

諾亞研究

2020年12月2日

主題 | 企業業績和行業表現為何差異

鄭梅玫 諾亞國際高級研究員

核心觀點

在三季度的財報中，很多公司的管理層都使用了非常強勁的語言來描述企業銷售的復蘇，儘管這一描述一般具有修飾性，但實際的增長數位確實顯示出除了個別行業以外，K型復蘇的落後板塊正在結構性的復蘇。

我們曾經詳細解釋了宏觀經濟和資本市場的表現脫節、企業業績和股市表現脫節的主要原因，也列舉了過去91年中，上市企業盈利下跌而股指上漲或者盈利上漲但股指下跌的年份共有31年，這種不「匹配」的情況高達三分之一。而今年不僅美國，全球大部分國家上市公司盈利都下降，但股指則大多數上漲。

那麼，如果我們下沉到細分行業，這種不對稱情況又是如何呢。

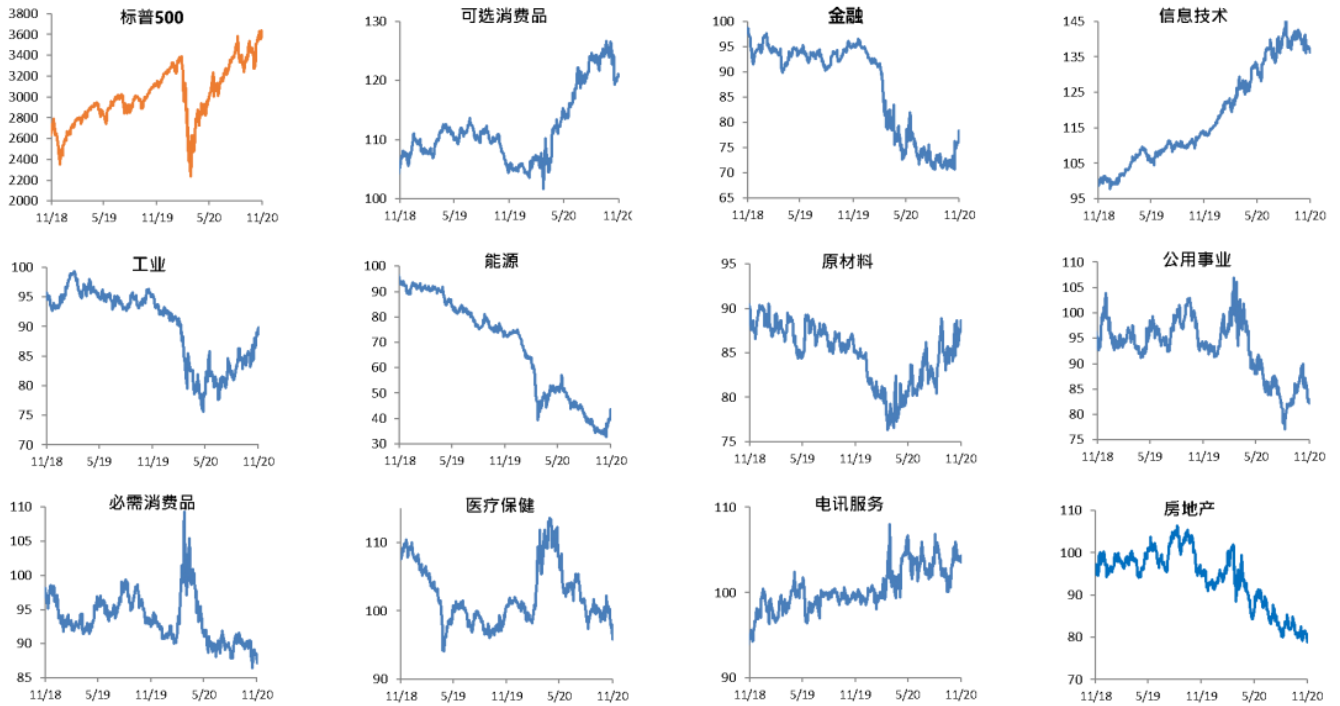
我們先以最近的今年三季度為例，標普500成分股整體盈利同比下跌6.3%，較上季度的下跌31.3%大幅改善。其中，健康護理行業的企業盈利增速最強勁，平均同比增長了13%，同樣錄得正增長的還有必需消費品、資訊技術、公用事業以及通訊行業，分別較去年三季度溫和增長2%至4%。但是實際上，過去三個月，工業、金融及原材料才是資產價格表現最好的三個行業，但這都不是業績表現好的行業。

從這一角度來說，股市表現和業績表現不僅在年度的時間維度表現不一致，在越短期的行業層面往往更加脫節。這很好理解，企業實際盈利在一段時間是不變的，盈利預期改變在一個季度改變的幅度也不大，但資產價格不會一成不變，因而這段時間股票走勢更多受到盈利以外的其他因素所左右。

如果我們再往下看到63個標普細分行業中，有36個板塊平均盈利正增長，27個板塊盈利下跌，其中，盈利增長最多的互動式媒體服務、軟體提供商、電動汽車、藥企及生物科技公司。而這些板塊剛好是三季度盈利之前，也就是三月大跌之後的半年時間裡市場表現最好的板塊，這樣大家也就理解市場對於企業盈利預期的提前定價的現象，而越往微觀層面看，這種提前定價的關係往往越明顯。

而如果我們拉長時間維度來看，以我們長期看好的三大投資主線科技、消費及健康護理為例，每股盈利EPS在過去10年，分別大約累計增長了220%、180%（可選消費）、100%（必需消費）及150%，而標普的其他行業的盈利大多和十年前水準並無太大差距，亦或輕微改善。那過去十年這三個盈利增長最強勁的行業的指數表現呢，科技、消費及健康護理指數分別累計上漲了650%、520%和440%，而標普的其他8個行業過去十年平均漲幅僅為260%。

圖：標普各行業表現與標普 500 指數之比



來源：彭博，諾亞研究，數據更新至 2020 年 11 月 27 日，過去表現不代表未來業績。

從這一角度看，企業業績與市場表現並未脫節，而是會在更長的時間維度與市場表現相掛鉤，這也剛好驗證了我們昨天提到的連接上市公司股價和盈利的一個重要變數就是股市的估值的變化，市場對於公司股票估值的定價，正是基於更長時間維度的盈利增長預期，而非短期業績表現來給予估值。

我們再從另一個維度嘗試理解一下，今年以來不同成熟市場表現差異和基本面的關係。歐美的三季度 GDP 都扭轉二季度的歷史最大跌幅後均大幅反彈，歐洲三季度 GDP 環比上升 11.6%，而美國三季度 GDP 環比增長了 7.4%，二者較去年同比水準分別收縮了 4.4% 和 2.9%，看起來歐洲的三季度經濟反彈還要更強勁一些。但如果看到企業盈利，情況則不太一樣。

剛才提到今年三季度標普 500 成分股整體盈利同比下跌 6.3%，較上季度的下跌 31.3% 大幅改善。

而歐洲 STOCXX 600 指數，三季度盈利整體仍然下跌了 23.7%，二季度的下跌幅度更深至 65%。從這個角度來看，歐洲 STOCXX 600 與標普 500 指數今年表現差距的接近 20% 也就沒有那麼奇怪了。

這是因為我們昨天也提到的上市企業業績與宏觀經濟並不能完全掛鉤，而在不同國家，這一相關性也表現差異很大。尤其是美國上市大企業的跨國經營、缺少競爭等原因，使得過去十年，更廣泛的美國企業平均利潤增長，與標普 500 企業的平均利潤增長越來越分化，至疫情發生前，二者的十年累計增長率分別為接近 50% 和 160%，差距超過 100%。

實際上今年疫情以來很多美國大企業的盈利和營收都強勁復蘇，如果不計酒店休閒、航空和油氣三個盈利大幅受挫（下跌 100%以下）的行業，標普 500 企業其實較去年第三季度盈利還增長了 4.3%，雖然尚且低於過去五年的平均 6.4%同比增速，但在疫情還沒有明顯受控下也實屬不易。

在三季度的財報中，很多公司的管理層都使用了非常強勁的語言來描述企業銷售的復蘇，儘管這一描述一般具有修飾性，但實際的增長數位確實顯示出除了個別行業以外，K 型復蘇的落後板塊正在結構性的復蘇。不過，企業業績好壞可以視為對過去市場表現的檢驗，但不能給未來市場表現提供太多指引。

今年市場表現與宏觀經濟的脫節還是達到了歷史之最，這幾個財報季也可以說是在資本市場過去幾年裡最沒有影響力的季度，不過我們還是希望從行業以及橫向的比較，給大家提供了一些資料參考，說明聽眾理解多一些宏觀經濟、行業增長和投資者的預期之間的關係。希望大家瞭解到市場的複雜性，而越短期的「直覺」可能會越難做投資，這也是我們一直以來堅持的中長期資產配置的重要原因。

免責聲明: 本檔所有內容(包括但不限於觀點、結論、建議等)僅供參考，不代表任何確定性的判斷，亦不構成向任何人作出任何要約或要約邀請，亦非投資建議。

您仍應根據您的獨立判斷做出您的投資決策，投資涉及風險，諾亞控股(香港)有限公司(以下簡稱「本公司」)及其關聯公司不對因使用本檔而產生的任何後果承擔法律責任。本檔包含前瞻性的預測，任何非對過往歷史事實的陳述均為前瞻性的預測，本公司並不保證完全準確或未來不發生變化。本報告的資訊來源於公開資料，本公司對這些資訊的準確性和完整性不作任何保證，也不保證所包含的資訊及建議不會發生任何變更，本公司已力求報告內容的客觀、公正，但文中的觀點、結論及建議僅供參考，不代表任何確定性的判斷。

本報告相關知識產權歸本公司及其關聯公司所有，未經本公司及其關聯公司許可，任何個人或組織，均不得將本報告內容以轉載、複製、編輯、上傳或發佈等任何形式使用於任何場合。如引用或刊發需註明出處為「諾亞香港研究部」，且不得對本報告進行有悖原意的引用、刪節和修改。諾亞控股(香港)有限公司及其關聯公司保留追究侵權者法律責任之權利。任何機構或個人使用本檔均視為同意以上聲明。