

养老产业链：乘风破浪正当时

2015年11月17日

■ **国务院《关于推进医疗卫生与养老服务相结合的指导意见》带来重大利好，养老产业已进入历史机遇期。**人口结构决定中国现已进入加速老龄化阶段，养老产业将迅速扩容。目前养老产业发展仍很大程度上依赖于政策刺激，近日国务院《关于推进医疗卫生与养老服务相结合的指导意见》提出“医养结合”概念，为整个养老产业链带来重大利好。我们认为潜在盈利机会的主要集中于养老地产、养老医药、保险板块。

■ **养老地产在“医养结合”催化下潜力巨大。**养老地产尚在起步阶段，空间巨大，这是因为1)老年人口结构性高速增长；2)新增老年人口可支配财富更多；3)养老机构建设速度远低于老年人口增速；4)独生子女家庭照顾能力弱，随着独生子女父母进入老年，养老地产需求将大幅上升。近日国务院提出的“医养结合”概念将允许养老机构进入医疗护理康复市场、整合冗余公立医疗资源，为养老地产的发展扫除最大障碍的同时提供了切实可行的盈利模式，极大提升养老地产的潜在价值，催化养老地产高速发展。

■ **养老医药进入高速成长期，市场规模5年内翻倍。**随着老年人口的高速增长，养老医疗服务和药品的市场也将迎来高速发展的快车道。根据我们的测算，目前养老医药市场规模约为7000亿元，5年内，市场将迅速扩容至1.36万亿元，几乎是2015年的2倍，而10年内，市场规模则将达到2.4万亿元，达到2015年的3倍。

■ **商业养老保险是填补养老金缺口最重要的补充力量，潜力巨大。**中国基本养老险替代率已由2001年的73%快速下降至2014年的43%左右，而企业年金的覆盖率仅为6%，作用微乎其微。如果要维持国际通行的最低替代率水平（45%），则5年内将出现9%左右的替代率缺口，且该缺口将随着“婴儿潮”一代退休而快速扩大。为了填补缺口，新“国十条”已明确提出“把商业保险建成社会保障体系的重要支柱”，政策意图明确。保守假设未来商业养老保险额外提供5%的替代率，对应增量保费每年3000亿元以上，相当于2014年寿险行业全部保费的25%。

■ **投资建议：**中国已进入加速老龄化阶段，人口年龄结构将推进养老产业急速扩容。养老地产概念受益于近日“医养结合”政策带来的重大利好，整合医疗资源+进入医疗服务市场的盈利模式已逐渐明确，看好有前瞻性养老布局、具有医疗资源整合能力的标的；养老医药产业已进入高速成长期，预计市场规模5年内翻倍，与养老相关医药标的向上空间较大。保险行业的业务贯穿整个养老产业链，可分享整个养老产业的政策红利；三支柱失衡、养老金缺口、政策的逐步兑现将带来确定性较强的长期上升空间。建议关注医药板块（益佰制药 600594、澳洋科技 002172、康美药业 600518）、养老地产概念（双箭股份 002381、凤凰股份 600716、世联行 002285）、保险板块（中国平安 601318、新华保险 601336）。

■ **风险提示：**1.医养结合配套政策落实不及预期；2.利率下行对保险业绩的影响；3.养老保险税收优惠幅度和落实速度不及预期。

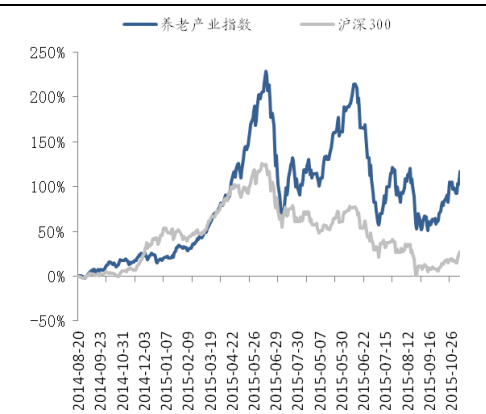
首席非银分析师 丁文韬

执业资格证书号码：S0600515050001
dingwt@dwzq.com.cn

首席医药分析师 洪阳

执业资格证书号码：S0600513060001
hongyang@dwzq.com.cn

行业走势



相关研究

- 1.保险行业中报总结：业绩飙升可持续，估值低位蓄势待发
- 2.保险行业：费改落地，利好分红 险保费触底反弹

目录

1. 养老产业已进入历史机遇期.....	5
1.1 养老产业机会主要集中在保险、地产和医药板块.....	5
1.2 人口结构驱动养老产业快速扩容.....	5
1.3 政策密集出台，“医养结合”带来重大利好.....	6
2. 养老三支柱体系失衡带来保险业的潜在机遇.....	8
2.1 风险管理、税收优惠、投资收益推动养老保障体系发展.....	8
2.1.1 养老保障本质上是个人现金流的再安排.....	9
2.1.2 风险管理、税收优惠、投资收益推动养老保障体系发展.....	9
2.2 中国养老保障三支柱体系.....	10
2.2.1 第一支柱:基本养老保险已不堪重负.....	10
2.2.2 第二支柱:企业年金覆盖率低,短期内难有起色.....	13
2.2.3 第三支柱:商业养老保险潜力巨大, 税优政策将逐步落地.....	14
2.3 海外养老保障体系发展情况.....	15
2.3.1 海外养老保障体系发展概况.....	15
2.3.2 美国.....	16
2.3.3 日本.....	19
2.3.4 新加坡.....	20
2.3.5 加拿大.....	21
2.3.6 海外经验对中国的启示.....	22
3. 商业养老保险: 两因素驱动超过 3000 亿市场增量.....	24
3.1 结构性驱动: 三支柱体系失衡给商业养老保险带来机会.....	24
3.2 政策性驱动: 政策推动商业养老保险发展意图明确.....	25
4. 养老地产: 起步阶段, 保险公司主导模式优势明显.....	26
4.1 中国商业养老社区未来潜力巨大.....	26
4.2 “医养结合”带来重大利好.....	27
4.3 养老地产开发模式.....	27
4.3.1 房地产企业主导.....	28
4.3.2 养老产业资本主导.....	29
4.3.3 保险公司主导.....	30
4.3.4 REITs 模式.....	34
5. 养老医药: 进入高速成长期, 市场急速扩容.....	36
5.1 养老医药市场潜力巨大: 预计 5 年内翻倍.....	37
5.2 老年人医疗服务现状.....	37
5.3 老年人药品与保健品市场.....	38
6. 相关标的.....	40
7. 风险提示.....	45

图表目录

图表 1: 养老产业链.....	5
图表 2: 60 岁以上人口和占比变化.....	5
图表 3: “婴儿潮”逐渐进入老龄化.....	5
图表 4: 养老相关重要政策.....	6
图表 5: 养老保障体系的现金流再安排保证稳定的退休后收入.....	9
图表 6: 养老保障体系的关键要素.....	9
图表 7: 中国养老保障三支柱体系.....	10
图表 8: 2001 年-2014 年基本养老金替代率逐年下降.....	11
图表 9: 老龄人口比重不断上升.....	11
图表 10: “婴儿潮”一代临近退休年龄 (亿人).....	12
图表 11: 在职人员工资增速远高于养老金增速.....	12
图表 12: 全国社会保障基金历史收益率.....	13
图表 13: 企业年金覆盖职工人数增长缓慢.....	14
图表 14: 预计城镇基本养老保险替代率缺口会逐年扩大.....	15
图表 15: 美国“三支柱”养老保险体系.....	17
图表 16: 美国养老保险法案历程.....	17
图表 17: 美国养老保险筹资模式.....	17
图表 18: 美国养老保险体系发展历程.....	18
图表 19: 日本“多层次养老保险体系”模式.....	19
图表 20: 加拿大养老保险体系.....	21
图表 21: 多数国家第一支柱替代率稳定在 40% 左右.....	23
图表 22: 多数国家第一支柱替代率稳定在 40% 左右.....	23
图表 23: 海外部分国家个人商业养老保险递延税收优惠模式.....	23
图表 24: 美国第二、第三支柱在税优政策鼓励下资产规模稳步增长.....	24
图表 25: 2009 年至今重大保险行业的相关政策.....	25
图表 26: 2009-2016 年重大保险行业的相关政策.....	25
图表 27: 我国 60 岁以上人口占比逐年上升.....	26
图表 28: 我国人均退休金增长迅速.....	26
图表 29: 全国养老服务机构与退休人口增速.....	27
图表 30: 独生子女父母 2010-2025 年进入退休年龄.....	27
图表 31: 房地产企业主导的养老地产项目.....	28
图表 32: 产业资本主导的养老地产项目.....	29
图表 33: 保险公司投资养老地产模式.....	30
图表 34: 险资企业进军养老地产情况.....	31
图表 35: 泰康之家·燕园总平面图.....	32
图表 36: 泰康之家·燕园的周边配套医院.....	33
图表 37: 泰康之家服务特点.....	33
图表 38: 北京泰康之家·燕园的收费模式.....	33
图表 39: 房地产投资信托基金组织架构.....	34
图表 40: REITs 的中国之路.....	35
图表 41: 中国老年人医药市场规模测算 (亿元).....	37
图表 42: 预计老年人医药市场规模 (亿元).....	37

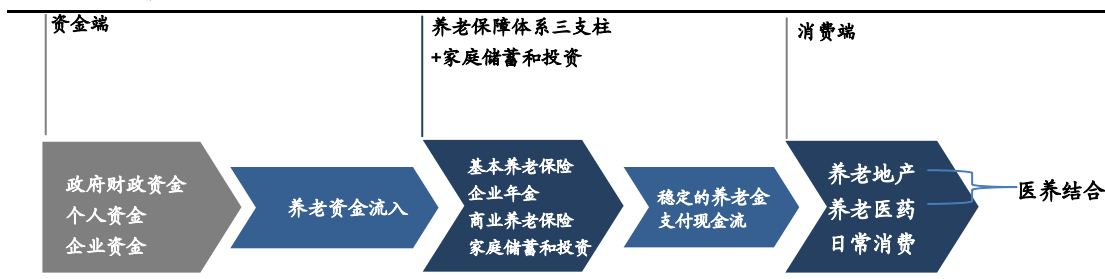
图表 43: 2005-2015 年中国药品终端市场总额及增速	39
图表 44: 2009-2014 中国保健品市场规模走势	39
图表 45: 2013 年底我国保健品产品结构.....	39

1. 养老产业已进入历史机遇期

1.1 养老产业机会主要集中在保险、地产和医药板块

养老产业链主要包括养老保险、养老地产、养老医药和老年人日常消费。其中，我们认为较为确定的潜在盈利机会的主要集中于养老保险、养老地产和医药板块。

图表 1: 养老产业链



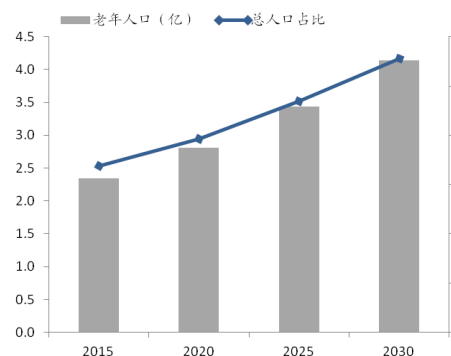
资料来源：东吴证券研究所

保险行业可以参与分享整个养老产业链的蛋糕：保险公司既可以通过保险业务参与养老资金端的金融服务，又可以直接参与养老消费端市场，业务线纵向贯穿整个养老产业链，可享受整个产业链条的税收优惠和政策红利。

1.2 人口结构驱动养老产业快速扩容

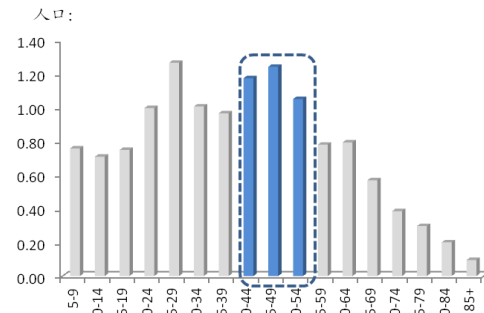
中国的人口结构决定中国现已进入加速老龄化阶段，目前中国老年人口（60 岁以上）约为 2.3 亿，占总人口 17% 左右，我们根据人口年龄结构、死亡率测算，预计未来 5 年，老年人口将迅速上升至 2.8 亿，2030 年将超过 4 亿，占总人口 28% 左右。随着未来 5~10 年建国后第二次“婴儿潮”一代逐渐进入老年，中国老龄化进程将会进一步加速，推动养老产业迅速扩容。

图表 2: 60 岁以上人口和占比变化



资料来源：东吴证券研究所

图表 3: “婴儿潮”逐渐进入老龄化



资料来源：东吴证券研究所

1.3 政策密集出台，“医养结合”带来重大利好

由于目前中国的养老产业尚处于初级阶段，缺乏成熟稳定的投资模式，资本进入养老市场短期内仍将很大程度上依赖于政策刺激。国家各个部门已经在近年密集出台重磅政策推动养老产业发展。

图表 4: 养老相关重要政策

时间	政策	内容
2013.9.16	[国务院]关于加快发展养老服务业的若干意见(国发〔2013〕35号)	积极应对人口老龄化，加快发展养老服务业，不断满足老年人持续增长的养老服务需求，是全面建成小康社会的一项紧迫任务，有利于保障老年人权益，共享改革发展成果，有利于拉动消费、扩大就业，有利于保障和改善民生，促进社会和谐，推进经济社会持续健康发展。
2013.12.27	关于开展养老服务业综合改革试点工作的通知	根据党的十八届三中全会精神和《国务院关于加快发展养老服务业的若干意见》(国发〔2013〕35号，以下简称《意见》)要求，为进一步优化养老服务业发展的政策环境，完善体制机制，创新发展模式，拓宽民间资本参与渠道。
2014.1.28	关于加强养老服务设施规划建设工作的通知	各地住房城乡建设主管部门要按照“居家养老为基础、社区养老为依托、机构养老为支撑”的要求，结合老年人口规模、养老服务需求，明确养老服务设施建设规划，并将有关内容纳入城市、镇总体规划，加强区域养老服务设施统筹协调，推进城乡养老服务一体化。要按照一定规划期城镇老年人口构成、规模等因素，合理确定养老服务设施类型、布局和规模，实现养老服务设施的均衡配置。
2014.2.10	关于加强养老服务标准化工作的指导意见	各级有关部门要将标准化建设作为创新社会管理，积极应对人口老龄化的重要方面，进一步提高认识、高度重视，切实增强责任感和紧迫感，采取有力措施，加紧制定完善养老服务标准，开展服务质量评估和服务行为监管，健全市场规范，促进养老服务业标准化、规范化发展。
2014.6.9	关于推进城镇养老服务设施建设工作的通知	近年来，随着城镇化进程的加快和城镇老年人口的增长，我国城镇养老服务设施建设用地紧张、总量不足、设施落后等问题不断突出，日益成为制约养老服务业发展的瓶颈因素。为了贯彻落实《国务院关于加快养老服务业发展的若干意见》(国发〔2013〕35号，以下简称《意见》)，加快推进城镇养老服务设施建设，
2014.8.13	《关于加快发展现代保险服务业的若干意见》(新“国十条”)	新“国十条”从经济结构调整、服务民生、社会治理等战略高度，为保险业下一步的发展制定了顶层设计。
2015.2.25	鼓励民间资本参与养老服务业发展的实施意见	根据《国务院关于加快发展养老服务业的若干意见》(国发〔2013〕35号)精神，为了充分发挥市场在资源配置中的决定性作用和更好地发挥政府作用，逐步使社会力量成为发展养老服务业的主体，现就鼓励民间资本参

		与养老服务业发展，提出意见。
2015.4.22	关于进一步做好养老服务业发展有关工作的通知	《国务院关于加快发展养老服务业的若干意见》（国发〔2013〕35 号，以下简称《意见》）实施以来，养老服务业发展态势良好，发展环境得到明显改善，社会资本投入积极性显著提高，政策效果逐步显现。进一步加快发展养老服务业，抓好近期重点工作。
2015.4.23	国家开发银行关于开发性金融支持社会养老服务体系建设的实施意见	运用开发性金融的理论和办法，充分依托民政部门的组织协调优势，推动形成“政府引导、金融支持、社会参与、市场运作”的社会养老服务发展体制机制，发挥开发性金融的资金引领作用，吸引民间资本投入，秉承养老普惠的理念，共同引领以居家为基础、社区为依托、机构为支撑的社会养老服务体系的建设。
2015.8.23	《基本养老保险基金投资管理办法》	办法明确规定，养老基金可将不超 30% 的资产投资于股票、股票基金、混合基金、股票型养老金产品，养老金入市终获政策放行。
2015.11.13	《关于推进医疗卫生与养老服务相结合的指导意见》	养老机构内设的医疗机构可作为医院康复护理场所；支持养老机构按规定开办老年病、康复、中医医院和临终关怀机构；鼓励社会力量兴办医养结合机构，支持医疗资源丰富地区将公立医院转为康复、老年护理等机构；强化投融资、用地等支持，扩大政府购买基本健康养老服务，创新长期护理保险等产品。

资料来源：东吴证券研究所

“医养结合”概念为养老产业带来重大利好。 国务院近日《关于推进医疗卫生与养老服务相结合的指导意见》，明确了医养结合发展的政策思路，极大利好养老产业。

1) 该《意见》提出“养老机构内设的医疗机构可作为医院康复护理场所。”、“支持养老机构按规定开办老年病、康复、中医医院和临终关怀机构。”这实际上允许社会资本通过养老机构的牌照进入医疗服务市场，提供长期康复护理和老年病诊疗，为养老地产的发展提供了切实可行的盈利模式，极大的提升了养老地产的潜在价值。

2) 该《意见》提出“鼓励社会力量兴办医养结合机构，支持医疗资源丰富地区将公立医院转为康复、老年护理等机构。”该意见解决了社会资本获取公共医疗资源困难和一二级医院和社区医院医疗资源未充分利用的根本矛盾，为保险公司、养老机构等主体整合医疗资源扫清了政策障碍，极大利好养老地产的发展。

3) 该《意见》提出“强化投融资、用地等支持，扩大政府购买基本健康养老服务，创新长期护理保险等产品。”未来政府不仅将为养老产业提供用地和融资支持，更会直接消费医疗服务和保险产品，刺激养老保险、养老医药、养老地产市场迅速扩容。

2. 养老三支柱体系失衡带来保险业的潜在机遇

第一支柱一家独大, 养老金替代率持续下行: 自上世纪 90 年代以来, 我国开始建立多层次的养老保险体系: 即建立基本养老保险、企业补充养老保险和个人储蓄性养老保险相结合的三支柱养老保险体系。目前养老保险的三支柱体系严重失衡的: 作为第一支柱的基本养老保险一家独大 (覆盖率约为 80%), 企业补充养老保险又称企业年金 (覆盖率仅为 6%) 和个人商业养老保险严重供给不足。目前我国第一支柱的基本养老保险费占比达 90%, 第二、第三支柱保费占比合计不过只有 10%。近年来随着退休人口的快速上升, 基本养老保险 (第一支柱) 不堪重负, 实际替代率已由 2001 年的 73% 下降至 2014 年的 43% 左右。未来 5-10 年, 随着建国后第二次“婴儿潮”进入退休年龄, 第一支柱替代率持续下行压力巨大。

商业养老保险是填补养老金替代率缺口最重要的补充力量, 发展空间巨大。 由于目前基本养老保险 (第一支柱) 替代率持续下行和企业年金 (第二支柱) 的基本缺失, 商业养老保险将成为现有养老保障体系中最重要补充力量。目前基本养老保险的实际替代率已由 2001 年的 73% 下降至 2014 年的 43% 左右, 而企业年金的覆盖率仅为 6%, 作用微小。如果要维持国际通行最低替代率水平 (45%), 则 5 年内将会出现 9% 左右的替代率缺口, 且该缺口将随着建国后第二次“婴儿潮”一代的退休而快速扩大。为了填补潜在的缺口, 国家已经在新“国十条”中明确提出“把商业保险建成社会保障体系的重要支柱”、“推动个人储蓄性养老保险发展”, 体现了政府对于快速发展商业养老保险的积极支持态度。保守假设未来商业养老保险额外提供 5% 的替代率, 则对应的增量业务收入为每年 3000 亿元以上, 相当于 2014 年寿险行业全部保费收入的 25% 左右。

个税递延型商业养老保险有望 2016 年落地, 撬动千亿保费。 2014 年下半年出台的新“国十条”明确提出推进商业养老保险发展并开展个人税收递延型商业养老保险试点, 体现出政府对于快速发展第三支柱的积极支持, 预计该政策将于 2016 年正式落地。目前中国的商业保险没有任何个税优惠, 养老型保险产品相对于其他个人投资方式 (基金、债券、银行理财、地产等) 并无明显优势, 市场份额很小且发展缓慢。在政策红利的催化下, 此类产品有望迎来爆发式发展。预计目前个税纳税人口 (2800 万) 的 70% 将购买个税递延型养老保险, 假设平均每月保费为 600 元, 同时考虑其他无个税优惠的储蓄型保险产品会受到一定的影响, 预计每年增量保费规模在 1000 亿元左右, 利好保险行业。

2.1 风险管理、税收优惠、投资收益推动养老保障体系发展

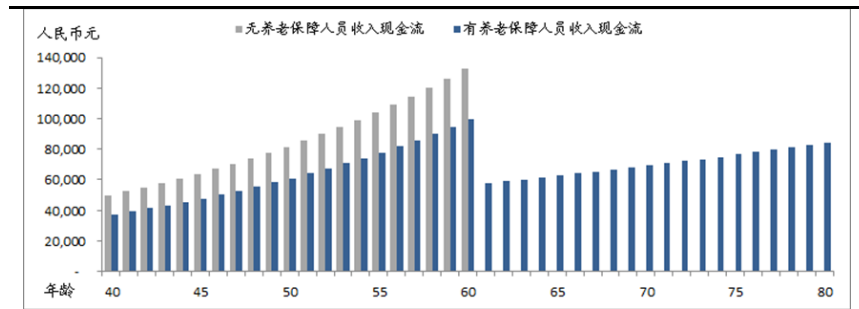
养老保障体系连接着资金端和消费端, 是整个养老产业链发展的核心环节。 养老保障本质上是一种延迟消费的财务安排: 将个人退休前工作收入的一部分储蓄起来进行投资并在退休后定期发放, 以保证个人退休后

收入水平在合理的范围。具体来说，养老保障体系通过强制或税收优惠的方式从资金端吸纳资金流入，并通过现金流再安排、投资增值和风险管理实现稳定的个人养老现金流，该现金流流向消费端驱动养老消费产业增长。

2.1.1 养老保障本质上是个人现金流的再安排

养老保障体系将个人退休前工作收入的一部分储蓄起来进行投资并在退休后定期发放，以保证个人退休后收入水平稳定在合理的范围，从而实现“老有所养”。健康的养老保障系统是维护稳定的社会秩序和促进消费水平的基础。

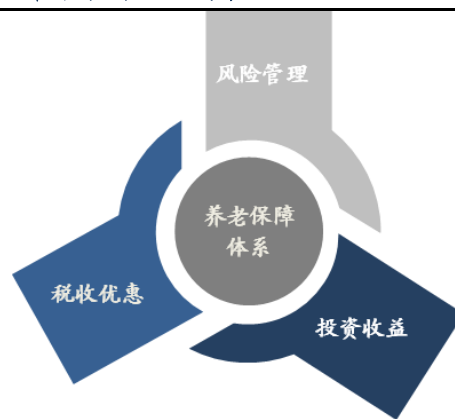
图表 5: 养老保障体系的现金流再安排保证稳定的退休后收入



资料来源：东吴证券研究所

2.1.2 风险管理、税收优惠、投资收益推动养老保障体系发展

图表 6: 养老保障体系的关键要素



资料来源：东吴证券研究所

风险转移和分散是养老保障体系相对于家庭储蓄养老的最大优势。养老财务安排收很多不确定因素影响，包括死亡风险、长寿风险、重大疾病风险、投资风险以及流动性风险等。家庭储蓄养老模式本身并没有抵御部分或全部风险的能力。养老保障体系则可以将这些风险转移给政府或者保险公司，再由这些机构将风险进行分散或者再转移，从而大大降低了个人的风险。

税收优惠是政府撬动企业和个人资金投入养老保障体系的主要手段。政府提供的税收优惠是鼓励工作人口和企业参加养老储蓄的重要手

段。目前主流的税收优惠手段是个人所得税递延和企业所得税减免。个人所得税递延允许将工作时收入的一定比例放入养老金账户来降低当期应税收入，在领取养老金时再计算养老金对应所得税。由于退休后的收入通常会低于工作时，递延后的总所得税缴纳总额会降低。企业所得税减免允许企业将为员工支付的养老保险费税前列支以抵扣企业所得税。税收优惠幅度越大，养老金计划对于个人和企业的吸引力越大。

养老金计划的投资收益直接影响吸纳资金的能力。在退休前，个人将工作收入存入养老保障体系进行积累，再此期间积累的养老金将统一进行投资增值。因为退休后获得的养老金有相当一部分来自于投资收益，所以养老保障体系的投资能力对于其吸纳社会资金能力有很大影响。当养老金计划的投资收益较低时，更多的家庭会选择将自行储蓄或投资；相反，当养老金计划的投资收益较高时，更多的家庭会选择将养老资金存入养老金计划。养老金投资有风险偏好稳健、规模大、周期长等要求，因此必须由专业机构进行管理和配置才能在满足以上要求的基础上实现不低于通货膨胀率的长期投资收益率。

2.2 中国养老保障三支柱体系

中国的养老保障体系由三支柱构成：基本养老保险、企业年金（职业年金）和个人储蓄养老保险。

图表 7：中国养老保障三支柱体系

	组成部分	性质	资金来源	风险管理	税收优惠政策	投资资产	投资收益率
第一支柱	基本养老保险	强制性，提供基本生活保障	个人和企业强制缴费、财政补贴	政府承担长寿风险和投资风险	抵扣企业所得税和个税	银行存款为主	2%-2.5%
第二支柱	企业年金	非强制性，企业自愿提供的养老福利	个人和企业自愿缴费	(无)	抵扣企业所得税、递延个税	固收类、权益类	5%-10%
第三支柱	商业养老保险	非强制性，个人自愿储蓄	个人自愿缴费	保险公司承担长寿风险和部分市场风险	(无)	固收类为主、少量权益类	2.5%-4.5%

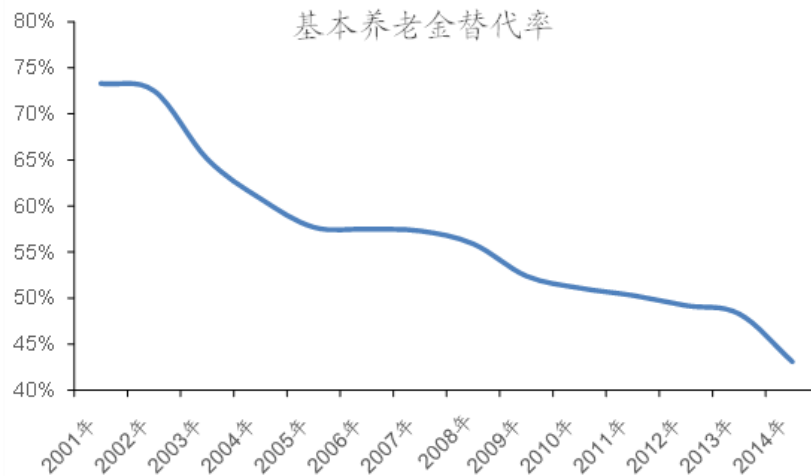
资料来源：东吴证券研究所

2.2.1 第一支柱:基本养老保险已不堪重负

中国养老保障体系的第一支柱是基本养老保险制度。中国基本养老保险是保证基本生活标准的强制性基础养老计划，且免除对应的企业所得税和个人所得税。中国的基本养老保险包括城镇职工基本养老保险和城乡居民基本养老保险。截止 2014 年底，城镇职工基本养老保险覆盖 3.4 亿人，城乡居民基本养老保险覆盖 5 亿人，总体覆盖率达 80%。基本养老保险的资产主要由统筹账户和个人账户组成，资金来源于强制性的企业和职工按月缴费和各级财政补贴。由于历史原因，个人账户长期被统筹账户借支形成了大规模空账。截止 2014 年，基本养老保险基金结存约 3.6 万亿元，个人账户做实部分 0.5 万亿元（空账大于 3.1 万亿）。此外，作为基本养老保险的储备基金，国家设有全国社会保障基金，资金来源于财政拨款，国有股减持以及彩票公益金等，截止 2014 年，全国社会保障基金资产达 1.5 万亿。

基本养老保险不堪重负，替代率进入下行周期。养老金替代率是衡量退休后养老保障水平的重要指标。1997 年中国建立了统一的企业职工基本养老保险制度，计划将基本养老金目标替代率由原来的 80% 左右降为 58.5%，并逐渐调整整个养老保险体系的结构和养老金待遇的结构，将原来基本养老保险制度的部分责任转移出来，由其它形式的养老保险制度来承担。然而事实上，中国基本养老金制度改革过程并不顺利，尽管国家使用了财政补贴、借支个人账户资金等一系列措施填补历史缴费缺口，实际替代率仍然在逐年降低，已由 2001 年的 73.2% 下降至 2014 年的 43.1%，这主要是由于：1) 老龄人口比重不断快速上升；2) 历史缴费缺口过大，财政负担沉重；3) 在职人员工资增速远高于养老金增速；4) 资产投资收益长期偏低。考虑到因为历史原因未足额缴费的退休人员数量快速扩大，需要填补的支出缺口越来越大，预计未来基本养老保险替代率会持续下行。

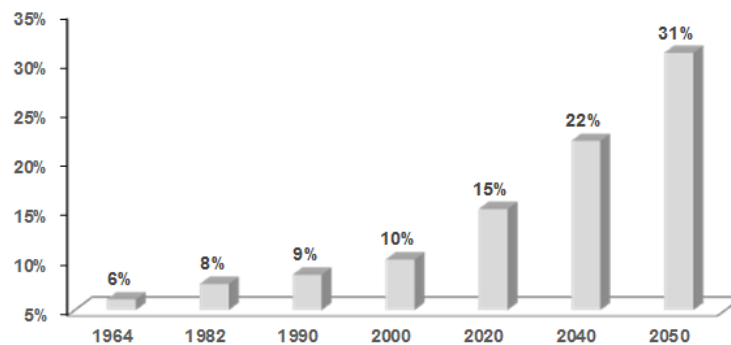
图表 8: 2001 年-2014 年基本养老金替代率逐年下降



资料来源：国家统计局、中国社会保险发展年度报告、东吴证券研究所
注：基本养老金替代率=退休人员的平均养老金/同年在岗职工平均工资

近年来，随着我国 60 岁以上的老年人口逐年上升，抚养比（参保在职职工人数与领取养老金的退休人数的比例）在不断下降。截至 2014 年底，职工养老保险的抚养比已经低于 3，为 2.97: 1。

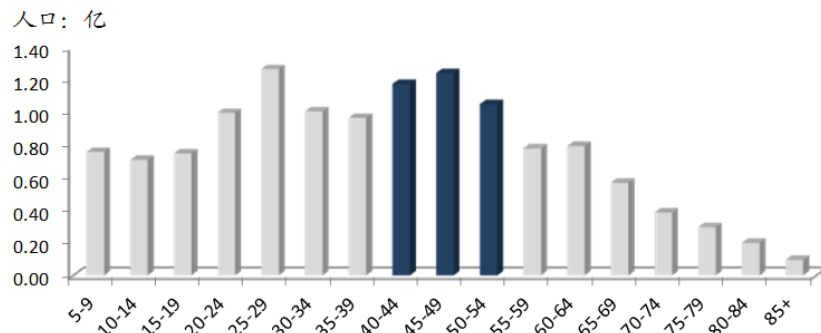
图表 9: 老龄人口比重不断上升



资料来源：东吴证券研究所。

“婴儿潮”一代进入退休年龄将使基本养老保险不堪重负。中国建国后第二次“婴儿潮”（1960 年-1975 年间出生人口）人口接近 3.5 亿人，这部分人口将会在未来五年开始逐渐进入退休年龄。由于大量人口将从基本养老保险的缴费者变为领取者，抚养比将快速下行，预计养老金替代率将承压继续下行。

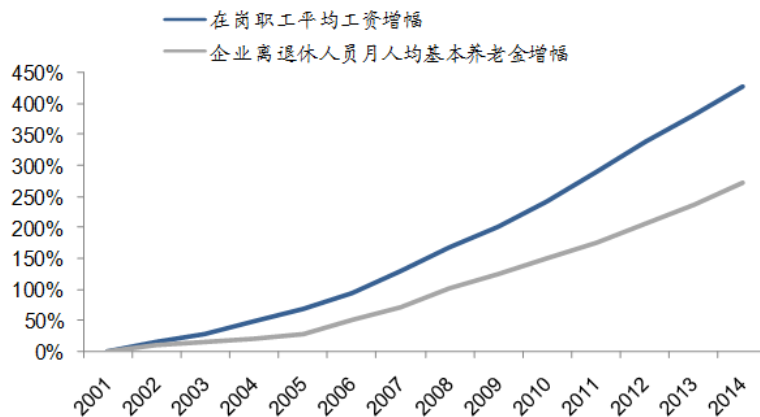
图表 10：“婴儿潮”一代临近退休年龄（亿人）



资料来源：东吴证券研究所

养老金增速远低于在岗职工工资增长，趋势未来仍将持续。自 2005 年起，我国已连续 10 年提高企业退休人员基本养老金。然而，基本养老金的上涨速度仍低于在岗职工平均工资增速。城镇单位在岗职工平均工资从 2001 年月均 906 元上涨至 2014 年 4695 元，增长 418%，而城镇退休人员人均养老金支出从 2001 年月均 572 元上涨至 2014 年月均 2061 元，增长 260%，远低于在岗职工工资增长。预计未来基本养老金将继续逐年提高，但是由于养老金调整的巨大成本和不可逆性，其增速仍将低于在职工工资，从而进一步推动基本养老金替代率下行。

图表 11：在职人员工资增速远高于养老金增速



资料来源：wind，东吴证券研究所

基本养老保险投资收益长期偏低。中国基本养老保险的计划资

产（不包括全国社会保障基金）长期由地方政府归集和运营，缺乏统一和专业的管理，主要投资于银行存款，因此历史收益率低于同期 CPI 增速，处于实际的贬值状态。2015 年 8 月 23 日，国务院印发《基本养老保险基金投资管理办法》，明确规定了中央集中运营、市场化投资运作的模式，并可投资权益类资产。预计未来，该计划资产的投资收益率将会逐渐接近集中运作的全国社会保障基金。

图表 12: 全国社会保障基金历史收益率

基金历年收益情况表

编制单位: 全国社会保障基金理事会 单位: 人民币亿元

年度	项目	投资收益额	投资收益率 (%)	通货膨胀率 (%)
2000年		0.17	-	-
2001年		7.42	1.73	0.70
2002年		19.77	2.59	-0.80
2003年		44.71	3.56	1.20
2004年		36.72	2.61	3.90
2005年		71.22	4.16	1.80
2006年		619.79	29.01	1.50
2007年		1,453.50	43.19	4.80
2008年		-393.72	-6.79	5.90
2009年		850.43	16.12	-0.70
2010年		321.22	4.23	3.30
2011年		74.60	0.86	5.40
2012年		654.35	7.10	2.60
2013年		685.84	6.20	2.60
2014年		1424.60	11.69	2.00
	累计投资收益 ¹	5,611.95	(年均) ² 8.38	(年均) ³ 2.42

资料来源: 中国社会保障理事会, 东吴证券研究所

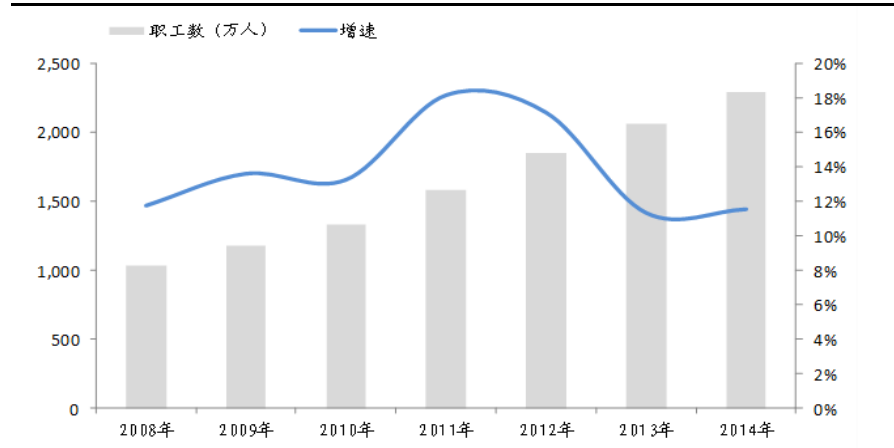
2.2.2 第二支柱: 企业年金覆盖率低, 短期内难有起色

第二支柱企业年金覆盖率低、发展缓慢: 中国的企业补充养老保险试行于本世纪 80 年代, 并随同基本养老金计发办法的改革而逐步得到发展。企业年金早在 2004 年就在企业中试水。但十年已过, 企业年金覆盖率仍然较低。人社部数据显示, 截至 2014 年底, 建立企业年金计划的企业仅 7.33 万家, 参加人数 2292.78 万人, 累积基金 7688.95 亿元, 而城镇就业人员 39310 万人, 覆盖率仅为 6%, 在整个养老保障体系中作用微乎其微。在发达国家, 企业年金副高率均在在 30% 以上, 其中美、日本、英等国企业年金的覆盖率则超过 50%。

税收优惠有限, 企业年金短期内难有起色: 在美国, 税收优惠是刺激企业年金(401K 计划)快速发展的主要驱动因素。根据中国现行的《关于补充养老保险费补充医疗保险费有关企业所得税政策问题的通知》和《关于企业年金、职业年金个人所得税有关问题的通知》规定, 企业缴

费不超过职工工资总额的 5% 的部分可以从企业所得税应纳税所得额中抵扣; 企业缴费部分和个人缴费部分不超过工资的 4% 的部分可以递延个税; 投资收益可以递延个税。然而在政策出台后, 企业年金并未进入爆发式增长期, 税收优惠的实际效果甚微。这主要是由于: 1) 个人所得税递延比例 (4%+5%) 和企业所得税抵扣比例 (5%) 较低, 企业参加动力有限; 2) 企业的基本养老保险缴费负担过重 (工资的 20%), 无力发展企业年金。由于与企业年金相关的税收和社保缴费政策环境很难有改善, 预计企业年金在短期内仍将发展缓慢。

图表 13: 企业年金覆盖职工人数增长缓慢



资料来源: 人社部, 东吴证券研究所

2.2.3 第三支柱: 商业养老保险潜力巨大, 税收政策将逐步落地

中国养老保障体系的第三支柱主要是商业养老保险: 个人根据自身经济状况, 自愿选择购买的个人商业养老保险构成我国养老保障体系的第三支柱。商业养老保险的主要包括年金产品和储蓄型长期寿险产品。

我国商业养老保险发展起步晚, 参与度远远落后于发达国家。 目前我国商业养老保险的参与度较低, 中国人均长期寿险保单持有量仅为 0.1 份, 远低于发达国家 1.5 份以上的水平。这主要是因为: 1) 中国最近 10 年才从计划经济养老体系的转型, 国民的风险和保险意识不强, 购买个人商业养老保险的积极性不高; 2) 商业养老保险缺乏税收优惠政策, 相对于其他个人储蓄方式无明显优势; 3) 法规对于保险费率的限制使得商业养老保险的投资收益率相对于其他投资渠道 (地产、股票、基金、国债、信托等) 长期处于竞争劣势, 在高通货膨胀率的环境下该劣势更为明显。

商业养老保险是填补养老金替代率缺口最重要的补充力量, 发展空间巨大。 由于目前基本养老保险 (第一支柱) 替代率持续下行和企业年金 (第二支柱) 的基本缺失, 商业养老保险将成为现有养老保障体系中最重要补充力量。目前基本养老保险的实际替代率已由 2001 年的 73% 下降至 2014 年的 43% 左右, 而企业年金的覆盖率仅为 6%, 作用微小。如果要维持国际通行最低替代率水平 (45%), 则 5 年内将会出现 9% 左右的替代率缺口, 且该缺口将随着建国后第二次 “婴儿潮” 一代的退休而快速扩大。为了填补潜在的缺口, 国家已经在新 “国十条” 中明确提出

“把商业保险建成社会保障体系的重要支柱”、“推动个人储蓄性养老保险发展”，体现了政府对于快速发展商业养老保险的积极支持态度。保守假设未来商业养老保险额外提供 5% 的替代率，则对应的增量保险业务收入为每年 3000 亿元以上，相当于 2014 年寿险行业全部保费收入的 25% 左右。

图表 14: 预计城镇基本养老保险替代率缺口会逐年扩大

	2015E	2020E	2025E	2030E
缴费人口 (亿)	2.6	2.5	2.4	2.3
领取人口 (亿)	0.9	1.0	1.3	1.5
实际替代率	43%	36%	28%	22%
目标替代率	45%	45%	45%	45%
替代率缺口	2%	9%	17%	23%

资料来源: 根据第六次人口普查数据估算, 东吴证券研究所

个税递延型商业养老保险落地有望撬动千亿保费。2014 年下半年出台的新“国十条”明确提出推进商业养老保险发展并开展个人税收递延型商业养老保险试点, 体现出政府对于快速发展第三支柱的积极支持, 预计该政策将于 2016 年正式落地。目前中国的商业保险没有任何个税优惠, 养老型保险产品相对于其他个人投资方式 (基金、债券、银行理财、地产等) 并无明显优势, 市场份额很小且发展缓慢。在政策红利的催化下, 此类产品有望迎来爆发式发展。预计目前个税纳税人口 (2800 万) 的 70% 将购买个税递延型养老保险, 假设平均每月保费为 600 元, 同时考虑其他无个税优惠的储蓄型保险产品会受到一定的影响, 预计每年增量保费规模在 1000 亿元左右, 利好保险行业。

2.3 海外养老保障体系发展情况

2.3.1 海外养老保障体系发展概况

根据经济合作组织对其成员国养老保险制度运行状况的调查显示, 从上世纪 90 年代开始, OECD 各个国家对社会保险支出的责任更多地由政府向雇主和个人倾斜, 个人的退休收入来源正朝着一个多样化的趋势发展。

在荷兰、瑞士、爱尔兰、澳大利亚、英国和瑞典等国家, 补充养老保险已成为养老保障体系中的重要组成部分, 通过职业养老保险计划和个人养老计划或者是二者的混合使用, 补充养老保险在这些国家的覆盖率已经很高。在所有的发达国家中, 收入最低的 40% 的退休人员的养老待遇几乎都源于政府, 而收入高的 60% 的退休人员, 其养老待遇来源还包括雇主提供的职业养老金和个人储蓄。

欧洲是全世界国家养老、社会养老待遇最优的地区, 而上世纪七、八十年代以来日益增长的财政负担和养老金不足使得它们纷纷进行养老保险改革。在解决养老金不足问题时, 特别是近十年推行旨在通过税收

等手段鼓励发展个人养老金基金，它们避免单纯采取提高法定退休年龄、冻结第一支柱养老金金额、提高社保基金费率等最直接的手段。如在德国，2002 年开始，每个工人被允许将其每年毛收入的百分之一存起来以补充养老金，这笔钱可以免税。每隔两年这笔钱占毛收入的百分比增加一个百分点，到 2008 年达到 4%；在英国，政府在 2001 年 4 月发起一项新的私人养老金计划(即持股者养老金)，从财政上鼓励低收入者或失业者为他们将来的养老金进行储蓄，职工可以在 1700 多家相互竞争的投资基金中进行选择。

同时，多数发达国家对缴纳给私人养老金基金的款项也实行免税。另外，一部分养老保险由商业性保险公司承办，个人参加储蓄性养老保险，国家给予包括税收在内的政策优惠。许多国家以相关法律予以保证，如瑞典就专门制定法律，对参加个人储蓄性养老保险的资金给予税收上的优惠。日本地处亚洲，人口老化状况与我国多有相似之处。其于 1984 年就建立了生命保险费和年金保险费的扣除制度。日本个人所得税法规定：人寿保险费支出，国家税免税最高额为 5 万日元，地方税免税额最高为 3.5 万日元。可享受减税额保单包括提供死亡收益，或生存收益，或两者兼有的保单。同时还有规定：一个家庭参加两全保险，领取死亡保险金，每人可以扣除 500 万日元不征税，领取满期保险金、解约退保金可扣除 50 万日元不纳税，领取全残保险金、住院给付金和手术诊治金可以不纳税。

美国是发达国家中以市场化机制为主提供保险的代表。它的养老保险早在 1974 年就通过了《雇员退休金保障法》，规定雇主主要为雇员建立私营退休金制度，与此同时积极发展和鼓励个人养老储蓄，以作为基本养老保险的补充，形成了美国的“三支柱”模式。第一支柱的社会保险是联邦政府以征收社会保障税的形式来为基础公共养老金进行筹资，为退休人员提供了约 30%~40%的替代率；第二支柱的补充养老保险是市场化经营、由雇主资助的私营养老金计划，也为退休人员提供了 30%~40%的替代率；第三支柱是个人购买的储蓄性养老保险及其他储蓄。在第二、三支柱养老保险的发展中，政府给予的税收政策是关键之举，它调动了雇主和雇员为退休金计划供款的积极性。美国著名的“401K 计划”（即 1978 年《国内税收法》第 401 条 K 项）规定：企业为员工设立专门退休金账户，员工每月从其工资中拿出不超过 25%的资金存入养老金账户，而企业一般也按一定的比例(不能超过员工存入的数额)往这一账户存入相应资金。与此同时，企业向员工提供多种不同的组合投资计划，员工可任选一种进行投资，其收益归 401K 账户，免税但投资风险自担。如今美国以“401K 计划”为代表的雇主责任私人养老金计划经历多年的探索和发展，已步入正轨。

2.3.2 美国

美国养老保险体系由社会保障制度、公共部门养老金计划和雇主养老金计划、个人退休金账户及商业保险三部分组成。其中社会保障制度由美国社会保障署管理，企业退休金计划由各企业或人寿保险公司及资

产管理公司管理，而个人退休账户由个人选择银行、人寿保险公司、投资公司等来管理。总体来看美国社会保障制度中，企业和个人是主要承担者，政府则做适当补贴或者提供免税政策。

图表 15: 美国“三支柱”养老保险体系

保险类型	征收性质	对象	筹资方式
社会保障制度	强制性	年满 65 岁以上、 纳税满 40 个季度 公民	政府征收社会保障税
公共部门养老金计划和雇主养老金计划	自愿性	年满 65 岁以上公民	企业从年营业额中抽取部分资金建立，政府该部分提供免税优惠
个人退休账户和商业保险	自愿性	年满 65 岁以上公民	个人缴费，交由银行、证券公司、基金公司、保险公司管理，政府通过免征所得税给予扶持和鼓励。

资料来源：东吴证券研究所

第一支柱是政府强制执行的社会保障计划，面向全社会提供基本的退休生活保障，覆盖了全国 96% 的就业人口，是多层次体系中的基石。社会保障计划的资金筹集在不同阶段采取了不同的模式。员工只要达到最低退休年龄 66 岁（1960 年后出生的人群退休增加到 67 岁），缴纳社会保障税至少 10 年以上，积累社保积分达到 40 分，就可以申请领取社会保障给付。养老金收入取决于职业的平均收入，体现了社会保障给付收入的再分配功能。

图表 16: 美国养老保险法案历程

时间	主要内容
1935 年	颁布《社会保障法》，建立一整套老年、遗属和残障保险计划（OASDI）
1940 年	给退休个人支付第一个月的养老金
1950 年	出台为残疾人及家属提供保障的补充法案
1965 年	出台为退休工人提供医疗保障的补充法案
上世纪 90 年代	领取退休金的年龄从 65 岁提到 67 岁

资料来源：东吴证券研究所

图表 17: 美国养老保险筹资模式

发展阶段	筹资模式
1935 年—1939 年	完全基金模式
1939 年—1983 年	现收现付制模式
1983 年至今	部分积累制模式

资料来源：东吴证券研究所

第二支柱包括公共部门养老金计划和雇主养老金计划。公共部门养老金计划是指联邦、州和地方政府为其雇员提供的各种养老金计划；雇主养老金计划是指企业及一些非营利组织和机构为其雇员提供的养老金计划，通常也被称作企业养老金计划。

公共部门养老计划：联邦政府文职雇员的退休金计划包括了 32 个不同的退休金计划，其中最重要的是公务员退休金制度和联邦雇员退休金制度。另外 30 个退休金计划主要是针对联邦法院系统、外交系统等特殊政府雇员。各州和地方政府都设有自己的养老金计划，形成大体与联邦政府相似，目前已覆盖了 50 个全州及地方政府的 1300 万公务员。

雇主养老金计划：在 20 世纪 70 年代以前，美国的雇主养老金计划以收益确定型计划（DB 计划）为主，几乎占到美国所有企业养老金计划的 95%以上。20 世纪 80 年代以来，以个人账户为基础的供款确定型（DC 计划）迅速发展，目前在美国两种模式并存。

收益确定型计划是一种非政府强制性的计划，没有全国统一的待遇标准，也没有法定的最高限额。计划不为参与者设立各人账户，只是建立一个总的共同账户。因此，雇员只能依据公式，自己计算将要获得的退休收入。

供款确定型计划要求雇主与雇员双方共同为计划供款，每一位计划参与者都设立有独立的个人账户。雇主利用延迟纳税等税收优惠政策向雇员提供退休金给付。雇主一般会建立个人账户管理机构，协助雇员进行投资选择。投向共同基金是供款确定型计划养老金投资的最主要方式。个人账户的最终积累额以及投资收益决定了雇员最后的退休给付。尽管供款确定型计划是在 20 世纪 70 年代末才开始发展起来，但经过 20 多年发展，其资产规模已超过 DB 计划的资产规模。在所有供款确定型计划中，401（K）计划增长最快。

图表 18: 美国养老保险体系发展历程

时间	发展阶段	主要内容
1875 年-20 世纪 20 年代	产生时期	1、养老金福利仅限于“永久残疾”的工人 2、养老金资产全部来自于公司的当期应税 3、养老金资产独立性差，几乎与企业资产混在一起 4、缺少投资渠道，以存银行和企业自用为主
20 世纪 20 年代 - “二战”结束	增长时期	1、养老金性质从残疾保险转向雇员退休收入 2、约有 25%的建立计划的企业要求雇员也要供款 3、养老金资产独立性增强，约有 15%的养老金计划资金放入信托基金中 4、开始就其资产独立投资运作，主要是保险合同
“二战”结束 -1974 年	发展时期	1、养老金计划已经成为公司福利计划重要部分 2、开始享受到国家税收优惠 3、已经开始全面进入资本市场

1974 年至今	规范化时期	1、《雇员退休收入保障法》、《税收法 401 (K) 条款》 2、《经济发展与减税调和法案》、《退休金保护法》
----------	-------	--

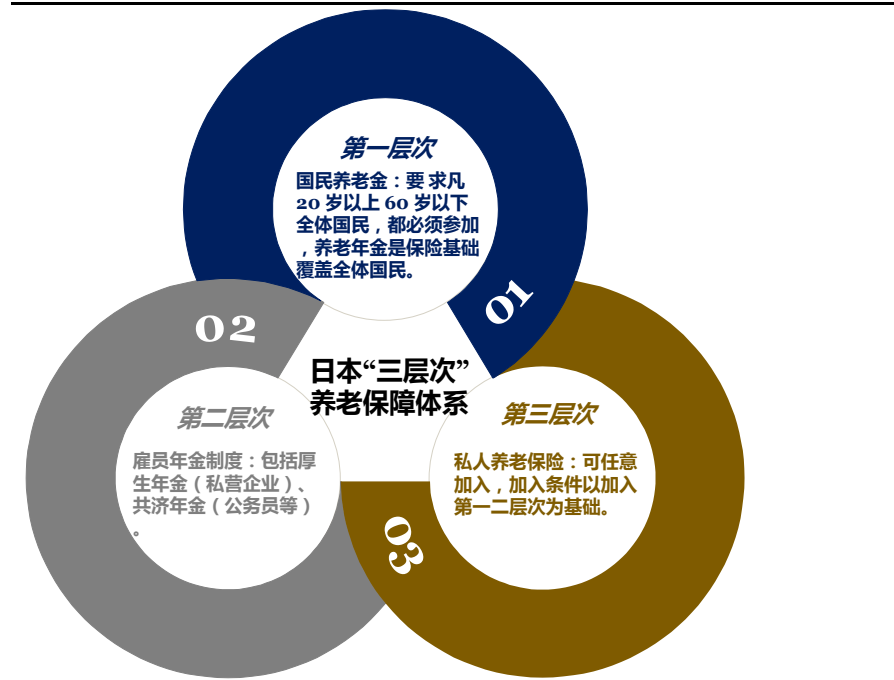
资料来源：东吴证券研究所

第三支柱是个人自行管理的个人退休账户和商业养老保险。个人退休账户 (IRA) 是由联邦政府通过提供税收优惠而发起、个人自愿参与的补充养老金计划。个人退休账户制度是享有税收优惠，面向任何具有纳税收入者的退休储蓄制度。它由传统个人退休账户、反向个人退休账户和小企业个人退休账户三种不同类型的个人退休储蓄账户构成。截至 2014 年，美国养老金资产总额为 24.4 万亿美元，其中个人退休账户 (IRA) 资产额为 7.4 万亿美元；商业养老保险资产额为 2.1 万亿美元。

2.3.3 日本

日本全民皆有养老金的“多层次养老保险体系”模式：从 1942 年开始推行养老保险制度，1959 年颁布了《国民年金法》，规定 20 岁以上的国民都有义务加入基础养老金，日本从此实现了全民皆有养老金。随着经济的发展和社会的变化，日本又在国民年金的基础上于 1985 年推出指与收入相关的雇员年金制度，按照加入者职业的不同又可分为厚生年金和互助年金。其中 5 人以上私营企业职工的年称为厚生年金。国家公务员、地方公务员、国营企业职工、农林水产团体的雇员、私立学校教职员工等分别有各自专门的年金，统称为互助年金。因此，加入厚生年金和互助年金这两种年金的职工的养老金实际上在国民年金的基础上再加入报酬年金，而报酬年金则是由加入者投保数额的多寡来决定。第三层次包括企业年金和个人储蓄性养老保险，享受不同程度的税收优惠，为非公共养老保险。

图表 19: 日本“多层次养老保险体系”模式



资料来源：东吴证券研究所

第一层为国民年金保费和待遇发放标准由法律规定,不与参保者个人收入挂钩:《国民年金法》要求三类国民必须参加,即第一号参保人:20 至 60 岁的农民和个体经营者,第二号参保人:民间企业职工和公务员以及第三号参保人:第二号参保人的配偶。领取养老金数额多寡取决于缴费时间长短。国民年金的三类参保者缴纳保险费均不同。第一号参保者每月缴纳定额保费,与个人收入无关;第二号被保险者的保费涵盖在厚生年金保费的扣缴中;而作为第二号被保险者的配偶,第三号被保险者无需缴纳保险费。

第二层为厚生年金和共济年金,其保费和待遇发放标准与参保者个人的收入挂钩:《厚生年金法》规定雇工 5 人以上的民间企业必须加入厚生养老保险。《国家公务员等互助会法》、《地方公务员等互助会法》和《私立学校教职员互助会法》分别规定了国家公务员、地方公务员和私立学校教职员等特定人群通过职业共济组合参加互助养老保险的问题。厚生年金保险和共济年金是在国民养老保险基础上设定的一种附加养老金,凡是加入第二层次者自动加入第一层次。厚生年金保险的资金来源于雇员和雇主(或政府)的缴费,由个人和雇主对半分担。领取退休收入时包括两部分,一是定额给付,等于国民年金;二是强制参加的收入关联给付。第一层次和第二层次的养老保险是由政府来运营的公共养老保险,构成日本养老保险的主体。

第三层次包括企业年金和个人储蓄性养老保险,享受不同程度的税收优惠,为非公共养老保险。(1)日本的企业年金多是从原先企业在雇员退休时所一次性支付的一笔养老金,即一次性退职金演变而来,形成了日本企业单方缴费、个人不缴费的特点。目前已经允许员工与雇主共同缴费。日本目前的企业年金制度包括适格退休年金制度、厚生年金基金制度、确定给付企业年金制度、企业型确定缴费年金制度四种。厚生年金基金主要以 500 人以上的大企业员工为对象。(2)个人储蓄型养老保险主要针对农民和个体工商户等。日本建立了个人型确定缴费年金即个人单独缴费的 DC 计划。没有建立企业年金的企业职员可以加入,从建有企业型缴费确定型企业年金的企业向没有建立相同制度的企业流动时,也需转换为个人型缴费确定型企业年金。

日本的社会保障体系相对完整全面,除了养老金保险、医疗保险,还专设了照护保险这一项。照护保险则从 2000 年 4 月起以德国为范本开始设立,目的是通过鼓励原宅养老,以减轻医疗机构入院负担。老年人需要照护的程序被分为 7 级,在经过医疗机构认定后,申请人通过与照护援助顾问商谈,讨论援助、照护服务项目的设计,最后向政府申请并领取相应等级的“照护保险证”。

2.3.4 新加坡

新加坡实行的是一种无须政府负担的自助型的社会保险模式。新加坡的中央公积金制度建立于 1955 年,当时新加坡还是英国的殖民地,人

民生活困苦，尤其是住房条件差。为了改变这种状况，同时又避免政府承担财政责任，政府立法建立了这种自助性的保障模式。独立后政府沿用了这一制度。这是一项强制性的、有雇主和雇员共同缴费的预防性个人储蓄计划，政府对中央公积金进行直接的全面管制。

强制公民养老储蓄模式保障每年的基金额度还不断增加：由于新加坡实行的是强制公民养老储蓄的模式，这种养老模式保障了养老金不会出现空账运转，其每年的基金额度还不断增加。这种不断积累的储蓄基金的不增大，成为新加坡经济增长的强大动力，为其经济高速增长提供了坚实的基础。

20 世纪 80 年代，新加坡开始推行最低存款计划：新加坡实行的是强制公民养老储蓄的模式最大缺陷是缺乏互济性。长期实行此制度，一旦遇到通货膨胀或金融危机，难以保障养老金的币值，也不能保障公积金成员的家属在其成员死亡或终生残疾后其家属的生活。为了改进这种养老模式的不足，20 世纪 80 年代，新加坡开始推行最低存款计划。该计划规定该国“公积金”成员年满 55 岁时就可以提取公积金，但是，提取者必须保留 3 万新元的最低存款，以保障他们的晚年生活。新加坡养老保险制度的这种改革，是对“公积金”制度现存缺陷的补充和完善。

2.3.5 加拿大

加拿大于 1927 年颁布了第一部养老保障立法—《养老金法案》，标志着加拿大养老保障制度的初步建立，但该法案条款较为简单，覆盖范围较小。20 世纪 30 年代的经济大萧条以后，加拿大进入了较长的通货膨胀期，降低了退休人员的实际待遇水平，影响了购买力，于是个人退休储蓄计划和雇主养老金计划应运而生。经过 80 多年的改革、完善与发展，加拿大的养老保障制度逐步走向了成熟与完善，从其结构上可以分为三个层次：

图表 20: 加拿大养老保险体系

结构	名称	内容
第一层次	老年保障金计划	该计划为每一位 65 岁以上，满足居住年限要求的老年人提供“全民享有、统一待遇”的老年保障金，所需资金全部由政府财政负担。在加拿大居住超过 40 年的居民可享受全额老年保障金，低于 40 年的根据居住年限适当予以扣减。对于没有其他收入来源的老年居民，还可获得一定数额的收入保障金（相当于我国的最低生活保障）。老年保障金的水平每季度进行调整，2012 年第 4 季度的老年保障金月标准最高为 540.12 加元。2012 年全国约有 500 万人享受老年保障金，总支出约为 400 亿加元。第一层次替代率水平约为 15%。
第二层次	加拿大养老保险计划	该计划于 1966 年正式实施，是一个强制性养老保险计划，参保对象为年满 18 周岁的劳动者，相当于我

		国的基本养老保险。该计划覆盖魁北克省以外的所有地区（魁北克省有类似的养老保险计划，称为 QPP）。
第三层次	雇主养老保险计划和个人退休储蓄计划	雇主养老保险计划相当于我国的补充养老保险（企业年金），而个人退休储蓄计划类同于我国的个人储蓄型养老保险。无论是雇主养老保险计划还是个人退休储蓄计划，政府都在缴费环节给予一定的税收优惠。据统计，约 60% 的私人部门雇员参加了雇主养老保险计划或个人退休储蓄计划，平均替代率水平约为 18%。

资料来源：东吴证券研究所

加拿大的三层次养老保障制度中，第一层次无需缴费（税），所需资金由政府通过一般预算安排，不属于保险制度。因此，其基本养老保险制度主要是指加拿大养老保险计划，即 CPP。

缴税基数及比例规定：CPP 缴费基数为职工年工资，但工资水平低于免缴额度（目前为 3500 加元/年）的部分不纳入缴费基数。缴费比例按照以支定收、并适当留有结余的原则确定，并根据 CPP 精算报告进行适时调整，目前为 9.9%。对于正规就业职工而言，雇主和雇员各自的缴费比例均为 4.95%；个体经营者缴费比例为 9.9%。

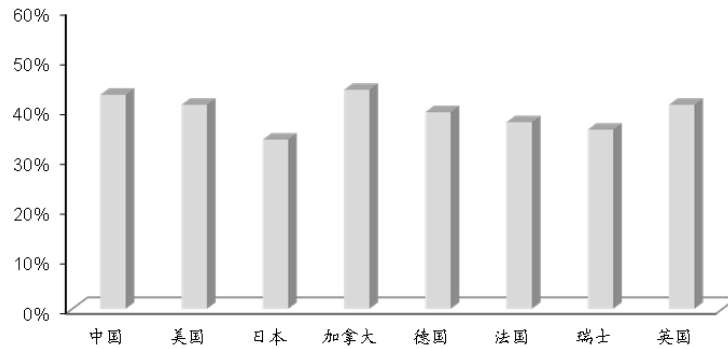
待遇领取条件：职工达到 65 岁时可领取全额基本养老金。基本养老金水平根据个人缴费年限和当时社会平均工资的状况来确定，替代率约为 25% 左右。基本养老金水平每年 1 月根据 CPI 指数自动调整。为鼓励延迟退休年龄，加拿大规定，在 65 岁以前退休，每提前 1 个月，基本养老金扣减 0.6%；65 岁以后退休，每推后 1 个月，基本养老金待遇提高 0.7%。

参保及基金情况：2012 财政年度，约有 1270 万名职工参保，缴纳养老保险费 382.5 亿加元。据预测，2012 年领取待遇人数约 568 万人，发放基本养老金 358 亿加元。截至 2012 年 6 月 30 日，CPP 基金滚存结余达 1658 亿加元。

2.3.6 海外经验对中国的启示

中国未来对于第一支柱的依赖将逐渐降低。相较于发达国家，中国经济体系由计划经济转型而来，且经济高速发展时间较晚，大部分已退休或接近退休年龄的人员在工作期间没有足够的养老金保险储蓄。因此，中国在未来的 10-20 年期间仍将主要依赖于基本养老保险。但是，由于老龄人口比重快速上升、历史缴费缺口过大、在职人员工资增速高、投资收益长期偏低等因素，政府未来将很难维持目前的养老金替代率，逐渐降低对第一支柱的依赖将不可避免。在上世纪 70-80 年代，欧美主要发达国家面临类似问题时采取了适当调整第一支柱目标替代率，利用政策鼓励发展第二、第三支柱以填补缺口的方法。目前各主要国家的第一支柱替代率均稳定在 40% 左右。

图表 21: 多数国家第一支柱替代率稳定在 40%左右



资料来源: OECD estimates, 东吴证券研究所

税收优惠政策是第二、第三支柱发展的主要驱动因素。根据发达国家的第二、第三支柱发展历程中, 税收优惠都扮演了最重要的角色。美国的 401(k) 计划和个人退休账户 (IRA) 均是在税收优惠政策的驱动下实现了快速发展。中国目前企业年金 (第二支柱) 的税收优惠政策已经实施, 但是优惠幅度有限; 第三支柱的税收优惠暂时空缺。由于国家已经注意到了税收优惠政策对于养老保障体系均衡发展的重要作用, 针对第三支柱的个税递延型商业养老保险试点预计会在 2015 年内落地。

图表 22: 多数国家第一支柱替代率稳定在 40%左右

税收优惠主体	税优政策主要内容
个人	递延税收优惠: 企业补充养老保险的个人缴费以及个人投保储蓄性养老保险的保费支出, 允许从个人应纳税所得额中扣除。如美国采用限额扣除; 英国采用的是比例扣除。而在给付的保险金征税, 欧盟国家中除了卢森堡之外, 都对保险金征税, 美国、加拿大、澳大利亚等也都在此环节征税。
企业	企业所得税税前列支: 对企业补充养老保险雇主缴费的部分给予在企业所得税税前列支的优惠; 如瑞士是全额扣除, 德国为 10%、美国为 15%、加拿大为 18%。 不计入职员当期应税所得缴纳个人所得税: 大多数国家规定, 雇主为职工所做的企业年金计划缴费 (在规定的限度内) 虽属于一种实物津贴, 不计入职员当期应税所得缴纳个人所得税,
保险公司	针对型特别优惠税收政策: 如美国为鼓励小型保险公司的发展, 对于资产少于 5 亿美元的小型人寿保险公司给予税收优惠, 允许在应税收入的基础上进行一定的扣减; 澳大利亚对于一般人寿保险实行 30% 的税率, 而对于养老金保险实行 15% 的税率。

资料来源: 东吴证券研究所

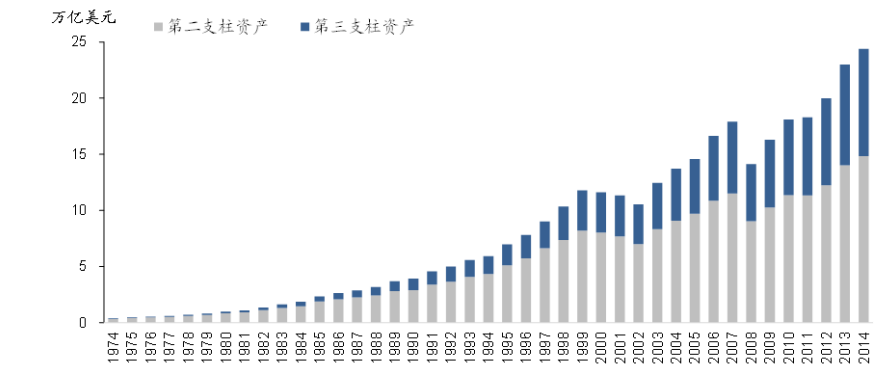
图表 23: 海外部分国家个人商业养老保险递延税收优惠模式

国家	税收优惠模式	缴费阶段	基金积累阶段	养老金领取阶段
美国	EET	E	E	T
加拿大	EET	E	E	T
法国	EET	E	E	PE
德国	EET	E	E	T
日本	EET	E	E	PE
韩国	EET	E	E	PE

注: E 为免税, PE 为部分免税, T 为征税

资料来源: 东吴证券研究所

图表 24: 美国第二、第三支柱在税优政策鼓励下资产规模稳步增长



资料来源: Investment Company Institute, 东吴证券研究所

中国的商业养老保险(第三支柱)将成为养老保障体系改革的关键,也将是政策的重点扶持对象。由于人口年龄结构、平均工资高增速、预期寿命提升等因素,中国基本养老保险(第一支柱)不堪重负,替代率持续下行;因为政策环境制约,企业年金(第二支柱)短期内难有起色。因此,商业养老保险(第三支柱)将成为养老保障体系改革的关键,也将是政策的重点扶持对象。根据目前政策判断,未来中国的养老保障体系改革的方向是逐渐接近美国的三支柱体系,即建立三支柱相对平衡的养老保障体系,预计商业养老保险(第三支柱)将提供超过 10%的替代率。

3.商业养老保险: 两因素驱动超过 3000 亿市场增量

3.1 结构性驱动: 三支柱体系失衡给商业养老保险带来机会

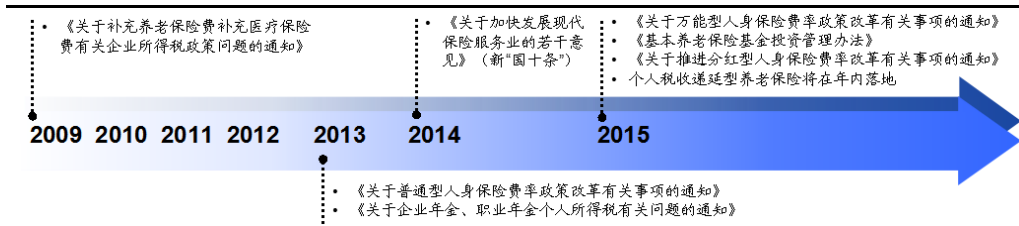
中国养老保障体系第一支柱不堪重负,第二支柱发展缓慢。中国基本养老保险(第一支柱)改革过程坎坷:老龄人口比重快速上升、历史缴费缺口过大、在职人员工资增速高、投资收益长期偏低等原因导致实际替代率逐年降低;预计随着“婴儿潮”一代进入退休年龄,第一支柱将不堪重负,替代率持续下行。企业年金(第二支柱)由于税收优惠比例小、企业社保缴费负担过大等原因多年来发展缓慢,覆盖率仅 5.8%,预计短期内仍难有起色。

商业养老保险是填补养老金替代率缺口最重要的补充力量,发展空间巨大。由于目前基本养老保险(第一支柱)替代率持续下行和企业年金(第二支柱)的基本缺失,商业养老保险将成为现有养老保障体系中最重要补充力量。目前基本养老保险的实际替代率已由 2001 年的 73%下降至 2014 年的 43%左右,而企业年金的覆盖率仅为 6%,作用微小。如果要维持现有的替代率水平(40%),则 5 年内将会出现 7%左右的替代率缺口,且该缺口将随着建国后第二次“婴儿潮”一代的退休而快速扩大。保守假设未来商业养老保险额外提供 5%的替代率,则对应的增量保险业务收入为每年 3000 亿元以上,相当于 2014 年寿险行业全部保费收入的 25%左右。

3.2 政策性驱动：政策推动商业养老保险发展意图明确

国家为了推动商业养老保险快速发展以补充第一、第二支柱养老保险缺口，已经持续出台了一系列利好政策。2014 年 8 月 10 日，国务院印发《关于加快发展现代保险服务业的若干意见》（“国十条”），明确提出把商业保险建成社会保障体系的重要支柱、推动个人储蓄性养老保险发展，并开展个人税收递延型商业养老保险试点。国家通过政策推动商业养老保险发展意图明确，预计未来保险行业将获得持续的政策支持。其中，有望在 2016 年落地的个税递延型商业养老保险试点将直接利好保险行业保费增量。

图表 25: 2009 年至今重大保险行业的相关政策



图表 26: 2009-2016 年重大保险行业的相关政策

时间	政策	内容
2009.6.2	《关于补充养老保险费补充医疗保险费有关企业所得税政策问题的通知》	自 2008 年 1 月 1 日起，企业为任职或者受雇的全体员工支付的补充养老保险费、补充医疗保险费，分别在不超过职工工资总额 5% 标准内的部分，在计算应纳税所得额时准予扣除；超过的部分，不予扣除。
2013.8.2	《关于普通型人身保险费率政策改革有关事项的通知》	改革两大内容：一是放开普通型人身保险预定利率，将定价权交给公司和市场，不再执行 2.5% 的上限限制；二是强化准备金和偿付能力监管约束。
2013.10.23	《关于企业年金、职业年金个人所得税有关问题的通知》	自 2014 年 1 月 1 日起，实施企业年金、职业年金个人所得税递延纳税优惠政策。年金税优新政的出台将有助于推动中国社保体系改革，完善“第二支柱”建设，利好养老保险行业长期发展。
2014.8.13	《关于加快发展现代保险服务业的若干意见》（新“国十条”）	新“国十条”从经济结构调整、服务民生、社会治理等战略高度，为保险业下一步的发展制定了顶层设计。
2015.2.3	《关于万能型人身保险费率政策改革有关事项的通知》	未来期缴万能险的基本保险费初始费用上限比例，第一年和第二年分别为 50% 和 25%；趸缴万能险的初始费用上限比例，5 万元及以下部分和 5 万元以上部分分别为 5% 和 3%。
2015.8.23	《基本养老保险基金投资管理办法》	办法明确规定，养老基金可将不超过 30% 的资产投资于股票、股票基金、混合基金、股票型基金

		老金产品，养老金入市终获政策放行。
2015.9.28	《关于推进分红型人身保险费率改革有关事项的通知》	通知规定自 10 月 1 日起，分红型人身保险的预定利率由保险公司按照审慎原则自行决定：其中，预定利率低于 3.5% 的产品报送保监会备案，高于 3.5% 的产品报送保监会审批；改革后新签发的分红型人身保险保单，法定责任准备金评估利率不得高于保单预定利率和 3% 的小者。
2016 年(预计)	个人税收递延型养老保险将在年内落地	实质上是国家在政策上给予购买养老保险产品个人的税收优惠。考虑到这期间物价上涨因素，这一产品实际能起到个税“减负”作用。即使不考虑这期间物价上涨的因素，这一产品所起到的个税“减负”作用，还意味着迟缓缴税等好处。

资料来源：东吴证券研究所

4. 养老地产：起步阶段，保险公司主导模式优势明显

4.1 中国商业养老社区未来潜力巨大

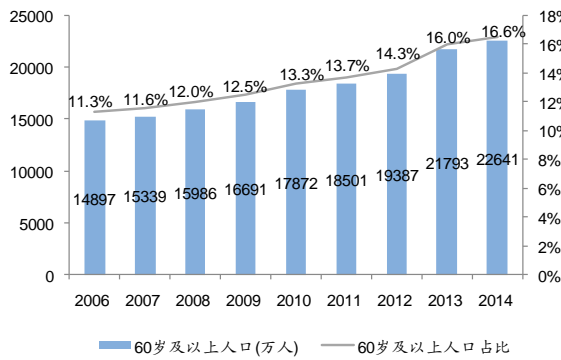
养老模式主要分为居家养老和社区养老两种模式，居家养老是具有独立生活能力老人的主流的养老方式，而养老社区则是作为居家养老的补充为因各种原因无法或不愿居家养老的老人提供了替代养老方式。养老社区又可分为公办养老院和商业养老社区。

我国商业养老社区目前尚在起步阶段，长期来看，市场潜力巨大，这是因为：

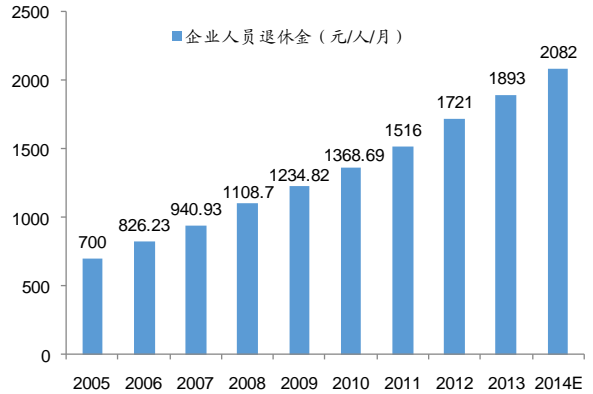
- 1) 中国退休人口的结构性高速增长；
- 2) 新增退休人口可支配财富更多，对退休后生活条件有更高要求
- 3) 公办养老院建设速度远低于退休人口增速，商业养老社区需求增大；
- 4) 独生子女家庭照顾能力弱，随着独生子女父母一代进入退休年龄，商业养老社区的需求会上升

图表 27：我国 60 岁以上人口占比逐年上升

图表 28：我国人均退休金增长迅速

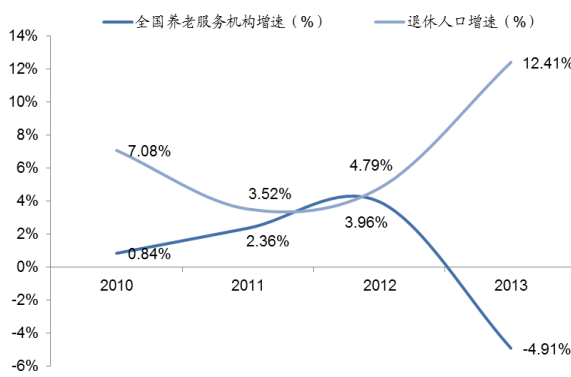


资料来源: Wind, 东吴证券研究所



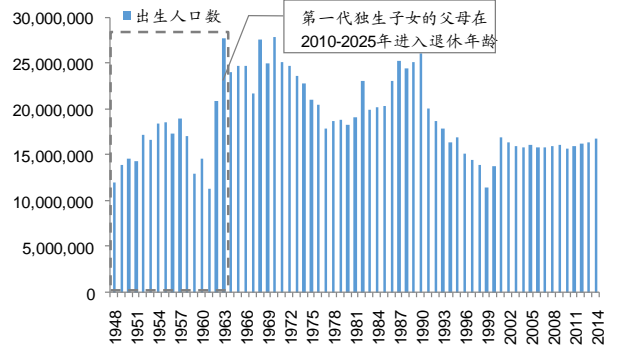
资料来源: 东吴证券研究所

图表 29: 全国养老服务机构与退休人口增速



资料来源: 东吴证券研究所

图表 30: 独生子女父母 2010-2025 年进入退休年龄



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

4.2 “医养结合”带来重大利好

“医养结合”为养老地产带来重大利好。国务院近日通过《关于推进医疗卫生与养老服务相结合的指导意见》，该《意见》提出“养老机构内设的医疗机构可作为医院康复护理场所。”、“支持养老机构按规定开办老年病、康复、中医医院和临终关怀机构。”实际上允许社会资本通过养老机构的牌照进入医疗服务市场，提供长期康复护理和老年病诊疗，为养老地产的发展提供了切实可行的盈利模式，极大的提升了养老地产的潜在价值。此外，该《意见》提出“鼓励社会力量兴办医养结合机构，支持医疗资源丰富地区将公立医院转为康复、老年护理等机构。”该意见解决了社会资本获取公共医疗资源困难和一二级医院和社区医院医疗资源未充分利用的根本矛盾，为保险公司、养老机构等主体整合医疗资源扫清了政策障碍，极大利好养老地产的发展。

4.3 养老地产开发模式

目前养老地产开发模式主要有 4 种：房地产企业主导模式、养老产业资本主导模式、保险公司主导模式、REITs 模式：

房地产企业主导模式的优势在于传统的商业地产商在地产项目运营方面已有足够的经验，拿地和开发等各方面都轻车熟路；但是传统房地产

企业的也有劣势：资金主要来源于银行，对项目回笼资金速度要求高，难以进行长期投资；整合医疗和服务资源的能力有限。因此，现阶段房地产企业主导的养老地产项目主要还是以老年细分市场为目标开发出售物业为主。

养老产业资本主导模式的优势在于商业模式比较成熟：有长期经营养老社区的经验和能力，同时拥有一定的医疗、餐饮等养老配套服务资源；劣势在于盈利周期较长，通常要 5 年以上才能实现盈利。

保险公司主导模式的优势较为突出：1) 保险公司流动性充裕、负债久期长，非常适合长周期、低流动性的养老地产投资；2) 保险公司自身资金成本低，同时信用评级高带来较低的融资成本，可充分利用金融机构自身的杠杆优势；3) 目前国家政策充分支持保险企业进军养老产业，新国十条明确提出“支持符合条件的保险机构投资养老服务产业，促进保险服务业与养老服务业融合发展。”，预计配套政策将会逐步落地；4) 保险业务本身与养老产业有高度重合的用户群，拥有众多优质老年客户，销售的协同效应将逐步显现；5) 养老产业投资与其他金融资产大类的低关联性好，保险公司资产端的投资收益和风险分散。

REITs 模式目前在国内仍在起步阶段，尽管前景可期，但是受市场成熟度和配套税收政策缺乏拖累短期内尚无法成为养老地产开发的主流模式。

4.3.1 房地产企业主导

为了拓展房地产细分领域、探求产品多元化以及寻找新的利润增长点，传统地产开发商介入养老地产投资已经成为未来一大趋势。目前国内已经进入及拟进入养老地产的知名房企超 30 家以上，其中包括万科、保利、北京太阳城、花样年、绿地、绿城、首创置业等著名房企。

地产开发商以开发住房的传统思路来开发房地产，通过销售产品获取投资收益，而后期运营或者缺失或者委托给了专业的养老机构。可见传统地产开发商在整合医疗和服务资源的能力毕竟有限，此外资金主要来源于银行，对项目回笼资金速度要求高，无法进行长期投资。因此，现阶段房地产企业主导的养老地产项目主要还是以老年细分市场为目标开发出售物业为主。

图表 31：房地产企业主导的养老地产项目

企业	项目	运营模式
万科地产	在北京、青岛、武汉、广东等地项目中有涉及，在中粮万科长阳半岛、五矿万科北京欢庆城项目中配备养老地产产品。作为万科进军老年地产领域的首个项目——“万科幸福汇”项目已落地北京房山，并将于 2012 年竣工，被称作“活跃长者之家”，定位是“面向活跃、高知、长者的服务式公寓”。	将产品进行适老化设计，自持部分配套物业，主要以销售为主，面向活跃长者客户，服务上引入专业养老服务

	杭州万科良渚文化村的老年公寓“随缘嘉树”项目正在规划中，广东清远北部万科城项目养老地产组团的前期规划亦在进行中。	机构亲和源、水博克。
保利地产	2008 年保利赴日考察养老地产经营模式；2001 年北京安平投资有限公司共同出资 2000 万元成立专业养老地产管理公司，致力高端养老市场开发；2012 年保利地产试点养老地产项目，目前已经在北京、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。其中北京西山和熹会、浙江嘉兴西塘越项目已在正式运营；北京和熹会自持经营，12 年开业到 13 年底租住率仅为 27%，预计 30 年回本，嘉兴西塘越项目 12 年 9 月开盘，截止 13 年 6 月，累计销售仅为 3 万平，去化率 30%。	自持经营或销售，借鉴日本模式，定位高端，缴纳大笔保证金和月度服务费，获得养老服务 and 分年返还保证金。
花样年地产	2011 年 6 月底收购深圳南山区 TCL 项目地块兴建第一个养老地产项目。定位于健康产业园，并与其他产业实现结合，涉及老年人的健康体检、运动、体育训练、健康理疗等具体项目。后受政府规划影响，在经过两年多时间后，项目仍未启动开发。	公司称在养老地产领域的经营模式研究已完成。
北京太阳城	北京太阳城坐落于京城北郊昌平区小汤山镇，社区建有：北京太阳城亿元、国医堂、文化宫、购物中心、家政服务中心、假日酒店、温泉会馆七大公建设施，让业主不出社区，即可享受全方位的周到服务。	以地产模式进行运营，仅象征性拿出规划中 12% 的产品做养老公寓。

资料来源：中商情报网，东吴证券研究所

4.3.2 养老产业资本主导

养老产业资本主导模式的优势在于商业模式比较成熟：有长期经营养老社区的经验和能力，同时拥有一定的医疗、餐饮等养老配套服务资源；劣势在于盈利周期较长，通常要 5 年以上才能实现盈利。

专注于养老市场的产业投资者不同于房企，往往长期持有养老地产项目，以后期运营获得回报，相应的医疗康体、餐饮等养老配套服务较为全面。上海亲和源、北京乐成养老、北京太申祥和、北京爱慕家等较有代表性，其开发运营的项目上海亲和源养老社区，北京乐成恭和苑、北京太申祥和山庄取得了较好效果。由于养老地产投资回报周期往往较长（业内普遍估计 8-10 年），采取持有经营模式的养老地产开发商常常采用政府协议出让或者租赁农村集体建设用地（甚至工业用地、军产地）的方式来获得土地，以减少土地的资金投入，缩短投资回报周期。虽然运营模式上，出现了上海亲和源及北京乐成等较为成熟的会员制模式，但实际运营效果差强人意，经过长达 3-4 年运营仅仅收回了投资成本，盈利尚需时日。

图表 32：产业资本主导的养老地产项目

企业	项目	运营模式
亲和源股份有	在上海市浦东新区康桥镇投资近 6 亿元，建成	土地性质为政府划

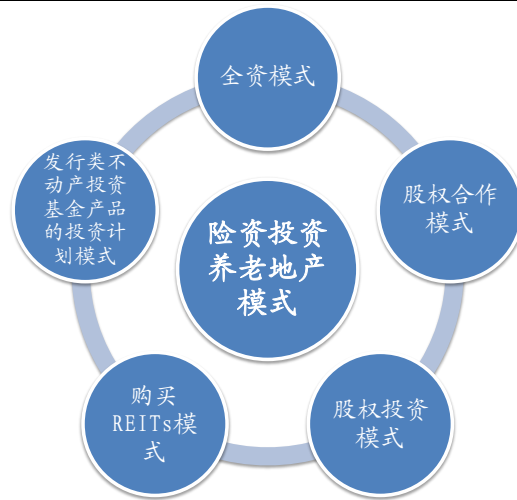
限公司	中国第一个老年人会员制养老社区——亲和源会员制社区。社区占地面积 8.4 公顷，建筑面积 10 万平方米。	拔，运营模式均较为成熟。
乐成养老	乐成恭和苑是乐成养老直营的连锁养老品牌，遵循贴近医疗资源、贴近子女亲朋、贴近成熟社区的“三贴近”原则，已覆盖北京、浙江、海南等地区，其中北京双井恭和苑、海南海口恭和苑已投入运营，2010 年以来入住率达到 30%，还有北京、浙江等地四个项目正在筹备当中。	招拍卖获得土地，具有城市核心区、医养结合等特色，采用较高押金加服务费的运营持续运营模式。
太申祥和	项目占地 10 万平米，总建筑面积 6 万平，是集综合养生、旅游度假为一体的养老地产项目，定位中端养生、度假客户，租赁集体建设用地，养老基础设施完备，并配有颇具特色的医疗服务“太医管”，采用会员模式，会费 20-50 万元，餐费、医疗等其他服务另附。2002 年 10 月开业，现有会员 1000 余名，常住会员 500 多名，太医院、度假酒店成为主营业务。	土地为租赁集体建设用地，采用会员制的持有经营模式，养老、医疗、旅游相互配合。
爱慕家	项目占地 28 亩，总面积 9000 平米，270 张床，租用军产建筑设施改造而成，与 301 医院长期合作，养老基础设施较完善，坐落于北京香山脚下，定位高端的度假养老，2009 年开业，18 个月入住 46 户，现常驻 80 人，收费较高，市场接受度差，目前入住率 32%。	租赁军产建设设施，采用会员制，高端定位、养生景观相配合，长期持有经营。
寿山福海	项目总建筑面积 2.66 万平米，550 张床位，采用工业用地，养老配套设施一般，是小而精机构养老项目，以北京西郊城区的中高端客户为主，以少量押金加服务费的方式持有运营。2006 年在政府支持下建成，17 个月入住 144 张床位，2 年一期住满，2010 年推出二期，入住率 90%。	政府支出，工业用地，持有经营。

资料来源：中商情报网，东吴证券研究所

4.3.3 保险公司主导

保险企业流动性充裕、负债久期长，非常适合长周期、低流动性的养老地产投资，同时保险业务本身与养老产业有高度重合的用户群，拥有众多优质老年客户，销售的协同效应将逐步显现。此外，目前国家政策充分支持保险企业进军养老产业，新国十条明确提出“支持符合条件的保险机构投资养老服务产业，促进保险服务业与养老服务业融合发展”，预计配套政策将会逐步落地。

图表 33: 保险公司投资养老地产模式



资料来源：东吴证券研究所

图表 34: 保险企业进军养老地产情况

企业	项目信息	运营模式
泰康人寿	泰康人寿养老社区股权投资计划于 2009 年 11 月获批，募资 22 亿元泰康燕园的开发，是新保险法实施后国内保险业涉足养老地产的首个试点项目。目前除了北京之外，在上海、广州、三亚、苏州等地拿地准备开发养老社区，未来根据发展情况逐步计划进入二三线城市。是目前进军养老地产领域里动作最快的险资企业代表。	计划将高档养老社区的模式在全国铺开。具体不祥。
中国人寿	中国人寿在养老地产领域的投资紧随泰康人寿其后，就连项目选址也与后者颇为相似。已在河北廊坊拿地超万亩，总投资额约 100 亿元。初步规划构建养老社区一南一北的格局，而公司在南方的落脚点则与泰康人寿一样是海南。	不详。
合众人寿	作为业内最早进入养老地产的险企，2013 年 10 月 23 日合众人寿在武汉投资建造的国内首个 CCRC 社区正式开住。除了武汉以外，合众人寿在沈阳、南宁、合肥的养老社区也已经开始建设，同时，山东、北京、黑龙江、江苏、上海、浙江等省市，也在积极规划进入。未来几年将完成全国化的战略布局。	不详。
新华保险	早在 2012 年，新华保险就拿下北京密云、延庆等地的相关地块筹建养老社区。通过成立子公司的方式开发养老地产，并注册了两家项目公司用于支持养老事业的发展。	不详。
太平保险	2011 年太平洋资产管理公司曾发起设立“太平洋-上海公共租赁住房项目债权投资计划”，募集资金用于公共租赁住房项目的建设和运营；2013 年 12 月，太平保险集团与大连万达集团签	不详。

	署战略合作协议，双方将在养老地产以及商业地产方面展开合作。	
平安保险	2014 年平安集团旗下不动产投资管理子公司平安不动产宣布进军养老地产，发布其首个养老品牌“合悦”。“合悦”以健康管理为核心，以全龄化全方位社区服务为特色的品牌，旗下包括全龄化适老社区和旅游养生地产两大产品线，目前包括合悦江南、合悦版纳、合悦乌镇 3 个项目，其不仅限于项目产品，更提供颐养身心的全方位服务产品类型，包括健康管理、膳食管理、生活管家、养老服务、分时度假等。	金融产品+养老服务
生命人寿	2014 年 4 月，生命人寿和佳兆业联合拿下深圳大鹏下沙滨海生态旅游度假区整体开发项目，也很可能合作开发养老社区。	不详。

资料来源：中商情报网，东吴证券研究所

案例：泰康之家·燕园

泰康之家·燕园养老社区北京旗舰店坐落北京昌平。北京泰康之家养老社区坐落于昌平，距北四环车程约 30 分钟、距地铁南邵站约 500 米；马路之隔 398 公顷白浮泉湿地公园，向北 15 分钟车程即达蟒山、十三陵水库；及鲜氧、垂钓、登山、郊游为一体。“用 5-10 年时间，打造中国高端养老社区第一品牌，用 15 年时间管理规模到 5 万张床位”，这是泰康之家·燕园养老社区的目标。

1、北京泰康之家·燕园-社区规划

泰康之家·燕园养老社区建筑面积共 30 万平方米，拟建社区服务设施：会所、康复医院、幼儿园、社区商业；居住服务区包括：独立生活区、协助生活区、专业护理区、复兴花园。

图表 35：泰康之家·燕园总平面图



2、北京泰康之家·燕园-周边配套医院

老年的第一需求：活着，必须满足 30 分钟黄金急救时间的要求。泰康社区内有一家【二甲综合医院】，专业的服务充分融入了现代信息化智

能科技，在医疗、护理、通讯、生活起居方面为住户打造一个安全、高效、专业的服务环境。

图表 36: 泰康之家·燕园的周边配套医院

医院名称	车程（公里）	驾车时间（分钟）
昌平区医院	7	14
昌平中医医院	5	10
沙河医院	10	15
南口铁路医院	15.5	25
南口医院	16.5	28
北大国际医院	15.6	23

3、北京泰康之家·燕园-服务特点

图表 37: 泰康之家服务特点



- 1) 独立生活区——独立生活区居民最大特点是能自理，可以独立生活或仅需要很少帮助。
- 2) 协助生活区——喜欢独立性老人，在洗澡、穿衣和用药提醒等日常活动上需要帮助的住户提供理想的生活解决方案。
- 3) 专业护理区——为卧床老人提供全护理模式，24 小时护士值守，房间配备监护设备。

4、北京泰康之家·燕园-收费模式

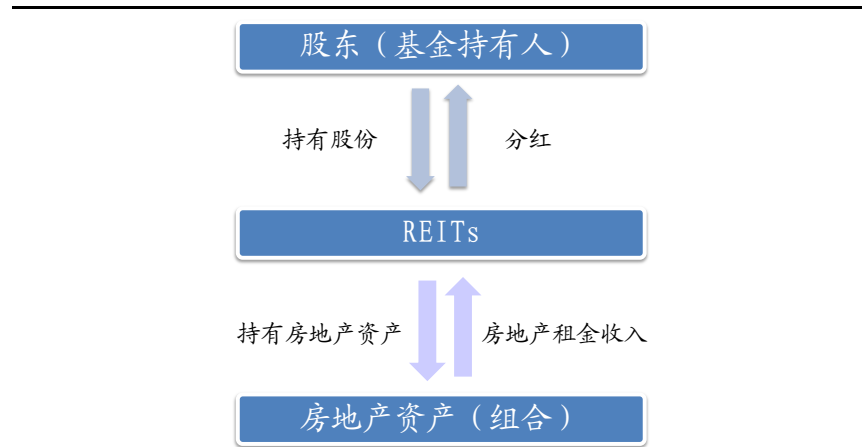
图表 38: 北京泰康之家·燕园的收费模式

项目名称	分类	户型	押金 (万元)	会费 (万元)	年费 (万元)	护理费	特点	
北京泰康之家·燕园	健康自理老人	一居室64㎡	60	—	9.6	—	退住时，押金随时可退；包含房屋使用费、居家费用、护理费、医疗费、餐饮费	
		小一室一厅94㎡	80		1人10.8万/2人14.4万			
		大一室一厅121㎡	120		1人12万/2人16.8万			
		两室一厅181㎡	180		1人13.2万/2人18万			
	协助生活区	独居	10		15.6			
	专业护理区	独居	10		18			
	健康自理老人	一居室64㎡	—		200			9.6
		小一室一厅94㎡						1人10.8万/2人14.4万
		大一室一厅121㎡						1人12万/2人16.8万
		两室一厅181㎡						1人13.2万/2人18万
协助生活区		独居		15.6				
专业护理区		独居		18				

养老社区将是泰康人寿的重要战略。未来 5 到 10 年，泰康计划在上海、广州、三亚、昆明等宜居城市建 10-15 个养老社区，为客户提供候鸟式养老服务。此外，泰康还将拓展与养老社区相关的其他产业，比如医院、墓地等等。

4.3.4 REITs 模式

图表 39: 房地产投资信托基金组织架构



资料来源：Wind，东吴证券研究所。

全球养老健康 REITs 发展现状：过去 10 年，全球养老健康 REITs 不断发展，市值翻了 8 倍；截至 2014 年 6 月 11 日，全球养老健康 REITs（房地产信托投资基金）共 26 只，总市值 861.6 亿美元，即便在同期全球 REITs 市场乏力、甚至总量减少的情况下，养老健康 REITs 依然保持坚挺。凭借着良好的收益表现、较低的风险性、收益来源租金可有效避险通胀等特征，REITs 成为美国养老产业资本市场上的生力军。

美国养老地产 REITs：在美国，养老地产不是一类房屋，也不是一种收费模式，它是一个完整的金融生态系统，由开发商、运营商、房地产投资基金(REITs)和私募基金共同构建，这一生态链条中的核心环节是 REITs 型投资商。如今，美国前 10 大养老社区拥有者中，有 5 家 REITs 公司，未来，REITs 公司和私募基金的资金成本优势将进一步显现。而不同的 REITs 型投资商有着各自的投资经营战略。截至 2014 年 6 月 11 日，美国

养老健康 REITs 共计 14 只，最大 3 只分别为 HCN (Health Care REIT)、HCP (HCP Inc.)、VTR (Ventas Inc.)，共计占总市值 71%。

中国市场养老地产 REITs 的探索：与欧美以及亚洲部分国家（日本、新加坡等）相比，REITs 在中国起步较晚，到 2005 年底才在香港有了第一支 REITs 基金。而随着 2014 年 5 月 21 日中信证券发起的“中信启航专项资产管理计划”在深交所综合交易平台挂牌交易，中国市场养老地产 REITs 的探讨和尝试开始开启。

图表 40: REITs 的中国之路

时间	发展历程
2005 年 11 月 25 日	领汇房地产投资信托基金在香港上市，成为了香港的第一支 REITs 基金
2005 年 12 月 21 日	越秀房地产信托基金在香港上市，成为第一支以中国内地资产为交易对象的 REITs。
2005 年底	香港共有 3 只 REITs (领汇、越秀和泓富) 先后上市，市值达到 31 亿美元，投资回报率为 5%-6%。
2006 年	阳光地产、富豪酒店等 REITs 也相继在香港挂牌上市。
2008 年 11 月	中国房地产投资信托基金的原则性方案获国务院原则性同意，待细则落实后最快于 2010 年上市。
2009 年初	中国人民银行会同有关部门形成了 REITs 初步试点的总体构架，但由于我国相关法律法规不完备，REITs 一直未能正式启动。
2010 年 6 月	国务院先后批准了北京、上海、天津和广州作为首批 REITs 试点城市。
2011 年 4 月	汇贤产业信托在香港上市，成为全球首只以人民币计价的房地产信托投资基金。
2011 年 9 月	国投瑞银主投亚太地区 REITs 产品，完成合同备案，成为了国内首个 REITs 专户产品。
2011 年 10 月 26 日	鹏华美国房地产基金开盘，成为中国大陆首只投资美国房地产的基金。
2013 年 7 月 8 日	广发美国房地产指数基金作为国内首只美国房地产指数基金开盘，再次掀起了 REITs 在中国发展的浪潮。
2013 年 7 月 10 日	仅仅两天后，开元酒店地产基金也成功在香港上市，成为了中国内地首个上市的酒店地产基金。
2014 年 5 月 21 日	国内首只 REITs 产品——中信证券发起的“中信启航专项资产管理计划”在深交所综合交易平台挂牌交易，中国市场养老地产 REITs 的探讨和尝试开始开启。
2014 年 5 月	证监会发布《关于进一步推进证券经营机构创新发展的意见》，特别讨论了建立 REITs 相关的制度及解决方案。
2014 年 8 月	类似于抵押贷款型 REITs 的“海印股份信托受益权”项目发行。
2014 年 11 月	住建部要求北京、上海、广州、深圳四个一线城市提交自己

	的 REITs 试点计划。
2015 年 1 月	住建部发布《关于加快培育和发展住房租赁市场的指导意见》，提出积极推进房地产投资信托基金(REITs)试点，支持多种渠道发展租赁市场。
2015 年 2 月	我国第二个私募类 REITs 产品“苏宁云创”在深交所挂牌。
2015 年 6 月	万达联手快钱之后推出第一款互联网金融产品——万达“年预期收益 12%、名为稳赚 1 号”的众筹项目，备受瞩目。
2015 年 6 月	国内首款 REITs——鹏华前海万科 REITs，在深交所挂牌上市交易，预计年化收益率为 7%~8%。

数据来源：网络信息，东吴证券研究所

REITs 参与养老地产的优势：一方面可以提供充足的资金来源，另一方面也为开发商提供了良好的退出机制。REITs 最常见的投资方式有两种，净出租模式和委托经营模式。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、保险费等一切由运营商承担。在这种模式下，REITs 的毛利率很高，租金收益可达 50%以上，而且几乎不承担任何经营风险；与之相对，作为租户的运营商则获取全部经营收入及剔除租金费用、运营成本后的剩余收益，并承担绝大部分经营风险。

中国 REITs 面临的税收困境：目前普遍认为 REITs 发展有两大税收障碍，一是在信托设立和终止环节对信托财产的征税问题，二是信托存续阶段的重复征税问题。由于这两个问题的存在，使投资 REITs 负担的税负高于直接投资于房地产，严重影响了 REITs 的发展。我国目前 REITs 存在双重征税问题，相应的税收优惠政策尚未建立，因此，需根据 REITs 的发展完善相应的税收及优惠政策，使税收不再成为 REITs 发展的障碍。

细分市场方面，养老 REITs 未来发展可期：在 REITs 发展较为成熟的美国市场，REITs 收益稳定且表现靓丽，因此投资者除国内外个人投资者外，还受到了养老基金、各类基金会、保险公司等机构投资者的青睐。因此我国在“婴儿潮”一代步入老年，养老问题严峻、经济增长放缓、消费逐渐占据主导的经济环境下，养老设施 REITs 可纳入长期投资选择范围。并且 REITs 的发展也为养老地产提供更多的退出机制。

总体而言，REITs 模式目前在国内仍在起步阶段，尽管前景可期，但是受市场成熟度和配套税收政策缺乏拖累短期内尚无法成为养老地产开发的主流模式。

5. 养老医药：进入高速成长期，市场急速扩容

5.1 养老医药市场潜力巨大：预计 5 年内翻倍

养老医药市场规模未来 5 年将翻倍。随着退休人口的高速增长，养老医疗服务和药品的市场也将迎来高速发展的快车道。目前中国老年人人均医药支出约为 3000 元/年左右，根据 2015 年人口结构估算，老年人医疗服务及药品市场规模约为 7000 亿元。我们根据人口年龄结构、死亡率、中国和全球医疗费用增长率经验测算：5 年内，老年人医药市场规模将会迅速扩容至 1.36 万亿元，几乎是 2015 年的 2 倍，而 10 年内，该市场规模则将达到 2.4 万亿元，达到 2015 年的 3 倍。

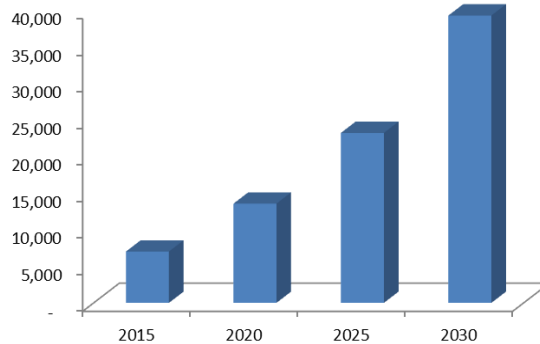
图表 41：中国老年人医药市场规模测算（亿元）

	2015	2020	2025	2030
老年人口（亿）	2.3	2.8	3.4	4.1
人均年医疗支出（元）	3000	4832	7099	10431
医疗费用年化增长率*		10%	8%	8%
预计医药市场规模（亿元）	7,027	13,575	24,369	43,160

*根据中国过往年度统计数据和国际经验设定

资料来源：东吴证券研究所

图表 42：预计老年人医药市场规模（亿元）



资料来源：东吴证券研究所

5.2 老年人医疗服务现状

我国目前是世界上老年人人口最多的国家，同时还具有规模大，增速快等特点。在老龄化的加速下，养老压力等问题越来越明显。而我国老年人医疗服务的不足，如医疗保障水平低，覆盖面窄、医疗服务利用率低等正在日益凸显。

老年人医疗服务存在的问题：

1、医疗保障的缺陷：目前我国的医疗保证遵循的是：“覆盖广，水平低”的原则，主要是尽可能的保障尽可能多的人群得到医疗服务需求。但同时却忽略了老年人的医疗需求会格外多。而且我国医疗救助制度统筹不足，救助范围小，效果也不明显。而且目前我国的商业健康险发展不足，大部分的老人都没有保险意识。

2、社区医疗作用不佳：目前财政部总是把大部分的资金投入到大型的医疗服务机构建设中，社区的医疗服务资源严重不足。老年人可能会由于行动不便等因素而较难享受到大型医疗机构的服务。

3、专业资源的匮乏：老龄化人口日益增加，使得老年人慢慢形成了一个规模较大的群体，目前市场上针对这一群体的专业医疗资源以及医疗人才明显不足。老年人由于身体机能的退化，往往会多个疾病同时发生，在心理上由于忧虑、恐惧等原因加重病情。因此针对老年人医疗的全面性尤为重要。

老年医疗卫生服务的改进

1、老年医疗保障制度的完善：我国可借用目前普遍发达国家的模式，结合不同收入水平的老年群体，建立分层次的保障制度，加大对低收入人群的医疗保障。

2、加强社区医疗服务的建设：虽然说目前大型医疗机构能较好的满足大部分人的医疗需求，但从老年人的角度来说，他们更加迫切的希望得到社区医疗的服务。社区医疗往往离家近、看病手续简单、医疗费用较低、家人照顾方便，而且有时候还能为行动不便的老人提供上门就诊。政府应加大对社区医疗的投资，社区内的各个群体也应该积极配合，多方面、多渠道的把建设压力最小化，因为受益者将会是社区内的每个家庭。

3、加快医养结合的建设：国务院在 2013 年 9 月印发了《关于加快发展养老服务业的若干意见》，明确指出积极推广医疗卫生与养老服务的结合，推动医养融合发展新模式。目前医养融合的养老模式主要通过 3 种方式在我国开展实践：1) 在养老机构内部设立医疗机构，根据相关标准，在养老机构内设经卫生部批准的医疗机构，如卫生所、医务室、门诊部等，为老年提供更便捷、优质的医疗服务，该模式目前普遍运用于国内的养老机构。2) 在医疗机构内增设养老服务，目前上海市政府鼓励在条件允许，医疗机构可兴建养老床位，用以缓解日益加大的养老以压力。为了保证服务专业化，医疗机构看聘请专业人员，在设备、人员等方面资源共享，实现养老医疗一体化。3) 养老机构应该与医疗机构协作发展。养老机构可按择优原则或就近原则选择医疗机构建立合作关系，明确各自的指责。医疗机构可根据需求增加或改善养老服务，实现医疗与养老资源的有效地接。

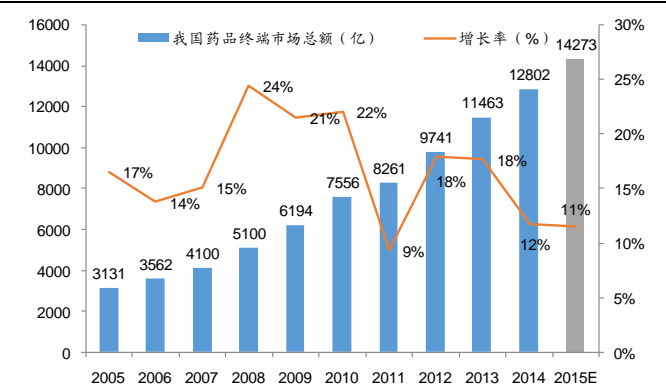
5.3 老年人药品与保健品市场

据前瞻产业研究院发布的《2015-2020 年中国医药行业市场前瞻与投资战略规划分析报告》数据显示：2014 年，整个中国药品市场总规模达 1.2 万亿，较 2013 年增长 11.7%，2009 年至 2014 年复合年均增长率达 16%。预计 2015 年，市场规模将达 1.4 万亿，较 2014 年增长 11.5% 左右，增速持续下降。老年人是我国药品市场的最大消费人群，据 SFDA 南方医药经济研究所的数据显示，我国老年人用药已占到总体用药份额的一半以

上，而且其未来增长速度会比整个行业增速高出约2%-5%。因此老龄化进程的加速势必带动药品的需求量，医药产业迎来黄金十年已毫无悬念。

随着年龄的增大，老年人的各项身体器官逐渐退化、免疫功能下降，患病概率也会增加，尤其是各类慢性疾病，并且常常同时患有多个器官的多种疾病。所以老年人不仅需长期服药，而且需要同时服用多种药物，因此老年人药物的市场规模非常巨大。据统计，糖尿病、心脏病、高血压、恶性肿瘤等慢性疾病在老年人中最为常见，而且许多老人往往患有两种以上的慢性病。此外肠道疾病、心脑血管疾病、血糖升高等疾病的发病率也非常高。

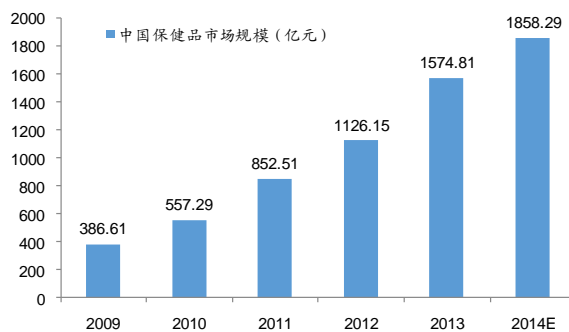
图表 43: 2005-2015 年中国药品终端市场总额及增速



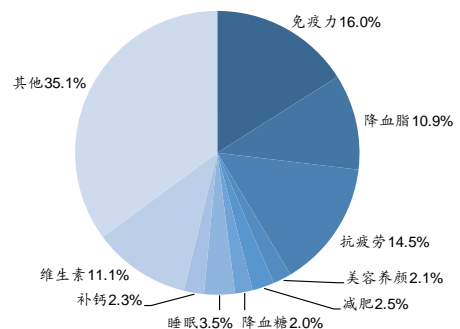
资料来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

中国保健品市场发展潜能相当大：随着健康养生知识的普及，整体医学的治疗观念越来越深入人心，因此保健品市场的潜力也不容小觑。在2014年底发布的国家《医学科技发展“十二五”规划》中，首次写入了“治未病”这一传统养生保健理念，为中国健康产业的发展奠定了坚实的基础。2015年1月，国家发改委、工信部又联合印发了《食品工业“十二五”发展规划》，根据该规划，到2015年，我国营养与保健食品产业将达到1万亿元，年均增长20%；形成10家以上产品销售收入在100亿元以上的企业。下一步，国家将重点推动研发和生产优质蛋白食品、膳食纤维食品、新功能保健食品等。这些政策无疑为健康产业发展的注入新的动力，提供了机制性保障。

图表 44: 2009-2014 中国保健品市场规模走势



图表 45: 2013 年底我国保健品产品结构



资料来源：国家统计局，东吴证券研究所

资料来源：国家食品药品监督管理局，东吴证券研究所

6. 相关标的

益佰制药 600594

公司有 20 年以上的肿瘤药物经营和销售经验，目前正处于转型阶段。公司管理层提出“聚焦肿瘤领域，拥抱互联网”的战略规划，将充分挖掘肿瘤疾病治疗的上下游机会，探索肿瘤诊断、治疗、康复协同发展新模式。公司的第一家肿瘤治疗中心已在广州落地，迈出了打造“肿瘤医疗服务平台”的第一步。

2015 年 10 月 9 日，公司与国内领先的互联网医疗公司青岛百洋健康网络科技有限公司签订了合作框架协议，共同投资建设肿瘤易复诊大数据平台，为肿瘤专科医生对肿瘤患者进行诊后或术后疾病管理提供专业高效的信息化平台。

2015 年 10 月 14 日，公司与尹红女士、深圳园维投资管理有限公司签订了关于共同出资设立“上海益佰肿瘤医疗投资管理有限公司”的《合作框架协议》，将为公司未来收购的肿瘤医疗平台提供强有力的支撑。

近期，公司实际控制人董事长窦啟玲女士及高管窦雅琪女士增持公司股份 5,880,980 股，增持金额约 9,978.26 万元，合计增持股份占公司总股本的 0.74%，显示了对公司未来稳定发展的强大信心和对公司价值的认可。

今年前三季度，公司实现营业收入 24.68 亿元，同比增长 17.89%；归属于母公司所有者净利润为 1.62 亿元，同比减少 47.38%。公司第三季度利润增长显著，主要是对销售费用进行了有效控制。公司的药品销售业务好转趋势明显，我们认为在强大的销售体系支撑下，四季度业绩有望出现大幅回升。

老年人口是肿瘤高发人群，公司在肿瘤诊断、治疗、康复领域经验丰富、多年来布局完善，将直接受益于中国人口加速老龄化带来的肿瘤诊疗需求，看好未来人口老龄化为公司带来的业绩上升空间，

澳洋科技 002172

澳洋科技于 2001 年 9 月 13 日经江苏省人民政府批准成立，公司是中国产量排名前列的粘胶短纤生产企业。公司主营业务为粘胶短纤、棉浆粕的生产销售，以及蒸汽电力的供应，目前拥有 30 万吨粘胶短纤生产能力，是中国具有较强竞争力的粘胶短纤生产企业之一。

2015 年 2 月份，澳洋集团定增 6.5 亿元收购澳洋健投 100% 的股权，将澳洋健投注入上市公司，成功进入医疗产业。澳洋健投是一家集医药零售、医疗服务为一体的综合性医疗健康企业。在医疗服务方面，澳洋健投拥有澳洋医院，以及杨舍分院、顺康医院和三兴分院等分支机构。在医药零售方面，澳洋健投设有澳洋医药、中丹医药，以华东为中心，辐射全国医药销售网。此外澳洋健投还拥有嘉隆大药房等负责医药实体零售。两块业务通过产业链延伸，增强了澳洋健投的整体竞争力。通过澳洋健投的注入，未来公司将形成粘胶短纤和医疗健康服务双主业转型。

2015 年 11 月 12 日，公司公告称将对上海吉凯基因增资 2000 万元，持有吉凯基因 2% 股权。吉凯基因成立于 2002 年，2003 年 4 月正式向市场提供化学合成 siRNA 产品，是国内最早开始从事 RNAi 产品生产和研发服务的企业。公司 2009 年被国家认定为高新技术企业，2010 年经上海市科委评选，被授予“上海市核糖核酸（RNA）研究分析专业技术服务平台”单位。吉凯基因已经成为国内目前最大、最稳健的 RNAi 服务提供商。通过此次合作，澳洋科技将足基因诊疗领域，加速在医疗健康领域的转型和布局，未来外延式扩张值得期待。

目前养老医药产业已进入高速成长期，预计市场规模 5 年内翻倍，利好公司医药零售业务增量，“医养结合”政策将刺激医疗服务业务市场的需求。公司作为集医药零售、医疗服务为一体的医疗健康服务企业，有望直接受益于人口老龄化与“医养结合”政策的逐步推进。

康美药业 600518

康美药业股份有限公司是一家从事医药生物生产、经营和批发销售的公司。公司在 2001 年成功挂牌上市后，将产品战略的重心由西药转为中药。在中药领域站稳脚跟之后，公司进一步推进产业创新发展，增强各个业务环节的竞争力，康美药业受国家发改委委托，发布了全国唯一的国家级中药材价格指数—康美·中国中药材价格指数，开创民营企业承担国家价格信息化建设先河。

从 1997 年创办至今已有 18 年，康美药业在打造了一个涵盖中药材全产业链的庞大商业王国后，如今正以“加速度”迈向“大健康”产业。在转型过程中，康美逐渐探索出一条从药到医、从商业端转向消费端的独特路线，并不断落地“互联网+中医药”战略，着力打造全国第一家“智慧药房”。面向大健康时代，康美所构建大健康版图已愈发清晰，作为中药饮片界的龙头老大的康美药业已在健康产业领域设计出“大健康+大平台+大数据+大服务”的发展路线图，并已经取得实质性的进展。

在“大健康+大平台”方面，康美药业引入在医疗信息系统建设、数据分析、移动医疗等领域有资深的经验的专业团队增强公司云计算、信息服务的支持，实现消费者可在家中通过定制的 APP 终端等智慧医疗终端机实现一键呼入智能养老服务平台；在“大健康+大数据”方面，康美药业与新华网股份有限公司，共同出资 3 亿元成立健康大数据项目公司——康美健康智库股份有限公司，意在共同搭建中国权威健康大数据平台；在“大健康+大服务”方面，康美药业斥资 6 亿多元兴建了一家大型综合医院——康美医院，并于今年 3 月获批设置网络医院，在医疗服务方面积累了丰富经验，探索推出了公立医院药房托管、智慧药房服务两种服务模式。

继 5 月公布与青海政府签订战略合作协议，康美药业 2015 年 11 月 11 日晚间公告进展，公司将与普邦园林、蓝盾股份在内的六家公司，在青海西宁成立康美健康保险股份有限公司，注册资本 5 亿元。联合设立康美保险，借助自身大健康全产业链的优势进军金融行业，完成“大健康+金融”布局，利好未来业绩和估值弹性。

双箭股份 002381

浙江双箭橡胶股份有限公司，总部位于浙江省桐乡市。公司主营业务

为橡胶输送带生产，属行业龙头，国内市场占有率大约为 10%左右，产量居国内同行排名第二，出口量第一，公司在输送带行业已经积累了近 30 年的经验，连续四年国内销量第一。公司近三年主营业务收入稳定在 11-12 亿元左右，毛利率维持在 24%-28%左右的较高水平。

公司 2014 年公布定增方案，通过非公开发行股票募集资金收购北京约基工业股份有限公司部分股权并向其增资，此次收购及增资完成后公司将持有其 58%的股权。北京约基主要从事输送机械的研发、制造、输送方案的设计和施工。收购完成后，公司由单一的橡胶输送业务全面进化到整个物料输送工程领域，巩固公司在输送带行业的龙头地位。

2012 年底，公司使用自有资金 1200 万元参股设立桐乡和济养老服务投资有限公司，宣布正式进军养老产业。2014 年新增出资 2000 万元，增持桐乡和济养老服务投资有限公司股权，目前公司持有和济公司股权比例为 77.5%，未来还将增大投资力度。定位中高端的桐乡和济颐养院已经于 2015 年 5 月初正式开业，养老院规划床位 500 张，还提供居家养老服务。

公司是 A 股唯一一家有养老院落地的企业，养老布局领先。随着该项目的推进与发展，公司对养老产业有了更深的理解和认识，在积累经验后，将通过扩大投入或与其他养老机构合作，复制该项目，迅速推广至全国。公司有望受益于“医养结合”政策和领先的养老产业布局积极探索稳定的长期盈利模式，利好自身的业绩弹性。

凤凰股份 600716

江苏凤凰置业投资股份有限公司是一家房地产开发销售公司。公司主要从事房地产投资、实业投资、房屋租赁、物业管理。凤凰置业的土地储备均位于江苏南京、苏州等城市的核心地段，并以南京为核心，具有明显的区域优势。项目规划都围绕“文化街区”理念展开，有大型书城、影音天地等，并配套文化休闲服务设施和居住社区，初步形成了文化地产开发经营模式。

公司 2013 年上半年报中披露，未来将积极推进“凤凰文化养老家园”系列项目的建设。9 月上旬，公司总经理齐世洁明确表示，公司未来会有大动作——在保持原有“文化地产”特色基础上，将开拓新的业务形态“养老地产”。养老产业是凤凰股份战略转型的重要一环。2013 年 10 月 23 日，凤凰股份发布公告称，为进一步整合文化、医疗、地产等资源，努力实现房地产开发与养老产业的有机结合，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。

2014 年 3 月 3 日，凤凰股份发布公告称，为了稳步推进公司养老产业发展战略，逐步完善公司养老产业规划，有效整合文化、医疗、地产等资源，公司与凤凰集团、江苏省人民医院、江苏仁医医院投资管理股份有限公司于近日签订了战略合作协议，共同发展健康养老产业。本次合作是公司与国内知名医疗机构合作的有益探索，医疗资源作为养老产业不可或缺的配套，为公司养老产业快速发展打下坚实的基础。

2015 年上半年公司打造的第一个宜兴养老地产项目已完成项目规划、设计和定位等前期工作，下半年开工建设，同时积极与专业养老医疗机构进行洽谈、合作，引进品牌养老服务运营商。

作为最纯正的养老地产标的之一，公司战略转型意图坚定、养老产业布局具有前瞻性、具有医疗资源优势，看好公司在“医养结合”政策红利催化下的上升空间。

世联行 002285

世联成立于 1993 年，是国内最早从事房地产专业咨询的服务机构。2007 年，世联整体改制，成立深圳世联地产顾问股份有限公司。2009 年 8 月 28 日，世联在深圳证券交易所成功挂牌上市，成为首家登陆 A 股的房地产综合服务提供商。世联行不断强化持续推动中国房地产市场发展的服务力量，将公司单一互相分割的业务打造成多种业务交叉融合的一站式服务平台，建立基于大数据和移动互联网的置业者服务系统、世联信贷互联网金融系统，打造集顾问咨询、营销代理、金融服务、资产管理等多项业务为一体的服务平台，为客户提供一站式、平台化、交叉交互式的轻资产房地产服务。

2014 年，世联行基于自身主营服务规模优势，积极尝试创新服务——金融+资管+电商。金融产品方面，增势明显，其中家圆云贷放贷达 19.7 亿，成为爆款单品；金融产品的多元化正有序推进，包括装修贷推向市场、积极尝试尾盘基金、P2P 上线试运行。资管服务方面，通过统一经营管理、为公寓提供定位销售、运营的全链条服务，实现存量物业的价值最大化，并通过运作上海中城国际大厦项目，为将来的 REITs 服务做好了准备。电商平台方面，发挥整合营销渠道优势，盘活客户资源。2014 年 6 月，在世联行“祥云战略”的推进下，公司整合资源打造了房地产 O2M 整合营销电商平台。

2013 年 8 月，世联地产在深圳与台湾恒安照护集团签署战略合作协议，共同探索符合中国市场特点的养老服务模式，此举预示着世联地产将进入养老产业。2015 年 1 月初世联行在全景网互动平台上表示，关于养老方面，世联已经正式成立养老运营管理公司，介入养老机构和社区养老的经营管理事务，且已经在服务政府的日间照料中心项目。2015 年 5 月，世联行财务总监王海晨深交所、深圳证监局联合举办的“践行中国梦·走进上市公司”活动中表示：对于养老地产业务，公司目前还在探索中，会考虑介入养老地产服务方面的业务，但公司不会介入房地产市场开发。

世联行与恒安照护的联手合作，意在探索创新养老运营模式。恒安有标准，有程序，有方法，世联有组织，双方可以把养老地产迅速的植入进去，发挥各自的优势。世联行基本面良好，顺利叠加创新服务，完善服务链条，为公司未来构建养老地产服务平台奠定基石。

中国平安 601318

中国平安是中国第一家股份制保险公司，于 1988 年诞生于深圳蛇口。公司发展到现在已成为融保险、银行、投资三大主营业务为一体的金融生活服务集团之一。平安集团旗下子公司包括平安寿险、平安产险、平安养老险、平安健康险、平安银行、平安证券、平安信托，平安大华基金等，涵盖金融业各个领域。目前平安专注于养老方面主要有两块：平安养老地产以及平安养老保险。

2014 年初平安旗下子公司平安不动产以全球广为认可的养老模式-CCRC（持续照料性生活社区）为蓝本，引进专业团队、先进养老设备以及服务体系，在浙江投资 170 亿元打造“桐乡平安养生养老综合服务社区”，2014 年 9 月 18 日，“桐乡平安养生养老综合服务社区”的第一个作品-和悦·江南体验中心全新启幕，推出了健康管理体验馆、养生养老体验馆。

2015 年 6 月，平安不动产旗下的桐乡合悦·江南首度推出了“养老财富计划”，平安不动产为该计划配备了 100 套限量养生住宅。“养老财富计划”指的是在 30 年后一次性返还全额房款或自第 16 年起，每年给付业主幸福年金 5.5 万元，连续给付 15 年，简而言之就是在 30 年后房屋的产权归购房者，购房款也全部返还给购房者。让养老买房无后顾之忧。

平安不动产未来将在环渤海、长三角、珠三角、西南部、海南岛等五个地区规划养生养老地产项目。

中国平安旗下子公司平安养老公布的首份投资业绩中显示，平安养老已 15% 的市场份额占据第一。根据人社部的数据显示，平安养老投资业绩两点突出，位于行业前列。平安养老于 2004 年重组，2005 年 8 月，第一批获得企业年金受托人、投资管理人资格，2007 年 11 月，获批账户管理人资格。成为国内首批拥有受托人、投资管理人、账户管理人资格的养老险公司。

企业年金作为养老产业最为重要的一部分，中国平安一直以来致力于企业年金的研究，探索符合中国国情的养老险中路。平安养老险凭借着平安集团在金融方面的优势，借助集团的经验和系统基础，建立了国内第一套领先的受托管理系统。该系统保证账户管理人、托管人数据对接，自动监管受益人、委托人权益，保证资金安全，保障企业和员工的利益。为了确保年金的运作安全、准确和透明，平安养老对企业年金的投资进行了事前、事中和时候的评估、管理与监督。

新华保险 601336

新华保险成立于 1996 年 9 月，总部位于北京市，是一家大型寿险企业，旗下控股新华资产管理股份有限公司、新华家园养老企业管理（北京）有限公司、新华卓越健康科技（北京）有限公司、新华健康科技（北京）有限公司等。公司拥有雄厚的投资管理能力，稳居国内寿险行业第三位，是国内寿险公司第一家 A+H 股同时上市的寿险公司。

作为一家纯寿险公司，新华保险从 2011 年上市就开始积极布局养老和健康产业。2012 年公司对外公布了其在养老地产领域的布局与规划，通过成立子公司的方式开发养老地产，并注册了两家项目公司用于支持养老事业的发展，这是国内继泰康人寿、合众人寿之后较早进入这一领域的保险企业。从 2013 年至今，新华保险已先后在西安、武汉、青岛、济南等 12 个城市建立了 12 家健康管理中心，不仅增强了公司全国客户服务网络的战略优势，更是保险业在投资医疗机构方面的一次积极探索。

早在 2012 年，新华保险就拿下北京密云、延庆等地的相关地块筹建养老社区。目前公司已将北京六里桥附近的原公司总部，改造成一栋全新的养老大厦。这栋养老大厦将以“全护理”为主打概念，专门接待行动不便、需要完全住院的老年人，引进国际先进的全端护理流程，提供 24 小

时专业护理服务，附带康复医院，预计明年正式进入养老市场。新华保险目前在海南的养老项目已经进入销售阶段，还在广东、福建、上海等地进行项目调研，布局下一步养老“棋子”。新华保险通过产品创新进军养老、医疗看护和健康产业链的战略。“新华家园”项目计划将于 2015 年建成开放，总计预售 400 余套，目前已收到 100 余套的预订。与其他的商业住宅小区不同，该项目是保险公司投资建设的，整体设计风格和功能也是以养老为主，而且只租不售。

新华保险将养老产业作为的重点布局领域之一，目前已有三个养老社区项目处于建设或规划中，待运营试点后，或有更大规模投资计划。并且，新华保险有望借助阿里平台在互联网保险理财、健康医疗产业、养老产业方面有所突破，作为四家上市险企中市值最小且杠杆率、弹性最高的企业，公司将受益于未来市场上涨和政策红利。

7. 风险提示

1. 医养结合配套政策落实不及预期；
2. 利率下行对保险业绩的影响；
3. 养老保险税收优惠幅度和落实速度不及预期。

免責聲明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

