

全球电力设备龙头，下游需求高景气

华泰研究

2024 年 6 月 24 日 | 美国

首次覆盖

电气设备

投资评级(首评):

增持

目标价(美元):

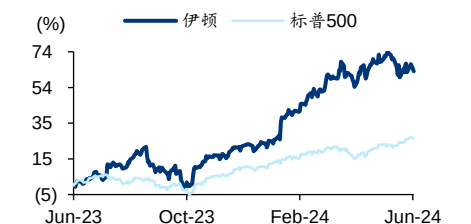
343.00

研究员	申建国
SAC No. S0570522020002	shenjianguo@htsc.com +(86) 755 8249 2388
研究员	边文姣
SAC No. S0570518110004	bianwenjiao@htsc.com
SFC No. BSJ399	+(86) 755 8277 6411
研究员	周敦伟
SAC No. S0570522120001	zhoudunwei@htsc.com +(86) 21 2897 2228

基本数据

目标价(美元)	343.00
收盘价(美元 截至 6 月 21 日)	320.06
市值(美元百万)	127,960
6 个月平均日成交额(美元百万)	597.57
52 周价格范围(美元)	189.89-345.19
BVPS(美元)	47.66

股价走势图



资料来源: S&P

全球电力设备龙头受益于下游高景气，给予目标价 343 美元

公司是全球电力设备龙头，亦是航空航天和车辆关键零部件头部供应商。受益于新能源消纳、电网老化及电力紧缺，海外电力设备有望维持长周期景气。公司深耕美国市场，具有强大的分销网络和丰富的产品矩阵，在美国本土具备完整产业链，可充分享受 IRA 补贴福利。公司作为全球电力设备龙头将充分受益于海外电力设备高景气周期，业绩实现稳健增长，我们预计公司 24-26 年归母净利润 3815/4333/4835 百万美元，对应 EPS 为 9.54/10.84/12.09 美元，我们采用相对估值法，可比公司 2024 年彭博平均一致预期 PE 为 27 倍。考虑到公司新建产能持续落地，盈利能力较强的北美市场营收占比有望持续提升，给予公司 2024 年 36 倍 PE 估值，对应目标价为 343 美元/股，首次覆盖，给予“增持”评级。

海外电力设备有望维持长周期景气

新能源消纳、发达国家电网老化更新、制造业回流及数据中心发展可能带来超预期电力需求是海外电网投资维持高景气度的四大因素。海外政策加码，美国陆续出台 IRA、IIJA 等法案为电网投资提供超 450 亿美元的政府基金；欧盟出台《欧洲电网行动计划》，预计 2020-2030 年投资 5840 亿欧元用于电网升级改造。根据 IEA 预测，2023-2030 年全球电网年均投资额为 5000 亿美元，2022-2030 年 CAGR 达 12%。欧美电力企业资本支出与海外电力设备龙头新增订单分别从需求和供给维度验证海外电力设备高景气。欧美电力企业上调未来 3-5 年电网投资规划，Duke Energy、Exelon、AEP、Enel 最新电网投资规划较前一期规划上调了 32%/12%/5%/24%。海外电力设备龙头如 ABB、伊顿、西门子能源 24Q1 新增订单同比增长 8%/27%/33%。

产品+渠道构筑核心优势，加速布局美国产能

公司产品线和服务覆盖多个关键市场领域，包括数据中心、公用事业、工业、商业及住宅建筑等，为客户提供系统解决方案。公司深耕北美市场，2021-2023 年电气(美洲)收入占比分别为 37%/41%/44%。公司渠道优势显著，70%销售额通过分销商实现。截至 2024Q1 末，美国已宣布大型项目超过 1.2 万亿美元，电气设备价值量占比 3-5%，已启动项目占比 16%，公司中标率 40%。公司加速布局美国产能，可充分享受 IRA 补贴福利，我们认为随着美国市场营收占比提升，毛利率有望进一步升高。

风险提示：政策支持不及预期，市场竞争加剧，产能投放不及预期。

经营预测指标与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(美元百万)	20,752	23,196	25,124	27,015	28,848
+/-%	5.73	11.78	8.31	7.53	6.78
归属母公司净利润(美元百万)	2,462	3,218	3,815	4,333	4,835
+/-%	14.83	30.71	18.54	13.59	11.57
EPS(美元，最新摊薄)	6.16	8.05	9.54	10.84	12.09
ROE(%)	14.69	17.81	18.78	18.88	18.69
PE(倍)	51.97	39.76	33.54	29.53	26.47
PB(倍)	7.49	6.71	5.93	5.26	4.67
EV EBITDA(倍)	35.55	29.26	25.45	22.50	20.06

资料来源：公司公告、华泰研究预测

正文目录

核心推荐逻辑.....	4
全球电力设备龙头，电气业务贡献核心增量.....	5
全球电力设备龙头，坚持多元化发展.....	5
电气业务需求旺盛，美国市场支撑整体盈利.....	6
工业部门积淀深厚，航空航天和车辆电气化增长强劲.....	8
海外电力设备有望维持长周期景气.....	11
多要素驱动海外电网投资高景气.....	11
海外政策推动电网投资上行.....	15
欧美电力企业资本支出与海外电力设备龙头订单验证海外电力设备高景气.....	16
产品+渠道构筑核心优势，加速布局美国产能.....	18
产品矩阵丰富，满足下游客户需求.....	18
深耕北美市场，积极扩张本土产能.....	21
数字化转型实现降本增效.....	22
盈利预测与估值.....	23
估值.....	24
风险提示.....	24

图表目录

图表 1：公司发展历程.....	5
图表 2：公司股价复盘图.....	5
图表 3：2019-2023 年公司各项业务营收占比.....	6
图表 4：2019-2023 年公司各市场营收占比.....	6
图表 5：公司电气业务部门（美洲）产品矩阵.....	6
图表 6：2019-2026 年公司总收入及同比.....	7
图表 7：2019-2026 年公司归母净利润及同比.....	7
图表 8：2019-2023 年公司毛利率和净利率水平.....	7
图表 9：2019-2023 年公司电气（美洲）营业利润率及收入占比.....	7
图表 10：公司电气业务在手订单屡创新高.....	8
图表 11：公司航空航天产品应用于 F-16 战斗机.....	8
图表 12：2019-2026 年公司航空航天业务收入及同比.....	9
图表 13：2019-2026 年公司航空航天业务营业利润及同比.....	9
图表 14：2022-2025 年飞机总数 CAGR 为 12%.....	9
图表 15：公司航空航天业务在手订单.....	9
图表 16：公司车辆业务覆盖所有动力系统.....	9
图表 17：2019-2026 年公司车辆业务收入及营业利润.....	9
图表 18：公司车辆电气化产品类型.....	10

图表 19: 2019-2026 年公司车辆电气化业务收入及营业利润	10
图表 20: 全球部分国家新能源项目排队并网情况	11
图表 21: 2022 年美国新能源项目平均并网周期延长至 5 年	11
图表 22: 欧洲部分区域新能源项目并网排队情况	11
图表 23: 电力设备设计寿命	12
图表 24: 各区域电网寿命对比	12
图表 25: 美国输电线路改造需求预测	12
图表 26: 美国制造业建造支出及同比增速	13
图表 27: 中东北非基建项目规模增长	13
图表 28: 19-26 年全球数据中心、AI 及加密货币用电量	13
图表 29: 伊顿预计 22-25 年全球数据中心市场空间 CAGR 为 25%	13
图表 30: 全球电网投资额	14
图表 31: “建设更好电网”补助内容	15
图表 32: 欧盟电网行动计划	15
图表 33: 主要国家和地区电力设备 PPI	16
图表 34: 电气设备主要原材料价格走势	16
图表 35: Duke Energy 电网投资规划	16
图表 36: Exelon 电网投资规划	16
图表 37: AEP 电网投资规划	17
图表 38: Enel 电网投资规划	17
图表 39: 外资厂商经营情况及业务展望	17
图表 40: 电力系统结构示意图	18
图表 41: 公司电气业务产品介绍	18
图表 42: 能源转型与数字化驱动商业建筑市场规模翻倍增长	19
图表 43: 公司提供高价值量解决方案	19
图表 44: 公司居民住宅互联解决方案	19
图表 45: 公司 Brightlayer Utilities 套件	20
图表 46: 公司 Brightlayer Data Centers 套件	20
图表 47: 公司美洲电气业务收入及营业利润	21
图表 48: 公司 2023 年扩产计划汇总	21
图表 49: 公司 Brightlayer 数字基础平台	22
图表 50: 公司收入与利润情况	23
图表 51: 公司费用率情况	24
图表 52: 可比公司估值表（截至 2024 年 6 月 21 日）	24
图表 53: 伊顿 PE-Bands	25
图表 54: 伊顿 PB-Bands	25

核心推荐逻辑

伊顿是全球电力设备龙头，多项业务处于景气周期。公司 1911 年成立于美国，从 1930 年开始多元化布局，目前业务覆盖了电气产品、电气系统和服务、航空航天和汽车等领域。公司作为全球领先的电力设备供应商，伴随海外电力设备进入长周期景气、美国推动制造业回流、航空业景气度回暖等趋势，公司多项业务处于景气周期，2020-2023 年归母净利润 CAGR 为 32%，推动股价持续上升。

多要素驱动海外电网投资维持长周期景气。 新能源消纳、发达国家电网老化更新、制造业回流及数据中心发展可能带来超预期电力需求是海外电网投资维持高景气度的四大因素。美国陆续出台 IRA、IIJA 等法案为电网投资提供超 450 亿美元的政府基金；欧盟出台《欧洲电网行动计划》，预计 2020-2030 年投资 5840 亿欧元用于电网升级改造。根据 IEA 预测，2023-2030 年全球电网年均投资额为 5000 亿美元，到 2030 年超过 6000 亿美元，相较于 2022 年的投资额翻倍。欧美电力企业资本支出与海外电力设备龙头新增订单分别从需求和供给维度验证海外电力设备高景气。欧美电力企业上调未来 3-5 年电网投资规划，Duke Energy、Exelon、AEP、Enel 最新电网投资规划较前一期规划上调了 32%/12%/5%/24%。伊顿、西门子能源、ABB 等海外电力设备龙头订单规模实现高增，2024Q1 新增订单同比增速分别为 27%/33%/8%。伊顿与西门子能源上调 2024 年业绩指引，伊顿将电气美洲部门内生收入增长上修至 10-12%，西门子能源将电网业务收入增速上调至 32-34%。

产品和渠道优势构筑核心竞争力，美国市场比例将持续提升。 公司产品线和服务覆盖多个关键市场领域，包括数据中心、公用事业、工业、商业及住宅建筑等，可为客户提供系统解决方案。公司深耕北美市场，根据 2023Q4 业绩会，公司拥有强大的分销网络，电气业务北美市场分销商贡献销售额 70%，2021-2023 年电气（美洲）收入占比分别为 37%/41%/44%。订单方面，截至 2024Q1 末，公司电气业务在手订单规模达 113 亿美元，同比+27%，订单出货比（收到订单价值/已发货订单价值）为 1.2，其中美洲部分在手订单同比+31%，订单出货比为 1.2，全球部分在手订单同比+12%，订单出货比为 1.1。公司积极扩建产能，根据公司 23Q3 业绩会，公司计划投资超过 10 亿美元用于产能扩建或改造，已规划投资 7.35 亿美元，用于供应北美客户。IRA 补贴方面，公司可获得先进能源项目税收抵免，基于德克萨斯州科多奇斯和埃尔帕索以及威斯康星州沃克夏的制造投资于 2024 年 4 月 24 日被授予 2660 万美元联邦税收抵免。

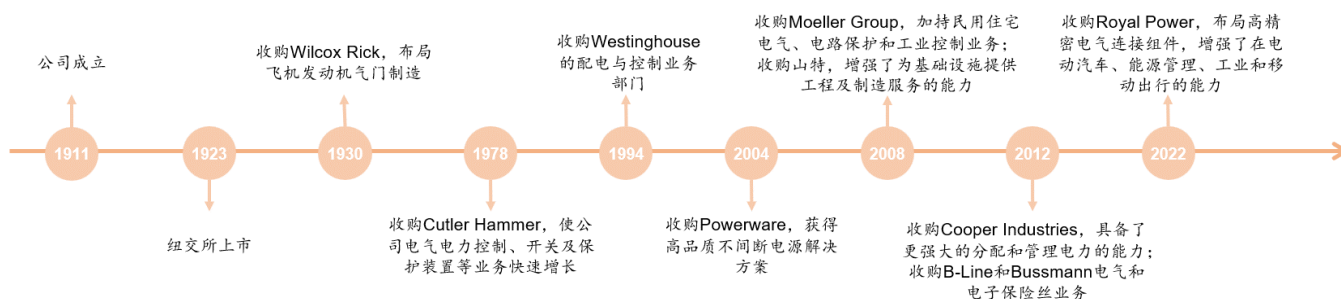
市场竞争格局稳定，中资企业处于产品认证和渠道搭建的早期阶段。 海外电力设备市场以伊顿、西门子能源、ABB 等外资龙头为主，竞争格局稳定，产品定价较高。由于下游需求旺盛，外资龙头产能达到瓶颈，部分产能外溢至国内厂商。我们认为公司拥有产品、渠道品牌和美国本土产能优势，护城河深厚，能够维持长期竞争优势。公司的优势在于：1) 国内厂商大多产品品类较少，尚不具备提供系统解决方案的能力，公司能够为数据中心、公用事业、工业、商业及住宅建筑等客户提供系统解决方案，考虑到电力设备在项目投资中占比仅为 3-5%，客户为了避免潜在的品质风险，倾向于选择公司的成熟产品；2) 国内厂商大多处于产品认证和渠道搭建的早期阶段，公司深耕北美市场，分销网络完善，市场地位领先，对于已启动的美国大型项目，截至 2024Q1 公司在手订单规模 10 亿美元，中标率约为 40%，随着项目陆续启动，充裕订单为公司业绩增长提供坚实保障；3) IRA 补贴本土制造要求门槛提升（当前要求为美国本土制造占比超 40%，25 年逐步提升至 55%），国内厂商在美建厂获得补贴的难度持续提高，而公司具备美国本土产业链，IRA 补贴有助于增厚利润空间。

全球电力设备龙头，电气业务贡献核心增量

全球电力设备龙头，坚持多元化发展

伊顿 (Eaton) 成立于 1911 年，是全球电力设备龙头。伊顿由约瑟夫伊顿于 1911 年创立，并于 1923 年在纽交所上市，至今已有百年历史。公司最初是卡车小型部件供应商，生产卡车车轴，持续收购助力公司成为当时全美最大的汽车零部件制造商之一。1930 年公司开启多元化布局，收购钠冷却飞机发动机气门制造厂商 Wilcox-Rick 公司。20 世纪 70 年代后期，公司形成了电源控制、电力配送、航空航天控制、国防电子的业务组合，销售收入突破 5 亿美元。目前公司定位于智能电源管理，业务覆盖了电气产品、电气系统和服务、航天和车辆等领域，业务遍及超过 175 个国家，跻身全球中低压电气设备前四强。

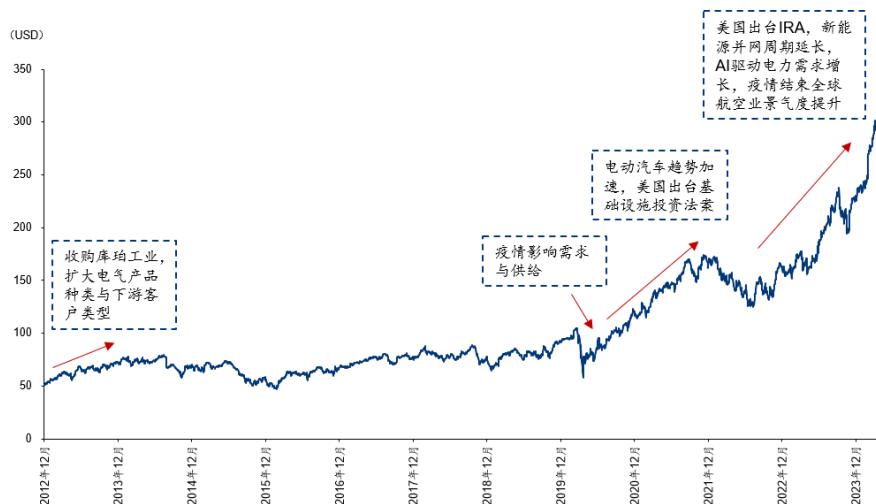
图表1：公司发展历程



资料来源：公司官网，华泰研究

多业务布局穿越周期。从公司股价复盘来看，2012 年底公司收购库珀工业，扩大了公司的电气产品种类与下游客户类型，经营业绩实现稳步增长。公司实现多元化布局，对长中短的业务发展周期进行平衡组合，从而降低经济周期对公司的影响。董事长 Craig Arnold 曾在 12 年表示，公司短周期业务约占 35%，如汽车、卡车业务；中周期业务约占 29%；长周期业务约占 23%，如航空业务；不受经济周期影响业务占比 14%，如服务和售后。从 2019 年底开始，新冠肺炎导致公司订单下降，股价跌至 57 美元，公司通过成本缩减与现金管理来应对，股价得到稳定支撑。自 2021 年以来，伴随海外电力设备进入长周期景气、美国推动制造业回流、航空业景气度回暖等趋势，公司多项业务处于景气周期，股价屡创新高。

图表2：公司股价复盘图

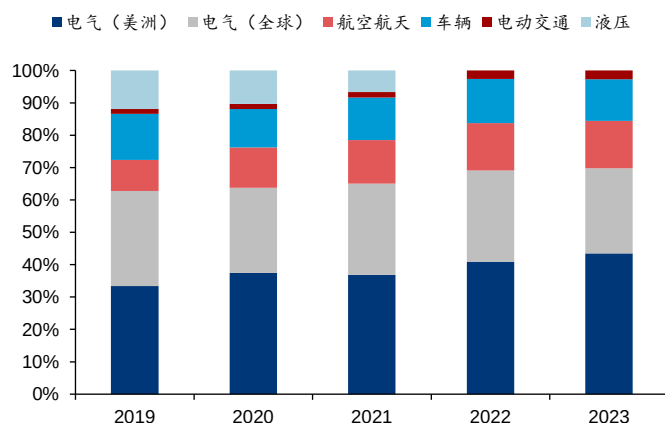


资料来源：iFinD，华泰研究

电气业务需求旺盛，美国市场支撑整体盈利

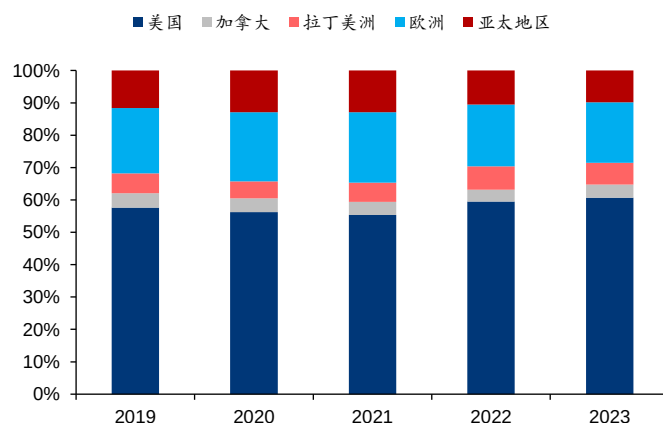
公司主要产品布局电气、航空航天、车辆与电动交通，深耕欧美市场。公司现有 5 个业务部门，分别为电气业务部门（美洲地区）、电气业务部门（全球其他地区）、航空航天业务部门、车辆业务部门、及电动交通业务部门，其中电气业务部门（美洲及全球其他地区）占比最大，营收占比超过 60%。公司深耕欧美市场，营收占比接近 80%。

图表3：2019-2023 年公司各项业务营收占比



资料来源：iFinD，华泰研究

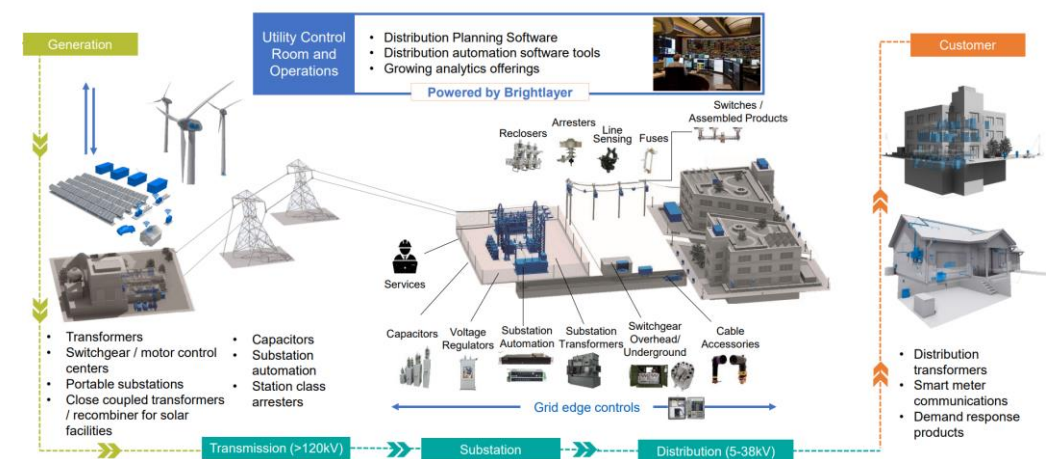
图表4：2019-2023 年公司各市场营收占比



资料来源：iFinD，华泰研究

产品矩阵丰富，下游客户广泛。公司电气部门在电气控制、配电、工业控制和电能质量的制造和服务领域全球领先，产品涵盖电气元件、工业元件、配电和组件、单向和三相电能质量、布线装置、电路保护、公用事业配电、电力可靠性设备和服务等，下游客户包括数据中心与分布式 IT、公用事业、工业工厂、商用建筑、机械设备与居民住宅。

图表5：公司电气业务部门（美洲）产品矩阵

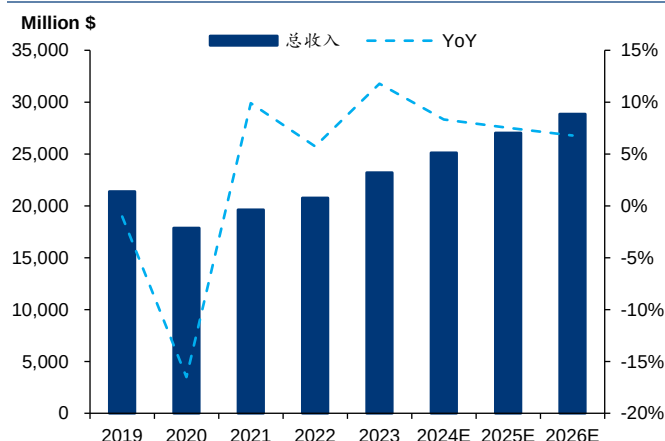


资料来源：公司官网，华泰研究

受疫情冲击，公司业绩出现滑坡，剥离增长较低的业务。在 2019-2020 年期间，受到新冠肺炎疫情冲击，公司营业收入和利润出现滑坡，2020 年实现营业总收入 178.6 亿美元，同比减少 17%；归母净利润 14.1 亿美元，同比减少 36%。公司积极剥离部分投资回报表现不佳的业务线，2020 年公司以 14 亿美元出售其当年从库珀公司收购来的照明业务，并于同年退出了部分汽车液体输送（管子，接头等）业务。

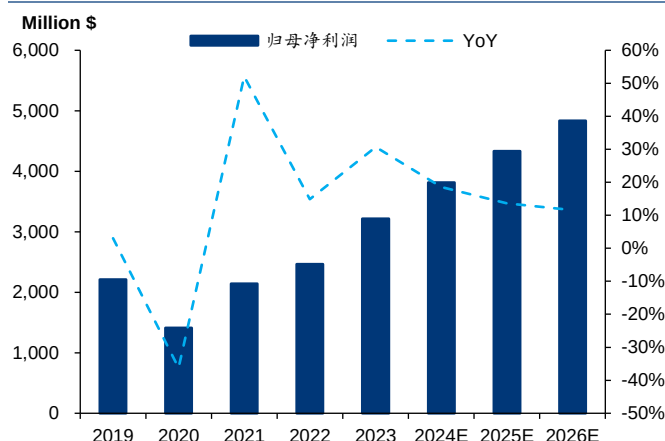
受益于电气化、能源转型与数字化，电气业务驱动公司利润稳步提升。后疫情时代，受美国政府再工业化政策与基础设施建设法案、新能源发电投资增长带动电气设备需求、电动汽车渗透率提升促进充电基础设施需求等因素的影响，电气业务下游需求上升，带动公司营收与利润稳步提升。公司 2023 年实现营业总收入 232 亿美元，同比增长 12%，主要系公司电气业务（美洲）占比提升所致；公司 2023 年归母净利润达到 32.2 亿美元，同比增长 31%，主要系产品价格上涨增厚利润空间，销量提升实现规模效应，实现盈利能力改善。作为全球电力设备龙头，受益于下游需求上升实现量价齐升，叠加 2024 年 4 月已获得 IRA 补贴 2660 万元，公司未来盈利能力有望持续提升。

图表6：2019-2026 年公司总收入及同比



资料来源：iFinD，华泰研究预测

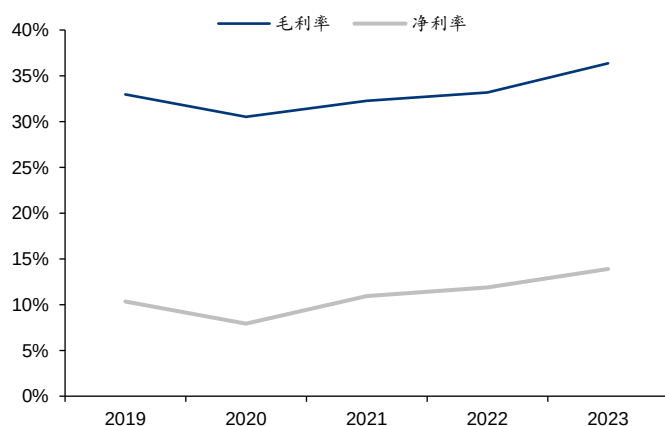
图表7：2019-2026 年公司归母净利润及同比



资料来源：iFinD，华泰研究预测

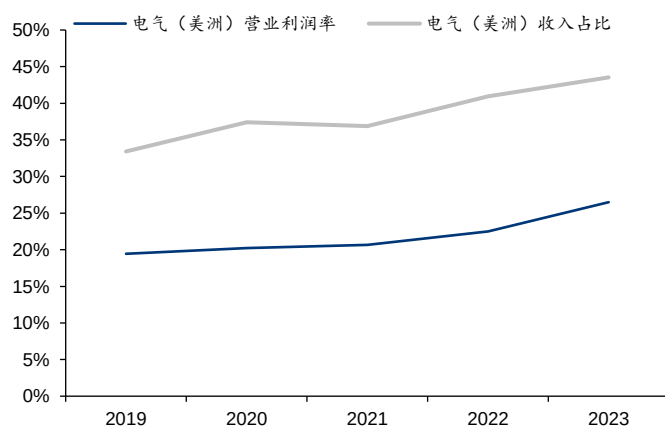
量价齐升带动毛利率提高，美国市场支撑整体盈利。2023 年公司毛利率/净利率分别为 36.36%/13.89%，同比上升 3.17/2.02pct，我们认为主要系产品价格上涨增厚利润空间，销量提升实现规模效应。考虑到公司电气业务美国市场占比提升，公司具备美国本土产能，成本控制能力较好，并有望获得 IRA 补贴增厚盈利，叠加再工业化政策与基础设施建设法案刺激下游需求，我们认为公司在美国市场的电气业务有望量价齐升，支撑公司整体盈利能力提升。

图表8：2019-2023 年公司毛利率和净利率水平



资料来源：iFinD，华泰研究

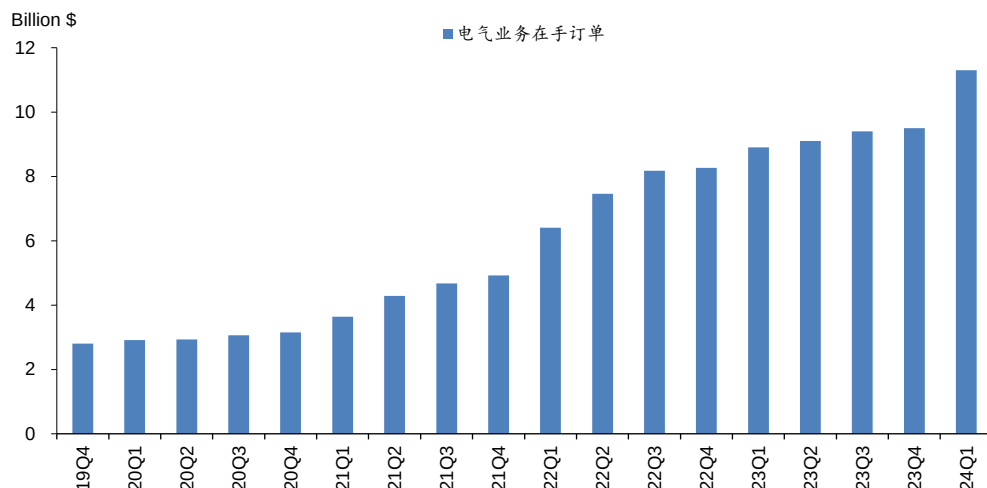
图表9：2019-2023 年公司电气（美洲）营业利润率及收入占比



资料来源：iFinD，华泰研究

在手订单持续上升，产能或成为瓶颈。截至 2024Q1 末，公司电气业务在手订单规模达 113 亿美元，相比 2023 年末规模增加约 18 亿美元，相比 2023Q1 末增加 24 亿美元，体现了需求端的持续爆发。由于美国再工业化政策驱动大型项目订单速度增长快，叠加电气设备产能短缺，公司电气（美洲）业务订单交货时间已延长至 1 年以上，2024Q1 订单出货比为 1.2，订单增量超过出货量。公司管理层认为产能瓶颈可能成为电气业务增长的主要限制因素，积极推进德克萨斯州、威斯康星州、南卡罗莱纳州、墨西哥等地的产能投资。

图表10：公司电气业务在手订单屡创新高



资料来源：公司各季度业绩说明会，华泰研究

工业部门积淀深厚，航空航天和车辆电气化增长强劲

航空航天关键零部件头部供应商，下游客户广泛。公司航空航天业务主要提供液压、运动控制、燃油、气动和发动机解决方案，为数百个军用和商用飞机平台提供动力。基于行业领先的零部件技术能力，公司将业务拓展至售后市场，包括维护、维修及大修服务，以优化飞机性能和降低生命周期成本。

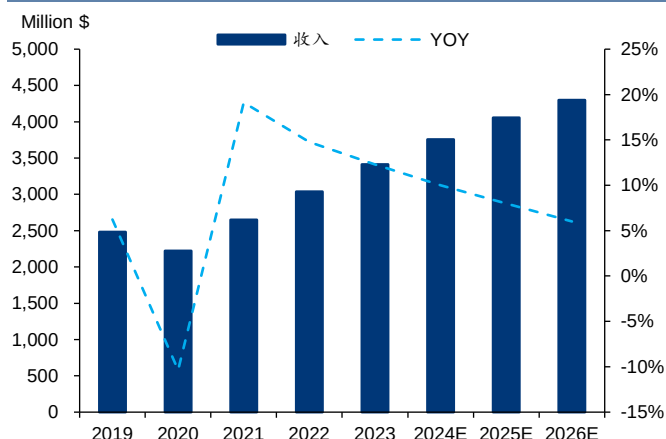
图表11：公司航空航天产品应用于 F-16 战斗机



资料来源：公司官网，华泰研究

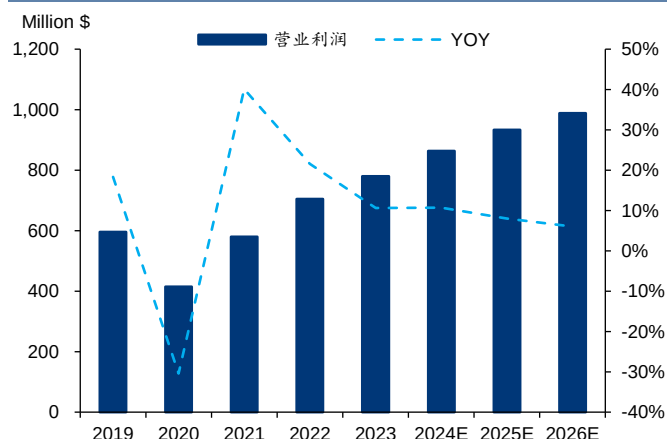
受益于航空业复苏，在手订单持续提升。公司航空航天业务稳定，受下游航空业景气度影响。2020 年疫情对全球航空业造成较大冲击，受此影响，公司航空航天业务收入和营业利润分别同比下滑 10.36%、30.42%，营业利润率同比下降 5.37pct。随着疫情结束，经济复苏与地缘政治冲突驱动需求增加，全球航空业景气度上行，公司预计 2022-2025 年全球飞机产量 CAGR 为 12%。公司营收与营业利润稳步增加，在手订单持续提升。2023 年公司航空航天业务实现营业收入 34.13 亿美元，同比+12.31%，营业利润 7.05 亿美元，同比+21.55%，在手订单 32 亿美元，同比+13%。

图表12: 2019-2026 年公司航空航天业务收入及同比



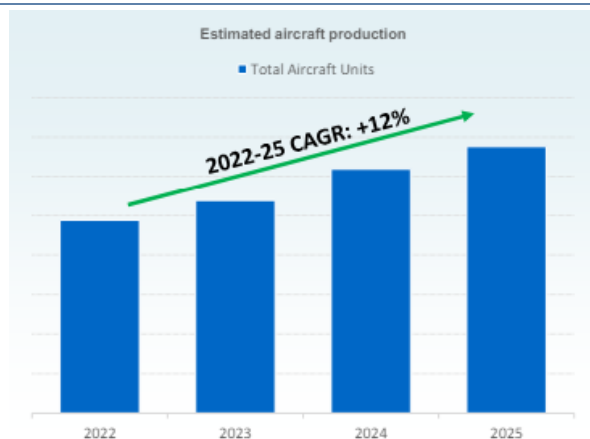
资料来源: iFinD, 华泰研究预测

图表13: 2019-2026 年公司航空航天业务营业利润及同比



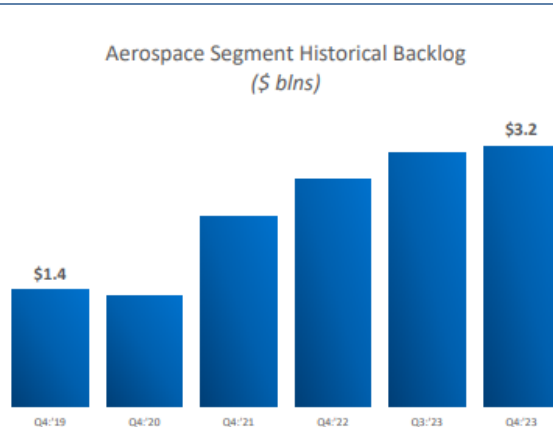
资料来源: iFinD, 华泰研究预测

图表14: 2022-2025 年飞机总数 CAGR 为 12%



资料来源: 公司官网, 华泰研究

图表15: 公司航空航天业务在手订单

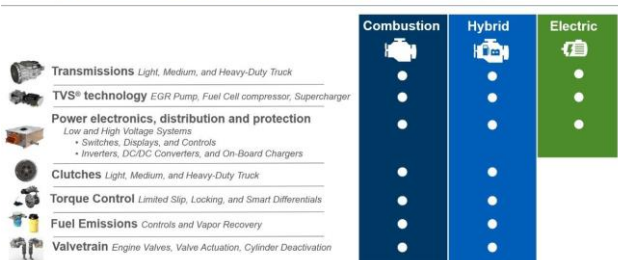


资料来源: 公司官网, 华泰研究

车辆业务积淀深厚, 提供全面解决方案。公司以生产卡车车轴起家, 具有百年汽车零部件生产经验, 覆盖燃油、混动和电动领域, 在动力传动系统、动力总成系统及关键零部件领域处于行业领先地位, 产品包括离合器、制动器、差速器、燃油系统、变速箱、阀门、发动机解决方案等。公司车辆业务业绩基本稳定, 2020 年受疫情短期扰动, 我们预计未来随着燃油车占比下降, 公司车辆业务增速逐步放缓。

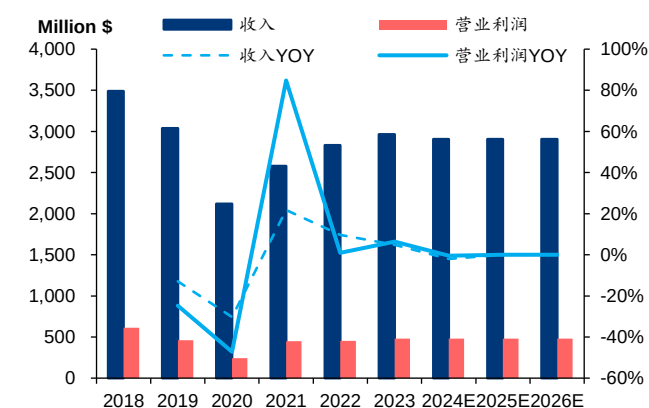
图表16: 公司车辆业务覆盖所有动力系统

A portfolio of technologies for all propulsion systems



资料来源: 公司官网, 华泰研究

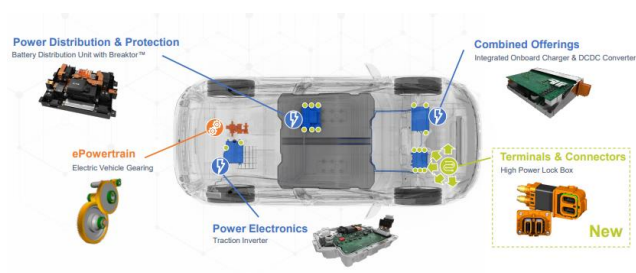
图表17: 2019-2026 年公司车辆业务收入及营业利润



资料来源: iFinD, 华泰研究预测

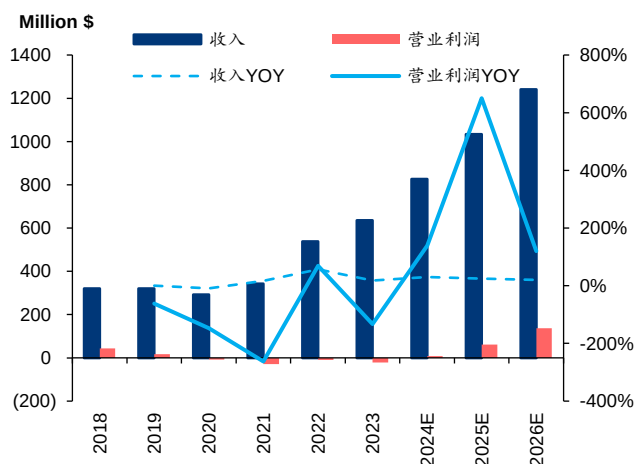
布局车辆电气化，实现车辆与电气业务协同。公司 2018 年成立 eMobility 部门，以满足新能源汽车市场对电气化技术的需求，专注于智能电力电子技术、动力系统和先进的配电及电路保护。其中，车规级电子元器件包括功率磁性元器件、超级电容器（模组）、薄膜电容器、过流和过压电路保护以及传感器等；动力系统包括电动车变速箱，可应用于各种中型和重型车辆以及重型卡车 48 伏混合动力驱动系统相关零部件产品，及 48 伏 DC/DC 转换器等。2022 年，公司收购高精度电气连接组件公司 Royal Power Solutions，布局端子与连接器。公司车辆电气化业务处于规模化放量早期，资本支出占比较高，2023 年实现营业收入 6.36 亿美元，同比+18.22%，营业利润-0.21 亿美元，同比-133.33%。我们预计随着公司产品逐步上市量产，盈利能力有望提升。

图表18：公司车辆电气化产品类型



资料来源：公司官网，华泰研究

图表19：2019-2026 年公司车辆电气化业务收入及营业利润



资料来源：iFinD，华泰研究预测

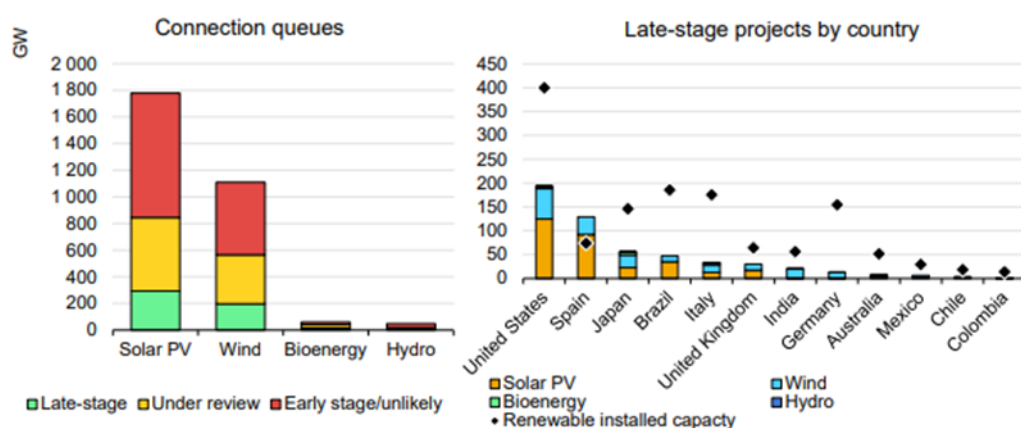
海外电力设备有望维持长周期景气

多要素驱动海外电网投资高景气

新能源消纳、发达国家电网老化更新、制造业回流及数据中心发展可能带来超预期电力需求是海外电网投资维持高景气度的四大因素。

消纳成为制约新能源装机增长的主要瓶颈。新能源发电的随机性、波动性和间歇性为电网消纳带来了新的挑战，电网投资滞后性导致新能源项目难以并网。根据 IEA，截至 2022 年底，美国、西班牙、巴西等国新能源并网申请容量总计接近 3TW，其中 500GW 已处于并网连接的最终阶段。根据美国联邦能源管理委员会（FERC）统计，由于电网设施改造费用超过开发商预期，且较长时间的研发延误可能导致开发商无法获得施工许可，并网排队等待的项目中 80-85% 最终无法落地。

图表20：全球部分国家新能源项目排队并网情况

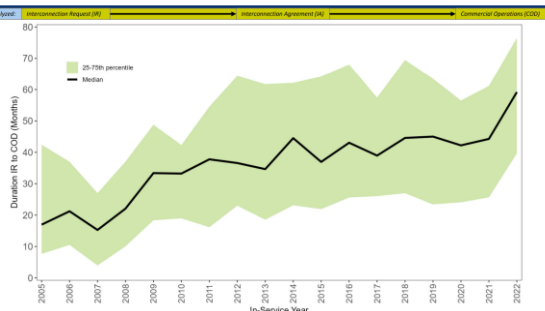


资料来源：IEA，华泰研究

欧美新能源项目并网周期延长至 3 年以上。美国新能源项目从提出并网申请到实际运营的平均等待时间，已经从 2005 年不到 2 年延长到 2022 年底的近 5 年。美国中部大陆独立系统运营商（MISO）2023 年 7 月表示，由于该公司的电网从 2025/2026 年度开始面临约 2.1GW 的容量短缺，部分可再生能源项目的并网进程陷入停滞，预计 2028/2029 年度潜在的容量短缺将增长到 9.5GW。欧洲方面，根据 BNEF 统计，截至 2022 年底法国、意大利、西班牙和英国等待并网的光伏和风电容量达到 596GW，新能源项目从项目申请至完成并网的平均等待时间长达 3-7 年。

图表21：2022 年美国新能源项目平均并网周期延长至 5 年

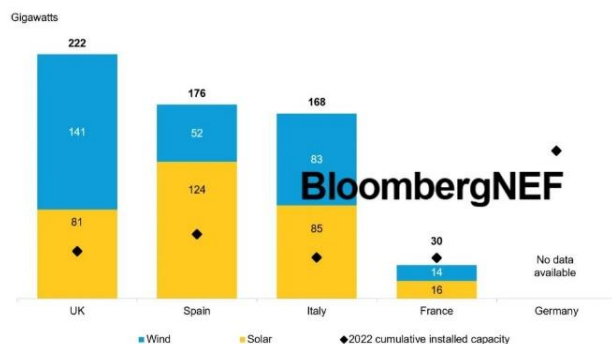
The median duration from interconnection request (IR) to commercial operations date (COD) continues to rise, reaching ~5 years for projects completed in 2022



资料来源：Berkeley Lab，华泰研究

图表22：欧洲部分区域新能源项目并网排队情况

欧洲风光项目并网排队情况



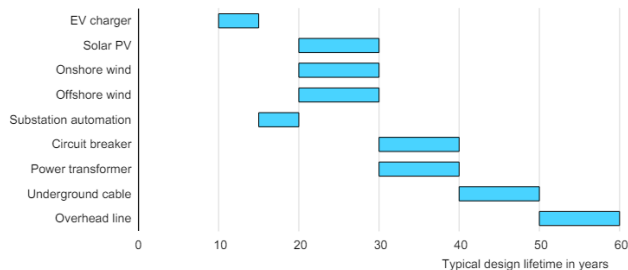
注释：英国数据截至 2022 年 12 月，西班牙数据截至 2022 年 8 月，意大利数据截至 2021 年末，法国数据截至 2022 年 10 月

资料来源：BNEF，华泰研究

发达国家电网老化进入替换周期。根据 IEA，在美国/欧洲和其他发达经济体，截至 2021 年超过 40% 的电网寿命长于 20 年，到 2050 年发达经济体有接近 2100 万公里电网线路需要更新（占当前线路长度的 1/3），其中欧洲 700+万公里，美国 800+万公里。根据美国能源部，截至 2022 年 70% 的输电线路和变压器运行超过 25 年，60% 的断路器运行年限超过 30 年，而变压器/开关等一次设备的设计寿命为 30-40 年，因此欧美等发达经济体已经进入电网的替换周期。根据 Brattle Group 预测，假设 1/4 的设备在使用 50-80 年后更换，2017-2050 年间输电线路改造需求平均为 100 亿美元，2030、2040 年左右迎来两次峰值。

图表23：电力设备设计寿命

Typical design lifetimes for high-voltage equipment, solar PV, wind and EV charging stations

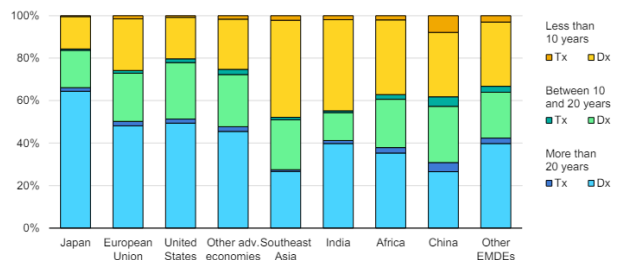


IEA, CC BY 4.0.

资料来源：IEA，华泰研究

图表24：各区域电网寿命对比

Share of grid length by age by country/region, 2021

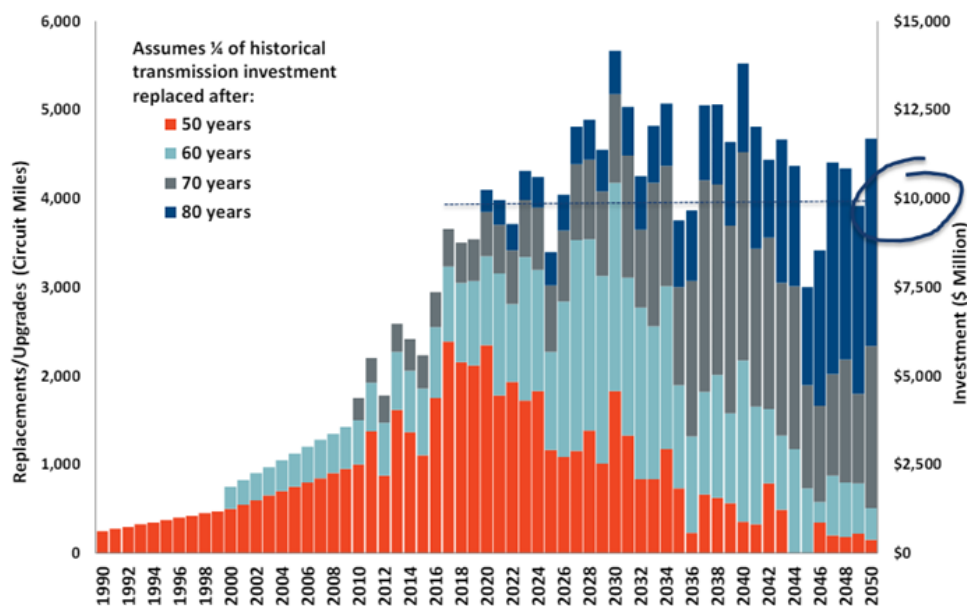


IEA. All rights reserved.

Notes: Tx = transmission lines; Dx = distribution lines, adv. = advanced.
 Sources: IEA analysis based on [Global Transmission](#).

资料来源：IEA，华泰研究

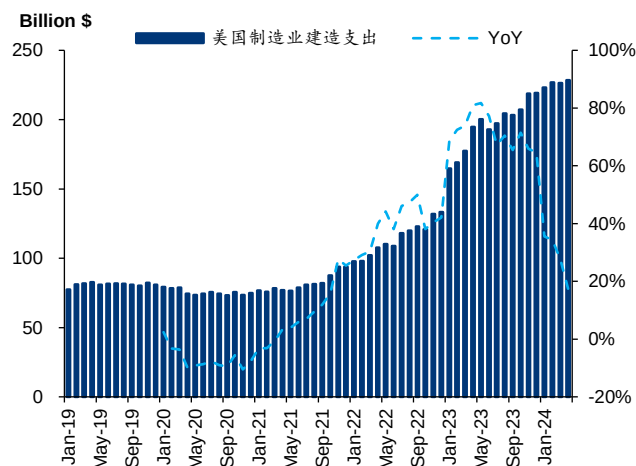
图表25：美国输电线路改造需求预测



资料来源：Brattle Group，华泰研究

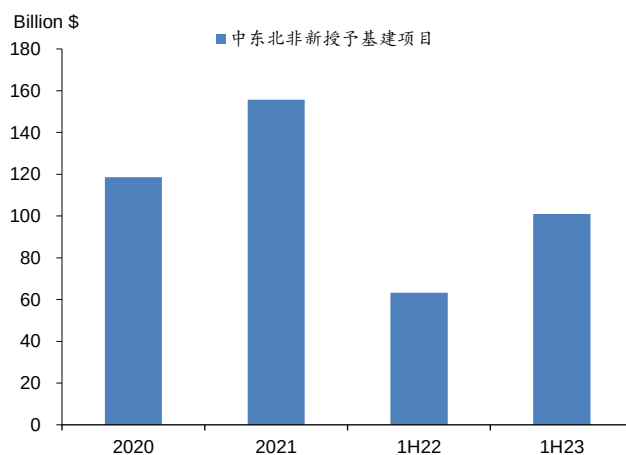
制造业回流带动电力设备配套需求。2021 年以来美国陆续出台 IIJA、CHIPS 和 IRA 法案，吸引制造业回流。受此推动，2022 年以来美国建造支出迅速增长，尤其是制造业的建造支出，从 2022 年开始同比增速达到 40%+，2023 年更是达到 60%+。根据伊顿财报披露，2021 年至 2024Q1 北美大型项目总规模达 1.2 万亿美元，相比 2023 年末增加 1300 亿美元，电力设备价值量占比 3-5%，其中仅 16% 的项目开始建设，对电力设备的需求拉动将延续多年。新兴市场基础建设、工业化进程加速，有助于带动配套电气设备需求。根据仲量联行，2021/1H23，中东北非新授予的基建项目规模分别同比增长 31%/60%；预计 2024-2027 年，沙特、阿联酋、埃及的建筑市场年复合增速将分别达到 4%/3%/9%。

图表26：美国制造业建造支出及同比增速



资料来源：St. Louis Fed，华泰研究

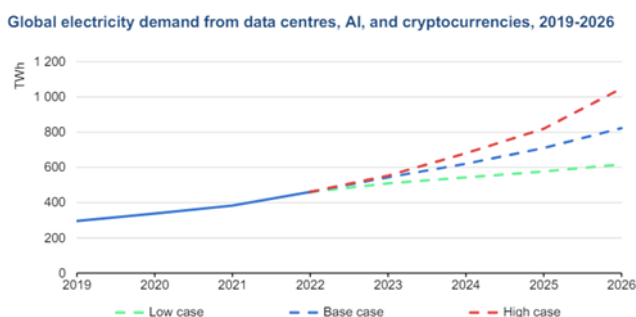
图表27：中东北非基建项目规模增长



资料来源：仲量联行，华泰研究

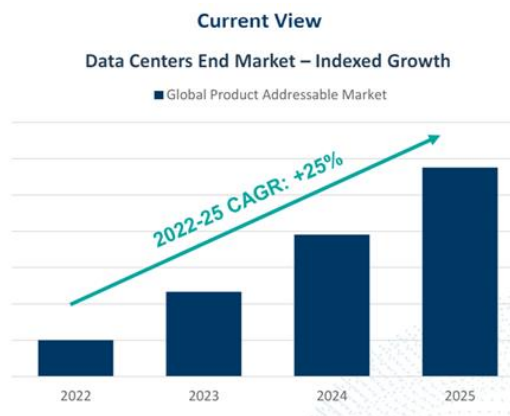
数据中心发展可能带来超预期电力需求，数据中心用能质量要求提升。根据信通院与华为的预期，全球 2030 年算力或分别达到 20ZFLOPS 与 108ZFLOPS (FP32 等效)，是 2022 年的 22/120 倍。华泰战略团队测算基准与乐观情景下，2030 年中、美数据中心的总用电量将分别达到 0.95/0.65 万亿度与 1.7/1.2 万亿度，达到 2022 年的 3.5 倍与 6 倍以上（参考《AI 发展对电力存在哪些影响与机遇？》）。IEA 测算基准与乐观情景下，2030 年全球数据中心、AI 与加密货币用电量分别为 800/1050TWH，达到 2022 年的 1.7 倍与 2.3 倍。根据伊顿 23Q3 业绩说明会，AI 数据中心的用能密度远高于传统数据中心，单数据中心用能将是传统数据中心的近 3 倍，同时用能质量要求也显著提升，带来配套电力设备价值量增长，公司在 24Q1 业绩说明会上调 2022-2025 年全球数据中心市场空间 CAGR 至 25% (23Q3 预计 CAGR 为 16%)。

图表28：19-26 年全球数据中心、AI 及加密货币用电量



资料来源：IEA，华泰研究

图表29：伊顿预计 22-25 年全球数据中心市场空间 CAGR 为 25%

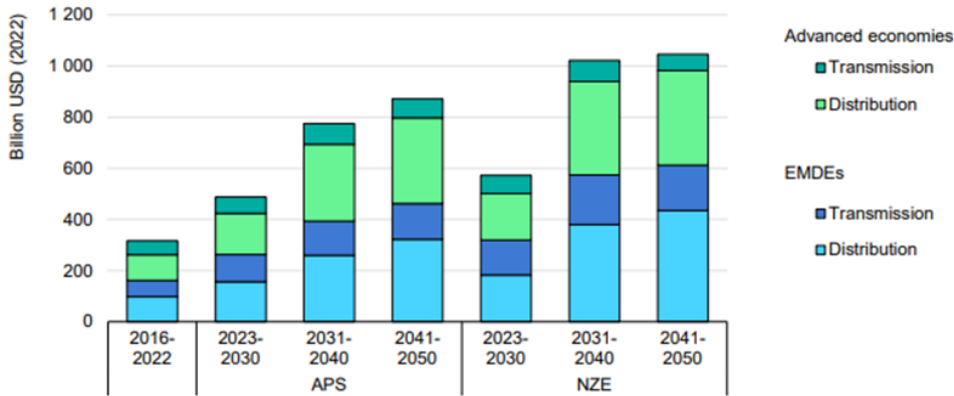


资料来源：公司官网，华泰研究

全球电网投资额持续提升，预计 2030 年达到 6000 亿美元，CAGR 达 12%。根据 IEA 预测，2023-2030 年全球电网年均投资额为 5000 亿美元，其中 2030 年超过 6000 亿美元，2031-2040 年年均投资额提高至 7750 亿美元，2041-2050 年至 8700 亿美元。根据 BNEF 统计，2022 年全球电网投资额 2740 亿美元，因此我们测算 2022-2030 年 CAGR 为 12%。

图表30：全球电网投资额

Average annual transmission and distribution investment in EMDEs and advanced economies in the Announced Pledges Scenario and Net Zero Scenario, 2016-2050



IEA. CC BY 4.0.

注释：APS 为宣布承诺情景，假设所有国家均实现已宣布的能源目标；NZE 为净零排放场景，假设全球 2050 年实现净零碳排放
资料来源：IEA，华泰研究

海外政策推动电网投资上行

美国为电网投资提供政府基金，总额超 450 亿美元。美国从 2021 年开始陆续发布了《基础设施投资和就业法案》(IIJA) 和《降低通胀法案》(IRA)，联邦在能源转型上的支出将达到 4500 亿美元，其中电网因 IIJA 和 IRA 法案分别获得 165 亿美元和 125 亿美元的资金，重点用于农村电网的开发、地下电缆、建设促进各州间和多地区容量转移的输电项目、微电网和技术部署。2022 年美国能源部出台“建设更好电网”计划，为电网弹性创新合作伙伴关系 (GRIP) /输电便利计划 (TFP) /电网弹性公式拨款/输电选址和经济发展补助分别拨款 105/25/23/7.6 亿美元。

图表31：“建设更好电网”补助内容

项目简称		补助对象	投资内容	投资金额
TFP		输电建设存在障碍的开发商	能源局向存在建设困难的输电线路签订合同，提前购买未来数年的输电认购权	25 亿美元
RIPP		州政府	电网部署办向受到自然灾害的地区发放拨款，并用于建设可靠的当地能源	23 亿美元
GRIP I	GRUIG	电网相关运营、设备商	资助输配电技术现代化解决方案，以减少极端天气带来的影响	25 亿美元
	SGG	营利/非营利实体、教育机构等	投资电网弹性技术和解决方案以提高电力系统的灵活性	30 亿美元
	GIP	各地方政府	区域间输电项目、加速清洁能源并网投资、利用储能分布式设备缓解电网压力	50 亿美元
GRIP II		GRIP I 相关项目的追加补贴		39 亿美元
TSEDG		电网选址区域政府	向因高压洲际输电线路选址而受到经济影响的区域建设电力、交通、医疗等设施	7.6 亿美元

资料来源：美国能源局，华泰研究

欧盟预计 2020-2030 年电网总投资 5840 亿欧元。欧盟委员会 2022 年 10 月发布《欧盟能源系统数字化行动计划》，提出 2020-2030 年期间对电网投资 5840 亿欧元，其中 4000 亿欧元投资于配电网、1700 亿欧元投资于电网数字化。2023 年 10 月，欧盟委员会提出《电网行动计划》，拟投入 5840 亿欧元，用于检修、改善和升级欧洲电网及其相关设施，初步预计该计划将在 18 个月内实施。同时，欧盟委员会公布了首批 166 个跨境电网项目清单，该项目有助于欧盟电网容量到 2030 年增加一倍。

图表32：欧盟电网行动计划

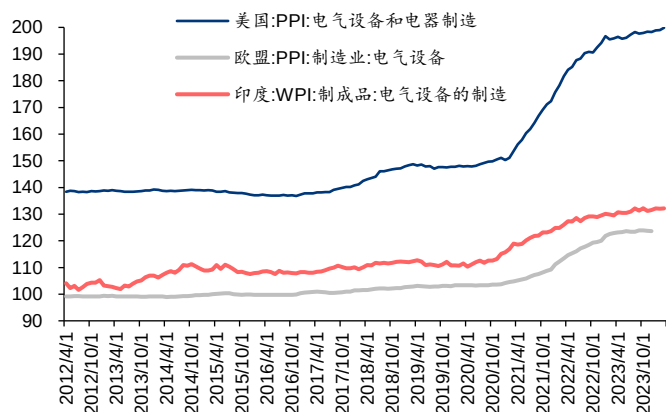
目标	行动方案	时间表
加速项目实施与开发	委员会、成员国和输电网运营商加强对 PCI 和 PMI 准备、实施和融资的支持	2024 年
加强长期电网规划	ENTSO-E 识别海上和陆上电网需求并完善 2050 年规划	2024Q1
	EU DSO Entity 制定配电发展计划来支持配电系统运营商电网规划	2024 年中
引入监管激励措施	委员会提出电网项目投资条件的指导原则	2025Q1
	委员会发布离岸项目跨境成本分摊指南	2024 年中
激励电网使用	ENTSO-E 和 EU DSO Entity 将就系统运营商可用网络托管容量的统一定义达成一致	自采用起
	ENTSO-E 和 EU DSO Entity 促进智能电网、网络效率和创新技术的使用	2024Q4
	ACER 通过电费设计促进智能电网和网络效率技术的实践	2025Q1
改善融资渠道	委员会打造定制化融资模式并解决融资障碍	自采用起
	委员会提高欧盟智能电网和配电网现代化改造资助计划的能见度	2024Q1
精简许可流程	委员会对加速实施立法工具提供指导和技术支持	2024-2025 年
	委员会推出一项协议，以促进利益相关者参与和监管支持	自采用起
加强供应链	ENTSO-E、EU DSO Entity 与技术提供商合作开发电网技术规范	2024Q4
	委员会推动确定电网通用技术要求	2025 年

资料来源：欧盟委员会，华泰研究

欧美电力企业资本支出与海外电力设备龙头订单验证海外电力设备高景气

海外电气设备 PPI 指数走强。美国、印度、欧盟自 2021 年起电力设备 PPI 进入上行通道，尽管 2021 年及 2022 年上半年 PPI 指数受到原材料价格上涨的影响，而 2022 年下半年原材料价格回落后，PPI 指数仍持续上升，反映了海外电气设备需求旺盛。

图表33：主要国家和地区电力设备 PPI



资料来源：iFinD，华泰研究

图表34：电气设备主要原材料价格走势

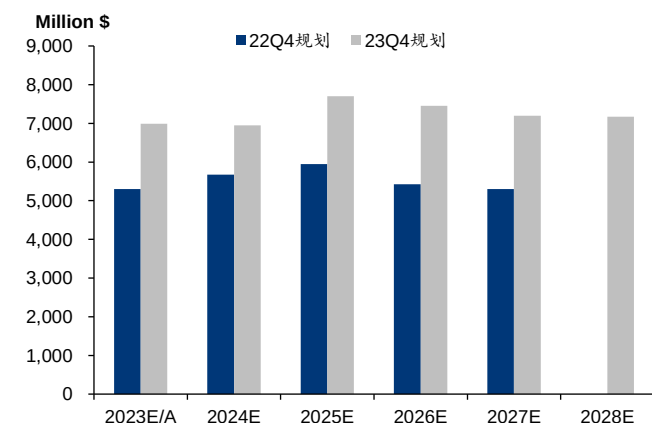


资料来源：iFinD，华泰研究

欧美电力企业上调未来 3-5 年电网投资规划。海外电网投资一般由电力企业承担，因此电力企业的电网投资规划对需求趋势指引性强。多家欧美电力企业均较前一期规划上调了最新电网投资规划，以 Duke Energy、Exelon、AEP、Enel 为例：

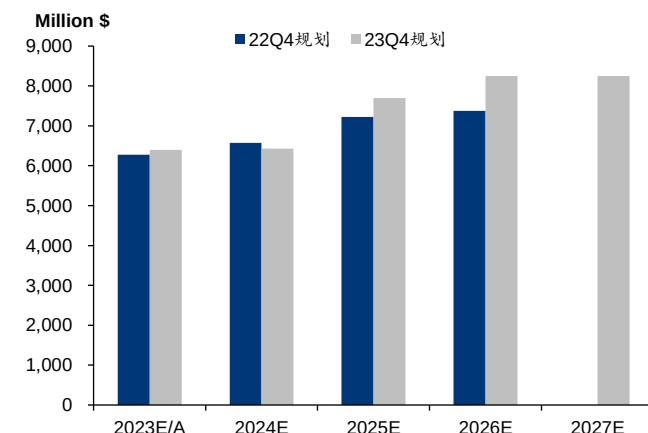
- 1) **Duke Energy**：公司规划 2024-2028 年电网投资 365 亿美元，与前次规划 2023-2027 年电网投资 277 亿元相比，上升幅度为 32%，其中 2024-2027 年电网投资上调幅度为 31%。
- 2) **Exelon**：公司规划 2024-2027 年电网投资 306 亿美元，与前次规划 2023-2026 年电网投资 275 亿美元相比，上升幅度为 12%，其中 2024-2026 年电网投资上调幅度为 6%。
- 3) **AEP**：公司规划 2024-2028 年电网投资 273 亿美元，与前次规划 2023-2027 年电网投资 260 亿美元相比，上升幅度为 5%。
- 4) **Enel**：公司规划 2024-2026 年电网投资 186 亿欧元，与前次规划 2023-2025 年电网投资 150 亿美元相比，上升幅度为 24%。

图表35：Duke Energy 电网投资规划



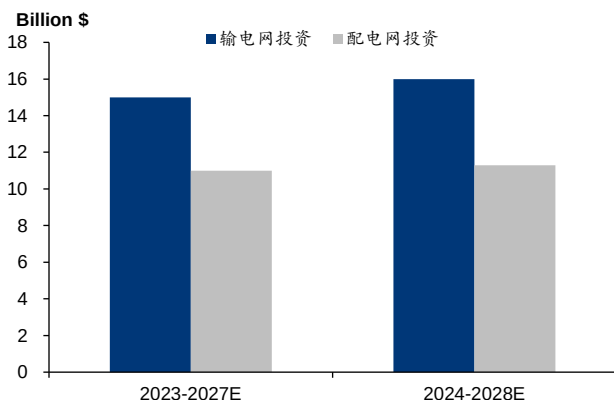
资料来源：公司官网，华泰研究

图表36：Exelon 电网投资规划



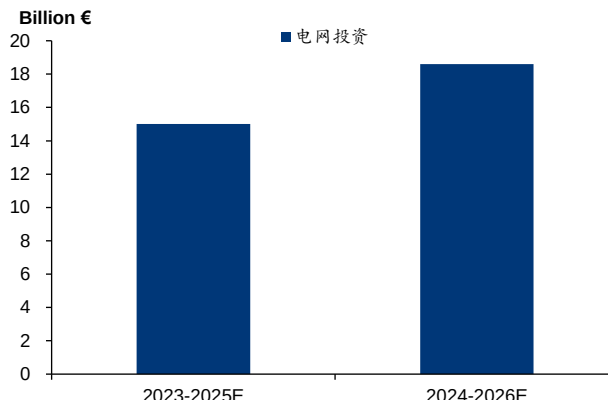
资料来源：公司官网，华泰研究

图表37: AEP 电网投资规划



资料来源: 公司官网, 华泰研究

图表38: Enel 电网投资规划



资料来源: 公司官网, 华泰研究

海外电力设备龙头已有订单验证, 收入增速提升确定性强。在手订单持续增长, 供需结构紧张, 截至 23Q4, 伊顿/日立/ABB/通用电气/现代电气在手订单分别同比+15%/+73%/+14%/+5%/+59%, 伊顿与 ABB 订单出货比均高于 1.1, 通用电气约 50% 的订单延期至 26 年后才能交付。主流企业上调 2024 年业绩指引, 高增长延续。伊顿将电气美洲部门内生收入增长上修至 10-12%, 西门子能源将电网业务收入增速上调至 32-34%, 日立收入增长指引 12%, ABB 预计二季度收入增速环比提升, 通用电气展望电气部门低两位数增长。

图表39: 外资厂商经营情况及业务展望

	4Q23	1Q24
伊顿 (Electrical Sector)	经营情况: 4Q23 电气部门在手订单同比+15%, 订单出货比1.1; 电气美洲部门收入同比+16%, 经营利润同比+40%, 在手订单同比+18%; 电气全球部门收入同比+6%, 经营利润同比+6% 业务展望: 2024 年电气美洲部门内生收入增长 9~11%, 电气全球部门内生收入增长 2.5~4.5%	经营情况: 1Q24 电气部门在手订单同比+27%, 订单出货比1.2; 电气美洲部门收入同比+17%, 经营利润同比+50%, 在手订单同比+31%; 电气全球部门收入与经营利润同比持平, 在手订单同比+12% 业务展望: 2024 年电气美洲部门内生收入增长上修至 10~12%, 电气全球部门内生收入增长 2.5~4.5%
施耐德 (Energy Management)	经营情况: 4Q23 能源管理部门在手订单同比+12.7% 以上, 内生收入增长 +11%, 其中北美/西欧/亚太/其他地区内生收入增长分别为 10%/11%/10%/19% 业务展望: 预计 2024 年数据中心和电网基础设施投资需求强劲, 未来全球增长由美国、印度和中东引领, 2024~2027 年整体内生收入 CAGR 为 7~10%	经营情况: 1Q24 能源管理部门内生收入增长+9%, 其中北美/西欧/亚太/其他地区内生收入增长分别为 10%/4%/6%/23% 业务展望: 预计 2024 年数据中心和电网基础设施投资需求强劲, 未来全球增长由美国、印度和中东引领
西门子能源 (Grid Technologies)	经营情况: 1Q24 电网业务新签订单同比+33%, 收入同比+33% 业务展望: 预计 2024 年电网业务收入增速 18~22%	经营情况: 2024 电网业务新签订单同比+27%, 收入同比+26% 业务展望: 预计 2024 年电网业务收入增速上调至 32~34%
日立 (Hitachi Energy)	经营情况: 4Q23 新签订单同比+42%, 23 年新签订单同比+49%, 23 年底在手订单同比+73%, 23 年收入同比+31% (超预期 2.5%) 业务展望: 预计 2024 年收入同比+12%	
ABB (Electrification)	经营情况: 4Q23 电气部门新签订单同比+2%, 在手订单同比+14%, 收入同比+8%; 欧洲/美洲/亚洲中东及非洲新签订单分别同比+4%/+1%/0% 业务展望: 预计 1Q24 收入增长率与 4Q23 持平, EBITA 利润率环比小幅上升, 计划建设北美产能	经营情况: 1Q24 电气部门新签订单同比+8%, 在手订单同比+12%, 收入同比+6%, 订单出货比 1.19; 欧洲/美洲/亚洲中东及非洲新签订单分别同比+2%/+11%/+11% 业务展望: 预计 2024 收入增长率高于 1Q24, EBITA 利润率环比小幅上升
通用电气 (Electrification)	经营情况: 2023 年电气部门收入同比+25%, 在手订单同比+5%, 约 50% 的订单要延期到 26 年以后才能交付 业务展望: 2024 年电气部门低两位数增长	经营情况: 1Q24 电气部门收入同比+21%, 其中设备同比+29%, 服务同比+3%, 在手订单同比+55%, 新签订单大于两倍收入, 新签订单同比+8% 业务展望: 2024 年电气部门低两位数增长
现代电气	经营情况: 4Q23 新签订单同比+31%, 在手订单同比+59%, 收入同比+18%; 其中北美市场收入同比+75%, 新签订单同比+52%; 中东市场收入同比+21%, 新签订单同比+155% 业务展望: 北美市场需求稳定且长期合同持续增加, 电力变压器销售持续增长, 中东市场大型基建项目推进, 高压断路器销售持续增长	经营情况: 1Q24 新签订单同比+81%, 在手订单同比+66%, 收入同比+41%; 其中北美市场收入同比+30%, 新签订单同比+86%; 中东市场收入同比+104%, 新签订单同比+49% 业务展望: 北美市场受制造业回流、AI 数据中心和电动汽车影响, 电力变压器收入将持续增长, 中东市场受沙特可再生能源目标与高油价影响, 高压断路器和电力变压器需求持续向好

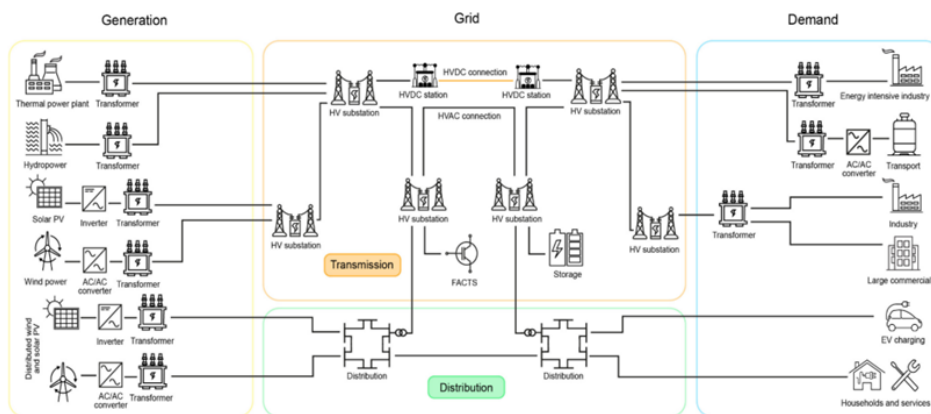
资料来源: 各公司官网, 华泰研究

产品+渠道构筑核心优势，加速布局美国产能

产品矩阵丰富，满足下游客户需求

电力设备主要分为一次设备和二次设备。电力系统由发电厂、输电网、配电网和电力用户组成。电力设备覆盖了电力系统的全部环节，主要分为一次设备和二次设备。一次设备直接生产和分配电能，包括发电机、变压器、断路器、隔离开关、输电线等；二次设备用于测量、控制、监视和保护一次设备，包括监控系统、继电保护、互感器等。

图表40：电力系统结构示意图



资料来源：IEA，华泰研究

公司产品线和服务覆盖多个关键市场领域。公司作为全球领先的电力设备供应商，2023 年电气业务占总营收比重达 70%，占总营业利润比重达 76%。公司主要产品及解决方案包括配电系统及服务、电路保护及控制、电能质量、电子元器件等，如断路器、开关、接触器、继电器、变压器和配电设备等。根据 Omdia 统计，2022 年 UPS（不间断电源）行业 CR9 为 68%，伊顿占比 13%，为行业第二。从区域来看，公司电气业务分为电气美洲部门和电气全球部门；从下游来看，分为数据中心与分布式 IT、公用事业、工业工厂、商用建筑、机械设备与居民住宅共六大方向。

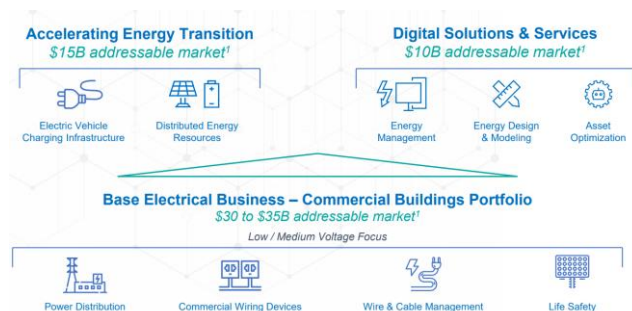
图表41：公司电气业务产品介绍



资料来源：伊顿电气微信公众号，华泰研究

商用建筑：覆盖工厂与商业建筑，能源转型与数字化驱动 25 年市场规模超 300 亿美元。根据公司预计，2025 年商业建筑基础电力业务市场规模为 300-350 亿美元，能源转型与数字化分别新增市场规模 150 亿美元、100 亿美元。公司提供高价值量解决方案：1) 针对工厂改造需求，提供定制化设计与配电服务，单位价值量有望从 1500 万美元增长至 5000 万美元；2) 针对商业总部大楼，提供定制化微网控制和 Brightlayer 负载监控，单位价值量较传统建筑高 15%；3) 针对分布式能源部署，公司提供交钥匙解决方案，项目规模有望增长 25-200%。

图表42：能源转型与数字化驱动商业建筑市场规模翻倍增长



注释：仅统计北美、欧洲、中东和非洲地区
资料来源：公司官网，华泰研究

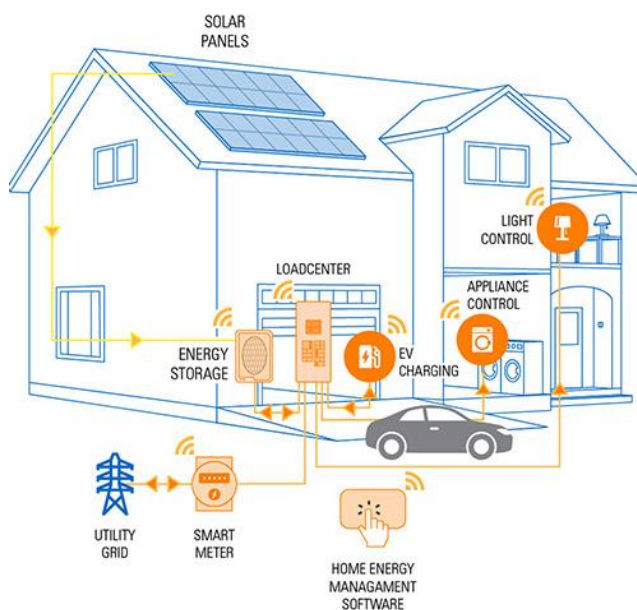
图表43：公司提供高价值量解决方案



资料来源：公司官网，华泰研究

居民住宅：提供互联解决方案，单屋价值量提升 5 倍。新增与替换需求驱动住宅建筑电力设备市场持续增长，根据公司预计，美国安全规范更新驱动电力设备存量替换每年增长 1.5%，到 2025 年智能家居设备数量达 130 亿台（较 2020 年翻倍增长），到 2027 年全球住宅储能市场规模将达 140 亿美元。公司通过拓展智能设备生态系统、电动汽车充电桩联网、推出智能互联家居产品，单屋价值量较传统建筑有望提升 5 倍。

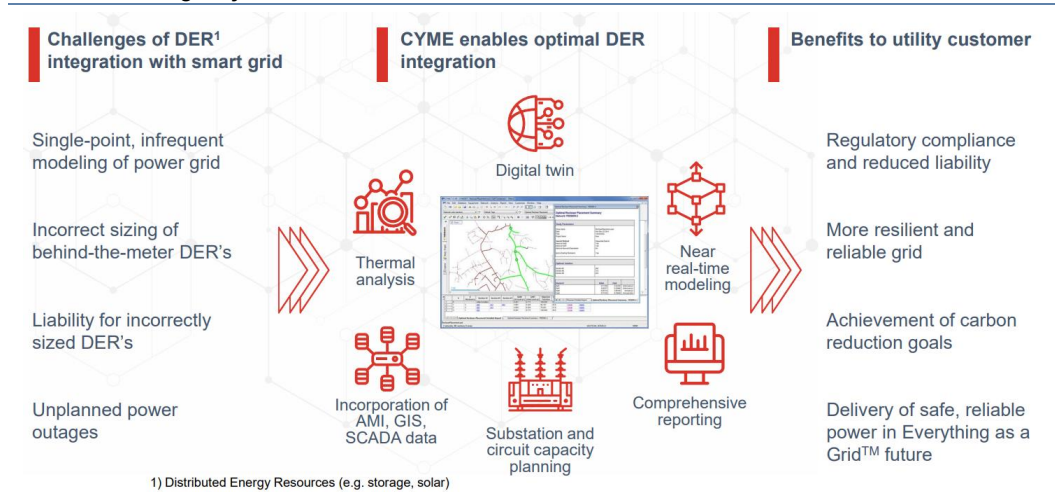
图表44：公司居民住宅互联解决方案



资料来源：公司官网，华泰研究

公用事业：Brightlayer Utilities 套件将硬件与软件性能提升 10-15 倍。针对客户痛点，公司 Brightlayer Utilities 套件提供系统性解决方案，通过数字孪生、热分析、变电站及电路容量规划等方式，将硬件与软件性能提升 10-15 倍，实现分布式能源上网。

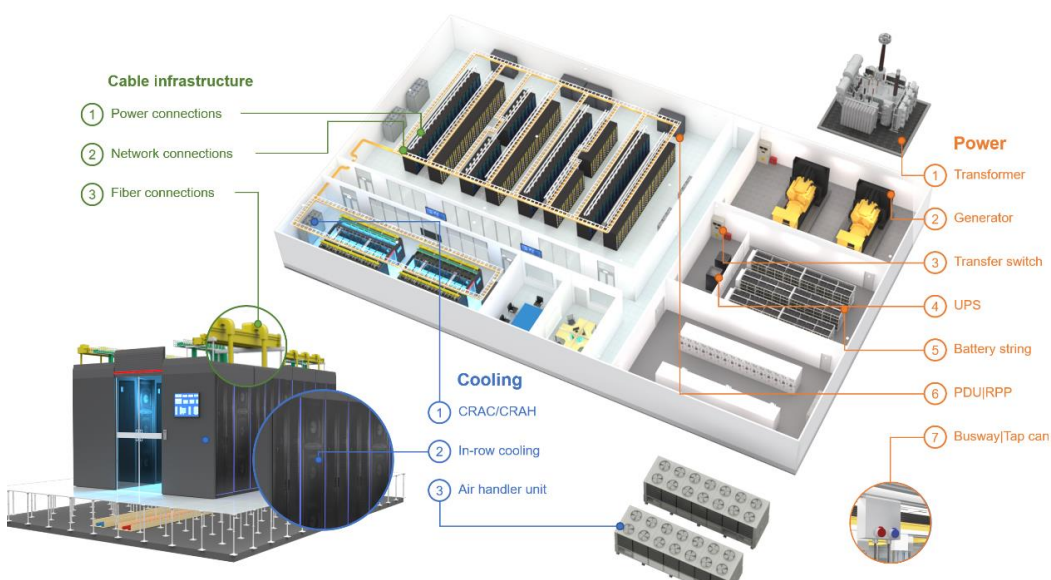
图表45：公司 Brightlayer Utilities 套件



资料来源：公司官网，华泰研究

数据中心：Brightlayer Data Centers 套件实现数据中心全面监控和整合管理。Brightlayer Data Centers 套件包含数据中心性能管理软件、分布式 IT 性能管理软件和电能监控管理系统，用户可根据实际需求将其整合到一个系统平台中，实现从边缘机房到超大规模数据中心的全面监控和整合管理，从而提升运维效率，降低运营成本。2024 年 3 月，公司推出 SmartRack 模块化数据中心，结合了机架、冷却与服务密闭间，可承受 150kW 的设备负载，实现数据中心的快速部署。

图表46：公司 Brightlayer Data Centers 套件

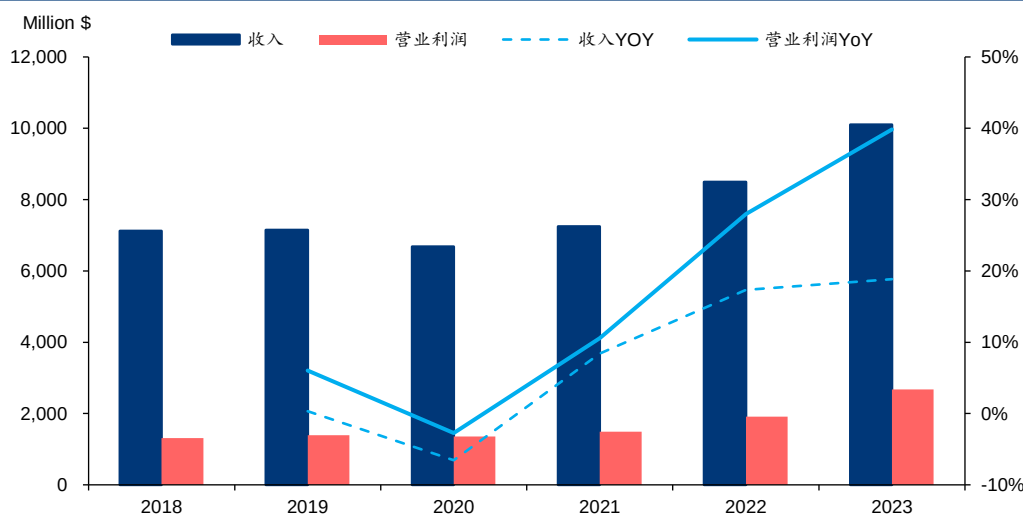


资料来源：公司官网，华泰研究

深耕北美市场，积极扩张本土产能

公司深耕北美市场，分销网络强大。根据公司 23Q4 业绩会，公司在北美市场 70% 的电气设备销售通过分销商来实现。凭借强大的分销网络和丰富的产品矩阵，公司实现美洲电气业务收入和营业利润的快速增长，2023 年公司美洲电气业务收入 100.98 亿美元，同比增长 18.84%，营业利润 26.75 亿美元，同比增长 39.83%，营业利润率 26.49%，同比提升 3.98pct。我们认为营业利润率持续提升一定程度上反映了在下游需求旺盛的情况下公司较强的议价能力。根据公司 24Q1 业绩会，截至 2024Q1 末，美国已宣布大型项目超过 12000 亿美元，为去年同期的两倍，电力设备占比 3-5%，已启动项目仅占比 16%。公司获得了 10 亿美元订单，中标率约为 40%，我们看好随着大型项目陆续启动，公司获取订单能力较强，有望实现量价齐升。

图表47：公司美洲电气业务收入及营业利润



资料来源：公司官网，华泰研究

公司计划投资超过 10 亿美元用于提升产能，据不完全统计截至 23 年末已投资 7.35 亿美元。根据公司 23Q3 业绩会，公司计划投资 10 亿美元以上用于产品线的扩建或改进，包括三相变压器、调节器、线路绝缘及保护设备等。公司于 2023 年发布三批扩产计划，用于供应北美公用事业、商业、医疗、工业和住宅市场客户，根据我们的不完全统计，扩产计划合计投资金额 7.35 亿美元。24 年 1 月，公司与瑞恩电气联合投资 1.41 亿美元建设伊顿高端变压器智慧工厂，项目一期计划 4 月投产，年产值将达 2.11 亿美元。公司预计大部分扩建项目将在 2024-2025 年完成。

图表48：公司 2023 年扩产计划汇总

时间	地点	产品类型	投资金额
2023/8/28	德克萨斯州纳科多奇斯	稳压器、三相变压器、单相变压器、柱上变压器和美式箱变	1 亿美元
	威斯康星州沃克夏	三相变压器	0.22 亿美元
	南卡罗来纳州	母线槽、电动汽车充电总线通道	3.78 亿美元
	美洲地区	断路器、电表、开关柜和配电盘	
2023/9/13	德克萨斯州埃尔帕索	断路器、配电盘、面板和其他组件	0.8 亿美元
	宾夕法尼亚州比弗	断路器、配电盘、面板和其他组件	0.7 亿美元
	墨西哥华雷斯		
	波多黎各阿雷西博		
	多米尼加共和国海纳		
2023/10/26	墨西哥克雷塔罗	线缆、线缆安装和保护设备	0.85 亿美元

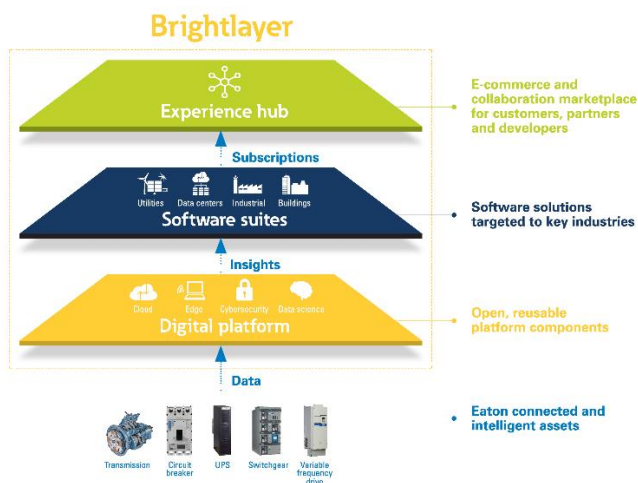
资料来源：公司官网，华泰研究

IRA 补贴已落地，公司获得补贴 2660 万美元。美国能源部、财政部和国税局合作实施 IRA 法案资助的合格先进能源项目税收抵免，公司于 2024 年 4 月 24 日被授予 2660 万美元联邦税收抵免，用于支持公司在德克萨斯州科多奇斯和埃尔帕索以及威斯康星州沃克夏的制造投资。我们看好公司在手订单充沛、美国本土产能有序扩张的趋势下，IRA 补贴持续增益公司盈利能力。

数字化转型实现降本增效

公司 2020 年推出 **Brightlayer** 数字基础平台，包括数据层、平台层、软件层和经验层。数据层使客户可以从任何公司或第三方连接的设备访问数据以在现有应用程序中使用；平台层由一组开放、可扩展的开发组件组成，可供客户和合作伙伴使用，以将智能电源管理解决方案交付市场；软件层代表数字解决方案的集成套件，可为公用事业、数据中心和工业市场提供数据和洞察力，提供运营价值；经验层由解决方案、数据、API 和服务组成，客户、合作伙伴和开发人员能够实现协作并利用数字平台组件创建智慧电源管理解决方案。

图表49：公司 Brightlayer 数字基础平台



资料来源：公司官网，华泰研究

数字化转型实现增收与提效，公司投资 5.2 亿美元用于提升工厂生产效率。数字化转型能够构建新的商业模式，实现增收 5 亿美元；构建工业 4.0 方案，提高生产效率 5-10%；提供云端客户数据共享，提高产品销售 4%；实现数据协作，有望提升内部生产效率 10%。公司将用 0.7 亿美元在 20 个工厂实施工业 4.0 方案，并陆续部署到 100 多个工厂；3.5 亿美元用于持续提升工厂生产效率，使其达到世界领先水平；1 亿美元用于实施数字工具，以实现规模和速度优势。

盈利预测与估值

我们预计 2024-2026 年伊顿实现营业收入 251.24/270.15/288.48 亿美元，同比 +8.3%/+7.5%/+6.8%；归母净利润 38.15/43.33/48.35 亿美元，同比 +18.5%/+13.6%/+11.6%。公司当前主要业务包括电气美洲、电气全球、航空航天、车辆和车辆电动化。

电气业务：公司作为全球电力设备龙头，中低压领域位列全球前四强，拥有强大的北美的分销网络，有望受益于电气化、能源转型与数字化带来的电网长周期，积极扩张美国本土产能享受 IRA 补贴红利。订单方面，截至 2024Q1 末，公司电气业务在手订单规模达 113 亿美元，同比+27%，订单出货比为 1.2，其中美洲部分在手订单同比+31%，订单出货比为 1.2，全球部分在手订单同比+12%，订单出货比为 1.1。公司深耕北美市场，对于美国本土已启动的大型项目，公司获得了 10 亿美元订单，中标率约为 40%。收入方面，根据公司指引，2024 年公司电气美洲/电气全球有机增速分别为 10-12%/2.5-4.5%。考虑到下游需求高景气，数据中心 2022-2025 年全球数据中心市场规模 CAGR 为 25%，美国已宣布大型项目超过 12000 亿美元且启动项目比例仅为 16%，结合公司指引，我们预计 2024-2026 年美洲地区电气业务实现营业收入 113.1/124.4/135.6 亿美元，同比+12%/+10%/+9%，全球地区电气业务实现营业收入 63.3/65.8/68.4 亿美元，同比+4%/+4%/+4%。营业利润率方面，根据公司指引，电气美洲/电气全球营业利润率分别为 27.8-28.2%/19.4-19.8%。考虑到公司采取重组计划进行降本增效，叠加 IRA 补贴降低美国本土产能投资成本，结合公司指引，我们预计 2024-2026 年电气美洲营业利润率分别为 28.2%/29.2%/29.7%，电气全球营业利润率分别为 19.4%/19.7%/20%。

航空航天业务：公司作为航空航天关键零部件头部供应商，有望受益于经济复苏与地缘政治冲突驱动航空业景气度提升。订单方面，截至 2024Q1 末，公司在手订单 34 亿美元，同比+11%，订单出货比为 1.1。根据公司指引，2024 年航空航天业务有机增速 9-11%，营业利润率 23.3-23.7%。考虑到航空业景气度提升，公司头部地位稳固，订单可持续性较强，盈利能力稳定，结合公司指引，我们预计 2024-2026 年航空航天业务实现营业收入 37.5/40.5/43 亿美元，同比+10%/+8%/+6%，营业利润率分别为 23%/23%/23%。

车辆业务：公司在动力传动系统、动力总成系统及关键零部件领域处于行业领先地位，考虑到燃油车占比下降，公司车辆业务增长趋缓。根据公司指引，2024 年车辆业务有机增速 -4-0%，营业利润率 16.3-16.7%。我们据此预计 2024-2026 年车辆业务实现营业收入 29.1/29.1/29.1 亿美元，同比-2%/0%/0%，营业利润率分别为 16.5%/16.5%/16.5%。

车辆电气化业务：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，已经投资 2.5 亿美元用于电动车市场转型，处于规模化放量早期。根据公司指引，2024 年车辆电气化业务有机增速 25-35%，营业利润率 1-2%。随着电动车占比提升，对电气化技术的需求提升，公司产品陆续通过客户认证有望实现规模化放量，摊销前期较高的研发成本，公司于 24 年 5 月宣布为全球领先的电动车制造商新款 PHEV SUV 提供变速器系统。结合公司指引，我们预计 2024-2026 年车辆电气化业务实现营业收入 8.3/10.3/12.4 亿美元，同比+30%/+25%/+20%，营业利润率分别为 1%/6%/11%。

图表50： 公司收入与利润情况

指标	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万美元）	19628	20752	23196	25124	27015	28848
YoY	9.9%	5.7%	11.8%	8.3%	7.5%	6.8%
毛利率	32.3%	33.2%	36.4%	37.6%	38.3%	38.9%
毛利润（百万美元）	6335	6887	8434	9455	10335	11214
净利润（百万美元）	2144	2462	3218	3815	4333	4835

资料来源：iFinD，华泰研究预测

费用率：2021-2023 年，公司市场、销售和管理费用率分别为 16.6%/15.6%/16.4%，考虑到公司在手订单充沛，新增产能落地后收入规模有望持续增加，叠加公司采取重组计划进行降本增效，我们推测 2024-2026 年重组成本分别为 1.75/1.25/0.75 亿美元，我们预计 2024-2026 年公司市场、销售和管理费用率呈稳中有降趋势，分别为 16.0%/15.8%/15.6%。

2021-2023 年，公司研发费用率分别为 3.1%/3.2%/3.3%，我们预计公司将保持研发投入，实现新品持续迭代，考虑到收入规模有望持续增加，我们预计 2024-2026 年研发费用率分别为 3.2%/3.1%/3.1%。

2021-2023 年，公司财务费用率分别为 0.7%/0.7%/0.7%，考虑到公司推进重组计划，资本结构有望持续优化，我们预计 2024-2026 年财务费用率分别为 0.7%/0.6%/0.5%。

图表51： 公司费用率情况

指标	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市场、销售和管理费用率	16.6%	15.6%	16.4%	16.0%	15.8%	15.6%
研发费用率	3.1%	3.2%	3.3%	3.2%	3.1%	3.1%
财务费用率	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.6%	0.5%

资料来源：iFinD，华泰研究预测

估值

综合前文，我们预测 2024-2026 年伊顿的归母净利润分别为 38.15/43.33/48.35 亿美元。我们采用相对估值法，参考业务可比性，选取全球电气设备龙头企业 Schneider Electric、Siemens Energy 与 ABB 作为可比公司，Schneider Electric 是全球能源管理（中压、低压和关键电源）和自动化系统头部企业，2023 年能源管理业务营收占比 79%；Siemens Energy 作为全球能源行业领先企业，业务涵盖了发电、输电、配电以及能源工业应用等方面，2023 年电网业务营收占比 23%；ABB 是电气和自动化领域的技术领导企业，2023 年电气业务营收占比 45%。可比公司 2024 年平均彭博一致预期 PE 为 27 倍，考虑到公司在全球及北美的龙头地位，新建产能持续落地，盈利能力较强的北美市场营收占比有望持续提升，给予公司 2024 年 36 倍 PE 估值，对应股价为 343 美元/股，给予“增持”评级。

图表52： 可比公司估值表（截至 2024 年 6 月 21 日）

证券简称	证券代码	收盘价 (美元)	总市值 (亿美元)	净利润 (亿美元)				PE (X)			
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
Schneider Electric	SU FP	242.33	1391.35	43.29	47.91	54.18	60.87	32.14	29.04	25.68	22.86
Siemens Energy	ENR GR	25.28	202.08	-49.00	7.48	6.20	15.17	-4.12	27.02	32.60	13.32
ABB	ABBN SW	55.76	1037.57	37.45	40.83	44.72	48.36	27.71	25.42	23.20	21.45
可比公司均值								18.57	27.16	27.16	19.21
Eaton	ETN US	320.06	1279.60	32.18	38.15	43.33	48.35	39.76	33.54	29.53	26.47

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

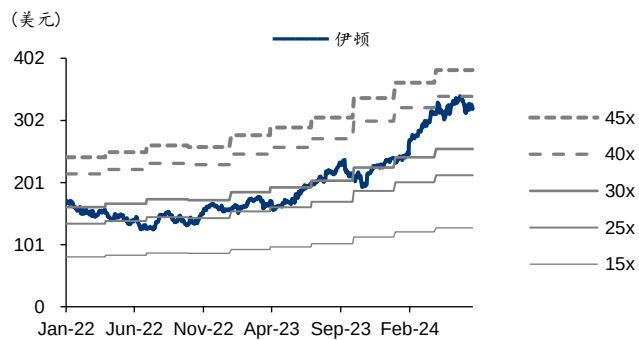
风险提示

政策支持不及预期。若美国政府较小补贴政策力度，考虑到美国业务贡献公司主要收入，可能对公司收入和利润造成不利影响；另外，若其他国家电网支持政策不及预期，可能影响公司下游客户订单，从而对公司收入和利润造成不利影响。

市场竞争加剧。国内电气设备企业出海，导致市场竞争加剧，可能影响企业的市场份额和利润水平。

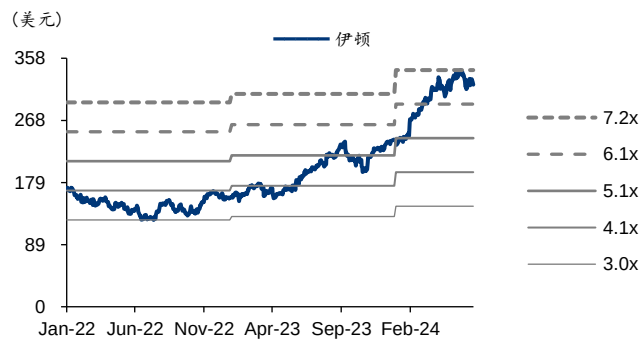
产能投放不及预期。如果公司新建产能投放不及预期，可能导致订单积压，影响企业出货及整体业绩。

图表53: 伊顿 PE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表54: 伊顿 PB-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

盈利预测

利润表

会计年度 (美元百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	20,752	23,196	25,124	27,015	28,848
销售成本	(13,865)	(14,762)	(15,669)	(16,680)	(17,634)
毛利润	6,887	8,434	9,455	10,335	11,214
销售及分销成本	(3,227)	(3,795)	(4,020)	(4,268)	(4,500)
管理费用	(665.00)	(754.00)	(803.97)	(837.47)	(894.28)
其他收入/支出	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务成本净额	(144.00)	(151.00)	(170.76)	(160.76)	(150.76)
应占联营公司利润及亏损	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	2,911	3,827	4,537	5,153	5,750
税费开支	(445.00)	(604.00)	(716.01)	(813.29)	(907.43)
少数股东损益	4.00	5.00	5.93	6.73	7.51
归母净利润	2,462	3,218	3,815	4,333	4,835
折旧和摊销	(954.00)	(926.00)	(856.59)	(898.80)	(947.15)
EBITDA	4,009	4,904	5,564	6,213	6,847
EPS (美元, 基本)	6.16	8.05	9.54	10.84	12.09

资产负债表

会计年度 (美元百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
存货	3,430	3,739	3,660	3,290	3,568
应收账款和票据	4,761	5,326	5,421	6,060	6,120
现金及现金等价物	294.00	488.00	2,006	3,912	6,441
其他流动资产	261.00	2,122	2,122	2,122	2,122
总流动资产	8,746	11,675	13,209	15,384	18,252
固定资产	3,146	3,530	4,098	4,811	5,590
无形资产	20,281	20,068	19,586	19,105	18,623
其他长期资产	2,841	3,158	3,474	3,647	3,757
总长期资产	26,268	26,756	27,158	27,564	27,970
总资产	35,014	38,431	40,367	42,948	46,222
应付账款	3,072	3,365	3,164	2,860	3,018
短期借款	334.00	1,025	1,025	1,025	1,025
其他负债	2,954	3,357	2,993	3,101	3,150
总流动负债	6,360	7,747	7,181	6,986	7,194
长期债务	8,321	8,244	8,244	8,244	8,244
其他长期债务	3,259	3,372	3,372	3,372	3,372
总长期负债	11,580	11,616	11,616	11,616	11,616
股本	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00
储备/其他项目	17,070	19,064	21,560	24,329	27,388
股东权益	17,074	19,068	21,564	24,333	27,392
少数股东权益	0.00	0.00	5.93	12.66	20.17
总权益	17,074	19,068	21,570	24,346	27,412

估值指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	51.97	39.76	33.54	29.53	26.47
PB	7.49	6.71	5.93	5.26	4.67
EV EBITDA	35.55	29.26	25.45	22.50	20.06
股息率 (%)	1.02	1.03	1.22	1.39	1.55
自由现金流收益率 (%)	1.76	2.63	2.86	2.87	3.51

现金流量表

会计年度 (美元百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
EBITDA	4,009	4,904	5,564	6,213	6,847
融资成本	144.00	151.00	170.76	160.76	150.76
营运资本变动	(688.00)	(149.00)	(217.96)	(572.14)	(179.67)
税费	(445.00)	(604.00)	(716.01)	(813.29)	(907.43)
其他	(487.00)	(678.00)	(535.09)	(52.20)	(101.69)
经营活动现金流	2,533	3,624	4,266	4,936	5,809
CAPEX	(598.00)	(757.00)	(942.50)	(1,131)	(1,244)
其他投资活动	(602.00)	(1,818)	(315.80)	(173.69)	(109.42)
投资活动现金流	(1,200)	(2,575)	(1,258)	(1,305)	(1,354)
债务增加量	(17.00)	799.00	0.00	0.00	0.00
权益增加量	(32.00)	29.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	(1,299)	(1,379)	(1,319)	(1,564)	(1,776)
其他融资活动现金流	8.00	(320.00)	(170.76)	(160.76)	(150.76)
融资活动现金流	(1,340)	(871.00)	(1,490)	(1,724)	(1,927)
现金变动	(7.00)	178.00	1,518	1,907	2,529
年初现金	297.00	294.00	488.00	2,006	3,912
汇率波动影响	4.00	16.00	5.00	8.33	9.78
年末现金	294.00	488.00	2,006	3,912	6,441

业绩指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
增长率 (%)					
营业收入	5.73	11.78	8.31	7.53	6.78
毛利润	8.71	22.46	12.10	9.31	8.51
营业利润	21.60	29.72	19.20	12.92	11.29
净利润	14.83	30.71	18.54	13.59	11.57
EPS	14.83	30.71	18.54	13.59	11.57
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	33.19	36.36	37.63	38.26	38.87
EBITDA	19.32	21.14	22.15	23.00	23.74
净利润率	11.86	13.87	15.18	16.04	16.76
ROE	14.69	17.81	18.78	18.88	18.69
ROA	7.13	8.76	9.68	10.40	10.84
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	48.97	46.05	33.68	22.01	10.32
流动比率	1.38	1.51	1.84	2.20	2.54
速动比率	0.84	1.02	1.33	1.73	2.04
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.60	0.63	0.64	0.65	0.65
应收账款周转天数	75.77	78.27	77.00	76.50	76.00
应付账款周转天数	76.19	78.49	75.00	65.00	60.00
存货周转天数	83.07	87.41	85.00	75.00	70.00
现金转换周期	82.65	87.20	87.00	86.50	86.00
每股指标 (美元)					
EPS	6.16	8.05	9.54	10.84	12.09
每股净资产	42.71	47.69	53.94	60.86	68.51

资料来源：公司公告、华泰研究预测

免责声明

分析师声明

本人, 申建国、边文姣、周敦伟, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师申建国、边文姣、周敦伟本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所述分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2024年华泰证券股份有限公司