照顾等。独立生活社区介于两者之间。4) 对于需要专业医疗服务的老人，则可以选择专业护理社区。5) 此外，还有一种持续照顾社区，相当于“一站式”服务，老年人可以在一处地方度过从能独立活动到需要专业护理的各个阶段。但这种社区设计、建造程序复杂，一般也比较贵，因而在养老地产总量中的占比也相对小。

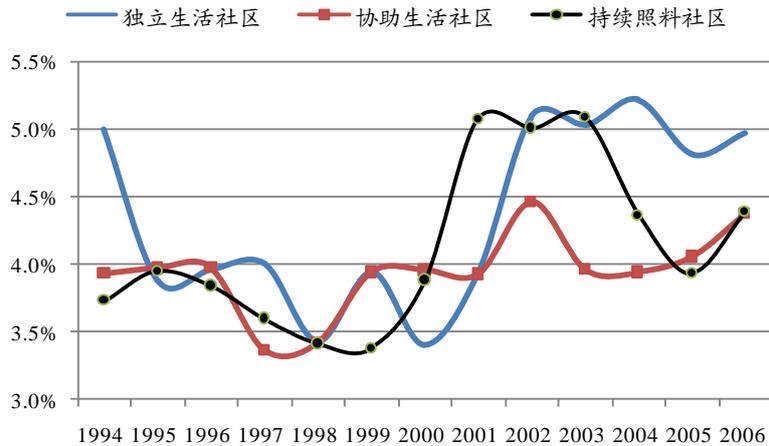
**表 7: 美国各种类型养老地产的特征**

	活跃长者社区和老年公寓	独立生活社区	协助生活社区	专业护理社区	持续照护社区
目标人群	有独立生活能力的老年人	活动能力稍差，做家务存在困难的老年人	需要日常活动协助，但不需要日常医疗服务的老人	需要医疗服务的老人	需要一站式服务的人群
目标人群主要年龄段	55-65 岁	65-75 岁	75 岁以上	按需要	
运行模式	出售为主，部分出租	出租为主，部分出售	出租	出租	除了月度费用，一般还有初始的一次性入会费
房屋类型	公寓或适宜单个家庭居住的房屋	多家庭设计	多家庭设计	多家庭设计	多种类型混合
提供服务	没有或最低服务	提供餐饮、家政、交通等服务	日常服务，以及对老年痴呆症患者的照顾等其他服务	提供最高级别的服务，本质上类似医院，提供医疗服务和康复治疗	在同一地点提供综合的、持续照料服务，既有专业护理社区，也有大量的独立生活和协助生活单位
提供设施	各种俱乐部	组织集体活动等	比如为照顾老年痴呆症患者设置的一些设施	医疗设施等	多种类型混合
其他限制/说明	很多社区是在低收入住房税收优惠计划之下建造的，因而对入住者有收入限制			设立受严格监管，通常需要牌照；医疗保险和医疗补助能覆盖其中一大部分费用	

数据来源：The U.S. Senior Housing Opportunity, 国泰君安证券研究

**美国养老地产租金稳步增长，资本收益率在 10% 上下。**根据美国老年住宅协会的数据，独立生活社区、协助生活社区和持续照料社区的租金在 1994-2006 年间稳定增长，13 年间的年复合增长率在 4% 左右。而美国 NIC 的数据则显示，2007 年 3 季度独立生活社区、协助生活社区、专业护理社区和持续照料社区的资本收益率分别平均在 7.4%、9.0%、12.8% 和 12.5% 左右，空置率也处于较低水平，基本都在 10% 左右。

图 13: 美国各类老年地产租金增长速度趋于平稳



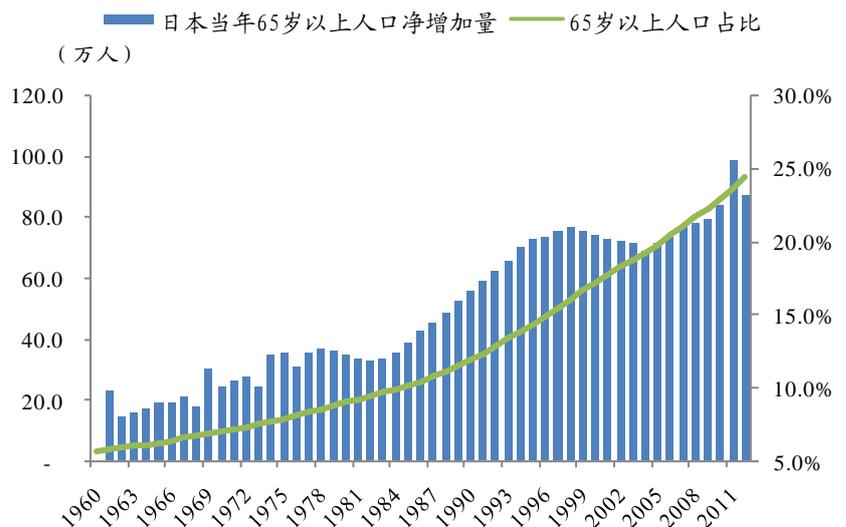
数据来源: ASHA、国泰君安证券研究

## 2.2. 日本养老地产——政府主导，出租为主，主体多元化

### 2.2.1. 始于 70 年代，成于《护理保险制度》

日本养老地产发轫于上世纪 70 年代，最初以政府为主导。按照联合国的标准，日本 1970 年正式步入老年社会（当年日本 65 岁以上老人占比为 7%），日本的养老地产也自那时开始发展。最初的养老地产以政府为主导；2000 年政府推行《护理保险制度》后，才大量吸引企业进入。但由于很多进入者违反市场秩序，日本从 2006 年起开始限制每年的养老设施开设数量，控制了收费型养老设施的不良增长。据统计，2009 年日本老人护理相关设施总数为 7022 家，约为 2005 年的 2.6 倍。

图 14: 日本 65 岁以上老人占比在 2012 年已达 24.4%



数据来源: 世界银行、国泰君安证券研究

政策对养老地产发展有重要驱动，尤其是《护理保险制度》的推出。日本的政策指导对推动养老地产的发展功不可没。政府颁布的各种法规对房屋建设标准、房屋建设和租金补贴、护理保险、倒按揭等方面都颁布了法律法规，推动养老地产更规范的发展。其中，《护理保险制

度》尤其有重要意义，因为开发商通过在房屋内配置符合该法律要求的设施和看护人员后，提供的相应服务最终可以由护理保险买单，这对服务商来说是更为安全稳定的收入。该法律推出极大的推动了养老地产的发展，其推出之后的 6 年间，收费养老设施等护理服务机构从 257 家急速增加到 1732 家，年平均增长率为 37%，面向需要护理服务老人的床位也大幅度增多。

### 2.2.2. 日本养老地产出租为主，开发主体多元化

日本老年住宅主要分为提供护理的“机构设施”和可不提供护理的“住宅”两大类。1) 机构设施包括护理疗养型医疗设施、养护老人住家、收费老人住家、高龄者生活援助住屋等等。其中，“收费老人在家”是开发商倾向于开发和经营的模式。通过在房屋内配置符合《护理保险制度》要求的设施和看护人员后，相应服务最终可以最终由国家买单，收入更为安全稳定。2) 住宅类包括面向高龄者的住宅、年长者住宅、银发住宅和自有产权住宅。其中，除银发住宅会需要轻度照顾，其他一般都提供给 60 岁以上生活可以自理的老人。其中，“面向高龄者住宅”是开发商更喜欢的模式；其与收费老人住家的最大区别在于“面向高龄者的住宅”不是必须配置护理服务，而“收费老人住家”一般必须配备护理服务。

出租为主，机构设施类一般收取一次性入住金和月费，住宅类一般只收取月费。1) “收费老人住家”在老人入住时要一次性支付一笔“入住金”，还需每月缴纳月费。“入住金”用于购买房屋及公共设施等的使用权，若老人中途故去或解除合同，多交的入住金可返回；若老人寿命比预期长，不需额外缴纳这笔入住金。养老产业资金回收期长，一般要 30 年以上；入住金对于开发商迅速回流资金尤其有重要意义。一次性入住金没有固定标准，根据投资方根据不同的产品定位和投入自行设定，而月金的费用很大程度根据当地的介护保险金支付比例设定。2) “面向高龄者住宅”的入住对象一般是低收入的老人，不会收取入住金，只需缴纳月费。

开发主体多样化，开发商、保险公司、实业公司、政府等都参与养老地产开发运营。日本养老地产领域开发主体非常多样化，除了自身以养老住宅起家的地产商（如 Message），普通住宅地产商、保险金融行业、实业公司（如 SECOM）等多个行业都活跃在养老地产市场。一些公司，如太阳城，通过整合其各个与养老地产产业链相关的股东，共同投资成立养老地产运营管理机构，得以实现降低经营风险和成本的目的。

### 2.3. 他山之石，可以攻玉——对我国的借鉴

就人口结构而言，养老地产发展最快的时期在 65 岁以上人口占比达到 12%~17% 左右的结构。美国养老地产发展最快的时间 65 岁以上老人占比约为 12% 左右，而日本为 17%，而我国 2014 年 65 岁以上人口占比约为 10.1%，尚低于国外快速发展的时期。预计 2020 年我国 65 岁人口占比能够达到 12%，届时养老地产市场或将迎来快速增长。

就政策而言，养老地产的快速发展需要较强吸引力的政策出台，从而

**吸引资金投向养老地产。**美国的政策契机在于 1980 年后推出的抵押贷款违约保险，而日本的政策契机在于 2000 年推出的《护理保险制度》，这些政策从制度设计上保证了进入养老地产市场资金的安全性，从而养老地产变得具有吸引力。我国尚未有类似的配套政策制度安排，因此相对缺乏吸引力。

**就细分市场而言，依据需要护理程度提供不同的产品和服务。**美国根据服务内容和需求等级分为活跃长者、独立生活、协助生活、专业护理和持续照护社区等多种细分市场，而日本也根据需要的护理程度将住宅和机构设施进行了不同的分类。我国试水的养老地产基本遵循了日本的分类模式。

### 3. 养老地产的未来

#### 3.1. 中国现在正处于养老地产发展的四个阶段的起步阶段，预计在 2020 年能够进入成长期，迎来高速发展

根据国外养老产业的发展情况并结合我国的国情来看，我们认为我国的养老产业发展会经历以下四个阶段：

**起步阶段：劳动密集型，低毛率、无序竞争、没有固定商业模式。**这一阶段形成于老龄化结构初期。我国现在也正处于这一阶段。政府政策的扶持力度在这一阶段起关键作用，养老产业的服务对象也以整个老龄人群体为主，专业化服务尚未形成。而养老产业概念的初步也决定了行业处于融合初期，许多的配套还没有跟上，行业重心更偏重于如何应对当前逐步老年化情况，产业自身没有达到品牌以及系统化的高度。此时行业并没有统一的行业规范和固定的商业模式，尚处于摸索阶段。产业整体盘踞于劳动密集型的服务性产业状态，低毛利、无序竞争、没有固定商业模式是这一阶段最主要的特征。

**成长阶段：技术密集型，高速成长，商业模式逐渐清晰。**这一阶段形成于老龄化社会逐步加剧的期间。老龄化成为社会的突出问题，政府各项政策积极推进，市场空间被逐步挖掘，形成专门针对老龄人群的服务产业，而巨大的市场空间也使得配套设施在这个阶段会稳健跟进，行业重心偏重于规模扩张以应对日渐突出的老龄化问题。产业会逐渐出现品牌、技术和口碑俱佳的企业，这些企业会逐渐获得竞争优势，并制定行业的标准，商业模式也已经逐步形成。产业已经进入技术密集型服务性产业状态，商业模式逐步清晰。

**成熟阶段：资本密集型，品牌、口碑地位突出，商业模式清晰。**这一阶段形成与老龄化的进程逐步放缓的期间。老龄化问题依旧突出，但是老龄化产业已经形成，市场有足够资源去应对出现的问题，政府政策基本已经落定，基本建立起较为完整的社保制度。市场空间充分挖掘，产业开发主体更加多元化，形成针对更加细化的老龄人群的专业服务，行业重心也偏重于拓展当前市场，加强自身品牌建设。而前期品牌、口碑的积累在这一阶段会形成巨大的竞争优势，行业规范已经建立，各企业也形成适合自己的商业模式。资本密集型平台逐步迈入

正轨。

**分化阶段：资本密集型为依托的专业化服务，个性化，高毛利。这一阶段形成与我国老龄化结构基本趋于平稳的期间。**政府已经形成了完整的政策、法律、监管体系，社会养老制度也已经建立完善。不同老龄人群的不同需求都能得到满足，形成针对细分市场的差异化服务，行业重心偏重于固有市场的精耕细作。长时期的专业化服务造就出的品牌、口碑使整个产业逐步形成了一种固有的商业模式——以依托资本密集型企业平台为主的专业化服务方式，但区域与区域之间也会逐步出现分化，因为在满足基本生活需求的情况下，个性化的精神粮食也需要补充，不具有普适性，但具有特殊性，此时的市场呈现为个性化、高毛利。

**我国现在正处于起步阶段，预计在 2020 年会进入成长期。**根据我国养老地产的发展情况来看，我国养老地产市场正处于起步阶段，政策制度尚未完善，各开发商也没有找到清晰的商业模式，尚处于摸索阶段。我们预计在 2020 年，中国养老地产会进入成长期，出现明显的成长期的特征，理由如下：

- 1) **根据国际经验，在 65 岁以上人口达到 12% 以上的水平时，正是养老地产高速发展的时期。**我们预计，在 2020 年左右中国老龄化人口达到 12% 左右的水平，这一比例在未来仍将持续升高，足以支撑养老地产的高速发展。
- 2) **到 2020 年足够开发商探索出一条适合自身提点的养老地产商业模式，模式的复制使得养老地产可以大规模扩张。**各个开发商正在积极试水养老地产领域，从社区养老到机构养老，养老地产的各个细分市场应该会出现较为优秀的商业模式。而这些商业模式的复制则构成了大规模发展的前提。
- 3) **人口老龄化在 2020 年将会成为一个重要的议题，预计会有相应的政策和制度安排进一步吸引资金进入养老地产市场。**

**表 8: 养老地产发展的四个阶段，我国仍处于起步期**

发展阶段	起步期	成长期	成熟期	分化期
政府作用	政府扶持产业的形成与发展	政府各项措施逐步推进	建立起成熟的社保制度	形成完整政策法律监管体系
服务对象	以整个老龄人群对象，服务形式较少	针对老龄人群的专业化服务	针对更加细化的老龄人群	针对老龄人群的差异化服务
供需情况	市场机制无法提供充分服务，配套设施未跟上	市场潜力被逐步挖掘，配套设施稳健跟进	市场潜力已被充分挖掘，开发主体多元化	集中于市场细分、区域细分、心理细分等细分市场
市场竞争	低效率、无序竞争	品牌、技术、口碑逐步形成	品牌、技术、口碑地位突出	个性化品牌与口碑、高毛利
商业规范	没有统一的行业标准和固定的商业模式	行业标准和商业模式逐步形成	行业标准和商业模式已经形成	行业标准根据市场细化，形成品牌固有的商业模式
产业类型	劳动密集型	技术密集型	资本密集型平台已经成型	依托资本密集型企业平台为主的专业

数据来源：国泰君安证券研究

### 3.2. 我国养老地产趋势判断

我国养老地产当前尚处于初级阶段，开发商、保险等多方试点，但大规模成体系发展尚未成型。当前多种机构都在养老地产方面进行了探索，如万科、保利、远洋地产等开发商、以及泰康、合众等保险公司。保利地产采取会员制的模式，收取押金，实现现金回流，但还没有一种模式得以实现大规模复制。开发商的探索目前也处于初级阶段，项目一般是在设计上考虑老年人的需求，模式上租售并举，以回流部分资金。而保险凭借其天然的资金优势和产业链联动，在发展养老地产领域具有一定的优势，也可以提供需要多种照顾和持续管理的养老地产。

预判一般的房地产开发商更可能关注活跃长者领域，而保险资金在需要提供持续经营的养老地产领域会有更大作为。1) 出于资金周转考虑，我们认为开发商更可能关注活跃长者社区，在社区和房屋设计上等为老年人提供诸多便利，但项目仍会以出售为主或租售并举。2) 开发商养老地产项目若以出租为主，也更可能由专业养老地产运营商进行运营；中长期一些政策的出台，如美国的贷款抵押保险、日本的护理保险制度等等，可能会促进开发商等更多进入这一领域。3) 保险资金由于其资金使用期限较长，投资养老地产正好可以解决其资金“长短错配”的问题；另一方面，养老金也可以和养老地产互补配合，实现产业链联动。

房地产开发商和保险资金在运营养老地产方面各有千秋，我们预计，这两方相互合作、相互补充，将共同完善我国养老地产的生态体系。

- 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。保险公司可以将保险产品与养老地产挂钩，通过卖保险产品的形式，客户接受度更高；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。
- 3) 房地产公司与保险公司相互合作，可以在资金、客户、模式和运营上形成优势互补，从而共同完善我国养老地产的生态体系。房地产开发企业和保险公司既可以在养老地产不同市场发挥各自的优势，百花齐放；也可以共同合作，优势互补。在各自擅长的领域发挥特长，完善我国养老地产的生态体系。

表 9：房地产开发企业和保险公司进军养老地产的优劣比较，有一定的互补性

	房地产开发企业	保险公司
资金	优势：可以通过借入外部资金放大杠杆 劣势：前期投入较大可能带来一定的压力	优势：资金雄厚，适合资本密集型的养老地产
客户	劣势：需要进行一定的投入才能达到快速的客户积累	优势：拥有大量高端客户，客户资源丰富
模式	优势：租售结合，较为灵活	优势：以购买保险产品模式入住，接受度高

**劣势：** 高端产品费用相对较高，接受需要一定的过程

**劣势：** 由于监管原因，养老地产只租不售

**运营**

**优势：** 管理运营经验丰富，对市场变化比较敏感，反应灵活

**劣势：** 缺乏房地产运营经验

数据来源：国泰君安证券研究

养老地产规模方面，机构养老可带来的老年地产年平均增加面积约占住宅年销售面积的 1.5%。若按照我国很多地方提出的 9073 计划（90% 的老人由家庭照顾，7% 的享受社区居家养老服务，3% 进入养老院等机构养老），仅考虑机构养老部分，则预计年平均增加老年地产面积约占住宅年销售面积的 1.4%。

养老地产影响长期更多在结构层面，养老地产在引导一部分需求的同时，还会释放部分供给。1) 老年人在搬到老年公寓等养老地产之时，多半可能会将之前的住房出租或出售出去，形成有效供给。2) 老年公寓面积往往不及原住宅面积大，因而增加的供给面积其实是更多了。3) 老年地产一般更偏郊区，也可给市中心稀缺地段腾出更多供应，缓解年轻人上下班交通压力等。

## 4. 投资建议

推荐积极试水养老地产的行业龙头，标的包括保利地产、万科A。理由如下：

- 1) **积极试水，准备充分。** 我们预计 2020 年将迎来养老地产的高速增长期，2015~2019 年是养老地产模式的探索期，做好准备的地产开发商会在市场成熟时迎来爆发式增长，而积极试水养老地产且有成熟运营项目的万科、保利更有可能成功复制适合自身的商业模式
- 2) **资金充足，成本较低。** 养老地产属于资本密集型行业，前期投入较大，需要充足的资金和较低的资金成本的保证，而行业龙头拥有大量的在手资金和较低的资金成本可以支持养老地产业务。
- 3) **已经上升到公司战略层面，执行力较强。** 保利和万科的发展战略里就已经将养老地产作为未来的发展方向之一，执行力较强。

**可能的催化剂：** 新的金融产品的推出，养老服务相关政策出台

## 5. 风险提示

**观念的转变不及预期。** 中国传统观念仍然是居家养老，观念转变不及预期，可能会影响社区养老和机构养老的潜在客户。

**可能没有成功的商业模式可以复制。** 受到政策和盈利能力的限制，不一定能够探索出较为成功的养老地产的商业模式，或者商业模式难以复制。



附表 1: 覆盖公司业绩预测及财务估值 (单位: 元, 亿股, 亿元)

分类	证券简称	09.16 股价	14A EPS	15E EPS	16E EPS	14A PE	15E PE	16E PE	PB	RNAV	溢价率	总市值	总股本	年初涨幅	投资评级
一线	万科 A	13.4	1.43	1.66	1.96	9.4	8.1	6.9	1.7	16.7	-20%	1483.9	110.5	0%	增持
	保利地产	8.4	1.13	1.40	1.57	7.4	6.0	5.3	1.4	9.5	-11%	901.1	107.5	-21%	增持
	招商地产	31.6	1.66	1.90	2.20	19.1	16.7	14.4	2.5	23.3	36%	815.0	25.8	21%	增持
	金地集团	11.7	0.89	0.97	1.12	13.1	12.1	10.4	1.7	8.4	38%	524.2	45.0	3%	增持
	<b>一线均值</b>	——	——	——	——	<b>11.6</b>	<b>10.0</b>	<b>8.6</b>	<b>1.8</b>	——	<b>2.6%</b>	<b>931.0</b>	——	——	——
二线	荣盛发展	7.9	0.85	0.99	1.19	9.3	7.9	6.6	2.1	7.4	7%	301.7	38.2	0%	增持
	华夏幸福	24.3	1.34	1.92	2.52	18.2	12.6	9.6	5.5	16.4	48%	642.9	26.5	13%	增持
	首开股份	9.6	0.73	1.21	1.58	13.0	7.9	6.0	1.4	10.6	-9%	214.8	22.4	-3%	增持
	金科股份	4.9	0.22	0.46	0.61	22.2	10.6	8.0	1.7	6.5	-25%	201.4	41.4	-5%	增持
	中南建设	10.4	0.82	1.67	2.04	12.6	6.2	5.1	1.3	15.5	-33%	121.0	11.7	-24%	增持
	北京城建	11.8	0.88	1.48	1.92	13.5	8.0	6.2	1.0	12.6	-6%	185.4	15.7	-49%	增持
	滨江集团	8.8	0.31	0.53	0.62	28.7	16.7	14.1	3.0	7.8	13%	238.2	27.0	121%	增持
	中华企业	8.1	-0.26	0.32	0.39	-31.0	25.4	20.9	3.3	6.2	32%	151.4	18.7	18%	增持
	鲁商置业	5.7	0.21	0.37	0.45	27.6	15.3	12.8	2.8	10.2	-44%	57.1	10.0	-14%	增持
	<b>二线均值</b>	——	——	——	——	<b>14.0</b>	<b>12.0</b>	<b>9.5</b>	<b>3.1</b>	——	<b>12%</b>	<b>234.9</b>	——	——	——
三线	深振业 A	9.5	0.38	0.62	0.79	25.4	15.3	12.1	3.0	5.2	83%	128.8	13.5	36%	增持
	中洲控股	13.9	0.64	1.29	1.52	21.7	10.8	9.1	1.8	14.8	-7%	66.4	4.8	-9%	增持
	香江控股	5.9	0.33	0.44	0.48	17.5	13.4	12.2	2.4	11.2	-48%	44.9	7.7	-8%	增持
	<b>三线均值</b>	——	——	——	——	<b>22.9</b>	<b>13.7</b>	<b>11.3</b>	<b>2.6</b>	——	<b>34%</b>	<b>80.0</b>	——	——	——
地产+X	华侨城 A	7.6	0.66	0.74	0.87	11.5	10.2	8.7	1.9	14.5	-48%	550.4	72.7	-8%	增持
	苏宁环球	6.5	0.29	0.44	0.54	22.7	14.7	11.9	4.1	10.8	-40%	172.9	26.6	28%	增持
	中天城投	7.3	0.37	0.52	0.64	19.7	14.1	11.4	3.7	5.5	34%	316.0	43.1	57%	增持
	广东明珠	10.4	2.47	0.39	1.63	4.2	26.5	6.4	1.4	21.5	-52%	35.5	3.4	-30%	增持
	福星股份	9.6	0.99	1.10	1.22	9.7	8.7	7.8	1.1	13.3	-28%	68.1	7.1	-11%	增持
	格力地产	16.1	0.54	0.95	1.25	29.6	16.8	12.9	2.7	15.5	4%	92.8	5.8	-27%	增持
	天健集团	13.8	0.76	1.00	1.18	18.0	13.7	11.7	1.9	22.0	-38%	76.0	5.5	1%	增持

请务必阅读正文之后的免责条款部分

	华业地产	10.4	0.29	0.79	1.04	35.7	13.1	10.0	3.6	6.8	53%	148.0	14.2	46%	增持
	<b>地产+X</b>	——	——	——	——	<b>15.5</b>	<b>10.4</b>	<b>8.6</b>	<b>2.2</b>	——	<b>-14%</b>	<b>182.5</b>	——	——	——
商业地产	中国国贸	13.6	0.53	0.56	0.61	25.5	24.0	22.2	2.6	16.4	-17%	136.6	10.1	-10%	增持
	阳光股份	4.2	-0.78	0.64	0.84	-5.3	6.5	5.0	1.0	7.6	-46%	31.2	7.5	-18%	增持
	世茂股份	10.2	1.08	1.30	1.48	9.5	7.9	6.9	1.1	15.1	-32%	179.9	17.6	5%	增持
	<b>商业地产</b>	——	——	——	——	<b>14.4</b>	<b>14.1</b>	<b>12.7</b>	<b>1.6</b>	——	<b>-28%</b>	<b>115.9</b>	——	——	——
代理经纪类	世联行	11.4	0.27	0.36	0.45	41.7	31.5	25.0	5.0	13.9	-18%	164.4	14.5	21%	增持
	<b>整体均值</b>	——	——	——	——	<b>14.0</b>	<b>11.3</b>	<b>9.5</b>	<b>2.3</b>	——	<b>1%</b>	<b>287.5</b>	——	——	——

数据来源：wind、国泰君安证券研究

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

#### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

#### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		