

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。

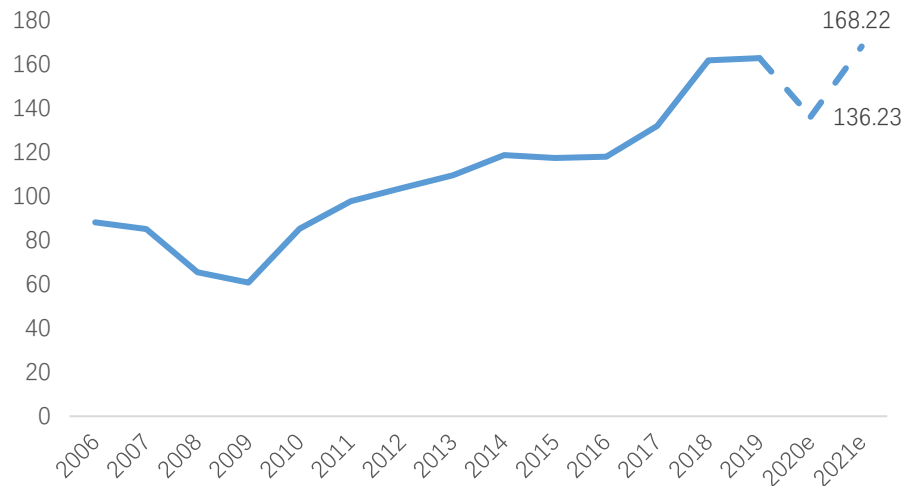
风险提示：美国疫情反复；美联储紧缩超预期；美国财政紧缩超预期



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

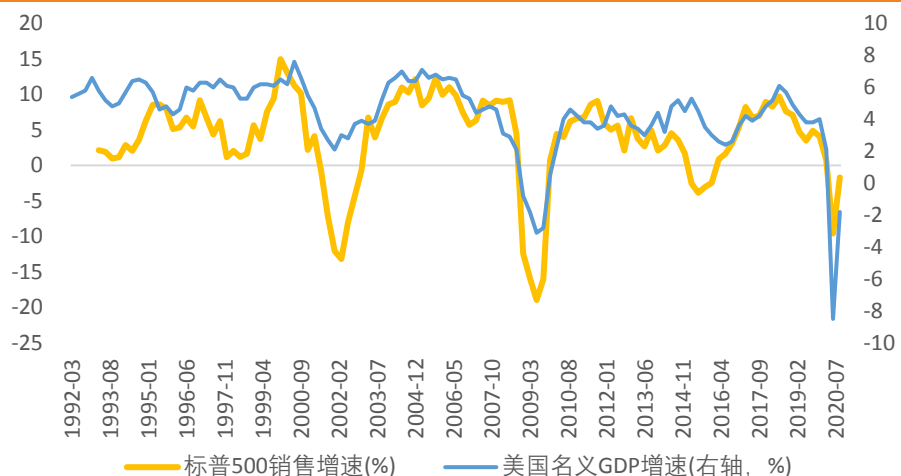


资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

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

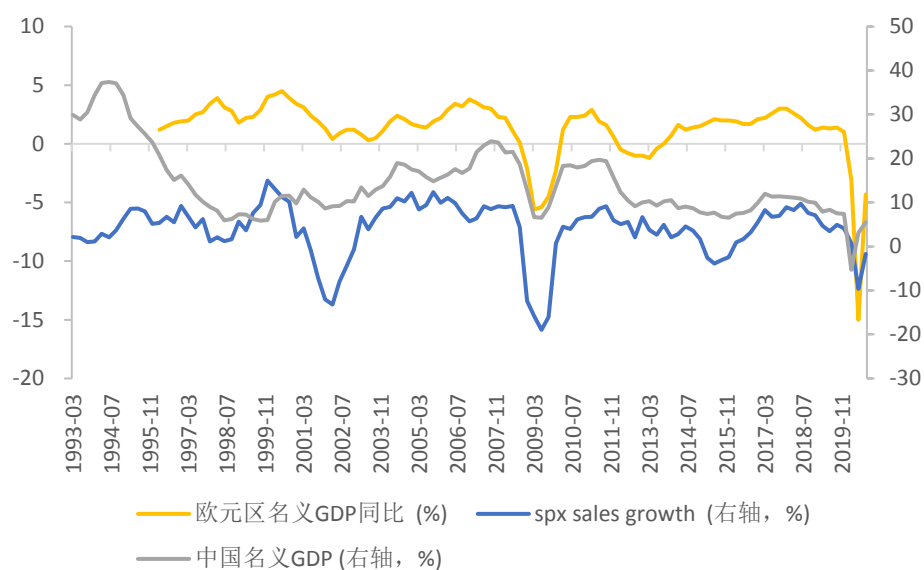


资料来源：Bloomberg，FactSet，天风证券研究所

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

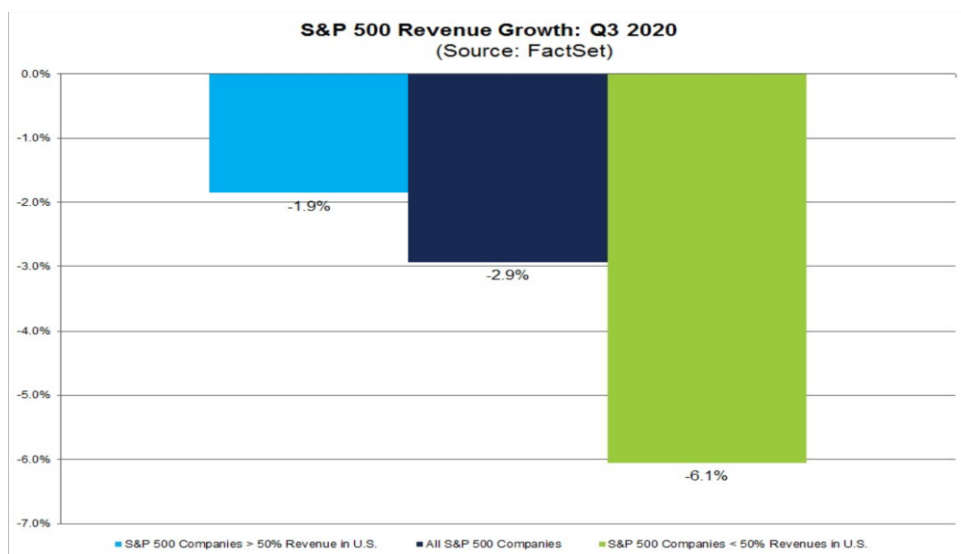
² <https://us.spindices.com/indexology/djia-and-sp-500/sp-500-global-sales>

图 3：其他主要国家名义 GDP 增速 vs 标普 500 销售增速



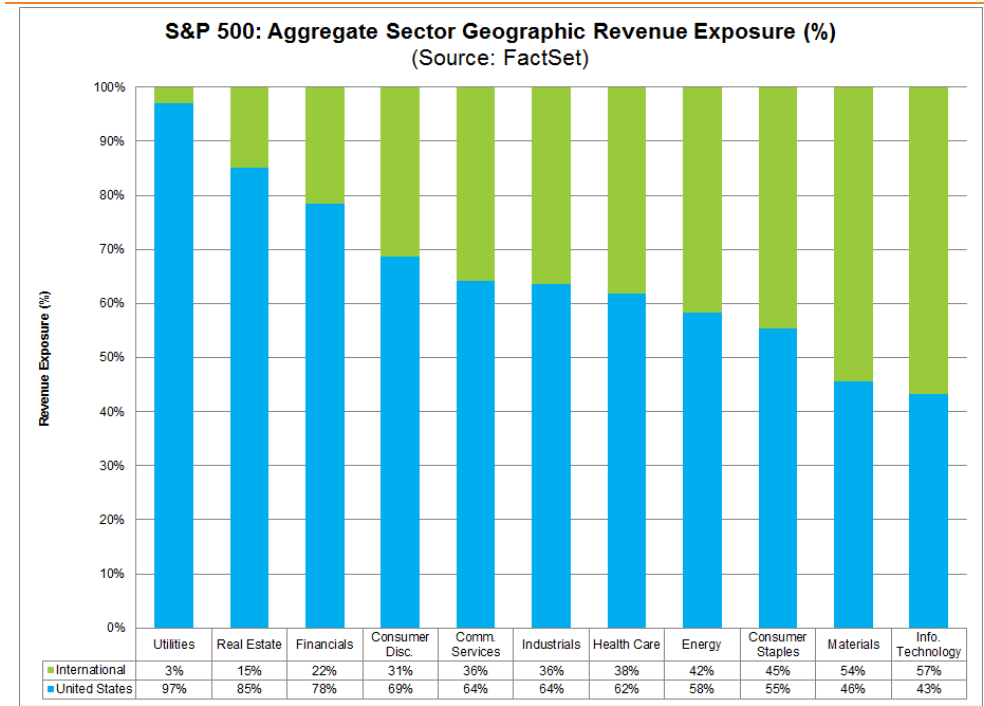
资料来源：Bloomberg, WIND, 天风证券研究所

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

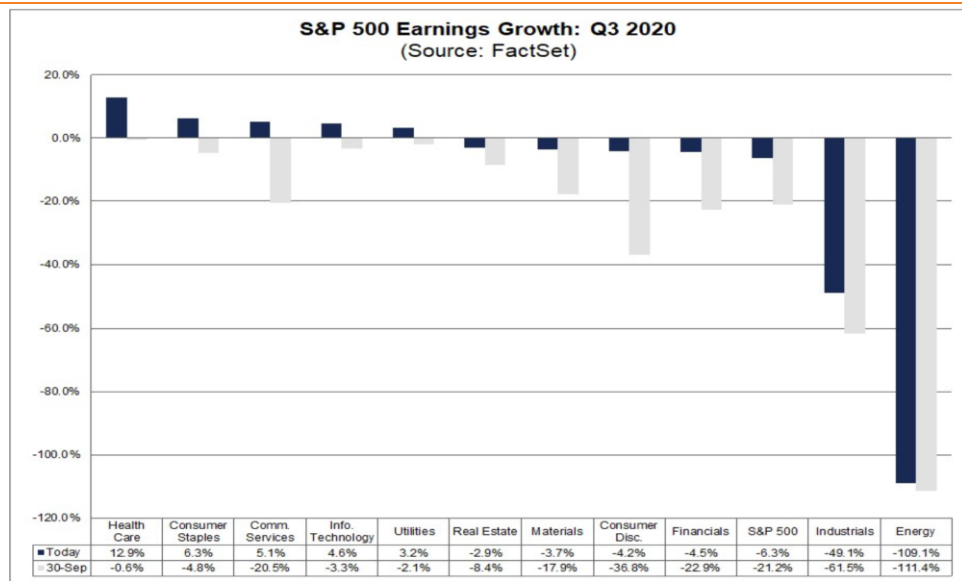
1.2 行业表现消费强、生产弱，原材料和非必需消费强劲复苏

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的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。

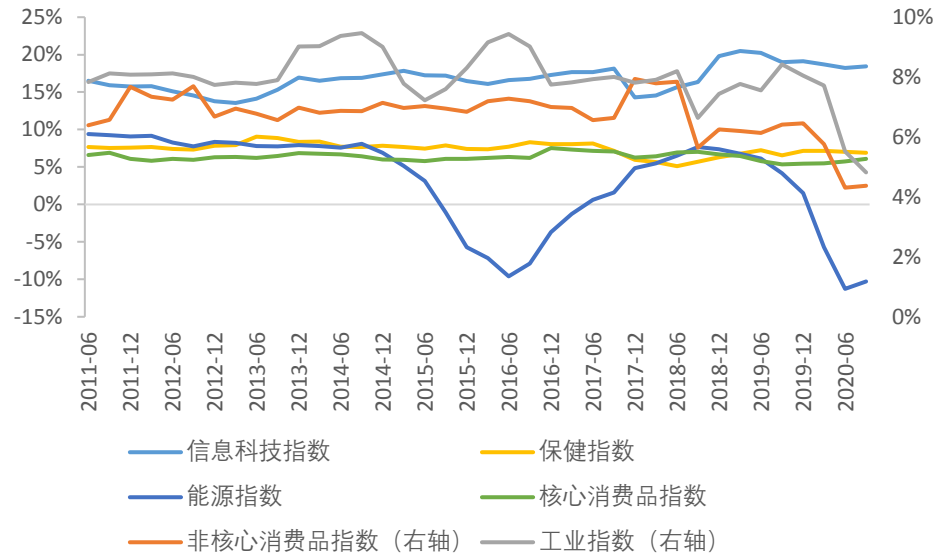
虽然主营业务成本跟随低油价、财务费用跟随低利率、管理费用跟随工资增速、以及税负均明显回落，但依然无法完全抵消收入下滑的冲击，因此企业利润率仍未回到危机前水平。受疫情冲击较大、特别是经营性杠杆较高的非必需消费品、能源、资本品等板块，利润率虽然小幅回升但仍然大幅低于疫情前水平。在疫情下需求相对稳定、经营性杠杆较低的医疗、科技和必需消费品等行业，利润率和疫情前相比变化不大。

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

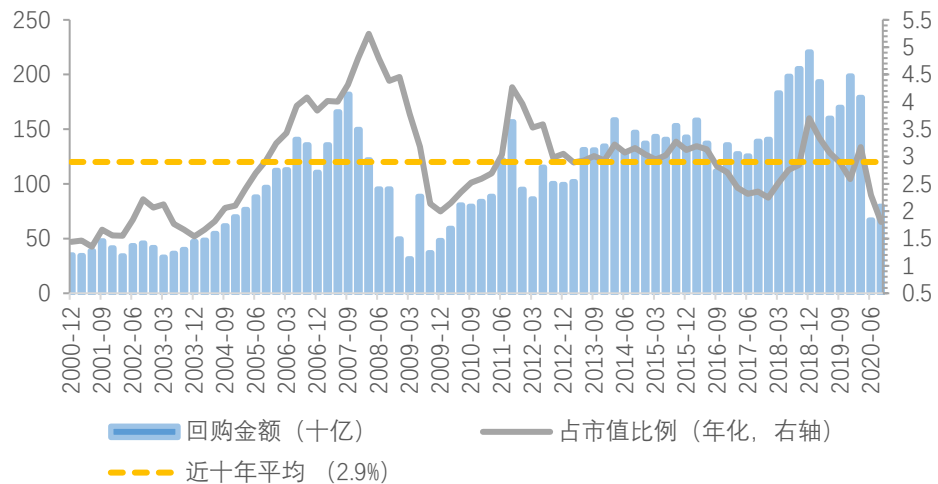


资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

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%。

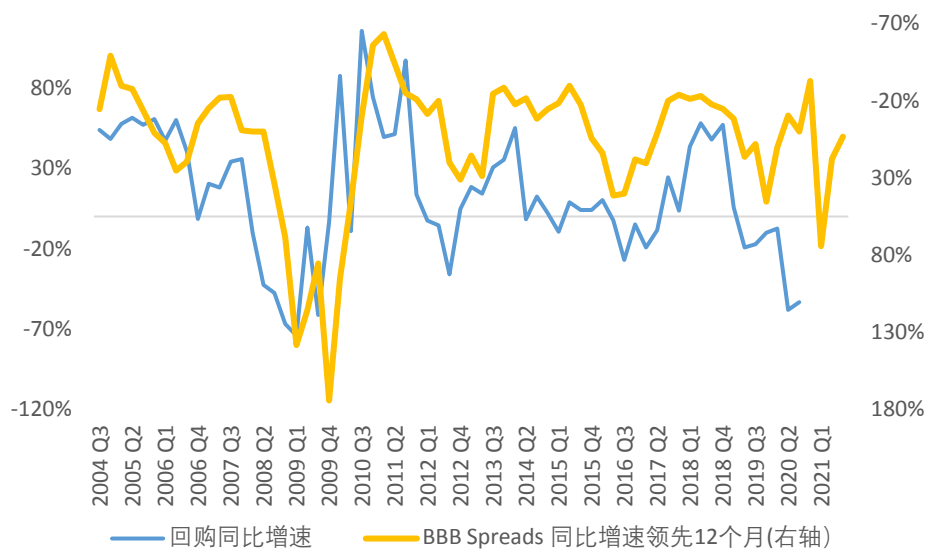
图 10：2020Q3 回购占市值比例继续回落



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



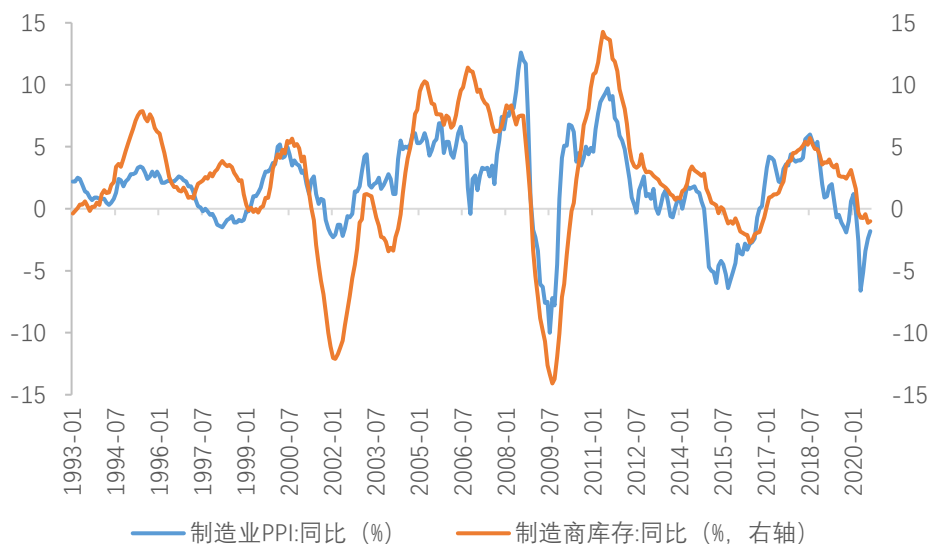
资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

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

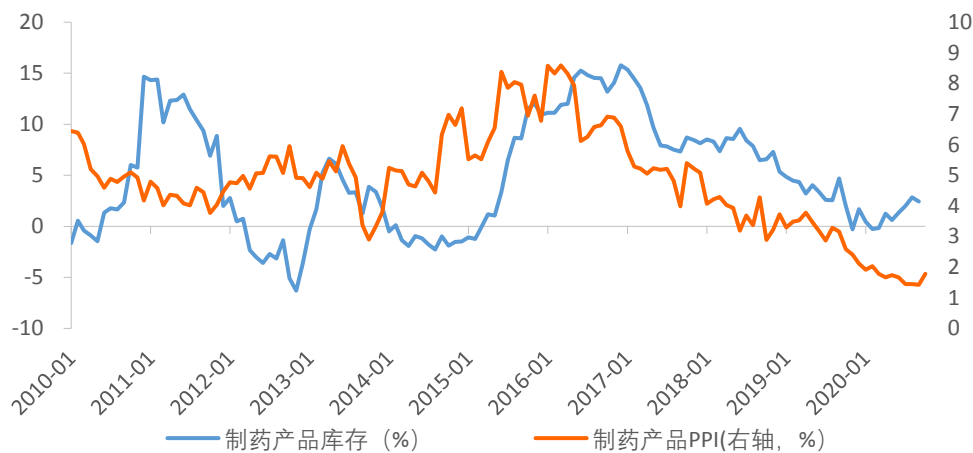


资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

1) 主动补库/景气度上升的行业

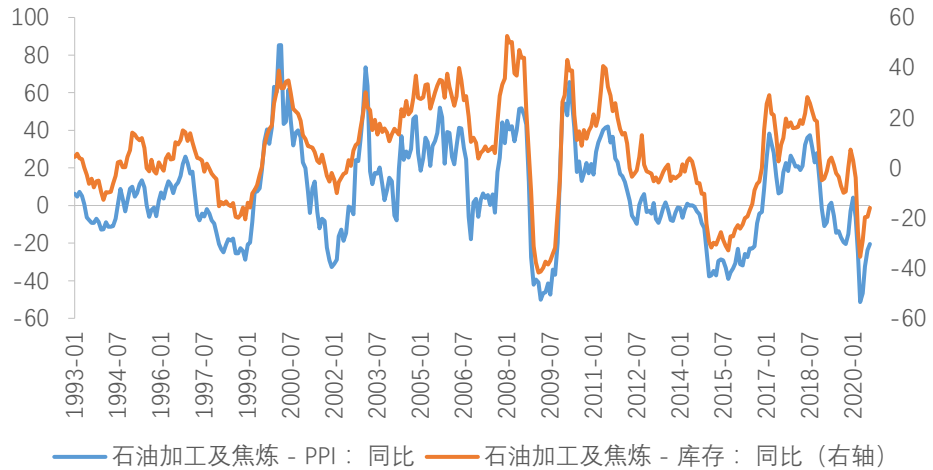
制药和石化行业主动补库存，景气度处于上升阶段。制药行业的高景气度主要来自疫情带来的医药品需求井喷。原油价格在 3、4 月份闪崩，一度跌为负值，随后在全球货币和财政双宽松的刺激下迅速反弹，带领石化品 PPI 回暖。库存方面，自 2018 年 6 月开始去库后，库存水平最低达 -35.5%，与历史底部持平，未来产业链景气度可能会持续好转。

图 13：制药业量价齐升，景气周期处于上升通道



资料来源: FRED, 天风证券研究所

图 14：石油加工产品开始主动补库(单位：%)



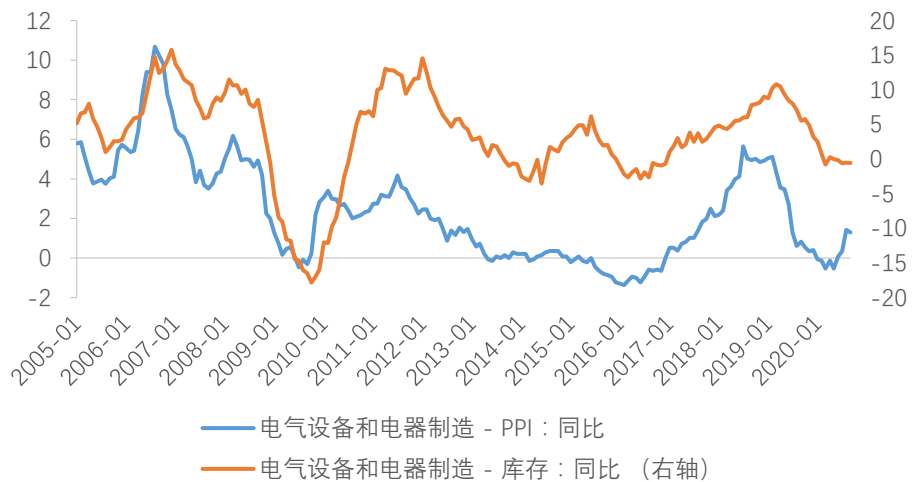
资料来源：FRED，天风证券研究所

2) 被动去库/景气度回升的行业

景气度反转回升的行业，主要是主动去库存处于相对后期的行业，包括电气设备、金属制品、初级金属等。

电气设备、电器和组件主要包含照明设备、家用电器和电气设备组件（比如发电机）等，细分行业应分属房地产后周期产业链。美国新屋和成屋的销售增速基本均在 18 年末见底、19 年回升，历史上看，美国房屋销售领先电气设备、电器和组件制造的价格约 1 年左右，因此今年行业可能从被动去库存的状态转为主动补库存。

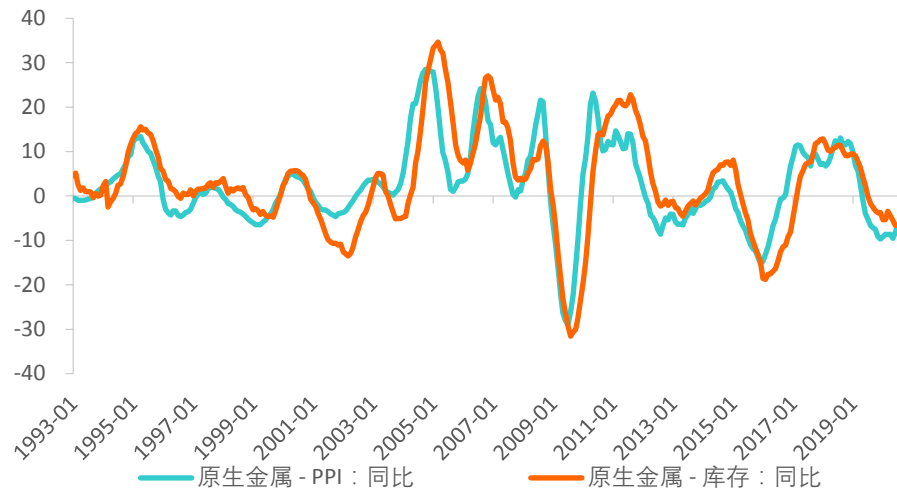
图 15：电气设备、电器和组件制造仍在被动去库(单位：%)



资料来源：FRED，天风证券研究所

初级金属和金属制品主要包含钢材、铝和有色金属的冶炼和制造，主要应用于电子、国防、航空航天、家用电器等行业。历史上看，上/中游金属行业周期性明显，且是制造业中补库较早的子行业，反映下游较强的备货需求。

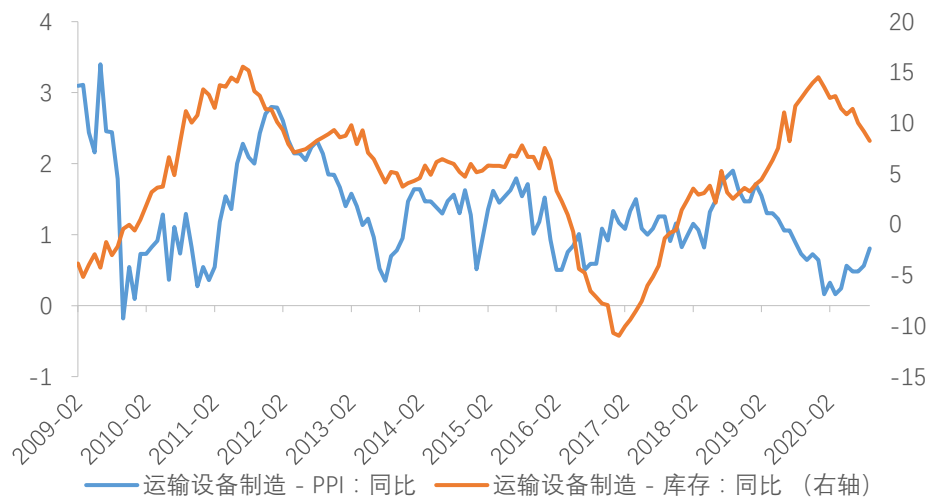
图 16：初级金属行业被动去库(单位：%)



资料来源：FRED，天风证券研究所

运输设备制造目前处于被动去库的状态。受波音 737MAX 机型停飞的影响，由于对复飞时间判断失误，波音公司今年 1 月才决定停止生产该机型。考虑到运输设备制造的库存同比达 9.2%，仍处于历史较高水位，预计运输设备制造业未来仍将经历较长时间的去库存。

图 17：运输设备制造业被动去库(单位：%)



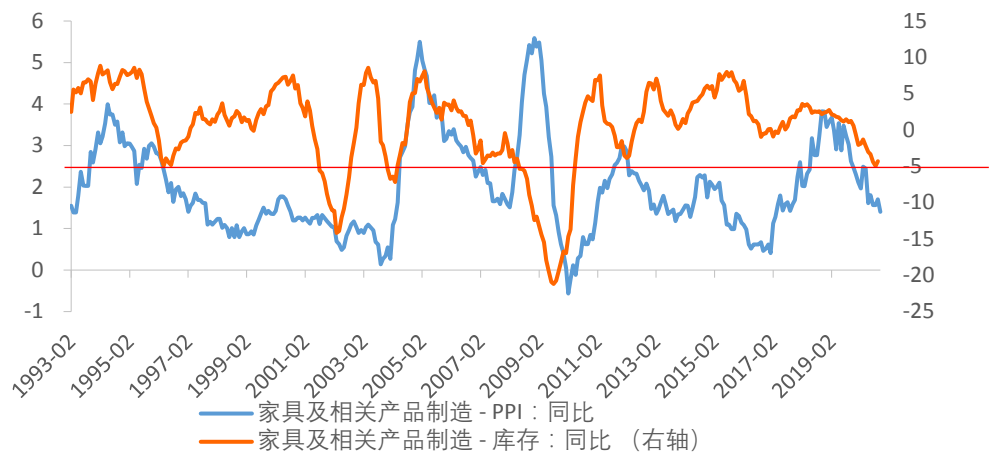
资料来源：FRED，天风证券研究所

3) 主动去库/景气度下降的行业

部分制造业仍在主动去库，景气度还将继续下行，包括家具制造、非金属矿物等。

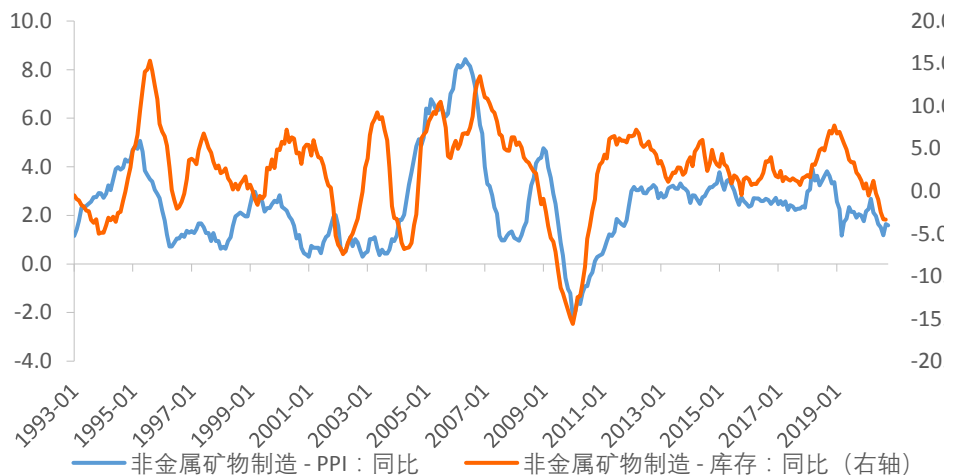
家具制造业属于房地产后周期产业链，自 2018 年 4 月开始去库，迄今已超过两年，且库存同比最低至 -5%，大致处于历史经验底部，考虑到今年以来房地产销售火热，预计行业明年可能从主动去库存的状态转为被动去库或主动补库。

图 18：家具制造未来可能转为被动去库或主动补库(单位：%)



资料来源：FRED，天风证券研究所

图 19：非金属矿物仍在主动去库(单位：%)



资料来源：FRED，天风证券研究所

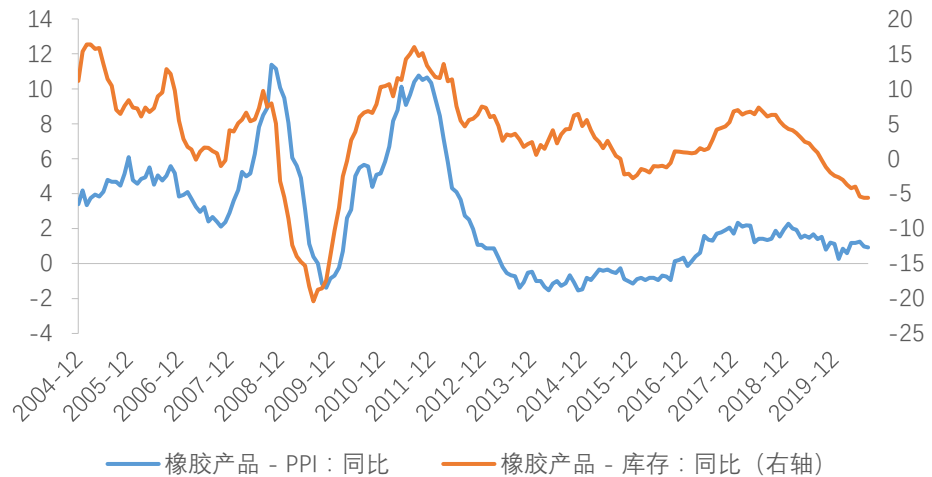
4）其他库存周期/状态不明显的行业

计算机及电子产品行业在 2015 年后库存周期不明显，目前库存同比处于近 5 年底部。居家办公趋势下景气度延续，PPI 同比处于近几年高位，行业有望补库。

部分行业价格不再下滑但反弹也不明显，可能处于主动去库后期，包括橡胶及塑料制品、机械制造等行业。

橡胶及塑料制品本轮去库从 2018 年 9 月开始，至今持续 23 个月，去库时长超过以往周期，当前库存同比-5.6%，大致处于除全球经济衰退（2000、2008）外的经验底部。下游需求中接近 7 成为轮胎，因此受汽车行业景气度的影响较大。欧洲新排放标准（2018.10 月 WLTP）、中国汽车税收优惠政策到期以及贸易争端等问题导致过去一年全球汽车行业产出下滑，但在基数效应下负面影响将在 2020 年逐渐消退。经历疫情导致的需求快速下滑后，PPI 有企稳回升迹象，橡胶制品产业链景气度可能将会好转。

图 20：橡胶制品的产成品库存已到经验底部(单位：%)

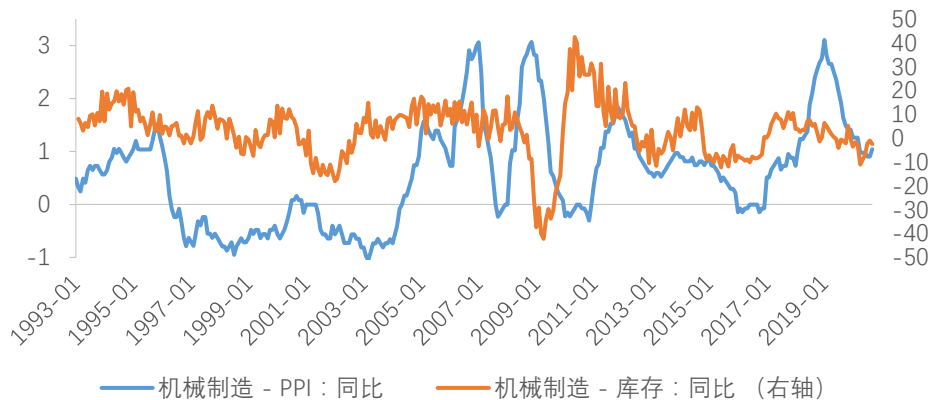


资料来源：FRED，天风证券研究所

机械制造景气度未来可能反转。建筑机械、农用机械和工业机械分别占机械制品库存的 7.9%、5.8% 和 12.0%。建筑机械主要受美国房地产市场回落的滞后影响，农用机械受到贸易摩擦对美国农业生产的影响，工业机械跟随制造业景气周期下滑，但贸易摩擦前置了企业去库存的行为，自 2019Q4 起转为补库。

2019 年以来的房地产销售回暖将带动建筑机械滞后性补库，和 2020 年的贸易摩擦阶段性缓和也会提升农业生产和工业生产的景气度，机械设备制造可能在 2021 年景气度开始回升。

图 21：机械制造行业转为主动补库(单位：%)



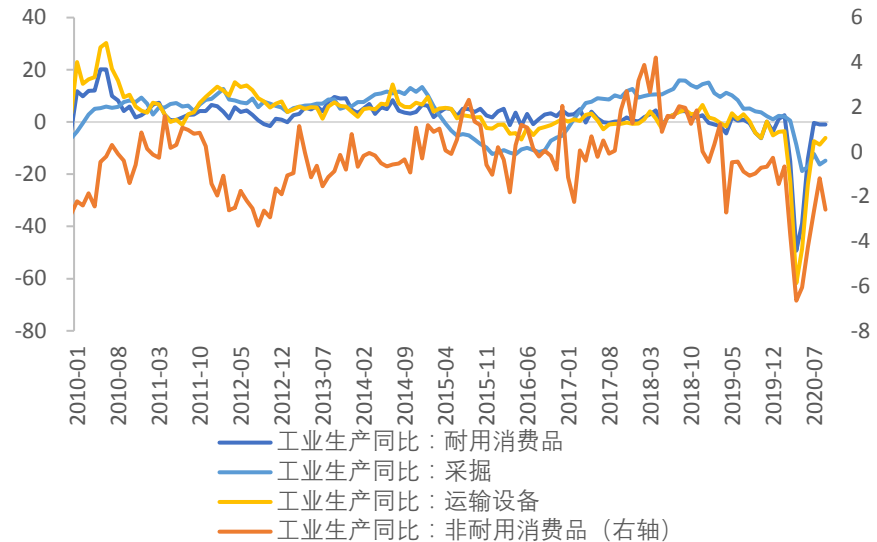
资料来源：FRED，天风证券研究所

三、对美股 20 年 Q3 盈利状况的总结和未来盈利的预测

跟二季度的情况相似，三季度美股盈利依旧大幅好于预期，主要原因是相比宏观经济下滑，企业销售收入恶化不明显。受疫情影响严重的传统制造业、能源交运和线下消费服务业的业绩下滑，一定程度上被市值占比越来越大的生物科技、信息技术和线上消费服务业的业绩表现所对冲。

受疫情反复影响，美国生产端修复不如消费，企业盈利上，三季度也呈现消费好于生产的特点。其中非必须消费行业业绩大幅反弹。虽然跟消费服务联系密切的住宿、餐饮和娱乐行业仍拖累行业整体表现，但汽车、多渠道零售和互联网直销零售成为指数盈利最大贡献。

图 22：耐用消费品、采掘和运输设备生产均有不同程度的反弹，但最近因疫情有所回落(单位：%)



资料来源：FRED, 天风证券研究所

美国大选基本尘埃落定，拜登与分裂国会的执政组合可能令拜登执行大规模财政刺激的能力，以及民主党在公共投资、税收、医疗保健和气候等方面的相关立法的实施力度受到限制，其中短期财政刺激政策和公共投资的范围和规模会更温和，推出加税政策的难度较大。

目前市场的一致预期是 2021 年美股 (SP500) EPS 恢复到 2019 年水平，从 Q2 和 Q3 的美股盈利修复来看，恢复速度符合市场预期，乐观情形出现的概率正在增加。经济复苏的同时，全球利率环境会承受一定压力，价值成长的估值分化有望收敛。近期疫苗研发成功的消息已经对周期板块的情绪形成阶段性提振，但未来顺周期行业的景气度能否持续改善，仍需要疫情得到控制、疫苗较快问世并广泛应用和货币财政刺激的配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com