

## 美股业绩成色如何？

证券研究报告

2021年09月08日

作者

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

**向静姝** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110520070002  
xiangjingshu@tfzq.com

相关报告

- 1 《A 股巨量成交从哪里来？》  
2021-09-07
- 2 《“共同富裕”的八个政策抓手》  
2020-09-04
- 3 《美国反垄断往事及其市场影响》  
2021-09-01

美股二季度业绩超预期，疫情受损行业贡献了业绩的主要增长。

盈利是美股的主要风险点。

四季度我们偏好可能受益于疫情的医疗保健，建议低配可选消费，材料等顺周期；利率上行可能阶段性不利于信息科技，但大额回购预计将支持板块股价，能源板块利润仍有望因原油产量上升实现环比增长，维持标配。

**风险提示：美国货币政策收紧超预期，美国通胀超预期，美国财政刺激超预期**



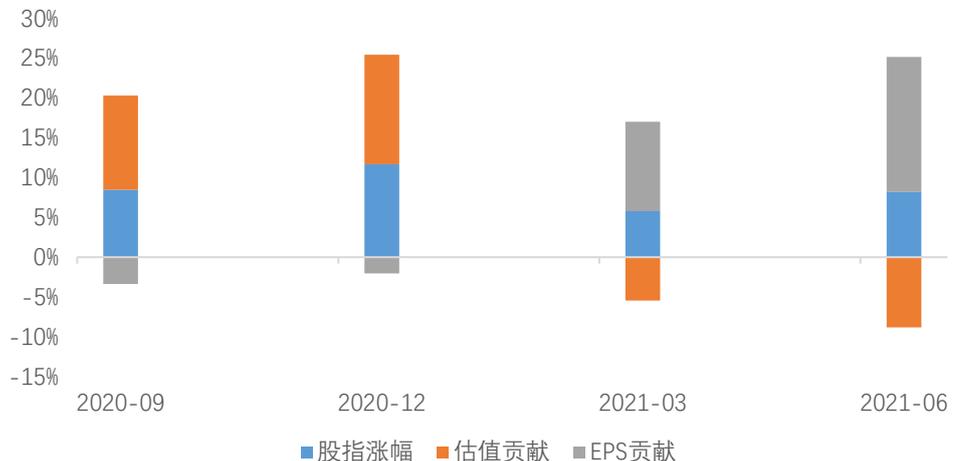
今年以来，标普 500、道琼斯和纳斯达克分别涨幅 19.26%、15.45%、15.94%，股指涨幅主要由盈利贡献，以标普 500 为例，二季度股指涨幅 8.17%，其中 EPS 贡献 17%，估值收缩约 8.8%。美国经济和通胀自去年的衰退中大幅反弹，长端利率回升，今年美股的主题是业绩兑现，消化估值。

图 1：标普 500、道琼斯和纳斯达克今年以来收益率 (%)



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

图 2：2020Q3-2021Q2 标普 500 涨幅、估值及 EPS 贡献

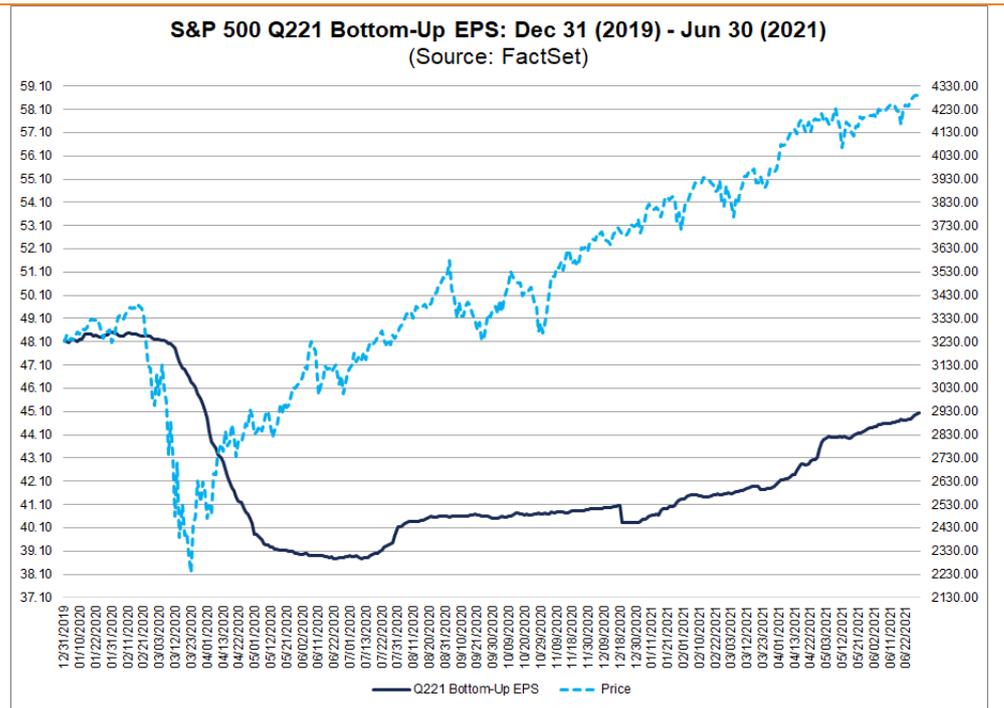


资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

## 一、 美股二季报业绩超预期，疫情受损行业贡献盈利的主要增长

美股业绩究竟成色如何？根据 FactSet 的数据，二季度 S&P 500 公司的利润同比增长 89.3%，远超 6 月底 63% 的预期，这也是 2009 年 Q4 以来的最大增速。其中 87% 的公司盈利超预期，创 2008 年以来新高。

图 3：2021Q2 业绩今年以来不断上调

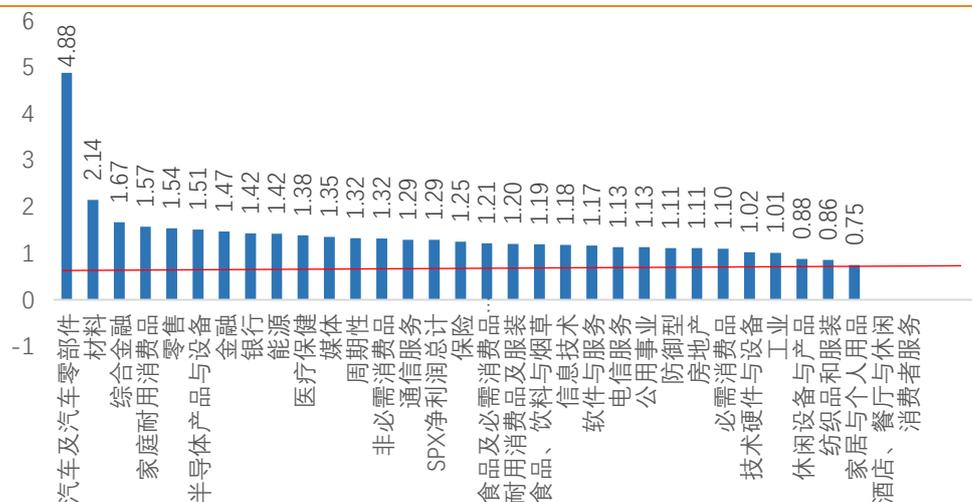


资料来源：FactSet，天风证券研究所

分板块看，由于去年 2 季度的低基数效应，所有行业实现正增长。其中工业（409%）、非必需消费品（270%）、材料(136%)和金融(176%)和能源（去年亏损 106 亿美元，今年盈利 159 亿美元）等在疫情期间受损的顺周期板块贡献了 EPS 的主要增长。公用事业、必需消费品和医疗等防御类板块增长相对平淡。

从绝对水平来看，大部分行业净利润回到了疫情前（2019Q4）的水平之上。其中受益于财政纾困的汽车和家居耐用品消费利润分别达到疫情前的 4.9 和 1.6 倍，受益于大宗商品价格上涨的材料和能源分别达到疫情前的 2.1 和 1.4 倍，疫情带来的线上化提振了半导体需求（1.51 倍），股票和债券创纪录的发行也大幅增厚了金融行业利润（1.47 倍）；仅有酒店餐饮等消费类行业仍未得到修复。

图 4：各行业净利润与疫情前水平比值

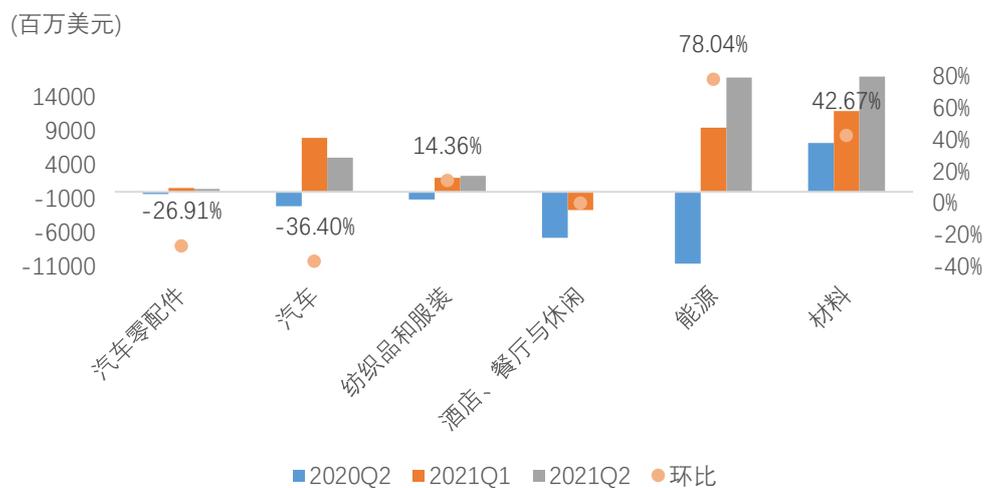


资料来源 Bloomberg，天风证券研究所

能源和材料板块受益于今年以来的大宗商品价格上涨，板块利润均在二季度实现环比扩张。以能源板块为例，由于原油价格同比增长 83%，能源板块扭亏（2020Q2: -106 亿美元）为盈（2021Q2: 159 亿美元）。工业板块主要受益于航空业亏损的大幅降低，2020 年 Q2 航空业亏损 115 亿美元，随着美国政府对航空业的资金支持以及经济重启，这一数字在今年降至 33 亿美元。如果将航空业排除在外，工业板块的利润增长将从 409.4% 降低至 95.4%。

受益于经济解封，非核心消费品板块中酒店、餐馆和休闲行业从 20Q2 亏损 77 亿美元转为在 21Q2 盈利 1.58 亿美元。但是线上销售放缓，板块中权重较大的 Amazon 业绩低于预期。3 月美国 1.9 万亿的财政纾困政策继续支持居民的耐消费品消费，2020Q2 亏损的汽车、汽车零部件、纺织和奢侈品行业均实现了盈利。但汽车相关类利润环比回落，反映消费需求在疫情中的几轮刺激中透支，以及缺芯对于生产的约束。

图 5：主要行业净利润及二季度环比增速

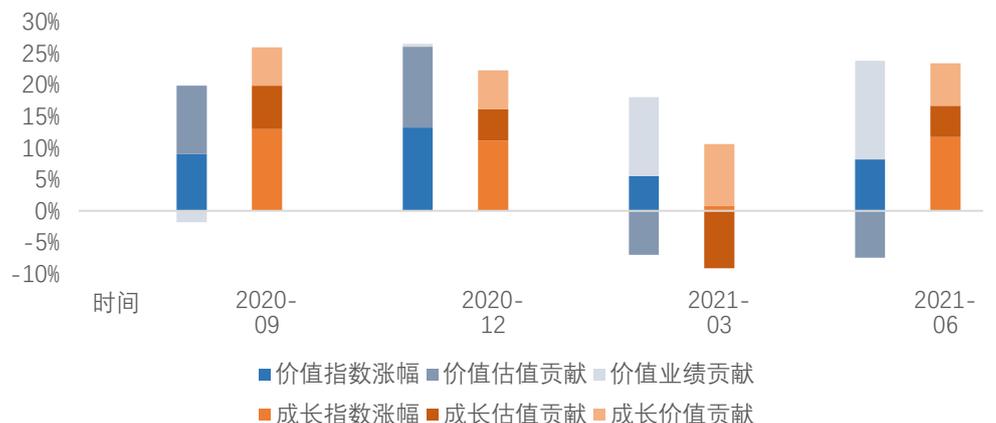


资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

## 二、 二季度美股涨业绩不涨估值

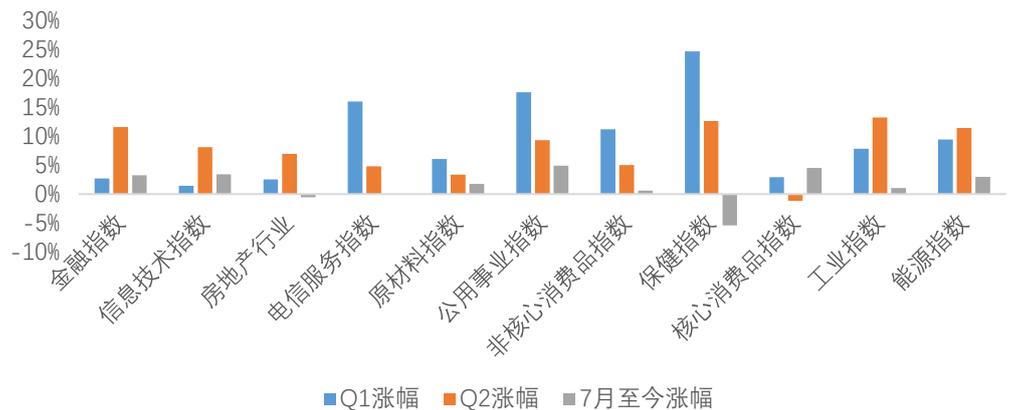
从股价表现来看，二季度成长风格涨幅 11.7%，好于价值风格的 8.2%，主要因为长端利率下行后成长风格估值扩张了 5%。行业方面，金融、能源、原材料、信息技术行业表现较好，核心消费品、房地产和非核心消费品等行业表现较为落后。业绩增长决定了市场表现。

图 6：二季度以来价值指数估值负贡献，涨幅放缓；成长指数估值扩张，涨幅扩大



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

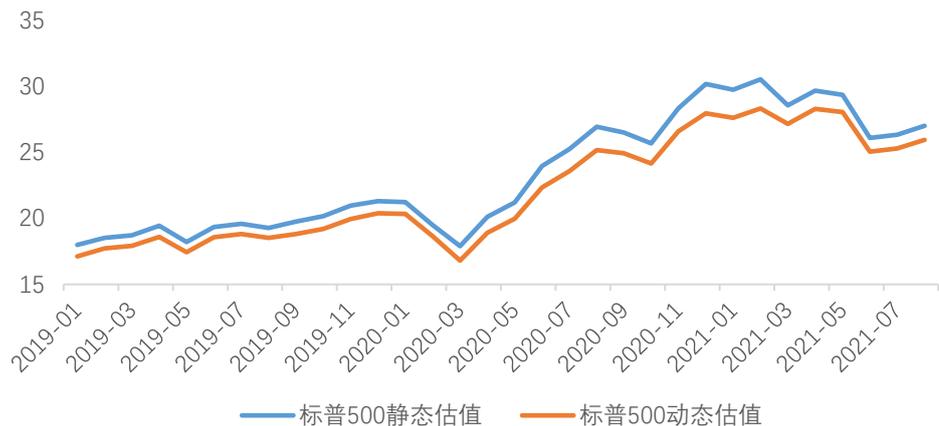
图 7：不同行业今年以来走势（以 1 月 1 日为基准，净值）



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

整体而言，各行业整体估值水平下降，SP500 的静态估值和动态估值分别自 30X 和 28X 下降至 27X 和 26X。市场担忧通胀和就业回升带来美联储货币收紧，同时经济复苏预期减弱令风险偏好承压。

图 8：标普 500 动态和静态估值



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

### 三、美股各行业未来盈利分析

展望未来，美股表现可能出现分化。一方面经济结构性放缓使得业绩增长出现分化，另一方面，历史最高的利润率面临下滑。此外，四季度风险事件较多，可能阶段性冲击市场风险偏好。

#### (1) 消费（必需、可选、消费服务）

随着一系列疫情期间的特殊政策陆续到期，比如薪酬保护计划、联邦失业救济金、房贷违约延期等，美国经济停药后的“戒断反应”随之而来。过去几个月，美国经济数据已经出现了需求回落、生产放缓的迹象，历史最快的复苏可能正在演变成历史最快结束的复苏（详见《历史最快的复苏，可能也是最快结束的复苏》）。

8 月消费者信心指数大幅滑落至去年疫情期间水平，7 月美国零售销售的季调环比增速自 3 月高点连续回落至 -1.1%，除汽车外零售环比为 -0.4%，接连低于预期。前期在财政刺激下实物消费已经透支，补贴退坡后实物消费明显下滑。

目前耐用品消费规模仍比疫情前（2020 年 2 月）高出 23%，预计耐用消费后续将持续回落。对于消费者服务而言，目前相比疫情前仍有 2.6% 的修复空间，但进入冬季后，delta

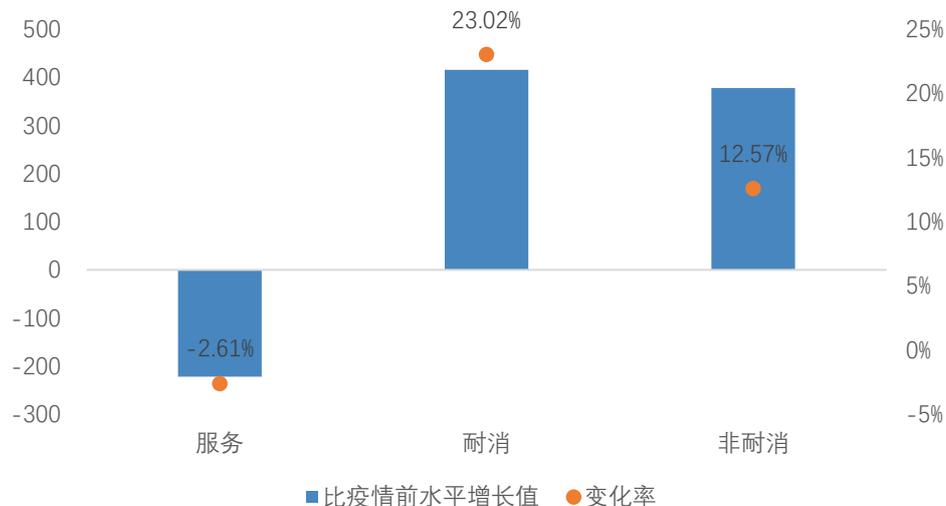
病毒反弹可能对线下服务的回升形成扰动。非耐用消费可能重获疫情期间的支撑。

图 9：8 月密歇根大学消费者信心指数继续回落，7 月零售销售环比转负



资料来源：WIND, Bloomberg, 天风证券研究所

图 10：2021 年 7 月相比 2020 年 2 月各消费分项修复情况

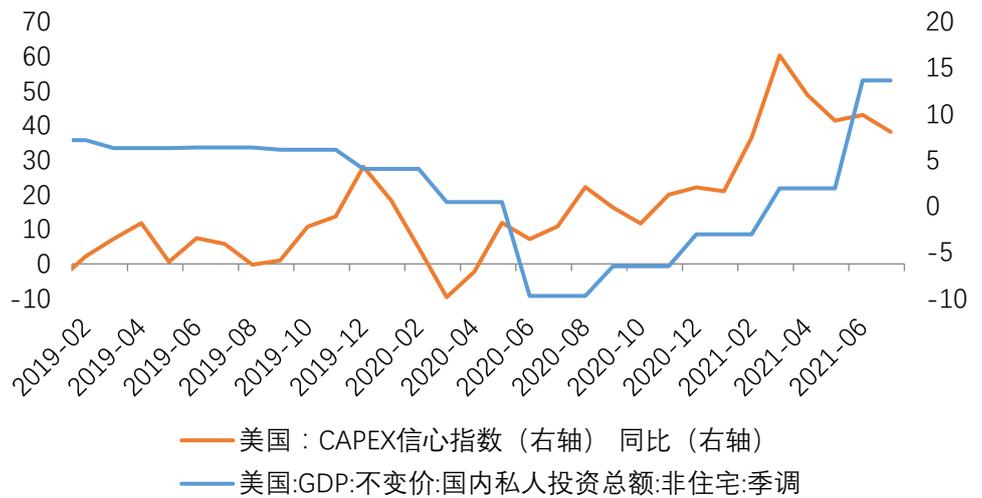


资料来源：FRED, 天风证券研究所

## (2) 制造业

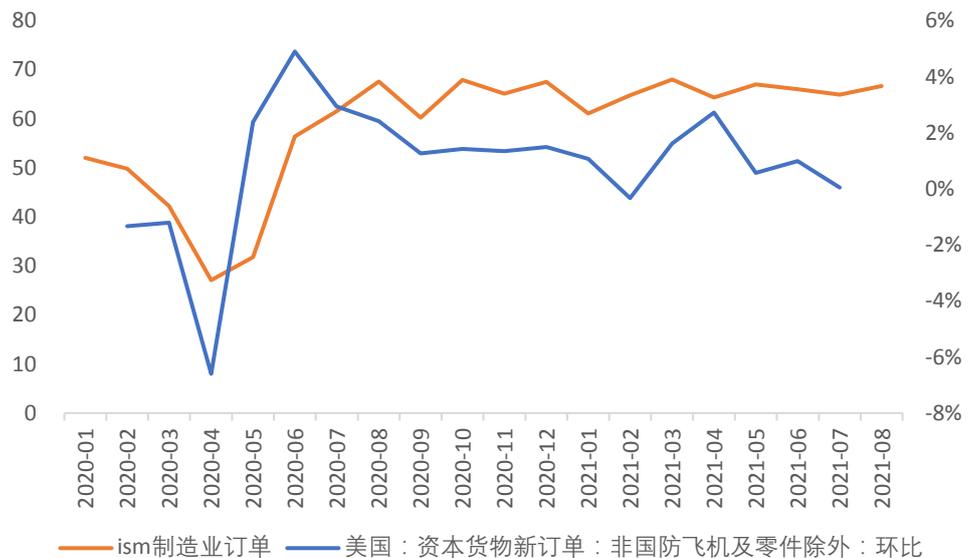
非住宅投资而言，生产端 ISM 制造业订单指数仍在高位震荡。但值得警惕的是之前强劲的资本开支信心指数已经回落，核心资本品订单环比增速也回到 0 附近。

图 11： 之前强盛的资本开支信心指数出现放缓



资料来源：bloomberg，天风证券研究所

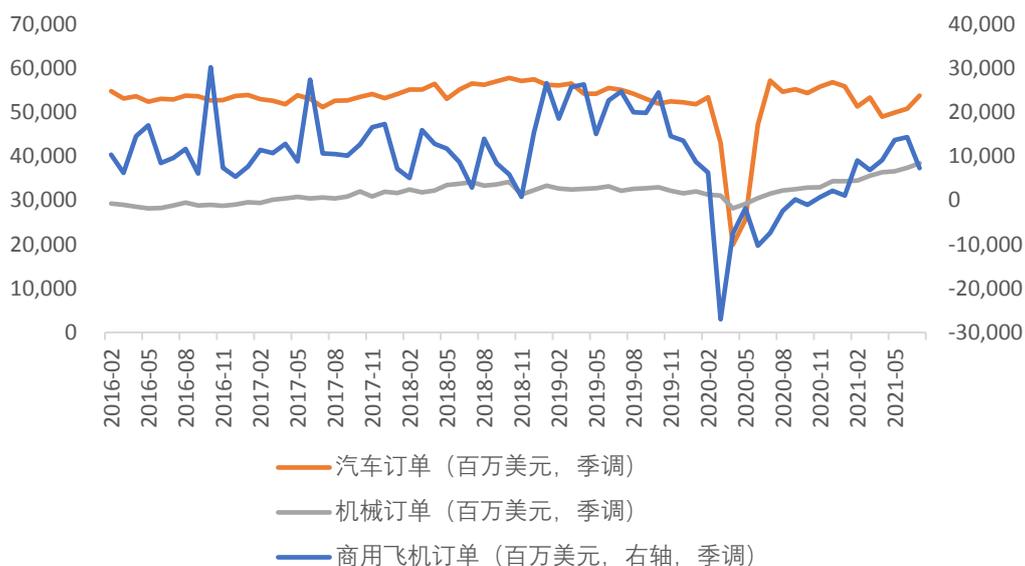
图 12： 耐用品订单环比增速、ISM 制造业 PMI 订单连续两月低于预期



资料来源：bloomberg，天风证券研究所

飞机制造业订单低位反弹，去库放缓。2020年12月，美国航空宣布复飞其737Max机型后，瑞安航空(Ryanair)宣布增加75架波音737Max飞机的订单。商业飞机订单去年11月后转正，连续多月回升，在2021年5月环比大增近51%之后，商用飞机及零部件订单在6月较前月又增长17%，提振了整体耐用品订单增幅。波音公司6月份收到219架飞机订单，为3年来最高月份，是5月份新订单的三倍，不过七月有所回落。

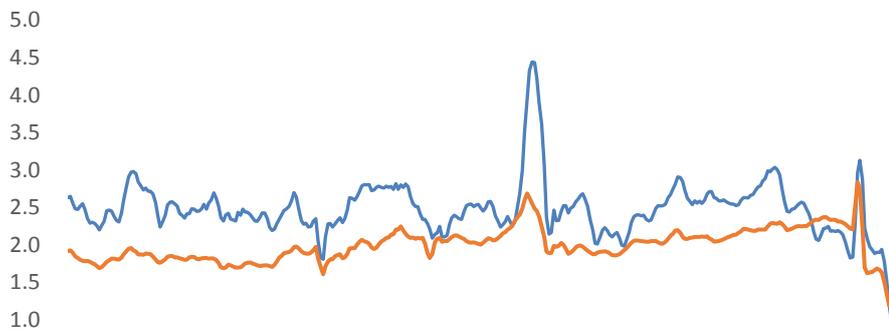
图 13: 商用飞机、汽车和机械订单



资料来源: FRED, 天风证券研究所

汽车制造业供需两弱。据 Motor Intelligence 数据, 汽车制造商 8 月的销量从今年 4 月的年化 1850 万辆暴跌至 1309 万辆, 创下 2020 年 6 月以来最低。供给不足是困扰汽车行业的主要问题, 汽车制造业今年以来饱受缺芯困扰, 订单量从年初 560 亿美金水平回落至 4 月的 490 亿, 直到近期才有所回升。受累于芯片问题, 福特和通用的制造商将部分工厂停工 2 周, 多家车企大幅削减北美的汽车产量。

图 14: 汽车制造业库销比创历史新低



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\\_26240](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_26240)

