



中信证券研究部

核心观点



许英博

科技产业首席
分析师

S1010511080004



陈俊云

科技产业分析师
S1010515110005

受益于有利的科技周期，美股科技股业绩料将在 2020 年呈现弱复苏。考虑到：当前板块估值已上升至历史 75%分位附近，并充分 price in 流动性预期，叠加后续盈利预期大概率下修可能，我们对美股科技股 2020 年走势维持谨慎观点，并关注市场风险对 A、H 股市场传导，市场料将更加关注业绩层面确定性，以及业绩、估值匹配合理性。建议重点聚焦业绩进入逐季改善通道的硬件、半导体板块，同时估值合理、业绩稳健的互联网、软件巨头亦具有持续配置价值。

■ **2019 年回顾：估值扩张为市场上行核心动力。**2019 年初以来，美股科技股表现显著跑赢同期大盘基准，半导体板块（+40%）涨幅居前，软件、硬件板块亦录得不错涨幅。涨幅贡献结构部分，流动性预期转向带来的估值扩张成为市场上行核心驱动力，盈利成为拖累项。同时流动性预期变化、中美贸易谈判反复等成为 2019 年主导市场走势的核心变量：1）年初，美联储加息、缩表终止，带来年初市场的第一波反弹，主要指数涨幅 20%~40%不等；2）5 月初，中美贸易谈判再生变数，市场主要指数显著回调；3）进入下半年，美联储开启降息通道、中美贸易谈判反复等交替，并通过对板块业绩预期、市场风险偏好的影响，成为下半年市场走势的主要影响因素。

■ **2020 年展望：行业弱复苏，回归业绩主线。**1）基本面，2020 年，全球科技行业有望进入同步复苏通道：全球 5G 网络将进入规模建设阶段，5G 带来的换机潮亦将驱动全球智能手机销量重回个位数增长。北美云计算厂商资本支出亦进入复苏通道，并将持续 4~6 个季度。同时经历 2019 年持续去库存后，半导体产业供需结构亦有望在 2020 年明显改善；2）流动性，目前科技板块估值处于历史 75%分位水平，充分 price in 流动性预期，历史经验亦显示，美联储降息周期的开启，一般伴随估值水平的收缩，总体而言，估值扩张已很难成为 2020 年板块股价核心支撑；3）宏观，当前全球、美国宏观经济下行风险逐步加大，预示美股科技股业绩复苏力度可能偏弱，同时地区贸易冲突、逆全球化、反垄断等料将在 2020 年延续，并将对行业构成持续扰动。

■ **板块分析：聚焦半导体、硬件。**展望 2020 年，我们相对看好逐步从底部复苏的半导体、硬件板块，对高估值、成长性预期充分的软件板块则相对谨慎：

- **半导体：**2020 年将受益于 5G、云计算等需求支撑，同时库存去化接近尾声，供需格局最为严峻的存储芯片亦有望在 2019Q4~2020H1 之间实现价格企稳。
- **IT 硬件：**北美云厂商资本支出已进入复苏通道，预计将持续 4~6 个季度。微软明年对 Windows 7、Windows server 2008 技术支持的终止，英特尔新一代 CPU 上线等，亦将推动新一轮硬件设备更新周期。
- **软件服务：**鉴于板块较高的估值水平，以及市场对业绩成长性过高预期，板块风险收益比极为一般，同时宏观经济层面波动，板块亦无法规避。
- **互联网：**移动互联网虽已进入后周期，但龙头公司突出的消费属性，以及 OPEX 支出合理回落对盈利的支撑，叠加合理估值水平，亦是波动环境中的底仓配置选择。
- **科技 Reits：**我们看好客户基础稳健、周期性相对波动较弱的零售型 IDC，建议适当回避短期供需可能存在波动的批发型 IDC、电塔资产。

- **风险因素：**全球经济增速进一步下滑风险；地区贸易冲突持续加剧风险；美国经济衰退速度超预期风险；核心基础技术&设施进步不及预期风险等。
- **投资策略：**展望 2020 年，我们预计美股科技股业绩将较 2019 年呈现弱复苏。考虑到当前板块估值已上升至历史 75%分位附近，并充分 price in 流动性预期，叠加后续盈利预期大概率下修的可能，我们对美股科技股整体维持谨慎观点，并关注美股市场风险对 A、H 股市场的传导，同时市场预计将更加注重业绩层面的确定性，以及业绩、估值的合理匹配。建议重点关注估值合理、且业绩进入逐季改善通道的硬件、半导体板块，同时，估值合理、业绩稳健的互联网、软件巨头料将持续获得长线资金的追逐。个股方面，建议关注：苹果、英特尔、Facebook、微软、英伟达、思科、Qorvo 等。

目录

2019 年市场回顾：估值扩张	1
2020 年展望：行业弱复苏，回归业绩主线	2
产业基本面：弱复苏	2
市场流动性：已充分 price in	5
宏观政策：贸易冲突、反垄断压力等	6
其他因素：一致预期下修风险，回购力度减弱等	7
投资策略：整体谨慎，相对看好半导体、硬件板块	8
重点板块展望：聚焦半导体、硬件	9
半导体：产业最差时候已基本过去	9
硬件板块：聚焦数据中心市场	10
软件板块：自下而上精选个股	12
互联网板块：持续聚焦头部厂商	13
云计算（IaaS）板块：市场需适应行业增速自然下滑	14
科技类 Reits：相对看好零售类 IDC 龙头	15
风险因素	17
投资策略	17

插图目录

图 1: 市场对标普信息技术板块 2019 年 EPS 一致预期调整记录	1
图 2: 年初至今美股市场主要指数表现	2
图 3: 全球智能手机销量	3
图 4: 北美四大厂商云计算资本支出同比增速	3
图 5: 美国 ISM 制造业 PMI 数据	4
图 6: 标普成分企业资本支出、盈利同比增速相关性	4
图 7: 美国批发商库存、销售额同比变化	4
图 8: 欧美企业 CIO IT 支出增速调研 (2019Q3)	5
图 9: 纳斯达克指数 PE (TTM) 水平	5
图 10: 标普半导体硬件&设备走势 PE (TTM) 水平	5
图 11: 标普软件服务指数走势 PE (TTM) 水平	6
图 12: 标普 IT 硬件指数走势 PE (TTM) 水平	6
图 13: FED 基准利率、标普指数走势相关性	6
图 14: 标普指数 EPS 同比增速及预测	7
图 15: 标普指数、标普信息技术板块季度回购金额	8
图 16: 今年以来北上资金累计净买入和美股前日 VIX 指数相关性	9
图 17: 全球半导体库存数据 (加权, 天)	10
图 18: 全球半导体各子板块库存水平较过去 5 年均值比较	10
图 19: 全球服务器销量数据	11
图 20: 北美四大云厂商季度资本支出数据	11
图 21: 美国四大 IDC 企业季度新增订单数据	12
图 22: 服务器 BMC 供应商 Aspeed 月度销售额数据	12
图 23: 标普软件服务营收及 EPS 预期	13
图 24: 标普软件服务板块每股商誉数据	13
图 25: 亚马逊收入、运营费用同比增速	13
图 26: 谷歌收入、运营费用同比增速	13
图 27: Facebook 收入、运营费用同比增速	14
图 28: 美股互联网巨头运营利润率	14
图 29: 欧美企业 IT 负载部署模式调研	15
图 30: AWS 逐季度运营利润率数据	15
图 31: 美国数据中心市场在建、去化、空置率数据	16
图 32: 美国四大 IDC 企业季度新增订单数据	16
图 33: 美国数据中心 Reits EV/EBITDA 数据	16
图 34: 美国运营商电塔租赁需求意愿调研 (2020)	17
图 35: 美国通信电塔 Reits EV/EBITDA 数据	17

表格目录

表 1: 美股科技板块主要指数涨跌幅表现	1
表 2: 主要地区/国家 5G 手机出货量预测	3
表 3: 美国企业季度营收、利润同比变化	5
表 4: 欧美政府针对科技巨头的部分监管&处罚列表.....	7
表 5: 逻辑芯片相关企业关于资本支出表述.....	10
表 6: 美股科技板块重点公司列表	18

2019 年市场回顾：估值扩张

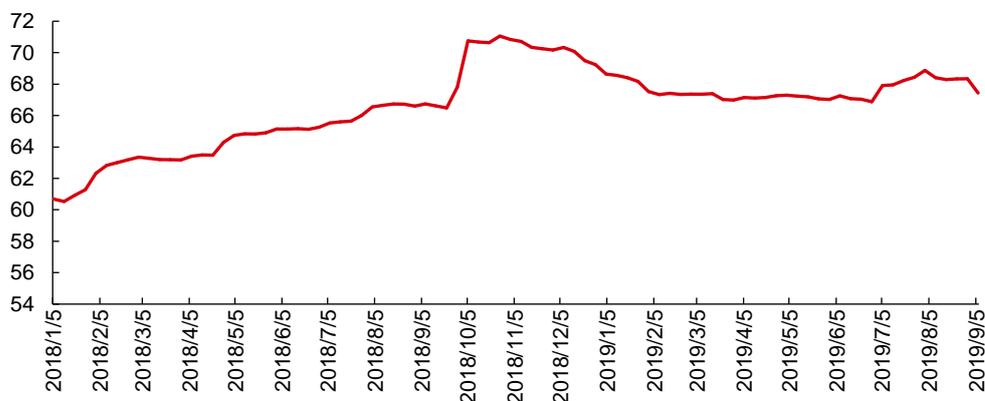
市场回顾：估值扩张驱动 2019 年科技股明显跑赢市场基准。年初以来，美股科技股表现显著跑赢同期大盘表现，其中半导体板块涨幅居前，软件、硬件板块亦录得不错涨幅，中概股表现则相对一般，整体稍落后于美股市场整体。然从市场上行的驱动力来看，正如我们在年初专题《前瞻研究系列报告 50—美股科技股：风险堆积的 2019 年》(2019-1-30)所提及的，2019 年为美股科技股业绩相对疲弱的一年，年初以来业绩预期持续处于下修通道中，但流动性预期转向带来的估值扩张成为市场上行的核心驱动力，盈利反而成为拖累项。

表 1：美股科技板块主要指数涨跌幅表现

主要指数	2018	YTD
S&P 500	-7%	20%
纳斯达克指数	-5%	23%
SOX (费城半导体指数)	-10%	40%
IXN (全球 IT 指数)	-8%	31%
IGV (北美软件服务指数)	11%	22%
HXC (纳斯达克金龙指数)	-32%	19%

资料来源：彭博，中信证券研究部

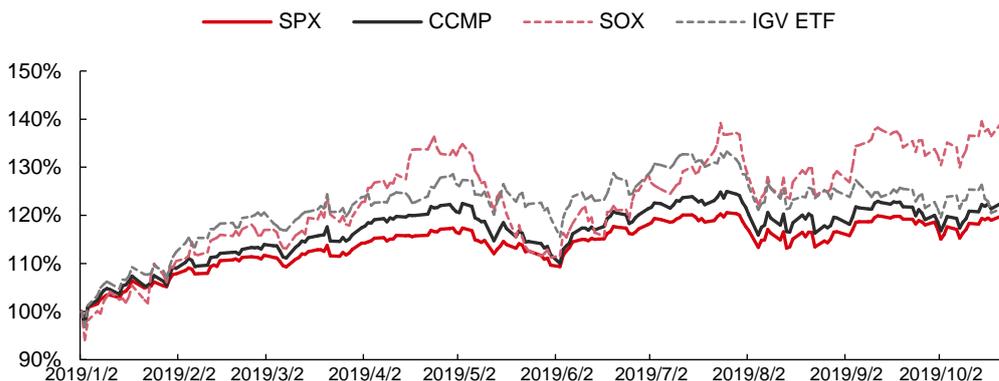
图 1：市场对标普信息技术板块 2019 年 EPS 一致预期调整记录



资料来源：彭博，中信证券研究部

2019 年市场主导因素：流动性预期转向、贸易摩擦等。回溯年初以来美股科技板块的市场表现，我们总结认为，流动性预期变化、中美贸易谈判反复等成为主导市场走势的核心变量：1) 年初，美联储加息、缩表终止，带来年初市场的第一波反弹，主要指数区间内涨幅 20%~40%不等；2) 5 月初，中美贸易谈判再生变数，市场主要指数显著回调；3) 下半年，美联储开启降息、中美贸易谈判反复等交替，并通过对板块业绩预期、市场风险偏好的影响，成为下半年市场走势的主要变量。

图 2：年初至今美股市场主要指数表现



资料来源：彭博，中信证券研究部

2020 年展望：行业弱复苏，回归业绩主线

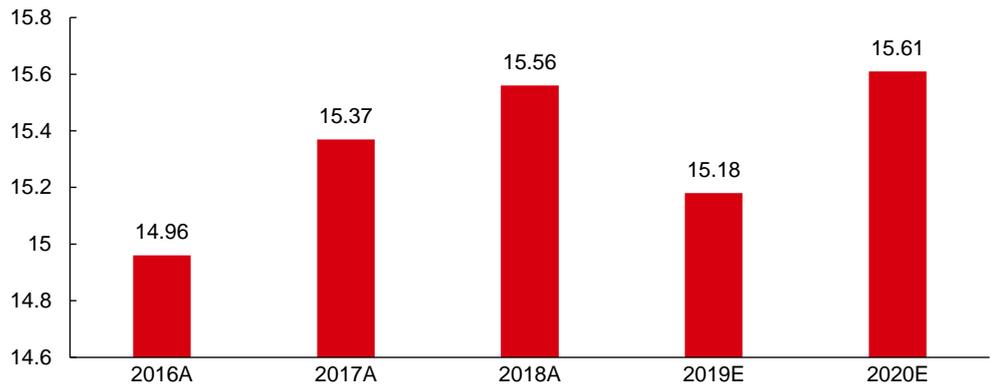
展望 2020 年，在 5G 带动下，全球科技产业正同步进入复苏周期，但各区域市场业绩回暖力度料将存在显著差异。在下文内容中，我们将基于产业基本面、流动性、政策等因素，形成我们对美股科技板块 2020 年的整体判断和投资思路。

产业基本面：弱复苏

科技产业周期：2020 年 5G、云计算驱动全球科技产业同步进入复苏通道。2019 年，源于 4G 后周期、国际贸易冲突反复、全球经济超预期下滑，以及 2018 年过度投资带来的产能堆积等因素影响，美股科技板块整体业绩表现相对疲弱，半导体、硬件板块相对较差。展望 2020 年，预计伴随 5G 规模建设展开、企业数字化转型持续推进，叠加半导体等部分细分市场供需结构的改善等，全球科技行业整体有望进入同步复苏通道：

- **5G**：2020 年，全球 5G 网络将进入规模建设阶段，我们预计中国市场建设 5G 基站 60~80 万个，若中国份额占全球 50%，则全球约对应 120~160 万站；同时在智能手机市场，在 5G 带来的换机潮拉动下，全球智能手机销量、ASP 亦有望较 2019 年显著改善，我们预计 2020 年 5G 智能手机渗透率有望达到 15% 左右。
- **云计算**：目前北美云计算厂商资本支出已进入复苏通道，预计上行周期将持续 4~6 个季度，并持续拉动半导体、数据中心硬件等相关板块的采购需求。同时企业数字化转型持续推进，亦将持续带动软件服务等相关板块的高景气度。
- **供需结构**：2019 年，全球半导体市场整体处于去库存通道，同时 2018 年的过度投资亦使得云厂商在 2019 年不断消化过剩产能，同时复杂的外部环境亦导致渠道、下游客户明显降低库存水平和缩短订货周期。进入 2020 年，预计全球半导体市场供需格局将逐步企稳，市场整体亦有望再次进入补库存周期。

图 3: 全球智能手机销量 (亿台)



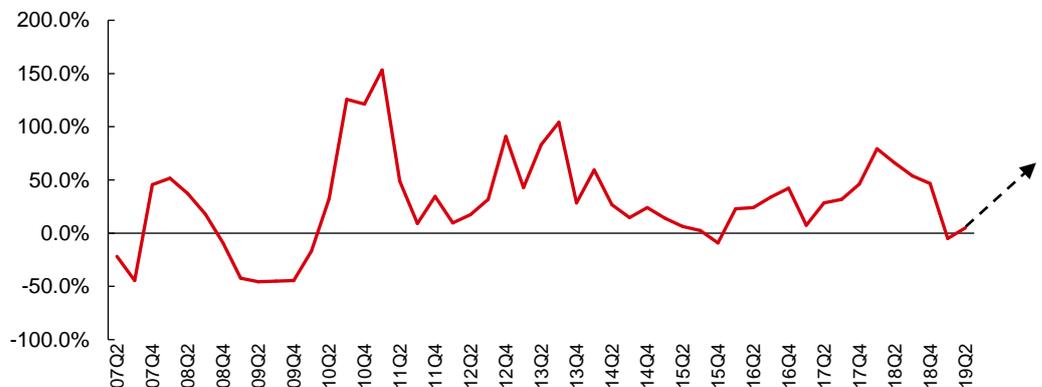
资料来源: Gartner

表 2: 主要地区/国家 5G 手机出货量预测

	2019H2E	2020H1E	2020H2E	2021E	2019H2E	2020E	2021E
	出货量 (百万部)				市场渗透率		
美国	0.4	6.3	36.1	91.3	0%	24%	52%
中国	0.8	21.4	72.7	204.9	0%	21%	46%
日本	0.0	4.9	10.9	27.3	0%	46%	80%
韩国	2.5	5.0	5.9	15.2	16%	68%	95%
欧洲	0.8	10.4	23.3	91.1	0%	16%	44%
总计	4.4	196.8		429.9			

资料来源: IDC, 中信证券研究部测算

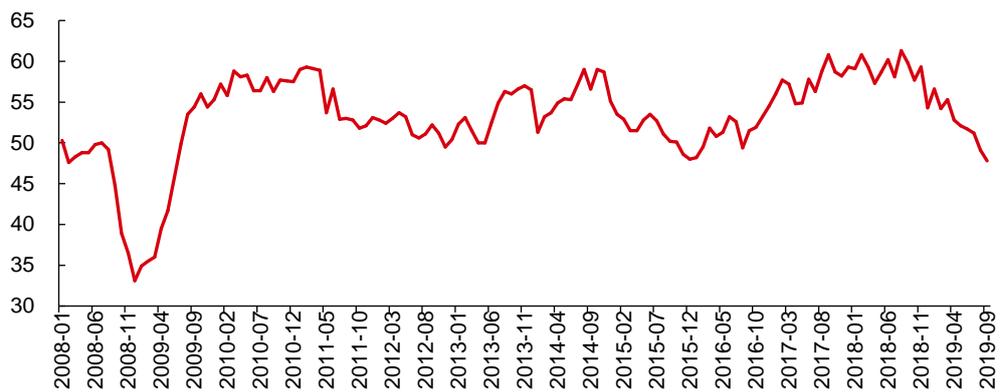
图 4: 北美四大厂商云计算资本支出同比增速



资料来源: 彭博, 中信证券研究部预测

宏观经济: 下行压力增大, 料将拖累美国科技板块业绩复苏力度。主要宏观指标项 (PMI 数据、库存周期) 显示美国经济当前已进入扩张后周期, 后续大概率进入下行通道, 中美贸易冲突并不是影响中期美国经济走势的核心变量, 也不足以改变美国经济未来根本走势。同时美国经济的下行将显著抑制企业资本支出, 以及相关 IT 支出项。从总量层面, 我们预计宏观经济将在 2020 年对美国科技板块业绩形成明显拖累, 虽有有利科技产业周期配合, 但板块整体业绩复苏力度预计偏弱。二季度财报数据已显示, 伴随美国财政刺激的消退, 以及宏观经济的疲软, 中小企业已快速进入业绩下行通道。

图 5：美国 ISM 制造业 PMI 数据 (%)



资料来源：彭博，中信证券研究部

图 6：标普成分企业资本支出、盈利同比增速相关性



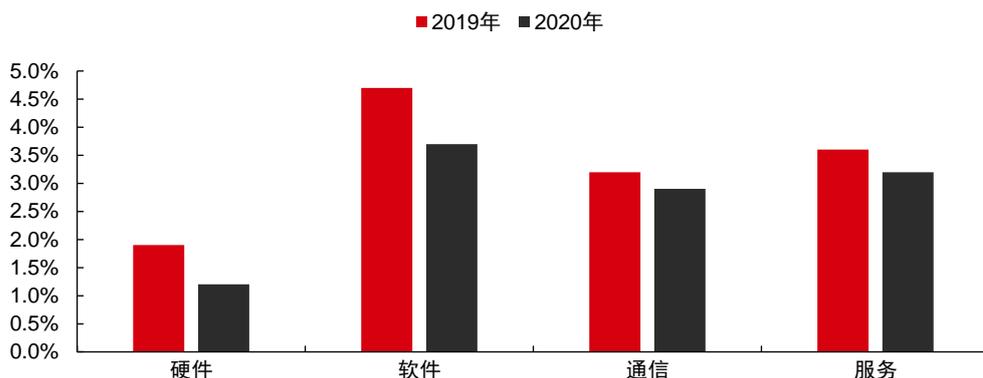
资料来源：彭博，中信证券研究部

图 7：美国批发商库存、销售额同比变化 (%)



资料来源：彭博，中信证券研究部

图 8：欧美企业 CIO IT 支出增速调研（2019Q3）



资料来源：Alphawise，中信证券研究部

表 3：美国企业季度营收、利润同比变化

板块	19Q1 营收同比	19Q1 EPS 同比	19Q2 营收同比	19Q2 EPS 同比
大市值（SP500）	5.3%	-0.3%	4.0%	-0.4%
中等规模（SP400）	3.2%	-7.9%	1.4%	-8.8%
小市值（SP600）	3.2%	-16.1%	2.8%	-8.6%

资料来源：彭博，中信证券研究部

市场流动性：已充分 price in

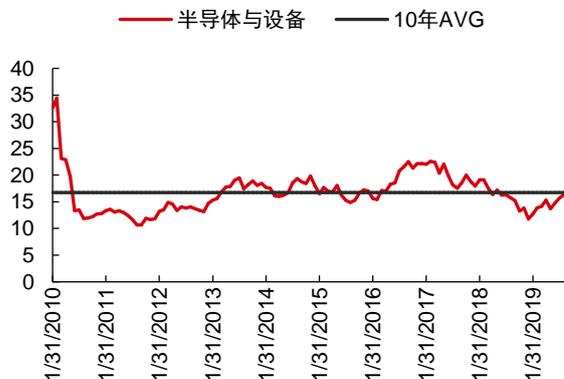
当前估值水平已充分反映市场流动性宽松预期。年初以来，美联储流动性预期转向带来的估值扩张，成为今年美股科技股牛市的核心驱动力。当前市场对美联储短期降息次数&幅度预期已较为充分，反映到估值层面，目前美股科技股估值整体处于过去 10 年期 75% 分位水平，软件、硬件板块创出历史新高，半导体亦恢复至均值水平附近。宽松流动性在影响分母端市场风险偏好的改善，亦影响市场对分子端的预期，从历史经验来看，美联储降息周期的开启，一般意味着经济的下行，并相应带来市场风险偏好的下行，以及估值水平的收缩。因此，无论从何种角度，展望 2020 年，估值扩张已很难成为美股科技板块股价上行的核心支撑因素，而成为股价拖累的可能性则在上升。

图 9：纳斯达克指数 PE（TTM）水平



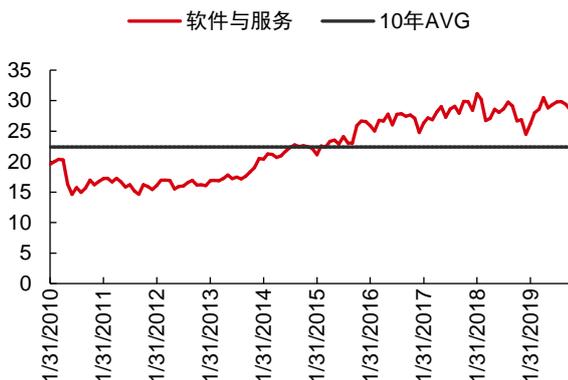
资料来源：彭博，中信证券研究部

图 10：标普半导体硬件&设备走势 PE（TTM）水平



资料来源：彭博，中信证券研究部

图 11：标普软件服务指数走势 PE (TTM) 水平



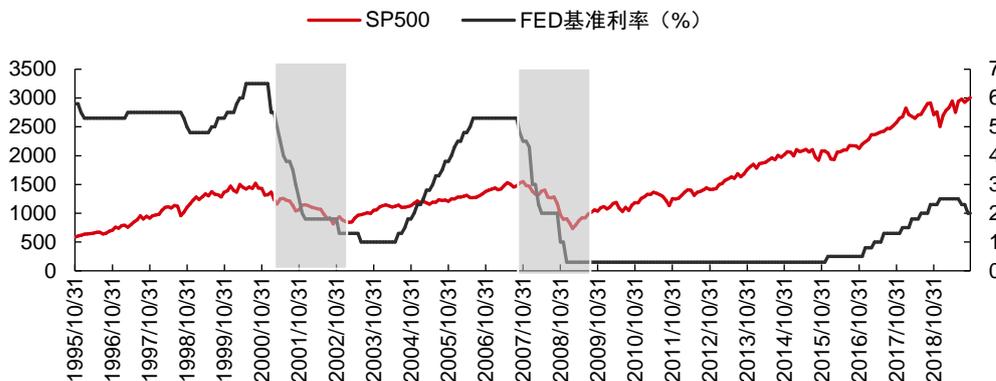
资料来源：彭博，中信证券研究部

图 12：标普 IT 硬件指数走势 PE (TTM) 水平



资料来源：彭博，中信证券研究部

图 13：FED 基准利率、标普指数走势相关性



资料来源：彭博，中信证券研究部

宏观政策：贸易冲突、反垄断压力等

过去十年，充分自由竞争的市场环境，以及全球化分工驱动的高效率产业协作体系，成为科技板块业绩持续上行的核心支撑。伴随地区间贸易冲突的不断反复，以及市场对科技巨头不断壮大的担忧所带来的反垄断压力，美股科技企业面临的来自宏观政策层面的压力正不断抬升，并将持续构成科技板块业绩波动的重要风险项：

- **地区贸易冲突**：逆全球化逐步兴起，全球化分工主导下的效率优先正逐步转向兼顾自主可控，主要经济体更加重视自身供应链的安全可控，美国科技企业长期将不得不面临海外市场需求持续萎缩的风险。
- **反垄断**：科技巨头体量的壮大，以及对社会经济的不断渗透，全球科技产业面临来自反垄断等层面的监管压力料将不断加剧，今年以来，我们已经看到欧美地区对谷歌、Facebook 等互联网企业的反垄断调查频次同比大幅提升。

表 4：欧美政府针对科技巨头的部分监管&处罚列表

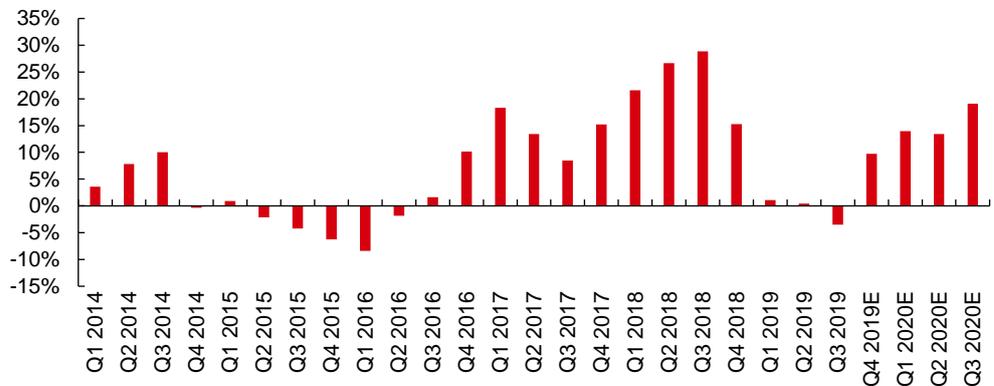
时间	对象	事项内容
2019/7/17	Amazon	欧盟委员会正式宣布，将对亚马逊进行调查，以确定其使用其他商家的数据是否违反了欧盟的反垄断规定
2019/9/11	Amazon	FTC 启动对亚马逊的调查，主要针对亚马逊是否在利用其强大的地位，破坏公平竞争环境
2019/3/20	谷歌	欧盟反垄断监管机构以不公平竞争为由，对谷歌开出 14.9 亿欧元、约合 17 亿美元的罚款
2019/9/5	谷歌	美国联邦贸易委员会(FTC)宣布，将对谷歌处以 1.7 亿美元罚款
2019/9/7	谷歌	谷歌母公司 Alphabet 确认了美国司法部(DOJ)正就其可能违反反垄断法的行为对其展开的调查
2019/3/14	Facebook	Facebook 因与其他科技公司签署数据共享协议而遭到美国司法部门的刑事调查
2019/8/8	Facebook	美国联邦贸易委员会对 Facebook 征收了 50 亿美元的罚款
2019/7/13	互联网行业	法国参议院投票通过向大型互联网企业征收数字税的法律草案

资料来源：彭博，中信证券研究部

其他因素：一致预期下修风险，回购力度减弱等

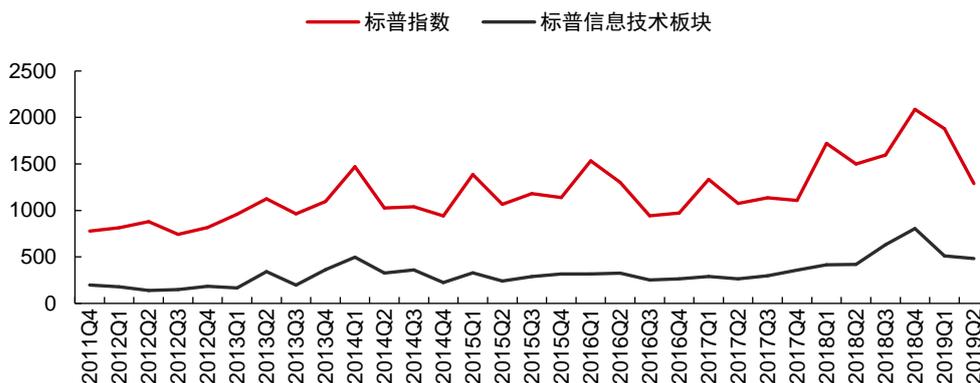
从当前市场对 2020 年的业绩一致预期来看，目前市场预期标普指数 EPS 2020 年仍有 10%以上增幅，整体仍偏乐观。同时伴随欧美宏观经济压力的显现，主要企业在资本分配方式亦偏保守，倾向于更多持有现金，并相应减少回购力度，进入二季度以来，标普信息技术指数回购力度已经明显减弱。

图 14：标普指数 EPS 同比增速及预测



资料来源：彭博一致预期，中信证券研究部

图 15：标普指数、标普信息技术板块季度回购金额（亿美元）



资料来源：彭博，中信证券研究部

投资策略：整体谨慎，相对看好半导体、硬件板块

基于上述的分析，我们预计美股科技股在 2020 年将进入业绩复苏通道，但整体复苏力度预计偏弱，叠加目前板块较高的估值水平，市场整体缺乏系统性机会。板块比较来看，我们相对看好逐步从底部复苏的半导体、硬件板块，而对高估值、成长性预期充分的软件板块则相对谨慎。同时考虑到市场间风险的相互传导，2020 年，我们需警惕美股市场波动对 A、H 股市场的影响。

- **半导体**：需求端，预计板块 2020 年将受益于 5G、云计算等的支撑，供给端，目前市场库存去化已接近尾声，供需格局最为严峻的存储芯片亦有望在 2019Q4~2020H1 之间实现价格企稳。同时估值层面，目前处于均值附近。
- **硬件**：北美云计算厂商资本支出已进入复苏通道，预计将持续 4~6 个季度，同时微软明年对 Windows 7、Windows server 2008 技术支持的终止，英特尔新一代 CPU 产品的上线等，料将推动新一轮硬件设备更新周期。相对而言，面向数据中心的相关板块成长性预计更佳。
- **软件**：较高的估值水平，以及市场对板块成长性的过高预期，使得美股软件板块当前风险收益比极为一般，同时欧美宏观经济层面的波动，板块亦无法规避。建议更多关注具有低估值、稳健订阅用户基础、出色 FCF 创造能力等特征的软件企业。

图 16：今年以来北上资金累计净流入和美股前日 VIX 指数相关性



资料来源：wind，中信证券研究部

重点板块展望：聚焦半导体、硬件

半导体：产业最差时候已基本过去

需求端：从半导体产业下游主要需求方来看，2019 年，全球宏观经济下滑，叠加 5G 前用户换机周期的被动拉长，智能手机板块整体表现疲软，我们预计全年销量下降 2%~5% 左右，同时受 2018 年过度投资拖累，2019 年云厂商整体资本支出呈现明显的收缩状态。展望 2020 年，5G 带来的换机潮有望驱动全球智能手机市场明显回暖，5G 网络亦将进入规模建设周期，同时自 2019Q4 开始，北美云厂商资本支出亦已进入复苏通道。但当前汽车、工业等市场需求复苏仍需持续跟踪。

供给端：源于对 5G、云计算等需求端的看好，头部晶圆厂&IDM 企业均开始调高 2020 年资本支出计划，包括台积电、英特尔等。同时在存储芯片板块，预计主要厂商短期仍将严格控制产能，并压缩远期资本支出计划。

供需格局：自 2018Q3 开始的半导体去库存周期延续至 2019 年，二季度主要企业财报数据显示，除了存储芯片之外，主要子板块均已进入库存下行通道，对于存储芯片，目前主要品类期货价格跌幅正在逐季收窄，我们预计 NAND 芯片价格有望在今年 Q4 企稳，DRAM 预计在 2020H1 左右。总体而言，市场供需格局已进入改善通道。

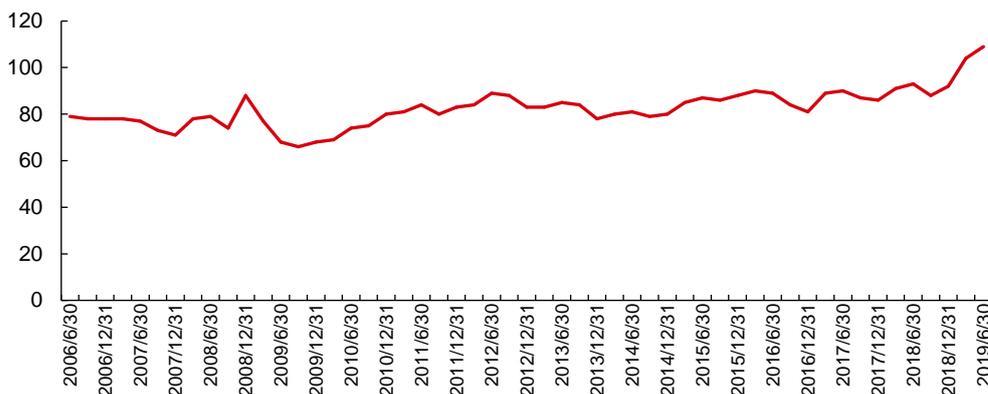
产业机会：展望 2020 年，我们看好市场需求强劲的 5G、HPC（高性能计算）板块，相关的逻辑芯片、半导体设备公司有望持续受益，以及持续受益于 5G 换机潮的射频、云厂商网络设备升级的光通信板块等，同时正逐步迎来业绩拐点的存储芯片板块亦值得重点关注。

表 5: 逻辑芯片相关企业关于资本支出表述

企业	主要内容
台积电	2019 年资本支出调升至 140~150 亿美元, 较年初提升 27%~40%, 预计 2020 年和 2019 年相同
英特尔	2019 年资本支出上调至 160 亿美元左右
ASML	2019Q3, 系统设备订单达到创纪录的 51 亿欧元, EUV 订单数达到 35 台

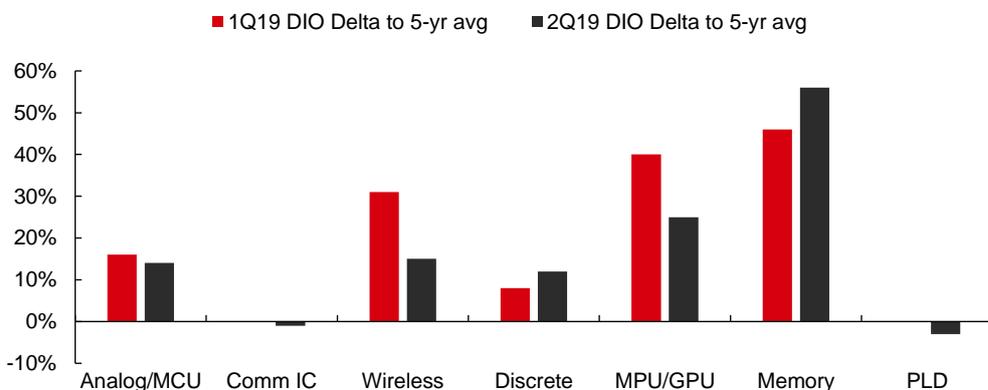
资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

图 17: 全球半导体库存数据 (加权, 天)



资料来源: Factset, 中信证券研究部

图 18: 全球半导体各子板块库存水平较过去 5 年均值比较 (%)



资料来源: Factset, 中信证券研究部

硬件板块: 聚焦数据中心市场

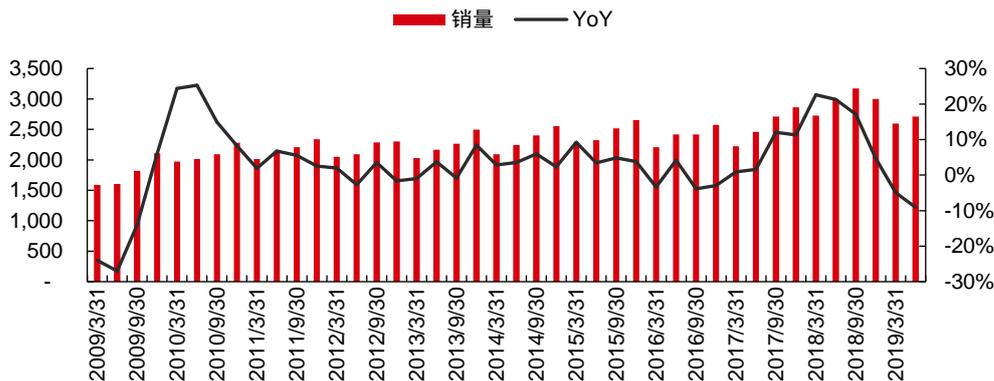
个人 PC 设备: 2019 年, 受益于 Windows 7 将于 2020 年 1 月停止更新的政策驱动, 全球 PC 市场被动进行产品升级, 并导致英特尔 CPU 芯片供给全年持续处于缺货状态。2020 年, 英特尔将推动产能提升 25%, PC 市场需求有望进一步释放, 并维持稍弱于 2019 年的需求景气度。

企业&数据中心设备: 2019 年, 全球云厂商资本支出基本处于周期性的下行阶段, 但产业链数据显示, 北美云厂商资本支出已开始复苏, 国内云厂商亦可能在 2020H1 复苏。但在企业市场, 考虑到全球宏观经济的持续下行压力, 我们预计整体需求依然较为疲弱。但考虑到明年英特尔最新 10nm 服务器芯片的上市, 以及微软对 Windows server 2008 版

本技术支持终止,我们预计服务器更新需求将构成重要增量。同时网络设备层面,预计 2020 年北美大型数据中心从 100G 向 400G 升级将进一步扩大,同时自 2017 年开始的企业园区网络升级亦将持续推进,网络设备表现值得期待。

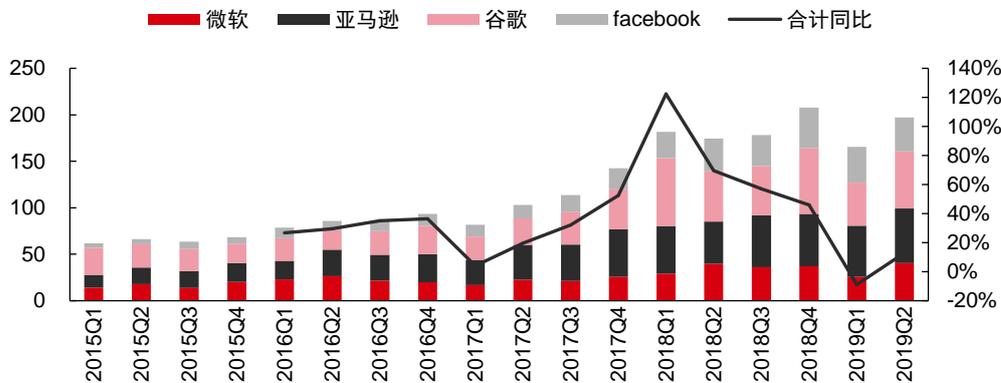
产业机会: 展望 2020 年,在云厂商资本回暖支撑下,叠加新一轮的产品升级&更新周期,我们看好面向数据中心的服务器、存储、网络设备板块,以及配套的光模块等板块的投资机会。

图 19: 全球服务器销量数据 (千台)



资料来源: IDC, 中信证券研究部

图 20: 北美四大云厂商季度资本支出数据 (亿美元)



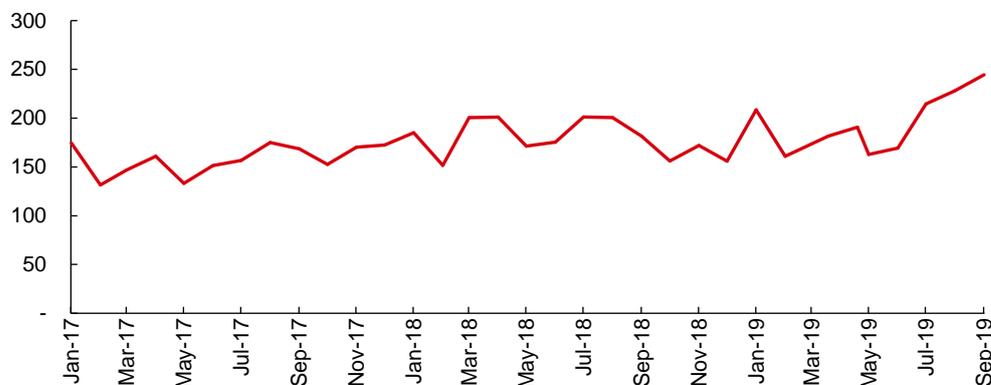
资料来源: 彭博, 中信证券研究部

图 21: 美国四大 IDC 企业季度新增订单数据 (百万美元)



资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

图 22: 服务器 BMC 供应商 Aspeed 月度销售额数据 (百万新台币)



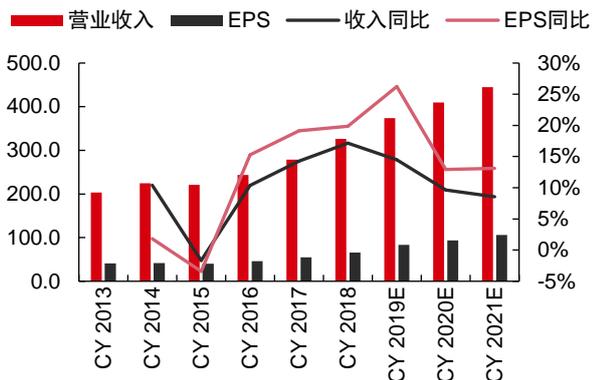
资料来源: 公司月度经营报告, 中信证券研究部

软件板块: 自下而上精选个股

作为过去几年美股市场业绩表现最好的板块, 美股软件企业业绩更多依赖于欧美企业数字化进程的推进, 新兴市场业绩贡献相对有限。源于完善产品线组合等层面的考虑, 近年来, 软件并购整合力度明显加快, 且并购价格不断走高, 例如今年板块平均收购价格大约对应 6.6X EV/S 水平, 而持续、频繁的收购亦使得板块商誉资产不断攀升。第三方调研数据显示, 伴随美国宏观经济走弱, 企业在软件领域支出意愿亦出现一定下滑, 软件板块亦难以幸免, 而当前板块的高估值则隐含了市场对高成长性的预期。因此, 在当前估值水平下, 我们判断板块性价比较为一般。

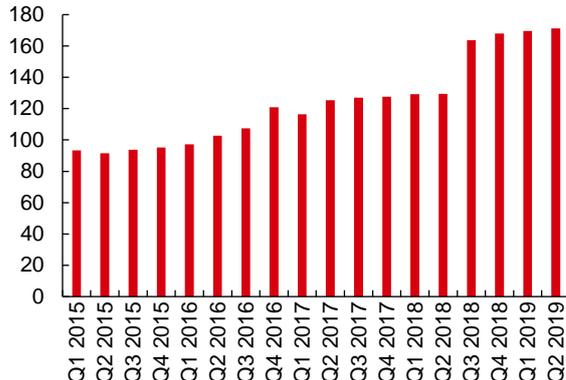
产业机会: 考虑到软件板块当前的高估值, 以及较难超预期的业绩表现, 我们建议自下而上关注板块结构性的机会: 客户基础庞大的 SaaS 巨头、FCF 持续快速增长的 SaaS 厂商, 以及企业需求相对刚性、业务相对稳健的 BI&大数据、信息安全厂商等。

图 23: 标普软件服务营收及 EPS 预期 (美元)



资料来源: 彭博 (含预测), 中信证券研究部

图 24: 标普软件服务板块每股商誉数据 (美元)



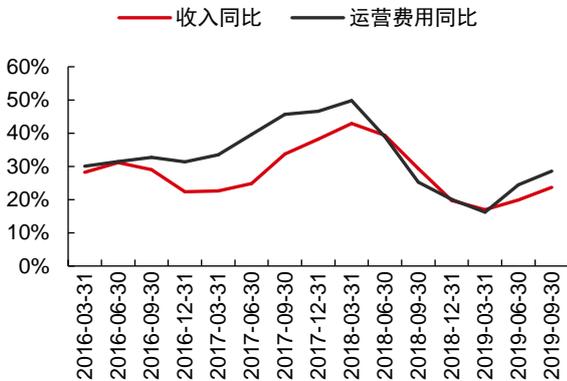
资料来源: 彭博, 中信证券研究部

互联网板块: 持续聚焦头部厂商

显然, 在移动互联网产业的后周期, 头部思维是风险收益最佳的投资策略, 结合对美股主要互联网巨头的中期的营收增速、OPEX/CAPEX 支出变化、估值水平等因素来看, 我们认为, 在当下美国宏观经济的下行周期, 美股头部互联网公司的消费属性将具有显著的避险价值, 亦将持续成为稳健投资者配置的首选:

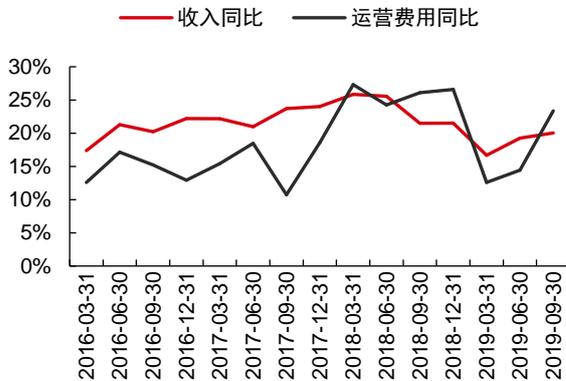
- **营收增速:** 自今年以来, 谷歌、Facebook、亚马逊营收增速再次呈现加速态势, 主要反映在市场集中度持续提升, 以及相关公司过去两年来持续的研发、营销投入等。展望 2020 年, 我们预计全球在线广告市场仍将维持稳健增长, 美股互联网巨头亦将持续受益于行业高景气度, 以及自身运营效率持续改善。
- **费用&成本投入:** 预计 2020 年, 互联网巨头的投入方向仍将主要集中于云计算、前沿技术等领域, 其属于长周期战略考量, 由此带来的利润端压力, 相信资本市场亦能充分理解并区别对待。

图 25: 亚马逊收入、运营费用同比增速



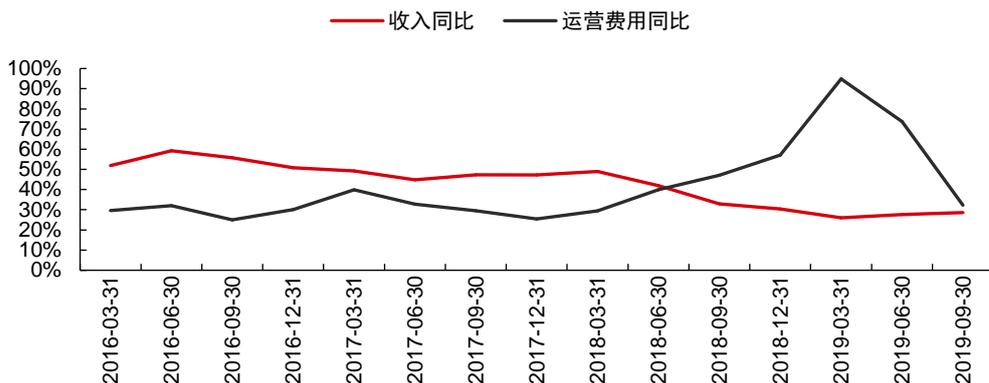
资料来源: 彭博, 中信证券研究部

图 26: 谷歌收入、运营费用同比增速



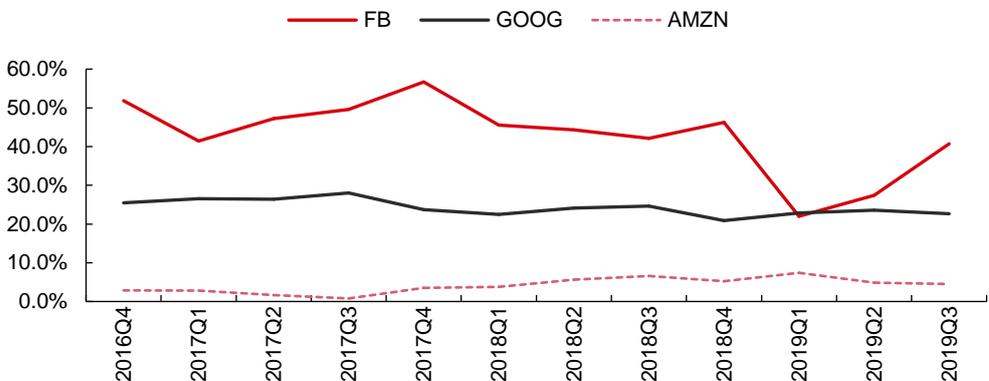
资料来源: 彭博, 中信证券研究部

图 27: Facebook 收入、运营费用同比增速



资料来源: 彭博, 中信证券研究部

图 28: 美股互联网巨头运营利润率



资料来源: 彭博, 中信证券研究部

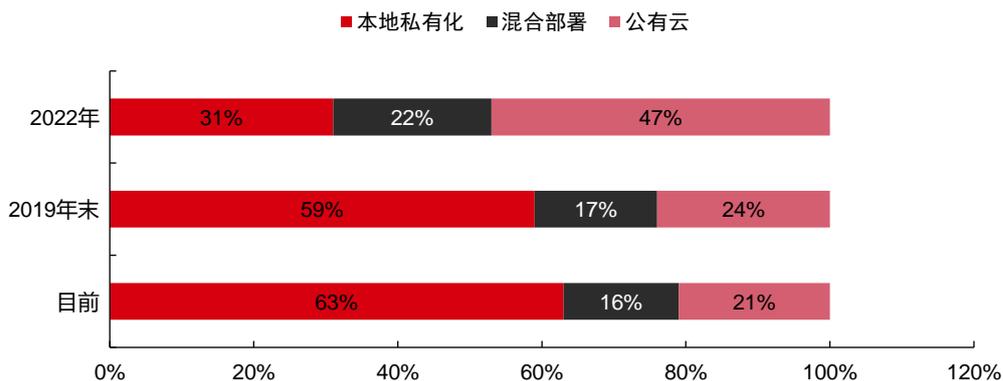
产业机会: 展望 2020 年, 我们判断美股头部互联网企业营收仍将维持稳健增长, 虽可能继续维持较高的费用&成本投入, 但符合长周期战略需要, 亦将市场所充分理解, 同时结合当前较为合理的估值水平, 我们看好震荡环境中相关公司的配置价值。

云计算 (IaaS) 板块: 市场需适应行业增速自然下滑

Alphawise 调研数据显示, 目前欧美企业 IT 负载向云端的迁移尚处于早期阶段, 因此行业中期的成长性仍可能持续。但我们亦关注到, 目前欧美大型企业向云端的迁移已进入第二阶段, 表现为前期容易迁移的业务均已经完成迁移, 而后续向云端的迁移则需要更多技术、产品层面的改动, 体现在行业层面, 整体迁移进程会相应放缓, 客户订单交付周期亦相应延长。同时伴随对大企业客户的争夺持续加剧, 价格手段成为重要的选项, 并带来云厂商营收增速、运营利润率的持续承压。总体而言, 伴随产业发展阶段的变迁, 我们需要适应欧美云计算市场 (IaaS) 营收增速自然下滑的趋势。

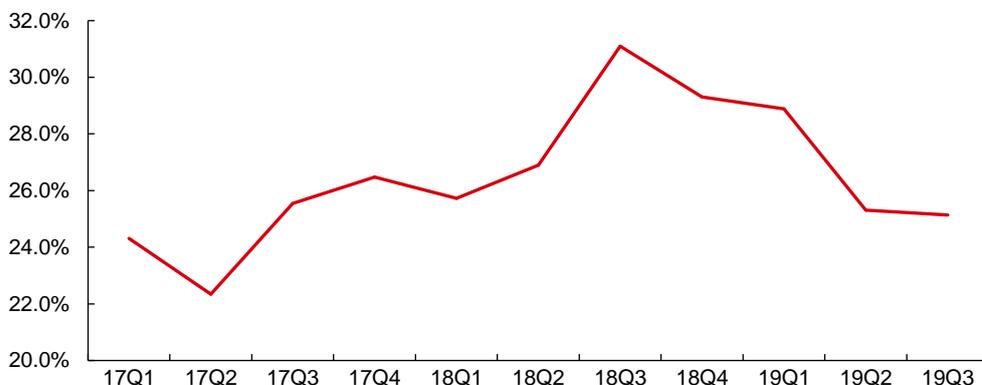
产业机会: 考虑到欧美云计算产业发展阶段的自然变迁, 以及市场竞争的不断加剧, 我们认为, 市场应相应降低对云市场 (IaaS) 需求增速, 以及短期运营利润率指标的预期。但在硬币的另一面, 激烈的市场竞争亦将使得云厂商不断加强底层基础设施建设&布局, 相应利好 IT 硬件、IDC 板块。

图 29：欧美企业 IT 负载部署模式调研



资料来源：Alphawise，中信证券研究部

图 30：AWS 逐季度运营利润率数据

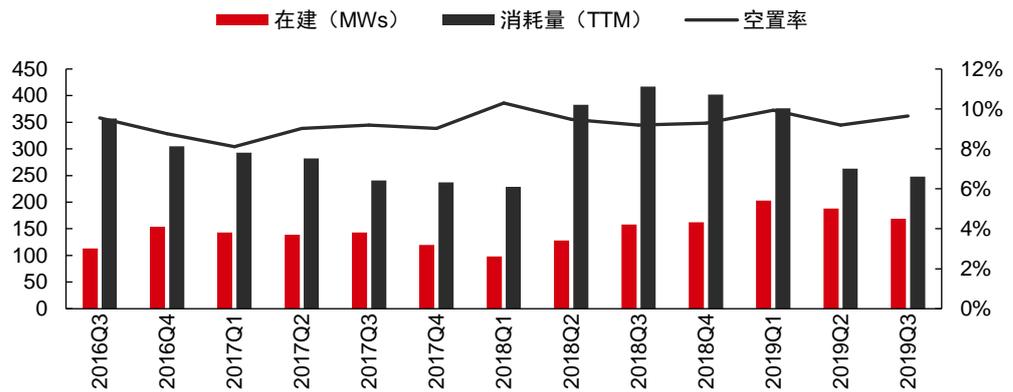


资料来源：公司财报，中信证券研究部

科技类 Reits：相对看好零售类 IDC 龙头

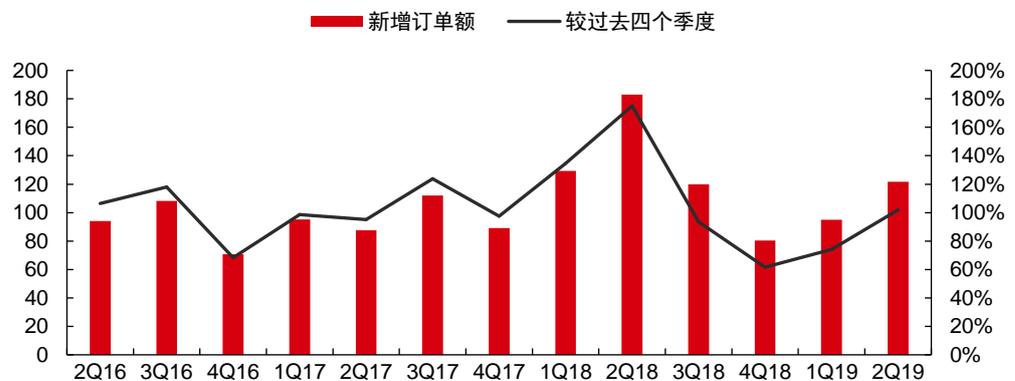
IDC：今年以来，伴随美联储基准利率的下行，以及云计算公司新增订单自 2018Q4 触底之后，进入回升周期，美股 IDC 板块股价表现较为突出，估值水平亦创出 5 年来的新高。需求层面，展望 2020 年，我们判断云计算公司资本支出复苏仍将至少延续到 2020 年末，但考虑到 IDC 租赁周期一般领先 2~3 个季度左右，因此 IDC wholesale 需求的转折点可能在 2020 年 Q2 左右；供给端，伴随 IDC 市场的高景气度，我们看到短期大量的私人资本开始进入这一市场，并体现为市场整体空置率的抬升（Q3 环比上行 0.3pct），短期供给的增加势必对行业的定价、ROIC 产生明显的抑制。而专注于零售市场的 IDC 龙头则有望持续受益于稳健客户基础，以及持续高增长的在线数据流量。

图 31: 美国数据中心市场在建、去化、空置率数据 (MW)



资料来源: datacenterHawk, 中信证券研究部

图 32: 美国四大 IDC 企业季度新增订单数据 (百万美元)



资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

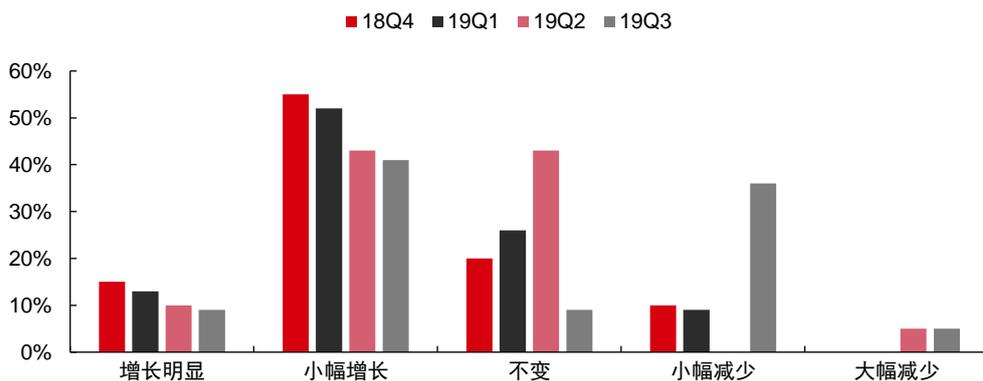
图 33: 美国数据中心 Reits EV/EBITDA 数据



资料来源: Facetset, 中信证券研究部

电塔: 和 IDC 资产类似, 稳定的现金流、对 5G 的憧憬, 叠加利率下行周期, 电塔资产突出的避险属性成为今年美股市场表现最好的 Reits 资产之一。但近期 Alphawise 的调研亦显示, 源于对经济前景的担忧, 以及 T-mobile、Sprint 的可能合并, 电信运营商对 2020 年电塔的需求意愿明显降温。同时考虑到美国电塔资产目前近 30X 的 P/NTM AFFO, 我们对该类资产的中期表现持相对谨慎态度。

图 34：美国运营商电塔租赁需求意愿调研（2020）



资料来源：Alphawise，中信证券研究部

图 35：美国通信电塔 Reits EV/EBITDA 数据



资料来源：Facetset，中信证券研究部

产业机会：在美股科技类 Reits 板块，考虑到板块当期的高估值水平，以及短期的市场供、需潜在变化，我们相对看好客户基础稳健、周期性波动相对较弱的零售型 IDC 企业，建议短期规避 Wholesale IDC 企业，并对电塔资产相对谨慎。

■ 风险因素

全球经济增速进一步下滑风险；地区贸易冲突持续加剧风险；美国经济衰退速度超预期风险；核心基础技术&设施进步不及预期风险等。

■ 投资策略

展望 2020 年，受益于有利的科技周期，我们预计美股科技股业绩将较 2019 年呈现弱复苏。考虑到当前板块估值已上升至历史 75%分位附近，并充分 price in 流动性预期，叠加后续盈利预期大概率下修的可能，我们对美股科技股整体维持谨慎观点，并关注美股市场风险对 A、H 股市场的传导，市场预计将更加注重业绩层面的确定性，以及业绩、估值的合理匹配。建议重点关注估值合理、且业绩进入逐季改善通道的硬件、半导体板块，同

时估值合理、业绩稳健的互联网、软件巨头料将持续获得长线资金的青睐。个股方面，建议关注：苹果、英特尔、Facebook、微软、英伟达、思科、Qorvo 等。

表 6：美股科技板块重点公司列表（亿美元）

代码	公司	市值	净利润(Non-GAAP)			PE		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
MSFT.O	微软	11,135	402.4	430.6	482.6	28	26	23
AAPL.O	苹果	11,559	550.4	570.6	601.8	21	20	19
AMZN.O	亚马逊	8,854	164.6	208.7	304.9	54	42	29
GOOG.O	谷歌	9,044	373.9	425	479.7	24	21	19
FB.O	脸书	5,442	277.2	317.2	375.5	20	17	14
INTC.O	英特尔	2,535	206	209	199.9	12	12	13
CSCO.O	思科	2,073	138.5	143.1	150.2	15	14	14
CRM.N	Salesforce	1,413	24.1	28.1	36.2	59	50	39
ADBE.O	Adobe	1,416	39.4	48.2	56.8	36	29	25
NVDA.O	英伟达	1,265	31.4	43.1	52	40	29	24
AVGO.O	博通	1,243	94	104	114.8	13	12	11
MU.O	美光	522	38.8	37.5	69.6	13	14	8
EQIX.O	Equinix	452	5.42	6.92	8.25	83	65	55
NOW.N	Service Now	469	6.29	8.4	11.2	74	56	42
LRCX.O	拉姆研究	396	22	25.1	28.2	18	16	14
PANW.N	PALO ALTO	230	5.19	5.86	7.49	44	39	31
WDC.O	西部数据	154	4.05	13.8	22.2	38	11	7
SPLK.O	Splunk	189	2.89	3.56	4.97	65	53	38
QRVO.O	Qorvo	121	6.37	6.79	7.32	19	18	17

资料来源：彭博一致预期，中信证券研究部 股价日期为 2019 年 11 月 8 日收盘

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、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。本研究报告仅为参考之用，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。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并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损失承担任何责任。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，可能不易买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。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，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中信证券其它业务部门、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。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。