

从美股 3 季报看美国经济复苏特征和行业修复顺序

证券研究报告

2020 年 12 月 03 日

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

向静姝 联系人
xiangjingshu@tfzq.com

相关报告

企业销售收入的大幅反弹是三季度盈利超预期的主要原因。海外营收占比高的企业弱于主营国内企业，主要受海外收入占比高的能源板块业绩拖累。

行业板块方面，整体呈现“消费强、生产弱”的格局。上游行业如能源工业品需求仍弱，但均较上一季度有所好转；可选消费和必须消费复苏；直接受益疫情的医疗保健和信息技术的业绩在复工推进的情况下业绩继续加速。

库存方面，制药和石油加工制品行业开启主动补库，景气度继续上升；电气设备、金属制品、初级金属等行业处于被动去库末尾，景气度开始回升；橡胶及塑料制品、机械制造等行业的价格不再下滑，处于主动去库后期，景气度接近见底。

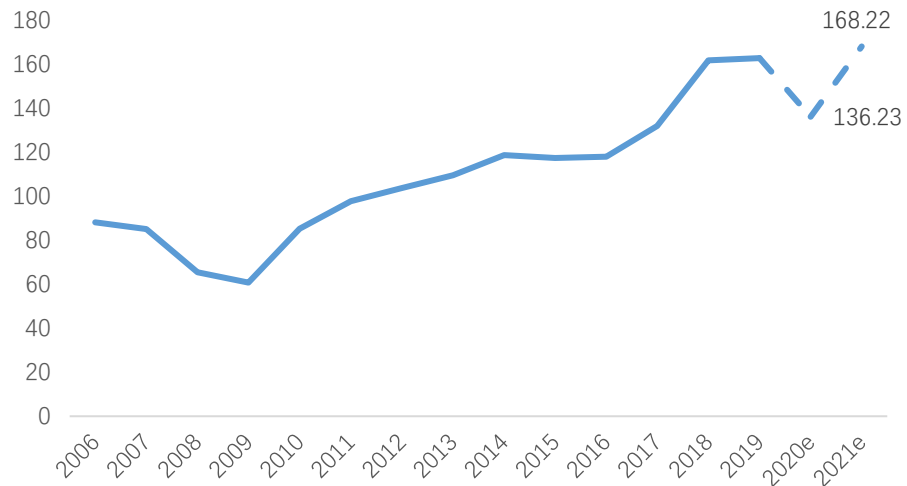
风险提示：美国疫情反复；美联储紧缩超预期；美国财政紧缩超预期



一、3 季度 EPS 同比增速-6.3%，再次好于市场预期

到目前为止，95%的标普 500 企业公布了三季报，根据已公布和预告的盈利数据，标普 500 指数 EPS 三季度同比下滑 6.3%（对比二季度：-34.5%），考虑到已公布的业绩 84%（vs 5 年平均 73%）超市场预期，最终盈利增速可能进一步上修¹，市场也乐观预期 2020 年盈利增速至 -16.4%（对比 2020 年 8 月：-19.5%），在明年实现 V 型复苏。三季度企业利润率变化不大，回购进一步下滑对 EPS 贡献降低，**企业销售收入的大幅反弹是盈利超预期的主要原因**。

图 1：最新标普 500 EPS（美元） 彭博一致预期

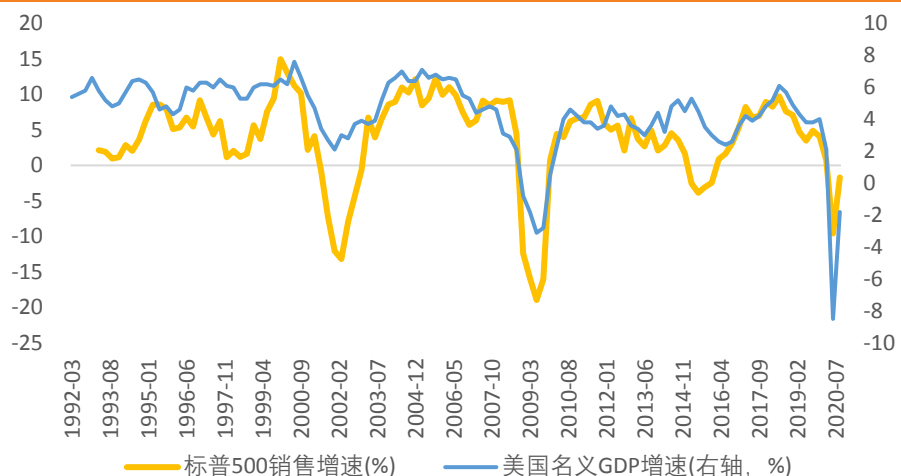


资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

1.1. 销售收入跌幅大幅收窄，海外营收增速弱于美国境内

3 季度标普 500 销售收入的跌幅从 2 季度的 9.6%收窄至 1.3%，与 3 季度美国经济表现一致。3 季度美国名义 GDP 增速-1.8%，主要是消费、房地产投资和出口推动了反弹。根据 2018 年数据，海外营收占比标普 500 总营收的 42.9%²，其中中国和欧元区 3 季度名义 GDP 增速分别为 5.5%和-4.3%，均较 2 季度有明显反弹。海外收入占比超 50%的企业收入增速-6.1%，比国内营收高于 50%的企业低 4.2%，主要受海外收入占比高的能源板块业绩拖累。

图 2：美国名义 GDP 增速 VS SPX 销售增速

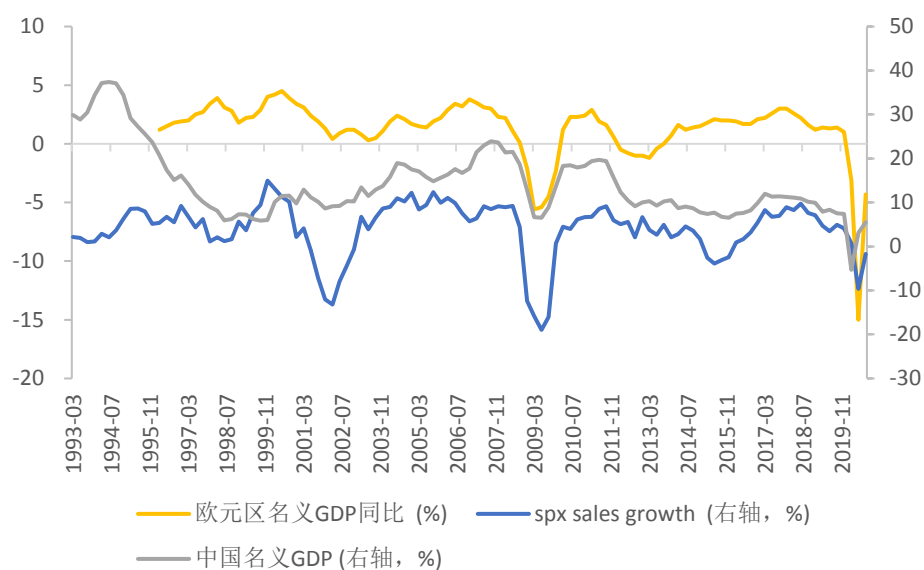


资料来源：Bloomberg，FactSet，天风证券研究所

¹ <https://insight.factset.com/sp-500-earnings-season-update-november-6-2020>

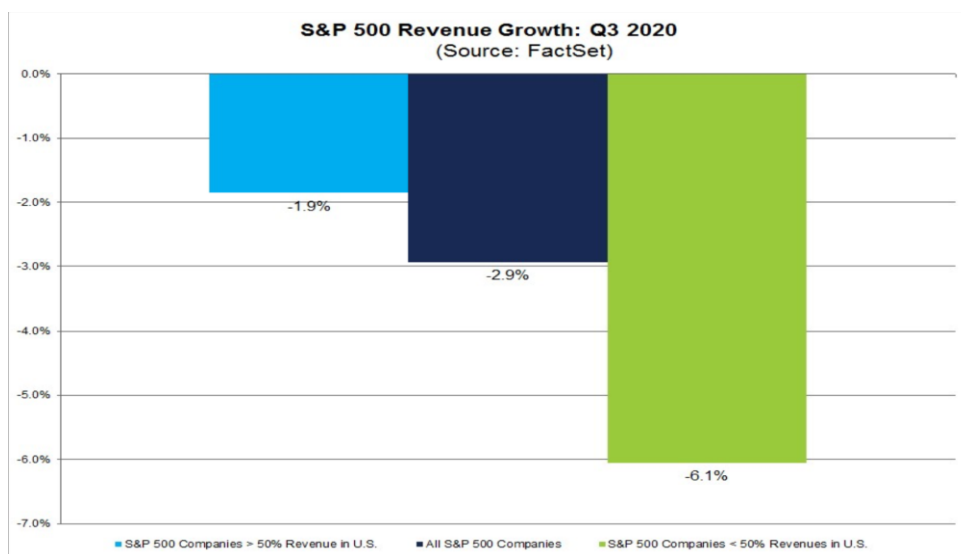
² <https://us.spindices.com/indexology/djia-and-sp-500/sp-500-global-sales>

图 3：其他主要国家名义 GDP 增速 vs 标普 500 销售增速



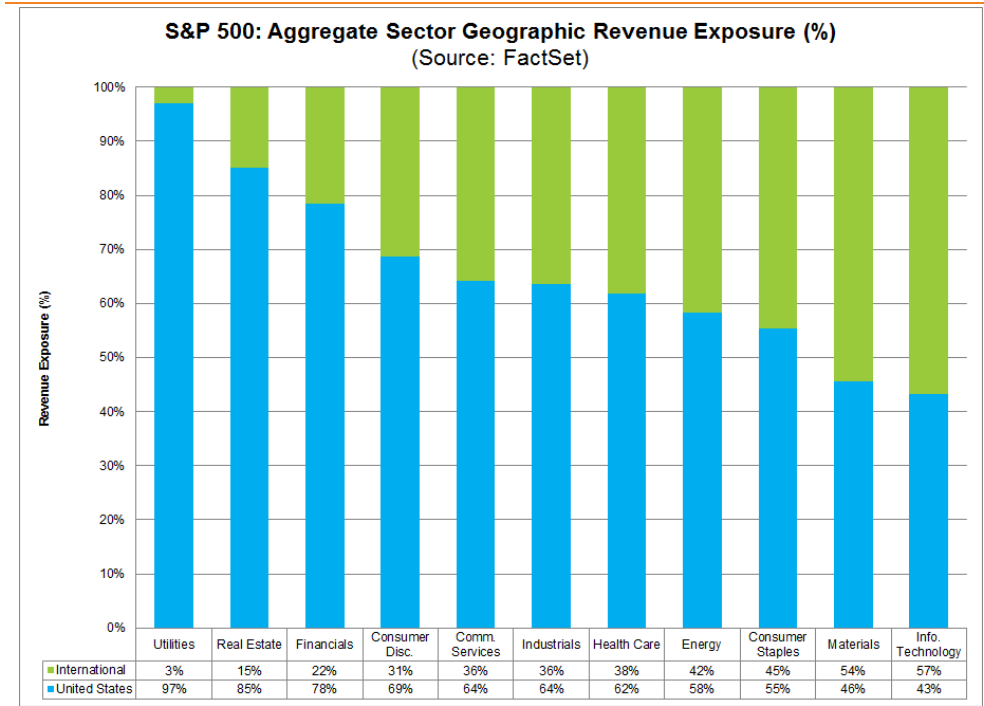
资料来源：Bloomberg, WIND, 天风证券研究所

图 4：3 季度 SP500 海外销售收入增速低高于美国国内



资料来源：FactSet, 天风证券研究所

图 5：能源板块构成标普 500 海外收入的最大拖累



资料来源：FactSet, 天风证券研究所

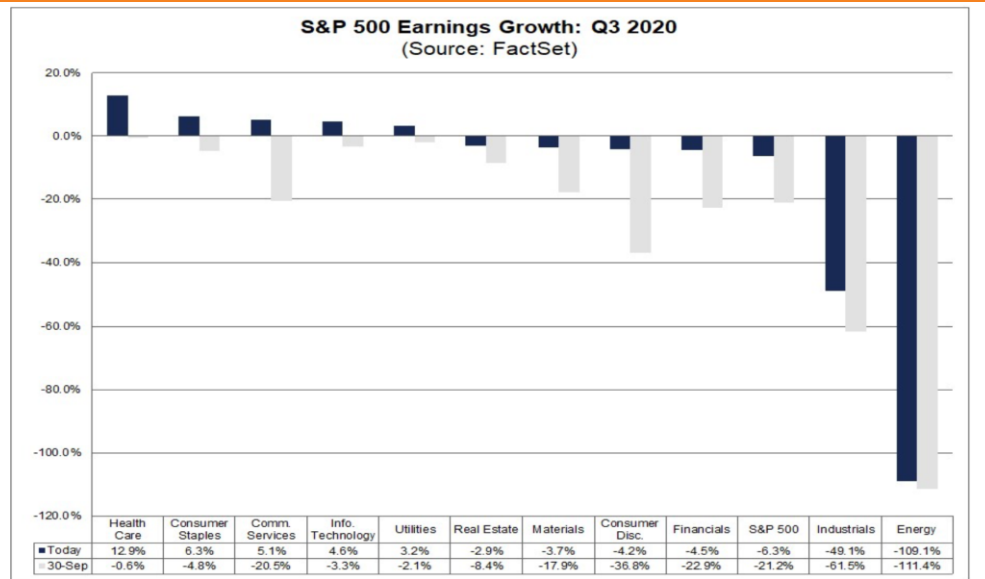
1.2 行业表现消费强、生产弱，原材料和非必需消费强劲复苏

经济结构上，三季度经济开始有序复工，投资和消费均明显反弹，上游行业如能源、原材料受到大宗商品价格低迷影响业绩受损严重，但环比收窄。消费中非必需消费品明显反弹，服务消费仍没有恢复到疫情前水平。

各行业板块的营收方面，整体呈现“消费强、生产弱”的格局。上游行业如能源（-109.1%）受到原油价格回落影响业绩受损严重；工业品（-49.1%）需求仍弱，但均较上一季度有所好转；由于商业和住宅地产投资强劲，铜、木材等原材料价格在三季度大幅回暖，原材料行业 EPS 跌幅明显收窄（-3.7%）；可选消费复苏，包含耐用消费品和消费者服务的非必需消费品行业 EPS 较上一季度跌幅明显收窄（-4.2%）。

非必需消费行业的十个细分领域中，仅有仍受疫情困扰的服务业（酒店、餐饮和娱乐）同比录得负值，汽车（74%）、多渠道零售（65%）和互联网直销零售（45%）业绩表现出色，是对非必需消费品的行业 EPS 增速贡献最大的三个子行业。得益于强劲的消费复苏，必需消费品行业的 EPS 增速从上个季度的-8.6%进一步回升至 6.3%。直接受益疫情的医疗保健和信息技术业绩在复工推进的情况下业绩继续加速，EPS 增速分别为 12.9%和 4.6%。

图 6：三季度各行业 EPS 增速分化（到 11.20）



资料来源：Factset，天风证券研究所

1.3 利润率仍然处于 3 年低位，行业分化巨大

标普 500 企业的利润率维持在 9.6%，和上一季度持平，也与上一个周期的底部 2016 年持平。

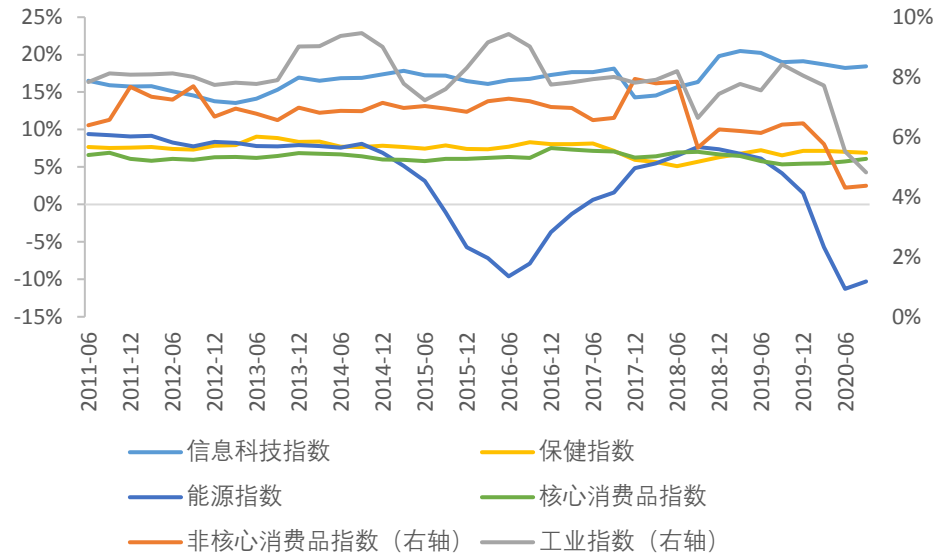
虽然主营业务成本跟随低油价、财务费用跟随低利率、管理费用跟随工资增速、以及税负均明显回落，但依然无法完全抵消收入下滑的冲击，因此企业利润率仍未回到危机前水平。受疫情冲击较大、特别是经营性杠杆较高的非必需消费品、能源、资本品等板块，利润率虽然小幅回升但仍然大幅低于疫情前水平。在疫情下需求相对稳定、经营性杠杆较低的医疗、科技和必需消费品等行业，利润率和疫情前相比变化不大。

图 7：标普 500 企业的利润率下滑至 9.6%



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

图 8：各行业企业的利润率分化



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

劳动力成本方面，工资增速放缓和裁员将继续降低管理费用率。刺激计划退潮后，经济衰退到复苏初期，企业往往压缩人力成本，预计未来企业管理费用率仍将下滑，3 季度劳工统计局的雇佣成本同比继续回落至 2.7%，大致处于 2017 年末水平。

图 9：今年薪资增速大概率继续下降

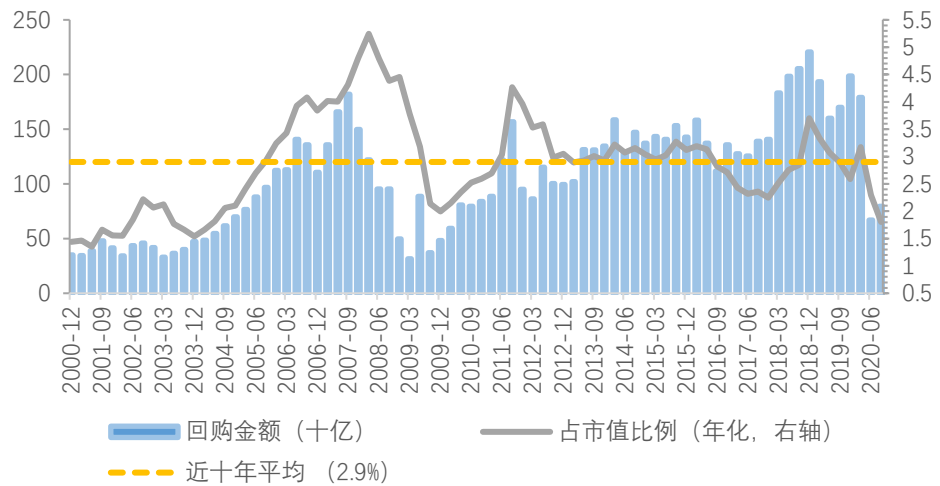


资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

1.4 股票回购小幅回暖，未来行业分化可能加剧

2019 年，标普 500 指数回购总规模为 7220 亿美元左右，占总市值的 2.59%。今年一季度，上市公司回购受疫情影响不明显。二季度开始，企业现金流减少和融资难度加大使得部分企业减少回购和派息。三季度较二季度有所回暖，回购规模回升至 794 亿美元，占总市值（年化）1.8%。

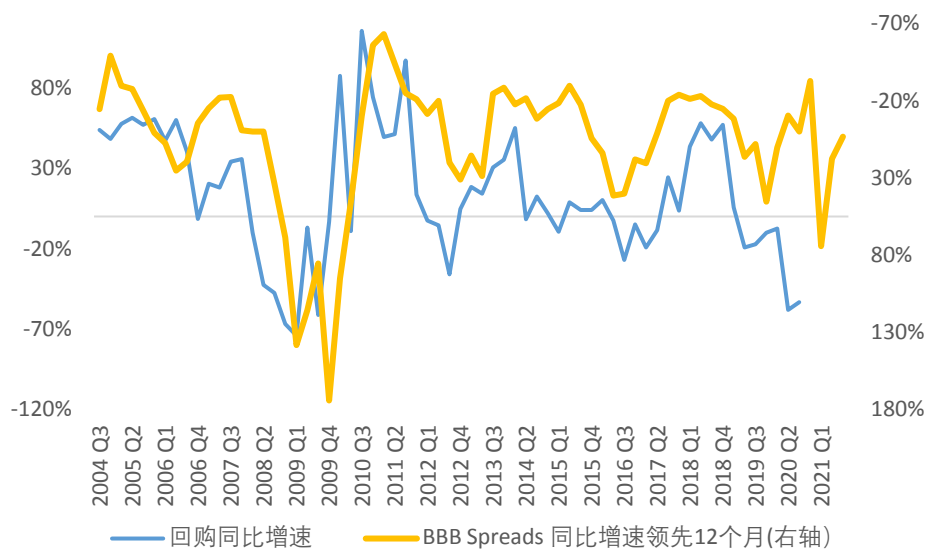
图 10：2020Q3 回购占市值比例继续回落



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

相比疫情前, 股票回购的行业分化将会加剧, 在低息环境下, 盈利好的企业回购也更多, 进而带来更高的 EPS, 估值的分化效应将会继续。

图 11: 企业债回购同比增速可能出现回暖



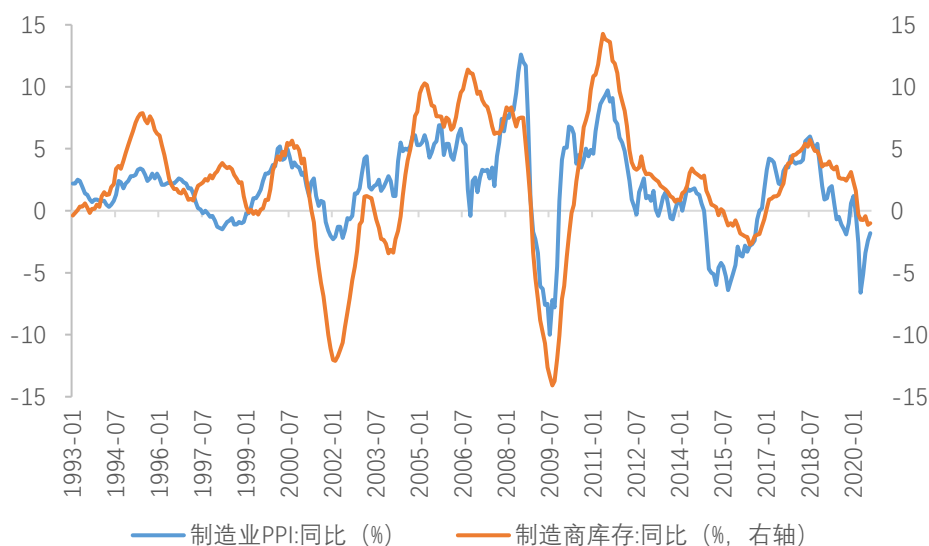
资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

二、从美国制造业库存看行业复苏顺序

疫情期间, 美国制造业的产能利用率始终没有回到疫情前水平, 但较强的消费需求导致制造业的产成品库存已经降至历史的经验底部。随着工业品价格的反弹, 制造业整体表现为被动去库存末期和主动补库存早期的状态。

按照工业产出额从大到小排序, 美国制造业主要包含了非耐用消费品、汽车及零部件、建材、耐用消费品、信息技术、国防和飞机等六大类。其中, 制药和石油加工制品行业开启主动补库, 景气度继续上升; 电气设备、金属制品、初级金属等行业处于被动去库末尾, 景气度开始回升; 橡胶及塑料制品、机械制造等行业的价格不再下滑, 处于主动去库后期, 景气度接近见底。

图 12: 美国制造业整体呈现去库末期/主动补库早期状态

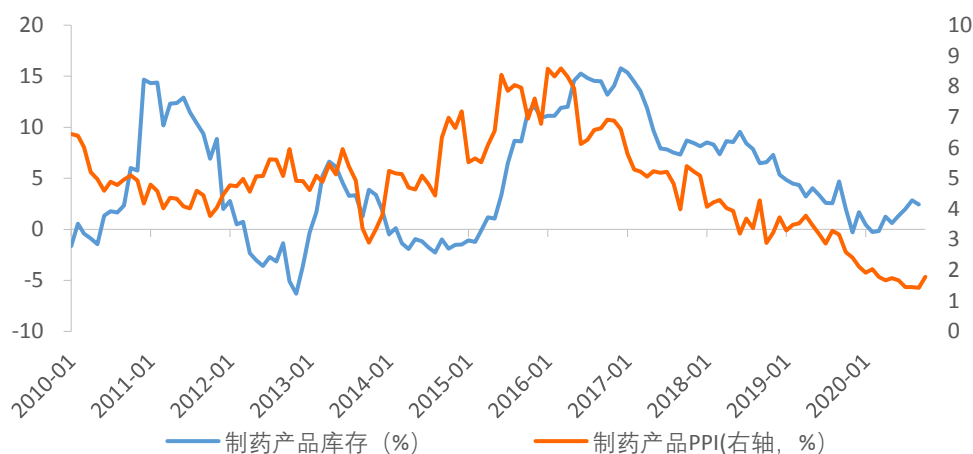


资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

1) 主动补库/景气度上升的行业

制药和石化行业主动补库存，景气度处于上升阶段。制药行业的高景气度主要来自疫情带来的医药品需求井喷。原油价格在 3、4 月份闪崩，一度跌为负值，随后在全球货币和财政双宽松的刺激下迅速反弹，带领石化品 PPI 回暖。库存方面，自 2018 年 6 月开始去库后，库存水平最低达 -35.5%，与历史底部持平，未来产业链景气度可能会持续好转。

图 13: 制药业量价齐升，景气周期处于上升通道



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_1098

