

# 中国养老地产大调查：32家上市公司争食4万亿蛋糕 万科保利泰康

## 玩法各不同

### 目录

- 一、32家上市公司涌入争食4万亿蛋糕
- 二、国内养老地产调查：投入大、概念多、定位高
- 三、美国养老地产调查：重资产、高成本、难赚钱
- 四、养老地产看上去很美，马拉松式投入考验企业耐力

### 一、32家上市公司涌入养老地产争食4万亿蛋糕

**【提要】**近年来，传统地产开发商、险资纷纷高调宣布进军养老产业，就连中石化、首钢之类企业也跨界进入。据记者统计，近两年时间里，至少有32家上市公司宣布进军养老地产项目。据中国社科院老年研究所测算，目前中国养老市场的商机约4万亿元，到2030年有望增加至13万亿元。

记者通过长达1个月时间的走访调查了解到，尽管国内已有部分养老地产项目进入正式运营阶段，但相比海外成熟市场，中国的养老地产可谓“小荷才露尖尖角”。

#### 各路资本纷纷布局养老地产

2014年3月初，中茵股份公告称，公司与苏州九龙医院有限公司签订了战略合作协议，进军中国高端养老业。双方共同成立苏州中茵九龙养老产业管理有限公司，主要从事养老养生产业投资，为居家社区养老、休闲养生养老、医疗康复护理养老等机构提供专业化管理服务等。

2014年8月6日，上实发展也发布公告称，其参股子公司上海实业养老发展有限公司与上海市崇明县规划和土地管理局签订了《国有建设用地使用权出让合同》，由上海实业养老发展有限公司受让坐落于崇明东滩、总面积为6.8万平方米的土地，价格为7454万元。公司称，获得该地块标志着“崇明东滩长者社区一期CCRC养老项目”正式启动。

1天后，亿城投资公告披露，公司与汉盛资本签订了《关于中国养老产业项目投资的框架协议》，双方拟共同在中国投资、运营退休养老相关业务，其中包括持有、开发运营和管理高品质的退休养老社区。投资总额不低于12亿元人民币，由双方或其关联方均等出资。

2014年9月2日，越秀地产宣布联手澳大利亚养老运营机构IMG公司，就“老年社区发展事业”签署战略合作协议，率先在一二线城市试水，首个项目落地广东，填补当地空白。

除了上述几家企业外，其他一些房地产企业，如金陵饭店、凤凰股份、珠江实业、花样年、万科、保利等也有投资养老地产的表述或举动。

不止是房地产企业，一些非房地产业的企业也在布局养老地产。

首钢刚于今年7月初完成养老项目的设计和公示。该项目位于原首钢第一耐火材料厂的厂址，占地面积约46.7万平方米，规划设置4000~6000张普通床位，以及建设一个设置800张床位的养老产业园区，据媒体估算，投资或达数十亿元。

2013年3月，中石化四川销售公司与成都市郫县政府签订《天府惠泽桃源颐养中心项目投资协议》，进军养老地产。项目总投资80亿元，总体规划占地2000亩，规划养老床位1万张以上。中石化四川销售公司董事长黄久长表示，公司欲将该项目打造成国内最好的养老产业。

除了实业资本，追求长期稳定收益的保险资本，如中国人寿、泰康人寿、中国平安、合众人寿、太平保险等也纷纷布局养老地产。

## 养老市场商机达 4 万亿，养老地产市场究竟有多大？

从国务院印发的《社会养老服务体系规划建设规划（2011~2015 年）》（以下简称《规划》）中可以看到，第六次全国人口普查显示，我国 60 岁及以上老年人口已达 1.78 亿人，占总人口的 13.26%，而城乡失能和半失能老年人约 3300 万人，占老年人口总数的 19%，中国已步入老龄化社会。

庞大的人口基数，使得中国的老龄化现象备受瞩目。《规划》显示，我国是世界上唯一一个老年人口超过 1 亿人的国家，且正在以每年 3% 以上的速度快速增长，是同期人口增速的五倍多。预计到 2020 年，老年人口将达到 2.43 亿人，约占总人口的 18%。

在 2013 年末举行的全国民政工作会议上，民政部部长李立国透露，2013 年全国养老床位数 500 多万张，每千名老年人拥有养老床位约 25 张，而按照国际标准，每千名老人拥有的床位数通常为 40 至 50 张。若以此判断，中国养老床位还空缺接近一半。

《规划》还显示，随着人口老龄化、高龄化的加剧，失能、半失能老年人的数量还将持续增长，照料和护理问题日益突出。据推算，2015 年我国老年人仅仅在护理服务和生活照料方面的潜在市场规模就将超过 4500 亿元，由此催生的养老服务就业岗位潜在需求将超过 500 万个。

据中国社科院老年研究所测算，目前中国养老市场的商机约 4 万亿元人民币，到 2030 年有望增加至 13 万亿元。

不过，《每日经济新闻》记者通过对国内养老地产先行企业、业内人士的采访中了解到，养老地产的前景虽然诱人，但要从获利并非易事。从实践来看，养老地产不是一个高收益、高回报的行业，反而蕴藏着巨大的风险，这与市场的预期大相径庭。

## 二、国内养老地产调查：投入大、概念多、定位高

**【提要】**：与发达国家相比，我国的养老产业才刚刚开始，尚无真正成熟的模式，也没有以养老产业为主业的上市公司。目前，声称要进入这一行业的企业，大多与地产相关。正因为此，国内的地产商进入养老地产时虽然颇为高调，但在实际运营中，却又小心翼翼。记者选取了国内几个有代表性的样本调查后发现，由于养老产品的复杂性和多样性，即使是同一个企业，也不一定只选择一种模式，而是多方面试水，试图寻找出最合适的盈利模式。

### “卖房子”的太阳城

位于北京市昌平区的太阳城项目，占地面积 42 公顷，建筑面积 32 万平方米，其中 24 万平方米为老龄住宅，另外 8 万平方米为持有型老年公寓。

太阳城董事会主席朱凤泊不止一次地在公开场合表示，太阳城 70% 的土地和建筑做养老住宅，销售 70 年的产权；其余 30% 的土地面积做养老功能区、持有型物业。“这样最大的意义在于风险可控，而不会在做养老产业初期摸不着门、找不着北，最后半途而废自己倒闭。”简而言之，太阳城是用“70% 的出售”来养“30% 的出租”。

对于养老地产来说，无障碍设施、医用塑胶防滑地板、一键呼叫系统等适老设施必不可少，软性服务也不可或缺。太阳城的老年公寓涵盖自理、半自理及不能自理的老年人，并配套建设了一所太阳城医院，级别为一级甲等。

“太阳城的模式是独一无二的，复制难度很大。”养老行业人士田国勇对《每日经济新闻》记者表示，“北京太阳城 1998 年开始建设，当时国内还尚未重视老龄化问题，太阳城已经超前一大步。以太阳城的规模来看，今天很难再在一线城市周边拿到如此大面积的土地。”

### “卖会员”的亲 and 源

太阳城主要是“卖房子”，上海亲和源则侧重于“卖服务”。

亲和源官网显示，公司在上海市浦东新区康桥镇投资近 6 亿元，建成中国第一个会员制养老社区上海亲和源。社区占地面积 8.4 公顷，建筑面积 10 万平方米。配备专业护理院和社区医院、健康会所、配餐中心、老年大学，以及图书馆、文体活动室等。

要住进这样的社区，费用也不菲。亲和源上海项目的房屋不出售产权，作为养老产品，以会员卡的形式进入市场。会员卡分为 A、B 卡两种，A 卡不记名，可继承、可转让，有效期与房屋土地证的权限相同；以 A 卡 78 平方米的房间计算（可入住两名老人），除了 118 万元的会籍费，每年还需要支付 3.98 万元的费用。B 卡是记名卡，不可转让，可终身居住。如果老人在亲和源没有住满 15 年，可按年份折算退还给家属，如果居住期超过 15 年，就没有余钱可退；以 B 卡 70 平方米的房间计算，会籍费 60 万元，每年年费为 4.2 万元（可住两位老人）。

亲和源副总裁华山告诉记者，公司用了三年时间收回投资，5 年时间便实现了管理和服务的盈亏平衡，目前 1500 个床位已经基本住满。公司早就在筹备上海的第二个、第三个项目。不仅如此，公司已经在全国其他地区建设亲和源项目，建成并进入运营的有海南亲和源、辽宁亲和源、海宁亲和源等。

“会员费+服务费”这样的养老模式并非亲和源独有。去年，远洋地产联合哥伦比亚太平洋公司及 Emeritus 公司，共同组建了“椿萱茂·凯健”项目，该项目用“会员费+月费”的收费方式。其中，会员费为 50 万元，有效期 20 年，而月费则根据护理的等级不同而不同。例如，一位老人想要入住一居室，需要交纳的床位费为每月 1.5 万元至 2 万元，护理费为每月 5000 元，此外还有不同等级的餐费。

绿城董事长宋卫平在一次记者会中谈到，养老地产是绿城必须做成的事业。绿城典型的养老地产项目是桐乡雅达国际生态园项目中的养老公寓，该项目规划 6000 套养老公寓，总建筑面积为 50 万平方米，计划于 2014 年交付。项目采取租售并举的模式，最大特点是配有占地 2 万多平方米的老年大学，是“学院式”的养老模式。绿城还对外宣称，要在未来的 10 年时间里打造 100 家养老院。

### “多点开花”的万科

万科也早已经开始试水养老地产，不同之处在于，其既有直接“卖房子”的模式，也有自己的服务品牌。

以万科幸福汇为例，其主要以养老概念来“卖房子”。北京房山窦店的“万科幸福汇”在 2013 年完工，推出 100 多套养老地产房源作为试点，分成两种业态，分别是利用商业配套建设的“活跃长者之家”、配建于住宅部分的“活跃长者住宅”。其中，“活跃长者之家”是老年公寓，共有 130 套房间，户型面积在 60~80 平方米、规划建筑面积为 1.6 万平方米，公寓周边配套医疗服务站、心理咨询、老年学校等设施，以及 24 小时呼叫护理服务、送餐、果蔬超市等送货上门、收费代缴等服务，公寓的持有者即万科本身。“活跃长者住宅”则直接面向市场销售。

此外，万科在杭州的“随园嘉树”项目，也是养老概念，首度开盘推出两栋楼共 50 套，售价 15000 元/平方米，很快售空。但万科并不认为这是成功，因为“买主都是青壮年，是为自己日后养老做准备”。

万科方面曾对外表示，未来将在 16 个社区配建养老配套综合楼，全部由北京万科的养老团队持有和运营，不对外销售，仅为满足万科小区的老人。

万科的探索并不止于此。除了“幸福汇”，万科还推出了“橡树汇”品牌，主要“卖服务”。

记者走访了成都“橡树汇·长者专顾中心”，这是一家日间照料中心，每日的营业时间从

早八点到晚八点，提供三餐及点心、午休及活动场所，以及协助淋浴、康复理疗等服务。该中心工作人员告诉记者，物业持有者是万科，目前只提供日间服务，暂时没有全托服务，目前自理老人的每月费用为 2600 元。该工作人员表示，未来万科也有做全托业务的想法。

成都万科在给记者的回复中写道：各个城市的老龄化进程不一样，客户的需求也会有所差异，所以，目前并没有统一的做法。成都目前的“长者专顾中心”只是多种形式的尝试之一，“全国各地万科所提供的养老地产服务形式因本地市场与客户需求存在差异而各不相同”。

### 有志打通金融通道的保利

保利地产的模式稍有不同。公司在 2012 年 11 月推出了“保利安平·和熹会”，第一个项目名为“西山林语和熹会”，由北京保利安平养老产业投资管理有限公司运营，该公司是由保利地产及安平投资有限公司共同出资建立。项目总建筑面积约 2.2 万平方米，内设 200 套居住单元，分为标准间、VIP 套间、加护间。和熹会采用的收费模式同样为“会员制+房租”，前期需要缴纳 10 万元的押金，还有 2 万元的医疗押金。入住者离开时，这笔钱可以全额退还。

这部分费用看起来有些像会员制，但其实二者有本质的区别。世联行在其关于养老地产的报告中指出，第一，从财务角度，押金严格来讲不能算作收入，但是会员费用可以较为灵活地计入财务报表；第二，从盈利效果角度，押金制受限于床位数量，而会员卡可以实现超售；第三，从经营角度，押金对应的房间或专业床位是固定的，会员制可以比较灵活安排。

除了押金之外，和熹会的收费标准按不同房间来定，根据居住面积和朝向，租金从 5000 元~11000 元/月不等；每个房间有两张床位，单张床位租金是房间租金的一半。此外，每人每月伙食费 900 元，看护费 500 元及以上不等。

项目开发初期，入住率并不理想。从 2013 年 8 月开始，和熹会对价格进行调整。记者从和熹会官网上看到，费用调整后，如果按照最优惠的价格计划，和熹会靠北边的房间，自理型老人一个月吃住护理全包支付 3400 元即可。据媒体报道，其负责人表示，价格优惠后，入住率有一定提升。

保利地产副总经理胡在新曾表示，目前西山林语和熹会项目还处于亏损阶段。未来计划用 3~5 年时间使养老产业的运营进入稳健经营阶段，基本实现盈亏平衡，同时规划用 8~10 年左右达到发达国家的盈利水平，打通金融通道，通过 REITs（房地产信托投资基金）上市。

将“押金制”用到极致的要数北京的太申祥和。其官网显示，太申祥和山庄（国际敬老院）于 1999 年开始试营业，于 2002 年 10 月 16 日正式开业，它是全国首家推行会员制养老模式的国际敬老院。项目内的北京太申祥和医院于 2002 年正式开业，为一级甲等医院。在网站上还可以看到，中医馆是其特色之一，会员们可以针对自身的问题，预约不同的中医进行咨询。

记者以咨询为名致电太申祥和，对方表示目前已经住满，不确定何时会有名额。他告诉记者，入住者需要缴纳 120 万元的押金，除此之外，每月只需要缴纳几百元的生活费即可。记者进一步询问“就是说用这 120 万元的利息来支付日常费用？”对方表示“可以这么理解”。

### “不差钱”的泰康人寿

2010 年 9 月，保监会发布《保险资金投资不动产暂行办法》，保险资金正式获准进入养老地产市场。到 2012 年底，保险系企业在养老地产领域的投资已超过 500 亿元，包括国寿、泰康、平安、合众等企业。

其中，泰康人寿是最早试水养老社区的险企。2009 年 11 月，保监会批准了泰康人寿养老社区股权投资计划，2012 年 4 月，泰康人寿推出了国内第一款保险与养老社区相结合的“幸福有约”综合养老计划。同年 6 月，养老社区在北京昌平奠基。去年，命名为“泰康之家·燕园”的养老社区实体模式亮相，该养老社区占地面积 17 万平方米，建筑面积 30 万平方米，总共能容纳 3000 户居民入住，首批 600 余户、共约 800 位居民将于 2015 年入住。

与此同时，泰康也在上海、广州拿地，启动三亚、苏州多个养老项目，上海申园、广州粤园的体验馆目前也均已开馆。

“保险企业是做行业的整合，跨界整合。泰康第一个提出用保险资金投资养老社区，第一个拿到牌照，目前完成了北上广、三亚、苏州五个社区，90 万平方米、一万户的布局。北京的燕园明年开始入住。”泰康人寿副总裁刘挺军告诉《每日经济新闻》记者。在他看来，保险资金做养老地产优势很大，首先，把虚拟的保险同实体的医疗养老社区结合起来，提供的服务更多样更完整；其次有资金优势，能够忍受行业的长周期，此外还有客户优势等。

不过，泰康的养老产品并非面向大众。刘挺军介绍，客户可以通过两种方式入住，一种是购买泰康人寿 200 万元以上的相关产品，获得入住泰康养老社区的资格。“我购买的保险产品，可以用来支付入住后的费用，而且未来我们的养老社区只会接受保险客户。另一种方式是针对目前一些高龄老人，可以缴纳一定的定金，购买相关的乐泰财富卡，直接到社区申请入住，享受一个月 9800 元的最低费用。”

这样的价格，在刘挺军看来已经是“为了培育市场”而拿出的“成本价”。刘挺军还介绍，现在养老社区的预定已经超过了 65%。

## 养老地产新动向

### 1、异地复制

虽然养老地产目前尚未有成熟的、可复制的盈利模式，但不少公司已经开始着手扩张。最常见的便是“旅游养老”、“异地养老”的概念。据调查，70%的老年人退休后有出游的愿望。

有观点认为，广义上的休闲、旅游度假地产也是养老地产的一种产品模式，是针对活跃长者的养老产品。这样的产品跟纯粹意义上的、含专业养护设施的养老产品存在竞争关系。

例如，北京太阳城房地产开发有限公司董事局主席朱凤泊，已经不满足于北京太阳城一地的运营。有报道称，朱凤泊已经开始在海口、厦门、贵阳、周口等地着手布局，并联合全国各地涉老机构或单位，建立全国度假养生养老联合体，未来“筹备上市”。

亲和源也已经开始了多个项目的前期工作。亲和源副总华山对记者表示，公司未来仍然会深耕上海，第二个项目已经在做，未来还要做第三个。公司同时也在向其他地区复制，用同样的商业模式，融合本地特色，寻求多元化。“不可能完全相同。比如海南的项目偏重旅游，继续探讨合适的商业模式，海宁的项目准备入住，辽宁的项目在二期开发，都会有各自的特点。”华山说道。

### 2、品牌输出

看到了重资产模式的诸多弊端，不少养老地产企业已经开始有意识地向轻资产转型。

按照朱凤泊的说法，太阳城的盈利模式分为五层。第一层到第四层都是围绕着老年公寓及配套设施产生的收益及现金流；第五层则是北京太阳城的模式向外延伸，对其他项目提供指导、咨询、运营服务等，也会有冠名收益。这一部分，就是所谓的管理输出。

同样，亲和源也在进行输出品牌和管理。“在全国，我们输出管理服务的、已经签约的项目有 22 家。具体模式不一样，有些是我们帮助做前期咨询，有些是做运营。”华山告诉记者。

另有一些企业选择的是完全轻资产的运作模式，例如，志在为养老地产项目做前期咨询的世联行。去年 8 月，世联行与恒安照护集团签署战略合作协议，探索符合中国特点的养老服务模式。公司认为，养老地产还有 3~5 年“窗口期”，公司计划在此期间做好资金筹备、项目筛选和人员培训等。世联行目前只做养老地产项目的前期咨询，为做养老地产的开发商服务。对具体拿地开发、资金筹措等，公司暂不涉及。

更具代表性的是港股上市公司花样年控股，其董事局主席潘军在公开场合表示，“未来玩房地产，一定要向轻资产转型，不然玩不下去。”

花样年在养老产业上的初期布局，与许多地产商都不同。截至目前，花样年并未推出自建的养老项目，而是在深圳、成都等地以“福泰年”品牌开始推广社区护理，声称要做到健康护理、居家照顾、康复理疗、营养配餐、精神抚慰等五大养老产品全覆盖。

### 三、美国养老地产调查：重资产、高成本、难赚钱

**【提要】**：据美国统计局数据显示，到 2030 年，当婴儿潮一代悉数年满 65 岁时，全美人口的 20%，即超过 7000 万人口将不小于 65 岁。对于养老地产行业来说，这无疑是个商机。

人口老龄化是一个全球性话题。联合国老龄化议题的导言中写道：“世界正处于一个独特的、不可逆转的进程，人口结构的转型将导致老龄人口增加。由于生育率的下降，从 2007 年至 2050 年，60 岁及以上人口比例预计将增加一倍，他们的实际人数将增长三倍，到 2050 年将达到 20 亿。在大多数国家，超过 80 岁的人数很可能翻两番至 400 万。”

如何让老者在退休后实现老有所依，且“依”得安心、放心？纵观全球养老地产市场，根据参与主体分类，主要有政府主导型、市场化开发型以及政府和开发商合作开发型，其中美国的养老地产经营时间较长，也是市场化程度最高的，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，因此也更具借鉴意义。

据美国统计局数据显示，到 2030 年，当婴儿潮一代悉数年满 65 岁时，全美人口的 20%，即超过 7000 万人口将不小于 65 岁。对于养老地产行业来说，这无疑是个商机。

据记者了解，美国养老地产的发展方向是差异化养老社区，太阳城模式和持续护理退休社区模式（以下简称 CCRC）是目前的主流，前者一般以出售为主，部分出租；后者则主要采取出租的方式，向长者提供日常协助或医疗护理。近年来，在金融市场日渐成熟的背景下，还出现了第三种模式——由金融机构（通常为 REITs，房地产信托投资基金）参与投资，通过出租或委托经营回收成本。

养老地产需要新建大量和老年人有关的建筑及配套设施，是典型的重资产行业，维护费用、折旧摊销等成本较高；聘用大量专业护理人员，服务方面的支出也十分庞大。总的来看，美国养老地产行业成本很高，传统开发商想要从中赚钱并非易事。

#### | 模式 卖养老概念地产 太阳城项目仅接收健康老者

太阳城模式的开创者是地产开发商德尔·韦布（DelWebb）公司，上个世纪 60 年代，其以“太阳城”（SunCityCenter）命名，在亚利桑那州阳光明媚的凤凰城建立了第一个太阳城项目，并直接带动了美国养老社区的建设。

这类地产项目主要针对年龄在 55~70 岁的活跃健康老人，除住宅外，还提供康乐会所和户外运动设施。目前全美有十多个太阳城项目，分布于亚利桑那州、加利福尼亚州等。

太阳城模式本质上属于住宅开发性质，由地产开发商主导，通过销售养老概念住宅，开发商得以收回投资并产生盈利。

太阳城选址通常位于郊区，占地大、容积率低，精装修标准，拎包即可入住，附近一般配有专为社区服务的商业中心。考虑到老年人收入水平，太阳城项目房价往往相对便宜，如“苹果谷太阳城”位于洛杉矶东北方向 120 公里左右，房价仅为洛杉矶市内的约三分之一，对老年购房群体构成了极大的吸引力。

由于项目面向的是身体康健的老者，因此社区内没有专门提供医疗、护理等配套服务，主要依赖社区所在城镇提供的大市政配套。但社区为活跃长者们提供了多样的设施，如高尔夫球场、娱乐中心以及教育培训等。在医疗护理方面，允许第三方提供的家政、保健等服务。

太阳城平均规模在 23000 户左右，入住率可达 90.95%，住宅类型多样，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。据 2013

年的一项统计显示，太阳城的常住居民达 20 多万人。

### 典型公司

#### 德尔·韦布：开发周期长 毛利率低于 20%

德尔·韦布公司 (DelWebb) 是美国活跃长者之家 (ActiveAdultCommunities) 的领导者，以开发太阳城闻名。目前，德尔·韦布旗下活跃长者社区超过 55 个。

2001 年，德尔·韦布被帕尔迪集团 (NYSE: PHM) 收购，后者按照收入计算是全美最大的住宅建筑商。

《每日经济新闻》记者查阅历史资料了解到，在被收购前，德尔·韦布市值为 2.81 亿美元 (截至 2000 年 6 月 30 日)，历史平均股价为 17.52 美元，受帕尔迪收购消息拉动，德尔·韦布股价曾冲至 38.69 美元，也刷新了历史最高价位。

帕尔迪 2013 财年年报披露，通常情况下，公司在拿地 24~36 个月后完成销售，但旗下的德尔·韦布活跃长者地产开发等大型项目除外，因为这类社区的建设往往耗时更长。

帕尔迪下属的三个子品牌为专注首次置业需求的 CentexHomes，针对改善性购需求的 PulteHomes 以及锁定活跃长者的德尔·韦布，截至 2013 财年末，这 3 个品牌销售分别占集团总销售额的 25%、46% 以及 29%。一般来说，德尔·韦布的社区比首次置业和改善型社区占地面积更大。

记者查询彭博数据端获悉，1993~2001 年，德尔·韦布的平均毛利率为 19.2%，平均净利润率约为 3%。截至 2001 年 6 月 (被收购前)，德尔·韦布的净资产收益率 (ROE) 为 18.2%，这一水平在当时全美社区开发商中排第六位。

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。在被大型建筑商帕尔迪收购后，结合两家公司各自的优势以及开发经验，德尔·韦布得以继续主导着美国高质量老年住宅社区的开发。

## | 模式

### 运营商主导 CCRC 模式 82% 为非盈利性组织所有

在美国，另一种主流养老地产模式为持续护理退休社区 (ContinueCareofRetirementCommunity，以下简称 CCRC)，由运营商主导，主打精细化管理服务。这一模式已有 100 多年历史，经过长期发展，CCRC 进一步发展成为一种复合型养老社区。

CCRC 模式的理念是，在复合型社区中满足老人对健康管理、护理和医疗等不同生理年龄阶段的基本养老需求，令老人不需要搬家就可以在 CCRC 社区中完成人生三分之一的幸福旅程，这也是一种提升客户粘性的有效做法。

全美目前共有近 2000 处 CCRC，其中约 82% 为非盈利性组织所有，有相当一部分是从传统养老院转型而来。

CCRC 主要服务三类老人，一类是自理型老人，年龄介于 55~65 岁之间，在社区中有独立住所。社区为这部分老年人提供便捷的社区服务，如餐饮、清洁、医疗保健及紧急救护等。同时，为满足老年人精神生活的需求，社区会组织各种形式的活动，如老年大学、兴趣协会等。

第二类是介助型老人，主要服务对象为需要他人照料的老人。这类老人除了可以得到社区服务外，还有类似饮食、穿衣、洗浴等日常生活护理。为了丰富介助老人的生活，一些社区也会在老人身体可接受范围内，提供各类活动。

第三类是介护型老人，针对的是生活完全无法自理的老人，在介护型社区，老人 24 小时都处于专业护士的监护之下。介护型老人年龄一般在 80 岁以上，同时居住在特殊的单元里。

CCRC 模式对管理和护理人员水平要求较高，员工人数众多，服务提供者和入住老人的比

例一般为 1:1。为了集中为老人提供全方位服务，并进一步降低看护成本，CCRC 项目通常位于郊区，以多层为主，布局紧凑，密度相对太阳城更高。

和太阳城靠出售地产获利不同，CCRC 只提供地产租赁权和服务享受权，通过收取房屋租赁费和服务费赚钱。其中，服务费包括一次性的入门费、定期的房屋租赁费及特殊服务费等。根据房间大小，入门费从 20 万美元到 100 万美元不等，年费或月费则视所需护理的程度而定，针对健康活跃长者，每月需要支付 3000 美元，半护理老人 4000 美元/月，全护理老人则是 5000~6000 美元/月。特殊服务费则取决于个体所需的额外护理服务。

CCRC 模式具有支付入门费的会员制特点，这恰恰也是这种模式的突出风险之一，假如遭遇不诚信的企业，或因企业经营不善等导致项目现金流出现严重问题时，老人预先缴纳的入门费就极有可能“打水漂”。因此，CCRC 模式必须由具备市场认可、具有优秀品牌的公司进行管理和开发。

#### | 典型公司

##### 布鲁克代尔：人力、折旧成本沉重 业绩连年亏损

布鲁克代尔老年关怀公司（NYSE: 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，以入门费、租赁为主要收入来源。据美国老年住宅协会（以下简称 ASHA）2013 年报告，布鲁克代尔已连续五年蝉联规模最大的养老地产运营商头衔，该公司同时也是美国第三大养老地产开发商，这决定了布鲁克代尔既是轻资产公司，也有重资产运作模式。

截至今年 3 月 31 日，布鲁克代尔在美国 36 个州拥有 647 个社区，运营着超过 550 个老年生活社区和退休社区，每天有超过 32000 名服务人员向逾 52000 位入住老者提供护理。公司 2014 年一季报披露，公司旗下供出售的社区有 226 个，用于租赁的 329 个，仅提供管理服务的有 92 个社区。

不过，布鲁克代尔的经营状况并不好，自 2005 年登陆纽交所以来，其长期处于亏损状态，截至 2013 年末，公司净资产收益率为-0.7%。记者梳理了公司 2007 年来的核心财务指标，并通过计算发现，7 年来公司毛利率和净利率平均值分别为 37.93%和-5.56%。

尽管连年亏损，但布鲁克代尔在二级市场上的股价表现并不差。自 2009 年 3 月触及 2.5 美元的历史最低点以来，公司股价一路震荡上行，最新报 34.95 美元，5 年多来累计涨幅约达 13 倍，市值约 60 亿美元。对此，一位对美国养老地产业颇有研究的业内人士向《每日经济新闻》记者表示，“主要是因为大家对它的模式比较认可。作为 CCRC 模式的龙头企业，二级市场愿意给予公司一个高估值。至于其净利润为负，则是因为人力、折旧等运营成本高企。”

以 2013 财年年报为例，布鲁克代尔运营成本中最大的一项为人工成本，占比 66%，这和公司本身以提供护理服务为主业，需要大量人力密切相关。此外，费用的核心组成部分为租金和折旧摊销费用，各占 11%。

布鲁克代尔虽然常年亏损，其营收却稳定增长。自 2007 年以来，公司营收同比增幅分别为 4.8%、4.9%、12.72%、7.78%、12.64%以及 4.5%；公司经营活动现金净流入也逐年上升，2008 年~2013 年依次为 1.37 亿、2.37 亿、2.28 亿、2.68 亿、2.91 亿和 3.66 亿美元。

在今年 2 月的公告中，布鲁克代尔宣布将与 Emeritus 合并，后者是行业第二大运营商，合并后的公司将成为美国最大的养老地产运营商，布鲁克代尔占新公司 73.1%的股份，据悉，合并事项已于今年 7 月完成。

#### | 模式

##### 金融机构完成前期投资净出租模式为主流

据 ASHA2013 年报告，截至 2013 年 6 月 1 日，在全美规模最大的五大老年住宅开发商中，有两家是房地产投资信托公司（以下简称 REITs）。金融机构参与养老地产的优势在于，其为



地产项目提供了资金来源，可有效解决资金占用较长的问题，并为开发商提供了更好的退出机制。

REITs 是美国养老地产的主流投资商。大多数养老或医疗地产类的 REITs 公司成立于上世纪 70~80 年代，大型 REITs 公司拥有的物业数量可达 600 多处，其中，80%~90%的物业是自有的，其余物业则是通过与运营商或其他投资人合作发起的私募基金平台持有。这类 REITs 总资产规模可达百亿美元以上，但员工却只有一两百人，属于典型的资本密集型企业。

REITs 最常见的投资方式有两种，一种是净出租模式，另一种是委托经营模式。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 的毛利润率很高，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。

在委托经营模式下，REITs 公司将旗下物业托管给运营商，运营商每年收取相当于经营收入 5%~6% 作为管理费，但不承担经营亏损的风险，也不获取剩余收益，所有的经营收入都归 REITs 所有，经营成本也由 REITs 公司负担，相应的，REITs 获取租金及经营剩余收益，承担大部分经营风险。

对比可知，在净出租模式下，REITs 的风险更低、收益更稳定，因此，为降低资金成本，REITs 的大部分物业采用净出租方式运营，只有少数物业采用委托经营模式运营。

正是依靠赚取租金收入以及部分经营所得，REITs 获得了源源不断的稳定收益，也由此成为了养老地产市场上有力的长期投资人。

#### | 典型公司

##### HCP：轻资产运营 平均毛利率高达 56%

HCP Inc. (NYSE: HCP) 就是在这一模式下运作成功的案例之一。HCP 公司是美国一家服务于医疗保健领域的房地产投资信托公司，在美国纽交所上市，也是标普 500 指数成分股，目前公司总市值为 198 亿美元。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。

2013 年期末，HCP 旗下共有 444 个养老地产项目，运营成本为 9560.3 万美元，公司获得的租赁收入为 6.03 亿美元，入住和服务费用为 1.46 亿美元，扣除折旧摊销等，2013 年公司来自养老地产的净营收约为 5.94 亿美元，同比增长 24%。

《每日经济新闻》记者查阅公司历史财报数据并计算得出，公司最近六年平均毛利率高达 56%，净利率也处于较高水平，为 28.75%。截至 2013 财年末，公司净资产收益率为 9.4%，在同类 REITs 中居第五位。

#### | 记者观察

##### 美养老地产业分工明确 各投资主体业绩迥异

通过上述案例不难发现，美国养老地产生态圈的构建离不开各个市场主体的分工合作：开发商采取拿地、建房、卖房的“快进快出”方式，是典型的重资产运作模式，利润微薄，且因受制于养老设施等配套的建造，资金回笼速度相比一般地产业更慢；运营商通常只租赁不持有，同时提供专业护理服务，借助轻资产模式放大经营现金回报，但需承担经营风险；投资商（如 REITs）则通过长期持有资产获取稳定的租金收益，利润率高但资金回笼期长，风险低，但投资回报率也略低。

一方面，在这种各司其职的方式下，参与者既能找到专业的运营商，也能寻到长期投资人，同时也满足了各类投资主体的风险偏好，进一步促进了美国养老地产业的长期发展。

另一方面，美国养老地产行业中传统的开发商和运营商利润微薄也是不争的事实，而这种微利甚至亏损经营的状况不仅仅发生在上市公司身上。

金融信息公司 Sageworks 近期对全美 1000 多个行业中非上市公司的财务报表进行分析，结

果显示，在截至 2014 年 7 月 1 日的 12 个月里，仅有一个行业净利润率呈负值（-1%），而这正是持续照护养老社区和辅助生活服务设施行业（北美行业分类代码：6233）。

Sageworks 分析师利比·比尔曼表示，最不赚钱的行业具有一个共同点，即费用支出都很庞大。持续照护和辅助生活服务设施行业的净利润率向来微薄，提供服务所需的设备以及固定成本可能非常高；此外，很多设施从政府项目和保险公司获得的报销比例也受到严格控制。

注：美国的养老地产参与各方的 ROE 都不高，即便是轻资产运营的 REITs 也不到 10%；尤其是运营商的 ROE 普遍为负，而国内地产商进军养老地产普遍扮演的角色恰恰是运营商。另，普尔特 2013 年的 ROE 数据采用的是税前利润。

#### 四、养老地产看上去很美 马拉松式投入考验企业耐力

**【提要】**：在企业扎堆进入养老产业的背后，是国内多数养老机构长年累月的艰难度日，甚至连年亏损的现状。

原因何在？多位业内人士对记者表示，行业的长周期性、项目的盲目贪大、产品与需求不匹配等等，都会直接导致不尽如人意的结果。

而眼下扎堆进入这一行业的企业，前路究竟会如何？

##### | 尚无完全成熟模式

不少企业开始转向国外“取经”，特别是 CCRC 模式（持续照料退休社区），近几年得到了不少关注。

清华大学建筑学系教授周燕珉就曾表示，最近的养老地产开发热潮促使很多开发商、投资者或政府人员到国外参观考察，希望把国外经验推广到国内。然而养老社区发展是带有时代和地域特征的，从国家整体的政策环境、经济发展水平到老年人的居住习惯，再到社区的服务管理模式，国内外都不相同。更重要的是，国内外养老地产的整体生态不同，比如美国养老地产由开发商、投资商、运营商共同构建，三方各司其职，每一个参与者都可以得到风险和收益的较好匹配。相比美国，中国养老地产虽然汇聚了地产商、保险公司和其他民营企业，但各自定位模糊，更加谈不上彼此的分工合作，结果就是在养老地产的投资、开发、运营三个阶段，都能看到开发商的身影，开发商扮演的角色过于复杂。

曾在欧美各国研究养老行业多年的清华大学博士王勤也对《每日经济新闻》记者表示，CCRC 模式被过分推销了。“实际上，CCRC 在美国也是小众产品，真正能够承担起这种生活方式的人寥寥无几。”

##### | 医疗问题难解决

做养老地产，医疗是一个绕不过去的问题。

目前，国内的养老地产项目多数没有自己的医疗资源，往往选择与某个医院进行合作，开辟“绿色通道”等方式解决老人的就医需求。护理人员缺乏必要的技能，难以胜任相应的护理工作。

这与美国的情况相去甚远。美国养老地产拥有成熟的医疗护理服务配套体系。在养老机构、或是专业护理机构中，都有专业医师、康复治疗师、长期照护护士等专业养老护理团队对老年人进行长期持续的检测。

泰康人寿助理总裁刘挺军对记者表示，国外医疗资源很丰富，分布也比较均衡。“而中国就很特殊，不仅医疗资源、养老资源总体供应不足，其分布也不均衡，好的医疗资源集中在大城市、大医院。”

不仅如此，老年人大部分有慢性病，而且是多种慢性病，这需要长期的预防保健和专业的

调理。“即使到了三甲医院，也只能解决急诊的问题，全周期的护理无从谈起。我们从消费者的角度、从社会效率的角度，包括从商业模式的角度提出医养结合。”刘挺军说，“把急性病治疗、术后康复、慢性病的长期干预和持续的健康管理按照老年人的需求特点结合起来，而不是简单把社区和医院放到一起。”

不过，投资类似医院的场所，难度是可想而知的。一位长期关注养老行业的投资人对记者表示，现在很多企业都想“盖一个医院”，但是，医院不是“盖”成的，关键是要有医疗资源，而这是个很复杂的事情。

### 高端路线“曲高和寡”

在目前盈利模式并不清楚的情况下，国内企业在进入养老产业时不约而同地选择了“高端”，月均支出动辄上万。

有投资机构做过调研，中国家庭年收入超过 150 万的老年人口为 1020 万，也就是说，仅 5.1%的老年人可以“满足”这种高端定位。

周燕珉表示，发达国家步入老龄化社会已有百年以上的历史，其养老设施覆盖体系比较完善和全面，目前比较高端的养老社区是在经历了很长的发展历程后形成的，并且也仅仅是其养老居住体系中的一部分。目前，中国 65 岁以上的老年人口比例为 8.87%，接近日本 1980 年的 9.1%，并与美国上世纪五六十年代相近。

王勤告诉记者，目前，高端的人群需求被高估，而 90% 以上的中等收入人群被忽略。这是很多运营商无法盈利的一个重要原因。

养老行业人士田国勇也对记者表示，国内高端养老院目前的入住率大多不是很理想，这与国内的老齡人口特点有关系。目前步入 70 岁的老人多是“50”前的，一辈子省吃俭用，很是朴素，享老消费还没有真正到来。“高端养老的群体只占养老市场份额的一小部分，目前市场还在培育期，还需要引导消费，可能会在未来 5~10 年爆发出来。中端养老应该会有不错的发展前景。”

### 亏损局面难打破

养老行业出现了“怪现状”：公立养老院一床难求，私营养老院却因入住率偏低而步履艰难，甚至已经有公司决定放弃。

今年 4 月，北京长青国际老年公寓有限公司八成股权被挂牌出售。该公司为北京城建与中国红十字基金会所有。其开发的项目有北京曜阳国际老年公寓。2012 年北京长青亏损 5042.7 万元，2013 年亏损 4926.1 万元。

这只是国内养老机构亏损的一个缩影。据山东省 2013 年的一项统计，当地只有 10% 的民办养老机构能够盈利，亏损的占 40%。北京欧英明德养老产业咨询有限公司副总经理邱浩浩告诉记者，能够盈利的民办养老机构在全国范围内占比都比较低。

邱浩浩表示，在国内，民营养老机构分为民办盈利型和民办非盈利型，其主要区别体现在民政系统和地方政府的补贴和税费优惠方面。国内 80% 以上的养老院是非盈利性质的，其生态环境、配套设施等都处于非常落后的水平，入住率自然低；而盈利性的养老机构则硬件设施非常完善，但是要么医疗护理以及服务体系没跟上，要么价格高得惊人，要么是远离中心城区，所以入住率也不高。

入住率是保证盈利与否的决定性条件。王勤告诉记者，养老院入住率一般要达到 70%~80%，才能实现盈亏平衡。而在国内，目前入住率良好的机构很少，“私立机构和一般的公立机构，很多入住率都在 50% 附近。北京有一个项目，开业 3 年了才住了 7 个老人！”

美国典型 CCRC 公司布鲁克代尔处于连续 10 年亏损的境地。国内企业又究竟能够忍受几年亏损呢？

### | “微利”本质须认清

即使把各方面因素都考虑到并盈利了，养老产业也不是一个“躺着数钱”的行业。

据刘挺军介绍，泰康人寿对养老产业投资的盈利预期，按净运营收入占资产的比例来衡量，也不过2%~3%。

刘挺军表示，布鲁克代尔的亏损是因为计算了折旧，而商业不动产考察其盈利能力要按经营现金流和现金流折现来计算。“我们希望通过5到8年的时间，形成稳定的现金流。从大资产组合来看，我们会配一些收益较高的，但也要配一些稳定的，比如养老社区。我们期望净运营收入与资产的比例，大概能达到2~3个百分点，这是社会平均租金加上服务溢价的结果。”

“第一，养老是长线产业，没有暴利；第二，服务做好了，社会租金会回到正常水平。”刘挺军总结道，“最终能不能成功，一是要看商业模式，二是认清行业属性——是服务业而不是地产业。”

王勤表示，国外的养老机构也不是暴利，“比如在西班牙，净利率一般在6%左右。”而在中国，更应该“薄利多销”，“开发商要从开发型的地产商转变为经营型的地产商，这是一桩长期的生意。”

一位长期关注旅游和养老产业的职业投资人表示，养老行业目前盈利状况普遍不好，“收获期估计还要过几年”。在他看来，两三年的培育期还是可以接受的，但如果超过五年还不能达到盈亏平衡，估计这个企业也就做不下去了。

“养老项目从立项、筹备到开业的周期，本身就比一般产业要长很多，而运营达到平衡点一般需要3~4年以上，达到盈利状态一般要5~6年时间。这个周期对于投资商来说是一个不小的考验，一方面需要较为雄厚的资金链，另一方面需要具备可持续的运营能力。”邱浩浩说。

### | 细节风险不可忽视

在盈利难的现实之下，不少所谓的养老项目其实另有目的。

邱浩浩表示，由于养老项目投资回报周期长，很多开发商为了快速回笼资金，打着养老的幌子拿地，实际上进行房地产开发。

真正要做养老的企业，目前还在不断试错的过程当中。在王勤看来，养老产业要迎来大发展，从人口的计算上，大概有5~10年的过渡期，眼下这个行业已有很多重复投资：“不少企业往往在前期准备不够充分，项目来来回回地修改，造成了资源浪费。”

对于养老行业的服务业属性，许多企业也理解不到位。“能盈利的机构的共同点有：设施设置不是大而全，而是能灵活利用空间；服务专业，不是人海战术，而是有专业团队，这是很重要的。”王勤说，人才不足是目前房地产商遇到的大问题之一。

此外，对于养老机构在法律方面的风险，很多企业还认识不足。“风险还是比较大，比如老人在院内有个闪失，家属把养老院告上法庭，这样的例子并不少。想要规避，要注意两方面，第一是在法律条文上规定，还有入院时的评估，有据可查；第二就是从设计上考虑到位。”