

2020Q2 美股基本面解析

证券研究报告

2020年08月26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 《宏观报告: 宏观环境定价合理, 关注流动性变化和结构性机会-8月第4周资产配置报告》 2020-08-23
- 2 《宏观报告: 对三季度政策面和流动性环境的讨论-超储率的视角》 2020-08-19
- 3 《宏观报告: 美债利率回升, 敲响宽松预期警钟-8月第3周资产配置报告》 2020-08-19

相比宏观经济下滑, 企业销售收入恶化不明显是二季度盈利超预期的主要原因。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。

目前市场对美股的一致预期是 2021 年 EPS 恢复到 2019 年水平。实际来看, 企业盈利修复需要疫情(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。

经济状态来看, 本次疫情加速了美国制造业的去库, 制造业当前整体呈现去库末期/主动补库早期, 景气度回升的状态。若疫苗能在今年底出炉, 可能对周期板块市场情绪形成提振, 但实际补库力度可能缓慢且漫长。

利润率未来将小幅上升。其中能源成本将跟随油价和大宗商品反弹但幅度有限; 财务费管理费用预计将在经济复苏初期的低利率下保持低位; 受疫情冲击较大、特别是经营性杠杆较高的交通运输、能源、资本品等板块利润率可能随着生产和收入回暖明显反弹。

回购规模预计将快速反弹, 对企业盈利形成支撑。相比疫情之前, 股票回购的行业分布分化将会加剧, 对科技企业盈利贡献较大。

乐观情形下, 经济 V 型复苏, 全球的利率环境会承受一定压力, 周期板块存在较好机会, 价值成长的估值分化有望收敛; 但若疫情一直持续到 2021 年下半年, 出现 2-3 次反复, 致使结构性失业长期存在, 消费难以恢复, 且财政刺激无法及时推出, 则权益市场对于周期板块的乐观预期将会落空。

风险提示: 美国疫情二次扩散风险, 能源价格大跌, 农产品价格大跌, 贸易冲突超预期



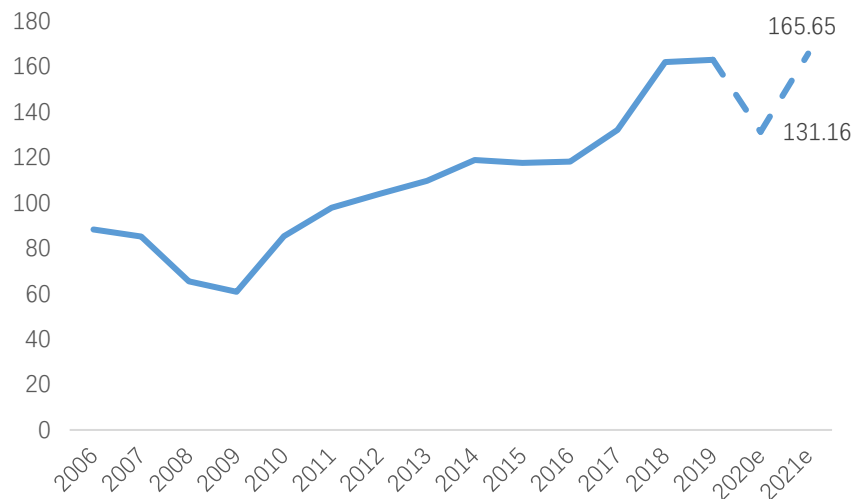
一、 2 季度 EPS 同比增速-34.5%，高于市场预期

今年三月，新冠疫情的全球扩散对海外金融市场造成了几十年难得一见的冲击和动荡，然而标普 500 指数在六个月后再创新高。美股的上涨主要得益于货币和财政政策共同刺激下的流动性泛滥和风险偏好抬升。尽管疫情持续好转落实到经济乃至企业盈利基本面仍需要时间，但相比当下企业利润的下滑，市场更关注远期盈利。

企业盈利由企业销售收入与利润率决定，并受企业回购行为影响，因此我们将从这三个方面对美股盈利进行分析和预测。

二季度标普 500 指数 EPS 同比下滑 34.5% (对比一季度: -15%)，好于市场预期，而最新的彭博一致预期也上调 2020 年盈利增速至-19.5% (对比 2020 年 7 月: -23.4%)。由于美国疫情和封锁最严重阶段发生在 4-5 月，因此疫情对经济和企业盈利的最大冲击也主要体现在二季度。二季度美国名义 GDP 同比下滑 9%，但标普 500 企业销售仅收缩 9.6%。**相比宏观经济下滑，企业销售收入恶化不明显是二季度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

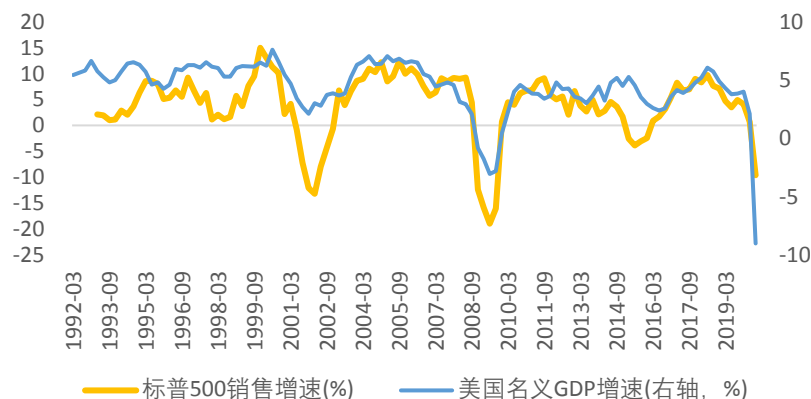


资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

1.1. 销售收入仅下滑 9.6%

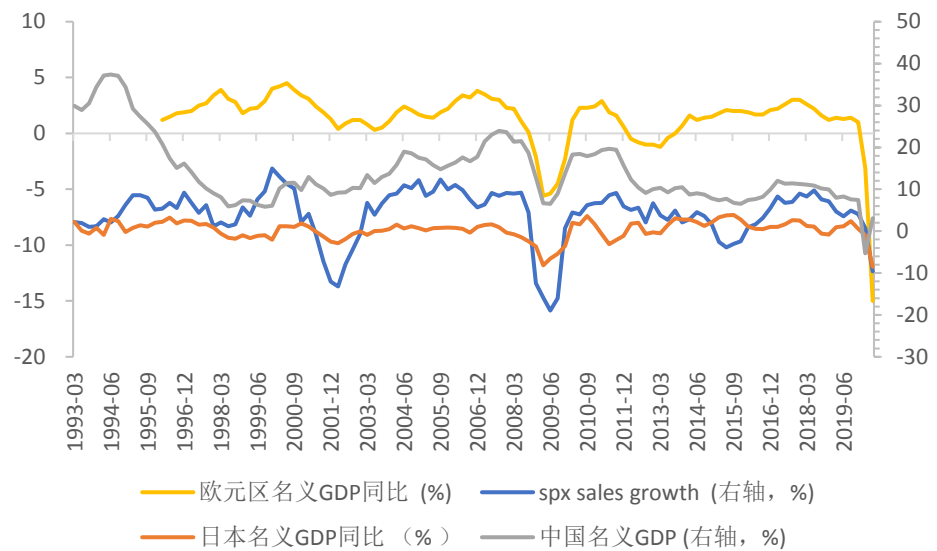
受疫情影响，标普 500 销售增速从 19Q4 的 4.1% 回落至 20Q2 的 -9.6%。海外营收占标普 500 企业总营收的 44%，因此海外经济表现和美国上市公司的销售收入有直接的正相关性。2 季度，美国、中国、欧元区和日本的名义 GDP 增速分别为 -9%、3.1%、-15% 和 -8.5%。

图 2: 美国名义 GDP 增速 vs SPX 销售增速



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

图 3: 其他主要国家名义 GDP 增速 vs 标普 500 销售增速

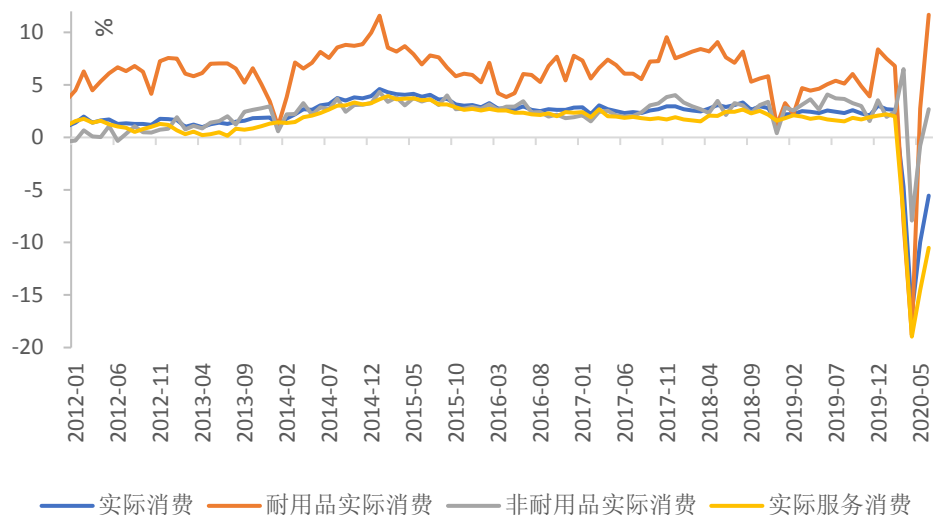


资料来源: Bloomberg, WIND, 天风证券研究所

经济结构上,受疫情影响,2020 年上半年投资和消费均明显下滑,上游行业如能源、原材料受到大宗商品价格回落影响业绩受损严重。消费中必需消费受疫情影响较小,服务消费仍没有恢复到疫情前水平。

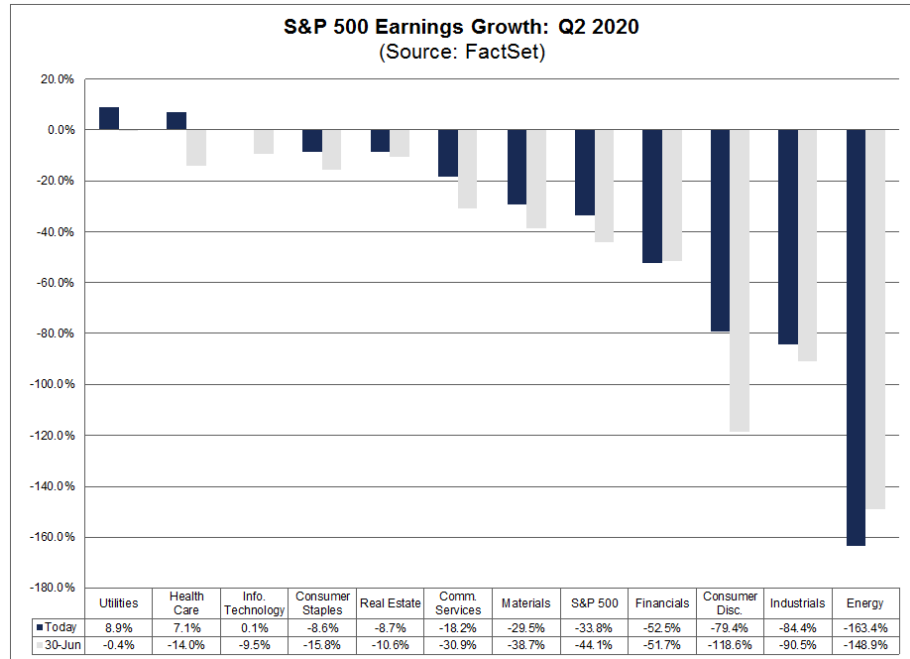
股票板块上,上游行业如能源 (-163.4%)、原材料 (-29.5%) 受到大宗商品价格回落影响业绩受损严重,企业取消订单和投资,工业品 (-84.4%) 需求走弱,包含耐用消费品和消费者服务的非核心消费品 (-79.4%) 业绩下滑明显。相比之下,直接受益疫情的医疗保健和信息技术的业绩韧性十足, EPS 增速分别为 7.1% 和 0.1%。

图 4: 服务消费反弹乏力



资料来源: FRED, 天风证券研究所

图 5：二季度各行业 EPS 增速分化（到 8.7）



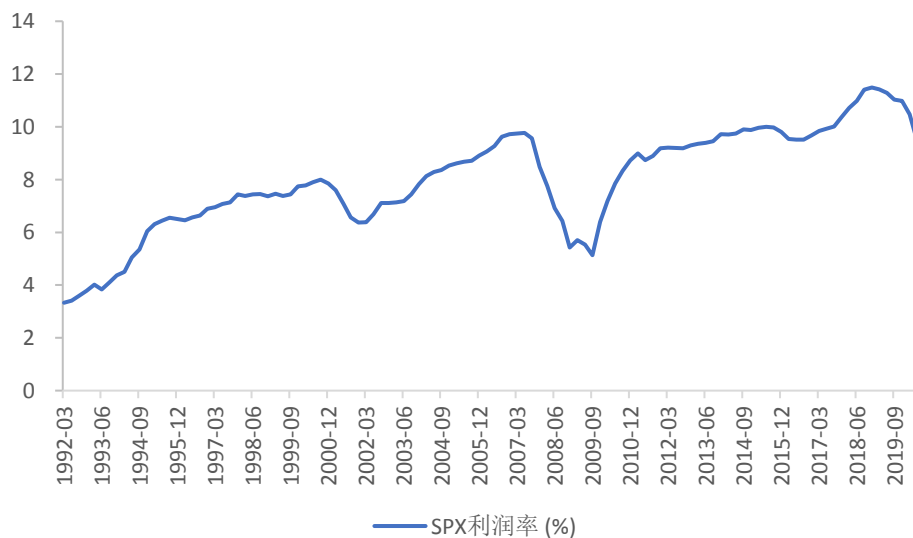
资料来源：Factset，天风证券研究所

1.2. 利润率下滑至 9.5%

疫情影响下，标普 500 企业的利润率快速下滑至 9.5%，大约与上一个周期底部 2016 年持平。

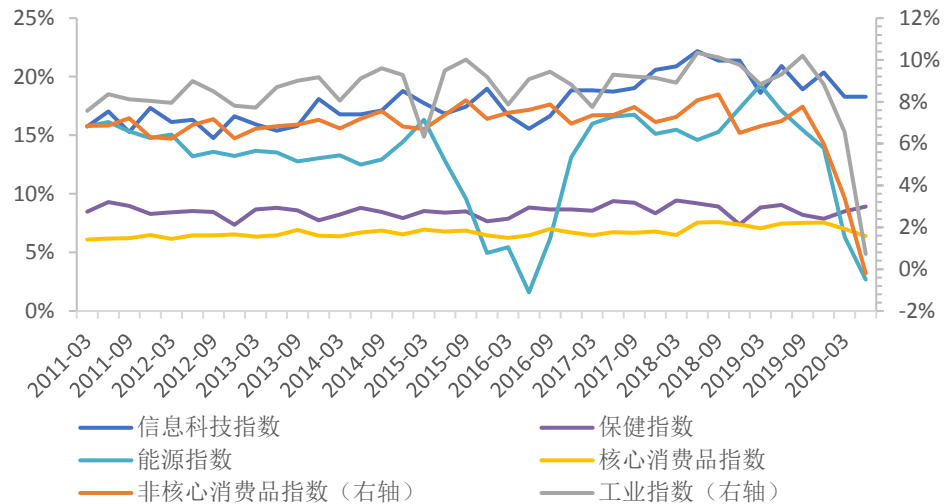
虽然主营业务成本跟随低油价，财务费用跟随低利率、管理费用跟随工资增速、以及税负均明显回落等，但依然无法完全抵消收入下滑的冲击，因此企业利润率也大幅下滑。受疫情冲击较大、特别是经营性杠杆较高的非核心消费品、能源、资本品等板块，利润率下滑尤为明显。相比之下，在疫情下需求相对稳定、经营性杠杆较低的医疗、科技和核心消费品等行业，利润率变化不大。

图 6：标普 500 企业的利润率下滑至 9.5%



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

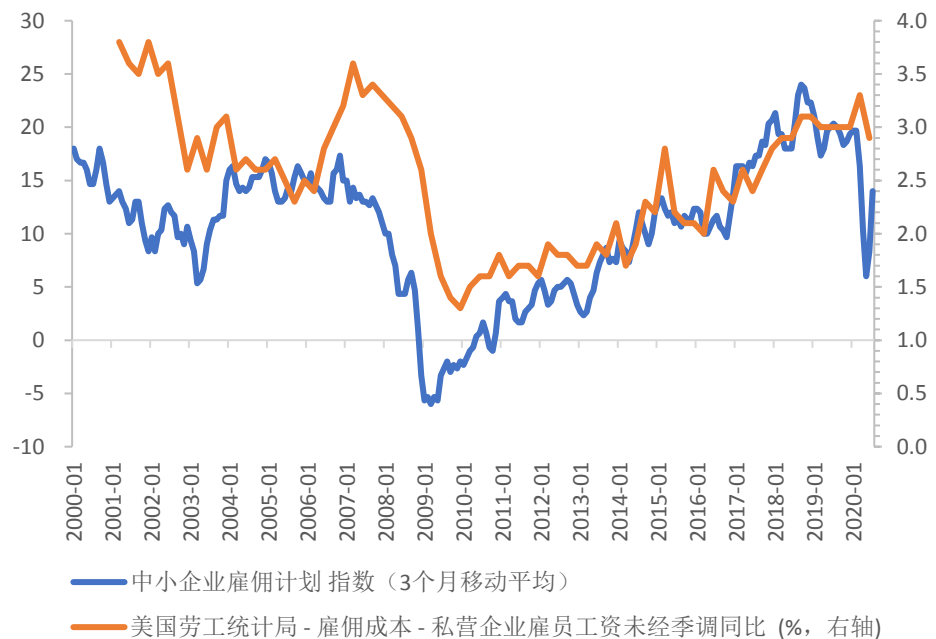
图 7：各行业企业的利润率分化



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。疫情期间，中小企业雇佣计划指数一度回落至 1，随后在货币和财政政策帮助下快速反弹。但考虑到刺激计划退潮后，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。

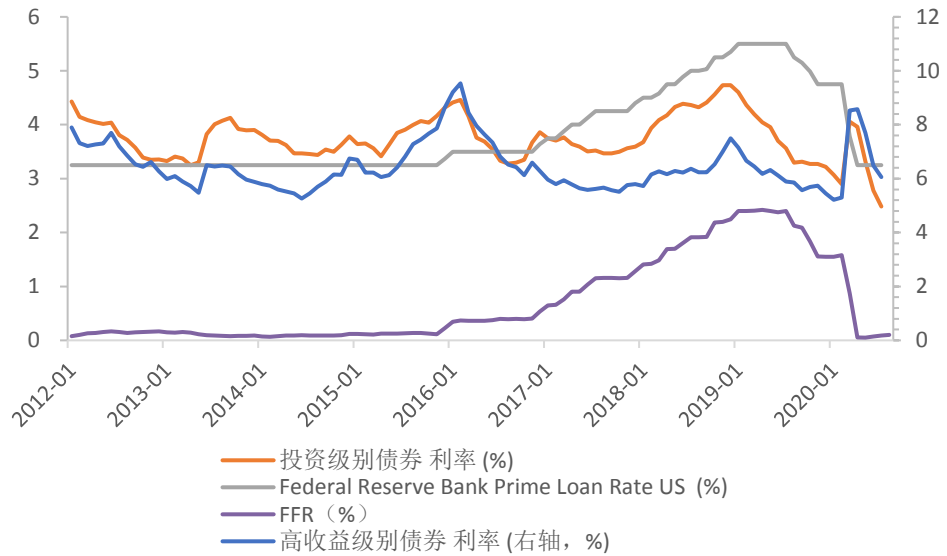
图 8：今年薪资增速大概率继续下降



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

利息成本方面，2020 年美联储连续降息将联邦基金利率目标区间下调至 0 至 0.25%，市场经历了短期的流动性紧缩后，除高收益债之外，各借贷利率均不同程度的降低。10 年期美国一度跌至 0.3% 附近；美国投资级债券的平均收益率为 2.48%，为三年以来最低水平；垃圾债收益率虽然回落至 6.05%，仍高于疫情前水平。

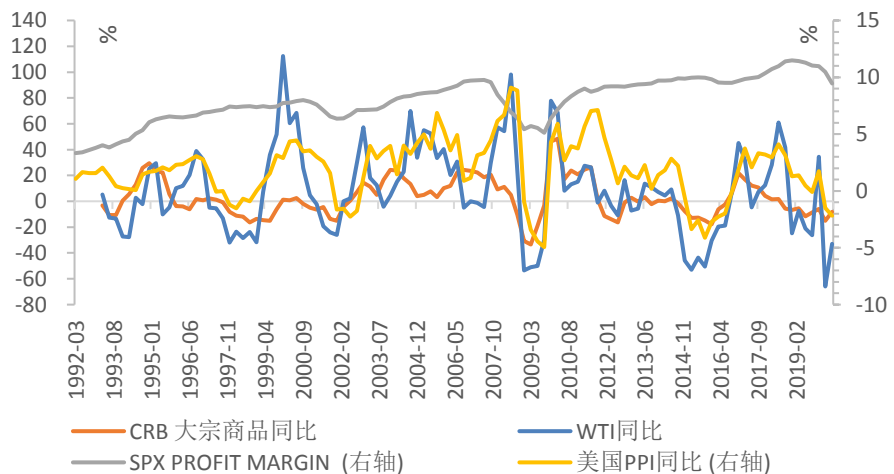
图 9：企业利息成本在下半年走低



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

能源成本方面，大宗商品价格暴跌，缓冲了企业的利润率下滑。我们在《EPS 衰退时的美股表现》中谈到，PPI 既会影响美国企业经营性收入，也会影响美国企业经营成本，美国经济回落时 PPI 高企对企业盈利是负面影响（PPI final demand 和 PPI commodities 分别代表收入和成本）。相比 2000 年和 2008 年企业利润率分别下滑 1.64% 和 4.64%，此次标普 500 企业利润率的下滑幅度介于两者之间。

图 10：大宗商品价格下滑缓解主营业务成本压力

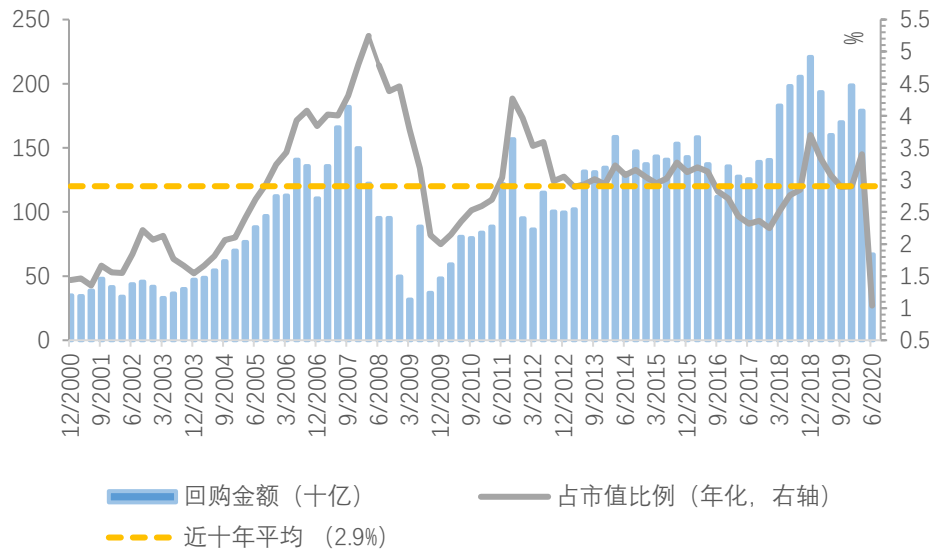


资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

1.3. 股票回购明显下滑后可能回升

2019 年，标普 500 指数回购总规模为 7220 亿美元左右，占总市值的 2.9%。受疫情影响，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。一季度回购活动暂时未受到明显影响，总规模和市值占比均有所抬升，但二季度企业仅完成 670 亿美元回购，占市值比例下滑至 1.04%。参考 2009 年，当年回购金额较 2008 年大幅下滑了约 60%。

图 11：2020Q2 回购占市值比例回落



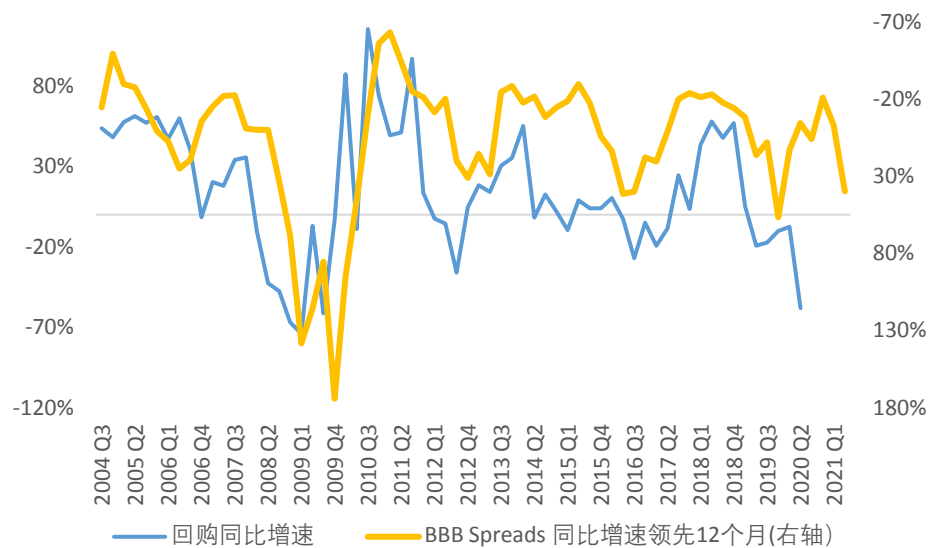
资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

但另一方面，美联储快速宽松之后，BBB 评级信用利差快速回落，企业从债券市场获得新增资金之后没有投资计划，又加大了股票回购力度。3 月时，标普 500 的权重公司中有近 1/5 宣布暂时冻结股票回购计划，而在 6 月和 7 月几乎没有出现企业宣布暂停股票回购的公告。

其中，占标普 500 指数权重最高的科技股的回购量最高。例如，谷歌母公司 Alphabet 二季度用 69 亿美元回购股票，数额比去年同期增长了 92%；微软二季度回购股票 58 亿美元，同比增长 25%；苹果二季度回购额虽然同比下滑 6%，但总额仍然接近 160 亿美元。

在低息环境下，未来企业回购将会有所回暖。但是相比疫情之前，股票回购的行业分化将会加剧，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 12：企业债回购同比增速可能出现回暖



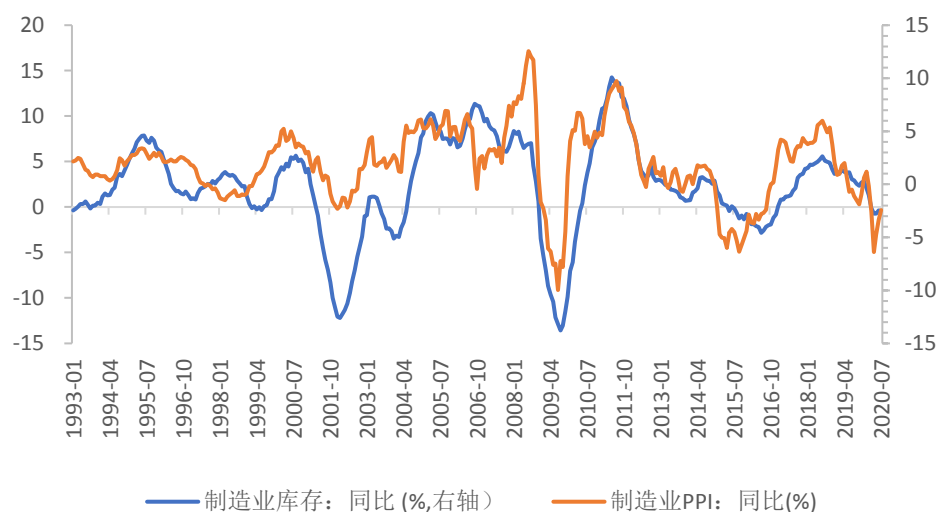
资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

二、经济重启后的美国制造业景气度状况

美国制造业按照工业产出额的排序是非耐用消费品、汽车及零部件、建材、耐用消费品、

信息技术、国防和飞机。具体而言，我们用库存和价格来判断细分行业的景气度状态。价格上涨/库存回补意味着景气度上升，价格下跌/库存去化意味着景气度下降。疫情加速了美国制造业的去库，制造业当前整体呈现去库末期/主动补库早期状态。

图 13：美国制造业整体呈现去库末期/主动补库早期状态

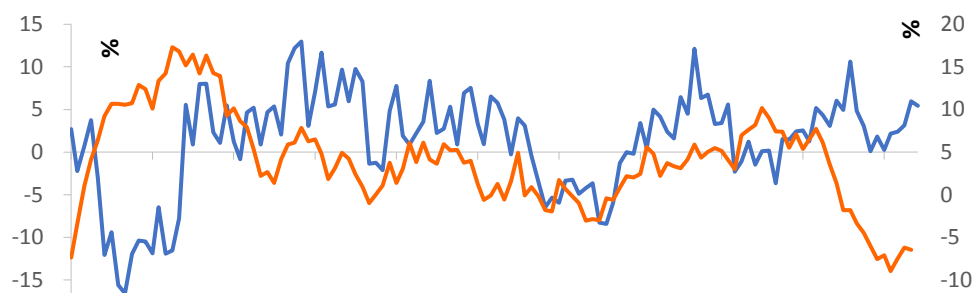


资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

1) 主动补库/景气度上升的行业

化学品和计算机及电子产品主动补库存，行业景气度处于上升阶段。化学品的高景气度主要来自疫情带来的医药品需求增加。计算机及电子产品行业自 2018 年 2 月开始去库，截至 2020 年 2 月下行超过 24 个月，考虑到以往行业下行期大致为 18~24 个月，当前库存同比企稳回升，行业 PPI 自 2018 年 5 月后趋势上扬，居家办公趋势下景气度有望延续。

图 14：化学品制造业量价齐升，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_2946

