A 股主线周期律

策略专题研究报告
证券研究报告

策略组
分析师：艾熊峰（执业 S1130519090001）
aixiongfeng@gjzq.com.cn

何以成为市场主线

一、历年来的 A 股主线行情演绎

A 股每一轮核心主线一般延续 2-3 年，核心主线一般都是长期逻辑在短期业绩上持续得到验证。A 股市场每一轮行情的主逻辑在不断演变，市场主线也随之变迁。在市场整体调整后，往往是新主线开始酝酿的时候。

复盘历史上市场投资主线所具有的特征：具体来说，“基本面见底回升、机构配置低位”是必要条件，“产业趋势新变化”是充分条件。市场主线短期大调整都对应整体市场的下跌，长期顶部都对应基本面拐点。

二、2009 年初-2012 年中：白酒主线。政商消费主导，“古井贡酒、酒鬼酒”是典型牛股

主线行情长期逻辑：金融危机后，“四万亿”刺激推动地产、基建固定资产投资回升，推动白酒政商消费需求逐步回暖。同时居民消费水平提升，众多酒企推出中高端系列产品，白酒市场呈现出量价齐升的趋势。

主线行情特点表现：本轮白酒行情从 2009 年政策宽松至 2012 年年中白酒价格见顶，后续又受到“三公禁令”和白酒塑化剂事件冲击。从超额收益层面看，2009 年-2010 年上半年顺周期板块表现同样较强，但从 2010 年 7 月开始白酒主线行情加速，超额收益远超大盘。伴随经济复苏动能边际减弱，白酒行业基本面见底回升，机构对白酒行业持续加仓，相关酒类价格大幅上行。

三、2013 年初-2015 年中：TMT 主线。移动互联网浪潮驱动，“网宿科技、东方财富”是典型牛股

主线行情长期逻辑：2013 年移动互联网浪潮的兴起是推升 TMT 板块上涨诞生成长股牛市的核心因素。叠加 2014 年多样性的货币政策和年末的超预期宽松是本轮 TMT 主线行情的重要助力。

主线行情特点表现：本轮 TMT 行情从 2013 年初开始至 2015 年中泡沫破裂。从超额收益层面看，从 2013 年初至 2014 年 TMT 超额收益稳步上行，相对全 A 超额收益达到 100%。随后 2015 年上半年，杠杆资金加速入场，TMT 累计超额收益加速增长到 300%。本轮 TMT 主线行情中移动互联网产业浪潮持续扩散，受益于移动互联网的普及和 3G-4G 建设高峰，计算机、通信、传媒三大行业表现突出。

四、2016-2017 年：消费主线。消费升级推升集中度，“贵州茅台、五粮液”是典型牛股

主线行情长期逻辑：供给侧改革和消费升级下集中度提升。在供给侧结构性改革、棚改货币化的推进下，宏观经济有所好转，居民生活水平的提高，伴随着消费场景和消费模式的多样化，有关消费升级概念油然而生。此外，当时国内市场持续开放，资金互联互通，受外资青睐的高 ROE 消费板块也是持续获得资金加仓。

主线行情特点表现：本轮消费行情从 2016 年至 2018 年持续约 2 年时间。超额收益层面，2016 年 7 月开始消费行情超额收益超越全 A，2017 年加速大幅跑赢市场。期间消费行业基本面见底回升，机构对食饮和家电也是持续加仓。

五、2019 年初-2021 年中：半导体主线。自主可控加速，“北方华创、韦尔股份”是典型牛股

主线行情长期逻辑：中美贸易摩擦，使得国产替代和自主可控热潮持续升温，相关政策也是持续推动国内半导体产业发展。与此同时，半导体周期进入上行周期，半导体还受益于疫情居家办公需求。

主线行情特点表现：本轮半导体主线行情从 2019 年初至 2021 年中，期间产业链上下游，半导体设备，半导体材料等均受益上行。

六、2020 年-2021 年：新能源主线。“双碳”政策引领，“宁德时代、阳光电源”是典型牛股

主线行情长期逻辑：2020 年“双碳”政策的提出和落实，使得新能源板块成为新的市场核心主线。

主线行情特点表现：本轮新能源主线行情从 2020 年至 2021 年，上涨行情持续约 2 年。期间，新能源行业景气持续上行，光伏和新能源车等细分行业表现突出。机构也在 2020-2022 年期间持续加仓新能源。

风险提示：经济下行超预期、宏观流动性收缩风险、海外黑天鹅事件

内容目录

一、历年来的A股主线行情演绎 5
二、2009年初-2012年中：白酒主线 5
2.1 白酒核心主线：政商消费的起落 5
2.2 白酒主线行情中的牛股：古井贡酒、酒鬼酒 7
三、2013年初-2015年中：TMT主线 8
3.1 TMT核心主线：移动互联网浪潮 8
3.2 TMT主线行情中的牛股：网宿科技、东方财富、同花顺 10
四、2016年-2017年：消费主线 11
4.1 消费核心主线：消费升级、集中度提升 11
4.2 消费主线行情中的牛股：贵州茅台、五粮液、山西汾酒 13
五、2019年初-2021年中：半导体主线 13
5.1 半导体核心主线：自主可控，产业周期向上 13
5.2 半导体主线行情中牛股：北方华创、韦尔股份 15
六、2020年-2021年：新能源主线 16
6.1 新能源核心主线："双碳"政策 16
6.2 新能源主线行情中的牛股：宁德时代、阳光电源、隆基股份 18
七、风险提示 18

图表目录

图表1： 2010年以来市场核心主线走势 5
图表2： 2009-2012年白酒主线行情 6
图表3： 2009-2010年固定资产和地产投资回暖 6
图表4： 2010-2012年居民消费能力提升 6
图表5： 2010年-2011年白酒行业基本面持续向好 7
图表6： 2009-2012年白酒价格大幅上涨 7
图表7： 2009年-2011年白酒产量稳步提升 7
图表8： 2009-2012年机构大幅加仓白酒 7
图表9： 2010-2012年部分白酒个股累计收益率表现 8
图表10： 2009-2012年TMT主线行情 8
图表11： 2013-2015部分科技产业政策 9
图表12： 2013-2015年TMT板块基本面回升 9
图表13： 智能手机出货量及市占率 9

图表 14： 移动游戏用户规模大涨 10
图表 15： 2013 年-2015 年公募基金对 TMT 行业仓位配置 10
图表 16： 2013 年-2016 年网宿科技股价与市盈率 10
图表 17： 2013-2016 年网宿科技净利润增速 10
图表 18： 同花顺和东方财富股价走势 11
图表 19： 杠杆资金加速入市 11
图表 20： 2016-2017 年消费主线行情 11
图表 21： 2016 年-2017 年我国名义 GDP 增速抬升 12
图表 22： 2016-2017 年居民消费能力有所回升 12
图表 23： 2016 年外资各行业净买入金额（亿） 12
图表 24： 2017 年外资各行业净买入金额（亿） 12
图表 25： 2016 年-2017 年食品饮料行业基本面持续向好 12
图表 26： 白酒、白电集中度提升 12
图表 27： 2009 年-2011 年部分家电产量 13
图表 28： 2016-2017 年机构大幅加仓消费 13
图表 29： 白酒部分个股累计涨跌幅 13
图表 30： 部分白酒净利润增速 13
图表 31： 2019-2021 年半导体主线行情 14
图表 32： 2019-2020 年半导体主线行情 14
图表 33： 2019-2020 半导体周期回暖设备需求扩张 15
图表 34： 国产替代热潮推动国内半导体产业发展 15
图表 35： 2019 年-2020 年半导体行业基本面持续向好 15
图表 36： 2019-2020 半导体行业业绩快速修复 15
图表 37： 2019-2020 年芯片产量持续放量 15
图表 38： 2019-2020 年机构大幅加仓半导体 15
图表 39： 部分半导体相关个股累计涨跌幅 16
图表 40： 部分半导体相关个股业绩情况 16
图表 41： 2020-2022 年新能源主线行情 16
图表 42： 2020-2022 新能源车保有量占比加速上行 17
图表 43： 太阳能装机量持续上升 17
图表 44： 2020 年-2021 年新能源行业基本面持续向好 17
图表 45： 2020-2021 新能源车产销量持续上行 17
图表 46： 2019-2020 年光伏产业量价齐升 17
图表 47： 2020-2021 年机构大幅加仓新能源 17
图表 48： 部分新能源相关个股累计涨跌幅 18

图表 49： 宁德时代营收与净利润 18
图表 50： 阳光电源营收与净利润 18
图表 51： 隆基绿能营收与净利润 18

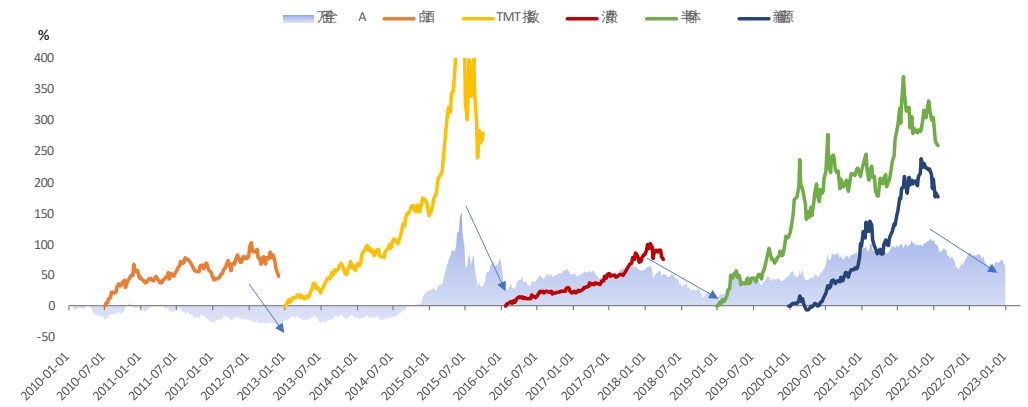
一、历年来的 A 股主线行情演绎

A 股每一轮核心主线一般延续 2-3 年，核心主线一般都是长期逻辑在短期业绩上持续得到验证。A 股市场每一轮行情的主逻辑在不断演变，市场主线也随之变迁。在市场整体调整后，往往是新主线开始酝酿的时候。

2008 年市场调整后迎来 2009 年初-2012 年中的白酒主线，2012 年市场调整后迎来 2013 年初-2015 年中的 TMT 主线，2015 年下半年股灾后迎来 2016 年-2017 年的消费主线，2018 年单边下跌后迎来 2019 年初-2021 年中的半导体主线和 2020-2021 年的新能源主线。

复盘历史上市场投资主线所具有的特征：具体来说，“基本面见底回升、机构配置低位”是必要条件，“产业趋势新变化”是充分条件。市场主线短期大调整都对应整体市场的下跌，长期顶部都对应基本面拐点。

图表 1：2010 年以来市场核心主线走势



来源：Wind、国金证券研究所

需要指出的是，2019 年-2020 年白酒板块仍表现相对较强，尽管涨幅不如半导体和新能源等当时主线，我们认为其中原因是资金正反馈带来的拔估值行情。其中主要证据有：

1）2019 年-2020 年白酒板块整体相对基本面见顶。在基本面边际变化不大的背景下，板块估值持续抬升。以板块龙头贵州茅台为例，2019 年-2020 年是公司 PE 估值从 30 倍到 40 倍再到 50 倍的阶段。

2）2019 年-2020 年公募基金迎来大规模增量资金，消费基金经理管理管理大幅增加。在增量市场当中，之所以消费基金经理能获得大量增量资金，主要是因为在当时，过去 1-2 年消费基金业绩明显占优。具体而言：

首先，2020 年底管理规模前十大主动基金经理中，有六位风格明显偏向消费。此外，2019 年和 2020 年共新发主动权益基金 1.68 万亿，其中风格明显偏向消费风格的基金经理发行规模合计占比为 12.6%。最后，这些风格明显偏向消费的基金经理存量基金规模明显扩大，大量净申购资金进入。

二、2009 年初-2012 年中：白酒主线

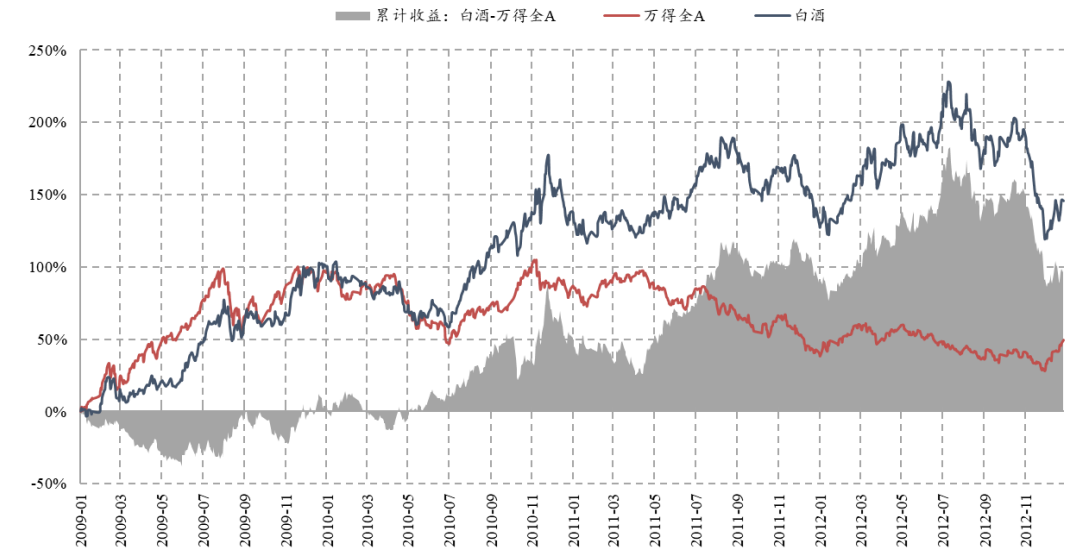
2.1 白酒核心主线：政商消费的起落

主线行情长期逻辑：金融危机后，“四万亿”刺激推动地产、基建固定资产投资回升，推动白酒政商消费需求逐步回暖。同时居民消费水平提升，众多酒企推出中高端系列产品，白酒市场呈现出量价齐升的趋势。

主线行情特点表现：本轮白酒行情从 2009 年政策宽松至 2012 年年中白酒价格见顶，后续又受到“三公禁令”和白酒塑化剂事件冲击。从超额收益层面看，2009 年-2010 年上半年顺周期板块表现同样较强，但从 2010 年 7 月开始白酒主线行情加速，超额收益远超大盘。伴随经济复苏动能边际减弱，白酒行业基本面见底回升，机构对白酒行业持续加仓，相关酒类价格大幅上行。

主线行情终结：宏观经济放缓，政商消费疲软，2012 年下半年白酒价格见顶。此外，“三公禁令”，塑化剂事件、“八项规定”导致白酒需求骤降，行业基本面见顶，进入调整期。

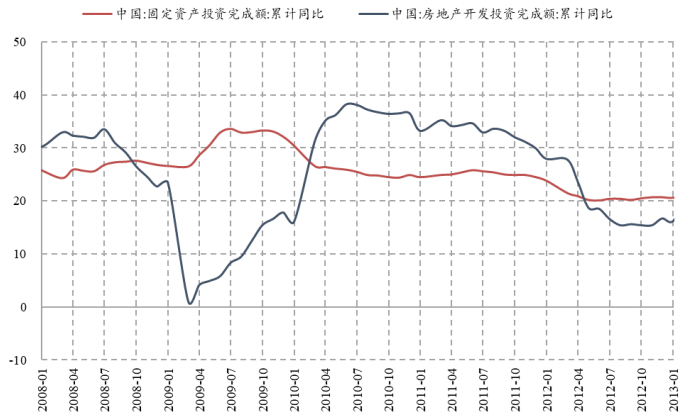
图表2：2009-2012 年白酒主线行情



来源：Wind、国金证券研究所

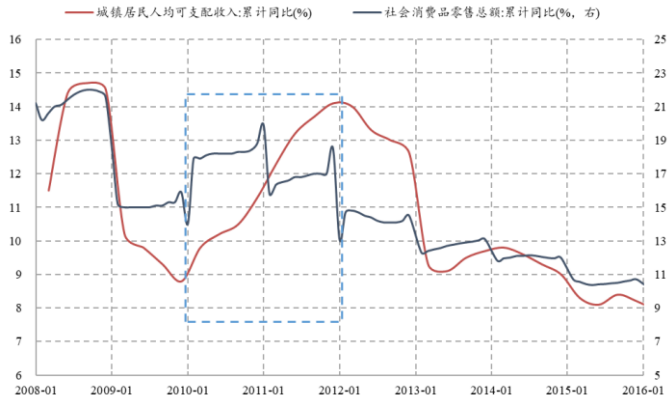
本轮白酒主线行情长期逻辑是：金融危机后，宽松政策推动宏观经济回暖，而白酒的政商需求与经济挂钩。同时居民消费能力的回升和中高端白酒产品的持续升级也推动白酒的大众消费需求回升。金融危机后，“四万亿”的有效刺激下，2009 年下半年 GDP 同比增速开始回升，2010 年和 2011 年我国 GDP 同比增速分别为 10.64%和 9.55%，期间社融增速增长到 30%、地产开发投资增速从零附近迅速上升到 35%以上，固定资产投资增速也是达到了 30%以上水平。白酒政商需求快速回暖的同时，居民消费能力的提升也带动白酒大众需求的提升。

图表3：2009-2010 年固定资产和地产投资回暖



来源：Wind、国金证券研究所

图表4：2010-2012 年居民消费能力提升

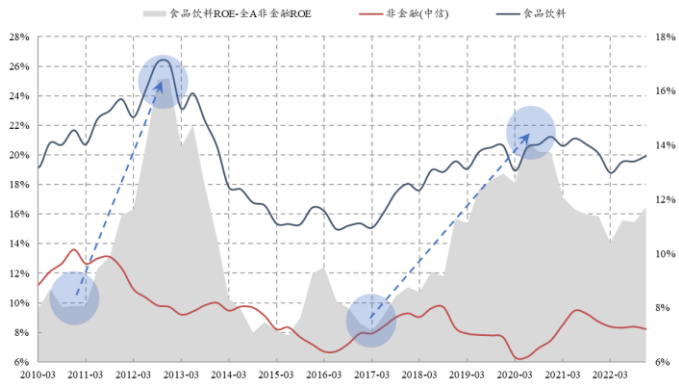


来源：Wind、国金证券研究所

白酒行情开启并持续成为长期主线过程中可以看到，基本面见底回升，机构配置低位，其长期逻辑在短期有着持续验证。白酒行业基本面在 2010 年后明显修复，带动食品饮料 ROE 从 19%到 26%，完成逆势上涨，相对全 A 非金融大幅改善。期间白酒全行业“量价齐升”，五粮液、茅台、泸州老窖等白酒中高端系列产品价格在 2010 年后加速上涨，白酒行业的产量同比增速在金融危机后也是保持着稳步增长的态势，年产量从 2008 年约 500 多万千升到 2012 年的 1100 多万千升。

此外，公募基金机构对白酒的仓位配置水平在 2009 年处于低点仅 4.55%左右。随着白酒行情的开启，机构对白酒行业仓位也是小幅上行。2011 年后增量资金通过机构加速涌入，机构对白酒仓位在 2012 年三季度达到 12%。

图表5：2010 年-2011 年白酒行业基本面持续向好

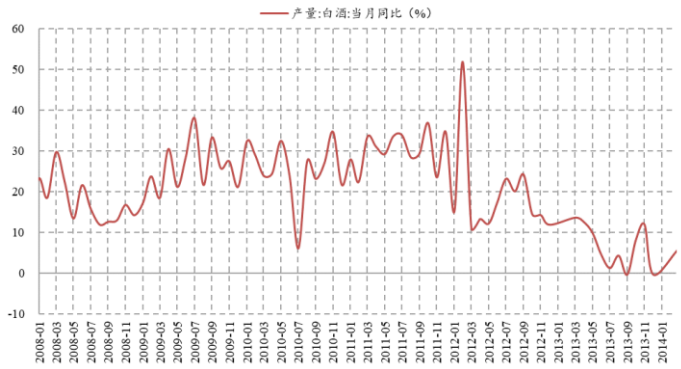


来源：Wind、国金证券研究所

图表6：2009-2012 年白酒价格大幅上涨

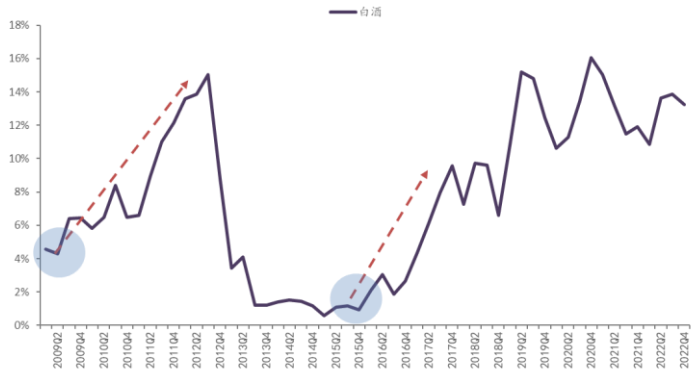
来源：Wind、国金证券研究所

图表7：2009 年-2011 年白酒产量稳步提升



来源：Wind、国金证券研究所

图表8：2009-2012 年机构大幅加仓白酒



来源：Wind、国金证券研究所

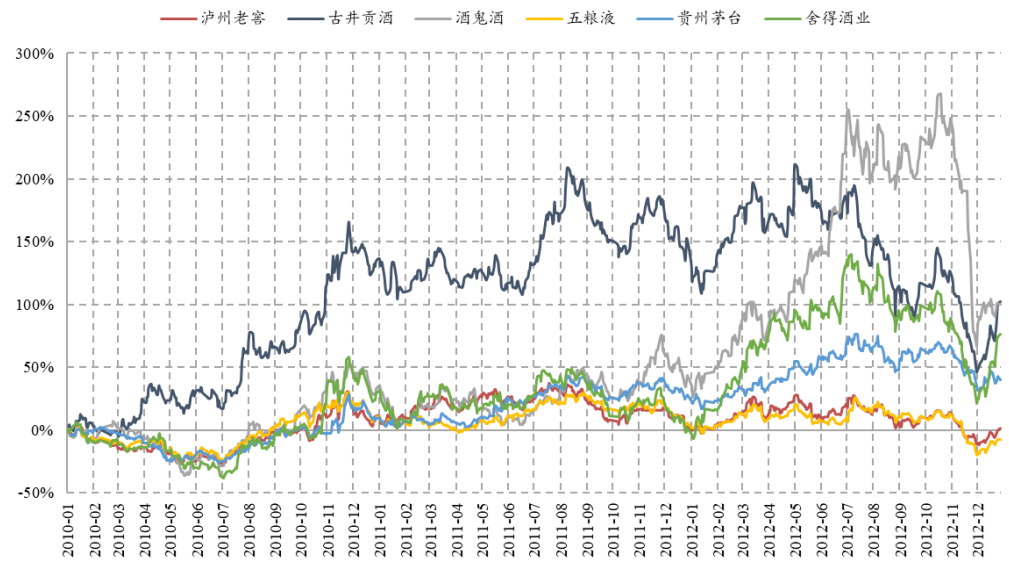
2.2 白酒主线行情中的牛股：古井贡酒、酒鬼酒

从 2010 年-2012 年表现来看，古井贡酒和酒鬼酒表现更加突出，最大涨幅分别达到 200%和 250%左右，古井贡酒在 2010 年业绩表现优异相较同业也是有着较多的超额收益。而酒鬼酒则是在 2011 年底和 2012 年开始加速上涨。

古井贡酒，在 2008 年重磅推出年份原浆系列，打造中高端系列品牌体系，清理部分冗余的中低端产品。渠道方面，通过“三通工程”提高了在全国的市场份额，推动业绩爆发为股价上涨形成支撑。公司净利润增速从 2008 年的 0.35 亿到 2012 年的 7.26 亿，CARG 达到 113%。其中公司在 2009 年和 2010 年净利润同比增速分别达到 319%和 128%。

酒鬼酒，在中粮入主后重整产品线，2010 年将次高端封坛产品和酒鬼系列定为主力品牌。渠道层面业与优秀经销商绑定，推动全国化放量。公司净利润增速在 2011 年和 2012 年迅速提高分别达到 144%和 156%。

图表9：2010-2012 年部分白酒个股累计收益率表现



来源：Wind、国金证券研究所

三、2013 年初-2015 年中：TMT 主线

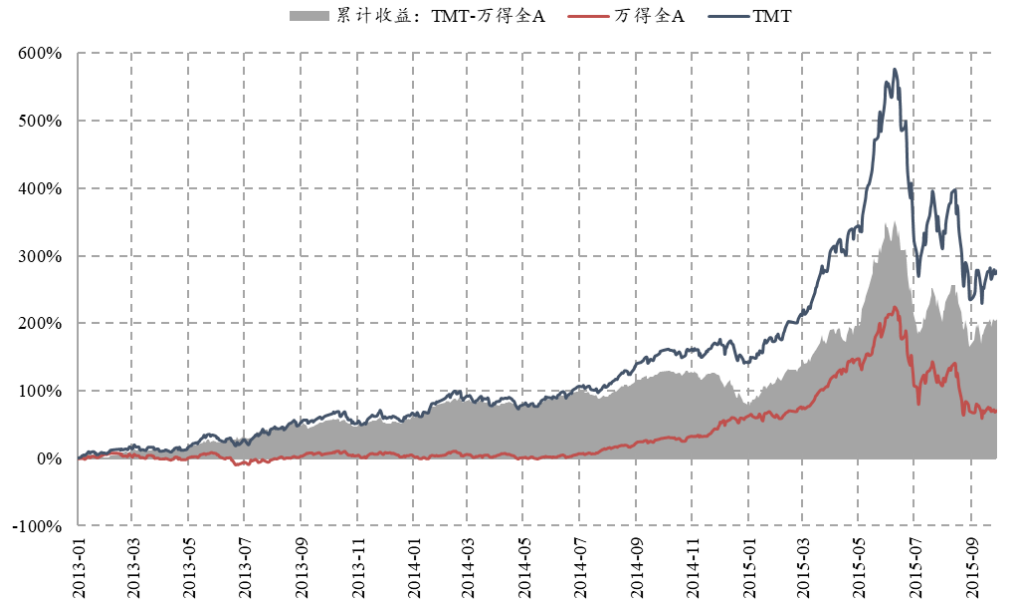
3.1 TMT 核心主线：移动互联网浪潮

主线行情长期逻辑： 2013 年移动互联网浪潮的兴起是推升 TMT 板块上涨诞生成长股牛市的核心因素。叠加 2014 年多样性的货币政策和年末的超预期宽松是本轮 TMT 主线行情的重要助力。

主线行情特点表现：本轮 TMT 行情从 2013 年初开始至 2015 年中泡沫破裂。从超额收益层面看，从 2013 年初至 2014 年 TMT 超额收益稳步上行，相对全 A 超额收益达到 100%。随后 2015 年上半年，杠杆资金加速入场，TMT 累计超额收益加速增长到 300%。本轮 TMT 主线行情中移动互联网产业浪潮持续扩散，受益于移动互联网的普及和 3G-4G 建设高峰，计算机、通信、传媒三大行业表现突出。

主线行情终结：2015 年中伴随清理场外配资和杠杆资金的监管下，A 股市场迎来股灾式下跌，TMT 行情也走向终结。与此同时，并购重组带来的业绩高增长在 2016 年开始面临明显的减值压力。

图表10：2009-2012 年 TMT 主线行情



来源：Wind、国金证券研究所

本轮 TMT 主线行情长期逻辑在于经济结构转型期间，移动互联网浪潮兴起，新兴产业政策趋势明朗。2013-2015 年经济增速下台阶，经济动能不足，经济结构转型开始提出，随有宽松政策提出，但宏观经济依旧相对疲软。政策层面，2012 年 11 月，十八大明确“全面深化改革”，要求“加快转变经济发展方式”。对新兴产业和科技创新的扶持力度持续加大，政策不断加码。2013 年初国务院出台《国家重大科技基础设施建设中长期规划(2012-2030 年)》和《关于深化科技改革加快国家创新体系建设的意见》等文件，后续包括对 4G 的应用铺开，对“大众创业，万众创新”以及“互联网+”的政策支持都对 TMT 行情形成了持续的催化。期间移动互联网浪潮在整个产业链中持续扩散传导，相关的智能手机、通信基站、计算机硬件以及移动游戏和文娱市场等均有所表现。

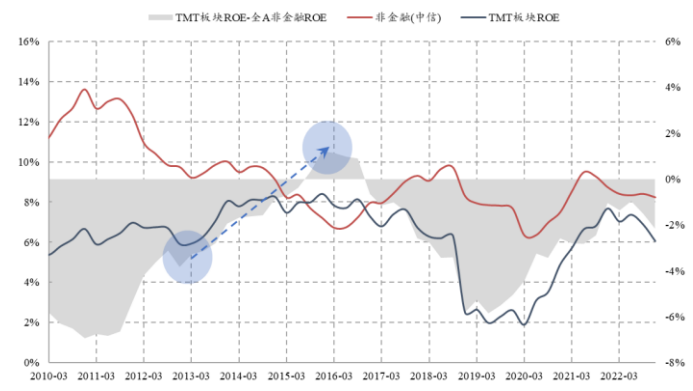
图表 11：2013-2015 部分科技产业政策

时间	部门或会议	相关文件和内容
2013年1月	国务院	《国家重大科技基础设施建设中长期规划（2012-2030年)》
	国务院	《关于深化科技改革加快国家创新体系建设的意见》
2013年2月	国务院	《关于强化企业技术创新主体地位全面提升企业创新能力的意见》
	政府工作报告	指出以扩大国内市场应用、重要关键技术攻关为重点，推动战略性新兴产业健康发展
2013年3月	发改委	《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录》
	工信部	两会期间提到，4G牌照的发放
2013年8月	国务院	《关于促进信息消费扩大内需的若干意见》
2013年12月	工信部	正式向中国移动、中国电信、中国联通颁发4G牌照
2014年1月	央行等六部	《关于大力推进体制机制创新，扎实做好科技金融服务的意见》
2014年8月	科技部	《加快简历国家科技报告制度的指导意见》
2014年9月	达沃斯论坛上	李克强总理提到“大众创业”和“万众创新”
2014年10月	国务院	《关于加快科技服务业发展的若干意见》
2014年12月	国务院	推出一系列措施促进科技型企业创新
2015年1月	国务院	《关于神话中央财政科技计划（专项、基金等）管理改革方案的通知》
2015年3月	政府工作报告	李克强总理首次提出“互联网+”
	中共中央、国务院	《关于深化体制机制改革加快实施创新驱动发展战略的若干意见》

来源：Wind、国金证券研究所

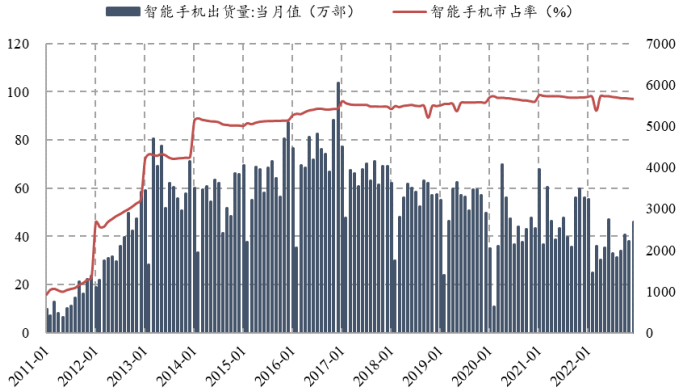
TMT 主线行情开启互联网浪潮持续扩散，基本面见底回升，机构配置低位回升。智能手机出货量在 2013 年暴涨，在全市场大规模普及应用，市场占有率和在这几年迅速扩张接近 90%。移动游戏市场规模和用户规模在 2013 年-2015 年有了很大的提升，电子计算机产量等也持续向好。随着 TMT 细分各行业产业持续景气，TMT 板块整体基本面在 2013-2015 年有着明显的修复，TMT 板块整体 ROE 在 2015 年超越了全 A 非金融的 ROE。公募基金机构对 TMT 细分行业的仓位配置水平在 2012 年末的 3.75%，持续加仓至 2015 年的 27%，对传媒、计算机、通信三大行业均有所加仓。

图表 12：2013-2015 年 TMT 板块基本面回升



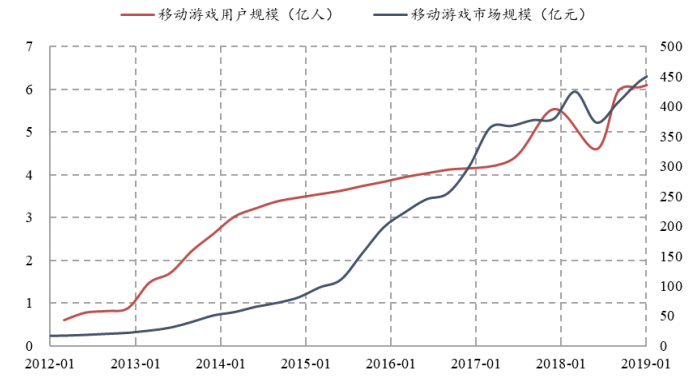
来源：Wind、国金证券研究所

图表 13：智能手机出货量及市占率



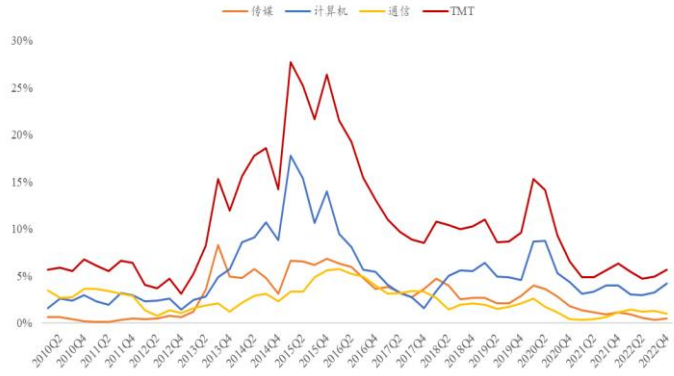
来源：Wind、国金证券研究所

图表14：移动游戏用户规模大涨



来源：Wind、国金证券研究所

图表15：2013 年-2015 年公募基金对 TMT 行业仓位配置



来源：Wind、国金证券研究所

3.2 TMT 主线行情中的牛股：网宿科技、东方财富、同花顺

2013-2015 年 A 股走出一轮牛市行情，背后主导逻辑是流动性宽松和移动互联网浪潮。2013 年移动互联网浪潮的兴起是推升创业板逆势向上的核心因素。从行业市场表现来看，2013-2015 年表现较好的行业主要是与移动互联网产业浪潮相关的 TMT 行业。“计算机、通信、传媒”是表现最为突出的三大行业，主要受益于移动互联网的普及和 3G-4G 建设高峰。从这三个行业中也产生了众多大牛股。

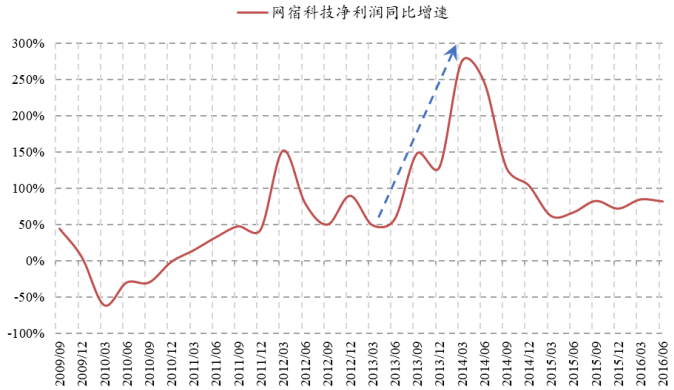
网宿科技，公司作为 CDN 行业龙头，2013 年景气快速上行，全年归母净利润同比增长达 128.55%。作为 2013 年计算机大牛股，全年涨幅达到 404.25%，排名行业第一。2013-2015 年移动互联网浪潮兴起，互联网基础设施和数据流量大幅增长，带动 CDN 等互联网数据传输服务需求。公司的 CDN 业务在当时快速发展，到 2014 年用了近十年的时间做到了国内 CDN 行业的领导者。

东方财富、同花顺为代表的金融科技公司在 2014 年末开启，年末（11 月 21 日）全面降息大超预期。受益于降息和资本市场改革等利好，非银金融暴涨 121%，其中券商在 2014 年 11 月和 12 月涨幅翻倍，其中东方财富和同花顺涨幅显著。随后增量资金不断入市，叠加市场情绪高涨，杠杆资金也持续加码，2015 年上半年相关公司行情继续暴涨。

图表16：2013 年-2016 年网宿科技股价与市盈率

来源：Wind、国金证券研究所

图表17：2013-2016 年网宿科技净利润增速

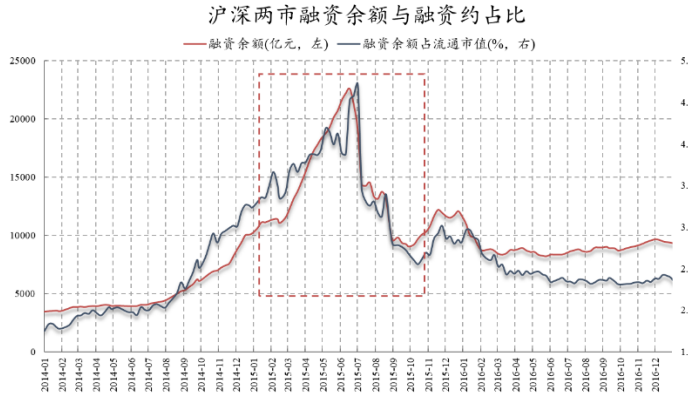


来源：Wind、国金证券研究所

图表18：同花顺和东方财富股价走势

来源：Wind、国金证券研究所

图表19：杠杆资金加速入市



来源：Wind、国金证券研究所

四、2016 年-2017 年：消费主线

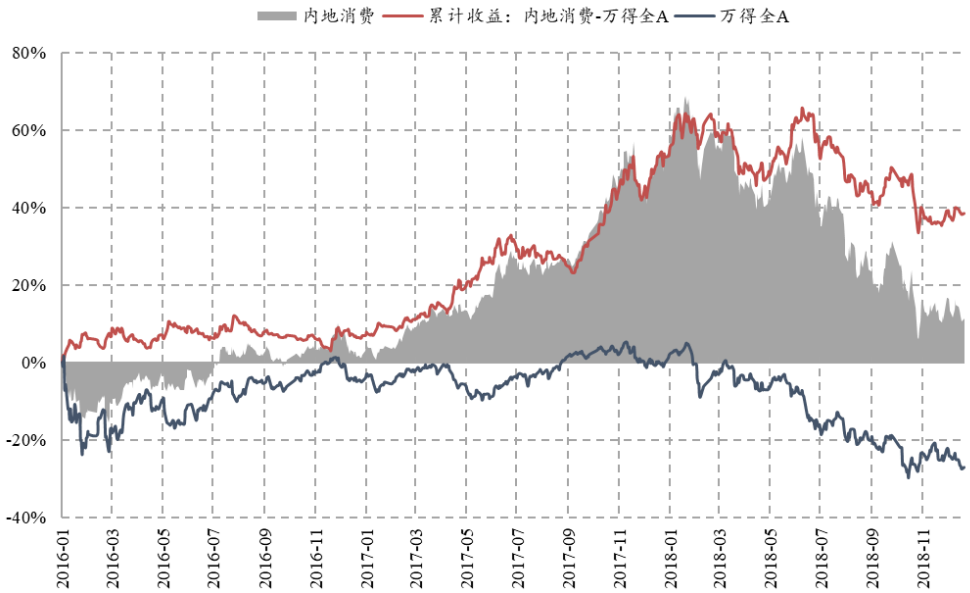
4.1 消费核心主线：消费升级、集中度提升

主线行情长期逻辑：供给侧改革和消费升级下集中度提升。在供给侧结构性改革、棚改货币化的推进下，宏观经济有所好转，居民生活水平的提高，伴随着消费场景和消费模式的多样化，有关消费升级概念油然而生。此外，当时国内市场持续开放，资金互联互通，受外资青睐的高 ROE 消费板块也是持续获得资金加仓。

主线行情特点表现：本轮消费行情从 2016 年至 2018 年持续约 2 年时间。从超额收益层面看，从 2016 年 7 月开始消费行情超额收益超越全 A，2017 年加速大幅跑赢市场。期间消费行业基本面见底回升，机构对食饮和家电也是持续加仓。

主线行情终结：2018 年初国内去杠杆启动，美联储加息预期升温，美股下跌，A 股迅速回调；随后，中美贸易战升温，以及“资管新规”正式稿出台，市场转向下跌。

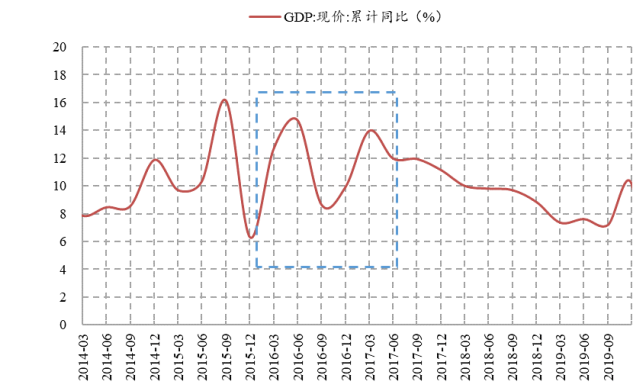
图表20：2016-2017 年消费主线行情



来源：Wind、国金证券研究所

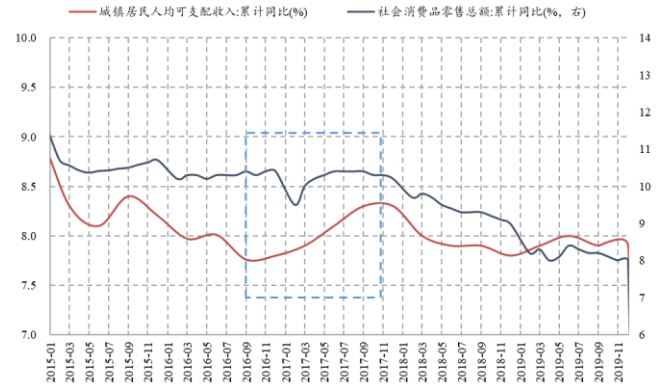
本轮消费主线行情长期逻辑在经济增速回升，消费升级如火如荼。2016-2017 年全球经济共振复苏，我国名义 GDP 增速则明显抬升。与此同时，供给侧改革和棚改货币化推进，居民消费升级趋势明显，消费行业集中度提升，龙头公司的盈利能力表现较好。此外，我国资本市场开放程度持续提升，资金互联互通加深。北向资金的流入，推动 A 股估值体系重塑。受北向资金青睐的高 ROE 消费股成为外资和基金抱团追捧的目标。

图表21：2016年-2017年我国名义GDP增速抬升



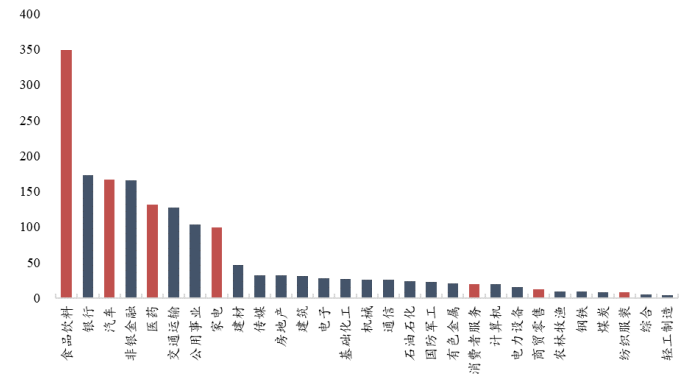
来源：Wind、国金证券研究所

图表22：2016-2017年居民消费能力有所回升



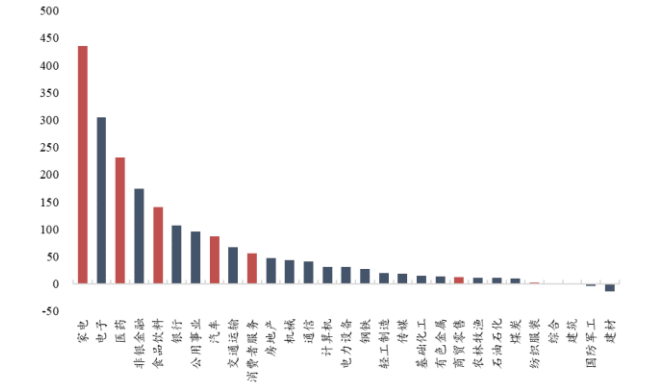
来源：Wind、国金证券研究所

图表23：2016年外资各行业净买入金额（亿）



来源：Wind、国金证券研究所

图表24：2017年外资各行业净买入金额（亿）

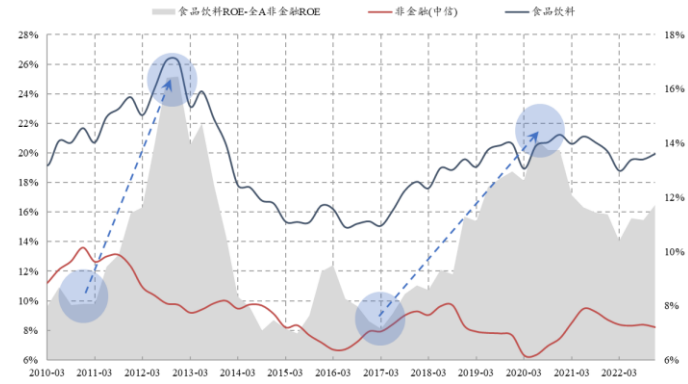


来源：Wind、国金证券研究所

本轮消费主线行情同样呈现基本面见底回升，机构配置低位等特征。食品饮料行业基本面在2016年-2020年保持稳步上行的趋势，行业ROE从15%到21%，远超全A非金融。机构对食饮和家电是从2016年初开始，对食饮和家电的仓位从5%提升到21%。

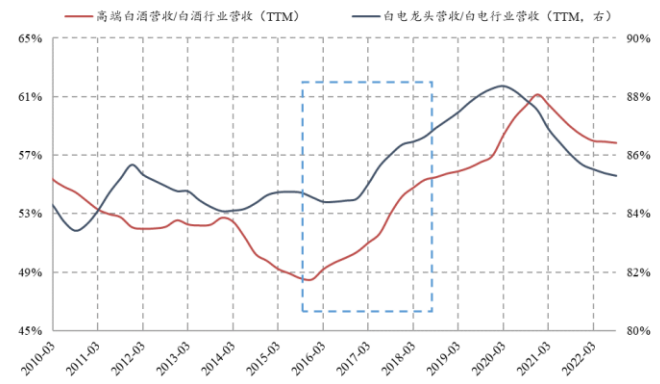
2016-2017年供给侧改革下，PPI上行上游成本有所提升，多数消费品也有所提价，叠加消费持续升级，消费需求增长，中小企业出清，行业龙头集中度进一步提升。高端白酒龙头营收占比在2016年3月上行，白电龙头营收占比在2017年3月开始上行。

图表25：2016年-2017年食品饮料行业基本面持续向好



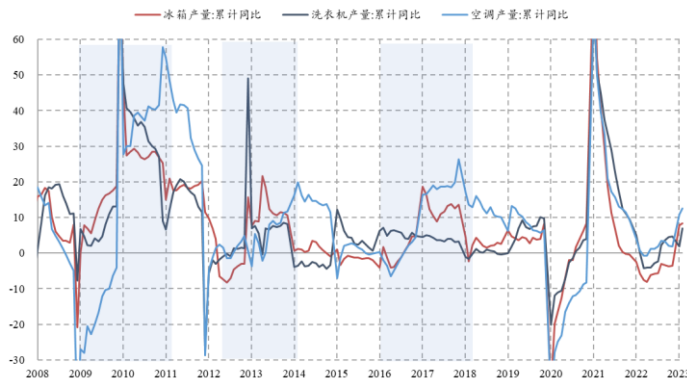
来源：Wind、国金证券研究所

图表26：白酒、白电集中度提升



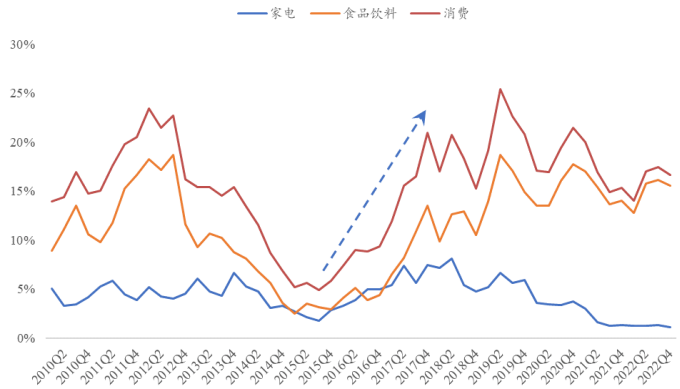
来源：Wind、国金证券研究所

图表27：2009 年-2011 年部分家电产量



来源：Wind、国金证券研究所

图表28：2016-2017 年机构大幅加仓消费



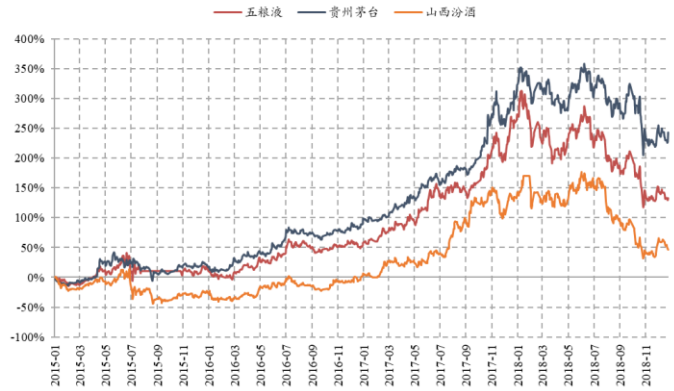
来源：Wind、国金证券研究所

4.2 消费主线行情中的牛股：贵州茅台、五粮液、山西汾酒

2016-2017 年行情迎来大切换，从小盘股牛市切换到大盘蓝筹股的牛市，其中行业龙头公司表现尤为突出，背后主导逻辑是供给侧改革和消费升级下的行业集中度提升。从行业表现来看，受益于居民可支配收入增速上行、消费升级和外资偏好，食品饮料和家电行业涨幅遥遥领先。

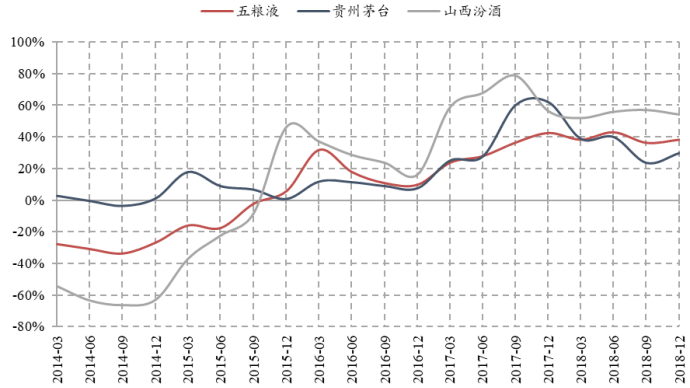
消费行业中的白酒细分备受关注，在消费升级的推动下，受益于品牌和渠道优势，叠加一线白酒中高端酒价重回 800 元/瓶，高端和次高端业绩均抬头爆发，其中一线白酒业绩增长确定性最高，茅台一骑绝尘。2017 年贵州茅台、山西汾酒和五粮液等白酒净利润同比增速分别为 61.97%、56.02%和 42.58%。

图表29：白酒部分个股累计涨跌幅



来源：Wind、国金证券研究所

图表30：部分白酒净利润增速



来源：Wind、国金证券研究所

五、2019 年初-2021 年中：半导体主线

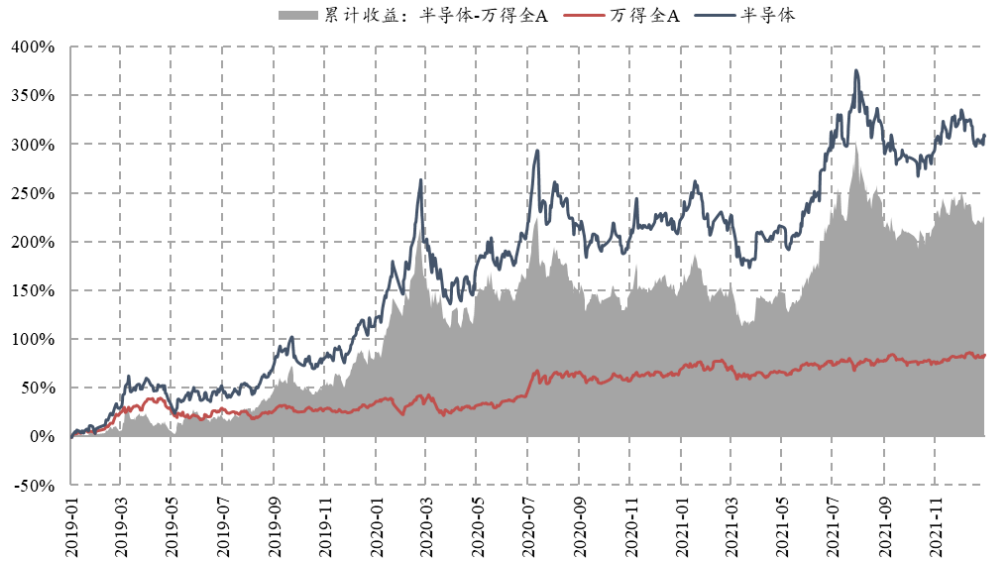
5.1 半导体核心主线：自主可控，产业周期向上

主线行情长期逻辑：中美贸易摩擦，使得国产替代和自主可控热潮持续升温，相关政策也是持续推动国内半导体产业发展。与此同时，半导体周期进入上行周期，半导体还受益于疫情居家办公需求。

主线行情特点表现：本轮半导体主线行情从 2019 年初至 2021 年中，期间产业链上下游，半导体设备，半导体材料等均受益上行。

主线行情终结：全球半导体销售见顶回落，大量扩产和资本开支导致价格持续下跌。

图表31：2019-2021 年半导体主线行情



来源：Wind、国金证券研究所

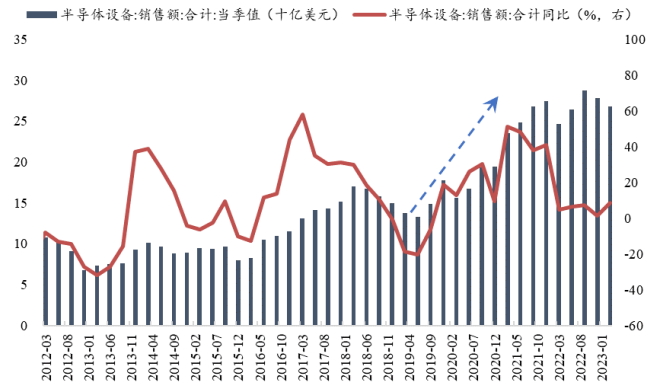
本轮半导体主线行情长期逻辑在半导体周期上行，叠加国产替代和自主可控推动国内半导体产业发展。从半导体销售额来看，2019 年半导体周期下行见底，随后两年全行业迎来上行期，资本开支和扩张不断。半导体设备销售同比增速从 2019 年初的负增长到 2021 年初 50%的增速。

此外，国内政策推进和国产替代需求支撑国内电子芯片成为新主线。中兴通讯以及华为等公司先后被海外列入禁令名单，中美贸易摩擦持续升温，对科技和芯片等高端技术的国产替代需求迫在眉睫。《加强工业互联网安全工作指导意见》、《关于促进网络安全产业发展得指导意见》等政策持续出台，以及年末国家大基金二期成立等。2018-2020 年期间，随着国产替代持续推进，我国半导体设备和半导体材料销售占去全国比重持续上行。

图表32：2019-2020 年半导体主线行情

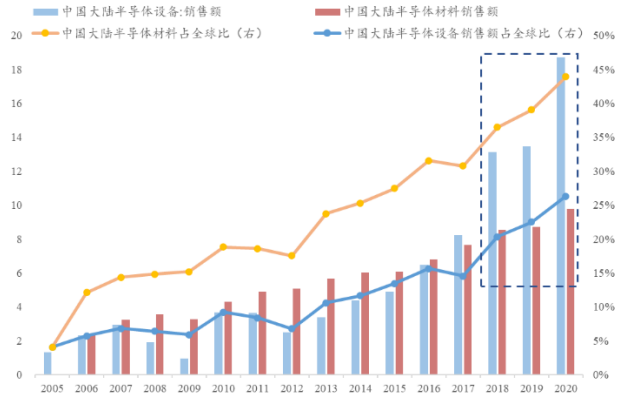
来源：Wind、国金证券研究所

图表33：2019-2020 半导体周期回暖设备需求扩张



来源：Wind、国金证券研究所

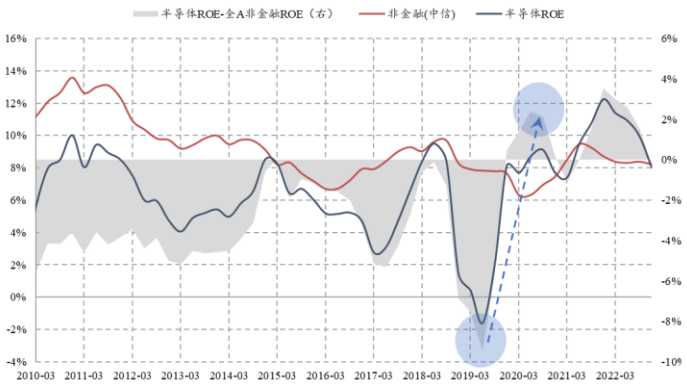
图表34：国产替代热潮推动国内半导体产业发展



来源：Wind、国金证券研究所

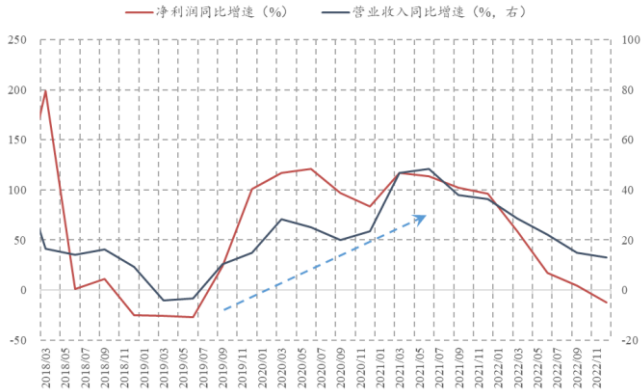
此前半导体基本面在贸易战冲击下持续恶化，本轮半导体主线行情中，全 A 非金融 ROE 小幅下行期间，半导体 ROE 从 2019 年初的负值逆势上涨。伴随半导体周期回暖，国产替代、自主可控热潮升温，机构在 2019-2021 年持续加仓半导体。短期层面，半导体行业应收和净利润以及产量的持续放量是对长期逻辑的最好验证。

图表35：2019 年-2020 年半导体行业基本面持续向好



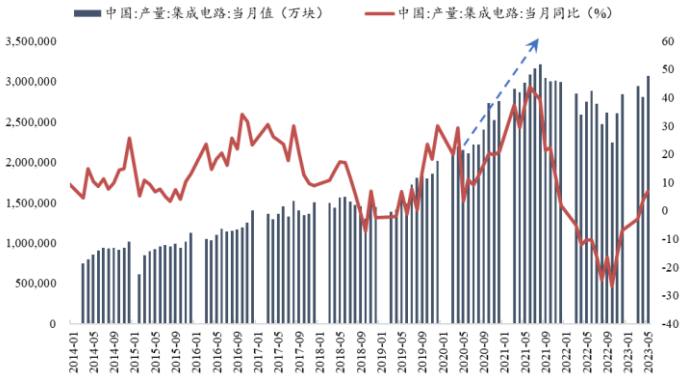
来源：Wind、国金证券研究所

图表36：2019-2020 半导体行业业绩快速修复



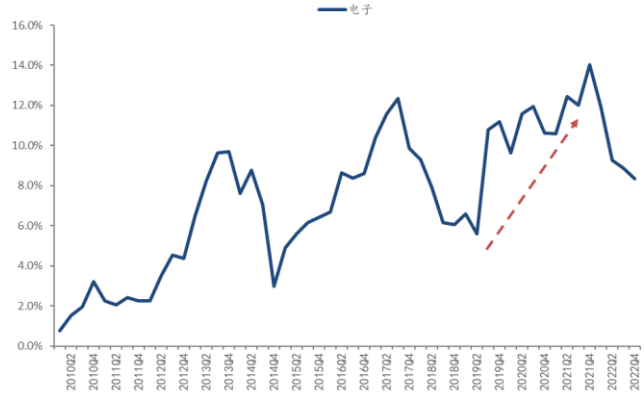
来源：Wind、国金证券研究所

图表37：2019-2020 年芯片产量持续放量



来源：Wind、国金证券研究所

图表38：2019-2020 年机构大幅加仓半导体



来源：Wind、国金证券研究所

5.2 半导体主线行情中牛股：北方华创、韦尔股份

2019 年在宽信用和自主可控的驱动下，市场触底反弹。期间中美贸易战持续，国产替代和自主可控预期不断发酵，电子和计算机等行业迎来三波行情，相关政策和事件热潮不断。

韦尔股份，主营产品包括保护、功率器件、电源管理器件和模拟开关等四条产品线。在 2019-2021 年之间涨幅达到 969%。其中 2019 年全年涨幅 389.56%，市值超过千亿成为当

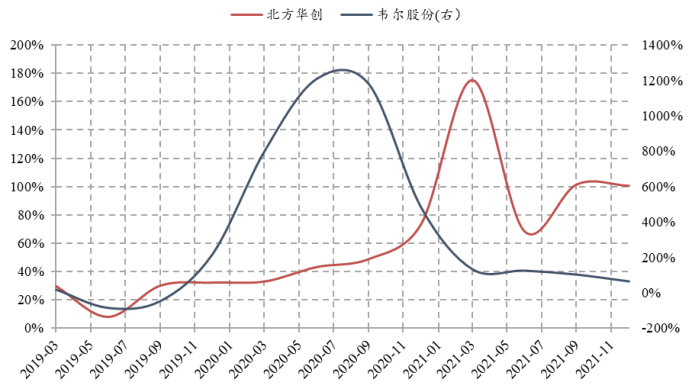
时 A 股市值最高的半导体公司。2019 年 8 月，并购全球第三大 CMOS 图像传感器供应商豪威科技。

北方华创，进行半导体设备生产销售，其设备布局涵盖芯片制造的多项环节，是国内首屈一指的平台型半导体设备供应商。在半导体周期和国产替代推动下，公司产品覆盖面和渗透率持续提升 2019-2021 年涨幅达 749%。2019 年开始公司业绩稳步上行，全年净利润增速达 32%，2021 年加速爆发全年净利润同比增速达 100%。

图表39：部分半导体相关个股累计涨跌幅

来源：Wind、国金证券研究所

图表40：部分半导体相关个股业绩情况



来源：Wind、国金证券研究所

六、2020 年-2021 年：新能源主线

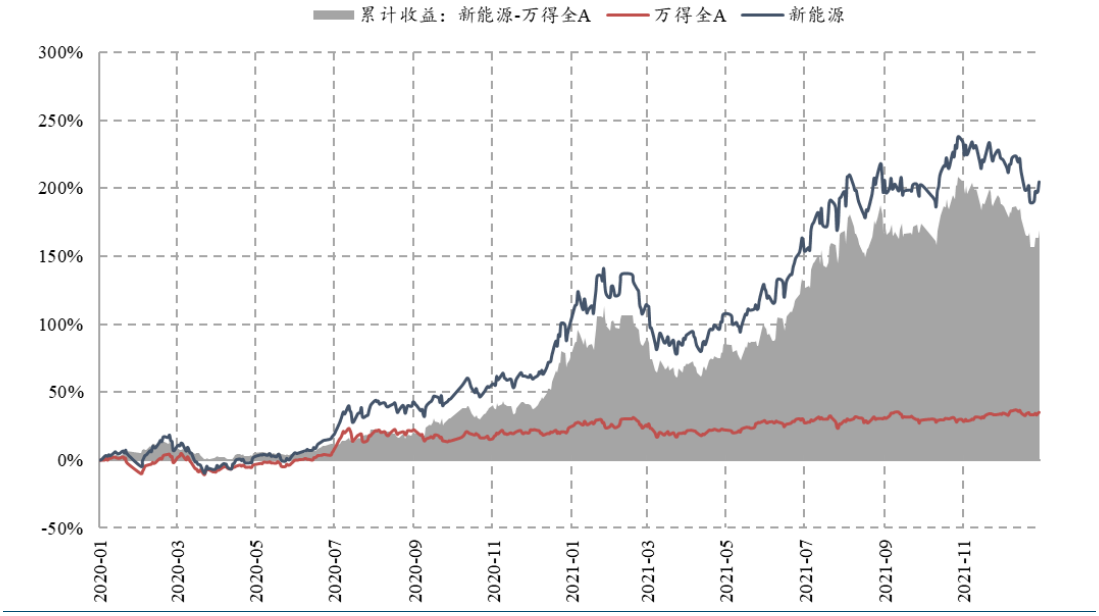
6.1 新能源核心主线："双碳"政策

主线行情长期逻辑：2020 年"双碳"政策的提出和落实，使得新能源板块成为新的市场核心主线。

主线行情特点表现：本轮新能源主线行情从 2020 年至 2021 年，上涨行情持续约 2 年。期间，新能源行业景气持续上行，光伏和新能源车等细分行业表现突出。机构也在 2020-2022 年期间持续加仓新能源。

主线行情终结：2022 年全球通胀高企，俄乌冲突加剧能源危机，国内经济整体回落，市场全面下跌。

图表41：2020-2022 年新能源主线行情

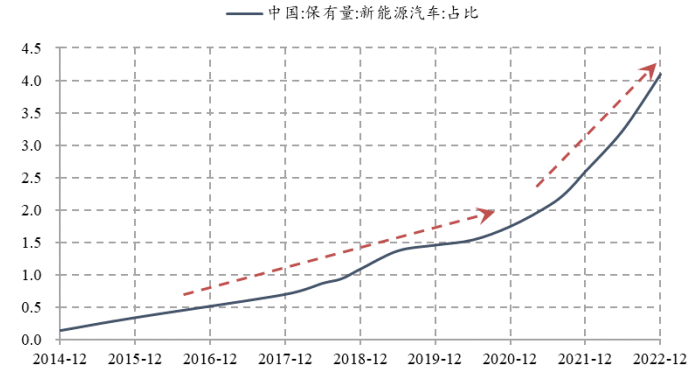


来源：Wind、国金证券研究所

全世界对全球能源和环境的重视以及国内和海外在"碳达峰，碳中和"上形成共识，星官政策持续出台，使得新能源成为 2020 年-2022 年的主线行情。伴随着全球对光伏和新能

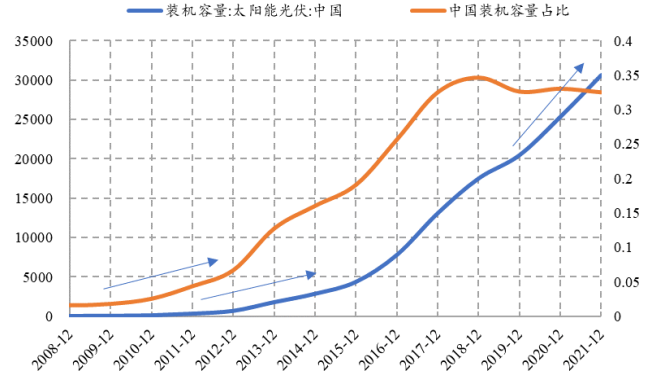
源车的需求快速增长，新能源相关产业进入多元化的发展阶段。我国光伏技术全球领先，相关太阳能装机量在近年来持续增长，装机量在全球占比保持在30%的高位。国内对新能源车的保有量在近年来更是加速上行。

图表42：2020-2022新能源车保有量占比加速上行



来源：Wind、国金证券研究所

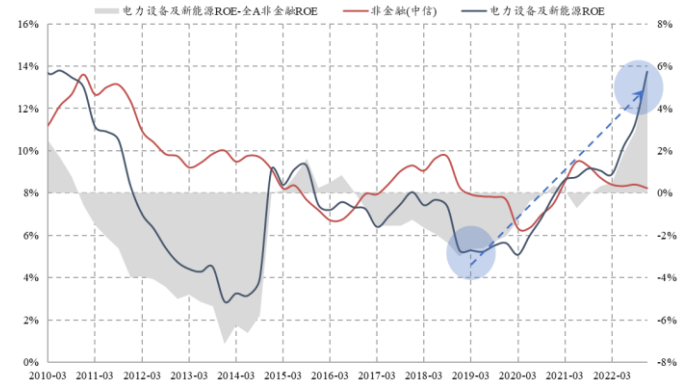
图表43：太阳能装机量持续上升



来源：Wind、国金证券研究所

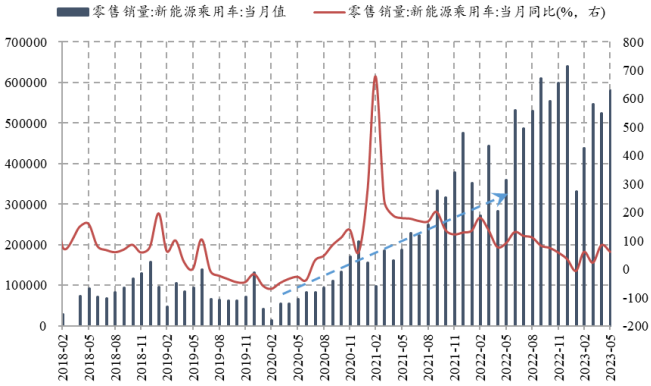
国内“双碳”政策出台，叠加海外能源革命，本轮行情中新能源行业基本面迅速回暖，从2019年的负增长快速修复至13.7%，相对全A非金融ROE有着明显优势。随着新能源行业景气持续上行，机构在2020-2022年持续加仓新能源行业。短期上，新能源车产销量和光伏量价上均有所验证。2020年中至2022年，新能源乘用车零售销量同比增速长期保持在100%以上。光伏行业中，太阳能电池的产量以及相关的硅片和组件价格在2021也中持续上行。

图表44：2020年-2021年新能源行业基本面持续向好



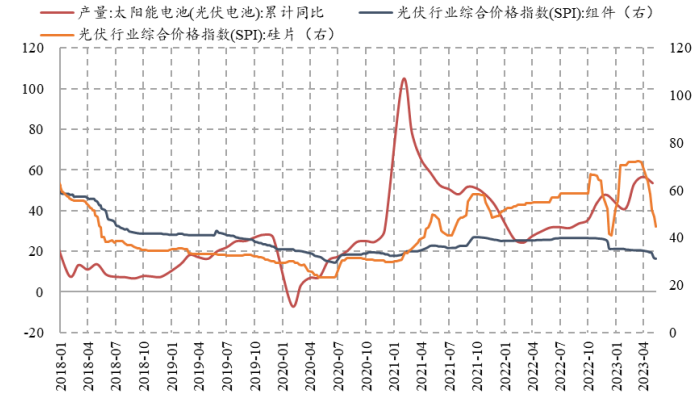
来源：Wind、国金证券研究所

图表45：2020-2021新能源车产销量持续上行



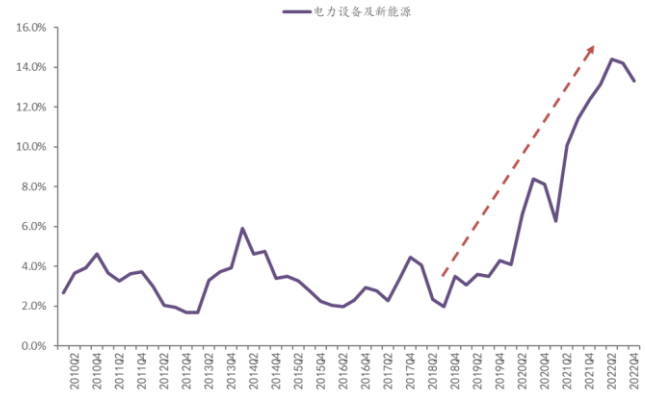
来源：Wind、国金证券研究所

图表46：2019-2020年光伏产业量价齐升



来源：Wind、国金证券研究所

图表47：2020-2021年机构大幅加仓新能源



来源：Wind、国金证券研究所

6.2 新能源主线行情中的牛股：宁德时代、阳光电源、隆基股份

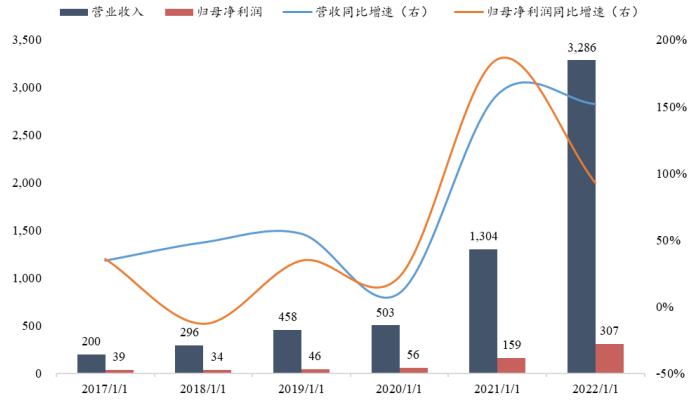
宁德时代，在国内的电池市场占有率是相对较高的，处于明显的领先地位，且短期难以受到威胁。2020 年全年涨幅达 230%，在新能汽车快速发展的时期，宁德时代电池需求持续旺盛。2021 年营收增速达到 180%，归母净利润同比增速达到 150%。

在“双碳”政策落地，国内光伏需求暴涨，装机量持续上行背景下，逆变器市场规模大幅增长，公司也凭借技术优势，阳光电源成为逆变器行业龙头，2020 年和 2021 年股价涨幅分别为 589%，102%。隆基绿能，2020 年股价涨幅分别为 274%。从硅片到电池和组件，公司持续推进光伏垂直一体化布局，通过规模扩大推动降本增效。

图表48：部分新能源相关个股累计涨跌幅

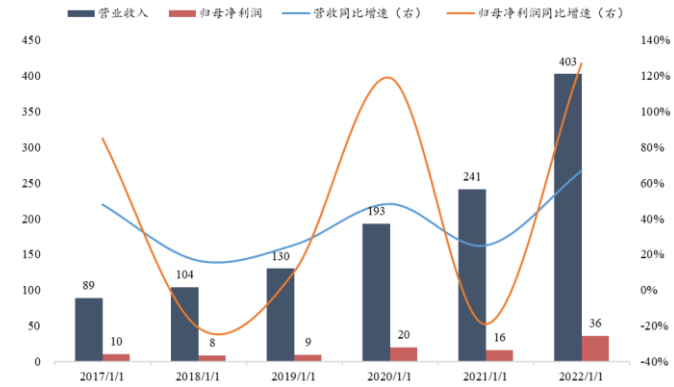
来源：Wind、国金证券研究所

图表49：宁德时代营收与净利润



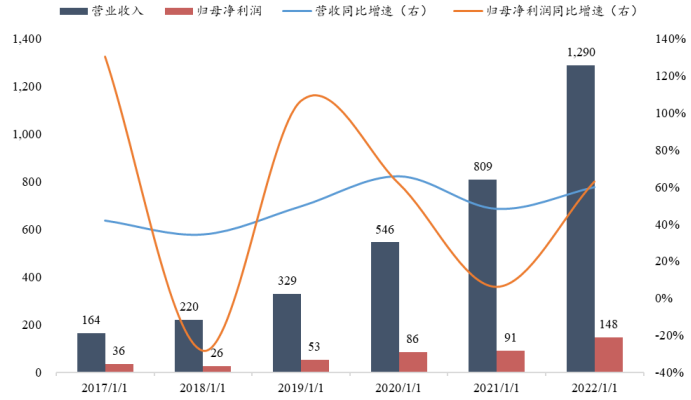
来源：Wind、国金证券研究所

图表50：阳光电源营收与净利润



来源：Wind、国金证券研究所

图表51：隆基绿能营收与净利润



来源：Wind、国金证券研究所

七、风险提示

全球经济下行超预期（国内经济超预期下行、海外经济下行风险）

宏观流动性收缩风险（美联储超预期加息及缩表）

海外黑天鹅事件（俄乌局势、地缘政治风险）

特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号
新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
18 楼 1806