

估值图鉴：中美市场的板块表现差异

分析师：牟一凌、方智勇

摘要

- 1. 中美板块表现对比：新能源共振较为明显，但上游资源与金融存在明显“脱钩”。**2010年以来，国内新能源整体表现好于海外，除了新能源车以外，其他新能源细分板块均表现好于海外。而国内半导体大幅跑输海外，金融以及上游资源品亦是如此。2020年疫情爆发以来，国内所有板块均跑输了海外。新能源除了车（海外主要受特斯拉的影响较大）以外，其他板块跑输的程度基本上很小。而资源品与金融跑输依旧较多。所以无论从哪个时间段来看：（1）中美新能源共振的现象较为明显，表现的关联度很高，甚至国内部分细分板块的表现要好于国外；（2）国内金融与上游资源品均跑输海外，“脱钩”较为明显，即便是在国内PPI与海外CPI/PPI均创下2000年以来新高的宏观环境下，国内投资者相较于海外投资者而言，依然对于通胀中枢抬升存在定价上的分歧。
- 2. 中美板块估值概览：大部分板块PB定价比PE更充分，估值整体上依旧是中下游为主的成长+消费 > 上游周期 > 金融。**无论是美股还是A股，大部分细分板块的PB分位数均大于PE分位数，而从估值排序上看A股和美股都是以中下游为主的成长+消费 > 上游周期 > 金融。不同之处在于：（1）与2010年之前的估值对比（PB取最大值，PE取中位数），美股部分板块的PE已经超过2010年之前的中枢（医药和能源），而A股均未超过，尤其是金融和上游资源相比于2010年之前的估值水平差距巨大；（2）当前A股新能源相关/半导体板块的PB/PE估值普遍高于海外（除了新能源车是因为特斯拉的影响），而其他板块的PB明显低于海外，大部分板块的PE都高于海外（除了金融与能源）。
- 3. 中美成长和消费板块估值对比：中美新能源/半导体大幅消化估值，但PB仍不算便宜；中美医药股出现明显背离。**从成长+消费细分板块估值的历史走势和当前的位置对比来看：（1）费城半导体指数的PE接近2020年疫情爆发时水平，PB仍较高。相比之下A股半导体指数虽然PE处于历史极低水平，但PB处于历史较高水平（与费城半导体指数相当）；（2）当前全球新能源估值仍不是很便宜：WilderHill全球新能源创新指数PB估值距离疫情前水平仍有较大距离。虽然目前A股电力设备与新能源的PB水平回到了2020年9月的水平，但仍高于全球；（3）当前全球太阳能指数的PB估值不能算很便宜，仍处于历史相对高位；而A股太阳能指数的PB水平也仍处于相对高位（远高于全球水平）；（4）美股新能源车的PB处于历史中枢水平，但绝对值很高（高达18）。相比之下A股新能源车的估值水平低很多，但也处于历史中枢附近；（5）全球锂电池产业链估值大幅下行，但PB水平仍接近2017年的最高水平，而A股锂电池指数估值水平仍远高于海外；（6）美股医药股的估值仍处于2010年以来的最高位。中美医药股估值出现了明显的背离：A股医药股的估值水平波动很大，从高位大幅回落，已经低于2020年3月的水平（PB低于美股，但PE仍高于美股）。

摘要

- 4. 中美金融与资源板块估值对比：美股上游资源与金融拔估值，A股大幅杀估值。**从金融和上游资源的细分板块估值的历史走势和当前的位置对比来看：（1）美股金融股的PB估值水平其实并不低，已经接近2018年的最高点水平，但PE仍处于历史低位，接近2013年时期的低点。相比之下A股金融股的PB估值水平仍在创历史新低；（2）美股能源股的估值其实并不便宜：PB已经是2009年以来的最高水平，而PE也接近2010年的最大值。相比之下A股能源股的估值水平甚至还未达到2018年的高点，仍处于历史低位（绝对值远低于美股）；（3）海外铜资源股其实也不便宜：PB估值水平接近2011年时的水平，超过了2017年。相比之下，A股铜股票的估值已经低于2018年年底/2020年3月疫情爆发时的水平（绝对值低于海外）；（4）美股铝业股票的PB估值一度创下2002年以来的新高，PE处于历史低位（低于2018年）。对比来看，A股铝股票的估值水平无论是PB还是PE都处于历史低位（远低于2017年的高点）。
- 5. 中美板块走势关联度均较强，但明显从此前最大涨幅或者本轮回撤的幅度来看仅有新能源能与海外相提并论，而半导体/医药/金融/上游周期的回撤或涨幅与海外差距巨大。**从中美板块之间的走势联动性来看，基本上2020年疫情爆发以来二者之间的相关性是在增强的，按照相关系数大小排序：锂电池（0.91）=医药（0.91）>新能源车（0.88）>铝（0.81）=铜（0.81）>半导体（0.80）>太阳能（0.74）>金融（0.66）>能源（0.63）>新能源整体（0.59）。尽管联动性在增强，但从涨幅或者回撤的幅度来看仅有新能源能够与海外相差不大，而其他板块差异巨大：尤其是能源、铜和铝，此前最大涨幅远不及海外的同时，本轮回撤的时候跌得却比海外多：（1）美国能源股最大涨幅/本轮回撤分别为243%/9%，而A股能源股为95%/18%；（2）全球铜指数最大涨幅/本轮回撤分别为490%/22%，而A股铜指数为127%/41%；（3）美股铝业股最大涨幅/本轮回撤分别为352%/25%，而A股铝指数为185%/44%。
- 6. 风险提示：**估值方法的适用性；历史走势相关性不代表未来；数据误差。



01

中美板块表现对比

02

中美板块估值：概览

03

中美板块估值对比：历史走势

04

中美板块走势关联度：疫情前后对比

05

风险提示

CONTENTS

目录



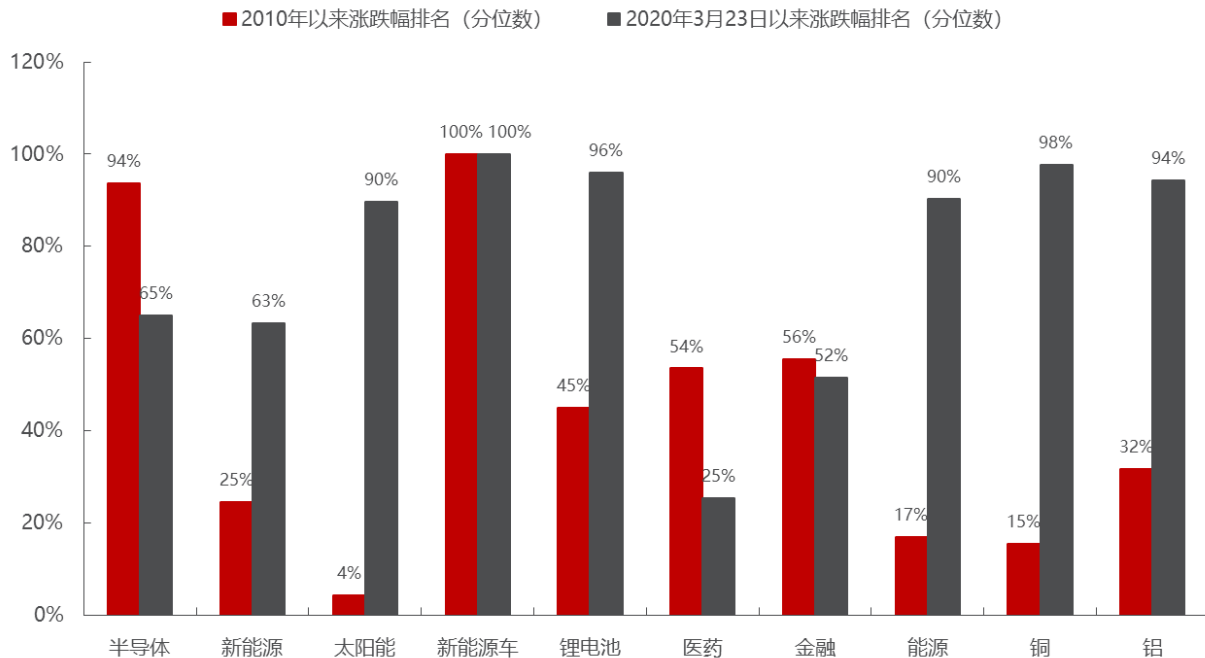


01. 中美板块表现对比

01 海外热门板块表现概览：2010年以来 VS 2020年疫情以来

图1：2010年以来仅新能源车和半导体涨幅排名靠前，而疫情爆发以来能源与金属出现明显反转信号

- 如果我们以GICS的150个四级行业作为比较样本，则**半导体和新能源车**的2010年以来涨跌幅排序分位数在90%以上。
- **能源与金属出现了明显的反转信号**：2010年以来的涨跌幅排序分位数均很低，然而**2020年3月23日以来的涨跌幅排序分位数均在90%以上**。



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院。注：数据截至2022-04-27，如无特殊说明，下同。

01 海外热门板块表现概览：2010年以来 VS 2020年疫情以来

- 从2010年以来/2020年3月23日以来累计涨幅排名前10的板块变化中也可以看到：**过去10年中下游行业在低通胀、低利率的环境下享受到了较好的光景，而随着疫情暴发以来供给推升的通胀大幅上行，上游板块开始“霸占”前10榜单。**

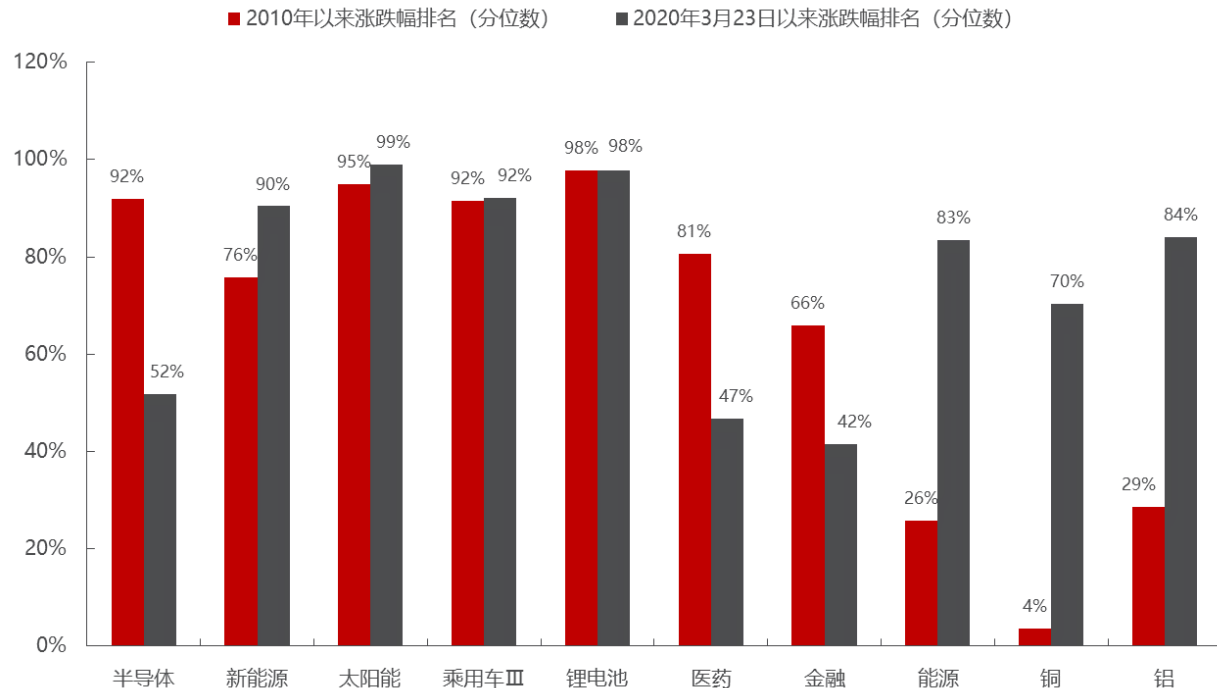
图2：2010年以来累计涨幅排名前10的板块中大多集中于中下游行业；而疫情爆发以来排名前10的板块明显集中于上游（黄色底色的为本文涉及到的热门板块）

2010年以来累计涨幅前10的板块	涨幅（%）	2020年3月23日以来累计涨幅前10的板块	涨幅（%）
新能源车（个股汇总）	51538.00	新能源车（个股汇总）	961.00
标普500网上零售指数	2063.32	标普500钢铁指数	459.46
标普500统筹医疗指数	1248.57	BI全球铜业-竞争指数	370.10
标普500多元化支持服务指数	1119.41	标普500油气开采生产指数	307.55
标普500家居装修零售指数	926.19	Solactive全球锂指数	254.83
标普500家庭娱乐软件指数	902.24	标普500油气设备服务指数	246.53
标普500半导体制造设备指数	891.17	标普500铝业指数	242.39
标普500应用软件指数	854.18	标普500工程建设指数	224.69
标普500系统软件指数	826.52	标普500农产品类指数	220.43
费城半导体指数	723.92	标普500化肥/农药指数	218.03

资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

01 国内热门板块表现概览：2010年以来 VS 2020年疫情以来

图3：2010年以来/2020年3月23日以来国内热门板块涨跌幅排序分位数：能源与工业金属出现明显反转



资料来源：wind，民生证券研究院

- 如果我们以275个三级行业作为比较的样本，则**半导体和新能源相关热门板块**的2010年以来涨跌幅排序分位数均在90%以上，其中**新能源相关**的2020年3月23日以来的涨跌幅排序分位数也在90%以上。
- 能源与金属出现了明显的反转信号**：2010年以来的涨跌幅排序分位数均低于30%，然而2020年3月23日以来的涨跌幅排序分位数均在70%以上。

01 国内热门板块表现概览：2010年以来 VS 2020年疫情以来

- 过去10年A股涨幅排名前10的板块集中于中下游的半导体+新能源+消费；而2020年疫情爆发以来依旧集中于新能源相关行业，只不过不同之处在于这一次是上游原材料行业涨幅更多，利润向上游分配其实在新能源内部定价上已经有所体现，但与美股不同：即便传统能源与工业金属出现了明显反转信号，但在前10依旧看不到身影（涨幅远远不及美股资源股）。

图4：2010年至今累计涨幅排名前10的板块中大多集中于中下游行业；而疫情爆发以来排名前10的板块集中于与新能源发展相关的上游原材料行业（黄色底色的为本文涉及到的热门板块）

2010年以来累计涨幅前10的板块	涨幅（%）	2020年3月23日以来累计涨幅前10的板块	涨幅（%）
半导体设备	2077.93	稀土	369.39
锂	1549.78	锂	347.61
医疗研发外包	1300.77	钾肥	224.24
半导体材料	936.96	太阳能	175.56
白酒Ⅲ	790.23	电池化学品	174.76
锂电池	768.48	锂电池	167.99
旅游综合	663.34	磷肥及磷化工	150.63
安防设备	648.06	纯碱	147.51
锂电专用设备	639.82	旅游综合	144.95
电池化学品	546.23	钨	127.11

资料来源：wind，民生证券研究院

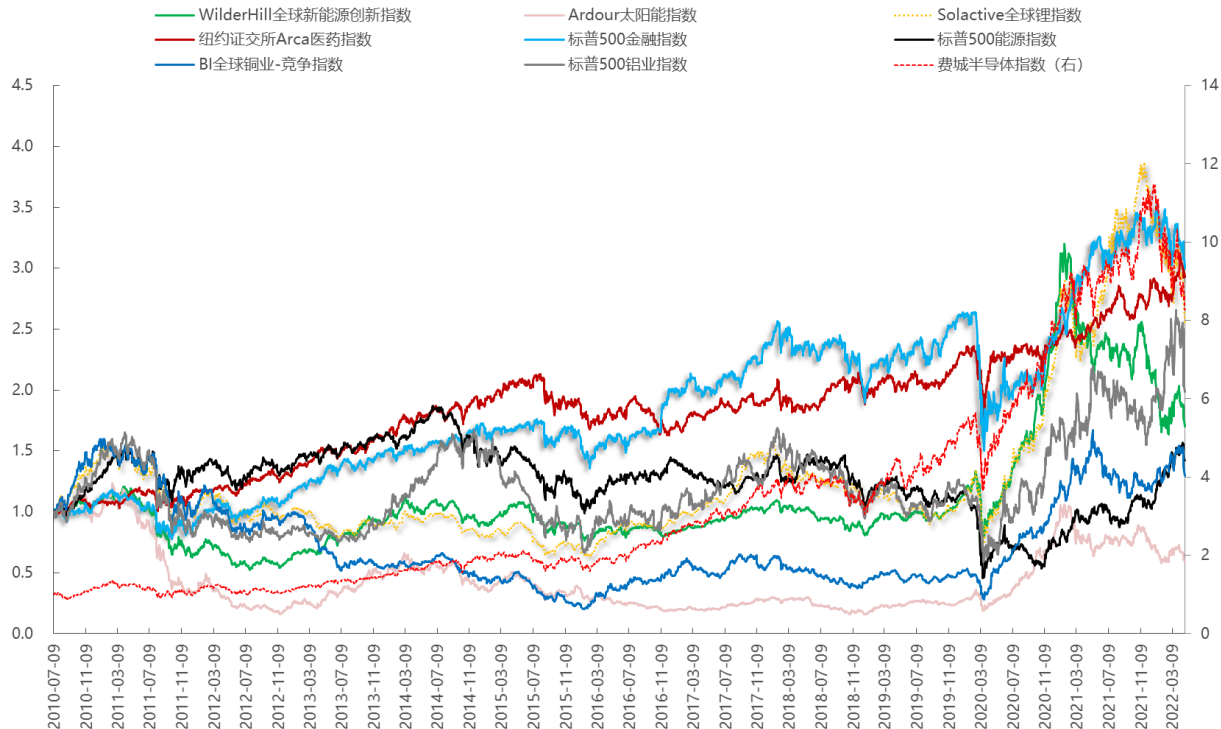
02

海外热门板块表现：2010年以来

➤ 2010年以来海外板块表现排名

- 1、新能源车 (516.38)
- 2、半导体 (8.28)
- 3、金融 (3.00)
- 4、医药 (2.93)
- 5、锂电池 (2.56)
- 6、铝 (1.99)
- 7、全球新能源创新指数 (1.70)
- 8、能源 (1.42)
- 9、铜 (1.30)
- 10、太阳能 (0.59)

图5：2010年以来海外各板块走势（由于新能源车涨幅太大，不在此处显示）



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

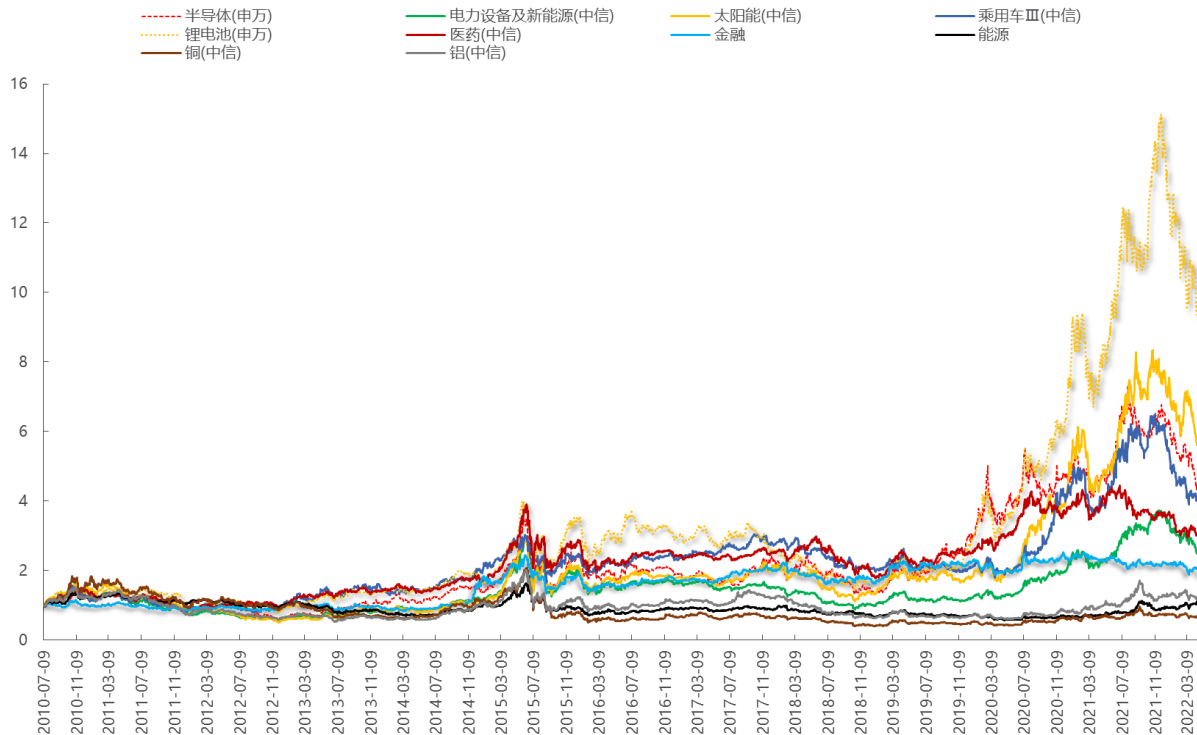
02

国内热门板块表现：2010年以来

➤ 2010年以来国内板块表现排名

- 1、锂电池 (8.32)
- 2、太阳能 (5.15)
- 3、半导体 (4.09)
- 4、新能源车 (3.83)
- 5、医药 (2.74)
- 6、电力设备及新能源 (2.27)
- 7、金融 (1.90)
- 8、铝 (1.02)
- 9、能源 (0.96)
- 10、铜 (0.57)

图6：2010年以来国内各板块走势

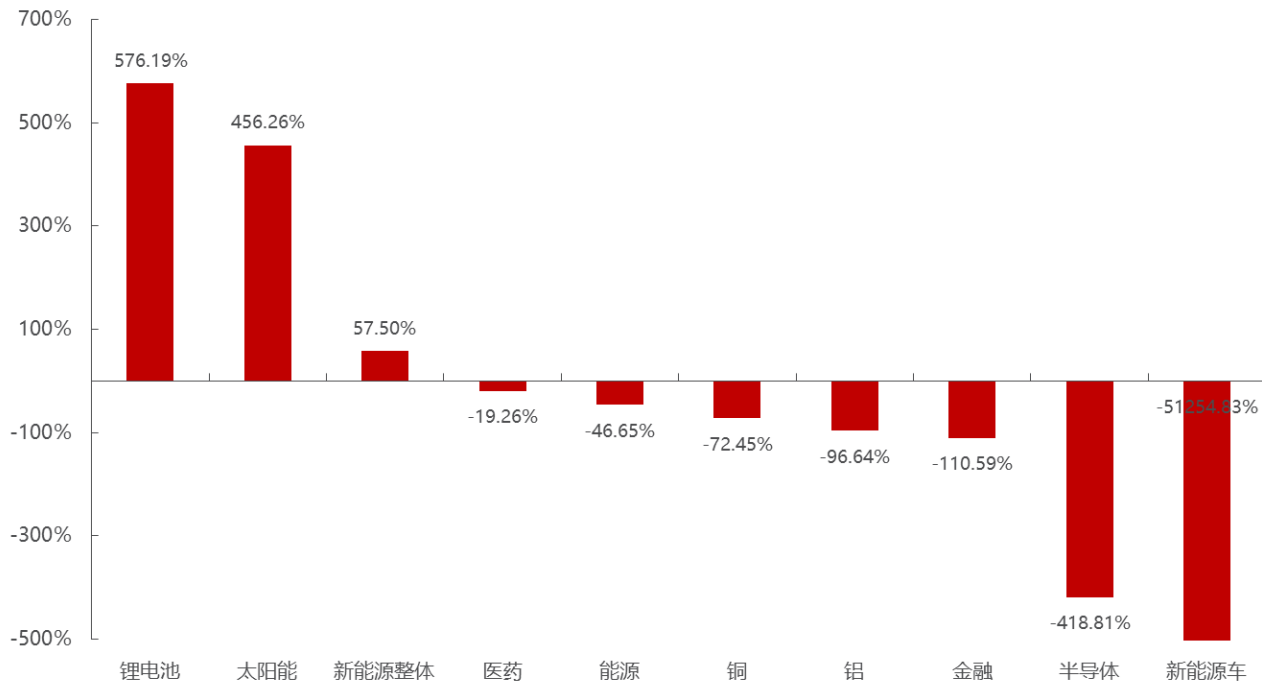


资料来源：wind，民生证券研究院。注：乘用车Ⅲ（中信）中主要包括A股的新能源车车企，下同。

中美热门板块表现对比：2010年以来

图7：2010年以来，国内新能源表现比海外更好，而在半导体、金融以及资源品方面大幅落后

■ 2010年以来收益率之差（中国-海外）



- 2010年以来，国内新能源整体表现好于海外，细分板块中除了新能源车以外，国内其他新能源细分板块均表现好于海外。
- 而国内半导体大幅跑输海外，金融以及上游资源品亦是如此。

资料来源：Bloomberg、wind，民生证券研究院

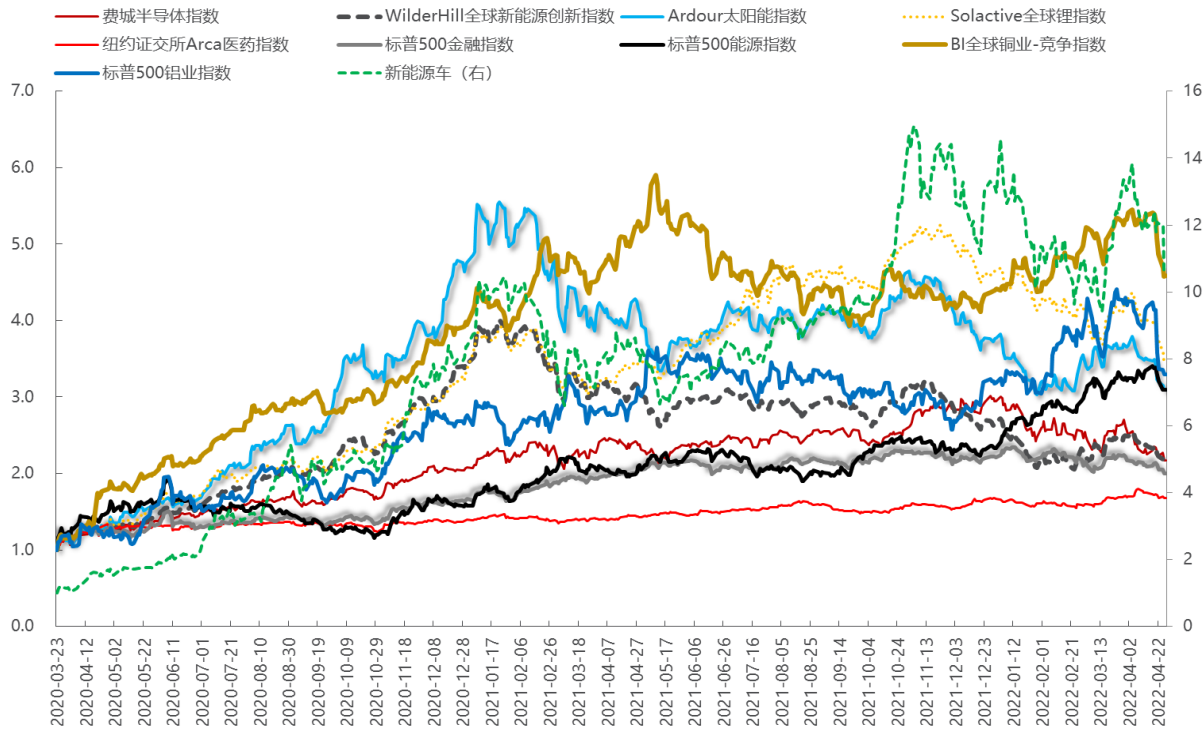
03

海外热门板块表现：2020年疫情爆发以来

➤ 2020年疫情爆发以来海外板块表现排名

- 1、新能源车 (10.61)
- 2、铜 (4.58)
- 3、锂 (3.48)
- 4、铝 (3.30)
- 5、能源 (3.10)
- 6、太阳能 (3.09)
- 7、半导体 (2.17)
- 8、全球新能源创新指数 (2.13)
- 9、金融 (2.00)
- 10、医药 (1.68)

图8：2020年疫情爆发以来海外各板块走势



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

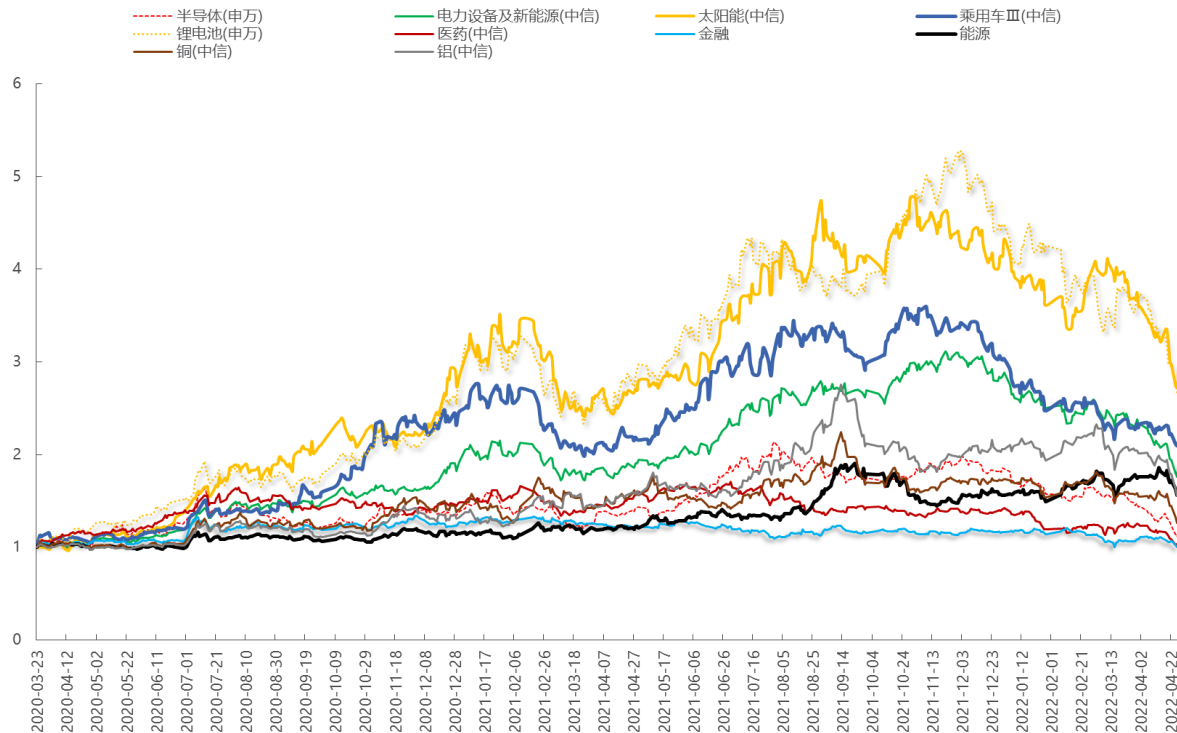
03

国内热门板块表现：2020年疫情爆发以来

➤ 2020年疫情爆发以来国内板块表现排名

- 1、太阳能 (2.95)
- 2、锂电池 (2.90)
- 3、新能源车 (2.12)
- 4、电力设备及新能源 (1.89)
- 5、铝 (1.64)
- 6、能源 (1.61)
- 7、铜 (1.32)
- 8、半导体 (1.20)
- 9、医药 (1.05)
- 10、金融 (1.01)

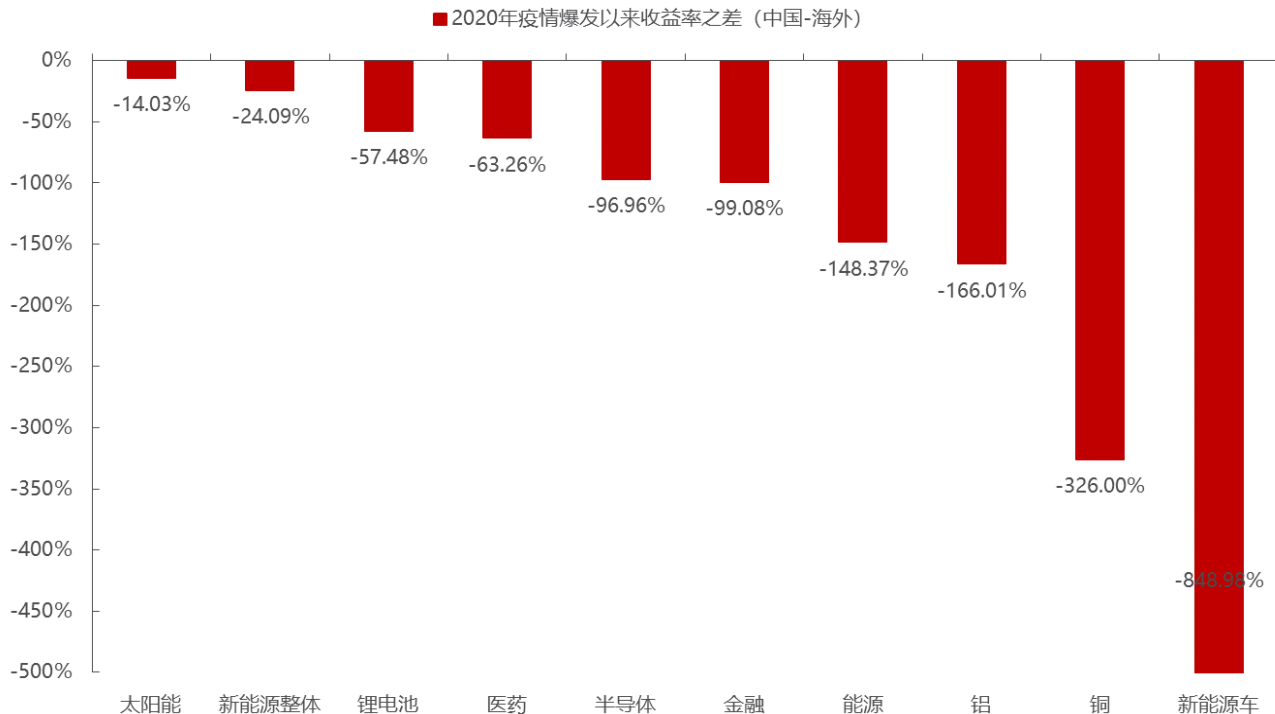
图9：2020年疫情爆发以来国内各板块走势



资料来源：wind，民生证券研究院

中美热门板块表现对比：2020年疫情爆发以来

图10：2020年疫情爆发以来，国内所有板块均跑输海外，从程度上看依旧是资源品/金融跑输较多（除新能源车）



- 2020年疫情爆发以来国内所有板块均跑输了海外。
- 新能源除了车（海外主要受特斯拉的影响较大）以外，其他板块跑输的程度基本上很小。
- 而资源品与金融跑输依旧较多。

资料来源：Bloomberg、wind，民生证券研究院



02. 中美板块估值：概览

01

美股板块估值的位置：概览

- 股价的历史位置：半导体、新能源车、锂电池产业链、医药以及金融、铜都处于**90%以上分位数**。**太阳能和铝较低**。
- PB绝对值排序：**新能源车 > 半导体 > 医药 > 锂电池 > 新能源整体 > 铝 > 能源 > 太阳能 > 铜 > 金融**。
- PB分位数排序：**铝 > 半导体 > 太阳能 > 锂电池 > 新能源整体 > 医药 > 能源 ≈ 铜 > 新能源车 ≈ 金融**。
- PE绝对值排序：**新能源车 > 锂电池 > 太阳能 ≈ 半导体 > 医药 > 能源 > 金融 > 铜 > 铝**。
- PE分位数排序：**能源 > 医药 > 半导体 > 太阳能 > 锂电池 > 金融 > 铜 > 铝**。

图11：美股板块估值概览：PB分位数均大于PE分位数，整体上成长+消费 > 上游周期 > 金融

大类板块	板块	代表性指数	代码	股价分位数	PB	PE	PB分位数	PE分位数
成长+消费	半导体	费城半导体指数	SOX Index	94.10%	5.1	21	87.40%	25.10%
	新能源	WilderHill全球新能源创新指数	NEX Index	85.60%	2.8	—	74.80%	—
	太阳能	Ardour太阳能指数	SOLRX Index	51.90%	2.0	21	82.10%	24.20%
	新能源车	—（个股汇总）	—	95.90%	18.7	133	50.70%	0.00%
	锂电池产业链	Solactive全球锂指数	SOLLIT Index	91.00%	3.0	29	76.80%	18.30%
	医药	纽约证交所Arca医药指数	DRG Index	99.70%	5.0	19	74.30%	47.20%
金融	金融	标普500金融指数	S5FINL Index	96.80%	1.5	13	50.50%	13.20%
上游周期	能源	标普500能源指数	S5ENRS Index	88.50%	2.4	17	64.50%	50.70%
	铜	BI全球铜业-竞争指数	BRCOPRC Index	90.70%	1.6	10	64.20%	11.40%
	铝	标普500铝业指数	S15ALUM Index	63.20%	2.5	9	94.20%	4.20%

资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

01

美股板块估值的位置：VS 2010年之前

- 如果我们对比当前估值的位置与2010年之前的水平（PB取最大值、PE取中位数），则**所有板块的PB均未达到2010年之前的最大水平，部分板块的PE已经超过2010年之前的中枢（医药和能源）。**

图12：与2010年之前最大的PB值相比，所有板块均有差距；与2010年之前的PE中位数相比，部分板块已经超过

大类	板块	代表性指数	PB (当前-2010年之前最大)	PE (当前-2010年之前中位数)	PB差异 (比当前)	PE差异 (比当前)
成长+消费	半导体	费城半导体指数	-3.7	-8	71.98%	38.45%
	新能源	WilderHill全球新能源创新指数	-1.1		40.80%	
	太阳能	Ardour太阳能指数	-7.1	-36	357.88%	171.76%
	医药	纽约证交所Arca医药指数	-7.9	2	157.62%	-11.34%
金融	金融	标普500金融指数	-2.0	-2	126.71%	14.98%
上游周期	能源	标普500能源指数	-1.5	0	64.36%	-0.23%
	铜	BI全球铜业-竞争指数	-3.7	-3	224.25%	28.74%
	铝	标普500铝业指数	-0.6	-14	22.42%	148.57%

资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

A股板块估值的位置：概览

- 股价的历史位置：与新能源相关的板块都处于**90%以上分位数**。**铜、半导体与铝较低**。
- PB绝对值排序：**锂电池 > 半导体 > 太阳能 > 医药 > 新能源整体 > 新能源车 > 铝 > 铜 > 能源 > 金融**。
- PB分位数排序：**锂电池 > 半导体 > 太阳能 > 新能源车 > 新能源整体 > 铝 > 医药 > 能源 > 铜 > 金融**。
- PE绝对值排序：**锂电池 > 太阳能 > 新能源整体 > 半导体 > 新能源车 > 医药 > 铜 > 铝 > 能源 > 金融**。
- PE分位数排序：**新能源车 > 锂电池 > 太阳能 > 新能源整体 > 医药 > 铜 > 金融 > 半导体 > 铝 > 能源**。

图13：A股板块估值概览：大部分板块的PB分位数均大于PE分位数，整体上也**是成长+消费 > 上游周期 > 金融**

大类板块	板块	A股对应指数	股价分位数	PB	PE	PB分位数	PE分位数
成长+消费	半导体	半导体(申万)	60.10%	5.2	35	75.90%	3.76%
	新能源	电力设备及新能源(中信)	92.70%	3.2	38	48.25%	23.13%
	太阳能	太阳能(中信)	94.00%	4.4	45	68.46%	32.27%
	新能源车	乘用车Ⅲ(中信)	92.10%	2.2	34	59.88%	78.65%
	锂电池产业链	锂电池(申万)	95.10%	8.1	54	86.20%	43.02%
	医药	医药(中信)	84.50%	3.5	31	21.44%	20.09%
金融	金融	金融	80.20%	0.7	7	0.00%	4.03%
上游周期	能源	能源	69.90%	1.0	9	10.14%	0.76%
	铜	铜(中信)	28.50%	1.3	13	2.31%	14.61%
	铝	铝(中信)	60.20%	1.6	13	30.31%	1.97%

资料来源：wind，民生证券研究院。注：乘用车Ⅲ（中信）中主要包括A股的新能源车车企，下同。

A股板块估值的位置：VS 2010年之前

- 如果我们对比当前估值的位置与2010年之前的水平（PB取最大值、PE取中位数），则几乎所有板块的PB/PE均未达到2010年之前的最大水平/中位数水平（锂电池除外）。其中金融和上游周期的估值差异最大。

图14：与2010年之前最大的PB值和PE中位数相比，所有板块均有差距；其中金融和上游周期整体的差距最大

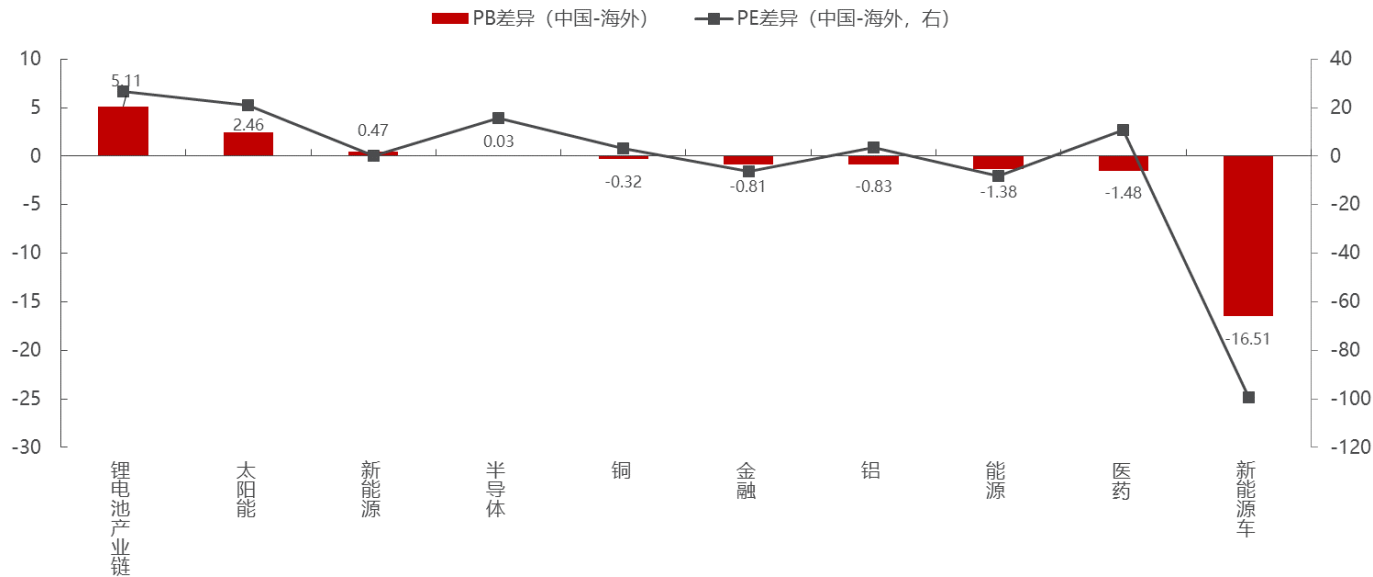
大类	板块	代表性指数	PB (当前-2010年之前最大)	PE (当前-2010年之前中位数)	PB差异 (比当前)	PE差异 (比当前)
成长+消费	半导体	半导体(申万)	-4.7	-28	91.68%	79.70%
	新能源	电力设备及新能源(中信)	-6.1	-1	188.59%	3.35%
	太阳能	太阳能(中信)	-4.7	-14	106.69%	31.24%
	新能源车	乘用车Ⅲ(中信)	-3.8	16	177.12%	47.63%
	锂电池产业链	锂电池(申万)	0.4	-11	-4.70%	20.26%
	医药	医药(中信)	-4.9	-16	139.12%	52.20%
金融	金融	金融	-6.3	-32	870.84%	482.36%
上游周期	能源	能源	-9.7	-12	955.73%	133.10%
	铜	铜(中信)	-12.3	-1	937.09%	8.25%
	铝	铝(中信)	-11.3	-7	699.68%	54.77%

资料来源：wind，民生证券研究院

板块估值的位置：美股 VS A股

- 美股与A股的对比：当前A股新能源相关/半导体板块的PB/PE估值普遍高于海外（除了新能源车是因为特斯拉的影响），而其他板块的PB明显低于海外，大部分板块的PE都高于海外（除了金融与能源）。

图15：当前A股新能源相关/半导体板块的PB/PE估值普遍高于海外，而其他板块的PB明显低于海外，大部分板块的PE都高于海外（除了金融与能源）



资料来源：Bloomberg、wind，民生证券研究院

03. 中美板块估值对比： 历史走势

01

估值的位置：半导体

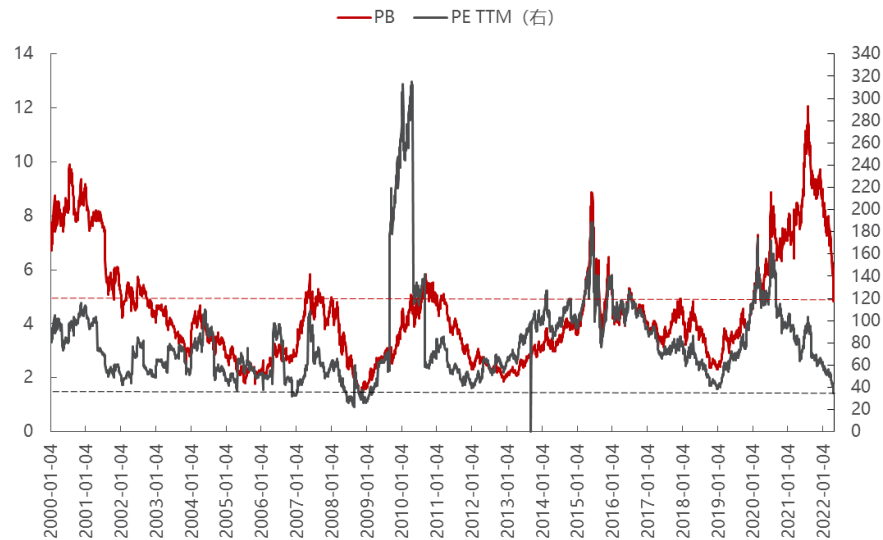
- 费城半导体指数的PE接近2020年疫情爆发时水平，PB仍较高。相比之下A股半导体指数的PE处于历史极低水平，但PB也处于历史较高水平（与费城半导体指数相当）。值得关注的是2020年A股半导体指数的PE与PB出现了明显背离。

图16：费城半导体指数的PE接近2020年疫情爆发时水平，PB仍较



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

图17：A股半导体指数PB仍处于历史较高水平，而PE处于历史极低水平



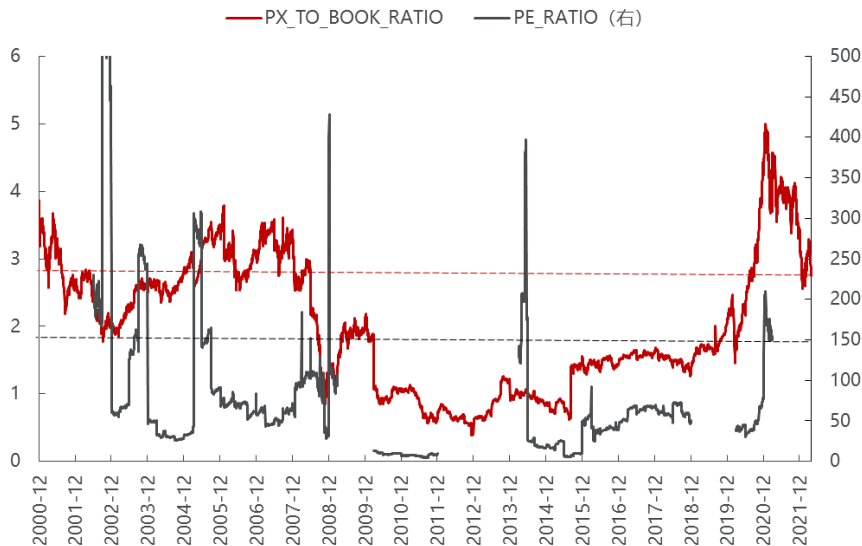
资料来源：wind，民生证券研究院

估值的位置：新能源整体

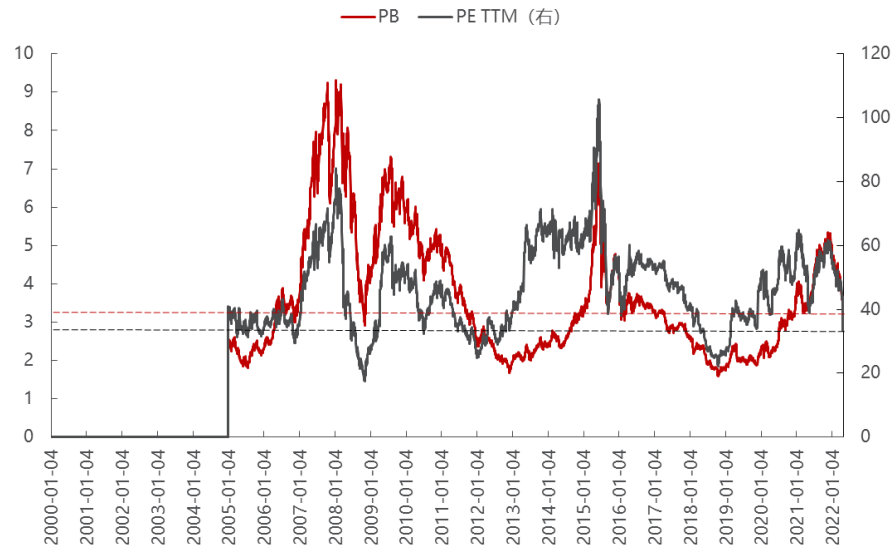
- **当前全球新能源估值仍不是很便宜**：WilderHill全球新能源创新指数PB估值距离疫情前水平仍有较大距离。而对比A股来看，目前A股电力设备与新能源的PB水平回到了2020年9月的水平（高于全球），PE已低于2020年疫情爆发时的水平。

图18：WilderHill全球新能源创新指数PB估值距离疫情前水平仍有较大距离

图19：A股电力设备与新能源指数的估值水平已经大幅回落，但仍高于全球



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院



资料来源：wind，民生证券研究院

估值的位置：太阳能

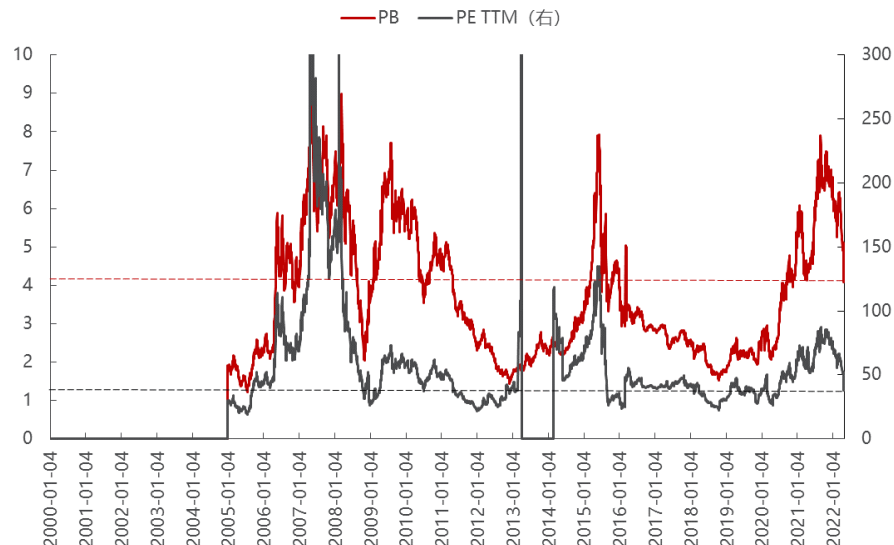
- 当前全球太阳能指数的PB估值不能算很便宜，仍处于历史相对高位，其盈利很好使得其PE处于历史低位。对比来看，A股太阳能指数的PB水平也仍处于相对高位（远高于全球水平），PE处于历史低位（但也高于全球水平）。

图20：太阳能的PB仍处于历史相对高位，而PE处于历史低位



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

图21：A股太阳能指数的PB水平也仍处于相对高位，PE处于历史低位

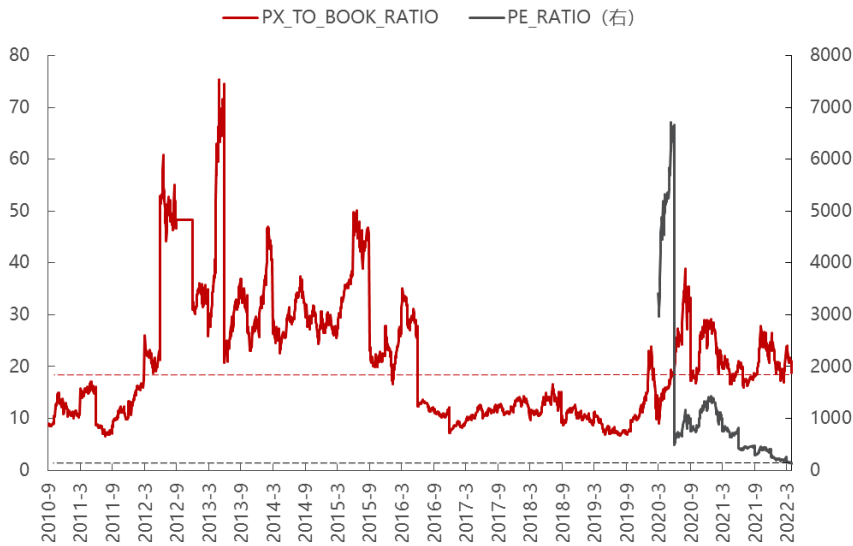


资料来源：wind，民生证券研究院

估值的位置：新能源车

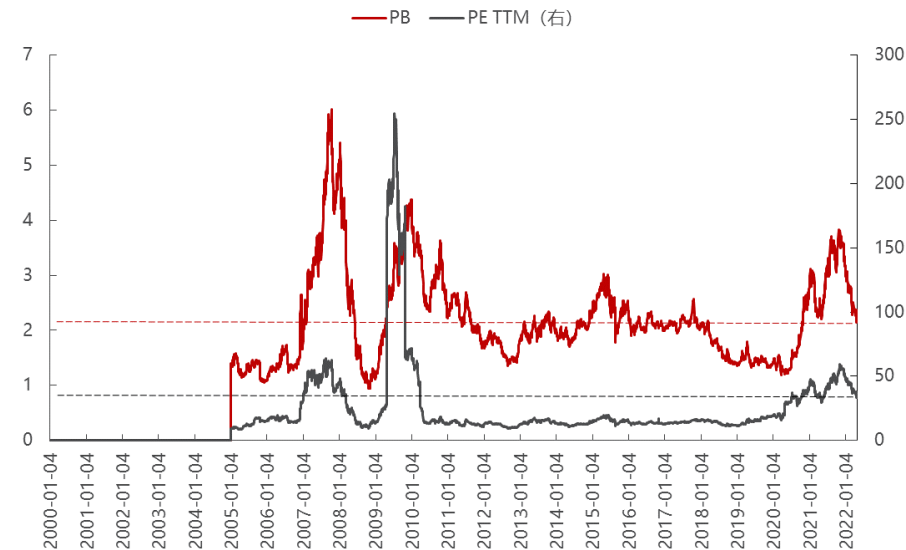
- 美股新能源车指数权重最大的是特斯拉，对于指数估值和走势的影响几乎是决定性的。从目前来看美股新能源车的PB处于历史中枢水平，但绝对值很高（高达18）；PE处于历史最低水平。相比之下A股新能源车的估值水平已回到历史中枢附近。

图22：美股新能源车的PB水平处于历史中枢，PE处于历史最低水平



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

图23：A股新能源车的PB与PE均回落至2021年5月水平



资料来源：wind，民生证券研究院

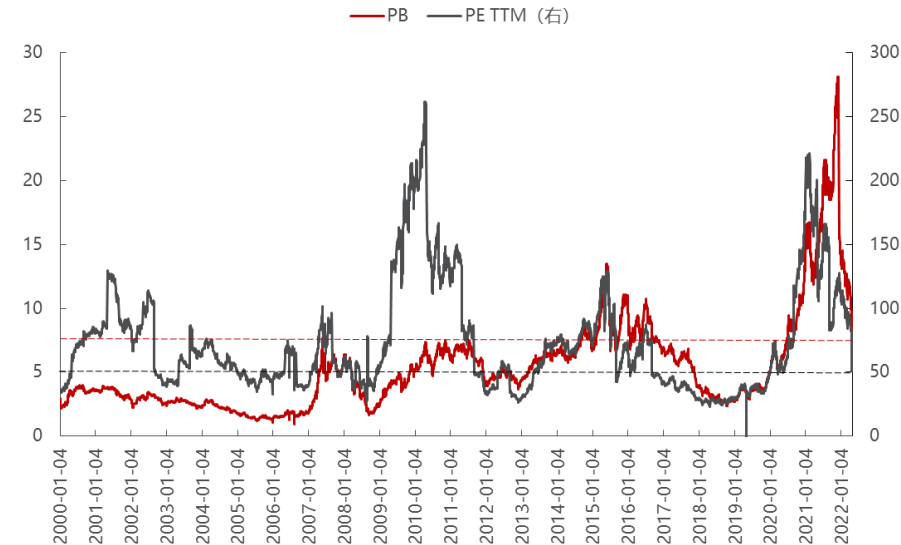
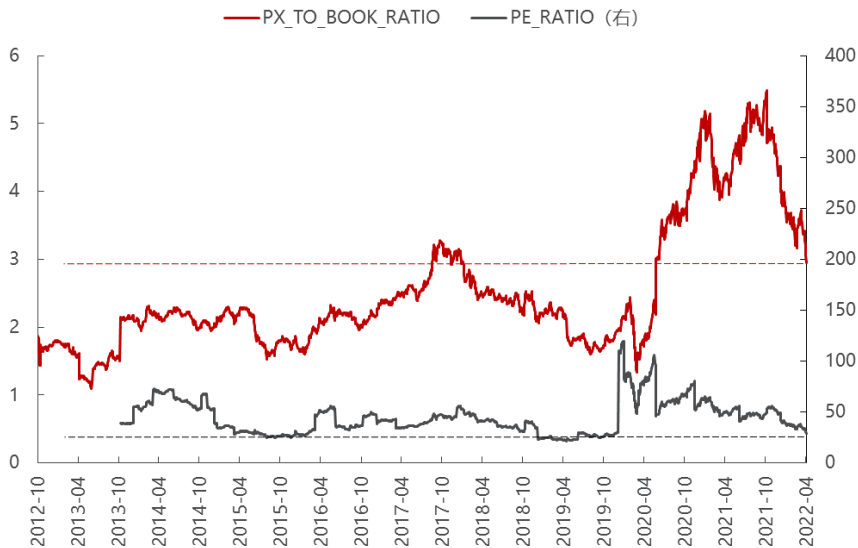
05

估值的位置：锂电池产业链

- 全球锂电池产业链估值大幅下行，但PB水平仍接近2017年的最高水平，PE处于历史低位。相比之下，A股锂电池指数估值回落的幅度大于海外，已经回到2020年2月的水平，但绝对值水平仍远高于海外。

图24：全球锂电池产业链PB水平接近2017年最高水平，PE处于历史低位

图25：A股锂电池指数估值水平接近2020年2月的水平



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

资料来源：wind，民生证券研究院

- 美股医药股的估值仍处于2010年以来的最高位，接近2004年的水平。**中美医药股估值出现了明显的背离：A股医药股的估值水平波动很大，从高位大幅回落，已经低于2020年3月的水平（PB水平低于美股，但PE水平仍高于美股）。**

图26：目前美股医药PB估值仍处于2010年以来的最高位，接近2004年

图27：A股医药股估值大幅回落，已经低于2020年疫情爆发时的水平



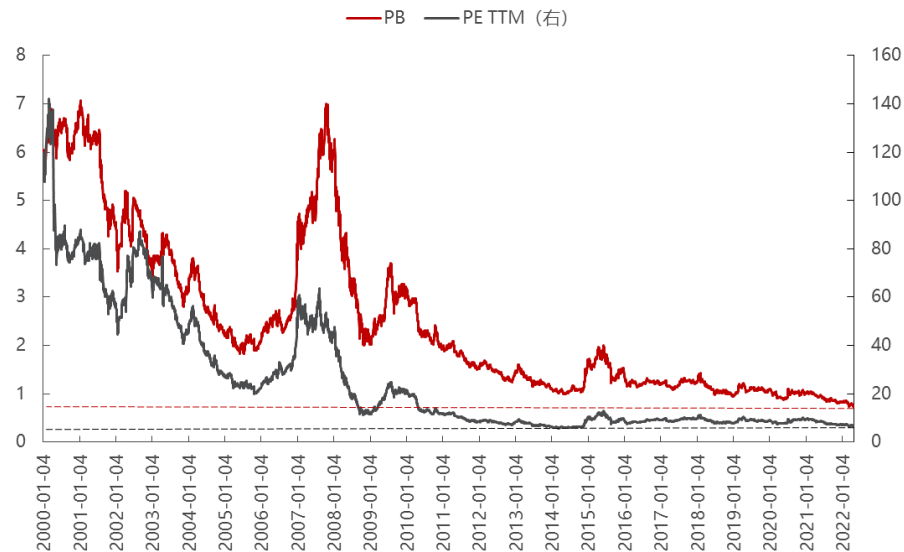
资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

资料来源：wind，民生证券研究院

- 美股金融股的PB估值水平其实并不低，已经接近2018年的最高点水平，但PE仍处于历史低位，接近2013年时期的低点。相比之下A股金融股的PB估值水平仍在创历史新低。

图28：标普500金融的PB水平接近2018年的最高点，PE处于历史低位


资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

图29：A股金融股的PB估值水平处于历史最低水平


资料来源：wind，民生证券研究院

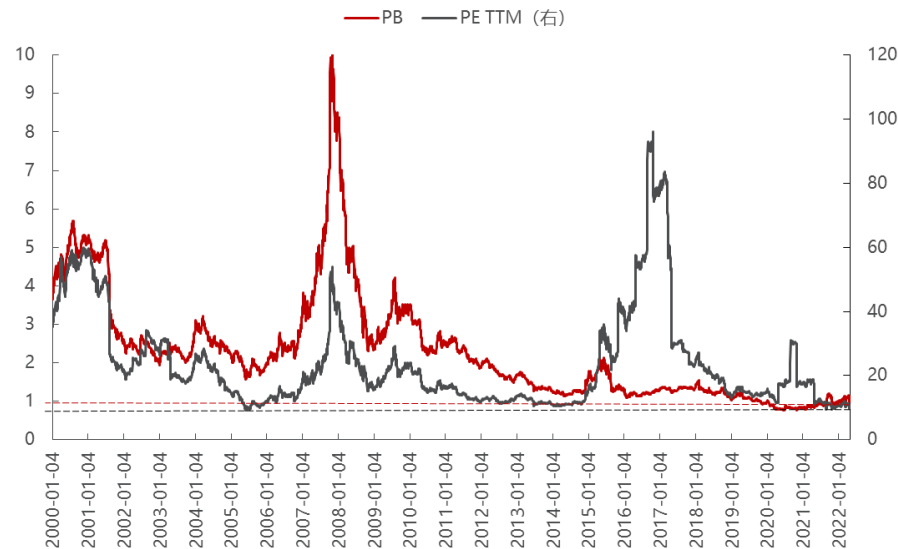
08

估值的位置：能源

- 美股能源股的估值其实也并不便宜了：PB已经是2009年以来的最高水平，而PE也接近2010年的最大值。相比之下A股能源股的估值水平甚至还未达到2018年的高点，仍处于历史低位（绝对值远低于美股）。

图30：美国能源股其实已经不那么便宜，估值是2010年以来的最高值


资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

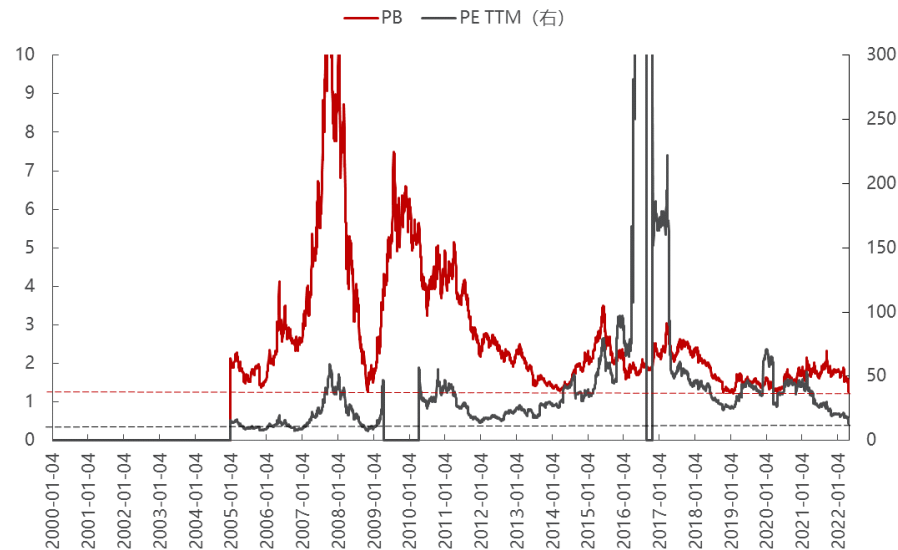
图31：相比之下A股能源股的估值还未达到2018年的高点，仍处于历史低位


资料来源：wind，民生证券研究院

- 海外铜资源股其实也不便宜：PB估值水平接近2011年时的水平，超过了2017年；PE处于历史低位。相比之下，A股铜股票的估值已经低于2018年年底/2020年3月疫情爆发时的水平（绝对值低于海外）。

图32：海外铜的PB估值水平已经超过2017年，PE处于历史低位


资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

图33：A股铜股票的估值已经低于2018年年底/2020年3月疫情爆发时的水平


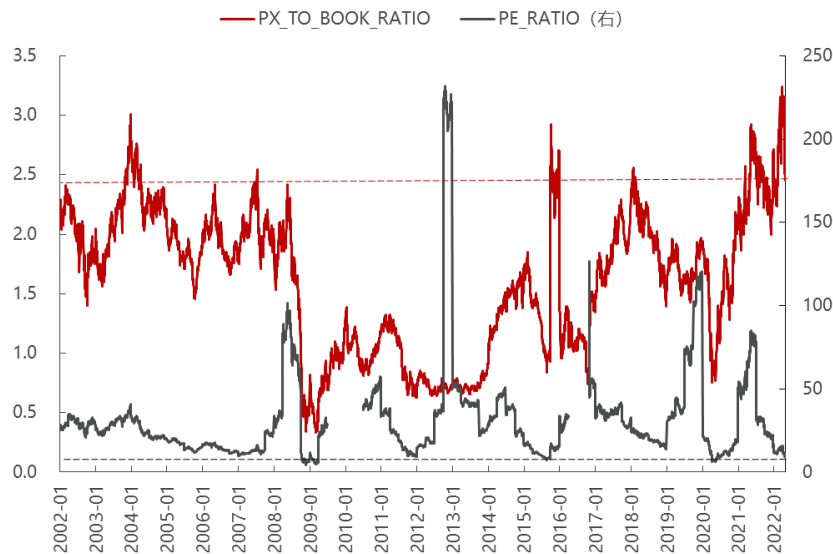
资料来源：wind，民生证券研究院

10

估值的位置：铝

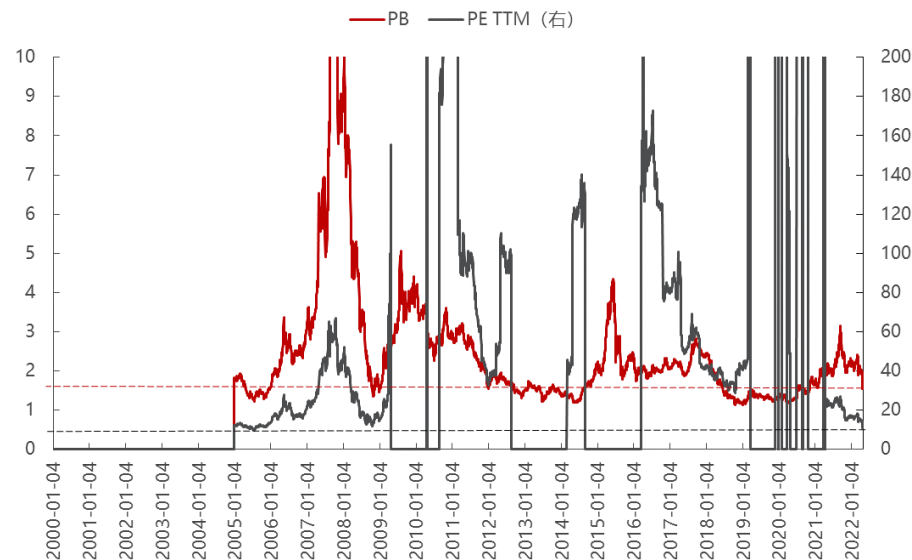
- 美股铝业股票的PB估值一度创下2002年以来的新高，PE处于历史低位（低于2018年）。对比来看，A股铝股票的估值水平无论是PB还是PE都处于历史低位（远低于2017年的高点）。

图34：美股铝业股票的PB甚至一度创下2002年以来的新高



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

图35：国内铝股票的估值水平处于历史低位（无论是PE还是PB）



资料来源：wind，民生证券研究院

04. 中美板块走势关联度：疫情前后对比

01

板块走势关联度：半导体、新能源整体

- 对比A股半导体和费城半导体指数走势来看，二者关联度很强（相关系数0.80），然而本轮A股半导体指数明显回撤幅度明显更大。对比新能源指数走势来看，二者在疫情爆发之后的关联性明显增强（相关系数0.59），本轮回撤幅度二者差不多。

图36：本轮A股半导体指数明显回撤幅度更大



资料来源：Bloomberg、wind，民生证券研究院

图37：中美新能源整体的联动性在增强，二者本轮回撤幅度差不多



资料来源：Bloomberg、wind，民生证券研究院

板块走势关联度：太阳能、锂电池产业链

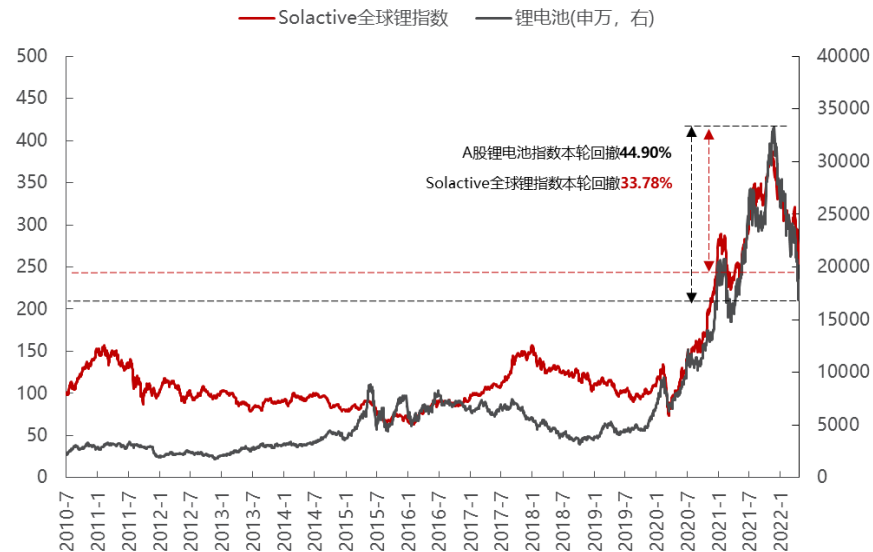
- 对比A股太阳能和海外Ardour太阳能指数走势来看，二者关联度在疫情爆发之后变得很强（相关系数0.74），然而本轮海外太阳能指数回撤幅度更大。对比锂电池指数走势来看，二者相关性很强（相关系数0.91），但A股锂电池本轮回撤更大。

图38：海外太阳能指数回撤幅度明显更大



资料来源：Bloomberg、wind，民生证券研究院

图39：中美锂电池指数的关联度很强，但A股本轮回撤更大



资料来源：Bloomberg、wind，民生证券研究院

03

板块走势关联度：新能源车、医药

- 对比美股与A股的新能源车走势来看，二者关联度很强（相关系数0.88），然而本轮A股半导体指数明显回撤幅度明显更大。对比医药指数走势来看，本轮中美医药股出现了明显的背离：A股医药股大幅回撤，而美股医药股仍在创造历史。

图40：本轮A股新能源车明显回撤幅度更大



资料来源：Bloomberg、wind，民生证券研究院

图41：中美医药股出现了明显的背离



资料来源：Bloomberg、wind，民生证券研究院

板块走势关联度：金融、能源

- 对比A股美股的金融指数走势来看，二者关联度在2015年之后大幅增强（相关系数0.66），然而本轮A股金融指数回撤幅度明显更大。对比能源指数走势来看，二者关联度也较强（相关系数0.63），但本轮A股能源股最大涨幅不及美股一半。

图42：本轮A股金融指数回撤幅度更大



资料来源：Bloomberg、wind，民生证券研究院

图43：相比之下A股能源股的涨幅落后美股很多



资料来源：Bloomberg、wind，民生证券研究院

05

板块走势关联度：铜、铝

- 对比A股和全球铜指数走势来看，二者关联度很强（相关系数0.81），然而本轮A股铜指数最大涨幅远不及全球，最大回撤幅度却大于全球。铝指数亦是如此：二者关联度虽然变强了（相关系数0.81），但A股的依旧涨不过海外，跌的时候跌更多。

图44：A股的铜指数涨不过海外，跌的却比海外多



资料来源：Bloomberg、wind，民生证券研究院

图45：A股的铝指数亦是如此：涨不过海外，但跌的比海外多



资料来源：Bloomberg、wind，民生证券研究院

05. 风险提示

01

风险提示

- **估值方法的适用性**：不同行业适用的估值方法可能不一样，因此在进行对比时可能存在偏差。
- **历史走势相关性不代表未来**：行业之间估值和股价走势的历史相关性并不代表未来仍一定适用。
- **数据误差**：文中相关数据测算可能存在一定误差。

THANKS 致谢

策略研究团队：



分析师 牟一凌

执业证号：S0100521120002

邮件：mouyiling@mszq.com



分析师 王况炜

执业证号：S0100522040002

邮件：wangkuangwei@mszq.com



分析师 方智勇

执业证号：S0100522040003

邮件：fangzhiyong@mszq.com



研究助理 梅锴

执业证号：S0100121120017

邮件：meikai@mszq.com



研究助理 吴晓明

执业证号：S0100121120023

邮件：wuxiaoming@mszq.com

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座19层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明：

投资建议评级标准	评级	说明	
以报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A股以沪深300指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅5%~15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅5%以上

免责声明：

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。