

老冉冉其将至兮，十万亿空间可期

2015年11月9日

投资要点

- ❖ **老龄化加速催生养老产业十万亿空间，十三五期间 CAGR 预计将达 17.2%。**中国正面临全球最严峻的老龄化挑战。2020 年我国老龄化率将达到 17%，老龄人口将达 2.4 亿。庞大的老龄人口基础和加速发展的老龄化催生了养老产业的发展。预计到 2020 年，我国城镇老人消费潜力达 9.5 万亿，农村老人消费潜力达 2.0 万亿，我国老年人消费总潜力将达到 11.5 万亿元，占 GDP 比重 13.5%。而目前养老产业相关规模只有 4 万亿，因此“十三五”期间将保持快速增长，年均复合增速预计将达 17.2%左右。
- ❖ **我国养老服务体系严重滞后。**目前我国初步建立了“以居家养老为基础（占 90%）、以社区养老为依托（占 7%）、以机构养老为支撑（占 3%）”的社会养老服务体系，但目前面临一系列问题：1）基础设施建设落后，养老机构床位数存在巨大缺口，且社区养老服务设施明显不足。2）民营养老院经营困难，面临总量不足、亏损严重、卫生服务水平差等问题。3）老年人未富先老，而养老金融发展严重不足。4）养老产品和服务供给不足，且质量差、水平低，相关企业还未发展壮大。
- ❖ **五中全会提出“应对人口老龄化行动”，“十三五”养老政策料将加码。**从五中全会公报和十三五规划建议全文中可以看出，未来社会政策的重要性凸显，特别是人口政策成为本届政府关注的焦点。生育端，二孩政策已经出台，未来中国将全面实施一对夫妇可生育两个孩子政策。预计养老端政策也将加码，除十三五规划建议中提到延迟退休、建立基本养老金合理调整机制之外，未来还可能出台一系列养老政策。
- ❖ **预计可能的政策方向包括：1）完善社会养老服务体系。**我国当前的养老服务体系存在问题的重要原因是政府和市场的权责不分，未来要理顺二者关系，政府做好最基本的基本养老服务，举办公办养老院为三无、五保老人提供养老床位，其余的交给市场。同时，政府可以加大对民营养老机构的补贴和政策优惠力度，打破民营养老院不赚钱的局面。2）**推进医养结合。**我国医疗和养老相对割裂，有必要融合发展，不管是居家养老、社区养老还是养老院都需要配置必要的医疗条件。未来一方面将鼓励医疗卫生机构开展养老服务，另一方面可在养老机构增设医疗服务资质，通过推进医养结合来优化配置医疗资源和养老资源。3）**探索多样化的养老金融创新。**基于我国养老保险资金不足的现状，要加快各类养老金融产品的发展，探索以房养老、长期护理险等养老金融产品。4）**促进养老服务信息化。**互联网的介入有利于改善我国养老产业的资源稀缺、运行效率低下等问题。推进互联网、物联网等在养老服务中的应用，鼓励远程医疗服务、家政 O2O、医药用品配送等新型养老服务模式，大力推广养老服务信息化。
- ❖ **老龄化社会下养老政策加码催化 A 股养老产业概念股的投资机会。**受益行业主要包括地产、医疗、旅游、计算机、传媒、保险，以及其他行业转型布局养老产业的公司，具体分为三方面。其一，界定清晰政府和市场界线后有利于民营养老院的发展，并且一些医院可以获得许可后开办养老分院，利好养老地产、民营养老院、民营医院等领域（相关标的：世联行、保利地产、金陵饭店、万科 A、华业资本、爱尔眼科、模塑科技）。其二，庞大的老年消费群体和政府加大扶持鼓励发展，利好家庭诊疗设备、慢性病药物、康复保健设备、养老服务 O2O、养老休闲娱乐等领域（相关标的：三诺生物、凯利泰、乐普医疗、信隆实业、银江股份、南京新百、万达信息、中南传媒、中国国旅）。其三，养老金融领域将受益于市场扩容和政策优惠，预计保险保费会长期稳步提升，利好商业保险公司、探索养老金融产品创新的金融机构等。



中信证券研究部

杨帆

电话：010-60838908

邮件：fan_yang@citics.com

执业证书编号：S1010515100001

刘斌

电话：010-60838415

邮件：lbin@citics.com

执业证书编号：S1010512090004

相关研究

1. 政策研究与 A 股策略专题一“全面二孩”政策渐近，催化养老主线投资机会（2015-10-10）
2. “十三五”规划前瞻—聚焦五大主线，把握可持续投资机会（2015-10-19）
3. 十八届五中全会公报点评—谋局“十三五”，全面建小康（2015-10-30）

目录

老龄化加速催生养老产业十万亿空间	1
中国面临全球范围内最为严峻的老龄化挑战	1
预计养老产业规模将在 2020 年达到十万亿	2
我国养老服务体系总供给“压力山大”	3
本世纪以来我国养老服务体系的发展经历了三大阶段	3
目前已形成一套初具雏形的养老服务体系	5
当前体系面临严重的供给不足	7
国家政策成为行业长期发展驱动力	9
未来政策更加注重社会化养老和资金保障	9
“十三五”期间养老政策的可能方向	11
“老龄化社会”带来的 A 股投资价值	14
养老地产	14
商业保险	14
民营医院	14
养老服务	14
养老用品	14
养老休闲娱乐	14
风险因素:	16

插图目录

图 1: 全球主要经济体老龄化率.....	1
图 2: 中国老龄人口规模预测	1
图 3: 2050 年前我国老龄化率预测	2
图 4: 中国老龄化问题的特殊性.....	2
图 5: 我国养老机构的发展情况.....	4
图 6: 养老产业总体框架	5
图 7: 本文的养老产业研究框架.....	6
图 8: 全球助听器市场份额.....	7
图 9: 我国社区服务机构发展情况	8
图 10: 我国养老机构结构分布不均.....	9
图 11: “十三五”期间养老政策的可能方向.....	11

表格目录

表 1: 消费倾向为 1.2 假设下全国老年人消费潜力预测.....	3
表 2: 消费倾向为 1.5 假设下全国老年人消费潜力预测.....	3
表 3: 老龄人口患慢性病概率大大高于年轻人群	7
表 4: 中国血压计市场份额.....	7
表 5: 以色列 Natali 公司养老服务业务概览	8
表 6: 2000 年以来国家涉及养老产业的政策梳理	10
表 7: 建议重点关注个股总结	15
表 8: 养老产业概念股盈利预测表	16

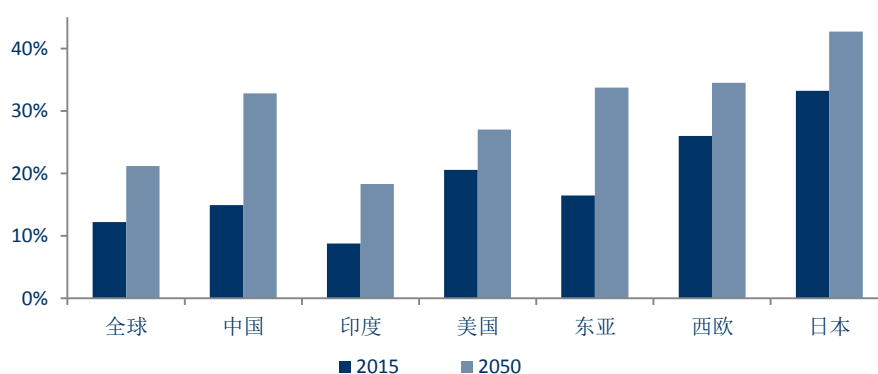
老龄化已成为一个全球性问题。老龄化社会是指 60 岁以上人口占总人口比例达到 10% 的国家或地区。据联合国人口展望数据，2015 年全球老龄人（60 岁以上）8.9 亿，占世界总人口的 12%；到 2050 年，老龄人总数将达 20.3 亿，占全世界人口的 22%。即每 5 人之中有 1 个老年人；到 2050 年，将有 64 个国家与现在的日本一样，成为老龄人口比例超过 30% 的国家。中国从 1999 年起步入老龄化社会，且由于人口多、资源不足的基本国情，我们目前和未来仍将面临一系列严峻的老龄化挑战。然而，这也相应萌生了我国养老产业发展的巨大空间。本报告对我国养老产业的现状和空间进行深入分析，指出在供给不断增加、政策不断加码的背景下，行业将迎来长期景气，并提供相关投资主线供投资者参考。

老龄化加速催生养老产业十万亿空间

中国面临全球范围内最为严峻的老龄化挑战

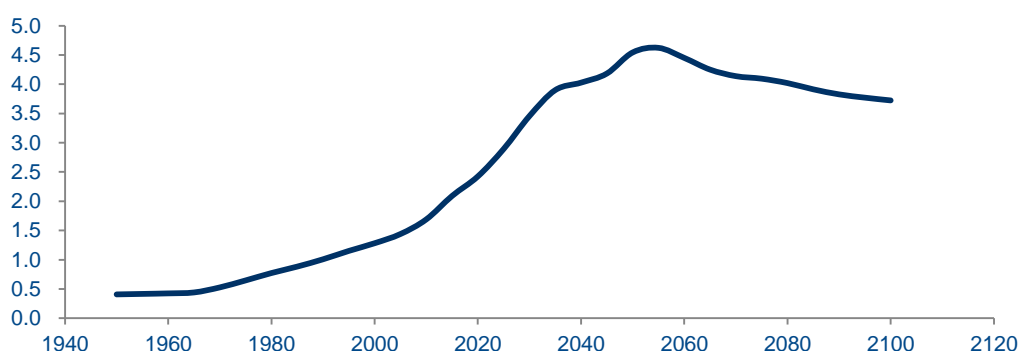
中国从 1999 年就开始步入老龄化社会，并且我国是目前世界上唯一一个老年人口过亿的国家。据联合国人口展望数据，我国的老龄化率将不断攀升，2020 年达到 17%，老龄人口达到 2.4 亿。2050 年老龄化率进一步上升，达到 36%，老龄人口将达 4.9 亿，约占世界老龄人口总数的 22%。这意味着届时全世界每 5 个老人之中就有 1 个来自中国。

图 1：全球主要经济体老龄化率



资料来源：UNDESA, World Population Prospects, 中信证券研究部

图 2：中国老龄人口规模预测（亿）



资料来源：UNDESA, World Population Prospects, 中信证券研究部

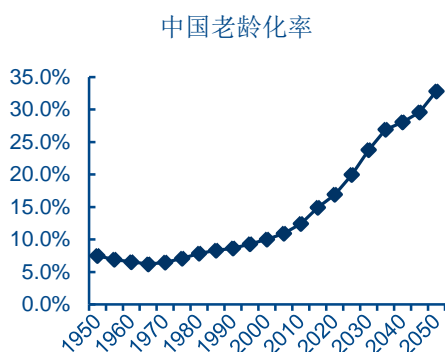
虽然老龄化已成为一个全球性问题，但中国的老龄化问题尤为严重，表现为一系列特殊性。一是超老龄化。超老龄化是指 80 岁以上老人占到人口总量的 5%，据联合国人口展望

数据，到 2040 年以后中国将进入“超老龄化”阶段。人民银行金融研究所所长姚余栋曾说过，“届时老年人需要的尿片数量可能将超越婴儿需要的尿片数量”。

二是未富先老。国际上其他大部分国家是在物质财富积累到一定程度后才步入老龄化社会，例如全球老龄化率最高的日本和西欧，经济高度发达，老年人相对富有且社会福利能对冲一部分老龄化带来的问题。而我国人均 GDP 还未到 8000 美元就已经步入老龄化，我国大量老人仍处于贫困和低收入水平。

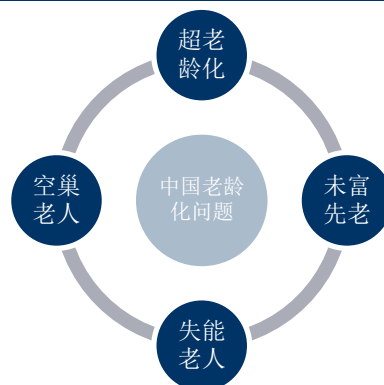
三是失能老人和空巢老人群体大。根据《中国老龄事业发展报告（2013）》，我国空巢老人超 1 亿人，占所有老龄人的 50%；农村留守老人超过 5000 万；部分和完全失能老人达 3750 万。而目前我国的养老服务和相关产业还远未发展成熟，无法解决日益严峻的养老缺口。

图 3：2050 年前我国老龄化率预测



资料来源：UNDESA, 中信证券研究部

图 4：中国老龄化问题的特殊性



资料来源：中信证券研究部

预计养老产业规模将在 2020 年达到十万亿

养老产业规模可以通过我国老人总量和消费需求来估算，按照这一方法，我们测算出全社会投入而形成的老龄产业发展潜力在十万亿量级。

养老产业包括的产品和服务涉及国民经济多方面的行业，因此较难从各个行业加总出发，但可以从老龄群体消费潜力出发进行估算。各种消费理论均表明，收入是决定消费的最主要因素，因此家庭人均收入可以视为老龄人口消费资金的基础组成部分。另外，决定消费的另一个因素是老年人的消费倾向问题，通常在岗劳动力的消费倾向小于 1，留出收入的一部分作为储蓄；而老年人在经历了常年的储蓄后，消费倾向开始提升（个人寻求一生消费水平的平稳原则），通常等于或大于 1。

参考学者李军在《中国老龄产业发展预测研究》的测算方法，老龄人口的消费倾向乐观估计可达到 1.5，中性估计为 1.2。这是因为除了老人使用自身储蓄进行消费以外，国家及社会各方面为老年人还进行了多方面的投入，包括养老院、社区及公共设施等，这些投资也可以带动相关产业的发展。测算中国养老产业发展潜力时，要同时考虑老年人个人及其家庭的收入，以及社会为老年人消费而进行的其他投入，因此可近似于老龄人口消费倾向为 1.2~1.5。

接下来，根据公式进行养老产业潜力的测算：

城镇老年人口消费潜力=全国人口总量*老年人比重*城镇人口比重*城镇人均收入*城镇老年人消费倾向

农村老年人口消费潜力=全国人口总量*老年人比重*农村人口比重*农村人均收入*农村老年人消费倾向

全国老年人口消费潜力=城镇老年人口消费潜力+农村老年人口消费潜力

其中，全国人口总量、老年人比重、城镇和农村人口比重、城镇和农村人均收入的数据采用“国家应对人口老龄化战略研究”课题组的测算：2020年，我国总人口将达到14.343亿人，城镇化率达到59.0%，老龄化率达到17.8%，城镇人均收入约为42000元，农村人均收入约为12600元；2050年，我国总人口将达到14.167亿人，城镇化率达到75.2%，老龄化率达到34.1%，城镇人均收入约为219600元，农村人均收入约为75800元。得到结果如下表1和2。可见，到2020年，我国城镇老年人消费潜力约为7.6~9.5万亿，农村老年人消费潜力约为1.6~2.0万亿，全部老年人消费潜力将达到9.2~11.5万亿元，占GDP比重为10.8%~13.5%。

表1：消费倾向为1.2假设下全国老年人消费潜力预测（可比价总额，2010年价，亿元）

年份	城镇老年人消费潜力	农村老年人消费潜力	全国老年人消费潜力	占GDP的比率
2014	36,119	9,656	45,774	8.3%
2015	41,525	10,638	52,163	8.8%
2020	76,029	15,882	91,910	10.8%
2030	224,274	42,769	267,042	18.4%
2050	957,608	109,007	1066,616	33.6%

资料来源：《中国老龄产业发展报告》，吴玉韶等，中信证券研究部整理

表2：消费倾向为1.5假设下全国老年人消费潜力预测（可比价总额，2010年价，亿元）

年份	城镇老年人消费潜力	农村老年人消费潜力	全国老年人消费潜力	占GDP的比率
2014	45,148	12,070	57,218	10.4%
2015	51,906	13,298	65,204	11.0%
2020	95,036	19,852	114,888	13.5%
2030	280,342	53,461	333,803	23.1%
2050	1197,009	136,259	1333,268	42.0%

资料来源：《中国老龄产业发展报告》，吴玉韶等，中信证券研究部整理

综合上述两种方法，可以确定我国养老产业空间巨大。根据政府报告，2014年我国与老年人相关的商品和服务占中国国内生产总值（GDP）的8%，折合4万亿人民币规模，按照到2020年增长至9.2~11.5万亿元估算，“十三五”期间的年均复合增速预计将达17.2%左右，持续保持快速增长态势。

我国养老服务体系总供给“压力山大”

本世纪以来我国养老服务体系的发展经历了三大阶段

第一阶段（2000-2010年）——全国兴建4万家养老机构

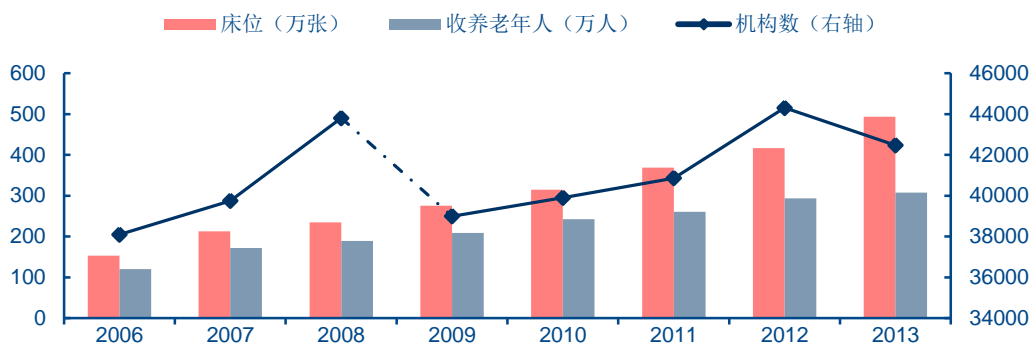
2000年，国务院发布了《关于社会福利社会化的意见》，这是养老服务体系第一次被提到国家高度，也自此掀开了养老产业发展的新篇章。同年，财政部、国家税务总局联合下发《关于老年服务机构有关税收政策问题的通知》，对老年服务机构暂免征收企业所得税，鼓励全社会资源发展养老产业；2001年，民政部颁布《老年人社会福利机构基本规范》；2002年，劳动和社会保障部制定《养老护理员国家职业标准》；2006年，国务院发布《关于加强和改进社区服务工作的意见》……一系列相关政策在这一阶段密集出台，而党和中央每五年发布一次的五年规划中也都涵盖社会福利事业、养老机构建立等议题。

在这期间最重要的政策，是每五年发布一次的与养老服务体系相关的发展规划，包括民政部发布的《民政事业发展“九五”规划和2010年远景目标纲要》、国务院发布的《中国老龄事业发展“十五”计划纲要》和《中国老龄事业发展“十一五”计划纲要》。“九五”规划

指出，“九五期间，要加快发展光荣院、社会福利院、老年公寓、敬老院的老年人福利设施，构筑夕阳工程，迎接白发浪潮的到来。九五期间，要兴建老年公寓 15 万套；2010 年老年公寓达到 50 万套。到 2000 年，城乡各种福利院床位数要达到 120 万张，实现每万人口拥有各种福利院床位数 9 张”。“十五”规划指出，“十五期间要初步建成养老设施网络，到 2005 年城市养老机构床位数达到每千名老人 10 张，农村乡镇敬老院覆盖率达到 90%”。“十一五”规划指出，“各省、市、县（区）要根据当地实际情况，建设一批设施齐全、功能完善的养老服务机构。农村五保供养服务机构要实现集中供养率 50% 的目标，新增供养床位 220 万张；要新增城镇孤老集中供养床位 80 万张，有效缓解城镇孤老安置床位紧张局面”。

在“九五”、“十五”、“十一五”三份规划的指引下，我国加快了建设社会养老机构的步伐。从 2000-2010 年，我国的各类养老机构数量从 8650 家增长到 39904 家，养老床位从 112 万张增长到 314.9 万张，收养老年人从 84.3 万人增长到 242.6 万人。

图 5：我国养老机构的发展情况



资料来源：历年国民经济和社会服务发展统计报告，中信证券研究部

第二阶段（2010-2015 年）——完善“居家、社区、机构养老”的体系建设

2010 年前的建设主要是养老机构“上规模”的关键阶段，而在全国兴建养老机构的同时，党和中央也一直在探索适合中国国情的养老服务体系模式。早在 2000 年 2 月，国务院办公厅就在文件中提出“在供养方式上应以居家为基础、以社区为依托、以社会福利机构养老为补充的发展方向”。这一表述经过了数年的推敲和修改，并于 2006 年前后确定下来。2006 年国务院发布《老龄事业发展十一五规划》，明确要“加快建立以居家养老为基础、社区服务为依托、机构养老为补充的老年人社会福利服务体系”。到了 2011 年《老龄事业发展十二五规划》中，这一表述又进一步升级为“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”。因此，在第二阶段中，打造“居家、社区、机构养老”的养老服务体系成为发展养老产业的重点方向。

“居家、社区、机构”的养老体系结构是符合我国国情的。西方发达国家普遍是在经济高度发展的基础上步入老龄化社会的，一方面政府有较强财力物力提供养老保障，另一方面老龄人口也具备较好经济基础以应对各类养老支出。而我国由于人口密度高，加之计划生育国策加速了老龄化进程，我国呈现典型的“未富先老”特征。目前我国人均收入不足 8000 美元，绝大多数老龄人口收入水平更低，而居家养老服务费用较低，适合一般家庭的经济承受能力。同时，根据我国老龄科研中心的资料，有 85% 的老人希望在家养老，因为老人在家里可以亲近家人和朋友，可以利用各类熟悉的社区设施，可以继续原有的社会关系中交往和参加各类活动。这有助于保持老年人的身心健康，给予其长期的精神支持，以提高养老生活的质量。

截至 2014 年底，全国共有养老机构 4.3 万个，床位 474.6 万张，收养人员 294.3 万人，每千名老年人拥有养老床位 27.2 张。一方面，经过第二阶段的发展，已确保能完成十二五

规划中对养老机构建设数目的目标。另一方面，我国基本确立了“居家、社区、机构养老”的格局。特别的，上海市率先在其自身“十一五”规划中提出“9073”的养老格局，即：90%的老人在社会服务协助下通过家庭照顾养老，7%的老人通过购买社区照顾服务养老，3%的老人入住养老服务机构集中养老。这一比例安排此后陆续被其他省份模仿，成为全国范围内养老产业发展的基本格局。

第三阶段（2015-）——大力发展养老服务产业

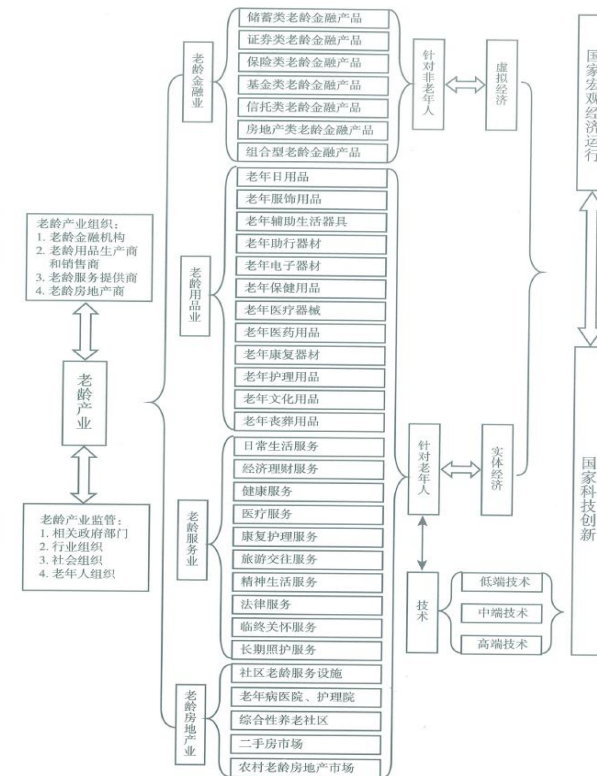
立足现在，展望未来，中国的养老服务体系格局仍将进一步深化。2013 年底，国务院发布《关于加快发展养老服务业的若干意见》，强调养老服务业的重要地位。虽然我国已基本形成了“9073”的养老格局，但无论是从居家养老所需的老龄产品、养老服务，还是社区养老所需的社区养老公共基础设施、小区适老化改造，亦或是机构养老的机构总数和服务水平看，我国的养老服务产业还面临严重的供给不足。

因此，未来相当长的一段时间内，我国都将大力发展养老服务产业，不断打造功能完善、规模适度、覆盖城乡的养老服务体系，使养老服务产品更加丰富，市场机制不断完善，养老服务业持续健康发展。

目前已形成一套初具雏形的养老服务体系

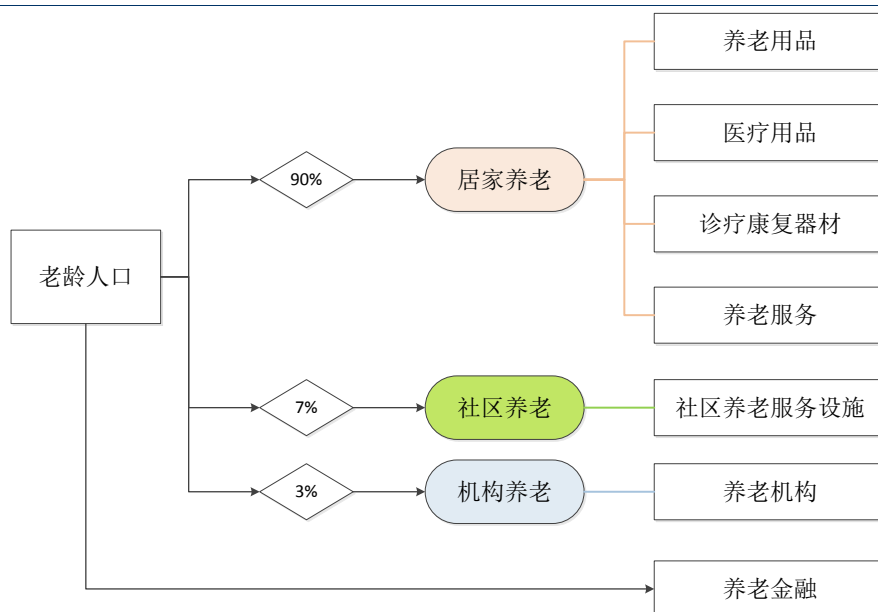
养老产业是一个非常复杂的产业，它包罗万象，与很多行业有交织和重叠部分。《中国老龄产业发展报告（2014）》中给出了老龄产业框架，如下图 6 所示。考虑到研究和测算的可操作性，本文将养老服务体系划归为由养老用品、医疗药品、诊疗康复器材、养老服务、社区养老服务设施、养老机构、养老金融等几大主要要素构成的体系，并按照这一框架介绍我国目前养老服务体系的发展现状。

图 6：养老产业总体框架



资料来源：《中国老龄产业发展报告》，吴玉韶等，中信证券研究部

图 7：本文的养老产业研究框架



资料来源：中信证券研究部整理

按照“9073”的养老体系结构将老龄人口的需求划分为“90%居家养老、7%社区养老、3%机构养老”，再按照三类养老方式所对应的具体产品或服务，我们将养老产业细分成：养老用品、医疗用品、诊疗康复器材、养老服务、社区养老服务设施、养老机构、养老金融等主要领域。

- 养老用品主要包括老年日用品、居家辅助生活器具、家用护理产品等，是“让 90% 的老龄人口实现居家养老”所必需的物品基础。目前我国还处于对养老用品的初步认识阶段，一些家用电器（如饮水机、空调）和卫浴用品（如马桶、老年浴盆）等逐步在市场上出现。
- 医疗用品主要包括老年保健品、医药用品等，慢性病药物、心脑血管药物等，是大量老龄人口离不开的生命保障。
- 诊疗康复器材包括家用监测诊断器具、治疗仪、辅助呼吸仪器、护理床具等。近年来，我国的康复保健器材市场有了快速发展，覆盖了假肢、肌电手、矫形器产品、个人移动辅具、试听辅具、集尿器、老年护理辅具等重要领域。
- 养老服务主要包括养老家政、上门康复护理服务、精神生活服务、养老旅游等，是目前我国市场上缺口极大的细分领域。
- 社区养老服务设施包括在社区建设的老年公寓、日间照料中心、以及对社区设施的适老化改造。
- 养老机构则主要指各类公办和民办的养老院。
- 养老金融是老龄人口生活的物质保障，无论居家养老、社区养老还是在机构养老的老年人都离不开资金的支持。养老金融在我国主要包括政府提供的养老保险、各类社会补充保险，以及其他各类养老金融产品，如银行储蓄类、证券类、基金类、信托类产品。

当前体系面临严重的供给不足

养老用品方面，我国相关市场仍处于初步发展阶段。事实上它涉及的品类非常多，以养老用品较为发达的日本为例，现在已开发并投入销售使用的养老用品多达 4 万多种。目前我国的社会形态意识还未从年轻化社会调整到老年化社会，养老用品市场发展极不平衡。包括老年服饰、老年家具、老年卫浴、老年日用品等各种养老用品都存在市场认识不足的问题。

医疗药品方面，我国老龄人口用药供给还将进一步加大。根据日本民间组织的统计，70 岁以后的医疗费用占据一生医疗支出的 51%，因此我国巨大的老龄群体对医药的需求量将持续快速增长。特别是慢性病药物上，老龄人口的需求更为可观。根据我国卫生部的统计，老年人患慢性病的概率大大高于年轻人，例如 60 岁以上人群患糖尿病的概率是 30-39 岁人群的 37 倍，患心脏病的概率是 25 倍，高血压的概率是 5 倍。因此伴随人口老龄化的深化，我国的慢性病药、老年病药、中药等药品的供给还将进一步加大以满足市场需求。

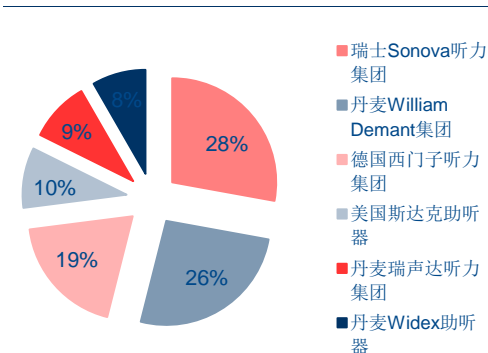
表 3：老龄人口患慢性病概率大大高于年轻人群

疾病类型	患病概率					老龄人口患病概率/ 年轻人口患病概率
	20-29 岁	30-39 岁	40-49 岁	50-59 岁	60-69 岁	
脑血管病	0.18	0.63	2.55	10.83	24.50	38.89
糖尿病	0.10	0.27	1.65	7.00	10.05	37.22
心脏病	1.61	6.07	14.70	41.22	153.71	25.32
高血压	0.53	3.38	12.47	40.55	61.03	18.06
慢性支气管炎	2.51	6.97	16.23	34.44	63.58	9.12
骨关节病	6.61	19.73	45.29	79.32	83.38	4.23
眼病	3.14	7.51	2.39	7.00	19.76	2.63
血液病	2.54	4.66	4.31	6.72	5.71	1.23

资料来源：卫生部统计信息中心，中信证券研究部整理

诊疗康复器材方面，我国相关市场发展较为落后。诊疗器材主要包括血糖监测器、按摩器械、血压计等，以血糖监测器为例，近年来由于我国糖尿病患者的需求扩张而保持了 20% 的年均复合增长率增长，但目前渗透率依然只有 20%，远低于发达国家的 90%。康复器材主要包括假肢、助行设备、助视助听器、护理床具等。虽然国产的这类器材发展近年来较为快速，但整体上看市场化程度不够高，因此发展相对落后，特别是高科技含量的器材产品面临严重不足。整体上看，目前我国大量诊疗康复器材需求要靠进口产业来满足，例如血压计销售市场份额最高的是日本品牌欧姆龙（Omron），助听器销售市场份额最高的是德国品牌西门子¹。再如美国率先研制出的可以爬楼梯的轮椅、日本研制出的以超声、光电技术为核心的老人视力辅助品等，都是我国诊疗康复器材市场的空白。

图 8：全球助听器市场份额



资料来源：中国产业信息网，中信证券研究部

表 4：中国血压计市场份额

排名	品牌	市场份额
1	欧姆龙（日本）	60%-70%
2	九安（中国）	约 15%
3	松下（日本）	-
4	鱼跃（中国）	-
5	金亿帝（中国）	-
6	百略（台湾）	-

资料来源：公开资料整理，中信证券研究部

¹其听力业务 2015 年 3 月刚刚出售给投资公司股拓集团(EQT)及其合伙投资方德国斯特朗格曼(Strungmann)家族

养老服务方面，我国各类养老服务还未充分发展起来，且从事养老服务的人员整体素质低、人手不足。一方面，我国的养老服务产业和企业发展都处于初级阶段。我国目前倡导的“以居家养老为基础”的养老体系结构离不开养老服务产业的大力发展，这也是我国目前非常缺乏的一块。从国际经验看，美国、欧洲等国家都实施了“社会服务社区补助计划”，为居家养老的老人提供远程医疗、社区健康、家政服务、运输、供给膳食、照顾起居等服务。这些服务有的由专门的企业来提供，按照照顾时间或次数进行收费，也有的由社区公益性组织低偿或免费提供。特别的，一些企业抓住了养老服务这一细分市场，打造成了养老服务龙头企业。如全球养老护理领域的领先企业 **Natali**，是一家在以色列市场份额超过 60%、逐步进军国际市场的养老服务企业，为居家养老的老龄人口提供完善的远程医疗、应急呼叫和安全援助等服务，2014 年收入/净利润 5000/1000 万美元。

表 5：以色列 Natali 公司养老服务业务概览

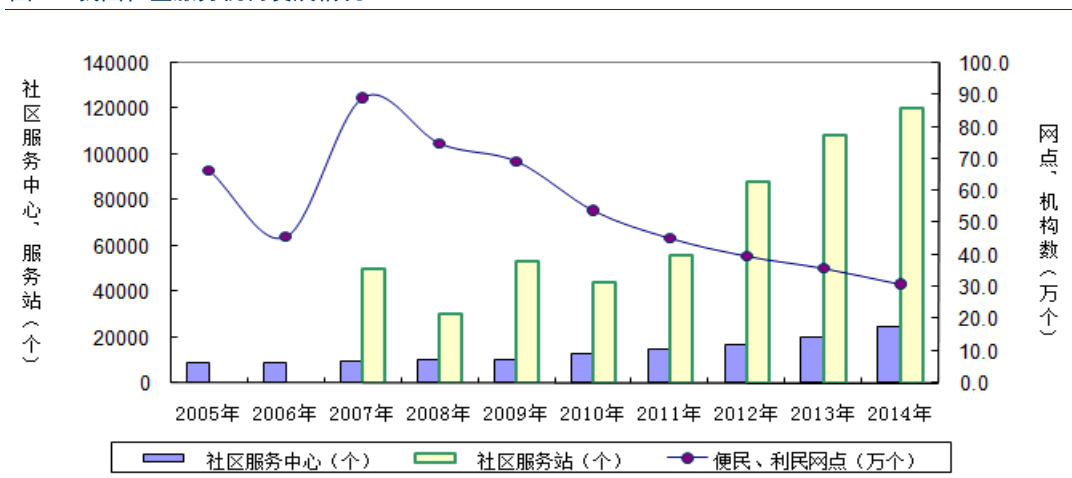
业务名称	服务内容
远程医疗服务	拥有全球最先进的远程心脏监护设备，定时远程上传病人心电图，医疗呼叫中心配有经验丰富的医生向客户提供咨询和诊断服务
紧急呼叫服务	紧急呼叫按钮可以在室内及户外使用。通过和客户沟通，呼叫中心可以根据要求安排多种后续服务，如转接医疗呼叫中心，通知警察、叫救护车（10 分钟上门）等
家庭护理及医生出诊服务	医生上门出诊、家庭医学实验室服务、牙医服务、送餐服务、电话朋友服务等
社区健康服务	该公司通过自己的医生和护士团队给社区、学校和幼儿园等提供包括疫苗接种，视力和听力测试、生长预测、医疗咨询、急救知识培训和健康教育等多项服务

资料来源：公司公告，中信证券研究部

另一方面，我国从事养老服务的人员整体素质低，且人手严重不足。我国至今仍没有国家层面的专门培养老龄护理人才的政策标准和发展目标，并缺乏统一的专业教材和高素质的专业教师队伍，使得老龄服务队伍职业化、专业化、系统化建设严重落后。按照国际标准，每 3 个老人需要一个养老服务人员。全国目前 2.1 亿老人则需要约 7000 万的养老服务人员，而我国目前的养老服务人员只有几十万人，有职业资格证书的人不足 25000 人，养老从业人员的职业化建设严重滞后，制约了我国养老服务的发展。

社区养老服务设施方面明显不足。从增速上看，我国社区服务机构数量在稳步增长，截止 2014 年底，全国共有各类社区养老服务机构和设施 18927 个，互助型的养老设施 40357 个，老年学校 5.4 万个，各类老年活动室 34.9 万个。但一个完备的养老社区需要覆盖医疗护理、生活照料、饮食安排、娱乐活动等诸多方面，让老人可以做到白天在社区开展活动或疗养身体，晚上回家住宿，有紧急情况也能由社区帮助送医。我国现有的社区养老服务设施和庞大的社区养老服务需求相比还是明显不足的。

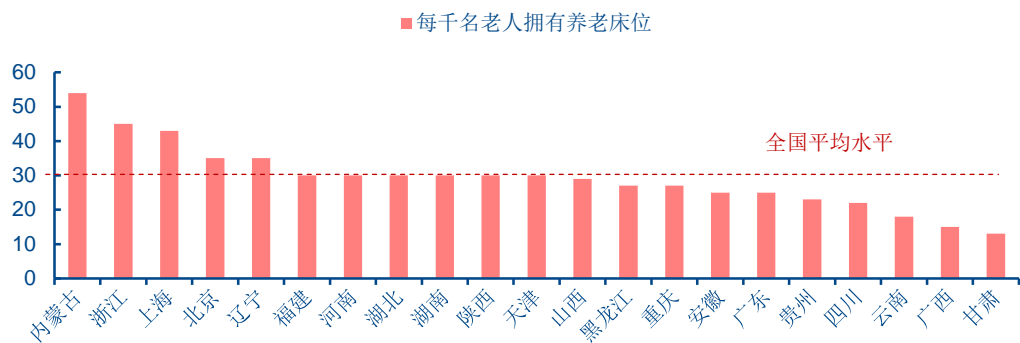
图 9：我国社区服务机构发展情况



资料来源：2014 年民政事业发展统计报告，中信证券研究部整理

养老机构床位数仍存在巨大缺口，体现在总量供给不足、结构分布不均和整体服务水平较低三方面。首先，根据民政事业统计报告，截止 2014 年底，我国共有各类养老床位 577.8 万张，每千名老年人拥有养老床位 27.2 张，远低于发达国家 50-70 张的水平；各类养老机构提供的床位数总额占我国老龄人口的 2.7%，远低于发达国家 5-7% 的水平。其次，有限的养老机构主要集中于部分发达城市，落后城市的养老缺口更为突出。例如甘肃省每千名老人拥有养老床位只有约 13 个，大量需要入住养老院的老年人的需求没有得到满足。最后，我国的养老机构整体服务水平低、条件差，且机构中的养老服务人员也有整体素质低、专业水平欠缺的问题，远不能满足老年人的养老需求。

图 10：我国养老机构结构分布不均



资料来源：各省民政厅网站，中信证券研究部整理

养老金融方面，我国商业保险发展缓慢，未来养老保险资金将面临缺口。发达国家普遍有比较成熟的老龄金融系统，它是指进入老龄化社会的国家中，居民具有自主的从中青年时期就为老年期做好准备、进行金融配置的需求，金融机构也提供各类老龄金融产品，是老龄化经济体的重中之重。就我国现状来看，养老金融主要包括政府提供的基本养老保险、作为养老保险体系第二支柱的企业年金，以及作为补充的商业养老保险。根据《中国老龄产业发展报告》的数据显示，中国第一支柱——强制性社会保险的年末结余基金约占中国养老金储备的 90%；第二支柱——企业补充养老保险的年末结余基金约占中国养老金储备的 10%；第三支柱——个人储蓄性养老保险的发展则较慢，占比过低。

这样的结构造成了一系列问题。一方面，在发达国家，第二、三支柱才是国民养老金的核心，OECD 国家（国际经济合作组织，含 34 个国家）的第二、三支柱之和平均约占养老金储备的 80%，而我国这样过于依赖强制养老保险，对政府财政带来较大压力。另一方面，随着我国老龄人口的不断扩大，养老保险资金未来将面临缺口。据褚福灵等学者估计，目前我国企业职工养老金替代率（养老金/退休前收入）只有约 4-5 成，低于国际劳工组织《社会保障最低标准公约》55% 的最低标准。同时，在现行制度下，随着老龄化加剧，未来养老金缺口巨大，医保收支也即将从盈余转向赤字。如果不尽快做强第二支柱，并大力发展商业补充保险，未来老龄人口的生活和生存将得不到足够的资金保障。

国家政策成为行业长期发展驱动力

未来政策更加注重社会化养老和资金保障

2000 年以来，党和政府一直在持续推动我国养老服务体系的建设和发展。下表 5 梳理了这些年国家涉及养老产业的政策或相关会议文件，从这些文件的表述中可以看出一些明显的变化。

表 6：2000 年以来国家涉及养老产业的政策梳理

日期	发布文件政府部门	核心内容
2000 年 2 月	国务院办公厅	在供养方式上坚持以居家为基础、以社区为依托、以社会福利机构养老为补充的发展方向
2006 年 2 月	国务院《关于加快发展养老服务业的意见》	逐步建立和完善以居家养老为基础、社区服务为依托、机构养老为补充的体系，建立公开、平等、规范的养老服务业准入制度
2006 年 11 月	国务院《老龄事业发展“十一五”规划》	加快建立以居家养老为基础、社区服务为依托、机构养老为补充的老年人社会福利服务体系
2009 年 6 月	发改委、民政部	在全国实施“基本养老服务体系试点”
2010 年 3 月	《政府工作报告》	加快建立健全养老社会服务体系
2010 年 10 月	十七届五中全会	优先发展社会养老服务
2010 年 11 月	全国社会养老服务体系推进会	立足基本国情，着力构建与经济社会发展水平相符合、与人口老龄化进程相适应，以居家养老为基础、社区服务为依托、机构养老为补充，资金保障与服务提供相匹配，无偿、低偿、有偿服务相结合，政府主导、部门协同、社会参与、公众互助相结合的社会养老服务体系
2011 年 3 月	困难群众生活救助和养老服务体系建设记者会	以居家养老为基础、社区服务为依托、机构养老为支撑，资金保障与服务提供相匹配，基本服务与选择性服务相结合，形成“政府主导、社会参与、全民关怀”的服务体系
2011 年 9 月	国务院《中国老龄事业发展“十二五”规划》	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，全国每千名老年人拥有养老床位数达到 30 张
2011 年 12 月	民政部《社会养老服务体系建设规划(2011-2015 年)》	社会养老服务体系建设应以居家为基础、社区为依托、机构为支撑；发挥市场在资源配置中的基础性作用，打破行业界限，开放社会养老服务市场，采取公建民营、民办公助、政府购买服务、补助贴息等多种模式，引导和支持社会力量兴办各类养老服务设施
2013 年 9 月	国务院《关于加快发展养老服务业的若干意见》	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。养老服务产品更加丰富，市场机制不断完善，养老服务业持续健康发展。
2015 年 2 月	《关于鼓励民间资本参与养老服务业发展的实施意见》	鼓励民间资本参与居家和社区养老服务，鼓励民间资本参与机构养老服务，支持民间资本参与养老产业发展，推进医药融合发展，推进养老服务信息化建设，完善投融资体制，落实税费优惠政策，加强人才保障

资料来源：相关政府网站，中信证券研究部整理

一是从“养老服务体系”变为了“社会养老服务体系”或“养老社会服务体系”，增加了“社会”两字。这说明养老是全社会的任务，要发动包括政府、企业、社区、家庭等在内的全社会的力量做好养老服务体系。事实上在西方发达国家，养老体系分为养老事业和养老产业两部分，养老事业是政府为养老提供基础的保障，养老产业是私人部门提供各类养老服务，并获取相应盈利。回顾我国这些年的养老产业发展，比较典型的特点是行政色彩浓、社会参与不足。从 2000 年以来，主要是政府大力扶持推动了养老机构的建设、社区养老设施的发展，并引导更多的老人开展居家养老。这种从中央到地方的政府积极参与使得养老体系建设较快的发展起来，效果也较为明显。然而长远看，这种做法是不可持续的。其一，政府主导会面临资金不足，无法持续发展的问题。其二，政府主导容易出现行为异化，不能最高效地找到需求痛点。例如，很多地方已经出现了不少打着“养老地产”而圈地盖楼的行为。其三，养老产业是未来消费领域的重点，而消费拼的是服务和价格，这需要市场化机制来权衡。

二是对养老机构的表述，从“补充作用”改为“支撑作用”，进一步强调了养老机构的重要性。我国的养老机构主要分为公办、民营、公建民办三类，截至 2014 年底全国三类养老机构共 4.3 万个，构筑了我国养老服务体系的核心支撑。但是如前文所述，养老机构在我国的发展面临着三个问题。一是总量不足，二是结构不均，三是整体服务质量差。因此，从政策的调整用词上可以看出，养老机构未来仍是发展重点。

目前我国养老机构的服务质量整体较低，未来要不断转型升级，起到对社会养老服务体系重要的支撑作用。整体上看我国养老机构入住率低，主要原因是大部分民营养老院和部分公办养老院提供的服务质量都较低，无法满足老年人的基本需求。养老院属于重资产投资，大部分民营养老院的经营成本非常高，需要支付的费用包括用地租金、盖楼、设备、电费、人员等等。并且由于租地合同有时间年限，大部分民营养老机构不愿斥巨资更新养老设备，担心合同到期后政府有收回用地的可能。而有些地方政府建立公办养老院时没有足够经费，

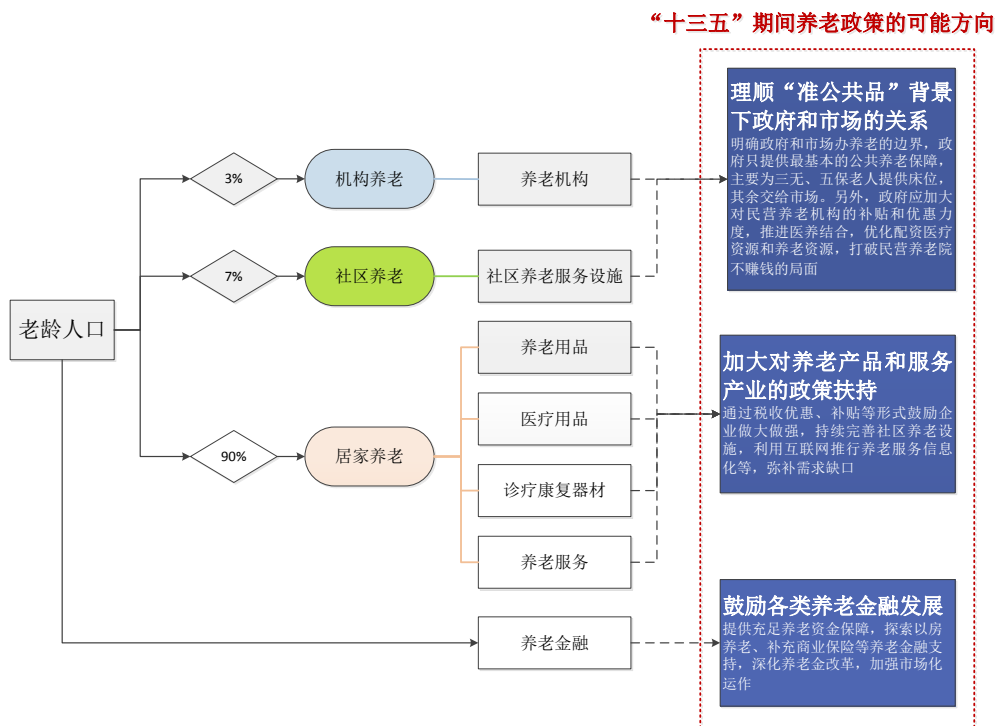
又不得不完成国家任务，只是建设一些非常简陋的养老院作为应付。一些农村的养老院连基本的供暖设施都不完备，且服务人员态度不好，入住的老人不仅享受不到良好的服务，甚至会受到冷落、欺负，身心健康都受到影响。因此未来还要持续推动现有养老机构的转型升级和差异化发展，政府要回归保障本位，为“三无”、“五保”老人提供基本的养老公共服务保障，其余的事情应交给市场，并且给予民营养老机构更多实惠的税收、用水用电、床位等各类补贴。

三是指出服务保障要和资金保障相配套，强调民间资本参与。这指明了养老服务体系长期的发展和改革方向，即充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，逐步使社会力量成为发展养老服务业的主体。未来要通过养老相关制度的改革，逐步理清政府、民间资本和社会力量的关系。政府应更多起到养老服务提供者的作用，而生产者的角色应更多交给市场。另外，要加大对养老服务业发展的财政资金投入。在具体项目上，可以采取 PPP、专项扶持资金、产业引导基金、公建民办、股份制、股份合作制等模式，探索多样化的政府和市场合作的方式，以最大限度带动社会投资，促进养老产业的发展。

“十三五”期间养老政策的可能方向

从政府内部结构来看，负责养老的核心部门主要包括国务院、民政部社会福利和慈善事业促进司、发改委社会司和全国老龄工作委员会。参考国务院的五年规划演变、民政部官员近期讲话和发改委联合其他十部委刚刚发布的《关于鼓励民间资本参与养老服务业发展的实施意见》，我们认为“十三五”期间涉及老龄化社会的政策，将主要在三方面发力，如下图 12:

图 11：“十三五”期间养老政策的可能方向



资料来源：中信证券研究部整理

理顺政府和市场的关系，为民营养老让利

民营养老困难重重的核心原因在于养老的准公共品性和服务受众的挑剔性。养老服务具有正外部性，政府在其中要发挥更大的作用，但单靠政府力量远远不足，所以还需要鼓励支持民营资本从事养老产业。但操作中较难区分政府和社会办养老的分界线，政府缺乏更系统完善的非营利监管制度和扶持政策，政府在补贴优惠等政策方面缺乏科学的标准和模式，很多养老院打着民办非企业（非营利）的名义，却干着营利的的事情。同时，养老资源在政府各养老机构之间的配置也不均衡，很多地方政府热衷于把有限的资金用来集中搞一个高端养老院，作为政绩工程和样板工程，但却无力去保障基层养老机构，很多基层养老机构条件很差。同时，养老服务特别是一些护理工作，是一个具有较高技术水平的工作，而目前我国养老服务高技术人才缺乏，养老服务质量水平普遍不高，且相互之间缺乏信任，这些都阻碍了养老产业的进一步发展。另外，之所以说开养老院是最难的，因为老人普遍对服务和产品较为挑剔。老年人也分为可以自由行动、难以行动和完全失去行动能力等诸多等级，每位老人都有不同的需求，养老服务无法标准化。因此，如果养老服务价格不能放开，社会资本选择这项“投资大、周期长、回报率相对不高”的领域进行投资的意愿非常低。

因此，未来政府将做好最基本的基本养老服务保障，其余交给市场，缓解民营做养老不赚钱局面。民营养老服务将以营利性为主，慈善机构为辅，而政府的养老服务将定位于最基本的养老保障，主要为“三无”、“五保”老人提供养老院床位等。随着我国老龄化市场环境持续向市场化发展，政府将加强补贴和扶持力度，鼓励民营养老机构的发展。具体可能涉及的政策包括：

加大中央和地方财政对养老产业的投入。政府在社会养老服务体系中的地位是毋庸置疑的，未来政府还要加大投入，做好公立养老院和社区养老服务设施建设。中央层面，可以考虑安排养老服务专项资金，并逐步提高其在整个投入中所占比重。地方层面，也要把养老服务作为公共服务重点，列入政府预算。

在民营养老机构用地、用水用电、税收等方面给与更多优惠和支持。民营投资建设养老机构、改善社区养老服务设施等都离不开土地，税收压力也是目前很多民营机构无法营利，大量民间资本不愿意入场的一个重要原因。因此“十三五”期间要进一步落实养老服务专项用地计划，要求相关部门积极做好用地服务工作，并制定针对营利性养老机构的税收制度。

探索多样化的股权结构支持民间资本投入养老产业。在政府和社会合作发展养老产业的方面，合作模式是决定项目能否成功的关键因素。养老政策需要进一步强调多样化的股权结构，鼓励民营资本和政策采取 PPP、专项扶持资金、产业引导基金、公建民办、民办公助、股份制、合资合作、政府补贴、政府购买等多种模式合作，以最大限度带动社会投资，促进养老产业的发展。

推进医养结合，优化配置医疗资源和养老资源。在我国的养老服务体系中，医疗和养老相对割裂，而实际需求上老龄人口对这两方面的需求是联系在一起的，医养结合也是国外医院和养老机构通行的模式。未来可能会对此制度予以突破，在居家养老、社区养老和机构养老方面，都需要配置必要的医疗条件和人才。未来一方面将鼓励医疗卫生机构开展养老服务，一些大型医院集团也可以把自身的医疗资源向养老领域渗透，甚至举办连锁式养老院，另一方面可在养老机构增设医疗服务资质，通过推进医养结合来优化配置医疗资源和养老资源，使老年人更便捷地享受医疗和养老服务。

加强养老人才保障。我国目前各类高校均没有开设养老护理专业，相关人才培养无从做起。虽然有关部门早早 2002 年就颁发了《养老护理员职业标准》，并计划在 3-5 年内实现养老护理员持证上岗，但目前仍暂未能实现。未来需要就此问题进行突破，正式启动编制《全国老年教育发展规划（2015-2020 年）》并在后续实施落地，重点在高职技校推广养老服务人才的一体化培养，包括老年学、康复、护理、营养、心理等方面，增加养老人才培养，全面提升养老服务从业人员数量和质量。

推进养老产业的全方位标准化。硬件方面，要修订养老服务机构设施设备的标准，将面积、护理设施、卫生条件等要求加以细化，并根据城乡、服务内容、服务规模等方面分类确定标准，形成一套可行性高的标准体系。软件方面，对失能老人的评估、老人旅游、老人健身器材等各个方面都需要有明确的标准，规范各类与养老服务相关的细分领域。

加大对养老产品和服务产业的政策扶持，弥补养老产品和服务需求缺口

“十三五”规划养老目标是每千名老人拥有养老床位 35-40 张。民政部部长李立国日前在接受媒体采访时表示，“十三五”规划确定的养老目标是：每千名老人拥有养老床位 35-40 张。这一目标的制定是符合我国国情的。“十二五”规划制定的目标是每千名老人拥有养老床位 30 张，五年的时间增长 5-10 张，符合过去我国养老机构的发展速度。

持续完善社区养老设施。进一步改善社区养老服务设施，拓展社区日间照料服务，增加建立含日间照料功能的综合性社区服务中心，加快老年活动场所和便利化设施建设，推进社区主导的硬件适老化改造等。特别的，社区养老要为满足老人的精神需求发挥更大作用，社区日间服务中心可以举办棋牌、书画、老年运动等丰富的活动。

鼓励各类养老服务企业发展。我国的养老服务体系中最大一块是居家养老，而养老日用品、上门家政、诊疗用品、康复保健器械等养老产品和服务都处于供给不足状态。因此预计“十三五”期间将进一步鼓励养老服务企业的发展，对提供各类居家养老产品和服务的企业给予政策倾斜和，积极引导居家养老服务企业实行规模化、网络化、品牌化经营，增加和扩大网点，提高养老服务的可及性。

利用互联网推行养老服务信息化。“互联网+”浪潮的兴起给很多传统产业带来的新机遇，目前也陆续渗透到养老服务产业中。由于我国的养老服务资源严重稀缺，互联网的介入有利于提高行业运行效率，解决行业发展问题。比如，进一步推进互联网、物联网等信息技术在养老服务中的应用，鼓励远程医疗服务、家政 O2O 平台、社区养老一体化、医药用品配送等新型养老服务模式，大力推广养老服务信息化。

鼓励各类养老金融发展，提供充足养老资金保障

探索以房养老、长期护理险、补充商业保险等养老金融支持。基于我国养老保险资金不足的现状，要加快养老金融体系改革，鼓励各类补充商业保险和养老金融产品的政策，推动我国养老保险体系的改革。海外市场中，以房养老类金融产品、长期护理险、附带入住养老机构的创新型保险、补充健康保险等发展较为成熟，可以为我国借鉴。政府也可以对补充养老险种给予税收优惠，鼓励保险公司探索养老产品创新。

加强对老人的养老服务补贴制度。对于低收入的高龄、独居、失能等养老困难的老年人，政府将在评估之后给予政府补贴，为其入住养老机构或者接受社区、居家养老服务，提供支持。例如，北京已经推出了“养老券”，80 岁以上老年人可月领 100 元养老补贴，这种形式可以在全国各地推广。

深化养老金改革，加强市场化运作。养老金入市已伴随《基本养老保险基金投资管理办法》的颁布跨出了第一步，未来还会推出延迟退休政策、提高国有资本收益上缴公共财政比例、划转部分国有资产充实社保基金等，进一步深化养老金的市场化运作。

在信贷、融资等方面给予民营养老产业优惠措施。民营养老的发展离不开资金支持，如果没有适度的融资安排优惠，民营养老的回报率很难提升，未来可以考虑在信贷政策、融资手段等方面给与适度优惠。

“老龄化社会”带来的 A 股投资价值

养老地产

目前国内的养老地产仍处于探索和初步发展阶段，但随着我国老龄化市场环境的推进和政府对于各类民间养老机构的扶持，养老地产的潜在空间将被不断释放。主要推荐在该领域布局较早、推广复制能力强、未来养老地产快速发展催化剂出现时能迅速盈利的企业。特别的，目前我国展开养老地产布局的企业主要分为三类，包括大型央企国企、保险公司、地产企业。我们认为保险公司和地产企业在养老地产上有天然的优势。

商业保险

保险公司料将受益于市场扩容和政策优惠，不断推出各种创新型养老保险，预计保费也会受益于老龄化而长期稳步提升。建议关注的标的包括：中国平安、中国太保、中国人寿、新华保险等。

民营医院

民营医院未来将在我国医疗体系中扮演重要角色，成为公立医院重要的补充。过去民营医院发展面临一系列制度问题，随着养老问题被提到了更高的地位，民营医院将享受到税收、水电等多方面优惠。

养老服务

我国现有的养老服务严重不足，包括养老家政、上门康复护理服务、精神生活服务等，均存在较大供给缺口。随着社会养老服务体系的建设更加侧重于“大力发展养老服务”，提供相关领域的服务的企业将迎来业绩增长的黄金时期。特别地，养老服务信息化在我国具有广大发展空间，通过利用互联网、物联网等技术可以采集老年客户的需求数据，再通过整合公共资源和社会资源来提供服务。

养老用品

我国老龄用品市场本身就具有巨大的人口基础，而伴随“十三五”期间我国的“9073”社会养老服务体系进一步深化，老龄用品将迎来需求激增，相关企业也会在政策和市场的推动下加速发展。老龄群体对于家庭诊疗设备、慢性病药物、康复设备等产品的持续需求将为养老用品和医药企业带来持续的业绩驱动。

养老休闲娱乐

老龄化社会中除了要考虑到老人的物质需求，更要照顾到老人的精神需求。随着老年人收入水平的提高，他们对老年旅游、老年教育、老年影视等休闲娱乐的需求也在不断提高。数据调查显示，北京的老人中有 31.8%的人在 2012 年有过旅游消费，并且很多人表示还会去旅游。因此，提前布局老年人休闲娱乐的企业也将受益。

表 7：建议重点关注个股总结

领域	公司名称	主要亮点
养老地产	世联行	公司是 A 股唯一的房地产服务商标的，本身在细分领域已具有竞争优势，并且与台湾最大的养老服务机构“恒安照护集团”签订战略合作协议，合作探索中国的养老地产及配套服务。
	保利地产	公司从 2008 年就开始出国考察养老产业，并于 2010 年开始布局。目前与安平投资管理有限公司合资成立“保利安平养老产业投资管理有限公司”，负责在各个城市运营养老公寓，已建成的项目包括北京的和熹会、上海的西塘和熹会等，未来预计将在全国布局 50 个左右。老年人可以使用一张卡片在全国各地入住保利安平的养老公寓，并享受一系列养老服务。
	金陵饭店	公司建立天泉湖养老示范项目，并与美国知名养老机构诺宾逊国际管理公司合资成立专业养老服务公司，开售养老公寓。
	万科 A	主打社区养老模式，此前在房山区的万科幸福汇作为养老地产试点，效果较好，未来料将进一步推广。预计养老地产风起时，保利可以凭借自身地产资源和较强的复制推广能力占领行业龙头位置。
民营医院	华业资本	公司原名为华业地产，2014 年进行重大资产重组，卖掉很多存量土地资源投资 21.5 亿收购重庆捷尔医疗，转型医疗健康产业。未来将以捷尔医疗为平台，与重庆医科大学合作建立民营综合性医院。随着民营医疗产业空间的打开，公司医疗业务业绩将逐步释放。
	爱尔眼科	爱尔眼科医院集团是中国规模最大的眼科连锁机构，中国第一家 IPO 上市的医疗机构。公司全国布局已经基本完成，截至 2013 年，爱尔眼科已经在全国 24 个省(市、区)建立了 70 余家专业眼科医院。受益于老龄人群的扩张带来的眼病治疗诊疗需求，公司业绩有望持续发力。
	模塑科技	转型布局养老产业，投资设立了无锡明慈心血管病医院，该医院已与德国北威州心脏和糖尿病中心建立战略合作关系；近期与阜外医院签署合作，进一步加强在糖尿病、心脑血管病领域能力。
养老服务	银江股份	公司拥有成熟的智慧养老与医疗技术，包括远程医疗、电子病历、医疗物联网等，目前已运营健康宝、养老宝等 APP 和智能可穿戴设备。并且公司积累了较强的与地方政府和医院的关系网络，利于公司未来持续开发各类养老 O2O 服务。
	南京新百	公司与母公司三胞集团下属公司 Natali（以色列最大养老服务公司）合资设立 Natali（中国）养老服务有限公司，预计 Natali 远程医疗等业务将逐步引入国内，定位高端养老服务市场，未来成长空间广阔。
	万达信息	公司与中国太保旗下的太保养老投资合资建立养老运营服务公司，为中国的养老服务提供创新养老服务模式，服务将涵盖智能老年照护、老人可穿戴设备、看病一站式服务、健康档案动态维护等内容。
养老用品	三诺生物	公司是行业内血糖仪等家用诊疗设备的龙头企业，渠道覆盖能力较强，且未来向血糖管理全产业链服务转型。
	凯利泰	公司是骨科医疗器械商龙头，主要提供老年人脊柱修复、骨折、关节损伤等手术需要的 PKP 手术相关材料和产品。老年人骨质疏松，是骨病高发人群，且 PKP 骨骼手术逐步在各地列入医保，未来使用患者将显著增加。
	乐普医疗	公司业务从生产及销售心脏手术器械为主向医疗服务商转型，目前布局了各类心脏耗材和药物、专科心脏医院、体检中心、移动医疗等丰富的产品线和业务群。
	信隆实业	国内轮椅、助行器等辅助康复器材的主要生产商，正在研究以定制化和 O2O 模式推出适合消费者个性化需求的产品。
养老休闲	卫星石化	成人纸尿裤的核心材料 SAP 及丙烯酸的主要生产商，受益于老龄群体的持续扩容。
	中南传媒	拥有《老年报》和《健康报》两大刊物，是最大的老年读物市场份额占有者，旗下子公司美时美刻国际旅行社专注养老旅游，且不排除未来集团旗下养老地产注入公司的可能。
	中国国旅	公司是旅游行业中兼具基本面和催化剂的标的，业绩增长有保障，且公司成立于 1954 年，是历史悠久的老牌旅行社公司，对于未来有旅游需求的老人来说老字号品牌将是首选。

资料来源：中信证券研究部整理

表 8：养老产业概念股盈利预测表

简称	股价 (元)	EPS (元)				PE			
		14A	15E	16E	17E	14A	15E	16E	17E
世联行	17.22	0.52	0.33	0.39	0.47	36.09	52.18	44.15	36.64
保利地产	8.84	1.14	1.40	1.69	--	10.80	6.31	5.23	--
金陵饭店	13.69	0.13	0.24	0.29	0.34	43.63	62.18	53.24	44.13--
万科 A	14.08	1.43	1.64	1.83	1.99	10.13	8.59	7.69	7.08
华业资本	15.20	0.29	0.60	0.79	0.95	20.46	25.25	19.13	15.93
爱尔眼科	33.24	0.47	0.43	0.58	0.78	80.66	76.93	57.38	42.81
模塑科技	20.40	0.80	0.95	1.10	--	17.78	21.47	18.55	--
银江股份	14.02	0.68	0.37	0.49	0.64	52.23	38.23	28.83	21.92
南京新百	37.53	1.12	1.25	0.55	0.56	41.86	30.02	68.24	67.02
万达信息	30.45	0.39	0.27	0.39	0.53	153.40	112.78	78.08	57.45
三诺生物	39.58	0.99	0.76	0.97	1.31	38.07	52.08	40.80	30.21
凯利泰	21.80	0.39	0.38	0.58	0.73	65.35	57.37	37.59	29.86
乐普医疗	41.19	0.52	0.71	0.96	1.25	53.44	56.22	42.60	32.88
信隆实业	9.13	0.02	--	--	--	570.46	--	--	--
卫星石化	10.44	0.04	0.03	0.12	0.24	266.60	309.30	93.20	44.40
中南传媒	21.74	0.82	1.06	1.29	1.56	26.84	20.51	16.85	13.94
中国国旅	52.86	1.51	1.69	2.10	2.52	33.48	31.28	25.17	20.98

资料来源：中信证券研究部，Wind

注：股价为 2015 年 11 月 4 日收盘价；其中：世联行、保利地产、万科 A、南京新百、万达信息、三诺生物、凯利泰、卫星石化、中南传媒、中国国旅 EPS 来自中信证券研究部预测；金陵饭店、华业资本、爱尔眼科、模塑科技、银江股份、乐普医疗、信隆实业来自 Wind 一致预期。

风险因素：

政策推进不达预期、企业养老业务与非养老业务整合不畅、企业经营业绩低于预期等。

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国：（i）根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。（ii）本期报告涉及股票万科 A（000002），中信证券股份有限公司持股数量占上市公司总股本的比例超过 1%。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2015 版权所有。保留一切权利。