

# 以足球阵型看苹果产业链

苹果产业链备货比以往备货周期提前2个月,这显示苹果经历两年的创新低谷后,在新一轮竞争中志在必得。投资者欲掘金苹果产业链,提前熟悉、研究苹果产业链的布局也就理所当然。

赵晓光 郑震湘

当年明月说,历史可以写得更好看点。我们的目标则是,让研究更有意思点。我们始终信奉的是产业链投资方法。产业链投资和足球阵型相比非常神似。公司也是有性格的,也有其适合的位置和投资策略。一支好的球队,离不开一个掌控大局的中后卫、一个能攻能守的后腰、两翼齐飞的前卫、一个技术全面的前腰和一个一剑封喉的前锋。针对目前苹果产业链格局,我们一一对应分析如下。

## 掌控大局的中后卫:“带头大哥”歌尔声学

歌尔声学的发展可以让大家发现,电子原来可以这么做大。歌尔声学的价值是为行业树立估值标杆和市值标杆,起到稳定军心的作用。

说歌尔声学是中后卫,不代表它没有成长性。相反,其未来几年可持续成长逻辑是最为清晰的。原因有三个:其一,声学的寡头垄断和巨大空间以及声学行业的优质竞争格局是任何其他子行业无法媲美的;其二,公司垂直一体化的布局和强者恒强的逻辑,可以实现平台式的产品扩张;其三,公司在以互联网思维颠覆制造业。

歌尔声学受关注不是偶然的。去年11月我们在香港市场底部时看多AAC,也是发现除声学以外,AAC在天线、传感器、摄像头和芯片有良好的布局。该股累计涨幅一度超过30%。而歌尔声学在天线、连接器、无线模组、传感器、摄像头、游戏机、汽车等各条线也有成功的突破和布局,且范围更广。声学的加工难度大、精密度高,与系统设计息息相关,是精密制造的顶级代表,有声学精密加工能力的厂商具备可复制性。加上产品本身模组化的发展,声学和天线、摄像头、传感器等做成模组的过程中,声学厂商成为主导。AAC预计2014年有45%~50%的成长,歌尔声学的成长点明显多于AAC,实现70%左右的成长是大概率。因此,以AAC为标

杆进行比较将打消市场对其成长可持续的怀疑。很多人认为声学未来成长空间有限。而我们从明年苹果三款创新耳机、麦克风从3个变成5~7个、扬声器模组变成两个以及iTV的应用来看,即可预见声学的成长空间。在声学上,歌尔声学将改变独立音响行业。

另外,大家对歌尔声学的互联网思维还了解不多。简单地说是两点:第一,和互联网企业合作,为互联网企业提供从产品定义、研发、供应链采购到制造的一系列流程。对创新的理解和自动化的掌握是公司的核心竞争力,在和互联网企业的合作过程中,能把品牌和流通环节消灭;第二,以产品设计和研发为核心竞争力,与全球领先的自动化企业、磨具企业、各类制造企业结盟,从而搭建产业共赢、轻资产的生态系统。

一个夯实的后卫是“苹果联队”强大的基础。在2010年大涨265%、2011年取得超额收益后以及2012、2013年均涨80%以上之后,歌尔声学开始担当压阵任务。2012年苹果产业链是安洁科技打头阵,2013年则属德赛电池表现最好,但这些都离不开歌尔声学的标杆角色在引领。

## 攻守兼备的后腰:大族激光重回成长

2011年以后,大族激光被市场抛弃,被定义为低估值的标杆。自动化的趋势已越来越重要,随着激光器价格下降和激光设备渗透率进一步提高,激光成为各个新领域的热门应用。2013年大族激光虽然没有业绩增长,但其内生成长被掩盖,即苹果订单的大幅下滑掩盖了公司在大功率切割、LED、CNC等新业务的开拓。苹果的创新具备隔年的特点,S系列产品由于外形变化小而投资有限,导致公司在2012年受益苹果订单大幅增长后,2013年则表现萎靡。不过,2014年苹果在iPhone两款产品

和iWatch产品上实现巨大变化,并预计在MacBook上采用土豪金设计,这些都将大幅拉升设备投资,特别是激光相关设备的投资。

后腰必须进可攻,退可守。由于被定为周期,大族激光估值对应2012年业绩为23倍。考虑到苹果的因素及大功率切割等新业务持续推进,2014年公司将回到高成长,且考虑苹果iPhone系列有望采用蓝宝石和普通玻璃两个版本,我们认为蓝宝石切割将是公司业绩弹性和估值弹性所在。因此,大族激光是后腰位置的最佳配置标的,是苹果产业链估值最低、但潜在弹性最大的标的——不仅能防守,而且能传球,有时候还会重炮轰门。

## 具备进攻性的前卫:立讯精密环旭电子齐飞

立讯精密和环旭电子都曾被寄予下一个歌尔声学的角色,但过去的两年更应被定义为这两个公司的投入期,目前看已开始进入收获期。两个公司都符合从上游核心部件向下游发展的逻辑,我们也看到了切实的证据。

立讯精密今年的成长动力来自新一代Lightning线和苹果的一款高品质耳机,公司产品同时在iPhone和iPad内部连接器和连接线方面表现很好。立讯精密发展的背景是未来各类信号传输高速化、高频化,包括充电、数据传输、图像信号、声音信号和摄像信号,使得连接器和连接线研发难度提高。这些业务是未来公司跟随苹果成长的动力。一个优秀的前卫必须要有攻击性和突破性,立讯精密的突破点是什么?过去投资者对立讯精密的担忧是无线替代有线的趋势,如今这一担忧已得到消除。我们预计公司的无线充电模组将成为公司未来两年的突破,高单价和垄断地位是公司新业务带来业绩弹性的保障。

环旭电子的传统业务亮点是SIP模组。在无线模组等高精度领域,必须依靠

日月光华这种大股东的扶持,才能掌握封装技术,而在未来可穿戴设备上,这种模组技术将越来越多的得到使用。一个集成了大量功能和传感器的watch,只需一块主板,这使得主板的加工和贴片难度大幅提高,单价也高于传统主板——这就是环旭电子2014年的突破点。

这两个公司都具备成为前卫球星的气质,都需要一个大的突破证明自己,我们预计无线充电模组和主板这类高单价的核心业务方面,将是它们的突破代表作。

## 技术全面的前腰:“万金油”德赛电池

我们从各个角度研究德赛电池,发现德赛电池的最大亮点是技术全面,在每个领域都能看到它的影子,因此它可谓一个非常合适的前腰。电池是每个系统重要的组成部分,在iWatch、谷歌眼镜、iTv遥控器等领域,德赛电池都是最重要的供应商。在传统iPhone中,德赛电池经过了台湾企业的考验,并在iPad和笔记本领域发起反击。同时,我们认为新能源汽车将在2014年迎来实质发展机遇,汽车进入电子化、智能化和信息化时代,德赛电池的兄弟公司德赛CV是中国汽车电子第一厂商,对德赛电池进入新能源领域将是很好的带动。德赛电池2013年表现上乘,2014年将延续2013年的表现,做到技术更全面,多点开花。

## 渴望证明自己的前锋:安洁科技“伤愈复出”

2012年的耀眼明星安洁科技,一度在2013年被遗忘,由此安洁科技进入一年的伤病期,我们认为安洁科技在2014年一季度后将伤愈复出。去年PSA的负面影响在二季度开始显现,今年二季度开始这一因素将消除。我们看到安洁科技在iPad外其他领域获得新的突破,同时在iPhone业务线开始切入,经过上下游研究,我们认为安洁科技2014年来自苹果的收入同比增长70%以上。公司在去年业务震荡期储备的几个苹果新业务将是今年的利器,而一个更重要的杀手锏是新能源汽车的突破,预计公司开始通过ATL切入宝马等新能源汽车车型,从而带来业绩和估值的提升。安洁科技是供应链中目前股价从高位下跌最多的,因此未来最值得跟踪和期待。公司管理层面临的重要



## 中移动与苹果6年恋爱今结果

证券时报记者 唐立

今日,中国移动正式发售4G版iPhone合约机,长达6年的“移动苹果恋”也将由此走向开花、结果。分析人士指出,基于对中国移动现有客户的调查预计,最乐观情况下,苹果将在2014年通过中移动渠道卖出2300万部iPhone,巨大的商机显而易见。而从长远来看,与中国移动合作后,苹果公司或许可以扭转在华下滑颓势,有望重新点燃iPhone在中国的销售市场,并再度成为消费者心目中的第一大智能手机品牌。

根据“中国移动版iPhone销售方案说明”,中国移动向用户提供裸机销售和合约销售两种方案。

移动版iPhone5S裸机价为5288元,若用户选择该方案,中国移动提供两种优惠:(1)用户选择更换4G套餐,中国移动将赠送1年的4G流量,其中50元包600M的流量模组每月赠送400M流量,70元包1G及以上流量模组,每月赠送流量为1G;(2)用户若不更换4G套餐,中国移动将赠送用户3个月4G流量,每月400M。

针对合约销售,中国移动采用“机价分离”原则,即用户购买中国移动版iPhone,可根据自身需求、业务使用习惯和iPhone手机的特点,结合中国移动推出的4G套餐,确定适合自己的合约方案,享受中国移动提供的购机优惠。

参加合约销售的用户需选择更换4G套餐,16GB的iPhone5S两年期合约费用为5488元。结合客户特点,中国移动向合约机客户推出7档套餐,包括138元、158元、188元、268元、368元、458元和588元等档次:(1)若选择588元套餐购机,两年期合约费用为5488元,其中购机款为0元,预存款5488元,月返余额229元;(2)若选择188元套餐购机,两年期合约费用为5488元,其中购机款为3788元,预存款1700元,月返余额71元。此外,套餐外语音资费为0.19元/分钟,套餐外流量资费为0.29元/M。

