

伊顿 (EATON) (ETN.N)

美国多元化动力管理头部企业，受益全球电气化进程加速

增持

核心观点

公司主营业务可分为电气、航空航天、车辆及车辆电动化四大板块。公司是全球电气设备头部企业。2023年公司营业总收入232亿美元，同比+12%；归母净利润32.2亿美元，同比+31%。公司经营利润中约91%来自电气和航空航天业务。

电气业务全球领先，主要来自美洲地区。公司拥有广泛的中压和低压电器综合解决方案，2023年公司电气业务实现营业收入161.8亿美元，同比+13%，占总营收比例70%；经营利润率为23.8%，同比+2.6pcts。分地区来看，2023年美洲地区占电气业务收入比例62%，其他地区占电气业务收入比例38%。2023年美洲地区电气业务收入101.0亿元，同比+19%；其他地区电气业务收入60.8亿元，同比+4%。

电网投资维持高景气，美国再工业化和数字化发展带动电网设备订单。根据IEA预测，2023-2030年全球电网年均投资额将提升至5000亿美元，到2030年超过6000亿美元，较当前市场规模翻倍。2021年-2023年期间，美国公开的重大项目投资计划总额达到9330亿美元，其中55%与拜登政府经济刺激政策有关。目前已开工占比只有18%，因此未来还将持续多年建设。截至2023年12月末，公司美洲地区电气业务在手订单同比增长18%，订单出货比1.2，充裕订单为后续业绩增长提供坚实保障。

航空制造业迎来多领域景气共振，航空航天和国防需求明显复苏。全球航空客运公里数预计将在2024年恢复到疫情前的水平，这可能导致对新飞机订单的需求增加。此外，来自先进航空工具和太空等新兴领域的投资，预计将推动航空装备制造产业持续发展。公司航空航天产品在最新型航空平台上占据的市场份额不断增加，未来有望受益于航空与全球国防需求景气共振。

盈利预测与估值：我们预计2024-2026年公司实现营业收入249/265/281亿美元，同比+7%/+6%/+6%；实现归母净利润36/40/44亿美元，同比+12%/+10%/+10%，当前股价对应PE分别为30/27/25倍。综合考虑FCFF估值和相对估值，我们认为公司股价的合理估值区间为285.3-315.4美元，对应2024年动态PE区间为30.9-34.2倍，较公司当前股价有3%-14%的溢价空间。

风险提示：美国固定资产投资支持政策不及预期的风险；原材料价格上涨的风险；激烈竞争导致产品价格下降的风险；公司研发、降本不及预期的风险。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万美元)	20,752	23,196	24,892	26,494	28,070
(+/-%)	5.7%	11.8%	7.3%	6.4%	5.9%
净利润(百万美元)	2462	3218	3615	3981	4369
(+/-%)	14.8%	30.7%	12.3%	10.1%	9.8%
每股收益(美元)	6.17	8.06	9.23	10.16	11.15
EBIT Margin	14.4%	16.7%	17.7%	18.0%	18.3%
净资产收益率(ROE)	14.5%	16.9%	18.5%	17.8%	17.2%
市盈率(PE)	45.0	34.4	30.0	27.3	24.9
EV/EBITDA	32.6	26.9	23.7	22.1	20.7
市净率(PB)	6.50	5.81	5.56	4.86	4.28

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·海外公司深度报告

电力设备·电网设备

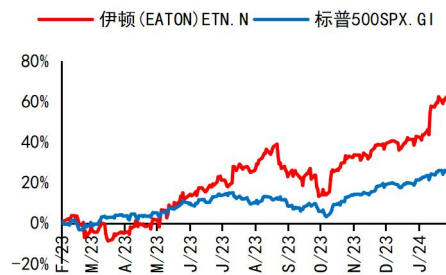
证券分析师：王蔚祺 010-88005313 wangweiqi2@guosen.com.cn
 证券分析师：王晓声 010-88005231 wangxiaosheng@guosen.com.cn
 S0980520080003 S0980523050002

证券分析师：陈抒扬 0755-81982965 chenshuyang@guosen.com.cn
 S0980523010001

基础数据

投资评级	增持(首次评级)
合理估值	285.30 - 315.40 美元
收盘价	不适用
总市值/流通市值	不适用
52周最高价/最低价	不适用
近3个月日均成交额	不适用

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

公司概况	5
历史沿革	5
股权结构	6
管理团队介绍	6
公司业务	7
行业概况	8
全球电气化进程加速 电网投资驶入长期发展阶段	8
为降低对化石能源依赖 欧盟提出 REPowerEU 计划	10
美国再工业化和数字化发展带动电网设备订单	10
全球低压电器市场发展趋势	11
全球航空航天和国防行业迎来景气周期	13
公司业务分析	15
一、电气业务	15
二、航空航天业务	16
三、车辆业务	17
四、车辆电动化业务 (eMobility)	18
同行业比较	19
股价复盘	23
盈利预测	23
假设前提	23
预测结果	25
估值与投资建议	25
绝对估值：285.3-315.4 美元	25
相对估值：276.9-295.4 美元	26
投资建议：首次覆盖，给予“增持”评级	26
风险提示	27
附表：财务预测与估值	28

图表目录

图 1: 公司历史沿革	5
图 2: 公司股权结构 (2023. 12. 31)	6
图 3: 公司营业收入及增速 (亿美元、%)	7
图 4: 公司净利润及增速 (亿美元、%)	7
图 5: 公司分业务收入 (亿美元)	7
图 6: 公司毛利率与净利率 (%)	7
图 7: 2011-2021 年全球电力投资情况 (十亿美元)	8
图 8: 全球输配电网投资额 (十亿美元, 中性与积极情景)	9
图 9: 全球电力变压器安装需求 (TW, 中性与积极情景)	9
图 10: 低压电器按用途和应用领域分类	11
图 11: 全球低压电器市场规模 (亿元) 及展望	12
图 12: GE 航空航天季度新增订单及同比增速	13
图 13: GE 航空航天营收情况及季度同比增速 (亿美元)	13
图 14: 全球飞机产量展望 (架)	13
图 15: 美国 NASA 2024-2028 年预算表 (亿美元)	13
图 16: 全球商业航空旅行需求 (收入客运公里数, 相当于 2019 水平的百分比)	14
图 17: 全球国防开支 (万亿美元)	14
图 18: 公司电气业务营业收入及同比增速 (亿美元、%)	15
图 19: 公司电气业务经营利润及经营利润率 (亿美元、%)	15
图 20: 公司调压器产品示意图	15
图 21: 公司干式变压器产品示意图	15
图 22: 公司航空航天业务营业收入及同比增速 (亿美元、%)	16
图 23: 公司航空航天业务经营利润及经营利润率 (亿美元、%)	16
图 24: 公司空中加油喷杆喷嘴产品示意图	16
图 25: 公司惰化控制器产品示意图	16
图 26: 公司车辆业务营业收入及同比增速 (亿美元、%)	17
图 27: 公司车辆业务经营利润及经营利润率 (亿美元、%)	17
图 28: 公司变速器产品示意图	17
图 29: 公司离合器产品示意图	17
图 30: 公司车辆电动化业务营业收入及同比增速 (亿美元、%)	18
图 31: 公司车辆电动化业务经营利润及经营利润率 (亿美元、%)	18
图 32: 公司车辆传动电机产品示意图	18
图 33: 公司交流充电桩产品示意图	18
图 34: 全球电气设备头部企业销售收入对比 (单位: 亿美元)	19
图 35: 全球电气设备头部企业经营利润对比 (单位: 亿美元)	19
图 36: 全球电气设备头部企业新增订单对比 (单位: 亿美元)	20
图 37: 全球电气设备头部企业新增订单同比增速对比 (单位: %)	20

图 38: 施耐德能源管理业务收入同比 (按可比口径)	20
图 39: 伊顿电气业务销售收入同比 (按可比口径)	20
图 40: 伊顿电气业务收入及同比变动 (亿美元)	21
图 41: 伊顿电气业务经营利润率 (%)	21
图 42: 可比公司资产负债率 (%)	21
图 43: 可比公司流动比率	21
图 44: 可比公司应收账款周转率 (次, 年化)	21
图 45: 可比公司存货周转率 (次, 年化)	21
图 46: 可比公司 ROE (% , 年化)	22
图 47: 可比公司经营活动现金流量净额/流动负债 (% , 年化)	22
图 48: 公司股价走势 (美元/股)	23
表 1: 公司高级管理人员情况	6
表 2: 欧盟 REPowerEU 计划部分发展目标	10
表 3: 全球低压电器市场规模区域细分 (2022, 亿元)	12
表 4: 全球低压电器市场主要参与者 (2022 年)	12
表 5: 主营业务假设	24
表 6: 公司盈利预测核心假设	25
表 7: 公司盈利预测及市场重要数据	25
表 8: 资本成本假设	26
表 9: 绝对估值的敏感性分析 (美元)	26
表 10: 可比公司估值表	26

公司概况

历史沿革

伊顿公司成立于1911年，起步于汽车零部件的生产销售，并于1923年在美国纽交所上市。20世纪40年代，公司逐步发展成为一家多元化的汽车和卡车零部件供应商。

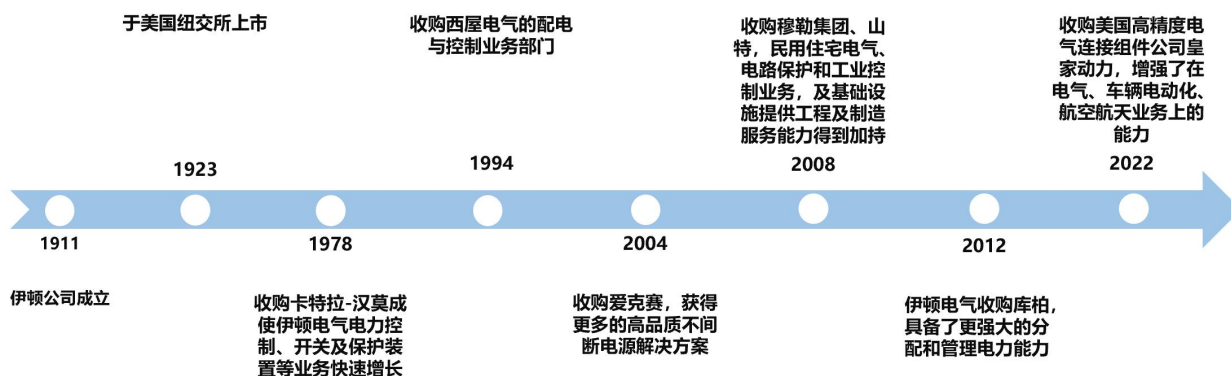
在20世纪70年代末和90年代，通过创新和收购扩大，公司逐步成长为一家多元化的工业企业。公司先后收购卡特拉-汉莫成（Cutler-Hammer）（主营电力控制、开关及保护装置等业务）、西屋电气（Westinghouse）的配电和控制业务，以及威格士（Aeroquip-Vickers）（主营液压泵、马达、油缸、液压阀等的全球知名液压企业），形成了当前电气和航空航天业务的基础。

进入21世纪，公司聚焦发展电源管理和能源效率相关业务。2004年，公司收购爱克赛（Powerware）（主营不间断备用电源（UPS）、机架电源分配单元（PDU）及电源管理软件等），获得更多的高品质不间断电源解决方案。2008年，公司收购穆勒集团（Moeller Group）（主营民用住宅电气、电路保护和工业控制业务），及山特（Santak）（主营基础设施工程及制造服务）。2012年，公司收购库柏工业（Cooper）（主营业务涵盖电力设备、工业设备、自全自动化设备、电子产品、工具和五金件等领域），进一步巩固了公司在电气领域的市场地位。

2021年，公司将盈利能力偏低的液压系统业务以33亿美元的对价出售给丹麦工业企业丹佛斯，改善业务结构，提升盈利水平。

目前公司在170个国家开展业务，拥有超过9.1万名员工。2023年公司营业收入为232亿美元，归母净利润32.2亿美元，经营利润中约91%来自电气和航空航天业务。

图1：公司历史沿革

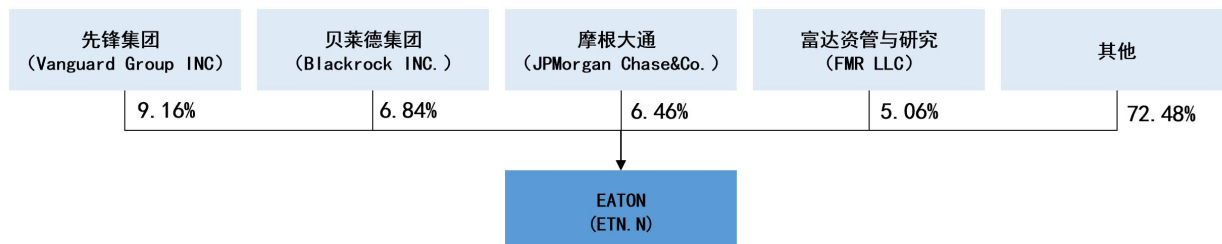


资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

股权结构

公司股权结构相对分散并且以专业投资机构为主，是一家真正意义上的公众公司。截至 2023 年 12 月 31 日，第一大股东先锋集团持有公司 9.16% 的股份，第二大股东贝莱德集团持有公司 6.84% 的股份，前四大股东合计持股占比 27.52%，并且这四家股东均为全球规模领先的资产管理公司或者金融机构。

图2: 公司股权结构 (2023. 12. 31)



资料来源：公司公告、Bloomberg，国信证券经济研究所整理

管理团队介绍

表1: 公司高级管理人员情况

姓名	职务	性别	年龄	简介
Craig Arnold	董事长，首席执行官	男	64	Craig Arnold 先生 2000 年加入伊顿公司，时任液压集团高级副总裁兼集团高层。2015 年 8 月之前，Arnold 先生担任伊顿公司工业集团副总裁兼首席运营官；2016 年 6 月，成为公司董事会成员，并担任伊顿公司总裁兼首席运营官。目前，Arnold 先生同时服务于美敦力公司、克利夫兰大学健康系统和商业圆桌会议的董事会。Arnold 先生是商业理事会的成员，并且担任大克利夫兰合伙公司和大克利夫兰联合之路的董事。
Olivier Leonetti	执行副总裁，首席财务官	男	58	Olivier Leonetti 先生在 2024 年被任命为公司执行副总裁及首席财务官。Leonetti 先生曾于 2020 年加入江森自控，担任执行副总裁兼首席财务官，在此之前曾担任斑马科技公司和西部数据公司的首席财务官。Leonetti 先生还曾担任美国安进公司全球商业组织的财务副总裁，并曾在戴尔担任责任不断增加的各种高级财务职务。
Heath Monesmith	总裁，电气版块首席运营官	男	52	Heath Monesmith 先生主要负责负责公司的全球电气业务，并负责伊顿欧洲，中东和非洲地区的企业责任。在担任现任职务之前，Monesmith 先生曾担任伊顿工业部门的总裁兼首席运营官，并曾在伊顿法律部门担任执行副总裁兼总法律顾问。Monesmith 先生于 2012 年库柏工业被收购时加入伊顿。从 2006 年开始，他在库柏工业担任副总裁、首席法律顾问、诉讼和人力资源执行副总裁等职务。在加入库柏工业之前，Monesmith 先生是宾夕法尼亚州匹兹堡的 K&L Gates 律师事务所的合伙人。
Paulo Ruiz	总裁，工业版块首席运营官	男	49	Paulo Ruiz 先生负责公司的航空航天、车辆及车辆电动化等业务，以及公司在亚太，中美洲和南美洲地区的运营。在此之前，Ruiz 先生曾担任伊顿电气部门美洲能源解决方案和服务总裁及工业部门液压集团总裁。在 2019 年加入伊顿之前，Ruiz 先生在西门子工作了超过 18 年的时间，在世界各地担任过各种战略职位，包括西门子业务公司 Dresser-Rand 的首席执行官。在加入西门子之前，保罗在菲亚特工作了 6 年，担任运营、商业和工程方面的职务。

资料来源：公司公告、Wind、Bloomberg，国信证券经济研究所整理

公司业务

公司主营业务可分为电气、航空航天、车辆及车辆电动化四大板块（历史的液压系统业务已剥离），2023 年公司实现营业总收入 232 亿美元，同比+12%；归母净利润 32.2 亿美元，同比+31%。

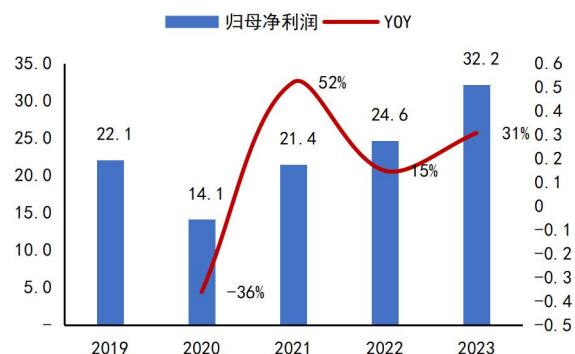
电气业务占比最大。2023 年电气业务实现营业收入 162 亿美元，同比+13%，占总营收比例 70%。分地区来看，2023 年美洲地区占电气业务收入比例 62%，其他地区占电气业务收入比例 38%。2023 年美洲地区电气业务收入 101.0 亿美元，同比+19%；其他地区电气业务收入 60.8 亿美元，同比+4%。

图3: 公司营业收入及增速（亿美元、%）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

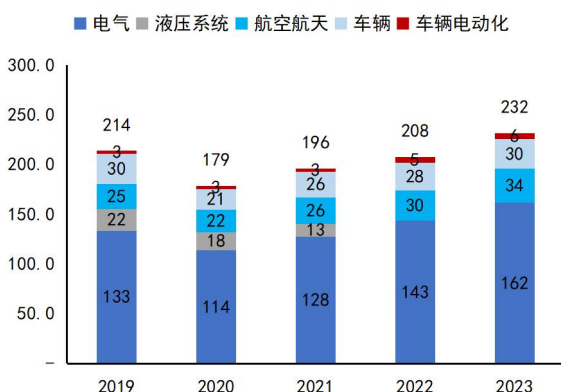
图4: 公司净利润及增速（亿美元、%）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

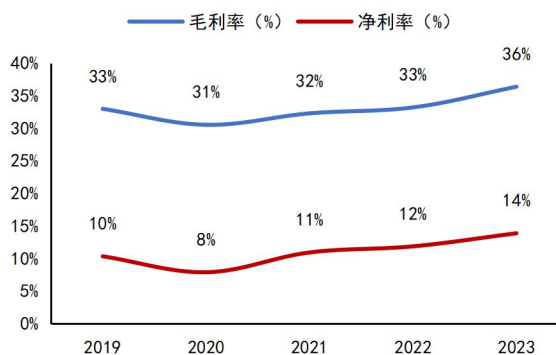
2013-2021 年，公司毛利率维持在 30%-33%之间。2022 年起，随着液压系统等低盈利业务剥离出表，公司毛利率水平逐步提升，2023 年公司毛利率为 36%，同比+3pcts。

图5: 公司分业务收入（亿美元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图6: 公司毛利率与净利率（%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

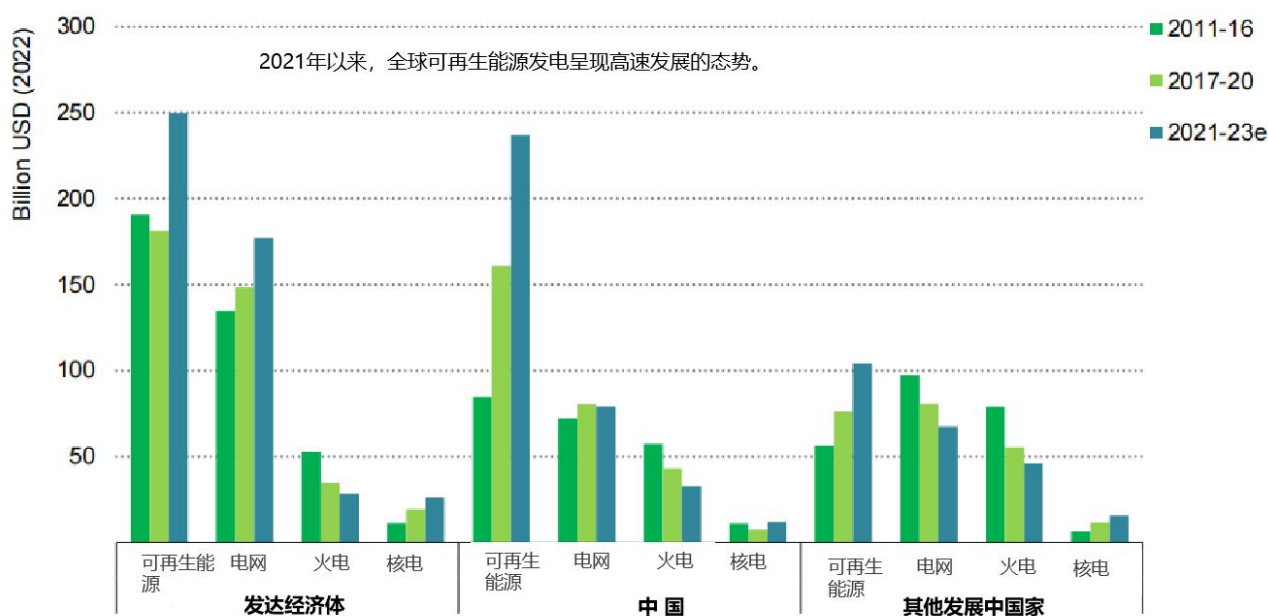
行业概况

全球电气化进程加速 电网投资驶入长期发展阶段

随着全球碳中和进程的推进，全球新能源装机快速发展。根据国际能源署的统计，2021 年以来全球各主要经济体的可再生能源投资大幅提升，并在 2022 年合计达到 6000 亿美元左右，其中发达国家可再生能源年均投资额在 2021-2023 年达到 2500 亿美元，中国紧随其后达到 2400 亿美元。

而电网投资总额方面，发达经济体也实现一定增长，但与可再生能源发电的差距在拉大；中国和其他发展中国家，电网投资则处于相对持平甚至下降的趋势。对未来的电力消纳和电气化转型形成了一定的制约。

图7：2011-2021 年全球电力投资情况（十亿美元）

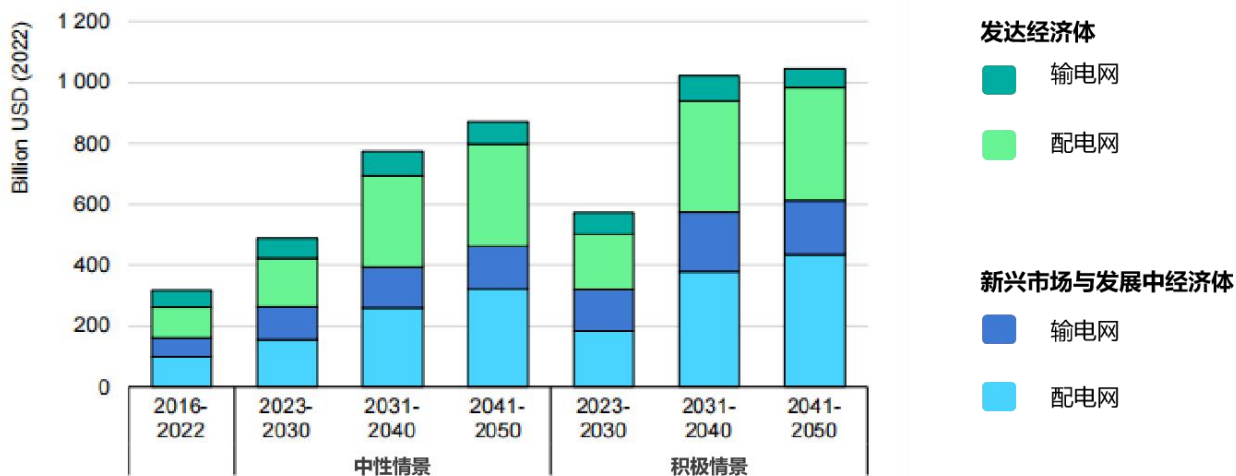


资料来源：IEA 世界能源投资 2023 (World Energy Investment 2023)，国信证券经济研究所整理

因此，为了能够为低碳能源转型提供完善的电力传输保障，电网投资需要跟随可再生能源和用能终端电气化的发展而提高投资强度。2016-2022 年，全球电网平均年投资近 3200 亿美元，与前十年(2006 - 2015 年)相比，略微增长约 10%。为了满足未来对广泛电气化的需求和可再生能源的增长，电网投资强度需要大幅提升。IEA 预测 2023-2030 年，全球电网年均投资额将提升至 5000 亿美元，到 2030 年超过 6000 亿美元，较当前市场规模翻倍。

2031-2040 年期间，中性情景下年均电网投资将提升至 7750 亿美元，在接下来的十年(2041-2050 年)增长到每年 8700 亿美元。而在积极情境下，自 2031 年以后全球年均电网投资额将直接超过 1 万亿美元。

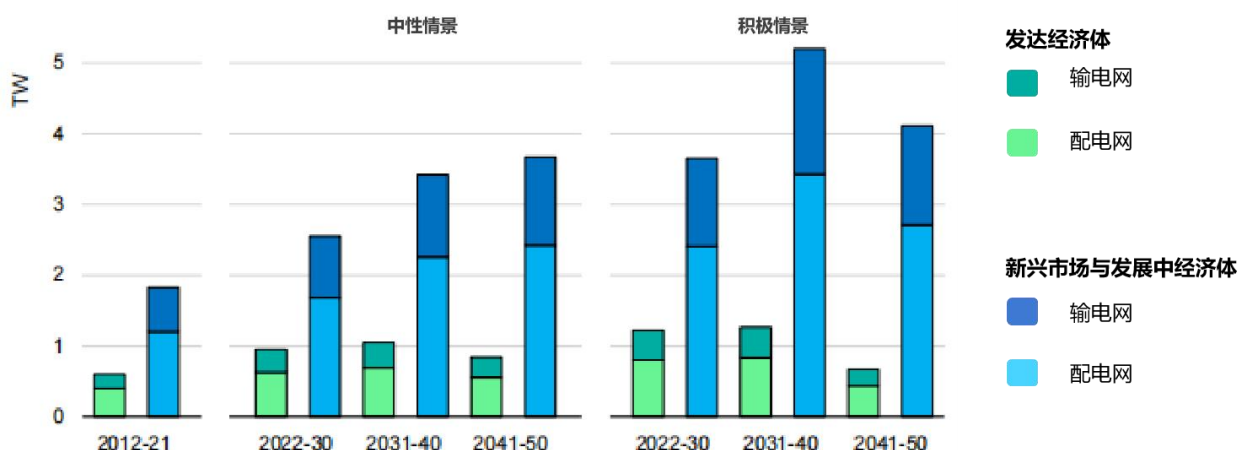
图8: 全球输电网投资额 (十亿美元, 中性与积极情景)



资料来源: IEA (2022) 世界能源展望 2022 (World Energy Outlook 2022) 国信证券经济研究所整理及预测

电网设备主要包含线缆与变电设备, 如开关、变压器和控保装置等, 其中变压器是变电环节的核心设备。2012-2021 年, 全球电力变压器的新增和替换功率约为 2.4TW, IEA 预期在中性情景下, 2022-2030 年将增加至 3.5TW。在随后的十年, 2031-2040 年, 年新增规模将继续增长至 4.5TW, 并保持稳定。其中新兴市场与发展中经济体占据主要比例。在乐观情景下, 全球电力变压器需求显著提高。在 2022-2030 年之间, 每年需要新安装 4.9TW, 2031-2040 年需求提升至 6.5TW。2041-2050 年, 随着能效效率的改善, 年新增需求下降至 4.8TW。

图9: 全球电力变压器安装需求 (TW, 中性与积极情景)



资料来源: IEA (2022) 世界能源展望 2022 (World Energy Outlook 2022) 国信证券经济研究所整理及预测

为降低对化石能源依赖 欧盟提出 REPowerEU 计划

2022 年 5 月欧盟委员会（European Commission）提出 REPowerEU 计划，旨在迅速减少对俄罗斯化石燃料的依赖，快速推进绿色转型，建立更具弹性的能源体系和能源联盟。

该计划包括以下主要行动：节约能源；能源供应多样化；快速替代化石燃料，加速欧洲清洁能源转型；智慧投资；加强备灾等。欧盟还在 2022 年 10 月提出了《欧洲能源数字化行动草案》，欧盟预计将需要对电网投资 5840 亿欧元，其中 4000 亿欧元用于建设配电网，并且明确 1700 亿欧元用于配电网的数字化建设。

表2: 欧盟 REPowerEU 计划部分发展目标

	2030 年发展目标
电网投资（亿欧元）（2022-2030）	5840
其中配电网方向投资	4000
光伏累计装机（GW）	592
风电累计装机（GW）	510
热泵安装量（百万台）	41.5

资料来源：欧盟委员会，国信证券经济研究所整理

美国再工业化和数字化发展带动电网设备订单

美国拜登政府在 2021 年推动通过《基础设施投资和就业法案》（IIJA），要求美国对基础设施建设增加大量投资，其中明确指出 1100 亿美元用于道路和桥梁、390 亿美元用于公共交通、660 亿美元用于铁路、550 亿美元用于污水处理设施，以及数十亿美元用于机场、港口、宽带互联网和电动汽车充电站的建设。

2022 年 8 月 9 日，美国总统拜登签署《2022 年芯片与科学法案》。该法案规定将为美国半导体的研究和生产提供约 527 亿美元政府补贴，并为芯片工厂提供投资税抵免。其中 390 亿美元将用于扩建和新建半导体工厂、132 亿美元用于研发和劳动力培养，5 亿美元与增强全球产业链有关。

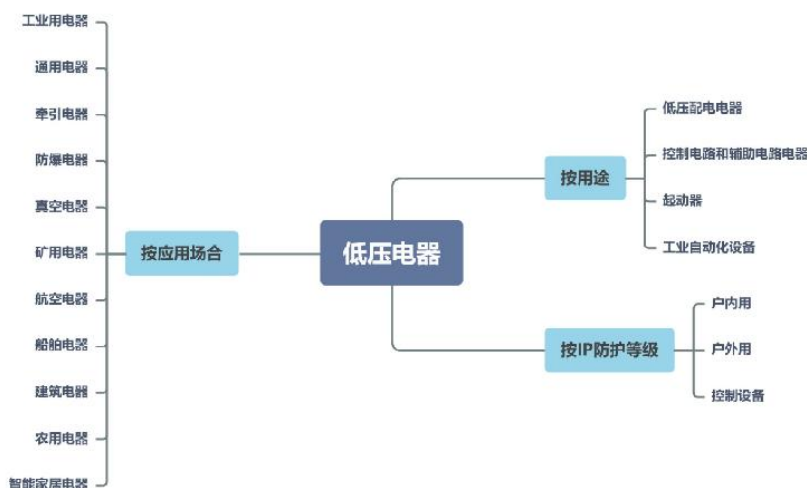
2022 年 9 月，美国《通胀削减法案》正式成为立法，法案包括未来十年投入约 4300 亿美元用于气候和清洁能源以及医疗保健领域等内容。其中联邦政府将在气候和清洁能源领域投资约 3700 亿美元；在医疗保健领域投入约 640 亿美元。3690 亿美元的清洁能源投资包含购买电动车、光伏设备的税收抵免，设立电动车电池工厂等清洁能源制造业的投资税收抵免和补贴、清洁能源产业链（包含原材料）的投资补贴、电网等能源基础设施的升级与改造等。

上述政策对美国固定资产投资拉动效果显著，数据咨询公司 Dodge Data & Analytics 和伊顿公司分析，2021 年-2023 年期间，美国公开的重大项目投资计划总额达到 9330 亿美元，其中 55% 与上述政策有关。目前已开工占比只有 18%，因此未来还将持续多年建设。

全球低压电器市场发展趋势

低压电器是在交流电压 1200V 或直流电压 1500V 以下的电路中使用的电器，它们能够根据外界的信号和要求，手动或自动地接通或断开电路，实现对电路或非电对象的切换、控制、保护、检测、变换和调节的功能。这些电器广泛应用于工业、农业、交通、国防以及家庭和办公室等用电场合。常见的低压电器包括低压开关电器、接触器、继电器、熔断器、主令电器等。低压电器的作用不仅限于通断和控制，还包括保护电路免受过载或短路的影响，以及在必要时进行检测和调节。

图10: 低压电器按用途和应用领域分类



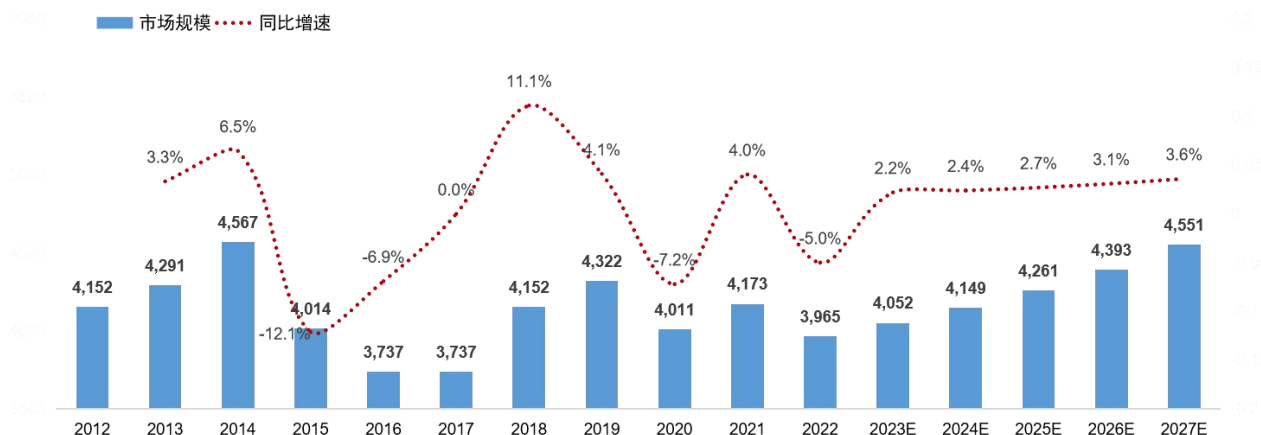
资料来源：《常用低压电器原理及其控制技术》第3版，王仁祥编著，2022-01-01，机械工业出版社，国信证券经济研究所整理

全社会用电量是低压电器市场规模增长的根本驱动力，全球经济稳步发展产生庞大总需求，社会用电量持续上升，为全球低压电器行业提供可观的消费市场。

国际能源署（IEA）预计全球电力需求将以每年 2.7% 的速度增长，从 2021 年的不到 25 万亿千瓦时增加一倍多，到 2050 年接近 54 万亿千瓦时。而如果考虑电气化率快速提高，那么在积极假设下，2050 年电力需求长期复合增速将达到 3.2%，届时全球用电量可能超过 62 万亿千瓦时。

根据电器行业咨询机构格物致胜的预测，2023-2027 年全球低压电器的市场规模将从 4052 亿元稳步增长至 4551 亿元，行业年均复合增速为 2.2%-3.6%。

图11: 全球低压电器市场规模（亿元）及展望



资料来源：格物致胜，国信证券经济研究所整理

美洲（含大洋洲）和欧洲是全球低压电器最大的两个市场，二者占比超过 60%，其次是中国，占整体市场的 20%+。

表3: 全球低压电器市场规模区域细分（2022，亿元）

企业	区域市场 (亿元)	区域占比	2022-2027 CAGR	2027 市场规模 (亿元)
美洲	1281.2	32.3%	3.0%	1485
欧洲	1192.7	30.1%	2.6%	1356
中国	855.5	21.6%	2.9%	987
亚洲（不含中国）	494.0	12.5%	2.0%	545
非洲	141.1	3.6%	4.7%	178

资料来源：格物致胜，国信证券经济研究所整理

全球低压电器的领先企业主要来自上述主要区域市场，全球头部企业施耐德、ABB、伊顿公司、正泰电器等历史悠久，品牌美誉度高，竞争实力雄厚，并且积极推进国际化发展，不断提高市场份额。2022 年全球市场份额的 CR4 超过 25%，集中度进一步提高。

表4: 全球低压电器市场主要参与者（2022 年）

企业名称	营收规模 (亿元)
施耐德	300-500
ABB、伊顿、西门子、罗格朗、海格	200-300
正泰、三菱、俄罗斯 IEK、富士、韩国现代、印度 Havells、印度 L&T	100-200
德力西、罗克韦尔、松下、意大利 Lovato、巴西 WEG Group、德国 E. T. A	50-100

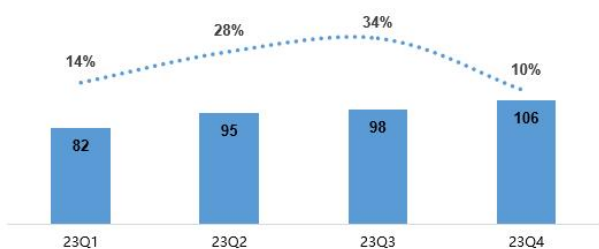
资料来源：格物致胜，国信证券经济研究所整理，注：营收规模按照 2023 年 3 月 15 日汇率换算

全球航空航天和国防行业迎来景气周期

全球航空制造业迎来多领域的景气共振，2023 年航空航天和国防行业需求明显复苏。德勤展望，2024 年大多数国家的国内商业航空收入客运公里数超过疫情前的水平，航空旅行的激增导致对新飞机和售后市场产品和服务的需求增加。

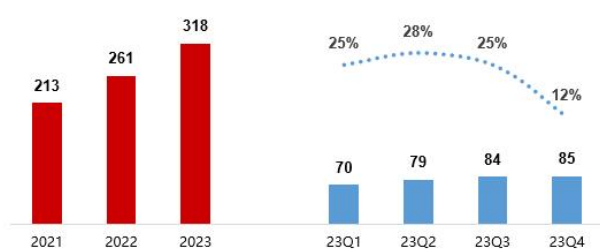
航空制造业巨头 GE 公司的财报显示，2021 年以来该公司航空航天制造板块营收保持高速增长，从 213 亿美元增长到 318 亿美元，并在 2023 年内四个季度也保持了连续增长。同时 GE 公司 23 年内四个季度的航空板块新增订单也保持增长趋势。

图12: GE 航空航天季度新增订单及同比增速



资料来源: GE 官网, 国信证券经济研究所整理

图13: GE 航空航天营收情况及季度同比增速 (亿美元)

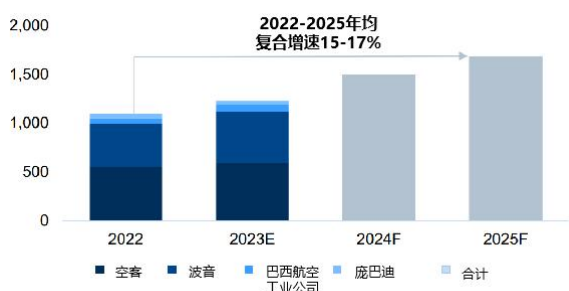


资料来源: 数据来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

全球航空客运公里数预计将在 2024 年恢复到疫情前的水平，带动新飞机订单的需求增加。此外，来自先进航空工具 (Advanced Air Mobility) 和太空等新兴领域的投资，预计将推动航空装备制造产业持续发展，并在数字化、新产品开发等领域创造新的商业机会。

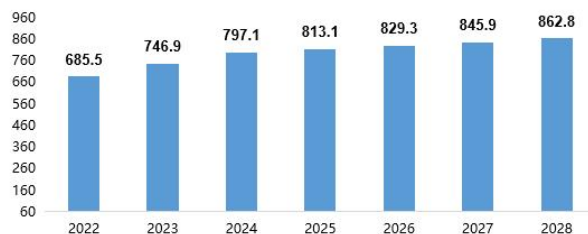
美国国家航空航天局 (NASA) 提出 2024 财年预算为 797.1 亿美元，同比增长 6.7%，并计划一直到 2028 年将保持稳定的预算增长，持续增加对国际空间站 (ISS) 和太空探索的投入。

图14: 全球飞机产量展望 (架)



资料来源: GE 官网, 国信证券经济研究所整理。注: 数据只涵盖 GE 和旗下合资航空发动机企业 CFM 和 EA 的订单数据, 不包含采用其他发动机品牌的飞机产量数据。

图15: 美国 NASA 2024-2028 年预算表 (亿美元)

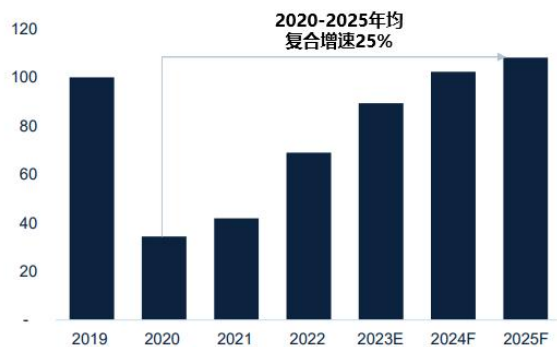


资料来源: NASA, 国信证券经济研究所整理。注: NASA 为美国国家航空航天局

而在国防领域，全球地缘政治不断升级以及军事现代化发展也推动国防开支的强劲需求。根据德勤的数据，2022 年全球国防实际支出超过 2.24 万亿美元，远高于此前由美国国防部和 GE 公司等所预测的 1.5-1.6 万亿美元。德勤预计

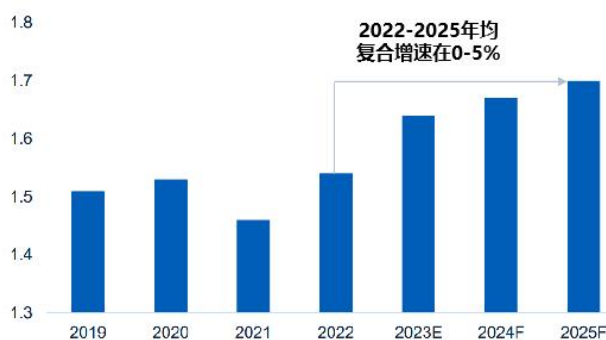
2024-2025 年全球国防开支将继续增长。仅美国国防部为 2024 财年申请了 8420 亿美元的预算，与 2023 财年相比增加 3.2%。

图16: 全球商业航空旅行需求（收入客运公里数，相当于2019水平的百分比）



资料来源: Oxford Economics, 国信证券经济研究所整理

图17: 全球国防开支（万亿美元）



资料来源: 美国国防部, Aviation Week 预测, GE 官网, 国信证券经济研究所整理

公司业务分析

一、电气业务

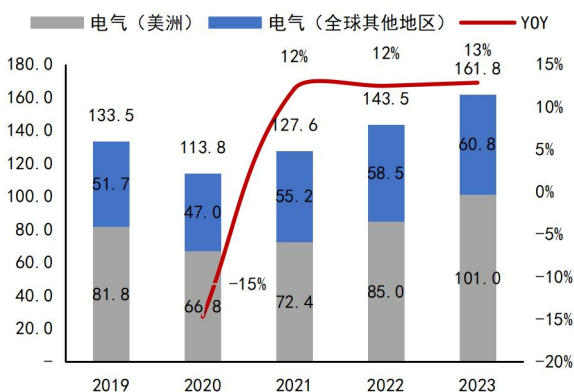
公司与施耐德、西门子、ABB 在全球中低电压电器拥有成熟和领先的跨国业务，提供各种电气设备、工程及支持服务等解决方案，广泛应用于多个下游市场。

公司产品主要包括不间断电源 UPS 和数据中心方案、导管，电缆和电线管理、低压成套产品、低压配电产品、中压配电与成套产品、电网解决方案、电子元器件、工业控制产品、机柜、照明与控制等。

2023 年公司电气业务实现营业收入 161.8 亿美元，同比+13%，占总营收比例 70%；经营利润率为 23.8%，同比+2.6pcts。

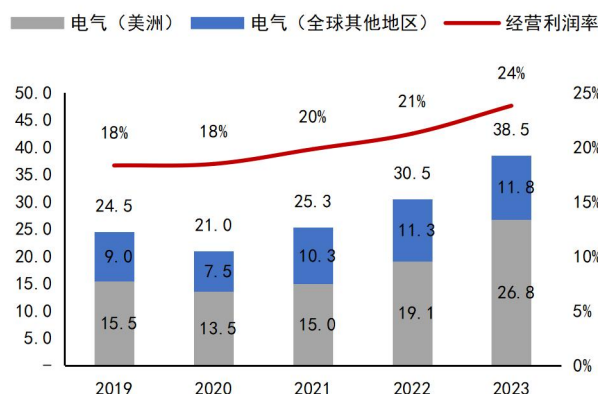
分地区来看，2023 年美洲地区占电气业务收入比例 62%，其他地区占电气业务收入比例 38%。2023 年美洲地区电气业务收入 101.0 亿元，同比+19%；其他地区电气业务收入 60.8 亿元，同比+4%。

图18: 公司电气业务营业收入及同比增速 (亿美元、%)



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图19: 公司电气业务经营利润及经营利润率 (亿美元、%)



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图20: 公司调压器产品示意图



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图21: 公司干式变压器产品示意图



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

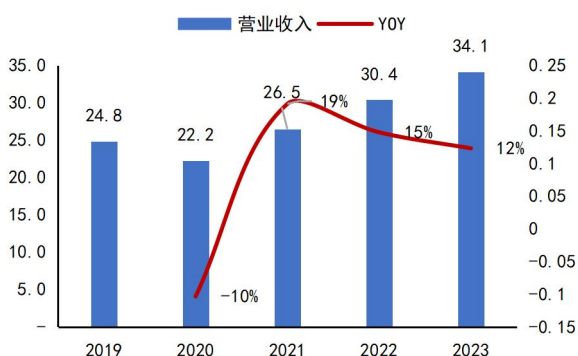
二、航空航天业务

公司航空航天业务主要提供液压、运动控制、机身燃油、机身气动和发动机解决方案，帮助控制空中导航和推进系统以及燃料的管理和分配。公司航空航天业务产品包括管道解决方案、燃料系统，排放和部件、软管配件和连接器、液压马达和发电机等。

公司在美国航空民用市场排名领先，与美国霍尼韦尔、联合技术、汉克汉尼汾、德国的利勃海尔占据重要份额，同时也参与我国国产大飞机 C919 的燃油液压系统供应。目前公司通过下属合资子公司伊顿上飞（上海）航空管路制造有限公司，为我国 C919 和民航市场设计、开发和制造燃油和液压管路系统。

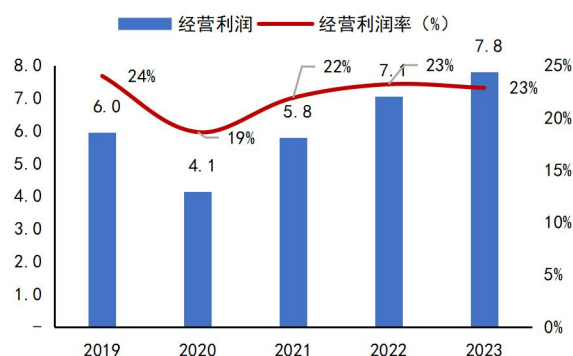
2023 年公司航空航天业务实现营业收入 34.1 亿美元，同比+12%，占总营收比例 15%；经营利润率为 22.9%，同比-0.3pcts。

图22: 公司航空航天业务营业收入及同比增速（亿美元、%）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图23: 公司航空航天业务经营利润及经营利润率（亿美元、%）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图24: 公司空中加油喷杆喷嘴产品示意图



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图25: 公司惰化控制器产品示意图



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

三、车辆业务

公司是行业领先的发动机气门和气门驱动机构供应商，同时在北美和南美地区商用车变速器和离合器的市场处于领先地位。

公司车辆业务产品包括排放控制零部件、发动机气门、气门驱动机构、增压器、变速器、离合器以及牵引力控制产品和系统。

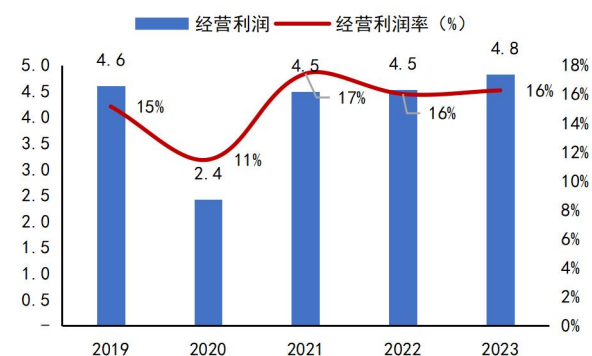
2023 年公司车辆业务实现营业收入 29.7 亿美元，同比+5%，占总营收比例 13%；经营利润率为 16.3%，同比+0.3pcts。

图26: 公司车辆业务营业收入及同比增速 (亿美元、%)



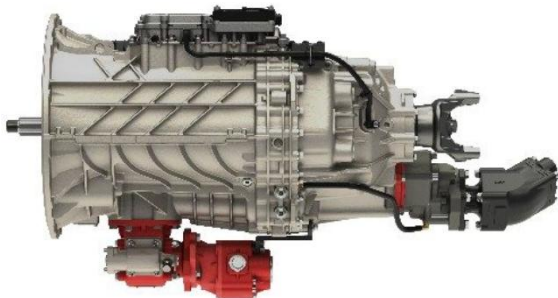
资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图27: 公司车辆业务经营利润及经营利润率 (亿美元、%)



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图28: 公司变速器产品示意图



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图29: 公司离合器产品示意图



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

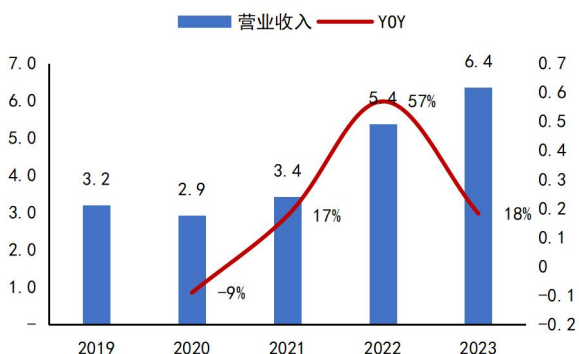
四、车辆电动化业务 (eMobility)

公司车辆电动化业务主要为客车、商用车和越野车原始设备制造商提供电动汽车解决方案，专注于智能电力电子设备、动力系统以及先进的配电和电路保护三个主要领域。

公司车辆电动化业务产品包括保险丝、电池断联单元、冲压电池端子、高压逆变器、车辆传动电机、充电桩等。

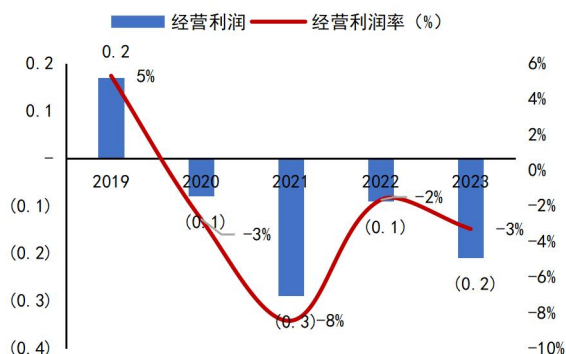
2023 年公司车辆电动化业务实现营业收入 6.4 亿美元，同比+18%，占总营收比例 3%；经营利润率为-3.3%，同比-1.6pcts。

图30: 公司车辆电动化业务营业收入及同比增速(亿美元、%)



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图31: 公司车辆电动化业务经营利润及经营利润率(亿美元、%)



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图32: 公司车辆传动电机产品示意图



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图33: 公司交流充电桩产品示意图



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

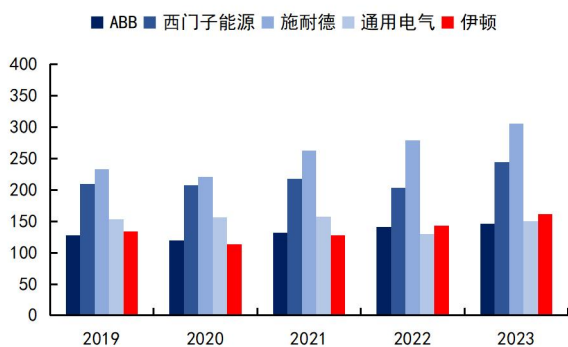
同行业比较

公司主营业务可分为电气、航空航天、车辆及车辆电动化四大板块。我们选取在最大业务板块电气设备业务方面同样领先的几家公司：ABB、西门子、通用电气、施耐德电气进行对比。

- 2023年Q1-Q3，ABB收入240亿美元，其中电气产品业务占比45%，动态控制业务占比24%，过程自动化业务占比19%，机器人业务占比12%。西门子拥有全球领先的高压电气设备产品和解决方案，而伊顿公司主要聚焦在中低压领域。
- 2023年施耐德电气收入388亿美元，其中能源管理业务占比79%，工业自动化业务占比21%。施耐德更加聚焦在电气设备领域的业务，没有布局机械制造和其他动力管理领域。
- 2023年西门子收入822亿美元，其中医疗业务占比28%，数字化业务占比28%，智能基础设施业务占比25%，移动业务占比14%，其他业务占比5%。西门子同样在高压电气领域业务布局广泛，同时在医疗、可再生能源发电装备领域也拥有庞大的业务规模。而这些业务伊顿公司尚未涉及。
- 2023年通用电气收入680亿美元，其中航空航天业务占比47%，能源电力业务占比26%，可再生能源业务占比22%，内部抵消占比5%。通用电气在可再生能源发电领域同样深耕多年，在美国风电机组市场拥有领先的份额。

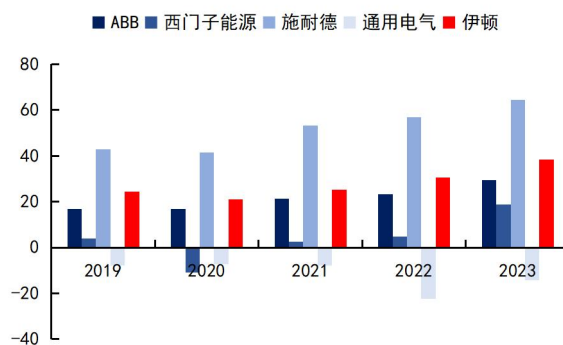
综上所述，从业务布局上来看，伊顿公司与施耐德更加聚焦在中低压电器行业，同时伊顿的航空航天制造和车辆业务，也较其他电气设备企业形成了差异化。整体而言，伊顿公司的业务与同为美国企业的通用电气相对接近，但经营业绩来看，伊顿公司比通用电气更为稳健。

图34：全球电气设备头部企业销售收入对比（单位：亿美元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理 注：ABB数据为电气化板块销售收入，西门子能源数据为燃气与能源板块销售收入，施耐德数据为能源管理板块销售收入，通用电气数据为GE Vernova的可再生能源板块销售收入，伊顿数据为电力业务美洲及全球合计销售收入，汇率采用当年平均汇率

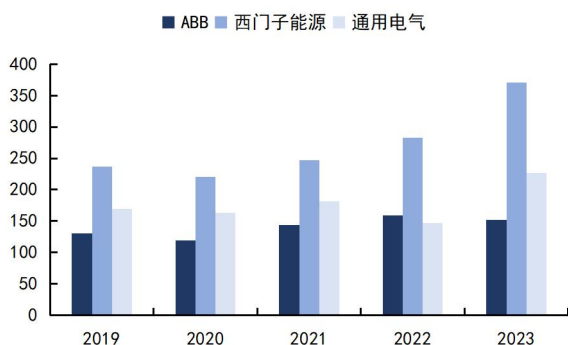
图35：全球电气设备头部企业经营利润对比（单位：亿美元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理 注：ABB采用EBITA，西门子能源采用EBIT，施耐德采用调整EBITA，通用电气及伊顿均采用GAAP准则下的板块经营利润，汇率采用当年平均汇率

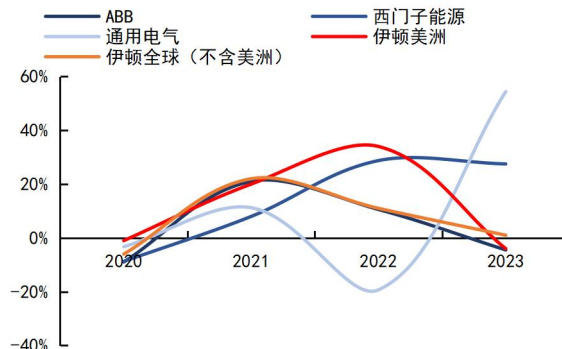
从海外电气设备头部企业的订单及销售收入可以看出，在逐步摆脱新冠疫情影响后，全球电气设备市场需求呈现稳定向上趋势。其背后驱动因素主要在于：1) 碳中和目标推动可再生能源大规模发电并网；2) 工业部门电气化、数字化持续加速；3) 欧美老旧电网基础设施更新改造。

图36: 全球电气设备头部企业新增订单对比(单位: 亿美元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理 注: ABB 数据为电气化板块订单, 通用电气数据为 GE Vernova 的可再生能源板块订单, 西门子能源数据为燃气及能源板块订单, 汇率采用当年平均汇率; 施耐德、伊顿未披露新增订单数值

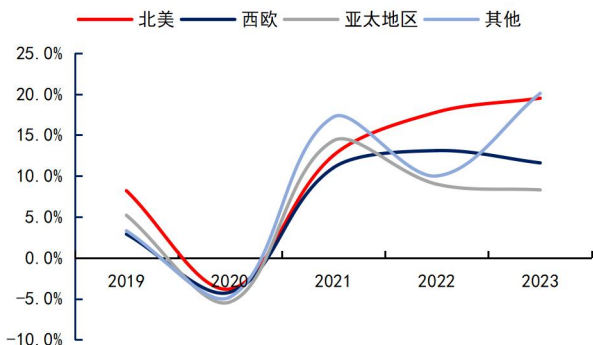
图37: 全球电气设备头部企业新增订单同比增速对比(单位: %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

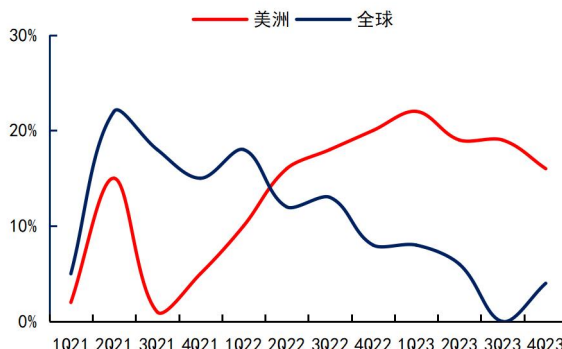
分区域来看, 美国电气设备市场展现更强弹性。得益于美国再工业化政策带来大规模电力基础设施投资以及 AI 数据中心的建设, 从施耐德、伊顿等头部企业公司的经营数据来看, 美国市场表现突出, 在 2022 年以来维持两位数的增速。根据伊顿财报纪要, 2023 年北美公布大型工程项目累计金额较 2022 年增加 4, 150 亿美元, 其中 55% 的项目与政府刺激政策有关, 如 IRA、IIJA、CHIPS 等。数据中心方面, AI 数据中心耗能强度是传统数据中心的三倍, 更高的耗能也意味着对电力系统的成本管控以及稳定性提出了更高的要求。

图38: 施耐德能源管理业务收入同比(按可比口径)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

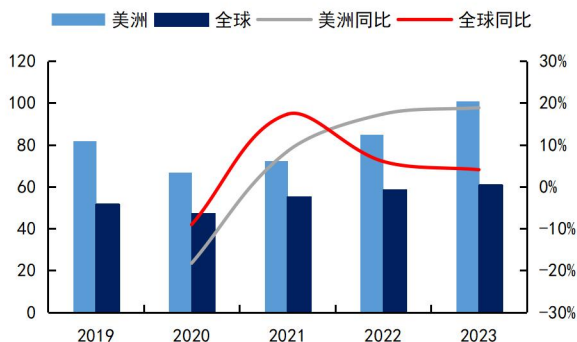
图39: 伊顿电气业务销售收入同比(按可比口径)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

相较于其他头部企业, 伊顿在业绩增速及盈利能力方面更有优势。2023 年, 伊顿电气化业务美洲部分实现销售收入 101.0 亿美元, 同比增长 18.8%; 截至 12 月末, 在手订单同比增长 18%, 订单出货比 1.2, 充裕订单为后续业绩增长提供坚实保障。此外, 公司电气化业务美洲部分在 2023 年实现历史最高利润率, 经营利润率较去年同期提高 4.0 个百分点, 主要得益于出货量大幅提高所带来的规模效应、原材料价格成本控制以及供应链问题缓解带来制造效率改善。

图40: 伊顿电气业务收入及同比变动 (亿美元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图41: 伊顿电气业务经营利润率 (%)

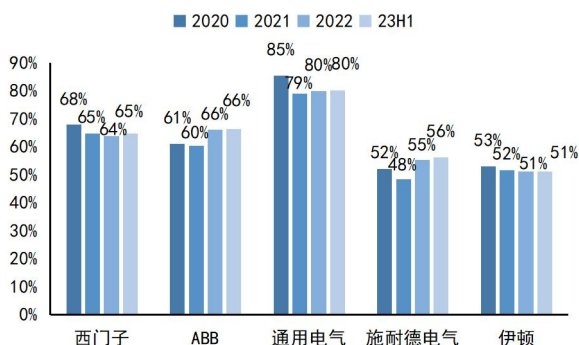


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

财务指标方面, 与同行业公司相比, 公司资产负债率较低, 应收账款及存货周转率均处于行业领先水平, 偿债能力与营运能力优异。

2021年, 公司将盈利能力偏低的液压系统业务以33亿美元的对价出售给丹麦工业企业丹佛斯, 业务结构改善叠加利润率较高的美洲电气业务快速增长, 使得公司ROE水平逐年提升, 经营性现金流维持高位充足水平。

图42: 可比公司资产负债率 (%)



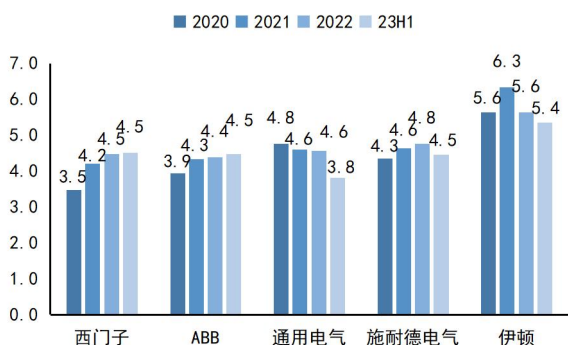
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图43: 可比公司流动比率



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图44: 可比公司应收账款周转率 (次, 年化)



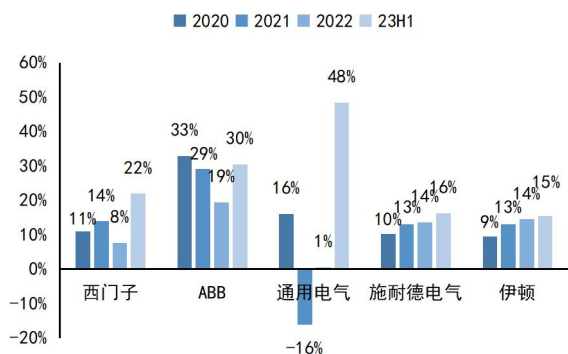
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图45: 可比公司存货周转率 (次, 年化)



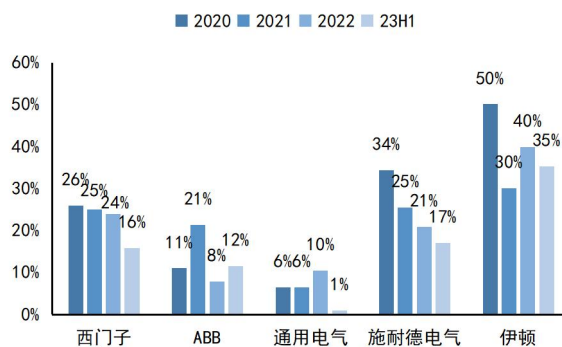
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图46: 可比公司 ROE (%，年化)



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图47: 可比公司经营活动现金流量净额/流动负债 (%，年化)



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

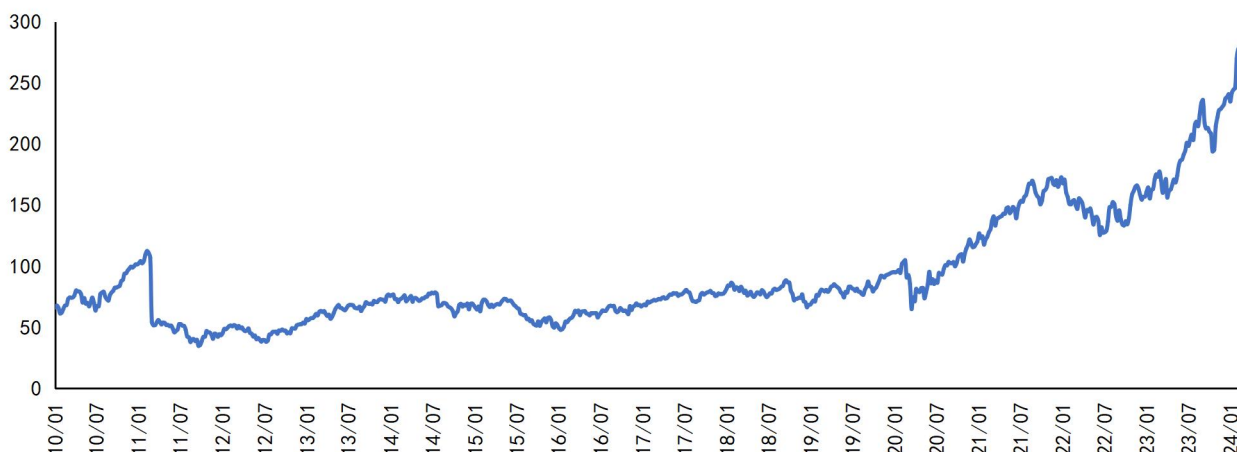
股价复盘

伊顿公司历史股价表现与四大业务板块的行业景气度高度相关，在 2008-2009 年欧美经济衰退和航空业的萧条阶段，伊顿公司经过裁员调整，以及加大对发展中国家市场的开发，在 2010 年经营业绩开始出现明显的复苏。

2012 年四季度，伊顿公司以 118 亿美元收购美国电气设备制造商库柏工业集团，同时加大在中国市场的投资和发展力度。2013 年以后伊顿公司经营业绩再次实现跨越式增长。

2019 年以来，随着全球进入到电气化、数字化发展阶段，欧美电气巨头再次成为国际金融机构加大配置力度的板块，2020 年以来全球汽车电动化趋势加速，2021 年以来美国先后出台三项重大的基础设施投资法案，再次推动美国的再工业化和电气化升级，同时全球航空业也在 2022 年疫情结束后进入新一轮需求景气周期，因此伊顿公司在电气设备、航空航天、汽车电动化等行业重叠的景气周期内，股价屡创新高。

图48: 公司股价走势（美元/股）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

电气: 公司是全球中低电压电器行业的四大跨国公司之一，并拥有强大的北美分销网络，未来有望受益互联网智能解决方案的需求增长。预计 2024-2026 年美洲地区电气业务实现营业收入 111.1 亿美元、119.4 亿美元、127.8 亿美元，同比 +10%/+8%/+7%；经营利润率 27%/27%/27%；其他地区电气业务实现营业收入 63.0 亿美元、65.2 亿美元、67.5 亿美元，同比 +4%/+4%/+4%；经营利润率 20%/20%/20%。

航空航天: 公司航空航天产品在最新型航空平台上占据的市场份额不断增加。预计 2024-2026 年航空航天业务实现营业收入 37.5 亿美元、40.9 亿美元、44.2 亿美元，同比 +10%/+9%/+8%；经营利润率 24%/24%/24%。

车辆：公司是行业领先的发动机气门和气门驱动机构供应商，同时在北美和南美地区商用车变速器和离合器的市场处于领先地位，未来有望受益于日益严苛的排放法规及新兴市场汽车需求增长。预计 2024-2026 年车辆业务实现营业收入 29.1 亿美元、29.9 亿美元、30.8 亿美元，同比-2%/+3%/+3%；经营利润率 17%/17%/17%。

车辆电动化：公司在管理电力和开发商用车混合动力系统方面拥有数十年的经验，在解决复杂电气挑战方面具有独特的优势。预计 2024-2026 年车辆电动化业务实现营业收入 8.3 亿美元、9.5 亿美元、10.5 亿美元，同比+30%/+15%/+10%；经营利润率 1%/1%/1%。

我们预计 2024-2026 年公司实现营业总收入 248.9 亿美元、264.9 亿美元、280.7 亿美元，同比+7%/+6%/+6%；实现经营利润 56.0 亿美元、59.7 亿美元、63.3 亿美元，经营利润率 23%/23%/23%。

表5: 主营业务假设

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
电气（美洲）						
收入（亿美元）	72.4	85.0	101.0	111.1	119.4	127.8
yoy	8%	17%	19%	10%	8%	7%
经营利润（亿美元）	15.0	19.1	26.8	30.0	32.2	34.5
经营利润率（%）	21%	23%	27%	27%	27%	27%
电气（其他地区）						
收入（亿美元）	55.2	58.5	60.8	63.0	65.2	67.5
yoy	17%	6%	4%	4%	4%	4%
经营利润（亿美元）	10.3	11.3	11.8	12.3	12.8	13.2
经营利润率（%）	19%	19%	19%	20%	20%	20%
航空航天						
收入（亿美元）	26.5	30.4	34.1	37.5	40.9	44.2
yoy	19%	15%	12%	10%	9%	8%
经营利润（亿美元）	5.8	7.1	7.8	8.8	9.6	10.4
经营利润率（%）	22%	23%	23%	24%	24%	24%
车辆						
收入（亿美元）	25.8	28.3	29.7	29.1	29.9	30.8
yoy	22%	10%	5%	-2%	3%	3%
经营利润（亿美元）	4.5	4.5	4.8	4.8	4.9	5.1
经营利润率（%）	17%	16%	16%	17%	17%	17%
车辆电动化						
收入（亿美元）	3.4	5.4	6.4	8.3	9.5	10.5
yoy	17%	57%	18%	30%	15%	10%
经营利润（亿美元）	(0.3)	(0.1)	(0.2)	0.1	0.1	0.1
经营利润率（%）	-8%	-2%	-3%	1%	1%	1%
液压系统						
收入（亿美元）	13.0	-	-	-	-	-
yoy	-29%	-	-	-	-	-
经营利润（亿美元）	1.8	-	-	-	-	-
经营利润率（%）	14%	-	-	-	-	-
合计						
营业收入（亿美元）	196.3	207.5	232.0	248.9	264.9	280.7
yoy	10%	6%	12%	7%	6%	6%
经营利润（亿美元）	37.1	42.0	50.9	56.0	59.7	63.3
经营利润率（%）	19%	20%	22%	23%	23%	23%

资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所预测

在上述主营业务预测的基础上，我们对公司期间费用、税率、股利分配比率等预测如下：

表6：公司盈利预测核心假设

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入增长率	9.9%	5.7%	11.8%	7.3%	6.4%	5.9%
营业成本/营业收入	67.7%	66.8%	63.6%	63.1%	63.4%	63.1%
销售、行政及一般费用/销售收入	16.6%	15.6%	16.4%	16.0%	15.5%	15.5%
研发费用/营业收入	3.1%	3.2%	3.3%	3.2%	3.1%	3.1%
所得税税率	25.9%	15.3%	15.8%	15.0%	15.0%	15.0%
股利分配比率	57.5%	53.7%	32.1%	30.0%	30.0%	30.0%

资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所预测

预测结果

综上，我们预计 2024-2026 年公司实现营业收入 249/265/281 亿美元，同比 +7%/+6%/+6%；实现归母净利润 36/40/44 亿美元，同比+12%/+10%/+10%，当前股价对应 PE 分别为 30/27/25 倍。

表7：公司盈利预测及市场重要数据

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万美元)	19,628	20,752	23,196	24,892	26,494	28,070
(+/-%)	9.9%	5.7%	11.8%	7.3%	6.4%	5.9%
净利润(百万美元)	2144	2462	3218	3615	3981	4369
(+/-%)	52.1%	14.8%	30.7%	12.3%	10.1%	9.8%
每股收益(美元)	5.37	6.17	8.06	9.23	10.16	11.15
EBIT Margin	12.4%	14.4%	16.7%	17.7%	18.0%	18.3%
净资产收益率(ROE)	13.1%	14.5%	16.9%	18.5%	17.8%	17.2%
市盈率(PE)	51.7	45.0	34.4	30.1	27.3	24.9
EV/EBITDA	37.8	32.6	26.9	23.7	22.1	20.7
市净率(PB)	6.75	6.50	5.82	5.56	4.87	4.28

资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

绝对估值：285.3-315.4 美元

根据以下主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得出公司合理估值区间为 285.3-315.4 美元，对应 2024 年动态 PE 区间为 30.9-34.2 倍，较公司当前股价有 3%-14%的溢价空间。

其中永续增长率取 3%，主要考虑公司约 75%的利润来自于电气业务，未来有望充分受益电气行业增长。根据国际能源署（IEA）的预测，到 2050 年全球电力需求长期复合增速将达到 2.7%-3.2%；根据电器行业咨询机构格物致胜的预测，2023-2027 年全球低压电器的行业年均复合增速为 2.2%-3.6%。公司作为聚焦中低压解决方案的全球电气头部企业，未来有望充分受益全球行业增长，叠加公司业务结构改善提升盈利能力，利润增速将高于收入增速，所以我们假设公司永续增长率为 3%。

表8: 资本成本假设

无杠杆 Beta	0.98	T	15.00%
无风险利率	5.50%	Ka	8.53%
股票风险溢价	3.10%	有杠杆 Beta	1.04
公司股价 (美元)	277.16	Ke	8.73%
发行在外股数	392	E/(D+E)	93.00%
股票市值 (E)	108591	D/(D+E)	7.00%
债务总额 (D)	8544	WACC	8.30%
Kd	3.00%	永续增长率 (10年后)	3.0%

资料来源: 国信证券经济研究所预测

绝对估值法相对于 WACC 和永续增长率较为敏感, 下表为绝对估值的敏感性分析。

表9: 绝对估值的敏感性分析 (美元)

FCFF	8.1%	8.2%	8.3%	8.4%	8.5%
3.6%	344.62	336.20	328.14	320.42	313.02
3.4%	333.19	325.34	317.81	310.60	303.66
3.2%	322.69	315.35	308.30	301.52	295.01
3.0%	313.01	306.12	299.50	293.13	286.99
2.8%	304.07	297.58	291.34	285.33	279.53
2.6%	295.77	289.66	283.76	278.07	272.58
2.4%	288.06	282.27	276.69	271.29	266.08

资料来源: 国信证券经济研究所预测

相对估值: 276.9-295.4 美元

公司主营电气设备的生产销售, 我们选取主营业务同样为电气设备的西门子、ABB、通用电气及施耐德电气为可比公司, 得到可比公司 2024 年动态 PE 为 22.6 倍。考虑到公司除电气业务外还开展盈利能力相对较高的航空航天业务, 且公司美国地区收入占比较大, 未来有望受益于美国三项重大的基础设施投资法案带来的基建需求增长, 我们给予 33%-42% 的估值溢价, 得到公司 2024 年合理 PE 区间为 30-32 倍, 对应公司合理相对估值股价区间为 276.9-295.4 美元。

表10: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	收盘价 (02.22) 美元	2022A	EPS 2023E	2024E	2022A	PE 2023E	2024E
SIE.DF	西门子*	169.42	4.98	10.58	11.30	34.0	16.0	15.0
ABB.SIX	ABB*	40.18	1.30	2.01	2.04	30.9	20.0	19.7
GE.N	通用电气*	149.07	-0.05	8.36	4.63	-2981.4	17.8	32.2
SU.PA	施耐德电气*	202.50	6.48	7.73	8.67	31.3	26.2	23.4
					均值	-721.3	20.0	22.6
ETN.N	伊顿	277.16	6.17	8.06	9.23	45.0	34.4	30.0

资料来源: Wind、彭博, 国信证券经济研究所预测 注: 带*业绩预测为彭博 GAAP 准则下的一致预期

投资建议: 首次覆盖, 给予“增持”评级

我们预计 2024-2026 年公司实现营业收入 249/265/281 亿美元, 同比+7%/+6%/+6%; 实现归母净利润 36/40/44 亿美元, 同比+12%/+10%/+10%, 当前股价对应 PE 分别为 30/27/25 倍。综合考虑 FCFF 估值和相对估值, 我们认为公司股价的合理估值区间为 285.3-315.4 美元, 对应 2024 年动态 PE 区间为 30.9-34.2 倍, 较公司当前股价有 3%-14% 的溢价空间。

风险提示

估值的风险

我们采用了绝对估值和相对估值方法，多角度综合分析得出公司的合理估值在 285.3-315.4 美元之间，但是该估值是建立在较多假设前提的基础上计算得来，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本 WACC 的计算、永续增长率的假定和可比公司的估值参数的选择，其中都加入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体如下：

- 1、可能对公司未来长期保持较好的收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、加权平均资本成本 WACC 对公司的估值影响较大，我们在计算 WACC 时采用的无风险利率 5.5%、股票风险溢价 3.1% 的取值都有可能偏低，导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、我们假定 10 年后公司 TV 增长率为 3.0%，公司所处的主要行业为电力设备行业，目前成长性良好，下游需求景气度较高，但是远期面临行业增长减慢甚至下滑的可能性，那么公司持续成长实际偏低或者负增长，从而导致公司估值高估的风险；
- 4、相对估值我们主要关注公司 2024 年估值，选取可比公司 2024 年平均 PE 作为参考，最终判断公司 2024 年合理的 PE 在 30-32 倍之间。上述估值方法存在以下风险：选取的可比公司，各公司对应下游应用存在差异，市场竞争要素和格局存在区别，行业整体估值水平偏高。

盈利预测的风险

价格/毛利率下降的风险：若海外市场电气设备新增产能较多导致行业竞争加剧，则可能存在产品价格大幅下降的风险。

政策风险

政策支持力度：电力项目开发属于重资产、长周期投入，对于各国政策支持力度依赖性较强。若美国后续对于电力基础设施项目开发支持力度低于预期，则行业增速有低于预期的风险。

其他风险

国内外市场若频繁出现运力不足、极端天气有可能影响公司的正常生产与交付，影响各类能源项目的建设进度，从而使得公司销售收入和利润不及预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万美元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万美元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	294	488	1347	5005	8832	营业收入	20752	23196	24892	26494	28070
应收款项	4761	5326	4433	4355	4230	营业成本	13865	14762	15709	16800	17720
存货净额	3430	3739	3758	3568	3523	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	0	1	0	0	0	销售、行政及一般费用	3227	3795	3983	4107	4351
流动资产合计	8746	11675	11659	15049	18706	管理费用	499	500	502	490	479
固定资产	3146	3530	3862	4141	4366	财务费用	144	151	244	177	83
无形资产及其他	20281	20068	19616	19176	18746	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	2841	3159	3159	3159	3159	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收入	(130)	(161)	(195)	(231)	(291)
资产总计	35014	38432	38296	41525	44978	营业利润	2887	3827	4259	4690	5146
短期借款及交易性金融负债	334	1025	300	300	300	营业外净收支	24	0	0	0	0
应付款项	3072	3365	3341	3568	3758	利润总额	2911	3827	4259	4690	5146
其他流动负债	2954	3357	3460	3669	3869	所得税费用	445	604	639	703	772
流动负债合计	6360	7747	7101	7537	7927	少数股东损益	4	5	5	5	5
长期借款及应付债券	8321	8244	8244	8244	8244	归属于母公司净利润	2462	3218	3615	3981	4369
其他长期负债	3259	3372	3372	3372	3372						
长期负债合计	11580	11616	11616	11616	11616	现金流量表 (百万美元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	17940	19363	18717	19153	19543	净利润	2462	3218	3615	3981	4369
少数股东权益	38	33	38	43	48	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	17036	19036	19542	22328	25387	折旧摊销	954	950	970	1012	1054
负债和股东权益总计	35014	38432	38296	41525	44978	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	144	151	244	177	83
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(955)	(384)	954	704	560
每股收益	6.17	8.06	9.23	10.16	11.15	其它	148	156	249	182	88
每股红利	3.31	2.58	2.77	3.05	3.35	经营活动现金流	2609	3940	5788	5879	6072
每股净资产	42.66	47.67	49.88	56.99	64.80	资本开支	0	(835)	(850)	(850)	(850)
ROIC	10%	13%	15%	16%	18%	其它投资现金流	10	(1860)	0	0	0
ROE	14%	17%	18%	18%	17%	投资活动现金流	10	(2695)	(850)	(850)	(850)
毛利率	33%	36%	37%	37%	37%	权益性融资	0	0	(2025)	0	0
EBIT Margin	14%	17%	18%	18%	18%	负债净变化	1490	(77)	0	0	0
EBITDA Margin	19%	21%	22%	22%	22%	支付股利、利息	(1323)	(1032)	(1085)	(1194)	(1311)
收入增长	6%	12%	7%	6%	6%	其它融资现金流	(2812)	1317	(725)	0	0
净利润增长率	15%	31%	12%	10%	10%	融资活动现金流	(2622)	(1051)	(4079)	(1371)	(1394)
资产负债率	51%	50%	49%	46%	44%	现金净变动	(3)	194	859	3658	3828
息率	1.2%	0.9%	1.0%	1.1%	1.2%	货币资金的期初余额	297	294	488	1347	5005
P/E	45.0	34.4	30.0	27.3	24.9	货币资金的期末余额	294	488	1347	5005	8832
P/B	6.5	5.8	5.6	4.9	4.3	企业自由现金流	0	3003	4816	4917	5124
EV/EBITDA	32.6	26.9	23.7	22.1	20.7	权益自由现金流	0	4116	3884	4767	5053

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032