

深度研究 (W)



奥园、龙光、佳兆业

——区域深耕下的不同发展路径

作者：朱一鸣、贡显扬、汪慧、李丹

2019 年 9 月



克而瑞研究中心

2019

奥园、龙光、佳兆业——区域深耕下的不同发展路径

2019 年 9 月
克而瑞研究中心

研究员/朱一鸣、贡显扬、汪慧、李丹

导读：

奥园、龙光、佳兆业销售规模保持较快增长；土地获取渠道多元，总土储相对充裕；粤港澳大湾区深耕布局竞争优势明显

前言

粤系房企发源于广东，在以地域特征形成的不同派系房企中起步成熟时间相对较早。受益于粤港澳大湾区的政策规划利好，在当前中国房地产行业的竞争格局下，粤系房企无论是从综合实力还是对华南区域的深耕布局而言，都极具发展机遇和行业竞争力。其中，以碧桂园、恒大、万科、保利等为代表的 TOP10 房企早已完成全国化布局，引领行业的竞争格局。招商、金地、富力、雅居乐等老牌粤系房企也陆续跨越千亿规模。

除此之外，我们认为在 500-1000 亿规模的粤系房企中还有一些企业值得关注。本文，我们将以奥园、龙光、佳兆业这三家企业为例，从发展历程、投资布局、旧改及城市更新、资本运营、多元业务板块等角度分析这一梯队粤系房企的发展战略异同及经营现状。并通过与行业比较，对这三家企业未来的发展做一定的预判和建议。

一、行业整体规模增速放缓，奥园、龙光、佳兆业保持较快增长

1.1、奥园规模增速较高，2019 年大概率跨越千亿

1.1.1、近 3 年复合增长率达 81.9%，2019 年有望超额完成目标

中国奥园 1996 年成立于广州，凭藉番禺“金业别墅花园”以及“广州奥林匹克花园”项目的热销为奥园初期的发展打下了基础。2000 年前后，“番禺奥林匹克花园”、“南国奥林匹克花园”相继立项动工并实现开盘热销，以“体育+地产”首创复合地产概念获得了市场和消费者的认可。2007 年 10 月，“中国奥园”正式在香港联交所主板上市。

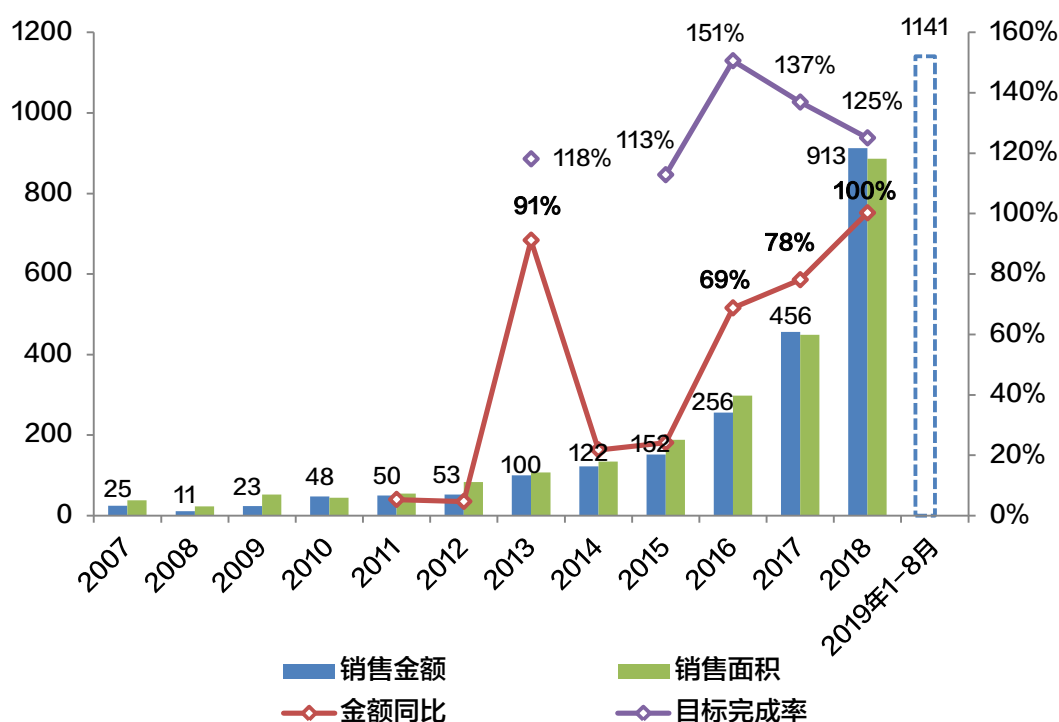
从销售规模来看，中国奥园在 2007 年上市之后的 5 年内，规模增长相对平稳。2012 年中国奥园退出北京长安 8 号项目收回资金约 32 亿港元，并于同年首次成功发行境外美元优先票据。直至 2013 年，奥园的业绩规模才实现了较为明显的突破。2013 年，中国奥园实现合同销售金额 100.38

亿元,规模破百亿的同时业绩同比大幅增长 91.2%,达成上调后 85 亿元业绩目标的 118.1%。其中,广州奥园城市广场、广州奥园春晓单项目业绩贡献较高均超 12 亿元。

经过逾 20 年的发展,近年来中国奥园的业绩规模发展加速。2018 年,中国奥园实现合同销售金额 912.8 亿元,同比增幅超 100%。完成全年 730 亿元业绩目标的 125%,**自 2015 年以来已连续第 4 年大幅超额完成业绩目标,2015 年至 2018 年的三年业绩复合增长率达 81.9%,远超行业平均水平并保持领先。**

2019 年,在行业增速放缓的背景下,中国奥园提出全年规模增长 25%的业绩目标。截至 8 月末,奥园已累计实现合同销售金额 679.6 亿元,同比增长 28%,完成全年 1141 亿元目标的近 60%。**虽然业绩增速大幅低于 2018 年全年,但仍显著高于同规模房企的平均水平。**2019 年 8 月,中国奥园在克而瑞全口径销售榜单中排在第 27 位,较 2018 年末提升 11 位。**我们预计,2019 年中国奥园跨越千亿规模压力相对较小,并有较大概率超额完成目标。**

图：2007-2019 年中国奥园销售业绩、规模增速及目标完成率（亿元）



数据来源：CRIC、企业公告

1.1.2、聚焦粤港澳大湾区同时，加强四大片区的区域深耕（略）

1.2、龙光集中性战略奠定区域深耕路线，业绩保持高成长态势

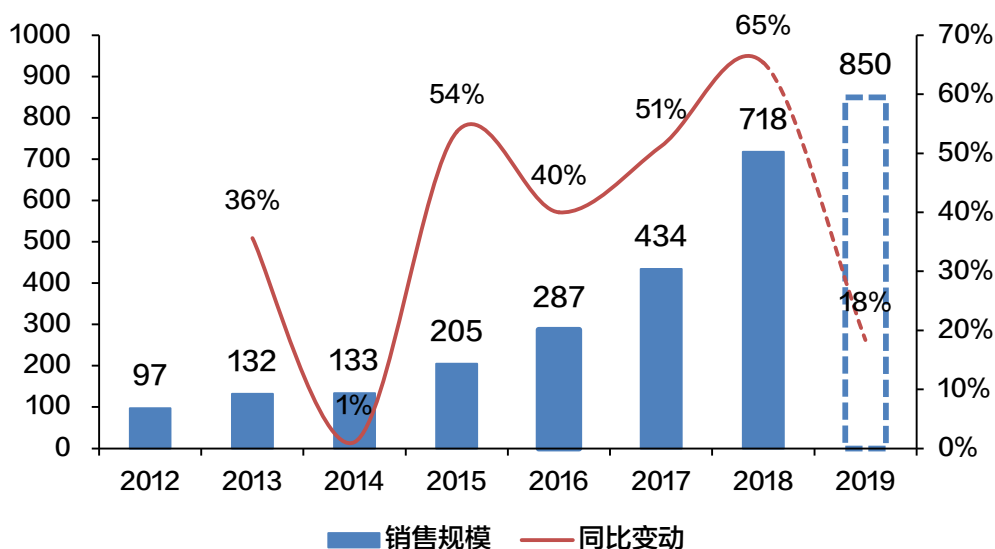
1.2.1、近五年复合增长率超 40%，销售增长千亿规模可期

龙光创立于 1996 年，从广东汕头起步，1997 年开始独立经营房地产，开发了汕头阳光花园一期，1998 年继续推出汕头阳光花园二期，并以“快速流转”的经营模式迅速打开汕头市场。**汕头作为龙光起步的大本营，在企业规模扩张中起到了重要的稳定和推动作用。**到 2001 年，龙光在汕头房地产市场的份额达到 1/3，成为汕头地产龙头企业，这也奠定了龙光坚持区域深耕的发展路线。

2003 年，龙光开启跨省布局，增加异地市场覆盖面和业绩补给。2013 年，在香港成功上市，并于年内销售业绩突破百亿。2014 年尽管受房地产市场周期性调整影响，市场面临较大的下行压力，房屋开工、开发投资以及成交量持续下降，龙光依然维持了增长。2015 年开始，龙光高速成长的态势凸显，增速均保持在 40% 以上，2018 年进一步提升至 65%。**从 2013 年上市到 2018 年，龙光销售业绩从 132 亿元突破到 718 亿元，年均复合增长率达到 40.3%，成功实现了量级的跨越。**

从 2019 年业绩表现来看，1-8 月龙光实现合约销售 626.4 亿元，同比增长 27.5%。年初，龙光提出 2019 年目标销售 850 亿元，按此进度，龙光前 8 个月已完成年度销售任务的 73.7%，完成率处于行业高位，增长形势持续向好，有望超额完成全年目标。

图：2015-2019 年龙光销售规模及增速



数据来源：CRIC、企业公告

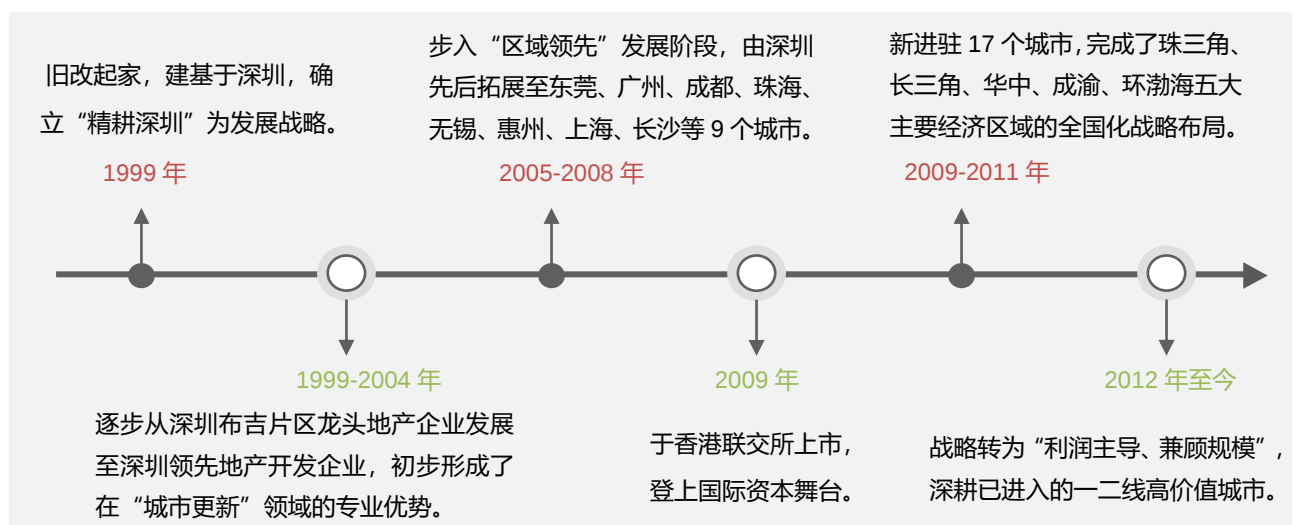
1.2.2、坚持区域深耕，大湾区、南宁区域市场为主要业绩来源（略）

1.3、佳兆业粤港澳大湾区业绩释放，重启规模增长

1.3.1、2016 年重启规模增长，复合增长率达 53.3%

佳兆业 1999 年于深圳以旧改起家，成立之初确立了“精耕深圳”的发展战略。随着深圳桂芳园、深圳可园、深圳佳兆业城市中心等旧改项目陆续成功转化为土储，佳兆业步入了城市更新的快车道，带动业绩的提升，2008 年佳兆业销售额高居深圳第二，仅次于万科。2009 年，佳兆业于香港联交所上市，开始全国性扩张。截至目前，佳兆业业务已覆盖京津冀协同发展区域、粤港澳大湾区、长江经济带等主要经济区域，进驻全国超 50 个重要城市。

图：佳兆业发展历程



数据来源：CRIC、企业官网

上市之后，佳兆业销售业绩持续攀升，2010 年跻身百亿阵营，2011 年位居中国百强房企销售金额排行榜第 23 位，是当年的黑马之一。但发展之路并不顺畅，2014-2015 年，佳兆业经历了由旧改风波引发的深圳上千套房源被锁的困局，销售业绩过山车式急转直下。2016 年，佳兆业经过一系列调整自救，推进境内外债务谈判及重组，解封重启重点城市销售项目，逐步回归赛道。

(部分略)

1.3.2、粤港澳大湾区业绩释放再上台阶，销售贡献近 6 成 (略)

1.4、小节

从中国奥园、龙光地产、佳兆业的发展历程来看，三家企业成立时间相近。奥园发展初期凭借

“体育+地产”的复合地产概念打下了市场基础，上市后规模增长一度趋于平稳，直至近年来发展显著加速，2015-2018 年复合增长率达 81.9%，今年将大概率跨越千亿规模门槛。

龙光起步于汕头大本营，于 2003 年开启跨省布局，2013 年在香港上市并于年内销售业绩突破百亿。近年来凭借汕头大本营，粤港澳大湾区、南宁区域的集中区域深耕，业绩增长稳定。而佳兆业 1999 年于深圳以旧改起家，凭借城市更新项目的落地，业绩规模在三家房企中一度处于领先，2011 年权益销售金额达 152.9 亿元。目前，在经历了 2015 年的旧改风波后，在粤港澳大湾区业绩释放的支撑下已重启规模扩张。

2018 年以来，虽然行业整体规模增速放缓，但中国奥园、龙光地产、佳兆业三家房企仍然保持了较快的增长，2019 年至今的业绩同比增速显著高于同规模房企的平均水平。

二、总土储均较为充裕，粤港澳大湾区深耕布局竞争优势凸显

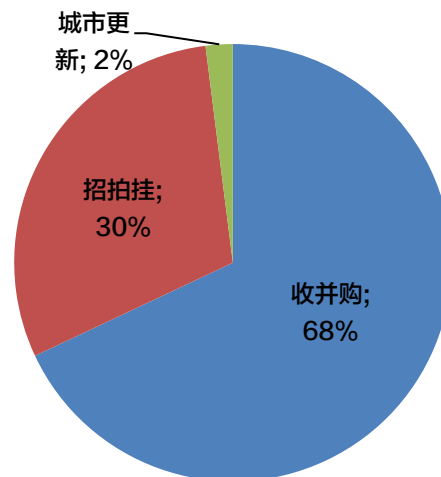
2.1、奥园拿地以收并购为主，近年全国化战略发力

2.1.1、2017 年以来投资力度显著加大，积极补仓

从新增土地投资规模的角度来看，中国奥园自 2017 年以来显著加大投资力度，积极补仓。2017 年，奥园通过收并购、招拍挂等新增 58 块商住项目，新增可开发建筑面积约为 1286 万平方米，同比涨幅 310%，新增货值约 1669 亿人民币。2018 年，奥园新增可开发建筑面积约为 1258 万平方米，新增货值 1645 亿元，投资规模处于历史较高水平。**2019 年，奥园继续保持了较大的投资力度，上半年共新增 34 个项目，新增土地储备面积为 726 万平方米，与 18 年上半年新增土地储备面积 727 万平方米基本持平。**

值得注意的是，中国奥园的新增土地投资获取渠道以收并购为主，自上市以来，奥园通过收并购方式获取的项目按建筑面积计算占比近 68%，招拍挂和城市更新则分别占到 30%和 2%。我们认为，通过收并购及旧改的方式可以用较低的成本获取土地，有助于提升公司整体的盈利水平。2019 年上半年，中国奥园的新增投资项目中，通过收并购方式取得的项目按建筑面积计算占到 72%。2019 年上半年业绩会上，中国奥园的管理层表示**将在持续关注招拍挂市场的同时，继续发挥收并购传统优势，并长期关注产城融合、城市更新及村企合作等拿地渠道。**

图：中国奥园自上市以来购地的地区及渠道分布（按建筑面积）



数据来源：CRIC、企业公告

(部分略)

2.1.2、土地储备充裕，聚焦粤港澳大湾区布局（略）

2.1.3、旧城、旧村、旧厂“三旧”改造全覆盖（略）

2.2、龙光招拍挂与城市更新双轮驱动，前瞻性布局粤港澳大湾区

2.2.1、2017 年开始招拍挂拿地提速，加速土储积累（略）

2.2.2、前瞻性布局粤港澳大湾区，积极拓展南宁市场

在粤系房企大规模进行全国化扩张的时候，龙光则选择下沉区域。多年来，龙光坚持深耕两广和珠三角的发展策略，以粤港澳大湾区为重点布局。

完成粤港澳大湾区 9 大内地城市全覆盖。2003 年龙光进驻深圳，开启大湾区布局。深圳经济发展强劲，市场需求高，加上土地供应有限，房地产市场具有较高增长空间，在战略布局中占据着重要地位。龙光更是多次在深圳拿下地王项目，扩充布局。2004 年龙光进军佛山房地产市场，2007 年较为集中进入广州、惠州、珠海、中山等市场，到 2019 年 7 月 22 日，龙光以 10.77 亿元拿下杜阮 118 亩商住地，进驻江门，至此，经过十多年的拓展，龙光完成深圳、广州、惠州、珠海、佛山、东莞、中山、肇庆、江门 9 大内地城市及香港的全面覆盖。

(部分略)

2.2.3、城市更新业务优势显著，储备货值达 3250 亿元（略）

2.3、佳兆业旧改优势显著、粤港澳大湾区土储丰厚

2.3.2、加速拿地节奏，大湾区及核心一二线仍是重点布局（略）

2.3.1、总土储规模保持稳定，货值近 5010 亿元（略）

2.3.3、二十年经验积累，旧改成为佳兆业核心竞争力之一（略）

2.4、小节

在企业发展路径及投资布局上，中国奥园近年来在聚焦粤港澳大湾区的同时，加大了在中西部区域、华东区域、环渤海区域市场的深耕布局。**特别是自 2017 年以来投资力度显著加大，积极补仓、全国化市场拓展加速。**佳兆业自上市之初就开启全国化战略扩张，从“区域领先”到外延性扩张。在经历了 2012-2016 年的平缓期后，2017 年以来佳兆业投资节奏加速。2019 上半年进一步深化粤港澳大湾区的投资布局，大湾区新增土储占比达 60%。而龙光在粤系房企大规模全国化扩张之际，以大本营汕头区域、粤港澳大湾区以及南宁区域为主力市场，**采取集中性战略，坚持区域深耕。**

(部分略)

三、龙光、佳兆业盈利能力高于行业平均，奥园净负债率维持低位

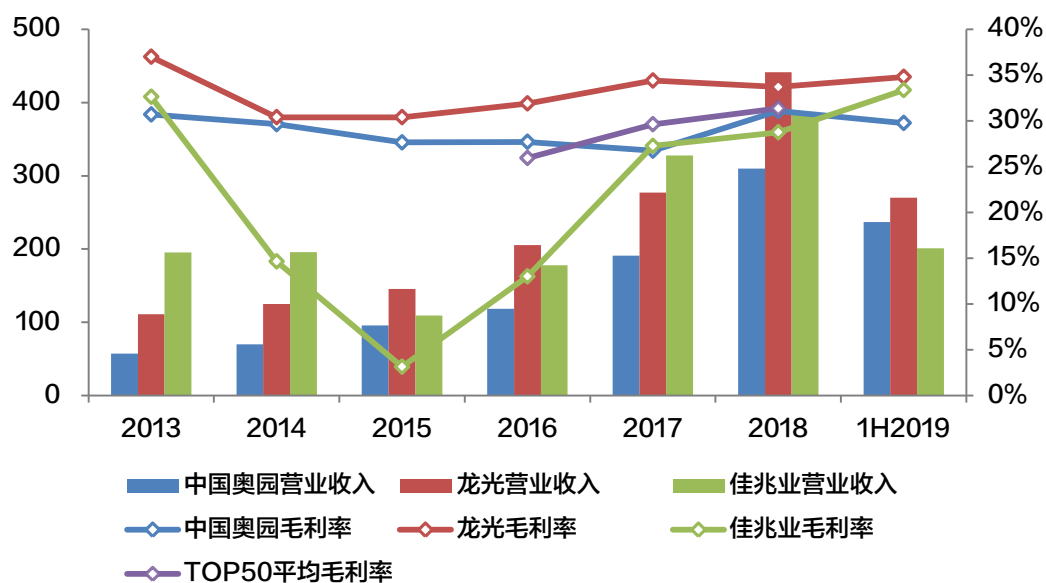
3.1、龙光盈利能力保持领先，奥园已售待结转收益规模较高

盈利方面，龙光自上市以来营收规模稳步增长，2015 年首度超过佳兆业，2018 全年实现营业收入 441.4 亿元，同比增长 59.4%，领先于佳兆业和龙光。2019 年上半年，龙光的营收规模同比大幅增长 78.3%至 270.2 亿元，增长率远超 TOP50 房企平均水平。**同时，龙光的毛利率一直保持**

在行业较高水平,多年来领先于另两家房企。2019 年上半年,龙光的毛利率与净利率分别达到 34.8%、19.6%, 盈利能力继续保持领先。主要原因可以归结为以下两点: 1、通过逆周期及多元化布局, 土地成本得到有效控制; 2、项目的溢价及升值空间大, 以深圳为核心的大湾区市场热度高, 且在 TOD 模式下前瞻性打造地铁上盖物业, 项目售价高, 增长潜力大。

(部分略)

图：2013-2019 年上半年中国奥园、龙光、佳兆业营业收入与毛利率水平（亿元）



数据来源：CRIC、企业公告

3.2、奥园、龙光净负债率维持行业低位，佳兆业降杠杆逐步推进（略）

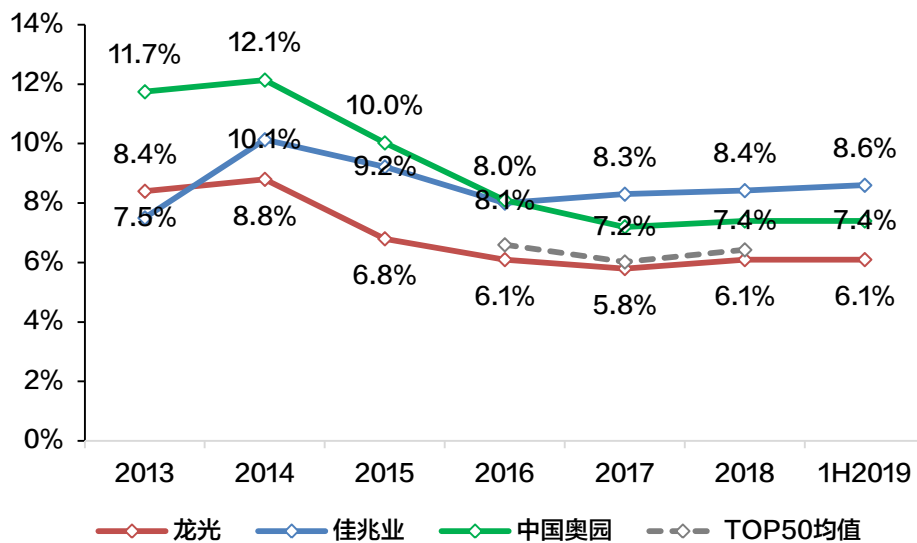
3.3、龙光、佳兆业债务结构稳健，奥园短期偿债压力相对集中（略）

3.4、龙光融资成本最低，奥园、佳兆业略高于行业平均水平

融资成本方面，自 2016 年以来龙光、奥园、佳兆业三家房企的融资成本走势基本趋于稳定。其中，龙光的融资成本水平竞争优势显著，近年来一直保持在 6% 左右，2016-2018 年连续三年均低于行业 TOP50 均值。今年上半年，龙光通过发行公司债、境外优先票据、境外贷款及其他等多种方式进行融资，整体融资成本与 2018 年末相持平，加权平均借款利率为 6.1%。龙光得益于对粤港澳大湾区前瞻性布局，稳健的财务状况以及综合实力受到资本市场认可，较低的融资成本为企业持续健康发展提供保障。

(部分略)

图：2013-1H2019 中国奥园、龙光、佳兆业融资成本



数据来源：CRIC、公司公告

四、奥园多元业务格局进一步深化，佳兆业多元业务仍有增长空间

4.1、奥园做强主业做大产业，一业为主纵向发展

中国奥园在“一业为主、纵向发展”战略布局方向的指导下，提前布局、构筑健康生活生态圈，目前已涵盖了“地产、商业、健康、科技、文旅、金融、跨境电商、城市更新”八大业务板块。并于2018年末由“中国奥园地产集团”更名为“中国奥园集团”。**2019年上半年，奥园进一步明确了做强主业做大产业的发展思路，同时注重加强各业务之前的协同及内生效应。**

值得注意的是，奥园集团旗下子公司奥园健康生活集团于2019年3月正式于香港联交所主板挂牌上市，多元化业务格局进一步深化。奥园健康主营物业管理、商业运营两大核心业务，并积极开展大健康领域，未来将着力打造成多元化的服务供应商。2019年上半年，奥园健康总收入3.92亿元，较去年同期约2.67亿元同比增长46.7%。其中，物业管理服务及商业运营服务的收入分别占总收入73.3%和26.7%。同时，奥园健康的毛利率达到39.6%，处于行业水平之上。

另外，2019年7月中国奥园以32.6亿元收购百年人寿13.85%股份，成为百年人寿的第一大股东。我们认为，人寿保险公司拥有较为稳定的收入且保险牌照进入门槛高，奥园通过收购百年人寿可与集团的健康、康养产业进行紧密联动，在合作平台、业务板块、客户资源等方面充分发挥战略协同和互补优势。

表：2019 年上半年奥园健康生活集团财务情况

奥园健康生活集团	2019 年上半年	同比变动
收入（亿元）	3.92	47%
毛利润（亿元）	1.55	60%
毛利率	39.6%	+3.4 pts
净利润（亿元）	0.91	153%
净利率	23%	+9.7 pts
每股基本盈利（人民币分）	14.06	65%

数据来源：CRIC、企业公告

4.2、龙光集团 TOD 上盖商业及 BOT 市政项目成果颇丰（略）

4.2、佳兆业多元业务有一定增长，仍有较大提升空间（略）

五、总结

从规模发展、投资布局、土储规模及多元业务发展几个角度综合来看：

规模发展上，中国奥园和龙光上市至今规模增长相对稳定，近年来发展加速，其中奥园今年将大概率跨越千亿规模门槛。佳兆业 2014-2015 年历经调整，目前在粤港澳大湾区的业绩释放下已重启规模扩张。2018 年以来，**虽然行业整体规模增速放缓，但这三家 500-1000 亿梯队的粤系房企仍然保持了较快的增长，2019 年至今的业绩同比增速显著高于同规模房企的平均水平。**

投资布局战略上，中国奥园在聚焦粤港澳大湾区同时，加强了在中西部核心区、华东区域、环渤海区域市场的深耕布局，全国化市场拓展加速。佳兆业在经历了 2012-2016 年的平缓期后，2017 年以来投资节奏加速，2019 上半年进一步深化粤港澳大湾区布局。而龙光在粤系房企全国化扩张之际，以大本营汕头区域、粤港澳大湾区以及南宁区域为主力市场，采取集中性战略，坚持区域深耕。

从土地储备来看，目前三家企业的总土储规模都相对充裕，粤港澳大湾区深耕布局竞争优势凸显。截至 2019 年上半年末，中国奥园总土储建筑面积达 4012 万平方米，自上市以来通过收并购方式获取的项目占比近 68%。龙光总土储约为 3591.8 万平方米，在粤港澳大湾区的土储占比最高达 60.4%。而佳兆业截至上半年末总土储约 2580 万平方米，其中 76%位于一线及重点二线城市，旧改土储占到总土储的近 28%。

我们认为，受益于粤港澳大湾区概念的提出以及《粤港澳大湾区发展规划纲要》的出台，政策规划利好之下大湾区的战略地位凸显，也为当地房地产市场带来了巨大的发展契机。**奥园、龙光、**

佳兆业作为粤系房企，在大湾区有着相对丰富且低成本、高质量土地储备，相比其他房企在旧改及城市更新市场也更具优势。未来随着区域政策的逐步落地，将于迎来更大的发展机遇。

从财务经营角度，龙光盈利能力保持在行业较高水平，多年来领先于另两家房企。融资成本保持行业低位，竞争优势显著。中国奥园和龙光的负债规模相对合理适中，净负债率也处于行业低位。佳兆业虽然近年来着力降杠杆，净负债率有走低趋势，但仍处于行业较高水平。在行业增速放缓的背景下，中长期来看降杠杆、优化负债结构仍是佳兆业较主要的任务。

多元业务发展上，中国奥园在“一业为主、纵向发展”的战略布局方向指导下，提前布局、构筑健康生活生态圈。随着奥园健康生活集团在香港联交所上市，多元业务格局进一步深化。龙光除了上市的地产开发板块外，其 TOD 枢纽上盖商业以及集团旗下交通板块的 BOT 高速公路、市政建设 BT 项目多年来也收获颇丰。佳兆业物业管理服务及水路客货运业务近年来对企业整体的营收贡献有所提升，而对于分拆上市的佳兆业美好集团而言，进一步扩大第三方物业规模、增加在管面积，通过社区增值服务提升整体的毛利率水平是其未来高质量发展的关键。

目录

一、行业整体规模增速放缓，奥园、龙光、佳兆业保持较快增长

1.1、奥园规模增速较高，2019 年大概率跨越千亿

1.1.1、近 3 年复合增长率达 81.9%，2019 年有望超额完成目标

1.1.2、聚焦粤港澳大湾区同时，加强四大片区的区域深耕

1.2、龙光集中性战略奠定区域深耕路线，业绩保持高成长态势

1.2.1、近五年复合增长率超 40%，销售增长千亿规模可期

1.2.2、坚持区域深耕，大湾区、南宁区域市场为主要业绩来源

1.3、佳兆业粤港澳大湾区业绩释放，重启规模增长

1.3.1、2016 年重启规模增长，复合增长率达 53.3%

1.3.2、粤港澳大湾区业绩释放再上台阶，销售贡献近 6 成

1.4、小节

二、总土储均较为充裕，粤港澳大湾区深耕布局竞争优势凸显

2.1、奥园拿地以收并购为主，近年全国化战略发力

2.1.1、2017 年以来投资力度显著加大，积极补仓

2.1.2、土地储备充裕，聚焦粤港澳大湾区布局

2.1.3、旧城、旧村、旧厂“三旧”改造全覆盖

2.2、龙光招拍挂与城市更新双轮驱动，前瞻性布局粤港澳大湾区

2.2.1、2017 年开始招拍挂拿地提速，加速土储积累

2.2.2、前瞻性布局粤港澳大湾区，积极拓展南宁市场

2.2.3、城市更新业务优势显著，储备货值达 3250 亿元

2.3、佳兆业旧改优势显著、粤港澳大湾区土储丰厚

2.3.2、加速拿地节奏，大湾区及核心一二线仍是重点布局

2.3.1、总土储规模保持稳定，货值近 5010 亿元

2.3.3、二十年经验积累，旧改成为佳兆业核心竞争力之一

2.4、小节

三、龙光、佳兆业盈利能力高于行业平均，奥园净负债率维持低位

3.1、龙光盈利能力保持领先，奥园已售待结转收益规模较高

3.2、奥园、龙光净负债率维持行业低位，佳兆业降杠杆逐步推进

3.3、龙光、佳兆业债务结构稳健，奥园短期偿债压力相对集中

3.4、龙光融资成本最低，奥园、佳兆业略高于行业平均水平

四、奥园多元业务格局进一步深化，佳兆业多元业务仍有增长空间

4.1、奥园做强主业做大产业，一业为主纵向发展

4.2、龙光集团 TOD 上盖商业及 BOT 市政项目成果颇丰

4.2、佳兆业多元业务有一定增长，仍有较大提升空间

五、总结

免责声明

数据、观点等引用请注明“由易居·克而瑞研究中心提供”。由于统计时间和口径的差异，可能出现与相关政府部门最终公布数据不一致的情形，则最终以政府部门权威数据为准。文章内容仅供参考，不构成投资建议。投资者据此操作，风险自担。