

savills

Savills World Research  
Healthcare

# 聚焦 欧洲养老地产投资

2016年10月

渐成主流

[savills.co.uk/research](http://savills.co.uk/research)

# 聚焦 欧洲养老地产投资市场

## 不断壮大的利基板块

2016年上半年，欧洲养老地产投资总额累计近26亿欧元，较去年同期增加60%。同比表现突出主要得益于法国（8.78亿欧元）、德国（8.70亿欧元）的超常发挥；此外，英国（2.44亿欧元）、芬兰（2.18亿欧元）、荷兰（1.75亿欧元）、瑞典（1.16亿欧元）也表现出一定的活跃度。

2012年欧洲养老地产投资额在2011年基础上增加两倍，标志着这一市场正式打开。如图表1所示，以2012年为界，前四年的平均投资额为3.15亿欧元，后四年的年均投资额为28亿欧元。过去的12个月中，养老地产领域投资活跃，主要由于运营商采取“外部化”策略，同时投资者之间积极交易，完成了大型资产包的整合。

与其他领域类似，养老地产领域的跨境投资占比逐年下滑，从2014年的65%降至2015年的42%，2016年上半年比例仅为24%。上市地产基金的投资

占比则从去年的5%上升至36%。英国首支保健地产投资信托Target Healthcare于2013年发行。2014年，比利时房地产投资信托Cofinimmo开始投资保健地产，同年比利时基金Aedifica设立。

年初以来投资市场表现活跃，尤其是8月以来已完成或即将完成的交易，2016年投资额创新纪录不无可能。我们预期欧洲养老地产全年投资额可达55亿欧元。其中德国投资额有望超过30亿欧元，法国或实现13亿欧元的投资。英国虽然起步较慢，但全年投资应能接近10亿欧元。瑞典全年投资额预计可达到2.50亿欧元。

## 渐成主流

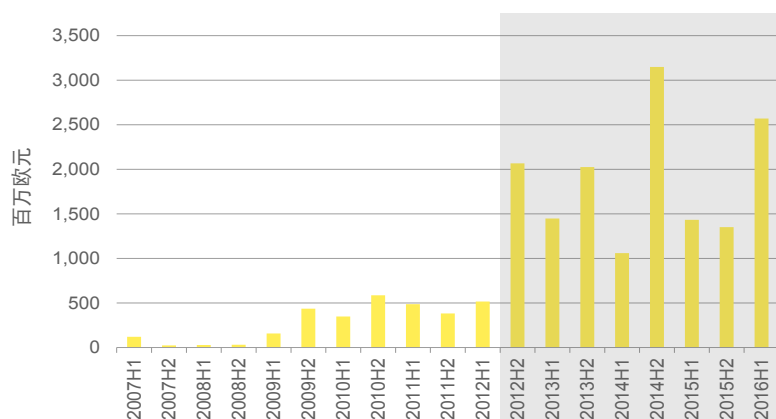
也许有人会说替代型资产的出现具有周期性，养老地产确实属于替代型资产，但它正慢慢步入主流资产的行列。过去15年中，传统商业地产（写字楼、零售、工业物业）以外领域的投资以平均每年25%的速率增长。 →

## 概述

### “银发”投资繁荣正当时

- 2016年上半年，欧洲养老地产投资总额累计近26亿欧元，较去年同期增加60%。
- 法国上半年养老地产投资额累计8.78亿欧元，随后依次为德国（8.70亿欧元）、英国（2.44亿欧元）、芬兰（2.18亿欧元）、荷兰（1.75亿欧元）以及瑞典（1.16亿欧元）。
- 欧洲养老地产受到投资者更多关注，优质资产收益率不可避免地承压下行。收益率根据国家、地段以及资产品质而有所不同，整体区间为4.4%~7.5%。
- 养老地产或者（更笼统地说）替代型投资资产正逐渐步入主流行列。过去15年中，传统商业地产（写字楼、零售、工业物业）以外领域的投资以平均每年25%的速率增长。
- 2012年欧洲养老地产投资额同比增加两倍，成为一类真正意义上的投资资产。
- 过去五年中不断有新运营商涌现、有新的理念诞生，继而出现大规模并购活动。

图 1 欧洲养老地产投资总额 2016年上半年同比增加60%



来源：第一太平戴维、RCA



“养老地产不仅为投资多元化提供了机会，也能避免传统高价资产领域的激烈竞争。” Lydia Brissy 第一太平戴维斯欧洲研究部

近年来养老地产受到广泛关注，原因有多方面。养老地产不仅为投资多元化提供了机会，也能避免传统高价资产领域的激烈竞争。养老地产的周期性特征较弱，因而受到投资者青睐，尤其是在频繁波动的市场背景下。然而最吸引投资者的莫过于该领域的长期收益流以及支撑该领域增长的人口结构发展趋势。欧洲人口趋于老龄化，再加上“婴儿潮”（1946~1964年出生）一代人的特点以及富足程度，意味着需要更多更好的保健设施来提供广泛的服务与帮助。

### 收益率下行

欧洲养老地产受到投资者更多关注，优质资产收益率不可避免地承压下行。但相对于住宅或者传统商业资产而言，养老地产的收益率依然占据竞争优势，最少领先36个基点（购物中心），最多领先163个基点（商业街）。

养老地产收益率根据国家、地段以及资产自身品质而不同，目前整体区间为4.4%~7.5%。养老地产的竞争不断升级，将继续推高价格。

### 基本面得到强力支撑

到2025年，欧洲65岁及以上人口的比例将超过20%。目前欧洲85岁及以上人口约为1,400万，预计到2020年将增加到1,900万，到2050年增加到4,000万。人口老龄化是一股全球趋势，首当其冲的是旧大陆国家。

“养老地产交易突增，主要由于运营商采取‘外部化’策略，同时投资者之间积极交易，完成了大型资产包的整合。”

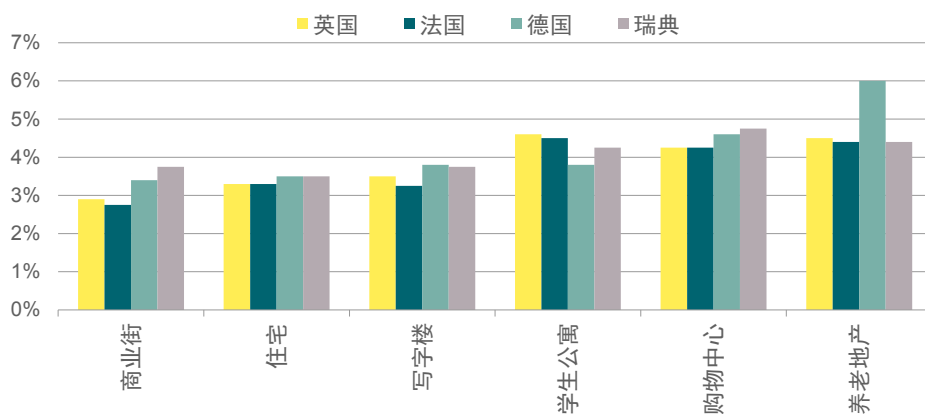
Colin Rees-Smith 第一太平戴维斯保健地产部董事

表 1 主要投资交易 资产包交易显著增加

国家	物业	市场	单位数量	总价 (亿欧元)	买家	卖家
法国	Gecimed 资产包	国内多地	--	--	Primonial	Gecimed (Gecina)
法国	资产包	国内多地	--	3.01	Primonial	Fonciere des Murs
德国	Pegasus资产包	国内多地	4,132	4.21	Deutsche Wohn AG	Berlinovo
芬兰	资产包, 含27家养老院	国内多地	--	1.55	专项投资基金 eQ Care (AIF)	Northern Horizon Healthcare I Fund
德国	TSC 养老院	国内多地	1,727	1.38	AG Real Estate (80%) BNP Paribas (20%)	--

来源：第一太平戴维斯

图 2 优质资产收益率 养老地产收益率下行，但相对于传统资产而言仍具竞争优势



来源：第一太平戴维斯



到2030年，欧洲总人口预计会在2015年基础上增加2%，同期80岁及以上人口数量将迎来更快速增长，增幅预计可达38%。德国、意大利、希腊以及葡萄牙的人口老龄化问题较为突出，且这种状况还将持续下去。到2030年，以上四国80岁及以上人口的比例都将超过8%，而欧盟28国的平均水平为7.2%。（见图4）

未来20年中，不仅80岁及以上人口的数量翻倍，退休人口的平均预期寿命也会迅速增加。目前欧洲居民的平均预期寿命为85.3岁，到2060年将达到91.8岁。

医疗保健支出约占欧洲国家总支出的14%。其中以医疗保健为最大支出的国家有瑞士（22%）、荷兰（21%）、德国（19%）、瑞典（17%）以及挪威（17%）。平均而言，欧洲长期护理支出仅占GDP总额的1%。比例靠前的国家依次为荷兰（2.95%）、挪威（2.57%）、丹麦（2.55%）、比利时（2.44%）以及瑞士（2.30%）。

欧盟65岁及以上人口中，平均每1,000人拥有46个长期护理床位。供应水平最高的五个国家依次为比利时（每千人71.2个床位）、卢森堡（70.8）、瑞典（66.2）、荷兰（65.5）以及芬兰（59.7）。

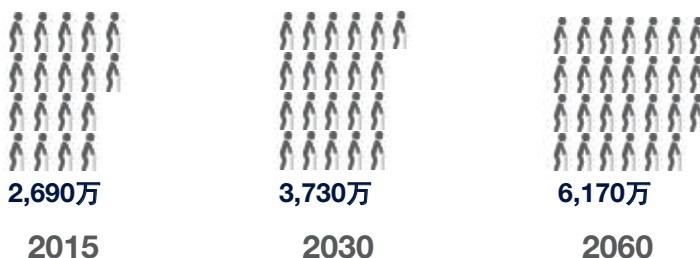
基于对欧洲各国人口结构、医疗保健支出以及长期护理床位现有供应的综合分析，我们认为荷兰、德国、丹麦、芬兰以及法国（见图5）应当是投资者优先考虑的五大市场。这五个国家的老龄人口占比较高，长期护理床位的相对数量有限，且长期护理支出占比也较高。

### 运营商的并购行为

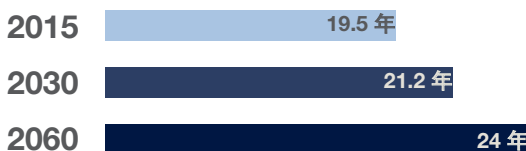
人口结构的变化趋势已为养老地产赢得大量关注，且不仅来自于投资者。过去五年中不断有新运营商涌现、有新的理念诞生，继而出现大规模并购活动。2014年，Korian与Medica合并，成为欧洲市场主要运营商之一，共计拥有50,194个床位。Korian在法国、德国都是最大的运营商。2014年起，法国运营商Orpea出于海外扩张

## 欧洲人口老龄化

### 80岁及以上人口

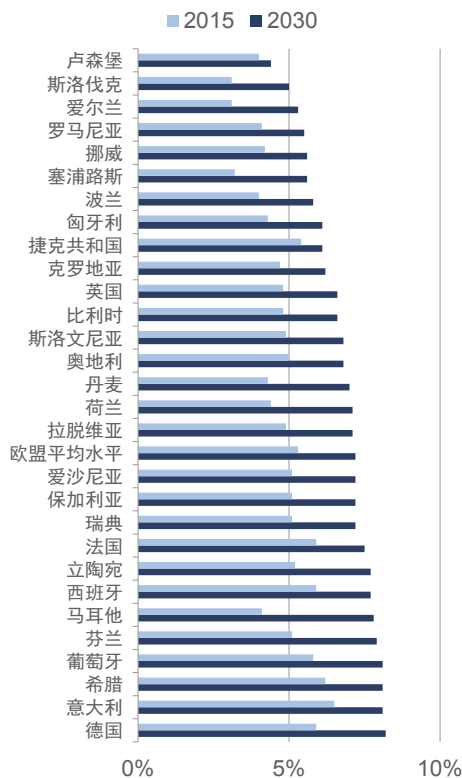


### 65岁人口的预期寿命



来源：欧盟委员会

### 图4 80岁及以上人口的比例



来源：欧盟委员会

### 图5 基本面\*排名



来源：第一太平戴维斯/老年人口、长期护理床位以及长期护理支出

需要，进行了一系列跨境收购，包括瑞士的Senevita（21家养老院共2,293个床位）、德国的Silver Care（61个单位共5,963个床位）、奥地利的SeneCura（52处资产共3,936个床位）、波兰的MEDI体系（704个床位）；此外还有西班牙的Sanyres，这笔收购使得Orpea在西班牙的运营规模（床位数量）扩大了一倍。■

“过去两年中，法国运营商通过并购活动完成了大规模的海外扩张。” Lydia Brissy 第一太平戴维斯欧洲研究部

表 2 主要运营商

运营商	床位数量	业务覆盖国家
Korian	50,192	法国、德国、意大利、比利时
Orpéa	34,952	法国、德国、西班牙、瑞士、奥地利、波兰
Domusvi	21,692	法国、西班牙
Pro Seniore	13,101	德国
Attendo Care	12,649	瑞典、芬兰、丹麦、挪威

来源：第一太平戴维斯

## 主要市场详情

### 德国

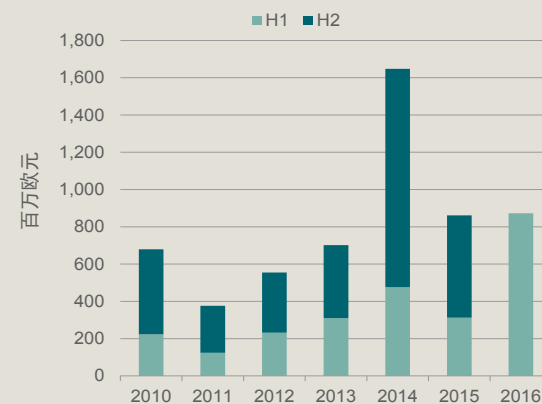
从投资角度而言，养老院属于利基市场，历年投资额占商业地产投资总额的比例为1%至3%不等。过去五年的年均成交额约为4.20亿欧元。2016年虽然还没结束，却已经可以被看作突破性的一年——仅上半年即完成价值5.85亿欧元的投资成交，高于此前两年同期投资的总和。最近数月成交火爆，且还有多笔交易正在酝酿之中，据此估计2016年全年投资额应能创下新高，有望突破30亿欧元。上半年养老地产投资占房地产投资总额的4.2%，已是有史以来最高比例。2015年约三分之一的成交额来自德国前七大市场，而在2016年上半年这几个市场仅占7%，系投资活动日益向小城市转移的结果。德国养老地产的投资吸引力在投资者组成上也有所体现。2016年上半年，境外买家贡献了60%的投资额，主要来自法国（31%）、比利时（16%）以及卢森堡（9%）。过去的两年半中，基金管理公司、资产管理公司以及开放式专项基金是德国养老地产市场最大的三类买家。自用型买家的角色同样举足轻重，投资占比接近16%。近年来活跃于市场的大型投资者有Primonial、AviaRent、Charlston Holding、Even Capital及Patrizia。

随着人口结构的变化，预期养老地产领域的投资气氛会愈发活跃。

### 芬兰

护理及社会服务设施的需求增加，为投资者提供了新的投资机会。已有多支地产基金设立，从事养老院及保健领域的投资。养老地产投资市场的价值目前已超过10亿欧元。2015年全年投资约为3.50亿欧元，占芬兰房地产同年投资总额的6%。投资需求异常强劲，推动价格迅速攀升。优质养老地产收益率目前约为5.8%，且曾出现过更低的收益率。绝大部分私有养老地产由私营运营商承租，一般与市政府合作提供老年服务。养老院运营商必须获得运营许可。物业必须经过相关政府部门审批，满足严格的技术要求，具体要求则视物业的预期用途而定。开发商与投资者也需要满足相关要求。养老院投资以现金流为重，年回报率介于6%与10%之间。养老院需求的增加为现金流的稳定提供了保障。所处地段优越、带长期运营租约且运营商财力雄厚的养老院是投资者争抢的目标。专项投资基金一般选择租期长达15年、租金收入稳定的资产。业主通常与运营商签订“双净”租约或“三净”租约（“双净”指业主不承担房地产税、建筑保险，“三

图 6 德国社会福利机构(含医院、养老院、康复中心等)投资额 或在2016年刷新纪录



来源：第一太平戴维斯

“德国养老院运营商的整合愈演愈烈，预期未来数年将出现更多并购。” Matthias Pink 第一太平戴维斯德国研究部

净”则在前者基础上增加一项维修费用)。专项基金eQ Care是芬兰最大的养老地产投资者,拥有逾120处资产,总值约4.55亿欧元。

## 法国

法国养老地产投资额约占房地产投资总额的1%。从数据来看,养老地产仍属于利基板块,但实际上该板块在过去的五年中已经迅速扩张。过去五年年均投资额约为1.70亿欧元,而2016年仅上半年即实现8.77亿欧元的投资额,为五年平均的五倍。此轮暴涨主要得益于两笔大宗交易的支撑,即Gecina旗下的Gecimed资产组合,以及Fonciere des Regions旗下的保健地产组合,买家均为Primonial。凭借这两笔收购,Primonial大大巩固了其在养老地产市场的“领头羊”地位,其次为Confinimmo以及BNP。养老地产投资最初以出售回租交易为主,如今投资型交易日益占据主导,尤其是活跃投资者之间的大宗资产交易,象征着市场逐步发展成熟。然而,运营商出售并回租的行为仍是投资机会的主要来源,尤其在近期开发节奏放缓的背景下。虽然境外投资者尤其是欧洲投资者的投资兴趣不断提升,但法国养老地产市场仍由本土投资者主导;运营商则清一色来自本土。过去三年中,法国运营商积极抄底并购,扩张了海外业务网络。按照床位数量计算,欧洲前三大运营商均来自法国:Korian、Orpea以及Domusvi。这三大运营商均已入驻邻国市场,并计划继续扩张欧洲业务。预期未来还会有更多并购交易发生,同时法国市场的整合力度也会有所加强。投资者热情高涨,收益率承压下行。目前优质资产收益率约4.4%,预期会在未来12个月中进一步走低。2016年全年投资额有望达到13亿欧元。

## 荷兰

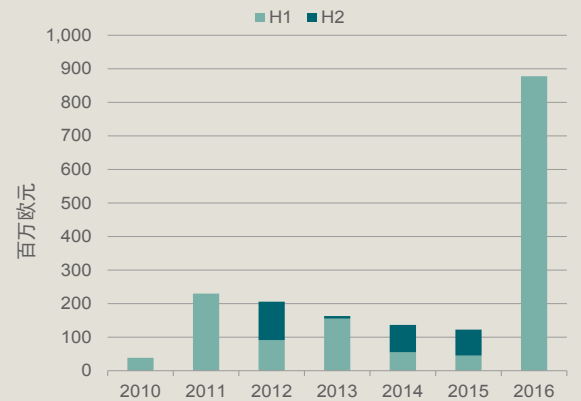
传统房地产投资领域(写字楼、工业物业、零售物业)的投资需求高涨但收益率较低,因此越来越多的

投资者将目光转向替代型资产,这并不让人感到意外。护理设施作为替代型资产的一种,以70岁及以上的老人为服务对象,且需求呈增长之势。投资活动集中在居家护理机构,即不提供住宿,由护理人员上门提供服务。该板块的主要投资者有来自比利时的Aedifica与Cofinimmo,来自瑞典的Catella以及荷兰本土投资者/基金Syntrus Achmea、Habion、Amvest以及Bouwinvest。投资需求压力之下,收益率已呈现压缩之势。在院护理机构(即提供住宿)的毛收益率从2014年的6.5%~6%下降至2016年的6%~6.25%。完成的交易多为较大城市的私人护理机构。对于可提供护理服务但非强制护理的“最轻量级”护理机构而言,由于风险较低,因此收益率非常接近常规住宅。目前荷兰市场最大的挑战在于如何寻找优秀的投资机会。大多数护理机构并不急于将资产出售给投资者。此外,投资机会也极为有限。目前交易仅限于优质物业板块。预期随着保健机构专业化程度的提升,未来供应也会同步增加。

## 西班牙

替代型资产越来越具投资价值,因为相对于主流领域而言,这些领域的竞争压力较小而收益率较高。在商业物业领域,养老地产是投资潜力较大的替代型资产之一。西班牙素有“养老天堂”之称,吸引境外(北欧为主)退休人口入境养老,再加上本国人口趋于老龄化,因此需求处于高位并将继续增加。这一市场现状吸引了国际投资者的关注。西班牙本土公司占据主导,但行业背景不一。有的来自风险投资领域(如SARquavitae、Geriatros及Vitalia),有的属于保险公司(如Ballesol、Sanitas Residencial及Caser Residencial),还有一些公司则隶属于银行或金融公司(如AMMA以及Sanyres),此外地产开发商也有参与(如ACS旗下的Clece)。西班牙市场也有并购发生,如最近法国

图7 法国养老地产投资额 已达历史最高水平



来源: 第一太平戴维斯

“在芬兰,绝大部分私有养老地产由私营运营商承租,一般与市政府合作提供老年人口的护理服务。” Irma Jokinen, Realia芬兰研究部

“预期随着保健机构专业化程度的提升,未来供应也会同步增加。” Jeroen Jansen 第一太平戴维斯荷兰研究部

“西班牙市场也有并购发生,如最近法国运营商Orpea收购Sanyres,并因此成为西班牙最大的运营商。” Gema de la Fente 第一太平戴维斯西班牙研究部

运营商Orpea收购Sanyres，并因此成为西班牙最大的运营商。与学生公寓类似，西班牙的养老地产市场也非常分散，运营公司数量多但规模小。此外，教堂也扮演着重要角色。根据西班牙国家研究委员会CSIC公布的数据，西班牙拥有5,300家养老中心、近36万张床位，其中72%的床位来自私营机构。但需要了解的是，私营公司可以在获得各级（地方、省、区域）行政机构特许的前提下管理公共资产，这种做法在西班牙很常见。

### 瑞典

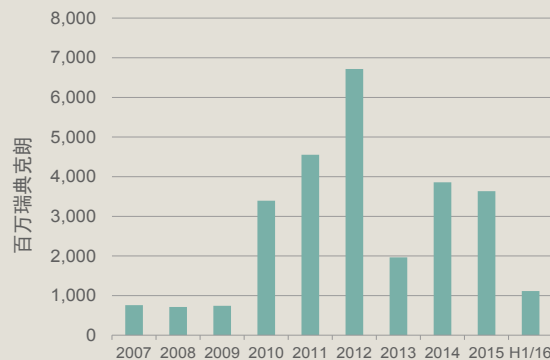
20世纪初以来，瑞典公共地产就被视为自成一体的资产，其中包括养老地产。2008年金融危机爆发之后，机构型投资者开始关注风险低于传统商业资产的投资机会。因此，公共资产的投资升温，投资额显著增长，年交易额一般占房地产交易总额的8%~12%。目前养老地产的投资兴趣非常浓厚，但需求高涨的结果就是供求严重失衡。2016年上半年投资额达到12亿瑞典克朗，低于去年同期的16亿瑞典克朗。预期随着第四季度传统旺季的到来，成交或可显著放量。市场供应短缺，竞争激烈，迫使收益率承压下滑，优质资产收益率目前处在4.0%~4.5%区间。公共地产领域仍由本土投资者占据绝对主导。有意出售的卖家不多，瑞典投资者只得去海外市场寻找机会。他们活跃在挪威、芬兰、德国等市场，并开始关注其他欧洲国家。然而公共地产领域也存在风险，例如瑞典政府正考虑在学校、学前教育机构、护理院以及卫生保健等依赖政府财政的领域，对私营公司的利润率设定上限。此举可能会打击私营运营商参与公共资产运营的热情。

### 英国

保健地产的投资继续取得成功，收益率达到有史以来最低水平。租金定期上调且剩余租期超过30年的养老院，其投资收益率约为4.50%。房地产投资信托、投资机构、养老基金以及保

险公司纷纷寻求投资多元化，而可获取长期稳定收益的投资机会有限。保健地产，尤其是护理院及养老院，日益受到海外投资者的欢迎，最近几年从美国、亚洲及欧洲吸引了大量投资。2012年以来，英国保健地产吸引了不少美国投资者，如Ventas、HCP以及Health Care REIT（今为Welltower），如今即便美联储上调基准利率，其投资吸引力也不会减弱。美国的资金成本率约为2%，而英国保健地产的投资收益率在5%~7%，仍可保证丰厚的收益空间。英国“脱欧”之后，保健地产被部分投资者看作安全资产。从中可以看出，当价位较高的商业资产市场被不确定性气氛笼罩时，享有准政府部门支持的收益型投资也变得富有吸引力。由于英镑相对美元、欧元贬值，预期美国、中欧及亚洲的投资者会返场。养老物业的开发需求无疑会加剧土地资源竞争，尤其是来自住宅市场的竞争。英国国家医疗服务（NHS）体系继续面临财政压力，势必会对所持资产做进一步的合理化配置处理。开发商可利用此机会与NHS合作或接手其出售的土地，将其开发成新的养老中心。■

图8 瑞典养老地产投资额 2016年上半年成交节奏与上年同期一致



来源：第一太平戴维斯

“有意出售的卖家不多，瑞典投资者只得去海外市场寻找机会。他们活跃在挪威、芬兰、德国等市场，并开始关注其他欧洲国家。” Peter Wiman 第一太平戴维斯瑞典研究部



## 展望

### 短期市场前景光明，长线而言经济可承受性是关键

我们认为2016年及以后，养老地产在房地产投资市场所占的份额将逐步增加。机构型投资者仍然握有大量资金需要投放，而传统资产领域的投资机会日益稀缺，同时价格高昂。目前房地产投资行为仍以收益为主要目标，因此我们认为会有越来越多的投资者寻找具有长期收益增长潜力的资产，例如养老地产。

养老地产同时也是投资者实现投资多元化的一个途径。其特有的非周期性本质，能够有效实现投资组合的均衡。

得益于人口结构长远走势的支撑，养老地产领域将更具投资吸引力。人口老龄化将继续助推保健及长期护理体系的需求。就欧盟而言，平均每1000名65岁及以上老人拥有46张长期护理床位。供应短缺而需求持续增加，创造了良好的投资机会。

由于财政预算紧张，如何确保老年人口以可承受的价格获得优质护理，将是一项长远挑战。如今，护理人员与退休人员的数量比例为4:1，到2060年这个比例将下降至2:1。一些欧洲国家背负重债，而保健

护理价格迅速上涨，政府养老金储备急速减少，这意味着老年人口如要入住养老院，将需日益依赖现金支付。

## Savills teams

Please contact us for further information



**Craig Woollam**  
Head of Healthcare  
+44 207 409 9966  
cwoollam@savills.com



**Colin Rees Smith**  
Healthcare Director  
+44 207 409 5996  
crsmith@savills.com



**Lydia Brissy**  
European Research  
+33 1 44 51 73 88  
lbrissy@savills.com



**Matthias Pink**  
Research Germany  
+49 30 726 165 134  
mpink@savills.de



**Peter Wiman**  
Research Sweden  
+46 8 545 85 462  
pwiman@savills.se



**Jeroen Jansen**  
Research Netherlands  
+31 20 3012094  
j.jansen@savills.nl



**Gema de la fuente**  
Research Spain  
+34 91 310 10 16  
gfuente@savills.es



**Irma Jokinen**  
Research Finland  
+358 20 780 3760  
irma.jokinen@realia.fi

**Savills plc**

Savills is a leading global real estate service provider listed on the London Stock Exchange. The company established in 1855, has a rich heritage with unrivalled growth. It is a company that leads rather than follows, and now has over 700 offices and associates throughout the Americas, Europe, Asia Pacific, Africa and the Middle East.

This report is for general informative purposes only. It may not be published, reproduced or quoted in part or in whole, nor may it be used as a basis for any contract, prospectus, agreement or other document without prior consent. Whilst every effort has been made to ensure its accuracy, Savills accepts no liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from its use. The content is strictly copyright and reproduction of the whole or part of it in any form is prohibited without written permission from Savills Research.