

Lilei Tu
lilei.tu@htisec.com

养老地产系列研究（1）： 结庐人境大国丰，老有所养夕阳红

投资要点：

- **养老地产内涵和特点。**养老地产是以地产为载体、养老为核心，将住宅、商业及养老服务融合在一起，从而为老年人提供基本养老服务和多层次多功能服务的一种新兴业态。它具有以下特点：1) 目标客户集中老年人，项目选址与规划要求高。2) 上下游产业链长，参与主体较多。3) 投资大、回收期长、专业性强。4) 依靠专业化的养老服务来实现增值，结合商业金融实现持久发展。
- **海外养老地产主要模式。**1) **美国。**美国养老地产模式有三种：向健康老人销售养老地产的差异化养老社区（太阳城模式）、运营商主导出租的持续护理退休社区模式（CCRC）、金融机构参与且出租为主的 REITs 模式。2) **日本。**日本养老地产主要分为个人或单位向老人出租空闲房屋并提供养老服务的“住宅”模式，以及开发商建造各种适合老人居住的房屋和设施并提供各种服务的“机构设施”模式两大类。3) **德国。**从老年人衰老过程中的护理资源配置由少增多来划分，德国养老地产分为居家养老、照料型住宅和养老院三类。
- **我国养老地产现状和未来发展空间。**我国正向重度老年化社会迈进，从而加重了老年抚养负担。我国 65 岁以上人口占比从 1964 年的 3.6% 上升至 2023 年的 15.4%。老年抚养比由 1982 年的 7.98% 上升至 2022 年的 21.83%，远高于同期人口大国印度的 10.17%。同时，我国养老设施严重不足，养老地产急需加强。2022 年底，我国养老服务床位数为 822.3 万张。过去四年的养老服务床位数年平均增速为 3.17%。假设未来我国养老服务床位数年均增速为 2%-4%，每张床位对应住宅地产建面为 25-35 平米。由此推算，截至 2050 年我国新增养老地产潜在需求为 1.52 亿平 - 5.75 亿平（中性假设下 3.18 亿平）。
- **养老政策框架基本建立，地产突出老有所养。**我国老龄工作目标逐渐从“五个老有”发展为“六个老有”。“六个老有”，即“老有所养、老有所医、老有所为、老有所学、老有所教、老有所乐”。结合国家老龄工作相关战略制定，我们认为与养老地产相关的政策有以下几个方面：1) 公共环境无障碍和居家适老化改造；2) 存量资源改建养老设施；3) 社区居家养老服务；4) 城企联动普惠养老。
- **养老地产轻重结合，融合发展是趋势。**目前我国养老地产分为常住养老和“候鸟式”养老两大模式。两者主要差异在于居住时间的长短。常住养老又分为 CCRC 社区模式、住宅出售模式、物业参与模式和以房养老模式。“候鸟式”养老主要包括异地养老服务中心、度假式养老基地和买房投资。我们认为，为顺应我国老龄人口特点以及社会发展特征，我国养老地产模式将居家、社区、机构三位一体融合发展，进一步发掘存量业务机会，并与智能化应用相结合。
- **我国养老地产具体产品分析——泰康之家。**泰康之家养老社区采用持续照护模式，即 CCRC 模式，独创医养结合特色，满足不同身体状况的长辈的照护需求，实现一站式退休生活解决方案。收费方面，泰康之家的收费模式主要有两种：1) 保费+标准月费；2) 入门费+标准月费。保单客户可通过购买 1 份年金险，提前锁定入住权和储备养老金，一次性解决了本人及配偶和父母的养老问题。
- **投资建议：**我们认为有关养老顶层设计的政策支持方向明确。此前率先布局养老服务的物管企业和开发商在未来或将充分受益。建议关注：1) 开发类：保利发展、万科 A、招商蛇口、华润置地、中国海外发展、绿城中国、越秀地产、建发国际集团等；2) 物业类：华润万象生活、保利物业、万物云、招商积余、中海物业、绿城服务、越秀服务、建发物业等。
- **风险提示：**养老市场空间受经济景气程度和养老观点变化的影响；养老地产的盈利模式尚不够成熟。

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司，海通证券印度私人有限公司，海通国际株式会社和海通国际证券集团其他各成员单位的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。关于海通国际的分析师证明，重要披露声明和免责声明，请参阅附录。(Please see appendix for English translation of the disclaimer)

目 录

1. 养老地产基本概念	5
1.1 养老地产的定义和内涵	5
1.2 养老地产的主要特点	5
2. 海外养老地产主要模式	6
2.1 美国养老地产主要模式	6
2.2 日本养老地产主要模式	7
2.3 德国养老地产主要模式	8
3. 我国养老地产现状和未来发展空间	9
3.1 我国迈向重度老年社会	9
3.2 我国养老医疗设施严重不足	11
3.3 未来我国养老地产规模的测算	11
4. 我国养老政策情况分析	13
4.1 养老政策框架梳理	13
4.2 养老地产相关政策	15
5. 我国养老地产的主要模式	17
5.1 我国养老地产产业链	17
5.2 我国养老地产的模式	17
5.3 未来我国养老地产模式的发展趋势	21
6. 我国养老地产具体产品分析——泰康之家	22
6.1 服务模式	22
6.2 收费标准	23
6.3 相关权益	24
7. 投资建议：养老地产收益标的	24
8. 风险提示	26

图目录

图 1	养老地产开发相较于传统地产开发提出更多要求.....	5
图 2	养老地产需要满足的五大功能需求.....	6
图 3	全国 65 岁以上老年人口占比不断上升.....	10
图 4	近年来我国老年抚养比快速攀升.....	10
图 5	2022 年我国不同年龄段人口分布显示十年和三十年后形成老年抚养高峰.....	10
图 6	2022 年各国老年抚养比 (%).....	11
图 7	2022 年 65 岁及以上人口占总人口比重 (%).....	11
图 8	近年来我国卫生机构每千人床位数停滞不前.....	11
图 9	近年来我国卫生技术人员和护士每千人人数持续上升.....	11
图 10	未来我国城镇 65 岁以上老年人口数量的测算.....	12
图 11	未来我国需新增养老服务床位数的中性测算.....	12
图 12	中国老龄工作专项计划发展历程.....	13
图 13	“十四五”时期，积极应对人口老龄化国家战略的制度框架基本建立.....	15
图 14	养老地产产业链.....	17
图 15	CCRC 社区运作模式.....	19
图 16	物业企业开展养老业务模式.....	20
图 17	反向抵押养老保险和住房抵押贷款比较.....	20
图 18	度假式养老地产模式.....	21
图 19	泰康之家收费模式.....	23
图 20	泰康赢悦人生年金保险产品计划（尊享版）权益解读.....	24

表目录

表 1	至 2050 年我国需新增养老地产建面的敏感性测算.....	12
表 2	我国老龄工作专项计划针对“六个老有”提出的目标任务.....	14
表 3	老年人居家适老化改造项目和老年用品配置推荐清单.....	16
表 4	部分地方已出台指导存量资源改建养老设施的相关具体文件.....	16
表 5	我国主要养老地产类型.....	18
表 6	居家养老代表项目.....	19
表 7	泰康之家全国已开业项目及相关费用.....	22
表 8	泰康之家服务体系和内容.....	23
表 9	椿熙堂居家养老服务.....	25

1. 养老地产基本概念

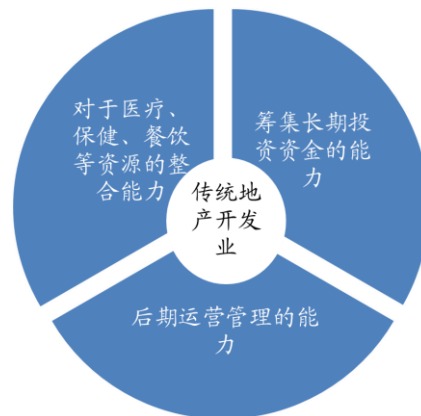
1.1 养老地产的定义和内涵

关于养老地产的具体定义，目前业界尚未形成广泛认可的观点。我们认为，养老地产是一种投资规模大、回报周期长、上下游产业链长，整合较多资源，实现房地产业、服务业、医疗保健业、金融保险业等众多行业融合的新兴业态。

具体而言，我们认为，养老地产是在人口老龄化背景下，以地产为载体、养老为核心，将住宅、商业及养老服务（涵盖医疗、娱乐、教育、餐饮、保险、金融等一系列产品与服务）融合在一起，从而为老年人提供基本养老服务，并满足其多层次、多功能服务需求的一种新兴业态。

我们认为，相对于传统的地产开发而言，养老地产开发有助于为房企发掘新客户群和赢利点。但同时对于房企而言，养老地产开发同样提出更多要求，具体而言：1) 需要具备在医疗、保健等针对老年人需求方面的资源整合能力；2) 需要具备寻找长期投资资金的能力；3) 需要有对于养老产品的持续运营和管理能力。

图1 养老地产开发相较于传统地产开发提出更多要求



资料来源：HTI

1.2 养老地产的主要特点

我们认为，作为融合了众多行业的新兴业态，养老地产主要特点如下：

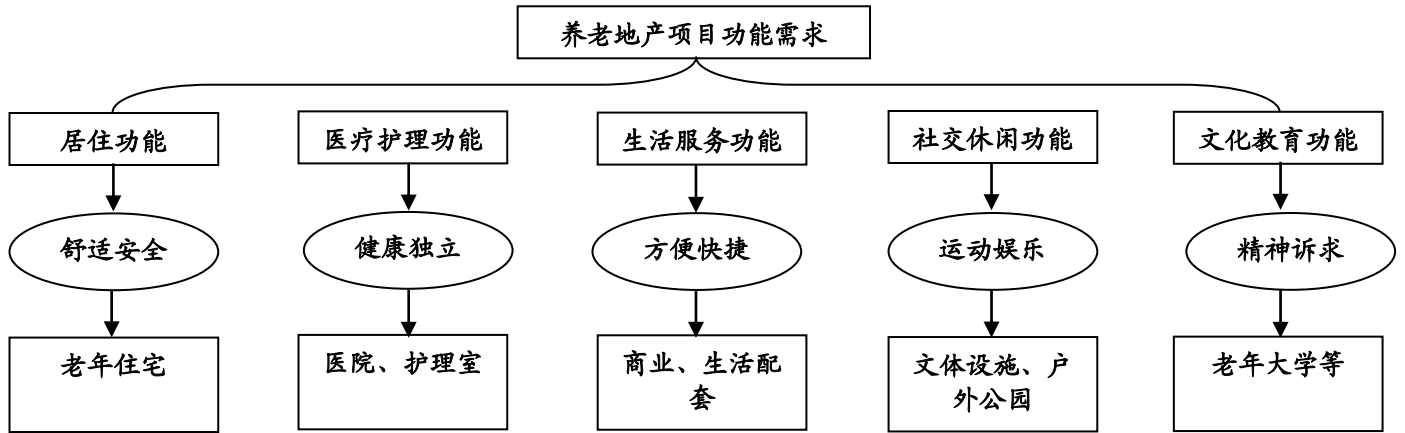
1) 目标客户集中老年人，项目选址与规划设计要求高。养老地产的目标客户群是60岁以上的老年人，从健康程度上又主要划分为完全自理型、介助型和介护型。这导致养老地产在选址和规划上要求颇高。首先，选址要求交通便利，周边生活配套设施齐全；其次，选址要求自然环境良好，空气清新等；第三，规划设计上要充分考虑老年人的需求，如设置无障碍通道，配备医疗服务站、康体文化和养生中心等。

2) 上下游产业链长，参与主体较多。首先，开发商是养老地产的开发者也是养老服务资源的整合者，居于养老地产链的核心位置；其次，养老地产的健康发展离不开国家养老政策的大力支持与有效监管；第三，无论前期金融机构的资金支持，还是后期医疗卫生和物业管理机构的积极参与，都是养老地产得以良性发展的重要因素。

3) 投资大、回收期长、专业性强。由于产业链长，投资规模大，总投资成本高，回收期长，加之医养服务专业性强，这使得养老地产的投资风险远高于一般住宅地产。同时，老年人消费较为理性、风险防范意识强，都会导致实际的消费潜力释放难度较大。

4) 依靠专业化的养老服务来实现增值，结合商业金融实现持久发展。高品质的养老服务是养老地产的核心价值创造点，这要求养老地产设计要将硬件设施建设与医护、健康、文娱、人文关爱等软服务有机结合起来，从而实现项目资产增值，并通过物业经营权与收益权的商业金融化运作，获取盈利和持久发展。

图2 养老地产需要满足的五大功能需求



资料来源：《基于价值链整合视角的养老地产商业模式构建研究_陈春林》，HTI

2. 海外养老地产主要模式

2.1 美国养老地产主要模式

目前，美国养老地产模式有三种：差异化养老社区（太阳城模式）、持续护理退休社区模式（以下简称 CCRC）、金融机构参与的 REITs（房地产信托投资基金）模式。其中，太阳城模式一般以养老地产出售为主，部分出租；CCRC 模式则主要采取出租方式，同时向老人提供日常协助或医疗护理；REITs 模式是由金融机构参与投资，通过出租或委托经营回收成本的一种金融养老模式。

1) 太阳城模式：销售养老地产，对象是健康老人

美国太阳城模式起于上世纪 60 年代在亚利桑那州凤凰城的第一个太阳城项目，从而开启了美国养老社区的建设历程。

太阳城养老地产主要针对 55~70 岁的健康老人提供住宅、康乐会所和户外运动设施。这种模式是通过销售养老住宅，使得开发商得以收回前期投资并获利。太阳城一般选址在郊区，占地面积大、容积率低，采用精装修标准，使得健康老人拎包即可入住，同时项目周边一般配有社区商业中心。考虑到老年人收入水平，太阳城养老地产项目的房价往往相对周边较为便宜，这些都对老年购房群体构成了很大的吸引力。

为了节省成本，同时考虑到项目面向的是康健老人，因此社区内不提供医疗、护理等配套服务，而主要是依赖社区所在区域提供的医疗服务配套。尽管如此，社区还是为健康老人提供了多样化的生活运动设施，如高尔夫球场、娱乐中心及教育培训等。此外，在医疗护理方面，太阳城也允许市场上的第三方提供老人需要的家政、保健等服务。

一般而言太阳城项目规模都比较大，平均规模在 23000 户左右，入住率达 90.95%。此外，太阳城住宅的类型也十分丰富，除了主流的独栋和双拼，还有多层公寓、独立居住中心、生活救助中心、生活照料社区、复合公寓住宅等可供老人选择。

2) CCRC 模式：运营商主导，大多数为非盈利性组织

美国另一种已有 100 多年历史的主流养老地产模式是持续护理退休社区（CCRC）。它属于一种运营商主导下的精细化管理服务模式，目前已经发展成为复合型养老社区。

CCRC 模式可以让老人不需要搬家就在复合型社区中实现健康管理、护理和医疗等不同年龄阶段的基本养老需求。目前，美国共有近 2000 处 CCRC，其中约 82% 为非盈利性组织所有，相当一部分是从传统养老院转型而来。

目前，美国的 CCRC 主要服务三类老人：首先是年龄介于 55~65 岁之间的在社区中有独立住所的自理型老人。CCRC 可以为这部分老人提供餐饮、清洁、医疗保健及紧急救护等便捷的社区服务，同时社区还组织各类活动来丰富老年人的精神生活。其次是需要他人照料的介助型老人。除了提供饮食、穿衣、洗浴等日常生活护理服务外，CCRC 也会在老人身体可接受范围内提供各类活动。第三是生活完全无法自理的介护型老人。CCRC 提供特殊的介护单元和 24 小时专业的护士监护服务。

一般而言，为节约成本 CCRC 选址通常是郊区，以多层为主，布局紧凑，密度比太阳城模式更高。同时，CCRC 对管理和护理人员的专业水平要求较高，且员工人数也较多，服务人员与入住老人的比例可以达到 1:1。

最重要的是，CCRC 模式只提供地产租赁权和服务享受权，获利方式是收取房屋租赁费和服务费，后者包括一次性的入门费、定期的房屋租赁费及特殊服务费等。其中，入门费从 20 万美元到 100 万美元不等，年费或月费则视情况而定：例如健康老人每月需支付 3000 美元，半护理老人每月支付 4000 美元，全护理老人每月支付 5000~6000 美元。而特殊服务费由个体所需的特定额外护理服务来定。

3) REITs 模式：金融机构进行前期投资，主流盈利模式为净出租

美国 REITs 是养老地产的主流投资商。这种模式可以促进金融机构参与养老地产，为养老地产的开发和运营提供资金来源，从而使得开发商获得更好的退出渠道。

美国大型养老或医疗地产类 REITs 公司旗下拥有的物业数量可达 600 多处。其中，80%~90% 的物业是直接持有，其余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共同持有。这类养老或医疗地产类 REITs 的总资产可达百亿美元以上。

美国养老或医疗地产类 REITs 的投资方式有净出租模式、委托经营模式两种：在净出租模式下，美国 REITs 公司在每年收取固定租金费用的基础上将养老物业出租给运营商，而由运营商承担直接运营费用、社区维护费用、税费、保险费等一切费用。这种模式下的 REITs 毛利润率很高，租金收益高达 50% 以上，而且几乎不承担任何经营风险；而运营商则需要将全部经营收入去剔除租金费用、运营成本后获得剩余收益，所以它将承担绝大部分的经营风险。在委托经营模式下，美国 REITs 公司将旗下养老物业托管给运营商，由运营商每年收取经营收入的 5%~6% 作为管理费。这种模式下所有的经营收入、经营成本和经营剩余收益都由 REITs 公司核算，由此 REITs 公司承担经营风险。

由于净出租模式下的 REITs 风险低且收益稳定，因此，美国 REITs 公司的大多数养老物业采用净出租方式来运营，少数物业采用委托经营模式。长期以来，正是依靠着赚取租金收入以及部分经营所得，美国 REITs 公司获得了持续的稳定收益，成为了美国养老地产市场上富有竞争力的长期投资者。

2.2 日本养老地产主要模式

1) 日本养老地产分为两类：住宅、机构设施

从运营模式上看，日本养老地产主要分为“住宅”和“机构设施”两大类。前者主要是个人或单位向老人出租空闲房屋并提供养老服务的一种经营模式。后者是由开发商建造各种适合老人居住的房屋和设施，同时提供老人所需的饮食、医疗、护理、娱乐等各种服务的一种模式。

日本“住宅”类养老地产入住的对象主要为 60 岁以上能生活自理的健康老人。具体而言，“住宅”类养老地产又可分为高龄者住宅、年长者住宅、银发住宅、自有产权住宅等几类。以“高龄者住宅”这种较为流行和具有代表性的模式为例，老人与房东会分别签订租赁和服务协议，然后房东按照协议的约定提供护理、餐饮、家政等各种服务以获得相应的收入。

日本“机构设施”类养老地产又可进一步划分为：护理型医疗设施、老人疗养设施、特别护理住家、收费老人住家、集体住家、生活援助住屋等模式。不同于“住宅”类养老地产，“机构设施”类养老地产中的“收费老人住家”必须配置护理服务，这些服务涵盖了老人所需的饮食、医疗、护理、娱乐等各种服务。

2) 日本养老地产的经营模式分析

➤ “住宅”类养老地产中的“高龄者住宅”模式

首先，在收费模式上，日本“高龄者住宅”模式主要收费项目包括租金、管理费、护理费用等。考虑到一般房东不太愿意将房子出租给老人，为此日本政府出台了《高龄者专用租赁住宅登记标准》，规定由各级政府负责搭建面向老人和房东的房屋租赁信息平台，鼓励房东按照平台上的标准要求改造房屋并登记备案，从而促进了双方的交易。

其次，在盈利模式上，日本“高龄者住宅”模式中房东可以提前收取几个月租金作为入住保证金。除了房租以外，房东也可以提供餐饮、清洁等其他服务以获得额外收入。

第三，在成本计算上，日本“高龄者住宅”模式中的费用主要包括房屋的改建费用、物业管理费用、水电煤等费用。同时，房东可以自由决定是否提供各种老人服务，方式上既可以自己提供，也可以委托第三方专业机构提供。

➤ “机构设施”类养老地产中的“收费老人住家”模式

首先，在收费模式上，日本“收费老人住家”模式主要的收费项目包括入住金、管理费、餐饮费、清洁费、护理费等。其中，入住金是用以购买“收费老人住家”内的房屋以及共用部分、公共设施及各种设备的使用权。其中，入住金数额是根据将要入住的老人的年龄大小、健康状况、当地平均寿命及服务类型等来确定的。如果老人中途解除租赁合同或不幸去世，则扣除入住期限后剩余的入住金会退还给老人或其合法继承人。如果该老人实际寿命长于入住时预测的期限，则老人有权继续免费使用房屋。

其次，在盈利模式上，近年来，面积在 20 平方米左右并且配置单独的小厨房和盥洗室的日本“收费老人住家”单元日益流行。这可以使得开发商收取较多的“入住金”，从而部分或大部分的收回其建设成本以缓解开发商的资金压力。其后运营过程中开发商通过收取管理费及其他各种服务费来维持日常经营所需和回收其他投资成本。

第三，在成本计算上，“收费老人住家”模式的主要投入为购买土地、设施建设、服务人员工资、设备采购、水电煤等费用。其中，服务人员的工资占运营成本一半左右，这使得该模式下聘用工资较低的非全日制护工或派遣工非常普遍。

2.3 德国养老地产主要模式

从老年人衰老过程中的居住环境变迁来看，目前德国的养老地产模式分为三类：居家养老、照料型住宅和养老院。总体上，上述三种模式呈现护理资源配置由少增多，护理专业程度由弱变强的一般性规律。

1) 居家养老模式下的养老地产特征分析

目前，德国的居家养老模式下的养老地产具有以下三个特点：

一是住房进行适老化的空间改造。德国政府推行由德国复兴信贷银行支持的住房适老化改造项目，符合要求的住宅可以获得相应的信贷资金的支持。

二是居家养老服务的不断完善。由于德国部分社区仅提供邻里援助，且只涉及生活服务层面，因此越来越多的德国老年居民向专业供应商订购班车、保洁等非护理性服务；同时，老年居民还与专业的服务提供商签订护理合同以获得门诊（移动）护理服务。

三是环境辅助生活技术的配套支持。近年来环境辅助生活技术在居家养老中获得了较快的发展。这类技术便利了老年人的居家养老，同时也支持专业人员的日常护理工作。德国的环境辅助生活技术在辅助设备、康复管理设备和数字信息平台等方面均有不少发展，其中如防跌倒技术设备等安全技术获得的应用最广。

2) 照料型住宅模式下的养老地产特征分析

德国的照料型住宅又称作“辅助生活服务型住宅”。这种养老模式比较适合居住在家中，生活部分自理，但需接受移动护理服务或由家人护理的老年人。

因此，德国的照料型住宅一般配有护理和生活服务设施，处于援护期的老人可以选择入住此类住宅以延续自己健康活跃的自主生活状态。目前，德国照料型住宅还缺乏法律上的规定和标准，这导致此类住宅在组团规模、居住单元面积、服务配套种类等方面差距较大。此外，德国照料型住宅的居住成本较高，入住者至少需要签订两份合同（房屋租赁合同和服务合同），费用通过老人自身的养老金和相关护理保险来共同承担。

德国照料型住宅在欧美国家中十分普遍，如美国的辅助生活（assisted living）。我国很多养老地产项目也参考了欧美这种辅助生活的养老理念。

3) 养老院模式下的养老地产特征分析

德国的养老院也称作“住院照料设施”、“老年人照料中心”，它可以为援护期的老人提供专业的医疗护理和照料，租金费用由老年人自身的各类护理保险来承担。德国的养老院设施建设和运营由慈善机构、民间组织和政府共同承担。根据所提供的服务范围不同，德国的养老院又可细分为养老院、养老公寓、护理院。此外，德国养老院以出租型物业为主，几乎没有大规模销售型养老地产项目。

目前，德国很多机构的养老资源对社区开放，可以提供日夜照料或短期护理的不同选择。同时，德国的相关护理保险支持在短期护理设施中居住的时间最长为八周。由此可见，德国的机构养老正逐渐弱化了固有特征，向社区居家模式融合，门诊辅助生活形式越来越像住院设施，正日益成为护理和支持人员的重要服务场所。

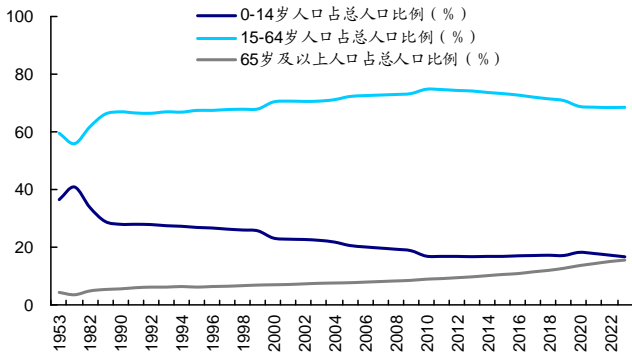
正因为如此，德国的养老院备受房地产投资者的追捧。一方面，投资者看好德国社会人口长期老龄化的发展趋势，另一方面德国养老院等机构养老所拥有的长期租约和专业化的运营能力也得到投资者的认可。

3. 我国养老地产现状和未来发展空间

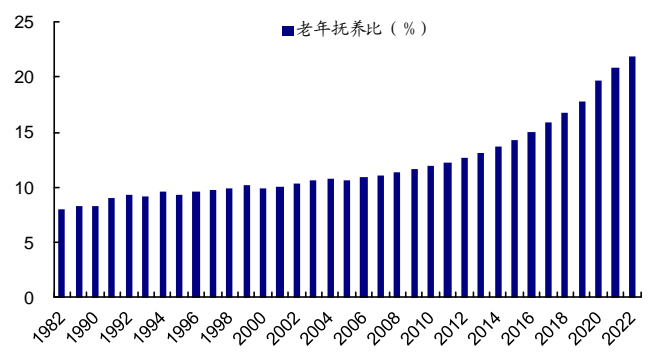
3.1 我国迈向重度老年社会

建国后，我国人口结构出现日益严重分化。其中，0-14岁人口占比从1964年的40.7%持续下滑至2023年的16.36%；15-64岁人口占比从1964年的55.7%先上升至2010年的74.5%后，再逐渐回落至2023年的68.26%；65岁以上人口占比则从1964年的3.6%持续上升至2023年的15.4%。这反映出我国社会已经进入中度老年化社会，正在向重度老年化社会迈进。

随着我国老年人口比重的上升，将不断加重我国老年抚养比和社会的抚养负担。目前，我国的老年抚养比（=65岁以上老年人口/15-64岁人口）已经由1982年的7.98%持续上升至2022年的21.83%，且近年来有不断加速趋势。

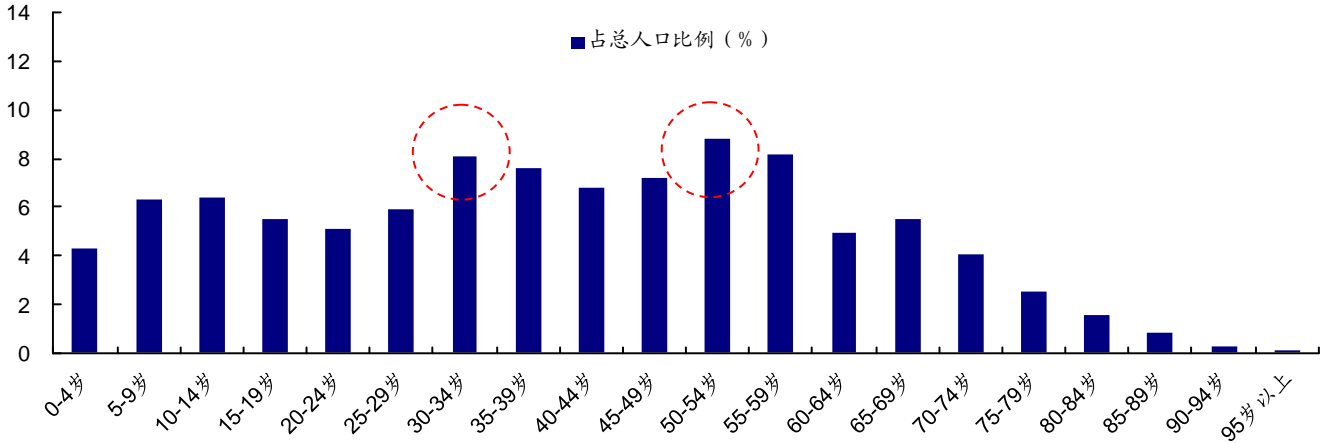
图3 全国 65 岁以上老年人口占比不断上升


资料来源: Wind、HTI

图4 近年来我国老年抚养比快速攀升


资料来源: Wind、HTI

我国社会的老年化程度正不断加剧。2023 年,我国总人口数达 14.10 亿人。其中 65 岁以上老年人口占总人口的比例是 15.4%。此外,从年龄分布看,如果以每五年作为一个人口年龄层划分,2022 年我国的 30-34 岁和 50-54 岁的两个年龄层的人口数最多,从而形成两个人口高峰段。这两个高峰人群将会分别在 10 年、30 年后相继进入 60-65 岁以上的老年阶段,从而在 30 年后叠加形成中国的老年抚养压力高峰。

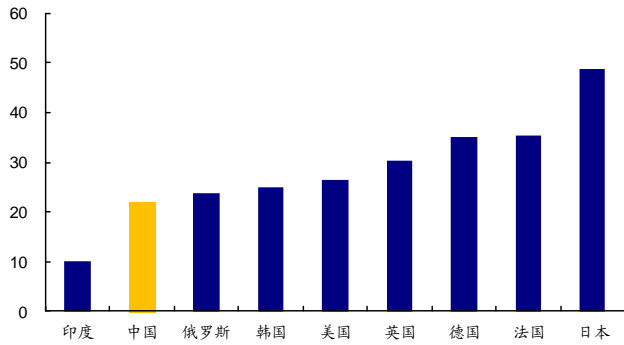
图5 2022 年我国不同年龄段人口分布显示十年和三十年后形成老年抚养高峰


资料来源: Wind、HTI

从横向看,我国老年抚养比在 2022 年达到 21.83%,远高于同期人口大国印度的老年抚养比 10.17%,接近同期金砖国家俄罗斯和韩国的老年抚养比 23.76%和 24.91%,但低于同期发达国家美国、英国、德国、法国、日本的老年抚养比 26.39%、30.25%、35.23%、35.42%和 48.90%。

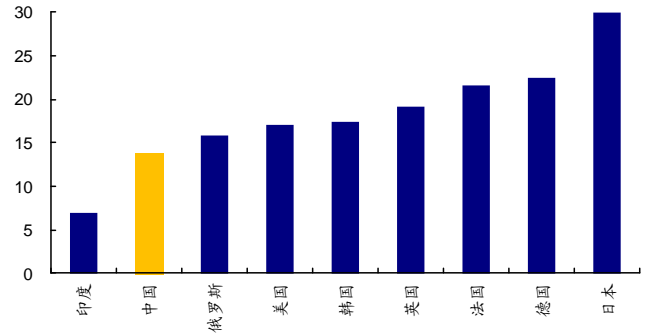
类似地,2022 年,我国 65 岁以上老年人口比重为 13.72%,要高于同期人口大国印度,但低于同期发达国家美国、英国、德国、法国、日本。

图6 2022年各国老年抚养比(%)



资料来源: Wind 资讯、HTI

图7 2022年65岁及以上人口占总人口比重(%)



资料来源: Wind 资讯、HTI

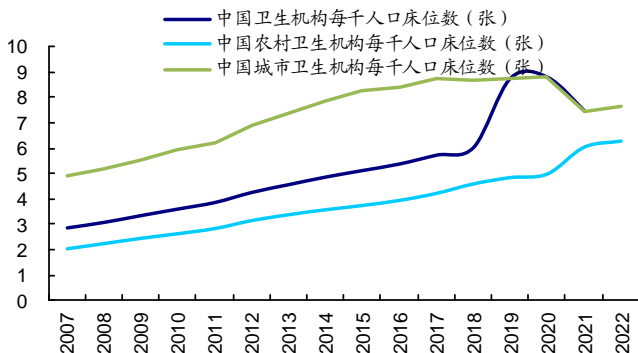
3.2 我国养老医疗设施严重不足

由上可知,我国老年抚养的压力越来越大。而另一方面,近年来我国卫生机构每千人床位数增长也出现停滞状态。截止2022年,我国城市和农村卫生机构每千人床位数分别为7.66张和6.25张。

可喜的是,近年来我国卫生技术人员和护士人数出现了持续地增长。截止2022年,我国卫生技术人员和护士每千人人数分别为8.27人和3.71人。

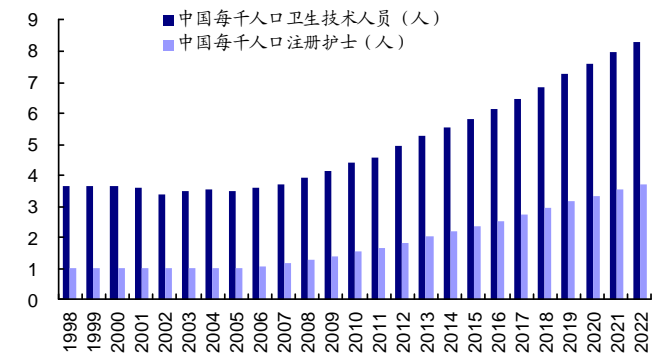
我们认为,卫生技术人员和护士每千人人数上升有利于养老产业的发展。相对而言,我国卫生机构每千人床位数对应的养老地产供给上尚存在不足。因此,未来数年我国急需加强能够整合老年护理、老年疾病医治等在内的老年地产产业。

图8 近年来我国卫生机构每千人床位数停滞不前



资料来源: Wind 资讯、HTI

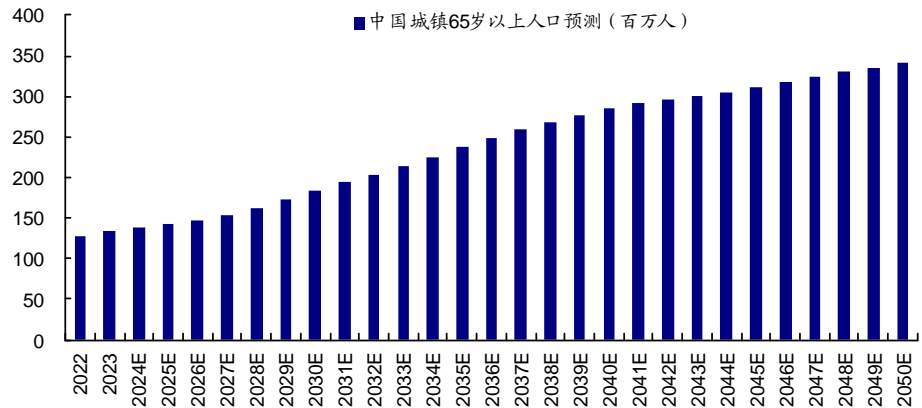
图9 近年来我国卫生技术人员和护士每千人人数持续上升



资料来源: Wind 资讯、HTI

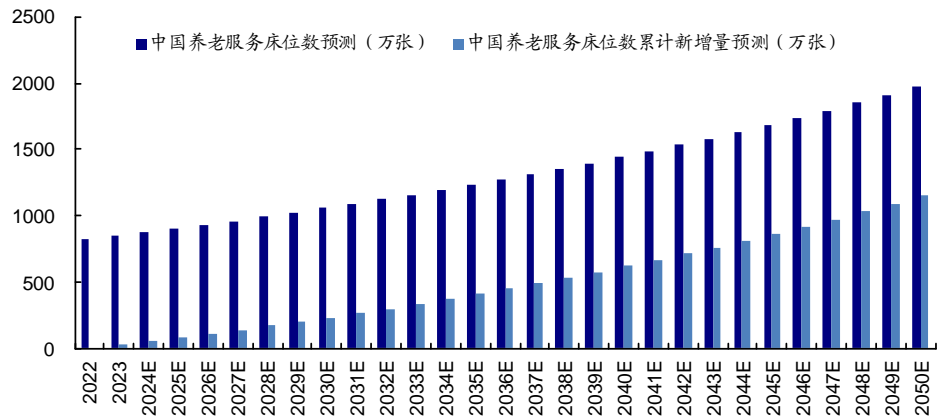
3.3 未来我国养老地产规模的测算

根据联合国官方网站预测,至2030年、2040年、2050年,我国65岁以上老年人口数将分别达到2.58亿人、3.60亿人、3.95亿人。假设未来我国城镇化率的年增加值为近三年城镇化率的年平均增加值0.76个百分点,则至2030年、2040年、2050年,预计我国城镇65岁以上老年人口数将分别达到1.84亿人、2.85亿人、3.42亿人。

图10 未来我国城镇 65 岁以上老年人口数量的测算


资料来源：联合国官网、HTI 测算

2022 年底，我国养老服务床位数为 822.3 万张。过去四年的养老服务床位数年平均增速为 3.17%，假设未来维持这个增速不变，则 2030 年、2040 年、2050 年末，我国需要新增养老服务床位数分别为 233.3 万张、620.2 万张、1148.8 万张。

图11 未来我国需新增养老服务床位数的中性测算


资料来源：Wind 资讯、HTI 测算

综上，假设未来我国养老服务床位数年均增速为 2%-4%，每张床位对应住宅地产建面积为 25-35 平米（相当于两室户住宅建面 50-70 平米）。由此推算，截至 2050 年我国新增养老地产潜在需求为 1.52 亿平 - 5.75 亿平（中性假设下是 3.18 亿平）。因此，未来我国老年人口群体庞大，巨大的老年抚养人群为养老地产带来重大发展机遇。

表 1 至 2050 年我国需新增养老地产建面的敏感性测算

新增养老地产需求 (万平)	养老服务床位数年均增速 (%)				
	1	2	3	4	5
10	2642	6093	10591	16435	24012
15	3963	9140	15886	24653	36018
20	5284	12187	21181	32871	48024
25	6605	15234	26477	41088	60031
30	7926	18280	31772	49306	72037
35	9247	21327	37067	57524	84043
40	10568	24374	42363	65741	96049
45	11889	27420	47658	73959	108055
50	13210	30467	52953	82177	120061

资料来源：Wind 资讯、HTI 测算

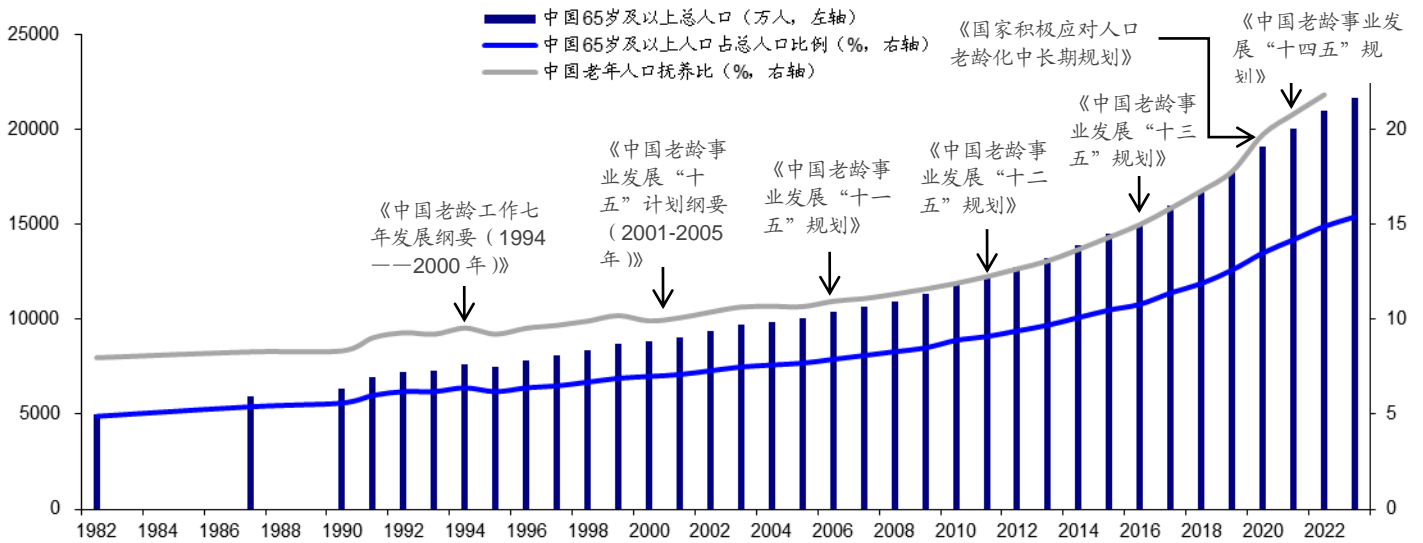
4. 我国养老政策情况分析

4.1 养老政策框架梳理

1994年，国家计委、民政部、劳动部等十部位联合发布第一次老龄工作的专项计划，《中国老龄工作七年发展纲要（1994—2000年）》。

自我国在2001年发布《中国老龄事业发展“十五”计划纲要（2001-2005年）》以来，分别在2006年、2011年、2016年、2021年发布多个五年规划。2019年，中共中央、国务院发布《国家积极应对人口老龄化中长期规划》，制定“近期至2022年，中期至2035年，远期展望至2050年”应对人口老龄化的战略性文件，形成中长期指引。

图12 中国老龄工作专项计划发展历程



资料来源：wind、中国改革信息库、中国政府网、央视网，HTI

从规划文件来看，我国老龄工作目标逐渐从“五个老有”发展为“六个老有”。“六个老有”，即“老有所养、老有所医、老有所为、老有所学、老有所教、老有所乐”。

“老有所养”作为老龄工作目标的前提和基础，十四五期间主要目标为“覆盖城乡、惠及全民、均衡合理、优质高效的养老服务供给进一步扩大，家庭养老照护能力有效增强，兜底养老服务更加健全，普惠养老服务资源持续扩大，多层次多样化养老服务优质规范发展”。

“老有所医”是重点和保障，十四五期间主要目标为“老年健康服务资源供给不断增加，配置更加合理，人才队伍不断扩大。家庭病床、上门巡诊等居家医疗服务积极开展”。

“老有所为”即发挥老年人的社会作用使其参与社会事业。“老有所学”即根据老年人的特点开展多种形式的教育活动，使老年人更新知识、充实精神生活、继续发挥作用。“老有所教”即让老年人受到适合年龄时代特点的教育。“老有所乐”即根据老年人的生理、心理特点，积极开展老年文娱体育活动，丰富老年人的物质文化生活。

国家老龄工作专项计划针对“六个老有”提出具体任务目标并逐次拔高相关要求，不断丰富提高老年人生活质量的举措手段。我们认为，“六个老有”从物质层面、保障层面、精神层面等概括老年人生活需求，在“六个老有”目标指导下实际老龄工作落地将更具针对性、全面性。

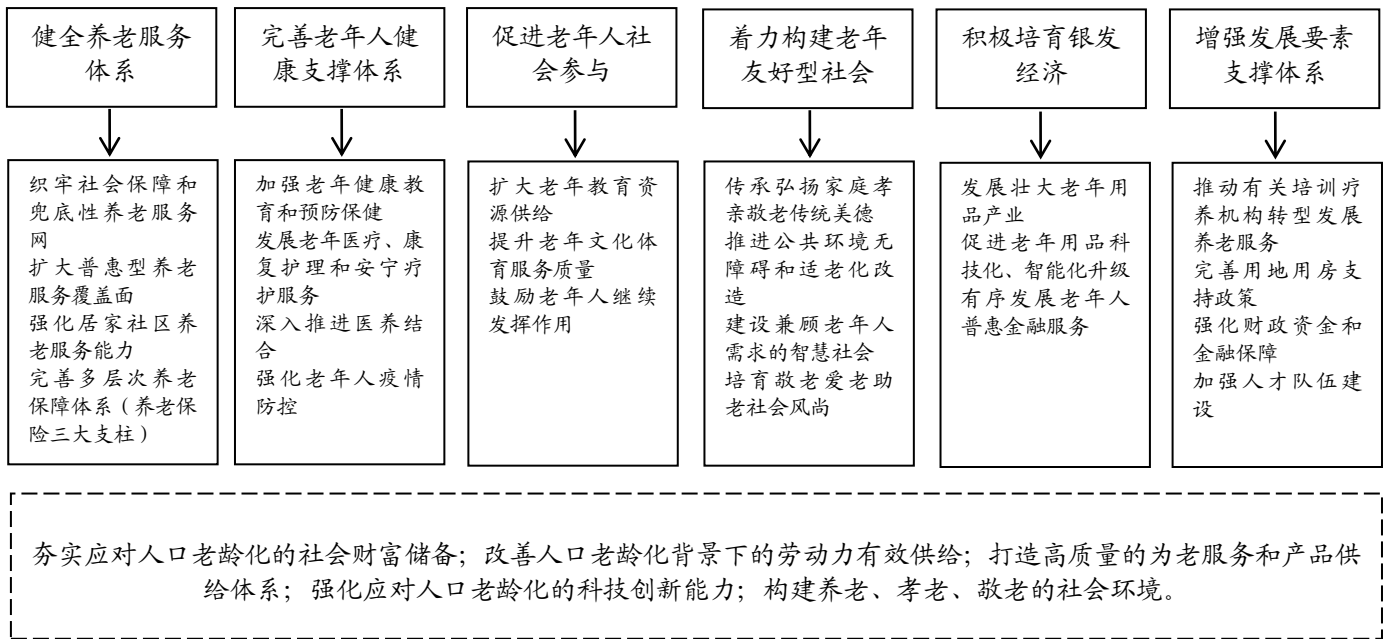
表 2 我国老龄工作专项计划针对“六个老有”提出的目标任务

	老有所养	老有所医	老有所为	老有所学	老有所教	老有所乐
《中国老龄工作七年发展纲要（1994—2000年）》	在城镇，逐步建立起适应社会主义市场经济要求的，待遇结构多层次、资金来源多渠道、管理方式社会化的统一的养老保险制度。在农村，以家庭养老为基础，与社区扶持相结合，发扬子女赡养老人的优良传统，保证老年农民的生活水平不低于家庭成员的生活水平。增加老年福利设施。	大力发展老年医疗保健康复事业，完善老年医疗服务网络，改革、完善城镇医疗保险制度，发展农村合作医疗。	到 2000 年，城镇的低龄、健康老年人参与老有所为的人数由目前的 35% 提高到 50% 以上。	到 2000 年，各省、自治区、直辖市有条件的地（市）、县（市）和大型企事业单位应有老年大学或老年学校，乡（镇）、街道有老年学校。	-	2000 年前，有条件的县级以上城市要建立老年活动中心，城市社区和乡镇建有老年活动站，居委会和农村行政村建有老年活动室。
《中国老龄事业发展“十五”计划纲要（2001-2005 年）》	在城镇，要加快建立统一、规范、完善的养老保险体系。在农村，要逐步建立和完善土地保障、家庭赡养和社会扶持相结合的农民养老保障体系。 城市养老机构床位达到每千名老人 10 张，农村乡镇敬老院覆盖率达到 90%。	努力满足老年人的基本医疗需求。初步建立以社区卫生服务为基础的老年医疗保健服务体系。	根据社会需要和自愿量力的原则，创造条件，积极发挥老年人在两个文明建设中的作用。	大力发展老年教育，在校老年学员人数在现有基础上增加 1 倍。	加强普法教育工作。城市普法教育普及率不低于 80%，农村不低于 60%。健康教育普及率城市达 80%，农村达到 50%。	大中城市要逐步建设设施完备、功能齐全、综合性的老年活动中心，县（市、区）要建立老年文化活动中心，乡（镇）、街道要设立老年活动站，有条件的村委会、居委会要开设老年活动室。老年人体育健身参与率达到 40—50%。
《中国老龄事业发展“十一五”规划》	在城市继续完善、在农村探索建立养老保险制度。加强对贫困老年人的生活救助。立足发展补缺型的老年社会福利事业。 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，使生活不能自理的农村五保供养对象的生活得到有效照料；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。 加强公共服务建设、养老服务设施建设、住房和生活环境建设。	扩大老年人医疗保险覆盖范围，健全多层次的医疗保障体系。在农村，加强以乡镇卫生院为重点的农村卫生基础设施建设，健全农村卫生服务体系。建立和完善城乡医疗救助制度。	积极开发老年人才市场，建立国家老年人才信息数据库和老年人才信息中心。	到 2010 年，老年大学和老年学校在现有基础上增加 1 万所。	加强《中华人民共和国老年人权益保障法》的宣传教育。	老年文化和体育要纳入全民健身和体育健身的发展规划。
《中国老龄事业发展“十二五”规划》	加快推进养老保险制度建设。实现新型农村社会养老保险和城镇居民养老保险制度全覆盖。加大老年社会救助力度。完善老年社会福利制度。加强老年家庭建设。发展老龄服务，“十二五”期间， 新增各类养老床位 342 万张。 打造老年人生活环境。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。	完善基本医疗保险制度。进一步完善职工基本医疗保险、城镇居民基本医疗保险、新型农村合作医疗制度。推进老年医疗卫生服务网点和队伍建设。开展老年疾病预防工作。发展老年保健事业。	老年志愿者数量达到老年人人口的 10% 以上。	加大对老年大学（学校）建设的财政投入，积极支持社会力量参与发展老年教育，扩大各级各类老年大学办学规模。	做好修订《中华人民共和国老年人权益保障法》的相关工作，开展执法检查 and 普法教育。	加强老年文化工作。经常参加体育健身的老年人达到 50% 以上。
《中国老龄事业发展“十三五”规划》	城镇职工和城乡居民基本养老保险参保率达到 90%， 社会保险、社会福利、社会救助等社会保障制度和公益慈善事业有效衔接。政府运营的养老床位占当地养老床位总数的比例不超过 50%，护理型床位占当地养老床位总数的比例不低 30%。	基本医疗保险参保率稳定在 95% 以上。 老年人健康素养提升至 10%， 二级以上综合医院设老年病科比例 35% 以上， 65 岁以上老年人健康管理率达到 70%。	老年志愿者注册人数占老年人口比例达到 12%。	建有老年学校的乡镇（街道）比例达到 50%。全国县级以上城市至少应有一所老年大学。	经常性参与教育活动的老年人口比例 20% 以上。	完善覆盖城乡的公共文化设施网络，在基层公共文化设施内开辟适宜老年人的文化娱乐活动场所，增加适合老年人的特色文化服务项目。
《中国老龄事业发展“十四五”规划》	家庭养老照护能力有效增强，兜底养老服务更加健全，普惠养老服务资源持续扩大，多层次多样化养老服务优质规范发展。 养老服务床位总量达到 900 万张以上。 特殊困难老年人月探访率达到 100%。新建城区、新建居住区配套建设养老服务设施达标率达到 100%。本科高校、职业院校养老服务相关专业招生规模明显增长。每千名老年人配备社会工作者人数保持 1 人以上。	设立老年医学科的二级及以上综合性医院占比达到 60% 以上。	鼓励各地建立老年人才信息库，为有劳动意愿的老年人提供职业介绍、职业技能培训和创新创业指导服务。	老年大学覆盖面每个县（市、区、旗）至少 1 所。	健全老年人权益保障机制，加强老龄法治建设，加大普法宣传教育力度。	扩大老年文化服务供给。支持老年人参与体育健身。促进养老和旅游融合发展。

资料来源：中国政府网、中国改革信息库，HTI

现阶段,《中共中央国务院关于加强新时代老龄工作的意见》、《国家积极应对人口老龄化中长期规划》、《“十四五”国家老龄事业发展和养老服务体系规划》,共同构成了我国实施积极应对人口老龄化国家战略、实现老龄事业和产业高质量发展的顶层设计。

图13 “十四五”时期,积极应对人口老龄化国家战略的制度框架基本建立



资料来源:中国政府网, HTI

4.2 养老地产相关政策

2021年,发展改革委、民政部、卫生健康委联合发布《“十四五”积极应对人口老龄化工程和托育建设实施方案》,其中养老服务体系建设的任务有:1)建设连锁化、标准化的社区居家养老服务网络,提供失能照护以及助餐助浴助洁助医助行等服务。2)新建或改扩建公办养老服务机构,提升公办养老服务机构护理能力和消防安全能力,强化对失能失智特困老年人的兜底保障。3)扩大普惠性养老服务供给,支持培训疗养机构改革转型发展养老,支持医疗机构开展医养结合服务。结合国家老龄工作相关战略制定,我们认为与养老地产相关的政策有以下几个方面。

1) 公共环境无障碍和居家适老化改造

2020年,民政部等9部门联合出台《关于加快实施老年人居家适老化改造工程的指导意见》,围绕施工改造、设施配备、老年用品配置等方面,制定老年人居家适老化改造项目 and 老年用品配置推荐清单。2021年《关于加强新时代老龄工作的意见》提出各地要落实无障碍环境建设法规、标准和规范,将无障碍环境建设和适老化改造纳入城市更新、城镇老旧小区改造、农村危房改造、农村人居环境整治提升统筹推进,让老年人参与社会活动更加安全方便。2022年,民政部等4部门联合发布《关于推进“十四五”特殊困难老年人家庭适老化改造工作的通知》,提出“十四五”时期支持200万户特殊困难高龄、失能、残疾老年人家庭实施适老化改造。

《关于加快实施老年人居家适老化改造工程的指导意见》中推荐清单所列项目分为基础类和可选类,基础类项目是政府对特殊困难老年人家庭予以补助支持的改造项目和老年用品,是改造和配置的基本内容;可选类项目是根据老年人家庭意愿,供自主付费购买的适老化改造项目和老年用品。我们认为,同质化养老产品的客户将不断减少,更多人群将根据自身经济、身体情况选择差异化基础性养老服务,以上养老需求的差异化事实使得未来养老地产市场不断扩大。

表 3 老年人居家适老化改造项目和老年用品配置推荐清单

类别	项目
地面改造	防滑处理、高差处理、平整硬化、安装扶手
门改造	门槛移除、平开门改为推拉门、房门拓宽、下压式门把手改造、安装闪光震动门铃
卧室改造	配置护理床、 安装床边护栏（抓杆） 、配置防压疮垫
如厕洗浴设备改造	安装扶手 、蹲便器改座便器、水龙头改造、浴缸/淋浴房改造、 配置淋浴椅
厨房设备改造	台面改造、加设中部柜
物理环境改造	安装自助感应灯具、电源插座及开关改造、安装防撞护角/防撞条/提示标识、适老家具配置
老年用品配置	手杖 、轮椅/助行器、放大装置、助听器、自助进食器具、 防走失装置 、安全监控装置

资料来源：中国政府网，HTI

注：项目列中字体加粗部分为基础类项目，字体正常部分为可选类项目

2) 存量资源改建养老设施

2019 年，自然资源部发布《自然资源部关于加强规划和用地保障支持养老服务发展的指导意见》，提出已建成城区养老服务设施不足的，应结合城市功能优化和有机更新等统筹规划，支持盘活利用存量资源改造为养老服务设施，保证老年人就近养老需求。

截至目前，部分地方已出台指导存量资源改建养老设施的相关具体文件。2024 年 4 月，《浙江省推进存量资源改建养老服务设施操作办法（试行）》中明确提及可将存量商品房改建养老服务设施。我们认为随着我国老龄化程度逐渐加深，将存量资源改建养老设施更符合国情发展和资源有效配置，对应房地产企业将更为积极去低效库存，适应业务转型变化。

表 4 部分地方已出台指导存量资源改建养老设施的相关具体文件

时间	地区	相关文件	改建适用范围
2019.4	上海	《促进和规范利用存量资源加大养老服务设施供给的工作指引》	（一）存量的商业、办公用房或工业、仓储用房； （二）转型中的党政机关和国有企事业单位举办的培训中心等； （三）其他适合用于作为养老服务设施的存量资源。
2023.11	南京	《南京市促进和规范利用存量资源改造建设养老托育服务设施工作指南（试行）》	（一）社区服务用房、规模生活用房、物业管理用房等加快理顺关系，保障非营利性、普惠性养老托育服务； （二）闲置企业厂房、仓库、商业设施、农村集体房屋等社会存量资源加快出租转让， 城镇不符合发展导向、闲置低效、失修失养的园区、校区、楼宇及用地改造开发 ，实现养老托育新功能； （三）有序盘活长期闲置但具有开发养老托育利用价值的项目资产，包括国有企业、行政事业单位各类闲置土地房产，转型中的党政机关和国有企事业单位举办的培训中心等； （四）支持采取公办、民办、民办公助等方式建设的养老托育服务设施，符合条件的幼儿园利用存量资源改造建设托育服务设施招收 2—3 岁婴幼儿； （五）其他适合用于作为养老托育服务设施的存量资源。
2024.4	浙江	《浙江省推进存量资源改建养老服务设施操作办法（试行）》	（一）存量的商业或办公用房、工业或仓储用房、学校、基层卫生院、商品房等； （二）党政机关、国有企业事业单位闲置用房；党政机关、国有企业事业单位举办的培训中心、疗养院及其他具有教育培训或疗养休养功能的各类机构； （三）其他适合用于作为养老服务设施的存量资源。

资料来源：各地政府官网，HTI

3) 社区居家养老服务

近年来，我国将居家养老与社区相融合，提出社区居家养老服务这一模式。《中国老龄事业发展“十三五”规划》提出，夯实居家社区养老服务基础、大力发展居家社区养老服务、加强社区养老服务设施建设。《中国老龄事业发展“十四五”规划》提出，发展社区养老服务机构，支持物业服务企业发挥贴近住户的优势，与社区养老服务机构合作提供居家养老服务；完善社区养老服务设施配套，各地要严格按照人均用地不少于 0.1 平方米的标准分区分级规划设置社区养老服务设施；强化居家社区养老服务能力，构建城乡老年助餐服务体系，开展助浴助洁和巡访关爱服务，加快发展生活性养老服务。

我们认为社区居家养老更加贴近老年实际需求，提高资源利用效率，是未来养老服务的重要发展方向。随着社区居家养老服务逐渐生根落地，将对地产企业提出更高的建设配套要求，对物业服务企业创造更多增值服务机会。

4) 创设养老服务业务

为激发社会多主体参与养老服务，2019年发展改革委、民政部、卫生健康委联合发布《城企联动普惠养老专项行动实施方案（试行）》。专项行动聚焦普惠养老，围绕“政府支持、社会运营、合理定价”，深入开展城企合作。国家通过中央预算内投资，支持和引导城市政府系统规划建设养老服务体系。城市政府通过提供土地、规划、融资、财税、医养结合、人才等一揽子的政策支持包，企业按约定承担公益，提供普惠性养老服务包，向社会公开，接受监督。城市政府和企业双方签订合作协议，约定普惠性服务内容、与当地居民收入和退休金水平挂钩的价格等，扩大养老服务有效供给。

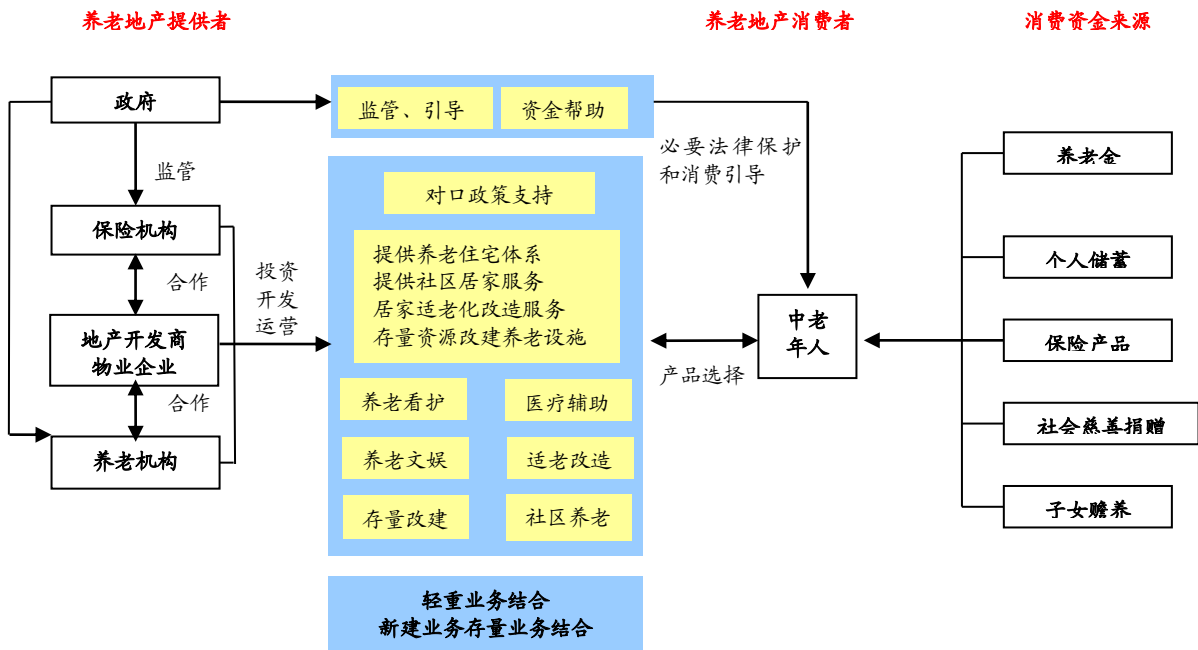
我们认为，房地产企业在政府各类支持政策下进入养老服务业务，一方面承担社会责任增加养老服务供给，一方面培育多元业务能力打造全周期服务体系，利好企业长期发展。

5. 我国养老地产的主要模式

5.1 我国养老地产产业链

从养老地产产业链看，主要涉及养老地产提供者、养老地产消费者和养老资金来源三个层面，所涉及机构包括政府、保险机构、地产开发商、养老机构和养老者五大层面。其中政府主要起到监管、引导和基础资金帮助。养老机构、保险机构和地产开发商共同提供相关养老产品。

图14 养老地产产业链



资料来源：中国老龄产业协会，HTI

5.2 我国养老地产的模式

目前我国养老地产主要分为常住养老和“候鸟式”养老两大模式。两者的主要差异在于居住时间的长短。常住养老又分为 CCRC 社区模式、住宅出售模式、物业参与模式和以房养老模式。“候鸟式”养老主要包括异地养老服务中心、度假式养老基地和买房投资。

表 5 我国主要养老地产类型

类型	代表案例	核心要素	特点
CCRC 社区模式: “社区+医院+地产”	保利安平一和熹会	医院为背景, 建立相关老年人社区。大型医疗机构入驻社区内部是该养老模式特点。以医疗机构为中心, 提供房屋出租、养生体验、场地出租等。	只提供租赁权和服务享受权, 不提供房屋产权。
住宅出售模式	万科幸福汇、东方太阳城	采用住宅出售模式平衡资金, 通过配套服务进行项目运营。与养老概念相关, 但更强调居住功能。	提供房屋产权和配套服务
常住养老 物业参与模式	存量改造: 首开寸草 养老服务: 椿龄康养 适老化改造: 上海地产集团参与打造的适老化改造服务平台	为补齐居家社区养老服务设施短板, 物业企业可参与盘活小区既有公共房屋和设施用于居家社区养老服务, 提供全托、日托、上门、餐饮、文体、健身等方面的服务, 推进居家社区适老化改造。	依托存量发展养老业务, 是目前国家倡导的养老业务模式
以房养老	北京太阳城老年公寓、南京汤山留园养老公寓	老人把房子抵押给保险公司等金融机构, 金融机构通过数据统计和精算, 综合考虑房主的年龄、预期寿命、房产若干年后的价值等因素, 定期发放给房主一定数额养老金。房主去世后, 房产出售用于归还养老贷款, 其升值部分归金融机构所有。	保险机构+中介服务单位
异地养老服务中心 “候鸟式” 养老	大连互动式 异地养老服务中心 台湾台塑长庚养生文化村	以季节为周期在不同养老公寓之间进行更换 旅游地产为主	受制于医疗保险、养老保险异地使用存在限制, 目前更多是自有资金养老
买房投资		与住宅功能类似	

资料来源: 中国老龄产业协会、中国政府网、腾讯网援引中指研究院、上海政府网、搜狐网, HTI

5.2.1 常住养老

1) CCRC 社区模式

CCRC (Continuing Care Retirement Community) 国内翻译为持续性照顾退休社区。社区通过为老年人提供自理、介护、介助一体化的居住设施和服务, 使老年人在健康状况和自理能力变化时, 依然可以在熟悉的环境中继续居住, 并获得与身体状况相对应的照料服务。

CCRC 主要服务人群分三种:

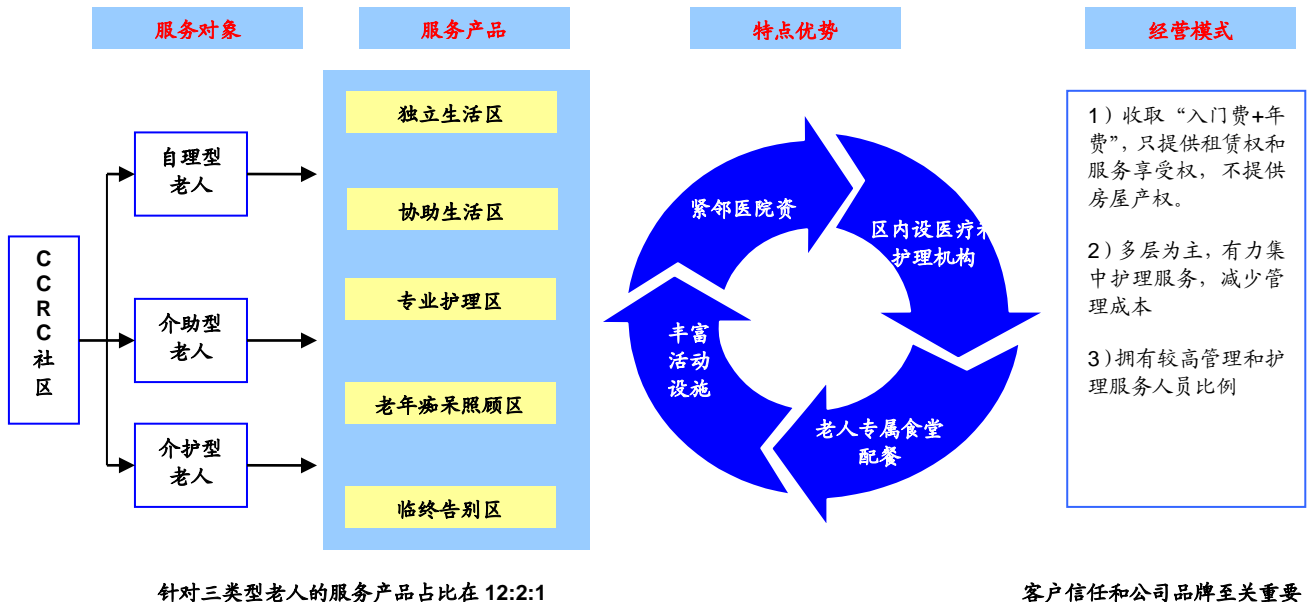
自理型老人——年龄 55-65 岁之间, 居住者在社区中有独立的住所并且生活能够自理。社区为这一部分老年人提供便捷的社区服务, 如餐饮、清洁和洗衣、医疗保健及紧急救护等。同时, 为满足老年人精神生活的需求, 社区会组织各种形式的活动, 如老年大学、兴趣协会等, 丰富自助型老年人的日常生活。

介助型老人——当居住者的日常生活需要他人帮助照料时, 他们将从自理转入介助型护理。介助型的居住个体是分开的, 但设施在同一个区域。介助老人得到的服务内容除社区服务之外, 还包括日常生活照护, 如饮食、穿衣、洗浴、洗漱及医疗护理等, 社区还会为介助型老人提供与他们的身体状况相适应的各类活动, 丰富其日常生活。

介护型老人——当居住者生活完全不能自理, 需要他人的照料时, 他们将转入介护型护理, 得到社区提供的 24 小时有专业护士照料的监护服务。通常介护型的居住者年龄在 80 岁以上, 同时在特殊的单元里居住。

在以上该综合社区中, 为上述三种老人都能提供相应的居住产品, 以满足老人在不同生理年龄阶段, 对居住和配套服务的要求, 老人不需要搬家就可以在 CCRC 社区中完成人生 1/3 的幸福旅程。

图15 CCRC 社区运作模式



资料来源：中国老龄产业协会、HTI

2) 住宅出售模式

2021 年，国家卫健委举行新闻发布会介绍，我国老年人大多数都在居家和社区养老，形成“9073”的格局，即 90%左右的老年人在居家养老，7%左右的老年人依托社区支持养老，3%的老年人入住机构养老。因此，打造适合老年人居住的住宅产品是推进老龄工作的重点之一。

参考《中国老龄事业发展“十四五”规划》的相关指引，需进一步发展社区养老服务机构，完善社区养老服务设施配套。我们认为，养老住宅要求匹配老龄群体的改善性住房需求，项目中涵盖养老服务用途的公共配套措施，周边距离养老机构较近，构建“一刻钟”居家养老服务圈。

表 6 居家养老代表项目

	东方太阳城	万科幸福汇
特点	以养老为题材的房地产开发项目	
规模	总规划面积 80 万平	总规划面积 16.4 万平
运营模式	住宅产品销售	住宅销售，公建自持出租
基础配套	东方嘉宾国际酒店、康体中心、5 万平太阳会所、菜地认领	1.5 万平老年公寓和活动中心
医疗特色	东方太阳城医院	无

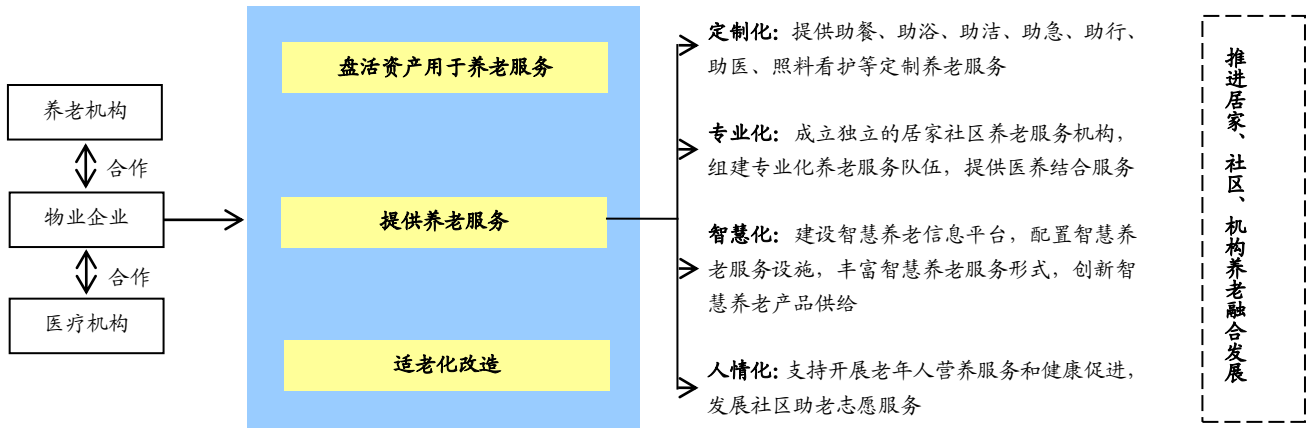
资料来源：中国老龄产业协会、HTI

3) 物业参与模式

随着房地产市场逐渐饱和，从增量新建到存量提质的转变也是新时代养老地产需要主攻的方向之一。通过物业参与存量业务，养老地产更加顺应政策号召，把握时代特征，同时从过去重资本投入模式转而开辟轻运营的业务方向，吸引更多市场多主体参与。

2020 年，住房和城乡建设部等六部门联合发布《关于推动物业服务企业发展居家社区养老服务的意见》，指出物业企业可通过 1) 盘活小区既有公共房屋和设施用于居家社区养老服务，2) 提供全托、日托、上门、餐饮、文体、健身等方面的服务，3) 推进居家社区适老化改造等方式，补齐居家社区养老服务设施短板。

图16 物业企业开展养老业务模式



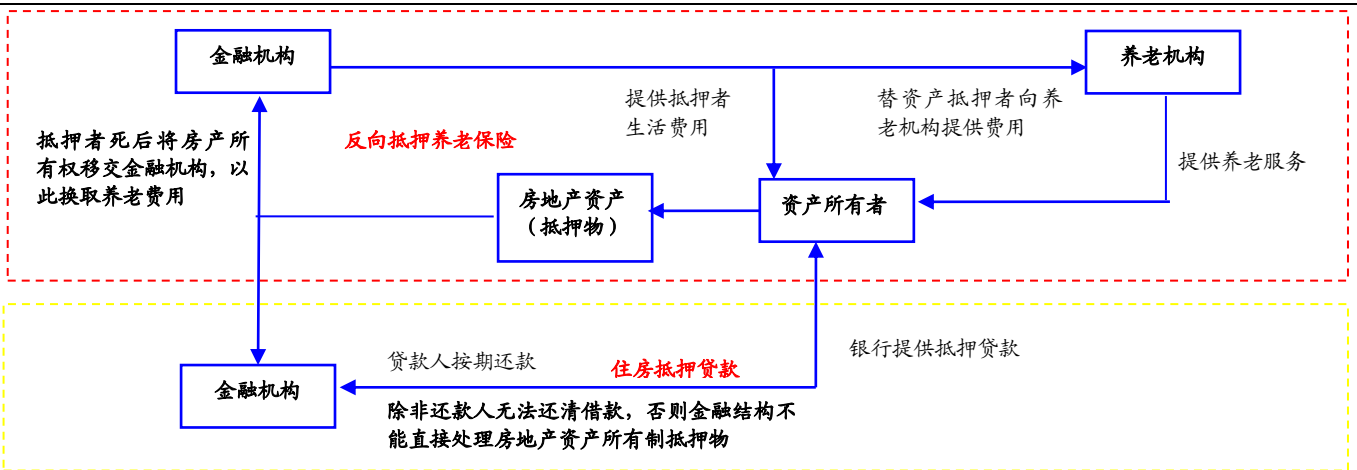
资料来源：中国政府网，HTI

4) 老年人住房反向抵押养老保险

所谓“老年人住房反向抵押养老保险”，就是“以房养老”，老人把房子抵押给保险公司等金融机构，金融机构通过数据统计和精算，综合考虑房主的年龄、预期寿命、房产若干年后的价值等因素，定期发放给房主一定数额养老金。房主去世后，房产出售用于归还养老贷款，其升值部分归金融机构所有。

从本质而言，该养老保险产品与住房抵押贷款存在类似之处但也有差别。相似点在于均以房产作为抵押物，在房产价值基础上给予贷款人授信。但区别在于反向抵押中金融机构逐月给予抵押人养老资金，最终抵押物处置权归属金融机构。而住房抵押贷款银行一次放款后，借款人逐月归还贷款。只有在贷款无法按时清偿，贷款人资信出现问题时，银行才可以处理房产。如果贷款人按时归还贷款，银行无权无故处理贷款人房产。

图17 反向抵押养老保险和住房抵押贷款比较



资料来源：HTI

5.2.2 “候鸟式”养老

“候鸟式”养老又称异地养老，就是指老年人离开现有住宅，到外地居住的一种养老方式，包括旅游养老、度假养老、回原籍养老等。异地养老是一种新兴的养老模式，是未来养老的一个新方向，已经被越来越多的国家、企业和老年人所认可。

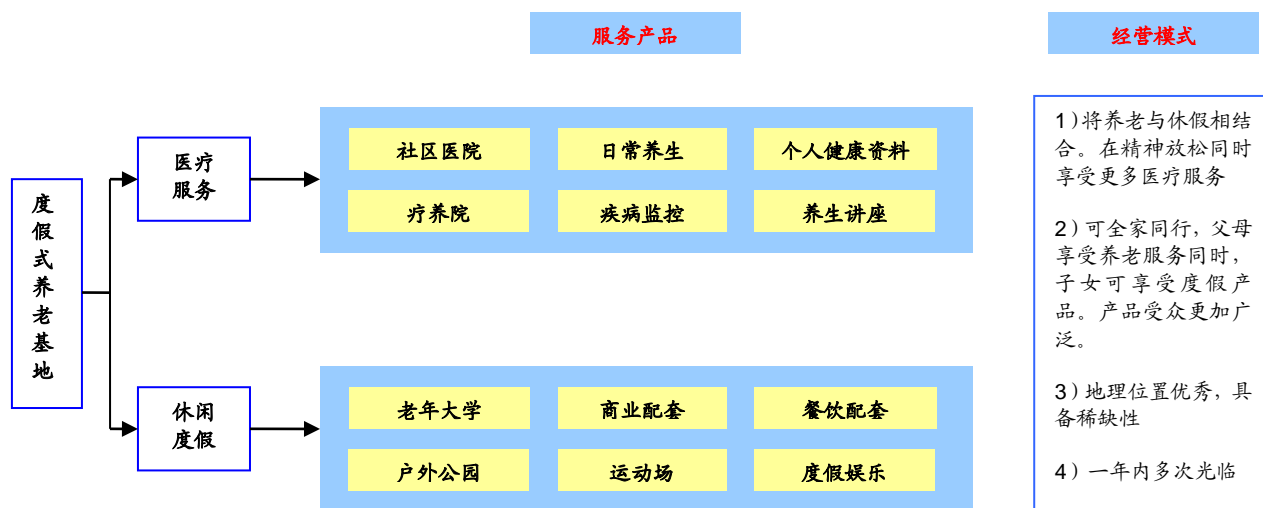
1) 异地养老服务中心

异地养老服务中心模式主要指以季节为周期在不同养老公寓之间进行更换。该模式特点在于满足老年人旅游养老、度假养老、回原籍养老的多重需求。但是从实质操作看，以上模式中养老公寓从本质看仅处于廉价旅店和养老护理中间的地位。养老院本身不乐意看到所照顾的老人出现频繁更换，而老人自身对于异地环境的适应性、养老医疗等是否可以异地使用的外部条件也造成以上养老模式发展受到制约。

2) 度假式养老基地

度假式养老基地的实质在于以养老文化为核心推行休闲度假服务。该养老模式的最大好处在于可以将老年人养老需求与全家互动活动、定期度假或学术交流等相结合。一方面通过旅游地产主打自然风光、休闲度假，另一方面在休闲之余引入医疗、保健、定期康复、养生学习等内容。以上两者结合使得度假区受众面更广，且游客在一年之内可以多次来往于度假式养老基地。

图18 度假式养老地产模式



资料来源：中国老龄产业协会、HTI

5.3 未来我国养老地产模式的发展趋势

养老模式融合化。目前，我国正在努力建设以居家为基础、社区为依托、机构充分发展、医养有机结合的多层次养老服务体系。我国单一发展的养老模式都各自有一定缺陷：居家养老模式缺乏专业性与全面性，提供服务质量低；社区养老资源整合难度大，难以链接外部专业资源；机构养老提供服务供给有限，资本回收周期长，且老人参与意愿低。我们认为，出现以上原因主要在于我国虽人口结构老龄化发展，但老龄群体财富积累较弱、消费习惯难以扭转，无法与需大量前置投入、专业人员匹配的养老服务业产生匹配。我们认为，以街道、社区为单位打造居家养老服务圈，培育周边养老服务机构，将居家、社区、机构养老相结合，需求端创造更符合我国老龄群体的消费场景，供给端进一步有效配置资源，在削减成本的同时保证服务质量。

发掘存量业务机会。目前，企业经营普遍承压，如果现下仍要求房地产企业大力新建养老地产项目显然不合时宜。然而在存量业务中，养老地产仍处于业务蓝海，物业企业应积极发掘相关机会，寻找新的业务增长点。将物业与养老结合，资产端可盘活小区低效资源为养老服务设施，服务端创造更多业务机会，深度贴近老年人生活需求。另一方面来看，这对物业企业的专业服务能力、资源链接能力等提出了更高的要求。

智能化应用结合。科技赋能养老地产，对内可降本增效，缓解人员资源不足压力，对外建立数据平台实现全面信息管理，建设智能化养老设施，输出更及时有效、品质保障的服务，供给多元个性的智能养老产品，让老龄群体共同享受科技发展的时代红利。

6. 我国养老地产具体产品分析——泰康之家

6.1 服务模式

泰康之家是泰康保险集团股份有限公司旗下专注养老、护理、康复实体建设运营和创新服务的专业品牌。作为养老行业的先行者，泰康之家早在 2009 年率先获得保险机构投资养老社区的试点资格。目前，泰康之家已完成全国 35 个核心城市连锁医养社区和康复医院的布局，规划地上总建面约 476 万平方米，可容纳 8.3+ 万名老人，5.5+ 万个养老单元以及 4400+ 张医疗床位。

表 7 泰康之家全国已开业项目及相关费用

区域	城市	园区名称	开业时间	占地 (万㎡)	入门费 (万元)	
					独立业态	护理业态
华北	北京	燕园	2015 年	13.8	20	20
华中	武汉	楚园	2020 年	17.5	20	5
	长沙	湘园	2022 年	13.2	20	5
	郑州	豫园	2023 年	13.8	5	未出
华东	上海	申园	2016 年	9	20	20
	苏州	锦绣府	2022 年	1.3	20	20
	杭州	大清谷	2020 年	4.4	20	5
	苏州	吴园	2019 年	23.2	20	5
	宁波	甬园	2023 年	3	20	未出
	南昌	赣园	2022 年	9.3	1	1
	厦门	鹭园	2022 年	4.8	10	5
	合肥	徽园	2023 年	8	10	未出
	南京	苏园	2023 年	6.4	20	未出
	青岛	琴园	2023 年	3.9	10	未出
西南	成都	蜀园	2018 年	7.7	20	10
	重庆	渝园	2023 年	5.4	5	未出
华南	广州	粤园	2017 年	5.8	20	10
	南宁	桂园	2022 年	15.2	3	3
	深圳	鹏园	2023 年	5.4	10	未出
	三亚	海棠湾度假村 (酒店)		8	-	-
东北	沈阳	沈园	2022 年	9.5	20	5

资料来源：泰康之家官网，HTI

泰康之家养老社区采用持续照护模式，即上文提及的 CCRC 社区模式，独创医养结合特色，为长辈提供独立生活、协助生活、专业护理、记忆照护、安宁疗护五种生活服务区域，满足不同身体状况的长辈的照护需求，实现一站式退休生活解决方案。

居住方面，针对生活能自理的长者，社区内设有独立生活公寓，户型从 30 到 100 多平米不等，提供免除打扫卫生、做饭、找保姆等繁琐的家务活，让居民快乐享受丰富的乐泰学院、俱乐部以及各类家园文化活动。针对半自理、失能、认知症的长者，社区内设有专业护理公寓，通过长辈健康状况的评估结果，确定具体居住区域和护理等级。

医疗配套方面，泰康之家创新打造“一个社区、一家医院”的医养融合模式，在社区内设有康复医院、老年医学中心、健康管理中心和临终关怀科，以全科医学、慢病管理、康复护理、老年常见病诊疗及急救照护为特色，为长辈构建“紧急救助-健康管理-老年康复”三重安全防线。与此同时，泰康之家引入泰康国际标准康复体系（TKR）和长期照护体系（TK-LTC），并配有“1+N”多学科团队，即每位长辈都拥有一名管家或个案管理师以及N个照护团队组成，包括护理、康复、医疗、药师、社工、文娱、餐饮、营养、后勤等成员通力合作，实现对长辈全人、全程、全周期的专业照护服务。

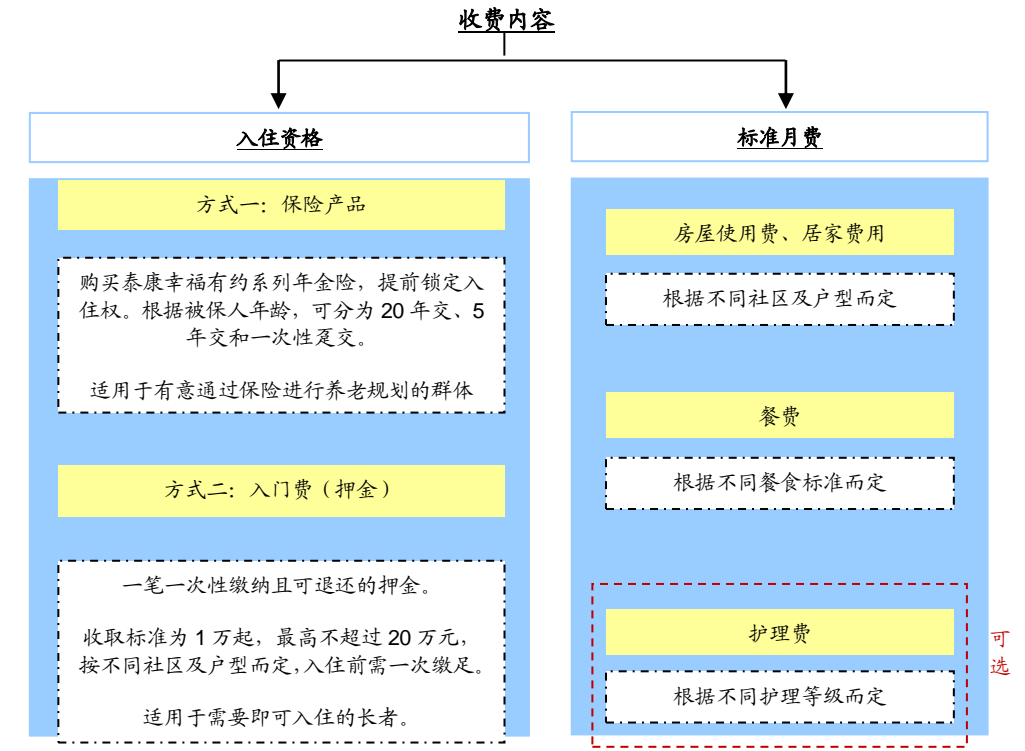
表 8 泰康之家服务体系和内容

服务体系	居住区域	适用对象	具体特征	服务内容
活力生活	独立生活公寓	自理长辈	身体健康，生活自理	提供免除打扫卫生、做饭、找保姆等繁琐的家务活，让居民快乐享受丰富的乐泰学院、俱乐部以及各类家园文化活活动。
专业护理	专业护理公寓	半自理长辈	不能完全自理，但通过部分协助，可以完成日常生活活动的长辈，例如借助助行器可以自行行走，可自行进餐等。	> 协助照护 ✓ 适老化特色营养餐饮 ✓ 保持活跃的生活方式、丰富文娱活动 ✓ 专业、便利医疗保障 ✓ 风险管理，如跌倒风险等
		失能长辈	身体非常虚弱、丧失或者基本丧失生活自理能力的长辈，如老年慢性病、脑卒中、帕金森、术后康复治疗者以及鼻胃管、尿管、人工造口等。	> 专业照护 ✓ 专业、便利医疗保障 ✓ 专业护理，如管路护理、伤口护理等 ✓ 风险管理，如窒息、压疮等
记忆照护		认知障碍长辈	认知能力下降、有精神症状和行为障碍、日常生活能力逐渐下降等	> 非药物疗法 ✓ 多感官刺激疗法、音乐疗愈、怀旧疗愈

资料来源：泰康之家官网，HTI

6.2 收费标准

泰康之家的收费模式主要有两种：1) 保费+标准月费；2) 入门费+标准月费。

图19 泰康之家收费模式


资料来源：泰康之家官网，HTI

首先，获得泰康之家入住资格的方式主要有两种：1) 通过购买泰康幸福有约系列年金险，提前锁定入住权，保单总额200万左右，根据被保险人年龄，可分为20年交、5年交和一次性趸交，适用于有意通过保险进行养老规划、并希望未来能够入住高品质养

老社区的用户；2) 缴纳入门费，收取标准按不同社区及户型而定，最高不超过 20 万元，入住前需一次缴足。以泰康之家·桂园为例，独立业态的入门费为 3 万元，适用于需要即可入住的长者。

入住后，每月需要缴纳标准月费，含房屋使用费、居家费用和餐费。房屋使用费和居家费用按不同社区及户型而定，以北京燕园为例：如两口人入住 64 平米的房间，月费 1 万元左右（除餐费外全部包含）；餐费以自助餐厅为例：早餐 10 元、午餐 28 元、晚餐 18 元，由专业厨师团队负责。此外，针对需照护长者，即居住在专业护理区的半自理、失能、认知症等长辈需缴纳分级护理费。

6.3 相关权益

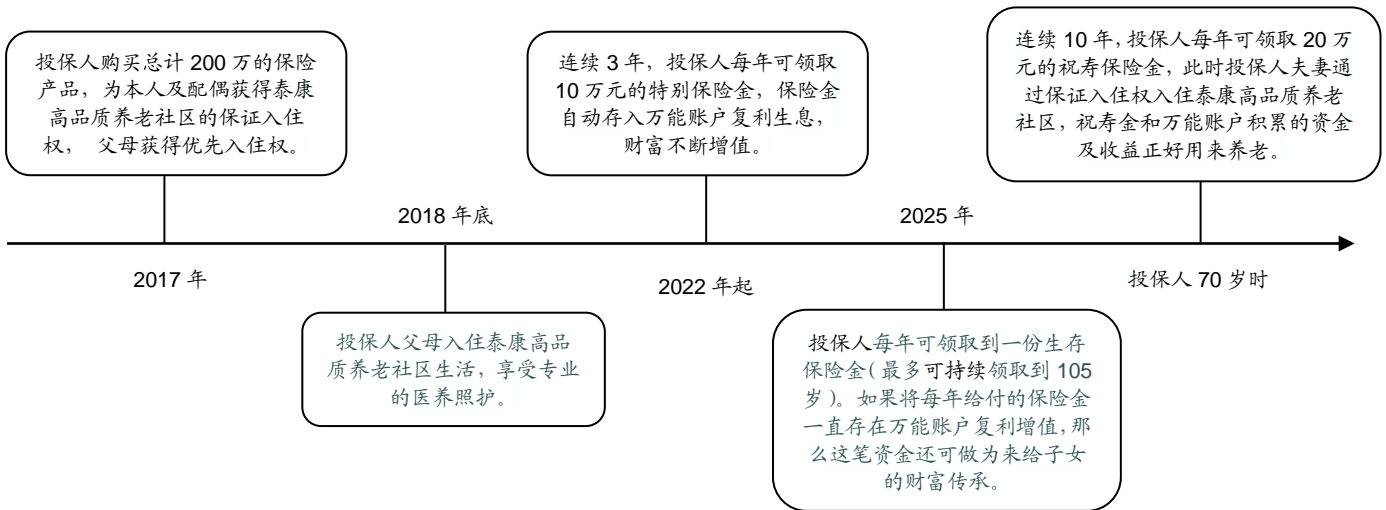
以购买泰康赢悦人生年金保险产品计划（尊享版）保单的客户为例，李先生，45 周岁，家中有 70 岁高龄的父母、妻子和独生子。

2017 年，李先生通过泰康幸福有约购买了年缴 20 万（总计 200 万）的年金险，为自己和夫人获得了泰康高品质养老社区的保证入住权，父母获得了优先入住权。

2018 年底，李先生将身患帕金森的父亲和母亲送入泰康高品质养老社区生活，享受专业的医养照护。2022 年起，连续 3 年，李先生每年可领取 10 万元的特别保险金，保险金自动存入万能账户复利生息。2025 年起，李先生每年可领取到一份生存保险金（最多可持续领取到 105 岁）。到李先生 70 岁时，连续 10 年，每年可领取 20 万元的祝寿保险金，此时李先生夫妻通过保证入住权入住泰康高品质养老社区，祝寿金和万能账户积累的资金及收益正好用来养老。

由此，保单客户可通过购买 1 份年金险，提前储备了养老金，并抢先获得了高品质养老社区资源，一次性解决了父母、夫妻 4 人的养老问题。

图 20 泰康赢悦人生年金保险产品计划（尊享版）权益解读



资料来源：泰康之家官网，HTI

7. 投资建议：养老地产收益标的

从物业角度看，当养老保障基点放在社区时，物管企业能够发挥物业贴近居民的自然优势，根据不同居民结构和服务需求，提供多元化、个性化的社区居家养老服务。

目前，多数物管企业已开始布局养老赛道，持续构建居家、社区和机构的多层次长期照护服务体系，总结来看，物管企业介入养老服务主要围绕以下三类业务：

- 1) 居家养老服务。主要指的是通过上门服务,提供包括如生活护理、清洁照护、饮食照护、医疗护理和应急服务等居家照料服务。以世茂服务为例,椿熙堂作为公司旗下长期照护专业养老品牌,布局居家养老服务细分赛道,积极创新上门服务商业模式,针对不同长者提供针对性的居家上门服务内容。
- 2) 社区养老服务。主要指的是社区嵌入式养老综合体,提供包含健康管理、社区文化、膳食餐饮、生活照料和专业照护等为老服务。以保利物业为例,和悦会作为公司旗下社区养老服务品牌,主要为保利社区及周边居民提供生活照料;如北京和悦会坐落于保利春天里小区内,项目设有 14 张短期照料床位,单日可为 15-30 位长者提供日托服务,可满足周边 2-3 公里内社区长者的居家服务需求。
- 3) 机构养老服务。主要指的是按照国家护理级标准规范,同时配备医疗、康复、护理、膳食营养等专业团队,为院内长者提供一站式、24 小时持续的家院融合式养老照护服务。以世茂服务乌镇椿熙堂为例,项目设置共 96 个床位,以“智慧+养老模式”、“医养结合”和“失智失能专区”为特色,专为失智失能及家中无人照护老人,提供 24 小时全照料服务;同时引入专业评估设备,组建以医生为主导的跨专业评估小组,为入住长者从日常生活能力、精神状态、感知觉与沟通、社会参与能力等方面进行入院评估,从而确定护理等级,并制定个性化的服务方案。

表 9 椿熙堂居家养老服务

	长期护理保险	政府养老补贴	椿享家护
覆盖对象	1、参加本市职工基本医疗保险或城乡居民基本医疗保险的因未满足长护险政策但有需求的人员,可根据各地政府需求提供针对性的居家上门服务。 2、经长期护理保险失能等级评定出生活自理能力中度/重度依赖的人员,可享受长期护理保险待遇。 3、对居家上门服务人员的专业性及服务内容的优质性有更高要求,可为有付费能力的人员提供升级服务。	因未满足长护险政策但有需求的人员,可根据各地政府需求提供针对性的居家上门服务。	对家庭上门服务人员的专业和服务质量内容有较高的要求,可以为有支付能力的人员提供升级服务。
服务方式	定期上门护理,每月服务 10-19 次,每次服务 1-2 小时 (实际视政策和养老服务公司调动,按需定制化提供)。	定期上门护理,每月服务 1-6 次,每次服务 1-2 小时(实际视政策和养老服务公司调动)。	长期综合护理或短期家庭护理服务 (按需定制的特定服务频率和时间)。
服务内容	服务内容涵盖生活照料、清洁照料、排泄照料、医护照护、卫生照料、安全照料、饮食照料、风险防范、健康管理、康复服务等 42 项居家照料服务。	公司开发了各具特色的增值服务包,如颐养贴心清理包、颐养贴心护理包、高龄智能呵护包、幸福高龄关怀包、温馨乐享助浴包等十几款增值服务包,提供健康管理、生活关怀、家政服务、生活照料、康复照料、医疗护理、急救救助服务等 65 项居家照料服务。	内容涵盖生活照料、专业护理、养生保健、安全护理、饮食护理、风险防范、健康管理、康复服务、陪护服务、老年保健品(辅助器具、电子产品)十大板块,共计 93 项服务。为不愿去机构养老的居家老人提供基本服务套餐+个性化可选增值服务菜单等多层次的养老服务。

资料来源:椿熙堂官网,HTI

从开发商角度看,随着行业增速见顶,我们认为布局养老产业或将成为企业未来第二增长曲线,也是房企转型的重要方向之一。实际上,开发商早年间已纷纷试水养老地产项目,部分房企已经摸索出相对完善的养老体系,总结来看,开发商介入养老服务主要聚焦以下几个方面:

- 1) 适老化基础设施改造。根据我国“9073”中国式养老格局,即约 90%的老人居家养老,7%左右依托社区支持养老,还有 3%的老人由机构养老,居家养老应在我国养老体系中处于基础性地位,而家庭环境作为居家养老的重要空间载体,适老化改造将成为开发商重要发展方向。我们认为,开发商可对存量老旧小区内的公区设施和自持社区配套物业进行改造,如老年活动室、无障碍设施等;对于新建住宅和社区,房企应尽早进行适老化布局,对住宅产品超前规划设计,如室内的圆角设计、智能求助等,全方位保证老人安全。
- 2) 养老地产开发。主要指的是开发商形成以医养机构、康养社区、康复医院为主的业务体系,通过核心医疗资源整合和运营能力,打造出城市医养融合体,为长者重点提供居住、医疗、护理、餐饮、娱乐等特色养老服务。如万科养老板

块目前已形成随园（持续照料社区）、怡园（城市全托中心）主力产品线，随园+怡园“N+1”模式产品体系，运营项目 2 个，筹开项目 5 个，57 项适老化细节打造万科品质颐养居所。

- 3) 养老设施代建+运营。主要指的与土地所有方合作开发养老业务，采取共建/代建养老设施的模式，或对已建成的养老项目委托开发商运营管理，采取输出养老服务与管控标准的模式。如建发房产旗下建发建管代建的厦门市重点民生工程——建发溢佰养老中心，以老年人生活安全性和便利性为出发点，精心打磨细节，从避免磕碰的圆角弧形家具、防止溢物的茶几到宽敞无障碍的廊道、房间防滑地板、随处“可见”的扶手与呼叫器等人性化关怀设计全面到位，全院 56 项适老细节，78 处贴心设计，切实提升长者安全感。

我们认为有关养老顶层设计的政策支持方向明确。此前率先布局养老服务的物管企业和开发商在未来或将充分受益。建议关注：1) 开发类：万科 A、保利发展、招商蛇口、华润置地、中国海外发展、绿城中国、越秀地产、建发国际集团等；2) 物业类：万物云、保利物业、招商积余、华润万象生活、中海物业、绿城服务、越秀服务、建发物业等。

8. 风险提示

养老市场空间受经济景气程度和养老观点变化的影响；养老地产的盈利模式尚不够成熟。

APPENDIX 1

Summary

Investment Highlights: Senior living real estate combines housing, commerce, and services for the elderly, offering basic care and multifunctional services. Characteristics include a focus on elderly clients, demanding project locations and planning, extensive industry chains, significant investment, long recovery periods, and strong professionalism. Value is added through specialized services and sustained by commercial finance.

Overseas models include the USA's differentiated communities, continuous care retirement communities (CCRC), and REITs; Japan's 'housing' and 'institutional facilities'; and Germany's home care, assisted living, and nursing homes.

China's aging population is increasing the burden of elderly care, with those over 65 rising from 3.6% in 1964 to 15.4% in 2023. The elderly dependency ratio climbed from 7.98% in 1982 to 21.83% in 2022, surpassing India's 10.17%. With a severe shortage of facilities, China's senior living real estate needs strengthening. Assuming an annual growth rate of 2%-4% for service beds, potential demand for new senior living real estate by 2050 is estimated at 152-575 million square meters (neutral assumption: 318 million square meters).

China's aging policy framework is established, emphasizing care for the elderly. Policies related to senior living real estate include barrier-free public environments, conversion of existing resources, community-based services, and city-enterprise inclusive care.

China's senior living real estate is evolving towards a combination of permanent and 'migratory bird' models, integrating home, community, and institutional care, exploring existing business opportunities, and incorporating smart technology.

Specific product analysis - Taikang Home: Taikang's communities use the CCRC model, offering integrated medical care and catering to different health needs, providing a one-stop retirement solution. Payment models include insurance premiums plus standard monthly fees or entrance fees plus standard monthly fees.

Investment advice: Policies supporting top-level design in elderly care are clear. Property management companies and developers that have invested early in elderly services may benefit significantly. Suggest to pay attention to: Development companies like Poly Developments and Holdings Group Co., Ltd, China Vanke, China Merchants Shekou Industrial Zone, China Resources Land, China Overseas Land & Investment, Greentown China Holdings, Yuexiu Property, C&D International Investment Group, and property management companies such as China Resources Mixc Lifestyle Services, Poly Property Services, Onowo, China Merchants Property Operation & Service, China Overseas Property Holdings, Greentown Service Group, Yuexiu Services Group, C&D Property Development Group Co., Ltd.

Risk Warning: The elderly care market is influenced by economic conditions and changing views on aging; profitability models for senior living real estate are not yet mature.

附录 APPENDIX

重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司(HTIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japan K.K. (HTIJKK)和海通国际证券有限公司(HTISCL)的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团(HTISG)各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited ("HTIRL"), Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), Haitong International Japan K.K. ("HTIJKK"), Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies ("HTISG"), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，涂力磊，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的3个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Lilei Tu, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至 ERD-Disclosure@htisec.com）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

香港华润(集团)有限公司上海代表处目前或过去12个月内是海通的客户。海通向客户提供非投资银行业务的证券相关业务服务。

香港华润(集团)有限公司上海代表处 is/was a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-investment-banking securities-related services.

评级定义 (从 2020 年 7 月 1 日开始执行) :

海通国际（以下简称“HTI”）采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司：优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息，投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下，分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况（比如投资者的现有持仓）以及其他因素。

分析师股票评级

优于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

弱于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 - TOPIX, 韩国 - KOSPI, 台湾 - TAIEX, 印度 - Nifty100, 美国 - SP500; 其他所有中国概念股 - MSCI China.

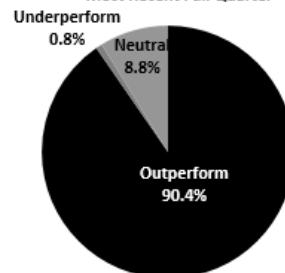
Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

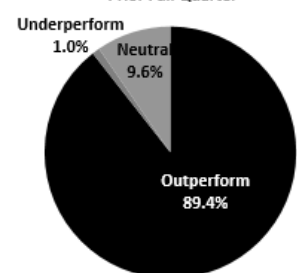
Analyst Stock Ratings

评级分布 Rating Distribution

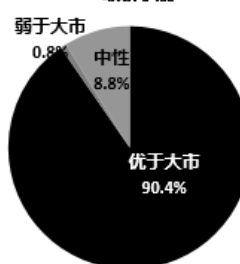
Most Recent Full Quarter



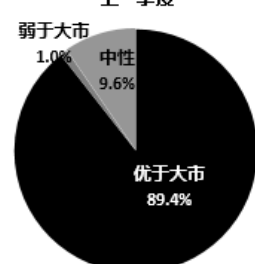
Prior Full Quarter



最新季度



上一季度



Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Neutral: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

Underperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.

截至 2024 年 3 月 31 日海通国际股票研究评级分布

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	90.4%	8.8%	0.8%
投资银行客户*	3.3%	4.9%	0.0%

*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

只有根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

此前的评级系统定义（直至 2020 年 6 月 30 日）：

买入，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of March 31, 2024

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	90.4%	8.8%	0.8%
IB clients*	3.3%	4.9%	0.0%

*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

BUY: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

NEUTRAL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

SELL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.

海通国际非评级研究：海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为了进行股票评级、提出目标价格或进行基本面估值，而仅供参考使用。

Haitong International Non-Rated Research: Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

海通国际 A 股覆盖：海通国际可能会就沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。海通证券（600837.CH），海通国际于上海的母公司，也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是，海通国际使用与海通证券不同的评级系统，所以海通国际与海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

Haitong International Coverage of A-Shares: Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. Haitong Securities (HS; 600837 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by HS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and HS ratings for the same A-share stocks.

海通国际优质 100 A 股 (Q100) 指数：海通国际 Q100 指数是一个包括 100 支由海通证券覆盖的优质中国 A 股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程，并结合对海通证券 A 股团队自下而上的研究。海通国际每季对 Q100 指数成分作出复审。

Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index: HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at HS in Shanghai. These stocks are

盟浪义利 (FIN-ESG) 数据通免责声明条款: 在使用盟浪义利 (FIN-ESG) 数据之前, 请务必仔细阅读本条款并同意本声明:

第一条 义利 (FIN-ESG) 数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司 (以下简称“本公司”) 基于合法取得的公开信息评估而成, 本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考, 并不构成对任何个人或机构投资建议, 也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

第二条 盟浪并不因此收到此评估数据而将收件人视为客户, 收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断, 盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明, 本数据 (如财务业绩数据等) 仅代表过往表现, 过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

第三条 本数据版权归本公司所有, 本公司依法保留各项权利。未经本公司事先书面许可授权, 任何个人或机构不得将本数据中的评估结果用于任何营利性目的, 不得对本数据进行修改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等, 否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的, 由用户承担相应的赔偿责任, 盟浪不承担责任。

第四条 如本免责声明未约定, 而盟浪网站平台载明的其他协议内容 (如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务 (含认证) 协议》《盟浪网隐私政策》等) 有约定的, 则按其他协议的约定执行; 若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的, 则以本免责声明约定为准。

SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer: Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-ESG Data Service.

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.

2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.

3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.

4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. *User Registration Protocol of SusallWave Website*, *User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website*, *Privacy Policy of Susallwave Website*), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

重要免责声明:

非印度证券的研究报告: 本报告由海通国际证券集团有限公司 (“HTISGL”) 的全资附属公司海通国际研究有限公司 (“HTIRL”) 发行, 该公司是根据香港证券及期货条例 (第 571 章) 持有第 4 类受规管活动 (就证券提供意见) 的持牌法团。该研究报告在 HTISGL 的全资附属公司 Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”) 的协助下发行, HTIJKK 是由日本关东财务局监管为投资顾问。

印度证券的研究报告: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发行, 包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) 上市公司 (统称为「印度交易所」) 的研究报告。HTSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌, 经许可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源, 但 HTIRL、HTISGL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的声明或保证。本文件中所有观点均截至本报告日期, 如有更改, 恕不另行通知。本文件仅供参考使用。文件中提及的任何公司或其股票的说明并非意图展示完整的内容, 本文件并非/不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区, 本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价, 则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易, 包括设计金融衍生工具的, 有产生重大风险的可能性, 因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况, 如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问, 以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失, HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师除外, HTISG 及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员, 均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISG 的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 www.equities.htisec.com，查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织和行政安排的内容信息。

非美国分析师披露信息： 本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在 FINRA 进行注册或者取得相应的资格，并且不受美国 FINRA 有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第 2241 条规则之限制。

IMPORTANT DISCLAIMER

For research reports on non-Indian securities: The research report is issued by Haitong International Research Limited (“HTIRL”), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited (“HTISGL”) and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

For research reports on Indian securities: The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”). HSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”) on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”) and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website www.equities.htisec.com for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

Non U.S. Analyst Disclosure: The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

分发和地区通知：

除非下文另有规定，否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

香港投资者的通知事项： 海通国际证券股份有限公司(“HTISCL”)负责分发该研究报告，HTISCL 是在香港有权实施第 1 类受规管活动(从事证券交易)的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)(以下简称“SFO”)所界定的要约邀请，证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给 SFO 所界定的“专业投资者”。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系 HTISCL 销售人员。

美国投资者的通知事项： 本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJKK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司，均未在美国注册，因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年“美国证券交易法”第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」(“Major U.S. Institutional Investor”)和「机构投资者」(“U.S. Institutional Investors”)。在向美国机构投资者分发研究报告时，Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者，希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易，只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, 电话 (212) 351-6050。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission (“SEC”) 注册的经纪商，也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc. (“FINRA”) 的成员。HTIUSA 不负责编写本研究报告，也不负责其中包含的分析。在任何情况下，收到本研究报告的任何美国投资者，不得直接与分析师直接联系，也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格，因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流，公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具(包括 ADR)可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册，或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响，可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系：

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
联系人电话：(212) 351 6050

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI's research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

Notice to Hong Kong investors: The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to "Professional Investors" as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

Notice to U.S. investors: As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" and "U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to "U.S. institutional investors," HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA"), located at 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, USA; telephone (212) 351 6050. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the "SEC") and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA"). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.

340 Madison Avenue, 12th Floor

New York, NY 10173

Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

中华人民共和国的通知事项: 在中华人民共和国(下称“中国”,就本报告目的而言,不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾)只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规,该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公共发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定,在取得中国政府所有的批准或许可之前,任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

加拿大投资者的通知事项: 在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA") 予以实施,该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") 的规定得到「国际交易商豁免」("International Dealer Exemption") 的交易商,位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大,该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发行。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料、其中所载的信息或所述证券的优点,任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时,每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario) 第 73.3(1) 节所规定的「认可投资者」("Accredited Investor"), 或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」("Permitted Investor")。

新加坡投资者的通知事项: 本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL") [公司注册编号 201311400G] 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》(第 110 章) ("FAA") 定义的豁免财务顾问,可 (a) 提供关于证券,集体投资计划的部分,交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》(第 289 章) 第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题,本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd

50 Raffles Place, #33-03 Singapore Land Tower, Singapore 048623

电话: (65) 6536 1920

日本投资者的通知事项: 本研究报告由海通国际证券有限公司所发布,旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构(根据日本金融机构和交易法("FIEL")) 第 61 (1) 条,第 17-11 (1) 条的执行及相关条款)。

英国及欧盟投资者的通知事项: 本报告由从事投资顾问的 Haitong International Securities Company Limited 所发布,本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited 的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的 0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

澳大利亚投资者的通知事项: Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会(以下简称"ASIC")公司(废除及过度性)文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究,该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取: www.legislation.gov.au。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制,该

等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

印度投资者的通知事项: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发布, 包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (统称为「印度交易所」) 研究报告。

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

地址: 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

电话: +91 22 43156800 传真: +91 22 24216327

合规和申诉办公室联系人: Prasanna Chandwaskar; 电话: +91 22 43156803; 电子邮箱: prasanna.chandwaskar@htisec.com

“请注意, SEBI 授予的注册和 NISM 的认证并不保证中介的表现或为投资者提供任何回报保证”。

本项研究仅供收件人使用, 未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有: 海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

People's Republic of China (PRC): In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute "production and business activities in the PRC" under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

Notice to Canadian Investors: Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the "international dealer exemption" under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an "accredited investor" as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a "permitted client" as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

Notice to Singapore investors: This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL") [Co Reg No 201311400G. HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act (Cap. 110) ("FAA") to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act (Cap. 289). Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

Telephone: (65) 6536 1920

Notice to Japanese investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act ("FIEL") Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

Notice to UK and European Union investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited's affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

Notice to Australian investors: The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, www.legislation.gov.au. Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

Notice to Indian investors: The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India ("SEBI") registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited ("BSE") and the National Stock Exchange of

India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”).

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

Address : 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

Ph: +91 22 43156800 Fax:+91 22 24216327

Details of the Compliance Officer and Grievance Officer : Prasanna Chandwaskar : Ph: +91 22 43156803; Email id: prasanna.chandwaskar@htisec.com

“Please note that Registration granted by SEBI and Certification from NISM in no way guarantee performance of the intermediary or provide any assurance of returns to investors”.

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.

<http://equities.htisec.com/x/legal.html>
