

转债定价报告

2014年12月11日

歌尔声学（002241）可转债投资价值分析

公司资料：

	净利润(百万元)	每股收益	市盈率
2013A	1,307	0.86	28.9
2014E	2,096	1.37	21.0
2015E	3,152	2.07	10.2

相关研究

专题研究：

《乘兴而来，兴尽知返——2014年三季度转债市场展望》

徐溪、朱岚 2014年6月13日

《低吸价值、拥抱题材——2014年二季度债市场展望》

朱岚、徐溪 2014年3月18日

《不以物喜、不以己悲——2014年转债市场展望》朱岚 2013年12月3日

证券分析师

朱岚 A0230511040062
(8621)23297354
zhulan@swsresearch.com

徐溪 A0230512070010
(8621)23297392
xuxi@swsresearch.com

联系人

徐溪
(8621)23297392
xuxi@swsresearch.com

地址：上海市南京东路99号
电话：(8621) 23297818
上海申银万国证券研究所有限公司
<http://www.swsresearch.com>

转债条款：

发行日	到期日	期限	转股期限	起始转股日	发行规模
2014-12-12	2020-12-11	6年	5.5年	2015-6-19	25亿
票面利率		利息补偿	初始转股价格	修正条件	修正幅度
0.5%, 0.7%, 1.0%, 1.6%, 1.6%, 1.6%		6.4元	26.43元	存续期内 30(15) < 90%	不低前20个交易日均价 和前1日均价
有条件回售期限	有条件回售触发条件	有条件回售价格	有条件赎回触发条件	有条件赎回价格	
最后两个计息年度	连续 30 < 70%	面值+当期应计利息	30(15) ≥ 130%	面值+当期应计利息	

发行要素：

股权登记日	申购、配售、缴款日	配售代码	配售简称	每股配售额	最小配售单位
2014-12-11	2014-12-12	082241	歌尔转债	1.6378元	1手
申购代码	申购简称	网下定金比例	网上申购上限	网下申购上限	网上申购单位
072241	歌尔转债	10%	15亿	10亿	10张

- **结论或投资建议：**歌尔转债的申购预期收益率不高，但保本概率较高，建议低成本低风险投资者适量参与，配置型投资者可通过网下申购达到低价配置的效果。
- **原因及逻辑：**1、当歌尔声学的股价为26.5元时，对应的转债价格在109.15元~111.78元。当歌尔声学在24元至29.5元之间波动时，歌尔转债的市场合理定位约在102.89元~120.11元之间。2、纯债部分价值为80.98元，纯债价值较低。3、假设前三大股东的参与度在70%至80%，剩余可申购金额约为9.5亿元至11.5亿元。4、当歌尔转债总申购资金（放大后）为6000亿元且剩余可申购金额为10.5亿元时，中签率为0.175%，当首日涨幅为10%时，网下申购收益率为0.175%，网上申购收益率约为0.0175%，网下简单年化收益率为8.75%，网上简单年化收益率为0.875%。投资者亦可根据自身核算周期和借款周期推算。5、歌尔是我国电声元器件的龙头企业，主营业务包括微型麦克风、微型扬声器/受话器、蓝牙耳机等多种电声器件、电子配件的研发、生产与销售，结构上声学相关业务占比80%，非声学占比20%，产品广泛用于手机、电脑、游戏机、电视等领域。自08-13年，公司以内生增长为主，实现了约60%的年复合增速，13年开始业绩增速因需求放缓而有所回落，预计今年同比增长仍可达到30%。随着以智能手机为代表的消费电子的普及，以及新生代品种（如可穿戴设备）尚未成熟，公司在行业需求放缓的背景下，积极探索产品和战略转型，以继续实现较快增长。此外，公司逐渐从“内生增长为主”向“内生增长+外延并购”转变，以稳健的小步伐前进为并购总体思路，更加看重有技术优势、与歌尔产品战略契合度高、易于整合的优质标的。
- **有别于大众的认识：**1) 要使网下申购不亏本，假设回购成本为3.5%，当中签率为0.3%时，歌尔转债上市时需达到约102.33元；当中签率为0.15%时，歌尔转债上市时需达到约104.67元。2) 由于发行至上市一般需要两至三周，如果期间正股下跌幅度超过7.55%（正股跌破24.5元）或转债系统估值显著下降且歌尔跌破25元，网下申购的收益率有可能不能覆盖成本。

本公司不持有或交易股票及其衍生品，在法律许可情况下可能为或争取为本报提到的公司提供财务顾问服务；本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报提到的上市公司所发行的证券或投资标的，持有比例可能超过已发行股份的1%，还可能为或争取为这些公司提供投资银行服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询。客户应全面理解本报告结尾处的“法律声明”。

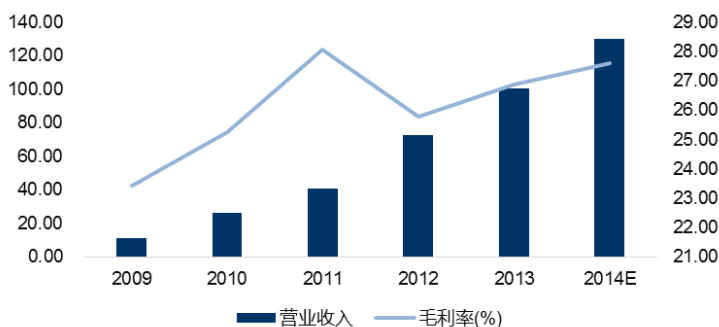
1. 公司基本面分析

1.1 公司基本面

公司是我国电声元器件的龙头企业, 主营业务包括微型麦克风、微型扬声器/受话器、蓝牙耳机等多种电声器件、电子配件的研发、生产与销售, 结构上声学相关业务占比 80%, 非声学占比 20%, 产品广泛用于手机、电脑、游戏机、电视等领域。公司实际控制人为姜滨先生和胡双美女士, 合计直接和间接控制公司 49.39% 的股权。

公司属于劳动密集型、资本密集型和技术密集型企业, 以成为“声光电整体方案解决商”为企业目标, 经营上以零件、配件供应为主, 整机代工为辅, 以获得较高的毛利。

图 1: 公司业绩增长与毛利率水平



资料来源: 申万研究

自 08-13 年, 公司以内生增长为主, 实现了约 60% 的年复合增速, 13 年开始业绩增速因需求放缓而有所回落, 预计今年同比增长仍可达到 30%。随着以智能手机为代表的消费电子的普及, 以及新生代品种 (如可穿戴设备) 尚未成熟, 公司在行业需求放缓的背景下, 积极探索产品和战略转型, 以继续实现较快增长: 一方面, 从过去以内生增长为主, 转型为内生增长和外延并购的两条腿走路的发展模式; 另一方面, 未来业务转型方向将围绕四大领域展开: **大声学、传感器、可穿戴设备、精密制造**。

1) 大声学包括头戴耳机、汽车智能音响、家用智能音响等, 其中, 汽车智能音响是公司未来看好的重点。公司看重丹拿在高端车载和家居音响的品质和市场份额, 意在通过收购丹麦丹拿进入车载音响市场渠道, 开拓丹拿作为高端品牌的中国市场, 并向中端市场延伸。

2) Mems 传感器领域。mems 传感器应用范围广泛, 除了智能手机、平板电脑等, 还包括可穿戴设备、智能家居、医疗、汽车等, 未来市场空间依然很大, 目前在公司收入占比中仅约 10%。公司在技术和销售渠道上享有显著优

势，今年已成为苹果 iPhone6 的 mems 第一大供应商。此外，索尼在游戏传感器上的订单大增，也使得索尼替代三星成为公司的第二大客户。Mems 传感器技术壁垒较高，核心技术芯片占到 mems 传感器 80-90% 的成本，公司在开拓市场空间的同时开始研发芯片设计和封装，以争取通过芯片研发大大降低成本。

3) 可穿戴设备。公司在可穿戴设备领域享有整机和零配件上双重机会，可穿戴也是未来最快见到成果的业务方向，目前已有订单积累，预计将是最快实现突破的领域。目前可穿戴市场还未成熟，尚未出现像 iPhone4 那样的代表性产品出现去实现技术突破、打开市场，未来代表性产品的突破将帮助公司打开市场。

4) 精密制造（自动化小规模订制），公司这几年在自动化方面与日本、德国企业合作发展定制化的精密制造领域，以满足客户前端的非标准的设备需求。

公司逐渐从“内生增长为主”向“内生增长+外延并购”转变，以稳健的小步伐前进为并购总体思路，更加看重有技术优势、与歌尔产品战略契合度高、易于整合的优质标的，公司已设立战略投资部，今年已先后收购了日本 LED 品牌和丹麦高端音响品牌丹拿，未来还可能与并购基金合作，从经营战略角度出发继续寻找标的。

从公司下游客户订单上看，除三星略显下降趋势之外，苹果、索尼、以及华为、小米等国内品牌势头良好。受制于人工产能不足，公司尚具备挑选订单的余地。根据申万电子研究，预计 14-15 年 EPS 为 1.37、2.07 元，对应 PE 分别为 21、10 倍。

表 1：歌尔声学盈利预测

	营业收入(百万)	增长率 (%)	归属母公司股东净利润(百万)	增长率 (%)	EPS(摊薄)	PE
2012A	7,253	78	907	72	1.07	24.8
2013A	10,049	39	1,307	44	0.86	28.9
2014E	15,875	58	2,096	60	1.37	21.0
2015E	28,210	78	3,152	50	2.07	10.2

资料来源：申万研究

1.2 募集资金投向

本次发行可转债的募集资金总额为 25 亿元，3 个募投项目都是围绕公司“大声学、传感器、可穿戴设备、精密制造”的战略方向，以内生增长为主线。转债募集资金具体投向如下：

表 2：转债募投项目

项目名称	项目总投资（万元）	拟使用募集资金（万元）
智能无线音响及汽车音响系统项目	110,016	100,000
可穿戴产品及智能传感器项目	101,086	90,000
智能终端天线及扬声器模组项目	71,074	60,000
合计	282,176	250,000

资料来源：申万研究

2. 歌尔声学可转债发行条款分析

2.1 条款分析

歌尔声学可转债的条款设计如下：

表 3：歌尔声学可转债的基本要素和条款

发行日	到期日	期限	转股期限	起始转股日期	保荐人	评级机构	信用评级	担保机构	发行规模
2014-12-12	2020-12-11	6年	5.5年	2015-6-19	高盛高华	联合信用	AA+	无担保	40亿元

利息		转股价格		转股价格调整		转股价格修正	
票面利率	利息补偿	初始溢价幅度	初始转股价格	派息	送股、转增、增发、配股	修正条件	修正幅度
0.5%，0.7%，1.0%，1.6%，1.6%，1.6%	6.4元	0%	26.43元	调整	调整	存续期内 30（15）<90%	不低于前 20 个交易日股票交易均价和前一交易日均价之间的较高者；不低于股票面值和最近一期经审计每股净资产值

回售条款			赎回条款		
有条件回售期限	触发条件	有条件回售价格	有条件赎回期限	触发条件	有条件赎回价格
最后两个计息年度	连续 30<70%	面值+当期利息	转股期内	30（15）>=130%	面值+当期应计利息

资料来源：申万研究

1、票面较低，补偿利息较高、纯债价值偏低 歌尔转债的累计现金为 13.4 元，票面利息偏低，补偿利息较高。参考与歌尔转债评级、期限相近的交易所债券，纯债价值可按 5.9%的贴现率计算，则纯债部分价值为 80.98 元，纯债价值在目前的转债市场处于较低的水平。

表 4：歌尔转债与近期发行的转债的利息和补偿收益总和比较（银行存款按 6 年计算）

转债简称	歌尔	浙能	齐峰	吉视	通鼎	冠城	东方	长青	国金	齐翔	久立	深燃	平安	徐工	隧道	华天	东华	东华	泰尔	海直	银行存款
利息收入	7	9.2	6.2	7.5	9.2	16	7.5	8.8	6	8.5	7.3	8	9.6	11.1	8.7	6	7.4	7.4	6.3	9	28.5
补偿收入	6.4	4.5	6	3	7.5	8	3	0	3.5	10.5	5.9	3	5.4	5.5	6	6.5	3	3	0	4	
合计	13.4	13.7	12.2	10.5	16.7	24	10.5	8.8	9.5	19	13.2	11	15	16.6	14.7	12.5	10.4	10.4	6.3	13	28.5

数据来源：申万研究

表 5：不同到期收益率假设下歌尔转债的纯债价值

到期收益率	5.75%	5.80%	5.85%	5.90%	5.95%	6.00%	6.05%	6.10%
纯债价值（元）	81.66	81.43	81.20	80.98	80.76	80.53	80.31	80.09

资料来源：申万研究

2、转股价有下修空间、回售条款乏善可陈 歌尔转债转股价与 2014 年三季报每股净资产的比值约为 5.52 倍，转股价理论上有着充足的下修空间。但该转债回售保护期有 4 年，前 4 年该转债无被迫修正压力。

3、摊薄压力处于略低水平 歌尔转债全部转股对 A 股总股本的摊薄压力约为 6.20%，对流通股本摊薄压力约为 7.82%，摊薄压力在现有转债中处于较低水平。

表 6：历史转债按初始转股价格转股后对股本的摊薄影响一览（自 2010 四季度开始）

	燕京	歌华	海运	国投	中鼎	石化	川投	深机	巨轮	中海	国电	恒丰
总股本增幅	4.27%	10%	18.05%	23.38%	2.79%	3.38%	13.01%	20.91%	10.87%	13.34%	13.38%	28.24%
非限售流通股本增幅	9.92%	10%	28.63%	44.22%	2.79%	3.38%	22.17%	54.11%	14.83%	13.34%	14.76%	28.24%

	重工	南山	同仁	海直	泰尔	民生	东华	华天	隧道	徐工	平安	深燃
总股本增幅	9.07%	44.83%	5.22%	17.83%	20.06%	8.66%	6.12%	7.25%	20.61%	14.33%	13.14%	9.55%
非限售流通股本增幅	32.72%	44.83%	5.22%	17.83%	63.92%	8.66%	7.14%	7.25%	30.23%	14.38%	13.14%	9.93%

	久立	齐翔	国金	长青	东方	冠城	通鼎	吉视	齐峰	浙能	歌尔
总股本增幅	7.82%	15.42%	9.67%	14.86%	16.63%	24.38%	9.58%	9.59%	17.72%	14.93%	6.20%
非限售流通股本增幅	8.22%	15.76%	9.67%	30.64%	16.63%	24.38%	10.36%	16.25%	24.22%	223.36%	7.82%

数据来源：申万研究

3. 歌尔声学可转债投资价值分析

隐含波动率法定价：

歌尔声学目前的年化历史波动率约为 34.92%，在转债股中波动性处于中等偏高水平，20 日年化波动率为 33.55%，处于历史中值水平附近。

比歌尔转债转换价值略高的深燃和歌华转债的隐含波动率分别为 18.75%和 43.72%，比歌尔转债转换价值更高的中海和民生转债的隐含波动率分别约为 28%和 18%。

歌尔声学所处行业景气度尚可，能维持一定的成长性，在转债市场中有一定的稀缺性，转债规模不大，摊薄压力不高。我们估计其隐含波动率

估值能处于中等水平。以 5 年期国债利率作为无风险收益率，在不同股价和波动率条件下，歌尔转债理论价值如下表。

表 7：不同股价和波动率下歌尔转债的理论价值（横轴为股价、纵轴为隐含波动率）

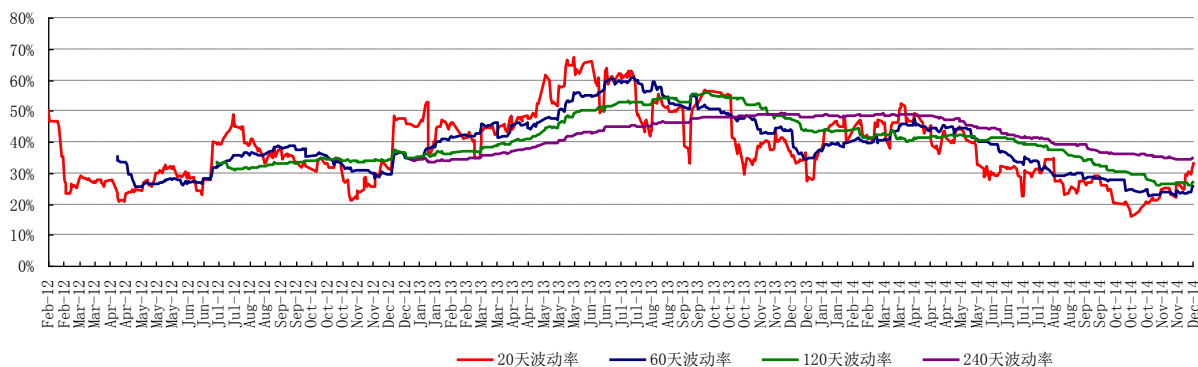
单位：元

	24	24.5	25	25.5	26	26.5	27	27.5	28	28.5	29	29.5
4%	97.187	98.609	100.14	101.77	103.48	105.24	107.04	108.88	110.73	112.6	114.48	116.36
6%	98.772	100.08	101.47	102.94	104.48	106.09	107.75	109.45	111.19	112.96	114.76	116.58
8%	100.43	101.68	102.99	104.37	105.81	107.32	108.87	110.46	112.09	113.76	115.47	117.2
10%	102.1	103.33	104.61	105.93	107.32	108.75	110.22	111.75	113.3	114.88	116.51	118.16
12%	103.78	105.01	106.25	107.56	108.91	110.29	111.73	113.18	114.69	116.21	117.78	119.35
14%	105.48	106.68	107.93	109.22	110.54	111.9	113.3	114.72	116.19	117.66	119.19	120.73
16%	107.17	108.38	109.61	110.9	112.19	113.55	114.92	116.32	117.76	119.2	120.7	122.21

数据来源：申万研究

当歌尔声学的股价为 26.5 元时，按 12%-16% 的波动率估计歌尔转债的市场合理定位约在 110.29 元-113.55 元之间。

图 5：2011 年以来歌尔声学不同期限股票波动率走势



资料来源：申万研究

表 8：歌尔声学自 2011 年以来的波动率表现

波动率统计表	波动率参数			
	20	60	120	240
002241				
最大值	67.46%	60.80%	55.64%	49.07%
最小值	15.93%	22.39%	26.02%	33.38%
平均值	38.16%	38.95%	40.42%	42.60%
当前值	33.55%	25.86%	27.18%	34.94%

资料来源：申万研究

假设转债发行后 10 个交易日上市，以近 20 个交易日的年化波动率 33.55% 计算，歌尔声学 10 日的波动率约为 6.95%。转债市场整体估值处于较高水平，短期供给面无压力且存量有下降趋势，当歌尔声学在 24 元至

29.5 元之间波动时，歌尔转债的市场合理定位约在 103.78 元-122.21 元之间。

按目前的市场环境估计，歌尔转债上市后高于面值的可能性较大，但如果遭遇股票剧烈下跌且转债市场估值大幅下挫，歌尔转债有可能破发。

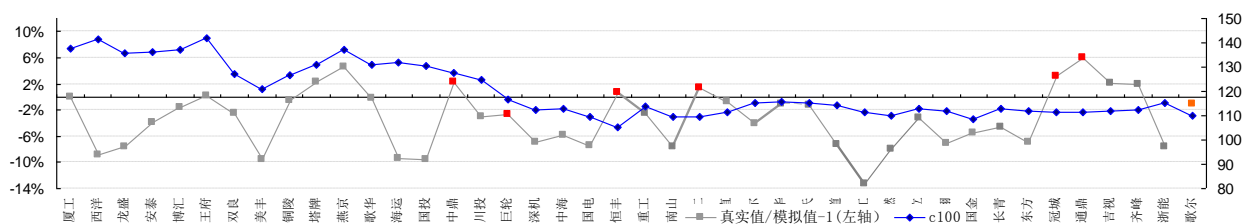
转股溢价率法定价：

近期中小盘转债估值呈现遭遇跳跃式下跌，但考虑到伴随着大盘转债的逐步转股，市场存量下降，低价中小盘转债的稀缺性在不断上升，市场对新上市转债保持较高的关注度。

歌尔转债属于小中盘、中波动性、有成长性且有阶段性市场热点的品种，可考虑作为部分基础配置。

当股价为 26.43 元时，转股溢价率在 7.71%-9.7%之间较为合理，对应的转债价格在 108 元~110 元之间。当歌尔声学在 24 元至 29.5 元之间波动时，歌尔转债的市场合理定位约在 102 元-118 元之间。

图 6：09 年以来转债上市折溢价率与转债市场估值的关系



资料来源：申万研究

表 9：历史上部分转债的上市表现

简称	上市日价格	发行日	纯债价值	上市日股价	转股价	转股溢价	纯债溢价	总股本增加
泰尔转债	122.37	2013-1-9	77.06	15.87	15.34	8.62%	45.8%	20.06%
民生转债	105.94	2013-3-15	82.82	9.64	10.23	12.42%	27.91%	8.78%
东华转债	126.31	2013-7-26	77.32	30.35	23.7	-1.37%	63.4%	6.12%
华天转债	108.91	2013-8-28	74.95	8.76	9.79	21.72%	45.3%	7.25%
隧道转债	101.81	2013-9-13	81.8	8.80	9.71	12.34%	24.5%	20.62%
徐工转债	94.92	2013-10-25	84.28	7.73	8.46	3.88%	12.62%	14.33%
平安转债	106.92	2013-11-22	81.4	42.91	41.33	2.98%	31.35%	13.14%
深燃转债	99.08	2013-12-13	73.89	7.96	8.46	5.3%	34.1%	9.51%
久立转债	103.02	2014-2-25	73.07	17.8	19.96	15.52%	41.0%	7.82%
齐翔转债	103.12	2014-4-18	82.98	14.31	14.34	3.34%	24.3%	15.42%
国金转债	107.57	2014-6-3	76.89	19.28	19.97	11.42%	39.9%	9.67%
东方转债	106.35	2014-7-10	78.92	12.45	12	2.51%	34.76%	16.63%
冠城转债	118.01	2014-7-18	80.98	6.24	6.2	14.5%	45.73%	24.39%

通鼎转债	122.5	2014-8-15	73.22	18.5	17.5	9.58%	15.88%	67.29%
吉视转债	121.6	2014-9-5	77.24	13.32	12.08	10.28%	57.4%	9.59%
齐峰转债	120.10	2014-9-15	78.3	11.04	10.2	10.96%	53.4%	17.72%
浙能转债	107.38	2014-10-13	82.35	5.77	5.66	5.33%	30.4%	14.93%

数据来源：申万研究

表 10: 上市转债部分指标 (2014 年 12 月 10 日)

简称	收盘价 (元)	转股溢价 率	纯债溢价 率	YTM	转换价值	回售起始日	赎回起始日	应计利息	摊薄压力 ¹	信用评级
歌华转债	120.39	17.35%	24.12%	-6.06%	102.59	2015/11/25	2011/5/26	0.01	10.24%	AAA
海运转债	123.71	4.25%	26.52%	-14.80%	118.67	2013/7/7	2011/7/7	1.16	18.36%	AA
石化转债	120.04	-0.17%	21.06%	-3.91%	120.25	-	2011/8/24	0.99	4.70%	AAA
中海转债	116.23	12.10%	22.74%	-2.81%	103.69	2015/8/1	2012/2/2	0.42	30.02%	AAA
国电转债	155.65	-0.47%	55.92%	-11.11%	156.39	2012/8/19	2012/2/20	0.55	12.66%	AAA
恒丰转债	120	2.09%	27.61%	-4.80%	117.54	2013/3/23	2012/9/23	0.75	18.40%	AA
南山转债	126.2	0.75%	34.97%	-1.37%	125.26	2016/10/16	2013/4/17	0.46	46.64%	AA
同仁转债	135	2.80%	44.32%	-7.00%	131.33	2015/12/4	2013/6/5	0.69	4.61%	AAA
民生转债	116.03	9.85%	34.85%	-1.22%	105.62	2013/3/15	2013/9/15	0.42	9.02%	AA+
隧道转债	154.99	-0.27%	82.15%	-6.37%	155.41	2017/9/13	2014/3/14	0.18	2.25%	AA+
国金转债	203.79	-1.03%	154.54%	-10.98%	205.91	2018/5/14	2014/11/14	0.27	8.50%	AA+
东方转债	145.44	-2.12%	77.24%	-4.89%	148.58	2018/7/10	2015/1/10	0.19	20.03%	AAA
冠城转债	129.29	6.31%	53.01%	-0.78%	121.61	2017/7/18	2015/1/18	0.43	24.39%	AA
浙能转债	120.5	4.45%	44.74%	-1.01%	115.37	2018/10/13	2015/4/13	0.06	14.93%	AAA
中行转债	131.6	1.71%	30.91%	-12.79%	129.39	-	2010/12/2	0.83	5.81%	AAA
工行转债	131.04	-0.35%	33.52%	-11.45%	131.50	-	2011/3/1	0.34	1.84%	AAA
平安转债	145.1	0.29%	64.25%	-4.82%	144.69	2013/11/22	2014/5/23	0.01	13.37%	AAA
深燃转债	116.09	14.03%	42.51%	-0.91%	101.80	2017/12/13	2014/6/14	0.57	9.71%	AA+
吉视转债	119.63	12.64%	52.28%	-1.40%	106.21	2018/9/5	2015/3/6	0.11	9.59%	AA+
深机转债	120.55	4.84%	25.47%	-3.55%	114.98	2015/7/14	2012/1/16	0.48	21.25%	AAA
燕京转债	117	8.58%	20.73%	-13.33%	107.76	2011/4/18	2011/4/18	0.17	0.37%	AA+
徐工转债	146	-0.93%	62.55%	-4.75%	147.37	2017/10/25	2014/4/25	0.12	14.48%	AAA
东华转债	155	-0.68%	90.24%	-7.30%	156.06	2017/7/26	2014/2/3	0.27	0.59%	AA
久立转债	140.1	-1.52%	76.46%	-4.09%	142.26	2018/2/25	2014/9/4	0.38	3.81%	AA
齐翔转债	122.3	6.42%	38.56%	-0.64%	114.92	2017/4/18	2014/10/27	0.49	15.42%	AA
长青转债	124	6.81%	65.42%	-2.40%	116.10	2018/6/20	2014/12/29	0.26	14.86%	AA
通鼎转债	121.9	4.81%	61.43%	-0.78%	116.31	2018/8/15	2015/2/23	0.23	9.41%	AA-
齐峰转债	123.6	10.30%	54.65%	-2.04%	112.06	2017/9/15	2015/3/20	0.10	17.72%	AA-

数据来源：申万研究

综合我们对市场的判断及理论测算参考值，我们认为，当歌尔声学的股价为 26.5 元时，对应的转债价格在 109.15 元~111.78 元。当歌尔声学在 24 元至 29.5 元之间波动时，歌尔转债的市场合理定位约在 102.89 元-120.11 元之间。

¹ 这里计算的是对 A 股总股本的摊薄压力

4. 申购策略建议

4.1 本次歌尔声学可转债的发行要素

本次发行的歌尔声学可转债向原股股东优先配售，优先配售后余额部分（含原股东放弃优先配售部分）采用通过深交所交易系统网上定价发行方式与网下对机构投资者配售发行相结合的方式进行。股权登记日 2014 年 12 月 11 日。原股东认购日、网上、网下申购日期及缴款日为 2014 年 12 月 12 日，其中网上申购时间为深交所交易系统的正常交易时间。

原 A 股股东可优先认购的可转债数量为其在股权登记日收市后登记在册的持有发行人股份数乘以 1.6378 元（即每股配售 1.6378 元），再按 100 元转换成张，每 1 张为一个申购单位。公司股本总额为 1,526,430,119 股，按本次发行优先配售比例计算，原股东可优先配售的可转债上限总额为 24,999,872 张，约占本次发行的可转债总额的 100%。

对于原无限售 A 股股东，配售代码为“082241”，配售简称为“歌尔配售”，配售不足一张部分按照精确算法取整。

原股东除可参加优先配售外，还可参加优先配售后余额的申购。原 A 股股东优先配售后余额部分网下和网上发行预设的发行数量比例为 40%:60%。

机构投资者网下申购的下限为 2000 万元(20 万张)，超过 2000 万元的必须是 500 万元(5 万张)的整数倍，每个投资者的申购数量上限为 10 亿元(1000 万张)。每一参与网下申购的机构投资者应及时足额缴纳定金，定金数量为其全部申购金额的 10%。申购资金的计算公式为：申购资金=10%×申购张数×100 元/张。

一般社会公众投资者通过上海证券交易所交易系统参加申购，申购代码为“072241”，申购名称为“歌尔发债”。网上向社会公众投资者发售部分每个账户最小认购单位为 10 张。每个帐户的申购上限为 15 亿元（1500 万张）。

4.2 申购分析与建议

歌尔转债上市后高于面值的可能性较大，建议原股东积极参与配售。**考虑到歌尔转债将获得一定的转股溢价率，原股东可利用转债替换部分股票。**

对于本没有正股的投资者，如果进行转债配售短期套利交易，假设转债首日涨幅为 3%时，每股配售收益约为 0.1638 元，以 26.5 元的股价成本参与配售，综合配售收益为 0.58%，配售收益很低。配售套利者需承担转债发行至上市期间正股波动的风险，**不建议低风险投资者为配售收益而进行股票短期交易。**

假设前三大股东的参与度在 70%至 80%，剩余可申购金额约为 9.5 亿元至 11.5 亿元。

表 11：不同申购资金、上市价格及可剩余申购资金情况下网下申购收益率（非年化）的敏感性分析

	9.5（亿元）				10.5（亿元）				11.5（亿元）			
	100	102	104	106	100	102	104	106	100	102	104	106
5000（亿元）	106	108	110	112	106	108	110	112	106	108	110	112
6000（亿元）	0.11%	0.15%	0.19%	0.23%	0.13%	0.17%	0.21%	0.25%	0.14%	0.18%	0.23%	0.28%
7000（亿元）	0.10%	0.13%	0.16%	0.19%	0.11%	0.14%	0.18%	0.21%	0.12%	0.15%	0.19%	0.23%

资料来源：申万研究

注：第一横轴为可剩余申购额，纵轴为放大后的申购资金，第二横轴为转债上市价格

当歌尔转债总申购资金（放大后）为 6000 亿元且剩余可申购金额为 10.5 亿元时，中签率为 0.175%，当首日涨幅为 10%时，网下申购收益率为 0.175%，网上申购收益率约为 0.0175%，网下简单年化收益率为 8.75%，网上简单年化收益率为 0.875%。投资者亦可根据自身核算周期和借款周期推算。

要使网下申购不亏本，假设回购成本为 3.5%，当中签率为 0.3%时，歌尔转债上市时需达到约 102.33 元；当中签率为 0.15%时，歌尔转债上市时需达到约 104.67 元。

由于发行至上市一般需要两至三周，如果期间正股下跌幅度超过 7.55%（正股跌破 24.5 元）或转债系统估值显著下降且歌尔跌破 25 元，网下申购的收益率有可能不能覆盖成本。

歌尔转债的申购预期收益率不高，但保本概率较高，建议低成本低风险投资者适量参与，配置型投资者可通过网下申购达到低价配置的效果。

信息披露

证券分析师承诺

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。