

# 泛 TMT 行情的关键、制约与空间

## —估值天花板系列报告 1

报告日期： 2023-07-14

分析师：郑小霞

执业证书号：S0010520080007

电话：13391921291

邮箱：zhengxx@hazq.com

分析师：刘超

执业证书号：S0010520090001

电话：13269985073

邮箱：liuchao@hazq.com

### 核心要点：

- 估值抬升空间是决定 TMT 行情成色的关键；估值抬升空间也是决定电子阶段性行情的关键，但并非是完整区间行情的决定性因素

无论是完整区间维度还是某一阶段性维度，估值都是 TMT 行情涨跌的最重要驱动力，即估值变动可以非常契合的解释 TMT 行情的变动。计算机 4 次、通信 7 次、传媒 3 次拔估值行情期间，指数与估值间都呈现出显著强正相关性，相关系数普遍在 0.85 以上，甚至完全正相关。如果考虑 2013 年至今的完整区间区，计算机、通信、传媒行业指数与估值的相关系数分别为 0.7979、0.7832、0.8791，同样表现出高强正相关。

在电子的某些阶段性行情期间，估值同样是关键性因素；但完整区间内，估值的解释效果减弱。如电子发生过的 4 次拔估值行情期间，指数与估值的相关性几乎都达到了完全正相关的程度。但 2013 年至今的完整区间内，相关系数仅为-0.0326。估值在阶段性行情和完整区间内的影响大相径庭的原因在于，除了估值能单独支撑电子行情上涨外，也能存在业绩单独支撑电子行情上涨，因此在业绩完全支撑阶段，行情与估值间呈现的负相关性将在完整区间维度上对冲估值支撑阶段的正相关性。如 2016.10 月下—2017.11 月上，电子估值下挫 40.9%，但指数仍上涨 19.2%，期间相关系数为-0.3145。

- 估值是关键性影响因素，但也存在客观天花板

泛 TMT 板块的历史行情中，都体现出来了各自的拔估值行情所对应的估值百分位天花板将整体随着轮次的推进而下降的趋势。

计算机的估值百分位天花板在 90%左右可能是一个比较重要的行情和估值考验关口。越发接近这个数值，其性价比和潜力越低。

通信的估值百分位天花板在 70%左右可能是一个比较重要的行情和估值考验关口。

传媒的估值百分位天花板在 80%左右可能是一个比较重要的行情和估值考验关口。

电子的估值百分位天花板在 70-75%左右可能是一个比较重要的估值考验关口。但需要注意的是，这也许并非是行情的考验关口，更多属于行情支撑因素转换的关口，即行情的上涨支撑从估值切换为业绩。

- 当前电子和通信的配置价值高

电子拔估值行情距离历史可比天花板尚有充分空间，同时考虑到拔估值

行情结束后仍将有业绩继续支撑行情上涨，因此当前时点上电子行业的配置价值很高。截至7月13日，电子估值46.2X，处于49.4%分位水平，也是本轮行情中估值分位最高点。当前位置无论是距离可比历史百分位或70-75%估值考验关口，都存在充分提升空间，因此仅从估值天花板角度，电子就具备良好配置价值。还考虑到，过去历史中通常电子估值百分位到达天花板后，行情将继续转换为业绩支撑上涨，在这个角度上电子的配置价值更加突出。

通信估值行情距离历史可比天花板还有充分空间，当前配置价值仍高。截至7月13日，通信估值34.3X，处于历史19.4%分位。在6月20日通信估值曾一度高至30%分位。但无论是当前估值分位还是此前最高估值分位相比历史可比天花板、70%考验关口或此前最低47.6%估值分位天花板，均有较大提升空间。因此通信行情当前具备很高配置价值。

计算机估值行情或许已经出现了本轮高点，当前整体配置价值偏低。截至7月13日，计算机估值67.8X，处于81.4%分位，属于接近历史可比天花板的高位。实质上本轮计算机行情可能已经出现了高点，即6月20日时92.2%的估值百分位，已经触及历史可比天花板水平和90%考验关口。当前时点看，计算机配置价值偏低，后续仍将以估值消化为主，也不排除催化剂出现带动行情阶段性反弹，但预计难以再创新高。

与计算机类似，传媒估值行情或许也见到了本轮高点，当前整体配置价值偏低。截至7月13日，传媒估值47.1X，处于61.9%分位，属于接近历史可比天花板的高位。本轮传媒行情可能也已经出现了高点，6月20日时75.1%分位，接近历史可比天花板水平和80%左右的考验关口。因此站在当前时点，传媒板块的整体配置价值也偏低。

#### ● 风险提示

对比研究和以往经验的局限性；行业上涨模式和支持因素发生变化等。

## 正文目录

1 估值是决定 TMT 行情成色的关键，同时也是电子阶段性行情的关键.....	4
2 估值是关键性影响因素，但也存在客观天花板，当前电子和通信配置价值高 .....	5
3 TMT 及电子行情的关键影响因素及制约 .....	7
3.1 估值能否提升以及多大提升空间是决定计算机行情的关键 .....	7
3.2 估值空间同样是决定通信行情的关键 .....	9
3.3 估值对传媒行情的决定性影响更加重要.....	10
3.4 电子估值百分位天花板并不是行情的天花板 .....	11

## 图表目录

图表 1 TMT 长短期行情的关键均在于估值；电子阶段性行情的关键估值也很重要.....	5
图表 2 成长科技板块各行业的估值天花板和对应分位数均随时间的推进而整体下降 .....	7
图表 3 计算机行业行情与估值正相关性高度紧密 .....	8
图表 4 计算机行业的 4 次拔估值行情；指数与估值的趋势和时间拐点高度一致，整体相关性高达 0.7979 .....	8
图表 5 通信行业的 7 次拔估值行情；指数与估值的趋势和时间拐点高度一致，整体相关性高达 0.7832 .....	9
图表 6 通信行业行情与估值正相关性高度密切 .....	10
图表 7 传媒行业行情与估值正相关性高度密切 .....	10
图表 8 传媒行业的 3 次拔估值行情；指数与估值的趋势和时间拐点高度一致，整体相关性高达 0.8791 .....	11
图表 9 电子行业的 4 次拔估值行情；指数与估值的趋势和时间拐点在某些阶段高度一致，但完整区间相关性不高 .....	12
图表 10 电子行业的阶段性行情与估值正相关性高度密切，但完整区间内不存在相关性 .....	13

我们曾在2023年4月8日发布的策略专题《TMT 拔估值行情的天花板在哪里?》中,站在估值百分位天花板角度来对泛 TMT 行情进行分析,彼时指出“计算机拔估值行情已经接近历史可比天花板,通信、传媒、电子均尚有较大空间”,随后 2023 年 4 月 10 日-2023 年 5 月 25 日期间,计算机大跌 17.14%。

我们在 2023 年 5 月 7 日周报《震荡市下把脉复苏、科技及中特估》中,使用同样的方法对彼时泛 TMT 估值提升空间进行了跟踪判断,指出“传媒的估值百分位已经接近历史可比天花板位置,并且出现内部估值扩散,可能预示传媒行情接近顶部”,同样的从 2023 年 5 月 5 日-2023 年 5 月 25 日期间,传媒行业大跌 17.44%。

我们在 2023 年 6 月 18 日周报《政策期待逐步兑现,可以适当乐观一些》中,在当时 TMT 板块在催化剂和海内外流动性双改善的大幅上涨背景下,再次对泛 TMT 的估值提升空间进行了跟踪判断,指出“短期内 TMT 可能在市场情绪下继续上涨,但高位的估值百分数制约下,市场对中长期性价比的考虑应该重于短期持续性的考虑,并明确指出通信、电子性价比优于计算机、传媒”,在 2023 年 6 月 21 日-2023 年 7 月 12 日期间,计算机、传媒分别下跌 15.22、17.89%。

过去的数次经历表明通过过去估值百分位历史天花板的对比,确实可以对 TMT 行情的顶点和方向进行较好的研判。因此我们本篇报告在 4 月 8 日专题报告的基础上,一方面,进一步研究指出了估值分别对 TMT 和电子行情的关键性影响;二方面,是在一的基础上更进一步地对估值百分位客观存在的天花板进行了更加明确的定位,如指出不同 TMT 行业的天花板考验关口等;三方面,也在当前行情下,对泛 TMT 行业的未来估值或行情空间进行跟踪判断;四方面,本篇报告不仅旨在申万一级行业上对行情进行研判,更是在此框架上,开启对泛 TMT 行业的二级行业行情进行研判,以期更好更精确的落地。

## 1 估值是决定 TMT 行情成色的关键,同时也是电子阶段性行情的关键

估值能否提升以及多大提升空间是决定 TMT 行情的关键,无论是完整区间维度还是某一阶段性的维度,即估值是 TMT 行情上涨或者下跌的最重要影响原因所在。TMT 行业指数与估值曲线在运行趋势和时间拐点上都保持高度一致,因此无论是阶段性行情维度还是完整区间维度上,二者都具备相当强的正相关性。

计算机的 4 次拔估值行情中,行业指数与 PE<sub>ttm</sub> 曲线几乎都呈现完全正相关。在 2013 年初至今的完整区间段内,二者也保持 0.7979 的高强正相关性。

通信的 7 次拔估值行情中,仅 1 次相关性相对略低为 0.6930 (实际上这也是强相

关性), 其余均保持在 0.85 以上的强相关程度, 多次也呈现完全正相关关系。在 2013 年初至今的完整区间段内, 二者也保持着 0.7832 的高强正相关性。

传媒的 3 次拔估值行情中, 相关系数均保持在 0.85 以上的高相关程度。在 2013 年初至今的完整区间段内, 二者保持着 0.8791 的高强正相关性, 甚至相关程度强于计算机和通信。

与 TMT 行情中估值处于绝对关键影响力有所异同的是, 电子在某些阶段性行情中估值也充当了决定性的影响因素, 如过去的 4 次拔估值行情期间, 电子行业指数和估值曲线的相关系数几乎都呈现出了完全正相关的状态。然而如果考虑 2013 年初以来的完整区间, 电子行业指数和估值曲线的相关系数却仅为-0.0326, 即完整区间内相关性几乎不存在。估值在某些阶段性行情和完整区间内的影响力大为迥异, 其主要原因在于除了估值能支撑电子行情上涨以外, 业绩也能单独支撑行情上涨 (这是 TMT 板块没有过的), 由此导致在这些阶段中电子行业指数与估值曲线之间呈现负相关, 从而在完整区间维度上对冲了由拔估值行情期间估值正相关的影响。如 2016 年 10 月下旬-2017 年 11 月上旬期间, 电子行业估值持续大幅下挫了-40.9%, 然而指数仍然继续上涨了 19.2%, 这期间行情的上涨全部有业绩贡献。

图表 1 TMT 长短期行情的关键均在于估值; 电子阶段性行情的关键估值也很重要

TMT-计算机 行情与估值相关性			TMT-通信 行情与估值相关性			TMT-传媒 行情与估值相关性			电子 行情与估值相关性		
起	止	相关系数	起	止	相关系数	起	止	相关系数	起	止	相关系数
2015 年初	2015/6/3	0.9923	2015 年初	2015/6/12	0.9983	2015 年初	2015/6/3	0.9962	2015 年初	2015/6/12	0.9986
2015/9/16	2015/12/30	0.9995	2015/9/16	2015/12/30	0.9884	2015/9/16	2015/12/22	0.8725	2015/9/16	2015/12/30	0.9971
2018/2/7	2018/3/20	0.9963	2016/3/1	2016/12/1	0.8506	2019/8/12	2020/7/14	0.9580	2016/3/1	2016/10/24	0.9739
2019/1/4	2020/7/13	0.9613	2017/7/18	2017/11/13	0.6930	2013 年至 2023/7/12	0.8791	0.8791	2019 年初	2020/7/13	0.9960
2013 年至 2023/7/12	0.7979	2018/11/2	2019/3/12	0.9999	2013 年至 2023/7/12				-0.0326		
		2019/11/26	2020/7/13	0.8525							
		2021/5/11	2022/1/17	0.9349							
		2013 年至 2023/7/12	0.7832								

资料来源: Wind, 华安证券研究所。估值分位数根据 2010 年起。相关系数为对应区间内行业行情与估值的相关性程度

## 2 估值是关键性影响因素, 但也存在客观天花板, 当前电子和通信配置价值高

TMT 和电子行业的拔估值行情所对应的估值百分位天花板, 基本上均随着轮次的推进而整体在下降。计算机、通信、传媒以及电子行情的历史行情中皆体现出来了这样的趋势。而估值百分位天花板的下降, 可以用市场的学习效应和政策的学习

效应来解释。当然对于不同行业来讲，估值百分位的天花板是有所不同的。从过去的演绎经验来看，具体地：

**计算机的估值百分位天花板在 90%左右可能是一个比较重要的行情和估值考验关口。越发接近这个数值，其性价比和潜力越低。**

**通信的估值百分位天花板在 70%左右可能是一个比较重要的行情和估值考验关口。越是接近这个位值，其性价比和潜力越低。**

**传媒的估值百分位天花板在 80%左右可能是一个比较重要的行情和估值考验关口。越是接近这个位值，其性价比和潜力越低。**

**电子的估值百分位天花板在 70-75%左右可能是一个比较重要的估值考验关口，但也许并非是行情的考验关口，这与 TMT 行业不同。当电子行业的估值百分位到达这一关口时，更多属于是行情支持因素转换的一个关口，行情的支撑将从估值切换为业绩，即届时哪怕估值到达天花板，也并不意味着行情结束。**

**从当前时点的 TMT 和电子行业配置价值来看：**

**计算机的拔估值行情或许已经达到了本轮高点，当前整体配置价值偏低。截至 2023 年 7 月 13 日，计算机行业估值 67.8X，处于 2010 年以来的 81.4%历史分位上，属于接近历史可比天花板的高位。实质上本轮计算机的行情很可能已经出现了高点，即 2023 年 6 月 20 日，当时的估值 78.5X，处于 92.2%的历史百分位，已经触及了历史可比天花板水平以及 90%的考验关口。因此当前时点来看，计算机的配置价值偏低，后续仍将以估值消化为主，不排除仍有催化剂出现时而带动行情阶段性反弹上涨，但预计难以再创新高。**

**通信的拔估值行情距离历史可比天花板还有充分的空间，当前配置价值高。截至 2023 年 7 月 13 日，通信行业估值 34.3X，处于历史的 19.4%百分位。同样在 2023 年 6 月 20 日，通信行业估值曾一度高至 36.4X，处于历史的 30%估值百分位。无论是当前的估值分位亦或是本轮中出现过的最高估值分位均相比历史可比天花板尚有充分的空间，相比 70%左右的考验关口也好，或是相比此前最低的 47.6%估值百分位天花板也好，均有较大的提升空间。因此通信行情当前具备很高的配置价值。**

**传媒的拔估值行情或许也同样见到了本轮高点，当前整体配置价值偏低。截至 2023 年 7 月 13 日，传媒行业估值 47.1X，处于 2010 年以来的 61.9%历史分位上，属于接近历史可比天花板的高位。同样的，本轮传媒行情很可能已经出现了高点，即 2023 年 6 月 20 日，当时估值 53.9X，处于 75.1%的历史百分位，已经接近了历史可比天花板水平以及 80%的考验关口。因此站在当前时点，传媒板块的整体配置价值也偏低。**

**电子的拔估值行情距离历史可比天花板也有充分的空间，同时考虑到拔估值行**

情结束后仍将有业绩继续支撑行情上涨，因此当前时点上电子行业的配置价值很高。截至 2023 年 7 月 13 日，电子行业估值 46.2X，处于历史的 49.4% 百分位，也是本轮行情中达到估值和百分位最高点。当前位置无论是距离过去的可比历史百分位或是 70-75% 的估值考验关口，也都存在充分的提升空间，因此仅从估值天花板角度上，电子行业就已经具备良好的配置价值。此外还考虑到，从过去的历史中，通常在电子行业估值百分位到达天花板后，行情上涨的支撑动力将由估值转换为业绩，因此估值百分位的天花板通常并不意味着行情的天花板，在这个角度上电子行业的配置价值更加突出。

图表 2 成长科技板块各行业的估值天花板和对应分位数均随时间的推进而整体下降

TMT-计算机 估值“天花板”			TMT-通信 估值“天花板”			TMT-传媒 估值“天花板”			电子 估值“天花板”		
时间	估值	百分位	时间	估值	百分位	时间	估值	百分位	时间	估值	百分位
2015 年 6 月初	159.7X	100%	2015 年 6 月中	95.1X	100%	2015 年 6 月初	141.8X	100%	2015 年 6 月中	113.8X	99.4%
2015 年 12 月底	104.7X	95.3%	2015 年 12 月底	64.8X	95.7%	2015 年 12 月下	76.1X	89.7%	2015 年 12 月底	79.8X	86.4%
2018 年 3 月下	62.5X	75.6%	2016 年 12 月初	51.8X	79.0%	2020 年 7 月中	62X	85.8%	2016 年 10 月下	76X	85.1%
2020 年 7 月中	91.5X	94.1%	2017 年 11 月中	66.1X	96.8%	<b>当前 最高</b>	<b>47.1X 53.9X</b>	<b>61.9% 75.1%</b>	2020 年 7 月中	64.7X	74.6%
<b>当前 最高</b>	<b>67.8X 78.5X</b>	<b>81.4% 92.2%</b>	2019 年 3 月中	50.6X	71.8%	至今，TMT 三大行业本轮最高估值及百分位均出现在 2023/06/20 日			<b>当前 最高</b>	<b>46.2X</b>	<b>49.4%</b>
至今，TMT 三大行业本轮最高估值及百分位均出现在 2023/06/20 日			2020 年 7 月中	52.8X	78.5%				截至 2023/07/13 日，电子行业本轮最高估值及百分位即为当前水平		
			2022 年 1 月中	40.3X	47.6%						
至今，TMT 三大行业本轮最高估值及百分位均出现在 2023/06/20 日			<b>当前 最高</b>	<b>34.3X 36.4X</b>	<b>19.4% 30.0%</b>						

资料来源：Wind，华安证券研究所。估值分位数根据 2010 年起。加粗标红为截至 2023/7/13 日指数估值和百分位

## 3 TMT 及电子行情的关键影响因素及制约

### 3.1 估值能否提升以及多大提升空间是决定计算机行情的关键

无论是计算机的完整区间内还是阶段性行情中，估值都是决定性的影响因素。

2013 年初至今，计算机行业行情与估值之间相关性高达 0.7979。整体来看，计算机行业指数与估值曲线之间存在趋势高度一致、变动拐点时间高度一致的特性。二者的相关性已经达到了近乎因果般的强相关程度。这意味着在完整区间内，计算机行情的涨跌基本上可以靠估值的变动来进行解释。

计算机行业此前发生过 4 次拔估值行情，期间行情与估值的正相关性极高。4 次拔估值行情及期间相关性分别为：2015 年初-2015 年 6 月初相关性高达 0.9923、2015 年 9 月中旬-2015 年 12 月底相关性为 0.9995、2018 年 2 月上旬-2018 年 3 月下旬相关性为 0.9963、2019 年初-2020 年 7 月中旬相关性为 0.9613。

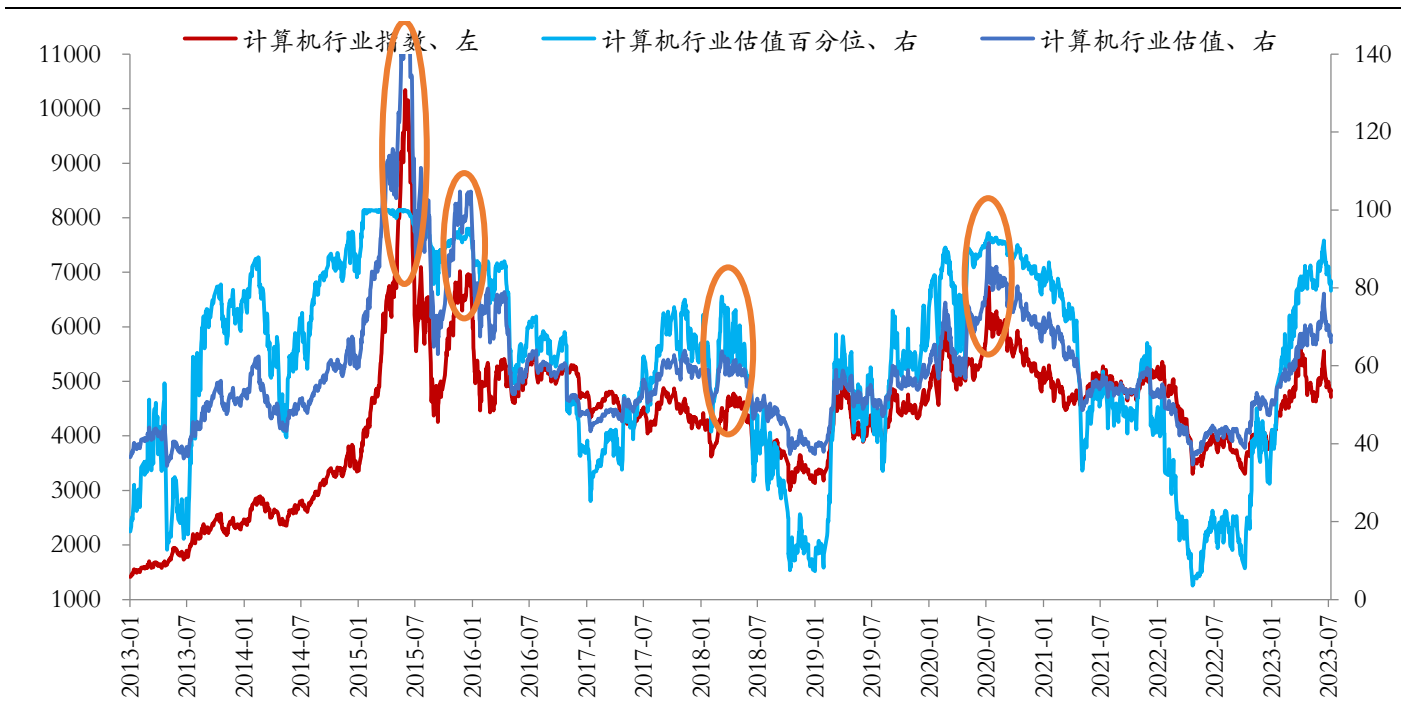
随着拔估值轮次的推进，计算机行情演绎所能达到的估值百分位天花板整体是在下降的。从过去的经验来看，90%左右的估值百分位水平可能是一个比较重要的行情和估值天花板考验关口。而这种天花板的下降可能主要来自于市场的学习效应和政策的学习效应。

图表 3 计算机行业行情与估值正相关性高度紧密

顺序次数	开始时间	估值阶段性高点天花板时间	指数涨跌幅	估值涨跌幅	天花板估值倍数	分位数	相关系数
第 1 次	2015 年初	2015/06/03	206.3%	166.6%	159.7X	100%	<b>0.9923</b>
第 2 次	2015/09/16	2015/12/30	63.3%	66.2%	104.7X	95.3%	<b>0.9995</b>
第 3 次	2018/02/07	2018/03/20	22.4%	25%	62.5X	75.6%	<b>0.9963</b>
第 4 次	2019/01/04	2020/07/13	114.6%	145.3%	91.5X	94.1%	<b>0.9613</b>
完整区间（2013 年初-2023/07/12）计算机行业指数和 PEttm 的相关系数为： <b>0.7979</b>							

资料来源：Wind，华安证券研究所。估值分位数根据 2010 年起。相关系数为指数 K 线和估值曲线之间的相关程度

图表 4 计算机行业的 4 次拔估值行情；指数与估值的趋势和时间拐点高度一致，整体相关性高达 0.7979



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：行业指数/点、估值/倍、估值百分位/%



### 3.2 估值空间同样是决定通信行情的关键

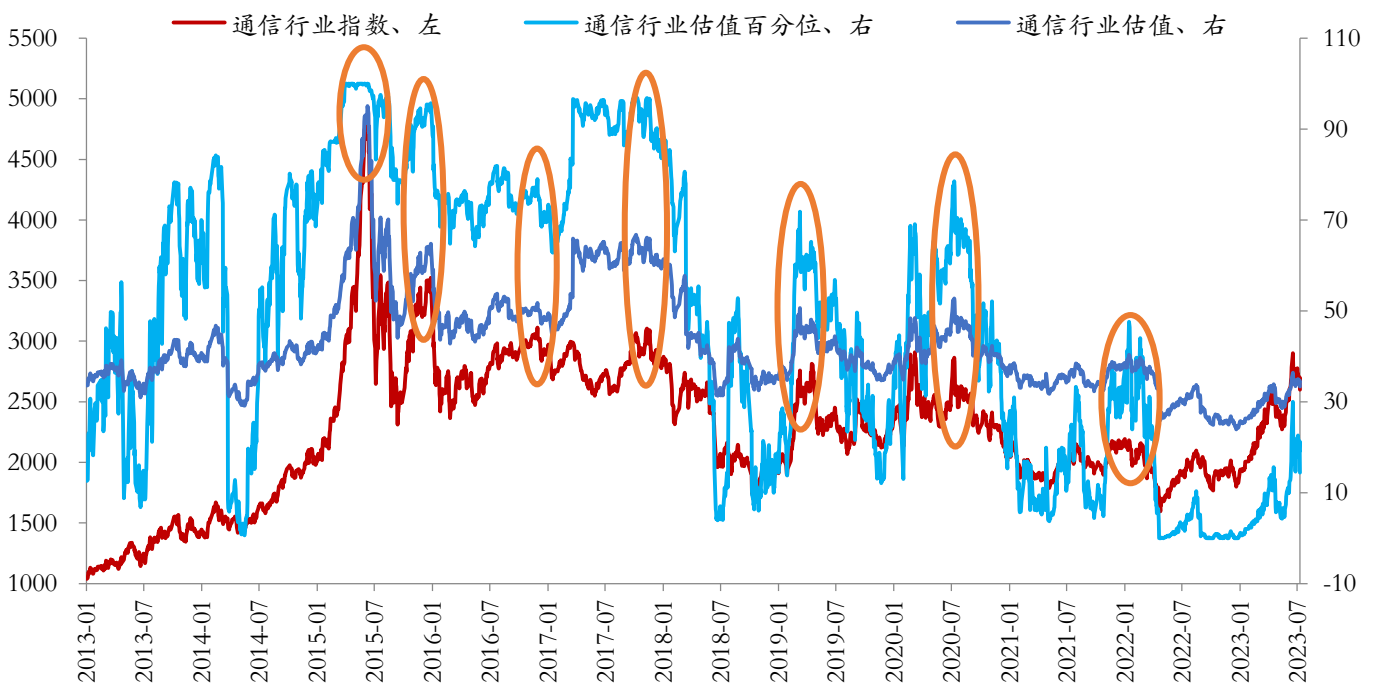
对于通信行业而言，无论是完整区间还是阶段性行情维度，估值同样是决定性的影响因素。

2013 年初至今，通信行业行情与估值之间相关性高达 0.7832。正相关性很强，估值的解释作用也很强。

通信行业此前发生过 7 次拔估值行情，期间行情与估值的正相关性基本上都是极高的。7 次拔估值行情中有 6 次的相关系数均在 0.85 以上，甚至多次都在接近完全相关的程度。仅 2017 年 7 月中旬-2017 年 11 月中旬的相关系数相对较低为 0.6930，但仍然属于强相关范畴。

随着拔估值轮次的推进，通信行情演绎所能达到的估值百分位天花板整体也是在下降的。从过往的情况来看，70%左右分位数水平可能是一个比较重要的行情和估值天花板考验关口。

图表 5 通信行业的 7 次拔估值行情；指数与估值的趋势和时间拐点高度一致，整体相关性高达 0.7832



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：行业指数/点、估值/倍、估值百分位/%

图表 6 通信行业行情与估值正相关性高度密切

顺序次数	开始时间	估值阶段性高点 天花板时间	指数涨跌幅	估值涨跌幅	天花板 估值倍数	分位数	相关系数
第 1 次	2015 年初	2015/06/12	143.6%	133.1%	95.1X	100%	0.9983
第 2 次	2015/09/16	2015/12/30	43.8%	38.8%	64.8X	95.7%	0.9884
第 3 次	2016/03/01	2016/12/01	31.6%	21.0%	51.8X	79.0%	0.8506
第 4 次	2017/07/18	2017/11/13	21.2%	11.5%	66.1X	96.8%	0.6930
第 5 次	2018/11/02	2019/03/12	54.8%	55.7%	50.6X	71.8%	0.9999
第 6 次	2019/11/26	2020/07/13	34.9%	52.2%	52.8X	78.5%	0.8525
第 7 次	2021/05/11	2022/01/17	22.0%	26.7%	40.3X	47.6%	0.9349
完整区间（2013 年初-2023/07/12）通信行业指数和 PEttm 的相关系数为：0.7832							

资料来源：Wind，华安证券研究所。估值分位数根据 2010 年起。相关系数为指数 K 线和估值曲线之间的相关程度

### 3.3 估值对传媒行情的决定性影响更加重要

对于传媒行业而言，无论是完整区间还是阶段性行情维度，估值都是决定性的影响因素，重要性甚至强于计算机和通信。

2013 年初至今，传媒行业行情与估值之间相关性高达 0.8791。正相关性非常强。

传媒行业此前发生过 3 次拔估值行情，期间行情与估值的正相关性都是极高的。3 次拔估值行情的相关系数都在 0.85 以上，甚至其中 2 次都在 0.95 以上。

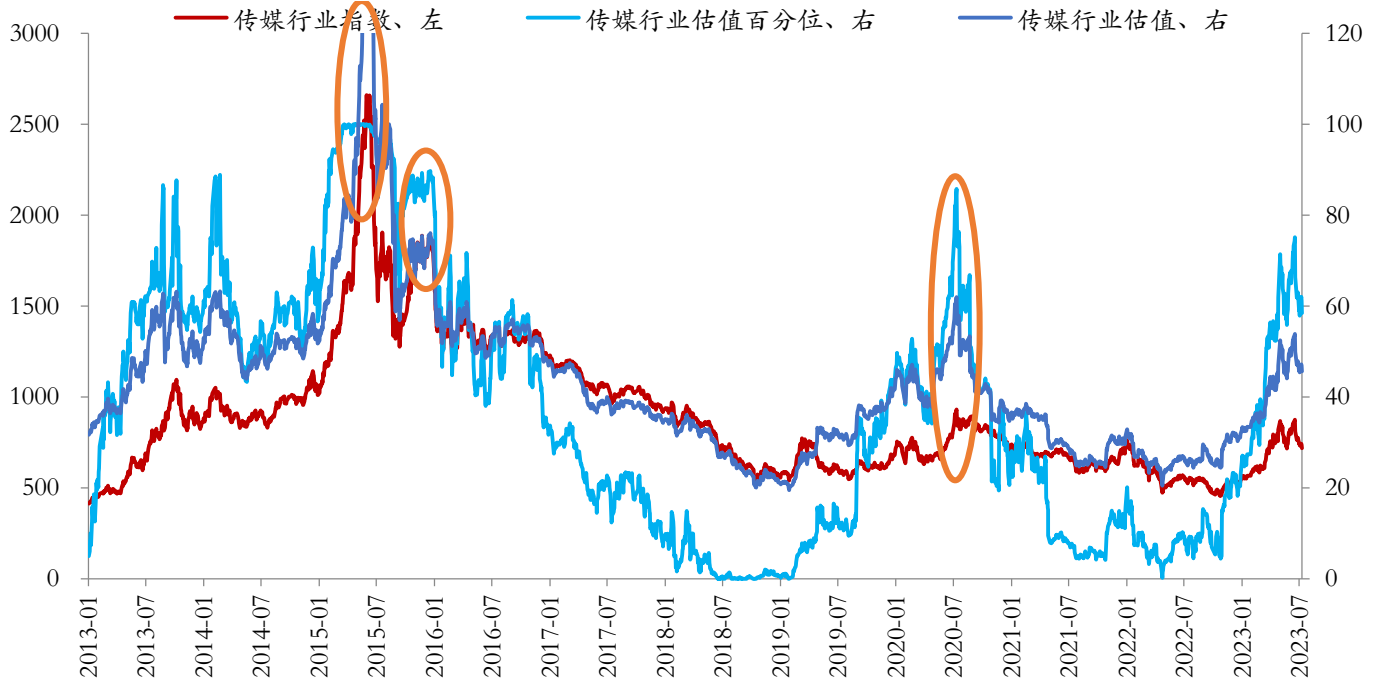
随着拔估值轮次的推进，传媒行情演绎所能达到的估值百分位天花板整体也是在下降的。从过往的情况来看，80%左右分位数水平可能是一个比较重要行情和估值天花板的考验关口。

图表 7 传媒行业行情与估值正相关性高度密切

顺序次数	开始时间	估值阶段性高点 天花板时间	指数涨跌幅	估值涨跌幅	天花板 估值倍数	分位数	相关系数
第 1 次	2015 年初	2015/06/03	163.2%	173.7%	141.8X	100%	0.9962
第 2 次	2015/09/16	2015/12/22	47.9%	33.7%	76.1X	89.7%	0.8725
第 3 次	2019/08/12	2020/07/14	66.5%	106.7%	62X	85.8%	0.9580
完整区间（2013 年初-2023/07/12）传媒行业指数和 PEttm 的相关系数为：0.8791							

资料来源：Wind，华安证券研究所。估值分位数根据 2010 年起。相关系数为指数 K 线和估值曲线之间的相关程度

图表 8 传媒行业的 3 次拔估值行情；指数与估值的趋势和时间拐点高度一致，整体相关性高达 0.8791



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：行业指数/点、估值/倍、估值百分位/%

### 3.4 电子估值百分位天花板并不是行情的天花板

对于电子行业而言，存在某些阶段性行情期间，估值充当决定性影响因素的作用，因此在这些行情期间与估值的正相关性极高；然而也存在其他的阶段性行情期间，估值的影响力完全让位于业绩，从而出现了这期间行情与估值之间的负相关性。不同阶段内估值的作用两极变化，导致了完整区间内相互抵消而出现了相关性弱的表象。

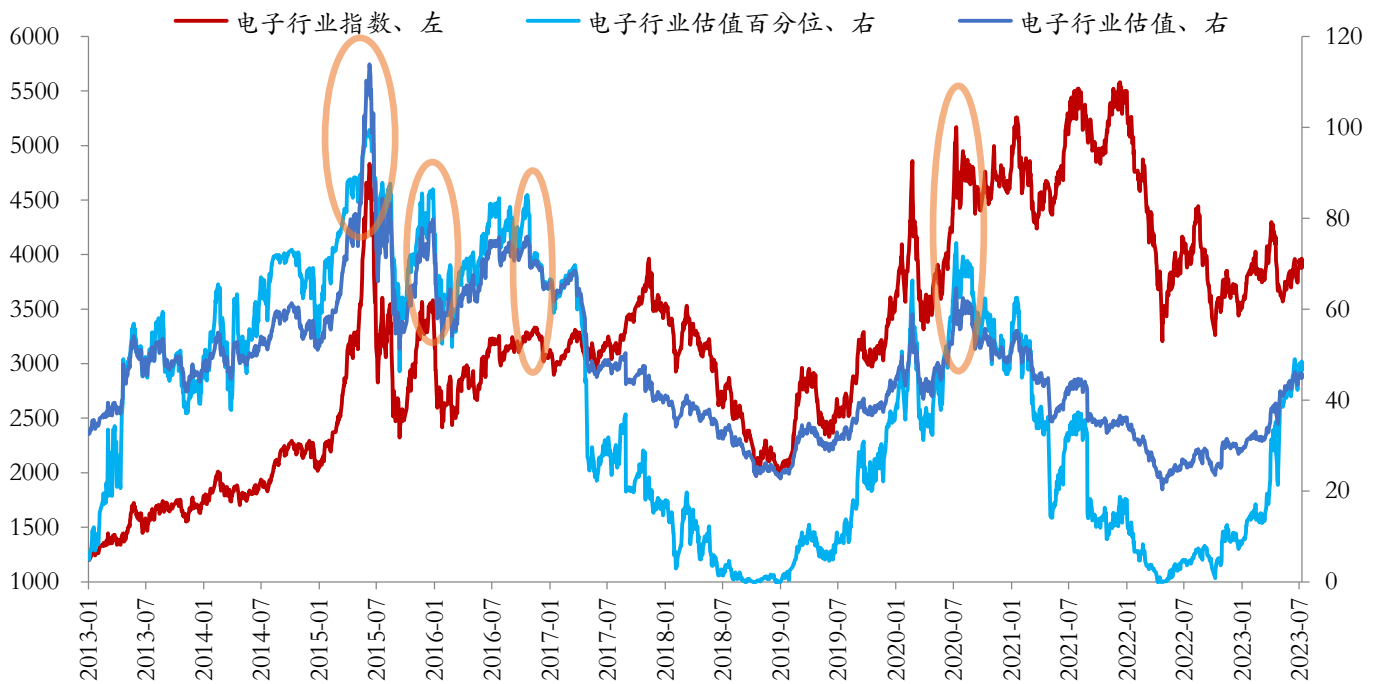
电子行业此前发生过 4 次拔估值行情，在此阶段行情与估值的正相关性都是极高的。4 次拔估值行情的相关系数几乎都接近完全正相关的高程度，这说明在此期间估值基本上可以被认为是最重要的解释因素。

而 2013 年初至今的完整区间内，电子行业行情与估值之间相关性仅为-0.0326，即几乎不存在相关性（无论正负）。当然这并不能解释为完整区间内估值不产生影响或不重要，毕竟在某些阶段内如拔估值行情期间，估值的影响权重是决定性的。出现完整区间内和某些阶段性行情下，行业与估值之间相关性巨大裂口的原因更多是在于不同阶段内，估值的影响作用两极化，从而出现了彼此抵消。如 2016 年 10 月下旬-2017 年 11 月上旬，期间电子行业估值持续大幅下挫了-40.9%，然而指数仍然继

续上涨了 19.2%，这期间实质上估值对行情的上涨并未产生支撑作用，反而充当负面效果，因此这期间行情与估值的相关系数为-0.3145。再如 2020 年 7 月中旬-2021 年 12 月中旬，期间电子行业估值阶段性见顶持续回落了-43.5%，然而同期指数仍然继续上涨了 8.0%，这期间同样是业绩发挥了行业的上涨贡献，因此这期间行情与估值的相关系数为-0.3683。完整周期内电子行情与估值的相关性极低，很大可能和电子行情的节奏有关，估值在不同阶段发挥完全相反的作用，导致完整周期内相关性相互对冲。

在不考虑电子行情节奏（主要是估值支撑结束后，基本面仍能继续支撑行情上涨）的情况下，仅考虑估值支撑阶段，同样存在随着拔估值轮次的推进，电子行情演绎所能达到的估值百分位天花板整体下降的规律。从过往的情况来看，70-75%左右的分位数水平很可能是一个比较重要的估值天花板考验关口，但可能并非是行情天花板的考验关口，反而是行情支撑因素转换的一个关口。

图表 9 电子行业的 4 次拔估值行情；指数与估值的趋势和时间拐点在某些阶段高度一致，但完整区间相关性不高



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：行业指数/点、估值/倍、估值百分位/%

**图表 10 电子行业的阶段性行情与估值正相关性高度密切，但完整区间内不存在相关性**

顺序次数	开始时间	估值阶段性高点 天花板时间	指数涨跌幅	估值涨跌幅	天花板 估值倍数	分位数	相关系数
第 1 次	2015 年初	2015/06/12	136.9%	120.5%	113.8X	99.4%	<b>0.9986</b>
第 2 次	2015/09/16	2015/12/30	54.3%	55.6%	79.8X	86.4%	<b>0.9971</b>
第 3 次	2016/03/01	2016/10/24	34.8%	40.7%	76X	85.1%	<b>0.9739</b>
第 4 次	2019 年初	2020/07/13	159.4%	178.9%	64.7X	74.6%	<b>0.9960</b>
完整区间（2013 年初-2023/07/12）电子行业指数和 PEttm 的相关系数为： <b>-0.0326</b>							

资料来源：Wind，华安证券研究所。估值分位数根据 2010 年起。相关系数为指数 K 线和估值曲线之间的相关程度

## 风险提示：

对比研究和以往经验的局限性；行业上涨模式和支持因素发生变化等。

## 重要声明

### 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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。