# 国内康养地产的发展现状、前景及其对房企财务的影响

作　者：申学峰
邮　箱：research@fecr.com.cn

## 摘要

本文介绍了康养地产的概念与几种商业模式，梳理了国内与康养地产发展相关的政策，并分析了康养地产的行业前景。最后介绍了目前国内房地产企业开发的康养地产典型案例，分析了康养地产项目对房地产企业财务状况的影响。

康养地产即结合健康养老服务的房地产，按商业模式可以分为纯销售型、销售+服务型、自持运营型以及混合的类型。目前国内人口老龄化日趋严重，中央在“十四五规划与 2035 远景目标的建议”中强调积极实施应对人口老龄化战略，而康养地产作为主要服务于老龄人口的新业态将得到政策支持。近几年住建部、国土资源部、民政部等多部门在土地供应等方面出台了扶持康养地产发展的政策。

按照最新的人口数据，2019 年末我国 45 至 54 岁的中年人口有近 2.42 亿人，这部分人群会在未来 10 年逐步达到退休年龄，形成一波老龄人口高峰。老龄人口上升意味着整个社会对健康和养老服务的需求将大幅增长，康养地产将会有巨大市场空间。从社区养老服务设施数量等数据也可以从侧面看出，康养地产行业正在快速增长。

目前已经有部分康养地产项目取得了良好的经营效益，典型的有万科开发的杭州随园嘉树项目等。除此之外保利地产、绿城集团等其他房企也开发了一些成功的项目。从财务角度看，开发自持运营型的康养地产项目会增加债务融资尤其是对长期债务的需求，资产周转率较商业地产来说可以更高。自持运营型康养地产项目的经营周期长，现金流回收时间较住宅地产长，且面临经营效益波动的风险。

## 一、康养地产的概念及商业模式

康养二字是健康和养老的合称，即基于良好的生态、完善的医疗，以健康和养老为主要内容的产业发展形态。康养按消费群体可以分为孕婴康养、青少年康养、中老年康养；按消费内容可分类为基于养身的康养、基于养心的康养、基于养神的康养；按消费个体健康可以分为健康状态的保养、亚健康状态的疗养、临床状态的医养。康养地产就是由企业开发主导的以康养为主题的产权类项目，通过在功能组合与产品形态上与康养产业相互渗透，可以创造出更大的居住价值与商业价值。

康养产业本质是属于服务行业，却因为很多房地产公司的进入，被贴上了浓厚的房地产标签。康养地产的概念从 2017 年开始逐步流行于地产圈，很多公司纷纷开始研究康养产业，不少康养项目逐步落地。随着我国社会老龄化程度加深，康养项目巨大的消费潜力让更多的地产公司跃跃欲试。根据远东资信的统计，2014 年初至 2021 年 2 月期间，在国内发行过债券的房地产企业共有 468 家，其中有 133 家已进入康养地产领域，占比约为 28.42%；而在更近的 2018 年初至 2021 年 2 月期间，在国内发行过债券的房地产企业共有 289 家，其中有 108 家已进入康养地产领域，占比已上升至 37.37%。从发债房企涉足康养地产的比例来看，最近两年更多的房企开始将康养地产作为业务板块之一，而且在传统的住宅地产和商业地产市场竞争愈加激烈的趋势下，部分房企已经将康养地产视为新的市场蓝海。

目前康养地产已逐步发展成为一种被房企广泛实践的新业态，因此有必要深入分析其商业模式、发展前景以及对房企自身偿债信用的影响。房地产企业经营康养地产的商业模式大致可以分为纯销售型、销售+服务型、自持运营型三种，实际经营中部分项目也会采用部分销售、部分自持运营这种混合类型的模式。

**表 1：康养地产的商业模式**

| | 纯销售型 | 销售+服务型 | 自持运营型 |
|---|---|---|---|
| **开发特点** | 项目开发完成后全部对外销售 | 开发项目对外销售，同时提供配套的康养服务 | 项目开发完成后用于持续经营，对外提供居住及康养服务 |
| **用地性质** | 居住用地 | 居住用地、商业服务业设施用地 | 居住用地、商业服务业设施用地 |
| **功能体系** | 住宅社区、适合健康养生的居住环境 | 住宅社区、配套的医疗服务、养生服务 | 大型综合康养社区、医疗服务、养生服务，或配套以娱乐教育功能 |
| **针对客户** | 已退休、独立生活的中高收入老年人群体 | 中高收入的老年人群体 | 中高收入的老年群体，特别针对需照看护理的老年人 |
| **开发主体** | 房地产企业 | 房地产企业、专业医疗养老机构 | 房地产企业、其他投资商、专业医疗养老机构 |
| **运营方式** | —— | 开发商与第三方合作或委托第三方运营 | 开发商与第三方合作运营 |
| **盈利来源** | 住宅销售收入 | 住宅销售收入、提供康养服务的收费 | 住宅租金、提供康养服务的收费 |

资料来源：远东资信整理

其中，纯销售型其实就是按照健康养生理念规划建设的住宅类项目。很多房地产企业专门挑选周边自然环境优越、交通条件好的土地开发建设居住区，以居住环境适于养生作为住宅的卖点吸引购房客，例如位于北戴河的保利海公园、位于三亚的融创海棠湾等楼盘项目。销售+服务型和自持运营型则是将康养服务融入到了地产项目当中，是典型意义上的康养地产。这两种模式下，房企在提供康养服务的同时，可以选择将物业出售给居住者，也可以自己持有物业并对外出租。

传统房地产开发遵循的是拿地、建设、销售这样的步骤，整个流程占用资金的时间通常在 2 年左右。而如果房企持有物业并持续运营的话，会持续占用房企的大量资金，对房企的资金实力是很大的考验。尤其是在当前“三道红线”等政策严格限制房企债务规模扩张的情况下，很难通过债务途径为经营性资产融资，因此目前房企涉足自持运营型康养地产项目的数量很少。未来如果 REITs 进一步发展，或可以为自持运营型康养项目提供更多的长期资金。例如，美国的康养地产企业 Erickson Living 隶属于 Redwood 资本投资公司，其开发资金就来源于机构投资者。

持续运营并提供服务是康养地产模式发展的核心，而传统房企对于持续经营性的资产缺少运营经验，健康、养老服务更是与传统房地产开发相去甚远的陌生领域，因此房企需要与专业的医疗或养老机构合作运营。例如恒大健康在养生谷项目运营中就与广州南方医大医院管理有限公司等机构在远程医疗诸方面展开了合作。

除了房地产企业外，目前一些其他领域的企业借助对康养领域的了解，也进入了康养地产行业。比较典型的是，泰康保险集团结合其寿险业务，在北京、上海、南京、广州等多个城市开发了“泰康之家”养老社区，且项目在全国各地不断扩张布局。面对外来者的竞争，未来房企要想在康养地产领域立足，必须要重点提高自身的运营水平和康养服务能力，改变以前单一的居住物业开发商角色。

## 二、康养地产的扶持政策

康养地产开发牵涉到土地供应、税收、行业准入等多方面，政府的支持对行业的发展至关重要。目前国内老年人口不断增长，但随之增长的康养需求还得不到充分满足，因此政府对康养地产发展总体上持大力支持态度，并出台了诸多扶持政策。在出台扶持政策的同时，为了防止房企假借“康养”的名义开发商品房，国家自然资源部明确规定，养老服务设施用地不得用于开发房地产项目。房地产开发企业在开发康养地产的过程中需要关注政策的变动，既要把握住政策机遇也要避免违反监管红线。目前的扶持政策主要是中央在发展战略规划上给予的支持、土地相关政策，税收优惠及补贴等其他政策相对较少。

### （一）“十四五规划和 2035 远景目标的建议”支持康养地产发展

中央在“十四五规划和 2035 远景目标的建议”中明确提出，要“加快发展健康产业”，“实施积极应对人口老龄化国家战略”。“十四五”时期是应对人口老龄化的重要窗口期，到“十四五”末，我国预计 60 岁以上老龄人口占总人口的比例将超过 20%，从轻度老龄化进入中度老龄化阶段。面对日趋严重的老龄化问题，“建议”强调要“推动养老事业和养老产业协同发展”，扩大针对老年人口的服务供给，培育发展养老相关的产业。

但是中国老龄人口基数庞大，效仿发达国家建立完善的配套康养服务体系需要耗费大量社会资源，相对来说居家养老、医养结合的模式可能更适合于国内。因此“建议”特别提到要“发展普惠型养老服务机构和互助性养老，

支持家庭承担养老功能，培育养老新业态，构建居家社区机构相协调、医养康养相结合的养老服务体系”。康养地产作为一种新业态，将传统的居住功能和康养服务相结合，能够以家庭为单位承担部分养老功能，正契合了中央的政策导向。

发展康养地产一方面是应对人口老龄化国家战略的要求，另一方面也有助于推动形成“国内大循环”的新发展格局。“建议”中提到银发消费有利于“扩大内需，充实国内大循环，促进国内国际双循环良性互动”，要“全面放开养老服务市场，催生银发经济新产业、新业态、新模式，培育形成经济增长新动能”。目前中国 60 岁及以上老年人口已超过 2.5 亿且仍在不断增长，老龄人口的潜在消费潜力巨大。通过发展康养地产带动相关服务消费增长，可以在满足老年人养老服务和医疗健康服务综合需求的同时挖掘经济增长潜力，实现社会效益与经济效益的统一。

### （二）土地相关政策

开发康养地产项目首先需要获取土地，土地获取的难易及成本对项目的效益有很大影响。不同于传统的房地产项目，康养地产因其提供了健康养老服务而在供地上得到了政策的倾斜。最近几年住建部、国土资源部、民政部等多个国家部门都出台过具体政策对康养地产供地提供支持。

2014 年住建部等部门印发了《关于加强养老服务设施规划建设工作的通知》，通知提到“各地国土资源主管部门应将养老服务设施建设用地纳入土地利用总体规划和土地利用年度计划，按照住房开发与养老服务设施同步建设的要求，对养老服务设施建设用地依法及时办理供地和用地手续”。按照通知的要求，新建城区和新建居住小区必须配套建设养老服务设施，地产与康养结合成为政策导向。且养老服务设施用地在土地利用总体规划中作单独的规划安排。同年发展改革委、民政部等部门发布的《关于加快推进健康与养老服务工程建设的通知》中也强调，“医疗、养老、体育健身设施用地纳入土地利用总体规划和年度用地计划”，且“营利性项目按照相关政策优先安排供应”，康养地产项目的用地能够在土地整体规划层面得到更多保障。

2014 年国土资源部发布了《养老服务设施用地指导意见》，专门针对养老用地得供应和使用作了详细的规定。在保障养老供地方面，意见提出“对闲置土地依法处置后由政府收回的，规划用途符合要求的，可优先用于养老服务设施用地，一并纳入国有建设用地供应计划”，这有利于盘活存量用地用于养老服务设施建设。很多城市的主城区在经历多年开发后，已经很难再找到大面积的宗地专用于建设康养地产项目，但仍有一些存量的闲置用地错落分布在已开发土地之间。充分利用这部分闲置土地能够为开发城区范围内的康养项目提供更多土地资源。此外意见还要求，房地产用地出让时不得将养老服务机构的资格或资信等级等作为出让条件，这为大部分相对缺乏养老服务相关经验的房地产企业参与康养地产降低了获取土地项目的门槛。

2015 年卫生计生委、民政部、国土资源部等部门共同发布了《关于推进医疗卫生与养老服务相结合的指导意见》，明确对营利性医养结合机构，应当以租赁、出让等有偿方式保障用地，并要求“各级政府要在土地利用总体规划和城乡规划中统筹考虑医养结合机构发展需要，做好用地规划布局”。采用自持运营型模式的康养地产项目属于此意见所界定的营利性医养结合机构，可以在地方政府土地规划中得到土地分配上的支持。但目前大部分康养地产项目仍属于附带销售房产的类型，不能够得到土地规划上的支持，经营康养地产项目的房企要想利用相关土地支持政策，就需要扭转拿地、建设、销售的理念，从开发销售商转变为开发运营商。针对地方层面的土地规划，2019 年自然资源部出台的《产业用地政策实施工作指引》中再次提出，“各地要将医疗、养老、教育、文化、体育等领域用地纳入国土空间规划和年度用地计划”，甚至未来“农用地转用指标、新增用地指标分配要适当向上述领域倾斜”，对康养产业用地有序适度扩大供给。

### （三）税收优惠及补贴政策

目前与康养地产相关的税收优惠政策很少，而且按照目前的税法规定，只有纯经营性、以提供康养服务为核心的康养地产项目才有可能获得税收上的优惠。2013 年国务院在下发的《关于加快发展养老服务业的若干意见》中提出，要在在养老服务事业和产业投融资、用地、津补贴、税收减免等方面出台一系列政策，扶持养老产业发展。但是按照民政部门对政策实施范围的解释，房地产企业等主体开发建设的营利性养老社区或将被排除在此政策红利之外。此外，对于北京、上海等地针对养老服务出台的高额度床位补贴政策，房地产企业也可能无法享受。

税法只针对非营利性的养老服务机构“暂免征收企业所得税、及老年服务机构自用的房产、土地、车船的房产税、城镇土地使用税、车船使用税”，捐赠单位和个人通过规定渠道向养老服务机构捐赠可以“按年度会计利润12%的限额在企业所得税税前扣除，超过年度利润总额 12%的部分，准予结转以后三年内在计算应纳税所得额时扣除”。康养地产作为营利性的项目，被排除在税法划定的优惠对象之外。

尽管目前相关的政策很少，但是在实施积极应对人口老龄化国家战略的政策基调下，预计未来针对康养地产会有进一步的税收优惠或补贴政策。可以肯定的是，优惠政策将会只提供给以提供康养服务为核心的项目，假借康养名义开发住宅或商业地产的房企难以享受到政策的红利。

### （四）其他相关政策

民政部在《关于进一步扩大养老服务供给、促进养老服务消费的实施意见》中提出大力发展城市社区养老服务，“积极引导社会力量广泛参与社区养老服务，扶持培养一批综合化、专业化、连锁化、品牌化社区养老服务机构，支持其取得合理回报和持续发展”。在社区式养老模式下，提供康养服务的主体可以不限于专业的养老服务机构，房地产企业可以凭借其在住房领域的优势参与社区养老服务。

意见中特别提到要实施“养老服务+行业”行动，“支持养老服务与文化、旅游、餐饮、体育、家政、教育、养生、健康、金融、地产等行业融合发展，创新和丰富养老服务产业新模式与新业态，拓展旅居养老、文化养老、健康养老、养生养老等新型消费领域”。民政部明确支持房地产等参与主体在旅居养老等多种新消费模式上积极探索，发展康养地产等新业态。为了拓宽发展养老服务产业的资金渠道，有条件的地方还可以探索设立养老服务产业发展基金，引导包括房地产企业在内的社会资本广泛参与发展养老服务业。

## 三、康养地产的前景

康养地产是房地产发展的新形式，相对于竞争激烈的传统地产来说是一篇蓝海。在实施应对人口老龄化战略的支持下，康养地产拥有巨大的市场空间，需求的释放也在带动行业快速增长。

### （一）市场空间

我国是世界上老龄人口最多的国家，根据国家统计局的数据，2019年底中国已有65岁及以上老年人口1.76亿。由于上世纪60、70年代中国经历了一波生育高峰，目前这一批人口已经到达50岁左右的年龄，很快将进入退休年龄并失去劳动能力，需要更多的健康和养老服务支持生活。从2019年分年龄段人口数据（图1）可以看到，在45~74岁区间的人口中，人口数量随着年龄变小而陡然增加，并在45~54岁形成一个人口高峰。根据国家统计局的统计，2019年末我国45至54岁的中年人口有近2.42亿人，这部分人群会在未来10年陆续进入退休年龄，形成第一波退休人

口高峰。从最近几年65岁以上的老龄人口的数量变化趋势（图2）来看，65岁以上老龄人口在快速增长，2019年末已经占总人口的12.6%。按照当前的趋势，预计到2030年末我国65岁以上人口将可能接近3亿。老龄人口的快速增加意味着整个社会对健康和养老服务的需求将大幅增长，康养地产将会有巨大市场空间。

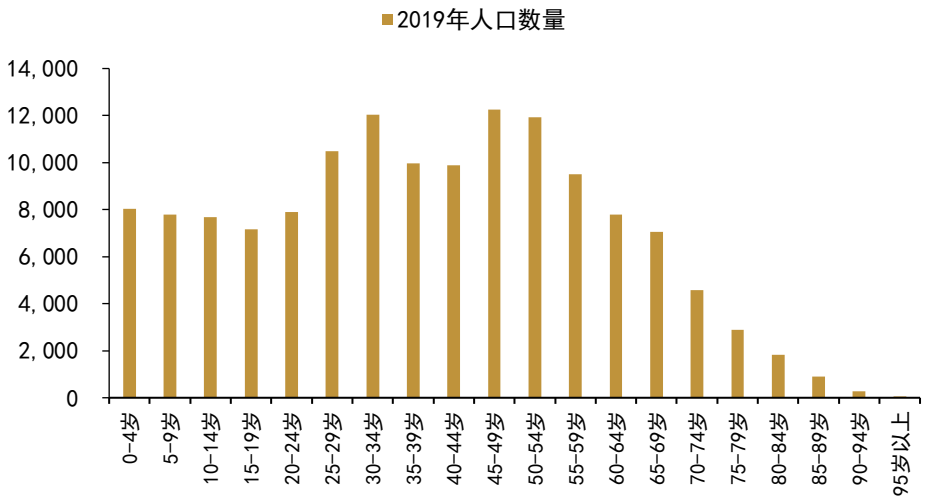


**图 1：2019 年中国人口年龄结构（单位：万人）**

资料来源：国家统计局，远东资信整理

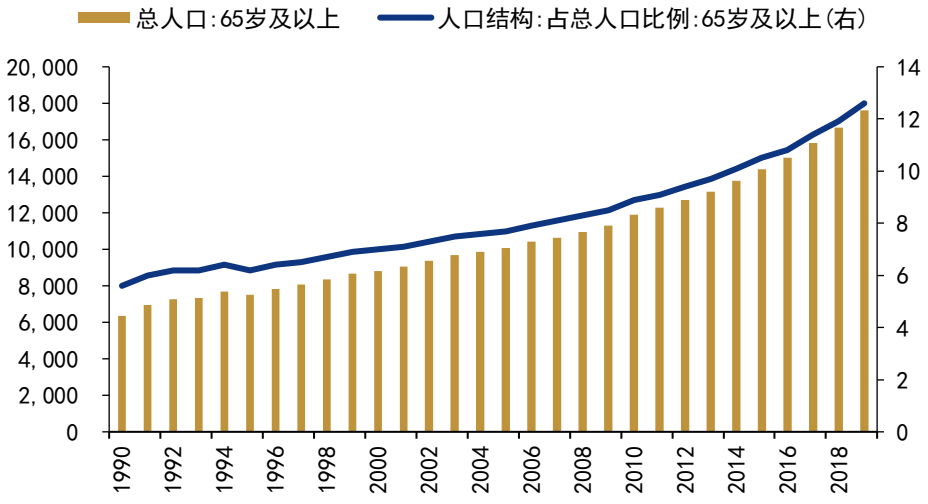


**图 2：中国人口老龄化趋势（1990~2019，单位：万人，%）**

资料来源：国家统计局，远东资信整理

康养地产面向的客户主要是中高收入人群，需要足够的社会经济基础才能支撑产业发展。根据招商银行和国家统计局的数据，中国高净值人群数量、城镇居民家庭人均可支配收入都在不断增长（图3）。随着居民财富不断增长，康养消费支出的规模也逐步上升。2013年以来全国居民在医疗保健上的人均消费支出总体不断上升（图4），

仅在2020年由于疫情影响出现了小幅下降。从消费趋势上看，居民对康养服务的支出能力及意愿都在上升，相应地康养地产的消费潜力也将会逐步释放。

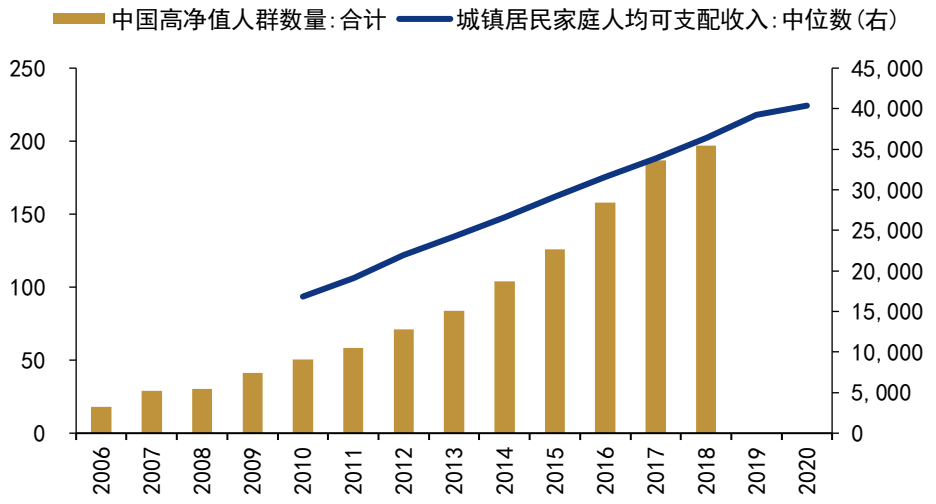


**图 3：中国居民财富增长趋势（2006~2020，单位：万人，元）**

资料来源：招商银行，国家统计局，远东资信整理

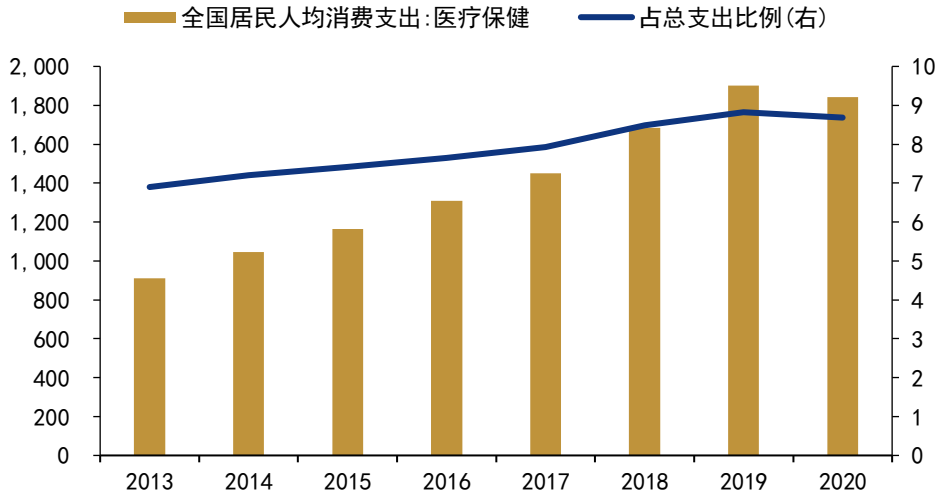


**图 4：中国居民医疗保健消费支出情况（2013~2020，单位：亿元，%）**

资料来源：国家统计局，远东资信整理

## （二）行业增长速度

在康养需求持续增长的带动下，相关产业的供给也在不断增加。根据民政部统计的社区服务机构数据（图5），2019年社区养老机构和设施数量达到63,618个，较上年大幅增长了42.78%。从趋势上看，社区型养老服务的供给增长迅速。而康养地产项目围绕居住的社区构建健康养老服务体系，其行业规模也将跟随社区型养老市场增长。

康养地产可以提供的一项重要服务是老年人护理，服务的基础是有充足的床位。最新可获的2019年数据显示，国内每千名老年人拥有养老床位数仅有30.5张，远低于同期发达国家的水平，预计未来仍将会有大幅度的增长空间。康养地产可以满足住宿功能，在养老床位严重不足的情况下，行业整体也会在养老床位的需求带动下有非常快的增长。

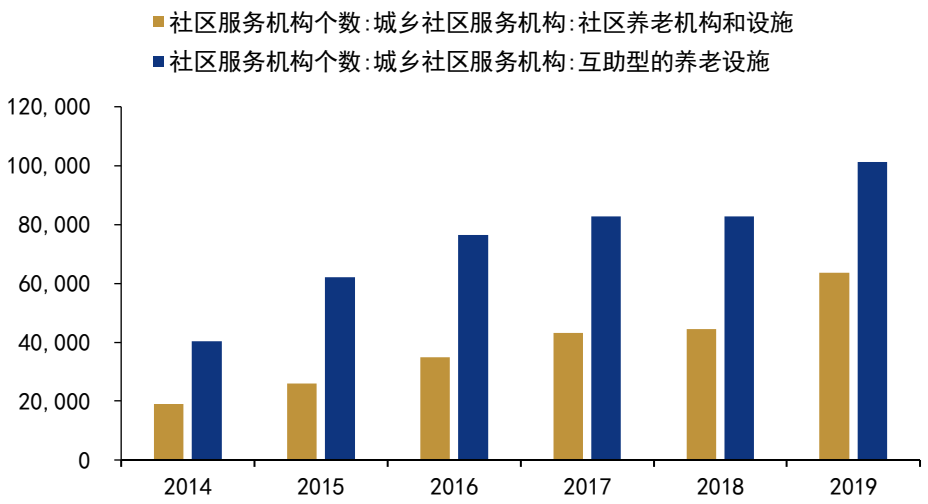


**图 5：中国社区养老服务机构数量（2014~2019，单位：个）**

资料来源：民政部，远东资信整理

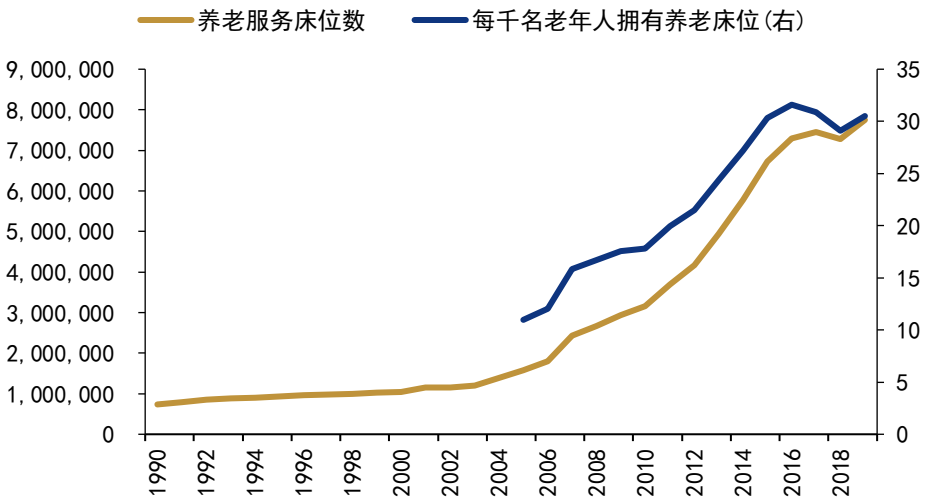


**图 6：中国养老服务床位数量（1990~2019，单位：张）**

资料来源：民政部，远东资信整理

对于康养行业的投资情况，尽管缺少直接的统计数据，但可以从康养服务相关的固定资产增长情况（图7）来侧面观察其行业的投资增速。在2009至2019年期间，提供老年人与残疾人服务的住宿型社会服务机构固定资产规模

年均增长10.77%，其中2019年增速更是大幅上升至35.74%。投入于老年人及残疾人服务的资本在迅速扩张，进而康养相关行业也在随之快速增长。

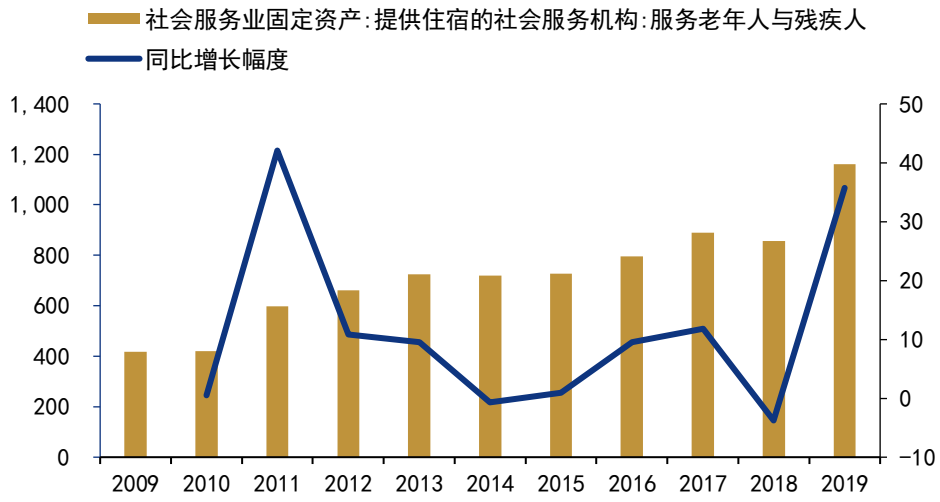


**图 7：中国养老服务业固定资产投资情况（2009~2019，单位：亿元，%）**

资料来源：民政部，远东资信整理

## 四、国内康养地产的典型案例

目前国内康养地产项目相对于传统的住宅项目来说数量依旧很少，虽然从2014年开始已经有很多房企开始进入康养地产领域，但大多都属于尝试性的开发，康养地产业务在房企的总营收中占比仍很小。从房企初步实践的效果来看，康养项目大多受到了市场的欢迎，部分项目取得了良好的经济效益并成为同行可效仿的典型案例。

以头部房企万科为例，杭州随园嘉树项目是万科开发的首个真正意义上的养老项目。项目依托良渚文化村项目，采用“大社区+养老组团”的开发模式，所用土地属性为40年产权旅游用地（商业用地）。在项目推出三个月后，随园嘉树老年公寓实现真实入住106户，1年内随园嘉树内的120张床位的随园护理院即实现100%入住率，项目取得了良好的市场业绩。

随园嘉树采取销售使用权与持有租赁相结合的运营模式，并依据市场情况和项目进展不断调整运营。项目起初打算销售80%的物业，持有20%的物业。随着项目的推进，逐渐增加项目持有物业比例，这说明万科注重后期运营，将为客户提供持续养老服务作为新的利润增长点。从万科在经营方式调整的决策上也可以看出，运营康养地产项目比单纯的销售项目能够带来更好的经济效益。在房企自身的资金足够支撑长期经营性资产投资的情况下，增加持有运营类业务的占比是更好的经营模式。

**表 2：部分国内康养地产典型项目**

| 开发商 | 项目名称 | 项目特点 | 管理方式 | 运营方式 | 融资方式 |
|---|---|---|---|---|---|
| **万科** | 杭州万科随园嘉树 | 首个数字化服务示范区 | 开发商管理 | 部分销售，部分持有运营 | 自有资金和外来资金结合 |

| 开发商 | 项目名称 | 项目特点 | 管理方式 | 运营方式 | 融资方式 |
|---|---|---|---|---|---|
| | 北京万科幸福汇 | 高端的服务式养老公寓 | 外包给专业机构管理 | 租售结合 | 自有资金和外来资金结合 |
| **保利地产** | 北京和熹会老年公寓 | 高端老年公寓，以介护服务为重点: | 开发商管理 | 持有经营，会员制 | 自有资金和外来资金结合 |
| | 保利西塘越 | 配备康复理疗中心，提供专业的健康管理和医疗康复服务 | 开发商管理 | 住宅直接销售 | 自有资金和外来资金结合 |
| **绿地集团** | 上海绿地21城孝贤坊 | 普通住宅配置适老化的配套服务和设施 | 开发商管理 | 住宅直接销售 | 自有资金和外来资金结合 |
| **太阳城** | 北京太阳城 | 适合全龄段老年的公寓设计，综合性养老社区 | 外包给专业机构管理 | 租售结合 | 私募基金、置换、倒按揭组合 |
| **复星集团** | 上海星堡中环 | 中外合资打造的综合性养老社区，由国外专业养老地产运营商参与运营 | 开发商和专业管理机构联合管理 | 持有经营，收入住费与月费 | 私募基金 |
| **燕达集团** | 燕达国际健康城（北京） | 以医疗服务为重点的老年公寓项目 | 开发商与专业医疗机构联合管理 | 持有经营 | 私募基金 |
| **香格蔚蓝** | 沈阳蔚蓝林溪公馆 | 提供一对一家庭医生服务，实现居家养老模式 | 开发商管理 | 住宅直接销售 | 自有资金和外来资金结合 |
| **挚信资本（类似REITs）** | 上海亲和源 | 大型养老社区，提供全阶段、全方位的养老服务 | 开发商与服务供应商组建战略联盟，共同管理 | 持有经营，会员费+服务费 | 房地产信托基金 |

资料来源：远东资信整理

除了已成为业内典范的万科随园嘉树项目外，保利地产、绿地集团、太阳城等诸多房企也开发了一些较为成功的项目（表2）。传统房地产企业可以开发康养地产项目，还有一些房地产信托基金也在投资开发类似的项目。比较典型的是挚信资本投资运营的“上海亲和源”老年公寓项目。亲和源老年公寓是一个以会员制为主要形式，以实现健康、快乐的老年新生活为目标，融居家养老和机构养老优化为一体，与上海地区消费者相匹配的中、高档的养老社区。其背后的投资人挚信资本是一家专业的投资机构，根据资金来源可视其为股权类的REITs。

目前国内的REITs市场尚处起步阶段，但相关的政策正在逐步推进落实。2020年4月30日，中国证监会、国家发改委联合发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》。随后的8月，证监会、发改委推出REITs试点申报通知与指引，正式启动了试点项目申报工作。不久的将来可能会有更多类似挚信资本的专业投资机构进入康养地产，其中的以公司形式开展的REITs还可能会通过债券市场进行融资，房地产行业债券发行人的数量也可能会随之增加。

## 五、康养地产项目对房企财务的影响

康养地产项目在开发流程、经营模式上与住宅或商业地产有所差异，因而其对房企的财务会有不一样的影响。影响主要体现在资本结构与偿债能力、资产周转率、现金流这三个方面。

### （一）资本结构与偿债能力方面

传统房地产开发项目遵循拿地、建设、销售的流程，在项目实际交付之前，房企可以将在建的物业预售给客户并收取预收款。这部分预收款可以用来支付项目后续建设所需资金，事实上变成了房企重要的一种融资途径。而对于自持运营类的康养项目来说，由于相关物业不对外销售，不能通过收取预收款来融资，相应地就需要增加债务或权益融资的规模。目前房企在国内IPO融资的渠道已经被暂停，已上市房企也不能够通过定增来为地产项目融资，房企很难获得股权融资，通常情况下只能发行债券。因此房地产企业如果开发自持运营类型的康养地产项目的话，会增加债务融资的需求，负债水平会上升，相应地偿债能力可能会受到影响。

除负债水平可能上升之外，长期债务的占比也可能由于开发康养地产项目而上升。如果房企长期持有运营康养地产项目的话，为项目建设支出的资金要在未来很长一段时间内才能通过运营收费逐步收回，因此房企在项目开发的起始阶段要准备更多长期资金。长期资金主要是通过股权融资或发行较长期限的债券来获得，相应地在开发自持运营型康养地产项目的房企的资本结构中，长期债务占总资产的比例更高。如果康养地产项目的运营效益良好，能够获得持续稳定的现金收益，则可以通过资产证券化来融资。在资产证券化的情形下，房企融得货币资金的同时也会对应增加长期债务。只有对于部分非上市房企来说，才有可能通过引进第三方投资机构入股来提供长期资金。这种引入权益资金的方式可以降低房企自身的负债压力，进而偿债能力可以得到提高。

### （二）资产周转率方面

开发物业并对外销售属于轻资产的地产经营模式，房企不需要持有太多经营性资产，开发完成的物业作为存货构成了主要的资产项目。因此对于以销售为主的康养地产来说，主要关注其存货项目的周转情况。从已开发的康养地产案例来看，很多项目凭借康养属性获得了更多客户的青睐，在较短的时间内就完成了出售，存货的周转速度比普通的住宅可能要更快。

而对于以自持运营为主的康养地产项目，则主要关注经营性资产的周转情况。将康养地产与商业地产做对比，商业地产通常主要依靠物业出租来获取收入，收入的来源较为单一，一般只能通过提高物业的管理水平来吸引更多租户来提高收入；而对于康养地产来说，开发商除租金外还可以通过提供医疗、养生甚至饮食、娱乐等多种附加服务来扩大营收规模。开发商如果在项目规划阶段更多地关注项目的康养属性，增加提供配套服务的设施并在后续的运营中获取更多服务性收入，就可以比经营商业地产有更高的资产周转率。

### （三）现金流方面

销售型康养地产项目的现金流与一般的住宅地产类似，即在获取土地项目时先缴付一部分土地款项，后续的规划建设过程中再支付工程款和剩余部分土地款，建设过程中可以通过项目预售回收部分资金，最后的项目交付后收到全部的销售款。

而主要以提供服务为主的经营性康养地产的现金流则与商业地产类似，开发商在项目开发的前期需要支付土地款、工程款，且项目建设完成后不能立即获得资金回笼。项目需要在后续的很多年内以服务性收费或租金的形式回收资金。从整个项目期间来看，投资性现金流出主要发生在项目建设阶段，经营性现金流入主要是在后续的运营阶段，且经营性现金流入分摊在很长的期间内。期间项目的收益可能会因为经营环境变化等因素而波动，给现金流的稳定性带来影响。如果项目的开发资金中大部分是长期负债的话，现金流的波动还可能会影响长期偿债能力。但是如果康养地产项目采用部分销售、部分自持运营的模式，就可以在销售阶段先回笼部分资金，缩短整个现金流回收

的周期，降低运营阶段现金流受经营冲击而波动的风险。目前大部分康养地产就采用了租售结合的形式以提前收回部分现金。

**附表：部分房地产企业涉足康养地产的情况**

| 序号 | 典型房企 | 进入时间 | 项目区域布局 | 涉足领域 |
|---|---|---|---|---|
| 1 | 恒大集团 | 2015 年 | 全国 | 康养、医美、国际医院、寿险等 |
| 2 | 碧桂园 | 2015 年 | 北京，芜湖、顺德等 | 社区医疗中心、医院、康养等 |
| 3 | 万科 | 2010 年 | 全国 | 儿童医院、康复医院、康养 |
| 4 | 富力地产 | 2016 年 | 广州 | 新型国际医院 |
| 5 | 融创中国 | 2019 年 | 全国 | 清华融创青岛医学中心、康养等 |
| 6 | 世茂集团 | 2012 年 | 香港、深圳、广州、上海等 | 康养、医疗 |
| 7 | 万达集团 | 2015 年 | 上海、成部、昆明、青岛等 | 牙科诊所、医疗产业园、康养医院 |
| 8 | 金科地产 | 2016 年 | 重庆 | 云医院 |
| 9 | 保利发展 | 2010 年 | 北上广、 成都、嘉善等 | 康养 |
| 10 | 龙湖集团 | 2017 年 | 全国 | 养老、医疗服务 |
| 11 | 华润置地 | 2017 年 | 全国 | 康养医疗 |
| 12 | 泰禾集团 | 2016 年 | 全国 | 专科医院、综合医院、康养、寿险 |
| 13 | 远洋集团 | 2016 年 | 北京、上海等 | 康养、跨境健康管理平台等 |
| 14 | 太阳城 | 2000 年 | 北京 | 康养 |
| 15 | 绿城中国 | 2007 年 | 杭州 | 心血管病医院、康养、百年人寿 |
| 16 | 绿地集团 | 2017 年 | 上海、江西、广西等 | 远程医疗、康养、中医药产业 |
| 17 | 鲁能集团 | 2017 年 | 海南、济南 | 社区医疗中心 |
| 18 | 融侨集团 | 2018 年 | 福建 | 国际化综合医院 |
| 19 | 荣盛发展 | 2015 年 | 全国 | 康养、航空医疗、医疗康复 |
| 20 | 世荣兆业 | 2015 年 | 珠海 | 医疗中心 |
| 21 | 通盈地产 | 2016 年 | 北京 | 医疗管理咨询 |
| 22 | 深圳天地 | 2016 年 | 全国 | 互联网医疗 |
| 23 | 华远地产 | 2016 年 | 上海 | 医美 |
| 24 | 鸿珅集团 | 2016 年 | 天津 | 医疗服务 |
| 25 | 国瑞置业 | 2016 年 | 汕头 | 投资三甲医院 |
| 26 | 宝能集团 | 2016 年 | 全国 | 投资三甲医院 |
| 27 | 中南建设 | 2017 年 | 济宁 | 康养 |
| 28 | 苏宁环球 | 2017 年 | 北上广等 | 医美 |
| 29 | 绿地控股 | 2017 年 | 全国 | 康养、医学中心、生物医药 |

| 序号 | 典型房企 | 进入时间 | 项目区域布局 | 涉足领域 |
|---|---|---|---|---|
| 30 | 北大资源 | 2017 年 | 泰安 | 健康小镇 |
| 32 | 燕达地产 | 2011 年 | 北京 | 综合医院、医疗产业园 |
| 33 | 中茵集团 | 2012 年 | 徐州 | 健康产业园、康养 |
| 34 | 珠江地产 | 2013 年 | 珠海 | 健康城 |
| 35 | 万通地产 | 2013 年 | 西安 | 医疗产业园 |
| 36 | 运盛地产 | 2013 年 | 浙江、江苏 | 医疗信息化、产业基金 |
| 37 | 宜华地产 | 2014 年 | 深圳、天津等 | 医院、康养、护理 |
| 38 | 银城国际 | 2015 年 | 全国 | 康养 |
| 39 | 绿景控股 | 2015 年 | 北京、南宁 | 儿童医院、遗传病医院等 |

## 【作者简介】

申学峰，中央财经大学金融学硕士，研究部助理研究员。

## 【关于远东】

远东资信评估有限公司（简称“远东资信”）成立于 1988 年 2 月 15 日，是中国第一家社会化专业资信评估公司。作为中国评级行业的开创者和拓荒人，曾多次参与中国人民银行、证监会和发改委等部门的监管文件起草工作，开辟了信用评级领域多个第一和多项创新业务。

站在新的历史起点上，远东资信充分发挥深耕行业 30 余年的丰富经验，以准确揭示信用风险、发挥评级对金融市场的预警功能为己任，秉承“独立、客观、公正”的评级原则和“创新、专业、责任”的核心价值观，着力打造国内一流、国际知名的信用服务平台。

**远东资信评估有限公司** 网址： www.sfecr.com

**北京总部**
地址：北京市东城区东直门南大街 11 号中汇广场 B 座 11 层
电话：010-57277666

**上海总部**
地址：上海市杨浦区大连路 990 号海上海新城 9 层
电话：021-61428000

## 【免责声明】

本报告由远东资信提供。报告引用的相关资料均为已公开信息，远东资信进行了合理审慎的核查，但不应视为远东资信对引用资料的真实性及完整性提供了保证。

远东资信对报告内容保持客观中立态度。报告中的任何表述，均应严格从经济学意义上去理解，并不含有任何道德偏见、政治偏见或其他偏见，远东资信对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任。报告内容仅供读者参考，但并不构成投资建议。

本报告版权归远东资信所有，未经许可，任何机构或个人不得以任何形式进行修改、复制、销售和发表。如需转载或引用，需注明出处，且不得篡改或歪曲。

我司对于本声明条款具有修改和最终解释权。