

公司报告 > 罗克韦尔自动化公司

罗克韦尔自动化公司

韩国：XNYS（美国）

查看库存摘要

晨星股票评级	公允价值	经济护城河	资本配置
★★★	\$315.00	宽的	标准

尽管近期面临阻力，我们仍看到罗克韦尔受益于长期增长动力



大卫·沃尔德马里亚姆 • 2024 年 1 月 31 日

分享

股票分析师笔记

罗克韦尔收益：2024 财年第一季度收益公布后股价下跌；我们看到了机会

大卫·沃尔德马里亚姆 • 2024 年 1 月 31 日

由于罗克韦尔公司第一季度盈利和销售业绩不及预期，市场导致该公司股价在盘中交易中下跌 15%。调整后每股收益同比下降 17% 至

2.04 美元，比 FactSet 一致预期低 22%。管理层指出投资支出增加、供应链利用率降低以及销售组合不佳。投资支出增加的影响最大，导致本季度调整后每股收益下降 0.40 美元。

报告销售额同比增长 3.6% 至 20.5 亿美元。有机销售为报告的销售增长贡献了 100 个基点，收购增加了 140 个基点，120 个基点的增长来自货币换算。也就是说，该公司的营收比 FactSet 一致预期低 2%。

管理层的另一个重要更新是预计第二季度的销售额和利润率将接近第一季度的数字。该公司此前预计其最受限产品的交货时间将在第一季度恢复正常。然而，管理层现在认为供应挑战将在本财年中期的某个时候缓解。这种情况将部分销售额推迟到 2024 年下半年。有趣的是，管理层维持了之前对销售额、部门营业利润率和调整后每股收益的指导。对我们来说，这表明管理层有信心，认为当前的挑战本质上是短期的，并会在 2024 年下半年恢复正常。总体而言，我们认为市场对本季度的所有变化感到惊讶。

我们对本季度发生的事情并不太感到惊讶。在我们的预测中，我们已经预计 2024 年的增长速度将相对较慢。因此，我们的公允价值估计下降了约 2%，至每股 309 美元（之前为 315 美元），这主要是由于我们对 2024 年和 2025 年的预测略有向下调整销售额和利润预期。我们现在认为，继 1 月 31 日股价下跌之后，罗克韦尔的股价被低估了 17%。

经营策略及展望

基于质量、产品范围和精明的战略合作伙伴关系，我们将罗克韦尔视为大西洋西岸最高质量的自动化厂商。如今，它是同类中最好的竞争对手之一，寻求在技术与传统制造相结合的地方获得更强大的立足点，罗克韦尔将传统制造视为互联企业。

罗克韦尔在这一战略中的标志性平台是Logix，它由可编程控制器和一系列可与第三方和一些遗留应用程序互操作的产品组成。该平台的优势是多方面的。

首先，Logix可以在单个平台上执行多种自动化应用，例如离散（例如汽车）、过程（化学品）和混合（制药）。大多数竞争对手通过硬件和固件平台的零碎组合来追求这些自动化应用程序。

其次，通过使用单一、易于使用的平台，Logix降低了培训成本和维护费用，并使不同制造单元之间的通信变得更加容易。我们相信，随着技术不可避免地越来越多地融入制造设施，培训成本将成为更重要的考虑因素。最终，员工需要熟悉该技术，如果他们被迫学习多个平台，这可能会变得复杂。

第三，由于Logix与第三方应用程序配合使用，客户可以对其设施进行渐进式改进，而不会造成昂贵的系统检修中断。我们相信这应该可以降低安装和扩大成本。

最后，与其他自动化同行一样，Logix平台为客户提供了在云上运行分析的机会，从而提高了资产利用率并降低了总拥有成本。预测性维护进一步降低了企业风险，而分析则通过优化吞吐量帮助客户产品更快进入市场。

最终，我们相信独立购物车技术以及与 Sensia 和 PTC 的合作伙伴关系等解决方案所提供的价值，再加上收购，应该能让该公司在这个不断发展的行业中保持强大的地位。

牛市说，熊市说	
公牛队	熊
<p>罗克韦尔是唯一一家将离散制造、流程制造和混合制造集成到一个易于使用的单一平台中的自动化竞争对手。</p>	<p>罗克韦尔的股票定价非常完美，而且它仍然是一个主要由工业生产驱动的周期性业务。</p>
<p>与历史结果相比，数字孪生和增强现实等新举措以及提供预测分析的软件订阅服务应该会推动更高的增长。</p>	<p>罗克韦尔的合作伙伴关系意味着它 在与 SLB 和 PTC 分享蛋糕时，会牺牲流程和云方面的优势。</p>
<p>不到 20% 的工厂实现了互联，大多数推动更高吞吐量和效率的见解现在都是在“边缘”或更靠近制造车间获得的。</p>	<p>由于为了保护盈利能力而对资本支出投资不足，罗克韦尔在工业物联网竞赛中的产品供应不够广度。</p>

财务实力

我们认为罗克韦尔的运营资产负债表状况稳定健康。我们认为，该公司的违约风险较低，这与我们模型驱动的信用风险评估一致。截至 2023 财

年末，该公司目前的现金状况可以轻松消除罗克韦尔公司总债务的一半。

截至 2023 财年末，我们计算的净债务/EBITDA 为 1.1 倍，利息保障倍数（EBIT/利息费用）为 11 倍，我们认为这足以满足罗克韦尔的财务义务。我们相信这支撑了公司财务健康的实力。罗克韦尔拥有健康的自由现金流转换率，经常超过 100%。尽管在 2022 财年有所下降，但在 2023 财年已回升至 86%，并有望在 2024 财年恢复到 100% 左右。它通常还拥有一流的自由现金流利润率，约为 15%。我们认为随着时间的推移它甚至可以略有改善。

经济护城河

我们相信，由于无形资产和转换成本，罗克韦尔自动化受益于广泛的经济护城河。在工业领域，我们相信像罗克韦尔这样的宽护城河公司拥有大量高度工程化的关键任务设备，这些设备深度集成到复杂的客户流程中。我们认为，客户无法长时间检修宽护城河公司销售的设备，而不会导致昂贵的停机时间。就 Rockwell 而言，某些客户设备的安装时间已超过 30 年。

据竞争对手称，罗克韦尔历来是所谓“离散”自动化业务领域的两大巨头之一（另一个是多产业集团西门子）。离散制造商专注于将高度工程化的组件组装成更有价值的最终产品配置（例如工厂装配线上的汽车）。艾默生电气等其他竞争对手在“过程”自动化方面占据主导地位，“过程”自动化是指使用配方或配方（例如化学品和石油衍生物）将高度可变的原材料转化为一致且优质的成品的制造业务。与流程制造不同，离散制造的结果可以逆转，因为离散制造采用标准零件和组件。例如，制

造商无法像汽车发动机中的活塞一样从油漆混合物中提取染料。此外，另一个区别是，可编程逻辑控制器 (PLC) 主要与离散制造相关，用于控制特定组件、机器或过程，而分布式控制系统 (DCS) 则控制流程中的多个功能和通常与流程制造相关。此外，虽然两种类型的制造都需要非常高的复杂程度，但离散产品往往强调根据关键绩效指标、财务和生产资产数据进行事后（而不是实时）统计分析，以推动持续改进。

考虑到各自历史上的核心竞争力，罗克韦尔和艾默生都面临着类似的挑战，但它们来自不同的极端，因为它们试图进入所谓的“混合”空间——或者离散制造和流程制造的混合领域，如见于制药行业。根据一位专家的说法，鉴于他曾在两家公司工作过，我们认为该专家的说法是可信的，罗克韦尔从较小的控制系统开始，一直在竞争较大的工厂系统，而艾默生一直在尝试缩小规模到较小的控制系统。据我们了解，混合动力领域目前由少数参与者（包括罗克韦尔、艾默生、施耐德、ABB 和西门子）控制，我们怀疑通过最终整合，两家公司的份额收益还有增加的空间。

如今，部分工业设备行业可能面临新技术的颠覆，包括先进机器人技术、3D 打印、互联设备以及通常被称为工业“物联网”的新数据处理和分析技术的组合。根据通用电气代表的说法，在 20 世纪 80 年代和 90 年代，丰田等公司推广的技术（即精益制造和 6 sigma）提高了生产率之后，最近生产率的平均每年仅提高了 0.5%。智能设备有望帮助制造业客户做出更好的运营决策，包括缩短制造交付周期、做出更好的维护、维修和大修 (MRO)、支出决策、改善环境和法规合规性以及应对网络安全威胁。然而，据罗克韦尔代表称，截至 2017 年，只有不到 20% 的工厂实现了联网。

对此，罗克韦尔是少数几个工业参与者之一，也是仅存的纯自动化竞争对手之一，专注于创建一个单一的通用软件平台，将客户的传统制造工厂车间操作与其信息技术功能（即“互联企业”）。其逻辑是，通过将工厂资产与企业价值链的其余部分集成，客户可以缩短上市时间，降低总拥有成本，提高资产利用率，并更好地管理企业风险。虽然该公司不制造机器人，但它通过将路由器、交换机和传感器等差异化技术与深厚的技术知识相结合来帮助客户实现这些目标，以远程监控装配线、降低能源成本、预测停电并努力实现持续生产。截至 2019 年，罗克韦尔的差异化技术无疑得益于该公司约 5.7% 的销售额用于研发，比我们多元化工业覆盖范围内的研发支出与销售比率中位数高出约 3 个百分点左右。即便如此，在过去的五年里，罗克韦尔公司的研究资本回报率（与上一年研发支出相比的毛利润）令人印象深刻，达到了 8.25 美元，这是迄今为止我们多元化工业覆盖范围内最高的之一，尽管该公司相对而言增加了研发支出到上一个五年周期。

该公司的标志性平台是 Logix，旨在实现运营技术与信息技术的融合。Logix 在具有相同软件编程环境的同一硬件平台上支持离散制造和流程制造。Logix 架构具有可扩展性，因为它基于开放标准通信协议构建。换句话说，它可以与罗克韦尔的智能电机控制产品（例如，通过其控制产品和解决方案部门提供的电子电机启动器、继电器和定时器等产品）以及第三方应用程序进行互操作。最终，我们怀疑这应该允许客户以相对于竞争对手更低的成本实施罗克韦尔的架构。

此外，我们认为 Logix 的单一平台相对于竞争对手创造了更具粘性的产品。Logix 平台的优势在于，制造客户只需通过易于使用的软件包对员工进行一次硬件和软件培训。我们认为这很重要，因为随着技术在工业物联网竞赛中发挥越来越大的作用，让工人接受培训并熟悉该技术变得

越来越重要。因此，这可以减少培训和维护费用，并使制造工厂的不同单元之间的通信变得更容易。我们认为，缺乏单一、易于使用的替代方案会增加公司的转换成本，因为我们知道大多数竞争对手在客户的企业内提供多种应用程序。

可以从各种示例中收集该公司关键任务服务的更多证据。例如，一家国际造纸厂有一条专用电话线直接连接到罗克韦尔工程师，使他们能够发现问题并指导工人如何在任何操作问题出现之前解决它们。如果没有罗克韦尔的帮助，国际纸业将被迫雇用另一名工程师。虽然国际纸业代表承认这项服务价格昂贵，但他们认为成本是合理的。

该公司的技术差异化及其产品和服务的使命关键性的其他最新例子可以在消费者包装良好空间中找到。卡夫亨氏 (Kraft Heinz) 的 Ore-Ida 品牌希望提高其生产线的产量，包括清洁、准备、油炸、冷冻和包装。卡夫亨氏生产8亿磅马铃薯加工产品，产量每增加1%，就大大增强了其盈利能力。卡夫亨氏的目标是将产量提高 5%，而罗克韦尔使用了实时分析软件包，检查了多个变量，优化了复杂的流程，最终将产量提高了 10%。两年期间产量的提高不仅证明了分析安装的合理性，而且证明了设备的整体升级的合理性，并且避免了除升级成本之外额外设备的资本支出。

最终，我们计算了罗克韦尔之前 10 年历史回报率和未来 5 年预计回报率之间 30 多岁的投资资本回报率（管理层计算的差异在于我们将公司“其他”资产中的金融资产归类为金融资产）账面上），这是我们多元化工业覆盖范围中最高的。值得注意的是，在 2009 年金融危机后的最低点，罗克韦尔的投资回报率（包括商誉）仅下降至 16% 多一点，即比我们估计的资本成本高出 750 个基点多一点，尽管其业绩与全球工业生产高度

相关。这在危机中受到严重阻碍。因此，我们相信罗克韦尔在未来 20 年里很有可能继续盈利超过其资本成本。

公允价值 and 利润驱动因素

在罗克韦尔发布 2024 财年第一季度收益后，我们将公允价值预期从 315 美元下调至 309 美元。公允价值下降主要是由于我们对 2024 年和 2025 年销售额和利润率预期的小幅下调。

由于公司盈利和销售业绩不及预期，市场导致罗克韦尔公司股价在盘中交易中下跌约 15%。调整后每股收益同比下降 17% 至 2.04 美元，与 FactSet 一致预期相比下降 22%。管理层指出投资支出增加、供应链利用率降低以及销售组合不佳。投资支出增加的影响最大，导致本季度调整后每股收益下降 0.40 美元。

该季度报告销售额同比增长 3.6% 至 20.5 亿美元。有机销售为报告的销售增长贡献了 100 个基点，收购增加了 140 个基点，120 个基点的增长来自货币换算。也就是说，该公司的营收比 FactSet 一致预期低 2%。

我们认为罗克韦尔一直在推动其软件和控制业务的创新。预测性维护等工具支持其自动化设备。罗克韦尔的有机和无机投资一直在推动股价上涨和价格上涨。事实上，本季度罗克韦尔大约有 6 个百分点的增长来自于价格。我们对罗克韦尔的估值是 2024 年调整后每股收益预测 13.08 美元的 23 倍。

从长远来看，我们仍然预测低个位数以上的有机销售增长（加上收购带来的 1% 的年销售贡献）、约 30% 的增量利润、高个位数的 EPS 增长和

调整后的自由现金流转转化率大于100%。

对罗克韦尔产品和服务的需求仍然非常强劲。鉴于罗克韦尔公司庞大的设备安装基数和全套解决方案——关键的持久竞争优势，订单不仅仅来自像罗克韦尔这样的关键任务工业。此外，罗克韦尔的长期增长趋势保持不变，包括制造业务的自动化和数字化程度不断提高，我们预计从历史经验来看，这只会加速。此外，我们认为，鉴于罗克韦尔强大的无形资产，它可以继续拉动其价格杠杆。

从长远来看，我们认为罗克韦尔的未来是光明的，特别是在靠近工厂车间的分析领域，它更有可能看到经常性的订阅型收入。我们预计罗克韦尔将继续成为 IT 和 OT 融合领域的领导者。

根据行业报告，大多数工厂仍未完全联网。我们认为，全球自动化市场将根据客户需求而增长，以推动生产力和效率的提高。此外，我们认为罗克韦尔将继续受益于独立购物车技术、数字孪生、增强现实和网络安全等技术。罗克韦尔自动化设备可以提高客户的资产利用率和总体拥有成本。一旦进入工厂，罗克韦尔将受益于数十年利润率较高的售后市场收入。罗克韦尔服务的垂直行业专门寻求此类效率提升。

最后，我们相信，由于与 PTC 和 Sensia 的合作，罗克韦尔拥有广泛的产品和服务。例如，Sensia 的产品可以帮助客户降低生产一桶石油的盈亏平衡点。

价格与公允价值

[查看历史记录 >](#)

韩国的交易价格处于我们认为合理估值的范围内。

一 公允价值

\$315.00

2023 年 11 月 9 日

不确定

中等的

..... 价格

304.62 美元

2024 年 1 月 31 日

一星级价格

425.25 美元

五星级价格

220.50 美元

经济护城河

宽的

资本配置

标准

条款 ①

风险和不确定性

我们对罗克韦尔自动化的晨星不确定性评级为中等。

我们认为罗克韦尔有两个主要风险——首先，该公司的业绩与美国和国际上的工业生产率呈正相关。这种风险被放大，因为与其他从事多个行业（即多元化）的工业企业不同，罗克韦尔是一家纯粹的自动化公司，主要从事短周期销售活动，很少有长周期销售活动来抵消其风险。这在2015-16年的小型工业和制造业衰退中尤为明显，这无疑导致了2016年的逆风，该公司2016年的有机销售负增长就证明了这一点。

其次，目前尚不清楚罗克韦尔是否拥有流程制造领域所需的专业知识，成为集成分立、流程和混合解决方案的首选供应商。罗克韦尔公司长期以来一直在吹捧过程自动化机会，但我们同意大多数市场观察家的观点，他们认为，由于过程空间增长缓慢（而且销售基础较小），罗克韦尔公司在离散制造产品方面缺乏声誉。此外，缺乏资本投资可能会在成为工业物联网竞赛中首选供应商的竞争中带来类似的挑战。

该公司面临的其他挑战包括货币风险（尽管该公司确实对冲了这种风险）、网络安全风险和技术的快速转变。

从环境、社会和治理（ESG）的角度来看，最大的潜在风险包括与该公司 10-K 中引用的 13 个超级基金站点相关的环境诉讼、遗留石棉负债、自动化设备的潜在产品召回、可能的损失鉴于罗克韦尔需要吸引熟练劳动力，知识产权和人力资本风险。也就是说，我们认为这些风险相对于罗克韦尔业务的影响非常低。

资本配置

我们给予罗克韦尔自动化标准资本配置评级。虽然罗克韦尔的资产负债表非常强劲，而且我们喜欢其合作伙伴战略和投资，但我们认为未来的任何股票回购都会在一定程度上稀释，并且可以说，鉴于其有机会集，分配运行得有点偏高。Blake D. Moret 自 2016 年 7 月 1 日起担任罗克韦尔首席执行官兼总裁。Moret 是该公司的资深资深人士。此前，莫雷特曾担任前控制产品和解决方案部门的高级副总裁五年。早在 20 世纪 90 年代初，他就开始担任推销员，我们认为他今天对工作的热情与当时一样。此外，在莫雷特的领导下，该股的走势明显领先于同期晨星美国市场指数的价格回报。

莫雷特的领导力有很多值得称赞的地方，即使罗克韦尔在任职期间获得了非凡的市场回报。例如，莫雷特监督了对以前的私营公司 Maverick Technologies 的收购。罗克韦尔长期以来一直宣扬流程制造的增长潜力，认为它可以让公司扩大其潜在市场。也就是说，我们同意许多市场观察家的观点，即罗克韦尔公司历来缺乏一些领域专业知识（即技术知识）来在这一领域占据重要份额。据 ARC Advisory Group 称，收购 Maverick 增强了该公司的分布式控制解决方案能力，使工厂能够在特定部分发生故障时继续运营，并弥补其在流程制造方面的知识差距。我们认为这个论点是可信的。

在莫雷特的领导下，这家已经是我们多元化产业覆盖范围内最好的 ROIC 公司的投资资本回报率仍然强劲。过去10年来，董事会授权公司不断提高股息，我们认为这证明了公司将盈利转化为自由现金流的能力。从2009年到2019年，平均自由现金流（CFO-资本支出）转换平均超过平均收益的125%，是2018年收益的两倍多。2020财年的自由现金流转换同样非常强劲，达到119%，并且经过调整2021财年，自由现金流转换（自由现金流除以调整后净利润）约为103%。尽管由于2022年供应链中断，库存水平上升，这一数字下降至61%，但已恢复到更接近罗克韦尔2020年的历史平均值。到2023财年，该年的增长率为86%。

然而，考虑到多种因素，我们对授予模范管理评级犹豫不决。首先，我们对艾默生一系列主动收购要约的处理方式表示一些适度的担忧。董事会认为与艾默生进行讨论也不符合公司的最佳利益。尽管艾默生在首次报价后继续主动提出额外报价，处理得很糟糕，但我们仍然认为，罗克韦尔董事会与艾默生进行讨论符合罗克韦尔股东的利益。

罗克韦尔董事会拒绝与艾默生对话，因为：1) 艾默生历来在整合公司方面的记录不佳；2) 艾默生的股票在每种竞购方案中均占交易的很大一部分，但鉴于近期回报率低迷的历史，艾默生股票被视为劣质货币；3) 艾默生和罗克韦尔使用不同的平台，这种组合只会使他们变得更大，但不会使竞争者差异化。虽然这一论点并非没有根据，但艾默生的最终报价比我们当时的公允价值估计有相当大的溢价。此外，艾默生的出价高于罗克韦尔股票的溢价，当时大多数分析师认为罗克韦尔股票估值过高。尽管如此，随着时间的推移，罗克韦尔已经取得了强劲的业绩，其合作伙伴关系使其成为最强大的自动化厂商之一。我们认为，该公司将表现出越来越愿意利用其无机杠杆，并且在过去几年中，在莫雷特的领导下，该公司在这方面做得非常出色。

罗克韦尔于 2020 年 10 月 19 日宣布，首席财务官 Patrick Goris 已接受开利的职位。正如我们预期的那样，罗克韦尔聘请了一位外部首席财务官，但当首席财务官 Nick Gangestad 从 3M 退休后重返工业领域时，我们感到惊讶。我们认为 Gangestad 将继续作为 Moret 的重要战略合作伙伴，并更加注重通过软件销售和补充并购交易增加年度经常性收入。

分享此报告



公司报告档案

[查看全部 >](#)

股票分析师笔记

罗克韦尔收益：2024 财年第一季度收益公布后股价下跌；我们看到了机会



大卫·沃尔德马利亚姆 • 2024 年 1 月 31 日

公司报告

尽管近期面临阻力，我们仍看到罗克韦尔受益于长期增长动力



大卫·沃尔德马利亚姆 • 2024 年 1 月 31 日

公司报告

我们相信罗克韦尔将受益于长期增长动力



大卫·沃尔德马利亚姆 • 2023 年 11 月 9 日



© 版权所有 2024 Morningstar, Inc. 保留所有权利。道琼斯工业平均指数、标准普尔 500 指数、纳斯达克指数和晨星指数（市场晴雨表）报价均为实时。



美国