

## 房地产

报告原因：专题研究

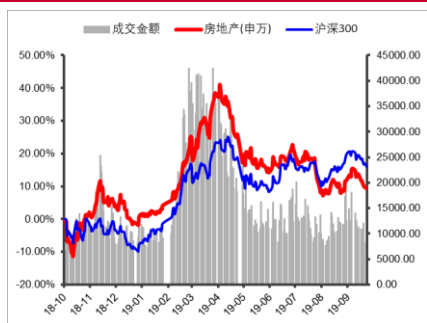
2019年9月30日

## 山西房地产市场专题研究

市场走向分化 龙头城市空间较大

行业研究/深度报告

### 房地产板块近一年市场表现



### 相关报告：

### 分析师：

平海庆

执业证书编号：S0760511010003

电话：010-83496341

邮箱：pinghaiqing@sxzq.com

太原市府西街69号国贸中心A座28层

北京市西城区平安里西大街28号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

### 投资要点：

- **中国经济和房地产开始进入轻数量，重质量的新常态。**无论从经济，人口，还是政策的层面看，中国房地产行业将进入和过去不同的发展新时代。
- **房地产未来发展将根据地区竞争力呈现差异化。**过去房地产市场增长迅速，可谓“遍地黄金”。未来由于地区发展的差异，有些地区房地产市场依然潜力十足，但某些地区由于自身实力所限，房地产市场可能会进入缓慢发展的时期。
- **山西未来龙头城市发展想象空间较大，房地产市场发展将呈现明显差异。**山西省主要城市房地产市场发展潜力分为四档，其中太原为一档，房地产市场发展潜力较大。第二档为大同，运城，临汾和长治。第三档城市为晋城，晋中和吕梁。第四档城市有阳泉，朔州和忻州。

**风险提示：山西宏观经济增长低于预期风险；货币政策收紧风险；房价上涨引发的行业调控风险。**



## 目录

1.研究背景和分析框架.....	5
1.1 研究背景：房地产行业告别高增长，未来地区发展差异化.....	5
1.2 分析框架：人口决定需求，需求和土地决定需求.....	6
2.山西省总体房地产市场分析.....	6
2.1 发展现状：总体供过于求，但尚未失衡，且供需关系趋向平衡.....	6
2.1.1 现状总结：短期供大于求，供给端已开始减量调整.....	6
2.1.2 短期需求与供给.....	7
2.2 发展趋势：需求分化，未来山西房地产市场对于高品质住房需求潜力大.....	10
2.2.1 需求与供给：城市配套，科技，经济决定人口，人口决定需求.....	11
3 山西省主要城市房地产市场分析.....	17
3.1 分析模型：人口决定需求，需求决定供给；指数模型助力研判长期需求.....	17
3.2 发展现状：地区发展差异开始显现，太原一枝独秀.....	18
3.2.1 现状总结：城市与城市之间住房供需情况差异明显，但总体供过于求.....	18
3.2.2 需求与供给：短期人口趋势相似，但需求趋势大相径庭.....	18
3.3 发展趋势：城市间发展的差异化更为突出，需求的分化也将更为明显.....	21
3.3.1 需求与供给：人口从小城市流向大城市.....	22
4.风险提示.....	26



## 图表目录

图 1: 分析框架 .....	6
图 2: 货币供应量.....	7
图 3: 贷款利率 .....	8
图 4: 贷款余额同比.....	8
图 5: 房地产企业资金来源增速.....	9
图 6: 山西省土地供应变化 .....	9
图 7: 山西省土地供应变化 .....	10
图 8: 山西省经济人口比值变化.....	11
图 9: 山西省城镇化率变化 .....	12
图 10: 山西省公路里程变化.....	13
图 11: 山西省主要城市发展潜力 .....	19
图 12: 山西省主要城市发展潜力 .....	19
图 13: 山西省主要城市年均新增住房需求.....	19
图 14: 山西省主要城市年均新增住房面积.....	20
图 15: 山西省主要城市土地供应变化 .....	20
图 16: 山西省主要城市发展潜力 .....	21
图 17: 山西省主要城市经济人口比值 .....	22
图 18: 山西省主要城市常住人口变化 .....	22
图 19: 山西省主要城市小学生变化 .....	23
图 20: 山西省主要城市科技发展.....	24
图 21: 山西省主要城市发展潜力 .....	24
图 22: 山西省主要城市发展潜力 .....	25



图 23：山西省主要城市发展潜力.....	26
图 24：山西省主要城市发展潜力.....	26
表 1：山西省战略创新十三五规划.....	14
表 2：山西省教育十三五规划.....	15
表 3：山西省医疗十三五规划.....	16

## 1.研究背景和分析框架

### 1.1 研究背景：房地产行业告别高增长，未来地区发展差异化

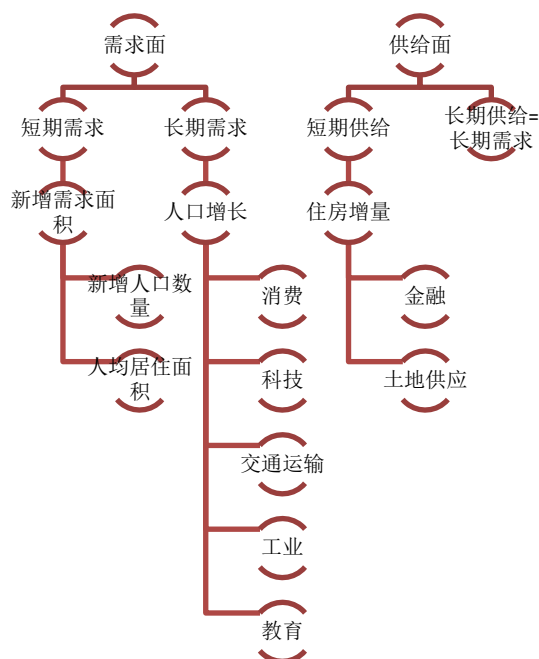
中国经济开始进入轻数量，重质量的新常态，房地产行业供需总体趋于平衡。经济层面，19大报告指出，中国经济将由高速增长转向高质量增长，政府不再把房地产行业作为短期刺激经济的手段，房地产业整体对经济的重要性逐渐下降；政策层面，政府对于房地产调控的思路发生了转变，2016年12月中央经济工作会议首次提出“房子是用来住的，不是用来炒的”，开始提出建立促进健康平稳发展的基础性制度和长效机制，房地产调控思路逐渐从短期干预市场转变为推进整个房地产行业向长期有效市场机制过渡；人口层面，在需求侧，国内购房适龄人口（20-50岁）于2013年达到峰值，目前住房刚性需求峰值已过，同时，人口老龄化、出生率下降等问题浮出水面，根据推测，中国人口总量将在2024年左右见顶，即便鼓励生育的情况下，见顶时机可能延迟到2031年。目前全国存量住房套户比接近1.1，表面住房短缺时代已经过去。

中国房地产市场进入区域分化时代，城市和区域市场研究价值凸显。从地区看，根据国家发改委发布的《关于培育发展现代化都市圈的指导意见》，到2022年，全国将逐渐形成若干空间结构清晰、城市功能互补、要素流动有序、产业分工协调、交通往来顺畅、公共服务均衡、环境和谐宜居的现代化都市圈。到2035年，现代化都市圈格局更加成熟，形成若干具有全球影响力的都市圈。在过去，虽然经济高速发展，但城市住房普及率偏低，人均住房面积偏低，城市之间房地产属于增量市场，发展程度差异不大。近几年，随着我国房地产业高速发展，供需关系逐渐回归平衡，房地产市场总体供需已达到平衡；但由于区域发展不均衡，城市发展水平存在差异，我国房地产市场开始进入区域分化时代，套户比低，产业活力强，人口持续流入的城市房地产市场会更具发展潜力；而对于高套户比，住房高存量，产业落后，人口持续流出的城市，房地产市场可能会逐渐萎缩。在这个背景之下，筛选不同发展潜力的城市变得尤为重要，城市和区域房地产市场研究价值凸显。

山西经济重新焕发活力，房地产市场仍有发展潜力。受供给侧改革影响，以传统的能源、钢铁、化工为主的山西经济增长在过去受到了较大影响，经过几年的出清、调整和转型，山西经济增长从2017年开始重新进入快速增长通道，通信设备制造业、汽车制造业、新能源装备制造业、旅游业等代表未来经济发展方向的产业增长迅速，山西经济重新焕发出活力。从房地产市场来看，2018年底，山西省城镇居民人均居住面积为，低于全国39平方米的平均水平；另外，2018年底，山西省城镇化率为58.41%，同样也低于全国59.58%的平均水平，同发达国家75%以上的城镇化率水平相比，还有较大的提升空间。未来，随着山西经济增长，城镇化率不断提升，山西省城市人口将会保持较快增长，城市住房需求也会逐渐增加，山西房地产市场仍有较大发展潜力。

## 1.2 分析框架：人口决定需求，需求和土地决定需求

图 1：分析框架



资料来源：山西证券研究所

对房地产行业，我们认为，需求最终的决定因素为人口，人口的增量可分为本地新生人口，本地城镇化新增人口和外来迁入人口；影响人口变化的因素非常多，但主要体现在以下几个方面：经济、交通、产业、教育、环境、医疗等。供给方面，从市场供需关系来看，供给一般会以需求为导向，最终实现供需平衡，但货币政策和土地供应会在一定程度和时期内影响供给。

## 2.山西省总体房地产市场分析

### 2.1 发展现状：总体供过于求，但尚未失衡，且供需关系趋向平衡

#### 2.1.1 现状总结：短期供大于求，供给端已开始减量调整

结合过去 3-5 年间的住房增量和人口增量，我们认为目前市场上住宅总体供过于求，由于需求端增速的下降，供给端也开始从有所反应，分别从融资渠道、宏观政策、土地供给、市场预期等方面加强了调控，住房增量从 2017 年开始已经有一个明显的下降，按照目前的人口增量和住宅增量以及存量的关系，我们认为市场需要 2 到 3 年的时间消化过去 5 年间的住房增量。

## 2.1.2 短期需求与供给

从需求上讲，山西省常住人口过去三年、五年、十年的年均复合增长率分别为 0.35%、0.4%、0.82%，平均年增长率为 0.52%，2019 年预计常住人口增量为 38 万人。结合全国人均居住面积和山西省城镇化率，我们预计全省未来一年、三年需求增量约为 700 万平方米、2000 万平方米。短期需求呈现逐渐增加的趋势。

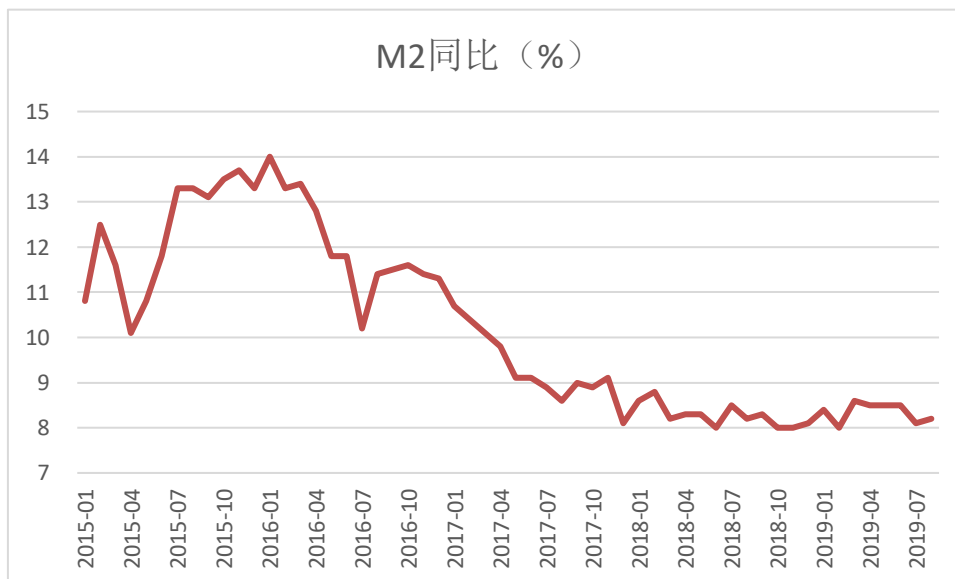
从供给上讲，2017 年全省房屋增量为 1900 万平方米，过去三年房屋竣工面积为 7900 万平方米，山西省房屋竣工面积过去 5 年总供给为 1 亿 2 千万平方米。过去 3 年、5 年销售面积分别为 6000 万平方米、9000 万平方米。

## 2.1.3 短期供需其它影响因素

### 金融

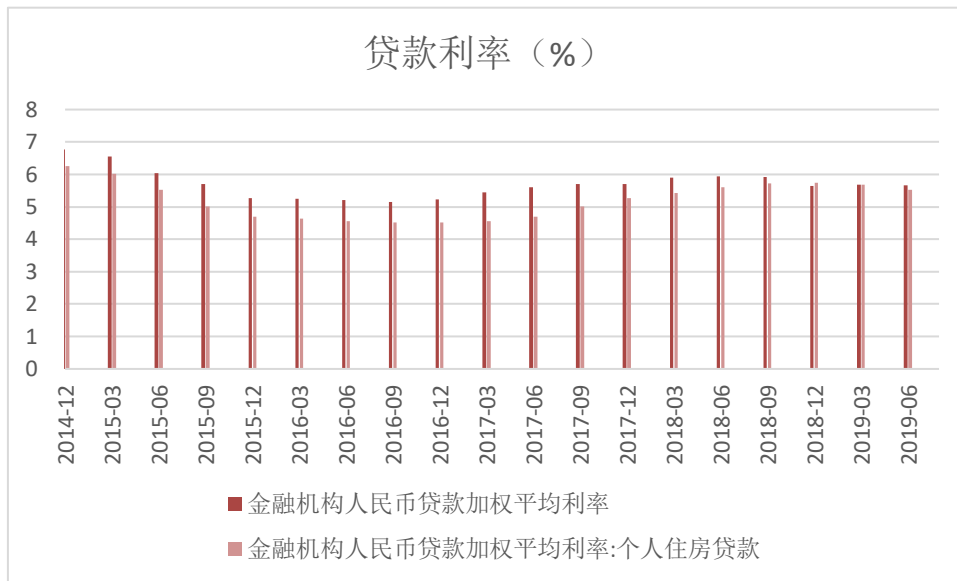
从货币政策来看，M2 增速已经从 16 年 14% 的高位下降到目前的 8% 左右，货币供给总体呈下降趋势；尽管贷款利率整体呈下降趋势，但个人住房贷款利率增长明显，无论从需求端还是从供给端，房地产行业贷款总体呈收紧趋势，商业性房地产贷款余额和个人住房贷款余额的增长速率也印证了这一观点。

图 2：货币供应量



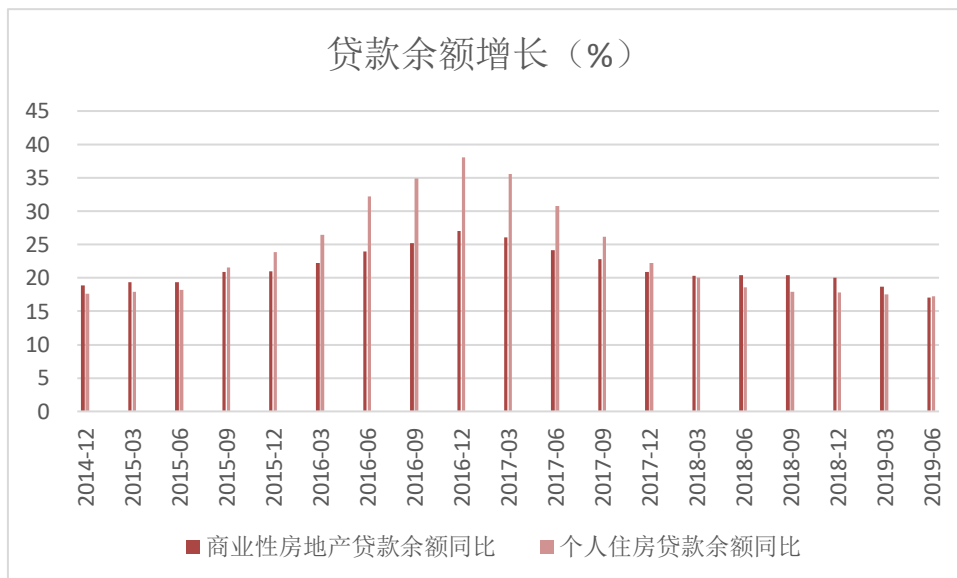
资料来源：山西证券研究所，Wind

图 3：贷款利率



资料来源：山西证券研究所，Wind

图 4：贷款余额同比

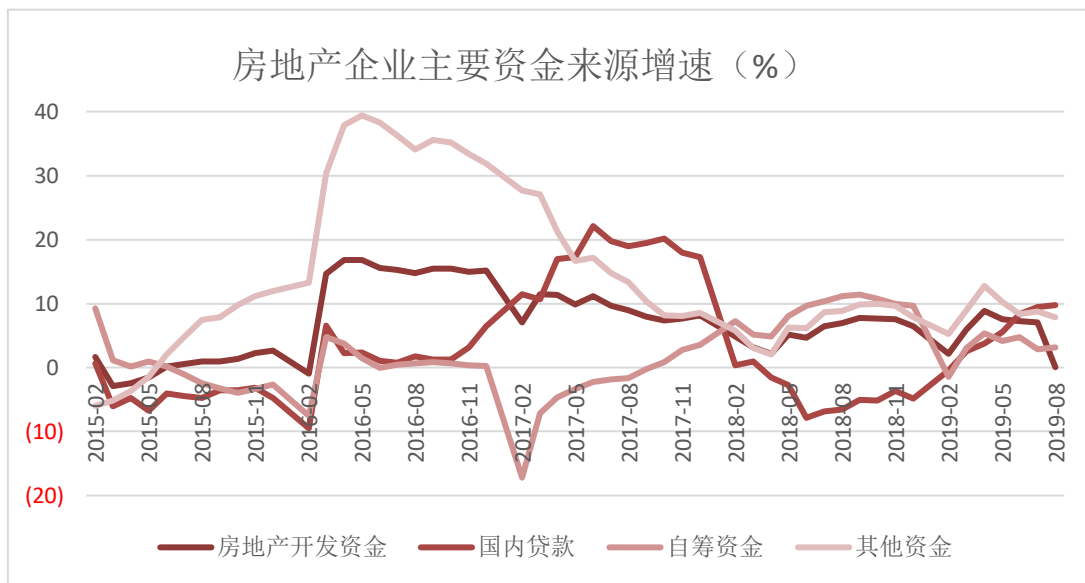


资料来源：山西证券研究所，Wind

从房地产企业融资渠道来讲，从房地产企业资金来源中，房地产企业主要依靠自筹资金，国内贷款和其他资金，其中，只有海外融资存在明显增长的趋势，但是占比并不高，同时今年 7 月国家发改委发布了通知，限制房地产企业的海外融资。其它三项房地产企业主要的资金来源相对其 2015-2017 年的高位也有明显的降速。



图 5：房地产企业资金来源增速

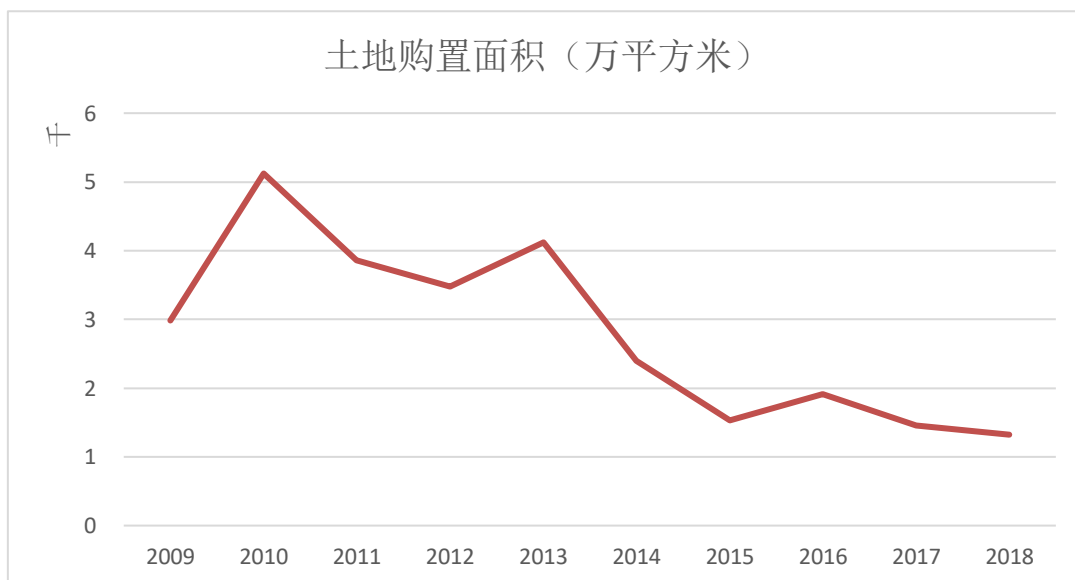


资料来源：山西证券研究所，Wind

## 土地供应

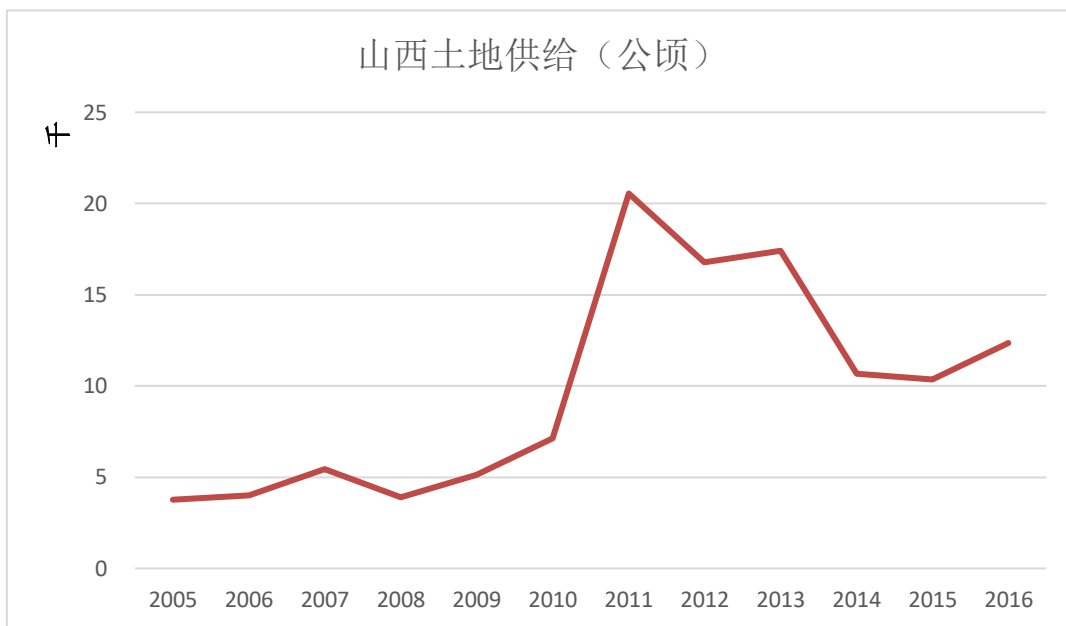
从过去 10 年土地购置面积和土地供应变化来看，土地交易面积持续下降，但住房施工面积和竣工面积都持续上升，在 2016 年到达峰值。结合土地供应面积的上升趋势，我们认为表面土地成交活跃度下降，房地产企业拿地热情降低。

图 6：山西省土地供应变化



资料来源：山西证券研究所、Wind

图 7：山西省土地供应变化



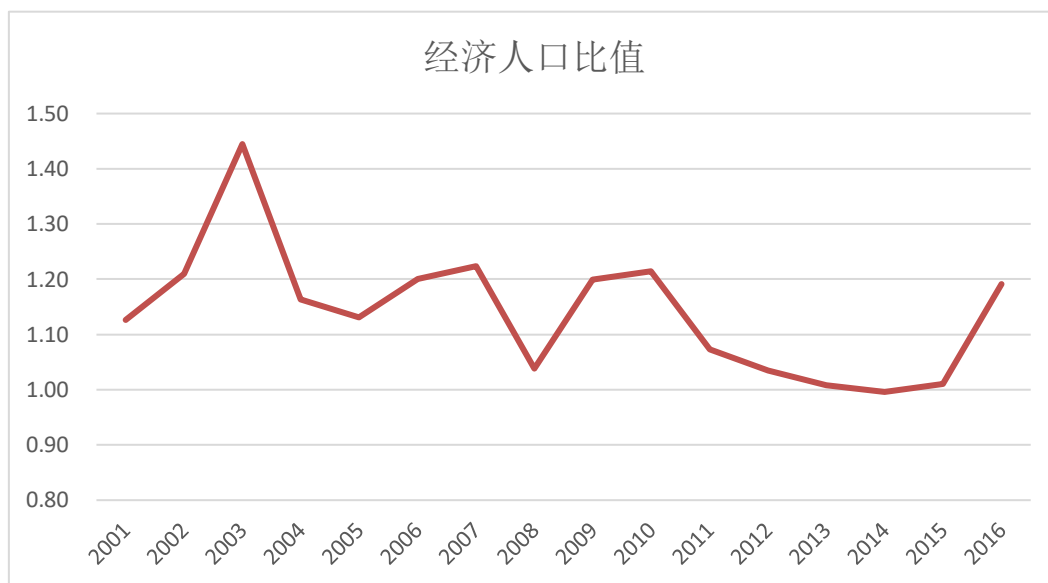
资料来源：山西证券研究所、Wind

## 2.2 发展趋势：需求分化，未来山西房地产市场对于高品质住房需求潜力大

### 2.2.1 趋势总结：

从需求上讲，对于房地产市场而言，决定需求的最终变量是人口。经济，城镇化率与交通，教育和医疗等一切地区综合实力最终的落脚点都是人口的变化情况。结合经济，产业，城镇化率，交通，教育和医疗几个维度的分析，我们认为随着十三五规划的实现以及未来十四五规划的实施，将来山西省人口流失程度会减弱，经济人口比值会上升到 1.3-1.4（目前为 1.2）附近，人口年均增长会达到 0.7-0.9%左右，届时每年平均房地产市场新增需求约为 3000 万平方米。总的来说，我们认为山西省未来房地产市场的需求仍将是一个持续增长的趋势。

图 8：山西省经济人口比值变化



资料来源：山西证券研究所、Wind

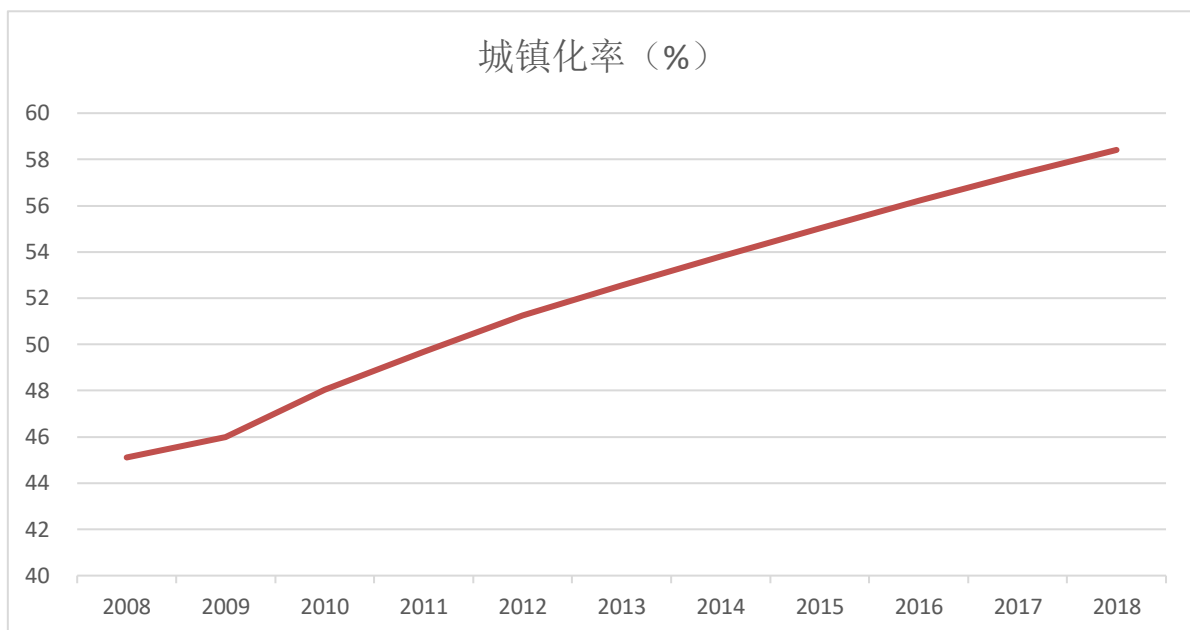
对于供给侧而言，短期内价格和政府土地供应是影响总供给的主因。长期而言，总供给由于市场调节和博弈的原因，一定是等于总需求的，对于山西省房地产市场而言，除去人口增长之外，未来智慧城市和人民对于高科技住宅的需求会是供给端增长的主要因素。

## 2.2.1 需求与供给：城市配套，科技，经济决定人口，人口决定需求

### 城镇化率和交通

从城镇化率的角度看，根据山西省十三五规划，2020年山西省目标城镇化率要达到60%+，2019年全省整体城镇化率我们计算在60%左右，未来距离发达国家80%的城镇化率还有很大的空间，我们认为未来随着城市群的建立，城市可以提供更多就业机会的情况下，山西农村人口将持续向城市流动。所以对于城市住房的需求也会持续增长。值得一提的是根据全球城镇化率的规律和经验，城镇化率达到50%之后普遍存在增速下降的现象，结合山西近年来的发展，有一定概率城镇化率已经度过了快速发展的时期，增长加速度将放缓。过去十年间城镇化率年平均增长为3%，我们预计未来10年城镇化率每年将长期保持在1%-2%的增长。

图 9：山西省城镇化率变化



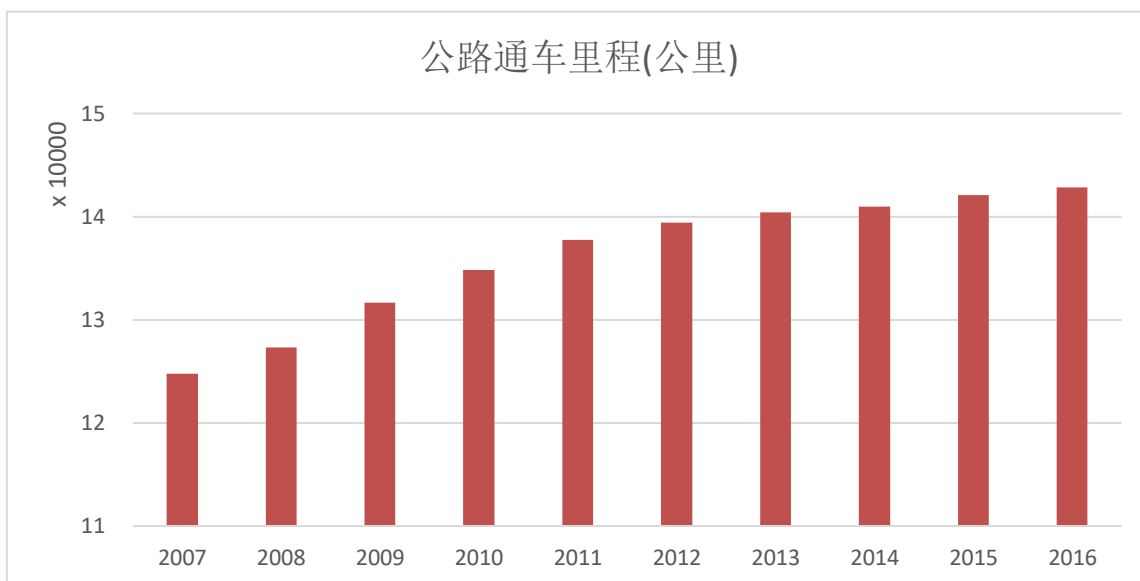
资料来源：山西证券研究所、Wind

从交通的角度看，山西地理位置重要，山西是连接中国内蒙和其它地区的重要通道，同时，山西也是北京、东北，通往河南、陕西等地的首选路径。随着国家振兴东北和一带一路，以及中部崛起的战略，山西作为连接多个区域的交通枢纽，未来将扮演更为重要的角色。

从铁路来看，根据山西省十三五交通规划，山西省 2015 年铁路里程为 5100 公里，在 2020 年预计将达到 6400 公里，增幅接近 25%，其中几乎全部为高速铁路，高速铁路目标建设里程为 1300 公里。根据国家铁路中长期规划，2025 年到 2030 年期间，山西省境内还会有三条高铁计划通车。

从公路通车里程来看，根据山西省交通十三五规划，山西省公路里程在 2020 年预计为 15 万公里，2016 年公路里程约为 14 万 3 千公里，预计 17、18、19、20 每年增长 1750 公里左右。十三五规划对于公路的规划增长并不显著，所以我们认为山西省公路快速建设和发展的时期已经过去，但由于山西重要的战略地理位置结合十三五规划，山西省十三五期间目标建成高速公路 2200 公里，2020 年底预计高速公路里程比 2015 年增幅接近 50%，因此我们预测高速公路的发展在十三五规划之后的未来仍长期高速增长。

图 10：山西省公路里程变化



资料来源：山西证券研究所、Wind

从民航来看，山西省预计 2020 年前将会有 8 座机场，其中一座为十三五规划新建。其余民航计划主要围绕现有机场的扩建和改造。截止到 2025 年，山西省计划建成不少于 30 个机场。

## 产业与经济

从产业看，根据山西省战略新兴产业十三五规划，山西省未来的产业结构将主要围绕高端装备制造、新能源、新材料、节能环保、生物产业、煤层气、信息技术、新能源汽车和现代化煤工业。2015 年全省战略新兴产业总产值为 2600 亿元，截止到 2020 年底，全省战略新兴产业总值预计达到 4500 亿元左右。九大战略新兴产业主要围绕“一核两带四板”块展开，其中“一核”为太原和晋中，高端装备制造，节能环保，信息技术，新能源产业将主要围绕太原地区发展。“两带”就是围绕和依托大西线、太焦线，充分利用沿线区位优势、产业优势、要素优势，依托重点开发区（园区），促进战略性新兴产业的集聚发展，努力打造“大西沿线战略性新兴产业发展带”和“太焦沿线战略性新兴产业发展带”，成为全省战略性新兴产业发展的重要聚集带。“四板块”方面，一是依托大同、朔州、忻州等市风能、太阳能等新能源资源优势 and 现代煤化工项目，合力打造晋北新能源产业、现代煤化工产业、医药产业发展板块；二是依托长治、晋城在生物医药、煤层气等产业的发展优势，合力打造晋东南煤层气和生物产业板块；三是依托太原、吕梁、忻州、朔州等市的节能环保研发基础，合力打造节能环保产业发展板块；四是依托临汾、运城新材料研发与制造优势，以闻喜银光镁合金深加工、中磁科技高性能钕铁硼磁材、山西宏特碳纤维、山西三佳有

机硅深加工等一批龙头企业为基础，合力打造晋南新材料产业发展板块。

从科技讲，过去山西省科研经费投入低于全国平均水平。2015 年，山西省创新能力综合排名位于全国第 25 位，绝大多数指标位于全国 20 位左右，属于科技综合竞争力薄弱地区。科技经费投入不足，2014 年，山西省 R&D 经费投入占 GDP 比重只有 1.19%，明显低于全国 2.05% 的平均水平，R&D 经费投入排全国第 20 位，2014 年，山西省 R&D 人员全时当量只占全国的 1.32%。聚焦主导产业的创新平台数量少，高端平台更少，国家级重点实验室数量只占全国的 1.25%，国家级高新区数量只占全国的 1.38%，国家自主创新示范区全国 14 家。

表 1：山西省战略创新十三五规划

### 山西省“十三五”时期科技发展指标体系

一级指标	二级指标	2014 年	2020 年
科技投入	R&D/GDP 比重 (%)	1.19	2.50
科研人员	研发人员 (R&D 人员) 全时当量 (万人年)	4.90	6.72
科技创新平台	国家工程技术研究中心 (个)	1	3
	产业技术创新联盟 (个)	11	25

资料来源：山西证券研究所、山西省人民政府

不过根据十三五规划，截至到 2020 年底，山西省 R&D/GDP 将达到 2.5%，2017 年为 0.72%，距离十三五规划目标差距较大，所以我们认为 2019 年、2020 年山西 R&D 等各项科技指标将会有较大幅度增长。

## 教育和医疗

从教育来看，根据山西省十三五规划，未来山西省教育产业目标为：在 2020 年底，主要教育指标达到或者超过全国平均水平，达到中西部地区先进行列。

表 2：山西省教育十三五规划

### 教育事业发展和人力资源开发“十三五”主要目标

指标	2015 年	2020 年	属性
<b>学前教育</b>			
在园幼儿人数（万人）	98.3	109.0	预期性
学前教育毛入园率（%）	87.0	90.0	预期性
<b>九年义务教育</b>			
在校生（万人）	334.4	327.0	预期性
巩固率（%）	95.0	97.0	约束性
<b>高中阶段教育</b>			
在校生（万人）	126.7	104.0	预期性
其中：中等职业教育	47.3	50.0	预期性
毛入学率（%）	93.4	95.0	约束性
<b>高等教育</b>			
在学总规模（万人）	126.8	111.0	预期性
在校生（万人）	92.1	98.0	预期性
研究生（万人）	3.6	4.5	预期性
普通本专科（万人）	74.0	80.0	预期性
毛入学率（%）	40.0	52.0	预期性
<b>继续教育</b>			
从业人员继续教育（万人次）	1000	1200	预期性
<b>人力资源开发</b>			
新增劳动力平均受教育年限（年）		13.5	预期性
劳动年龄人口平均受教育年限（年）	10.5	10.8	约束性

资料来源：山西证券研究所、山西省人民政府

从医疗来看，山西省十三五医疗规划的主要目标是：到 2020 年建立覆盖城乡的基本医疗卫生制度，基本实现全民健康公平和病有所医。具体量化到指标中

表 3：山西省医疗十三五规划

专栏一 “十三五”时期主要发展指标。		
类别。	指标。	2020年目标。
健康水平。	人均期望寿命。	在2015年基础上提高1岁。
	婴儿死亡率。	≤5.5‰。
	5岁以下儿童死亡率。	≤7‰。
	孕产妇死亡率。	≤13/10万。
疾病防控。	居民健康素养水平。	≥20%。
	以乡（镇、街道）为单位适龄儿童免疫规划疫苗接种率。	≥90%。
	存活的艾滋病感染者和病人数。	≤120万。
	肺结核发病率。	≤58/10万。
	因心脑血管疾病、癌症、慢性呼吸系统疾病和糖尿病导致的过早死亡。	比2015年降低10%。
妇幼健康。	3岁以下儿童系统管理率。	≥90%。
	孕产妇住院分娩率。	≥98%。
	孕产妇系统管理率。	≥90%。
	出生缺陷发生率。	≤130/万。
	孕前优生健康检查目标人群覆盖率。	≥80%。
医疗服务。	二级以上医院医院感染发生率。	≤3.2%。
	二级以上医院30天再住院率。	≤2.4%。
	二级以上医院门诊处方抗菌药物使用率。	≤10%。
	三级医院平均住院日。	≤8天。
计划生育。	总人口。	3740万。
	人口自然增长率。	6.5‰。
	出生人口性别比。	≤110。
	总和生育率。	稳定在1.8左右。
	政策外多孩率。	≤5%。
卫生监督。	二级以上医院、采供血机构和疾控机构传染病防治监督覆盖率。	100%。
	公共场所卫生监督量化分级管理覆盖率。	95%。
	千吨以上生活饮用水供水单位卫生监督覆盖率。	100%。
医疗卫生服务体系。	每千人口执业（助理）医师数（人）。	2.51。
	每千人口注册护士数。	3.14。
	每千人口医疗机构床位数。	6张。
	每万人口全科医生数。	2。
医疗卫生保障。	政策范围内住院费用报销比例。	75%左右。
	个人卫生支出占卫生总费用的比例。	28%左右。

资料来源：山西证券研究所、山西省人民政府



## 3 山西省主要城市房地产市场分析

### 3.1 分析模型：人口决定需求，需求决定供给；指数模型助力研判长期需求

在城市房地产的分析中，我们使用的框架和全省的分析框架基本一致，不同之处在于我们认为对于同一个地区的城市而言，由于其迁徙成本较低，所以城市中其它指标对于总需求的影响更大。此外，由于我们本篇报告的重点是讨论山西省主要城市房地产未来发展的潜力和差异，以及影响城市发展的变量众多，我们认为从人口增长、经济实力、产业创新、交通区位和公共资源等大的方面各选取少量指标进行分析无法还原一个城市发展的潜力，所以我们在分析城市长期需求的变化时使用了 43 个指标，搭建了城市发展潜力的指数模型使得我们的结论更加可靠。我们通过 43 个指标，根据地区经济学中关于城市发展的三要素编辑了五个指数来综合反映一个城市房地产的发展潜力，由于个别城市一些指标并不能通过我们的搜集和整理获取，我们对于不同的指标给与不同的权重，对于数据比较全面的指标给的权重较大，不全的指标权重较小，理论依据是我们认为信息公示也可以从一个侧面体现出城市竞争力的体现。然后对每项指标在不同城市间排名，采取递减的方式每项指标排名第一得 10 分，最后一名得 0 分。再把每个城市得指标排名总得分相加然后除以指标项数求得每个指数得分，最后把五个指数相加求平均数作为最终得分。

五个指数分别为科技指数，消费指数，工业指数，交通与基建指数和教育医疗指数五个指数。我们对于每项指标采取等权重的编辑方式。其中，科技指数包含在校大学生数量，重点大学数量，专利申请量，上市企业数量，单位能源 GDP，空气达标天数，研发投入强度，战略新型产业数量，PM2.5，城市污水处理率，每千人专利量。消费指数包含高铁频次，距离城市群中心城市的距离，第三产业占 GDP 的比例，经济人口比值，房价收入比，社会消费品零售总额，进出口总金额，机动车保有量。工业指数中包括公路里程，小学生在校数量，第二产业占 GDP 的比例，近 5 年人口自然增长率，发电量以及原煤产量，工业增加值。交通和基建指数中包括机场的客流和货物吞吐量，国道里程以及省道里程，铁路网中长期规划中的高铁线路数量，规划轨道交通数量，公共交通出行分担率，公交站点 500 米覆盖率，公共自行车数量，人均绿地面积，500 米见园率。教育和医疗指数中包括初中数量，高中数量，以及职业中学的数量，每千人执业医师，每千个老人养老床位，人均期望寿命，幼儿园入园率。

## 3.2 发展现状：地区发展差异开始显现，太原一枝独秀

### 3.2.1 现状总结：城市与城市之间住房供需情况差异明显，但总体供过于求

结合需求和供给，我们通过上一年的新增人口计算出总新增需求，以竣工面积为总供给，发现各个城市的供需关系出现了不同的情况。目前的需求增量需要 2-3 年的时间得以完全消化供给增量，但是市场整体由于供给增量下降也十分明显，所以我们认为短期内山西省主要城市房地产将保持一个平稳的趋势。

（临汾市竣工面积数据缺失）

供求平衡的城市有（供给约等于需求）：阳泉，吕梁。

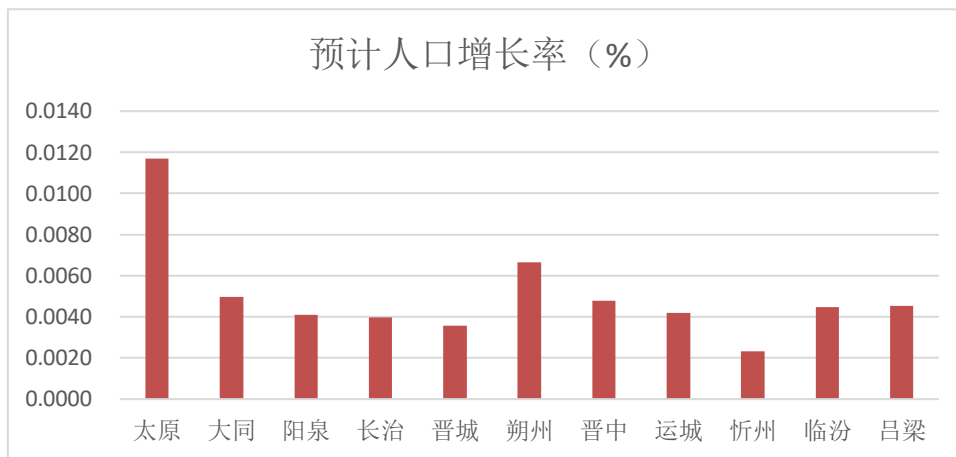
供大于求的城市有（供给增量远大于需求增量）：太原，大同，运城，晋城，长治，晋中，忻州。

供小于求的城市有：朔州

### 3.2.2 需求与供给：短期人口趋势相似，但需求趋势大相径庭

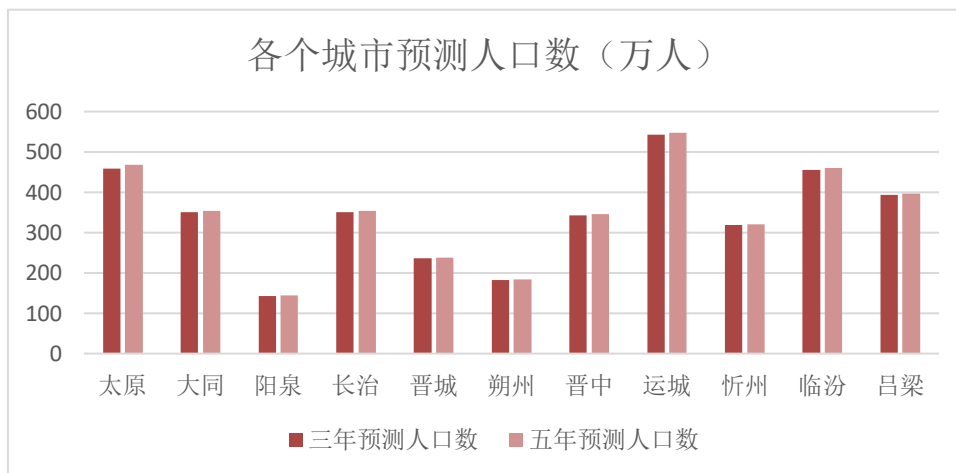
从需求上讲，我们通过每个城市过去三年，五年，和十年的人口变化预测出了短期未来人口增长率，结合人均居住面积推测除了未来短期内每个城市人口的增长数量和新增需求的面积。我们认为短期内山西省各个城市房地产需求都处于增长阶段，但是城市之间需求增长速度差异较大。太原和朔州优势明显，其他城市增长率均在 0.1%-0.2% 左右。体现在年新增需求上的话，由于朔州本身人口基数小，所以需求面积增长并不明显。只有太原新增需求面积大于 1,000,000 平方米，其它城市大多在 200,000-400,000 平方米的区间，阳泉，忻州，晋城三地新增需求面积仅为 100,000 平方米左右。

图 11：山西省主要城市发展潜力



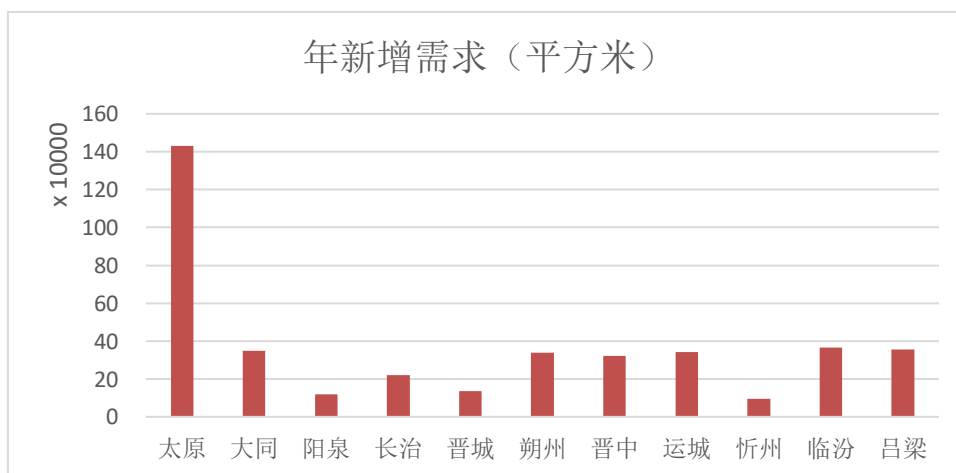
资料来源：山西证券研究所，Wind

图 12：山西省主要城市发展潜力



资料来源：山西证券研究所，Wind

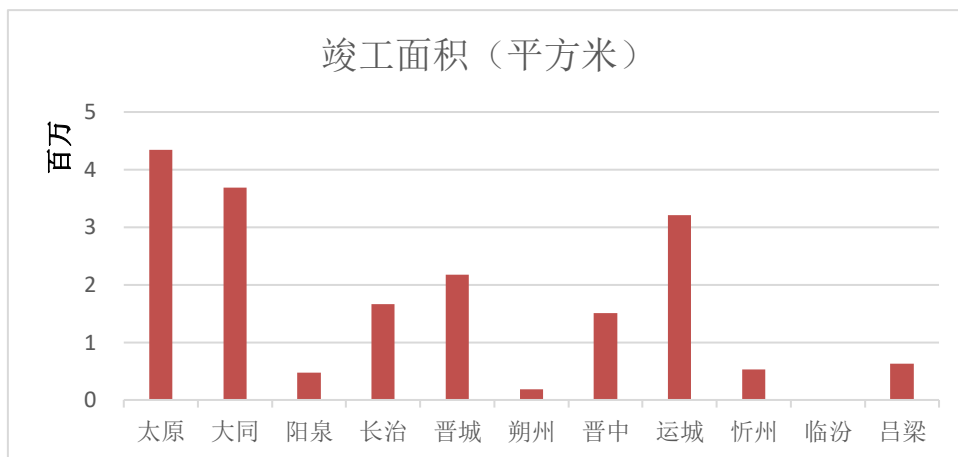
图 13：山西省主要城市年均新增住房需求



资料来源：山西证券研究所、Wind

从供给上讲，竣工面积可以体现出 2017 年山西省各个城市的新增供给总量。土地购置面积可以判断出地方政府对于房地产市场走势的规划和预期。

图 14：山西省主要城市年均新增住房面积



资料来源：山西证券研究所、Wind

### 3.2.3：影响短期供需的其它因素

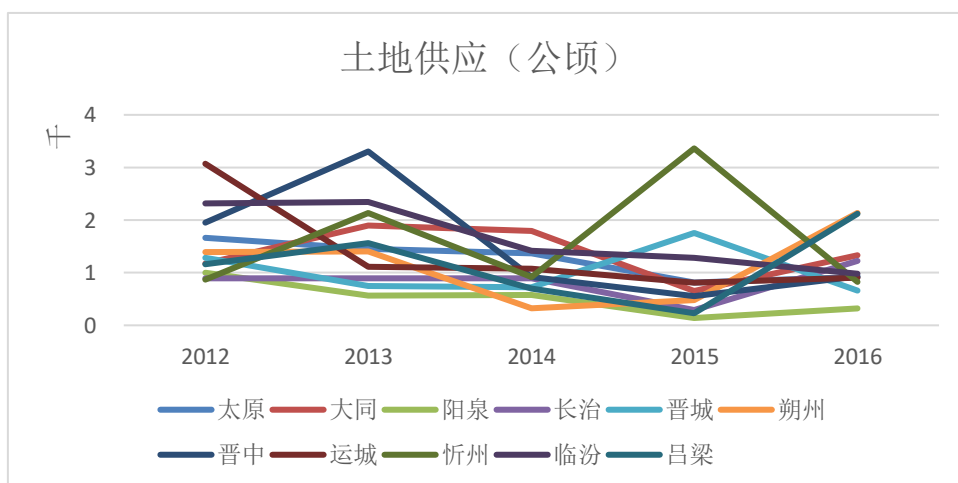
#### 金融

由于前文中提到的，房企融资渠道受限，资金链紧张的缘故，房企普遍拿地速度减缓，同时由于居民部门 60%左右的较高杠杆率，需求端购买力也有限，进一步限制了供给端增长

#### 土地供给

土地供应各个城市差异明显，土地供应多数城市呈现上升的趋势，这说明土地成交量下降，可卖土地面积增加。结合全省土地情况，我们判断忻州和晋城土地销售情况上升，其余城市下降。

图 15：山西省主要城市土地供应变化

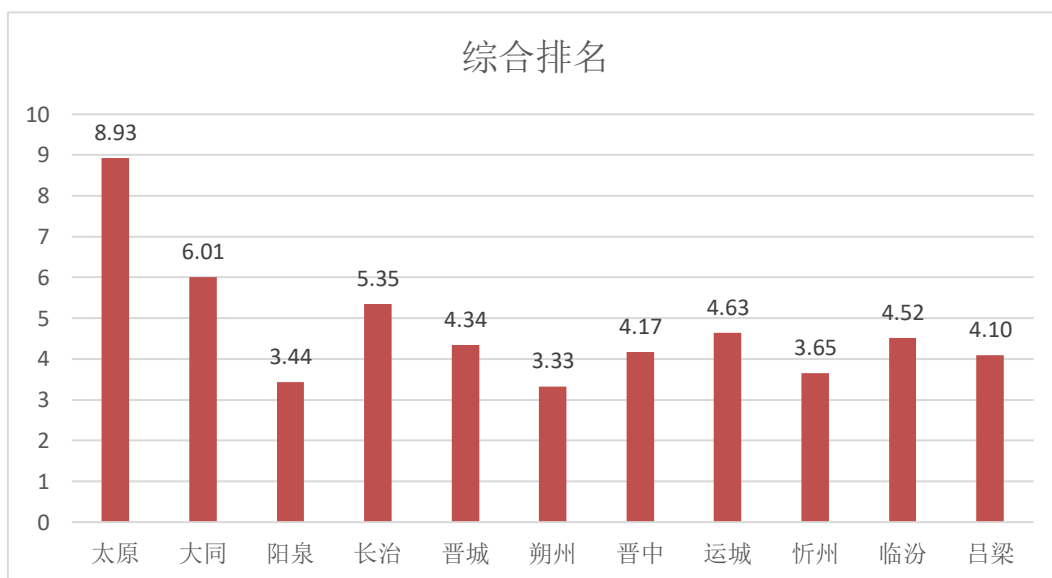


资料来源：山西证券研究所、Wind

### 3.3 发展趋势：城市间发展的差异化更为突出，需求的分化也将更为明显

#### 3.3.1 趋势总结：四级分化，太原优势明显

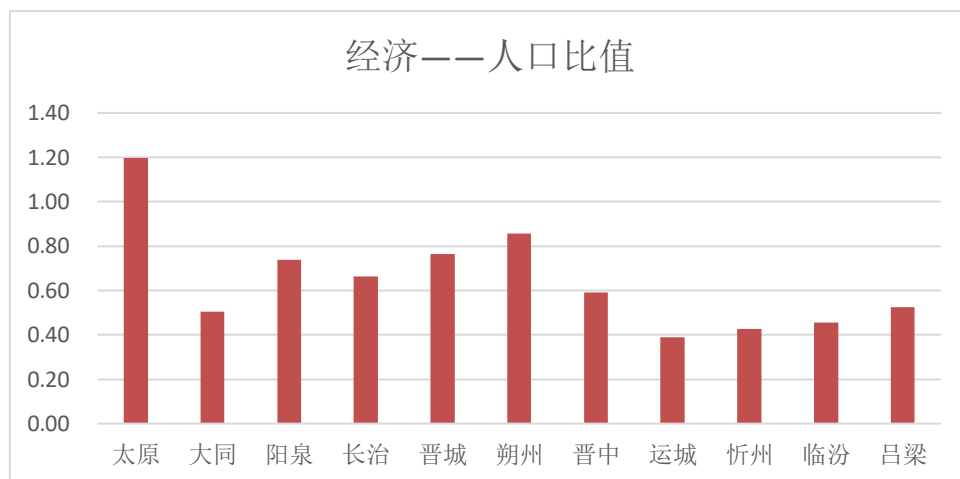
图 16：山西省主要城市发展潜力



资料来源：山西证券研究所

结合指数模型，从需求上讲，长期来看我们认为山西省的人口集中度将提高，未来山西房地产市场需求会主要集中在太原，大同和运城。随着城市群的打造和发展，山西境内会形成以太原为核心，包括晋中，阳泉，忻州，吕梁在内的太原城市群。北部的大同和朔州会划进京津冀城市群，南部临汾、运城和长治、晋城会被西安和郑州两个城市群辐射。山西省各城市的人口与经济将呈现 4 种分化。第一档是太原，太原将会作为城市群中心城市，大概率会与晋中合并形成 1000 万人口规模的城市，人口预计将会有 2%-3% 的年均增长，经济人口比值达到 1.8 左右。第二档是大同、长治、临汾和运城，分别作为京津冀、郑州和西安城市群中的副中心型城市人口在 200-300 万人，人口预计会有 1% 左右的年均增长，经济人口比值在 1.5 左右。第三档是吕梁，忻州在新规划下，区位优势不如大同运城和临汾，在我们的模型中增长趋势也不如运城和大同。我们预测人口年均增长会在 0.5% 左右的增长，经济人口比值在 1 左右。第四档是晋城，阳泉和朔州，这三个城市本身综合竞争力弱于其他城市，在城市群种的位置也并不理想，人口净流出的可能性较大，我们认为人口年均增长在 0.2% 左右，经济人口比值在 0.8 附近。

图 17：山西省主要城市经济人口比值

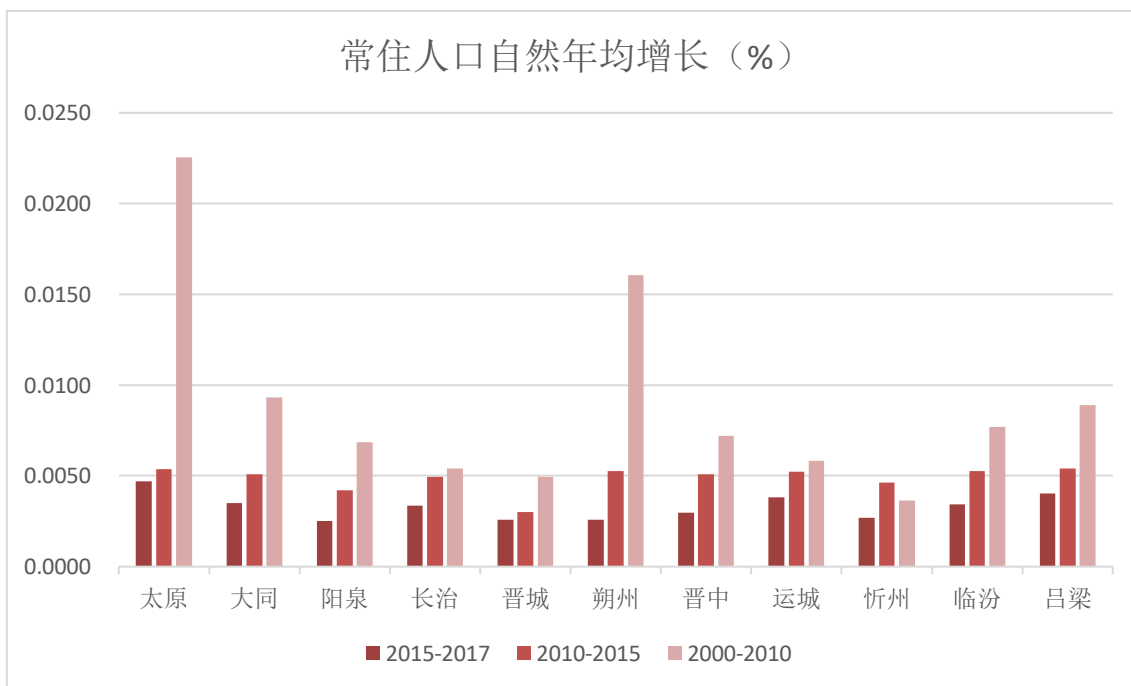


资料来源：山西证券研究所

### 3.3.1 需求与供给：人口从小城市流向大城市

我们通过人口的年均自然增长，小学生在校人数，经济人口比值的数据进行人口增长的初步判断，最后再结合指数模型修正我们的判断。山西省主要城市太原人口在 2015-2017 时间段内人口增速下降程度最小，我们认为这是由于太原在经济，交通，产业，教育科技，公共资源等各方面的优势，使得周边人口流入太原，减缓了自身人口减少的速率。

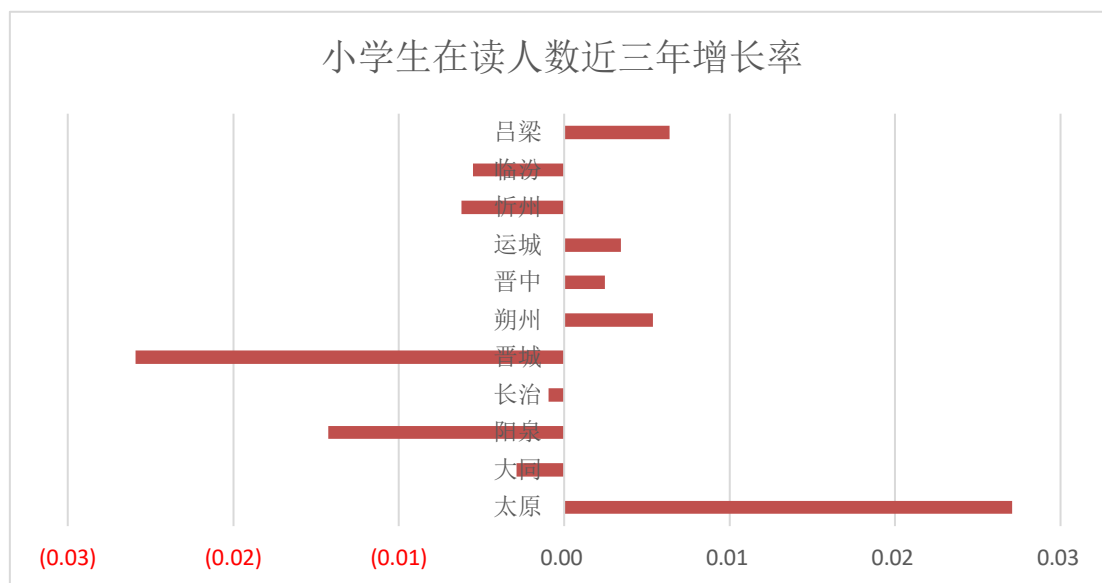
图 18：山西省主要城市常住人口变化



资料来源：山西证券研究所、Wind

分城市来看，通过小学生在读人数增长可以看出，小学生增量明显。结合大同、临汾、忻州、晋城、长治、阳泉小学生数量负增长，我们认为受经济不景气的影响，虽然以上城市常住人口没有出现明显下滑，但是新生人口向大城市流出现象明显，降低了城市未来发展潜力。近年来各个城市放宽落户政策，其中太原也降低了外来人口落户的门槛努力吸收外来新生人口。我们预测，未来太原由于其医疗、教育等条件的优势，使得其对于其他城市人口的吸力会体现的更加明显。

图 19：山西省主要城市小学生变化



资料来源：山西证券研究所、Wind

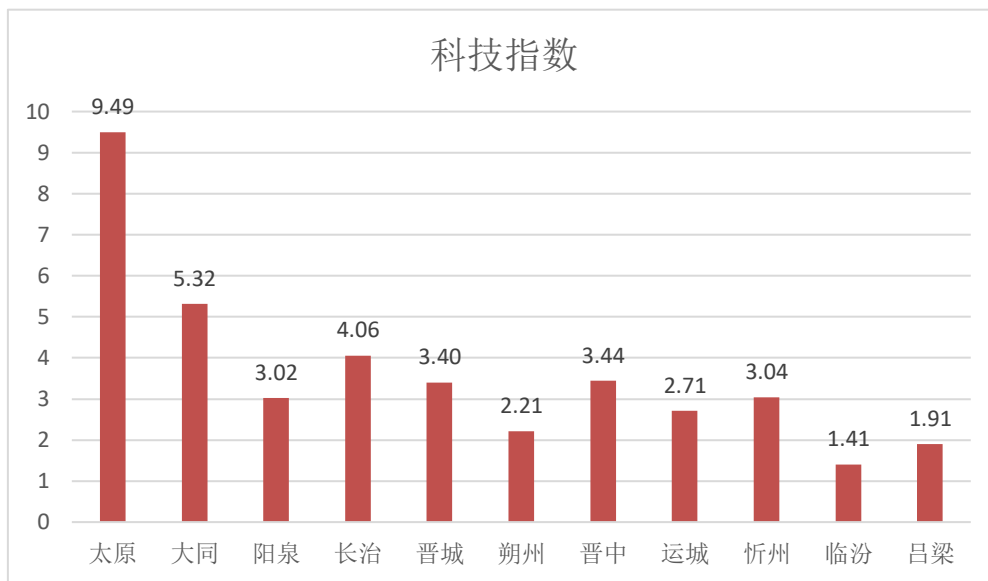
### 3.3.2 指数模型

#### 科技

我们用科技指数的方式呈现各个城市之间科技类指标发展现状的差距，以及未来发展潜力的高低。科技指数之中主要包含 3 类指标，高等教育，环境指数和科研投入，其中，各类指标包括过往数据，和山西省十三五战略创新规划的重点目标。我们把高等教育放在科技指数之中是因为我们认为高等教育对于城市而言，科研的意义以及城市发展的可能性大于高校单纯对于教育产业的贡献。对于环境指数，我们认为在当下这个时间节点来看，环保是一项具有非常高智慧和技术密集度的产业，需要有一系列的理论支持，同时需要机械设备和化工品的支持。

具体指标包括城市重点大学数量，在校大学生数量，专利申请量，上市公司数量，单位能源 GDP，空气达标天数，研发投入/GDP 比值，战略新兴产业数量，PM2.5 浓度，城市污水处理率。

图 20：山西省主要城市科技发展



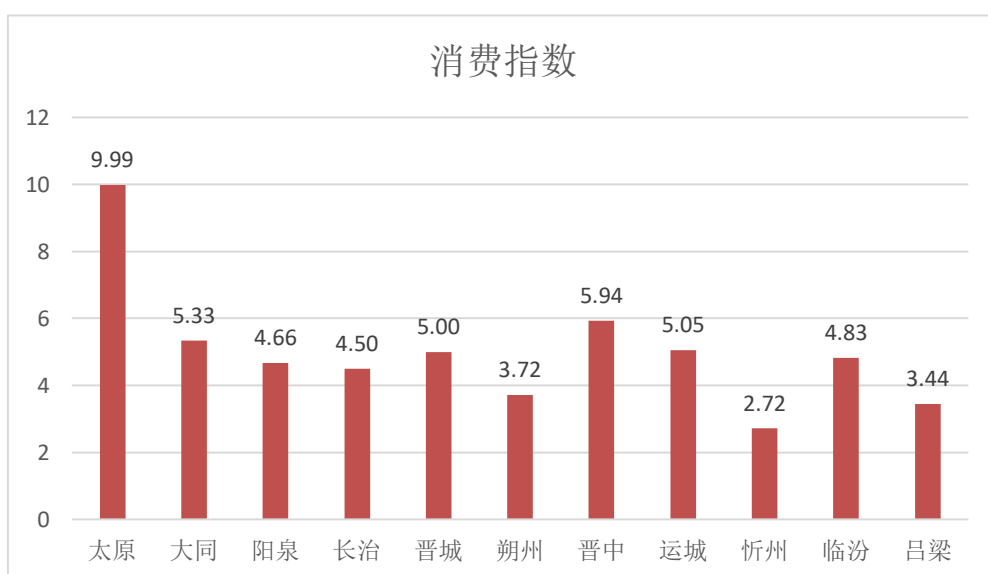
资料来源：山西证券研究所

## 消费

在消费指数中，主要覆盖了长途交通便利程度，第三产业产值，人民生活，机动车数量等方面的指标。其中长途交通我们纳入了消费指数中是由于我们认为长途交通表面了城市与外界沟通和联系的频率和活力，带动的往往是旅游等消费服务行业的发展。

具体指标有，高铁频次，距离城市群中心城市的距离，第三产业 GDP，经济人口比值，人均储蓄，社会消费零售总额，进出口总金额，机动车保有量。

图 21：山西省主要城市发展潜力



资料来源：山西证券研究所

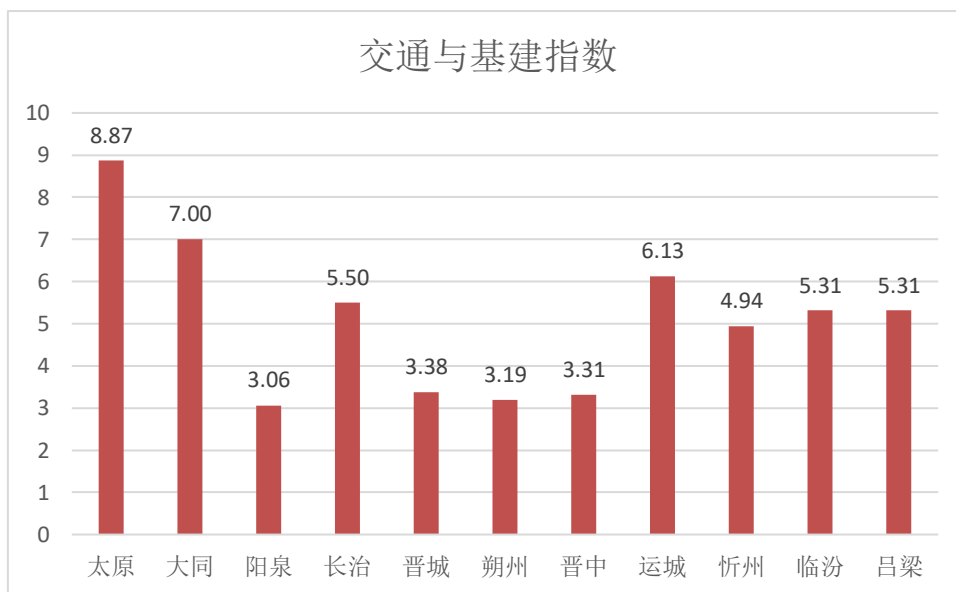


## 交通与基建

对于交通和基建，我们主要包含高铁，高速公路，民航，公共交通，绿地公园五个大类指标现状和未来规划进行对比和排名。

具体指标包括，现有和规划中的国道，省道里程，高铁线路数量，民航客运量，城市轨道交通，公共交通出行分担率，公共交通站点 500 米覆盖率，公共自行车数量，人均绿地面积，500 米见园覆盖率。

图 22：山西省主要城市发展潜力



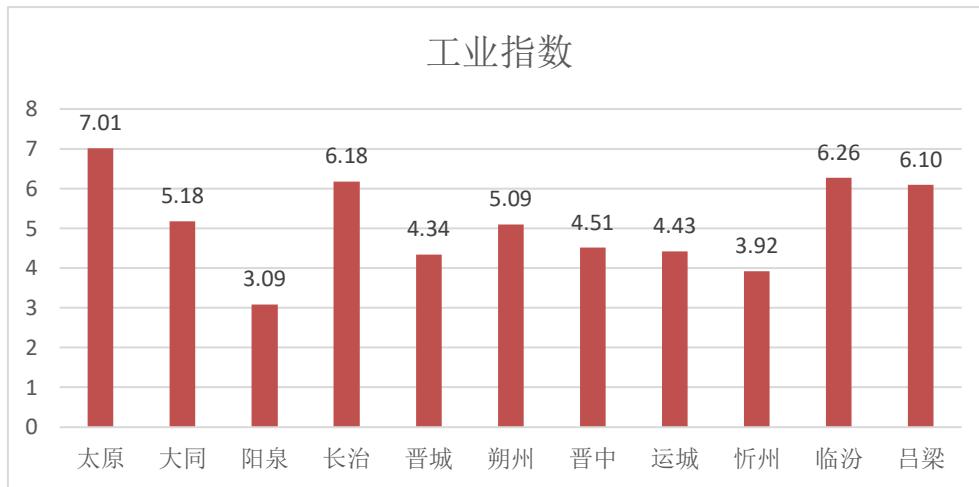
资料来源：山西证券研究所

## 工业

在工业指数中，主要包括人口增长，工业产值，战略新型工业三个方面的现状和未来趋势指标进行分析。其中人口增长被归进了工业指数是由于我们认为工业对于创造就业的提升幅度最大，在不同产业中和人口的相关性最强。

具体来说，包括高速公路密度，第二产业占 GDP 比值，发电量，原煤产量，人口自然增长率，小学生在校数量，工业增加值。

图 23：山西省主要城市发展潜力



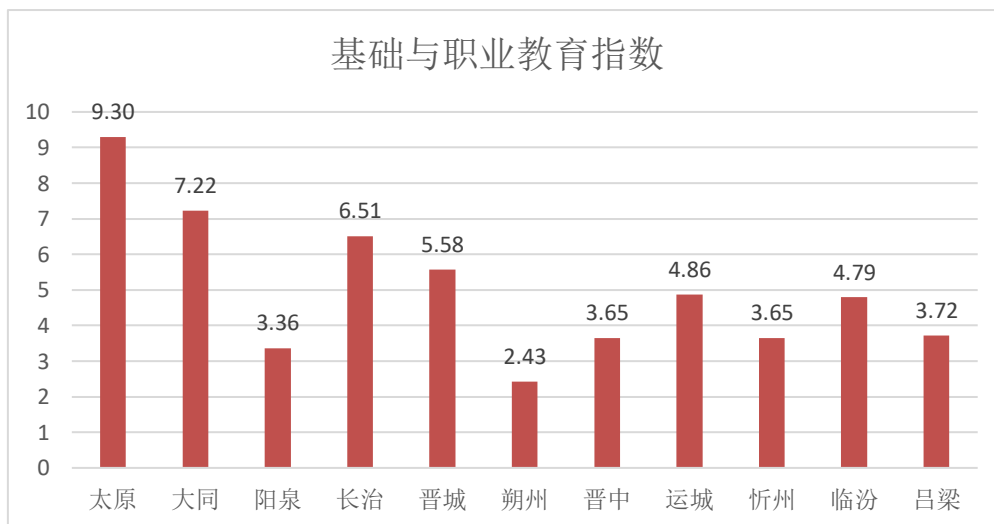
资料来源：山西证券研究所

## 教育和医疗

在教育指数中，主要包括了初等教育、中等教育以及职业教育、医疗配套四部分。城市之间高等教育的差别已经在科技指数中做出了体现。

具体指标包括幼儿园入园率、小学数量、中学数量、职业学校数量、三甲医院数量、每千人执业医师、养老床位、人均期望寿命。

图 24：山西省主要城市发展潜力



资料来源：山西证券研究所、Wind

## 4.风险提示

山西宏观经济增长低于预期风险；货币政策收紧风险；房价上涨引发的行业调控风险。

### 分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上  
增持： 相对强于市场表现 5~20%  
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动  
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现  
中性： 行业与整体市场表现基本持平  
看淡： 行业弱于整体市场表现

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

### 山西证券研究所：



#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
邮编：030002  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海  
国际中心七层  
邮编：100032  
电话：010-83496336