

# 电子细分领域当前配置价值如何排序？

## —估值天花板系列报告 2

报告日期： 2023-07-19

### 核心要点：

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

- 估值是电子各细分领域在拔估值阶段性行情期间的最关键驱动力；在完整区间维度，解释效果虽各有不同，但均并不好。

在拔估值阶段性行情期间，细分行业指数与估值之间呈现极高的正相关性。半导体 8 次、元件 7 次、光学光电子 4 次、消费电子 7 次、电子化学品 8 次的历史上拔估值行情期间均是如此，甚至多数为完全正相关。

完整区间维度上，细分行业指数与估值之间的相关性或无或弱。2013 年至今的完整区间内，半导体、元件、光学光电子、消费电子、电子化学品行业的指数与估值相关系数分别呈现-0.1503 无相关、-0.1425 无相关、0.3758 弱正相关、-0.2520 弱负相关、0.3243 弱正相关。完整区间内和多段拔估值行情期间，指数与估值相关系数存在巨大差异的原因主要在于在拔估值阶段性行情之外，存在业绩单独影响或者估值业绩共同影响从而抵消或减弱相关性的情形。

- 电子各细分领域拔估值行情存在客观的估值百分位天花板，但普遍也存在估值百分位天花板后业绩继续支撑行情上涨的现象。

乐观估计下，半导体行业的估值百分位天花板考验关口可能在 90% 左右；中性估计下，半导体行业的估值百分位天花板考验关口可能在 70% 左右；谨慎估计下，半导体行业的估值百分位天花板考验关口可能在 50% 左右。

元件行业的估值百分位天花板在 75% 左右可能是一个比较重要的估值考验关口。

光学光电子行业的估值百分位天花板在 70% 左右可能是一个比较重要的估值考验关口，历史上该关口相对比较稳定。

消费电子行业的估值百分位天花板，乐观估计下，65% 左右可能是一个比较重要的估值考验关口。

电子化学品行业的估值百分位天花板在 80% 左右可能是一个比较重要的估值考验关口。

除电子化学品外，其余细分行业都存在估值百分位天花板与行情顶点对应的情形，即估值百分位达到天花板后，行情仍能在业绩的支撑下继续上涨。这种情形一般在估值百分位底部回升后的第一次天花板后更加常见。

● 当前时点的配置价值上，价值高：半导体、元件、消费电子>价值较高：电子化学品>价值一般：光学光电子。

**半导体具备很高、长远的配置价值。**当前半导体估值百分位 23.6%，无论相比乐观估计 90%、中性估计 70%、谨慎估计 50%的估值分位数考验关口，都有充分提升空间。再者，考虑到估值百分位天花板后，行情仍有望受益业绩支撑继续上涨。

**元件行业具备很高、长远的配置价值。**当前元件估值百分位 31.3%，距离 75%左右考验关口有充分提升空间潜力。同样其历史表现中也存在行情在估值百分位天花板后受业绩支撑继续上涨的情形。

**消费电子具备很高、长远的配置价值。**当前消费电子估值百分位 18.4%，距离乐观估计下的 65%可能考验关口，尚存在充分提升空间。消费电子也存在估值百分位天花板后行业继续受业绩支撑上涨的可能。

**电子化学品具备较高的配置价值。**当前电子化学品估值百分位 50.3%，距离历史经验下的 80%可能考验关口还存在较大提升空间。但考虑到电子化学品几乎未出现估值百分位天花板后，行情继续受业绩支撑上涨的情形。因此电子化学品配置价值仅体现在估值百分位优势上，配置价值较高，但弱于半导体、元件、消费电子。

**光学光电子的估值百分位天花板已经显著高于此前数轮，尽管可能存在估值百分位后行情受益业绩支撑继续上涨，但不具备估值百分位继续大幅提升空间的优势，因此当前配置价值一般。**光学光电子估值百分位 84.2%，均高于过去数次的估值百分位天花板，也明显高于 75%左右可能的考验关口。

● 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 估值是细分行业拔估值阶段性行情的关键支撑，但在完整区间内各有不同 .....	4
2 估值百分位存在天花板但不一定代表行情结束，当前半导体、元件、消费电子和电子化学品配置价值高 .....	5
3 电子细分行业行情的关键影响因素及估值百分位天花板 .....	8
3.1 半导体行情与估值在拔估值行情期间高度正相关，完整区间不相关 .....	8
3.2 元件行情与估值在拔估值行情期间高度正相关，完整区间不相关 .....	9
3.3 光学光电子行情与估值在拔估值行情期间高度正相关，完整区间弱正相关 .....	11
3.4 消费电子行情与估值在拔估值行情期间高度正相关，完整区间弱负相关 .....	12
3.5 电子化学品行情与估值在拔估值行情期间高度正相关，完整区间弱正相关 .....	13

## 图表目录

图表 1 估值在电子二级细分行业的阶段性行情中和完整区间内的影响 .....	5
图表 2 电子各二级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 半导体行业在拔估值期间与估值呈现高度正相关，完整区间内几乎不存在相关性 .....	9
图表 4 半导体的 8 次拔估值行情；完整区间指数与估值相关系数为-0.1503 .....	9
图表 5 元件的 7 次拔估值行情；完整区间指数与估值相关系数为-0.1425 .....	10
图表 6 元件在拔估值期间与估值呈现高度正相关，完整区间内几乎不存在相关性 .....	11
图表 7 光学光电子在拔估值期间与估值呈现高度正相关，完整区间内呈现出弱正相关性 .....	11
图表 8 光学光电子的 4 次拔估值行情；完整区间指数与估值相关系数为 0.3751 .....	12
图表 9 消费电子的 7 次拔估值行情；完整区间指数与估值相关系数为-0.2520 .....	13
图表 10 消费电子拔估值期间与估值呈现高度正相关，完整区间内呈现弱负相关性 .....	13
图表 11 电子化学品的 8 次拔估值行情；完整区间指数与估值相关系数为 0.3243 .....	14
图表 12 电子化学品拔估值期间与估值呈现高度正相关，完整区间内呈现弱正相关性 .....	14

我们在 2023/07/14 日发布了 TMT 估值天花板系列研究的首篇报告《泛 TMT 行情的关键、制约与空间》，在该篇报告中，我们对计算机、通信、传媒、电子共 4 大泛 TMT 行业的阶段性估值行情维度和 2013 年以后的完整区间维度下的行情关键支撑进行了挖掘和论证，提出了“无论是完整区间维度还是某一阶段性维度，估值都是 TMT 三大行业行情涨跌的最重要驱动力；电子的某些阶段性行情期间，估值是关键性因素，但完整区间内估值对行情的解释效果减弱”的判断。同时在证明估值的关键性影响后，根据各行业估值百分位天花板的历史演绎总结归纳出了其可能存在的行情或估值考验关口百分位值，其中计算机、通信、传媒的行情和估值考验关口可能分别在 90%、70%、80% 估值百分位。最后，在上述两点逻辑的支撑下，对泛 TMT 的 4 个行业配置价值进行了判断，提出了“电子和通信当前配置价值高，计算机和传媒当前配置价值低甚至已经出现了本轮行情和估值高点的结论”。

为了进一步落地和挖掘更精细的投资结构，我们在系列报告的后篇将对泛 TMT 四大行业的二级细分领域采用同样的方法进行更细的挖掘和判断，本篇主要是对电子行业细分领域行情的关键性影响因素、制约和配置价值进行了研究。

## 1 估值是细分行业估值阶段性行情的关键支撑，但在完整区间内各有不同

从估值行情的阶段性维度看，估值均是电子二级细分行业行情的最重要驱动力，即估值承担了半导体、元件、光学光电子、消费电子和电子化学品各细分领域估值行情期间的几乎全部贡献力量，在这些行情，二级行业的指数与对应估值几乎都呈现出极高的正相关性，即二者在运行趋势和时间拐点上保持高度一致。从 2013 年初起至今的完整区间维度看，估值对各细分领域的解释效果有所区别，在半导体和元件领域上，指数与估值之间无相关；在光学光电子和电子化学品上，指数与估值之间呈现弱势正相关；在消费电子领域上，指数与估值之间呈现弱势正相关。当然无论哪个细分领域的完整区间内，指数与估值的相关性（即解释效果）都远不如估值阶段性行情期间，原因主要在于电子的二级细分领域普遍存在业绩能单独支撑行情上涨的情形，由此在完整区间内对估值贡献期间的高强相关性进行了对冲和抵消。

**半导体的 8 次估值行情期间**，行业指数与 PEttm 曲线之间几乎都呈现出完全正相关。在 2013 年初至今的完整区间段内，二者呈现出 -0.1503 的无相关。

**元件的 7 次估值行情期间**，行业指数与 PEttm 曲线之间的相关系数除 2016.3 月初-2016.7 月下之间在 0.77 的较强正相关以外，其余均在 0.9 以上的高强相关，多次呈现几乎完全正相关。在 2013 年初至今的完整区间段内，二者相关性系数为

-0.1425 的无相关。

光学光电子的 4 次拔估值行情期间，行业指数和 PEttm 曲线之间的相关系数均在 0.85 以上的高强正相关。在 2013 年初至今的完整区间段内，二者呈现相关系数为 0.3758 的弱势正相关。

消费电子的 7 次拔估值行情中，行业指数和 PEttm 曲线之间的相关系数均在 0.9 以上的高强正相关。在 2013 年初至今的完整区间段内，二者相关系数为-0.2520 的弱负相关。

电子化学品的 8 次拔估值行情中，除 2021.10 月中-2022.1 月中相关系数为 0.5510 的一般正相关以外，其余次数下相关系数均是在 0.9 以上的高强正相关。在 2013 年初至今的完整区间段内，二者相关系数为 0.3243 的弱正相关。

图表 1 估值在电子二级细分行业的阶段性行情中和完整区间内的影响

电子-半导体 行情与估值相关性			电子-元件 行情与估值相关性			电子-光学光电子 行情与估值相关性			电子-消费电子 行情与估值相关性			电子-电子化学品 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	起	止	相关系数
2015/01/05	2015/06/12	0.9840	2015/01/05	2015/06/12	0.9988	2015/01/05	2015/06/15	0.9977	2015/01/05	2015/06/15	0.9977	2015/01/05	2015/06/05	0.9698
2015/07/09	2015/07/24	0.9999	2015/07/09	2015/08/17	0.9980	2015/09/16	2015/12/22	0.9848	2015/07/08	2015/07/24	1.0000	2015/09/07	2015/12/18	0.9999
2015/09/16	2015/12/31	0.9938	2015/09/16	2015/11/26	0.9172	2016/03/01	2016/10/21	0.8988	2015/09/16	2015/12/31	0.9267	2016/05/12	2016/06/28	1.0000
2016/05/19	2016/06/27	1.0000	2016/03/01	2016/07/26	0.7757	2019/02/01	2020/09/04	0.8702	2017/01/20	2017/03/24	0.9754	2018/02/08	2018/05/10	0.9980
2018/02/08	2018/04/25	0.9639	2019/05/27	2020/02/25	0.9950	2013 年至 2023/7/14	0.3751	2019/01/04	2020/08/25	0.9795	2018/10/19	2020/07/13	0.9071	
2019/01/04	2020/07/14	0.9667	2020/04/01	2020/07/13	0.9807			2021/09/22	2022/01/04	0.9926	2021/05/12	2021/08/02	0.9982	
2021/05/11	2021/08/02	0.9998	2021/05/14	2021/08/12	1.0000			2022/04/27	2022/08/18	0.9907	2021/10/13	2022/01/17	0.5510	
2022/04/27	2022/08/11	0.9726	2013 年至 2023/7/14	-0.1425	2013 年至 2023/7/14			-0.2520	2022/04/27	2022/08/11	0.9086			
2013 年至 2023/7/14		-0.1503							2013 年至 2023/7/14		0.3243			

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 估值百分位存在天花板但不一定代表行情结束，当前半导体、元件、消费电子和电子化学品配置价值高

电子细分领域拔估值行情存在估值百分位天花板周期性波动的现象，即细分领域的估值百分位天花板可能具备两种情形，第一种是估值及百分位由低抬升至当轮最高点时的天花板，可以称之为新一轮估值百分位天花板的周期顶；第二种是估值百分位天花板出现周期顶后将整体回落，但是在回落的过程中也会出现较大幅度的反弹，这种反弹也会形成拔估值行情下的估值百分位天花板，而通常这种反弹式的估值百分位天花板是整体下移的。这两种估值百分位的天花板之后行情的走势也存在



区别，通常第一种天花板存在后，指数行情往往能受益于业绩继续上涨如半导体、元件、消费电子、光学光电子皆是如此，而电子化学品却未观察到此种情况。而第二种天花板存在后，指数往往随着估值回落而回落。从过去的行情演绎来看，电子各细分领域的估值百分位天花板考验关口，具体地：

乐观估计下，半导体行业的估值百分位天花板考验关口可能在 90%左右；中性估计下，半导体行业的估值百分位天花板考验关口可能在 70%左右；谨慎估计下，半导体行业的估值百分位天花板考验关口可能在 50%左右。但需要注意的，估值百分位的天花板对半导体行业来说可能并非行情的顶点。

元件行业的估值百分位天花板在 75%左右可能是一个比较重要的估值考验关口。当然同样存在估值百分位天花板并不对应行情顶点的情形。

光学光电子行业的估值百分位天花板在 70%左右可能是一个比较重要的估值考验关口，历史上该关口相对比较稳定。也存在估值百分位天花板并非行情天花板的情况。

消费电子行业的估值百分位天花板，乐观估计下，65%左右可能是一个比较重要的估值考验关口。同样也存在估值百分位天花板并不意味着行情天花板的情形。

电子化学品行业的估值百分位天花板在 80%左右可能是一个比较重要的估值考验关口。这里需要注意的是，与上述行业相区别，电子化学品并没有表现出非常明显的业绩单独支撑的行情，意味着电子化学品的估值天花板和行情天花板可能会较为一致。

需要注意的是，电子二级细分领域除电子化学品外，其余细分行业都存在估值百分位天花板与行情顶点不对应的情形，即估值百分位达到天花板后，行情仍能在业绩的支撑下继续上涨。

站在当前时点，看电子二级细分行业的配置价值：半导体、元件、消费电子 > 电子化学品 > 光学光电子。

半导体行业当前具备很高的、长远的配置价值。截至 2023 年 7 月 18 日，半导体行业估值 57.6X，处于 2010 年以来的 23.6%历史分位上。无论是相比乐观估计下的 90%估值百分位天花板考验关口、还是中性估计下的 70%分位数考验关口或者是谨慎估计下的 50%分位数考验关口，都存在充分的提升空间。再者，考虑到估值百分位天花板后，行情仍有望受益业绩支撑上涨（尤其是在新一轮估值百分位天花板的周期顶）。因此，当前时点看，半导体行业具备长远的、充分的、很高的配置价值。

元件行业当前具备很高的、长远的配置价值。截至 2023 年 7 月 18 日，元件行业估值 33.8X，处于历史的 31.3%分位。目前距离 75%左右的估值百分位考验关口有充分的提升空间和潜力。其历史表现中同样存在新一轮估值百分位天花板的周期顶

后，行情受业绩支撑继续上涨的情形。因此，当前时点看，元件行业同样具备类似半导体行业般的长远、充分、很高的配置价值。

光学光电子的估值百分位天花板已经显著高于此前数轮，尽管可能存在估值百分位后行情受益业绩支撑继续上涨，但不具备估值百分位继续大幅提升空间的优势，因此当前的配置价值一般。截至 2023 年 7 月 18 日，光学光电子行业估值 74.4X，处于 2010 年以来的 84.2% 历史分位上，均高于过去数次的估值百分位天花板，当然也已经明显高于 75% 百分位左右可能的估值天花板考验关口。尽管光学光电子行业也存在估值百分位天花板后行情继续上涨的情形，但毕竟估值百分位可提升空间受限，因此当前来看，光学光电子的配置价值较为一般，明显低于其他。

消费电子当前具备很高的、长远的配置价值。截至 2023 年 7 月 18 日，消费电子行业估值 32.5X，处于历史的 18.4% 百分位。距离乐观估计下的 65% 可能的估值天花板考验关口，尚存在充分的提升空间。同样消费电子存在估值百分位天花板后行业继续受业绩支撑上涨的可能。因此当前位置，消费电子具备长远的、充分的、很高的配置价值。

电子化学品当前具备较高的配置价值。截至 2023 年 7 月 18 日，电子化学品行业估值 52.4X，处于历史的 50.3% 百分位。当前位置距离电子化学品历史经验下的 80% 可能的估值考验关口还存在较大的提升空间。但考虑到由于电子化学品行业几乎未出现估值百分位天花板后，行情继续受业绩支撑上涨的情形，因此当前估值位置下，电子化学品的估值百分位仍有较大的提升空间，也对应其较高的配置价值。

图表 2 电子各二级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

电子-半导体 估值“天花板”			电子-元件 估值“天花板”			电子-光学光电子 估值“天花板”			电子-消费电子 估值“天花板”			电子-电子化学品 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	时间	估值	百分位
2015/06/12	189.1X	94.0%	2015/06/12	146.4X	100.0%	2015/06/15	87.2X	73.4%	2015/06/15	97.8X	99.5%	2015/06/05	130.1X	100.0%
2015/07/24	141X	91.6%	2015/08/17	88.6X	96.1%	2015/12/22	64.7X	66.6%	2015/07/24	83.3X	98.0%	2015/12/18	107.4X	98.0%
2015/12/31	137.9X	90.8%	2015/11/26	84X	94.0%	2016/10/21	80.9X	74.8%	2015/12/31	71.4X	91.8%	2016/06/28	94.4X	93.0%
2016/06/27	127.3X	85.3%	2016/07/26	61.9X	78.8%	2020/09/04	64.5X	72.5%	2017/03/24	59.6X	68.0%	2018/05/10	49.5X	33.9%
2018/04/25	85.1X	46.5%	2020/02/25	57.4X	78.9%	当前 最高	74.4X	84.2%	2020/08/25	54.1X	64.5%	2020/07/13	93.1X	95.1%
2020/07/14	170X	96.1%	2020/07/13	56.8X	78.9%				2022/01/04	40.5X	28.2%	2021/08/02	87.6X	92.2%
2021/08/02	100.6X	65.2%	2021/08/12	40X	36.9%				2022/08/18	34.5X	17.5%	2022/01/17	68.6X	74.2%
2022/08/11	44X	5.6%	当前 最高	33.8X	31.3%				当前 最高	32.5X 33.3X	18.4% 19.6%	2022/08/11	50.4X	43.1%
当前 最高	57.6X	23.6%							本轮最高估值及百分位时间在 2023/06/20			当前 最高	52.4X 54.3X	50.3% 54.9%
												本轮最高估值及百分位 2023/5/24		

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 2023/7/18 日指数估值和百分位

### 3 电子细分行业行情的关键影响因素及估值百分位天花板

#### 3.1 半导体行情与估值在拔估值行情期间高度正相关，完整区间不相关

半导体行业的某些阶段性行情如拔估值行情期间，估值充当了决定性影响因素，这期间指数与估值的正相关性极高，接近完全正相关；然而也存在其他阶段性期间，估值影响完全让位于业绩，因此这期间行情与估值之间呈现负相关性。在不同阶段内估值的作用两极变化，也导致了完整区间内估值作用相互抵消对冲而出现完整区间相关性弱的现象。

半导体行业此前发生过 8 次拔估值行情，期间指数与估值的正相关性都极高，几乎都接近完全正相关程度。这些行情期间，估值是最重要的解释因素。

而 2013 年初至今的完整区间内，半导体行业与估值的相关系数仅为-0.1503，几乎不表现出来相关性。这主要是受到了期间存在一些阶段性行情与估值不相关、弱正相关或者负相关的对冲。如 2020 年 9 月 11 日-2021 年 5 月 10 日期间，半导体指数上涨了 11.44%，同期估值下挫了 37.7%，二者相关性为 0.0592。

在不考虑半导体行情节奏（主要是估值支撑结束后，有可能再出现基本面继续支撑行情上涨，如 2020 年 7 月中旬估值见顶回落，但随后半导体指数仍然继续大涨创出新高）。仅考虑估值支撑下的行情，半导体行情估值百分位所能达到的天花板可能存在周期性的变化，即在一轮新的行情中，估值百分位有可能抬升至很高的高位，高位后估值百分位整体回落，但回落过程中也会存在较大幅度反弹的情况，而在反弹过程中所达到的估值百分位是不断降低的。在这种周期性变化的过程中，乐观估计周期顶的估值百分位天花板考验关口可能在 90%左右；中性估计估值百分位天花板的考验关口可能在 70%左右；谨慎估计估值百分位天花板的考验关口可能在 50%左右。同样需要说明的是，估值百分位的天花板（尤其在周期顶的时候），不一定意味着行情的天花板。

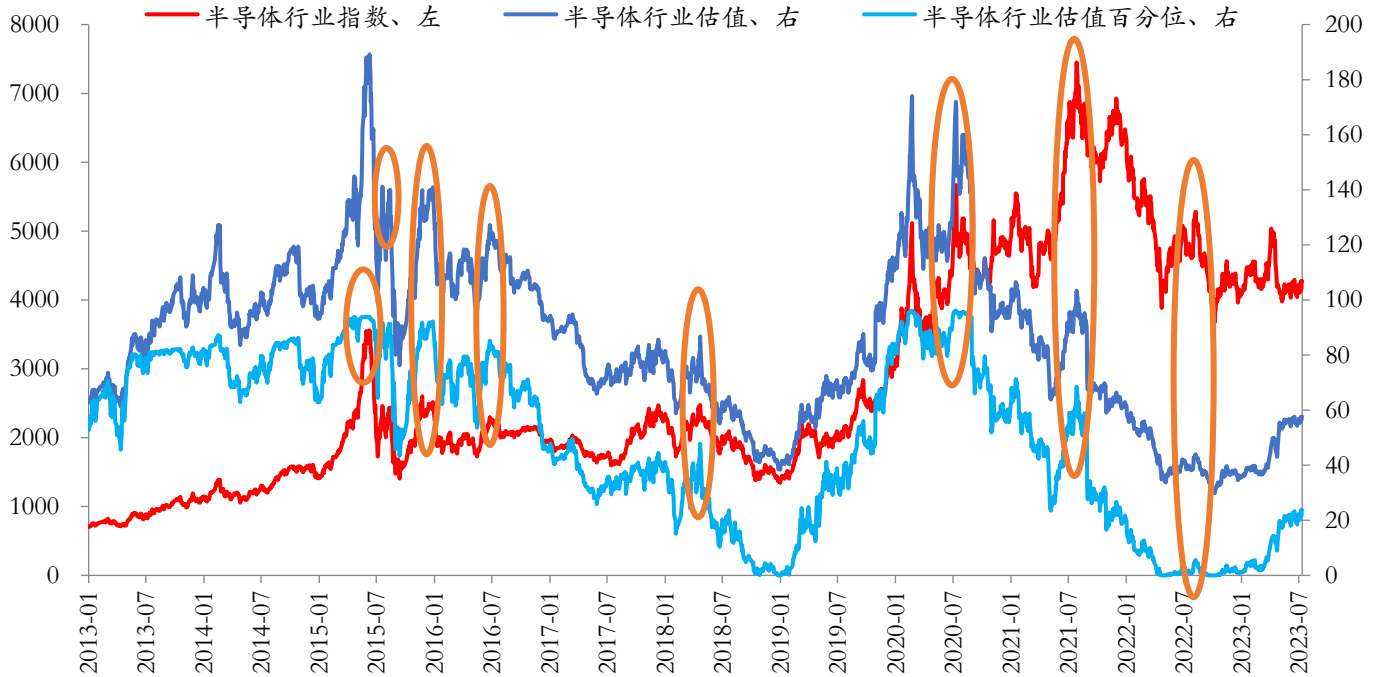


图表 3 半导体行业在拔估值期间与估值呈现高度正相关，完整区间内几乎不存在相关性

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	2015/01/05	2015/06/12	150.4%	102.0%	189.1X	94.0%	0.9840
第 2 次	2015/07/09	2015/07/24	42.2%	42.6%	141X	91.6%	0.9999
第 3 次	2015/09/16	2015/12/31	75.0%	80.8%	137.9X	90.8%	0.9938
第 4 次	2016/05/19	2016/06/27	33.0%	32.6%	127.3X	85.3%	1.0000
第 5 次	2018/02/08	2018/04/25	37.5%	41.4%	85.1X	46.5%	0.9639
第 6 次	2019/01/04	2020/07/14	320.4%	342.3%	170X	96.1%	0.9667
第 7 次	2021/05/11	2021/08/02	58.1%	57.6%	100.6X	65.2%	0.9998
第 8 次	2022/04/27	2022/08/11	36.0%	26.5%	44X	5.6%	0.9726
完整区间（2013 年初-2023/07/14）半导体行业指数和 PEttm 的相关系数为： <b>-0.1503</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 半导体的 8 次拔估值行情；完整区间指数与估值相关系数为-0.1503



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/%

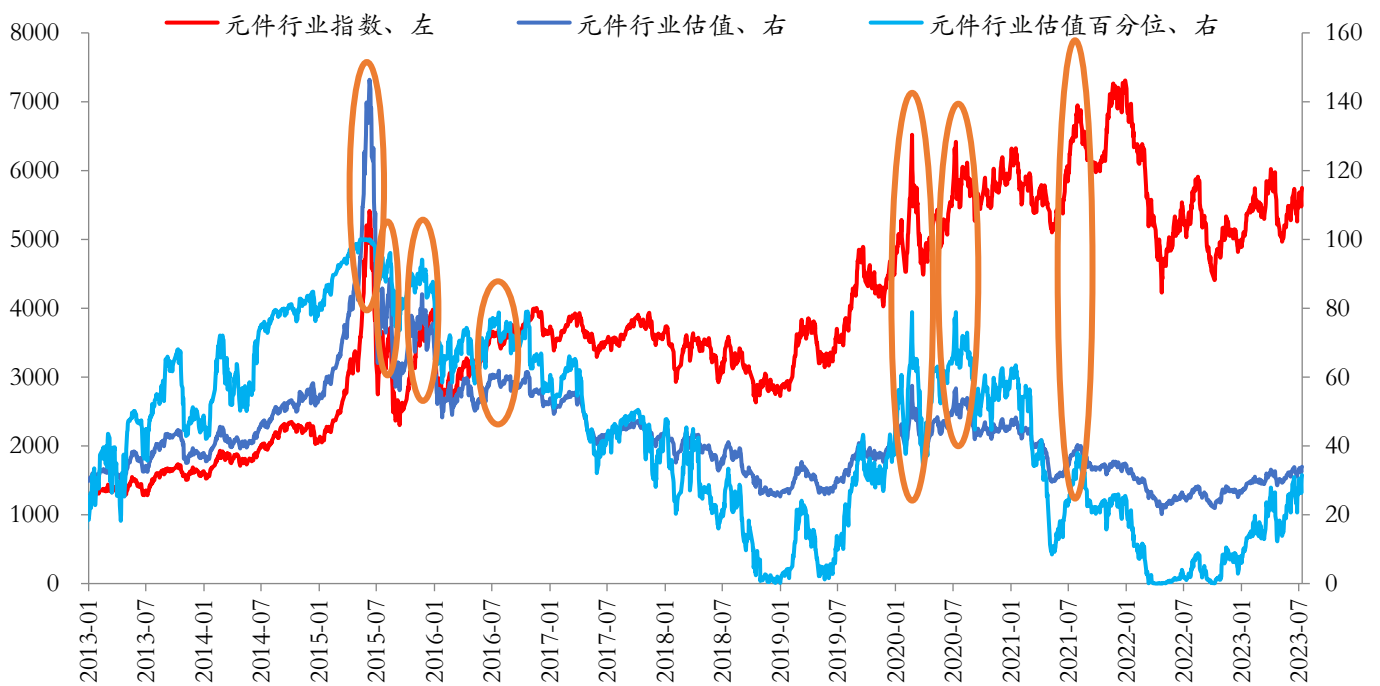
### 3.2 元件行情与估值在拔估值行情期间高度正相关，完整区间不相关

与半导体行业类似，元件行业在某些阶段性行情如拔估值行情期间，估值充当了决定性影响因素；而完整区间内，由于不同阶段指数与估值的相关性存在巨大反差，因此完整区间看几乎不存在相关性。

元件行业此前发生过的7次拔估值行情，除了2016.3月初-2016.7月下旬期间相关系数相对较低在0.7757以外，其余时间段均保持在0.9的高强正相关以上，甚至大多数时间都呈现几乎完全正相关的状态。而2013年初至今的完整区间内，元件行业指数与估值之间相关性仅为-0.1425，几乎不存在相关性。仍是在于存在一些阶段性行情的指数与估值相关性对冲抵消的情况。如2021.9月中旬-2021年底期间，元件行业指数上涨了21.89%，同期估值涨幅5.3%，二者相关性0.4690的弱相关。

与半导体行业类似，元件行情的估值百分位天花板也存在周期性变动。**75%左右可能是元件行业估值百分位天花板的一个重要考验关口**。当然也存在估值百分位的天花板（尤其在周期顶的时候），不一定是行情天花板的时候。

图表5 元件的7次拔估值行情；完整区间指数与估值相关系数为-0.1425



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 元件在拔估值期间与估值呈现高度正相关，完整区间内几乎不存在相关性

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	2015/01/05	2015/06/12	162.2%	175.5%	146.4X	100.0%	0.9988
第 2 次	2015/07/09	2015/08/17	35.1%	38.3%	88.6X	96.1%	0.9980
第 3 次	2015/09/16	2015/11/26	69.6%	49.5%	84X	94.0%	0.9172
第 4 次	2016/03/01	2016/07/26	43.3%	26.2%	61.9X	78.8%	0.7757
第 5 次	2019/05/27	2020/02/25	107.3%	121.1%	57.4X	78.9%	0.9950
第 6 次	2020/04/01	2020/07/13	42.9%	48.7%	56.8X	78.9%	0.9807
第 7 次	2021/05/14	2021/08/12	34.8%	35.3%	40X	36.9%	1.0000
完整区间（2013 年初-2023/07/14）元件行业指数和 PEttm 的相关系数为：-0.1425							

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 光学光电子行情与估值在拔估值行情期间高度正相关，完整区间弱正相关

光学光电子行业在某些阶段性行情如拔估值行情期间，估值充当了决定性影响因素；而完整区间内，由于存在其他阶段的相关性拖累，因此指数与估值的相关性表现为弱正相关。这与半导体行业和元件行业的无相关有所区别，估值可以在一定程度上解释光学光电子行业完整区间的行情。

光学光电子行业此前发生过 4 次拔估值行情，相关系数均保持在 0.85 以上的强正相关。2013 年初至今的完整区间内，光学光电子行业行情与估值之间相关性为 0.3751，呈现弱正相关性。

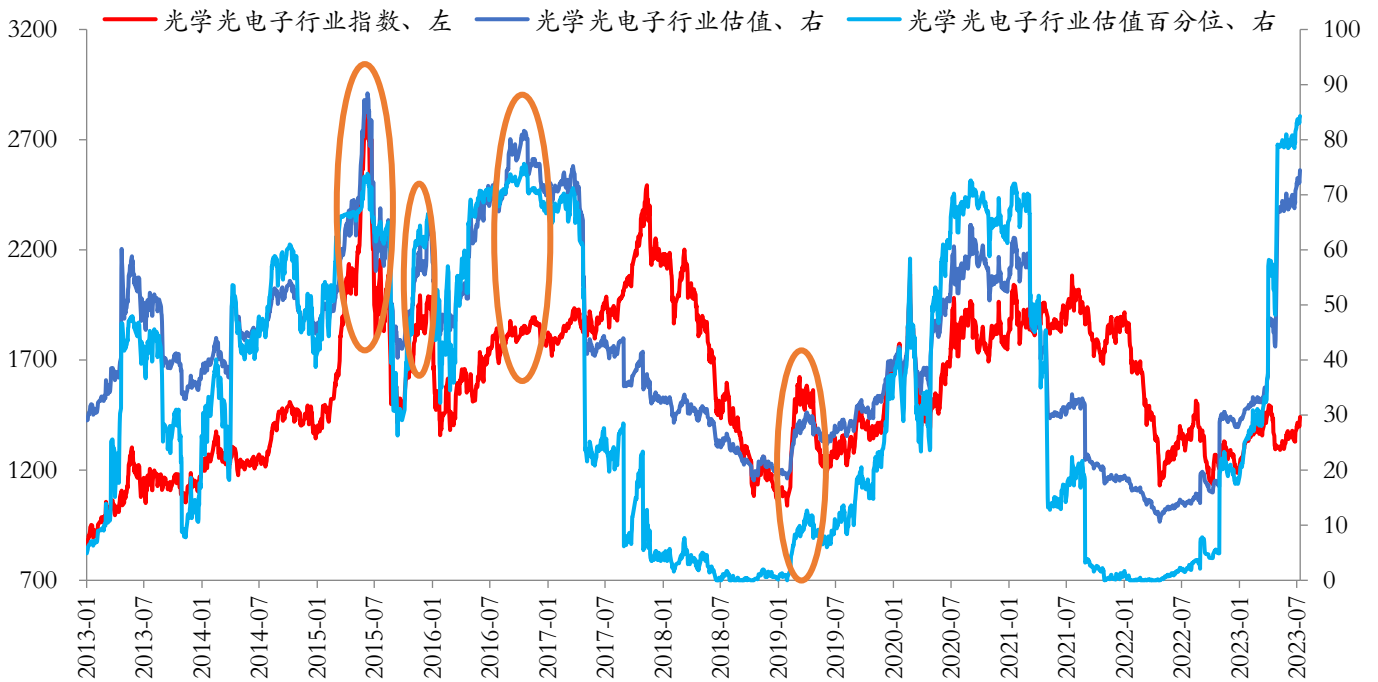
过去 4 次光学光电子行业的拔估值行情估值百分位天花板位置相关稳定。因此 70%左右的分位数水平很可能是一个比较重要的估值天花板考验关口。但也同样存在估值百分位天花板并非是行情天花板的情况。如 2016 年 10 月下旬，估值和百分位出现阶段性天花板后，光学光电子行情仍然继续上涨。

图表 7 光学光电子在拔估值期间与估值呈现高度正相关，完整区间内呈现出弱正相关性

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	2015/01/05	2015/06/15	105.7%	92.2%	87.2X	73.4%	0.9977
第 2 次	2015/09/16	2015/12/22	40.8%	60.2%	64.7X	66.6%	0.9848
第 3 次	2016/03/01	2016/10/21	33.1%	78.2%	80.9X	74.8%	0.8988
第 4 次	2019/02/01	2020/09/04	89.4%	249.0%	64.5X	72.5%	0.8702
完整区间（2013 年初-2023/07/14）光学光电子行业指数和 PEttm 的相关系数为：0.3751							

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 光学光电子的 4 次拔估值行情；完整区间指数与估值相关系数为 0.3751



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/%

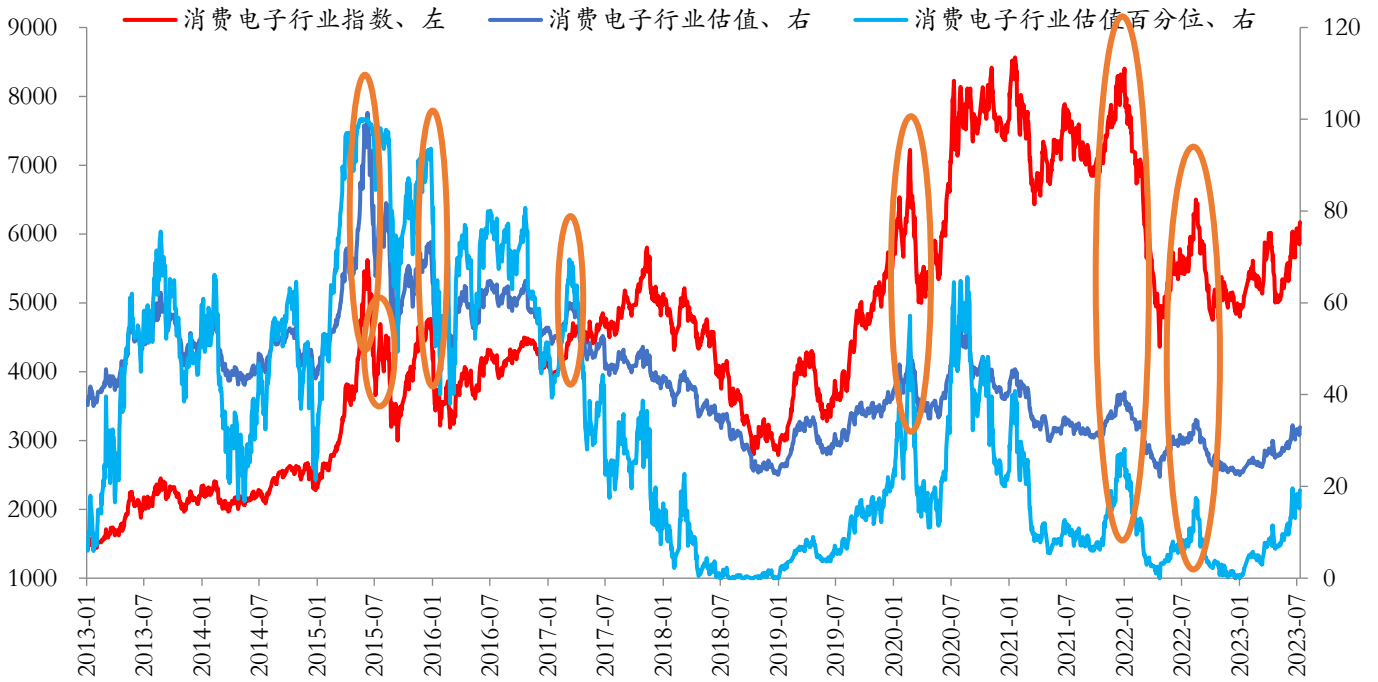
### 3.4 消费电子行情与估值在拔估值行情期间高度正相关，完整区间弱负相关

消费电子行业在某些阶段性行情如拔估值行情期间，估值充当了决定性影响因素，指数与估值高度正相关；而完整区间内，指数与估值的相关性表现为弱负相关。

消费电子行业此前发生过 7 次拔估值行情，相关系数均在 0.9 以上的强正相关，大多次都接近完全正相关，这期间估值是行情演绎的最重要解释因素。2013 年初至今的完整区间内，消费电子行业行情与估值之间相关性为-0.2520，表现为弱负相关。原因在于存在某些阶段的行情与估值对冲抵消拔估值行情期间高强正相关的情形。如 2017.3 月底-2017.11 月中期间，消费电子行业指数上涨了 23.28%，而同期估值下降了 2.9%，二者相关系数为-0.2802。

在仅考虑估值支撑下的行情，消费电子行情估值百分位所能达到的天花板也存在周期性的变化，即在一轮新的行情中，估值百分位有可能抬升至很高的高位，高位后估值百分位整体回落，但回落过程中也会存在较大幅度反弹的情况，而在反弹过程中所达到的估值百分位是不断降低的。在这种周期性变化的过程中，乐观估计周期顶的估值百分位天花板考验关口可能在 65%左右。另外消费电子行业也存在估值百分位天花板（尤其在周期顶的时候），不一定意味着行情的天花板的情形。

图表 9 消费电子的 7 次拔估值行情；完整区间指数与估值相关系数为-0.2520



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 消费电子拔估值期间与估值呈现高度正相关，完整区间内呈现弱负相关性

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	2015/01/05	2015/06/15	135.3%	121.9%	97.8X	99.5%	0.9977
第 2 次	2015/07/08	2015/07/24	26.4%	26.5%	83.3X	98.0%	1.0000
第 3 次	2015/09/16	2015/12/31	54.7%	38.4%	71.4X	91.8%	0.9267
第 4 次	2017/01/20	2017/03/24	21.1%	16.0%	59.6X	68.0%	0.9754
第 5 次	2019/01/04	2020/08/25	189.8%	140.5%	54.1X	64.5%	0.9795
第 6 次	2021/09/22	2022/01/04	21.5%	30.7%	40.5X	28.2%	0.9926
第 7 次	2022/04/27	2022/08/18	49.1%	56.3%	34.5X	17.5%	0.9907
完整区间（2013 年初-2023/07/14）消费电子行业指数和 PEttm 的相关系数为：-0.2520							

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

### 3.5 电子化学品行情与估值在拔估值行情期间高度正相关，完整区间弱正相关

与光学光电子行业类似，电子化学品行业在某些阶段性行情如拔估值行情期间，估值充当了决定性影响因素；而完整区间内，由于存在其他阶段的相关性拖累，因此指数与估值的相关性表现为弱正相关。

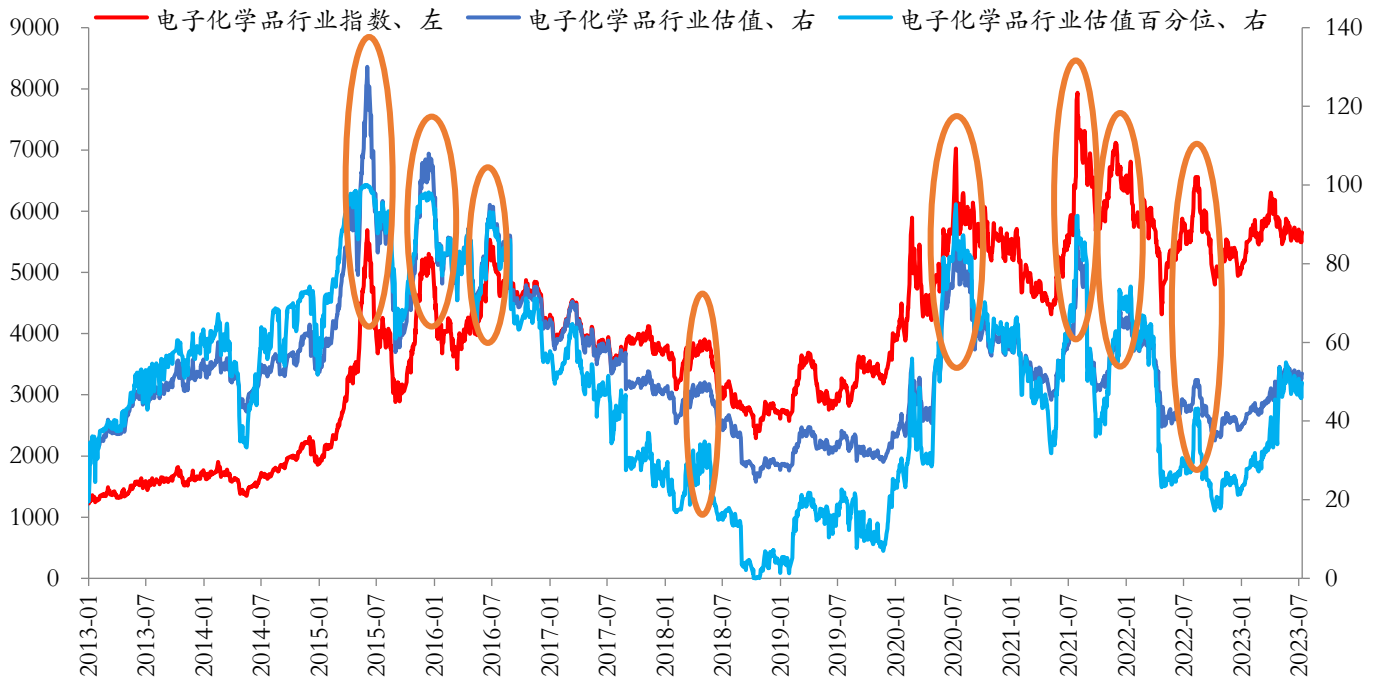
电子化学品行业此前发生过 8 次拔估值行情，除 2021.10 月中到 2022.1 月中期间



的行业相关性系数为 0.5510 的一般正相关以外,其余区间段相关系数均在 0.9 以上的高强正相关。而 2013 年初至今的完整区间内,电子化学品行业指数与估值之间相关系数为 0.3243 的弱势正相关,反映出估值在完整区间上对电子化学品的行情也有一定的解释作用。

与前述二级行业半导体、元件、光学光电子、消费电子皆有所不同的是,电子化学品行业并没有表现出非常明显的业绩单独支撑行情。从过往的情况来看,80% 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。

图表 11 电子化学品的 8 次拔估值行情;完整区间指数与估值相关系数为 0.3243



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 12 电子化学品拔估值期间与估值呈现高度正相关,完整区间内呈现弱正相关性

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	2015/01/05	2015/06/05	203.4%	148.3%	130.1X	100.0%	0.9698
第 2 次	2015/09/07	2015/12/18	83.0%	86.6%	107.4X	98.0%	0.9999
第 3 次	2016/05/12	2016/06/28	37.8%	38.6%	94.4X	93.0%	1.0000
第 4 次	2018/02/08	2018/05/10	25.4%	25.4%	49.5X	33.9%	0.9980
第 5 次	2018/10/19	2020/07/13	206.7%	279.6%	93.1X	95.1%	0.9071
第 6 次	2021/05/12	2021/08/02	84.0%	93.0%	87.6X	92.2%	0.9982
第 7 次	2021/10/13	2022/01/17	19.3%	43.5%	68.6X	74.2%	0.5510
第 8 次	2022/04/27	2022/08/11	52.0%	30.7%	50.4X	43.1%	0.9086
完整区间(2013年初-2023/07/14)电子化学品行业指数和PEttm的相关系数为: <b>0.3243</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。