

通信细分领域行情还能创新高吗？

—估值天花板系列报告 3

报告日期： 2023-08-03

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

相关报告

1、《泛 TMT 行情的关键、制约与空间——估值天花板系列报告 1》

2023/07/14

2、《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》

2023/07/19

核心要点：

- 通信设备和通信服务行业，其行情与估值演绎（涨跌走势及变动拐点时间）之间呈现出高度的相关性和一致性。

即若估值提升/回落，细分领域行情便随之上涨/下跌；若估值出现走势拐点，细分领域行情也将同时随之出现拐点。

通信设备 11 次、通信服务 7 次拔估值行情期间，行业指数和估值之间都呈现极高正相关性。而 2013 年至今的区间内，相关系数分别为 0.5238 和 0.5676，属于一般相关。原因主要在于拔估值行情以外其他阶段，指数与估值弹性相差巨大，对拔估值阶段的高强正相关性形成了一定对冲。但完整区间内，估值走势和变动仍能对行情有关键性引导：一是二者涨跌性质上是同涨同跌，尽管幅度上有较大差别；二是二者走势变化出现的时间拐点高度一致。

- 预计本轮估值百分位顶点和反弹点的关键考验关口：通信设备（70%、50%），通信服务（65%、50%）。

细分领域过往拔估值行情演绎出来的估值百分位天花板存在周期性变动和趋势性下降的特征。估值百分位天花板会形成周期性顶点（对应一轮行情中的估值最高点）和反弹点（估值见顶后大方向回落，但也会出现反弹，且反弹高度越来越低）；此外除了同一轮周期的反弹点低于顶点外，新一轮周期的顶点和反弹点整体都低于上一轮周期的顶点和反弹点。结合上述特征和历往估值百分位天花板，我们预计：

本轮周期，通信设备行业估值百分位周期性顶点所面临的考验关口可能在 70%左右；周期性反弹点所面临的考验关口可能在 50%左右。

本轮周期，通信服务行业估值百分位周期性顶点所面临的考验关口可能在 65%左右；周期性反弹点所面临的考验关口可能在 50%左右。

- 当前时点看，通信设备和通信服务均由于充分的估值百分位提升空间潜力，而具备良好的配置价值。

通信设备行业具备良好的配置价值。当前估值百分位 24.4%，本轮最高百分位 47.9%，相比本轮周期顶点可能 70%左右考验关口都有充分提升空间。或谨慎考虑当前分位距离反弹点可能 50%左右考验关口也有较大提升空间。行情可能还处于本轮估值百分位周期性顶点的左侧。

通信服务行业也具备良好的配置价值。当前估值百分位 30.1%，本轮最高百分位 33.3%，相比本轮周期顶点可能 65%左右考验关口尚有充分提

升空间。同样谨慎考虑下，当前分位距离反弹点可能 50%左右考验关口也有较大提升空间。因此通信服务行业同样可能仍处于本轮估值百分位周期性顶点的左侧，具备良好的配置价值。

● 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 估值是通信细分行业走势和拐点时间的关键性引导.....	4
2 距可比估值百分位天花板仍有充足空间，通信设备和服务都具备良好配置价值.....	5
3 通信细分领域行情的关键影响因素及估值百分位天花板.....	7
3.1 通信设备指数与估值在拔估值行情期间高度正相关，完整区间一般正相关.....	7
3.2 通信服务指数与估值在拔估值行情期间高度正相关，完整区间一般正相关.....	9

图表目录

图表 1 估值在通信二级细分行业的拔估值行情中和完整区间内的影响.....	5
图表 2 通信二级行业的估值百分位天花板呈现周期性变动和趋势性下降的特征.....	7
图表 3 通信设备行业的 11 次拔估值行情；指数与估值的趋势和时间拐点相对一致，整体相关性为 0.5238.....	8
图表 4 通信设备行业在拔估值行情期间的正相关性极强，完整区间内正相关性一般.....	9
图表 5 通信服务行业在拔估值行情期间的正相关性极强，完整区间内正相关性一般.....	10
图表 6 通信服务行业 7 次拔估值行情；指数与估值的趋势和时间拐点基本一致，整体相关性为 0.5676.....	10

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，电子估值百分位的考验关口可能在 70-75%，同时电子行情可能在估值百分位触及天花板后转由业绩驱动继续上涨。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。2023/07/19 我们发布了本系列第 2 篇专题报告《电子细分领域当前配置价值如何排序？》，提出了“配置价值高：半导体、元件、消费电子 > 配置价值较高：电子化学品 > 配置价值一般：光学光电子”的结论。本篇报告继电子细分领域之后展开对通信细分领域的配置价值研究。

1 估值是通信细分行业走势和拐点时间的关键性引导

无论是通信设备行业还是通信服务行业，估值均与其行情趋势演绎和行情变动拐点时间之间呈现出高度的相关性和一致性。即假若估值提升/回落，细分领域便能随之上涨/下跌；假若估值见到了拐点，细分领域的行情也同样随之而出现拐点。

其中在拔估值行情期间内，包括通信设备行业的 11 次、通信服务行业的 7 次，行业指数与其估值曲线之间整体都呈现出极高的正相关性，甚至大多数情况下都呈现出近乎完全的正相关性。

而在 2013 年至今的完整区间内，通信设备和通信服务行业指数与估值曲线的相关系数分别为 0.5238 和 0.5676，均是属于一般正相关程度，相比拔估值行情阶段性

下的接近完全正相关要明显低。主要原因便在于存在其他阶段内行业指数与估值曲线弹性相差巨大的情形，因此会相应的对冲拔估值阶段性行情的高强正相关性。但我们更应该关注的是，完整区间内行业指数与估值区间之间仍然存在良好的对应关系，包括：一方面，二者的涨跌性质上仍然表现出来同涨同跌，尽管涨幅或跌幅上存在较大差别；二方面，二者走势变化的拐点时间上具有高度一致性。因此估值的走势和变动在完整区间内也对行情有关键性的引导意义。

图表 1 估值在通信二级细分行业的拔估值行情中和完整区间内的影响

通信-通信设备 行情与估值相关性			通信-通信服务 行情与估值相关性		
起	止	相关系数	起	止	相关系数
2015/1/5	2015/6/15	0.9969	2015/2/9	2015/6/10	0.9993
2015/7/9	2015/7/24	0.9995	2015/7/31	2015/8/20	0.9999
2015/9/16	2015/12/31	0.9349	2015/8/27	2015/11/12	0.7878
2016/5/19	2016/7/26	0.9804	2016/5/20	2017/3/20	0.7578
2017/7/18	2017/10/9	0.7448	2019/1/31	2019/3/12	1.0000
2018/2/12	2018/3/12	0.9993	2019/8/13	2019/9/10	0.9848
2018/10/19	2019/4/18	0.9971	2020/2/4	2020/2/26	0.9857
2019/8/12	2019/9/10	0.6517	2013 年至 2023/8/2		0.5676
2020/2/4	2020/7/13	0.7482			
2021/5/11	2021/11/24	0.9725			
2022/4/27	2022/8/18	0.9968			
2013 年至 2023/8/2		0.5238			

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 距可比估值百分位天花板仍有充足空间，通信设备和服务都具备良好配置价值

从通信设备和通信服务行业的数次拔估值行情演绎情况来看，其所达到的估值百分位天花板存在两种较为明显的特征：呈现周期性变动和趋势性下降。

一方面，估值百分位天花板在时间序列上呈现出周期性变动特征。如通信设备行业在 2015 年 6 月中旬和 2020 年 7 月中旬分别成为了两轮周期的顶点(这个点对应一轮行情中估值的最高点)。顶点之后，估值将进入到中长期的消化通道中，同时在中长期估值回落的过程中也会出现数次反弹，但这种反弹在行情和估值上所能达到的高点将越来越低，同样也会形成越来越低的估值百分位天花板。因此从顶点之后到数次反弹点的估值百分位天花板就呈现出周期性变化。

另一方面，估值百分位所能达到的天花板随轮次推进，呈现趋势性下降。这不仅表现在一轮周期的反弹点低于顶点，且反弹点的高度越来越低(即周期下行)。同

时也表现为新一轮周期的顶点和反弹点整体比上一个周期的顶点和反弹点都低。

估值作为行情的关键性引导变量，也将在某些高度形成行情的重要考验关口。结合通信细分领域估值百分位天花板存在周期性变动和趋势性下降的特征，以及过往周期中的估值百分位天花板，我们预计：

本轮周期，通信设备行业估值百分位天花板周期性顶点所面临的考验关口有可能在 70%分位左右；周期性反弹点所面临的考验关口有可能在 50%左右。

本轮周期，通信服务行业估值百分位天花板周期性顶点所面临的考验关口有可能在 65%分位左右；周期性反弹点所面临的考验关口有可能在 50%左右。

站在当前时点，通信设备和通信服务行业都由于所具备充足的估值百分位提升空间潜力，而有良好的配置价值。

通信设备行业具备良好的配置价值。截至 2023 年 8 月 2 日，通信设备行业估值为 35.3X，处于 2010 年以来的 24.4%历史分位。而本轮曾经达到过的最高估值百分位在 2023 年 6 月 20 日，彼时估值 41.1X，处于 47.9%历史分位。考虑到通信估值百分位天花板可能处于 2022 年 11 月底低点以来的新一轮周期中，而此前最高 47.9%分位远不及本轮周期性顶点的可能考验关口 70%分位，因此我们认为行情可能还处于估值百分位天花板周期性顶点的左侧，而当前 24.4%的分位距离可能得考验关口仍有充足的提升空间和潜力。此外如果站在谨慎的角度考虑周期性反弹点可能的考验关口 50%也有较大提升空间。因此总体来看，通信设备行业仍有良好的配置价值。

通信服务行业同样具备良好的配置价值。截至 2023 年 8 月 2 日，通信服务行业估值为 29.5X，处于 2010 年以来的 30.1%分位。本轮曾经达到过的最高估值百分位发生在 2023 年 4 月 18 日，彼时估值 32.1X，分位数 33.3%。与通信设备类似，当前以及本轮曾出现过的最高估值百分位距离新一轮周期性顶点可能的考验关口 65%也有充足的空间和潜力。甚至如果谨慎考虑周期性反弹点的可能考验关口 50%也有较大提升空间。因此总体来看，通信服务行业目前具备良好的配置价值。

图表 2 通信二级行业的估值百分位天花板呈现周期性变动和趋势性下降的特征

通信-通信设备 估值“天花板”			通信-通信服务 估值“天花板”		
时间	估值	百分位	时间	估值	百分位
2015/6/15	105.5X	99.9%	2015/6/10	59.0X	69.5%
2015/7/24	79.8X	97.7%	2015/8/20	43.5X	57.9%
2015/12/31	66.3X	93.2%	2015/11/12	48.8X	65.1%
2016/7/26	55.6X	81.7%	2017/3/20	404.8X	100.0%
2017/10/9	60.3X	90.6%	2019/3/12	83.4X	70.8%
2018/3/12	53.1X	69.7%	2019/9/10	48.3X	50.9%
2019/4/18	46.0X	46.8%	2020/2/26	45.1X	49.5%
2019/9/10	41.0X	36.7%	当前 最高 (2023/04/18)	29.5X 32.1X	30.1% 33.3%
2020/7/13	54.2X	80.2%			
2021/11/24	44.7X	50.8%			
2022/8/18	40.0X	40.0%			
当前 最高 (2023/06/20)	35.3X 41.1X	24.4% 47.9%			

资料来源：Wind，华安证券研究所。估值分位数根据 2010 年起。加粗标红中的当前为截至 2023/8/3 日指数估值和百分位

3 通信细分领域行情的关键影响因素及估值百分位天花板

3.1 通信设备指数与估值在拔估值行情期间高度正相关，完整区间一般正相关

通信设备行业此前发生过 11 次拔估值行情，期间指数与估值的正相关性整体都极高。除了其中有 3 次相关性处于 0.7 左右的较强区间，其余 8 次的相关系数均在 0.9 以上，大多数都几乎在完全正相关的程度。这期间行业指数与估值曲线的变动趋势与拐点时间都高度一致。

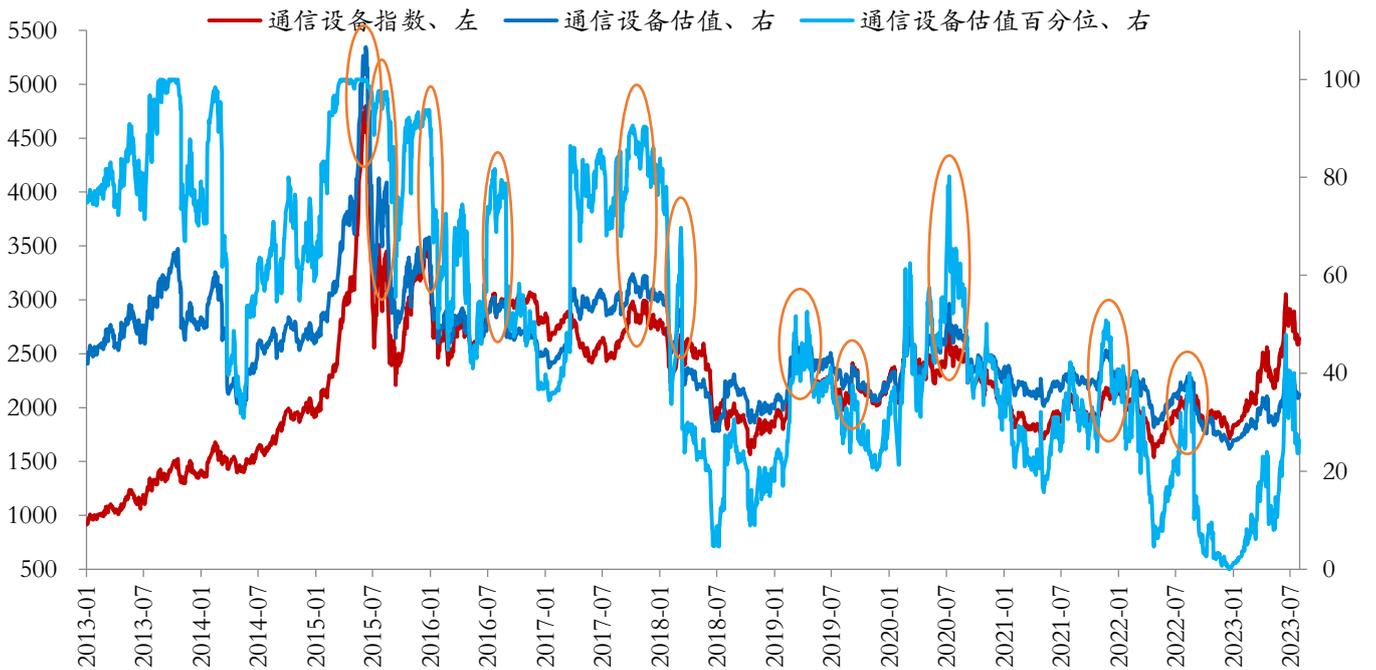
而 2013 年初至今，通信设备行业指数与估值之间相关性为 0.5238，整体处于一般正相关的程度。相比拔估值行情的区间段看，完整区间内的正相关性略低，我们认为主要原因在于存在某些阶段内二者的弹性相差较大的情形，因此会相应的对冲拔估值阶段性行情的高正相关性。但就完整区间内二者仍然存在良好的对应性关系：一方面，尽管某些阶段内二者弹性存在区别，但涨跌性质上仍表现为同涨同跌，差异仅在于涨幅或者跌幅大小有所区别；二方面，行情的拐点时间上同样具有高度一致性。

随着拔估值行情轮次的推进，通信设备行情演绎所能达到的估值百分位天花板

存在两种较明显的特征：呈现周期性变动和趋势性下降。一方面，估值百分位天花板存在时序上的周期性变动特征。如 2015 年 6 月中旬和 2020 年 7 月中旬可能作为两次估值百分位天花板周期性变动的顶点。当出现这个顶点（同样也是一轮估值的最高点）后，估值大方向上是整体不断消化的，但是在消化的过程中也会出现一些估值的反弹，只不过在反弹的过程中，所能达到的高度会越来越低，从而也会形成整体上越来越弱的估值百分位天花板。另一方面，不仅在周期内，估值百分位天花板会周期性下降，在新的周期内所对应的估值百分位天花板位置，如顶点以及反弹点等都整体较上一个周期出现了下降。

2022 年 11 月底自通信设备估值和估值百分位创上一轮周期性变化的低点以来，估值和百分位进入到新一轮周期。在本轮周期中，根据周期性变动和趋势性下降的特征结合过去历史百分位天花板数据来预估，我们预计：本轮周期，通信设备估值百分位天花板周期性顶点所面临的考验关口有可能在 70%左右；通信设备估值百分位天花板的周期性反弹点所面临的考验关口有可能在 50%左右。

图表 3 通信设备行业的 11 次拔估值行情；指数与估值的趋势和时间拐点相对一致，整体相关性为 0.5238



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 4 通信设备行业在拔估值行情期间的正相关性极强，完整区间内正相关性一般

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	指数估值 相关性系数
第 1 次	2015/1/5	2015/6/15	148.0%	128.4%	105.5X	99.9%	0.9969
第 2 次	2015/7/9	2015/7/24	37.3%	39.4%	79.8X	97.7%	0.9995
第 3 次	2015/9/16	2015/12/31	55.5%	40.5%	66.3X	93.2%	0.9349
第 4 次	2016/5/19	2016/7/26	21.4%	25.6%	55.6X	81.7%	0.9804
第 5 次	2017/7/18	2017/10/9	22.8%	16.5%	60.3X	90.6%	0.7448
第 6 次	2018/2/12	2018/3/12	20.0%	20.5%	53.1X	69.7%	0.9993
第 7 次	2018/10/19	2019/4/18	68.9%	54.1%	46.0X	46.8%	0.9971
第 8 次	2019/8/12	2019/9/10	20.6%	11.5%	41.0X	36.7%	0.6517
第 9 次	2020/2/4	2020/7/13	37.5%	56.1%	54.2X	80.2%	0.7482
第 10 次	2021/5/11	2021/11/24	27.5%	34.0%	44.7X	50.8%	0.9725
第 11 次	2022/4/27	2022/8/18	41.4%	38.0%	40.0X	40.0%	0.9968
完整区间内（2013 年初-2023/8/2）通信设备行业指数和 PEttm 的相关系数为：0.5238							

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

3.2 通信服务指数与估值在拔估值行情期间高度正相关，完整区间一般正相关

通信服务行业此前发生过 7 次拔估值行情，期间指数与估值的正相关性整体同样极高。其中有 2 次相关性处于接近 0.8 的强程度，其余 5 次相关系数基本都接近完全正相关。在这些期间内行业指数与估值曲线的变动趋势与拐点时间都高度一致。

而 2013 年初至今，通信服务行业指数与估值之间相关性为 0.5676，处于一般正相关程度，无论是拔估值行情期间段的高强正相关还是完整区间内的一般正相关表现都与上述通信设备一致。同样的，主要原因在于存在某些阶段内二者的弹性相差很大的情形，因此会相应的对冲拔估值阶段性行情的高正相关性。通信服务行业这种特征相比通信设备行业更加显著。同样的，通信服务行业在完整区间内行情指数与估值区间之间也存在良好的对应关系：一方面，涨跌性质上表现为同涨同跌，差异在于涨幅或者跌幅大小有所区别即弹性上的极大差异；二方面，行情的拐点时间上具有高度一致性。

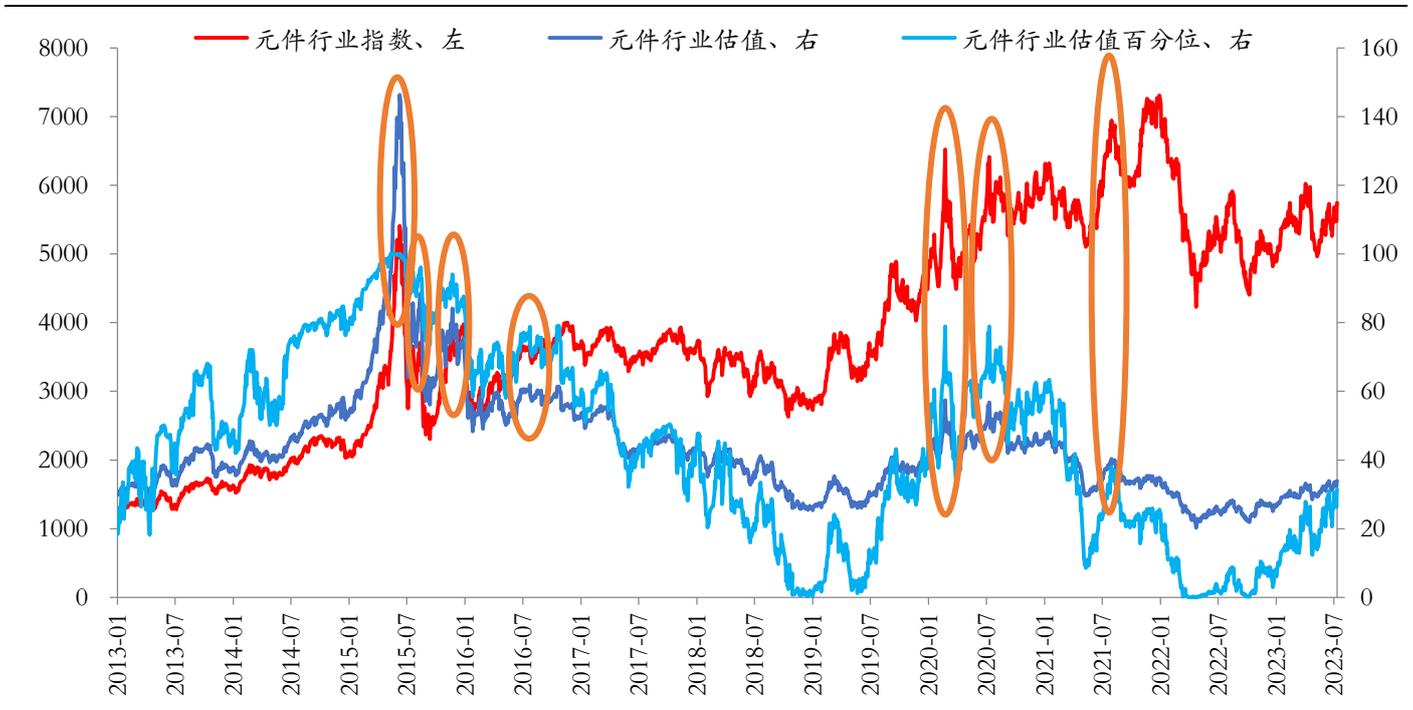
随着拔估值行情轮次的推进，与通信设备一样，通信服务行情演绎所能达到的估值百分位天花板也存在两种特征：呈现周期性变动和趋势性下降。结合过去历史百分位天花板数据来预估（剔除 2017 年 3 月下旬明显的异常值），我们预计：本轮周期，通信服务行业估值百分位天花板周期性顶点所面临的考验关口有可能在 65% 左右；通信服务行业估值百分位天花板的周期性反弹点所面临的考验关口有可能在 50% 左右。

图表 5 通信服务行业在拔估值行情期间的正相关性极强，完整区间内正相关性一般

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	指数估值 相关性系数
第 1 次	2015/2/9	2015/6/10	134.7%	148.5%	59.0X	69.5%	0.9993
第 2 次	2015/7/31	2015/8/20	22.8%	22.7%	43.5X	57.9%	0.9999
第 3 次	2015/8/27	2015/11/12	26.4%	56.1%	48.8X	65.1%	0.7878
第 4 次	2016/5/20	2017/3/20	83.3%	1026.1%	404.8X	100%	0.7578
第 5 次	2019/1/31	2019/3/12	44.2%	44.1%	83.4X	70.8%	1.0000
第 6 次	2019/8/13	2019/9/10	23.8%	22.2%	48.3X	50.9%	0.9848
第 7 次	2020/2/4	2020/2/26	22.6%	26.0%	45.1X	49.5%	0.9857
完整区间内（2013 年初-2023/8/2）通信服务行业指数和 PEttm 的相关系数为：0.5676							

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 6 通信服务行业 7 次拔估值行情；指数与估值的趋势和时间拐点基本一致，整体相关性为 0.5676



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/%

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。