



中国：策略

2015年11月4日

报告分析师：

元大研究部

+86 21 6187 3832      research@yuanta.com

以下研究人员对本报告有重大贡献：

朱家杰 CFA

+852 3969 9521      peter.kk.chu@yuanta.com

施汶秉

+86 21 6187 3895      Wenbien@yuanta.com

王清

+86 21 6187 3836      qingwang@yuanta.com

信息更新：

▶ 在“十三五”期间，围绕健康中国出发的产业市场规模高达10万亿元。受此影响，养老产业发展值得关注。

市场展望：

- ▶ 2014-2050年间，中国老年人口的消费潜力将从4万亿增长到106万亿左右，占GDP的比重将从8%增长到33%。
- ▶ 人口的快速老龄化催生医疗服务需求与日俱增，进而成为市场“刚需”。

中国升级系列

受惠健康中国政策出台；养老产业有望成为新的利润增长点

图 1：养老产业相关个股

公司简称	11/3 收盘价	YTD %	PE
鱼跃医疗	40.23	74.76%	58.92
迪安诊断	76.8	124.89%	118.15
三诺生物	37.37	52.87%	45.81
通化东宝	24.22	69.37%	64.6
华东医药	74.5	41.08%	28.09
天士力	36.38	-13.30%	24.67
汤臣倍健	33.71	28.63%	36.82
南京新百	37.53	373.13%	69.54
奥维通信	15.61	96.13%	52.92
双箭股份	13.84	64.97%	35.64

资料来源：WIND、元大

10月29日发布的五中全会公报中明确指出：十三五期间将“推进健康中国建设”。《健康中国建设规划(2016-2020)》预计将在2016年初正式出台。在“十三五”期间，围绕健康中国出发的产业市场规模高达10万亿元。受此影响，养老产业发展值得关注。

**三大催化剂助推养老产业：**现我国老人数量已达到2.15亿，预测到2030数额将达到3.1亿，人口基数的上升也会大幅扩大养老市场需求；中国超高净值人群主要集中在40-59岁，“健康医疗”为他们的首要非金融需求，“富人”变老后消费水平的提升有望助推养老市场发展；政府释放“健康中国”政策红利，养老产业有望得到扶持。

**养老产业将迎亿级盛宴：**根据老龄科学研究中心编制的《中国老龄产业发展报告(2014)》，2014-2050年间，中国老年人口的消费潜力将从4万亿左右增长到106万亿左右，占GDP的比重将从8%左右增长到33%。在老人数量不断扩大、消费水平持续提升和养老政策红利的共同加持下，中国老龄产业市场有望蓬勃发展。

**医疗+服务+休闲，三驾马车支起养老产业发展：**养老医疗、服务与休闲为产业核心。首先人口的快速老龄化催生“医疗服务”需求与日俱增，使之有望成为市场“刚需”，另外老人消费水平的提升推动养老休闲的发展。统计数据显示：老年人患病不仅比年轻人多，而且还极具特点，其中高血压、白内障、高血脂、脂肪肝、糖尿病等为老年人常见的慢性病。建议关注标的：主营产品为治疗老年人慢性病的医药器械服务（鱼跃医疗、三诺生物、华东医药、迪安诊断、通化东宝、天士力）、预防老人病的保健品（汤臣倍健），和业务涉及养老休闲服务（南京新百、金陵饭店、双箭股份）。

**风险提示：“养老政策”执行力延后风险。**

分析师声明及重要披露事项请参见附录 A。

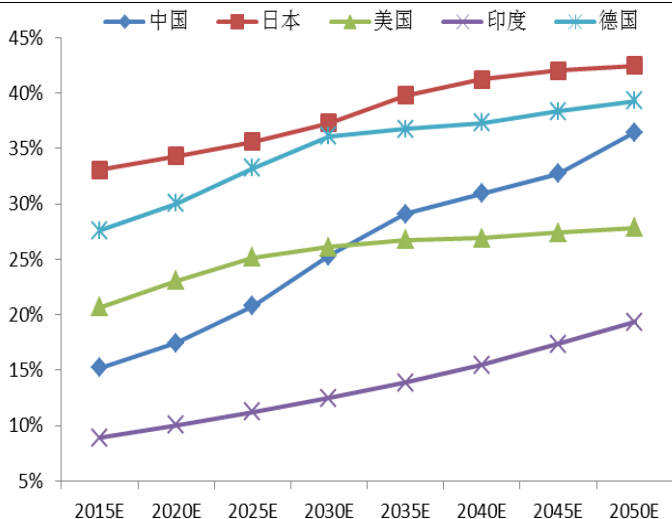
元大与其研究报告所载之公司行号可能于目前或未来有业务往来，投资人应了解本公司可能因此有利益冲突而影响本报告之客观性。投资人于做出投资决策时，应仅将本报告视为其中一项考虑因素。

## 十三五规划出台，三大催化剂助推养老产业

10月29日发布的五中全会公报中明确指出：十三五期间将“推进健康中国建设”。《健康中国建设规划(2016-2020)》预计将在2016年初正式出台。在“十三五”期间，围绕健康中国出发的产业市场规模高达10万亿元。受此影响，养老产业发展值得关注。

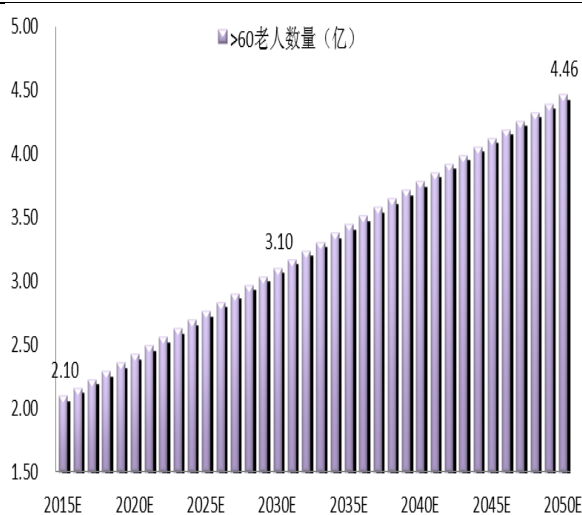
**老龄人数缓步上升，大幅扩大养老市场需求。**联合国人口预测数据显示，到2050年，在不考虑“全面开放二胎”情况下，中国将继日本、德国之后成为第三大老龄化国家，36.5%的中国人将在60岁以上。现我国大于60岁的老人数量已达到2.15亿，约占总人口的15.76%。而根据人社部数据预测，从2015-2030年，将以每年2.78%的复合增长率。到2030、2050年，预计老人数额将达到3.1亿、4.5亿，约占总人口的21.76%、30.76%。即使“全面二胎政策”开放后，中国少子化和老龄化的问题会得到稍微舒缓，但是短期对人口老龄化问题的缓解力度不大，老龄化的必然趋势将大幅扩大养老市场需求。

图 2: 中国将成为第三大老龄化国家



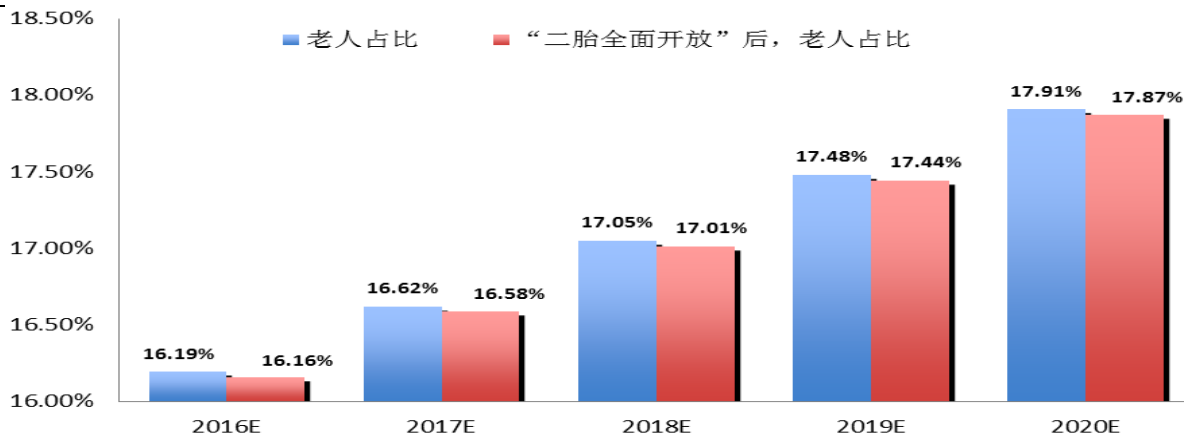
资料来源: 联合国、元大

图 3: 预计 2030 年老人数量将达到 3.1 亿



资料来源: 人社部、元大

图 4: “全面二胎”短期对老龄化问题缓解力度不大

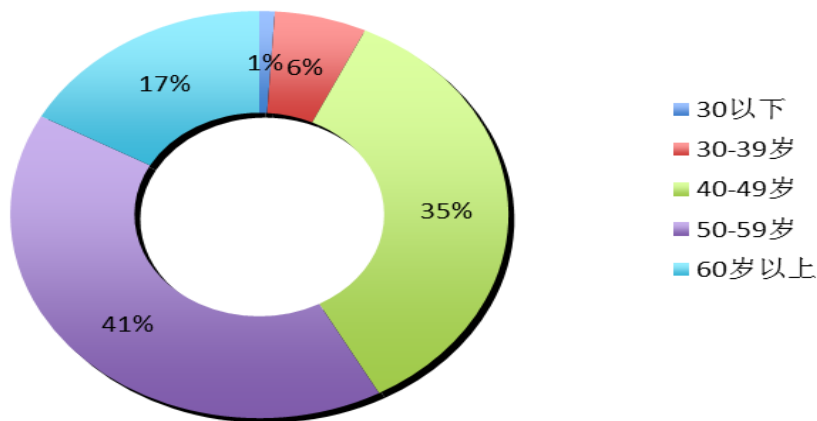


资料来源: 人社部、元大

**“富人”即将变老，助推养老市场发展。**人口生育高峰在1962-1973年，这12年间出生人口达到3.14亿。而这些人在青春时经历了改革开放下海红利，到中

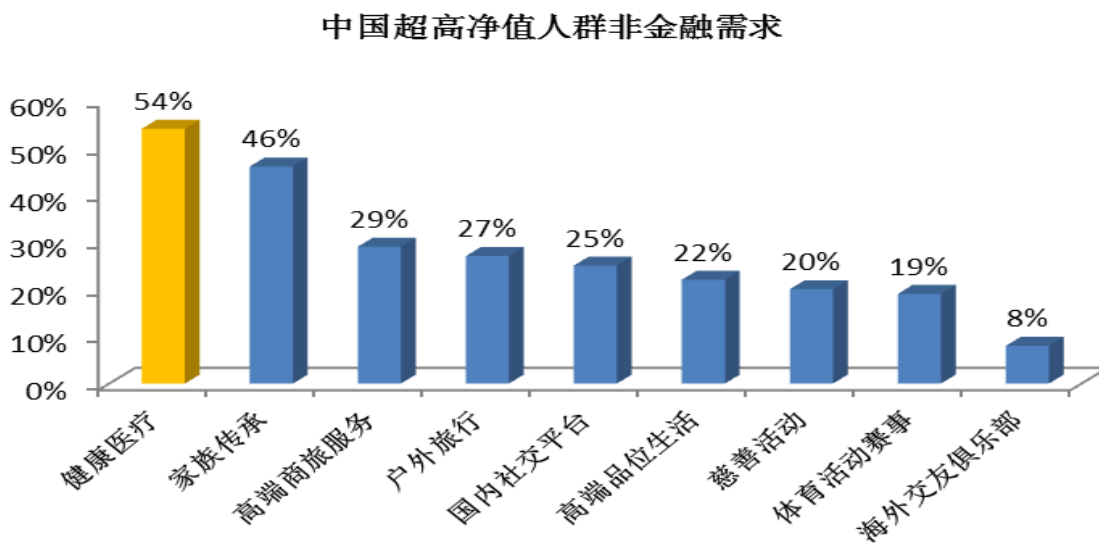
年在财富实力较雄厚时迎来“房地产黄金十年”和“互联网新时代”，所以这群人处于天时地利人和中享受到中国经济发展的三个重要盛宴。根据胡润研究所的《2014-2015 中国超高净值人群需求调研报告》数据显示，超高净值人群主要集中在 40-59 岁。“健康医疗”为他们的首要非金融需求，而他们的健康需求更偏好个性化、高端化和精品化的医疗服务，如私人医生和国际医院为“富人”的首选。所以与现阶段老人收入水平普遍较低相比，当“富人”即将慢慢变老，他们在消费水平上的提升也助推养老市场的发展。

图 5: 超高净值人群主要集中在 40-59 岁，“富人”即将变老



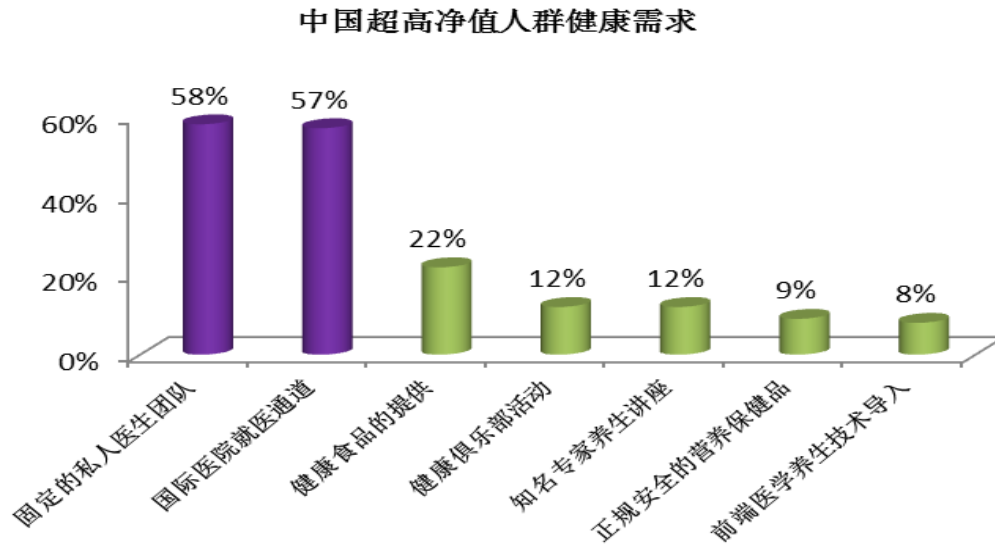
资料来源: 胡润研究所《2014-2015 中国超高净值人群需求调研报告》、元大

图 6: “健康医疗”为中国超高净值人群的首要需求



资料来源: 胡润研究所《2014-2015 中国超高净值人群需求调研报告》、元大

图 7：“超高净值人群”健康需求较“高端”



资料来源: 胡润研究所《2014-2015 中国超高净值人群需求调研报告》、元大

**政府释放红利，促进支持养老产业：**随着中国人口结构的变化和老龄化问题日趋严重，“养老”作为“健康中国”的一部分已被提升到国家战略性高度。从近年来政府陆续出台的养老相关政策来看，政府正大力推进养老基础设施建设、鼓励支持养老服务业和扶持养老相关产业。

图 8：“养老”相关政策促进养老产业

时间	出台部委	政策名称	要点
2011 年	国务院	《中国老龄事业发展“十二五”规划》	各地社区要为辖区内的老年人普遍建立健康档案；要定期为老年人免费进行体检；每千名老年人拥有的养老床位数要达到 <b>30 张</b> ；纳入社区管理的离退休人员达到 <b>80%</b> 以上；基层社区的老年人协会覆盖率达到 <b>80%</b> 以上；老年人的志愿者数量达到老年人口 <b>10%</b> 以上等。
2011 年	民政部	《社会养老服务体系建设的十二五规划》	<b>2020 年</b> 我国老年人护理服务和生活照料的潜在市场规模将超过 <b>5000 亿元</b> ，可新增社会就业岗位超过 <b>710 万个</b> 。
2013 年	国务院	《关于加快发展养老服务业的若干意见》	到 <b>2020 年</b> ，全面建成以居家为基础、社区为依托、机构为支撑，功能完善、规模适度、覆盖城乡的养老服务体系。养老服务产品更加丰富，市场机制不断完善，养老服务业持续健康发展。“ <b>90%</b> 以上的乡镇和 <b>60%</b> 以上的农村社区建立包括养老服务在内的综合服务设施和站点”、“全国养老机构中的床位数达到 <b>每千名老年人 35-40 张</b> ”。
2015 年	民政部等十部委	《关于鼓励民间资本参与养老服务业发展的实施意见》	<b>鼓励民间资本参与</b> 居家和社区养老服务、鼓励民间资本参与机构养老服务、支持民间资本参与养老产业发展、推进医养融合发展、完善投融资政策。
2015 年	国开行	开发性金融支持社会养老服务体系建设的实施意见	申请国家开发银行 <b>贷款支持的养老项目</b> ，应通过民政部门推荐或认可。重点支持：社区居家养老服务设施建设项目、居家养老服务网络建设项目、养老机构建设项目、养老服务人才培训基地建设项目、养老产业相关项目。
2015 年	新华社	五中全会公告	在“十三五”期间，围绕健康中国出发的产业市场规模高达 <b>10 万亿元</b> 。受此影响，养老产业发展值得关注。

资料来源: 元大

**养老产业将迎亿级盛宴，三驾马车支起其核心。**根据老龄科学研究中心编制的《中国老龄产业发展报告（2014）》，2014-2050 年间，中国老年人口的消费

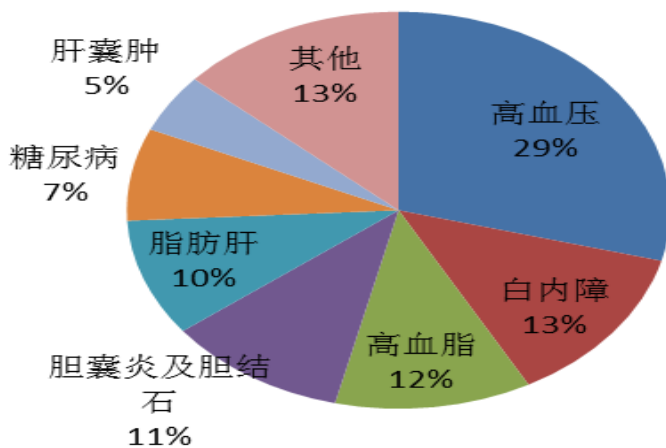
点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

潜力将从 4 万亿左右增长到 106 万亿左右，占 GDP 的比重将从 8%左右增长到 33%。在老人数量不断扩大、消费水平持续提升和养老政策红利的共同加持下，中国老龄产业市场有望蓬勃发展。

通过对养老产业链的归类整理，认为养老医疗、服务与休闲为产业核心。首先人口的快速老龄化催生“医疗服务”需求与日俱增，使之有望成为市场“刚需”，另外老人消费水平的提升推动养老休闲的发展。人进入老年后，随着身体机能下降、抵抗力逐步衰退、活动能力降低，生病成为大多数老年人无法避免的，所以医疗和服务将融入老年人生活。他们患病不仅比年轻人多，而且还极具特点。东莞医院在 2014 年对 2 万民老人统计的数据显示：高血压、白内障、高血脂、脂肪肝、糖尿病等为老年人常见的慢性病。建议关注标的：主营产品为治疗老年人慢性病的医药或器械（鱼跃医疗、三诺生物、华东医药、九安医疗、通化东宝、天士力）、预防老人病的保健品（汤臣倍健），和业务涉及养老休闲服务（南京新百、金陵饭店、双箭股份）。

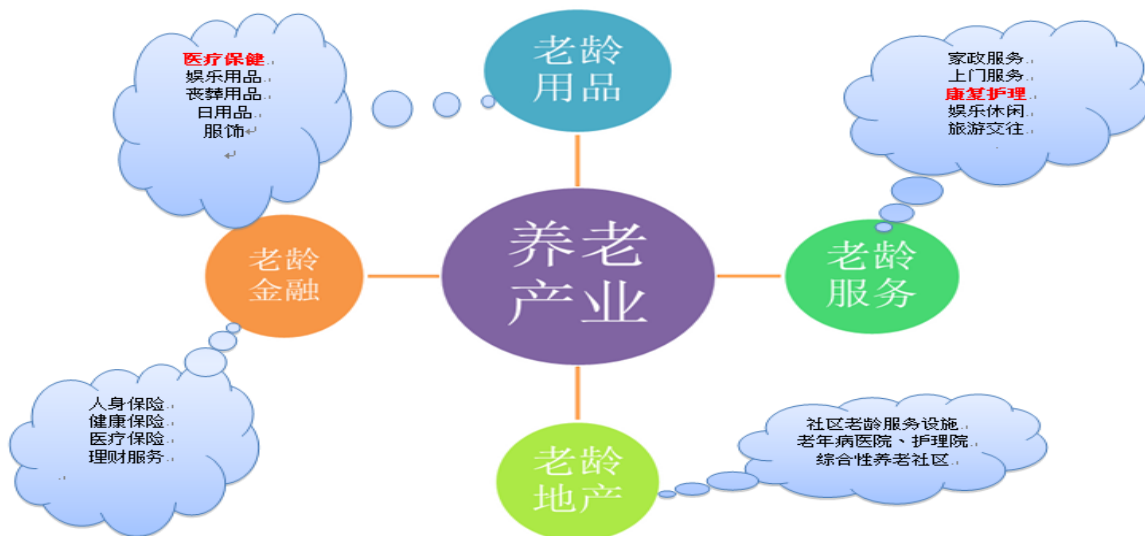
图 9: 老年人常见慢性病

### 老年人常见慢性病排名



资料来源: 东莞医院、元大

图 10: 养老产业链分析



资料来源: 《中国老龄产业发展报告 (2014)》、元大



## 关注个股：

**鱼跃医疗：**公司的主营业务为康复护理（57.65%）和医用供氧（32.9%），人口老龄化对康复医疗器械的需求增大，主营业务有望持续增长。而且现中国糖尿病、高血压的病人分别超过 1.2 亿和 2.5 亿人，随着老年人护理知识的普及和移动医疗的发展，家庭测量血压和血糖将越来越普及，公司作为生产的血压计作为国内市场第二品牌（仅次于欧姆龙）将率先收益。

而且在互联网医疗方面，与阿里巴巴合作成立医云健康管理公司，并构建以慢性病远程医疗服务的平台，有望串联线上与线下资源，打造大健康生态圈。

**三诺生物：**公司作为国内血糖仪监测系统市场的龙头企业，市场占有率第一。三季度报表显示，公司由于上半年海外竞标（成功收购美国血糖仪市场排名第三的 Nipro）和销售渠道拓展（“金系列”血糖仪打开高端医院市场）使管理和销售费用同比增长逾 50%。虽然净利润同比减少 14.78%，但主营收入仍保持稳定的增长。从长远看公司拥有较强的成本控制和功能卓越的金系列产品，海外收购打开较垄断度较高的海外市场后，其未来成长潜力较强。

**华东医药：**公司是竞争实力较强的一家集医药工业、商业和科研于一体的综合性医药企业。业绩持续高增长的两大主力品种百令胶囊和阿卡波糖均保持 30% 左右的增长，而这两种药技术壁垒较高，预计可带动公司业绩在未来 2-3 年继续保持持续高增长。公司的战略也往“互联网+”靠近，华东医药的电商系统已涵盖了 B2B、B2C 等。而且还推出了“悦行优品”健康体验馆，作为公司健康产业养老服务的战略之一。

**南京新百：**公司以“百货+医疗服务”为双主业，在现代百货方面，通过收购拥有成熟经营和多渠道销售模式的英国 HOF 百货公司，虽然现在 HOF 拖累公司整体业绩，但是预计在磨合后 HOF 有望提升百货业务的经营模式升级进而提高业绩。在医疗养老方面，通过收购以色列最大医疗护理服务企业 Natali（中国）、拥有远程医疗平台的安康通和具有医疗资源的徐州三院，集三家。

**双箭股份：**公司主营业务为传送带，在目前低增长新常态下业绩有上行压力。不过公司正准备收购上游公司，完善产业链并发挥产业整合效应。而且目前公司正积极转型养老服务行业，针对中高端客户的桐乡和济颐养院已于今年 5 月初正式营业，旨在打造养老、体检、康复等多项功能为一体。目前市场中还没有非常成熟的养老院运营模式，看好公司作为进入养老服务行业的先行者，有望优先享有行业高增长及国家政策红利，而且公司养老经营模式一旦确立可向全国扩张，有望成为新的业绩主干点。

**图 11: 养老产业关注个股**

公司简称	公司代码	11/3 收盘价	YTD %	市值 (十亿)	EPS		PE		备注
					FY15	FY16	FY15	FY16	
鱼跃医疗	002223.SZ	40.23	74.76%	23.53	0.68	0.88	58.92	45.90	血压器
迪安诊断	300244.SZ	76.80	124.89%	20.72	0.65	0.90	118.15	85.33	康复护理
三诺生物	300298.SZ	37.37	52.87%	9.76	0.82	1.04	45.81	36.00	血糖监测仪
通化东宝	600867.SH	24.22	69.37%	27.51	0.37	0.49	64.60	49.61	糖尿病慢病管理
华东医药	000963.SZ	74.50	41.08%	32.34	2.65	3.37	28.09	22.13	健康体验馆
天士力	600535.SH	36.38	-13.30%	39.31	1.47	1.74	24.67	20.91	康复医疗
汤臣倍健	300146.SZ	33.71	28.63%	24.54	0.92	1.19	36.82	28.26	保健品
南京新百	600682.SH	37.53	373.13%	30.71	0.54	0.73	69.54	51.42	养老服务
奥维通信	002231.SZ	15.61	96.13%	5.57	0.30	0.39	52.92	40.55	养老服务
双箭股份	002381.SZ	13.84	64.97%	4.86	0.39	0.44	35.64	31.77	养老服务

资料来源: WIND、元大

## 附录 A：重要披露事项

### 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全文或部分内容的分析师，兹针对本报告所载证券或证券发行机构，于此声明：(1) 文中所述观点皆准确反映其个人对各证券或证券发行机构之看法；(2) 研究部分分析师于本研究报告中所提出之特定投资建议或观点，与其过去、现在、未来薪酬的任何部份皆无直接或间接关联。

### 目前元大研究分析个股评级分布

评级	追踪个股数	%
买入	195	44%
持有-超越同业	107	24%
持有-落后同业	50	11%
卖出	13	3%
评估中	81	18%
限制评级	2	0%
总计：	448	100%

资料来源：元大

### 投资评级说明

**买入：**根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持正面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中增持该股。

**持有-超越同业：**本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力高于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

**持有-落后同业：**本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力低于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

**卖出：**根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持负面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中减持该股。

**评估中：**本中心之预估、评级、目标价尚在评估中，但仍积极追踪该个股。

**限制评级：**为遵循相关法令规章及/或元大之政策，暂不给予评级及目标价。

注：元大给予个股之目标价系依 12 个月投资期间计算。大中华探索系列报告并无正式之 12 个月目标价，其投资建议乃根据分析师报告中之指定期间分析而得。

### 总声明

© 2015 元大版权所有。本报告之内容取材自本公司认可之资料来源，但并不保证其完整性或正确性。报告内容并非任何证券之销售要约或邀购。报告中所有的意见及预估，皆基于本公司于特定日期所做之判断，如有变更恕不另行通知。

本报告仅提供一般信息，文中所载信息或任何意见，并不构成任何买卖证券或其他投资目标之要约或要约之引诱。报告数据之刊发仅供客户一般传阅用途，并非意欲提供专属之投资建议，亦无考虑任何可能收取本报告之人士的个别财务状况与目标。对于投资本报告所讨论或建议之任何证券、投资目标，或文中所讨论或建议之投资策略，投资人应就其是否适合本身而咨询财务顾问的意见。本报告之内容取材自据信为可靠之资料来源，但概不以明示或默示的方式，对数据之准确性、完整性或正确性作出任何陈述或保证。本报告并非（且不应解释为）在任何司法管辖区内，任何非依法从事证券经纪或交易之人士或公司，为于该管辖区内从事证券经纪或交易之游说。

元大研究报告于美国仅发送予美国主要投资法人（依据 1934 年《证券交易法》15a-6 号规则及其修正条文与美国证券交易委员会诠释定义）。美国投资人若欲进行与本报告所载证券相关之交易，皆必须透过依照 1934 年《证券交易法》第 15 条及其修正条文登记注册之券商为之。元大研究报告在台湾由元大证券投资顾问股份有限公司发布，在香港则由元大证券(香港)有限公司发布。元大证券(香港)系获香港证券及期货事务监察委员会核准注册之券商，并获许从事受规管活动，包括第 4 类规管活动（就证券提供意见）。非经元大证券(香港)有限公司书面明示同意，本研究报告全文或部份，不得以任何形式或方式转载、转寄或披露。

欲取得任何本报告所载证券详细数据之台湾人士，应透过下列方式联络元大证券投资顾问股份有限公司：

致：联络人姓名  
元大证券投资顾问股份有限公司  
台湾台北市 104 南京东路三段  
225 号 4 楼

欲取得任何本报告所载证券详细数据之香港人士，应透过下列方式联络元大证券(香港)有限公司：

致：研究部  
元大证券(香港)有限公司  
香港夏慤道 18 号  
海富中心 1 座 23 楼