中信建投证券 CHINA SECURITIES

证券研究报告·宏观动态

设备更新、供给侧改革及投资机会

内需系列之一

宏观经济

核心观点

自政策提出以旧换新以及设备更新以来，市场普遍关心资金到位方式、规模以及或有影响。

根据既有政策细节， 消费品以旧更新侧重财政补贴，涉及中央财政补贴或在百亿级别 。设备更新重在市场化推进，财政预算内支持不是资金绝对主体。

一个行业设备是否需要更新，将充分评估四个维度因素——行业标准、产能利用率、盈利以及需求。考虑到这一点， 设备更新有可能推进一些行业的供给侧改革，尤其是推进传统行业产能出清。

具体而言，我们认为设备更新对行业层面影响路径是， 环保公用事业扩张，为化工、石化、钢铁、建材提供产能出清路径。而化工、石化、钢铁、建材等行业龙头企业受益于新一轮供给侧改革具有投资机会。

4 月设备更新和以旧换新政策在全国范围内跟进。截至 5 月 17 日，大规模设备更新以及消费品以旧更新中央层面发布 7 分文件， 26 个省市对外披露大规模设备更新和以旧换新行动。

我们将设备更新和以旧换新政策定义为 2024 年重要内需政策之一。

结合市场热点，再次细读政策，我们回答以下几个问题：

1、 消费品以旧更新的政策力度如何？

2、 设备更新的规模与政策力度？

3、 设备更新能否撬动新一轮供给侧改革？

一、设备更新和以旧换新的财政资金逻辑与规模测算？

消费品以旧换新重在财政补贴的推动。我们重点分析确定性较强的中央层面增量资金。

汽车补贴细则出台，我们参考中信建投汽车组预测，预计拉动 258 万量新车购置需求，我们预计增量资金在 200 亿左右。

我们根据政策内容中可用资金来源，预计家电补贴大约百亿级别，本轮中央层面资金主要来自（1）中央财政安排的现代商贸流通体系相关资金；（2）县域商业体系建设等现有资金；（3）废弃电器电子产品回收处理专项资金。

家电补贴持续性强于汽车补贴。

本报告由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。同时请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

周君芝

zhoujunzhi@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524020001

王大林

wangdalin@csc.com.cn

SAC 编号:S1440520110002

发布日期： 2024 年 05 月 24 日

本报告由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。同时请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

我们通过两种测算方法，均得到设备更新 5 万亿元的市场空间。考虑前两年投资增速较高，预计本轮增量投资相对有限。我们观察到， 2024 年一季度设备行业营收增速加权平均约为 1.5%，增长有所放缓， 政策效果仍待观察。

三、设备更新能否撬动新一轮供给侧改革？

我们认为设备更新和消费品以旧换新将推动新一轮供给侧改革，是本轮政策重点投资机会。我们将从逻辑层面和现实层面两个角度出发来分析本轮供给侧改革的微观逻辑，以及如何应对供给侧改革带来的社会问题。

撬动供给侧改革的逻辑在于淘汰运行中的高耗能、高污染设备。“两高一剩”再次受到能耗及排放标准的约束。

在实际过程中存的挑战以及供给侧改革是否能推进， 需要回到两个问题。

第一个问题，行业标准提升对应的过渡期对供给侧产能出清进度的影响。

行业标准的提升并不是发布立即生效，同时过渡期也有一定的弹性， 现阶段需要关注 2025 年底之前需要进行的落后产能出清。

第二个问题，供给改革带来的社会问题，以就业问题最受关注。

一减一增， 化解就业问题。本轮设备更新和以旧换新政策体系中， 存在一个劳动密集型行业大规模扩容——循环回收行业。根据各地政策表述，多次出现“将再生资源回收网纳入城市基础设施并配套建设”。从这一角度出发，循环回收行业从企业性质和就业规模来看可以吸纳供给侧调整的就业。**发展具有公用性质回收行业，吸纳就业。**

因此， 我们认为钢铁、化工、 石化、 建材等行业本轮具备供给侧改革的条件。首先，这些行业具有高耗能、高污染特征，适宜进行行业标准提升。其次， 这些行业主要位于地产链， 未来需求预期较弱， 产能相对过剩。第三，这些行业目前利润率水平较低， 不支持大规模设备更新。第四，这些行业就业问题可以通过本地区增加的循环再回收岗位吸纳， 有效化解社会问题。

下半年，我们将重点关注化工、石化、钢铁、 建材等行业龙头企业，龙头企业受益于行业标准提升， 有望通过供给出清， 价格修复，实现利润增长， 估值抬升。这些行业为本轮大规模设备更新和以旧换新提供第二轮权益投资机会。

目录

前言 1
一、以旧换新， 财政资金规模几何？ 1
（一）以旧换新，重在中央财政补贴 1
（二）以旧换新， 家电和汽车均在百亿级别 2
二、设备更新， 市场化推进规模几何？ 4
（一）设备更新，财政预算内支持资金约百亿 4
（二）设备更新，总规模的潜在空间约 5 万亿 5
三、设备更新和以旧换新， 是否撬动新一轮供给侧改革？ 6
（一）设备更新撬动供给侧改革的政策依据 6
（二）设备更新撬动供给侧改革的微观逻辑 8
（三）设备更新撬动供给侧改革的可能现实 8
四、未来设备更新撬动供给侧改革的行业展望 10
风险分析： 11

图表目录

图表 1：政策时间线 2
图表 2：不同领域的财政支持情况 3
图表 3：以旧换新中央资金增量规模 5
图表 4：重点领域投资占固定资产比重约为 55.6% 6
图表 5： 2023 年设备行业营收规模 6
图表 6：2024 年以来设备行业营收增速 6
图表 7：行业标准提升的政策要点 7
图表 8：单位 GDP 能耗降低 7

图表 9：标准提升撬棍设备更新以及供给侧的逻辑 8
图表 10：各地大规模设备更新和以旧换新中关于回收体系的建设 9
图表 11：钢铁、化工、建材行业利润率变化 11

前言

2 月 23 日中财委四次会议首次提出“推动新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新”行动。随后两会，政治局会议均再次提到了大规模设备更新和消费品以旧换新，并强调大规模设备更新和以旧换新将拉动投资、促进消费， 以实现积极扩大国内需求的目标。

截至 5 月 17 日，大规模设备更新以及消费品以旧更新中央层面发布 7 分文件，26 个省市对外披露大规模设备更新和以旧换新行动。

在设备更新和消费品以旧换新涉及的众多领域中， 汽车、家电、电梯有较为详细的补贴政策，也是 2 月以来，涨幅较好板块，分别上涨 14.9%、16.8%和 19.3%。

设备更新和以旧换新市场关注度较高，讨论之前多集中于对制造业投资的拉动。市场当前对设备更新和以旧换新仍关注三个问题：

第一， 以旧换新的财政运行方式及撬动规模；

第二， 设备更新的推进方式及潜在规模；

第三， 行业标准提升（设备更新行动要点） 能否带来一轮新的供给侧改革？

一、以旧换新，财政资金规模几何？

2 月 23 日中财委四次会议之后，国务院、工信部、商务部等部门陆续发布 7 个政策文件推动设备更新和消费品以旧换新。我们将从这些政策文件细节推算未来以旧换新规模。

设备更新与以旧换新政策逻辑不同，消费品换新重在财政补贴，设备更新坚持市场化推进。

（一）以旧换新，重在中央财政补贴

消费品以旧换新重在财政补贴的推动，绿色标准为牵引。

消费品以旧换新，可以看作一种 B to C 的经济活动，主要面向居民消费者。

居民耐用品消费受收入和价格的影响较大， 当前经济逐步修复中，居民收入暂时未恢复 2019 年前增长速度，因此补贴对居民消费具有重要的促进作用。

本轮消费品以旧换新的推动力量来自财政补贴，本节我们重点梳理资金确定性较高的中央财政资金。除此之外，消费品以旧换新还鼓励地方政府以及企业参与补贴活动。

《消费行动方针》[1]中指出“坚持中央财政和地方政府联动，以提高技术、能耗、排放等标准为牵引，以政策为激励”， 通过加大政策引导支持力度，力争实现 2025 年及 2027 年的目标。

图表 1：政策时间线



资料来源：中国政府网，工信部，商务部， 市监局，住建部，央行，中信建投证券

（二）以旧换新， 家电和汽车均在百亿级别

汽车补贴细则出台，我们参考中信建投汽车组预测， 预计拉动 258 万量新车购置需求，我们预计增量资金在 200 亿左右。

《细则》[2]规定消费者报废国三及以下燃油车和 18 年 4 月以前新能源车， 并购买新能源车/燃油车的， 分别可获补贴 10000/7000 元。

本轮补贴总额未规定上限，根据中信建投汽车组测算， 本轮补贴有望拉动 258 万的增量， 预计 10-20 万区间头部车企受益明显。

家电补贴细则尚未出台， 我们根据政策文件中提到的资金来源，本轮可用于家电等电子的补贴规模预计在 100 亿左右， 同时可持续性强于汽车。

家电补贴来自中央层面的资金主要有三个方面：

[1] 消费品以旧换新重点参考《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》（本文称“行动方案”）、《推动消费品以旧换新行动方案》（本文称“消费品行动方案”）两项文件。

[2] 商务部《汽车以旧换新补贴实施细则》（本文称“细则”）

（1）中央财政安排的现代商贸流通体系相关资金；

（2）县域商业体系建设等现有资金；

（3）废弃电器电子产品回收处理专项资金。根据中央 2024 年预算，中央预算新设立“废弃电器电子产品处理专项资金”，额度 75 亿元。

根据《关于支持建设现代商贸流通体系试点城市的通知》， 2024 年拟支持不超过 20 个城市作为现代商贸流通体系试点。 中央财政对试点城市给予定额补助。其中，直辖市 4 亿元左右，省会城市、计划单列市 3 亿元左右，其他地级市 2 亿元左右。补助资金分两批下达。

我们按 2024 年 4 个直辖市+16 个省会或计划单列市， 补贴共计 64 亿元， 2024 年补贴 50%，为 32 亿元。我们假设其中 50%左右用于消费品补贴，则约有 16 亿元。 这两项为增量资金，规模约 91 亿元，我们预计县域商业体系建设相关资金稍增加一些， 全年预计能有 100 亿元左右的增量资金。

家电补贴持续性强于汽车补贴。

根据商务部汽车补贴细则，本轮补贴截至 2024 年 12 月 31 日，时间跨度为 1 年。而家电目前相关补贴中，中央专项资金预计后续持续存在，且商贸流通体系建设根据商务部政策文件显示也将持续数年。

图表 2：不同领域的财政支持情况

行动要点		财政支持	
		整体财政支持	具体领域的财政支持
设备更新	推进重点行业设备更新改造	把符合条件的设备更新、循环利用项目纳入中央预算内投资等资金支持范围	通过中央财政资金对住宅老旧电梯更新、既有住宅加装电梯给予补助；进一步发挥住宅专项维修资金在住宅老旧电梯更新、既有住宅加装电梯中的作用
	加快建筑和市政基础设施领域设备更新		
	支持交通运输设备和老旧农业机械更新		持续实施好老旧营运车船更新补贴， 支持老旧船舶、柴油货车等更新；鼓励有条件的地方统筹利用中央财政安排的城市交通发展奖励资金，支持新能源公交车及电池更新；用好用足农业机械报废更新补贴政策
	提升教育文旅医疗设备水平		

消费品以旧换新	开展汽车以旧换新	坚持中央财政和地方政府联动支持消费品以旧换新	通过中央财政安排的节能减排补助资金支持符合条件的汽车以旧换新
	开展家电产品以旧换新		鼓励有条件的地方统筹使用中央财政安排的现代商贸流通体系相关资金等， 支持家电等领域耐用消费品以旧换新
	推动家装消费品换新		鼓励有条件的地区支持居民开展旧房装修、厨卫等局部改造和适老化改造， 对购买智能家居产品给予补贴

资料来源：中国政府网，工信部，商务部， 市监局，住建部，央行，中信建投证券

二、设备更新，市场化推进规模几何？

设备更新行动，坚持市场化推进，标准化引领。

设备更新可以看作一种 B to B 的经济活动， 主要面向企业。企业进行设备更新受到自身产能利用率、行业标准、资金能力、未来需求、财税政策等多方面因素的影响。

产能情况我们在《中观手册之一：产能过剩，当下和未来》一篇报告中重点讨论过，本节着眼于财政政策，尤其是确定性较高的中央财政补贴。本文第三章将重点讨论行业标准的影响。

（一）设备更新， 财政预算内支持资金约百亿

中央层面增量资金有限，350 亿元以内。

根据《行动方案》和《实施方案》， 设备更新行动可以把符合条件的设备更新、循环利用项目纳入中央预算内投资等资金支持范围。

结合 2024 年中央财政预算，“中央预算内投资安排 7000 亿元，比上年增加 200 亿元，优化结构、提高效能。 ”以及“以及以前年度结转 500 亿资金”，中央预算内投资资金增量预计在 700 亿元以内。

根据《政府投资条例》，中央预算内投资资金的安排方式包括直接投资、资本金注入、投资补助、贷款贴息等。**根据设备更新的性质， 可以使用投资补助以及贷款贴息相关资金。**

我们假设其中 50%用于投资补助和贷款贴息，能用于设备更新的增量资金预计不超过 350 亿元。

电梯、公交车、出租车更新涉及中央财政补贴。

设备更新坚持以市场为主导，同时设备更新众多领域， 其中政策文件中提到使用政府补贴的领域包括电梯更新及假装，公交车、出租车电气化。

设备更新中关于“建筑和市政基础设施领域设备更新”和“支持交通运输设备和老旧农业机械更新”亦有财政政策支持， 涉及中央财政补助， 住宅专项维修资金，车船补贴、城市交通发展奖励资金、农机补贴， 但补贴金额没有明确规定。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：https://d.book118.com/158122012101006073