

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

- 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。
- 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）。
- 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

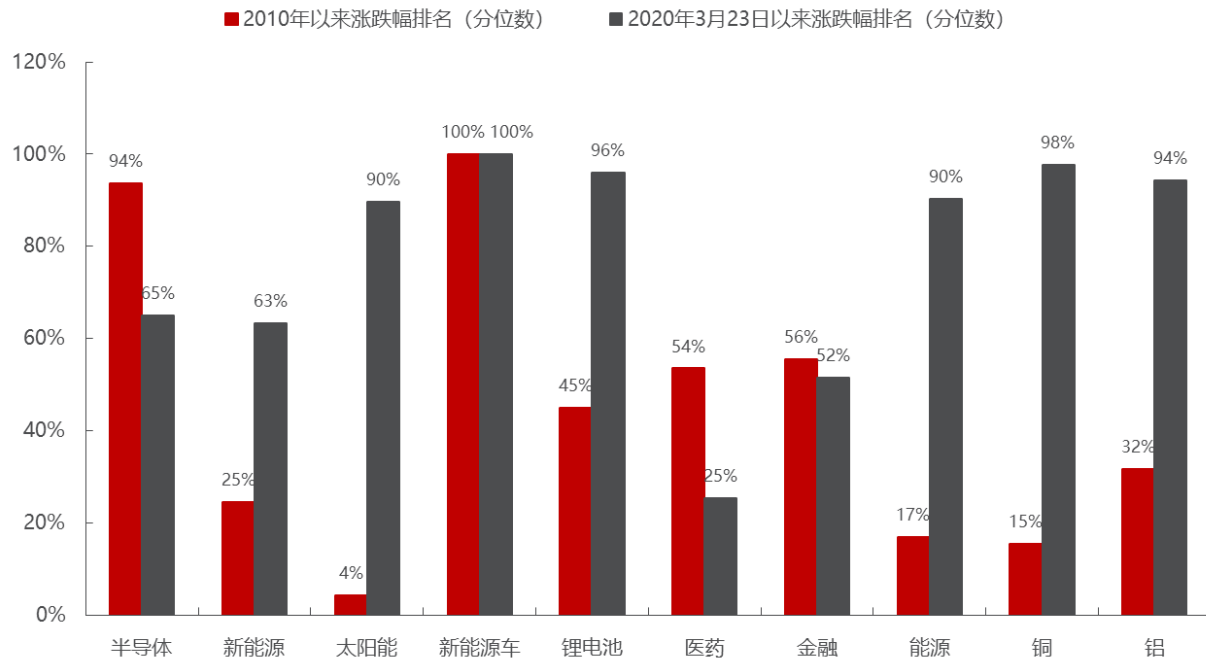


01. 中美板块表现对比

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）

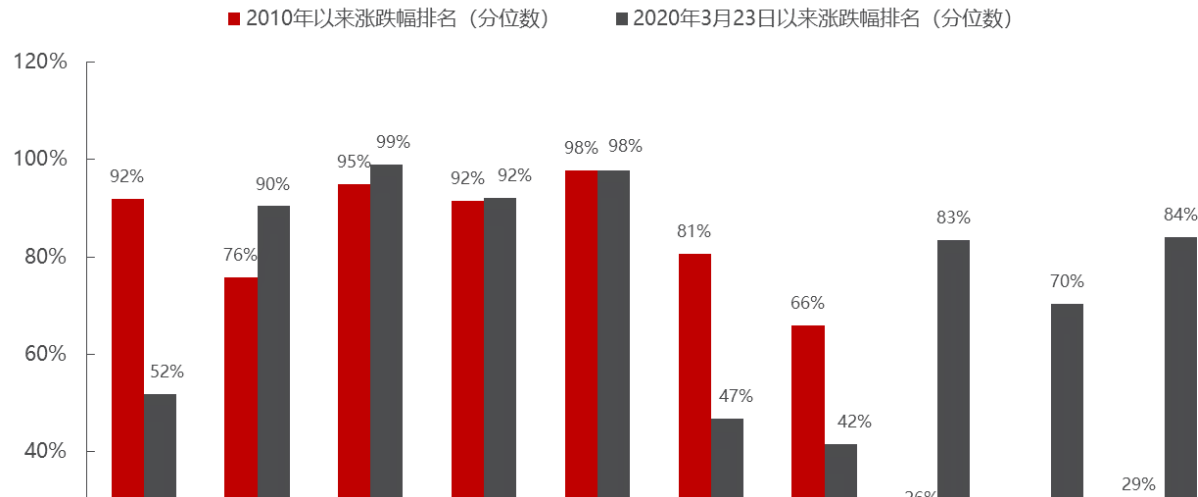
2010年以来累计涨幅前10的板块	涨幅（%）	2020年3月23日以来累计涨幅前10的板块	涨幅（%）
新能源车（个股汇总）	51538.00	新能源车（个股汇总）	961.00
标普500网上零售指数	2063.32	标普500钢铁指数	459.46
标普500统筹医疗指数	1248.57	BI全球铜业-竞争指数	370.10
标普500多元化支持服务指数	1119.41	标普500油气开采生产指数	307.55
标普500家居装修零售指数	926.19	Solactive全球锂指数	254.83
标普500家庭娱乐软件指数	902.24	标普500油气设备服务指数	246.53
标普500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

- 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



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_41296

