

保险

证券研究报告
2020年02月16日

保险系列深度之二——“保险+养老社区”：布局养老产业，抢占蓝海市场，提升保险服务覆盖度

投资评级
行业评级 强于大市(维持评级)
上次评级 强于大市

作者

夏昌盛 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518110003
xiachangsheng@tfzq.com
舒思勤 联系人
shusiqin@tfzq.com
周颖婕 联系人
zhouyingjie@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《保险-行业点评:《普通型人身保险精算规定》出台,给予风险保障类产品倾斜性的政策支持,预计将促进风险保障类产品发展》 2020-02-06
- 《保险-行业点评:新冠肺炎影响:短期抑制1季度保费和增员,下半年保费将向上反转,长期有利于提升保险意识与需求》 2020-01-31
- 《保险-行业深度研究:寿险销售的逆周期性与投资的稳定性》 2020-01-15

投资要点:当前寿险的覆盖度仍处于较低状态,未来增长的重要来源之一是提升保险公司的服务覆盖度,即延申保险产品上下游服务链,通过“产品+服务”的模式,提升保险产品差异化竞争力。其中,养老产业和健康医疗产业是和保险最为契合的两大服务体系。老龄化日趋加速,养老产业是一片蓝海市场,泰康、太保、国寿、太平、新华等保险公司在加速进军养老产业。我们判断,未来养老社区形成规模优势且运营品质高的保险公司,将抢占养老产业(包括商业养老保险)的蓝海市场:1)促进大额保单销售,有助于高端客户经营;2)打通养老产业链上下游,增加盈利渠道;3)长期可获得稳定投资收益,穿越利率下降周期。目前内地保险公司估值处于低位,中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险 2020 年 PEV 为 1.02、0.80、0.66、0.61 倍,从未来发展大趋势的视角,我们推荐中国平安、中国太保,建议关注中国太平。

养老产业是一片巨大的蓝海市场。1)我国人口老龄化加速,预计 2035 年将步入超老龄社会。伴随着高龄化、少子化、空巢化程度的提高,对于机构养老和专业护理服务的需求将提升。2)随着中产阶级人数增加及人均财富的提升,尤其是享受第一轮经济改革红利的人群(50、60后)逐步步入养老年龄,这部分群体普遍比较接受社区养老的观念并有较好的支付能力,对于高品质的养老社区的需求未来将大量释放。他们对于养老服务的需求也从单一的陪伴、照顾的生理需求扩展至“老有所乐、老有所为”的精神需求。3)目前养老服务设施和养老机构床位不足,特别是核心城市高端养老需求增长迅速、供需关系不匹配,催生了我国高端养老巨大的市场空间和投资机遇。4)国家对于养老产业的发展给予充分的政策支持,从资金、人才、税收优惠、土地等多方面支持养老产业投资。另外,商业养老保险作为养老服务业的重要一环,政策支持力度也不断加强,未来有望成为养老社区支付端重要的补充。

运营成熟的国际经验显示,投资养老社区长期可获得稳定的收益。1)美国主流养老社区为大型化社区。泰康、太平等投资运营的 CCRC(持续照护社区,面向当前自理能力强但未来健康度下降时也不愿变更居所的老年群体)。美国养老项目主流投资商为 REITs,近十年来 REITs 投资养老地产投资收益率稳定在较高水平,截止 2019 年 Q1,十年年均复合投资收益率为 11.7%,其中运营收益率 6.9%,地产增值收益率 5.0%。2)欧日养老社区主要为小型化社区,养老产业多以运营商为主导,积累了较为成熟的运营经验。

保险业与养老产业天然契合,“保单+养老”的模式可实现整体盈利。1)在负债端,目前采用“购买指定种类及金额的保险产品即可取得养老社区入住资格”的挂钩模式,主要面向高端客户,可以促进大单销售。未来保险支付与养老服务对接,将形成完整养老闭环。2)在资产端,养老社区重资产的投资模式投资规模大、回报期长,保险资金与其匹配。目前国内运行良好的养老社区投资收益也比较低,但我们判断,随着养老需求释放及居民支付能力的提高,入住率保证在 90%以上+人均收费提高+运营效率提升,养老地产投资收益率将向美国靠近。3)养老社区单一主实现净盈利的难度大且需较长时间,目前险企投资养老社区投资的中期目标是实现运营盈利(EBITDA 盈利),泰康申园、燕园 EBITDA 已转正。但“保单+养老社区”整体可实现净盈利,因为相关销售的保单带来的利差收入非常可观。4)相对于其他的养老社区投资者,保险公司投资养老社区的核心优势是依托保单盈利,从而支持对养老社区的高品质投入。且未来的投资收益率与后期运营服务质量(决定了入住率)挂钩,因此保险公司有更强的动力保证高品质的服务水准。

泰康、太平、国寿、太保等公司陆续布局了养老产业,对于保单销售的促进作用已体现,未来规模化布局+高品质运营的养老社区将提升保险公司差异化竞争力。在布局和运营层面,泰康优势最为显著,其他公司亦快速跟进,各有特点。1)泰康布局养老产业较早、战略坚定、投资额大,目前已有 6 家养老社区开业运营,13 个项目落地。依托集团的体量优势,泰康全部采用重资产模式自建,着力于发展大型 CCRC 养老社区,一家养老社区配备一家二级康复医院。2)太保养老社区在推进 6 个城市的布局,其中 3 个养老社区在建设中。太保养老社区产品线定位明确,打造三大产品线:高龄康养、中龄颐养、低龄乐养,全方位覆盖养老客群的需求。运营层面,与欧洲养老医护专家欧葆庭公司成立合资运营公司,共同建设养老运营平台,可以高效的建立成熟的运营体系。同时,积极探索养老+科技模式,提升对于老人健康管理效率和运营效率。3)太平采用“轻重结合”的方式,重资产打造了大型 CCRC 社区梧桐人家,目前为全国最大的单体项目;同时甄选市场上已建成运营的、符合标准的优质第三方养老机构,合作运营。在轻资产模式方面,太平以打造旅居社区为主,可快速扩大养老社区覆盖面,目前“太平乐享家”旗下已有 5 个第三方养老社区项目。

风险提示:养老社区投资回报期长于预期;养老社区运营成本高企;养老社区拿地成本快速提升;养老服务用地供给不达预期;养老观念转变不达预期;政策推进不达预期

重点标的推荐

股票 代码	股票 名称	收盘价 2020-02-14	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
601601.SH	中国太保	33.60	买入	1.99	3.08	3.76	4.57	16.88	10.91	8.94	7.35
601318.SH	中国平安	81.00	买入	5.88	9.04	10.88	12.96	13.78	8.96	7.44	6.25

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

内容目录

1. 养老社区的供需分析	6
1.1. 养老产业分类与基本情况	6
1.2. 需求端：人口老龄化加速，养老需求旺盛	8
1.2.1. 老龄化未来将加速，预计 2035 年我国将步入超老龄社会	8
1.2.2. 老龄人口呈高龄化，失能失智风险上升，对专业养老护理服务的需求将提升	8
1.2.3. 少子化、空巢化趋势下，未来对于机构养老的需求将提升	9
1.3. 支付端：高净值人群数递增，商业养老保险未来有望成为重要的支付补充	10
1.3.1. 医养支出逐步成为消费的主力	10
1.3.2. 较富裕阶层支付力充足且对机构养老接受度提高，养老服务需求升级	11
1.3.1. 未来商业养老金给付将成为养老社区支付端的重要补充	12
1.4. 养老社区供给：养老机构匮乏，医护资源相对紧缺	14
1.4.1. 养老床位供应不足，资源配置错位	14
1.4.2. 养老服务单一，专业人才稀缺	15
1.5. 政策持续落地，养老产业迎接新机遇	16
2. 国外养老社区经验	17
2.1. 美国：集中性大型养老社区	18
2.1.1. 美国养老社区体系	18
2.1.2. 美国养老社区产业相关公司分析	20
2.2. 日本：多功能、小规模嵌入式养老社区	22
2.3. 英国：分工明确的小型嵌入式养老社区	23
2.4. 法国：综合性的小型社区养老	23
3. 保险+养老社区内在逻辑	25
3.1. 负债端：前端促销售，后端服务替代现金补偿	25
3.2. 资产端：险资投资的稳定性要求与养老产业所需的长周期相匹配	26
3.3. 保险公司的相对优势	27
3.4. 养老社区的盈利性	27
4. 保险公司的养老社区布局	27
4.1. 保险公司布局养老社区整体情况	27
4.2. 三大特色养老社区介绍	30
4.2.1. 泰康之家	30
4.2.2. 太保家园	33
4.2.3. 太平乐享家	35
5. 投资建议	37

图表目录

图 1：日本养老产业分类	6
图 2：养老产业图谱	7

图 3: 养老床位公办/社会办占比	7
图 4: 中国老龄人口占比	8
图 5: 2000 年中国人口年龄结构	8
图 6: 2019 年中国人口年龄结构	8
图 7: 中国人均预期寿命 (岁)	9
图 8: 高龄人口占比 (80 岁以上人口占 65 岁以上人口的比例)	9
图 9: 中国人口出生率	10
图 10: 全球老年抚养比 (老龄人口/劳动力人口)	10
图 11: 消费占 GDP 比例持续提升	11
图 12: 中国中产阶级人数及人均财富	11
图 13: 中国高净值人群财富构成	11
图 14: 高净值人群对中高端养老社区的态度变化	12
图 15: 中国养老保险基金情况	13
图 16: 离退休人员每月养老金 (元)	13
图 17: 基本养老金替代率 (离退休人员每月养老金/在岗职工平均月工资)	13
图 18: 企业年金规模及参加职工数据	14
图 19: 人均企业年金领取 (元/月)	14
图 20: 中国养老床位数及千人养老床位数	14
图 21: 养老机构的床位数及千人养老床位数	15
图 22: 养老服务供给情况	16
图 23: 全球老龄化情况	18
图 24: CCRC 社区功能	19
图 25: 美国养老地产运营方式	19
图 26: 美国养老产业投资收益 (截至 2019 年 Q1)	20
图 27: 美国国债到期收益率 (%)	20
图 28: HCP 的 ROE 和 ROA	21
图 29: 布鲁克代尔 EBITDA 率	22
图 30: 欧葆庭集团业务范围	24
图 31: 欧葆庭集团的 ROE&ROA	24
图 32: 欧葆庭仙林国际颐养中心服务类型	25
图 33: 未来“以养老服务替代保险现金给付”的模式	26
图 34: 太平与美国运营商合作模式	28
图 35: 保险公司养老社区布局情况	29
图 36: 大健康产业生态体系	30
图 37: 泰康的持续照料体系	32
图 38: 泰康“1+N”照护模式	33
图 39: 未来 3-5 年高端养老社区城市布局	34
图 40: 保险公司 PEV	37
表 1: 中国养老床位市场规模预测	15
表 2: 养老服务指导意见相关变化	16

表 3: 养老产业相关政策.....	17
表 4: 泰康养老社区布局.....	31
表 5: 太保家园进展情况.....	34
表 6: 太平养老社区情况.....	36

1. 养老社区的供需分析

1.1. 养老产业分类与基本情况

随着老龄化加剧及国家政策支持，养老产业发展将迎来黄金发展期。养老产业指为老年人提供服务、设施、特殊商品，满足老年人衣、食、住、行、用、医、娱、学等物质精神文化需求的产业，是多个产业相互交叉的综合性产业。我国养老产业仍处于发展初期，还未形成完整的养老产业链，日本养老产业在长期发展过程中不断丰富养老服务内容和养老服务形式，其养老产业划分为六大细分领域，包括老年住宅、家务服务、老年器械用品、文化生活服务、老年金融及其他相关产业。其中，前三大细分领域是满足老年人基本生理需求的核心产业。

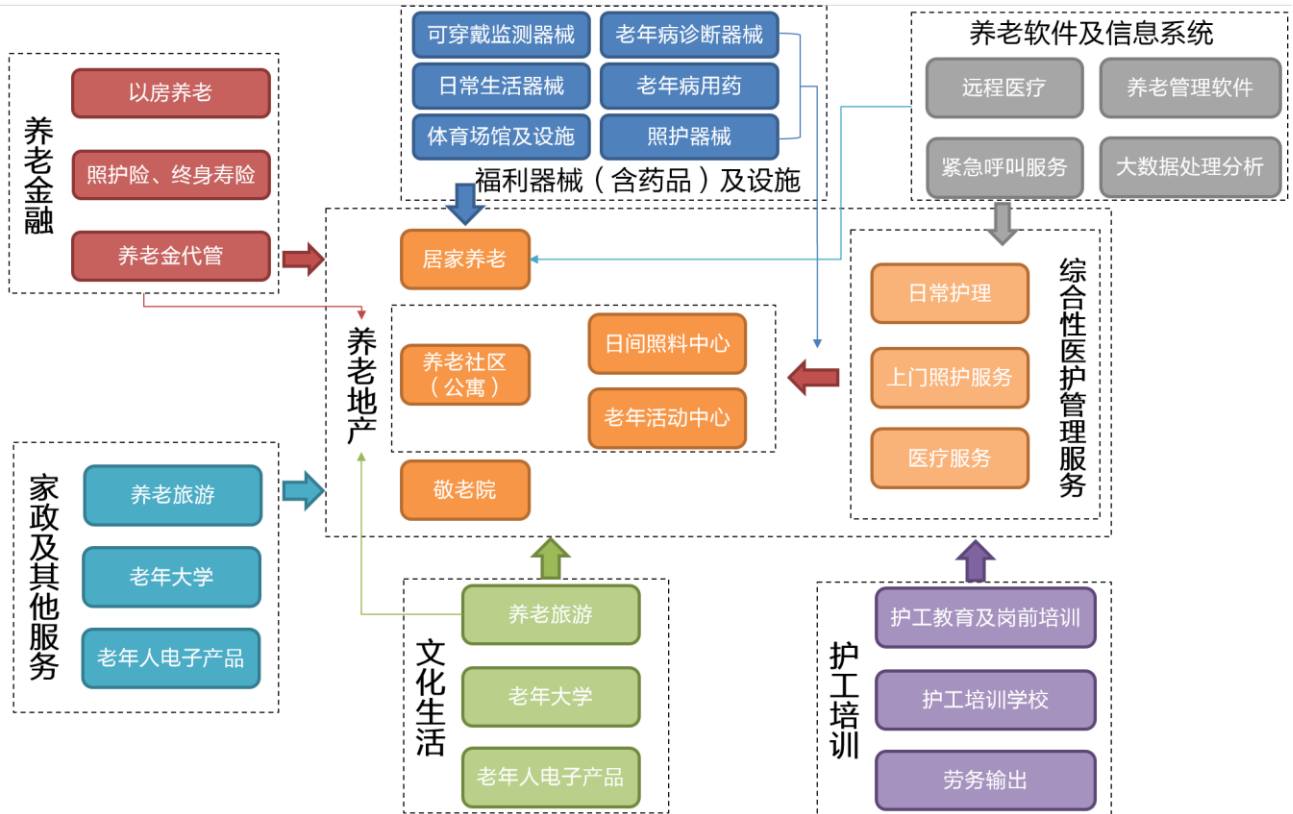
图 1：日本养老产业分类



资料来源：艾媒咨询，天风证券研究所

在养老产业完整体系中，以养老地产为核心载体延申产业链，涵盖了各类养老服务及设施，包括：养老金融、福利器械（含药品）及设施、养老软件及信息系统、综合性医护管理服务，衍生至家政及其他服务、护工培训及文化生活等。

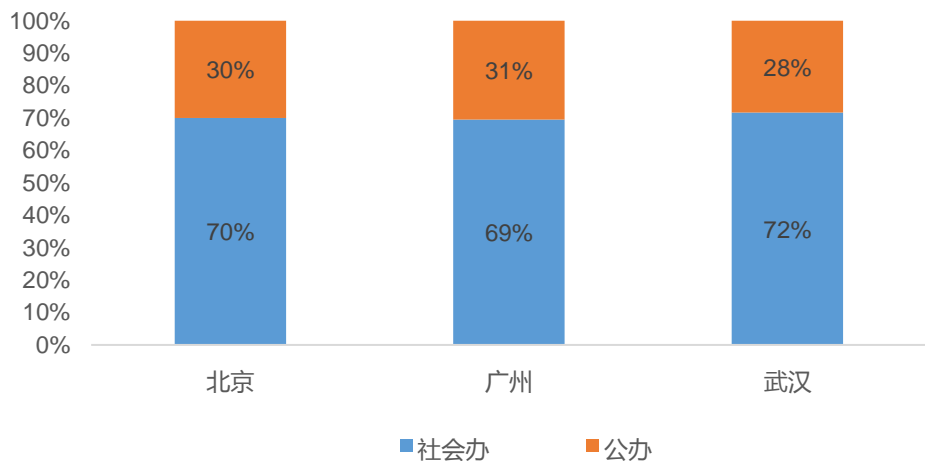
图 2：养老产业图谱



资料来源：中商产业研究院整理，天风证券研究所

我国三种基本的养老模式包括家庭养老、机构养老和社区居家养老。2019 年 11 月 22 日，国务院发布的《国家积极应对人口老龄化中长期规划》，明确提出“健全以居家为基础、社区为依托、机构充分发展、医养有机结合的多层次养老服务体系，多渠道、多领域扩大适老产品和服务供给，提升产品和服务质量。”我国目前的养老体系为“9073”，即老龄人口 90%居家养老、7%社区养老、3%机构养老。随着老龄化加剧、家庭平均子女数量减少，预计未来居家养老比率将有所下降，社区养老、机构养老比率上升。从机构养老的结构来看，北京、广州、武汉等地公办和社会办的比例基本为 3：7。

图 3：养老床位公办/社会办占比



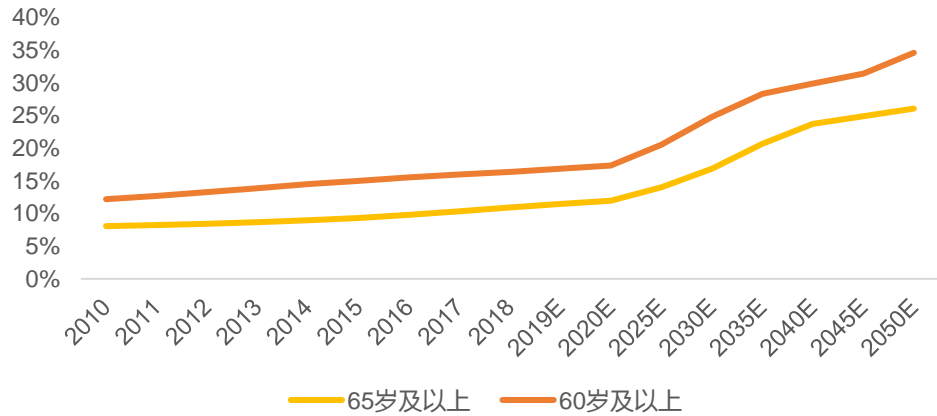
资料来源：北京市人民政府新闻办公室，《2018 年广州老龄事业发展报告和老年人口数据手册》《武汉养老服务发展报告（白皮书）》，天风证券研究所

1.2. 需求端：人口老龄化加速，养老需求旺盛

1.2.1. 老龄化未来将加速，预计 2035 年我国将步入超老龄化社会

我国自上世纪末以来步入老龄化社会，老龄人口规模大、增速快。据世界银行估计，2019 年我国 65 岁以上人口已占总人口的 11.5%，2035 年占比将突破 20%，步入超老龄化社会，至 2050 年这一人口结构比例将高达 26.07%，即每 4 人中就有一位老年人。

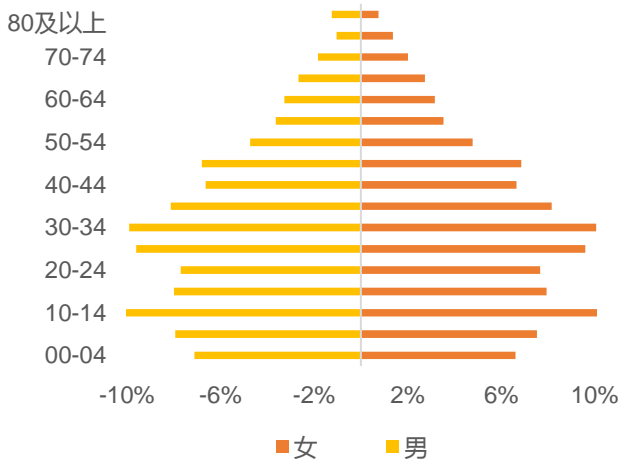
图 4：中国老龄人口占比



资料来源：世界银行，天风证券研究所

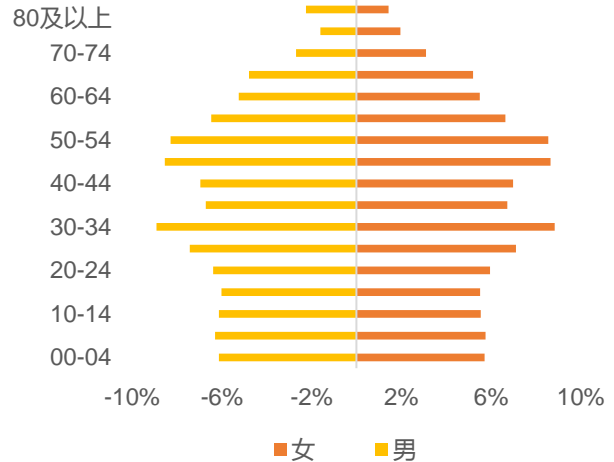
我国人口的年龄结构自 2000 年至今 20 年正在从“正三角形”向“纺锤形”过渡，且大有向“倒三角形”发展的趋势。更重要的是，50-59 岁的准退休人员比例接近我国总人口的 15%，而 5-14 岁的人口占比不到 13%，未来 10 年，进入劳动年龄人口的数量将小于老龄人口增加的数量。

图 5：2000 年中国人口年龄结构



资料来源：世界银行，天风证券研究所

图 6：2019 年中国人口年龄结构



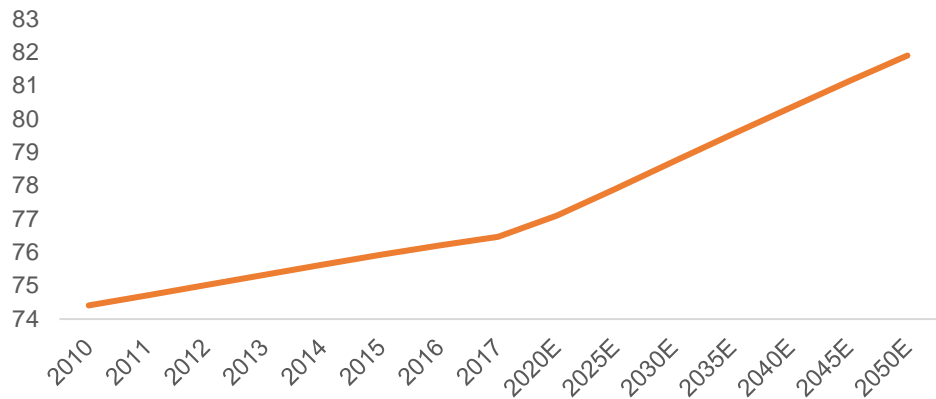
资料来源：世界银行，天风证券研究所

1.2.2. 老龄人口呈高龄化，失能失智风险上升，对专业养老护理服务的需求将提升

随着我国的预期人口寿命也不断增加，老龄人口呈高龄化趋势，意味着需要更多手段来应对长寿风险。2017 年我国人均寿命为 76 岁，据世界银行估计，至 2040 年，我国预期寿命将高达 80 岁，80 岁以上高龄人口占 65 岁以上老龄人口的比例约为 21%，老年人口高龄化会导致各种慢性疾病、失能失智多发。目前我国老年人口的痴呆症患者率约为 5.56%，2019 年我国老年痴呆症患者约为 891 万人，保守预计，2025 年或达 1100 万。对于这部分老人，家庭养老将不足以提供基本的生活保障，对于专业养老机构、护理服务将会产生大

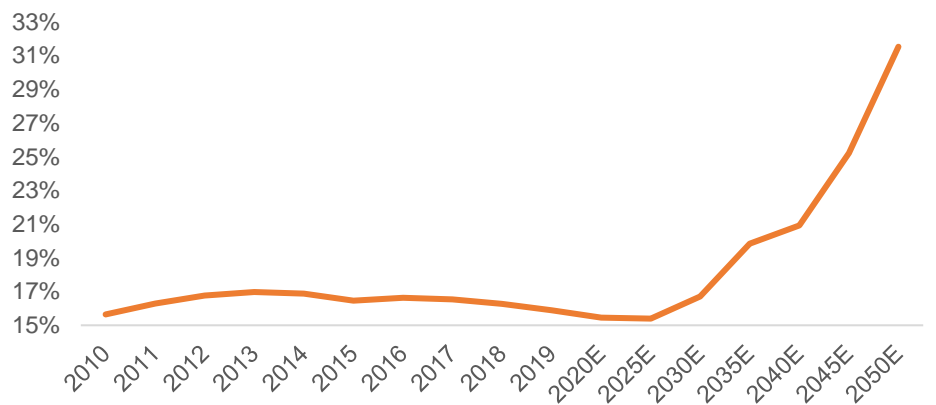
量需求。

图 7：中国人均预期寿命（岁）



资料来源：世界银行，天风证券研究所

图 8：高龄人口占比（80 岁以上人口占 65 岁以上人口的比例）



资料来源：世界银行，天风证券研究所

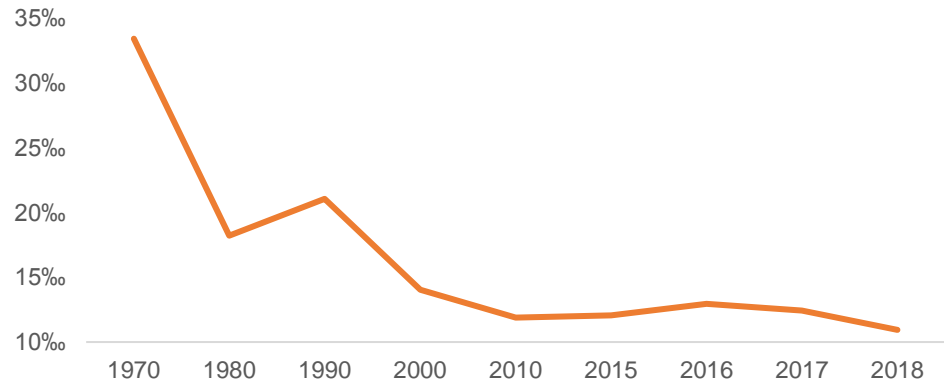
1.2.3. 少子化、空巢化趋势下，未来对于机构养老的需求将提升

长期来看，出生率的下降将加速老龄化进程，同时将导致家庭结构逐步小型化，机构养老的需求将会提升。按照国际通行标准，人口出生率 15-13‰为少子化；13-11‰为严重少子化；11‰以下为超少子化。目前我国人口出生率为 11‰，向超少子化阶段发展，未来将会加重代际抚养负担。

在少子老龄化加剧的大趋势下，我国老年抚养比（大于 64 岁的人口/15-64 岁人口）将加速上升，劳动人口的赡养压力不断增大，也意味着寻求机构或社区养老的需求将会增加。据世界银行预测，21 世纪 20 年代将是我国老年抚养比加速上升的时期，2025 年我国老年抚养比将突破 20%，即每 5 个工作人口要承担抚养一位老龄人口的责任，这一指标相比 2000 年已翻了一倍。

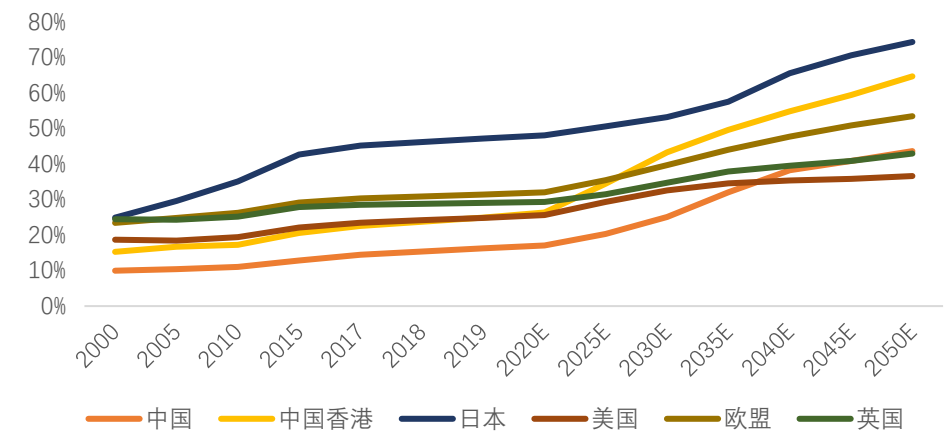
老年人空巢化趋势亦进一步加剧，《“十三五”国家老龄事业发展和养老体系建设规划》中提出，预计到 2020 年，独居和空巢老年人将增加到 1.18 亿人左右，空巢率约 46%（独居和空巢老年人/60 岁及以上老年人）。

图 9：中国人口出生率



资料来源：wind，天风证券研究所

图 10：全球老年抚养比（老龄人口/劳动力人口）



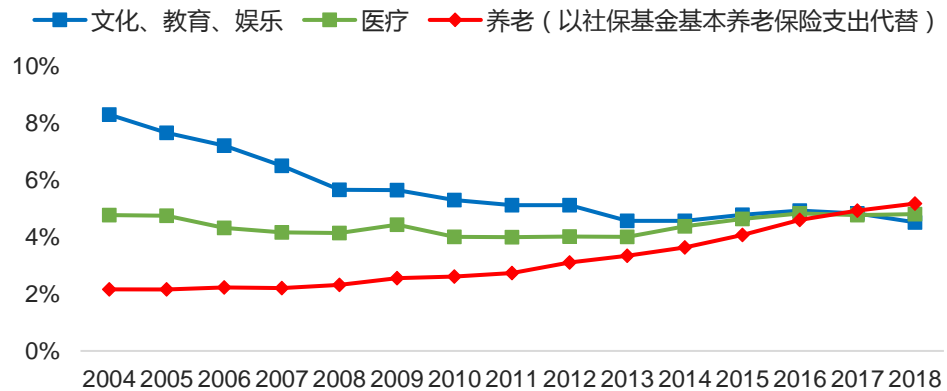
资料来源：世界银行，天风证券研究所

1.3. 支付端：高净值人群数递增，商业养老保险未来有望成为重要的支付补充

1.3.1. 医养支出逐步成为消费的主力

随着老龄化加速、城镇化持续发展和广大中产阶级的崛起，娱乐、教育、医疗与养老这些核心的现代服务业的基础消费需求成为新的消费主力，其中医养支出占 GDP 总额比例不断攀升，年支出合计占 GDP 比值从 2004 年的 6.93% 增长到 2018 年的 9.98%。《老年健康蓝皮书：中国老年健康研究报告（2018）》提出，到 2050 年，全社会用于养老、医疗、照料、福利与设施方面的费用占 GDP 的比例增长到 26.24%。

图 11: 消费占 GDP 比例持续提升



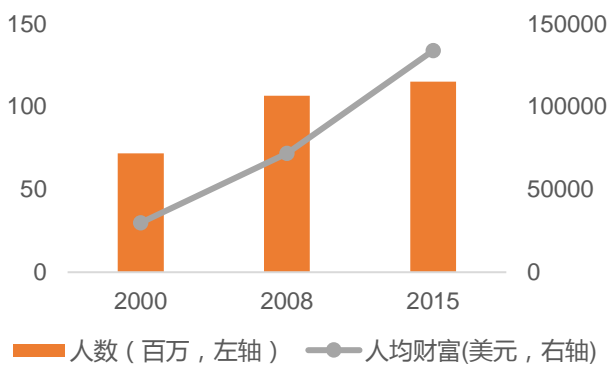
资料来源: wind, 天风证券研究所

1.3.2. 较富裕阶层支付力充足且对机构养老接受度提高，养老服务需求升级

现阶段保险公司的养老社区主要人群为中高端人群，其对养老社区的认可度在提升。2019 年我国高净值人群（财富净值 100 万美元及以上）超 445 万人，占比全球第二，仅次于美国。高净值人群的迅速崛起代表着消费力的提升，高净值人群年龄一般相对更高，对各类养老服务、养老保险产品有着更充分的认知和关注，对中高端养老服务的需求更为迫切。据《2019 胡润财富报告》，接受调研的高净值人群中，“肯定入住养老社区+可能入住养老社区”的人群占比大幅提升，从 2015 年的 45% 提升至 2017 年的 65%。

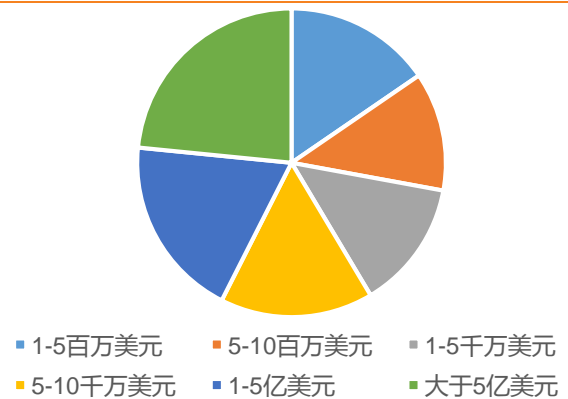
未来 10-15 年中高端养老社区客群将扩大，养老服务需求升级。随着享受第一轮经济改革红利的购买力较高人群（50、60 后）逐步步入养老年龄，这部分“高知、高干、高管”群体普遍比较接受社区养老的观念并有较好的支付能力，对于高品质的养老社区的需求未来将大量释放。另外，他们对于养老服务的需求也从单一的陪伴、照顾的“生理、安全需求”扩展至老有所乐、老有所为的“社交、尊重、自我实现需求”。更长期来看，随着中产阶级人数增加及人均财富的提升，这部分群体将成为未来养老社区的潜在主力客群。

图 12: 中国中产阶级人数及人均财富



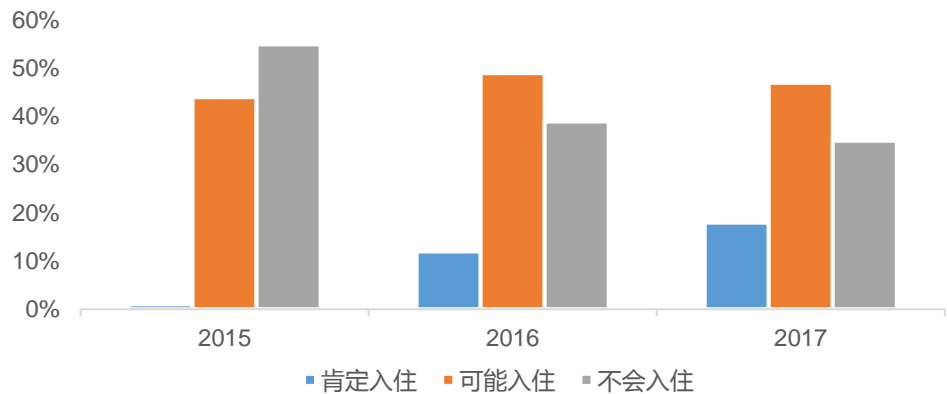
资料来源: 瑞士信贷历年财富报告整理, 天风证券研究所

图 13: 中国高净值人群财富构成



资料来源: 瑞士信贷 2019 财富报告, 天风证券研究所

图 14：高净值人群对中高端养老社区的态度变化



资料来源：2019 胡润财富报告，天风证券研究所

1.3.1. 未来商业养老金给付将成为养老社区支付端的重要补充

从长期来看，养老体系“三支柱”的完善，尤其是商业养老保险的大发展，将提高居民退休后收入，对于养老社区的支付力提升。另外，保险公司通过养老社区促进年金险销售，未来年金险给付可作为养老社区月费的一部分，这种双向促进模式也在提升客户未来的养老社区的支付能力。

老年人入住养老社区一般使用存量财富以及自身退休后的收入作为支付，如退休后的收入能够覆盖养老社区的日常支出（月租+餐费+护理费）是较好的支付状态。退休后收入包括基本养老金+企业年金+商业养老保险金。目前退休人员的收入主要依靠基本养老金，但基本养老金替代率（离退休平均养老金/在岗职工平均工资）仅 40%，企业年金和商业养老保险占比较低，因此现阶段大部分退休人员的收入难以覆盖市场上中高端养老社区的月支出。我们判断，未来商业养老保险将迎来大发展，商业养老金给付将作为养老社区支付端的重要补充。

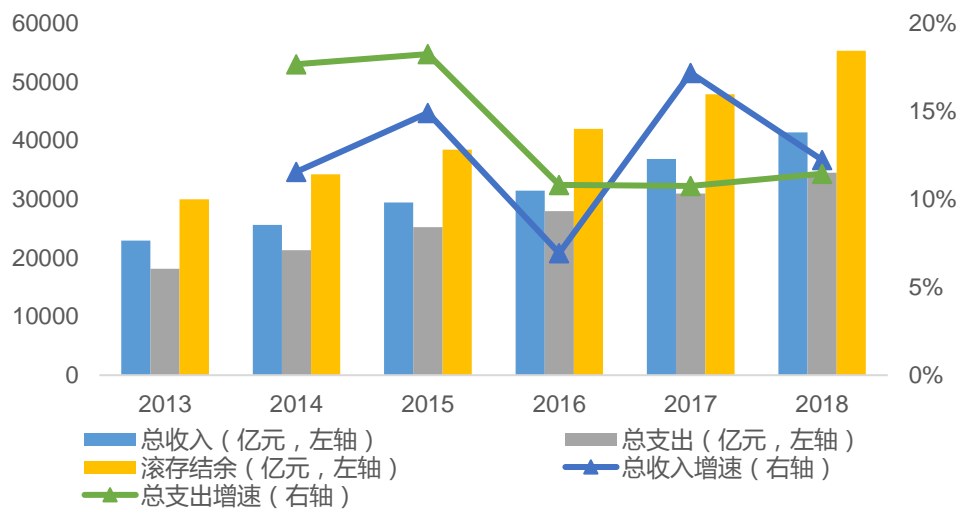
第一支柱基本养老保险收不抵支，替代率的下降趋势难以逆转。截至 2018 年末，2018 年全国参加基本养老保险参保人数（城镇职工养老保险+城乡居民养老保险）94293 万人，覆盖率较高，基本养老保险基金滚存结余达到 55309 亿元，基本养老保险基金总收入中财政补贴占比约 20%，如除去政府补贴，基本养老保险基金处于收不抵支的状态。2019 年离退休人员每月养老金平均为 2871 元，2012-2019 年复合增速为 7%，基本养老金替代率约为 40%。我们判断，未来基本养老金增幅有限，将保持个位数平稳增长，且老龄化加剧也将加重养老金的支付负担。

第二支柱企业年金覆盖面低，发展缓慢。截至 2018 年底，全国企业年金参加职工达到 2388 万人，仅占当年基本养老保险覆盖人数的 2.5%，2013-2018 年复合增长仅 3%；企业年金规模 14770 亿，仅为基本养老保险结余基金的 27%。2018 年企业年金领取人数仅 138.6 万人，人均每月领取金额约 1934 元。我们判断，企业年金进一步扩大覆盖面的难度较大，央企、大型国企等企业年金传统优势市场的容量已近饱和，而中小民营企业建立企业年金的动力并不强；另外，多重监管、税收优惠力度不足、投资收益率偏低等因素也制约着企业年金的发展。

第三支柱商业养老保险发展体量小，政策大力支持下将迎来大发展。据银保监会表示，2019 年前 3 季度，养老年金保险保费收入仅 415 亿元；截至到 2019 年 3 季度末，商业养老保险、年金保险有效承保人次超过 5800 万，累计积累了超过 5100 亿元的保险责任准备金，整体体量较小。2019 年底以来，商业养老保险的政策支持力度空前。2019 年 12 月 30 日国务院常务会议提出，要积极发展社会服务领域商业保险，为更有力应对老龄化提供支撑。2020 年 1 月 23 日，银保监会等 13 个部门联合发布保险业纲领性文件——《关于促进社会服务领域商业保险发展的意见》（银保监发〔2020〕4 号），提出加快发展商业养老保险，

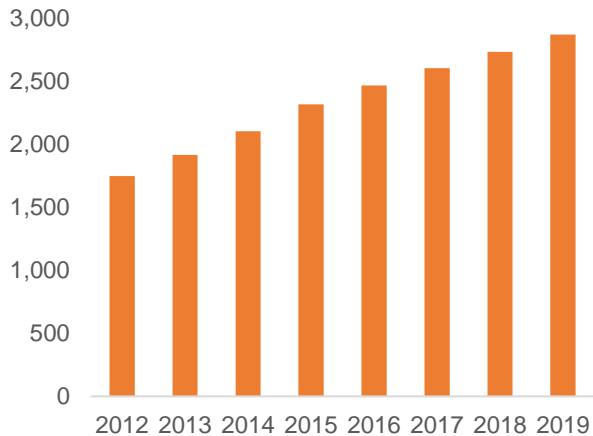
并明确了“力争到 2025 年，商业保险为参保人积累不低于 6 万亿元养老保险责任准备金”的发展目标。我们判断，后续将有更多相关举措出台促进商业养老保险的发展。

图 15: 中国养老保险基金情况



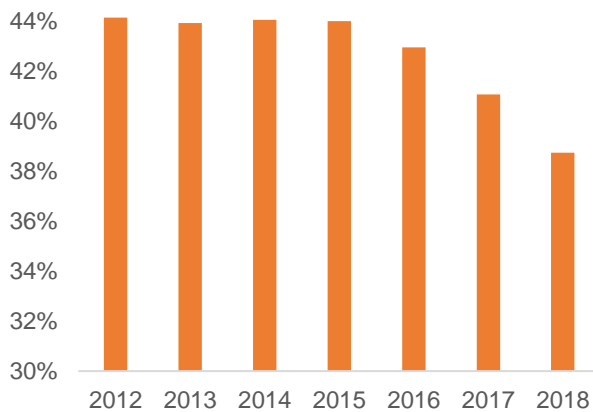
资料来源: 财政部, 天风证券研究所

图 16: 离退休人员每月养老金 (元)



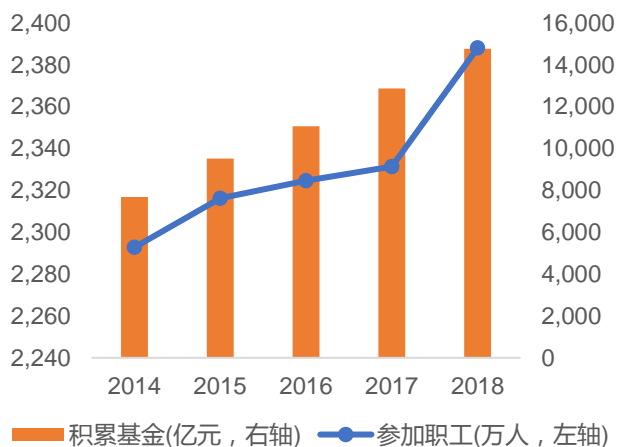
资料来源: 财政部, 天风证券研究所

图 17: 基本养老金替代率 (离退休人员每月养老金/在岗职工平均月工资)



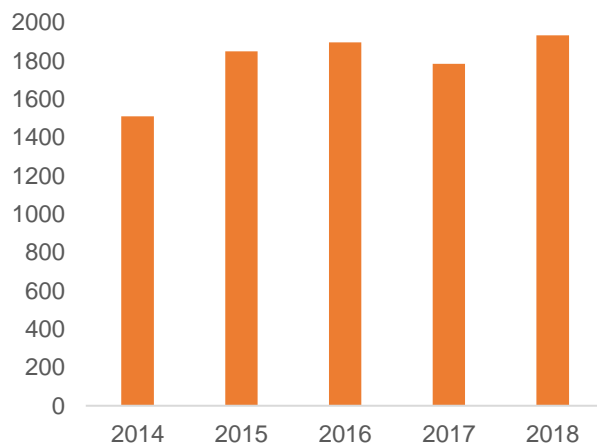
资料来源: 财政部, 国家统计局, 天风证券研究所

图 18：企业年金规模及参加职工数据



资料来源：全国企业年金基金业务数据摘要，天风证券研究所

图 19：人均企业年金领取（元/月）



资料来源：全国企业年金基金业务数据摘要，天风证券研究所

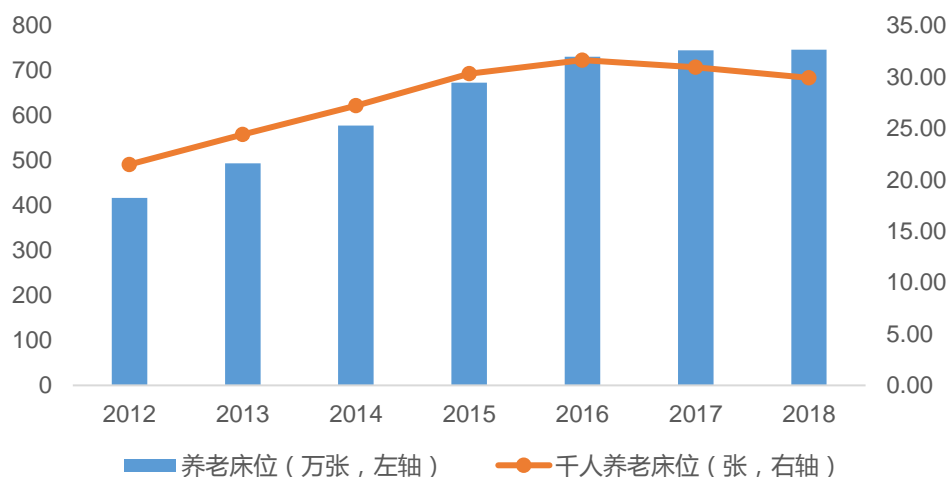
1.4. 养老社区供给：养老机构匮乏，医护资源相对紧缺

目前来看，我国养老服务体系仍存在较大缺口，硬件上，养老机构数量不足，且资源配置错位。软件上，相关专业人才数量稀缺，养老服务单一。

1.4.1. 养老床位供应不足，资源配置错位

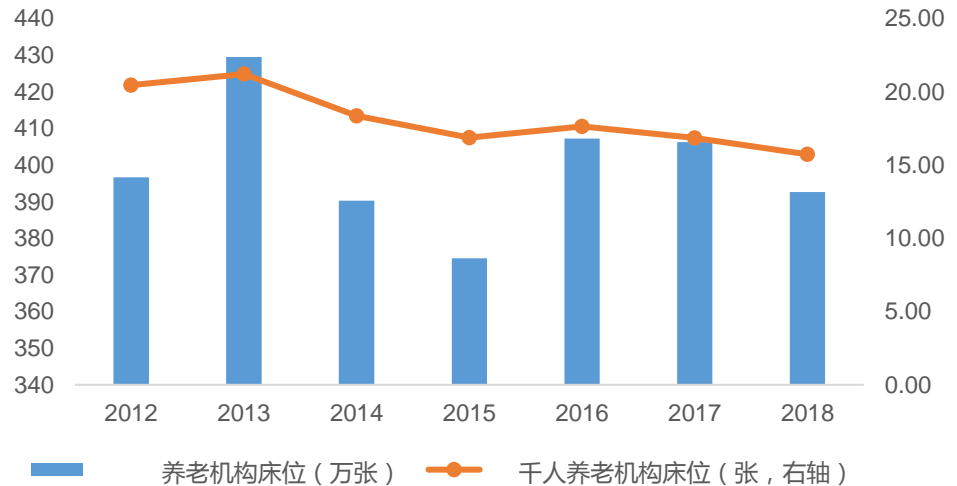
2018 年，我国各类养老机构和设施 16.8 万个，养老床位合计 746.3 万张，其中养老机构的床位为 392.7 张。按 60 岁及以上老人的数量来测算，千人养老位为 29.9 张，其中千人养老机构床位为 15.7 张。养老床位相比 2012 年已有较大增幅，但 2016 年来随着老龄化问题加剧，千人养老床位及千人养老机构床位均处于下滑状态。

图 20：中国养老床位及千人养老床位



资料来源：统计局网站，2012-2017 社会服务发展统计公报，2012-2018 年国民经济和社会发展统计公报，天风证券研究所

图 21：养老机构的床位及千人养老床位数



资料来源：统计局网站，2012-2017 社会服务发展统计公报，2012-2018 年国民经济和社会发展统计公报，天风证券研究所，天风证券研究所

对于未来中国养老市场规模的预测，我们按两种情形来测算：1) 假设我国养老床位供给维持现在的水平，稳定在每千人 30 张床位，养老机构床位占比不变，以 5000 元/床/月的床位费用测算，平均租金涨幅为每年 2%，我们估计 2033 年养老机构的床位供给所对应的市场规模将达到 4999 亿元，2050 年将达到 8522 亿元。2) 乐观来看，根据“十三五规划”确定的养老目标“每千名老人拥有养老床位 35 张到 45 张”，取中位数每千人 37.5 张养老床位，养老机构床位占比不变，我们预计 2033 年养老机构的床位供给所对应的市场规模将达到 6249 亿元，2050 年或可达到 1.1 万亿元。

表 1：中国养老床位市场规模预测

	2019E	2033E	2050E
中国 60 岁及以上人口预测 (亿人)	2.54	4.00	4.87
情形 1：所需养老床位 (万张，每千人 30 张)	762	1200	1461
其中：养老机构床位*	401	631	769
情形 2：所需养老床位 (万张，每千人 37.5 张)	953	1500	1826
其中：养老机构床位*	501	789	961
每月平均租金 (元/张)	5000	6597	9238
情形 1：养老机构市场规模 (亿元)	2406	4999	8522
情形 2：养老机构市场规模 (亿元)	3007	6249	10653

资料来源：国家统计局，国家卫生健康委员会，国务院印发《“十三五”国家老龄事业发展和养老体系建设规划》，天风证券研究所；*养老机构床位占比维持 2018 年水平不变

另一方面，养老床位相对过剩的情况并存。由于地价原因，大多数养老机构只能沿着城郊选址，且配备的医疗基础设施不充足，不能够满足基本老人的生活需要，使得很多养老机构入住率低于 50%。

1.4.2. 养老服务单一，专业人才稀缺

我国在人口老龄化过程中，老年人呈高龄化趋势，失智失能风险提升，而我国医疗、康复、护理类专业化服务人才欠缺，导致专业化养老服务难以满足日益增长且多元化的养老需求。目前的养老机构能对失能、半失能老人提供专业护理和医疗的机构数量有限，有能力进行风险管控和承担的机构更少。

图 22: 养老服务供给情况



资料来源: 中国养老金发展报告 2016, 2018 中国民政统计年鉴, 天风证券研究所

1.5. 政策持续落地，养老产业迎接新机遇

2019 年来，国家对于养老产业高度重视，发布多项支持养老产业发展文件。2019 年有关养老事业的出台政策经粗略估计就有 70 个，其中国务院发布 3 个，可以体现国家对老龄事业的高度重视，对养老产业的发展，特别是机构养老的发展也有明显的定位转变。2019 年中共中央、国务院于 11 月发布了《国家积极应对人口老龄化中长期规划》(以下简称《规划》)，作为我国一份战略性、综合性、指导性文件，《规划》明确提出“健全以居家为基础、社区为依托、机构充分发展、医养有机结合的多层次养老服务体系，多渠道、多领域扩大适老产品和服务供给，提升产品和服务质量。”机构养老的定位从 13 年的“支撑作用”到 17 年的“依托作用”再到 19 年“充分发展”，重要性不断提升。

表 2: 养老服务指导意见相关变化

政策名称	发文单位	发文时间	具体内容
《国家积极应对人口老龄化中长期规划》	中共中央、国务院	2019.11.22	健全以居家为基础、社区为依托、 机构充分发展 、医养有机结合的多层次养老服务体系，多渠道、多领域扩大适老产品和服务供给，提升产品和服务质量。
《国务院办公厅关于推进养老服务发展的意见》	国务院办公厅	2019.4.16	持续完善居家为基础、社区为依托、 机构为补充 、医养相结合的养老服务体系，建立健全高龄、失能老年人长期照护服务体系，强化信用为核心、质量为保障、放权与监管并重的服务管理体系。
《加大力度推动社会领域公共服务补短板强弱项提质量促进形成强大国内市场的行动方案》	发改委等 17 部门	2019.2.19	到 2020 年，以居家为基础、社区为依托、 机构为补充 ，医养相结合的养老服务体系更加完善，养老床位中护理型床位比例不低于 30%。
《“十三五”国家老龄事业发展和养老体系建设规划》	国务院	2017.3.6	居家为基础、社区为依托、 机构为补充 ，医养相结合的养老服务体系更加健全。
《关于加快发展养老服务业的若干意见》	国务院	2013.9.13	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。

资料来源: 国务院官网, 天风证券研究所

为支持养老服务业发展，国家出台各项政策。国家放开市场准入条件，以法律形式保障深化养老服务“放管服”改革，同时从资金、人才、税收优惠、土地等多方面予以支持，为险资参与养老产业创造政策条件。另外，商业养老保险作为养老服务业的重要一环，政策支持力度也不断加强。

表 3：养老产业相关政策

	政策	重要内容
法律保障	《中华人民共和国老年人权益保障法》	1、不再实施养老机构设立许可。2、县级以上地方人民政府民政部门依法做好登记和备案管理。3、各地要按照国务院推进简政放权、放管结合、优化服务改革的要求，各地加强养老机构事中事后监管。4、各地民政部门做好法规政策修改和宣传引导。
市场准入	《关于进一步扩大养老服务供给促进养老服务消费的实施意见》 《关于做好医养结合机构审批登记工作的通知》	1. 全面建立开放、竞争、公平、有序的养老服务市场，放宽养老服务市场准入，支持社会力量参与提供养老服务，指出要大力发展商业养老保险，多渠道为老年人提供保障。 2. 养老机构设立医疗机构，医疗机构设立养老机构。社会力量举办的非营利性和营利性医疗机构申请设立养老机构的，向民政部门备案增加“养老服务”。
资金	《普惠养老城企联动专项行动实施方案（2019 年修订版）》 《国务院办公厅关于推进养老服务发展的意见》	财政补贴：国家通过中央预算内投资，支持和引导城市政府系统规划建设养老服务体系。形成支持社会力量发展普惠养老的有效合作新模式，参加城市每千名老年人养老床位数达到 40 张，护理型床位占比超过 60%，医养深度融合。 社会资本：鼓励商业银行探索向产权明晰的民办养老机构发放资产（设施）抵押贷款和应收账款质押贷款，大力支持符合条件的市场化、规范化程度高的养老服务企业上市融资。
税费	《关于养老、托育、家政等社区家庭服务业税费优惠政策的公告》	1、提供社区养老、托育、家政服务取得的收入，免征增值税；2、提供以上服务取得的收入，在计算应纳税所得额时减按 90% 计入收入总额；3、承受房屋、土地用于提供社区养老、托育、家政服务的，免征契税；4、为社区提供养老、托育、家政等服务的机构自有或其通过承租、无偿使用等方式取得并用于提供社区养老、托育、家政服务的房产、土地，免征房产税、城镇土地使用税。
土地	《关于加强规划和用地保障促进养老服务发展的意见》	1、养老服务设施用地出让底价（或有偿使用价格）不得低于所在级别公共服务用地基准地价的 70%；基准地价尚未覆盖的地区，出让底价不得低于当地土地取得、土地开发客观费用与相关税费之和。2、养老服务设施用地以出让方式供应的，其使用权出让年限不得超过 50 年；以租赁方式供应的，其租赁年限不得超过 20 年。
人才	《加强医疗护理员培训和规范管理的通知》	主要增加老年护理从业人力资源供给，提高服务质量；同时扩大老年护理从业队伍，解决社会就业岗位。
养老保险	《关于深入推进医养结合发展的若干意见》 《中国银保监会关于推动银行业和保险业高质量发展的指导意见》 《关于促进社会服务领域商业保险发展的意见》	1、支持商业保险机构大力发展医养保险，并鼓励深入社区为老年人购买商业保险提供全流程服务。 2、加强养老保险第三支柱建设，鼓励保险机构发展满足消费者终身、长期领取需求的多样化养老保险产品，支持银行、信托等开发养老型储蓄和理财产品。 3、强化商业养老保险保障功能。积极发展多样化商业养老年金保险、个人账户式商业养老保险。 4、力争到 2025 年，商业保险为参保人积累不低于 6 万亿元养老保险责任准备金。

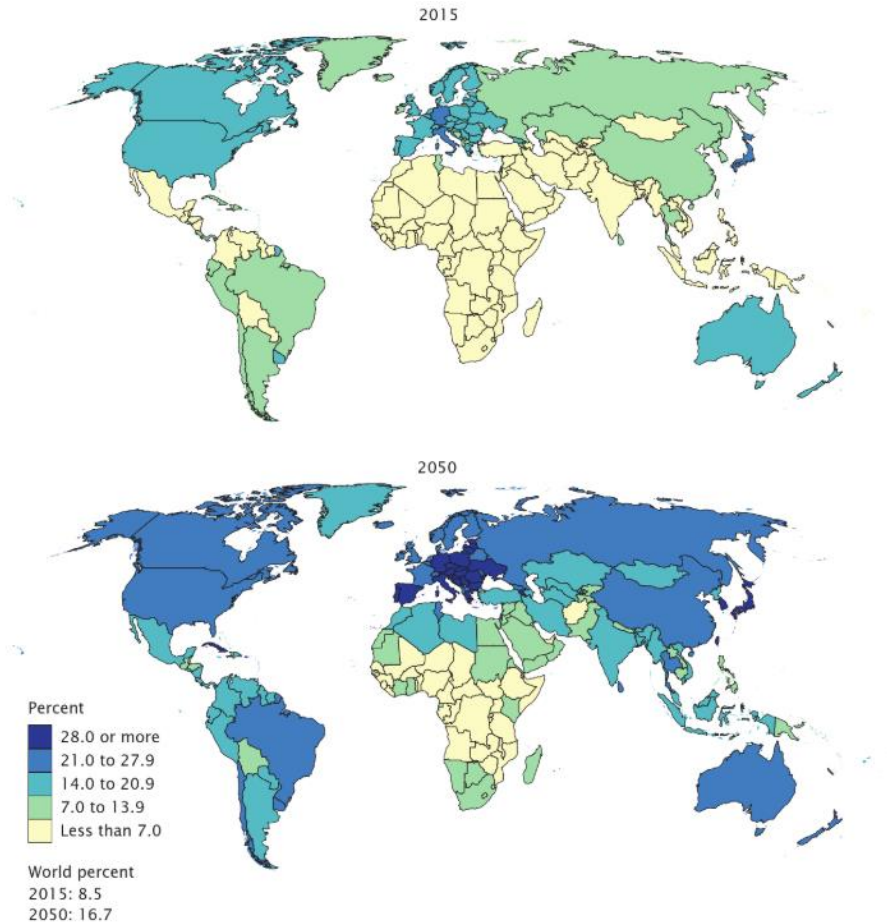
资料来源：中国人大官网、民政部官网、发展改革委官网、财政部官网等政府部门网站，天风证券研究所

2. 国外养老社区经验

人口老龄化是 21 世纪面临的一个重大难题，据美国人口普查局发布的《老龄化的世界：2015》，2015 年世界平均老龄化率为 8.5%，预计 2050 年将达到 16.7%，全世界的老龄化进程都在加快，养老在各国均为非常重要的问题。

发达国家由于进入老龄化的时期更长，养老社区投资运营较为成熟。国外的养老社区可以分为大型化的美澳模式和小型化的欧日模式两种，前者主要为集中性大型养老社区或住宅，例如据 2016 年美国人口普查局统计，位于凤凰城的太阳城（集中式养老地产）常驻老年居民有 3.9 万人；后者主要为小规模社区嵌入式养老机构，如德国柏林的养老社区大多只有上百张床位，瑞士养老社区通常设有几十到三百张不等床位。

图 23：全球老龄化情况



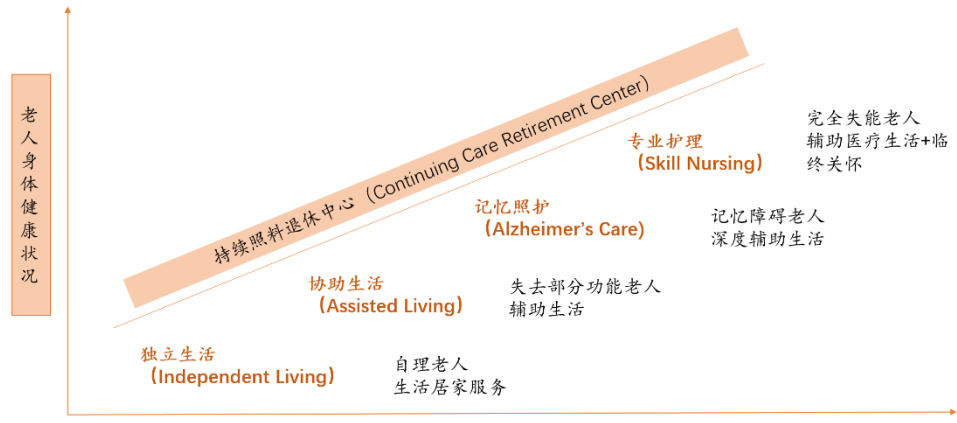
资料来源：《2015 老龄化的世界》，天风证券研究所

2.1. 美国：集中性大型养老社区

2.1.1. 美国养老社区体系

美国早在 20 世纪上半叶就进入了老龄化社会，其养老社区经营时间较长，市场化程度最高的，大部分的养老机构属私立性质，政府通常只向退休者提供最基本的养老需求。按照入住老年人的健康程度来分，美国的养老社区主要分为四类：活跃及独立生活社区、协助生活社区、特殊护理社区及持续护理社区（Continuing Care Retirement Center, CCRC）。1）活跃及独立生活社区主要为生活能自理的老人设计。2）协助生活社区为有生活协助需求但无重大疾病的老人设计，提供简单的生活协助和相关护理服务，如穿衣、如厕、进食、服药和护理照料等，这类社区需要州政府的许可执照才能运营。3）特殊护理社区为有慢性疾病、处于术后恢复期或失能失智老人设计，提供专业的医疗护理服务。4）CCRC 通过为老年人提供独立、协助、专护一体化的居住设施和服务，使老年人在健康状况和自理能力变化时，依然可以在熟悉的环境中继续居住，并获得与身体状况相对应的照料服务，一般设有生活自理单元、生活协助单元和特殊护理单元，根据老人不同年龄段、不同健康状态的需求提供不同的服务，涵盖了老人从生活全自理到需要生活协助再到需要特殊护理的晚年全阶段。

图 24: CCRC 社区功能

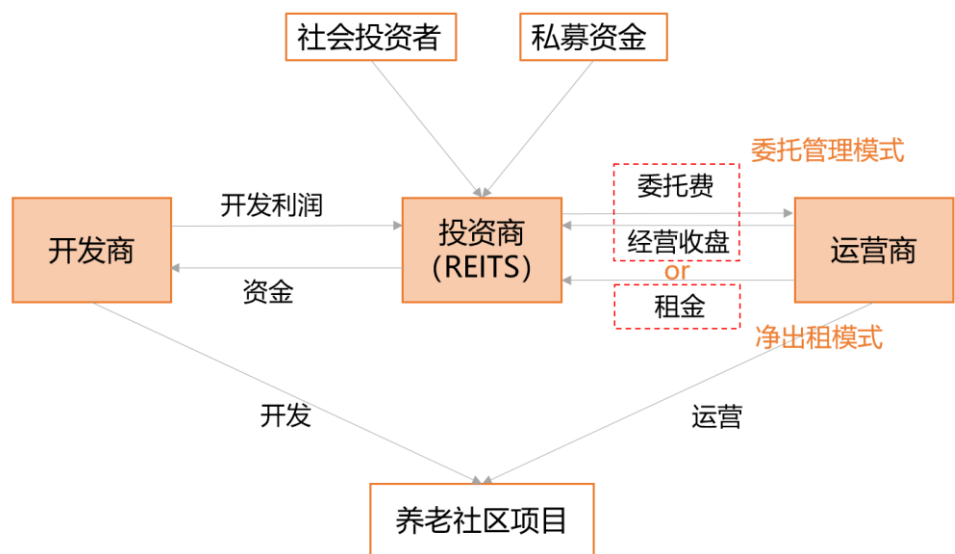


资料来源：根据前瞻产业研究院相关信息整理，天风证券研究所

美国养老地产涉及投资商、开发商、运营商三个主体，他们组成了完整的融资、建设、运营市场化体系，其中项目管理者与持有者分离，目前我国很多养老地产以上三个角色合一。投资商为项目募集资金用于项目的开发和运营，主流的投资商是房地产投资信托基金(Real Estate Investment Trusts, REITs)；开发商负责规划并开发养老地产项目；运营商对开发好的项目进行运营和管理。

运营商承接项目的方式有两种，一种是净出租模式，另一种是委托管理模式。在净出租模式下，REITs 公司将养老物业出租给运营商，每年收取固定租金费用，而直接运营费用、社区维护费用、税费、保险费等一切均由运营商承担。在委托管理模式下，REITs 公司将旗下物业委托给运营商，经营成本和收入都归于 REITs 公司，发表于《房地产导刊》上的《美国养老地产三大模式》一文中提出，运营商每年仅收取经营收入的 5%-6%作为管理费，不承担经营亏损的风险。

图 25: 美国养老地产运营方式



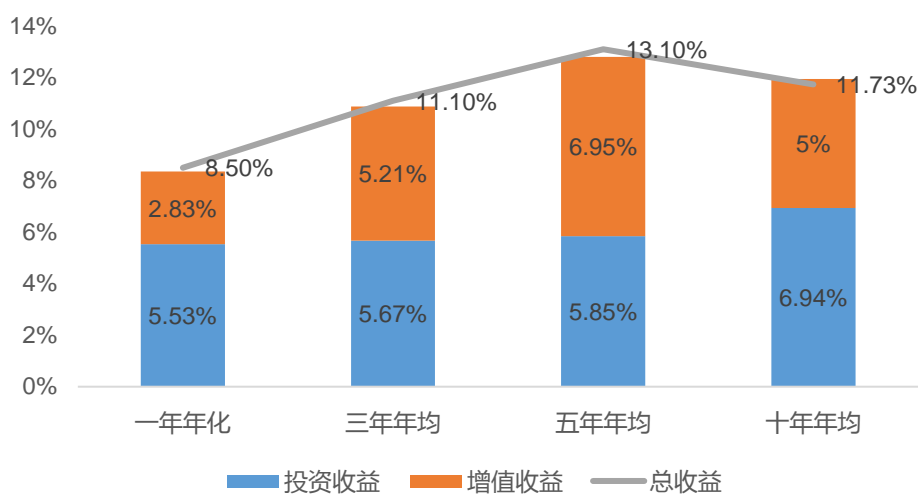
资料来源：根据《环球财经》中《美国养老地产全产业链解读》一文整理，天风证券研究所

美国养老社区项目可以由开发商主导或运营商主导分为不同的类型。1) 开发商主导的太阳城模式，主要面向 55-70 岁的活跃健康老人出售配有完善的文体康乐设施的养老公寓，以独栋和双拼为主，还有多层公寓、独立居住中心、生活救助中心、生活照料社区、复合公寓住宅等，倡导活力养老生活方式，打健康养生牌。根据《美国养老地产三大模式》，

美国太阳城的平均规模在 23000 户左右，入住率达 90.95%。据 2016 年美国人口普查局统计，位于凤凰城的太阳城常驻老年居民高达 3.9 万人。2) **运营商主导的 CCRC 模式，以出租加精细化服务管理为主，针对中产阶级。**该类型社区设备较为齐全，将日常生活型和辅助生活型、医疗护理型老人的需求集中在一个大型社区内解决，并会定期举办一些娱乐活动。同样根据《美国养老地产三大模式》，全美目前共有近 2000 处 CCRC，其中约 82% 为非盈利性组织所有，相当一部分是从传统养老院转型而来。

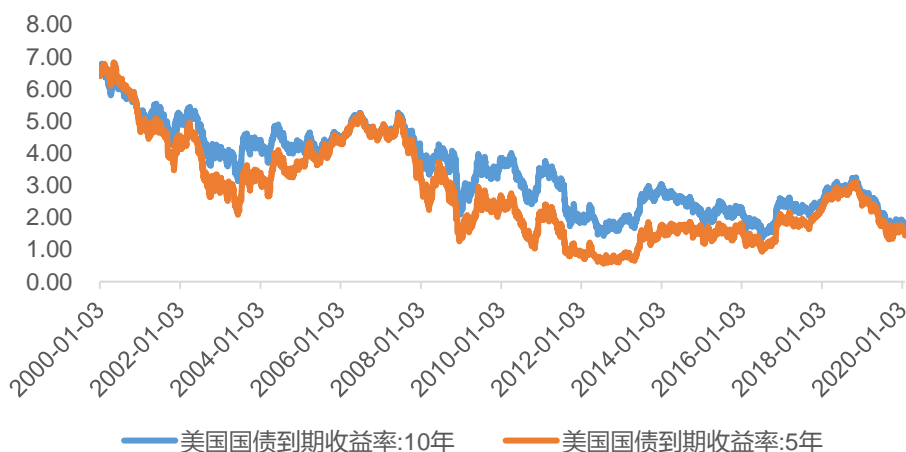
美国养老项目主流投资商为 REITs，REITs 投资养老地产的收益分为直接的投资收益和间接的增值收益，直接投资收益是投资商通过承接养老物业，再将其出租或委托给养老社区运营商运营，最后从中获取的租金或营业收入。增值收益是指不动产的增值收益。REITs 近十年来来投资收益率稳定在较高水平，截止 2019 年 Q1，十年年均投资收益率为 11.73%，2018 年 Q1 到 2019 年 Q1 年化收益率为 8.5%，远高于美国十年期国债收益率（1.5%-3%之间）。

图 26：美国养老产业投资收益（截至 2019 年 Q1）



资料来源：NCREIF，天风证券研究所

图 27：美国国债到期收益率 (%)



资料来源：wind，天风证券研究所

2.1.2. 美国养老社区产业相关公司分析

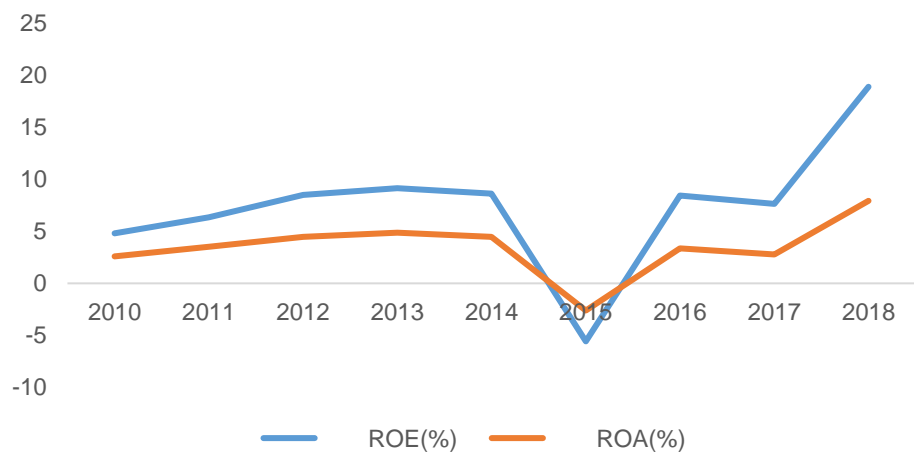
1、投资商公司——HCP (Healthpeak Property)

HCP 是美国一家服务于医疗保健领域的房地产投资信托公司，旗下地产包括老年人住宅、生命科学地产、诊所、医院及专业护理院。HCP 主要通过为医疗保健机构提供融资，上市发行 REITs 然后进行投资，收购养老物业或发开医疗保健房地产等，最后将物业出租给相应的养老机构运营商，从而获得盈利。截止 2019 年 11 月，HCP 旗下共有 740 个养老地产项目，运营成本为 25 亿美元，其中养老公寓投资 14 亿美元，医疗机构投资 1.18 亿美元，生命科学地产投资 6.52 亿美元。

HCP 自 2010 年以来营业总收入都在 10 亿美元以上，2018 年总收入为 18.36 亿美元，养老社区租金及相关收入占 67%，为 12.3 亿美元。2018 年净利润达到 10.6 亿美元，同比增长 156.2%，净利润率达 57.7%；同时，ROE 和 ROA 大幅增长，ROE 达到 18.87%，ROA 达到 7.92%。

HCP 在养老投资方面不参与房地产开发和养老物业运营，只充当投资商的角色，可以通过长期持有资产获取稳定的租金收益，利润率高。

图 28：HCP 的 ROE 和 ROA



资料来源：wind，天风证券研究所

2、开发商公司——德尔·韦布公司 (DelWebb)

地产建筑商德尔·韦布公司 (DelWebb) 是美国活跃长者之家 (Active Adult Communities) 的领导者，以开发太阳城闻名。公司在获地后进行养老房地产的开发，打造养老概念住宅，通过住宅的全部销售得以收回投资并产生盈利。《美国养老地产三大模式》中提到，DelWebb 旗下的活跃长者社区超过 55 个，平均规模在 23000 户左右，入住率达 90.95%。由于涉足养老地产项目的开发和出售，以及配套设施的营建，德尔·韦布是典型的重资产公司，作为太阳城模式的代表企业，其多年来都是微利经营。

2001 年，DelWebb 被帕尔迪集团收购，后者按照收入计算是全美最大的住宅建筑商。1993-2001 年，DelWebb 的平均毛利率为 19.2%，平均净利润率约为 3%。截至 2001 年 6 月 (被收购前)，DelWebb 的 ROE 为 18.2%。

DelWebb 开放的养老社区特点有：1) 将目标客户定义为活跃老人，不提供养老运营管理；2) 太阳城的选址一般在居住环境良好的城市郊区或者风景区，打健康养生牌，通过完善的文体康乐设施，宣导活力养老方式。

3、运营商公司——布鲁克代尔老年关怀公司

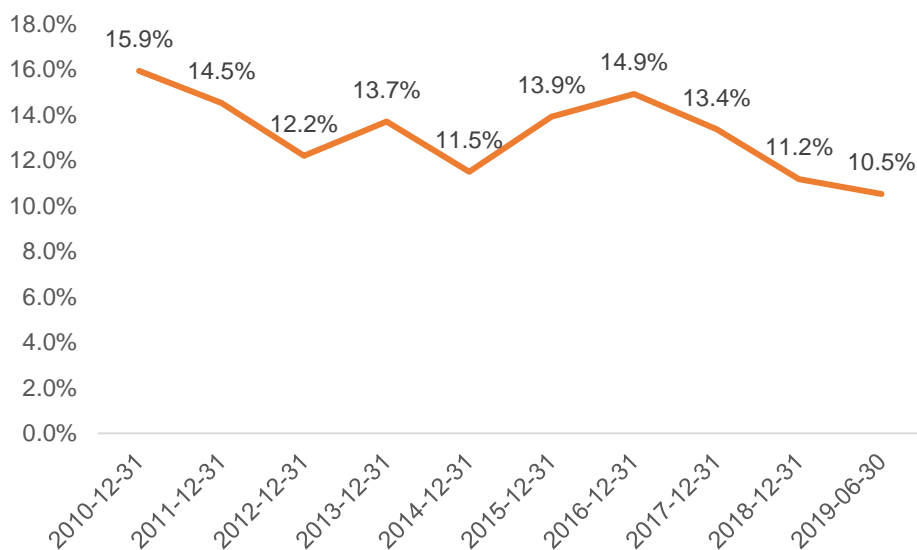
布鲁克代尔老年关怀公司 (BKD) 是全美最大的养老地产运营商，负责老年人退休后护理、医疗、起居等。通过自持或者从投资商手中租赁物业来提供各类型的养老服务，以向入住者收取入门费和月费为主要收入来源。截至 2018 年，布鲁克代尔旗下运营着 892 个社区，并通过多次收购其他运营商来实现快速扩张。

自 2005 年以来，布鲁克代尔因折旧摊销费用较大而长期处于亏损状态。但其营收却稳定

增长，现金流保持稳定，近十年 EBITDA 率稳定在 10%-16%之间，近五年平均 EBITDA 率为 12.8%，2019 年上半年 EBITDA 率为 10.5%。

布鲁克代尔老年关怀公司有成熟的运营团队和经验，保险公司可以借鉴的经验有：1) 通过租赁物业实行轻资产运营，组建养老服务的运营团队，向客户提供附加服务项目，获取运营溢价。2) 自持养老物业，与布鲁克代尔类似的专业、成熟的运营公司合作。

图 29：布鲁克代尔 EBITDA 率



资料来源：wind，天风证券研究所

美国的保险公司大都不直接参与养老社区开发建设，而是将负债端和投资端分开。保险公司一般会与多家养老机构合作，为客户提供多样化的老年护理和住宅选择服务。当客户入住保险公司承认的养老机构时，保险公司可对其护理费用予以报销。资金实力较强的保险公司也会选择买断部分养老机构的居住权，采取酒店式管理，向会员收取管理费用，开发养老保险客户。

2.2. 日本：多功能、小规模嵌入式养老社区

目前日本是世界上老龄化程度最高的国家，2018 年日本 65 周岁及以上的老年人口占总人口的 27.6%，已进入超级老龄化社会。自上世纪 60 年代起经过半个多世纪的探索，日本已经形成了以居家为主的小型嵌入式养老模式。

因为日本的介护保险(政策型保险)对居家养老有细致全面的保障(可报销居家养老费用)，且日本人根深蒂固的家庭观念，所以日本以居家养老为主，依托小规模、全天候、一站式、多功能的嵌入式社区养老院，这样老年人不用离开自己熟悉的社区即可享受细致周到的护理服务。服务形式依据老年人健康程度和需求的不同分为居家上门服务、日托服务和 24 小时的入住照顾服务。服务内容包括生活照料(饮食起居的照顾、打扫卫生、代为购物等)、物质支援(提供食物、安装设施等)、心理支持(治病、护理、传授养生之道等)以及整体关怀(改善生活环境、发动周围资源予以支持等)。这类型的养老社区设立在不同社区内，床位一般在 20-30 张。由于该养老模式有较强的地域性和介护服务的同质性，所以日本的养老产业分散性较强，小机构众多。日本做养老产业的企业多数是养老服务运营商，通常每个护理中心的规模较小，以民房租赁改建为主。这种养老方式得到日本政府的大力提倡。

以福冈九州岛的一个社区养老机构为例。该养老机构设置在一个大的居住区里，场地是租赁而来的，共有不到 20 个房间，每间房住一位老人，房间内设施齐全。主要提供四项服务：一是上门服务，为在家养老的老人提供上门的家政服务、身体体检、帮助洗浴，康复护理等；二是日间照料，为入托的老人提供膳食、娱乐活动、身体机能康复，心理康复、

语言康复,洗澡洗浴等服务;三是短期入住,为老人提供7天至一个多月的入住服务,期间对老人进行看护和护理;四是长期入住,面向失独或年长老人提供机能康复,心理治疗咨询等服务。

2.3. 英国：分工明确的小型嵌入式养老社区

英国处于中度老龄化社会,2018年英国65周岁及以上的老年人口占总人口比例为18.4%。英国的养老模式以政府主导、福利性质的社区养老为主,以盈利为目的的商业性养老机构为辅。与日本多功能的养老社区不同,英国的社区养老按照提供的服务内容不同而有不同的形态。1)英国的上门服务主要由慈善机构或政府雇员提供无偿服务;2)日间照料和短期入住服务一般由民营养老服务机构提供;3)社区老年公寓为有生活自理能力但身边无人照顾的老人提供长期入住服务。公寓有医疗、保卫人员,还配有紧急呼叫装置,这种模式的养老社区在英国很多,大部分由政府出资建成,近年来政府也鼓励企业积极参与社区老年公寓的建设;4)社区老人院为生活不能自理又无家庭照顾的老人提供长期入住服务。根据郭丽君主编的《“医养结合”养老服务体系》一书,这类机构一般有两种类型:一种是不带医疗服务的养老院,主要是为老人提供生活助理服务,目前英国共有这类养老院13,998个,床位数349,952张;还有一种是带医疗服务的护理院,除了基本的生活照护服务之外,还有专业的医疗、康复和护理服务等,目前英国共有这类养老院5504个,床位数218,387张。老龄科学研究中心发布的《英国社会养老服务建设与管理经验与借鉴》中显示,英国的商业性养老机构一般费用较高,从普通型2万英镑/年到豪华型10万英镑/年不等,但设施、条件好于福利性社区养老机构。

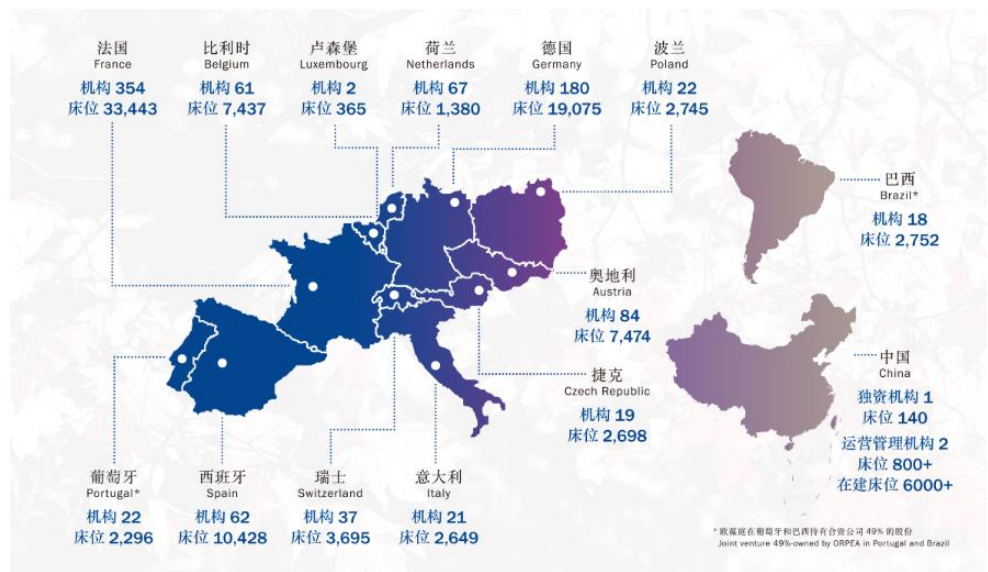
2.4. 法国：综合性的小型社区养老

早在1865年,法国65岁及以上老年人口比例就超过了7%,进入了老龄化社会;2018年左右,法国65岁及以上老年人口比例达到20.03%,进入了“超老龄化社会”。与英日类似,法国养老的模式也属于以小型化的居家和社区养老为主。一般养老社区多为综合性较强的小型养老社区,设有失能老人护理单元、日间老人接待中心和普通养老公寓。

法国欧葆庭集团(ORPEA)是欧洲最大的养老康复集团,成立于1989年,旗下经营950家医护型养老机构,遍布全球14个国家,总计床位数超过9万张。其主营业务分为三大模块:医护型养老机构、康复医院、精神疾患康复中心,主要面向的人群分别是:生活不能自理又无家庭照顾的老人、卒中后需要康复治疗老人、患有精神疾病的老人。欧葆庭在养老产业中扮演的角色一般为运营商,主要通过租赁的方式运营养老机构,其次也自建部分养老公寓,如在南京独资建立的仙林国际颐养中心,其主要收入来源为养老机构的月费和附加服务费。欧葆庭集团2018年营业总收入达34.2亿欧元,同比增长8.97%;ROE达到7.75%,ROA达到2.12%。

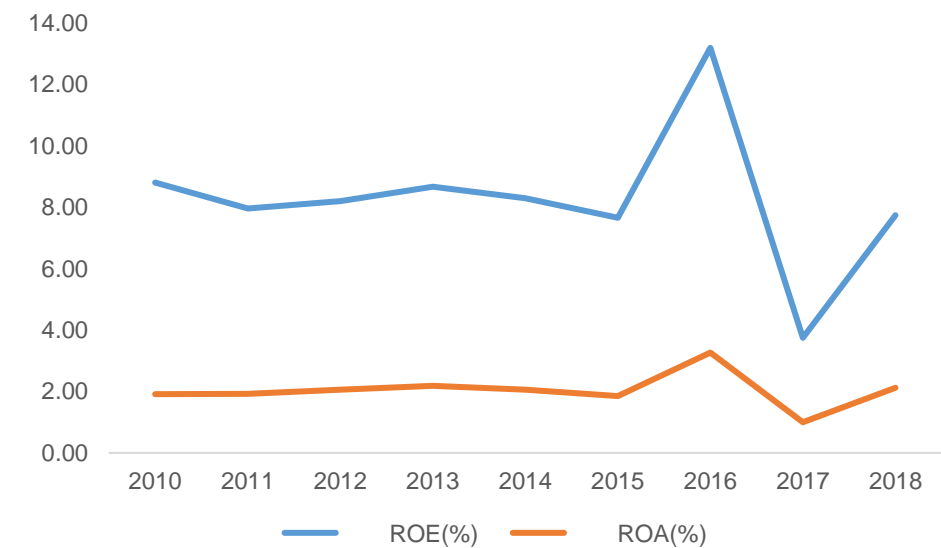
欧葆庭最大的优势在于专业的、全球化的高质量运营团队。欧葆庭集团拥有强大的医疗专家资源,直接指导全球各分支机构的医护团队建立专业的医护服务框架,全面监控医护服务质量,确保任何一家机构内的服务与护理质量标准均统一在最优水平,并且全体员工签署服务标准承诺书才可上岗。整个团队除了管理层在法国接受专业培训外,还和本土医院老年科合作,充分持续地对管理层和护理人员展开培训。

图 30：欧葆庭集团业务范围



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 31：欧葆庭集团的 ROE&ROA

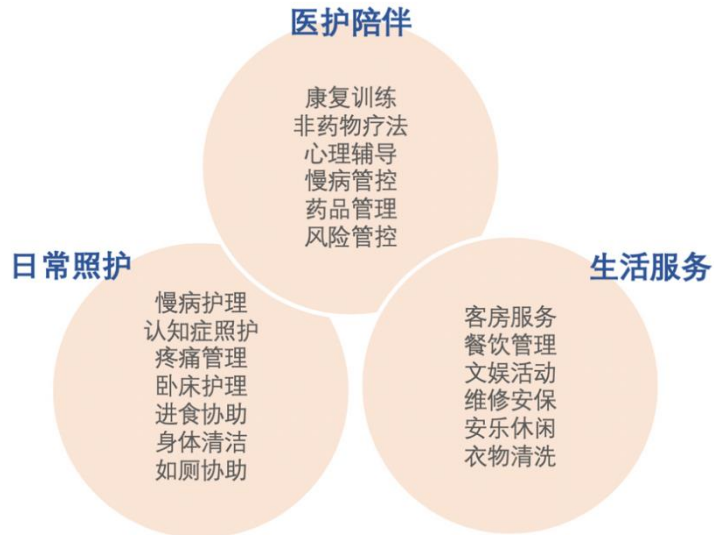


资料来源：wind，天风证券研究所

早在 2013 年，欧葆庭就已入驻中国，在上海建立了中国区总部。2016 年，南京市栖霞区的仙林国际颐养中心，作为欧葆庭在中国的第一个高端养老社区项目。该颐养中心占地总面积 1.7 万平方米，设有 111 个房间，最大容量 140 床机构，内设 6 个居住单元，有专门为阿尔兹海默症老人和为重度失能老人设立的独立单元，是中国目前最高端的医护型养老机构之一。机构面向的对象主要为 80 岁以上高龄、失能或半失能以及患有阿尔茨海默症的老人，帮助其恢复或维持身心健康水平，呵护他们的日常。

老人每月费用一般包含基础入住套餐和日常照护套餐。总计费用在 2-5 万/月，押金为六个月基础入住套餐费用。费用包括：1) 基础入住费用，包含房租、物业和公共设施服务、餐饮，15375~25113 元/月。2) 专业照护费用，包含专属生活计划和专属护理计划。基础照护 6970 元/月，中级照护 9430 元/月，高级照护 14555 元/月，根据老人实际身体状况评定护理等级。

图 32：欧葆庭仙林国际颐养中心服务类型



资料来源：公司官网，天风证券研究所

3. 保险+养老社区内在逻辑

保险资金投资养老地产具备先天优势，通过投资养老产业，协同和联动负债端与投资端。养老社区投资与保险资金负债久期长的特性匹配，虽然盈利周期较长，但更重要的是对于保险产品销售的带动作用 and 医疗健康资源产业链整合作用。

3.1. 负债端：前端促销售，后端服务替代现金补偿

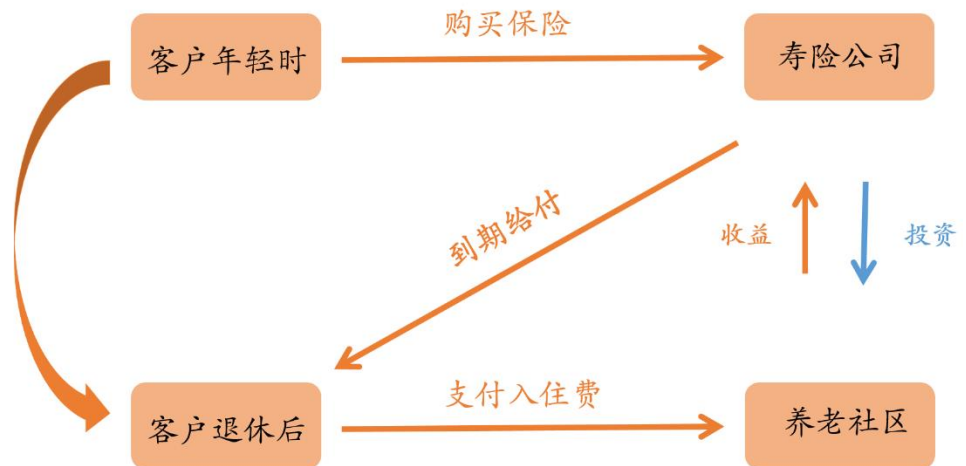
1、保险业和养老健康产业天然高度契合，险资投资养老地产能打通健康养老上下游服务产业链

保险业和养老健康产业天然高度契合，均是为人的生命、健康、安全提供保障，保险产品作为支付端，养老健康产业作为服务端与保险对接，即“保险+养老社区”可以实现由养老服务替代现金补偿。险资投资养老地产能有效延长产业链，建立健康和养老产业各个环节与保险保障之间连接和增效机制，实现全生命周期覆盖。养老社区向上衔接养老险、长护险、医疗险等保险产品，同时带动下游的老年医疗、护理服务、慢病管理、智能养老等健康产业，保险公司可整合相关产业增加盈利渠道。

2、以增值权益，促进保单销售

通过养老社区，可以促进保险单销售。目前投资养老地产的各家保险公司均推出了“消费者购买指定种类及金额的保险产品即可取得养老社区入住资格”的挂钩模式，来促进保单销售，主要有以下营销方式：1）体验式营销：带客户参观体验养老社区，描绘未来养老生活，吸引客户入住以销售保单；2）饥饿营销：客户只有购买保单超过一定保费后才可获得限量的养老机构入住资格，宣传中高端养老社区入住权未来的稀缺性来吸引高净值客户。但现阶段保险产品与养老社区的对接尚处于浅层次，大部分养老社区的入住费用并未与保险给付挂钩，还未真正做到用养老服务替代保险现金给付，如何深化保险产品与养老社区之间更深层次的对接仍有待探索。

图 33：未来“以养老服务替代保险现金给付”的模式



资料来源：天风证券研究所

3、未来养老健康数据的积累，有助于产品精细化定价

随着保险与医养的不断融合，其对保险产品设计正产生日益长远的影响。原先保险产品的费率与条款设定，主要参考某些疾病患病几率与医疗平均费用等因素，但随着医养战略的落地，保险公司开始研究如何用最小费用（包括康复、慢病干预健康管理、急病专业救治等投入）获得投保人最大限度的健康，逐步降低理赔支出。同时，保险公司通过投资养老产业和介入养老社区、健康管理服务、医疗服务等，可获得大量的客户健康数据，进一步优化保险产品费率与条款，持续提高业务竞争力。

3.2. 资产端：险资投资的稳定性要求与养老产业所需的长周期相匹配

1、保险资金长久期与养老产业长周期投资相匹配

养老社区重资产的投资模式投资规模大、回报期长，保险公司的优势在于资金体量大，能够满足养老社区开发的初期较大的拿地、开发支出。且保险资金负债久期长，与养老机构的回报期相匹配。长期来看，养老机构在经营得当、运营良好的情况下，保险公司能获得长期稳定的投资收益。

2、养老地产投资长期获取稳定收益，有助于险资穿越经济下行周期

美国养老房产运作较为成熟，十年年年均年化投资收益率为 6%-7%。持有养老房产的投资回报率计算可以通过以下公式： $\text{持有型养老物业资产回报率} = \text{资金池规模} / \text{资产造价} \times \text{理财收益率} + \text{运营服务溢价}$ 。资产池规模却决于会员所缴纳的一次性的入门费+会员费，与入住率挂钩，一般预计 90%以上的入住率所带来的资金池规模基本可以覆盖资产造价，这部分沉淀资金可用来投资，理财收益率约 2%-3%。未来随着通货膨胀和核心城市大量人口涌入，押金+入门费的价格很可能提升，资金池规模/资产造价可能达 1.2-1.5 倍。理想情况下，运营服务溢价部分约 3%-5%。因此从长期视角来看，未来养老物业资产回报率保守估计约在 5.5-6.8%。但目前保险公司所运营的养老社区运营体系还不成熟，在中期运营服务溢价较难获取。据泰康陈东升董事长表示，10 年来看养老社区的收益率可能只有 2%到 4%，摊到 30 年，收益率可能达到 8%到 9%，这是泰康预期的收益率。养老社区的投资回收期一般较长，随着社区养老需求释放及居民支付能力的提高，入住率保证在 90%以上+人均收费提高+运营效率提升，养老地产投资收益率有望向美国收益情况靠近。

3.3. 保险公司的相对优势

养老社区为蓝海，各家纷纷跑马圈地，我们判断，未来保险、地产开发商、养老服务运营商均可能成为养老社区行业的龙头。国内养老运营商暂无较好品牌；地产要求资金周转高，因此地产开发的养老地产主要为可出售物业，后期运营质量不能保证，但地产公司有开发成本优势。保险公司投资养老社区的核心优势是依托保单盈利，从而支持对养老社区的高品质投入，若无保单绑定销售，仅依靠养老社区租金未来较难收回初期投资，在盈利压力下很难保证运营品质。另外，保险资金投资地产必须自持，未来的投资收益率与后期运营服务质量（决定了入住率）挂钩，因此有更强的动力保持高品质的运营服务质量。

3.4. 养老社区的盈利性

国内资产成本高、家庭欠富裕、老龄化程度不够高、社会还未形成较高的养老社区认同水平是目前养老社区项目盈利难的主要原因。目前险企投资养老社区投资的中期目标是实现运营盈利（EBITDA 盈利）。会计上对土地的折旧低估了重资产养老社区的收益情况，实际中土地每年在持续升值，因此考核 EBITDA 对该类项目更合适。长期来看，随着享受第一轮改革开放红利的购买力较高人群逐步步入养老年龄及居民支付能力的提高，预计项目未来可以实现净盈利。

投资养老社区总体亏损，而中期运营层面可实现盈利，即 EBITDA（税息折旧及摊销前利润）盈利。养老社区的项目成本由拿地成本、开发成本加上后期运营成本构成，在重资产模式发展下初期拿地和开发成本很大，后期运营成本中护理人员工资、物业管理费用占主要部分，仅仅依靠社区租金和服务费、一次性押金的投资收入很难收回期初投资。而中期可以实现运营层面的盈利。据第一财经报道，一位太保养老产业相关负责人表示，一个养老社区项目平均 100 到 120 亩，从开工到运营，周期一般是 760 天到 770 天左右，保险公司一般是做高品质的养老社区，平摊下来每套成本（一室一厅）是 80-100 万左右，根据国际经验，一个养老社区入住率如果能达到 65%-70%，就可达到营运的盈亏平衡，“即收入与支出达到不需要提供流动性支持的状态。”目前，泰康燕园（2015 年开始营业）的独立生活区入住率达到 99.7%，申园（2016 年开始营业）的入住率超 90%，两园均已实现 EBITDA 盈利。

整体层面来看，养老+保险的模式是盈利的。保险公司希望通过养老社区促进保单销售，保单对应的利差收入非常可观，叠加养老社区的运营盈利，整体可以弥补养老社区的投资支出。且依托保单销售盈利，可以保证对养老社区的高质量投入。

4. 保险公司的养老社区布局

4.1. 保险公司布局养老社区整体情况

国内保险公司具有资金规模大、负债久期长、品牌信誉高、产业整合能力强等特点，在养老产业优势突出，成为中高端养老市场的生力军。银保监会数据显示，截至 2019 年 9 月末，保险机构共投资 41 个养老社区项目，建筑面积 1452 万平方米，计划投资金额 847.5 亿元，设计床位数 5.67 万个。

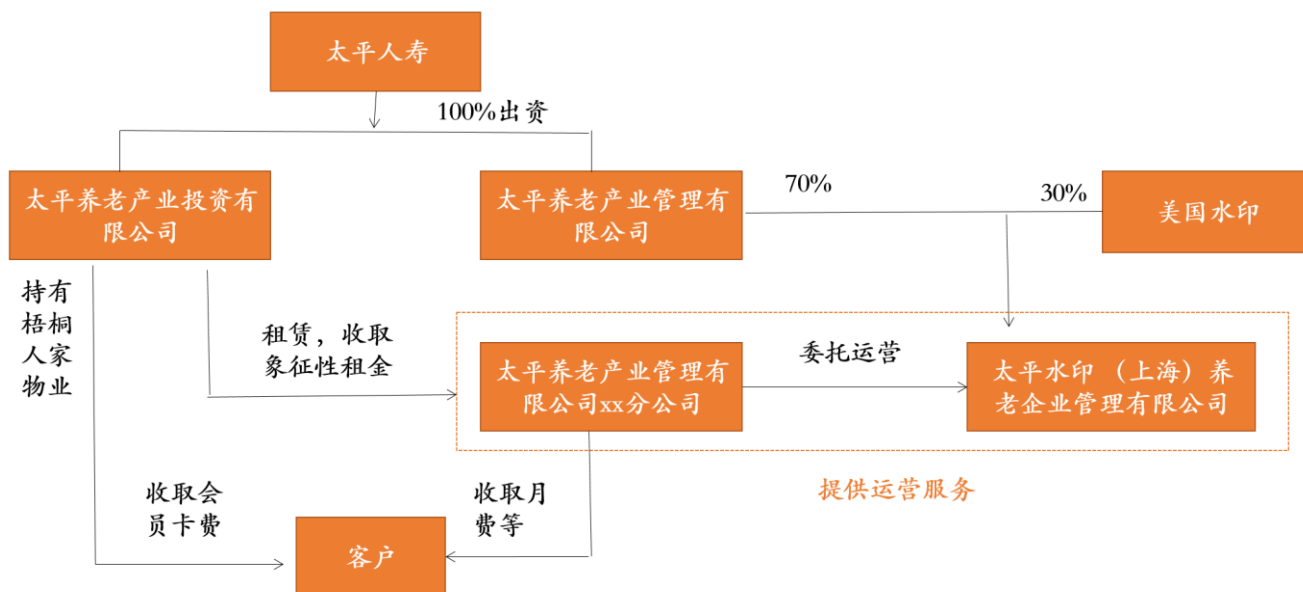
泰康、太平、太保、国寿、合众等公司均在积极布局养老社区，其在养老社区的定位、投资模式、运营方式、入住方式等方面各有异同。

保险公司投资养老社区有三种模式：1）重资产投入模式，依托集团的资产优势投入资金自建养老社区项目，这种模式取决于公司的资产规模，保险公司的角色往往是“投资商、开发商、运营商”合为一体。典型模式是泰康、太保、国寿。2）轻重资产相结合的模式，部分养老社区自建，同时与第三方签约合作或者以股权投资养老机构，典型代表为太平、合众。3）第三种是纯轻资产模式，即全部与第三方合作的模式，通过第三方现成的养老床位数来实现资源互换，典型代表为光大永明汇晨养老社区。

不同与美国的模式，中国保险公司布局养老社区，一般是集“投资、开发建设、运营”三

个角色为一体。养老社区的运营主要分为自建或者引入国外经验两种。如泰康是自建运营团队，太保、太平分别与法国、美国知名的养老社区运营公司合作，引入国外的运营经验并进行本土化。

图 34：太平与美国运营商合作模式



资料来源：公司官网，天风证券研究所

养老社区的定位方面，除了光大永明、合众人寿的养老社区定位中端外，其他养老社区均定位高端客群，包括医养结合的大型 CCRC 社区、适合健康老人的度假型养老社区、适合失能半失能老人的城市型小型康养社区。传统的中端养老社区以照护为主，高端养老社区除了满足老人基本的陪伴、照料的需求，更强调长者精神需求的满足和退休生活方式的重塑，包括学习、社交、娱乐的需求，以及自身价值实现的需求。因此高端养老社区一般设有专门的公共生活区域，如台球室、书画室、健身房、游泳馆、舞蹈馆、棋牌室等，组织老年大学、兴趣俱乐部等活动，做到老有所养、老有所乐。另外，部分高端养老社区还配备专业的医疗机构，提供高质量医疗的服务。

入住方式方面，投资养老地产的各家保险公司均推出了“消费者购买指定种类及金额的保险产品即可取得养老社区入住资格”的挂钩模式，挂钩产品的总保费 200-300 万不等，部分公司会在业务推动期间降低保费要求。另外，还可以缴纳押金或会籍费直接入住。如泰康需支付入门费（20 万）并购买乐泰财富卡（约 100-300 万），入住前一次缴足，即可永久锁定“免房屋基本居住费用”的优惠，乐泰财富卡为记名且不可转让，其退还与入住社区的相关资格绑定，即当退卡时将同失去社区的入住资格。而太平采用“会籍制”，一次性缴纳会籍费（约 100-400 万）即可入住，每月亦免交房屋使用费，但最大区别在于，太平的会籍可在使用期限内（50 年）转让、继承，也可指定非亲属入住，具有“投资”属性。

图 35：保险公司养老社区布局情况

养老社区	泰康之家	恒大养生谷	太平乐享家	太保家园	国寿嘉园	合众优年养老社区	光大永明汇晨养老社区	新华家园	
定位	以郊区大型高端 CCRC 社区为主	高端“医养社区”	高端度假型+CCRC 社区	高端城郊型+度假型+城市型医养社区	以高端度假型养老社区为主	中端“医养社区”	中端城市型养老社区	高端城郊型+度假型+城市型医养社区	
投资模式	自建	自建	自建+第三方合作	自建、引入法国欧葆庭养老照护体系	自建	自建+第三方合作	第三方合作	自建	
布局城市	已开业	北京、上海、广州、成都、武汉、苏州	德州、三亚、昆明、西安、郑州、南京、镇江	自建：上海梧桐人家 第三方：上海、大连、昆明、宁波、北京	/	苏州	自建：武汉、南宁、沈阳 第三方：三亚、吉林、成都、青岛等 13 个城市	北京、苏州、上海、山东	北京、海南
	未开业	苏州、三亚、杭州、南昌、厦门、沈阳、长沙等 13 个城市	南京、重庆、呼和浩特、梧州、沈抚新区	南京、无锡、苏州、杭州等 15 个城市	成都、大理、杭州、上海、厦门、南京	天津、北京、三亚	北京、山东、河南	海南、广西、青岛、大连	/
入住资格	非保险客户	20 万入门费+购买乐泰财富卡 (100-300 万)	会籍制 (6 万)	会籍制 (100-400 万)	/	押金 10 万元+购买嘉园卡 (90/150/180 万)	押金 1 万	押金 5 万	押金 5 万
	保险客户	保单总保费 ≥ 200 万	保单总保费 ≥ 150 万	保单总保费 ≥ 200 万	保单总保费 ≥ 200 万	新客户保单总保费 ≥ 300 万元，老客户保单总保费 ≥ 200 万元	购买“合众优年生活实物养老保障计划”	保单总保费 ≥ 100 万 (保证入住); 保单总保费 ≥ 30 万 (优先入住)	/
对接产品	主要为年金险，个险银保、经代渠道产品不同，但差异不大								无对接产品

资料来源：根据各公司官网、中证网、新浪网等相关新闻信息整理，天风证券研究所

各家养老公司布局主要有以下特点；

- 1) 泰康布局养老产业较早、战略坚定、投资额大，依托泰康集团巨大的资产及资金优势，全部采用重资产模式自建，发展迅速，着力于发展大型 CCRC 养老社区，强调“医养结合”战略，一家养老社区配备一家医院。
- 2) 恒大健康依托股东恒大地产的优势，采用重资产自建的模式布局恒大养生谷。养生谷不局限于老人入住，而是围绕孕前、婴儿、幼儿、儿童、少年、青年、中年、慧年、期颐等 9 大生命阶段提供全生命周期、全方位的健康服务。
- 3) 太平人寿采用“轻重并举”的方式扩展全国养老社区“太平乐享家”品牌的布局，目前有自建的梧桐人家，合作运营的上海快乐家园等 5 个园区，着力于发展多元化的养老社区，以旅居型、高端医养型产品为主，满足客户不同层次的需求。
- 4) 太保在养老社区布局较晚，尚未有开业社区，后期运营引入法国欧葆庭养老照护体系，直接对接国际标准，并植入科技来管理老人健康、提升运行效率。太保将社区划分为三大业态：度假型、城郊型和城市型医养社区，对应于 55-100 岁不同年龄段、不同身体状态的长者需求。
- 5) 国寿在养老产业上的布局也以自建为主，落地项目有苏州、天津、北京和三亚项目，“三点一线，四季常青”首期战略投资布局初步完成，其中苏州的国寿嘉园已经开业。国寿嘉园各地主题定位各异，苏州为复合型养老（规模最大），天津为医养结合型（康复特色），三亚为旅居休养型（度假特色），北京为健康管理型（养生养老）。国寿于 2019 年 7 月成立国寿健康产业投资业务板块，将全力打造养老养生“投资、建造、运营”全产业链业务。
- 6) 合众优年养老社区建设以“轻重并行”的模式发展，主要在二线省会城市进行布局，在全国拥有 19 个旅居养老基地，其中合作基地 17 个。自建社区中有武汉、南宁、上海、南京和沈阳五大社区。社区定位以中端为主，配套有独立社区、专属医院、休闲会所等，收费标准相对较低。
- 7) 光大永明汇晨养老社区以纯轻资产的方式运营，光大永明依托光大汇晨养老服务社区的房源，直接对接到公司的寿险产品。汇晨拥有成熟、先进的社区运营经验，可以提供机构养老、社区养老和旅居养老等多样化服务，在北京、上海、苏州等地已建立 13 个社区。在轻资本模式的运行下，社区服务收费价格亲民，对接保单的保费标准较低。

8) 新华保险在养老社区的布局有北京和海南两地，对养老产业的投资采取观望态度，无进一步的战略布局。目前新华养老产业项目定位为高端城郊型、度假型和医养型社区，包括①北京莲花池持续照料型尊享公寓（护理型）、②北京延庆自理活跃型养老社区（自理型）、③海南博鳌养生养老休闲度假社区（旅居型），这三个园区分别定位于不同年龄段、身体状态的老人需求，形成全方位、全年龄覆盖体系。新华养老社区暂无对接保险产品，入住资格通过缴纳押金获得。

4.2. 三大特色养老社区介绍

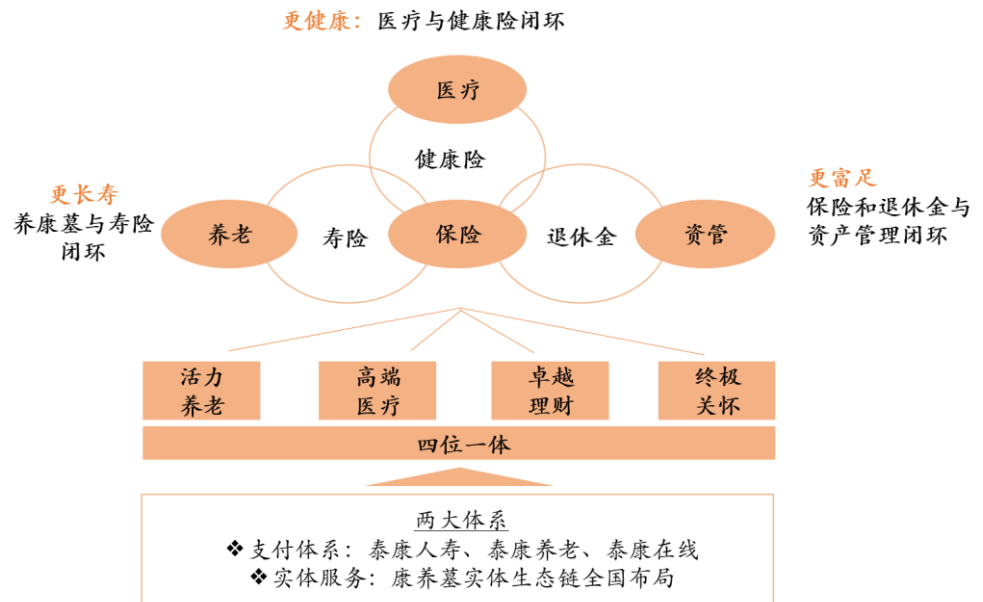
4.2.1. 泰康之家

1、泰康“保险+资管+医养”的战略布局

泰康在 2016 年集团化后，提出构建大健康产业生态体系的战略，围绕人寿保险、健康保险、企业年金、资产管理和养老社区五大核心业务板块，将虚拟保险产品与医疗服务、养老社区等实体业务整合，创造新的商业价值。具体战略包括：做大支付、布局服务、科技驱动、建设生态，打造健康、长寿、富足三个闭环，依托“活力养老、高端医疗、卓越理财、终极关怀”四位一体的商业模式，持续打造 O2O 大健康生态系统。

近 10 年来泰康集团积极布局全国医养产业体系，深化保险、资管、医疗养老三大产业深度融合。泰康目前已实现泰康之家养老社区 19 城联动，6 家已开始运营。医疗方面，泰康鼓楼仙林医院、泰康同济（武汉）医院和泰康西南医养中心亦相继落地，并拥有 4 家专业化康复医院，控股全国最大的齿科连锁集团拜博口腔，参股百汇中国等。2018 年 6 月投资 30 亿元成立泰康健康产业投资控股有限公司，专业从事健康产业投资和管理，推动医养融合、落地“保险+医养”的生态闭环。同时，泰康获批发起设立泰康健康产业基金，首期拟募资 100 亿元人民币，为泰康在大健康体系内实现产业链的资源整合。

图 36：大健康产业生态体系



资料来源：根据新华网相关新闻整理，天风证券研究所

泰康养老社区承接泰康保险集团“四位一体”大健康生态体系战略，深耕老年生命链产业，协同保险业务，为人们提供高品质的养老、康复与医疗健康服务。2009 年 11 月，泰康获批进行养老社区投资试点；2011 年 8 月，集团以“招拍挂”的市场化方式获得北京燕园社区用地；2013 年底泰康完成北、上、广、三亚养一线城市的养老社区布局；2015 年、2016 年，

泰康燕园、申园相继开业；其后其他地区的养老社区项目也陆续落地。

2、泰康养老社区布局及未来规划

作为中国医养产业的创新者，泰康养老社区已成为中国最大的全功能、大规模、高品质候鸟连锁养老社区。依托泰康集团的资金和客户优势，泰康之家养老社区项目从拿地、开发、建设全部都是以重资产模式发展，目前已布局全国 19 个城市，其中北京燕园、上海申园、广州粤园、成都蜀园、苏州吴园和武汉楚园 6 大社区已开业，实现全国东西南北中运营，入住居民 3000 余人。目前养老单元约 1.1 万户，总建筑面积约 220 万平方米，配套老年病及康复医院床位超过 600 床，总投资额超过 200 亿元。

北京、上海由于城市老龄化人口较多并且居民收入水平高，对养老社区的需求均领先于全国其他城市，未来泰康将在北京、上海继续重点进行网络化布局。此外，富裕的长三角、珠三角地区城市也将是泰康养老社区未来扩张的主力投资区域。

表 4：泰康养老社区布局

泰康之家	进度	投资规模(亿元)	户数(户)
北京-燕园	2015 年 6 月开业	54	3000
上海-申园	2016 年 7 月开业	42	2200
广州-粤园	2017 年 1 月开业	20	1300
成都-蜀园	2018 年 3 月开业	40	1900
苏州-吴园	2019 年 11 月开业	/	1400
武汉-楚园	2019 年 12 月开业	40	1700
杭州-大清谷	在建，预计 2020 年开业	18	400
南昌-赣园	在建，预计 2021 年开业	20	2000
厦门-鹭园	在建，预计 2021 年开业	/	1000
长沙-湘园	在建，预计 2021 年开业	25	2100
三亚海棠湾度假村	在建，预计 2021 年开业	/	400
沈阳-沈园	在建，预计 2021 年开业	/	1900
郑州-豫园	落地	30	3000
重庆-渝园	落地	20	1000
深圳-鹏园	落地	20	1000
南京-苏园	落地	/	700
宁波-甬园	落地	/	/
合肥-徽园	落地	/	/
南宁-桂园	落地	/	/

资料来源：泰康之家官网，天风证券研究所

3、泰康养老社区优势及特点

1) **大规模、持续护理的医养活力连锁社区。**泰康之家引入国际领先的 CCRC 养老模式，打造老人长期居住的大型综合高端医养社区。社区内规划了独立生活、协助生活、记忆照护、专业护理四个基本业态，配备了专业康复医院和养老照护专业设备，为居民提供生活照料、医护康复、文娱社交、旅居养老等服务，实现一站式退休生活解决方案。中国的老龄化非常迅速，养老需求升级为对丰富的文化社交生活的精神需求，及对高质量医疗的需求。而泰康之家以“医养融合”、“文化养老”为核心特色，直击中高端人群的养老痛点。

文化养老：营造全新的社交圈，实现老年人自身价值追求。泰康之家提供全功能设施，全面响应居民对营养美食、医疗保健、活动健身、社会交往、文化娱乐、财务安全及精神追求七大退休需求。社区内配备健身房、游泳馆、卡拉 OK、棋牌室、舞蹈房等文娱活动区域，设有各类文化、体育、休闲俱乐部以及老年大学等文化社交活动，还会组织摄影展、

音乐会、文艺汇演等活动，使得老年人退休生活丰富、健康。

医养融合：配备自建的医院和完整的医护体系，提供一站式持续照护服务。与其他养老社区不同的是，泰康之家医疗资源较其他养老社区更加丰富和专业，真正做到了医养结合。泰康在养老社区已经建起以老年医学为中枢，整合急症转诊、长期护理、预防保健及康复治疗医养康护体系，社区内配建具备二级资质的老年康复医院，收费标准和其他二甲医院相同，医院内设有药房（常用药物均可在康复医院领取）、看病科室、康复大厅（做康复治疗、言语治疗等）、体检中心以及协助护理、专业护理和记忆照护区。泰康的专业护理业态将老年居民细分 5 个等级，设置 3 个区域：协助生活区照料的是 1、2 级老人，即大部分可以自理，但行动不太方便；专业护理区照料 3、4 级老人，即长期卧床老人；记忆照护区护理 5 级老人，即部分患有阿兹海默症的居民，可以自理但记忆力很差。

医护体系方面，泰康首创“1+N”照护模式，即 1 名主要负责人主导，N 名护理成员辅助。根据对老年居民的身体评估结果，确定“1”和“N”的身份。居民生活在独立生活区，则“1”的身份为管家；在协助护理区，“1”身份为护士；在专业护理区，“1”的身份为医生。N 为营养师、社工、康复师、康复团队、心理咨询师等。这种模式可以保障居民得到全面专业的照护服务。

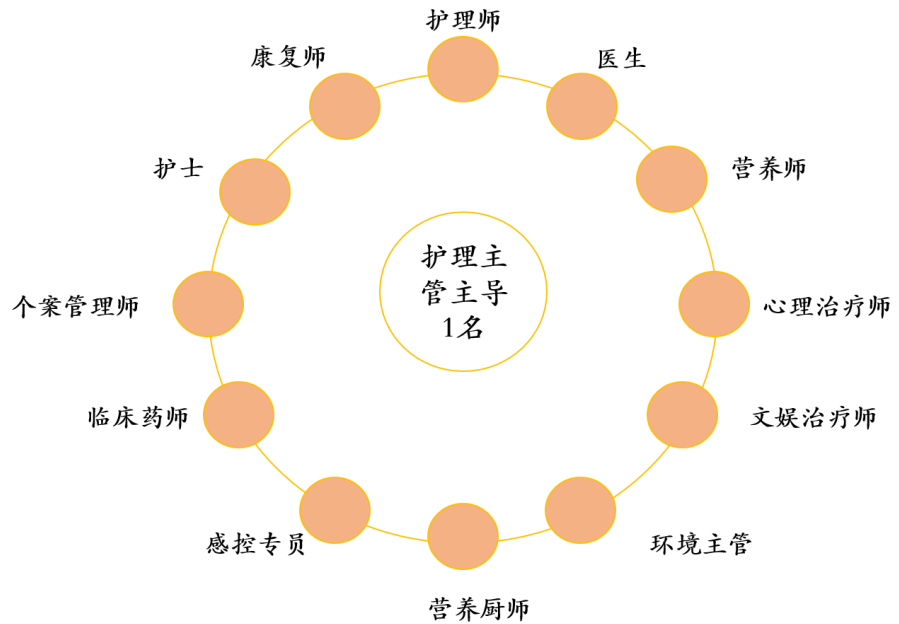
泰康仙林鼓楼医院依托强大的专家团队，借助高科技手段，可以为养老社区的居民提供远程医疗服务。另外，泰康还引入了国外顶级医疗资源。泰康健投、泰康仙林鼓楼医院、美国西奈山医院共同签署长期合作协议。未来，双方医院将在医疗技术、医院运营管理、人才培养等方面进行长期深度合作。这些医养体系内的优质医疗资源对养老社区的支撑是泰康的又一大优势。

图 37：泰康的持续照料体系

	居民特点	服务内容		
独立生活	<ol style="list-style-type: none"> 1. 能够自理，可以独立生活或仅需要很少帮助 2. 入住老人健康较好 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 定期家政服务 2. 社交活动 3. 交通服务 4. 健身设施 5. 应急呼叫系统 	生活照料	
协助生活	<ol style="list-style-type: none"> 1. 虽然不能完全自理，但是通过有限的帮助可以独立生活 2. 病情稳定不要求24小时护理但需要生活帮助 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 定期家政服务 2. 社交活动 3. 交通服务 4. 应急呼叫系统 5. 辅助服务，如洗浴、如厕和穿衣 6. 药物管理 		
专业护理	<ol style="list-style-type: none"> 1. 身体非常虚弱，丧失或基本丧失自理能力，需要24小时护理 2. 脑损伤或靠呼吸机维持生命 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 清洁、布置房间 2. 受过训练的医护人员提供的护理服务 3. 家政服务、衣物及床品清洗 4. 医疗计划餐和点心 5. 专业指导的健身活动 6. 药物管理 7. 身体、呼吸及言语治疗 8. 医生服务（付费） 9. 个人护理用品 		医疗照料
记忆照护	<ol style="list-style-type: none"> 1. 阿尔兹海默病老人，主要变现为认知功能下降、将神症状和行为障碍、日常生活能力的逐渐下降 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 生活照料（包括上述所有服务项目） 2. 行为管理 3. 情绪安抚 		

资料来源：根据泰康之家官网相关信息整理，天风证券研究所

图 38：泰康“1+N”照护模式



资料来源：根据泰康之家官网相关信息整理，天风证券研究所

2) 泰康养老社区布局开始较早，已初步形成规模，后续可快速复制。泰康养老产业的布局先于国内险企、战略坚定、投资额大，先发优势显著。具体包括：①泰康于 2011 年拿了第一块养老社区建设用地，提前近 10 年拿地、运作布局医疗板块，资金成本和时间成本有优势。另外，也积累了比较成熟的养老社区的建设标准，有助于缩短后续的养老社区的建设周期。②养老社区的运营能力、医养康复及慢病管理专业能力等需要长时间的积累，泰康之家燕园自 2015 年开始运营，其后申园、粤园等相继开业，初步形成了标准化的运营体系，后续可在其他养老社区中快速可复制化。③泰康也正从三个层次来推进照料及养老医护人才培养，一是整合企业医疗资源，将自建护理学院，定制化培养高级人才；二是与大中院校深度合作，共同创办教学基地，定向开办“泰康班”；三是积极拓展成人职业教育，为有转职需求的成人提供培训。

4、泰康养老社区入住方式及收费标准

非保险客户入住泰康之家养老社区，需要缴纳入门费、乐泰财富卡和月费。入门费与乐泰财富卡都是一笔一次性缴纳且可退还的押金。缴纳入门费（20 万）方可获得泰康之家养老社区的入住资格；缴纳乐泰财富卡的费用（100-300 万不等），获得乐泰财富卡会籍，锁定“免房屋基本居住费用”的优惠；月费包含居家费用和餐费，须按月缴纳。

“幸福有约”是泰康“保险+养老”的产品计划。“幸福有约”由“年金险+社区保证入住函”共同组成，保单总保费合计超过 200 万，即投保人可享受养老社区的“保证入住权”，且保费越高，享有权利和服务越多。购买“幸福有约”的保险客户可以免交入门费，且可选择是否购买乐泰财富卡，如不购买乐泰卡客户，月费中需额外缴纳房屋使用费。

4.2.2. 太保家园

2014 年中国太保经原保监会批准，设立了养老产业投资管理平台——太平洋保险养老产业投资管理有限责任公司，开始涉入养老产业。在转型“2.0”规划中，太保在养老投资端开始发力，养老产业布局动作频频，在 2018 年 6 月增资旗下的太保养老产业投资公司 27.81 亿；7 月太保养投宣布拟以 40 亿投资建设成都温江养老社区项目；10 月正式发布养老产业规划；11 月召开太平洋保险养老社区综合解决方案发布会，正式推出养老社区及对接保险产品，同时与欧洲高端养老公司欧葆庭成立太平洋欧葆庭养老企业运营管理有限公司，引入西方一流的养老医护体系。2019 年，太保家园·大理颐老院国际乐养社区项目、成都国际颐养社区和杭州国际颐养社区项目正式开工建设，上海、厦门、南京等地的拟投资养

老社区项目也取得重大进展。

1. 太保养老社区的布局和未来规划

中国太保养老社区依据“聚焦集团保险主业高地城市、聚焦长三角等经济区域中心城市群、聚焦人口老龄化重度城市”的原则进行布局，按照“南北呼应、东西并进、全国连锁”的思路，加快推进 6 个城郊型和度假型高端养老社区项目落地。计划投资 100 亿完成养老产业初始阶段的布局，其中 70 亿建设城郊大型 CCRC 养老社区，30 亿建设城市中小型康养项目。

太保养老产业对养老市场做了细分，打造覆盖从 55-100 岁的全年龄段养老社区产品，包括乐养、颐养、康养三大产品线。乐养产品线是面向 55-69 岁的低龄老人，以旅居候鸟式养老业态为主；颐养产品线是面向 70-79 岁的中龄老人的城郊型产品，以健康活力养老业态为主，颐养社区为 CCRC（持续照护）模式，提供独立生活、协助生活、专业护理（含记忆照料）三种不同类型的服务；康养产品线是面向 80 岁以上的高龄老人的城市型养护产品，以康复护理业态为主。

目前规划的 6 个高端养老社区项目，成都、杭州、上海、厦门四地规划为城郊型国际颐养社区，大理为度假型乐养社区。其中，成都颐养社区、大理颐老院项目、杭州国际颐养社区 3 个项目已启动施工建设，厦门、南京项目已进入决策流程。公司规划至 2021 年，太保预计在北京、青岛、厦门、南京、武汉、广州、深圳、珠海完成布局；至 2025 年，预计完成规划中 6 个城郊型和度假型社区，以及若干个城市型养老社区，将运营 8000-10000 套高端养老公寓，运营床位数达到 1-1.2 万。

图 39：未来 3-5 年高端养老社区城市布局

未来3-5年高端养老社区布局城市		
城市分类	大城市群内的一线城市	适合旅居的城市
东部	上海、杭州、南京	—
西部	成都	大理
南部	广州、珠海等湾区内城市	三亚、厦门
北部	—	青岛
中部	武汉	—

资料来源：太平洋保险养老社区综合解决方案发布会材料，转载于慧保天下，天风证券研究所

表 5：太保家园进展情况

太保家园	进度	投资规模（亿元）	户数（一期）
成都国际颐养社区 （医养型）	在建，一期预计 2021 年开业	40	787
杭州国际颐养社区 （医养型）	在建，一期预计 2022 年开业	30	820
大理国际乐养社区 （度假型）	在建，一期预计 2021 年开业	2.4	119
上海、厦门、南京	规划阶段	/	/

资料来源：公司官网，天风证券研究所

2、太保养老社区的优势及特点

相对其他险企，太保在养老产业上的布局较晚，充分吸收泰康、太平等公司在养老产业经营上的经验，学习同业中成功项目在拿地建设、投资开发、后期运营的模式，战略清晰、打法明确。太保养老社区的特点体现如下：

1) **产品线定位明确，覆盖不同养老客群的需求。**产品线定位明确，覆盖不同养老客群的需求。太保细分养老市场，打造三大产品线：高领康养、中龄颐养、低龄乐养，全方位覆盖养老客群的需求。其打造的每一个养老项目都有结合当地市场和客群情况分析得出的明确定位，如成都、杭州为颐养社区，大理为乐养社区。

2) **与欧洲养老医护专家欧葆庭公司成立合资运营公司，共同建设养老运营平台，可以高效的建立成熟的运营体系。**未来将由运营公司介入提供养老社区的运营管理服务，直接对接欧洲最成熟的养老运营机构服务水准。合资公司将充分利用中国太保在养老产业领域本土投资的优势，同时更注重发挥欧葆庭在长者健康及个人护理领域的丰富专业经验和成熟的技术特长，特别是吸收借鉴欧洲进入老龄化社会以来对高龄、失能失智老人特有的人文关怀传统，以及一整套养老社区服务与管理的制度、流程、体系。同时与杭州医学院等多家专业院校鉴定战略合作协议，开展订单式人才培养，做好高素质服务人才储备。

3) **积极探索养老+科技模式，科技植入养老社区。**太保协同科技公司开发了一系列健康管理信息系统如病情迁移模型系统、磁感应手指活动监测仪、脑功能定量成像仪、步态分析系统等随时监测老人身体状况。通过应用新型科技改善客户体验，同时提升养老园区的运营效率。

4.2.3. 太平乐享家

2015年中国太平经原保监会批准，设立了国内第二家养老产业投资管理平台——太平养老产业管理公司，开始正式涉入养老产业。早在太平养老产业管理公司成立前，中国太平就已着手布局投资和运作养老地产项目，其首个“太平小镇”旗舰项目——上海周浦梧桐人家于2012年落沪，2014年开工，占地约284亩，于2019年11月投入运营。2015年，太平突破单一拿地建设模式，与第三方平台合作吸纳优质养老社区资源，重轻资产并举，目前太平人寿养老服务品牌“太平乐享家”旗下第三方养老社区有5家。

1、太平养老社区布局和未来规划

目前太平主要采用“轻重并举”的方式推进养老社区的落地：1) **重资产模式：“梧桐人家”** CCRC 国际健康颐养社区，目前为全国最大的单体项目，投资额约为39.2亿，社区占地284亩，已于2019年11月正式运营。“梧桐人家”拥有1500余套健康活力老年公寓和近1000张康复护理床位，可为约3500位老年人提供长期持续的高品质医疗健康养老服务。2) **轻资产运营：**太平主要甄选市场上已建成运营的、符合标准的优质第三方养老机构，通过与第三方合作运营，以轻量资本扩大养老社区覆盖面。2017年来，太平陆续与上海“新东苑·快乐家园”、“七彩云南·古滇名城”、宁波“星健兰亭”、北京“当代时光里”、大连“芳颐景荟”签署合作协议，太平人寿养老服务品牌“太平乐享家”旗下第三方养老社区增至5家。

太平养老地产布局缓慢，养老社区未来规划尚不清晰。2014年太平养管计划在未来将在3-5年内完成6-10个养老社区项目，现仅有1家自建养老社区“梧桐人家”及5家轻资产合作社区，其中梧桐人家的建设完工期从2017年延迟至2019年。在太平的养老社区版图计划中，一线城市是其布局的重点，预计接下来中国太平将在包括北京、深圳等地建养老社区。

表 6：太平养老社区情况

中国太平	进度	投资规模（亿元）	户数
梧桐人家（自建）	2019 年 11 月开业	39.2	约 2400
上海快乐家园（合作）	2017 年 1 月开业，2017 年 7 月合作	/	600
云南古滇名城（合作）	2017 年 7 月开业，2017 年 8 月合作	/	近 1200
宁波星健兰亭（合作）	2017 年 10 月开业，2018 年 7 月合作	/	700
北京当代时光里（合作）	2018 年 7 月合作；2018 年 10 月开业	/	1000
大连芳颐景荟（合作）	2019 年 4 月合作，2019 年 9 月试营业	/	541

资料来源：根据快乐家园官网、一方集团官网等新闻信息整理，天风证券研究所

2、太平养老社区的特点

1) **太平养老社区实施“轻重并举”发展战略，定位趋于多元化。**轻资产模式下，用低成本获取优质的养老房源，可较快进行养老社区布局的扩张。太平与第三方品牌合作的本质是资源互换与共享。对于太平来说，作为增值服务的一部分，购买对接保单的客户可选取任意一个养老社区入住；对第三方养老机构来说，太平在全国范围内有大量优质的高端客户资源，借助太平的品牌及客户，可提升入住率。太平轻资产养老社区已形成一套专业化、体系化的养老房源的合作标准，包括：①引入标准，从选址与周边配套、硬件设施、运营及软件和品牌融合四个方面研判第三方养老社区是否符合标准；②统一管理，针对所有引入的第三方养老社区，建立标准化的操作，消除引入的第三方养老社区在不同地区有不同的服务质量的情况；③退出机制，保持整体“太平乐享家”养老社区的服务质量。

轻重资产模式下太平养老社区的定位各异：①与第三方合作运营的宁波星健兰亭、上海快乐家园、云南古滇名城三个园区为旅居型社区，主打度假式养老，客户既可以选择短期体验，实地感受及了解养老社区的环境及服务品质，为未来的养老规划提供更多选择，也可以在符合条件的情况下选择长期入住。②以重资产模式自建的上海梧桐人家则对标高端 CCRC 养老社区，社区分为健康活力区、颐养护理区两大板块。健康活力区针对健康自理长者，更加注重生活方式和生活品质的打造，通过服务、丰富的文娱活动、餐饮、健康管理等一系列完善的配套设施及运营体系，为长者创造高品质退休生活。颐养护理区主要针对介助介护长者，更加注重生活照护服务、颐养康复服务的提供。

2) **运营方面，与国际知名养老社区运营商美国水印公司成立合资公司，专业从事养老社区的服务运营管理。**美国水印公司已有三十多年养老运营经验，合资公司在美国水印多年积累的基础上，研发出具有自主知识产权的运营管理体系，包含 1000 多项制度，涉及生活服务、健康管理、医疗护理等各个专业。后续运营和持续照护服务是太平人寿目前重点打造的核心竞争力。

3) **梧桐人家的医疗资源较丰富。**一方面，梧桐人家自建的以小综合、大专科为特色的二级康复医院预计将于 2020 年下半年开业，将引入国外先进的老年病康复及专项护理技术，确保长者不出社区就能看病、配药。另一方面，“梧桐人家”坐落于上海浦东周浦镇-上海国际医学园区，是一个集“医、教、研、产”为一体的新型综合性医学园区，上海国际医学中心、质子重离子医院、曙光医院东院、肿瘤医院东院等各大医院就在周边，与梧桐人家自身配置的医疗设施一同构成完善的医疗体系。

3、太平养老社区入住方式

太平养老社区的入住方式有会籍制和与保单挂钩两种。

1) 购买会籍方式。会籍区别于泰康养老社区的押金性质的“入门费+乐泰财富卡”，而是购买社区房间使用权的一次性的支付款。会籍对应面积不同大小房型的入住权一次性收费，在 100-400 万不等，可获得与土地年限等长的居住时限（50 年）入住权，入住年龄要求 55 岁以上。会籍的入住权与指定房间挂钩，入住社区免交每月房屋使用费，只需每月缴纳服务费+餐费，服务费从 6000 到 9500 不等。目前太平养老社区相对于其他高端养老服务产品定价较低，公司主要想以低价快速抢占市场。

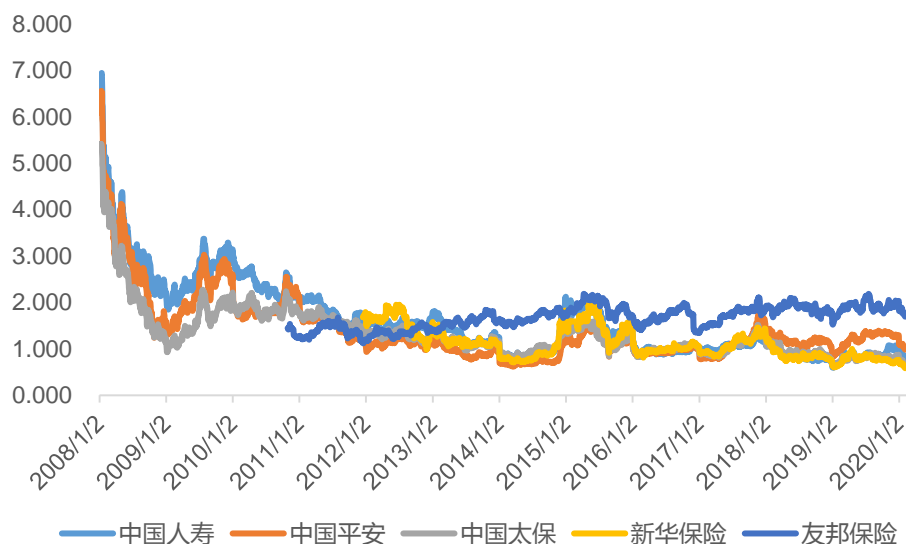
会籍制给客户较高的灵活度，会籍会员可在土地使用年限内转让、继承、退还会籍，可指定包括但不限于父母以外家庭有关系的成员入住，也可以变更入住人。随着未来不动产增值及高端养老社区的需求提升，客户可以通过转让会籍来获得增值收益。会籍制有助于公司销售快速上量，但公司将未来养老社区增值的收益让渡给客户。

2) 购买保单方式。太平养老社区可以通过购买指定保额的保险获得入住资格。一般 200 万总保费可获得一个保证入住权，在特殊业务推动阶段，会下降保费要求。与会籍客户不同的是，保险客户入住权不与具体房屋绑定，而会籍客户是绑定具体房屋入住权。费用层面，保险客户每月缴纳的是房屋使用费+服务费+餐费，合计月费在 2 万及以上。

5. 投资建议

当前寿险的覆盖度仍处于较低状态，未来增长的重要来源之一是提升保险公司的服务覆盖度，即延申保险产品上下游服务链，通过“产品+服务”的模式，提升保险产品差异化竞争力。其中，养老产业和健康医疗产业是和保险最为契合的两大服务体系。老龄化日趋加速，养老产业是一片蓝海，越来越多保险公司在加速进军养老产业。我们判断，未来养老社区形成规模优势且运营品质高的保险公司，将抢占养老产业（包括商业养老保险）的蓝海市场。目前内地保险公司估值处于低位，中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险 2020 年 PEV 为 1.02、0.80、0.66、0.61 倍。从上述未来大趋势的视角，我们推荐中国太保、中国平安，建议关注中国太平。

图 40：保险公司 PEV



资料来源：wind，公司财报，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com