



# A股、港股多维估值手册：跨国别、跨资产、跨行业比较回调后的投资性价比

- **估值现状：**估值已然自高位回落，但整体的估值仍在相对高位，MSCI 中国指数的远期市盈率仍高于历史均值一个标准差。A股、港股整体估值分别处于 2017、2011 年以来的相对高位。
- **高估值下的结构失衡：**高估值的背景下存在估值的结构失衡，具体来看成长股与价值股的估值差仍持平于 2018 年股市见顶时的水平。“新经济” vs “旧经济”板块分化仍非常明显，“新经济”板块的估值已经出现了明显回落，但仍处于绝对以及相对高位。
- **自上而下看估值：**从中国股市的市值 vs 名义 GDP 以及 M2 的角度自上而下来看，当前的股市估值都明显偏高，并没有出现明显的性价比。
- **跨资产比较：**股票相对国债的吸引力仍在长期均值以上，但相对信用债已属高估值区间，而相对商品来看，因 2010 年后大宗商品持续低迷，导致股市 vs 大宗商品趋势性走高，相比商品难言股市估值高低。
- **跨国比较：**中国 vs 新兴市场估值比值创下了 2010 年以来的新高。A 股及港股在全球市场的估值排名都下滑（估值变贵）。具体而言，纵向看，中国与绝大多数市场一样，当前的估值水平在过去 10 年都处于相对高位，仅有极少数的新兴市场估值在历史中位数以下。横向看，新兴市场整体较发达市场更便宜，而 A 股全球来看属于较贵的行列。
- **自下而上看估值：**自下而上看指数、板块估值高分化，低估值（低 PE）中可能存在“贵”（高 PEG），高估值（高 PE）同样也存在着“便宜”（低 PEG），因更多的未盈利公司被纳入 MSCI 指数，这导致 MSCI 中国指数的估值因此而被动抬升。
- **总结：**中国股市目前估值性价比相对不高，我们对后市仍保持谨慎。当前投资环境下需要逻辑下沉，自下而上选取攻守自如的投资标的，抓住结构性机会。

蔡瑞, CFA

策略分析师

carl\_cai@spdbi.com

(852) 2808 6437

王彦臣, PhD

宏观分析师

yannson\_wang@spdbi.com

(852) 2808 6440

林琰

研究部主管

sharon\_lam@spdbi.com

(852) 2808 6438

2021 年 5 月 27 日

**相关报告：**

[《板块轮动策略启示录：轮动是否会延续？》](#) (2021-05-18)

[《各国央行 QE 缩减面面观——SPDBI 全球央行观察\(2021 年 5 月刊\)》](#) (2021-05-17)

[《不一样的周期？——股市周期分析框架系列报告（二）》](#) (2021-04-09)

[《黄金投资手册：抄底？》](#) (2020-08-13)

[《美联储谨慎而乐观的非对称调整》](#) (2021-03-18)

[《策略简评：南下资金爆发的背后》](#) (2021-01-19)

[《2021 年中国股市策略展望：先上后下，配置下沉》](#) (2020-12-08)

# 目录

估值现状：整体回落，但仍在高位 .....	3
高估值下，估值的结构失衡仍然明显 .....	6
结构失衡：成长 vs 价值的估值高度分化 .....	6
结构失衡：“新经济”vs “旧经济”的分化 .....	8
自上而下看估值 .....	9
股市市值占 GDP 的比值 .....	9
股市市值占 M2 的比值 .....	10
跨资产比较估值 .....	11
股票 vs 国债 .....	11
股票 vs 信用债 .....	12
股票 vs 大宗商品 .....	13
跨国比较估值 .....	14
中国 vs 新兴市场 .....	14
中国股市估值的全球排名 .....	15
各国市场的估值历史比较 .....	16
自下而上看估值 .....	18
总结 .....	22

# 股市多维估值手册：回调后的估值性价比如何？

我们结合自上而下、自下而上以及跨国、跨资产的视角，从多个维度立体审视了中国股市的估值情况。多维视角下，中国股市横向、纵向来看，目前无疑属于高估值水平，性价比仍然有限。估值预计将继续回落，盈利才是 2021 年股市的最大支撑。在高估值的背景下，还蕴藏着估值的结构性失衡，这令我们对后市仍然保持谨慎。自下而上来看，中国股市的估值分化非常明显，而在热门的高估值板块同样存在“便宜”标的，在冷门的低估值板块也同样存在“贵”标的。这都要求我们有必要逻辑下沉，自下而上选取攻守自如的投资标的，抓住结构性机会。

## 估值现状：整体回落，但仍在高位

2021 年至今，MSCI 中国指数已经自高点回落明显。我们计算了 MSCI 中国指数成分股自 52 周高点的回撤幅度，目前来看不论是中位数还是平均幅度，都大约在 20% 左右，回撤幅度较为明显。价格回撤直接带动整体估值回落。

图表 1：MSCI 中国成分股自 52 周高点的回撤幅度

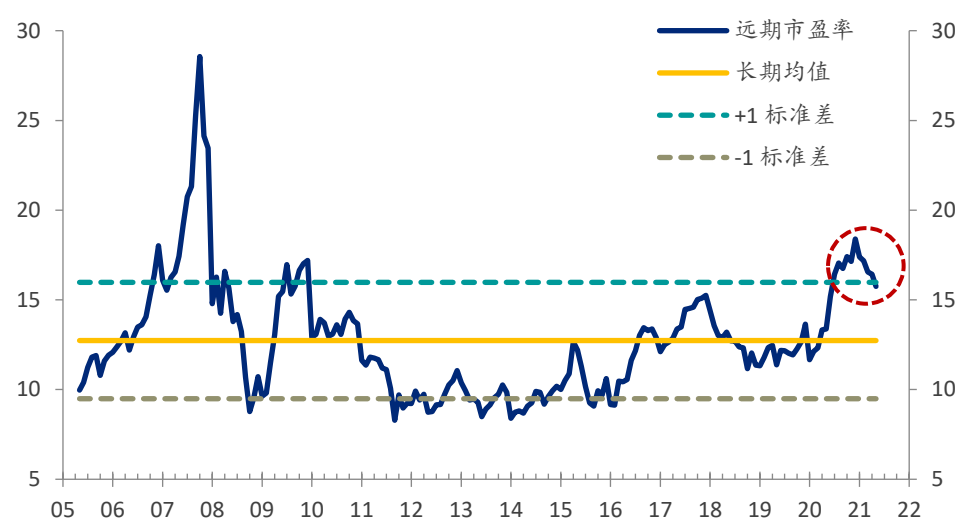


注：计算为周度数据，截至 5 月 21 日当周  
资料来源：Factset, Bloomberg, 浦银国际

今年以来 MSCI 中国指数估值回落，与我们年度展望报告中的《[2021 年中国股市策略展望：先上后下，配置下沉](#)》的观点相符，即 2021 年股市回报最大支撑来自盈利扩张，预计 2021 年很可能呈现盈利扩张、估值收缩的格局。

目前来看，MSCI 中国指数的估值水平仍然在相对高位，其远期市盈率仍高于历史均值近一个标准差，估值回落的压力仍然不小。

图表 2：MSCI 中国远期市盈率



资料来源：Factset，浦银国际

由于 MSCI 中国指数的成分股会动态调整，为了更全面地呈现整体市场的估值情况，我们还计算了 A 股、港股的全市场估值水平。结果同样显示，当前中国股市的估值水平仍处于高位，其中：

- **A 股：**整体估值水平处于 2017 年以来相对高位；
- **港股：**整体估值水平则处于 2011 年以来相对高位；

图表 3: A 股及港股远期市盈率



资料来源: Factset, 浦银国际

## 高估值下，估值的结构失衡仍然明显

整体高估值的背景下，存在估值的结构下失衡。具体来看，成长 vs 价值股分化仍然非常明显，成长股与价值股的估值差仍持平于 2018 年股市见顶时的水平。“新经济”vs“旧经济”板块分化仍非常明显，“新经济”板块的估值已经出现了明显回落，但仍处于绝对以及相对高位，尤其是医疗板块，属于最贵的板块，整体估值明显高于其他；而“旧经济”板块的估值整体来看相比于“新经济”仍然较低。

结构上的失衡，警醒我们在整体的投资组合构建时需要注意风格、板块的平衡，详情请参看我们在《[板块轮动策略启示录：轮动是否会延续？](#)》的观点。

### ● 结构失衡：成长 vs 价值的估值高度分化

MSCI 中国指数的整体估值目前仍在高位，但细分来看，估值的结构性问题依然较为突出。其中，MSCI 中国的成长股指数的远期市盈率水平虽然自高位明显回落，但现在仍然处于远高于历史平均一个标准差以上的水平。而 MSCI 中国的价值股指数的远期市盈率虽然明显低于成长股，但其估值也创下了 2011 年以来的最高水平。

图表 4：MSCI 中国成长指数远期市盈率



资料来源：Factset, Bloomberg, 浦银国际

图表 5: MSCI 中国价值指数远期市盈率



资料来源: Factset, Bloomberg, 浦银国际

估值的结构问题依然非常突出, 成长股与价值股的估值差在 2020 年 10 月创下历史新高后, 随后一路回落至今, 但目前的水平差值水平依然持平于 2018 年股市见顶时的水平。

图表 6: MSCI 中国远期市盈率比值 (成长股 vs 价值股)

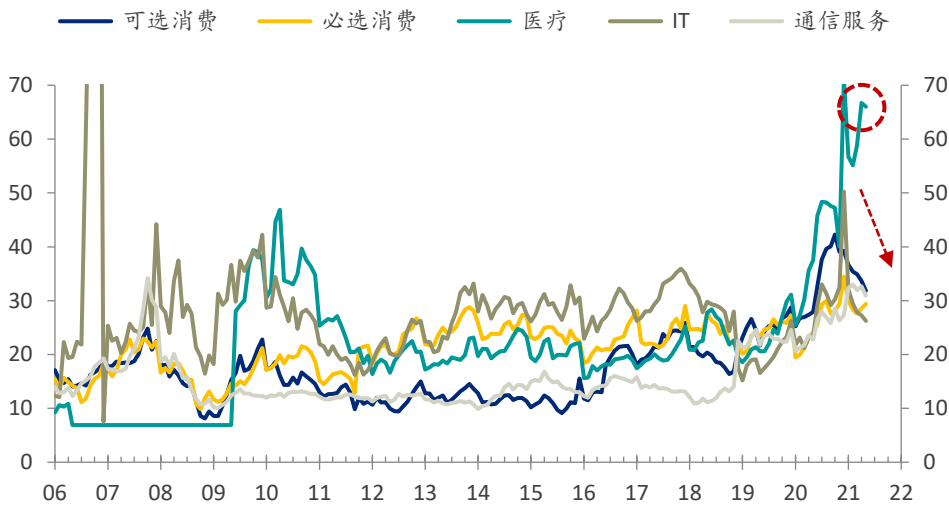


资料来源: Factset, Bloomberg, 浦银国际

## ● 结构失衡：“新经济”vs“旧经济”的分化

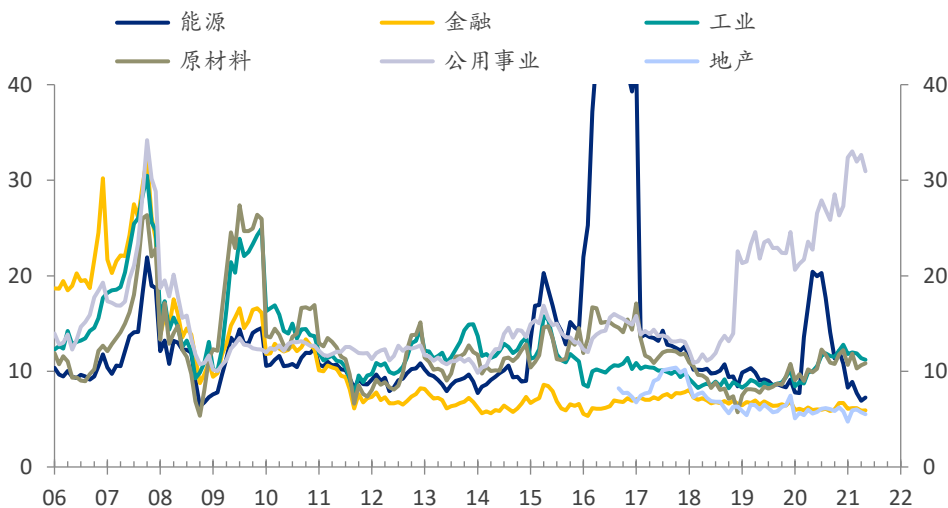
就板块层面来看，这种结构失衡体现在“新经济”板块 vs “旧经济”板块估值的显著分化。整体来看，“新经济”板块的估值虽已出现明显回落，但仍处于绝对以及相对高位，尤其是医疗板块，属于最贵的板块，估值明显高于其他新经济板块。而“旧经济”板块的整体估值相比于“新经济”仍然较低。

图表 7：MSCI 中国“新经济”板块远期市盈率



资料来源：Factset, Bloomberg, 浦银国际

图表 8：MSCI 中国“旧经济”远期市盈率



资料来源：Factset, Bloomberg, 浦银国际



## 自上而下看估值

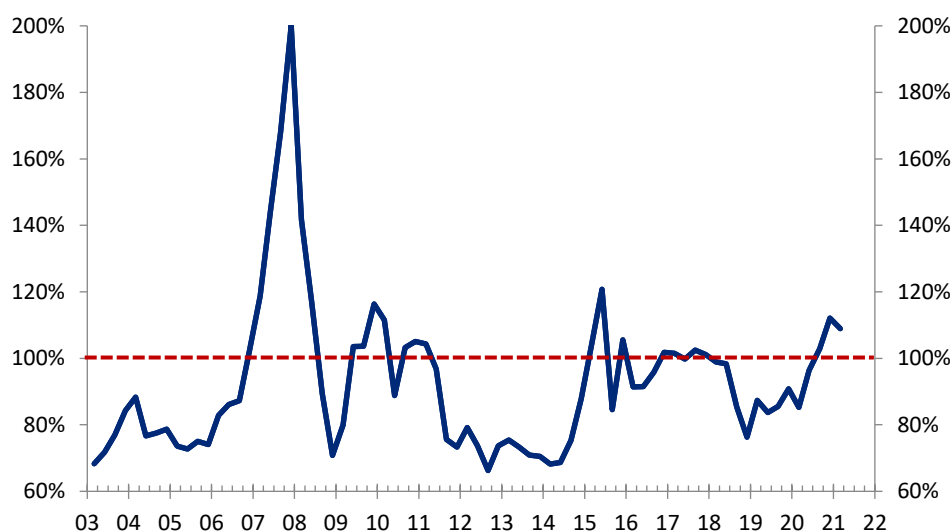
自上而下来看，就中国股市的市值 vs 名义 GDP 以及 M2 的两个角度而言，当前中国股市估值都明显偏高，并没有出现明显的性价比，因此，对于后市我们仍有必要保持谨慎。

### ● 股市市值占 GDP 的比值

巴菲特会比较股市总市值与 GDP 的比值，以判断市场整体的估值水平，该指标被泛称为“巴菲特指标”。在此，我们计算了包含 A 股、港股（上面包含了大量回港上市的 ADR）的中国股市总市值，与中国名义 GDP 的比值。我们发现：

- 历史来看，该比值在 100% 以上的水平通常预示着估值水平偏高，2015 年、2018 年的市场顶部分别对应 120%、100% 左右的水平。
- 目前的水平处于 108% 左右，高于 2018 年见顶时候 100% 的水平，但低于 2015 年的 120%。显示当前市场估值偏高。

图表 9：中国股市市值占名义 GDP 的比值：当前市场估值偏高



注：计算使用的是 A 股市值与港股市值总和，GDP 为最新的四个季度名义 GDP 之和  
资料来源：Factset, Bloomberg, 浦银国际

## ● 股市市值占 M2 的比值

考虑到全球流动性的宽松背景，我们不仅要看总市值的 GDP 的占比情况，也要看 M2 的占比：

- 我们需要强调的是，不同于 GDP 的“流量”概念，M2 是个“存量”概念，而市值也是个“存量”概念，因此，“存量”vs “存量”相对更具可比性。由于 M2（分母）增速整体快于股票市值（分子）的增速，导致市值的 M2 占比波动区间逐步变小。可以观察到的是，金融危机后，市场见顶/见底所对应的总市值占 M2 的比值在相应地降低/抬升。我们预期未来该区间很可能会收敛至 40-50% 之间。
- 目前中国股市的市值占 M2 的比值约为 52%，低于 2015 年市场见顶时超过 60% 的水平，并大致持平于 2018 年市场顶部时的水平，显示市场整体估值偏高。

图表 10：中国股市市值占 M2 的比值：目前市场整体估值仍偏高



注：计算使用的是 A 股市值与港股市值总和，M2 为存量数值

资料来源：Factset, Bloomberg, 浦银国际

## 跨资产比较估值

跨资产来看，相对国债，股票仍然有吸引力；但相对信用债，股票已属高估值区间；而相对商品来看，由于2010年后大宗商品长期低迷，导致股市 vs 大宗商品趋势线走高，相比商品难言股市估值高低。

### ● 股票 vs 国债

我们常用股票市场整体的股息率与无风险利率进行比较，差额越高，表示股票的估值吸引力较债券越大。目前A股（相比10年期中国国债收益率）、港股（相比10年期美债收益率）整体虽然已经从高点回落，但都在长期均值水平以上。

此外，我们还计算了MSCI中国指数各成分股中，股息率超过同期的10年期中国国债和10年期美国国债收益率的公司占比。不难看出，该占比虽然自高位回落，但目前仍然处于相对的高位（明显高于2018年市场见顶时期的水平）。

上述比较均显示，虽然股票市场整体的估值仍处于高位，但在全球极低的国债收益率水平下，中国股票相比国债的吸引力仍在历史平均水平以上。

图表 11: A股整体股息率与10年期中债收益率之差（百分点）



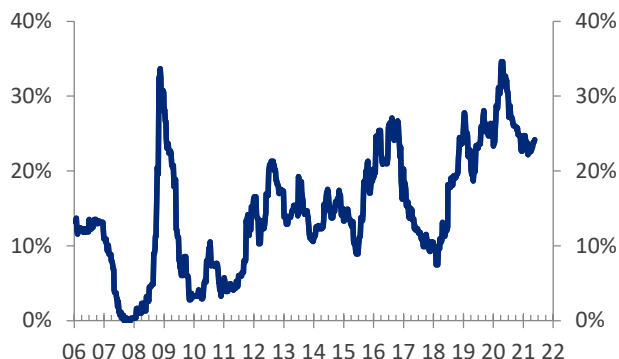
注：此处以A股市场整体计算  
资料来源：Factset, Bloomberg, 浦银国际

图表 12: 港股整体股息率与10年期美债收益率之差（百分点）



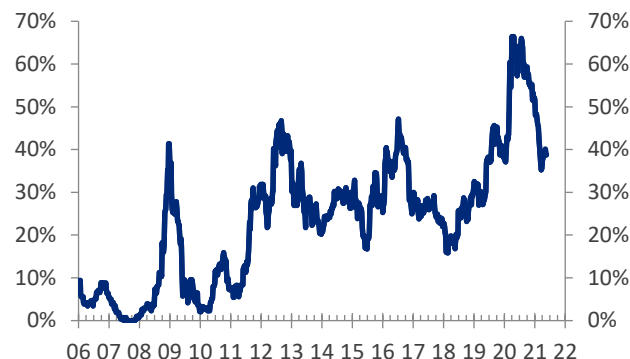
注：此处以港股市场为整体计算  
资料来源：Factset, Bloomberg, 浦银国际

**图表 13: MSCI 中国指数中股息率超过 10 年期中  
债收益率的成分股占比**



注：基于 MSCI 中国 2021 年 5 月份成分股回溯测算  
资料来源：Factset, Bloomberg, 浦银国际

**图表 14: MSCI 中国指数中股息率超过 10 年期美  
债收益率的成分股占比**

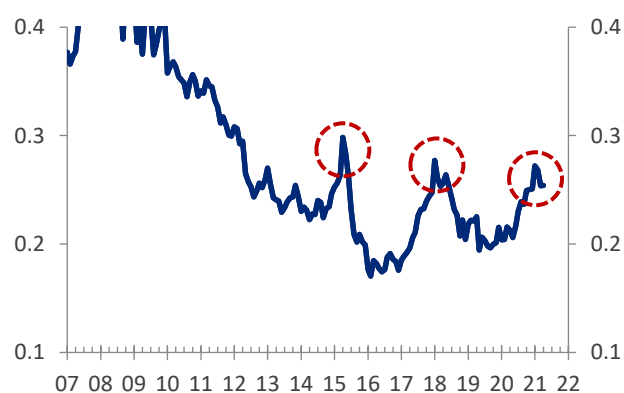


注：基于 MSCI 中国 2021 年 5 月份成分股回溯测算  
资料来源：Factset, Bloomberg, 浦银国际

## ● 股票 vs 信用债

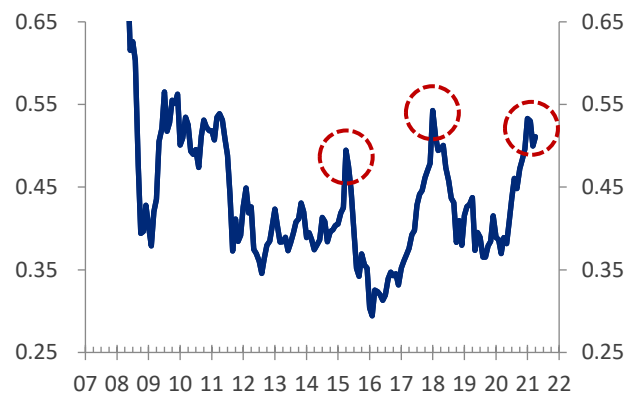
股票与信用债都属于风险资产。作为代表中国股市的旗舰指数 MSCI 中国指数包含了 A 股、港股、ADR，投资人非常多元化；而离岸中资美元信用债较在岸信用债同样包含了更多元的境内外投资人。在此我们计算了 MSCI 中国指数 vs 离岸中资美元高收益债和投资级债的相对比值。不难看出，当前的水平已经仅略高或略低于 2015、2018 年的市场顶点时的水平。就此角度来看，当前的股票估值相对信用债而言，达到了相对高位。

**图表 15: MSCI 中国 vs 离岸中资美元高收益债**



注：离岸中资美元高收益债使用的是 ICE BofA Asian Dollar High Yield Corporate China Issuers index 的总回报指数  
资料来源：Factset, Bloomberg, 浦银国际

**图表 16: MSCI 中国 vs 离岸中资美元投资级债**



注：离岸中资美元投资级债使用的是 ICE BofA Asian Dollar Investment Grade Corporate China Issuers index 的总回报指数  
资料来源：Factset, Bloomberg, 浦银国际

## ● 股票 vs 大宗商品

我们还计算了股票 vs 大宗商品的相对比价，对比发现，MSCI 中国 vs CRB 大宗商品指数并没有出现均值回归，2010 年以来，全球大宗商品市场长期低迷，这令股票与大宗商品的相对比值趋势性地上升。

当前该比值已明显回落，接近趋势线下限。短期而言，股票相比大宗商品已经具有吸引力（很可能是因为大宗商品过去 1 年快速上涨所致）；但长期而言，股票与大宗商品比值仍然在历史高位（主要由大宗商品的长期低迷所致）。如果仅与大宗商品比较，难言当前的股市估值高估与否。

图表 17：MSCI 中国 vs CRB 大宗商品指数



资料来源：Factset, Bloomberg, 浦银国际

## 跨国比较估值

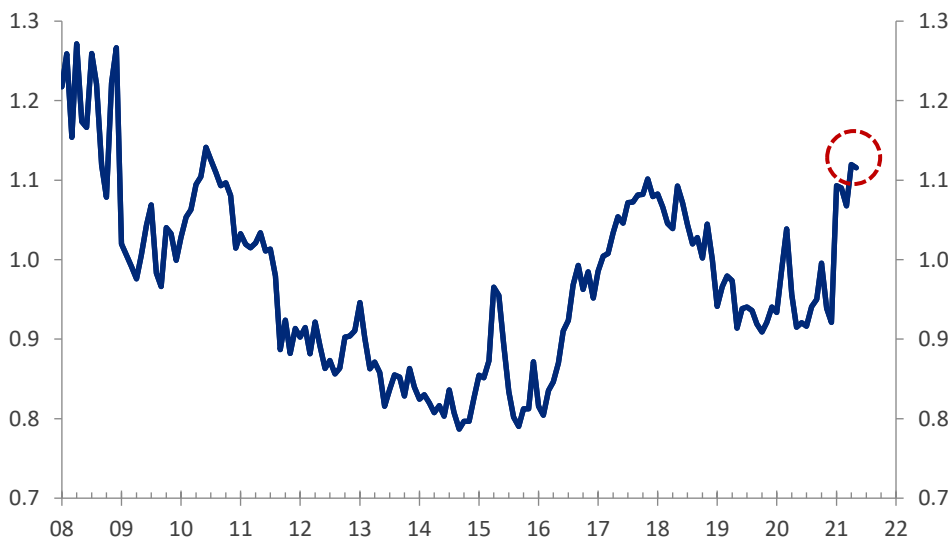
跨国视角来看，中国 vs 新兴市场的比值创下了 **2010 年以来的新高**。对新兴市场的国际投资者而言，当前中国股市的估值性价比不高。A 股及港股在全球市场的估值排名都有所下滑（估值变贵），其中 A 股比多数市场都要贵，港股则依然比多数市场便宜。

具体而言，纵向来看，中国与绝大多数市场一样，当前的估值水平处于 10 年来的相对高位，仅有极少数的新兴市场估值在历史中位数以下。横向来看，目前新兴市场整体较发达市场更便宜，而 A 股在全球市场中属于较贵的行列。不过相较于美股于其他市场的巨大估值差异，A 股与多数市场的估值差异则较小。

### ● 中国 vs 新兴市场

2018 年 6 月，A 股被纳入包括 MSCI 新兴市场在内的多个 MSCI 系列指数，近年来，随着深港通、沪港通的进一步深化和扩容，国际投资者在中国股票市场尤其是 A 股市场扮演着愈发重要的角色。基于此大背景，我们有必要将整个中国股市的估值放在全球视角下审视。我们比较了 MSCI 中国指数远期市盈率 vs MSCI 新兴市场远期市盈率的比值，目前该比值创下 **2010 年以来的新高**。这显示了，从新兴市场整体来看，中国股市的估值水平处于极高水平。因而对新兴市场的国际投资者而言，当前中国股市的估值性价比不高。

图表 18：MSCI 中国远期市盈率 vs MSCI 新兴市场远期市盈率



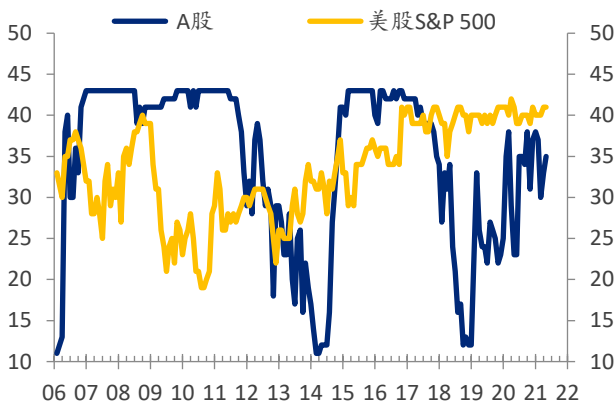
资料来源：Factset, Bloomberg, 浦银国际

## ● 中国股市估值的全球排名

在全球史诗级的宽松下，全球各类资产，包括艺术收藏品、虚拟货币、房地产、债券、股票等的估值都全线上涨。因此，我们有必要将中国股市的估值放到更广泛的国际背景下去审视，我们计算了 A 股、港股整体的远期市盈率、市净率在全球 43 个市场的排名：

- **A 股排名下滑，且比多数市场要贵。** A 股市盈率和市净率的全球排名有所下滑，虽然都排在美股之前，也并未如此前一般位列全球末端，但目前 A 股的估值排名处于 2016 年来的较后的位置，比全球多数市场都要贵。
- **港股排名下滑，但仍比多数市场便宜。** 港股市场整体来看，不论是市盈率还是市净率都可以排名在 10-20 之间，估值比大多数市场更便宜，但其排名已经出现下滑，目前水平大约对应 2012-2013 年的排名。

图表 19: A 股 vs 美股在 43 个市场的远期市盈率排名 (数字越大, 估值越贵)



注：此处计算的为 A 股整体估值  
资料来源：Factset, Bloomberg, 浦银国际

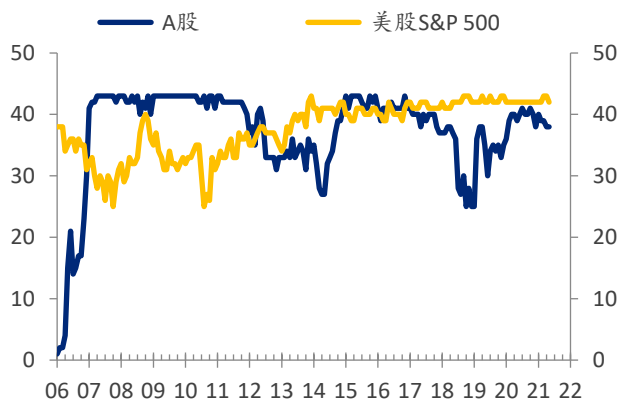
图表 20: 港股 vs 美股在 43 个市场的远期市盈率排名 (数字越大, 估值越贵)



资料来源：Factset, Bloomberg, 浦银国际

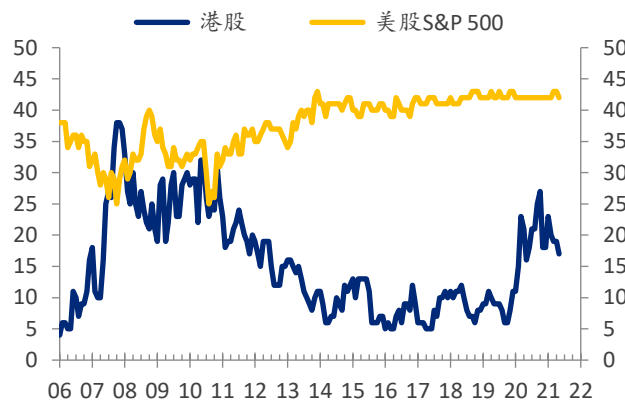


图表 21: A 股在 43 个市场的市净率排名 (数字越大越贵)



资料来源: Factset, Bloomberg, 浦银国际

图表 22: 港股在 43 个市场的市净率排名 (数字越大越贵)



注: 此处计算的为香港股市整体估值

资料来源: Factset, Bloomberg, 浦银国际

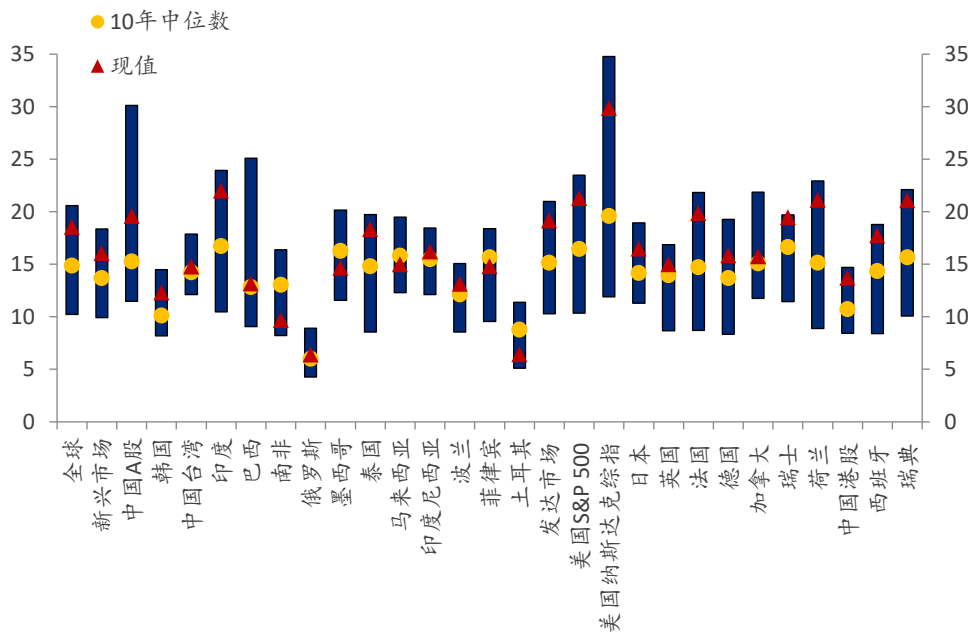
## ● 各国市场的估值历史比较

下方的估值地图中呈列了部分新兴市场和发达市场的远期市盈率及市净率过去 10 年的估值浮动区间 (蓝色柱形)、中位数水平、现值。我们可以清晰地看到:

- 纵向来看, 中国与绝大多数市场一样, 当前的估值水平都明显高于过去 10 年的中位数水平, 目前处于相对高位。仅有极少数的新兴市场估值在历史中位数以下。
- 横向来看, 新兴市场整体较发达市场更便宜, 而全球来看, 美股市场估值整体较贵, 尤其是纳斯达克市场。港股目前的估值水平在全球来看属于相对便宜的行列, 而 A 股全球来看则属于较贵的行列。不过相较于美股于其他市场的巨大估值差异, A 股与多数市场的估值差异则较小。

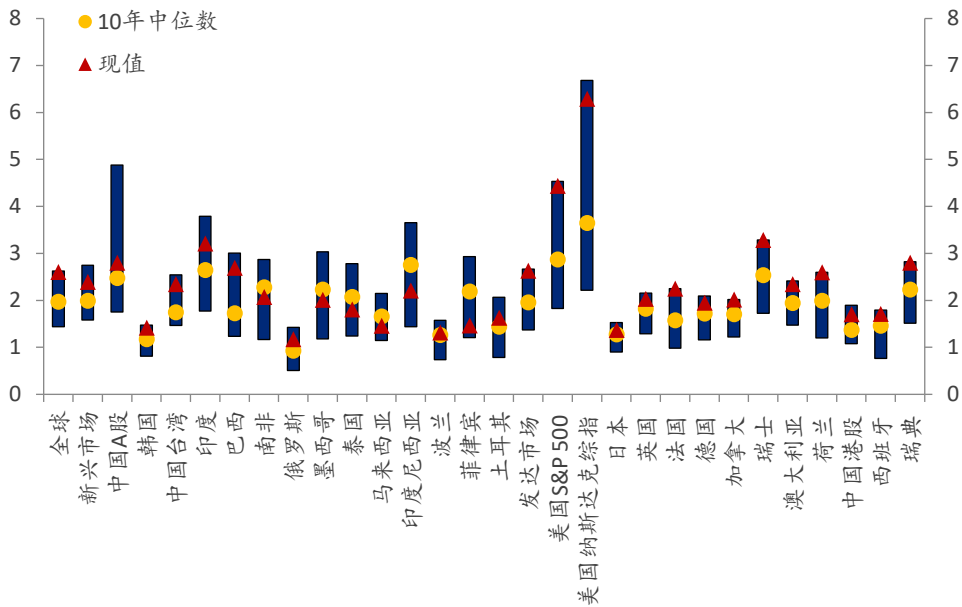


图表 23：全球股市远期市盈率



注：除美股注明外，其他市场都为全市场的整体估值。  
资料来源：Factset, Bloomberg, 浦银国际

图表 24：全球股市市净率



注：除美股注明外，其他市场都为全市场的整体估值。  
资料来源：Factset, Bloomberg, 浦银国际

## 自下而上看估值

由于指数、板块成分股是动态调整的，不同估值水平的成分股变化自然会带来板块和指数的变化。因此，我们在看市场估值的时候，不仅需要“自上而下”，也同样需要“自下而上”来审视估值。

以下为 MSCI 中国指数按板块分类的重要成分股的估值一览。我们梳理后发现：

- **板块层面的估值高度分化的特征明显。**能源、金融、地产、公用事业等“旧经济”的绝对估值都非常便宜，而互联网、医疗、消费等的绝对估值依然在高位。
- **板块内部的估值分化非常巨大。**例如同样属于“汽车”行业，但比亚迪股份的估值约为长城汽车的 4-5 倍。白酒的估值则近 2 倍于乳制品企业。
- **更多的未盈利企业被纳入指数，导致整体市场的估值被动抬升。**例如 MSCI 中国指数的医疗板块，由于近年来纳入了更多未盈利的生物科技公司，这些公司的亏损会直接影响板块、指数层面的整体盈利水平，进而抬高估值。也就是说，从微观层面来看，中国市场的估值也会因这些未盈利股份的上市而导致整体板块、指数的估值中枢被动抬升。
- **高估值中也有“便宜”，而低估值中也有“贵”。**比较估值时，我们不能只看市盈率来判断“便宜”还是“贵”，因为这很可能并非事情的全貌。如果结合增长率来看 PEG，就不难发现，在“旧经济”的低市盈率中，也有诸如招商银行（PEG=1.37）这样 PEG>1 的标的；而在“新经济”的高市盈率标的中，却也存在诸如京东（PEG=0.93）、网易（PEG=0.83）这样 PEG<1 的标的。

指数、板块高分化的估值境遇，再加上低估值（低 PE）中可能存在“贵”（高 PEG），高估值（高 PE）同样也存在着“便宜”（低 PEG），这些都再度呼应了我们在《[2021 年中国股市策略展望：先上后下，配置下沉](#)》以及《[板块轮动策略启示录：轮动是否会延续？](#)》的观点，即投资环境下需要逻辑下沉，自下而上选取攻守自如的投资标的。

图表 25: MSCI 中国指数重要个股估值一览

代码	名称	GICS 行业	权重	YTD 表现	远期市盈率	PEG	市销率	EV/EBITDA
<b>通讯服务</b>								
BILI-US	哔哩哔哩	娱乐	0.51%	18.04%	N/A	N/A	11.11	N/A
NTES-US	网易	娱乐	1.46%	18.57%	27.33	0.83	5.45	25.72
BIDU-US	百度股份有 限公司	交互式媒体 与服务	1.66%	-12.62%	18.86	1.36	2.62	-5.03
700-HK	腾讯控股	交互式媒体 与服务	14.87%	4.10%	31.23	1.46	7.28	41.21
<b>可选消费</b>								
NIO-US	蔚来汽车 公司	汽车	1.45%	-26.36%	N/A	N/A	8.40	N/A
2333-HK	长城汽车	汽车	0.25%	-24.00%	17.62	0.62	1.83	53.83
1211-HK	比亚迪股份	汽车	0.51%	-17.52%	76.86	2.70	2.25	30.28
TAL-US	好未来 教育集团	综合型消费 者服务	0.67%	-50.26%	108.80	3.64	3.38	N/A
EDU-US	新东方	综合型消费 者服务	0.67%	-51.19%	35.33	0.68	2.91	46.68
YUMC-US	百胜中国	酒店、餐馆 及休闲	0.81%	14.52%	32.19	3.38	2.60	24.09
6690-HK	海尔智家	家庭耐用消 费品	0.26%	12.10%	19.24	1.13	1.11	19.06
PDD-US	拼多多公司	互联网与直 销零售	1.64%	-26.60%	N/A	N/A	8.67	N/A
3690-HK	美团-W	互联网与直 销零售	3.98%	-8.01%	N/A	N/A	6.63	N/A
JD-US	京东集团	互联网与直 销零售	2.07%	-18.48%	39.88	0.93	0.71	78.23
BABA-US	阿里巴巴	互联网与直 销零售	13.98%	-9.58%	21.18	0.80	3.85	44.52
TCOM-US	携程集团	互联网与直 销零售	0.61%	16.63%	73.03	122.99	5.65	#N/A
2020-HK	安踏体育	纺织品、服 装及奢侈品	0.65%	23.17%	43.07	1.35	6.60	38.81
2313-HK	申洲国际	纺织品、服 装及奢侈品	0.65%	28.22%	37.31	1.86	8.29	36.26
2331-HK	李宁	纺织品、服 装及奢侈品	0.61%	24.77%	56.49	1.62	6.73	60.46
<b>必选消费</b>								
000858-CN	五粮液	饮料	0.33%	4.51%	48.52	1.72	16.45	40.83
600519-CN	贵州茅台	饮料	0.79%	3.67%	48.06	2.26	22.08	37.58
2319-HK	蒙牛乳业	食品	0.51%	-5.45%	28.02	1.04	1.58	52.34

(接下页...)

(接上页...)

代码	名称	GICS 行业	权重	YTD 表现	远期市盈率	PEG	市销率	EV/EBITDA
<b>能源</b>								
1088-HK	中国神华	石油、天然气及消费用燃料	0.27%	16.03%	6.52	14.60	1.47	3.72
386-HK	中国石油化工股份	石油、天然气及消费用燃料	0.43%	18.16%	6.84	0.89	0.19	40.55
857-HK	中国石油股份	石油、天然气及消费用燃料	0.28%	30.83%	7.61	0.20	0.36	24.40
<b>金融</b>								
939-HK	建设银行	银行	2.57%	4.92%	4.49	0.74	1.61	N/A
3968-HK	招商银行	银行	1.09%	35.31%	12.56	1.37	4.10	N/A
3988-HK	中国银行	银行	1.06%	17.74%	3.89	0.82	1.49	N/A
1288-HK	农业银行	银行	0.37%	8.10%	4.02	0.40	1.53	N/A
1398-HK	工商银行	银行	1.30%	-1.59%	4.46	0.66	1.92	N/A
2628-HK	中国人寿	保险	0.50%	-6.32%	6.59	N/A	1.20	N/A
2601-HK	中国太保	保险	0.33%	-6.43%	8.17	0.55	0.81	N/A
<b>医疗</b>								
BGNE-US	百济神州	生物科技	0.48%	32.75%	N/A	N/A	25.00	N/A
1801-HK	信达生物	生物科技	0.38%	9.45%	N/A	N/A	19.32	N/A
ZLAB-US	再鼎医药	生物科技	0.37%	20.17%	N/A	N/A	70.85	N/A
853-HK	微创医疗	医疗设备与用品	0.18%	35.88%	N/A	N/A	15.46	N/A
1099-HK	国药控股	医疗提供商与服务	0.15%	36.00%	8.11	N/A	0.12	7.26
241-HK	阿里健康	医疗技术	0.40%	-6.33%	407.32	N/A	8.38	N/A
2269-HK	药明生物	生命科学工具与服务	1.52%	6.81%	152.51	4.00	37.58	252.57
1177-HK	中国生物制药	制药	0.37%	20.67%	36.86	1.50	4.57	30.54
1093-HK	石药集团	制药	0.39%	46.91%	21.87	N/A	3.76	18.60
600276-CN	恒瑞医药	制药	0.14%	-25.21%	58.21	2.62	11.77	92.04
<b>工业品</b>								
ZTO-US	中通快递	航空货运与物流	0.41%	8.68%	34.23	1.09	5.09	34.31
6098-HK	碧桂园服务	商业服务与商业用品	0.49%	52.62%	47.67	0.87	6.95	37.55
586-HK	海螺创业	建筑与工程	0.26%	-3.32%	6.54	0.71	4.93	43.63
300750-CN	宁德时代	电气设备	0.28%	10.50%	97.09	3.01	8.74	149.07
267-HK	中信股份	工业集团	0.21%	59.56%	4.10	#N/A	0.43	13.08

(接下页...)

(接上页...)

代码	名称	GICS 行业	权重	YTD 表现	远期市盈率	PEG	市销率	EV/EBITDA
<b>IT</b>								
2382-HK	舜宇光学科技	电子设备、 仪器及配件	0.53%	7.25%	28.34	1.70	3.37	31.17
2018-HK	瑞声科技	电子设备、 仪器及配件	0.12%	5.88%	18.91	0.88	2.22	16.38
GDS-US	万国数据	IT 服务	0.22%	-24.43%	N/A	N/A	9.81	162.79
1810-HK	小米集团	技术硬件、 存储及周边 设备	1.61%	-19.73%	30.42	3.03	1.57	69.83
<b>原材料</b>								
3323-HK	中国建材	建筑原材料	0.18%	14.02%	4.36	0.68	0.26	7.85
914-HK	海螺水泥	建筑原材料	0.25%	-3.71%	5.83	N/A	1.33	8.99
2899-HK	紫金矿业	金属与采矿	0.31%	26.42%	18.47	0.86	1.19	21.71
1378-HK	中国宏桥	金属与采矿	0.11%	67.61%	5.66	N/A	0.86	N/A
<b>房地产</b>								
1918-HK	融创中国	房地产管理 与开发	0.34%	-0.17%	3.20	0.28	0.37	11.08
2007-HK	碧桂园	房地产管理 与开发	0.31%	-8.21%	4.74	8.16	0.32	6.42
960-HK	龙湖集团	房地产管理 与开发	0.36%	1.10%	10.17	0.58	0.97	10.39
BEKE-US	贝壳找房	房地产管理 与开发	0.31%	-15.5%	58.55	3.5	4	82.5
1109-HK	华润置地	房地产管理 与开发	0.49%	13.44%	7.92	0.84	0.94	7.74
<b>公用事业</b>								
135-HK	昆仑能源	燃气公用事 业	0.14%	34.03%	14.10	N/A	0.47	14.21
2688-HK	新奥能源	燃气公用事 业	0.47%	24.97%	17.99	N/A	1.41	8.43
384-HK	中国燃气	燃气公用事 业	0.37%	-8.60%	13.38	N/A	1.98	N/A

注：以 2021 年 5 月 24 日收盘数据计算

资料来源：Bloomberg, FactSet, 浦银国际

# 总结

我们结合自上而下、自下而上以及跨国、跨资产的视角，从多个维度立体审视了中国股市的估值情况。多维视角下，中国股市横向、纵向来看，目前无疑属于**高估值水平，性价比仍然有限**。估值预计将继续回落，盈利才是 2021 年股市的最大支撑。在高估值的背景下，还蕴藏着估值的结构性失衡，这令我们**对后市仍然保持谨慎**。自下而上来看，中国股市的估值分化非常明显，而在热门的高估值板块同样存在“便宜”标的，在冷门的低估值板块也同样存在“贵”标的。这都要求我们有必要逻辑下沉，自下而上选取攻守自如的投资标的，抓住结构性机会。

图表 26：中国股市估值手册的主要结论

估值项目	主要结论	对于股市投资的整体影响
整体估值	估值已然自高位回落，但整体的估值仍然在相对高位，MSCI 中国指数的远期市盈率仍高于历史均值一个标准差。A 股、港股整体估值分别处于 2017、2011 年以来的相对高位。	估值可能继续回落，盈利或将成为全年股市回报的最大支撑。
高估值下的结构失衡	高估值的背景下存在估值的结构失衡，具体来看成长股与价值股的估值差仍持平于 2018 年股市见顶时的水平。“新经济”vs “旧经济”板块分化仍非常明显，“新经济”板块的估值已经出现了明显回落，但仍处于绝对以及相对高位。	在整体的投资组合构建时需要注意风格、板块的平衡。
自上而下的看估值	从中国股市的市值 vs 名义 GDP 以及 M2 的角度自上而下来看，当前的股市估值都明显偏高，并没有出现明显的性价比。	性价比相对不高，对后市保持谨慎。
跨资产比较估值	跨资产来看，中国股票相对国债的吸引力仍在平均水平之上，但相对信用债已属高估值区间，而相对商品来看，由于 2010 年后大宗商品长期低迷，导致股市 vs 大宗商品趋势性走高，相比商品难言股市估值高低。	跨资产来看，股票相对国债仍然有吸引力，但相对信用债已属高估值区间，而相对商品来看，由于 2010 年后大宗商品长期低迷，导致股市 vs 大宗商品趋势线走高，相比商品难言股市估值高低。
跨国比较估值	中国 vs 新兴市场估值比值创下了 2010 年以来的新高。A 股及港股在全球市场的估值排名都下滑（估值相对变贵）。具体而言，纵向看中国与绝大多数市场一样，当前的估值水平在过去 10 年都处于相对高位，仅有极少数的新兴市场估值在历史中位数以下。横向看，新兴市场整体较发达市场更便宜，而 A 股全球来看属于较贵的行列，港股仍比多数市场便宜。	跨国视角下，中国 vs 新兴市场性价比不高，中国在全球来看估值也较贵，性价比有限。
自下而上看估值	指数、板块高分化；低估值（低 PE）中可能存在“贵”（高 PEG），高估值（高 PE）同样也存在着“便宜”（低 PEG）；更多的未盈利公司被纳入指数，这导致指数的估值因此而被动抬升。	投资环境下需要逻辑下沉，自下而上选取攻守自如的投资标的。

资料来源：浦银国际



## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法团—浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

### 美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

### 英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

### 权益披露

- 1) 浦银国际持有本报告所述公司(招商银行 3968.HK, 工商银行 1398.HK, 药明生物 2269.HK 及小米集团 1810.HK) 的财务权益或持有股份。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(腾讯 700.HK) 在过去 12 个月内有投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

## 评级定义

### 证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

### 行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

## 分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

### 浦银国际证券机构销售团队

#### 黄路遥

jessie\_huang@spdbi.com  
852-2808 6466

#### 王奕旻

stephy\_wang@spdbi.com  
852-2808 6467

#### 许敏洁

amy\_hsu@spdbi.com  
852-2808 6469

### 浦银国际证券财富管理团队

#### 华政

sarah\_hua@spdbi.com  
852-2808 6474

#### 陈岑

angel\_chen@spdbi.com  
852-2808 6475

### 浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: [www.spdbi.com](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼